

过剩格局延续，镍价震荡寻底

摘要

宏观面：海外降息预期反复，国内政策发力可期。海外方面，美国经济强韧性超出市场预期，美联储降息预期不断反复。就业韧性与通胀粘性交缠下，美联储年中启动降息仍是大概率事件，但美联储围绕货币政策双重使命仍将反复进行预期管理，或对市场造成较大扰动。国内方面，国内经济修复性增长，地产仍是经济复苏的最大拖累，两会政府工作报告确定5%的GDP增速目标，稳中求进下宏观政策力度仍有望持续加码。

供应端：原生镍过剩格局延续，关注硫酸镍供需变化。菲律宾雨季即将结束，印尼RKAB审批影响逐步缓解，镍矿供应趋松，但仍需警惕资源国政策扰动。印尼NPI/MHP/高冰镍以及国内电积镍产能仍在释放，在印尼镍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，关注硫酸镍阶段性供需错配对镍价的影响。

需求端：不锈钢维持高排产，新能源产销预期向好。年内不锈钢仍有较多待投产能，二季度产量或维持高位，但终端需求较为疲弱，钢厂或将根据利润水平调整生产节奏；新能源方面，国家政策持续发力叠加车企降价热潮，新能源产销预期向好，三元占比的回升将边际提振镍金属需求。从纯镍消费来看，合金、电镀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。

展望二季度，美联储降息预期或反复扰动市场，国内稳增长政策有望持续出台，预期差或成为交易的重点。基本面来看，原生镍供需延续过剩格局，全球镍库存累库趋势不改，二季度镍价仍有下行空间，但考虑到电解镍溢价已逐步褪去，镍价估值可锚定电积镍成本区间，后续关注资源国政策对全产业链估值体系的影响。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。

金属镍

二季度报告

2024年4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

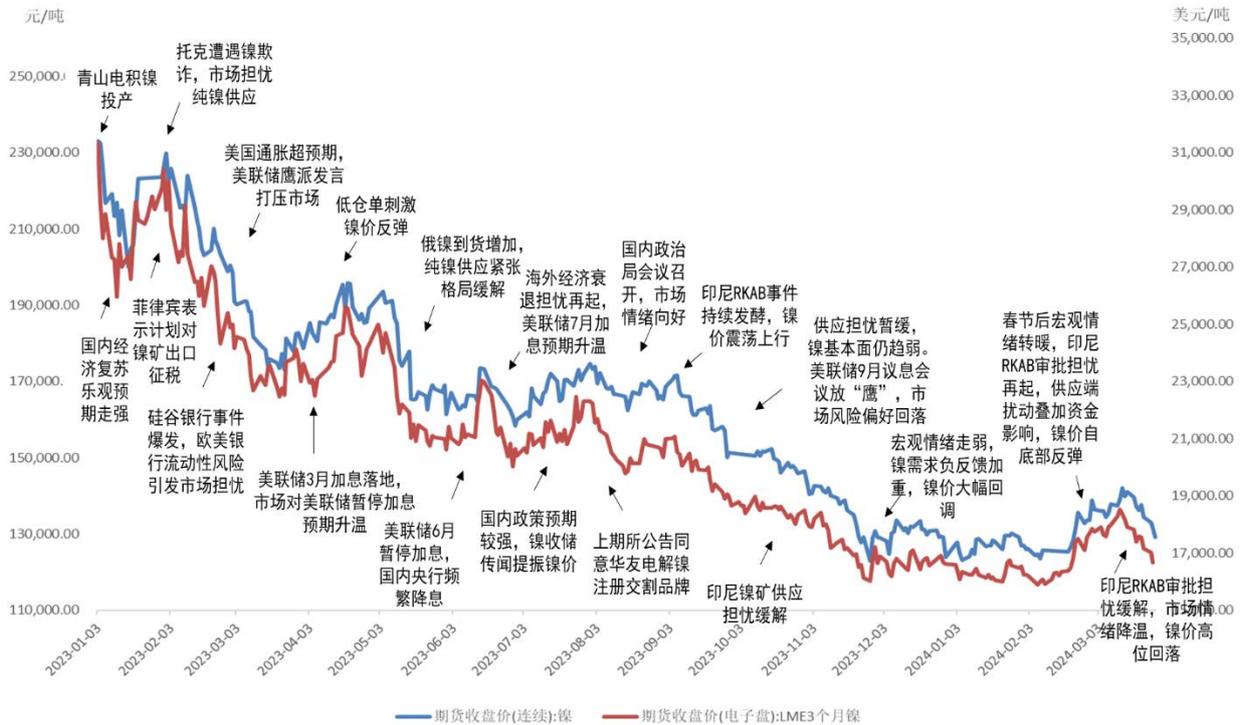
一、行情回顾

2024 年一季度，镍价宽幅震荡，整体表现为先扬后抑。年初，印尼 RKAB 审批担忧反复，印尼大选扰动仍存，叠加春节后宏观情绪转暖，美联储降息预期提振有色，且新能源预期向好，镍价大幅反弹，突破 14 万关口。3 月末，随着印尼 RKAB 审批进入尾声，市场情绪降温，盘面重新交易过剩预期，镍价连续下挫。截至 3 月 29 日收盘沪镍主力报 130920 元/吨，一季度涨幅 4.2%；LME 镍报 16645 美元/吨，一季度涨幅 0.15%。

(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，叠加美国就业数据降温，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。

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 美联储降息预期反复，关注美国经济数据表现

2.1.1 美联储议息会议偏鸽，市场预期 6 月降息

2024 年 3 月美联储议息会议连续第五次将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变，美联储官员的今年利率预期中值持平上次，仍预计今年降息 75 个基点，明后年的利率预期分别上调 30 和 20 个基点。截至 3 月底，市场已普遍预期全球主要央行最早或在年中开启降息，宽松交易持续演绎。

美联储经济展望预期显示，美联储上调今年 GDP 增长和核心 PCE 通胀预期，下调失业率预期。具体调整如下：预计 2024 年的 GDP 预期增速为 2.1%，12 月预计为 1.4%，2025 年预计增速为 2.0%，12 月预计为 1.8%；2024 年的失业率预期均为 4.0%，低于 12 月预期 4.1%，2025 年的失业率预期仍为 4.1%；2024 年 PCE 通胀率预期持平 12 月的 2.4%，2025 年的预期为 2.2%，12 月预期为 2.1%；2024 年核心 PCE 预期为 2.6%，12 月预计为 2.4%，2025 年预期为 2.2%，持平 12 月预期。

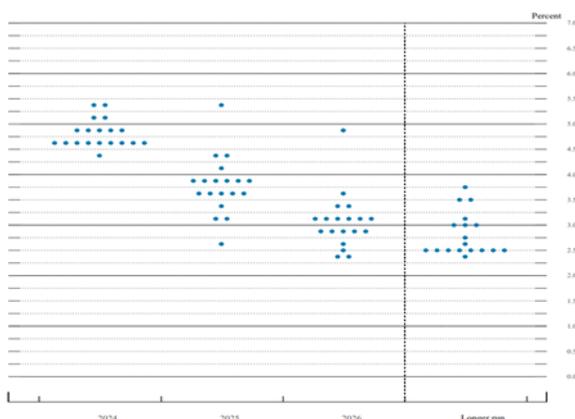
2.1.2 美通胀尚有粘性，劳动力市场仍显韧性

通胀尚显粘性下预期不宜过度乐观。2024 年以来，美国通胀回落速度有所放缓，1 月通胀数据超预期叠市场对美联储降息预期有所降温，最新 2 月核心 PCE 同比增速放缓至 2.85%，为近三年来最低水平，但鲍威尔重申，直到官员们对通胀正朝着他们 2% 的目标前进有信心之前，降低利率是不合适的。

劳动力市场韧性支撑市场信心。美国 2 月新增非农人数超预期，但 12 月及 1 月均大幅下修，且失业率超预期反弹、时薪涨幅不及预期，劳动力市场有所降温，并提振市场对美联储降息预期。与此同时，美国劳动力市场降温但不失速，市场对美国经济软着陆预期不改。

就业韧性与通胀粘性交缠下，美联储年中启动降息仍是大概率事件，当前 6 月降息概率再次回升至 70% 左右，但美联储围绕货币政策双重使命仍将反复进行预期管理，或对市场造成较大扰动。

图表 2：美联储 3 月议息会议点阵图

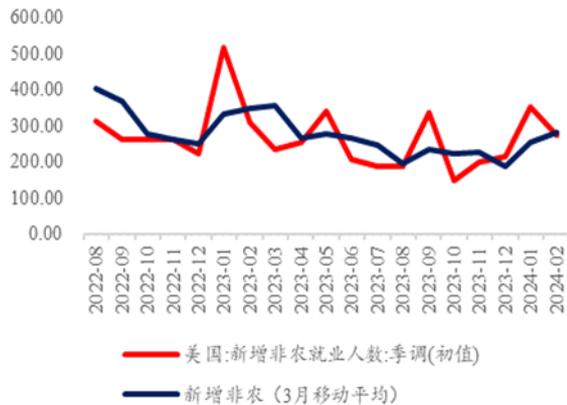


图表 3：美联储经济展望预期

	2024	2025	2026	长期
最新实际GDP增速年率预期(中值)	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
12月预期	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
9月预期	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
最新失业率预期(中值)	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
12月预期	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
9月预期	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
最新PCE通胀预期(中值)	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
12月预期	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
9月预期	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
最新核心PCE通胀预期(中值)	2.6%	2.2%	2.0%	-
12月预期	2.4%	2.2%	2.0%	-
9月预期	2.6%	2.3%	2.0%	-
最新终端利率预期(中值)	4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
12月预期	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
9月预期	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%

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

数据来源：美联储，国贸期货整理

图表 5：美国 CPI 数据



数据来源：Wind，国贸期货整理

2.2 国内经济修复性增长，稳中求进下政策力度有望加码

两会政府工作报告确定 5% 的 GDP 增速目标，随着低基数效应褪去，今年完成该目标难度更大，需要更多的政策支持，更加努力的工作，在财政和货币政策上面，“3% 的赤字率+1 万亿特别国债”略超市场预期。2 月中共中央政治局会议已指出，今年工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。

“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。继 1 月开门红之后，2 月信贷社融环比出现季节性回落，同比去年少增。综合今年前两个月金融数据看，随着增发国债与 PSL 资金陆续投放、以及地方化债过程中“债转股”的提振，企业中长期融资需求较为强劲，但居民融资需求不强，反映经济回升动能仍待加强。在 2024 年物价水平仍将低位运行的前景下，着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，央行降准降息存在较大的空间。尤其是，2024 年美欧央行有望转向降息，也为我国以我为主、灵活实施货币政策提供了更大的空间。综合考虑下，预计 2024 年新增信贷和社融规模会比 2023 年小幅增加。

“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。预计 2024 年财政政策的一个重要特征是“中央加杠杆、地方降风险”。一方面，“适度加力”表现在赤字率维持在 3%、新增地方政府专项债规模上调 1000 亿至 3.9 万亿、增发 1 万亿超长期特别国债。3% 的赤字率看似平淡实则积极，2024 年赤字规模为 4.06 万亿，较去年两会安排增加 1800 亿元。新增专项债规模 3.9 万亿，较去年增加 1000 亿元。综合已发行的 1 万亿特别国债（其中 5000 亿元结转到 2024 年使用）、拟安排 2024 年新发行的 1 万亿超长期特别国债和 3.9 万亿专项债，2024 年可动用的两本账广义赤字约 9.46 万亿，较 2023 年全年可动用的规模提高 1.28 万亿，保持了积极的取向。另一方面，有效化解地方债务风险将是 2024 年财政政策的一个关键点，主要的手段包括扩大特殊再融资债券的发行规模、引导商业银行对现有平台经营性债务进行大规模重组。随着国务院办公厅 35 号文、47 号文以及 14 号文接连出台，一揽子化债的整体政策框架基本清晰，地方债风

险正稳步化解。

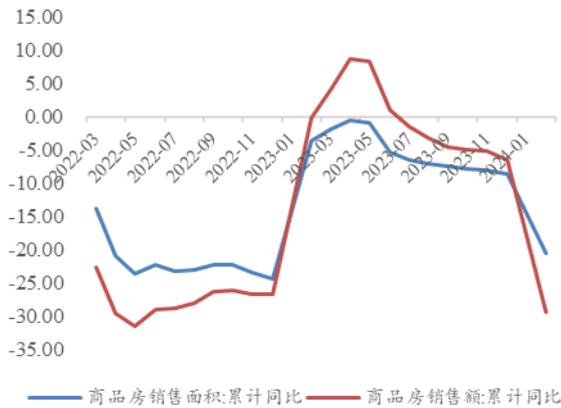
然而，地产仍是固定资产投资的拖累项，商品房销售与商品房投资面临二次探底。2024年1-2月份，新建商品房销售面积同比下降20.5%，降幅较2023年扩大12个百分点；房地产开发企业房屋新开工面积同比下降29.7%，较2023年的降幅扩大9.3个百分点。各地因城施策为楼市松绑持续加码中，预计房产销售或要等到下半年才能实现同比增速转正，2024年全年销售增速或仍将为负。作为筑底阶段，2024年全年房产销售和投资跌幅或将显著小于2023年，对经济的拖累作用减弱。

图表 6: M2 和社融增速



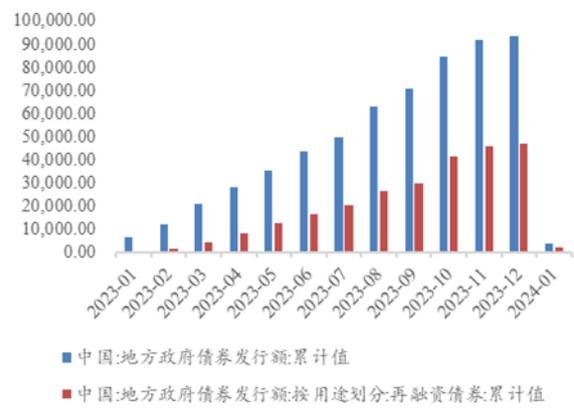
数据来源: Wind, 国贸期货整理

图表 8: 商品房销售



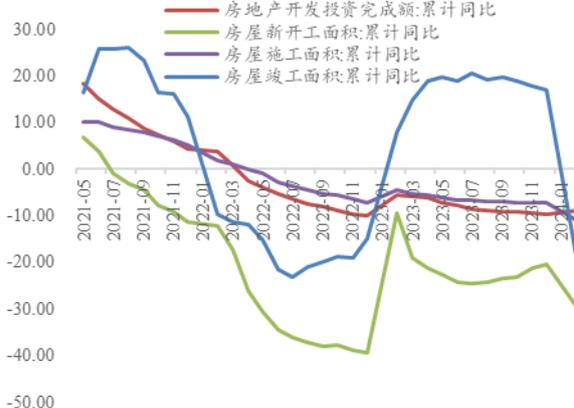
数据来源: Wind, 国贸期货整理

图表 7: 地方政府债券发行



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

三、基本面分析

3.1 菲律宾雨季影响镍矿发货，印尼RKAB审批持续推进

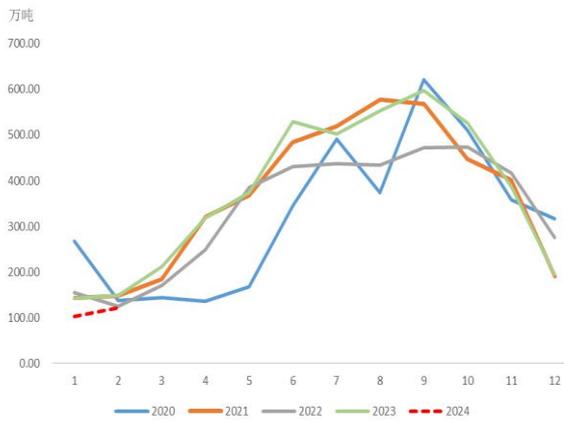
2024年1-2月，菲律宾仍处于雨季，镍矿出货量较低，且国内铁厂多处于亏损状态，对镍矿需求有所减弱，我国镍矿进口量同比明显回落。据中国海关数据统计，2024年1-2月，中国

镍矿进口总量 224.9 万吨，同比减少 22.56%。其中，自菲律宾进口镍矿总量 146.4 万吨，同比减少 28.29%；自其他国家进口镍矿总量 78.49 万吨，同比减少 9%。

今年以来，我国港口镍矿库存呈季节性去库，但库存水平小幅高于去年同期，截至 3 月 22 日，全国港口镍矿库存 652.8 万湿吨，总折合金属量 5.129 万金吨，较去年同期高 1.9%。

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，但 3 月底 RKAB 审批担忧缓解，后续进度或进一步加快。截止 3 月 18 日，印尼镍矿 RKAB 审批额已达 1.5 亿湿吨量级。比对月内额度审批进度，预计到 3 月底至 4 月初确有望实现 2 亿湿吨配额的审批通过。据了解，2023 年印尼镍矿消耗量约 2 亿湿吨，考虑 24 年新增产线投产，镍矿市场需求量或将高于 2023 年。

图表 10：镍矿进口季节图



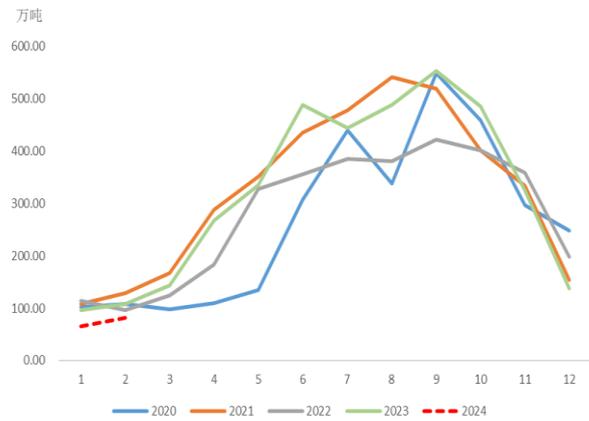
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 12：镍矿价格



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 11：菲律宾镍矿进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 13：港口镍矿库存



数据来源：SMM，国贸期货整理

3.2 国内镍铁厂亏损减产，印尼镍铁增量持续回流

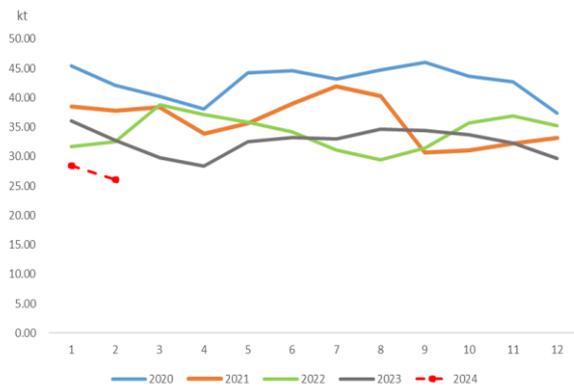
2024 年年初镍铁产量明显下行。一方面由于国内春节假期检修；另一方面受到印尼 RKAB

审批不及预期影响，镍矿价格有所抬升，国内高镍铁冶炼厂处于亏损阶段，镍铁产量进一步走低。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 1-2 月全国镍生铁产量为 5.45 万吨，同比下降 20.8%。

与此同时，印尼镍铁产量持续增加，1-2 月共新增 10 条产线，当前印尼镍铁产能达 214 万金属吨，后续仍有较多产能待投。据 SMM 数据，2024 年 1-2 月，印尼镍铁产量 23.58 万金属吨，同比增加 16.56%。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，关注印尼政策变化对相关产能投产的影响。

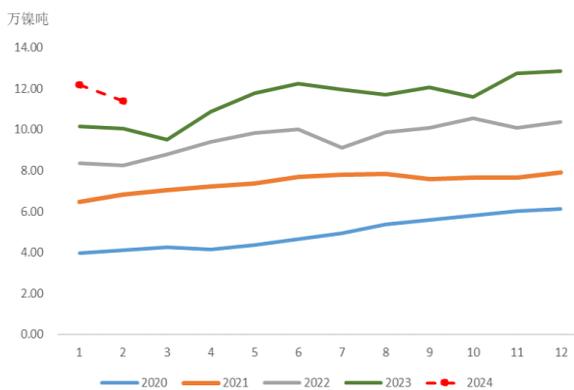
进口方面，2024 年 1-2 月，印尼镍铁总进口量同比大幅增加，但 2 月受到印尼 RKAB 审批影响，镍矿供应趋紧，印尼镍铁产量下滑，2 月镍铁进口量亦出现回落。2024 年 1-2 月中国镍铁进口总量 162.6 万吨，同比增加 56.4 万吨，增幅 53.1%。其中，自印尼进口镍铁量 156.4 万吨，同比增加 61 万吨，增幅 63.9%。

图表 14：中国镍铁产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

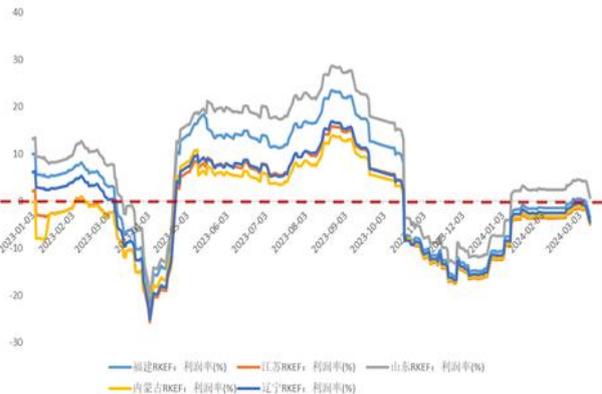
图表 16：印尼镍铁产量



数据来源：SMM，国贸期货整理

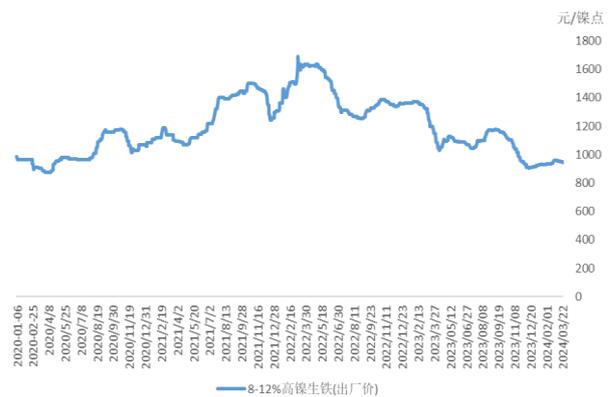
图表 18：2024 年印尼镍铁项目投产计划

图表 15：中国镍铁利润率



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 17：镍铁价格



数据来源：SMM，国贸期货整理

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，国贸期货整理

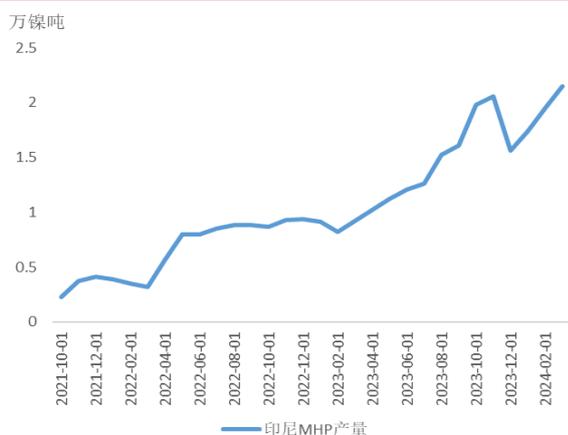
3.3 印尼镍中间品进口小幅回落，MHP仍持续投产放量

2024年1-2月，镍湿法中间品进口同比小幅回落，其中2月出现环比较大降幅，主因印尼镍矿供应担忧影响。据中国海关数据统计，2024年1-2月镍湿法冶炼中间品进口总量18.68万吨，同比减少1.63%。高冰镍进口亦小幅回落。据中国海关数据统计，2024年2月中国镍钨进口量1.97万吨，环比减少0.14万吨，降幅6.50%；同比增加0.03万吨，增幅1.39%。其中自印度尼西亚进口量为1.97万吨，环比减少3.55%，占本月进口量的100.00%。2024年1-2月镍钨进口总量4.07万吨，同比减少8.76%。

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6500金属吨，预计于4月满产，今年关注力勤三期（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。据SMM数据，印尼1-2月MHP产量3.69万金属吨，同比增113.3%。

2024年1-2月印尼高冰镍产量3.58万金属吨，同比减少6.53%。印尼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。今年关注青山集团、印尼华迪、中青新能源、中伟等项目投产放量情况。

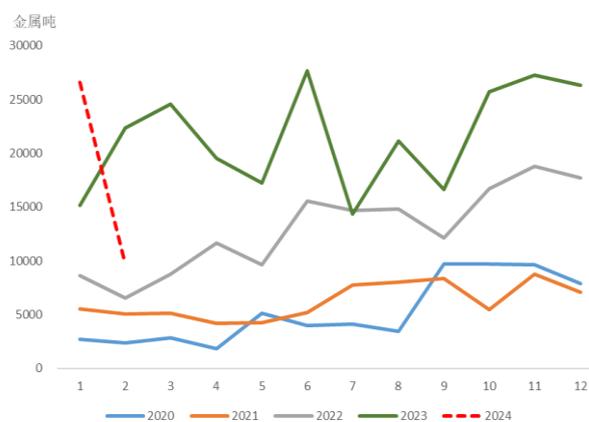
图表 19：印尼 MHP 产量



数据来源：SMM，国贸期货整理

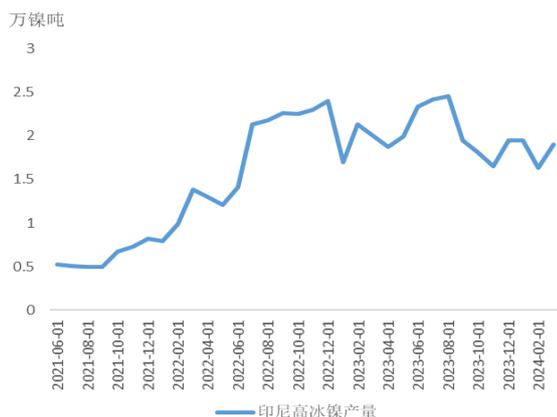
图表 21：印尼高冰镍产量

图表 20：镍湿法中间品进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 22：高冰镍进口季节图



数据来源: SMM, 国贸期货整理

图表 23: 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, 国贸期货整理

图表 24: 印尼高冰镍项目投产计划

产品	项目名称	产能 (万镍吨)	投产时间
高冰镍	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, 国贸期货整理

3.4 精炼镍产量持续增加, 进口仍受抑制

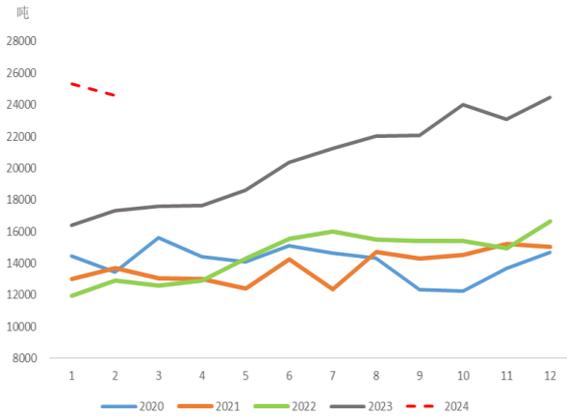
自 2023 年以来, 国内电积镍持续投产放量, 目前青山格林美、华友衢州、中伟等项目基本满产, 金川亦完成增产, 精炼镍产量仍处于爬坡阶段, 2024 年 1-2 月全国精炼镍产量共计 4.99 万吨, 同比上升 48.1%。此外, 印尼鼎兴 5 万吨电解镍项目已于去年 8 月投产, 今年关注华友广西、腾远项目、聚泰项目新增情况。

2024 年 1-2 月, 精炼镍进口亏损幅度较大, 影响俄镍长协签订, 精炼镍进口环比回落, 而印尼进口精炼镍有所回升, 中伟产线爬产速度加快, 后续关注中伟 LME 镍品牌上市审批情况; 出口方面, 春节假期影响国内精炼镍生产, 且硫酸镍价格上涨, 具备精炼镍生产资质的企业选择优先生产硫酸镍, 故精炼镍出口同比回落。据中国海关数据统计, 2024 年 1-2 月, 中国精炼

镍进口总量 12653 吨，同比减少 6577 吨，降幅 34.2%；2024 年 1-2 月，中国精炼镍出口总量 7279.379 吨，同比减少 1052 吨，降幅 12.63%。

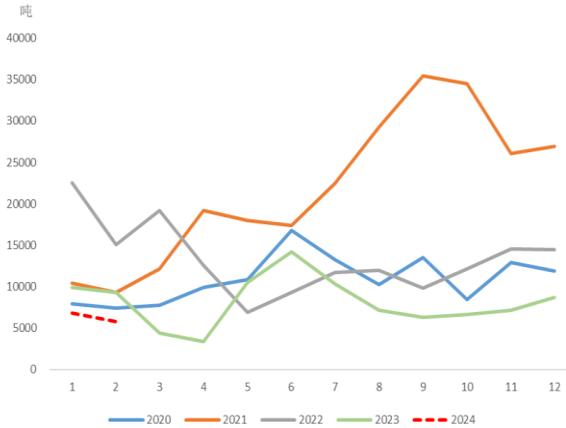
从估值角度来看，2023 年以来，纯镍供应格局的改变主要来自于电积镍产能的投产放量，且电积镍仍处于产能扩张期，故短期纯镍估值仍将锚定电积镍生产成本。电积镍生产途径包括外购原料（硫酸镍、MHP、高冰镍）及一体化产线，外采原料生产电积镍均处于亏损状态，而一体化 MHP 生产电积镍成本较低（该部分产能占比在 40%左右），建议关注国内电积镍企业生产情况。

图表 25：全国电解镍产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

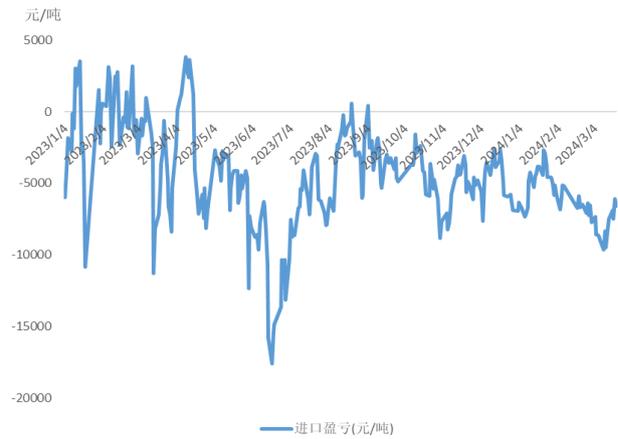
图表 27：电解镍进口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

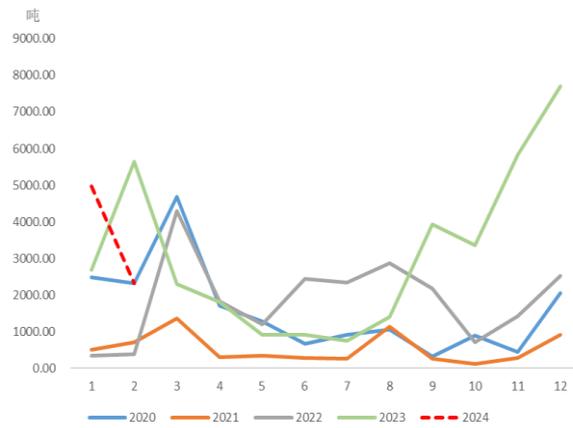
图表 29：电积镍产能投放情况

图表 26：电解镍进口盈亏



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 28：电解镍出口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

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
	广西	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: 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 不锈钢产量延续回升, 需求疲弱下期货仓单大幅增加

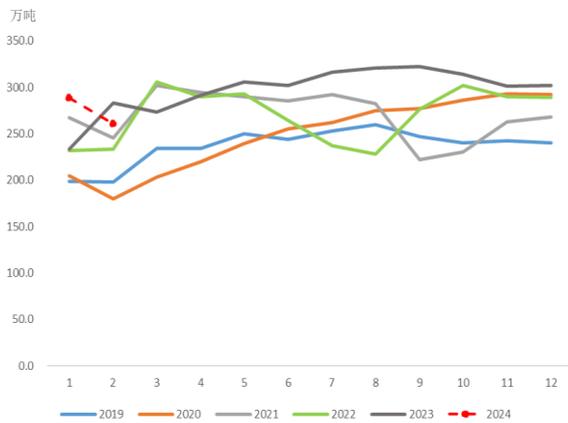
2024年以来, 不锈钢生产利润向好, 节前外售订单增加, 钢厂排产整体处于高位, 虽然2月春节期间部分钢厂检修停产, 不锈钢产量同比仍有回升。据SMM数据, 2024年1-2月, 我国不锈钢粗钢产量550万吨, 同比增加6.59%; 其中300系不锈钢产量297万吨, 同比增加8.8%。3月, 不锈钢下游和终端企业生产复苏阶段, 叠加镍系原料价格疲弱, 钢厂成本下移或推动产量增长, 但不锈钢下游需求疲弱, 近期不锈钢仓单库存不断增至历史高位, 供应压力明显增大。预计3月国内不锈钢产量约324.85万吨, 环比增加24.57%。

印尼方面, 印尼德龙复产带动不锈钢产量持续增加, 2024年1-2月印尼不锈钢产量81万吨, 同比增加44.6%。

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，但由于行业利润较差，实际投产料远不及预期；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。

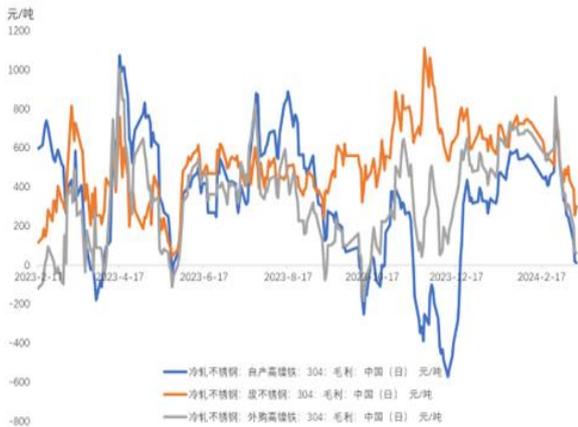
进出口方面，2024 年年初，不锈钢价格回升，而钢厂检修影响产量，印尼镍矿审批担忧之下，市场补货情绪回升，海外备货需求增加，1 月不锈钢出口量创近 19 个月以来新高，2 月出口则受到春节等因素影响有所回落。据中国海关数据统计，2024 年 1-2 月，国内不锈钢进口量累计约 45.55 万吨，同比增加 11.78 万吨，增幅 34.9%；国内不锈钢出口量累计约 67.54 万吨，同比增加 5.76 万吨，增幅 9.3%；不锈钢累计净出口量约 21.99 万吨，同比减少 6.02 万吨，减幅 21.5%。

图表 31：不锈钢产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

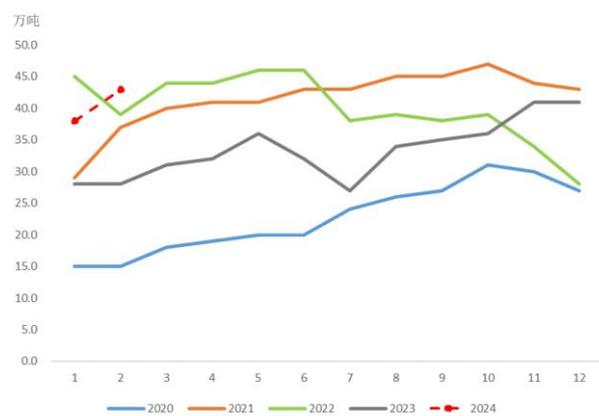
图表 33：不同生产模式下 304 冷轧毛利率



数据来源：Mysteel，国贸期货整理

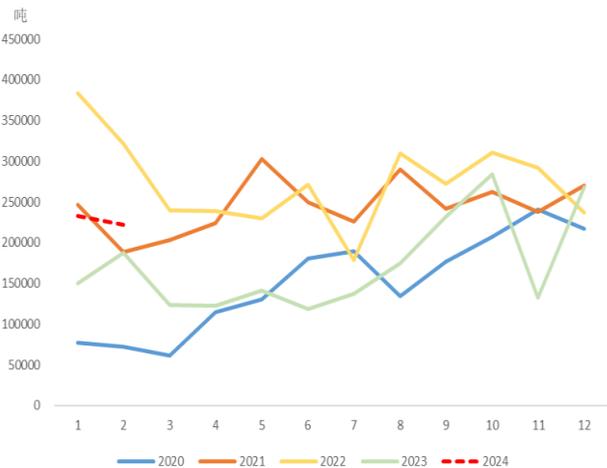
图表 35：不锈钢出口季节图

图表 32：印尼不锈钢产量季节图



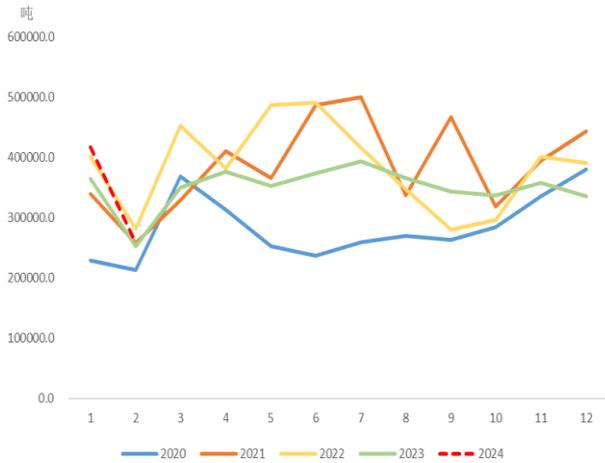
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 34：不锈钢进口季节图



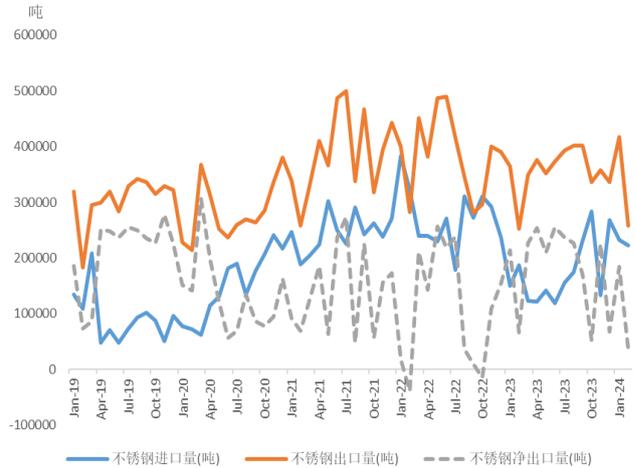
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 36：不锈钢净出口



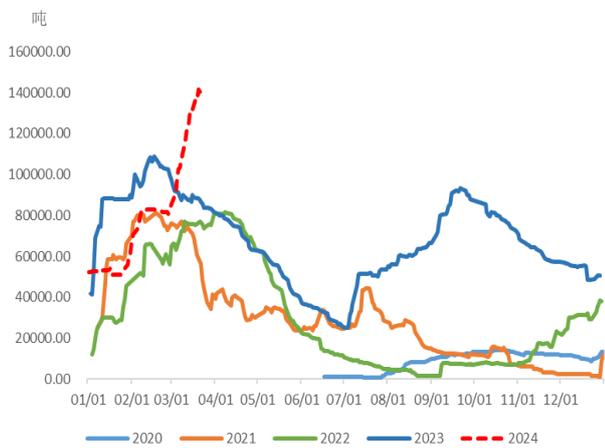
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 37：不锈钢仓单季节图



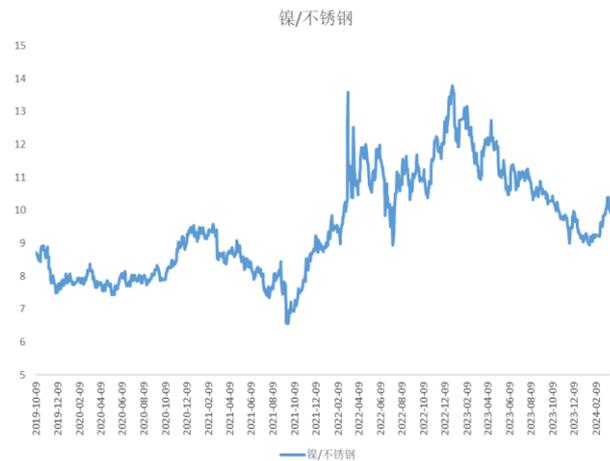
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 38：镍不锈钢比价



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 39：中国&印尼不锈钢产能投放计划



数据来源：Wind，国贸期货整理

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	

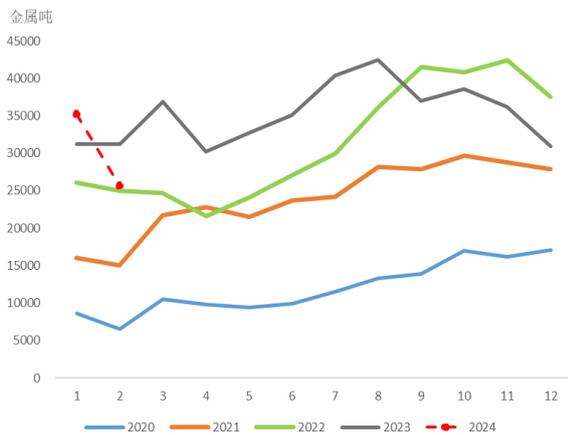
数据来源：SMM，国贸期货整理

3.6 三元订单转好叠加原料支撑，硫酸镍出现阶段性供需错配

今年一季度，盐厂春节放假导致供应减量，叠加节后硫酸镍原料供应趋紧，硫酸镍产量小幅下滑，而新能源产销预期转暖提振前驱体订单，硫酸镍出现阶段性供需错配，价格持续走高。据 SMM 数据，2024 年 1-2 月全国硫酸镍产量 6.09 万金属吨，同比下降 2.45%。

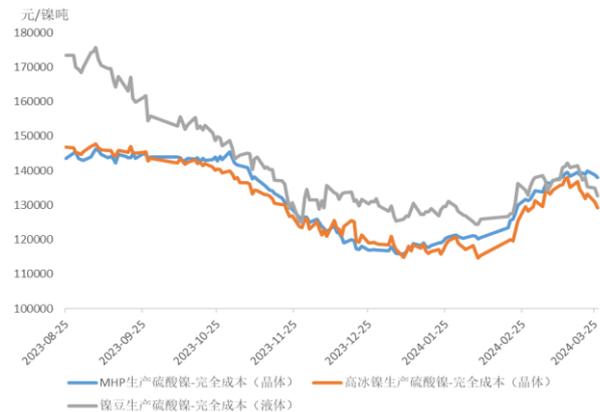
目前来看，国内外仍有大量硫酸镍产能待投，2024 年中国硫酸镍待投产产能约 38 万金属吨，关注格林美、华友、中伟、容百科技等项目，预计 2024 年硫酸镍产量或达 50 万金属吨，同比增 18.28%。此外，2023 年 3 月力勤 HPAL 项目已顺利投产，为印尼首批硫酸镍产品，目前月产硫酸镍达 3000 金属吨。据统计，印尼硫酸镍项目多将在 2024-2025 年建成或投产，待投产产能约 17.4 万金属吨（包括自用、外售）。2023 年 12 月 21 日，国务院关税税则委员会发布公告，自 2024 年 1 月 1 日起，镍的硫酸盐进口暂定税率由 2% 调整为 0%。硫酸镍关税下调或进一步促进印尼硫酸镍项目投产并回流。

图表 40：硫酸镍产量季节图



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 41：硫酸镍分原料成本



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 42：2024 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 新能源产销预期向好，三元占比回升边际提振镍金属需求

3.7.1 三元装车占比回升，镍金属需求有望边际提振

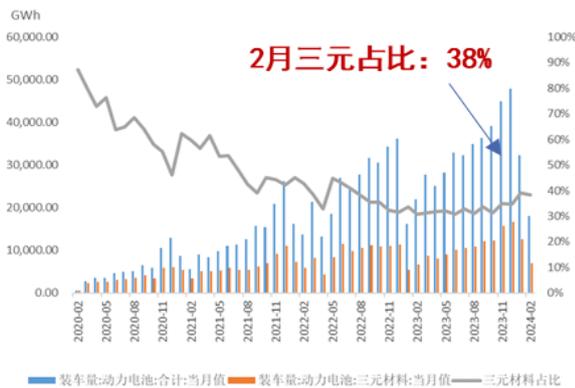
新能源车产销两旺带动动力电池装车量增长。1-2月，我国动力电池累计装车量 50.3GWh，累计同比增长 32.0%。其中三元电池累计装车量 19.5Wh，占总装车量 38.9%，累计同比增长 60.8%；磷酸铁锂电池累计装车量 30.7GWh，占总装车量 61.1%，累计同比增长 18.6%。随着三元电池原料价格高位回落，且新能源车多有降价，三元电池占比有所回升。从主流车型趋势看，随着长续航配置降价下沉，宁德时代麒麟电池和特斯拉 4680 电池等重磅产品放量，或将带动三元电池需求回暖，当前高镍化仍是三元电池的发展方向，镍需求有望得到边际提振。

3.7.2 政策发力叠加降价热潮，新能源车渗透率继续上扬

开年伊始，比亚迪、吉利等为首的新能源大厂再打价格战，部分车型价格已低于同级别燃油车，本轮促销相较于往年显著激烈且持续。同时，政策继续以汽车大宗消费作为刺激内需重要抓手，3月中旬国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，上海、武汉等地相继推出“以旧换新”等多种政策促进汽车消费，后续将有更多举措推动汽车换“能”，逐步提高新能源汽车、节能型汽车销售占比。政策推动和价格刺激下国内市场反响明显，根据乘联会数据，1-2月新能源车产量 116.5 万辆，同增 27.4%，其中零售 77 万辆，同增 37.6%；3月新能源市场进一步火热，预计零售 75.0 万辆，同增 37.1%，环增 93.2%，渗透率可达 45.5%。3月中国电动汽车百人会论坛（2024）比亚迪董事长兼总裁王传福预计未来 3 个月国内新能源汽车的渗透率将超 50%，二季度新能源车销售或有保障，但需警惕存下半年需求前移的可能性。

相比之下，海外市场温和向好，1-2月，除日本和韩国市场外，其余主要市场保持同比增长，欧洲和北美销量分别为 33.5 万辆和 26.0 万辆，渗透率分别为 14.2%和 9.0%，后续关注补贴退坡对需求造成的冲击力度。

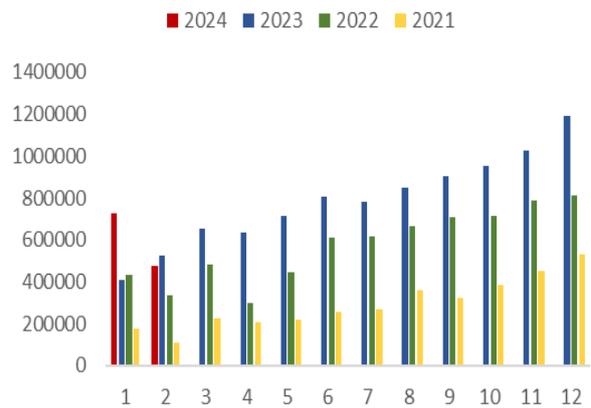
图表 43：动力电池装车量



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 45：我国新能源相关政策整理

图表 44：中国新能源汽车销量



数据来源：Wind，国贸期货整理

时间	部门	文件	要点
3.1	国家发展改革委、国家能源局	关于新形势下配电网高质量发展的指导意见	配电网建设改造和智慧升级，强化源网荷储协同发展切实满足分布式新能源发展需要，全力支撑电动汽车充电基础设施体系建设，积极推动新型储能多元发展，全面推进能源绿色低碳转型。
3.5	国务院	政府工作报告	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。深入推进能源革命，控制化石能源消费，加快建设新型能源体系。加强大型风电光伏基地和外送通道建设，推动分布式能源开发利用，发展新型储能，促进绿电使用和国际互认。
3.7	国务院	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	政策支持力度，畅通流通堵点，促进汽车梯次消费、更新消费。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设。

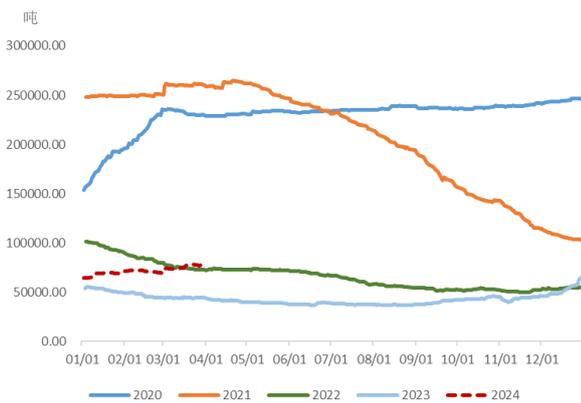
数据来源：网络公开信息，国贸期货整理

3.8 交割品不断扩容，全球镍库存延续累库

海外方面，2023 年以来 LME 镍交割品牌增加（包括华友、格林美、中伟等），全球纯镍新增产能投产放量，有部分中国镍板交仓至海外，而海外需求疲弱，LME 镍 Cash-3M 持续处于深度贴水状态，LME 镍库存自去年底开始持续累积，截至 2024 年 3 月 28 日，LME 镍库存 7.71 万吨，较年初增加 1.29 万吨，增幅 20.25%。目前，印尼鼎兴、华友广西均已提交 LME 镍交割品牌上市申请，随着交割品扩容的持续，LME 镍库存仍将延续增长态势。

国内方面，2023 年电积镍投产后，镍交割品供应持续增加，2023 年四季度国内镍库存拐点出现，2024 年以来社库延续累库态势，现货市场资源充沛，俄镍、华友镍均维持贴水，上期所仓单也大幅增加。截至 2024 年 3 月 22 日，国内社会库存 30056 吨，较年初增加 13662 吨，增幅 83.3%。

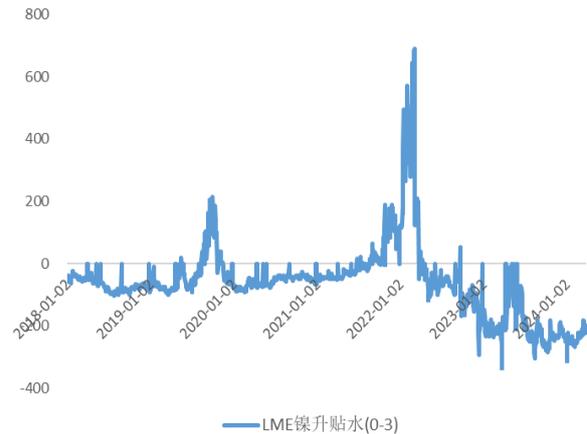
图表 46：LME 镍库存季节图



数据来源：Wind，国贸期货整理

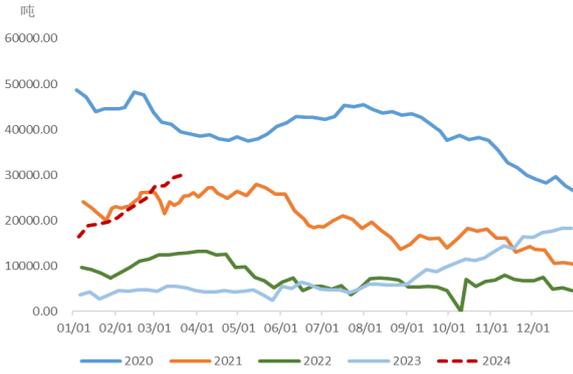
图表 48：国内社会库存季节图

图表 47：LME Cash-3M 升贴水



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 49：国内镍现货升贴水



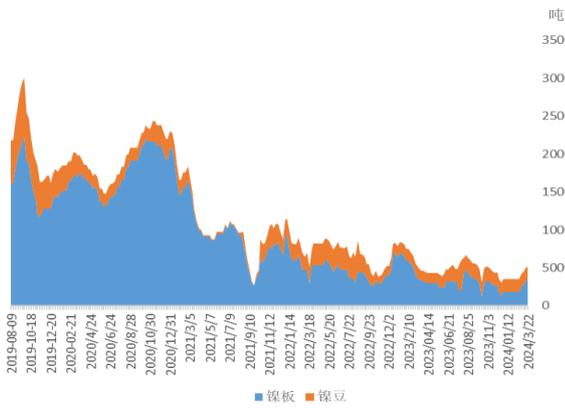
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 50：保税区库存

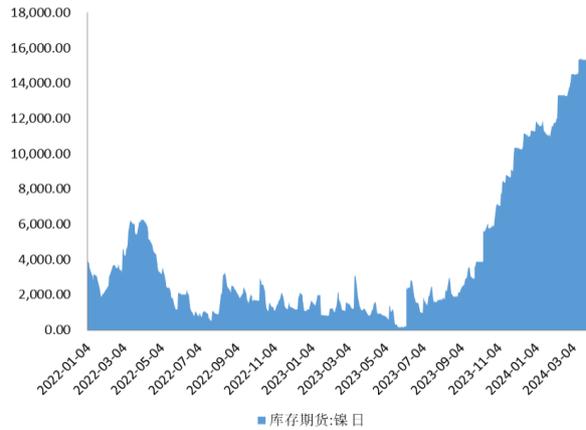


数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 51：上期所仓单



数据来源：SMM，国贸期货整理



数据来源：Wind，国贸期货整理

3.9 过剩格局延续，纯镍溢价逐步褪去

2024 年，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。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，硫酸镍的供需错配仍可能对镍价形成阶段性提振，镍估值可锚定电积镍成本变化。当前产业链各环节产能过剩已成现实，一季度全球原生镍过剩约 4.09 万吨，中国原生镍过剩约 2.62 万吨，预计二季度全球原生镍过剩约 6.6 万吨，中国原生镍过剩约 5.91 万吨。

图表 52：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	391.33	89.06	96.76	103.13	102.38
全球原生镍消费量	320.73	359.61	84.97	90.16	90.8	93.68
全球平衡	31.95	31.72	4.09	6.6	12.33	8.7
中国原生镍供应	222.87	236.11	53.7	59.44	62.12	60.85
中国原生镍消费量	193.16	214.95	51.08	53.53	54.2	56.14
中国平衡	29.71	21.16	2.62	5.91	7.92	4.71

数据来源：SMM，国贸期货整理

四、总结展望

宏观面：海外降息预期反复，国内政策发力可期。海外方面，美国经济强韧性超出市场预期，美联储降息预期不断反复。就业韧性与通胀粘性交缠下，美联储年中启动降息仍是大概率事件，但美联储围绕货币政策双重使命仍将反复进行预期管理，或对市场造成较大扰动。国内方面，国内经济修复性增长，地产仍是经济复苏的最大拖累，两会政府工作报告确定 5% 的 GDP 增速目标，稳中求进下宏观政策力度仍有望持续加码。

供应端：原生镍过剩格局延续，关注硫酸镍供需变化。菲律宾雨季即将结束，印尼 RKAB 审批影响逐步缓解，镍矿供应趋松，但仍需警惕资源国政策扰动。印尼 NPI/MHP/高冰镍以及国内电积镍产能仍在释放，在印尼镍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，关注硫酸镍阶段性供需错配对镍价的影响。

需求端：不锈钢维持高排产，新能源产销预期向好。年内不锈钢仍有较多待投产能，二季度产量或维持高位，但终端需求较为疲弱，钢厂或将根据利润水平调整生产节奏；新能源方面，国家政策持续发力叠加车企降价热潮，新能源产销预期向好，三元占比的回升将边际提振镍金属需求。从纯镍消费来看，合金、电镀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。

展望二季度，美联储降息预期或反复扰动市场，国内稳增长政策有望持续出台，预期差或成为交易的重点。基本面来看，原生镍供需延续过剩格局，全球镍库存累库趋势不改，二季度镍价仍有下行空间，但考虑到电解镍溢价已逐步褪去，镍价估值可锚定电积镍成本区间，后续关注资源国政策对全产业链估值体系的影响。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。

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