



2022年10月17日 星期一

## 供需压力暂难释放

### 镍价走势维持震荡

联系人 徐舟  
电子邮箱 zhou.x@jyqh.com.cn  
从业资格号 F3053955  
投资咨询号 Z0013922

#### 要点

- 镍矿方面，随着菲律宾逐步进入雨季，因此镍矿进口将逐步回落，而国内铁厂需求在下游不锈钢排产回升情况下增加，镍矿价格将得到支撑，保持坚挺，短期也为国内NPI带来一定成本支撑。
- 纯镍方面，国内电解镍产量在新产线投产之后，产量逐步回升；而进口方面，虽然进口窗口一度打开，但是进口流入有限，因此国内纯镍供应偏紧的格局还难以打破。未来关注镍豆纳入交割之后现货市场的变化。
- 镍铁方面，2022年印尼镍铁产量环比增幅或不及年初预期，仅在30%附近；而印尼不锈钢项目或将有所投产、转产冰镍的产线或存在增量，每月的镍铁可回流量或将有所下降，国内镍铁产量则回升有限，整体供应压力也有所缓和。
- 需求方面，进入4季度，镍铁下降空间不大，成本将显现刚性；而钢厂在10月排产继续大幅增加。同时，下游市场有一定的消费复苏预期，对于后市的信心也有所增强。
- 预计4季度镍价格维持震荡走势，波动区间在170000-210000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 3 季度行情回顾.....	4
二、 基本面分析.....	5
1、 镍矿进口不及预期，镍矿价格保持坚挺.....	5
2、 纯镍产量继续回升，现货市场维持偏紧.....	6
3、 印尼镍铁冲击有限，短期供需仍有支撑.....	8
4、 硫酸镍产量继续增加，产业瓶颈缓和或将推迟.....	10
5、 国外库存继续回落，镍豆交割将缓和库存紧张.....	10
6、 不锈钢产量继续回升，镍铁需求得到提振.....	11
三、 行情展望.....	12

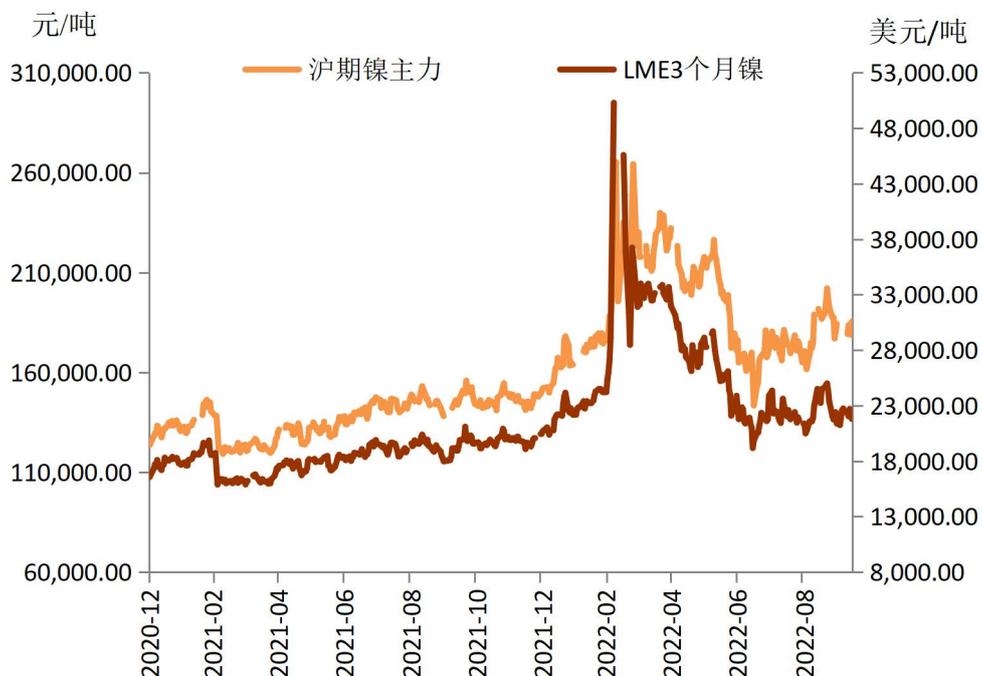
## 图表目录

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.....	8
图表 8 中国自俄罗斯精炼镍进口量.....	8
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.....	11
图表 14 LME 镍库存情况.....	11
图表 15 不锈钢产量情况.....	12
图表 16 300 系不锈钢产情况.....	12
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3季度行情回顾

2022年3季度，镍价走势先跌后涨，价格维持大幅波动状态。进入7月份之后，镍价延续了此前的下跌走势，价格继续回落，很快就跌破前期低点，最低下探至130430元/吨，创下了一年多来的新低；7月下半月，镍价走势开始企稳回升，价格连续上涨，并重返17万整数关口之上。8月份，镍价走势陷入盘整，价格主要在15.5-17.5万元/吨的区间内震荡，期间多次出现长阳线，但是都难以持续，很快就再度回落。进入9月份，镍价在月初小幅下探，连续两天收阴之后，就开始重拾涨势；此后价格一路走高，9月9日更是出现单日涨幅超过万元的表现，本轮镍价涨势持续至9月中旬，最高至199070元/吨。9月下旬，镍价出现回落，最终收于184370元/吨，较二季度末上涨16070元，涨幅9.55%。伦镍方面，3季度伦镍走势更显弱势，价格宽幅震荡，有所回落。7月份，伦镍走势大起大落，在上半月出现大幅回落，最低至18230美元/吨，但下半月又连续上涨，最高上行至25200美元/吨。8月份，伦镍走势震荡回落，上半月有过反弹，但都未能持续，下半月窄幅缓慢走低。9月份，伦镍则又迎来了大起大落走势，先是价格连续上涨，表现强势，最高至25700美元/吨，但是进入9月下旬，伦镍又连续下跌，收回涨幅，最终收于21400美元/吨，较二季度末下跌1300美元，跌幅5.73%。整体来看，镍价在经历了大幅下跌之后，和大幅反弹之后，价格进入宽幅震荡走势，而内外镍价则由于人民币贬值因素出现分化。

图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2022年3季度，国内镍的现货升水走势继续保持高位，特别是7月份现货升水出现了

大幅回升，8和9月份有所回落。进入7月份之后，纯镍库存继续回落，市场现货紧张持续，现货升水也继续攀升，金川镍现货升水最高至26000元/吨之上，俄镍的现货升水也一度高达22000元/吨之上。换月之后，8月份，镍的现货情况有所缓和，市场也对镍豆交割有所预期，镍的现货升水一路回落。此后无论是金川镍的现货升水还是俄镍的现货升水在1万元/吨附近盘整，并持续至三季度末。镍的现货升水一直居高不下的主要原因在于国内库存持续低位，可交割货品不足，未来随着上期所允许镍豆纳入交割，镍的现货升水也将逐步走低。

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、镍矿进口不及预期，镍矿价格保持坚挺

我国的红土镍矿主要来源于菲律宾。根据海关数据显示，2022年8月中国镍矿进口量433.96万吨，环比减少0.7%，同比减少24.9%。其中，自菲律宾进口镍矿量380.11万吨，环比减少1.4%，同比减少29.8%。自其他国家进口镍矿量53.85万吨，环比增加4.0%，同比增加47.7%。2022年1-8月，国内镍矿进口总量2385.72万吨，同比减少13.08%。其中，自菲律宾进口镍矿量1966.58万吨，同比减少21.23%。

从进口数据来看，1-8月份镍矿进口数量整体不及预期，特别是8月份的月度进口也低于往年同期水平，除了菲律宾的天气因素之外，还和国内镍铁厂家的需求下降有关。从往年数据来看，一般来说三季度中国镍矿进口会出现明显抬升，然而最近三个月镍矿进口量都在

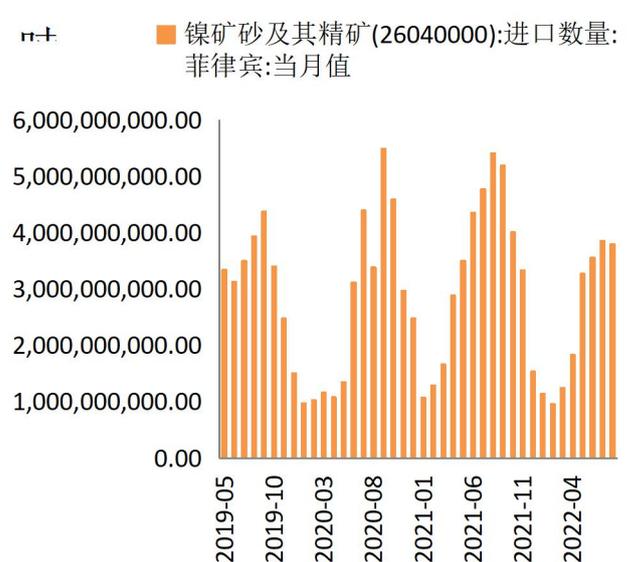
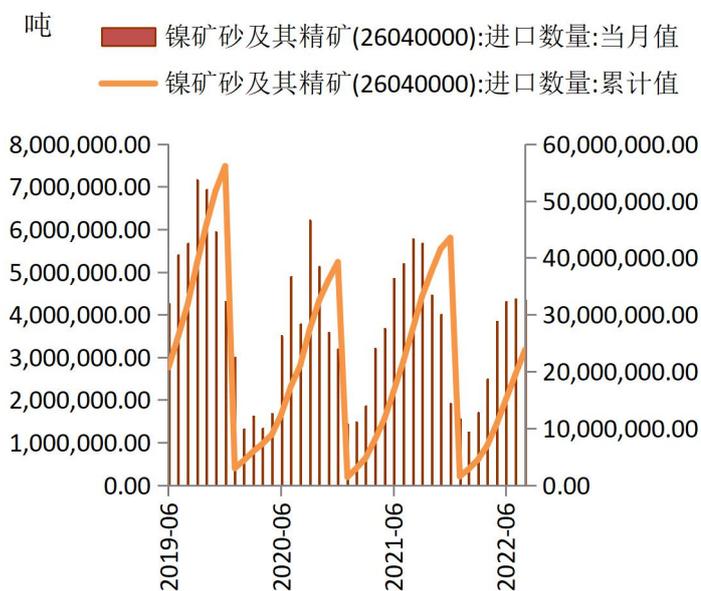
430 万吨附近，并未出现攀升姿态。由于镍铁价格持续走低，国内镍铁生产利润大幅回落，因此对于镍矿需求也不断回落。进入 10 月份之后，随着菲律宾主要矿区苏里高逐步进入雨季，镍矿后续出货量将受到天气限制逐步减少，镍矿进口将继续呈现回落态势。

从国内港口镍矿库存来看，全国港口镍矿库存较上月增加 138.5 万吨湿吨至 761,4 万湿吨，总折合金属量 6.0 万金吨。其中全国七大港口库存 420.9 万湿吨。当前镍矿市场依旧维持供需两弱的局面，矿山挺价意愿偏强。雨季备货节点将至，铁厂大量备货积极性较差，预计港口镍矿库存累库幅度相比往年有限。

整体来看，随着菲律宾逐步进入雨季，因此镍矿进口将逐步回落，而国内铁厂需求在下游不锈钢排产回升情况下增加，镍矿价格将得到支撑，保持坚挺，短期也为国内 NPI 带来一定成本支撑。

图表 3 镍矿进口情况

图表 4 自菲律宾进口镍矿累计值



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、纯镍产量继续回升，现货市场维持偏紧

据上海有色网调研，2022 年 9 月全国电解镍产量共计 1.54 万吨，环比下降 0.65%，同比增长 7.67%。9 月份国内纯镍产量较 8 月相比几无变动，虽西北电解镍厂出现小幅减产但仍处于正常的排产区间。

预计 2022 年 10 月全国电解镍产量 1.61 万吨，环比增长 4.55%，同比增长 10.92%。预计 10 月份电解镍产量小幅增加主因不锈钢方面 10 月增产预期比较强烈；此外，合金行业电解镍需求向好今年纯镍耗用情况呈现震荡上行走势，9 月纯镍耗用环比增长 1.89%，叠加盐厂复产电解镍情况良好预计有增量的可能。

据海关统计数据平台公布，2022 年 8 月中国精炼镍进口量 11959.35 吨，环比增加 2.21%，

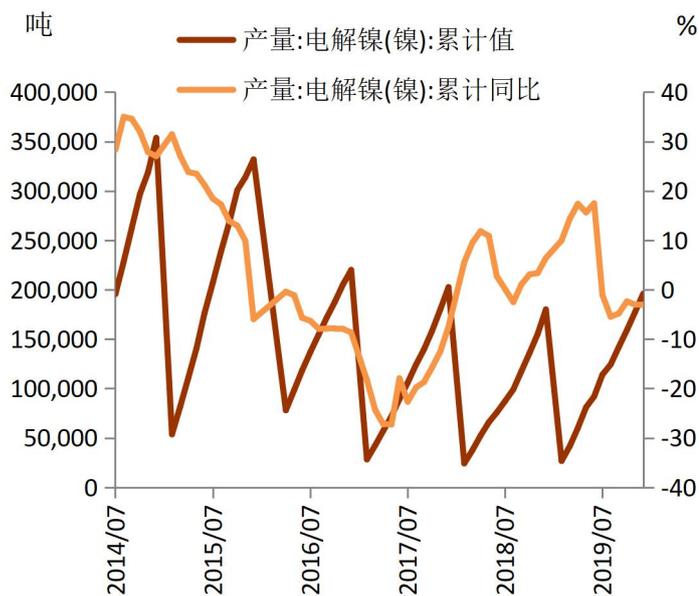
同比减少 59.36%。2022 年 1-8 月，国内精炼镍进口总量 9.31 万吨，同比减 16.1%。2022 年 8 月镍豆进口量为 2248 吨，较 7 月环比减少 44.35%，累计同比下降 25%。其中自澳大利亚与马达加斯加进口的镍豆合计仅 2218 吨，环比减少 44.61%，同比更是大幅下降了 90.02%，创下自 2020 年 9 月以来单月镍豆进口最少纪录。

自今年二季度以来，随着进口镍中间品的大量涌入，镍豆占硫酸镍原料比例急剧减小。2022 年 8 月中国硫酸镍产量 3.37 万金属吨，其中镍豆/镍粉占比仅 6.27%，中间品占比 71.42%。对于镍豆需求的大幅减少是镍豆进口下降的最主要原因。但进入 9 月，受硫酸镍及不锈钢行情回暖影响保税区库存延续去库趋势，因此预计 9 月清关量较 8 月或出现小幅回升。

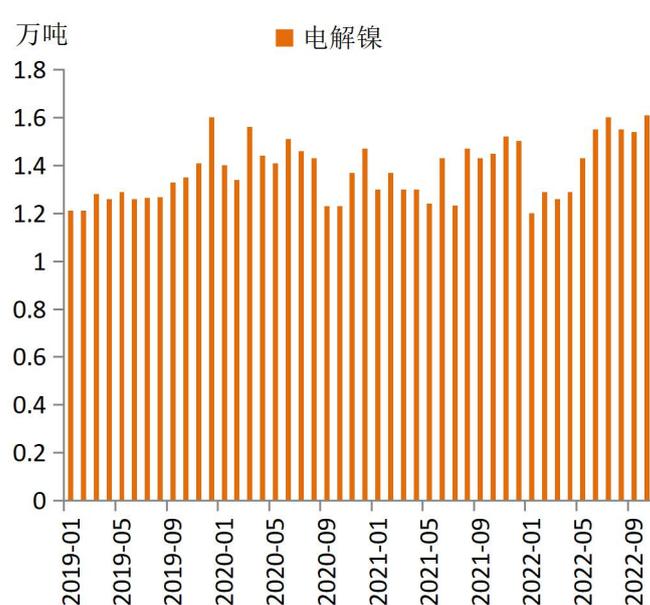
同时，市场也在关注上期所修改交割规则，增加了镍豆交割的相关内容，虽然细则还未正式公布，但未来镍豆将进入可交割的范围。上期所增加镍豆交割，主要原因是目前国内纯镍库存处于低位，现货升水居高不下，已经严重影响了企业的套保。在增加镍豆交割之后，缓解目前可交割标的紧张，现货升水有望逐步回落，同时内外的价差也将出现回归。

整体而言，国内电解镍产量在新产线投产之后，产量逐步回升；而进口方面，虽然进口窗口一度打开，但是进口流入有限，因此国内纯镍供应偏紧的格局还难以打破。未来关注镍豆纳入交割之后现货市场的变化。

图表 5 中国电解镍累计产量



图表 6 中国电解镍当月产量

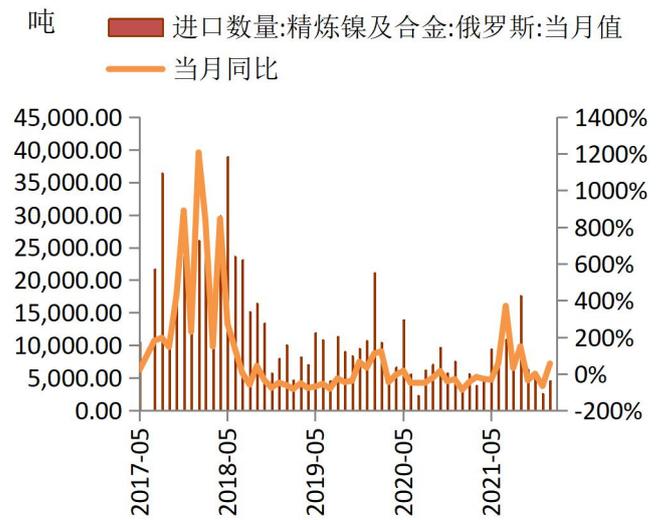


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、印尼镍铁冲击有限，短期供需仍有支撑

据上海有色网数据，2022年9月全国镍生铁产量为3.15万镍吨，环比上涨6.67%，同比上涨2.53%。9月不锈钢现货价格上涨，不锈钢厂亏损缩窄，同时不锈钢订单相较8月增加，因此钢厂9月大幅增产，对镍铁的需求量增加。分品位看，高镍生铁9月份产量约2.46万镍吨，环比上涨6.67%；低镍生铁产量为0.69万镍吨，环比上涨3.23%。9月内高镍生铁价格呈上行趋势，国内镍铁厂由于前期亏损严重，在不锈钢市场情绪的带动下，镍铁价格也随之反弹。此外，9月200系不锈钢利润情况较好，整体呈盈利状态，故其产量小幅增加，低镍生铁产量也随之增加。在镍铁需求转好的市场环境下，镍铁厂库存压力缓解，镍铁供需整体趋于平衡。

预计2022年10月全国镍生铁产量在3.33万镍吨左右，较9月产量小幅增加。需求端，部分不锈钢厂当前存在利润，同时考虑到来年产量上限问题，10月将出现小幅增产情况。

进出口方面，2022年8月中国镍铁进口量62.5万吨，环比增加24.7万吨，增幅65.2%；同比增加27.6万吨，增幅78.9%。其中，8月中国自印尼进口镍铁量58.3万吨，环比增加23.6万吨，增幅68.0%；同比增加28万吨，增幅92.3%。

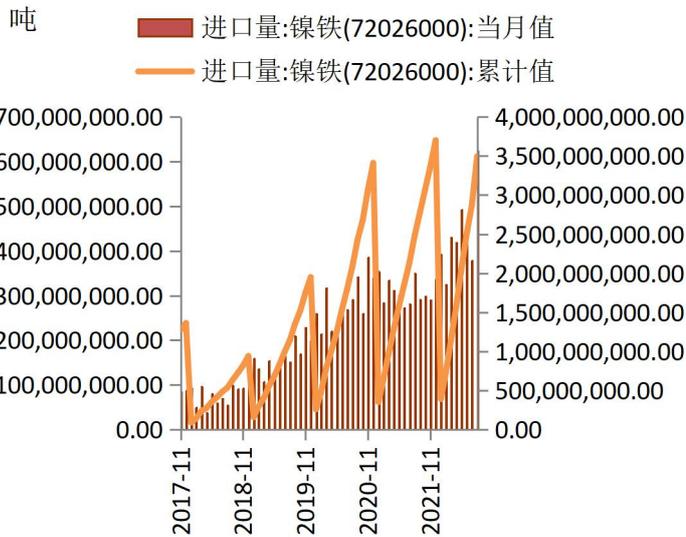
2022年1-8月中国镍铁进口总量349.6万吨，同比增加100.3万吨，增幅40.2%。其中，自印尼进口镍铁量320.6万吨，同比增加109.9万吨，增幅52.1%。

8月份，国内镍铁进口大幅增加，其中主要增幅来自于印尼。主要原因是前期受影响船只集中在8月份到港。7月因印尼的强降雨天气，及部分镍铁发运港口拥挤，多条船舶滞留在装货港口，印尼镍铁船只延迟发运。随着月内天气好转，前期延误的船只纷纷在8月上旬集中发运。此外，印尼声称将在三季度前落地出口征税，进出口成本增加加之行情下行，也促使印尼铁加速回流。我们预计目前的高进口难以持续，9月进口量将会出现明显环比下降。

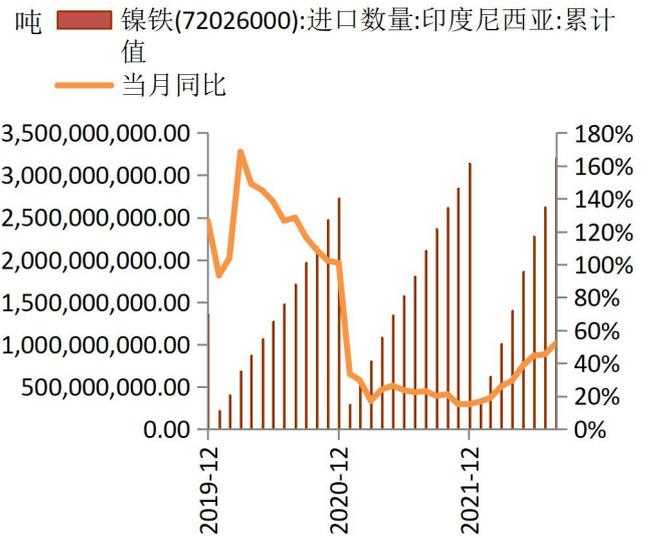
整体来看，2022年印尼镍铁产量环比增幅或不及年初预期，仅在30%附近；而印尼不锈钢项目或将有新产线投产、转产冰镍的产线或存在增量，每月的镍铁可回流量或将有所下降，国内镍铁产量则回升有限，整体供应压力也有所缓和。

长期趋势来看，随着印尼镍铁的持续投产，对于国内市场形成较大冲击，镍铁未来仍处于供大于求压力之中。但是短期来看，成本端国内镍铁仍有支撑，厂家也存在挺价意愿；供应端，印尼镍铁回流有限，国内产量难以大幅增长；需求端下游不锈钢开工回升，对于镍铁备货需求增加，因此镍铁价格短期难以大幅回落。

图表9 中国镍铁进口量

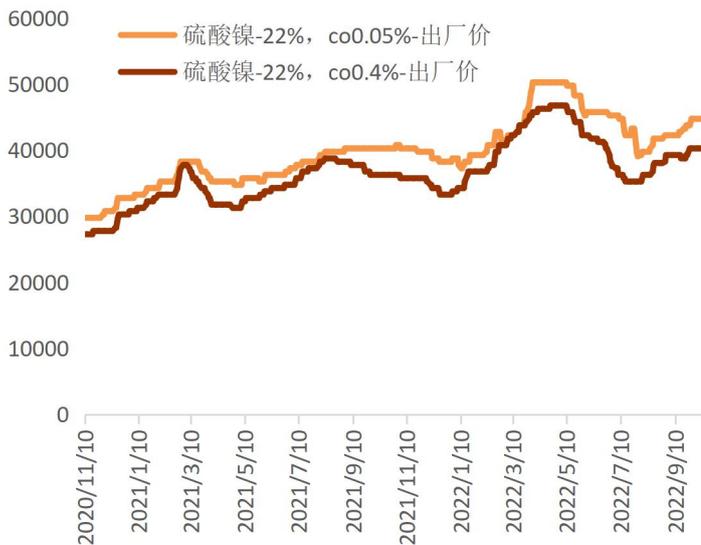


图表10 中国自印尼镍铁进口量

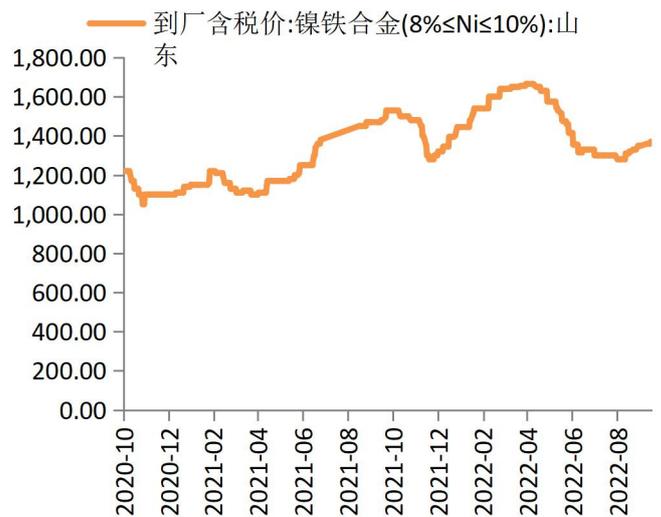


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、硫酸镍产量继续增加，产业瓶颈缓和或将推迟

根据上海有色网统计，2022年9月全国硫酸镍产量4.15万吨金属量，实物量为18.9万吨实物吨，环比增15%，同比增48.8%。9月份，电池级硫酸镍再次大幅度增量。其中高冰镍使用量占比为28%，MHP占比为45%。镍豆镍粉仅为9%。9月份增量同8月份类似，仍主要为一体化前驱体厂前期产能放量，叠加少数厂家MHP产线产能开工率提升，9月增量明显。另外硫酸镍散单供应仍相对偏紧，供应紧张的预期下电池级硫酸镍价格继续上行，刺激了一些新增产能及转产产线的进入，预计这部分产线投产集中期位于11-12月份。电池级硫酸镍年内将继续有增量出现。10月份，在需求持续增加，生产利润情况良好的背景下，产量环比9月继续增量，环比增幅7.9%至4.48万吨镍吨，同比增幅51%。

下游方面，9月我国动力电池产量共计59.1GWh，同比增长155.2%，环比增长18.1%。其中三元电池产量24.3GWh，占总产量41.1%，同比增长152.1%，环比增长26.1%。1-9月，我国动力电池产量累计372.1GWh，累计同比增长176.2%。其中三元电池累计产量150.2GWh，占总产量40.4%，同比累计增长139.0%。今年国内电动汽车市场渗透增长尤其迅猛，电动汽车的巨大需求，对应的是动力电池的需求，进而对硫酸镍需求也进一步增加。

市场关注的焦点在于高冰镍投产进度，2月中国首次进口来自印尼的高冰镍，实物量2614吨。随着印尼青山冰镍相关产线不断放量，到达国内货物亦在不断增加，国内生产企业也在加快冰镍产线投产。近期由于中间品大幅扩产以及经济性优于镍豆，镍豆的需求量出现了大幅回落。此前我们预计随着中间品产线的增加，中间品放量，硫酸镍在2022年年底也会出现供给过剩的状态。但是从目前市场进度来看，高冰镍和MHP的产能并不能完全匹配硫酸镍的量。MHP和高冰镍虽然进口较多，但硫酸镍现有的使用MHP和高冰镍的产线并不能完全消耗这些原料。因此造成原料虽然过剩，但硫酸镍依然供应偏紧的一个情况。硫酸镍的产业瓶颈的缓和还需得到年底。

长期来看，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、国外库存继续回落，镍豆交割将缓和库存紧张

截至9月30日，LME和SHFE的交易所库存分别为52758吨和2706吨，合计55464吨，和上个月相比减少了2686吨，较去年同期相比减少了107563吨。

国外方面，LME镍库存52758吨，较上个月下降了1854吨。9月份伦敦镍库存回落势头进一步延续，打破2019年的低点，为2008年12月以来历史最低库存。目前俄乌局势并没有出现明显缓和，俄镍出口受到了较大影响，预计未来伦敦镍库存仍难出现明显回升。

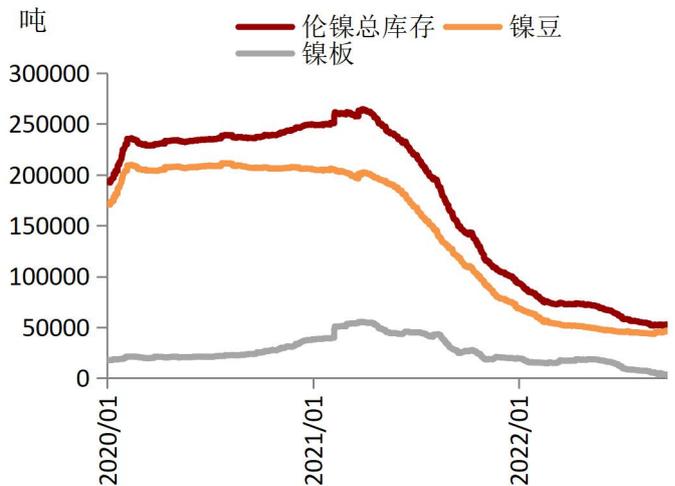
国内方面，上期所库存较上个月下降832吨至2706吨，国庆之后有所回升。但目前市场可流通资源较少，现货升水处于高位状态，持货商家交仓意愿低的问题依然存在，因此库存仍然处于低位，这也限制了市场套保功能的发挥。上期所目前已经开始纳入镍豆交割，这大大增加了可交割标的的数量，预计未来市场的低库存也将逐步得到缓和，现货升水也将出

现重心下移。

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、不锈钢产量继续回升，镍铁需求得到提振

根据上海有色网数据，2022年9月份全国不锈钢产量总计约275.94万吨，较8月份总产量环比增幅约21.10%，同比增加29.52%。其中分系别看，200系不锈钢9月份产量85.90万吨，环比增加12.58%；300系不锈钢产量约152.09万吨，环比增加23.84%；400系产量约37.95万吨，环比增加31.95%。

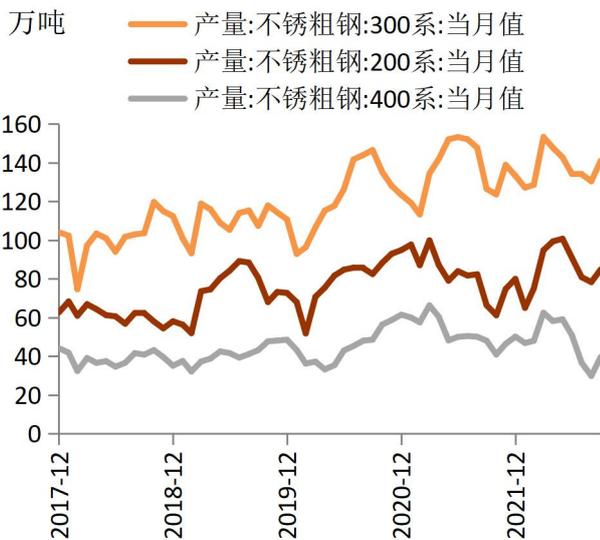
在9月大幅复产基础上，10月全国不锈钢厂2、3、4系均有进一步增产预期，主要增量体现在部分大型钢厂及新增项目上，其余中小型企业依然维持较为保守的排产计划；印尼不锈钢产量或稍有增加。分系别来看，2、3系产量增加较多，主因或在于这两个系别仍有一定利润空间；而由于铬铁、普碳废钢等原料成本高企，且厂库、社库的去化速度较缓，因此4系的增产量或较为有限。

进出口方面，2022年8月不锈钢进口总量31.02万吨，较7月进口量上涨近14万吨，环比增加73.6%，同比增幅6.8%。其中来自印尼的进口量也显著增加，占印尼产量的比例回到80%以上，与7月相比环比几乎翻倍，同比上涨14.33%。

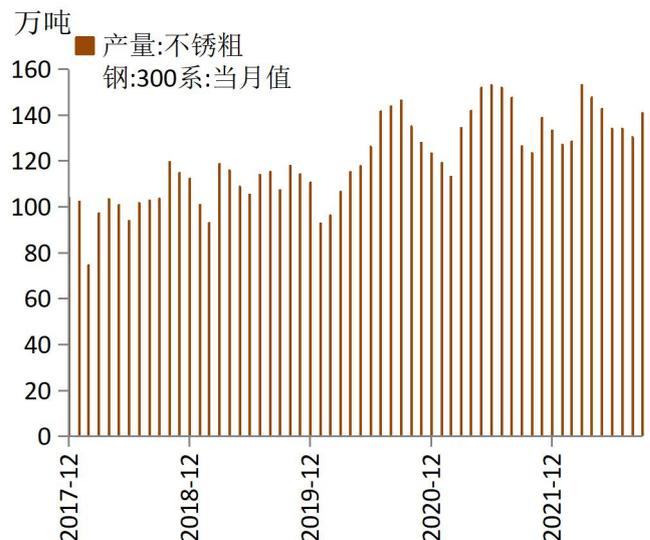
不锈钢库存方面，截止2021年9月底，国内无锡不锈钢库存为38.7万吨，佛山不锈钢库存为11.8万吨，合计50.6万吨，较上个月下降11.1万吨。从不锈钢库存数据来看，库存下降也主要反映了下游需求有所回暖。目前各地方政府刺激房地产消费政策，取消限购，延长贷款时限等等，都力度较大，且频率提高，对于需求起到了支撑作用。后市，市场预期也转向乐观，因此库存仍有可能继续回落。

整体来看，进入4季度，镍铁下降空间不大，成本将显现刚性；而钢厂在10月排产继续大幅增加。同时，下游市场有一定的消费复苏预期，对于后市的信心也有所增强。

图表 15 不锈钢产量情况

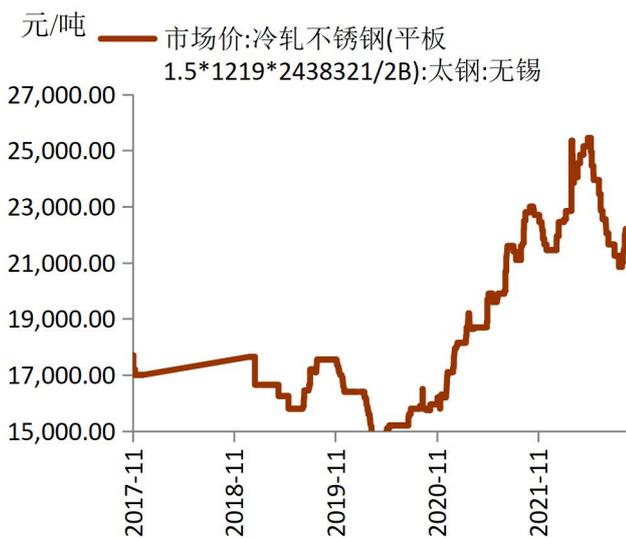


图表 16 300系不锈钢产情况

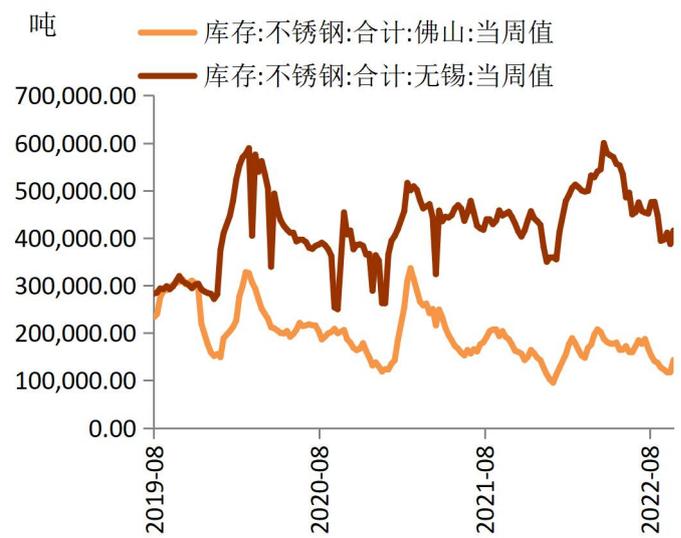


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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，随着菲律宾逐步进入雨季，因此镍矿进口将逐步回落，而国内铁厂需求在下游不锈钢排产回升情况下增加，镍矿价格将得到支撑，保持坚挺，短期也为国内NPI带来一定成本支撑。

精炼镍方面，国内电解镍产量在新产线投产之后，产量逐步回升；而进口方面，虽然进口窗口一度打开，但是进口流入有限，因此国内纯镍供应偏紧的格局还难以打破。未来关注镍豆纳入交割之后现货市场的变化。

镍铁方面，2022 年印尼镍铁产量环比增幅或不及年初预期，仅在 30%附近；而印尼不锈钢项目或将有新产线投产、转产冰镍的产线或存在增量，每月的镍铁可回流量或将有所下降，国内镍铁产量则回升有限，整体供应压力也有所缓和。

需求方面，进入 4 季度，镍铁下降空间不大，成本将显现刚性；而钢厂在 10 月排产继续大幅增加。同时，下游市场有一定的消费复苏预期，对于后市的信心也有所增强。

预计 4 季度镍价格维持震荡走势，波动区间在 170000-210000 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。