

镍专题报告

2024 年 04 月 17 日

研究员：陈婧

期货从业证号：F03107034

投资咨询从业证号：

Z0018401

☎:010-68569793

✉chenjing_qh1@chinastock.com.cn

英美制裁俄罗斯对镍影响有限

4 月 13 日，美国和英国宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制，此举引发镍价大幅波动，并可能影响未来贸易格局。本专题将通过对比俄乌战争以来历次对镍的制裁影响，分析当前全球镍生产和贸易格局的演变，帮投资者捋顺中短期镍交易逻辑，并提供后市行情研判。

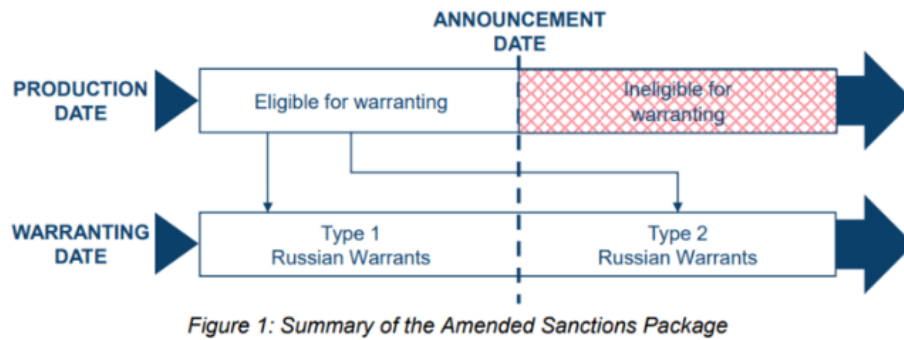
第一部分 2022 年以来历次制裁回顾

一、本轮制裁事件及行情影响

4 月 13 日市场消息，美国和英国宣布对俄罗斯铝、铜和镍实施新的交易限制。新规定禁止伦敦金属交易所（LME）和芝加哥商业交易所（CME）接受俄罗斯新生产的金属，4 月 13 日或之后生产的俄罗斯铝、铜和镍都属于被禁之列。

4 月 14 日，LME 脉搏表示，针对英国政府于当地时间 2024 年 4 月 12 日增加了新的对于俄罗斯金属制裁的相关条例，LME 今天发出第 24/171 号通告，列出了 LME 对于最新制裁的理解以及指南，概述英国政府最新制裁条例和贸易许可证以及美国外国资产控制办公室（OFAC）的公告对于 LME、LME Clear、会员和客户的影响。修订后的制裁方案把仓单分为两种，2024 年 4 月 13 日之前生产的 Type1 仓单可以任何人正常操作。2024 年 4 月 13 日及之后生产的 Type2 仓单，英国人不能以仓单或者其他形式“获得”该金属，即不能注销或交割，但是不影响英国人服务有资质的客户。24/171 通告还提到了相关记录保存要求，后续仓单注册要求、关于 Type1 仓单重新发放和在不同仓库间流转的相关要求。

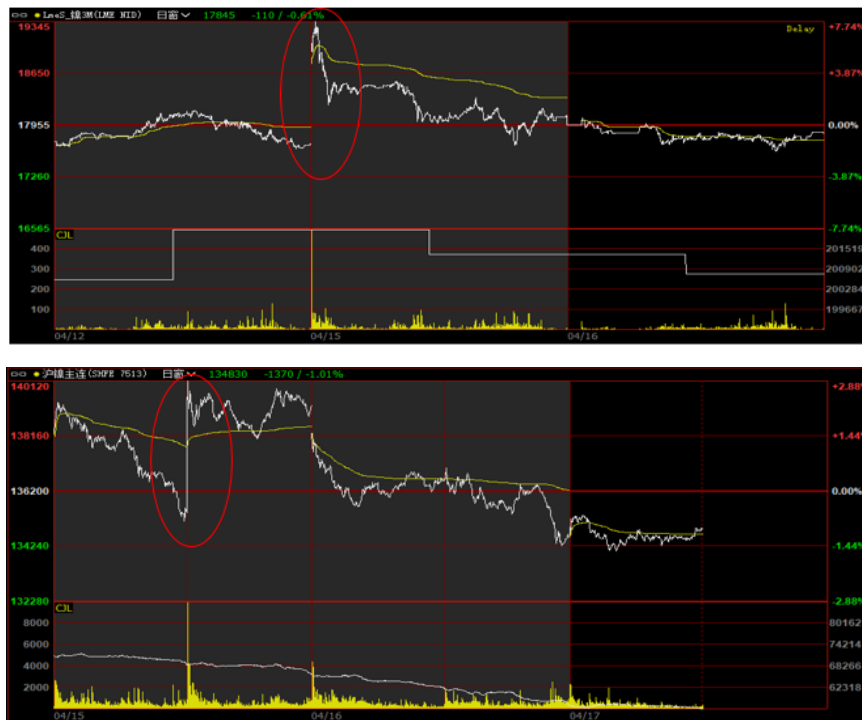
图1：LME修订后的制裁方案流程图



数据来源：LME、银河期货

消息于周末发布，4月15日开盘后，伦镍跳涨9.3%至19355美元，随后不断回落，到亚洲时间段沪镍时开盘回落至18600美元；沪镍主力合约集合竞价不到14万元/吨，只是情绪上受到一些提振，当天上下波动较大，但此后第二天就开始大跌，反映市场交易逻辑已经重返基本面。

图2-3：2024年4月12日-4月16日内外盘镍价走势



数据来源：文华财经、银河期货



二、俄乌战争以来历次制裁事件及行情影响

俄乌战争以来，俄罗斯金属数次涉及制裁，但因俄镍对欧美市场影响较大，2022 年所有制裁政策中俄镍均未被直接针对，LME 对俄罗斯金属的限制政策也未涉及镍，仅部分欧洲现货商自发抵制俄镍，导致俄镍在欧洲销量下滑。

此后制裁随战争升级。2023 年 5 月，G7 同意对俄罗斯实施新制裁，努力减少俄罗斯金属贸易方面收入；2023 年 12 月，英国政府公布的立法中，规定英国人“不得直接或间接获取源自俄罗斯或位于俄罗斯的金属”，但当时 LME 英国仓库已经没有任何俄罗斯金属；2024 年 2 月 23 日，美国公布对俄罗斯的一揽子“重大”制裁方案，包括 500 多项与俄罗斯相关的项目，并新增俄镍进入制裁名单。但因俄镍一年前就已不对美国出口，因此影响非常有限。

本次制裁 LME 终于全面禁止俄镍交仓，一方面反映出 LME 在政治上无法保持中立，另一方面也是因为俄镍逐渐被中国和印尼的镍产品替代，镍的国际定价权在向东方转移。

此外，回顾俄乌战争以来对俄镍数次制裁的情况，会发现 LME 基本对每次制裁或加征关税都做出了反应。然而这些制裁和 LME 方案，对于公告当日的镍价可能会有一定提振，但对趋势可以说毫无影响。

表1：2022年以来俄镍制裁事件回顾

时间	LME镍当日涨跌幅	沪镍当日涨跌幅	走势	制裁内容	LME公告
2022.6.29	3.22%	2.99%	下跌中当日波动较大，此后延续下跌	英国政府宣布对俄罗斯首富、诺里尔斯克镍业公司首席执行官波塔宁实施制裁。波塔宁持有诺镍不足50%股份，因此制裁并未升级到诺镍。	LME评估了资产冻结的细节及其对LME、市场参与者和Norilsk品牌的影响，并未涉及相关金属。
2022.7.19	0.19%	7.06%	盘中最高上涨5.6%，收盘回落，发生在反弹趋势中，此后延续	英国政府对原产于俄罗斯和白俄罗斯的镍征收35%的额外关税。	
2022.8.16	2.56%	0.53%	震荡市中的反弹，此后维持震荡		LME公告暂停俄罗斯镍进入LME英国交割仓库，除非仓库可证明相关货物从俄罗斯出口日期早于7月20日。LME在声明中表示，受该条例影响，俄罗斯镍如存放在英国仓库会产生很高的额外成本，期现货价差锁位风险较高。但LME英国仓库未存放俄罗斯镍，因此现有的镍仓单不会受到新关税条例的影响。
2022.11.11	5.24%	2.75%	逼仓式上涨中的上涨，此后继续逼仓		LME决定维持俄罗斯金属在其仓库内的正常交割，不对期其进行限制或禁止。
2023.2.24	-3.74%	-4.20%	盘中无反应，下跌趋势延续下跌	美国政府针对原产于俄罗斯和第三国制造的铝制品和铝衍生品征收200%的关税，并对包括铜、铅和镍在内的俄罗斯金属征收70%的非最惠国待遇关税。	LME预计这些制裁不会影响LME的交易准入，对于市场参与者（尤其是那些与英国有关的参与者）来说，充分了解新的制裁制度非常重要。因为是针对英国个人的决定
2023.2.28	-2.01%	1.55%	盘中无反应，下跌趋势延续下跌		LME宣布暂停其美国仓库对任何新俄罗斯金属注册仓单。
2023.5.19	2.73%	1.12%	震荡市中的反弹，此后维持震荡	英国首相苏纳克宣布对俄罗斯金刚石、铜、铝和镍实施禁运。七国集团（G7）领导人在日本广岛峰会期间宣布，同意对俄罗斯实施新制裁，并承诺对乌克兰提供进一步支援。	
2023.12.14	3.78%	-0.41%	震荡市中的反弹，此后维持震荡	在英国政府公布的立法中，引入了新的限制措施，规定英国人“不得直接或间接获取源自俄罗斯或位于俄罗斯的金属”，该文件将铜、镍、铝、铅、锌、锡和钴列为限制对象，但没有提到钨等贵金属。	LME预计这些制裁不会影响LME的交易准入，然而，对于市场参与者（尤其是那些与英国有关的参与者）来说，充分了解新的制裁制度非常重要。
2024.4.13	1.44%	0.72%	外盘在亚洲时段之前异动，但当日收回翻绿，此后延续下跌	英国政府、美国财政部先后公告，4月13日及之后在俄罗斯生产的铝、铜、镍禁止在全球金属交易所和场外衍生品交易中使用，但现有库存的俄金属不受这一新规影响。	LME修订后的制裁方案使得 LME、LME Clear、英国会员和英国客户能够继续“获得”俄罗斯金属仓单（包括发行、创立和持有仓单），只要相关金属是在2024年4月13日之前生产的。如果俄罗斯金属在2024年4月13日及之后生产，英国人（UK person）不可以以仓单或者其他形式“获得”该金属。因此，LME 将立即暂停2024 年4月13日或之后生产的相关金属生成仓单。

数据来源：公开市场信息、文华财经、银河期货

第二部分 全球镍生产和贸易格局演变

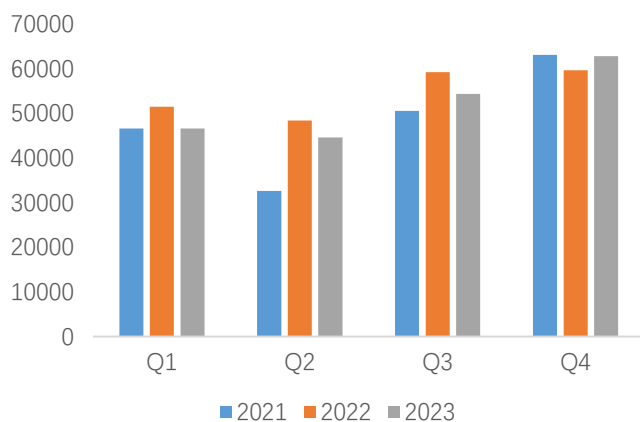
俄镍虽然体量大，但美英制裁对其影响极为有限，主要原因在于全球镍的生产和贸易格局自 2023 年开始发生了较大的变化。

一、俄镍生产情况

俄罗斯的 Norilsk（俄镍）镍产量占该国 95% 左右，也是全球最大的镍生产商之一。2023 年精炼镍产量 20.9 万吨，同比减少 4.8%，占全球原生镍的 6%，精炼镍的 20% 以上。2024 年俄镍考虑到不利的地缘政治影响会继续影响运营，主动下调产量指引至 18.4-19.4 万吨，同比减少 2 万吨，即 9.5% 左右。

这其中芬兰 Harjavalta 冶炼厂每年有 5 万多吨产量是从俄罗斯进口镍矿冶炼而成，既有镍板也有镍豆，并不在这次制裁范围内。后续会不会有更多的俄罗斯镍矿通过这种途径转化为精炼镍尚待观察。

图2：Norilsk镍产量（吨）



数据来源：上市公司财报、银河期货

表2：LME镍交割品牌及2023年产量

国家	品牌	生产企业	产品形态	2023年产量（万吨）
加拿大	VLMR	Vale Canada Limited	袋装镍饼	8.38
加拿大	VALPC	Vale Canada Limited	散装/袋装镍珠	
加拿大	VLPR	Vale Canada Limited	袋装镍饼	
英国	VALPW	Vale Europe Limited	散装/袋装镍珠	15.43
俄罗斯	NORNI	JSC "Kola GMK"	整板镍板	
俄罗斯	SEVH1	JSC "Kola GMK"	小块/整板镍板	
俄罗斯	SEVH1Y	JSC "Kola GMK"	小块/整板镍板	5.42
芬兰	NORIL	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	小块/整板镍板	
芬兰	NORILB	Norilsk Nickel Harjavalta Oy	散装镍豆	5.27
澳大利亚	BHPNB	BHP Nickel West Pty Ltd	袋装镍豆	3.64
澳大利亚	MINARA	BHP Nickel West Pty Ltd	散装/袋装镍豆	9.5
挪威	NIKKN	Glencore Nikkelverk AS	小块/整板镍板	2.87
加拿大	SHERRI	The Cobalt Refinery Co., Inc.	散装/袋装镍豆	0.63
法国	NICKHP	Sibanye - Stillwater Sandouville Refinery	小块/整板镍板	5.9
日本	SUMMET	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	小块镍板	
日本	SMM	Sumitomo Metal Mining Co., Ltd.	整板镍板	3.5
马达加斯加	AMBATO	Dynatec Madagascar S.A.	散装/袋装镍豆	2.18
南非	IMPALA	Impala Platinum Mines Ltd.	散装镍豆	1.51
南非	RPM	Rustenburg Platinum Mines Ltd.	小块/整板镍板	16.44
中国	JINTUO	Jinchuan Group Co., Ltd.	小块/整板镍板	0.64
中国	CASHN1	Yantai Cash Industrial Co., Ltd.	整板镍板	2.5
中国	HUAYN1	Quzhou Huayou Cobalt New Material	整板镍板	0.11
中国	HUAYNGX	Guangxi Huayou New Material	整板镍板	2.18
中国	GEMN1	Jingmen Gem. Co. Ltd	整板镍板	
中国	GEMN2	Jingmen Gem. Co. Ltd	整板镍板	0.55
中国	CNGR	Guangxi CNGR New Energy Science & Technology	整板镍板	
合计				86.55

数据来源：钢联、银河期货

二、俄镍出口销售结构调整

俄镍出口最多的两个国家分别是中国和荷兰，前者是主要消费国，后者有欧洲最大的鹿特丹 LME 交割库。2023 年俄罗斯镍出口量 8.1 万吨，占产量的 52%，同比锐减 35%。其中：

因 G7 广岛峰会联合抵制俄罗斯贸易，2023 年出口至美国和德国的镍分别从 1 万吨和 0.5 万吨降至 638 吨和 0 吨；

因欧洲部分企业自发抵制俄镍，出口至荷兰的镍从 5.4 万吨降至 2.9 万吨（占比 43%→36%）；

因中国电积镍产能释放，出口至中国的镍从 4.5 万吨降至 3.8 万吨（占比 36%→47%）。

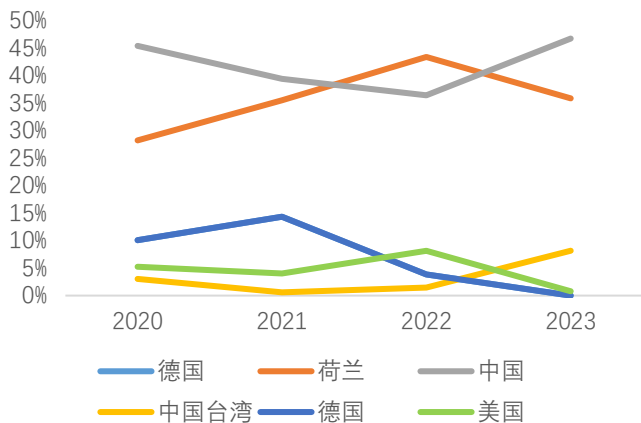
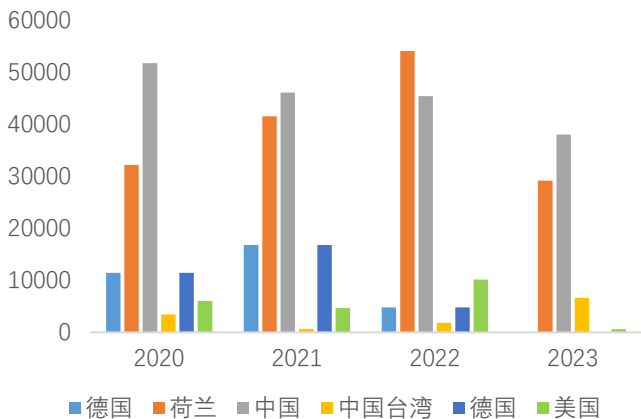
可以看出俄镍销售重心从欧洲转向亚洲。

欧洲和美国过去两年不断寻找他国货源替代俄镍，俄镍海外销售端的压力较大；但因其成本低廉，且镍已成为关键矿物/战略资源，俄镍减产动力也不足。考

考虑到潜在的 LME 制裁可能，俄镍有概率在本国形成一定隐性库存。2023 年 12 月俄镍宣布正投资一家俄罗斯不锈钢产品的工厂项目，以增加其国内镍销量。预计 2025 年冷轧投产，2026 年热轧投产，2027 年电炼钢投产。

图3：俄罗斯出口至各国变化（吨）

图4：俄罗斯出口至各国比例（%）



数据来源：俄罗斯海关、银河期货

三、中国电积镍崛起重塑全球镍格局

2023 年迫于海外销售压力，俄镍对中国采用了上期所和 LME 混合定价，并通过 CIPS 系统以人民币进行结算的方式销售镍。然而 2023 年起，中国和印尼电积镍产能不断大规模投产，合计新增产能 17.7 万吨，同比增长近 80%，从消费和交割两方面与俄镍竞争。2024 年还在不断扩张，预计再增长 36%到 50 万吨纯镍产能。

表3：2023-2025年纯镍产能规划

中国企业纯镍新增产能规划			
所在地	原料	新增产能E	备注
甘肃	精矿/高冰镍/MHP	0.6	2023年年底投产，扩建6000吨年产能，目前已满产
湖北	高冰镍-硫酸镍	3	2023年1月初投产，已满产
江苏	氢氧化镍废料	0.72	2023年3-4月投产，一期已满产，二期部分投产
浙江	电镀废料	0.12	2023年4月18日已投产，目前已满产
浙江	MHP	3	2022年已有6000吨为交割品，2023年二季度扩产，目前已满产（3.6万吨）
广西	MHP	3	2023年5月投产，目前处于爬产阶段
天津	MHP/硫化镍	0.36	2023年6月排产，目前已满产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2023年二季度投产，目前已满产
2023年上半年小计		12.05	
安徽	粗制硫酸镍	0.3	2023年10月开始试产，目前已满产
江西	废料	0.36	2023年已投产，目前每月产量200吨，开工2/3
2023年下半年小计		0.66	
2023年中国		12.71	
印尼	高冰镍	5	2023年8月投产，2024年3月满产
2023年总计		17.71	
浙江	MHP	0.6	2023年12月调试成功，2024年1月正式出产，预计下半年爬坡到满产
广西	高冰镍/MHP	1.25	2024年一季度投产，目前已满产
甘肃	高冰镍	2.5	预计2024年二季度投产
陕西	MHP/高冰镍	3.5	预计2024年三季度投产
江西	高冰镍	0.5	年产5000吨电积镍和5000吨电积钴，建设周期8个月，预计2024年7月投产
湖北	高冰镍-硫酸镍	3	暂无具体规划，预计2024年投产
吉林	MHP/高冰镍	0.6	暂无具体规划，预计2024年底投产
2024年中国		8.35	
印尼	MHP/高冰镍	5	预计2024年三季度投产
2024年总计		13.35	
浙江	MHP	3	预计2024年初动工，2025年建成
江西	MHP	0.6	【推迟】投产预计推迟到2025年
江西	MHP	0.9	【推迟】投产预计推迟到2025年
2025年总计		4.5	

数据来源：钢联、银河期货

由于去年已投产的项目需要连续稳定生产一年才能注册上期所交割品牌，因此国内电积镍产能保持几乎满产的开工率，1-4月产量累计同比增长46%达到10万吨。印尼2023年投产的5万吨项目据说也已基本满产，并且正在等待LME交割品牌的审批。预计这部分产量不会回国，以当前比价来看，一旦LME审批成功，大概率直接用来交仓。

目前国产电积镍在国内大面积替代俄镍消费，导致国内几乎可以自给自足，无需打开进口窗口，进口量处于历史低位。2023年中国自俄镍进口量同比下降16%至3.84万吨。2024年1-2月中国累计进口纯镍1.3万吨，同比下降34%；累计出口纯镍0.7万吨，同比下降12%；累计净进口纯镍0.5万吨，同比下降51%；累计从俄镍进口0.5万吨，同比增长9%。

与此同时，还有部分满足免税条件的国产电积镍出口至海外销售或交仓。截

至 4 月 12 日，中国电积镍在 LME 已形成 12.16 万吨/年的交割能力，尚有印尼 5 万吨/年产能待批。

图5：中国精炼镍产量（万吨）

图6：中国自俄罗斯进口电解镍（吨）

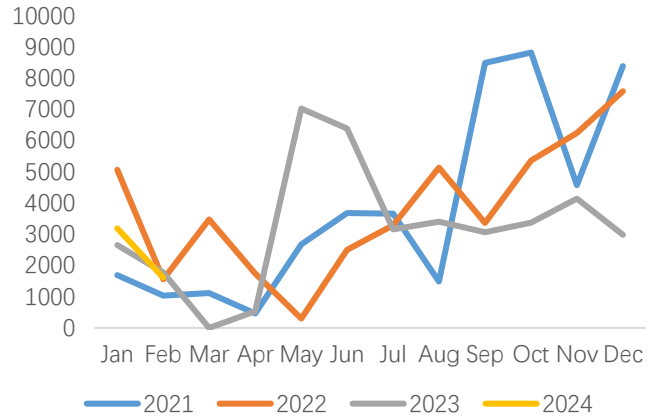
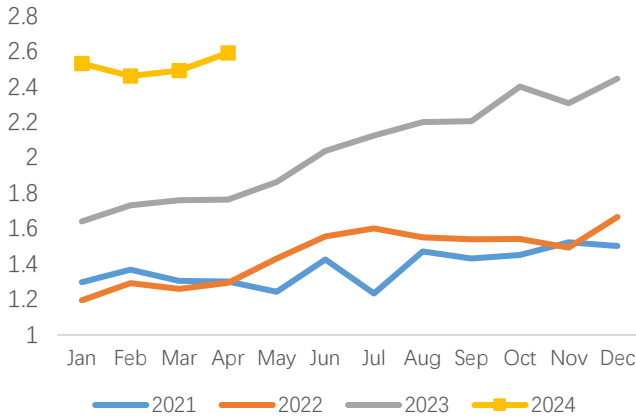
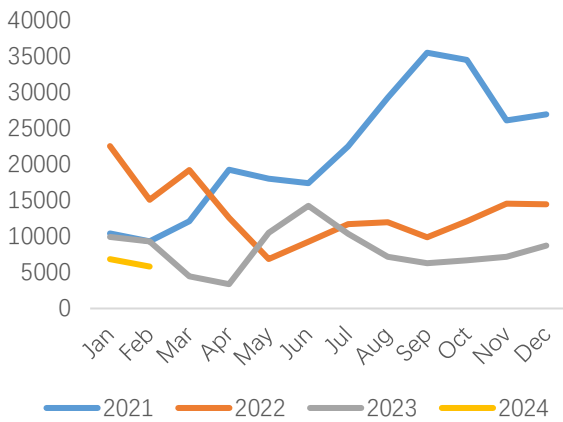


图7：中国纯镍进口量（吨）

图8：电积镍申请LME交割品牌（吨）



中资电积镍申请LME交割品牌		
日期	机构名称	年产能（吨）
2023/7/20	华友	36600
2023/11/1	格林美	10000
2024/2/7	中伟	25000
2024/2/13	华友	30000
2024/2/20	格林美	20000
2024/2/29	中伟鼎兴	50000
合计		171600

数据来源：SMM、海关总署、公开消息、银河期货

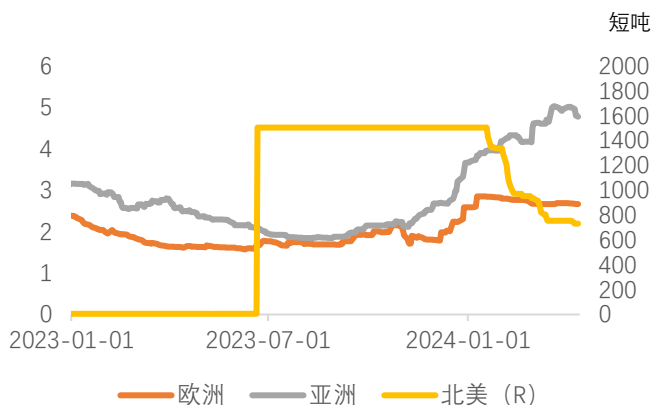
四、LME 库存现状

根据 LME 库存和注册仓单显示，北美库存和仓单减少至不足 1000 吨，亚洲大幅增加至 4-5 万吨，欧洲持稳于 2.6 万吨左右。截至 4 月 12 日，LME 美国镍库存 732 吨，仓单 432 吨，大概率全部来自于加拿大。英国库存和仓单均为 0。此次制裁对英美本国影响极为有限。

根据 LME 分产地库存数据显示，中国电积镍从 2023 年 9 月进入 LME 仓库（华友），最高 2024 年 2 月 9912 吨，与中国同期来料加工手册出口的数量 9400 吨较为匹配。3 月降至 7000 吨附近，出库 3000 吨可能用作消费。而俄镍从 2023 年 11 月开始连续 3 个月交仓 1.6 万吨至 2.4 万吨，反映其去年四季度销售压力较大，也反映国产电积镍的替代作用显现。截至 3 月末，LME 俄镍库存 24858 吨，占总仓单 68916 吨的 36%，不受此次制裁影响。

图9：LME分地区库存（万吨，短吨）

图10：电积镍申请LME交割品牌（吨）



中资电积镍申请LME交割品牌		
日期	机构名称	年产能（吨）
2023/7/20	华友	36600
2023/11/1	格林美	10000
2024/2/7	中伟	25000
2024/2/13	华友	30000
2024/2/20	格林美	20000
2024/2/29	中伟鼎兴	50000
合计		171600

数据来源：SMM、海关总署、公开消息、银河期货

第三部分 交易逻辑及策略建议

一、交易逻辑

长期来看，2024 年预计全球供需过剩延续，中国和印尼的低成本供应正在逐渐挤出海外其他高成本产能。盘面交易的纯镍交割品货源愈发充裕，全球镍库存在持续增长，使得逼仓事件较难重演。

中期利多因素边际弱化，4-5 月份虽然是旺季，但供应增长特别是原料端供应会更为迅速，整体供需格局从偏紧转向宽松。

短期仍有风险因素，例如宏观向上的风险、镍矿价格坚挺、成本支撑等，但冲高也给出下跌空间。

二、策略建议

14 万一线轻仓试空，14.5 万破位止损。

参考报告《【大行情推介】供需过剩延续 镍价仍有下行空间-20240409》

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 银河有色

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wangyingying_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799