

2024年4月8日



资源扰动减弱

镍价震荡重心回落

核心观点及策略

- 成本方面，菲律宾退出雨季，印尼资源审批预期完结，成本重心或将下移。
- 硫酸镍方面，新能源需求高速增长，硫酸镍偏紧延续。但随着进口预期增长，偏紧预期或将缓解。
- 镍铁方面，国内供给维持低位，进口或有增量，但消费弱勢难改。
- 镍基本面，国内供应维持高位，但进口存缩量预期。传统消费尚未起色，新能源需求占比有限。基本面仍有过剩。
- 后期来看，美国就业市场强势，制造业PMI重回荣枯线上方，软着陆预期持续强化。国内经济持续修复，但仍面临诸多挑战。基本面方面，进口预期收缩，新能源对硫酸镍需求维持高速增长，但高冰镍复产或分流精炼镍消费，对基本面修正力度有限。成本重心预期下移，库存季节性去库斜率预期平坦。预计价格震荡偏弱运行。
- 预计4月份沪镍主力在127000-141000元/吨之间。伦镍波动区间在16700-18200美元/吨
- 风险点：宏观扰动

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

目录

一、 行情回顾.....	4
二、 宏观分析.....	5
海外：软着陆预期升级，降息或将滞后.....	5
国内：经济环境回暖，潜在挑战尤在.....	5
三、 基本面分析.....	7
1、海外资源扰动消退.....	7
2、冶炼厂开工率高位，供给快速爬坡.....	9
3、资源扰动与利润回撤共振，镍铁产量收紧.....	9
4、印尼审批加速，硫酸镍供给预期回暖.....	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

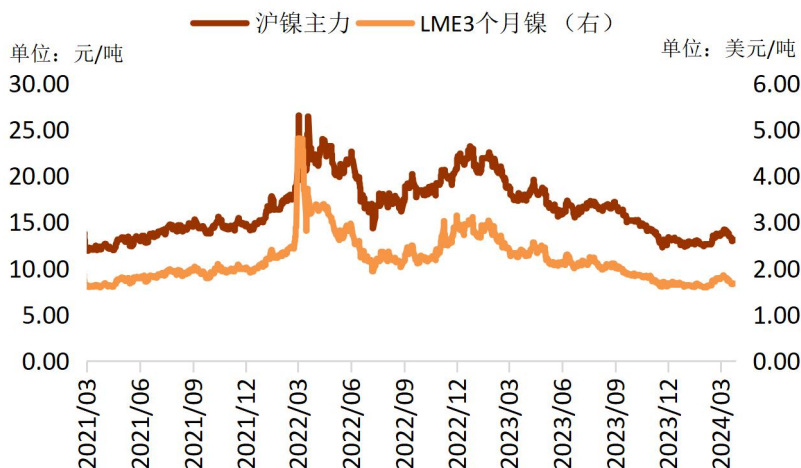
图表目录

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 美国失业率.....	7
图表 6 美国非农就业.....	7
图表 7 中国制造业 PMI.....	7
图表 8 中国规模以上工业企业利润同比.....	7
图表 9 镍矿进口情况.....	8
图表 10 自菲律宾进口镍矿占比.....	8
图表 11 镍矿价格.....	8
图表 12 镍矿港口库存.....	8
图表 13 中国精炼镍进口量.....	9
图表 14 中国精炼镍产量.....	9
图表 15 中国镍铁进口量.....	10
图表 16 中国镍生铁产量.....	10
图表 17 镍铁库存.....	10
图表 18 高镍生铁价格走势.....	10
图表 19 高冰镍价格.....	11
图表 20 电池级硫酸镍价格.....	11
图表 21 不锈钢进出口情况.....	12
图表 22 300 系不锈钢产量.....	12
图表 23 不锈钢价格情况.....	12
图表 24 300 系不锈钢库存.....	12
图表 25 精炼镍社会库存.....	13
图表 26 镍交易所库存.....	13

一、行情回顾

3月镍价冲高回落，价格重心有所下移。价格运行逻辑在于：3月上旬，受海外资源扰动影响，市场普遍担心镍矿供给短缺，导致成本重心持续上移。同时，在新能源汽车消费拉动下，MHP基本面偏紧，对镍价有所提振。而随着印尼镍矿审批加速，菲律宾退出雨季影响，资源扰动给出的溢价被市场挤出，镍价快速回落。

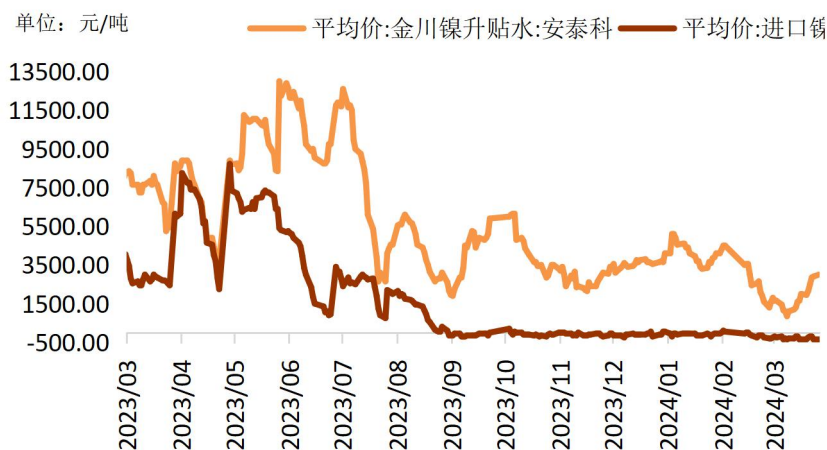
图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

金川镍升贴水弹性强于进口镍价。3月初，受镍价上涨影响，下游采购情绪转冷，现货升贴水近乎腰斩。而随着镍价触顶回落，下游采购逐渐回暖，现货升贴水由最低的 850 元/吨大幅上涨至 3000 元/吨。进口镍升贴水振幅相对较小，整体围绕在贴水 200-400 之间波动。

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：软着陆预期升级，降息或将滞后

美国经济韧性尤在，就业与制造业率先修复，软着陆甚至不着陆预期升温，但通胀或难遵循预期路径回落至2%的目标，美联储降息决议或将推迟。

首先，美国就业市场依然强劲。美国3月季调非农就业人数录得30.3万人，远超预期的20万人；失业率录得3.8%，低于预期的3.9%；私人时薪增速在高基数下同比回落至4.1%，但环比增长0.3%。我们认为，在强劲就业数据背景下，时薪增速相对平稳，表明就业市场的供给端与需求端均呈扩张趋势。从细分行业来看，建筑业、休闲酒店业分别新增1.3万人、0.6万人，在前期基建投资强势推动下，建筑业景气度回升，创造大量就业需求。同时，随着政府财政压力释放，教育行业、政府部分别人新增就业人数0.6万人、0.8万人。其他行业则相对表现平稳。整体来看，强势的就业市场使美国经济软着陆预期升温，但较强的消费预期同样使美联储实现2%的通胀目标受阻。

其次，美国ISM制造业PMI环比修复。3月，ISM制造业PMI录得50.3，环比修复2.5个百分点，美国内需依然强劲，是驱动PMI修复的主要动力。其中，产出指数录得54.6，环比大幅扩张6.2个百分点；新订单指数录得51.4，环比修复2.2个百分点；就业指数录得47.4，环比修复1.5个百分点。从变化量来看，产出指数环比改善较大，新订单指数已重回50荣枯线上方。虽然就业指数仍处于荣枯线下方，但整体呈修复趋势，表明美国就业市场依然存在韧性。整体来看，强劲的就业市场为居民消费持续提供动能，推动内循环持续发力，进而强化软着陆预期。

整体来看，强劲的就业市场为需求端持续提供动能。但我们仍需关注到，在地缘冲突愈演愈烈，能源价格预期高位背景下，消费强预期或使通胀数据回落至2%的路径并不通顺，市场预期3月CPI同比或将回升至3.4%，强于前期3.2%。美联储利率决议始终在经济增长与通胀之间取舍，而目前美国经济韧性尚可，降息压力释放。而随着通胀粘性显现后，利率延续高位的可能性或将升级。

国内：经济环境回暖，潜在挑战尤在

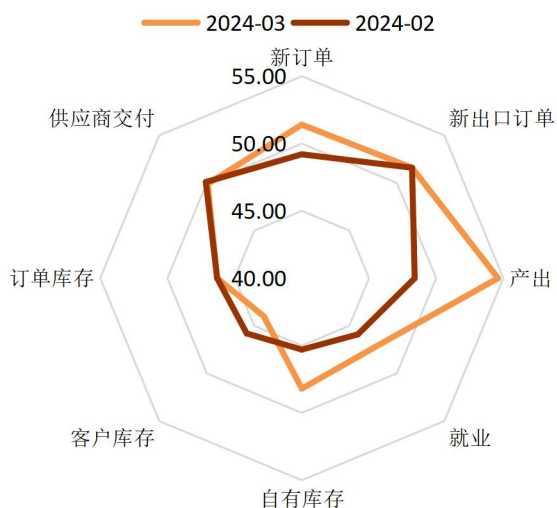
3月国内宏观环境明显修复，规模以上工业企业利润同比增速大幅回升，制造业PMI重回荣枯线上方。但欢喜之余，我们仍需看到复苏表面之下的暗流涌动。

企业利润修正，基数效应明显。1-2月，规模以上工业企业利润累计值约9140亿元，同比大幅增长10.2%。回顾往期数据，2021-2024年4年同期平均利润总额为10182.1亿元，高于本期的9140亿元。从细分来看，2023年1-2月规模以上工业企业利润累计值仅有8872亿元，表明本期数据大幅修正更多依赖基数效应。从绝对值来看，2021-2022年同期利润均

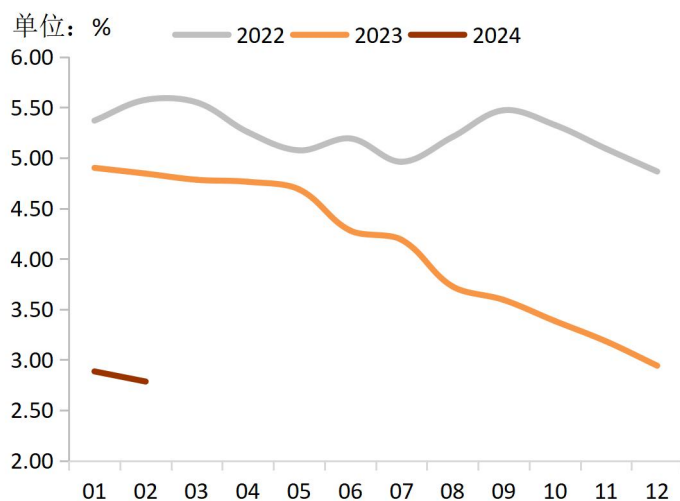
在 1.1 万亿元上方，均高于本期水平。因此，我们认为，国内规模以上工业企业利润总额虽环比修复，但仍未回归至正常水平。

制造业 PMI 回暖，韧性仍具挑战。 3 月，统计局公布的制造业 PMI 指数录得 50.8，环比大幅回升 1.7 个百分点，高于市场预期的 50.1，历时 5 个月重新站回荣枯线上方。从分项来看，各项指标均有所修复，需求类指标回暖是推动制造业 PMI 修复的主要因素。出口订单录得 51.3，环比大幅回升 5 个百分点，并重回 50 荣枯线上方。主要原因在于海外经济率先回暖，或已率先进入补库阶段。新订单指数录得 53.0，环比回升 4 个百分点；生产指数录得 52.2，回升 2.4 个百分点。我们认为，制造业 PMI 回暖依托政策扶持，并具有结构性特点。政策方面，商务部加速推进工业设备“以旧换新”政策，以家电为首的主要终端制造业普遍反馈订单火热，但对后期市场热度的持续性较为保守。分行业来看，虽然车企价格战使新能源消费维持 30% 以上的高速增长，但企业结构分化突出，市场份额向比亚迪、特斯拉等头部车企聚集。相比之下，地产行业依然冷清，3 月十大城市房屋成交套数合计仅约 5.18 万套，同比大幅回落 51.11%。1-2 月的房屋新开工面积同比仍有 29.7% 的回落。种种表明，当前制造业回暖具有结构性、政策性特点。

图表 3 美国 ISM 制造业

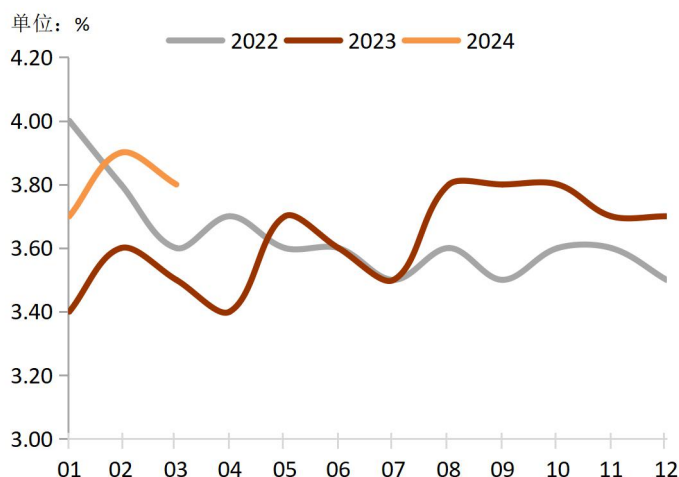


图表 4 美国核心 PCE 同比

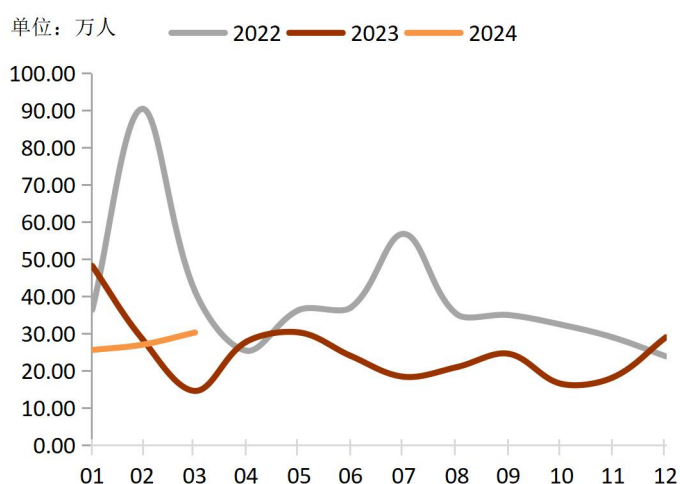


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国失业率

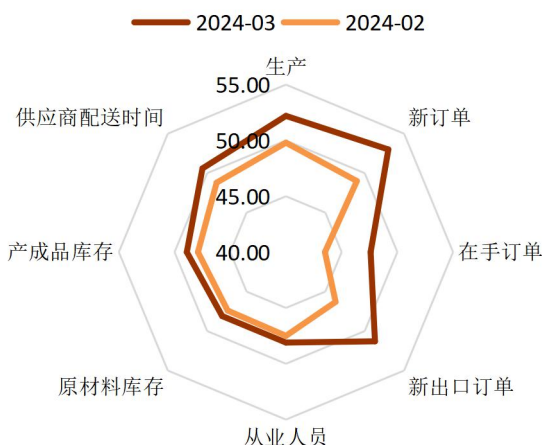


图表 6 美国非农就业

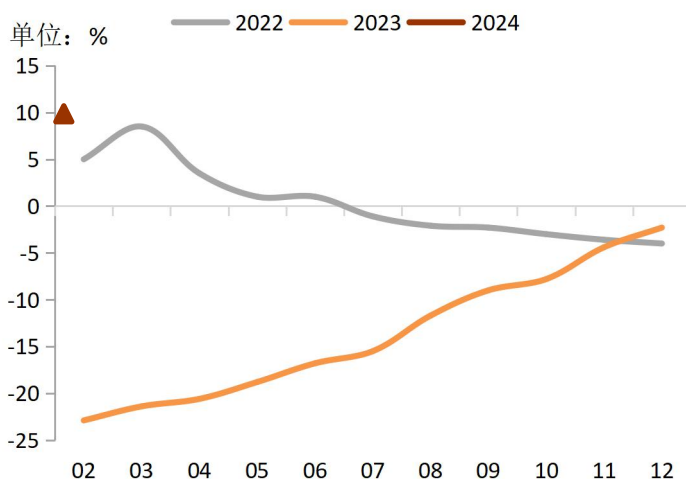


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 中国制造业 PMI



图表 8 中国规模以上工业企业利润同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、基本面分析

1、海外资源扰动消退

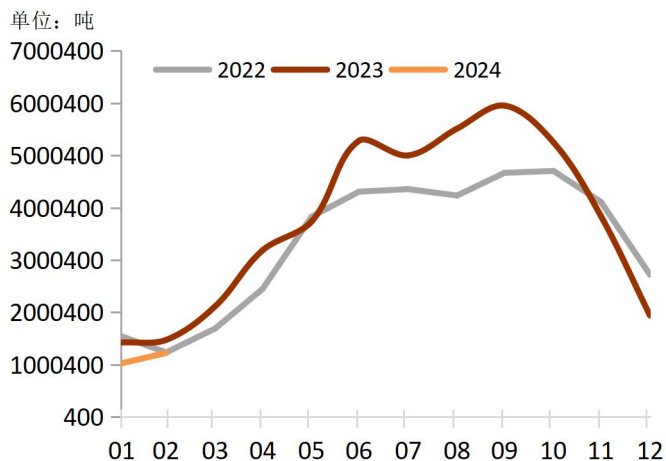
截止 4 月 1 日, 印尼内贸 1.8%红土镍矿到厂价报 39.8 美元/湿吨, 菲律宾 1.5%红土镍矿 CIF 价报 46 美元/湿吨, 月内分别上涨 10.24%、0%。3 月上旬, 受印尼 RKAB 审批进度缓慢及菲律宾雨季影响, 市场普遍担心镍矿供给紧缺, 镍矿价格持续上涨。但由于当地企业已预计到审批扰动, 多数冶炼厂已提前备好足够原料, 因此在资源扰动影响下, 镍矿价格并未出现更大幅度的上涨。3 月下旬, 随着印尼 RKAB 审批加速, 并于月底完成了审批, 菲律宾也逐渐退出雨季, 市场对资源扰动的担忧环节, 矿价已有松绑。

1-2月，中国镍矿进口量合计224.9万吨，同比回落22.56%。进口资源大幅回落的原因在于：一方面，受印尼镍矿审批缓慢影响，不分备货不足的企业被迫外购镍矿，使部分菲律宾资源流向印尼。另一方面，镍价大幅回落影响，印尼低成本镍矿对市场挤压严重，澳洲多数镍矿已陷入亏损停产，导致镍矿资源收紧。

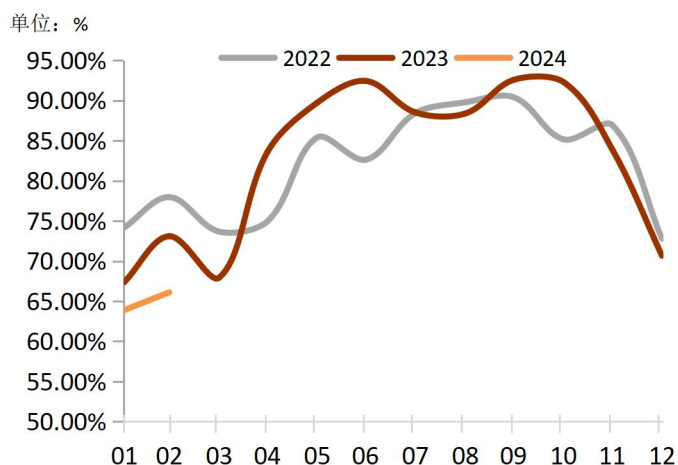
库存方面，据SMM统计，截止3月底，全国七大港口镍矿库存合计681.5万湿吨，报告期内减少61.1万湿吨。从季节性规律来看，镍矿库存或仍处于曲库阶段，但当前库存仍高于往年同期水平。

展望未来，受印尼镍矿快速扩张影响，海外多数矿业已无力覆盖成本，上游资源将更多依赖菲律宾与菲律宾，而关键在于印尼、菲律宾的增量能否覆盖其他矿山减量。短期来看，随着印尼镍矿审批完结，菲律宾退出雨季，上游资源供给预期修复，矿价或有回落。

图表9 镍矿进口情况

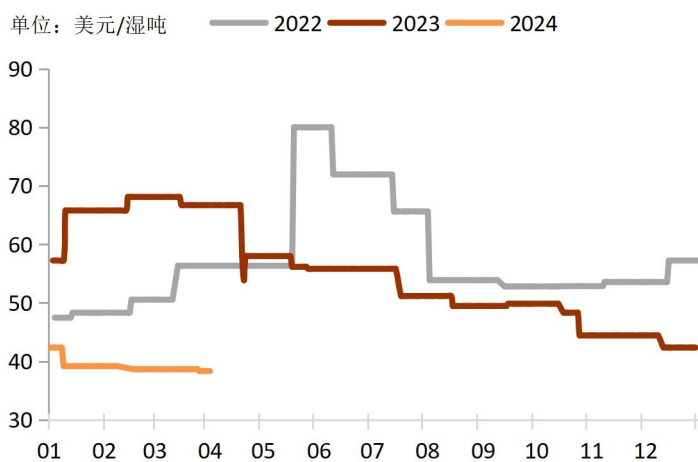


图表10 自菲律宾进口镍矿占比

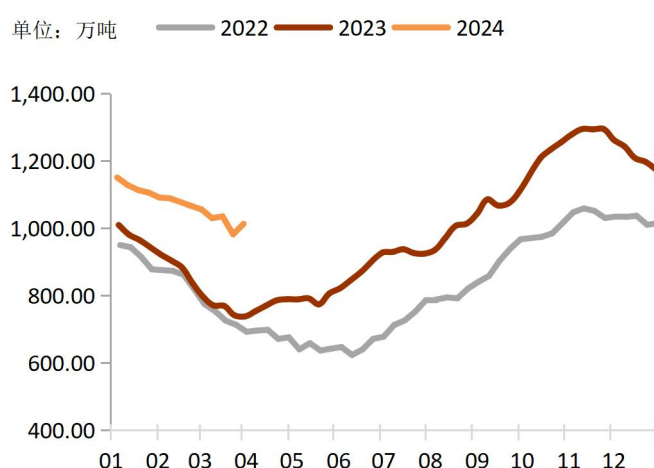


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表11 镍矿价格



图表12 镍矿港口库存



资料来源：SMM，铜冠金源期货

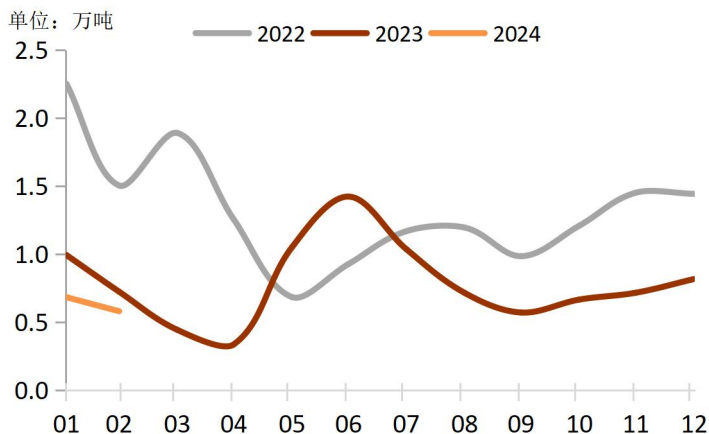
2、冶炼厂开工率高位，供给快速爬坡

春节期间，冶炼季节性减产。据 SMM 数据，2 月全国精炼镍产量合计 2.46 万吨，同比 +42.05%。而在春节假期影响下环比有所回落。开工率也由 1 月的 97.18% 下降至 2 月的 94.5%。预计，随着春节过后复工复产，冶炼开工率有望回升至 96.03%，产量预期可达 2.5 万吨。

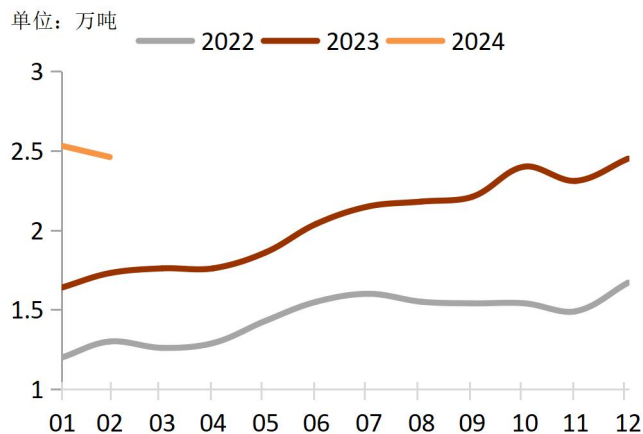
进口方面，2023 年 1-2 月中国进口精炼镍 1.26 万吨，同比减少 34.2%，主要原因在于镍价回落后，海外多家精炼厂停产。从进口源来看，来自澳大利亚的进口规模近乎为 0，同比少了 4784 吨；进口自挪威的减少了 641 吨；进口自加拿大的减少了 1377 吨。

后期来看，中国的俄镍的进口整体相对稳定，但随着镍价回落，海外镍矿生存受挫影响，海外纯镍供给或受影响，进口增量预期收缩。

图表 13 中国精炼镍进口量



图表 14 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、资源扰动与利润回撤共振，镍铁产量收紧

据 SMM 统计，3 月国内镍铁产量合计约 2.59 万吨，同比回落 13.12%，开工率 41.46%，同比回落约 6.28 个百分点。主要原因在于，一方面春节假期节点错位，导致休假-复工节奏不匹配。另一方面，镍价大幅回落，地产终端低迷，镍铁利润已明显回撤。SMM 预计，4 月镍铁额开工率维持低位，产量预期约 2.6 万吨。

印尼方面，3 月印尼镍铁产量合计约 11.94 万吨，同比增长约 25.42%。主要原因在于，3 月受镍矿供给紧缺影响，冶炼厂开工率较为谨慎，产量环比收缩。虽然，3 月底镍矿完成了份额审批，但时间节点滞后，且仍需时间缓冲，预计 4 月印尼镍铁产量约 12 万吨。

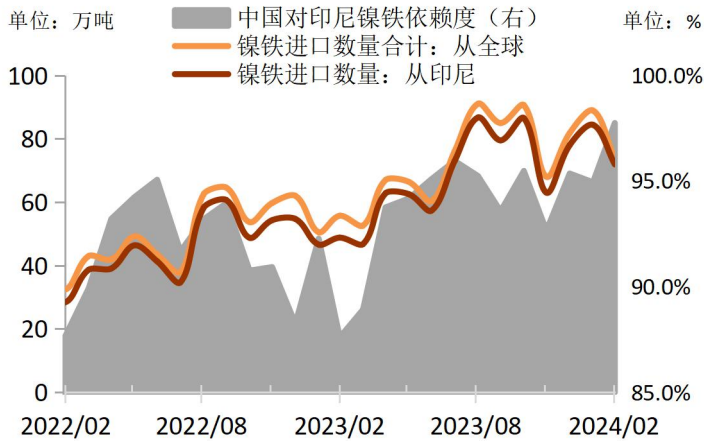
进口方面，1-2 月中国镍铁进口合计约 162.57 万实物吨，同比增长 53.07%。其中，进口自印尼的量约 156.36 万实物吨，同比增加 63.9%，是进口增量的主要驱动。

库存方面，截止 3 月 29 日，国内镍铁库存合计 29 万实物吨，同比减少 39.7%。由于国内镍铁利润回撤，冶炼开工率大幅回落。终端不锈钢消费受地产拖累，短期难有起色，冶炼

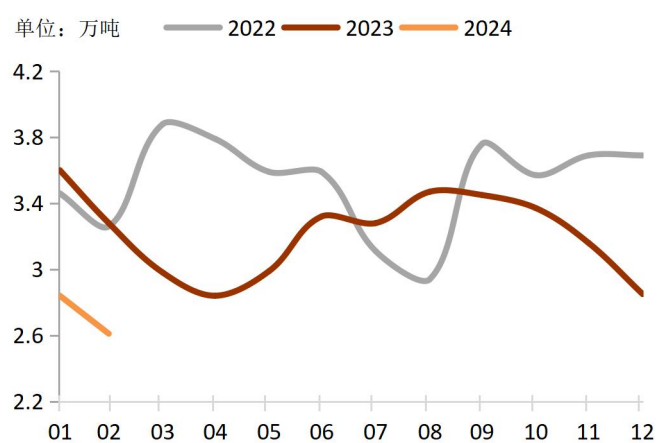
多以主动去库存来降低库存减值风险。

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。矿端扰动也陆续退出，成本重心预期下移。但铁镍厂利润率较差，挺价意愿较强，价格或震荡运行。

图表 15 中国镍铁进口量

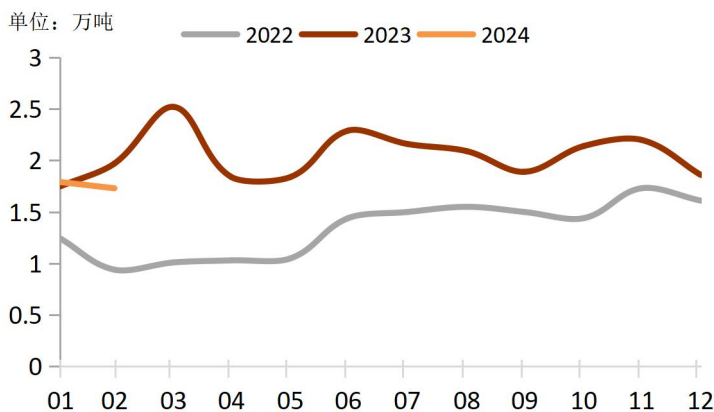


图表 16 中国镍生铁产量

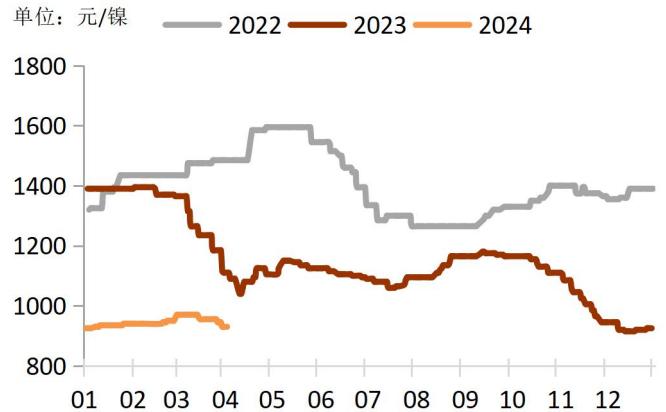


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 镍铁库存



图表 18 高镍生铁价格走势



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

4、印尼审批加速，硫酸镍供给预期回暖

据 SMM 统计，3 月硫酸镍产量 13.94 万吨，同比-16.88%。受硫酸镍前期亏损影响，产能总量收缩，导致需求回暖后，硫酸产量增速缓慢。但中伟有 2 条镍铁产线将转产高冰镍，叠加印尼审批结束后，印尼高冰镍、MHP 产量将分别达到 1.9 万吨、2.15 万吨，较 2 月分别增长 0.33 万吨、0.2 万吨。进口方面，截止 2024 年 2 月，中国硫酸镍净进口量约 1.35 万吨，同比+0.75%。预计，随着国内新增高冰镍产能投产及印尼审批加速，高冰镍供给修复，托底硫酸镍增长。同时，进口存增量预期，硫酸镍紧缺现状预期缓解。

价格方面，3 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 2.875 万元/吨上涨至 3.075 万元/吨，涨幅约 6.95%；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。

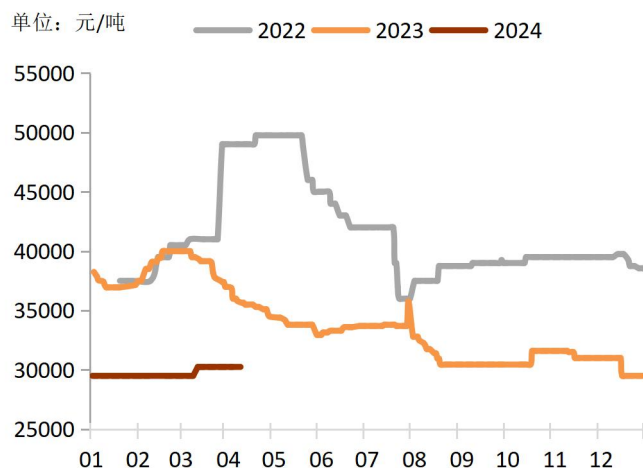
成本利润方面，根据 SMM 现货价格口径测算，3 月底除高冰镍工艺外，其他工艺产硫酸镍整体处于亏损状态。但月间受镍价冲高影响，利润窗口曾阶段性打开。

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，对硫酸镍价格有所支撑。但受海外资源扰动消退影响，镍矿成本有所回落，高冰镍产量修复，硫酸镍价格维持震荡运行。

图表 19 高冰镍价格



图表 20 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

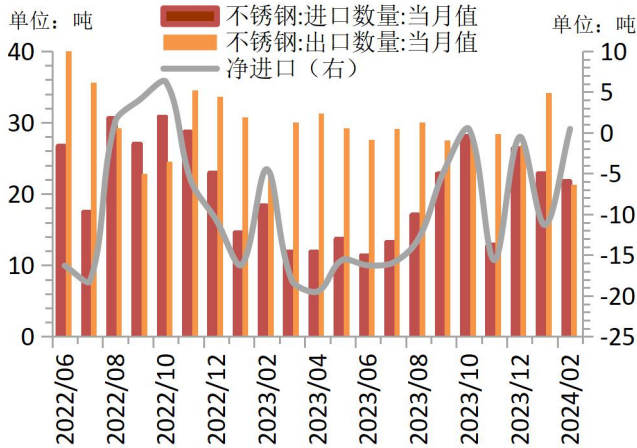
3 月 300 系不锈钢价格偏弱运行，报告期内，无锡 304 不锈钢 2B 切边价格由 1.43 万元/吨下跌至 1.355 万元/吨，跌幅约 5.24%。由于海外资源扰动消退，镍价重心下移，不锈钢成本重心回落，价格偏弱运行。

供给方面，3 月 SMM 统计国内不锈钢产量合计约 172 万吨，同比+26.47%；印尼 3 月不锈钢产量约 42 万吨，同比+35.48%。进出口方面，2023 年 1-2 月中国不锈钢进口总量约 44.58 万吨，同比+35.85%。同期，不锈钢出口 55.44 万吨，同比+3.59%。

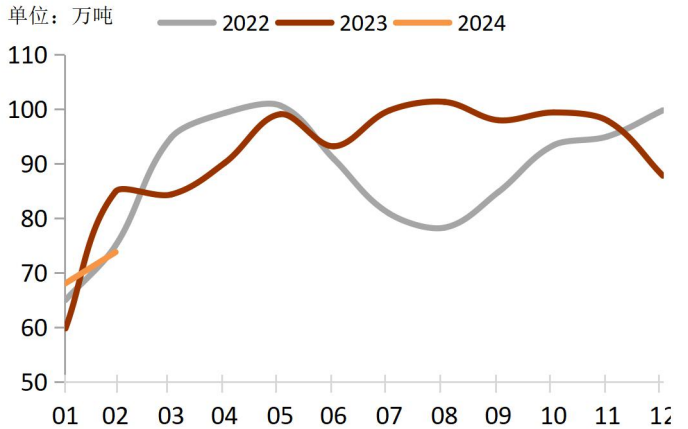
库存方面，截止 2024 年 3 月 28 日，国内 300 系不锈钢库存合计约 69.07 万吨，同比减少约 7.15%。

后期来看，不锈钢供给增量有限，对镍需求拉动乏力。受不锈钢终端需求偏弱影响，现货库存已在贸易环节大量累积，且 300 系库存已处于近年同期高位，且去库节点滞后。此外，不锈钢冶炼利润较差，钢企复产积极性难以持续，预期不锈钢对镍需求或有回落。

图表 21 不锈钢进出口情况

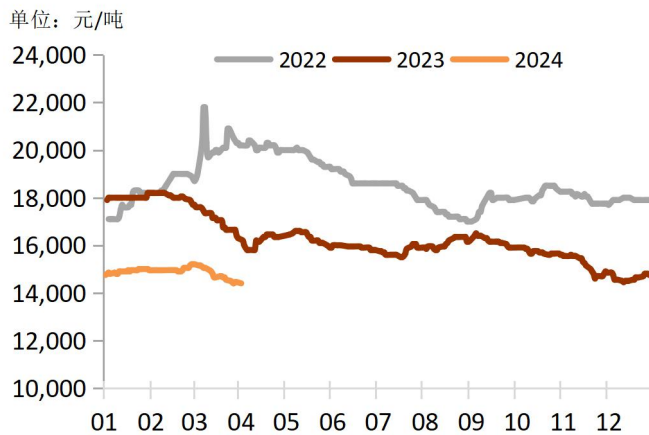


图表 22 300 系不锈钢产量

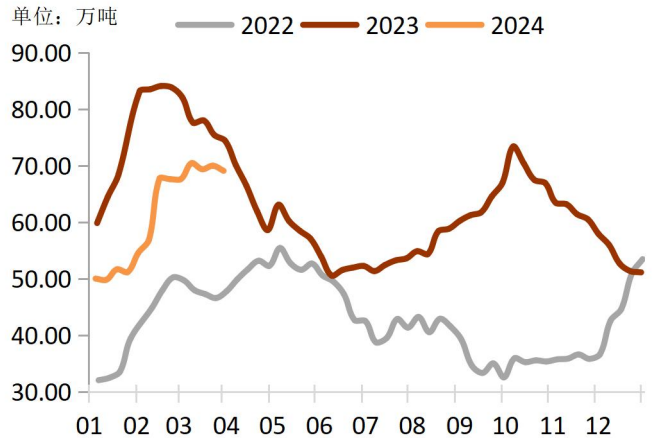


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 不锈钢价格情况



图表 24 300 系不锈钢库存



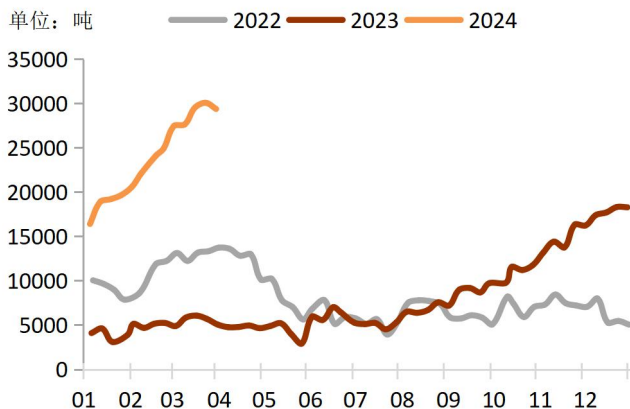
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、季节性去库斜率预期平坦

截至 3 月底，国内精炼镍社会库存合计约 2.94 万吨，比去年同期高出 2.43 万吨，报告期内累库 1900 吨，2023 年同期累库仅 177 吨。交易所期货库存同步累库，其中，LME 期货库存 7.71 万吨，报告期内累库 3360 吨；沪镍期货库存 1.58 万吨，报告期内累库 1278 吨。

后期来看，不锈钢去库过程并不通畅，去库时间节点明显滞后，或拖累钢企后期补库需求韧性，去库驱动或更加依赖新能源消费的强度。冶炼利润整体尚可，开工维持高位。俄镍进口呈回落趋势，澳洲镍产业停滞，进口端暂无增量预期。供给总量边际回落，或在一定程度上缓解库存压力。预计，季节性去库即将开启，但随着高冰镍供给修复，且利润空间大于精炼镍产硫酸镍，新能源消费对精炼镍去库驱动减弱，后期去库斜率或较为平坦。

图表 25 精炼镍社会库存



图表 26 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，海外资源扰动消退，冶炼利润尚可，国内供给预期稳定。进口量已明显收窄，或影响供给增量。（中性）

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。新能源消费预期高速增长，但高冰镍复产预期或分流精炼镍需求。（中性）。

库存方面，镍库存处于绝对高位，且去库力度预期偏弱，难以驱动镍价上行（利空）。

成本方面，印尼审批加速，菲律宾退出雨季，成本重心预期下移（利空）。

宏观方面，国内经济持续回暖，但消费不足仍是走出困境的枷锁。制造业在政策扶持下已明显修复，但仍需警惕政策的持续性与衔接性风险。美国就业市场维持韧性，制造业 PMI 重回荣枯线上方，软着陆预期进一步强化，美联储降息预期延后。（中性偏多）

预计 4 月份沪镍主力波动区间在 124000-138000 元/吨之间。伦镍波动区间在 16200-17800 美元/吨

风险点：宏观扰动

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。