

# 金属镍 · 年度报告

## 潮水褪去，估值锚定成本

2023 年 12 月 28 日

**宏观面：内外宏观不确定性仍存。**海外方面，美联储短期或维持利率限制性，但 12 月 FOMC 显示美联储将开启新一轮的降息周期，市场风险偏好有望改善。2024 年美国经济增长或放缓，通胀中枢将继续回落，劳动力市场整体降温，仍需警惕海外经济下行对有色金属的影响。国内方面，中国经济仍面临结构性矛盾，国家稳增长政策有望持续发力，预计 2024 年国内经济将继续温和复苏、结构或趋于平衡，投资增速有望在稳基建和房地产投资政策的支持下逐步企稳回升。

**供应端：原生镍供应全面过剩格局延续。**菲律宾镍矿供应持稳为主，印尼镍矿审批周期延长，但印尼镍价指数的推出或抬升镍系成本支撑，仍需警惕资源国政策扰动。国内外镍产品持续投产放量，印尼 NPI/MHP/高冰镍以及国内电积镍产能仍在释放，在印尼资源回流的大环境下，国内镍铁产量料持续下行，硫酸镍及电积镍产量有望延续增长，交割品的扩容亦将刺激纯镍生产，全球镍库存累库趋势不改。

**需求端：政策提振有限，需求增速难抵供应增速。**2024 年不锈钢计划投产产能较多，地产待竣工面积仍有存量，房地产后周期行业需求全年或前高后低，不锈钢产量增速料放缓。新能源方面，国家政策支持延续，新能源汽车产销维持较高增速，但电池产业链维持去库，三元占比难以回暖，三元前驱体订单下滑，硫酸镍需求增速或受到拖累。从纯镍消费来看，合金、电镀作为电解镍主要下游，需求维持刚性并有望贡献一定增量，但由于基数较低对镍需求拉动较为有限。

**展望 2024 年，宏观方面，考虑到美联储降息时点可能滞后于经济表现，需警惕海外经济下行可能带来的风险，同时关注国内稳增长政策对经济的提振作用。基本面来看，原生镍供应延续过剩格局，电积镍等可交割品的投产放量将推动全球镍库存持续累积，镍价料震荡寻底，下方空间重点关注资源国政策对全产业链估值体系的影响，相关消息或将对镍价形成阶段性提振。此外，警惕国内外宏观事件、地缘政治等对有色板块的整体影响。**

国贸期货·研究院  
有色金属研究中心

谢灵

从业资格号：F3040017

投资咨询号：Z0015788

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序

期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情回顾：2023年镍价自高位回落

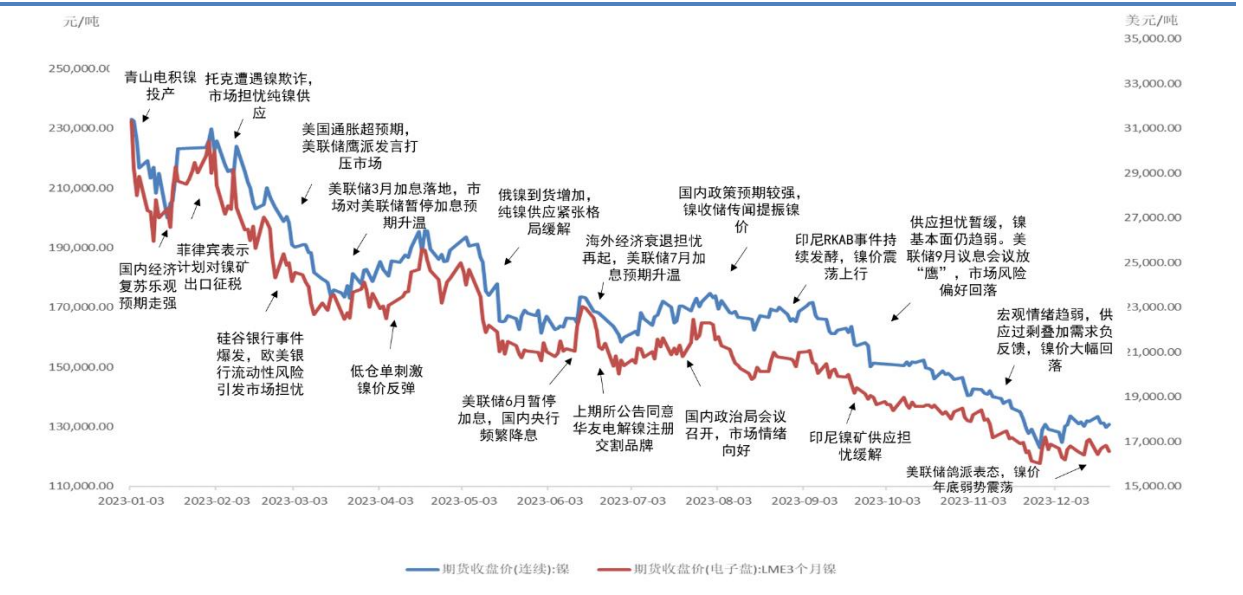
回顾 2023 年，纯镍溢价褪去自高位回落，维持一如既往的高波动率。一季度市场对经济乐观预期刺激镍价反弹，但随着预期的逐步落空、海外宏观利空影响以及国内纯镍供应的不断增加，二季度以来镍价自高位回落。年中开始，国内稳增长政策频出，宏观情绪转暖，镍铁收储、印尼 RKAB 事件均阶段性提振镍价，镍价大幅反弹。三季度末，随着印尼镍矿扰动暂缓，市场再次交易基本面过剩预期，叠加宏观情绪走弱，镍价一路下行，跌至 21 年 6 月以来低位，年底维持弱势震荡。截至 2023 年 12 月 22 日，沪镍主连收 130740 元/吨，年跌幅约 43.1%，伦镍收 16550 美元/吨，年跌幅约 44.8%。全年镍价重心明显下移、波动剧烈，主要分为以下三个阶段：

**第一阶段（1-4 月）：**年初，青山电积镍产线投产消息传来，市场对纯镍供应增加预期回升，镍价自高位回落。春节前市场对国内经济乐观预期走强，叠加菲律宾镍矿出口征税消息扰动市场，低库存支撑镍价大幅反弹。2 月初，美国强劲非农数据大超市场预期，有色板块承压，镍价随之走弱。2 月 9 日，托克遭遇镍欺诈，市场对纯镍现货库存紧张担忧再起，镍价再次反弹，但海外悲观情绪仍笼罩市场，美联储加息预期打压有色金属价格，沪镍跌破 20 万关口。3 月，硅谷银行事件爆发，加之瑞信危机等多重影响，欧美银行流动性危机仍令市场担忧，镍价震荡下行。3 月 22 日，美联储加息 25bp 落地，市场对美联储暂停加息预期回升，有色板块企稳反弹，但镍基本面供强需弱，沪镍于 17 万上方弱势震荡。4 月，镍价下挫后硫酸镍转产电积镍利润迅速收缩，市场预期转投产落地延迟，叠加镍库存仓单低位，镍价震荡反弹。

**第二阶段（5-8 月）：**5 月开始，随着以人民币计价的俄镍逐渐到货，国内现货紧张格局得到缓解，镍价震荡回落。6 月中旬，美联储暂停加息，国内央行“降息”动作频繁，市场信心得到提振，镍价小幅反弹。端午期间，海外利空因素频发，多国 PMI 数据不及预期，市场对海外经济衰退担忧再起，叠加美联储 7 月加息预期抬升，避险情绪升温对镍价形成利空。6 月 27 日，上期所公告同意华友电解镍注册交割品牌，此前 LME 亦收到华友镍品牌上市申请，交割品增加预期较强，镍价于 16 万关口下方震荡。7 月初，国内政策预期较强，宏观情绪回暖，国家对镍铁收储消息提振镍价。7 月底，美联储如期加息 25bp，而美国通胀放缓且经济仍显韧性，国内政治局会议召开，市场情绪向好。8 月，惠誉对美国评级下调令市场担忧，镍价小幅回落，随后印尼 RKAB 事件逐渐发酵，各矿山新配额获批缓慢，供应担忧再次提振镍价。

**第三阶段（9-12 月）：**9 月，印尼能矿部发布新规批准了矿业生产计划，镍矿供应担忧暂缓。国内电积镍产能仍在投放，电积镍对俄镍市场形成一定挤占，俄镍现货升贴水明显下行。此外，美国通胀超预期表现，美联储年内再次加息预期抬升，市场风险偏好下行，商品集体走弱。10 月开始，旺季落空对镍不锈钢产业链均带来不同程度的负反馈，叠加国内外宏观情绪走弱，镍价大幅下挫，最低跌至 12 万关口，多数电积镍企业陷入亏损。12 月以来，美联储议息会议表态偏鸽，市场交易降息预期，宏观情绪边际转好，镍基本面变化有限，年底弱势震荡运行。

图表 1：SHFE&LME2023 年镍价走势（截至 2023. 12. 22）



数据来源：Wind

二、宏观分析

1. 美联储降息预期升温，关注美国经济变化

1.1. 美国通胀回落，美联储降息预期升温

2023 年在美联储快速加息下，美国通胀已经显著回落。美国劳工部公布数据显示，美国 11 月末季调 CPI 同比升 3.1%，市场预期升 3.1%，前值升 3.2%；核心 CPI 同比升 4.0%，市场预期升 4.0%，前值升 4.0%，两项数据均符合市场预期。2023 年以来美国居民部门超额储蓄和消费活动回落明显，叠加房租去通胀进程仍未结束，本轮“抗通胀”或已取得阶段性胜利。

随着通胀回落，三季度以来美联储加息进度明显放缓，美联储在 12 月议息会议上如期连续三次暂停加息，这意味着美国联邦基金目标利率已经见顶。

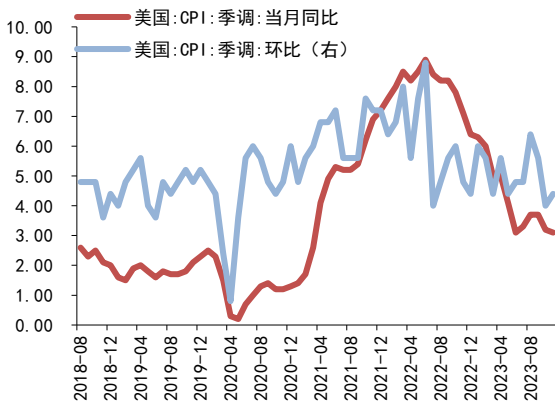
具体来看，北京时间 12 月 14 日凌晨，美联储如期将利率水平维持在 5.25%-5.50% 不变，连续三次暂停加息。声明措辞偏鸽，承认通胀、经济增长势头放缓，将评估需要“任何”额外加息的程度；公布的点阵图显示本轮加息结束，且 FOMC 委员们对 2024 年的政策利率中位预期下调至 4.6%，意味着明年美联储或将降息三次，降息幅度约为 75bp。经济摘要预测显示美联储对经济软着陆和通胀回落路径均较 9 月份更有信心，大幅上调了今年的 GDP 增长预期，今明后三年失业率预期不变，下调今明后三年的 PCE 与核心 PCE 通胀预期。鲍威尔新闻发布会承认利率处于、或接近峰值，表示本次会议讨论了降息时点问题，强调增长放缓、劳工市场供需失衡进一步缓解、通胀取得进展。

就业方面，美国劳工局公布的数据显示，美国 11 月非农就业人口增加 19.9 万人，预期 18.5 万人，前值 15 万人；11 月失业率为 3.7%，预期值 3.9%，前值 3.9%；劳动力参与率 62.8%，预期 62.7%，前值 62.7%；平均时薪环比增长 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%；低失业率、就业增长放缓和通胀缓和引发了人们对美国经济能够实现“软着陆”（即通胀降温而

不出现经济衰退)的乐观情绪;此外美国10月JOLTs职位空缺为873.3万人,预期值930万人,前值由955万人下修至935万人。职位空缺10月下降后,变为每个失业工人对应1.34个职位空缺,为2021年8月以来新低,几乎回到疫情前的水平。

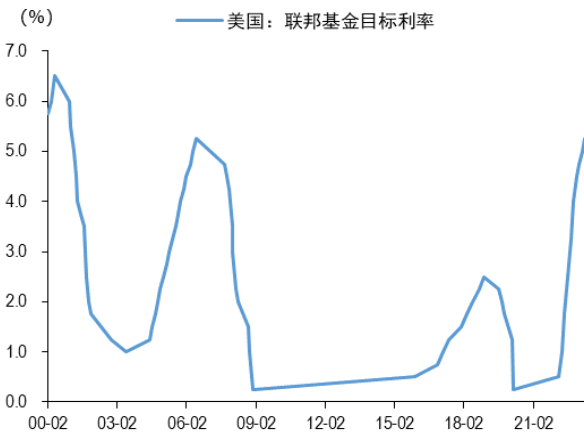
总体来看,美国通胀数据明显回落,非农数据反映就业市场亦有序降温,两大关键数据叠加意味着本轮美联储加息周期大概率结束。此外,美联储官员对等待通胀回落的耐心在提高,并认可金融环境收紧可能替代美联储加息对经济的压制,市场对于美联储据降息的预期正在提高,风险偏好整体回升。

图表 2: 美国通胀数据



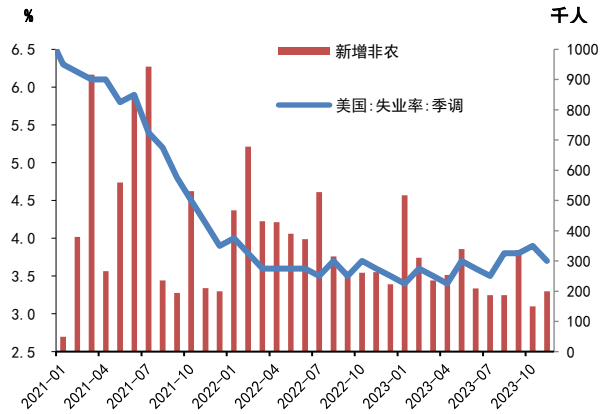
数据来源: Wind

图表 4: 美国联邦基金目标利率



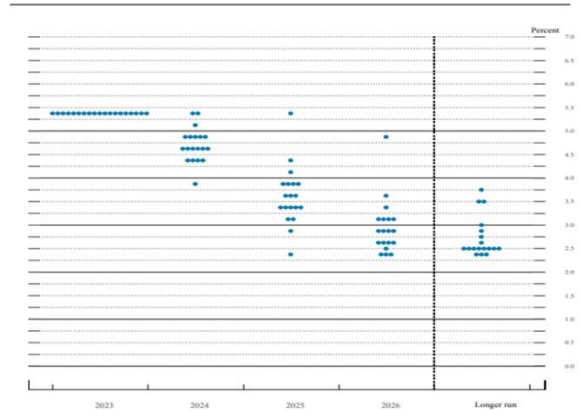
数据来源: Wind

图表 3: 美国就业数据



数据来源: Wind

图表 5: 美联储 12 月 FOMC 点阵图



数据来源: CME



图表 6：美联储经济展望

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

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

数据来源：CME

1.2. 美国经济仍显韧性，“软着陆”预期抬升

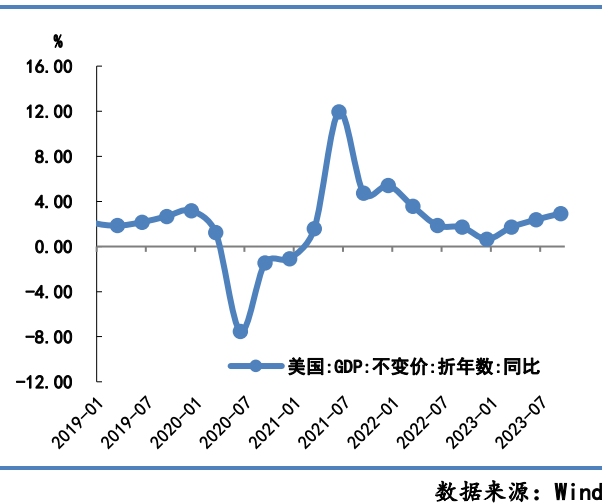
在美联储大幅度加息的背景下，2023 年美国经济增速仍维持在较高水平。三季度环比增速加快到 4.9%（二季度为 2.1%），远超市场预期。

主要经济数据方面，美国 11 月 ISM 制造业指数 46.7，预期 47.8，10 月前值 46.7，连续 13 个月萎缩，创互联网泡沫危机爆发以来、最近 20 年来最长萎缩周期。其中，新订单指数 48.3，10 月前值 45.5，新订单指数已连续 15 个月收缩，这是自 1981-1982 年以来最长的连续收缩；生产指数为 48.5，10 月前值 50.4；就业指数 45.8，10 月前值 46.8；物价支付指数 49.9，10 月前值为 45.1；美国 11 月 ISM 非制造业 PMI 为 52.7，预期 52，前值 51.8；与此同时，美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.2，预期 49.3，前值 49.4；服务业 PMI 初值为 51.3，预期 50.6，前值 50.8。

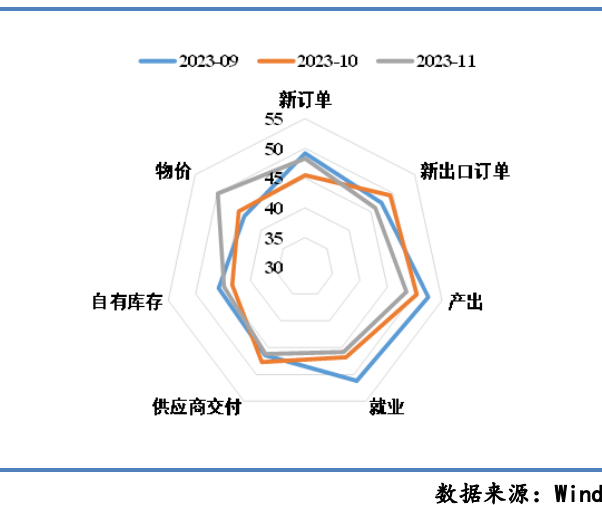
此外，美国商务部 12 月 14 日公布的数据显示，今年 11 月美国零售销售额环比增长 0.3%，大幅逆转了 10 月的下降 0.2%和市场预计的下降 0.1%。11 月零售销售额反弹进一步说明，通胀持续快速下滑并未以经济成长大幅放缓作为代价，这或许帮助美国经济避免衰退并实现“软着陆”。

2023 年美国经济展现较强韧性，这与年初市场对于美国经济衰退的主流预期出现了较大偏差，美国经济的韧性也是美联储本轮激进加息的主要底气。然而尽管美联储持续加息，3 月份部分银行破产倒闭，但居民和企业部门没有受到太多影响，经济活动继续扩张，美国无风险利率大幅上行，美债 10 年期收益率一度达到 5%。展望 2024 年，美国经济大概率仍将保持韧性，但货币紧缩的滞后效果将进一步显现，需求会有更明显的放缓，高利率对美国居民和企业加杠杆的抑制将更加明显，财政刺激对美国经济的提振效果减弱，经济及金融风险将是美联储的主要考虑因素，仍需警惕海外经济下行对有色金属的影响，重点关注美联储货币政策转向时点。

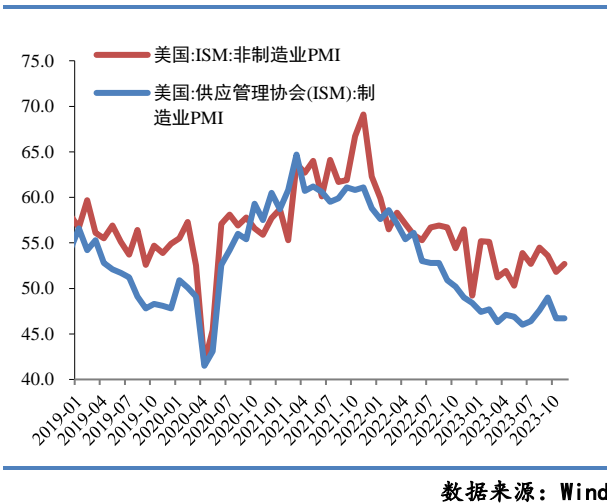
图表 7：美国 GDP



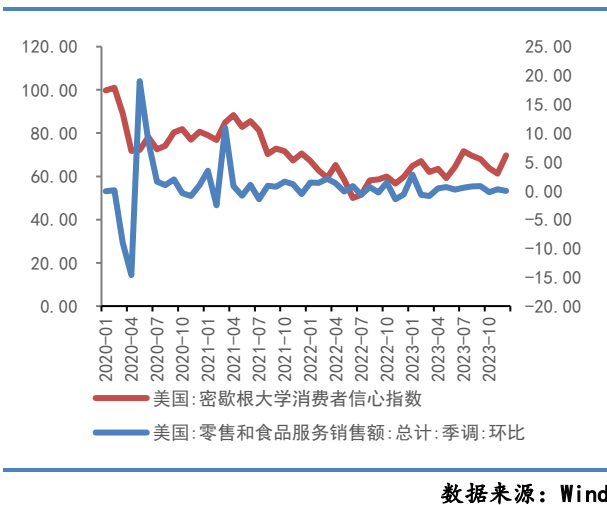
图表 9：美国制造业 PMI 分项



图表 8：美国制造业 PMI



图表 10：美国零售数据



## 2. 国内经济基础尚不牢固，稳增长政策预期走强

### 2.1. 国内经济弱复苏，地产仍是拖累项

2023 年国内经济虽然延续复苏表现，但强度不大，呈现弱复苏状态。在房地产投资持续疲弱，净出口增速下行，消费拉动有限的拖累下，国内经济复苏呈现波浪式修复走势。

根据统计局公布数据，中国 11 月官方制造业 PMI 49.4，低于前值 49.5，连续第二个月处于收缩区间，且收缩速度加快。具体分项方面，生产指数为 50.7，比上月下降 0.2 个百分点。新订单指数为 49.4，比上月下降 0.1 个百分点，新出口订单指数为 46.3，比上月下降 0.5 个百分点，制造业生产和国内外市场需求均有所回落。

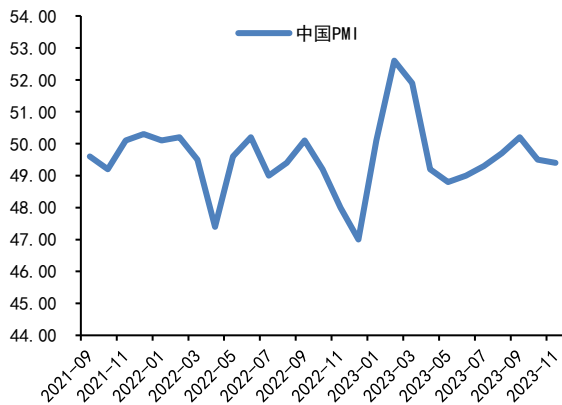
信贷方面，中国 11 月社会融资规模增量 24500 亿人民币，预期 25900 亿元，前值 18500 亿人民币；中国 11 月新增人民币贷款 1.09 万亿元，同比少增 1368 亿元，预期 1.21 万亿元，前值 7384 亿元。当月新增信贷规模呈现“环比增加、同比小幅回落”态势；此外，中国 11 月 M2 货币供应同比 10%，预期 10%，前值 10.3%。中国 11 月 M1 货币供应同比 1.3%，预期 2%，前值 1.9%，M2-M1 剪刀差 8.7%，前值 8.4%，剪刀差进一步走扩。

国内 11 月份经济数据显示，中国 11 月规模以上工业增加值同比增长 6.6%，预期 5.7%，前值 4.6%。1-11 月份规模以上工业增加值同比增长 4.3%，预期 4.2%，前值 4.1%；中国 11 月社会消费品零售总额同比增长 10.1%，预期 12.6%，前值 7.6%。1-11 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.2%，预期值 7.4%，前值 6.9%；中国 1-11 月固定资产投资（不含农户）同比增 2.9%，预期增 2.9%，前值增 2.9%。其中，制造业投资增长 6.3%，前值增长 6.2%。基建投资增长 5.8%，前值增长 5.9%。房地产开发投资同比下降 9.4%，前值降 9.3%；地产方面，1-11 月份，房地产销售面积累计同比下滑 8.0%，前值下滑 7.8%；房屋新开工面积累计同比下滑 21.2%，前值下滑 23.2%；房屋施工面积累计同比下滑 7.2%，前值下滑 7.3%；房屋竣工面积累计同比增长 17.9%，前值增长 19%；总体而言，11 月份经济数据显示，生产供给稳步回升、国内需求继续恢复，主要指标呈现稳中有升态势。另一方面，房地产行业延续偏弱态势，并继续拖累国内经济复苏。整体上看国内经济复苏的基础尚不牢固。

## 2.2. 国家稳增长政策仍可期待

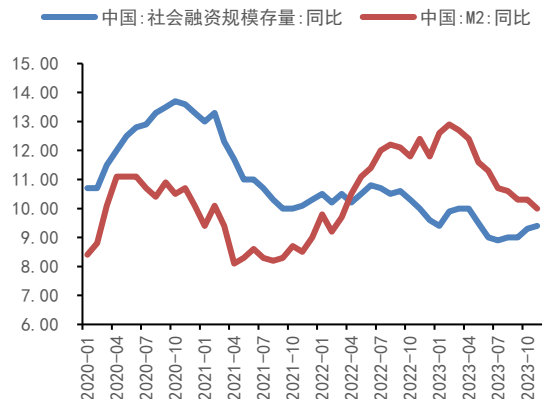
展望 2024 年，在美联储降息预期之下，国内宏观政策将更具有操作空间。货币政策方面或将继续保持宽松态势，国内在 2023 年四季度增发万亿国债、提前下达地方债、一揽子化债方案落地等为 2024 年复苏预热，后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能，降准及结构性货币政策可能性较大。财政政策方面，预计 2024 年财政政策还会继续加码，财政支出力度与节奏较 2023 年更为积极。宽松积极的宏观政策有助于 2024 年国内经济复苏进一步推进。

图表 11：中国 PMI 数据



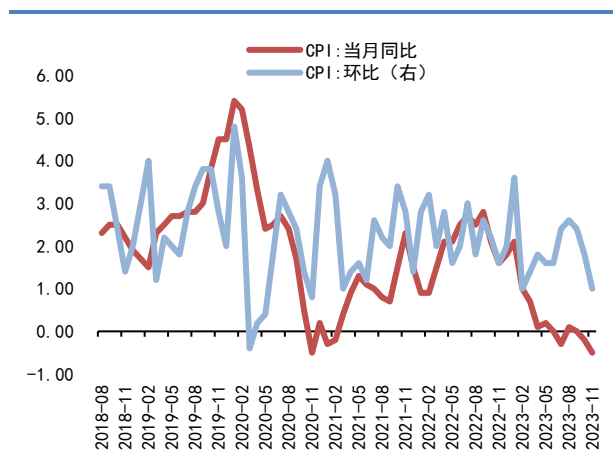
数据来源：Wind

图表 12：中国社融数据



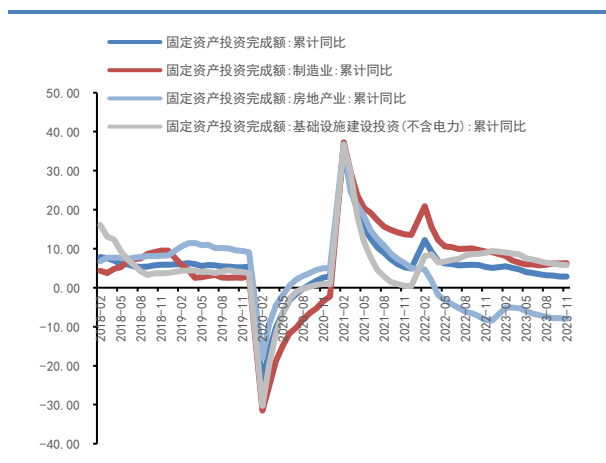
数据来源：Wind

图表 13：中国 CPI 数据



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

#### 1. 菲律宾镍矿出货量增加，港口库存同比回升

##### 1.1. 2023 年中国镍矿进口量同比增加

2023 年，菲律宾天气扰动不及往年，矿山出货积极性较高，镍矿进口量同比回升。据海关数据显示，2023 年 1-10 月，中国镍矿进口总量 3900.7 万吨，同比增加 17.1%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 3408.8 万吨，同比增加 22.2%；自其他国家进口镍矿总量 491.9 万吨，同比减少 9.3%。

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，7 月多个台风登陆菲律宾，导致矿山装期延误，后续菲律宾镍矿发运逐步恢复正常。预计 2023 年总进口量约 4550 万吨左右，同比增加 13.07%。展望 2024 年，国内镍铁产量或进一步下滑，镍矿进口料稳中有降，预计 2024 年镍矿进口量在 4500 万吨左右。

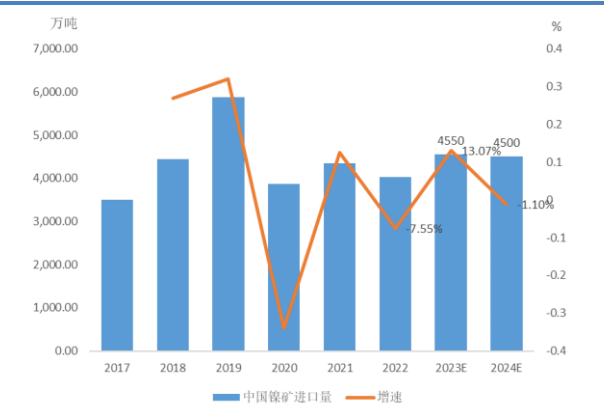
##### 1.2. 港口镍矿库存同比回升，矿价经历供应扰动先扬后抑

年初以来，虽有菲律宾雨季的季节性扰动，但镍矿进口资源多于往年，由于国内镍铁产量下行，镍矿库存同比回升。截至 12 月 8 日，全国港口镍矿库存 955.1 万湿吨，总折合金属量 7.499 万金吨，较去年同期增加 66.44 万湿吨，增幅 7.4%。

2023 年，在印尼 RKAB 事件影响之下，镍矿价格一度大幅抬升，但随着印尼新配额的发放，10 月下旬开始，需求疲弱令矿价再度回落，当前 1.5% 品位镍矿价格在 50 美元/湿吨，较年初下跌 30%。

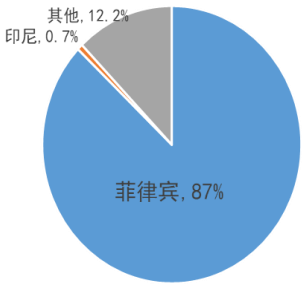


图表 15：中国镍矿进口量



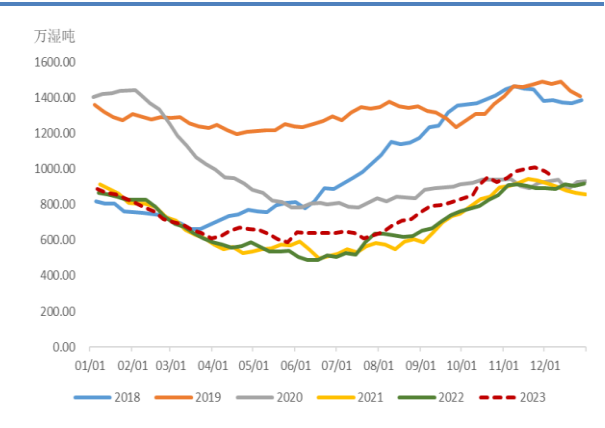
数据来源：SMM

图表 17：中国镍矿进口国占比



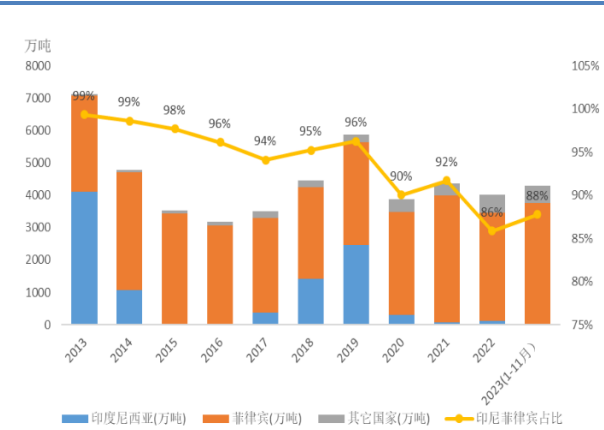
数据来源：SMM

图表 19：中国镍矿港口库存季节图



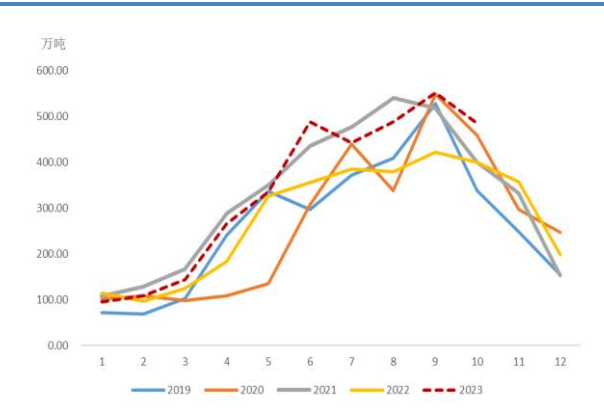
数据来源：SMM

图表 16：中国镍矿进口量分国别



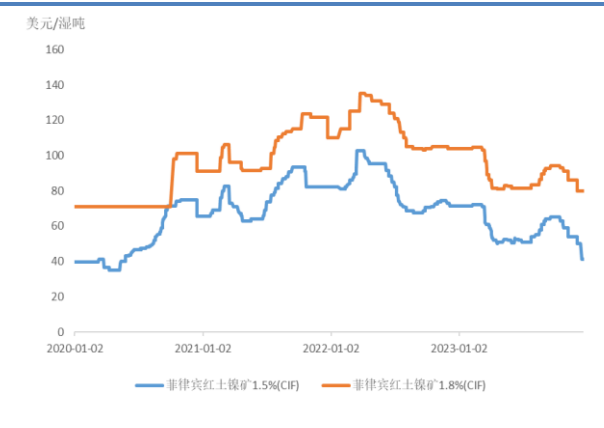
数据来源：SMM

图表 18：菲律宾镍矿进口季节图



数据来源：SMM

图表 20：镍矿价格



数据来源：SMM

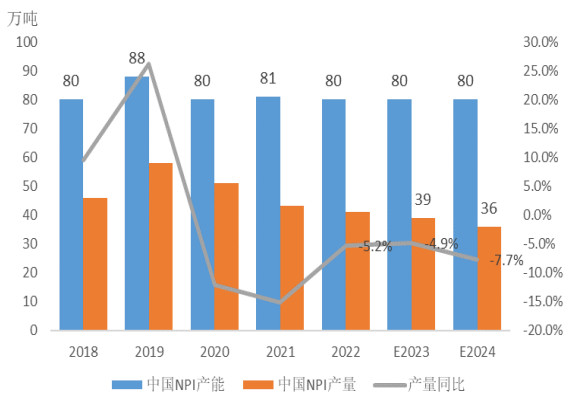
## 2. 中国镍铁产量持续下滑，印尼镍铁产能投放挤占国内市场

### 2.1. 利润持续压缩，中国镍铁产量延续下行趋势

2023 年年初，市场对春节后需求回暖预期较强，镍铁产量同比回升，然而，节后市场需求恢复不及预期，不锈钢减产增加，镍铁库存高位，镍铁价格一度下挫至 1050 元/吨附近，国内铁厂多亏损减产。三季度镍铁行情受到多重事件扰动，包括国家对镍铁收储、印尼 RKAB 事件等，产能释放预期受到影响，叠加矿价走高抬升镍铁成本，镍铁价格出现反弹，在钢厂高排产影响下，国内镍铁产量出现环比回升；四季度印尼镍矿供应紧张格局缓解，不锈钢旺季落空需求疲弱，镍铁价格下行导致国内镍企均陷入亏损，且印尼低成本镍铁仍在大幅回流，镍铁产量持续回落。据 SMM 数据，2023 年 1-11 月全国镍铁产量共计 36.4 万金属吨，同比下滑 3.92%。预计 2023 年我国镍生铁产量约 39 万金属吨，同比减少 4.9%。

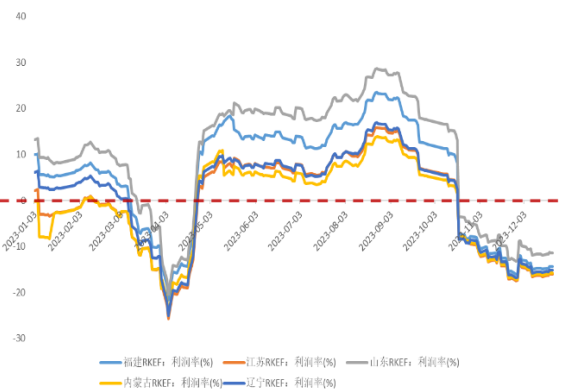
2024 年国内镍铁市场仍将受到印尼镍铁的挤占，镍铁产量或延续下行趋势。预计 2024 年我国镍生铁产量约 36 万金属吨，同比减少 7.7%。

图表 21：中国镍铁产能&产量



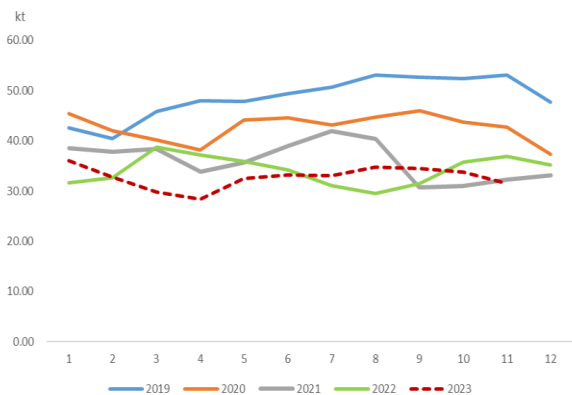
数据来源：SMM

图表 23：中国镍铁厂利润率



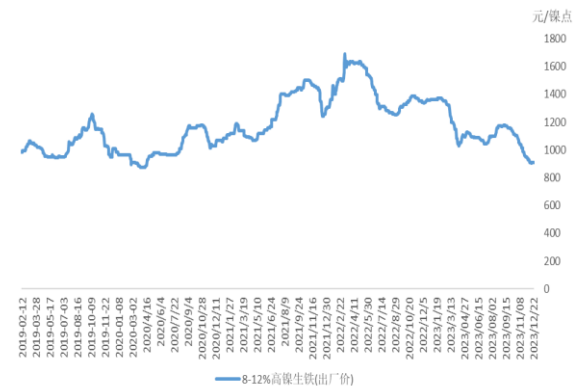
数据来源：SMM

图表 22：中国镍铁产量季节图



数据来源：SMM

图表 24：镍铁价格



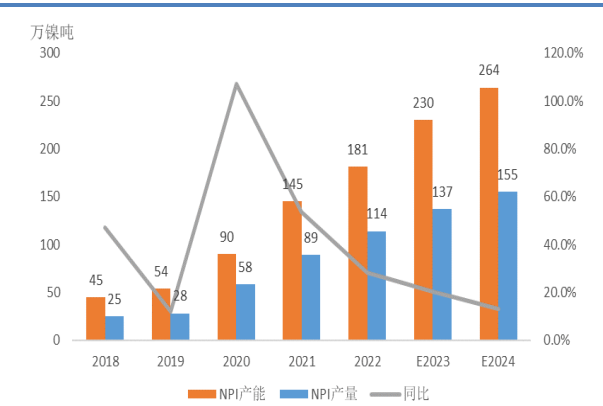
数据来源：SMM

2.2. 印尼镍铁项目不断投产放量，镍铁产量持续增加

2023 年，印尼镍铁产量仍在稳步抬升，虽然印尼部分园区电力设备一度出现问题，但修复后印尼镍铁新增投产节奏较快。据 SMM 数据，2023 年 1-11 月印尼镍铁累计产量为 124.71 万金属吨，同比增 19.48%，**预计 2023 年印尼镍铁产量达 137.48 万金属吨，同比增长 22.74 万金属吨，增幅 19.82%。**

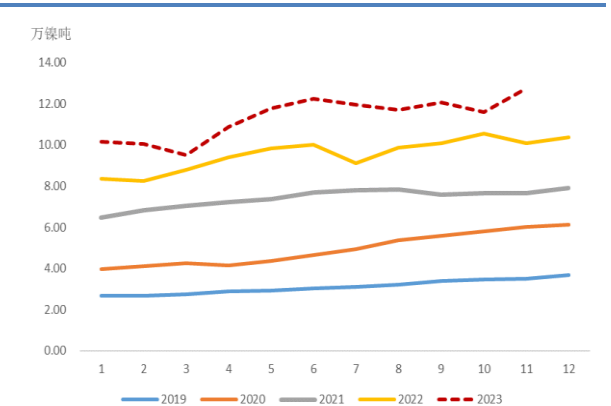
截至 2023 年 10 月，印尼镍铁产能约 230 万金属吨，较 2022 年新增近 39 万金属吨。2024 年待投产项目包括青岛中程、印尼德龙、东加里曼丹、振石集团等，共 35 万金属吨左右，虽然待投产的项目较前两年有所减少，但增量仍旧可观，关注印尼政策变化对相关产能投产的影响。**预计 2024 年印尼镍铁产量或增至 155 万金属吨，同比增加 18 万金属吨，增幅 13.1%。**

图表 25：印尼镍铁产能&产量



数据来源：SMM

图表 26：印尼镍铁产量季节图



数据来源：SMM

图表 27：2024 年印尼镍铁项目投产计划

企业名称	设备数量	产能（万金属吨）	工艺	预计投产时间
Indoferro	2	2	RKEF	2024年
印尼德龙	16	13.6	RKEF	2024年
振石（华宝）	12	12.6	RKEF	2024年Q1E
东加里曼丹	2	2.1	RKEF	2024年Q1E
力勤	2	2	RKEF	2024E
青岛中程	4	3.3	RKEF	2024年
2024年合计		35.6		

数据来源：SMM，国贸期货研究院

2.3. 我国镍铁进口量大幅增加，2024 年重点关注印尼镍相关政策变化

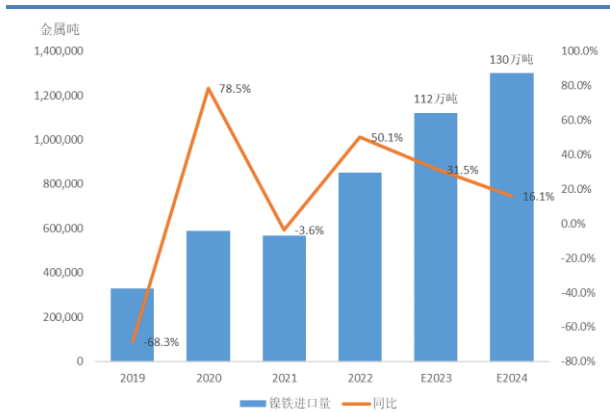
由于印尼镍铁成本低镍点高，近几年在经济性驱动下印尼镍铁加速回流至国内，2023 年二季度以来国内钢厂延续高排产，镍铁需求维持高位，我国镍铁进口量大幅走高。据海关数据显示，2023 年 1-10 月中国镍铁进口总量 695.2 万吨（约合 95.5 万金属吨），同比增加 227.3 万吨，增幅 48.6%。其中，自印尼进口镍铁量 650.5 万吨，同比增加 220.5 万吨，增幅 51.3%。**预计 2023 年中国镍铁进口总量达 112 万金属吨，同比增加 31.38%。**

2024 年，印尼新增产能仍将持续释放，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 2024 年**

我国镍铁进口量将进一步增加至 130 万金属吨，增幅 16.07%。

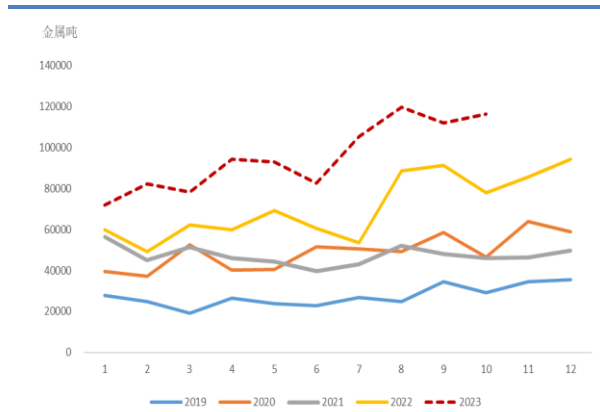
近年来，印尼政府多次提出发展当地镍产业链，其战略目标有三点：1、延长镍矿使用周期；2、加快布局新能源电池产业链；3、推动国内经济与就业。今年年中的印尼 RKAB 事件已为市场敲响了警钟，虽然镍矿配额审批已逐步放开，但随着年底印尼镍价指数（INPI）的推出，印尼镍产品成本支撑或有提升，且 2024 年 2 月印尼总统换届大选将近，建议持续关注 2024 年印尼镍相关政策的变化。

图表 28：中国镍铁进口量



数据来源：SMM

图表 29：中国镍铁进口季节图



数据来源：SMM

### 3. 印尼镍中间品持续投产放量，硫酸镍原料供应较为充足

#### 3.1. 2023 年印尼镍湿法中间品产量大增，后续待投项目仍较多

2023 年印尼 MHP 项目持续投产放量，力勤一、二期项目产能达 5.5 万金属吨，华越月产超 6000 金属吨，华飞月产亦逐步增至 7500 金属吨。2023 年 1-11 月印尼 MHP 产量达 13.49 万金属吨，同比增长 76.57%，预计 2023 年全年印尼 MHP 产量约 15.54 万金属吨，同比增长约 81.1%。

展望 2024 年，印尼新增湿法项目主要关注力勤三期（6 万金属吨/年）、青美邦二期（4.3 万金属吨）、华山镍钴（12 万金属吨/年）等项目，同时华飞项目也将继续贡献增量。预计 2024 年印尼 MHP 产量达 25.5 万金属吨，增幅 64.3%。

2023 年镍湿法中间品进口维持快速增长，增量主要来自于印尼。据海关数据统计，2023 年 1-10 月镍湿法治炼中间品进口总量 104.53 万吨（约合 20.43 万金属吨），同比增加 46.78%。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。预计 2023 年我国镍湿法中间品进口量达 121.18 万吨（约合 23.02 万金属吨），同比增长 34.28%；2024 年我国镍湿法中间品进口量或进一步增至 175 万吨，约合 33.25 万金属吨，同比增长约 44.42%。

#### 3.2. 印尼高冰镍产量持续增加，关注各项目投产情况

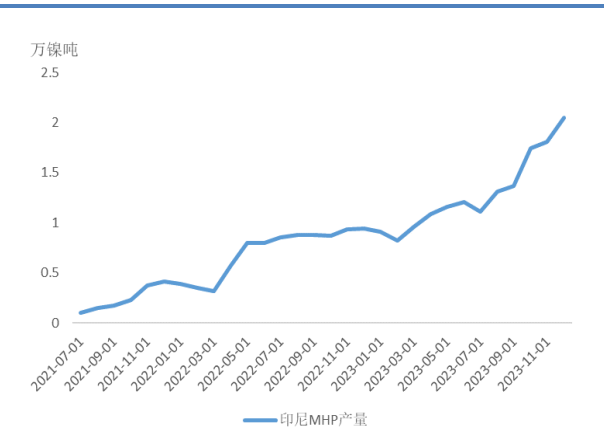
2023 年，印尼高冰镍产量延续增加态势，中青新能源产能投放速度较慢，中伟德邦、翡翠湾项目陆续投产，但高冰镍产量增减受限于与 NPI 价差情况。2023 年 1-11 月印尼高冰镍产量达 21.96 万金属吨，同比增长 30%。预计 2023 年印尼高冰镍产量达 23.71 万金属吨，同比增加 22.65%。

展望 2024 年，印尼高冰镍项目仍有新增投产，关注青山集团、印尼华迪、中青新能源、盛屯等项目投产放量情况，预计 2024 年印尼高冰镍产量约 28 万金属吨，同比增长 18%。

近两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，2023 年 1-10 月镍钐进口总量 24.44 万吨（约合 18.33 万金属吨），同比增加 98.95%。预计 2023 年我国高冰镍进口量达 30 万吨，约合 22.5 万金属吨，同比增长 62%；2024 年我国高冰镍进口量或达 35 万吨，约合 26.25 万金属吨，同比增长 16.7%。

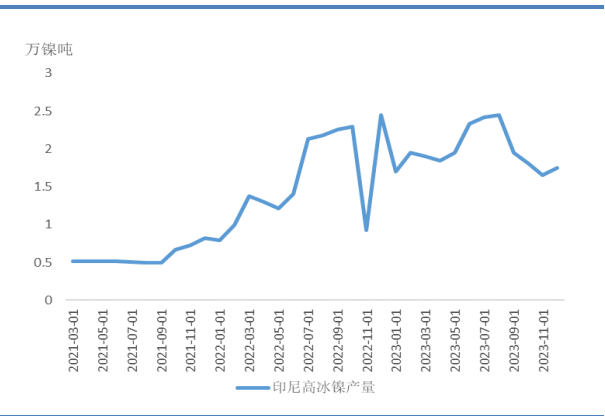
截止 2023 年 11 月，印尼湿法中间品产量约 1.81 万吨/月，印尼高冰镍产量约 1.65 万吨/月，硫酸镍原料供应整体较为充足。

图表 30：印尼 MHP 产量



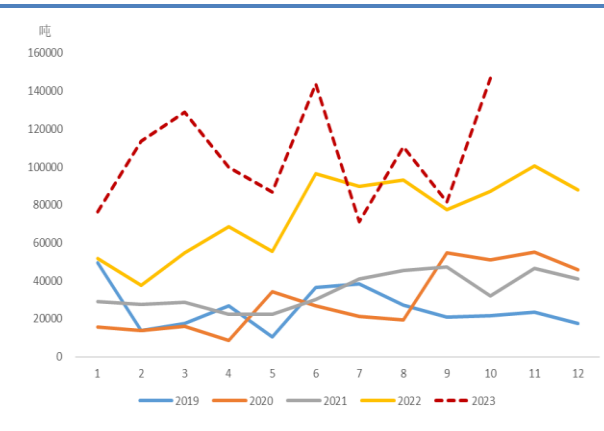
数据来源：SMM

图表 32：印尼高冰镍产量



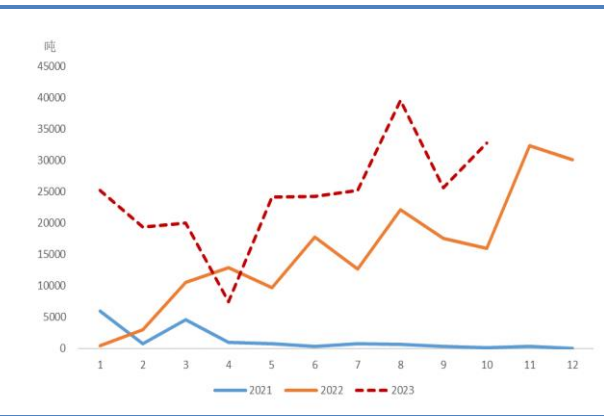
数据来源：SMM

图表 31：湿法中间品进口季节图



数据来源：SMM

图表 33：高冰镍进口季节图



数据来源：SMM



图表 34：印尼 MHP 投产计划

产品	项目名称	产能（万镍吨）	投产时间
MHP	力勤镍业（一期）	3.7	2021年6月
	华越镍钴	6	2022年
	青美邦一期	3	2022年
	力勤镍业（二期）	1.8	2023年
	华飞镍钴	12	2023年7月
	力勤镍业（三期）	6	2024年Q1E
	Wedabay（一期）	2	2024年E
	青美邦二期	4.3	2024年E
	华山镍钴	12	2024年E
2024年合计		24.3	

数据来源：SMM, 国贸期货研究院

图表 35：印尼高冰镍投产计划

产品	项目名称	产能（万镍吨）	投产时间
高冰镍	青山	18	2021年底
	华科镍业	4.5	2022年
	中青新能源	6	2023年E
	上海华迪实业	1	2023年Q3
	中伟德邦DNI	2.8	2023年7月
	青山、振石纬达贝项目	3	2024年E
	盛屯+Extension	4	2024年Q1E
	道氏集团+印尼华迪	2	2024年Q2E
2024年合计		9	

数据来源：SMM, 国贸期货研究院

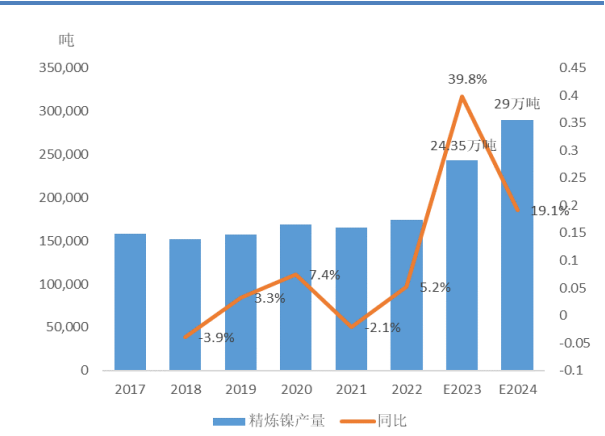
4. 精炼镍产量大幅增加，进口量则明显回落

4.1. 2023 年电积镍大幅投产放量，精炼镍产量持续增加

2023 年以来，国内精炼镍产能持续投放。目前，青山格林美已实现满产（1500 吨/月产能），金川年内增产 6000 吨，华友浙江衢州 2 万吨电解镍冶炼项目于今年投产并基本满产，中伟、元力、茂联等陆续投产排产，印尼青山 5 万吨电解镍项目已于 8 月投产，后续精炼镍各项目产能将持续释放。据 SMM 数据，1-11 月我国精炼镍产量 22.03 万吨，同比增加 39.9%。预计 2023 年我国精炼镍产量 24.35 万吨，同比增加 40%。

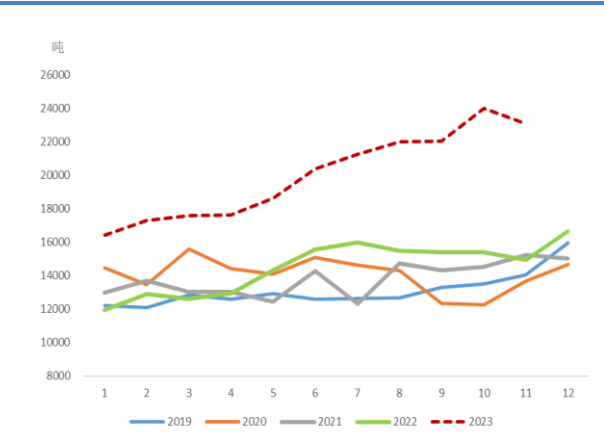
2024 年，国内仍有较多电镍项目待投，包括华友广西、腾远项目、聚泰项目等，预计 2024 年我国电解镍产量达 29 万吨，增幅 19%。

图表 36：中国精炼镍产量



数据来源：SMM

图表 37：中国精炼镍产量季节图



数据来源：SMM

图表 38：电积镍产能投放情况

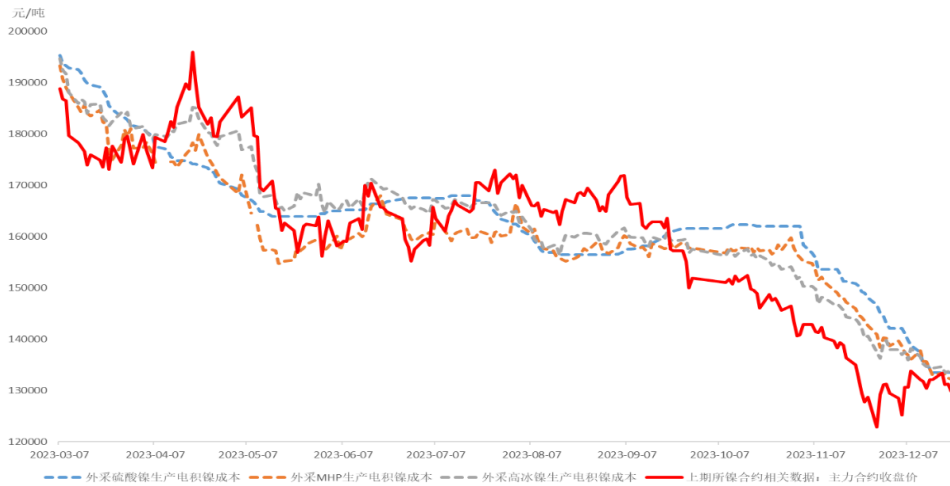
企业	地区	项目	产线类型	原料	年产能	月产能	项目投产进度
华友	衢州	二期（扩建）	电积工艺	MHP	36000	3000	已投产
		一期	电积工艺	MHP	30000	2500	推迟投产
		二期	电积工艺	MHP	30000	2500	待定
中伟	广西	一期	电积工艺	高冰镍	12500	1042	已投产
		二期	电积工艺	高冰镍	24000	2000	暂时产硫酸镍
聚泰	陕西	一期	电积工艺	MHP	6000	500	预计2024年Q1
	浙江	二期	电积工艺	MHP	10000	833	预计2024年
青山、中伟	印尼	一期	电积工艺	高冰镍	50000	4167	预计2023年8月投产，2024年产能扩大至10万吨/年
青山、格林美	湖北	一期	电积工艺	高冰镍-硫酸镍	20000	1667	2023年3月已达排产目标
		二期	电积工艺	高冰镍-硫酸镍	18000	1500	待定
浙江元力再生资源	浙江	一期	电积工艺	电镀废料	1200	100	2023年4月已投产
祺生镍业	江苏	一期	电积工艺	氢氧化镍废料	3600	300	已投产
		二期	电积工艺	氢氧化镍废料	3600	300	已投产
腾远钴业	江西	一期	电积工艺	MHP	6000	500	预计2024年Q1投产
		二期	电积工艺	MHP	9000	750	预计2024年投产
天津茂联	天津	一期	电积工艺	MHP	3600	300	2023年6月排产，年底预计扩产
江西广德环保	江西	二期	电积工艺	MHP	3600	300	已投产
吉林吉恩	吉林	一期	电积工艺	MHP	6000	500	预计2024年底投产

数据来源：SMM, 国贸期货研究院

4.2. 短期纯镍估值仍锚定电积镍成本

从估值角度来看，2023 年纯镍供应格局的改变主要来自于电积镍产能的投产放量，且电积镍仍处于产能扩张期，故短期纯镍估值仍将锚定电积镍生产成本。电积镍生产途径包括外购原料（硫酸镍、MHP、高冰镍）及一体化产线，自十一月以来，镍价大幅下跌，外采原料生产电积镍均陷入亏损，但一体化 MHP 生产电积镍成本较低（据 SMM 数据，10 月一体化产线成本低至 10.5 万，该部分产能占比在 40%左右），建议关注国内电积镍企业生产情况。从制备方式来看，镍矿-镍铁-高冰镍-电积镍/镍矿-MHP-电积镍均属于低成本产线，可作为理论估值下沿进行参考，但由于印尼镍矿多为外采，故在考虑成本时需重点关注印尼镍矿政策变化，包括镍矿计价方式等。

图表 39：不同外购原料生产电积镍成本



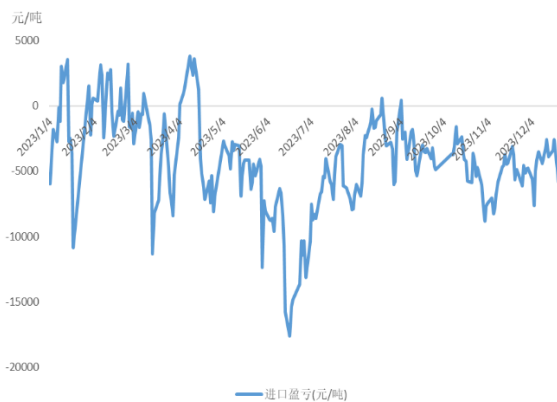
数据来源：SMM, 国贸期货研究院

#### 4.3. 国产镍替代效应加剧，电解镍进口大幅回落

2023 年电解镍进口窗口多处于关闭状态，二季度俄镍在人民币结算影响之下长单签订增加，对年中电解镍进口量形成提振，但由于下半年以来电解镍交割品扩容，国内电积镍投产放量挤压进口镍需求，且合金电镀行业需求增量有限，电解镍进口量同比大幅回落。据海关数据显示，2023 年 1-10 月，中国精炼镍进口总量 7.6 万吨，同比减少 5.1 万吨，降幅 40.34%。预计 2023 年电解镍进口量约 9.3 万吨，同比下滑 41%。此外，由于国内纯镍投产增加供应整体过剩，国内 LME 可交仓品牌（包括华友、凯实、金川）出口意愿较强，部分企业将镍板运至 LME 交仓。

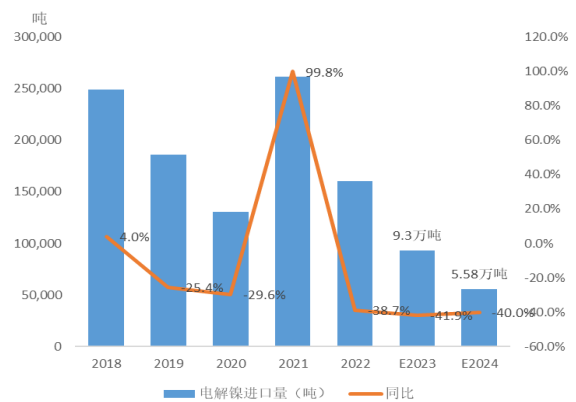
展望 2024 年，国内电积镍仍将对进口镍形成替代，合金电镀需求较为刚性，俄镍仍将以长单为主，电解镍进口料进一步下滑至 5.58 万吨，降幅 40%。

图表 40：电解镍进口盈亏



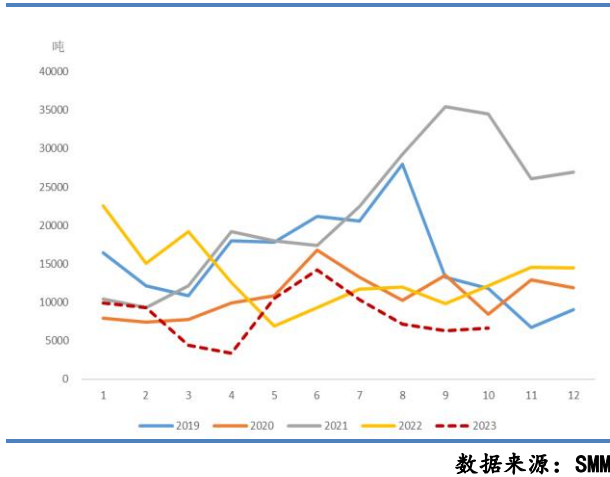
数据来源：SMM

图表 41：中国精炼镍进口量

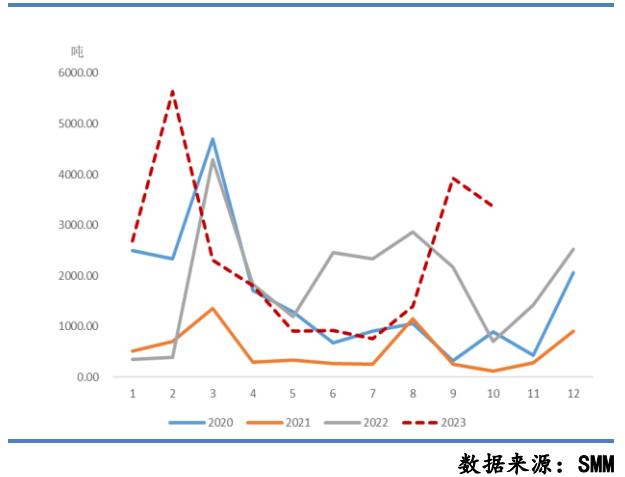


数据来源：SMM

图表 42：中国精炼镍进口季节图



图表 43：中国精炼镍出口季节图



## 5. 不锈钢产量持续增加，需求增速或有放缓

### 5.1. 2023 年中国不锈钢产量大幅增加，全球不锈钢待投产能较多

2023 年初，乐观预期主导市场，钢厂排产同比走高，而春节后不锈钢需求不及预期，高库存压力下部分钢厂检修减产，原料与成品呈螺旋式下跌。4 月开始，镍铁价格止跌企稳，不锈钢价格反弹带动钢厂利润修复，不锈钢产量稳步增加，7 月下旬德龙溧阳项目（产能 276 万吨）投产，市场对旺季预期回升，三季度钢厂延续高排产。然而，随着“金九银十”旺季的落空，高库存压力下产业链负反馈加剧，10 月以来不锈钢减产增加，产量自高位回落。2023 年 1-11 月，我国不锈钢产量约 3260 万吨，同比增加 10.47%，其中 300 系产量 1662 万吨，同比增加 6.9%，占比 51%。预计 2023 年我国不锈钢产量达 3557 万吨，同比增加 9.8%，其中 300 系不锈钢产量 1804 万吨，同比增加 6.2%。

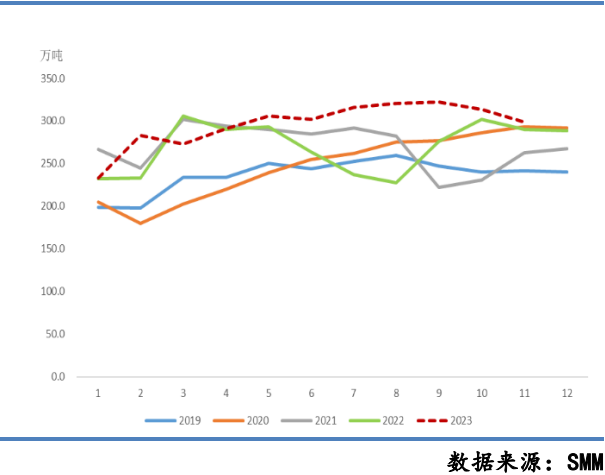
2024 年，不锈钢仍有较多待投产能，房地产后周期行业需求或维持一定韧性，但产能过剩格局之下，不锈钢仍面临供应压力，钢厂会根据实际需求与利润调整生产。预计 2024 年不锈钢产量约 3700 万吨，同比增长 4%，其中 300 系不锈钢产量或增至 1894 万吨，同比增 5%。

印尼方面，2023 年全球需求整体走弱，部分新增不锈钢项目延期，且印尼德龙产量有所下滑，印尼不锈钢产量同比大幅回落。2023 年 1-11 月，印尼不锈钢产量约 369 万吨，同比减少 18.4%。预计 2023 年印尼不锈钢总产量约 415 万吨，同比下滑 13.5%。随着印尼不锈钢项目陆续投产，预计 2024 年印尼不锈钢产量增至 460 万吨，同比增 10.84%。

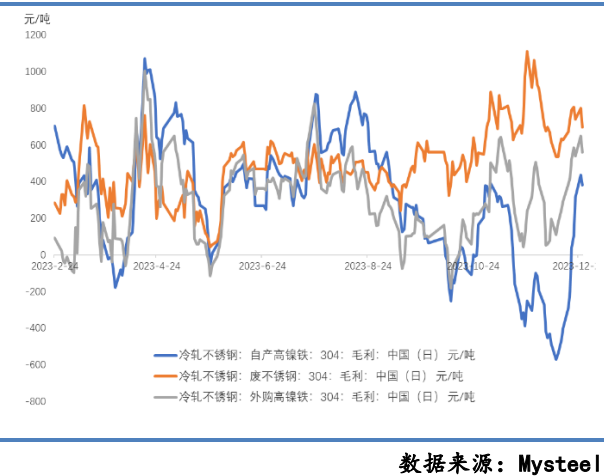
近几年，全球不锈钢增量主要来自中国和印尼，我们梳理了 2024 年中国及印尼不锈钢新增产能情况（图表 48）：

（1）国内方面，2023 年青山福安、德龙溧阳产能均已投产，2024 年中国不锈钢粗钢计划产能超 1000 万吨，关注河北沧州、广青、宝钢德盛、内蒙古奈曼经安等项目的投产情况，但由于行业利润较差，实际投产料远不及预期。（2）印尼方面，2024 年印尼不锈钢粗钢计划产能达 500 万吨，包括华迪 200 万吨与力勤 300 万吨。

图表 44：中国不锈钢产量季节图



图表 46：不锈钢冷轧生产利润

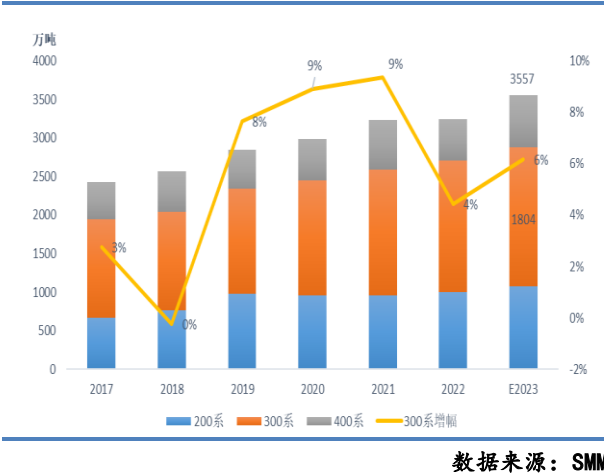


图表 48：中国&印尼不锈钢产能投放计划

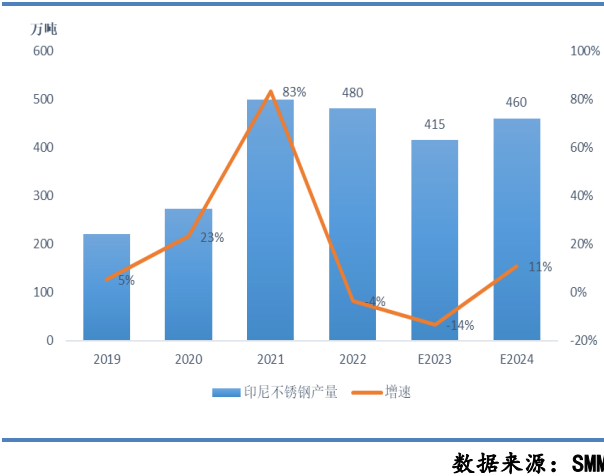
日期	不锈钢厂名称	不锈钢产能 (万吨/年)	规划系列	预计投产时间
中国	宝钢德盛	306	300系	2024年12月
	河北沧钢	100	300系	2024年
	山东盛阳	170	200/300系	2024年或以后
	福建青拓	200	300系	2024年
	广青	400	300/400系	2024年或以后
	内蒙古奈曼经安	129	200/300系	2024年或以后
	内蒙古明拓	80	400系	2024年或以后
	总计	1385		
印尼	印尼华迪	200	300系	2024年
	印尼力勤	300	300系	2024年或以后
	总计	500		

数据来源：SMM, 国贸期货研究院

图表 45：中国不锈钢产量分系列



图表 47：印尼不锈钢产量



数据来源：SMM



## 5.2. 印尼冷轧回流减少，不锈钢净出口同比大幅增加

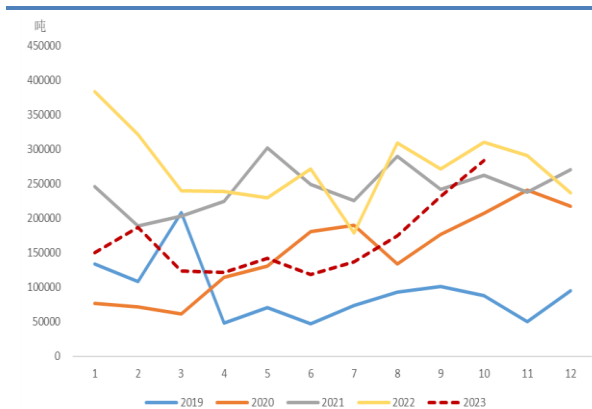
**进口方面：**据海关数据显示，2023 年 1-10 月，国内不锈钢进口累计量约 167 万吨，同比减少 108.66 万吨，减幅 39.4%。

**出口方面：**据海关数据显示，2023 年 1-10 月，国内不锈钢出口累计量约 344.45 万吨，同比减少 31.54 万吨，减幅 8.4%。

**净出口：**2023 年 1-10 月，中国不锈钢累计净出口量约 177.45 万吨，同比增加 77.12 万吨，同比增加 76.9%。

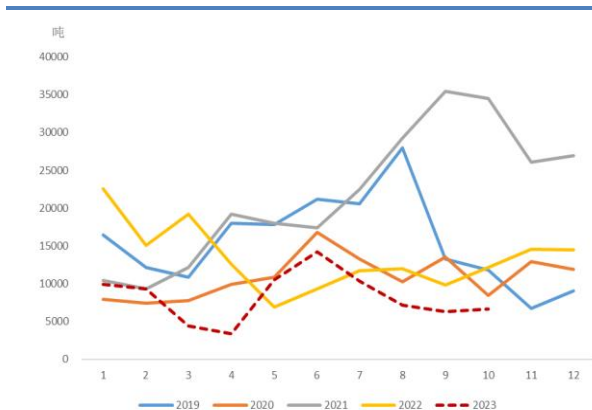
2023 年以来不锈钢进出口双双回落，由于进口回落大于出口，不锈钢净出口同比增加。进口方面，由于印尼德龙整体减产，不锈钢进口量大幅走低。出口方面，受到海外需求疲弱影响，不锈钢出口整体下滑。

图表 49：中国不锈钢进口季节图



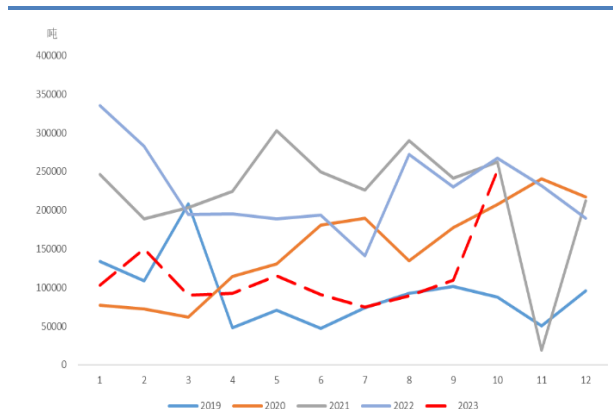
数据来源：SMM

图表 51：中国不锈钢出口季节图



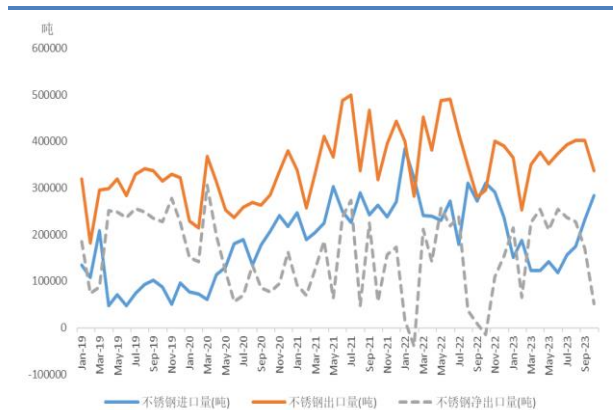
数据来源：SMM

图表 50：中国自印尼进口不锈钢季节图



数据来源：SMM

图表 52：中国不锈钢净出口



数据来源：SMM

## 5.3. 竣工端仍有存量，2024 年不锈钢需求增速或放缓

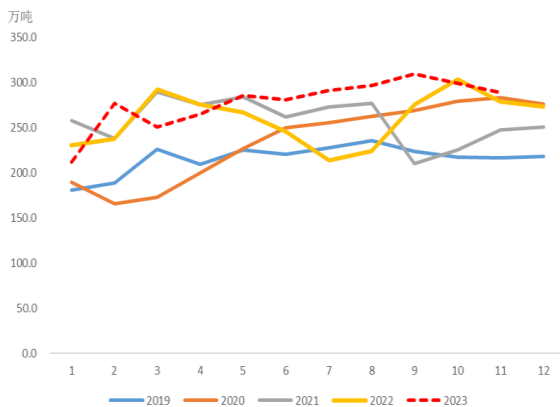
不锈钢终端消费较为分散，相较于某个特定行业，不锈钢消费与宏观经济水平更为相关。消费板块我们主要关注地

产、石化、家电、电梯、汽车等领域。2023 年以来，国内地产呈现弱现实格局，但在国家“保交楼”政策支持下，地产竣工端表现向好，家电等不锈钢终端行业出现回暖。2023 年 1-11 月中国表观消费量约 3053.49 万吨，同比增加 7.4%。预计 2023 年中国表观消费量约 3340 万吨，同比增 7.2%左右。

由于不锈钢下游消费与房地产施工/竣工息息相关，2024 年我国地产待竣工面积仍有存量，房地产后周期行业需求全年或前高后低，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，但需求增速或整体放缓。预计 2024 年不锈钢需求增速或在 3%-5%。

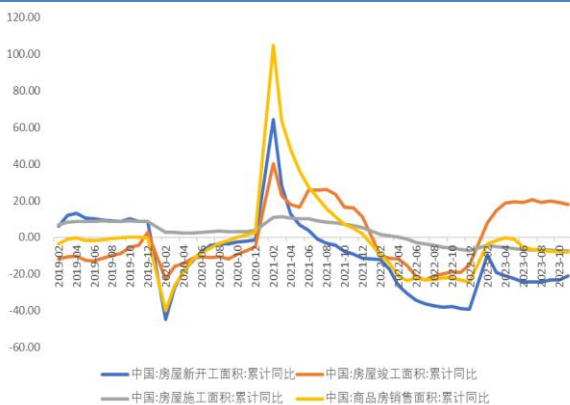
库存方面，2023 年初，不锈钢消费整体不及预期，社会库存亦创下历史高位，二季度开始，随着钢价阶段性反弹以及钢厂控货等操作，不锈钢库存高位回落。然而，传统旺季落空，需求不及预期，不锈钢库存持续累库，钢厂减产增加。临近年末，需求负反馈影响下贸易商及钢厂主动降库，不锈钢库存整体回落。据 Mysteel 数据，12 月 22 日无锡及佛山市场 300 系总库存 51.31 万吨，较去年同期（46.46 万吨）增加 10.44%。

图表 53：中国不锈钢表观消费季节图



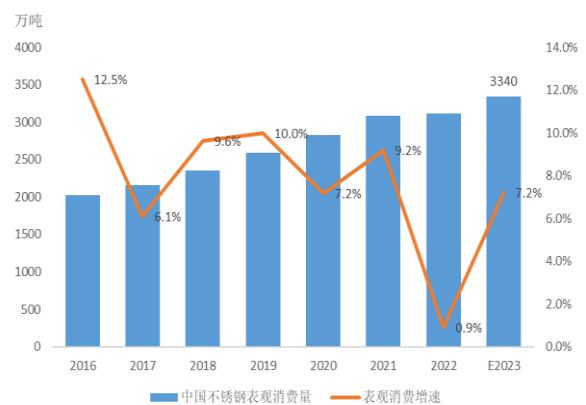
数据来源：SMM

图表 55：房地产施工、开工、竣工、销售面积



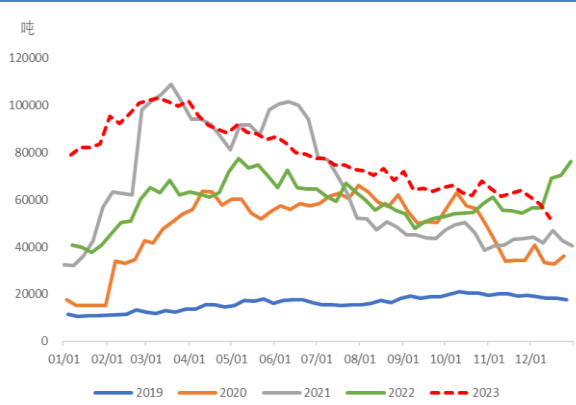
数据来源：Wind

图表 54：中国不锈钢表观消费量



数据来源：SMM

图表 56：不锈钢 300 系库存季节图



数据来源：Mysteel

## 6. 新能源行业维持较高增速，对镍需求仍有拉动

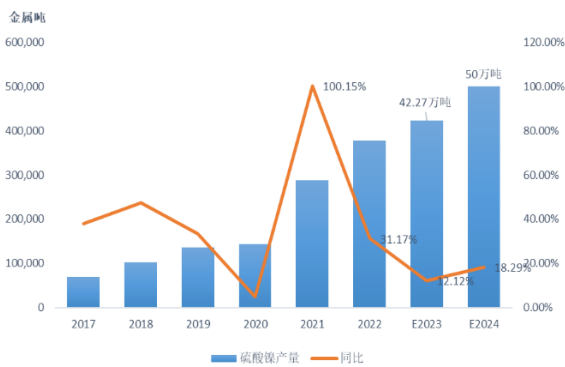
### 6.1. 硫酸镍产量明显抬升，新增产能持续投产放量

2023 年，新能源市场仍快速发展，高镍化进程提振硫酸镍需求，叠加国内硫酸镍转产电积镍产能扩张，硫酸镍产量整体抬升。据 SMM 数据，2023 年 1-11 月我国硫酸镍产量约 39.18 万金属吨，同比增加 15.43%，预计 2023 年中国硫酸镍产量达 42.27 万金属吨，同比增长 12.11%。

目前来看，国内外仍有大量硫酸镍产能待投，2024 年中国硫酸镍待投产产能约 38 万金属吨，关注格林美、华友、中伟、容百科技等项目，预计 2024 年硫酸镍产量或达 50 万金属吨，同比增 18.28%。此外，2023 年 3 月力勤 HPAL 项目已顺利投产，为印尼首批硫酸镍产品，月产硫酸镍达 2000 金属吨。据统计，印尼硫酸镍项目多将在 2024-2025 年建成或投产，待投产产能约 17.4 万金属吨（包括自用、外售）。2023 年 12 月 21 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2024 年 1 月 1 日起，镍的硫酸盐进口暂定税率由 2% 调整为 0%。硫酸镍关税下调或进一步促进印尼硫酸镍项目投产并回流。

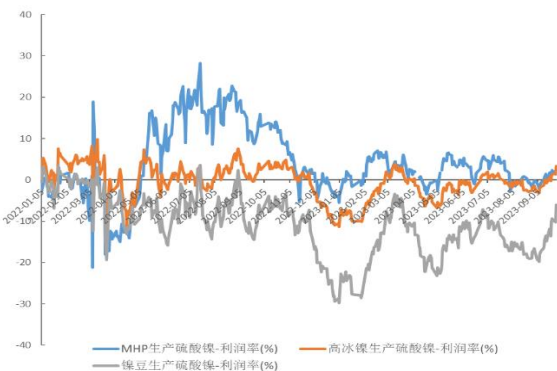
原料使用方面，随着镍中间品近两年大量进口，硫酸镍原料中镍中间品占比持续抬升，但中间品制备硫酸镍利润维持低位；镍豆制备硫酸镍则多处于亏损状态，仅 11 月下旬出现短暂盈利。截至 11 月，中间品在硫酸镍原料使用占比达 85%，而镍豆占比 0%，当前硫酸镍生产以中间品和废料为主，镍豆则作为补充。

图表 57：中国硫酸镍产量



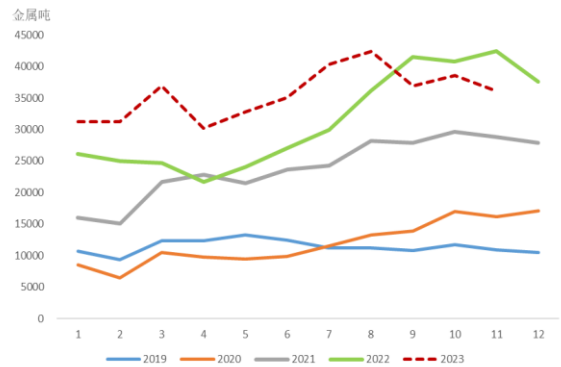
数据来源：SMM

图表 59：硫酸镍各原料生产利润率



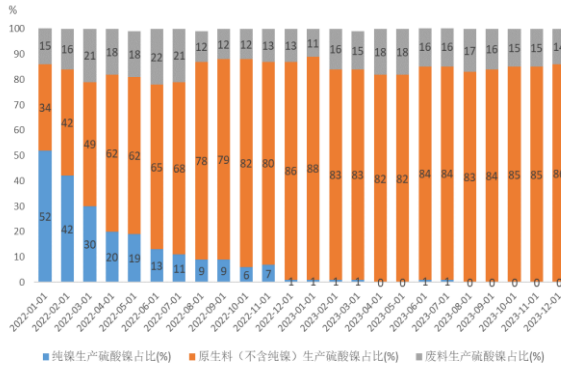
数据来源：SMM

图表 58：中国硫酸镍产量季节图



数据来源：SMM

图表 60：硫酸镍原料使用占比



数据来源：SMM

图表 61：硫酸镍产能规划

企业	技术路线	新增产能（万金属吨）	预计投产时间
吉林吉恩镍业股份有限公司	常压浸出	0.6	2024年H2E
浙江华友钴业股份有限公司	常压浸出/高压浸出	32.7	2024年H1E
宁波长江能源科技有限公司	常压浸出	2.7	2024年H2E
盛屯新能源	常压浸出	15	2024年Q2E
荆门市格林美新材料有限公司	常压浸出/高压浸出	15.5	2024年H1E
福建常青新能源科技有限公司	常压浸出	1.8	2024年H1E
中冶瑞木新能源科技有限公司	常压浸出	6	2024年Q2E
赣州吉锐新能源科技股份有限公司	常压浸出	4.6	2024年H1E
宁波容百新能源科技股份有限公司	常压浸出/高压浸出	13.6	2024年E
中伟新材料股份有限公司	常压浸出/高压浸出	21.4	2025年E

数据来源：SMM, 国贸期货研究院

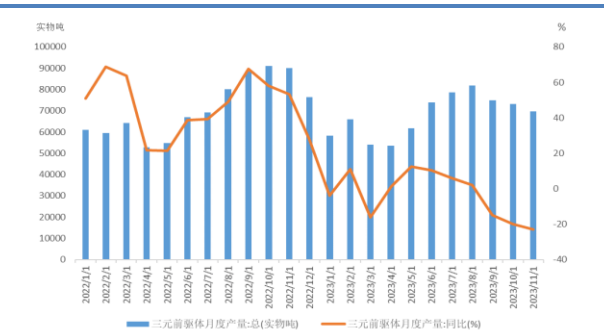
6.2. 磷酸铁锂对三元电池替代效应或逐步减弱，高镍化仍是发展趋势

2023 年新能源产业链增速放缓，产业链维持库存压力较大，三元前驱体订单下滑，企业减产增加，产量同比出现回落，但高镍化仍是发展方向。据 SMM 数据，2023 年 1-11 月三元前驱体产量达 74.58 万吨实物量，同比减少 4.3%，其中 811 型 25.1 万吨，同比减少 8.85%，11 月占比达 33%。预计 2023 年中国三元前驱体产量将达到 80.85 万吨实物量，同比下滑 5.37%，在高镍化影响下加权耗镍量同比增 3.6%。

2023 年以来动力电池装车量同比维持增长，但受需求增速放缓、订单不足的影响，动力电池产能利用率有所下降，当前磷酸铁锂电池发展态势仍优于三元，三元电池占比维持在 32%左右：2023 年 1-11 月，我国动力电池累计装车量 339.7GWh，累计同比增长 31.4%。其中三元电池累计装车量 109.6GWh，占总装车量 32.3%，累计同比增长 10.7%；磷酸铁锂电池累计装车量 229.8GWh，占总装车量 67.6%，累计同比增长 44.4%。从结构上看，三元电池与磷酸铁锂电池应用市场有所分化，目前高端车以三元电池为主，低端车以磷酸铁锂电池为主，短期在成本与安全性影响下，三元电池占比仍较低。2023 年，三元电池原料价格高位回落，新能源车多有降价，虽然磷酸铁锂电池仍是主流，但三元电池占比下行趋势已放缓，高镍化仍是三元电池的发展方向，镍需求有望得到一定提振。预计 2023 年我国动力电池装车量 390GWh，同比增加 32.38%，其中三元电池装车量 120GWh，同比增加 9%。

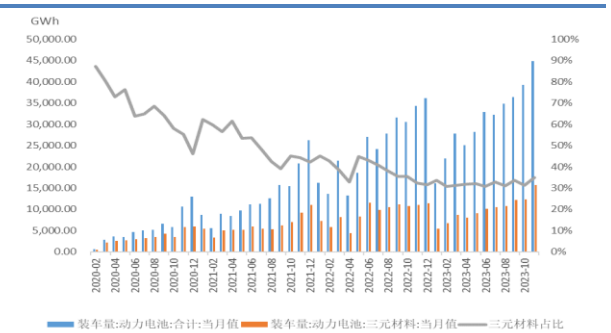
展望 2024 年，新能源行业增速或整体放缓，但随着镍、锂等原材料价格走弱，三元电池占比有望回升，高镍三元电池仍有较好的需求前景。预计 2024 年我国动力电池装车量有望进一步增长至 507GWh，增幅 30%，三元电池装车量有望增 20%至 144GWh。

图表 62：中国三元前驱体产量



数据来源：SMM

图表 63：中国动力电池装车量



数据来源：SMM

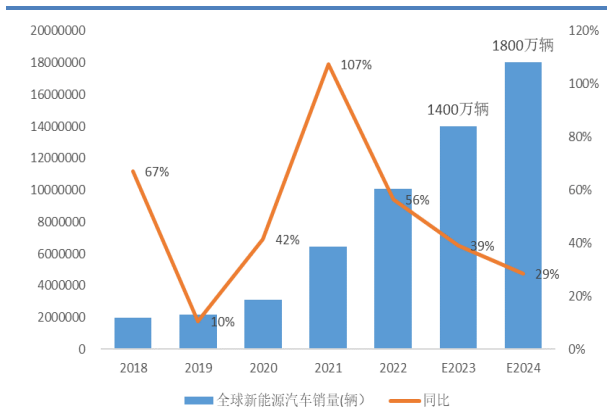
### 6.3. 政策支撑仍存，全球新能源车产销维持高速增长

海外方面，美国新能源汽车销量维持高速增长，而欧洲市场受到补贴退坡及高基数影响增速下滑。2023 年 1-11 月，全球新能源车累计销量为 1213.4 万辆，同比增 32%。预计 2023 年全球新能源车销量约 1400 万辆，同比增长 39%。

国内方面，受到新能源汽车购置补贴退出的影响，新能源汽车销量增速不及往年，但国家及地方仍在不断推出新能源支持政策，包括延长新能源车购置税减免至 2025 年底、新能源车下乡、地方补贴政策加码等。此外，2023 年以来，碳酸锂等动力电池原料价格大幅下降，整车成本压力下行，头部车企纷纷降价促销，新能源车销量仍维持较快增速。据中汽协公布数据，11 月，我国新能源汽车产销首次双双突破百万辆，产量为 107.4 万辆，销量为 102.6 万辆，同比增幅分别为 39.2% 和 30%，市场占有率达 34.5%。1-11 月，我国新能源汽车产销量分别达 842.6 万辆和 830.4 万辆，同比分别增长 34.5% 和 36.7%，市场占有率达 30.8%。预计 2023 年中国新能源车销量约 940 万辆，同比增长 36.5%。

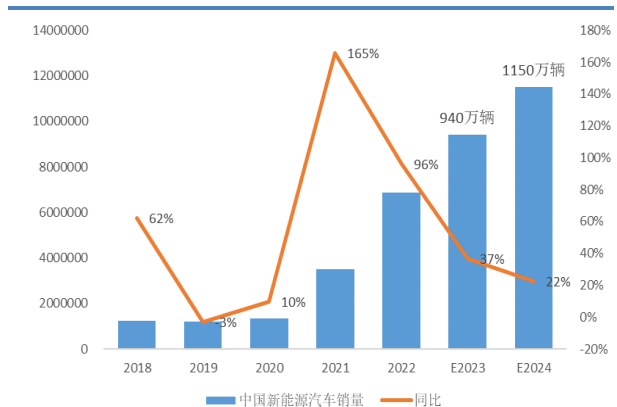
展望 2024 年，新能源行业仍在不断发展，各品牌新车型的推出以及车企降价或带动新能源车渗透率的提升，市场需求将成为新能源车消费的主要驱动，目前我国新能源汽车渗透率已超过 30%，预计未来新能源汽车行业在维持较高景气度的同时增速将逐渐放缓，由爆发式扩张转向平稳增长。预计 2024 年我国新能源车销量达 1150 万辆，同比增 22%。海外市场来看，美国新能源车市场在 IRA 法案影响下或维持较高增速，欧洲各国补贴政策虽开始退坡，但欧洲排放法规逐渐严格，新能源车销量仍有望维持一定增速。预计 2024 年全球新能源车销量或达 1800 万辆，同比增 28.5%。

图表 64：全球新能源汽车销量



数据来源：SMM

图表 65：中国新能源汽车销量



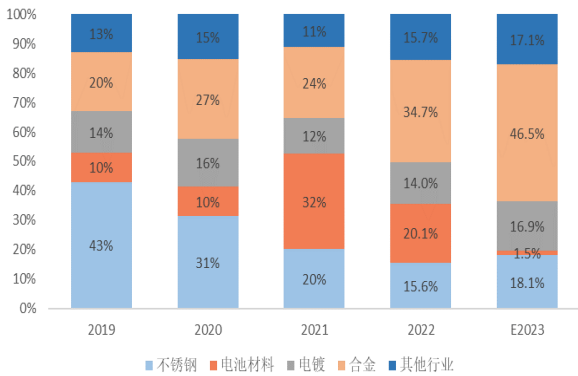
数据来源：SMM

### 7. 高温合金需求向好，但增量有限

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，但从电解镍下游需求来看，合金电镀的需求占比逐步抬升，而随着全球镍中间品产能投产放量，新能源对镍需求明显下滑。高温合金主要应用领域为航空航天发动机、燃气轮机等，近年来地缘政治扰动频繁，军工对合金领域的消费表现较好，带动高温合金需求，但由于基数较低对镍需求拉动较为有限。据钢联数据，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%。

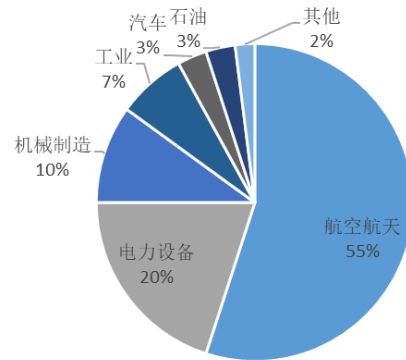


图表 66：中国电解镍下游占比变化



数据来源：SMM

图表 67：高温合金应用领域



数据来源：公开信息整理

## 8. 全球镍库存拐点已现，2024年原生镍延续过剩格局

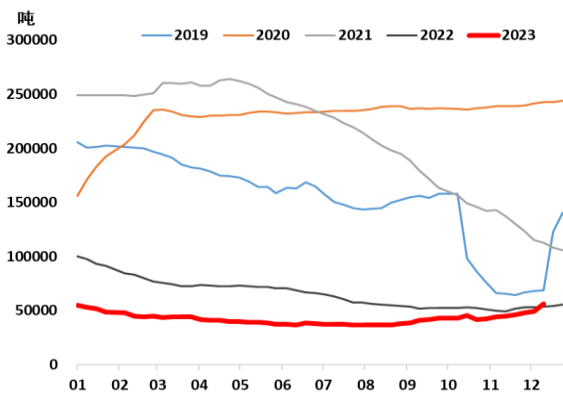
### 8.1. 全球镍库存拐点显现，累库趋势或延续

海外方面，2023 年年初，LME 镍库存仍呈现去库趋势，但海外市场需求表现持续疲弱，LME 镍 Cash-3M 长期处于贴水状态，叠加 LME 镍交割品牌增加（包括华友、格林美，中伟仍在申请中），全球纯镍新增产能投产放量，有部分中国镍板交仓至海外，四季度 LME 镍库存拐点逐渐显现，截至 12 月 15 日，LME 镍库存 4.91 万吨，较年初下降 4674 吨，降幅 8.68%，较年中增加 1 万吨，增幅 26.58%。

国内方面，2023 年纯镍进口同比大幅下滑，上半年国内现货资源趋紧，年中俄镍以人民币计价出口至中国，5 月国内纯镍库存明显增加，现货趋紧格局得到缓解。6 月，华友镍成功申请成为上期所交割品牌，随着镍交割品供应增加，国内镍库存出现回升，现货升水下行，四季度俄镍及华友镍均维持贴水状态，国内镍累库态势延续。截止 12 月 15 日，国内社会库存 17695 吨，较年初增加 14004 吨，增幅 379%；上海保税区库存 3500 吨，较年初下降 1700 吨，降幅 20.2%。

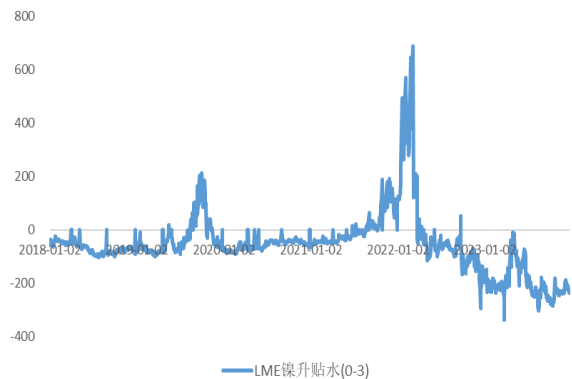
展望 2024 年，国内外精炼镍产能仍持续投产放量，交割品扩容预期仍存，原生镍延续全面过剩格局，纯镍累库趋势难改。

图表 68：LME 镍库存



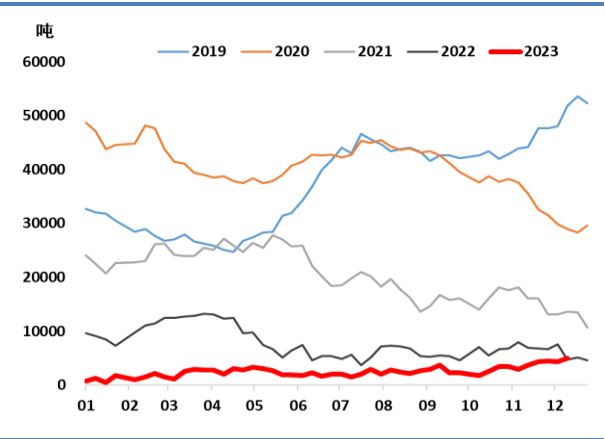
数据来源：Wind

图表 69：LME 镍升贴水



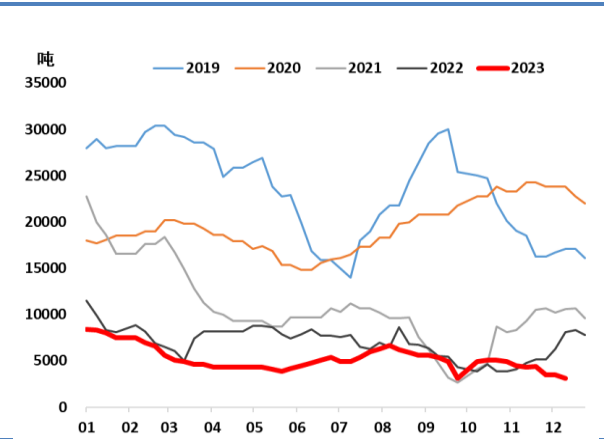
数据来源：Wind

图表 70：国内镍社会库存



数据来源：SMM

图表 71：上海保税区库存



数据来源：SMM

8.2. 预计 2024 年原生镍延续过剩格局

2023 年，随着电积镍产能的投产放量，纯镍供应不断增加，国内外交割品同步扩容，精炼镍低库存格局得到缓解，镍结构性矛盾逐步减弱，带动电解镍溢价回落，估值明显修复，原生镍进入全面过剩格局。预计 2023 年全球原生镍过剩 32.8 万吨，中国原生镍过剩 31.9 万吨。

展望 2024 年，国内房地产竣工周期仍将延续，新能源行业维持较高增速，不锈钢与新能源需求有望维持上升势头，但增速整体放缓，需警惕海外经济下行带来的影响。原生镍供应仍在不断放量，包括印尼镍产品（NPI/MHP/高冰镍/硫酸镍）、国内精炼镍等产能投放，过剩格局或带动部分高成本产能出清，需重点关注印尼相关政策对全产业链估值的影响。预计 2024 年全球原生镍过剩约 45 万吨，中国原生镍过剩约 40 万吨。

图表 72：供需平衡表

万金属吨	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球原生镍供应	248.41	253.69	271.58	315.16	353.71	381.38
全球原生镍消费量	243.74	244.9	294.51	310.19	320.91	335.69
全球平衡	4.67	8.79	-22.93	4.97	32.8	45.69
中国原生镍供应	141.55	150.62	162.29	188.01	224.41	250.11
中国原生镍消费量	132.78	143.19	158.72	178.69	192.51	209.63
中国平衡	8.77	7.43	3.57	9.32	31.9	40.48

数据来源：SMM，国贸期货研究院

## 四、总结与展望

**宏观面：内外宏观不确定性仍存。**海外方面，美联储短期或维持利率限制性，但12月FOMC显示美联储将开启新一轮的降息周期，市场风险偏好有望改善。2024年美国经济增长或放缓，通胀中枢将继续回落，劳动力市场整体降温，仍需警惕海外经济下行对有色金属的影响。国内方面，中国经济仍面临结构性矛盾，国家稳增长政策有望持续发力，预计2024年国内经济将继续温和复苏、结构或趋于平衡，投资增速有望在稳基建和房地产投资政策的支持下逐步企稳回升。

**供应端：原生镍供应全面过剩格局延续。**菲律宾镍矿供应持稳为主，印尼镍矿审批周期延长，但印尼镍价指数的推出或抬升镍系成本支撑，仍需警惕资源国政策扰动。国内外镍产品持续投产放量，印尼NPI/MHP/高冰镍以及国内电积镍产能仍在释放，在印尼资源回流的大环境下，国内镍铁产量料持续下行，硫酸镍及电积镍产量有望延续增长，交割品的扩容亦将刺激纯镍生产，全球镍库存累库趋势不改。

**需求端：政策提振有限，需求增速难抵供应增速。**2024年不锈钢计划投放产能较多，地产待竣工面积仍有存量，房地产后周期行业需求全年或前高后低，不锈钢产量增速料放缓。新能源方面，国家政策支持延续，新能源汽车产销维持较高增速，但电池产业链维持去库，三元占比难以明显回暖，三元前驱体订单下滑，硫酸镍需求增速或受到拖累。从纯镍消费来看，合金、电镀作为电解镍主要下游，需求维持刚性并有望贡献一定增量，但由于基数较低对镍需求拉动较为有限。

**展望2024年，宏观方面，考虑到美联储降息时点可能滞后于经济表现，需警惕海外经济下行可能带来的风险，同时关注国内稳增长政策对经济的提振作用。**基本面的来看，原生镍供应延续过剩格局，电积镍等可交割品的投产放量将推动全球镍库存持续累积，镍价料震荡寻底，下方空间重点关注资源国政策对全产业链估值体系的影响，相关消息或将对镍价形成阶段性提振。此外，警惕国内外宏观事件、地缘政治等对有色板块的整体影响。

### 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。