

专题报告

## 镍价频繁波动，市场交易逻辑是什么？

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：2024 年 4 月 17 日

## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 一、行情回顾：2024 年以来镍价低位宽幅震荡 .....   | 3 |
| 二、宏观：美联储政策预期摇摆，国内地产数据未见反转 ..... | 3 |
| 三、俄镍遭制裁影响有限 .....               | 6 |
| 四、新能源：供需偏紧得到改善 .....            | 6 |
| 五、RKAB：限制镍价中枢，但难以成为助涨因素 .....   | 9 |
| 六、总结：短中期或宽幅震荡 .....             | 9 |

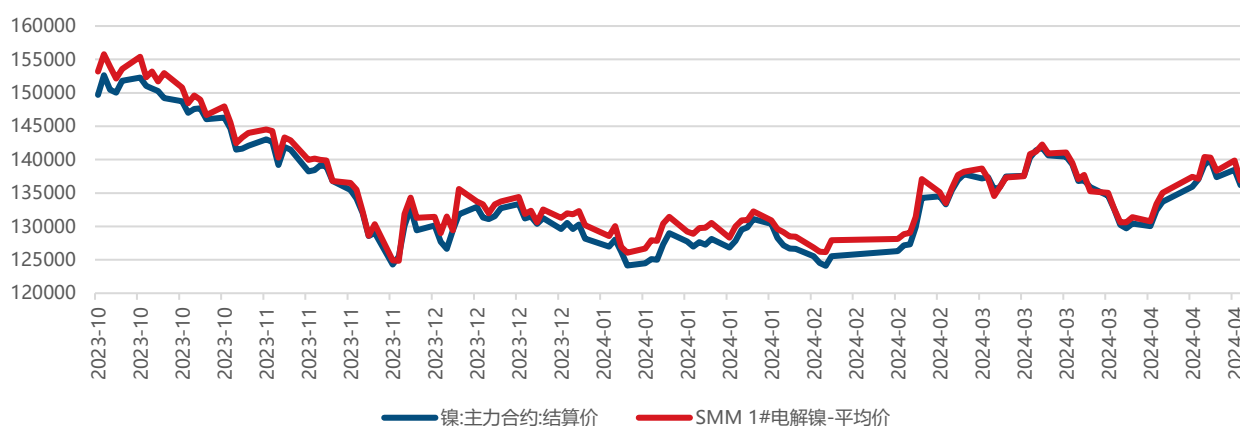
## 图表目录

|                                            |   |
|--------------------------------------------|---|
| 图 1：镍期货、现货价格走势（元/吨） .....                  | 3 |
| 图 2：近期美元反弹对镍价形成压制 .....                    | 4 |
| 图 3：美国 CPI 同比（%） .....                     | 4 |
| 图 4：美国零售环比（%） .....                        | 5 |
| 图 5：建筑业竣工面积领先不锈钢价格两个季度.....                | 5 |
| 图 6：俄罗斯、中国 LME 镍库存（吨） .....                | 6 |
| 图 7：中国电积镍在 LME 注册交割品牌情况 .....              | 6 |
| 图 8：2023 年三元电池需求走弱，2024 年伊始需求再度显现（吨） ..... | 7 |
| 图 9：2023 年硫酸镍经历大幅减产（金属吨） .....             | 7 |
| 图 10：印尼高冰镍&MHP 产量（万镍吨） .....               | 8 |
| 图 11：硫酸镍供需平衡（万镍吨） .....                    | 8 |
| 图 12：菲律宾镍矿价格（美元/湿吨） .....                  | 9 |
| 图 13：中国镍矿进口量（万吨） .....                     | 9 |

## 一、行情回顾：2024 年以来镍价低位宽幅震荡

2024 年以来，镍价呈现出宽幅震荡的走势，1-2 月西方镍企减产预期一度推升镍价至 13 万元/吨的相对高点，随后美国经济基本面尤其是劳动力市场韧性显现，又使得镍价相对承压。2 月开始，受印尼 RKAB 审批偏缓扰动，镍价震荡区间上移至 13-14 万元/吨，期间市场主要矛盾切换频繁，印尼释放加快审批的信号后，镍价一度回落，随后在宏观面驱动下又随有色板块一同反弹。目前，随着美国市场通胀担忧再起，市场做多动力减弱，镍价又逐步向下回归。

图 1：镍期货、现货价格走势（元/吨）

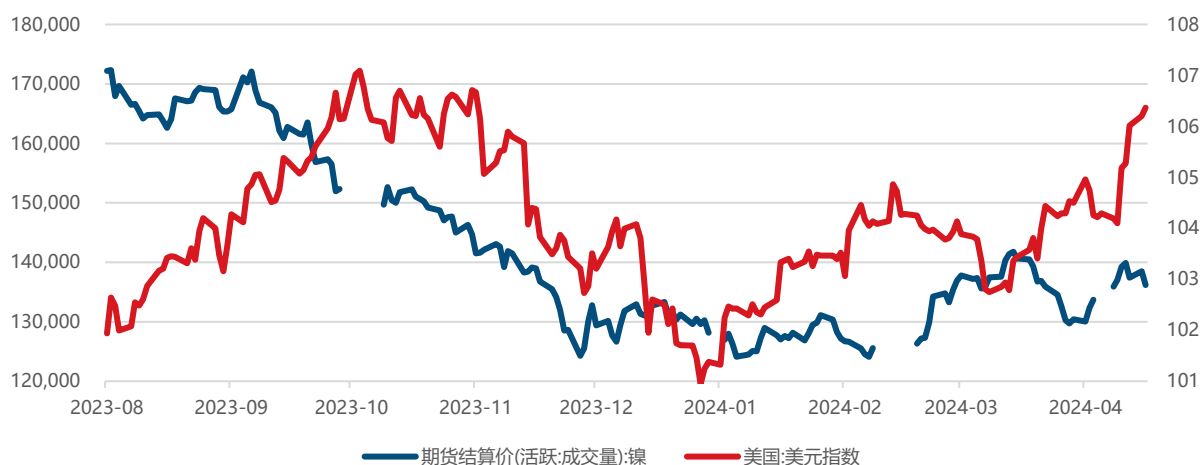


数据来源：SMM，中信建投期货

## 二、宏观：美联储政策预期摇摆，国内地产数据未见反转

从宏观因素角度看，市场做多动力逐步减弱。3 月份美国 CPI 数据进一步反弹，除能源分项对通胀形成驱动外，核心 CPI 尤其是其中核心服务分项仍是居高不下，另外美国零售数据同样超预期，多重因素共同驱动美元指数偏强运行，市场对美联储能否开启降息周期展现出了一定担忧，宏观预期转向对镍价形成一定压制。

图 2：近期美元反弹对镍价形成压制



数据来源: iFind, 中信建投期货

图 3：美国 CPI 同比 (%)

| 同比        | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2023-05 | 2023-04 | 2023-03 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI       | 3.50    | 3.20    | 3.10    | 3.40    | 3.10    | 3.20    | 3.70    | 3.70    | 3.20    | 3.00    | 4.00    | 4.90    | 5.00    |
| 食品        | 2.20    | 2.20    | 2.60    | 2.70    | 2.90    | 3.30    | 3.70    | 4.30    | 4.90    | 5.70    | 6.70    | 7.70    | 8.50    |
| 家庭食品      | 1.20    | 1.00    | 1.20    | 1.30    | 1.70    | 2.10    | 2.40    | 3.00    | 3.60    | 4.70    | 5.80    | 7.10    | 8.40    |
| 能源        | 2.10    | -1.90   | -4.60   | -2.00   | -5.40   | -4.50   | -0.50   | -3.60   | -12.50  | -16.70  | -11.70  | -5.10   | -6.40   |
| 能源商品      | 0.90    | -4.20   | -6.90   | -2.90   | -9.80   | -6.20   | 2.20    | -4.20   | -20.30  | -26.80  | -20.40  | -12.60  | -17.00  |
| 汽油 (所有种类) | 1.30    | -3.90   | -6.40   | -1.90   | -8.90   | -5.30   | 3.00    | -3.30   | -19.90  | -26.50  | -19.70  | -12.20  | -17.40  |
| 燃油        | -3.70   | -5.40   | -14.20  | -14.70  | -24.80  | -21.40  | -5.10   | -14.80  | -26.50  | -36.60  | -37.00  | -20.20  | -14.20  |
| 能源服务      | 3.10    | 0.50    | -2.00   | -1.10   | -0.10   | -2.30   | -3.30   | -2.70   | -1.10   | -0.90   | 1.60    | 5.90    | 9.20    |
| 电力        | 5.00    | 3.60    | 3.80    | 3.30    | 3.40    | 2.40    | 2.60    | 2.10    | 3.00    | 5.40    | 5.90    | 8.40    | 10.20   |
| 公用管道燃气服务  | -3.20   | -8.80   | -17.80  | -13.80  | -10.40  | -15.80  | -19.90  | -16.50  | -13.70  | -18.60  | -11.00  | -2.10   | 5.50    |
| 核心CPI     | 3.80    | 3.80    | 3.90    | 3.90    | 4.00    | 4.00    | 4.10    | 4.30    | 4.70    | 4.80    | 5.30    | 5.50    | 5.60    |
| 核心商品      | -0.70   | -0.30   | -0.30   | 0.20    | 0.00    | 0.10    | 0.00    | 0.20    | 0.80    | 1.30    | 2.00    | 2.00    | 1.50    |
| 新交通工具     | -0.10   | 0.40    | 0.70    | 1.00    | 1.30    | 1.90    | 2.50    | 2.90    | 3.50    | 4.10    | 4.70    | 5.40    | 6.10    |
| 二手汽车和卡车   | -2.20   | -1.80   | -3.50   | -1.30   | -3.80   | -7.10   | -8.00   | -6.60   | -5.60   | -5.20   | -4.20   | -6.60   | -11.20  |
| 服装        | 0.40    | 0.00    | 0.10    | 1.00    | 1.10    | 2.60    | 2.30    | 3.10    | 3.20    | 3.10    | 3.50    | 3.60    | 3.30    |
| 医疗用品      | 2.50    | 2.90    | 3.00    | 4.70    | 5.00    | 4.70    | 4.20    | 4.50    | 4.10    | 4.20    | 4.40    | 4.00    | 3.60    |
| 核心服务      | 5.40    | 5.20    | 5.40    | 5.30    | 5.50    | 5.50    | 5.70    | 5.90    | 6.10    | 6.20    | 6.60    | 6.80    | 7.10    |
| 主要居所租金    | 5.70    | 5.80    | 6.10    | 6.50    | 6.90    | 7.20    | 7.40    | 7.80    | 8.00    | 8.30    | 8.70    | 8.80    | 8.80    |
| 运输服务      | 10.70   | 9.90    | 9.50    | 9.70    | 10.10   | 9.20    | 9.10    | 10.30   | 9.00    | 8.20    | 10.20   | 11.00   | 13.90   |
| 医疗服务      | 2.10    | 1.10    | 0.60    | -0.50   | -0.90   | -2.00   | -2.60   | -2.10   | -1.50   | -0.80   | -0.10   | 0.40    | 1.00    |

数据来源: Wind, 中信建投期货

图 4：美国零售环比（%）

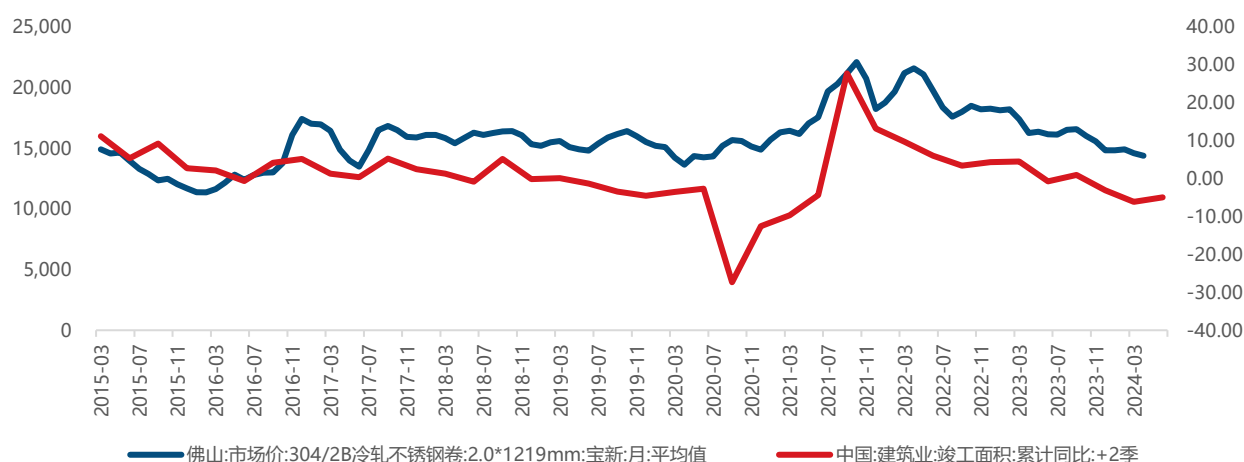
|                | 权重      | 环比      |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                |         | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 |
| 美国零售消费总额       | 100.00% | 0.77    | 1.01    | -0.87   | 0.20    |
| 核心零售           | 75.74%  | 0.95    | 0.49    | -0.52   | 0.18    |
| 耐用品            | 9.36%   |         |         |         |         |
| 家具和家用装饰店       | 1.80%   | -0.32   | -0.34   | 0.57    | -2.18   |
| 电子和家用电器店       | 1.20%   | -1.22   | 1.28    | 2.37    | 0.24    |
| 建筑材料、园林设备及物料店  | 6.36%   | 0.66    | 2.28    | -3.91   | 0.88    |
| 非耐用品           | 50.41%  |         |         |         |         |
| 保健和个人护理        | 6.36%   | 0.45    | 0.00    | -1.52   | -2.17   |
| 服装及服装配饰店       | 5.90%   | -1.61   | 0.25    | -0.86   | 1.38    |
| 运动商品、业余爱好、书及音乐 | 4.19%   | -1.75   | 0.71    | -0.59   | -0.84   |
| 日用品商场          | 12.23%  | 1.09    | 0.58    | 0.56    | 0.74    |
| 杂货店零售业         | 2.54%   | 2.11    | 0.95    | -0.04   | -0.36   |
| 无店铺零售业         | 19.19%  | 2.74    | 0.16    | 0.23    | 1.27    |
| 餐饮类            | 15.97%  |         |         |         |         |
| 食品服务和饮吧        | 15.97%  | 0.40    | 0.47    | -0.93   | -0.48   |
| 汽车及其他机动车辆经销商   | 20.92%  | -0.95   | 2.69    | -2.28   | 0.25    |
| 加油站            | 8.75%   | 2.07    | 1.57    | -1.15   | -0.81   |

数据来源：Wind，中信建投期货

往后看，美联储依然没有明确年内何时开启降息，在再通胀担忧下，市场基本认为 6 月美联储降息不大可能落地，预期最早开启降息的时点为 9 月。从鲍威尔 4 月 16 日最新表态来看，“如果价格压力持续存在，只要有需要，美联储可以保持利率稳定”，市场继续做多镍价的动力或显不足。

当然，海外宏观分析的角度是基于镍的有色金属属性，由于原生镍最主要的消费领域——不锈钢是典型的地产后周期品种，镍在某种意义上亦被蒙上了“黑色”属性。国内地产从开工到竣工，再到成交数据，目前观察来看依然表现偏差，并无反弹迹象，且需求预期依然偏弱，直接角度看将拖累不锈钢需求，进而同样有可能对镍价形成拖累。据领先指标建筑业竣工面积同比来看，不锈钢板块短期内或依然难现反转。

图 5：建筑业竣工面积领先不锈钢价格两个季度



数据来源：Wind，中信建投期货

### 三、俄镍遭制裁影响有限

消息面上，美英联合宣布对俄镍制裁，禁止 LME 形成新的镍仓单。在《【建投有色】英美对俄罗斯金属实施新制裁，金属价格会上火浇油么？》一文中我们率先指出，制裁对镍影响或较为有限，市场恢复理性后镍价存在下跌空间。从 LME 公布数据来看，虽然俄镍存量库存占比较高，但自 2024 年开始，俄镍库存幅度已经边际放缓，中国镍库存变动幅度则高于俄镍，随着来自中国品牌的电积镍的交割品不断扩容，俄镍所受扰动或将被中国镍所对冲，截至目前，LME 已有 5 个中国电积镍品牌注册交割品，再综合考虑到 LME 存在“快速上市通道”，后市 LME 可能将更多受中国镍影响，俄镍影响将愈发减弱。

图 6：俄罗斯、中国 LME 镍库存（吨）

|     | 2024.3 | 2024.2 | 2024.1 | 2023.12 | 2023.11 | 2023.10 | 2023.9 | 2023.8 | 2023.7 | 2023.6 | 2023.5 | 2023.4 | 2023.3 | 2023.2 | 2023.1 |
|-----|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 俄罗斯 | 24858  | 24702  | 24114  | 17772   | 11106   | 8238    | 9336   | 7068   | 7026   | 7962   | 7224   | 7170   | 8058   | 7536   | 6756   |
| 中国  | 6912   | 9912   | 7884   | 6408    | 3150    | 1572    | 1236   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

数据来源：LME，中信建投期货

图 7：中国电积镍在 LME 注册交割品牌情况

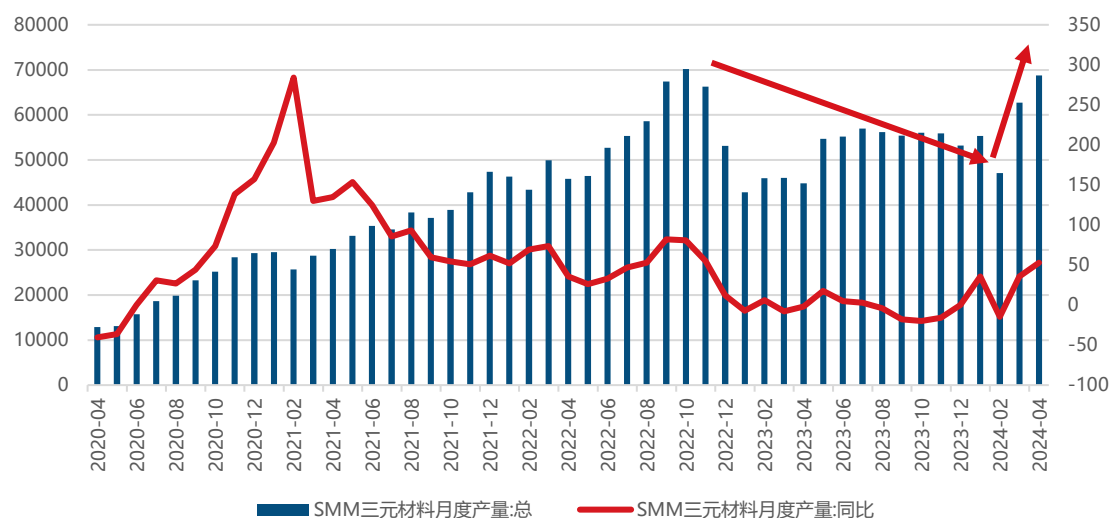
| 企业   | 品牌名      | 注册产能（吨） |
|------|----------|---------|
| 中伟   | CNGR     | 25000   |
| 格林美  | GEM-NI1  | 10000   |
| 格林美  | GEM-NI2  | 20000   |
| 华友钴业 | HUAYOU   | 36600   |
| 华友钴业 | HUAYOUgx | 30000   |

数据来源：LME，中信建投期货

### 四、新能源：供需偏紧得到改善

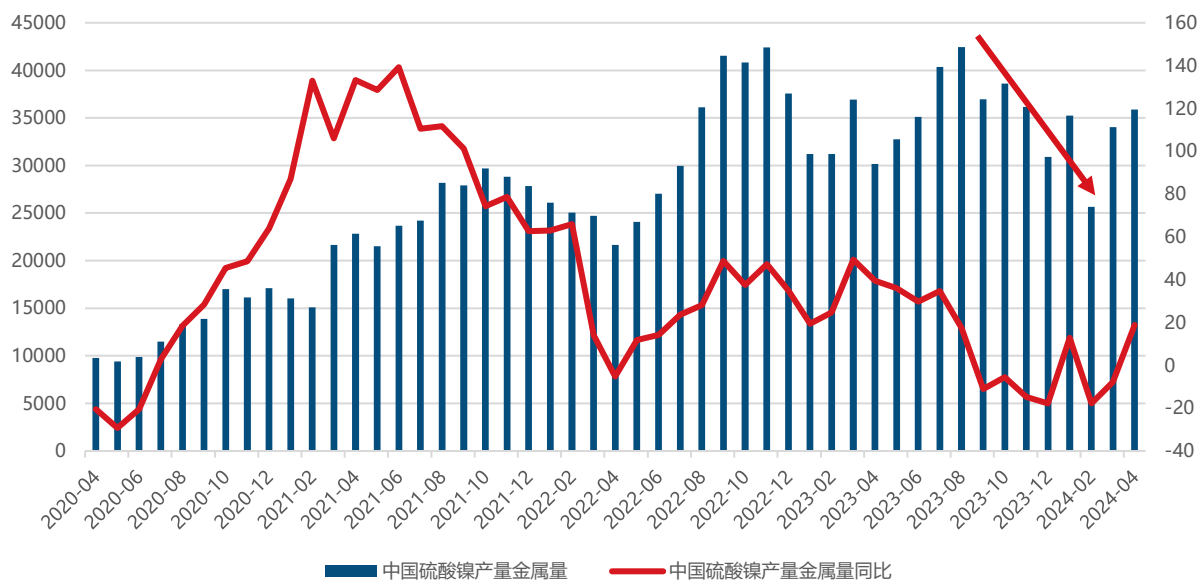
除宏观因素扰动外，前期驱动镍价维持高位的重要因素之一便是中间品与硫酸镍环节供需偏紧。2023 年新能源板块尤其是三元电池方面表现乏力，SMM 数据显示 2023 年三元材料产量 62.31 万吨，相较 2022 年下滑 4.94%。在需求下滑的背景下，2023 年硫酸镍企业开始大幅减产，不过在年报《【建投有色】2024 镍&不锈钢年报|变局时刻即将来临》中我们给出预测，认为新车型上市和原材料价格走弱将驱动三元企业生产恢复景气，2024 年伊始，新能源板块需求逐渐显露，而硫酸镍复产并未跟上，阶段性紧缺由此产生。然而，硫酸镍环节复产需要原料端中间品的支持，2 月开始印尼 RKAB 扰动加剧，印尼矿端偏紧致使高冰镍同样出现复产困难，同时 MHP 因爬坡偏缓持续处于紧平衡的状态，致使一段时间内中间品和硫酸镍同时供需偏紧。由此导致的结果，一方面原生镍需求端新能源板块复苏对镍形成需求支撑，另一方面供需偏紧导致的价格上涨通过“中间品-硫酸镍-电积镍”的路径对电积镍形成成本支撑。

图 8：2023 年三元电池需求走弱，2024 年伊始需求再度显现（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

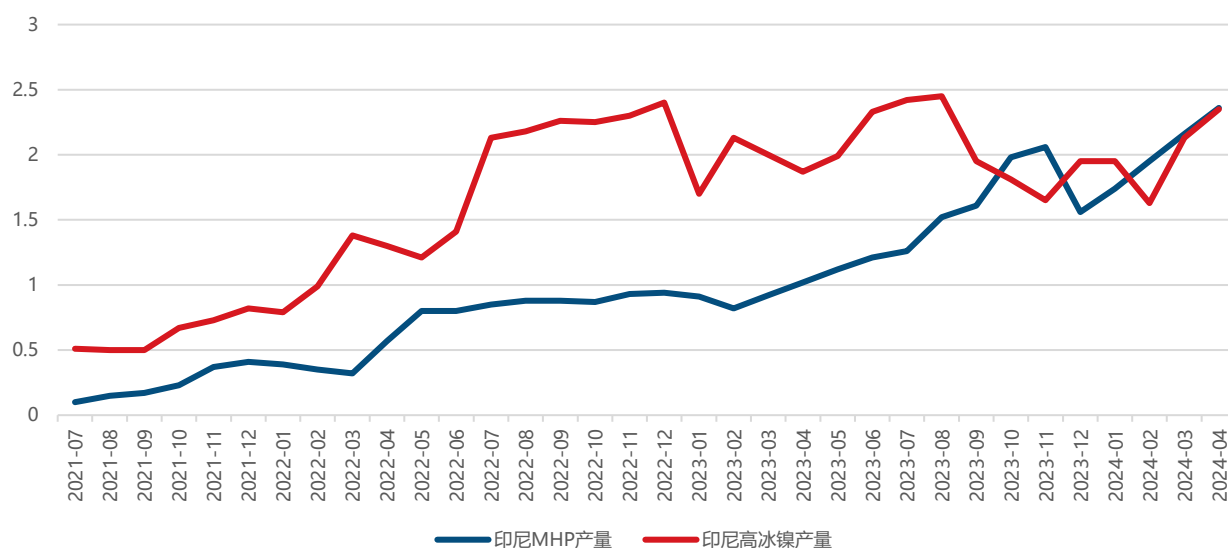
图 9：2023 年硫酸镍经历大幅减产（金属吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

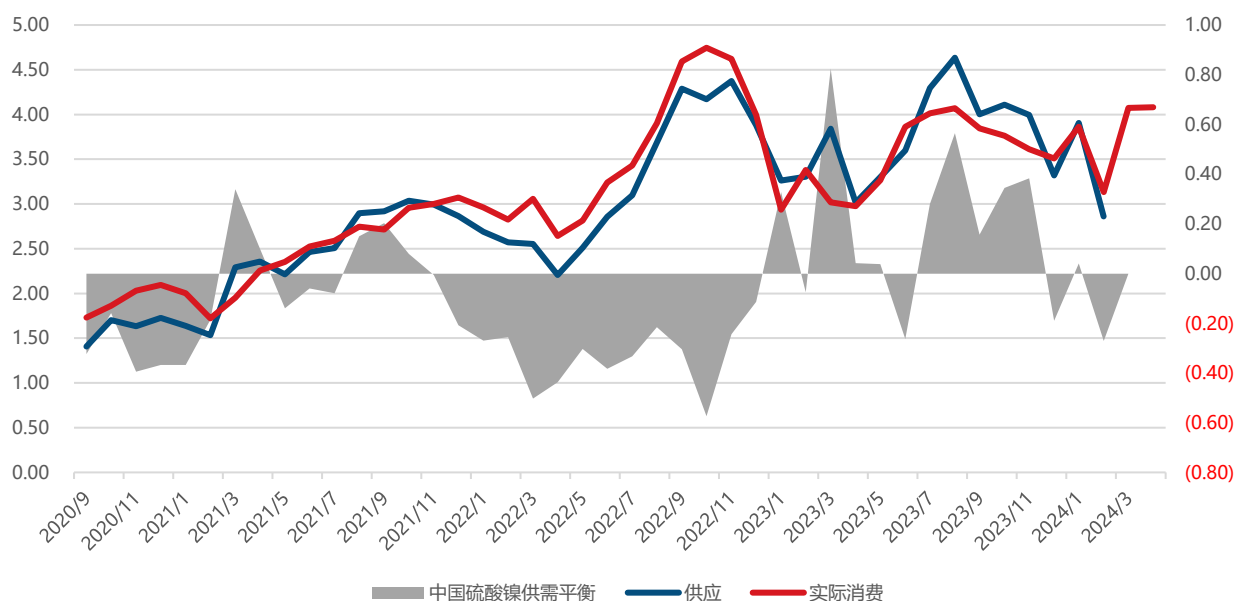


图 10：印尼高冰镍&amp;MHP 产量（万镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 11：硫酸镍供需平衡（万镍吨）



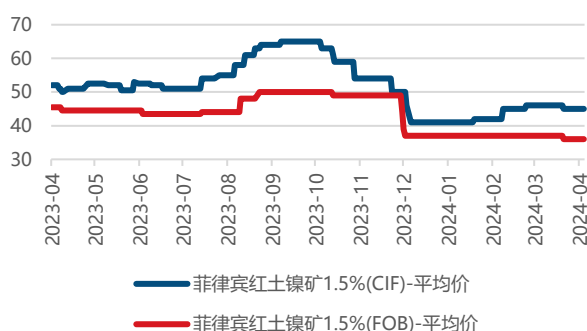
数据来源：中信建投期货测算

但硫酸镍环节的供需状况已然改善。SMM 数据显示，3 月份三元材料增速 33%，预期 4 月份环比增速将放缓至 10% 左右。而供应方面，可以看到印尼市场中间品产量已有所恢复，国内硫酸镍产量预计 4 月将升至 3.59 万金属吨左右。制约硫酸镍供需的因素正在瓦解。

## 五、RKAB：限制镍价中枢，但难以成为助涨因素

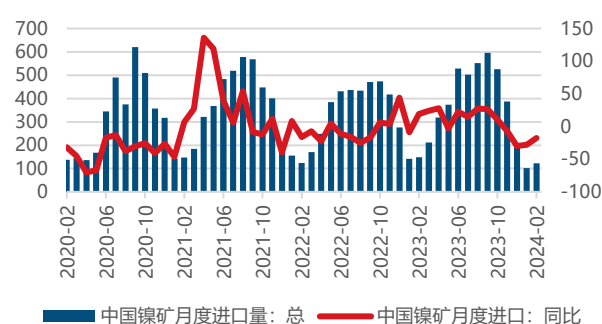
目前市场仍在担忧印尼镍矿供应问题。此前消息显示，截止 3 月 18 日印尼镍矿 RKAB 审批额已达 1.5 亿湿吨量级，审批进度超市场预期，担忧情绪有所缓解。不过，随后便再未有印尼 RKAB 审批进度的报道，SMM 消息称目前印尼市场镍矿价格仍旧在高位，供应端隐忧仍在。对此，我们的理解是，镍的交易逻辑通常是把握主要矛盾，印尼镍矿价格高位会将镍价限制在一定较高的区间（2024 年 1-2 月镍价震荡区间为 12-13 万元/吨，而目前则是 13-14 万元/吨），但在消息刺激有限的情况下，印尼镍矿则难以成为驱动镍价进一步上涨的推手。此外，季节性角度看，菲律宾雨季即将结束，即便短期内菲律宾矿商仍在挺价，但随着发运量逐步恢复以及不锈钢产业链短期难以反转，矿价仍有下移的可能性。

图 12：菲律宾镍矿价格（美元/湿吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 13：中国镍矿进口量（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

## 六、总结：短中期或宽幅震荡

首先从镍自身的基本面角度来看，前期驱动镍价偏强的因素包括硫酸镍环节的紧平衡以及印尼镍矿 RKAB 扰动的影响，我们认为，随着硫酸镍环节的供需缓解，镍价短期支撑开始下移，而 RKAB 可能会将镍价中枢限制在高位，但是难以成为镍价继续上涨的助推因素。因此，当基本面疲态显现时，镍价如期回落。但是如前所述，矿端隐忧将镍价限制在 13 万元/吨以上的支撑，若镍价回落至 13 万元/吨，市场大概率将寻找下一个可供交易的点，而新能源、不锈钢、镍矿等要素均已被定价完毕，目前存在较大不确定性的环节仍将是海外宏观预期。因此总的来说，预计短中期镍价大概率继续维持 13-14 万元/吨的宽幅震荡，操作上短期空单可继续持有，中长期进一步观望美联储政策动向以及印尼 RKAB 审批进度。

## 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。