

掉回 16 万，沪镍下一步怎么走？

摘要：

当下镍正面临着宏观面与基本面的双重压力，高价格弹性下，波动也十分剧烈。

对于后市镍价的走法，首先需要明确方向的问题。基本面看，中长期镍价的走势就是新增产能释放叠加需求疲软，而供需两个方面正在不断兑现着这个预期，弱现实之下镍价仍是偏空。向前看一段时间，主要需求或仍是难以反转。

基本面决定了镍价偏空的方向，短期内宏观因素则加速了镍价的下跌，因此短期镍价能否企稳则要取决于宏观情绪。倘若今晚美国通胀数据明显超预期，那么加息预期再度走强可能会继续对镍价形成压制；反之，镍价可能会相对企稳，不过由于基本面依然偏弱，上方空间也不会很高。

最后是点位的问题，我们认为目前镍价的下限还是取决于转产电积镍成本。据我们测算可以得到，目前外购硫酸镍加工电积镍的成本大概在 156000 元/吨左右。这个价格距离当前镍价仍有一定空间，因此我们建议之前布局空单的可以继续持有，但是目前新入场做空的性价比或相对有限，主要原因还是近期宏观预期摇摆十分剧烈。

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 9 月 13 日

目 录

一、行情回顾.....	3
二、空头狂欢，驱动因素何在？	3
三、后市展望.....	10

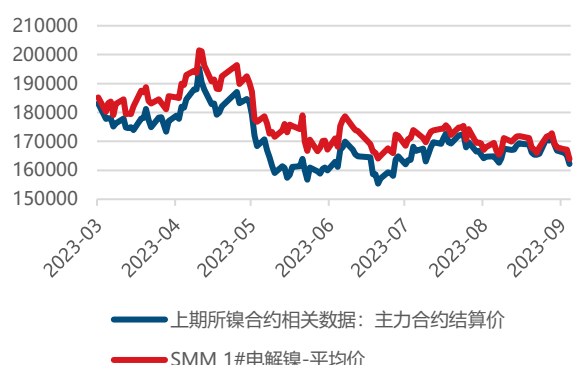
图表目录

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: 美国汽油零售价格 (美元/加仑)	4
图 4: NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	4
图 5: 纽约联储通胀预期 (%)	4
图 6: 美元指数	4
图 7: 30 大中城市商品房成交面积 (7 日移动平均, %)	5
图 8: 8 月新增人民币贷款及分项 (亿元)	5
图 9: 沪镍价差结构已经由 B 转 C (元/吨)	5
图 10: 9 月钢厂冷轧排产情况 (万吨)	6
图 11: 不锈钢利润率 (%)	6
图 12: 9 月不锈钢厂减产情况 (万吨)	7
图 13: 三元前驱体价格 (元/吨)	7
图 14: 三元前驱体产量 (实物吨)	7
图 15: SMM 纯镍社会库存 (元/吨)	8
图 16: LME 镍仓单 (吨)	8
图 17: 9 月不锈钢厂减产情况 (万吨)	9
图 18: 硫酸镍价格 (元/吨)	9
图 19: SMM 硫酸镍指数 (元/吨)	9
图 20: 高冰镍系数 (%)	10
图 21: MHP 系数 (%)	10

一、行情回顾

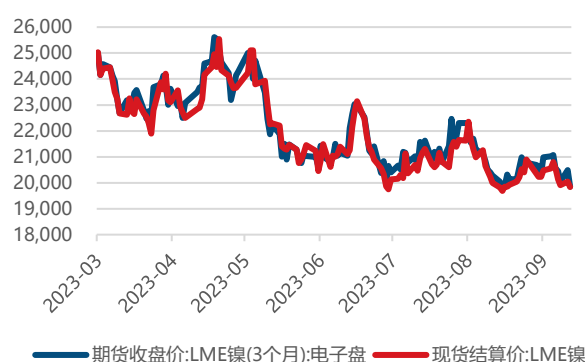
九月上旬以来，镍价开启了新一轮单边下跌行情，短短一个星期左右的时间沪镍便跌去了1万元左右，并且最近两天跌幅尤为明显。外盘伦镍亦不乐观，目前已经跌破2万美元的大关。

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）



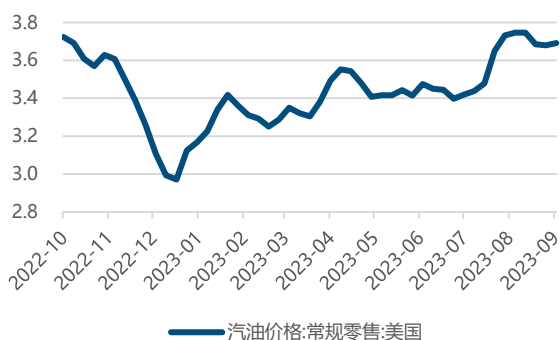
数据来源：SMM，中信建投期货

二、空头狂欢，驱动因素何在？

1、海外避险情绪升温，镍价承压明显

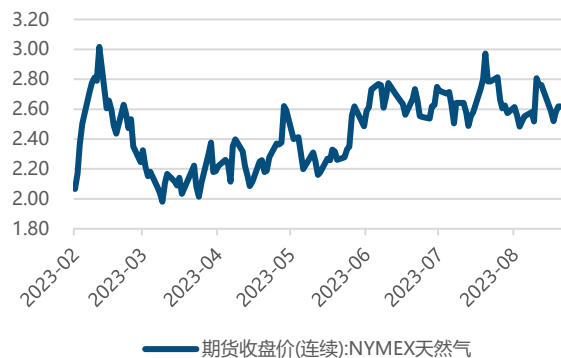
首先，市场关于通胀的担忧依然强烈。市场预期今日晚间公布的美国CPI数据将从7月份的3.2%反弹至3.6%，预期核心CPI将有所回落。但能源价格的强势表现，亦加剧了通胀数据超预期的担忧。在需求表现韧性的前提下，主要产油国延长减产措施，共同推升了美国能源成本，8月汽油价格与天然气价格表现相对偏强。同时去年7月美国CPI为8.5%，而同年8月则回落至8.3%，低基数下也使得今年8月CPI数据存在超预期的可能。对于通胀的担忧使得本周市场避险情绪较浓，纽约联储1年和5年通胀预期均有所抬升，美元亦表现偏强。目前市场预期9月美联储议息会议暂停加息，但远端的通胀担忧却逐渐使得市场开始交易本次议息会议仅是Skip，对镍价而言压力较为明显。

图 3：美国汽油零售价格（美元/加仑）



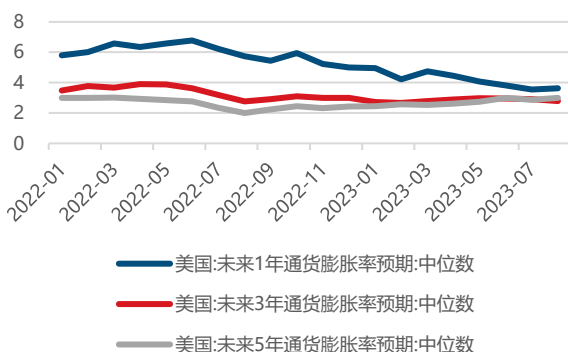
数据来源：EIA，中信建投期货

图 4：NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）



数据来源：NYMEX，中信建投期货

图 5：纽约联储通胀预期（%）



数据来源：纽约联储，中信建投期货

图 6：美元指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2、国内宏观情绪表现依然偏弱

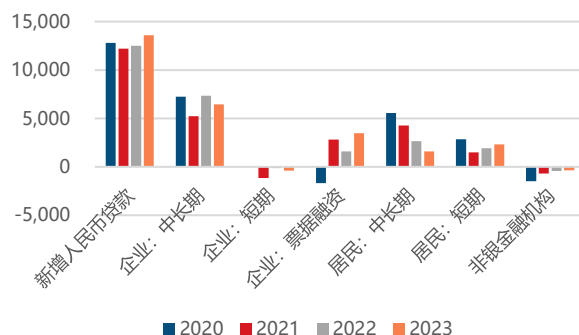
从地产成交角度来看，30 大中城市商品房成交面积依然没有出现明显反弹，且中枢仍在不断下移，体现出居民部门信心依然偏差。另一方面，虽然 8 月份社融数据超预期，但其中更多地是政府债发力，信贷数据方面，居民中长贷同比仍处在下行区间，经济修复是否可持续或仍待时间来验证。汇率角度看，9 月 11 日央行召开全国外汇市场自律机制专题会议，人民币汇率得到明显提振，亦在一定程度上对沪镍形成压力。

图 7：30 大中城市商品房成交面积（7 日移动平均，%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：8 月新增人民币贷款及分项（亿元）



数据来源：中国人民银行，中信建投期货

3、镍市需求的弱现实正在不断兑现

从价差角度看，沪镍主力合约与次主力合约自 5 月开始持续走弱，而在上个星期，价差结构已经由 Back 转向 Contango，说明当下市场交易的重心更多是弱现实，不锈钢、合金、新能源电池等主要下游均出现了不同程度的萎靡。

图 9：沪镍价差结构已经由 B 转 C（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

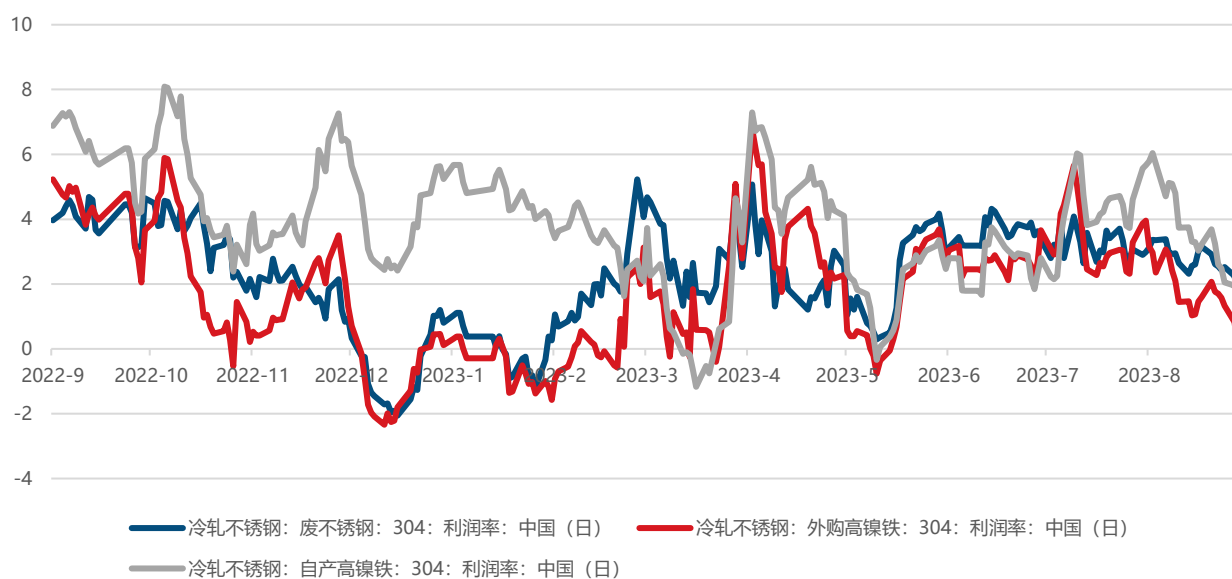
不锈钢在“金九”旺季预期下继续维持高排产，据 Mysteel 数据，2023 年 9 月国内 34 家冷轧不锈钢厂冷轧排产预计为 133.96 万吨，预计环比增加 1.78%，预计同比增加 13.51%。不过，我们之前 8 月份的时候就在《不锈钢：交易逻辑切换，逢高空正当时》中提示过，9 月份不锈钢的矛盾或将切换至高排产与弱需求上。9 月伊始不锈钢成交表现就持续清淡，库存维持小幅去库，即便在此期间有钢厂限价，但是仍未提振市场信心，成本压力叠加需求疲软使得钢厂利润承压明显，“金九”上半月尚未走完，市场便已开启新一轮减产检修。

图 10：9 月钢厂冷轧排产情况（万吨）

	2023.7	2023.8	2023.9E	2023.8		2023.9E	
				qoq	yoy	qoq	yoy
200 系	45.02	40.11	41.04	-10.91%	23.30%	2.32%	9.15%
300 系	62.26	69.66	69.21	11.89%	18.63%	-0.65%	17.01%
400 系	19.49	21.85	23.71	12.11%	20.99%	8.51%	11.47%
总计	126.77	131.62	133.96	3.83%	20.41%	1.78%	13.51%

数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 11：不锈钢利润率（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 12：9 月不锈钢厂减产情况（万吨）

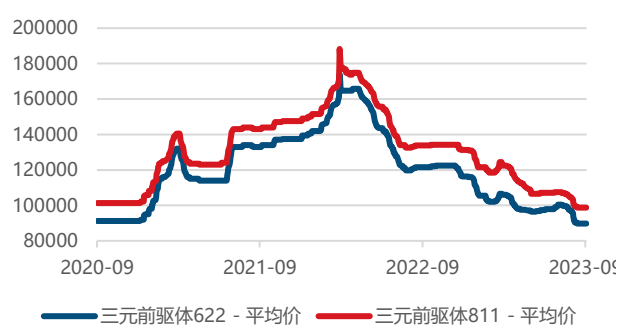
企业名称	200 系	300 系	400 系
华东 A	0	2	0
华东 B	0	2	0
华东 C	0	0	2
华东 D	0	0.8	0.35
华南 E	1.5	0.5	0
合计	1.5	5.3	2.35

数据来源：Mysteel，中信建投期货

合金方面，据 SMM 数据，8 月国内主要镍基合金企业纯镍耗量总计 7313 吨，环比减少 0.14%，耗镍量下滑的主要原因是民品需求略有回落。而军工板块虽然韧性较强，但是边际增量较为有限，叠加民品需求不振，近期合金表现难寻亮点。但由于合金企业对镍价的敏感性较高，因此对纯镍通常是以逢低采购为主，而当前镍价出现一定回落，或将在一定程度上提振合金企业的备库需求，不过量级或较为有限。

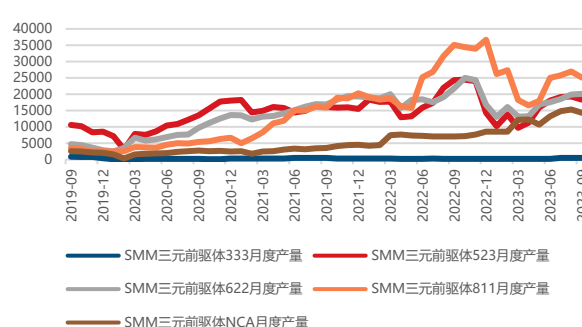
新能源汽车方面，前驱体企业订单并未好转，价格持续低位运行，SMM 预计 NCM811、523 等主要型号的前驱体产量在 9 月均会出现一定下滑。

图 13：三元前驱体价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：三元前驱体产量（实物吨）

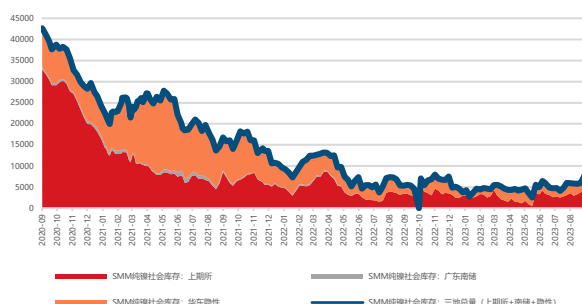


数据来源：SMM，中信建投期货

4、库存压力剧增

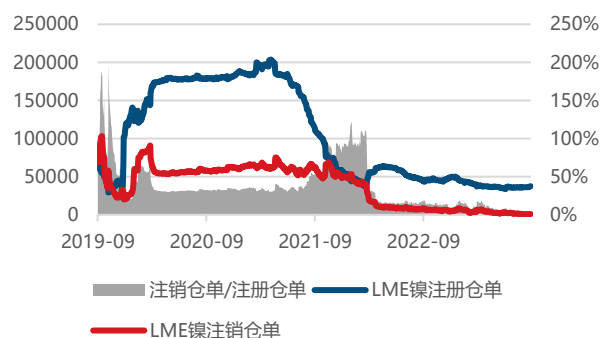
库存扰动是本轮镍价走弱的另一诱因。一方面由于需求持续走弱，镍市自身便面临一定的被动累库压力，另一方面则是新增产能释放后，交割品扩容带来的库存增量。此前华友钴业电积镍产品同时在 LME 和上期所注册，进一步补充了交割品品牌，其后续产能释放的一部分也会因此体现在交易所库存里。而在一个月之前，LME 曾发布公告称收到了格林美的一级镍品牌注册申请，根据此前华友钴业注册 LME 品牌只花了一个月左右时间的经验，我们预计近期 LME 也会通过格林美的申请，并且根据 LME 快速上市通道规定，最长上市审批时间也不会超过三个月。未来随着更多电积镍产能的释放，交割品扩容或将长期压制镍价。另一方面，从 LME 仓单来看，9 月 12 日数据 LME 镍注册仓单 37404 吨，而注销仓单仅为 876 吨，注销仓单/注册仓单为 2.34%，比值基本处于历史最低水平，空头力量十分强势。

图 15: SMM 纯镍社会库存 (元/吨)



数据来源: SMM, 中信建投期货

图 16: LME 镍仓单 (吨)



数据来源: SMM, 中信建投期货

4、转产电积镍利润空间逐步回归

转产电积镍利润一定程度上取决于一级镍-硫酸镍价差。此前由于宏观情绪驱动镍价走强、前驱体需求不及预期等因素影响，一级镍-硫酸镍价差不断走阔，电积镍利润空间增厚使得企业开始加大采购原材料。可以看到，近期硫酸镍价格以及指引长单的硫酸镍价格指数均迎来一波反弹，SMM 消息显示硫酸镍系数也从此前的 92 快速反弹至目前的 92-98，中间品系数也出现反弹，转产电积镍的利润空间逐步回归。

图 17：9 月不锈钢厂减产情况（万吨）



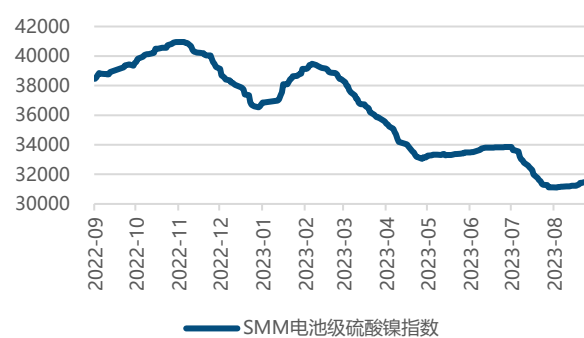
数据来源：SMM，中信建投期货

图 18：硫酸镍价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 19：SMM 硫酸镍指数（元/吨）

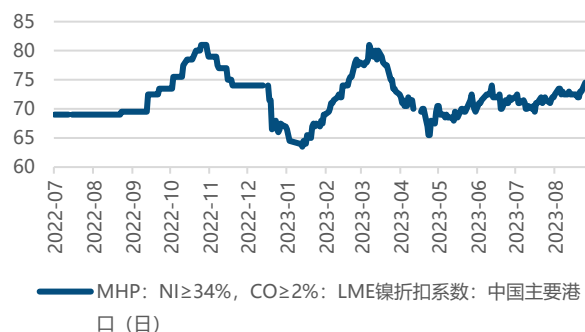


数据来源：SMM，中信建投期货

图 20：高冰镍系数（%）



图 21：MHP 系数（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

数据来源：Mysteel，中信建投期货

三、后市展望

当下镍正面临着宏观面与基本面的双重压力，高价格弹性下，波动也十分剧烈。

对于后市镍价的走法，首先需要明确方向的问题。基本面看，中长期镍价的走势就是新增产能释放叠加需求疲软，而供需两个方面正在不断兑现着这个预期，弱现实之下镍价仍是偏空。向前看一段时间，不锈钢需求短期或仍难反转，主要原因还是我们多次提到的，不锈钢需求与地产竣工相挂钩，而当下市场并未修复完“新开工-竣工”的闭环，因此待保交楼政策贡献的需求边际递减时，不锈钢需求侧缺乏新的增量来补充；新能源板块则是由于经济性原因，三元需求持续被磷酸铁锂压制，短期看难有反转；合金方面则表现较为刚性，或难贡献较大的增量。

基本面决定了镍价偏空的方向，短期内宏观因素则加速了镍价的下跌，因此短期镍价能否企稳则要取决于宏观情绪。倘若今晚美国通胀数据明显超预期，那么加息预期再度走强可能会继续对镍价形成压制；反之，镍价可能会相对企稳，不过由于基本面依然偏弱，上方空间也不会很高。

最后是点位的问题，我们认为目前镍价的下限还是取决于转产电积镍成本。据我们了解目前转产电积镍加工成本在 7000-8000 元/吨左右，那么结合电解镍-硫酸镍价差就可以差不多得到，外购硫酸镍加工电积镍的成本大概在 156000 元/吨左右。这个价格距离当前镍价仍有一定空间，因此我们建议之前布局空单的可以继续持有，但是目前新入场做空的性价比或相对有限，主要原因还是近期宏观预期摇摆十分剧烈。

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。