

沪镍破位向下，后市如何看待

走势评级：

镍：震荡

报告日期：

2023 年 11 月 5 日

★事件概述

10 月 30 日之后，沪镍主力合约 2312 结束窄幅震荡行情，接连两日开始向下突破，本轮下跌与市场原来镍价较强成本支撑预期相违背，引起了市场对后市镍价能否继续深度回调的担忧。

★海外矿端价格松动，精炼镍原料成本下降

菲律宾镍矿开采量在 23 年下半年仍保持较强增长预期，而中国镍铁厂在菲律宾雨季到来前的常规备货已经接近尾声，阶段性的供需双弱使得菲矿价格出现下行。印尼镍矿官方内贸标准价受伦镍跌价影响平均下调了 3-4 美元/湿吨。

★格林美成功注册 LME 交割品牌，交易所库存有望继续累积

格林美旗下 GEM-NI1 牌电解镍成功注册伦敦金属交易所交割品牌，成为继华友之后第二家在 LME 注册成功的中国公司。国内新投产电积镍的企业抢抓机会开始紧锣密鼓的申请注册 LME 交割品牌，企图打开海外市场，推动交易所库存累积。

★基本面偏空下，沪镍价格下跌节奏仍有待观察

在下游镍基金需求无新增变化，整体供给过剩预期持续的背景下，国内镍产业链的利润正在迅速向上游原料端收敛。纯镍价格能否继续深度下跌还需要观察印尼原料端的供给节奏变化。

★投资建议

总体上看，宏观面支撑还显得较为脆弱，海外地缘政治扰动风险仍存。在矿端价格出现松动后，沪镍主力合约价格低位支撑减弱，预计在 11 月内可能仍会在 14.2 万元/吨位置时出现小幅下跌，但节奏上可能会放缓。套利方面，可在价差高位时关注 2312 合约与 2402 合约的反套机会。

★风险提示

宏观不确定因素扰动。



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：

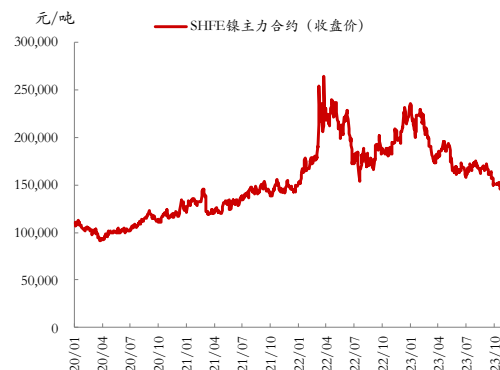
衡旭 有色金属助理分析师

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，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

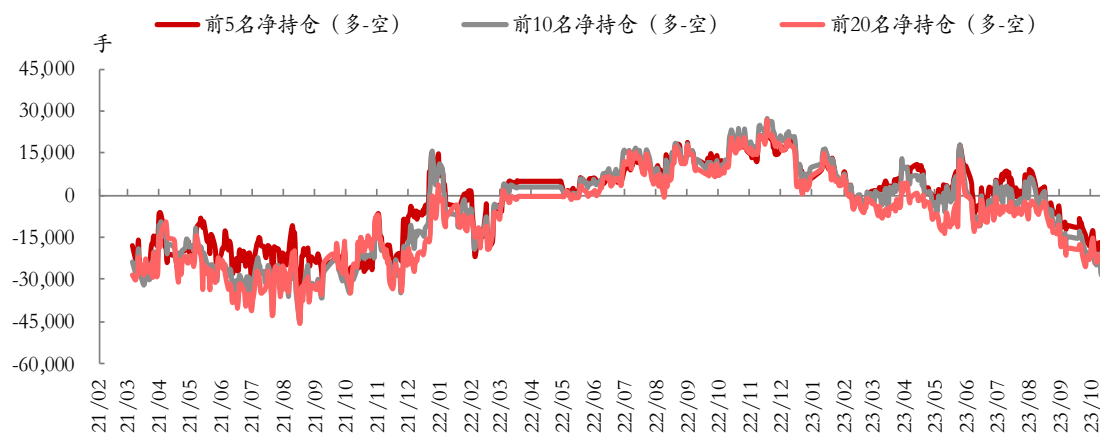
10月30日之后，沪镍主力合约2312结束窄幅震荡行情，接连两日开始向下突破，在11月1日最低跌至140200元/吨，成为自22年8月份之后的历史新低价格。同时，海外伦镍伦镍3M主连合约也在同日向下突破1.8万美元/吨价格关口，以17935美元/吨价格收盘。从沪镍期货持仓上看，11月1日交易所空头前5名净持仓相比上周增加52.4%，反应出市场资金对盘面价格较为强烈的看空情绪。本轮下跌与市场原来对镍价有着较强成本支撑的预期相违背，引起了市场对后市镍价能否继续深度回调以及下跌速度如何的关注。

图表1：上海市场精炼镍升贴水（单位：元/吨）

时间/品牌	金驼	华友	格林美	俄镍	日本住友
11月1日	3300	-600	-1300	-200	4600
10月25日	3300	-200	-1000	-200	4800

资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表2：镍期货持仓头寸



资料来源：wind，东证衍生品研究院

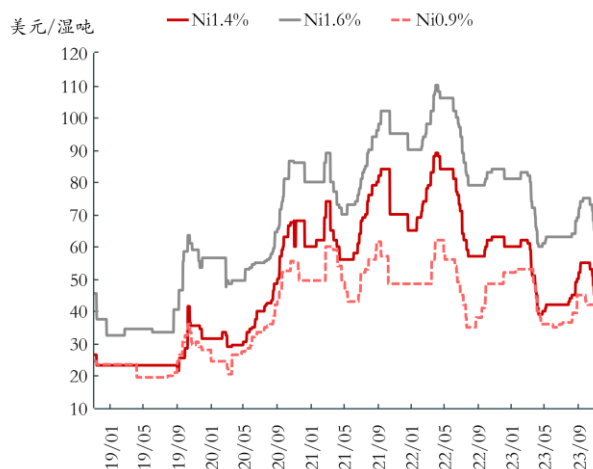
2、基本面分析

2.1、矿端价格松动，纯镍成本支撑力度减弱

进入十月中下旬后，菲律宾进口中国的红土镍矿价格出现了明显的松动，价格下降主要表现在中高品位镍矿上，其中N1.6%品位的红土镍矿连云港到港含税价目前为65美元/湿吨，较月中已下降10.96%。价格下降的原因主要有两方面：1) **菲律宾镍矿开采量在23年下半年仍保持较强增长预期**，上半年的镍矿石产量已经同比增加40%至1686万吨，根据MGB预计，在23-25年菲律宾还有4个镍矿项目要开始采矿作业，镍矿石的产量预计进一步扩大。尽管在三季度印尼的限矿政策造成了市场上的抢矿热潮，短期节

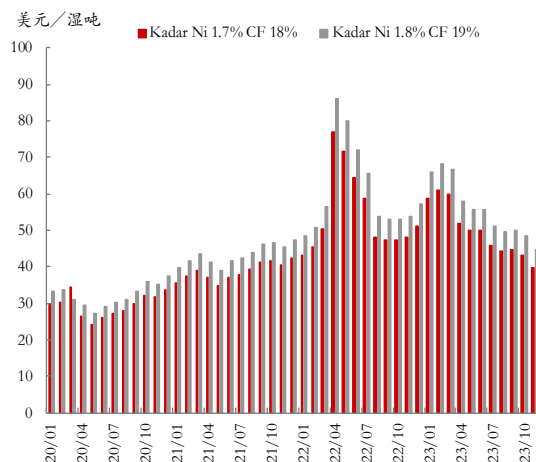
奏上的需求扩张抬升了菲律宾矿的生产成本，但从更长期看，较大的产量带来的规模经济效应大概率会使得菲矿成本步入下行区间。2) **中国镍铁厂在菲律宾雨季到来前的常备货已经接近尾声**。菲律宾 Surigao 产区在 10、11 月进入雨季后，出口中国的中低品位镍矿在量上将明显下降，而处于开采季的 Zambales 地区由于镍矿品位较高且供应量有限，会使 11 月后国内红土镍矿市场供应偏少。因此国内镍铁厂多选择在 10 月前加大对菲律宾镍矿的进口，但国内镍矿需求端表现乏新可陈，终端不锈钢市场“金九银十”的旺季预期落空后，钢厂对高价镍铁采购意愿进一步减弱，出货价格受到压制下，镍铁厂生产成本持续倒挂，吨铁毛利率仍未转正。这造成了镍铁厂增加镍矿备货的意愿并不强，阶段性的供需双弱使得菲矿价格出现下行，并且在 1.8%Ni 品位矿利润空间高于 1.3%Ni 品位矿的情况下，中高品位矿价仍有下降空间。

图表 3：菲律宾红土镍矿分品位 CIF 到港价



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

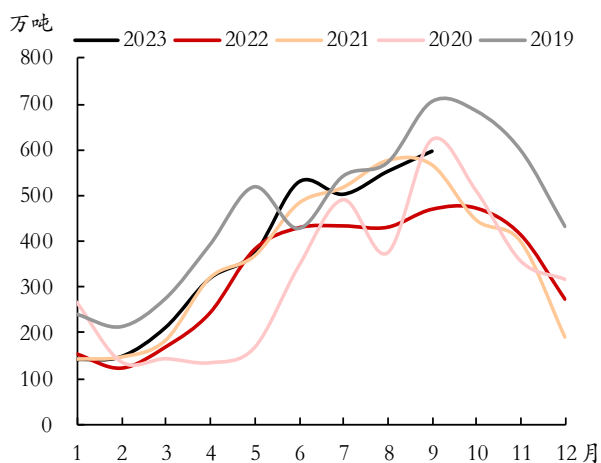
图表 4：印尼镍矿 HPM 指导价格



资料来源：铁合金在线，东证衍生品研究院

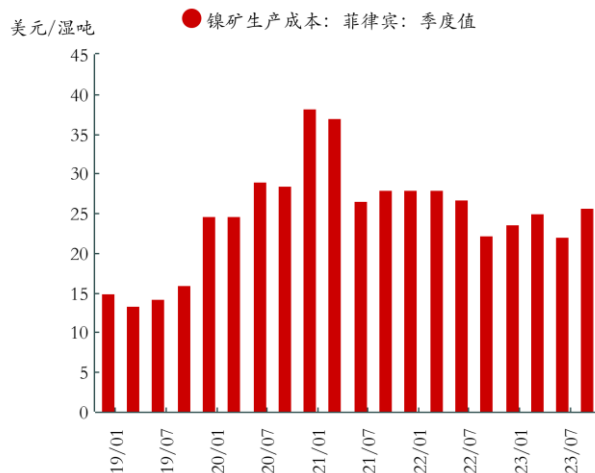
印尼方面，由于官方内贸标准价目前还是以 LME 镍价作为定价基准，受伦镍跌价影响，印尼不同品位镍矿 11 月的内贸基准价均下调了 3-4 美元/湿吨。HPM 溢价尽管保持在 15-16 美元/湿吨左右未发生明显变化，但是市场平均成交价也随着内贸基准价下调而对应下降了约 3 美元/湿吨。印尼镍矿的开采限制预期目前来看正在进一步出现边际缓和：11 月 2 日韩国综合贸易公司 STX Corp 已经获得了其投资的靠近 Morowali 工业园区的镍矿生产经营的采矿营业执照，已开始勘探其储量与品位，目标是从 2024 年上半年开始每年生产 200 多万吨镍矿。短期内的宽松放量预期可能会继续使镍矿价格下移，进而缓解 MHP 和高冰镍的原料成本压力。另外，需要关注印尼推出镍行业价格指数的具体进展，如果印尼镍矿定价方式与伦镍相关性走弱甚至脱钩，则会在伦镍价格中枢预期走低的背景下增加定价不确定性。

图表 5：中国进口菲律宾镍矿量



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表 6：菲律宾镍矿生产成本



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

2.2、格林美成功注册 LME 交割品牌，交易所库存有望继续累积

在沪镍价格跌至 14.2 万元/吨，达到国内镍企外采 MHP 原料加工成本线后，国内镍市场呈现两个特点：1) 纯镍价格下跌并未导致大量产能无法释放，尽管四季度新产线建设速度有所放缓，但已有产线爬产满产仍可以带来量上增加。国内纯镍扩产量较大的企业均有自供或代工的镍中间品原料，外购原料生产的企业减产对整体产能扩张影响有限。

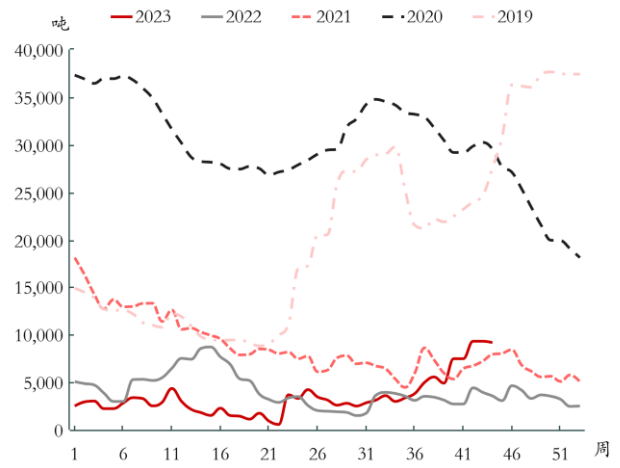
2) 国产品牌镍企申请注册 LME 交割品节奏加快，11 月 1 日格林美旗下 GEM-NI1 牌电解镍成功注册伦敦金属交易所交割品牌，成为继华友之后第二家在 LME 注册成功的中国公司，具体注册年产能为一万吨，主要生产原料来自青山印尼所产的高冰镍。除格林美之外，中伟年产能 12500 吨的 CNGR 品牌镍板也已经将注册申请递交至 LME。该现象背后的驱动因素一方面是国内纯镍供给过剩的矛盾仍未得到有效缓和，即使硫酸镍较镍豆溢价转正，下游前驱体企业订单量萎靡尚不足以支撑该溢价继续走阔。另一方面是海外纯镍厂商受到宏观因素和地缘政治扰动，产量均有所下滑，LME 库存始终处于历史低位，难以像上期所一样进入库存拐点，因此不断进行自身的交割品牌扩容，优化申请流程。受限于上期所交割品必须稳定生产一年的要求，国内新投产电积镍的企业抢抓机会开始紧锣密鼓的申请注册 LME 交割品牌，企图打开海外市场，9 月份中国精炼镍出口达到 3756 吨，环比增长 173.65%。

图表 7：精炼镍社会库存变化



资料来源：wind，东证衍生品研究院

图表 8：上期所镍库存季节性对比

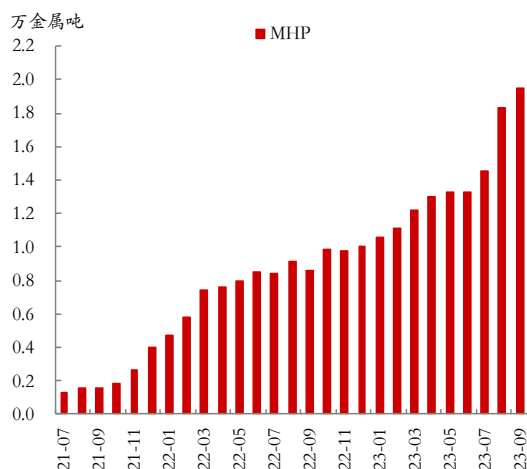


资料来源：wind，东证衍生品研究院

2.3、基本面偏空下，沪镍价格下跌节奏仍有待观察

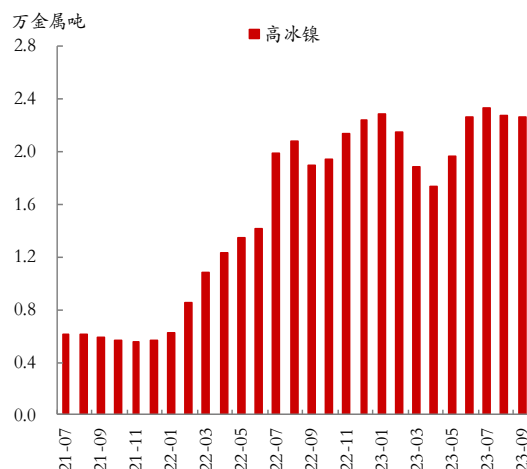
在下游镍基合金需求无新增变化，整体供给过剩预期持续的背景下，国内镍产业链的利润正在迅速向上游原料端收敛。从利润角度看，外购 MHP 或高冰镍生产电积镍在镍价 14 万元/吨后已无利润可图，而使用红土镍矿冶炼 MHP 和高冰镍自供电积镍原料的工艺成本在分别约在 10 万元/吨和 12 万元/吨左右。如果镍矿价格下跌空间有限，当下镍价能否向下继续突破关键在于镍矿加工成为 MHP/高冰镍的利润空间会不会因印尼中间品放量而受到压缩。目前火法冶炼的高冰镍受印尼资源保护政策限制，产量较为稳定。而湿法工艺生产的 MHP 产量在今年下半年快速增加，这部分产量的释放主要来自华友、力勤、格林美等拥有印尼镍矿供应资源的企业，其原料生产工艺本身具有较高进入壁垒。在纯镍价格下跌至 14 万元/吨低位后，外部竞争者的市场出清可能会减弱上游 MHP 的扩产意愿，造成 MHP 供应增势放缓，湿法冶炼的技术和资源壁垒会对上游 MHP 原料利润形成一定的保护，造成镍价进一步深跌出现困难。因此纯镍价格能否继续深度下跌还需要观察印尼原料端的供给节奏变化。

图表 9: 印尼 MHP 产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 10: 印尼高冰镍产量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 11: 印尼 MHP 新增项目跟踪

项目	产能 (万金属吨)	投产时间
PT.Gebe	2.1	已建成达产
力勤 OBI 项目一期&二期	5.5	已建成达产
华飞镍钴	12	2023Q3 爬产, 预计 Q4 满产
青美邦镍资源项目一期	3	已建成达产
华越镍钴	6.4	已建成达产
力勤 OBI 项目三期	6	2023Q4
华友/青山/大众项目	12	2024
华友/Vale Sorowako 矿山加工项目	6	2024
PT.Ceria	12	2026
华山镍钴	12	2025
格林美/印尼 MBM 项目一期	2	2024Q4
格林美/印尼 MBM 项目二期	1	2025Q2
华友/Vale Pomalaa 矿山项目 (供货福特)	12	2025-2026
Antam/宁德项目	8	2026-2027

资料来源：铁合金在线，网络公开信息，东证衍生品研究院

3、投资建议

宏观方面，预计短期国内政策利好以及美联储加息节奏放缓将会对镍价产生暂时支撑。但国内制造业 PMI 结束环比四连升后小幅回落，意味着经济弱复苏的局面将继续延续，镍价缺乏强劲反弹的利多驱动因素。总体上看，宏观面支撑还显得较为脆弱，海外地缘政治扰动风险仍存。

基本面方面，国内一级镍的快速放量无法被合金行业的刚性需求全面消化，而不锈钢全球市场的疲软表现也使得二级镍的过剩日益增加。结构上的失衡导致了交易所显性库存回升明显，预计到明年随着可交割品牌的增加该趋势仍将延续，对镍价向下压制更加有力。策略角度，继续推荐逢高做空的单边策略，在矿端价格出现松动后，沪镍主力合约价格低位支撑减弱，预计在 11 月内可能仍会在 14.2 万元/吨位置时出现小幅下跌，但节奏上可能会放缓。套利方面，可在价差高位时关注 2312 合约与 2402 合约的反套策略。

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