

2024年9月6日



降息提振预期有限

镍价或延续震荡

核心观点及策略

- 成本方面，成本端或难再起波澜。虽然印尼镍矿的审批迟迟未果，但已审批配额或已满足消费所需，而其国内贸易基准价下跌，进一步说明镍矿并不紧缺。
- 基本面方面，报告期内纯镍供给维持高位，硫酸镍需求尚可，可与材料厂排产扩张互证；镍铁进口大幅扩张，成本下方存在支撑，镍铁价格无明显变动。不锈钢排产扩产小幅扩张，但不锈钢价格持续回落，钢企利润依然较差，缺乏扩张韧性。基本面无明显变动。
- 宏观层面，虽然制造业数据疲软，但美国二季度GDP表现超市场预期，整体呈现通胀回落与就业市场稳定态势，美联储9月降息25bp的概率依然较大。
- 后期来看，美联储9月降息箭已在弦，而降息预期带来的利好已被市场提前消化。最新的经济数据显示，美国正处于就业相对稳定，通胀下滑的路径，但制造业的不及预期给软着陆带来一丝不确定性，谨防降息落地后市场交易利多出尽。基本面难有提振，传统消费弱势延续，新能源领域有增量预期，但兑现节点预期后置。成本扰动的力度有限，后期或更多扮演底部支撑角色，预计镍价整体仍震荡运行。
- 预计9月份沪镍主力在120000-140000元/吨之间。伦镍波动区间在15100-17300美元/吨
- 风险点：软着陆预期升温

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ 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、行情回顾.....	4
二、宏观分析.....	5
海外：预期路径阴晴交替，警惕利多出尽风险.....	5
国内：投资与消费乏力，政策仍需释放更多利好.....	5
三、基本面分析.....	7
1、海外内贸基准价格下调，但镍价延续高位.....	7
2、冶炼成本压力显著，供给端或难有明显增量.....	8
3、镍铁进口大幅扩张，价格震荡运行.....	9
4、硫酸镍价格结构性分化，电池级仍有期待.....	10
5、基本面供需双弱，不锈钢价格或延续震荡.....	11
6、9月需求预期向好，但仍有限制性因素.....	12
7、出口增量或决定库存方向.....	13
三、行情展望.....	13

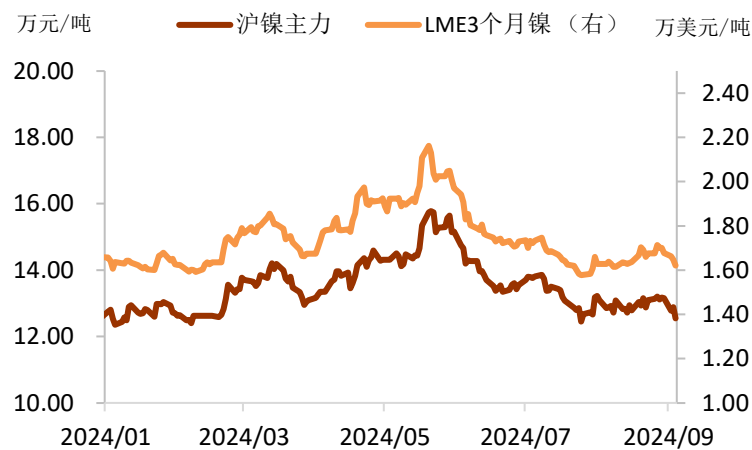
图表目录

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 GDP 累计同比增速	6
图表 6 规模以上工业企业利润累计同比	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（上海现货）	8
图表 10 镍矿港口库存	8
图表 11 中国精炼镍进口量	9
图表 12 中国精炼镍产量	9
图表 13 高镍生铁价格走势	10
图表 14 中国镍生铁产量	10
图表 15 硫酸镍产量	10
图表 16 电池级硫酸镍价格	10
图表 17 300 系不锈钢价格	11
图表 18 300 系不锈钢产量	11
图表 19 不锈钢进出口	12
图表 20 300 系不锈钢库存	12
图表 21 新能源汽车产量	12
图表 22 新能源汽车销量	12
图表 23 精炼镍社会库存	13
图表 24 镍交易所库存	13

一、行情回顾

8月沪镍先跌后涨，整体震荡运行。8月初公布的经济数据表现较弱，制造业 PMI 和非农就业均不及预期，一度使市场陷入衰退预期，而随着周度就业数据的好转及核心 PCE 通胀的持续回落，市场情绪得以修复。基本上没有太多变动，虽然市场一直没有放下海外资源端的影响，但印尼公式的配额已能满足年内生产所需，且官方内贸基准价持续回落，镍矿扰动力度有限，后期更多或扮演成本支撑角色。

图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

升贴水下移。8月，金川镍升水整体呈回落趋势，价格由月初的1600元/吨下跌至月底的750元/吨，进口镍贴水幅度进一步扩张，价格由月初的-100元/吨下跌至月底的-400元/吨。整体来看，虽然8月镍价整体维持平稳，但下游采买并不活跃，升贴水重心下行。

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：预期路径阴晴交替，警惕利多出尽风险

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 表现不及预期。8 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.2，预期 47.5，前值 46.8。虽然制造业表现较上期有所回升，但不及市场预期，且已连续 5 个月处于荣枯线下方。具体来看，新订单指数大幅回撤 2.8 个百分点至 44.6，该水平处于 2023 年 5 月以来的最低值；新出口订单指数录得 48.6，较上期回落 0.4 个百分点；订单数据下滑拖累产出表现，产出指数录得 44.8，较上期回落 1.1 个百分点。相比之下，就业表现具有韧性，录得 46，较上期上升 2.6 个百分点。整体来看，制造业领域的消费韧性面临挑战，企业订单及产出的回落或将拖累后期就业走弱。

通胀压力缓解，个人消费支出回升。7 月美国核心 PCE 物价指数年率录得 2.6%，预期 2.7%，前值 2.6%。核心 CPI 年率 3.2%，预期 3.2%，前值 3.3%。通胀数据整体延续美联储期望的下行路径。同时，个人支出缓慢修复。7 月个人支出月率录得 0.5%，预期 0.5%，前值 0.3%。个人支出环比已连续 3 个月维持回暖，表明居民端的消费韧性依然存在。整体来看，在居民消费回暖背景下，通胀数据并非出现预期的反弹，反而环比有所下滑，强化美国经济软着陆预期。

后期来看。从近期美联储主席鲍威尔的发言来看，美联储 9 月降息近乎确定，分歧点在于降息幅度和降息次数。而美国通胀数据和制造业数据褒贬不一，市场对美国经济能否实现软着陆左右摇摆。而从最新制造业表现来看，企业新订单数据的持续回落，或表明企业端的消费韧性正在消磨，或对未来劳动力市场形成拖累。而就业数据的表现或是衡量美国能否软着陆的重要标尺，关注近期非农就业情况。

国内：投资与消费乏力，政策仍需释放更多利好

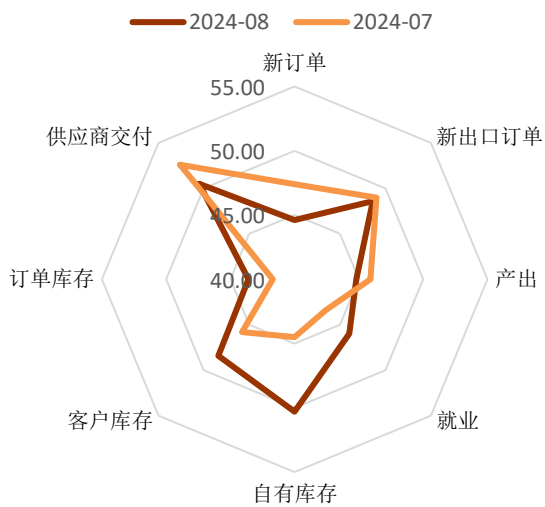
制造业 PMI 表现不及预期。8 月官方制造业 PMI 录得 49.1，预期 49.5，前值 49.4，已连续 5 个月回落。其中，需求侧表现更弱。新订单指数录得 48.9，较上期回落 0.4 个百分点，在手订单指数 44.7，回落约 0.6 个百分点。虽然，新出口订单环比上升 0.2 个百分点至 48.7，但仍连续 4 个月处于荣枯线下方。相比之下，生产指数初次跌入荣枯线下方，环比回落 0.3 个百分点至 49.8。从波动幅度可以看到，需求端的下跌幅度明显强于供给端，且较生产端更早买入荣枯线下方，表明弱需求现实正在沿产业链向上传导至供给。

企业生存环境恶化，居民端双重承压。从政府所得税角度看居民消费能力变化。雇佣环境方面，截止 7 月，税收收入-企业所得税累计额 2.05 万亿，累计同比增长-5.4%，年内整体呈负向扩张趋势。税收中企业所得税增速大幅下滑表明企业盈利环境持续恶化，劳务需求走弱。从居民收入视角来看，截止 7 月，税收收入-个人所得税累计额 5267 亿，累计同比增

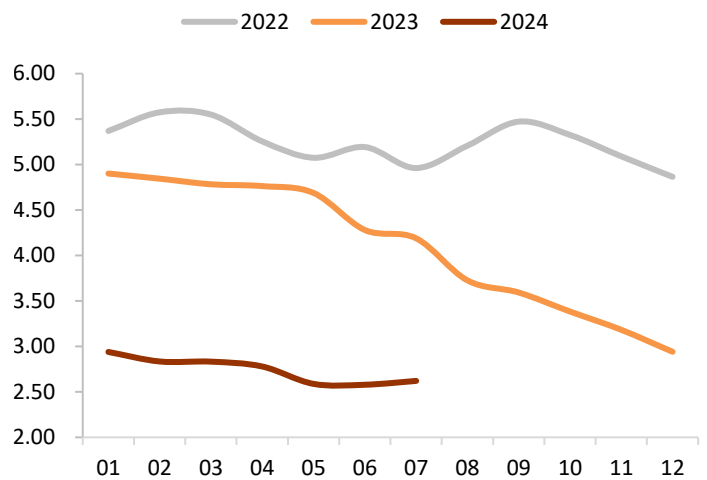
长-5.5%，虽然4月份以来的同比增速小幅修复，但该指标已连续17个月负增长，且2024年的回落幅度较2023年有明显扩张。**从货币结构看消费意愿。**截止7月，M1-M2剪刀差已扩张至12个百分点。虽然央行持续调下存款利率，但市场中的流通货币依然在减少，居民与企业的投资消费意愿较差，市场一度发起对“流动性陷阱”的担忧。

整体来看，企业生存环境的恶化向居民端传导并被进一步反向侵蚀，市场缺乏自我修复的能力，亟需有形手的调控来提振需求信心。截止7月，国内固定资产投资完成额累计同比增长3.6%，全年整体呈回落趋势。其中，基建投资完成额累计同比增长8.14%，低于2023年同期水平，表明政府投资环节仍有较大可调节空间。当前，大宗商品价格集体走弱，国内通胀暂无压力，政策端或有更多期待。

图表 3 美国 ISM 制造业

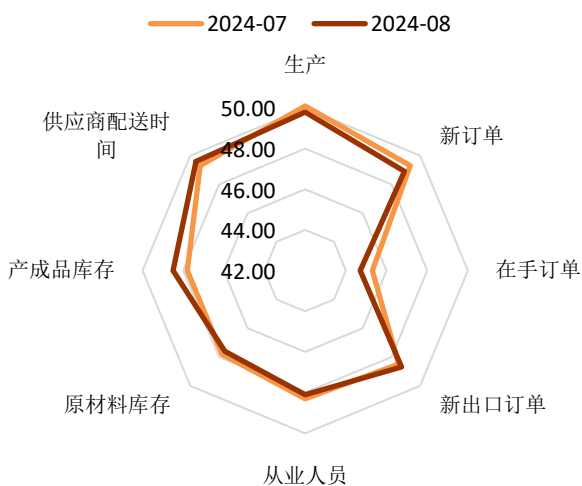


图表 4 美国核心 PCE 同比

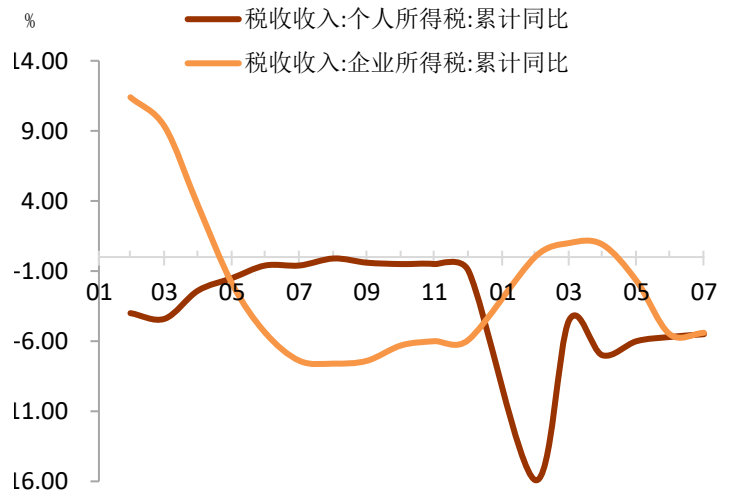


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 官方制造业 PMI



图表 6 税收收入趋势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、基本面分析

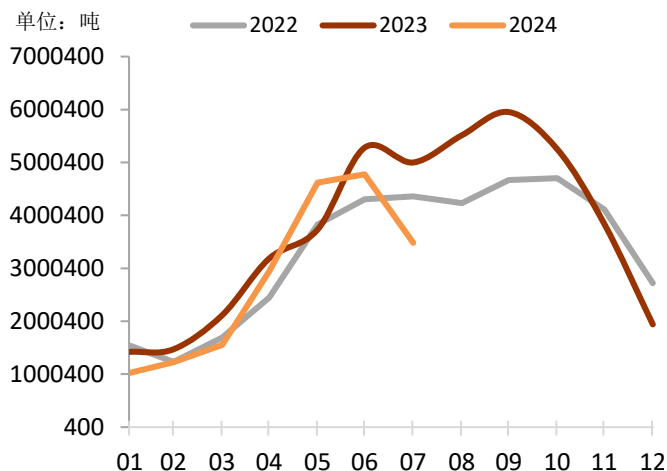
1、海外内贸基准价格下调，但镍价延续高位

8月，虽然印尼连续下调红土镍矿的内贸基准价格，但镍矿价格并未出现松动，报告期内，印尼、菲律宾镍矿仍在攀升。据SMM数据显示，印尼红土镍矿内贸价格由月初的48.8美元/湿吨上涨至月底的51.6美元/湿吨。菲律宾1.5%品味的FOB价由月初的35.5美元/湿吨上涨至月底的39.5美元/湿吨。截止8月27日，印尼镍矿公示配额约2.49亿湿吨，预期足以满足当年镍矿理论消耗量。

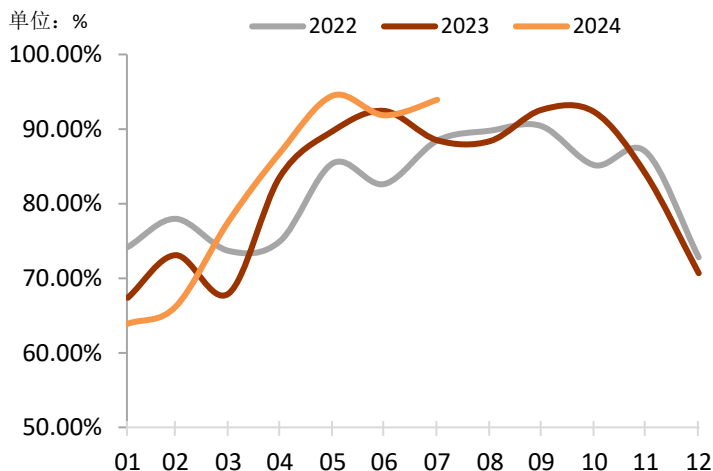
7月，中国镍矿进口量合计348.51万吨，同比回落30.6%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约327.34万吨，较上期大幅减少约107.39万吨；进口自其他国家的镍矿合计约21.17万吨，较上期小幅减少约12.5万吨。7月受菲律宾极端天气扰动，镍矿产量、运输双双受阻，导致中国镍矿进口规模回落。

库存方面，据同花顺数据统计，截止8月30日，全国港口镍矿库存合计1402.44万湿吨，报告期内增加72.32万吨，虽然镍矿进口有所回落，但国内镍矿港口出库仍处于近三年的绝对高点。此外，据SMM数据显示，华北、华东地区镍铁厂内的镍矿库存持续累库，库存周期分别高达4.11个月、2.95个月。下游高库存或对后期的去库拐点有所扰动。

图表 7 镍矿进口情况

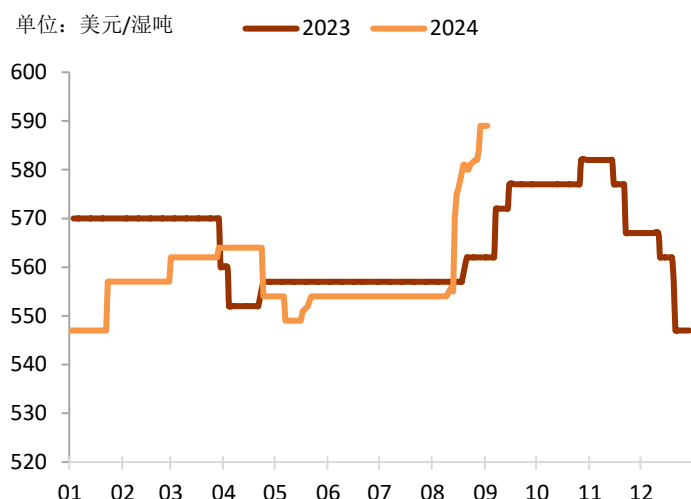


图表 8 自菲律宾进口镍矿占比

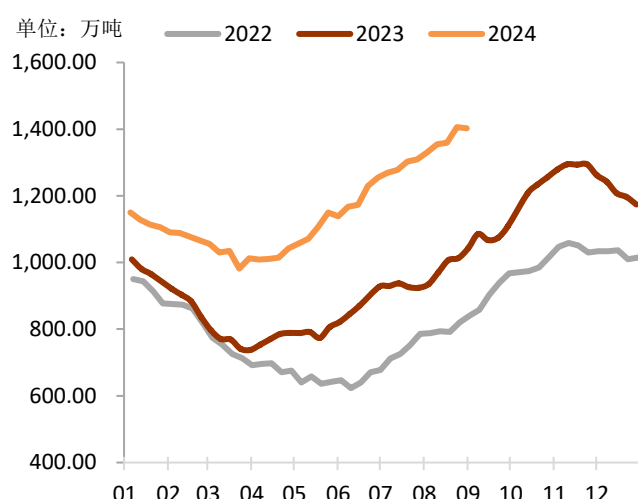


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 镍矿价格（上海现货）



图表 10 镍矿港口库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

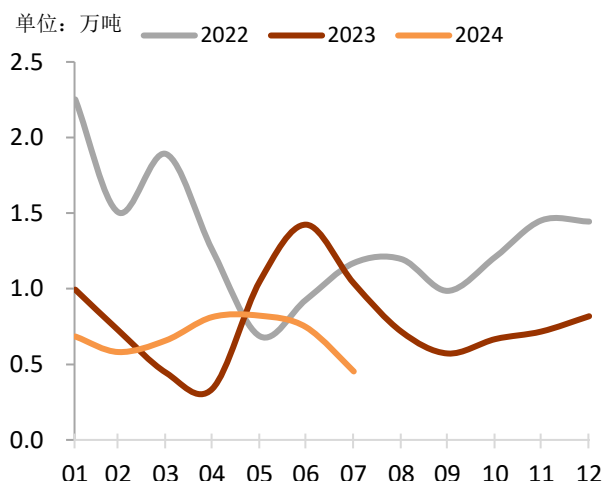
2、冶炼成本压力显著，供给端或难有明显增量

据 SMM 统计，8 月全国精炼镍产量合计 2.83 万吨，同比+30.05%；开工率 78.64%，较去年同期下降了约 12.3 个百分点。当前，外采资源模式已全线亏损，一体化工艺中高冰镍产线同样面临亏损，电积镍成本利润尚可。虽然 8 月镍价止跌企稳，但并未走出向上修正的行情，冶炼企业利润情况并未改善，开工率进一步下行。

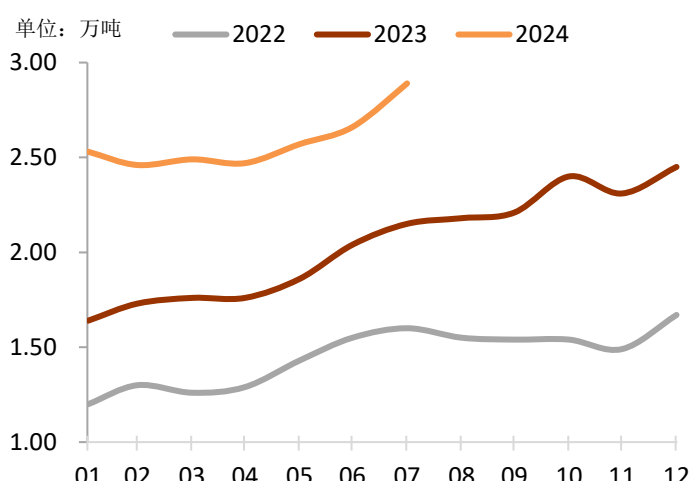
进出口方面，7 月中国进口精炼镍 0.47 万吨，同比回落约 54.11%；出口大幅提升至 1.52 万吨，较去年同期多了约 1.45 万吨。由于出口窗口开启叠加国内需求疲软，7 月精炼镍进口虽然同比提升，但环比延续了大幅回落趋势。相比之下，国内镍库存高企，在出口利润驱动下，镍出口量再创近年新高。

后期来看，当前国内镍冶炼厂成本压力较强，虽然近年来电积镍投产迅速，但传统工艺仍有一定市场份额，国内供给暂无增量预期。此外，若出口窗口能持续打开，纯镍出口仍将维持高位，国内可流通资源或进一步收缩。

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

3、镍铁进口大幅扩张，价格震荡运行

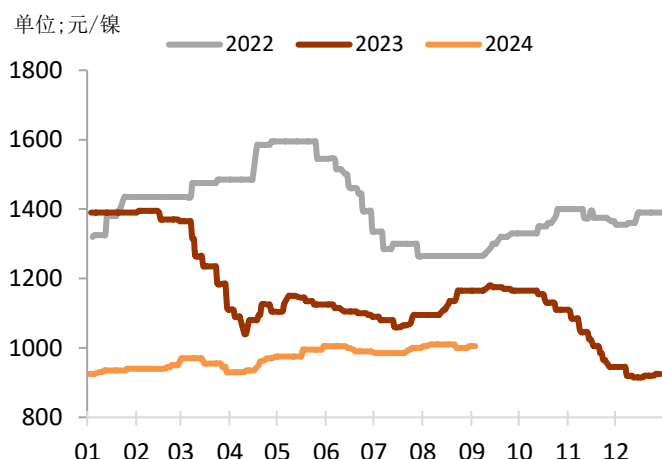
据 SMM 数据现实，8 月国内镍铁价格冲高回落，整体围绕在 1000 元/镍上下波动。一方面，海外新增产能一开始投放，过剩现实被进一步强化，但企业利润微薄，爬产节奏缓慢。另一方面，镍矿价格上行结束，成本对价格的提振放缓。

产量方面，8 月国内镍铁产量约 30.38 万吨（金属吨），同比回落约 12.47%，环比小幅回升 1.57%；印尼镍铁产量约 11.02 万吨（镍吨），同比回落 5.89%，环比回升约 5.1%。8 月国内不锈钢排产有所扩张提振镍铁需求，但产能过剩背景下，提产容易提价难。

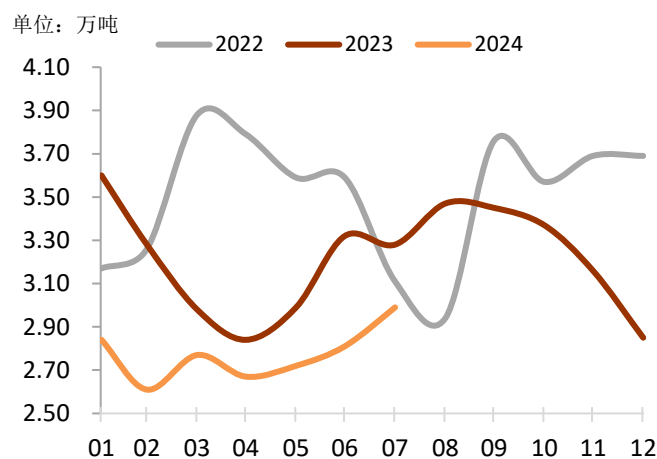
进口方面，7 月中国镍铁进口合计约 82 万实物吨，同环比增长 7.83%/18.26%。从进口原来看，增量主要来自于印尼，进口规模约 79.2 万吨，占比约 96.56%。虽然印尼镍矿审批依然进度缓慢，但已完成配额已满足当年消费所需，资源端的扰动力度并不明显。库存方面，截止 8 月 30 日，国内主要地区镍生铁库存 2.11 万金属吨，较 7 月底小幅回落约 205 吨。

后期来看，镍铁产能过剩现实延续，企业利润或将延续低位，供给端那有明显增量。国内地行业费持续低迷，不锈钢消费难有起色，镍铁基本面延续偏空预期，镍铁价格或将随着镍矿价格的松动而回落。

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

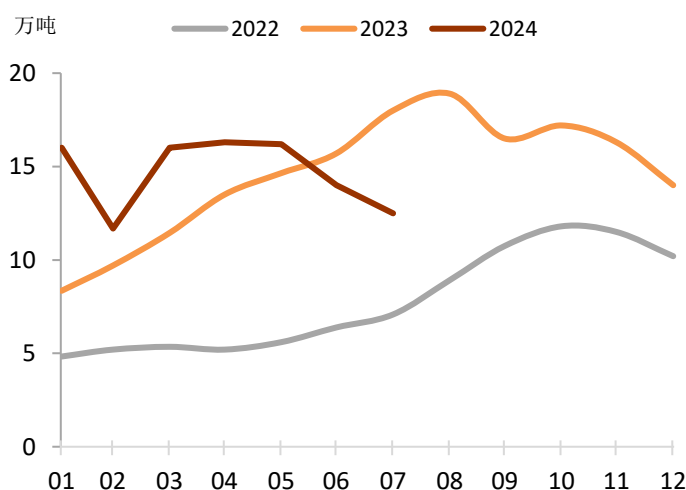
4、硫酸镍价格结构性分化，电池级仍有期待

据 SMM 统计，8 月硫酸镍产量 13.41 万吨，同环比-30.47%/+6.26%。进口方面，7 月，中国硫酸镍净进口量约 1.36 万吨，同环比+0.13%/-0.08%。

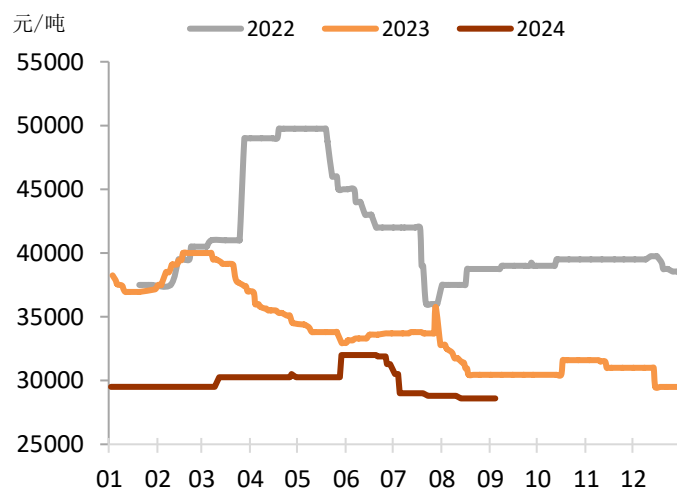
价格方面，8 月硫酸镍价格震荡运行。电池级硫酸镍价格由 2.78 万元/吨上涨至 2.817 万元/吨；电镀级硫酸镍价格小幅回落，由月初的 3.375 万元/吨下跌至 3.25 万元/吨。报告期内，硫酸镍价格走势分化，8 月电池厂和正极材料厂排产双双扩张带动电池级硫酸镍价格小幅上涨。而传统消费领域暂无两点，电镀级硫酸镍价格小幅回撤。

后期来看，电镀级硫酸镍或维持弱势，电池级硫酸镍则仍有上行空间。主要驱动在于新能源汽车即将进入消费旺季，电池厂已开启扩产备货，下游正极库存较高，节奏略慢于电池厂，带材料厂去库过程结束，电池级硫酸镍的需求预期或将兑现。

图表 15 硫酸镍产量



图表 16 电池级硫酸镍价格



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

5、基本面供需双弱，不锈钢价格或延续震荡

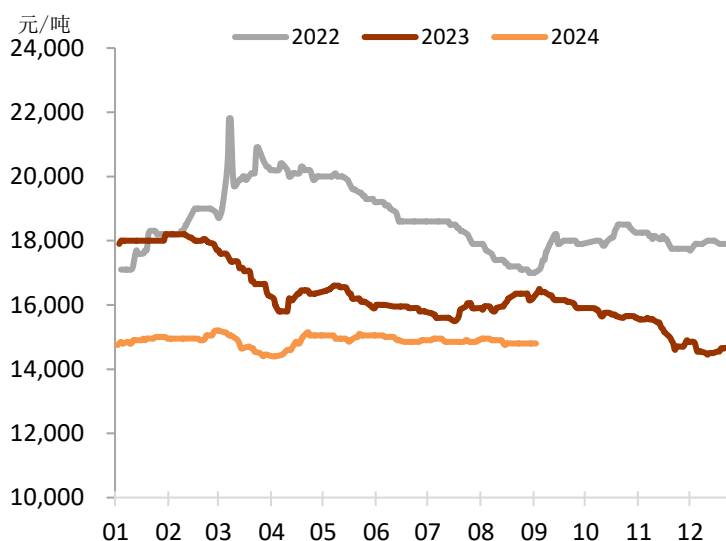
8月300系不锈钢价格震荡运行，报告期内，304不锈钢（宝新上海）价格稳定在1.44万元/吨左右，波动幅度较小。价格走势与镍价和黑色系走势相近，表明当前不锈钢价格主要跟随成本逻辑变动。

供给方面，据SMM数据统计，中国及印尼8月300系不锈钢产量合计约167万吨，同环比-0%/+5.03%。进出口方面，不锈钢7月进口量约11.96万吨，出口约41.01万吨，净出口规模约29.08万吨，较上月下降约9.57%。

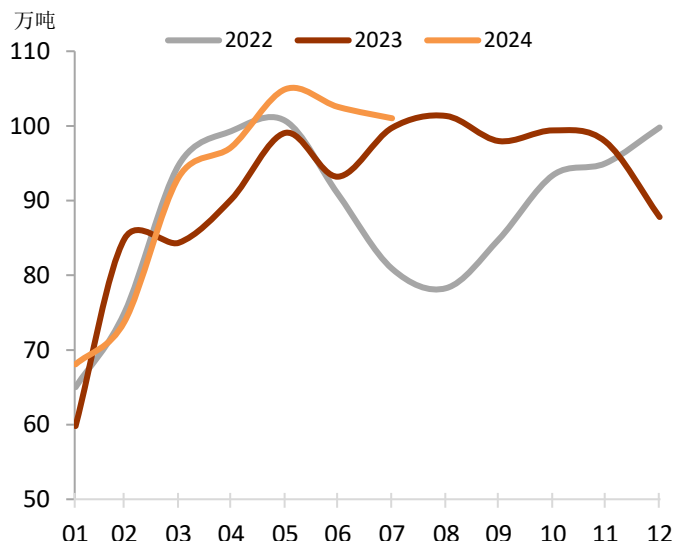
库存方面，截止2024年8月29日，国内300系不锈钢库存合计约54.55万吨，报告期内库存小幅去化811吨。

后期来看，7月全国房地产施工面积累计同比回落约12.1%，竣工面积累计回落约21.8%，地产前端表现依然低迷。截止9月1日，全国商品房2024年累计成交套数68.22万套，同比回落约35.08%，地产后周期环节同样处于磨底阶段。供给端受钢企利润低位拖累，供给增量或取决于阶段性需求力度，而需求端短期或难有明显增量，价格走势或依然延续成本逻辑运行。

图表 17 300 系不锈钢价格

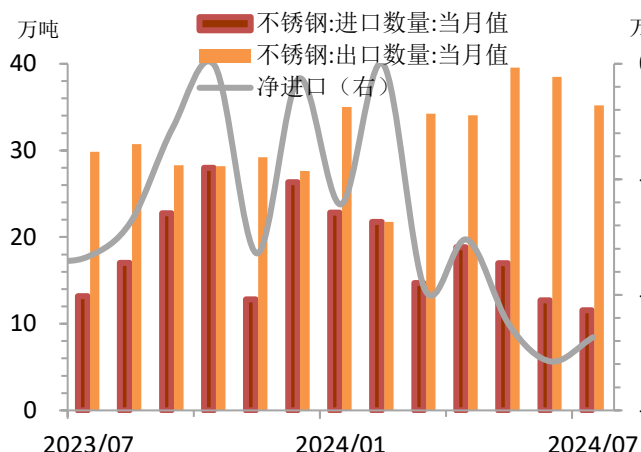


图表 18 300 系不锈钢产量

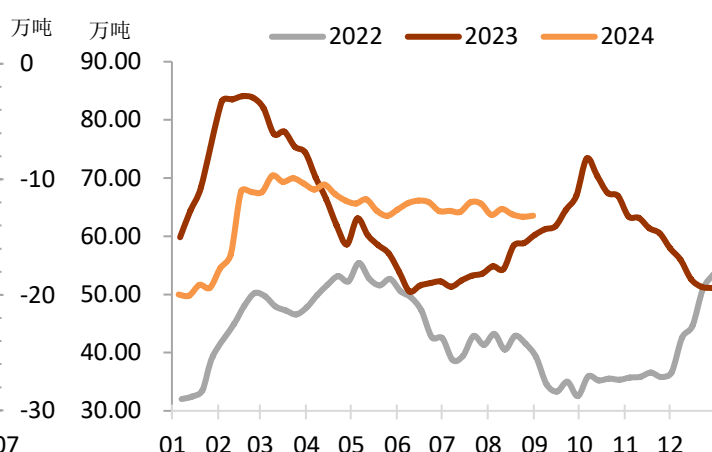


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 不锈钢进出口



图表 20 300 系不锈钢库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

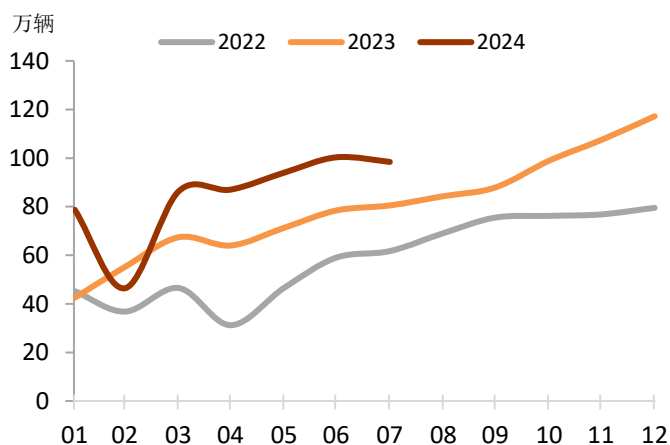
6、9 月需求预期向好，但仍有限制性因素

8 月 1-25 日，乘用车新能源市场零售 71.8 万辆，同比去年 8 月同期增长 48%，较上月同期增长 18%，今年以来累计零售 570.7 万辆，同比增长 35%。

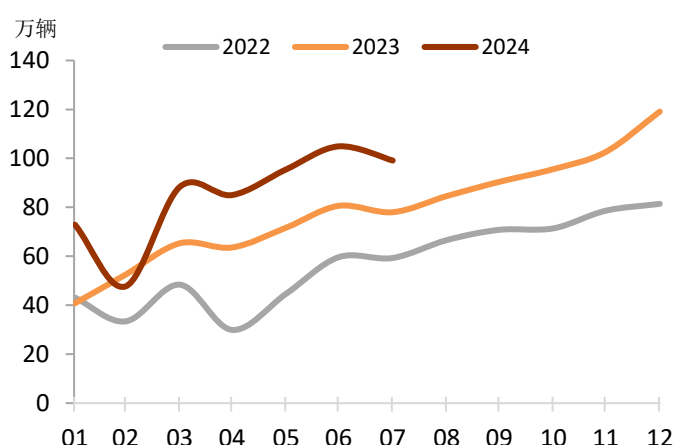
整体来看，8 月新能源汽车销量表现亮眼。一方面，第一轮换新政策落地后已对市场进行了预热，第二轮换新政策再度上进一步发力，推动终端零售同比大幅上升。从增速角度看，8 月新能源汽车的销量增速整体较 5 月近乎翻倍。另一方面，新能源汽车零售具有一定的季节性规律，往往表现为季初偏弱季末偏强的特征，特别是在 8 月下旬，新能源汽车销量同比增速一度突破 50% 高位。

后期来看，9 月为三季度末，终端零售有业绩冲量任务，叠加当下的换新政策与价格战双重提振，9 月终端零售增速仍预期向好。此外，上海补贴再度加码，助力新能源消费。但乘联会也提出，上半年全国结婚登记 343 万对，较去年同期减少了约 49.8 万吨，可能会影响四季度消费旺季的高度。

图表 21 新能源汽车产量



图表 22 新能源汽车销量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

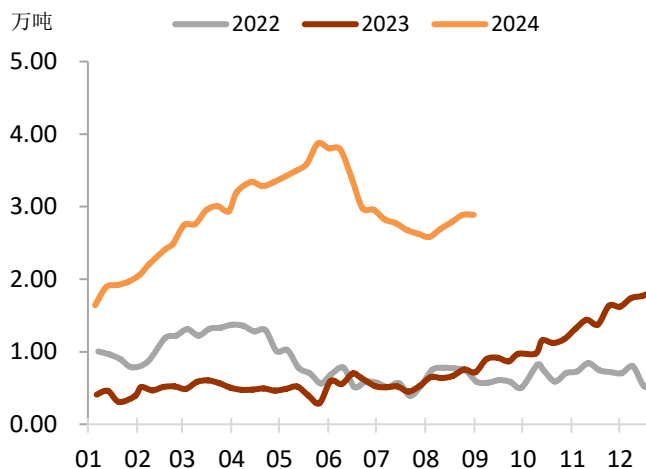
敬请参阅最后一页免责声明

7、出口增量或决定库存方向

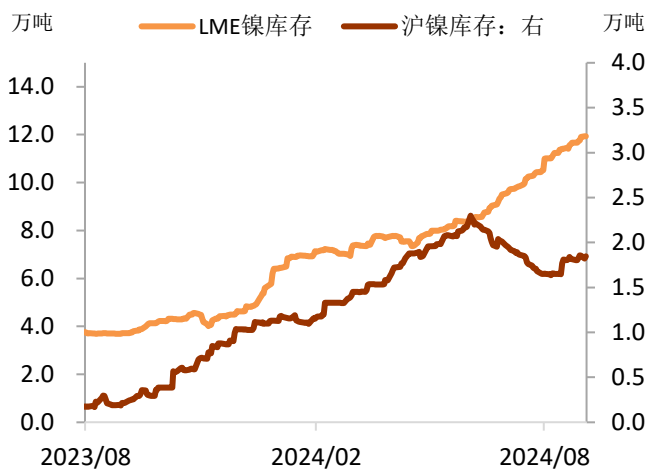
截至 8 月 30 日，国内精炼镍社会库存合计约 2.88 万吨，结束了两个月的去库后再度小幅累库，报告期内累库 3043 吨。同期，两大交易所库存同步累库，其中，LME 期货库存 11.92 万吨，报告期内累库 9340 吨；沪镍期货库存 1930 万吨，报告期内累库 11270 吨。

后期来看，累库斜率预期放缓，有望再度迎来去库。回顾出口盈亏可以看到，7 月出口盈亏大幅收缩，7 月下旬出口窗口更是近乎关闭。随着 8 月出口窗口再度开启，出口需求再度回升，国内社库的累库斜率已于 8 月下旬放平。当前，国内需求增量有限，去库动力主要来自于出口盈亏。若出口盈亏能长期保持在 450 美元/吨上方，预计国内或将开启二次去库。

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，供给端开工率进一步下调，冶炼利润收缩，但规模化减产未至。（中性）

需求方面，传统领域暂无增量需求，新能源市场预期维持高增速，但需求兑现节点预期后置。（中性偏多）。

成本方面，海外镍矿 FOB 价格维持高位，镍价下方存在支撑（支撑）。

宏观方面，美联储 9 月降息箭已在弦，而降息预期带来的利好已被市场提前消化。最新的经济数据显示，美国正处于就业相对稳定，通胀缓慢下滑的路径，但制造业的不及预期给软着陆带来一丝不确定性，谨防降息落地后市场交易利多出尽。（中性偏空）

预计 9 月份沪镍主力波动区间在 120000-140000 元/吨之间。伦镍波动区间在 15100-17300 美元/吨

风险点：非农就业超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。