



2023年4月4日

## 期待中负重前行

### 镍价低位震荡

#### 核心观点及策略

- 镍矿，菲律宾雨季接近尾声，矿山产量正在逐渐回升，供应增加，如果遇镍铁继续下跌，矿价仍有下行压力。
- 精炼镍，3月供应可能继续小增，但伴随3月底硫酸镍制造电积镍链条出现亏损，排产有部分延后，供应增量预计有限。
- 镍铁，国内铁厂亏损严重检修增多，3月份镍铁增量或有限，但同时下游不锈钢厂本月检修亦有增，供需双弱。
- 需求方面，据SMM了解3月底不锈钢市场反馈或将开始集中补库，消费有恢复预期，不过能实现多少不确定较强，3月不锈钢消费或环比有增，但增量预计缓增为主。
- 预计4月份镍价区间震荡，沪镍主力波动区间在170000-190000元/吨之间。伦镍03波动区间在22000-25000美元/吨
- 策略建议：观望
- 风险点：美联储超预期停止加息，镍矿进出口政策收紧，纯镍减产

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、行情回顾.....                 | 4  |
| 二、基本面分析.....                | 5  |
| 1、价格压力向上传导，镍矿走低.....        | 5  |
| 2、精炼镍增加，但增量有限.....          | 6  |
| 3、镍铁出现亏损，检修增多.....          | 8  |
| 4、消费走弱成本松动，硫酸镍易跌难涨.....     | 9  |
| 5、供应增量有限，相对低库存延续.....       | 10 |
| 6、供应增量大于需求增量，不锈钢去库稍显艰难..... | 10 |
| 三、行情展望.....                 | 12 |

## 图表目录

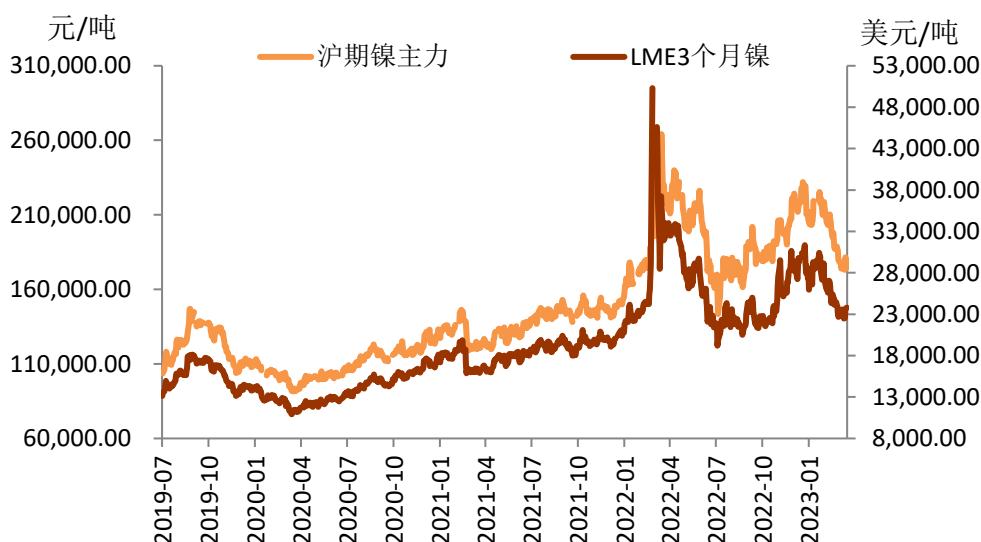
|                         |    |
|-------------------------|----|
| 图表 1 镍期货价格走势.....       | 4  |
| 图表 2 镍现货升贴水走势.....      | 5  |
| 图表 3 镍矿进口情况.....        | 6  |
| 图表 4 自菲律宾进口镍矿累计值.....   | 6  |
| 图表 5 镍矿价格.....          | 6  |
| 图表 6 镍矿港口库存.....        | 6  |
| 图表 7 中国电解镍累计产量.....     | 7  |
| 图表 8 中国电解镍当月产量.....     | 7  |
| 图表 9 中国精炼镍进口量.....      | 7  |
| 图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量..... | 7  |
| 图表 11 中国镍铁进口量.....      | 9  |
| 图表 12 中国自印尼镍铁进口量.....   | 9  |
| 图表 13 镍铁库存.....         | 9  |
| 图表 14 镍铁价格走势.....       | 9  |
| 图表 15 交易所库存变化情况.....    | 10 |
| 图表 16 保税区镍库存情况.....     | 10 |
| 图表 17 不锈钢产量情况.....      | 11 |
| 图表 18 300 系不锈钢产情况.....  | 11 |
| 图表 19 不锈钢价格情况.....      | 12 |
| 图表 20 不锈钢库存情况.....      | 12 |

## 一、行情回顾

宏观面欧美银行风波掀起一波恐慌情绪，加上镍自身供需不佳，3月镍价重心继续下行，月初沪镍跌破18万关口低至171350元/吨，其后宏观情绪缓和，镍价得以止跌，回升至18万整数关口上方，暂时短期均线有拐头迹象，技术指标低位赚多，月末沪镍报收174170元/吨，月度跌幅10.83%。

海外镍价亦继续走低，月初从25505美元/吨一路震荡下行，但跌破24000美元/吨之后跌幅收窄，月内低点至22250美元/吨之后止跌回升，月底3月27日LME镍正式恢复亚盘时段交易，当日短暂小幅下行之后恢复前期震荡区间，月底收23625元/吨，跌1265元/吨，跌幅5.08%。

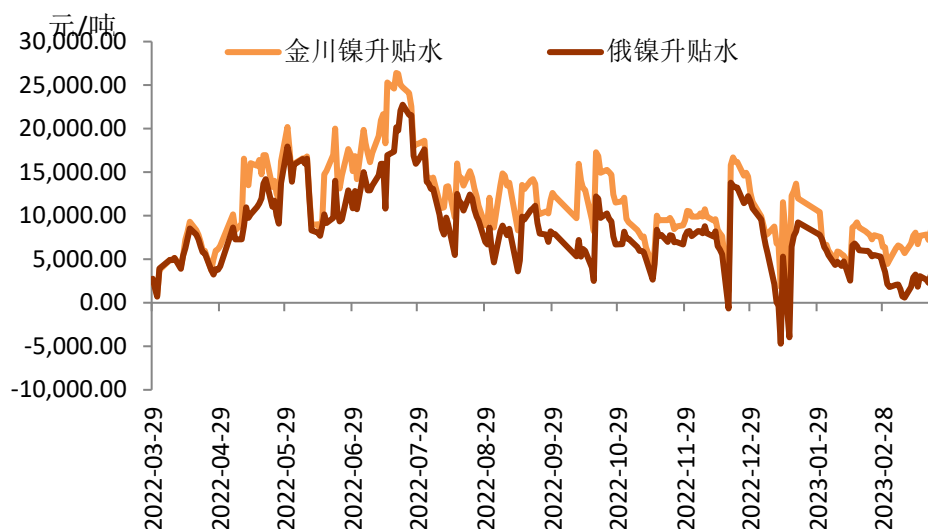
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2023年3月份，镍现货升水整体前低后高，3月初升水小幅回落，金川镍升水一度回落至四千附近，俄镍升水回落至600元，之后伴随镍绝对价格下行，库存减少，现货稍紧，升水略有回升，到月底回到稳定状态。相对之下金川镍升水比较平稳，月内升水在6000-7000元/吨，俄镍月末升水1950元/吨。

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、价格压力向上传导，镍矿走低

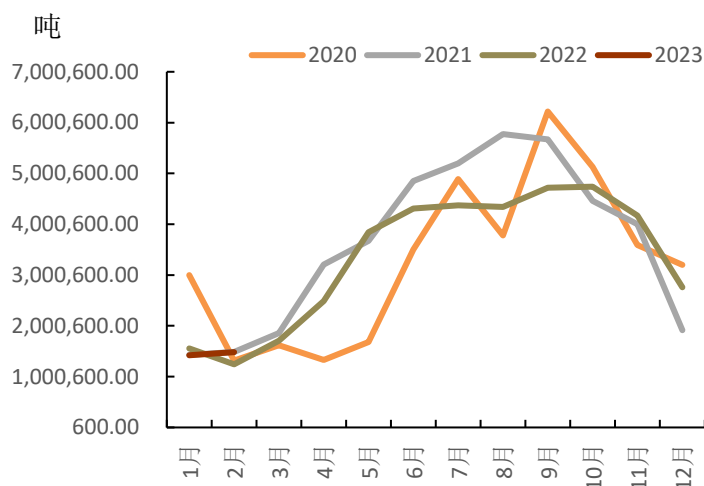
3 月底菲律宾镍矿 1.5%CIF 均价 60 美元/吨，较上月底下跌 12 美元，0.9%镍矿下跌 3.5 美元/吨至 36 美元/吨，1.8%品味镍矿价格下跌 17.5 美元至 87 美元/吨。进入 3 月下旬镍矿价格加速下跌。主要由于镍铁价格持续下行压力向上传导至矿端，但是买方因铁价过低仍希望矿山可以再让出部分利润，目前贸易商与矿山还在博弈状态。

据中国海关数据统计，2023 年 2 月中国镍矿进口量 148.28 万吨，环比增加 4.3%，同比增加 19.3%。其中，自菲律宾进口镍矿量 108.32 万吨，环比增加 13.0%，同比增加 12.7%。自其他国家进口镍矿量 39.96 万吨，环比减少 13.7%，同比增加 41.4%。2023 年 1-2 月，中国镍矿进口总量 290.42 万吨，同比增加 3.8%，与往年同期相比变化不大。目前主要输送国菲律宾正值雨季，对华镍矿供应量处于年内较低水平。

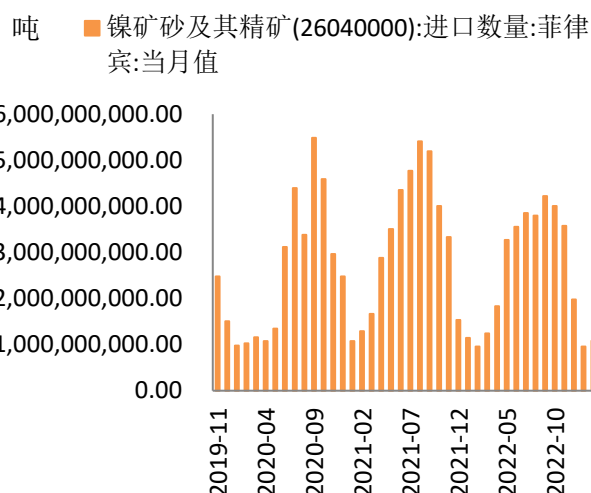
据 SMM，3 月 24 日，全国七大港口镍矿库存较 2 月底-86 万湿吨至 298.8 万湿吨。菲律宾雨季接近尾声矿山量正逐步回升，但发运稍慢。另外铁厂由于当前铁价持续下跌而不愿意采购加之如今正值菲律宾雨季，因此近期港口库存或仍处于去库状态。

整体，后续重点关注镍铁价格，如果价格继续下行，矿端可能继续走弱。本身菲律宾雨季接近尾声，矿山产量正在逐渐回升，供应增加，如果遇镍铁继续下跌，矿价仍有下行压力。

图表 3 镍矿进口情况

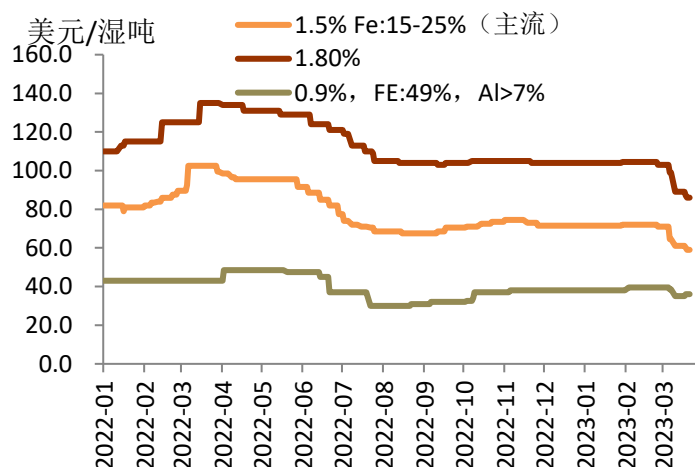


图表 4 自菲律宾进口镍矿累计值



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 镍矿价格



图表 6 镍矿港口库存



资料来源: SMM, 铜冠金源期货

## 2、精炼镍增加，但增量有限

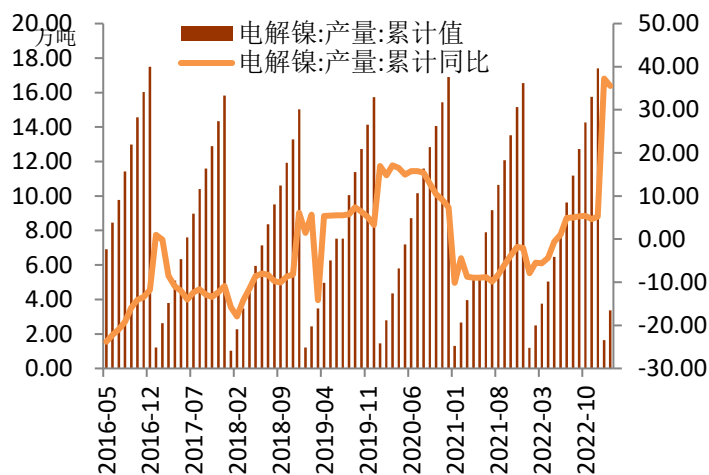
据上海有色网调研，2023 年 2 月全国精炼镍产量共计 1.73 万吨，环比上调 5.49%，同比上升 33.9%。全国电解镍产量 2 月爬坡基本符合预期。主因此前电积镍产线 1 月仅部分放量，2 月基本完成调试预计正常排产。其次，部分企业 2 月期间电积镍产能仍然处于扩张阶段。预计 2023 年 3 月全国精炼镍产量 1.75 万吨，环比上涨 1.16%，同比上涨 38.89%。3 月国内精炼镍产量预计较 2 月差异性较小，主因 1 季度内国内新增电积镍产线基本实现正常排产，因此难有新增产量。

进出口方面，据海关统计数据平台公布，2023 年 1 月及 2 月中国进口精炼镍（含镍、钴总量 $\geq 99.99\%$ ，钴 $\leq 0.005\%$ 的未锻轧非合金镍和其他未锻轧非合金镍）分别为 9941 吨、

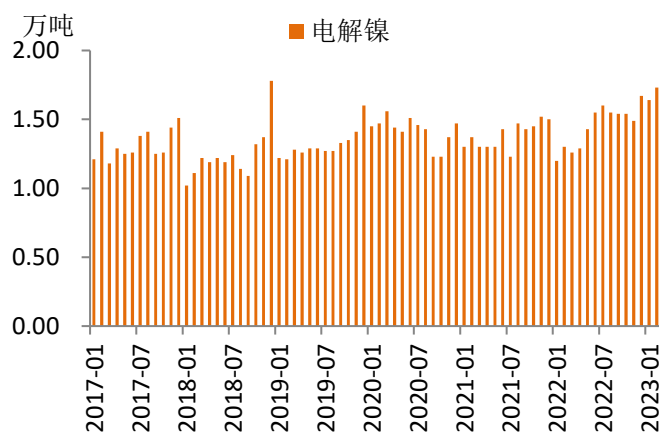
9289 吨，同比往年 1 月及 2 月进口总量下降 48.82%。镍豆方面，2023 年 1 月镍豆进口量为 3137 吨，环比上升 14%，累计同比下降 71%；2023 年 2 月镍豆进口量为 2128 吨，环比下调 32%，累计同比下降 71%。纯镍进口数据分国别来看，2022 年 2 月进口量较多国家依次为：澳大利亚 2121 吨、俄罗斯 1774 吨、加拿大 1600 吨、挪威 1132 等。1 月份及 2 月份清关量呈现下降趋势基本符合预期。其次纯镍价格较硫酸镍价格持续倒挂，叠加新能源行业遇冷所影响，镍豆及镍粉进口量尚未有起色。值得注意的是，2 月期间镍板出口量出现抬升。主要是 2 月期间纯镍下游开工率尚未达到高位，叠加国内电积镍供应增量缘故。

整体而言，精炼镍 3 月供应可能继续小增，但 3 月底伴随硫酸镍制造电积镍链条出现亏损，排产有部分延后，供应增量预计有限。

图表 7 中国电解镍累计产量

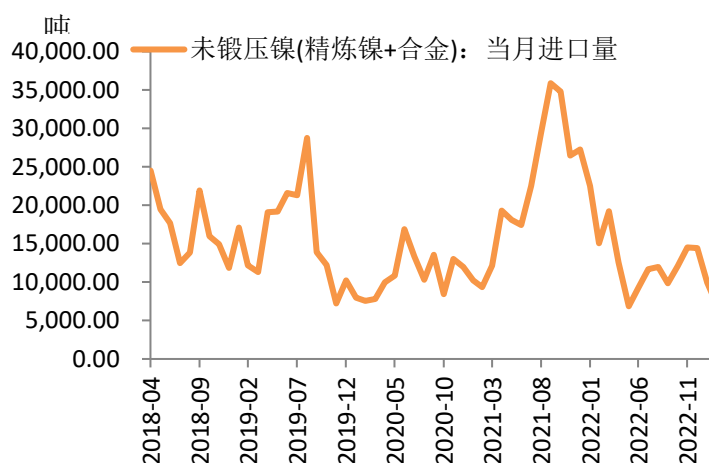


图表 8 中国电解镍当月产量

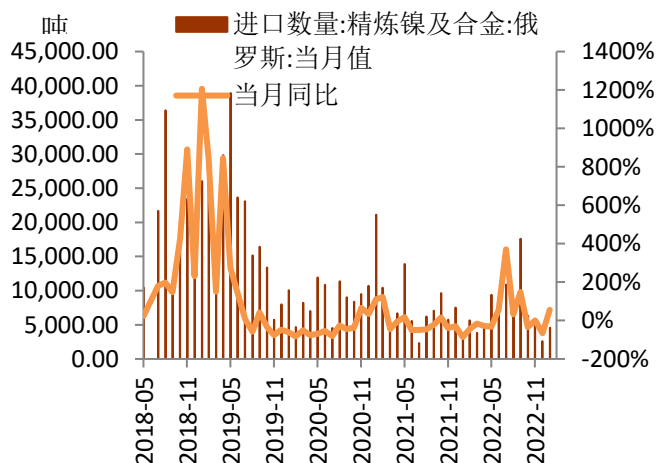


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 中国精炼镍进口量



图表 10 中国自俄罗斯精炼镍进口量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、镍铁出现亏损，检修增多

2023 年 2 月全国镍生铁产量为 3.28 万镍吨，30.5 万实物吨，实物吨环比增长 8.56%，同比增 0.72%。2 月受不锈钢市场低迷影响，镍铁需求下滑造成大量累库，因此过剩局面下，镍铁产量不及预期。环比增量的原因在于 2 月低镍铁厂生产恢复。分品位看，2 月高镍生铁产量约 2.61 万镍吨，环比减少 5.19%，主要减量为一体化企业因不锈钢投产不及预期所带来的。同时，部分年前维检修的镍生铁厂在 2 月进入检修，在减少成本压力的同时缓解市场过剩。此外，也有镍生铁厂因炉况原因导致产量下滑。2 月低镍生铁产量为 0.67 万镍吨，环比上升 26.91%。主因为低镍铁-不锈钢一体化企业年底进行了大规模停产检修，2 月 200 系不锈钢仍有利润，因此低镍铁生产情况基本恢复。

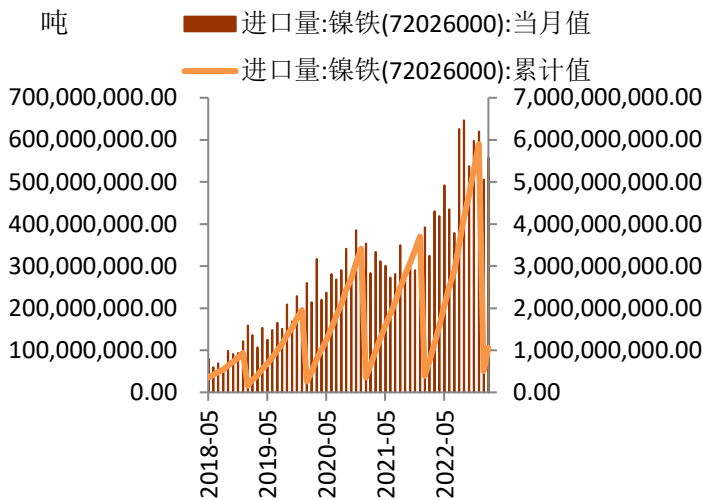
预计 2023 年 3 月全国镍生铁产量仅小幅增加。3 月自然天数增加，因此存在少量镍铁增量。但 3 月仍有部分高镍铁厂处于检修状态，且下本月镍铁厂亏损增多，检修增加，预计镍铁增量有限。

2023 年 2 月印尼镍生铁产量 10.51 万镍吨，环比增长 3.96%，同比增幅 27.54%。2023 年累计产量 20.62 万镍吨。2 月份印尼总计新增镍铁产线 2 条。据 SMM 了解，因印尼高品位矿有趋紧趋势，成本或有一定上升，但目前并未影响到高镍生铁产线的生产。另外，印尼部分园区电力设备出现问题，预计或将继续影响 3 月镍生铁投产节奏。预计 3 月印尼镍生铁产量将达到 10.58 万镍吨。

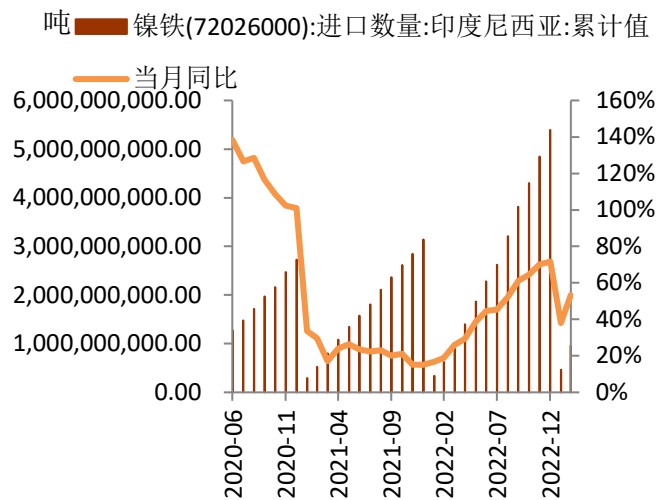
进出口方面，据海关数据，2023 年 1 月中国进口镍铁总量 55.70 万实物吨，环比下降 18.52%，同比上涨 28.88%；折合金属量来看，1 月进口镍铁总金属量 7.2 万镍吨，环比下降 20.88%，相较 12 月进口量下降较多。2023 年 2 月中国进口镍铁总量 50.51 万实物吨，环比上涨 10.28%，同比上涨 71.65%；折合金属量来看，1 月进口镍铁总金属量 8.24 万镍吨，环比上升 14.64%，相较 1 月进口量有所恢复。

3 月上旬，市场 NPI 大幅过剩，库存累库迟迟不消化，镍生铁价格下跌飞速。市场情绪低迷，镍铁过剩，价格持续走低，国内铁厂亏损严重检修增多，3 月份镍铁增量或有限，但同时下游不锈钢厂本月检修亦有增，供需双弱表现下，镍铁或延续偏弱格局。

图表 11 中国镍铁进口量

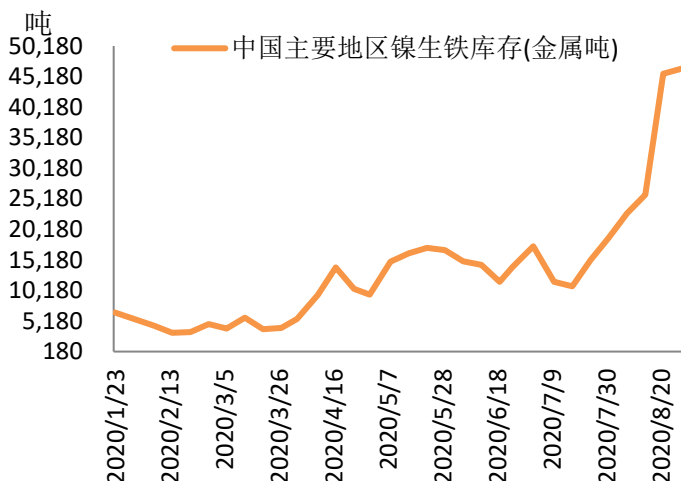


图表 12 中国自印尼镍铁进口量

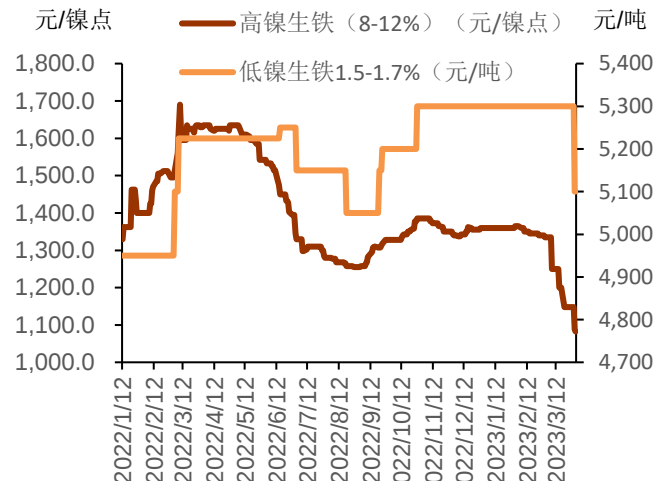


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 镍铁库存



图表 14 镍铁价格走势



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

#### 4、消费走弱成本松动，硫酸镍易跌难涨

根据上海有色网统计，2023 年 2 月份全国硫酸镍产量 3.12 万金属吨，全国实物吨产量为 14.19 万实物吨，环比增长 0.06%，同比增长 24.66%。2 月份全国硫酸镍产量较上月并没有明显变动，主要原因有以下三个，在电镍新需求的带动下，硫酸镍的价格在 2 月份上涨速度较快，2 月份均价达到 39373 元/吨。然而，反观下游三元前驱体厂商需求恢复并没有达到预期，当前价格接受意愿价格偏低除了长单执行，散单几无成交；2 月份，硫酸镍原料呈现偏紧的状态仍未得到缓解，MHP 加工费也由 36500 元/金吨下降至 29000 元/金吨。引发部分硫酸镍生产企业开始减产；部分液体硫酸镍生产企业在考虑胀库的压力情况，按需生产，减产情况较为严重。3 月份，在硫酸镍与纯镍价差不断缩窄的情况下，硫酸镍价格势必较上月会有一波回落。同时三元前驱体厂商由于前两个月消库的情况下，硫酸镍库存也不能支撑

敬请参阅最后一页免责声明

3 月份的生产，势必会有一波采购。预计，三月份硫酸镍的产量为 3.50 万金属吨，环比上升 12.30%。

消费端，本月通过硫酸镍生产电积镍出现亏损。使得部分电积镍的生产企业采购意愿继续减弱，采购量较少。此外新能源方向由于终端车企的复产情况不达预期，三元正极工厂压价采购前驱，前驱售价在镍元素上的折扣系数较低。另外硫酸镍成本支撑松动，短期内价格易跌难涨。

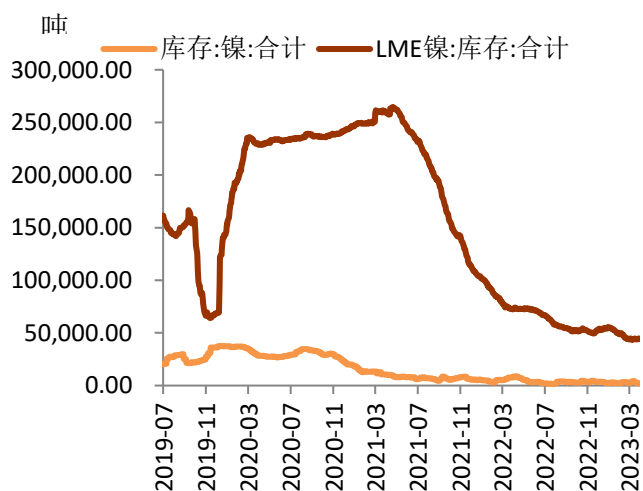
## 5、供应增量有限，相对低库存延续

截至 3 月底，LME 和 SHFE 的交易所库存分别为 44304 吨和 2146 吨，合计 46600 吨，和上个月相比-126 吨，较去年同期相比-28470 吨。

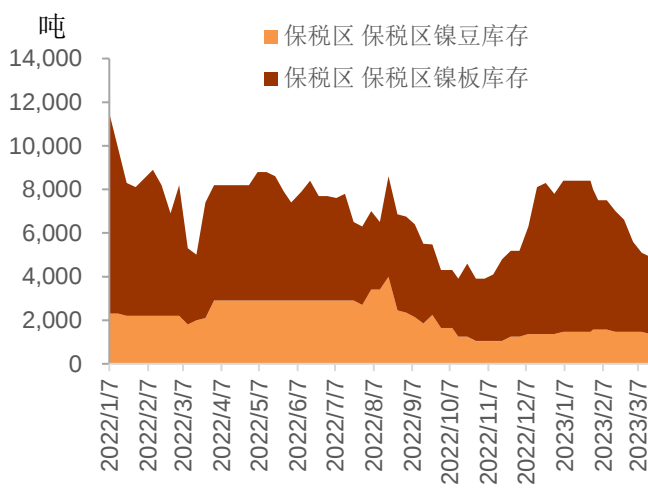
LME 美国仓库禁止俄镍的消息并未对俄镍产生太多影响，本月 LME 库存平稳。国内纯镍产量虽有增长但增量有限，纯镍整体库存持稳。国内外库存仍然处于历史低位附近。从目前的供应增量延续缓慢角度上看，镍库存或短期都是平稳或缓增步伐。

保税区方面，3 月底较 2 月底保税区库存减少 2100 吨，本月初进口窗口打开频率较高进口流入稍多。

图表 15 交易所库存变化情况



图表 16 保税区镍库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、供应增量大于需求增量，不锈钢去库稍显艰难

根据上海有色网数据，2023 年 2 月份全国不锈钢产量总计约 282.87 万吨，较 1 月总产量环比增加约 21.58%，同比增加约 21.37%。其中分系别看，200 系不锈钢产量 90.40 万吨，环比增加 35.53%；300 系不锈钢产量 147.42 万吨，环比增加约 16.94%；400 系不锈钢产量 45.04 万吨，环比增加约 12.91%。

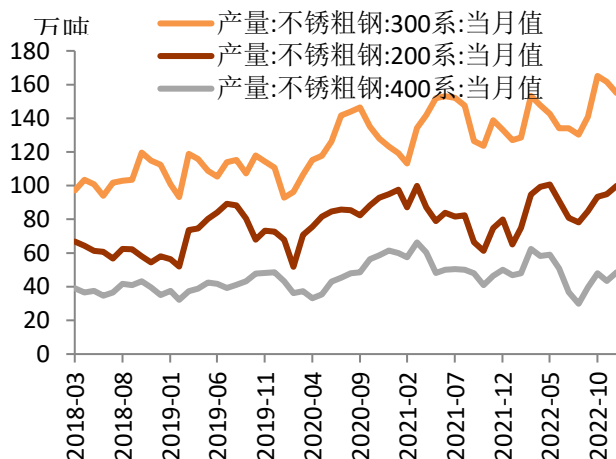
3 月全国不锈钢厂总产量或有小幅增加。主流 200 系不锈钢厂或谨慎排产，产量环比增幅不大。

不锈钢库存方面，截止 2023 年 3 月底，国内无锡不锈钢库存为 70.8 万吨，佛山不锈钢库存为 43.3 万吨，合计 114.1 万吨，较上个月减少 9.3 万吨。不锈钢社会库存消化的速度稍有加快。3 月不锈钢厂陆续放出钢坯或轧钢产线的检修减产计划，冷热轧供给较上个月有所走弱；但需求的弱势导致库存累积至高位，价格的持续下跌导致市场谨慎采购而库存缓慢消化。

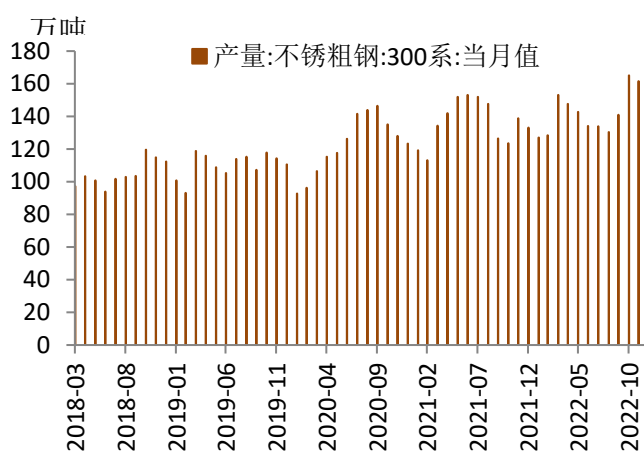
出口方面，2023 年 1 月中国不锈钢出口总量为 41.28 万吨，环比减少约 12%，同比降幅 9%。2023 年 2 月中国不锈钢出口总量为 28.87 万吨，环比减少约 30%，同比降幅 10%。分国别来看，中国向亚洲国家的出口量环比减少，向欧美国家的出口量环比增加。随着全球经济逐渐稳定，欧美及亚洲国家对不锈钢的需求量或将有一定增量，预计 3 月中国不锈钢进口量或环比增加。

后市来看，3 月不锈钢市场多在消耗自身库存，近期提货意愿稍有增强。另据 SMM 了解 3 月底不锈钢市场反馈或将开始集中补库，消费有恢复预期，不过能实现多少不确定较强，3 月不锈钢消费或环比有增，但增量预计缓增为主。

图表 17 不锈钢产量情况

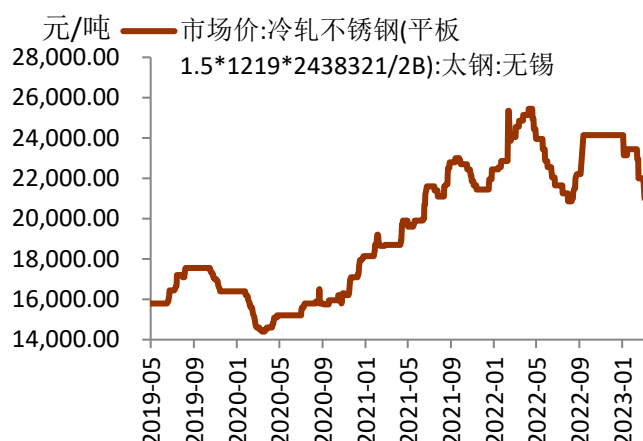


图表 18 300 系不锈钢产量情况

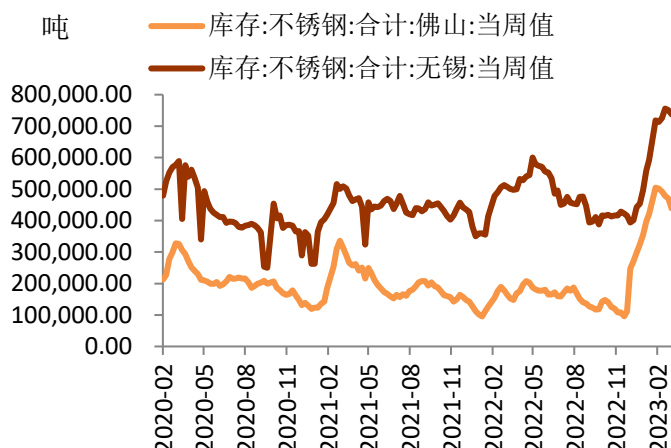


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 不锈钢价格情况



图表 20 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,供应硫酸镍生产电积镍仍然处于亏损,电积镍排产继续推后,国内纯镍市场供应压力尚不大。进口方面 3 月下旬进口持续亏损,进口增量亦有限,对镍价形成一定支撑。消费端不锈钢仍未有旺季特征,不过对未来消费有一定期待。

镍矿,菲律宾雨季接近尾声,矿山产量正在逐渐回升,供应增加,如果遇镍铁继续下跌,矿价仍有下行压力。

精炼镍,3 月供应可能继续小增,但伴随 3 月底硫酸镍制造电积镍链条出现亏损,排产有部分延后,供应增量预计有限。

镍铁,市场情绪低迷,镍铁过剩,价格持续走低,国内铁厂亏损严重检修增多,3 月份镍铁增量或有限,但同时下游不锈钢厂本月检修亦有增,供需双弱表现下,镍铁或延续偏弱格局。

需求方面,3 月不锈钢市场多在消耗自身库存,近期提货意愿稍有增强。另据 SMM 了解 3 月底不锈钢市场反馈或将开始集中补库,消费有恢复预期,不过能实现多少不确定较强,3 月不锈钢消费或环比有增,但增量预计缓增为主。

预计 4 月份镍价区间震荡,沪镍主力波动区间在 170000-190000 元/吨之间。伦镍 03 波动区间在 22000-25000 美元/吨

风险点:美联储超预期停止加息,镍矿进出口政策收紧,纯镍减产

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 A906 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。