

12月18日



基本面偏空延续

镍价低位运行

核心观点及策略

- 2024年镍价先强后弱。一季度新能源正极厂集中排产，需求增量明显。印尼RKAB审批进度不及预期，资源扰动担忧升级，推动镍价重心抬升。二季度，欧美对俄金属开启新一轮制裁；新喀动乱，进一步加剧矿端风险。叠加宏观情绪提振，沪镍创下年内高位。三季度，美联储降息预期后置，宏观情绪逐渐走弱。下游正极排产低迷，镍价承压。四季度，RKAB审批加速，资源扰动风险解除。新能源销量增速高企，但结构分化导致对镍需求有限，镍价弱势延续。虽然国内政策、美联储降息、美国大选均对镍价有阶段性提振，但弱现实格局难改，镍价均最终回撤。
- 2025年展望，供给仍有增量预期，传统消费端预期仍将处于磨底阶段，新能源汽车销量增速预期放缓，基本面整体延续偏空观点。宏观层面或存一定变数。首先，国内“适度宽松”的货币政策前景下，强预期政策的有效性有待检验。其次，美国劳动力市场降温已压制居民劳务收入，而财政赤字收缩将进一步拖累消费，叠加降息节奏放缓，美国投资与消费均将承压，软着陆预期面临挑战。
- 预计2025年沪镍主力在115000-150000元/吨之间。
伦镍波动区间在14700-18000美元/吨
- 风险点：美国经济韧性超预期，资源扰动

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：20021040

目录

一、2024 年回顾.....	4
二、宏观分析.....	5
海外：海外经济热度降温，财政托底作用明显.....	5
国内：投资与消费均显疲软.....	5
三、基本面分析.....	6
1、资源端扰动事件频发，托底镍矿价格.....	6
2、冶炼利润受挫，产能增速放缓.....	7
3、终端需求疲软，驱动镍铁供给结构分化.....	8
4、终端需求热度对硫酸镍提振有限.....	10
5、基本面偏空格局延续，库存预期维持高位.....	11
三、行情展望.....	12

图表目录

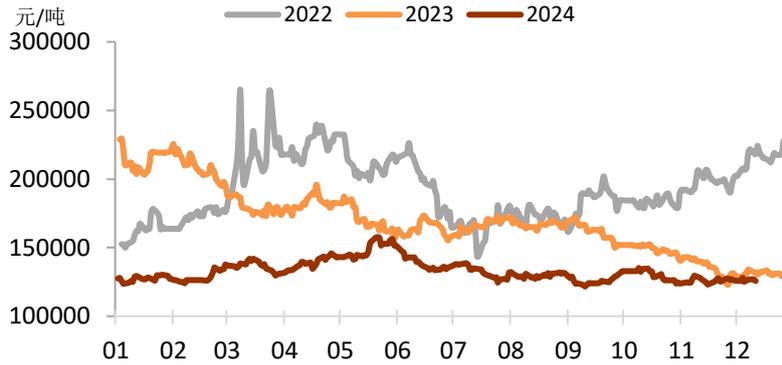
图表 1 沪镍货价格走势：元/吨	4
图表 2 镍现货升贴水（元/吨）	4
图表 3 美国前三季度季度 GDP 同比	6
图表 4 美国居民收入变动	6
图表 5 中国前三季度季度 GDP 同比	6
图表 6 中国 CPI 环比	6
图表 7 镍矿进口走势：万吨	7
图表 8 中国港口镍矿库存：万吨	7
图表 9 中国精炼镍进口量（含合金）：万吨	8
图表 10 中国精炼镍产量：万吨	8
图表 11 中国镍铁进口量：万吨（%）	9
图表 12 中国镍生铁产量：千吨	9
图表 13 镍铁库存金属量：万吨	9
图表 14 高镍生铁价格走势：元/镍	9
图表 15 300 系不锈钢产量：万吨	9
图表 16 300 系不锈钢库存	9
图表 17 硫酸镍产量（万吨）	10
图表 18 电池级硫酸镍价格（元/吨）	10
图表 19 新能源汽车产量增速	11
图表 20 国内新能源汽车产量：万辆	11
图表 21 新能源汽车销量：万辆	11
图表 22 两大电池类型装车量增速	11
图表 23 精炼镍社会库存：万吨	12
图表 24 镍交易所库存：万吨	12

一、2024 年回顾

2024 年镍价先强后弱，整体震荡运行。一季度，正极厂将 4 月订单前置，导致 3 月集中排产，硫酸镍需求集中释放。同时，印尼 RKAB 审批停滞，第一量子、嘉能可、必和必拓相继关停部分矿山业务，激起市场对资源端的担忧，镍价重心上移。二季度，COMEX 铜事件点燃有色情绪，沪镍跟涨。随后，新喀爆发近 30 年以来最大动乱，虽未直接影响生产，但对运输影响较大。同期，欧美宣布新一轮对俄金属制裁措施。多因素协同下，沪镍价格一度突破 16 万元/吨。三季度，美联储降息节点后置，宏观情绪走弱。新能源终端销量表现低迷，正极排产收缩，镍价开始回落。四季度，RKAB 审批加速，镍矿扰动风险基本解除。新能源销量虽远超预期，但内部结构分化严峻，对镍提振不足。宏观预期与政策落地基本相符，预期差扰动力度有限，镍价震荡延续弱势震荡。

2024 年，现货升贴水先弱后强。上半年产能增速较快，纯镍供给持续攀升，需求端在一季度表现较强，但后续缺乏韧性，现货升贴水持续走弱。下半年纯镍产能增速明显放缓，产量止增起稳，而新能源消费在四季度逐渐崭露头角，提振升贴水上行。

图表 1 沪镍货价格走势：元/吨



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 镍现货升贴水（元/吨）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观分析

海外：海外经济热度降温，财政托底作用明显

美国前三季度不变价 GDP 同比增速下行。据同花顺数据显示，美国 GDP 增速由一季度的 3.1% 下降至第三季度的 2.5%，高利率对经济热度的抑制效果显著。分阶段来看，上半年高利率对经济的撕扯力度尚不明显，二季度同比增速较一季度仅下降 0.1 个百分点，这也导致市场原本预计美联储年中降息的预期落空。而随着三季度 GDP 增速的大幅下滑，美联储也在三季度正式开启降息之路。

美国抗通胀已取得初步成效，但再通胀压力有所回升。美国核心 PCE 物价指数同比由 2024 年初的 3.06% 下降至 11 月的 2.8%。若从 2022 年 3 月美联储启动加息作为节点，在长达 32 个月的加息环境压制下，美国在降通胀上取得卓越成效。但该效果再 2024 年三季度开始走弱，且再通胀压力在 4 季度有所抬头。从消费结构来看，居民对耐用品和服务的消费表现出较强动力。

劳动力市场降温，但消费热度不减。美国季调失业率由年初的 3.7% 上升至 11 月的 4.2%；非农私营企业员工时薪增速由 4.4% 下降至 4%，劳动市场的紧张程度明显缓解。在就业市场走弱背景下，居民消费需求增速亮眼。个人消费支出同比由 1 月的 4.51% 上升至 10 月的 5.4%；其中，耐用品消费明显回暖，增速由年初的 -2.72% 修复至 10 月的 2.94%，服务消费支出增速稳定在 7% 的水平。我们认为，虽然劳动力市场开始降温，但居民端个人收入保持稳定，居民收入合计折年数由年初的 27.97 万亿上升至 10 月的 28.8 万亿，同比增速整体维持在 5% 以上的水平。其中，转移支付的收入增长提供了较多增量。截止 10 月，转移支付收入累计约 3.65 万亿美元，同比增长 5.78%，较 2023 年进一步提升，表明 2024 年美国政府的“发钱”政策进一步增强。

国内：投资与消费均显疲软

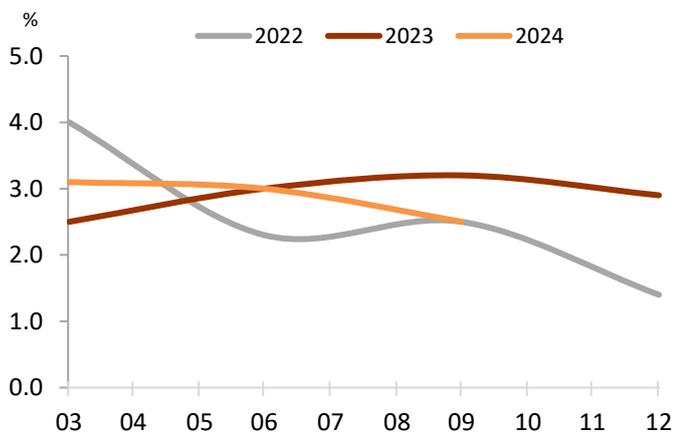
2024 年国内经济复苏缓慢。2024 年中国 GDP 累计增速由一季度的 5.3% 下降至第三季度的 4.8%，经济增速略有回落。从结构上来看，三驾马车中，消费与投资均显疲态。2024 年 1-10 月国内 CPI 同比增速整体处于 1% 下方，社零累计同比在 10 月已下滑至 3.5%。同时，房地产市场持续磨底，固定资产投资额中的房地产占比已下降至 10 月的 20.39%；企业投资意愿下滑，国家财政预算投资已成中流砥柱。

内需增长缓慢，服务与汽车需求拖累较强。2024 年上半年，国内 CPI 环比走势平稳，下半年起持续收缩，环比增速已由 1 月的 0.3% 降至 10 月的 -0.6%，内需热度渐冷。从消费结构来看，主要拖累项在于服务与汽车需求低迷。截止 10 月，社会消费品服务零售金额累计同比已由年初的 12.3% 下滑至 6.5%；汽车消费品累计零售金额约 3.25 万亿，累计同比增

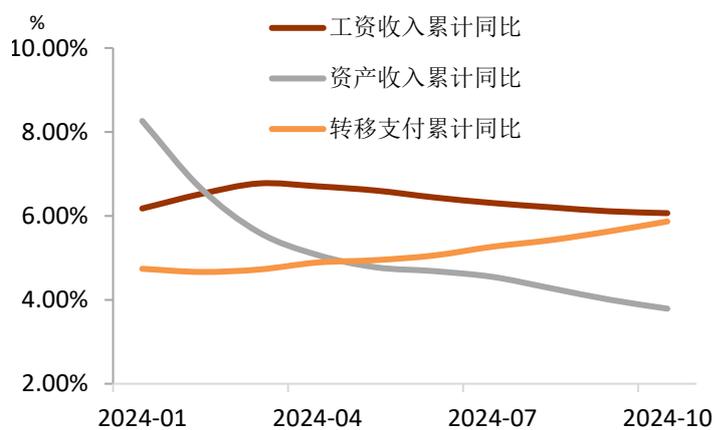
速-0.89%，年底新能源汽车销量的超预期表现对同比增速大幅修正，但单车价格重心下沉，油车、电车销量分化，导致销售累计金额仍处于负增长状态。

投资增速放缓，国家预算托底。2024 年固定资产投资累计增速（不含农户）由年初的 4.2% 下降至 10 月的 3.4%。从行业角度来看，房地产投资表现低迷，投资占比由年初的 23.29% 下降至 10 月的 20.39%。从资金来源看，国内贷款投资增速由 8% 下降至 2.5%，债券资金利用同比增速由 41.4% 大幅下滑至 7.7%。外资利用累计同比增速则由年初的 -80.9% 回升至 -22.6%，虽然外资利用同比增幅大幅回升，但仍处于深度负值区间。相比之下，国家预算资金累计同比增速由 3.4% 上升至 6.3%，是固定资产投资资金的主要增量来源。

图表 3 美国前三季度季度 GDP 同比

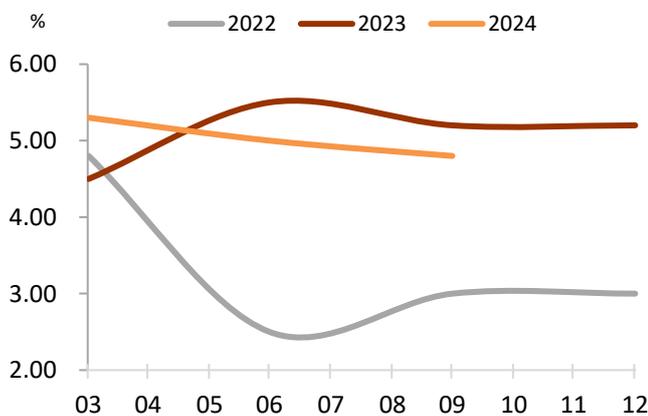


图表 4 美国居民收入变动

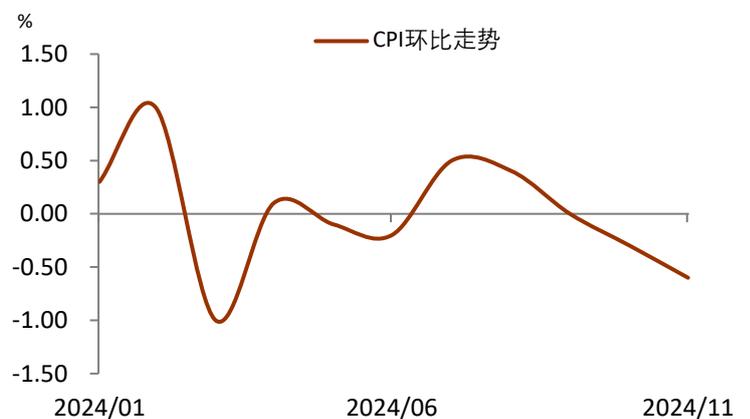


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国前三季度季度 GDP 同比



图表 6 中国 CPI 环比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

1、资源端扰动事件频发，托底镍矿价格

2024 年，镍矿价格重心上移。据 SMM 数据显示，菲律宾红土镍矿价格由年初的 37 美元

/湿吨上涨至 12 月 16 日的 43.5 美元/湿吨；印尼红土镍矿价格同期由 33.4 美元/湿吨上涨至 44 美元/湿吨。

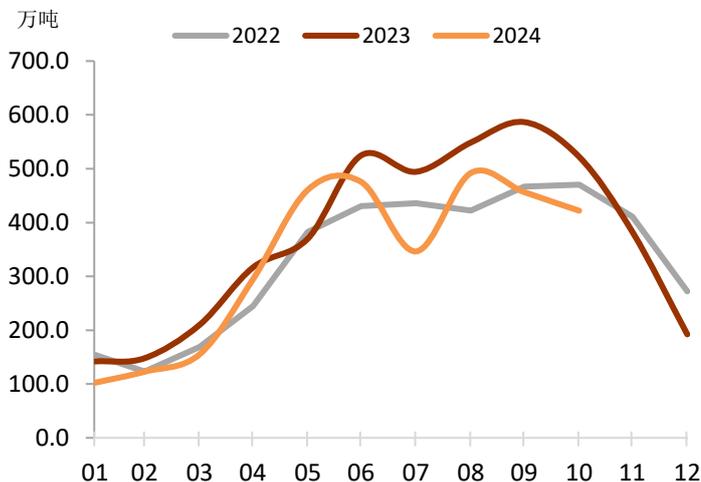
印尼资源管控力度加强，部分澳矿离场

2024 年上半年，印尼 RKAB 审批进程缓慢，提振镍矿价格。上半年，印尼加强对 RKAB 审批官员的责任管制，导致审批机构审慎度大幅提升，RKAB 审批进度缓慢，资源扰动风险升级。下半年，审批进度加速，三季度审批额度已足够覆盖大部分精炼镍所需。但天气因素扰动下，实际开采进程缓慢。四季度，镍矿审批规模进一步提升，资源扰动风险解除，镍矿价格开始回落，但仍高于年初水平。

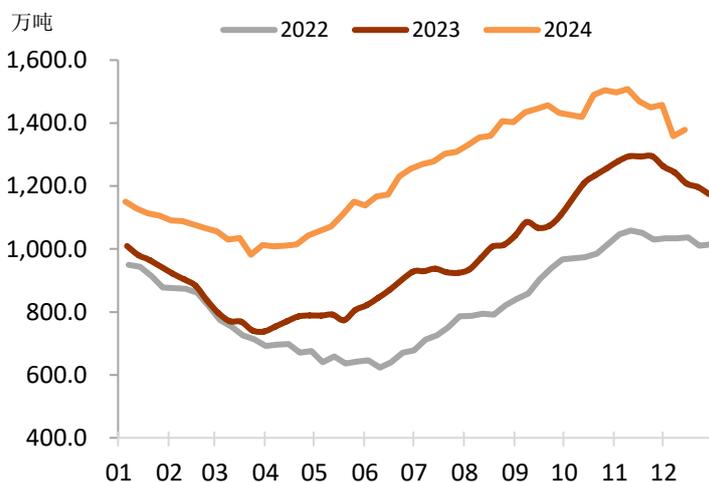
资源扰动事件频发，助推镍矿价格。5 月新喀爆发大规模动乱，5 月 15 日进入紧急状态，动乱也在随后半个月解除。虽然新喀镍矿产量规模远低于印尼及菲律宾，但受印尼资源出口管制政策限制，新喀已成为我国镍矿的重要补充来源。同时，受镍矿价格持续下跌影响，澳大利亚镍矿迎来关停潮。必和必拓、第一量子以及 Wyloo 相继关闭旗下镍矿，已应对镍价低迷。

1-10 月，中国镍矿进口合计约 3328 万吨，同比减少约 13.84%。从进口源来看，进口自菲律宾的镍矿合计约 3040 万吨，同比减少约 10.83%。进口自其它国家的镍矿累计约 277 万吨，同比减少约 39.94%。整体来看，国内镍矿资源主要依赖菲律宾，但随着需求端疲软，镍价持续低迷，纯镍产能增速放缓，对镍矿需求增速下滑。同时，受印尼镍矿“内卷”挤压，海外非主流矿山相继离场，进一步拖累国内镍矿进口。

图表 7 镍矿进口走势：万吨



图表 8 中国港口镍矿库存：万吨



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

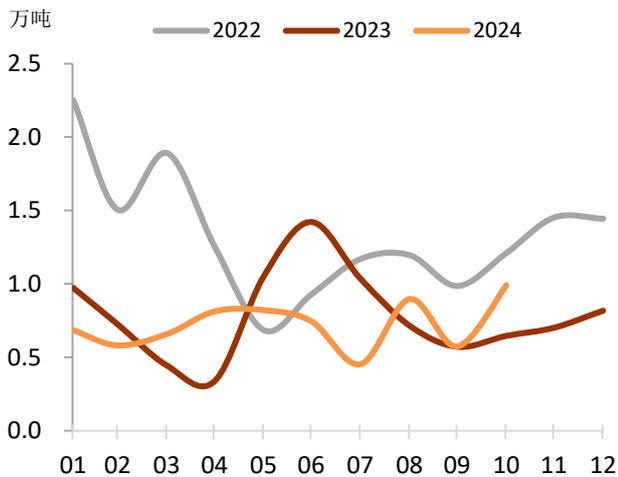
2、冶炼利润受挫，产能增速放缓

2024 年 1-11 月，国内纯镍产量合计约 30.29 万吨，同比大幅增加 37.42%。虽然累计产量同比为此大幅增长，但供给过剩已逐步显现。2024 年，国内精炼镍月度产能由月初的 31483 吨上升至 8 月的 43083 吨，直至年底暂无新增产能，开工率也由年初的 80.36 下降至 12 月

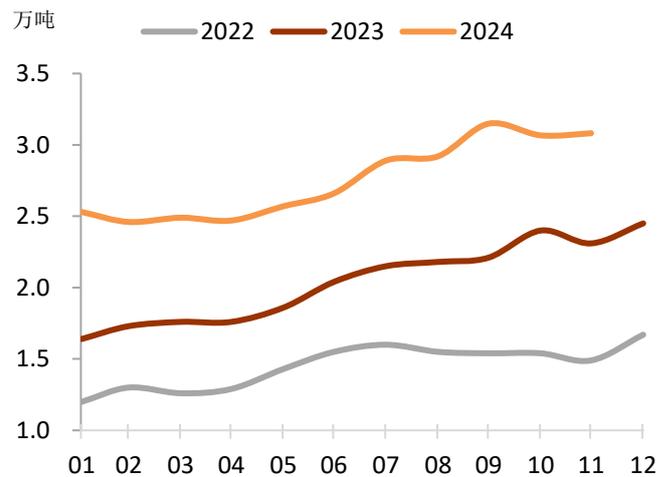
的 72.46%。整体来看，当前一体化产能中，高冰镍已陷入成本倒挂，电积镍尚有利润，但利润空间已大幅收缩。外购资源均已陷入亏损，拖累产能增速放缓。

2024 年 1-10 月，国内纯镍进口合计约 7.2 万吨，同比下降约 8.87%；出口合计约 9.67 万吨，同比增长约 307.89%。从进出口结构来看，国内纯镍资源整体呈净流出态势，与国内纯镍供给过剩现实相呼应。上半年出口窗口持续扩张，SMM 口径下出口盈利在年中最高已达近 2000 美元/吨，虽然窗口在下半年有所收窄，但整体维持开启状态。在国内需求低迷背景下，纯镍出口规模大幅提升。

图表 9 中国精炼镍进口量（含合金）：万吨



图表 10 中国精炼镍产量：万吨



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

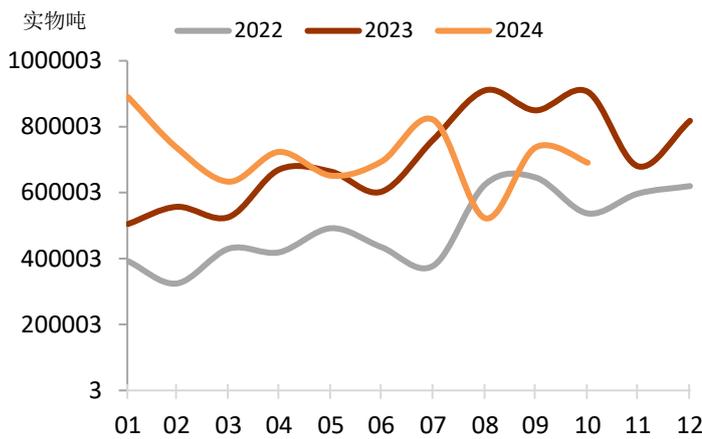
3、终端需求疲软，驱动镍铁供给结构分化

2024 年镍铁产量内弱外强。SMM 口径下，1-12 铜业国内镍铁产量合计约 35.17 万金属吨，同比回落约 10%；产能合计约 74.92 万金属吨，已连续 24 个月维持零增长。当前仅山东 RKEF 工艺能维持正常利润生产，其他地区多已陷入成本倒挂，拖累产能增速放缓。相比之下，印尼镍铁产量持续攀升，1-12 月，印尼镍铁产量合计约 146.53 万镍吨，同比增长约 6.51%。为获得更多附加价值，印尼镍矿出口已被禁，但镍铁、精炼镍产能快速攀升。

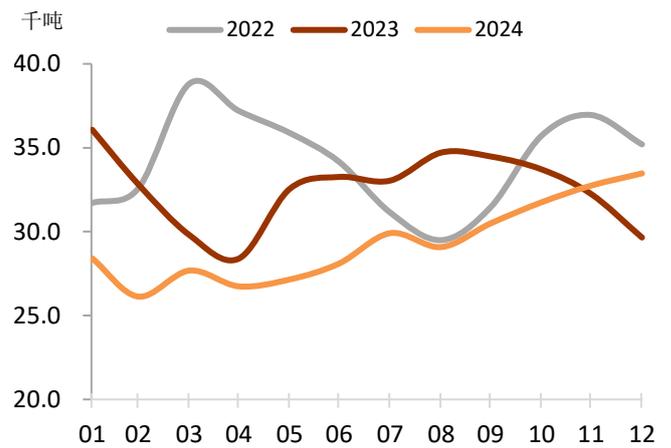
进口方面，1-10 月中国镍铁进口合计约 709.95 万吨，同比增长约 2.12%，较去年同期 48.57% 的同比增速相比大幅放缓。从增量结构来看，进口自印尼的镍铁合计约 684.01 万吨，同比增长约 5.15%，国内镍铁进口对印尼依赖度较高，约占总量的 96.34%。

不锈钢需求走弱，压制镍铁供给。2024 年 1-10 月，国内 300 系不锈钢产量合计约 1800 万吨，同比增长约 5.37%，较去年同期 9.15% 的同比增速大幅下滑。受国内房地产市场需求走弱拖累，不锈钢需求低迷，国内资源寻求外部市场消化库存。1-10 月，中国不锈钢净出口合计约 199.65 万吨，同比大幅增加约 69.46%。300 系不锈钢库存也由节后的 67.6 万吨降至 12 月 13 日的 54.14 万吨。

图表 11 中国镍铁进口量：万吨（%）

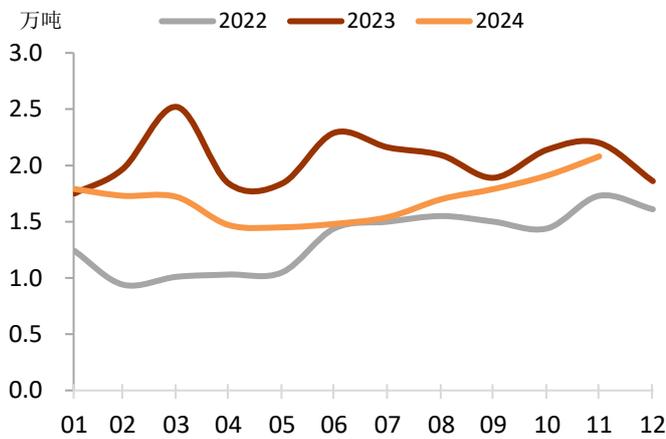


图表 12 中国镍生铁产量：千吨

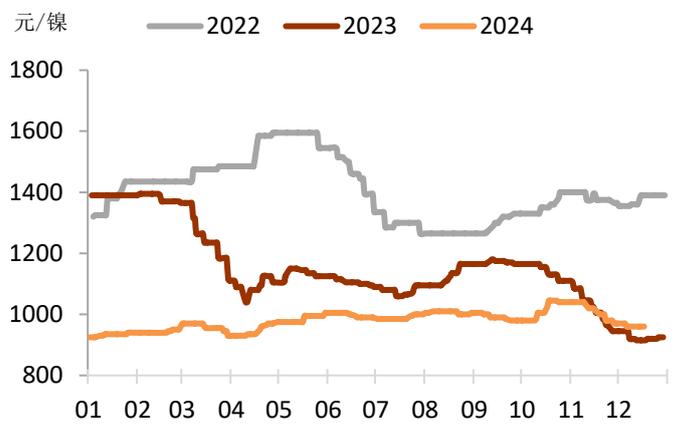


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 镍铁库存金属量：万吨

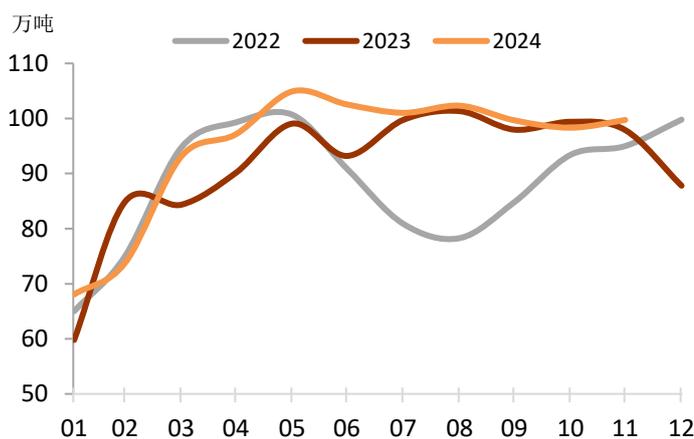


图表 14 高镍生铁价格走势：元/镍

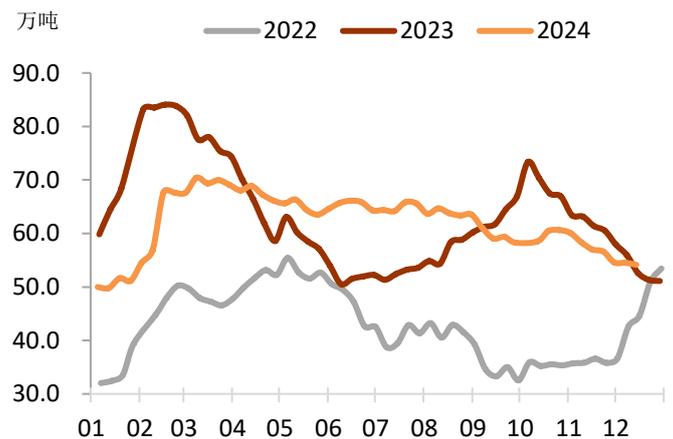


资料来源：上海钢联，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 300 系不锈钢产量：万吨



图表 16 300 系不锈钢库存



资料来源：上海钢联，iFinD，铜冠金源期货

4、终端需求热度对硫酸镍提振有限

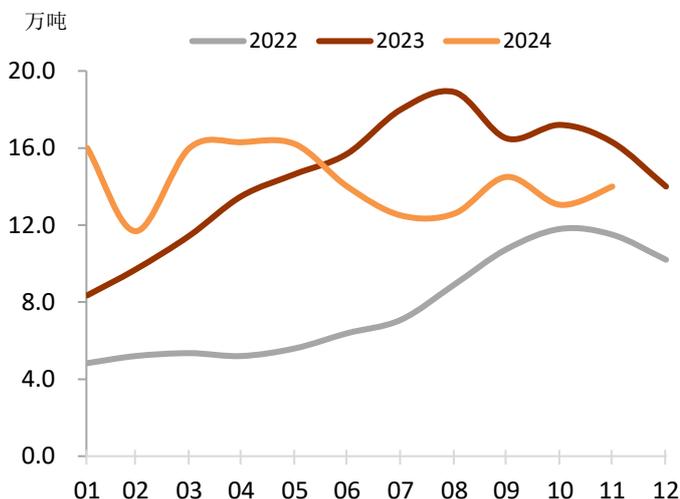
据同花顺数据显示,2024 年硫酸镍价格震荡偏弱运行,电池级硫酸镍价格由年初的 2.95 万元/吨下降至 12 月 16 日的 2.73 万元/吨。虽然价格延续了 2023 年的下行趋势,但降幅在成本支撑下已明显放缓。从原料工艺角度来看,2024 年仅高冰镍生产硫酸镍具有阶段性利润空间外,MHP 及镍豆条线基本全年呈亏损状态,硫酸镍成本下方支撑较强。

2024 年 1-11 月,硫酸镍产量合计约 156.83 万吨,同比下降约 2.13%。国内供给降速同时,进口增速同样表现较弱。1-10 月,国内硫酸镍进口合计约 181.39 万吨,同比增长约 90%,较年初的 201%大幅回落。

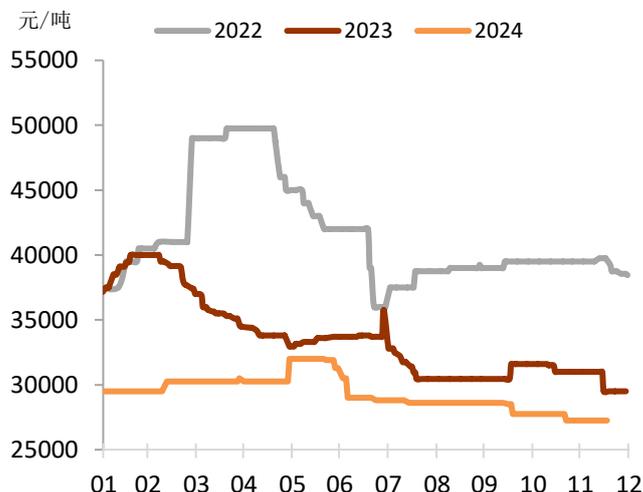
新能源消费内强外弱,结构分化加深。2024 年 1-11 月,国内新能源汽车销量合计约 1126 万辆,同比增速约 35.62%。欧洲销量合计约 238 万辆,同比回落-3.68%;美国 1-10 月销量合计约 113.38 万辆,同比增长 9.1%。整体来看,新能源汽车消费内强外弱,欧美需求增速在政策退坡后明显下滑。

电池消费结构分化,终端需求与硫酸镍近乎脱轨。虽然国内新能源汽车销量维持较强增长,但电池装车结构分化加深。三元电池当月装车量占比已由年初的 39.01%下降至 11 月的 20.24%。同时,三元电池装车量占三元电池产量的比重相对稳定,整体维持在 50%左右。相比之下,磷酸铁锂电池装车量占铁锂电池产量的比重则由年后的 38.46%上升至 11 月的 57.39%。整体来看,新能源汽车的消费热度对磷酸铁锂电池的提振效果更加明显,而对三元电池的提振力度有限,导致硫酸镍市场的疲软与终端热度形成较大差异。

图表 17 硫酸镍产量 (万吨)

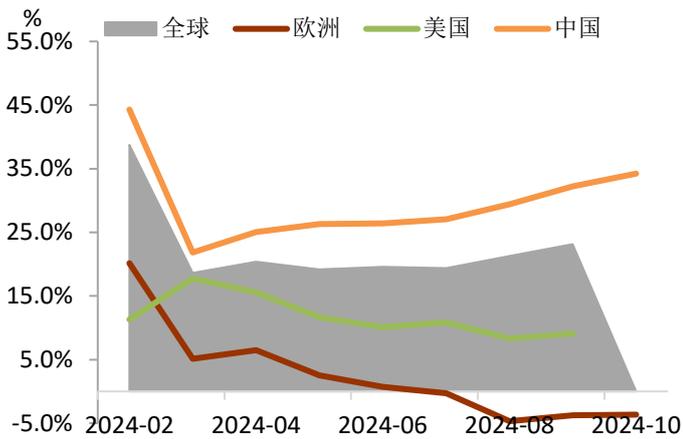


图表 18 电池级硫酸镍价格 (元/吨)

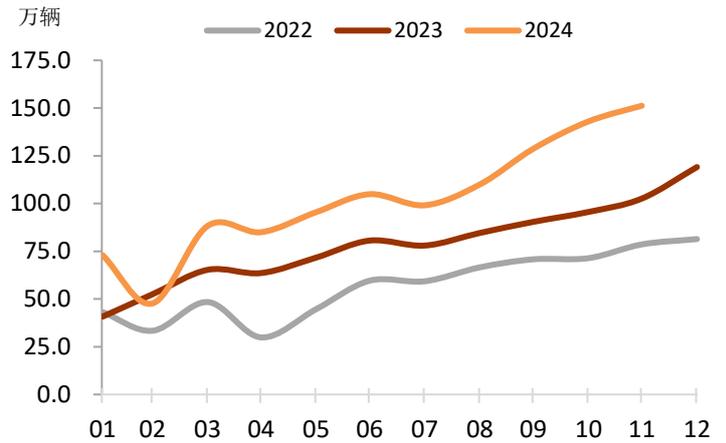


资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 新能源汽车产量增速

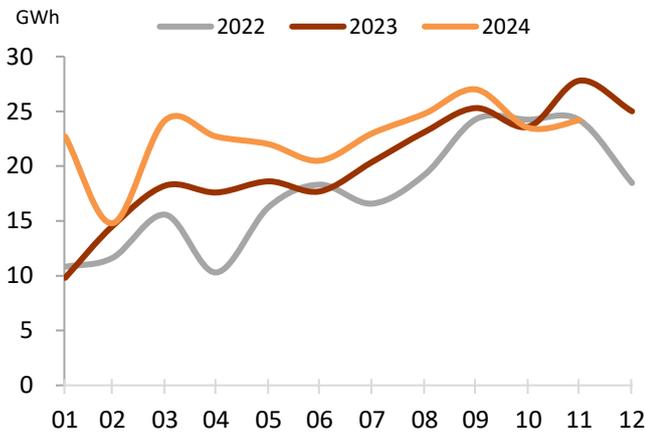


图表 20 国内新能源汽车产量：万辆

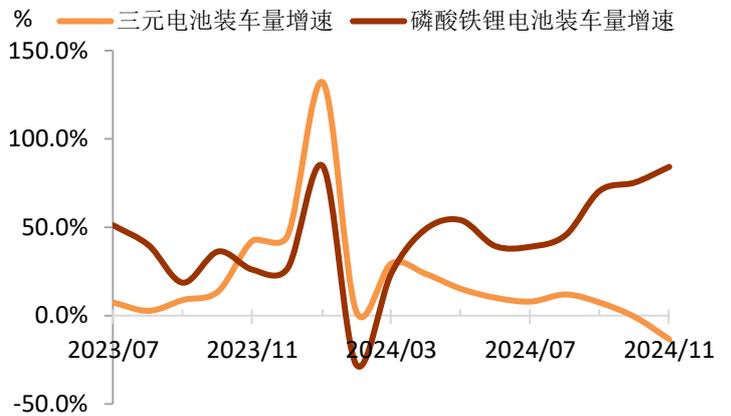


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 新能源汽车销量：万辆



图表 22 两大电池类型装车量增速



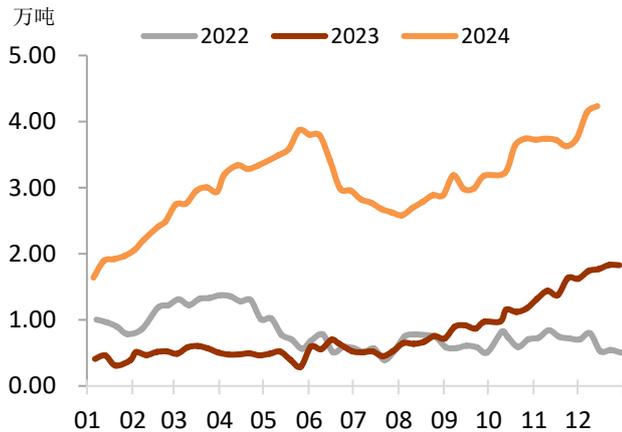
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

5、基本面偏空格局延续，库存预期维持高位

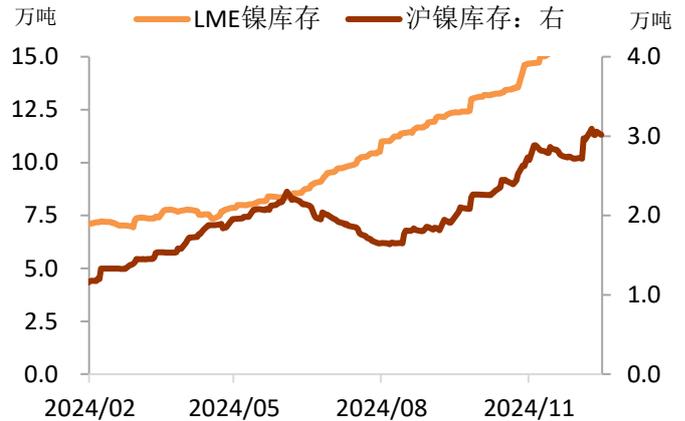
2024 年，纯镍社会库存大幅累库，社会库存规模由年初的 1.63 万吨大幅增加至 12 月 13 日的 4.23 万吨，年内库存增幅约 158.25%。沪镍期货库存有年初的 1.12 万吨增加至 12 月 16 日的 3.01 万吨；LME 大幅累库 10.1 万吨至 16.51 万吨。从节奏上来看，受欧美对俄镍出口制裁影响，出口窗口在二季度末三季度大幅开启，国内纯镍出口热度涌现，带动现货、沪镍库存大幅去库。随着海内外价差逐渐收敛，出口热度降温后库存再度进入累库。

未来展望。2025 年精炼镍产能仍有增量预期，增幅较 24 年预期收缩。新能源领域的消费增速或在宏观环境压力下放缓，而中央对房地产行业的态度依然为是“稳”字当头，行业或仍将处于磨底阶段，需求侧暂未看到增长两点。供强需弱预期下，纯镍库存或在 2025 年整体处于高位。

图表 23 精炼镍社会库存：万吨



图表 24 镍交易所库存：万吨



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、行情展望

供给方面，产能仍有增量预期，供给重心由国内转至海外。（中性偏空）

需求方面，地产持续磨底，新能源增速预期放缓。（中性偏空）

成本方面，印尼政策对资源端扰动存在较强不确定性。（中性）

宏观方面，美国通胀压力尤在，而财政赤字收缩，降息节奏放缓，或将带来较强宏观扰动风险，软着陆预期面临挑战。（中性偏空）

2025 年展望，供给仍有增量预期，传统消费预期仍将磨底，新能源汽车销量增速预期放缓，基本面整体延续偏空观点。宏观层面或存一定变数。首先，国内“适度宽松”的货币政策前景下，强预期政策的有效性有待检验。其次，美国劳动力市场降温已压制居民劳务收入，而财政赤字收缩将进一步拖累消费，叠加降息节奏放缓，美国投资与消费或均将承压，软着陆预期面临挑战。

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）
传真：021-68550055

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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

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

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



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。

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。