

供给较明确，政策多关注

核心逻辑：

新增的电积镍产量无疑贡献了今年镍元素供给的最大增量，如期投产的供给增量远超需求，随着国内电积镍的放量和更多国产品牌成功注册仓单，镍社会库存和交易所库存双双开始呈现趋势性累库，虽地缘政治下合金板块需求呈小幅增长，但远不及供给增速，累库节奏施压镍价。印尼中间品产能维持高速增长，NPI 转产高冰镍连结了一级镍和二级镍，新能源耗镍需求受制于磷酸铁锂电池的挤占，虽今年新能源汽车产销保持增长，但三元前驱体产量不增反降，明年难言乐观。印尼 RKAB 事件影响下，上游矿端成本阶段性的抬升，无疑更多挤压了利润微薄的镍铁和不锈钢，国内钢厂较长时间处成本线附近，下游地产板块消费暂未见明显驱动，不锈钢需求表现不及预期，负反馈向上传导，铁厂和钢厂的利润博弈加剧，预计钢厂维持阶段性控产提价，钢价偏震荡运行。

镍元素全面过剩较为明确，2024 镍价重心预计继续下移，下方受电积镍成本支撑，当前价格下方空间有限。考虑到印尼镍矿受当地政策的限制和影响显著，且印尼镍矿非合规开采和非法交易问题严重，印尼政府仍未开始关于明年镍矿配额(RKAB)的批示，面临延期风险，一季度或继续受到印尼镍矿事件的影响，需关注 RKAB 落地节奏。同时 2024 是印尼大选年，大选过后印尼政策的变化和预期可能不容忽视，亦增加了明年上半年不确定性事件影响的可能性。

策略建议：若不出现突发极端事件，明年镍价均价预计 125000 元/吨附近，不锈钢 13000 元/吨，建议整体偏空对待。

风险提示：印尼大选、政策预期，RKAB 落地节奏，地缘政治，美联储年内降息，新能源需求侧超预期政策落地

南华研究院
夏莹莹 Z0016569
xyy@nawaa.com

联系人：
范维天 F03118113
fwt@nawaa.com

电 话：
0571-87839265

目录

目录.....	2
1. 镍及不锈钢市场复盘.....	4
1.1 镍&不锈钢：宏观和事件消息决定反弹高度.....	4
2. 镍供应基本面分析.....	6
2.1 镍矿：关注印尼大选年政策变化的风险.....	6
2.2 镍铁：投产进行中，利润受挤压.....	7
2.3 精炼镍供应：电积镍产能高速释放开启趋势性累库.....	9
2.3.1 精炼镍产量.....	9
2.3.2 精炼镍进出口.....	10
2.3.3 精炼镍库存.....	11
2.4 镍中间品供应：印尼镍产业布局加速，未来增量显著.....	12
2.4.1 高冰镍.....	12
2.4.2 MHP.....	13
2.5 硫酸镍：印尼硫酸镍回流开始显现.....	14
3. 镍需求基本面分析.....	16
3.1 不锈钢：.....	16
3.1.1 不锈钢供给：产能释放和利润之间的拉扯.....	16
3.2 新能源：三元材料和前驱体的产量增速回落.....	18
3.2.1 欧洲新能源汽车市场.....	18
3.2.2 中国新能源汽车市场.....	19
3.2.3 三元电池的需求.....	20
4. 宏观环境.....	24
4.1 海外宏观：加息基本结束，工业需求偏弱.....	24
4.1.1 本轮美联储紧缩周期分析及 24 年展望.....	24
4.2 国内经济：坚持稳中求进.....	27
4.2.1 2024 中国经济工作新动向.....	27
4.2.2 不锈钢需求：地产.....	28
5. 供需平衡及展望.....	29

目录

图表

图 1.1: 镍&不锈钢行情复盘.....	5
图 1.2: 镍月差结构.....	5
图 1.3: 不锈钢月差结构	5
图 2.1: WBMS 全球镍矿产量: 万金属吨	6
图 2.2: 镍矿进口量.....	6
图 2.3: 菲律宾红土镍矿 FOB 价格	7
图 2.4: 镍矿港口库存.....	7
图 2.5: 印尼&中国 NPI 产量	8
图 2.6: 镍铁价格.....	8
图 2.7: 中国镍生铁库存季节性.....	8
图 2.8: 中国镍生铁进口量.....	8
图 2.9: 全球电解镍产量 2024H1	9
图 2.10: 海外电解镍企业产量	9
图 2.11: 中国精炼镍产量.....	10
图 2.12: 中国精炼镍开工率.....	10
图 2.13: 中国电解镍净进口量	11
图 2.14: 俄镍进口量.....	11
图 2.15: 镍板进口盈亏.....	11
图 2.16: 镍豆进口盈亏.....	11
图 2.17: 交易所镍库存: 吨.....	12
图 2.18: 镍社会库存(不含保税区): 吨.....	12
图 2.19: 印尼高冰镍月度产量	12
图 2.20: 中国高冰镍进口量.....	12
图 2.21: 印尼高冰镍 2024 计划投产跟踪.....	13
图 2.22: 印尼 MHP 产量: 万镍吨.....	13
图 2.23: 中国 MHP 进口量: 万吨.....	13
图 2.24: 印尼 MHP2024 计划投产跟踪	14
图 2.25: 中国硫酸镍产量: 千金属吨.....	14
图 2.26: 中国硫酸镍进口量: 千吨.....	14
图 2.27: 硫酸镍生产利润	15
图 2.28: 硫酸镍与一级镍价差	15
图 3.1: 印尼不锈钢粗钢产量	16
图 3.2: 中国不锈钢产量	16
图 3.3: 冷轧不锈钢利润粗算: 元/吨.....	17
图 3.4: 不锈钢原材料及成品价格走势	17
图 3.5: 不锈钢月度进口: 万吨.....	17
图 3.6: 不锈钢月度出口: 万吨.....	17
图 3.7: 不锈钢 SHEF 库存	18
图 3.8: 300 系不锈钢总库存.....	18
图 3.9: 主要国家新能源汽车发展目标.....	18
图 3.10: 全球新能源汽车销量: 万辆.....	18
图 3.11: 欧洲汽车注册量及新能源销量	19
图 3.12: 中国新能源汽车月出口: 万辆	19
图 3.13: 新能源汽车产量	20
图 3.14: 新能源汽车出口占比	20
图 3.15: 国产汽车消费流向变化 (万辆)	20

图 3.17: 三元前驱体产量	22
图 3.18: 三元前驱体 333 产量	22
图 3.19: 三元前驱体 811 产量	22
图 3.20: 三元前驱体 NCA 产量	22
图 3.21: 三元前驱体耗镍量	22
图 3.22: 三元前驱体耗镍量增速	22
图 3.23: 三元前驱体产量及耗镍量	23
图 4.1: 本轮美联储紧缩周期下的价格与数量工具实施	24
图 4.2: 美联储 12 月 FOMC 会后声明	25
图 4.3: 9 月 FOMC 点阵图	25
图 4.4: 12 月 FOMC 点阵图	25
图 4.5: 美联储 12 月 FOMC 经济预测图	26
图 4.6: CME 美联储观察 (12 月 14 日)	27
图 4.7: 美债收益率提前于基准利率见顶	27
图 4.8: 黄金先于 10Y 美债利率见顶而见底	27
图 4.9: 房地产工程数据: 累计同比 %	28
图 4.10: 商品房销售/待售面积: 累计同比 %	28
图 5.1: 镍元素供需平衡表推算	29

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

1. 镍及不锈钢市场复盘

1.1 镍&不锈钢：宏观和事件消息决定反弹高度

2022年，俄乌冲突打乱镍稳步上涨的节奏，多头资金强势进场推高镍价，上演历史性行情。2023年以来，在宏观压力继续增加，以及供强需弱预期兑现的双重压力下，沪镍强势行情画上句号。在过去的11个月沪镍自23.3万元/吨震荡下跌至12.5万元/吨左右，跌幅超46%。年初消费预期向好的提振并没有持续太久，随着农历年后电积镍厂的如期投产和宏观压力，国内两会期间工作报告定调23年经济增长目标不及预期和海外银行业风波的情绪推动，加之美联储三月如期加息25BP，镍价开始了顺畅下行。

二季度延续颓势，铁厂和钢厂纷纷控产挺价，海内外宏观压力不断增加，上半年，沪镍自23.3万元/吨下跌至16.8万元/吨左右，跌幅约38.7%。现货层面，金川镍价格均价自一季度末18万元/吨跌落至16.8万元/吨附近。交易层面，LME亚盘交易在3月20日恢复且成交量已经看到小幅改善。

三季度振幅大致维持在16万的区间，宏观政策助长的市场情绪决定了反弹突破区间的高度，下方支撑依然是电积镍成本。不锈钢三季度受宏观和事件影响更为强烈，从镍铁收储、到政治局会议后、再到RKAB事件，加之对金九银十乐观预期之下，不锈钢价格在7月和8月表现强势，自6月底14560元/吨向上至16200元/吨。现货层面，随着电积镍产能的如期释放以及俄镍的长协形式流入，精炼镍基差走弱，月差走平，俄镍在5月底出现了近两年来首次贴水报价，纯镍由back结构向Contango结构靠拢，不锈钢结构转向Contango结构则更早。

镍价自进入9月开始了近期一轮近三个月的跌势，金九银十的预期现实层面兑现开始落空，RKAB的镍矿紧缺影响散退，镍矿港口库存累库节奏提前，库存高企，电积镍也进入累库阶段，新能源需求疲弱，电镍自原料端开始走弱，虽在外采MHP成本处稍显支撑，但整体走势较为流畅的下行，直逼一体化边际成本。不锈钢需求负反馈向上传导，镍铁让利出货，铁价一路走弱，空头情绪强烈，增仓下行，进口长时间处于亏损，基本面对价格压制明显。直至近两天十一月底，受到盘面利润偏低和消息面的影响，镍价初显反弹态势，另外近日镍铁价格的止跌企稳也为短期不锈钢价格带来反弹依据和空间。2022年供强需弱基本面的拖累和抑制较为明确，宏观情绪和事件、消息面为下行趋势带来了波动并决定短期的反弹空间。

图 1.1: 镍&不锈钢行情复盘

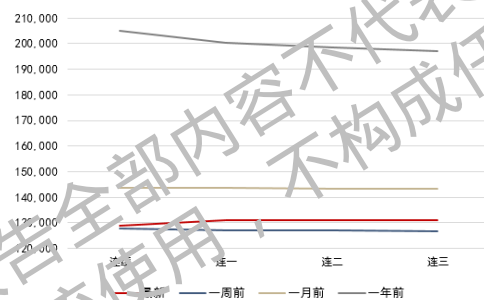
沪镍主力&不锈钢主力：元/吨



资料来源：上期所、iFind、南华研究

图 1.2: 镍月差结构

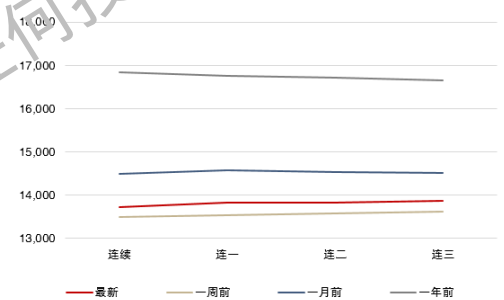
镍月差结构变化：元/吨



资料来源：上期所、iFind、南华研究

图 1.3: 不锈钢月差结构

不锈钢月差结构变化：元/吨



2. 镍供应基本面分析

2023年，镍元素供强需弱的格局照进现实。精炼镍除了原本的电解镍产线提产，另有大量电积镍如期投产并持续扩产中；印尼中间品产线建设持续推进，产能继续增加，虽然三元电池的利润下滑倒逼硫酸镍需求退坡，但是电积镍对硫酸镍的需求显现；镍铁过剩，不锈钢利润下滑；镍元素整体过剩明显。

2.1 镍矿：关注印尼大选年政策变化的风险

根据WBMS统计数据，2022年全球镍矿产量为317.2万金属吨，累计同比增17%；我国生产的镍产品以镍铁为主，镍矿资源并不丰富，近年来，镍矿的主要来源自菲律宾的进口。

图 2.1: WBMS 全球镍矿产量: 万金属吨

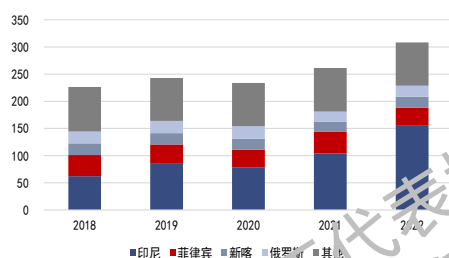
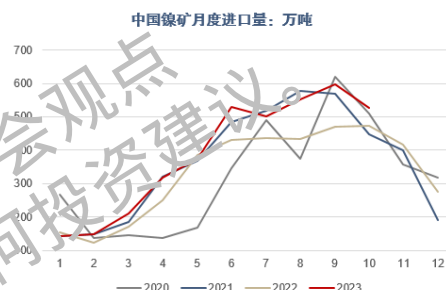


图 2.2: 镍矿进口量



资料来源: Bloomberg, SMM, 南华研究

进出口方面，SMM数据显示，10月中国镍矿进口量525.9万吨，今年1-10月，中国总计进口镍矿3900.96万吨，累计同比增17.1%；考虑到2022年同期镍矿或存在低基数效应，对比21年，进口量也高于同期（2021年1-10月进口量3760.69万吨）。在RKAB事件发酵带来镍矿紧缺的情绪之下，今年三季度进口增量显著，在需求疲弱的情况下，镍矿库存随之高企。

印尼的镍产业在近几年发展迅速，2022年印尼镍矿产量较21年增长53.9%，成为未来几年镍矿乃至镍元素供给的主要增长动力。以往中国的镍矿产量相对比稳定，但自2021年起，中国的镍矿产量开始出现下滑，中资企业在印尼建设的镍加工厂自2021年起在印尼逐渐投产，产品回流增多，使得国产矿和国产镍产品的市场份额不断下滑。

与此同时，菲律宾也表现出希望效仿印尼镍产业模式，对镍矿的出口进行一些限制，虽然目前仍未落地，但在这样的产业格局变化之下，未来镍元素预计将更多的以中间品和镍铁形态在全球贸易范围内流转，从历史的数据来看，自2022年开始，中间品和镍铁形式的镍元素进口呈现趋势性增长。

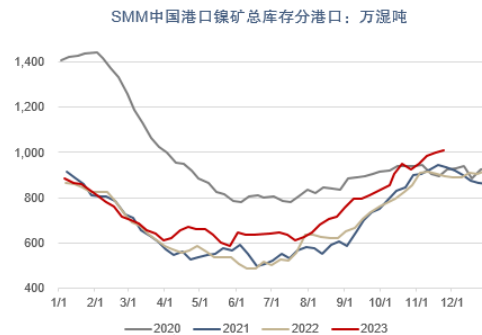
库存数据显示，截止2023年11月24日，国内港口镍矿库存1010.62万吨，较上月27日累库84.11万吨。受RKAB事件影响加之雨季预期，今年港口库存在呈现典型季节性走势的同时，累库节奏提前。同时自7月开始，镍矿价格稳步向上，菲律宾1.5%FOB自43.5美元/湿吨走高至50美元/湿吨，CIF自51美元/湿吨走高至65美元/湿

吨。随着镍矿累库节奏加快、库存高企，镍矿紧缺情绪消散，下游需求疲弱加之部分下游需求亦被进口镍产品替代，镍矿价格开始松动快速走弱。预计2024印尼镍矿整体配额将趋于宽松，但是考虑到镍矿RKAB配额并未最终落地，且印尼大选在即，印尼国内政策对镍价的影响不容忽视，我们认为2024年镍矿价格的波动或出现在2024年初一季度。

图 2.3：菲律宾红土镍矿 FOB 价格



图 2.4：镍矿港口库存



资料来源：SMM、南华研究

2.2 镍铁：投产进行中，利润受挤压

2019年之前，全球镍铁生产中心为中国，19年中国NPI产量占全球总产量的61%，印尼镍矿出口禁令使得全球NPI生产中心由中国转为印尼。根据SMM数据，2022 年全球NPI产量为156万镍吨，FeNi产量为38万吨。其中，中国NPI产量约41万镍吨，占全球NPI总产量26%，印尼NPI产量约115万镍吨，占全球NPI总产量74%。10月国内镍生铁产量为3.71万镍吨，78.7万实物吨，1-10月镍生铁产量约为32.9万镍吨，累计同比减少2.8%。

印尼镍铁的产能产量在近几年呈现高速增长，印尼镍生铁仍在持续放量中，今年 1-10月印尼镍生铁产量月112万镍吨，较去年累计同比增加19%。其中，德龙二期OSS镍铁冶炼项目共32条镍铁产线于2023年3月转为生产不锈钢，由中国恩菲承担工程设计和主体设备供货的力勤OBI镍铁项目5号线顺利投产并达产。除青山和德龙之外，新兴铸管、力勤等企业主导的其他镍铁规划产线也在有序建设中，印尼镍铁2024产量预计依然处于高速增长期，据铁合金统计，目前印尼NPI总规划产能约138.8万镍吨，目前已投产53.6万镍吨，待投产项目仍有34个（包含已投产但未完全投产项目），待释放产能79.1万镍吨。

图 2.5: 印尼&中国 NPI 产量



图 2.6: 镍铁价格



资料来源: SMM、MySteel、iFind、南华研究

随着印尼镍铁产量的高速增长，镍铁回流至国内的速度也一并加快。上半年镍铁的大量回流，也使得国内镍铁库存高起，进一步挤占国内镍铁市场，1-10月，中国进口镍铁95.5万镍吨，累计同比增加42.2%。2023年，随着印尼镍铁的产线逐渐完成产量爬坡，以及新产线不断投产，2024预计印尼镍铁回流依然可以保持40%的同比增速。

图 2.7: 中国镍生铁库存季节性

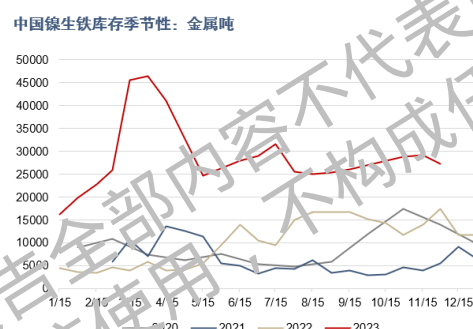
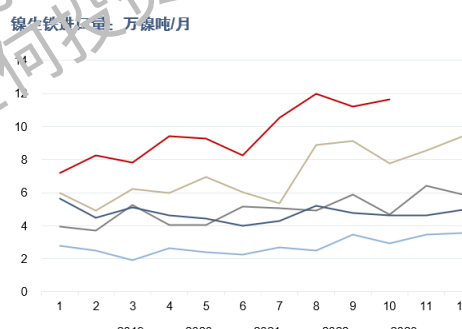


图 2.8: 中国镍生铁进口量



资料来源: SMM、MySteel、iFind、南华研究

从库存来看，年初市场预期乐观，钢厂对原料需求阶段性向好，镍铁价格走高，库存速度较快，金三银四现实兑现不及预期，钢厂开始压价抛售原料，铁厂快速触及成本线陆续减产。年中钢厂产量有所回升，开始采购原料，国内镍铁三季度产量有所回升，三季度国内镍铁产量稳定小幅上行，加之RKAB和收储消息影响，进口量激增之下镍铁库存反降，且镍铁价格强势高居不下，金九银十预期下钢厂原料备货意愿强，钢厂需求支撑铁价。但是伴随金九银十验证，需求不及预期市场负反馈向上，镍铁库存持续小幅累库。2024年镍铁进口压力下，库存高企预计维持，镍铁价格走弱风险较大，目前镍铁价格已降至近900元/镍点，考虑到已逼近印尼镍铁成本，向下空间有限。

2.3 精炼镍供应：电积镍产能高速释放开启趋势性累库

2.3.1 精炼镍产量

据SMM统计，2022年全球精炼镍产量约83.36万吨，环比增加9.2%，其中三四季度增量明显。2023上半年全球产量41.1万吨，同比增多3.6%。按照形态划分，镍板上半年累计同比增加9.8%，镍豆由于经济性低已逐渐退出硫酸镍需求原料，产量上半年同比减少3.6%。

从企业数据上来细看，前三季度诺里尔斯克镍业减产情况不及去年（-10%）的预期，前三个季度产量同比减少8.8%，三季度产量环比显著提升，预计诺镍今年产量高于2021年的水平。西班牙静水2023年前三个季度生产了4630吨镍金属，恐难完成2023年预计镍产量9500吨至10100吨之间。淡水河谷2023年季度产量环比持续减少，前三个季度总量5.94万金属吨，环比下降12.4%。韩国资源、住友金属矿山和住友商事前三个季度同比增速分别为9.8%、16.6%和2.6%，其中大部分得益于位于马达加斯加的Ambatovy项目，此项目股份构成为住友金属（54%）和韩国资源（46%）并按同比例分配精炼镍产量，Ambatovy一季度和二季度分别产出精炼镍（镍豆）10000金属吨，即住友商事得到精炼镍产量为10000吨，归属于韩国资源的精炼镍产量则为9200吨。住友金属矿山2023财年（23年4月~24年3月）预计镍产量149400金属吨。

图 2.9：全球电解镍产量 2023H1

全球纯镍产量：万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q1 - Q2	累计同比
镍豆/镍粉	21.2901	20.6656	21.1295	17.4563	18.8294	8.5	-3.6%
镍板	66.5071	66.996	66.368	57.6749	59.8823	31	9.8%
其他纯镍	2.8219	3.9658	2.0115	1.2092	4.6445	1.597	-39.4%
纯镍总产量	90.6192	91.6275	89.5089	76.3405	83.3562	41.097	3.6%

资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

图 2.10：海外电解镍企业产量

海外主要电解镍企业产量：吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023 Q1 - Q3	同比 Q1 - Q3	2022企业 产量占比
诺里尔斯克	218770	228687	235709	193006	218971	145272	-8.8%	26%
嘉能可	130500	132800	131900	124900	122300	97500	10.3%	15%
淡水河谷	117100	104700	96100	82500	92000	59400	-12.4%	11%
必和必拓	73800	66000	74800	64900	53300	40100	-5.6%	6%
住友金属矿山	57600	58800	55300	55100	49650	43900	16.6%	6%
谢里特	34690	37156	32694	31185	32268	21184	-11.9%	4%
韩国资源	13373	13596	3990	13400	14600	14500	9.8%	2%
住友商事	15828	16091	4722	15600	19300	15500	2.6%	2%
英帕拉	16393	16101	15250	15677	16085	11357	-6.2%	2%
英美资源	23100	23000	13800	22300	21300	14800	-10.3%	3%
西班牙静水	/	/	/	/	4839	4630	/	/
企业总计	701154	696931	664265	618568	644613	463513	-3%	

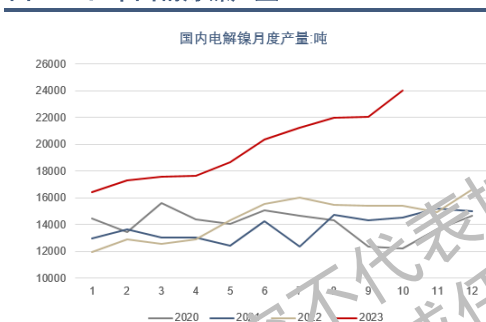
资料来源：SMM、南华研究

据钢炼统计，国内精炼镍企业开工率自去年下半年开始呈现趋势性上升态势，今年月环比持续走强，前三个季度的平均开工率达88.9%左右，10月份达93.03%远高于往年70%以下水平。

SMM数据，中国2022年的精炼镍产量约17.4万吨，较21年增15.7%。今年随着国内电积镍厂的如期放量，精炼镍月产量环比持续增多，1-10月国内累计生产精炼镍19.72万吨，已远超去年全年产量，1-10月累计同比增长38.4%，且产量延续稳步小幅上涨趋势。

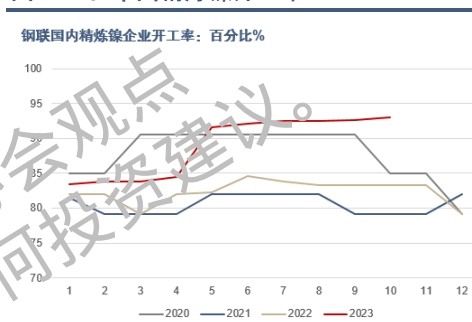
国内新增电积镍产能放量显著，大部分企业基本维持正常排产，新增产能快速释放，且2024预计仍处于产能爬坡达产阶段，电积镍利润随着镍价下行被快速挤压，明年新投入产能较今年增速预计减缓，但考虑到目前高开工率，产能爬坡等因素，预计2024年产量继续创历史新高。

图 2.11：中国精炼镍产量



资料来源：SMM、南华研究

图 2.12：中国精炼镍开工率



资料来源：MySteel、南华研究

2024年精炼镍在电积镍产能大量释放之下，供应过剩较为确定。国内纯镍消费占比最大的电镀和合金部分中较大比例用于军工行业，近两年用量增速明显，且订单受价格波动相对较小。国内新增的电积镍产量多用于替代俄镍的用途，民用订单比例较高，民用订单对价格也相对更敏感，原料选择也更灵活，但是订单较为分散，总体变化不大。2024年高温合金订单预计维持较好增长，成为镍下游主要需求增长。

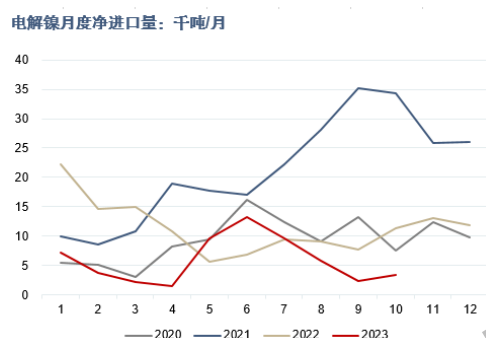
2.3.2 精炼镍进出口

2022年，在俄乌冲突的影响下，镍进口窗口长时间处于深度关闭状态，导致电解镍的净进口量下降明显，今年3月传出正式消息，诺镍正在以人民币计价的方式向中国出售镍，5月底俄镍则加速流入国内，5月进口精炼镍同比升53%至10512吨，6月达年内高位14238吨。但随着国内电积镍产能的逐步释放，需要进口补足的低端纯镍缺口在缩减，三季度进口量回落，10月精炼镍进口量6670吨，同比减少45%，降幅29.22%，1-10月，进口量累计同比减少37%。

在进口比价不良的情况下，进口镍进口成本过高，升贴水可下调空间有限，进

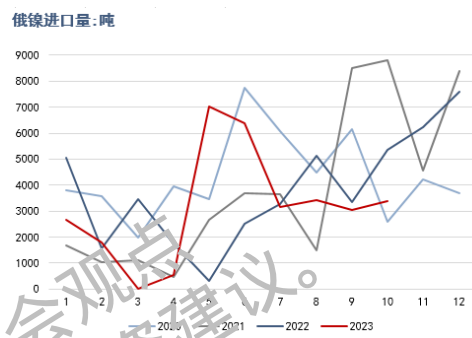
口总量大幅减少，进口镍板动力弱，仅挪威、日本的镍板则因其在电镀行业的适用性，尚有空间；而俄镍则因其可交割属性，仍有部分需求。随着国产镍板的继续投产，以及更多国产品牌陆续注册交割资质，预计2024年国产资源挤占进口镍板的情况将愈发明显。而一些国产品牌也在谋求出口及向LME交仓，预计未来电镍出口量将有所提升，净进口量走低。2023年7月20日，“HUAYOU”牌电解镍成功注册伦敦金属交易所交割品牌，即日起，该品牌可以在LME仓库交割。2023年11月1日，‘GEM-NI1’牌电解镍成功注册伦敦金属交易所交割品牌，即日起，该品牌可以在LME仓库交割。

图 2.13：中国电解镍净进口量



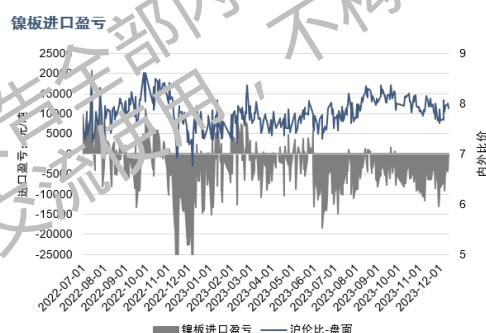
资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

图 2.14：俄镍进口量



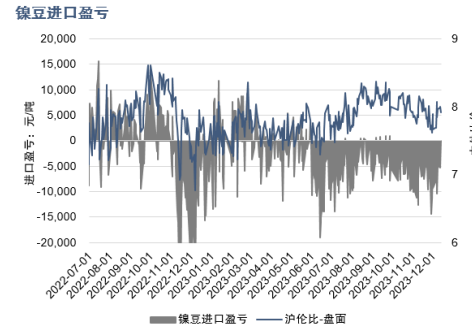
资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

图 2.15：镍板进口盈亏



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

图 2.16：镍豆进口盈亏



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

2.3.3 精炼镍库存

上半年价格的大幅下跌带来阶段性的现货市场的活跃，精炼镍社库在5月中下旬降至历史地位。5月底，数千吨俄镍到港的消息迅速的打击了沪镍价格与镍板的现货升水，镍板供需的“弱预期”与“缺货”事实是上半年主要矛盾。三季度，随着国内电积镍的如期放量和俄镍预计持续到货，精炼镍社会库存相较于二季度有所回升，三季度多事件影响下镍价的强势表现下，现货成交偏差，镍社会库存开始呈现趋势性累库，累库节奏施压镍价。

此外，浙江华友钴业股份有限公司“HUAYOU”牌电解镍（电积工艺）在

LME和上期所都已成功注册。6月27日上期所发布公告，同意浙江华友钴业股份有限公司全资子公司衢州华友钴新材料有限公司生产的“HUAYOU”牌电解镍在上期所注册，注册产能为6000吨，执行标准价。随着后市电积镍的持续放量及更多品牌注册成功，预计后市镍市低库存的现状有望得到缓解。

图 2.17: 交易所镍库存: 吨

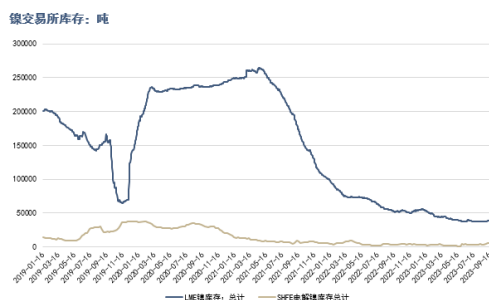
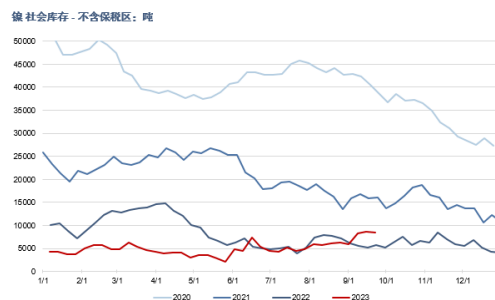


图 2.18: 镍社会库存-不含保税区: 吨



资料来源: SMM、MySteel、南华研究

2.4 镍中间品供应：印尼镍产业布局加速，未来增量显著

2.4.1 高冰镍

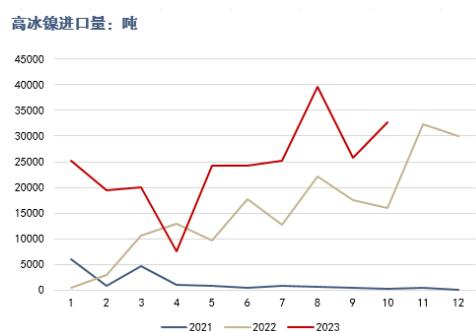
2021年下半年开始，众多在印尼建设的高冰镍项目开始投产，2022年产量达到爆发式增长。2023年，主要增量将来自中青新能源高冰镍、中伟翡翠湾低冰镍和华迪的高冰镍项目。中青新能源所的年产能6万镍吨的产线，其中第一条产线于2022年10月投产（1万镍吨）；中伟翡翠湾的低冰镍项目在一季度投料，并在加速爬坡达产中；以及国内中伟钦州港项目也于6月成功产出高冰镍，达产后年产能8万吨。此外，伟明环保与印尼Indigo公司签署了高冰镍项目的合资协议，其中第一期两万吨预计2024年上半年调试投产，并同步推进剩余2万吨产线尽快达产。盛迈镍业高冰镍项目4万吨也预计2024Q1投产，2024年年中预计将继续迎来增产高峰。

印尼高冰镍产能的持续投放，SMM数据，2023年1-10月，印尼高冰镍产量约20.31万镍吨，累计同比增长27.3%。与之而来的是中国高冰镍进口量的激增，1-10月，中国累计进口高冰镍24.37万吨，已远超去年全年进口量18.52万镍吨。随着国内电积镍的放量带来的原材料需求增长，中间品的进口量预计维持增长。

图 2.19: 印尼高冰镍月度产量



图 2.20: 中国高冰镍进口量



资料来源：SMM、南华研究

图 2.21：印尼高冰镍 2024 计划投产跟踪

国家	冶炼厂	产品	技术路线	年产能 (万镍吨)	计划投产时间
印尼	伟明+Indio	高冰镍	富氧侧吹	4	2024H1
	盛迈镍业-盛屯	高冰镍		4	2024Q1
	道氏技术+华迪	高冰镍		2	2024
	中伟高冰镍项目	高冰镍		12	待定
	格林美	高冰镍	火法高冰镍	5	2024
	道氏技术+佳纳	高冰镍		2	待定

资料来源：公开资料整理、南华研究

2.4.2 MHP

印尼MHP产量在稳步攀升中，中资企业在印尼生产的MHP，部分直接运往当地的中资电池厂作为电池生产原料，SMM数据，2023年1-10月，印尼MHP产量约11.68万镍吨，累计同比增长27.3%。另一部分回流至国内用于制作硫酸镍的主要原材料，MHP进口量亦不断提升，SMM数据，2023年1-10月，中国累计进口MHP约20.75万镍吨，累计同比增长74.1%，已远超出2022年全年MHP进口量15.6万镍吨，其中大部分增量来自印尼。印尼MHP仍有大量计划及在建产能，未来印尼MHP产能仍处高速增长阶段，加之，较多新增的产能在今年投产测试，但考虑到产能爬坡仍需时日，产量的大幅增量预计在2024年体现。作为硫酸镍的主要原材料，届时，MHP进口量将继续提升，有望达30万吨，中间品价格也将随着产能供给逐步释放面临更大竞争。

图 2.22：印尼 MHP 产量：万镍吨



资料来源：SMM 南华研究

图 2.23：中国 MHP 进口量：万吨

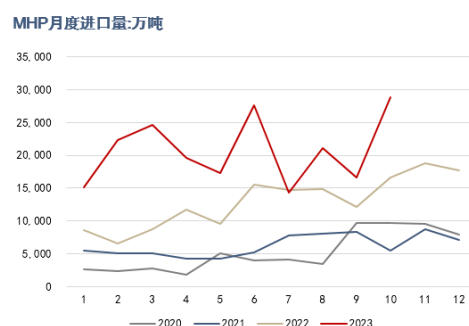


图 2.24：印尼 MHP2024 计划投产跟踪

国家	冶炼厂	园区	产品	技术路线	年产能 (万吨镍)	已投产	待投产	计划投产时间
印尼	力勤OBI		MHP	HPAL	12	5.5	6.5	2021-2023
	青美邦（IMIP）	IMIP	MHP	HPAL	7.3	3	4.3	2024
	华山		MHP	HPAL	12		12	2024Q4 - 2025
	青山&振石&华友： 纬达贝项目		MHP	HPAL	2.75		2.75	2024
	PT.Ceria		MHP	HPAL	4		4	2023下半年(未投)

资料来源：公开资料整理、南华研究

2.5 硫酸镍：印尼硫酸镍回流开始显现

全球进入硫酸镍产能高速增长阶段，当前主要增量来自中国，中国硫酸镍的生产模式是原料进口，中国制造。2023年1-10月硫酸镍产量35.57万吨镍吨，中国硫酸镍产量累计同比增加19.7%，前三个季度国内硫酸镍平均产能利用率高达96.8%。随着电积镍项目供给放量，对硫酸镍有一定需求，二三季度硫酸镍产量呈现持续小幅增加。

随着MHP和高冰镍产能的逐步释放，硫酸镍原材料供给趋于宽松，中间品价格难见坚挺，硫酸镍成本支撑走弱，加之下游三元前驱体需求疲弱，2024年电池级硫酸镍利润预计维持外来成本线附近震荡。据统计，明年国内仍有产能待投放，硫酸镍供给压力将持续增加，但考虑到利润，预计增速放缓。

随着印尼新能源产业的高速发展，印尼硫酸镍也正处于高增速投产阶段，印尼硫酸镍产能今年陆续测试投产。自6月份开始印尼产的硫酸镍开始流入国内并迅速成为硫酸镍进口的主要贡献量，6月份自印尼进口硫酸镍5584镍吨，占当月总进口额的76%。1-10月，国内硫酸镍总进口量约9.53万吨镍吨，累计同比增加114%。随着印尼硫酸镍持续放量及新产能的在建，预计2024年印尼硫酸镍进口量将维持高速增长。

图 2.25：中国硫酸镍产量：千金属吨

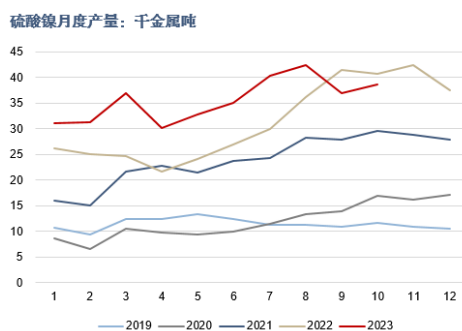
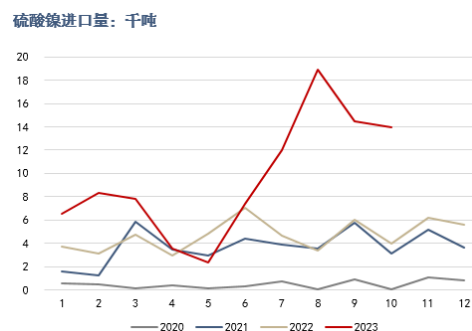


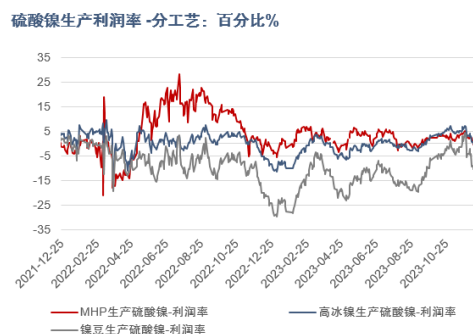
图 2.26：中国硫酸镍进口量：千吨



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

随着印尼中间品供给的释放，溶镍豆制备硫酸镍的利润空间被快速压缩，镍豆作为硫酸镍原材料的需求被挤出市场。而硫酸镍贴水电积镍为今年硫酸镍转产电积镍带来了丰厚利润，但四季度镍价趋势性下行，硫酸镍利润回到亏损线附近，突破非一体化转产电积镍成本，镍豆制备硫酸镍的利润阶段性再现。

图 2.27：硫酸镍生产利润



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

图 2.28：硫酸镍与一级镍价差



研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

3. 镍需求基本面分析

3.1 不锈钢：

3.1.1 不锈钢供给：产能释放和利润之间的拉扯

中国依然是全球最主要供给国和消费国，下游需求疲弱和利润挤压之下印尼不锈钢产量整体呈现下行态势，据SMM数据，2022年印尼不锈钢粗钢产量477.05万吨，较上年减少3%；从原料端来看，2022年四季度镍铁价格跟随镍价走强，使得不锈钢生产利润出现大幅度的下滑，钢厂出现停产控货。在印尼，出现销售不锈钢不如直接销售镍铁来的更具经济性的情况，部分印尼不锈钢厂出现减停产。今年，1-10月印尼粗钢产量323万吨，累计同比减少23%。据SMM统计，国内不锈钢1-10月粗钢产量为2961万吨，累计同比增11%，300系产量达1520万吨，累计同比增8%。年内青拓福安项目投产，德龙溧阳项目启动，7月政治局会议利好政策叠出，加之金九银十预期之下，三季度利润修复产量迅速恢复至年内高位。但随着金九银十现实兑现惨淡，库存高企，钢厂快速陷入亏损，自10月开始排产开始下滑，10月份国内不锈钢粗钢产量314万吨，月环比减少2%，其中300系10月份产量147万吨，月环比减少10%。

图 3.1：印尼不锈钢粗钢产量

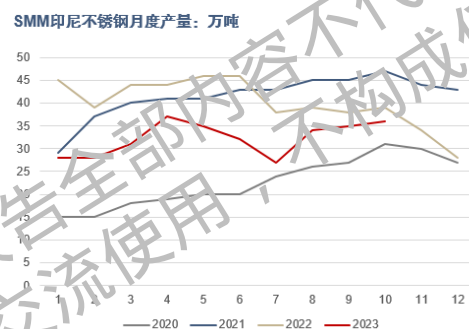
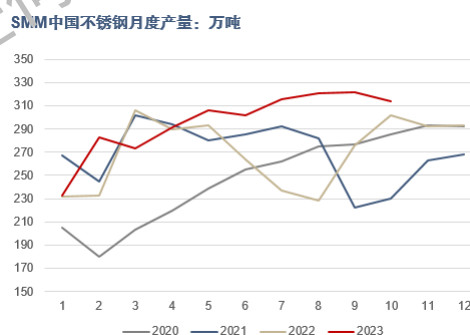


图 3.2：中国不锈钢产量



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

从中长期的视角来看，不锈钢和镍铁的规划产能仍然有释放空间，铁厂和钢厂的利润博弈预计加剧，钢厂生产利润不稳定，除了三季度外，年内多时间处成本线附近，阶段性盈利。钢厂生产可控性较强，预计2024年不锈钢产量维持小幅增长，增速放缓。

图 3.3：冷轧不锈钢利润粗算：元/吨



图 3.4：不锈钢原材料及成品价格走势



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

据 SMM 统计，今年不锈钢进出口双弱，全球不锈钢消费需求疲弱。今年国内不锈钢产量维持小幅增长，累计同比增多 11%，而国内不锈钢终端消费不及预期，进口需求低，今年 1-10 月不锈钢进口 167 万吨，较去年累计同比下降 39%。

海外需求同样走弱，今年 1-10 月不锈钢出口 344.43 万吨，较去年累计同比走弱 8%。据 Mysteel 不完全统计，截止 2023 年 10 月 24 日，大约有 12 起国外对中国不锈钢产品及不锈钢制品发起的反倾销、反补贴调查或裁决。印度为 2023 年中国不锈钢出口增长最多的国家，中国出口印度的不锈钢量处于历史高位。据统计，2023 年 1-9 月，国内不锈钢出口至印度的累计量约 40.9 万吨，同比增加 43%。而印度也开启对中国不锈钢相关产品的反倾销/反补贴调查，甚至对部分产品征税，明年出口情况或继续维持疲弱。

图 3.5：不锈钢月度进口：万吨

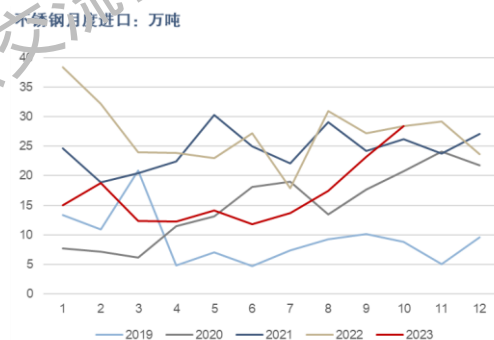
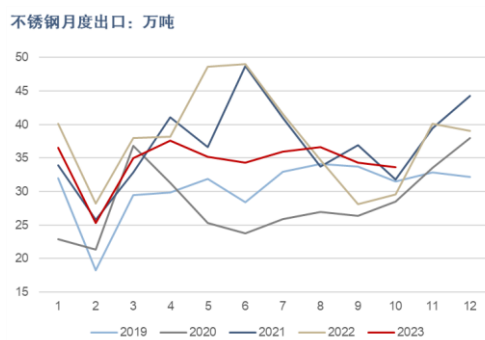


图 3.6：不锈钢月度出口：万吨



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

库存方面，不锈钢三季度社会库存逐渐呈现趋势性累库，交易所库存增速较快，不锈钢社会库存的增多亦反映了当前旺季不旺的现实情况，四季度需求预期回落，库存增加，矛盾逐渐凸显，原材料成本偏强也会导致不锈钢成本上涨倒逼企业减产，不锈钢库存有所消化。2024 年供给维持小幅增长，需求无明显驱动，库存预

计依然处于高位。

图 3.7：不锈钢 SHEF 库存

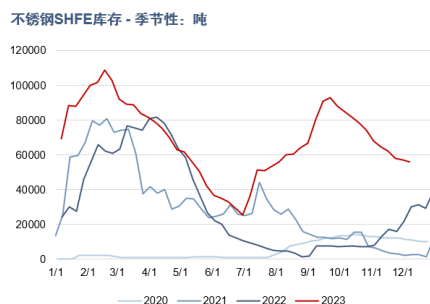
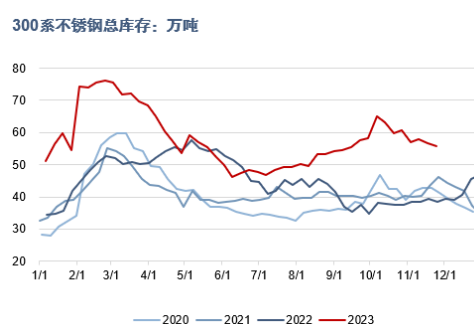


图 3.8：300 系不锈钢总库存



资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

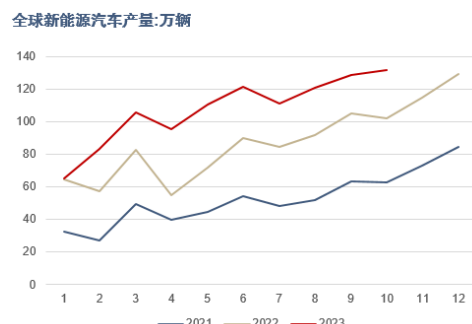
3.2 新能源：三元材料和前驱体的产量增速回落

EV Sales 统计数据显示，2020-2022 年全球新能源汽车销量的年复合增长率高达 80%，处于爆发式高速增长阶段；2023 年 1-10 月，全球累计销售新能源汽车 1073.4 万辆，累计同比增 34%。从“全球主要国家新能源汽车发展目标示意图”上可以看出，新能源汽车主要的发力市场在欧洲和中国。

图 3.9：主要国家新能源汽车发展目标



图 3.10：全球新能源汽车销量：万辆



资料来源：国际能源署（IEA），艾媒数据中心，EV Sales，南华研究

3.2.1 欧洲新能源汽车市场

根据欧洲的新能源汽车规划，2035 年开始在欧盟 27 国范围内停售新的燃油轿车和小货车。此外，欧盟方面要求，与 2021 年的水平相比，在 2030 年实现燃油轿车减排 55%，小货车要实现 50% 的减排。欧洲各国对于新能源汽车的渗透率目标和达标时间的规划略有差异，但大体一致，说明欧洲市场的新能源需求起码在未来 5-10 年内将保持增长态势。据欧洲汽车制造商协会统计，今年 1-10 月，欧洲乘用车注册量 1072.12 万辆，累计同比增加 17%，小于欧洲新能源汽车销量同比增速，欧洲新能源汽车 1-10 月销量总计约 248.07 万辆，累计同比增 30%。

图 3.11：欧洲汽车注册量及新能源销量

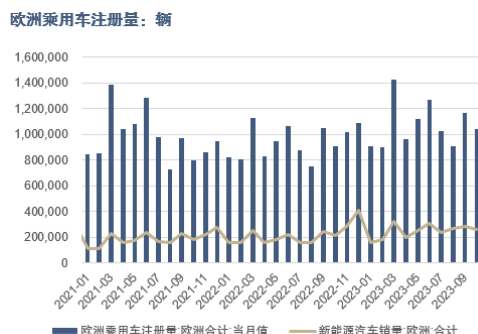
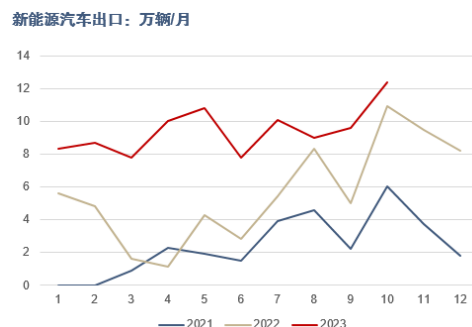


图 3.12：中国新能源汽车月出口：万辆



资料来源：iFind，Wind，南华研究

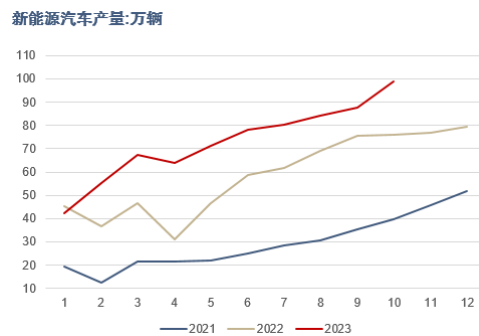
欧洲是中国汽车出口的主要目的地之一，中国电动汽车在全球市场的竞争力日益凸显。今年中国新能源汽车出口表现亮眼，1-10月中国新能源汽车总计出口94.5万辆，累计同比增89.8%。而9月13日欧盟委员会主席冯德莱恩宣布欧盟委员会周三对中国电动汽车启动反补贴调查称中国电动汽车扭曲了欧盟市场。对此，市场出现对于出口需求缩减的担忧。我们认为，若后续欧洲对中国出口的新能源汽车实施限制，短期需求或受到影响；但长期来看，商品或将在东南亚等其他地区中转后再流向欧洲，改变的是物流流向，增加的是全球贸易流转成本，而中国新能源汽车的出口需求很难仅仅因此发生扭转。

3.2.2 中国新能源汽车市场

23年以来，汽车出口与新能源汽车内需已成为拉动国内汽车产销增长的两架马车。特别是新能源汽车出口今年的表现亮眼，弥补了由传统燃油汽车内需下滑带来的缺口。据中汽协统计，1-11月汽车累计销量达2693.8万辆，同比增长10.9%；1-10月汽车累计出口达347.9万辆，同比增长57.8%，增速远高于汽车总销售数据。中国车企在成本、生产效率方面较海外车企具有明显优势，迅速攻占欧洲、东南亚、南美等市场。

国内市场，政策补贴叠加价格优势，新能源汽车渗透率不断提高，产销增长迅速。今年早些时候，国家发展改革委、国家能源局印发了《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，国务院常务会议提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，延续和优化新能源汽车车辆购置税减免。新能源汽车在政策扶持下，成为带动国内汽车市场增长的中流砥柱。据中汽协统计，1-11月汽车累计产量为2,711.1万辆，同比增长10.0%；新能源汽车产量为842.6万辆，同比增长34.8%，新能源汽车当月产量占汽车总产量的比重已经达到31%。不过基于购置税补贴政策逐渐退坡，预计新能源汽车增速逐步放缓，23年新能源乘用车产量增速有望达35%，24年增速预计为20%-25%。预计23年汽车整体产量有望达到2950-3000万辆，24年在旧能源交替之下增速预计在3%-5%。

图 3.13: 新能源汽车产量



资料来源: 中汽协, Wind, 南华研究

图 3.14: 新能源汽车出口占比



图 3.15: 国产汽车消费流向变化 (万辆)

日期	国产汽车消费流向变化 (万辆)							
	汽车			传统汽车			新能源汽车	
	总销量	出口量	国内销量	总销量	出口量	国内销量	总销量	国内销量
2018								
2019	-231		-5	-226	-8	-218	3	-8
2020	-46	16	-62	-62	15	-75	16	13
2021	96	215	-119	-119	191	310	215	191
2022	59	337	-278	-278	300	377	337	300
2023	199	200	-1	-1	149	149	200	149

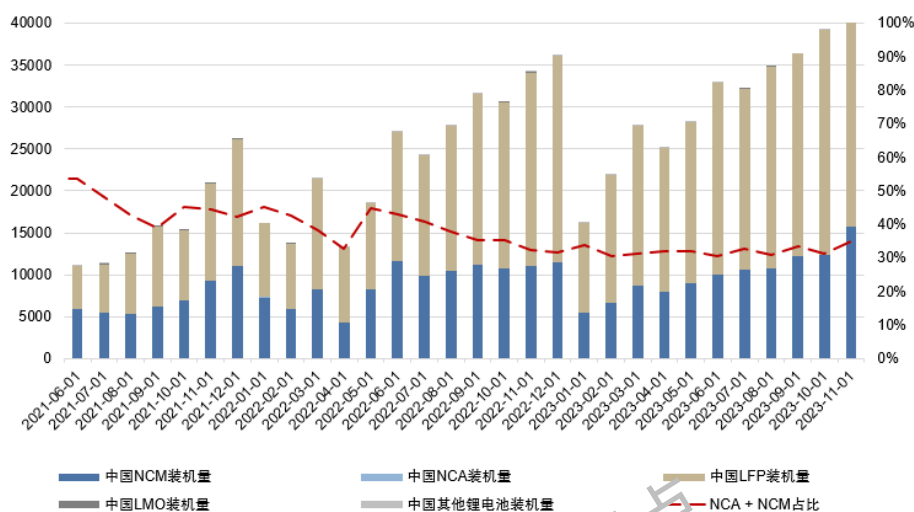
资料来源: 海关总署, 中汽协, 南华研究

3.2.3 三元电池的需求

从装车数据来看, 纯电动乘用车为锂电装车的主力车型, 磷酸铁锂为市场主流装车电池, 与三元电池装机量目前基本呈现近三七分化, 三元电池装机量约占动力电池总装机量的30-35%。1-0月, 国内动力锂电池装车辆总计294.8GWH, 累计同比增31.5%; 其中, 磷酸铁锂装机量总计约200.7GWH, 累计同比增47.6%, 装车占比68%, 三元NCM装机量总计93.87GWH, 累计同比增6.7%, 装车占比32%。

图 3.16：锂电池装机量：MWH

中国锂电池装机量：MWH



落实到动力电池层面，汽车的产销和动力电池的装车量基本保持同步，随着装机总量的上升以及三元电池高镍化的趋势明确，三元对于镍需求的带动作用也在逐步增加。据SMM数据，2022年全年，三元前驱体产量85.4万吨，同比增速47%；2023年1-10月产量67.6万吨，累计同比走低1.7%，自9月份开始月环比走弱，今年年底并未迎来装机高峰，显示需求疲弱。

三元材料和磷酸铁锂最重要的发展差异在于市场需求偏好的切换，这一定程度上也有政策引导的关系。储能方面，在满足基本储能需求的情况下，由于磷酸铁锂电池安全性相对较好，单位性价比相较于其他新型储能更优，因此政策层面对于磷酸铁锂电池在储能层面的应用给予了更多的倾斜和支持。动力电池方面，目前国内主流的新能源汽车大多数搭载磷酸铁锂电池，三元电池基本搭载在高端车型上，而国内的主流市场是中低端车型；特斯拉也开始在部分车型上转为搭载磷酸铁锂/磷酸锰铁锂电池。这种市场偏好的切换，一定程度上可以从不同型号的三元前驱体产量差异上反应出来。从下图中，我们可以明显感受到8系以下的三元前驱体产量下滑严重，低镍市场被磷酸铁锂挤占，8系同比基本持平，NCA依然能有较高同环比增速但体量上偏小。

图 3.17：三元前驱体产量

SMM三元前驱体月度产量：吨

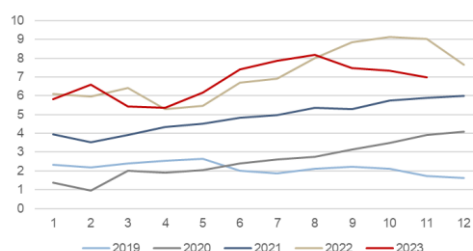


图 3.18：三元前驱体 333 产量

SMM三元前驱体333月度产量：吨

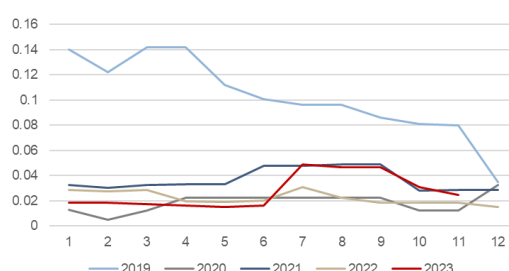


图 3.19：三元前驱体 811 产量

SMM三元前驱体811月度产量：吨

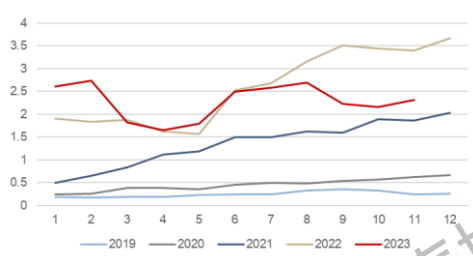
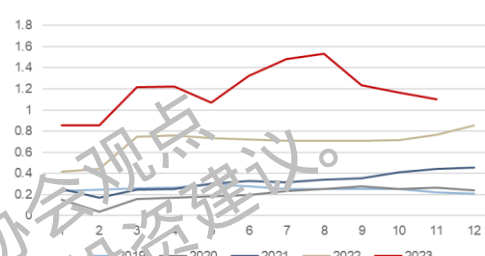


图 3.20：三元前驱体 NCA 产量

SMM三元前驱体NCA月度产量：吨



资料来源：MySteel，SMM，南华研究

落实到耗镍量，根据前驱体各个系列产量，可以推算出耗镍量，就目前来看，磷酸铁锂将依然占据市场主要份额，今年四季度装机表现进一步表明需求疲弱，预计2024年三元材料对镍的需求难有带动。

图 3.21：三元前驱体耗镍量

NCM系列耗镍量：吨

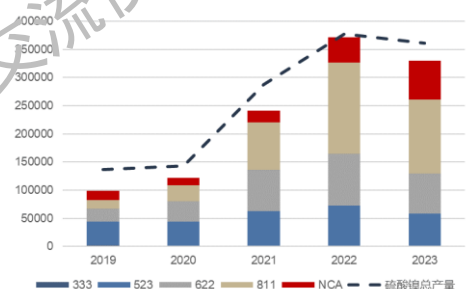
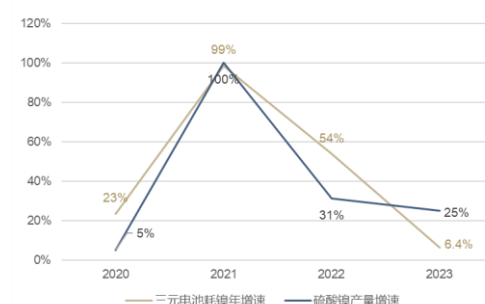


图 3.22：三元前驱体耗镍量增速

三元前驱体耗镍量 V.S. 硫酸镍产量：%



资料来源：SMM、南华研究

图 3.23：三元前驱体产量及耗镍量

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	累计同比
三元前驱体产量：万吨 (2023Q1Q2)							2023.1-10
333	0.96	1.23	0.22	0.44	0.27	0.28	18.4%
523	7.71	12.70	13.26	18.87	22.22	15.67	-14.8%
622	3.23	5.90	9.37	18.83	23.46	16.85	-12.9%
811	1.33	2.93	5.46	16.29	31.20	22.79	-5.6%
NCA	1.26	3.01	2.42	3.88	8.29	11.96	79.4%
前驱体产量	14.49	25.78	30.73	58.31	85.44	67.61	-1.7%
三元前驱体耗镍量：万吨 (2023Q1Q2)							
333	0.19	0.27	0.05	0.10	0.06	0.06	18.4%
523	2.22	4.13	4.31	6.13	7.22	5.09	-14.8%
622	1.12	2.30	3.65	7.35	9.15	6.57	-12.9%
811	0.63	1.52	2.84	8.47	16.23	11.85	-5.6%
NCA	0.59	1.61	1.29	2.08	4.44	6.40	79.4%
年耗镍量	4.75	9.84	12.14	24.12	37.09	29.97	1%
系列耗镍量占比：%							
333：%	3.9%	2.8%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	17%
523：%	46.7%	42.0%	35.5%	25.4%	19.5%	17.0%	-16%
622：%	23.6%	23.4%	30.1%	30.5%	24.7%	21.9%	-14%
811：%	13.3%	15.5%	23.4%	35.1%	43.7%	39.5%	-6%
NCA：%	12.5%	16.4%	10.7%	8.6%	12.0%	21.4%	78%

资料来源：SMM、MySteel、iFind、南华研究

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

4. 宏观环境

4.1 海外宏观：加息基本结束，工业需求偏弱

4.1.1 本轮美联储紧缩周期分析及 24 年展望

自2022年3月美联储开启加息周期以来，美国联邦基准利率已经上调525BP至5.25%-5.5%区间，总计加息次数11次。自美联储7月最后一次加息后，截止12月，已经连续3次暂停加息。购债方面，美联储自2022年6年开启缩表周期以来，缩表规模在22年9月翻番后继续维持不变。

图 4.1：本轮美联储紧缩周期下的价格与数量工具实施

美联储QE到退出到缩表与加息					
单位：亿美元	购买国债	购买MBS	合计	环比变化	加息备注
2022年3月	0	0	0	-300	启动+25BP
2022年4月	0	0	0	0	/
2022年5月	0	0	0	0	+50BP
2022年6月	-300	-175	-475	-175	+75BP
2022年7月	-300	-175	-475	0	+75BP
2022年8月	-300	-175	-475	0	/
2022年9月	-600	-350	-950	-475	+75BP
2022年10月	-600	-350	-950	0	/
2022年11月	-600	-350	-950	0	+75BP
2022年12月	-600	-350	-950	0	+50BP
2023年1月	-600	-350	-950	0	/
2023年2月	-600	-350	-950	0	+25BP
2023年3月	-600	-350	-950	0	+25BP
2023年4月	-600	-350	-950	0	/
2023年5月	-600	-350	-950	0	+25BP
2023年6月	-600	-350	-950	0	+0BP
2023年7月	-600	-350	-950	0	+25BP
2023年8月	-600	-350	-950	0	/
2023年9月	-600	-350	-950	0	+0BP
2023年10月	-600	-350	-950	0	/
2023年11月	-600	-350	-950	0	+0BP
2023年12月	-600	-350	-950	0	+0BP
合计					+525BP

资料来源：FRB、南华研究

在今年12月14日的年内最后一次美联储FOMC会议上，美联储如期暂停加息，但美联储会后声明、经济预测表、点阵图及会后鲍威尔在新闻发布会讲话，皆释放超预期鸽派信号。

点阵图下调2024年利率预期至4.625%，预示美联储预期24年将降息3次，这高于9月点阵图预期的2次；会后声明则软化进一步加息立场，提到在决定未来“任何”的额外政策紧缩程度时，委员会将考量先前累积的政策紧缩；另外，在会后新

闻发布会上，鲍威尔提及本次会议讨论了降息问题，且他没有反击市场对美联储24年降息的乐观预期。

从12月美联储利率决议的表态上，我们感受到美联储货币政策目标，已经从23年的控通胀目标，转变为24年的经济“软着陆”、防风险目标，即在经济降温同时但又要避免经济“硬着陆”、降低衰退风险，降低通胀率。当然，也有市场预期，鲍威尔的突然转向，可能受到美财政部发债压力、或者执政党竞选压力影响。

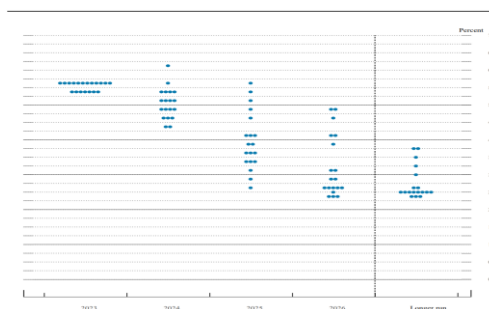
无论何种原因，从市场交易的利率核心看，将从23年的加息“最后一公里”，过渡到24年的降息交易。这也预示着，在形势复杂的2024年，美联储货币政策较12月FOMC会议立场，往鸽派修正的驱动可能更多。

图 4.2：美联储 12 月 FOMC 会后声明

FOMC会后声明	2023年12月	2023年11月
基本评估	近期指标显示，三季度经济活动已经 从正以强劲的速度扩张放缓 ，就业增长自年初来有所缓和，但依然强劲，失业率仍低， 过去一年通货膨胀率已经缓和 并仍居高不下。	近期指标显示，经济活动正以 强劲稳健 的速度扩张，就业增长自年初来有所缓和 最近几个月有所放缓 ，但依然强劲，失业率仍低，通货膨胀率仍居高不下。
风险评估	美国银行系统是健全和有弹性的，家庭和企业信贷条件收紧，并对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响，影响程度还不确定。委员会高度关注通胀风险。	美国银行系统是健全和有弹性的，家庭和企业信贷条件收紧，并对经济活动、招聘和通货膨胀产生影响，影响程度还不确定。委员会高度关注通胀风险。
政策目标	寻求在长期内实现就业最大化和以2%的通胀率。	寻求在长期内实现就业最大化和以2%的通胀率。
决议声明	决定维持政策利率的目标区间在5.25%-5.5%。	决定维持政策利率的目标区间在5.25%-5.5%。
加息立场	将评估一些 当前需求时的任何 额外的政策紧缩	将评估一些额外的政策紧缩是否需要
声明基础	在确定未来在目标区间上的加息幅度时，将考虑货币政策的累积紧缩、政策调整对经济和通胀的之后影响，以及经济金融的发展态势。	在确定未来在目标区间上的加息幅度时，将考虑货币政策的累积紧缩、政策调整对经济和通胀的之后影响，以及经济金融的发展态势。
政策重心	坚定地致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。	坚定地致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。
立场评估	在评估货币政策的适当立场前，将继续监测传入数据对经济前景的影响。	在评估货币政策的适当立场前，将继续监测传入数据对经济前景的影响。
决议调整	一致决定维持储备金支付利率至5.4%，维持政策利率目标区间范围5.25%-5.5%；隔夜回购协议操作最低利率为5.5%，总额度5000亿美元，以5.3%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作；继续每月降低所持的600亿美元国债与350亿MBS；维持主要信贷利率至5.5%。	一致决定维持储备金支付利率至5.4%，维持政策利率目标区间范围5.25%-5.5%；隔夜回购协议操作最低利率为5.5%，总额度5000亿美元，以5.3%利率和每天1600亿美元限额进行隔夜逆回购操作；继续每月降低所持的600亿美元国债与350亿MBS；维持主要信贷利率至5.5%。

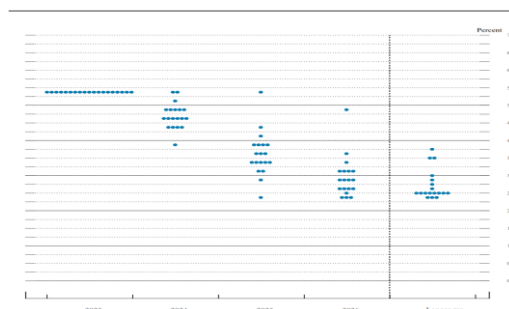
资料来源：FRB、南华研究

图 4.3：9 月 FOMC 点阵图



资料来源：FRB，南华研究

图 4.4：12 月 FOMC 点阵图



资料来源：FRB，南华研究

图 4.5: 美联储 12 月 FOMC 经济预测图

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：FRB、南华研究

政治层面看，美国实行总统制，每四年举行一次总统选举，总统任期4年，2024年美国大选时间为2024年11月5日。一般情况下，自24年7月开始，美国总统选举将进入候选人提名、竞选、选举总统选举人、以及选出总统四个阶段。

我们认为，考虑到美国总统大选在下半年将如火如荼展开，为减少美联储对政治层面的干预影响，美联储首次降息时点有望落在二季度的5月或6月。相较之下，6月可能性更高，因6月包含点阵图和经济预测表，美联储向市场释放平衡信息能力会更强，且5月至6月FOMC会议期间，将公布两期就业及通胀数据，6月降息将更有利于美联储对美国整体经济、就业、及通胀状态的评估。当然，如若美联储首次降息开启时间越晚，预计后期单次降息幅度可能越高。

那么，为什么3月份降息可能性偏低？

回顾2018-2019年的利率见顶及降息周期，根据2018年12月最后一次加息，并于2019年3月降息的时间周期推算，当时利率见顶时间为约8个月。那么根据本轮加息周期于2023年7月利率见顶，再叠加8个月利率峰值观察期看，明年首次降息的确可能会落在3月。根据CME美联储观察，当前市场预期美联储可能在24年3月启动降息。此外，截止12月14日，市场预期美联储24年降息次数将达到6次。

但我们认为当前预期无论从首次降息时点、还是降息次数层面都偏乐观。

首先，当前乐观预期下，美债收益率已经快速下跌，金融环境亦持续放松，但这将影响美通胀目标实现，也增加通胀再度上行风险。我们认为，美联储货币政策选择仍将在通胀与经济间动态平衡。

图 4.6: CME 美联储观察 (12 月 14 日)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.8%	71.1%	11.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.9%	68.6%	13.9%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	20.5%	64.9%	13.0%	0.5%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	18.1%	59.5%	19.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	15.9%	54.1%	24.5%	4.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.6%	10.4%	40.1%	35.4%	11.7%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	8.1%	33.2%	36.5%	17.2%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME、南华研究

其次，回顾2018年年底利率见顶至2019年首次降息。2019年8月降息时，美CPI已经降至1.7%，而核心CPI为2.4%，且经济降温。反观当前，美通胀虽有降温，但根据我们模型推测，美核心CPI至明年3月有望降至3%以下。因此如果按照核心CPI3%作为分界线，那么美联储将在4月看到3月CPI降至3%以下。从时间节点看，首次降息时点也有望发生在5月或6月。除非美国经济、债市或全球市场在一季度出现重大风险，否则我们认为3月份降息的预期仍可能向二季度降息进行修正。

下方图表为2024年美联储货币政策会议时间表，投资者需密切关注每次利率决议动态，以及具有24年投票权的美联储官员讲话。24年将是交易美联储降息周期，并观察市场风险的关键年。

图 4.7: 美债收益率提前于基准利率见顶

FOMC 时间表	是否有点阵图
2024/2/1	否
2024/3/21	是
2024/5/2	否
2024/6/13	是
2024/8/1	否
2024/9/19	是
2024/11/8	否
2024/12/19	是

资料来源: FRB, 南华研究

图 4.8: 黄金先于 10Y 美债利率见顶而见底

2024年	FOMC 票委	姓名
常任	主席	鲍威尔 (Jerome H. Powell)
	副主席	杰弗里森 (Philip N. Jefferson)
	理事副主席	巴尔 (Michael S. Barr)
	理事	鲍曼 (Michelle W. Bowman)
	理事	库克 (Lisa D. Cook)
	理事	库格勒 (Adriana D. Kugler)
永久票委	理事	沃勒 (Christopher J. Waller)
	纽约联储主席/美联储副主席	威廉姆森 (John C. Williams)
轮值成员	克利夫兰联储	梅斯特 (Mester)
	圣路易斯联储	詹姆斯 (Jeffrey Lacker)
	亚特兰大联储	博斯蒂克 (Raphael Bostic)
	旧金山联储	戴利 (Mary Daly)
	纽约联储副主席	希尔顿·梅里路 (Helen E. Mucciolo)
	芝加哥联储	奥斯坦·古尔斯基 (Austan D. Goolsbee)
替换成员	波士顿联储	柯林斯 (Collins)
	圣路易斯联储	佩斯 (Kathleen Paese)
	堪萨斯联储	施密德 (Jeffery R. Schmid)

4.2 国内经济：坚持稳中求进

4.2.1 2024 中国经济工作新动向

据新华社报道，中共中央政治局12月8日会议传达了传递出2024年经济工作新动向，明确提出：“坚持稳中求进工作总基调”，强调“巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”等重要部署。明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极

的财政政策和稳健的货币政策。

2024年是“十四五”规划的关键实施年，加强宏观调控力度，经济工作把握“三个统筹”。统筹一：将扩大内需和深化供给侧结构性改革相结合，增强内循环动力形成消费和投资相互促进的良性循环，同时提升国际循环质量；统筹二：加强新型城镇化建设和城乡融合发展，强调农业转移和人口市民化工作；统筹三：加强国家安全能力建设，统筹高质量发展和高水平安全。

据新华社报道，专家表示，当前我国正处在经济复苏和产业转型升级的关键期。在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，把各项决策部署高质量落实到位，充分发挥自身优势，我国完全有条件有能力战胜困难挑战，推动经济持续健康发展。

4.2.2 不锈钢需求：地产

不锈钢下游需求较为分散，主要终端建筑装饰、家电、餐厨用具等与地产后周期相关性较高，不锈钢产量增速与房屋竣工端增速走势也基本一致，地产政策和预期情绪对不锈钢提振明显。今年下半年政策端暖风频吹，资本市场情绪受到短暂提振。“认房不认贷”重磅推出，9月初全国一线城市均开始施行。随后为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，9月中旬央行宣布今年第二次全面降准。但从地产端实际土地成交与房屋成交面积来看行业信心仍在等待量变引起质变之时，四季度“金九银十”旺季现实兑现惨淡。

以房屋开工后2-3年竣工推算，24年对应竣工面积可参考21、22年房屋新开工情况，而21、22年新开工面积减量显著。据国家统计局数据，2021年房屋新开工面积累计约198,895.05万平方米，同比下降11.38%，2022年房屋新开工面积累计约120,587.07万平方米，同比下降39.37%。因此根据新开工推算24年竣工面积恐滑落显著，即使考虑保交楼托举也难以乐观，预计24年建筑型材同比下滑8%。远期来看，无论是当月同比已走跌至-50%的土地成交面积，还是在22年同比下滑近30%，23年预计降幅仍在-15%左右的期房销售面积，都暗示着未来2-3年不锈钢消费需求难言乐观。

图 4.9：房地产工程数据：累计同比 %



图 4.10：商品房销售/待售面积：累计同比 %



资料来源：iFinD，南华期货

5. 供需平衡及展望

图 5.1：镍元素供需平衡表推算

全球原生镍供需平衡表：万吨吨					E	E
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全球-纯镍产量	42.8	84.9	77.5	83.4	91.7	100.9
中国NPI产量	31.0	51.1	43.3	41.1	39.3	37.5
印尼NPI产量	20.4	59.2	89.0	114.8	126.2	138.8
全球-feni产量	19.8	39.0	39.8	39.2	40.4	41.6
全球-原生镍盐产量	4.8	9.8	13.9	29.9	41.5	57.7
全球-其他镍原料产量	7.7	11.5	8.6	7.8	7.3	6.9
全球-原生镍总供应量	126.4	255.5	272.1	316.2	353.7	383.4
全球-合金耗镍量	19.5	33.7	39.8	40.1	42.9	45.9
全球-电镀耗镍量	6.1	10.8	11.9	11.4	12.0	12.8
中国+印尼不锈钢耗镍量	63.4	136.4	157.2	163.7	175.1	187.4
(除中国及印尼)其他国家不锈钢耗镍量	21.9	37.0	44.0	42.6	42.2	41.8
全球-电池材料耗镍量	7.3	17.0	29.0	41.5	43.6	45.8
全球-其他下游耗镍量	5.9	10.0	11.6	10.9	10.8	10.7
全球-原生镍需求	123.9	245.0	293.5	310.2	320.9	344.3
全球-原生镍供需平衡	2.5	10.5	21.3	6.0	32.8	39.10

资料来源：南华研究

产业：较为保守预估之下，镍元素全面过剩仍较为明确，2024镍价重心预计继续下移，下方受电积镍成本支撑，当前价格下方空间有限。【镍矿】印尼镍矿受当地政策的限制和影响显著，且印尼镍矿非合规开采和非法交易问题严重，印尼政府仍未开始关于明年镍矿配额(RKAB)的批示，面临延期风险，2024年的印尼大选亦增加了不确定性。【精炼镍】新增的电积镍产量无疑贡献了今年镍元素供给的最大增量，如期投产的供给增量远超需求，随着国内电积镍的放量和更多国产品牌成功注册仓单，镍社会库存和交易所库存双双开始呈现趋势性累库，累库节奏施压镍价。【中间品&硫酸镍】印尼中间品产能维持高速增长，NPI转产高冰镍连结了一级镍和二级镍；新能源耗镍需求受制于磷酸铁锂电池的挤占，硫酸镍贴水纯镍下电积镍产能爆发式增长，2024年三元产量或将基本维持今年。【镍铁&不锈钢】上游成本阶段性的抬升，无疑更多挤压了利润微薄的镍铁和不锈钢，国内钢厂较长时间处成本线附近，需求端地产板块难言乐观，不锈钢需求表现不及预期，负反馈向上传导，明年供强需弱之下，铁厂和钢厂的利润博弈加剧，钢厂继续控产提价，需关注一季度大选后的印尼政策影响及RKAB落地节奏。

策略：今年沪镍自22万附近跌至13万，均价约174223元，2024预计价格重心下移，均价约125000元/吨，不锈钢均价预计14000元吨附近，短期关注一季度逢高沽空机会。

风险点：印尼大选年政策变化，印尼镍矿RKAB落地节奏，地缘政治，美联储年内降息，新能源需求侧超预期政策落地，竣工端超预期。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310006
全国统一客服热线：400 8588 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货 APP

