

2024年8月5日



宏观预期转弱

镍价或震荡下行

核心观点及策略

- 成本方面，印尼镍矿扰动延续，同时，菲律宾遭受恶劣天气影响，镍矿运输效率受阻，成本重心上移。
- 基本面方面，受资源扰动影响，印尼多家镍铁厂已转产高冰镍，在成本上移推动下，镍铁价格持续偏强。国内三元正极需求具有韧性，硫酸镍价格相对稳定。纯镍产能虽然存在过剩预期，但目前尚未进入过剩现实，产能开工率维持高位下供给相对稳定。传统消费持续偏弱，换新政策下的新能源消费并未明显放量，基本面依旧偏空。
- 后期来看，虽然美国二季度经济数据给予了一定软着陆预期，但从月度数据来看，就业市场的超预期回落与制造业PMI的超预期下滑是软着陆的前景变得并不明朗，鲍威尔也暗示了美联储存在9月降息的可能，宏观层面或再度转弱。基本面上，菲律宾受恶劣天气扰动，镍矿发运受阻，印尼镍矿紧缺现状或将加剧，镍铁价格仍有偏强预期。换新政策对消费存在提振预期，但传统领域或持续磨底，消费端难有明显增量。出口窗口正在收窄，出口增量预期放缓。供给维持高位，镍价或弱势震荡运行。
- 预计8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：美联储释放降息预期，.....	5
国内：国内表现不及海外，政策发力可期.....	5
三、基本面分析.....	7
1、海外恶劣天气扰动，镍矿发运受阻.....	7
2、供给维持高位，产能过剩现实尚未到来.....	8
3、资源扰动推升镍铁价格.....	9
4、供给持续收缩，消费结构分化.....	10
5、基本面供需双弱，不锈钢价格或延续震荡.....	10
6、新能源消费预期向好，仍需关注外部环境扰动.....	12
7、出口窗口收窄，库存去化预期放缓.....	13
三、行情展望.....	14

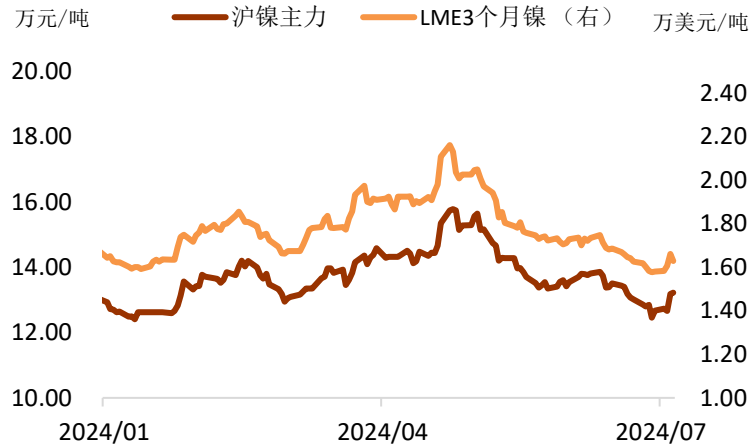
图表目录

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	13
图表 22 新能源汽车销量	13
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

7月，沪镍震荡偏弱运行。7月初收美国月度经济数据下滑，衰退预期升温施压镍价重心下移。随后，公布的美国二季度宏观数据超预期，盘面交易逻辑由衰退转向软着陆，镍价有所回升，但幅度有限。而8月发布的美国PMI数据和就业数据双双走弱，原本乐观的预期再度转向，镍价承压回落。

图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

镍价重心下移，市场采买略有回升。7月，金川镍升贴水价格先升后降，重心有所上移，价格围绕在1000-2000元/吨波动，进口镍升贴水则相对平稳，整体围绕在50到-250元/吨之间波动。整体来看，镍价回落提振了部分下游的补库需求，金川镍升水也在上半月的快速拉升。虽然月底镍价回升压制了采买热情，但升水依然高于月初水平。

图表 2 镍现货升贴水走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观分析

海外：就业市场与制造业走弱，软着陆预期面临挑战

二季度美国经济数据远超市场预期，使前期交易的衰退逻辑转向软着陆预期，但8月初公布的美国制造业PMI和就业市场数据双双大幅下滑，软着陆预期再度面临挑战。

美国二季度经济数据亮眼，软着陆预期升温。美国二季度GDP年化季率录得2.8%，高于预期的2.0%，前值1.4%；二季度的个人消费支出季率约2.3%，高于预期的2.0%，前值1.5%。二季度核心PCE物价指数年化季率录得2.9%，预期2.7%，前值3.7%。整体来看，二季度居民端存在韧性，为GDP增速贡献约1.6个百分点。消费重心由商品向服务转换，耐用消费品消费下行，表明居民超额储蓄的消费力度减弱。投资是支撑美国二季度GDP超预期的另一驱动，为GDP增速贡献约0.7个百分点，主要受益与前期AI红利下的尾端效应。同时，低库存与特朗普的潜在关税政策压力共振，企业提前加速库存投资。

7月美国制造业PMI不及预期。美国7月ISM制造业PMI录得46.8，远低于预期的48.8，前值48.5。从细分结构来看，就业指数大幅下滑，仅录得43.4，较上期大幅回落5.9个百分点。新订单指数跌至47.4，较上期回落约1.9个百分点。自有库存与客户库存指数分别下滑了0.9和1.6个百分点。根据7月31日美国BEA公布的库存数据来看，虽然美国的库存周期仍处于主动补库阶段，但补库力度不及预期。同时，个别美国芯片企业的半年报披露了业绩下滑预期，或表明AI提振下的制造业红利已逐渐进入尾端。

就业市场降温，通胀压力下行。6月美国核心PCE物价指数同环比均有所回升，分别录得2.6%、0.2%，均高于5月0.1个百分点。从消费角度来看，虽然二季度个人消费支出季率初值有一定回升，但6月个人支环比回落0.1个百分点至0.2%；零售销售环比持平。表明个人消费市场在二季度末端已有降温迹象。此外，就业市场的降温将进一步压制消费活力。从7月美国PMI数据来看，就业指数大幅回落。同时，美国最新公布的非农就业人数仅11.4万人，远低于预期的17.5万；失业率也超预期上升至4.3%。由此来看，就业市场已有明显走弱，消费支出走弱或将释放通胀压力。

国内：国内表现不及海外，政策发力可期

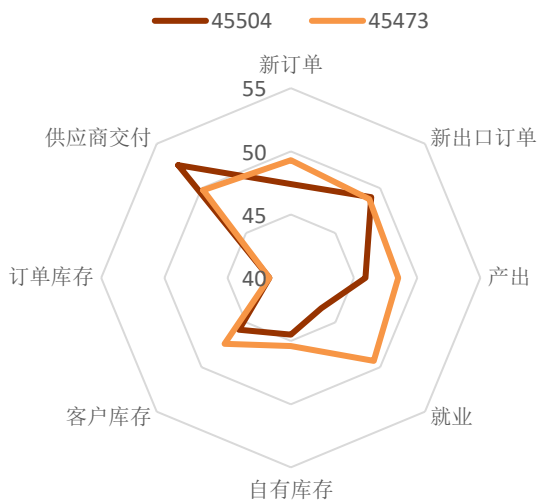
二季度中国经济数据表现不及预期，地产磨底与低迷的内生消费是主要拖累。政治局会议指出，在面临问题是应主动应对，政策面仍有可期的点，此外，新一轮换新政策或为内需注入动力，国内经济复苏进程可期。

中国二季度经济数据不及预期。中国二季度GDP同比增长约4.7%，低于预期的5.1%，前值5.3%。高基数或是本次GDP同比增速回落的主要原因，2023年二季度GDP同比增速约6.3%，较当年一季度大幅上升。但上半年整体来看，GDP同比增速实现了5%的增长目标，国

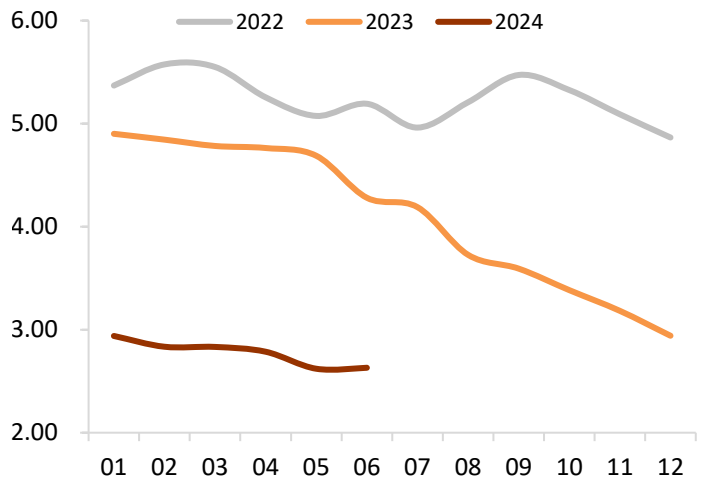
内经济运行整体良好。从产业结构角度来看，三产增速有所放缓，第二产业增速良好，内部驱动不足是拖累经济的主要因素。上半年社零总额同比增长 3.7%，较一季度下滑 1 个百分点，表明二季度社零增速进一步回落。从月度角度来看，6 月社零同比增速 2%，不及预期的 3.3%。政策端，7 月 24 日，发改委、财政部印发新一轮“换新”政策通知，对家电、汽车等多个商品的补贴力度再上新台阶，或为内需注入新活力。

6 月工业企业原料价格回落，企业利润有所修复。6 月规模以上工业企业利润累计同比增长 3.5%，较 5 月上升 0.1 个百分点；当月同比增长 3.6%，较 5 月大幅提升 2.9 个百分点。但 6 月的 PPI 当月同比小幅回落 0.8%，累计同比回落 2.1%。整体来看，工业品出厂价格回落背景下，工业企业利润进一步改善，表明原材料成本进一步下跌。可以看到，6 月 CRB 金属价格指数均值由 5 月的 1112.16 下降至 6 月 1076.57，已铜为代表的有色金属在 6 月全线回落，黑色系虽有回落，但幅度不及有色。

图表 3 美国 ISM 制造业

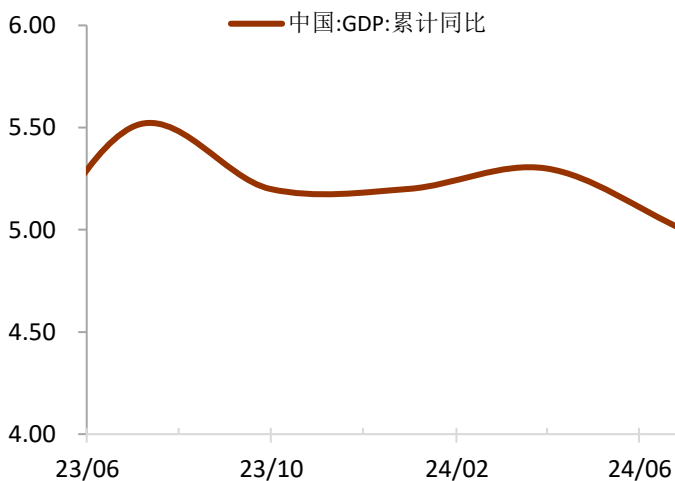


图表 4 美国核心 PCE 同比

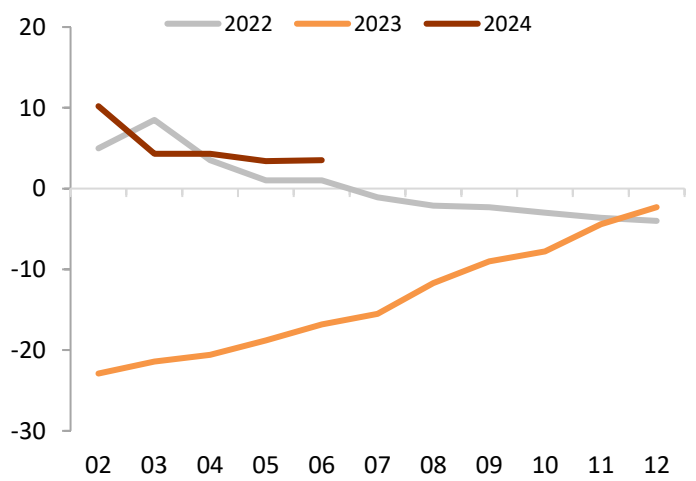


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 累计同比增速



图表 6 规模以上工业企业利润累计同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

三、基本面分析

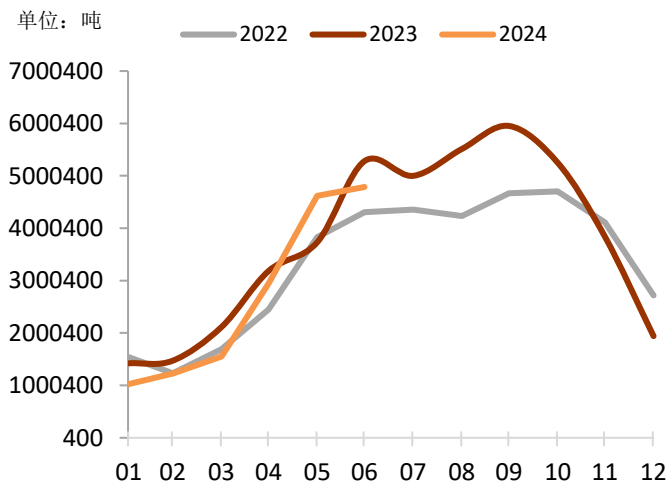
1、海外恶劣天气扰动，镍矿发运受阻

7月，印尼镍矿审批暂无进展，恰逢雨季天气扰动，镍矿价格持续攀升。据SMM数据显示，印尼红土镍矿内贸价格由月初的49.9美元/湿吨上涨至月底的50.1美元/湿吨。但印尼公布的7月红土镍矿内贸价格较6月小幅回落。菲律宾同样遭受恶劣天气扰动，1.5%品味的CIF价由月初的45.5美元/湿吨上涨至月底的46.5美元/湿吨。

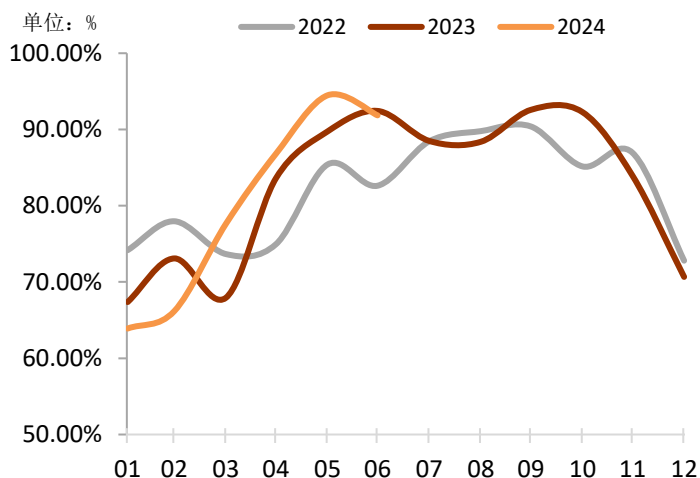
6月，中国镍矿进口量合计468.41万吨，同比回落11.43%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约434.73万吨，较上期小幅下滑；进口自其他国家的镍矿合计约33.68万吨，较上期小幅增长约8万吨。而从到港情况来看，7月红土镍矿到港规模持续递减。后期来看，菲律宾受恶劣天气影响，镍矿运输预期持续受阻，进口增量或将放缓。

库存方面，据同花顺数据统计，截止7月26日，全国港口镍矿库存合计1308万湿吨，报告期内增加40万吨，处于近三年绝对高位。而根据SMM统计显示，华东地区、华北地区的镍铁长库存充裕，虽然短期天气因素会导致镍矿回流规模，但镍矿库存充裕，短期暂无短缺预期。

图表 7 镍矿进口情况

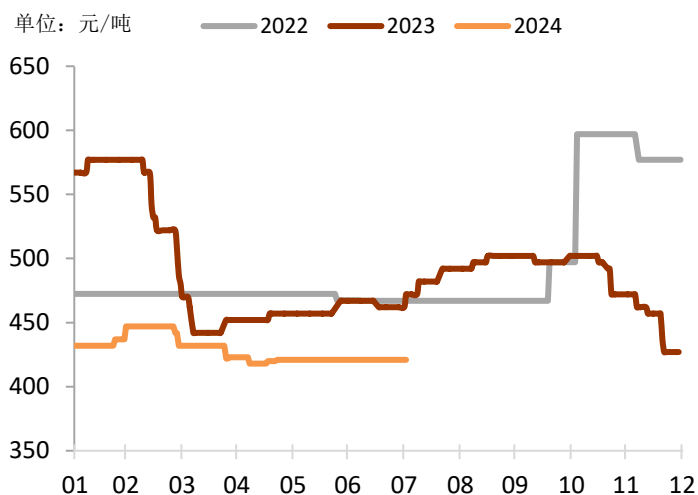


图表 8 自菲律宾进口镍矿占比

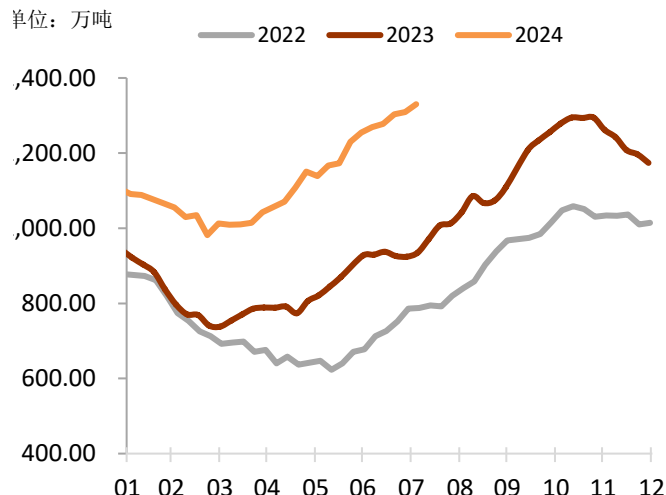


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

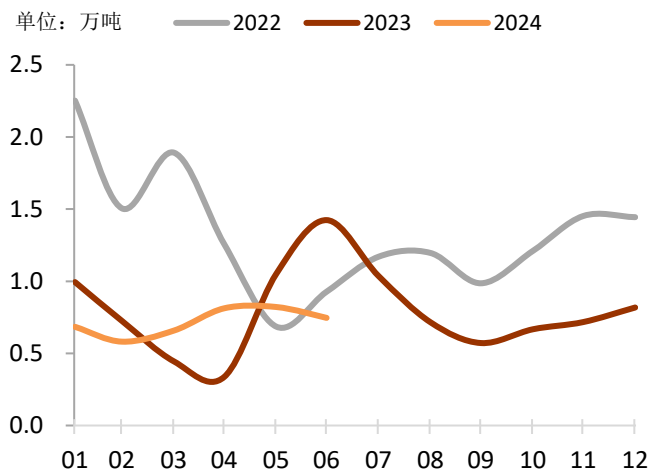
2、供给维持高位，产能过剩现实尚未到来

据 SMM 统计，7 月全国精炼镍产量合计 2.86 万吨，同比+33.26%；开工率 82.63%，较去年同期下降了约 5.2 个百分点。整体来看，在镍矿产能快速扩张背景下，冶炼开工率持续回落，表明新增产能与新增需求难以匹配，导致部分产能闲置。虽然纯镍存在产能过剩的预期，但从当前开工率来看，供需整体处于相对平衡状态，若开工率低于 60% 时，产能过剩或将成为现实。

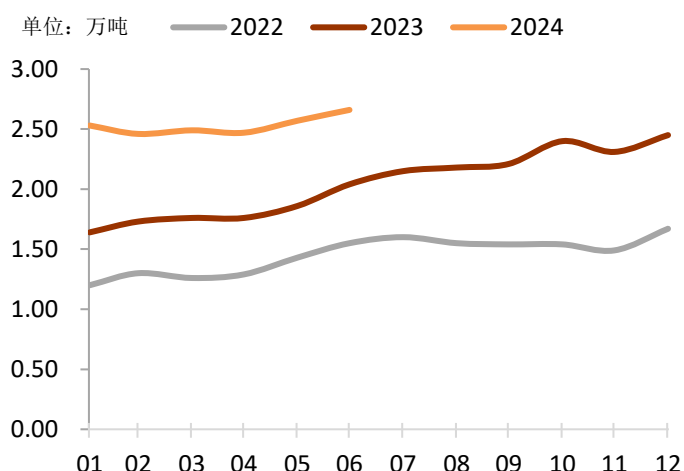
进口方面，6 月中国进口精炼镍 0.74 万吨，同比回落约 47.6%。中国纯镍进口基数较小，因此海外政策波动或进出口窗口的闭合均将导致进口增速大幅波动，但从绝对量来看，进口规模整体平稳维持在 6000-8000 吨左右。而自 5 月后，纯镍出口窗口开启，进口镍持续亏损或是导致进口收缩的主要原因，而出口窗口的打开也导致国内高企的镍库存流出。

后期来看，虽然纯镍供给存在过剩预期，但随着部分新增产能停滞，过剩预期正在逐渐修正。目前国内一体化电积镍利润依然可观，预计国内供给仍将维持高位，堆积资源或将通过进出口渠道向外流出。

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、资源扰动推升镍铁价格

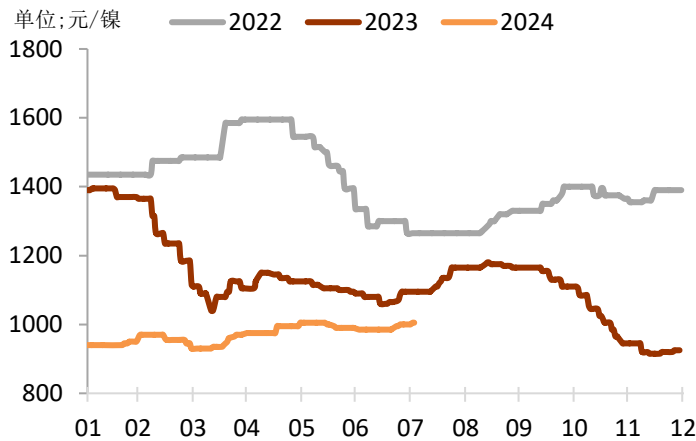
据 SMM 数据现实, 7 月国内镍铁价格持续攀升, 由月初的 966.5 元/镍点上涨至 1001 元/镍点。当前, 外部资源扰动因素较多。一方面, 印尼镍矿审批再无进展, 同时, 印尼、菲律宾均受恶劣天气影响, 镍矿流通效率受阻, 导致部分印尼镍铁厂减产。而持续推高的镍矿价格提振镍铁强势运行。

产量方面, 7 月国内镍铁产量约 2.85 万吨 (金属吨), 同比回落约 13.61%。受房地产需求走弱拖累, 国内多数镍铁厂长期处于成本倒挂状态, 部分镍铁厂计划 8 月减产。印尼方面, 7 月印尼镍铁产量约 11.21 万吨 (镍吨), 同比回落约 0.06%。受印尼镍矿资源短缺影响, 镍铁矿价格持续攀升, 部分铁镍厂转产高冰镍, 拖累印尼镍铁产量小幅收缩。

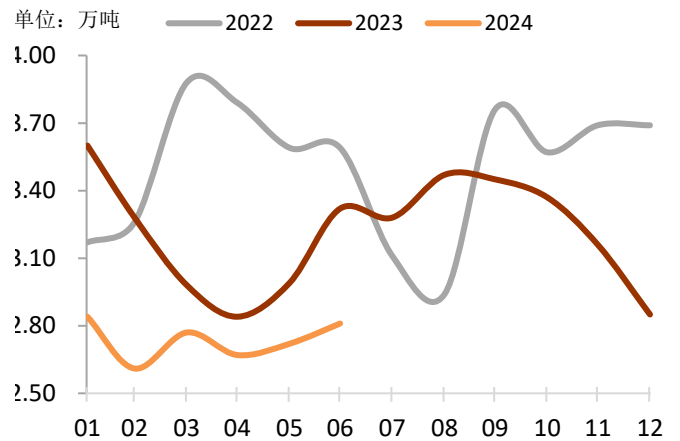
进口方面, 6 月中国镍铁进口合计约 69.4 万实物吨, 同环比增长 15.13%/6.53%。6 月进口量有所回升。但预期随着印尼与菲律宾纷纷遭降雨扰动, 镍矿运输受阻或导致镍铁厂资源库存紧缺。据三方数据调研显示, 7 月已有部分镍铁厂转产高冰镍。预计 7 月镍铁回流量下滑。

库存方面, 截止 7 月 15 日, 国内主要地区镍生铁库存 2.21 万金顺吨, 较 6 月底有所回落, 或与海外天气扰动下镍铁回流规模收缩相匹配。另一方面, 当前国内多家镍铁厂现金成本倒挂, 企业主动减产意愿较强。

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

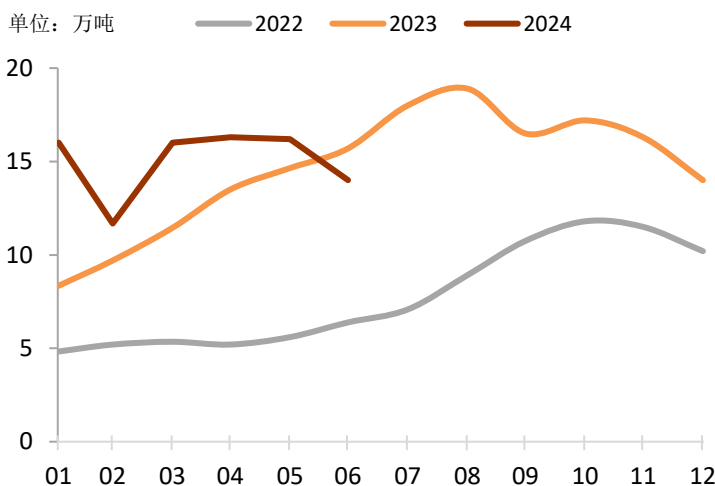
4、供给持续收缩，消费结构分化

据 SMM 统计，7 月硫酸镍产量 13.46 万吨，同环比-26.62%/-2.87%。进口方面，6 月，中国硫酸镍净进口量约 1.34 万吨，同环比+2.27%/-0.45%。

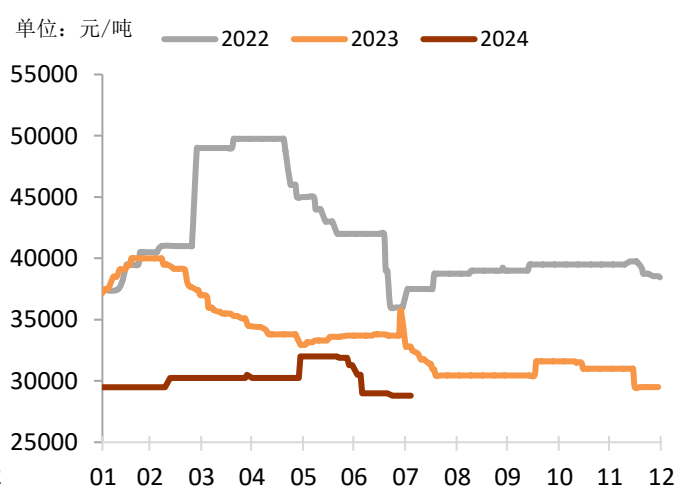
价格方面，7 月硫酸镍价格整体震荡运行。电池级硫酸镍价格报告期内由 2.85 万元/吨下跌至 2.78 万元/吨；电镀级硫酸镍价格维持在 3.375 万元/吨水平。当前硫酸镍价格振幅明显收窄，虽然 7 月三元排产有所扩张，但电镀级消费依然偏弱。

后期来看，虽然海外资源扰动延续，镍矿价格或持续偏强，成本端存在提振预期，但部分镍铁厂已转产高冰镍，硫酸镍原料供给反到有增量预期。预计硫酸镍价格仍保持相对稳定。

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

7 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 1.49 万元

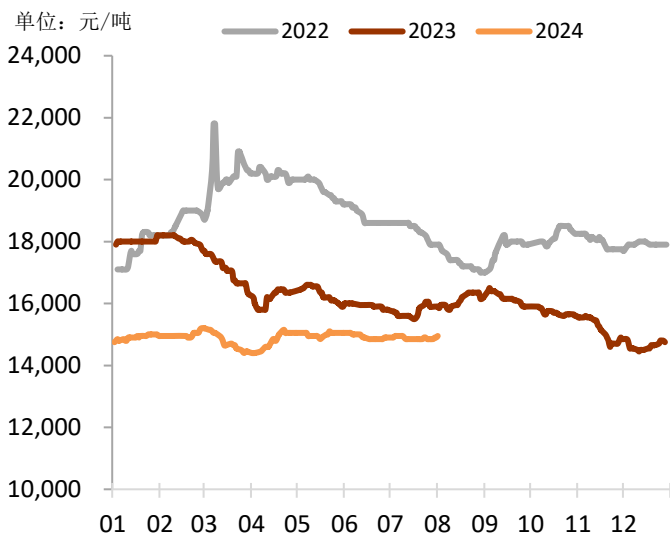
/吨左右，暂无明显变动。虽然7月以来，镍价有所回落，成本重心下移。但不锈钢消费持续低迷，钢企成本倒挂下，挺价意愿较强。

供给方面，据SMM数据统计，中国及印尼7月300系不锈钢产量合计约153万吨，同环比-7.2%/-6.7%。进出口方面，不锈钢6月进口量约13.12万吨，出口约45.28万吨，净出口规模约32.16万吨，较上月扩张13.51%。

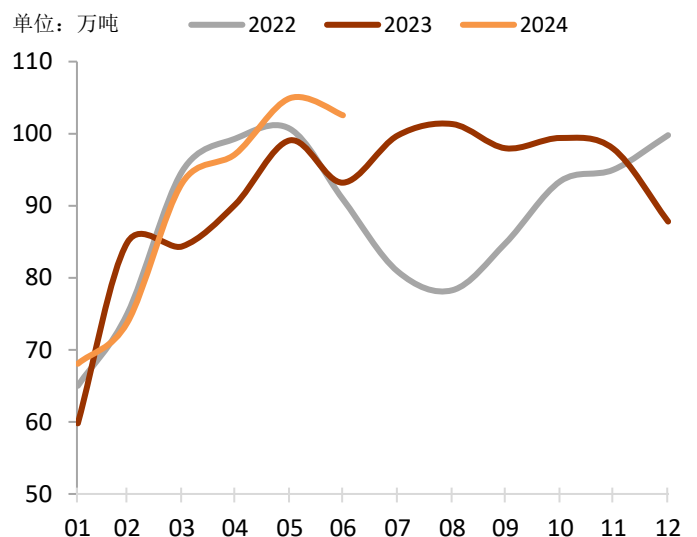
库存方面，截止2024年7月25日，国内300系不锈钢库存合计约55.87万吨，高于去年同期约20.73%。

后期来看，虽然近期高层频频下发地产扶持政策，多地放松限购政策，郑州已正式放松房价管制。但据市场反响来看，限购松绑后市场活跃度有所提升，但很快再度转冷。或表明刚需消费缺乏韧性，地产仍处于磨底阶段，不锈钢消费难有起色。虽然镍价整体有所回落，但钢企仍面临成本倒挂困境，8月部分钢企有检修计划，供给或进一步收缩。预计，不锈钢延续供需双弱格局，价格震荡运行。

图表 17 300系不锈钢价格

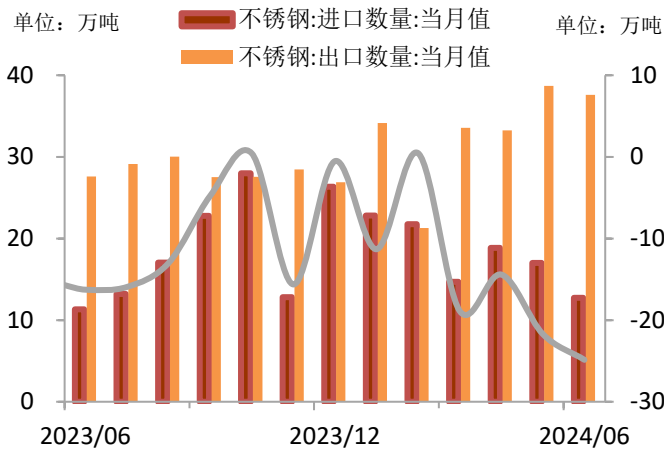


图表 18 300系不锈钢产量

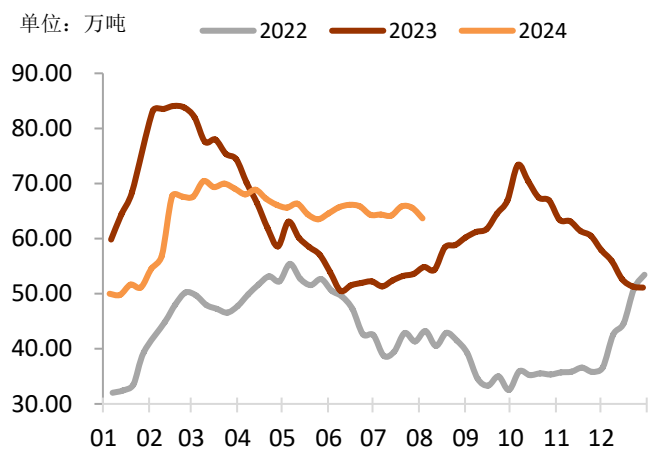


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

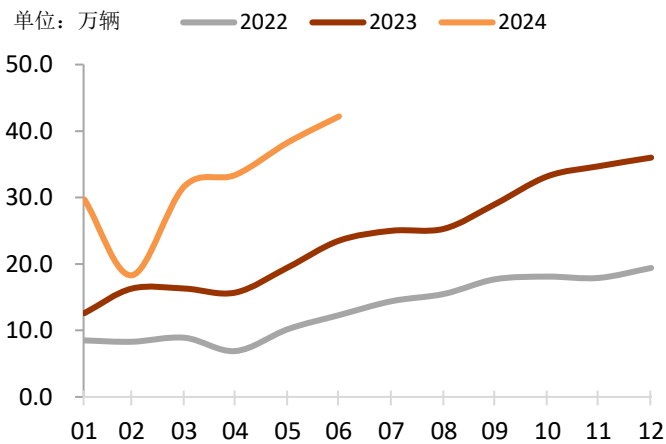
6、新能源消费预期向好，仍需关注外部环境扰动

7月1-28日，乘用车新能源车市场零售72.2万辆，同比去年7月同期增长31%，较上月同期下降5%，今年以来累计零售483.5万辆，同比增长33%；

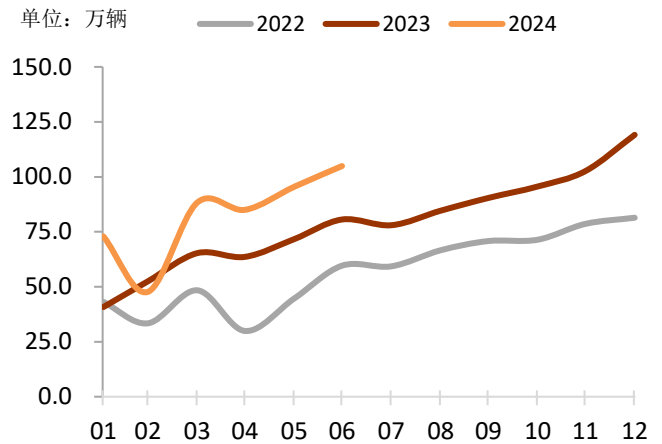
整体来看，SMM口径下新能源汽车的渗透率重心已明显上移。自2月比亚迪开启价格战第一枪后，新能源车企、传统车企先后加入价格战中，但从最终销量结果来看，燃油车的销量重心从3月开始大幅回撤，甚至不及2023年同期，而新能源销量则保持了稳定增长趋势，这也解释了近期BBA相继退出价格战的原因。虽然“换新”政策最早推出在5月，但市场反馈则出现在6月下旬，表明政策落地具有一个半月左右的滞后性。而新一轮的“换新”政策力度更强，且在前期铺垫作用下，政策时效性预期更强，8月消费预期向好。

关于新一轮“换新”政策的分析。1：此次有关新能源汽车的换新补贴的力度由前期的1万元提高至2万元，约占入门级车价的20%。2：将新能源的换新扶持列入3000亿超长期特别国债支持范围。3：符合条件的商用电动车最高可享受8万元/辆的补贴扶持，且符合条件的商户可享受中央财政1.5%的贴息比例，或进一步推动新能源汽车在商用领域的推广。整体来看，新一轮“换新”政策的力度更强，时效性更高，政策引导更加积极，但我们也必须考虑当前就业市场偏弱和电池技术换挡对消费的抑制。预计终端消费向好，但高度不宜过度乐观。

图表 21 新能源汽车产量



图表 22 新能源汽车销量



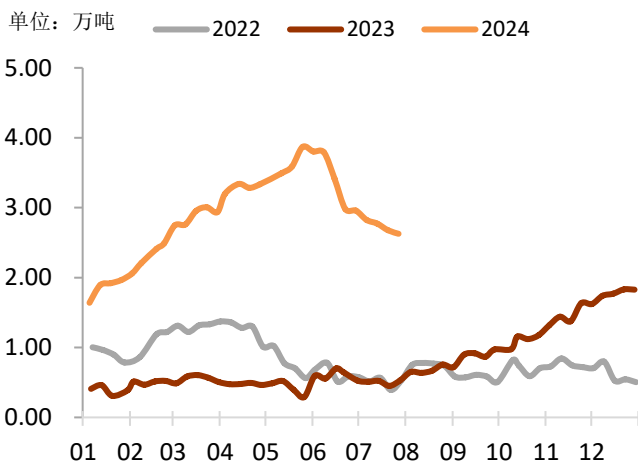
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

7、出口窗口收窄，库存去化预期放缓

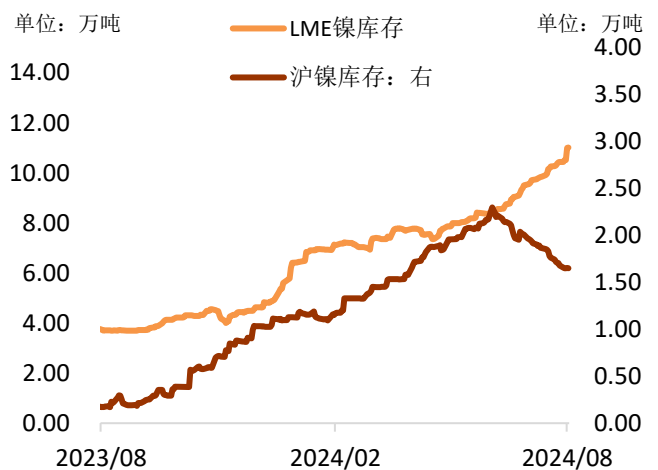
截至7月26日，国内精炼镍社会库存合计约2.62万吨，较5月底高点已大幅去化1.24万吨，报告期内去库3315吨。同期，交易所库存则表现为内降外增，其中，LME期货库存10.99万吨，报告期内累库1.45吨；沪镍期货库存1.65万吨，报告期内去库3155吨。

后期来看，5月因出口窗口大幅开启，国内纯镍资源快速外流，也开启了国内镍库存的快速区化。但截至7月底来看，出口盈利已有明显收缩，窗口或在8月或9月再度关闭。而内需低迷趋势或将延续，进而导致纯镍库存去化受阻。预计，短期纯镍延续去化，但去化幅度将逐渐放缓。

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，开工率虽有回落，但产量维持高位，但 80%的开工率不能证明纯镍已经正式进入产能过剩阶段。（中性）

需求方面，换新政策存在提振预期，但落地情况有待观察。房地产持续磨底，但各地新出的地产政策风格突变，实际效果有待观望。（中性）。

库存方面，出口窗口逐渐收窄，库存去化幅度预期放缓。（中性）。

成本方面，印尼扰动延续，叠加恶劣天气导致运输受阻，矿价或进一步上涨（支撑）。

宏观方面，就业市场与制造业数据下滑拖累软着陆预期，美联储暗示 9 月降息信号。（中性偏空）

预计 8 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：软着陆预期升温

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。