

镍： 几度潮生潮落 何惧风起云涌

——2023 年镍市场回顾与 2024 年展望

有色与新能源金属研究中心 杨莉娜 Z0002618

➤ 摘要：

- 2023 年镍价重心显著下移，在有色金属中跌幅居前。从大环境来说，2023 年全球处于货币政策紧缩阶段，而经济增速已经显著放缓，有色金属在需求不振及流动性收缩下重心下移，而基本面差异导致了调整幅度的不同，镍因供需向全面过剩发展，跌幅相对显著。
- 2024 年货币环境趋于宽松，料提振有色金属。不过经济情况变化或显现先抵后扬。
- 2024 年镍供需全面过剩的情况料将延续。随着国内电积镍新增产能逐渐释放，产能爬坡，以及新的交割品牌逐渐从预期到兑现，期现货市场供大于求情况延续，电镍自 2023 年中期开始转向累库存，2024 年库存增长态势料会延续。从下游需求来说，新能源汽车需求从极快速发展至降速增长，2023 年电池企业大部分时间在经历原料去库存，且受到锂原料下跌三元电池份额下滑影响，硫酸镍从产不足需转向相对过剩。硫酸镍原料端供应显著改善，MHP、高冰镍等二级镍原料显著供应增长，而镍豆溶解需求则断崖式下跌，快速沦为调剂品，不再成为电镍去库存拉动力。而印尼的镍产业，也从不锈钢链条的产能释放，逐渐转向电池产业链产能释放，MHP，高冰镍产能迅速增加，产量快速增加，并向国内回流显著增长。而镍生铁产能向高冰镍转化的灵活度提高。由于镍生铁，MHP、电镍等产能仍会继续释放，镍供应过剩在 2024 年将会延续。不锈钢供应 2023 年呈现内增外弱，对镍生铁的需求拉动整体放缓，2024 年国外料会有需求修复，国内继续稳定发展。不过，由于镍的技术进步，一级镍及二级镍产品间逐渐具有较强的灵活调整空间，市场仍会交易预期差。而且，由于矿端继续处于市场投资重点，矿价较难有大幅回落的空间，价格的下行空间会受到矿业成本增强支持，从而对镍生铁及电解镍形成一定成本支持，价格较难回到较低的历史低位区。

○ 年度关注要点：全球流动性预期变化节奏，经济整体发展变化；印尼产业及进出口政策变化，镍项目产能进展与预期差异；菲律宾矿石供应及产业政策变化；电解镍供应及国内外库存变化；不锈钢生产变化和库存消化情况，预期部分修复；新能源汽车发展方向及三元高镍需求对硫酸镍的拉动变化，国内外增速预期与实际的差异。宏微观共振主导依然是镍波动的主要逻辑，镍持续去库存与镍铁产能释放共存，镍价在 2024 年料会高点下滑，重心略降，具体波动取决于货币政策变化及经济整体修复预期，镍下游的微观改善程度。预期 LME 镍主要波动区间：12000-24000 美元/吨，沪镍主要波动区间：100000-180000 元/吨。

目录

第一部分	镍期现价格走势回顾	5
一、	镍价历史长期走势分析	5
二、	镍价 2023 年走势分析	7
三、	镍持仓成交分析	9
第二部分	宏观经济修复可期 产业增长仍可期待	10
一、	美联储加息见顶 流动性压力逐渐缓解	10
二、	美元指数与有色金属	11
三、	国内经济	12
第三部分	镍产业相关投资蓬勃发展	12
一、	多国将镍列入关键矿产并展开行动	12
三、	菲律宾注重产业链向下延续	14
四、	印尼镍产业高歌猛进	15
五、	我国硫酸镍及电积镍产能显著增加	18
第四部分	镍市场供应端变化	20
一、	矿石供应扰动 镍生铁波动加剧	20
二、	电解镍产量迅速增长	21
三、	镍的中间产品供应迅速增加	22
四、	镍产品进出口变化	22
第五部分	镍需求端变化	24
一、	不锈钢稳健增长	24
二、	新能源动力电池	26
三、	合金需求已经成为精炼镍的主要增长赛道	28
第六部分	镍从去库存转向累库存	29
第七部分	供需平衡	30
第八部分	镍市场主要观点	31
第九部分	技术分析及季节性走势	33
一、	LME 持仓分析	33

二、季节性分析	34
三、镍走势技术分析	34
四、相关套利	36
一、2024 年镍主要影响因素及趋势	37
二、产业风险管理建议	38
附录镍相关股票	40

第一部分 镍期现价格走势回顾

一、镍价历史长期走势分析

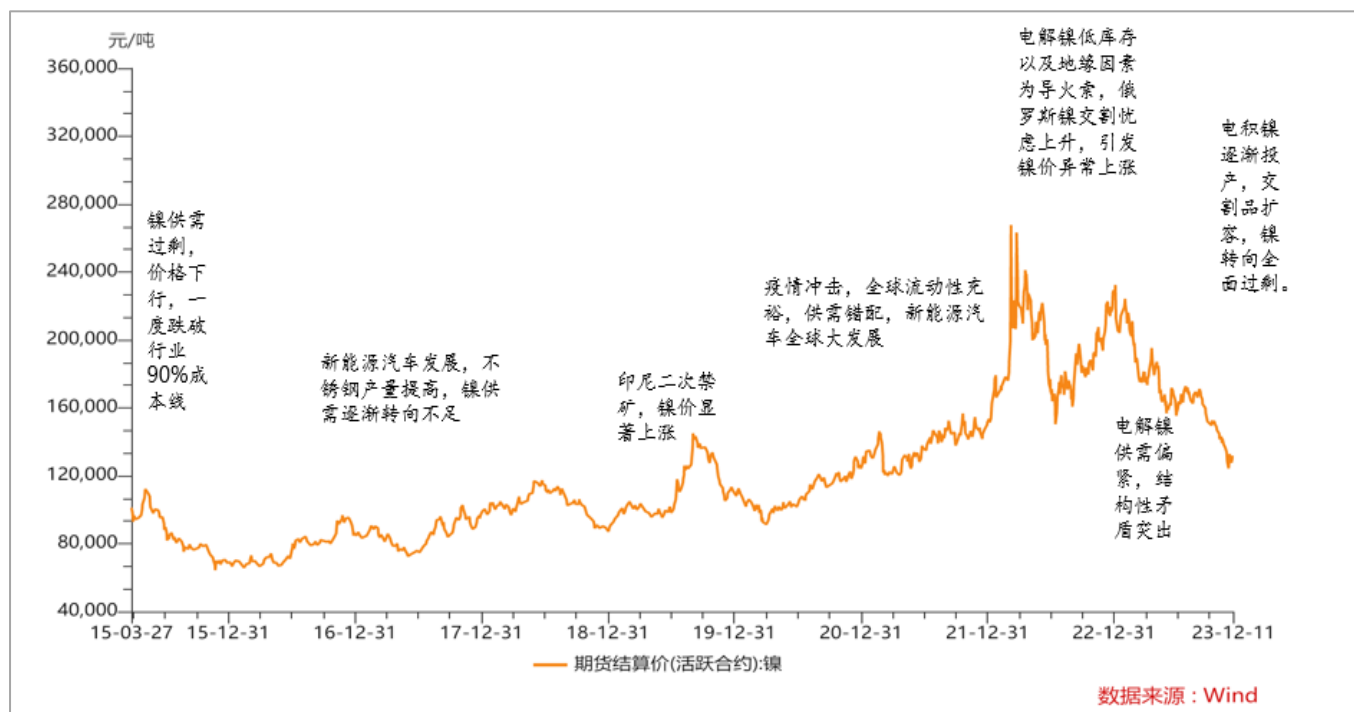


图 1-1: 镍价长期走势回顾

数据来源: Wind 方正中期研究院整理

镍价长期走势来看，呈体波动受宏观变化及行业技术进步、需求端发展因素共振影响显著。

2000-2007 年全球硫化矿石资源减少，与此同时，以金砖四国为代表的新兴市场国家经济大发展，造就商品市场的超级大牛市场。在这个过程中，中国不锈钢产量大幅增长，2005-2006 年成为不锈钢净出口国，产量逐渐占据全球一半，并成为镍资源用量最多，进口最多的国家。

2007-2009 年，美国次贷危机引发的全球金融危机爆发前后，大宗商品市场泡沫刺破大幅下跌。

2009-2011 年，全球量化宽松，各国刺激计划出台，美元贬值，有色金属普现回升。

2011-2014 年，镍铁生产工艺在我国大发展，不锈钢生产中纯镍比例下滑，逐渐主导地位由镍铁替代，而行业成本也在镍铁引导下下探。镍供需失衡供大于求。

2014-2016 年，印尼禁止原矿出口，阶段引发了镍市下跌中的强劲反弹，但大趋势下行过程中，阶段原料扰动未能改变下行趋势。

2016-2019 年，镍供需逐渐转向供不应求，全球去库存化，我国供给侧改革带来的工业品整体走势回升。而新能源汽车步入快速发展通道，镍作为三元动力电池原料，新需求增长点显现，价格止跌回升，并成为有色金属中的明星品种。2019 年印尼重新禁矿，引发镍矿石紧张预期，价格一度上涨近 19000 美元附近，但是消息落地后价格出现显著的再度回落调整至 11000 美元。

2020 年-2022 年，突发公共安全事件发展令市场忧虑对经济 and 市场需求冲击，引发避险情绪回升，价格大幅一度回落。随着国外大量纾解流动性措施出台，叠加有色类国外矿石供给端普遍扰动增加，供需错配引发大宗商品回升。与此同时，欧美各国产业导向变化，令新能源汽车行业成为资本拥挤赛道，电池需求迅猛发展，硫酸镍严重供不应求，镍豆持续降库。电解镍结构性供给不足问题逐渐主导市场，镍价持续走升，以俄乌冲突为导火索，市场担忧俄镍被制裁，引发镍价大幅上涨，LME 镍价超 50000 美元，近 2008 年高点，而沪镍也一度上涨至 27 万元上方，创上市以来新高。此后国内外镍价开启震荡下行走势。

二、镍价 2023 年走势分析

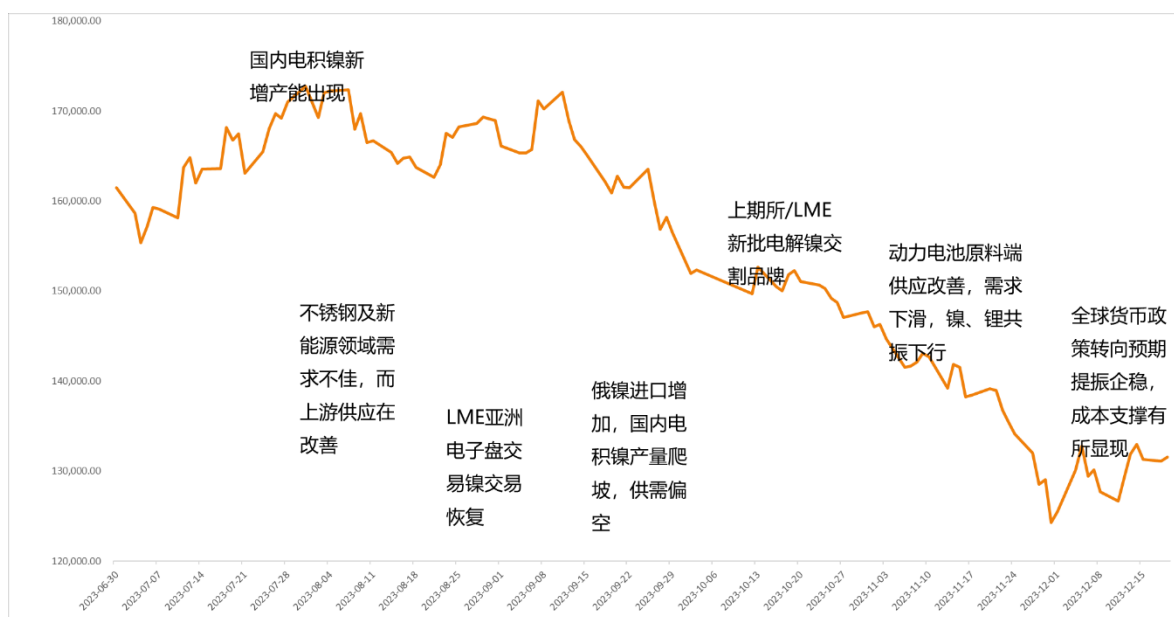


图 1-2：镍价 2023 年走势回顾
数据来源：Wind 方正中期研究院整理

2023 年镍价重心显著下移，1 月达到年内高点 234870 元/吨，12 月最低跌至低点 121880 元/吨，与 2022 年末相比跌幅近 50%，在有色金属中跌幅居前。从大环境来说，全球处于货币政策紧缩阶段，而经济增速已经显著放缓，通胀逐渐有所遏制但与美联储目标仍有差距，衰退预期与紧缩预期共存，有色金属在需求不振及流动性收缩下重心下移，而基本面差异导致了调整幅度的不同，镍因供需向全面过剩发展，跌幅相对显著。

1 月初，镍市场从 2022 年末较为乐观的宏观修复预期中逐渐趋于冷静，叠加节前供需趋淡，获利了结发生，自高位显著回落。而 2 月随着国内电积镍投产消息兑现，电解镍供应紧张预期进一步松动，镍价利空因素有所增加。而不锈钢年初供需乐观预期未能兑现，逐渐转向被动期现去库存，对镍生铁也带来需求压力。新能源电池需求，在 2022 年末国补到期前的需求释放后，2023 年一季度则进入产业链去库存情况，对硫酸镍需求及价格也形成不利影响。此外，美国银行风险事件也加剧了市场避险情绪，共振下行压力对基本面走弱品种更为不利。而 LME 于 3 月 27 日重启了镍亚洲交易时段的交易，镍外盘流动性呈现逐步修复。

进入第二季度，美国银行业风险扩散程度逐渐被控，市场风险偏好略有修复，但全球经济衰退预期，需求不振压力波段施压，而我国作为有色金属需求大国，经济修复的呈现轻金属化特征，有色整体波动承压。而菲律宾雨季结束，矿石供应回升下令镍生铁成本支撑有所走弱，叠加不锈钢整体的需求修复不振，持续去库存，不锈钢端未能带来更好支持。而电解镍低库存影响依然存在，阶段支撑了期货价格回升至 20 万元附近。但因供需预期趋弱脱离高点。随着电解镍产量逐渐爬坡，以及俄镍长单到货改善，镍反弹动力逐渐削弱震荡下探，6 月到达上半年低点 153050 元/吨。

进入第三季度，由于印尼镍矿石配额发放放缓造成矿石供应收紧，镍生铁供需格局预期变化，成本抬升，镍生铁相对电解镍高价差震荡收窄。而硫酸镍原料 MHP 印尼生产和贸易流通也一度受到影响，支持硫酸镍相对偏强运行。在 10 月底以前的大部分时间内，外购原料相对电解镍贴水，持续支持电积镍产能扩张，这反过来继续增加了电解镍的下行压力。截至 11 月，2023 年预计的国内电积镍产能投产爬坡基本已经完成，电解镍供需过剩压力主导市场。此外，华友在上期所、LME 均获批成为交割品牌，格林美成为 LME 交割品牌。印尼青山中伟的电积镍 8 月逐渐投产，未来也在寻求成为交割品牌。电解镍交割品趋于丰富，也对市场期现货供应格局带来较大影响。LME 库存逐渐低位回升，国内库存自 6 月回升但并未出现显著累积，但自第三季度逐渐开始加快库存累积速度，镍价重心进一步下移，第四季度一度跌至 121880 元/吨，较 2022 年末跌幅近 50%。

国内镍现货升贴水价格今年变化依然较大，但较 2022 年偏淡。2023 年初，电解镍长单总量偏低，俄罗斯镍板因进口窗口打开时间较少，俄镍板市场流通量不足，在合金等刚需支持下一度升水偏强。随着 3 月俄罗斯长单逐渐签订，以及后续到货，还有国内新电积镍产量爬坡对俄罗斯镍板的替代，电解镍升水呈现分化态势。俄镍及镍豆升水显著走弱，金川镍因合金等刚需品质等要求则保持相对较高升水。2023 年下半年以来，现货交投偏淡，刚需采购为

主。由于国内电积镍产能释放，对俄镍替代逐步增加，俄镍的需求迅速被挤占，至 8 月末俄镍现货甚至二年来首次出现了贴水局面。镍豆需求不佳，升水相对走弱至贴水。金川镍因其刚需和高质量，可替代性弱而保持相对较高升水，但也脱离了高点位置。

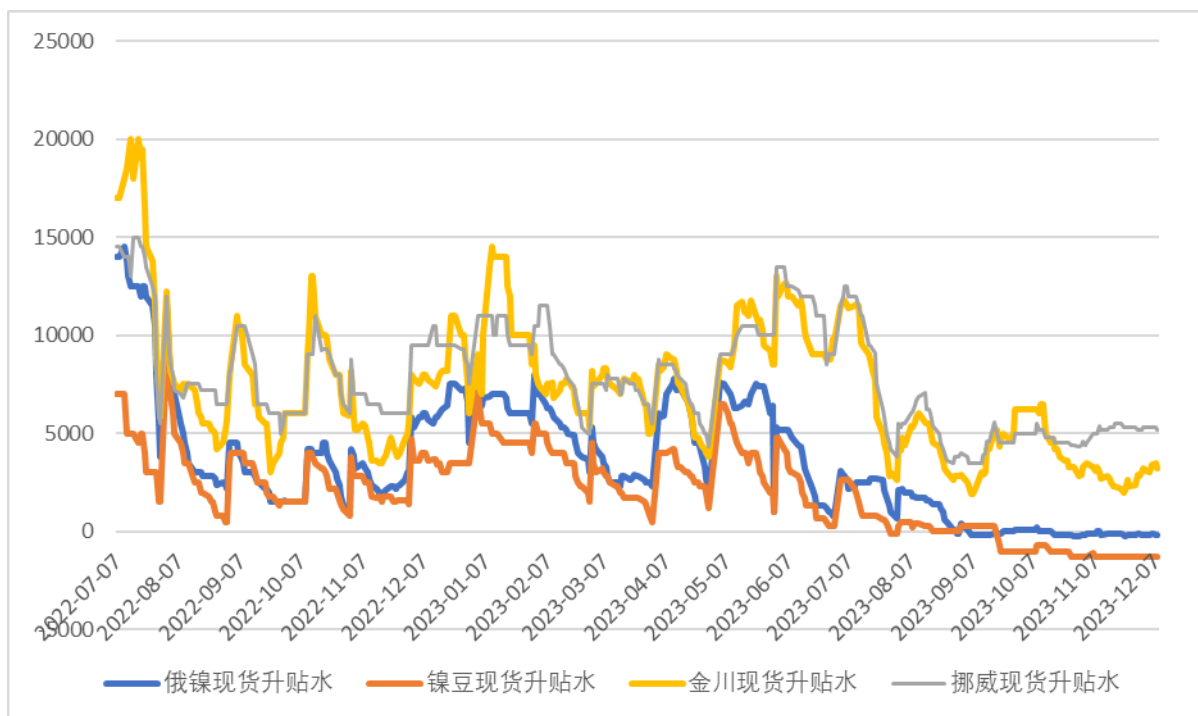


图 1-3：镍现货升贴水走势回顾
资料来源：方正中期研究院整理

三、镍持仓成交分析

2023 年以来，截止到 11 月底，镍累计成交量 56,753,694 手，月均成交量 5,159,427 手。累计成交额 95,001.48 亿元，月均成交额 8636.5 亿元。平均月末持仓量为 145,951 手。

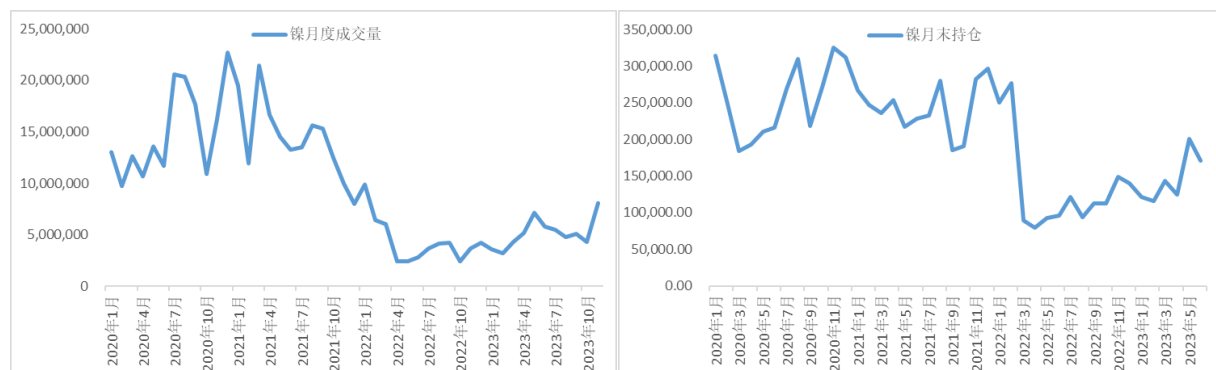


图 1-4：镍期货月度成交量 图 1-5：镍月末持仓量
来源：Wind 方正中期研究院整理

第二部分 宏观经济修复可期 产业增长仍可期待

一、美联储加息见顶 流动性压力逐渐缓解

欧美加息周期逐渐向降息方向转变，衰退及需求下滑风险影响市场。但加息转向降息的预期变化节奏是波动的，受经济及通胀情况影响显著。美联储自 2022 年 3 月起正式迈入本轮紧缩周期，并在此后连续“十连加”，而在 2023 年 6 月议息会议，美联储宣布维持利率不变（5%-5.25），加息放缓预期有所升温。美联储 2023 年 7 月议息加息 25BP，即联邦基金利率升至 5.25-5.5% 目标区间，市场已经认为这可能是 2023 年年底前最后一次加息。在 2023 年 9 月的议息会议上，美联储再度宣布利率维持不变。11 月 1 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间维持在 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元，并开始关注金融条件大幅收紧的问题。至此，市场普遍认为，加息周期或已终结。不过，在 11 月议息会议后，美联储表态保持鹰派，加息预期并未完全消失。

至 2023 年末，市场普遍预期美联储有较大概率会在 2024 年转向降息。因收缩的流动性可能逐渐对实体经济形成压力，经济增速放缓，通胀转向通缩，失业率上升，或引发美联储银根放松需求。

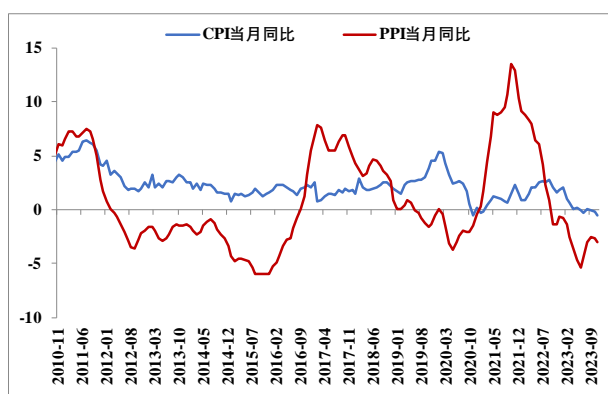


图 2-1 中国 CPI 及 PPI

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

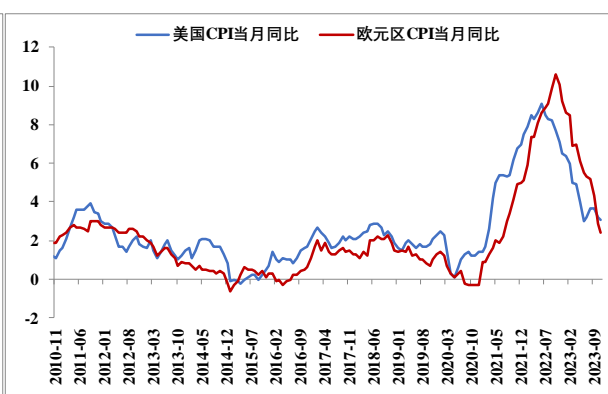


图 2-2 欧美 CPI

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

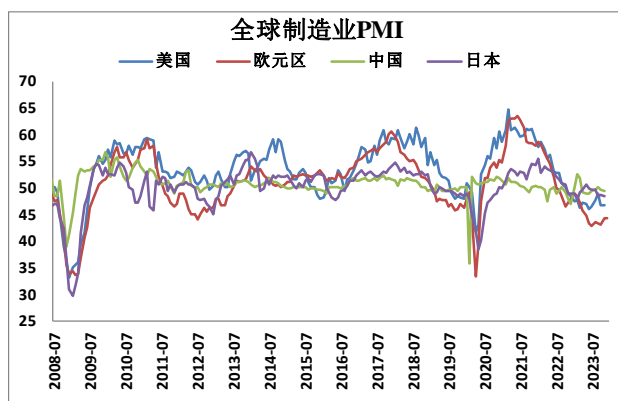


图 2-3 全球制造业 PMI

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

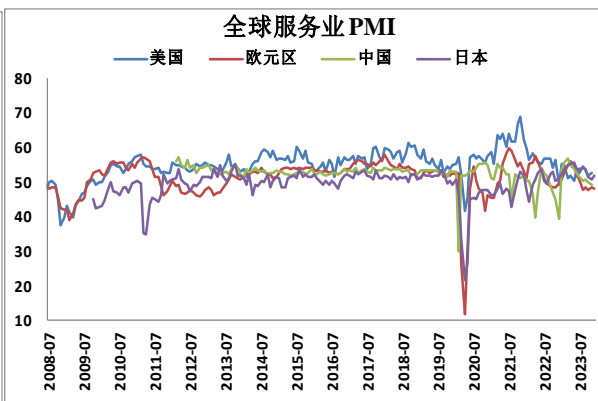


图 2-4 全球非制造业 PMI

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

二、美元指数与有色金属

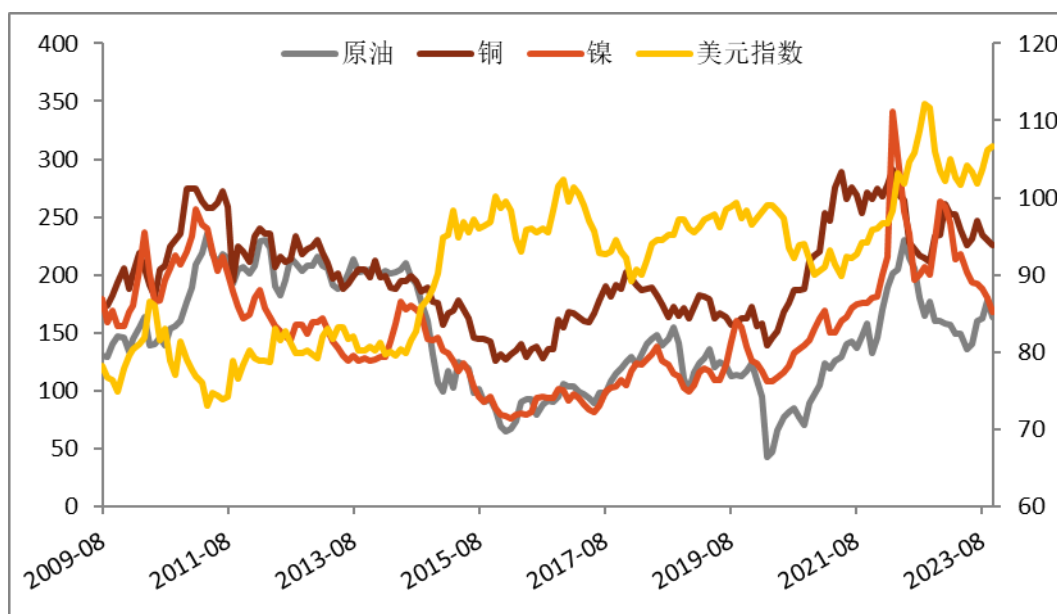


图 2-5 美元指数与商品价格

数据来源：Wind，方正中期研究院整理

随着美联储加息政策转向，以及偏紧货币政策对经济影响的显现，预计美元指数相对强势格局面临变化，美元指数见顶回落，对有色金属相关压力会有所减弱。铜与美元指数的反向波动相对明显，而镍与铜大方向波动方向趋于一致，但幅度差异巨大，产业变化影响因素超过了宏观面相对影响。需要注意的是，能源价格重心上移对有色波动重心有提升。

三、国内经济

我国经济缓慢修复，2024 年有望进一步修复回升。2024 年我国的消费和服务业有望延续疫情后的复苏趋势，出口边际改善，我国财政政策温和扩张有助于提振整体经济增长，预计基建投资增速有所放缓。中国财政支持或表现较为温和。货币及信贷政策 2024 年望保持相对宽松。2023 年我国发行的特别国债，相应政策影响主要会在 2024 年有所体现。

过去几年，疫情扰动国内外经济修复周期错配，2023 年内外经济表现呈现分化波动。而进入 2024 年，随着国内外经济修复、通胀变化差异性进一步变小，对有色金属需求的国内外需求修复或有同步回升。周期共振也有望提振经济回升。

第三部分 镍产业相关投资蓬勃发展

一、多国将镍列入关键矿产并展开行动

（一）关键原材料供应目标设置

2023 年 11 月 13 日据报道，为了提高清洁能源转型所需关键原材料的自给率，欧盟成员国政府谈判代表和立法者，就“锂和镍等关键矿物的内部供应目标”达成协议，减少对任意第三国的依赖。今年 3 月，欧盟委员会（European Commission）提出了《关键原材料法案》（Critical Raw Materials Act），这是欧盟战略的核心，旨在使其能够在制造清洁技术产品方面与美国等竞争在该提案中，欧盟设立了 4 个目标：至少 10% 的关键原材料在欧盟内部提供；至少 40% 的关键原材料在欧盟加工；回收至少 15% 的原材料；以及在任何相关加工阶段，来自单个第三方国家每种战略原材料的年消耗量不超过欧盟年消耗量的 65%

（二）全球范围获取原料

印度尼西亚总统佐科访美期间，双方将双边关系提升为“全面战略伙伴关系”。美国声明称，两国将合作创建全球半导体价值链，而印尼则提出与美国就关键矿产贸易协议开始谈

判，希望本国的出口可以被纳入美国《通胀削减法案》（IRA）的保护范围，以发展电动车供应链。总部位于印尼雅加达的 Trinitan Green Energy Metals (TGEM) 和总部位于美国密苏里州乔普林的电池级材料 (BGM) 通过签署协议正式确立了合作关系 2023 年 11 月 13 日签署谅解备忘录 (MoU)。该谅解备忘录标志着可持续 1 类镍供应链的发展迈出了重要一步，这对于美国和欧洲快速增长的电动汽车 (EV) 市场至关重要。通过此次合作，将在美国成立一家合资企业（美国合资企业），将 TGEM 用于红土镍矿加工的创新型分温酸浸技术 (STAL 技术) 与 BGM 在镍/锌电池原材料和连接。

（三）增加矿业投资

外媒 10 月 24 日消息，澳大利亚政府将把支持关键矿产项目的资金增加一倍，旨在吸引美国矿业公司和加工公司在澳大利亚开展业务。

法国矿业公司 Eramet 计划在 2024-2026 年期间投资约 20 亿美元用于提高镍和锂的产量。尽管电池金属价格继 2022 年飙升后最近大幅下跌，但 Eramet 及其青山集团计划在三年内将其位于印尼的 Weda Bay 矿的镍销量提高到 6000 万湿吨，这大约是 2023 年目标的两倍。

据外媒报道，Horizonte Minerals (Horizonte) 表示，2022 年 5 月至 2023 年 3 月，其位于巴西北部的 Araguaia 镍矿的 1 号产线已完工 50%，或将于 2024 年第一季度开始生产。

根据标普全球市场财智 (S&P Global Market Intelligence) 对 2235 家矿企的统计，2023 年全球有色金属勘查预算从 2022 年的 131 亿美元降至 128 亿美元，降幅 3%。铜、锂和镍等与清洁能源和电动化相关金属勘查预算则大幅增长。镍矿的大部分勘查预算也投在矿山，7.32 亿勘查预算的一半以上用于储量替代和矿山延长寿命上。大型矿企镍矿勘查预算占总预算的比例为 54%，有所上升。

各国重视镍的战略地位，一方面通过 ESG 相关标准提升关键矿产供应准入门槛，另一方面，通过合作获取资源，再一方面加强矿业投资以获得长期稳定供应。全球镍产业链生态，当前处于近矿端资源争取过程。这将会在较长时间（较大量新矿产产出前）抬升矿端价值。

三、菲律宾注重产业链向下延续

菲律宾尝试推进产业化。根据矿业和地球科学局（MGB）制定的路线图，菲律宾的目标是在未来二十年内通过发展其加工能力，从矿石销售国升级。MGB 在一份报告中表示，政府正在寻找方法，通过推动建立加工、精炼和下游行业，来提升该国在半加工和全加工矿产品领域的矿产市场。“此举还将战略性地定位该国在价值链和全球供应链中的位置，并最终将其地位从单纯的矿石供应商提升，” 它说。MGB 的矿产部门 2022 年至 2040 年路线图强调了这一点，该路线图分为三个阶段。

第一阶段涵盖 2022 年至 2024 年，需要增强投资者对矿产行业的信心。

第二阶段，涵盖 2023 年至 2030 年，涉及扩大国内矿石生产和矿产资产。

在最后阶段，从 2026 年到 2040 年，MGB 旨在通过专注于半加工和全加工矿物产品的生产，将菲律宾提升到全球矿产市场。

2023 年上半年，菲律宾一度传出，可能效仿印尼，对镍矿石出口征收关税或是禁止原矿石出口。从目前的情况来看，菲律宾产业化道路逐渐开始有计划推进。菲律宾矿石出口的 90% 是流向我国的，无论提高关税还是禁矿，对我国镍生铁生产还是会产生较大的影响，首要影响就是会提升镍生铁生产成本，相对进一步弱化国内镍生铁的相对竞争力，因此可能导致进口替代品增加和国内减产。但从目前的情况来看，当前菲律宾产业基础薄弱，直接出口依然是其矿业主要收入来源，在其国内投资和产业建设达到一定程度之前，原矿出口将会延续。

我国镍矿石供应相对依赖菲律宾镍矿石，国内镍矿石整体进口规模受限国内镍生铁需求生态（印尼镍生铁进口扩张）未再显著回升，镍矿石库存规模与近年同期水平相近，矿石价格 2023 上半年价格自高位回落。

四、印尼镍产业高歌猛进

印尼已成为世界第二大不锈钢生产国，镍铁产能持续释放过程之中，已超过中国已经成为最大的镍铁供应国，从镍矿石供应国转向镍铁甚至不锈钢等中间品产成品出口国。2020 年，印尼开启禁止原矿出口逐渐开始形成镍加工产业链。从过去以镍矿石原料出口，逐渐发展成以镍铁、镍中间品、不锈钢，并在产业发展政策上向新能源电池原料生产倾斜，并规划向下游产业布局延伸。2023 年，印尼宣布计划暂停或限制 II 类镍加工厂的建设许可，并继续向湿法项目进行政策倾斜。

据印尼官方公开介绍，截至 2023 年 11 月，有 44 家镍冶炼厂正在采用火法冶金工艺生产不锈钢，而采用湿法冶金工艺生产电池的冶炼厂有 3 家。每年，腐泥土矿与石灰石矿用于火法冶金生产镍产品的消耗量分别为 2.1 亿吨/年和 2350 万吨/年。目前有 25 家镍冶炼厂处于建设阶段，每年需要 7500 万吨镍原料。同时，湿法冶金电池工艺冶炼厂 6 座在建，每年需要 3400 万吨镍原料。火法冶炼规划阶段，有 28 家冶炼厂和 10 家湿法冶炼厂，各需要 1.3 亿吨/年、5400 万吨/年。目前现有的冶炼厂（除新建的冶炼厂外）总共有 116 家，其中包括 97 座火法冶炼厂和 19 座湿法冶炼厂。

（一）镍生铁产能释放预期

未来全球镍产能释放的主要领域将逐渐从镍生铁转向电池产业链相关项目。镍铁产能释放料已经处于达峰状态。由于印尼政策导向发生变化，2023 年已经推动不再新批火法冶炼镍生铁相关项目，后续镍生铁供应增长将边际放缓，新增有限。镍生铁印尼产能料逐渐达峰。

表 3-1：2023-2024 印尼镍铁产能释放（不完全统计）

项目名称	扩产设备（台）	扩产总产能（万吨镍）	预计投产时间
青山 IMIP	8	13	2023 年 7 月投 2 条，
青山 IWIP	12	22	余 8 条待投
印尼德龙三期	25	18	2023 年投 8 条
Indoferro	2	1.2	2024
力勤 HJF	10	12.4	2022 年投 2 条，2023 年一期 8 条已投建完毕
ONI	4	3.6	2022 投 1，其余 2023 年 3 月已投完
印尼华迪	4	3.2	2023
印尼万向	4	3.6	2023
青岛中程	4	3.2	2023-2024
振石	12	12.6	2024

来源：SMM，安泰科，方正中期研究院整理

（二）电池产业链相关火法及湿法项目释放节奏及预期

印尼逐渐将产业发展方向从不锈钢链条向电池相关产业链条倾斜。目前印尼新的产业链投资方向逐渐向低碳减排方向倾斜，湿法项目增加很快。而高冰镍作为不锈钢-动力电池产业转化联通的中间阶段，产能也在快速发展。2022 年印尼氢氧化镍钴（MHP）新增产能近 10 万金属吨，高冰镍产能增加约为 12 万金属吨。

表 3-2：印尼主要高冰镍项目（规划及在产）

项目名称	权益人	工艺及产品	扩产总产能（万吨镍）	预计投产时间
------	-----	-------	------------	--------

PT VALE	PT VALE	火法高冰镍	8	在产
华科高冰镍 Weda Bay	华友、青山	火法高冰镍	4.5	2022 年
友山高冰镍 Weda Bay	盛屯、青山、华友	火法镍铁、高冰镍	3.4	在产
青山高冰镍	青山	火法高冰镍	10	2021 年 12 月投产
中青高冰镍	中伟、青山	富氧侧吹	6	2022-2023 未投全
盛迈镍业高冰镍 Weda Bay	盛屯、Extension	富氧侧吹	4	延期至 2024
印尼道氏高冰镍	道氏技术	高冰镍	2	2024
伟明环保	伟明环保、格林美、merit	高冰镍	4	2024
印尼万向二期	万向	高冰镍及 MHP 累计	10	

来源：SMM，Mysteel，安泰科，上市公司公告，方正中期研究院整理

表 3-3：印尼主要湿法项目

项目名称	产品	生产工艺	年产 能/万镍吨	投产计划
力勤印尼 OBI 镍钴项目-一期	MHP	高压酸浸	3.7	2021 年 10 月
力勤印尼 OBI 镍钴项目-二期	MHP	高压酸浸	1.8	2022 年 Q3
青美邦	MHP	高压酸浸	7.5	2022 年 11 月投产
力勤印尼 OBI 镍钴项目-三期	MHP	高压酸浸	6	2024 年 Q1 月 E
青山集团、振石集团纬达贝项目	MHP	高压酸浸	3	2024 年 E

华飞镍钴	MHP	高压酸浸	12	2023 年
PT.Ceria	MHP	高压酸浸	4	2023 年 E
华友+Vale	MHP	高压酸浸	6	2024 年 Q3E
华山镍钴	MHP	高压酸浸	12	2024 年 Q4E
Weda Bay（一期）	MHP	高压酸浸	2	2024 年
住友金属+淡水河谷	MHP	高压酸浸	4	原 2025 年，项目现暂停
Weda Bay（二期）	MHP	高压酸浸	4.2	2025 年
印尼万向二期	高冰镍及 MHP 累计	高压酸浸	10	

来源：SMM，Mysteel，安泰科，上市公司公告，方正中期研究院整理

五、我国硫酸镍及电积镍产能显著增加

近些年以来，随着新能源汽车用镍需求快速增长，镍市场大幅波动，2021 镍，镍结构性短缺以硫酸镍为代表，造成了全球电解镍尤其是镍豆的显著去库存，而 2022 年因全球电解镍低库存以及地缘等综合因素造成的贸易链扭曲造成的电解镍相对短缺突出，令精炼镍成为产业链盈利最丰厚的环节，吸引相关投资显著增加。2023 年初以来，国内多家企业纷纷投产电积镍，产量逐月爬升，现货市场上，国产资源更是逐渐占据主导，进口资源现货需求被快速挤占。

而海外市场，主要有印尼青山纯镍项目预计 23 年投入生产年产能共计 5 万吨，2023 年 8 月已投产，此外还有韩国 POSCO 精炼镍项目年产 2 万吨。

表 3-4 我国精炼镍产能翻倍增长

省份	产品	原料	2023 新增产能（万吨）	2023 预计产能（万吨）
甘肃	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0	16.5
新疆	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0.6	1.2
陕西	电积镍	MHP	0	0.6
吉林	电解镍	精矿/高冰镍/MHP	0.5	0.8
天津	电积镍	MSP/MHP	0	0.72

山东	电积镍	MHP	0.6	0.6
江苏	电积镍	MHP/废料	3.16	3.66
浙江	电积镍	高冰镍/MHP	3	3
广西	电积镍	高冰镍/MHP	0.2	0.2
浙江	电积镍	MHP/废料	0.6	6
浙江	电积镍	MHP	0.22	0.37
安徽	电积镍	MHP/废料	6	6
江西	电积镍	MHP	1.25	1.25
湖北	电积镍	高冰镍/MHP	6	6
广西	电积镍	高冰镍	1.25	1.25
广西	电积镍	MHP	0	0
国内累计			18.13	39.9
印尼	电积镍	高冰镍	5	5

来源：SMM，Mysteel，安泰科，上市公司公告，方正中期研究院整理

我国硫酸镍产能以及扩产步伐延续，2023 年新增预计达到 108 万实物吨。

表 3-5 我国硫酸镍 2023 年新增/扩产产能

扩产地址	2023 年新增产能 (万实物吨)	产线类别	扩产进度
甘肃	10.0	常压浸出/高压浸出	2022 年底或 2023 年初
吉林	3.0	高压浸出	2023 年中
湖北	27.3	常压浸出	2023 年中
浙江/广西	22.7	常压浸出	2023 年中
浙江	2.7	常压浸出	2023 年上半年
广西/贵州	22.7	常压浸出/高压浸出	2023 年初
浙江	9.1	常压浸出/高压浸出	2023 年底
广东	3.0	常压浸出/高压浸出	2023 年上半年
湖南	3.0	常压浸出/高压浸出	2023 年下半年
江西	0.5	常压浸出	2023 年初
河北	4.0	常压浸出	2023 年中

来源：SMM，Mysteel，安泰科，上市公司公告，方正中期研究院整理

第四部分 镍市场供应端变化

一、矿石供应扰动 镍生铁波动加剧

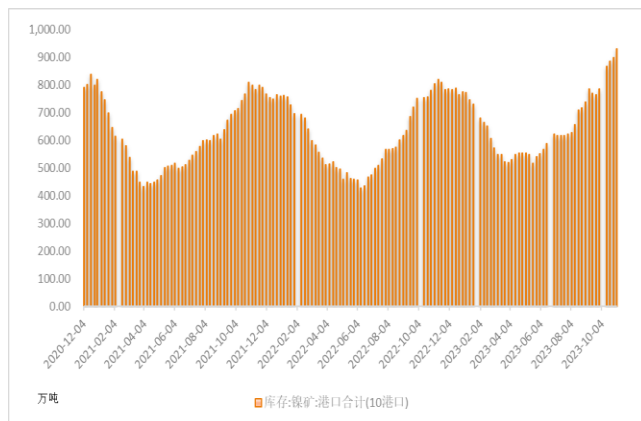


图 4-1：我国港口红土镍矿库存有所修复

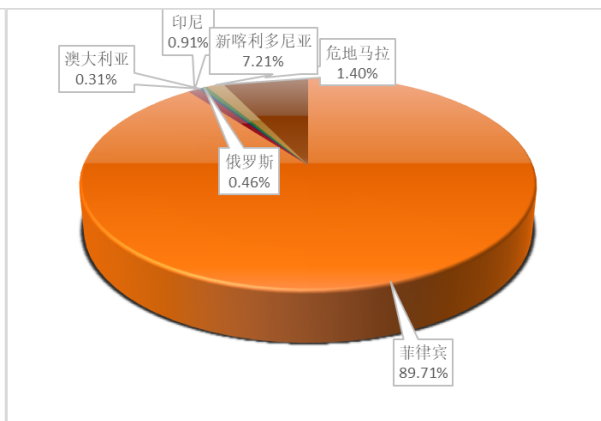


图 4-2：我国镍矿石进口比例

来源：Wind 方正中期研究院整理

我国镍矿石供应相对依赖菲律宾镍矿石，国内镍矿石整体进口规模随着国内产量下滑未再扩张，镍矿石库存规模与近年同期水平相近，但因国际镍价高企，矿石价格全年都在相对较高的水平运行。尤其是 2023 年 8 月，印尼政府对能矿部开展廉政调查，暂时停止苏拉威西岛东南部曼迪多区块的所有镍矿开采活动，甚至出现印尼进口菲律宾矿石的情况。而彼时国内处于菲律宾 10 月雨季前的矿石进口备货季，事件叠加一度引发矿石价格显著上升，令镍铁成本显著抬升。但是随着事件平息，矿石价格回落，国内高价矿石库存超过了去年峰值，而国内不锈钢则受需求不佳减产下行，国内镍铁亏损减产严重。

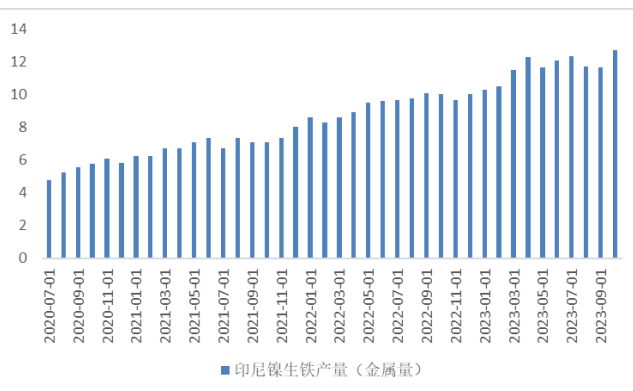
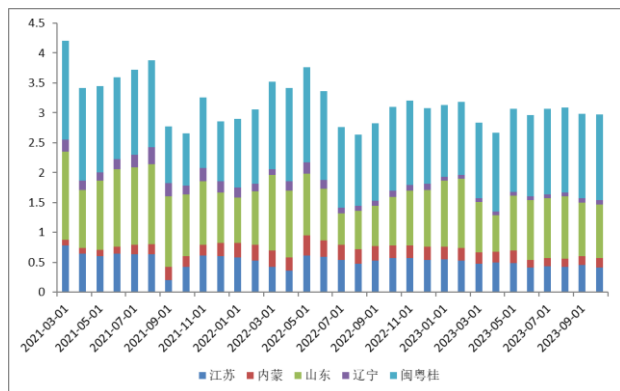


图 4-3：我国镍生铁产量

图 4-4：印尼镍生铁产量

来源：Wind 我的有色 SMM 方正中期研究院整理

近年以来，随着印尼镍铁产能释放，印尼镍铁产量已经超过我国成为第一大镍生铁生产国及出口国，进口镍生铁以其成本优势对国内镍生铁形成较强的进口替代。目前印尼的月产量已经是我国月产量 3 倍以上。预计 2023 年我国镍生铁产量约 39 万金属吨左右，同比降幅或在 7% 左右，印尼产量或可达到 140 万金属吨，同比增长约 24%。

二、电解镍产量迅速增长

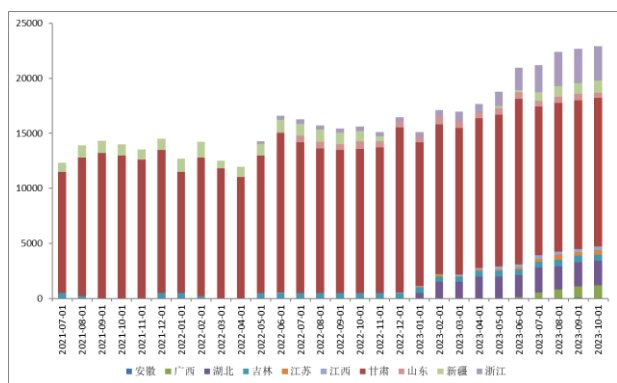


图 4-5：精炼镍分省产量

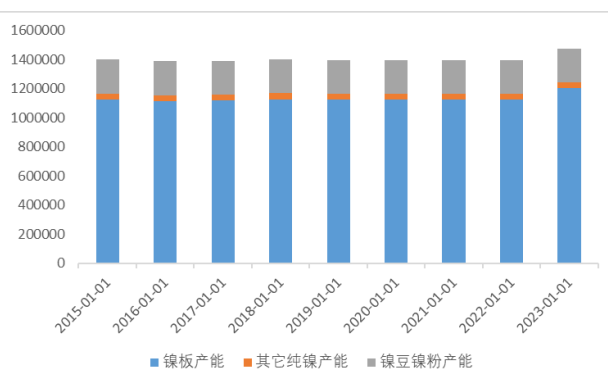


图 4-6：全球精炼镍产能按品种分布

来源：Wind 我的有色 SMM 方正中期研究院整理

2023 年，我国电积镍产能显著增加，贡献了全球精炼镍产能的主要增量，预计年内新增产能接近 18 万吨，国内产能翻倍增加。新增产能以电积镍为主，使用 MHP、硫酸镍原料进行生产。自 2 月开始湖北新增产能开始投产，国内新增产能逐渐释放并顺利进行产能爬坡，由于精炼利润较为丰厚，国内精炼镍新旧产能维持高开工率。我国精炼镍产量显著增长，预计 2023 年产量或可达到 25 万吨左右。

三、镍的中间产品供应迅速增加

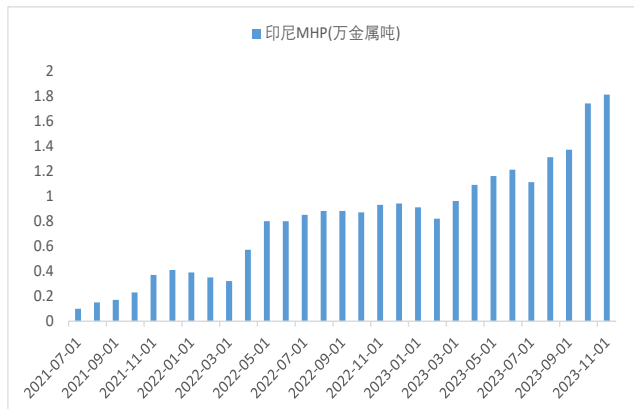


图 4-7：印尼 MHP 产量

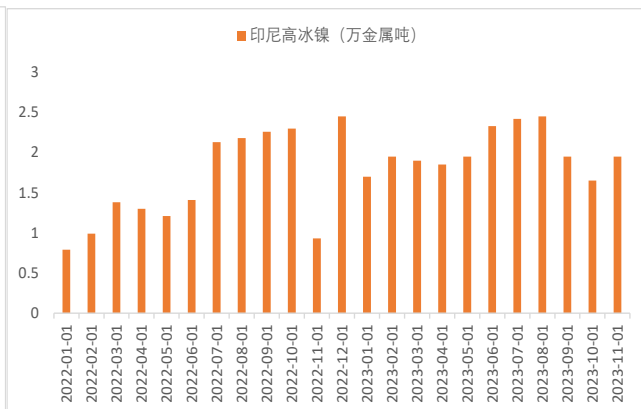


图 4-8：印尼高冰镍产量

来源：Wind 我的有色 SMM 方正中期研究院整理

我国近年在印尼投资镍产业链，二级镍产品逐渐丰富。镍矿石-镍生铁至高冰镍-硫酸镍-电积镍，或至不锈钢的转化路径逐渐打通。由于 2023 年，精炼镍属于产业利润相对丰厚的环节，因此也提振高冰镍产出的增加。2023 年预计印尼高冰镍产量或可达 24 万金属吨，同比增长 24%。印尼湿法冶炼生产 MHP，是未来产业发展的主流领域，产业政策也在向湿法冶炼，新能源汽车产业链方向倾斜。2023 年印尼 MHP 产量预计约 15 万金属吨，累计同比增长约 68%。

四、镍产品进出口变化

从进口机会来看，进口窗口机会开启，除了长单进入国内的镍，具有进口贸易机会的镍进入主要还是在进口窗口形成时，会在较短时间内形成国内镍进口增加显著的情形。镍豆进口长单为主，需求大幅下滑，硫酸镍低成本原料来源增加将镍豆溶解需求挤出，镍豆再度转回满足不锈钢的零星相关需求。印尼从我国的矿石进口国转变为镍铁镍生铁及其它镍衍生品进口国，我国对其镍资源依存度进一步提高。印尼镍相关产业政策、出口政策的变化对我国影响继续偏高。

据海关统计数据平台公布，2023 年 1-11 月，中国精炼镍出口总量 29106.143 吨，同比增加 9111 吨，增幅 45.57%。2023 年 1-11 月，中国精炼镍进口总量 83114.264 吨，同比减少 58700 吨，降幅 41.39%。在进口总量大幅减少的同时，俄镍的进口量尚且可观，占据总进口量的一半，其中半数以上俄镍为长协订单，适用于交割领域。而日本、挪威进口资源也主要用于电镀领域。随着国内资源生产放量，以及积极寻求成为国内外期货交割品牌，进口替代料会继续发生，而出口增加情况也将持续。

2023 年 1-11 月中国镍铁进口总量 763.2 万吨，同比增加 235.6 万吨，增幅 44.6%。其中，自印尼进口镍铁量 713.5 万吨，同比增加 229.2 万吨，增幅 47.3%。

2023 年 1-11 月，中国镍矿进口总量 4287.5 万吨，同比增加 14.4%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 3734.0 万吨，同比增加 18.7%；自其他国家进口镍矿总量 553.5 万吨，同比减少 7.9%。

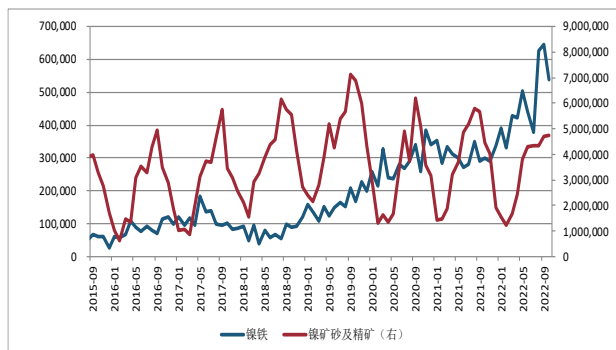


图 4-9：我国镍矿石、镍铁进口数据（实物吨）

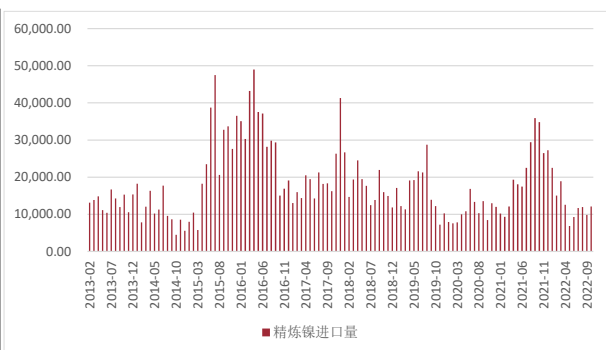


图 4-10：电解镍进口量变化（吨）

来源：Wind, IFIND, SMM, Mysteel, 方正中期研究院整理

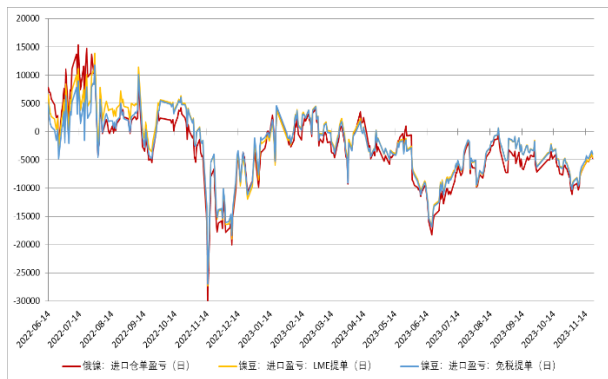


图 4-11：电解镍进口窗口打开机会很少

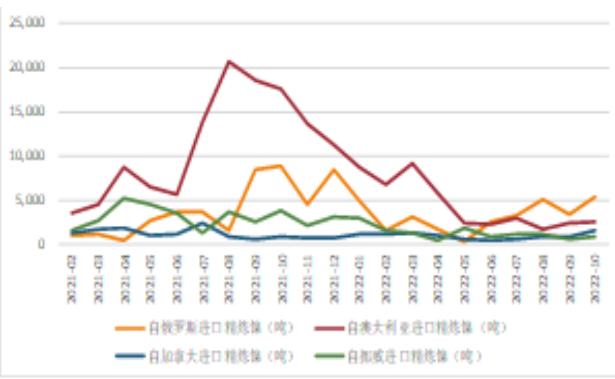


图 4-12：电解镍主要进口国进口量变化

来源：Mysteel SMM Wind 方正中期研究院整理

第五部分 镍需求端变化

一、不锈钢稳健增长

（一）不锈钢产量同比微增 预计 2024 年修复增长

2023 年，不锈钢全球产量不及预期，可能会在 5700 万吨左右，较 2022 年恢复有限，而我国不锈钢产量则实现较为明显的增长，预计会达到 3560 万吨左右，同比增长约 6% 左右。其中 300 系产量占比 52.5%，300 系料可达到 1870 万吨左右，同比增长近 9%。我国不锈钢 2022 年末有新增产能释放，2023 年继续爬坡，而进口下滑，国内产能获得增长空间，国内表需前三季度增长超 9% 也有较大提振，国内化工类项目，新能源项目使用不锈钢贡献了工业需求较多增长空间。不过需要看到，由于较长时间成本较高运行，而外需疲弱，出口下滑，国内不锈钢整体库存回升累库，令不锈钢价格表现相对被动，行业利润不佳。

印尼不锈钢预计约在 400 万吨，同比下降约 16%。全球经济发展放缓，以及反倾销等贸易壁垒影响，不锈钢出口需求下滑，印尼不锈钢减产，而印尼的镍生铁则通过出口增加消化过剩产能。

2024 年，全球经济增速预期增速缓和，机构预期在 2.1-2.9%不等，但制造业活动有修复可能，不锈钢全球产量也有望继续增长。我国不锈钢内需稳健，而随着全球经济修复出口也有改善可能，而印尼料也会有一定程度的产量恢复增长。

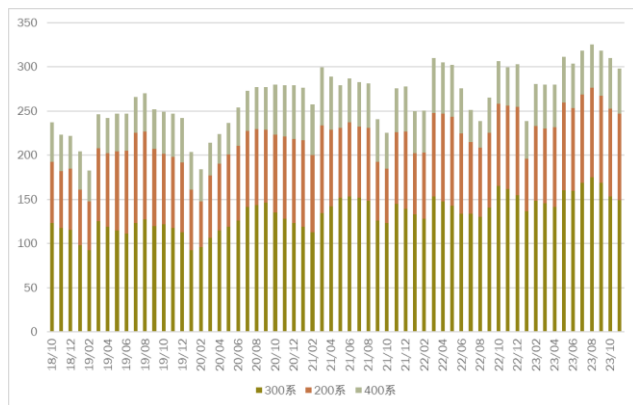


图 5-1：中国不锈钢月度产量

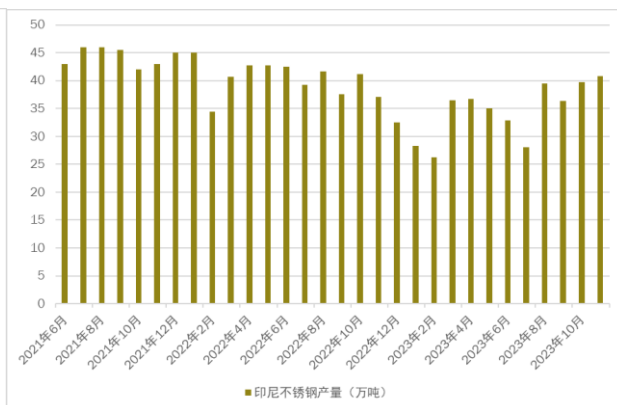


图 5-2：印尼不锈钢产量

来源：Mysteel Wind 方正中期研究院整理

（二）不锈钢行业反馈机制

2023 年，镍生铁产能继续释放，产量继续增加，中国印尼镍生铁生产总量同比增速近 16%，而中国印尼 300 系不锈钢粗钢产量增量则因印尼减产不足，仅在 3%左右，印尼镍生铁表现相对过剩。原料过剩，成本线下移，带动不锈钢的成本线支撑持续向下，令不锈钢价格更多表现跟随原料波动为主，趋势一致，幅度略弱，利润表现来看，300 系好于其它系别，原料端镍相关价格下行快于不锈钢令其表现相对更佳，300 系在国内年内产量占比也有所提升。2024 年预计供需均会有所增长，不锈钢需求端边际改善的弹性甚至可能会好于供应端。2024 年印尼不锈钢产量有修复预期，镍生铁产能释放压力则边际趋于弱化，未来印尼产能政策倾斜也令后续新投镍生铁相关项目的预期持续转弱，镍生铁价格偏弱态势可能因此有所变化。

二、新能源动力电池

(一) 新能源汽车市场变化

2023 年全球新能源汽车产销继续增长，预计 2023 年全球电动乘用车(包括纯电汽车和插电混动)销量逼近 1500 万辆，2024 年将达到 1800 万辆，同比增长 20%。与 2022 年翻倍增加的超速增长相比，2023 年全球增长显著放缓。

我国新能源汽车产销量料会继续保持较快速的增长态势，全年销量有望超 900 万辆，同比增长超 30%，全球占比达到三分之二，继续保持快速发展势头。2024 年，我国有望录得 25%左右的增长，销量继续增长至 1200 万辆。

从国内新能源汽车销售来看，纯电动汽车销售较 2022 年增速 24%，与整体新能源汽车增速相比相对有所放缓，插混增长有所增加。尽管中国在 2022 年底取消了已实施 11 年的新能源汽车购置补贴，但逐渐成熟的市场化体系，和领先的科研制造，令我国新能源汽车发展相对优势明显。而且，地方补贴以及新能源下乡，公用交通用车替换为新能源汽车等政策，将继续提振新能源汽车消费的继续增长。

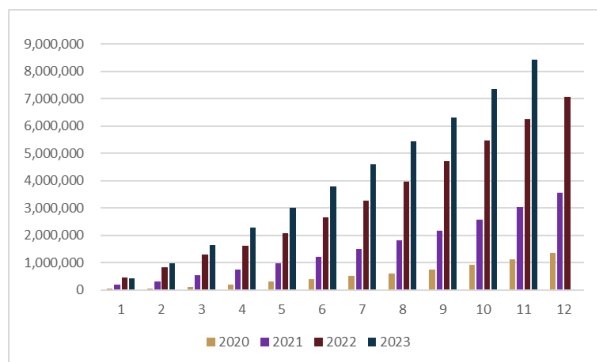


图 5-3：新能源汽车月度产量

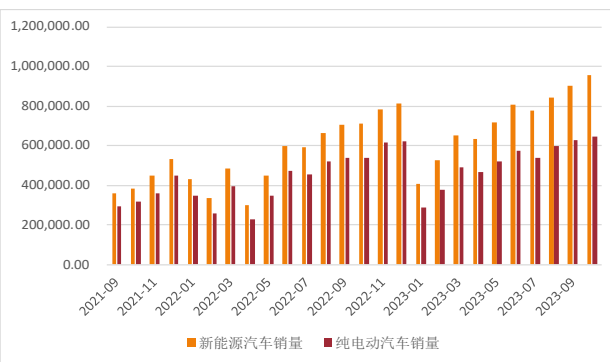


图 5-4：新能源汽车月度销量

来源：汽车工业协会 方正中期研究院整理

(二) 硫酸镍市场变化

2023 年，硫酸镍市场呈现供增需弱的情况，供给端增速显著强于需求端增速，尤其是硫酸镍直接下游，三元前驱体，三元材料年度甚至有产量下降预期，对硫酸镍而言形成较强的

下行压力。一方面新能源汽车保持良好发展势头，但电池使用结构有所变化。新能源汽车电池装车量占比中，磷酸铁锂份额从 62.4% 升至 68.1%，而三元电池占比则从 37.5% 降至 31.8%。另一方面，硫酸镍上游原料全面增产，镍的湿法冶炼中间品 MHP，高冰镍均迎来产能释放产量显著增长，二者在国内硫酸镍原料占比中已经达到 85%。

随着矿石-镍生铁-高冰镍路线打通增产，印尼 MHP 转向生产原料多元化，镍豆在硫酸镍原料中的占比显著下降，自 2021 年的高峰期的 50% 以上降至 2023 年的不足 1%。2023 年 11 月随着镍价显著下行，速度快于硫酸镍，镍豆生产硫酸镍结束倒挂，但未必可以吸引转产发生。

表 5-1：我国硫酸镍上下游生产增速比较

产业链相对位置	项目	2023 年 E	年增速
最终下游	新能源汽车产量	900 万辆	30%
三元电池竞品	磷酸铁锂	127 万吨	40%
直接下游	三元材料	62.5 万吨	-4%
	三元前驱体	82 万吨	-2%
中游	硫酸镍	43 万镍吨	20%
上游	MHP（印尼）	15 万镍吨	67%
	高冰镍（印尼）	24 万镍吨	28%

数据来源：SMM Mysteel Ifind 方正中期研究院整理

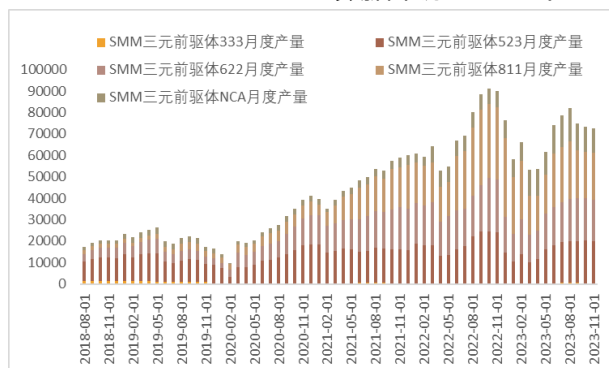


图 5-5：三元前驱体产量

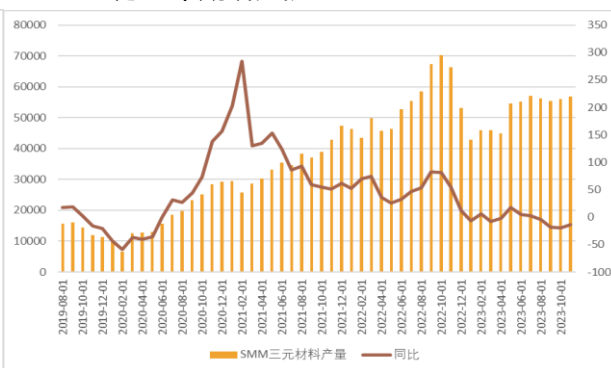


图 5-6：三元材料产量及增速

来源：SMM 方正中期研究院整理

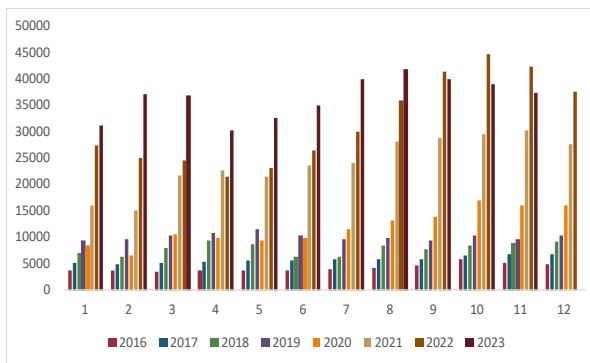


图 5-7：硫酸镍产量先扬后抑

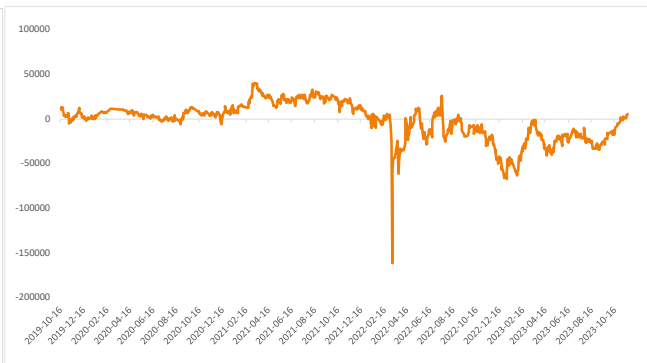


图 5-8：硫酸镍折镍与镍价价差

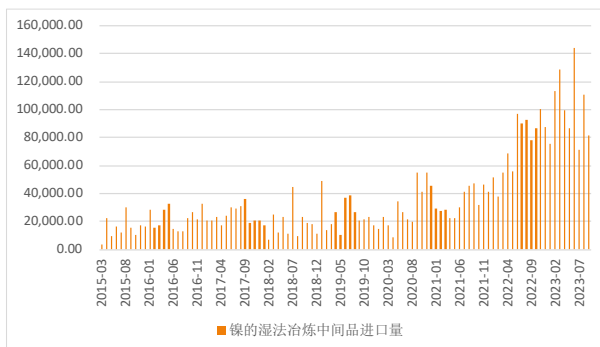


图 5-9：镍湿法冶炼中间品进口量（吨）

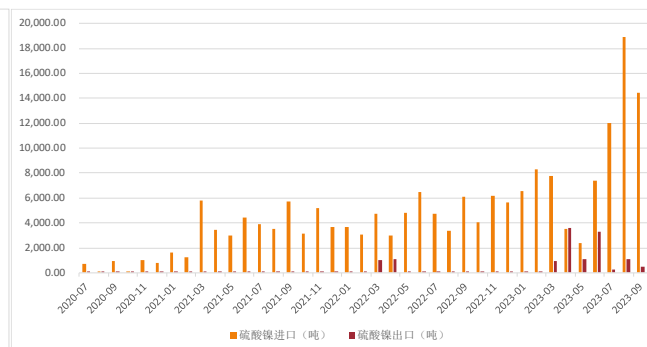


图 5-10：硫酸镍进出口数量

来源：我的有色 SMM 方正中期研究院整理

三、合金需求已经成为精炼镍的主要增长赛道

目前精炼镍在硫酸镍制备中需求下滑，甚至今年在很多月份中已经不再用于相关生产。在不锈钢生产需求中，镍原料来源于精炼镍占比则已经降至 5%以内，月度需求可能 5000–7000 吨/月左右，电镀需求约 4000–5000 吨/月，其它类需求 4000 吨/月。合金用精炼镍需求已经是精炼镍占比最大的一块，2023 年月均用量超过 1 万吨，年度需求增速预计超 15%。虽然是精炼镍的主要增长领域，但基数小总量低，因此在精炼镍产能大幅增长情况下，合金领域增长无法消化供应的增量。

预计合金用镍未来仍会有较快增长，预计 2025 镍消费占比中，不锈钢至 62%，而电池占到 29%，电镀降至 3%，而合金至 6%。

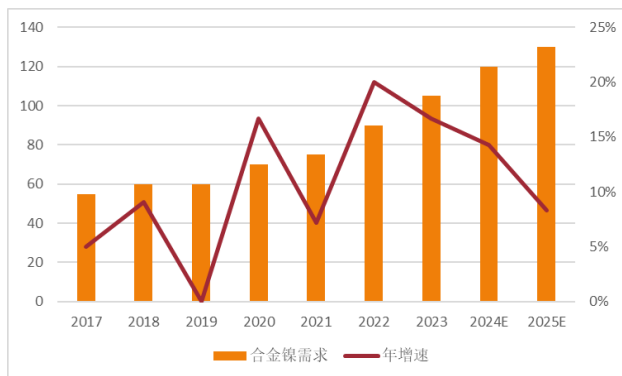


图 5-11：我国合金用镍年度预期

来源：安泰科 方正中期研究院整理

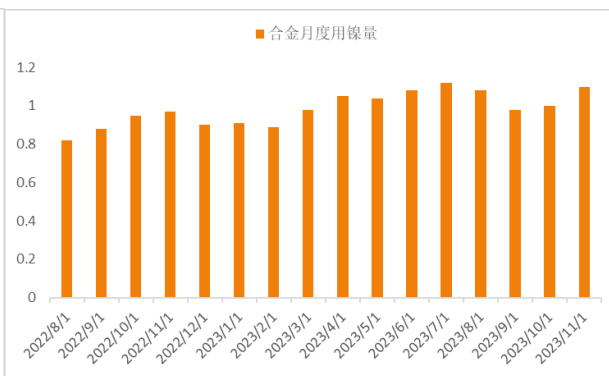


图 5-12：我国合金用镍分月需求

来源：SMM 方正中期研究院整理

第六部分 镍从去库存转向累库存

2023 年，镍在新能源动力电池需求发展降速，而新能源动力电池原料相关产能释放达产，镍从结构性过剩转向全面过剩，全球镍显性库存自 2023 年年中期开始降至低点后开始转向累库存。

LME 镍期货库存最低降至 4 万吨历史低位水准，后续逐渐收复失地，不过增库存节奏相对和缓。从库存的结构上来看，国外库存总体仍是以镍豆为主，镍板少量的结构，不过镍板库存随着 LME 交割品牌增加，以及俄镍受地缘影响转弱继续可用于交割，而逐渐转向累积。截至 2023 年 11 月中旬，华友，格林美生产的精炼镍成功申请成为 LME 交割品牌，而中伟申请中，若通过，LME 镍可交割资源产能增长超 10 万吨/年。

镍库存国内库存下滑态势自 2023 年年中开始逐渐企稳回升，而自 10 月以后累库存速度有所加快，成为镍价下行主要推动因素。上期所镍显性库存自低位不足千吨回升至 8000 吨以上。

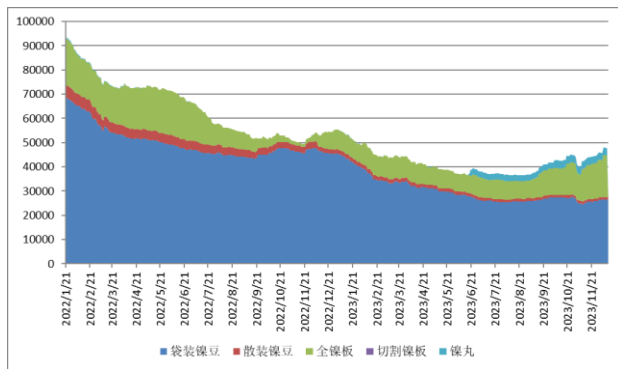


图 6-1: LME 镍品种分布结构

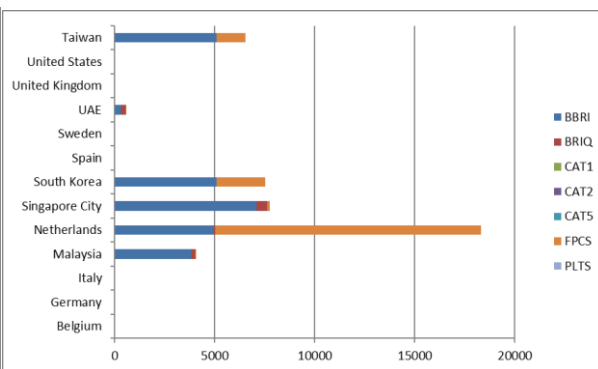


图 6-2: LME 镍库存国家分布结构

来源: Wind 方正中期研究院整理

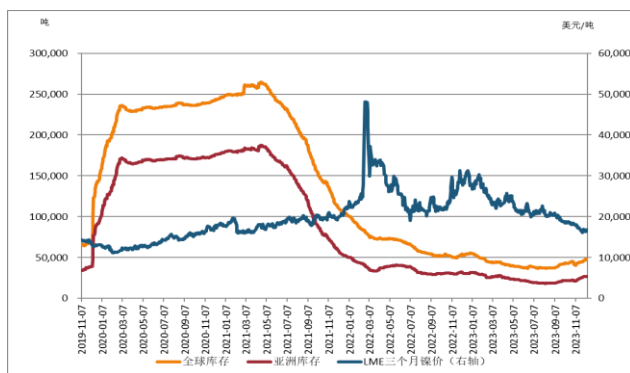


图 6-3: LME 镍库存与镍价

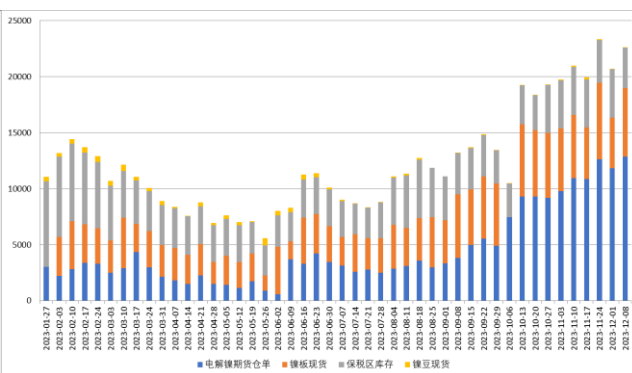


图 6-4: 国内期现镍库存合计

来源: Wind 方正中期研究院整理

第七部分 供需平衡

2023 年，全球镍市场从镍元素整体过剩，精炼镍相对短缺的结构性过剩，转向镍元素的全面过剩。随着精炼镍新产能增加，以及国内外交易所新交割品牌的引入，精炼镍无论从现货供应，还是期货交割，短板均得到补齐，镍供需矛盾预期也转向了全面一致的过剩预期。随着期现供应改善，显性库存从减少到累及，镍价重心显著下移。

表 7-1 镍供需平衡表

镍 (万吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024f	2025f
全球产量	195	199	208.2	220	237	249.7	261.2	306	337.3	371	403.5
消费量	190	204	218.5	233	240	237.4	278	296	313.4	341	367
供需平衡	5	-5	-10.3	-13	-3	12.3	-16.8	10	23.9	30	34.5
中国产量	62	60	63	69.5	82.6	76	70	81	95	100	110
消费量	96	109	113	117.7	129	134.8	155	168	186	201	227
价格 (美元 / 吨)	11616	9708	10500	13180	14500	13930	18000	25000	19000	18000	17500
万元/吨	8.2	7.8	8.7	10.3	11.5	11.1	13.5	18.5	17	15	14.5

来源：安泰科 INSG 方正中期研究院整理

第八部分 镍市场主要观点

一、国际镍研究小组

INSG 预计 2023 年和 2024 年全球镍市场都将出现供过于求的局面。10 月初该组织预计 2023 年镍过剩 22.3 万吨。国际镍研究组织 (INSG) 预测, 2024 年全球镍产量将过剩 23.9 万吨。此外, 印尼低等级镍生铁产量在 2023 年增长 16.1%后, 2024 年将增长 10.3%至 127 万吨。

二、安泰科

印尼火法进入平台期, 湿法项目潜力巨大。印尼镍火法项目品位下降, 开采冶炼成本抬升。火法项目增量继续增长, 消纳能力增长不及产量。2023 年上半年腐泥土开采成本, 1.57% (矿平均品位), 30 美元/湿吨。全球镍产量预计 2023-2025 年分别为 337.3 万吨, 371 万吨, 403.5 万吨, 全球消费量 313.4, 341 万吨, 367 万吨, 供需平衡分别为过剩 23.9 万吨, 30 万吨, 36.5 万吨。

三、俄罗斯诺里尔斯克镍业

Nornickel: 基线情景下, 预计 2023-2025 年镍市场分别过剩至 20 万吨、25 万吨、25 万吨。

四、麦格理

2023 年 6 月，麦格理(Macquarie)分析师表示，随着印尼产量迅速增加，至少在 2027 年之前，全球镍市场每年都将面临供应过剩。印尼拥有丰富的镍矿石资源，加上政府鼓励国内加工的政策，近年来印尼的镍金属产量快速增长，这种金属用来制造不锈钢和电动汽车(EV)电池。麦格理分析师数据显示，今年镍市场可能出现 142,000 吨过剩，高于 2022 年的 111,000 吨，当时全球供应增长创纪录，其中大部分来自印尼。到 2026 年时供应过剩将扩大至 187,000 吨，然后在 2027 年减少至 40,000 吨，其中大部分增加的是低品位的“2 级”镍。

五、高盛

由于供应增长，高盛集团将 12 个月镍目标价定在每吨 16,000 美元。

六、瑞银

2024 年，镍供应过剩量可能约占需求的 6%。预计 2024 年一季度镍价为每吨 16,500 美元，二季度为每吨 16,250 美元，三季度为每吨 16,000 美元，四季度为每吨 15,750 美元。瑞银称，镍供应强劲增长预计将令镍市今年供应大幅过剩 20.1 万吨，2024 年过剩 20 万吨，分别高于此前预期的过剩 10.5 万吨和 0.4 万吨。

第九部分 技术分析及季节性走势

一、LME 持仓分析

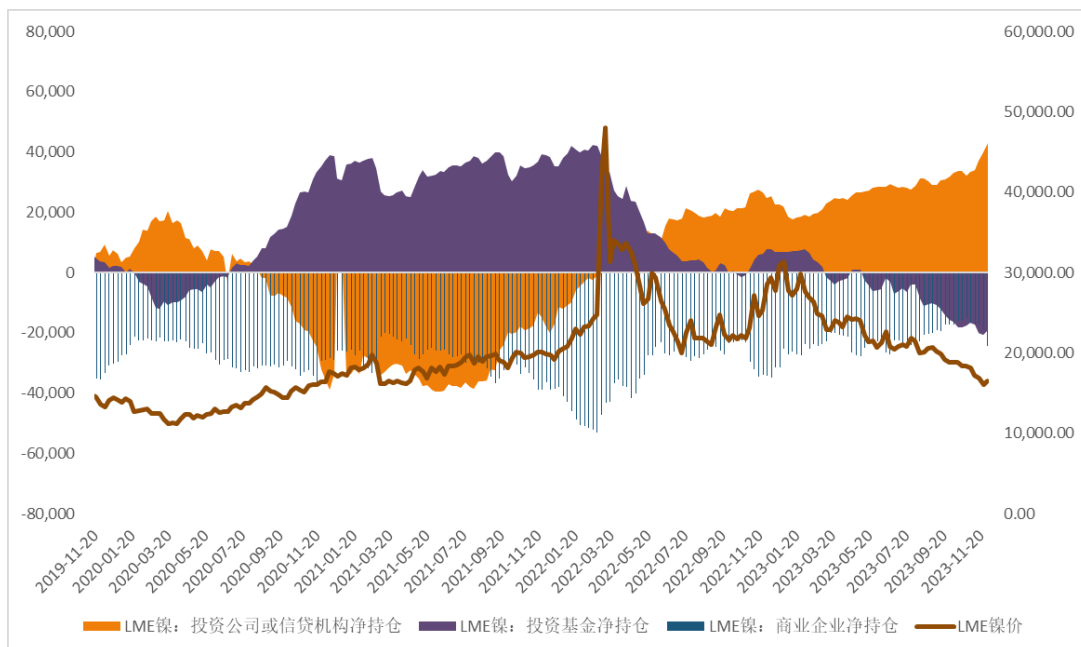


图 9-1: LME 镍期货持仓

来源: Wind 方正中期研究院整理

LME 镍持仓显示，投资基金负向波动。投资公司或信贷机构净持仓净多方向略有所增持，而商业企业净空略有增持，对镍价带动偏中性。镍价在当前的资金情况下表现震荡反复。由于 2023 年资金相对空配镍价，基金年末年初调仓变化对镍的相对影响或有偏利多提振。

二、季节性分析

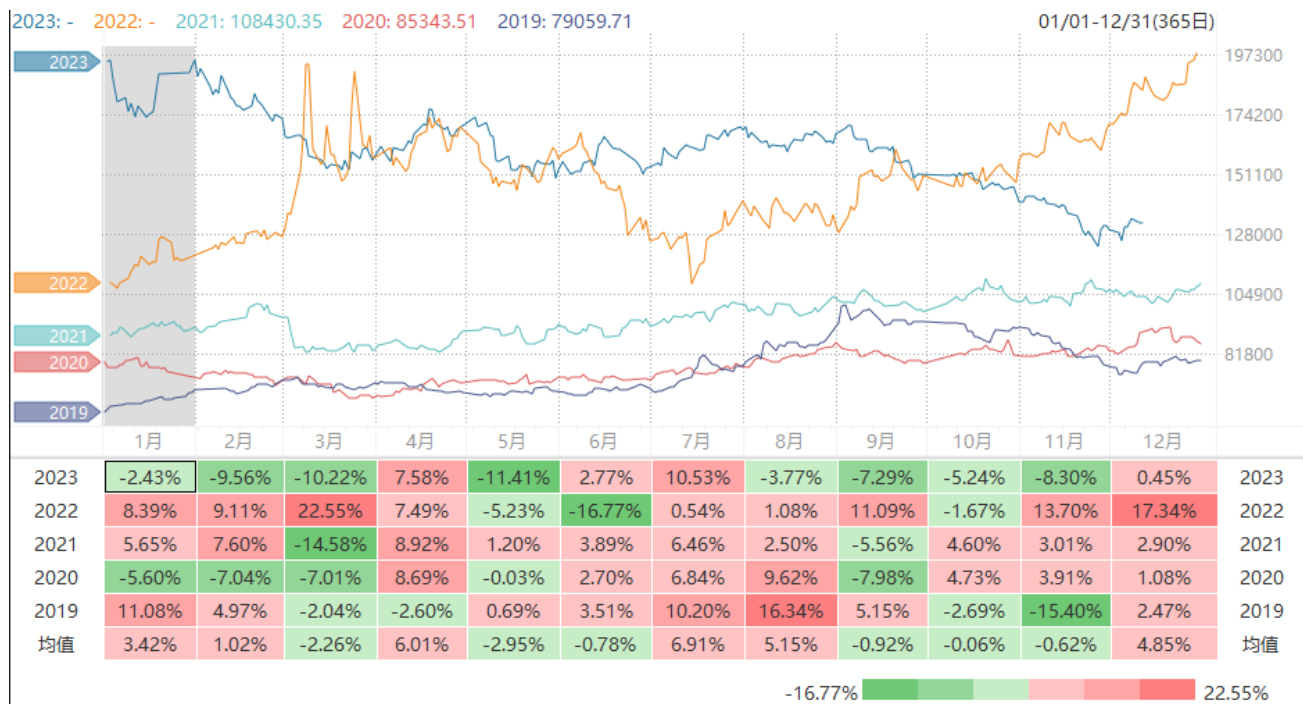


图 9-2：镍的季节性走势
来源：Wind 方正中期研究院整理

镍通常易于出现较强调整的在 9 月和 11 月，而 7、8、12 月多数时间倾向于上涨，10 月较为不确定，但 10 月 11 月走势在过去年份易出现与 9 月相反走势，若 9 月相对出现上行，则 10-11 调整概率会相应有所增加。

三、镍走势技术分析

2024 年，LME 镍价主要波动区间可能会在 12000-24000 美元之间，重心宽震荡波动下移。



图 9-3:LME 镍冲高回落

来源: Wind 钢联数据 方正中期研究院整理

沪镍主力合约主要波动区间在 100000-180000 之间。宽幅波动依然是其主要特色。

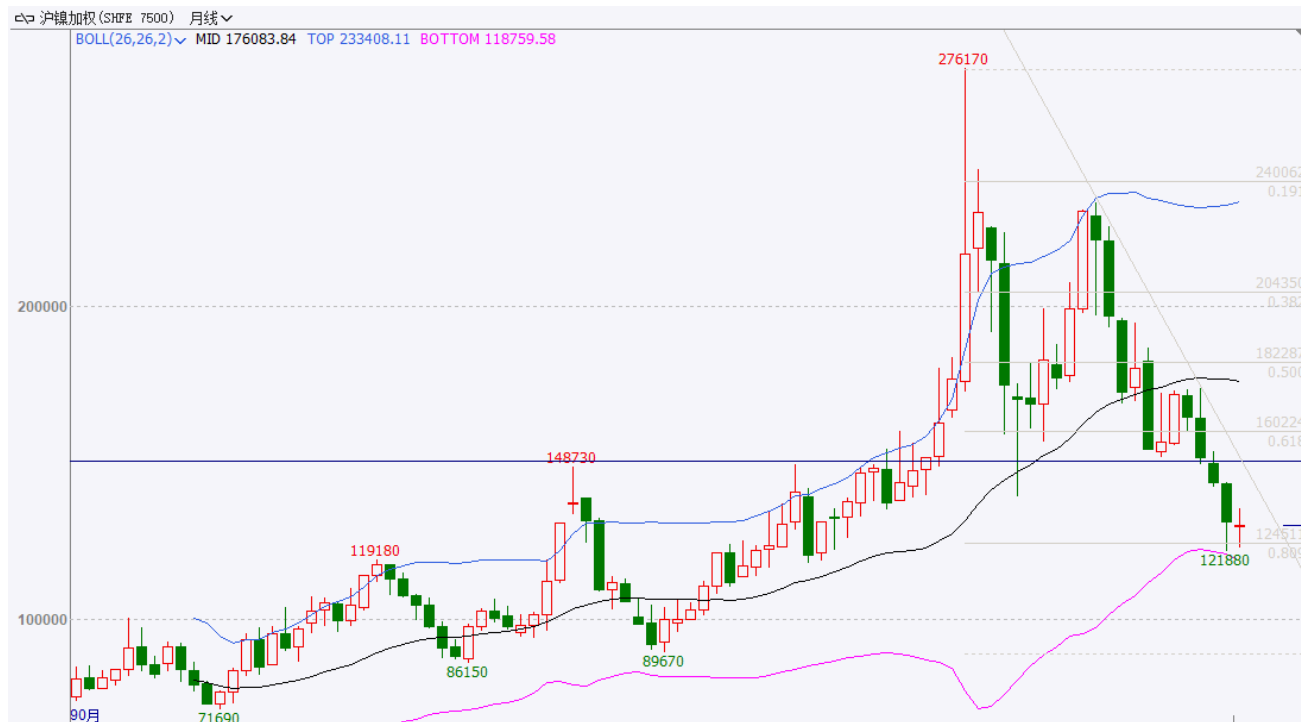


图 9-4: 国内宽幅波动

来源: 文华财经, 方正中期研究院

四、相关套利



图 9-5：镍/铜比

来源：Wind 方正中期研究院整理

镍相对铜来说震荡探底。铜导向还是对经济复苏工业需求的更综合反映，整体相对偏强，2023 年镍走基本面利空逻辑，相对铜持续走弱。2024 年，预计铜相对镍将会继续保持相对偏强，基本面差异来看铜更强，镍偏弱。不过，年末基金调仓可能引发镍相对铜价的阶段回升。

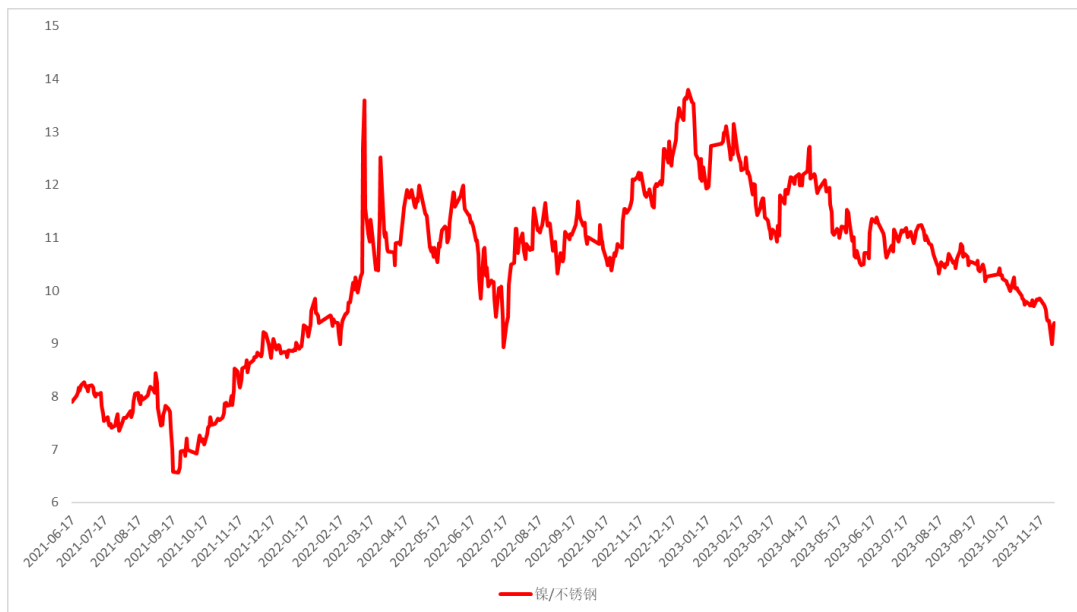


图 9-6：镍/不锈钢主力合约比值走势及 2：5 合约比值季节图

来源：Wind 方正中期研究院整理

镍/不锈钢主力合约比值镍相对走弱。镍：不锈钢手数配比 2：5。2023 年镍走电解镍供应改善，结构性过剩转向全面过剩，电解镍走势弱于镍生铁联系紧密的不锈钢，不锈钢趋势一致，但相对镍跌势较缓。2024 年预期镍全面过剩格局延续，而镍生铁保持过剩格局，电解镍相对镍生铁价差在 2023 年显著收窄后，预期 2024 年仍有一定收窄空间，但是空间随着产业链利润再分配调整料会逐渐走向波动变化。收窄趋势料会放缓，甚至转向阶段电解镍相对镍生铁再度回升。

第十部分 结论及产业风险管理建议

一、2024 年镍主要影响因素及趋势

2024 年，镍全面过剩预期料会继续主导走势，重心存在进一步下移的可能性。

1、矿端定价机制或有变革。传统矿端基于 LME 镍价波动的定价逐渐或有变化，印尼积极探索基于印尼本土的矿端定价模式。二级镍逐渐脱离原有定价模式，与电解镍波动差异化可

能有所增加。不过二者完全脱离可能性不大，二级镍转化电解镍的关联路径令供需调节继续联系二者。

2、新增产能释放，尤其是印尼产能释放料会延续。印尼投资方向将会逐渐转向湿法冶炼相关项目，向新能源动力电池产业链延伸。新能源动力电池相关原料供应

3、我国及印尼以外的镍供需均有待修复回升。

4、镍从降库存转向波动累库存，节奏变化对电解镍制约或有影响。

5、节奏。2024 年，宏观层面，市场料聚焦于全球流动性再度转向宽松的时点，持续高利率环境对经济的负面影响也会在大宗商品价格中有所体现。此外，地缘变化，国家间博弈不同领域带来的不确定性，也可能影响有色大宗商品及原料的顺畅度、贸易采购模式甚至流向。未来能源价格重心继续对有色金属形成影响。

宏微观共振主导依然是镍波动的主要逻辑，电解镍累库存节奏，镍新产能是否持续释放，镍产品内部环节的产业链利润平衡，产量调整将会影响镍的波动空间，镍价在 2024 年预期整体波动幅度可能会较此前有所收窄，重心料仍可能有下行的空间。预期 LME 镍主要波动区间：12000-24000 美元/吨，沪镍主要波动区间：100000-180000 元/吨。

二、产业风险管理建议

镍铁与电解镍价格联动性弱化，电解镍结构性库存紧张，而镍铁朝向供应改善，二者背离替代走向进一步延续，不锈钢企业依托镍价的强劲挺价动力弱化，虽持续生产，但利润收窄影响已经显现，行业集中度持续提高下，市场竞争行为不完全受价格引导。但不可否认的是，具有更强成本控制性和资源配置灵活度的镍下游企业，将会在市场竞争中获益。

由于印尼禁矿，矿石贸易进口将需要从来源和成本上做进一步控制，那么对于在途矿石成本控制和采购时机，货源稳定性多方考验也会增加，需要综合风险管理。

对镍铁及电解镍生产企业而言，2024 年利润料会因供应增长而在相对较低的位置反复，利润控制受到镍矿石较高成本，与不锈钢需求变化波动和成本控制双重挤压，需要利用期货工具尽量增厚利润，但国内镍铁企业实际参与度可能相对有限。后续能否持续稳定获得矿石则将令镍铁企业格局分化。可近似用不锈钢期货对镍生铁进行风险管理。

对不锈钢来说，镍原料波动带来的成本管理需要细化，在不锈钢期货活跃以后，可以结合镍与不锈钢期货共同进行成本及库存的管理。比如在年末或季度末的季节性采购时点，或镍价相对低位时，相应做好镍原料现货采购及成本锁定控制。需要注意得是，不锈钢企业面临着镍铁、废不锈钢、电解镍之间原料平衡，套保模式可考虑期现结合，灵活备货。不锈钢期货近两年在期货引导现货上表现卓越，可等待在不锈钢基差在极值方向的相应操作机会。买期货卖现货或买现货卖期货。

对新能源电池企业，总体趋于进一步向好发展，具有高成长性，但在原料端供应趋改善，新能源动力电池产能趋过剩，以及新能源车企对于电池成本控制需求提升之下，面临成本控制的更强需求。2023 年，企业经历了原料去库存的过程，原料价格已经显著回落，预计 2024 年原料端总体相对充足，不过价格变化调整已经在进行，在供需变化结点，在上半年镍价若出现调整后仍可择机对原料做买保操作，以锁定相对已经较为合理的原料成本。由于宏观共振变化，镍价也有相对修复回升的空间，不过鉴于镍供应过剩的压力可能持续，在行业出现高成本产能盈利空间改善情况下，仍可继续考虑卖保锁定利润。

风险提示：不锈钢产量修复不及预期，新能源提振不及预期。全球经济衰退明显及持续时间过长，美联储降息转变的节奏与预期差异过大，地缘风险引发的避险冲击，或区域贸易发展不利等影响贸易顺畅度等问题出现。

附录：镍相关股票

表：沪镍上下游相关企业证券表现

沪镍上下游相关企业证券表现					2023年12月15日	2023年1月3日
	代码	名称	相关行业	年度涨跌幅	目前价格	年初价格
下游企业	000825. SZ	太钢不锈	不锈钢材	-13.56%	3.76	4.35
	002615. SZ	哈尔斯	不锈钢真空保温器皿	7.40%	7.11	6.62
	002685. SZ	华东重机	不锈钢贸易(行业)	-8.01%	3.56	3.87
	002722. SZ	金轮股份	不锈钢装饰板	11.25%	15.53	13.96
	002791. SZ	坚朗五金	不锈钢护栏构配件	-59.54%	40.80	100.84
	603995. sh	甬金股份	不锈钢	-28.67%	20.03	28.08
	600117. SH	西宁特钢	不锈钢	-5.43%	2.96	3.13
	600307. SH	酒钢宏兴	不锈钢	-7.74%	1.55	1.68
	600399. SH	ST抚钢	不锈钢	-37.18%	9.43	15.01
上中游企业	000060. SZ	中金岭南	铝、镍、锌加工及销售	4.11%	4.31	4.14
	000622. SZ	恒立实业	金属镍	3.00%	4.46	4.33
	000906. SZ	浙商中拓	镍矿	-16.50%	7.59	9.09
	000975. SZ	银泰资源	镍贸易	28.40%	14.65	11.41
	002340. SZ	格林美	合金(含钴粉、镍粉、碳化钨粉末、硬质合金)	-29.29%	5.36	7.58
	300438. SZ	鹏辉能源	镍氢电池	-68.17%	25.85	81.20
	600478. SH	科力远	镍矿产品	-50.72%	4.78	9.70
	600490. SH	鹏欣资源	镍	-0.33%	3.04	3.05
	601168. SH	西部矿业	镍	21.57%	12.68	10.43
	603799. SH	华友钴业	镍产品	-45.87%	30.42	56.20

来源：Wind 方正中期研究院整理

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街 6 号院 3 号楼 8 层 908 室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 716 室	0512-65162576
上海分公司	中国（上海）自由贸易区长柳路 56-62（双）号 5-6（04）室	021-50588179
常州分公司	常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际 F 座 2309 号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 1606、2304、2305、2306 房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 6 号楼 1002 户	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区小白楼街道大沽北路 2 号 2609	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区上南泉北路 429 号 2801 室	021-58991278

上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心 1 幢 1801 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路 599 号神农太阳城商业外圈 703 号(优托邦第 3 号写字楼第 7 层 C-704 号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场（19 层 1902 号）	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路 506 号新梅联合广场 B 座 6 层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。