

# 供应端仍存变数，镍价波动率放大

投资观点： 宽幅震荡

报告日期 2024—9-30

镍 (NI)

季度报告

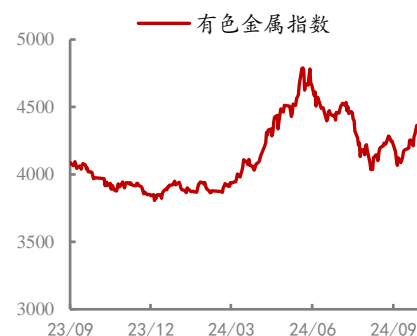
分析师：谢灵

从业资格证号：F3040017

投资咨询证号：Z0015788

- **宏观方面：**美联储开启降息周期，国内稳增长政策集中发力。海外方面，美国通胀稳步回落，但劳动力市场整体降温，美国经济能否“软着陆”仍是市场关注重点。随着美联储9月以降息50bp开启新一轮宽松周期，市场对经济衰退担忧有所缓和，全球流动性由紧转松。国内方面，三季度国内经济下行压力加大，9月底国内多项增量政策集中发力，进一步提振市场信心，有助于实现全年经济发展目标。
- **供给端：**原生镍延续过剩，四季度关注印尼镍矿供应及政策变化。三季度印尼镍矿供应整体趋紧，对菲律宾镍矿进口持续增加，四季度关注印尼新任总统普拉博沃上任后的政策导向以及RKAB审批进程。印尼镍产品（NPI/MHP/冰镍/电积镍）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，四季度原生镍过剩量级或进一步增加。受到印尼资源回流影响，国内镍铁产量延续下行趋势，国内电积镍产能持续投放，纯镍产量同比增幅明显，三季度出口利润驱动海外出口交仓增加，后续全球镍库存垒库趋势不改。
- **需求端：**不锈钢高排产持续，新能源车保持高景气度但三元占比下行。三季度不锈钢厂虽利润倒挂但排产维持高位，而终端需求表现偏弱，“金九”旺季落空，后续关注国内增量政策对需求提振情况；新能源方面，降价换量叠加政策支持，新能源车全年高景气确定性较强，当前高镍三元电池已成主流，但三元装车占比仍有回落，进而影响对镍需求增速。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。
- **总结：**展望四季度，美联储开启降息周期，国内政策端集中发力，宏观情绪转暖或阶段性提振镍价上涨动能。基本面来看，印尼新总统上任在即，镍矿RKAB审批进程及镍相关政策备受关注，原生镍过剩预期影响镍价估值，中长期镍供应仍有较大增量，纯镍垒库趋势料延续。当前供需格局下，镍价处于相对底部，价格弹性较大，下方关注电积镍成本支撑（一体化产线），但若镍矿供应转松，需警惕矿端成本下移带来的估值修复，重点关注宏观情绪、印尼镍矿供应、镍相关项目投产情况对镍价影响。
- **风险提示**  
宏观情绪扰动，印尼镍矿供应超预期，需求不及预期等

## 有色金属价格指数走势



数据来源：Wind

## 一、行情回顾

2024 年三季度，宏观情绪随着美联储降息/衰退预期而波动，国内经济数据则表现疲软，纯镍基本面过剩格局加剧，镍价震荡探底，9 月中下旬随着美联储降息落地叠加国内出台多重刺激政策提振市场情绪，市场风险偏好回升，镍价随之反弹。截至 9 月 27 日收盘，沪镍主力报 129360 元/吨，三季度跌幅 4.6%；LME 镍报 16865 美元/吨，三季度跌幅 1.89%。

(1) 7 月-9 月初，镍价震荡回调。年中，市场对美国经济“硬着陆”担忧有所反复，宏观情绪对有色板块形成明显压制，叠加镍基本面延续过剩局面，出口利润驱动下，LME 镍交割品出海交仓增加，伦镍库存大幅增加，镍价大幅回调。7 月底国内央行降息 50bp，并加大支持以旧换新政策，叠加美联储 7 月议息会议表态偏鸽，宏观情绪受到提振，镍价震荡企稳。8 月中旬，美国失业率超预期回升并触发萨姆法则，市场对美国经济衰退担忧再起，有色整体承压，镍矿供应趋紧为镍价提供底部支撑，镍价于 12.8 万附近震荡运行。进入 9 月，国内外经济数据表现趋弱，市场风险偏好持续降温，叠加印尼镍矿供应有转松预期，全球镍库存延续增加，镍价大幅下挫，一度跌破 12 万关口。

(2) 9 月中旬-9 月底，镍价自底部反弹。9 月中旬，俄罗斯表示考虑限制镍出口，但政策并未落地，市场反应有限。9 月 19 日，美联储 9 月议息会议降息 50bp 略超市场预期，叠加国内政策预期提振市场情绪，镍价延续底部反弹。9 月 24 日开始，央行推出多项刺激政策，包括降准、降息、降存量房贷利率、首创互换便利支持股票市场等，随后中共中央政治局召开会议，强调加大财政货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌企稳，市场风险偏好明显抬升，在宏观情绪影响下镍价连续反弹至 13 万关口附近。

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 美联储降息周期开启，关注经济数据变化

#### 2.1.1 美联储9月降息50bp略超预期，鲍威尔表态偏鹰

2024年9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。

美联储9月会议要点：（1）美联储降息50个基点至4.75%-5.0%目标区间，为2020年3月以来首次降息。（2）声明强调对通胀回落至2%更有信心，但就业下行风险已经加重，小幅下调今年GDP预期，全面上调2024年至2026年失业率预期，下调近两年PCE和核心PCE预期。（3）点阵图预测今年将累计降息100bp，即今年还将降息50个基点，预计明年料再将降息100个基点，与6月点阵图预期的降息幅度相同，将长期利率由2.8%上调至2.9%。（4）鲍威尔讲话强调通胀上行风险减弱、就业下行风险已经加重，预计GDP增长将保持稳健，本次降息是美联储不落后于经济形势的承诺的体现。但也多次强调在降息节奏上“不急于求成”，暗示单次降息50bp并非常态路径，利率路径仍将逐次会议作出决策。

#### 2.1.2 美国劳动力市场整体降温，通胀数据延续回落

三季度以来，美国劳动力市场整体降温。9月6日，美国劳工统计局公布报告显示，美国8月非农就业人口增长14.2万人，不及预期的16.5万人，7月数据从11.4万人大幅下修至8.9万人，6月数据下修了6.1万。8月失业率从7月的4.3%下降至4.2%，持平预期，失业率为今年3月以来首次出现下降。8月时薪同比上涨3.8%，略高于预期的3.7%，前值为3.6%；时薪环比上涨0.4%，预期和前值分别为0.3%和0.2%。与此同时，美国7月JOLTS职位空缺767.3万人，大幅不及预期的810万人，前值从818.4万人下修至791万人。7月职位空缺与失业人数之比为1.07，较6月的1.16明显下滑，为三年来的最低水平，也低于疫情前1.2左右的水平。

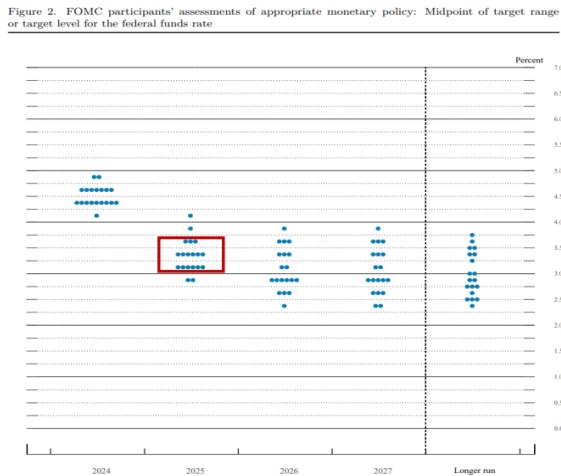
整体看，美国8月份非农数据喜忧参半，其中新增非农不及预期，失业率下滑、时薪增速提高。但6-7月新增非农继续下修8.6万人，这也是非农新增就业人数连续4次被下修，过去7次有6次被下修，且职位空缺人数不及预期，美国就业市场存在失速风险。

通胀方面，美国CPI数据稳步下行。美国劳工部8月11日公布的数据显示，美国8月CPI同比增长2.5%，预期2.5%，前值2.9%；美国8月核心CPI同比增长3.2%，预期3.2%，前值为3.2%；美国8月核心CPI环比增速升至0.3%，高于预期值和前值0.2%；美国8月CPI环比增速0.2%，持平于前值和预期值。

食品价格指数环比增长0.1%，能源价格指数环比下降0.8%；核心通胀中，新车价格指数与上月持平，二手车价格指数环比下降1%。住房价格指数环比上涨0.5%，黏性仍较大；此外，

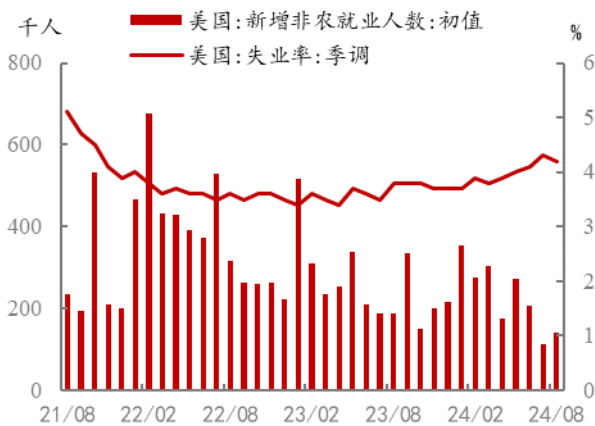
需要注意的是，自 2023 年下半年以来，美国房价同比反弹，三季度末开始或将对住房 CPI 回落产生阻力。

图表 2：美联储 9 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



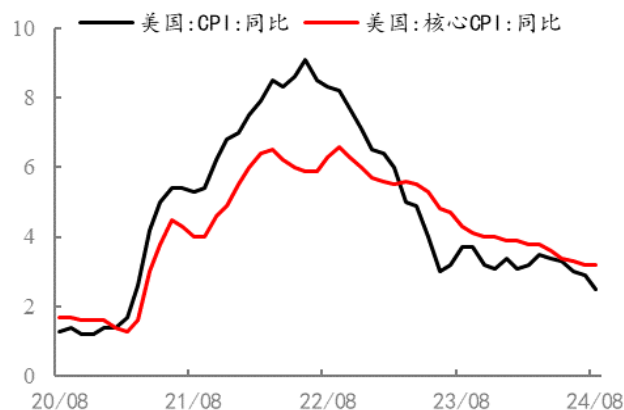
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 3：美联储 9 月经济预测摘要

美联储经济摘要预测				
指标	年份	2024年9月	2024年6月	2024年3月
GDP增速	2024	2.00%	2.10%	2.10%
	2025	2.00%	2.00%	2.00%
	2026	2.00%	2.00%	2.00%
失业率	2024	4.40%	4.00%	4.00%
	2025	4.40%	4.20%	4.10%
	2026	4.30%	4.20%	4.00%
PEC	2024	2.30%	2.60%	2.40%
	2025	2.10%	2.30%	2.20%
	2026	2.00%	2.00%	2.20%
核心PCE	2024	2.60%	2.80%	2.60%
	2025	2.20%	2.30%	2.20%
	2026	2.00%	2.00%	2.00%

数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 5：美国通胀数据



数据来源：Wind，国贸期货整理

## 2.2 国内经济下行压力较大，多项稳增长政策齐发力

国内方面，三季度经济数据整体走弱，关注政策出台后数据表现。2024 年二季度中国 GDP 增速录得 4.7%，较一季度下滑 0.6 个百分点。8 月，中国官方制造业 PMI 持续下滑，录得 49.1%，较前置下滑 0.3 个百分点，连续四个月处于荣枯线下方；中国核心 CPI 再度走弱，录得 0.3%，较前值下滑 0.1 个百分点；M1-M2 剪刀差绝对值再度走扩，至-13.6，较前值下滑 0.7。整体来看，二季度国内 GDP 有所下滑，而三季度国内经济数据走弱，通缩风险增加，关注近期多项政策出台后国内经济数据后续表现。

房地产方面，1-8 月，新建商品房销售面积同比下降 18%，前值降 18.6%。新建商品房销售额同比下降 23.6%，前值降 25.9%；1-8 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12%，



前值降 12.1%。房屋新开工面积同比下降 22.5%，前值降 23.2%；房屋竣工面积同比下降 23.6%，前值降 21.8%。1-8 月份，房地产开发企业到位资金同比下降 20.2%，前值降 21.3%。虽然 8 月份房地产主要数据降幅并未进一步走扩，但整体仍处于低位，未来市场能否持续修复，仍依赖于接下来政策跟进节奏和力度，以及居民预期的改善。

**9 月底国内多项稳增长政策出台，提振市场乐观预期。**9 月 24 日，央行公布了一系列增量政策，具体来看：（1）近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，提供长期流动性约 1 万亿元，年内将视情况择机进一步下调 0.25-0.5 个百分点；（2）将下调 7 天期逆回购操作利率 0.2 个百分点，预期将带动 MLF 利率下调 0.3 个百分点，带动 LPR、存款利率等下调 0.2-0.25 个百分点。降低存量房贷利率 0.5 个百分点左右，二套房贷款首付比例从 25% 下调至 15%；（3）3000 亿元保障性住房再贷款中央行的资金支持比例由 60% 提高到 100%；经营性物业贷款和房企存量融资展期政策延期到 2026 年底；研究允许银行贷款支持企业市场化收购房企土地。首次创设专门针对股票市场的结构性货币政策工具，包括 5000 亿元证券、基金保险公司互换便利，以及首期 3000 亿元股票回购、增持专项再贷款。潘功胜还透露，平准基金也正在研究。9 月 25 日，央行开展 3000 亿元 MLF 操作，最高投标利率 2.30%，最低投标利率 1.90%，中标利率 2.00%，较上次下调 30BP；紧接着，自 9 月 27 日起，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元。同时，将公开市场 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，由此前的 1.70% 调整为 1.50%。常备借贷便利利率同步下调 20 个基点。

9 月 26 日，中共中央政治局召开会议。会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。

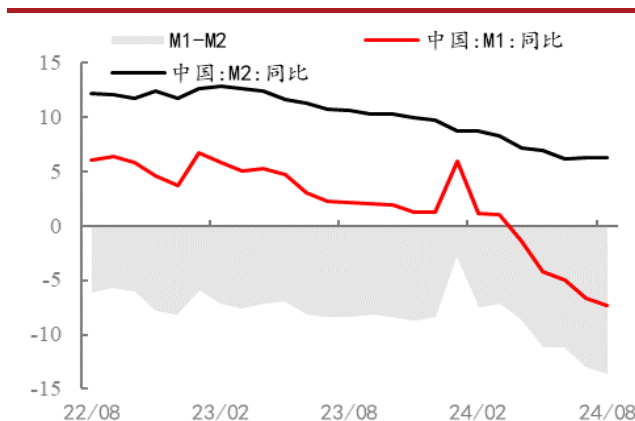
随着美国降息周期开启、人民币快速升值、国内存款利率持续回落以及国内多项稳增长政策集中发力，国内经济有望企稳回升。同时，关注围绕实现全年经济目标，财政政策落地情况及后续国内经济数据变化。

图表 6：中国 GDP 数据



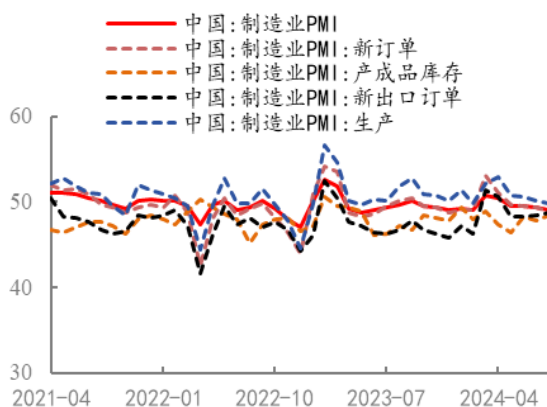
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 7：中国 M1-M2 剪刀差



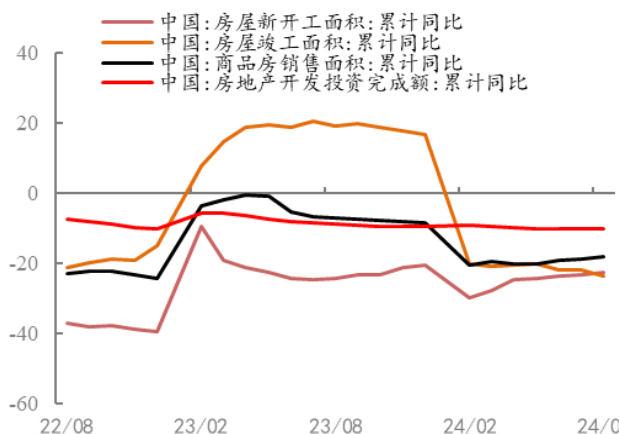
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 8：中国制造业 PMI



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 印尼镍矿供给“强现实弱预期”，关注新总统上任后政策指引

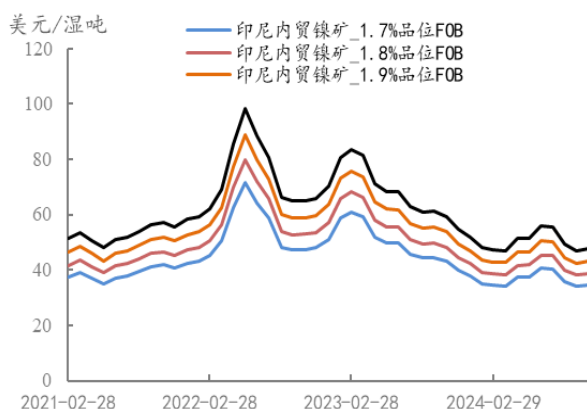
#### 3.1.1 印尼镍矿升水仍在高位，关注 RKAB 审批进度以及新总统上任后的政策指引

三季度以来，印尼 RKAB 审批暂未更新进展，10 月镍矿内贸基价小幅上行，镍矿升水仍维持在 22 美元/湿吨上方，部分印尼工厂为了维持生产持续进口菲律宾镍矿进行补给，但市场预期四季度上旬将有新增配额批复，镍矿供应整体维持“强现实弱预期”格局。

印尼新任总统普拉博沃将于 10 月 20 日上任，关注其上任后的政策导向以及 RKAB 审批速度是否加速。

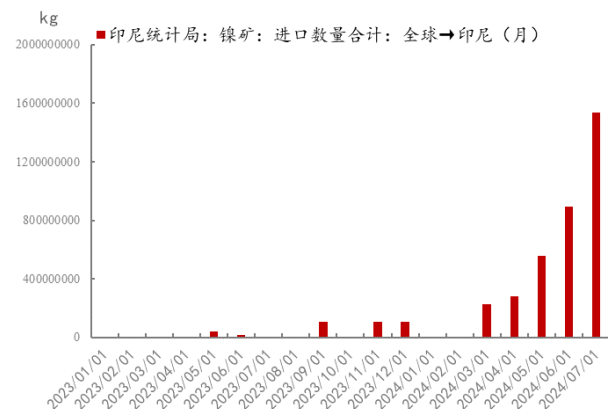
近期印尼镍矿缺口多靠菲律宾镍矿进行补充，印尼进口菲律宾镍矿量持续走高。据印尼统计局数据，2024 年 7 月镍矿进口量 153.42 万吨，环比增加 71.16%，同比增加 2846309.67%；其中进口自菲律宾 148.14 万吨，占比 96.55%。

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



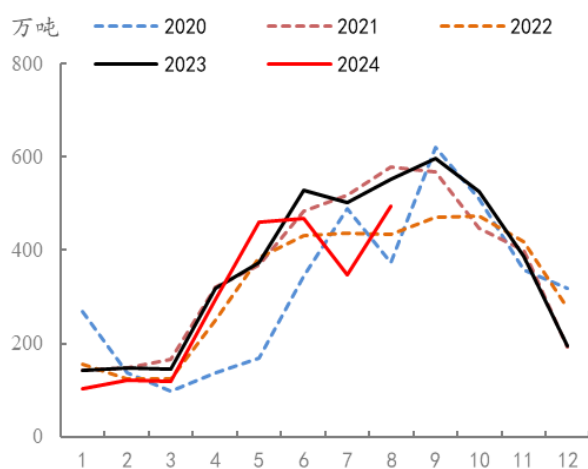
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

### 3.1.2 菲律宾镍矿发货量高位，港口镍矿库存水平高于往年同期

三季度，菲律宾主矿区发货量维持高位，但菲律宾镍矿向印尼供应增加，同时国内下游冶炼厂采买需求仍存，我国镍矿进口量先抑后扬，8月出现明显修复。据中国海关数据统计，2024年1-8月镍矿进口总量2454.52万吨，同比减少11.66%。四季度菲律宾逐渐进入雨季，我国镍矿进口量将出现季节性回落。

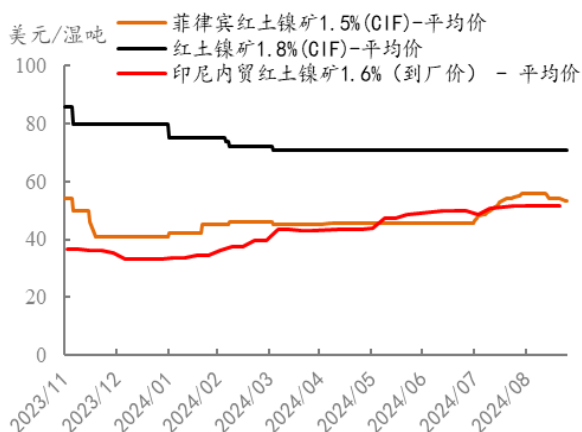
我国港口镍矿库存呈季节性垒库，库存水平整体高于去年同期，截至9月20日，全国港口镍矿库存941.2万湿吨，总折合金属量7.39万金吨，较去年同期高16.08%。由于海运费高昂，菲律宾高品位镍矿到港报价仍较坚挺，1.5%CIF均价在52美元/湿吨，较年中涨14.28%。

图表 12：镍矿进口季节图



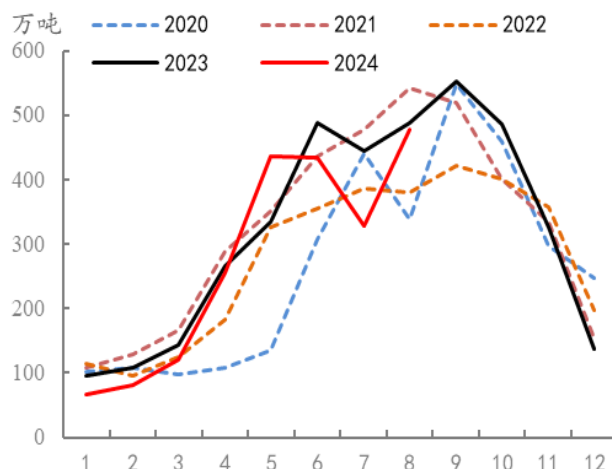
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 14：镍矿价格



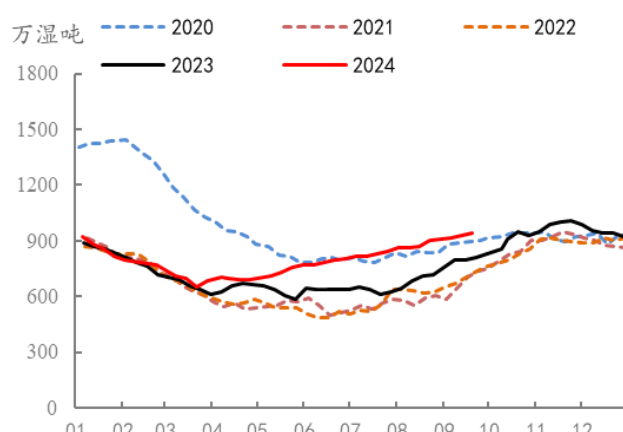
数据来源：SMM，国贸期货整理

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 三季度国内镍铁产量有所修复，印尼镍铁新增产能仍陆续投放

2024年三季度，镍铁厂利润小幅修复，镍铁产量有所回升，但由于镍矿资源仍趋紧，菲律宾镍矿价格水涨船高，成本压力下8月铁厂检修减产增加，在印尼镍铁不断回流的大环境下，

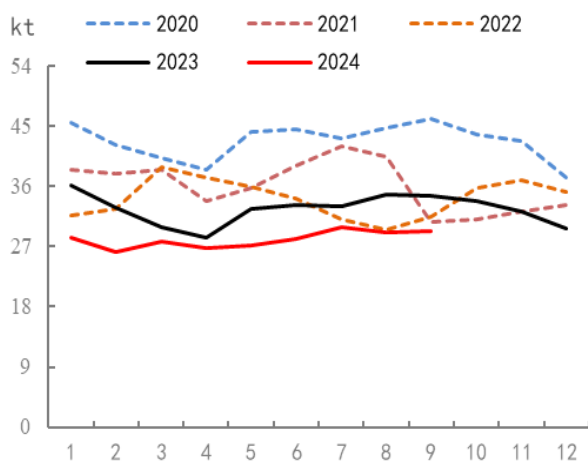
镍铁产量同比仍维持下行趋势。据 SMM 数据，2024 年 1-8 月全国镍生铁产量为 22.32 万金属吨，同比下降 14.4%。

印尼方面，三季度印尼镍铁新增产能仍在陆续投放，部分矿山于 8 月初拿到少量新增配额，且冰镍转产节奏放缓，镍铁产量整体回升，但镍矿紧缺仍需时间修复，产量增速整体不及往年。据 SMM 数据，1-8 月印尼镍生铁产量 91.66 万镍吨，同比增加 3.78%。

印尼镍铁项目方面，1-8 月共新增 23 条产线，当前印尼镍铁产线达 245 条，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、印尼华宝、振石集团等。

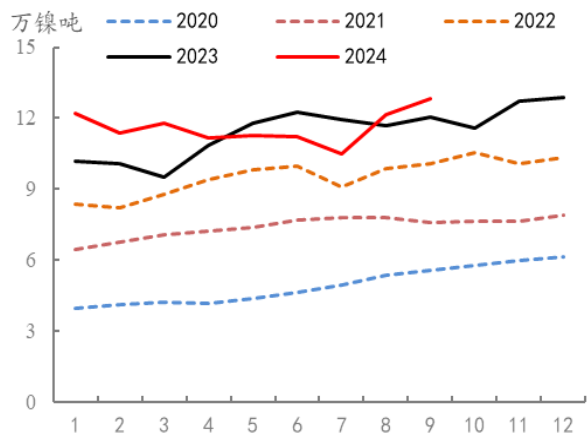
进口方面，2024 年以来，镍铁总进口量同比延续增加，但受到印尼镍矿供应趋紧影响，镍铁产量爬坡不及预期，镍铁进口增幅放缓。三季度印尼雨季和台风等扰动发运，8 月镍铁进口降幅较大，但后续镍铁进口量料维持增势。2024 年 1-8 月中国镍铁进口总量 567.1 万吨，同比增加 47.5 万吨，增幅 9.1%。其中，自印尼进口镍铁量 545.5 万吨，同比增加 60.9 万吨，增幅 12.6%。

图表 16：中国镍铁产量季节图



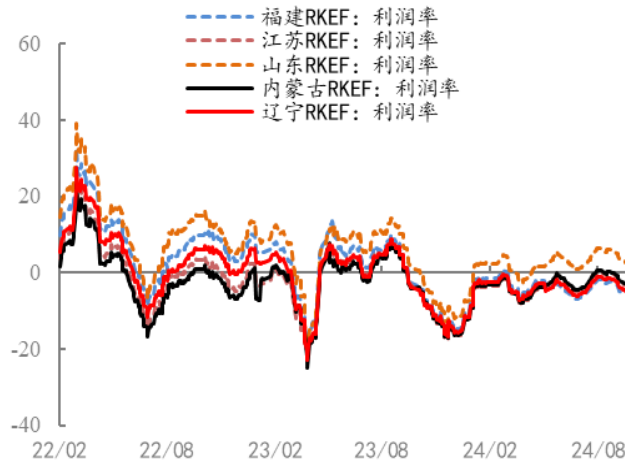
数据来源：SMM，国贸期货整理

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

项目名称	扩产设备(台*功率)	扩产总产能(万吨镍)	扩产节奏(台)	投产时间
IWIP(2023投产)	12*60000	22	12	2023年投产12条，年底在产60条
IWIP(待投产)	12*60000	22	12	预计2024年内投产8条
印尼德龙三期(PT GNI)(2023年投产)	8*33000	6	8	2023年投产9条，年底在产26条
印尼德龙三期(PT GNI)(待投产)	26*33000	19.5	25	三期待投产25条，其中8条卖给中伟，2条于1月投产；预计2024年新投产8条
Indoferro(2023年投产)	1*16500	0.4	1	2023年在产3条，后续无新增规划
印尼华迪(2023年投产)	4*33000	3.2	4	2023年在产12条，后续无新增规划
青岛中程(恒顺)(2023年投产)	2*33000	16	2	2023年在产4条，后续无新增规划
印尼万向一期(2023年投产)	2*48000	24	2	2023年在产4条，后续无新增规划
力勤+Harita(HJF)(2023年投产)	6*48000	72	6	2023年在产8条，仍有12条产线待投
力勤+Harita(HJF)(待投)	12*48000	14.4	12	预计2024年年底投产4条，其余8条于2025年投产
东加里曼丹钢铁(2023年投产)	2*42000	1.9	2	2023年在产2条，仍有16条产线待投
东加里曼丹钢铁(待投)	16*42000	15.2	16	预计2024年2月投产2条，其余14条产线暂无规划。
印尼华宝(待投)	12*48000	14.4	12	2024年3月已投4条，仍有8条待投
预计投产镍铁汇总		85.5	77	

数据来源：SMM，国贸期货整理

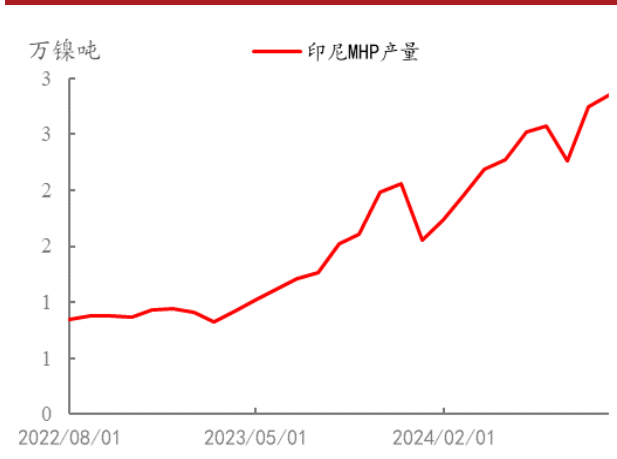
3.3 印尼镍中间品产量大幅增加，带动进口量走高

今年以来，印尼镍矿供应扰动影响了 MHP 产量增速，三季度印尼湿法中间品项目仍陆续爬产，镍湿法中间品进口维持增势。据中国海关数据统计，2024 年 1-8 月镍湿法冶炼中间品进口总量 95.17 万吨，同比增加 14.53%。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，而三季度镍价大幅回调，冰镍转产节奏整体放缓。据中国海关数据统计，2024 年 1-8 月镍钼进口总量 30.62 万吨，同比增加 65.22%。

2024 年以来，镍湿法中间品 MHP 产量持续增加，总产能超 30 万吨。7 月力勤 ONC 项目全部投产，印尼华飞项目月产达 10000 金属吨，后续关注青美邦二期（4.3 万金属吨）、PT.Ceria（4 万金属吨/年）等项目，预计 2025 年印尼仍有约 43 万金属吨湿法中间品项目计划投产。据 SMM 数据，印尼 1-8 月 MHP 产量 18.25 万金属吨，同比增 169%。

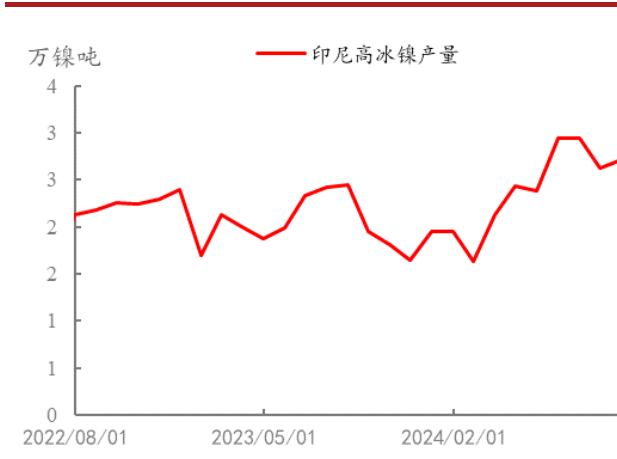
2024 年 1-8 月印尼高冰镍产量 19.03 万金属吨，同比增加 54.4%。三季度镍价整体回落，镍铁与高冰镍转产利润收窄，企业转产节奏放缓，高冰镍产量增减仍受限于与 NPI 价差情况。印尼中青新能源产能投放速度较慢，四季度至明年初关注伟明项目二期及永誉国际项目投产情况。

图表 21：印尼 MHP 产量



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 23：印尼高冰镍产量

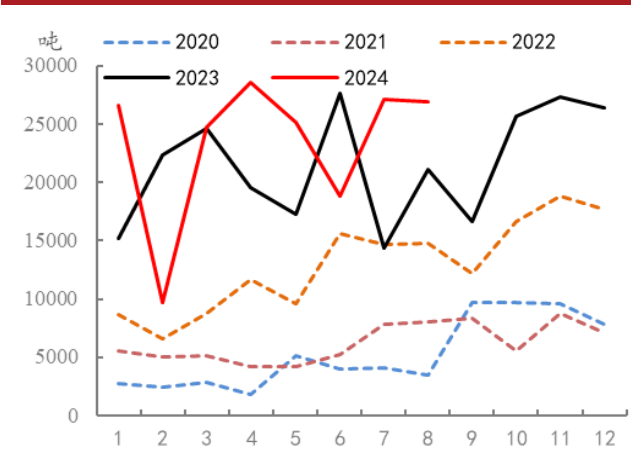


数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 25：2021-2025 年印尼 MHP 及冰镍项目投产计划

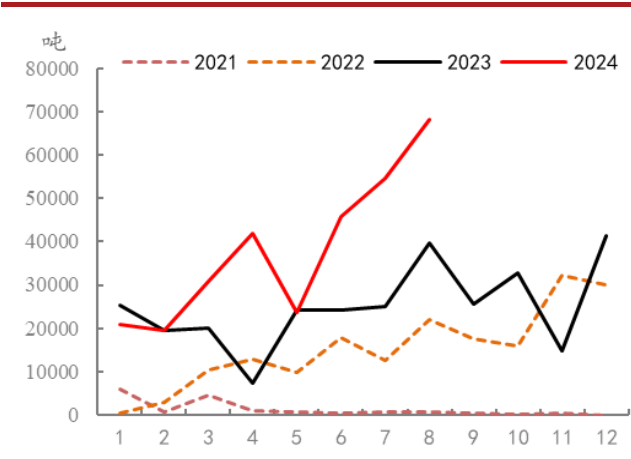
项目名称	国家	产品	生产工艺	年产能/万吨	投产计划
华科镍业	印尼	高冰镍	RKEF+硫化转炉吹炼	4.5	2022年5月初第一条线出铁，生产产品为镍生铁，12月份高冰镍达产
力勤印尼OBI镍钴项目-二期	印尼	MHP	高压酸浸工艺	1.8	2023年2月已经达产，现在在生产硫酸镍
青美邦	印尼	MHP	高压酸浸工艺	7.5	2022年11月已经投产，6月份产量达产1800，二期预计2024Q3投产
中青新能源	印尼	高冰镍	富氧侧吹还原工艺	6	2022年11月一期，2024年二期，2025年三期
上海华迪实业印尼高冰镍项目	印尼	高冰镍	RKEF+硫化转炉吹炼	1	2023年Q3E
力勤印尼OBI镍钴项目-三期	印尼	MHP	高压酸浸工艺	6	2024年Q3月E
青山集团、振石集团纬达贝项目	印尼	MHP	高压酸浸工艺	3	2025年E
翡翠湾项目	印尼	低冰镍	RKEF+硫化转炉吹炼	2.8	2023Q2已经试产
德邦项目	印尼	低冰镍	RKEF+硫化转炉吹炼	2.8	2023年7月已满产
华飞镍钴	印尼	MHP	高压酸浸工艺	12	预计2024年Q2达产
PT.Ceria	印尼	MHP	高压酸浸工艺	4	2026年E
盛屯+Extension	印尼	高冰镍	火法高冰镍工艺	4	2025年Q1E
道氏集团+印尼华迪	印尼	高冰镍	RKEF+硫化转炉吹炼	2	2025年Q3E
华友+Vale MHP项目	印尼	MHP	高压酸浸工艺	6	2026年
华山镍钴	印尼	MHP	高压酸浸工艺	12	预期项目暂停
Weda Bay(一期)	印尼	MHP	高压酸浸工艺	2	2026年
住友金属+淡水河谷(项目暂停)	印尼	MHP	高压酸浸工艺	4	原预计2025年，项目现暂停
Weda Bay(二期)	印尼	MHP	高压酸浸工艺	4.2	2026年
伟明集团+Indigo	印尼	高冰镍	火法高冰镍工艺	4	2025年
寒锐钴业印尼高压酸浸项目	印尼	高冰镍	火法高冰镍工艺	6	2025年
格林美印尼高冰镍项目	印尼	高冰镍	火法高冰镍工艺	5	2025年
2024-2026年E新增湿法中间品产能：万吨				41.2	
2024-2026年E新增高冰镍产能：万吨				21.0	

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 24：高冰镍进口季节图



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

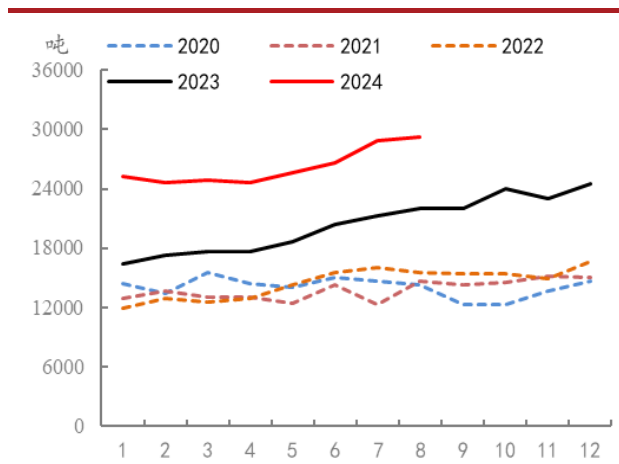
2024 年国内电积镍持续投产放量，目前青山格林美、华友衢州、中伟等项目基本满产，金川亦完成增产，新疆新鑫计划复产，精炼镍产量仍处于爬坡阶段，2024 年 1-8 月全国精炼镍产量共计 20.98 万吨，同比上升 36.87%。此外，印尼鼎兴 5 万吨电解镍项目已于去年 8 月投产，且成功注册 LME 镍交割品牌，后续关注伟明、聚泰投产以及青山印尼项目新增情况。

2024 年以来，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，受英美新一轮制裁影响，俄罗斯诺镍将更多注意力放在中国市场。据中国海关数据统计，2024 年 1-8 月，中国精炼镍累计进口量 54712.57 吨，同比减少 9435 吨，降幅 14.71%。

出口方面，三季度内外价差一度大幅走扩，出口利润整体回升，且国内电积镍产线投产增加，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，精炼镍出口大幅增加，关注出口手册对后续增量的影响。据钢联消息，中国台湾交割库近期交仓福利相对较好，8 月出口至中国台湾仍占最大比例。据出口企业反馈，目前海外下游市场也在持续拓展中，中国台湾、韩国及印度的下游客户持续增长中。据中国海关数据统计，2024 年 1-8 月，中国精炼镍累计出口量 71020.251 吨，同比增加 54800 吨，增幅 337.85%。

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 8 月 31 日，一体化 MHP 生产电积镍成本约 11.9 万元/吨（SMM 数据），建议关注国内电积镍企业生产情况。

图表 26：全国电解镍产量季节图



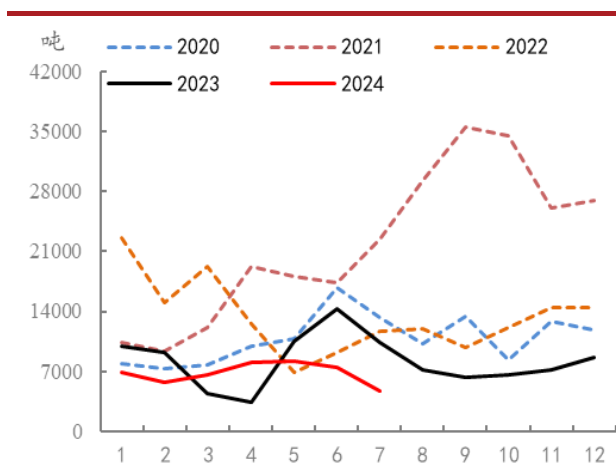
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 27：电解镍出口盈亏



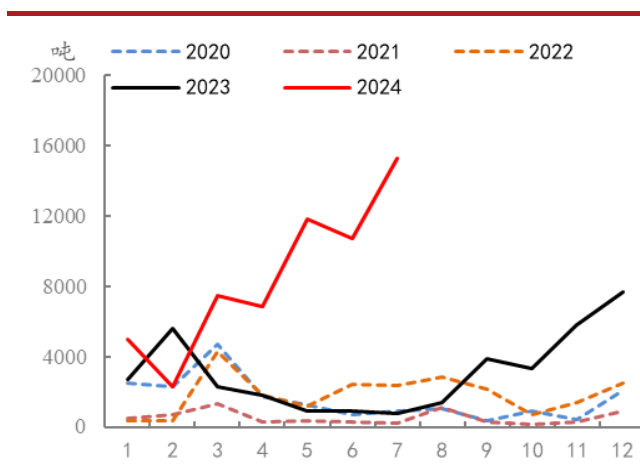
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 28：电解镍进口季节图



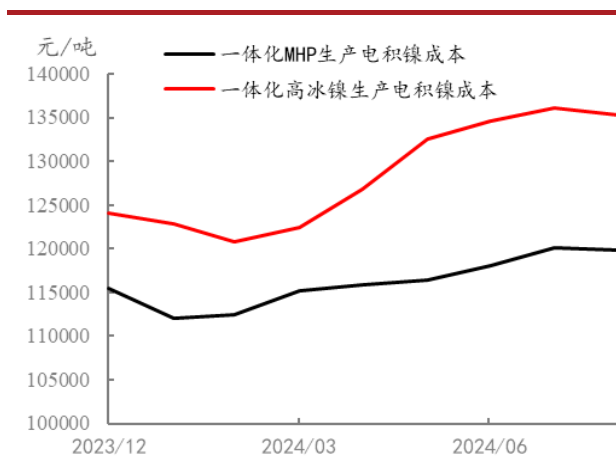
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 29：电解镍出口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 30：一体化电积镍生产成本



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 31：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 不锈钢排产持续高位，“金九”落空后关注稳增长政策落地情况

#### 3.5.1 钢厂利润倒挂但维持高排产，不锈钢出口表现亮眼

2024 年三季度，不锈钢生产利润多处于倒挂状态，但钢厂为保持市场份额及开工率检修减产量级不高，整体排产仍在高位。据 SMM 数据，2024 年 1-8 月，我国不锈钢粗钢产量 2477.6 万吨，同比增加 6.58%；其中 300 系不锈钢产量 1269 万吨，同比增加 7.2%。

印尼方面，三季度印尼永旺多处于减停产状态，印尼德龙则正常生产，印尼不锈钢产量同比维持增势。2024 年 1-8 月印尼不锈钢产量 310 万吨，同比增加 23.02%。

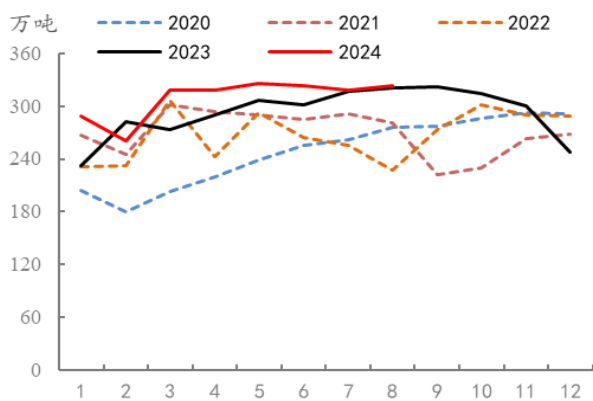
2024 年中国&印尼不锈钢仍有较多产能待投，国内方面，2024 年中国不锈钢粗钢计划产能超 1000 万吨，关注河北沧钢、广青、宝钢德盛、内蒙古奈曼经安等项目的投产情况，但实际投产情况仍受限于行业利润以及国家政策影响；印尼方面，印尼不锈钢粗钢计划产能达 500 万吨，包括华迪 200 万吨与力勤 300 万吨，关注实际投产情况。

进出口方面，2024 年以来，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



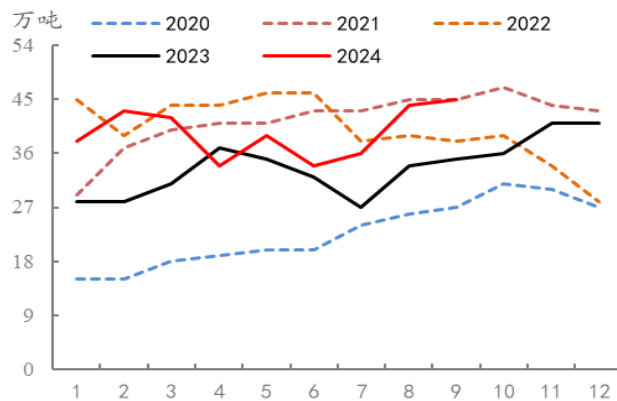
势仍存，东南亚基建项目扩张，对不锈钢需求回升，企业加大出口力度，8月不锈钢出口量创历史新高。进口方面，今年德龙复产带动进口量回升，但三季度永旺处于减产状态，印尼冷轧回流量整体减少，不锈钢进口增量有限。据中国海关数据统计，2024年1-8月，国内不锈钢进口量累计约132.7万吨，同比增加17.24万吨，增幅14.9%；国内不锈钢出口量累计约326.33万吨，同比增加61.77万吨，增幅23.3%；国内不锈钢净出口量累计约193.63万吨，同比增加44.53万吨，增幅29.9%。

图表 32：不锈钢产量季节图



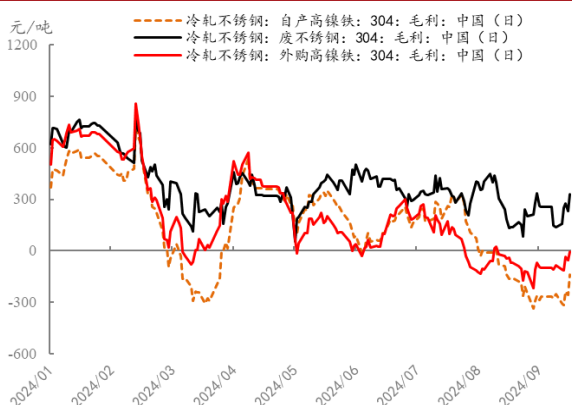
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 33：印尼不锈钢产量季节图



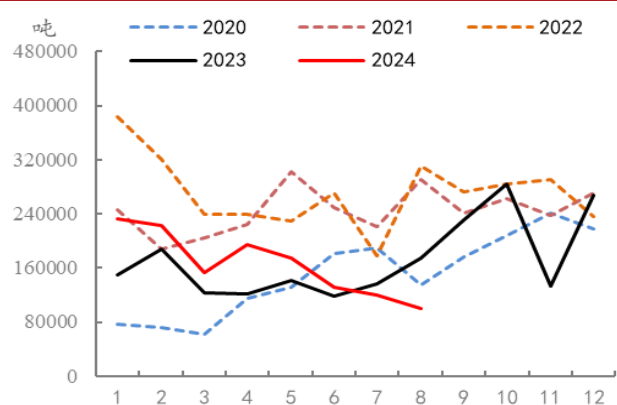
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 34：不同生产模式下 304 冷轧毛利



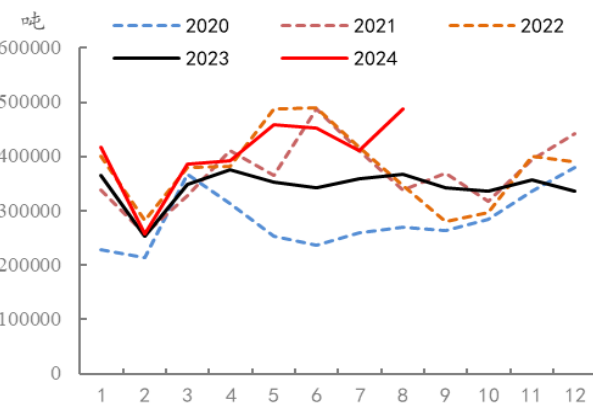
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 35：不锈钢进口季节图



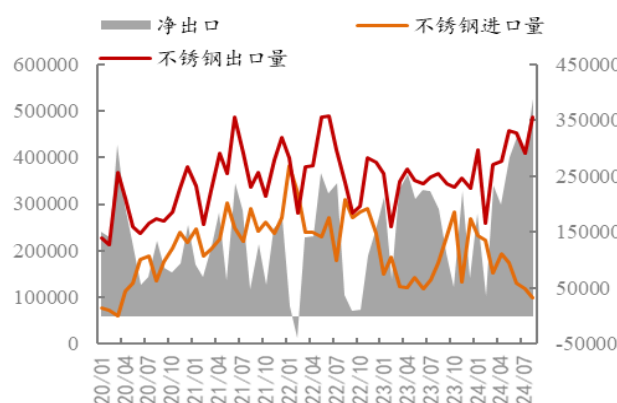
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 36：不锈钢出口季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 37：不锈钢净出口



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 38：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		

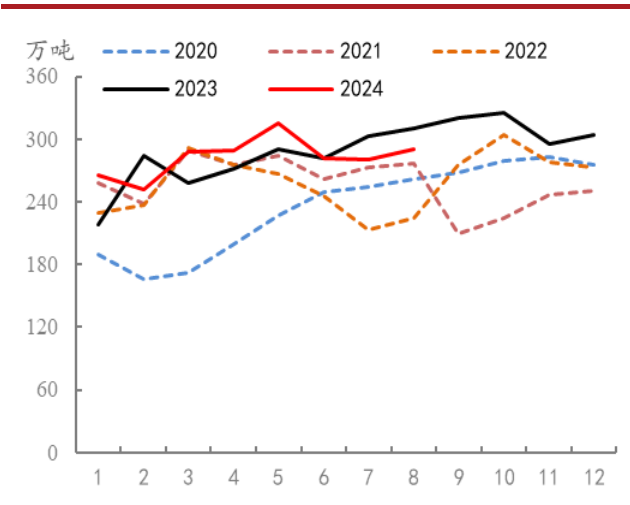
数据来源：SMM，国贸期货整理

3.5.2 三季度不锈钢消费增速环比下行，不锈钢库存小幅去化

表观需求方面，2024 年 1-8 月份国内不锈钢表观消费量 2260.3 万吨，同比增长 1.8%。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，1-8 月房屋竣工面积同比下降 23.6%，三季度以来产业弱现实格局延续，下游需求负反馈加剧，不锈钢“金九”旺季落空，消费增速较上半年明显回落。9 月底，国家出台多项刺激政策，促进房地产市场止跌企稳，市场情绪有所回暖，四季度消费增速有望回升，关注各项政策实际落地情况。

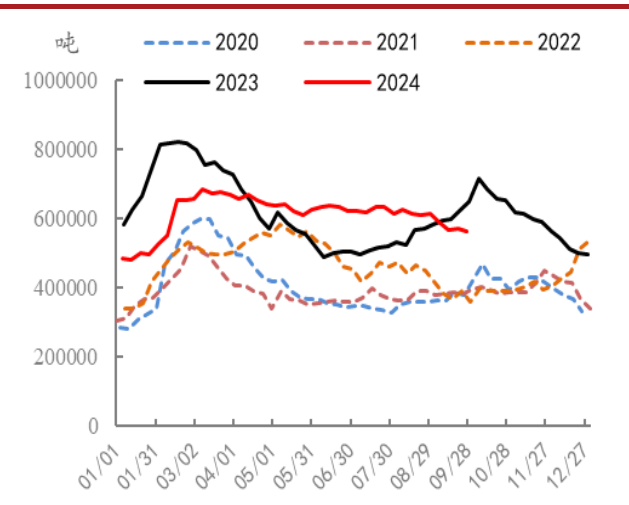
不锈钢连续数月维持高排产，但三季度仓单库存出现明显去化，对不锈钢现货市场造成较大压力。截至 9 月 27 日，不锈钢期货仓单 10.47 万吨，较年中下降 45.9%。社库方面，据 Mysteel 数据，截至 9 月 26 日，全国主流市场不锈钢 89 仓库口径社会总库存 101.49 万吨，环比年中（108.7 万吨）降 6.63%。其中 300 系库存总量 64.35 万吨，环比年中（70.51 万吨）降 8.73%。今年以来，不锈钢社库整体维持增势，三季度下游消费未有明显回升，贸易商维持低库存，让利出货，“金九”旺季表现偏弱，不锈钢社库较年中有所回落。

图表 39：不锈钢表观消费量



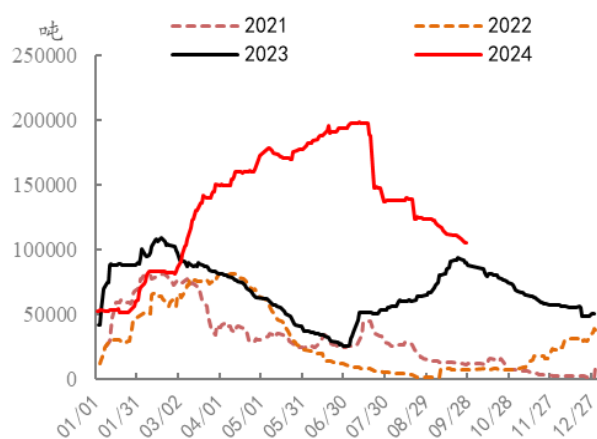
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 40：无锡+佛山 300 系不锈钢社会库存



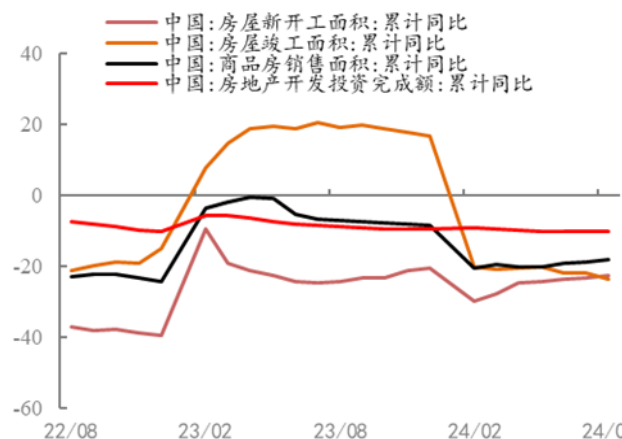
数据来源：Mysteel，国贸期货整理

图表 41：不锈钢仓单季节图



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 42：国内房屋竣工面积



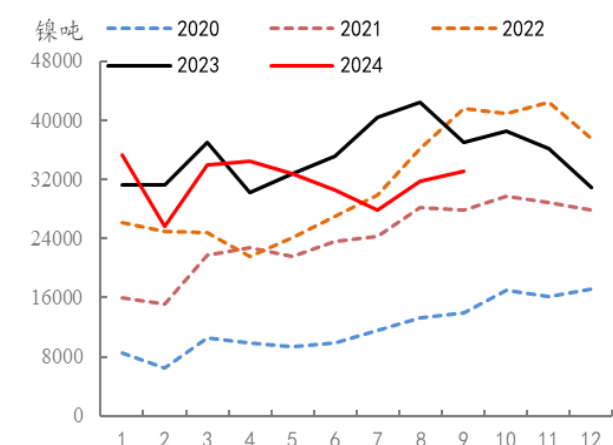
数据来源：Wind，国贸期货整理

### 3.6 原料供应趋紧格局下硫酸镍产量同比下滑，后续待投产能较多

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，硫酸镍产量同比回落。2024 年 1-8 月全国硫酸镍产量 25.21 万金属吨，同比下降 10%。三季度末需求端有所回暖，三元前驱体企业于九月初进行刚需采购，带动盐厂开工率回升，预计 9 月镍盐产量环比增加。

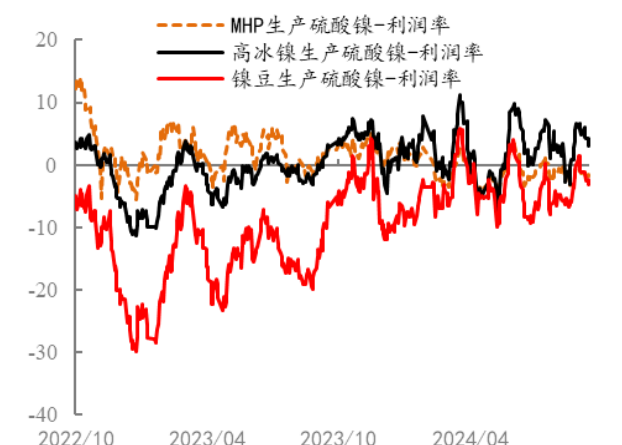
目前来看，国内外仍有大量硫酸镍产能待投，关注格林美、华友、中伟、容百科技等项目。此外，2023 年 3 月力勤 HPAL 项目已顺利投产，为印尼首批硫酸镍产品，目前月产硫酸镍达 3000 金属吨。据统计，印尼硫酸镍项目多将在 2024-2025 年建成或投产，待投产能约 17.4 万金属吨（包括自用、外售）。

图表 43：硫酸镍产量季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 44：硫酸镍分原料成本



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 45：2024 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
合计		113.9	

数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.7 新能源车有望全年维持高景气度，但三元占比仍在低位

#### 3.7.1 三元装车占比持续回落，或影响对镍需求增速

新能源车高增速带动下，动力电池产、装量在7月回落后重拾增势，但三元占比仍有回落。2024年1-8月，我国动力电池累计装车量292.1GWh，累计同比增长33.2%。其中，三元电池累计装车量85.7GWh，占总装车量29.4%，累计同比增长23.6%；磷酸铁锂电池累计装车量206.2GWh，占总装车量70.6%，累计同比增长37.8%。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；三季度镍价震荡下行，新能源增速有所放缓，三元占比整体维持低位，三元前驱体耗镍量较年中回落。但据调研，9月头部电芯企业订单量回升，排产环比增10%。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，9月占比提高至67%，中长期镍需求有望得到提振，但增速仍受到三元占比影响。

#### 3.7.2 降价换量叠加政策支持，新能源车全年高景气确定性较强

国内方面，三季度国内市场经历短期降温后，在主机厂降价促销、政府补贴加码下，产销量逆势回升，渗透率维持高位。根据中汽协数据，8月国内新能源车销量110万辆，同比增加30%、环比提升11%，渗透率为45%、环比提升1个百分点，创历史新高；1-8月新能源车累计产量700.38万辆，累计同比增加29.6%；新能源车累计销量703.29万辆，累计同比增加29.98%。

海外方面，欧洲销售短期偏弱、基本符合预期，美国销量增速恢复。欧洲主流9国1-8月新能源车累计销量135.4万辆，同比减少6%，累计渗透率20.3%，其中短期销量偏弱，8月销量12.6万辆，同比下降39%、环比下降20%；美国1-8月新能源车累计销量104.4万辆，同比增加28%。

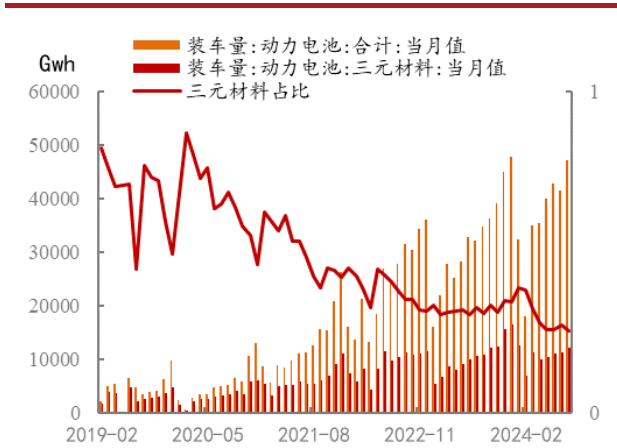
出口方面，新能源车前8月出口量同比增长，海外进口关税政策趋紧。2024年前8月新能源车累计出口量82万辆，累计同比增加13%。近期，海外进口关税政策趋紧，对中国新能源车出海造成阻力。欧盟从7月4日起对从中国进口的电动汽车在原先10%进口关税基础之



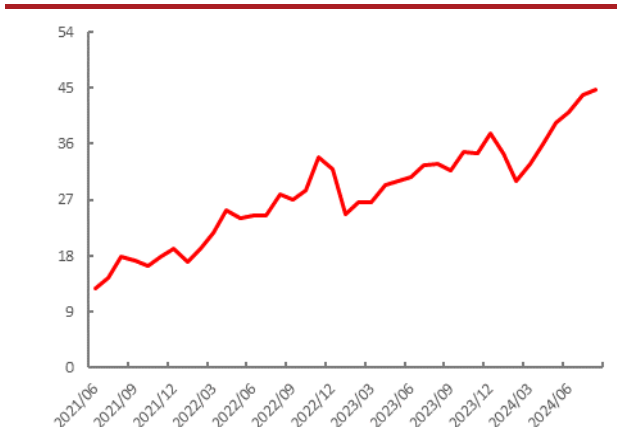
上加征高达 38.1%的临时反补贴税。美国与 5 月 14 日宣布对中国电动车关税由 25%调增至 100%；9 月 12 日，美国众议院通过法案，收紧了在符合美国电动汽车税收抵免资格的汽车里使用中国零部件的限制规则，加强了对汽车中所含中国成分的限制，将导致符合税收抵免的电动汽车进一步减少。加拿大政府将于今年 10 月 1 日起，对中国产电动汽车征收 100%的附加税。根据海关总署，2023 年中国对亚洲/欧洲/美洲/大洋洲/非洲的新能源汽车出口分别为 71.3/70.0/16.1/10.3/0.8 万辆，占比分别为 42.3%/41.5%/9.6%/6.1%/0.5%。欧洲和美洲是我国新能源车的主要地区，合计占比超五成。海外关税政策趋紧将对我国新能源车出口量造成不利影响，预计未来中国新能源车出口增速将有所放缓。

展望后市，随着国家以旧换新政策加码，以及各地补贴政策陆续出台，覆盖面继续扩大，产业链状况迎来需求端拉动优化。目前，主流车企陆续推出新车型，并维持降价让利策略，以换取销量增长。同时，政策端也持续发力，除了中央发起的汽车以旧换新补贴外，各地方政府也加码推出地方级的汽车置换补贴，并对新能源车有加码倾斜，叠加四季度的旺季预期，新能源车全年销量维持高景气、渗透率保持高位或有保障。

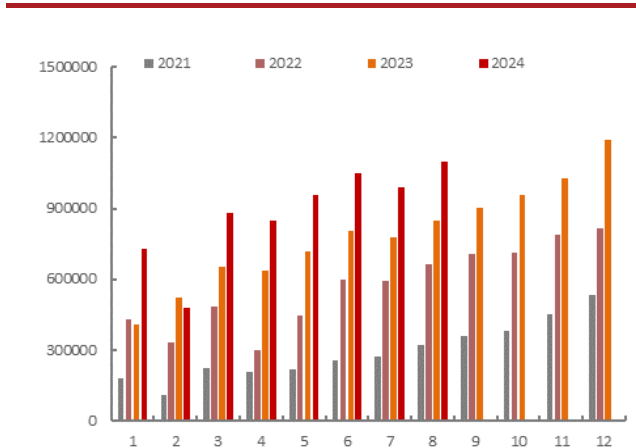
图表 46：动力电池装车量



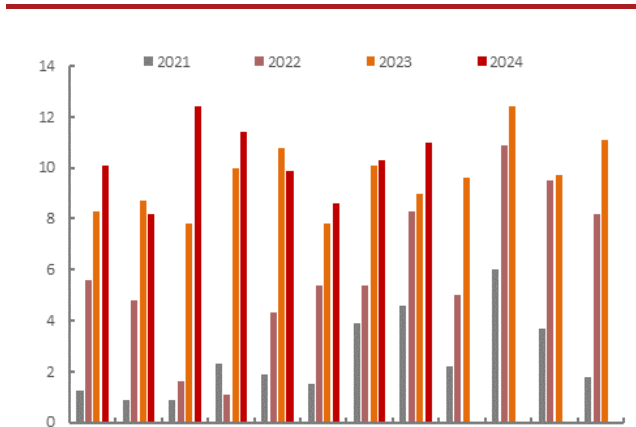
图表 48：新能源汽车渗透率



图表 47：中国新能源汽车销量



图表 49：新能源汽车出口量

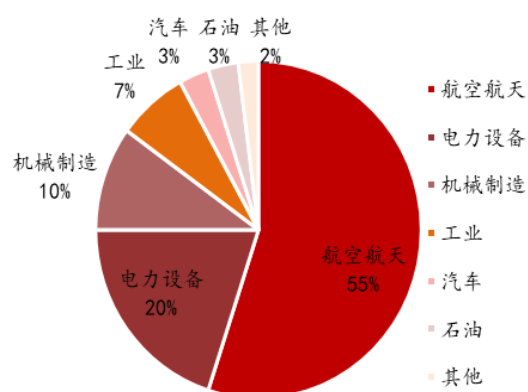


### 3.8 合金电镀需求稳中有升，但体量有限

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。

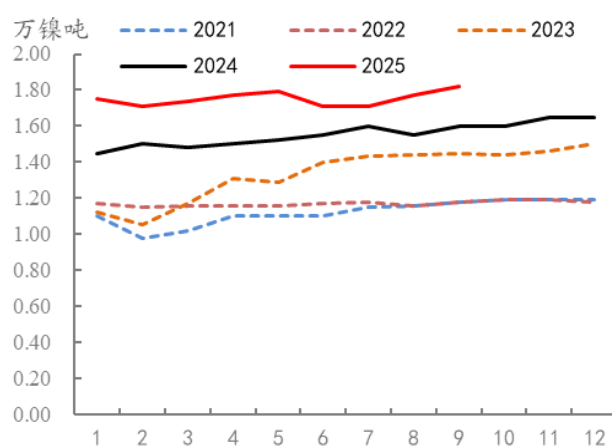
从原生镍供需来看，合金电镀行业近几年需求较为平稳，合金板块使用金川镍为主，金属量占比不大，但对电解镍需求仍将产生明显影响。随着全球镍中间品产能投产放量，新能源对镍豆需求明显下滑，合金、电镀在电解镍下游消费占比料进一步抬升，尤其是 2023 年开始军工端合金消费整体回升，对纯镍需求形成一定支撑。2024 年以来，合金电镀对镍消费量延续增长趋势，据 SMM 了解，部分军工厂下半年订单已经处于饱和状态，对下半年镍板需求仍然处于逐步增加的趋势，2024 年 1-8 月中国合金行业累计镍消费量 12.15 万吨，同比增加 19%。

图表 50：高温合金应用领域



数据来源：公开信息，国贸期货整理

图表 51：合金特钢耗镍量



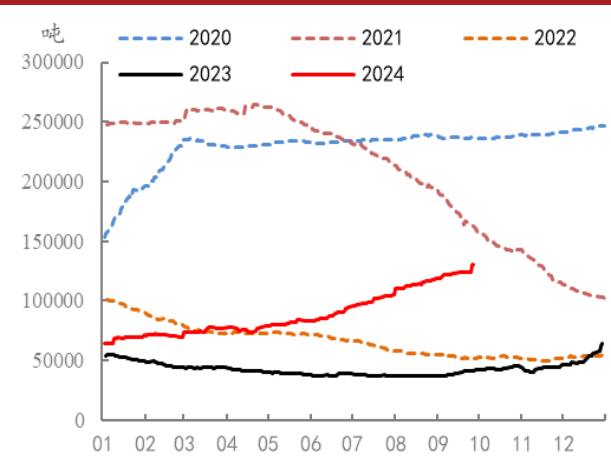
数据来源：SMM，国贸期货整理

### 3.9 三季度纯镍库存外增内减，全球镍库存垒库趋势延续

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，部分高成本镍企出现减产，LME 镍 Cash-3M 持续处于深度贴水状态，三季度以来，出口利润驱动中国镍板交仓至海外，LME 镍库存持续累积，截至 2024 年 9 月 27 日，LME 镍库存 13.03 万吨，较年中增加 3.53 万吨，增幅 37.15%，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。

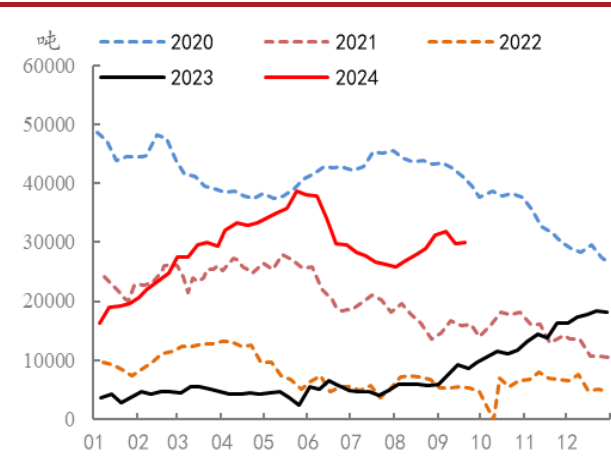
国内方面，国内电解镍产能持续投产放量，镍交割品供应增加（包括华友、格林美等），2024 年上半年纯镍社库延续累库态势。三季度以来，海外电解镍进口补给减少而出口增加，在出口利润驱动下 LME 镍可交割品海外交仓增加，带动国内社会库存明显去化，后随着出口利润的收窄，国内纯镍库存去化速度放缓并逐步转为增加。截至 2024 年 9 月 27 日，国内社会库存 31836 吨，较年中增加 2237 吨，增幅 7.56%，后续国内库存仍有进一步爬升空间。当前国内现货市场资源较为充沛，俄镍、华友镍多维持贴水状态，沪镍合约维持 contango 结构。

图表 52：LME 镍库存季节图



数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 54：国内社会库存季节图



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 56：上海保税区库存



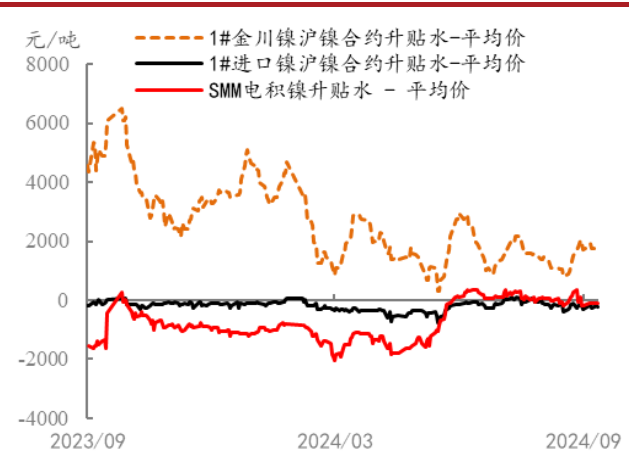
数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 53：LME Cash-3M 升贴水



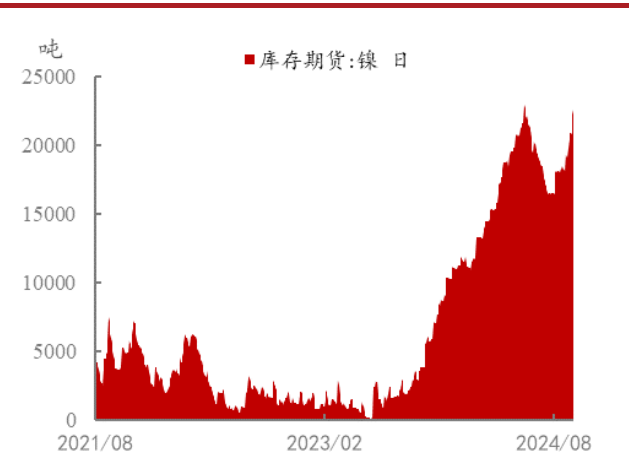
数据来源：Wind，国贸期货整理

图表 55：国内镍现货升贴水



数据来源：SMM，国贸期货整理

图表 57：上期所仓单



数据来源：Wind，国贸期货整理

### 3.10 原生镍维持过剩格局，四季度关注印尼镍矿供应及产业政策变化

2024 年以来，虽有部分海外高成本镍企减停产，原生镍总供应仍在陆续放量，包括印尼镍

产品（NPI/MHP/高冰镍/硫酸镍/电积镍）、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。需求方面，三季度不锈钢厂虽利润倒挂仍维持高排产，新能源行业保持较高景气度，但三元占比的下滑影响对镍需求增速。整体看，纯镍供应增量同比明显抬升，国内外镍库存持续回升，镍价下方支撑可关注一体化电积镍生产成本，四季度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。

2024 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，但四季度原生镍过剩程度或高于三季度，预计四季度全球原生镍过剩约 5.84 万吨，中国原生镍过剩约 5.15 万吨。

图表 58：镍供需平衡表

万金属吨	2023	2024E	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2024Q4E
全球原生镍供应	348.69	358.42	85.25	86.79	89.22	97.16
全球原生镍消费量	329.1	349.83	85.77	85.87	86.87	91.32
全球平衡	19.59	8.59	-0.52	0.92	2.35	5.84
中国原生镍供应	222.99	224.91	54.91	53.64	55.42	60.94
中国原生镍消费量	198.71	211.62	51.02	52.14	52.67	55.79
中国平衡	24.28	13.29	3.89	1.5	2.75	5.15

数据来源：SMM，国贸期货整理

## 四、总结展望

**宏观面：**美联储开启降息周期，国内稳增长政策集中发力。海外方面，美国通胀稳步回落，但劳动力市场整体降温，美国经济能否“软着陆”仍是市场关注重点。随着美联储 9 月以降息 50bp 开启新一轮宽松周期，市场对经济衰退担忧有所缓和，全球流动性由紧转松。国内方面，三季度国内经济下行压力加大，9 月底国内多项增量政策集中发力，进一步提振市场信心，有助于实现全年经济发展目标。

**供应端：**原生镍延续过剩，四季度关注印尼镍矿供应及政策变化。三季度印尼镍矿供应整体趋紧，对菲律宾镍矿进口持续增加，四季度关注印尼新任总统普拉博沃上任后的政策导向以及 RKAB 审批进程。印尼镍产品（NPI/MHP/冰镍/电积镍）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，四季度原生镍过剩量级或进一步增加。受到印尼资源回流影响，国内镍铁产量延续下行趋势，国内电积镍产能持续投放，纯镍产量同比增幅明显，三季度出口利润驱动海外出口交仓增加，后续全球镍库存垒库趋势不改。

**需求端：**不锈钢高排产持续，新能源车保持高景气度但三元占比下行。三季度不锈钢厂虽利润倒挂但排产维持高位，而终端需求表现偏弱，“金九”旺季落空，后续关注国内增量政策对需求提振情况；新能源方面，降价换量叠加政策支持，新能源车全年高景气确定性较强，当前高镍三元电池已成主流，但三元装车占比仍有回落，进而影响对镍需求增速。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。



展望四季度，美联储开启降息周期，国内政策端集中发力，宏观情绪转暖或阶段性提振镍价上涨动能。基本面来看，印尼新总统上任在即，镍矿 RKAB 审批进程及镍相关政策备受关注，原生镍过剩预期影响镍价估值，中长期镍供应仍有较大增量，纯镍库存趋势料延续。当前供需格局下，镍价处于相对底部，价格弹性较大，下方关注电积镍成本支撑（一体化产线），但若镍矿供应转松，需警惕矿端成本下移带来的估值修复，重点关注宏观情绪、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