

# 镍：估值修复进行时

## 观点

展望二季度，美联储加息虽步入尾声，但高利率金融环境仍隐含危机，全球经济衰退风险上升，宏观环境对镍价或造成阶段性压制。供需面，全球镍冶炼项目仍在投产放量，而需求恢复整体不及预期，原生镍供需逐步转向全面过剩，全球镍低库存格局难以延续。短期电积镍生产成本或为镍价的阶段性支撑，但中长期来看，供应过剩预期下镍价已然处于下行通道，二季度镍价或偏弱运行，维持高波动率，关注宏观消息以及印尼、菲律宾政策变化。操作上，维持反弹沽空思路，注意控制风险！

## 核心逻辑

宏观面：美联储加息虽步入尾声，但高利率金融环境仍隐含危机，硅谷银行事件的发生已经给美联储敲响警钟，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。欧美经济下行压力较大，仍需警惕欧美银行流动性风险。国内经济延续复苏态势，政策仍有发力空间，内需定价的商品将获得一定支撑。整体看，宏观环境内外分化，在海外衰退风险影响下，有色金属仍有概率阶段性承压。

供应端：二季度镍矿供应将逐步增加，需求不佳导致镍矿进口不及往年；印尼镍铁产能仍不断释放，挤占国内镍铁市场，我国镍铁产量维持下行趋势；电解镍产量稳步增加，印尼镍中间品大幅回流，随着镍中间品对精炼镍在电池消费中的替代，以及中国与印尼新增精炼镍冶炼项目的陆续投产，纯镍供需亦逐步转向过剩。当前电积镍生产成本或为镍价的阶段性支撑，但全球镍低库存格局或难延续。此外，仍需关注菲律宾、印尼出口政策变化。

需求端：年初不锈钢产量同比增加，但终端需求持续疲弱，需求负反馈影响下不锈钢产业链压力较大。二季度不锈钢产量有季节性修复预期，但产量增量仍受限于需求恢复情况；新能源方面，新能源车延续增长趋势，虽然在磷酸铁锂成本优势的冲击下，三元电池占比下滑，但硫酸镍需求仍在高位，硫酸镍产量有望持续增加，而需求增量主要体现在镍中间品，关注国内硫酸镍产线承接情况。

风险关注：国内外宏观消息、印尼及菲律宾政策、全球镍项目进展、库存变化、下游需求

2023年4月02日 星期日

有色金属研究中心  
镍金属·二季度报告

谢灵

投资咨询号：Z0015788

从业资格号：F3040017

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



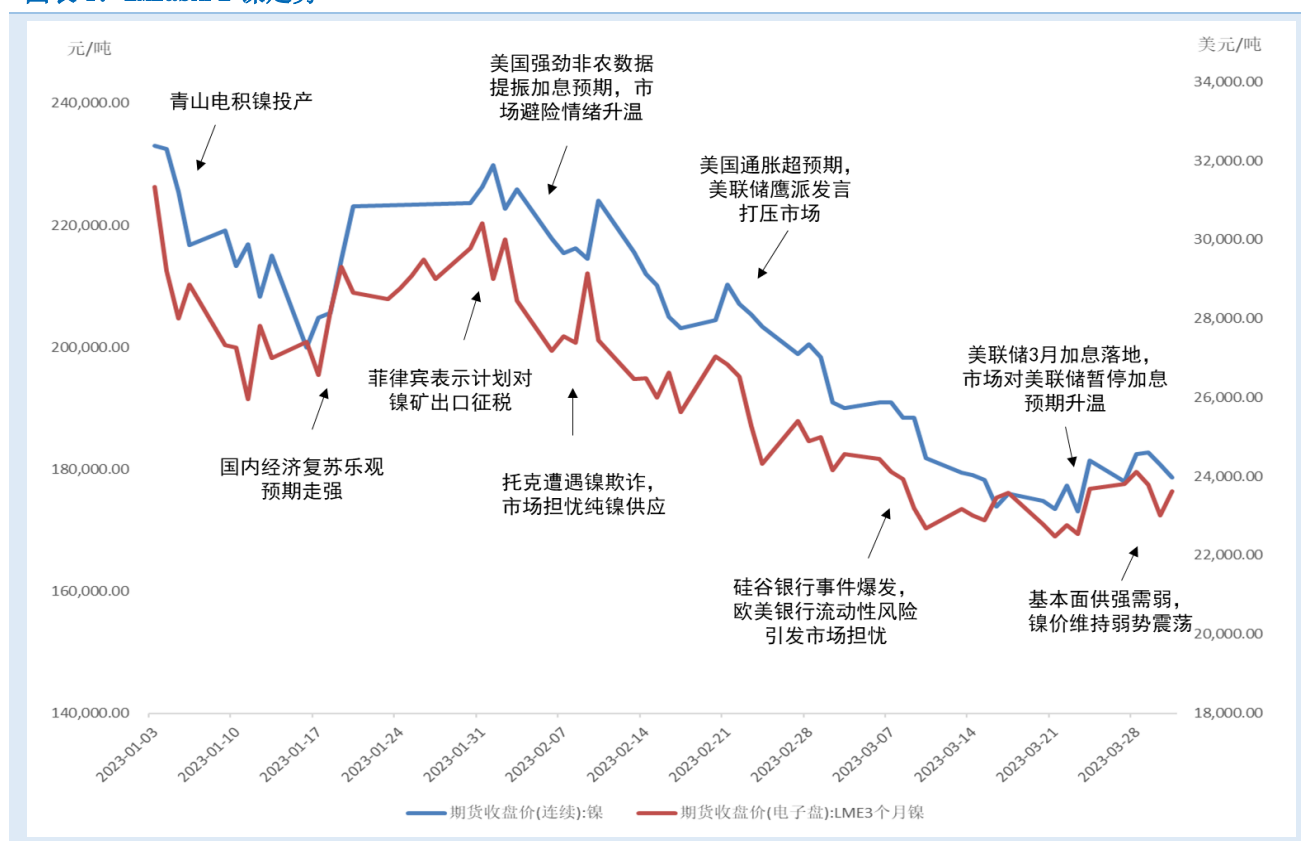
## 一、行情回顾：一季度镍价高位回落

2023年一季度，镍价重心整体下移。年初在青山电积镍投产消息刺激下，镍价高位回落，虽然市场对节后消费的乐观预期以及菲律宾镍矿出口征税传言带动镍价反弹，但节后预期逐步落空，叠加美国强劲就业数据及通胀提振美联储加息预期，镍价自高位回落。3月初硅谷银行事件逐渐发酵，叠加镍产业链自下而上走弱，镍价持续下跌至17万关口附近。截至3月31日收盘沪镍主力报174170元/吨，一季度跌幅24.2%；LME镍报23625美元/吨，一季度跌幅21.04%。

(1) 1月镍价先抑后扬。1月上旬，青山电积镍产线（1500吨/月）投产消息传来，市场对纯镍供应增加预期回升，镍价自高位回落。春节前后，随着国内防疫政策的放开，市场对国内经济乐观预期走强，叠加菲律宾镍矿出口征税消息扰动市场，低库存支撑镍价大幅反弹。

(2) 2月开始镍价震荡回落。2月开始，美国强劲非农数据大超市场预期，美联储鹰派发言进一步推升美元指数走强，有色板块承压，镍价随之走弱。2月9日，托克遭遇镍欺诈，市场对纯镍现货库存紧张担忧再起，镍价再次反弹，但海外悲观情绪仍笼罩市场，美联储加息预期打压有色金属价格，沪镍跌破20万关口。3月开始，硅谷银行事件爆发，市场恐慌情绪迅速蔓延，加之瑞信危机等多重影响，欧美银行流动性危机仍令市场担忧，镍价震荡下行。3月22日，美联储加息25bp落地，市场对美联储暂停加息预期回升，有色板块企稳反弹，但镍基本面供强需弱，沪镍于17万上方弱势震荡。

图表 1：LME&SHFE 镍走势



## 二、宏观分析

### 2.1 美联储加息进入尾声，高利率下金融体系仍隐含危机

#### 2.1.1 美联储 3 月加息落地，并下调美国经济增长预期

自 2022 年以来，为了抑制高通胀，美联储持续加息。截止 2023 年 3 月，美联储议息会议宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间提升至 4.75-5.0%，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。美联储继续强调货币政策的目标是让通胀回落至 2% 的水平。声明称就业强劲、通胀率居高不下，删除“俄乌危机影响、通胀有所缓和、持续加息是适宜的”等措辞，但对抗击通胀的态度未改，称委员会坚定地致力于使通货膨胀率恢复到 2% 的目标，将继续以同样的速度缩表，同时声明新增了对近期银行业危机的影响预警，并指出会广泛考虑货币政策紧缩对经济、金融等的影响。点阵图对今年底的利率预期仍为 5.1%，与 12 月份一致，这或意味着年内美联储仅再有一次 25bp 的加息空间、意味着 5 月美联储将暂停本轮加息周期、意味着 2023 年不会降息，2024 年才有可能降息 75bp。经济预测摘要显示：美联储下调今明两年 GDP 预期（0.4% 和 1.2%，没有衰退）、进一步上调通胀预期，长期失业率预期预测持稳。美联储主席鲍威尔新闻发布会称考虑过暂停加息，但通胀太高使加息行动得到一致支持，且今年不会降息，侧重讨论了银行业危机，指出银行业危机可能会影响到经济，但影响适度，扩表是暂时的，准备用所有工具来确保银行系统的安全，并加强监管。

#### 2.1.2 美国就业数据仍显强劲，警惕高利率环境下的金融风险

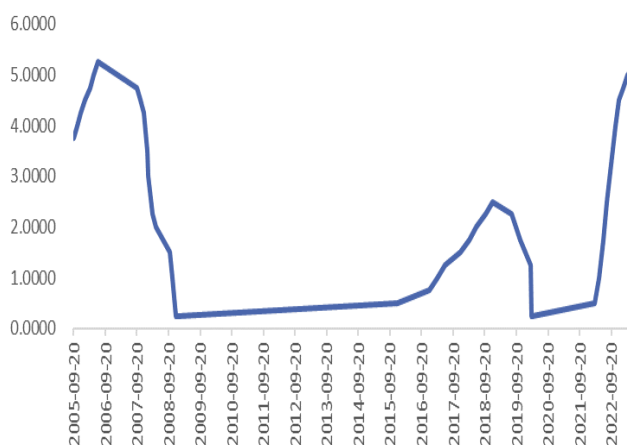
美国劳工部公布数据显示，美国 2 月非农就业新增 31.1 万，预期增 22.5 万，1 月前值从 51.7 万下修至 50.4 万；失业率升至 3.6%，预期和前值均为 3.4%；平均时薪环比增 0.24%，为一年最低，预期 0.4%，前值 0.3%；美国 2 月劳动力参与率进一步回升，涨至 62.5%，1 月前值为 62.4%，为 2020 年 3 月以来最高。可以看出，2 月份非农继续超市场预期，表明就业市场仍较强劲，但失业率超预期回升且薪酬增长不及预期，表明在持续加息背景下美国就业市场有所降温。

美联储加息已经进入尾声，当前市场更关注的是美联储维持利率高位持续时间的长短。整体来看，在高利率的环境下预计全球金融风险或迎来暴露期，以往依赖高杠杆融资、期限错配较为严重的金融机构，将面临资产端和负债端的双重冲击，违约或“暴雷”的概率明显提高，全球经济进入衰退的可能性较大。硅谷银行事件的发生已经给美联储敲响警钟，提示美联储在高利率环境下金融体系可能存在一定的脆弱性，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。

图表 2：美联储联邦基金目标利率

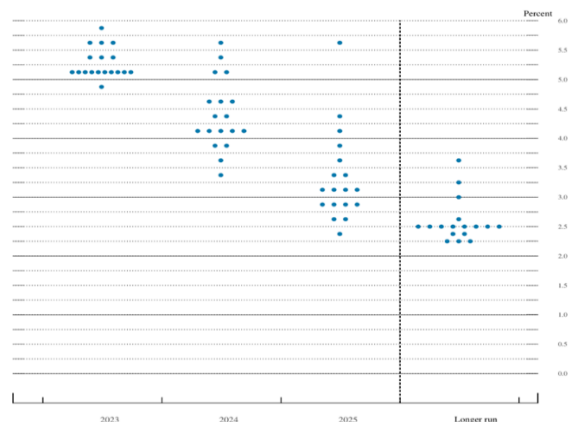
图表 3：美联储 3 月议息会议点阵图

美国:联邦基金目标利率



For release at 2:00 p.m., EDT, March 22, 2023

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源: Wind

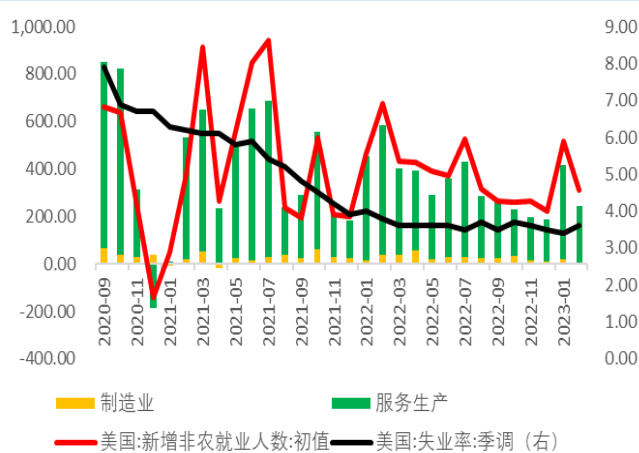
图表 4: 美联储经济展望

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

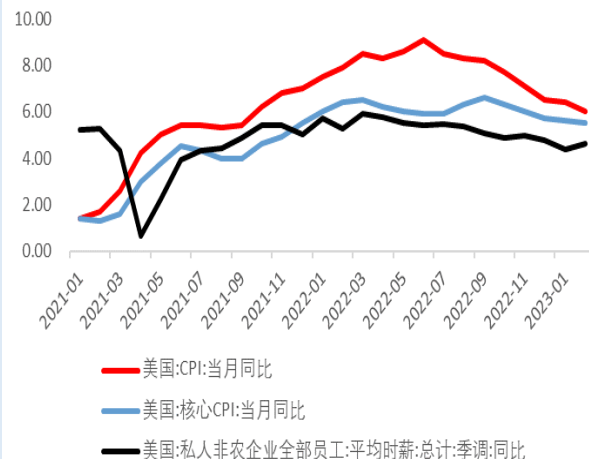
Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

数据来源: Fed

图表 5: 美国就业数据



图表 6: 美国 CPI 数据





## 2.2 国内经济稳步复苏，地产数据环比改善

2023 年国内经济逐步修复，国内 PMI 数据持续高于荣枯线。具体来看：3 月，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.9%，比上月下降 0.7 个百分点，高于临界点，制造业保持扩张态势；非制造业商务活动指数为 58.2%，比上月上升 1.9 个百分点，高于临界点，非制造业恢复发展步伐加快。3 月份，综合 PMI 产出指数为 57.0%，比上月上升 0.6 个百分点，位于较高景气区间，表明我国企业生产经营总体情况继续好转。

两会政府工作报告定调 2023 年增长目标仅为 5%，但经济复苏预期将贯穿全年。

供给方面，中国 1-2 月规模以上工业增加值 2.4%，预期 2.6%，前值 1.3%；季调后 2023 年 1 月和 2 月的工业增加值环比分别为 0.26%、0.12%，都明显弱于季节性。尽管国内疫情冲击逐渐消退、市场有所转好，但较弱的出口市场需求继续拖累工业生产恢复进程。

需求方面，中国 1-2 月社会消费品零售总额同比 3.5%，预期 3.5%，前值-1.8%。疫情防控接近尾声、服务类消费迅速恢复是导致 1-2 月社会消费品零售总额同比好于预期的主要原因；1-2 月，全国固定资产投资同比增长 5.5%，预期增长 4.4%，前值增长 5.1%。基建投资延续高增长、制造业投资仍旧保持高景气水平以及房地产开发投资降幅收窄都是投资增长好于市场预期的重要原因。其中，制造业投资同比增长 8.1%，前值增长 9.1%；基建投资同比增长 9.0%，前值增长 9.4%；房地产开发投资同比-5.7%，前值-10%；按美元计，中国 1-2 月出口同比-6.8%，预期-9.4%；进口同比-10.2%，预期-5.5%，1-2 月国内经济复苏基础仍不牢靠，出口需求紧缩仍带动进口需求下行。

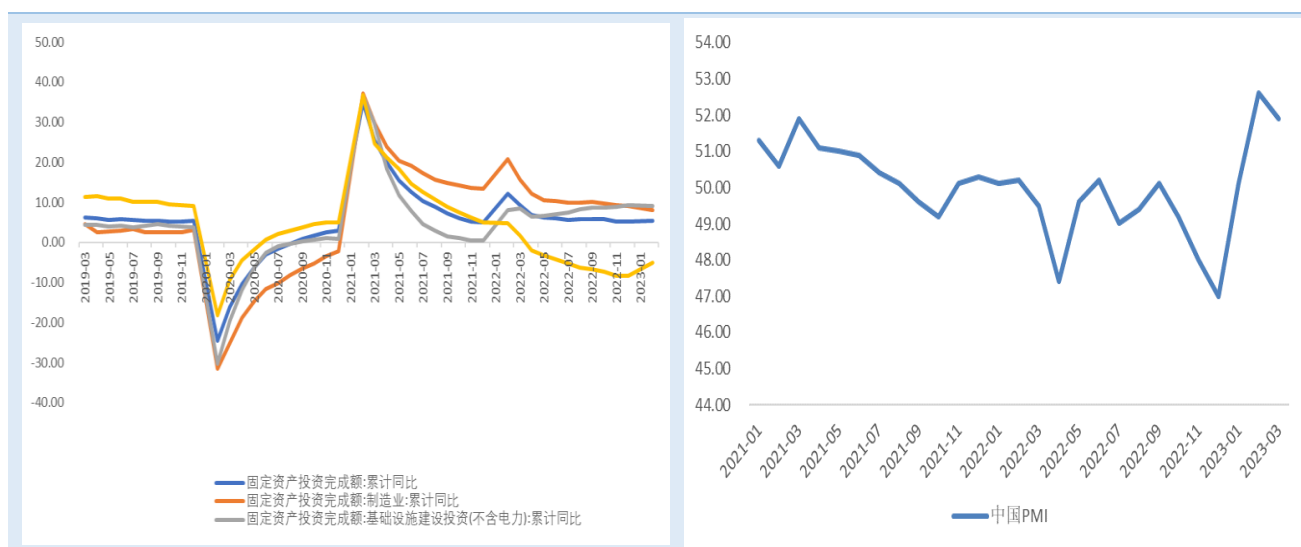
房地产方面，2 月以来地产销售确实有所改善，尤其是二手房的交易，但持续性仍有待观察，且销售改善传导到投资也需要时间。因此，在政策呵护下，今年地产投资有望改善，但节奏和高度需要进一步观察。

1-2 月份，房地产销售面积同比下降 3.6%，去年 12 月份下降 31.5%；1-2 月房屋新开工面积同比下降 9.4%，去年 12 月下降 44.3%；1-2 月房屋施工面积下降 4.4%，去年 12 月份下降 48.2%；1-2 月份房屋竣工面积同比增长 8.0%，去年 12 月份下降 6.6%。可以看到，在一系列政策作用下，随着经济转暖，房地产市场出现了一些积极变化，房地产销售降幅明显收窄。与此同时，房地产企业到位资金、开工投资方面也在改善，地产投资及新开工降幅也在改善。但目前房地产市场仍处在调整阶段，且国家房地产政策主基调仍以稳为主，“房住不炒”定位仍未改变。

整体来看，“稳增长、稳就业、稳物价”仍是中央经济工作会议和两会确定的重点工作，预计政策面将继续在促进消费、扩大投资两大内需板块发力，同时将多措并举引导房地产行业尽快实现软着陆，带动涉房消费、房地产投资企稳回升。国内经济大概率将延续复苏进程。

图表 7：固定资产投资累积同比及分项

图表 8：中国 PMI 数据

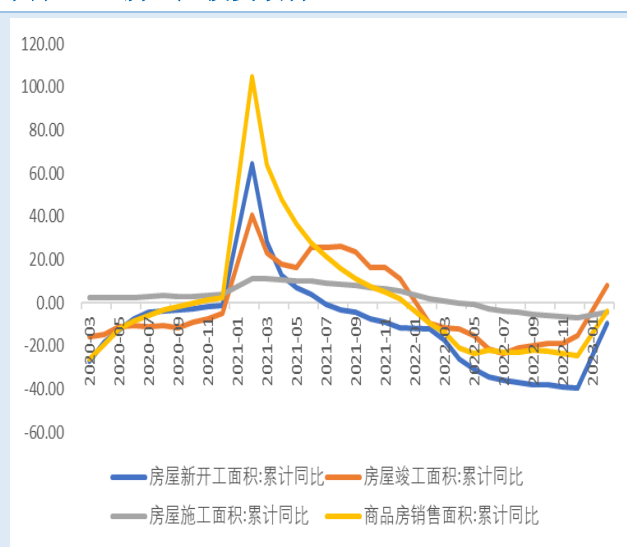


数据来源: Wind

图表 9: 商品房销售改善



图表 10: 房地产投资改善



数据来源: Wind

## 三、基本面分析

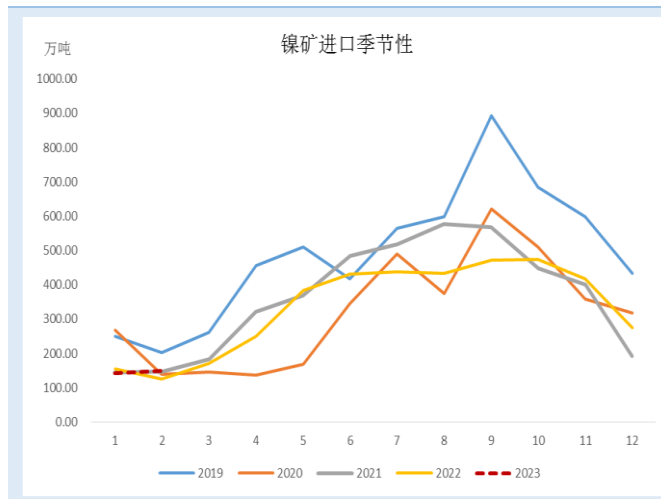
### 3.1 产业链自下而上走弱，矿价承压运行

**菲律宾雨季影响仍存，镍矿进口处季节性低位：**据海关数据显示，2023 年 1-2 月，中国镍矿进口总量 290.42 万吨，同比增加 3.8%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 204.17 万吨，同比减少 2.9%；自其他国家进口镍矿总量 86.26 万吨，同比增加 24.1%。

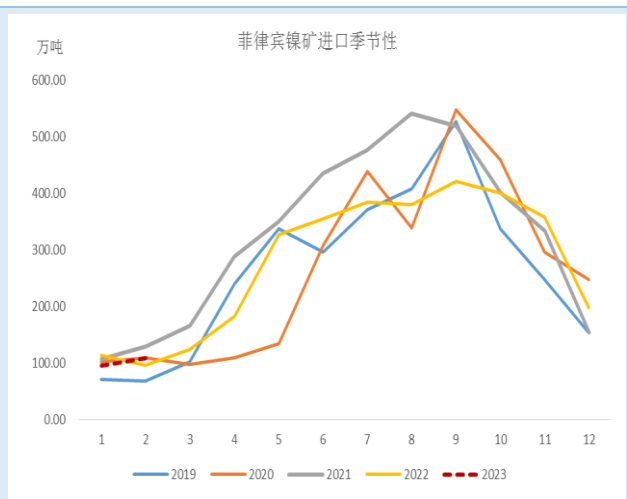
**港口库存延续去化：**年初以来，菲律宾处于雨季中后期，港口镍矿库存自高位回落，整体与去年同期水平贴近，后续随着菲律宾镍矿发货回升，港口库存有望逐步累积。截止 3 月 31 日，全国港口镍矿库存达 611.2 万湿吨，总折合金属量 4.8 万金吨，与去年同期基本持平。

整体看，2023 年以来镍矿进口虽处于季节性低位，但同比仍有增量，主因菲律宾天气扰动不及往年，后续随着雨季的结束，镍矿进口量有望逐步回升，港口库存料逐步累积。此外，由于不锈钢需求疲弱，国内镍铁产量有所下滑，产业链自下而上走弱，镍矿需求受到影响，镍矿价格持续回落。

图表 11：镍矿进口季节性

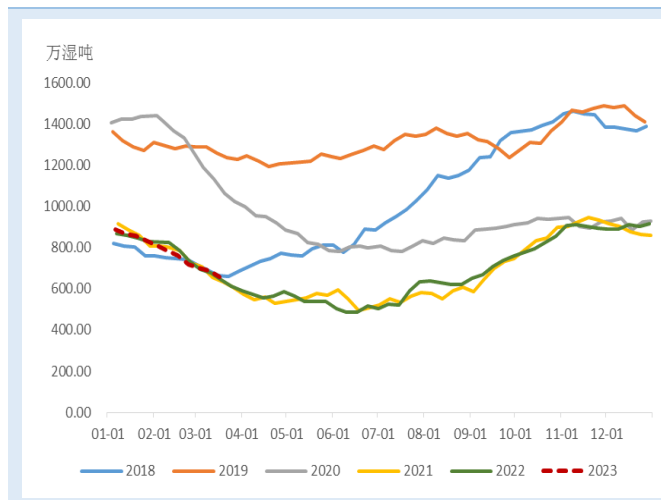


图表 12：菲律宾镍矿进口季节性

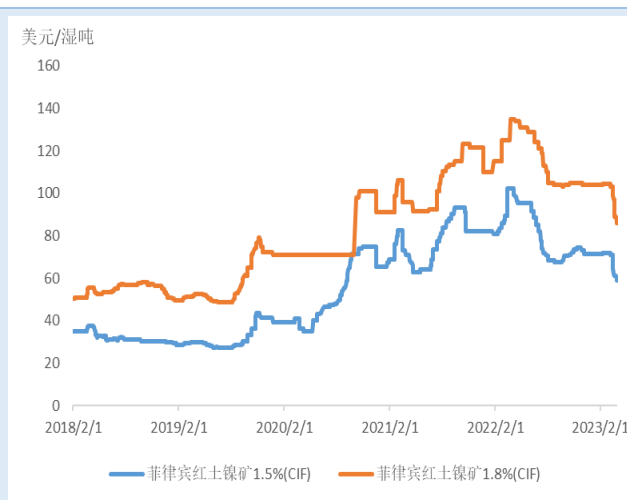


数据来源：SMM

图表 13：镍矿港口库存季节性



图表 14：镍矿价格



数据来源：SMM

### 3.2 需求负反馈拖累镍铁价格，印尼 NPI 仍持续投产放量

**国内镍铁产量回升，但不锈钢负反馈压制镍铁价格：**2023 年初，市场对后市消费预期回暖，钢厂产量增加，带动我国镍铁产量整体回升。据 SMM 数据，2023 年 1-2 月全国镍铁产量共计 6.89 万吨，同比上升 7.16%。然而，春节后市场需求持续疲弱，不锈钢表现不佳，镍铁库存亦迅速累积，镍铁价格大幅下跌至 1100 元/镍点下方，国内铁厂全线亏损，后续铁厂减产或逐步增多。

**印尼镍铁产量持续攀升：**2023 年一季度，印尼镍铁新增投产节奏较快，镍铁产量稳步抬升，但仍有部分镍铁转高冰镍。据 SMM 数据，2023 年 1-2 月印尼镍铁产量 20.62 万吨，同比增加 4.01 万吨，

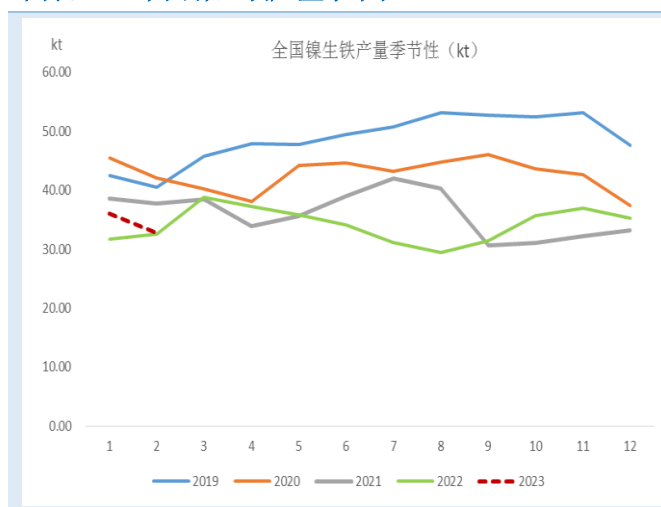
增幅 24.1%。近期印尼部分园区电力设备出现问题，预计将影响 3 月镍生铁投产节奏。

**印尼项目进展：**目前来看，2023 年一季度印尼镍铁新增 9 条产线，目前印尼已投产产线达 190 条。二季度各大园区仍有较多产线待投，增量主要在青山 Weda Bay 项目、德龙 3 期项目、印尼华迪等项目。预计 2023 年印尼新增镍铁产能近 50 万金属吨。

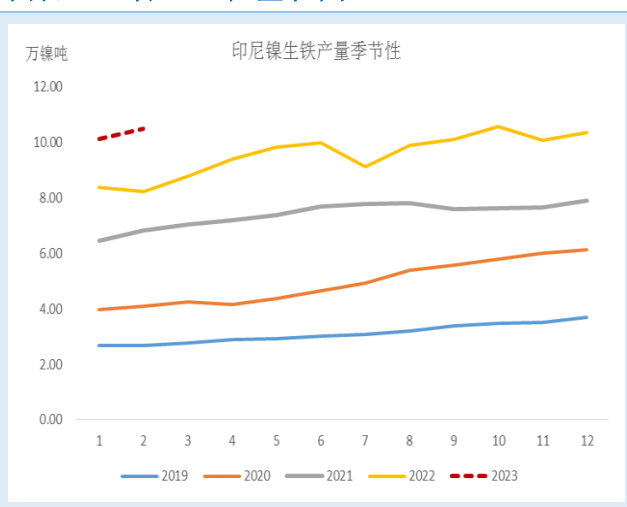
**进口数据：**在印尼镍铁产量大幅增加的基础上，我国镍铁进口量亦大幅抬升。由于印尼镍铁成本低镍点高，印尼镍铁在经济性优势下大幅回流，近几年持续挤占国内镍铁市场份额。据海关数据显示，2023 年 1-2 月中国镍铁进口总量 106.2 万吨（15.4 万金属吨），同比增加 34.6 万吨，增幅 48.3%。其中，自印尼进口镍铁量 48.8 万吨，同比减少 13.4 万吨，降幅 21.6%。需要注意的是，印尼政策较为多变，此前印尼镍铁出口征税政策仍未落地，若政策落地，相关镍产品进口成本或有抬升，印尼镍铁进口商利润有所收窄，产品价格得到一定支撑，但实际影响仍取决于征税幅度。后续仍需警惕相关政策对镍产业链的影响。

整体看，2023 年年初，市场对后市消费预期回暖，带动镍铁产量回升，但春节后不锈钢需求不及预期，对原料镍铁形成负反馈，镍铁库存大幅累积。当前，镍铁价格大跌后国内铁厂全线亏损，叠加印尼低成本高镍点的镍铁持续回流，镍铁市场供过于求格局明显，后续铁厂减产或逐步增多，产业链利润进一步向矿端挤压，未来仍需关注印尼出口政策变化。

图表 15：中国镍生铁产量季节性



图表 16：印尼 NPI 产量季节性

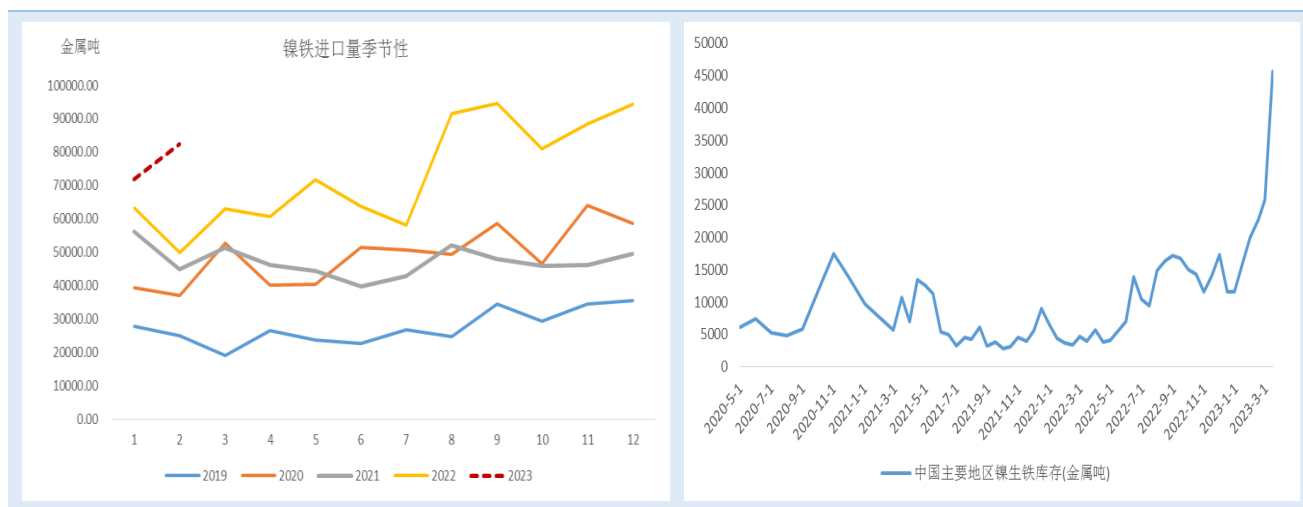


数据来源：SMM

图表 17：中国镍铁进口季节性

图表 18：中国主要地区镍生铁库存

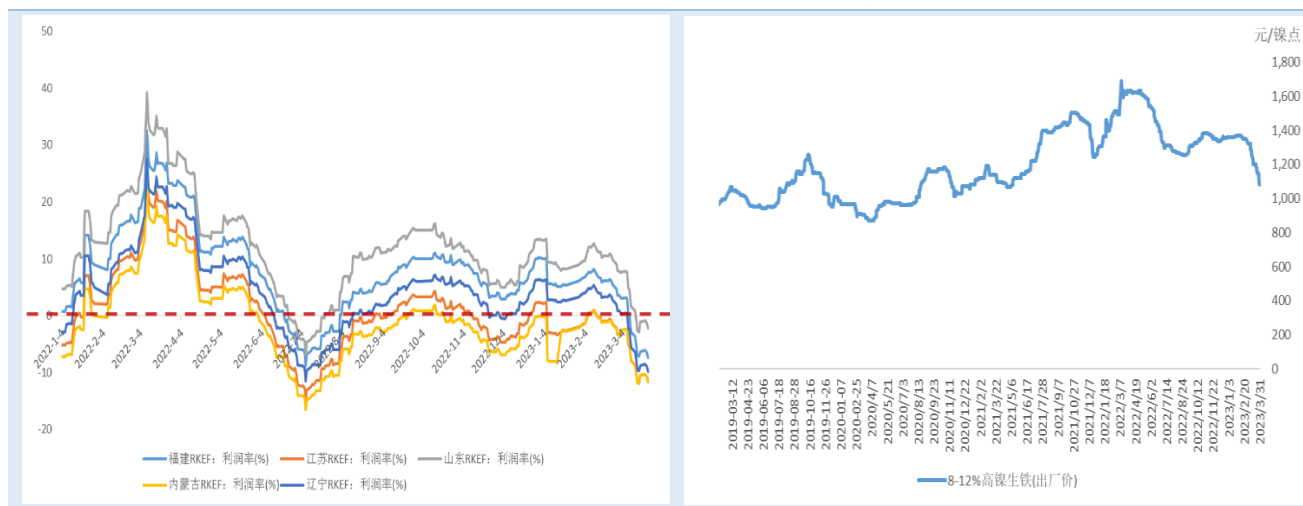




数据来源：SMM

图表 19：中国 RKEF 镍铁企业利润率

图表 20：镍铁价格



数据来源：SMM

图表 21：印尼镍铁项目进展

企业名称	设备数量	产能（万金属吨）	工艺	预计投产时间
青山（Weda Bay）	12	18.6	RKEF	2023年E
青山（Morawali）	6	6.8	RKEF	2023年E
Indoferro	1	0.4	RKEF	2023年7月E
印尼德龙	8	6	RKEF	2023年E
印尼华迪	4	2.9	RKEF	2023年E
印尼万向一期	2	2.3	RKEF	2023年E
力勤+Harita（HJF）	8	9.6	RKEF	2023年E
青岛中程（恒顺）	4	3.3	RKEF	2023年E
2023年合计		49.9		

数据来源：SMM

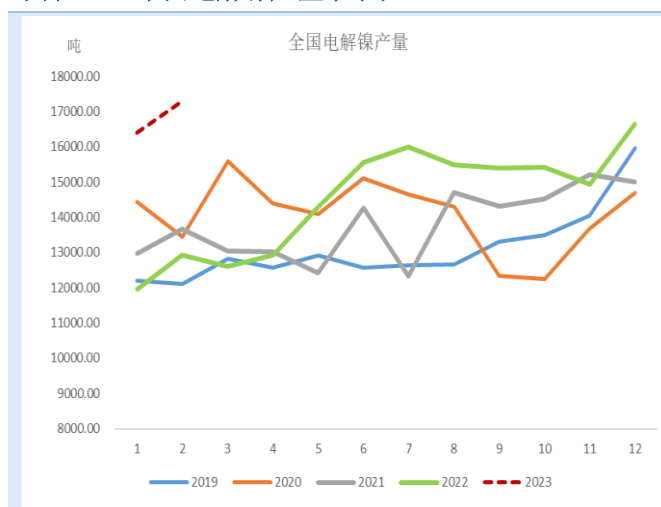
### 3.3 电解镍产能陆续释放，进口量维持低位

电解镍产能释放带动产量明显增加：2023 年初，青山电积镍产线逐步投产放量，计划 1500 吨/

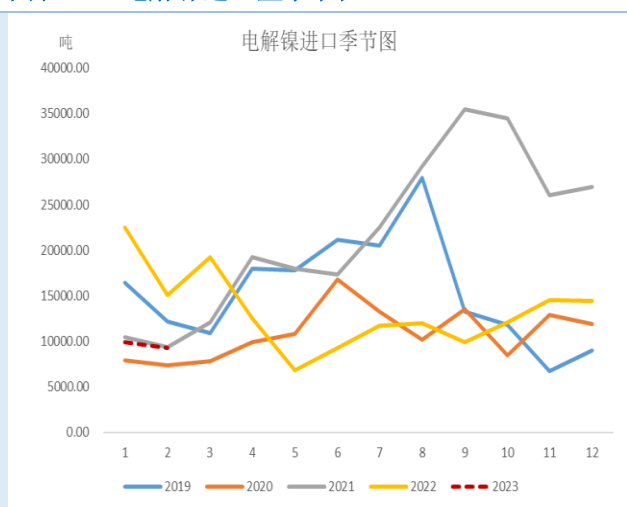
月产能。此外，金川年内计划增产 6000 吨、华友浙江衢州 2 万吨电解镍冶炼项目或于 2023 年四季度投产、印尼青山 5 万吨电解镍项目或于年内投产，后续电解镍新增产能将持续释放。据 SMM 数据，1-2 月我国精炼镍产量 3.37 万吨，同比增加 35.5%。

**进口方面：**2023 年纯镍进口窗口偶有打开，但由于受到国内精炼镍产能释放以及需求疲弱影响，进口量同比回落，2023 年 1-2 月，中国精炼镍进口总量 16276.012 吨，同比减少 20734 吨，降幅 56.02%。与此同时，年初精炼镍出口明显增加，多为保税区库存运往 LME 仓库（新加坡、荷兰）交割。  
**展望后市，**由于国内电解镍产能陆续释放，且印尼镍中间品进口明显增加，纯镍进口仍以刚需为主，进口量或维持低位。

图表 22：中国电解镍产量季节性

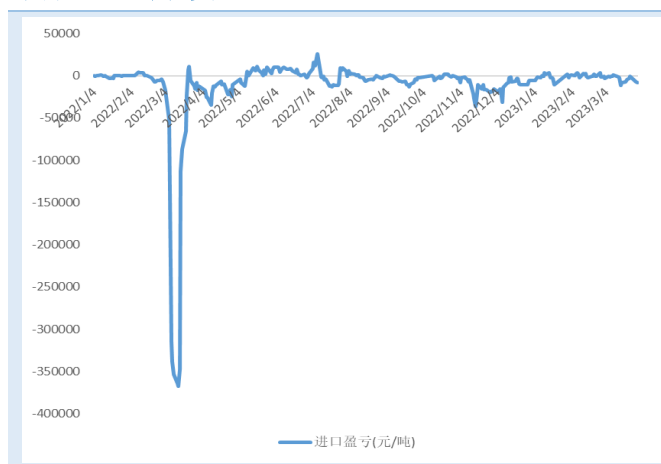


图表 23：电解镍进口量季节性



数据来源：SMM

图表 24：镍现货进口盈亏



数据来源：SMM

### 3.4 印尼镍中间品持续投产放量，硫酸镍原料供应增加

**印尼 MHP 产量持续增加：**2023 年 1-2 月 MHP 产量 1.73 万金属吨，同比增长 133.8%。2023 年印尼新增湿法项目较多，关注华飞镍钴（12 万镍吨/年）、力勤三期（6 万镍吨/年）、PT Ceria（4 万

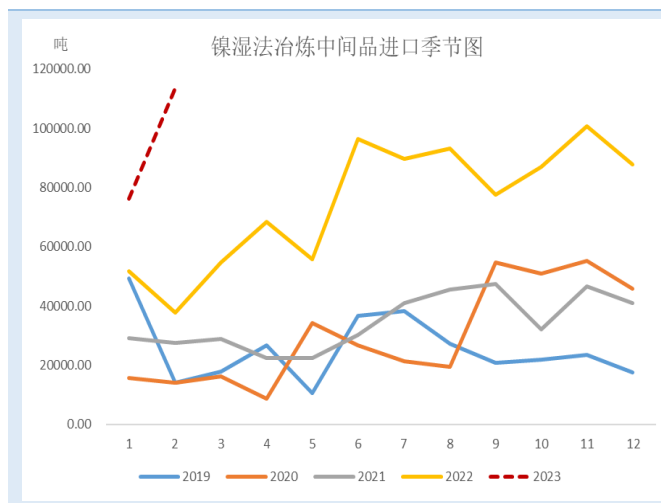
镍吨/年）、青美邦二期（4.3 万镍吨/年）等项目，计划新增产能约 29.3 万金属吨。

**2023 年 1-2 月湿法中间品进口稳步增加：**据海关数据统计，2023 年 1-2 月镍湿法冶炼中间品进口总量 18.99 万吨（约 3.23 万金属吨），同比增加 118.10%。随着印尼湿法项目投产增加，未来来自印尼进口湿法中间品占比将进一步抬升。

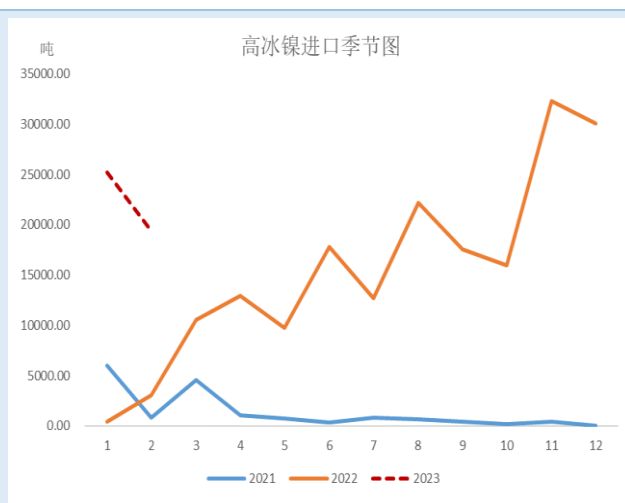
**印尼高冰镍产量延续高增：**2023 年 1-2 月高冰镍产量 3.95 万金属吨，同比增长 121.9%。印尼新增高冰镍项目同样较多，关注青山集团、中青新能源、华科镍业等项目的投产放量情况。

**2023 年 1-2 月高冰镍进口量持续增加，主要来自印尼（占比 90%以上）：**据中国海关数据统计，2023 年 1-2 月镍铕进口总量 4.46 万吨，同比增加 685.59%。

图表 25：镍湿法中间品进口季节图



图表 26：高冰镍进口季节图



数据来源：SMM

图表 27：印尼 MHP 及高冰镍投产情况

产品	项目名称	产能（万镍吨）	投产时间
MHP	力勤镍业（一期）	3.7	2021年6月
	华越镍钴	6	2022年
	力勤镍业（二期）	1.8	2022年
	青美邦一期	3	2022年
	华飞镍钴	12	2023年Q2E
	力勤镍业（三期）	6	2023年Q3E
	PT. Ceria	4	2023年E
	青美邦二期	4.3	2023年Q4E
	Weda Bay（青山、振石）	3	2023年E
高冰镍	青山	12	2021年底
	华科镍业	4.5	2022年
	中青新能源	6	2022、2023年E
	上海华迪实业	1	2023年Q1E
	中伟德邦DNI	2.8	2023年E
	旭日（SM）PT. Sunny Metal Industry	4.8	2023年E
	印尼普勤时代	14.4	2023年E

数据来源：SMM

### 3.5 硫酸镍产量持续增加，电积镍生产成本或为镍价的阶段性支撑

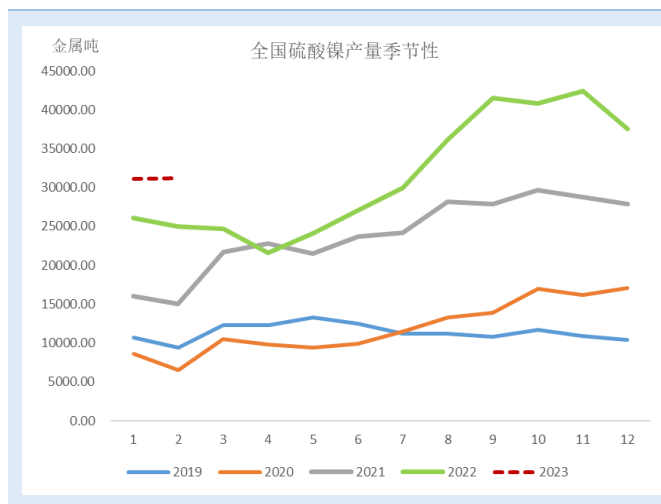
随着国内外新能源市场的高速发展，动力电池对硫酸镍需求持续增加，带动硫酸镍产量抬升：据 SMM 数据，1-2 月全国硫酸镍产量 6.24 万金属吨，同比增加 22.03%。

国内外仍有大量硫酸镍产能待投，未来 1-2 年，中国硫酸镍待投产产能约 59 万金属吨，仍是全球硫酸镍主要产地。此外，印尼硫酸镍项目多将在 2024-2025 年建成或投产，待投产产能约 17.4 万金属吨（包括自用、外售）。

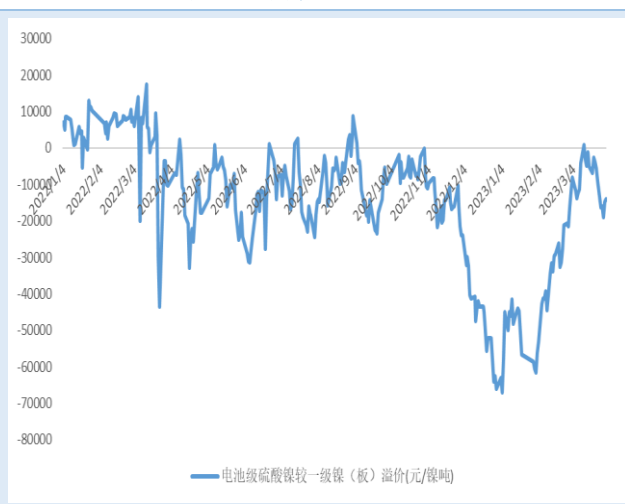
在原料使用方面，随着镍中间品近两年大量进口，硫酸镍原料中镍中间品占比持续抬升。与此同时，由于经济性不佳，镍豆在硫酸镍原料中占比延续低位，纯镍需求受到抑制。截止今年 2 月，中间品在硫酸镍原料使用占比达 83%，而镍豆占比仅 1%。

年初，青山电积镍工艺投产，国内硫酸镍转产电积镍产能整体增加，其加工费约在 1 万元/吨左右，在产业套利的影 响之下，电解镍与硫酸镍价差亦从年初以来大幅收窄。虽然电解镍价格大幅下跌，但电积镍生产成本（硫酸镍+加工费）或将成为电解镍价格的阶段性支撑。

图表 28：硫酸镍产量季节性



图表 29：硫酸镍与纯镍价差



数据来源：SMM

图表 30：国内硫酸镍产能规划表

企业	技术路线	产能（万金属吨）	预计投产时间
陕西聚泰新材料科技有限公司	高冰镍	2	2023年E
吉林吉恩镍业股份有限公司	镍矿	0.9	2023年E
湖南金源新材料股份有限公司	废料	0.6	2023年E
湖北兴镍新材料有限公司	镍豆/镍粉	1	2023年E
中伟新材料股份有限公司	高冰镍	8	2023年E
浙江华友钴业股份有限公司	高冰镍、MHP	3	2023年E
浙江华友钴业股份有限公司	高冰镍、MHP	5	2023年E
宜昌邦普循环科技有限公司	NPI、镍豆镍粉	4.4	2023年E
盛屯矿业集团股份有限公司	高冰镍/镍精矿	3.3	2023年E
荆门市格林美新材料有限公司	高冰镍、废料、镍豆	1.7	2023年E
江西佳纳能源科技有限公司	镍豆/镍粉、废料	3	2023年E
广西巴莫科技有限公司	高冰镍	5	2023年E
广东飞南资源利用股份有限公司	高冰镍	1.5	2023年E
赣州吉锐新能源科技股份有限公司	高冰镍	1	2023年E
金川集团股份有限公司	高冰镍	6.2	2023年E
中伟新材料股份有限公司	高冰镍	8	2023年E
宁德邦普循环科技有限公司	高冰镍	1.5	2023年E
荆门市格林美新材料有限公司	高冰镍	2.8	2023年E
合计		58.9	

数据来源：Mysteel

### 3.6 需求负反馈影响，不锈钢产业链维持弱势

**中国不锈钢产量同比增加：**2023年初，市场对消费回暖预期走强，虽有春节季节性检修影响，不锈钢产量仍同比增加，不锈钢库存亦大幅走高。据 SMM 数据，2023 年 1-2 月中国不锈钢粗钢产量 516 万吨，同比增加 10.96%；300 系不锈钢产量 273 万吨，同比增加 7.1%，占比 52.9%。然而，春节后下游需求不及预期，高库存压力下钢价大幅回落，钢厂陷入亏损后进一步向原料施压，部分钢厂检修减产，负反馈影响下不锈钢全产业链维持弱势。展望后市，当前不锈钢库存去化缓慢，需求回暖仍需时日，短期不锈钢产量或难有增量，二季度若需求逐步修复带动库存去化，则不锈钢产量有望进一步回升。

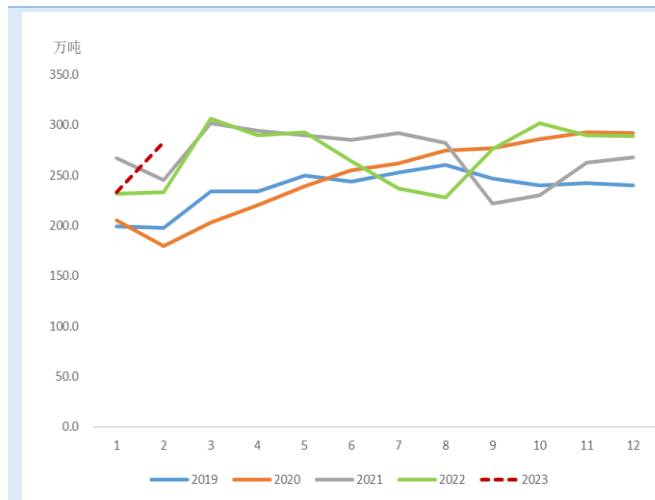
**印尼不锈钢产量同比下滑：**据 SMM 数据，2023 年 1-2 月印尼不锈钢粗钢产量达 56 万吨，同比下滑 33.3%。

**国内外项目进展：**2023 年中国不锈钢粗钢计划产能超 800 万吨，关注德龙溧阳、山东盛阳、山东鑫海、河北毕氏、青山福安等项目，但由于行业利润较差，实际投产料远不及预期。（2）印尼方面，2023 年印尼不锈钢粗钢计划产能达 150 万吨，包括印尼德龙 50 万吨与印尼青山 100 万吨。

**进出口情况：**2023 年初，受到春节以及海外需求疲弱影响，不锈钢出口整体下滑，而进口量下滑更为明显。1-2 月不锈钢累计净出口同比回升。据海关数据，2023 年 1-2 月，国内不锈钢进口累计量约 33.76 万吨，同比减少 36.73 万吨，减幅 52.1%；国内不锈钢出口累计量约 61.78 万吨，同比减少 6.46 万吨，减幅 9.46%；累计净出口量约 28.02 万吨，同比增加 30.27 万吨。



图表 31：中国不锈钢产量季节图

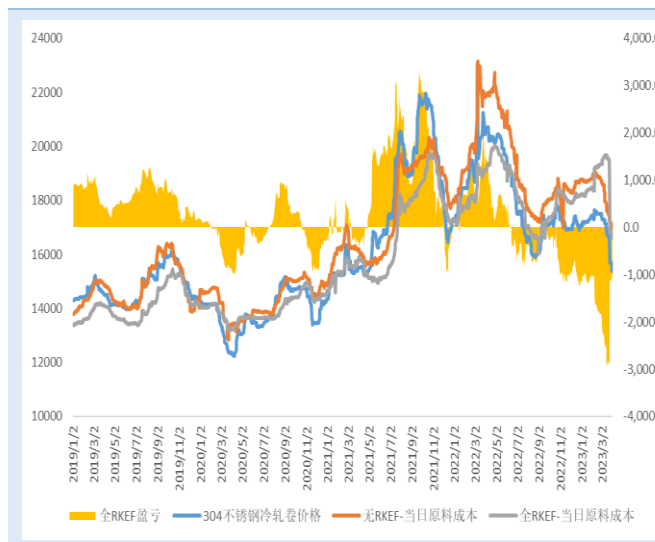


图表 32：印尼不锈钢产量

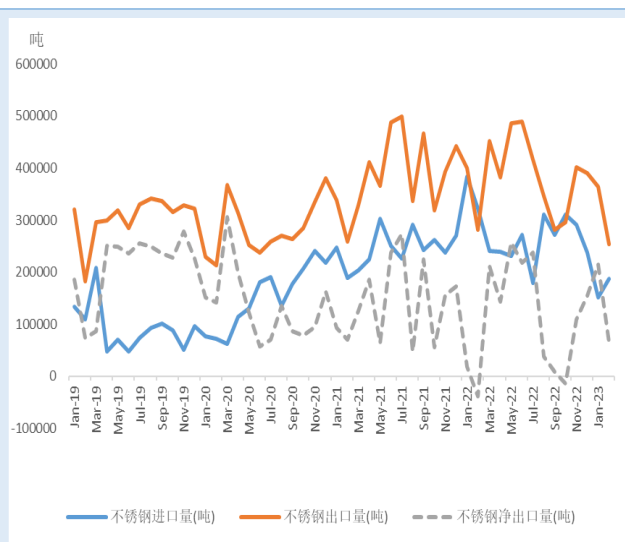


数据来源：SMM

图表 33：不锈钢利润



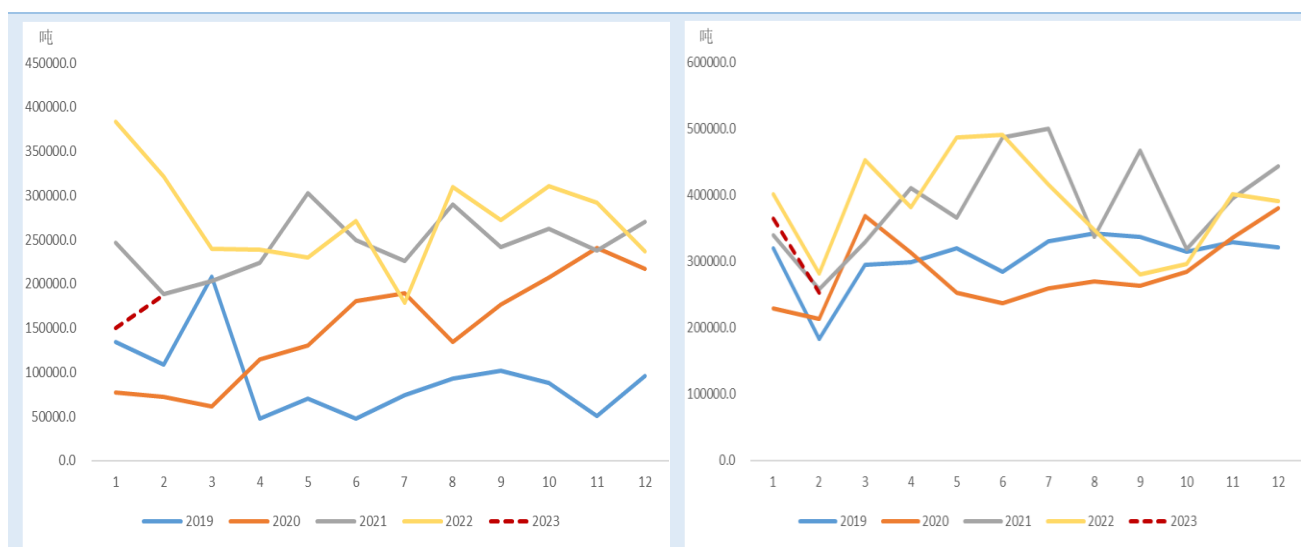
图表 34：不锈钢进出口



数据来源：SMM

图表 35：不锈钢进口季节性

图表 36：不锈钢出口季节性



数据来源：SMM

图表 37：中国&amp;印尼不锈钢新增产能情况

日期	不锈钢厂名称	不锈钢产能 (万吨/年)	规划系别	预计投产时间
中国	山东盛阳	170	300系	2023年
	德龙溧阳	276	300系	2023年
	福建青拓	90	300系	2023年
	河北毕氏	139	300系	2023年
	山东鑫海	218	300系	2023年
	总计	893		
印尼	印尼象屿（德龙）	50	300系	2023年
	宁波力勤	300	300系	2023年或以后
	总计	350		

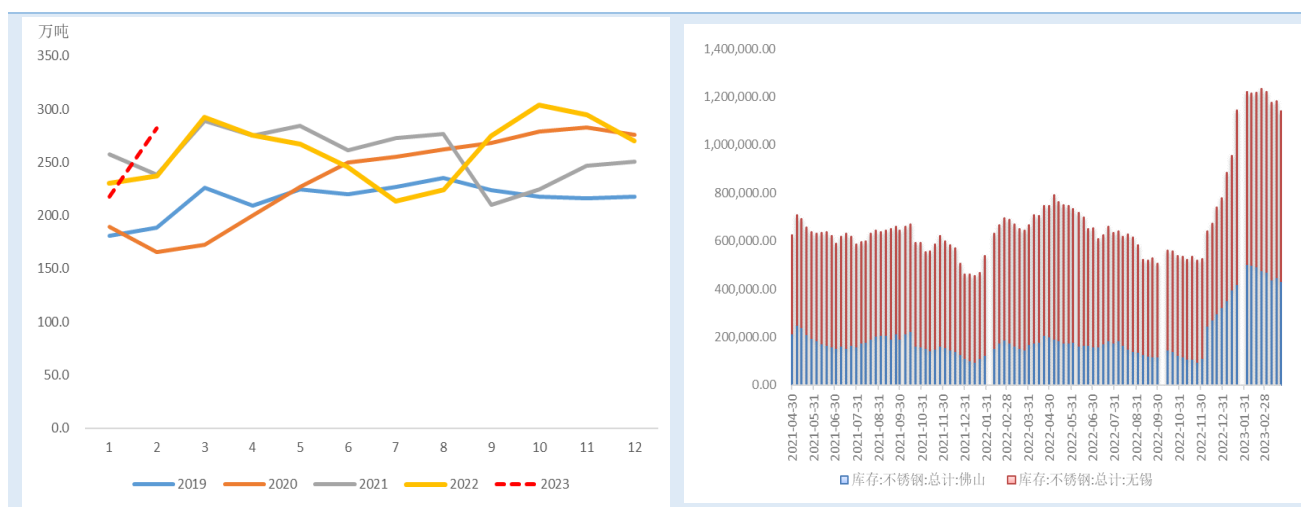
数据来源：SMM，国贸期货研究院

表观需求方面，今年 1-2 月份国内不锈钢表观消费量 499.61 万吨，同比增加 7%。2023 年初，国内防疫政策整体放宽，市场对节后需求回暖预期较强，基建、地产投资等数据环比修复，内需有所回升。然而，春节后下游需求表现不及预期，在需求疲弱库存高位的压力下，不锈钢产业链陷入困境，后续关注国内政策力度及需求恢复情况。

库存方面：年初市场对消费回暖预期走强，叠加春节季节性累库，不锈钢库存持续走高。节后不锈钢消费不及预期，不锈钢库存处于历史高位，部分钢厂减产控货，但两地库存去化速度仍较缓慢。据 Mysteel 数据，3 月 30 日全国主流市场不锈钢 78 仓库口径社会总库存 127.69 万吨，环比年初（103.46 万吨）上升 23.4%；其中 300 系库存总量 77.35 万吨，环比年初（62.13 万吨）上升 24.5%。

图表 38：中国不锈钢表观消费季节性

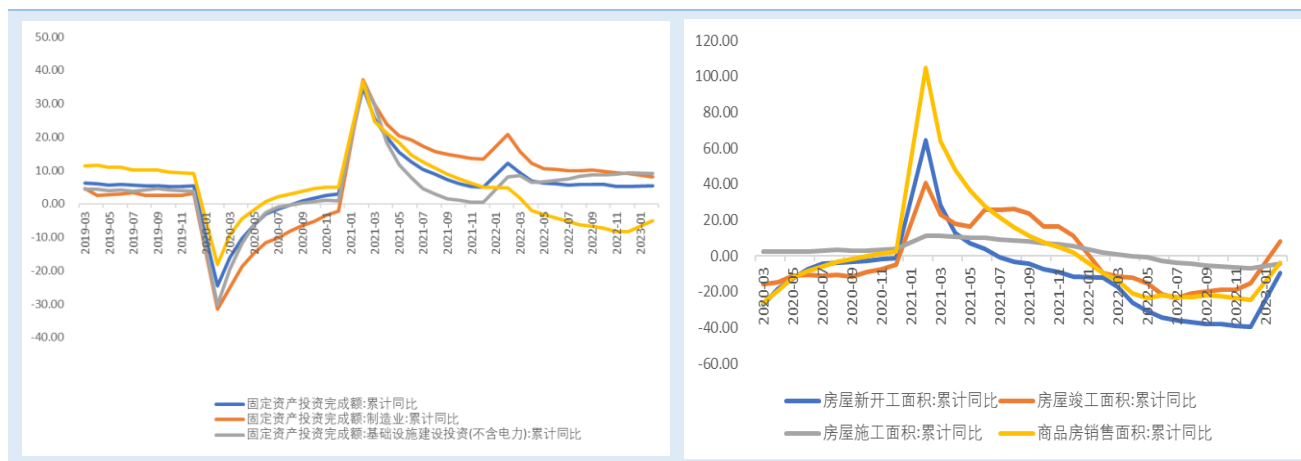
图表 39：不锈钢库存



数据来源：SMM、Wind

图表 40：固定资产投资

图表 41：房地产投资



数据来源：Wind

### 3.7 新能源车行业仍高速发展，车企降价或提振需求

随着全球新能源汽车产业的快速发展，以及三元电池的高镍化进程的持续推进，三元电池对镍元素消费持续抬升。据 SMM 数据，2023 年一季度中国三元前驱体产量 19.7 万实物吨，同比增 6.8%，其中 NCM811 前驱体产量占比 44%，相比年初增加 4 个百分点，高镍三元电池仍是大势所趋。

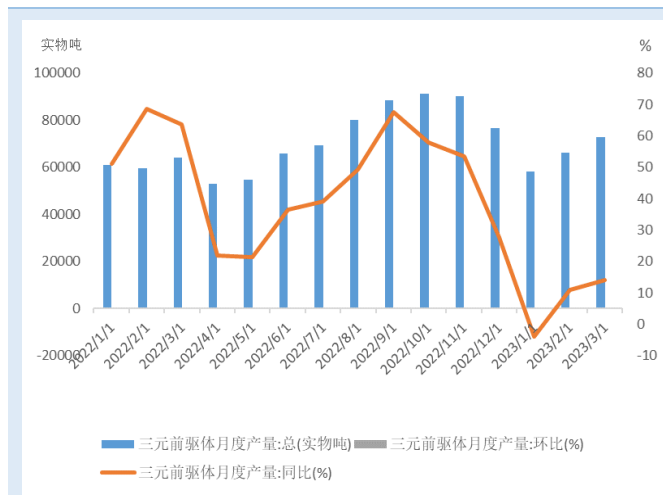
**动力电池装车量同比增加，但三元占比持续下滑：**近年来，随着新能源产业快速发展，动力电池装机量持续增加，其中高端车以三元电池为主，低端车以磷酸铁锂电池为主。2023 年 1-2 月，我国动力电池累计装车量 38.1GWh，累计同比增长 27.5%。其中三元电池累计装车量 12.2GWh，占总装车量 31.9%，累计同比下降 7.5%；磷酸铁锂电池累计装车量 25.9GWh，占总装车量 68.0%，累计同比增长 55.4%。2022 年，三元电池原料价格（镍锂）高位，磷酸铁锂电池成本优势较为明显，三元电池装车量占比同比明显下滑。2023 年以来，三元电池原料价格高位回落，新能源车多有降价，三元电池占比下行趋势或逐步放缓，高镍化仍是三元电池的发展方向，镍需求有望得到进一步提振。

**国内新能源汽车产销：**据中汽协数据，2023 年 1-2 月，新能源汽车产销分别完成 97.7 万辆和

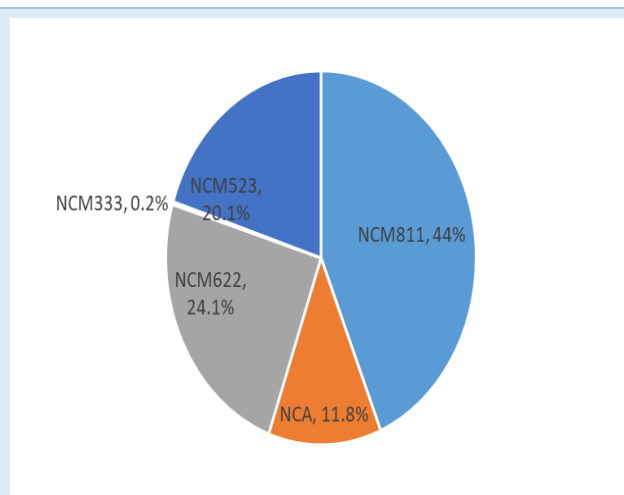
93.3 万辆，同比分别增长 18.1% 和 20.8%，市场占有率达到 25.7%。2023 年，受到新能源汽车购置补贴退出的影响，新能源汽车销量增速不及往年，但当前国内新能源行业仍在飞速发展，各地补贴政策亦不断出台，碳酸锂价格回落缓解整车成本压力，特斯拉等车企降价将提振新能源车需求。后续市场需求将成为新能源车消费的主要驱动，我国新能源汽车产销仍有望保持较快增长。预计 2023 年中国新能源汽车产销有望突破 850 万辆。2023 年底，新能源汽车保有量将突破 2000 万辆，预计占汽车保有总量的 7%。

海外方面，2023 年 1 月，全球新能源乘用车销量 66.24 万辆，同比增长 10%。当地时间 3 月 28 日，欧盟理事会批准一项法规，决定从 2035 年起禁售会导致碳排放的新的燃油轿车和小型客货车。不过在德国要求下，使用碳中和燃料的新的燃油车有望在 2035 年后继续销售。在此政策之下，欧洲新能源车销售增加预期较强，然而当前在欧洲高通胀压力之下，购车需求或受到影响。预计全球新能源车销量有望突破 1300 万辆。

图表 42：三元前驱体产量

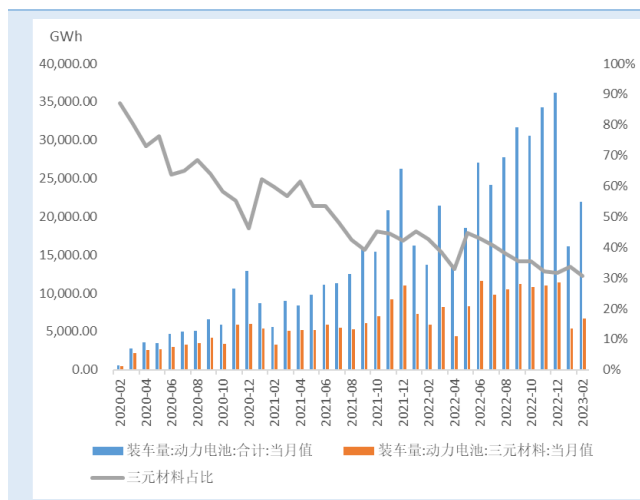


图表 43：三元前驱体各型号占比

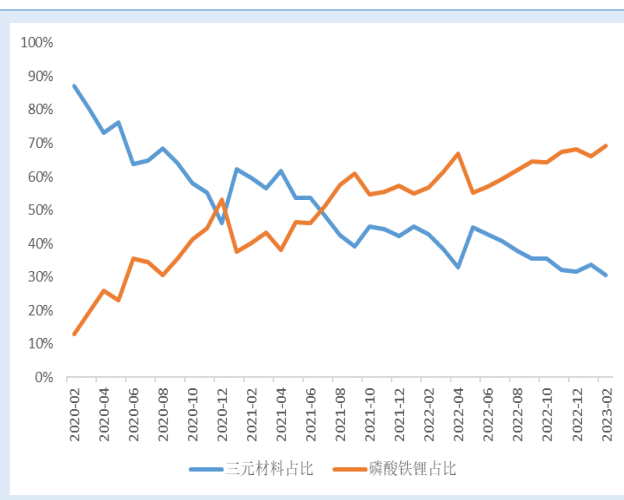


数据来源：SMM

图表 44：动力电池装车量

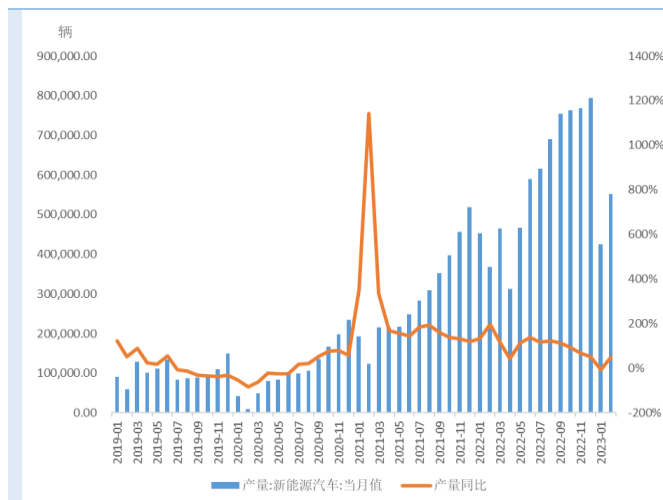


图表 45：磷酸铁锂&amp;三元装机量占比

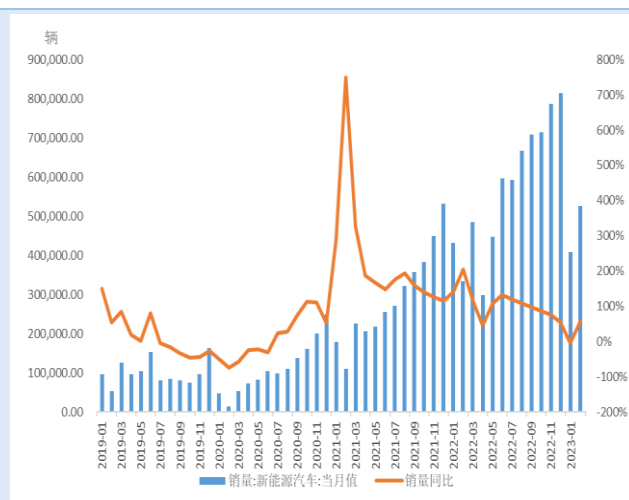


数据来源：Wind

图表 46：中国新能源汽车产量



图表 47：中国新能源汽车销量



数据来源：Wind

### 3.8 纯镍延续低库存格局，LME 改革计划将加快镍估值回归

2023 年以来，LME 镍库存仍呈现去库趋势，叠加托克遭遇镍欺诈事件，LME 镍仓单亦出现少量货不匹约的现象，全球可交割库存低位仍令市场担忧，短期原生镍结构性矛盾仍有可能阶段性提振镍价，中长期随着全球纯镍新增产能逐步投产放量，镍库存有望逐步回升。截至 3 月 31 日，LME 镍库存 4.44 万吨，较年初下降 1.11 万吨，降幅 20%。

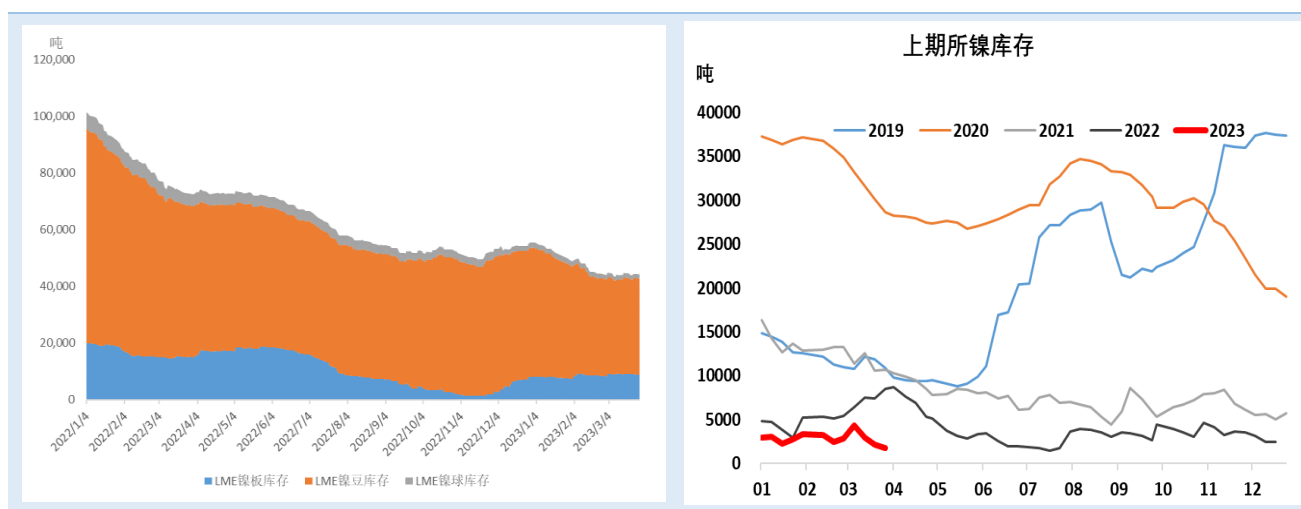
国内方面，一季度纯镍社会库存小幅增加，进口维持低位，国内现货资源相对充裕，而国内精炼镍产能仍在持续释放，俄镍将以人民币计价出口至中国，后续库存或逐步累积。截止 3 月 31 日，国内社会库存 4647 吨，较年初增加 956 吨，降幅 25.9%；上海保税区库存 4600 吨，较年初下降 3200 吨，降幅 41%。

LME 改革计划将削弱挤仓风险，加快镍估值回归。近期 LME 表示，将为一级镍提供快速上市通道和费用减免，并计划在中国前海联合交易中心（QME）推出新的 II 类镍现货市场产品。每日价格上限将成为永久性规则，预计镍合约保证金水平将下降。

图表 48：LME 镍库存分形态

图表 49：上期所库存

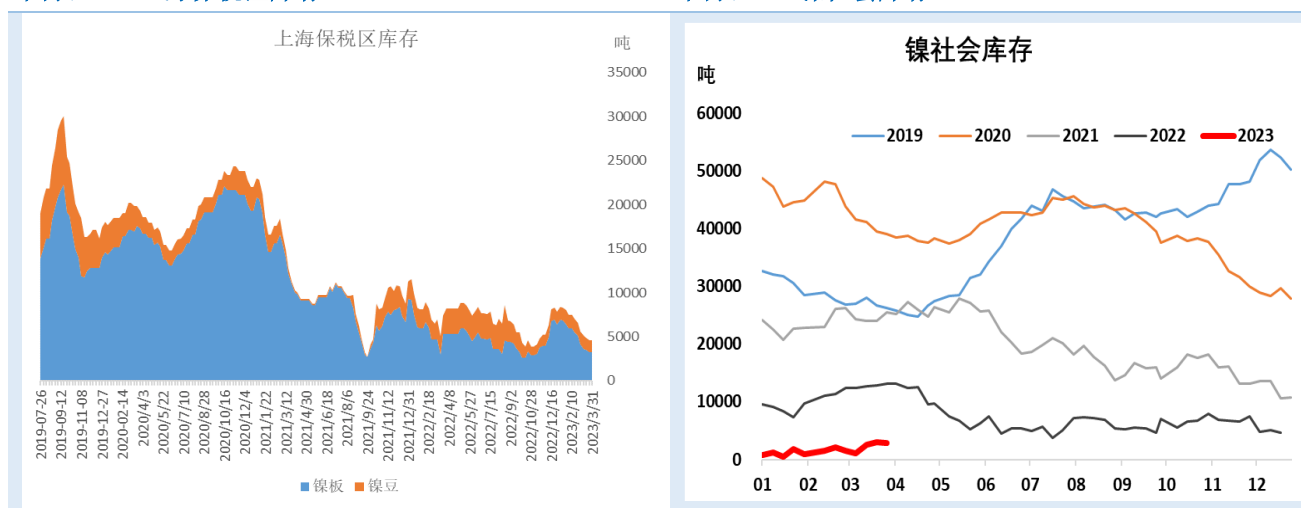




数据来源: SMM

图表 50: 上海保税区库存

图表 51: 镍社会库存



数据来源: SMM

## 四、供需平衡

从原生镍平衡来说,一季度全球原生镍供应维持过剩(约5万吨)。印尼镍铁产量大幅增加,电解镍供应亦稳中有增,原生镍供应维持增长;需求方面,新能源产业仍是原生镍需求的主要增长点,不锈钢产量增加但终端需求持续疲弱。

展望二季度,印尼镍铁、镍中间品等项目仍在持续投产放量,而国内精炼镍产能亦有增加,不锈钢需求修复仍需时日,新能源产业纯镍用量维持低位,原生镍供应逐步由二级镍过剩转向全面过剩,预计二季度原生镍将延续过剩格局,关注全球镍相关项目投产情况。

图表 52: 原生镍供需平衡表

万金属吨	2022	2023E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
全球原生镍供应	315.16	369.98	84.05	91.12	95.28	99.53
全球原生镍消费量	310.19	334.05	76.2	83.71	84.74	89.4
全球平衡	4.97	35.93	7.85	7.41	10.54	10.13
中国原生镍供应	188.01	229.28	50.61	57.74	59.04	61.89
中国原生镍消费量	178.69	205.26	45.66	52.5	51.77	55.33
中国平衡	9.32	24.02	4.95	5.24	7.27	6.56

数据来源：SMM

## 五、总结展望

**宏观面：**美联储加息虽步入尾声，但高利率金融环境仍隐含危机，硅谷银行事件的发生已经给美联储敲响警钟，美联储需要更好地在就业、通胀和金融稳定之间进行权衡取舍。欧美经济下行压力较大，仍需警惕欧美银行流动性风险。国内经济延续复苏态势，政策仍有发力空间，内需定价的商品将获得一定支撑。整体看，宏观环境内外分化，在海外衰退风险影响下，有色金属仍有概率阶段性承压。

**供应端：**二季度镍矿供应将逐步增加，需求不佳导致镍矿进口不及往年；印尼镍铁产能仍不断释放，挤占国内镍铁市场，我国镍铁产量维持下行趋势；电解镍产量稳步增加，印尼镍中间品大幅回流，随着镍中间品对精炼镍在电池消费中的替代，以及中国与印尼新增精炼镍冶炼项目的陆续投产，纯镍供需亦逐步转向过剩。当前电积镍生产成本或为镍价的阶段性支撑，但全球镍低库存格局或难延续。此外，仍需关注菲律宾、印尼出口政策变化。

**需求端：**年初不锈钢产量同比增加，但终端需求持续疲弱，需求负反馈影响下不锈钢产业链压力较大。二季度不锈钢产量有季节性修复预期，但产量增量仍受限于需求恢复情况；新能源方面，新能源车延续增长趋势，虽然在磷酸铁锂成本优势的冲击下，三元电池占比下滑，但硫酸镍需求仍在高位，硫酸镍产量有望持续增加，而需求增量主要体现在镍中间品，关注国内硫酸镍产线承接情况。

**展望二季度，**美联储加息虽步入尾声，但高利率金融环境仍隐含危机，全球经济衰退风险上升，宏观环境对镍价或造成阶段性压制。供需面，全球镍冶炼项目仍在投产放量，而需求恢复整体不及预期，原生镍供需逐步转向全面过剩，全球镍低库存格局难以延续。短期电积镍生产成本或为镍价的阶段性支撑，但中长期来看，供应过剩预期下镍价已然处于下行通道，二季度镍价或偏弱运行，维持高波动率，关注宏观消息以及印尼、菲律宾政策变化。操作上，维持反弹沽空思路，注意控制风险！

**风险关注：**国内外宏观消息、印尼及菲律宾政策、全球镍项目进展、库存变化、下游需求

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎