

金属镍 2023 年度报告： 供需迈向过剩，镍价估值重构

观点

展望 2023 年，在国家政策支持下，新能源与不锈钢需求均有增量，但随着全球镍项目的投产放量，原生镍供需转向全面过剩，镍价中枢料逐步下移。全年镍价或表现为前高后低，上半年在纯镍出现垒库之前，镍价仍有可能受到阶段性提振，维持高波动率，下半年随着原生镍过剩加剧，镍价将面临下行风险，同时需警惕宏观事件、地缘政治、印尼政策、镍豆交割等对镍价带来的影响。

核心逻辑

宏观面：内强外弱格局渐显。海外方面，美联储释放明确的放缓加息信号，加息所带来的冲击料将逐步减弱，市场关注点转向对海外衰退风险的担忧，一旦衰退成为现实，有色金属价格仍面临下行压力。美国经济何时出现衰退、衰退的深度和持续时间将是 2023 年市场关注的重点。国内方面，疫情防控政策逐步放松，国家稳增长政策仍持续出台，其中地产政策在供需两端均有明显加码的意向，国内经济复苏步伐整体加快。2023 年国内外宏观有所分化，内强外弱格局逐渐显现，在海外衰退逻辑指引下，有色金属价格或阶段性承压。

供应端：由二级镍过剩转向全面过剩。2023 年镍矿供应持稳为主，全球原生镍增量主要由印尼镍铁及镍中间品（MHP、高冰镍）贡献，国内镍铁产量则延续下滑趋势，仍需关注印尼镍铁出口征税政策进展。由于合金电镀行业需求弹性有限，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电解镍冶炼项目的陆续投产，电解镍供需亦逐步转向过剩，全球镍低库存格局或难延续。

需求端：政策刺激下需求有望回暖。2023 年不锈钢供需均有望维持增长，中国与印尼不锈钢新增产能较多，在地产政策支持下，房地产后周期行业需求将逐步修复，带动不锈钢需求回暖；新能源方面，虽然国内对新能源车补贴退出但仍免征购置税，在碳中和政策推动下，新能源车产销仍有望维持增长趋势，但增速或放缓。此外，高镍化仍是三元电池发展方向，对镍需求形成边际提振，但需求增量主要体现在镍中间品；从纯镍消费来看，合金、电镀作为电解镍主要下游，需求较为刚性，增量整体有限。

风险关注：国内外宏观事件、地缘政治风险、印尼政策超预期、需求不及预期

金属镍 · 年度报告

2022 年 12 月 23 日 星期五

国贸期货 · 研究院
有色金属研究中心

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



国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、行情回顾

回顾 2022 年，镍价重心整体上移，波动率明显放大。一季度在基本面支撑以及俄乌冲突的背景下，伦镍经历了“史诗级”的挤仓行情，内外盘镍价屡创新高，随后交易所采取相关措施抑制价格非理性上涨。二三季度，在宏观利空与供应增加预期的共同作用下，镍价自高位回落。四季度随着下游供需转暖以及宏观情绪的逐步修复，镍价震荡回升，截至 2022 年 12 月 16 日，沪镍主连收 215610 元/吨，年涨幅约 41.3%，伦镍收 28265 美元/吨，年涨幅约 34.3%。全年镍价重心抬升、波动剧烈，主要分为以下三个阶段：

第一阶段（1-5 月）：年初，全球镍库存持续去化，在缅甸镍铁厂被炸、印尼镍铁加征出口关税等消息影响之下，镍价整体偏强运行，随着青山高冰镍发运回国的消息传出后，市场情绪整体降温，镍价涨势有所放缓。2 月底，俄乌冲突爆发后，欧美对俄制裁陆续推出，市场担忧俄镍供应受到影响，叠加低库存支撑，镍价持续上涨。3 月 7 日开始，伦镍在挤仓行情之下出现历史级别的上涨，最高涨至 10 万美元/吨，两天涨幅逾 200%。在伦敦金属交易所“拔网线”、“回档”以及一系列措施之后，伦镍经历了几度跌停涨停，于 3 万美元上方企稳，沪镍运行在 21 万关口附近，极端行情有所缓和。4 月开始，镍市逐渐回归基本面定价，市场关注点投向了美国持续飙升的通胀以及美联储加息周期的开启，在宏观面扰动之下镍价在 20 万附近宽幅波动。5 月底，印尼再传计划对镍含量低于 70% 的镍产品征收关税，刺激镍价震荡反弹至 22 万高点，但由于该政策尚未落地，利多情绪迅速释放。

第二阶段（6-8 月）：6 月，高通胀压力下美联储激进加息 75bp，宏观情绪急转直下，有色板块集体下挫，叠加印尼镍产品持续投产放量，原生镍供应增加预期对镍价形成压制，镍价大幅下行。7 月上旬，国内钢厂减产增加，镍基本面趋弱，镍价承压下挫，最低跌破 15 万关口，后随着下游成交转好，以及市场悲观情绪的降温，镍价自底部回升后回归区间震荡。

第三阶段（9 月-12 月）：9 月初，印尼计划征收镍产品关税消息持续扰动，海外多家不锈钢企业宣布减产，不锈钢复产预期回升，供需有回暖迹象，对原料端镍价形成一定提振。此外，新能源车维持高速发展，对纯镍需求有所修复，叠加纯镍库存持续低位，资金助推下镍价大幅上涨，最高触及 20 万关口。9 月 21 日，美联储加息 75bp 并发表鹰派言论，市场对流动性收紧担忧再起，镍价高位回落，9 月 29 日 LME 对禁止俄罗斯金属供应展开讨论，供应端扰动反复，在低库存支撑下，镍价高位宽幅震荡运行。进入 11 月份，LME 表示不对俄罗斯金属进行制裁，而印尼出口征税政策消息频传，叠加国内防疫政策出现积极变化，美联储放缓加息预期抬升，利多消息刺激镍价上涨，年末镍价维持高位震荡。

图表 1：SHFE&LME2022 年镍价走势（截至 2022.12.16）



数据来源：Wind，国贸期货研究院

二、宏观分析

2.1 高通胀压力下，美联储年内大幅加息

2.1.1 为遏制通胀，2022 年美联储多次激进加息

2022 年以来，在地缘政治等多方影响下，以原油为首的大宗商品价格集体上涨，全球各国通胀数据持续飙升，同时滞涨可能性亦在走高。2022 年 6 月美国 CPI 数据最高达 9.1%，远超美联储 2% 的长期通胀目标。

受通胀持续走高影响，美联储年内进行了多次激进加息。北京时间 12 月 15 日凌晨，美联储如期加息 50bp，将联邦基金利率目标区间提升在 4.25% 至 4.50% 的水平。自 3 月份首次加息以来，美联储已累计加息 425BP（3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月分别加息 25BP、50BP、75BP、75BP、75BP、75BP、50BP）。

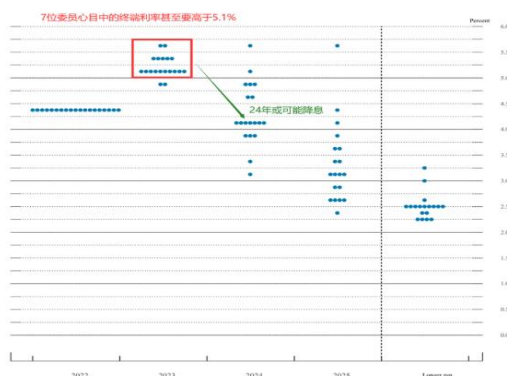
此外，美联储点阵图中值显示，2023、2024 年底联邦基金利率预期中值分别为 5.1%，4.1%，而 9 月预期分别为 4.6%，3.9%。美联储经济展望显示，美联储将 2022 年 GDP 增长由 0.2% 上调至 0.5%，而将 2023 年和 2024 年 GDP 分别由 1.2% 和 1.7% 下调至 0.5% 和 1.6%。与此同时，美联储将 2023 年和 2024 年失业率由 4.4% 上调至 4.6%，并全线上调今后三年通胀及核心通胀预期。

美联储主席鲍威尔表示，加息还有一段路要走，之后的货币政策决定将取决于将公布的整体数据，将继续逐次会议上做出决定，历史教训强烈警告不要过早放松政策，将坚持到任务完成为止。相比 2021 年，美国经济增速已经在 2022 年显著放缓，实现“软着陆”的路径很窄，但仍有可能。美联储尚未讨论可以接受的经济衰退程度。

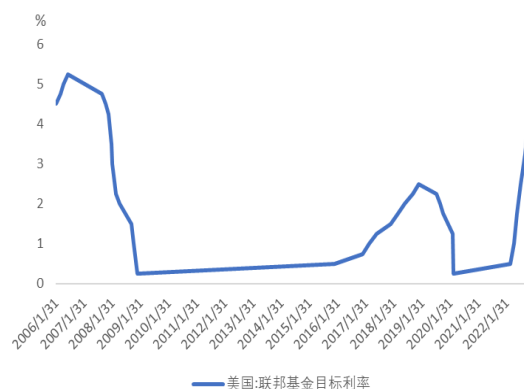
图表 2：12 月美联储议息会议点阵图

图表 3：美国联邦基金目标利率

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: CME



— 美国-联邦基金目标利率

数据来源: Wind

图表 4: 美联储经济预期展望

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2022

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-0.5	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.6-5.8	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.8	3.5	2.5	2.1	2.1	4.7-4.8	3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	2.0
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	2.1	4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	2.0
Memo: Projected appropriate policy path	通胀预测与终端利率上调														
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0

数据来源: CME

2.1.2 美国通胀数据环比回落, 美联储放缓加息预期抬升

随着美联储激进加息抗通胀, 以及全球供应链压力缓解, 2022 年三季度以来美国 CPI 通胀数据逐步回落, 至 12 月下行至 7.1%, 美联储抗击通胀初见曙光。目前以原油为代表的大宗商品价格见顶回落, 预计 2023 年核心商品通胀仍将继续下行, 成为美国通胀回落的主要驱动。

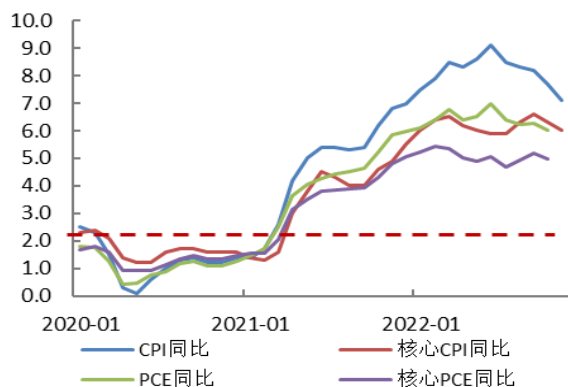
通胀数据方面, 12 月 13 日公布的 CPI 数据显示, 美国 11 月未季调 CPI 同比升 7.1%, 预期升 7.3%, 前值升 7.7%; 季调后 CPI 环比升 0.1%, 预期升 0.3%, 前值升 0.4%; 未季调核心 CPI 同比升 6%, 预期升 6.1%, 前值升 6.3%; 核心 CPI 环比升 0.2%, 预期升 0.3%, 前值升 0.3%。具体分项方面, 住房项价格上涨是拉动 11 月份通胀上行的主要贡献项, 环比上行 0.6%, 较 10 月份 0.8% 水平有所回落, 但仍处历史高位。医疗服务及二手车环比进一步回落, 其中医疗服务前值下滑 0.6% 进一步下滑至 0.7%。二手车则由环比下滑 2.4% 进一步下滑至 2.9%; 能源项继 10 月份意外上涨 1.8% 后, 11 月份环比回落 1.6%。食品项价格涨幅延续了自 7 月份以来逐步降速的态势, 11 月份环比上涨 0.5%, 较前月 0.6% 水平小幅放缓。

今年以来, 疫情对生产、消费约束减弱, 服务业就业持续转好, 失业率已经降至疫情前水平, 但劳动参与率未完全恢复, 导致“工资-通胀”螺旋式上升。12 月 2 日, 美国劳工局公布的数据显示, 美国 11 月季调后非农就业人口增 26.3 万人, 预期增 20 万人, 前值自增 26.1 万人修正至增 28.4 万人; 失业率为 3.7%, 预期 3.7%, 前值 3.7%; 就业参与率为 62.1%, 预期 62.3%, 前值 62.2%; 平均每小时工资同比升 5.1%, 预期升 4.6%, 前值升 4.7%; 环比升 0.6%, 预期升 0.3%, 前值自升 0.4% 修正至升 0.5%。未来随着基数的抬

升，美国通胀将逐步回落，但仍需警惕通胀粘性。

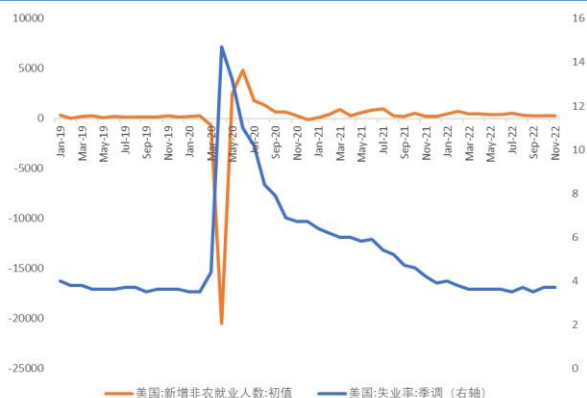
总体而言，美联储加息的放缓并不意味着立马转向降息周期，在通胀粘性影响下，高利率的持续时间或更长，从而显著影响全球经济与商品需求。

图表 5：美国通胀数据



数据来源：Wind

图表 6：美国就业数据



数据来源：Wind

2.2 海外衰退风险成为主要关注点

2.2.1 美国经济硬着陆风险抬升

美联储激进的加息路径下，经济硬着陆的风险上升。美联储本轮加息启动时点较晚，加息速度较快，当前经济已经出现一定滞胀的特征，未来经济增速压力或将逐步显现。实际上，回顾过去 50 年，美联储进行了 9 次加息周期，有 7 次加息的终点是衰退，即经济“硬着陆”。

经济数据方面，美国 11 月 ISM 制造业指数 49，为两年半以来首次陷入衰退，不及预期的 49.7，10 月前值为 50.2；其中，新订单指数 47.2，预期 48.5，前值 49.2；生产指数 51.5，前值为 52.3；物价支付指数 43，预期 45.9，前值 46.6；美国 12 月美国 Markit 服务业 PMI 初值 44.4，预期值 46.5，前值 46.2，创下今年 8 月以来最低；12 月美国 Markit 制造业 PMI 初值为 46.2，预期值 47.8，前值 47.7，创下 2020 年以来新低；综合 PMI 初值 44.6，预期 46.9，前值 46.4；可以看出，随着美联储持续大幅加息，美国经济下行压力加剧。与此同时，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值为 59.1，预期 56.9，前值 56.8。

2.2.2 能源危机下，欧洲面临的衰退风险更为严峻

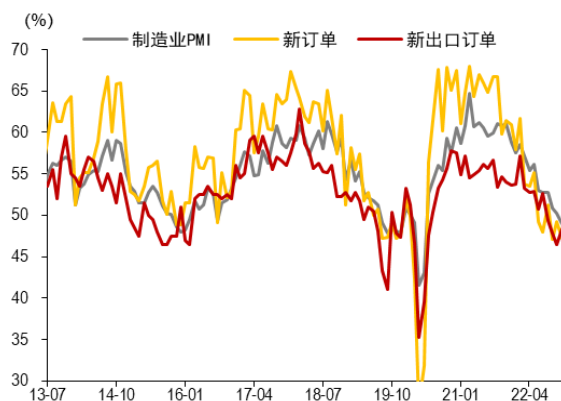
能源危机下，欧洲面临的衰退风险更为严峻。目前，欧洲通胀尚没有止步迹象，欧央行加息幅度被迫提高，目前利率水平已经达到过去 9 年最高。值得警惕的是，美国通胀以需求端拉动为主，而欧洲通胀以供给端约束推高成本为主，在成本推动型通胀中紧缩货币政策，欧洲通过加息降通胀的代价是更显著的经济衰退。

12 月 15 日，欧洲央行公布最新政策决议，如期放缓加息步伐，将三大主要利率均上调 50 个基点。加息后，欧洲央行边际贷款利率为 2.75%，主要再融资利率为 2.5%，存款便利利率为 2%，达 2008 年 12 月以来最高；欧洲央行表示，预计将进一步加息，未来的利率路径将取决于数据，利率需要有足够的限制性（2% 以上为限制性水平）。同时指出，将于明年 3 月以审慎有度、可预测的步伐启动量化紧缩。此外，欧洲央行下调经济增长预测，预计由于能源危机、高度不确定性、全球经济活动减弱和融资条件收紧，欧元区经

济可能在 2022 年四季度和 2023 年一季度陷入萎缩，并且预计在近期的萎缩后，经济将恢复增长。

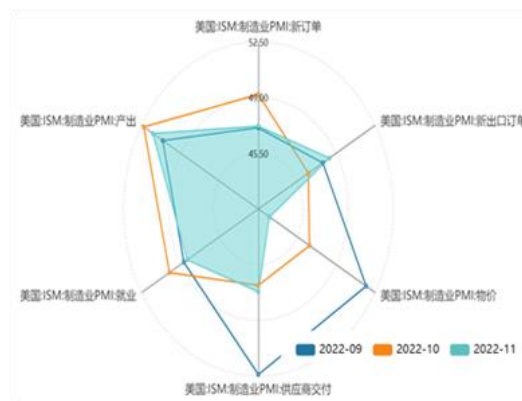
经济数据方面，12 月 16 日数据显示，欧元区 12 月制造业 PMI 初值 47.8，预期值和前值均为 47.1；欧元区 12 月服务业 PMI 初值 49.1，预期值和前值均为 48.5。欧元区 12 月份 PMI 虽延续小幅回升态势，但已经连续 6 个月处于荣枯线下方，受到能源价格飙升和供应链中断的严重打击，欧元区经济仍面临较大下行压力。

图表 7：美国 PMI 数据



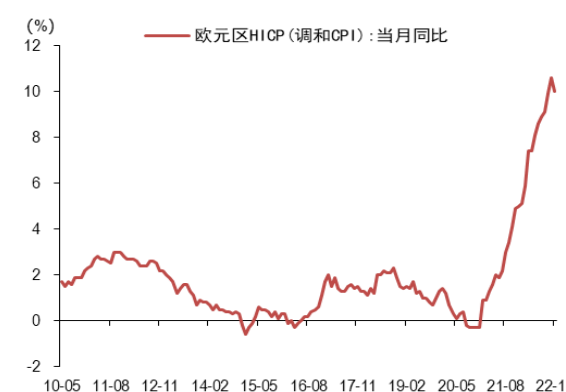
数据来源：Wind

图表 8：美国制造业 PMI 分项



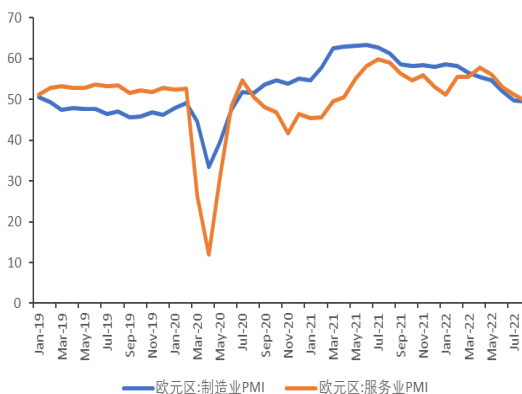
数据来源：Wind

图表 9：欧元区 CPI 数据



数据来源：Wind

图表 10：欧元区 PMI 数据



数据来源：Wind

2.3 稳增长政策持续出台，我国经济有望稳步复苏

2022 年以来国内疫情多点爆发，部分省市疫情有所加重，导致复工复产受到影响，一定程度上拖累国内经济复苏进程。数据方面，中国 11 月官方制造业 PMI 48，预期 49，前值 49.2，制造业生产经营景气水平较上月有所下降；11 月工业增加值同比 2.2%，前值增 5.0%，出口加速下行风险开始出现之后，工业生产也将面临考验，且随着疫情冲击到来，工业产出仍有进一步下行压力；消费方面，11 月社零同比大幅下滑至-5.9%，前值下滑 0.5%，主要还是疫情的冲击，后续随着感染人数增加，社零仍有进一步走低风险；11 月份固定资产投资同比增 5.3%，前值增 5.8%，其中制造业投资同比增 9.3%，基建（不含电力）同比增 8.9%，仍保持较强韧性；地产方面，11 月份土地购置、销售、新开工、竣工面积等继续全线下滑，且下滑幅度扩大 10-20 个百分点，可以看到即便地产政策已经出现比较积极的转向，但地产信心修复仍需时间。

国内在疫情防控方面出现积极调整信号：11月11日，国务院联防联控机制发布了《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》，对进一步优化防控工作提出了二十条措施。随后广州“解封”，北京、重庆等多地优化防控举措，疫情防控出现积极向好信号。

受国内疫情散发、房地产基本面惯性下滑压力不减，以及出口承压等因素冲击，国内经济再次出现明显的、全方位下滑。**市场对国家稳增长政策进一步出台的预期持续提升：**

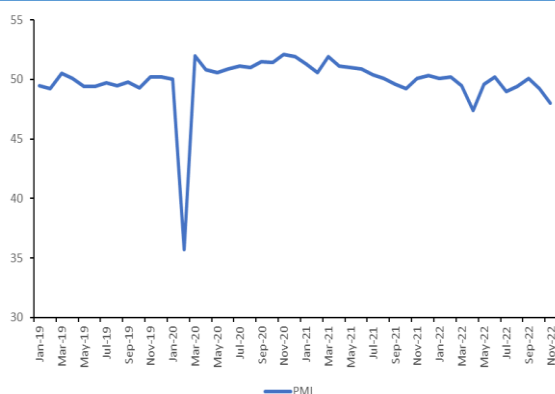
1、基建成为稳增长政策集中发力点，基建投资显著回暖。今年在经济下行压力下，基建是稳增长的主要抓手。相比2021年，财政支出和专项债投放整体前置，基建投资保持较快增速，前10月基础设施投资累计同比增长8.7%。

2、2022年稳地产政策频出，全国范围内对房地产开始了多轮政策放松。（1）7月28日，中央政治局会议指出：“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”；（2）8月22日，5年期贷款市场报价利率下调15BP至4.3%；（3）9月30日，央行决定，自10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点；财政部、税务总局同日明确，在2023年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在1年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠；（4）11月8日，人民银行、银保监会：用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展；（5）11月13日，央行、银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等16项政策措施。

3、中央经济工作会议12月15日至16日在北京举行，会议指出，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力；着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。

总体来看，国内防疫政策逐步放宽，随着我国基建、地产等各项稳增长政策加快落地，2023年中国经济仍有望逐步复苏。

图表 11：中国 PMI 指数

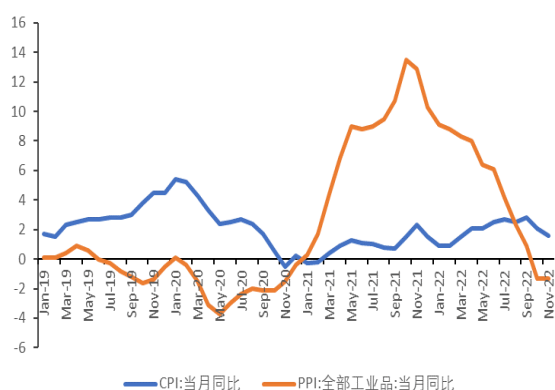


图表 12：中国制造业 PMI 分项



数据来源: Wind

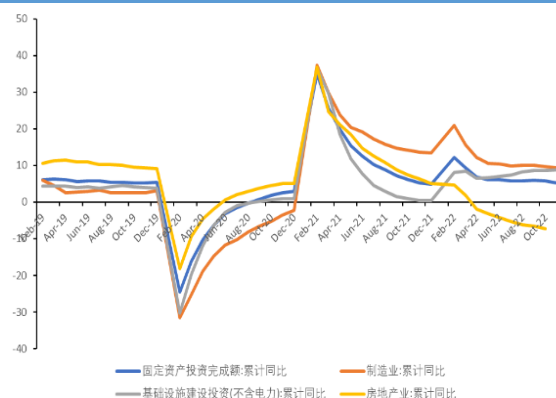
图表 13: 中国 CPI&PPI



数据来源: Wind

数据来源: Wind

图表 14: 固定资产投资分项累计增速



数据来源: Wind

三、基本面分析

3.1 天气扰动叠加需求走弱，镍矿进口同比回落

3.1.1 2022 年中国镍矿进口量同比下滑

2022 年，在菲律宾极端天气频繁扰动与镍矿需求下滑的共同作用之下，我国镍矿进口量同比回落。据海关数据显示，2022 年 1-10 月，中国镍矿进口总量 3331.4 万吨，同比减少 11.4%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 2789.1 万吨，同比减少 18.4%；自其他国家进口镍矿总量 542.3 万吨，同比增加 57.9%。

从季节性图表可以看出，菲律宾雨季期间（每年 11 月-次年 3 月）镍矿进口量降幅较大，今年二季度开始，菲律宾镍矿发运逐步恢复正常，但由于国内镍铁产量仍有下滑，镍矿需求受到影响。预计 2022 年总进口量约 3900 万吨左右，同比下降 10%。

2023 年，印尼镍铁回流仍将挤占国内镍铁市场，国内镍铁产量或稳中有降，镍矿需求难有回升，预计 2023 年我国镍矿进口量约 3750 万吨左右，同比下滑 3.8%。

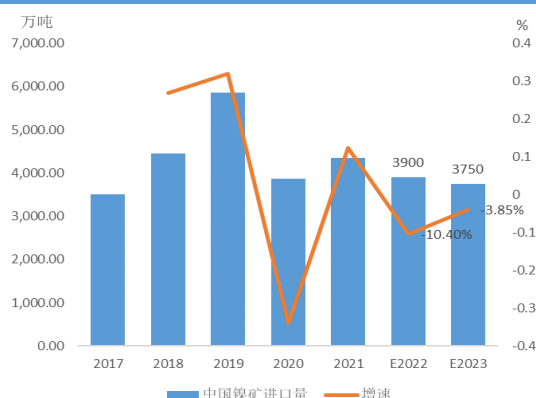
3.1.2 港口镍矿库存同比持稳，矿价年内经历冲高回落

年初以来，受到菲律宾雨季以及天气扰动，镍矿供应整体趋紧，港口镍矿库存持续消耗，后续随着到港增加以及国内需求走弱，港口镍矿库存缓慢抬升，四季度在雨季影响下港口库存呈季节性去库。截止 12 月 16 日，全国港口镍矿库存达 912.16 万湿吨，总折合金属量约 7.2 万镍吨，比去年同期高 34.86 万湿吨，增幅 3.97%。

2022 年镍矿价格经历了冲高回落，上半年在伦镍推动与能源价格飙升的影响之下，矿价大幅上行，三季度镍价回调后矿价亦高位回落，四季度随着菲律宾矿山进入雨季，铁厂备货需求回升，矿价小幅抬升。目前来看，镍矿成本支撑仍存，而铁厂利润走弱，在供需两弱格局之下，买卖双方博弈激烈，矿价整体持稳运行。

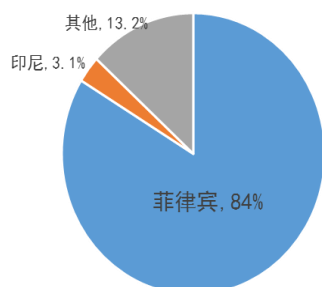
图表 15: 中国镍矿进口量

图表 16: 中国镍矿进口量分国别



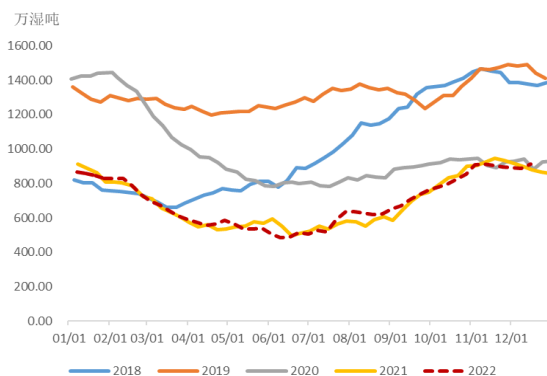
数据来源: SMM

图表 17: 中国镍矿进口国占比

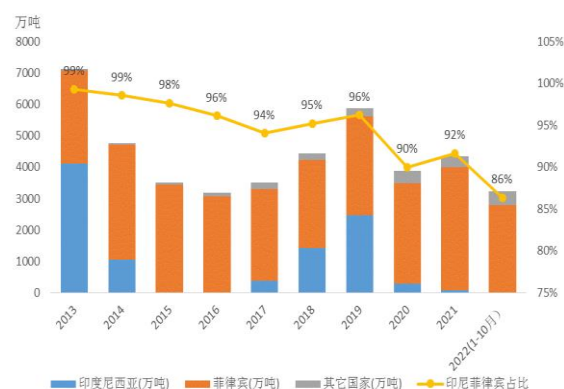


数据来源: SMM

图表 19: 中国镍矿港口库存季节性

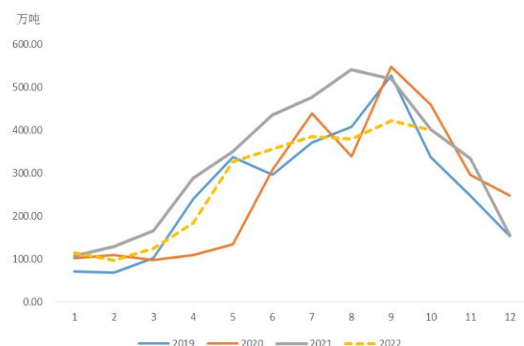


数据来源: SMM



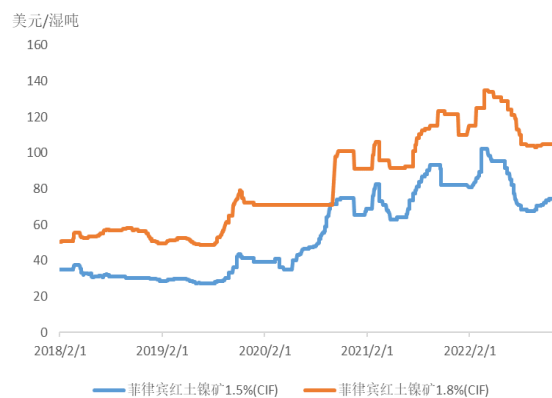
数据来源: SMM

图表 18: 菲律宾镍矿进口季节性



数据来源: SMM

图表 20: 镍矿价格



数据来源: SMM

3.2 中国镍铁产量持续下滑，印尼镍铁产能投放挤占国内市场

3.2.1 中国镍生铁产量维持下滑，高镍铁对电解镍深度贴水

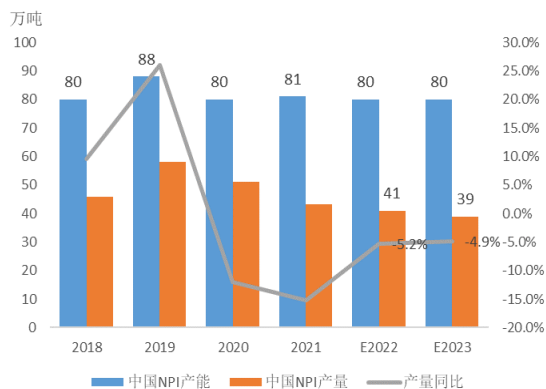
2022 年年初不锈钢排产高位，叠加伦镍事件影响，镍铁价格大幅上涨，带动我国镍铁产量增加；二季度以来镍铁产量维持震荡下行趋势，主因镍铁厂利润低影响生产积极性，同时印尼镍铁仍在大量投产，对国内市场造成明显挤占；三季度末不锈钢排产明显增加带动对镍铁需求，镍铁产量小幅回升；11 月下旬，

钢厂再次减产，镍铁需求下滑后产量亦受到影响，全年供应呈现前紧后松。据 SMM 数据，2022 年 1-11 月镍生铁累计产量为 37.5 万镍吨，同比减少 2.45 万镍吨，降幅 6.13%。预计 2022 年我国镍生铁产量约 41 万镍吨，同比减少 5.23%。

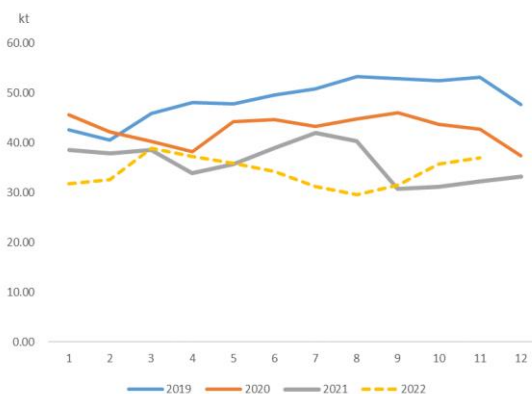
2023 年国内镍铁市场仍将受到印尼镍铁的挤占，镍铁产量或延续下行趋势。预计 2023 年我国镍生铁产量约 39 万镍吨，同比减少 4.9%。

今年以来，受到伦镍挤仓事件等影响，电解镍与高镍铁价差明显走扩，最高拉大至 1000 元/镍点以上，截止 12 月中旬，价差仍维持在 856 元/镍点左右。随着印尼镍铁项目的大量投产，镍铁供应逐步过剩，高镍铁对电解镍的深度贴水亦反映了原生镍的结构性差异所在，未来镍铁的供应过剩格局将进一步压制镍铁价格，在不锈钢原料中镍铁经济性优势逐步凸显。

图表 21：中国镍生铁产能&产量

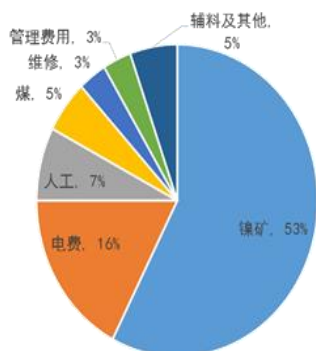


图表 22：中国镍生铁产量季节性



数据来源：SMM

图表 23：镍生铁生产成本构成

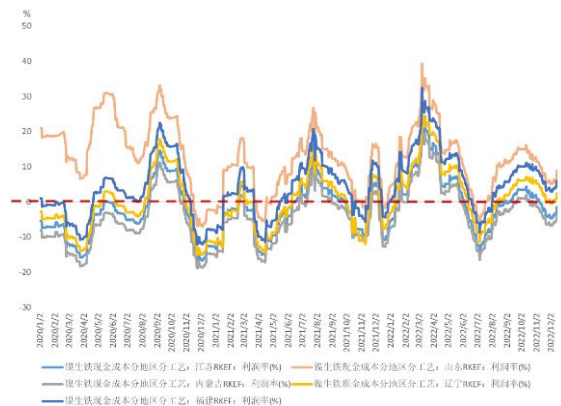


数据来源：SMM

图表 25：镍铁价格走势

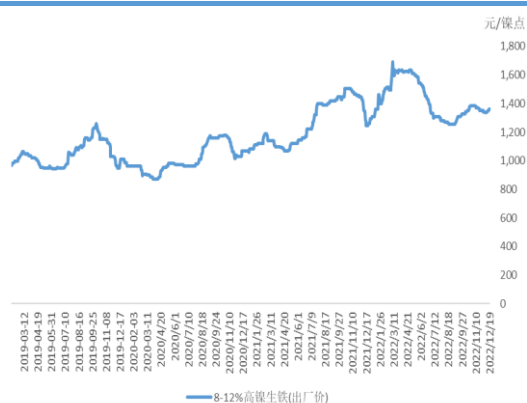
数据来源：SMM

图表 24：中国 RKEF 镍铁企业利润率

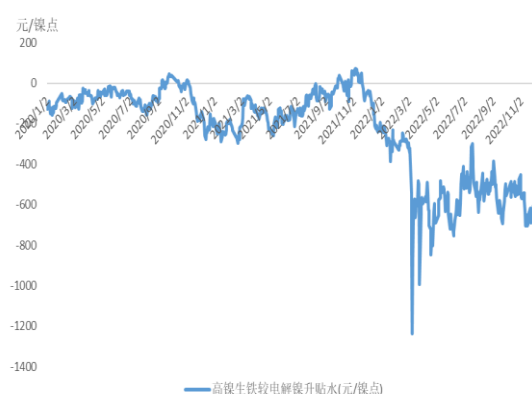


数据来源：SMM

图表 26：高镍铁较电解镍升贴水



数据来源: SMM



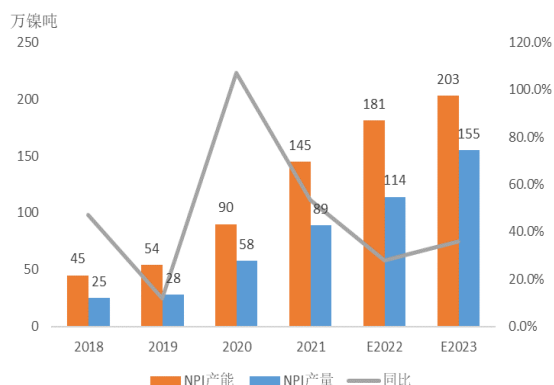
数据来源: SMM

3.2.2 印尼镍铁项目持续投产，镍铁产量持续增加

2022 年印尼镍铁项目仍陆续投产，虽然三季度部分产线投产有延后，但全年新增投产节奏整体较快。据 SMM 数据，2022 年 1-11 月印尼镍铁累计产量为 104.38 万镍吨，同比增 28.64%，**预计 2022 年印尼镍铁产量 114.57 万镍吨，同比增长 25.51 万镍吨，增幅 28.64%。**

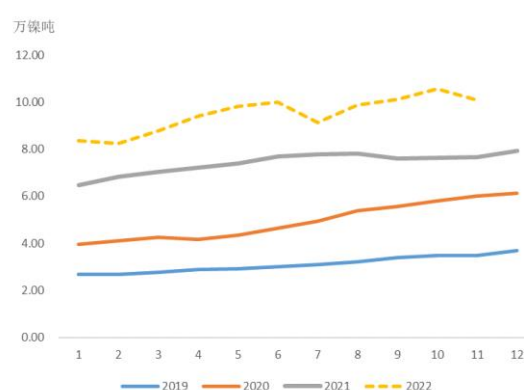
2023 年印尼新增镍铁产能超 50 万金属吨，包括印尼青山、印尼德龙、力勤 HJF、印尼华迪、印尼万向等项目，印尼镍铁产量仍有望延续大幅增长，但印尼政策较为多变，故新增投产仍有可能不及预期。**预计 2023 年印尼镍铁产量或增至 155 万镍吨，同比增加 40 万镍吨，增幅 35.3%。**

图表 27：印尼镍生铁产能产量（年度对比）



数据来源: SMM

图表 28：印尼镍铁产量季节图



数据来源: SMM

图表 29：2022-2023 年印尼镍铁项目投产情况

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)	17	19.2	RKEF	2022年已投、待投
青山(Morawali)	4	4.5	RKEF	2022年已投、待投
印尼德龙二期(PT. OSS)	10	8.5	RKEF	2022年已投
印尼德龙三期(PT. GNI)	20	17	RKEF	2022年已投、待投
印尼华迪	2	1.5	RKEF	2022年已投
印尼万向一期	2	2.3	RKEF	2022年已投
力勤+Harita (HJF)	2	2.3	RKEF	2022年已投、待投
青岛中程(恒顺)	3	2.1	RKEF	2022年已投、待投
2022年合计		57.4		
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E
印尼德龙	16	13.6	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	10	RKEF	2023年E
青岛中程(恒顺)	1	0.7	RKEF	2023年E
2023年合计		55.3		

数据来源：SMM，国贸期货研究院

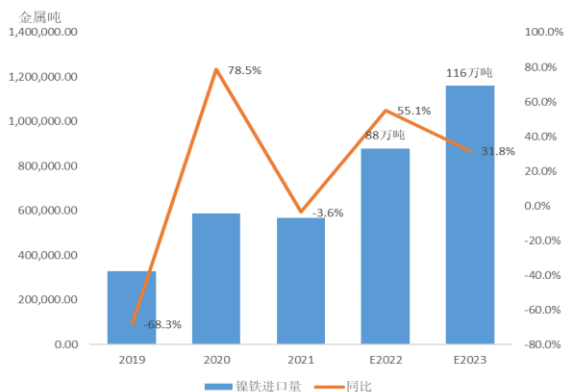
3.2.3 我国镍铁进口量大幅增加，关注印尼出口征税政策变化

2022年，我国镍铁进口量维持高增速，主要进口来源国仍是印尼。由于印尼镍铁成本低镍点高，在经济性驱动下印尼镍铁加速回流至国内，据海关数据显示，2022年1-10月中国镍铁进口总量467.9万吨（69.7万金属吨），同比增加158万吨，增幅51.0%。其中，自印尼进口镍铁量430万吨，同比增加168.5万吨，增幅64.4%。预计2022年中国镍铁进口总量达88万镍吨，同比增加55.45%。

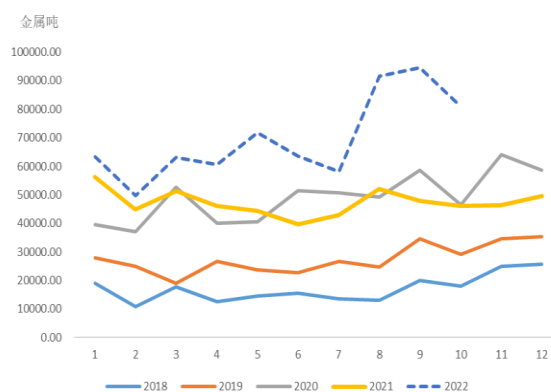
2023年，印尼新增产能仍将大幅释放，当地不锈钢产量增量有限，镍铁过剩资源将大幅回流至国内。预计2023年我国镍铁进口量将进一步增加至116万金属吨，增幅31.8%。

自2020年以来，印尼已成为全球最大的NPI生产国，占全球原生镍供应三分之一。近年来，印尼政府多次提出发展当地镍产业链，吸引外资在当地投资建厂，增加产品附加值，印尼的出口政策愈发受市场关注。据消息，印尼12月1日镍铁出口征收关税会议仍未达成最终协议，后期关税还是以LME为基准进行加税。若该政策落地，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。长期来看，该政策的实施将会使高成本产能逐渐出清，后续关注印尼相关政策落地情况（包括征税对象、征税幅度、落地时间）。

图表 30：中国镍生铁进口量（年度对比）



图表 31：中国镍生铁进口量季节性



数据来源: SMM

数据来源: SMM

3.3 印尼镍中间品持续投产放量，硫酸镍原料供应增加

3.3.1 印尼湿法中间品 MHP 产能持续投产放量，我国 MHP 进口量同比翻倍

随着印尼 MHP 项目投产放量，2022 年 1-11 月印尼 MHP 产量达 7.64 万金属吨，同比增长 6.5 倍，预计 2022 年全年印尼 MHP 产量约 8.6 万金属吨，同比增长约 5 倍。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）等项目，计划新增产能约 25 万金属吨，预计 2023 年印尼 MHP 产量达 17 万金属吨，同比增长约 1 倍。

2022 年镍湿法中间品进口大幅增加，增量主要来自于印尼。据海关数据统计，2022 年 1-10 月镍湿法冶炼中间品进口总量 71.22 万吨（约合 11.68 万金属吨），同比增加 118.10%。随着印尼湿法项目投产增加，未来自印尼进口湿法中间品占比将进一步抬升，并贡献主要进口增量。预计 2022 年我国镍湿法中间品进口量达 91.36 万吨（约合 15.5 万金属吨），同比增长 120.67%；2023 年我国镍湿法中间品进口量或达 137 万吨，约合 23 万金属吨，同比增长约 50%。

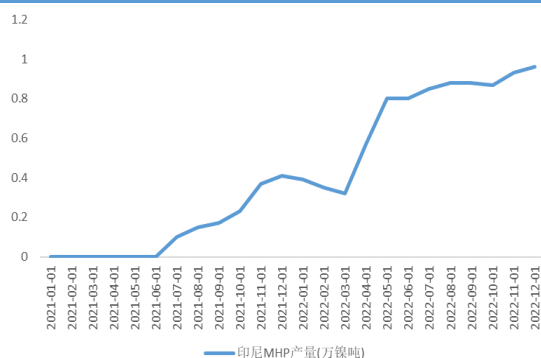
3.3.2 印尼高冰镍新增产能亦大幅增加，我国高冰镍进口量同比增长约 9 倍

2022 年以来，镍铁转产高冰镍项目陆续量产，1 月底，印尼青山首批高冰镍装船发运，目前处于产量爬坡阶段；印尼华科项目（4.5 万吨/年）于 5 月投产一条镍铁产线；中青新能源项目（一期）于 10 月底投产，年产 1 万金属吨，整体规划 6 万金属吨。2022 年 1-11 月印尼高冰镍产量达 18.3 万金属吨，同比增长 204%，预计 2022 年印尼高冰镍产量约 20.75 万金属吨，同比增长 203%。2023 年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，预计 2023 年印尼高冰镍产量约 30 万金属吨，同比增长 44.6%。

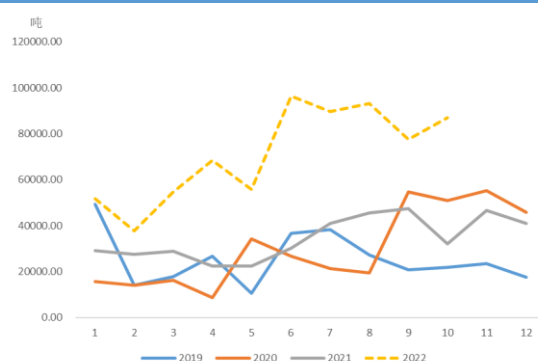
2022 年我国高冰镍进口增量明显，其中自印尼进口量占比达 95%以上。据海关数据统计，2022 年 1-10 月镍钼进口总量 12.29 万吨，同比增加 685.59%。预计 2022 年我国高冰镍进口量达 16.29 万吨，约合 12.2 万金属吨，同比增长约 9.2 倍；2023 年我国高冰镍进口量或达 36 万吨，约合 27 万金属吨，同比增长 120%。

截止 2022 年 12 月，印尼湿法中间品产量约 1w 吨/月，印尼高冰镍产量约 2.3 万吨/月，硫酸镍原料供应整体较为充足。

图表 32：印尼 MHP 产量

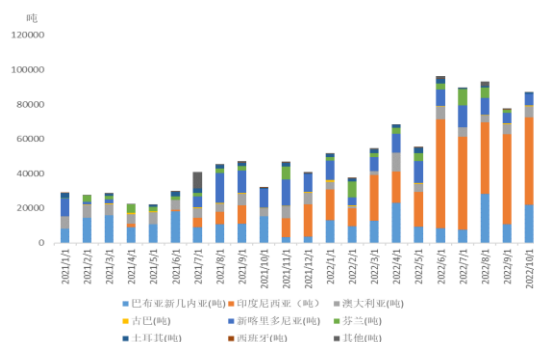


图表 33：镍湿法中间品进口季节图



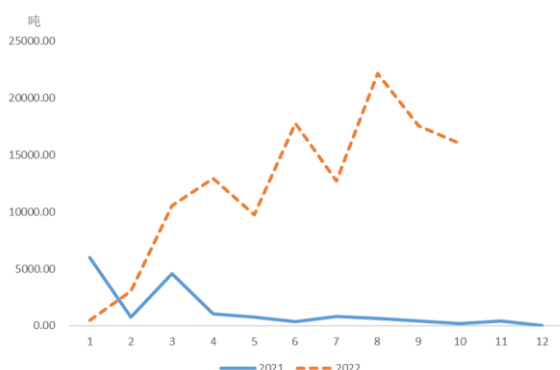
数据来源: SMM

图表 34: 镍湿法中间品进口分国别



数据来源: SMM

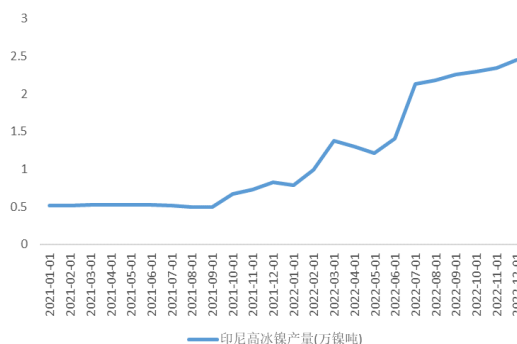
图表 36: 高冰镍进口季节性



数据来源: SMM

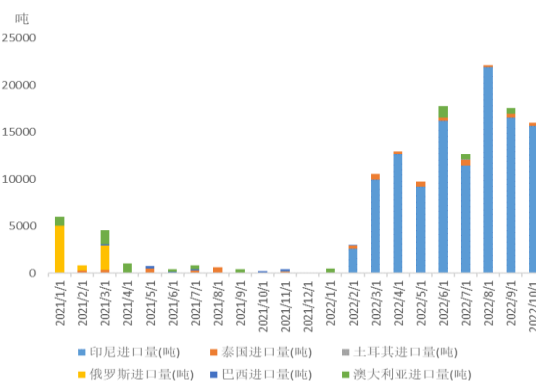
数据来源: SMM

图表 35: 印尼高冰镍产量



数据来源: SMM

图表 37: 高冰镍进口分国别



数据来源: SMM

3.4 2023年电解镍产量有望持续增加，进口量则稳中有降

3.4.1 电解镍冶炼产能增加，产量持续回升

海外主流镍企方面，俄罗斯诺里尔斯克与淡水河谷在 2021 年因事故减产，2022 年产量逐步回升。据 SMM 数据，全球精炼镍总产量近几年整体维持在 80-85 万吨左右的水平，产量变化较为稳定，2023 年印尼青山 5 万吨电解镍冶炼产能或逐步释放（预计投产时间在 2023 年 7 月），全球精炼镍产量仍有望持续增加。

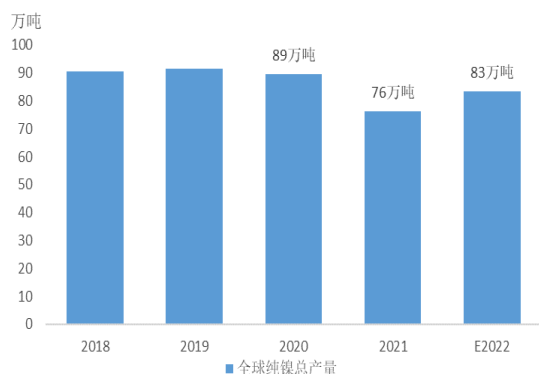
国内方面，2022 年上半年，在极端行情以及国内疫情影响之下，电解镍需求大幅下滑，产量亦受影响，后随着 5 月国内复工复产，叠加部分镍盐企业在利润驱动下转产或新建电解镍产能，电解镍产量得以修复，下半年电解镍产量增加较为明显。据 SMM 数据，1-11 月我国电解镍产量 15.75 万吨，同比增加 4.7%。预计 2022 年我国电解镍产量在 17.25 万吨，同比增加 4.2%。2023 年国内电解镍产量或稳步增加，华友浙江衢州 2 万吨电解镍冶炼项目或于 2023 年四季度投产，预计 2023 年我国电解镍产量达 18.5 万吨，同比增长 7.2%。

3.4.2 全年电解镍进口大幅下滑，2023 年进口料维持下行趋势

年初电解镍进口维持盈利，进口量同比增加，但随着 3 月伦镍发生极端行情，进口亏损大幅走扩至历史极值，进口量受到较大影响，多数货物并未清关，直至五月中旬，进口窗口再次打开，但贸易商担心现货高升水难以持续，进口意愿不足。三季度开始，进口窗口持续打开，但由于中间品对镍豆形成替代，进口量整体有限，同比维持下滑，11 月中下旬伦镍表现持续强势，进口亏损再度走扩。据海关数据显示，2022 年 1-10 月，中国精炼镍进口总量 12.76 万吨，同比减少 8.05 万吨，降幅 38.68%。预计 2022 年电解镍进口量在 15 万吨左右，同比下滑 42.6%。

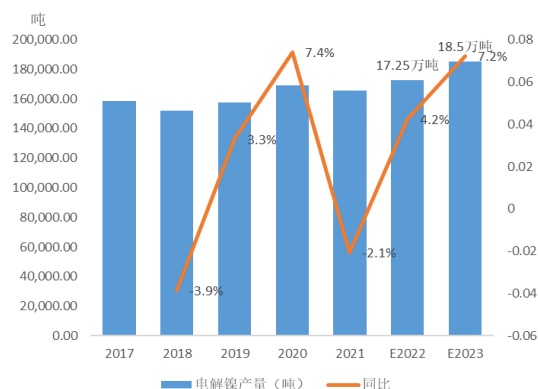
展望 2023 年，不锈钢产量或稳中有增，新能源高增速格局不变，但随着印尼湿法及高冰镍陆续投产，印尼镍中间品进口明显增加，硫酸镍对镍豆需求低位运行，且镍豆经济性维持弱势，纯镍进口或仍以刚需为主，电解镍进口量或稳中有降。预计 2023 年电解镍进口下滑至 12 万吨左右，同比小幅下降 20%。

图表 39：全球纯镍产量（年度对比）



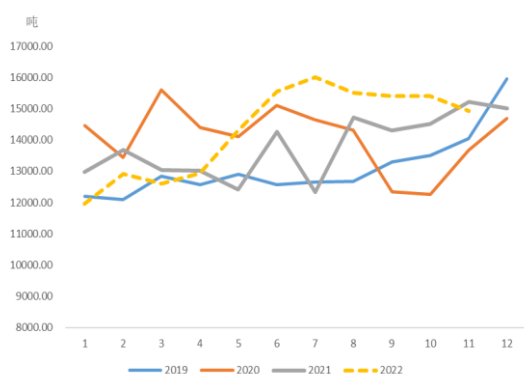
数据来源：SMM

图表 40：中国电解镍产量（年度对比）



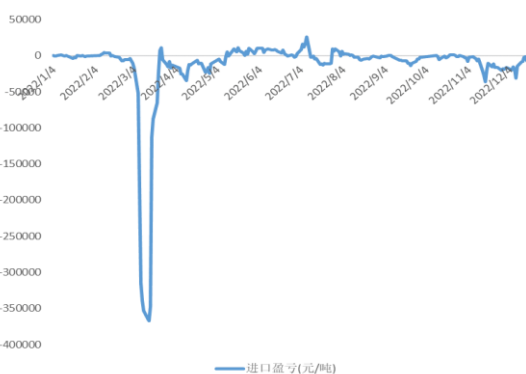
数据来源：SMM

图表 41：中国电解镍产量季节性



数据来源：SMM

图表 42：电解镍进口盈亏



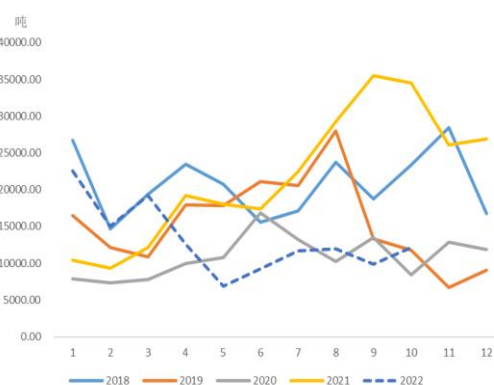
数据来源：SMM

图表 43：电解镍进口量（年度对比）

图表 44：电解镍进口量季节性



数据来源：SMM



数据来源：SMM

3.5 产能投放叠加需求推动，2023年我国不锈钢产量恢复增长

3.5.1 2022 年中国及印尼不锈钢产量稳中有降

全球不锈钢产量：全球不锈钢产量维持快速增长，预计 2022 年全球不锈钢产量达 5936 万吨，同比增 5.53%。

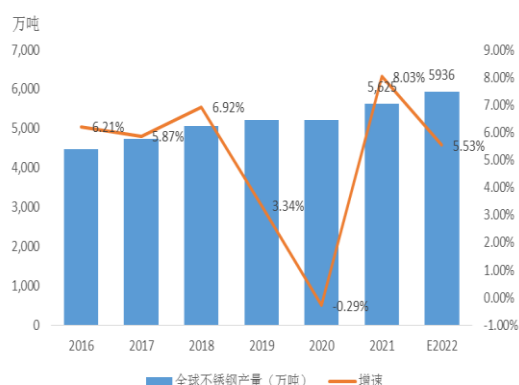
中国不锈钢产量：2022 年，受疫情影响，不锈钢下游需求整体表现疲弱，在库存与成本压力之下钢厂减产增加，产量同比下滑，后随着供需边际改善，社库及厂库大幅去化，旺季预期下 9 月起不锈钢产量整体回升，11 月中下旬，在需求转弱、成本高企的环境下钢厂减产消息频传，年底产量或环比下滑。2022 年 1-11 月，我国不锈钢产量约 2949 万吨，同比减少 0.4%，其中 300 系产量 1553 万吨，同比增加 3.9%，占比 52.7%。预计 2022 年中国不锈钢粗钢产量达 3237 万吨，增幅约 0.2%。其中，300 系产量为 1705 万吨，同比增幅 4.8%；200 系产量为 997 万吨，同比增 3.64%；400 系产量为 539 万吨，同比降幅 15.6%。2023 年，不锈钢新增产能较多，主要为 300 系。同时，在地产政策支撑下，房屋竣工端预期较好，带动不锈钢供需回暖。预计 2023 年我国不锈钢产量 3398 万吨，同比增加 5%；其中 300 系产量 1810 万吨，同比增加 6.16%。

印尼不锈钢产量：在全球需求走弱的影响之下，今年印尼不锈钢产量同比下滑。2022 年 1-11 月，印尼不锈钢产量约 452 万吨，同比减少 0.7%。预计 2022 年印尼不锈钢总产量约 480 万吨，同比下滑 3.6%。随着印尼不锈钢项目陆续投产，预计 2023 年印尼不锈钢产量增至 545 万吨，同比增 13%。

近几年，全球不锈钢增量主要来自中国和印尼，我们梳理了 2023 年中国及印尼不锈钢新增产能情况（图表 49）：（1）国内方面，今年新增 300 系产能主要包括德龙二期、山东鑫海、众拓等，德龙二期已在年初投产，鑫海于 10 月底投产。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，印尼青山今年 8 月新增 100 万吨炼钢，但是产能并未释放。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。

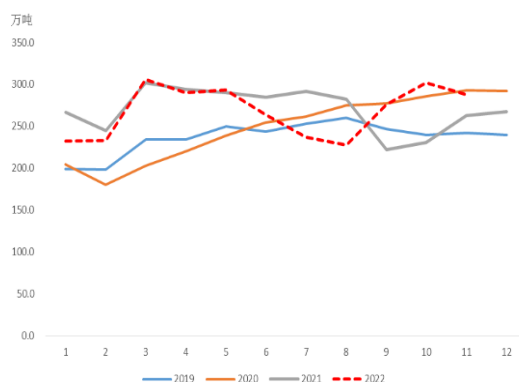
图表 45：全球不锈钢产量

图表 46：中国不锈钢产量分系列



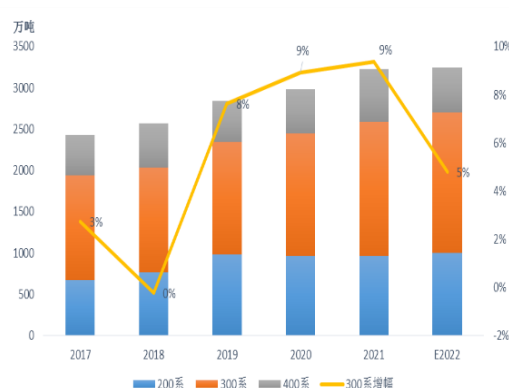
数据来源: SMM

图表 47: 中国不锈钢产量季节图



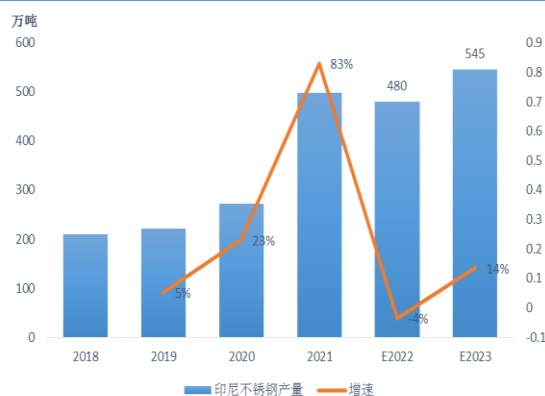
数据来源: SMM

图表 49: 2023 年中国及印尼不锈钢产能新增情况 (万吨)



数据来源: SMM

图表 48: 印尼不锈钢产量



数据来源: SMM

日期	不锈钢厂名称	不锈钢产能 (万吨/年)	规划系列	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	2022年底或2023年
	印尼青山	100	300系	2022年待投
	宁波力勤	300	300系	2023年或以后
	总计	450		

数据来源: SMM, 国贸期货研究院

3.5.2 印尼冷轧回流增加, 不锈钢净出口回落

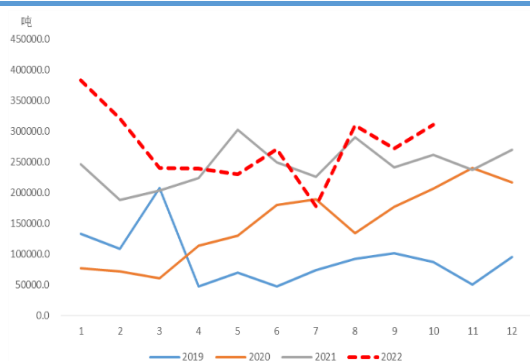
进口方面: 据海关数据显示, 2022 年 1-10 月, 国内不锈钢进口累计量约 275.66 万吨, 同比增加 33.7 万吨, 增幅 13.93%。其中自印尼进口不锈钢累计量为 233.84 万吨, 同比增加 50.17 万吨, 增幅 27.32%。随着印尼永旺冷轧投产放量, 我国自印尼进口不锈钢量明显回升, 预计 2022 年进口量约 320 万吨, 同比增幅 8.84%。

出口方面：据海关数据显示，2022 年 1-10 月，国内不锈钢出口累计量约 375.99 万吨，同比增加 14 万吨，增幅 3.87%。**预计 2022 年中国不锈钢出口量约 430 万吨，同比降幅 7.3%。**

净出口：2022 年 1-10 月份，中国不锈钢净出口总量约 100.33 万吨，同比减少 19.7 万吨，减幅 16.41%。**预计 2022 年中国不锈钢净出口量收窄至 110 万吨左右，同比减少 60 万吨，降幅 35.3%。**

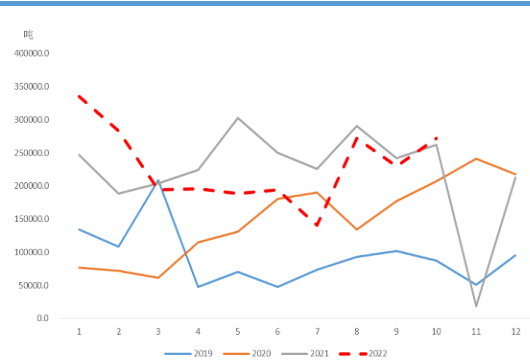
2022 年以来，在俄乌冲突影响之下，能源价格大幅上涨，海外不锈钢价格亦持续走高，经济性带动我国不锈钢出口增加。与此同时，印尼永旺冷轧投产放量亦推升了我国不锈钢进口量。8 月底开始，海外钢厂检修减产增加，不锈钢出口受到一定提振，然而欧美高通胀压力持续，海外需求走弱，我国不锈钢净出口量整体回落。2023 年随着印尼不锈钢的持续回流，我国不锈钢净出口量或继续收窄至 100 万吨以内。

图表 50：不锈钢进口季节性



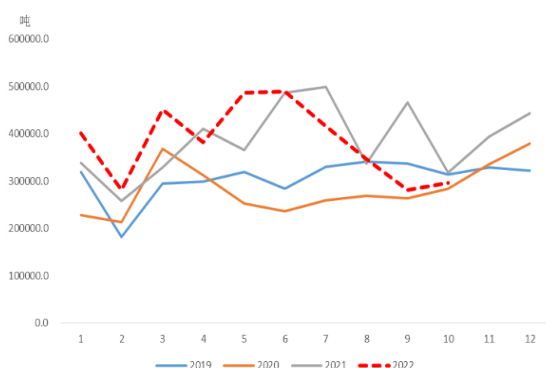
数据来源：SMM

图表 51：中国自印尼进口不锈钢量



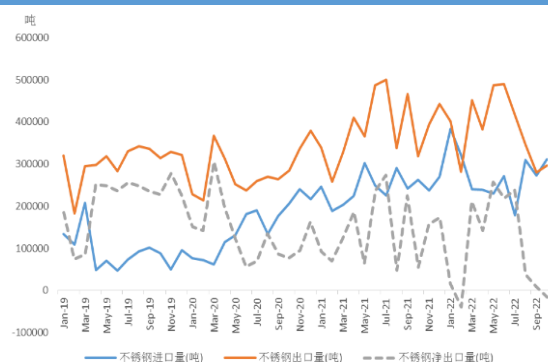
数据来源：SMM

图表 52：不锈钢出口季节性



数据来源：SMM

图表 53：中国不锈钢净出口量



数据来源：SMM

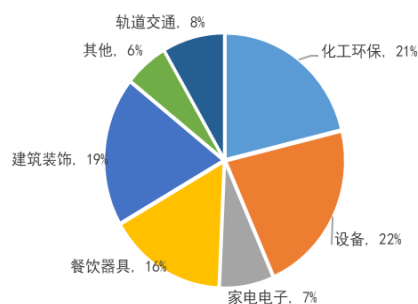
3.5.3 地产政策支撑下，不锈钢消费有望维持增长

不锈钢下游消费领域众多，主要应用于石油化工、餐饮器具、建筑装饰、家电等领域。2022 年上半年，国内疫情对需求冲击较大，房地产、家电等需求走弱，终端消费行业多处于负增长状态，内需表现疲弱。5 月以来，国内多项房地产纾困政策陆续出台，各地政府“保交楼”政策持续发力，11 月提出的地产“十六条”进一步提振市场信心，不锈钢需求整体回暖。**预计 2022 年中国表观消费量约 3128 万吨，环比增幅 1.3%左右。**

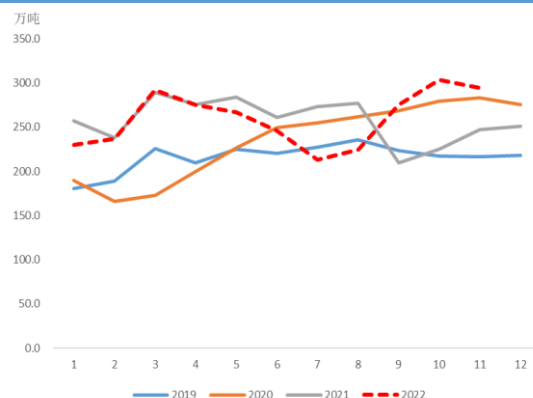
由于不锈钢下游消费与房地产施工/竣工息息相关，2023 年在国家“保交楼”、“保交付”政策支持

下，地产竣工端有望逐步复苏，作为房地产后周期的家电、餐饮器具以及建筑装饰等不锈钢应用领域，需求仍有一定增长空间。预计 2023 年不锈钢需求增速或达 3%-5%。

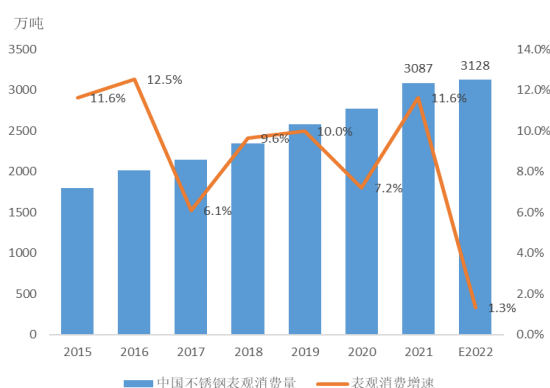
图表 54：不锈钢下游消费领域占比



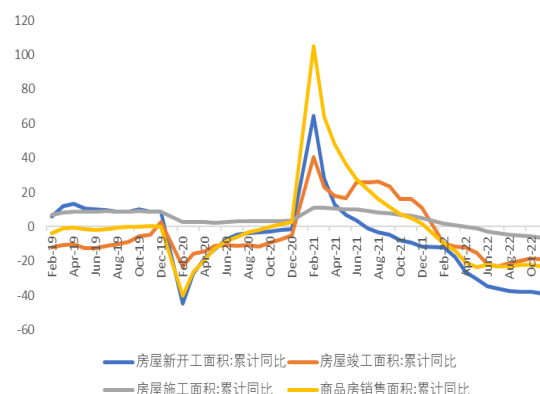
图表 55：中国不锈钢表观消费量季节性



数据来源：网络公开信息，国贸期货研究院
图表 56：中国不锈钢表观消费量（万吨）



数据来源：SMM
图表 57：房地产施工、开工、竣工、销售面积



数据来源：SMM

数据来源：Wind

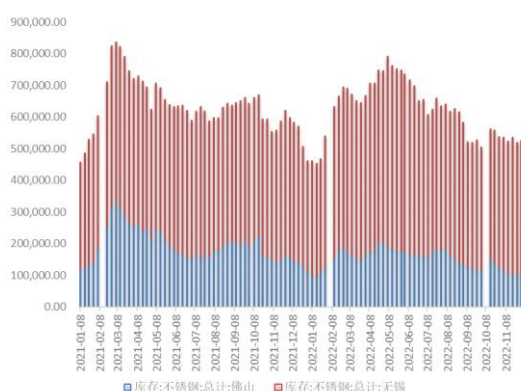
3.5.4 过剩格局难改，2023 年不锈钢社库或逐步累积

2022 年，不锈钢库存表现为先升后降，呈现出一定的季节性。上半年不锈钢排产增加，而需求表现疲弱，库存整体回升，期货仓单亦处于高位。随着年中钢厂检修减产增加，价格下挫后供需边际修复，三季度开始不锈钢库存持续去化，传统旺季正反馈逐步显现，直至 11 月不锈钢终端需求持续疲弱，库存小幅累积。截至 2022 年 12 月 15 日，无锡、佛山不锈钢库存总量合计 67.25 万吨，较一季度高点回落约 11.45 万吨，降幅 14.5%。

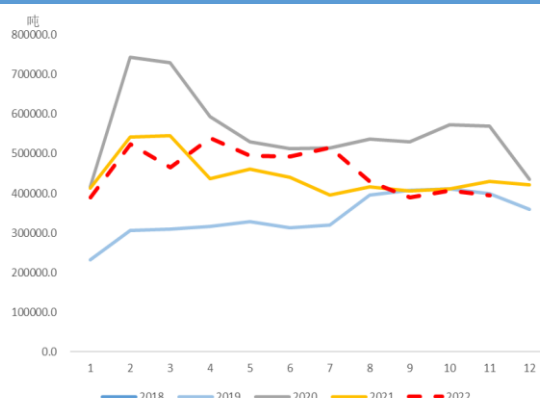
展望 2023 年，不锈钢新增产能较多，产量有望持续增长，同时地产政策亦将提振不锈钢终端需求。虽然供需均有增量，但不锈钢仍处于产能过剩格局，钢厂仍面临较大库存压力，不锈钢社库或逐步累积。

图表 58：不锈钢社会库存

图表 59：不锈钢 300 系库存季节性



数据来源: Wind



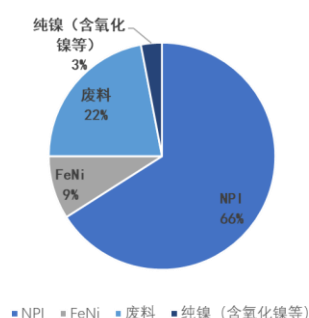
数据来源: SMM

3.5.5 不锈钢厂对镍铁使用量持续增加

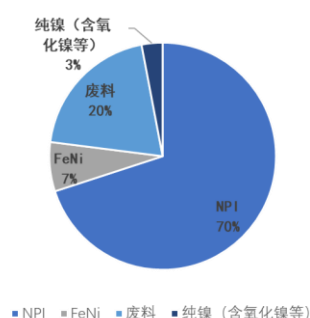
2022 年, 由于精炼镍价格剧烈波动, 经济性明显下滑, 钢厂大幅提高镍生铁使用比例至 66% 左右, 预计 2023 年随着印尼镍铁项目的持续投产放量, 钢厂用 NPI 占比将进一步提升至 70% 附近, 而精炼镍占比或维持 3% 左右的低位。

图表 60: 不锈钢厂镍原料消费情况预估

E2022 中国不锈钢镍原料消费



E2023 中国不锈钢镍原料消费



数据来源: SMM, 国贸期货研究院

3.6 新能源产业高速增长, 对镍需求持续拉动

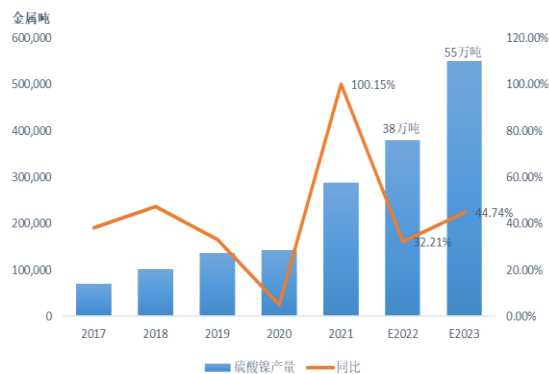
3.6.1 硫酸镍产量维持高增长, 镍豆使用占比下滑

2022 年, 虽然受到疫情与原料价格暴涨等诸多影响, 新能源市场仍维持高速发展, 对硫酸镍需求依旧旺盛, 据 SMM 数据, 2022 年 1-11 月我国硫酸镍产量约 33.9 万金属吨, 同比增加 30.77%, 预计 2022 年中国硫酸镍产量达 38 万金属吨, 同比增长 32.18%。目前来看, 新能源仍维持高速增长态势, 三元锂电池高镍化方向不变, 印尼镍中间品产线亦陆续投产放量, 硫酸镍需求将持续增加, 预计 2023 年硫酸镍产量或达 55 万金属吨, 同比增 44.7%。

从硫酸镍原料使用占比来看, 年初镍豆制备硫酸镍经济性尚可, 镍豆使用占比仍维持在 50% 左右, 然而随着伦镍挤仓事件的发生, 镍豆价格大涨后硫酸镍与镍豆价差倒挂, 镍豆制备硫酸镍亏损扩大, 叠加海外镍中间品 (MHP/高冰镍) 的大幅投产回流, 镍豆消费逐步被替代, 下半年镍豆使用占比已回落至 10% 下

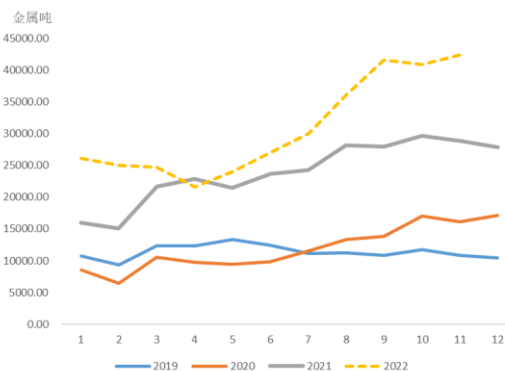
方。截止 10 月，镍豆在硫酸镍原料占比维持在 7% 左右，而高冰镍使用占比约 36%，MHP 使用占比约 46%，后续硫酸镍生产或仍以中间品、废料为主，镍豆消费难以大幅抬升。

图表 61：中国硫酸镍产量年度对比



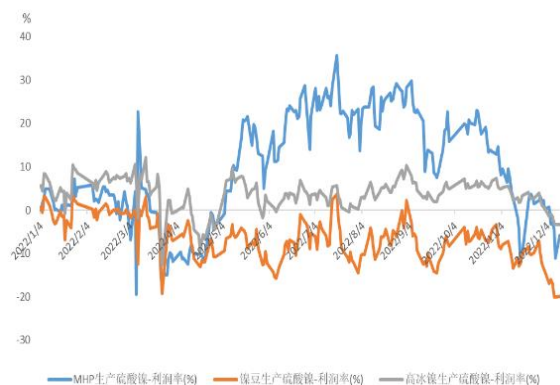
数据来源：SMM

图表 62：中国硫酸镍产量季节性



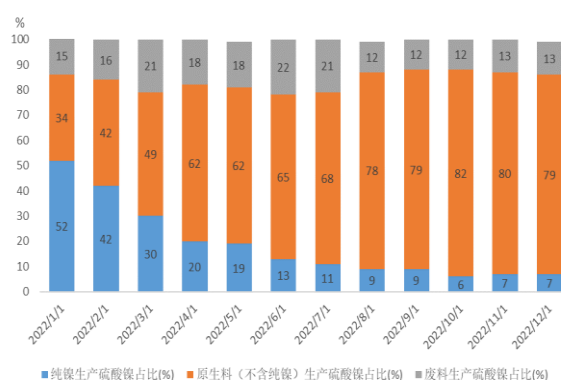
数据来源：SMM

图表 63：硫酸镍各原料生产利润率



数据来源：SMM

图表 64：硫酸镍原料使用占比



数据来源：SMM

3.6.2 磷酸铁锂对三元电池替代效应或逐步减弱，高镍化仍是发展趋势

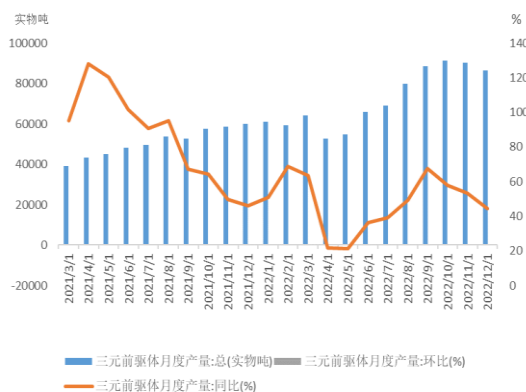
2022 年随着新能源车市场高速发展，三元前驱体产量持续增加，据 SMM 数据，2022 年 1-11 月三元前驱体产量达 77.69 万吨实物量，同比增加 48.5%，其中 811 型 25.86 万吨，同比增加 81.4%。预计 2022 年中国三元前驱体产量将达到 86.34 万吨实物量，同比增长 48.09%。

虽然新能源车高速发展持续提振动力电池装机量，但由于年内三元电池原料价格（镍、锂）持续上行，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，短期或仍受到成本与安全性问题等影响。2022 年 1-11 月，我国动力电池累计装车量 258.5GWh，累计同比增长 101.5%。其中三元电池累计装车量 99.0GWh，占总装车量 38.3%，累计同比增长 56.5%；磷酸铁锂电池累计装车量 159.1GWh，占总装车量 61.5%，累计同比增长 145.5%。预计 2022 年我国动力电池装车量 314GWh，同比增加 103.28%，其中三元电池装车量 125GWh，同比增加 68.17%。

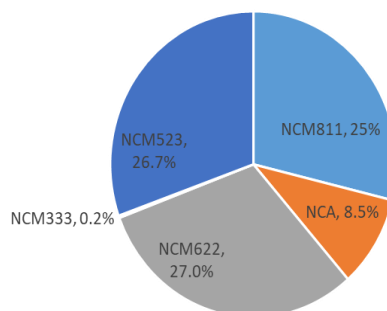
2023 年，新能源车产销有望维持高增，动力电池装车量料延续增长，随着三元电池原料价格逐步回归合理区间，以及汽车高端化需求提振，磷酸铁锂电池对三元替代效应或逐步减弱，高镍三元电池仍有较好

的需求前景，镍需求有望得到边际提振。预计 2023 年我国动力电池装车量 440GWh，同比增加 40%，其中三元电池装车量 198GWh，占比约 45%，同比增加 58%。

图表 65：三元前驱体产量

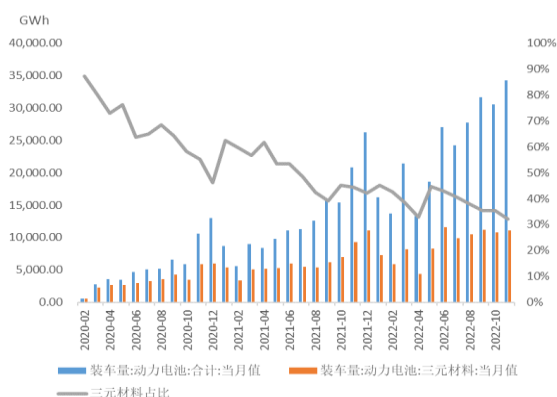


图表 66：三元前驱体各型号占比



数据来源：SMM

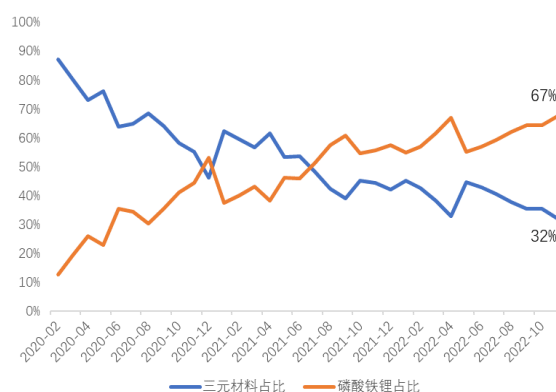
图表 67：动力电池装车量



数据来源：Wind

数据来源：SMM

图表 68：磷酸铁锂&三元装机量占比



数据来源：Wind

3.6.3 全球新能源车产销高速增长，国内补贴退出影响或逐步弱化

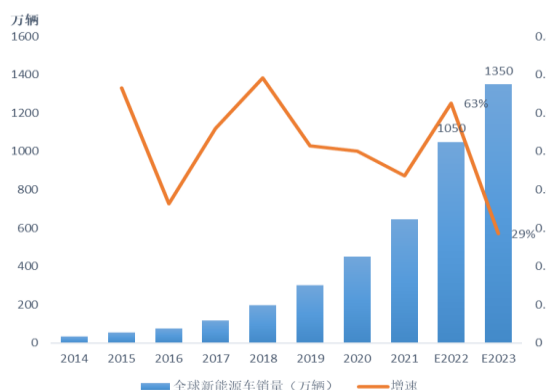
海外方面，欧盟正式批准 2035 年禁售燃油车这一政策，新能源车销售增加预期较强，2022 年 1-10 月，全球新能源车累计销量为 775.07 万辆，占市场份额 13%。预计 2022 年全球新能源车销量约 1050 万辆，同比增长 63%。从海外新能源汽车渗透率来看，欧洲在 16% 左右，美国仅有 7%，日本仅有 2%，新能源汽车仍有发展空间，然而，在欧美高通胀压力之下，购车需求仍将受到一定影响，2023 年新能源销量增速或有放缓。预计 2023 年全球新能源车销量约 1350 万辆，同比增加 28.5%。

国内方面，2022 年虽然我国新能源汽车生产受疫情与原料价格飙涨等多重影响，但国家支持政策频出，6 月底，国常会明确支持新能源汽车消费，研究免征新能源汽车购置税政策年底到期后延期问题，8 月中旬，国常会宣告延续实施新能源汽车免征购置税至 2023 年底，新能源汽车产销仍维持快速增长。根据中汽协数据显示，2022 年 1-11 月，我国新能源汽车产销分别完成 625.3 万辆和 606.7 万辆，同比均增长 1 倍，市场占有率达到 25%。预计 2022 年中国新能源车销量约 700 万辆，同比增长 1 倍。

我国新能源汽车购置补贴已延续了 13 年之久，根据工信部等四部门 2021 年 12 月份发布的通知，新

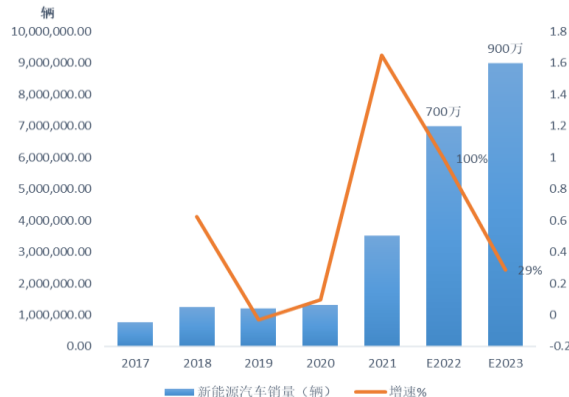
新能源汽车财政补贴政策将于 2022 年 12 月 31 日终止，在此之后上牌的车辆国家将不再给予补贴（现有补贴额度为插电混合动力车 4800 元/辆、纯电动车 1.26 万元/辆）。2023 年，受到新能源汽车购置补贴退出的影响，新能源汽车销量增速或不及往年，但当前国内新能源行业仍在飞速发展，政策补贴退坡的影响已逐步弱化，市场需求将成为新能源车消费的主要驱动，我国新能源汽车产销仍有望保持较快增长。预计 2023 年我国新能源车销量达 900 万辆，同比增长 30%，市场渗透率将达到 32.6%。

图表 69：全球新能源车销量



数据来源：Wind

图表 70：中国新能源汽车销量



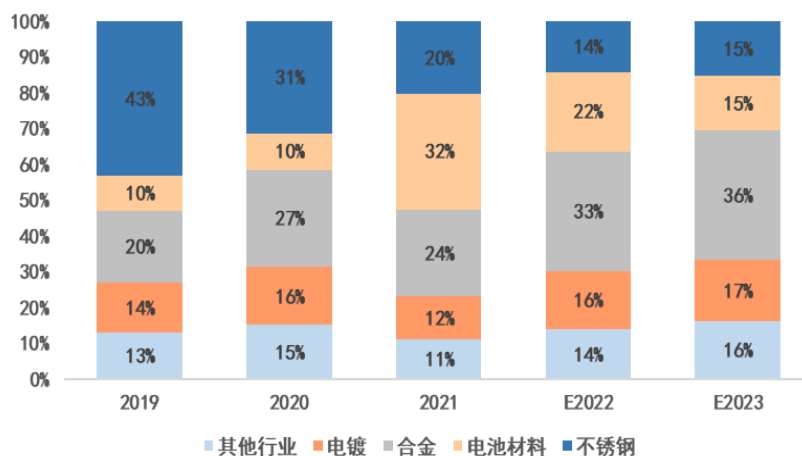
数据来源：Wind

3.7 合金电镀行业作为电解镍主要下游，需求弹性较小

合金电镀是电解镍下游需求占比最大的一个消费领域，占比超 40%，单月耗镍量达 14000 吨以上。其终端行业多属于高端制造，包括航空、化工油气、加工行业等。

从原生镍供需来看，合金电镀行业近几年需求较为平稳，金属量占比不大，但对电解镍需求仍将产生明显影响。随着全球镍中间品产能投产放量，新能源对镍需求或持续下滑，合金、电镀在电解镍下游消费占比料进一步抬升，然而当前该行业需求弹性较小，影响整体有限。

图表 71：中国电解镍下游占比变化



数据来源：SMM，国贸期货研究院

3.8 2023年中国原生镍供需过剩加剧

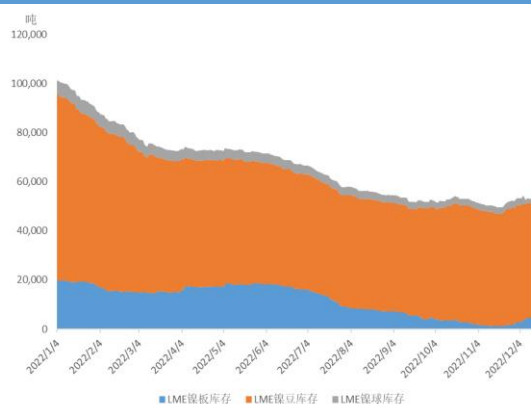
3.8.1 全球镍库存降至低位，部分 LME 镍板库存隐性化

2022 年以来，全球镍库存持续处于历史低位。年初在新能源对镍豆需求带动下，LME 镍豆库存延续去化，但随着 3 月极端行情发生后，镍豆经济性大不如前，需求明显减弱，LME 镍豆库存去化速度放缓，而镍板库存加速去化，部分库存或转为隐性库存。截至 12 月 16 日，LME 镍库存 5.39 万吨，较年初下降 4.74 万吨，降幅 46.81%。升贴水方面，年初在挤仓事件影响下，LME 镍升水大幅走高，而下半年由于电解镍需求表现趋弱，LME 镍多维持深度贴水状态。

国内方面，年初受到疫情与高镍价影响，下游需求疲弱，纯镍库存有所累积，后随着疫情转好、镍价回落，社会库存逐步去化，叠加进口窗口常处于关闭状态，镍库存整体低位运行。截止 12 月 16 日，国内社会库存 4869 吨，较年初下降 5581 吨，降幅 53.4%；上海保税区库存 8100 吨，较年初下降 2200 吨，降幅 21.36%。

展望 2023 年，印尼镍中间品产能持续释放，对镍豆需求加速替代，镍豆库存去化料明显放缓，随着原生镍供需由二级镍过剩逐步转向全面过剩，纯镍库存仍有望逐渐累积。当前来看，全球镍库存仍低位运行，部分 LME 镍板库存隐性化，短期镍结构性矛盾仍存，在累库现实兑现之前，仍需警惕可交割品库存低位带来的挤仓风险。

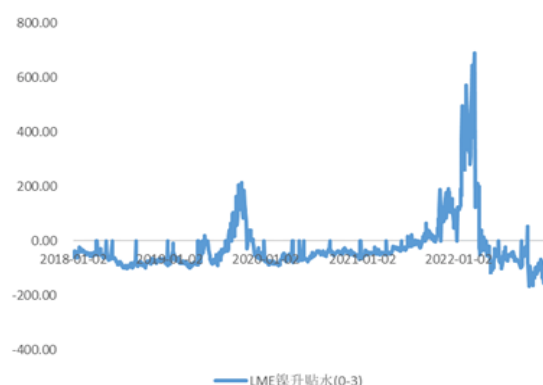
图表 72：LME 镍库存分形态



数据来源：SMM

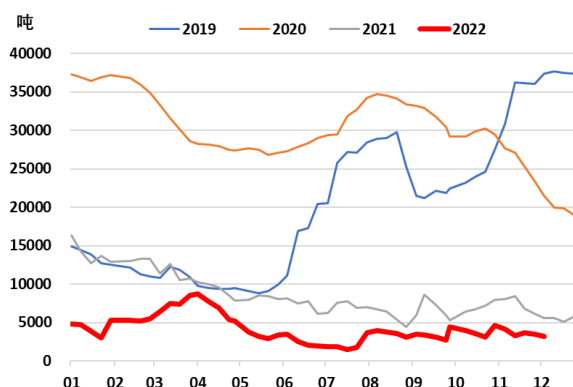
图表 74：上期所库存季节性

图表 73：LME 镍升贴水



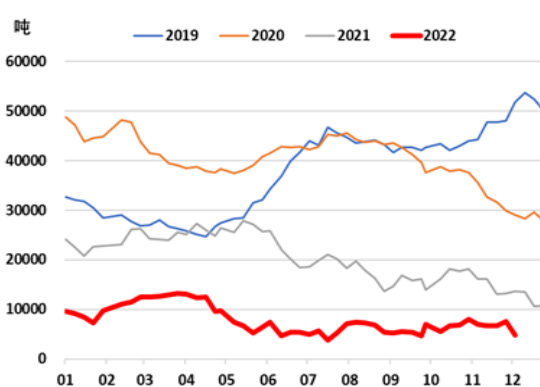
数据来源：Wind

图表 75：国内社会库存季节性



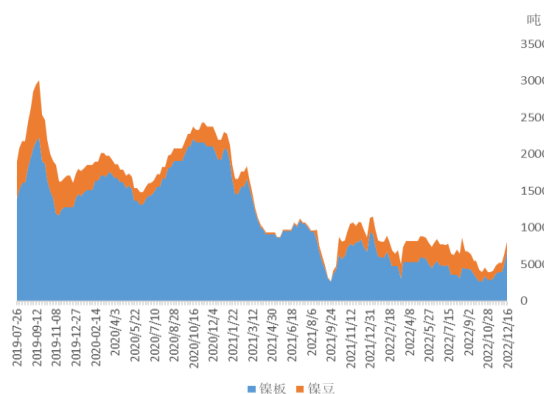
数据来源: Wind

图表 76: 上海保税区库存



数据来源: SMM

图表 77: 镍仓单库存



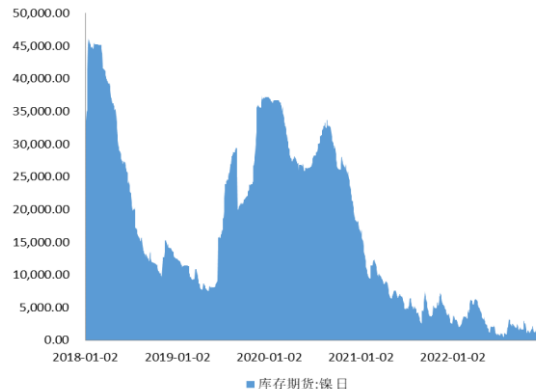
数据来源: SMM

3.8.2 预计 2023 年原生镍供需转向全面过剩

2022 年,全球纯镍库存降至历史低位,可交割品不足的担忧一度引发伦镍挤仓行情,国内外镍价均创下历史新高,结构性矛盾凸显。从原生镍供需平衡来看,在印尼镍产品持续投产放量的背景下,原生镍供需已然迈向过剩,但主要体现为二级镍(镍铁)过剩,预计 2022 年全球原生镍供需过剩 9.23 万吨,中国原生镍供需过剩 11.7 万吨。

展望 2023 年,虽然新能源与不锈钢需求均有增量,但在高利润刺激下,全球镍项目仍在加速投产放量,印尼镍中间品将进一步替代电池行业对镍豆需求,原生镍供需有望由二级镍过剩转向全面过剩。从结构上看,短期在纯镍累库兑现之前,仍需警惕供需错配导致镍价出现阶段性上涨的可能性。预计 2023 年全球原生镍供需过剩 29.75 万吨,中国原生镍供需过剩 23.99 万吨。

图表 78: 全球镍供需平衡表



数据来源: Wind

万金属吨	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球原生镍供应	248.41	253.69	271.58	318.8	375.44
全球原生镍消费量	243.74	244.9	294.51	309.57	345.69
全球平衡	4.67	8.79	-22.93	9.23	29.75
中国原生镍供应	141.55	150.62	162.29	189.73	228.69
中国原生镍消费量	132.78	143.19	158.72	178.07	204.7
中国平衡	8.77	7.43	3.57	11.66	23.99

数据来源：SMM，国贸期货研究院

四、总结与展望

宏观面：内强外弱格局渐显。海外方面，美联储释放明确的放缓加息信号，加息所带来的冲击料将逐步减弱，市场关注点转向对海外衰退风险的担忧，一旦衰退成为现实，有色金属价格仍面临下行压力。美国经济何时出现衰退、衰退的深度和持续时间将是 2023 年市场关注的重点。国内方面，疫情防控政策逐步放松，国家稳增长政策仍持续出台，其中地产政策在供需两端均有明显加码的意向，国内经济复苏步伐整体加快。2023 年国内外宏观有所分化，内强外弱格局逐渐显现，在海外衰退逻辑指引下，有色金属价格或阶段性承压。

供应端：由二级镍过剩转向全面过剩。2023 年镍矿供应持稳为主，全球原生镍增量主要由印尼镍铁及镍中间品（MHP、高冰镍）贡献，国内镍铁产量则延续下滑趋势，仍需关注印尼镍铁出口征税政策进展。由于合金电镀行业需求弹性有限，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电解镍冶炼项目的陆续投产，电解镍供需亦逐步转向过剩，全球镍低库存格局或难延续。

需求端：政策刺激下需求有望回暖。2023 年不锈钢供需均有望维持增长，中国与印尼不锈钢新增产能较多，在地产政策支持下，房地产后周期行业需求将逐步修复，带动不锈钢需求回暖；新能源方面，虽然国内对新能源车补贴退出但仍免征购置税，在碳中和政策推动下，新能源车产销仍有望维持高增长趋势。此外，高镍化仍是三元电池发展方向，对镍需求形成边际提振，但需求增量主要体现在镍中间品；从纯镍消费来看，合金、电镀作为电解镍主要下游，需求较为刚性，增量整体有限。

展望 2023 年，在国家政策支持下，新能源与不锈钢需求均有增量，但随着全球镍项目的投产放量，原生镍供需转向全面过剩，镍价中枢料逐步下移。全年镍价或表现为前高后低，上半年在纯镍出现垒库之前，镍价仍有可能受到阶段性提振，维持高波动率，下半年随着原生镍过剩加剧，镍价将面临下行风险，同时需警惕宏观事件、地缘政治、印尼政策、镍豆交割等对镍价带来的影响。

风险关注：国内外宏观事件、地缘政治风险、印尼政策超预期、需求不及预期

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。