

2022年11月1日

Expertsoffinancialderivativespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com

## 山重水复疑无路，柳暗花明又一村

### 内容提要

10月份沪镍主力合约维持区间震荡走势；上旬在新能源产销旺盛、不锈钢排产增加、金川镍流通资源阶段性偏紧等供需共振下，盘面走势较强；进入下旬，受到金川镍出厂价下调、下游恐高心理下拿货意愿减弱以及合金民用订单需求不及预期等因素影响下逐渐转弱，但整体仍在区间之内。

宏观面，10月份数据显示国内整体上好于预期，但是结构性矛盾突出，制造业和基建景气度维持，是重要的抓手，地产和消费偏差，经济处于弱复苏的状态；接下来，将继续在稳增长和促消费下，迎来边际修复。美国经济仍有韧性，居民收入高速增长进一步支撑着消费，通胀依然是短期内较大的困扰，市场预期全年至少加息17次的概率有所下降，但仍高达91.6%，紧缩预期并未弱化。欧元区依然受到能源问题引发的高通胀与加息抑制经济活力的双重压力之下，滞涨格局或将持续。

基本面，供给端，不锈钢排产增加，刺激镍矿镍铁产量以及进口量大幅上升，精炼镍产量以及进口量环比有所走弱，整体上原生镍供应处于增长状态；需求端，估算不锈钢钢厂处于小幅亏损状态，排产或不及预期，增幅有待考量，而新能源方面产销旺盛，硫酸镍需求维持，整体上原生镍需求处于稳中偏强状态；库存端，国内外精炼镍库存处于低位，但结构性矛盾不容忽视，LME镍库存主要以镍豆为主，现在镍豆自溶经济性不佳，需求偏差，不排除累积可能。

综合看，宏观继续施压，供需上11月份或存在小幅过剩，操作上按照区间思路，沪镍主力参考区间：174000-195500。

### 操作建议

沪镍主力区间操作。

### 风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；印尼政策；LME金属禁令

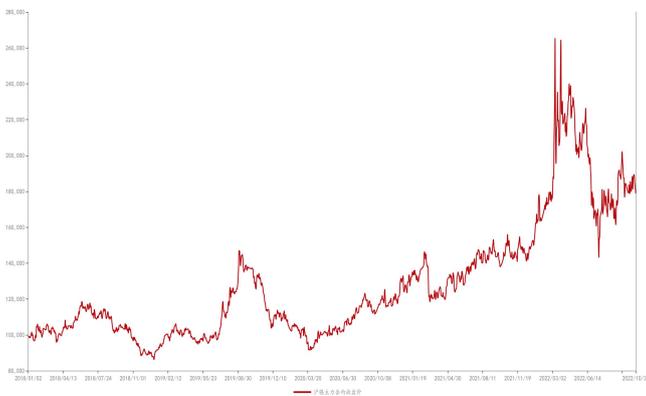
请务必仔细阅读正文之后的声明



## 一、行情回顾

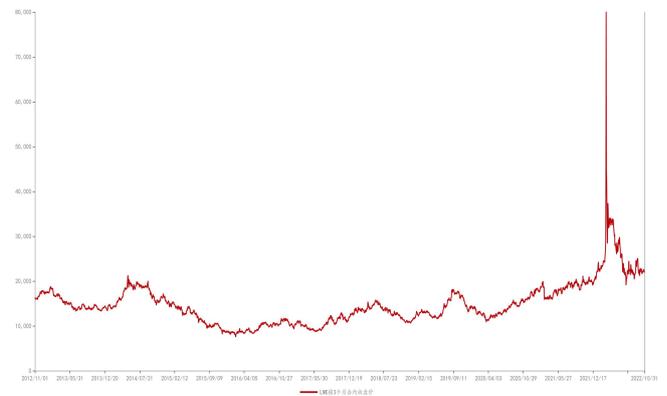
10月份沪镍主力合约维持区间震荡走势；上旬在新能源产销旺盛、不锈钢排产增加、金川镍流通资源阶段性偏紧等供需共振下，盘面走势较强；进入下旬，受到金川镍出厂价下调、下游恐高心理下拿货意愿减弱以及合金民用订单需求不及预期等因素影响下逐渐转弱，但整体仍在区间之内。

图 1：沪镍主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2：LME3 个月合约收盘价（美元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

## 二、行业综述

### （一）供给端

镍矿方面，9月份共进口镍矿 471.73 万吨，同比减少 17.01%，月环比增加 8.7%；其中，进口自菲律宾 422 万吨，同比减少 18.77%，月环比增加 11.01%；9月份，整体上盘面反弹带动现货价走强，不锈钢生产企业利润修复，开工回升，同时菲律宾传统雨季下国内厂商备货补库意愿强烈，进口增幅明显；10月份延续了之前的强势，高镍生铁出厂价连连上调，挺价意愿较强，同时也带动了上游原料需求，预计进口环比依然处于高位；同时据 Mysteel 最新统计数据显示，14 港港口镍矿库存 1015.63 万湿吨，同比增加 1.06%，周环比增加 3.15%；受到菲律宾雨季影响，国内铁厂加快补库，到港增幅明显，库存小

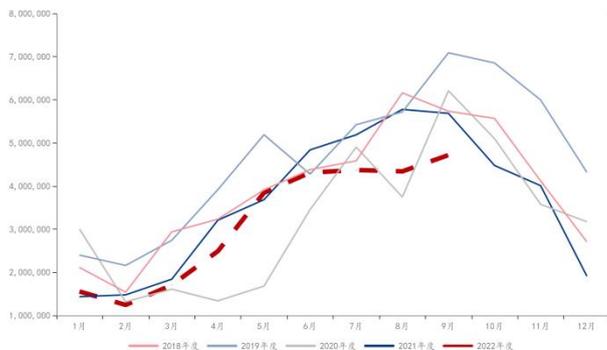
幅累积；但是随着四季度不锈钢扩产对于镍铁需求的提振，库存有望下移。

镍铁方面，9月份国内镍铁产量3.03万金属吨，同比增加1%，月环比增加5.21%；进口端，9月份共进口镍铁64.59万吨，同比增加110.72%，月环比增加3.28%；其中进口自印尼60.67万吨，同比增加134.46%，月环比增加4.12%；库存端，Mysteel统计9月份国内镍生铁库存1.5万金属吨，同比增加212.5%，月环比减少3.23%；印尼方面，9月份印尼镍铁产量10.06万金属吨，同比增加41.89%，月环比增加2.97%；9月份随着不锈钢厂逐步复产，镍铁需求受到提振，价格不断上调，刺激铁厂生产；而接下来四季度依然是不锈钢排产的时期，预计镍铁供应及进口会高位运行。

中间品方面，9月份国内共进口湿法中间品7.76万吨，同比增加64.08%，月环比减少16.76%；9月份国内共进口高冰镍1.76万吨，同比增加4349.06%，月环比减少20.73%。受到新能源发展的推动以及自身经济型较强对镍豆相对的替代性，预计接下来进口量依然乐观。

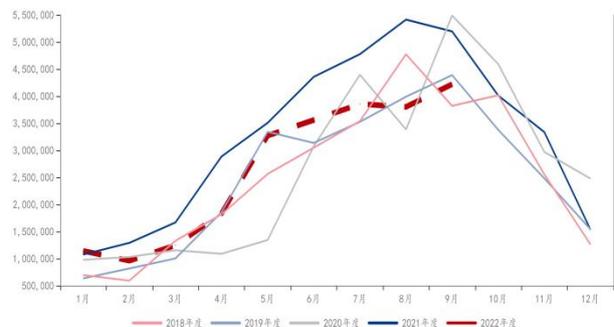
精炼镍方面，Mysteel统计国内电解镍企业产能利用率84.97%，同比增加4.89%，月环比减少1.65%；开工率83.29%，同比增加5.26%，月环比增加0.01%；产量来看，9月份，国内电解镍产量1.55万吨，同比增加8.07%，月环比减少1.65%；进口看，9月份非锻轧非合金镍进口0.96万吨，同比减少73%，月环比减少16.58%；由于不锈钢领域镍铁对电解镍的替代增加，而硫酸镍生产方面，镍豆成本高企，经济性远不及湿法中间品，民用合金领域需求不及预期，故电解镍需求相对疲软，预计国内产量维持，进口将相对低位。

图 3：国内镍矿进口量（吨）



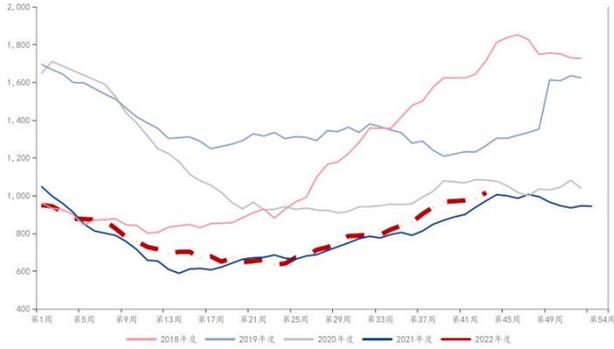
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 4：国内镍矿自菲律宾进口量（吨）



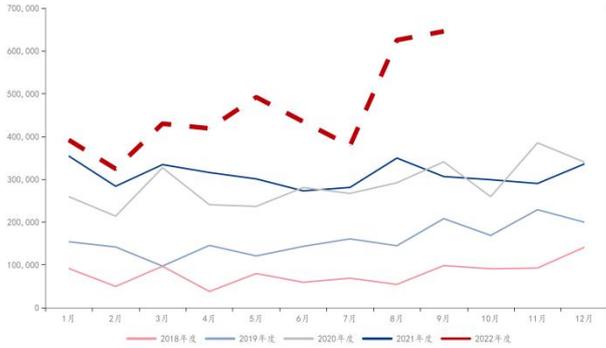
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 5: 港口镍矿库存 (万湿吨)



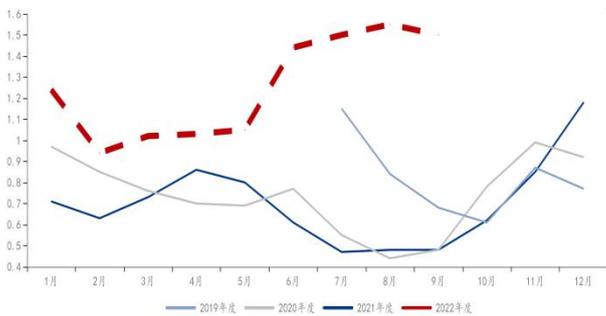
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 7: 国内镍铁进口量 (吨)



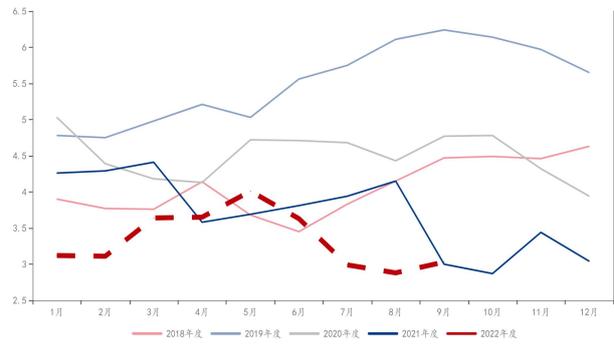
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 9: 国内镍生铁库存 (万金属吨)



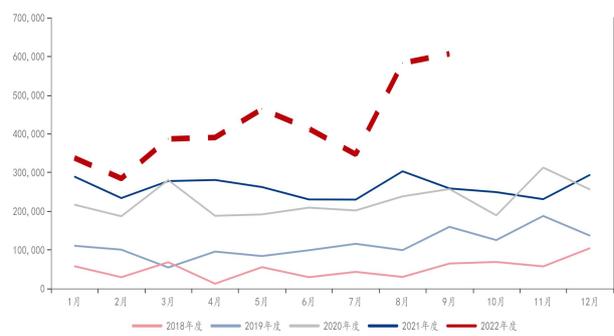
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 6: 国内镍铁产量 (万金属吨)



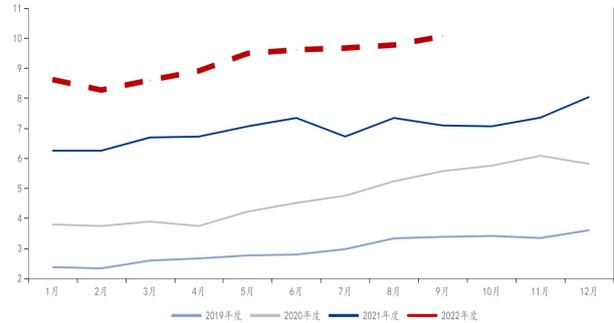
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 8: 国内镍铁自印尼进口量 (万金属吨)



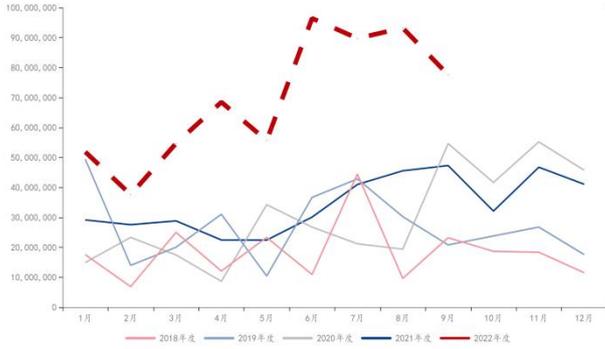
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 10: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)



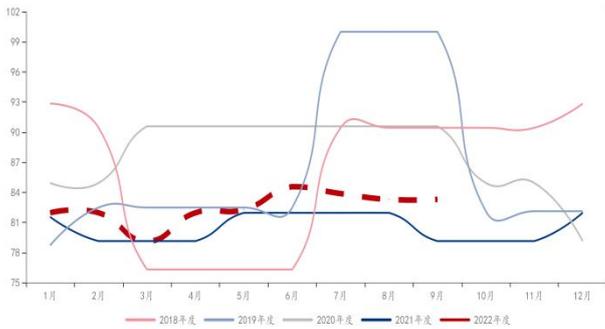
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 11: 国内湿法中间品进口量 (千克)



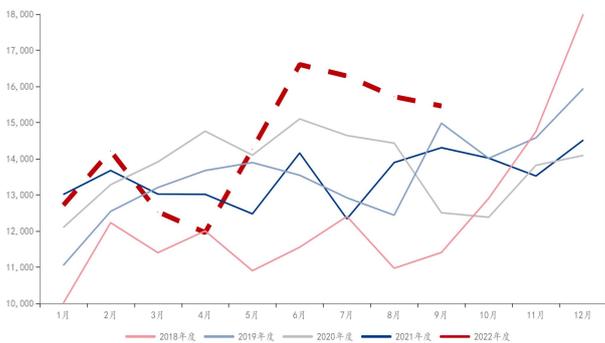
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 13: 国内电解镍企业开工率 (%)



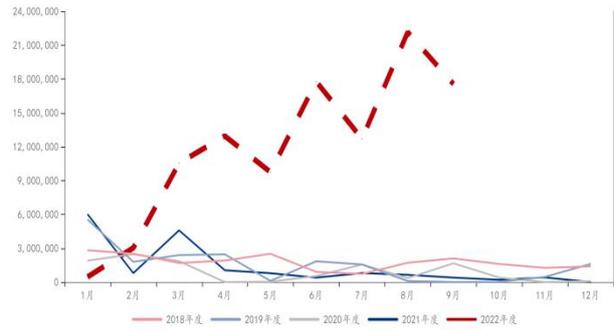
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 15: 国内电解镍产量 (吨)



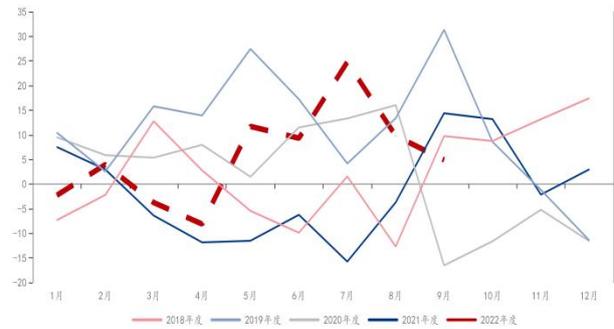
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 12: 国内高冰镍进口量 (千克)



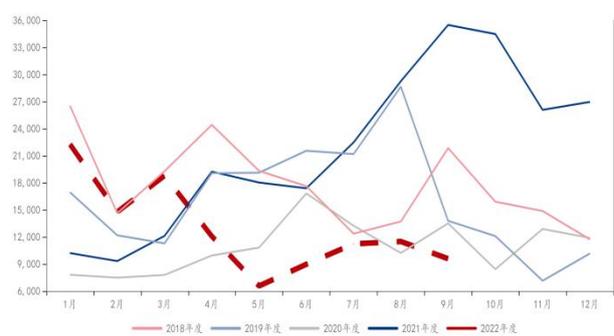
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 14: 国内电解镍企业产能利用率 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 16: 国内电解镍进口量 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

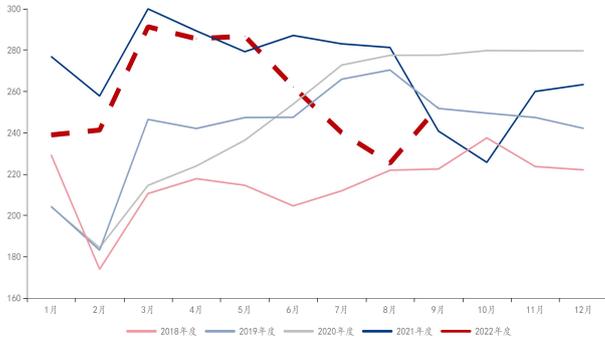
## （二）需求端

不锈钢方面，9月份国内不锈钢粗钢产量252.65万吨，同比增加4.92%，月环比增加12.14%；其中300系133.14万吨，同比增加5.32%，月环比增加7.79%，产量占粗钢产量一半以上；9月份冷轧不锈钢产量118.02万吨，同比减少6.57%，月环比减少1.32%；其中300系59.15万吨，同比增加0.73%，月环比增加7.97%；9月份印尼不锈钢粗钢产量37.5万吨，同比减少17.58%，月环比减少9.86%；国内受到利润好转以及传统旺季下游补库的带动，生产较为积极，产量大增，但随着成本逐步高企，利润受到挤压，后续排产虽有所增加，但增幅有待考量；印尼则受到海外需求不佳的影响，出口下滑，产量趋弱。

新能源方面，9月份国内硫酸镍企业产能利用率98.52%，同比增3.71%，月环比增加3.77%；开工率87.99%，同比增加10.71%，月环比增加24.09%；产量端，9月份硫酸镍产量3.52万金属吨，同比增加43.24%，月环比增加8.5%；进口端，9月份共进口硫酸镍0.61万吨，同比增加5.78%，月环比增加79.9%；据中汽协数据显示，9月份我国新能源车产量75.5万辆，同比增加113.88%，月环比增加9.26%；新能源车销量70.8万辆，同比增加98.32%，月环比增加6.31%；动力电池产量5.91MWH，同比增加155.24%，月环比增加18.10，其中三元材料系列同比增加152.11%，月环比增加26.12%；动力电池销量4.65万MWH，同比增加161.57%，其中三元材料系列同比增加207.12%；三元材料系列动力电池装车量1.12万MWH，同比增加82.61%，月环比增加6.53%；受益于新能源政策的利好托举，9月份新能源车产销均出现大幅增长，从而带动三元电池装车量和硫酸镍产量的增长；10月份，工信部发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（第五十九批），覆盖纯电动和插电式混合动力汽车，累计共有81款新能源乘用车入围，范围进一步扩大；国务院办公厅在《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》中提出，要继续落实好阶段性减征部分乘用车购置税、延续免征新能源汽车购置税、放宽二手车迁入限制等政策，组织开展新能源汽车下乡和汽车“品牌向上”系列活动，支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费；同时欧盟方面本月27号表示，从2035年起有效禁止生产新的燃油车，标志着减排道路上的重要一步。汽车制造商被要求到2035年实现零排放目标。后续看，新能源依然会比较亮眼，成为较大的拉动项。

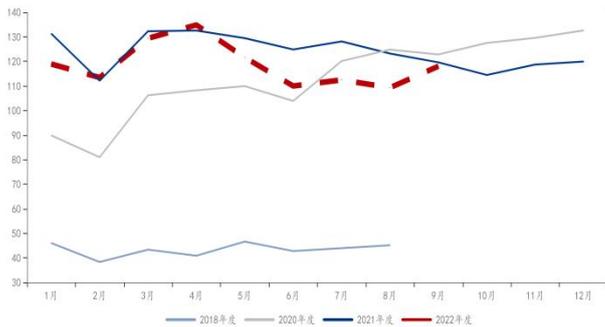
整体看，预计 10 月份原生镍表观消费量依旧稳中偏强，会有小幅增量。

图 13: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)



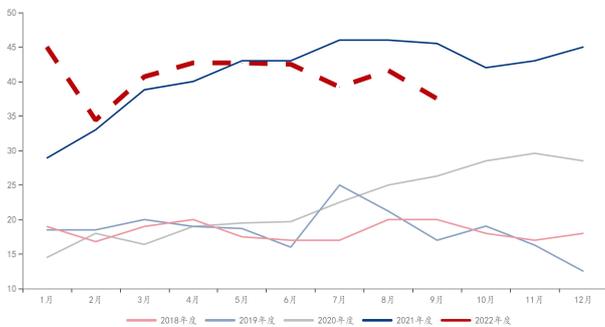
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 15: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)



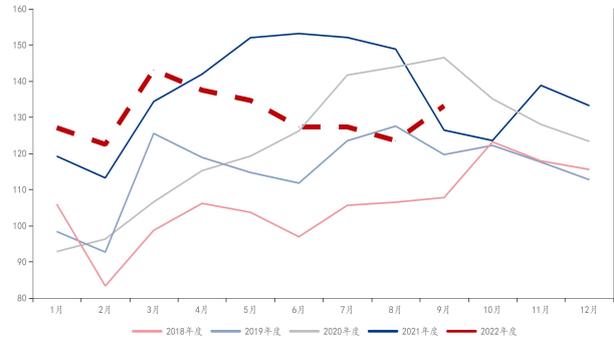
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 17: 印尼不锈钢产量 (万吨)



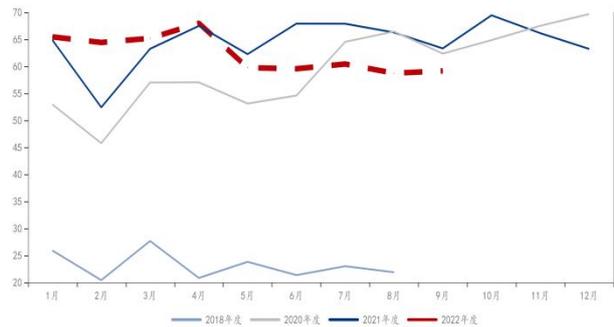
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 14: 国内 300 系不锈钢粗钢产量 (万吨)



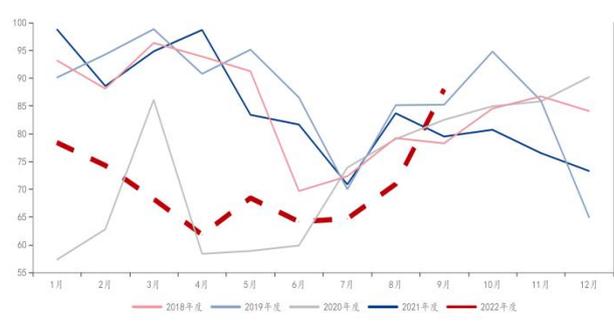
资料来源: Myateel, 优财研究院

图 16: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)



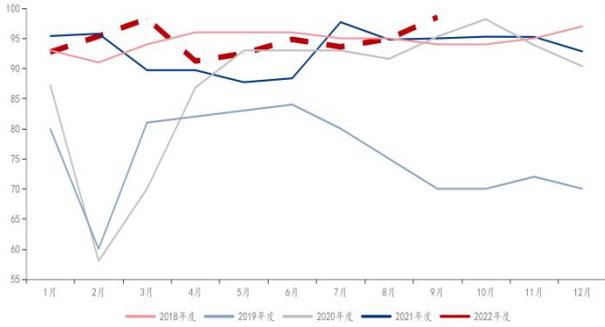
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 18: 国内硫酸镍企业开工率 (%)



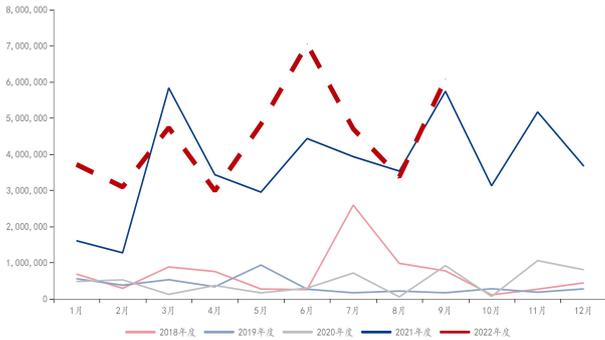
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 19: 国内硫酸镍企业产能利用率 (%)



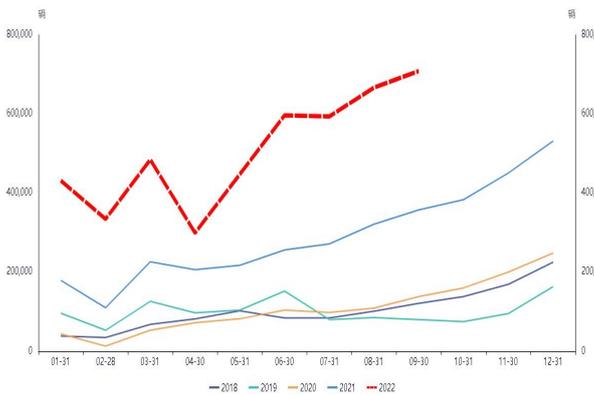
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 21: 国内硫酸镍进口量 (千克)



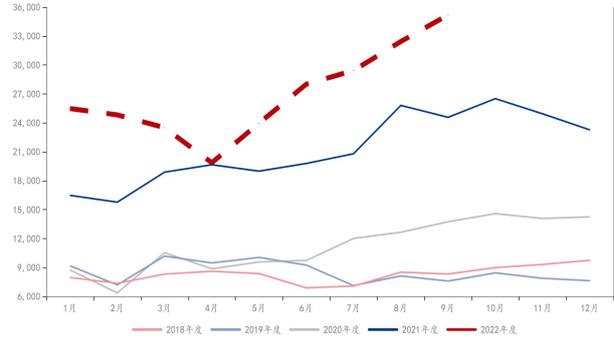
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 23: 国内新能源车销量 (辆)



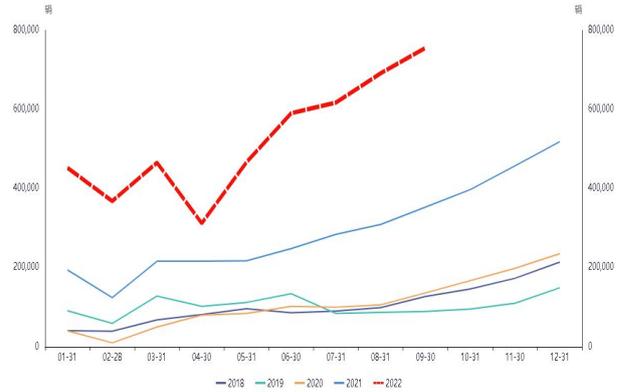
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 20: 国内硫酸镍产量 (金属吨)



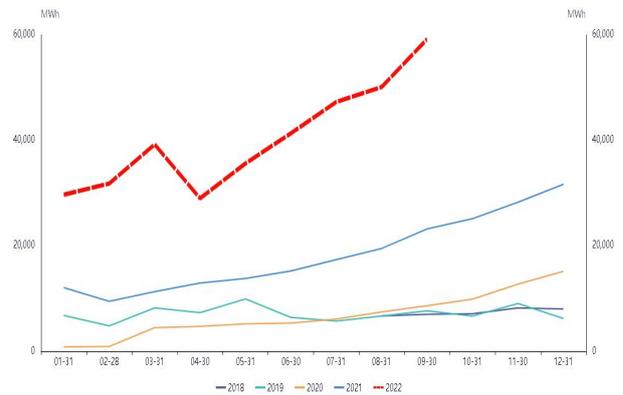
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 22: 国内新能源车产量 (辆)



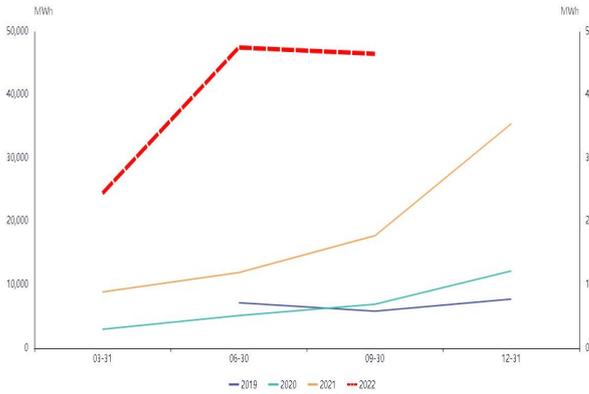
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 24: 动力电池产量 (MWh)



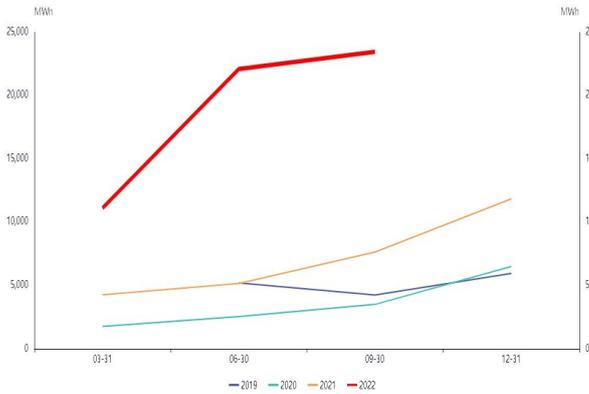
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 25: 动力电池销量 (MWh)



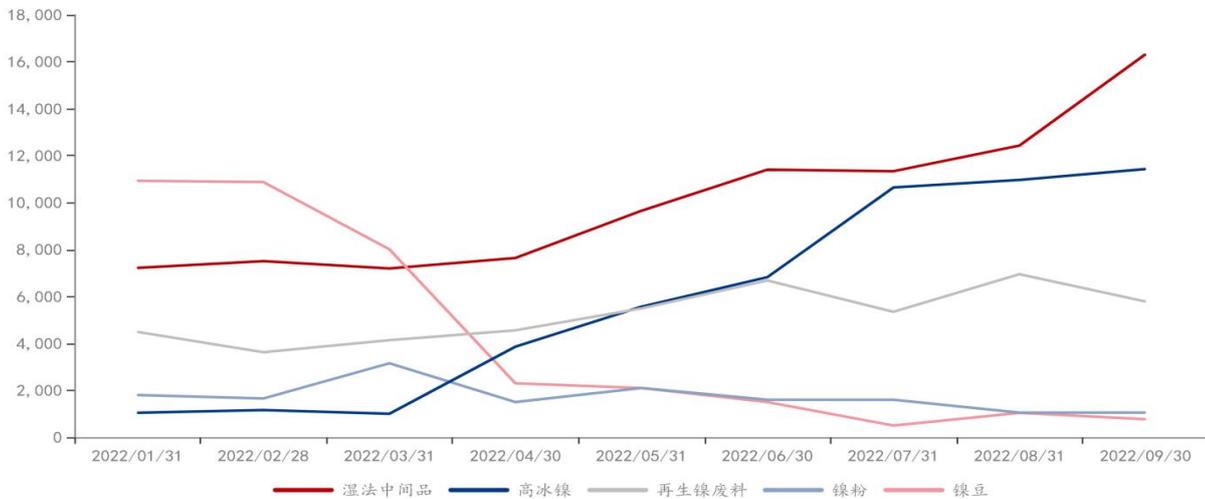
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 27: 动力电池: 三元材料销量 (MWh)



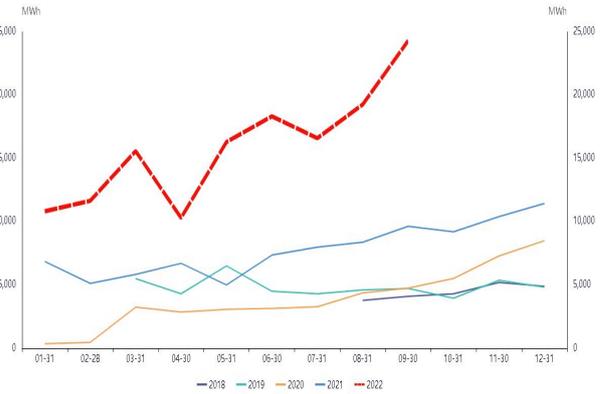
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 29: 硫酸镍原料消费量 (吨)



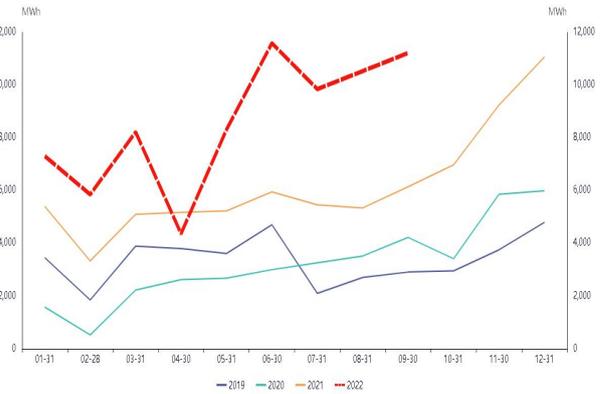
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 26: 动力电池: 三元材料产量 (MWh)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 28: 动力电池: 三元材料装车量 (MWh)

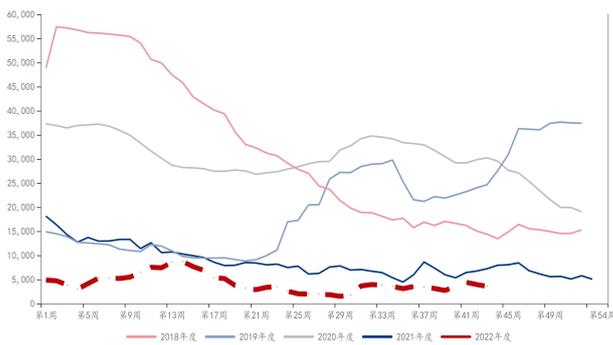


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

### (三) 库存端

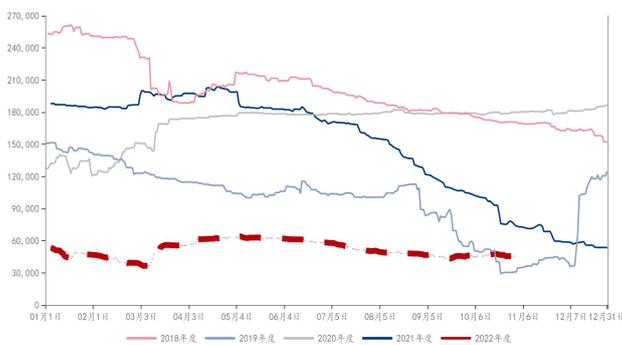
库存方面，上期所交割库库存 3557 吨，同比减少 55.17%，周环比减少 9.58%；LME 镍期货库存 5.29 万吨，同比减少 63.1%，环比持平；精炼镍社会库存 9399 吨，同比减少 59.03%，周环比增加 3.59%，其中镍板库存 8204 吨，同比减少 53.63%，周环比增加 2.07%，镍豆库存 1195 吨，同比减少 77.24%，周环比增加 15.46%；内外精炼镍库存均处于低位，但由于 LME 库存中镍豆占比较大，而镍豆在备至硫酸镍中经济性偏差，消耗量较差，后续 LME 受制于地缘政治以及衰退预期下，不排除累积可能；国内则主要以镍板为主，而镍板下游合金等领域韧性相对较足，后续在一揽子稳经济政策刺激下，库存将维持低位徘徊。

图 30：上期所交割库库存（吨）



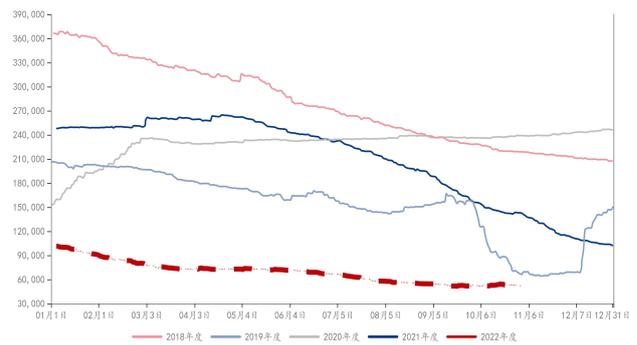
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 32：LME 注册仓单（吨）



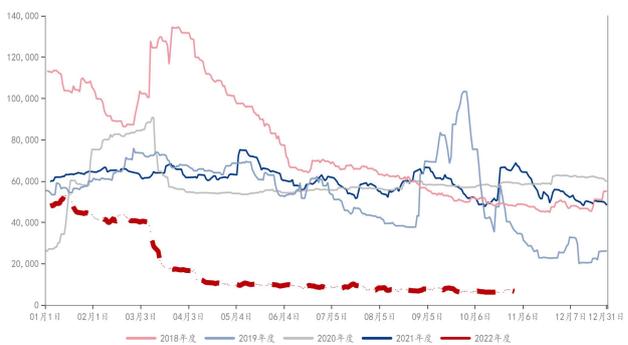
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 31：LME 镍期货库存（吨）



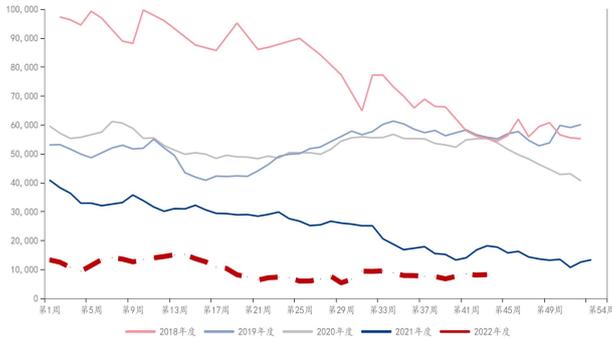
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 33：LME 注销仓单（吨）



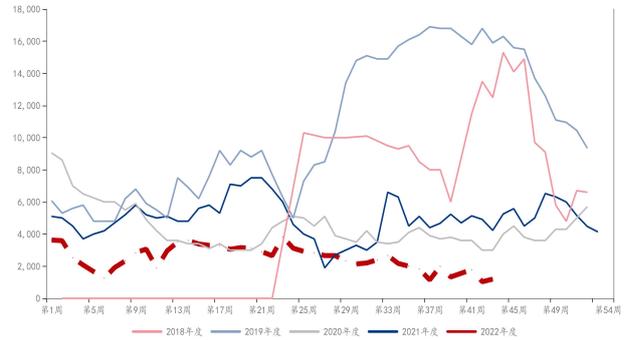
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 34：国内镍板社会库存（吨）



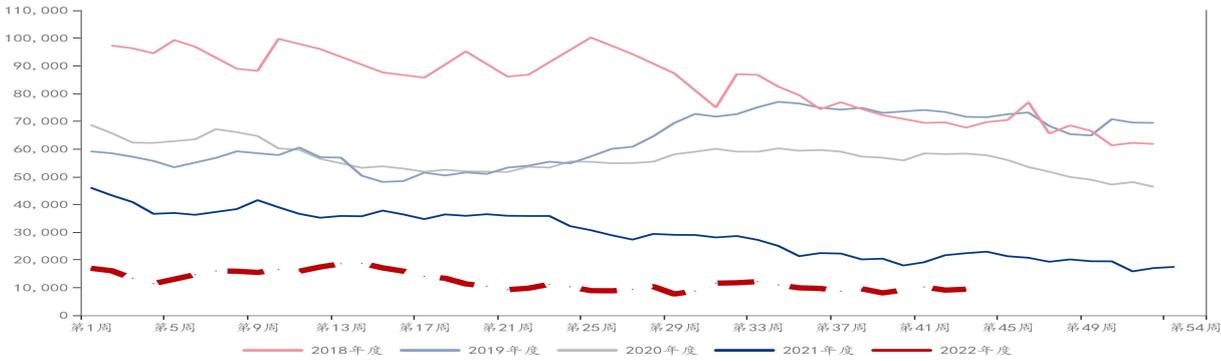
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 35：国内镍豆社会库存（吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 36：国内精炼镍社会库存（吨）

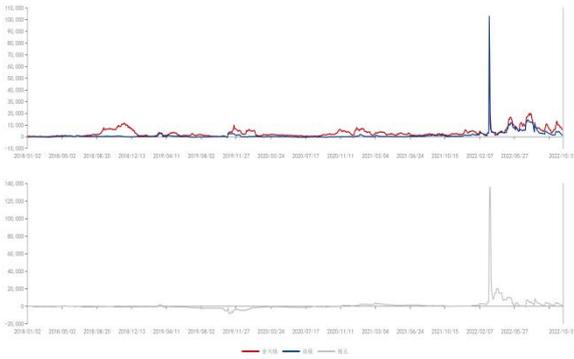


资料来源：Mysteel，优财研究院

#### （四）期现端

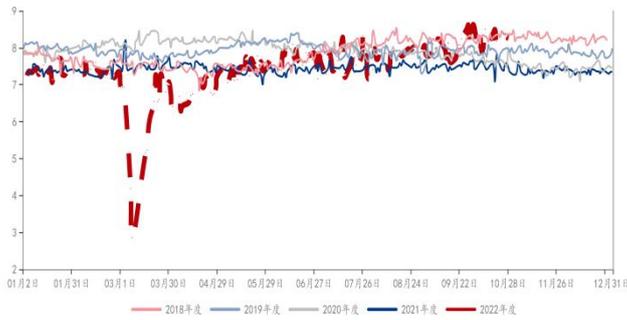
镍铁方面，成本大幅攀升，铁厂利润受挤压严重，处于微利状态，挺价意愿较强；精炼镍方面，现货进口盈利有所走弱，升贴水缩窄；价差方面，硫酸镍对镍铁价差远高于历史均值，高镍生铁处于深度贴水状态，下游不锈钢钢厂对于电解镍的需求将进一步减弱，而硫酸镍对镍铁溢价维持高位，据测算，当硫酸镍和镍铁价差大于 2.1 万元/吨时，镍生铁企业才有动力转产高冰镍，目前溢价远高于此，可知转产高冰镍项目动力充足；硫酸镍方面，成本变动不大，但结构性矛盾继续维持，湿法中间品经济性最佳，其次是高冰镍，而镍豆价格依然处于倒挂状态，经济性最差；综合看，产业链利润分配不均，电解镍相对高估。

图 37: 精炼镍现货升贴水 (元/吨)



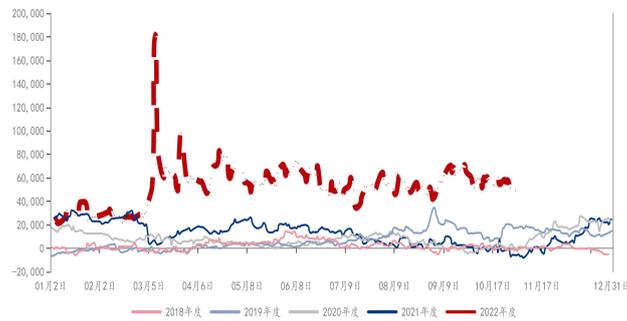
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 39: 沪伦比值



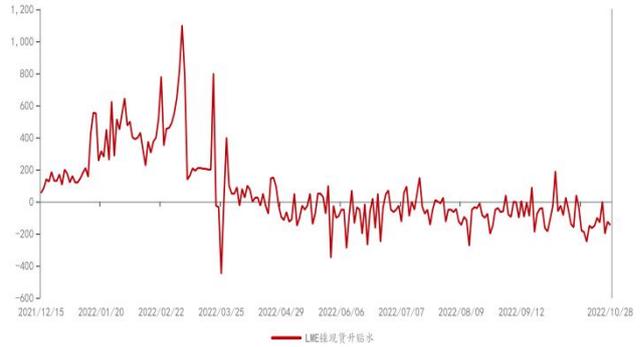
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 41: 电解镍对镍铁溢价 (元/吨)



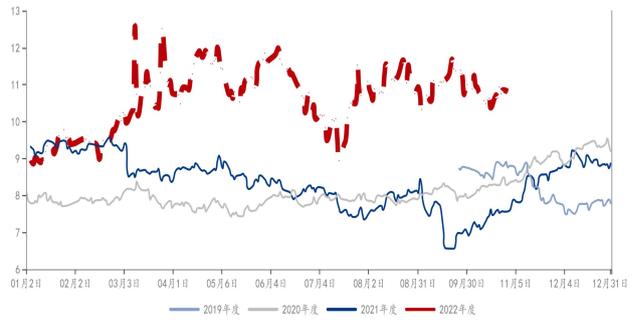
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 38: LME 现货升贴水 (美元/吨)



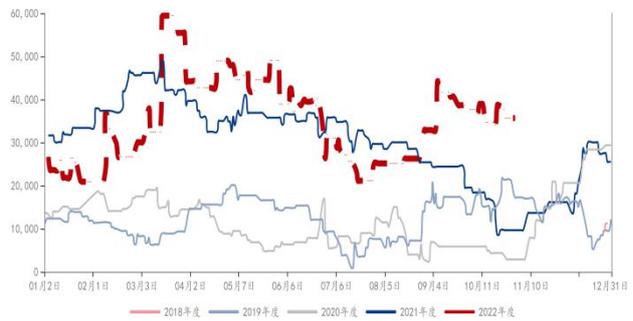
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 40: 镍不锈钢比价 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 42: 硫酸镍对镍铁溢价 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 43: 精炼镍进口盈亏 (镍板: 元/吨)

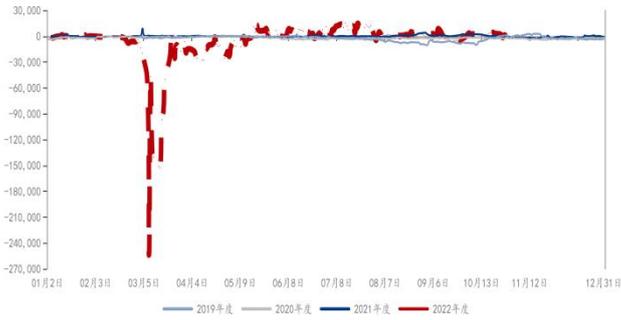
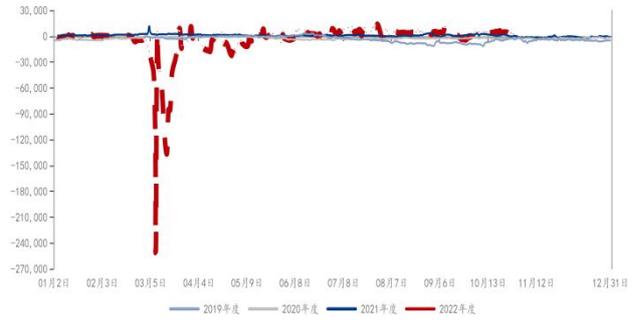
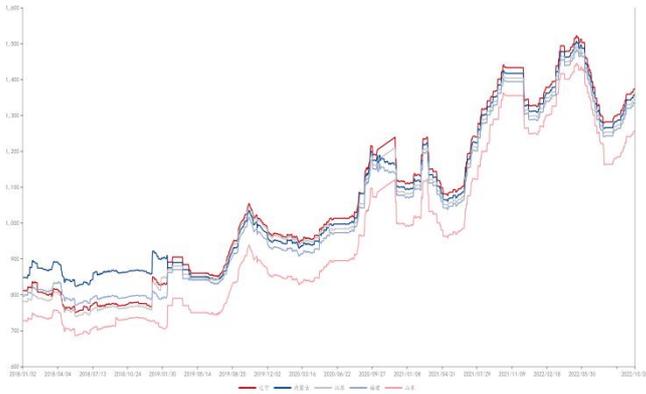


图 44: 精炼镍进口盈亏 (镍豆: 元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

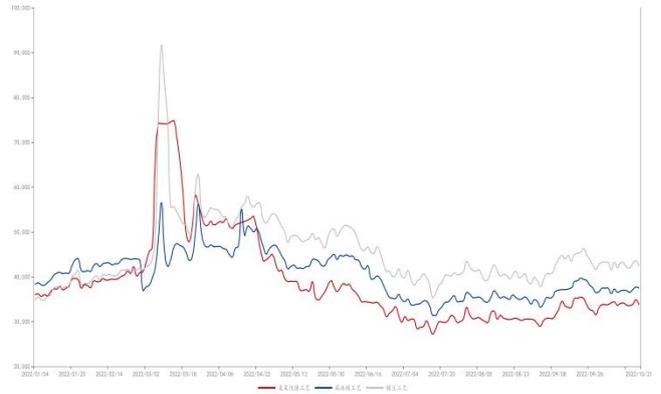
图 45: 镍生铁分地区生产成本 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 46: 硫酸镍分工艺生产成本 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

### 三、后市展望

宏观面，国内来看，央行发布9月份金融数据显示，新增信贷2.47万亿元（去年同期1.66万亿元），新增社会融资总额3.53万亿元（去年同期2.90万亿元），社融存量同比增长10.6%（上月10.5%），M2同比增长12.1%（上月12.2%）；国家统计局发布前三季度数据显示国内生产总值870269亿元，按不变价格计算，同比增长3.0%，比上半年加快0.5个百分点，环比增长3.9%；全国固定资产投资（不含农户）436530亿元，同比增长0.8%，增速年内首次由负转正，上半年为下降3.1%。分领域看，基础设施投资增长0.2%，增速年内首次由负转正，上半年为下降2.7%；制造业投资下降6.5%，降幅比上半年收窄5.2个百分点；房地产开发投资增长5.6%，增速比上半年提高3.7个百分点；全国商品房销售面积117073万平方米，下降1.8%，降幅比上半年收窄6.6个百分点；10月官方制造业PMI 49.2，预期50，前值50.1；整体上好于预期，但是结构性矛盾突出，制造业和基建景气度维持，是重要的抓手，地产和消费偏差，经济处于弱复苏的状态；接下来，将继续在稳增长和促消费下，迎来边际修复。美国方面，9月末季调CPI年率录得8.2%，为2022年2月以来最小增幅，9月末季调核心CPI年率录得6.6%，为1982年8月以来最高，9月季调后CPI月率录得0.4%，再次高于普遍预期，通胀继续保持强劲势头；10月Markit制造业PMI初值为49.9，跌至荣枯线下方，刷新28个月低位，预期51，前值52，10月Markit服务业PMI初值为46.6，为2个月低位，预期49.2，前值49.3；第三季度实际GDP年化季率初值录得2.6%，创2021年第四季度以来新高，此前曾连续两个季度录得负增长；9月PCE物价指数同比增长6.2%，为连续第三个月放缓，但核心PCE物价指数同比增长5.15%，为连续第二个月加速；密歇根大学调查的10月消费者信心指数升至半年来高位，消费者长短期通胀预期均较9月升高；美国经济仍有韧性，居民收入高增速进一步支撑着消费，通胀依然是短期内较大的困扰，市场预期全年至少加息17次的概率有所下降，但仍高达91.6%，其中，11月至少加息75BP的概率仍高达82.2%，紧缩预期并未弱化。欧洲方面，欧元区10月CPI月率1.5%，预期1.20%，前值1.20%，为今年3月份以来新高，10月CPI年率初值10.7%，预期10.2%，前值9.9%，为记录以来新高，10月核心CPI年率初值6.4%，预期6%，前值6%；10月制造业PMI初值46.6，预期47.9，前值48.4，10月服务业PMI初值48.2，预期

48.2，前值 48.8；10 月经济景气指数录得 92.5，创 2020 年 11 月以来新低，为连续第 9 个月录得下降；第三季度 GDP 年率初值 2.1%，预期 2.10%，前值 4.10%；欧洲央行将三大主要利率均上调 75 个基点，符合市场预期，为连续第二次大幅加息 75 个基点，并表示没有明显迹象表明通胀预期会降低，必须继续加息，以降低持续高通胀的风险，同时表明经济前景可能比预期更糟；欧洲依然受到能源问题引发的高通胀与加息抑制经济活力的双重压力之下，滞涨格局或将持续。

基本面，供给端，受到不锈钢排产增加，刺激镍矿镍铁产量以及进口量大幅上升，湿法中间品以及高冰镍进口量小幅下降，精炼镍产量以及进口量在镍豆经济环比有所走弱，但整体上原生镍供应依然处于增长状态；需求端，估算不锈钢钢厂现处于小幅亏损状态，后续若成本端继续上移，不排除排产不及预期情况，增幅有待考量，而新能源方面，政策端刺激仍在，下游产销旺盛，硫酸镍需求维持，整体上原生镍需求处于稳中偏强状态；库存端，国内外精炼镍库存处于低位，但结构性矛盾不容忽视，国内主要以镍板为主，下游合金领域需求尚可，而 LME 镍库存主要以镍豆为主，现在镍豆自溶经济性不佳，需求偏差，不排除累积可能。

综合看，宏观继续施压，供需上 11 月份或存在小幅过剩，操作上按照区间思路，沪镍主力参考区间：174000-195500。

## 风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；印尼政策；LME 金属禁令

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>