

有色贵金属与新能源团队

作者：杨莉娜
从业资格证号：F0230456
投资咨询证号：Z0002618
联系方式：010-68573781

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年12月01日星期日



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

摘要

2024年，镍期货指数重心自低位回升冲高回落，自年初12.2万元附近回升至5月中旬的16万元附近，涨幅一度超40%，此后出现震荡调整，此后延续区间震荡，至11月末，今年累计上涨幅度近0%。不锈钢指数与镍波动相似，但相对偏弱，年度在12900-15000之间波动，累计下跌4.7%。

从宏观角度来看，海外通胀形势缓和，全球经济波动复苏，美联储降息预期交易影响市场节奏。上半年国内外经济共振回升，全球短暂开启补库存周期，宏观利多叠加有色金属多品种的供应端扰动，有色共振回升。但随着商品回升，而经济增速放缓，高利率对经济活动负面反馈增加，有色普现回调。美联储在通胀降温而就业数据走弱之后，于9月以超预期的50bp开启降息周期，货币宽松倾向逐渐显现。而我国国庆假期前出台一系列房地产、金融、消费等刺激政策，需求预期改善，有色共振回升。随着美国大选结果出台及国内财政政策及各项政策从预期向落地，有色金属波动有所放大。预计年末及2025年初宏观环境对商品的需求预期带来偏暖提振为主。但是2025宏观不确定性风险仍存。贸易摩擦预期、地缘风险、逆全球化进程对经济增长带来较多扰动。而有色金属关键矿产供应链重建过程中，非经济及成本因素以外的扰动也有增加，供需以外的影响趋增加。

从镍自身供需来看，2024年矿端扰动带来供给增量不及预期，主导镍市场。由于印尼镍矿配额RKAB审批进展缓慢，镍矿供应偏紧的问题直到第三季度都未能完全缓解，尤其是上半年，海外非印尼供应减产，镍供应结构性矛盾甚至在镍生铁、MHP均有体现，叠加上半年原料补库存周期共振，带来价格显著回升。但印尼产能释放持续，MHP供应逐渐缓解。而电解镍国内产量环比显著增加，而电积镍新产能继续爬坡，LME交割品牌中来自中国的新增产能持续增长，国内外精炼镍显性库存波动回升，精炼镍供应过剩压力施压镍价，限制上行空间。2025年，镍料保持供应过剩，甚至在产能如期释放之下可能过剩进一步加剧，关注重点看印尼镍相关产业政策是否生变影响镍生铁等镍产品产能、产量及出口成本。此外，需求端看贸易摩擦因素对实际的新能源电池端的冲击，产业调整后需求变化情况也会有较多变数。不锈钢供应料会继续有所增长，需求端则受国内地产、基建进一步修复增长情况的影响。

展望2025年，全球流动性趋向于宽松，经济修复预期波动变化，叠加镍自身供需结构性动态变化，预计镍宽幅波动震荡，镍料会在10-16万元之间波动，但并不排除低点下移可能性，尤其是供应相对增长超预期，原料支持显著下移。不锈钢预计会在12500-15000元/吨之间波动。

风险因素：宏观面共振；全球镍供应与产能释放不均衡；地缘因素政策变化；供需平衡预期调整；需求端改善预期。

镍：世事如棋局局新 地缘博弈子子奇

--2024年镍期货期权走势回顾及2025年走势展望

第一部分 镍期现市场回顾	4
一、镍长期走势回顾	4
二、镍期现货全年走势回顾	5
三、成交量与持仓量变化	6
第二部分 货币政策变化及需求预期共同影响波动节奏	7
一、全球货币政策转向宽松 经济修复差异化可能显现	7
二、美元指数与有色金属反向联动但相关性略有减弱	8
三、国内经济逐渐修复 海外不确定性因素有所增加	8
第三部分 镍供应端增长不均衡 结构性矛盾多发生	9
一、矿石供应端	10
（一）菲律宾供应输出地增加了印尼	10
（二）印尼配额发放进展持续搅动市场	10
（三）国内镍矿石库存	10
二、印尼镍产业政策将继续带来镍市场波动	11
三、印尼镍产能释放仍在进行	11
四、镍生铁国内减产国外增	12
五、电解镍产量继续高歌猛进	13
六、中间品及高冰镍产能释放继续增长	15
七、精炼镍净出口延续 原料进口差异表现	15
第四部分 精炼镍料将延续累库	17
第五部分 需求端变化	19
一、不锈钢供应稳健增长	19
（一）中印产量继续增加 海内外产能释放有空间	19
（二）净出口增长缓和国内压力	20
（三）不锈钢库存延续波动偏高	20
二、硫酸镍需求增速弱于新能源汽车增长大势	21
（一）新能源汽车继续较高速发展	21
（二）新能源电池发展冰火两重天	22
（三）硫酸镍产量同比下降 增长有限	23
第六部分 镍供需平衡	24
第七部分 套利与技术分析	25
一、LME镍持仓分析	25
二、相关套利	26
三、技术分析	28
第八部分 影响因素及走势展望	29
一、走势展望	29
二、产业操作建议	30
第九部分 相关股票	30

图目录

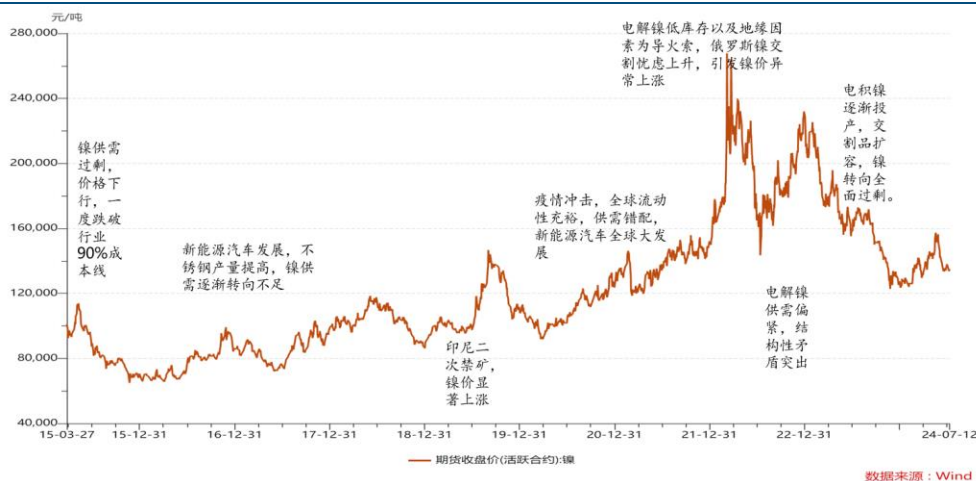
图1：沪镍长期走势回顾.....	4
图2：镍期货走势.....	5
图3：期货收盘价(活跃)：不锈钢.....	5
图4：精炼镍升贴水.....	6
图5：上海期货交易所：镍：成交量.....	7
图6：上海期货交易所：镍：持仓量：期末值.....	7
图7：上海期货交易所：不锈钢：成交量及当月同比.....	7
图8：上海期货交易所：不锈钢：持仓量：期末值.....	7
图9：美元与有色金属.....	8
图10：美国：供应管理协会 (ISM)：制造业PMI.....	9
图11：主要国家及地区CPI.....	9
图12：我国CPI与PPI.....	9
图13：规模以上企业产成品库存.....	9
图14：镍矿石库存.....	11
图15：平均价：红土镍矿：上海现货.....	11
图16：印尼中间品投放.....	12
图17：印尼NPI产能及投产.....	12
图18：国内镍铁产量.....	13
图19：镍铁：产量(金属量)：印尼：当月值.....	13
图20：国内精炼镍产量.....	14
图21：外采原料生产电积镍成本变化.....	14
图22：进口镍价.....	14
图23：精炼镍现货升贴水.....	14
图24：印尼MHP产量.....	15
图25：印尼高冰镍产量.....	15
图26：镍产业链2024年1-10月进口汇总.....	16
图27：镍矿进口量.....	16
图28：镍铁进口量.....	16
图29：精炼镍进口量.....	16
图30：硫酸盐进出口量.....	16
图31：镍硫进口量.....	17
图32：镍的湿法中间品进口量.....	17
图33：SMM纯镍社会库存分地区：六地总计.....	17
图34：SMM上海保税区镍库存：总量.....	18
图35：LME镍库存.....	18
图36：沪镍期货库存.....	18
图37：LME镍库存按国别来源统计.....	18
图38：LME镍库存按国别来源占比.....	18
图39：国内不锈钢粗钢产量分系别.....	19
图40：不锈钢粗钢：产量：印尼（月）.....	19
图41：不锈钢进口.....	20
图42：不锈钢出口.....	20
图43：无锡佛山不锈钢库存：300系冷轧（周）.....	20
图44：不锈钢期货分地区库存.....	21
图45：我国新能源汽车产量.....	22
图46：新能源汽车装车电量.....	22
图47：三元锂电与磷酸铁锂长期发展预期.....	22
图48：硫酸镍上下游增速比较.....	23
图49：中国硫酸镍产量金属量.....	23

图50: 硫酸镍进出口	24
图51: 硫酸镍成本	24
图52: 镍减产项目	24
图53: 镍供需平衡	25
图54: 不锈钢供需平衡	25
图55: LME持仓: 投资公司和信贷机构净多头	25
图56: 沪伦比: 镍	26
图57: 镍/不锈钢	26
图58: 硫酸镍-镍豆	27
图59: 镍-镍生铁	27
图60: 镍连一-镍连三	27
图61: 镍现期差	28
图62: 伦镍走势	28
图63: 沪镍走势	29
图64: BOLL布林线: 不锈钢主连 (26; 2; MID; 不复权)	29
图65: 镍相关股票	30

第一部分 镍期现市场回顾

一、镍长期走势回顾

图1：沪镍长期走势回顾



资料来源：同花顺，方正中期研究院

镍价长期走势来看，呈波动受宏观变化及行业技术进步、需求端发展因素共振影响显著。

2000-2007年全球硫化矿石资源减少，与此同时，以金砖四国为代表的新兴市场国家经济大发展，造就商品市场的超级大牛市场。在这个过程中，中国不锈钢产量大幅增长，2005-2006年成为不锈钢净出口国，产量逐渐占据全球一半，并成为镍资源用量最多，进口最多的国家。

2007-2009年，美国次贷危机引发的全球金融危机爆发前后，大宗商品市场泡沫刺破大幅下跌。

2009-2011年，全球量化宽松，各国刺激计划出台，美元贬值，有色金属普现回升。

2011-2014年，镍铁生产工艺在我国大发展，不锈钢生产中纯镍比例下滑，逐渐主导地位由镍铁替代，而行业成本也在镍铁引导下下探。镍供需失衡供大于求。

2014-2016年，印尼禁止原矿出口，阶段引发了镍市下跌中的强劲反弹，但大趋势下行过程中，阶段原料扰动未能改变下行趋势。

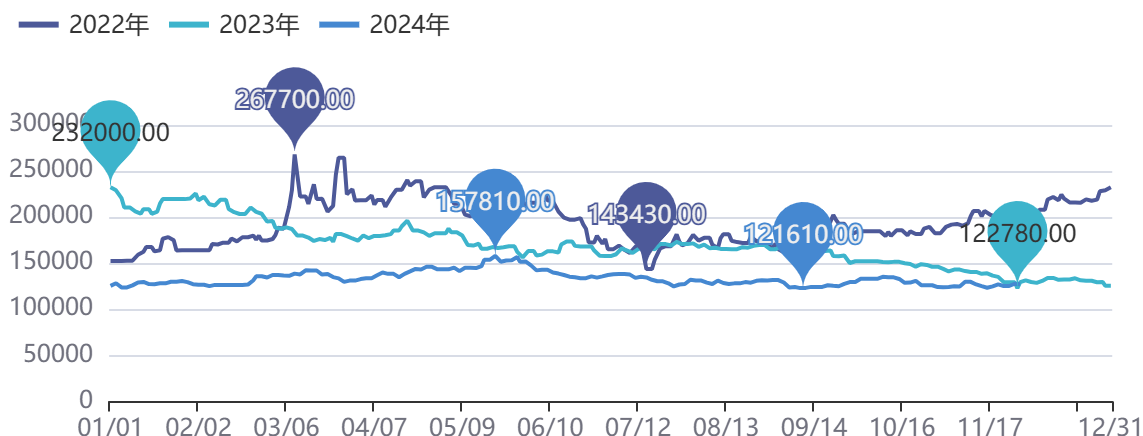
2016-2019年，镍供需逐渐转向供不应求，全球去库存化，我国供给侧改革带来的工业品整体走势回升。而新能源汽车步入快速发展通道，镍作为三元动力电池原料，新需求增长点显现，价格止跌回升，并成为有色金属中的明星品种。2019年印尼重新禁矿，引发镍矿石紧张预期，价格一度上涨近19000美元附近，但是消息落地后价格出现显著的再度回落调整至11000美元。

2020年-2022年，突发公共安全事件发展令市场忧虑对经济 and 市场需求冲击，引发避险情绪回升，价格大幅一度回落。随着国外大量纾解流动性措施出台，叠加有色类国外矿石供给端普遍扰动增加，供需错配引发大宗商品回升。与此同时，欧美各国产业导向变化，令新能源汽车行业成为资本拥挤赛道，电池需求迅猛发展，硫酸镍严重供不应求，镍豆持续降库。电解镍结构性供给不足问题逐渐主导市场，镍价持续走升，以俄乌冲突为导火索，市场担忧俄镍被制裁，引发镍价大幅上涨，LME镍价超50000美元，近2008年高点，而沪镍也一度上涨至27万元上方，创上市以来新高。此后国内外镍价开启震荡下行走势。

2023年-至今，我国电积镍投产，镍全面过剩，而欧美制裁俄罗斯金属，我国逐渐增加LME交割品牌注册，转向成为精炼镍出口国。

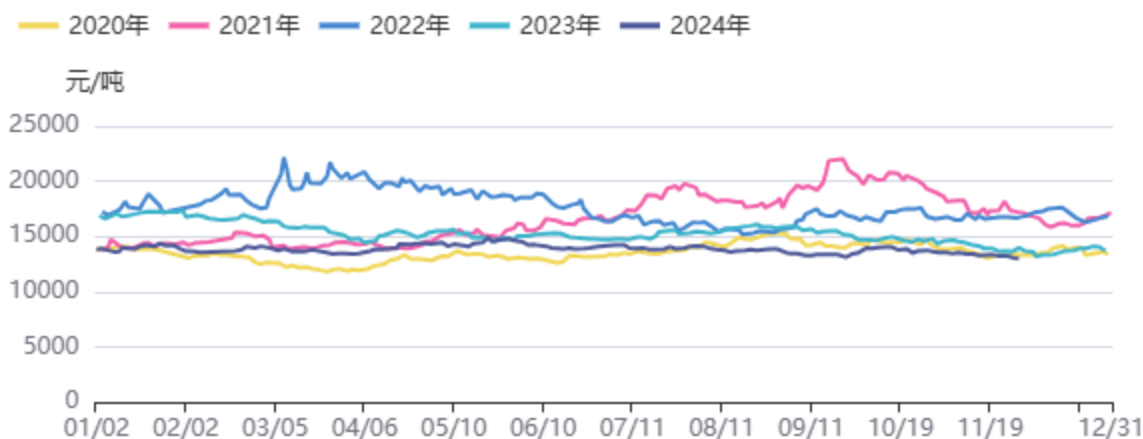
二、镍期现货全年走势回顾

图2：镍期货走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图3：期货收盘价(活跃):不锈钢



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年第一季度，镍整体表现为震荡回升，脱离低点，大部分时间在12-14万元的整理区域内波动运行。2024年初期，春节备货后市场转淡，以及对于镍供需过剩，产能投放，精炼镍供应持续增加的压力主导市场走势。不过，由于印尼矿山配额RKAB发放进度缓慢，矿价趋坚，镍生铁供应边际收紧，也限制了下行空间，而且印尼大选的不确定性也一度带来风险升水。春节期间，印尼大选落地，结果未有太出乎意料的情况发生，不过，节后印尼RKAB进度缓慢持续发酵，引发镍价显著回升。而海外矿山因价格低迷，成本高企出现减产，也代表着镍供应边际收缩的情况有所显现。而2月末美国称会俄罗斯制裁，市场忧虑镍市场供应，题材推动共振向上。不过事件影响力相对有限，镍市场短暂获利了结，但对于印尼镍供应扰动的忧虑，阶段供应收缩，矿价坚挺带来的提振。

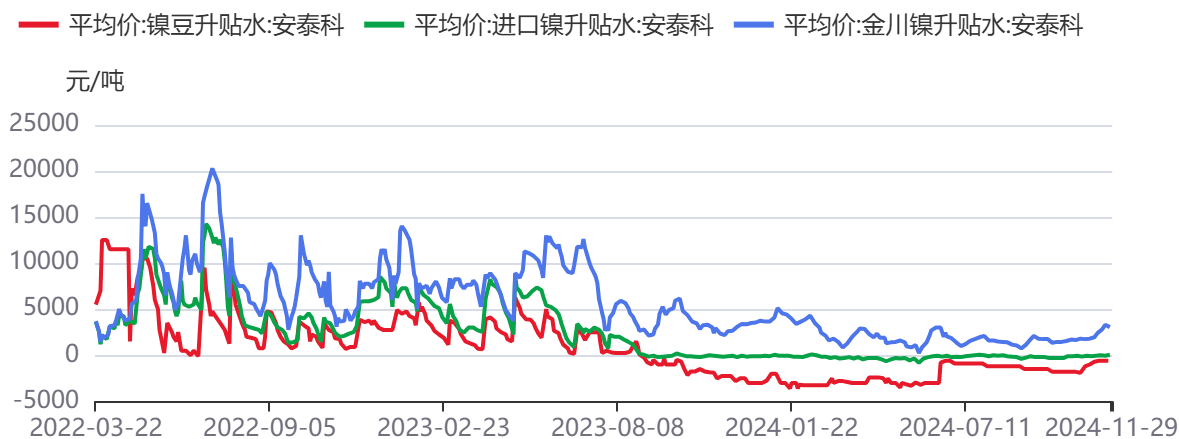
进入第二季度，宏观氛围一度转暖，全球制造业共振向上，产业链低库存，补库存需求，叠加有色金属端普遍的矿端矛盾，以及俄罗斯金属受到制裁，英美交易所不再接受特定生产日期后的俄罗斯金属注册仓单，题材共振引发资金涌入，有色金属板块共振向上，显著回升。从镍自身情况来看，也有题材支撑，印尼镍矿配额发放进度不及预期，内贸矿石供应紧张，镍产品供应收缩，阶段供需偏紧，而新喀里多尼亚局势动荡，镍产业受冲击停产，加剧镍产品结构性矛盾，板块共振，题材支撑，镍创2023年9月以来的新高，一度升至16万元上方。但是，有色金属显著上行后，需求端跟进不足矛盾有所显现，随着投资基金在铜创新高后一轮广泛的获利了结出现，有色金属板块整体调整回落。市场的关注点从宏观强预期，逐渐转向现实需求跟进。随着宏观因素对市场影响的

逐渐减弱，镍也逐渐回归基本面因素，随着印尼镍矿配额审批推进，以及印尼镍产品生产及发货量的修复回升，供给端紧张情况有所消化，而镍库存随着国内精炼镍产量的持续增长逐渐累积回升，而需求端来看，新能源动力电池在经过一季度的供弱需强之后，逐渐面临供强需弱的局势变化，海外电动汽车贸易摩擦以及碳酸锂供大于求频创新低，令硫酸镍价格自强势转向调整。镍供需驱动转向中性状态。但是镍生铁供应持续偏紧情况给不锈钢带来成本支撑。

第三季度，全球经济增长放缓显现，各国逐渐调整货币政策，美国在就业放缓经济下行通胀放缓情况下，开启降息周期，我国降息降准，并实施一系列金融市场、房地产市场及消费市场刺激措施，有色金属市场低位企稳。印尼镍矿配额进展缓慢，对矿端的影响持续，随着镍产业链中下游亏损加剧，成本支撑显现，反复探底后逐渐回稳。但是镍供应压力随着精炼镍产能释放及产能爬坡延续，全球镍库存处于震荡回升累库存延续的情况，从而在价格回升至绝大部分精炼镍产能盈利的状态以后，对价格的抑制作用出现明显回升状态。

第四季度，宏观海外宏观变化与国内经济修复共存，有色金属走势渐有分化。镍及不锈钢作为供应相对过剩，供需偏空品种，反映较多压力状态，而不锈钢供应偏高成本偏强，减产较少情况下价格承压下探相对偏弱明显。

图4：精炼镍升贴水



资料来源：同花顺，方正中期研究院

我国电解镍现货市场表现较上年平淡，国内精炼镍现货升水较2023年呈现波动收窄。金川镍升水较去年收窄。而俄镍因进口量有限，升贴水波动反复，多数处于微有贴水的状态。镍豆需求不佳，贴水延续，而随着镍价回落，硫酸镍下跌滞后，镍豆溶解硫酸镍利润出现叠加供应量有限，镍豆深度贴水有所收窄但国内溶解需求几乎消失令镍豆需求大部分时间保持低迷。而随着出口窗口开启，我国电积镍积极出口，电积镍供应一度紧张，而进口窗口少有开启进口量有限，国内精炼镍库存较海外累库存偏缓。未来随着全球精炼镍贸易流重构，我国电积镍出口仍可能会有出口窗口出现。预计现货升贴水将会在一定范围内波动。

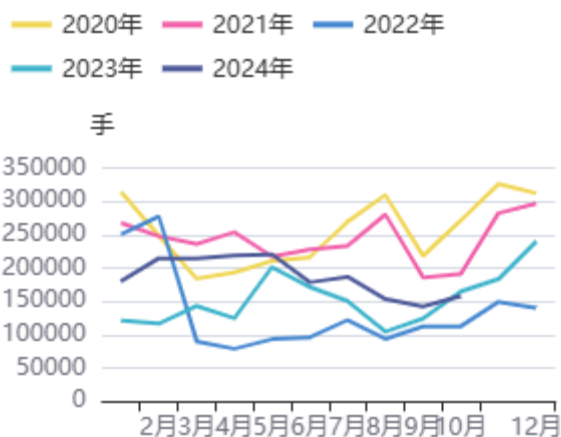
三、成交量与持仓量变化

图5：上海期货交易所:镍:成交量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图6：上海期货交易所:镍:持仓量:期末值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

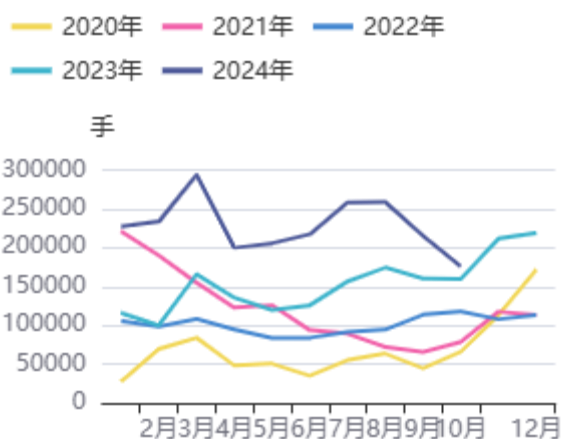
2024年，镍成交量年初表现活跃增长，但自下半年则呈现同比负增长，波动收窄，成交转淡。从持仓来看自2024年6月起也开始逐渐波动下滑，且处于近年以来同期持仓中等偏低水准。

图7：上海期货交易所:不锈钢:成交量及当月同比



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图8：上海期货交易所:不锈钢:持仓量:期末值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年，不锈钢成交量上半年获得历年来最好成交水准，下半年随着重心下移成交转淡但均好于去年同期录得同比正增长。而不锈钢月末持仓情况显示，持仓量处于近五年同期最高水准，不锈钢期货市场规模稳定增长。

第二部分货币政策变化及需求预期共同影响波动节奏

一、全球货币政策转向宽松 经济修复差异化可能显现

宏观环境变化：美联储降息预期，经济需求变化预期交替影响市场。降息的预期变化节奏波动的，受美国经济、就业及通胀情况影响显著，而非美国国家则受到高利率对经济负反馈影响显现，经济增长放缓，瑞士、加拿大等国家已经率先开始降息。由于美国经济数据表现良好，相对非美国国家在货币政策调整上更富于韧性，美元指数震荡偏强。

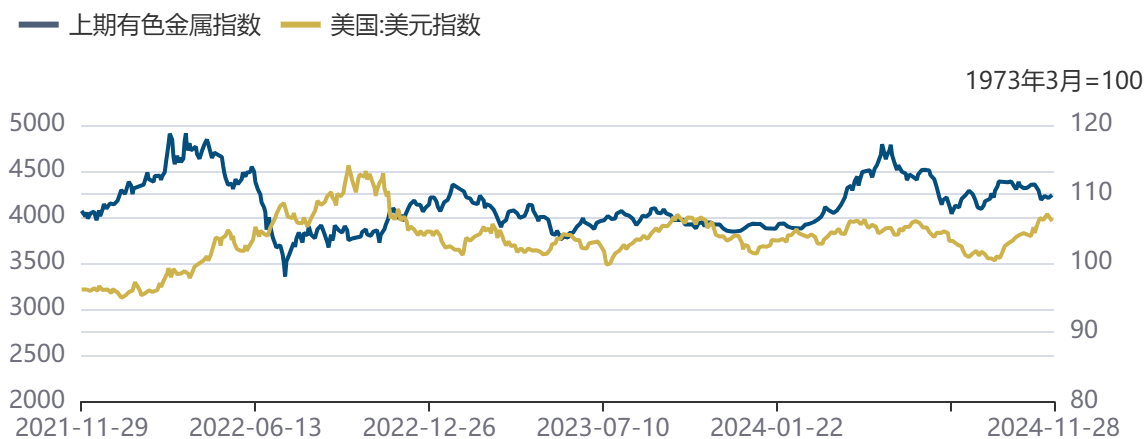
美国6月美联储议息会议显示，美联储年内降息次数已经从3月的年内三次降为年内一次。下半年围绕降息预期的交易持续影响资本市场。进入9月，美联储以50bp开启降息周期，截至11月下旬，市场预计美联储12月降息25bp预期存在，但概率有所下调，而2025年可能降息二次，每次25bp。美国经济软着陆或不着陆预期有所回升。

美联储降息预期兑现前，有色金属总体会在降息预期变化与利率对经济偏负面反馈间反复。因此市场交易的重点阶段的重心变化，整体表现承压为主。而美联储降息后阶段资产价格表现回升。但由于美国经济表现回升，就业富有韧性，而通胀数据在六连跌后止跌，降低了进一步降息的迫切性，而非美国家经济增长压力较大，且在美国新总统加关税恶化贸易环境预期下，反而对货币宽松的迫切性有所回升，货币政策进一步趋于宽松的倾向继续存在。

不过，美国制造业回流，加关税实施前，抢出口预期存在，全球市场仍可能再度进入一轮阶段补库周期，届时上游资源品，以美元计价的大宗仍可能在需求端相对受益。

二、美元指数与有色金属反向联动但相关性略有减弱

图9：美元与有色金属



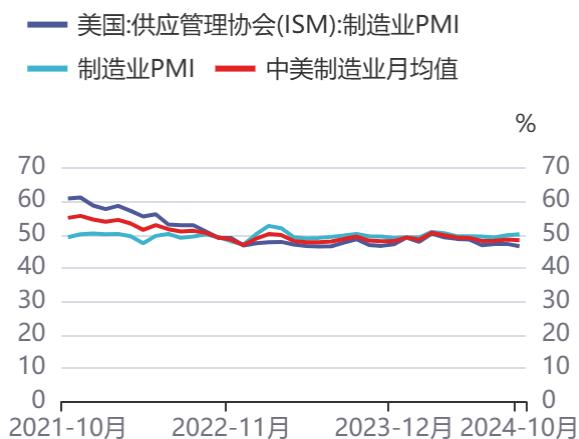
资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年上半年大部分时间，由于货币政策转向预期逐渐转强，叠加能源高位运行，成本抬升，供给端扰动此起彼伏，有色金属普遍表现滞跌，重心一度显著回升。但是，随着共振因素有所消化获利了结出现。而6月起，非美国家降息开启，美国降息预期延后，美元指数震荡偏强，有色金属普现承压。而在美联储降息后，美元指数一度略有回调。有色波动阶段回升。而在美国新总统上台后，由于预期其政策以对外加关税，对内减税，制造业回流、宽财政刺激以及收紧移民政策，美国经济软着陆或不着陆预期及二次通胀预期回升，美元指数显著回升，有色金属承压回调。

2025年，海外经济波动回升预期继续存在，但面临较多的挑战。多个国际组织先后发布了2025年世界经济和贸易预测报告，普遍认为2025年世界经济和贸易，虽然与2024年大体相当，但对未来走势的预期在减弱。IMF预测2025年世界经济增长3.2%，与2024年持平，但比7月份的预测下调了0.1个百分点；WTO预测2025年全球货物贸易增长3.0%，比2024年加快0.3个百分点，但比四月份的预测下调了0.3个百分点；高盛预测，2025年全球GDP年均增长率为2.7%，与2024年增长预期持平。除了这些预测外，更为严重的是世界经济和贸易的不稳定性不确定性，特别是一些负面因素的增多，包括地缘政治紧张加剧，贸易保护主义抬头，供应链受阻甚至断裂等，加上一些主要经济体针对我国采取的更加严厉的贸易保护、甚至打压措施等，给2025年国外需求带来了较大的变数，存在向不利方向变化的较大概率。

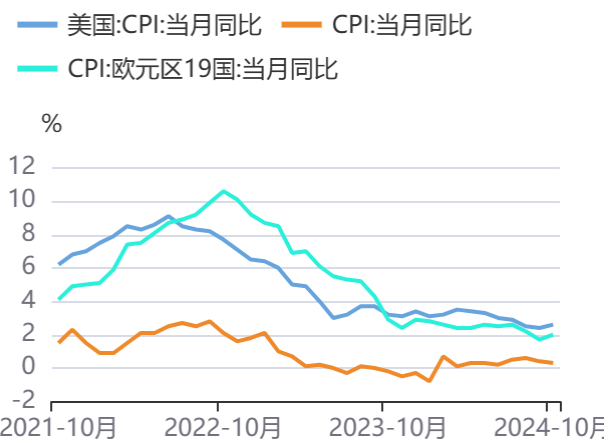
三、国内经济逐渐修复 海外不确定性因素有所增加

图10：美国：供应管理协会(ISM):制造业PMI



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图11：主要国家及地区CPI



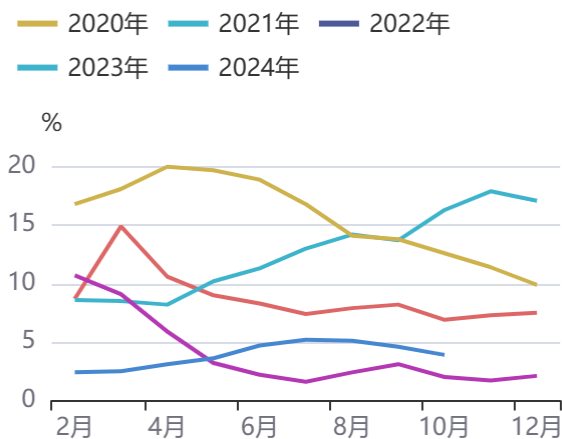
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图12：我国CPI与PPI



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图13：规模以上企业产成品库存



资料来源：同花顺，方正中期研究院

国内经济上半年在不同领域表现分化。我国房地产政策整体筑底，但边际仍需改善，房地产修复较为和缓，而制造业表现强劲，进口和出口均表现较好。尤其是全球经济上行、国内加库存分别带动出口和进口回升。汽车、电子产品仍代表结构转型方向，尤其是新能源汽车表现出良好发展势头。但是随着贸易摩擦的增加，未来汽车尤其是新能源汽车出口形势面临挑战，市场逐渐进入贸易变化观察调整期。而在下半年，我国在货币及财政政策上均积极发力，通过降准降息，实施一系列房地产、资本市场利措施，积极进行近年来最大的化债措施等，提振市场信心。国内PMI边际向好回升态势有所显现，10月重回景气区间。

2025年，面对未来国际市场贸易端不确定性，国内料将继续扩大开放，吸引投资；加强内循环，促进国内消费；积极财政政策料有进一步发力空间，通过积极财政政策和专项债务管理，有效减轻地方政府的债务压力，并通过提前下达地方债额度等方式，增强财政政策的实施力度；货币政策也将会有宽松空间，或有一定降息空间；继续推动制造业升级及高质量发展；投资出海，积极应对海外贸易壁垒措施；扩大其它海外市场份额，抵补部分市场因贸易壁垒带来的贸易减量。

第三部分 镍供应端增长不均衡 结构性矛盾多发生

一、矿石供应端

（一）菲律宾供应输出地增加了印尼

第一季度是传统的矿石供应淡季，由于重要矿石出口国菲律宾处于雨季供应下滑。而随着雨季结束，菲律宾矿石供应及发货量回升，全球高成本产能面临能源和资本压力有退出的风险，澳大利亚等镍矿减产消息出现，而低成本镍矿石资源则正更多转变成中下游产品进入流通。菲律宾镍矿供应2月起已有所增多，但海运费上涨，镍矿报价上浮。进入第二季度，菲律宾矿石供应增长，但矿石价格重心并未显著回落。一方面，镍供需受到矿端超预期偏紧影响，另外地缘影响贸易流通不畅及不平衡，引发海运费偏高运行。此外，世界第三大矿石供应国新喀里多尼亚因国内局势动荡，镍矿及镍加工减停产发生，令镍矿紧张情绪达到阶段高潮，并推动镍价一度突破16万元关口。而进入第四季度，菲律宾逐渐进入雨季，矿石供应和出口逐渐转淡。

菲律宾对中国镍矿石出口占总出口的50%以上。2024年，我国镍生铁产量下滑，1-10月自菲律宾进口总量为3044.74万吨，同比减少364.47万吨，降幅10.69%，我国矿石进口占比中，菲律宾占据9成份额。

菲律宾不仅向我国出口，也在向印尼出口增加。根据印尼统计局（BPS）的数据，2024年1-9月，该国仍进口了740万吨镍矿石和精矿，其中97%来自菲律宾。

2025年，菲律宾向印尼出口矿石情况仍存延续可能性。印尼矿石品位下降以及2025年配额可能不足情况仍会提振菲律宾向印尼出口。而菲律宾向我国进口情况料会受到镍生铁利润变化影响。

（二）印尼配额发放进展持续搅动市场

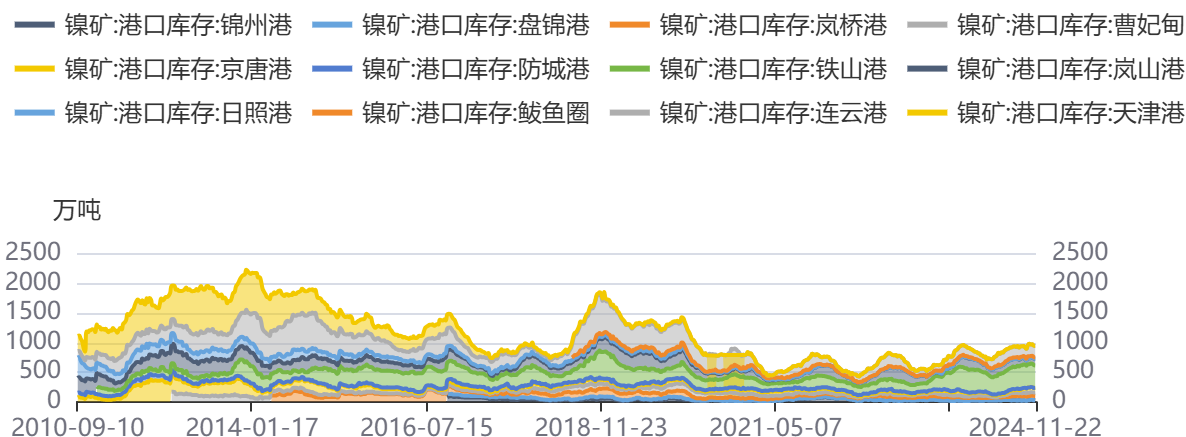
2024年，印尼镍矿配额发放缓慢持续影响矿端供应。2024年的RKAB审批，其进度总体是低于预期的，其原因因新的审批政策较以往一年一批改为三年一批，故2024年对数据审查与核对的工作量也三倍增长，这也是导致审批速度缓慢的原因之一，在镍矿供应紧张下，印尼红土镍矿CIF价对应印尼内贸基价FOB价升水上涨，升水偏强运行态势持续2024年大部分时间。年初印尼大选前，镍矿审批进度缓慢，影响到其国内产业供应，在镍矿供应紧张下，印尼红土镍矿CIF价对应印尼内贸基价FOB价升水上涨，升水偏强运行态势持续。印尼镍矿石供应量2023年约占全球的55%左右，其供应端扰动对镍市影响力继续增强。另外部分小型镍冶炼厂镍矿库存略显紧张，印尼镍铁成本支撑走强。2月末能源和矿产资源部一位主管表示，已批准生产1.45亿吨镍矿石，更多的审批正在进行中。另据外电3月5日消息，印尼能源和矿产资源部已经批准723家申请公司中约120家矿产公司的采矿配额申请，该配额（当地称为RKAB）的审批程序今年一直被推迟，这引起面临矿石库存枯竭的镍冶炼厂的担忧，采矿的RKAB审批仍在进行中，计划在3月底前完成。但是，直至6月中旬，根据APNI印尼镍矿协会统计，在印尼已申请开采配额的351家镍矿企业中，通过申请的有93家，已经通过的开采额度达到2.21亿湿吨（2024年），实际预估全年量低于市场报道的年平均2.4亿吨。据Mysteel调研了解，截至10月14日，印尼镍矿生产企业已有126家通过审批，总计开采额度达到2.75亿湿吨（2024年），但这并不代表实际的镍矿供应量，实际的镍矿供应还会受到矿山的开采能力、运输能力，以及天气因素的影响。据Mysteel估算，印尼镍矿供应效率（实际供应量/通过的配额）约为85%（受到天气因素浮动），即在审批通过的2.75亿吨镍矿的配额中，实际能开采并供应至下游的量约为2.35-2.4亿吨。

印尼RKAB的审批进度缓慢，令印尼镍产品供应阶段受到影响，印尼内贸矿价居高不下，印尼镍产品成本抬升，镍运行重心波动上移。即便第四季度有所缓解，但供应形势未完全变化下，重心回调并不顺畅。2024年镍矿的供应问题在11月起大体得到缓解。但2025、2026年目前的通过额度为2.5亿湿吨和2.3亿湿吨，预计实际的镍矿供应量将更少，相对后两年印尼新增产能释放带来的镍矿需求增和，需关注后续补充审批配额的进展。印尼对于矿端供应的调控能力增强，也意味着地缘政策对供应的影响力持续提升。

（三）国内镍矿石库存

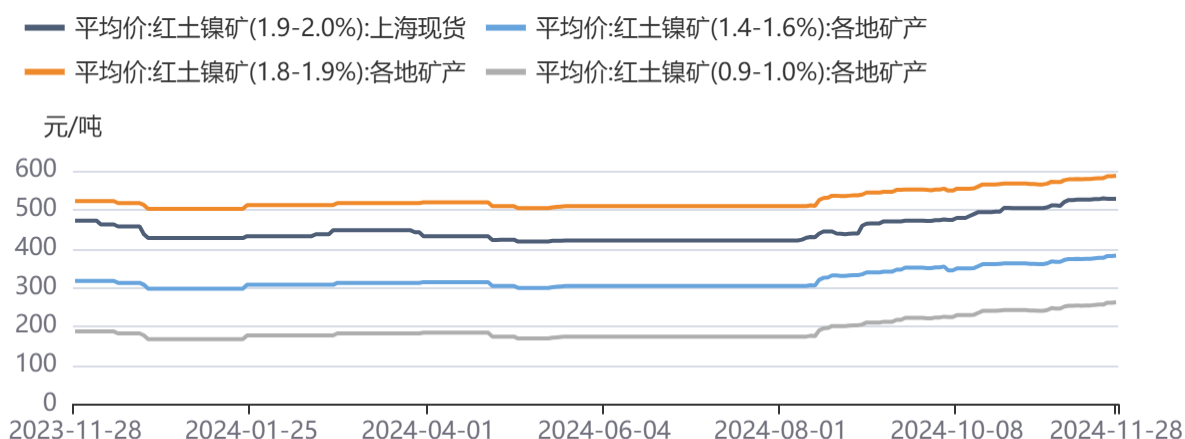
国内镍矿港口库存整体水平高于往年。海运费上涨，国际镍价波动，镍矿石整体重心延续偏高运行。而国内镍铁厂生产利润为负，减产增加，镍矿石处于增库存周期，库存水平显著高于往年同期。

图14：镍矿石库存



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图15：平均价：红土镍矿：上海现货



资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、印尼镍产业政策将继续带来镍市场波动

印尼镍产业税收政策或有变化。普拉博沃政府将经济增长率从5%提高到8%的目标，政府计划将财政收入占GDP的比重从12%提高到23%，这意味着可能会加大对镍矿和其他相关镍系产品的征税力度。在11月5日开展的第九届亚太不锈钢产业大会上，印尼镍矿商协会（APNI）总秘书 Meidy Katrin 透露，印尼即将出台自身的ESG标准。此外，涉及IUP、税收和SIMBARA系统的大幅改革的新法规预计将于11月份发布的信息。此外，印尼清洁能源的推广使用和要求，也可能增加镍产品开采及运输相关成本。

印尼镍产品关税。印尼镍产品关税政策也面临变化可能。印尼致力于镍产业向新能源相关方向的发展，而对NPI及高冰镍的出口关税政策一直在酝酿之中。

综合印尼政策变化情况看，政策出台及预期阶段，可能引发镍相关产品产出及出口的数量增长，短期带来供应的相对回升；而从2025来看，政策落地出台后，对镍产业链相关产品的成本抬升影响，将带来对于镍产品运行底线的重新评估。

三、印尼镍产能释放仍在进行

印尼镍相关行业产能释放逐渐从镍生铁相关链条，转向中间品，并逐渐向新能源方向转向倾斜。可以看到镍生铁产能释放逐渐达峰。而印尼政策已经逐渐转向禁止新的NPI产能投放。而规划中的中间品产能释放仍在进行中，相对而主湿法项目在相对经济性和未来政策支持上均有相对优势。

图16：印尼中间品投放

项目名称	国家	地区	产品类型	产品	工艺路线	产能（万镍吨/年）	是否已投产	投产情况
力勤印尼OBI镍钴项目-二期	印尼	OBI	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6.5	是	已于2024H1投产，Q3顺利达产
青美邦二期	印尼	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2.5	否	2024Q4E
ESG	印尼	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	4	否	2025E
MEIMING	印尼	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2.5	否	2025E
GREE-ECO	印尼	Morowali	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	2	否	2025E
蓝焰新能源	印尼	WedaBay	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6	否	2025E
晨曜新能源	印尼	WedaBay	湿法中间品	MHP	高压酸浸工艺	6	否	2025E
PTMITRAMURNI PERKASA (MMP)	印尼	加里曼丹岛	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2.7	否	2024Q4E
华旭	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	6	是	2024年Q2已投产
纬创 (PT Westrong Metal Industry)	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	4.5	是	2024年Q2已投产
澜凯	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2	是	2024年Q2已投产
科赞	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	2	是	2024年Q3已投产
妮可	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	RKEF+硫化转炉侧吹	4	否	2024年Q4E
嘉曼	印尼	WedaBay	火法中间品	高冰镍	富氧侧吹还原+转炉	4	否	2024年Q4E
泰锐铝业高冰镍项目	印尼	Morowali	火法中间品	高冰镍	富氧连续吹炼	2	否	2025E

资料来源：SMM，方正中期研究院整理

图17：印尼NPI产能及投产

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	为强项目取消，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	二期待投产25条，其中8条卖给中伟，2条已于1月投产；预计2024年新增投产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	1.6	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	2.4	2	2023年在产4条，后续无新增规划
力勤+Harita（HJF）（2023年投产）	6*48000	7.2	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年中前投产
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
2023年以来预计投产镍铁汇总		85.5	77	

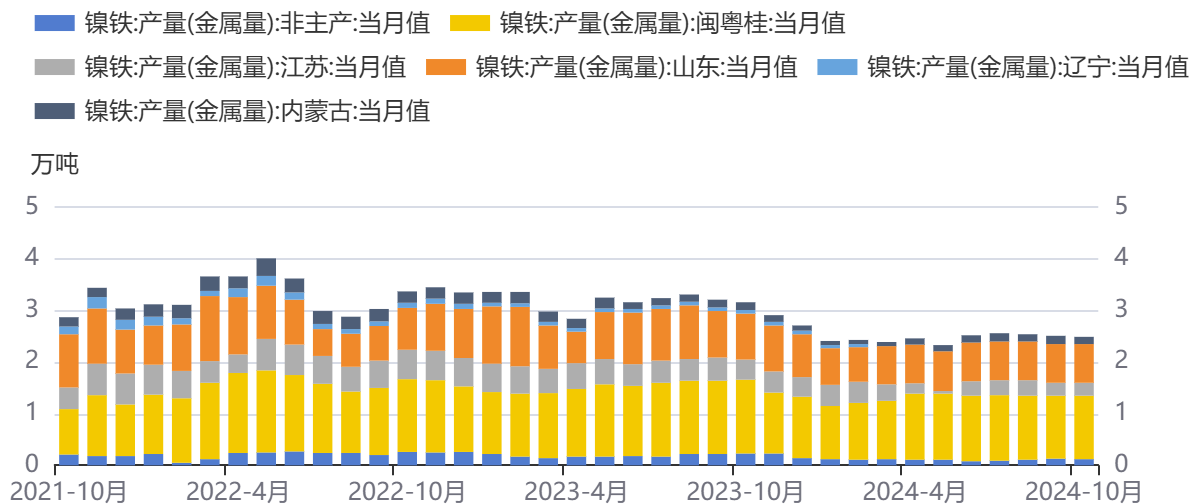
资料来源：SMM，方正中期研究院整理

四、镍生铁国内减产国外增

近年以来，随着印尼镍铁产能释放，印尼镍铁产量已经超过我国成为第一大镍生铁生产国及出口国，进口镍生铁以其成本优势对国内镍生铁形成较强的进口替代。印尼的月产量已经是我国月产量3倍以上。2024年，我国镍生铁产量受矿价偏强，下游需求多采印尼铁，镍生铁厂家多现亏损减产。2024年累计产量约35万金属吨，同比降幅或超10%。下半年比上半年降幅收窄，尤其是第四季度供应略有改善。印尼产量镍铁产量约147万金属吨，同比增长6.7%，有新产能释放，但RKAB发放偏缓阶段扰动供应及出货量。如果考虑中印总体情况，2024年镍生铁同比增长仅3%。但2024年，我国与印尼不锈钢产量的显著增长，产量同比增长幅度超过10%，但镍生铁供应受到矿端扰动产量增长不及预期，因此出现镍生铁阶段供应相对需求不足的情况，带来结构性的扰动。从价格来看，由于印尼矿端坚挺，镍生铁成本端支持强劲，而且印尼同时存在与我国共同从菲律宾进口镍矿石补充供应的情况，镍矿石即便在菲律宾矿石供应旺季依然相对价格偏强，矿端滞跌回升带来镍生铁重心偏强运行，年度镍生铁国内销售价格几乎未低于900元/镍点，对镍产业整体形成较强的低位成本支撑。

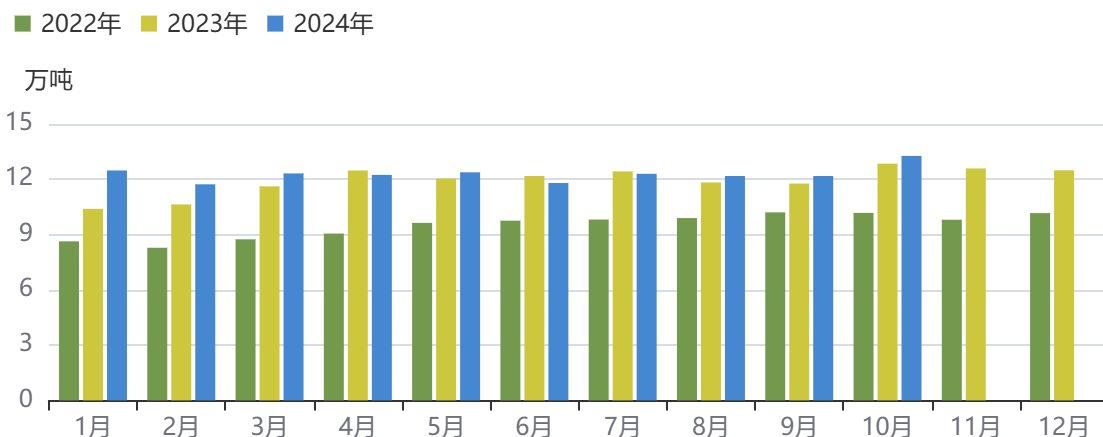
2025年，国内镍生铁行业料会继续受到进口竞争利润不利影响，镍生铁生产较难有显著增量。除非因印尼对镍生铁相关产业政策变化较大，加征出口关税以及在国内政策方面限制了镍生铁产能产量的增长，导致镍生铁供需形势变化，给出国内利润。印尼政策不出现较大波动下，保守预期镍生铁国内产量小幅回落，约30万吨。

图18：国内镍铁产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图19：镍铁:产量(金属量):印尼:当月值



资料来源：同花顺，方正中期研究院

五、电解镍产量继续高歌猛进

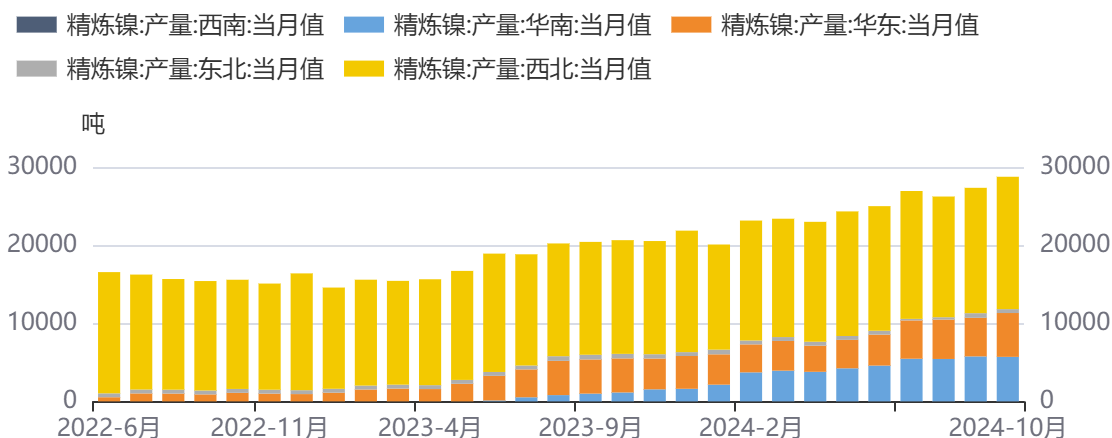
2023年-2024年，国内电积镍新增产能逐渐投放，原有产能有所扩产，整体产量出现显著增长，国内精炼镍产能产量均实现翻番。

继2023年精炼镍获得40%的年度增长后，2024年精炼镍继续增产，全年产量预计可达33.5万吨，同比增长超36%。虽然有季节性的产量波动，但精炼镍产能释放及已投产产能爬坡继续提振精炼镍供应提升。上半年，国内精炼镍生产不断受到原料供应端扰动影响，成本线多数时间波动抬升。而下半年随着镍价回调，成本线有所波动下移，但下行空间同样受限于原料端坚挺而逐渐滞跌。

镍产业链过剩逐渐转向全面过剩，而精炼镍从前两年的相对短缺状态，也已经转为全面供应过剩状态。规划中仍有待投25000吨以及印尼50000吨产能待投。

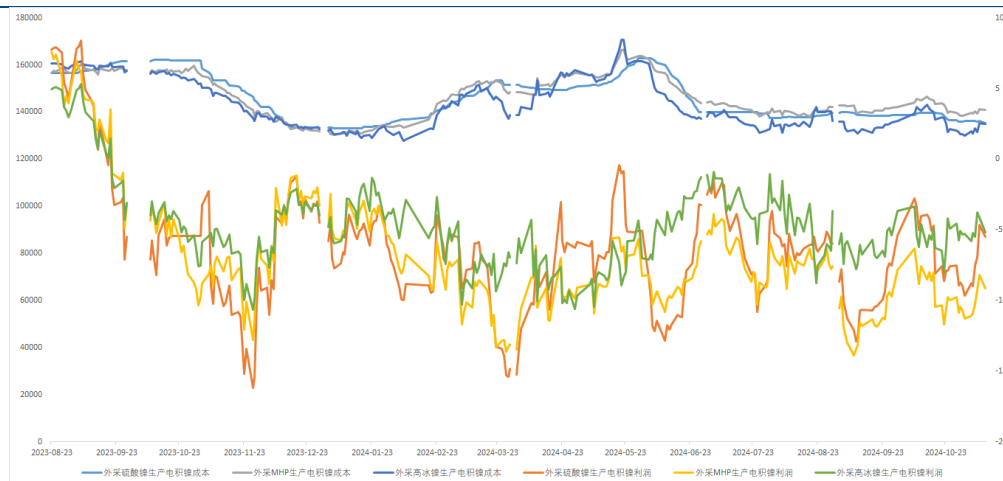
预计2025年我国电解镍产量仍有进一步产量增长空间。保守估计达到36万吨左右。

图20：国内精炼镍产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图21：外采原料生产电积镍成本变化



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图22：进口镍价



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图23：精炼镍现货升贴水



资料来源：同花顺，方正中期研究院

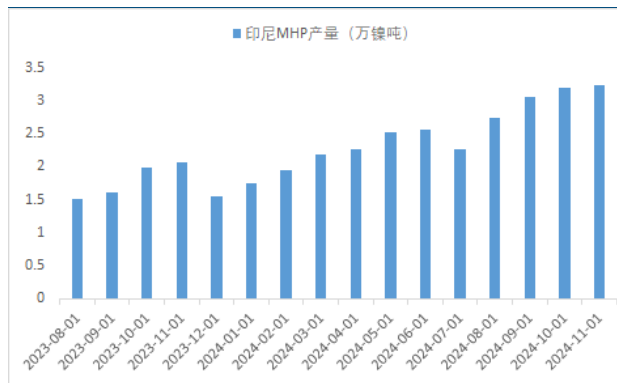
六、中间品及高冰镍产能释放继续增长

我国近年在印尼投资镍产业链，二级镍产品逐渐丰富。镍矿石-镍生铁至高冰镍-硫酸镍-电积镍，或至不锈钢的转化路径逐渐打通，而镍矿石-中间品-硫酸镍/精炼镍。而中间品及高冰镍作为重要的中心环节，其供应及流向变化，对镍产品最终形态和终端流向影响增强。2024年预计，印尼湿法中间品31万金属吨，同比增长94%。高冰镍产量28万金属吨，同比增长15.2%。印尼全年MHP有新项目投产，供应录得显著增长。上半年高冰镍则是主要受到利润改善明显推动增长，但下半年随着转化利润空间消失，镍生铁转产高冰镍放缓，产量增速放缓，但新增产能仍在增加，所以产量年末依然保持波动增长。

SMM预计，2024年到2027年，印尼镍中间产品产能和产量或将呈现逐年攀升的态势，预计印尼镍中间产品在2027年占全球产量的85%上下。

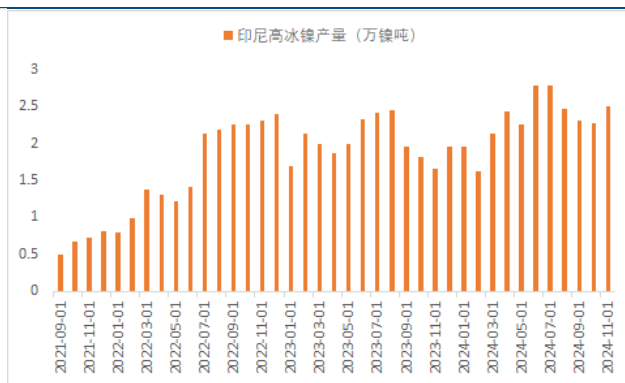
2025年预计印尼中间品产量会有进一步增长空间，新产能释放带来增量可能，大约可带来10万金属吨左右的增量。不过高冰镍利润波动较大，产量变化可能较大，高冰镍甚至阶段有重新转回镍生铁产能。

图24：印尼MHP产量



资料来源：SMM, 方正中期研究院

图25：印尼高冰镍产量



资料来源：SMM, 方正中期研究院

七、精炼镍净出口延续 原料进口差异表现

2024年全年，电解镍进口总体表现同比微增，而出口大幅增长，我国逐渐转变为精炼镍出口国。镍矿石进口同比显著下滑，因国内镍生铁产量下滑而库存仍同比居于高位。镍铁进口持续增长，印尼镍生铁竞争力相对偏强，回流量继续显著增长。镍的湿法中间品进口有所增长，国内硫酸镍及电积镍生产原料需求增长显著。高冰镍进口显著增长，生产利润及经济效益提升提振镍生铁向高冰镍转化并向我国回流生产硫酸镍及电积镍。硫酸镍国内供应增量有限，直接进口显著增长。

2025年，预计国内电解镍净出口格局延续。矿石进口延续低迷，因印尼镍生铁进口替代延续。中间品进口随着海外产能提升料有进一步增长空间。不锈钢净出口情况易有波动变化，而印尼向国内进口也会有较多变化。

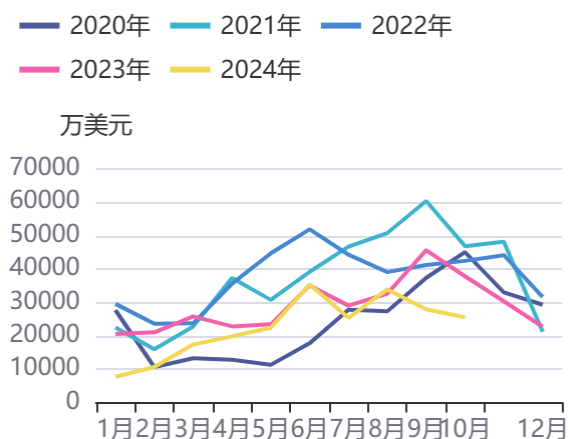
图26：镍产业链2024年1-10月进口汇总

镍铬不锈钢产业链进出口数据表						
品种	进/出口	当月值	同比	年度累计值	同比	趋势图
镍矿	进口	4787351.8	-9.357	16154413.48	-6.147	
镍生铁	进口	694052.44	15.1934	4328000.097	22.6218	
精炼镍	进口	9683.721	50.3242	69984.26	-7.79345	
	出口	13381.429	297.869	94706.971	305.782	
镍的湿法中间品	进口	119554.11	-9.89658	1185068.692	13.4552	
镍硫	进口	32701.364	0.024467	373082.914	53.3319	
硫酸镍	进口	10299.267	-26.3876	181390.093	90.3637	
	出口	2260.976	-18.0682	22268.296	62.8461	
铬矿	进口	1536184.6	3.68772	17220223.91	18.8623	
	出口	2638.7	353.697	68882.089	832.035	
铬铁	进口	252827.15	-17.1822	3090375.786	13.555	
	出口	14045.394	406.693	182447.172	349.514	
不锈钢	进口	158262.02	-44.3218	1605139.998	-3.90333	
	出口	417388.96	24.0588	4139249.67	24.4764	
废不锈钢	进口	8559.127	-77.0643	80900.217	-71.1685	

注：不锈钢进口累计，出口累计单位：万吨，其它单位：吨

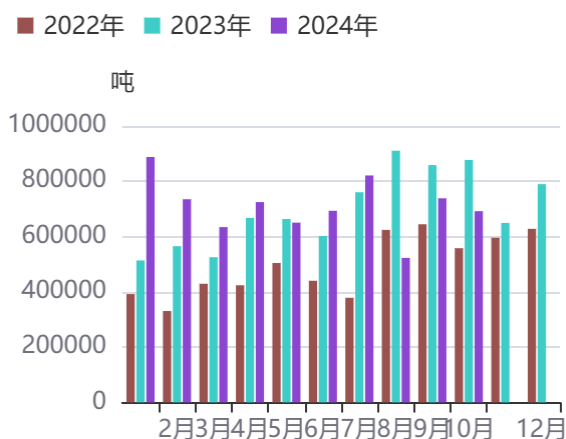
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图27：镍矿进口量



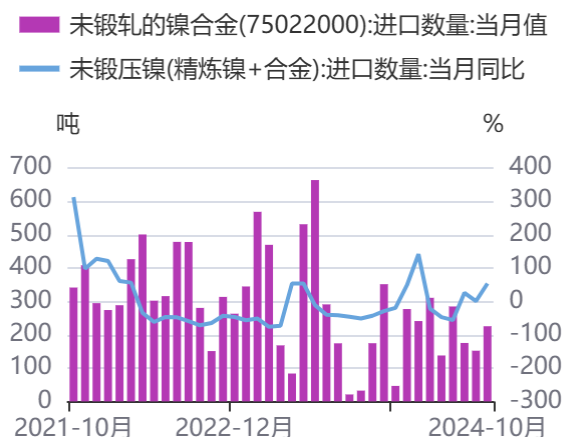
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图28：镍铁进口量



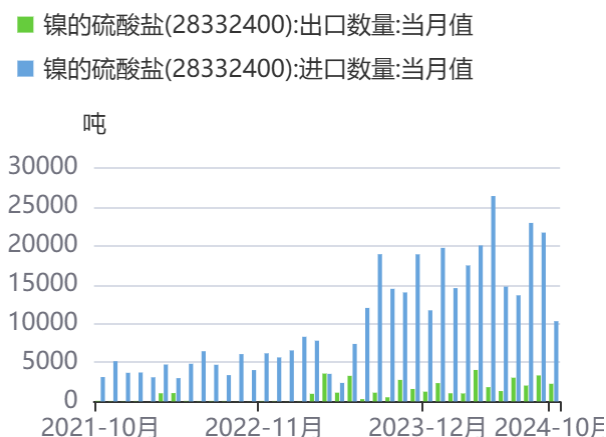
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图29：精炼镍进口量



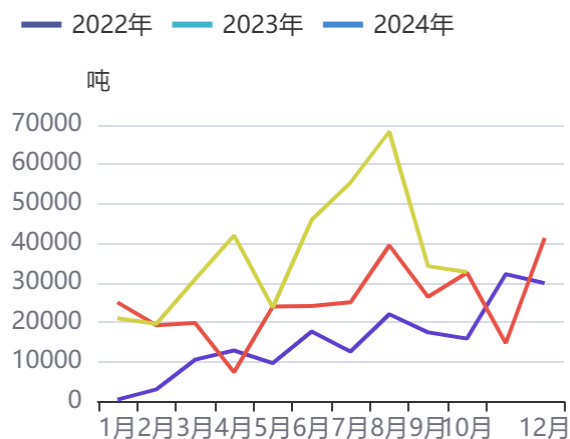
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图30：硫酸盐进出口量



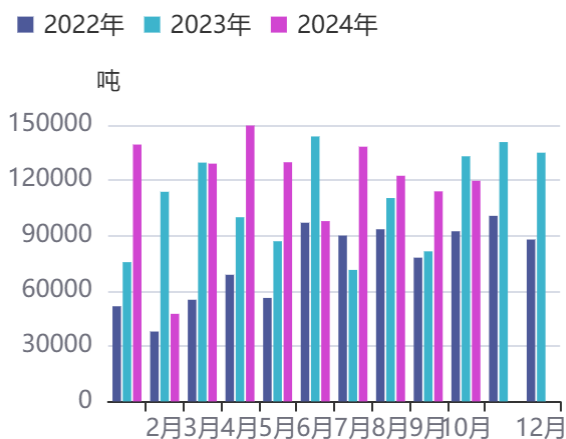
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图31：镍硫进口量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图32：镍的湿法中间品进口量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

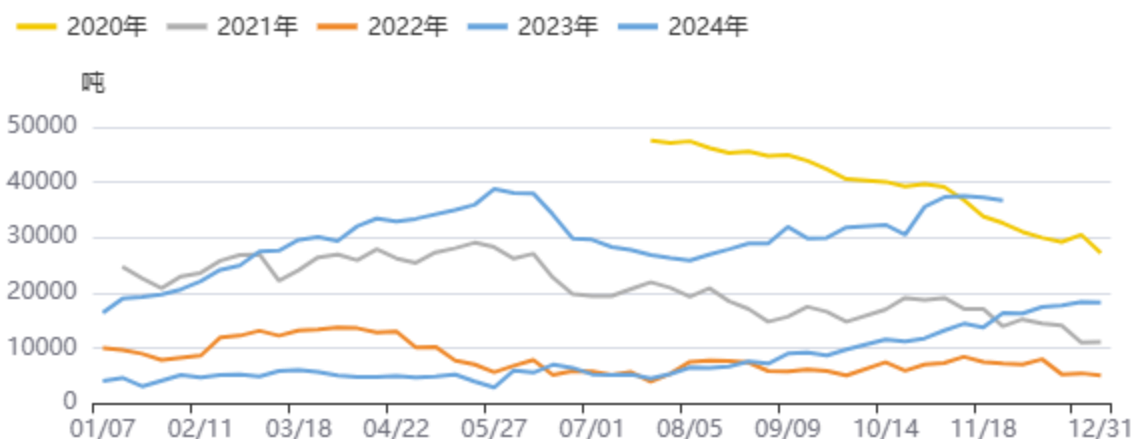
第四部分 精炼镍料将延续累库

电解镍整体呈加库存状态。从库存的结构上来看，2023年以前国外库存总体仍是以镍豆为主，镍板少量的结构。自2023年年中开始，随着LME交割品牌增加，以及俄镍受地缘影响转弱继续可用于交割，而逐渐转向累积，主要是镍板库存回升相对明显。截至2024年10月末，LME新增镍可交割资源产能增长已超17万吨/年。随着英美加大对俄罗斯金属的制裁，自2024年4月12日起，俄罗斯金属逐渐处于新增无法继续在英美公开交易所注册仓单，而存量逐渐消化的过程。LME镍因新增产能置换俄罗斯精炼镍资源，因而总体受影响虽存在但有限，而新的交割品牌仍在申请进行中。随着中资品牌镍板进入交割，LME镍库存结构中镍板占比已经反超镍豆。不过2024年10月，LME取消了对诺里尔斯克镍业芬兰产区的禁令，这意味约5万吨产能的俄镍在LME镍交割体系中仍可延续正常交割。可交割镍资源供应已较为丰富。而LME镍库存持续累积，我国新增电积镍产能出口交割利润丰富带来出口积极性显著提升。截至2024年10月，我国生产的精炼镍已经在LME仓单中占比超过40%。

镍库存国内库存下滑态势自2023年年中开始逐渐企稳回升，而自10月以后累库速度有所加快，截至2024年11月中旬，上期所镍显性库存自2023年低位不足千吨回升至3万吨附近。因出口情况较好延缓了国内库存的累积。

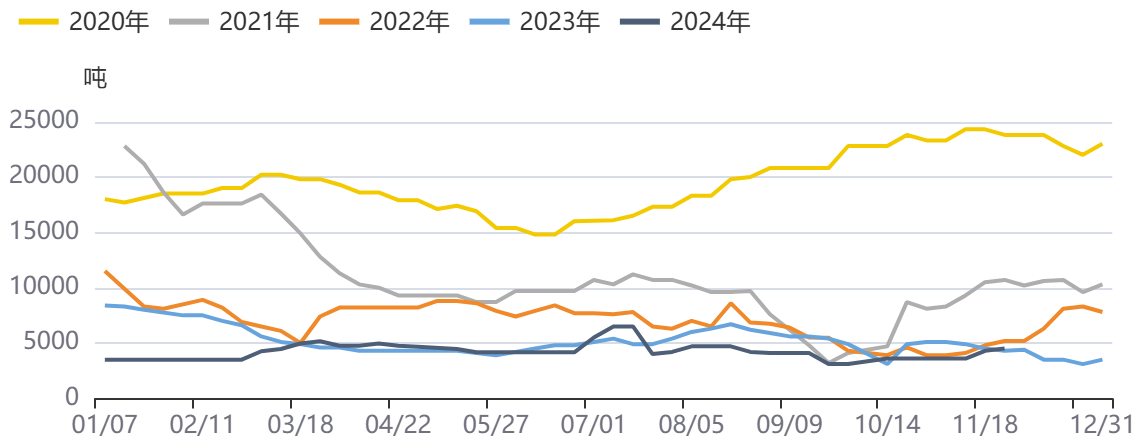
2025年，由于国内外精炼镍有新增产能释放，因此精炼镍继续累库存压力存在。而我国出口市场也面临印尼产能竞争情况，累库存压力可能有进一步增加。

图33：SMM纯镍社会库存分地区：六地总计



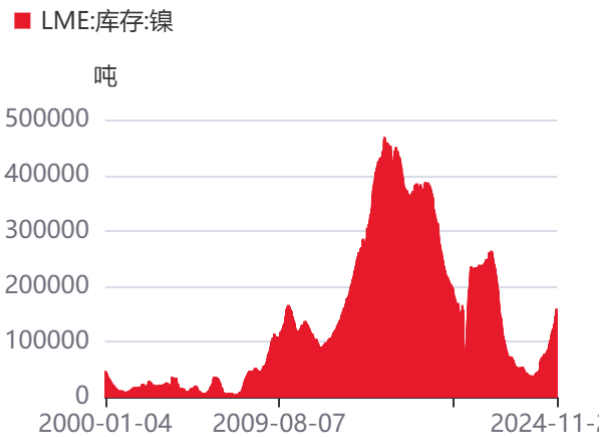
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图34：SMM上海保税区镍库存：总量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图35：LME镍库存



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图36：沪镍期货库存



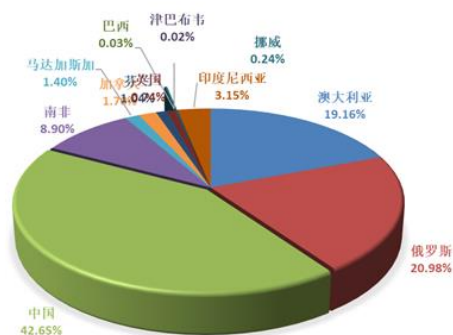
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图37：LME镍库存按国别来源统计

国家	2024年10月	2024年9月	变化
澳大利亚	26,568	24,678	1,890
俄罗斯	29,100	29,100	0
中国	59,148	51,240	7,908
南非	12,336	8,022	4,314
马达加斯加	1,938	2,064	-126
加拿大	2,352	2,364	-12
芬兰	1,446	1,446	0
英国	1,026	1,050	-24
巴西	36	36	0
津巴布韦	30	30	0
挪威	336	360	-24
印度尼西亚	4,362	2,700	1,662
合计	138,678	123,090	15,588

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图38：LME镍库存按国别来源占比



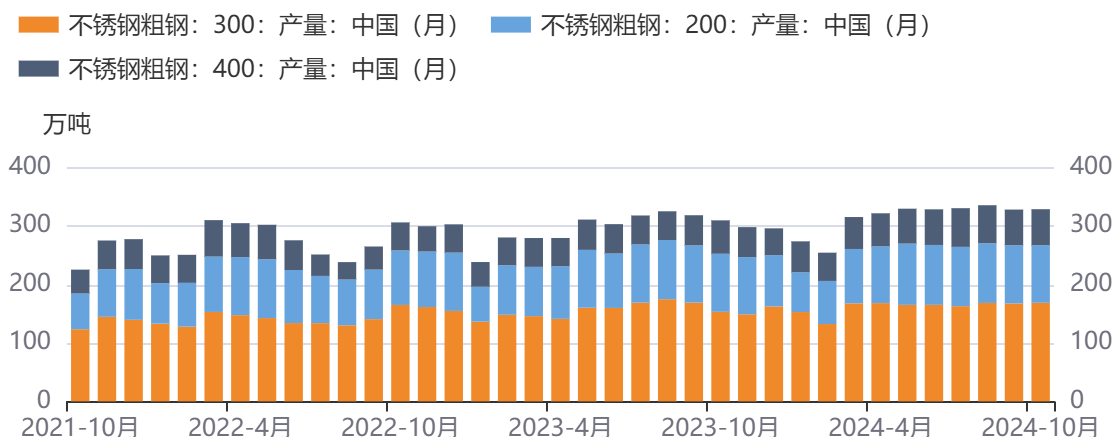
资料来源：方正中期研究院

第五部分 需求端变化

一、不锈钢供应稳健增长

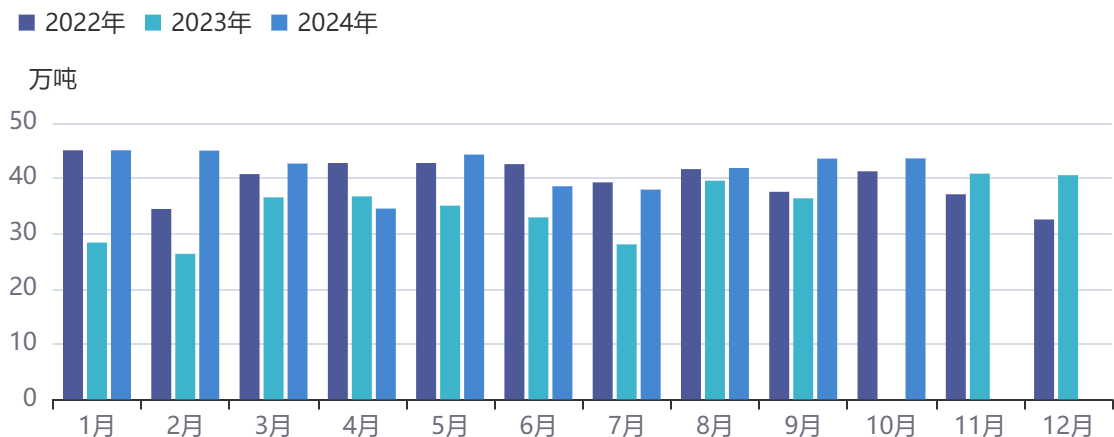
（一）中印产量继续增加 海内外产能释放有空间

图39：国内不锈钢粗钢产量分系别



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图40：不锈钢粗钢：产量：印尼（月）



资料来源：同花顺，方正中期研究院

据Mysteel数据预测，2024年全年预计不锈钢产量3805万吨，同比增长6.85%。其中300系1950万吨，同比增长4.2%，200系1137万吨，同比增长3.8%，400系718万吨，同比增长20.67%。400系增长相对显著。

2023年印尼不锈钢产量420.5万吨，同比下降11.85%。2024年印尼产量实现恢复性增长，预计会达到502万吨，同比增长19.5%。印尼产量修复回升对于镍生铁的本地需求也有增长。

我国与印尼镍生铁产量累计增速约3%，而300系两国不锈钢增速则在7%。原料端与产出端增速显著不匹配，但下半年随着中印镍生铁产量增长而有所缓和。这种发展的不均衡造成镍生铁出现相对偏紧的情况，一度对镍生铁价格上涨，从而对不锈钢成本端带来支撑。

据不锈钢协会，中国现有不锈钢产能5000万吨，还有近千万吨在建产能，未来不锈钢行业面临着更严峻的市场竞争。2024年国内计划投产不锈钢冷轧产能近500万吨，随着不锈钢冷轧项目的集中投产，国内不锈钢冷轧产量呈增加态势，2024年多个月创下历史新高，且绝大部分项目下半年投产。国际上：印度金达莱全面收购苏拉威西镍加工，将在印尼建不锈钢炼钢厂。国内在奥里萨邦已完成了100万吨的扩建项目，总产能达到300万吨/年，新投产的不锈钢项目产量释放已开始增加。目前，中国、印度、印尼是不锈钢产能增加的主要国家。

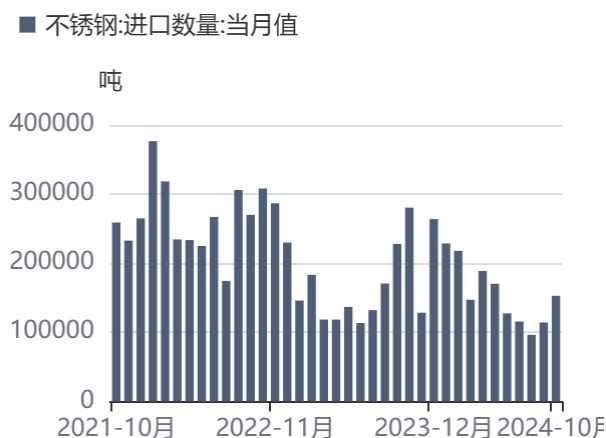
2025年预计我国不锈钢产量料会继续增长，预计可能达到3900万吨甚至以上。而印尼产量也可能在500万吨以上继续有所增产，可能达到550万吨。

（二）净出口增长缓和国内压力

据中国海关数据统计：2024年1-10月，中国不锈钢进口总量为160.51万吨，同比减少6.49万吨，降幅3.88%。其中，中国自印尼进口不锈钢总量为134.73万吨，同比减少0.15万吨，降幅0.11%。2024年1-10月，中国不锈钢出口总量为413.92万吨，同比增加69.47万吨，增幅20.18%。

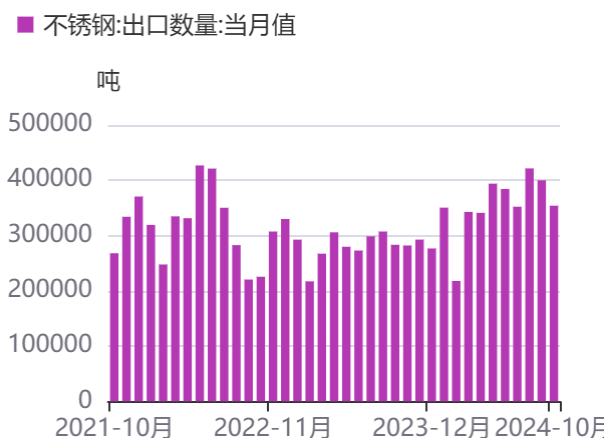
2024年1-10月，中国不锈钢净出口总量为253.41万吨，同比增加75.96万吨，增幅42.81%。

图41：不锈钢进口



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图42：不锈钢出口

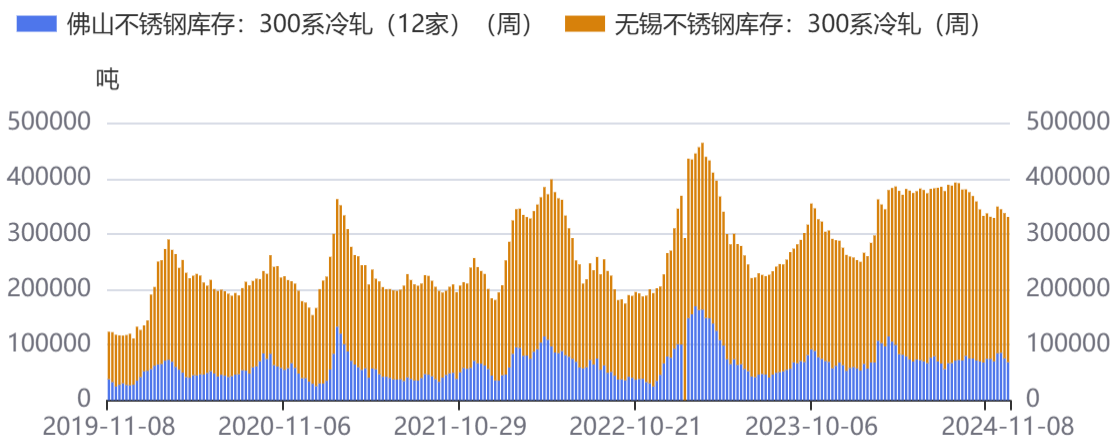


资料来源：同花顺，方正中期研究院

（三）不锈钢库存延续波动偏高

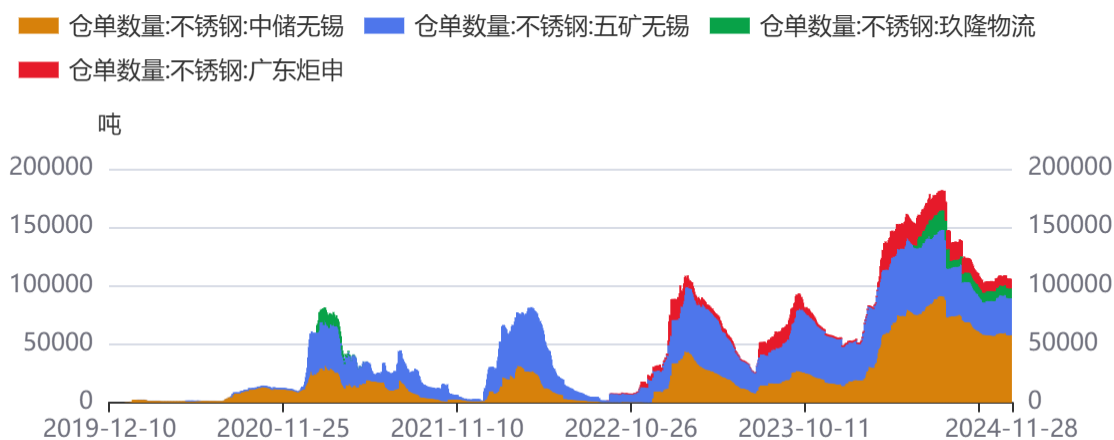
不锈钢整体表现累库存，期现货均有回升。尤其是期货库存不断创上市以来新高，一度突破19万吨。但在下半年传统旺季去库存过程中，不锈钢表现去库缓慢。且时有波动。不锈钢体系中偏高库存情况料会延续存在。

图43：无锡佛山不锈钢库存：300系冷轧（周）



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图44：不锈钢期货分地区库存



资料来源：同花顺，方正中期研究院

二、硫酸镍需求增速弱于新能源汽车增长大势

（一）新能源汽车继续较高速发展

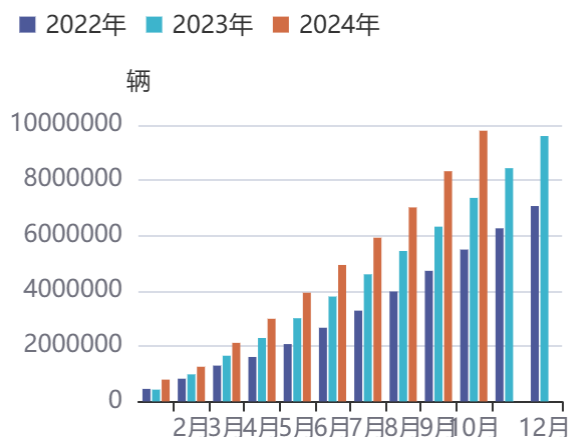
中汽协预计2024年汽车产销达到3100万辆，同比小幅增长3%左右。新能源汽车产销也将达到1150万辆左右的规模，增长大概在20%左右。

实际来看1—10月，新能源汽车产销分别完成977.9万辆和975万辆，同比分别增长33%和33.9%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的39.6%。预计2024年全年产销有望达到1250万辆，同比增速超30%。而2025年新能源汽车产销预计增速20%，达到1500万辆左右。

我国新能源产销发展显著好于年初预期水平。以旧换新、新能源汽车下乡等利好政策的持续落地实施，以及车企新产品逐步上市，进一步释放汽车市场消费潜力，助力汽车行业稳健发展。但是由于全球贸易摩擦的增加，出口形势可能面临一定变动可能性。7月4日，欧盟委员会发表声明称，决定对来自中国的电动汽车进口征收临时反补贴税，这一临时关税将于今年7月5日生效，最长持续4个月。

海外新能源汽车发展预期有所放缓。海外降速料对电池及原料需求的增速带来一定影响。美国新能源汽车产量增速约20%左右，而欧洲则出现月度级别负增长情况。海外增速不及预期。

图45：我国新能源汽车产量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图46：新能源汽车装车电量



资料来源：同花顺，方正中期研究院

（二）新能源电池发展冰火两重天

新能源动力电池发展趋势呈现多元化：

1、新能源汽车发展显现出插电混动占比提升倾向，纯电占比有所下滑。今年国内插电混动销量占比大约可达新能源汽车销量的40%。这对于电池需求的拉动而言影响偏利空。

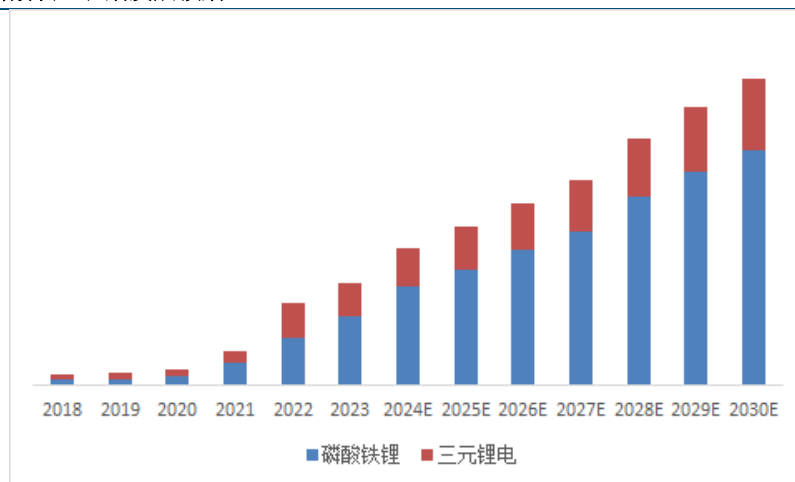
2、新能源汽车动力电池中，随着技术进步和成本变化，磷酸铁锂发展优势显著，已经占据动力电池市场近7成份额，而三元锂电份额显著下滑。从长线预计增长中，三元材料生产的年复合增长率在全球范围内仍可能达到10%以上，但较此前年份增速已显现快速下滑。

3、三元锂电中，在消费层面，虽然6系的价格与5系相近，但其性能显著优于5系。在动力方面，现有的6系产品能量密度可达到735Wh/kg，已接近8系的739Wh/kg。此外，6系在安全性和价格方面均优于8系。预测今后三元材料将保持高镍与中镍齐头并进的局面。

4、钠电发展料会逐渐放量，并会对锂电带来一定替代。宁德时代董事长曾毓群认为，钠离子电池更有应用潜力，未来可能取代超一半的磷酸铁锂电池市场份额。钠电在低速电动车领域前景广阔：钠离子电池在低速电动车领域前景广阔，有望在两轮电动车、A00级电动车等领域广泛应用。

总之，三元锂电面临竞品发展增长迅速，而相对市场份额下滑的情况，整体发展速度放缓，不及长线预期情况。对于镍的需求而言，电池端增速预期会有所放缓，弱于新能源汽车整体发展大势。

图47：三元锂电与磷酸铁锂长期发展预期



资料来源：SMM，方正中期研究院

（三）硫酸镍产量同比下降 增长有限

2024年第一季度硫酸镍整体表现供应相对需求偏紧，提振价格重心显著回升。硫酸镍上下游生产不均衡性相对偏强，节奏来看，需求显著修复叠加原料供给收紧，导致硫酸镍供需趋紧，价格回升。而第二季度，随着MHP新增产能出现，硫酸镍因利润修复生产积极性也有回升，而三元材料相关订单预期逐渐转弱，硫酸镍供增需弱价格自高位有所回落。下半年贸易风险调整后，产业链原料备货需求在第三季度有所回升，但第四季度有所弱化。预计2024年硫酸镍国内产量37万金属吨，同比下降12%。三元锂电在电池体系中的发展弱于大势以及中镍化占优情景，令三元锂电对镍需求拉动不及预期。

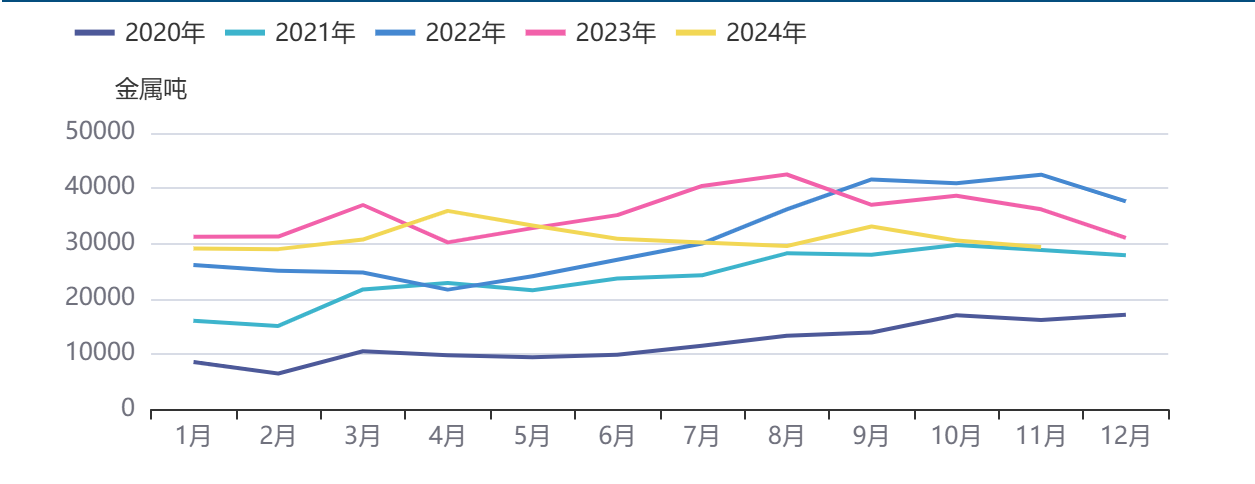
2025年对于三元锂电相关需求的增长预期依然是较为平淡的，但由于库存消化和三元继续有增长空间的原因，硫酸镍产量可能会出现正增长，预计产量有望达到40万吨上方。

图48：硫酸镍上下游增速比较

产业链相对位置	项目	2023年	年增速	2024年E	同比
最终下游	新能源汽车产	958.7万辆	35.80%	1250万辆	30.40%
三元电池竞品	磷酸铁锂	127.24万吨	29.50%	233万吨	83.20%
直接下游	三元材料	62.11万吨	-5%	68万吨	9.20%
	三元前驱体	81.44万吨	-5%	84万吨	3.40%
中游	硫酸镍	42.28万镍吨	12.14%	37万吨	-12.00%
	精炼镍	24.48万吨	40.58%	33.5万吨	36.00%
上游	MHP（印尼）	14.61万镍吨	70.28%	31万镍吨	94.00%
	高冰镍（印尼）	24.19万镍吨	19.90%	28万镍吨	15.20%
原料端	镍生铁（中印）	176.63万镍吨	13.40%	182万镍吨	3.00%
竞争中游	300系不锈钢（中印）	2291.55万吨	-3.21%	2370万吨	7.00%
竞争中游	合金	16.06万吨	0.054	18万吨	0.12

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图49：中国硫酸镍产量金属量



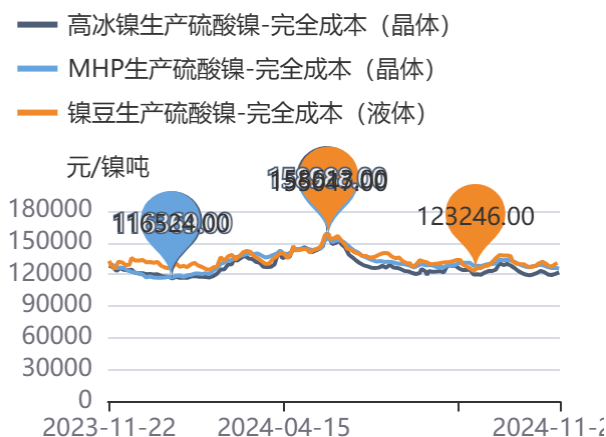
资料来源：同花顺，方正中期研究院

图50：硫酸镍进出口



资料来源：同花顺，方正中期研究院

图51：硫酸镍成本



资料来源：同花顺，方正中期研究院

第六部分 镍供需平衡

全球镍市场从镍元素整体过剩，精炼镍相对短缺的结构性过剩，转向镍元素的全面过剩。随着精炼镍新产能增加，以及国内外交易所新交割品牌的引入，精炼镍无论从现货供应，还是期货交割，短板均得到补齐，镍供需矛盾预期也转向了全面一致的过剩预期。随着期现供应改善，显性库存从减少到累及，镍价重心显著下移，2023年价格下跌幅度45%，高成本产能退出已经发生。

图52：镍减产项目

类别	项目
镍矿	澳大利亚（MalleResources Avebury 2月24日，Panoramic Resources Savannah 1月24日） 关停：科索沃（YildirimNewCoFerronikeli）11月23日，多米尼加共和国（Americano Nickel Falcondo）23年年中（1号线）/ 12月23日（2号线），北马其顿（GSOKavadarci）12月23日，乌克兰（Solway Pobuzhskiy）11月22日，希腊（Larco）8月22日，危地马拉（Solway Group FeNix）1月23日，新喀里多尼亚（Glencore/SMSP Koniambo）2月24日，缅甸（Taguang Taung）2024年（重启） 减产：日本（PacificMetals Hachinohe）2022/23年，日本（SMM Hyuga）22年年中，中国镍生铁
MHP	关停：澳大利亚（FirstQuantum Ravensthorpe）5月24日
精炼镍	减产：俄罗斯（Nornickel），马达加斯加（Ambatovy），法国（Sibanye-Stillwater） 关停：澳大利亚（BHP/ Western Australia Nickel）自2024年10月起

资料来源：同花顺，方正中期研究院

据麦格理集团估计，由于工厂关闭，每年约有25万吨（相当于总产量的7%）的产量被挤出了市场，另有19万吨的计划产量被推迟。麦格理的数据显示，在每吨1.8万美元时，35%的产量无利可图，而在每吨1.5万美元时，这一比例跃升至75%。

据国际镍研究组织（INSG）2023年末预测，2024年全球镍产量将过剩23.9万吨。但在2024年上半年，该组织预测镍产量2024年过剩数值已经收窄至10.9万吨。不过，下半年随着新产能释放和需求端变化调整，该组织9月预测全球供应过剩约17万吨。

随着2024年初以来，海外矿山减产消息，以及印尼矿山配额缓发影响，供应过剩有所收窄。而且印尼矿品位下滑，也令镍元素供应增长预期出现显著折扣。但新产能的释放，需求端拉动不及预期等令过剩形势整体延续。

图53：镍供需平衡

镍 (万吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025f
全球产量	195	199	208.2	220	237	249.7	261.2	306	336	352	365
消费量	190	204	218.5	233	240	237.4	278	296	319.3	335	351
供需平衡	5	-5	-10.3	-13	-3	12.3	-16.8	10	16.7	17	14
中国产量	62	60	63	69.5	82.6	76	70	81	95	100	110
消费量	96	109	113	117.7	129	134.8	155	168	186	210	235
价格 (美元/吨)	11616	9708	10500	13180	14500	13930	18000	25000	19000	17000	16500
万元/吨	8.2	7.8	8.7	10.3	11.5	11.1	13.5	18.5	17	13.5	13

资料来源：同花顺，方正中期研究院

图54：不锈钢供需平衡

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球粗钢产量	4156	4580	4808	5073	5222	5089	5629	5526	5844	6050	6250
印尼粗钢产量	0	0	78	219	224.5	275	494	486	420	502	550
中国粗钢产量	2216	2515	2601	2742	2940	3014	3263.3	3197.5	3667.6	3805	3900
中国进口量	72.6	73.4	120	185	111.88	181	293	328.5	207	200	200
中国出口量	341	395.8	400	399	367.23	342	446	455.1	414	500	500
中国表观消费	1748	1966.2	2087.5	2281.58	2405.33	2561	2791.1	2811	3108	3150	3250

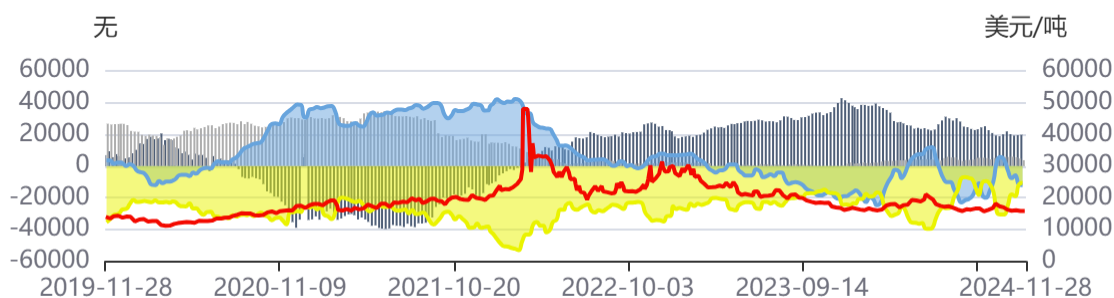
资料来源：同花顺，中国钢铁工业协会不锈钢分会，方正中期研究院

第七部分 套利与技术分析

一、LME镍持仓分析

图55：LME持仓：投资公司和信贷机构净多头

■ LME持仓：投资公司和信贷机构净多头 — LME持仓：投资基金净多头
■ LME持仓：其他金融机构净多持仓 — LME持仓：商业企业净多头 — 最后收盘价:LME镍(3个月)



资料来源：同花顺，方正中期研究院

LME 镍持仓显示，投资公司净多从波动减持至略有增持，而商业净空有所减持。2023年投资基金负向波动为主，而进入2024年空头回补趋势逐渐有所显现，镍价在此资金情况下表现脱离震荡区域重心上移，但随着镍价6月显著调整，同期可见投资基金净多再转向净空，而9月中旬至10月中，投资基金净多短暂转正，而10月下旬后再度转为净空为主，对镍价影响偏利空，LME镍价也在11月中旬创出年内新低。

二、相关套利

图56：沪伦比：镍



资料来源：同花顺，方正中期研究院

镍沪伦比趋于震荡偏强反复。汇率波动变化对沪伦强弱影响较显著。且海外累库存强度高于国内。但注意贸易流向来看，海外市场仍可能需要国内出口，因此在出口窗口打开的机会仍将出现，这将继续提振沪伦比偏强反复。

图57：镍/不锈钢



资料来源：同花顺，方正中期研究院

镍相对不锈钢低位反复波动，第四季度倾向于低位回升。

图58：硫酸镍-镍豆



资料来源：同花顺，方正中期研究院

硫酸镍中镍价值与镍豆相近。阶段溶解利润出现回升，但时间短暂。年末硫酸镍相对镍豆再转向贴水。

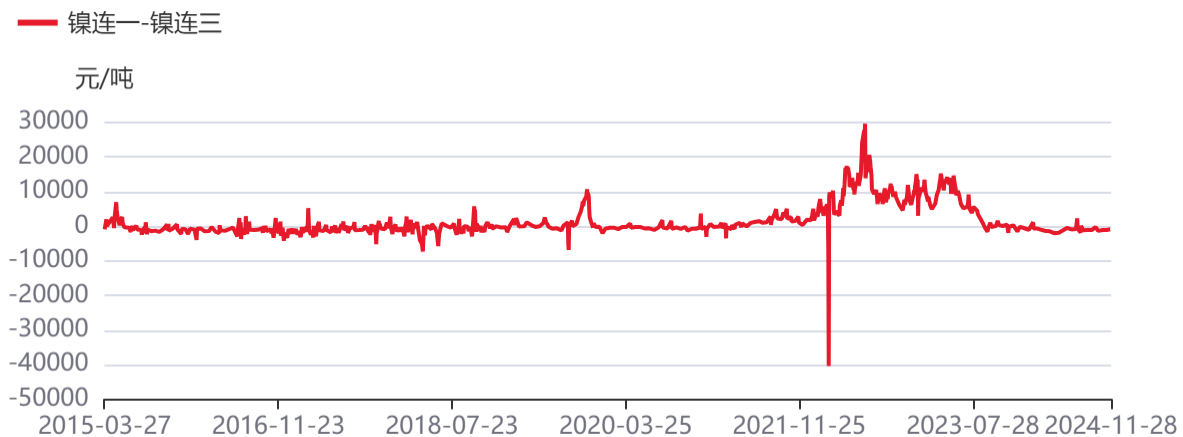
图59：镍-镍生铁



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2024年镍相对镍生铁波动走弱，镍生铁相对偏强。但总体会在20000-40000元之间波动。镍生铁转产高冰镍驱动转弱。

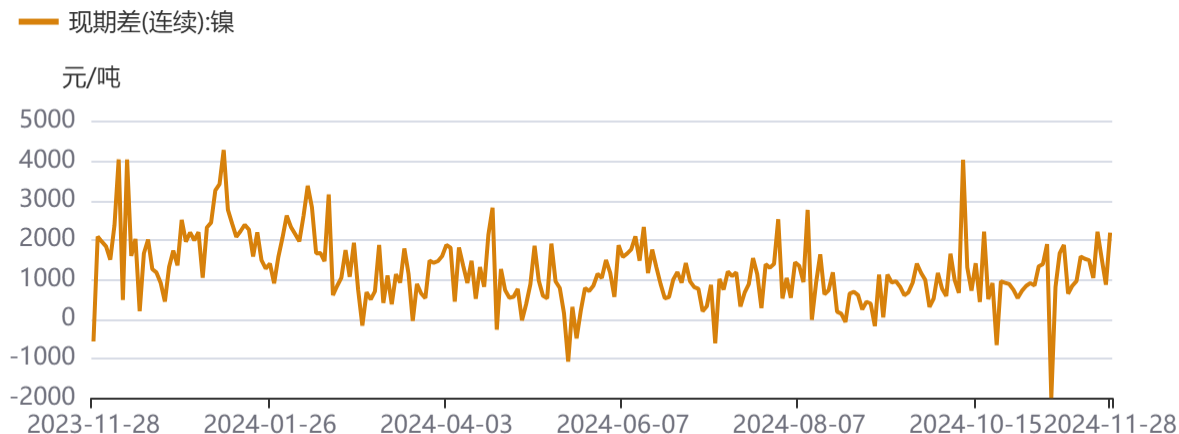
图60：镍连一-镍连三



资料来源：同花顺，方正中期研究院

镍近月合约略弱。跨期机会并不明显。

图61：镍现期差



资料来源：同花顺，方正中期研究院

镍现货相对期货波动偏弱。

三、技术分析

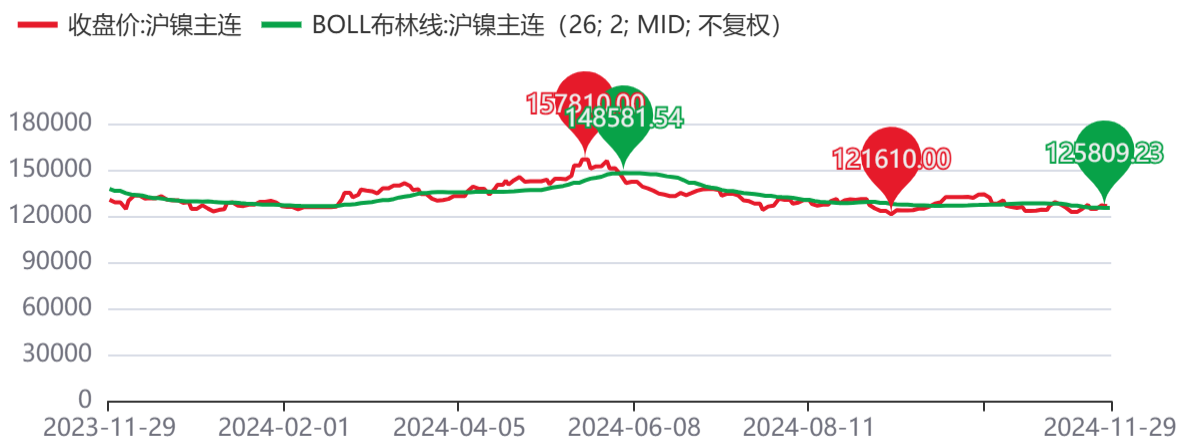
图62：伦镍走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2025年，预计LME镍价主要波动区间可能会在15000-24000美元之间。

图63：沪镍走势



资料来源：同花顺，方正中期研究院

2025年，沪镍转向宽幅震荡，主力合约主要波动区间料在100000-160000之间。低点有下移可能性。

图64：BOLL布林线:不锈钢主连（26；2；MID；不复权）

资料来源：同花顺，方正中期研究院

不锈钢期货预计2025年主要波动区间在12500-15000元/吨。

第八部分 影响因素及走势展望

一、走势展望

2025年，镍原料端供给端扰动仍可能存在，将继续带来波动，但波动的重心较2024年有下移可能性。

从宏观角度来看，海外通胀形势缓和，市场关注点转向全球货币政策转向宽松的时间，美联储降息预期转弱。我国经济波动修复，内需仍有改善空间，设备更新，以旧换新等方面将会继续提振工业品相关需求回升，但面临国际贸易摩擦因素增多的问题。

从镍自身供需来看，连续的供应过剩问题将继续存在。从矿端来看，菲律宾供应季节性波动，而由于印尼镍矿配额RKAB审批问题，镍矿供应偏紧和扰动仍可能存在。而印尼产能释放持续，MHP供应有望逐渐缓解，高冰镍产能增加但生产更易受到利润波动影响。电解镍国内新产能继续爬坡，产量增加，向LME交割延续。国内外精炼镍显性库存波动回升过程料进一步持续。矿端2024年有印尼政策扰动，偏强，年末RKAB因素影响转弱，但2025年印尼镍产业政策、出口政策扰动仍有较大可能性，从而带来印尼镍产品成本提升可能性。在过剩大背景下，低成本端成本线上移，料会令镍价的进一步探底过程难以顺畅进行。需求端来看，不锈钢作为镍需求的基本盘支撑延续且国内外依然有新增产能支持，而新能源动力电池拉动边际增速料呈现放缓增长，合金对精炼镍的需求拉动则难抵供应增量。

2025年，全球流动性趋向于宽松，经济修复预期波动变化，全球贸易不确定性增强，低成本产能进入与高成本产能退出料会继续共存，叠加镍自身供需结构性动态变化，预计镍走势延续宽幅波动震荡，预期镍料会在10-16万元之间波动，低点有进一步下移可能性。波动脉冲会更依赖于宏观与产业供给端扰动的共振。其中印尼政策等地缘扰动会带为较大的不确定性。

风险因素：宏观面共振；原料端扰动，供需平衡预期调整；需求端改善预期。

二、产业操作建议

镍需求方结合需求逢低采购，买保机会继续存在。镍库存卖出套保也可在明显的高位整理滞涨时适当介入，尤其是MHP供应显著改善预期显现时。不锈钢产业利润显著而需求变动不利，尤其是进口增加，现货价格滞涨明显可考虑卖出保值，2025年对不锈钢而言，宜更多把握对库存端管理卖出套保为主。

第九部分 相关股票

图65：镍相关股票

	镍相关上市公司股票				2024年11月29日	2023年12月29日
	代码	名称	相关行业	年度涨跌幅	目前价格	年初价格
下游企业	000825.SZ	太钢不锈	不锈钢材	-2.95%	3.62	3.73
	002615.SZ	哈尔斯	不锈钢真空保温器皿	14.46%	8.39	7.33
	002685.SZ	华东重机	不锈钢贸易(行业)	90.48%	6.80	3.57
	002722.SZ	金轮股份	不锈钢装饰板	0.78%	15.53	15.41
	002791.SZ	坚朗五金	不锈钢护栏构配件	-32.23%	27.44	40.49
	603995.SH	甬金股份	不锈钢	-0.21%	19.19	19.23
	600117.SH	西宁特钢	不锈钢	-21.32%	2.62	3.33
	600307.SH	酒钢宏兴	不锈钢	11.41%	1.66	1.49
	600399.SH	ST抚钢	不锈钢	-32.92%	6.52	9.72
上中游企业	000060.SZ	中金岭南	铝、镍、锌加工及销售	12.27%	4.85	4.32
	000622.SZ	恒立实业	金属镍	-47.49%	2.30	4.38
	000906.SZ	浙商中拓	镍矿	7.11%	7.83	7.31
	000975.SZ	银泰资源	镍贸易	8.53%	16.28	15.00
	002340.SZ	格林美	钴镍钨粉末与硬质合金	27.11%	6.94	5.46
	300438.SZ	鹏辉能源	镍氢电池	15.52%	32.68	28.29
	600478.SH	科力远	镍矿产品	-4.07%	4.72	4.92
	600490.SH	鹏欣资源	镍	5.69%	3.16	2.99
	601168.SH	西部矿业	镍	18.01%	16.84	14.27
	603799.SH	华友钴业	镍产品	-1.79%	32.34	32.93

资料来源：Wind，方正中期研究院

联系我们

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
业务发展部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-82868050
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-58308206
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889626
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期（i都会）6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区杨帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990210
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831589
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号（优托邦第3号写字楼第7层C-704号）	0731-28102771
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2812007
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7319919
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区4号楼1105	021-20778818
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

重要事项

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。