

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

研究员：张平
021-60635734
zhangp@ccbftures.com
期货从业资格号：F3015713



供应逐步释放，镍价下跌仍可期

一、宏观：加息进入后半程，美元高点已现

2022 年，美元步入超强加息周期，最高飙升至 114.78。进入四季度后随着美联储一系列货币紧缩政策压制美国总体需求，以及全球供应链逐渐趋于稳定，美国整体通胀压力出现边际缓解。根据 IMF 最新预测数据显示，全球通胀增速将从 2022 年的 8.8% 降至 2023 年的 6.5%，相比大多数国家央行 2% 的货币政策目标以及疫情前的低通胀水平仍有较远距离。预计 2023 年全球通胀水平将从高点回落，但幅度相对有限，粘性较强。

进入 2023 年，伴随通胀压力的放缓，预计发达经济体本轮加息周期将进入尾声，欧美之间央行货币政策分化程度逐渐减弱，欧美国家大概率陷入经济衰退，因此美元的支撑动力将被削弱。不过，考虑到欧元区通胀水平尚未见顶，总体衰退幅度可能比美国深，且美联储加息终点目标利率与欧央行加息终点的三大利率之间终究存在 100bps 以上的差距，故预计欧元兑美元汇率升值幅度亦将有限。综合分析，我们认为美元高点已经过去，未来大概率呈现宽幅波动，预计全年美元指数核心波动区间为 100-110。我们曾在专题《美元与金属铜铝走势关系分析》中详细统计测算（如图 1），认为加息尾声后的一年，美元流动性释放对金属提振程度或有限，尤其对于金融属性较弱的镍而言，未来走势将更多回归到供需面主导的逻辑上来。

图1：1988年以来美联储五轮加息周期中伦铜和伦铝表现

美联储加息周期	伦铜（美元/吨）					伦铝（美元/吨）				
	加息开始	加息结束	加息结束后一年	加息期内涨跌幅	结束后一年涨跌幅	加息开始	加息结束	加息结束后一年	加息期内涨跌幅	结束后一年涨跌幅
1988 年 3 月-1989 年 5 月	2040.90	2570.8	2481.2	25.96%	-3.49%	2180	1926	1581	-11.65%	-17.91%
1994 年 2 月-1995 年 2 月	1885.2	2844	2514	50.86%	-11.6%	1266	1799	1612	42.10%	-10.39%
1999 年 6 月-2000 年 5 月	1420	1770	1672	24.65%	-5.54%	1286.5	1473	1516	14.50%	2.92%
2004 年 6 月-2006 年 7 月	2816	7780	7995	176.28%	2.76%	1706	2560	2745	50.06%	7.23%
2015 年 12 月-2018 年 12 月	4610	5912	6169	28.24%	4.35%	1478	1853	1803	25.37%	-2.70%

数据来源：资料整理，建信期货研究发展部

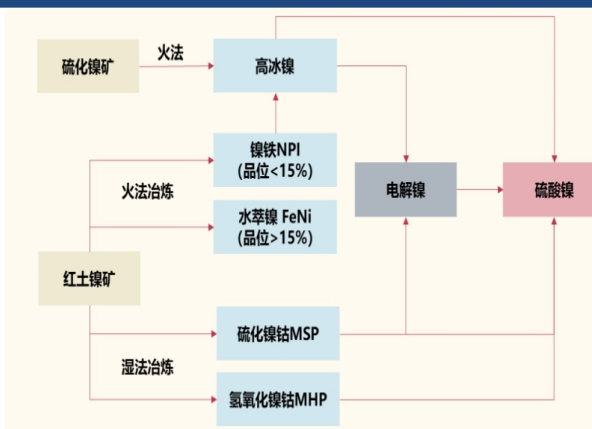
二、供应：结构性短缺阶段性存在

镍产业链条相对复杂，我们可以将其大致分为两类。一类是传统产业链条，

即红土镍矿→镍铁→不锈钢，下游主要对应房地产行业；另一类是新兴产业链条，以新能源市场为主，一般有红土镍矿→高冰镍/湿法中间品→硫酸镍，硫化镍矿→高冰镍→纯镍这几天生产路线（如图2）。红土镍矿储量丰富，技术成熟，镍铁相对下游不锈钢需求供应过剩，而但硫化镍矿由于储量少，工艺难，产量有限，所以在红土镍矿到高冰镍这条生产线并未打通之前，近年来因新能源市场火爆导致对硫酸镍日益增加的需求使得镍产业结构性短缺问题愈加突出。而后随着青山成功实现镍铁-高冰镍之间的转换，结构性短缺难题正在朝着有利的方向解决。

镍市场的交易逻辑也逐渐从不锈钢/新能源两条独立产业链供需变化逐步转为红土镍矿→高冰镍的供应变化上来。未来交易关注重点将集中在各类中间品尤其是高冰镍产能的释放节奏上。

图2：镍产业链结构



数据来源：市场整理，建信期货研究发展部

图3：沪镍/伦镍历史走势对比



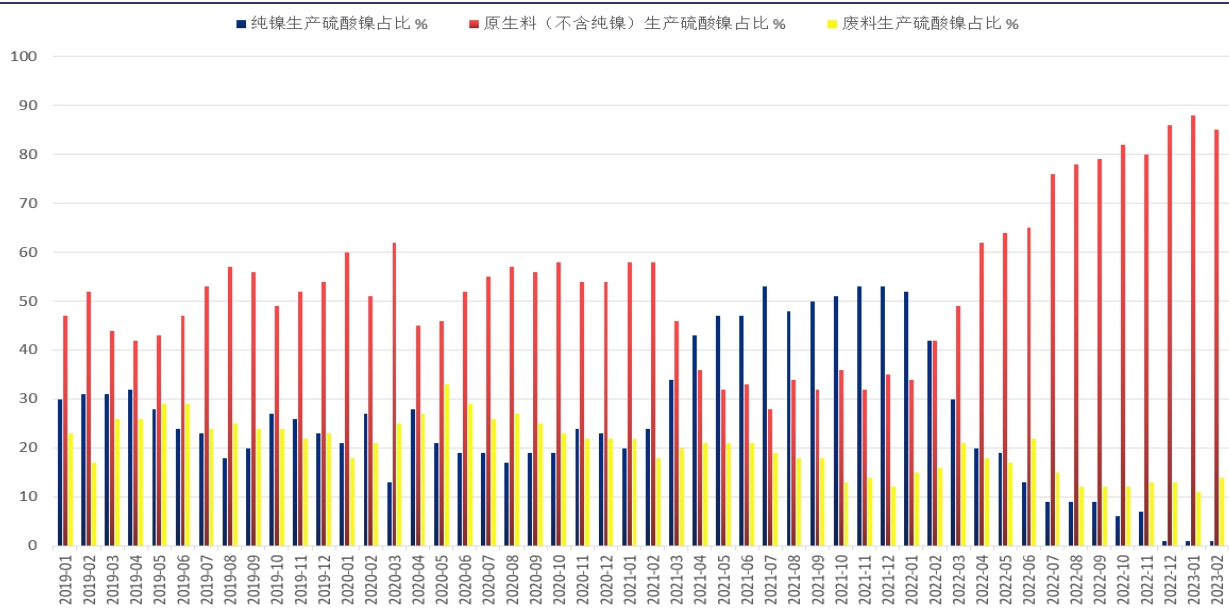
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

1、非理性高镍价抑制需求，高冰镍不断取代镍豆

硫酸镍消费结构中三元前驱体占一半以上，达到 55%，主要用以提高三元材料的能量密度，随着电动车行业的发展以及动力电池的高镍化趋势，三元前驱体占比将进一步提高，进而催生出庞大硫酸镍需求市场。

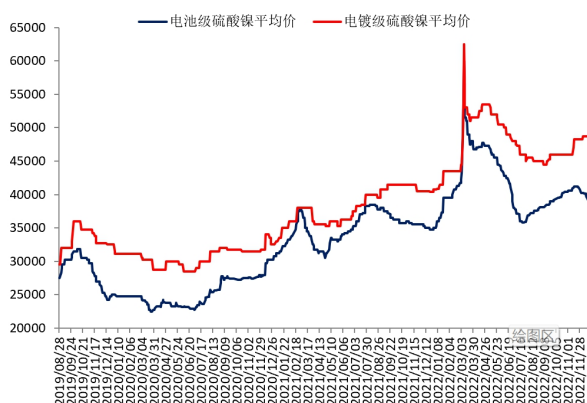
作为生产硫酸镍原材料之一的镍豆，自 2021 年起其很大一部分消费增量即源于此。数据显示，到 2021 年底硫酸镍中所使用镍豆占比高达 53%，但自 2022 年 3 月份镍价暴涨之后，镍豆自溶经济性开始大幅回落，且由于镍价长时期处于脱离供需基本面的非理性高位，至今镍豆自溶经济性仍处于亏损状态，下游企业无法接受当前高镍价，进而抑制精炼镍需求。而自产和外购印尼高冰镍生产硫酸镍的利润可以达到 2.4 万元/实物吨和 1.8 万元/实物吨。截至到 2023 年 2 月份，硫酸镍原料占比中纯镍使用比例已不足 1%，中间品使用比例则攀升至 85%以上。

图4：硫酸镍原料占比变化%



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图5：硫酸镍价格高位回落



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图6：镍豆自溶经济性转负（元/镍吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

2、镍铁转产硫酸镍经济性依旧高启

从成本角度来看，镍铁-高冰镍-硫酸镍工艺的转产成本大约在2-2.5万元/吨，数据显示，2021年之后硫酸镍较镍铁的价差始终保持在3万元/吨以上，最高超过5万/吨，目前仍有4.6万/吨，因此企业转产动能较强。

图7：镍铁转产硫酸镍经济性依旧高启（元/吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

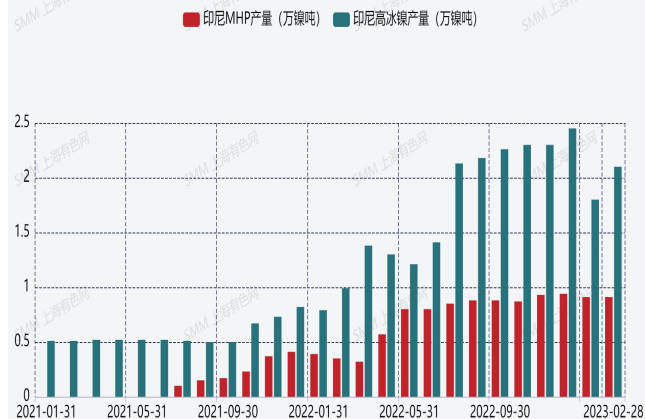
根据咨询机构统计数据显示，2022-2023 年全球 MHP、高冰镍产能投放维持较高规模，预计今年全年新增湿法中间品投产量 28 万金属吨左右，冰镍产能 29 万吨左右，较 2022 年产量几近翻倍。长期来看，下游需求增速回落的背景下，镍产业链整体供需将逐步走向过剩，结构性短缺缺口将不复存在。

图8：印尼冰镍回流开始放量（吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图9：印尼高冰镍及MHP产量不断增长



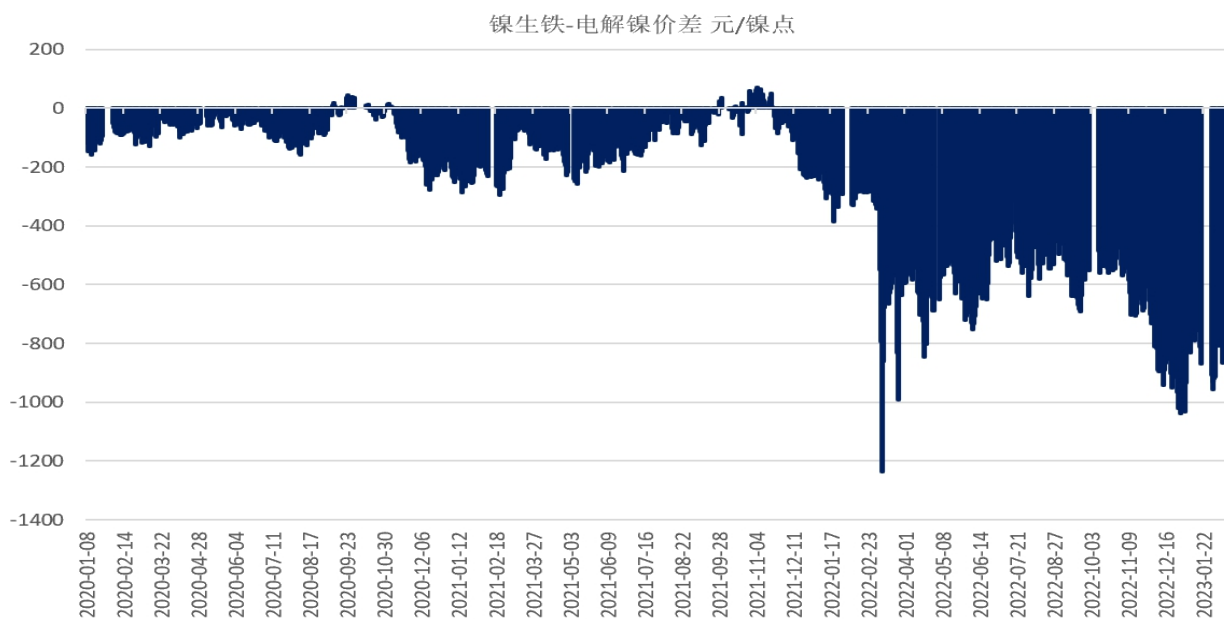
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

3、结构性替代升级，镍价估值偏高

从成本角度来看，目前镍豆自溶硫酸镍的成本大约是 0.5 万/吨，考虑未来高冰镍供应充裕的情况下，镍价和镍铁之间的合理溢价应该是 1.5-2 万/吨范围内。当前 8-12% 镍生铁价格已经接近成本，按 13.5 万/吨测算，则镍价合理水平可参考 16 万/吨。所以综上，我们可以看出，无论从镍豆自溶经济性角度，还是从镍

铁转产高冰镍经济性角度，当前镍价仍然处于相对偏高水平。

图10：纯镍与镍铁价差脱离历史区间（元/吨）



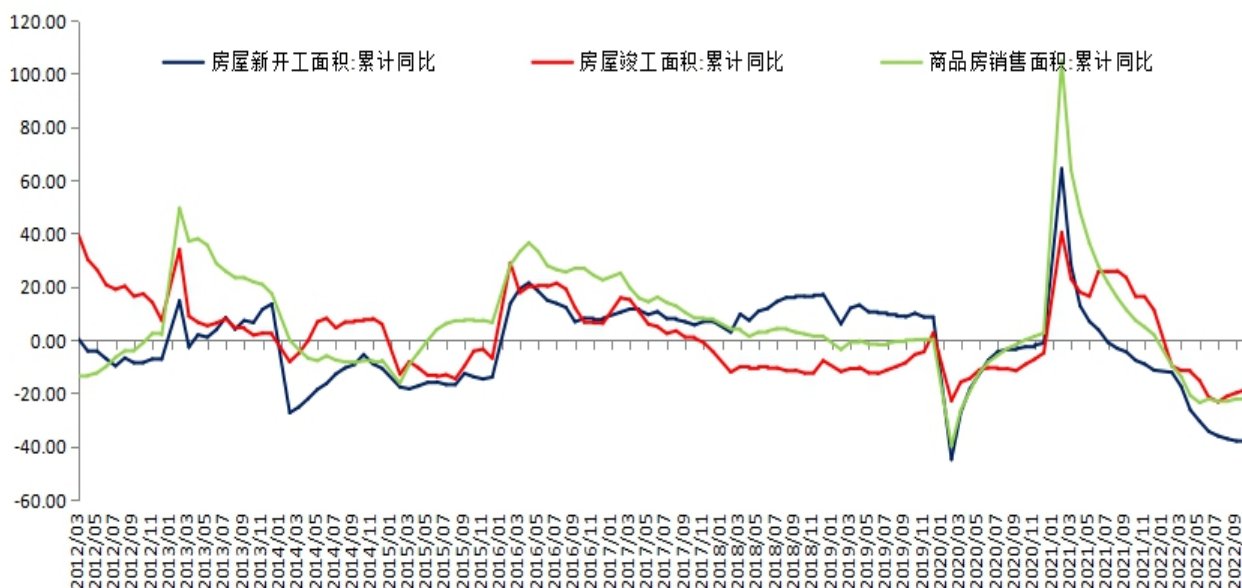
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

三、需求：政策刺激效果预期或大于现实

1、房地产市场：“保交楼”提振信心

我国房地产销售面积、销售额及竣工面积自2021年2月以来持续下滑，2022年2月开始三项指标增速开始转负。为了稳住经济，去年下半年以来各地政府不断加码房地产支持政策，通过降低首付比例、提供购房补贴、下调房贷利率、上调公积金贷款额度等政策着力支持刚性和改善型购房需求，大幅降低房地产市场进一步下行的风险。7月起在各地政府“保交楼”政策的调控下，8月竣工数据率先出现改善，房屋竣工面积当月同比增速为-2.5%，环比大幅上升33.5pct，1-8月房屋竣工面积同比增速为-21.1%，较1-7月同比增速上升2.2pct，降幅有所收窄。一般而言，地产从施工到竣工的时间一般约为2-3年，而“保交楼政策”主要针对的是不能按期交房及停工烂尾的工程，一般完工周期在1年左右，因此在政策的刺激下，预计2023年下半年至2024年上半年房地产竣工面积增速有望改善，地产市场或稍有回暖。但长期来看，由于受到开发资金制约，房地产土地购置与新开工面积大幅降低，因此长期地产需求依旧不容乐观。

图11：我国房屋新开工面积、竣工面积以及商品房销售面积累计同比增速%

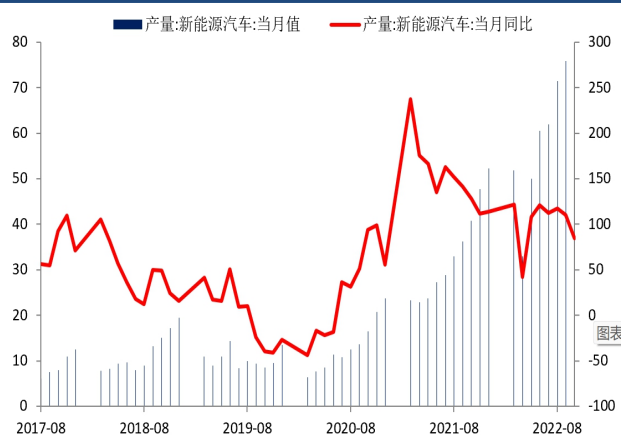


数据来源: Wind, 建信期货研究中心

2、2022 年新能源汽车市场爆发式增长，补贴退出增速或放缓

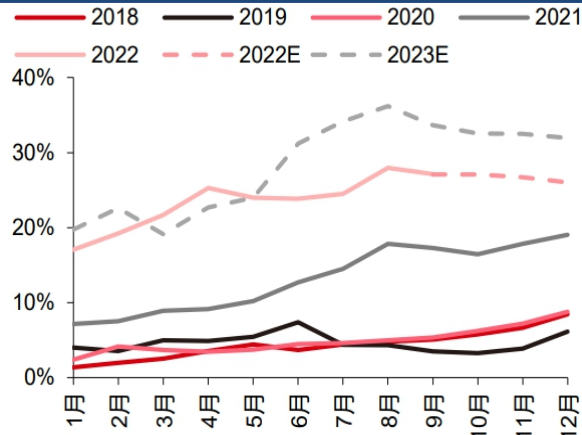
根据中汽协数据显示，2022 年我国新能源汽车市场渗透率已经超过 25%。《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出，到 2025 年我国新能源汽车销量占比达到 20%，到 2035 年我国新能源汽车销量占比达到 50%，现阶段我国已经提前三年完成新能源汽车 2025 年渗透率目标，在“双碳”战略的大背景下，未来我国新能源汽车渗透率目标有望超额完成。2022 年我国新能源汽车补贴较 2021 年下降 30%并于年底退出，新能源汽车购置税减免政策将延续到 2023 年，预计 2023 年新能源汽车销量依旧保持高增速但增速将略有放缓。

图12：我国新能源汽车月度产量及同比（万辆，%）



数据来源: 中国汽车工业协会, 建信期货研究发展部

图13：2018年-2023年我国新能源汽车月度渗透率及其预测



数据来源: 中国汽车工业协会, 建信期货研究发展部

四、行情展望：供应逐步释放，镍价下跌仍可期

2023 年原生镍全元素供需格局将逐步由紧张转为过剩。随着湿法中间品以及

冰镍产能的逐步释放，纯镍绝对高价背景下，硫酸镍原料中原生料对纯镍的替代将延续。需求角度而言，疫情过后，市场对政策刺激存在较高预期，我们认为最终“强预期，弱现实”的概率较高。未来镍价交易逻辑或将继续集中在新能源产业供需链条上，短期由于中间品释放仍需时间，纯镍低库存局面暂难扭转，因此背靠低库存做多纯镍逻辑将阶段性出现；长期而言，随着供应不断释放，库存出现扭转，该交易逻辑也将随之转向。价格方面，镍价或将宽幅波动，上限可参考 24 万/吨，下限参考 16 万/吨一线。（仅供参考）

【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>