

专题报告

2024 年 2 月 27 日

国联期货研究所

交易咨询业务资格编号  
证监许可[2011]1773 号

分析师:

李志超

从业资格号: F3058314

投资咨询号: Z0016270

## 镍：期镍节后拉涨原因探究

### ➤ 总结与展望

期镍本轮上涨原因猜想如下：

- 1、俄罗斯被美国制裁；
- 2、印尼镍矿 RKAB 审批缓慢致镍矿紧张忧虑；
- 3、资金情绪带动。

如果主因是 1，则俄铝或也受影响，但实际行情并未体现。

如果主因是 2，则这是一段时间以来的灰犀牛，并非突发事件影响，或并不能带动突然拉涨。何况镍矿紧张忧虑更容易带动不锈钢盘面上行，但节后一周不锈钢涨幅并太不明显。且当前印尼镍矿 RKAB 审批并未有明显的突破进展或停滞，则行情再发动反而驱动不足。

主因 3 往往是有其他事件性因素诱发后的结果，但更多的是选择低估品种后资金主动进攻，最好也能叠加宏观情绪的带动。

综合，我认为春节后一周期镍拉涨虽然有部分原因是印尼镍矿 RKAB 审批缓慢，也略微受到俄镍可能被制裁的消息影响，但更多是交易镍的低估值回归。尤其当前镍基本面和宏观面都相对平稳，更适合进场。

如果这样，期镍的拉涨或并未结束。

## 正文目录

一、行情回顾 .....	- 3 -
二、镍拉涨原因探究 .....	- 3 -
2.1 印尼镍矿 RKAB 审批缓慢? .....	- 3 -
2.2 俄镍被欧美制裁? .....	- 5 -
2.3 资金情绪? .....	- 6 -
三、期镍走势猜想 .....	- 7 -
3.1 展望 .....	- 7 -
3.2 风险提示 .....	- 7 -

## 一、行情回顾

2023 年 11 月底，沪镍结束单边下行，开启了长达近 4 个月的震荡。但春节后一周，沪镍连续拉涨，主力 2405 合约最高曾冲至 137000 元/吨，创下去年 12 月以来高点，累计涨幅超 8%。伦镍主连节后一周也连续上行，涨幅超 7%。春节假期，伦镍上涨约 1.3%。

那么，期镍春节后一周拉涨原因是什么？后续怎么走，还能继续涨吗？

图 1：沪镍 2405 合约

图 2：伦镍主连



数据来源：iFinD、国联期货研究所

## 二、镍拉涨原因探究

### 2.1 印尼镍矿 RKAB 审批缓慢？

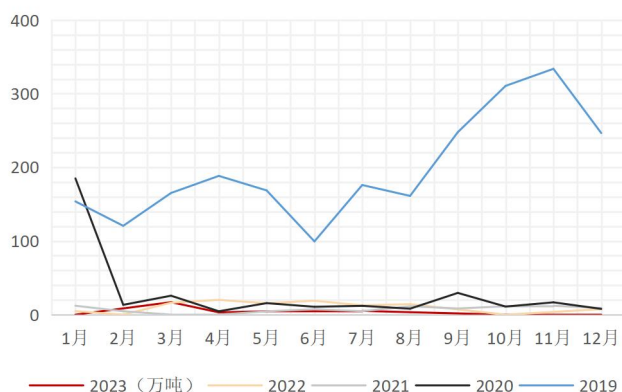
#### 印尼镍矿政策梳理

印尼是镍资源大国，对镍矿政策又几经变化，颇受关注。

2008 年，印尼颁布《矿业法》。2011 年，印尼政府拟禁止出口低等级镍产品，并于 2014 年 1 月对原矿正式生效，但精加工后的矿石或产品豁免至 2017 年 1 月。但 2017 年后，镍矿石出口禁令部分取消，开始允许有条件下 1.7% 以下品位镍矿出口。2019 年 8 月，印尼宣布于当年 12 月再次禁矿，这次禁令据称原将于 22 年实施。2020 年 1 月，印尼宣布全面禁止镍矿出口至今。

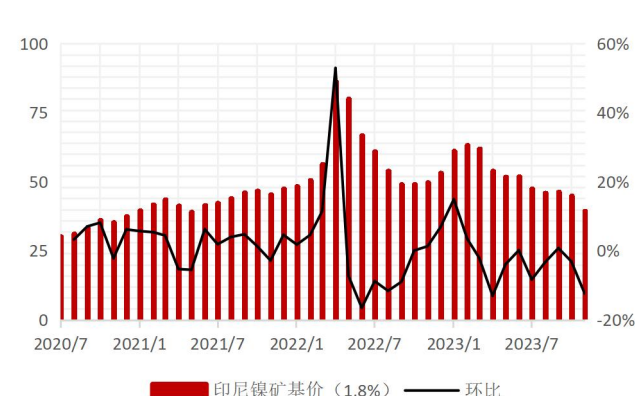
印尼对镍矿政策的变化也是这个国家逐渐意识到其富产矿产资源的重要性并逐步提升其附加值的一个过程。

图 3：国内自印尼镍矿



数据来源：iFinD、国联期货研究所

图 4：印尼镍矿内贸基准价格（美元/湿吨）



数据来源：iFinD、国联期货研究所

## 印尼镍矿 RKAB

印尼的 RKAB 政策，即工作计划和预算（Rencana Kerja dan Anggaran Biaya），是矿业公司必须准备并提交给能源和矿产资源部（ESDM）或其授权机构批准的文件，也是矿山的销售和生产活动的必须依据。

就镍而言，镍矿的销售甚至开采必须通过印尼能矿部颁发的 RKAB 进行。2023 年 10 月底，印尼能矿部颁布了 2023 年第 10 号条例（10/2023 号条例），取代了 2020 年第 7 号政府条例（7/2020 号条例）。根据新规定，矿产和煤炭开采公司生产运营阶段的 RKAB 有效期将延长至三年。不过，对于已经生效或者正在获批进程中的 RKAB，新规定不具有溯及力。

其实在 2023 年 8 月中旬，就有消息称，印尼政府开展能矿部廉政调查，导致各镍矿山新生产配额获批缓慢，且部分矿山因生产配额耗尽而无法继续出货，镍矿市场供应紧张气氛蔓延。但在 10 月后，消息面逐步平稳。

但从印尼的角度看，政策变动朝着提高镍矿成本的路径发展是大概率事件。之前有消息称印尼高品位镍矿资源消耗速度较快，相信印尼当局已经关注到这点了。2024 年 2 月印尼大选后，新的执政者大概率会就这个情况调整政策，不乏加税和限制配额等手段。

年前我们在直播中曾提出，从当时的印尼大选民调情况看，普拉博沃-吉布兰组合赢得竞选基本没有悬念。普拉博沃定位于延续和完善佐科的政策，但其风格更偏向于民族主义和宗教主义。和他搭档的副总统是当前总统佐科的儿子。从这点猜测，佐科路线或将大致延续。普拉博沃宣布在当地时间 2 月 14 日赢得印尼总统大选。将于今年 10 月正式就任印尼总统。

据市场消息，截至 2 月 21 日，仅 23 家镍矿点通过审批。据往年数据推测，或仍有近 250 家镍矿点未通过审批。虽然部分冶炼厂提前储备库存，但镍矿资源在逐步消

耗后仍偏紧。这或是开年镍拉涨的原因之一。不过，据印尼矿业部官员表示，截止2024年2月26日，印尼已批准1.45亿吨镍矿的采矿配额(3年期总量)，该量级约占目前印尼镍矿需求市场的25%附近。据我的钢铁测算，从24年的镍产品产量预估来看，包含镍生铁、高冰镍及中间品等镍端产品对应镍矿总消费量预计在1.7亿吨，整个年审批进度只有28%左右。

另外，我们提示，资源国针对提高矿物附加值并增加本国收入的本质和路线是不会变的。近年来，越来越多的资源国开始考虑提高资源附加值以增加收入的政策。不止镍品种。

## 2.2 俄镍被欧美制裁？

自2022年俄乌冲突以来，俄罗斯多次受到欧美制裁。这些制裁包括对个人和实体的限制性措施、经济制裁、政治和外交孤立等。

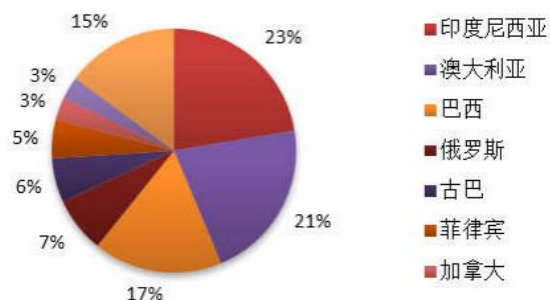
当地时间2月21日，欧盟成员国就针对俄罗斯的第13轮制裁措施达成共识并于24日正式生效。并且此前已出台的12轮对俄制裁措施将继续实施一年，至2025年2月25日。

当地时间22~23日，英国政府官网发布公告，宣布针对俄乌战争的个人和企业实施50多项新制裁，新制裁针对俄罗斯的主要收入来源，限制金属、钻石和能源贸易。

当地时间2月22日，美国也宣布将于23日对超过500个目标实施制裁，并将与其他国家合作，针对包括俄罗斯的军工复合体以及帮助俄罗斯获取所需商品的第三国公司进行制裁。

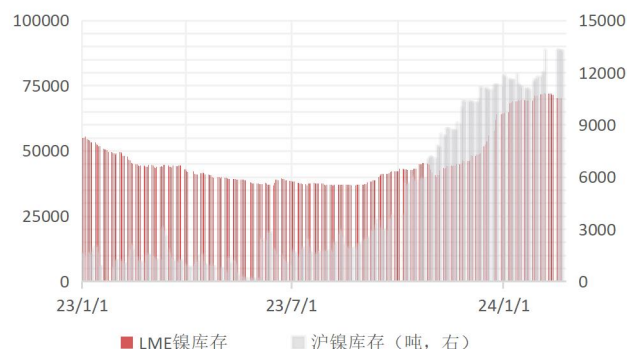
俄罗斯是全球第三大镍生产国，俄罗斯一级镍产能约占全球15%左右。当前，LME仓库中俄罗斯镍的占比超30%。而俄乌冲突前，2022年初，这一比例约5%。市场对本轮制裁的预期涉及到金属镍。尤其美国总统提前两天预告制裁引发了市场的猜测，但真正落地后发现制裁措施似乎与基本金属相关度不大。另外，如果市场交易的是俄镍被制裁的逻辑，那么相应的，铝应该也有对应的涨幅才对，然而并没有。

图 5：全球镍资源分布



数据来源：iFinD、国联期货研究所

图 6：沪伦两市镍库存



数据来源：iFinD、国联期货研究所



## 2.3 资金情绪？

多空比是品种的多单持仓与空单持仓之比值，用于衡量品种的多空持仓力量对比。多空比上升意味着多单相对于空单力量增强，反之意味着多单相对于空单力量减弱。

沪镍 2405 合约多空比自 1 月底就有探涨之势。节前布局就比较明显。

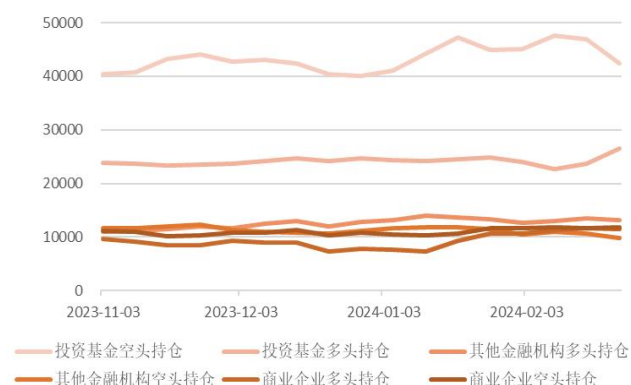
图 7：上期所沪镍 2405 和合约持仓多空比



数据来源：同花顺期货通、国联期货研究所

2 月 27 日，沪镍前 20 名期货公司（全月份合约加总）多单持仓 9.20 万手，空单持仓 12.54 万手，多空比 0.73。净持仓为-3.34 万手。据统计，近两年价格和净持仓数据的相关系数为 0.72，两者存在中度正相关关系(同向性)。

图 8：LME 多空持仓



数据来源：iFinD、国联期货研究所

图 9：沪镍主力合约净持仓



数据来源：iFinD、国联期货研究所

### 三、期镍走势猜想

#### 3.1 总结和展望

期镍本轮上涨原因猜想如下：

- 1、俄罗斯被美国制裁；
- 2、印尼镍矿 RKAB 审批缓慢致镍矿紧张忧虑；
- 3、资金情绪带动。

如果主因是 1，则俄铝或也受影响，但实际行情并未体现。

如果主因是 2，则这是一段时间以来的灰犀牛，并非突发事件影响，或并不能带动突然拉涨。何况镍矿紧张忧虑更容易带动不锈钢盘面上行，特别镍和不锈钢盘面相关度已逐步走低。且当前印尼镍矿 RKAB 审批并未有明显的突破进展或停滞，则行情再发动反而驱动不足。

主因 3 往往是有其他事件性因素诱发后的结果，但更多的是选择低估值品种后资金主动进攻，最好可叠加宏观情绪的带动。

综上，我认为春节后一周期镍拉涨虽然有部分原因是印尼镍矿 RKAB 审批缓慢，也略微受到俄镍可能被制裁的消息影响，但更多是交易镍的低估值回归。尤其当前镍基本面和宏观面都相对平稳，更适合进场。

如果这样，期镍的拉涨或并未结束。

#### 3.2 风险提示

风险点：资金撤离、基本面波动、国内外重大宏观震动等。

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600