



专题报告

## 镍价下跌受阻，空头行情是否告一段落？

摘要：

十一节后相较于其他有色品种，镍价并未表现出连续的单边下跌，相反还出现了一定的反弹。我们认为之所以出现这种现象，原因或与转产电积镍的利润修复有关，在利润亏损之下，电积镍成本端却难以出现进一步下跌，这种情况下镍价依靠向上反弹来修复电积镍利润。进一步考虑中间品供应和产业链博弈情况，我们预计短期内电积镍成本端仍将处在高位震荡，这表明利润修复的逻辑下，镍价或仍然具备反弹动能。不过，镍市过剩的压力愈发严重，这奠定了中长期的镍价走势基调，镍价继续走弱的趋势是不变的。再考虑到近期宏观面预期摇摆剧烈，市场波动加大，建议考虑逢反弹布局空单或区间操作。

专题报告

作者姓名：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

研究助理：刘佳奇

期货从业信息：F03119322

发布日期：2023年10月13日

## 目 录

一、近期镍价逆市反弹 .....	3
二、电积镍利润修复驱动镍价反弹 .....	3
三、过剩压力仍旧在施压镍价 .....	6
四、宏观预期摇摆加剧镍价波动性 .....	11
五、后市展望 .....	12

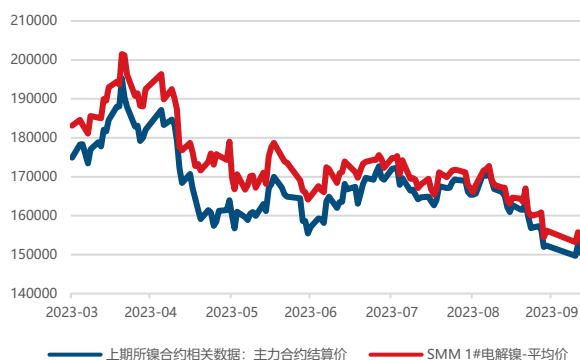
## 图表目录

图 1: 沪镍与 SMM 电解镍价格走势 (元/吨)	3
图 2: 伦镍价格走势 (美元/吨)	3
图 3: 转产电积镍成本 (元/吨)	4
图 4: 转产电积镍利润率 (%)	4
图 5: 沪镍价格与转产电积镍成本对比 (元/吨)	4
图 6: 硫酸镍价格 (元/吨)	5
图 7: 硫酸镍工厂库存 (吨)	5
图 8: 高冰镍系数 (%)	5
图 9: MHP 系数 (%)	5
图 10: 全国精炼镍产量	6
图 11: 精炼镍产能建设情况	7
图 12: LME 镍库存 (吨)	7
图 13: SMM 纯镍社会库存 (吨)	7
图 14: 中国镍铁进口量 (实物吨)	8
图 15: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	8
图 16: 镍铁利润率 (%)	9
图 17: 中国镍铁库存 (金属吨)	9
图 18: 地产竣工对于不锈钢有领先指示作用	10
图 19: 佛山 304 冷轧成交量 (吨)	10
图 20: 不锈钢库存 (吨)	10
图 21: 304 冷轧利润率 (%)	10
图 22: 动力电池产量 (MWh)	10
图 23: 三元前驱体产量 (实物吨)	10
图 24: 中国原生镍供需平衡 (万吨)	11
图 25: 沪镍价格与供需平衡	11
图 26: 美国联邦基金目标利率 (%)	12
图 27: 美联储 9 月会议上公布的点阵图	12
图 28: 10 年期美债收益率 (%)	12
图 29: 美国非农就业人数 (千人)	12

## 一、近期镍价逆市反弹

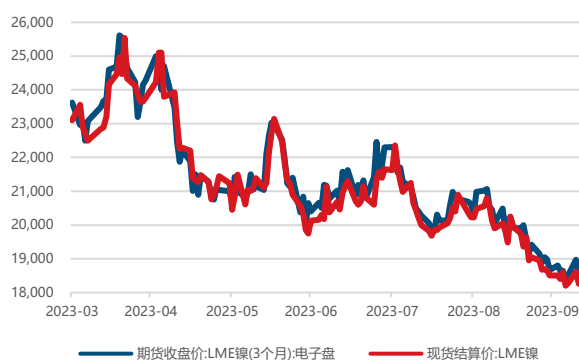
本轮镍价下跌自9月开始,持续已一月有余,沪镍跌幅将近10%,LME镍跌幅将近12%,驱动因素包括海外宏观面的利空、供需对比过剩等多重因素,期间沪镍又一度跌破14万大关。十一假期期间,虽然国内交易所停盘,但是LME镍价表现仍旧偏弱。不过最近几天我们注意到,镍价下跌貌似受阻,相较于其他有色品种展现出了较强的抗跌性,即便诸如美国通胀数据超预期等利空因素放出,镍价也出现了逆市反弹。

图1：沪镍与SMM电解镍价格走势（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图2：伦镍价格走势（美元/吨）

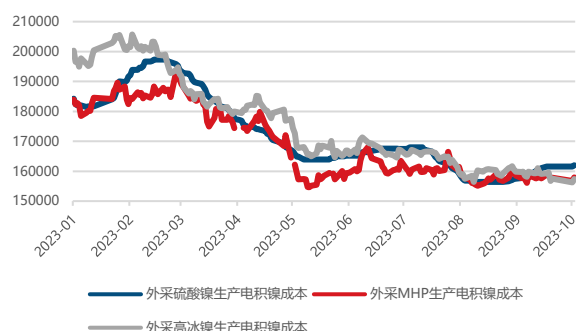


数据来源：SMM，中信建投期货

## 二、电积镍利润修复驱动镍价反弹

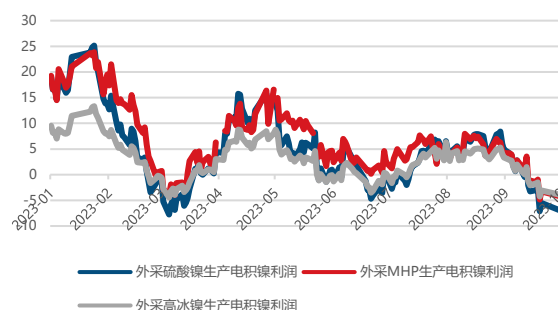
事实上,我们最早在《【建投洞察】节后工业品行情分析与展望》中便有提示过,节后镍价可能会出现阶段性反弹,而反弹的驱动因素便是电积镍的利润修复。据SMM数据,截至2023年10月10日,转产电积镍成本在157345-161977元/吨附近,远高于目前镍的期现价格水平,外采硫酸镍、外采MHP、外采高冰镍的利润率分别为-5.74%、-3.32%、-2.97%,三种工艺全部亏损。

图 3：转产电积镍成本（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

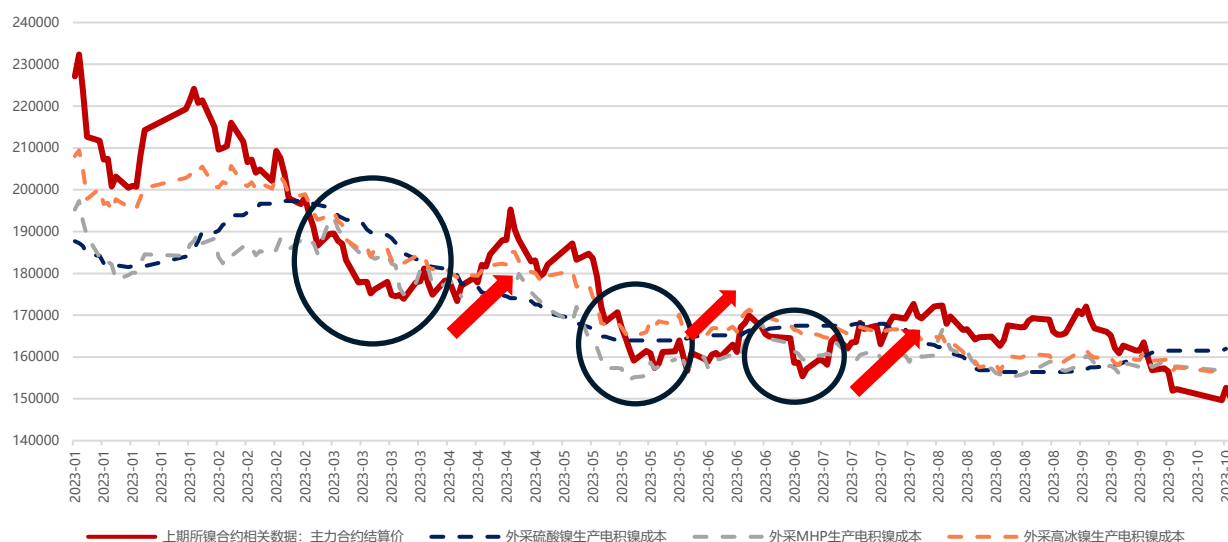
图 4：转产电积镍利润率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

2023 年以来随着电积镍新增产能的不断释放，转产电积镍成本显然已经成为了镍价估值的重要组成部分。今年以来，结合镍价和转产电积镍成本来看，每当转产陷入亏损时，利润都会得到修复。在电积镍亏损的情况下，这种利润修复往往伴随着两种路径，一是成本端跟随镍价下移来实现盈利，二是镍价反弹来向上修复。然而从今年以来走势看，大部分时间里当镍价跌穿电积镍成本时，成本端的反映则相对滞后，大多是依靠镍价反弹来实现的。

图 5：沪镍价格与转产电积镍成本对比（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

回到现在，进一步看原料端，可以发现近期硫酸镍价格持续坚挺，MHP 和高冰镍也在维持高系数。这其中原因我们认为有二，首先是华飞项目 MHP 的到港问题，其次是印尼 RKAB 停发使得红土镍矿至中间品的生产路径受阻。对于 RKAB，印尼政府提到 2023 年内将不会有新的镍矿配额，短期矿端偏紧的影响依然存在，预计 Q4 印尼中间品供应仍会收到影响。硫酸镍方面，盐厂自身库存水平处于低位，同时基于对原料端中间品供应的担忧，挺价意愿较强，而下游让步意愿也较差，产业链持续僵持，价格高位震荡。不过若 MHP 到港预期有所兑现，那么电积镍原料端价格或将有所下移。

图 6：硫酸镍价格（元/吨）



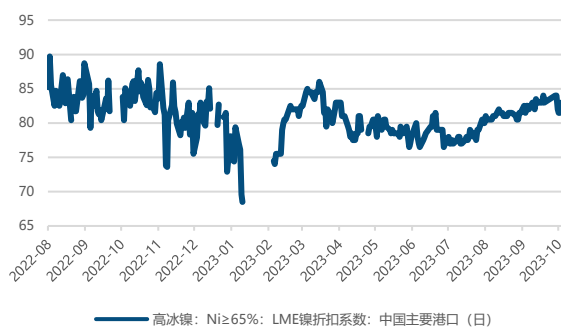
数据来源：SMM，中信建投期货

图 7：硫酸镍工厂库存（吨）



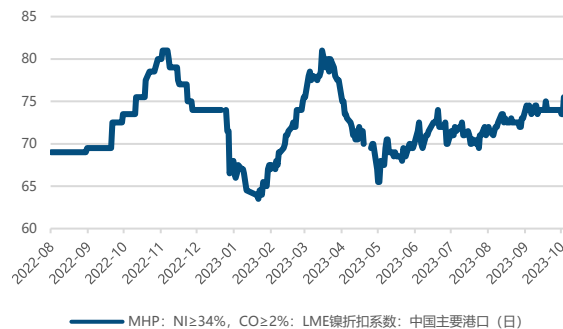
数据来源：SMM，中信建投期货

图 8：高冰镍系数（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 9：MHP 系数（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

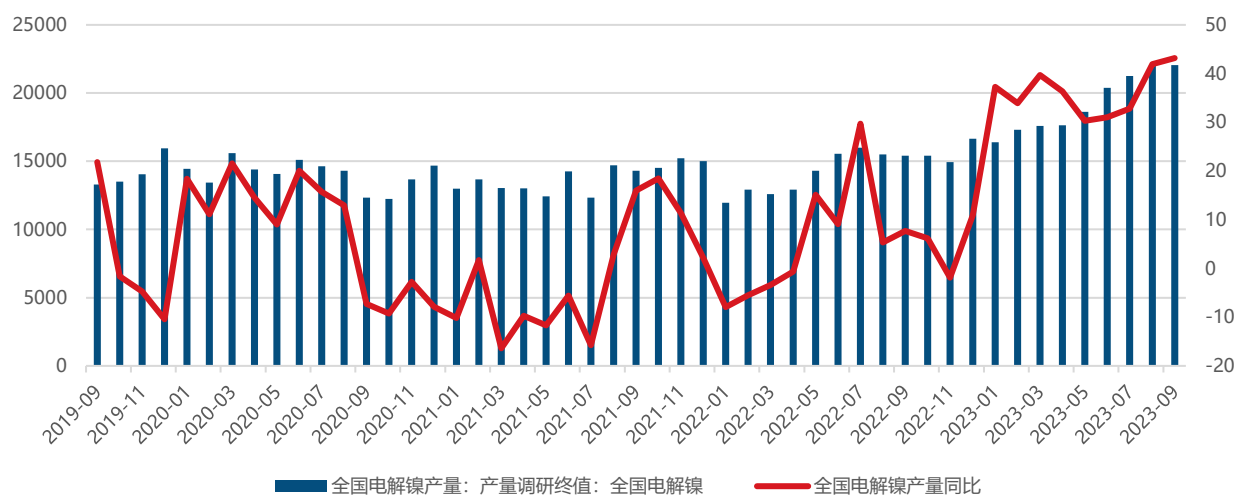
所以总的看下来，我们预计 Q4 中间品仍是略显偏紧，短期内硫酸镍价格也较为僵持，上游挺价的情况下，短期盐价或继续在高位震荡。这表明转产电积镍成本短期或难以顺利回落，利润修复或将由镍价反弹来驱动，因此我们认为短期内镍价还具备阶段性反弹动能。

### 三、过剩压力仍旧在施压镍价

虽然我们判断短期镍价是有可能继续反弹的，但是从供需基本面的角度看，镍价偏空的方向依然不变。

精炼镍方面，随着电积镍新增产能不断释放，精炼镍月度产量不断攀升，据 SMM 数据，2023 年 8 月、9 月连续两个月精炼镍产量达到了 22000 吨及以上。另据 Mysteel 数据统计，目前国内精炼镍企业设备产能 29407 吨，运行产能 27407 吨，根据投产计划，预计 2023 年国内精炼镍产能将达到 39.9 万吨，预计全年产量 25.215 万吨。这表明 Q4 精炼镍的供应压力依然存在，新增产能释放仍有可能助推镍价下跌。事实上，供应压力已经逐步兑现在显性库存上了，自 2023 年 9 月开始，LME 镍累库幅度已经超 15%，国内 SMM 社库累库幅度更是超 60%。

图 10：全国精炼镍产量



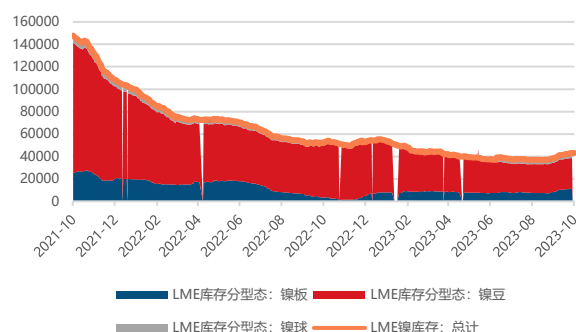
数据来源：SMM，中信建投期货

图 11：精炼镍产能建设情况

地点	产品	原料	2023 年预计产能 (万吨)	2023 年预计产量 (万吨)	生产建设情况
甘肃	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	16.5	16.5	年初增产、下半年再增产
新疆	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	1.2	0.6	上半年因设备检修停产
陕西	电积镍	MHP	0.6	0.015	延至年底
浙江	电积镍	MHP	0	0	延至明年
吉林	电解镍	精矿/高冰镍/MHP	0.8	0.65	正常生产
天津	电积镍	MSP/MHP	1	0.4	5 月复产、10 月再增产
山东	电积镍	MHP	0.72	0.65	正常生产
江苏	电积镍	MHP/废料	0.6	0.35	年初投产、6 月再度投产
浙江	电积镍	高冰镍/MHP	3.66	2.35	2 月小幅扩产，5 月大幅扩产
广西	电积镍	高冰镍/MHP	3	0.2	延后投产，预计至四季度
浙江	电积镍	MHP/废料	0.2	0.06	3 月投产后每月少量投产
浙江	电积镍	MHP	1	0.02	预计年底投产
安徽	电积镍	MHP/废料	0.6	0.07	预计 9-10 月投产
江西	电积镍	MHP	0.37	0.27	5 月扩产
江西	电积镍	MHP	0	0	延至明年
湖北	电积镍	高冰镍/MHP	6	2.53	年初投一期，年底投二期
广西	电积镍	高冰镍	1.25	0.55	6 月投产
广西	电积镍	MHP	2.4	0	生产硫酸镍为主
印尼	电积镍	高冰镍	5	1	8 月投产

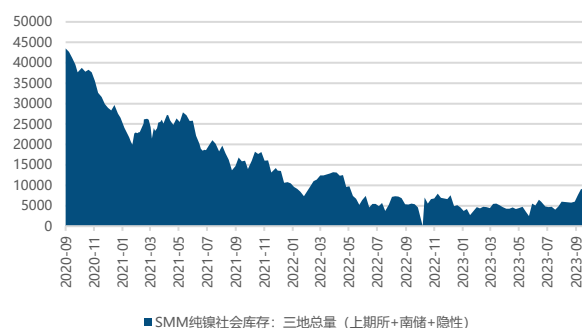
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 12：LME 镍库存（吨）



数据来源：LME，中信建投期货

图 13：SMM 纯镍社会库存（吨）

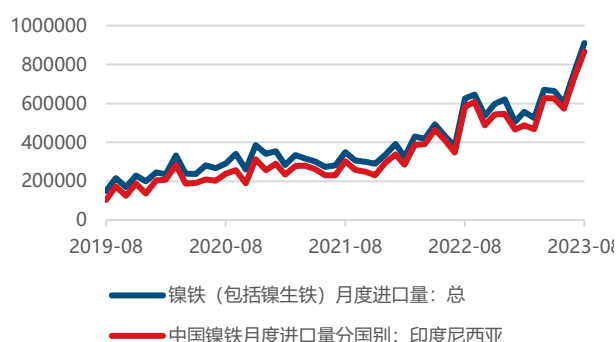


数据来源：SMM，中信建投期货



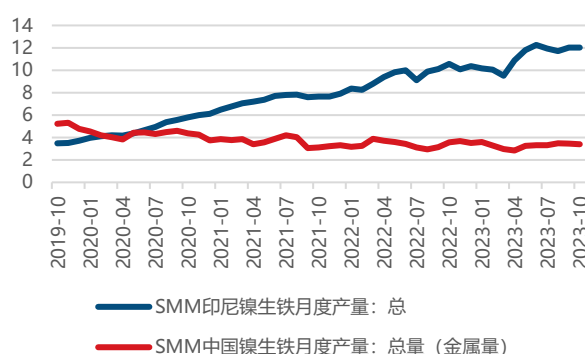
镍铁方面供应压力尤为突出。虽然 RKAB 事件对印尼镍矿形成了明显扰动，但是从 8 月数据看，印尼镍矿储备是足够满足印尼当地镍铁厂消耗的，这就导致 8 月份印尼镍铁回流仍旧处在较高水平，SMM 数据显示 8 月份中国进口镍铁 91.05 万实物吨，环比增幅 19.61%，同比增幅 45.59%，为历史最高，其中包含自印尼进口 86.71 万吨实物。从产能投放节奏来看，Mysteel 数据显示 9 月份印尼新增 6 条镍火法产线，其中 4 条为镍铁生产线，但是从实际产量数据来看，印尼 9 月镍铁产量却出现了下滑，因而可以合理推测出印尼镍铁厂正在减产。根据印尼最新关于 RKAB 的政策，2023 年内印尼将不会再签发新的采矿配额，11 月起开始提交 2024 年的镍矿配额申请，由此看来印尼镍矿短期供应依然偏紧。并且，随着菲律宾雨季到来，印尼从菲律宾方面进口补充镍矿的量级或也将出现一定下滑，这将进一步抬升印尼铁厂的生产成本。不过考虑到目前印尼还有 12 条产线正在建设中，预计 Q4 印尼镍铁供应依然会处于相对高位。

图 14：中国镍铁进口量（实物吨）



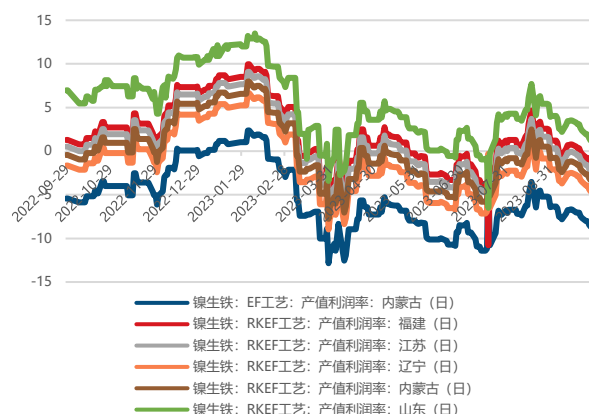
数据来源：SMM，中信建投期货

图 15：中国&amp;印尼镍铁产量（万镍吨）



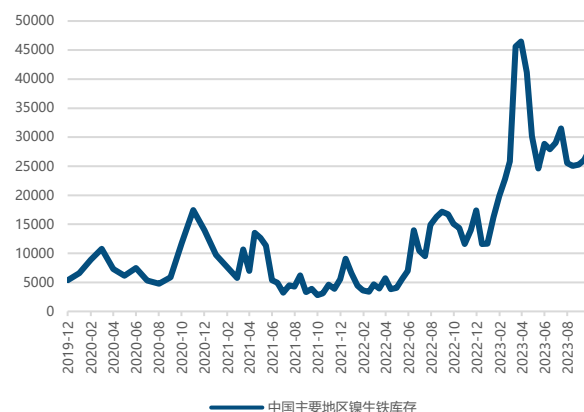
数据来源：SMM，中信建投期货

图 16：镍铁利润率（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

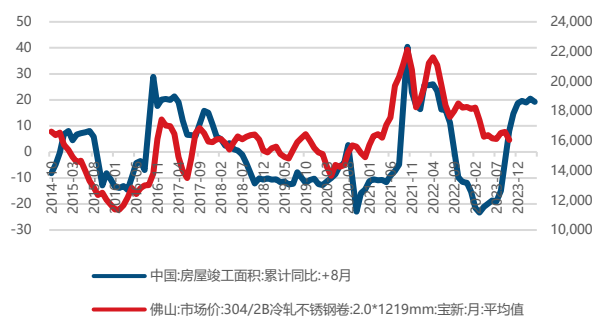
图 17：中国镍铁库存（金属吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

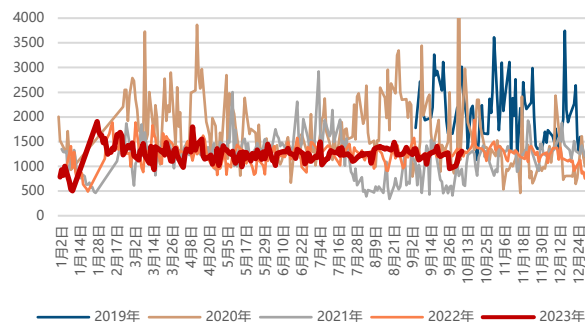
需求方面，国内整体大宗消费依然偏弱，地产市场亦无反转迹象，不锈钢传统“金九”旺季并未兑现。我们曾多次提到，竣工数据对于不锈钢具有领先指示作用，但随着竣工数据逐步筑顶，地产链条前端仍旧表现低迷，以及“保交楼”政策的退出预期，预计未来一段时间内不锈钢消费或都将难出现反转。从库存角度看，锡佛两地自 8 月中旬开始出现了明显的累库趋势，这也是需求不及预期的另一佐证。成本利润角度看，即便不锈钢上游因负反馈出现一定下跌，但受印尼镍矿配额问题支撑，跌幅较为有限，相较而言钢价则承压明显，利润缩窄的背景下钢厂已开启新一轮减产。除不锈钢外，合金板块表现依旧平平，其中民用订单景气度持续走弱，军品订单韧性则相对较强，但由于边际贡献较为有限，难以对镍价形成明显支撑。新能源电池方面，新能源车产销表现一般，而三元市占率又持续弱于磷酸铁锂，这就导致 8 月开始前驱体产量出现明显下滑。

图 18：地产竣工对于不锈钢有领先指示作用



数据来源：国家统计局，钢之家，中信建投期货

图 19：佛山 304 冷轧成交量（吨）



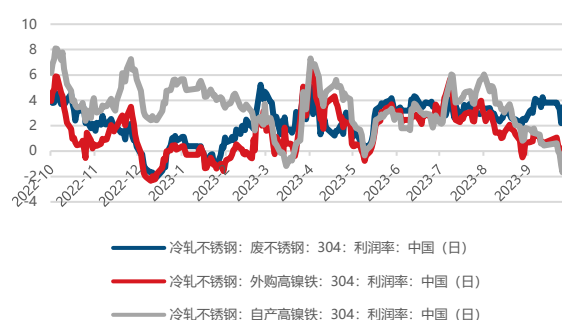
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 20：不锈钢库存（吨）



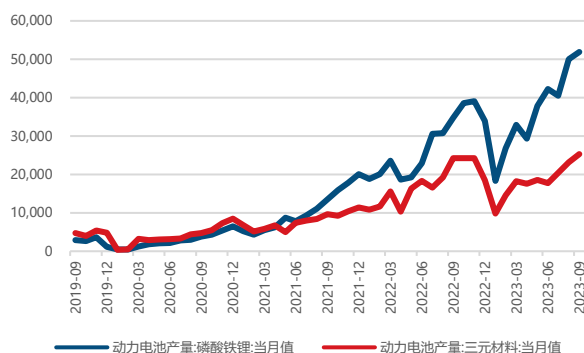
数据来源：iFind，中信建投期货

图 21：304 冷轧利润率（%）



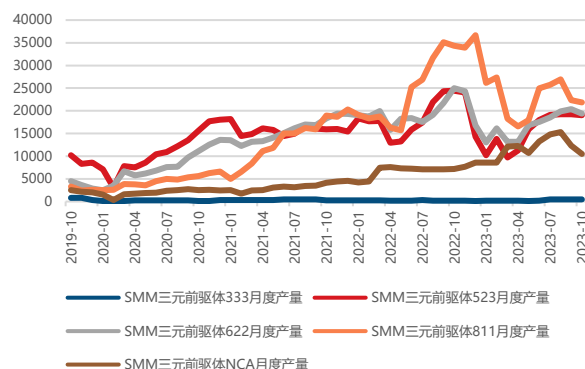
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 22：动力电池产量（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

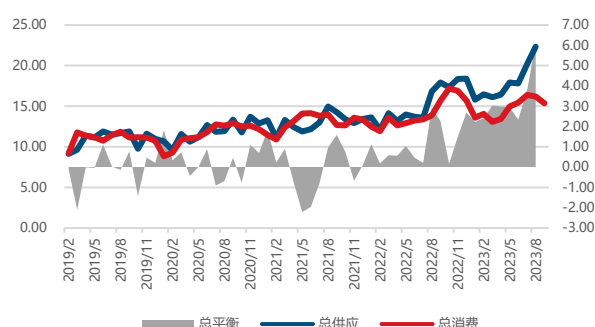
图 23：三元前驱体产量（实物吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

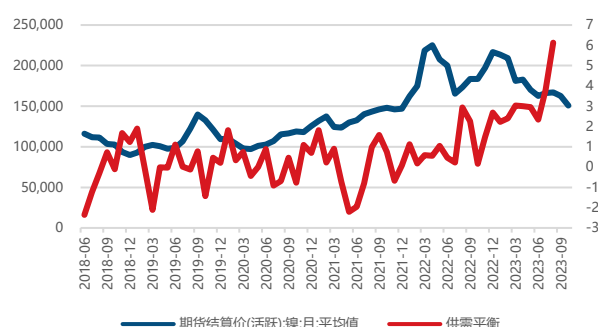
最后从供需平衡看，据我们测算，2023 年 8 月中国原生镍供应有所加剧，过剩达到 6.13 万吨；我们预计 9 月镍铁和硫酸镍进口或将出现一定回落，Q4 剩余时间继续维持相对较低水平，但是原生镍整体过剩幅度或将仍旧处在相对较高的水平。

图 24：中国原生镍供需平衡（万吨）



数据来源：中信建投期货测算

图 25：沪镍价格与供需平衡

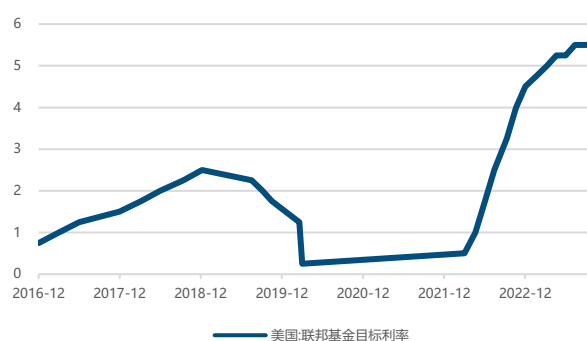


数据来源：中信建投期货测算

## 四、宏观预期摇摆加剧镍价波动性

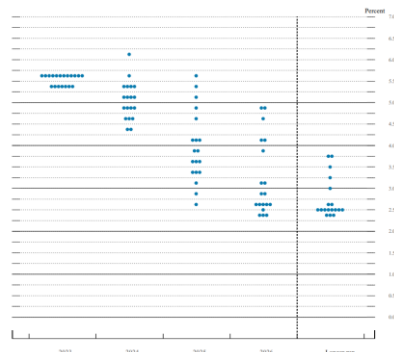
在美联储 9 月议息会议上，虽然联邦基金目标利率维持不变，但是会后公布的点阵图显示年内还会有一次加息，且 2024 年仅有望 50BP 的降息幅度，这与会议前市场预期存在一定偏差，偏鹰的会议对市场情绪形成一定打击。十一假期期间，受加息预期升温、美国债务规模扩大、海外央行减持等多方面因素影响，美债收益率持续攀升，对大宗商品形成明显压制，LME 镍价也因此承压。另一方面，9 月美国非农就业数据大超市场预期，且前值亦被上修，劳动力市场的强韧使得市场对于年内加息的担忧进一步加剧，亦对镍价形成压力。但是据美联储 9 月议息会议纪要，官员们对于是否继续加息存在分歧，再叠加近期联储官员偏鸽的表态，加息预期曾一度回落。不过超预期的 9 月通胀数据使得 12 月加息预期再度升温。宏观预期的反复多变下，镍价波动或将有所增加。

图 26：美国联邦基金目标利率（%）



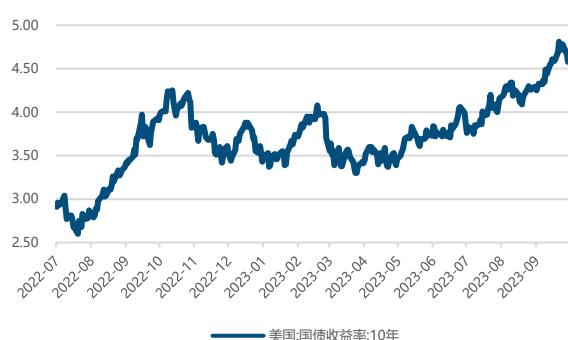
数据来源：美联储，中信建投期货

图 27：美联储 9 月会议上公布的点阵图



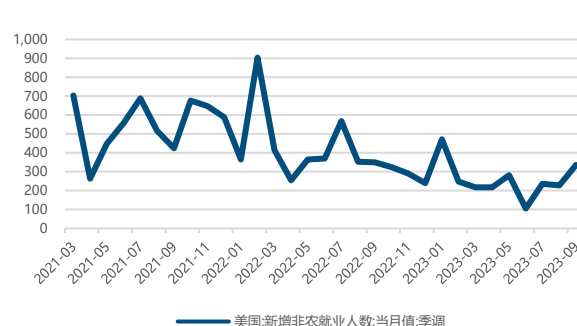
数据来源：美联储，中信建投期货

图 28：10 年期美债收益率（%）



数据来源：美联储，中信建投期货

图 29：美国非农就业人数（千人）



数据来源：美国劳工局，中信建投期货

## 五、后市展望

十一节后相较于其他有色品种，镍价并未表现出连续的单边下跌，相反还出现了一定的反弹。我们认为之所以出现这种现象，原因或与转产电积镍的利润修复有关，在利润亏损之下，电积镍成本端却难以出现进一步下跌，这种情况下镍价依靠向上反弹来修复电积镍利润。进一步考虑中间品供应和产业链博弈情况，我们预计短期内电积镍成本端仍将处在高位震荡，这表明利润修复的逻辑下，镍价或仍然具备反弹动能。不过，镍市过剩的压力愈发严重，这奠定了中长期的镍价走势基调，镍价继续走弱的趋势是不变的。再考虑到近期宏观面预期摇摆剧烈，市场波动加大，建议考虑逢反弹布局空单或区间操作。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://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。