

沪镍：产能过剩，宏观利多反应不足，未来偏弱

虽然近两个月处于政策发力阶段，但受制于产能过剩影响下，镍和不锈钢始终处于持续处于下行通道。盘面在“924”三部委新闻发布会、“926”政治局会议以及本周的“129”会议下均出现上涨，但涨幅却逐次下降。相比较于其他有色品种，镍明显偏弱，表明盘面对于宏观利多消息反应不足。

基本面，新能源领域的需求对于精炼镍的库存消耗作用在衰弱。由于硫酸镍逐渐替代镍豆在三元电池中使用占比逐渐提高，因此虽然新能源汽车需求增速并未放缓，但是对于镍的需求作用在减弱。另一方面，其他需求如国内合金以及电镀行业维持平稳。需求端总体保持平稳，但供给端国内精炼镍产能却不断提高。由于海外原料端的丰富供给，国内产能加速爬坡。当前国内的产能和需求的平衡被打破，镍行业整体处于过剩格局当中。

展望未来镍产业链，镍行业将面临较大的去化库存和产能优化压力，在价格下行的趋势下，只有在明显的供给出清后市场才可能出现反弹。未来的可能行情机会将出现在海外印尼镍矿端的扰动以及宏观政策的加码。短期内国内趋势性累库难以逆转，在镍企产能利用率高位下，未来逢高沽空。

图表 1：行情分析



数据来源：Mysteel、Ifind、华安期货研究院

原料端：镍矿、高冰镍与硫酸镍

今年印尼政府的镍矿审批政策发生修改，从以前的每年一批变为为三年一批。上半年批准 479 家的镍企三年开采额度后，镍矿石开采额度达到每年 2.4 亿吨，加上下半年额外新增的 0.2 亿吨，24 年总批准额度在 2.6 亿湿吨。需求上，随着硫酸镍、电积镍以及未来三元下游项目的陆续上线，预计 2024 年镍产量将达到 217.88 万镍金属吨，折算镍矿需求将有 2.4 亿湿吨。因此总体来看，本年度镍矿端过剩约 0.2 亿吨，镍矿端的价格支撑较弱。

图表 2：印尼镍矿未来需求与供给估算

品种	2023年		2024年 (E)	
	产量 (万金属吨)	镍矿消耗量 (亿湿吨)	产量 (万金属吨)	镍矿消耗量 (亿湿吨)
镍铁	142.94	1.46	161	1.64
冰镍	27.1	0.28	29.94	0.31
MHP	17.8	0.27	32.59	0.49
合计	187.84	2.01	223.53	2.44
	2024镍矿审批量	2025镍矿审批量 (E)	2026镍矿审批量 (E)	
RKAB镍矿	2.6亿湿吨	2.5亿湿吨	2.3亿湿吨	

数据来源：华安期货投资咨询部

镍中间品放量，推动国内进口增长

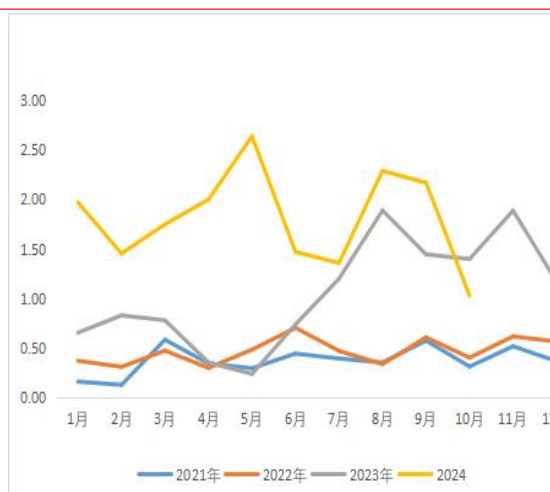
中国作为全球最大的动力电池的生成和消费国，随着电动车产业的高速发展，国内对于 MHP 和高冰镍的需求也随之增长。而受益于全球电池市场的扩张以及海外企业在镍产业链的投资，2023 年以来印尼 MHP 产量开始放量增长。今年印尼 MHP 产量约为 26.72 万吨，较去年 14.27 万吨，涨幅约一倍。另一方面，印尼高冰镍的产量也维持在高位，本年度预计印尼的高冰镍产量约为 20 万金属吨，较去年下跌 4 万吨。从国内 MHP 进口量来看，预计全年进口量为 48.3 万吨，较去年小幅上涨 4 万吨，涨幅约 10%。高冰镍镍进口量，预计为 8.65 万吨，较去年上涨 2.6 万吨，涨幅在 20%左右。

展望未来，随着更多高镍冶炼项目的投产以及全球电池市场的扩张，印尼未来 MHP 的产量有望超过镍铁，在镍供应链中的地位逐渐提升。

硫酸镍产量和进口均有所增长

随着电动车辆和新能源技术需求的增长，硫酸镍作为动力电池的重要组成部分，产量和进口呈现稳步增长的趋势。本年度预计国内硫酸镍产量年产 38.8 万吨金属吨，基本与去年持平。于此同时进口却在放量增长，从 23 年的 12.59 万金属吨上涨至今年的 18.14 万金属吨。虽然新能源电池需求较大，但国内硫酸镍企业受到印尼在新能源电池领域的崛起，开工率始终保持在较低位置，全年整体维持在 60%左右。表明国内市场的增量需求主要依靠海外进口而非国内企业自产来满足，未来随着印尼和菲律宾等国家的高压酸浸（HPAL）技术和产能提升，进口量仍将持续上涨。

图表 3: 硫酸镍进口量



图表 4: 国内硫酸镍的产量

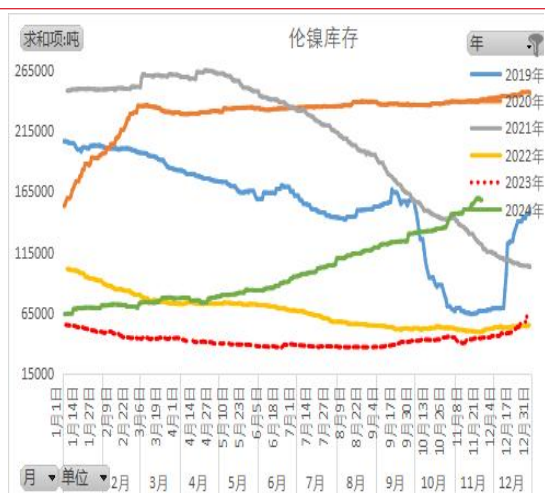


数据来源：华安期货投资咨询部

产能与需求：供需过剩周期下

印尼政府依靠丰富的红土镍矿资源，积极布局以镍产业链下游发展，中游湿法中间品以及硫酸镍的供应加速，国内电积镍企业借助海外镍原料端的丰富供应产能加速爬坡，镍供给逐渐从短缺转为过剩。前 10 月中国精炼镍累计出口量 8.9 万吨，带动全球库存持续增加。从最新的 10 月份的按照国别划分的 LME 注册仓单来看，半年内来自中国的精炼镍库存从 1 万吨上涨至 6 万吨左右，占到国内精炼镍总产量的 20% 左右。LME 库存也从 6 万吨上涨到 15.9 万吨。新能源需求来看，虽然新能源汽车需求增速并未放缓，汽车销量仍然处于历史高位，但是由于硫酸镍逐渐替代镍豆在三元电池中使用占比逐渐提高，新能源领域的需求对于精炼镍的库存消耗在衰弱。在国内合金以及电镀行业平稳背景下，国内精炼镍产能不断提高，使得产能和需求的平衡被打破。

图表 5: LME交易所镍库存



图表 6: LME库存划分（国别）



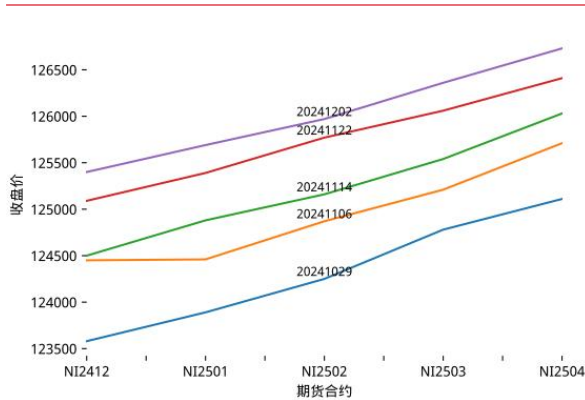
数据来源：Mysteel、华安期货研究院

期限结构，基差关系

首先今年较历史同期相比，基差的绝对值和波动率都在走弱，主要原因在于供给增加下，市场对于未来行情变化较一致，导致期现价格基本保持一致，基差变化幅度较小。另一方面，从期限结构来看，10 月以来市场呈现 Contango 结构的下跌，同时跨期价差维持在较小范围

内。总体来看，无论是期现和跨期的套利的机会均比较少，市场行情整体较小。

图表 4: 期现结构呈现 contango



图表 5: 交割品基差波动率逐渐变弱



资料来源：iFind；华安期货研究院

未来市场展望

虽然宏观周期已渐起，短期宽松的国内信贷和资金环境下，商品市场可能会有基于预期的资金流入。但是沪镍品种的高产能以及库存的特殊格局下，未来市场的发展仍将偏弱。首先产业端的悲观短时间内难以被宏观向好的预期扭转。真实有效需求提升较慢，从政策出台，资金落实到形成实物，需要较长的时间。只要下游拿货需求不足，近月合约价格仍然面临挑战，仍然压制大宗商品价格上涨的高度。另一方面，未来能否通过出口、内需和产业升级实现供需平衡，将决定行业整体运行质量。可能行情机会将出现在海外印尼镍矿端变化以及宏观政策的加码。

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

刘德勇 分析师

从业资格证号：F03094242

咨询从业资格：Z0020048

本文编制日期：2024 年 12 月 11 日

德累斯顿工业大学金融硕士，历任华安期货金融期货和黑色系板块分析师，熟悉宏观周期和黑色系期货板块研究分析和策略制定，多次担任交易所讲师，承接上期所研究课题，获得期货日报团队奖项。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。