

2024年3月4日



## 资源扰动与需求预期共振

### 镍价震荡重心上移

#### 核心观点及策略

- 镍矿，印尼镍矿审批缓慢，澳洲将镍列为关键矿产资源，必和必拓关闭澳洲镍业务，镍矿到港量季节性回落，镍矿价格有所上升。
- 精炼镍，在印尼审批缓慢、欧美对俄制裁、澳矿停业等诸多因素扰动下，纯镍走势偏强。
- 镍铁，虽然钢厂需求存在季节性回落，但资源端扰动仍提振镍铁价格上涨。
- 需求方面，消费预期边际修复。三元电池库存低位及新能源需求强预期对硫酸镍价格有所提振。钢厂2月季节性减产，3月检修结束后存复产预期。
- 后期来看，市场普遍预期美联储降息或在下半年开启，2月美国制造业PMI整体稳定，宏观层面预计暂无超预期扰动。产业方面，随着钢厂3月陆续复产，新能源汽车消费逆周期回升，对镍需求预期较好。若印尼镍矿审批进度缓慢，资源扰动或将在3月底逐渐显现。纯镍库存绝对高位制约价格上行空间，新增产能在低镍价压力下投放进度有待商榷。整体来看，3月镍价或高位震荡。
- 预计3月份沪镍主力在124000-144000元/吨之间。伦镍05波动区间在16700-18500美元/吨
- 风险点：印尼审批缓慢、新能源消费不及预期

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

## 目录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析.....	5
1、矿价低位徘徊.....	5
2、冶炼厂开工率高位，供给快速爬坡.....	6
3、镍铁进口增长，库存处于近年高点.....	7
4、三元消费预期升级，硫酸镍价格易涨难跌.....	8
5、库存来继续累库预期不改.....	8
6、钢企 3 月陆续复产，不锈钢.....	9
三、行情展望.....	10

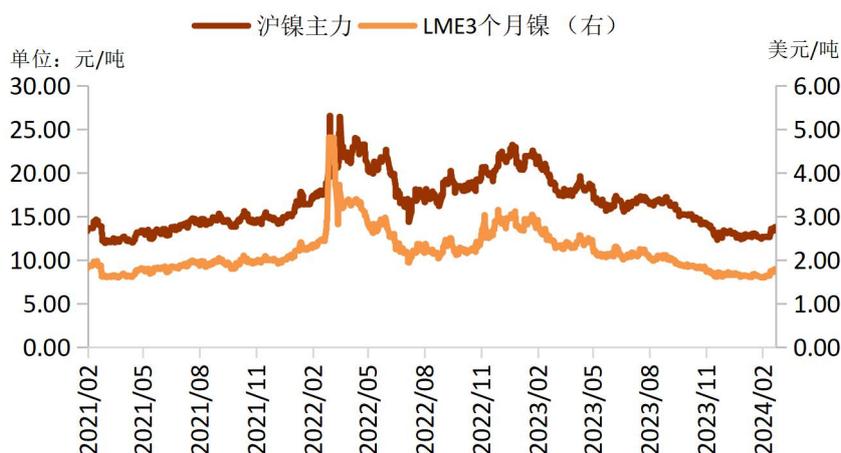
## 图表目录

图表 1 镍期货价格走势.....	4
图表 2 镍现货升贴水走势.....	4
图表 3 镍矿进口情况.....	5
图表 4 自菲律宾进口镍矿占比.....	5
图表 5 镍矿价格.....	6
图表 6 镍矿港口库存.....	6
图表 7 中国精炼镍进口量.....	6
图表 8 中国精炼镍产量.....	6
图表 9 中国镍铁进口量.....	7
图表 10 中国镍生铁产量.....	7
图表 11 镍铁库存.....	8
图表 12 高镍生铁价格走势.....	8
图表 13 精炼镍社会库存.....	9
图表 14 镍交易所库存.....	9
图表 15 不锈钢进出口情况.....	10
图表 16 300 系不锈钢产量.....	10
图表 17 不锈钢价格情况.....	10
图表 18 300 系不锈钢库存.....	10

## 一、行情回顾

2月镍价强势上涨。月初受春节假期影响，现货、盘面均基本陷入停滞，镍价震荡下行，整体围绕12.5万元/吨附近徘徊。节后，随着比亚迪打响价格战的第一枪，各路车企纷纷下场，新一轮新能源车洗牌竞赛开启，需求预期被瞬间点燃。然而，在印尼镍矿点审批进度缓慢的同时，受镍价回落影响，必和必拓关闭了澳洲的镍相关业务，使市场一度认为镍将陷入阶段性强需求弱供给的格局，镍价应声大幅上涨。截止2月29日，沪镍主力合约报告期内上涨约8.8%。

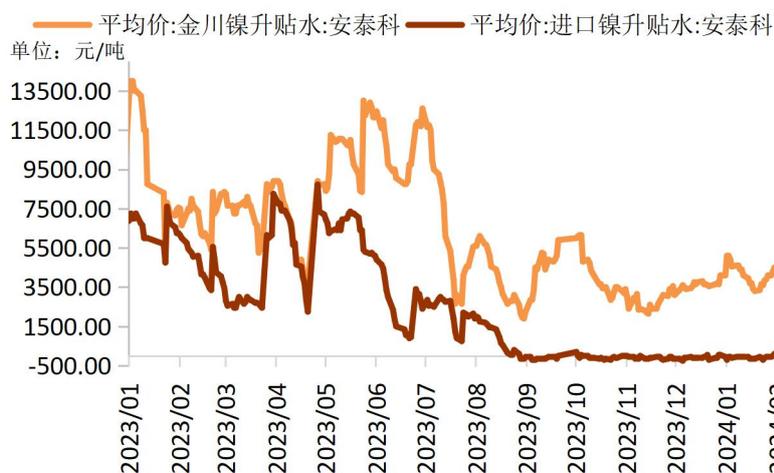
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2024年2月份，受需求季节性回落及镍价偏强影响，镍现货升水持续回落。SMM数据显示，金川镍现货升水已由2月1日的3700元/吨下降至2月29日的1900元/吨；进口镍贴水维持在-100元/吨的水平。

图表2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、基本面分析

### 1、海外资源扰动升级

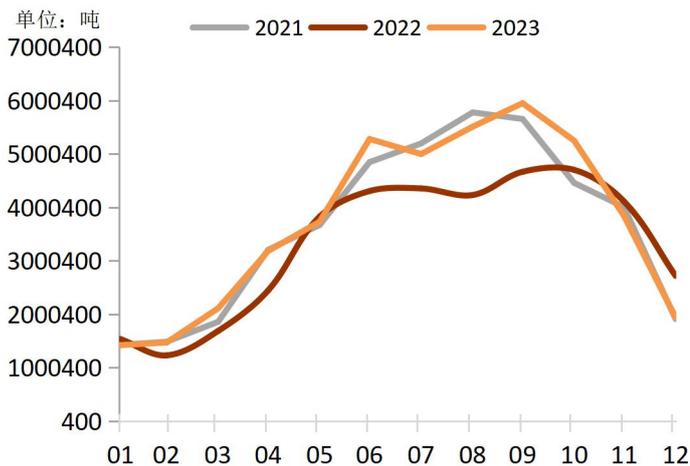
2月供给扰动升级。印尼镍矿审批缓慢，主要原因是在新的法律规定下，若检测人员在提供环境和资源储量报告中存在错误将会面临法律责任，导致质检人员短缺，进而影响镍矿审批速度。此外，受矿山利润回撤影响，嘉能可位于新喀的矿山停产6个月；同时，受镍价大幅回落影响，必和必拓已经在计划关闭位于澳大利亚的镍相关业务。然而，下游冶炼厂已预知潜在的资源短缺风险，早在春节前夕已完成足量的资源备库。因此，目前资源扰动并未直接影响生产，但镍矿价格仍在紧缺预期引导下有所上涨。截止2月29日，印尼内贸1.6%红土镍矿到厂价报34.6美元/湿吨，菲律宾1.5%红土镍矿CIF价报45美元/湿吨，月内分别上涨2.98%、7.14%

12月，中国镍矿进口量合计194.06万吨，同比回落28.65%。其中，来自菲律宾的镍矿量约137.14万吨，同比回落30.74%，菲律宾进口量约占总进口量的70.67%。1、4季度为传统镍矿进口淡季，但近期进口规模不及往年同期，在一定程度上推高了资源偏紧预期。

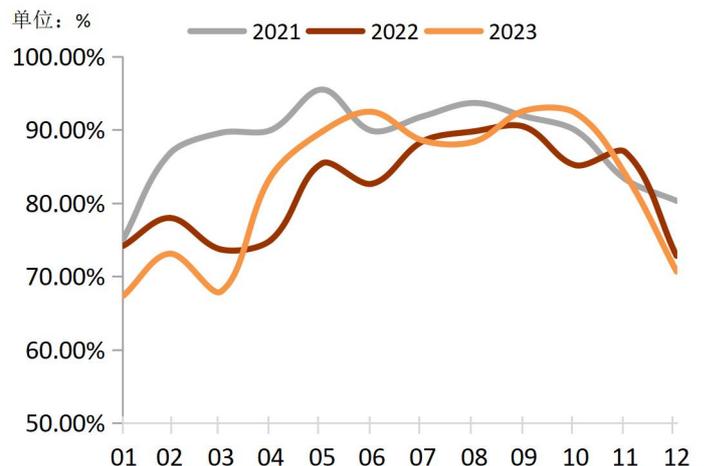
库存方面，据SMM统计，截止2月底，全国七大港口镍矿库存合计772.1万湿吨，报告期内减少23.2万湿吨。当前正值镍矿去库存阶段，且现有库存处于近三年同期高位，资源短缺尚未正式出现，因此镍矿价格涨幅有限。

展望未来，当前镍矿扰动较为集中，且除印尼外的其他扰动事件短期尚无复产预期，但由于印尼体量较大，后期仍需重点关注印尼镍矿的审批进度，预计镍矿供给边际收紧，矿价易涨难跌。

图表3 镍矿进口情况

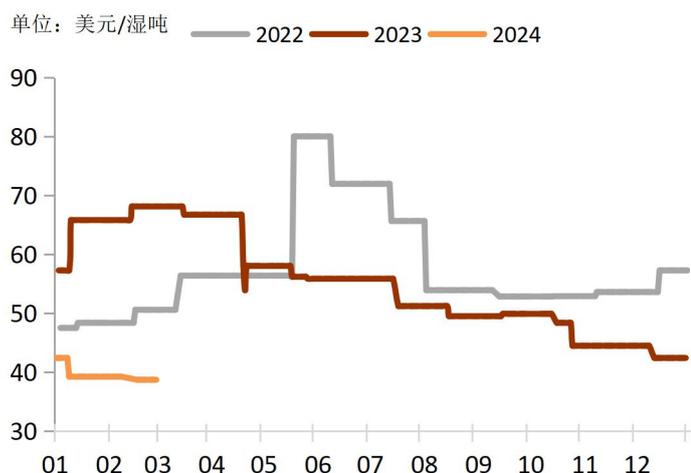


图表4 自菲律宾进口镍矿占比

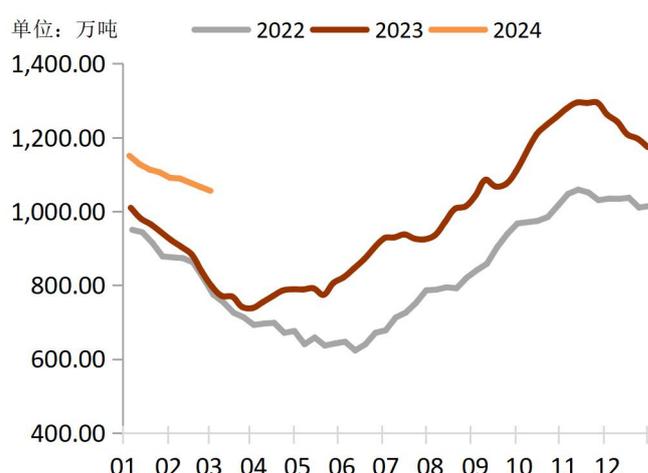


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 镍矿价格



图表 6 镍矿港口库存



资料来源: SMM, 铜冠金源期货

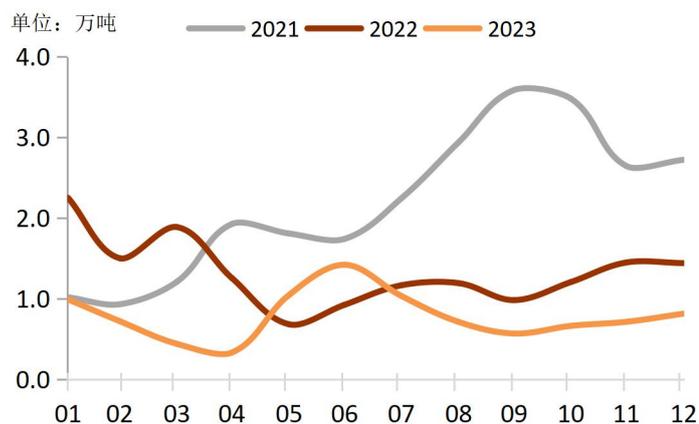
## 2、冶炼厂开工率高位，供给快速爬坡

1月电解镍产量延续增长趋势。据SMM数据，全国精炼镍产量合计2.53万吨，环比分别+54.27%/3.48%。1月供给端暂无明显扰动，冶炼开工率维持高位。2月受春节假期影响，叠加部分冶炼厂存在减产计划，2月产量或有所回落，预计产量2.3万吨左右。

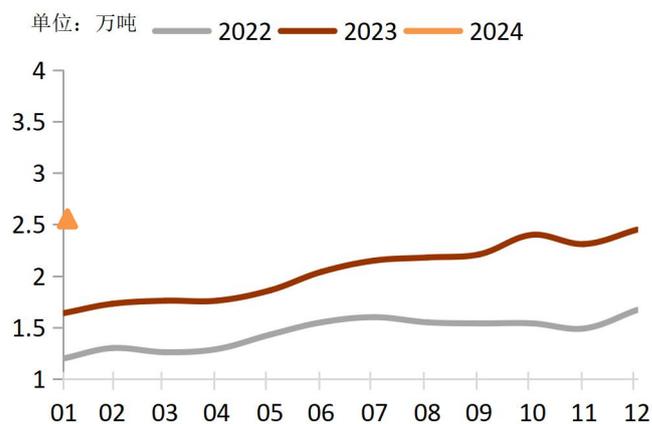
进口方面，2023年12月中国进口精炼镍0.82万吨，同比减少39.75%，主要原因在于俄镍进口量大幅回落。当期俄镍进口量约0.298万吨，同比回落60.68%。

后期来看，随着镍价上涨，冶炼端利润有所修复，开工率或将维持高位。但受印尼镍矿审批缓慢及菲律宾发货量回落影响，冶炼维持较高开工率或将加速资源短缺的到来，后期仍需关注冶炼厂镍矿库存情况。

图表 7 中国精炼镍进口量



图表 8 中国精炼镍产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 3、镍铁进口增长，库存处于近年高点

1月国内镍铁产量合计约2.84万吨，同比回落17.93%。据SMM统计，1月国内镍铁厂利润率除山东BF工艺外整体为负，工厂生产积极性较差，开工率仅有45.51%。二月镍铁厂利润率有所回升，但整体仍处于负值区间，叠加春节假期影响，镍铁厂开工率进一步下滑。截止2月29日，镍铁厂开工率已下滑至41.8%。

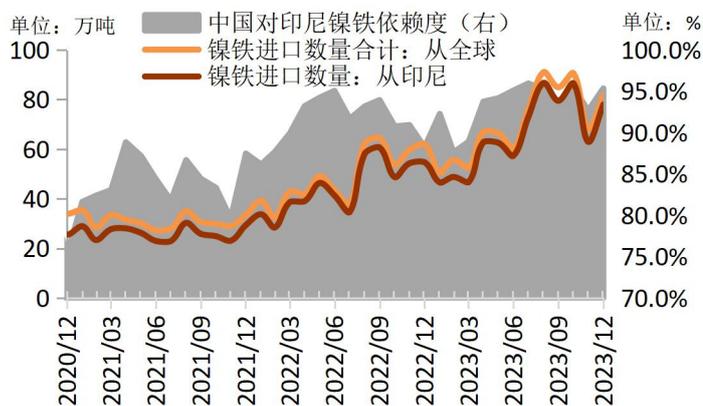
印尼方面，2月印尼镍铁产量合计约12.09万吨，受制于资源端扰动，较1月产量小幅收缩0.1万吨，同比增长约0.2%。据三方机构统计，2024年印尼镍铁新增产能合计约63.06万金属吨，多数项目规划于2024年上半年投产。但在镍价低位影响下，具体投产进度预期延后。

进口方面，12月中国镍铁进口合计约81.8万实物吨，同比增长31.96%。其中，进口自印尼的量约78万实物吨，同比增加42.6%。整体来看，国内镍铁进口对印尼的依赖度已由2022年12月的88.2%上升至23年12月的95.4%。随着印尼对矿产资源的出口限制及中资在印尼初级加工产能的攀升，中国对印尼镍铁依赖度预期长期维持高位。

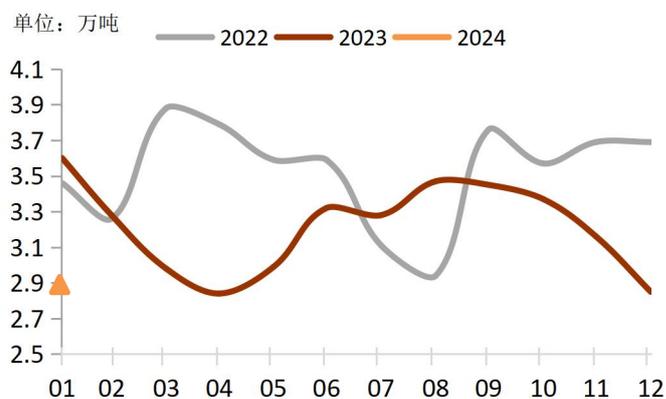
库存方面，截止1月31日，国内镍铁库存合计1.79万金属吨，同比小幅增长2.29%。尽管国内镍铁厂开工率已降至低位，但需求持续低迷，进口维持较高增长，导致库存水平略高于去年同期。

后市来看，受当前地产销售疲软影响，终端消费市场尚未看到需求增量。同时，镍铁库存正处于今年同期相对高位，价格上行压力较强，短期仍需关注资源端对铁镍价格的影响。

图表9 中国镍铁进口量

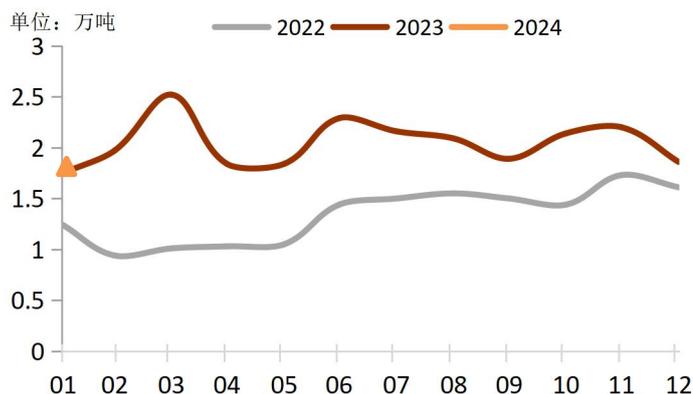


图表10 中国镍生铁产量

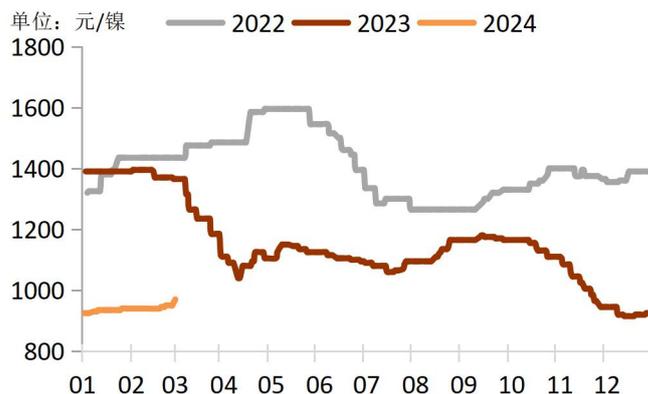


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 镍铁库存



图表 12 高镍生铁价格走势



资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

#### 4、三元消费预期升级，硫酸镍价格易涨难跌

据 SMM 统计，2 月硫酸镍产量 13.16 万吨，同环比-7.24%/-17.82%。由于 2023 年春节假期在 1 月，所以在春假假期错月影响下，2 月硫酸镍产量同环比均大幅回落。进口方面，截止 2023 年 12 月，中国硫酸镍净进口量约 1.04 万吨，同环比+0.86%/-0.4%。

价格方面，2 月硫酸镍价格整体偏强运行。电池级硫酸镍价格报告期内由 2.69 万元/吨上涨至 2.86 万元/吨，涨幅约 6.32%；电镀级硫酸镍价格维持在 3.35 万元/吨水平。受新能源汽车消费预期向好提振，电池级硫酸镍价格表现强于电镀级硫酸镍。

成本利润方面，根据 SMM 现货价格口径测算，2 月除高冰镍工艺外，其他工艺产硫酸镍整体处于亏损状态。但随着 2 月末沪镍价格上涨，硫酸镍厂商利润已有明显好转。

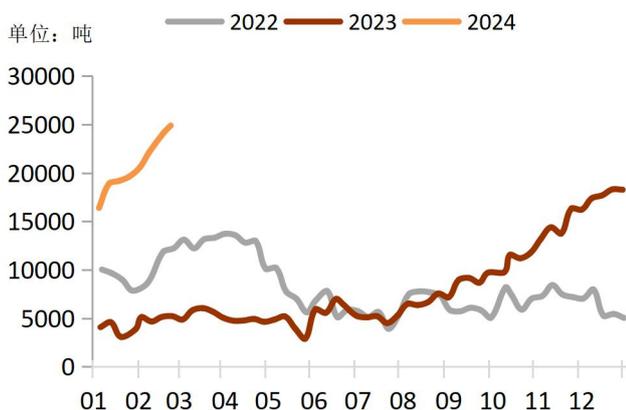
后期来看，在新能源汽车需求向好推动下，三元材料对硫酸镍需求预期较强，或提振硫酸镍价格，进而推动硫酸镍厂复工复产。

#### 5、终端消费边际修复，累库斜率或将放缓

截至 2 月底，国内精炼镍社会库存合计约 2.48 万吨，比去年同期高出 1.967 万吨，报告期内累库 4296 吨。交易所期货库存同步累库，其中，LME 期货库存 7.263 万吨，报告期内累库 1482 吨，累库增量主要来自于亚洲库存，报告期内库存增加 3126 吨；沪镍期货库存 1.4109 万吨，报告期内累库 2421 吨。

我们认为纯镍库存仍将维持高位，但累库斜率或将放缓。受房地产需求疲弱影响，国内纯镍库存从 2023 年下班年起便开启了长达 8 个月的累库，并在 2 月春节假期影响下，终端需求近乎停滞，累库斜率大幅提高。随着 2 月央行超预期降息，房地产行业预期边际修正。叠加新能源汽车价格战白热化，需求终端预期回暖，累库斜率或将逐渐平坦。

图表 13 精炼镍社会库存



图表 14 镍交易所库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 6、钢企陆续复产，不锈钢排产回暖

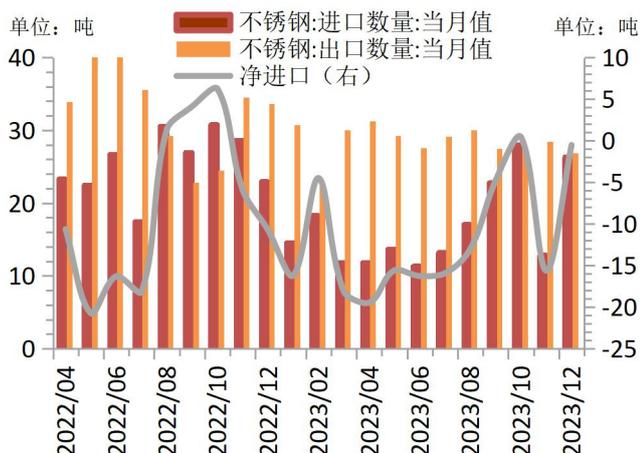
2月300系不锈钢价格偏强运行，报告期内，无锡304不锈钢2B切边价格由1.455万元/吨上涨至1.495万元/吨，涨幅约2.75%。受印尼资源扰动影响，印尼镍矿价格上涨2.98%，与不锈钢价格涨幅相对匹配。相比之下，虽然沪镍涨幅已高达8%以上，但由于终端需不同，且需求预期存在差异，不锈钢价格涨幅不及纯镍。

供给方面，2月SMM统计国内不锈钢产量合计约268万吨，同环比-5.3%/-7.27%；印尼2月不锈钢产量约37万吨，同环比+32.14%/-2.63%。主要原因在于23年和24年的国内春节存在错月现象，因此对比基数受春节假期影响不同，导致国内不锈钢产量同环比均回落。进出口方面，2023年12月中国不锈钢进口总量为26.3万吨，同环比+14.9%/+105.56%。同期，不锈钢出口26.87万吨，同环比-5.52%/-20.16%。

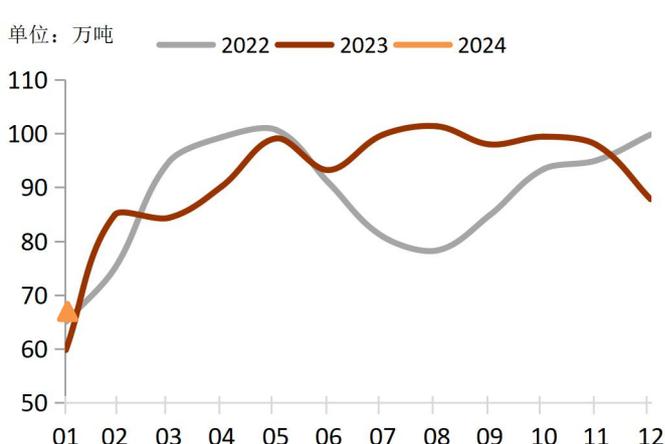
库存方面，截止2024年3月1日，国内300系不锈钢库存合计约99.71万吨，其中300系库存约67.61万吨。与往年春节月累库幅度相比，2024年春节当月累库13.06万吨，不及2023年的23.36万吨，但高于2021年和2022年的累库幅度。主要原因在于，2021、2022年房地产行业尚未表现出颓势，而2023年地产颓势下，供给端尚未及时作出调整，导致23年春节期間大幅累库。而24年受需求持续偏弱影响，钢企提前开启检修，使24年春节期間累库幅度有所收窄。

后期来看，由于23年新屋开工面积增速整体维持在-20%的水平，且新房成交面积持续为负，待售房累积面积同比增速快速攀升至20%附近，制约后期地产竣工及家电行业对不锈钢的需求高度，价格或维持稳中偏弱走势。

图表 15 不锈钢进出口情况

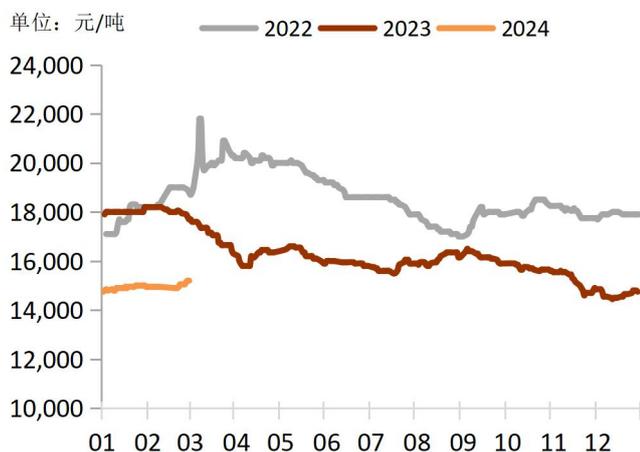


图表 16 300 系不锈钢产量

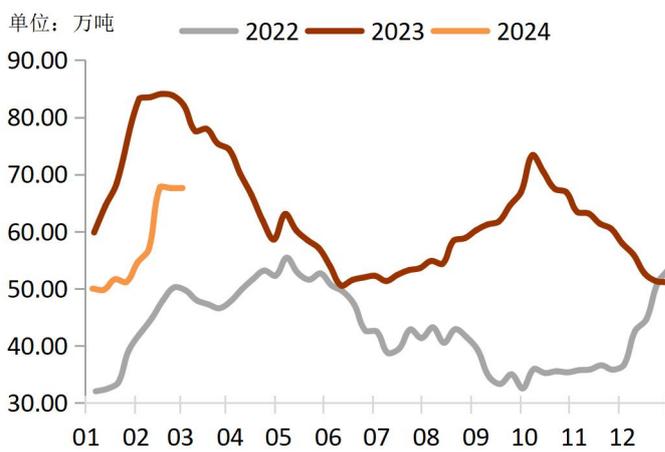


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 不锈钢价格情况



图表 18 300 系不锈钢库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、行情展望

供给方面，镍价上涨后，冶炼厂利润已明显修复，冶炼复产进度预期加速。但当前开工率已处于绝对高位，供给调节空间有限（利多）。

需求方面，受房地产销售疲软拖累，需求偏弱的大方向较难逆转。但在新能源汽车强预期拉动下，消费或将出现边际修复（利多）。

库存方面，当前镍库存处于近期绝对高位，或将制约镍价上行空间（利空）。

成本方面，受新喀、澳大利亚镍矿项目扰动，叠加印尼镍矿审批进度缓慢影响，镍矿价格短期易涨难跌，成本重心预期上移（利多）。

宏观方面，美国制造业 PMI 已回升至 50 荣枯线上方，市场对美国经济软着陆预期较强。美联储降息或延至 24 年下旬，3 月基准利率或维持不变，海外暂无扰动风险。国内央行超

预期降息，多个主要城市松绑房屋限售管制，房地产行业存在边际修复预期。但目前市场缺乏消费信心，仍需关注房屋成交情况。

预计 3 月份沪镍主力波动区间在 124000-144000 元/吨之间。伦镍 05 波动区间在 16700-18500 美元/吨

风险点：新能源消费不及预期、镍矿审批持续缓慢

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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B  
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。