



摇曳的预期，僵持的博弈

摘要：

2023Q1，由于国内经济复苏不及预期等各方面原因，镍及不锈钢价格均出现了一轮较大幅度回撤。Q2 开始，受市场预期博弈影响，镍价开始震荡下行，而不锈钢则由于产业链博弈加剧，步入宽幅震荡阶段。

海外方面，市场关注焦点在于美联储政策。我们认为下半年美国通胀数据大概率继续回落，而又由于劳动力市场韧性较强，其回落速度、尤其是核心通胀的回落速度是存在不确定性的。7 月加息基本上不存在太大分歧，而 9 月之前的这一段时间的劳动力市场表现将是博弈 9 月是否加息的重要抓手，镍价在此期间或表现为宽幅震荡。

国内经济方面，我们认为对政策的预期交易主要关注以下两点：①政策推出前，市场情绪或将保持乐观，这对镍及不锈钢而言有较强的支撑作用；② 关注政策出台的量级，预期差将决定市场情绪是否拐弯。

纯镍方面，电积镍新增产能不断释放是推动镍价下跌的重要动力，过剩依旧是镍价长空的主旋律，风险点在于硫酸镍较一级镍价差收窄可能导致电积镍投产进度不及预期。

硫酸镍方面，由于新能源汽车市场出现阶段性回暖，跌价已久的硫酸镍近期出现反弹。

镍矿方面，预计 8-9 月镍矿进口达到峰值，随后菲律宾步入雨季，此后对镍铁而言成本压力或较为突出。

镍铁方面，短期看镍铁与不锈钢的博弈仍是市场焦点，但在终端不振的背景下，后市钢厂可能减产，负反馈或将施压铁价。

不锈钢方面，行情能否反转取决于国内经济基本面，但我们认为后市大概率不锈钢可能会因亏损而开启新一轮减产，主动去库延续，随后步入被动累库。

2023 下半年，镍价参考区间 140000-175000 元/吨左右，SS 合约参考价格 13500-15500 元/吨左右。

半年度报告

作者姓名：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

发布日期：2023 年 7 月 7 日

目 录

一、上半年行情回顾.....	4
二、宏观经济分析	5
1. 美联储政策分析	5
2. 中国宏观经济分析	8
3. 本章小结	9
三、产业基本面分析	10
1. 纯镍	10
2. 硫酸镍	13
3. 镍矿	15
4. 镍铁	17
5. 不锈钢	18
四、下半年展望	19

图表目录

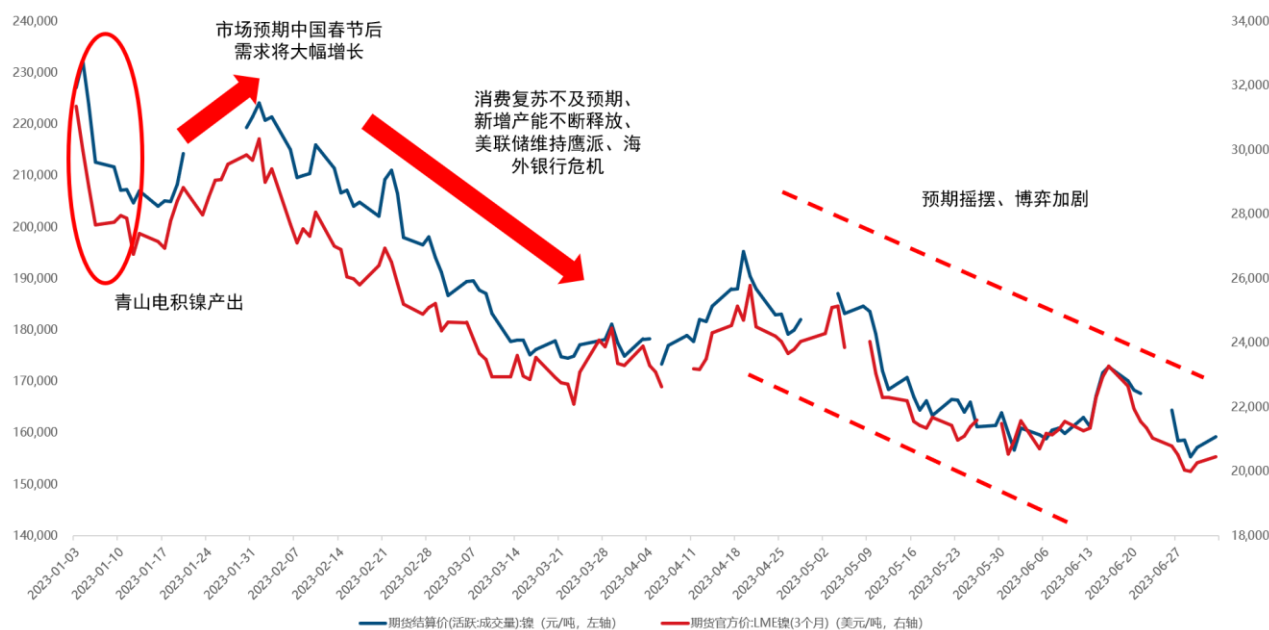
图 1: 2023 上半年镍价走势	4
图 2: 2023 上半年不锈钢走势 (元/吨)	5
图 3: 美国联邦基金目标利率 (%)	6
图 4: 美联储点阵图与上一期变化	6
图 5: 市场预期美联储加息概率	6
图 6: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)	7
图 7: 美国 PCE 物价指数 (%)	7
图 8: 领先指标显示美国租金通胀将迎来拐点 (%)	7
图 9: 美国新增非农就业人数 (千人)	7
图 10: 制造业 PMI (%)	8
图 11: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)	8
图 12: 规模以上工业增加值:当月同比 (%)	8
图 13: 房地产投资、新开工、销售、竣工累计同比 (%)	8
图 14: 中国主要政策利率 (%)	9
图 15: M2 与 M1 增速 (%)	9
图 16: SMM 电解镍价格 (元/吨)	10
图 17: 全国电解镍产量 (吨)	10
图 18: 硫酸镍较一级镍板价差 (元/镍吨)	11
图 19: 2023 年中国电积镍新建产能占比	11
图 20: 2023 年精炼镍新增项目	11
图 21: 镍进口盈亏 (元/吨)	12
图 22: 电解镍进口量 (吨)	12
图 23: 俄镍计价方式演变	12
图 24: 纯镍社会库存 (吨)	13
图 25: LME 镍库存 (吨)	13
图 26: 电池级硫酸镍价格 (元/吨)	14
图 27: 新能源汽车销量 (辆)	14
图 28: 动力电池装车量 (MWh)	14
图 29: 三元前驱体产量	14
图 30: 中国硫酸镍产量	15
图 31: 硫酸镍用料占比	15
图 32: 中国硫酸镍产量	15
图 33: 硫酸镍用料占比	15
图 34: 菲律宾镍矿价格 (美元/湿吨)	16
图 35: 镍矿进口量 (万吨)	16
图 36: 8-12%高镍生铁出厂价 (元/镍点)	17
图 37: 中国自印尼镍铁进口量 (实物吨)	17
图 38: RKEF 工艺镍铁利润率 (%)	17
图 39: 中国镍铁月度产量 (千金属吨)	17

图 40: 304 不锈钢现货价（元/吨）	19
图 41: 不锈钢成本利润	19
图 42: 不锈钢产量（万吨）	19
图 43: 不锈钢库存（吨）	19

一、上半年行情回顾

2023 上半年，镍价整体以下跌为主，截至 2023 年 7 月 6 日，沪镍跌幅 27.93%，伦镍跌幅 34.91%。造成镍价上半年行情偏弱的原因主要是弱现实不断兑现、过剩预期不断加剧等。2023 年伊始，消息称青山委托湖北某新能源企业代工生产的电积镍产品正式产出，一级镍趋增的预期对镍价形成明显压力。不过随后市场将交易重心放在了国内复苏上，春节前市场普遍对国内后市经济表现存在较大期待，情绪提振驱动镍价反弹。春节过后，在一级镍新增产能不断释放的同时，国内经济疲态显现、美联储维持鹰派等因素从宏观层面再度打击市场信心，此后约两个月左右的时间镍价以单边下跌为主。Q2 开始，行情变得更加激荡，主要体现在预期的反复摇摆，市场起初预期美联储 5 月议息会议后将停止加息，随后预期又切换为 6 月加息跳过后年内还剩一次加息，现如今美联储鹰派发言又使得市场有观点认为年内还剩两次加息；国内宏观的预期在上半年也经历了较大转向，由一开始的预期年内经济大幅复苏转变为悲观预期，随后又对政策存在较大期待。在库存绝对低位的背景下，镍价极易受宏观情绪扰动，预期的反复摇摆使得 Q2 镍价呈现出宽幅震荡的走势。

图 1：2023 上半年镍价走势

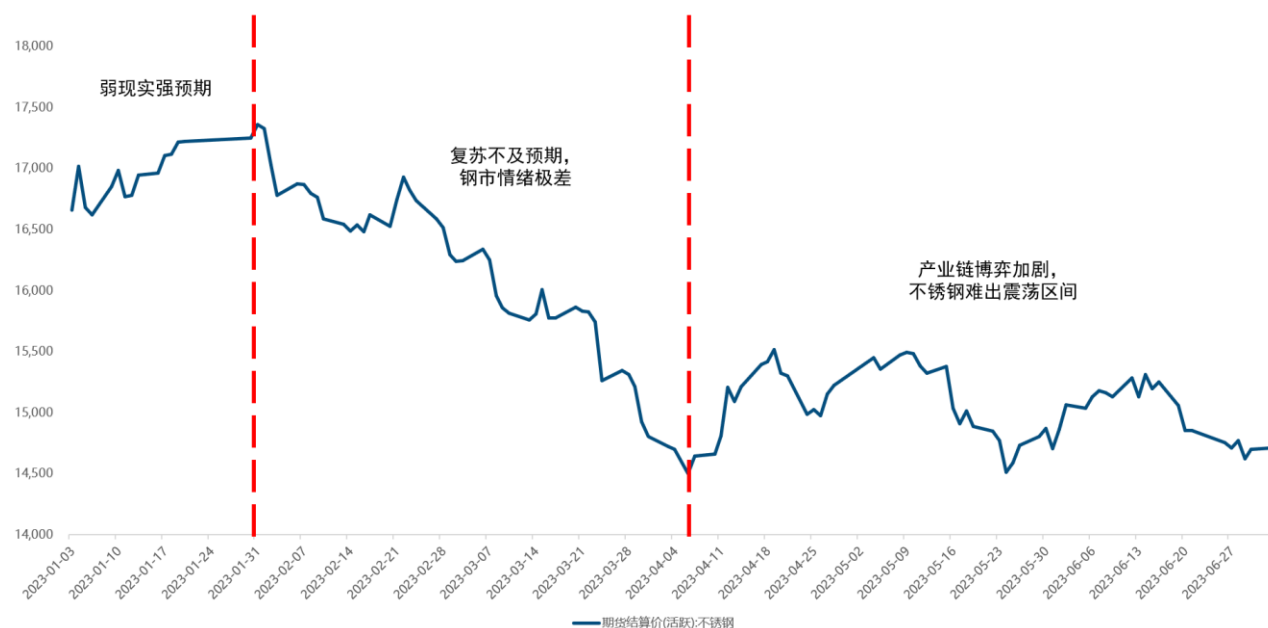


数据来源：上海期货交易所，LME，中信建投期货

不锈钢在 2023 年上半年走势大致为单边下跌后转向震荡。春节之前，整体宏观预期为国内经济强劲复苏，而不锈钢现货成交表现平淡，弱现实强预期下不锈钢走势并无太大亮眼表现。2 月开始，国内经济复苏的强预期并未兑现，现货层面不锈钢又面临较大的去库压力，钢

厂取消限价再度渲染悲观情绪，减产消息也频繁传出，直到 4 月的这段行情表现为趋势性下跌。4 月开始，产业链陷入僵持的博弈之中，最上游镍矿端发运虽在不断回升，但矿山挺价意愿偏强、出货意愿较差，与此同时成本端镍铁厂自 4 月开始挺价，而下游不锈钢则在镍铁采购价上与铁厂僵持博弈，在这样一种产业链博弈的基础上，供给端钢厂控货又进一步加剧了行情的波动性，也就导致 4 月开始至今不锈钢难以走出震荡区间。

图 2：2023 上半年不锈钢走势（元/吨）



数据来源：上海期货交易所，中信建投期货

二、宏观经济分析

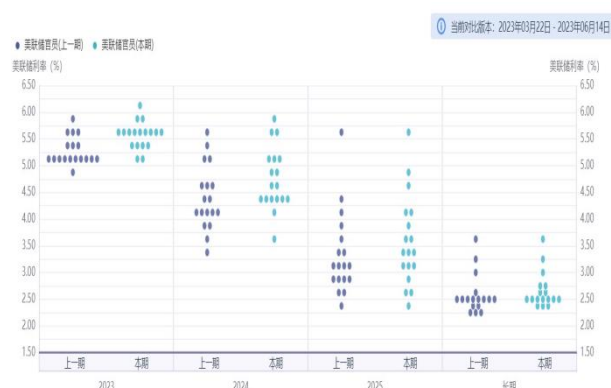
1. 美联储政策分析

在 2023 年上半年的 4 次美联储议息会议上，有 3 次进行了加息，幅度均为 25BP，6 月议息会议并未加息。6 月议息会议停止加息符合市场预期，但会后公布的点阵图鹰派程度超市场预期，点阵图显示接下来可能还有两次加息，这与 3 月议息会议公布的点阵图所反映的 5 月份停止加息有着较大偏差。不过据 CME FedWatch Tool，市场预期仅 7 月份可能会加息，随后年内维持不变，市场再度与美联储作对可能会导致 9 月份议息会议之前的海外宏观环境继续保持高波动，受市场博弈影响，镍价或因此在短期内维持宽幅震荡走势。

图 3：美国联邦基金目标利率（%）



图 4：美联储点阵图与上一期变化



数据来源：美联储，美国劳工局，中信建投期货

数据来源：美联储，中信建投期货

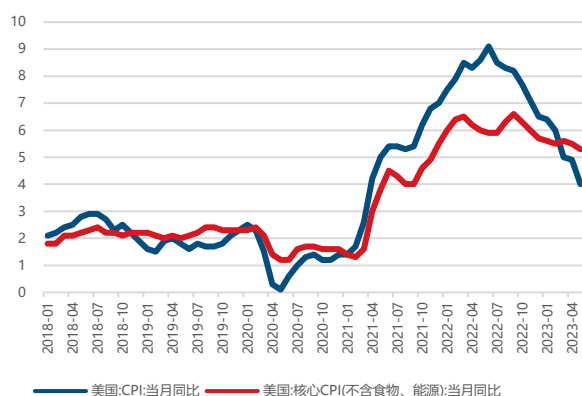
图 5：市场预期美联储加息概率

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	89.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	72.3%	19.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	56.6%	32.6%	4.8%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.2%	54.1%	29.7%	4.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	24.1%	46.8%	22.1%	3.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	12.1%	33.4%	36.7%	14.3%	1.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	10.0%	29.1%	36.0%	18.8%	4.3%	0.4%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.0%	18.2%	32.1%	28.7%	12.6%	2.6%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.9%	14.8%	28.5%	29.5%	16.7%	5.2%	0.8%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	12.6%	25.8%	29.3%	19.3%	7.5%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.1%	9.1%	20.8%	28.0%	23.1%	12.0%	3.9%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.6%	7.2%	17.6%	26.0%	24.4%	15.0%	6.1%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%

数据来源：CME FedWatch Tool，中信建投期货

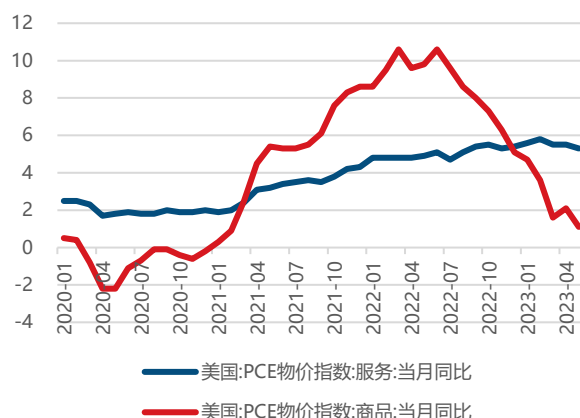
从通胀表现来看，上半年美国 CPI 数据回落较为明显，但是相比之下核心 CPI 韧性依然较强。通过分解 PCE 指标可以发现，目前美国商品通胀回落较为明显，但服务业通胀韧性依然较强，而服务业偏强的原因可能是两方面，一是劳动力市场依然紧张，二是租金分项通胀依然偏高。劳动力市场方面，上半年美国新增非农就业人数依然偏高，且持续超预期，显示劳动力市场仍旧旺盛；租金方面，通常情况下房价指数领先房租通胀约 15 个月左右，依照这种规律，我们预期下半年美国租金通胀将很快迎来向下拐点。

图 6：美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



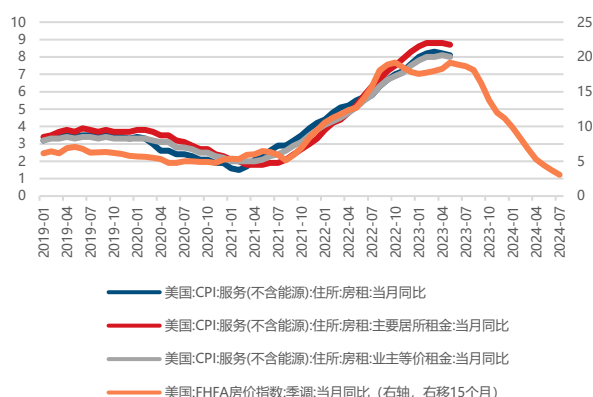
数据来源：美国劳工局，中信建投期货

图 7：美国 PCE 物价指数 (%)



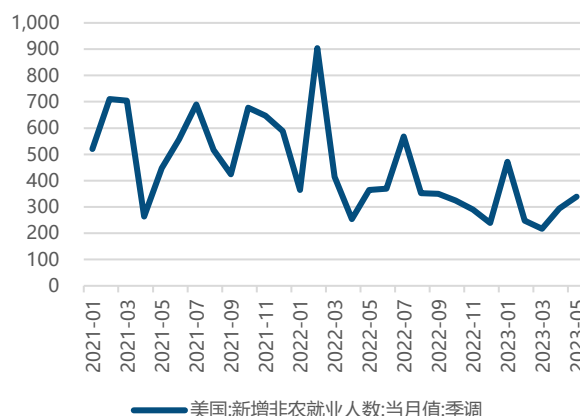
数据来源：美国经济分析局，中信建投期货

图 8：领先指标显示美国租金通胀将迎来拐点 (%)



数据来源：美国劳工局，美国联邦住房金融局，中信建投期货

图 9：美国新增非农就业人数 (千人)



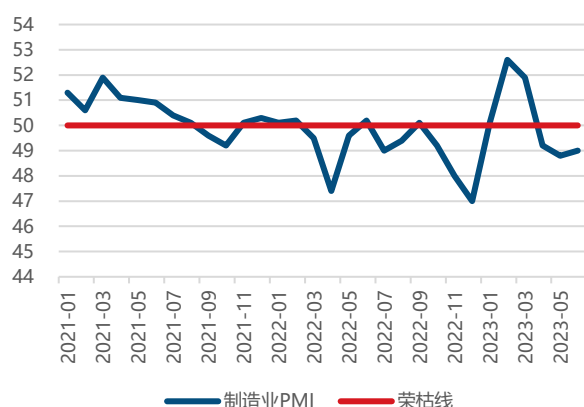
数据来源：美国劳工局，中信建投期货

综上所述，我们认为下半年美国通胀将继续得到缓解，但劳动力市场依然是最大变数。市场和美联储对于 7 月加息分歧不大，目前矛盾点集中在 9 月是否加息，而影响博弈方向的可能是在此期间的美国劳动力市场表现。往前看，当 9 月议息会议结束后，市场对于加息次数的分歧博弈可能暂告一段落，而彼时美国通胀或将有明显回落，市场可能会开始炒作美国经济衰退和 2024 年降息预期，届时镍价或将因此得到阶段性支撑。

2.中国宏观经济分析

2023 上半年以来，国内宏观经济预期经历了较大的起伏。年初伊始，市场存在较强的复苏预期，镍及不锈钢价格也因此能够处于高位。然受制于居民及企业信心恢复较差，国内整体复苏动能十分有限且复苏基础并不牢固。

图 10：制造业 PMI (%)



数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 11：社会消费品零售总额:当月同比 (%)



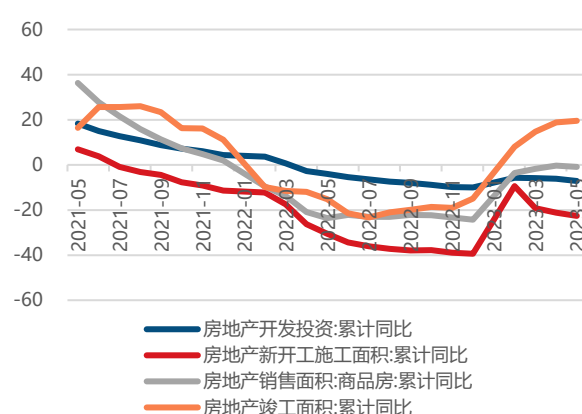
数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 12：规模以上工业增加值:当月同比 (%)



数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 13：房地产投资、新开工、销售、竣工累计同比 (%)



数据来源：国家统计局，中信建投期货

久旱盼甘雨，国内复苏趋缓的背景下，市场对于政策刺激愈发期待。最先兑现的是货币政策，2023 年 6 月中国人民银行先后下调 OMO、MLF 以及 LPR 利率，我们从两方面理解此

次降息：首先，本轮降息充分提振了市场信心，市场认为政策端正在关注改善当下的经济情况；第二，我们认为宽货币对改善当下经济状况的效果较为有限，从 M2-M1 差值来看，当前仍有较高的流动性存在于准货币之中，当下核心矛盾还是在于企业居民信心较差导致的有效需求不足。不过，Q2 货政例会央行重提“逆周期调节”可能预示着后市货币政策可能会继续有所发挥。现阶段，市场开始交易 7 月会议上将出台大规模刺激政策，我们认为对政策的预期交易主要关注以下两点：①政策推出前，市场情绪或将保持乐观，这对镍及不锈钢而言有较强的支撑作用；②关注政策出台的量级，预期差将决定市场情绪是否拐弯。

图 14：中国主要政策利率（%）

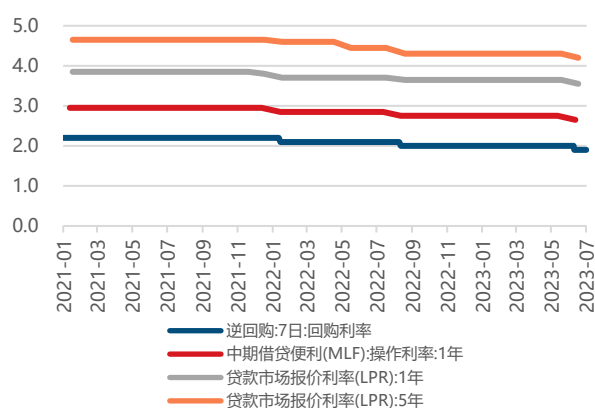
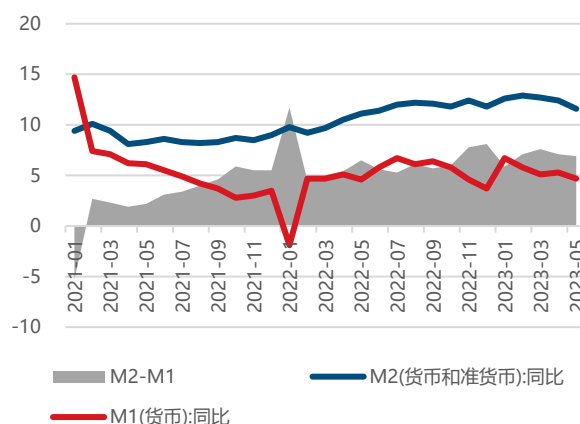


图 15：M2 与 M1 增速（%）



数据来源：中国人民银行，全国银行间同业拆借中心，中信建投期货

数据来源：中国人民银行，国家统计局，中信建投期货

3.本章小结

总的来看，当下宏观经济形势错综复杂，也存在很大变数，市场博弈也愈发激烈。分阶段看，7 月市场将在博弈美联储年内加息次数的同时，期盼国内刺激政策落地，到 7 月会议之前的这段时间市场情绪或偏多。7 月会议所出台的刺激政策将决定乐观情绪能否延续，随后 8 月至 9 月这段时间需要重点关注美国经济运行情况，尤其是劳动力市场表现，这是市场博弈 9 月加息与否的重要抓手。Q4 期间，市场交易主线或将回到经济景气度本身，例如有可能会更加关注美国是否迎来衰退、国内经济复苏情况等，临近年底，市场可能会开始博弈 2024 年美联储是否会降息。

三、产业基本面分析

1. 纯镍

2023 上半年，纯镍现货价呈现趋势性下跌走势，其主要原因除了宏观因素对期货价格影响外，还包括新增产能不断释放等因素。产量角度看，SMM 数据显示 2023 年 6 月全国纯镍产量 19450 吨，相较年初增长 18.60%，供应增量释放明显，其中大部分增长产量来自电积镍。2023 年初，市场消息称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。虽然 1500 吨的量级不算很大，但是却有很强的产业意义，长久以来纯镍生产主要源自硫化镍矿火法冶炼，而电积镍则是采用电积工艺，其原料来源通常是电解液（通常为硫酸镍）。因此，在 MHP 等中间品大量回流的产业背景下，多家企业纷纷建设电积镍产能，从而进一步驱动过剩预期。据 SMM 统计，目前已有规划将近 20 万吨的电积镍产能，预计 2023 年电积镍产能中将有 18.65% 为新增产能，供应释放预期成为了上半年主导镍价的主要因素。

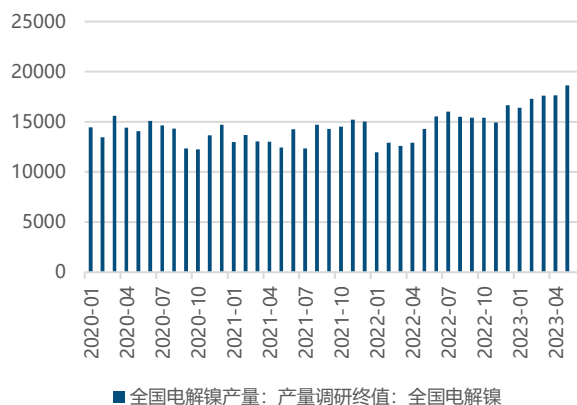
不过有一点我们需要提醒，电积镍是通过硫酸镍等原料转产而来，因此其转产动力一定程度上取决于硫酸镍与一级镍的价差，我们观察到近期硫酸镍有反弹迹象，二者价差正在不断收敛，需要注意电积镍投产进度不及预期的风险。

图 16: SMM 电解镍价格（元/吨）



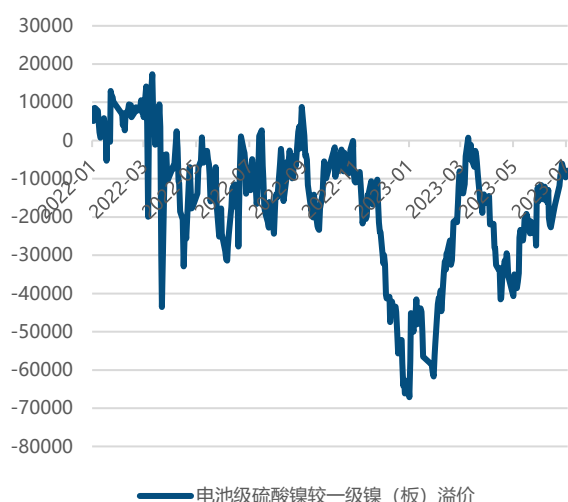
数据来源: SMM, 中信建投期货

图 17: 全国电解镍产量（吨）



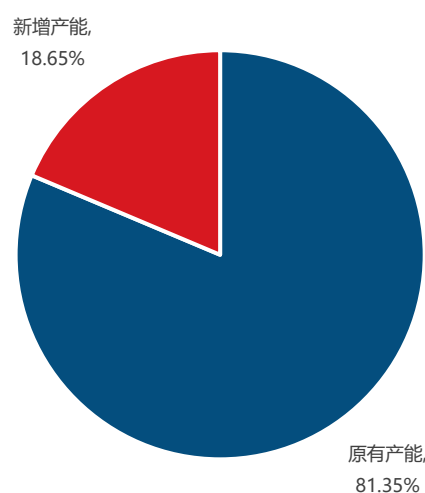
数据来源: SMM, 中信建投期货

图 18：硫酸镍较一级镍板价差（元/镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 19：2023 年中国电积镍新建产能占比



数据来源：SMM，中信建投期货

图 20：2023 年精炼镍新增项目

原料	年产能（吨）	月产能（吨）	项目进度
MHP	2000+6000（2022 年已建 6000）		预计 2023Q2 投产
MHP	30000	2500	预计 2023Q3 投产（待定）
MHP	30000	2500	预计 2023Q4 投产（待定）
待定	12500	1042	预计 2023Q2 投产
待定	30000	2500	待定
MHP	8000	667	预计 2023Q2 投产
MHP	14000	1167	预计 2024Q1 投产
高冰镍	50000	4167	预计 2023 年 6 月投产
高冰镍-硫酸镍	20000	1667	2023 年 1 月放量
电镀废料	1200	100	2023 年 3 月或 4 月放量
硫酸镍	3600	300	已投产

数据来源：SMM，中信建投期货

从进口来看，通常情况下纯镍进口动力取决于进口盈亏，当利润有所图时，企业会加大进口、市场上供应量也会增加。但是在 2023 年上半年，纯镍进口在绝大多数时间都处于亏损状态，导致整体进口量不及往年，2023 年 1-5 月电解镍累计进口 37555 吨，累计同比下降

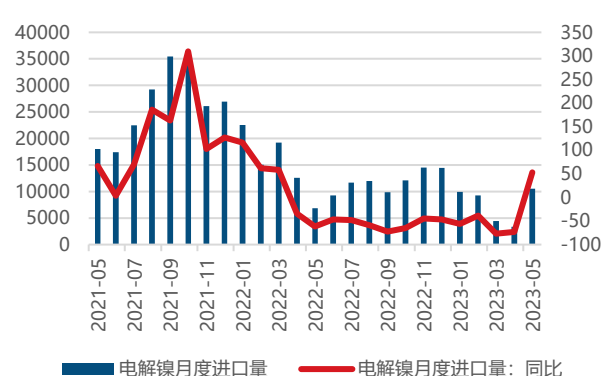
50.72%，不过值得注意的是 5 月纯镍进口环比出现明显反弹，我们推测可能是俄镍长协单流入所致。2023 年 3 月，市场消息称俄罗斯最大的镍生产商 Nornickel 正在以人民币计价的方式向中国出售镍，现货价格定价方式为上海期货交易所和伦敦金属交易所的混合价格，而此前则是以 LME 镍现货结算价+升贴水方式结算，我们认为俄镍混合定价模式下，锚定沪镍价格的部分受进口盈亏的影响会相对较小，而以人民币结算则降低了汇率波动风险，整体看有助于俄镍更加顺利流入中国，同时这也为供应方面带来了一定的压力。

图 21：镍进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 22：电解镍进口量（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 23：俄镍计价方式演变

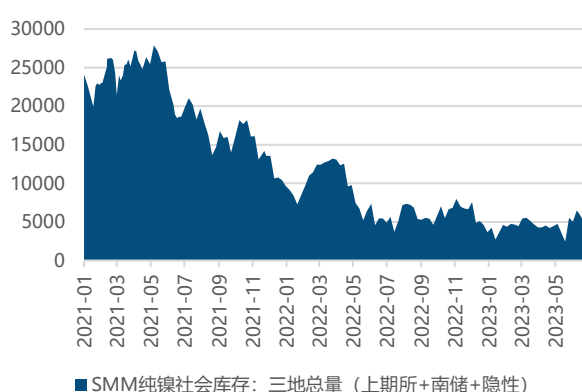
时间段	长单	散单	结算币种	结算系统
2014 年以前	LME 现货结算价（月均价/日内结算价）+升贴水	LME 点价或均价+升贴水	美元	SWIFT，环球银行金融电信协会
2015-2022 年	LME 现货结算价（月均价/日内结算价）+升贴水	LME 点价或均价+升贴水	人民币/美元	CIPS，人民币跨境支付系统/SWIFT
2023 年	混合定价：		人民币	CIPS，人民币跨境支付系统
	LME 现货结算价（月均价/日内结算价）+升贴水	待定		
	SHFE 盘面价格（月均价/日内结算价）+升贴水			

数据来源：SMM，中信建投期货

库存方面，长期以来镍市一直处于低库存状态，库存绝对值偏低使得镍价极易受消息面扰动，低库存也成为镍价受到支撑的一个重要原因。不过我们认为低库存状态有望得到改善，2023 年 6 月，LME 在一份声明中称，华友钴业已经在 LME 交易所申请了镍品牌上市，这是首个使用镍产品快速通道上市的企业，而根据此前 LME 的改革方案，快速通道上市将允许产

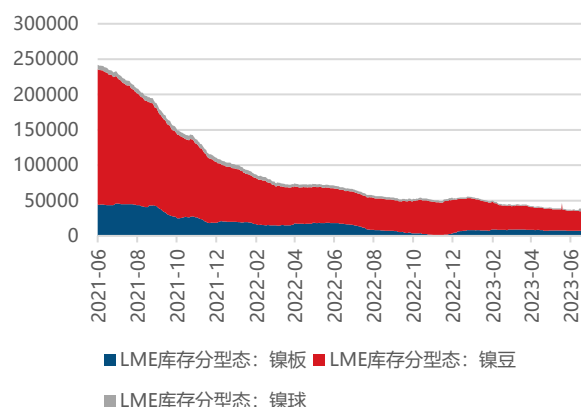
品经过三个月的定期样品检测后进入市场。此后上期所也发布公告，华友钴业全资子公司衢州华友钴新材料有限公司生产的“HUAYOU”牌电解镍（Ni99.96，电积工艺）已经注册，并且自公告日起可用于上期所镍期货合约的履约交割。值得注意的是华友钴业在上期所提交注册的产品为电积镍，市场此前认为新增电积镍产品虽然能够缓解供需，但是不能参与交割，即便能够置换可交割品，但对期货库存的影响仍较为有限，现在有了华友钴业电积镍注册的先例，我们认为随着电积镍产能的不断释放，可能会有更多电积镍品牌注册，后市镍市低库存状态或将得到明显改善。

图 24：纯镍社会库存（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 25：LME 镍库存（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

2. 硫酸镍

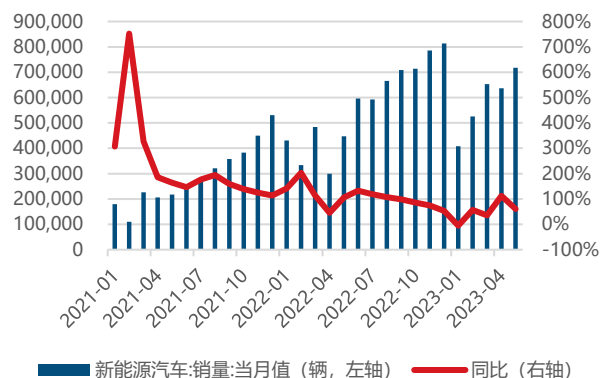
2023 年上半年，硫酸镍价格在多数时间内单边下跌，其主要原因可能和需求有关。在年初的年报中我们提到，由于新能源汽车补贴退出，相当一部分购车需求被提前到了 2022 年底，因此 2023 年新能源汽车上半年销量相比之下增速会有所放缓，这也对硫酸镍价格形成了较大的压力。此外，受制于经济性等多重因素，三元装车量持续被磷酸铁锂挤占，订单减少反而加剧市场竞价，导致前驱体企业对硫酸镍价格接受度有所下降，进一步压制硫酸镍价格。

图 26：电池级硫酸镍价格（元/吨）



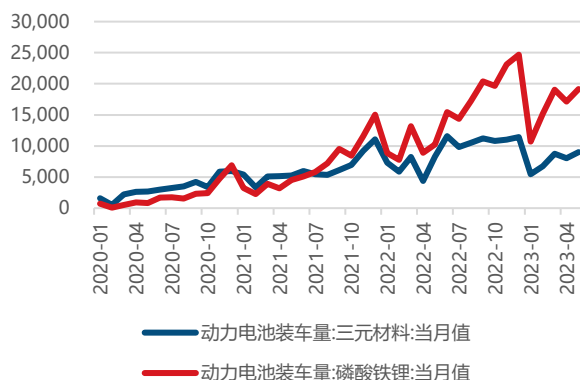
数据来源：SMM，中信建投期货

图 27：新能源汽车销量（辆）



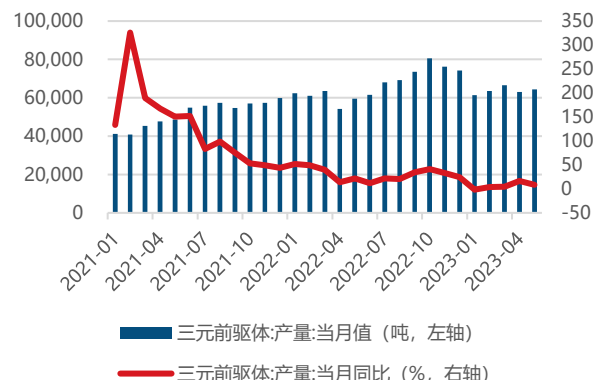
数据来源：中国汽车工业协会，中信建投期货

图 28：动力电池装车量（MWh）



数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信建投期货

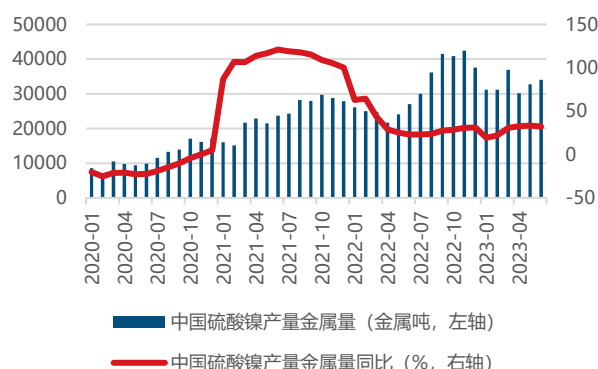
图 29：三元前驱体产量



数据来源：CBC 金属网，中信建投期货

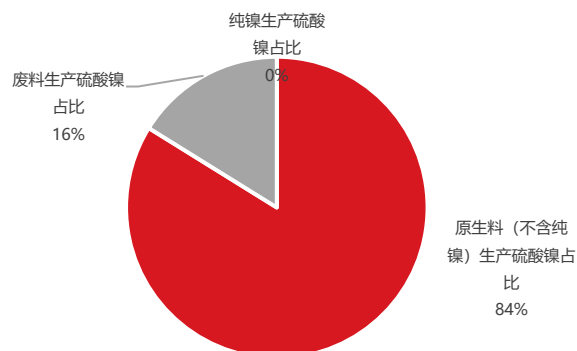
SMM 数据显示，2023 年 1-6 月，中国硫酸镍产量累计 196315 金属吨，累计同比增长 32.13%。从原料角度看，受镍豆溶解经济性持续走弱、中间品加速回流等因素，目前几乎没有采用镍豆溶解工艺的企业，SMM 数据显示截至 2023 年 6 月，纯镍生产硫酸镍占比几乎为 0。

图 30：中国硫酸镍产量



数据来源：SMM，中信建投期货

图 31：硫酸镍用料占比



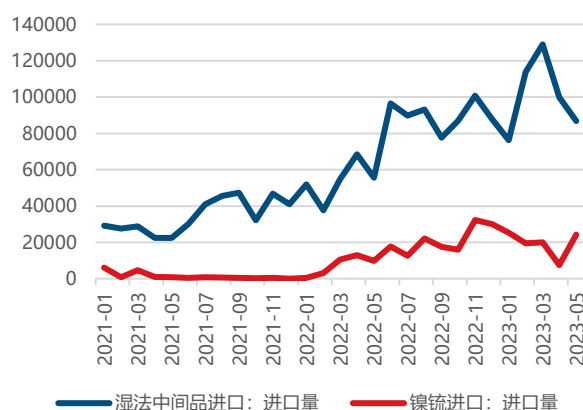
数据来源：SMM，中信建投期货

图 32：中国硫酸镍产量



数据来源：SMM，中信建投期货

图 33：硫酸镍用料占比



数据来源：SMM，中信建投期货

3. 镍矿

在菲律宾雨季影响逐步减弱的背景下，2023 年上半年镍矿进口逐步修复，供应端恢复推动矿价整体下移。但镍矿-镍铁-不锈钢产业链在上半年博弈十分激烈，首先菲律宾矿山存在一定挺价意愿，而由于需求较弱，镍铁厂利润在多数时间内承压，导致其对高价矿接受度有限，产业链博弈导致镍矿价格在上半年大部分时间内表现僵持。

季节性角度看，我们预计 8-9 月镍矿进口将达到峰值，在此之前这段时间内对下游镍铁来说成本端压力会相对较小，但 9 月之后菲律宾逐步进入雨季，镍矿进口量减少可能会进一

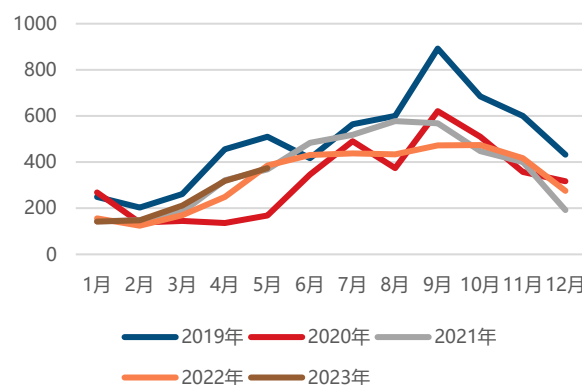
步推升矿价，导致铁厂利润压力极大，届时若终端需求仍无起色，预计整个产业链都将承压运行。

图 34：菲律宾镍矿价格（美元/湿吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 35：镍矿进口量（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

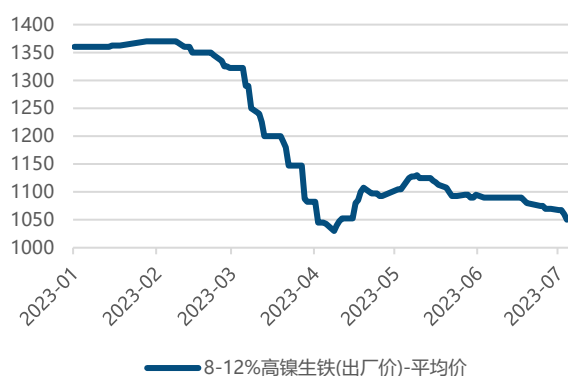
关于镍矿，我们有必要再度提示政策风险。一是菲律宾镍矿，2023 年 1 月 30 日市场消息称，菲律宾贸易和工业部（DTI）正在研究是否应该对原镍出口征税（10%）或禁止出口，以支持政府努力发展当地镍工业并参与发展的电动汽车电池供应链。菲律宾政策出发点一定程度上受到了印尼镍加工产业的启发，我们认为发展高附加值产品符合菲律宾本国利益，所以相关消息面的扰动可能后续还会传出，但禁矿政策真正能够落地的前提是当地需要有完善的基础设施建设以及产业链配套措施等，在这点上菲律宾要逊于印尼，因此菲律宾禁矿的可能性相对来说较低。

另一方面，也要关注印尼政策的影响，印尼于 2019 年底开始宣布禁止镍矿出口，近期市场预期印尼会再度恢复镍矿出口，原因是国际货币基金组织（IMF）执行董事会在最新新闻稿中呼吁印尼政府考虑分阶段解除镍矿石出口禁令，目前最新消息显示印尼海事和投资协调部长卢胡特·宾沙·潘查伊坦(Luhut Binsar Pandjaitan)即将前往美国会见国际货币基金组织总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃(Kristalina Georgieva)，卢胡特将在会议上解释印尼停止镍矿石出口的原因。我们认为，目前真正对印尼镍矿政策形成制度性约束的仍是世贸 DS592 案，在该案中，欧盟诉印尼禁止镍矿出口违反世贸组织相关规定，最终判决欧盟胜诉，但印尼提起上诉。不过由于各种因素，目前世贸组织上诉机构已经停摆，无法审理上诉，但如果参考欧盟诉土耳其药品案（世贸 DS583 案），我们猜测后续可能会通过仲裁形式解决（参考我们此前报告《【建投有色】从欧盟诉土耳其药品案看印尼禁镍矿事件走向》），因此如果市场有消息传该案件达成仲裁小组，那么可能印尼恢复镍矿出口就指日可待，我们推测从仲裁小组成立到印尼接受最终判决的时间窗口大概率为 3 个月。

4. 镍铁

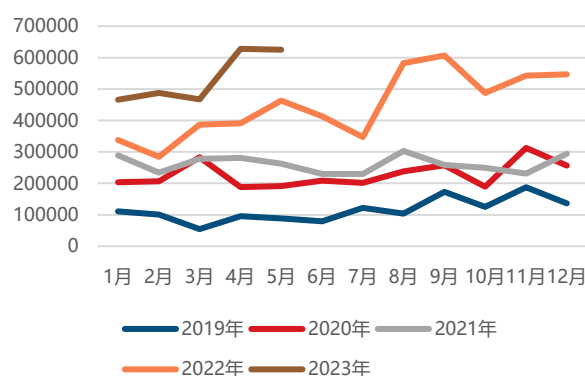
在下游不锈钢需求不断弱化的背景下，镍铁价格在 2023 年上半年迎来快速下跌。供应角度看，印尼镍铁回流量持续处于高位，2023 年 1-5 月中国自印尼进口镍铁 267.48 万实物吨，累计同比增长 43.58%。而国内方面，由于利润承压，国内铁厂生产动力不足，上半年产量较往年下滑明显。针对镍铁的利润承压，国内铁厂自 4 月开始挺价且效果明显，铁价由 1030 元/镍的低位回弹至 5 月中上旬约 1125 元/镍的高点位置，不过由于需求受限，下游不锈钢利润开始承压，对于高价镍铁的采购意愿有所下降，产业链僵持博弈之中镍铁震荡下行。

图 36：8-12%高镍生铁出厂价（元/镍点）



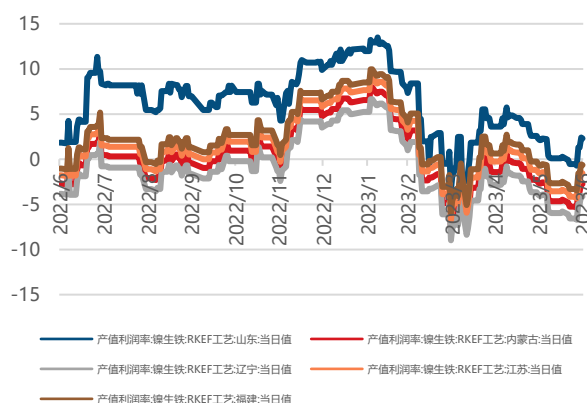
数据来源：SMM，中信建投期货

图 37：中国自印尼镍铁进口量（实物吨）



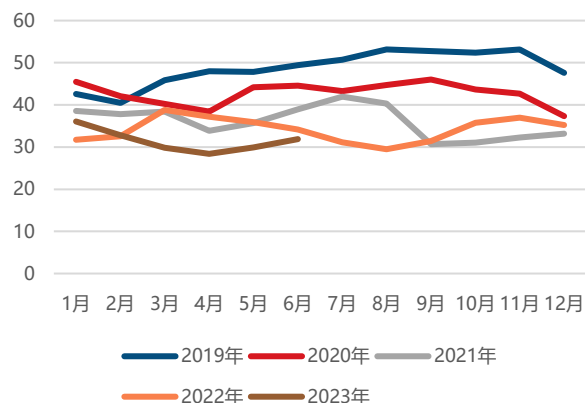
数据来源：SMM，中信建投期货

图 38：RKEF 工艺镍铁利润率（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 39：中国镍铁月度产量（千金属吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

向前看,短期内镍铁环节仍是以博弈为主基调,铁厂报价与钢厂意向价难以找到平衡点,但展望下半年,终端复苏趋缓倘若继续打击市场信心,下游钢厂可能会采取减产措施进而降低原料采购,需求减弱会对镍铁价格形成较大压力。

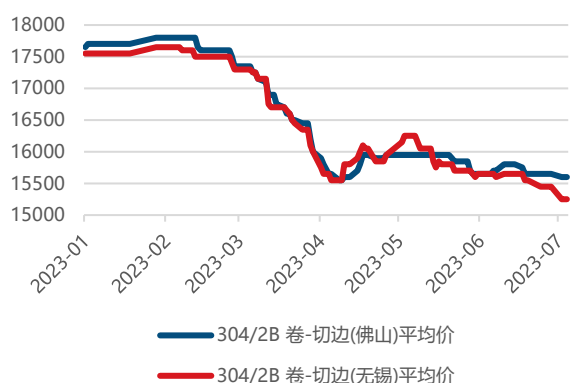
政策层面,印尼政府宣布暂停镍出口税相关讨论,转而计划在今年内推出镍价指数(INPI),推出镍价指数的主要原因是 LME 镍价与 NPI 现货价格之间存在不确定性的期现价差,同时印尼作为镍行业的重要参与者也需要建立自己的价格指数,并且新的价格指数将用于印尼出口税和国内镍矿定价等方面。我们认为 INPI 指数的影响应当分两个方面看待,一是指数设定背景是 LME 镍价与 NPI 价格走势具有不确定性,如果镍价指数通过对 NPI 定价,使其价格走势与期货市场更具协同性,那我们认为这无疑对相关企业而言会形成较好的套保环境,类似去年 3 月的极端行情发生的可能性也会相应降低,因为导致此轮逼仓的一个重要原因就是期现走势背离(可参考《【建投有色】2022 年 3 月伦镍事件的独立审查报告及启示》);另一方面,虽然指数制定的细则并未敲定,但 NPI 经过重新定价后,可能会影响价格走势。

5.不锈钢

2023 上半年,不锈钢现货在 Q1 期间下跌为主,中间出现过一轮减产,时间来到 4 月份,随着上游铁厂开始挺价,不锈钢成本支撑有所走强且市场情绪得到提振,不锈钢开始反弹,但随后转向震荡。当下不锈钢正处于进退两难的境遇,一方面需求持续偏弱无法有效支撑钢价,这种弱需求源自国内复苏偏缓,尤其是地产复苏程度大幅不及预期,但目前情绪上市场对国内政策存在较大期待;另一方面,产业链博弈较为僵持,钢厂控货限价传闻不断,不锈钢仍处在主动去库环节,从而使得钢价能够维持在成本线附近徘徊。短期内,市场信心减弱,有商家开始让利出货,价格支撑有所动摇,预计钢价或继续向着亏损延申。

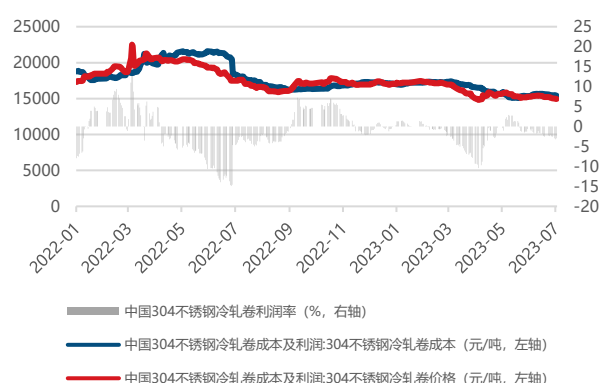
中长期内,需要关注国内刺激政策量级,若刺激政策超预期且效果明显,那么需求反转将驱动不锈钢被动去库;若刺激力度有限,钢厂可能会通过减产、控货等方式主动去库,从而支撑价格、修复利润,但需求不振又会使得库存周期快速轮换至被动累库,我们认为这种情况的可能性相对较高,接下来一段时间内可能表现为钢厂亏损扩大、开始减产;若刺激政策不及预期、市场信心极度悲观,那么库存可能将直接步入累库通道。

图 40：304 不锈钢现货价（元/吨）



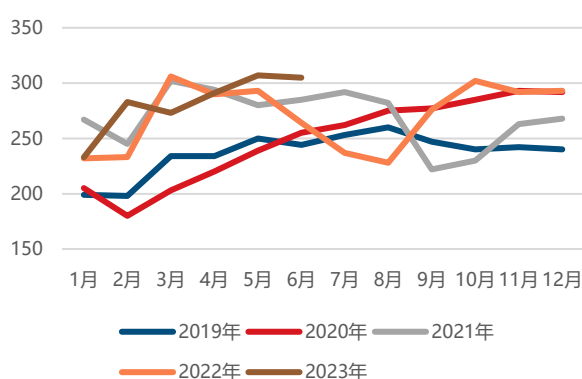
数据来源：SMM，中信建投期货

图 41：不锈钢成本利润



数据来源：SMM，中信建投期货

图 42：不锈钢产量（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 43：不锈钢库存（吨）



数据来源：iFind，中信建投期货

四、下半年展望

镍价在经历上半年的下跌后，我们判断目前正处在震荡下行区间内。随着新增产能不断释放，镍市长空的观点不变。短期内，我们认为7月和8月的矛盾点应当分开看待，7月份市场主要博弈国内政策，政策落地量级会对市场情绪会产生明显影响；而美联储政策方面，7月议息会议上继续加息并无太大分歧，博弈点在于9月是否加息，而这种博弈可能会在8月份表现会更为突出，最大的变量在于美国劳动力市场表现。长期看，随着新增产能释放，预计2023年下半年镍价中枢仍将继续下移，镍价参考区间在140000-175000元/吨左右。

不锈钢方面，短期内我们判断镍铁端或继续下跌，成本坍塌可能会施压不锈钢，但主要矛盾仍在需求上。未来一个月左右的时间内，首先需要关注国内刺激政策量级，而长期则要进一步关注国内经济基本面表现，若无太大起色，不锈钢大概率会突破震荡区间下沿。SS 合约参考区间在 13500-15500 元/吨左右。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。