

# 镍不锈钢研究专题——多空交织下，镍价何去何从？

——金瑞期货镍不锈钢专题报告 2023 年 03 月 14 日

## 核心观点：

- 我们复盘了伦镍逼仓事件一年来的行情，整体来看镍市走势相对扭曲，同时随着镍金属工艺技术和需求的变化产业发展也迎来了新的格局，而当前多空博弈下纯镍与硫酸镍价差已部分修复，在镍供给全面转过剩过程中，镍价重心逐步下移的节奏如何？产业补库何时发生？短期价格主要的支撑区间在哪里？
- 我们结合当下华友钴业电积镍注册交割品、俄镍考虑以人民币计价方式向中国出售镍、CME 推出硫酸镍合约 LME 恢复亚盘镍交易等热点事件分析了电镍后期的定价机制、价格走势与产业逻辑。
- 我们从镍铁-高冰镍、高冰镍-硫酸镍-电积镍和 MHP-硫酸镍-电积镍等路径推演镍金属内部价格平衡，测算纯镍产业利润及成本支撑区间。
- 供给端来讲，无论一级镍板块还是新能源亦或者不锈钢需求板块，镍金属原料供给都处于相对宽松或过剩状态，镍市供给将从 22 年的局部过剩转为 23 年的全面过剩，需求端看当前仍处于国内季节性需求淡季，需求不佳是价格走低的主因，而后市我们对国内需求相对乐观，二季度有望迎来补库时间窗口，同时海外新能源市场对国内电池产业链的需求正在回升。
- 当前市场价格已基本反应宏观和产业的悲观情绪，镍价的本轮回调接近尾声，伦镍【21000,22000】美元/吨，沪镍【160000,170000】元/吨区间成本以及产业补库支撑较强，价格上中短期我们看好镍市补库反弹，但趋势上仍维持镍震荡向下的观点。

周维刚

F3083421

电 话：0755-82712945

邮 箱：[zhouweigang@jrqh.com.cn](mailto:zhouweigang@jrqh.com.cn)

冯文勇

F03105101

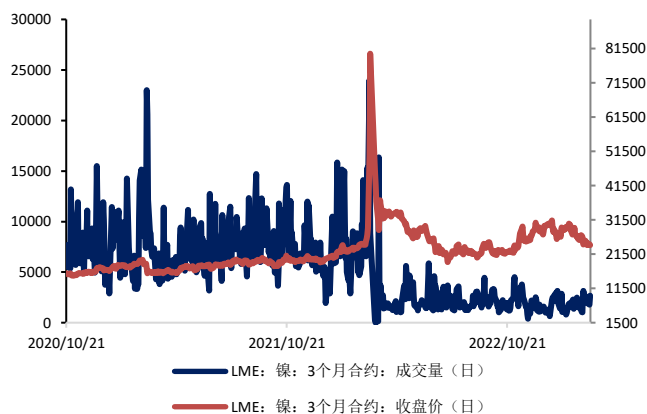
邮 箱：[fengwenyong@jrqh.com.cn](mailto:fengwenyong@jrqh.com.cn)

## 一、多空惨烈博弈后，镍价又回到一年前

翻看时间轴，至 2022 年 2 月下旬俄乌冲突爆发作为镍价巨幅波动的起点，以 3 月 8 日伦镍的资金恶性逼仓作为峰值，仅当日几小时时间内伦镍价格从 30000 美元/吨快速飙升最高至 100000 美元/吨，LME 被迫出面干涉并取消当日所有交易，同时暂停镍市交易一周，LME 以牺牲市场公信力为代价来维护镍市稳定，这在 LME140 多年历史里极为罕见，伦镍“逼仓”事件足以载入史册，且对后续一年多时间价格逻辑产生深远影响。

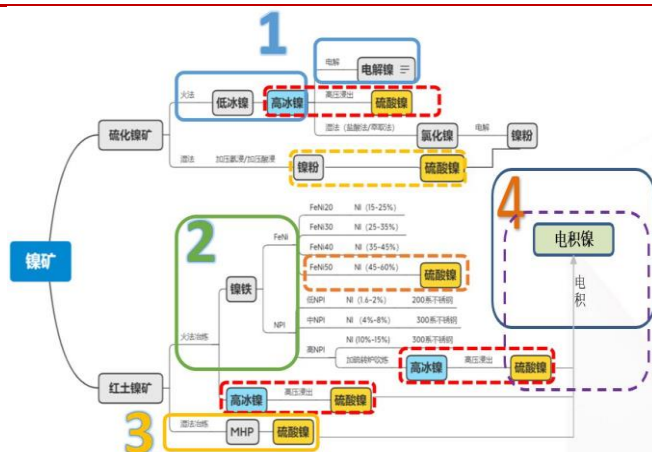
复盘过去一年行情，至伦镍逼仓行情后整个镍市走势相对扭曲，由于 LME 市场交易受限，伦镍流动性和现货交割量急剧下降，仓单得不到及时补充，显性库存持续下降，加上需求端新能源的靓丽表现，资金多头逻辑交易以较低的成本维系着电镍较高的价格区间波动。而非标二级镍受产业供需影响，价格难跟涨一级镍，使得一级镍与二级镍价格严重劈叉。国内市场同样受需求季节性影响，在被动跟涨伦镍的同时又受国内需求制约，内外比价宽幅波动，动辄进口亏损超镍价 10% 以上，同时由于需求结构性差异，国内市场现货升水以及期市月差也长时间处于较高水平。

图表 1: 伦镍逼仓事件前后成交量和价格走势



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

图表 2: 镍产业链结构



数据来源: 金瑞期货整理

这一年来随着镍金属工艺技术和需求的变化产业发展也迎来了新的格局，一方面新能源汽车的快速发展，使金属镍成为充电电池不可或缺的材料之一，尤其通过改善电池中的镍含量能够提高电池的能量密度，另一方面为了满足镍的旺盛需求，以印尼为代表的新增产能和技术不断推进，青山在利润驱动下实现镍铁到硫酸镍路径，富氧侧吹技术投产开辟了红土镍矿火法到新能源材料的另一路径，电积镍顺利投产打通了硫酸镍到精炼镍的通道。尤其是近期华友钴业电积镍注册交割品、俄镍考虑以人民币计价的方式向中国出售镍、CME 推出硫酸镍合约 LME 恢复亚盘镍交易等事件进一步重塑镍产业格局和定价机制，有利于镍价向基本面价值回归。

近期，镍价一方面受宏观和基本面压制而大幅回落，另一方面纯镍低库存矛盾以及价格下跌后产业刚性补库仍是短期价格重要支撑，多空博弈下当前纯镍与硫酸镍价差已部分修复，但从产业原始成本的角度分析价格仍有压缩空间。产业平衡上供给端正往全面过剩的局面过渡，下游需求仍存在较大不确定性下，

镍价重心逐步下移的节奏如何？产业补库何时发生？短期价格主要的支撑区间在哪里？接下来我们将结合当下热点及基本面分析电镍后期价格走势与产业逻辑。

## 二、市场热点分析

### 1. Nor Nickel（下文称俄镍）正考虑以人民币计价的方式向中国出售镍

财联社 3 月 1 日消息称，俄罗斯最大的镍生产商 Nor Nickel（下文称俄镍）正考虑以人民币计价的方式向中国出售镍，现货价格定价方式为上海期货交易所和伦敦金属交易所的混合定价机制，在此机制下俄镍长协订单由 LME 现货结算价（月均价/日内结算价）+升贴水及 SHFE 盘面价格（月均价/日内结算价）+升贴水共同组成，通过 CIPS 系统以人民币进行结算。与之区别的是以前中国贸易商俄镍长协签订通常是由 LME 现货结算价（月均价/日内结算价）+升贴水，通过环球银行金融电信协会以美元为币种进行结算。

对于俄镍计划采用混合定价机制并以人民币计价向中国出售电镍消息，考虑到当前的国际市场情形，其可靠性较高。一是当前英国及美国加强对俄罗斯金属的制裁和交易限制，欧盟有随时加入制裁的可能；二是国内硫酸镍生产电积镍产能的投产和后续较大规划产能对俄镍的消费替代的威胁；再者至伦镍“逼仓”事件以来伦镍的非正常波动，使得国内进口市场大部分时间处于严重亏损状态。因此 Nor Nickel 为了保障其未来销售物流的通畅，向中国销售更多的镍金属产品也是顺势而为。

此消息一出，本就孱弱的镍期货价格应声下跌，市场担心俄镍“倾销”流入国内加上电积镍的产出会加速国内一级镍的供给过剩，同时更有声音认为会有大量的俄镍隐性库存流入国内市场。对于市场各种声音以及市场影响我们将逐一分析：

#### □ 俄镍隐性库存量大假说

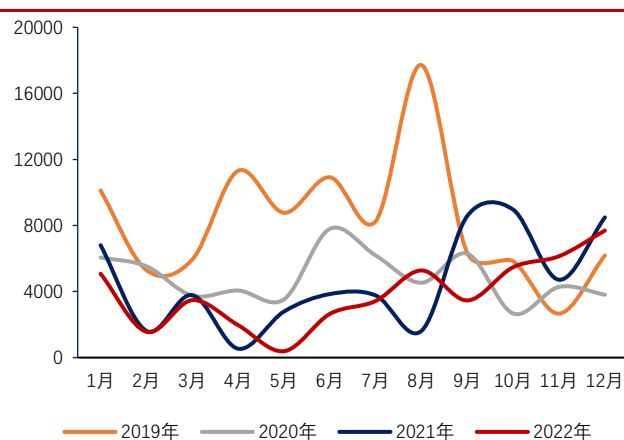
我们从 Nor Nickel 俄罗斯本国产量与俄罗斯消费数据，预计俄罗斯出口数据进行推演计算，19-21 年俄罗斯的产消平衡数据与联合国贸易商公布的俄罗斯出口数据基本能对上（数据口径问题，数据有一定出入，但趋势一致）。至于 2022 年俄国内产消平衡产量 12 万吨左右，其中出口中国 4.56 万吨，加上民间传言的未计入进出口数据的某机构买入量 1 万吨，来中国量 5.5 万吨左右。

图表 3：俄罗斯镍产消及出口数据（万吨）

俄罗斯国内产量与消费				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
国内产量	15.37	15.44	12.11	14.43
国内消费	2.45	2.34	2.45	2.43
国内平衡	12.92	13.10	9.66	12.00
联合国贸易署出口数据				
	13.76	13.98	10.30	?
差额	-0.84	-0.88	-0.64	?

注：由于国内产量与消费数据与出口数据统计机构差异，数据上存在一定的偏差，出口数据趋势与国内平衡差别不大，计算时假定 19-21 年俄罗斯国内镍库存有限或者节余库存全部出口。

图表 4：中国进口俄镍（吨）

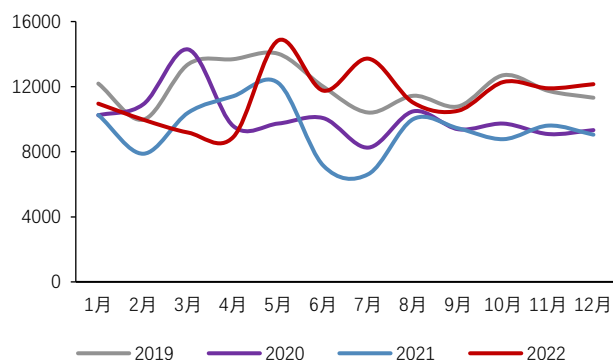


数据来源：金瑞期货整理

数据来源：Mysteel，金瑞期货

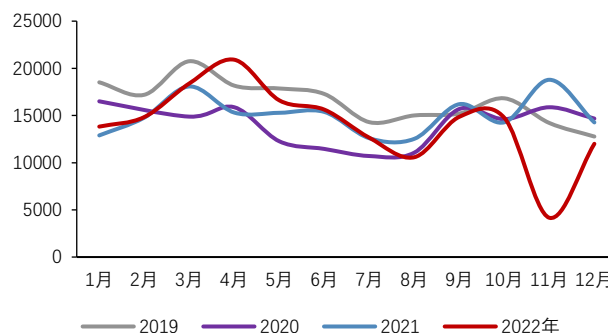
根据联合国贸易署数据，欧洲 2022 年镍金属进口同比 21 年少 1 万余吨，美国进口镍量同比 21 年增加 2.42 万吨，实际欧美合计净进口增加 1.4 万吨左右，而从外媒对欧美与俄罗斯贸易流监测数据看，金属类贸易流在 2022 年并未因对俄制裁而停滞，特别是铜镍、以及稀贵金属等欧美相对稀缺的金属产品。因此我们按过去几年俄出口欧洲镍金属量的下限值 4-4.5 万吨来估算俄对欧洲镍出口量，美国则按 1.5-2 万吨量级的出口上限值预估，则欧美实际进口俄镍金属量在 5.5-6.5 万吨，加上其它国家少量进口俄镍金属量，实际俄镍在俄本土留存库存量级非常有限。因此对于因贸易结算方式改变会引发俄镍大量隐性库存流入国内市场的担忧我们认为不成立，至少目前数据推演看俄镍在俄本土本不存在大量隐性库存（库存是否在贸易商手里未知，但至少贸易商不用混合定价机制）。

图表 5：美国进口镍金属量（吨）



数据来源：联合国贸易署，金瑞期货

图表 6：EU 进口镍金属量（吨）



数据来源：联合国贸易署，金瑞期货

#### □ Nor Nickel 采用混合定价机制以人民币结算向中国贸易商销售俄镍的市场影响分析

- 如果消息属实首先受到冲击的是镍内外比价，沪镍市场波动率大概率上会高于伦镍，同时国内镍价季节性波动特征突出（主要体现在镍的高端应用市场）
- 电积镍与俄镍的竞争加剧，使得高品质电镀镍（如金川、挪威镍、住友）与俄镍、电积镍的产品间升贴水拉大，由于国内对厚板仍有一定的进口需求，厚板的进口窗口打开的机会大于俄镍。
- 俄镍流入国内市场数量增加，则海外市场镍资源相对偏紧，电镍区域间 Premium 价差拉大。

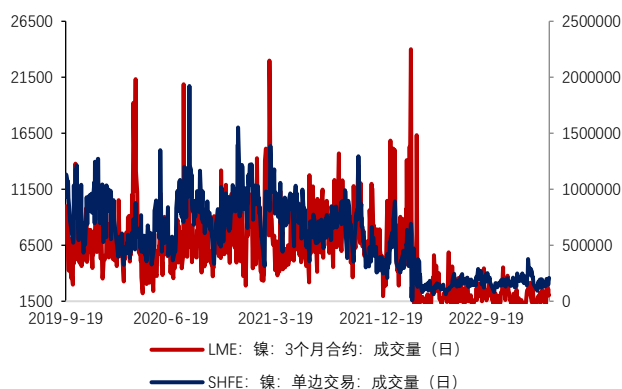
## 2. 美国芝商所欲推出 CME 镍合约，以期与 LME 镍合约竞争

外媒 2 月 22 日消息称，美国芝加哥商业交易所（CME）集团有意从一个新的平台收集价格数据，以提供一个镍合约，从而期望与伦敦金属交易所（LME）竞争。新版 CME 镍合约的报价数据将基于英国 Global Commodities Holdings (GCH) 提供的信息，该公司平台将从 3 月底开始运行。

其实早在去年伦镍逼仓事件后，CME 就放消息要推出新的镍合约（合约标的是硫酸镍），原计划是 2022 年底推出。对于硫酸镍合约的上市交易将把镍金属市场划分的更细，逐渐形成新能源衍生品定价市场，此举势必会大大吸引投资者参与。

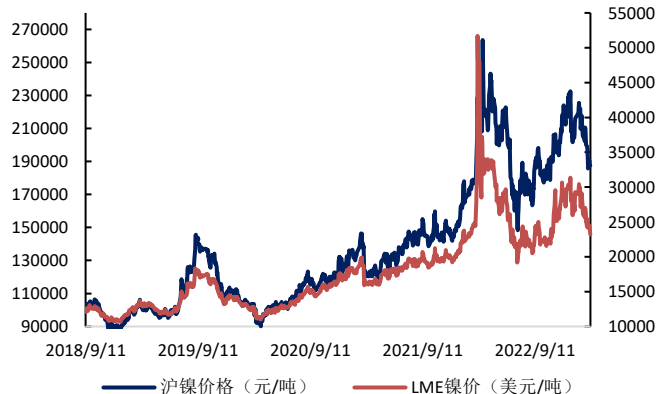
而面对 CME 镍金属的定价挑战，LME 公告宣称将从 3 月 20 日开始恢复亚盘时段的交易，一方面是想提升伦镍的流动性，另一方面是想捍卫自己在有色金属板块的定价权。自去年 3 月的镍逼仓事件后，伦镍市场流动性至今无法恢复，交易量大幅缩水现货入仓交割更是不到往年三成，市场较多认为镍价存在高估值，特别是伦镍波动过大易受资金情绪影响，LME 重开亚盘有望再次提振镍市的流动性，多方参与更有利于镍价向基本面回归。

图表 7：镍市场日均成交量（手）



数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 8：两市镍价走势



数据来源：Mysteel，金瑞期货

对于 CME 将推出新的镍交易合约事件，其影响不仅仅是与 LME 抢夺定价权，逼迫 LME 快速决定恢复亚洲盘交易，更深层次的影响是随着以硫酸镍为代表的二级镍合约的上市，结合国内硫酸镍生产电积镍的投产，将从定价逻辑上修复镍金属内部价格平衡。其详细分析如下：

- CME 推出新的镍金属（硫酸镍）合约，试图抢夺镍金属在新能源领域定价权，形成与上期所、LME 市场三角竞争格局，势必会影响冰镍、MHP 市场现有定价模式，也为交易者延长了产业链套利链条。
- 硫酸镍合约的上市交易，也将会加速另一个重要二级镍市场含镍生铁合约（NPI 或国内称为镍铁）上市流通。届时期货市场上镍铁、硫酸镍、电镍同台竞争，则镍金属从硫化矿到电镍，红土镍矿从火法到镍生铁再到硫酸镍，和红土镍矿从湿法到硫酸镍再到电积镍等工艺路径价格传导与产品间平衡更多受产业利润左右。

### 3. 产业利润角度推演镍金属内部价格平衡

- 镍铁到高冰镍对镍价的成本估算，至 2022 年印尼青山镍铁转产高冰镍的量产，实现了红土镍矿火法到新能源原料的工艺路上，当时我们也简单计算过从印尼 NPI 成本的角度算对电镍的价格支撑。主要就是算 NPI-高冰镍，以及高冰镍-硫酸镍-电积镍的成本（虽然高冰镍可以直接到电镍，但我们这里假设硫酸镍过剩后被动转换去生产电积镍）。



- 方法一，NPI 加工成高冰镍按 2500 美元成本算，同时高冰镍折扣系数按目前的 0.85 计算（不低于 15% 的折扣），则按当前印尼较高 NPI 成本 12000 美元同时给 NPI30% 左右利润，然后加上转高冰镍成本再除以折扣系数，则对电镍的成本支撑在 21000-21500 美元，当然由于印尼镍矿价格也电镍价格为基准定价，随着伦镍价格下跌，成本也会松动。

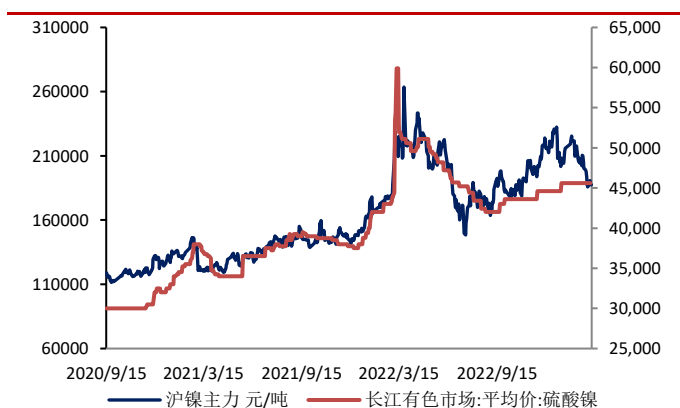
因此我们用国内高镍铁价格 1200 元/镍点和 1300 元/镍点来计算参考计算，加上高冰镍加工费和折扣系数，电镍的成本价格分别在 163000 和 173000 元/吨位置。

- 方法二，从高冰镍-硫酸镍-电积镍路径计算，即 NPI-高冰镍-硫酸镍-电积镍成本加总，前端 NPI-高冰镍 2500 美元，后端加工费也接近 2500 美元，则该路径可以简化为 NPI 价格+5000 美元加工费，则印尼按 NPI 成本 12000 美元同时给 NPI30% 左右利润计算镍价成本支撑 20600 美元左右，如果各工艺环节利润实际价格支撑也在 21000 美元上方。国内价格把各环节税费算上可以简单的等于镍铁价格加上 40000 元加工费，则按当前高镍铁 1300 元/镍点计算成本在 17 万左右。

□ 从印尼湿法产品 MHP 到硫酸镍再到电积镍成本估算，实际上国内电积镍主要反映的是湿法工艺成本，一是湿法相对火法成本更低，二是冰镍可以直接到电解镍。计算里面包含直接硫酸镍到电积镍成本，另一个就是 MHP-硫酸镍-电积镍成本。

- 硫酸镍-电积镍，目前国内硫酸镍到电积镍工业已经开始量产，因此工艺上已经通顺。那么计算上我们简单从硫酸镍+加工费的模式计算新能源对镍价格支撑，电积镍成本 5000-10000 元/吨（主要是边际成本与完全成本的差别），硫酸镍按 36000 元/吨，计算电积镍理论成本在 16.5-17 万元/吨位置。
- 从 MHP-硫酸镍-电积镍估算，其产业加工费按 2.5 万元/吨计算，按印尼 MHP 的成本 12000 美元/吨计算电积镍成本 15500 美元/吨左右；如果市场给出产业链 30-40% 的产业利润，则镍价成本支撑在 20000-21500 美元/吨位置。

图表 9：纯镍及硫酸镍价格倒挂收缩



数据来源：Mysteel，金瑞期货

图表 10：硫酸镍原料利润平衡（元/镍金属吨）



数据来源：Mysteel，金瑞期货

因此,从成本支撑的角度衡量,按目前硫酸镍以及镍铁当前价格计算,沪镍价格在回落【160000, 170000】元/吨,伦镍回落到【21000, 22000】美元/吨区间成本支撑较为明显,二级镍与一级镍的价格扭曲基本修复,这也是我们认为价格回落 180000 元/吨以下位置(给出适当产业利润空间)产业对价格接受程度高的原因。

### 三、市场供需分析

#### 1. 供给端，纯镍供应或逐步宽松，中间品释放关注富氧侧吹技术

随着印尼二级镍尤其是镍铁的产能不断释放,2023 年二级镍供给过剩是较为确定的事情,而精炼镍的产能扩张存在较长的周期,一二级镍价格倒挂现象时有发生,期货镍价的主要锚定为纯镍价格,因此 2023 年镍金属供给的关键变量在于精炼镍的提升速度和硫酸镍转产电积镍。纯镍方面,据 Mysteel 调研统计 2022 年末国内的产能为 21.77 万,23 年预计电积镍投产约 9.25 万吨,印尼和韩国项目,全球已规划的新增一级镍项目将达到 21.25 万吨,其中 23 年计划投产项目超 16 万吨。预计 23 年整体对一级镍的年度增量贡献上 5 万吨左右。目前镍价整体仍位于高位,电镍冶炼利润丰厚,企业生产积极性高,传统镍企除俄镍宣布 23 年计划减产 10%外,其它国家和地区企业或多或少都有一定的供给增量。因此,全年来看随着纯镍供应不断释放,镍产业链整体供需将逐步走向过剩,结构性短缺矛盾修复,精炼镍低库存现状有望扭转。

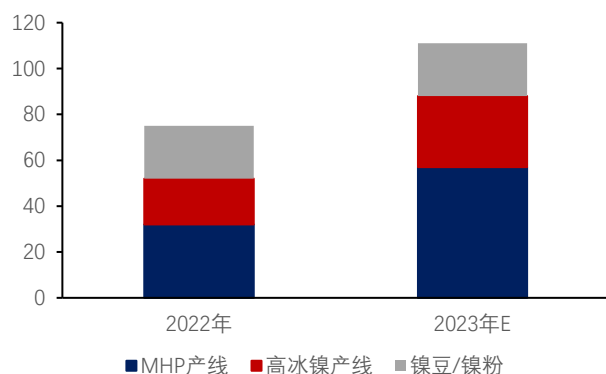
表格 1 全球电镍新增项目

全球电镍新增项目 (万金属吨)			
项目	所在地	产能	预计投产时间
韩国 POSCO	韩国	2	23 年底
青山印尼	印尼	5	23 年 Q3
中国电积镍	中国	14.25	23/24
合计	21.25(其中 23 年预投 16.25 万吨)		

数据来源:金瑞期货整理

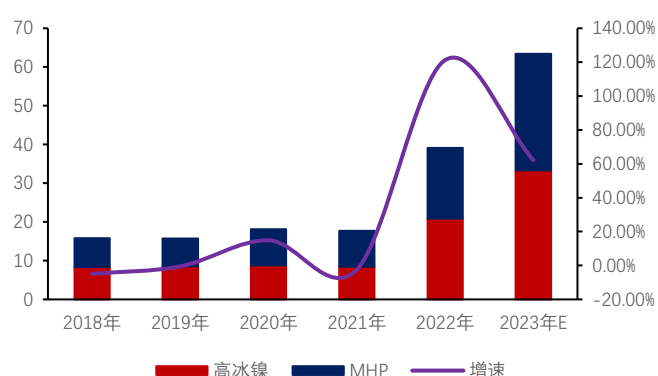
2023 年决定电积镍产出的关键因子在于新能源二级镍的原料供应和产业利润。硫酸镍产线方面,随着 22 年 Q4 和今年 Q1 硫酸镍新增产线的陆续投产,硫酸镍常压以及加压产线已经能够完全满足新能源的原料需求。那么硫酸镍的产能瓶颈解决后我们需去关注原料供给保障问题,从中资企业在印尼已投产项目看,我们剔除掉产能不太稳定富氧侧吹项目,加上中冶瑞木项目,目前中资企业有保障的高冰镍+MHP 月度供给能力接近 3.2 万金属吨,算上废料月度超 5000 吨供给,有保障的原料月度超 3.7 万金属吨,加上海外其它企业可供给中国量级悲观情形下按 1 万金属吨计算,则当前硫酸镍的原料供给能力 4.7-5 万吨金属吨,相当于年度 55-60 万金属吨硫酸镍产量。因此对于目前硫酸镍的需求来讲,当前的原料供给以及配套产线基本处于过剩状态,若再往后看,即使 Q2 开始,新能源需求逐步恢复,相对应印尼的高冰镍及 MHP 产线也逐步投产与之对应。所以我们认为镍的新能源供给已从 22 年的供给不足和产能瓶颈逐步转为供给宽裕甚至过剩状态,这也是硫酸镍能转产电积镍的前提条件。

图表 11: 国内硫酸镍分产线产量 (万镍金属吨)



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

图表 12: 高冰镍+MHP 产量 (万镍金属吨)



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

印尼 NPI 产线仍在持续投产中, 其中 23 年预计印尼仍有 35-40 条 RKEF 产线投产, 据 Mysteel 统计数据 22 年印尼的镍生铁企业月度产能从 21 年的 11.75 万金属调高到 16.95 万金属吨, 到 23 年 1 月印尼镍生铁投产产能 17.32 万金属吨/月, 其中运行产能 14.5 万金属吨, 产量 10.27 万吨。若按 23 年投产进度估算, 到年底印尼镍生铁月度产能有望达到 20 万。对标 22 年印尼+中国的镍生铁产量在 H2 已经出现阶段性过剩, 加上 23 年的投产产线, 我们有理由相信镍生铁在 23 年大部分时间将处于供给过剩状态。

因此对于供给端来讲, 无论一级镍板块还是新能源亦或者不锈钢需求板块, 镍金属原料供给都处于相对宽松或过剩状态, 镍市供给将从 22 年的局部过剩转为 23 年的全面过剩。

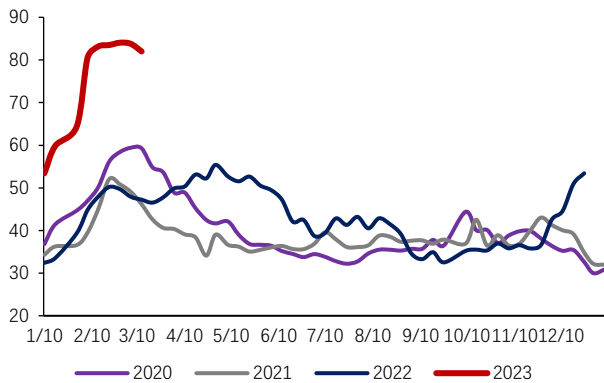
## 2. 需求端: 短期需求恢复不及预期, 年度增量仍在新能源端

首先年度层面, 2023 年新能源汽车仍是重点发展趋势, 2022 年国补退坡后, 各地方政府发布支持和促进消费升级的政策, 包括延续购置补贴和置换补贴等, 各大汽车厂商也推出降价促销活动, 2023 年政策层面支持仍将维持一定力度, 新能源车销量仍有望实现较快增长。而不锈钢行业得益于中国的经济复苏, 全国两会期间制定全年 5% 的经济增速, 在基建加快投资稳增长, 房地产市场“保交楼”及相关政策提振下, 全年有望实现约 4% 的产出增量, 合金电镀等领域需求则稳中略升, 合计年度需求增量超 30 万镍金属吨。

其次短期产业层面看, 不锈钢需求恢复缓慢, 终端消费不佳产业悲观情绪传导, 不锈钢库存累积压力较大, 3 月中国及印尼不锈钢虽排产较大增加, 但国内钢厂利润不佳实际产量或不及预期。而钢厂对镍铁维持持续压价心态高镍铁价格走跌, 原料成本对产业链价格支撑出现松动。三元产业链整体需求未有明显好转, 3 月行业排产处于偏弱复苏。汽车消费大幅好于电池原料端的表现, 政策补贴和整车降价促销带来产销回暖, 但产业链整体仍处于去库状态, 硫酸镍因成本高位和企业暂停采购生产镍板整体需求偏弱。合金电镀领域整体需求偏弱, 主要由于多数厂商已在节前进行备库, 且国外消费需求恢复爬坡中, 整体出口订单下滑, 2 月中旬镍价回落后厂家才开始部分采货, 后期市场消费还需要时间来修复验证。

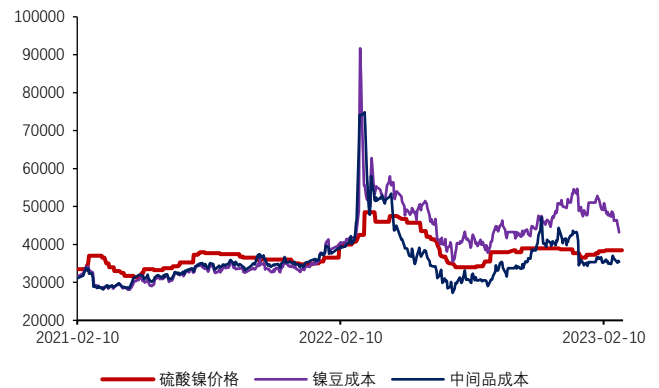


图表 13: 不锈钢 300 系库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

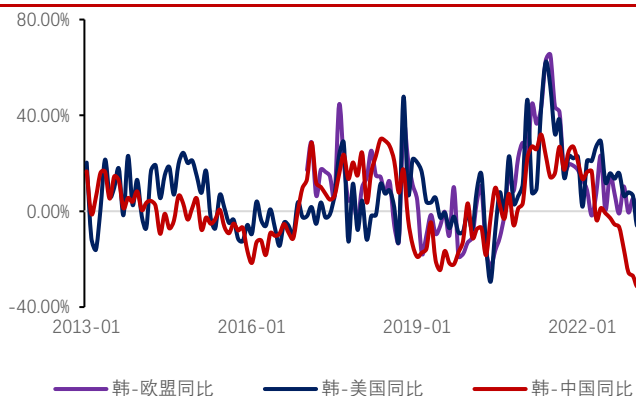
图表 14: 电池级硫酸镍价格 (元/吨)



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

对于后期海外市场, 我们认为外需仍有韧性, 其中美国需求相对稳定, 欧洲至能源危机缓解后需求逐步恢复, 我们从韩国出口数据和 BDI 指数走势可以看出欧美市场需求在逐步修复。中国短期或多或少受美国对中多方面限制的影响, 但基于产业链优势, 出口市场有望改善, 我们近期也关注到了, 海外新能源市场对于国内电芯、正极和前驱体的订单需求正在恢复。

图表 15: 韩国出口同比 (%)



数据来源: iFind, 金瑞期货

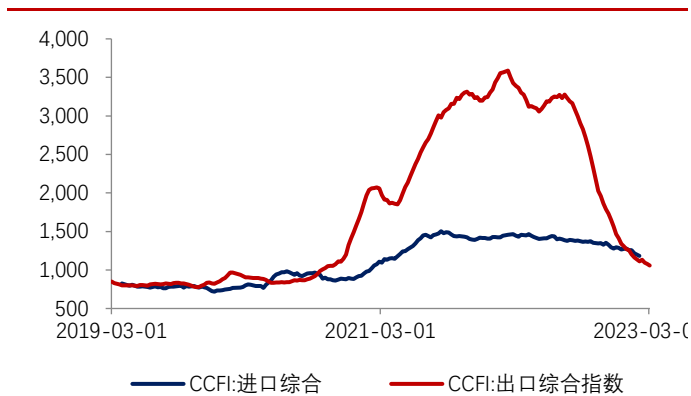
图表 16: BDI 指数



数据来源: IFind, 金瑞期货

图表 17: 中国集装箱运价指数

图表 18: 中国进出口同比（美元计价）



数据来源: iFinD, 金瑞期货



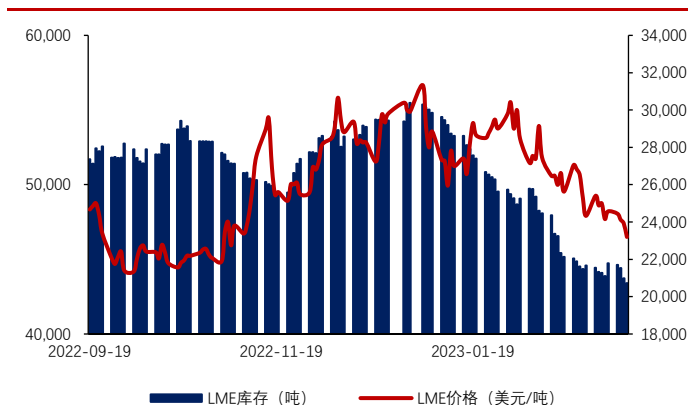
数据来源: iFinD, 金瑞期货

因此从整个需求市场看，虽然当前仍处于国内季节性需求淡季，海外市场需求也处于下跌修复中，当期需求不佳是价格走低的主因。而对于后市，我们对国内需求相对乐观，两会结束后政府工作重心将重回稳定经济层面，而新能源经历一季度行业去库后，加上原料端价格的下跌，二季度有望迎来补库时间窗口，同时海外新能源市场对国内电池产业链的需求正在回升，整体需求上表现将是“内强外稳”状态。

#### 四、短期逻辑与远期展望

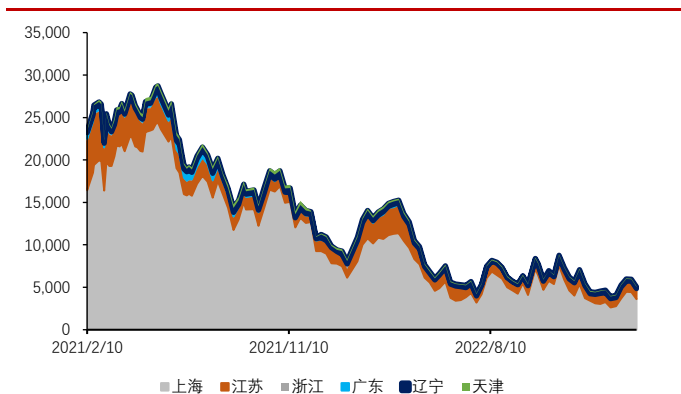
短期利空情绪集中释放，金属整体价格承压。首先宏观上美联储将以持续强硬加息来应对高企通胀数据，市场增加美加息幅度预期；国内方面两会政府工作报告相对偏中性，整体宏观情绪并不乐观。其次产业层面，当前不锈钢库存高企，需求端无亮点；而新能源汽车销售端恢复趋势还未传导到电池产业链，电池产业链仍在被动去库中；合金电镀同样因为季节性淡季产业补库量级有限；而供给端印尼新增二级镍以及电积镍在陆续投产，“供强需弱”是产业真实写照。最后是 CME 计划推出硫酸镍合约以及 Nornickel 采用混合定价机制以人民币结算向国内贸易商销售俄镍消息击碎了伦镍市场多头信心，一级镍与二级镍价格价差修复。从目前盘面看，本轮伦镍跌幅超 20%，沪镍也有超 17% 的调整幅度，而从我们对镍价格成本分析，认为当前市场价格已基本反应当前宏观和产业的悲观情绪，因此我们认为，镍价的本轮回调接近尾声，伦镍【21000, 22000】美元/吨，沪镍【160000, 170000】元/吨区间成本以及产业补库支撑较强。

图表 19: 伦镍库存与价格走势



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

图表 20: 国内现货库存 (吨)



数据来源: Mysteel, 金瑞期货

展望后市，我们认为进入3月中下旬，随着美联储加息路径的更近明朗化，国内新一届政府的政策方向也会更加清晰，国内稳经济大政方针不变，经济季节性旺季也将逐步开启。特别是新能源电池端，经历一季度被动去库，加上海外需求的恢复以及原料成本端镍钴锂价格的回落，产业链补库行为将刺激价格反弹。而在当前镍金属现货流动性有限背景下，产业补库将带动现货资源紧张，现货升水以及月差重新走阔的概率较大，叠加资金情绪我们看好二季度前半期这波镍市补库行情，但基于远期供给转全面过剩预期，除非需求端超预期表现，否则价格很难反弹到前高位置。因此价格上中短期我们看镍市补库反弹，但趋势上我们仍维持镍震荡向下的观点。

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208