



镍：重心抬升之路道阻且长

摘要

报告作者

作者：

李志超

从业资格号：F3058314

投资咨询号：Z0016270

E-mail: lizhichao@glqh.com

报告日期：2021年12月25日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

1. 宏观上，横向看，我国经济与全球其他经济体相比韧性足，底盘稳；纵向看，我国经济由高速增长转向高质量发展。明年基于稳增长的宽松环境仍可期待。

2. 纯镍库存连降，升贴水现高点。镍矿、镍铁进口格局改变。镍矿进口更依赖菲律宾，镍铁印尼进口逐步增长。硫酸镍进口放量。镍两条产业链打通，基于镍铁和高冰镍产量博弈的市场震荡或可预料。

3. 不锈钢限产担忧仍存，但产业升级带来的需求和景气不可小觑，需求下行空间几可忽略。

4. 动力电池空间广阔。其中高镍三元电池和磷酸铁锂电池份额博弈，但蛋糕在做大，镍需求进入快车道。

展望与建议：

历史低位的纯镍库存限制镍下方空间，放大上方空间。下游双线景气，镍重心抬升之势仍会持续。只是高冰镍和镍铁的博弈，以及动力电池侧三元电池和磷酸铁锂电池的博弈，使得镍重心抬升之路道阻且长。

一、行情走势回顾

沪镍指数今年3月中旬现年内最低点118290元/吨，10月下旬现年内最高点160130元/吨，全年涨幅超20%，振幅35.3%。

图1 沪镍指数日K线



数据来源：文华财经 国联期货研发部

沪镍年内总体呈现上扬走势，可分为四个阶段。

1月到2月底，得益于新能源景气度大幅提升，镍快速上涨，创出上市以来新高，逼近15万/吨。纯镍对镍铁升水大幅走高。下游重点原料的镍铁成为巨大而厚重的存在。

3月初，青山高冰镍要量产的消息横空出世，镍两条产业链打通。沪镍出现史诗级大跌，短短几个交易日跌去新高的近20%。血腥程度期市罕见。元气大伤后，窄幅整理至4月底。

5月初到9月中，受益于下游不锈钢行业的爆发和镍端资源的相对紧张，以及新能源侧景气度的切实提高，沪镍再次开始了波动上涨之路。此轮上涨突破15万整数关口，涨幅近30%。

9月下旬开始，沪镍开始宽幅震荡，10月下旬因印尼再次禁止原材料出口消息，续创上市新高并突破16万关口。但受宏观以及下游限电限产打压，镍快速回落至震荡区间继续运行。

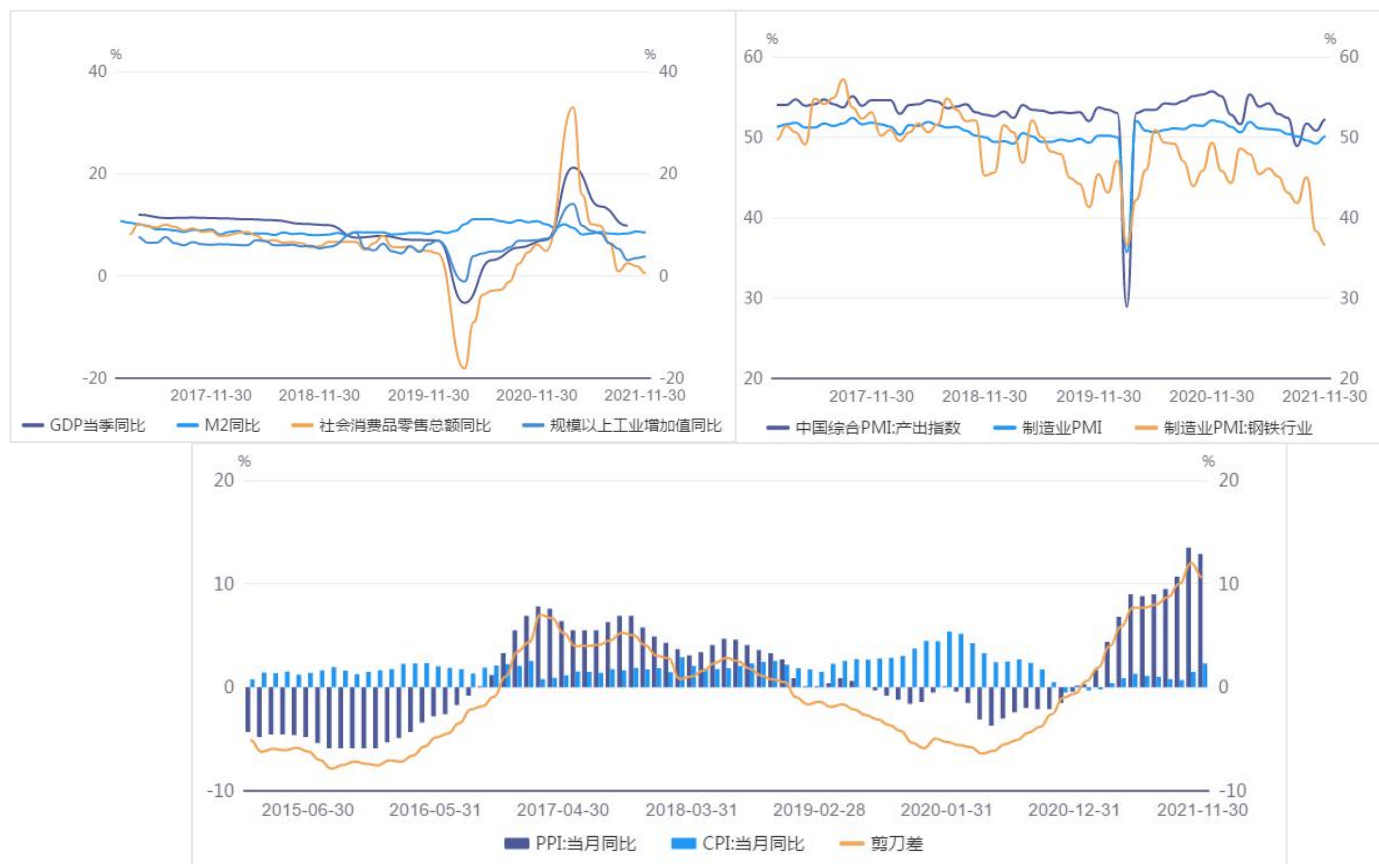
二、原因分析

(一) 宏观层面

横向看，我国经济与全球其他经济体相比韧性足，底盘稳。国外迎来加息周期。国内经济在疫情常态化管控下回归常轨，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。2022 年国内政策以稳增长为主。PPI、CPI 高剪刀差有收敛预期。

国际货币基金组织（IMF）此前预计，2021 年全球经济增长率为 5.9%，中国经济增速 8%。预计 2022 年中国经济增长 5.3% 左右。近日，国内经济专家表示，2021 年中国经济增长有望实现 8% 左右，2020-2021 年两年平均增长 5.1%。

图 2 宏观经济指标



数据来源：iFind 国联期货研发部

纵向看，我国经济由高速增长转向高质量发展。在这种经济新常态下，经济增长更趋平稳，经济结构优化升级。虽然经济增速有所下滑，但经济质量、效益和结构有了明显提升和改善，保持稳中向好的态势。当然，在经济转向高质量发展时仍需要保持合理的增长速度。这符合中国经济发展实际，也符合经济发展的大逻辑。由此，宏观政策也因此发生明显变化。

央行货币政策委员会四季度例会明确，货币政策基调延续中央经济工作会议提出的“稳字当头、稳中求进”的会议精神，加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合。首次提出“发挥好货币政策工

具的总量和结构双重功能，更加主动有为，加大对实体经济的支持力度”，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。货币政策进一步加码仍可期。

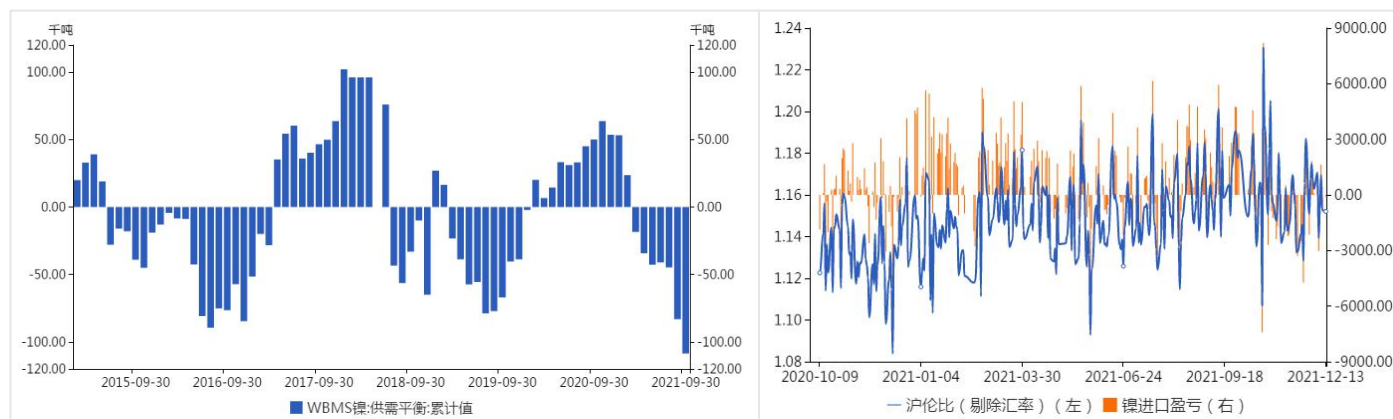
今年，大宗商品涨幅可观，但不少品种都创下有纪录以来新高。虽三季度后普遍回落，但在国内稳增长的宏观大基调下，大宗商品或仍有上扬的机会。不过，笔者认为，2022 年要特别注意国内、外经济政策不一致对大宗商品波动带来的影响。

（二）镍端供需情况

据国际镍业研究组织 (INSG)，2021 年全球原生镍产量或为 263.9 万吨，2022 年将达 312 万吨。但产量仍有受政策不确定性影响的可能。预计 2021 年全球原生镍消费量将增至 277.3 万吨，2022 年将增至 304.4 万吨。2021 年镍将从上年的过剩 10.7 万吨变短缺 13.4 万吨，2022 年镍过剩 7.6 万吨。

世界金属统计局 (WBMS) 周三公布的最新数据报告显示：2021 年 1-9 月全球镍市供应短缺 10.8 万吨。而 2020 年全年市场供应过剩 8.4 万吨。2021 年 1-9 月精炼镍产量总计为 204.3 万吨，需求量为 215.1 万吨。

图 3 WBMS 镍供需平衡累计值 & 沪伦比、镍进口盈亏



数据来源：iFinD 国联期货研发部

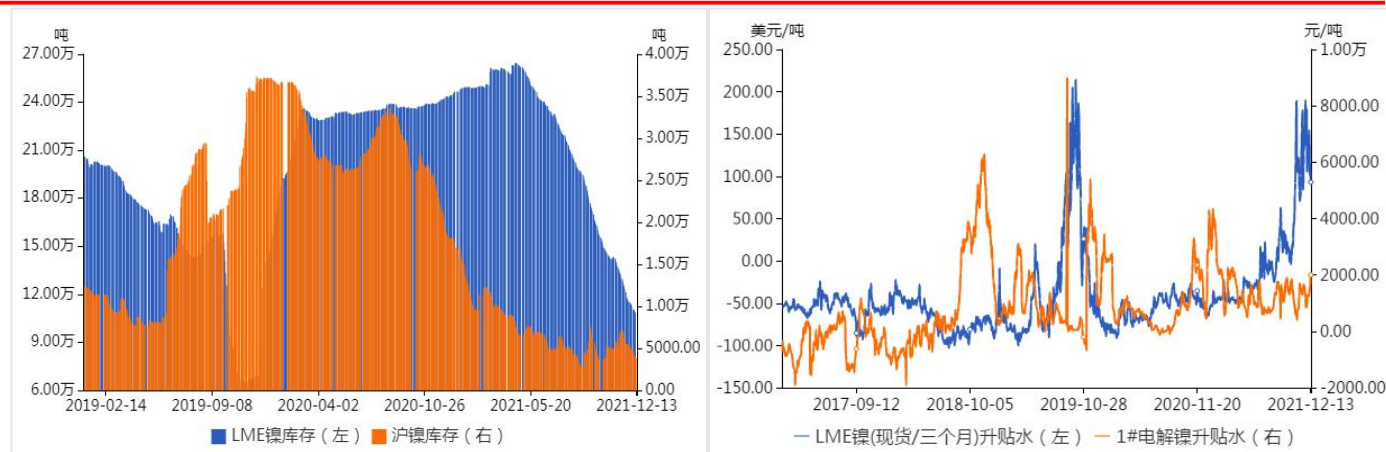
1、纯镍库存连降，升贴水现高点

镍期货库存问题持续吸引市场目光，一直处于低位且仍在去化。不过两市库存去化速度和节奏不太相同。伦镍库存本轮去化一季度已开始，从年内高点超 26 万吨到 12 月上旬的下破 11 万吨，去化幅度近 58%。沪镍库存去化从去年 8 月开始到今年 8 月底，从超 3.3 万吨至年内低点 0.26 万吨，去化幅度近 93%。三季度开始，沪镍库存在 0.36 万吨到 0.75 万吨低位波动。

低库存也使得高升水更容易被市场接受。并且，自 2007 年来首次，伦敦六大基本金属集体“现

货升水”。这一现象被热议。伦镍（现货/三个月）升贴水年内均值为贴水 27 美元/吨，而 10 月中旬到 12 月中旬两个月均值为升水 121 美元/吨，最高曾接近 200 美元/吨。

图 4 伦镍、沪镍库存和升贴水

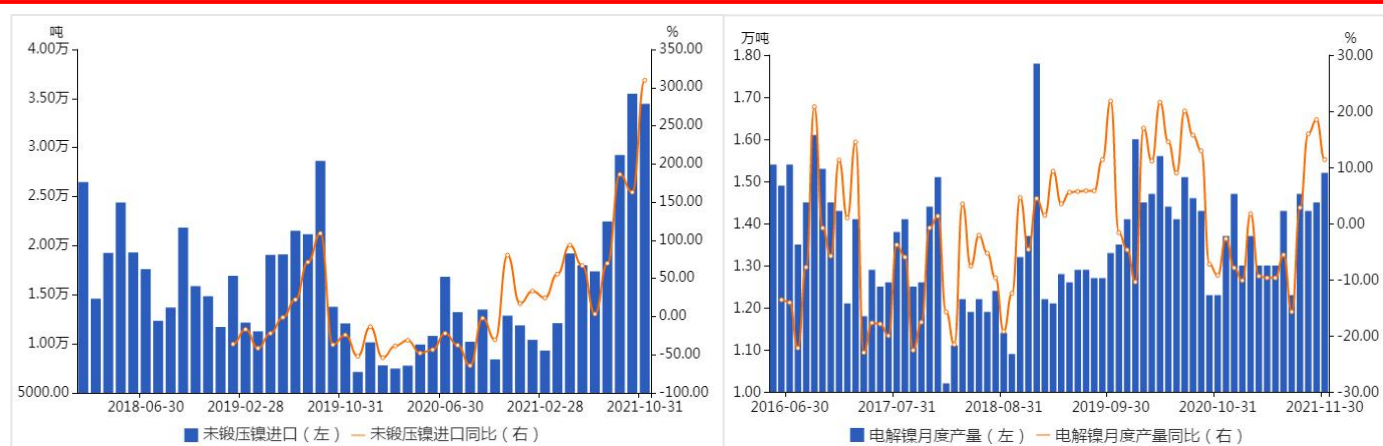


数据来源：iFind 国联期货研发部

据海关总署，2021 年 1-11 月国内未锻压镍进口 23.4 万吨，较去年同期增加约 97.1%。较 2019 年同期增加 21.2%。预计 2021 年全年未锻压镍进口量或超过 24 万吨。

据 SMM，2021 年 1-11 月全国电解镍产量约 14.5 万吨，较去年同期减少 0.8 万吨，较 2019 年同期减少 1.5 万吨。预计 2021 年全国电解镍产量 16 万吨，较去年减少约 0.6 万吨，略持平于 2019 年。

图 5 未锻压镍进口 & 国内电解镍产量



数据来源：iFind 国联期货研发部

2、镍矿、镍铁进口格局改变

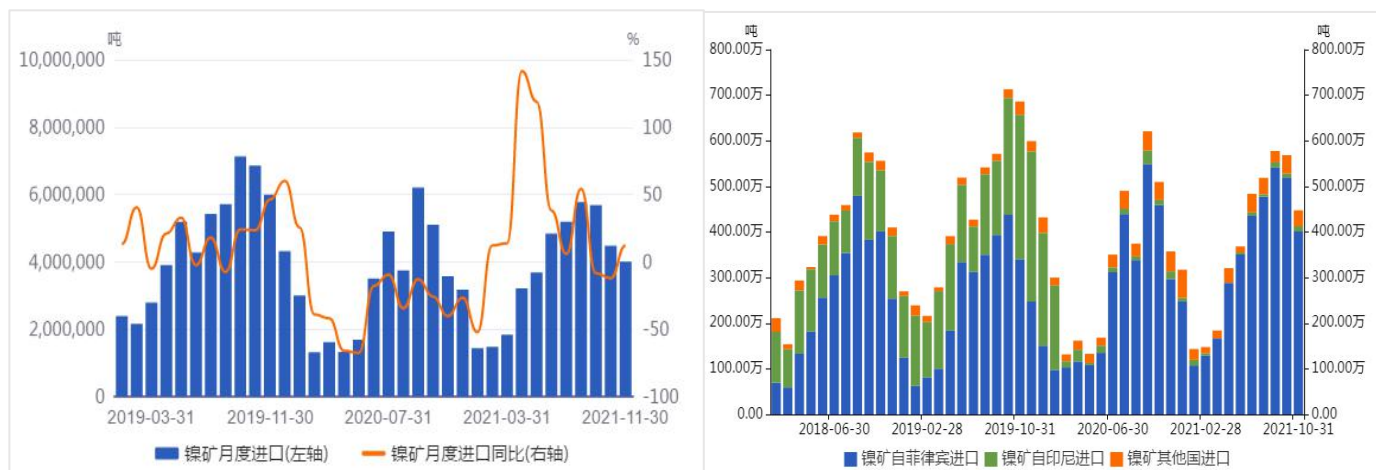
自 2020 年印尼新一轮禁止镍矿出口政策落地以来，国内的镍矿、镍铁格局开始改变。

镍矿进口更依赖菲律宾。2019 年国内自菲律宾进口镍矿占总进口量 53.3%，2020 年这一比例提

升至 81.7%，而 2021 年前 11 个月为 90.1%。2019 年自印尼进口镍矿占总进口量的 42.5%，2020 年这一比例降至 8.7%，而 2021 年前 11 个月为 1.8%。

据海关数据，2021 年 1-11 月，国内镍矿进口总量 4161.4 万吨，同比增加 15.8%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 3750.8 万吨，同比增加 27.1%；自印尼进口镍矿总量 76.5 万吨，同比减少 76.9%；自其他国家进口镍矿总量 334.1 万吨，同比增加 6.6%。

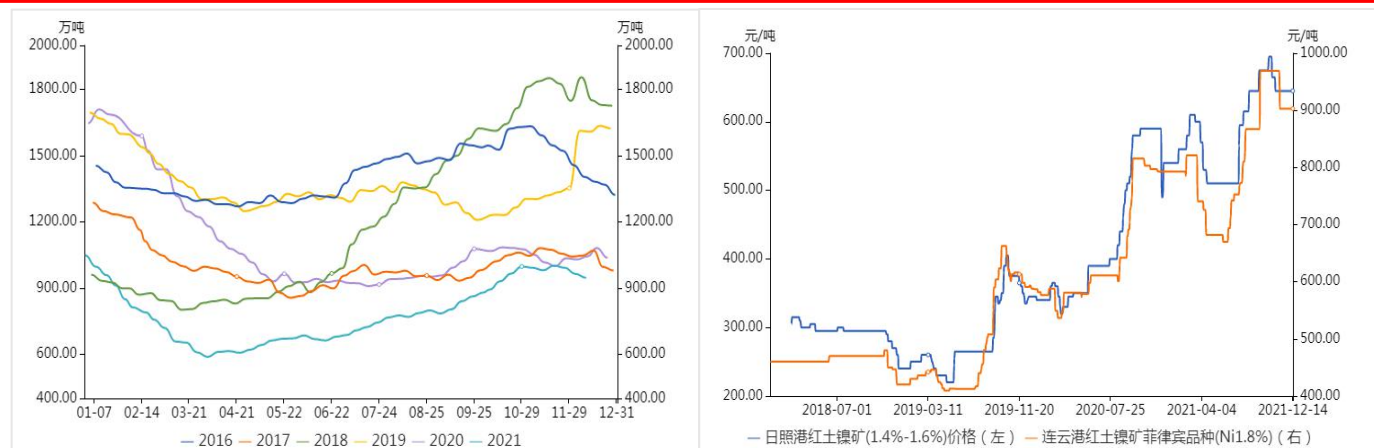
图 6 镍矿进口情况



数据来源：iFinD 国联期货研发部

年内镍矿港口库存虽有波动，但持续处于近年低位。4 月初，我国镍矿港口库存仅 588 万吨，为年内最低点。4 月后，随着菲律宾镍矿进口量恢复，港口镍矿库存低位回升。11 月底，因菲律宾雨季来临，发运至国内的镍矿数量下降，港口库存也再度下降。截止 12 月 10 日，我国镍矿港口库存 946.7 万吨。其中，中高品位镍矿 774 万吨，低品位镍矿 173 万吨。

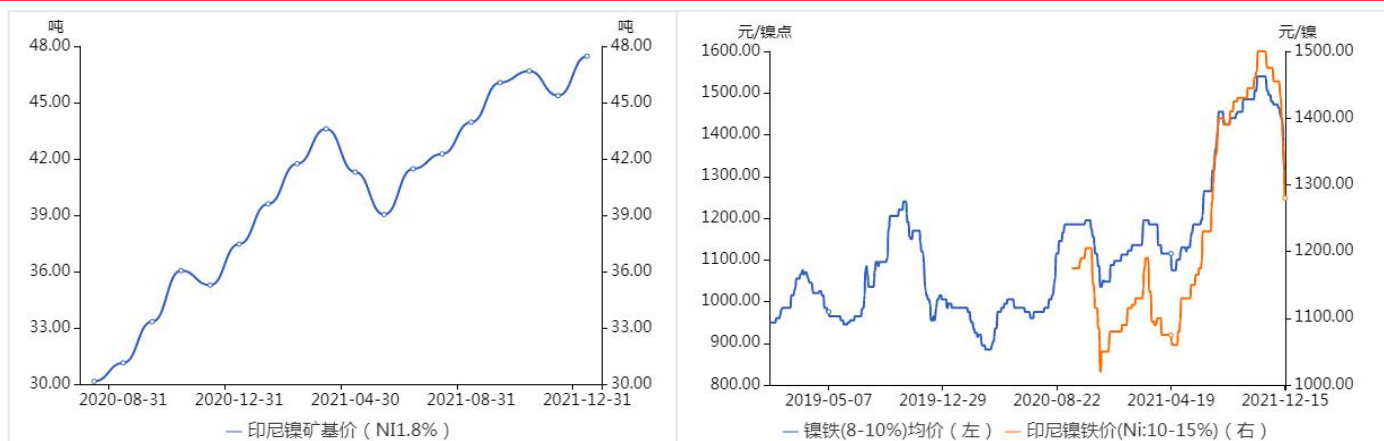
图 7 港口库存季节性图表和镍矿价格



数据来源：iFinD 国联期货研发部

2020年7月，印尼能矿部开始公布印尼境内镍矿基准价格，当月NI1.8%为30.15美元/湿吨。随后几个月基价连续上涨。2021年4、5月两个月短暂回落后，再次上涨到10月接近47美元/湿吨。11月稍有回落。近日，印尼公布12月镍矿内贸基价，NI1.8%47.47美元/湿吨，环比上涨4.63%。据外媒报道，印尼对镍矿政策又有收紧。印尼佐科维总统强调，不会再以原材料的形式出口镍矿石。还表示，他不会改变有关镍矿石出口禁令的政策，尽管这引起了欧盟的抗议。

图8 印尼镍矿基价 & 镍铁价格

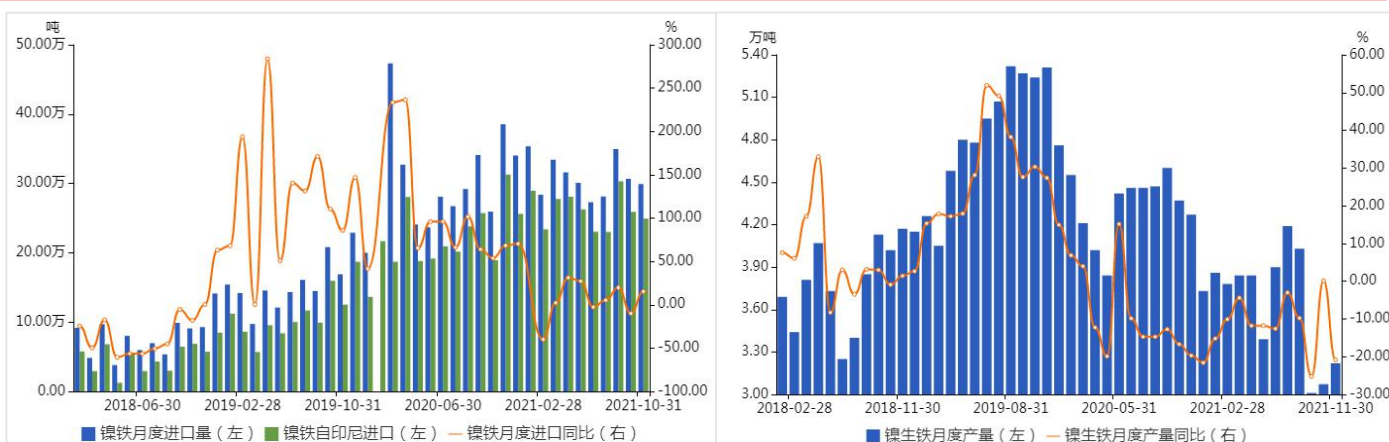


数据来源：iFinD 国联期货研发部

随着印尼镍铁产能的释放，镍铁回流国内趋势增强。

2021年1-11月中国镍铁进口总量338.9万吨，同比增加28.5万吨，增幅9.2%。其中，自印尼进口镍铁量284.6万吨，同比增加37.4万吨，增幅15.1%。2021年前11个月印尼进口镍铁量占总进口量83.9%。而2020年全年为74.6%，2019年为69.8%。

图9 镍铁进口量和国内产量



数据来源：iFinD 国联期货研发部

上半年镍矿资源偏紧，全国镍生铁产量较去年有明显下降。9月，因限电和能耗双控共同影响镍

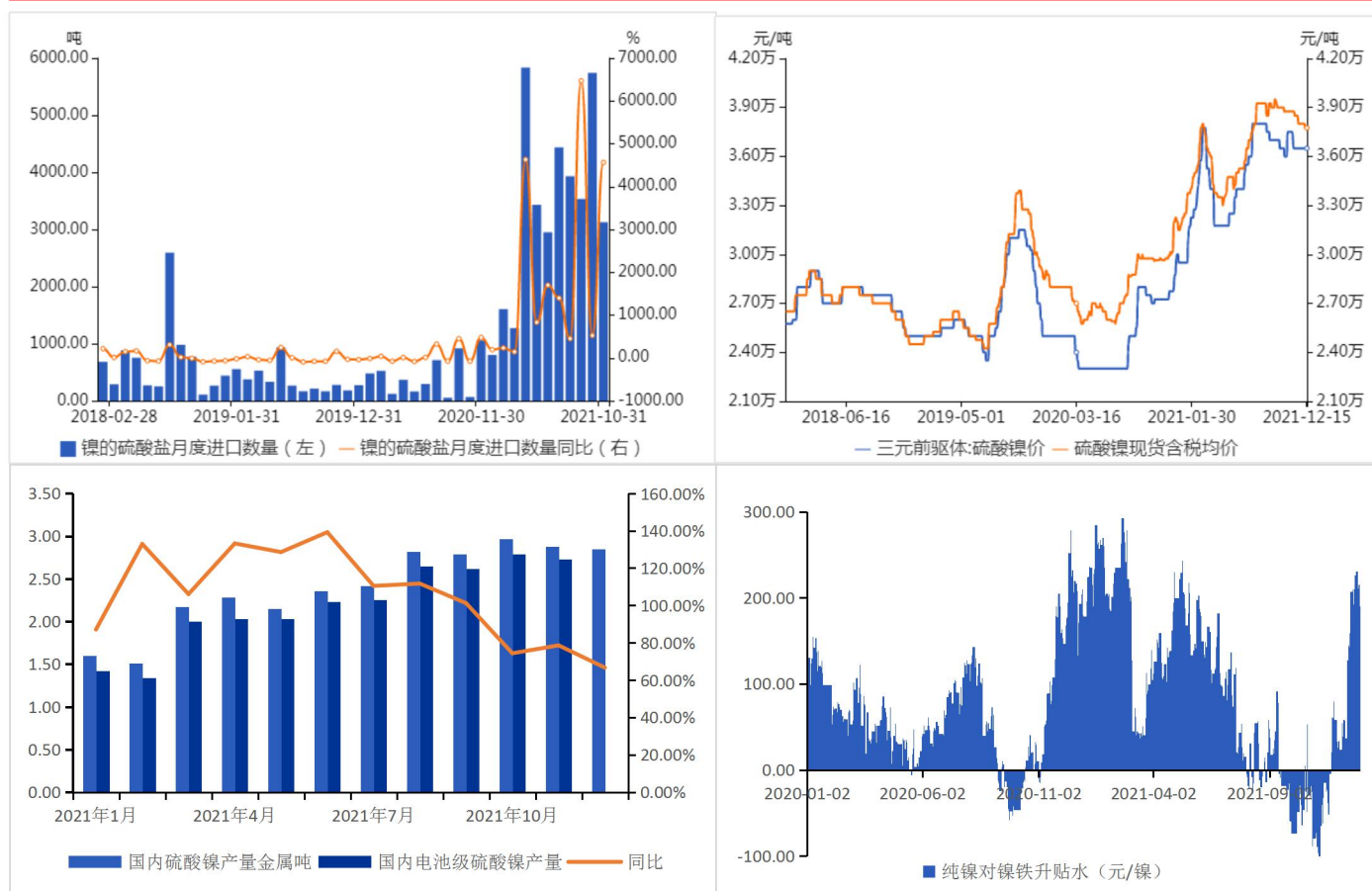
铁产区，镍铁产量进一步下降。11月，全国限电形势好转，镍生铁产量环比上涨3.74%至3.22万吨，但与近年同期产量仍有一定差距，同比则下降20.8%。预计全年镍生铁产量43.5万实物吨，比去年减少约4.2万实物吨，降幅约9%。

3、硫酸镍年内进口大幅增加，高冰镍搅动镍端供应布局

2021年1-11月全国硫酸镍产量25.9万金属吨，较去年同期增长13.3万金属吨，增幅达105.3%。其中，电池级硫酸镍接近24万吨，约占硫酸镍总产量的92%。

2021年1-11月国内硫酸镍进口4.1万吨，较去年同期大幅增长3.6万吨，增幅761.3%。今年以来，新能源端需求爆发，国内硫酸镍产量并不能满足下游旺盛的需求，因此，硫酸镍进口量大幅增加。

图10 硫酸镍产量、进口、价格 & 纯镍对镍铁升贴水



数据来源：iFind 国联期货研发部

2021年3月初，青山量产高冰镍的消息一经传出，立即引发业界关注，并引发了镍盘面的史诗级暴跌。该消息指出，青山实业将在今年10月份后一年内向华友钴业和中伟股份共供应10万吨高冰镍。这从技术上打破了镍铁转向镍及硫酸镍的壁垒，令新能源汽车大热以来的硫酸镍紧张情况有缓解预期。不过，据市场了解，截止今年年底，10万吨高冰镍的交付并未大规模开始。

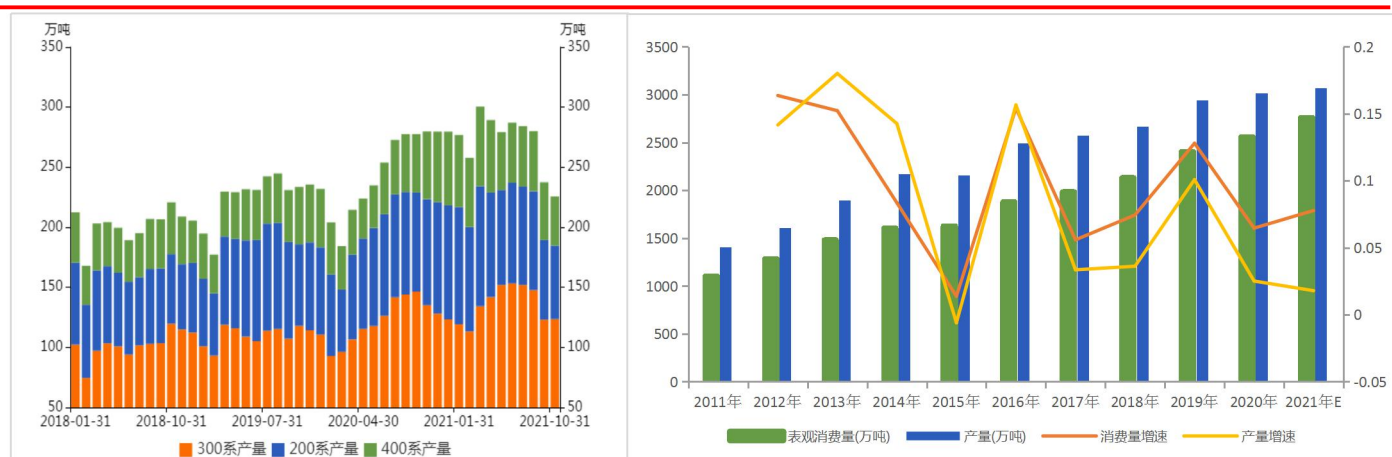
不得不说，高冰镍量产确实打破了两条技术线不互通的壁垒。年初，纯镍大涨而镍铁萎靡，升水高企。而后高冰镍消息一出，纯镍大跌，镍铁强势，升水回落，甚至贴水。可以说，史诗级大跌消化了壁垒打通的负面影响。但这并不意味着 2022 年高冰镍大量交付时，市场会没有对应的波动，不过幅度或相对较弱。而且，随后高冰镍和镍铁的产量博弈将一直存在，包括引起的市场波动。当前，有色金属普遍表现偏强，而镍铁回落，升水有再度回升之势。

4、不锈钢侧，政策变量仍存，但行业景气仍可期

2021 年下游不锈钢行业景气度提升，迎来了久违的波澜壮阔的上涨。沪不锈钢指数最高点逼近 22000 元/吨。笔者认为，这是在疫情至暗时刻过去，国内制造业回暖，原料支撑强化以及国内国外双循环带动等因素共同作用下演绎出来的。

2022 年，不锈钢面临的是国内经济下行压力的增大，供需缺口的缩小，政策变量的持续存在，以及出口常态化和消费升级。行业常规增长会有，但再度爆发有难度。

图 11 不锈钢月度产量 & 历年供需数据



数据来源：iFind & 中国特钢企业协会不锈钢分会 国联期货研发部

据中国特钢企业协会不锈钢分会最新数据，2021 年前三季度全国不锈钢粗钢产量为 2383.1 万吨，与 2020 年同期相比增加 189.4 万吨，增长了 8.6%。其中，300 系产量 1145.0 万吨，同比增长 6.8%；200 系产量为 743.3 万吨，同比增长 7.5%；400 系产量为 476.0 万吨，同比增长 14.3%；双相不锈钢 18.7 万吨，同比增长 31.5%。今年不锈钢表观消费量较去年有所增长，但 3 季度末，消费开始低迷。今年 1-9 月的不锈钢表观消费量 2035.2 万吨，同比增加 185.2 万吨，增长 10.01%。3 季度，不锈钢表观消费量较去年同期下降 12%，产量下降 10.3%。这与上半年消费增速明显大于产量增速的情况不同。上半年，不锈钢表观消费量同比增 24%，产量同比增 20.8%。

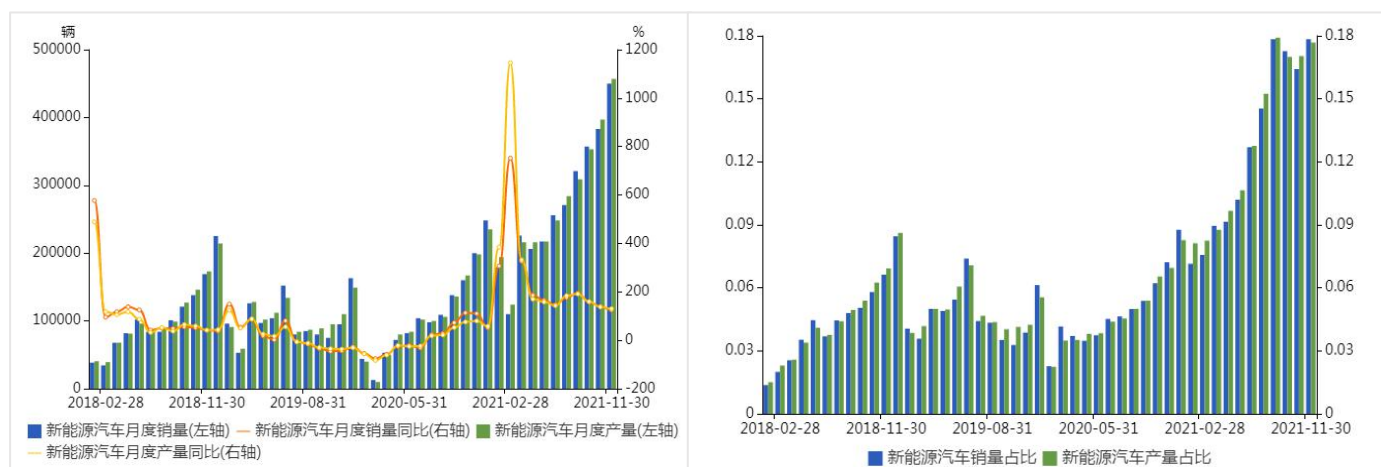
9、10月以来，全国不少地区钢厂因限电和能耗双控影响，不锈钢厂产量快速下降。9-10月不锈钢产量合计463.1万吨，较去年同期下降94万吨。11月政策走松，产量触底回升，但仍比去年同期减少近17万吨，幅度6%。从政策上看，扰动因素仍将存在，如限电、限产能以及疫情扰动和行业政策等。

据Mysteel最新数据，2021年1-11月国内32家不锈钢厂粗钢产量2977.9万吨，预计12月产量为260.6万吨。全年产量预计3238.6万吨，同比增长近8.6%。

5、动力电池侧，镍需求进入快车道。

新能源作为产业变革的新方向，既有广泛的产业基础，也有政策的扶持，行业扩张前景明朗。且当前行业扩张在周期前段，对产业链的拉动仍有很大空间。全球碳中和的共同行动，带来了新能源汽车电动化进程的加速。国内碳达峰和碳中和（双碳）政策下对新能源的政策支持仍在持续。《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》提出，到2025年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。

图12 国内新能源车产、销量 & 新能源汽车保有量占汽车总保有量比



数据来源：IFind 国联期货研发部

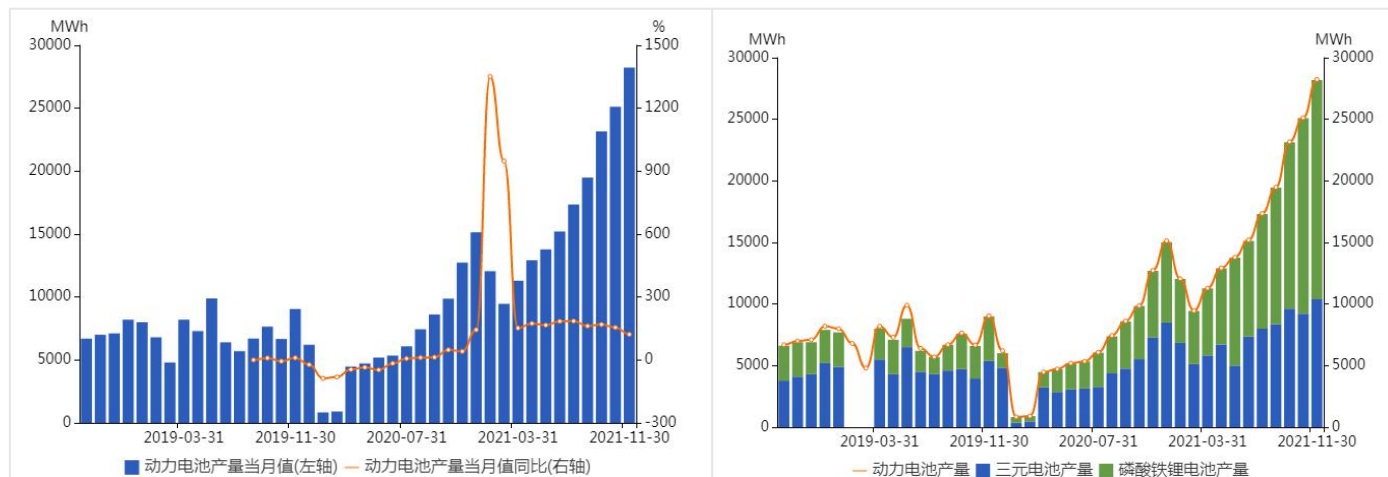
新能源汽车发展进入快车道。据中汽协，今年1-11月，我国新能源汽车产、销量再创历史新高，新能源汽车产销分别完成302.3万辆和299万辆，同比均增长1.7倍。年内产、销均超300万辆已不容置疑，并陡峭增长。新能源汽车的政策驱动仍在，但已开始逐步转为政策加市场驱动。今年前11个月新能源汽车市场渗透率已达12.7%，去年还只有5.4%。市场渗透率的快速提升，与大众消费者对电动车的接受度大幅提升有关。

动力电池应用分会数据显示，今年1-11月中国市场动力电池装机量约为128.3GWh，同比增长

153.1%，全年装机量有望接近 150GWh。其中三元电池和磷酸铁锂电池是两大核心部分。下半年以来，随着三元电池和磷酸铁锂电池市场份额的改变，镍价也迎来了波折。

相关数据显示，2020 年全球用镍 248 万吨，中国镍需求 140 万吨。2020 年全球动力电池领域镍消费量约 10.7 万吨镍金属量，对应占比约 5%。年中，有外媒预测今年全球镍消费量达到 280 万吨，用于电池的镍消费量将增加至 29 万吨左右。

图 13 国内新能源车产销 & 三元电池和磷酸铁锂电池产量



数据来源：IFind 国联期货研发部

三、总结与后市展望

3.1 总结

1. 宏观上，横向看，我国经济与全球其他经济体相比韧性足，底盘稳；纵向看，我国经济由高速增长转向高质量发展。明年基于稳增长的宽松环境仍可期待。

2. 纯镍库存连降，资源相对紧张，升贴水现高点。镍矿、镍铁进口格局改变。镍矿进口更依赖菲律宾，镍铁印尼进口逐步增长。硫酸镍进口放量。产业链打通，基于镍铁和高冰镍产量博弈的市场震荡或可预料。

3. 不锈钢限产担忧仍存，但产业升级带来的需求和景气不可小觑，需求下行空间几可忽略。

4. 动力电池空间广阔。其中高镍三元电池和磷酸铁锂电池份额博弈，但蛋糕在做大，镍需求进入快车道。

3.2 展望与建议：

历史低位的纯镍库存限制镍下方空间，放大上方空间。下游双线景气，镍重心抬升之势仍会持续。

只是高冰镍和镍铁的博弈，以及动力电池侧三元电池和磷酸铁锂电池的博弈，让重心抬升之路道阻且长。

联系方式

国联期货研发部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：0510-85186926

传 真：0510-82757630

E-mail: lizhichao@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎