

镍：悲观预期修复，趋势扭转难成

姓名：赵盛山

从业资格证号：F3075154

投资咨询证号：Z0017967

2月以来镍价探底后大幅回升，从低点反弹最高超10%。相较于节前，市场对镍较为一致的悲观情绪有所修复。基本面看，主要体现在短期供应端干扰有所增加，需求层面预期略有修复。供应端的扰动包括印尼政府换届期间镍矿配额审批偏慢、欧美对俄罗斯制裁引发对俄镍被剔除欧美供应链的担忧以及23年四季度以来部分镍企因镍价走低利润大幅压缩后减产增加等。需求层面，现实需求并没有太明显的改善，但国内推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策预期下，市场悲观预期有所修复。目前供应的干扰主要还是以预期后续可能会造成纯镍减产或俄镍出口受阻使得纯镍供应下降，对短期纯镍的实际供应影响有限，在纯镍整体还是逐步转向过剩的格局下，预计价格阶段性反弹修复后仍有回落的压力，难以形成持续上涨趋势。

供应扰动增加，现实压力犹存

截止到24年2月23日，根据三方资讯机构统计的数据，国内纯镍社库超过2.8万吨，为近3年新高，春节期间仍处于累库过程中；上期所纯镍库存为1.78万吨，仓单为1.33万吨，而24年1、2月上期所纯镍到期交割量分别为3996吨、3972吨，当前交易所库存、仓单数量足够满足每个月的事物交割需求；LME库存7.03万吨，为22年6月以来最高库存。纯镍的过剩压力主要来自于电积镍生产工艺打通后产量的快速上行，根据三方资讯机构统计的数据，23年国内纯镍产量超过24万吨，同比增长近40%，消费端虽然高温合金等镍基合金需求有增长，但传统电镀、不锈钢、合金钢等消费领域需求拖累，使得总体需求难以匹配供应的快速放量。

23年四季度，在电积镍产能不断释放的背景下，电积镍开始冲击中低品质的纯镍消费，同时国内企业在LME的交割品牌注册不断落地，内外库存、仓单数量均从低位逐步增加，市场对纯镍的过剩预期逐渐转为一致，价格加速下跌，纯镍相较其他镍系产品的溢价快速压缩，随后镍价维持弱势震荡。春节假期后，沪镍主力合约在创出阶段性新低后随后止跌反弹。

关于反弹的解释主要是短期供应端扰动因素增多，包括以下几点，一是印尼政府选举换届，期间镍矿配额审批偏慢，短期镍矿供应偏紧。当地时间2月14日，印度尼西亚举行总统选举。印度尼西亚多家民调机构快速计票统计显示，现任国防部长普拉博沃·苏比安托搭档总统佐科长子、梭罗市现任市长吉布兰·拉卡布明·拉卡，赢得正副总统选举。虽然选举基本落地，但由于新总统能否完全延续上届政府的政策以及政府轮换过程中审批效率下降，部分企业反应短期镍矿供应确实略显紧张，镍铁等产品有一定减产的风险，国内镍铁价格亦出现小幅抬升。二是近期欧美陆续发布对俄罗斯的新一轮制裁，虽然从已公布的制裁措施看，并未涉及到全球纯镍重要的供应企业诺里尔斯克镍业公司，但由于后续制裁仍有进一步追加的风险，因此市场对俄镍从欧美供应链上脱钩的担忧并未完全消除。三是去年四季度以来部分镍企因镍价走低、利润大幅压缩，对经营状况较差的项目有减停产的计划，比如法国埃赫曼（Eramet）和嘉能可（Glencore）分别暂停为其陷入困境的新喀里多尼亚资产Doniambo和Koniombo项目提供资金。

过剩预期难改，关注供应变化

虽然短期供应端确实有很多扰动，但主要还是体现在镍矿、镍铁、湿法中间品等非纯镍产品上。尽管其他镍系产品的减产持续时间较长最终仍会传导到纯镍的供需，但目前还是以

预期变动带来的情绪波动为主，短期纯镍的产量并未发生明显的变化。其次，部分投资者担心俄镍被制裁牵连无法运送到欧洲的问题，虽然在俄乌冲突初期对此已经有所担忧，但到目前还并未有具体的措施落地，假设后续俄镍受到制裁，短期内确实会对全球纯镍供给，尤其是欧美的纯镍供给产生冲击，但在现有 7 万吨 LME 镍库存的缓冲背景下，通过俄镍流入国内同时中国及印尼产的纯镍流入欧美的形式发生贸易格局的转换亦可一定程度缓解纯镍局部紧张的问题，当然前提是国内流入欧美的贸易流没有被阻隔。

当前看镍矿供应紧张是阶段性的，印尼政府已开始陆续处理审批流程，预计不会造成长时间的供应紧张，从而影响企业正常生产。由于目前生产电积镍仍然是所有镍产业链中利润率较高的环节，在印尼产能仍处于建成放量的周期背景下，纯镍过剩预期仍难以完全扭转，后期关注供应层面的现实变化。