



2022 年 2 月 11 日

星期五

低库存下弹性增大

镍价走势仍有支撑

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

要点

- 镍矿方面，进入雨季之后，国内镍矿进口将大幅回落。虽然国内镍矿进口开始出现回落，但是考虑到国内镍铁整体开工意愿不足，镍矿整体供应足以满足国内需求。
- 镍铁方面，随着镍价的上涨，镍铁的冶炼利润出现恢复，但是受制于冬奥会的政策，国内镍铁的产量还难以出现明显回升。而印尼方面，由于生产线的持续投入，印尼镍铁产量稳中有升，同时航运在回归常态之后，镍铁进口量也开始增加。整体来看，当前国内镍铁供应处于增长状态。但下游不锈钢需求则在缩减，因此镍铁供需依然宽松。
- 需求方面，2022 年国内不锈钢厂减产更多是因为春节常规检修减产，部分钢厂趁着春节前后消费疲弱进行设备改造，也有部分因生产利润微薄或亏损顺势停产，以维护市场价格秩序。同时，不锈钢库存也在增加当中，市场依然存在较大压力。
- 库存方面，国内外库存都处于持续回落之中，国内库存更是降至了历史低位。低库存不但支撑了镍价，更是进一步增加了价格的弹性。
- 预计未来一个月镍价格维持震荡，波动区间在 160000-180000 元/吨之间。
- 风险点：疫情扩散超预期，全球经济复苏超预期

目录

一、 2022 年 1 月行情回顾.....	4
二、 基本面分析.....	5
1、 镍矿进口季节回落，足以满足疲弱需求.....	5
2、 纯镍供应依然偏紧，库存降至历史低位.....	6
3、 镍铁产量恢复受限，供需依然有所过剩.....	8
4、 硫酸镍产量回落，高冰镍影响仍在远期.....	9
5、 海外库存持续回落，国内库存降至低位.....	10
6、 不锈钢产量继续回落，镍铁需求将受影响.....	10
三、 行情展望.....	12

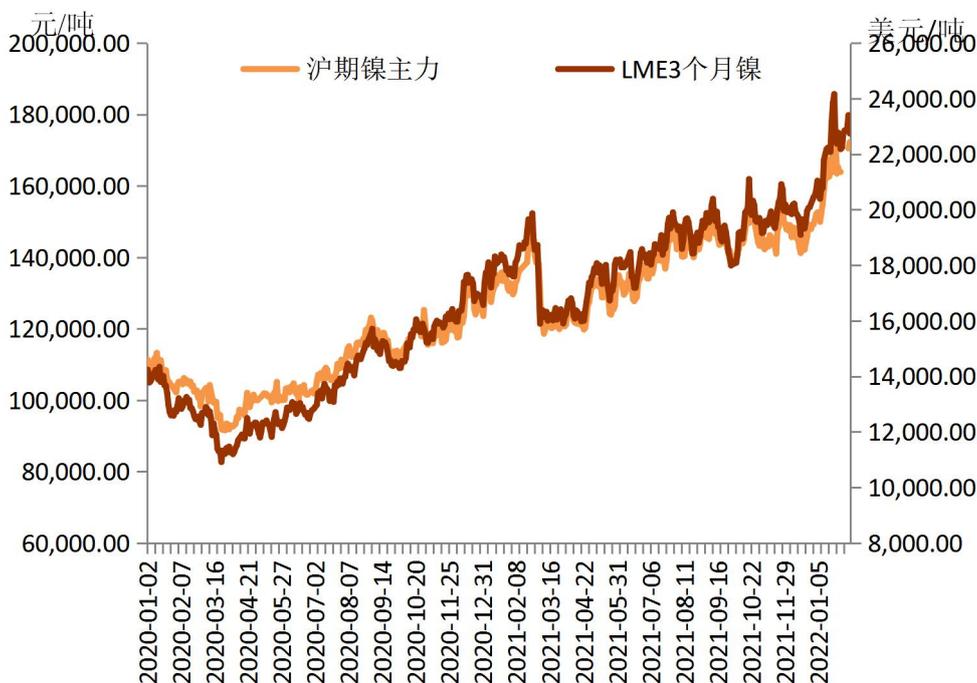
图表目录

图表 1 镍期货价格走势.....	4
图表 2 镍现货升贴水走势.....	5
图表 3 镍矿进口情况.....	6
图表 4 自菲律宾镍矿进口和印尼镍矿进口累计值.....	6
图表 5 中国电解镍累计产量.....	7
图表 6 中国电解镍当月产量.....	7
图表 7 中国精炼镍进口量.....	7
图表 8 中国自俄罗斯精炼镍进口量.....	7
图表 9 中国镍铁进口量.....	9
图表 10 中国自印尼镍铁进口量.....	9
图表 11 镍矿价格走势.....	9
图表 12 镍铁价格走势.....	9
图表 13 交易所库存变化情况.....	10
图表 14 LME 镍库存情况.....	10
图表 15 不锈钢产量情况.....	11
图表 16 300 系不锈钢产情况.....	11
图表 17 不锈钢价格情况.....	12
图表 18 不锈钢库存情况.....	12

一、2022 年 1 月行情回顾

2022 年 1 月，镍价走势大幅上涨，创出上市来新高。月初，镍价延续此前涨势，价格继续走高，但冲击前期高点遇到一定阻力，价格在前高附近出现回落。但是进入第二周之后，镍价再度上涨，价格表现强势，很快就突破了前期高点，并站上了 16 万整数关口。在突破 16 万关口之后，镍价走势横盘震荡数日。1 月 20 日，镍价出现大幅上涨，盘中单边走高，单日涨幅超过万元，并顺利突破 17 万整数关口。此后镍价进一步上涨，顺利突破 18 万整数关口，最高至 180880 元/吨，创下了上市来的新高。1 月最后一周，随着镍价上涨情绪的发酵，以及市场监管加强的消息扩散，镍价冲高回落，并一度封于跌停板，收回长阳线的涨幅，并于月底在 16 万关口之上盘整，最终收于 163750 元/吨，较此前一个月上涨 12300 元，涨幅 8.12%。伦镍方面，伦镍同样在 1 月份大幅上涨。月初，伦镍价格在前期高点附近出现盘整。此后，伦敦交易所遭遇故障，影响交易，但恢复之后，镍价跳空高开，开始了一轮大幅上涨行情，期间镍价波动较大，几次出现冲高后回落的走势，但镍价整体涨势并未受到影响，最高至 24435 美元/吨，创下了 10 年来的新高，月底伦镍跟随国内镍价回落，最终收于 22235 美元/吨，较此前一个月上涨 1530 美元，涨幅 7.39%。整体来看，镍价创出新高后，虽然有一定回落，但是整体依然处于上涨趋势之中。

图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2022 年 1 月，国内镍的现货升水走势先跌后涨。月初，随着国内纯镍库存的下降，以及国内镍价的一度回落，国内镍的现货升水出现回升，金川镍的现货升水升至 6000 元/吨之上，而俄镍的现货升水也高达 2900 元。此后，随着镍价的大幅上涨，现货涨势难以跟上期

货涨幅，现货升水出现回落，其中金川镍的现货升水回落至 2650 元/吨，俄镍的现货升水也回落至 1800 元/吨。月底，镍价出现了大幅下跌，现货升水则再度走高，金川镍的现货升水再度上行至 3800 元/吨之上，俄镍的现货升水也涨至 2950 元/吨。整体来看，国内外镍库存的回落，让镍的现货升水一直处于高位。

图表 2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、基本面分析

1、镍矿进口季节回落，足以满足疲弱需求

我国的红土镍矿主要来源于菲律宾和印尼。根据海关数据显示，2021 年 12 月我国镍矿进口量 191.46 万吨，环比减少 209.30 万吨（降幅 52.23%）；同比减少 125.88 万吨（降幅 39.67%）。其中自菲律宾进口镍矿量 153.48 万吨，环比减少 180.11 万吨（降幅 53.99%），同比减少 94.24 万吨（降幅 38.04%）；自印尼进口镍矿量 9.03 万吨，环比减少 3.06 万吨（降幅 25.33%），同比增加 1.21 万吨（增幅 15.41%）；自其他国家进口镍矿量 28.95 万吨，环比减少 26.13 万吨（降幅 47.45%），同比减少 32.85 万吨（降幅 53.16%）。

2021 年 1-12 月我国镍矿进口量累计 4352.92 万吨，同比增长 11.09%。其中自菲律宾进口镍矿总量 3904.31 万吨，同比增长 21.87%；自印尼进口镍矿总量 85.57 万吨，同比下降 74.79%；自其他国家进口镍矿总量 363.04 万吨，同比下降 3.24%。

从 12 月份的镍矿进口数据可以看出，国内 12 月份镍矿进口继续出现明显回落，这也符

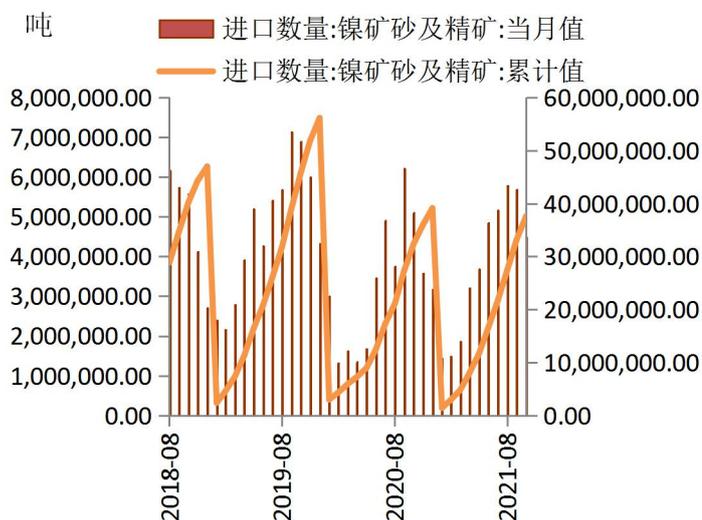
合我们此前的预期。10 月中旬正式进入菲律宾雨季，届时气影响将极大降低矿山开采及运输效率，预计至 2022 年 3 月为止菲律宾镍矿出货将大幅减少。

虽然国内镍矿进口开始出现回落，但是考虑到国内镍铁整体开工意愿不足，镍矿整体供应足以满足国内需求。

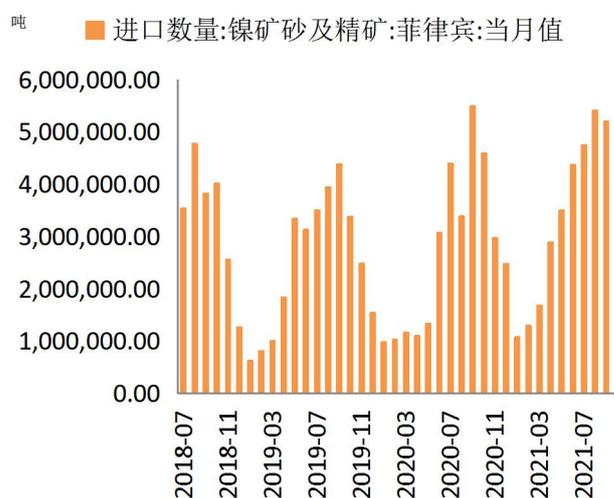
从国内港口镍矿库存来看，1 月底国内港口镍矿库存为 827.7 万湿吨，总折合金属量为 6.50 万镍吨，其中全国七大港口库存为 396 万吨。而 12 月底国内港口镍矿库存为 859 万湿吨，总折合金属量 6.75 万吨，其中全国七大港口镍矿库存为 389.3 万湿吨。

整体来看，国内镍矿库存小幅回升，此前我们担心在出口淡季国内镍矿紧张的问题，但是由于国内淡季到来之前的集中进口以及国内镍铁产量回落，因此镍矿紧张的问题平稳度过。预计今年国内镍矿将仍难出现持续紧张格局。

图表 3 镍矿进口情况



图表 4 自菲律宾镍矿进口和印尼镍矿进口累计值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、纯镍供应依然偏紧，库存降至历史低位

根据我的有色网数据，1 月全国电解镍产量预计约 1.44 万吨，环比减少 4.1%，进入 1 月，部分炼厂在完成全年生产计划后，次年 1 月略下调生产计划。预计 2022 年 2 月全国电解镍产量或为 1.36 万吨。二月产量相较于正常量有所下滑，主因自然天数造成的产量降低。

根据海关总署统计，2021 年 12 月份，中国精炼镍进口量为 27857.974 吨，环比增加 1788.947 吨，增幅 6.86%；同比增加 1.59 万吨，增幅 134.46%。2021 年 1-12 月份，中国精炼镍进口总量为 262023.969 吨，同比增加 131307.273 吨，增幅 100.45%。

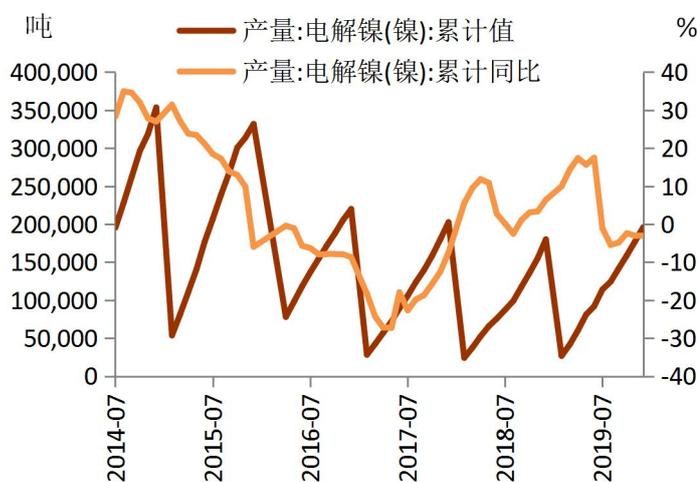
2021 年 12 月份，中国精炼镍出口量为 909.599 吨，环比增加 631.452 吨，增幅 227.02%；同比减少 1152.755 吨，降幅 55.59%。2021 年 1-12 月份，中国精炼镍出口总量为 5434.29 吨，同比减少 13474.508 吨，降幅 71.26%。

12 月镍价进口窗口依然关闭，尽管进口增加，但是部分货源会暂时先流入保税区库存，国内纯镍的供应依然偏紧。

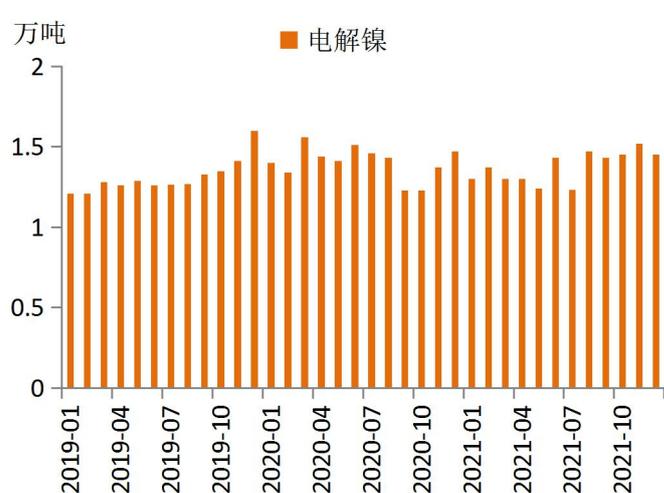
世界金属统计局公布的数据显示，2021 年 11 月全球精炼镍产量为 24.73 万吨，而需求量为 25.62 万吨。2021 年 1-11 月，全球精炼镍的表观需求量总计 268.19 万吨，供应短缺约 13.57 万吨。

整体而言，自 10 月末开始，镍进口比价持续不佳，贸易商难有进口机会，前期进口窗口尚开启之时的锁价进口则因海运延误等问题，一再延迟到货时间，国内的社会库存几乎降至历史最低点。

图表 5 中国电解镍累计产量

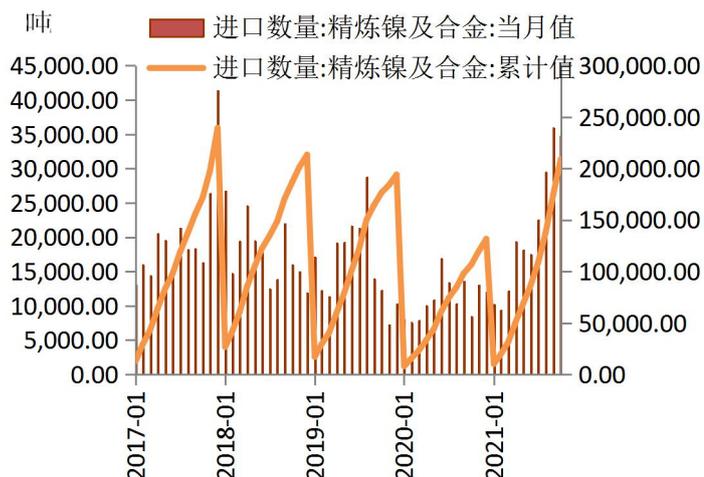


图表 6 中国电解镍当月产量

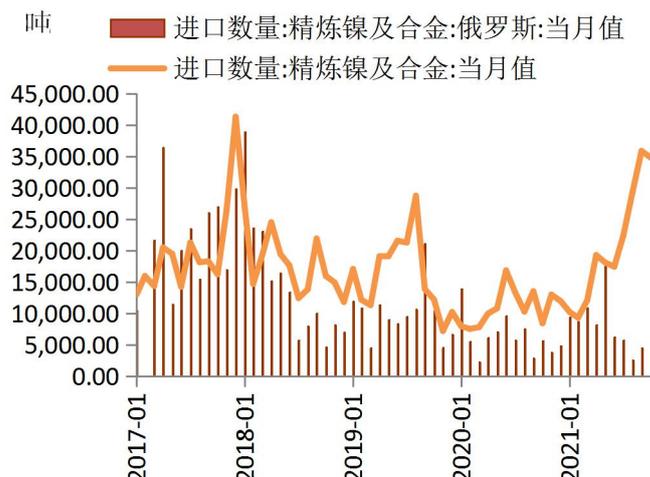


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 中国精炼镍进口量



图表 8 中国自俄罗斯精炼镍进口量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、镍铁产量恢复受限，供需依然有所过剩

据上海有色网数据，1 月全国镍生铁产量初值为 3.28 万镍吨，环比下降 0.99%，产量小幅缩减，同比下降 14.88%，不及往年同期。分品位看，高镍生铁 1 月份产量或达 2.79 万镍吨，环比上涨 0.8%；低镍生铁 12 月份产量为 0.49 万镍吨，环比下降 10.4%。虽冬奥会对生产限制有所放宽，但 1 月份河北、山东、辽宁地区的部分镍铁冶炼厂仍难恢复正常产量，小幅缩减。南方部分镍铁冶炼企业复产带动国内中高镍铁镍金属产量小幅增长。

2022 年 2 月，全国镍生铁产量预计为 3.22 万镍吨，环比下降 1.8%，分品位看高镍生铁产量或为 2.78 万镍吨，低镍铁产量或为 0.44 万镍吨。环比下降 9.9%。2 月山东、辽宁、河南等地受冬奥会影响，部分镍铁冶炼企业加大减产力度。据了解，山东地区某大型镍铁厂受冬奥会相关政策影响 2 月继续降负荷生产，中高镍铁月产量下降至满负荷生产时的 2/5。因此我们预计 2 月份国内中高镍铁产量将有所下降。

海外方面，根据我的有色数据，2022 年 1 月印尼中高镍铁实际产量金属量 8.62 万吨，环比增加 7.3%，同比增加 37.86%。2022 年 1 月印尼镍铁产量的增量主要体现在印尼德龙三期项目，月内印尼新增投产镍铁产线共 7 条。

2022 年 2 月印尼中高镍铁预估产量金属量 8.65 万吨，环比增加 0.28%，同比增加 38.42%。

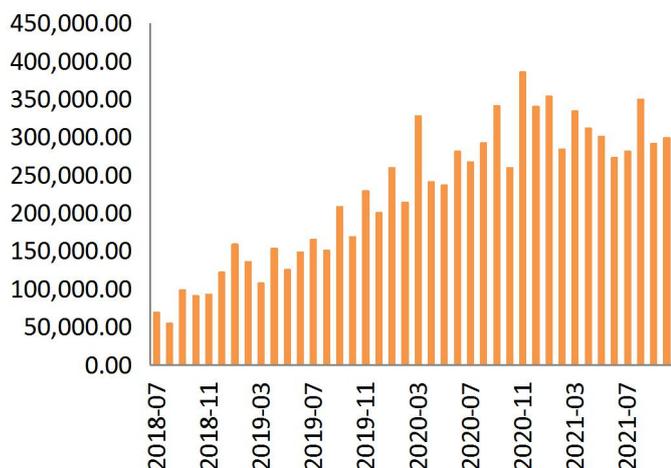
进出口方面，2021 年 12 月中国镍铁进口量 33.60 万吨，环比增加 4.57 万吨，增幅 15.76%；同比减少 0.44 万吨，降幅 1.29%。其中，12 月中国自印尼进口镍铁量 29.39 万吨，环比增加 6.29 万吨，增幅 27.23%；同比增加 3.79 万吨，增幅 14.81%。

2021 年 1-12 月中国镍铁进口总量 372.51 万吨，同比增加 28.17 万吨，增幅 8.18%。其中，自印尼进口镍铁量 314.03 万吨，同比增加 41.23 万吨，增幅 15.11%。

12 月镍铁进口开始出现回升，在印尼生产恢复之后，以及航运也回归常态之后，镍铁进出口数量开始逐步增长。

整体来看，随着镍价的上涨，镍铁的冶炼利润出现恢复，但是受制于冬奥会的政策，国内镍铁的产量还难以出现明显回升。而印尼方面，由于生产线的持续投入，印尼镍铁产量稳中有升，同时航运在回归常态之后，镍铁进口量也开始增加。整体来看，当前国内镍铁供应处于增长状态。但下游不锈钢需求则在缩减，因此镍铁供需依然宽松。

图表 9 中国镍铁进口量



图表 10 中国自印尼镍铁进口量

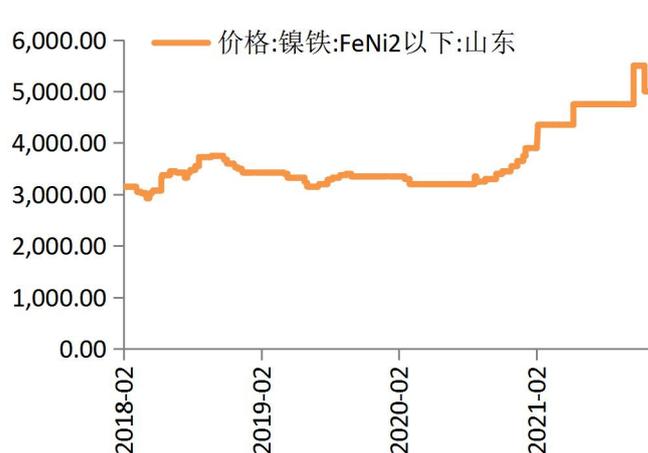


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 镍矿价格走势



图表 12 镍铁价格走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、硫酸镍产量回落，高冰镍影响仍在远期

根据上海有色网统计，1 月全国硫酸镍预计产量 2.74 万吨金属量，实物量为 12.47 万吨实物吨，环比减 1.65%，同比增 70.9%。当前市场硫酸镍镍豆自溶成本较高，部分企业产量下调。且有部分企业年终安排短线检修，也影响了部分产量，综合产量下滑较小。预计 2 月份全国硫酸镍产量为 2.79 万吨镍吨。环比增幅 2.06%。二月份节后生产情况好转，且当前镍豆供应偏紧，现货硫酸镍利润较前期好转，因此将刺激开工率提升，但考虑到 2 月份自然天数较少，预计增幅有限。

1 月 24 日，印度尼西亚青山工业园区首批高冰镍产品集港完毕，正式发运中国。这也是一度让市场认为是镍价出现大跌的原因之一。实际上，目前，该园区内在产高冰镍生产线 3 条，月度镍金属产能约 3000 吨，对于整体供应影响依然有限。“红土镍矿-镍铁/高冰镍”项目已经成为新能源头部企业布局的重点之一，预计到 2023 年年末高冰镍产能将达到 64.4

万吨。但是高冰镍大规模量产的动力，主要在于硫酸镍和镍铁之间的价差。根据测算，只有当硫酸镍和镍铁的价差高于 3.3 万元/吨，才具备镍生铁转产高冰镍的动力。当前硫酸镍和镍铁之间的价差仅略高于所测算出的镍铁转产高冰镍的成本。因此此时将镍铁转产成高冰镍卖给硫酸镍企业，与直接将镍铁卖给不锈钢厂，两者经济性上相差无几。

2021 年新能源行业快速发展下带动硫酸镍高消费，硫酸镍产量剧增。而中间品、废料等镍原料产量未能快速增量。因此镍豆大量进入中国成为硫酸镍原料，相应中国镍豆溶解硫酸镍产能扩产迅速。而 2022 年镍豆产量增量有限，LME 镍豆将维持去库状态。在未来高冰镍有大量投产的预期下，并且国内企业纷纷布局高冰镍生产硫酸镍产线，在此情况下高冰镍将对镍豆形成替代。

整体来看，随着高冰镍的投产，国内硫酸镍的原料供应紧张有望得到缓解。同时，国内硫酸镍的大量投产则会在未来带来过剩情况，从而使得镍价长期重心下移。

5、海外库存持续回落，国内库存降至低位

截至 1 月 31 日，LME 和 SHFE 的交易所库存分别为 90600 吨和 2976 吨，合计 93576 吨，和上个月相比减少了 13562 吨，较去年同期相比减少了 13367 吨。

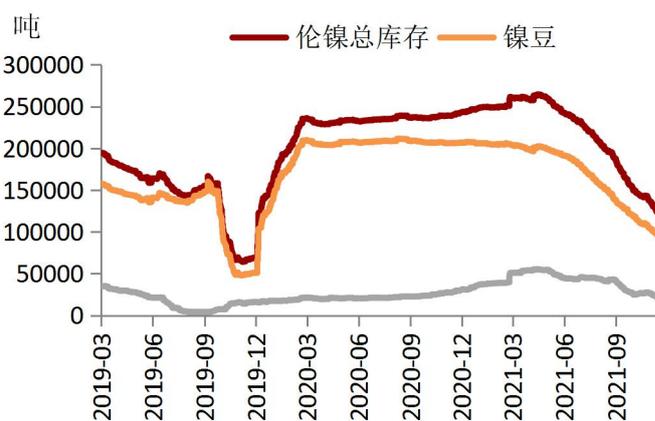
国外方面，LME 镍库存 90600 吨，较上个月下降了 11286 吨。1 月份伦敦镍库存继续回落，目前已经从高位开始出现明显下降。随着海外需求的逐步恢复，以及国内对于镍豆的进口需求增加，因此未来伦敦镍库存将继续走低。

国内方面，上期所库存较上个月下降 2081 吨至 2976 吨。SMM 六地纯镍库存去库 3748 吨至 7856 吨，其中镍豆库存减少 1450 吨至 1150 吨。整体来看，由于国内进口窗口的关闭，以及此前进口的镍板因海运问题延误，镍板的进口大幅下降，国内纯镍库存也因此去库，回落至历史低位。镍的现货升水也因此出现了整体提升。

图表 13 交易所库存变化情况



图表 14 LME 镍库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、不锈钢产量继续回落，镍铁需求将受影响

据 SMM 调研，1 月份全国不锈钢产量预计量约 234.55 万吨，较 12 月份总产量减少 33.3

万吨，环比降幅约 12.45%，同比下降 12.04%。分系别看，2022 年 1 月份 200 系不锈钢产量 65.2 万吨，同比下降 21.13%；300 系不锈钢产量约 122.7 万吨，同比下降 0.96%；400 系不锈钢产量约 46.5 万吨，同比下降 22.4%。

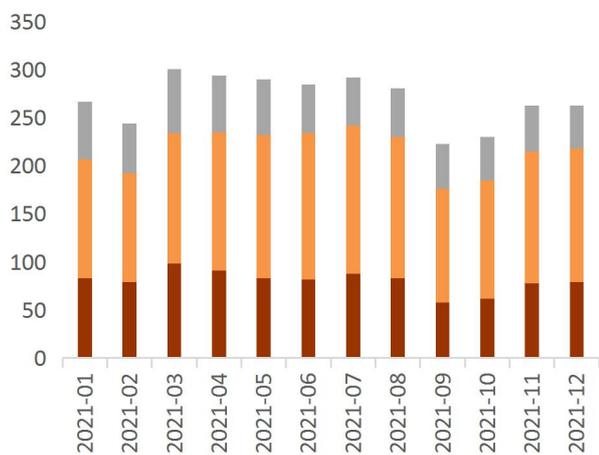
1 月不锈钢产量下降，主因春节假期期间钢厂停产检修，减少产量，而预计 2 月份不锈钢产量仍是维持 1 月份水平，总产量约 234 万吨，同比下降 4.4%。2 月份不锈钢产量仍是维持较低水平，一方面因假期原因，部分钢厂均在 2 月份 10 号之后开始生产，另一方面有个别厂家因 200 系不锈钢亏损而减少生产，降低产量；且 2 月份因自然月份只有 28 天，本就相较于正常生产时期减少近 10% 的产量，因此 2 月份不锈钢含量仍维持 230 万吨左右的水平。

2022 年国内不锈钢厂减产更多是因为春节常规检修减产，部分钢厂趁着春节前后消费疲弱进行设备改造，也有部分因生产利润微薄或亏损顺势停产，以维护市场价格秩序。这对于镍铁的需求来说有一定压力。

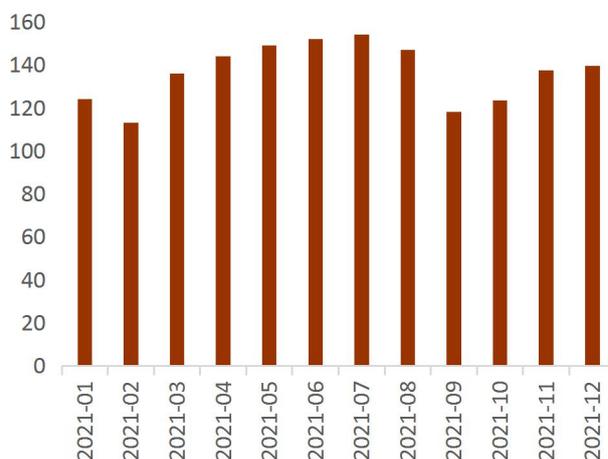
海关数据统计，2021 年 12 月份，中国不锈钢出口总量为 44.29 万吨，环比增加 4.88 万吨，增幅 12.39%；同比增加 6.31 万吨，增幅 16.61%。2021 年 1-12 月份，中国不锈钢出口总量为 440.62 万吨，同比增加 98.94 万吨，增幅 28.95%。

不锈钢库存方面，截止 2021 年 1 月底，国内无锡不锈钢库存为 41.30 万吨，佛山不锈钢库存为 12.65 万吨，合计 53.95 万吨，较上个月增加 7.71 万吨。近期国内不锈钢出现增库，主要是年底需求回落的因素。节后需求仍难有起色，预计库存仍将出现继续增长的情况。

图表 15 不锈钢产量情况

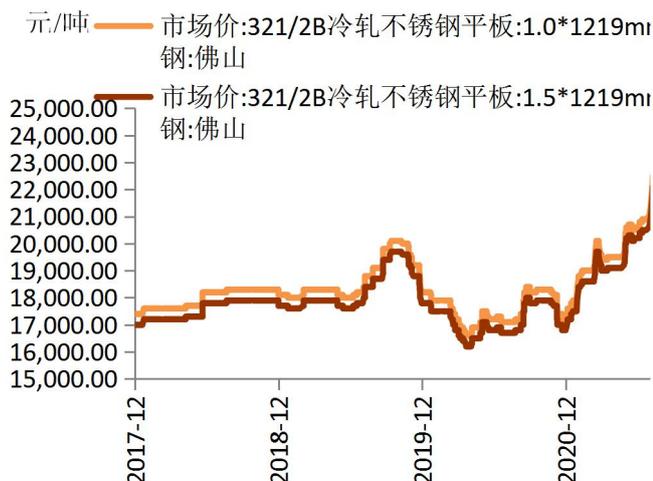


图表 16 300 系不锈钢产情况

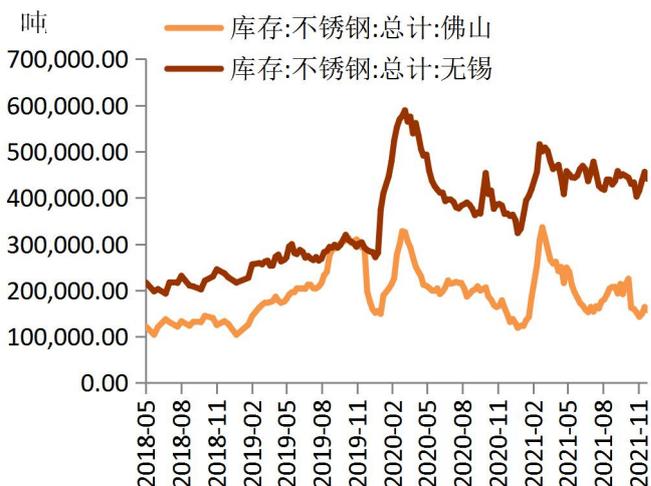


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 不锈钢价格情况



图表 18 不锈钢库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、行情展望

基本面来看，虽然国内镍矿进口开始出现回落，但是考虑到国内镍铁整体开工意愿不足，镍矿整体供应足以满足国内需求。

镍铁方面，随着镍价的上涨，镍铁的冶炼利润出现恢复，但是受制于冬奥会的政策，国内镍铁的产量还难以出现明显回升。而印尼方面，由于生产线的持续投入，印尼镍铁产量稳中有升，同时航运在回归常态之后，镍铁进口量也开始增加。整体来看，当前国内镍铁供应处于增长状态。但下游不锈钢需求则在缩减，因此镍铁供需依然宽松。

需求方面，2022 年国内不锈钢厂减产更多是因为春节常规检修减产，部分钢厂趁着春节前后消费疲弱进行设备改造，也有部分因生产利润微薄或亏损顺势停产，以维护市场价格秩序。同时，不锈钢库存也在增加当中，市场依然存在较大压力。

库存方面，国内外库存都处于持续回落之中，国内库存更是降至了历史低位。低库存不但支撑了镍价，更是进一步增加了价格的弹性。

预计未来一个月镍价格维持震荡，波动区间在 160000-180000 元/吨之间。

风险点：疫情扩散超预期，全球经济复苏超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。