

# 镍：宏观定价与供应扰动成主要变数

## 摘要

**宏观面：**美联储降息预期反复，国内经济复苏节奏放缓。海外方面，当前美国经济韧性凸显，劳动力市场依旧强劲，去通胀进程持续却仍显坎坷，且美联储表态偏鹰，市场反复修正美联储降息预期，同时关注美国大选带来的阶段性扰动。国内方面，国内经济复苏节奏放缓，房地产仍是经济修复最大拖累，而海外补库需求有望维持出口韧性。下半年政策端将延续发力巩固和增强经济回升态势，相关部门和地方加快落地实施，政策效果将持续展现，关注7月重大会议相关进展及政策指引。

**供应端：**原生镍过剩略有收窄，关注矿端供应变化。印尼RKAB审批虽有加速，但当地镍矿供应持续趋紧，菲律宾镍矿补给增加，关注后续镍矿供应情况。印尼镍产品（NPI/MHP/冰镍）投产放量延续，产业链利润分配影响各环节的产量释放情况，阶段性错配扰动仍存。受到印尼资源回流影响，国内镍铁产量延续下行趋势，而电解镍产能处于扩张周期，交割品扩容带动纯镍产量增长，海外出口交仓明显增加，后续全球镍库存垒库趋势不改。

**需求端：**不锈钢延续高排产，新能源需求增速或放缓。不锈钢排产持续高位，年内待投产产能较多，但终端需求预期偏弱，仓单库存压力下钢厂或调整生产节奏，后续关注旺季需求表现；新能源方面，上半年政策发力叠加车厂积极降价换量，我国新能源车销量实现超预期增长，但三季度上升势头或阶段性放缓。当前高镍三元电池已成主流，但三元装车占比仍在低位，电芯及整车库存压力或限制后续消费。纯镍消费来看，合金、电镀需求呈现一定增量，然基数较低对镍消费拉动有限。

展望下半年，美联储降息预期交易将持续对有色板块形成扰动，国内政策端发力仍待检验，宏观情绪对镍价影响不可小觑。基本面来看，印尼镍矿供应扰动或贯穿全年，原生镍过剩预期影响镍价估值，纯镍垒库趋势料延续。在供应扰动减缓预期下，镍价或承压运行，下方支撑关注电积镍生产成本（一体化产线），后续警惕宏观情绪、印尼镍矿供应、镍相关项目投产情况对镍价影响。

金属镍

半年度报告

2024年7月1日

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

2024 年上半年，金属镍估值受到宏观定价与印尼镍矿供应扰动共同影响，镍价整体表现为先扬后抑。截至 6 月 28 日收盘沪镍主力报 135480 元/吨，上半年涨幅 4.34%；LME 镍报 17190 美元/吨，上半年涨幅 3.4%。

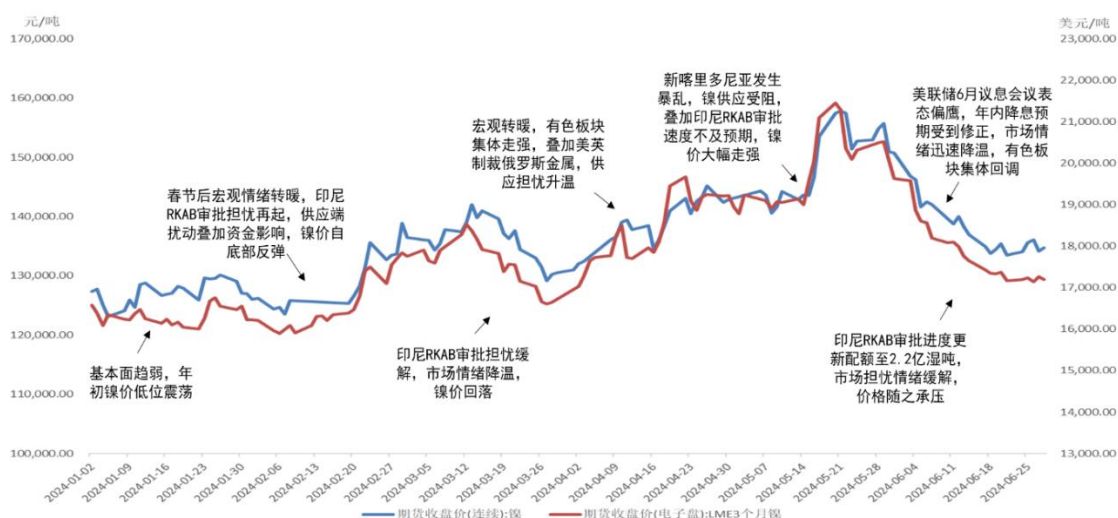
**(1) 1 月-3 月中旬镍价震荡后反弹。**年初镍价于低位震荡，春节前印尼 RKAB 审批缓慢消息传来，且印尼大选在即，下游担忧原料上涨有一定补库行为，但对镍价影响有限。春节后，央行降息带动宏观情绪转暖，美联储降息预期升温，有色板块整体受到提振。产业方面，市场再次交易印尼 RKAB 审批不及预期，叠加硫酸镍供应趋紧，新能源预期向好，MHP 等原料价格探涨，资金作用下镍价大幅反弹，突破 14 万关口。

**(2) 3 月下旬以来镍价持续走弱。**虽然镍价相较年初大幅反弹，但国内外镍库存仍在持续垒库，中长期基本面过剩格局并未得到改善，故随着 3 月中旬印尼 RKAB 审批担忧缓解，资金情绪逐步褪去，镍价自高位回落，并接连下挫，基本回吐此前涨幅。

**(3) 4 月-5 月镍价大幅反弹。**4 月伊始，随着有色板块的持续强势，宏观资金涌入镍市，叠加印尼 RKAB 审批速度不及预期，又有美国制裁俄罗斯金属消息传出提振 LME 挤仓担忧，在基本面与宏观共振下镍价大幅反弹。随后，镍铁收储消息传来，镍价维持高位盘整，直至 5 月中旬新喀里多尼亚暴乱引发镍供应担忧，情绪与资金主导下镍价迅速上行并一度突破 16 万关口，但 5 月下旬宏观情绪出现降温，镍价于高位盘整。

**(4) 6 月开始镍价高位回调。**宏观层面，美联储 6 月议息会议表态偏鹰，年内降息预期受到修正，市场情绪迅速降温，有色板块集体回调，镍价亦高位回落。与此同时，印尼 RKAB 审批更新配额至 2.2 亿湿吨，虽然印尼镍矿升水仍在高位，但市场担忧情绪缓解，价格随之承压。整体看，随着宏观溢价褪去，镍基本面支撑走弱，镍价再度回到 13.5 万附近震荡运行。

图表 1：LME&SHFE 镍走势



数据来源：Wind，国贸期货整理

## 二、宏观分析

### 2.1 美国经济尚显韧性，美联储降息预期反复

#### 2.1.1 美劳动力市场仍显韧性，通胀回落速度整体放缓

美国劳动力市场依然表现强劲。5月非农就业人口增长27.2万人，大幅高于预期。尽管失业率上升0.1个百分点至4%，创两年多来的最高水平，但从历史来看依然处于较低水平。

2024年以来美国通胀回落速度有所放缓，今年1-4月环比通胀率平均高达0.35%，显著高于去年下半年平均的0.27%。但美国5月核心PCE显示通胀明显降温，市场认为其增大了美联储今年降息的可能性。具体来看，5月核心PCE物价指数同比增速创下2021年3月以来最低纪录，即从4月的2.8%下滑至2.6%，亦符合预期。与此同时，5月核心PCE物价指数环比增速为0.1%，为2023年12月以来的最低纪录。当前市场对美联储9月降息的押注仍约65%，预计年内最有可能降息两次。

尽管美国经济仍然具有较强韧性，但一季度美国GDP增速已经大幅放缓至1.6%，相较于去年第四季度的3.4%明显收窄。国际货币基金组织（IMF）表示，美国财政赤字规模过大，债务负担不断加重，并警告其日益激进的贸易政策可能会带来危险。近期IMF将2024年美国实际GDP增速预测从4月份的2.7%下调至2.6%，认为美国的债务风险以及其贸易政策，不仅会拖累自己的经济发展，也在给全球经济带来风险。

由于美国经济、通胀、就业等表现均好于预期，市场对美联储的降息预期出现反复，首次降息时点不断延后。

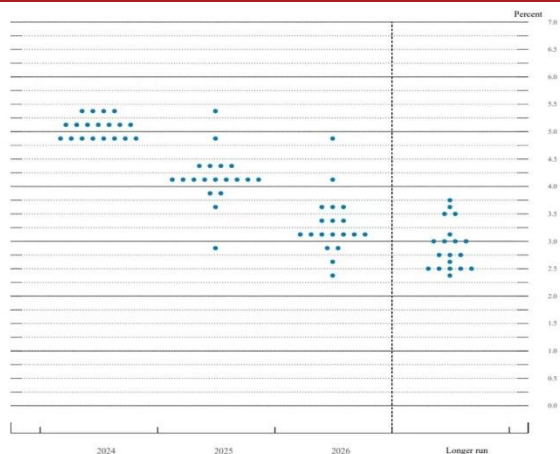
#### 2.1.2 美联储议息会议鹰派表态，降息预期反复修正

2024年6月，美联储利率决议落地，会议维持6月政策利率不变，同时官员们对美国通胀和降息的预测持有谨慎态度，一是上调了对核心PCE通胀的预测，二是点阵图暗示今年降息次数由3月会议中的3次下调至1次，暗示明年将降息4次，此前预期为降息3次。

6月13日美联储决策公布后，市场预期9月降息的可能性略有回落。当前美国经济韧性凸显，劳动力市场依旧强劲，去通胀进程持续却仍显坎坷，美联储仍需从更多的数据中获得降息信心，降息开启的时点还需继续等待。

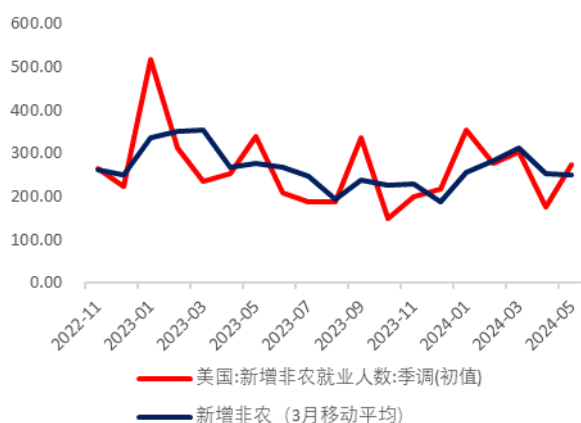
新一轮降息周期或从2024年三季度开启。一是，近二十年来首次降息最早要在加息结束后（平均）10个月左右才会开始，考虑到本轮劳动力市场和通胀回落速度慢于以往的加息周期，新一轮降息周期的开启或也将晚于10个月；二是，货币政策操作一般会滞后于经济数据表现，若2024年前两个季度美国经济数据的放缓将会提升美联储降息的决心。因此，预计美联储三季度开始降息，预测首次降息或在9月，一是美国经济活动正在放缓，二是5月通胀数据反映物价压力正在缓解，三是美国就业市场尽管强劲但疲态渐显。

图表 2：美联储 6 月议息会议点阵图



数据来源：美联储，国贸期货整理

图表 4：美国非农就业数据



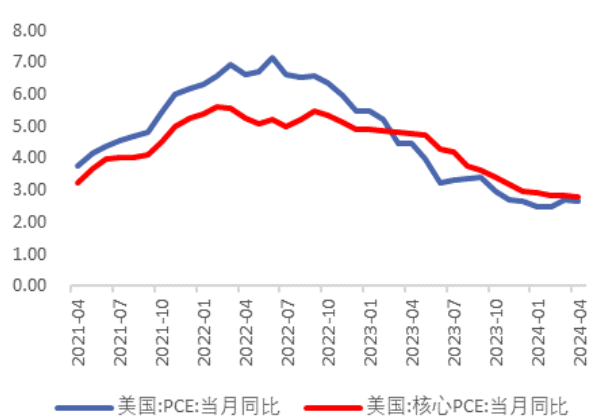
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 3：美国 GDP



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 5：美国 PCE 数据



数据来源：Wind，国贸期货整理

## 2.2 国内经济复苏节奏放缓，关注稳增长政策发力情况

国内方面，回顾上半年，无论从数据还是体感看，国内经济呈现前高后低的传统规律。一季度国内经济取得“开门红”，GDP 实现 5.3% 增长，超出市场预期的 4.6%，且好于去年的 5.2%，二季度 PMI 再次跌入荣枯线以下，物价水平仍在低位运行，反映出有效需求不足、社会预期偏弱等挑战仍然存在。

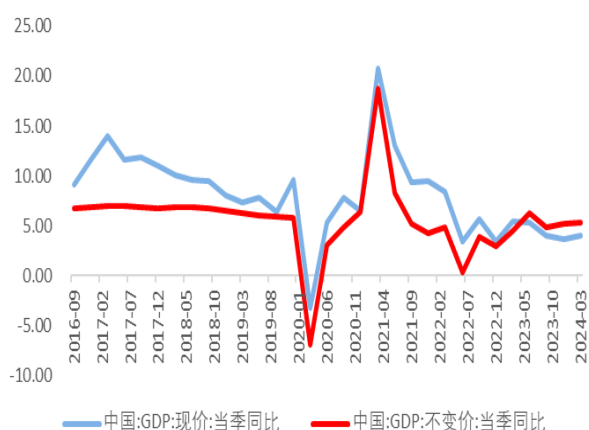
当前来看，房地产仍是经济修复最大拖累，本轮去库存面临更大压力。2024 年 1-5 月份，新建商品房销售面积同比下降 20.3%，较前值扩大 0.1 个百分点；1-5 月房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅扩大 0.3 个百分点；1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 11.6%，降幅较前值扩大 0.8 个百分点；房屋新开工面积同比下降 24.2%，降幅较前值收窄 0.4 个百分点；房屋竣工面积同比下降 20.1%，降幅较前值收窄 0.3 个百分点。与此同时，70 大中城市新增商品住宅价格环比加速下跌，2024 年 5 月 70 城新房房价环比-0.70%，其中一线城市环比-0.70%，二线城市环比-0.7%，三线城市环比-0.80%。

5月17日，我国政府发布一连串重磅房地产调控政策，是继去年8月31号之后，又一次全面的政策升级，覆盖了需求端（大幅调低住房贷款利率政策下限与首付比例）、供给端（保交楼、去库存、稳房企协调处置）和公共投资端三大角度。517新政发布后，包括北上广等各地积极跟进。

社融方面，国内5月社融数据不及预期，M1同比下滑4.2%，M2-M1剪刀差走扩，国内经济复苏基础仍需巩固。当前，市场对宽松的货币政策呼声较高，但进一步降息面临银行净息差收窄和中美利差倒挂内外部双重约束，随着引导存款利率下行、规范手工补息，降息空间逐渐打开，重点关注美欧央行货币转向时点。

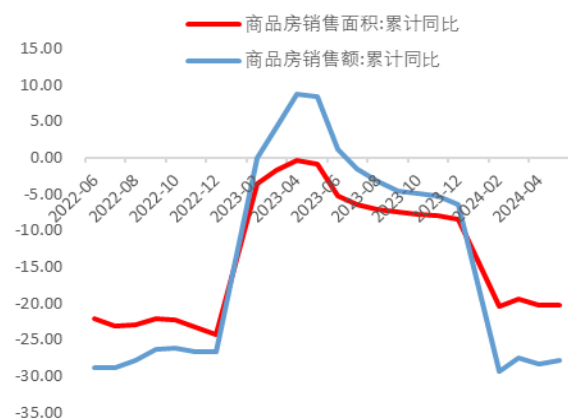
4月30日中共中央政治局会议要求“坚持乘势而上，避免前紧后松”，随后超长期国债发行、设备更新、以旧换新等一系列稳增长政策相继出台。展望下半年，政策端将延续发力巩固和增强经济回升态势，相关部门和地方加快落地实施，转化实物工作量，政策效果将持续展现。后续重点关注7月中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，会议将重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

图表 6：中国 GDP 数据

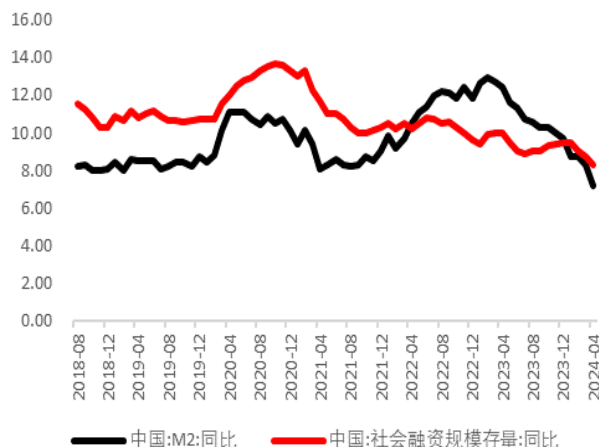


数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 8：商品房销售

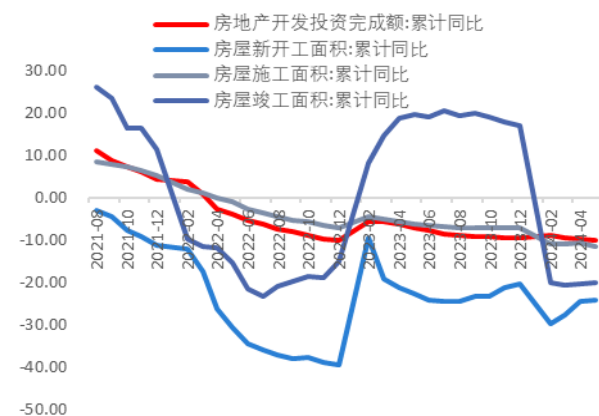


图表 7：中国社融数据及 M2 增速



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 9：房地产投资及房屋新开工、施工、竣工面积



数据来源：Wind，国贸期货整理

数据来源：Wind，国贸期货整理

### 三、基本面分析

#### 3.1 印尼RKAB审批快于预期，关注镍矿实际供应情况

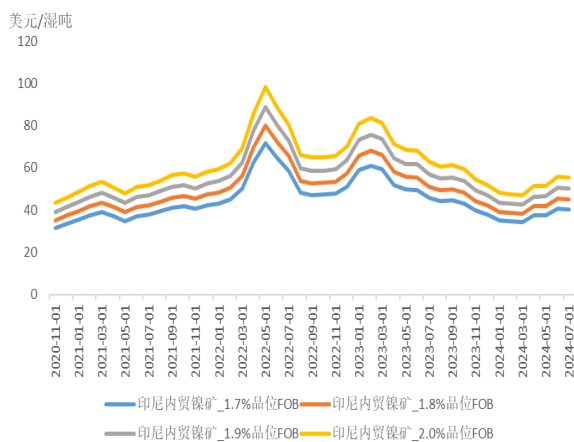
##### 3.1.1 印尼 RKAB 审批担忧放缓，镍矿升水持续高位

由于总统换届及审批流程的更新，2024 年印尼 RKAB 审批进度较为缓慢，未获得 RKAB 批准的公司无法出售其矿产品，一度造成市场对镍矿供应的担忧。6 月初，从印尼能矿部公布的审批进度来看，2024 年已通过 RKAB 的镍矿石开采额度达 2.21 亿湿吨（三年一批），虽然理论上基本满足年度消耗量，但实际供应量仍将受到天气、开采运输能力等影响。

当前印尼镍矿内贸基价 HPM（上月 LME 现货结算价均价）尚处于高位，同时印尼镍矿主流内贸升水达 13-15 美金/湿吨，镍矿实际供应整体偏紧。据了解，目前印尼各镍产业园区中大型企业镍矿库存仅剩月余，而往年普遍备有 3 个月左右库存，后续仍有备库需求。

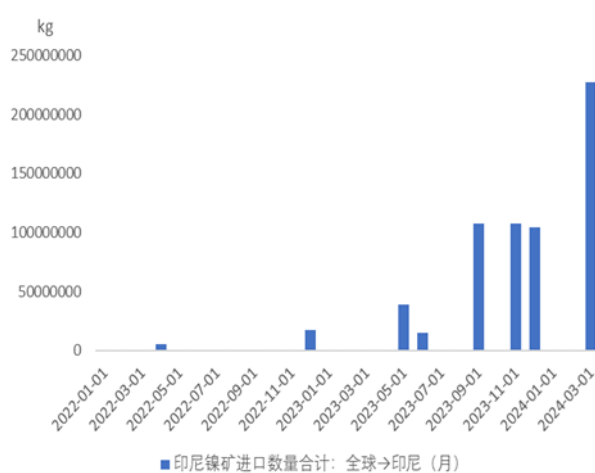
近期印尼镍矿缺口多靠菲律宾镍矿进行补充，印尼进口菲律宾镍矿量持续走高。从统计数据来看，5 月印尼进口菲律宾镍矿已达 50 万吨，约占印尼月度镍矿总需求的 3%，而去年全年印尼从菲律宾进口镍矿量仅 37.45 万吨。据 Mysteel 数据，截至 6 月中旬，菲律宾镍矿船已有 12 船到货，预计 6 月全月来船将达到 25~30 船，计 130~150 万湿吨。印尼当地镍矿紧缺格局短期将延续。

图表 10：印尼镍矿内贸基价



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 11：印尼镍矿进口量



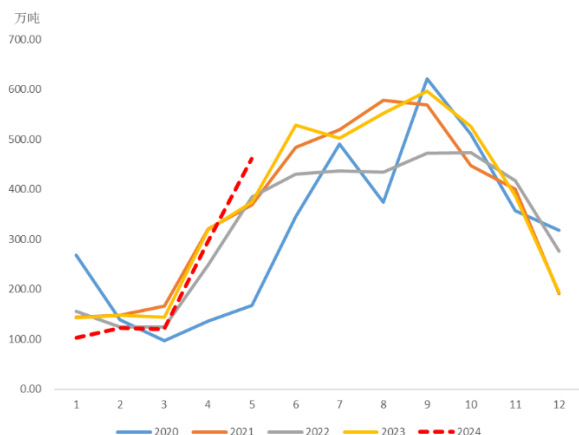
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

##### 3.1.2 菲律宾雨季结束后镍矿发货量增加，港口镍矿库存水平高于往年同期

二季度，菲律宾主矿区雨季接近尾声，发货量整体增加，我国镍矿进口量也随之提升，国内铁厂利润有一定修复，对镍矿需求持稳。据中国海关数据统计，2024 年 1-5 月镍矿进口总量 1134.21 万吨，同比减少 5.07%。

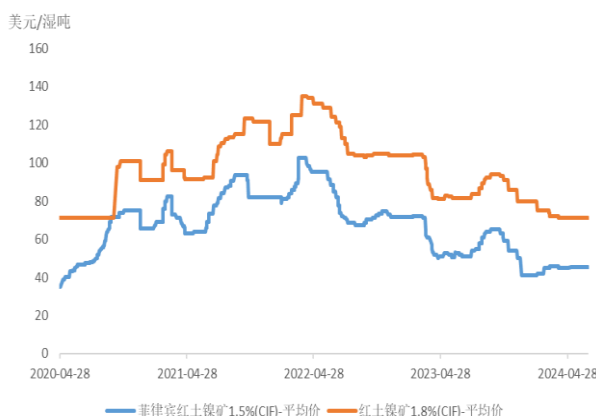
我国港口镍矿库存呈季节性去库，但库存水平整体明显高于去年同期，截至 6 月 28 日，全国港口镍矿库存 803.9 万湿吨，总折合金属量 6.313 万金吨，较去年同期高 25.53%。由于海运费高昂，菲律宾高品位镍矿到港报价仍较坚挺，1.5%CIF 均价在 45.5 美元/湿吨。

图表 12：镍矿进口季节图



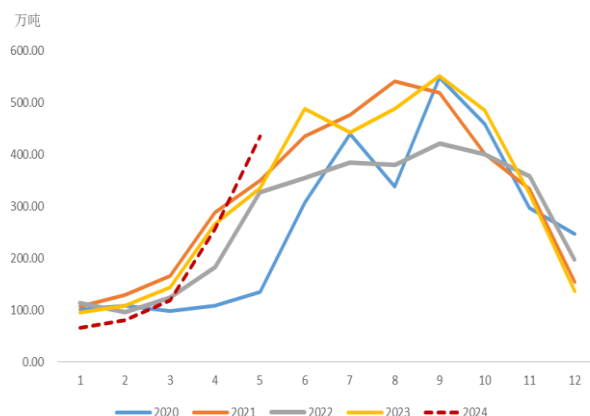
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 14：镍矿价格



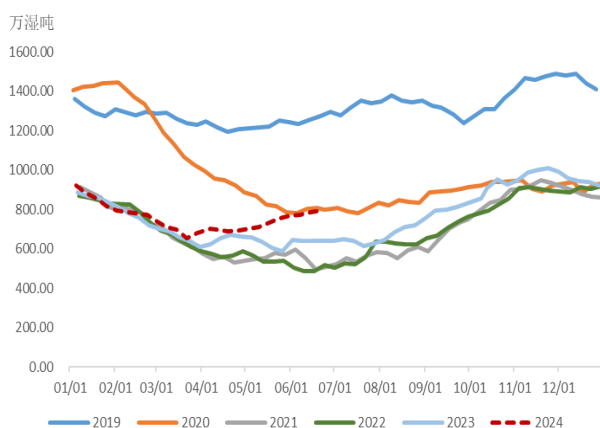
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 13：菲律宾镍矿进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 15：港口镍矿库存



数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.2 国内镍铁产量延续下行趋势，印尼镍铁产量增幅放缓

2024 年上半年，镍铁产量整体低位运行。年初受到国内春节假期检修以及印尼 RKAB 审批缓慢影响，国内高镍铁冶炼厂处于亏损阶段，镍铁产量走低，二季度以来，国内镍铁产量小幅回升，主因钢厂高排产以及镍铁价格反弹带动铁厂利润修复。往后看，在印尼镍铁不断回流的大环境下，国内镍铁产量仍将维持下行趋势。据 SMM 数据，2024 年 1-5 月全国镍生铁产量为 13.61 万金属吨，同比下降 14.7%。

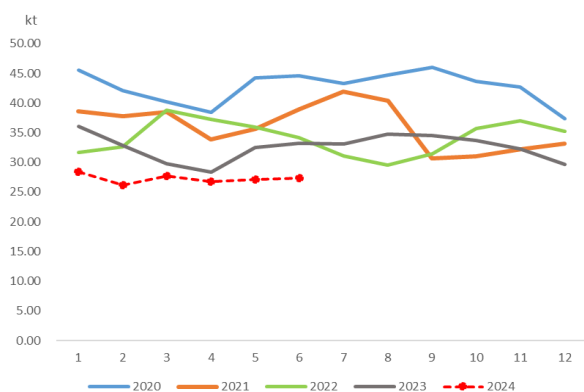
印尼方面，2024 年印尼镍铁新增投产项目仍较多，但受到镍矿高升水影响，镍铁生产成本上移，且镍矿供应趋紧，印尼 NPI 产量增速放缓。此外，前期镍价反弹后镍铁与高冰镍价差空间打开，利润驱动下青山等印尼镍企转产高冰镍增加，进而影响镍铁产量爬坡。1-5 月印尼镍

生铁产量 57.82 万吨，同比增加 10.32%，预计 6 月印尼镍生铁产量增幅仍有限。

印尼镍铁项目方面，1-6 月共新增 12 条产线，当前印尼镍铁产能达 204 万金属吨，后续仍有较多产能待投，2024 年计划投产项目包括力勤、印尼德龙、东加里曼丹、振石集团等。此外，消息称印尼政府或终止 RKEF 冶炼厂许可证，但印尼镍铁产能当前仍较为充足，关注印尼相关政策对镍铁产能投产的影响。

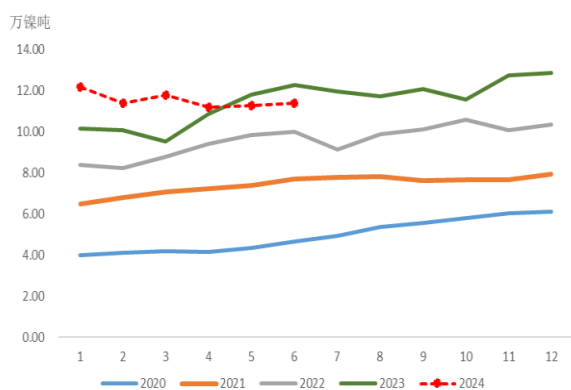
进口方面，近几年在成本优势之下，印尼镍铁持续大幅回流至国内。2024 年 1-5 月，印尼镍铁总进口量同比延续增加，但受到印尼 RKAB 审批影响，镍矿供应趋紧，印尼镍铁产量爬坡较慢，镍铁进口量增幅有所放缓。2024 年 1-5 月中国镍铁进口总量 363.4 万吨，同比增加 71.2 万吨，增幅 24.4%。其中，自印尼进口镍铁量 350.5 万吨，同比增加 83 万吨，增幅 31.0%。

图表 16：中国镍铁产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 18：印尼镍铁产量



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 17：中国镍铁利润率



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 19：镍铁价格



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 20：2024 年印尼镍铁项目投产计划

企业名称	扩产设备数量	产能（万金属吨）	工艺	预计投产时间
Indoferro	2	2	RKEF	2024年E
IWIP（青山）	8	14.6	RKEF	2024年已投
印尼德龙	16	13.6	RKEF	2024年已投8条
振石（华宝）	12	12.6	RKEF	2024年已投4条
东加里曼丹	2	2.1	RKEF	2024年2月已投
力勤	2	2	RKEF	2024年Q4E
青岛中程	4	3.3	RKEF	2024年已投
2024年合计		50.2		

数据来源：SMM，国贸期货整理

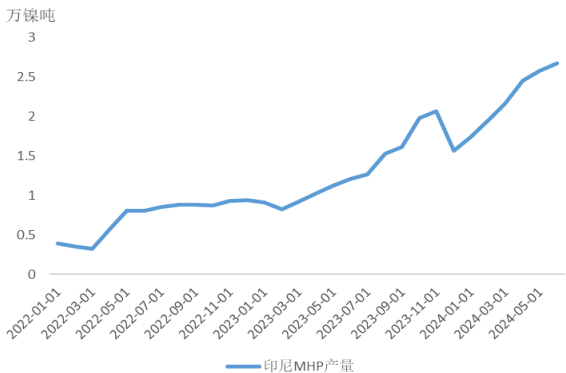
3.3 镍湿法中间品进口增速放缓，利润驱动印尼高冰镍产量爬坡

2024 年 1-5 月，镍湿法中间品进口同比增加，主要进口来源国包括印尼、新喀里多尼亚、巴布新几内亚以及澳大利亚等，但增量主要来自印尼。今年以来，印尼镍矿供应扰动影响了 MHP 产量增速，进而影响镍湿法中间品进口体量。据中国海关数据统计，2024 年 1-5 月镍湿法冶炼中间品进口总量 59.52 万吨，同比增加 17.74%。与此同时，高冰镍进口同比增幅较为明显，主因二季度镍价反弹后利润驱动印尼高冰镍产量爬坡。据中国海关数据统计，2024 年 1-5 月镍钕进口总量 13.74 万吨，同比增加 42.71%。

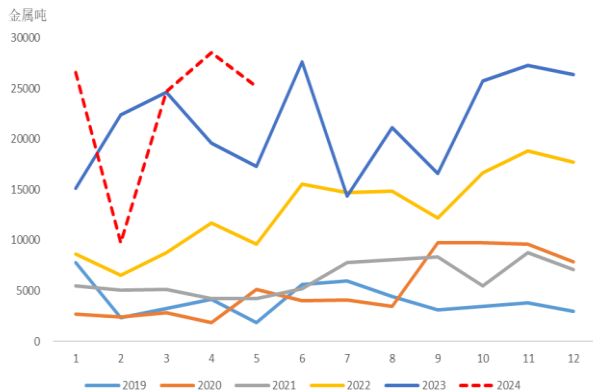
2024 年以来，镍湿法中间品 MHP 产量持续增加，印尼华飞项目月产达 10000 金属吨，力勤项目月产约 6500 金属吨，后续关注力勤三期（6 万金属吨/年）、青美邦二期（4.3 万金属吨）、PT.Ceria（4 万金属吨/年）等项目。据 SMM 数据，印尼 1-5 月 MHP 产量 10.87 万金属吨，同比增 127%。

2024 年 1-5 月印尼高冰镍产量 10.65 万金属吨，同比增加 9.9%。二季度由于镍价反弹，镍铁与高冰镍价差空间打开，利润驱动下青山等印尼镍企转产高冰镍增加，5 月青山园区高冰镍月产达 8100 金属吨，后续高冰镍产量增减仍受限于与 NPI 价差情况。印尼中青新能源产能投放速度较慢，今年关注青山集团、中伟 NNI 及伟明环保等项目投产放量情况。

图表 21：印尼 MHP 产量

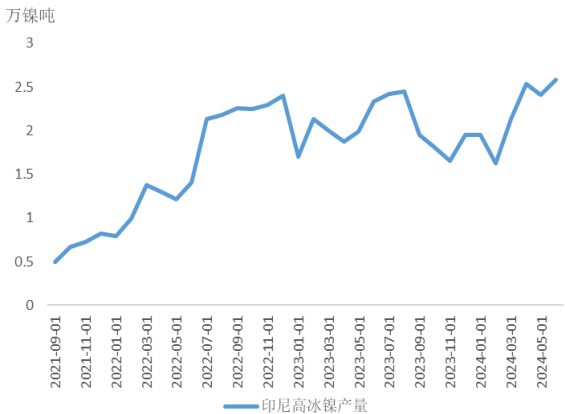


图表 22：镍湿法中间品进口季节图



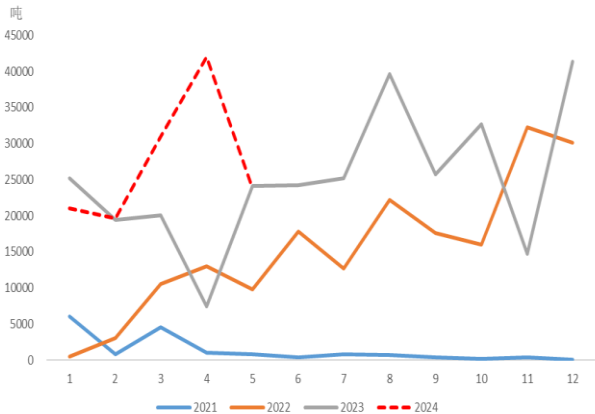
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 23：印尼高冰镍产量



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 24：高冰镍进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 25：印尼 MHP 项目投产计划

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Q3E
	青美邦二期	9.3	2024年E
	PT. Ceria	4	2024年E
	Wedabay（一期）	2	2025年E
2024年合计		19.3	

数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 26：印尼冰镍项目投产计划

产品	项目名称	产能（万镍吨）	投产时间
高冰镍/低冰镍	青山	18	2021年底
	华科镍业	4.5	2022年
	中青新能源	6	2023年已投产部分，预计2024年陆续投产
	上海华迪实业	1	2023年Q3
	中伟德邦DNI	2.8	2023年7月
	中伟NNI	8	2024年E
	青山、振石纬达贝项目	3	2025年E
	盛屯+Extension	4	2025年Q1E
	伟明环保+Indigo	4	2025年E
	道氏集团+印尼华迪	2	2025年E
待投合计		21	

数据来源：SMM，国贸期货整理

数据来源：SMM，国贸期货整理

3.4 精炼镍产量延续爬坡，纯镍出口明显增加

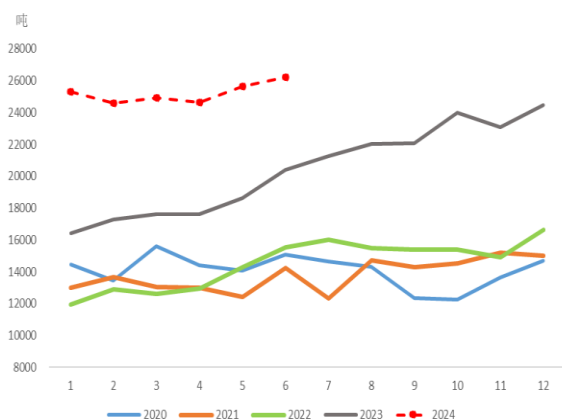
自 2023 年以来，国内电积镍持续投产放量，目前青山格林美、华友衢州、中伟等项目基

本满产，金川亦完成增产，新疆新鑫计划复产，精炼镍产量仍处于爬坡阶段，2024 年 1-5 月全国精炼镍产量共计 12.51 万吨，同比上升 42.9%。此外，印尼鼎兴 5 万吨电解镍项目已于去年 8 月投产，且成功注册 LME 镍交割品牌，2024 年下半年关注华友广西、腾远项目、聚泰项目以及青山印尼项目新增情况。

2024 年上半年，国内纯镍供应增量对海外资源替代效应渐显，且进口维持大幅亏损，我国电解镍进口需求下滑，以俄镍长单为主。由于俄镍及芬兰镍均可以人民币结算，俄罗斯金属被制裁后小幅带动中国精炼镍进口。出口方面，国内电积镍产线投产增加，在外强内弱格局之下，出口利润回升，华友、格林美、中伟等 LME 交割品牌积极出口交仓，多出口至韩国、中国台湾及马来西亚等 LME 交割仓库所在地，带动精炼镍出口大幅增加，关注出口手册对后续增量的影响。据中国海关数据统计，2024 年 1-5 月，中国精炼镍累计进口量 34350.22 吨，同比增加 470 吨，增幅 1.39%；中国精炼镍累计出口量 33142.606 吨，同比增加 19792 吨，增幅 148.25%。2024 年 3 月国内精炼镍净进口自 2020 年以来首次转负。

从估值角度来看，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，故当镍价出现大幅回调的行情，纯镍估值可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，外采原料生产电积镍均处于亏损状态，而一体化 MHP 生产电积镍成本较低（该部分产能占比在 40%左右），截至 6 月 27 日，一体化 MHP 生产电积镍成本约 11.6 万元/吨，建议关注国内电积镍企业生产情况。

图表 27：全国电解镍产量季节图



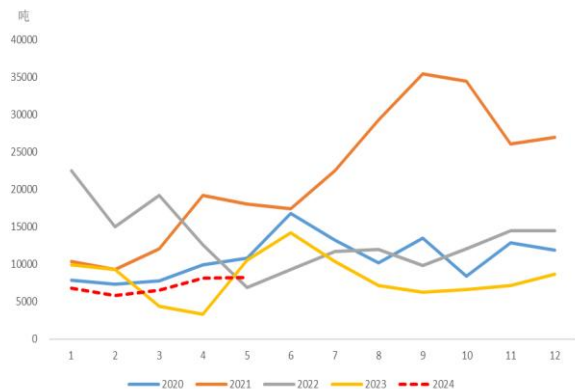
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 28：电解镍出口盈亏



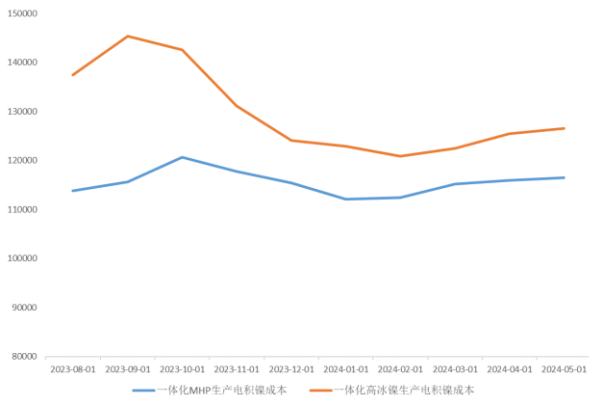
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 29：电解镍进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 31：一体化电积镍生产成本



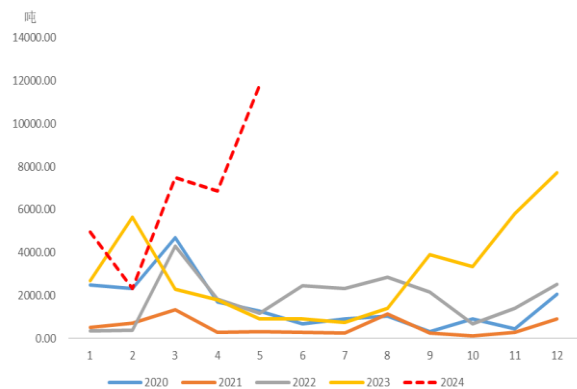
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 33：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

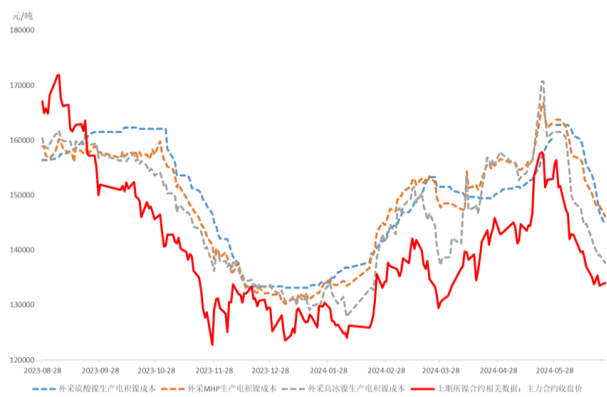
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 30：电解镍出口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 32：不同外购原料生产电积镍成本



数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.5 不锈钢产量持续高位，关注下游需求及库存变化

#### 3.5.1 不锈钢延续高排产，警惕需求负反馈影响

2024 年上半年，不锈钢生产利润向好，外售订单整体增加，3 月以来钢厂排产持续处于高

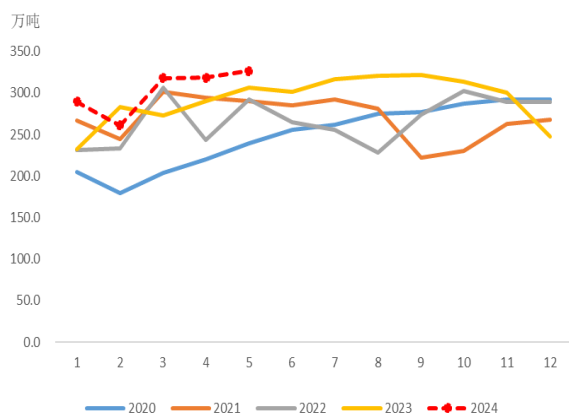
位，上半年产量同比增加。据 SMM 数据，2024 年 1-5 月，我国不锈钢粗钢产量 1512.8 万吨，同比增加 9.19%；其中 300 系不锈钢产量 803.84 万吨，同比增加 11.46%。6 月，不锈钢价格大幅回调，终端需求疲弱，仓单处于历史高位水平，钢厂利润缩窄后实际产量或不及预期，但多数钢厂为了市场份额，主动减产意愿不高。钢联预计 6 月国内不锈钢产量约 336.53 万吨，月环比增加 1.98%，同比增加 10.41%；其中 300 系 169.835 万吨，月环比增加 2.75%，同比增加 5.62%。

印尼方面，印尼德龙复产带动不锈钢产量持续增加，2024 年 1-5 月印尼不锈钢产量 189 万吨，同比增加 18.87%。6 月 11 日起，印尼永旺计划停产 2 个月，该冷轧厂 2022 年投产，年产能 70 万吨，以 300 系冷轧为主。印尼青山不锈钢产量维持在 40 万吨/月左右，主要供给永旺和瑞浦两家冷轧厂，永旺停产，印尼不锈钢进口量或有所抬升，但整体影响有限。

2024 年中国&印尼不锈钢仍有较多产能待投，国内方面，2024 年中国不锈钢粗钢计划产能超 1000 万吨，关注河北沧钢、广青、宝钢德盛、内蒙古奈曼经安等项目的投产情况，但实际投产情况仍受限于行业利润以及国家政策影响；印尼方面，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，关注实际投产情况。

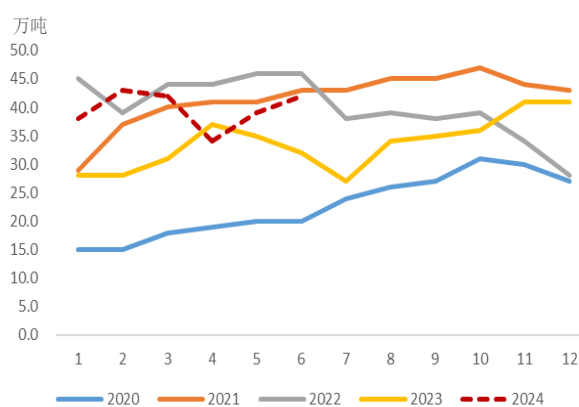
进出口方面，2024 年上半年，海外不锈钢产量整体下滑，备货需求增加，国内不锈钢出口优势仍存。此外，东南亚基建项目扩张，对不锈钢需求回升，不锈钢出口量处于近年高位水平。进口方面，印尼德龙复产后促进了国内不锈钢进口量同比回升。据中国海关数据统计，2024 年 1-5 月，国内不锈钢进口量累计约 97.66 万吨，同比增加 25.18 万吨，增幅 34.7%；国内不锈钢出口量累计约 191.2 万吨，同比增加 21.65 万吨，增幅 12.8%；国内不锈钢净出口量累计约 93.55 万吨，同比减少 3.54 万吨，减幅 3.6%。

图表 34：不锈钢产量季节图



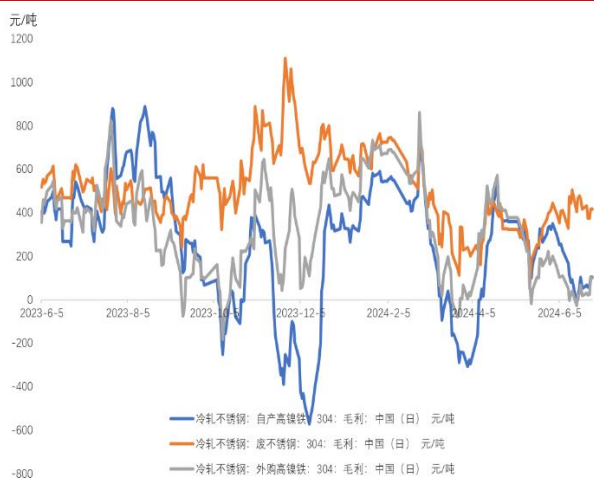
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 35：印尼不锈钢产量季节图



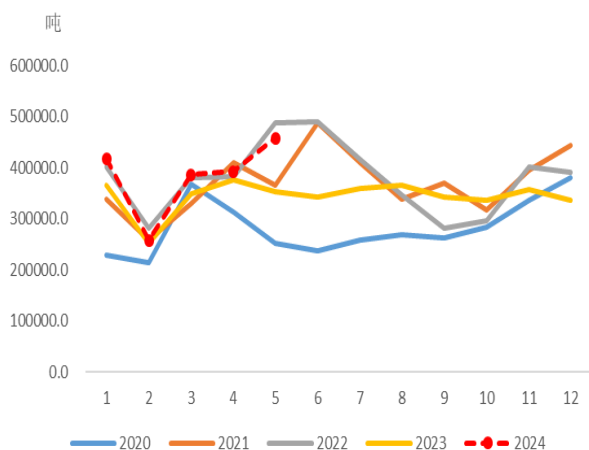
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 36：不同生产模式下 304 冷轧毛利润



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 38：不锈钢出口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 40：中国&amp;印尼不锈钢产能投放计划

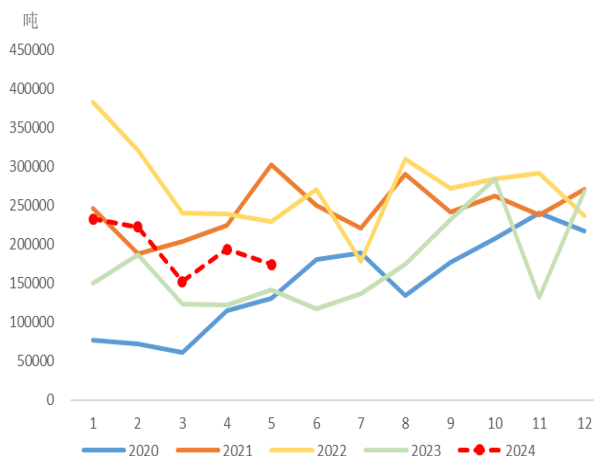
日期	不锈钢厂名称	不锈钢产能 (万吨/年)	规划系列	预计投产时间
中国	宝钢德盛	306	300系	2024年12月
	河北沧钢	100	300系	2024年或以后
	山东盛阳	170	200/300系	2024年或以后
	福建青拓	100	300系	2024年底
	广青	400	300/400系	2024年或以后
	内蒙古奈曼经安	129	200/300系	2024年5月
	内蒙古明拓	80	400系	2024年或以后
	总计	1285		
印尼	印尼华迪	200	300系	2024年
	印尼力勤	300	300系	2024年或以后
	总计	500		

数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.5.2 下半年需求预期走弱，不锈钢期货仓单压力较大

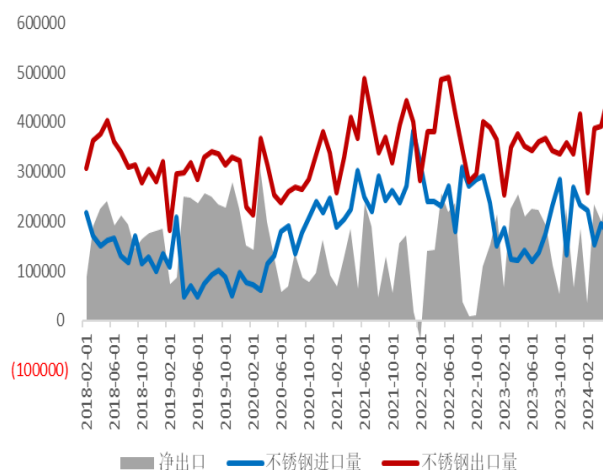
表观需求方面，2024 年 1-5 月份国内不锈钢表观消费量 1440.68 万吨，同比增长 8.8%。

图表 37：不锈钢进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 39：不锈钢净出口

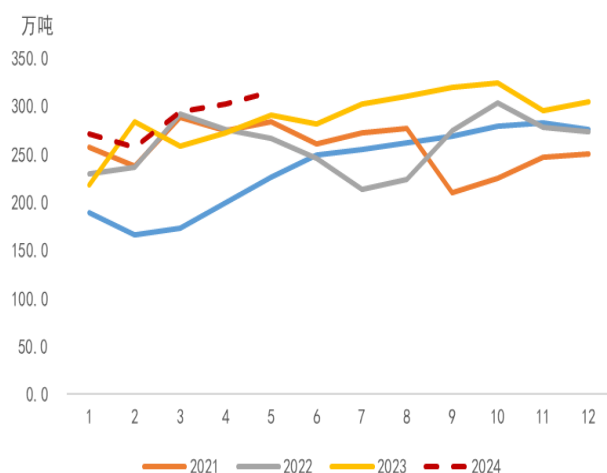


数据来源：SMM，国贸期货整理

2024 年上半年，在换新周期以及国家“以旧换新”政策支撑下，家电、汽车等消费领域表现向好，同时海外需求仍有韧性提振不锈钢出口，但地产竣工端出现超预期下滑，1-5 月房屋竣工面积同比下降 20.1%，国家出台多项地产刺激政策，下半年关注各项政策落地情况，消费增速整体存在下调预期。

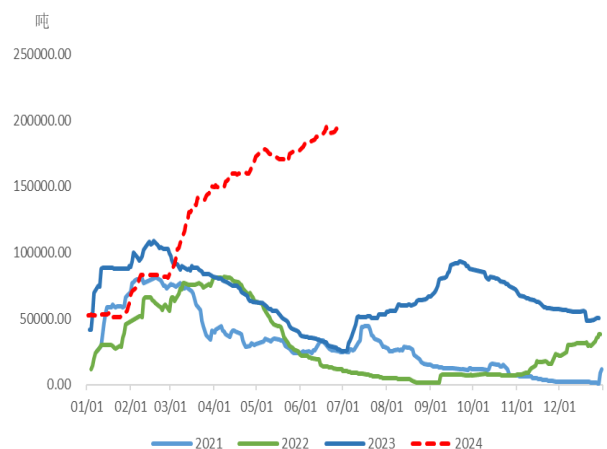
不锈钢连续数月维持高排产，而现货相对疲软，期现基差大幅走弱后刺激仓单库存持续累积，截至 6 月 28 日，不锈钢期货仓单达 19.35 万吨，同比增长 617%，不断创上市以来新高。社库方面，据 Mysteel 数据，截至 6 月 27 日，全国主流市场不锈钢 89 仓库口径社会总库存 108.7 万吨，环比年初（82.45 万吨）增 31.84%。其中 300 系库存总量 70.51 万吨，环比年初（55.65 万吨）增 26.7%。今年以来，不锈钢社库整体维持增势，二季度钢厂控货挺价，库存增量有限，但随着不锈钢行情走弱，下游采购意愿不足，社库仍处于往年同期高位水平。近几周来看，由于钢厂到货偏少，加上市场刚需采购，低价资源得到一定消化。

图表 41：不锈钢表观消费量



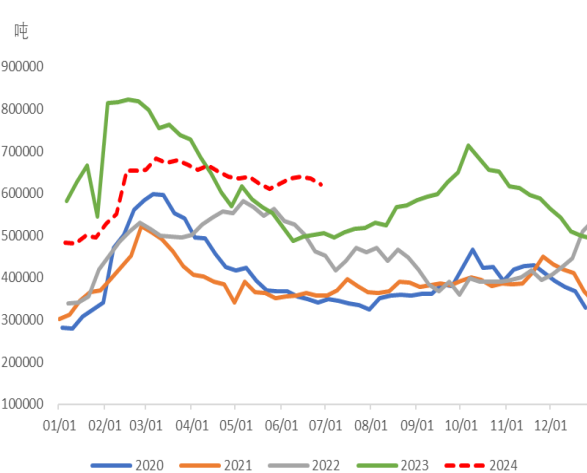
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 43：不锈钢仓单季节图



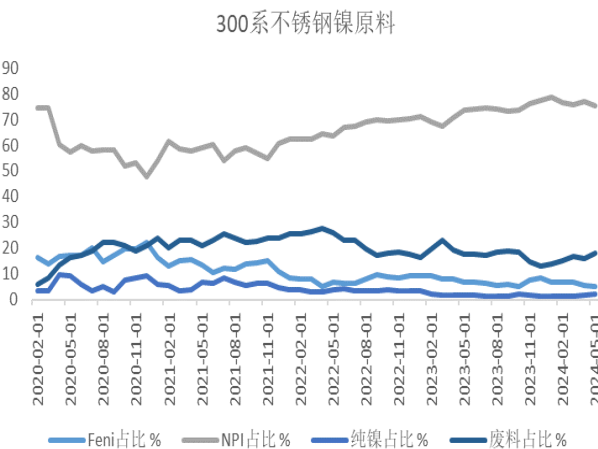
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 42：无锡+佛山 300 系不锈钢社会库存



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 44：300 系不锈钢镍原料使用占比



数据来源：SMM，国贸期货整理

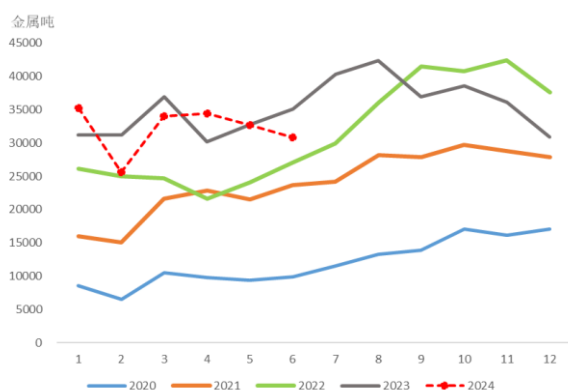
### 3.6 硫酸镍产量受制于原料供给，后续待投产产能仍较多

2024 年以来，中间品等硫酸镍原料供应趋紧，MHP 价格走高，盐厂利润下滑，硫酸镍产量同比小幅回落。2024 年 1-5 月全国硫酸镍产量 16.21 万金属吨，同比下降 0.1%。展望后市，新能源汽车消费料维持较高增速，高镍化进程之下，硫酸镍需求有望回升，关注原料供应及盐厂利润情况。

二季度初三元需求较好，新能源产销预期转暖提振订单，硫酸镍出现阶段性供需错配，价格持续走高。但 5 月三元产量有所下行，电池厂在原料和成品库存影响下调整订单量，原料采购需求下滑。2024 年 5 月，中国三元材料产量在 51900 吨，环比减幅在 20%，同比减幅在 5%，1-5 月累计产量在 28.23 万吨，累计同比增幅在 22%。

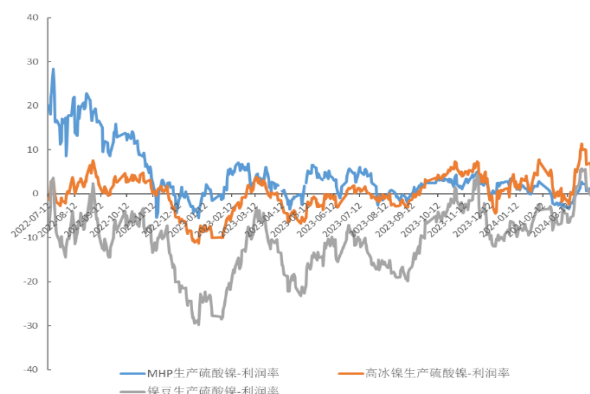
目前来看，国内外仍有大量硫酸镍产能待投，关注格林美、华友、中伟、容百科技等项目。此外，2023 年 3 月力勤 HPAL 项目已顺利投产，为印尼首批硫酸镍产品，目前月产硫酸镍达 3000 金属吨。据统计，印尼硫酸镍项目多将在 2024-2025 年建成或投产，待投产产能约 17.4 万金属吨（包括自用、外售）。

图表 45：硫酸镍产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 46：硫酸镍分原料成本



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 47：2024 年硫酸镍产能规划

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，国贸期货整理

### 3.7上半年新能源车产销超预期增长，三元占比仍在低位

#### 3.7.1 二季度三元装车占比回落，高镍产品逐渐成为主流

新能源车高景气带动下，动力电池上半年整体供需双旺。2024年1-5月，我国动力电池累计装车量160.5GWh，同比增长34.6%。其中，三元电池累计装车量51.1GWh，占总装车量31.9%，同比增长34.9%；磷酸铁锂电池累计装车量109.3GWh，占总装车量68.1%，同比增长34.6%。一季度三元电池原料价格高位回落，且新能源车多有降价，三元电池占比有所回升，二季度镍价大幅反弹，且电池及整车出现一定垒库，成本抬升叠加需求走弱，三元电池装车占比逐月回落。但当前高镍化仍是三元电池的发展方向，6系及8系逐渐成为主流，占比达57%，中长期镍需求有望得到提振。

#### 3.7.2 新能源车全年高景气确定性较强，短期或高位休整

上半年政策发力叠加车厂积极降价换量，我国新能源车销量实现超预期增长。根据中国汽车工业协会，2024年1-5月，我国新能源车累计销量316.44万辆，同比增长50.05%；渗透率环比持续爬升，5月达39.51%，再创历史新高。相比之下，新能源车海外增长有所降速。2024年1-5月，欧洲七国新能源乘用车销量为79.3万辆，同比增长仅1.8%，美国新能源乘用车销量为59.05万辆，同比增长10.4%。

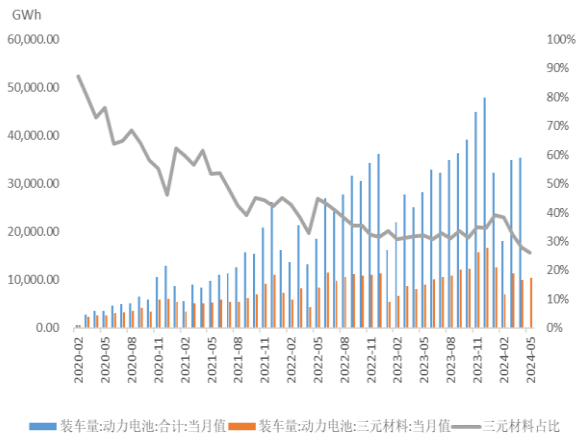
2024年以来，新能源主机厂持续降价让利，比亚迪、吉利等为首的新能源大厂再打价格战，换取销量增长。同时，政策端也密集发力。一是，多部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车以旧换新资金补贴政策。其中，对报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合条件的新能源乘用车/2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1万元/7000元。二是，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，取消自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高比例限制，即可实现“零首付”购车。三是，《2024-2025年节能降碳行动方案》再提支持新能源汽车发展。

近期海外进口关税政策不确定性增加，对中国新能源车出海造成阻力。2024年6月12日，欧盟委员会发表声明，拟从7月4日起对从中国进口的电动汽车征收高达38.1%的临时反补贴税。具体来看，欧盟将在现有10%进口关税基础之上额外征收关税。其中，对配合欧盟调查但未单独抽样的中国纯电动汽车生产商征收21%的平均关税，对不配合调查的电动汽车制造商征收38.1%的关税，对中国产的特斯拉采取单独计算的关税。欧盟是我国新能源车的主要出口地之一，根据乘联会数据显示，2023年中国出口至欧洲的新能源车占比超20%。海外进口关税政策变动，将对我国新能源车出口量造成一定程度的不利影响，预计未来中国新能源车出口增速将有所放缓。新能源车前5月出口量同比增长，2024年1-5月新能源车累计出口量52万辆，累计同比增加14.04%。

展望下半年，新能源车热度上升势头或阶段性暂缓。一方面，7、8月份新能源车销量将迎

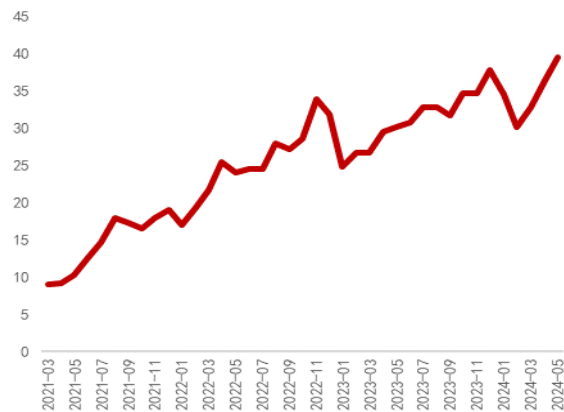
来淡季；另一方面，经过上半年大幅降本后，整车继续降价空间已有限，部分头部主机厂对于降价意愿已现分歧。然而，作为经济恢复的重要抓手，在政策端延续保障下，新能源车销量仍有望维持住高位，后续持续跟踪新能源车产销情况。

图表 48：动力电池装车量



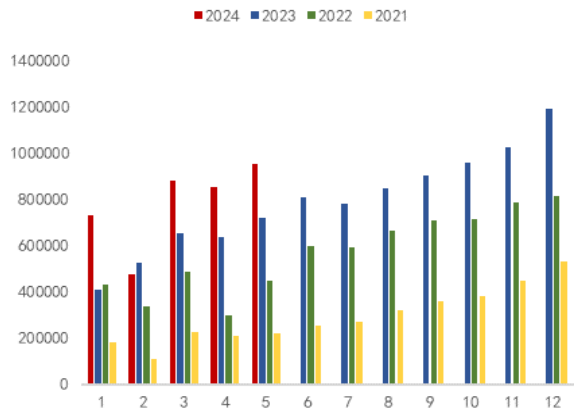
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 50：新能源汽车渗透率



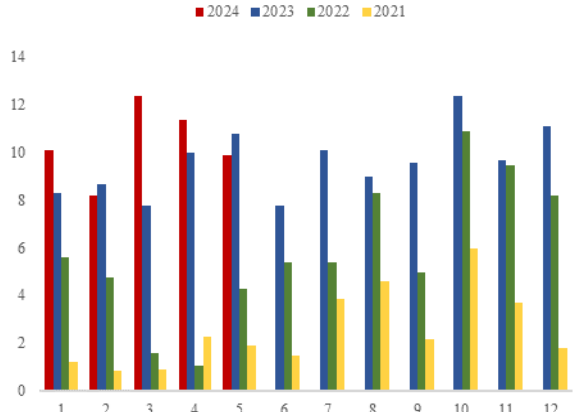
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 49：中国新能源汽车销量



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 51：新能源汽车出口量



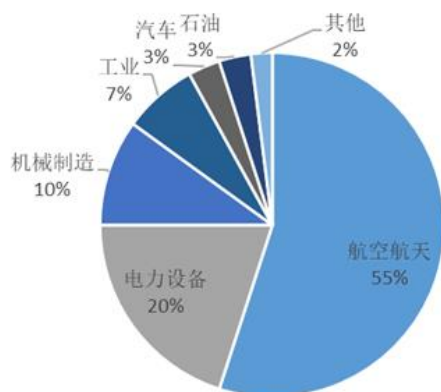
数据来源：Wind，国贸期货整理

### 3.8 合金电镀需求回升，关注边际增量

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，包括军工、航空、化工油气、加工行业等。

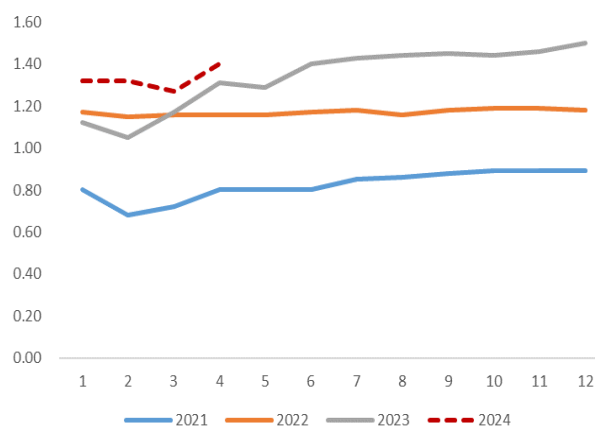
从原生镍供需来看，合金电镀行业近几年需求较为平稳，合金板块使用金川镍为主，金属量占比不大，但对电解镍需求仍将产生明显影响。随着全球镍中间品产能投产放量，新能源对镍需求明显下滑，合金、电镀在电解镍下游消费占比料进一步抬升，2023 年军工端合金消费整体回升，对纯镍需求形成一定支撑。2024 年来看，合金电镀对镍消费量延续增长趋势，据 SMM 统计，2024 年 1-5 月中国合金行业累计镍消费量 6.86 万吨，同比增加 15.5%。

图表 52：高温合金应用领域



数据来源：公开信息，国贸期货整理

图表 53：合金特钢耗镍量



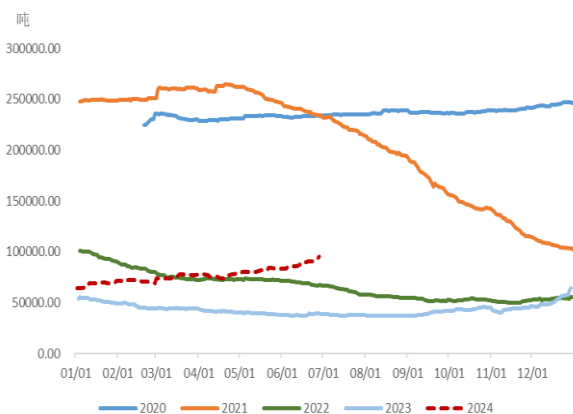
数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.9 交割品延续扩容，国内外纯镍库存持续增加

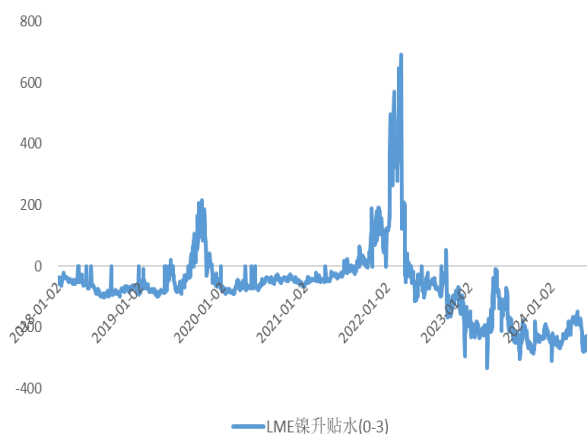
海外方面，2024 年以来，全球纯镍新增产能陆续投产放量，LME 镍交割品持续扩容（包括华友衢州、格林美、中伟、华友广西、印尼鼎兴等），而海外需求疲弱，LME 镍 Cash-3M 持续处于深度贴水状态，出口利润驱动中国镍板交仓至海外，LME 镍库存自去年底开始持续累积，截至 2024 年 6 月 28 日，LME 镍库存 7.71 万吨，较年初增加 1.29 万吨，增幅 20.25%，库存水平创两年内新高。此外，印尼青山 6 月表态将申请另一家冶炼厂的镍板（产能 5 万吨）上市，预计后续 LME 镍库存仍将延续增长态势。

国内方面，自 2023 年电积镍投产后，镍交割品供应持续增加（包括华友、格林美等），国内纯镍产能不断释放，2024 年以来社库延续累库态势，现货市场资源充沛，俄镍、华友镍多维持贴水状态，沪镍合约维持 contango 结构，上期所仓单也大幅增加。此外，上半年海外电解镍进口补给减少而出口增加，出口利润驱动下，近期国内纯镍库存增幅有所放缓。截至 2024 年 6 月 28 日，国内社会库存 29579 吨，较年初增加 13185 吨，增幅 80.4%。后续国内库存仍有进一步爬升空间。

图表 54：LME 镍库存季节图

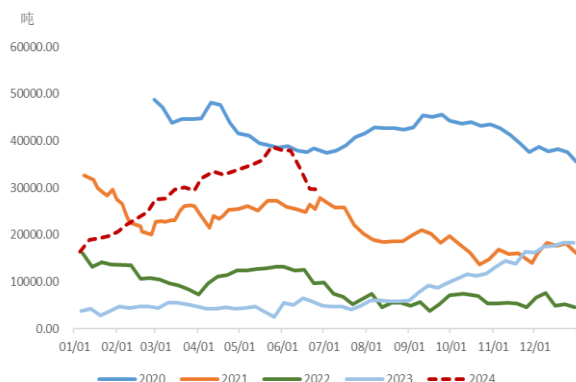


图表 55：LME Cash-3M 升贴水



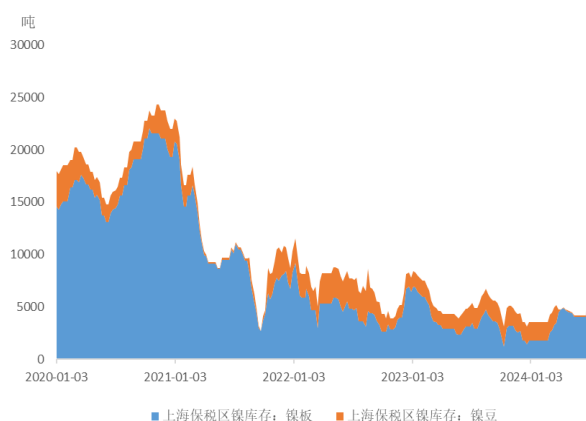
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 56：国内社会库存季节性图



数据来源：SMM，国贸期货整理

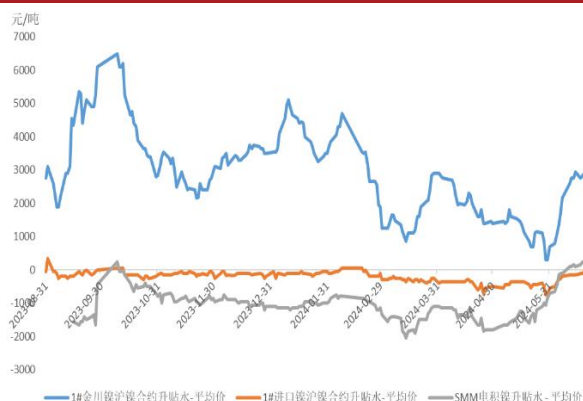
图表 58：上海保税区库存



数据来源：SMM，国贸期货整理

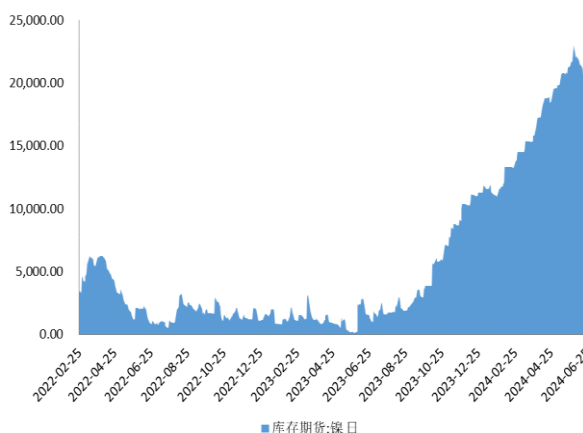
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 57：国内镍现货升贴水



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 59：上期所仓单



数据来源：Wind，国贸期货整理

### 3.10 原生镍过剩格局延续，供应端扰动或影响估值预期

2024 年，原生镍供应仍在陆续放量，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，虽然原生镍整体延续过剩格局，但产业链各环节投产速度仍受制于镍矿供应影响，同时产业链利润分配将影响各环节的产量释放情况，故下半年重点仍需关注印尼镍矿供应及相关政策变化，警惕原料端扰动对全产业链估值的影响。需求方面，不锈钢厂仍维持高排产，新能源行业维持较高增速，镍矿-中间品-硫酸镍/电积镍的供需错配仍可能对镍价形成阶段性提振，镍价下方支撑可关注电积镍成本。

上半年受到镍矿供应趋紧影响，产业链各环节过剩预期较此前预期有所收窄，预计下半年全球原生镍过剩约 8.2 万吨，中国原生镍过剩约 7.19 万吨。

图表 60：镍供需平衡表

万金属吨	2023	2024E	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2024Q4E
全球原生镍供应	352.68	374.42	88.49	88.5	98.24	99.19
全球原生镍消费量	320.73	366.95	87.12	90.6	92.75	96.48
全球平衡	31.95	7.47	1.37	-2.1	5.49	2.71
中国原生镍供应	222.87	234.07	56.04	57.55	60.97	59.51
中国原生镍消费量	193.16	221.26	52.37	55.6	55.26	58.03
中国平衡	29.71	12.81	3.67	1.95	5.71	1.48

数据来源：SMM，国贸期货整理

## 四、总结展望

**宏观面：美联储降息预期反复，国内经济复苏节奏放缓。**海外方面，当前美国经济韧性凸显，劳动力市场依旧强劲，去通胀进程持续却仍显坎坷，且美联储表态偏鹰，市场反复修正美联储降息预期，同时关注美国大选带来的阶段性扰动。国内方面，国内经济复苏节奏放缓，房地产仍是经济修复最大拖累，而海外补库需求有望维持出口韧性。下半年政策端将延续发力巩固和增强经济回升态势，相关部门和地方加快落地实施，政策效果将持续展现，关注 7 月重大会议相关进展及政策指引。

**供应端：原生镍过剩略有收窄，关注矿端供应变化。**印尼 RKAB 审批虽有加速，但当地镍矿供应持续趋紧，菲律宾镍矿补给增加，关注后续镍矿供应情况。印尼镍产品（NPI/MHP/冰镍）投产放量延续，产业链利润分配影响各环节的产量释放情况，阶段性错配扰动仍存。受到印尼资源回流影响，国内镍铁产量延续下行趋势，而电解镍产能处于扩张周期，交割品扩容带动纯镍产量增长，海外出口交仓明显增加，后续全球镍库存垒库趋势不改。

**需求端：不锈钢延续高排产，新能源需求增速或放缓。**不锈钢排产持续高位，年内待投产产能较多，但终端需求预期偏弱，仓单库存压力下钢厂或调整生产节奏，后续关注旺季需求表现；新能源方面，上半年政策发力叠加车厂积极降价换量，我国新能源车销量实现超预期增长，但三季度上升势头或阶段性放缓。当前高镍三元电池已成主流，但三元装车占比仍在低位，电芯及整车库库存压力或限制后续消费。纯镍消费来看，合金、电镀需求呈现一定增量，然基数较低对镍消费拉动有限。

展望下半年，美联储降息预期交易将持续对有色板块形成扰动，国内政策端发力仍待检验，宏观情绪对镍价影响不可小觑。基本面来看，印尼镍矿供应扰动或贯穿全年，原生镍过剩预期影响镍价估值，纯镍垒库趋势料延续。在供应扰动减缓预期下，镍价或承压运行，下方支撑关注电积镍生产成本（一体化产线），后续警惕宏观情绪、印尼镍矿供应、镍相关项目投产情况对镍价影响。

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。

免责声明