

2023年11月15日



磨底路漫漫

抵抗式下跌成主旋律

核心观点及策略

- 宏观面美国经济增长韧性较足，伴随劳动力和通胀均出现边际降温的趋势，美国经济有较大概率实现“软着陆”。不过高利率的长时间维持态度对经济仍具压力。欧元区加息或已终结，但经济表现偏弱，“硬着陆”风险提升，整体宏观有一定压力。基本面，镍全产业链供应端基本上都呈稳步增加：电积镍如期放量并已在库存上体现出累库表现，2024年纯镍仍有产能待投，供应有继续增加预期。镍铁国内产量预计回落，但印尼产量继续上行，未来回流增加，带动供应整体上行。硫酸镍原料充足，供应稳增。消费端不锈钢、三元电池消费都有压力，唯合金板块有韧性，但难弥补其他板块的集体压制。供需过剩明显，奠定2024年镍价弱走势。节奏上我们认为比较难走比较顺畅的单边下跌或者大幅下跌走势，下方空间还需要看成本表现，立足当下11月初的价格去看，镍铁已至成本附近，纯镍不同工艺有最低1000元，最高40000元不等的利润，利润空间不大，未来镍价在下行过程中会遇成本支撑，我们更倾向镍价走抵抗式的震荡下行之路。
- 沪镍主力主体波动120000-160000元/吨之间。伦镍03主体波动15000-22000美元/吨
- 操作建议：逢高抛空思路为主
- 风险点：美联储超预期宽松，镍矿大幅扰动

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、行情回顾.....	5
二、宏观.....	6
1、海外欧美不一，相较之下欧元区压力更大.....	6
2、国内积极财政政策和货币政策可期.....	7
三、矿端供应尚宽松，但进口集中度极高.....	9
四、印尼铁回流冲击不停，国内镍铁夹缝中求生存.....	11
五、纯镍供给进一步增加，进出口格局或扭转.....	12
六、硫酸镍供应仍有增量待释放.....	14
七、镍消费.....	15
5.1 不锈钢消费大稳小动.....	15
5.2 三元电池消费增速有压力.....	16
5.3 合金板块军用消费刚性，民用消费有拖累.....	16
八、国内率先累库，海外亦累库不远.....	18
九、行情展望.....	18

图表目录

图表 1 镍期货价格走势.....	5
图表 2 LME 镍升贴水.....	6
图表 3 国内现货升贴水.....	6
图表 4 欧、美 GDP 增速.....	8
图表 5 欧美 CPI 表现.....	8
图表 6 美国非农人口.....	8
图表 7 美国失业率.....	8
图表 8 中美欧制造业表现.....	9
图表 9 中国 GDP 增速.....	9
图表 10 2022 年全球镍矿产量分布.....	10
图表 11 近年我国镍矿进口变化.....	10
图表 12 镍矿进口情况.....	10
图表 13 自菲律宾进口占比.....	10
图表 14 镍矿价格.....	10
图表 15 镍矿港口库存.....	10
图表 16 中国镍铁产量.....	11
图表 17 印尼镍铁产量.....	11
图表 18 中国镍铁进口量.....	12
图表 19 中国自印尼镍铁进口量.....	12
图表 20 镍铁库存.....	12
图表 21 镍铁价格走势.....	12
图表 22 中国电解镍累计产量.....	13
图表 23 中国精炼镍产量季节性图.....	13
图表 24 中国精炼镍进口.....	13
图表 25 中国精炼镍进口来自俄罗斯.....	13
图表 26 中国精炼镍出口.....	14
图表 27 中国硫酸镍产量.....	15

图表 28 硫酸镍原料分布.....	15
图表 29 中国硫酸镍进口.....	15
图表 30 硫酸镍出口.....	15
图表 31 2019-2026 年 E 纯镍需求分下游占比	16
图表 32 纯镍表观消费量.....	16
图表 33 不锈钢产量情况.....	17
图表 34 300 系不锈钢产量情况.....	17
图表 35 不锈钢价格情况.....	17
图表 36 不锈钢库存情况.....	17
图表 37 中国新能源车销量.....	17
图表 38 三元前驱体产量.....	17
图表 39 交易所库存变化情况.....	18
图表 40 保税区镍库存情况.....	18

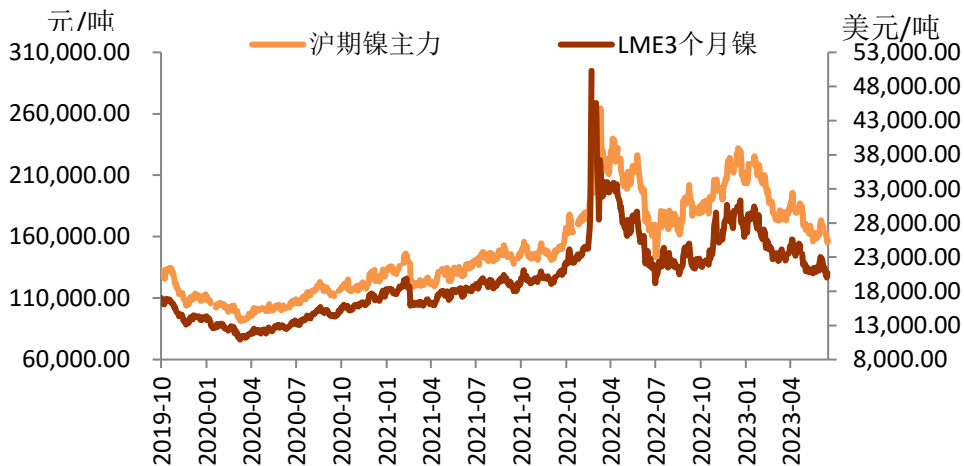
一、行情回顾

2023 年镍价一路震荡下行，年初电积镍开始投产，并在年内基本按计划完成新增，国内纯镍产量快速攀升，同时纯镍价格与高镍生铁、硫酸镍的价差拉大到极值状态，镍豆——硫酸镍价格持续倒挂，镍豆消费量快速下滑，并在四季度国内纯镍供应增量反馈到镍库存上，库存持续累库，沪镍一路从年初 22 万上方震荡下行至 14 万一线。

海外伦镍在暂停了一年多的亚洲时段交易之后在 3 月 27 日终于重新交易，整体走势亦呈震荡下行走势，相较国内弱势。海外美联储高利率水平压制消费需求，加上欧美银行业流动性危机的恐慌，以及 10 月中东战局爆发，使市场对经济再度紧张，伦镍价格一路自 3 万美元上方下行至 17175 美元/吨，创近三年新低。

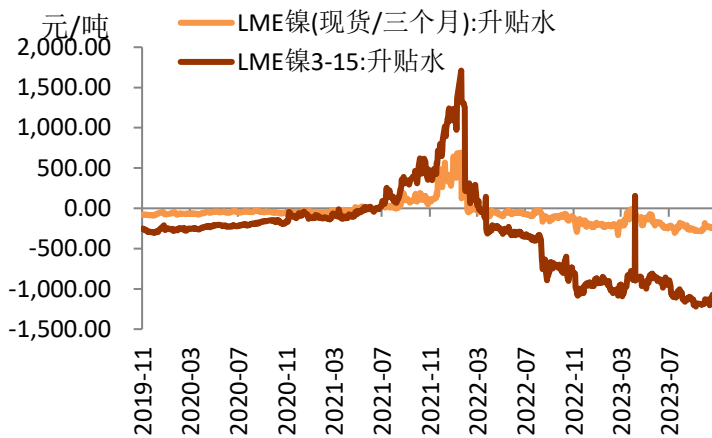
沪镍结构上，上半年库存尚处于低位，盘面保持强 Back 结构。四季度产能增量逐步在库存中有所体现，Back 结构收窄一度回到 Contango 结构。现货升水年初金川镍货源紧俏升水一度上万元，但伴随供应增加升水同步回落，四季度尤其俄镍开始出现贴水。海外消费弱势之下，始终保持较大幅度 Contango 结构。

图表 1 镍期货价格走势

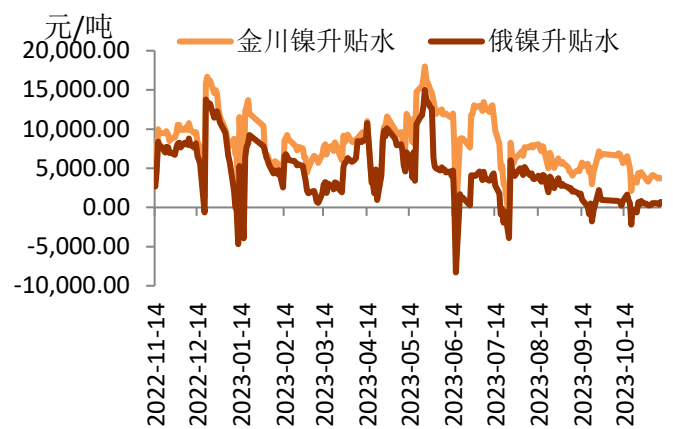


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 LME 镍升贴水



图表 3 国内现货升贴水



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观

1、海外欧美不一，相较之下欧元区压力更大

美联储自 2022 年开始加息，到目前以来共加息 525BP，美国整体金融压力有较大幅度提升。从 11 月 FOMC 会议上看，鲍威尔已表示当前紧缩的货币政策已经对经济活动产生了向下的压力，但全面的效果还没有完全体现，并表示加息周期不能说就已经结束。从美联储最关心的两项数据通胀和就业来看：10 月新增非农就业 15 万人，较 9 月份下降较多。劳动参与率录得 62.7%，失业率为 3.9%，分别较 9 月份下降、上升 0.1 个百分点。非农就业时薪同比上升 4.1%，环比上升 0.2%，均较 9 月份下降 0.1 个百分点。总的看，10 月劳动力市场出现较为明显的降温，并且可能处于进一步降温的拐点。同时美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 10 月分别下降至 3.2%和 4.0%，双双低于市场所预期的 3.3%和 4.1%。当前通胀与就业数据仍在处于下行的趋势中，这意味着美联储的货币政策已经足够具有限制性，美联储将继续保持谨慎行事的原则，首先 12 月份大概率不会加息；其次随着核心通胀的下行，在不降息的背景下，美国经济的实际利率水平实际趋于上行，理论上对经济的抑制作用将会加强，在此情况下，美联储继续加息的可能性将会逐渐下降，大概率将会结束本轮加息周期。

至于 2024 年的降息周期，美联储点阵图以及 CME 市场信息来看，美联储有可能会在 2024 年中开启首次降息。但降息时间节点也比较容易推后。一是，通胀预计在 2024 年上半年保持震荡，难以接近 2%，且油价的上行压力也会给通胀同比读数带来压力；二是，美国经济软着陆迹象明显，短期难以出现较大的衰退风险。虽然市场对于明年美国经济“硬着陆”有所期待，但是目前劳动力市场依然处于相对短缺的状态，对薪资和居民收入增长带来支撑。因此美联储或难开启金融危机以来的“危机应对式”降息，本轮降息幅度和节奏或许是“降降停停”，整体的降幅或也不会太大，且有可能在降息时继续缩表。

美国经济数据表现韧性十足，美国 3 季度实际 GDP 初值环比增长 4.9%，较 2 季度上升

2.8 个百分点，同比增速亦上升至 2.93%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 3 季度 GDP 环比增长 2.69、1.47、-0.08、0.79 个百分点。制造业 PMI 出现企稳趋势。2023 年 9 月，美国制造业 PMI 达到今年以来的最高值 49.0，指向美国制造业景气度提升，10 月虽下行至 46.7，但仍高于今年年中 6-7 月时的水平。从历史数据看，本轮美国 PMI 已调整近 2 年，与历史上的经验周期长度（约 20 个月）基本吻合，指向美国制造业周期的调整或已接近结束。进出口方面，2023 年三季度，美国进出口增速实现大幅转正。其中出口环比增速为 6.2%（二季度-9.3%）；进口环比增速为 5.7%（二季度-7.6%），净出口拖累 GDP 增速 0.1 个百分点。2024 年伴随高利率的长时间维持，金融条件收紧，美国经济增长会出现边际降温，但美国居民与企业相对较低的杠杆率，随着补库存的开启，美国经济或较难出现深度衰退 IMF 预测美国经济在 2023、2024 年同比增长 2.1%、1.5%。

欧元区央行加息大概率结束，但“硬着陆”风险提升。2023 年 3 季度，欧元区 GDP 同比增长 0.1%，环比-0.1%，其中作为欧元区最主要经济体的德国当前已陷入“技术性衰退”中。法国 3 季度 GDP 同比增长 0.3%，环比增长 0.09%，均较 2 季度有所下降。从 PMI 等更加高频的指标来看，欧洲的经济情况也不容乐观。2023 年 10 月欧元区制造业 PMI 录得 43%，较 9 月份下降 0.4 个百分点，德国 10 月制造业 PMI 仅有 40.8%，欧元区 20 国经济景气指数在 10 月为 93.3，已经连续 6 个月下降。

2、国内积极财政政策和货币政策可期

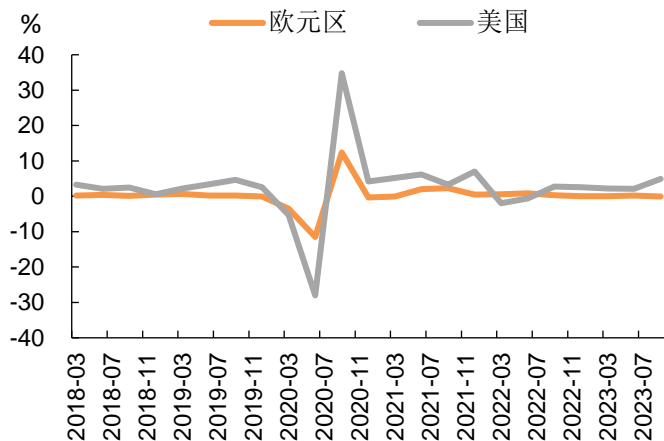
国内经济 2023 年二季度经历一波回落，此后在 7 月政治局会议一系列“稳增长”的部署落地之后，稳增长政策又从 8 月开始不断加码，宽货币、松地产、地方政府化债等多线推进一定程度可以为经济“托底”。2023 年前三季度 GDP 增速达到 4.9%，目前市场对 2023 年全年经济增超 5% 的预期较强。如果四季度外需出现阶段性回暖，居民消费需求进一步释放，则 2023 年经济增速可以进一步向上突破。

财政方面，2023 年财政发力偏向积极，侧重于债务风险的防范化解，财政力度偏向谨慎一些。不过随着今年四季度 1 万亿增发国债的落地，打破 3% 赤字率的“软约束”财政将步入新一轮发力期，2024 年赤字率将继续突破 3%，中央财政加杠杆空间相应打开，以填补地方财政收支缺口，稳定总需求。

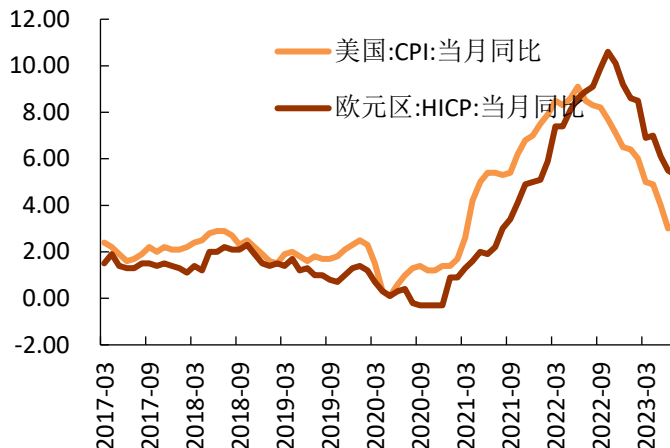
货币政策方面，2023 年货币政策多重超预期。在政府工作报告以及 4 月政治局会议的部署上，货币政策强调要“精准有力”，总量政策加码发力的紧迫性有所下降；二季度以来，随着经济复苏节奏放缓，多项经济指标表现持续低于预期，6 月 9 日时任中国人民银行行长易纲表示货币政策要“加强逆周期调节，全力支持实体经济”，7 月政治局会议进一步释放明确的稳增长信号，人民银行在 6 月与 8 月接连两次下调政策利率，节奏均超出市场预期，对激发实体经济融资需求、改善各方预期起到了关键作用。2024 年来看，内部需求不足和房地产链条收缩等因素，对经济增长的扰动仍未完全出清，信用扩张更多取决于政策增量和落地

节奏的稳定性。因而，货币政策仍需发力护航宽信用和稳增长。外部因素来看，2024 年美联储加息操作基本结束，降息节点虽然不确定，但基准利率难以再大幅度上行，人民币汇率压力逐渐缓和，进一步打开货币政策操作空间。

图表 4 欧、美 GDP 增速

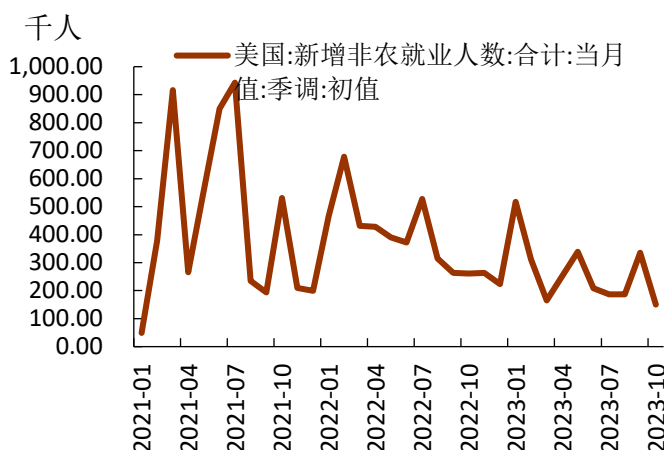


图表 5 欧美 CPI 表现

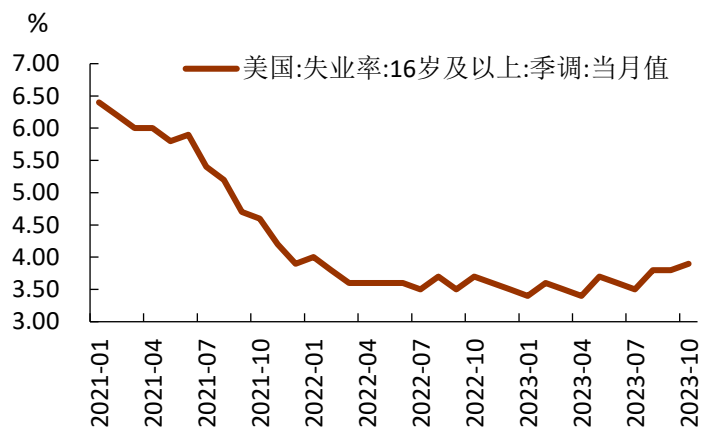


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 6 美国非农人口

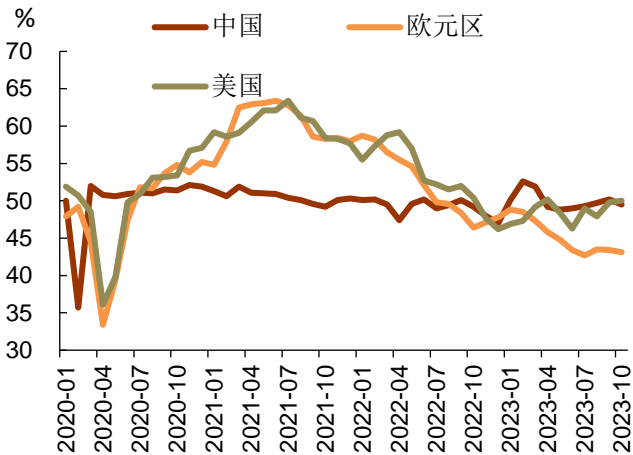


图表 7 美国失业率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 中美欧制造业表现



图表 9 中国 GDP 增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、矿端供应尚宽松，但进口集中度极高

印尼禁矿出口之后，我国对菲律宾镍矿进口依赖程度进一步加深，2023 年 1-9 月我国镍矿进口 3369 万吨，累计增加 19.03%。其中自菲律宾进口 2919 万吨，累计增幅 22%。对菲律宾进口依存度提升 2%至 86%。尽管对菲律宾镍矿依存度非常高，但暂时镍矿供应宽松，镍矿进口价格尚稳。

印尼 2023 年 8 月出现矿端扰动事件，印尼政府查处非法镍矿，叫停矿山新增申请配额的批复。印尼当地镍矿市场非法开采的现象众多。非法采矿行为包括但不限于：没有 IUP 资质但对外出矿的、配额用完后继续出矿的、配额只能用于矿山自有冶炼厂冶炼使用不能出矿但是出矿的、以铁矿名义出口镍矿的等等。印尼政府开展能矿部廉政调查，因切换至旧的审批系统后手续更为严格，导致各镍矿山新生产配额获批缓慢，加之部分矿山因生产配额耗尽而无法继续出货，矿端紧缺一直持续至 11 月初，一度印尼出现外采菲律宾矿石现象，一度小幅拉高矿价。年底印尼当地为应对 2023 年 Q4 镍矿紧张的情况，审批了镍矿的临时配额，矿价回落。且据印尼最新消息显示，2024 年新增配额审批暂未受到影响，矿价回归平稳。虽然此事件对矿价影响相对短暂，且高度影响有限，但矿产资源集中度过高隐忧抬上明面。

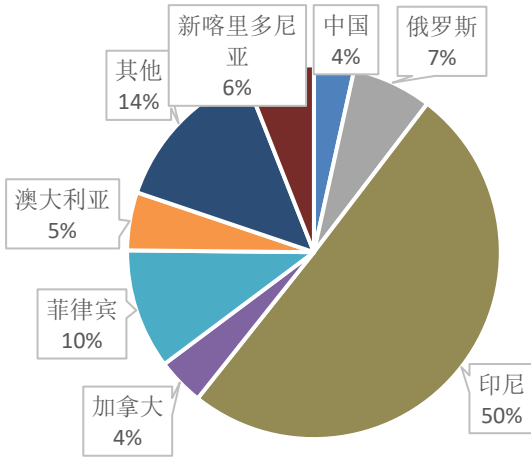
港口库存方面，2023 年港口库存高点在 480 万湿吨，低点 280 万湿吨。与去年高点 490 万湿吨及低点 201 万湿吨差距不大，11 月之后菲律宾进入雨季，发货高峰期结束，港口预存将回落，基本港口库存符合季节性特征。

镍矿价格方面，镍价低迷来自产业链压力自下而上传导，加上海运费低位，镍矿整体呈现下行走势，仅在印尼 RKAB 事件的影响下短暂小幅回涨，四季度再回落，年内 Ni:1.5% Fe:15-25%镍矿从年初 72 美元/湿吨到年底下行至 54 美元/湿吨。

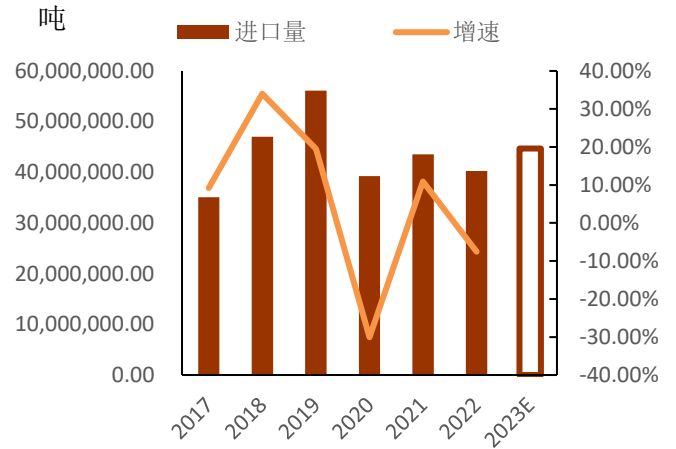
我们预计 2024 年国内进口镍矿稳定在 4000 万吨附近，镍矿供应较宽松。更多的镍矿需

求可能转化为印尼镍铁进口。

图表 10 2022 年全球镍矿产量分布

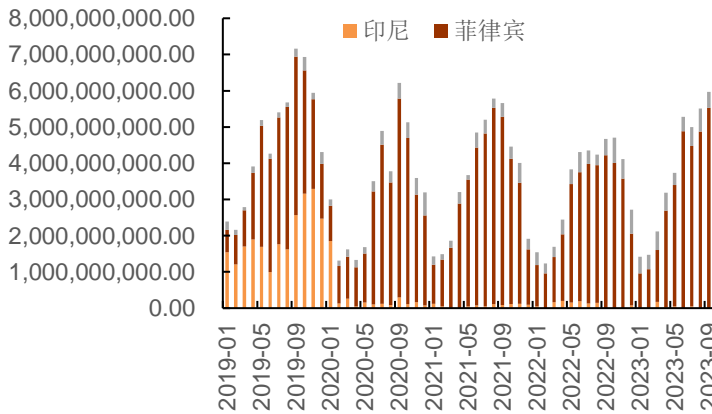


图表 11 近年我国镍矿进口变化

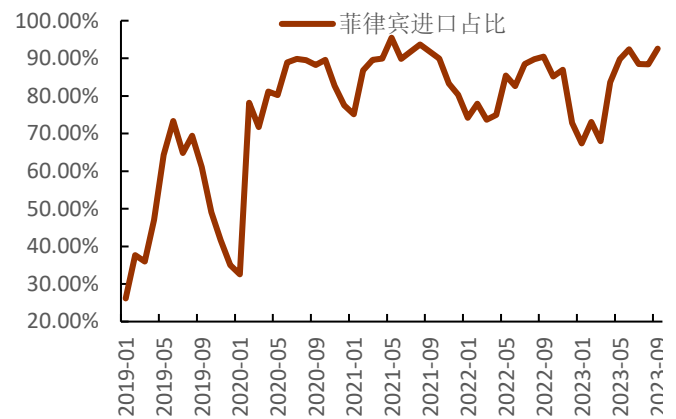


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 12 镍矿进口情况

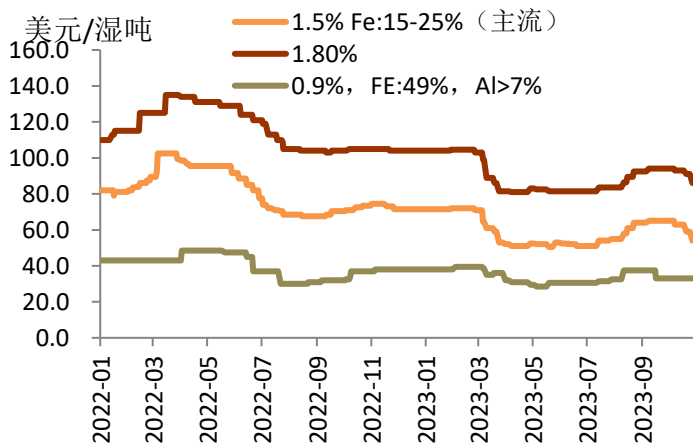


图表 13 自菲律宾进口占比

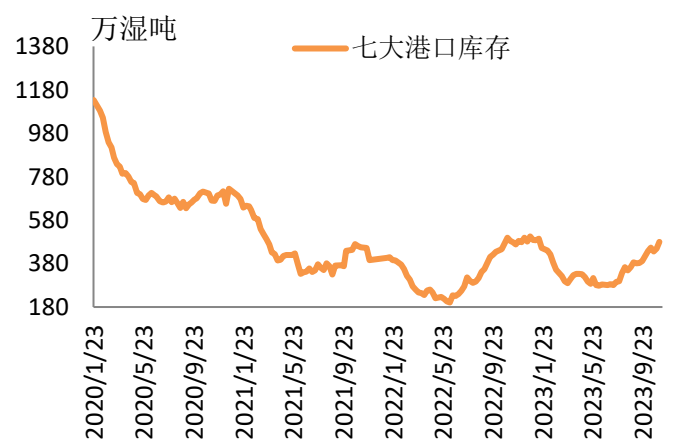


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 镍矿价格



图表 15 镍矿港口库存



资料来源: SMM, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、印尼铁回流冲击不停，国内镍铁夹缝中求生存

上下游的持续性挤压，以及海外印尼铁不断回流冲击，国内铁厂亏损严重，为了减轻生产亏损的压力，2023 年铁厂减产检修增多。根据 SMM 数据 1-10 月国内累计镍铁产量 32.7 万吨，同比-3.39%。2024 年国内铁厂没有较好的新增产能计划，印尼铁持续冲击，2024 年国内镍铁预计继续回落。

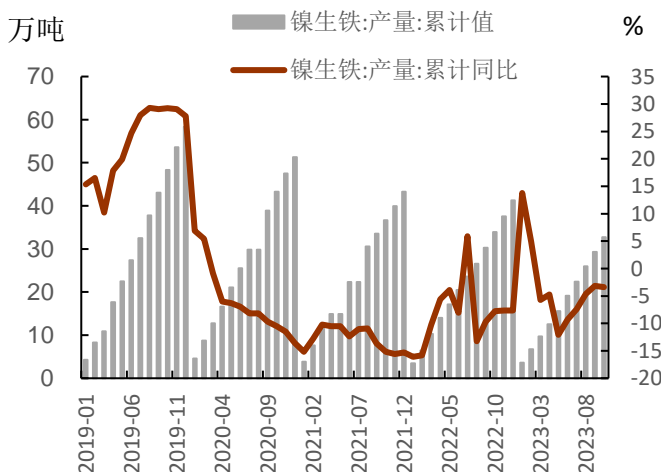
此消彼长，国内产量下行，镍铁进口延续猛增之势，2023 年 1-9 月进口镍铁 605 万吨，增幅达 45.45%。考虑到印尼四季度在 RKAB 事件的影响下，镍铁生产有一定受限，四季度印尼按照去年同期进口量不增加测算，2023 全年进口高达 779 万吨，2022 年进口为 589 万吨。国内进口镍铁从 2020 年陡然猛增，与镍矿 2020 年开始陡然猛降相呼应，镍资源以镍铁形式流入国内，预计未来近几年仍维持这种状态。

印尼方面 2023 年 1-10 月累计产量 118.04 万吨，同比增加 25.51%。据消息称印尼镍矿 2024 年配额已完成，暂无变动。力勤 OBI 二期等项目继续投产提速，大概率 2024 年印尼铁产量稳步提升，加上成本优势，印尼铁回流继续走高。

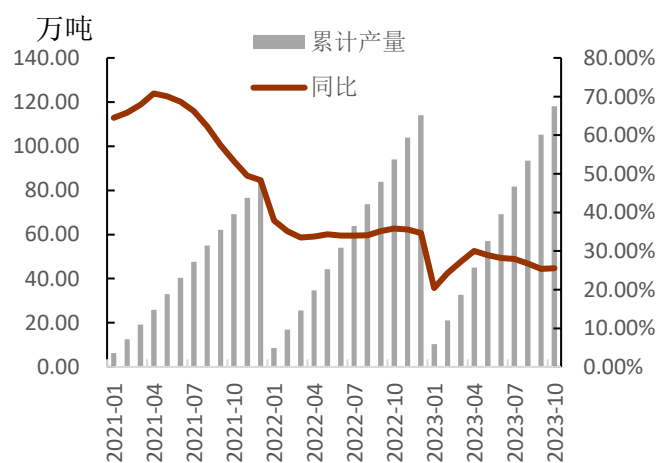
库存方面，2023 年镍铁在一季度有较好去库，此后基本都保持在 3000 左右金属吨的高位附近，一来镍铁库存大多在价格较高时累起，去库较难，二来归根结底消费偏弱，去库不动。在国内外 2024 年仍维持高供应的情况下预计镍铁库存难降。

整体而言，镍铁是镍链条上最早过剩，也是过剩最大的部分，对镍铁未来价格预期还是将呈现下行趋势，不过在国内铁厂成本线的支撑下镍铁价格下降速度受限，底部空间也不宜看的过大。

图表 16 中国镍铁产量

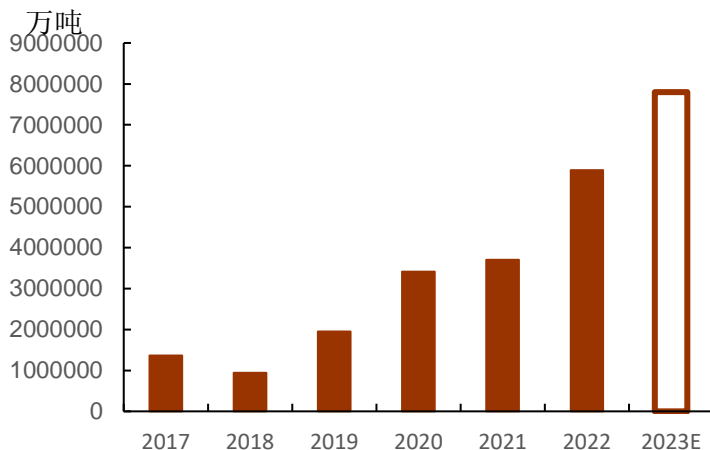


图表 17 印尼镍铁产量

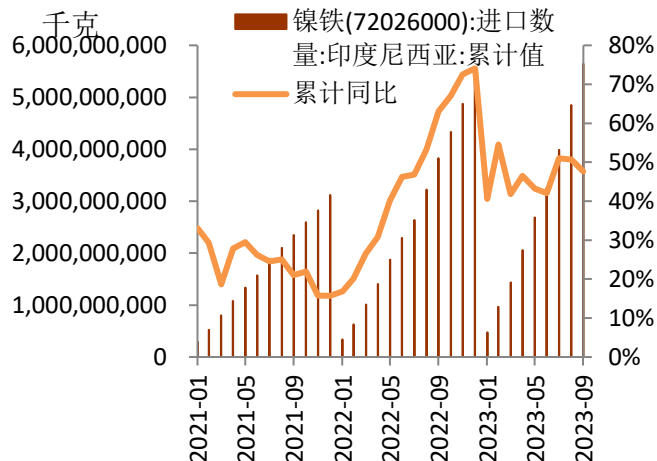


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 中国镍铁进口量

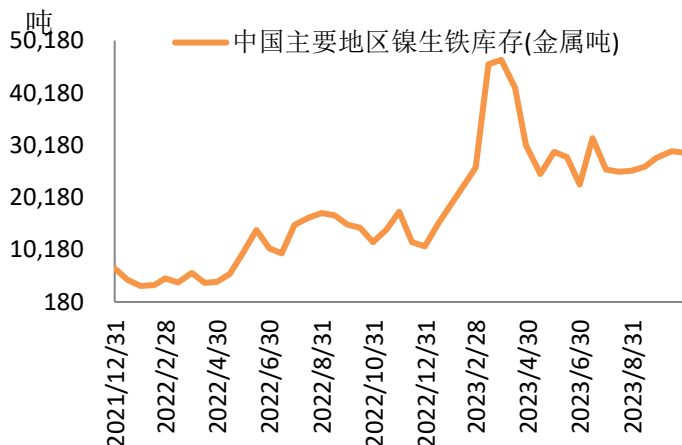


图表 19 中国自印尼镍铁进口量

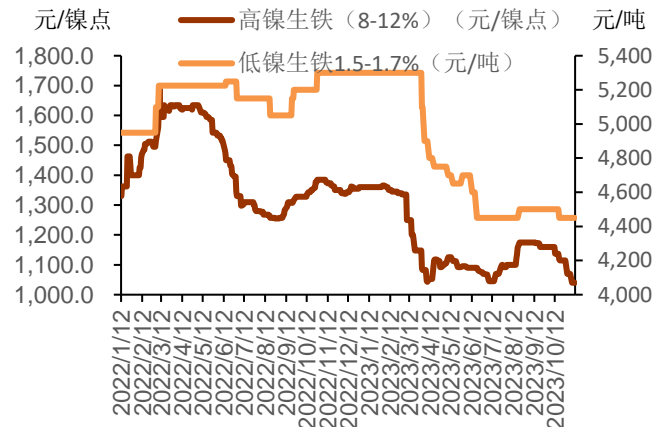


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 镍铁库存



图表 21 镍铁价格走势



资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

五、纯镍供给进一步增加，进出口格局或扭转

2023 年可以称为电积镍快速投产元年，受硫酸镍转产电积镍高利润刺激下，湖北、江苏、江西、浙江等地区新增产能不断投产，此外还有天津茂联时隔两年再度复产；西北地区扩大产能。到 2023 年 10 月，全年计划复产和新投几乎全部如期完成，预计 2023 年中国精炼镍产能预计将达到 27.51 万吨。其中新建及转产电积镍产能为 5.13 万吨。

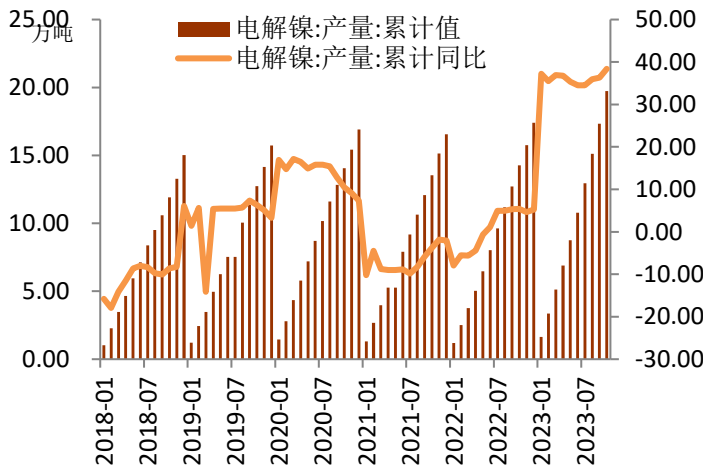
我们预计 2024 年镍市场整体产量将呈上行态势。2024 年国内还有浙江 MHP 电积镍项目、江西 MHP 项目投产，另外还有江西浙江两地分别 0.15 万吨，及 0.5 万吨产能等待达产。海外印尼莫罗瓦利产业基地首条冰镍产线正式投料试产并成功产出冰镍。随着国内外精炼镍项目陆续投产，纯镍供应继续增加。

进出口方面，国内精炼镍挤出效应及镍豆用量巨减的情况下，2023 年纯镍进口进一步下滑，2023 年 1-9 月我国进口纯镍 7.3 万吨，同比减少 38.52%。不过俄镍的进口量尚且可

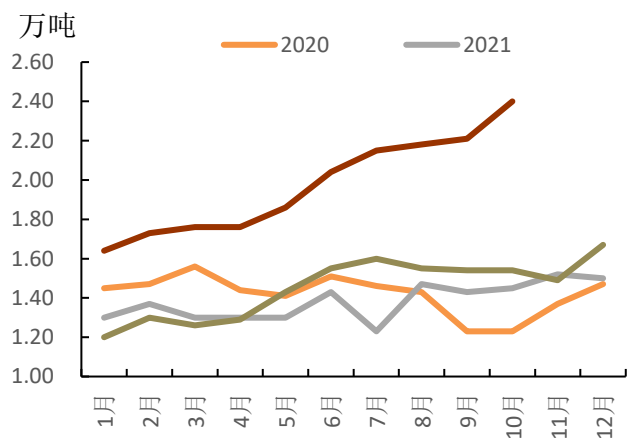
观，占据总进口量的 50%，其中半数以上俄镍为长协订单。国内纯镍市场中国产资源迅速占据了大部，除俄镍外的其他冶炼级镍板几无进口动力；挪威、日本的镍板则因其在电镀行业的适用性，尚有一块天地；而俄镍则因其可交割属性，以及部分下游的使用习惯原因，亦有一定的生存空间。随着国产镍板的继续投产，以及国产品牌陆续向注册交割资质努力，预计国产资源挤占进口镍板的情况将愈发明显。

同时我们也关注到，镍出口由此前的无序比值合适出口到出口稳步增加的改变，主要因为国产资源供应大幅增涨，部分国产品牌开始努力寻求出口，也正在积极注册 LME 可交割品牌。目前国内品牌可交仓 LME 的有金川、凯实、华友、格林美。随着 2024 年度仍有部分精炼镍产线继续投产，国内供应过剩将更加明显，国内企业出口的意愿亦更加浓厚。

图表 22 中国电解镍累计产量

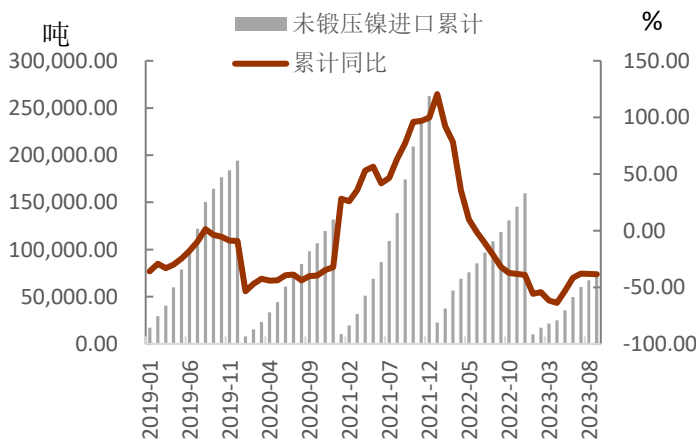


图表 23 中国精炼镍产量季节性图

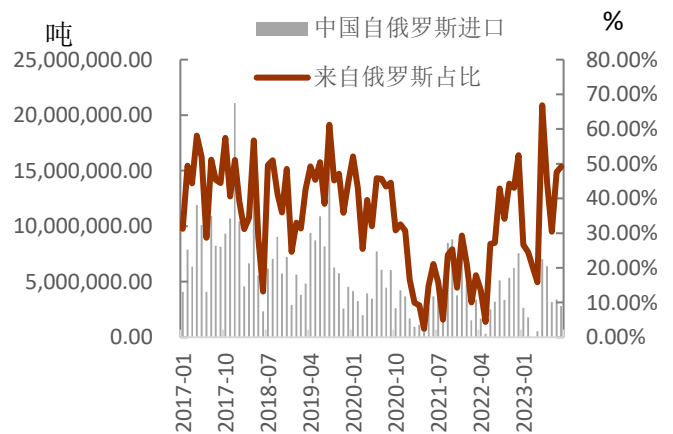


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 24 中国精炼镍进口

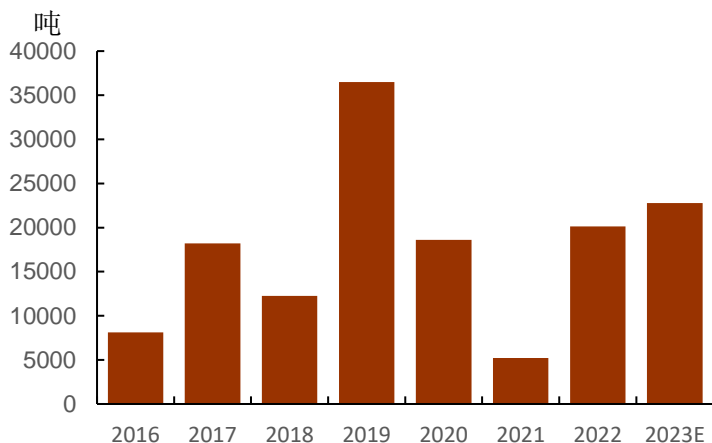


图表 25 中国精炼镍进口来自俄罗斯



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 26 中国精炼镍出口



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

六、硫酸镍供应仍有增量待释放

2023 年硫酸镍新投产产能逐步释放，中国为全球硫酸镍主产地的地位不动摇，1-9 月中国硫酸镍产量 126.75 万实物吨，同比增长 113.69%。下半年是国内硫酸镍产量爆发集中期，主要是下半年电积镍与硫酸镍价差进一步扩大，市场内采购硫酸镍转产电积镍氛围再起，硫酸镍短期市场供应偏紧价格上行，带动炼厂开工积极性走高，企业排产量上行。四季度正极材料企业压价情绪持续，下游三元前驱体需求恢复较慢，原料端镍中间品价格持续坚挺，硫酸镍价格已逼近生产成本，受硫酸镍价格低位影响减停产炼厂增多。

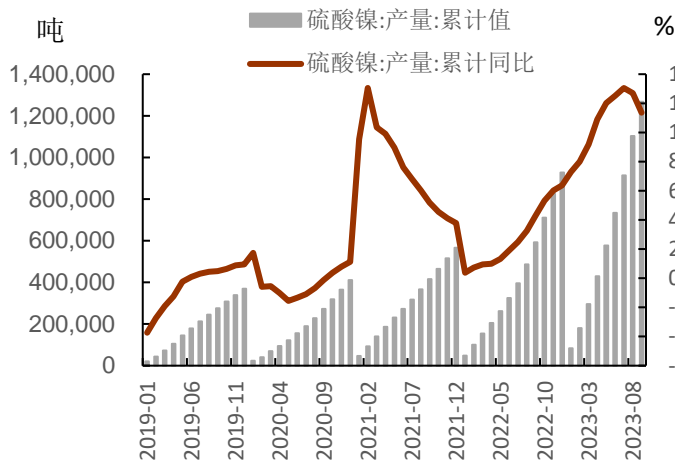
原料用量方面，2023 年硫酸镍原料用量对镍豆几无需求，镍中间品（MHP+高冰镍）成为硫酸镍主要原料。中间品的供应亦维持高增长。另外，中间品新增产能基本集中在印尼，如：力勤印尼 OBI 镍钴三期、青山集团振石集团维达贝项目、盛屯、道氏集团+印尼华迪的高冰镍项目，以及华山镍钴项目、pomlaa 项目、weda bay 一期的 MHP 项目等。如果新产能全部顺利投产，2024 年将有 37 万镍吨中间产能投放。

所以，原料充裕，加上海内外仍有大量硫酸镍新项目投产，且其中大部分增量集中在前驱体一体化企业自产部分。我们认为 2024 年硫酸镍供应仍能保持继续上行，

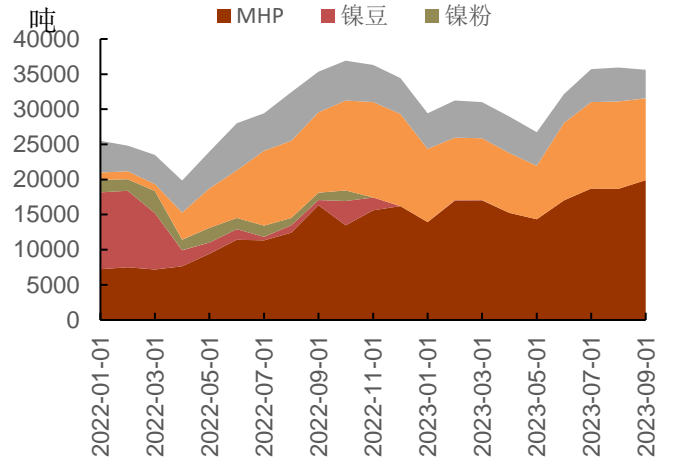
进出口方面，2023 年 1-9 月硫酸镍累计进口 81295 实物吨，同比增加 103.46%。1-9 月累计出口 10914.86 实物吨，同比大增 368.14%。海外多数盐厂仍在用镍豆溶解制备硫酸镍，经济性和成本都不及国内，国内 2023 年硫酸镍出口有个较迅猛增速。

整体去看，硫酸镍具备原料充足、计划投产产能大的特点。尽管未来新能源车电池装机仍然预期继续走高，不过硫酸镍总体产量增量较大，加上一体化企业对硫酸镍市场掌控力度将增强，供应过量可能有所显现，预计 2024 年硫酸镍价格重心承压下移。

图表 27 中国硫酸镍产量

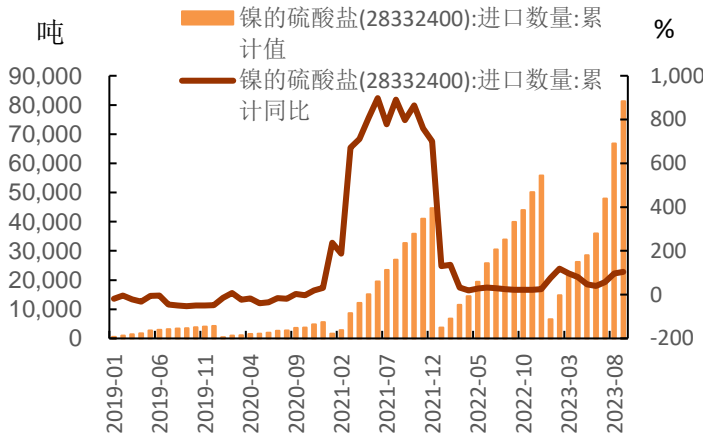


图表 28 硫酸镍原料分布

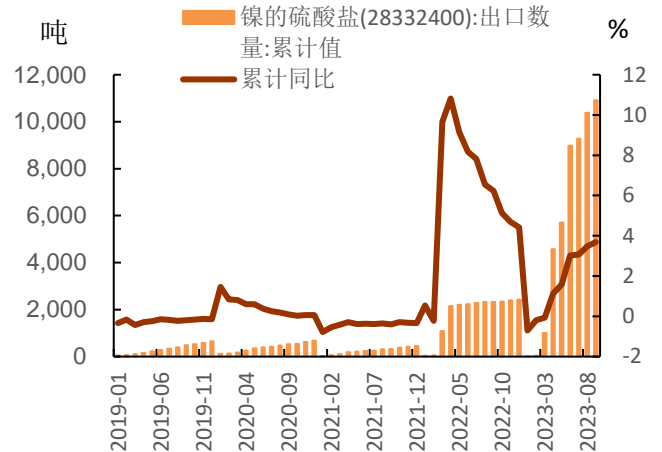


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 中国硫酸镍进口



图表 30 硫酸镍出口



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

七、镍消费

5.1 不锈钢消费大稳小动

不锈钢受原材料经济性影响，国内 300 系不锈钢原料端可分为四部分，纯镍占比 2.5%、镍生铁占比 71.5%、FeNi 占比 8.5%、废料占比 17.5%。虽不锈钢原料端纯镍占比仅为 2.5%，但受不锈钢产量大的特点不锈钢板块对纯镍也有一定耗量。

2023 年国内不锈钢行业高开低走，排产不及预期，1-10 月不锈钢产量 2966.42 万吨，同比增长 8%。其中 300 系不锈钢 1559.21 万吨，同比增 11%。一来印尼进口回流下滑减少了国内的部分压力，二来但内需不佳，外贸不力，甚至在原本的“金九银十”需求旺季，钢厂出现了因生产利润倒挂，而被迫减产或停产的情况。

2024 年国内仍有新增产能的投产计划，其中以青山广东阳江项目为代表，但由于不锈

钢新增产能投产受较多因素影响，考虑到目前整体行业利润状况偏低、终端消费有压力、加上政策面 2024 年在低碳工艺改革的限制下，不锈钢消费可能不会出现太大波动。

5.2 三元电池消费增速有压力

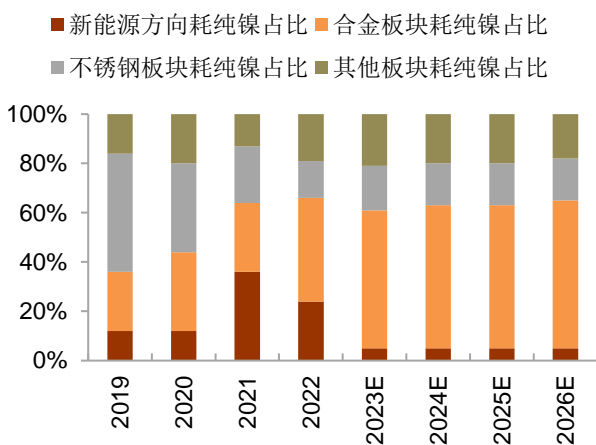
2023 年三元前驱体产量增速有所放缓，1-9 月累计产量 58.3 万吨，同比增加 1.73%。相比去年和前年动辄两三位数的增速相比回落不少。新能源车 2023 年表现仍然不错，只有一季度受新能源汽车补贴退坡以及行业去库存行为显著、需求端承压新能源车销量增幅阶段性下滑，不过其后一直保持稳定上升。数据显示 1-9 月中国新能源车累计销量 728 万辆，同比增加 37.88%。2023 年将超乘联会预测的 850 万辆水平。不过虽然从新能源车销数据来看，处于上行态势，但是三元电池市场份额在不断被铁锂挤占，同时电池厂库存较高，仍需去库，未来三元电池消费增速有一定压力。

5.3 合金板块军用消费刚性，民用消费有拖累

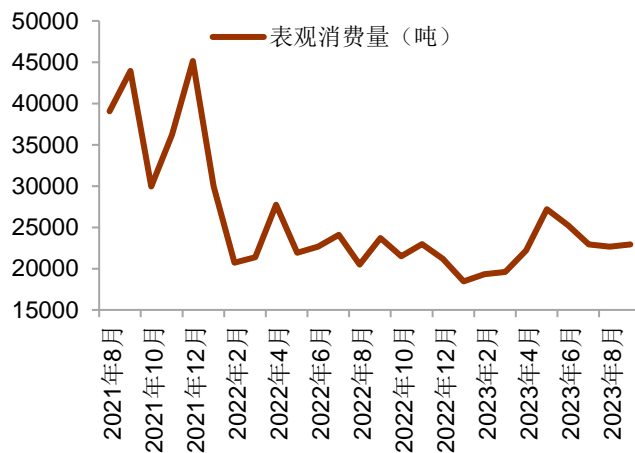
由于电解镍和电积镍生产方法和电解液体系的差异，成品品质上会有一些差异。国内目前多数新建及复产电积镍生产企业质量多对标俄镍。合金板块通常以金川镍板使用为主。

2023 年上半年民用合金因核电等项目较多，从而拉动高温合金订单，民用合金表现尚可，下半年民用合金订单普遍回落。不过军工合金需求始终保持一定水平，军工合金板块消费刚性较强，预计 2024 年保持稳定增速。

图表 31 2019-2026 年 E 纯镍需求分下游占比

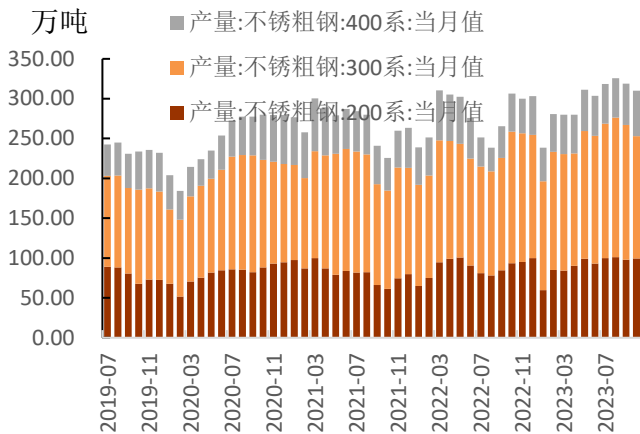


图表 32 纯镍表观消费量

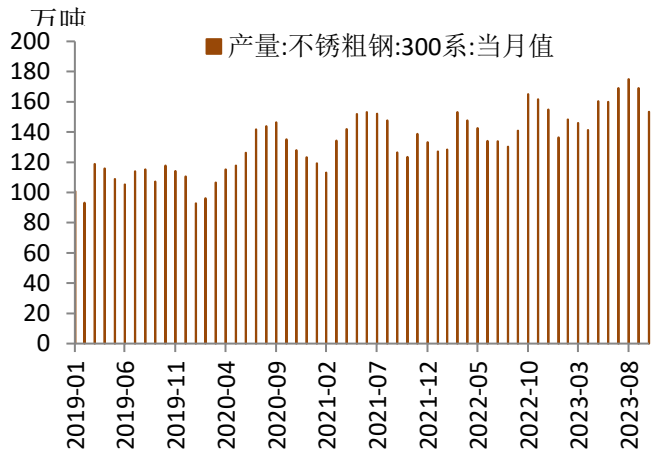


资料来源：钢联，铜冠金源期货

图表 33 不锈钢产量情况

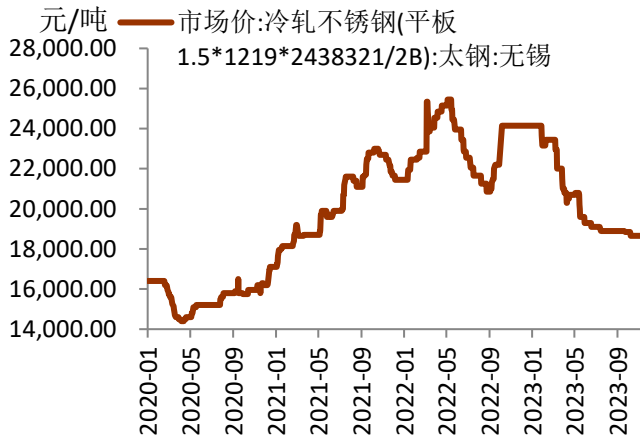


图表 34 300系不锈钢产量情况

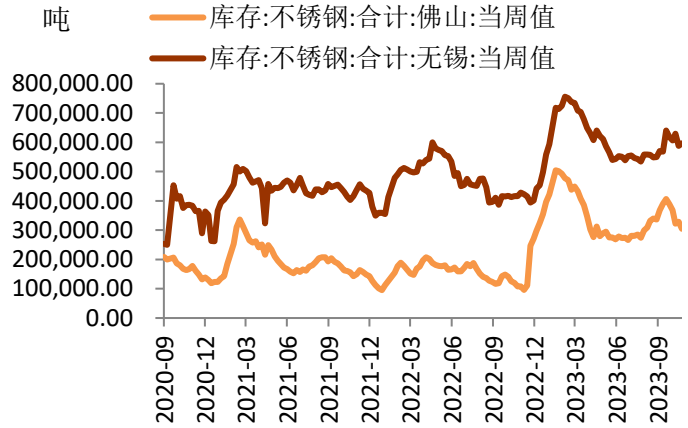


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 35 不锈钢价格情况

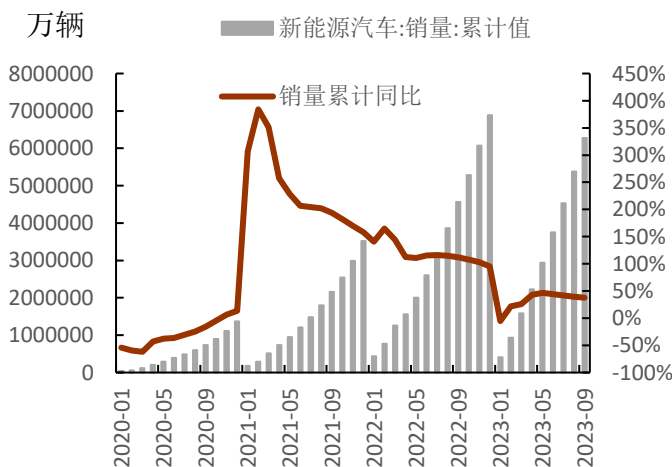


图表 36 不锈钢库存情况

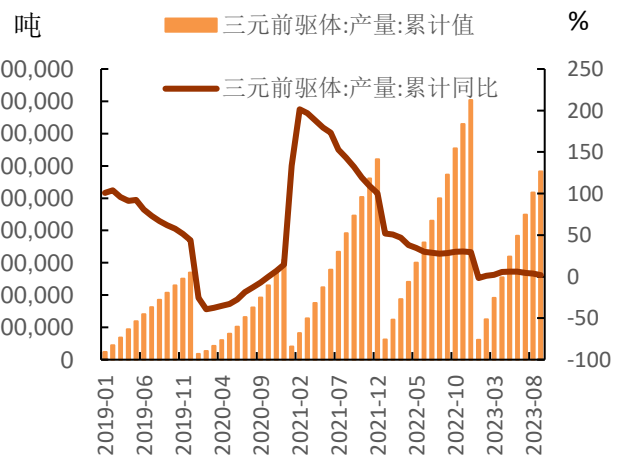


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 37 中国新能源车销量



图表 38 三元前驱体产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

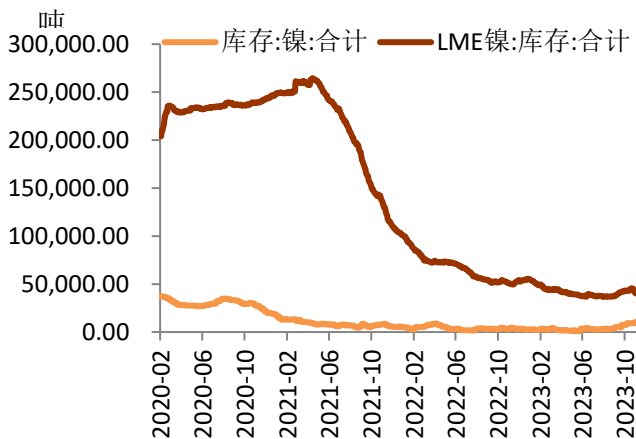
八、国内率先累库，海外亦累库不远

截至 11 月初，LME 和 SHFE 的交易所库存分别为 42534 吨和 10957 吨，合计 53491 吨，较年初的 55380 吨减少 1889 吨。减量主要来自 LME，因海外大多硫酸镍厂仍然使用镍豆溶出技术，对镍豆有一定消耗。但国内库存在四季度展开较强累库，从年初 2496 吨至年底增加了 8461 吨。

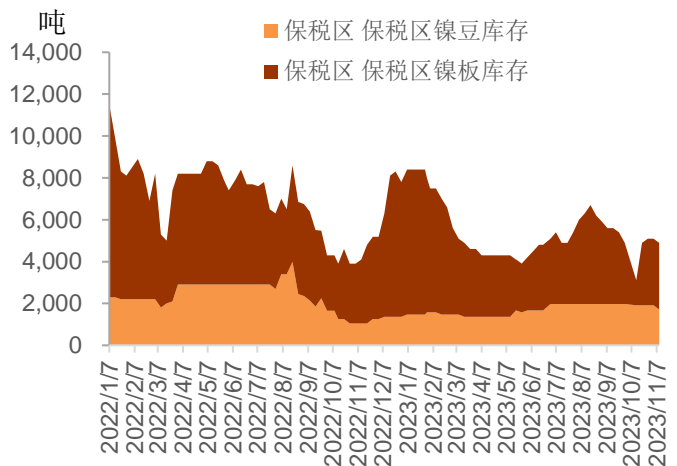
2023 年 LME 华友的“HUAYOU”及格林美的 GEM-NI1 牌电解镍成功注册，分别注册产能 6000 吨、10000 吨。国内注册品牌增多提高避免海外镍交割不足的“逼空”情况，也为日后国内镍过剩出口便利提供基础。从未来供应增量和消费情况看，2024 年全球镍库存看好全面进入累库。

保税区方面，到 11 月初镍保税区库存 4900 吨，较年初减少 3500 吨。2023 年进口窗口开启较少，加上国内镍豆需求几无，国内对纯镍进口需求减弱，保税区库存持续低位附近。预计 2024 年保税区低库存状况维持。

图表 39 交易所库存变化情况



图表 40 保税区镍库存情况



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

九、行情展望

矿端，我国对菲律宾镍矿进口依赖程度进一步加深，2023 年对菲律宾进口依存度进一步提升 2%至 86%。暂时镍矿供应宽松，镍矿进口价格尚稳。我们预计 2024 年国内进口镍矿稳定在 4000 万吨附近，镍矿供应较宽松。

镍铁方面，镍铁是镍链条上最早过剩，也是过剩最大的部分。2024 年预计国内镍铁预计继续回落。不过印尼铁产量或稳步提升，加上成本优势，印尼铁回流继续走高。

纯镍方面，2024 年国内还有新产能及扩建产能等待达产。海外印尼莫罗瓦利产业基地首条冰镍产线正式投料试产并成功产出冰镍。随着国内外精炼镍项目继续爬产，纯镍供应还将增加。

硫酸镍方面，硫酸镍具备原料充足、计划投产产能大的特点。尽管未来新能源车电池装机仍然预期继续走高，不过硫酸镍总体产量增量较大，加上一体化企业对硫酸镍市场掌控力度将增强，供应过量可能有所显现。

需求方面，不锈钢仍有新增产能计划投产，不过行业周期影响整体不锈钢利润状况偏低、终端消费有压力、加上政策面 2024 年在低碳工艺改革的限制下，不锈钢消费可能不会出现太大波动。三元电池市场份额在不断被铁锂挤占，同时电池厂库存较高，仍需去库，未来三元电池消费增速有一定压力。合金消费在军工合金消费刚性下或保持稳定增速。综上消费端还是压力大过动力。

整体，宏观面美国经济增长韧性较足，伴随劳动力和通胀均出现边际降温的趋势，美国经济有较大概率实现“软着陆”。不过高利率的长时间维持态度对经济仍具压力。欧元区加息或已终结，但经济表现偏弱，“硬着陆”风险提升，整体宏观有一定压力。基本面，镍全产业链供应端基本上都承稳步增加状态：纯镍 2023 年电积镍如期放量并已在库存上体现出累库表现，2024 年纯镍仍有产能待投供应仍有继续增加预期。镍铁上国内产量预计回落，但海外产量继续上行，未来回流增加，带动供应整体上行。硫酸镍原料充足，供应稳增。消费端不锈钢在 2024 年在低碳工艺改革及自身低利润的限制下，需求承压，同样有压力的还有三元电池消费，因其市场份额在不断被铁锂挤占，同时电池厂库存较高有去库需求。消费端唯一有韧性的是合金板块，但难弥补其他板块的集体压力。供应稳增。消费端不锈钢、三元电池消费都有压力，唯合金板块有韧性，但难弥补其他板块的集体压制。供需过剩明显，奠定 2024 年镍价弱走势。节奏上我们认为比较难走比较顺畅的单边下跌或者大幅下跌走势，下方空间还需要看成本表现，立足当下 11 月初的价格去看，镍铁已至成本附近，纯镍不同工艺有最低 1000 元，最高 40000 元不等的利润，利润空间不大，未来镍价在下行过程中会遇成本支撑，我们更倾向镍价走抵抗式的震荡下行之路。

预计 2024 镍价偏弱，沪镍主力波动区间在 120000-160000 元/吨之间。伦镍 03 波动区间在 15000-22000 美元/吨

风险点：美联储超预期宽松，镍矿大幅扰动

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。