

低库存现实难抵供应增加预期， 镍价大幅下挫

观点

外忧内患下宏观情绪整体偏弱。全球纯镍库存仍在低位，后续俄镍到港有望增加，叠加国内电积镍产能逐步释放，纯镍供应增加预期较强，关注电积镍生产成本变化。此外，印尼暂缓征收镍产品出口关税再次提振镍铁供应过剩预期，不锈钢产业链仍显疲弱，关注后续消费能否恢复。**沪镍低仓单现实难抵供应增加预期，下游需求恢复暂有限，镍价大幅回落，维持高波动率。**操作上建议观望，短线操作，维持反弹空思路，注意防范市场风险！

核心逻辑

宏观方面：白宫和共和党谈判代表达成初步协议，以提高美国债务上限，市场避险情绪暂缓，但美国核心 PCE 超预期提振市场对美联储 6 月加息预期，海外衰退担忧仍存，后续关注美联储货币政策路径指引以及美国经济数据表现。国内方面，国内 1-4 月份规模以上工业利润同比明显回落，5 月制造业 PMI 再次下滑，低于临界点，国内经济延续疲弱现实，但与此同时市场对刺激政策仍有期待。

基本面：1) 低仓单刺激沪镍 Back 价差走扩，后续镍仓单有望逐步增加。当前，全球镍库存整体仍在回落。截至 5 月 26 日，LME 库存 38700 吨，较 5 月初减 1314 吨，降幅 3.28%，其中镍板仅 7560 吨；国内社会库存 2476 吨，较 5 月初减 1766 吨，降幅 44.26%。目前上期所仓单仅 214 吨，沪镍近远月 back 价差大幅走高至 5000 元/吨上方，后续俄镍到货量有望回升。此外，浙江华友镍冶炼产品申请注册上期所交割品已在走申请流程，由低仓单引发的挤仓风险将逐步缓解。2) 印尼暂停征收镍产品出口税，不锈钢终端需求仍疲弱。印尼暂停征收镍产品出口关税的消息释放后，印尼镍生铁成本抬升预期被打破，镍铁过剩预期再次回升。不锈钢 5 月产量增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。近期不锈钢两地库存延续去化，而终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。3) 国内镍冶炼项目逐步投产放量，关注电积镍生产成本变化。国内硫酸镍转产电积镍加工费约在 8000-1 万元/吨左右，5 月开始，华友浙江衢州 2 万吨镍冶炼项目逐步扩产，国内精炼镍产能仍在逐步释放，关注电积镍产线投产情况。值得注意的是，不少企业采购中间品产硫酸镍后再转产电积镍，该成本将低于直接采购硫酸镍转产电积镍的成本。

镍期货·专题报告

2023 年 05 月 31 日 星期三

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



风险关注：宏观消息，库存变化，资源国政策变化，各精炼镍项目进展

国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、低库存现实难抵供应增加预期，镍价波动率明显放大

宏观情绪表现疲弱，近期在低仓单现实影响下，镍价波动率明显放大，市场消息显示俄镍 6 月到港量将明显增加，后续低仓单格局将有所缓解。此外，印尼暂停对镍产品征收出口关税消息再度推升镍铁过剩预期，资金助推下镍价大幅下挫。截至 5 月 31 日收盘，沪镍主力合约 NI2307 报 156100 元/吨，跌幅 4.81%。LME 镍 15 点报 20625 美元/吨，跌幅 1.79%。

图表 1：沪镍主力

图表 2：LME 镍



数据来源：Wind

二、美联储加息预期回升，国内经济延续疲弱现实

(1) 美国债务上限谈判达成初步协议，市场对美联储加息预期回升

上周末，据知情人士透露，白宫和共和党谈判代表达成初步协议，以提高美国债务上限，避免违约给全球经济带来震动。拜登和麦卡锡现在必须克服双方强硬派议员的反对，引导框架协议最终通过立法。

美东时间周二下午 3 点（北京时间周三凌晨 3 点），众议院会讨论债务上限协议，多名极右翼共和党议员公开反对债务上限协议，这可能会导致投票困难，推迟协议的通过。

美国 4 月 PCE 物价指数同比上涨 4.4%，预期 4.3%，前值 4.2%；环比增长 0.4%，预期 0.3%，前值 0.1%。美联储最爱的通胀指标——剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增 4.7%，预期 4.6%，前值 4.6%；环比涨 0.4%，前值和预期均为 0.3%，增速创今年 1 月以来新高。美国 4 月个人消费支出环比飙升 0.8%，前值 0%，强劲的工资增长支持消费者继续支出，美联储加息压力山大。

白宫和共和党谈判代表达成初步协议，以提高美国债务上限，市场避险情绪暂缓，但美国核心 PCE 超预期提振市场对美联储 6 月加息预期，海外衰退担忧仍存，后续关注美联储货币政策路径指引以及美国经济数据表现。

（2）国内经济数据表现持续疲弱

据国家统计局数据，1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 20328.8 亿元，同比下降 20.6%。

5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 48.8%，比上月下降 0.4 个百分点，低于临界点，制造业景气水平小幅回落。中国 5 月非制造业 PMI 54.5，前值 56.4。中国 5 月综合 PMI 52.9，前值 54.4。

国内方面，国内 1-4 月份规模以上工业利润同比明显回落，5 月制造业 PMI 再次下滑，低于临界点，国内经济延续疲弱现实，但与此同时市场对刺激政策仍有期待。

三、纯镍供应有望逐步增加，镍价维持反弹空思路不变

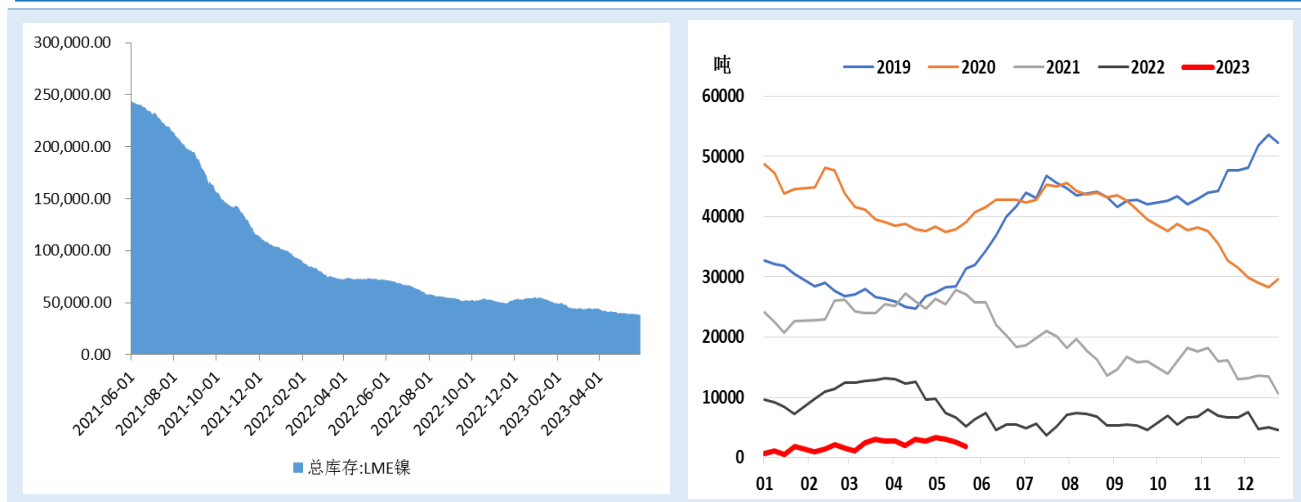
（1）低仓单刺激沪镍 Back 价差走扩，后续镍仓单有望逐步增加

当前，全球镍库存整体仍在回落。截至 5 月 26 日，LME 库存 38700 吨，较 5 月初减 1314 吨，降幅 3.28%，其中镍板仅 7560 吨；国内社会库存 2476 吨，较 5 月初减 1766 吨，降幅 44.26%；上海保税区（包括上海世天威、理资堂、临港、捷开依、Henry Bath）精炼镍库存较 5 月初下降 400 吨至 3900 吨。

低仓单格局下沪镍 back 价差走扩。5 月初以来，LME 0-3 镍贴水大幅走扩，截止本周二运行于-161 美元/吨附近。目前上期所仓单仅 214 吨，沪镍近远月 back 价差大幅走高至 5000 元/吨上方，纯镍进口窗口偶有打开，后续俄镍进口量有望回升。据 Mysteel 了解，俄镍长协订单量每月超 4000 吨，6 月初或有一批集中到货，部分商家已有上期所交仓打算。此外，浙江华友镍冶炼产品申请注册成为上期所交割品已在走申请流程，由低仓单引发的挤仓风险将逐步缓解。

图表 3：LME 镍库存

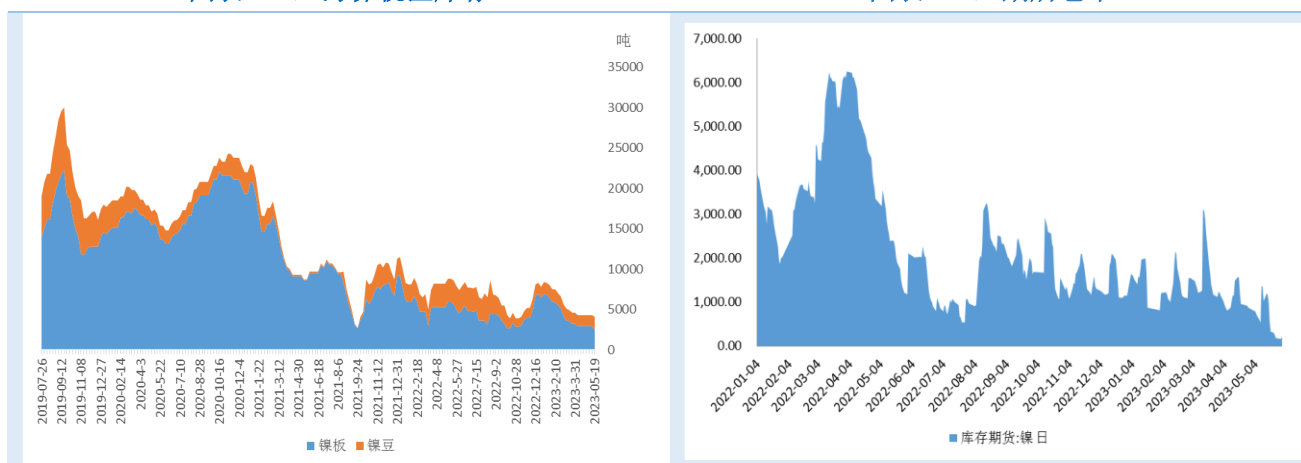
图表 4：国内社会库存



数据来源: SMM、Wind

图表 5: 上海保税区库存

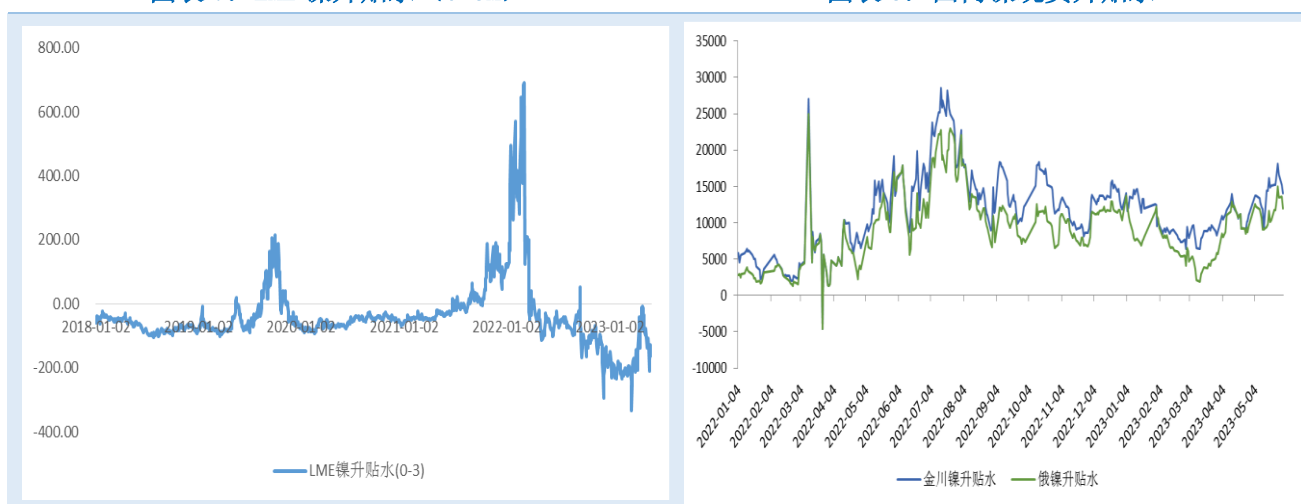
图表 6: 上期所仓单



数据来源: SMM、Wind

图表 7: LME 镍升贴水 (0-3M)

图表 8: 国内镍现货升贴水



数据来源: Wind

(2) 印尼暂停征收镍产品出口税，不锈钢终端需求仍疲弱

5月30日，印尼政府官员表示，印尼正在暂停征收镍产品出口税，并且正在考虑创建镍价格指数。

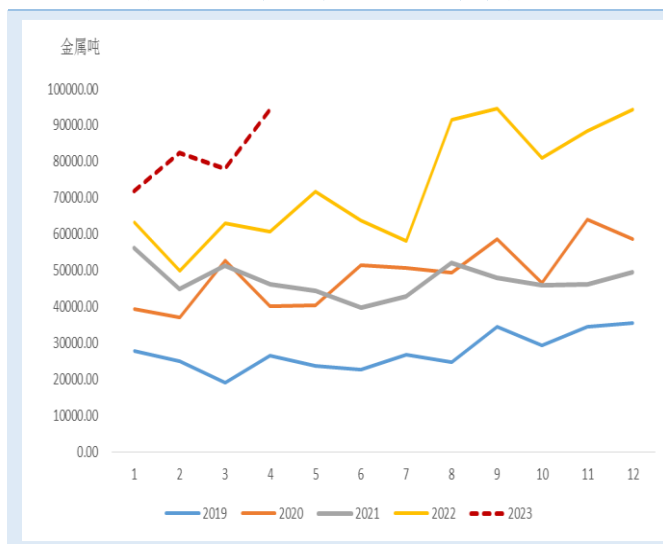
印尼暂停征收镍产品出口关税的消息释放后，印尼镍生铁成本抬升预期被打破，镍铁过剩预期再次回升。从海关数据可以看到，2023年以来镍铁进口明显增加，2023年1-4月中国镍铁进口总量225.8万吨，同比增加69.3万吨，增幅44.2%。其中，自印尼进口镍铁量205万吨，同比增加65万吨，增幅46.5%。据钢联统计，2023年1-4月印尼镍铁项目新投产19条产线，目前投产产线共计200条，月产量已达12.26万金属吨，后续仍有产线持续投产，镍铁供应过剩格局难改。

5月钢价回升钢厂利润修复带动排产增加，钢联预测5月不锈钢产量在291.64万吨左右，环比增加4.2%；6月排产预期298.94万吨，环比增2.5%。

不锈钢两地库存维持去化，钢厂控货后市场到货较少。据Mysteel数据，2023年5月25日，全国主流市场不锈钢78仓库口径社会总库存106.26万吨，周环比下降2.58%。其中冷轧不锈钢库存总量54.81万吨，周环比下降2.09%，热轧不锈钢库存总量51.45万吨，周环比下降3.08%。市场到货较少，部分钢厂分货量有打折，叠加月底部分贸易商压力较大，出货多集中于低价资源，因此整体库存仍消化为主。

整体看，原料镍铁价格弱稳，钢厂5月产量增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。近期不锈钢两地库存延续去化，但终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。

图表 9：中国镍铁进口量季节性



图表 10：镍铁价格



数据来源：Wind

图表 11：不锈钢产量季节图

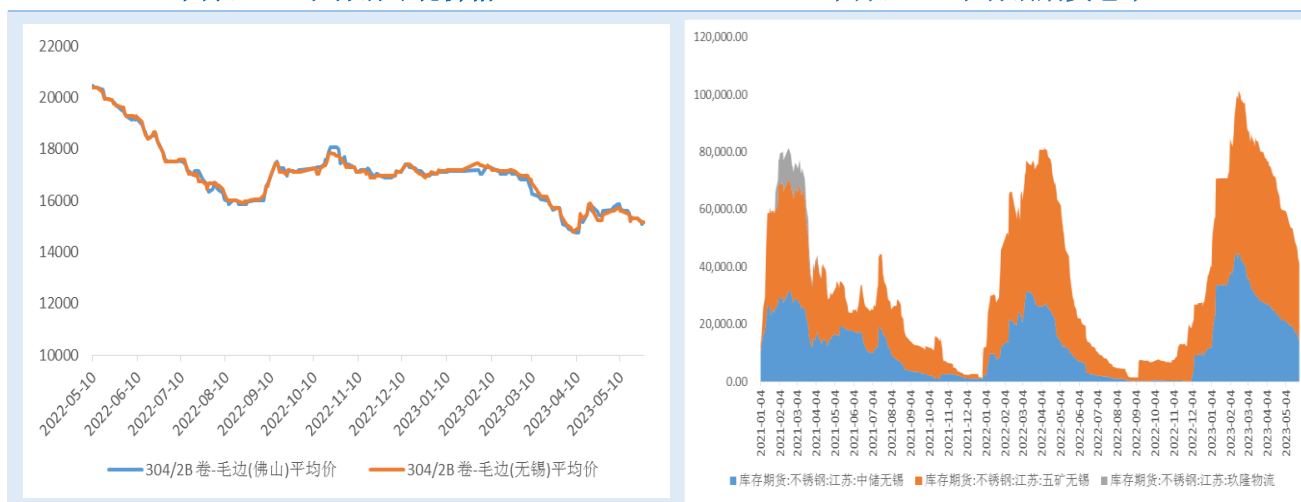
图表 12：不锈钢库存



数据来源：SMM

图表 13：不锈钢冷轧价格

图表 14：不锈钢期货仓单



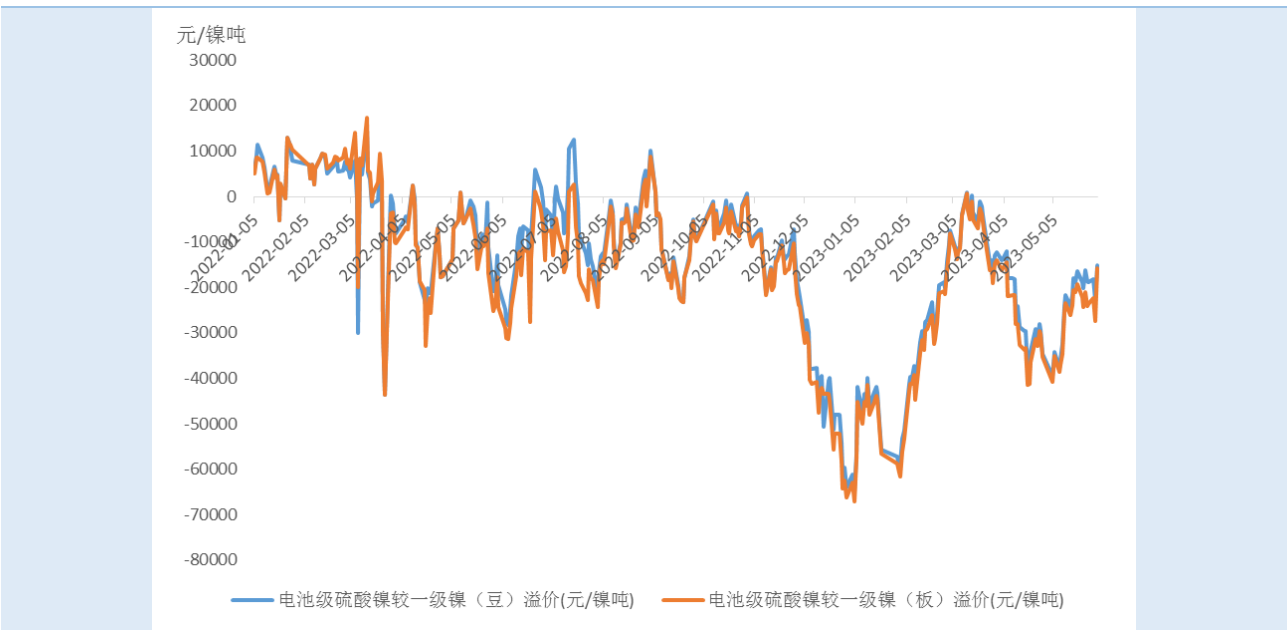
数据来源：SMM、Wind

（3）国内镍冶炼项目逐步投产放量，关注电积镍成本变化

国内精炼镍项目仍在陆续投产：5月开始，华友浙江衢州2万吨镍冶炼项目逐步扩产，广西、新疆、天津等地的镍冶炼厂项目新建、复产亦在进行时，预计6-7月钦州镍冶炼项目可产出样品，国内精炼镍产能仍在逐步释放。

关注电积镍成本变化：国内硫酸镍转产电积镍加工费约在8000-1万元/吨左右，在产业套利的的影响之下，电解镍与硫酸镍价差亦从年初至3月底大幅收窄，目前该价差随着镍价反复波动，后续关注电积镍产线投产情况以及该价差变化情况。值得注意的是，不少企业采购中间品产硫酸镍后再生产电积镍，该成本将低于硫酸镍转产电积镍成本。

图表 15：硫酸镍较纯镍溢价



数据来源：SMM

图表 16：国内精炼镍产能规划与投产情况

企业	地区	产品	原料	23年新增产能 (万吨)	23年预计产量 (万吨)	项目生产/投产情况	原料需求 新增
A	甘肃	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0.6	16	年初开始增产	是
B	新疆	电积镍	精矿/高冰镍	0	0.85	上半年因设备检修停产	
C	陕西	电积镍	MHP/废料	0.96	0.32	预计年中投产	否
	浙江	电积镍	高冰镍/MHP/MSP	2	0.2	最快23年底投产	是
D	吉林	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0	0.6	正常生产	
E	天津	电积镍	MHP/MSP/废料	0.5	0.32	预计二季度复产	否
F	山东	电积镍	MHP	0	0.65	正常生产	
G	江苏	电积镍	MHP/废料	0.18	0.17	年初投产	是
H	浙江	电积镍	高水镍/MHP	2	1.73	5月开始增产	是
	广西	电积镍	高冰镍/MHP	3	1.3	最快二季度可试生产	是
I	浙江	电积镍	MHP/废料	0.2	0.05	4月投产	否
J	江西	电积镍	MHP	0.22	0.28	5月开始增产	是
K	江西	电积镍	MHP	0.5	0.23	预计下半年投产	是
L	湖北	电积镍	高冰镍/MHP	3	2.55	年初投产	是
M	广西	电积镍	高冰镍/MHP	1.25	0.55	预计下半年投产	是
N	广西	电积镍	MHP	0	0	以生产硫酸镍为主	
		国内		14.41	25.78		
O&M	印尼	电积镍	高冰镍/MHP	5	24	预计下半年投产	是

数据来源：Mysteel

四、总结展望

宏观方面，白宫和共和党谈判代表达成初步协议，以提高美国债务上限，市场避险情绪暂缓，但美国核心 PCE 超预期提振市场对美联储 6 月加息预期，海外衰退担忧仍存，后续关注美联储货币政策路径指引以及美国经济数据表现。国内方面，国内 1-4 月份规模以上工业利润同比明显回落，5 月制造业 PMI 再次下滑，低于临界点，国内经济延续疲弱现实，但与此同时市场对刺激政策仍有期待。

基本面：1) 低仓单刺激沪镍 Back 价差走扩，后续镍仓单有望逐步增加。当前，全球镍库存整体仍在回落。截至 5 月 26 日，LME 库存 38700 吨，较 5 月初减 1314 吨，降幅 3.28%，其中镍板仅 7560 吨；国内社会库存 2476 吨，较 5 月初减 1766 吨，降幅 44.26%。目前上期所仓单仅 214 吨，沪镍近远月 back 价差大幅走高至 5000 元/吨上方，后续俄镍到货量有望回升。此外，浙江华友镍冶炼产品申请注册上期所交割品已在走申请流程，由低仓单引发的挤仓风险将逐步缓解。2) 印尼暂停征收镍产品出口税，不锈钢终端需求仍疲弱。印尼暂停征收镍产品出口关税的消息释放后，印尼镍生铁成本抬升预期被打破，镍铁过剩预期再次回升。不锈钢 5 月产量增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。近期不锈钢两地库存延续去化，而终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。3) 国内镍冶炼项目逐步投产放量，关注电积镍生产成本变化。国内硫酸镍转产电积镍加工费约在 8000-1 万元/吨左右，5 月开始，华友浙江衢州 2 万吨镍冶炼项目逐步扩产，国内精炼镍产能仍在逐步释放，关注电积镍产线投产情况。值得注意的是，不少企业采购中间品产硫酸镍后再转产电积镍，该成本将低于直接采购硫酸镍转产电积镍的成本。

整体看，美国债务上限谈判达成初步协议，美国经济数据强劲提振美联储 6 月加息预期，同时海外衰退担忧仍存，后续关注美联储货币政策路径指引以及美国经济数据表现。国内 1-4 月份规模以上工业利润同比明显回落，5 月制造业 PMI 再次下滑，低于临界点，国内经济延续疲弱现实，但市场对刺激政策仍有期待。全球纯镍库存仍在低位，后续俄镍到港有望增加，叠加国内电积镍产能逐步释放，纯镍供应增加预期较强，各项目的投产情况或将对盘面造成一定影响，关注电积镍生产成本变化。此外，印尼暂缓征收镍产品出口关税再次提振镍铁供应过剩预期，不锈钢产业链仍显疲弱，新能源需求增速整体放缓，关注后续消费复苏情况。沪镍低仓单现实难抵供应增加预期，下游需求恢复暂有限，镍价大幅回落，维持高波动率，中长期供应过剩预期仍较强。操作上建议观望，短线操作，维持反弹空思路，注意防范市场风险！

风险关注：宏观消息，库存变化，资源国政策变化，各精炼镍项目进展

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