



2023年1月6日

供需双弱

镍价震荡

核心观点及策略

- 基本面来看，镍矿进口量有所减少，港口镍矿库存短期维持此水平，长期仍为去库趋势，支持镍矿价格高位继续给到镍铁成本支持。
- 精炼镍方面，国内电解镍产量因西北精炼镍检修产量环比下行，12月中旬预计检修完毕，12月产量或有增长，但幅度较小；但进口方面，内强外弱格局延续进口镍可能持续偏少，供应端整体压力不大。
- 镍铁方面，钢厂备货已陆续进行到中后期，短期镍生铁价格存在上行空间，后续随着集中采购热潮接近尾声，镍生铁需求也将逐渐减少，因此持续性的价格拉动在年前表现并不强。
- 需求方面，来自疫情的冲击或超过市场预期，而较为坚挺的成本支撑使得不锈钢价格的下降空间有限。而春节的休假在放缓累库的同时也减小了不锈钢对原料的需求。
- 预计1月份镍价格承压震荡，波动于200000-220000元/吨之间。
- 策略建议：观望
- 风险因素：疫情扩散超预期，全球经济复苏超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、2022年12月行情回顾	4
二、基本面分析	5
1、镍矿供应低位，工厂采购谨慎	5
2、纯镍产量进口双减，现货市场偏紧.....	6
3、镍铁过剩有所修复，短期供需仍有支撑.....	7
4、需求下滑产量上行，硫酸镍有下跌风险.....	9
5、国外库存小幅回升，但整体库存继续处于低位.....	10
6、不锈钢消费淡季兑现，成本支撑价格	10
三、行情展望	12

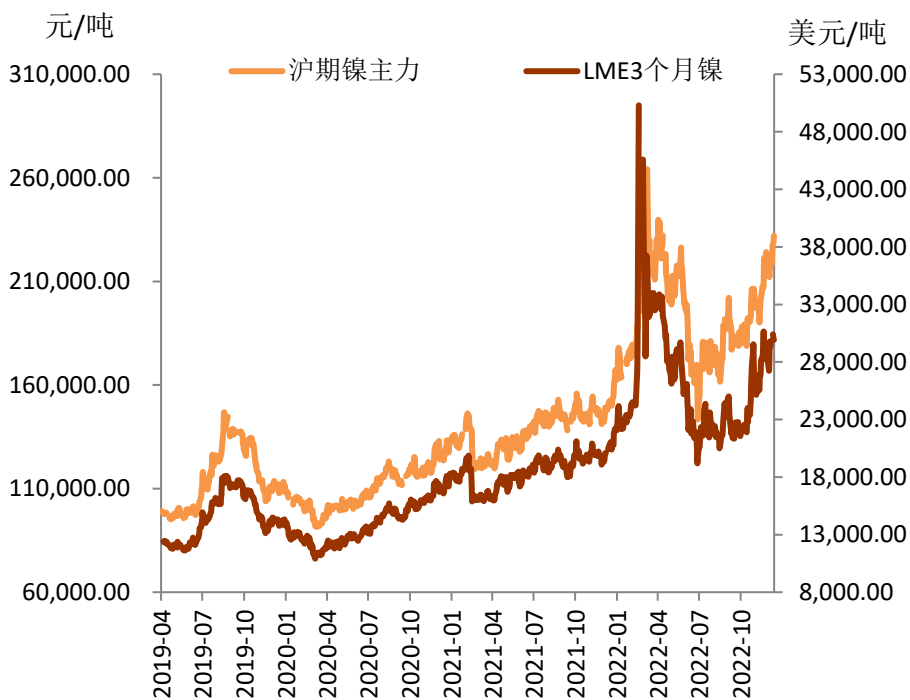
图表目录

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.....	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12月行情回顾

2022年12月，镍价在全年收官月份表现较强，接连走高创近半年新高232290元/吨。12月份以来各省市防疫政策的逐步优化，各地区经济复苏蓄势待发，房地产政策不断出现新的有效政策，未来市场消费被大为看好，市场多头情绪不断被激发，金属市场集体反弹。镍价率先突破11月份创造的震荡区间上沿至22万高位，但并未直线上行，12月中回落至21万附近震荡，直至月底部分企业进入账务结算时期，贸易商鲜有进行大量进口，市场可流通进口镍日益减少。而且在盘面外强内弱的情况下，出口利润吸引国产镍板外流情况，供应支撑加强，镍价迎来月内第二波上行，创半年新高，其后保持23万上方震荡。月内涨33530元/吨，涨幅16.89%。海外美债收益率近日迎来40年最严重的倒挂，美国未来经济形势难言乐观。面临即将开始的年内最后一次美联储议息会议（12月13-14日），市场普遍猜测美元加息将放缓，甚至对未来美联储货币政策转向抱有一定的预期，市场看涨氛围浓厚，伦镍一度冲击33575美元/吨高点，但缺乏基本面支持，镍价冲高之后又迅速回落27000美元附近，12月下旬重心小幅上行，但未能再创新高，下半个月相比沪镍弱势，月内上涨3115美元/吨，涨幅11.62%。

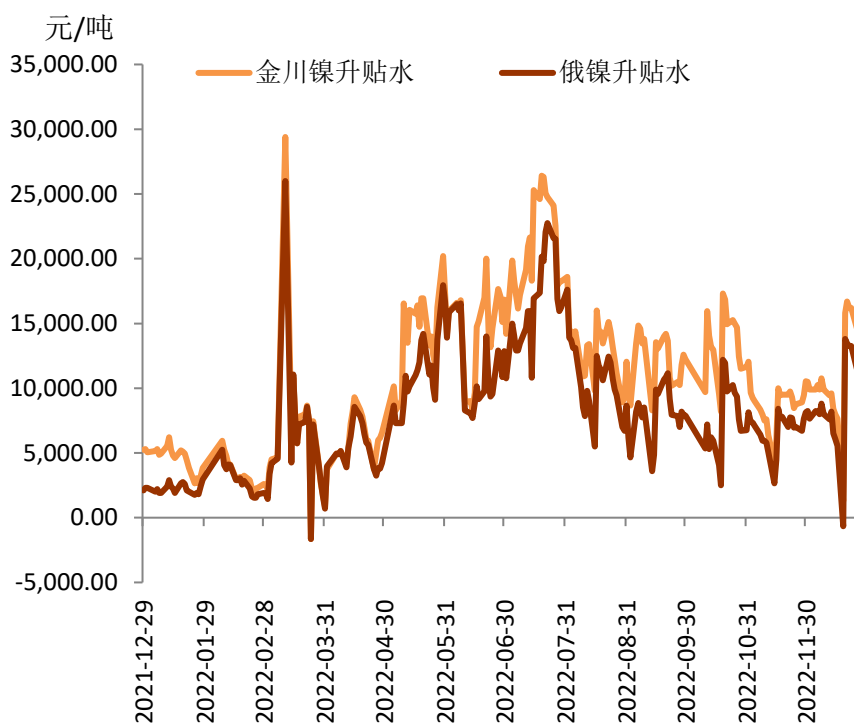
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2022年12月份，国内镍的现货升水继续高位并且在12月下旬快速走高至一万上方。供给端，内外盘价差尚未恢复，海外纯镍现货进口亏损较大，目前已至月底叠加进口长期亏损，市场纯镍现货偏紧。但国内镍铁呈现持续累库趋势，过剩局面下镍铁价格日渐走低。需求端，不锈钢现货市场成交依旧冷清，限制升水，一度在交割附近金川镍升水一度从7650元下行至1300元/吨。但下半个月进口窗口仍然持续关闭，纯镍供给端持续偏紧，多数贸易商出现惜售心理，市面流通货源紧，社会库存低位助力，镍升水快速上行，金川镍月内升水高至16700元/吨，俄镍升水高至13800元/吨。整体来看，月底纯镍上游出货心态明显改善，现货升水有所下调，但现货成交依旧偏弱，进口窗口延续亏损，短期升水下调有限。

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、镍矿供应低位，工厂采购谨慎

据中国海关数据统计，2022年11月中国镍矿进口量416.93万吨，环比减少12%，同比增加4%。其中，自菲律宾进口镍矿量357.96万吨，环比减少10.6%，同比增加7.3%。自其他国家进口镍矿量58.97万吨，环比减少19.7%，同比减少12.2%。

2022年1-11月，中国镍矿进口总量3748.32万吨，同比减少9.9%。其中，自菲律宾进口镍矿总量3147.07万吨，同比减少16.1%；自其他国家进口镍矿总量601.25万吨，同比

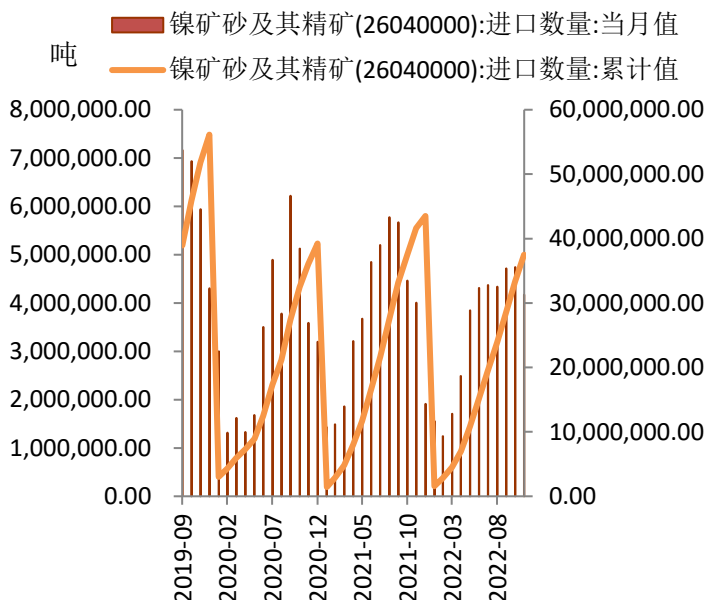
增加 46.4%。

11 月菲律宾主矿区苏里高进入雨季后，镍矿供应呈下降趋势，但由于多数 10 月下旬到港船舶装货速度缓慢，多延迟至 11 月发出，故 11 月至中国进口量下滑有限，同比 2021 年略有增加。12 月各国镍矿供应仍维持低位，加之年底工厂多降负荷生产，预计总进口量将继续下滑至 240-280 万吨。

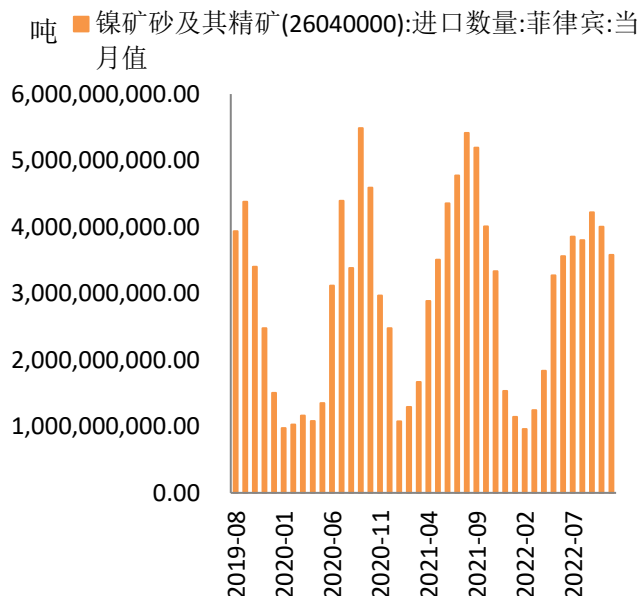
从国内港口镍矿库存来看，全国港口镍矿库存较上月增加 63 万湿吨至 918.2 万湿吨，总折合金属量 7.2 万镍吨。其中全国七大港口库存 504.3 万湿吨。镍矿港口库存再度累库，分港口看岚山港数据有明显增加。当前正值菲律宾雨季，出货量较少，供应偏紧。需求端下游需求疲软，镍铁厂生产意愿平淡，开工率偏低的情况下镍矿库存去库缓慢。

整体，预计后续港口镍矿库存短期维持此水平，长期仍为去库趋势，支持镍矿价格高位。

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、纯镍产量进口双减，现货市场偏紧

据上海有色网调研，2022 年 11 月全国电解镍产量共计 1.49 万吨，环比下降 3.11%，同比下降 1.91%。11 月期间国内疫情问题缓解且各冶炼厂货物运输问题也已恢复正常。但据 SMM 调研了解，国内西北某精炼镍厂家因检修问题停产，预计 15-30 日后恢复正常生产预计影响产量约 500-1000 吨。该影响产量占比中国精炼镍总产量的 3.23%-6.45%，因此本次检修对国产精炼镍供给情况影响较小。

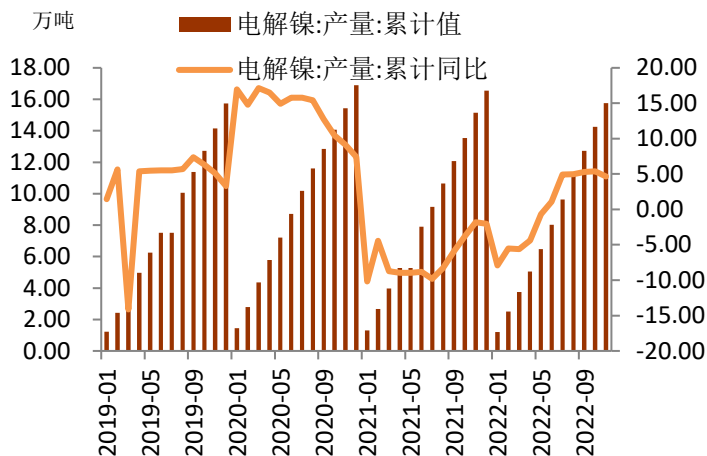
预计 2022 年 12 月全国电解镍产量 1.50 万吨，环比增长 0.47%，同比下降 0.08%。12 月份精炼镍产量较 11 月产量相差较小，主因西北冶炼厂预计 12 月中旬实现正常排产。

据中国海关数据统计，2022 年 11 月中国精炼镍出口量 1418.976 吨，环比增加 717 吨，

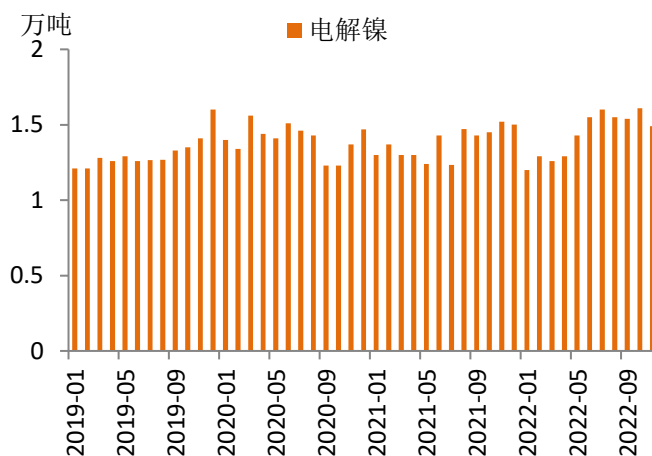
涨幅 102.23%；同比增加 1141 吨，增幅 410.15%。其中报关出口 0 吨，保税区流转出口 1418.976 吨；报关净进口量 7081.392 吨，环比减少 4.29%。2022 年 1-11 月，中国精炼镍出口总量 19995.069 吨，同比增加 15470 吨，增幅 341.91%。

整体而言，国内电解镍产量因西北精炼镍检修产量环比下行，12 月中旬预计检修完毕，12 月产量或有增长，但幅度较小；但进口方面，内强外弱格局延续进口镍可能持续偏少，供应端整体压力不大。

图表 5 中国电解镍累计产量

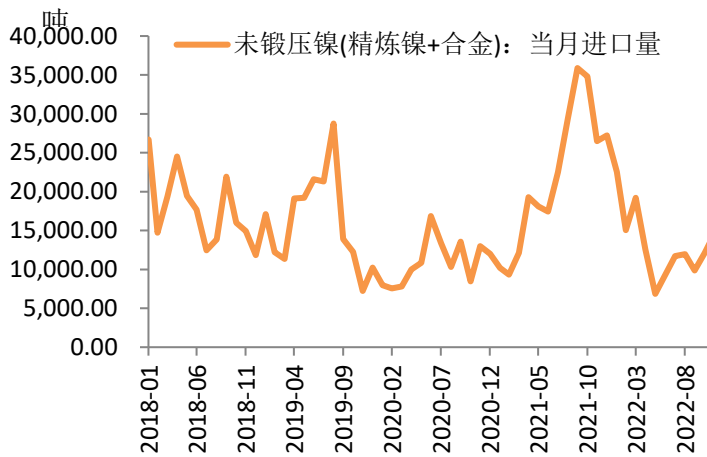


图表 6 中国电解镍当月产量

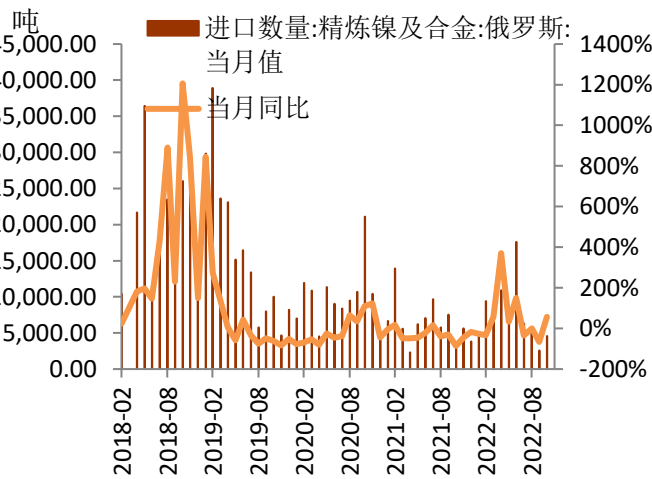


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、镍铁过剩有所修复，短期供需仍有支撑

据上海有色网数据，2022 年 11 月全国镍生铁产量为 3.7 万镍吨，环比上涨 3.43%，同比上涨 14.64%。11 月镍铁价格受矿价支撑，成本高位下依旧挺价，同时 11 月不锈钢现货价格大幅受挫，不锈钢订单情况也较 10 月呈下滑趋势，镍铁价格居高难下，钢厂逐渐步入亏

损。11月上旬供需双方长期处于博弈观望阶段，后续随着隐性库存流入市场，镍铁呈过剩局面。分品位看，11月高镍生铁产量约2.96万镍吨，环比上涨5.21%，主因为一体化企业的印尼镍铁产量减幅较大，因此其国内镍铁产量有所增加；以及另一体化企业为其不锈钢投产而增加镍铁产量。其余镍铁厂因下游需求不佳，均不同程度检修减产。低镍生铁产量为0.73万镍吨，环比下降3.21%，主因为10月200系不锈钢利润较300系略高，在10月低镍铁产量大增的情况下，200系不锈钢逐渐累库，因此11月低镍铁产量小幅下降。

预计2022年12月全国镍生铁产量在3.51万镍吨左右，较10月产量环比减少5.64%。12月主要受终端需求低迷影响，不锈钢厂存在减产预期，同时镍铁小幅过剩叠加矿价坚挺，成本高位下镍铁厂也进入亏损，因此12月部分镍铁厂选择提前进入减产检修状态。

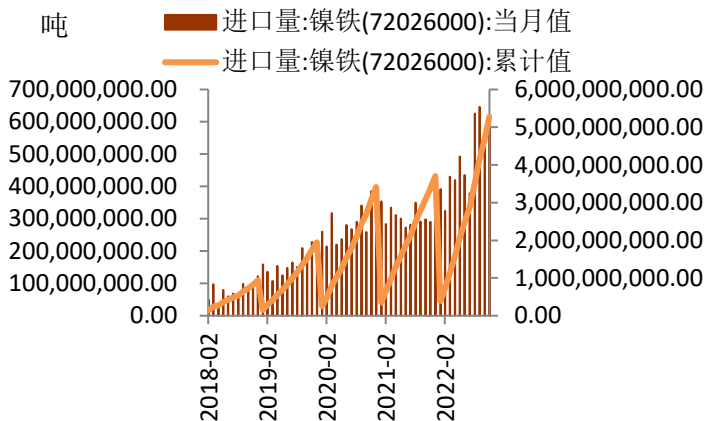
进出口方面，据海关数据，2022年11月中国进口镍铁总量59.7万实物吨，环比上涨11.19%，同比上涨105.7%；折合金属量来看，11月进口镍铁总金属量8.8万镍吨，环比上涨9.2%，同比上涨81.5%，相较10月进口小幅增加。分类别看，10月FeNi进口量为5.4万实物吨，环比增加29.0%，主因为11月国内不锈钢厂节前备货因素，因此水淬镍的需求小幅增加。其次，11月上旬镍生铁价格处于高位，低价镍铁难询之下，钢厂对水淬镍更为偏好。另外，11月中旬镍价大幅拉升，高品质水淬被作为纯镍的替代品，因此进口量增加。11月NPI进口量54.2万实物吨，7.2万金属吨，环比上涨11.3%。其影响因素，终端市场需求低迷，不锈钢价格接连下跌，利润缩窄之下印尼钢厂选择减产，而印尼镍铁厂仍存在利润空间，无明显减产措施，因此印尼镍铁供大于求，回国量增加。

12月上旬，终端市场低迷叠加供给量增加，镍铁呈现过剩局面，从而造成镍铁价格走低，后续随着宏观层面等利好因素拉动市场情绪，不锈钢盘面逐渐有所起色，部分钢厂陆续复产。此外，临近新年，钢厂对年后市场持乐观预期，集中备货情绪高涨，镍铁过剩有所缓解，预计12月镍铁进口量将维持在相同水平。

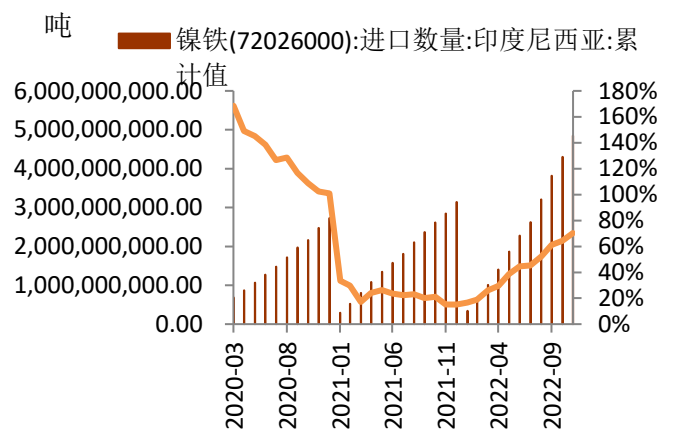
从成本端来看，雨季菲律宾镍矿供给偏紧，矿山持续挺价镍矿价格坚挺，此外冬季北方取暖保供在即，煤炭等辅料价格持续上涨，因此在供需收紧的情况下镍铁价格成本支撑变强，镍铁厂挺价意愿明显。

12月镍铁价格上行主要由于：第一，不锈钢价格有所上行，利润扩大，原料价格接受度上行，另外钢厂利润逐渐修复，因此12月存在复产预期，对镍铁的需求有所增加。第二，临近春节，钢厂集中备货，为保障春节期间原料安全库存，近两周不锈钢厂询盘积极，镍铁需求增量。第三，国内镍铁厂成本压力仍较大，开工率低。叠加印尼镍铁当前产量受需求下滑及转产高冰镍影响不增反减。前期积累库存消耗后镍铁供应端压力缓解。对未来镍铁价格判断上，首先需求端看，不锈钢实质性需求仍未见起色，不锈钢价格继续上行动力不足，此外钢厂备货已陆续进行到中后期，短期镍生铁价格存在上行空间，后续随着集中采购热潮接近尾声，镍生铁需求也将逐渐减少，因此持续性的价格拉动在年前表现并不强。年后预计随着疫情的放开以及基建行业开春复工，消费或将有一定的复苏预期，终端需求向上传导或给予镍铁价格新的上涨动力，但年后基建等板块的消费兑现还需时日以及验证。

图表 9 中国镍铁进口量

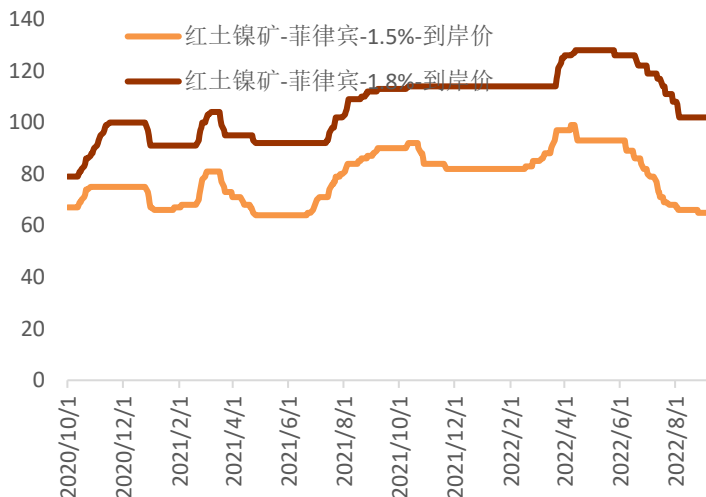


图表 10 中国自印尼镍铁进口量

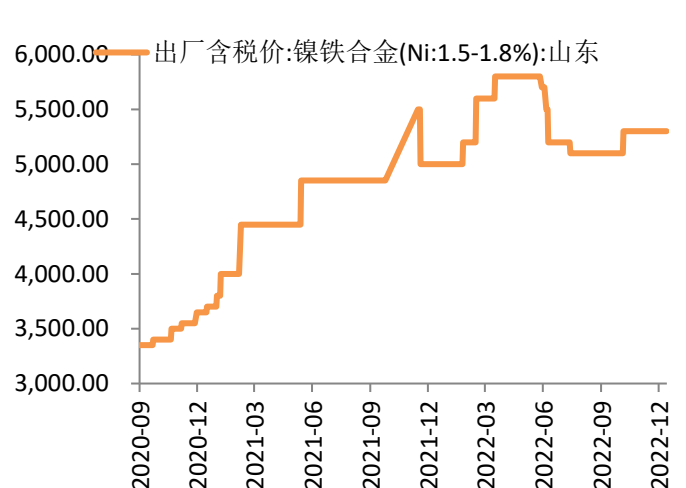


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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、需求下滑产量上行，硫酸镍有下跌风险

根据上海有色网统计，2022 年 11 月全国硫酸镍产量 4.24 万金属吨，全国实物产量为 19.27 万实物吨，环比增长 3.83%，同比增长 47.19%。11 月份中国硫酸镍产量较上月小幅度上涨，主要由于部分镍盐厂预期增量产线的落实及大型一体化厂家检修恢复。11 月份高冰镍的使用量占比为 27%，MHP 占比为 45%，镍豆镍粉的因经济性原因仅占 7%，其余为废料和粗镍。12 月份，由于三元厂商对硫酸镍的需求的缩减，镍盐厂商无新增产线的背景下，部分企业因订单情况有减产预期。预计 12 月份产量 4.05 万金属吨，环比下降 4.53%。

需求方面三元前驱工厂本月减产情况较为严重，部分企业整体产量下降 30%-40%，所带来的硫酸镍需求量大幅度缩减，并在年底三元前驱体企业主动降低原料库存的需求下，备货意愿差，采购情绪低迷，散单成交惨淡。预计，下周电池级硫酸镍价格运行于 37500-38200

之间。本周，电镀级硫酸镍价格依旧保持平稳，虽然需求相对平稳但随着电池级硫酸镍价格的持续下跌，一定程度的抑制了电镀级硫酸镍的上涨。

利润方面来看，由于镍价的居高不下，目前几乎所有以镍豆为原料的产线全部转为使用中间品和废料来生产。硫酸镍厂商以硫酸镍-加工费倒推采购原料虽保证了稳定的利润空间但近期也随着硫酸镍价格的下跌，利润空间进一步缩减。部分镍盐企业仍留存有很多以LME定价的高价原料库存，也给了镍盐企业很大的成本压力，利润情况依旧不好。下游三元企业在采购需求差情况下压价采购，双方僵持状态明显，举步艰难。

整体来看，在需求下滑的背景下，硫酸镍有下跌风险，利润缩窄。该价格也将逐步反馈至镍盐原料端。原料系数亦有继续让步的空间。

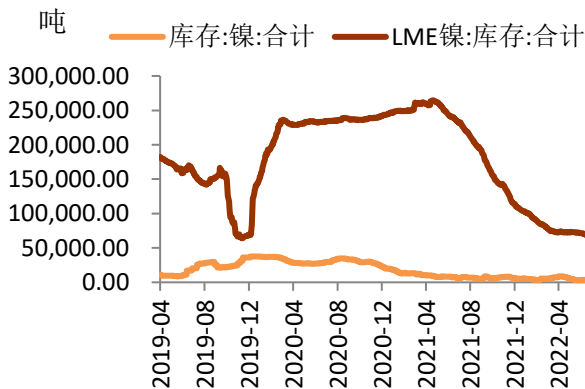
5、国外库存小幅回升，但整体库存继续处于低位

截至12月30日，LME和SHFE的交易所库存分别为55476吨和2496吨，合计57972吨，和上个月相比增加了1030吨，较去年同期相比减少了48971吨。

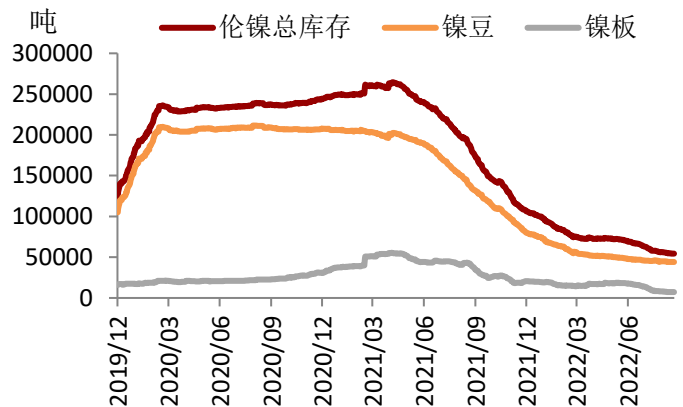
国外方面，LME镍库存55476吨，较上个月增加了2202吨。12月LME镍库存稍有抬升。目前俄乌局势并没有出现明显缓和，俄镍出口受到了较大影响，预计未来伦敦镍库存仍难出现明显回升。

国内方面，上期所库存较上个月减少了1172吨至2496吨，主要是国内精炼镍产量小幅下滑，海外纯镍进口持续亏损，流入国内镍减少，市场现货偏紧库存较底。保税区方面，镍库存小幅累库至7800吨。沪伦比值持续低位进口延续亏损，而外盘镍价持续冲高出口窗口打开部分镍板至LME交仓，其次国内盐厂受镍豆经济性下滑影响均抛售镍豆，镍豆的库存有小幅增量。

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、不锈钢消费淡季兑现，成本支撑价格

根据上海有色网数据，2022年11月份全国不锈钢产量总计约287.53万吨，较10月份总产量环比增幅约6.67%，同比增加9.42%。其中分系别看，200系不锈钢11月份产量98.70
 敬请参阅最后一页免责声明

万吨，环比减少 4.08%；300 系不锈钢产量约 144.78 万吨，环比减少 7.52%；400 系产量约 44.05 万吨，环比增加 3.55%。

11 月国内不锈钢厂产量环比 10 月有一定增幅，其中 2 系和 3 系均有明显降幅，但 4 系仍有小幅增量。分系别来看，2 系月内成交偏弱，同时钢厂的厂内库存及现货市场的社会库存均有累积，因此多家钢厂提前检修减产。虽有新投产的钢厂产能爬坡，但多家钢厂于 11 月下半月开启减产状态，3 系总产量仍有环比减少，主因或在于各项原料成本高企以及下游需求持续清淡。

12 月全国不锈钢厂总产量或环比小幅增加，增量主要体现在钢厂对 3 系不锈钢的复产，主因或在于 3 系利润空间恢复，叠加现货成交情况较好。另外，各地逐渐放宽防控政策，部分地区的终端或已开始年前备库，且一些大型基建类项目逐渐开工，需求向终端传导的进程较为顺畅，这给钢厂年底冲量带来了一定信心。

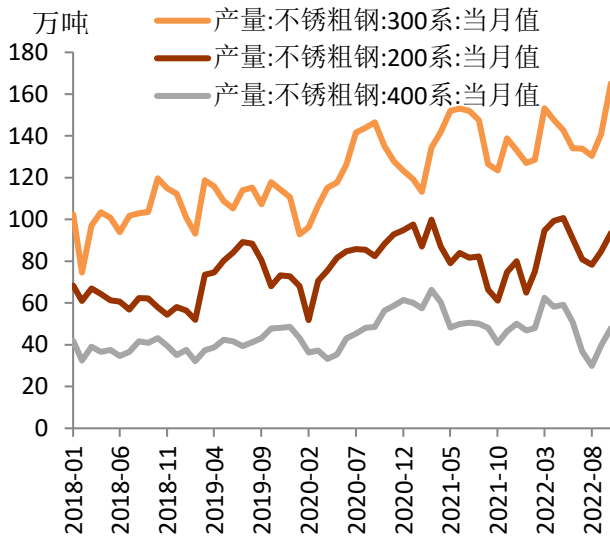
进出口方面，2022 年 11 月中国不锈钢进口总量为 29.29 万吨，环比减少约 6.2%，同比增幅 22.6%。自印尼进口的不锈钢量为 23.20 万吨，环比减少约 13.12%，同比增加约 24.52%。进口自印尼占进口总量的比例下滑至约 73%，主因在于印尼某大型不锈钢厂自 11 月起进入减产状态，板坯量保留，方坯全部停产。预计 12 月总进口量或与 11 月持平。出口方面，2022 年 11 月中国不锈钢出口总量为 47.89 万吨，环比增加约 28%，同比增加约 2%。分国别来看，出口国别的集中度有所上升，前十的国家及地区的出口量占比约为 68%。其中，11 月向亚洲国家的出口量有所增加。作为中国不锈钢出口的第一大国，向印度的出口量创新高，环比增加约 57%，主因或在于：圣诞备货之后，海外市场对不锈钢存在一定的补库需求，印度的加工厂接单情况有所好转。但是印度财政部自 11 月 19 日其取消部分不锈钢卷板及型材产品的出口关税，或将对我国相关不锈钢制品的出口带来一定压力。另外，韩国成为中国不锈钢的第二大出口国，向其出口的不锈钢总量环比增加约 171%，这主要是因为韩国浦项产线突发故障，我国的不锈钢厂为其代工。整体来看，11 月中国不锈钢出口表现亮眼，预计 12 月出口总量或较 11 月小幅增加。

不锈钢库存方面，截止 2021 年 12 月底，国内无锡不锈钢库存为 45.38 万吨，佛山不锈钢库存为 32.48 万吨，合计 77.86 万吨，较上个月增加 25.18 万吨。12 月下半月，不锈钢市场颓势不改。分系别来看，200 系成交较为清淡，不锈钢厂正常向市场投货，库存进一步累积。300 系整体库存小幅增加。据悉，冷轧市场中的甬金现货偏少，印尼冷轧量较多；德龙向市场的投货量也有减少。虽然不锈钢厂直接供给的现货稍有减量，但是在疫情冲击下，下游企业开工率较低，节前备货意愿较弱，市场需求不能及时消化到货，社会库存有所累积。1 月，元旦和春节使得实际的销售周期较短。且由于市场需求的疲软，部分贸易企业及下游企业或计划于中旬提前放假。预计 1 月不锈钢市场维持弱势，社会库存累积的速度或稍有减缓，现货价格或在市场盼假的情绪中小幅下行。

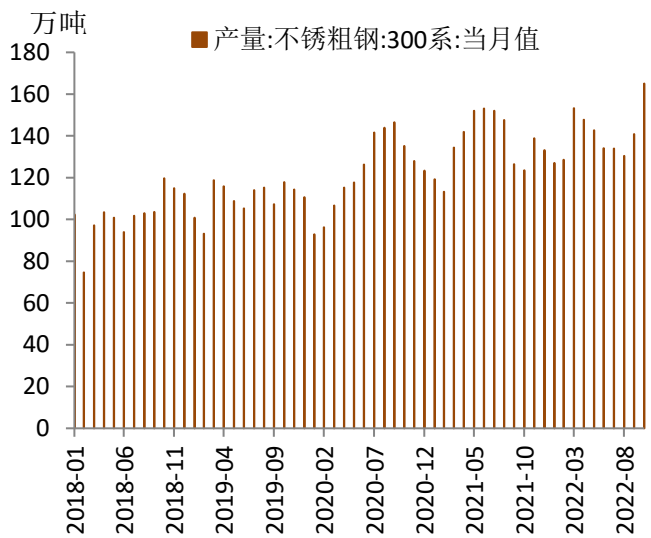
后市来看，基本面整体处于萎靡状态，来自疫情的冲击或超过市场预期，而较为坚挺的成本支撑使得不锈钢价格的下降空间有限。而春节的休假在放缓累库的同时也减小了不锈钢

对原料的需求。

图表 15 不锈钢产量情况

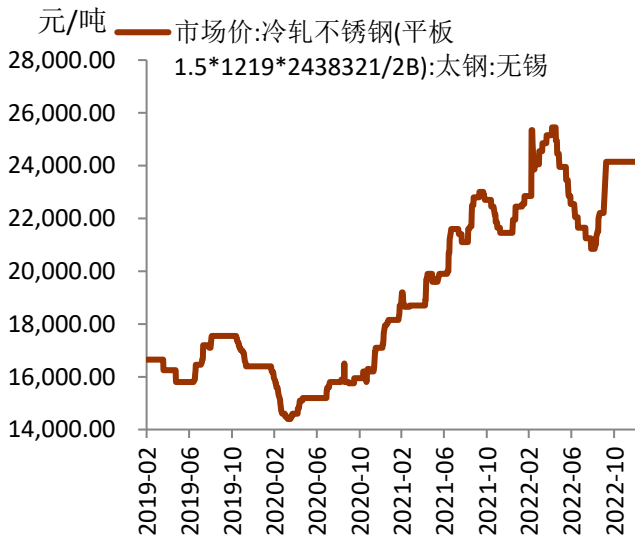


图表 16 300 系不锈钢产情况

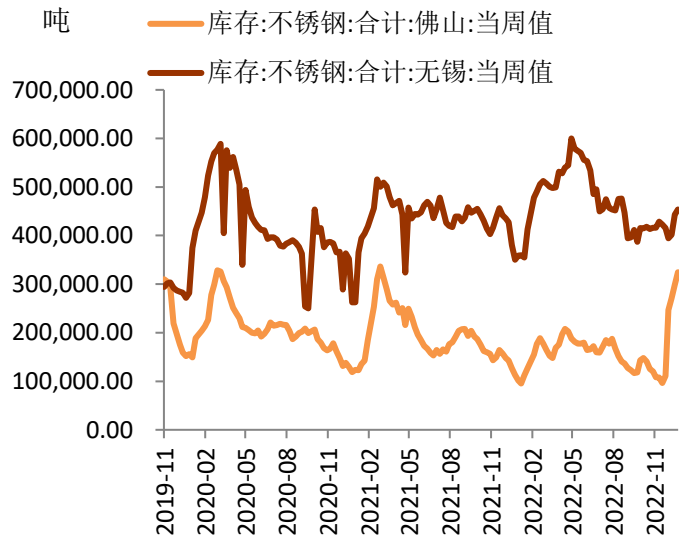


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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,镍矿进口量有所减少,港口镍矿库存短期维持此水平,长期仍为去库趋势,支持镍矿价格高位继续给到镍铁成本支持。

精炼镍方面,国内电解镍产量因西北精炼镍检修产量环比下行,12月中旬预计检修完毕,12月产量或有增长,但幅度较小;但进口方面,内强外弱格局延续进口镍可能持续偏

少，供应端整体压力不大。

镍铁方面，钢厂备货已陆续进行到中后期，短期镍生铁价格存在上行空间，后续随着集中采购热潮接近尾声，镍生铁需求也将逐渐减少，因此持续性的价格拉动在年前表现并不强。

需求方面，来自疫情的冲击或超过市场预期，而较为坚挺的成本支撑使得不锈钢价格的下降空间有限。而春节的休假在放缓累库的同时也减小了不锈钢对原料的需求。

预计 1 月份镍价格承压震荡，波动区间在 200000-220000 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。