

近期镍价驱动因素复盘与后市展望

摘要：

近期镍价走势偏强运行，原因是供应扰动、需求上行、成本支撑与宏观扰动共振的结果。

印尼市场对供应端扰动，具体体现在①印尼大选后政策的调整情况，影响偏长期；②印尼镍产能过剩倒逼西方镍企减产，影响偏中期；③印尼 RKAB 审批偏缓，引发镍铁供应担忧，影响偏短期。

需求端新能源板块复苏，驱动硫酸镍和中间品价格上行，一方面对镍形成需求支撑，另一方面推升转产电积镍成本。

前期美国劳动力市场韧性凸显，降息预期下有色板块贝塔共振。但美国通胀数据意外反弹，或将打压市场偏好，美元指数上行可能抑制镍价上涨势头。

展望后市，虽然镍的新能源需求侧和成本端仍有支撑，但供应端扰动减弱，镍价有望回吐部分涨幅，策略上沪镍逢高布空为宜。

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3月17日

目 录

一、印尼市场持续扰动供应，具体可分为三层次	3
二、供应扰动对产业链产生扩大影响	5
三、美国通胀反弹或将打压市场风险偏好	6
三、后市展望	6

图表目录

图 1：沪镍主力合约结算价（单位：元/吨）	3
图 1：印尼镍产业政策演变	4
图 2：西方镍企生产情况	4
图 3：三元前驱体产量（实物吨）	5
图 4：三元前驱体价格（元/吨）	5
图 5：高冰镍系数（%）	5
图 6：高冰镍价格（元/吨）	5
图 7：美国新增非农就业人数（千人）	6
图 8：美国劳动力供需（千人吨）	6
图 9：美国 CPI 同比（%）	6
图 10：印尼镍铁到港含税价（元/镍点）	7
图 11：不锈钢主力合约结算价（元/吨）	7
图 12：动力电池装车量（MWh）	7
图 13：三元材料装车占比	7

近期沪镍持续偏强运行，2月7日至今沪镍主力合约涨幅超13%，我们认为镍价走强是多因素共振的结果，包括供应扰动、需求上行、成本支撑等因素。

图 1：沪镍主力合约结算价（单位：元/吨）



数据来源：上海期货交易所，中信建投期货

一、印尼市场持续扰动供应，具体可分为三层次

供应端的扰动因素主要来自印尼市场，具体影响可以分为长、中、短期三个方面：

首先，印尼在 2024 年 2 月 14 日举行大选，民调机构的快速计票结果显示现任国防部长普拉博沃当选总统，普拉博沃在镍产业的执政思想是对现任佐科政府“下游化”政策的继承与发展，我们预计即将履新的普拉博沃政府可能会在印尼镍产业采取限制新建 RKEF 产能、基于印尼镍价指数征收镍出口税、推动建立镍输出国组织等措施，或对镍价形成利多，但整体影响偏长期。

图 1：印尼镍产业政策演变



数据来源：中信建投期货

其次，受印尼镍铁产能持续释放影响，2023 年全球镍市场供应大幅过剩，供需压力驱动镍价走弱，进而使得西方镍矿经营利润承压，减产预期渐起。根据主流西方镍矿公布的产能规划指引，预计 2024 年西方镍产能供应将出现 8-10% 左右的下滑，减产预期对镍价形成支撑。不过 2024 年中国和印尼仍有镍的新增产能释放，将有可能对西方镍矿减产进行一定对冲。故印尼产能释放倒逼西方镍矿减产的影响预计偏中期。

图 2：西方镍企生产情况

企业	2023 年产量（万吨）	2024 年计划产量（万吨）	2024yoy
淡水河谷	16.49	16-17.5	-2.97%~6.12%
必和必拓	8.14	7.7-8.7	-5.41%~6.88%
南 32	3.87	4.05	4.65%
诺里尔斯克	20.9	18.4-19.4	-11.96%~7.18%
嘉能可	9.76（自有原料）	8-9	-18.03%~-7.79%
谢里特	2.87	3-3.2	4.53%~11.5%
英美资源	4（不含精炼镍）	3.6-3.8（未公布精炼镍）	-10%~-5%
第一量子	2.17	2.2-3.7	1.38%~70.51%
伦丁	1.64	1-1.3	-39.02%~-20.73%

数据来源：Mysteel，中信建投期货

最后，2024 年伊始，印尼 RKAB 审批偏缓的消息持续扰动市场，如果印尼矿企无法取得镍矿配额，那么将无法合法地开采镍矿，进而会对镍铁供应产生影响。2024 年 2 月，印尼 RKAB 审批偏缓的问题仍未得到有效缓解，且印尼镍铁厂储备的镍矿库存也已几近消耗殆尽，担忧情绪加剧，镍价快速上行。但 2 月下旬开始，印尼 RKAB 审批效率得到提升，且印尼官

员表示预计3月底之前将完成配额审批，担忧情绪得到有效缓解，沪镍涨势放缓，LME镍价出现下行趋势，因此随着审批进程加快，预计印尼RKAB审批扰动的影响偏短期。

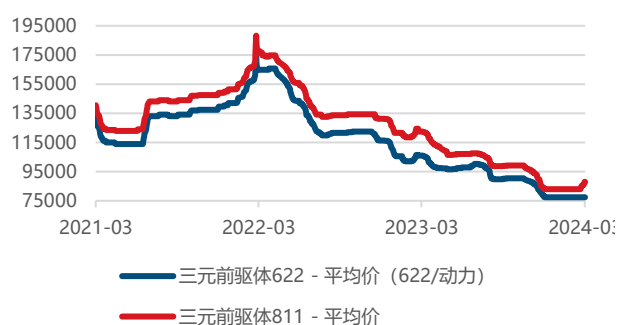
二、供应扰动对产业链产生扩大影响

2024年2月开始，市场对于新能源板块需求复苏存在强预期，SMM数据显示2024年3月中国三元前驱体预计排产71606吨，环比增幅16%，同比增幅32%。在新能源板块需求的强预期下，前期减产的硫酸镍企业复产意愿较强，而原料端MHP供应较为有限，因此原料的边际增量将有赖于高冰镍补充，而在印尼RKAB审批扰动下，印尼镍铁供应偏紧，导致增量的镍铁转产高冰镍产能无法顺利释放，进而使得高冰镍价格偏强运行。对镍而言，由于目前镍的定价主要锚定电积镍，而电积镍生产工艺又主要以中间品一体化为主，因此高冰镍等中间品价格波动又会通过影响电积镍成本来对镍价形成扰动。所以，印尼RKAB审批问题不仅直接对供应端产生影响，也对镍铁转产高冰镍产生了扩大影响，进而驱动电积镍成本上移。此外，作为原生镍消费占比不断提升的新能源板块，其需求上行本身也会对镍价产生一定支撑，从而进一步助推镍价走强。

图3：三元前驱体产量（实物吨）



图4：三元前驱体价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

数据来源：SMM，中信建投期货

图5：高冰镍系数（%）

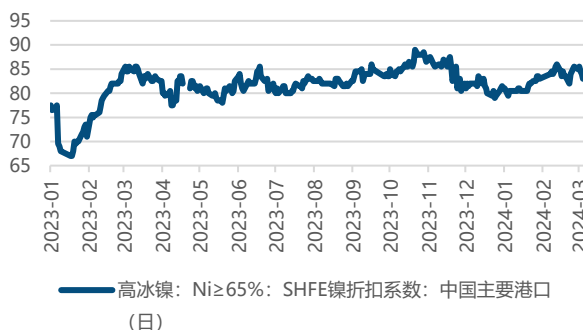


图6：高冰镍价格（元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

数据来源：Mysteel，中信建投期货

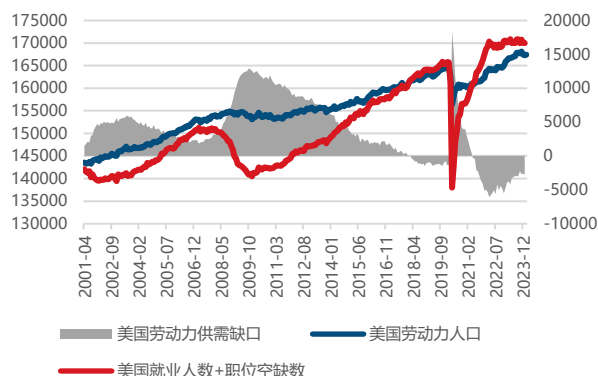
三、美国通胀反弹或将打压市场风险偏好

宏观方面，前期美国劳动力市场韧性凸显，美联储降息预期走强，有色板块贝塔共振，镍价亦有所上行。但近期美国通胀数据意外反弹，整体 CPI 受能源价格反弹影响明显，核心 CPI 虽维持回落趋势但核心服务韧性依旧，通胀数据打压市场对于美联储降息的风险偏好，美元指数有所走强，预计后市将对镍价形成压制。

图 7：美国新增非农就业人数（千人）



图 8：美国劳动力供需（千人吨）



数据来源：美国劳工局，中信建投期货

数据来源：美国劳工局，中信建投期货

图 9：美国 CPI 同比（%）

同比	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
CPI	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00
食品	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70	4.30	4.90	5.70	6.70	7.70	8.50	9.50
家庭食品	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40	3.00	3.60	4.70	5.80	7.10	8.40	10.20
能源	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50	-3.60	-12.50	-16.70	-11.70	-5.10	-6.40	5.20
能源商品	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20	2.20	-4.20	-20.30	-26.80	-20.40	-12.60	-17.00	-1.40
汽油（所有种类）	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00	-3.30	-19.90	-26.50	-19.70	-12.20	-17.40	-2.00
燃油	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10	-14.80	-26.50	-36.60	-37.00	-20.20	-14.20	9.20
能源服务	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30	-2.70	-1.10	-0.90	1.60	5.90	9.20	13.30
电力	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60	2.10	3.00	5.40	5.90	8.40	10.20	12.90
公用管道燃气服务	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90	-16.50	-13.70	-18.60	-11.00	-2.10	5.50	14.30
核心CPI	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50
核心商品	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00	0.20	0.80	1.30	2.00	2.00	1.50	1.00
新交通工具	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50	2.90	3.50	4.10	4.70	5.40	6.10	5.80
二手汽车和卡车	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00	-6.60	-5.60	-5.20	-4.20	-6.60	-11.20	-13.60
服装	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30	3.10	3.20	3.10	3.50	3.60	3.30	3.30
医疗用品	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20	4.50	4.10	4.20	4.40	4.00	3.60	3.20
核心服务	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70	5.90	6.10	6.20	6.60	6.80	7.10	7.30
主要居所租金	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40	7.80	8.00	8.30	8.70	8.80	8.80	8.80
运输服务	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10	10.30	9.00	8.20	10.20	11.00	13.90	14.60
医疗服务	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60	-2.10	-1.50	-0.80	-0.10	0.40	1.00	2.10

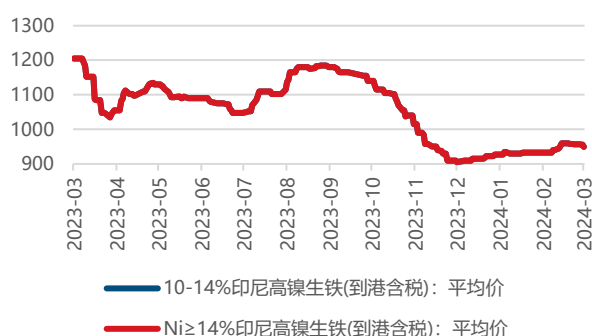
数据来源：美国劳工局，中信建投期货

三、后市展望

目前，供应端扰动的影响正在逐步消退。其一，印尼大选对镍产业的影响偏长期，且普拉博沃当选符合市场预期，其政策主张未见明显超出市场预期的范畴，因而该因素或并非目前驱动行情的主要矛盾。其二，西方矿山虽有减产担忧，但如上文所述，其产能减量有可能被中国和印尼的产能增量所对冲，因此预计后市影响可能逐步减弱。其三，对于印尼 RKAB

审批担忧的问题，我们认为近期一些基本面数据已经反映出了印尼 RKAB 审批的扰动正在减弱，首先，从镍铁成交情况来看，Mysteel 数据显示目前镍铁最新成交价格已从 2024 年 2 月 27 日的 970 元/镍下降至 2024 年 3 月 14 日的 950 元/镍，镍铁对于 RKAB 审批担忧的溢价正在消退；其次，Mysteel 数据显示 2024 年 3 月 7 日至 2024 年 3 月 13 日，印尼镍铁到中国主要港口 22.84 万吨，环比增幅 137.36%，同比增幅 163.7%，到货量级已恢复至正常水平，显示目前印尼镍铁紧缺情况已大幅缓解；最后，镍铁是不锈钢的主要原料，但自 2024 年 2 月底开始，不锈钢价格出现快速回落，2024 年 2 月 28 日至 2024 年 3 月 15 日，不锈钢主力合约跌幅达到 3.85%，亦说明矿端扰动正在逐步减弱。

图 10：印尼镍铁到港含税价（元/镍点）



数据来源：SMM，中信建投期货

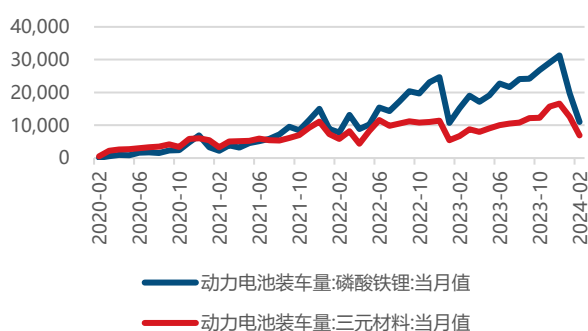
图 11：不锈钢主力合约结算价（元/吨）



数据来源：上海期货交易所，中信建投期货

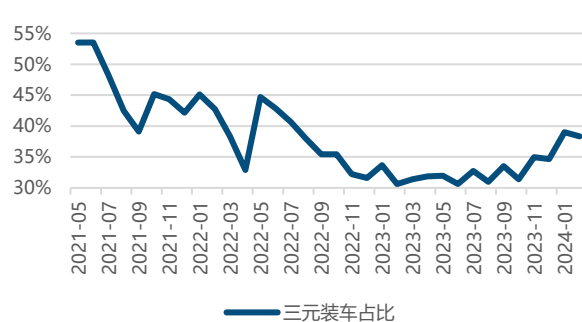
但镍的需求端依然在对镍价形成支撑，受中间品偏紧和新能源需求复苏影响，2024 年 1 月 19 日至 2024 年 3 月 15 日，硫酸镍价格涨幅 12.64%。我们认为新能源板块表现偏强主要原因有三点，一是季节性补库，二是新车型上市带动需求上行，三是镍钴锂等原材料价格回落使得三元电池性价比回升，近期三元电池装车量占比出现小幅回暖态势。

图 12：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 13：三元材料装车占比



数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信建投期货

展望后市，短期来看预计新能源板块表现偏强叠加电积镍成本走高，镍价或仍有支撑，但供应端扰动消退或使得镍价回吐部分涨幅，中长期来看，2024 年全年原生镍过剩预期并未改变，预计镍价仍有下跌空间，策略上逢高布空为宜。

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。