

2024年6月7日



情绪热度降温

镍价震荡下行

核心观点及策略

- 成本方面，印尼RKAB镍矿审批进度缓慢，新喀动乱已被控制，但短期镍矿复产预期不定，成本重心或将维持高位。
- 镍铁价格坚挺，国内对印尼镍铁依赖度较高，且在印尼镍矿紧缺现状下，镍铁成本重心上移。硫酸镍现货紧缺延续，但终端排产收缩，供给缺口预期收窄，价格向上突破空间不大。纯镍供给增量强于需求增量，库存拐点未现，基本面维持偏空预期。
- 后期来看，美国一季度GDP增速下调，制造业PMI与核心PCE环比双双走弱，经济数据与通胀压力放缓推升美联储降息预期。欧洲央行或将于6月开启降息，或对美指有支撑作用。基本面上，国内各大城市不同程度的开始放松地产限购政策，但市场热度尚未点燃。需求端存向好预期，但传导需要时间。在现有总量产能提振下，冶炼厂开工率节节攀升导致供给端先于需求端释放，基本面维持偏空预期。盘面上，美铜逼空附带的多头情绪逐渐降温，交易逻辑向现实切换，预计在多重压力下，镍价或偏弱运行。
- 预计4月份沪镍主力在130000-150000元/吨之间。伦镍波动区间在17000-19300美元/吨
- 风险点：资源扰动超预期，美联储降息前置

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、 宏观分析	5
海外：美股经济热度降温，欧洲率先开启降息	5
国内：国内复苏缓慢，仍需政策发力	5
三、 基本面分析	7
1、资源扰动边际减弱，港口库存高位	7
2、供给仍有增量预期	8
3、镍铁供给增量有限，短期维持去库	9
4、资源扰动犹在	10
5、不锈钢排产难以维持高位，对镍需求或有回落	11
6、季节性去库斜率预期平坦	12
三、 行情展望	13

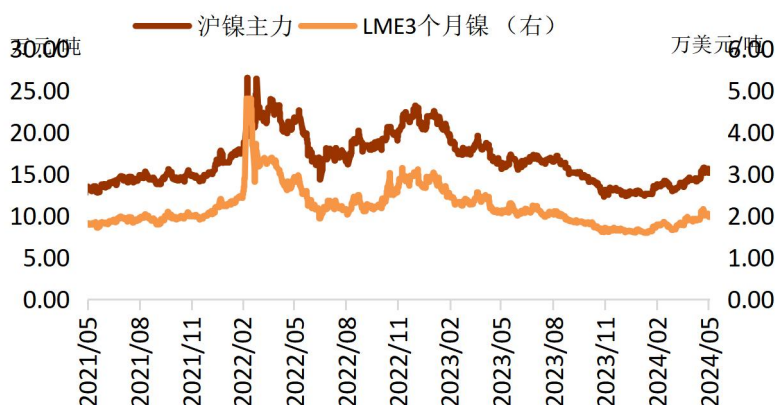
图表目录

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 美国 ISM 制造业	6
图表 4 美国核心 PCE 同比	6
图表 5 中国制造业 PMI	6
图表 6 30 大城市房地产成交面积	6
图表 7 镍矿进口情况	7
图表 8 自菲律宾进口镍矿占比	7
图表 9 镍矿价格	8
图表 10 镍矿港口库存	8
图表 11 中国精炼镍进口量	8
图表 12 中国精炼镍产量	8
图表 13 中国镍铁进口量	9
图表 14 中国镍生铁产量	9
图表 15 镍铁库存	10
图表 16 高镍生铁价格走势	10
图表 17 硫酸镍产量	10
图表 18 电池级硫酸镍价格	10
图表 19 300 系不锈钢价格	11
图表 20 300 系不锈钢产量	11
图表 21 不锈钢进出口	12
图表 22 300 系不锈钢库存	12
图表 23 精炼镍社会库存	12
图表 24 镍交易所库存	12

一、行情回顾

5月，沪镍冲高回落，震荡重心上移，而美联储货币政策摇摆是驱动镍价波动的主要因素。5月上旬，美国4月制造业PMI再次跌破50荣枯线，非农就业数据超预期下跌，叠加鲍威尔的鸽派言论大大推高了美联储的降息预期。同时，Comex铜遭遇套保逼空，有色盘面情绪高涨。而印尼与新喀在资源端的扰动无疑再添一把新火，使沪镍主力合约价格一度突破16万元大关。而至5月下旬，随着逼空事件降温，资源扰动Price后，美国的揭皮书显示高利率或需更长时间维持，美联储降息预期由9月推后至11月，镍价应声回落。

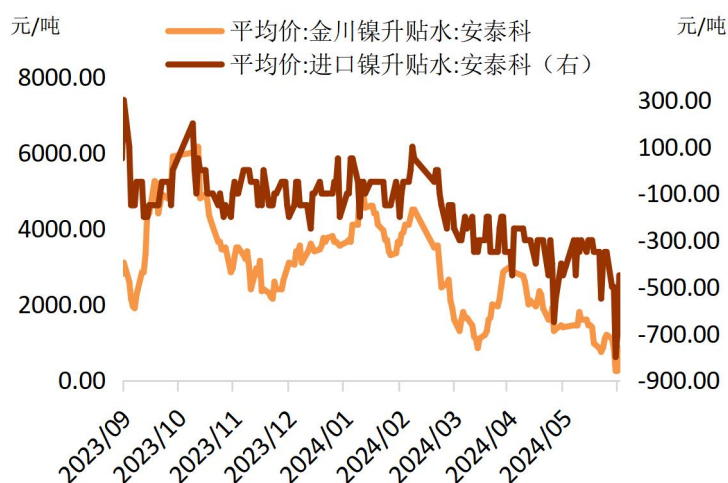
图表1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

镍价重心上移，升贴水重心回落。5月，金川镍升贴水价格由月初的1450元/吨回落至月末的850元/吨，进口镍升贴水则由-300元/吨降至-450元/吨。受沪镍价格重心上移影响，下游抵触情绪升温，镍升贴水重心进一步下移。

图表2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观分析

海外：美股经济热度降温，欧洲率先开启降息

美国一季度实际 GDP 同比增长 1.3%，较首次预估下调 0.3 个百分点，为 2022 年春季以来最低水平。制造业连续两个月低于荣枯线，核心 PCE 环比走弱，经济数据与通胀压力双双放缓，美联储降息预期回升。

美国制造业进一步收缩。美国 5 月制造业 PMI 超预期回落，录得 48.7，前置 49.2，预期 49.6，已连续两期处于荣枯线下方。从结构上来看，新订单指数是本期 PMI 下滑的主要拖累项，录得 45.4，环比大幅收缩 3.7 个百分点；订单库存指数录得 42.4，环比大幅收缩 3 个百分点。相比之下，出口订单与就业有所回暖。5 月制造业 PMI 就业分项录得 51.1，环比上升 2.5 个百分点，新出口订单指数录得 50.6，止降转增的同时再度站回荣枯线上方。整体来看，ADP（小非农）就业数据不及预期，但制造业就业市场相对乐观，表明美国行业就业市场行业分化。但随着新订单指数连续回撤，产出指数也降至荣枯线零界至，供给端承压或在后期拖累就业指数下滑。同时，随着居民端的超额储蓄见底，零售部门消费承压对企业订单形成负面传导。随着就业市场的降温，消费端缺乏后续动能支撑。

通胀压力略有缓和。美国 4 月核心 PCE 同比增长 2.75%，较上期小幅回落 0.06 个百分点；环比增长 0.2%，较上期小幅回落 0.1 个百分点。4 月个人消费支出增速录得 0.2%，不及预期的 0.3%，环比回落 0.4 个百分点。整体来看，居民端消费意愿减弱，通胀压力有所缓和，且在诸多经济数据走弱背景下，市场再度押注美联储 9 月降息预期。

欧元区进入降息节奏。欧洲央行下调主要再融资利率 0.2 个百分点至 4.25%。自 2022 年 7 月以来，欧洲制造业 PMI 持续处于荣枯线下方；通胀水平也由 2023 年 5 月的 6.1% 降至今年 5 月的 2.6%；4 月的零售月率回落至 -0.5%，低于预期的 -0.3%，前置 0.7%。整体来看，随着通胀与零售数据双双走弱，欧元区已具备降息的必要前提。而作为美元指数的重要参考标的，欧元区率先降息或在一定程度上支撑美指。

国内：国内复苏缓慢，仍需政策发力

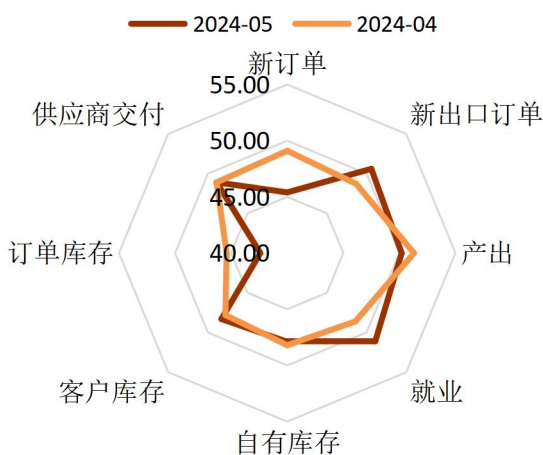
国内制造业 PMI 再度跌破荣枯线下方，海内外需求双双承压。地产扶持政策陆续出台，但市场成交表现平平。促销费仍是重心，政策面有待持续发力。

制造业重回荣枯线下方。5 月，中国制造业 PMI 录得 49.5，再度跌至荣枯线下方。生产指数回落 2.1 个百分点至 50.8；新订单指数回落 1.5 个百分点至 49.6。高基数与需求不足或是主要拖累因素。从结构上来看，虽然生产指数有所回落，但仍处于荣枯线上方。而消费端则略显疲软，新订单指数回落 1.5 个百分点至 49.6，新出口订单指数回落 2.3 个百分点至 48.3，均跌至荣枯线下方。整体来看，在全球经济增速放缓及海外贸易壁垒限制下，中

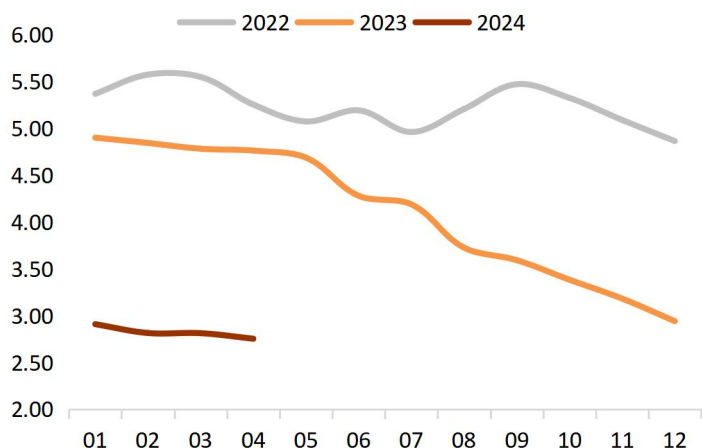
国或难再度利用全球化带来的红利，需求重心或逐渐由外向内转换。而在“换新”政策及特别国债支持下，零售端仍有增长预期。

地产限购松绑，市场反响有限。5月，除一线城市外，全国大多数城市均已取消房地产限购政策，北京、上海也在不同程度上放松了购房资格的要求。从资金成本角度来看，5年期LPR利率已由去年5月的4.3%下降至今年的3.95%，1年期的则由3.65%下降至3.45%，长端利率降幅明显大于短端，也体现出政策面对地产促销费的重视。但从结果上来看，30大城市5月房屋成交面积约725万平方米，同比增长仍为-36.51%，且从今年2月份以来，主要城市房屋成交面积均不及去年同期。后期来看，购房需求回暖或是解决房企现金流困境乃至地产行业下行的关键。在当前国内就业环境下，刚需消费对需求的提振可谓心有余而力不足。而在政策监管下，房屋缺失了其金融属性中的增值能力。我们认为，短期内居民收入增长与房屋金融属性回归或难同步，房地产行业仍将长期处于磨底阶段。

图表 3 美国 ISM 制造业

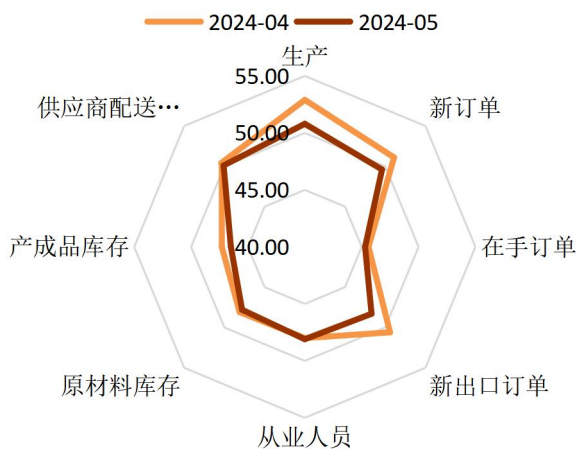


图表 4 美国核心 PCE 同比

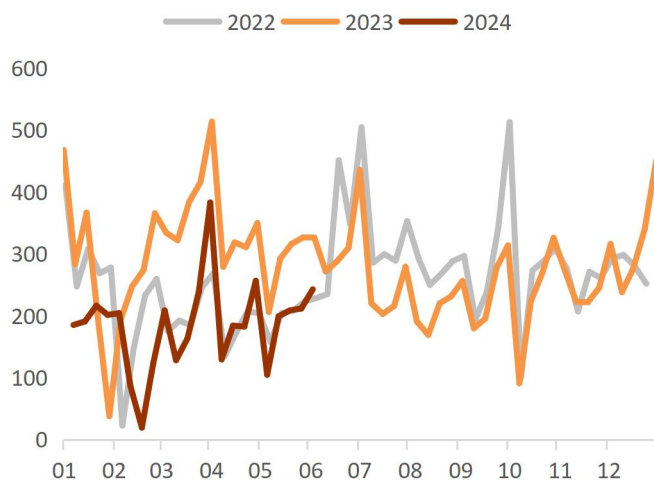


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国制造业 PMI



图表 630 大城市房地产成交面积



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

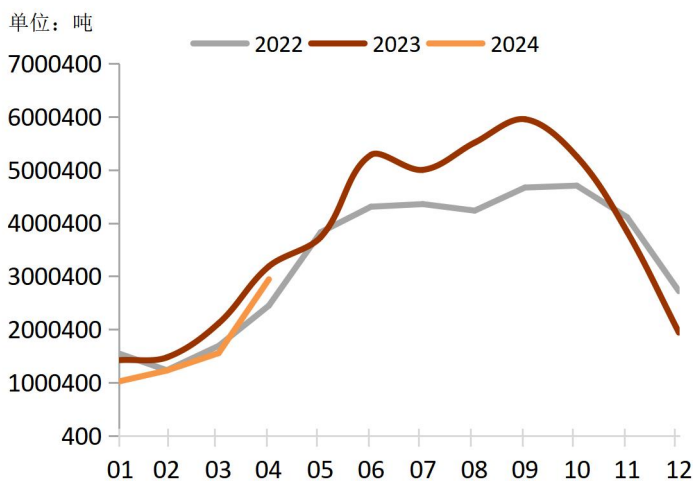
1、资源扰动边际减弱，港口库存高位

5月，镍矿价格维持高位。据SMM数据显示，5月菲律宾1.5%红土镍矿（CIF）价稳定在45.5美元/湿吨，较4月小幅提高0.5美元/湿吨。报告期内，印尼RKAB审批进度不及预期，据印尼官方公告显示，目前已获批约2.17亿吨配额，约占总申请配额26%，审批进展依然缓慢。由于法国国民议会允许长期居住在新喀的法国居民参加地方选举投票，当地人认为该法案削弱土著卡纳克人的权益，随后爆发大型动乱，导致新喀多数镍矿开采及发运受阻。而在法国出兵维和保障下，动乱并未出现进一步升级，但当地镍矿厂并未公布复产。

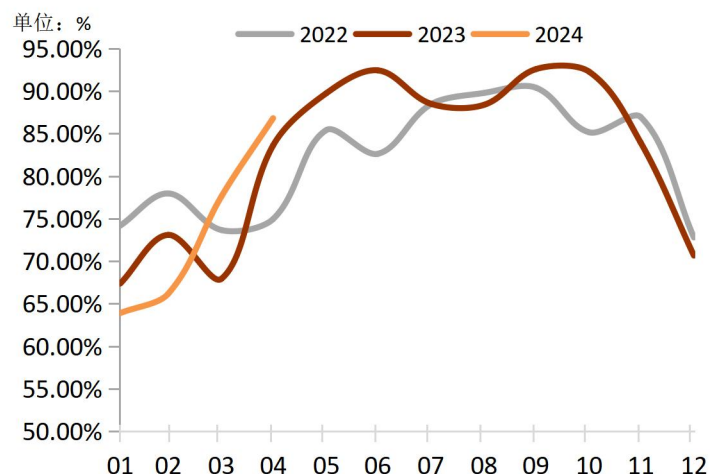
4月，中国镍矿进口量合计294.2万吨，同比回落7.64%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约255.39万吨，较上期大幅增加135.92万吨，是推高镍矿进口的主要因素；进口自其他国家的镍矿合计约38.82万吨，较上期无明显变动。随着菲律宾退出雨季，矿山开采正常运转。但受印尼镍矿审批缓慢影响，印尼国内镍矿资源日益紧缺，其对菲律宾的进口依赖度骤升，后期镍矿资源或将部分分流至印尼。

库存方面，据同花顺数据统计，截止5月31日，全国港口镍矿库存合计1167.1万湿吨，报告期内增加67.57万吨。从季节性规律来，二季度和三季度均属于镍矿季节性累库。但目前镍厂开工率高位，进口资源预期分流，镍矿累库幅度或不及往年。

图表7 镍矿进口情况

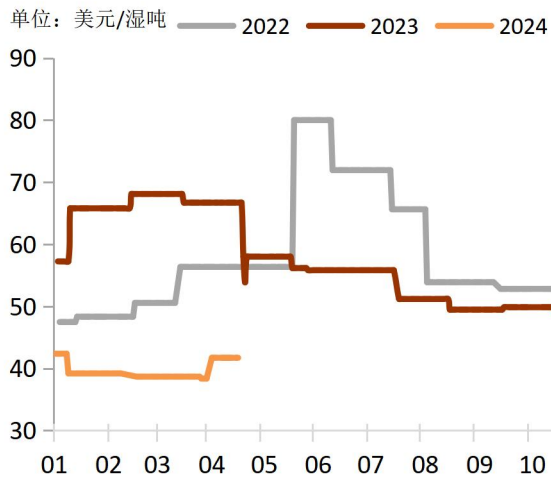


图表8 自菲律宾进口镍矿占比

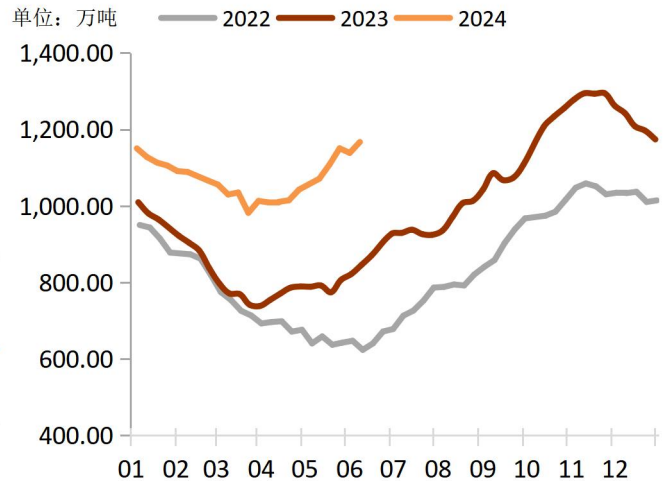


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 镍矿价格



图表 10 镍矿港口库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

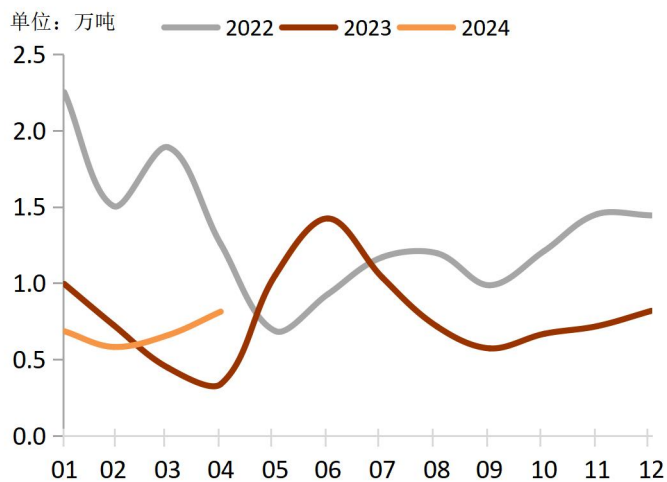
2、供给仍有增量预期

据 SMM 统计，5 月全国精炼镍产量合计 2.58 万吨，同比+38.22%；开工率 81.79%，同比回落 7.38 个百分点。在产能扩张提振下，即使开工率较去年同期有所回落，但产量依然维持大幅上升。同时，纯镍资源充裕抵消了资源扰动对价格的提振。

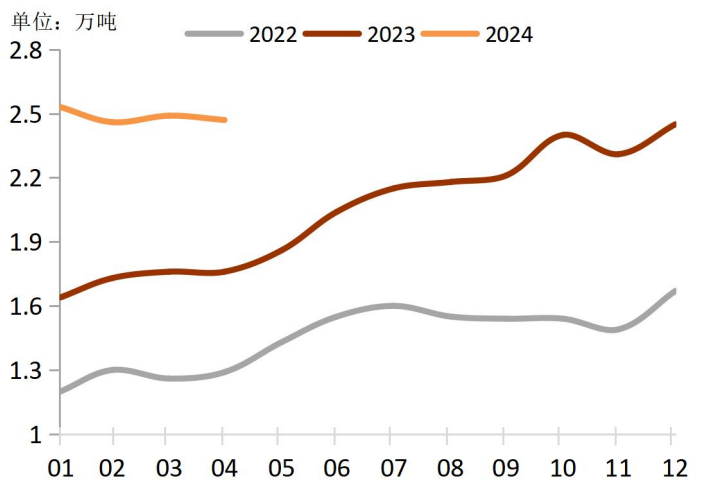
进口方面，4 月中国进口精炼镍 0.81 万吨，同比大增 141%。主要原因在于，去年同期受俄镍定价谈判影响，进口大幅收缩，而在此低基数背景下，4 月纯镍进口同比大幅扩张。从净流向来看，4 月纯镍净流入 1248 吨，进口量与出口量基本维持平衡状态。

后期来看，由于纯镍产能集中度极高，主要冶炼厂现金利润尚可，且金川镍现货升水持续回升或将提振镍厂开工率高位。同时，金川今年投产得 2.5 万吨产能仍处于爬坡状态，预计后期供给仍维持充裕。

图表 11 中国精炼镍进口量



图表 12 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

3、镍铁供给增量有限，短期维持去库

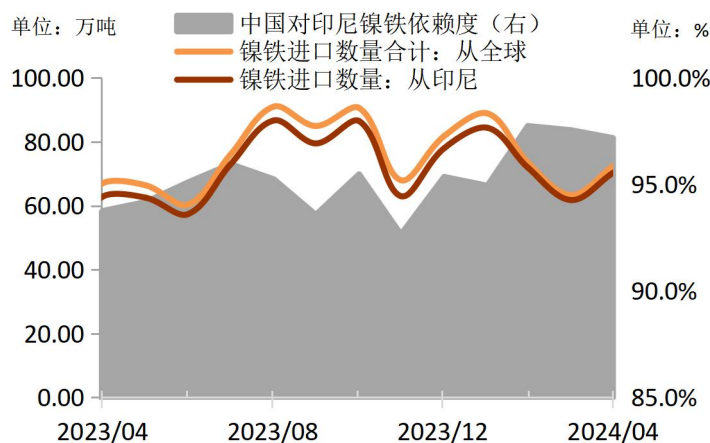
据 SMM 统计，5 月国内镍铁产量合计约 2.71 万吨，同比回落 16.59%，开工率 43.49%，同比回落约 8.65 个百分点。整体来看，镍铁产能释放较为保守，主要原因在于：虽然当前在印尼镍矿扰动影响下，镍铁回流国内得资源较少，导致国内镍铁现货紧缺。但国内地产表现低迷，不锈钢消费疲软，弱需求与弱供给相持不下，镍铁厂利润仍处于零界值附近。

印尼方面，5 月印尼镍铁产量合计约 11.29 万吨吨，同比回落约 4.24%。主要原因在于，受印尼镍矿审批缓慢影响，印尼国内镍矿资源偏紧。但 4 月印尼从菲律宾进口大量镍矿，在一定程度上缓解了镍矿紧缺格局，但在此背景下，未来镍铁回流量或有收窄。

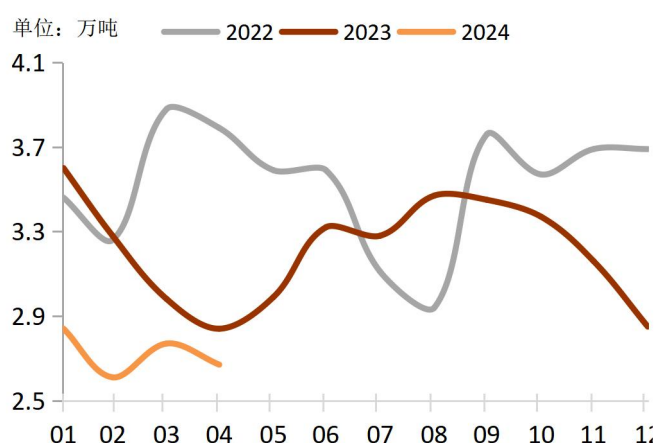
进口方面，4 月中国镍铁进口合计约 72.35 万实物吨，同比增长 8.01%，增幅远不及年初水平。其中，进口自印尼的量约 70.31 万实物吨，占比约 97.18%。

库存方面，截止 5 月 31 日，国内镍铁库存合计 20.48 万实物吨，报告期内减少 2.92 万吨。受印尼资源扰动影响，印尼镍铁回流有所下滑。国内镍铁厂利润低位，增产意愿较弱。预计镍铁库存仍将维持去化趋势。

图表 13 中国镍铁进口量

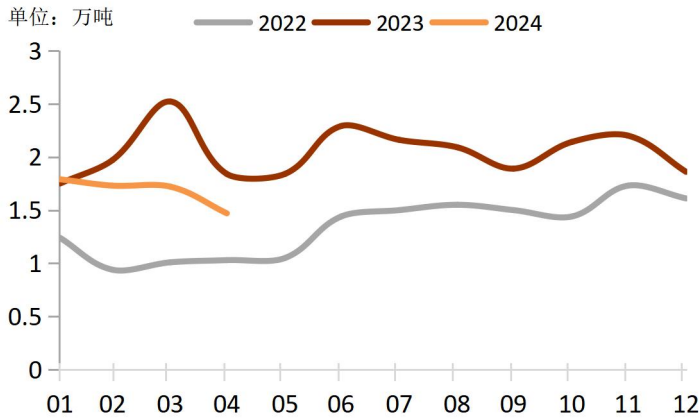


图表 14 中国镍生铁产量

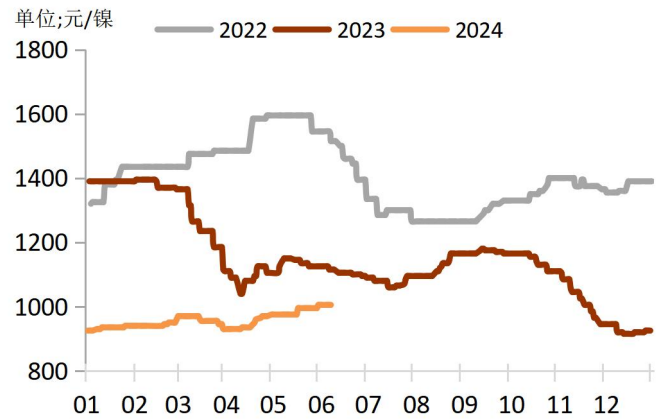


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 镍铁库存



图表 16 高镍生铁价格走势



资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

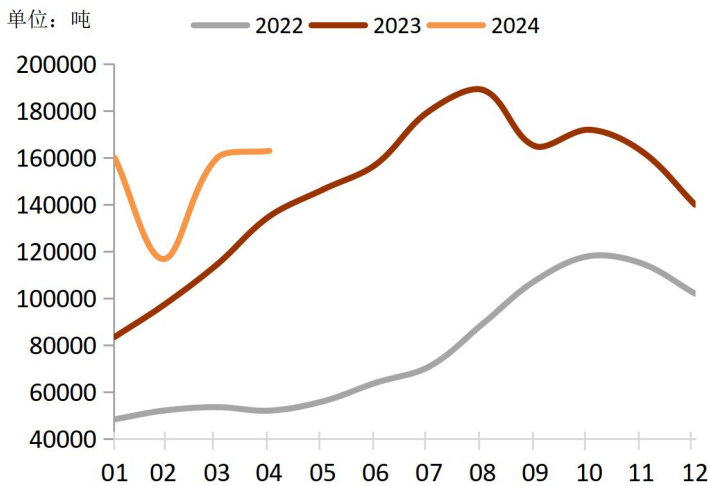
4、资源扰动犹在

据 SMM 统计, 5 月硫酸镍产量 15.09 万吨, 同环比+1.4%/-3.63%。进口方面, 4 月, 中国硫酸镍净进口量约 1.59 万吨, 环比-0.03%。

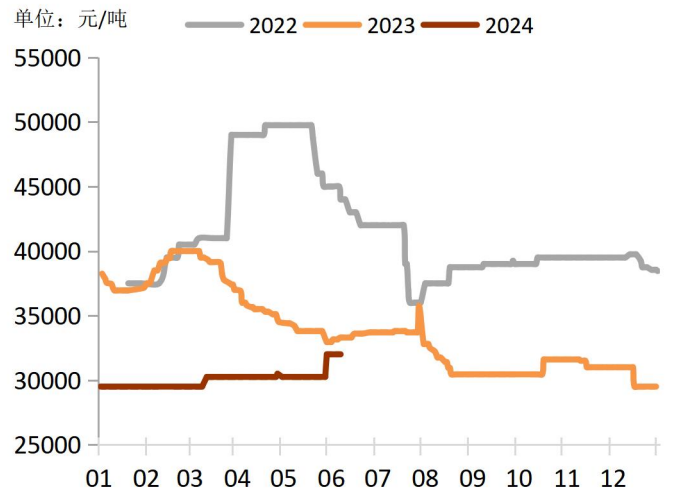
价格方面, 5 月硫酸镍价格整体偏强运行。电池级硫酸镍价格报告期内由 3.025 万元/吨上涨至 3.2 万元/吨; 电镀级硫酸镍价格维持在 3.55 万元/吨水平。新能源汽车消费整体强于传统领域, 电池级硫酸镍价格也强于电镀级。

后期来看, 印尼镍矿审批进度依然存疑, 短期或难消除资源扰动影响, 但在成本压力下, 硫酸镍成本利润依然欠佳, 冶炼暂无放量预期。而新能源汽车消费在“换新”政策提振下仍有增长潜力, 且三元电池库存相对偏低, 需求向上传导或更加流畅, 价格仍有上涨空间。

图表 17 硫酸镍产量



图表 18 电池级硫酸镍价格



资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

5、不锈钢排产难以维持高位，对镍需求或有回落

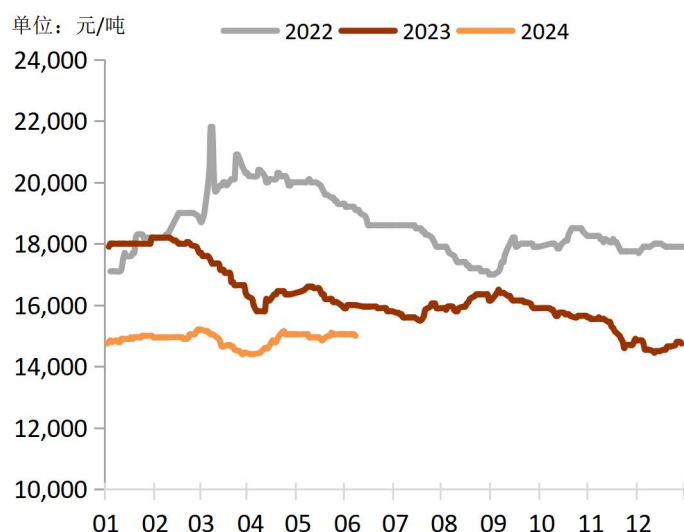
5月300系不锈钢价格运行，报告期内，304不锈钢（宝新上海）价格稳定在1.505万元/吨左右，暂无明显变动。虽然5月镍价大幅波动，但不锈钢消费疲软，现货价格并未跟随盘面走势。

供给方面，据SMM数据统计，中国及印尼5月300系不锈钢产量合计约173万吨，同比+8.13%。进出口方面，不锈钢4月进口量约19.4万吨，出口约39.26万吨，净出口规模约19.86万吨，同比收缩5.6%。

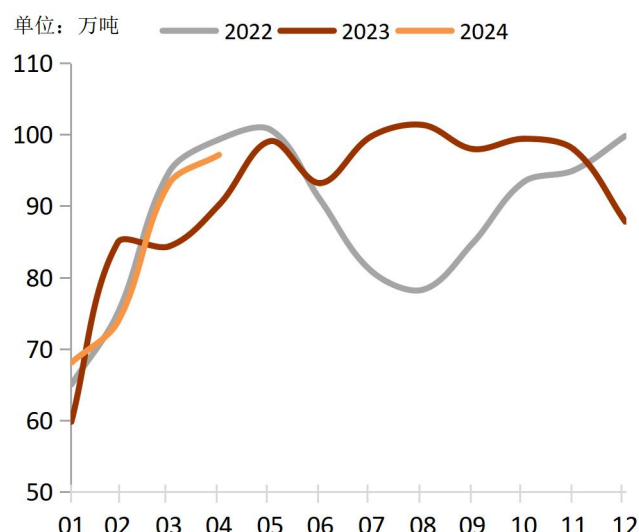
库存方面，截止2024年5月31日，国内300系不锈钢库存合计约64.58万吨，同比增加约13.15%。

后期来看，受国内房地产行业下行拖累，国内不锈钢消费持续低迷，现货库存处于近三年同期高位，虽然成本端在宏观预期扰动下大幅波动，但基本面陷入泥潭，不锈钢价格弹性缺失，预期维持低位震荡。

图表 19 300 系不锈钢价格

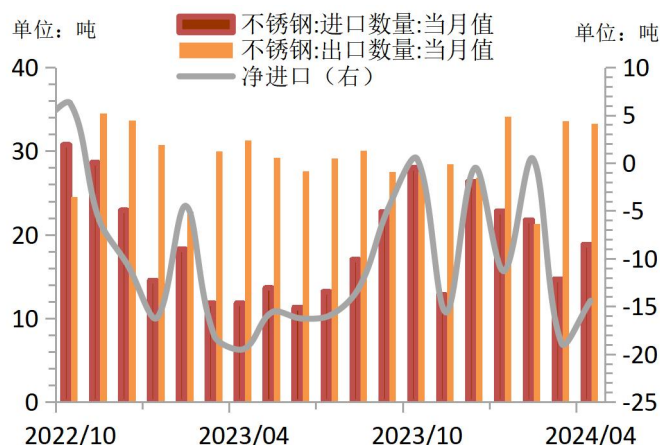


图表 20 300 系不锈钢产量

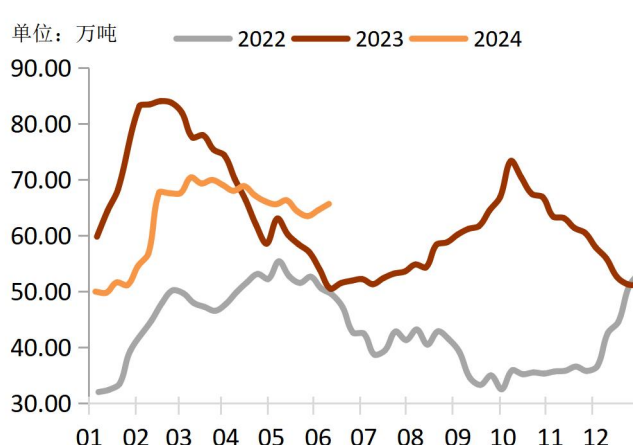


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 不锈钢进出口



图表 22 300 系不锈钢库存



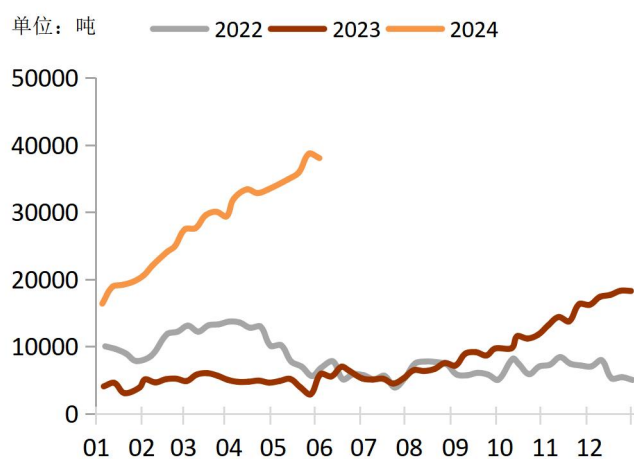
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、季节性去库斜率预期平坦

截至 5 月底，国内精炼镍社会库存合计约 3.8 万吨，比去年同期高出 3.51 万吨，报告期内累库 3130 吨。交易所期货库存同步累库，其中，LME 期货库存 8.373 万吨，报告期内累库 5207 吨；沪镍期货库存 2.17 万吨，报告期内累库 2122 吨。

后期来看，不锈钢消费持续低迷，对纯镍得消费拉动力度有限，而在金川新增产能持续爬产推动下，纯镍库存仍将维持累库趋势。而在镍价回落后升贴水有所回暖，但盘面 C 结构较为平缓，企业交仓意愿不强，交易所作为消纳资源的第二市场角色逐渐淡化，上期所库存增量预期放缓。

图表 23 精炼镍社会库存



图表 24 镍交易所库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、行情展望

供给方面，金川投放的新增产能持续爬产，供给端仍有增量。（偏空）

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。新能源仍有增量预期，但增幅相对有限。（中性）。

库存方面，镍库存处于绝对高位，且去库拐点尚未可见。（利空）。

成本方面，印尼扰动延续，新喀扰动影响减弱（中性）。

宏观方面，美国一季度 GDP 增速下调，核心 PCE 环比走弱，经济数据与通胀数据双双回落，市场再度交易美联储于 9 开启降息。而欧洲央行率先进入降息周期，或对美指有所支撑。（中性）

预计 6 月份沪镍主力波动区间在 130000-150000 元/吨之间。伦镍波动区间在 17000-19300 美元/吨

风险点：美联储降息预期升温

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。