

年度报告

## 2024 镍&不锈钢年报：变局时刻即 将来临

摘要：

2023 年镍产业链走向全面过剩，面向 2024 年，我们认为镍市场将再度迎来变局，主要体现在以下几方面：①海外市场货币政策转向，经济下行压力凸显；②“先立后破”下，中国经济增长或将迎来新动能，库存周期有望步入被动去库；③印尼完成镍产业政策底层制度设计，大选年政策扰动或将加剧；④随着电积镍成本线不断被突破，镍的定价逻辑可能发生转变，同时部分亏损电积镍产能或面临出清；⑤地产相关的传统需求或将继续回落，不锈钢与地产的联动性减弱，但新的增长动能正在不断显现；⑥锂电产业出清后，三元电池市场或将重回景气。

宏观方面，海外市场抗通胀取得明显成效，但紧缩性货币政策的传导时滞正在不断兑现，全球经济下行压力凸显，主要国家央行或将启动降息周期。中国经济定调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，基建及高新技术等领域或将贡献需求增量，预计 2024 年继续稳中向好、温和复苏。印尼即将迎来 2024 年大选，印尼镍价指数标志着底层制度设计的完成，政策风险不容小觑。

随着电积镍利润不断收窄，后市镍价或将向 MHP 一体化转产电积镍成本线试探，部分产能或面临出清，同时硫酸镍-纯镍价差转正可能会导致镍的估值体系出现转变。即便印尼政府限制二级镍新建产能，但目前仍有大量二级镍产能待释放，预计原生镍供应压力不减。

随着房地产市场持续走弱，不锈钢在地产相关领域的消费或将继续式微，但新的增长动能有望贡献需求增量。三元电池在产能出清以及原材料价格回落的背景下，增速或将再度显现。合金方面，关注中国在军品及民品重点项目的推进情况。

综合对比来看，预计 2024 年全球原生镍过剩 35.40 万吨，中国原生镍过剩 29.62 万吨，对应 2024 年 LME 镍运行区间 11000-15000 美元/吨，沪镍运行区间 90000-130000 元/吨；预计不锈钢运行区间 11000-14000 元/吨。

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461 号

年度报告

作者姓名：王彦青

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

研究助理：刘佳奇

期货从业信息：F03119322

邮箱：liujiaqish@csc.com.cn

发布日期：2023 年 12 月 16 日

[HTTP://WWW.CFC108.COM](http://www.cfc108.com)

## 目录

一、2023 年镍及不锈钢行情回顾 .....	5
1、镍：宏观与基本面双重压力，镍价承压下行 .....	5
2、不锈钢：需求持续清淡，钢价难有上行动力 .....	6
二、2024 年镍的估值定价如何分析？ .....	7
1、镍定价逻辑的转变 .....	8
2、2024 年关注硫酸镍-纯镍价差的转变 .....	11
三、宏观形势分析与展望 .....	14
1、全球经济展望 .....	14
2、美国经济展望与美联储政策分析 .....	16
3、中国经济展望 .....	19
4、印尼镍产业政策展望与分析 .....	21
四、镍元素：供应持续释放，2024 关注投产节奏变化 .....	22
1、纯镍：电积镍利润收窄，或将步入主动去库 .....	22
2、硫酸镍：供需双弱，关注印尼供应压力 .....	26
3、红土镍矿：进口维持增长 .....	30
4、镍铁：回流压力不减，关注印尼限制政策 .....	31
五、需求：传统需求式微，新动能或将发力 .....	33
1、不锈钢：需求持续疲软，关注基建增长新动能 .....	33
2、三元电池：产能出清后或重回景气 .....	36
3、镍基高温合金：关注中国项目推进情况 .....	38
六、供需展望与价格预测 .....	39

## 图表目录

图 1: 2023 年镍价走势 .....	6
图 2: 2023 年不锈钢走势 .....	7
图 3: 镍产业链 .....	8
图 4: 镍价走势与镍铁-电解镍价差 .....	9
图 5: 镍价走势与硫酸镍-镍豆价差 .....	10
图 6: 镍价走势与硫酸镍-镍板价差 .....	11
图 7: 电积镍成本曲线 (元/吨) .....	12
图 8: 一、二级镍产品价格对比 (元/镍吨) .....	13
图 9: 一级镍与二级镍价差 (元/镍吨) .....	14
图 10: 全球经济增速预测 (%) .....	15
图 11: 部分发达经济体增长预测 (%) .....	15
图 12: 部分新兴市场和发展中经济体经济增长预测 (%) .....	15
图 13: 美国 GDP 环比折年率 (%) .....	16
图 14: 美国个人储蓄占可支配收入比重 (%) .....	16
图 15: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速 (%) .....	17
图 16: 美国劳动力市场供需 (千人) .....	17
图 17: 美联储 12 月议息会议点阵图 .....	18
图 18: 美联储降息时, 镍价通常表现偏弱.....	19
图 19: 中国 GDP 同比增速 (%) .....	19
图 20: 中国 GDP 分项贡献 (%) .....	19
图 21: 地产新开工累计同比 (%) .....	20
图 22: 地产竣工累计同比 (%) .....	20
图 23: 中国出口总额分地区 (百万美元) .....	21
图 24: 纯镍价格走势 (元/吨) .....	22
图 25: 电积镍成本 (元/吨) .....	23
图 26: 电积镍利润率 (%) .....	23
图 27: 海外主要镍企产量 (吨) .....	23
图 28: 2024 中国电积镍新建产能占总产能比.....	24
图 29: 2024 全球电积镍新建产能占总产能比.....	24
图 30: 纯镍开工率 (%) .....	24
图 31: 中国纯镍产量 .....	24
图 32: 镍进口盈亏 (元/吨) .....	25
图 33: 中国纯镍进口 (吨) .....	25
图 34: 中国纯镍进口结构 (吨) .....	25
图 35: 中国纯镍社库 (吨) .....	26
图 36: LME 镍库存 (吨) .....	26
图 37: 镍交割品扩容情况 .....	26
图 38: 硫酸镍价格 (元/吨) .....	27
图 39: 硫酸镍价格指数 (元/吨) .....	27

图 40: 硫酸镍利润率 (%)	27
图 41: 各原料生产硫酸镍占比 (%)	27
图 42: 中国硫酸镍产量	28
图 43: 不同原料所供应的硫酸镍 (镍吨)	28
图 44: 中国硫酸镍产能 2023-2025 新增产能情况	28
图 45: 中国硫酸镍进口	29
图 46: 中国硫酸镍进口结构 (吨)	29
图 47: 印尼硫酸镍产能规划情况	29
图 48: 镍的中间品进口情况 (吨)	30
图 49: 印尼镍中间品产量 (万镍吨)	30
图 50: 印尼镍的中间品产能规划情况	30
图 51: 菲律宾红土镍矿价格 (美元/湿吨)	31
图 52: 中国镍矿进口 (万吨)	31
图 53: 中国镍矿港口库存 (万湿吨)	31
图 54: 中国镍铁厂镍矿库存周期 (月)	31
图 55: 中国镍铁价格 (元/镍点)	32
图 56: 印尼镍铁价格 (元/镍点)	32
图 57: 印尼镍铁月度产能 (万镍吨)	32
图 58: 中国镍铁进口 (吨)	32
图 59: 中国镍铁利润率 (%)	33
图 60: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	33
图 61: 不锈钢现货价格 (元/吨)	33
图 62: 不锈钢利润率 (%)	33
图 63: 2022 与 2023 上半年全球不锈钢产量 (万吨)	34
图 64: 2023 上半年全球不锈钢产量分国别 (万吨)	34
图 65: 样本钢厂不锈钢产量 (万吨)	34
图 66: 不锈钢进出口数据 (吨)	34
图 67: 不锈钢库存分系别 (吨)	35
图 68: 不锈钢库存分加工形式 (吨)	35
图 69: 中国库存周期	35
图 70: 地产竣工对不锈钢价格存在领先关系	36
图 71: 中国新能源汽车产量 (辆)	37
图 72: 中国新能源汽车销量 (辆)	37
图 73: 全球新能源汽车销量 (辆)	37
图 74: 动力电池产量 (MWh)	38
图 75: 动力电池装车量 (MWh)	38
图 76: 三元前驱体产量 (吨)	38
图 77: 三元材料产量 (吨)	38
图 78: 世界主要军事力量军费支出占 GDP 比例	39
图 79: 全球原生镍供需平衡 (万镍吨)	40
图 80: 中国原生镍供需平衡 (万镍吨)	41



## 一、2023 年镍及不锈钢行情回顾

### 1、镍：宏观与基本面双重压力，镍价承压下行

回顾 2023 年，镍价在多数时间内偏弱运行，影响行情的主要因素有二，一是宏观层面的预期交易，二是供需对比之下的基本面压力。

2023 年伊始，市场消息称青山集团电积镍项目投产，而此前国内纯镍供需格局略显偏紧，市场供应尚需俄镍进行补充，而随着纯镍价格开始超过硫酸镍，通过硫酸镍来转产制备电积镍的利润开始显现，青山电积镍项目的投产使得产能释放的预期大大加强，市场情绪驱动下镍价快速回落。

不过与此同时，在中国疫情限制措施解除后，年初市场预期快速向好，认为疫情“达峰”后中国经济将迎来强劲复苏，镍价再度反弹至阶段性高点。

然而海外市场方面，美联储仍在加息周期内，紧缩预期走强叠加对经济基本面的担忧，市场情绪仍旧偏弱，硅谷银行事件又使得市场对系统性风险的担忧有所加剧。回看国内方面，经济复苏的预期被逐步证伪，宏观情绪利空下镍价重回下跌区间。

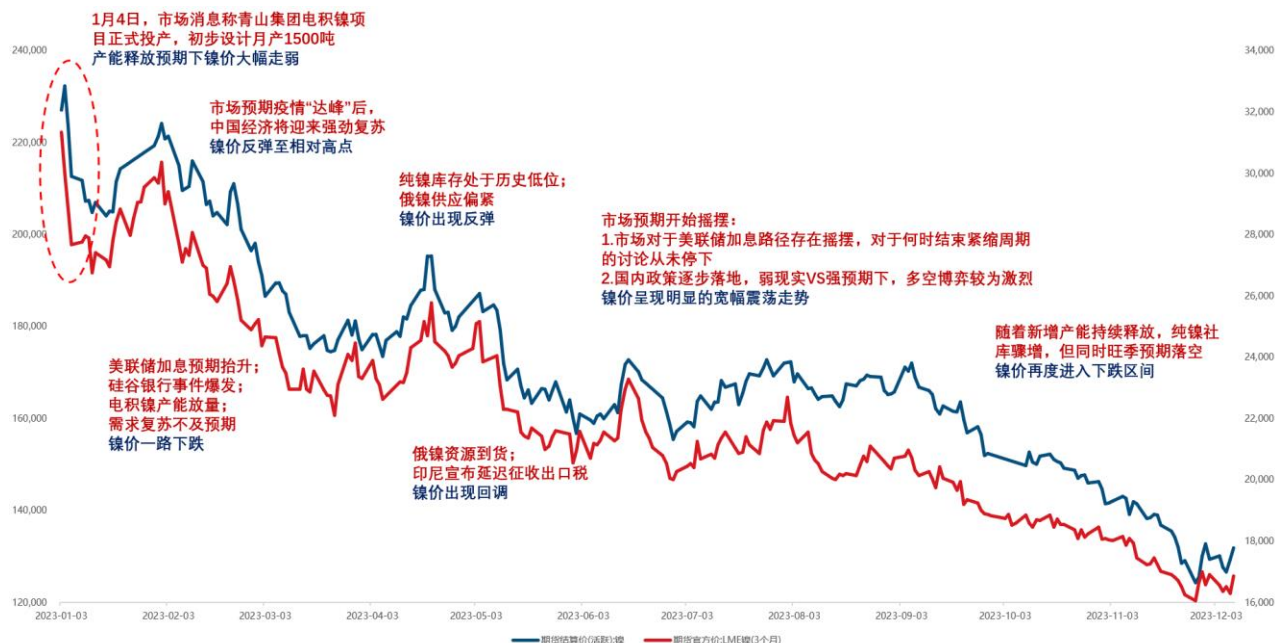
不过，随着偏空的宏观情绪被定价完毕，镍价走势又再度重回基本面。在建的电积镍项目尚未得到释放，然年内俄镍进口持续亏损，导致俄镍散单流入有限，纯镍的阶段性偏紧又使得镍价出现反弹。

但紧缺的纯镍又快速得到补充，主要原因在于俄镍开始实行混合定价，即一部分俄镍锚定沪镍价格定价，且以人民币结算，使得这部分进口无需担忧内外盘定价差异导致的亏损，5 月开始，俄镍长协单逐步流入，紧缺担忧得到缓解。在此期间，印尼政府也宣布将延迟征收镍出口税，转为将考虑制定印尼镍价指数，虽然没有对基本面产生直接影响，但出口税这一达摩克里斯之剑不再，市场情绪稍有缓解。

之后镍价进入宽幅震荡区间，在此期间市场主要在宏观面进行博弈。一是讨论美联储紧缩周期是否已经结束，二是交易国内刺激政策是否会兑现、以及量级如何。但多空双方均难取得压倒性优势，镍价难走出趋势性行情。

23Q3 末开始，新建电积镍产能大规模释放，不过在宏观经济偏弱的格局下，需求缺乏承接，过剩压力下镍市开始急剧累库，镍价也迎来单边下跌行情。

图 1：2023 年镍价走势



数据来源：上海期货交易所，LME，中信建投期货

## 2、不锈钢：需求持续清淡，钢价难有上行动力

2023 年不锈钢整体呈现出震荡下行的走势，全年来看在国内宏观经济偏弱的背景下，不锈钢成交持续偏差，导致库存压力不减，奠定了下行的基础，不过年内突发因素也曾一度刺激钢价上行。

2023 年初，随着中国疫情限制措施解除，市场预期向好的情况下，不锈钢在春节前维持高位运行。

不过春节后，国内需求复苏力度不及预期，不锈钢现货市场交投清淡，库存累积之下盘面开始承压，价格逐步回落。随后产业链博弈有所加剧，钢厂为保利润开始挺价，不过在弱需求的格局之下挺价效果有限，再之后钢厂开始减产并宣布取消限价，悲观情绪进一步助推不锈钢下行。

当不锈钢价格回落至 14500 元/吨的支撑位时，盘面有所企稳，钢厂再度出手，重新开始限价、控货，不锈钢累库压力得到缓解，价格一度得到提振，不过现货市场上成交依然没有好转，因此 2023Q2 期间内，不锈钢以震荡运行为主。

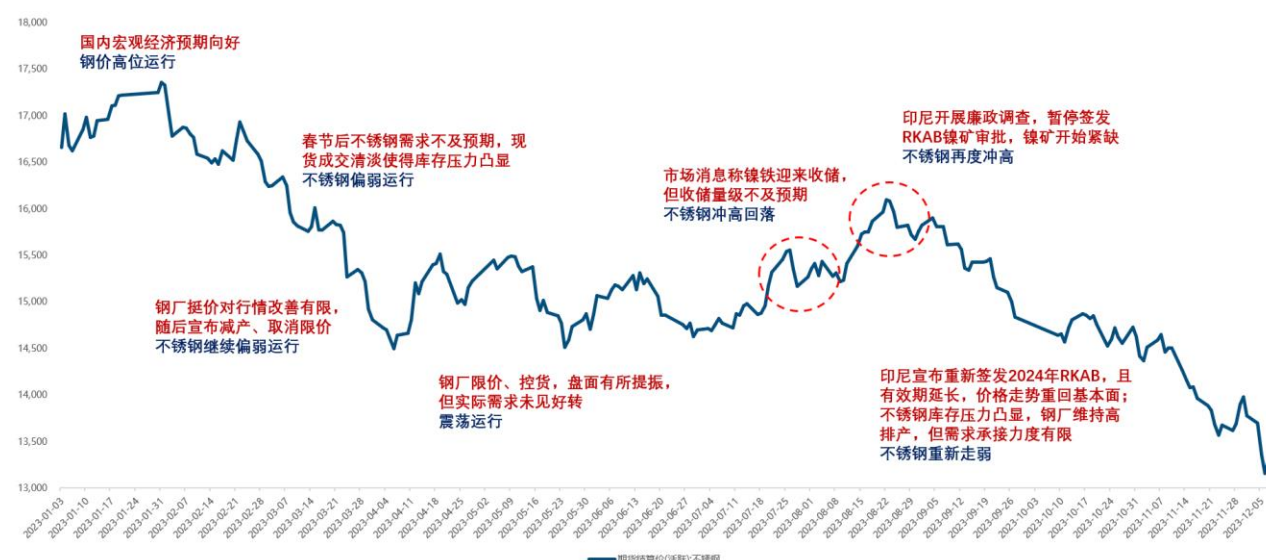
在 2023Q3，不锈钢迎来两波反弹。第一次是收储消息扰动，市场消息镍铁将迎来收储，



不锈钢随即偏强运行，但是当收储落地后，量级不及预期，不锈钢再度回落。第二次反弹是受印尼 RKAB 暂停审批影响，矿商配额殆尽，镍矿紧缺使得镍-不锈钢产业链成本骤增，印尼亦一度从菲律宾进口镍矿来进行补充。不过随后政府宣布，2024 年 RKAB 将重新签发，且有效期延至三年，供应担忧缓解，钢价再度回落。

2023Q4，不锈钢的逻辑仍是在弱需求之下的高库存压力。传统旺季并未提振消费，随后转入淡季，不锈钢成交难言乐观，商家也多以抛货为主，在此期间不锈钢继续偏弱运行。

图 2：2023 年不锈钢走势



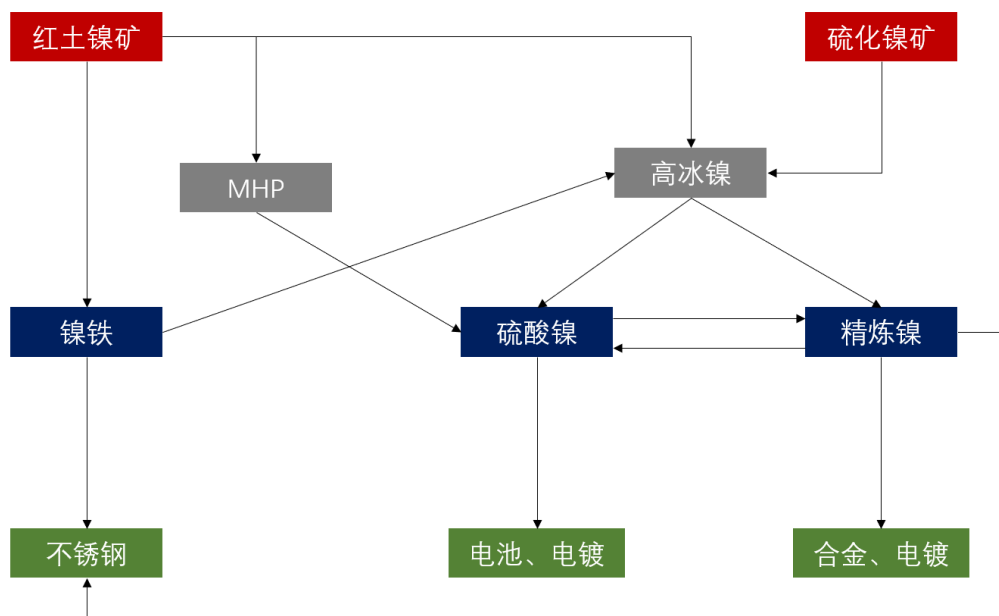
数据来源：上海期货交易所，中信建投期货

## 二、2024 年镍的估值定价如何分析？

镍是有色金属中产业链相对复杂的品种，由于产业环节相互交错、中间环节相互转化，难以简单地以“供需-库存-成本利润”的传统商品研究方法研究镍。因此本章将主要复盘分析过去以及当下的镍产业链研究逻辑，并根据产业链的边际变化来对未来的研究框架进行展望。



图 3：镍产业链



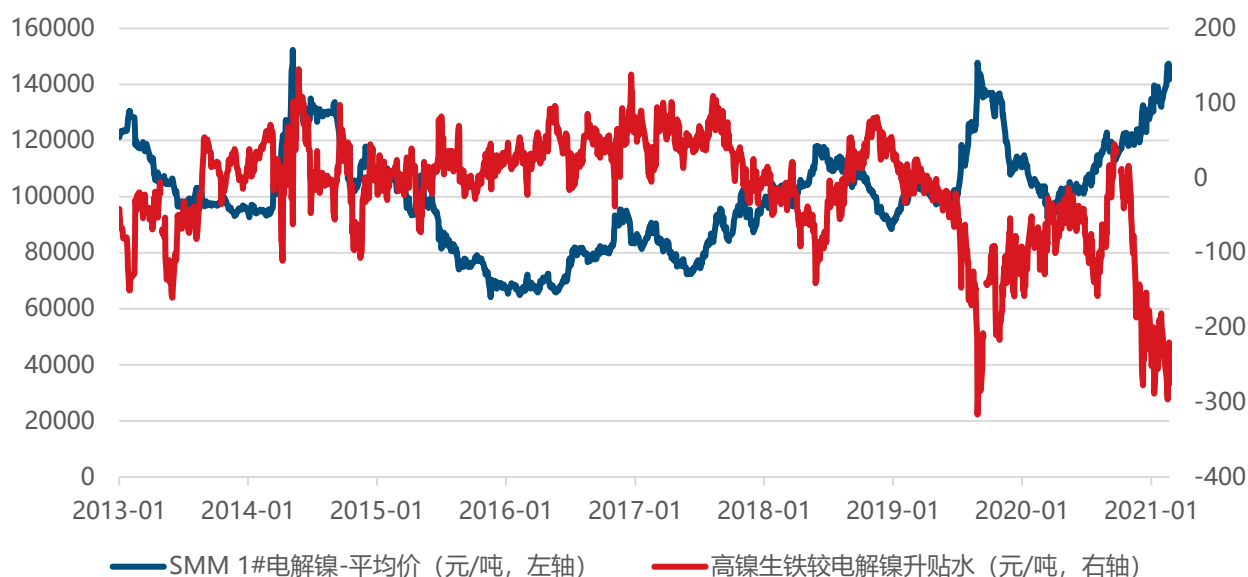
数据来源：中信建投期货（注：部分中间品、非主流工艺未展示）

## 1、镍定价逻辑的转变

回顾历史，镍的定价逻辑经历过几次转变：

2021 年之前，镍的定价逻辑主要是“镍铁对电解镍的替代”。大约在 2006-2007 年左右，中国开始大规模进口红土镍矿，通过冶炼成镍铁来将其作为不锈钢的主要原料，这其中的缘由在于镍铁的含镍量相对较低，产品附加成本低于电解镍，在不锈钢需求快速增长的时代背景下实现了有效降本。在印尼禁止镍矿出口后，中国企业出海印尼建厂，进一步强化了镍铁替代纯镍用作不锈钢原料的定价逻辑。

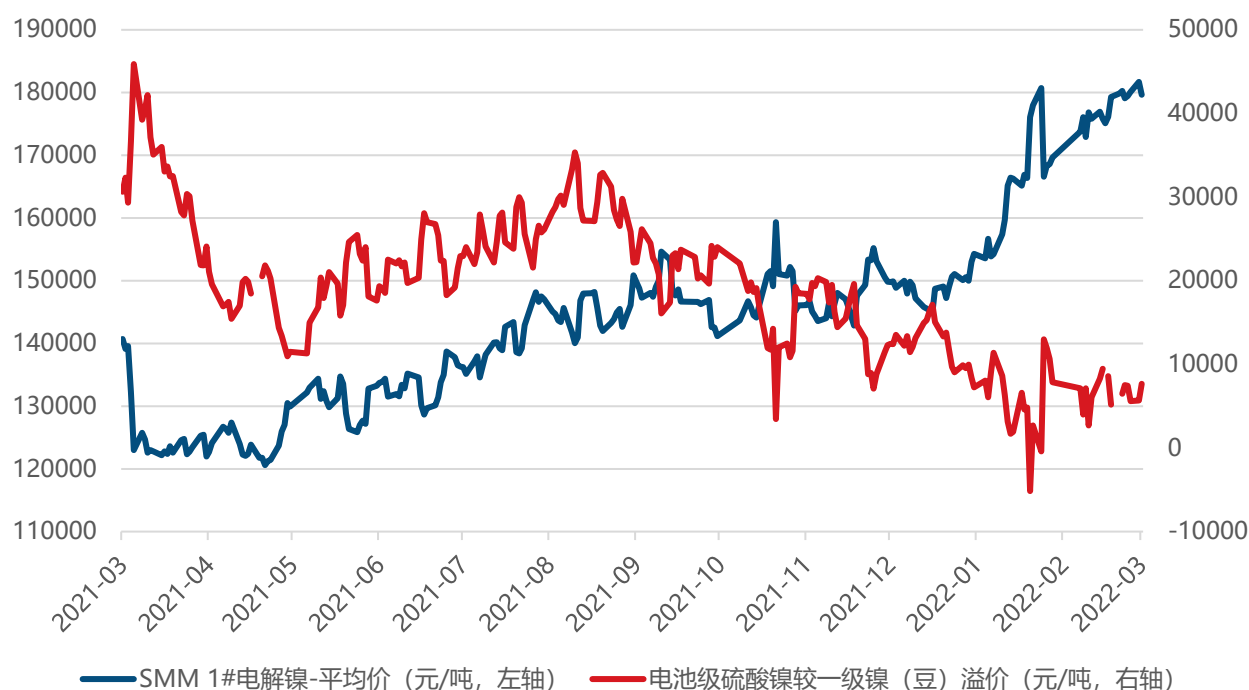
图 4：镍价走势与镍铁-电解镍价差



数据来源：SMM，中信建投期货

2021 年开始，新能源汽车实现快速放量，产业竞争开始集中在电芯环节，在此阶段镍的定价逻辑是“镍豆溶解制备硫酸镍”。由于能量密度更高，三元电池凭借高性能、高续航等卖点赢得了市场青睐，与此同时，技术发展下高镍化趋势也进一步增加了镍的需求。不过电池板块中的用镍主要为硫酸镍，而非纯镍，在爆发性需求增长下，硫酸镍涨幅显著高于纯镍，二者价差走阔使得产业开始使用镍豆溶解来制备硫酸镍。

图 5：镍价走势与硫酸镍-镍豆价差



数据来源：SMM，中信建投期货

2022 年 3 月俄罗斯对乌克兰发动特别军事行动，基于对俄镍供应的担忧，市场出现突发交易风险，伦镍一度涨至 5 万美元/吨的高点，在此情况下镍的定价基本处于失灵状态。突发事件也导致镍市场的流动性大幅下降，自 2022 年 3 月至 2022 年底这段时间，镍市场主要处在向基本面修复的过程。

2023 年开始，镍豆溶解制备硫酸镍已无利润空间，产业开始选择以硫酸镍为原料反过来生产纯镍，随之而来的是电积镍产能大量释放，在此期间镍的定价逻辑是“硫酸镍转产电积镍”。转产电积镍主要有三种模式，分别是外采原料、高冰镍一体化、MHP 一体化，由于主要新能源企业均有向上一体化布局，故电积镍生产主要以中间品一体化的模式为主。在这种定价逻辑下，镍的价格若低于一体化转产成本，那么企业就有可能停减产，故转产电积镍成本是镍的价格下限。

图 6：镍价走势与硫酸镍-镍板价差

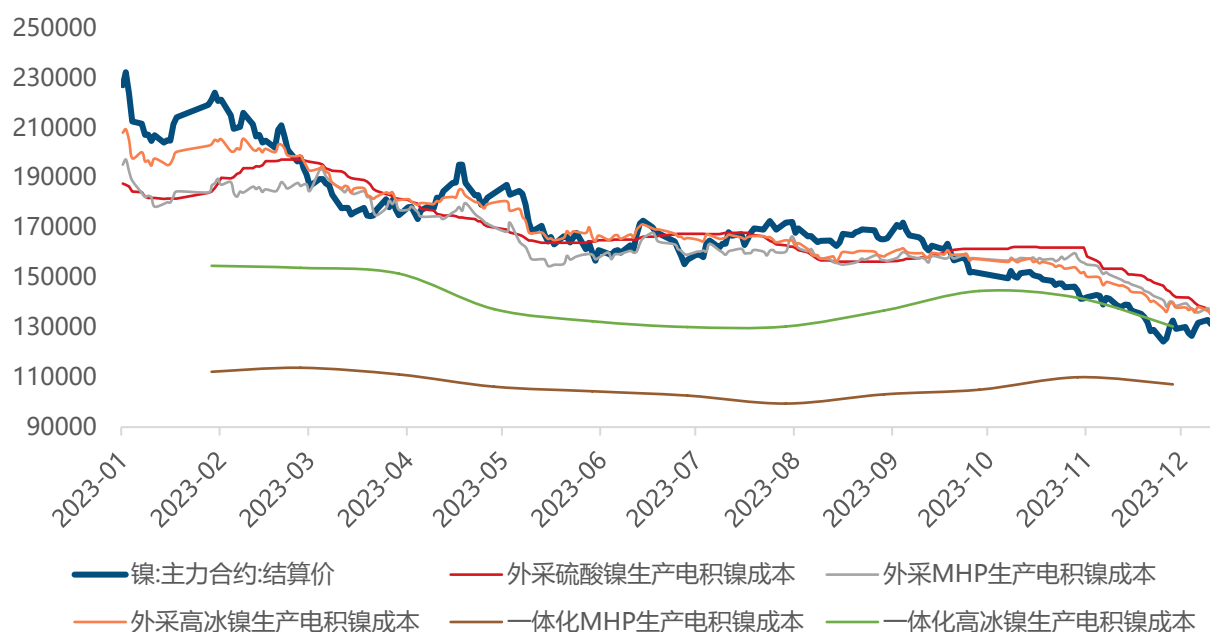


数据来源：SMM，中信建投期货

## 2、2024 年关注硫酸镍-纯镍价差的转变

2023 年镍的定价围绕着转产电积镍展开，而目前硫酸镍与纯镍的价差已经急剧收窄，镍的定价逻辑或将发生转变，核心是产业链利润分配的问题。目前外采原料制备电积镍已经全线亏损，镍价在高冰镍一体化成本附近寻找支撑，但镍价跌幅较为陡峭，展望 2024，若镍价跌破高冰镍一体化成本线，可能会继续向 MHP 一体化成本下探。

图 7：电积镍成本曲线（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

倘若 2024 年硫酸镍-纯镍价差继续为负，与之对应的是产业继续用低成本的硫酸镍去生产电积镍，那么 2024 年镍的定价逻辑还是围绕电积镍成本来确定。不过问题在于，下游不锈钢、动力电池等主要需求对纯镍的需求已经大幅减弱，可能导致的结果是纯镍过剩加剧推动镍价持续走弱，导致电积镍利润继续收窄，从而实现利润分配的再平衡。目前来看，外采原料制备电积镍的利润已全线亏损，中间品一体化产能尚有利润，因此 2024 年电积镍的叙事能否继续仍待观察，但预计大概率 2024 年将少有新的电积镍产能规划被提上日程。

反之，如果说 2024 年硫酸镍-纯镍价差转正，且覆盖镍豆溶解成本，产业可能会重新选择用低成本的纯镍，以镍豆溶解的工艺去制备硫酸镍，来缓解一级镍过剩的产能，不过能否成为主流路线仍需要与中间品加工相对比。在这种情况下，纯镍反过来被作为原料使用，此时谈论镍的定价要考虑两种情况：①如果中间品生产硫酸镍的产能能够覆盖需求，那么镍价要表现出较低的价格上限，以使得镍豆溶解制备硫酸镍的利润高于中间品工艺，这样镍豆溶解才能够与中间品争夺市场份额；②若中间品生产硫酸镍的产能无法满足下游需求，那么剩余供给缺口将由镍豆溶解来补充，此时镍价只要满足使得镍豆溶解不亏损即可。

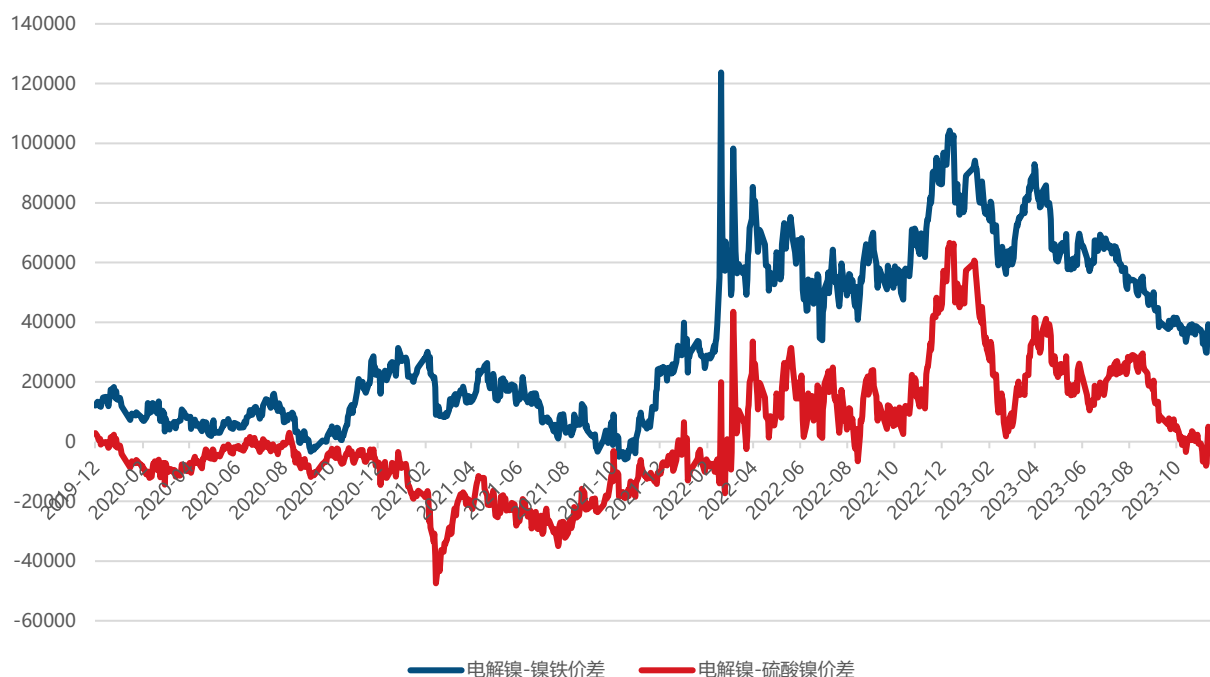
图 8：一、二级镍产品价格对比（元/镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货



图 9：一级镍与二级镍价差（元/镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

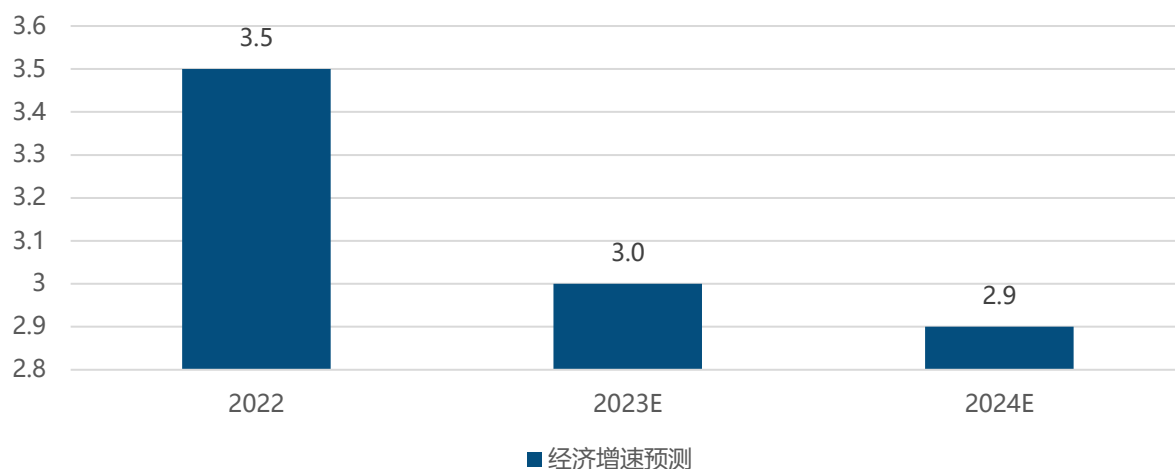
## 三、宏观形势分析与展望

### 1、全球经济展望

2023 年海外部分主要经济体在多数时间内仍维持高利率或继续实行货币紧缩政策，叠加 2022 年紧缩性货币政策的传导时滞兑现，全球经济承压为主。此外，地缘政治扰动进一步加剧，推升了全球生产分工成本，大宗商品价格波动亦有所加剧。但全球抗通胀取得良好成效，市场预期部分经济体的货币政策将转向宽松以应对可能发生的危机。

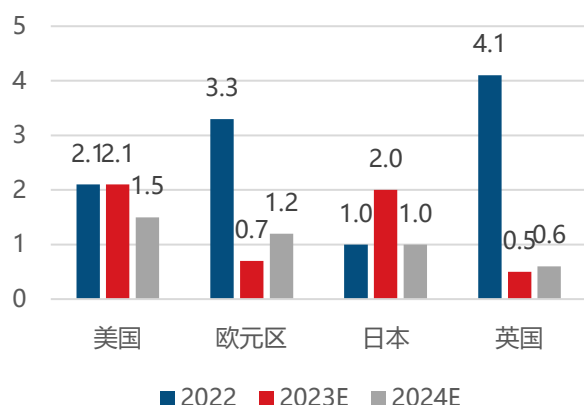
据 IMF 在 2023 年 10 月发布的全球经济展望，预计 2023 年全球经济增速为 3.0%，但 2024 年增速将下滑至 2.9%，且对于 2024 年经济增速的预测相较 2023 年 7 月的预测有所下调。IMF 认为，发达经济体 2024 年增速将由 2023 年的 1.5% 下滑至 1.4%，而新兴市场和发展中经济体的增速将继续维持在 4.0% 的水平。

图 10：全球经济增长预测（%）



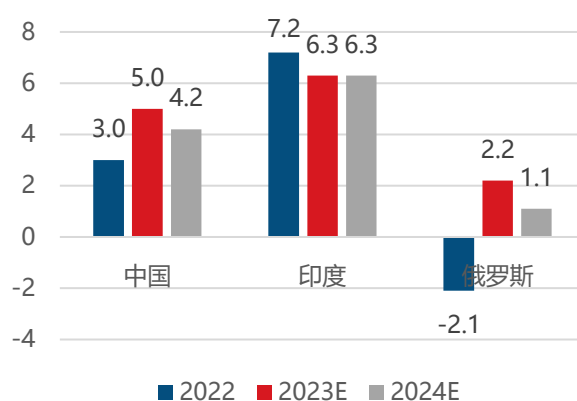
数据来源：IMF，中信建投期货

图 11：部分发达经济体增长预测（%）



数据来源：IMF，中信建投期货

图 12：部分新兴市场和发展中经济体经济增长预测（%）



数据来源：IMF，中信建投期货

具体来看，IMF 认为由于货币政策收紧，加之国际大宗商品价格下跌，预计全球通胀率将从 2022 年的 8.7% 稳步降至 2023 年的 6.9% 和 2024 年的 5.8%，而核心通胀预计将更缓慢地下降，大多数国家的通胀预计要到 2025 年才能回到目标水平。

IMF 认为全球经济实现软着陆的可能性越来越大，其中美国尤为明显。此外，IMF 认为中国面临着较大的经济压力，主要原因在于房地产危机和信心减弱，我们预计中国需求的走弱可能会对镍及不锈钢的价格形成拖累。

IMF 认为全球地缘政治扰动可能会引发大宗商品的割裂。具体到镍市场，我们认为地缘政治风险对镍价的扰动正在逐步减弱，主要原因在于中国电积镍产能的大量释放对俄镍供应形成了互补；此外，伦镍事件冲击带来的经验教训也让交易者有了更多的抗风险预案。不过，战争的爆发有可能会加速军品的消耗，有可能会对镍的需求形成一定拉动。

## 2、美国经济展望与美联储政策分析

2023 年一个比较明显的预期差是，关于美国衰退的预期并未兑现。2023 前 3Q，美国经济增速（环比折年率）均维持在 2% 以上的水平，其中 Q3 经济增速更是高达 5.20%（此前公布值为 4.90%，被上调）。其中原因，我们认为一是居民超额储蓄的支持，二是政府的财政政策刺激。不过，疫情期间美国居民所累积的超额储蓄正被逐步消耗殆尽，后续支撑动能有限；财政方面，美国债务问题持续扰动，赤字问题或将制约财政扩张步伐。因此预计 2024 年美国或经济或有持续走弱的可能，但制造业回暖和货币政策转向宽松带来的支撑，依然有概率提高经济软着陆的可能。

图 13：美国 GDP 环比折年率（%）



图 14：美国个人储蓄占可支配收入比重（%）

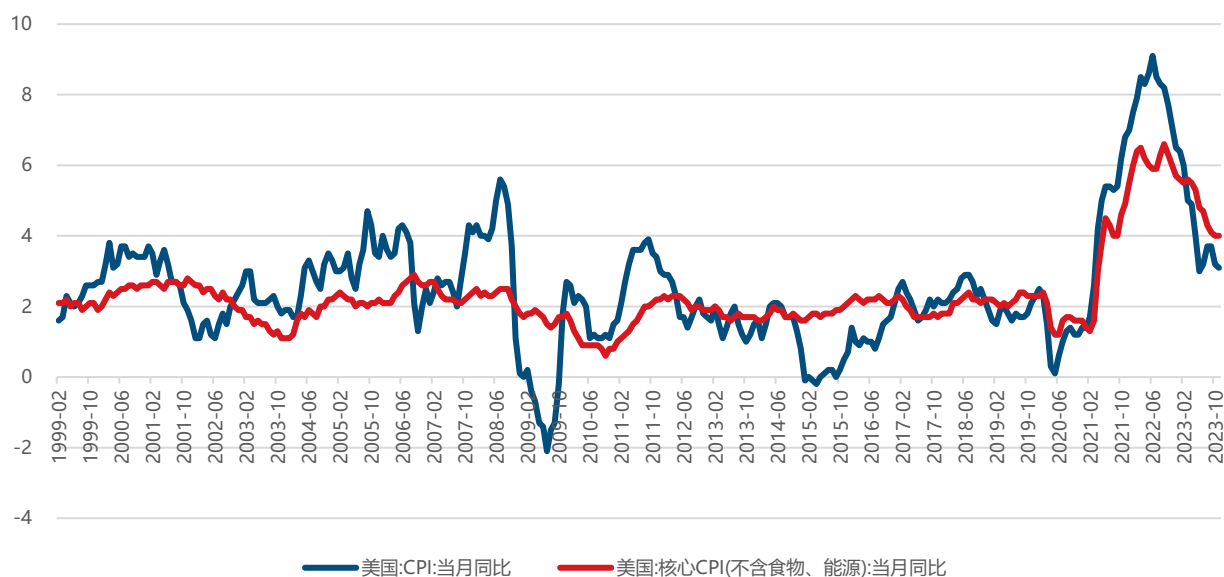


数据来源：美国经济分析局，中信建投期货

数据来源：美国经济分析局，中信建投期货

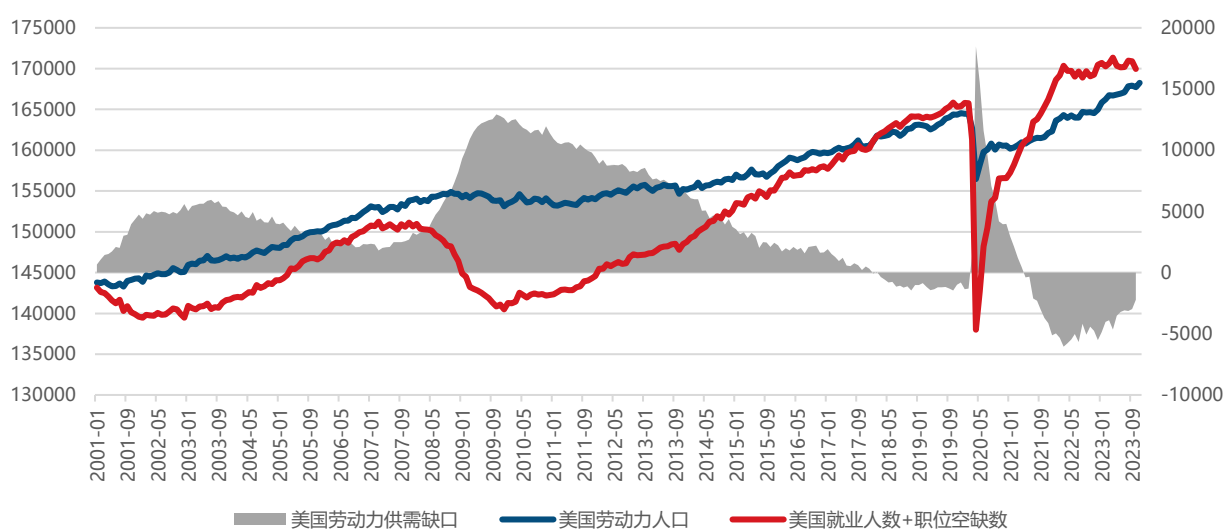
2023 年美国抗通胀取得良好成效。2023 年 11 月，美国 CPI 同比 3.10%，核心 CPI 同比 4.0%，相较 2022 年中期的低点回落明显。劳动力市场是美联储除通胀外的又一关注目标，受超额储蓄回落带来的返工提升、以及经济趋弱导致的企业经营承压，2023 年美国职位空缺数持续回落，劳动力市场需求增速有所放缓，进而劳动力供需缺口亦有所收窄，这一方面预示着薪资通胀压力有所减弱，另一方面也代表着劳动力市场疲态开始显现，因而美联储或将在 2024 年开启降息周期。据美联储 12 月会议点阵图，预计 2024 年隐含着三次降息动作。

图 15：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速（%）



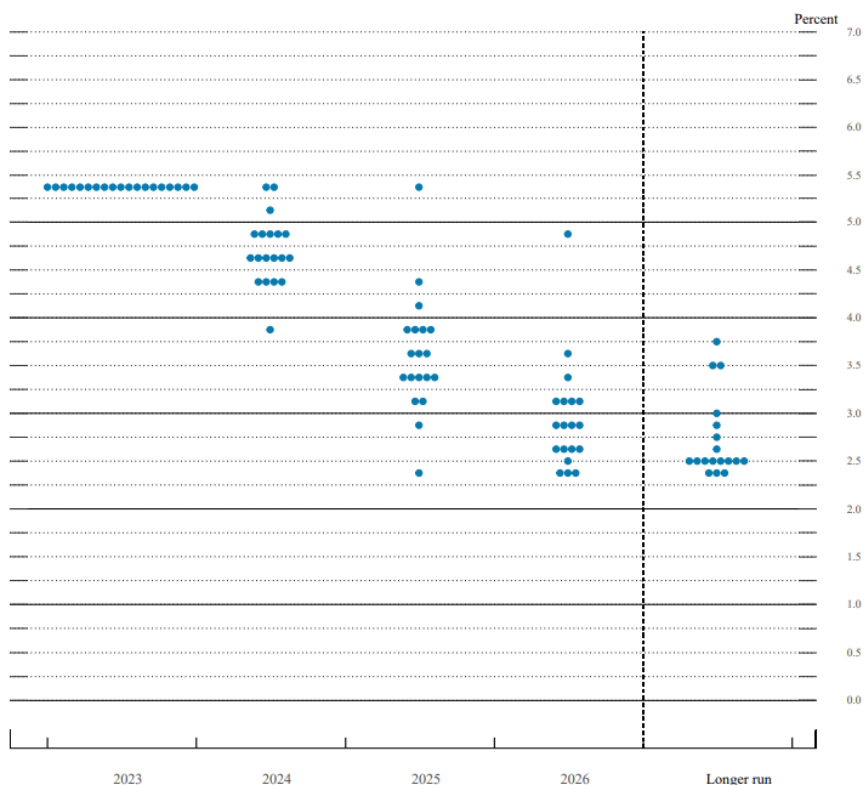
数据来源：美国劳工局，中信建投期货

图 16：美国劳动力市场供需（千人）



数据来源：美国劳工局，中信建投期货

图 17：美联储 12 月议息会议点阵图



数据来源：美联储，中信建投期货

市场上有观点认为，美联储降息→货币宽松改善需求+美元回落→镍等有色金属得到提振，但我们认为美联储开启降息的本质逻辑是需求回落后需要货币政策进行发力，因此降息周期往往对应着经济走弱，且货币政策的传导是具有时滞性的，况且降息对流动性改善的预期通常在降息周期真正开始前就已经会被市场定价完毕。并且从历史上看，在大多数时间内，美联储开启降息窗口后，LME 镍价通常表现较为弱势。

图 18：美联储降息时，镍价通常表现偏弱



数据来源：美联储，LME，中信建投期货

### 3、中国经济展望

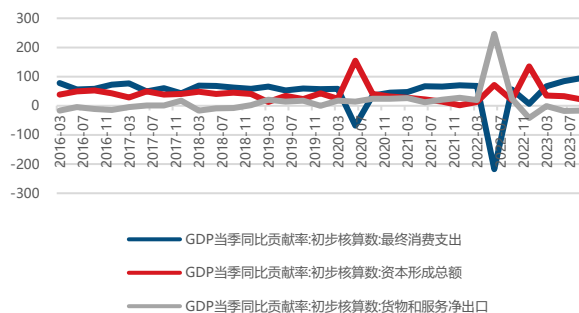
2023 年中国经济温和复苏，受国家政策发力、低基数等因素，2023 年前 3Q 中国 GDP 增长维持在 4.5%以上。但分项看，经济三驾马车中，除了消费增长较为明显外，投资和净出口有走弱的迹象。与此同时，地方债务、地产风险、居民信心等因素仍对中国复苏构成挑战，“稳中求进、以进促稳、先立后破”或成为 2024 年中国经济的主基调。

图 19：中国 GDP 同比增速（%）



数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 20：中国 GDP 分项贡献（%）

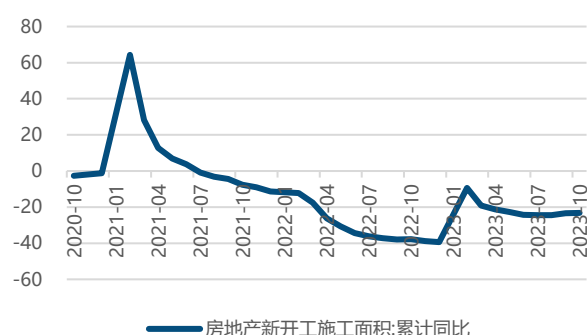


数据来源：国家统计局，中信建投期货



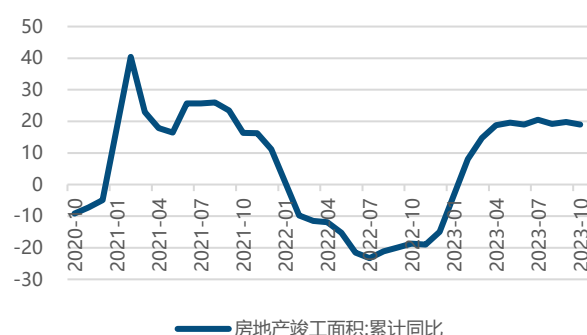
地产方面,除竣工数据受益于保交楼政策驱动有所回暖外,其余环节表现依然缺乏亮点,一方面对中国总量经济增长形成拖累,另一方面可能也预示着其他增长动能对经济的拉动将有所提升。在其余动能补位的过程中,我们认为基建或将表现亮眼,2023Q4 中国政府增发万亿特别国债,主要用于防洪治理工程等八大方面,这部分资金到位后或将对 2024 年的基建需求形成明显拉动。具体来看,不锈钢在基建中的应用领域包括建筑、机械、能源等诸多方面,因此可能会对不锈钢的需求形成些许拉动。

图 21: 地产新开工累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

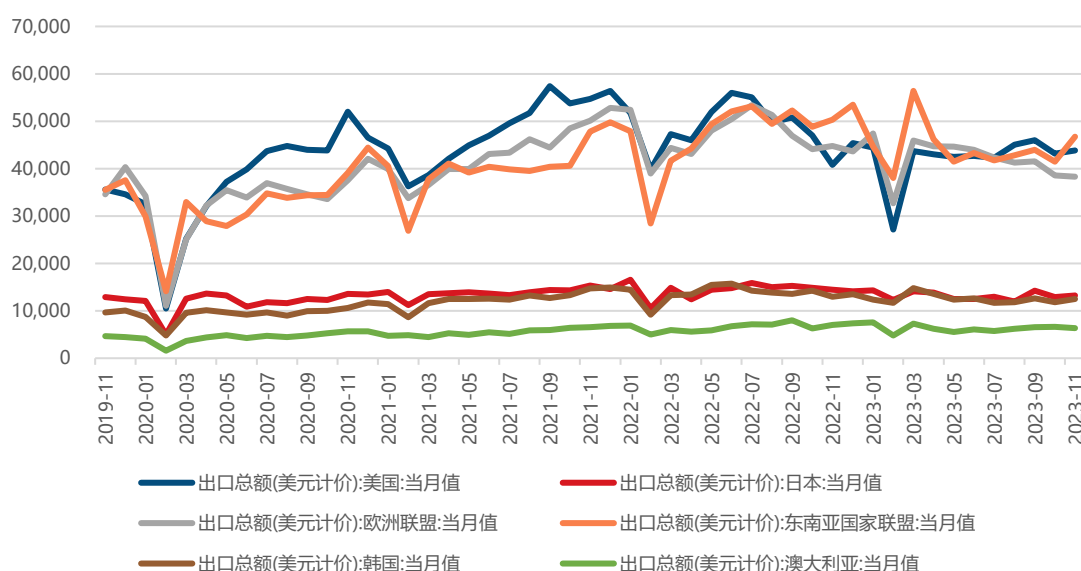
图 22: 地产竣工累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

外需方面,2023 年海外主要经济体制造业疲软,对中国出口形成一定拖累。展望 2024 年,美欧等发达经济体受限于经济疲软,实体需求或呈现弱复苏,故对中国出口有望形成小幅拉动,但大幅修复的可能性相对较低。另一方面,一带一路沿线国家贸易规模不断扩大,也有望对中国外需形成拉动,从结构上看,中国出口东盟总额表现较为亮眼。风险点在于反倾销等贸易壁垒对不锈钢出口的拖累。

图 23：中国出口总额分地区（百万美元）



数据来源：海关总署，中信建投期货

## 4、印尼镍产业政策展望与分析

我们认为，2024 年印尼镍产业政策或将再生变局。首先是印尼镍价指数，关于该指数市场上存在分歧，有观点认为该指数仅是报价方式改变，影响可忽略不计；又有观点认为，印尼镍价指数引发了市场担忧，在镍价急速下跌期间，政策的不确定性一度导致空头大量平仓。我们认为，印尼镍价指数更多的是印尼未来镍产业政策的底层设计，该指数被首先提出是在 2023 年 5 月，印尼政府宣布延迟征收镍出口税，并宣布开始着手制定印尼镍价指数。随后，印度尼西亚镍矿业协会(APNI)开始着手指数的确定，印尼政府曾要求协会要在 2023 年底之前完成指数制定，以便在 2024 年实现政府的产业倡议。因此，我们推测未来该指数可能会被用于制定镍出口税、游说构建镍输出国组织等方面，政策的二次冲击风险值得关注。

另一方面，2024 年将迎来印尼大选，2024 年 2 月 14 日为投票日，第一轮选举结果将于 2024 年 2 月 15 日-3 月 20 日公布，若无候选人在第一轮选举的得票率超 50%，那么将启动第二轮选举，第二轮选举结果将在 2024 年 6 月 13 日-7 月 6 日公布。目前三大热门候选人分别为现任中爪哇省省长甘贾尔·普拉诺沃（民主斗争党）、现任国防部长兼大印尼运动党党首普拉博沃·苏比安托（大印尼运动党）、前任雅加达特区首长阿尼斯·巴斯威丹（国民民主党）。现任总统佐科·维多多任内支持率较高，但并不参与 2024 年大选，其政治理念是“五大国家宏伟进程”，其中一条便是限制镍等资源原矿出口，以推进自然资源深加工。甘贾尔·普拉诺沃是佐科·维多多的意愿接班人，二者同出身民主斗争党，若当选有可能会继承佐科·维多

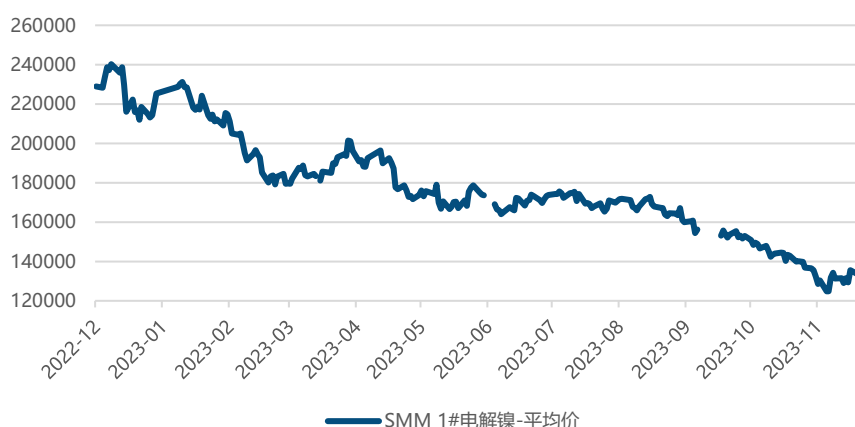
多在镍产业政策上的理念。另外，印尼大选结果也可能对地缘政治、社会稳定等方面产生影响。

## 四、镍元素：供应持续释放，2024 关注投产节奏变化

### 1、纯镍：电积镍利润收窄，或将步入主动去库

2023 年纯镍现货价格整体呈现下跌走势，由年初的 23 万元/吨左右的价格一路跌至年底的 12 万元-13 万元/吨。价格走势原因在第一章已有详细介绍，此处不再赘述。

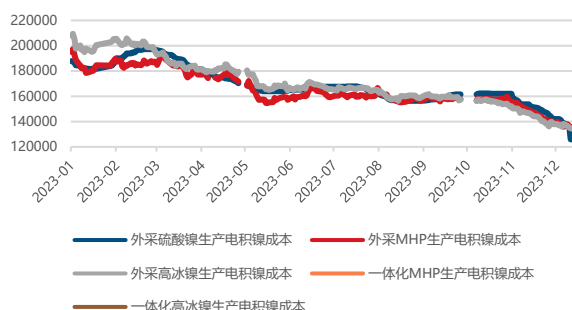
图 24：纯镍价格走势（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

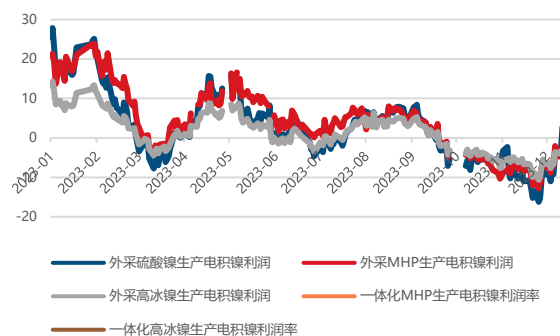
2023 年纯镍走势与电积镍成本相挂钩，转产工艺包括外采原料、高冰镍一体化以及 MHP 一体化。受中间品产能持续释放影响，中间品价格持续走弱，再叠加新能源板块需求不及预期，硫酸镍价格亦出现回落，导致电积镍成本不断下移。另一方面，在电积镍产能大量释放的背景下，过剩加剧驱动镍价快速走弱，导致的结果便是电积镍利润空间快速收窄。

图 25：电积镍成本（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

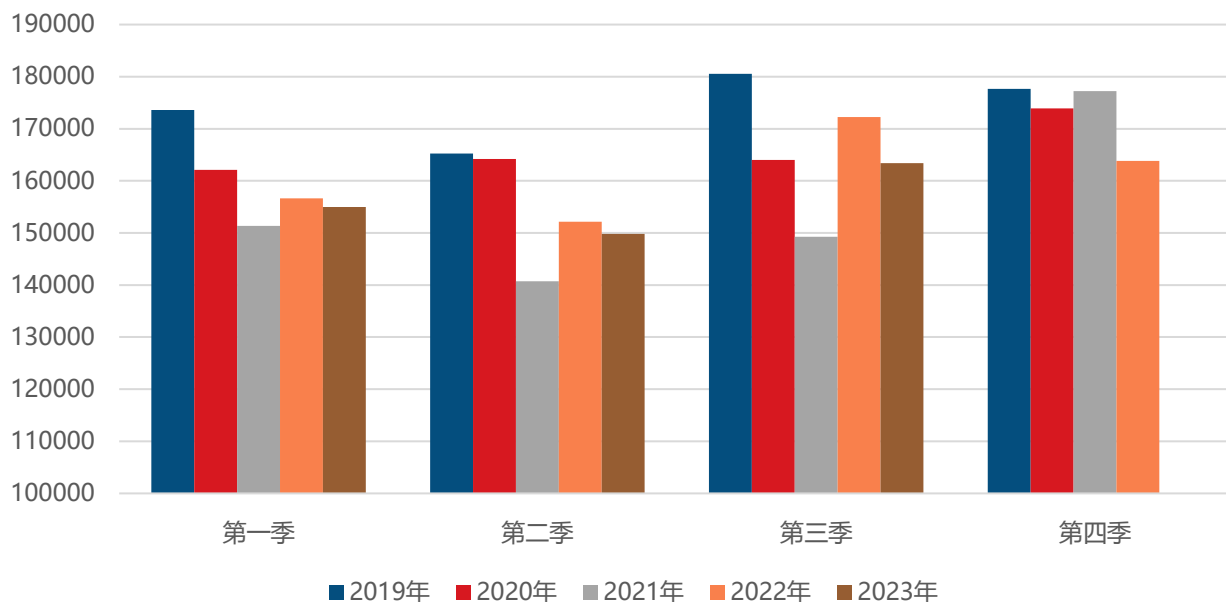
图 26：电积镍利润率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

海外供应方面，主要镍企 2023 年 Q1-Q3 产量 46.81 万吨，相较 2022 年累计同比下滑 2.68%。产量下滑因素有罢工、检修等，但海外供应格局相对稳定，且产能多以电解镍为主，预计不会出现更大规模减产。

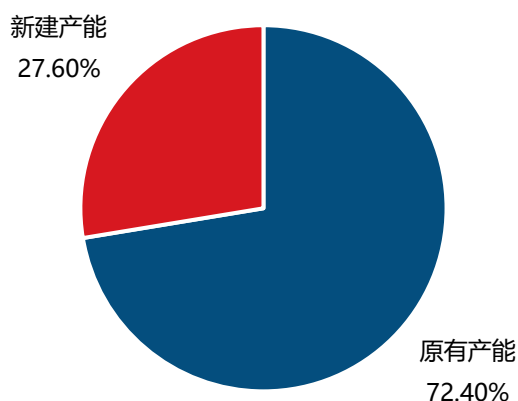
图 27：海外主要镍企产量（吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货（注：海外主要镍企包括必和必拓、淡水河谷、韩国资源、嘉能可、诺里尔斯克、斯班静水、谢里特、英帕拉、英美资源、住友金属矿山、住友商事）

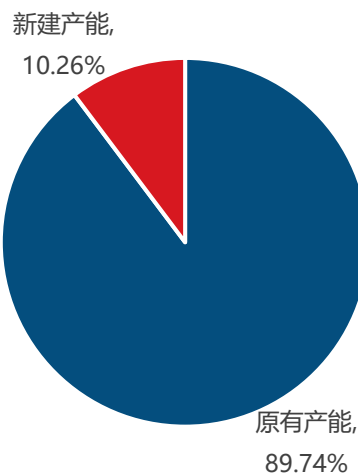
从供应来看，2023 年中国纯镍产量实现大幅增长，2023 年 1-11 月中国纯镍产量 22.03 万吨，累计同比增长 39.88%。其中供应端主要增量来自电积镍产能的大量释放。SMM 数据显示，2024 年或仍有部分产能待释放。我们认为，随着利润的快速收窄，预计 2024 年可能不会再有新的产能规划被提出，若全工艺制备电积镍利润陷入亏损，那么存在产能出清的可能。

图 28：2024 中国电积镍新建产能占总产能比



数据来源：SMM，中信建投期货

图 29：2024 全球电积镍新建产能占总产能比



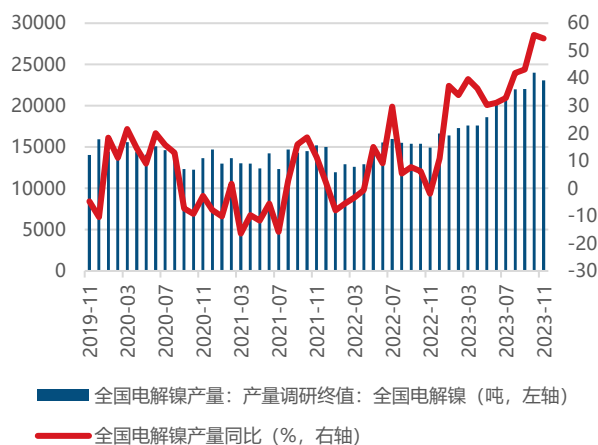
数据来源：SMM，中信建投期货

图 30：纯镍开工率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 31：中国纯镍产量



数据来源：SMM，中信建投期货

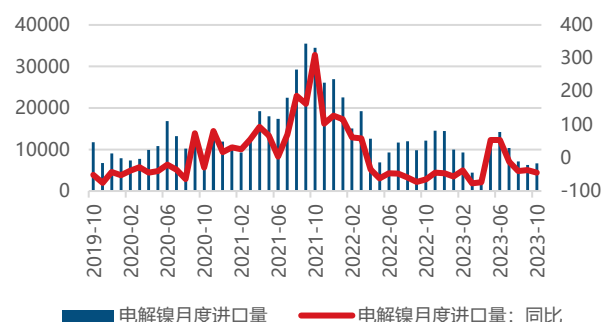
从进口来看，2023 年中国进口回落较为明显，2023 年 1-10 月中国纯镍进口 8.22 万吨，累计同比下滑 37.27%。纯镍进口大幅走弱，主要原因有两点，一是年内绝大部分时间内进口都处于亏损状态，进口动力并不足，但由于俄镍实行混合定价，即一部分俄镍锚定上期所镍价且用人民币结算，故受进口盈亏影响有限；二是镍豆生产硫酸镍利润亏损，目前该工艺几乎无人使用，导致来自澳大利亚等国的镍豆进口下滑明显。

图 32：镍进口盈亏（元/吨）



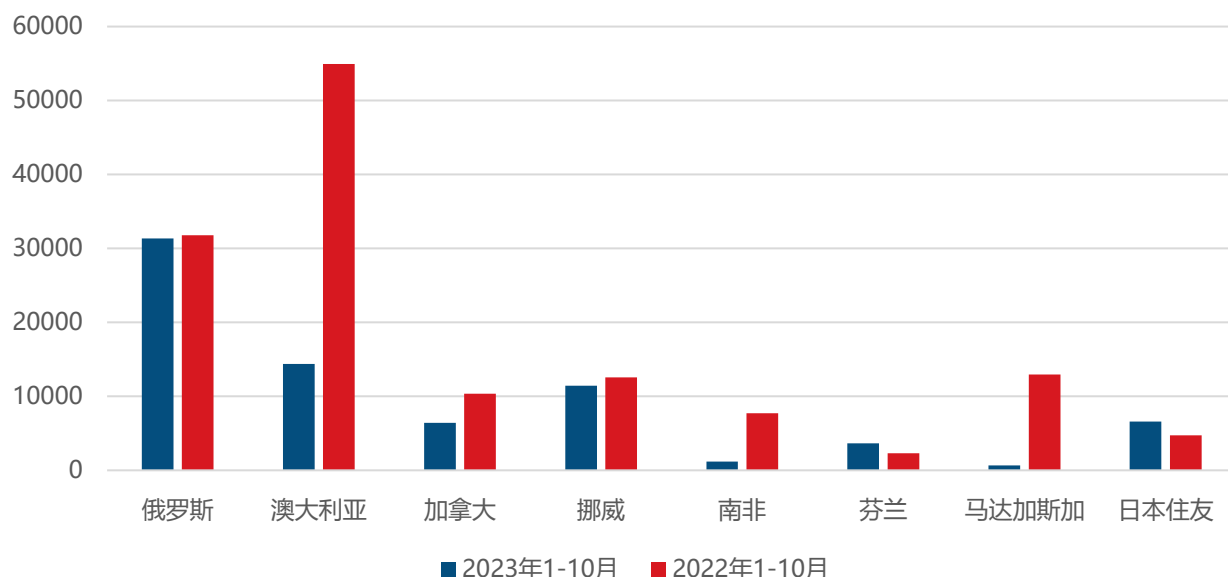
数据来源：SMM，中信建投期货

图 33：中国纯镍进口（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 34：中国纯镍进口结构（吨）

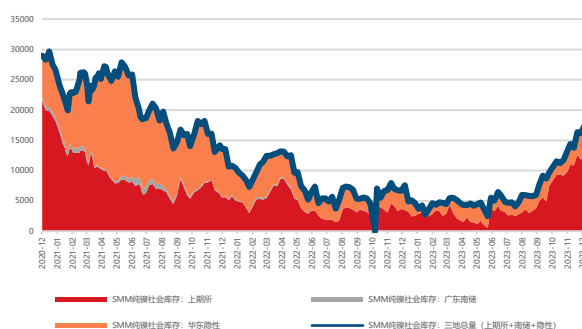


数据来源：SMM，中信建投期货



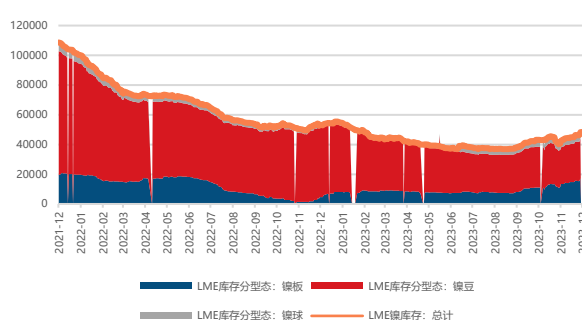
库存方面，受电积镍产能快速释放影响，目前中国纯镍社库已经结束了去库周期，重新开始累库，但这种累库是由于产能快速释放、需求缺乏承接情况下的过剩，属于被动补库，按库存周期逻辑，待电积镍利润被挤压殆尽后，在需求无好转的情况下，预计库存周期将进入主动去库。LME 镍库存近期也开始出现累库迹象，一方面是需求偏弱的影响，二是 LME 镍可交割品牌增加所导致的。预计后市还将会有部分品牌参与注册交割，交割品扩容下预计镍价波动也会变得更为稳定。

图 35：中国纯镍社库（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 36：LME 镍库存（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 37：镍交割品扩容情况

时间	品牌	注册交易所	状态
2023.6.27	HUAYOU	上期所	成功注册
2023.7.20	HUAYOU	LME	成功注册
2023.11.1	GEM-NI1	LME	成功注册
2023.11.21	GEM-NI2	LME	收到申请

数据来源：上海期货交易所，LME，中信建投期货

## 2、硫酸镍：供需双弱，关注印尼供应压力

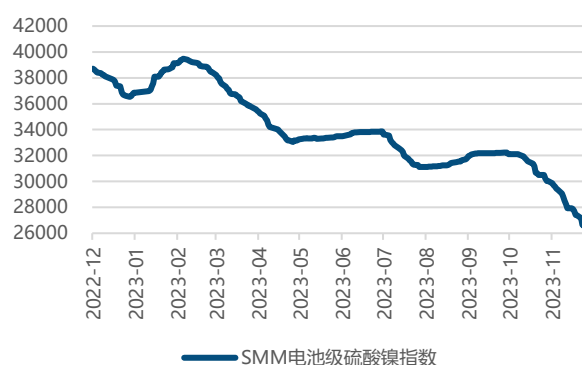
2023 年硫酸镍价格持续下跌，由年初的 38000 元/吨左右的价格一路跌至 26500 元/吨附近。主要原因更多地在于需求侧。一方面，全年新能源汽车增速有限，对整体的动力电池板块形成一定拖累；另一方面，从结构角度看，受车企经营承压等多重因素影响，成本不占优势的情况下，硫酸镍所对应的三元电池相较磷酸铁锂电池表现十分疲软。

图 38：硫酸镍价格（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

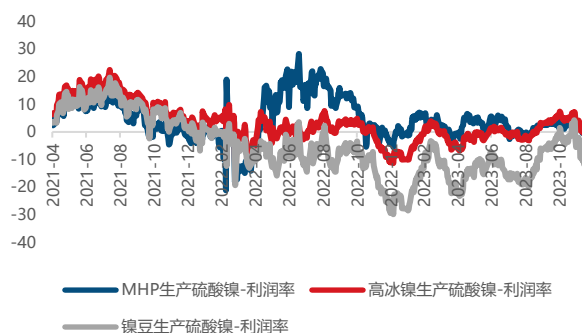
图 39：硫酸镍价格指数（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

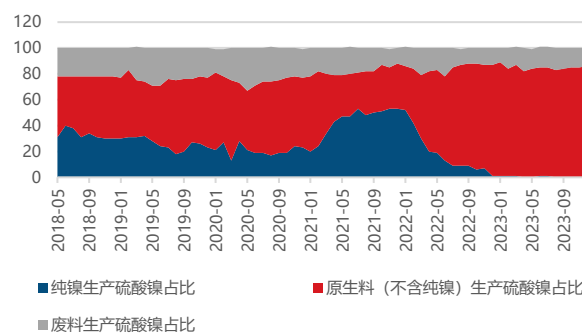
从利润看，中间品制备硫酸镍的利润全年低位运行，目前已经亏损；而镍豆溶解的利润在全年多数时间内均处于亏损状态，仅在 11 月下旬短暂打开过盈利空间，导致目前产业在选择用料时，几乎没有企业会选择镍豆作为生产硫酸镍的原料。

图 40：硫酸镍利润率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 41：各原料生产硫酸镍占比（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

2023 年硫酸镍产量增速较为有限，SMM 数据统计 2023 年硫酸镍产量 42.27 万金属吨（12 月数据为预测值），同比增长 12.11%。Mysteel 数据统计，2024-2025 年中国仍有一定产能待投产，或将继续对供应形成压力。

图 42：中国硫酸镍产量

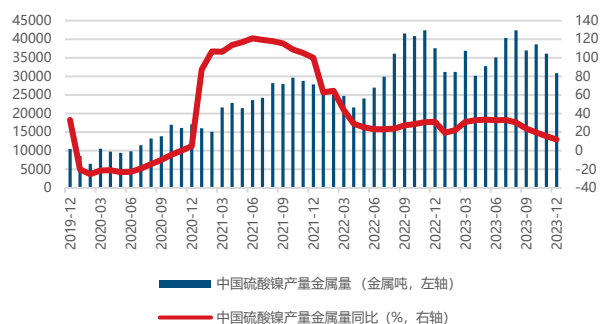
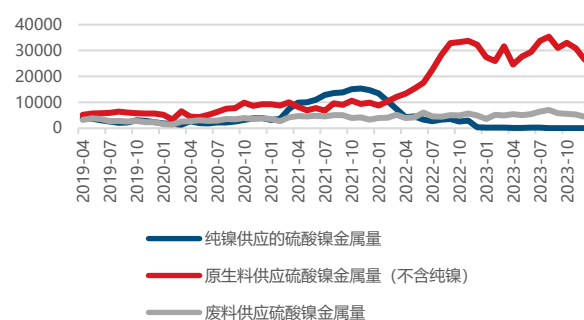


图 43：不同原料所供应的硫酸镍（镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

数据来源：SMM，中信建投期货

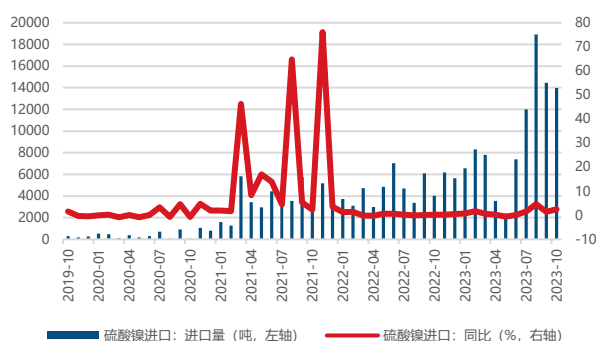
图 44：中国硫酸镍产能 2023-2025 新增产能情况

序号	企业	技术路线	年产能（万镍吨）	投产时间
1	聚泰新材料	高冰镍	2.0	2023
2	吉恩镍业	镍矿	0.9	2023
3	湖南金源	废料	0.6	2023
4	湖北兴镍	镍豆/镍粉	1.0	2023
5	中伟新材料	高冰镍	8.0	2023
6	华友钴业	高冰镍、MHP	3.0	2023
7	华友钴业	高冰镍、MHP	5.0	2023
8	邦普循环	NPI、镍豆镍粉	4.4	2023
9	盛屯矿业	高冰镍/镍精矿	3.3	2023
10	格林美	高冰镍、废料、镍豆	1.7	2023
11	佳纳能源	镍豆/镍粉、废料	3.0	2023
12	巴莫科技	高冰镍	5.0	2023
13	飞南资源	高冰镍、废料	1.5	2023
14	吉锐新能源	高冰镍/MHP	1.0	2023
15	金川集团	高冰镍	6.2	2023/2025
16	中伟新材料	高冰镍	8.0	2024
17	邦普循环	镍铁合金、镍豆镍粉	1.5	2024
18	格林美	高冰镍、废料、镍豆	2.8	2025
合计			58.9	

数据来源：Mysteel，中信建投期货

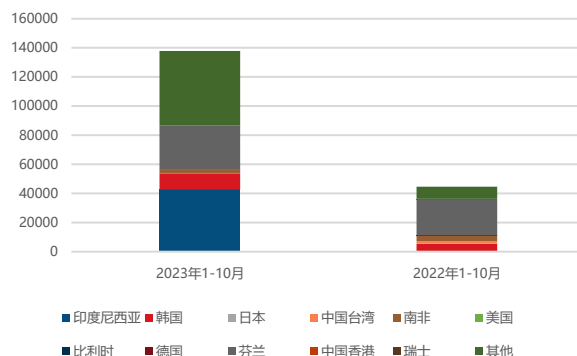
进口方面，2023 年 1-10 月中国硫酸镍进口合计 9.53 万吨，累计同比增长 113.72%。2023 年进口快速增长的原因在于印尼市场提供了新的增量，2023 年 3 月 25 日力勤资源旗下印尼 OBI 岛 HPAL 公司顺利产出第一批电池级硫酸镍产品，这也是印尼的首批硫酸镍产品。展望 2024 年，随着新增产能的陆续投产，预计印尼硫酸镍回流可能会对中国市场形成明显压力，据 Mysteel 统计，印尼新建硫酸镍年产能超 17 万镍吨。

图 45：中国硫酸镍进口



数据来源：SMM，中信建投期货

图 46：中国硫酸镍进口结构（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 47：印尼硫酸镍产能规划情况

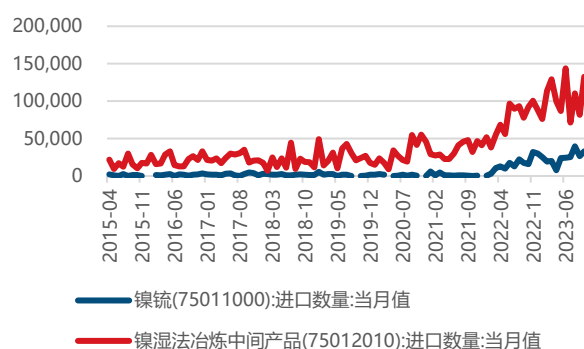
序号	企业	技术路线	年产能（万镍吨）	投产时间	是否外售
1	LYGEND	MHP	5.3	2023	是
2	PT BMS	镍矿	2.2	2024	否
3	PT QMB	MHP	3.3	2024	否
4	LGES	镍矿	3.3	2025	否
5	Nickel Industries	镍硫、MHP	3.3	2026	是
6	Transasia Minerals Ltd	镍硫	-	2024	是
7	Indovolt BV VKTR	镍矿	-	2024	否
合计			17.4		

数据来源：Mysteel，中信建投期货

中间品方面，2023 年回流压力依然不减，2023 年 1-10 月中国进口高冰镍 24.43 万吨，累计同比增长 99.85%，MHP 累计进口 104.51 万吨，累计同比增长 45.33%。从产量看，印尼 MHP 维持高速增长态势，随着新增产能不断释放，预计 2024 年 MHP 将进一步挤占高冰镍份

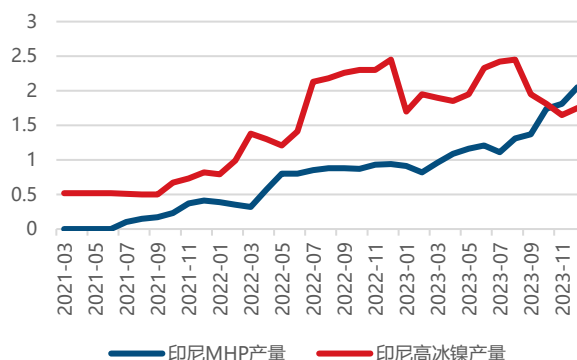
额。

图 48：镍的中间品进口情况（吨）



数据来源：海关总署，中信建投期货

图 49：印尼镍中间品产量（万镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 50：印尼镍的中间品产能规划情况

项目名称	地点	产品	产能（万镍吨）	投产计划
力勤印尼 OBI 镍钴项目-三期	印尼	MHP	6	2024 年 E, 3 条线, 一次性全投
青山集团、振石集团纬达贝项目	印尼	高冰镍	3	2024 年 E
盛屯+Extension	印尼	高冰镍	4	2024 年 Q1E
道氏集团+印尼华迪	印尼	高冰镍	2	2024 年 Q2E
Pomalaa 项目	印尼	MHP	8	2024 年 Q3E
华山镍钴	印尼	MHP	12	2024 年 Q4E
Weda Bay（一期）	印尼	MHP	2	2024 年
华友+菲律宾	菲律宾	MHP		预计 24 年初启动项目

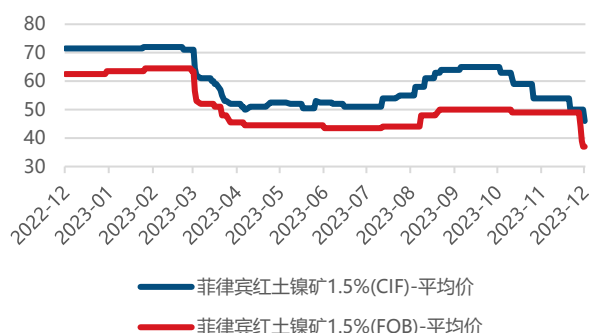
数据来源：SMM，中信建投期货

### 3、红土镍矿：进口维持增长

2023 全年不锈钢产业链表现较为疲软，负反馈之下矿价在多数时间内走弱，但 Q3 期间矿价表现较为强势，主要原因是受印尼停发 RKAB 影响，印尼镍矿短缺导致包括菲律宾在内的矿源价格偏强运行。但随着印尼镍矿配额扰动的结束，矿价也回归理性，但受需求持续下滑影响，即便在菲律宾雨季，矿价表现依然疲软。2023 年 1-10 月，中国进口镍矿 3900.96 万吨，同比增长 17.10%，主要原因是菲律宾矿山项目开采运营的增加，预计 2024 年将延续增

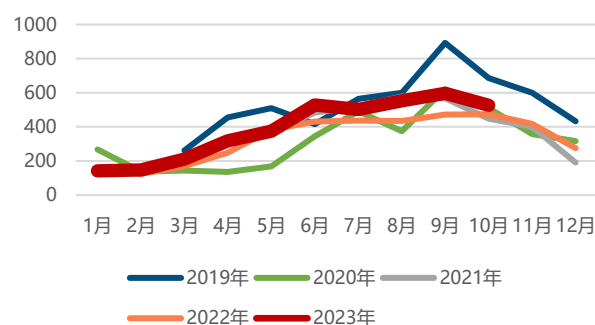
长趋势。

图 51：菲律宾红土镍矿价格（美元/湿吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 52：中国镍矿进口（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

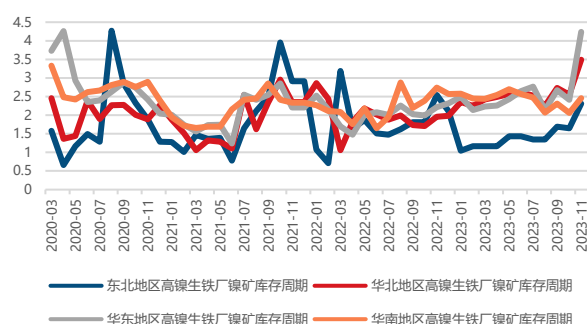
菲律宾镍矿产量增加导致中国镍矿港口库存累库幅度与往年（印尼 2020 年禁矿之后）相比较，国内镍铁厂生产基本无供应担忧。不过也由于下游需求疲软，国内铁厂的镍矿库存周期相对较长，库存压力不容小觑。

图 53：中国镍矿港口库存（万湿吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 54：中国镍铁厂镍矿库存周期（月）



数据来源：SMM，中信建投期货

## 4、镍铁：回流压力不减，关注印尼限制政策

除 2023 年 Q3 印尼 RKAB 事件扰动外，镍铁在年内多数时间内偏弱运行，背后逻辑是下游不锈钢需求持续疲软引发的负反馈。



图 55：中国镍铁价格（元/镍点）



数据来源：SMM，中信建投期货

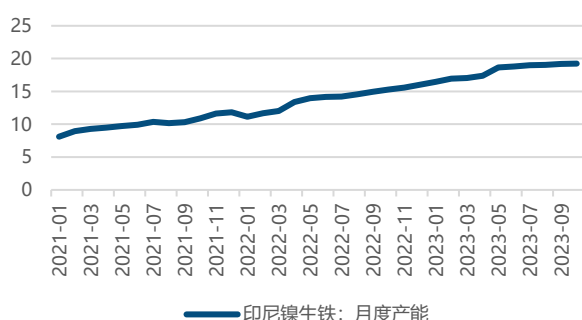
图 56：印尼镍铁价格（元/镍点）



数据来源：SMM，中信建投期货

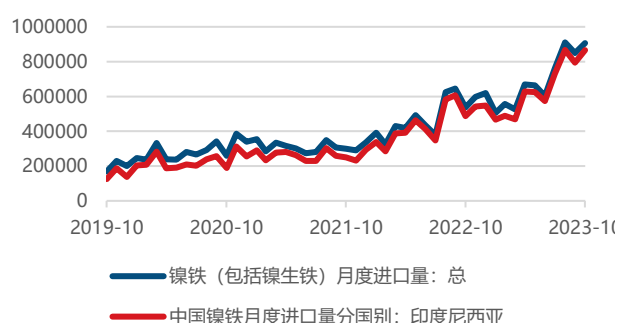
供应角度看，2023 年印尼镍铁产能持续投产，导致产量维持增长态势，进而中国进口也维持高增状态。不过相较印尼较低的冶炼成本，国内铁厂生产已经步入亏损，2023 年产量继续下滑。印尼政府此前宣布考虑计划暂停或限制二级镍加工厂的建设许可，我们预计产能限制将主要集中在火法冶炼项目，主要动因或是限制镍铁的过剩产能。故 2024 年印尼镍铁产能投放可能将以此前规划项目为主，预计产量仍会增长，但是再往长期看可能存在变数。此外，根据本文第三章第 4 节“印尼镍产业政策展望与分析”，推测印尼政府可能会在 2024 年进一步加大对镍火法冶炼、尤其是 RKEF 镍铁产能的限制，不排除征收出口税的可能。

图 57：印尼镍铁月度产能（万镍吨）



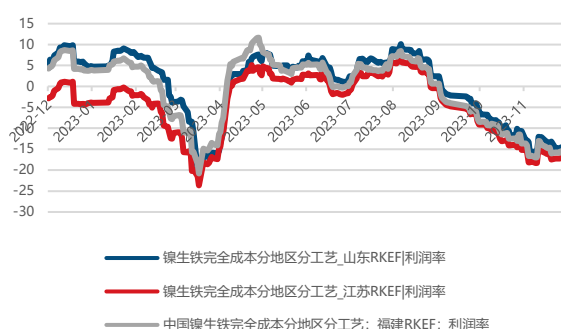
数据来源：SMM，中信建投期货

图 58：中国镍铁进口（吨）



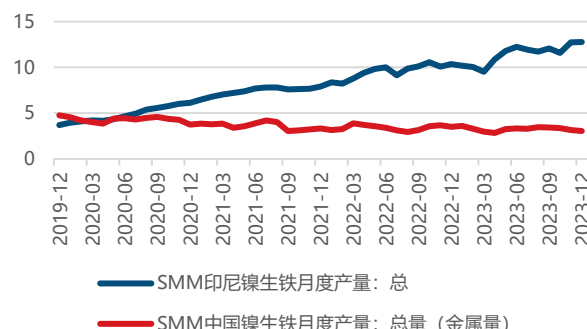
数据来源：SMM，中信建投期货

图 59：中国镍铁利润率（%）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 60：中国&amp;印尼镍铁产量（万镍吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

## 五、需求：传统需求式微，新动能或将发力

### 1、不锈钢：需求持续疲软，关注基建增长新动能

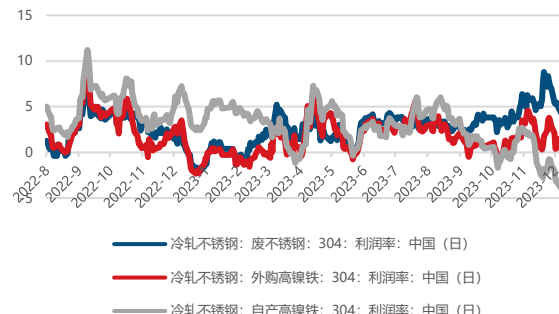
2023 年不锈钢价格偏弱运行，价格影响的核心因素在于钢厂排产走高的同时，下游需求缺乏承接。从利润层面看，2023 年钢厂实际上是有捕捉到盈利窗口的，这在 Q3 期间较为明显，主要原因在于成本端式微。不过另一个角度看，除 Q3 外，钢厂的盈利并不稳定，市场情绪仍是被悲观笼罩。

图 61：不锈钢现货价格（元/吨）



数据来源：iFind，中信建投期货

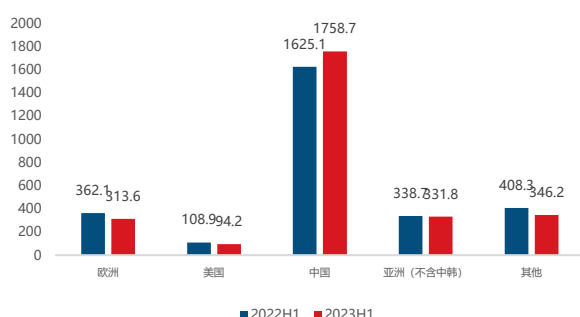
图 62：不锈钢利润率（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

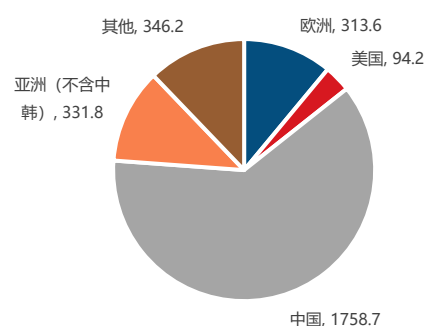
产量方面，据世界不锈钢协会数据，2023 上半年全球不锈钢产量 2844.4 万吨，同比下降 1.70%。分地区来看，除中国外，其余主产区产量均有不同程度的下滑；2023 上半年中国不锈钢产量 1758.7 万吨，同比增长 8.20%，占比全球 61.83%，是全球第一大产国。另据 Mysteel 数据，2023 年样本钢厂不锈钢粗钢产量为 2981.45 万吨，累计同比增长 2.89%。可以看出，由于宏观需求走弱，世界上多数产区以小幅减产为主，再叠加中国内部需求动能不足，导致年内进口减量明显，而海外需求疲软亦对中国不锈钢出口形成拖累，据 SMM 数据，2023 年 1-10 月中国不锈钢出口 360.20 万吨，同比下滑 4.20%，进口 168.94 万吨，同比下滑 38.12%。

图 63：2022 与 2023 上半年全球不锈钢产量（万吨）



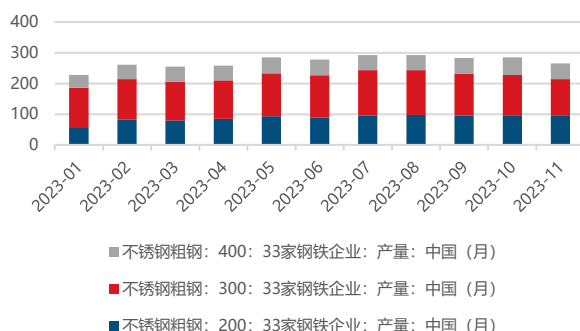
数据来源：世界不锈钢协会，中信建投期货

图 64：2023 上半年全球不锈钢产量分国别（万吨）



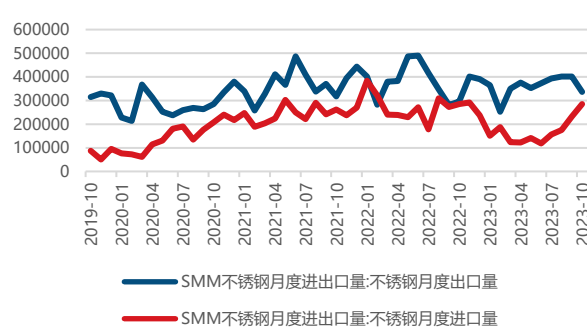
数据来源：世界不锈钢协会，中信建投期货

图 65：样本钢厂不锈钢产量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 66：不锈钢进出口数据（吨）

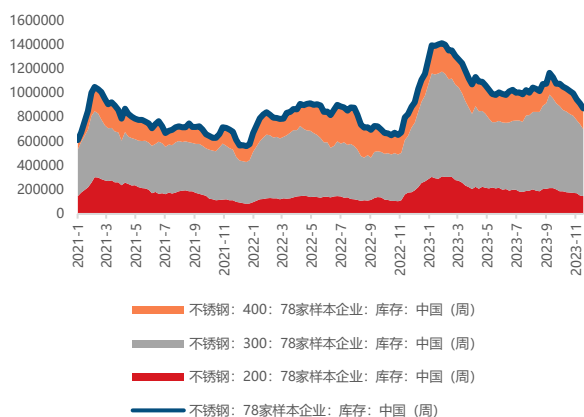


数据来源：SMM，中信建投期货

库存方面，目前不锈钢整体库存依旧偏高，但钢厂通过控制分货节奏等方式还是对库存形成了一定去化，不过去库幅度依然有限。另一方面，从总量库存周期角度看，国内产成品存货增速仍旧处在下行通道，但工业企业营收增速自 2023 年 9 月开始出现回暖迹象，我们认为目前正处在由主动去库向被动去库转换的阶段，据我们之前的研究成果《建投专题·库存

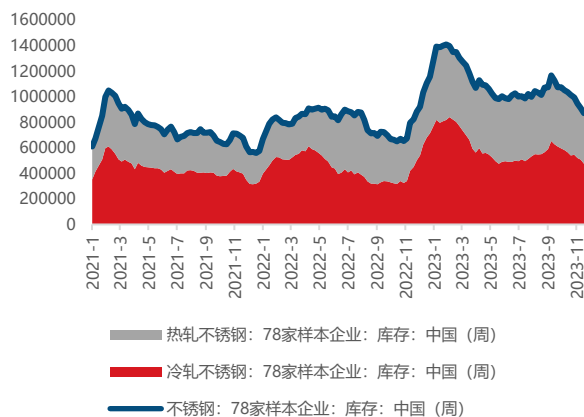
周期与地产周期嵌套下，不锈钢如何演绎？》，不锈钢在总量库存周期下的价格强弱表现依次为被动去库>主动补库>被动补库>主动去库，若 2024 年中国因 PPI 转正、出口回暖等因素持续对企业利润形成修复，那么被动去库有望持续，或对不锈钢形成支撑。

图 67：不锈钢库存分级别（吨）



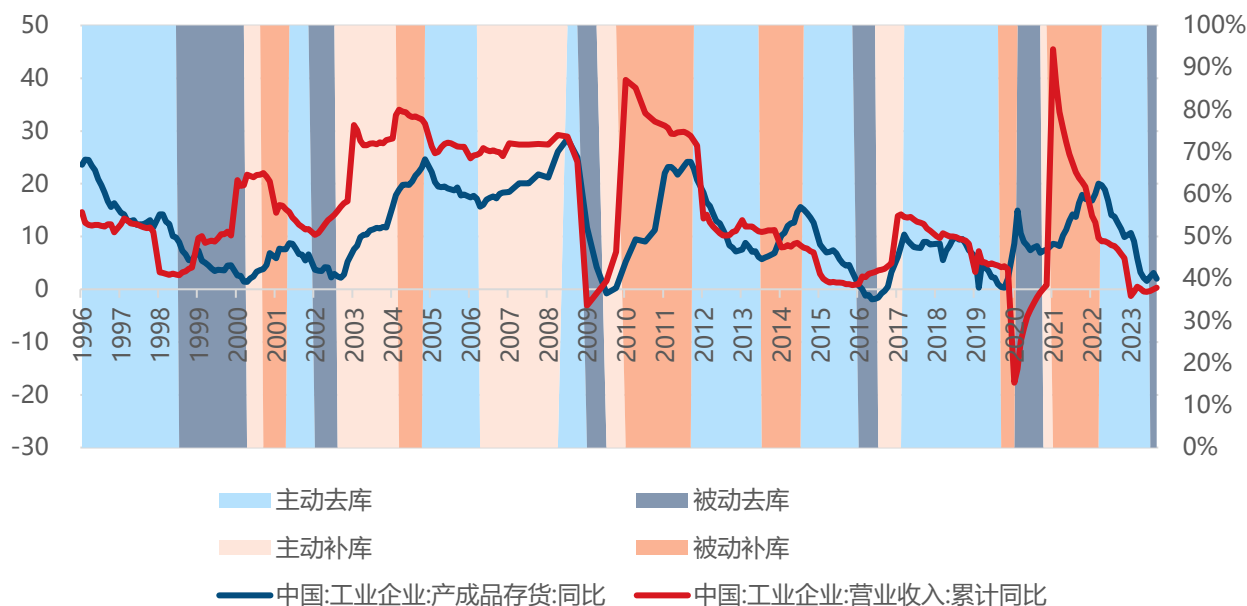
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 68：不锈钢库存分加工形式（吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

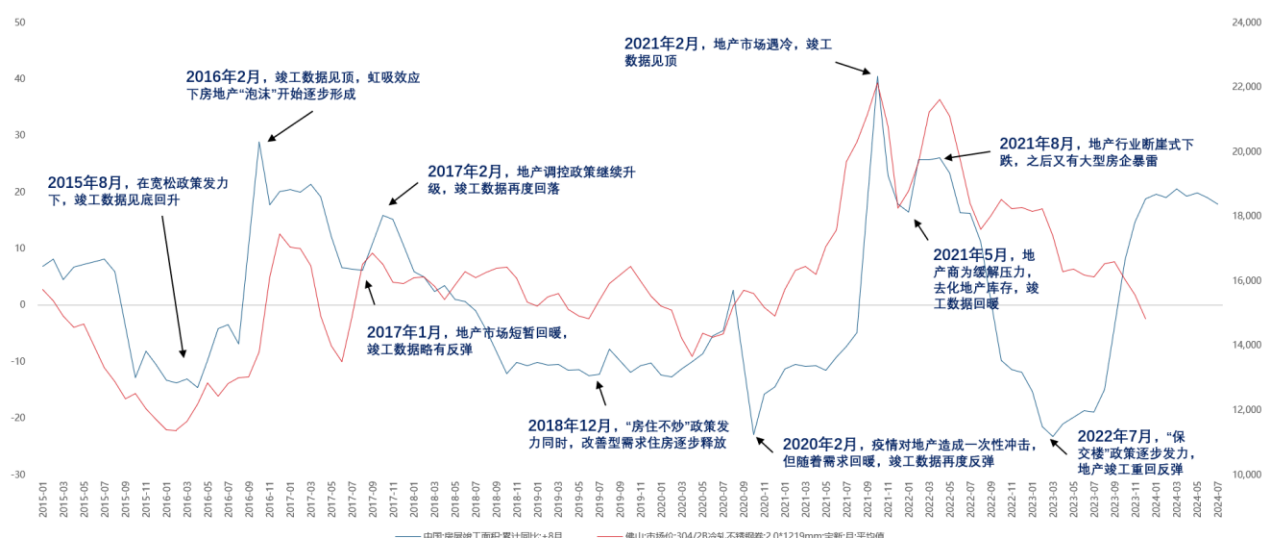
图 69：中国库存周期



数据来源：国家统计局，中信建投期货

地产角度看，由于不锈钢的消费往往发生在地产竣工之后，故地产竣工对不锈钢价格与需求存在领先关系。但近期我们发现，这种领先关系开始变得并不显著，竣工数据的回暖并未推动不锈钢价格持续上行，推测原因可能是地产对中国经济的拉动有所减弱，进而导致不锈钢在地产中的消费占比有所下滑。展望 2024 年，预计地产风险的扰动可能依然存在，一方面预示着不锈钢在地产领域的需求或将继续承压，另一方面可能也指示着要更加关注基建等领域对不锈钢增长的拉动作用。

图 70：地产竣工对不锈钢价格存在领先关系

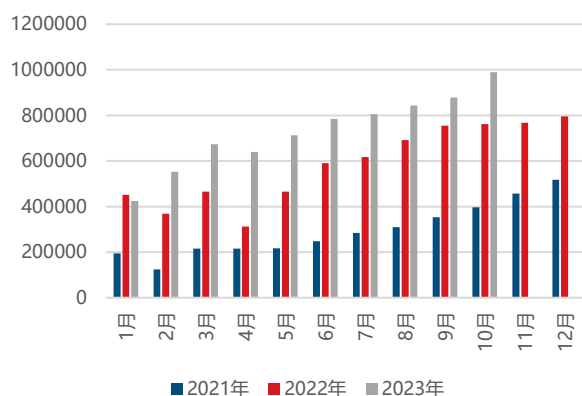


数据来源：Wind，国家统计局，中信建投期货

## 2、三元电池：产能出清后或重回景气

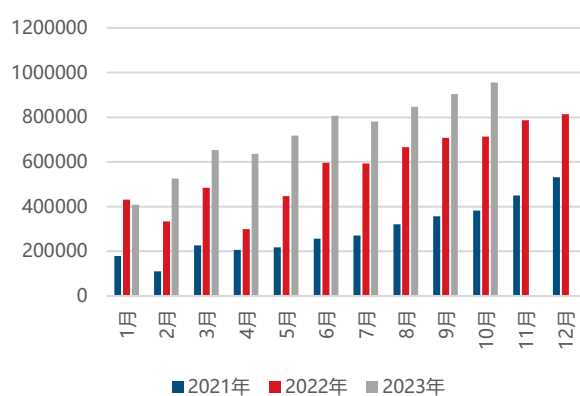
2023 年新能源汽车产销维持增长态势，但增速有所放缓。展望 2024 年，预计新能源车市场继续稳定增长，一方面理想、蔚来、小米等车企的新车型上市或将带动需求，另一方面新能源车价格走弱也有望带动渗透率的提升。海外市场方面，欧洲市场在经济走弱的背景下或对新能源车消费形成抑制，而美国市场在 IRA 激励下有望维持高增速。

图 71：中国新能源汽车产量（辆）



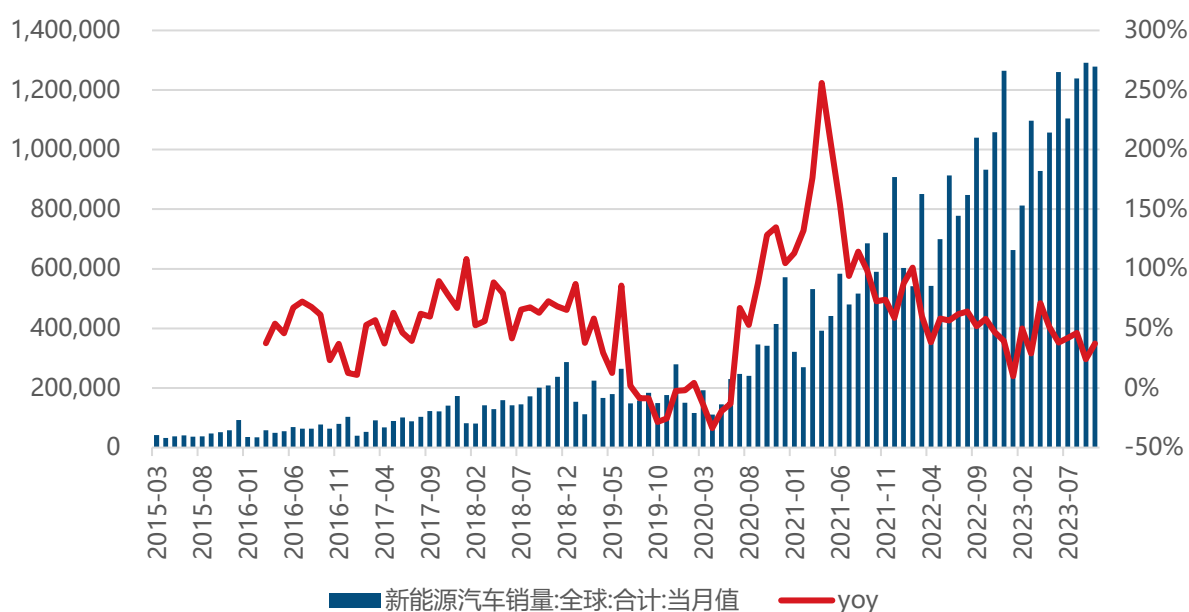
数据来源：中汽协，中信建投期货

图 72：中国新能源汽车销量（辆）



数据来源：中汽协，中信建投期货

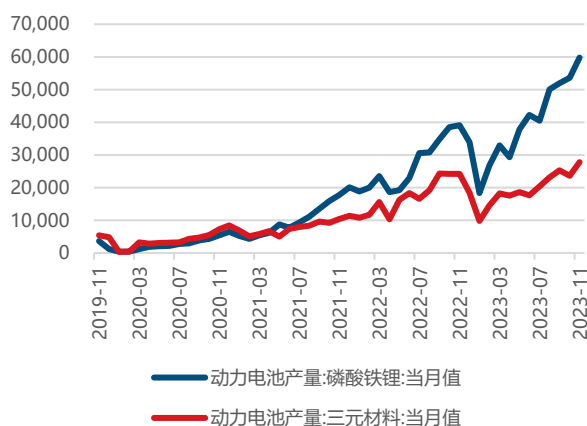
图 73：全球新能源汽车销量（辆）



数据来源：CleanTechnica，中信建投期货

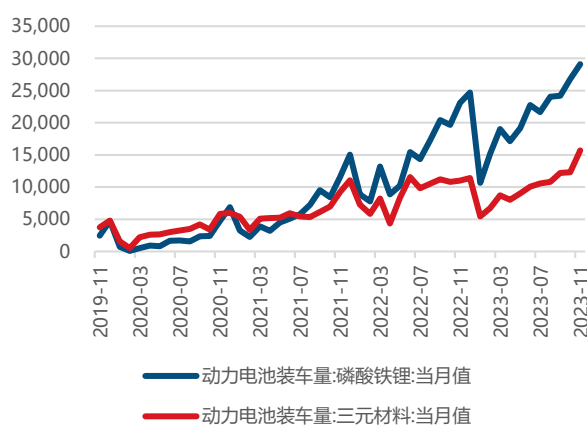
动力电池方面，从结构上看，三元电池市占率和增速依然低于磷酸铁锂。2024 年在锂电行业供需偏宽松的情况下，产能扩张或将有所放缓；但另一方面，随着产能逐步出清，以及锂、镍、钴等原材料价格的持续走弱，三元企业利润或将有所修复，预计生产将恢复景气。

图 74：动力电池产量（MWh）



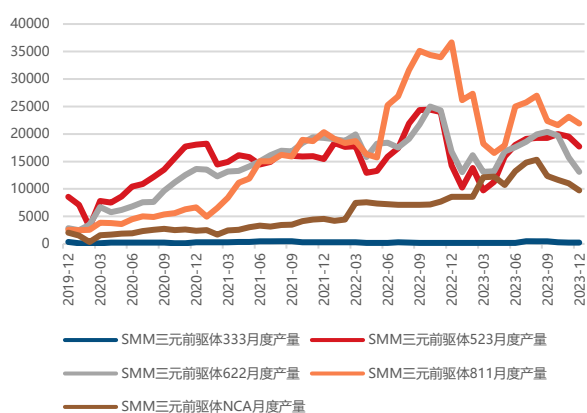
数据来源：中汽协，中信建投期货

图 75：动力电池装车量（MWh）



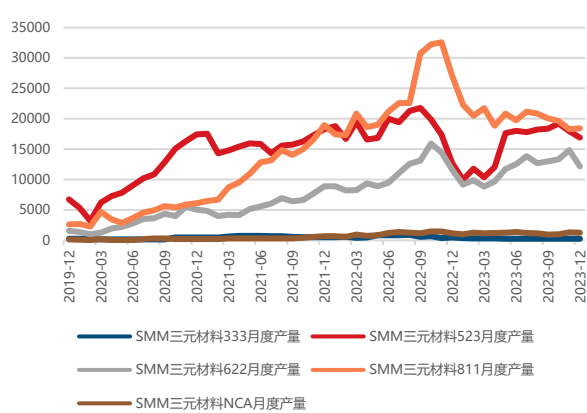
数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信建投期货

图 76：三元前驱体产量（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 77：三元材料产量（吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

### 3、镍基高温合金：关注中国项目推进情况

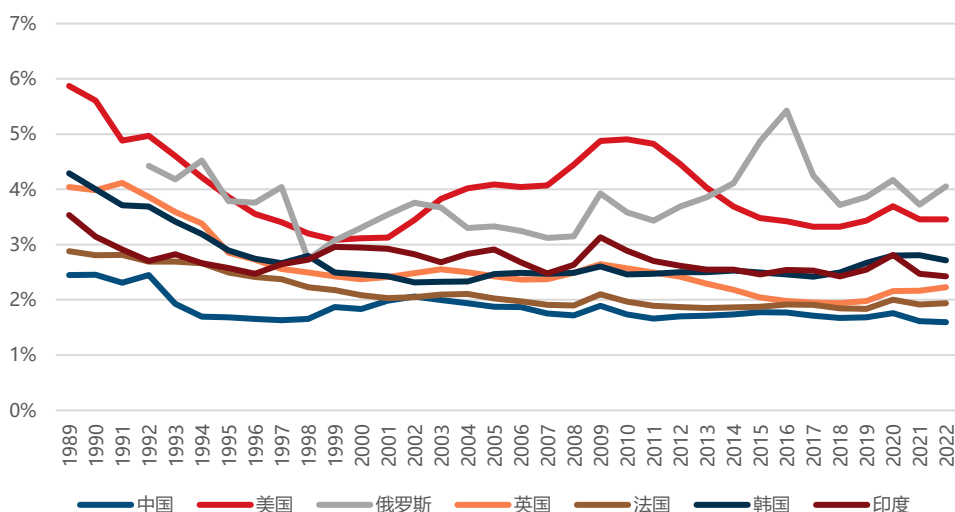
2023 年合金耗镍量实现快速增长，Mysteel 数据显示，2023 年 1-10 月中国合金行业累计镍消费量 17.45 万吨，同比增加 36.2%。推测原因，一方面在于民品合金耗镍量稳步增长，另一方面在于国际地缘政治冲突扰动频繁，带动军品消耗速度加快。

展望 2024 年，建议关注中国重点项目的推进。中国项目方面，首先是军品，据国务院《新



时代的中国国防白皮书》中的表述：“中国国防开支与维护国家主权、安全、发展利益的保障需求相比，与履行大国国际责任义务的保障需求相比，与自身建设发展的保障需求相比，还有较大差距。中国国防开支将与国家经济发展水平相协调，继续保持适度稳定增长”，预计四代战机更新换代可能会对合金板块形成一定支撑；另一方面，据 2023 年 11 月 30 日国防部例行记者会，国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校表示：“我国第三艘航母福建舰目前正在开展系泊试验，后续将按计划稳步推进建设项目”，福建舰及其航母编队的推进有可能带动燃气轮机方面的需求。民品方面，民用航空发动机目前产能基本被国外所垄断，中国自主研发的大飞机 C919 采用的发动机仍是由 CFM 国际公司所供应的 LEAP-1C 发动机，而国产发动机 CJ-1000 目前正处在研发试用阶段，若技术取得突破，再叠加 C919 交付放量，也可能对合金板块形成支撑。此外，党的二十大报告指出“世界进入新的动荡变革期”，国际地缘政治扰动也可能对合金板块产生影响。

图 78：世界主要军事力量军费支出占 GDP 比例



数据来源：斯德哥尔摩国际和平研究所，中信建投期货

## 六、供需展望与价格预测

展望 2024 年，海外市场下行压力或有所增大，全球经济增速可能承压，或对总需求形成利空，中国经济稳中向好实现温和复苏，“稳中求进、以进促稳、先立后破”或成为 2024 年中国经济的主基调。

供需对比来看，预计 2024 年电积镍增速将有所放缓，但二级镍或将继续维持高增长的状态，不断给予供应端压力，若价格利润持续走弱，可能会有部分产能开始减产出清。需求方面，受地产风险等因素扰动，地产相关的传统消费或将继续式微，但基建、高新科技等板块



需求有望形成新的增长动能，同时锂电板块受产能出清影响，生产可能重回景气区间，三元电池需求有望恢复。综合对比来看，预计 2024 年全球原生镍过剩 35.40 万镍吨，中国原生镍过剩 29.62 万镍吨，对应 2024 年 LME 镍运行区间 11000-15000 美元/吨，沪镍运行区间 90000-130000 元/吨；预计不锈钢运行区间 11000-14000 元/吨。

图 79：全球原生镍供需平衡（万镍吨）

	2022	2023	2024				合计
			Q1	Q2	Q3	Q4	
纯镍	83.90	90.73	26.31	25.14	24.39	23.35	99.19
NPI	155.77	176.27	48.07	48.61	50.82	51.14	198.64
Feni	37.75	37.76	9.44	9.44	9.44	9.44	37.76
硫酸镍 (不含纯镍供应)	28.21	40.95	11.14	12.46	13.40	13.60	50.60
其他	7.80	7.31	1.84	1.84	1.84	1.79	7.31
供应合计	313.43	353.02	96.80	97.49	99.89	99.32	393.50
不锈钢 (剔除废不锈钢供应)	206.27	218.83	54.81	59.82	63.52	61.97	240.12
三元电池	41.53	41.73	10.94	11.43	13.92	13.42	49.71
合金	40.07	42.54	11.11	11.37	11.63	11.89	46.00
其他	22.27	22.29	5.46	5.76	5.49	5.57	22.28
需求合计	310.14	325.39	82.32	88.38	94.55	92.86	358.10
供需平衡	3.29	27.63	14.48	9.11	5.34	6.46	35.40

数据来源：中信建投期货测算

图 80：中国原生镍供需平衡（万镍吨）

	2023	2024												合计
		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	
纯镍	32.64	3.60	3.57	3.59	3.47	3.44	3.46	3.37	3.34	3.35	3.42	3.39	3.35	41.36
镍铁	151.94	14.09	14.60	14.45	14.44	14.20	13.93	14.48	14.21	14.21	14.29	13.95	13.72	170.55
硫酸镍 (不含纯镍供应)	38.13	3.23	3.46	3.57	3.86	3.82	3.96	4.01	4.12	4.55	4.91	4.59	4.60	48.68
总供应	222.71	20.92	21.63	21.60	21.77	21.47	21.35	21.86	21.67	22.11	22.62	21.92	21.68	260.59
不锈钢 (剔除废不锈钢供应)	131.72	9.30	11.09	10.73	11.47	11.89	11.62	12.49	12.67	12.71	12.42	11.80	12.29	140.50
三元电池	36.46	2.90	4.46	4.65	5.09	5.05	4.48	4.17	2.84	2.50	3.64	4.63	3.55	47.96
合金	22.00	2.38	2.43	2.49	2.54	2.60	2.66	2.72	2.79	2.85	2.92	2.98	3.05	32.42
其他	10.06	0.72	0.68	0.89	0.91	0.89	0.85	0.80	0.72	0.91	0.91	0.90	0.91	10.09
总需求	200.24	15.30	18.66	18.76	20.01	20.43	19.62	20.19	19.02	18.97	19.89	20.32	19.81	230.97
供需平衡	22.47	5.62	2.97	2.84	1.75	1.04	1.73	1.67	2.65	3.14	2.73	1.60	1.88	29.62

数据来源：中信建投期货测算

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。