

行业
专题报告

日期
2024 年 2 月 23 日



有色金属研究团队

研究员：余菲菲
021-60635729
yuff@ccbftures.com
期货从业资格号：F3036190



连日增仓上行，沪镍反弹高度将如何？

一、连日增仓上行，沪镍刷新近三月高点

春节期间，伦敦金属多上涨，虽美国 1 月份 CPI、PPI 数据放缓表现不及市场预期，美元指数一度走强施压资产价格，但伦敦金属普遍表现出偏强韧性，伦镍则背靠 15850 美元/吨支撑再度反弹，最高至 16600 美元/吨附近。假期归来首周，沪镍承接强势延续低位反弹，周二晚间受美国总统拜登表示计划于本周五公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案消息刺激，沪镍开始增仓上行，自 21 日起连续三日涨幅接近 8%，23 日最高至 136860 元/吨，刷新近三个月高点。

图1：连日增仓上行，沪镍突破13.5万/吨，刷新近三月高点



数据来源：文华财经，建信期货研究发展部

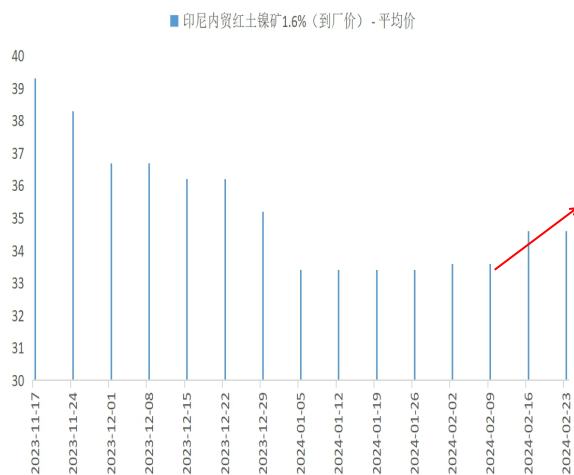
二、消息面干扰下，短期不确定性增强引发镍价反弹

（一）印尼镍矿 RKAB 审批再起波澜，引发资源端担忧

RKAB，全称是印尼矿业公司年度工作计划与预算政策，该政策对印尼矿企产量影响至关重要。2023 年该政策迎来新的改革，一方面上线新的 RKAB 电子申请系统，为企业提供更加便捷快速的在线申请服务，并在 30 个工作日内给出具体的评估结果。其次是新规将 RKAB 分成勘探活动阶段和生产活动阶段两类，勘探活动阶段的 RKAB 仍是一年提交一次审批，而生产活动的 RKAB 将调整为三年提交一次审批，即从 2024 年开始，经能矿部审批通过的镍矿生产配额可以有连续 3 年的有效开采期。

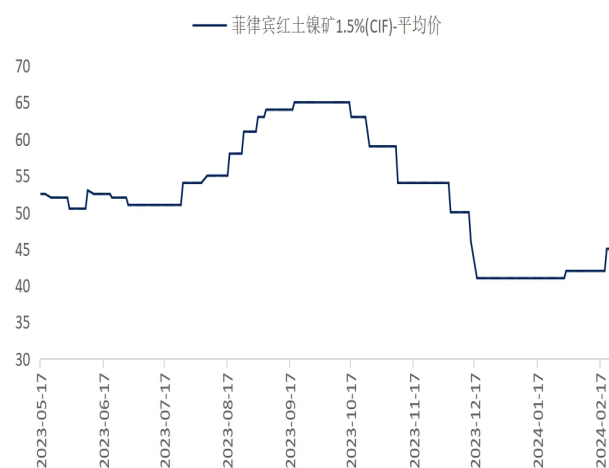
去年四季度市场已经围绕印尼镍矿审批问题进行交易，随后在印尼政府积极引导之下市场对此担忧情绪已经趋于降温。但从目前最新情况显示，印尼 RKAB 审批进度依旧偏慢，根据上海钢联消息，截至 2 月 22 日，依旧仅有 23 家镍矿点通过审批，按照往年镍矿特许权名单数量推测，目前仍有至少 250 家以上矿点未通过审批，这一问题加速解决可能需要等待 3 月最终总统选举计票落地，短时市场可流通镍矿资源确有转紧预期。而为了缓解镍矿资源紧张局势，印尼冶炼厂可能转向购买菲律宾镍矿，叠加当前菲律宾正值雨季发货量下降，多重因素助推之下加剧镍矿石供应紧张的焦虑情绪，刺激矿价走强。数据显示，2 月 23 日印尼红土镍矿 1.8%Ni、含水量 30%的内贸成交溢价上调 4 美元/湿吨；菲律宾 1.5%CIF 均价较节前上涨 3 美元/湿吨至 45 美元/湿吨。

图2：印尼镍矿内贸成交溢价上调



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图3：菲律宾镍矿价亦开始上涨



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

（二）美拟对俄制裁，引发供应担忧，实际效果或有限

20 日晚间美国总统拜登表示，美国计划于周五（23 日）公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案，但拜登没有具体透露哪些行业将成为制裁目标。白宫国家安全顾问杰克·沙利文表示，对俄罗斯的最新制裁将针对一系列项目，包括该国的国防和工业基地以及经济收入来源。本轮制裁最引人注目的条例是，将冻结被制裁名单中的企业或个人在欧盟的资产，基于美当局政府的发言与欧盟提到的俄罗斯武器相关内容，市场开始预测本轮制裁或将涉及到俄罗斯金属。

根据上海有色统计数据显示，俄镍是全球最主要纯镍供应国家之一，海外（不含中国）纯镍产量来自俄镍的占比超过 30%，全球纯镍产量占比超过 20%。此外，在 LME 所有可交割品牌当中，俄镍的可交割产能占 20% 左右，当前 LME 镍库存约为 70000 吨，其中俄镍为主要的交割库存产品。根据上海有色的全球贸易流向数

据观察预测，俄镍在 2023 年约有 2 万吨以上的产品出口至荷兰，而荷兰鹿特丹是欧洲地区最主要的 LME 镍交割仓库之一的所在地。

可以看出，俄镍在全球贸易以及交割等环节都占据重要地位，2018 年当市场担忧美国对俄镍制裁后导致镍价大幅上涨，但时过境迁，当下环境下或难再现当年场景。俄乌冲突发展至今已近三年，欧美诸国对俄各项制裁“由来已久”，事实上，自 2023 年起俄罗斯精炼镍就已经逐渐减少向美国及其盟友出口镍板，到 2023 年 3 月份起已经直接不再向美国出口，并主要转向至中国境内。因此美国对俄罗斯的制裁对金属镍的影响是有限的，俄罗斯已经不再依赖于美国市场。

欧盟对俄罗斯的制裁主要需要考虑到是否会影响俄镍的交割属性，目前俄镍仍然可以在 LME 进行交割。虽然俄镍无法直接交仓至欧洲仓库，但可以经过贸易商的名义进行交仓。因此，实际上前几轮制裁中对俄镍交割的影响较小，并未对盘面造成太大影响。所以我们能看到，当市场担忧俄镍再度受到制裁时，镍价虽有所走强，但力度已经远不及 2018 年制裁忧虑后的表现。

（三）2023 年镍价大跌导致海外减产消息频传

由于 2023 年镍价大幅下跌，导致海外部分镍企运营艰难，减产消息频出，如表 1 所示。但如果从全球市场供应来看，中国和印尼精炼镍产量增加足以填补海外减量，后续供应增长点也逐渐向亚洲地区转移。因此海外市场边际变化对纯镍供应影响程度在减弱。

过去几年镍价大幅上涨，高利润刺激之下镍相关产业链企业生产技术也在随之迭代，到 2023 年初国内电积镍工艺技术不断成熟并且普及，以及镍相关中间品迎来了快速放量周期，导致我国电积镍产能自去年起开始大幅扩张。根据上海有色数据统计，2023 年全国纯镍产量累计达 24.15 万吨，同比增幅 38.96%。2024 年国内暂无新投建项目，产量增长仍主要来自于去年的产能爬产，乐观估计下，如果该部分产能全部投放，2024 年中国精炼镍产量或将达到 30 万吨，增幅达到 25%。不过该部分产能的释放仍基于有一定利润而言，如果今年镍价维持在外采原料企业的成本线以下，则该部分产能将难以完全释放。

表1：2024年以来海外镍企减产消息梳理

时间	涉及企业	市场信息
1 月 8 日	中冶集团	根据 Nickel 28 Capital Corp 和中冶瑞木的运营规划，2024 年，位于巴布亚新几内亚地区的 Ramu 项目 MHP 生产计划将较 2023 年下滑约 10%至 30000 吨含镍量，但此举属于企业规划下的正常资本升级，更换淘汰落后设备以提高设备性能及稳定度，以求获取未来生产水平的提升。
1 月 15 日	第一量子	第一量子宣布将减少 Raventhorpe 矿的运营活动，暂停 Shoemaker Levy 矿体的采矿业务
1 月 22 日	必和必拓	必和必拓(BHP group)将对其位于澳大利亚西部的 Kambalda 镍选矿厂的部分设施进行检修和维护。此前，向该选矿厂供应矿石的企业曾宣布，由于镍价低迷，将暂停采矿业务。

1月29日	诺里尔斯克镍业	诺里尔斯克镍业公司（Nornickel）表示，由于地缘政治风险继续影响公司运营，预计2024年镍产量将在去年下降5%的基础上再度下滑，其镍产量去年降至20.9万吨，预计2024年镍产量为18.4—19.4万吨。同时今年计划对Nadezhda冶金厂2号速熔炼炉进行基本维护。
-------	---------	--

数据来源：新闻资料，建信期货研究发展部

四、基本面延续过剩，谨慎对待反弹空间

综合上述分析，我们认为，近期由于矿端资源政策不确定性增加，以及海外生产端出现扰动消息，导致市场对电解镍供应端担忧情绪再度升温，且镍价长期下跌之后受到电积镍成本支撑在12万/吨一线低位获得支撑并徘徊数月，压抑许久的多头情绪借机得以释放，一举推升镍价触及13.6万/吨阶段性高点。然而从长周期角度来看，基本面过剩格局尚未出现扭转，尽管海外镍企传出部分减产消息，但绝对量影响有限，且随着镍价反弹，最终减量或不及预期，而国内纯镍产能仍在加速释放周期当中，今年仍将有较大增量，因此镍供应仍居于高位，过剩格局确定，纯镍库存亦维持增势，限制镍价反弹空间。

策略角度上，继2023年镍价大幅宣泄之后，单边下跌趋势难以持续，未来将转变为宽幅震荡格局，供应过剩背景下我们仍倾向于逢高沽空交易逻辑，当前镍价已经触及13.6万/吨一线阶段性高点，后续关注印尼RKAB审批进程，如果持续未决，镍价或仍有上行空间；远期随着事件逐步解决，预计镍价将再度回落，回归基本面交易逻辑。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室

电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室（电梯 16 层 F 单元）

电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室

电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室

电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼

电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室

电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室

电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室

电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室

电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座

电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号

电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com