

2022 全年涨 52%，镍价何去何从？

观点

12 月美联储会议纪要偏鹰，美联储官员担心市场太乐观，警告利率或高于预期，且无人预计 2023 年适合降息，市场避险情绪有所回升，有色金属小幅承压。随着全球镍项目持续投产放量，原生镍供应增加预期较强，但短期纯镍供应仍趋紧，全球镍库存处于低位，镍结构性矛盾仍存。近期新能源需求持稳，不锈钢终端需求疲弱排产下滑，后续警惕需求负反馈影响。短期宏观避险情绪升温，而镍低库存格局未改，青山电积镍投产消息刺激镍价高位回落，波动率较大，中长期供应过剩预期仍存，策略以逢高空为主，注意控制风险。

核心逻辑

宏观方面：12 月美联储会议纪要偏鹰，美联储官员担心市场太乐观，警告利率或高于预期，且无人预计 2023 年适合降息，市场避险情绪有所回升，有色金属小幅承压，周内关注美国非农就业数据；国内方面，12 月制造业 PMI 数据仍低于荣枯线，而财新服务业 PMI 出现边际改善，近期国内疫情防控政策整体放宽，随着疫情形势转好以及国家稳增长政策的出台，国内经济有望逐步复苏。

基本面：（1）临近春节钢厂原料备货进入尾声，铁厂仍有挺价心态，市场待假氛围较强，供需两弱下镍铁价格持稳。印尼方面，印尼项目仍在投产放量，但多已签订单，印尼铁零单较少，印尼出口征税方案仍未敲定，后续关注相关政策进展，中长期镍铁供应过剩格局难改；（2）成本支撑下不锈钢期货此前小幅反弹，然而年底淡季需求表现偏弱，钢厂利润下行减产增加，钢价反弹受限，后续仍需警惕需求负反馈。近几周佛锡两地库存延续垒库，年底市场成交走弱，不锈钢库存压力仍较大；（3）2023 年，印尼镍中间品产能持续释放，对镍豆需求加速替代，镍豆库存去化料明显放缓。随着全球精炼镍项目逐步投产放量，原生镍供需将由二级镍过剩逐步转向全面过剩，纯镍库存仍有望逐渐累积。当前来看，全球镍库存仍在低位，进口窗口持续关闭，短期镍结构性矛盾仍存。1 月 4 日青山电积镍正式投产消息传来，国内纯镍供应趋紧格局或逐步缓解，但在累库现实兑现之前，仍需警惕可交割品库存低位带来的挤仓风险。

镍期货 · 专题报告

2023 年 01 月 05 日 星期四

国贸期货·研究院

有色金属研究中心

谢灵

投资咨询号：Z0015788

从业资格号：F3040017

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

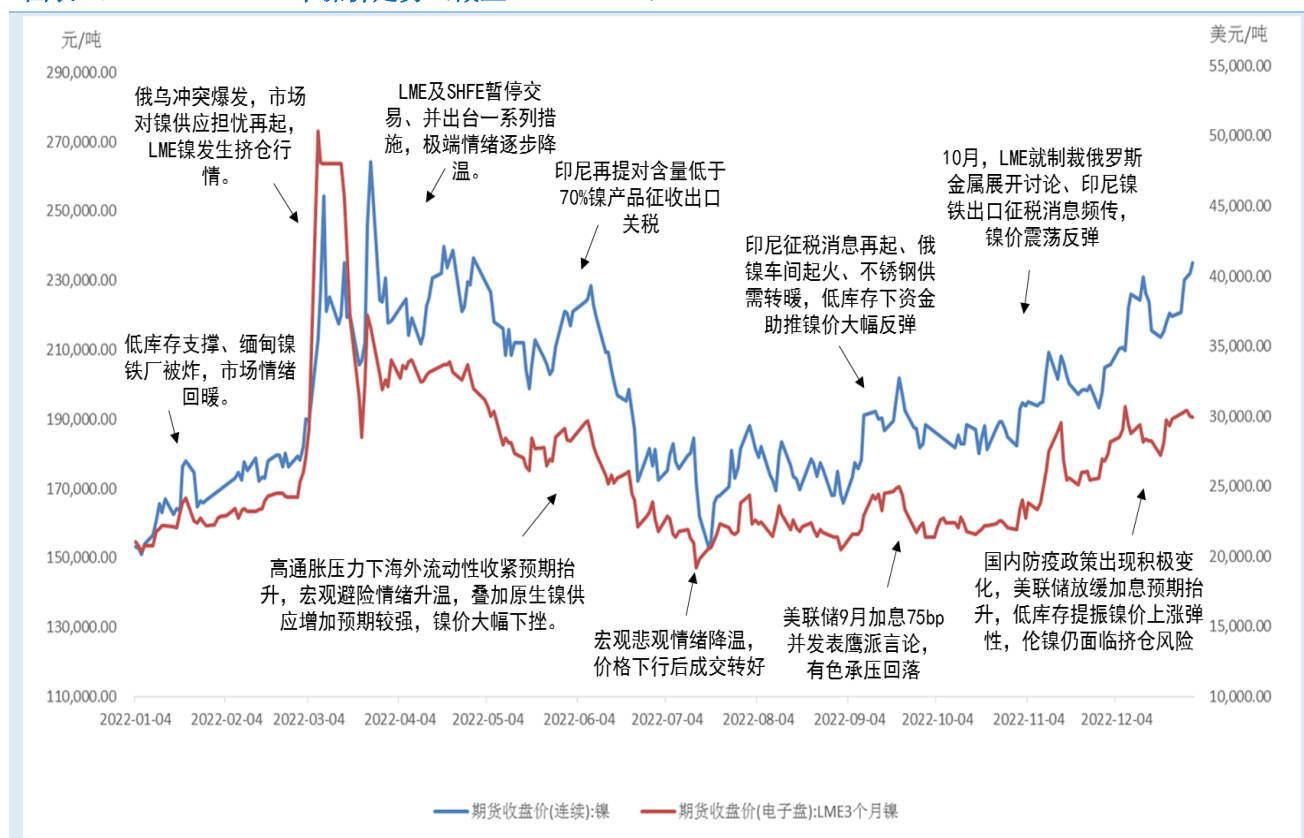


期市有风险，入市需谨慎

一、2022 年全年沪镍涨 52%，位居商品涨幅之首

2022 年，镍价重心整体上移，波动率明显放大。一季度在基本面支撑以及俄乌冲突的背景下，伦镍经历了“史诗级”的挤仓行情，内外盘镍价屡创新高，随后交易所采取相关措施抑制价格非理性上涨。二三季度，在宏观利空与供应增加预期的共同作用下，镍价自高位回落。四季度随着下游供需转暖以及宏观情绪的逐步修复，镍价震荡上涨，截至 2022 年 12 月 30 日，沪镍主连收 232000 元/吨，年涨幅约 52.1%，伦镍收 29920 美元/吨，年涨幅约 42.2%。

图表 1：SHFE&LME2022 年镍价走势（截至 2022.12.30）



数据来源：Wind

二、美联储会议纪要偏鹰，国内经济呈现弱现实强预期

（1）美联储会议纪要放“鹰”：警告利率或高于预期、无人预计 2023 年适合降息

美国联邦储备委员会 4 日公布的 2022 年 12 月货币政策会议纪要显示，美联储官员重申了对降低通胀的决心，警告市场不要低估其将在一段时间内维持高利率的意愿。会议纪要显示，针对外界普遍预计美联储可能将结束加息甚至降息的乐观情绪，官员们担心这将会加大美联储为经济降温的难度，破坏抑制通胀的努力。而随着近几个月美国物价涨幅放缓，持类似观点的比例正在增加。美联储官员们一致认为，随着

供应链瓶颈缓解，2022 年 10 月和 11 月通胀涨幅出现“可喜回落”。但他们同时强调，需要更多证据才能确信通胀正处于“持续下行的道路上”。

纪要显示，在讨论政策前景时，“鉴于通胀顽固高于（美联储货币政策委员会 FOMC）委员会 2% 的目标，而且劳动力市场仍非常吃紧，所有与会者都较 9 月会议时上调了他们对联邦基金利率适宜路径的评估。没有与会者预计，适合 2023 年开始下调联邦基金利率目标。”

（2）国内经济短期仍有下行压力，疫情转好以及稳增长政策出台有望带动国内经济复苏

国内 PMI 数据仍低于荣枯线。12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 47.0%，比上月下降 1.0 个百分点，低于临界点，制造业生产经营景气水平较上月有所回落。2022 年 12 月防疫措施进一步优化，带动中国服务业景气度在收缩区间边际改善。1 月 5 日公布的 2022 年 12 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 48.0，高于 11 月 1.3 个百分点，但仍低于临界点。

央行部署 2023 年工作会议：中国央行 1 月 4 日周三召开的工作会议要求，2023 年，要精准有力实施好稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配；多措并举降低市场主体融资成本；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；要加大金融对国内需求和供给体系的支持力度，落实金融 16 条措施，支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设；坚持对各类所有制企业一视同仁，引导金融机构进一步解决好民营小微企业融资问题；支持房地产市场平稳健康发展。

从宏观方面来看，美联储会议纪要偏鹰，美联储官员担心市场太乐观，警告利率或高于预期，且无人预计 2023 年适合降息，市场避险情绪有所回升，有色金属小幅承压，周内关注美国非农就业数据；国内方面，12 月制造业 PMI 数据仍低于荣枯线，而财新服务业 PMI 出现边际改善，近期国内疫情防控政策整体放宽，随着疫情形势转好以及国家稳增长政策的出台，国内经济有望逐步复苏。

三、全球镍库存低位提振镍价上涨弹性，警惕需求负反馈

（1）原料价格短期维持坚挺，2023 年仍需关注印尼政策变化

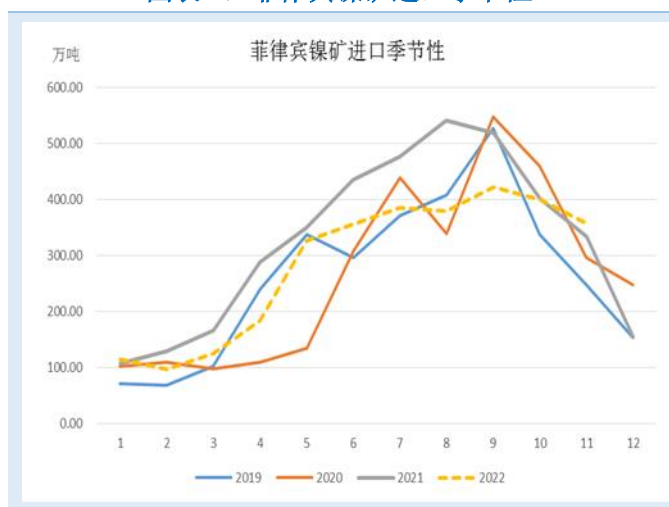
供需两弱，矿价持稳运行：菲律宾雨季影响 11 月镍矿供应，镍矿进口量整体回落，叠加年底下游需求较为疲弱，镍矿维持供需两弱格局。据海关数据，2022 年 11 月中国镍矿进口量 416.93 万吨，环比减少 12%，同比增加 4%。据 SMM，上周五镍矿 1.5%CIF 均价 71.5 美元/湿吨，较前一周均价持平，月内市场成交较为清淡，供需两弱现状下镍矿已维持此水平震荡较长时间。

镍铁进口整体回升：11 月终端市场需求疲弱，利润下滑导致印尼钢厂多有减产，印尼镍铁回流量整体增加。据海关数据，2022 年 11 月中国镍铁进口量 59.7 万吨，环比增加 6 万吨，增幅 11.2%；同比增加 30.7 万吨，增幅 105.7%。其中，11 月中国自印尼进口镍铁量 54.3 万吨，环比增加 5.6 万吨，增幅 11.4%；同比增加 31.2 万吨，增幅 135.0%。

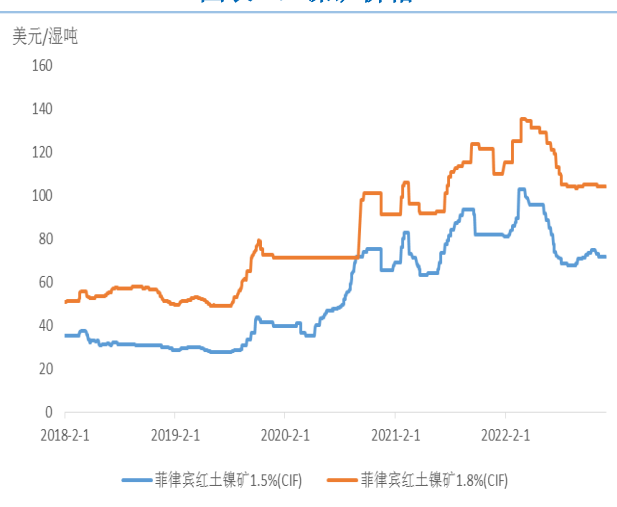
镍铁价格弱稳：随着春节假期的临近，钢厂原料备货多进入尾声，铁厂在成本支撑下仍有挺价心态，市场待假氛围较浓。据 Mysteel 数据，1 月 4 日，高镍铁国内出厂价暂稳至 1360-1370 元/镍；国内到厂价暂稳至 1380-1385 元/镍；印尼镍铁 FOB 价暂稳至 170 美元/镍。

总体看，镍矿价格持稳运行，菲律宾进入雨季后出货量减少，港口镍矿库存持续下行，而镍铁厂对镍矿需求走弱，预计后续镍矿价格维持弱稳。近期高镍铁均价暂稳在 1360 元/镍点，临近春节钢厂原料备货进入尾声，铁厂仍有挺价心态，市场待假氛围较强，供需两弱下镍铁价格持稳。印尼方面，印尼项目仍在投产放量，但多已签订单，印尼铁零单较少，印尼出口征税方案仍未敲定，后续关注相关政策进展，中长期镍铁供应过剩格局难改。

图表 2：菲律宾镍矿进口季节性



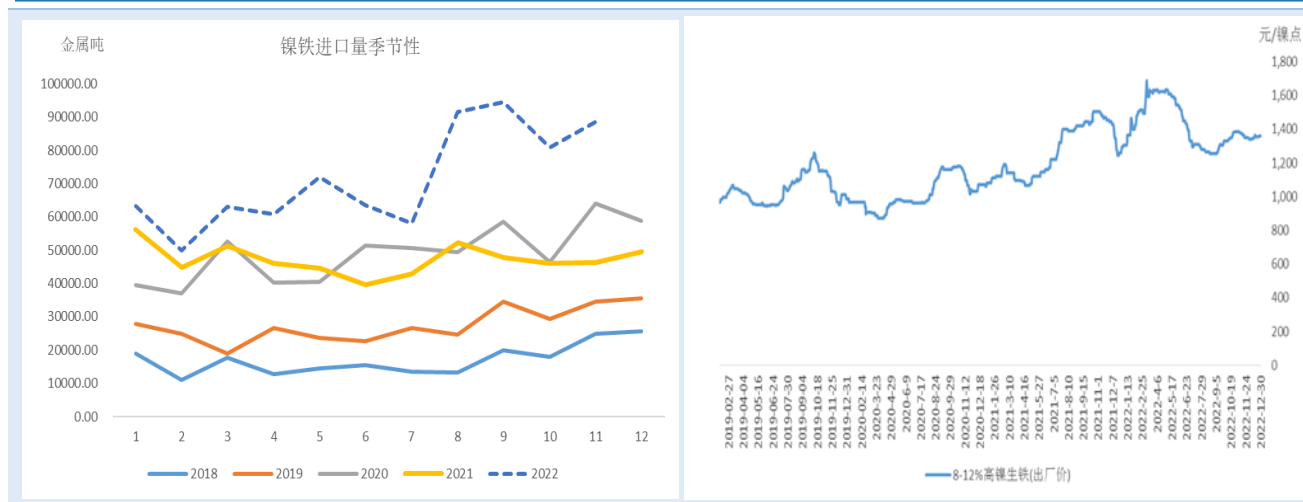
图表 3：镍矿价格



数据来源：SMM

图表 4：镍铁进口季节性

图表 5：镍铁价格



数据来源: SMM

(2) 利润下滑钢厂减产增加, 警惕淡季需求负反馈

12月不锈钢排产环比下滑: 据 Mysteel 调研, 12 月份国内 40 家不锈钢厂粗钢初步排产 286.67 万吨, 预计月环比减少 4.4%, 同比增加 2.5%。其中: 200 系 92.15 万吨, 预计月环比减少 3.0%, 年同比增加 5.9%; 300 系 153.12 万吨, 预计月环比减少 5.2%, 年同比增加 8.3%; 400 系 41.4 万吨, 预计月环比减少 4.4%, 年同比减少 19.0%。

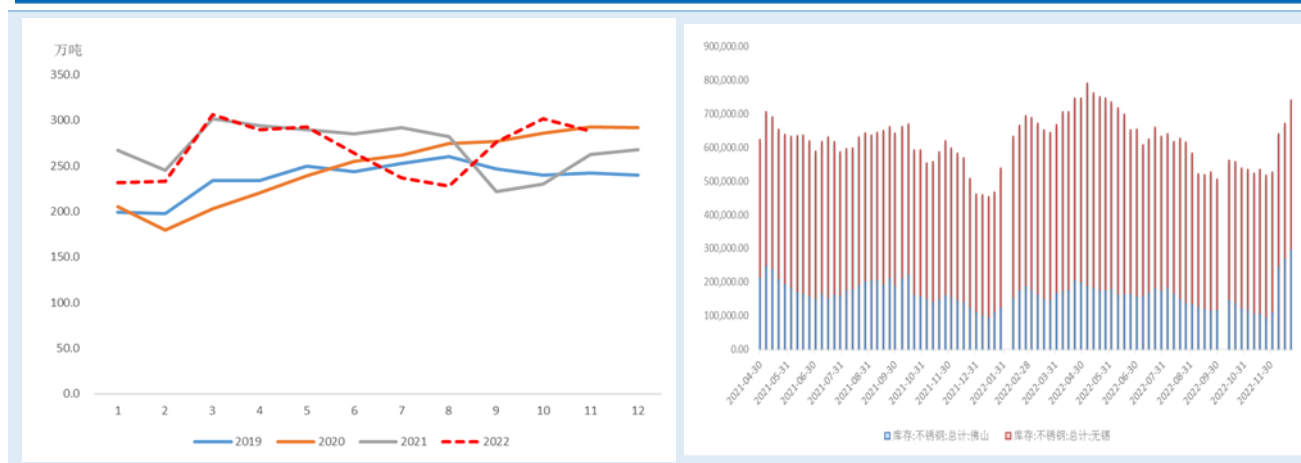
钢厂利润下滑, 春节减产增加: 11 月以来, 不锈钢原料价格持续攀升, 钢厂利润有所下滑, 临近春节多数钢厂进入检修。据 Mysteel 数据, 截止 2022 年 12 月 30 日, 废不锈钢工艺冶炼 304 冷轧成本 17306 元/吨, 利润率-2.3%; 外购高镍铁工艺冶炼 304 冷轧成本 17259 元/吨, 利润率-2.1%; 低镍铁+纯镍工艺冶炼 304 冷轧成本 25146 元/吨, 利润率-32.8%; 一体化工艺冶炼 304 冷轧成本 16551 元/吨, 利润率 2.1%。

佛锡两地库存延续垒库: 据 Mysteel 统计, 2022 年 12 月 29 日, 全国主流市场不锈钢新口径社会库存总量 92.12 万吨, 周环比上升 4.09%, 年同比上升 51.58%。其中冷轧不锈钢库存总量 54.13 万吨, 周环比上升 7.41%, 年同比上升 61.93%, 热轧不锈钢库存总量 37.99 万吨, 周环比下降 0.29%, 年同比上升 38.93%。全国主流市场不锈钢新口径社会库存增速有所放缓, 200 系及 300 系资源以增加为主, 主要体现在佛山市场及无锡市场。由于疫情影响, 市场贸易商居家办公较多, 销售节奏较前期有所放缓, 叠加靠近年底, 市场待假情绪稍显, 因此库存呈现增量。

成本支撑下不锈钢期货此前小幅反弹, 然而年底淡季需求表现偏弱, 钢厂利润下行减产增加, 钢价反弹受限, 后续仍需警惕需求负反馈。近几周佛锡两地库存延续垒库, 年底市场成交走弱, 后续关注国内宏观政策力度以及不锈钢消费恢复情况。

图表 6: 全国不锈钢产量

图表 7: 不锈钢库存



数据来源: SMM

图表 8: 不锈钢热轧价格

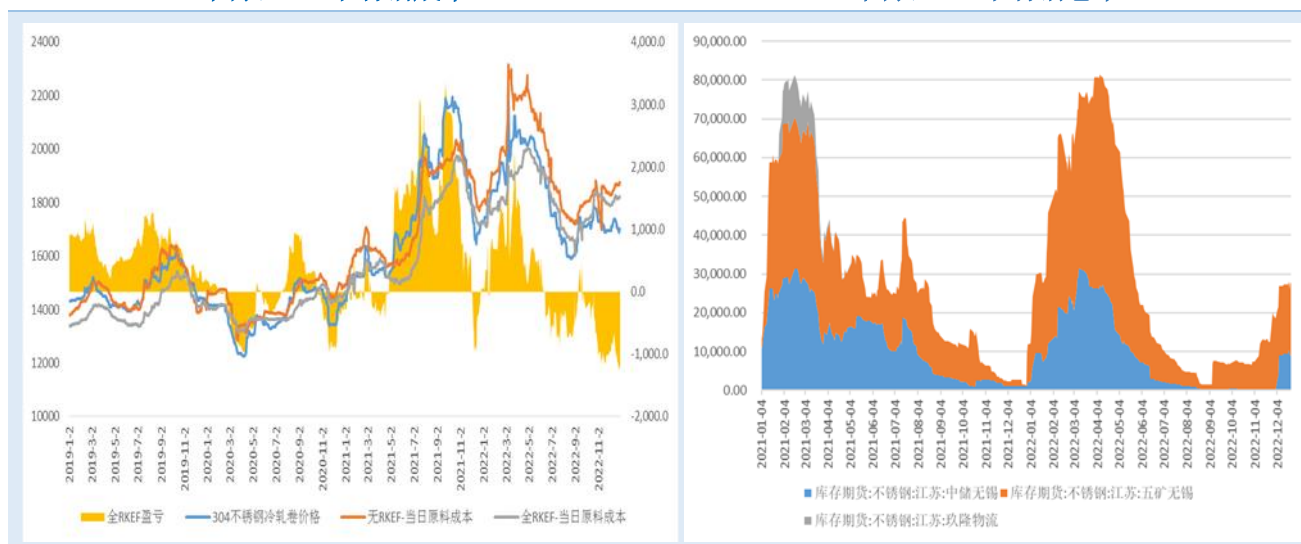
图表 9: 不锈钢冷轧价格



数据来源: SMM

图表 10: 不锈钢成本

图表 11: 不锈钢仓单



数据来源: Wind

(3) 全球镍库存仍在低位, 关注精炼镍项目投产放量情况

库存方面，全球镍库存整体仍处于低位，低库存提振镍价上涨弹性。截至 2022 年 12 月 30 日，LME 库存 5.55 万吨，较年初降 4.58 万吨，降幅 45.26%，国内社会库存 4641 吨，较年初降 5021 吨，降幅 52.1%。

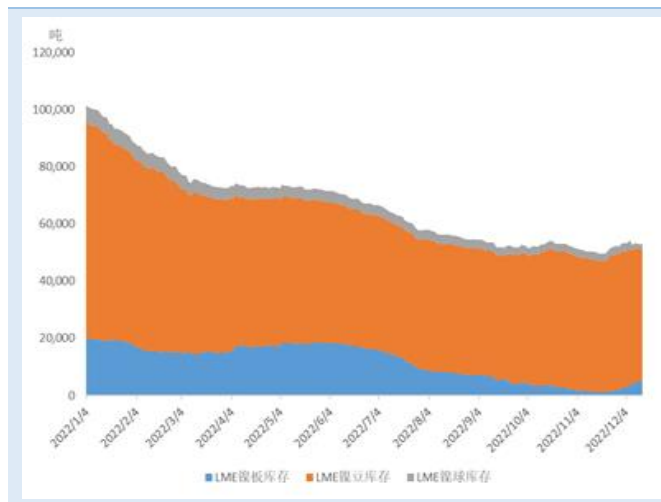
进口方面，近期纯镍现货进口持续亏损，截至本周二对俄镍提单亏损 9400 元/吨左右。现货资源趋紧推升镍板升水。

青山电积镍项目正式投产：1 月 4 日，据 SMM 消息，目前青山委托湖北某新能源企业代工生产的电积镍产品已正式产出，初步设计产能为月产 1500 吨，1 月份将有部分体量释放。

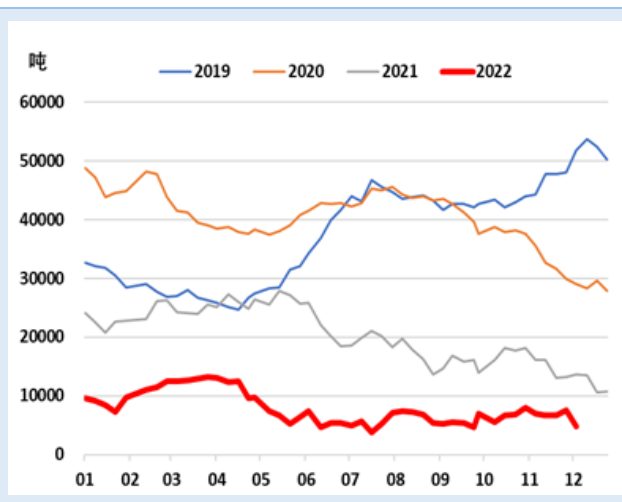
2023 年，印尼镍中间品产能持续释放，对镍豆需求加速替代，镍豆库存去化料明显放缓。随着全球精炼镍项目逐步投产放量，原生镍供需将由二级镍过剩逐步转向全面过剩，纯镍库存仍有望逐渐累积。当前来看，全球镍库存仍低位运行，部分 LME 镍板库存隐性化，进口窗口持续关闭，短期镍结构性矛盾仍存，在累库现实兑现之前，仍需警惕可交割品库存低位带来的挤仓风险。

从海外市场来看，LME 镍库存持续低位，持仓集中度较高，流动性低，多头挤仓风险仍存，资金面影响被明显放大。在此背景之下，LME 镍价的公信力与参考意义仍令市场怀疑，国内投资者应当进一步做好风险管理，以免再在 LME 镍价大幅波动之时陷入困境。

图表 12: LME 镍库存分形态



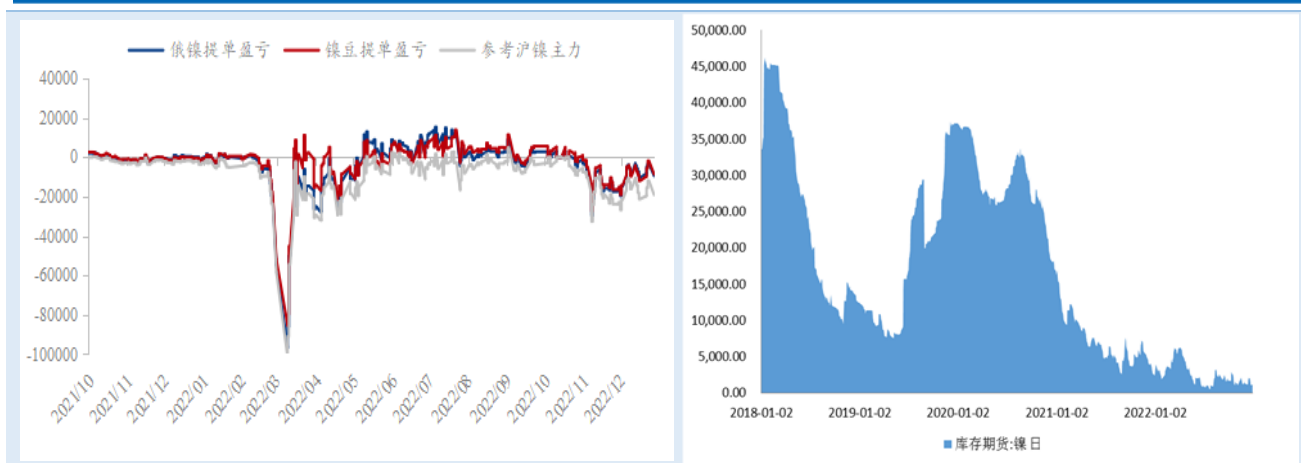
图表 13: 国内社会库存季节性



数据来源: Wind

图表 14: 进口盈亏

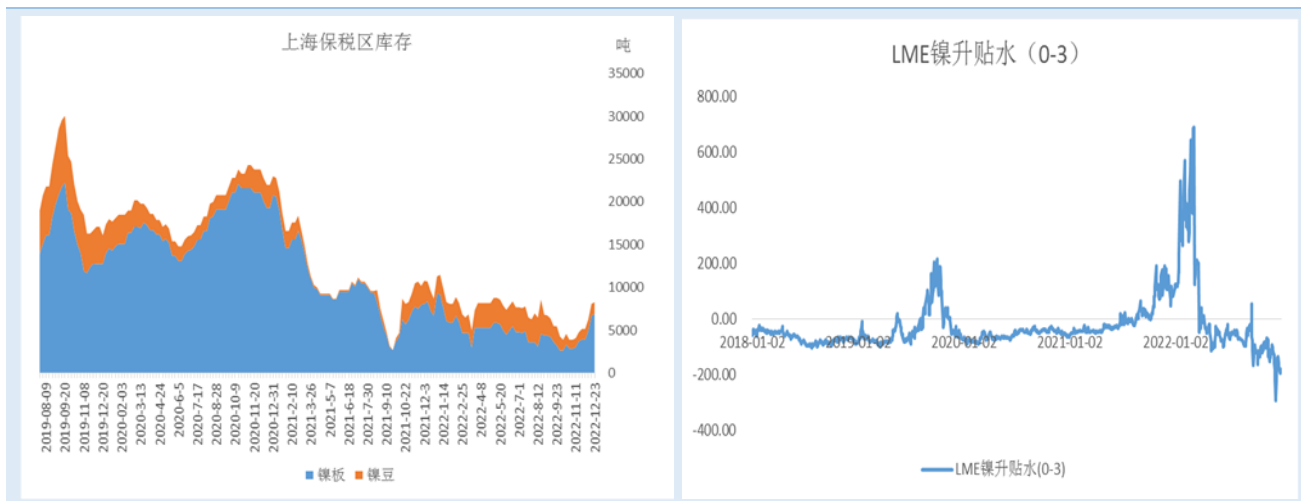
图表 15: 上期所仓单



数据来源: Mysteel, Wind

图表 16: 上海保税区库存

图表 17: LME 镍升贴水 (0-3M)



数据来源: SMM, Wind

四、总结展望

宏观方面, 12 月美联储会议纪要偏鹰, 美联储官员担心市场太乐观, 警告利率或高于预期, 且无人预计 2023 年适合降息, 市场避险情绪有所回升, 有色金属小幅承压, 周内关注美国非农就业数据; 国内方面, 12 月制造业 PMI 数据仍低于荣枯线, 而财新服务业 PMI 出现边际改善, 近期国内疫情防控政策整体放宽, 随着疫情形势转好以及国家稳增长政策的出台, 国内经济有望逐步复苏。

基本面方面, (1) 临近春节钢厂原料备货进入尾声, 铁厂仍有挺价心态, 市场待假氛围较强, 供需两弱下镍铁价格持稳。印尼方面, 印尼项目仍在投产放量, 但多已签订单, 印尼铁零单较少, 印尼出口征税方案仍未敲定, 后续关注相关政策进展, 中长期镍铁供应过剩格局难改; (2) 成本支撑下不锈钢期货此前小幅反弹, 然而年底淡季需求表现偏弱, 钢厂利润下行减产增加, 钢价反弹受限, 后续仍需警惕需求负反馈。近几周佛锡两地库存延续垒库, 年底市场成交走弱, 不锈钢库存压力仍较大; (3) 2023 年, 印尼镍中间品产能持续释放, 对镍豆需求加速替代, 镍豆库存去化料明显放缓。随着全球精炼镍项目逐步投产放

量，原生镍供需将由二级镍过剩逐步转向全面过剩，纯镍库存仍有望逐渐累积。当前来看，全球镍库存仍在低位，进口窗口持续关闭，短期镍结构性矛盾仍存。1月4日青山电积镍正式投产消息传来，国内纯镍供应趋紧格局或逐步缓解，但在累库现实兑现之前，仍需警惕可交割品库存低位带来的挤仓风险。

整体看，12月美联储会议纪要偏鹰，美联储官员担心市场太乐观，警告利率或高于预期，且无人预计2023年适合降息，市场避险情绪有所回升，有色金属小幅承压。随着全球镍项目持续投产放量，原生镍供应增加预期较强，但短期纯镍供应仍趋紧，全球镍库存处于低位，镍结构性矛盾仍存。近期新能源需求持稳，不锈钢终端需求疲弱排产下滑，后续警惕需求负反馈影响。短期宏观避险情绪升温，而镍低库存格局未改，青山电积镍投产消息刺激镍价高位回落，波动率较大，中长期供应过剩预期仍存，策略以逢高空为主，注意控制风险。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎