

热点报告—镍

反弹动能增强，行情如何演绎

走势评级：

镍：震荡

报告日期：

2024 年 2 月 22 日

★事件概述

2 月 19 日开盘后，沪镍主力合约 2403 延续节前低位反弹趋势，接连两日向上拉涨，22 日早盘期间突破 13 万元/吨关口。在国内精炼镍整体供应过剩格局下，这一轮价格反弹的可持续性以及后续沪镍行情走势受到市场关注。

★事件分析

主产国印尼的镍矿开采配额批复缓慢，加剧了红土镍矿供应紧缺担忧。在企业库存有限情况下，2、3 月份镍矿开采受阻已经开始导致市场可流通镍矿资源紧张。体现在价格上，2 月 20 日印尼红土镍矿的内贸成交溢价出现上调，1.8%Ni、含水量 30%的镍矿溢价上调了 4 美元/湿吨，进一步提振了上游原料供应成本的看涨预期。

受 23 年镍价格大幅下跌影响，海外镍企运营艰难，出现部分减产。总体来看，海外的减产矛盾主要集中在澳洲，尽管澳大利亚政府为应对大面积减产风险已经将镍列为关键矿产，并有可能为当地面临经营困境的镍企争取约 40 亿澳元的联邦政府基金，但实际救助措施落地时间以及扶持效果还有待观察。

价格向上驱动因素尚存，后续行情可能仍以强势震荡为主。此轮行情上涨的主要驱动因素还是在于印尼镍矿审批进展不确定性增加，进而造成原料端价格上涨。但需要注意的是，沪镍上方的价格压制因素尚存，价格短期反弹见顶后还有可能重新回调。

★投资建议

印尼镍矿的变化预期成为盘面定价核心因素，继续观察印尼 RKAB 审批通过情况如何演化，短期价格顶部看到 13.3-13.5 万元/吨左右。如果审批进程低于预期，那么价格可能存在更高的上行空间，但考虑到精炼镍新增边际产能形成的累库压力，价格上行斜率预计较为缓慢。交易层面建议选择合适的安全边际，在合理区间内进行多单的逢低布局。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

曹洋 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3012297

投资咨询号：Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: yang.cao@orientfutures.com

联系人：

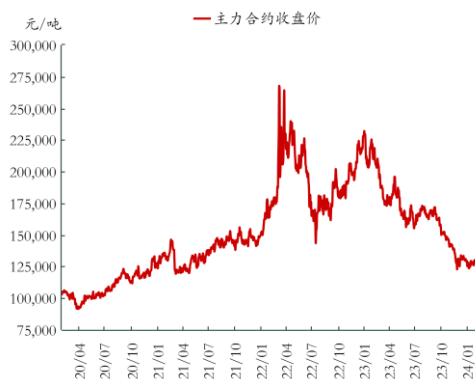
衡旭 有色金属助理分析师

从业资格号：F03117259

Tel: 8621-33315862

Email: xu.heng@orientfutures.com

上期所镍主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来自于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

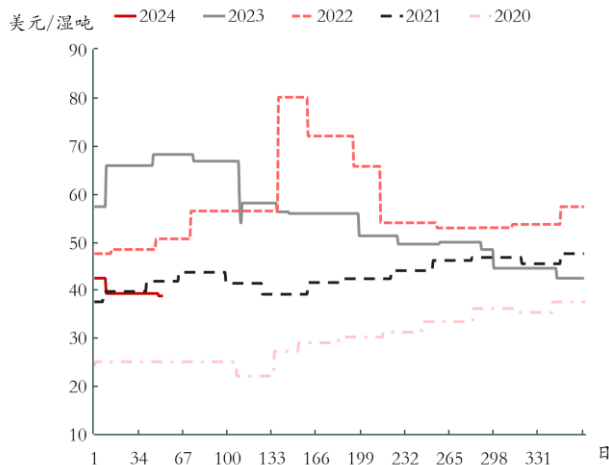
1、事件概述

2月19日开盘后，沪镍主力合约2403延续节前低位反弹趋势，接连两日向上拉涨，22日早盘期间突破13万元/吨关口。在国内精炼镍整体供应过剩格局下，这一轮价格反弹的可持续性以及后续沪镍行情走势受到市场关注。

2、事件分析

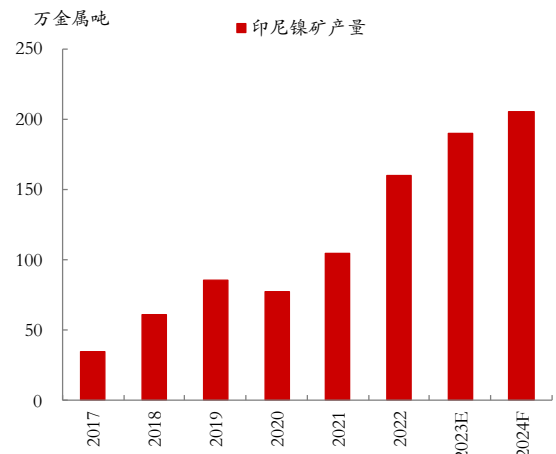
1、主产国印尼的镍矿开采配额批复缓慢，加剧了红土镍矿供应紧缺担忧。2月14日印尼现任国防部长普拉博沃·苏比安托和印尼总统长子、梭罗市市长吉布兰分别赢得正副总统选举，较为符合此前的民调预期。根据新任总统竞选时的发言表态来看，普拉博沃对于印尼当地镍产业的开发利用观点与现任总统佐科基本一致，短期内不太可能出现类似于大规模关停火法冶炼厂等激进的限产措施。但现阶段关于印尼镍产业发展的矛盾点主要集中在资源开发红利的社会分配不均，以及冶炼厂对当地生态环境的严重污染方面。这些问题仍然需要即将新上任的普拉博沃总统进行协调解决，在24年印尼能矿部使用电子审批系统加强对地方矿山的开采配额监管后，政府将具备更多决定镍矿开采量的话语权。根据上海钢联调研，至2月21日通过审批的镍矿点仅有23家左右，目前仍有250家以上矿点未通过审批，在企业库存有限情况下，2、3月份镍矿开采受阻已经开始导致市场可流通镍矿资源紧张。体现在价格上，2月20日印尼红土镍矿的内贸成交溢价出现上调，1.8%Ni、含水量30%的镍矿溢价上调了4美元/湿吨，进一步提振了上游原料供应成本的看涨预期，沪镍盘面价格也在连续几天不断跟涨。

图表1：印尼1.8%Ni镍矿官方基准价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表2：印尼镍矿年产量及预测



资料来源：东证衍生品研究院

2、受纯镍跌价影响，海外镍企经营困境显现

在印尼的低成本红土镍矿供应放量冲击全球镍市场后，位于生产成本曲线尾端的高成本镍项目已经面临亏损减产甚至停产风险。造成这部分减量的原因，一方面是澳洲相关镍企，在23年金属销售收入出现大幅下滑后现金流量紧张，加之矿石品位逐渐下降，企业无法继续提供资金用于项目加工条线的检修和维护。另一方面是俄镍在陷入地缘政治

冲突后面临国际贸易制裁愈发严重，不得已以减产应对困境，24 年俄镍的金属指导产量预计还要再继续下降 7-12% 至 18.4-19.4 万吨。总体来看，海外的减产矛盾主要集中在澳洲，尽管澳大利亚政府为应对大面积减产风险已经将镍列为关键矿产，并有可能为当地面临经营困境的镍企争取约 40 亿澳元的联邦政府基金，但实际救助措施落地时间以及扶持效果还有待观察。除此之外，镍价下行也导致华友在印尼的湿法项目、嘉能可在巴西的镍项目融资投建出现困难。

图表 3：24 年海外部分主要镍项目减产整理

公司	项目	主要产品	受影响产量
Malle Resource	Avebury	镍精矿	4
Panoramic Resources	Savannah	镍精矿	6
Wyloo	Mincor	镍精矿	10
First Quantum	Ravensithorpe	MHP	10
Nornickel	Russia	精炼镍	20
Ambatovy	Madagascar	精炼镍	10

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院（注：不完全统计；单位为千金属吨）

3、价格向上驱动因素尚存，后续行情可能仍以强势震荡为主

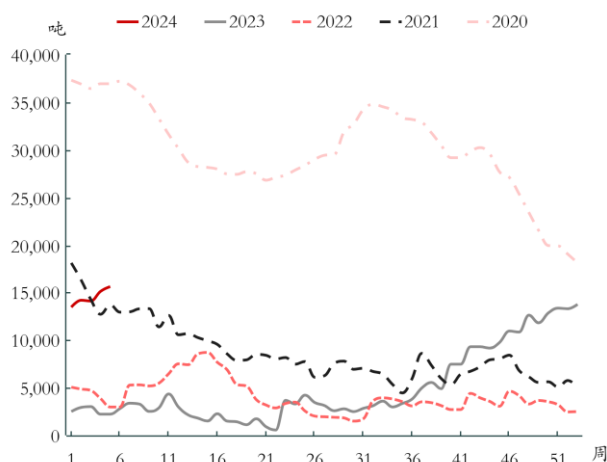
此轮行情上涨的主要驱动因素还是在于印尼镍矿审批进展不确定性增加，进而造成原料端价格上涨。正如我们在年报中提到的观点，24 年在一级镍向二级镍转移受阻后，冶炼利润空间的收缩使得成本波动对阶段性行情产生更大的不确定影响。在下游负反馈逐渐开始后，镍价底部信号初现，24 年一、二季度价格不宜过分看空。从基本面来看，印尼镍矿审批的进程结果还具有不确定性，再考虑到开采生产的时间，3 月份镍矿的现货市场供应依然不容乐观。在 3、4 月份菲律宾镍矿主产区雨季即将结束，发货量增加后，也不排除去年三季度印尼从菲律宾进口镍矿的情形再次上演。伴随着年后前驱体厂的补库需求延续，以及合金行业复工复产后的采购订单增加，纯镍价格短期在成本和需求共振下预计仍将强势震荡运行。

但需要注意的是，沪镍上方的价格压制因素尚存。首先是国内精炼镍在春节期间并未出现大量减产，2 月份纯镍产量环比增加 6.7% 至 2.42 万吨，上期所近一个月期货仓单也累计增加 20.14% 至 1.32 万吨，基本上能够保证市场现货的正常充足供应。在盘面价格上涨后，电积镍产能增加的边际弹性较大，又会重新对价格形成压制。另外，在中长期镍价低迷的市场预期下，短期价格回暖将放大中上游抢抓时间窗口生产的积极性，印尼中间品回流量增加，国内硫酸镍企业复产均会从边际上牵制镍价上行。

3、投资建议

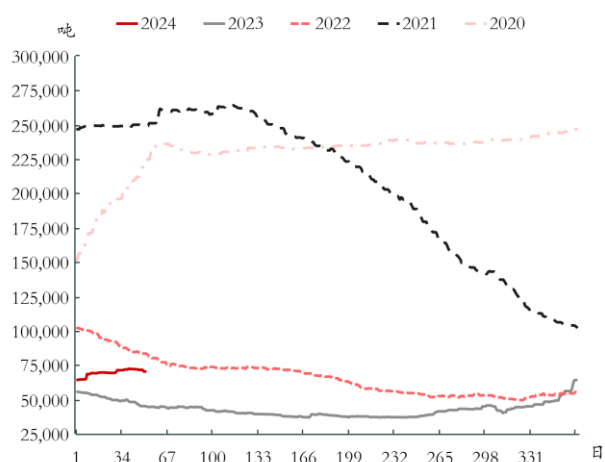
库存角度，国内电积镍注册 LME 交割品牌进程加快，中伟、华友等品牌精炼镍开年来相继上市伦交所，这部分产能的出口交仓将继续增加 LME 库存的累积。24 年原生镍整体供应增速的放缓预期更多可能体现在过剩量减少，产业链各环节重归供需平衡的过程中。产业链各环节利润微薄、供需结构趋松下，印尼镍矿的变化预期成为盘面定价核心因素。在镍矿主流市场成交价上调后，产业链整体定价也跟随抬升。继续观察印尼 RKAB 审批通过情况如何演化，短期价格顶部看到 13.3-13.5 万元/吨左右。如果审批进程低于预期，那么价格可能存在更高的上行空间，但考虑到精炼镍新增边际产能形成的累库压力，价格上行斜率预计较为缓慢。交易层面建议选择合适的安全边际，在合理区间内进行多单的逢低布局。

图表 4：上期所镍库存季节性对比



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表 5：LME 镍库存季节性对比



资料来源：wind，东证衍生品研究院

4、风险提示

宏观不确定因素扰动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com