2025 年 2 月 10 日

需求预期尤在

价格延续区间震荡

核心观点及策略

- 成本方面，印尼下调2月镍矿内贸基准价格；菲律宾参议院批准该国矿物原料的出口禁令，将更多原料附加值留存国内，但尚未形成有效法律条文。当前，菲律宾红土镍矿价格表现平稳。
- 基本面方面，受春节假期影响，镍生铁、硫酸镍、精炼镍产量均有明显回落。新能源汽车受假期节点错配扰动提前进入淡季；不锈钢产量大幅收缩，供需双双走弱。效益方面，成本中间品价格报告期内表现强势，精炼镍价格小幅回落，硫酸镍价格涨幅有限，利润进一步承压。
- 宏观层面，在关税政策落地及美联储暂停降息后，美元指数并未止住颓势。而日元的加息预期升温及美对墨、加关税政策的延后对美元指数仍有拖拽。
- 后期来看，宏观层面，虽然美国经济数据整体表现具有韧性，但特朗普的关税政策及对美联储的干预仍然使美元指数走线存在较强不确定性，而金价的强势也反映出市场避险情绪浓郁，宏观层面的不确定性尤在。基本面或将随着节后复工逐渐进入供需同步回暖阶段，而在成本支撑下，成本底部夯实，镍价区间震荡延续。
- 风险点：镍矿扰动，政策风险，日央行加息预期

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@jygh.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：.....5
国内：.....5
三、 基本面分析.....7
1、资源扰动力度有限，矿价相对平稳.....7
2、新产能持续投放，供给端稳定增长.....8
3、终端消费动力不足，镍铁价格下行.....8
4、原生料利润尚可，下游需求稳定增长.....9
5、以旧换新带动不锈钢消费增长.....10
6、基础配套日益完善，新能源有望书写新篇章.....11
7、国内现货库存稳定，LME 仍有累库预期.....11
三、行情展望.....12

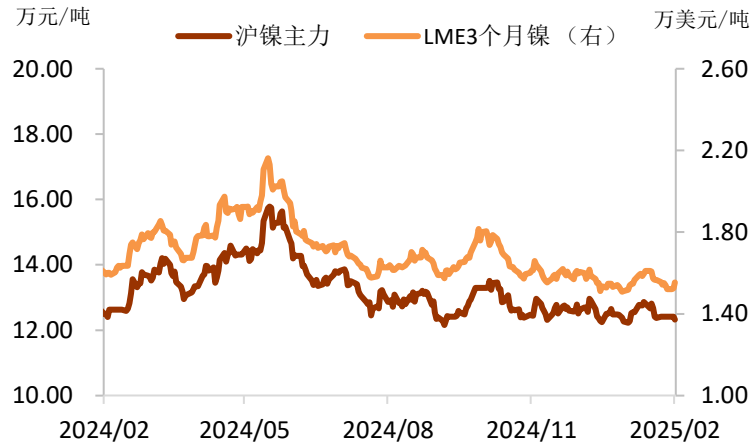
图表目录

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） 7
图表 10 镍矿港口库存 7
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 高镍生铁价格走势 9
图表 14 中国镍生铁产量 9
图表 15 硫酸镍产量 9
图表 16 电池级硫酸镍价格 9
图表 17 300 系不锈钢价格 10
图表 18 300 系不锈钢产量 10
图表 19 不锈钢进出口 10
图表 20 300 系不锈钢库存 10
图表 21 新能源汽车产量 11
图表 22 新能源汽车销量 11
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

1月沪镍主力合约冲高后回落，整体延续区间运行。上旬，美国宏观经济数据彰显韧性，软着陆预期持续发酵。产业下游节前积极补库，供应端节前陆续降产，形成基本面阶段性改善。同时，印尼镍矿审批扰动对情绪有所提振，镍价偏强运行。而随着补库需求的结束，基本面修正逻辑告终，镍价承压下行。

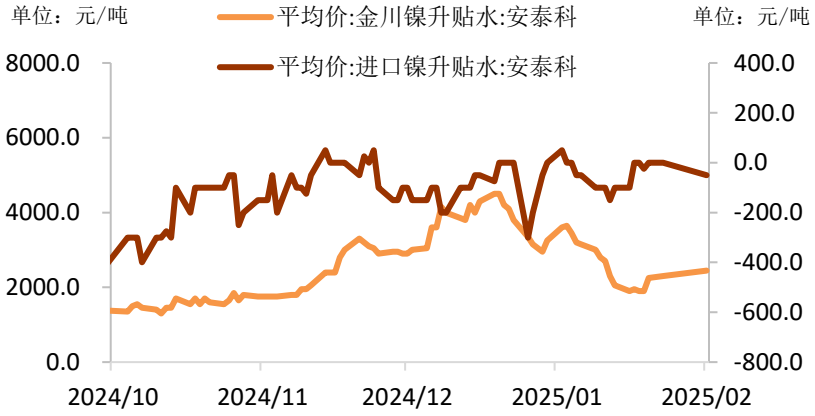
图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

现货升贴水高位回落。1月初受下游节前备货驱动，现货升贴水整体维持高位水平。随着补库需求陆续走弱，现货升水升水日益下滑。金川镍升水由月初的2950元/吨下跌至节前的2300元/吨，进口镍升贴水变化幅度不大。

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：

特朗普政策不确定性较强，美联储转向中性立场。特朗普于 1 月 20 日正式入驻白宫，先后对加拿大、墨西哥、中国实行加关税政策。其中，与加拿大、墨西哥的谈判进展较为顺利，对其加征关税的时间节点后置一个月。美元指数也在其公布关税政策延期后开启新一轮回落。虽然特朗普曾要求美联储延续降息，但在 1 月 29 日的议息会议上，美联储保持了较高的政策独立性，暂停降息步伐。美联储官员表示，当前美国经济韧性尤在，就业与通胀之间处于相对均衡。而特朗普政策的不确定性增加了美联储对未来经济走向判断的难度，美联储需要更多的时间和数据来观察经济走向。

制造业持续升温，需求热度延续。1 月美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 50.9，重回荣枯线上方。从分项指标来看，需求端延续回升趋势，持续推动供给修正。其中，新订单指数大幅回升 3 个百分点制 55.1；新出口订单指数大幅回升 2.1 个百分点至 52.4，需求分项连续两期站稳荣枯线上方。在此推动下，产出指数大幅回升 2.6 个百分点至 52.5；就业指数大幅回升 4.9 个百分点至 50.3，在 7 个月低迷后再次站回荣枯线上方。但值得注意的是，虽然供需数据表现亮眼，但上下游累库意愿依然较弱，订单库存与自有库存仍在回落，表明企业端预期依然较差，主动累库意愿较弱。下游以消订货，客户库存表现平稳。整体来看，虽然制造业 PMI 整体回归至荣枯线上方，但其恢复韧性尚不足以定论。主要原因在于，从 2024 年 8 月起，居民的收入增长主要来自于联邦政府的转移支出，并非劳动力市场或资本市场的改善，并且该项增速已在 24 年 12 月出现拐头迹象。而在新政府紧财政预期下，未来财政支出的流向将对居民端能否维持收入增长至关重要，或将直接影响制造业韧性强度。

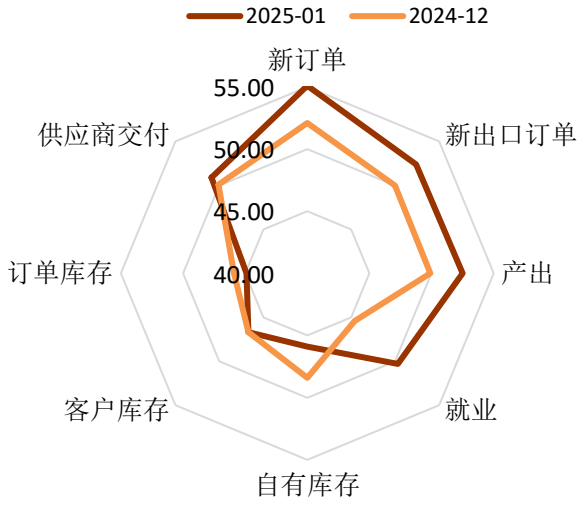
国内：

就业市场持续走弱，居民消费意愿尤在。12 月全国城镇调查失业率录得 5.1%，较上期上升 0.1 个百分点。从税收视角来看，12 月个人所得税收入约 1345 亿元，同比增长约 9.08%，同比增速较上期回落约 2.34 个百分点。从同比视角来看，失业率上升与个税收入同比回落相互吻合，反应劳动力市场仍处于低迷状态。从环比视角来看，12 月个税收入较 11 月大幅提升，主要原因或在于年底年终奖发放所致，因此具有较强季节性因素。从消费意愿角度来看，自 2024 年 10 月对部分燃油车实施购置税减半政策后，车辆购置税收入同比增速大幅回升，由 10 月的同比-20.08%大幅回升至 12 月的 14.78%，表明居民端的消费能力尤在，消费意愿在政策提振下得到有效改善。

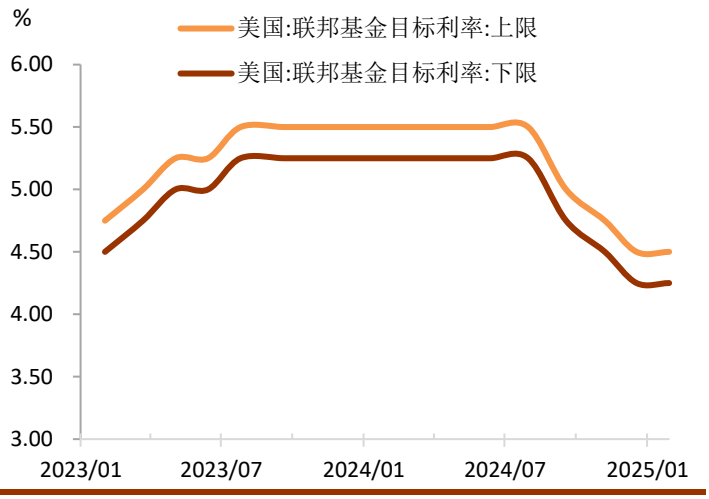
制造业 PMI 再度跌回荣枯线下方。1 月，国内制造业 PMI 录得 49.1，较上期回落 1 个百分点。从分项数据来看，供需两端均表现低迷。其中，新订单指数回落 1.8 个百分点至

49.2；新出口订单指数回落 1.9 个百分点至 46.4。生产指数回落 2.3 个百分点至 49.8，供需两端在经过 4 个修复后均再度跌回荣枯线下方。产成品库存再度回归至绝对低位水平，企业累库意愿依然较差。综合对比中美 PMI 数据来看，中美制造业均表现出较差的累库意愿，企业视角下的经济前景并不乐观。而在财政提振下美国制造业 PMI 整体表现相对较强，但供需两端的强势与库存端的弱势形成鲜明对比，暗示制造业热度的韧性仍面临挑战。

图表 3 美国 ISM 制造业

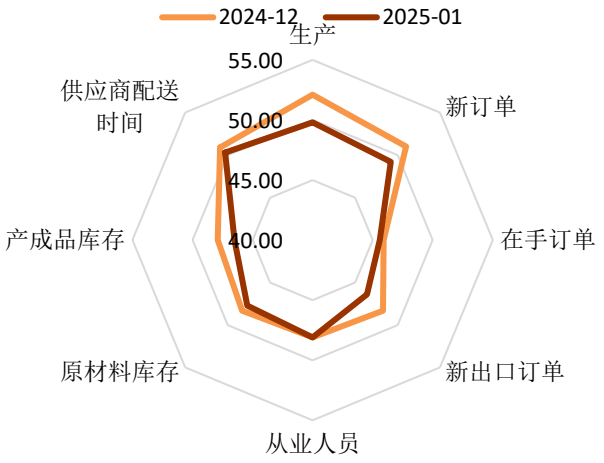


图表 4 美国联邦基准利率区间

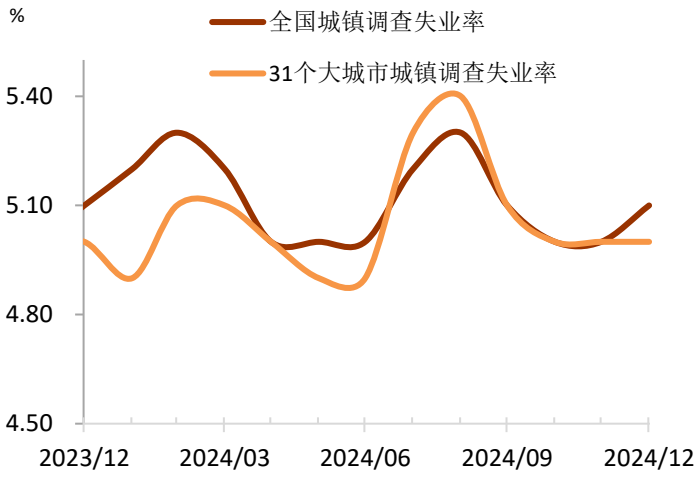


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 国内制造业 PMI



图表 6 国内失业率走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

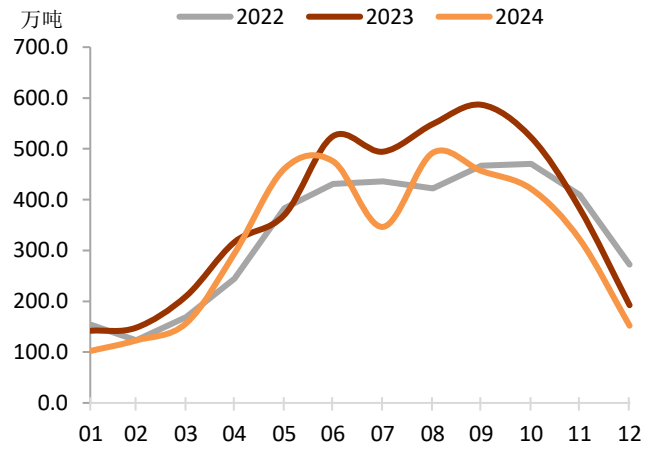
三、基本面分析

1、资源扰动力度有限，矿价相对平稳

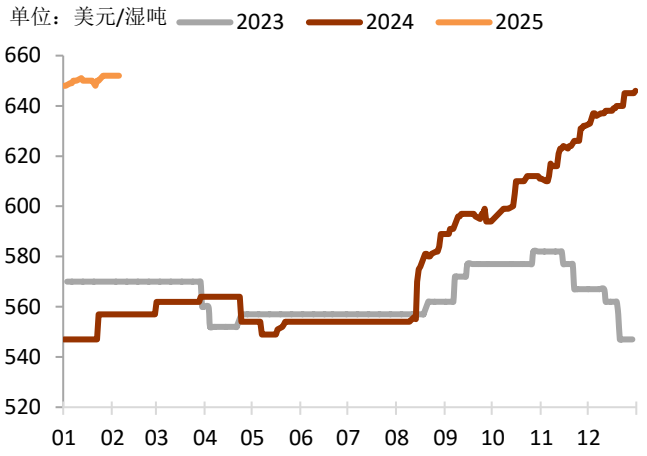
据 SMM 数据显示，印尼（1.6%）红土镍矿内贸 FOB 价格整体稳定在 36.75 美元/湿吨，报告期内小幅上涨 0.2 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格稳定在 42.5 美元/湿吨，报告期内无明显变动。2 月印尼下调红土镍矿内贸基准价格，参考价格为 15276.11 美元/湿吨，较 1 月下滑约 2.45%。同时，菲律宾计划制定国内矿物原料的出口禁令。菲官员表示，希望通过该法案搭上新能源快车，吸引更多海外制造业投资菲律宾，将矿产附加值留在国内。目前该提案已通过参议院批准，但尚未形成有效法律条文。

12 月，中国镍矿进口量合计 151.97 万吨，同比回落 20.94%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约 119.71 万吨，同比减少约 12.71%；进口自新喀的镍矿约 23.25 万吨，同比减少约 17.81%。库存方面，截止 2 月 7 日，国内港口库存合计约 1017 万吨，报告期内去库约 217.3 万吨。12 月镍矿进口规模大幅收缩，国内产能仍在释放，镍矿季节性去库斜率陡峭。

图表 7 镍矿进口情况

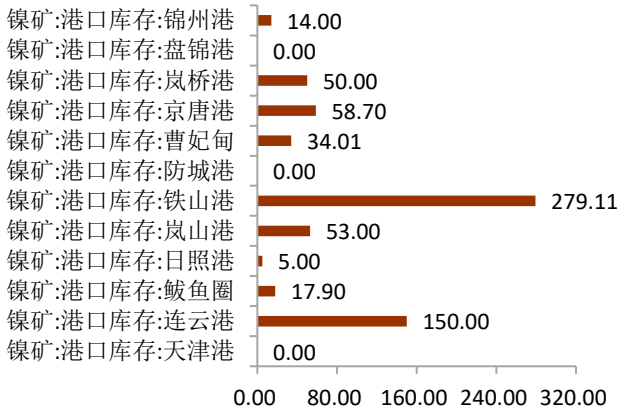


图表 8 镍矿价格（1.9%-2.0%均价）

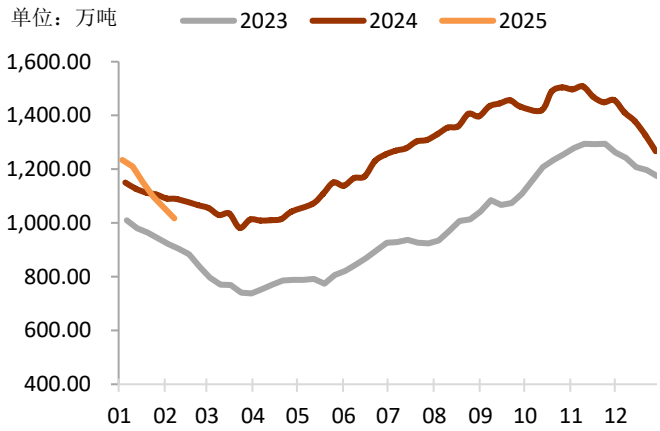


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 镍矿主要港口库存情况



图表 10 镍矿港口库存



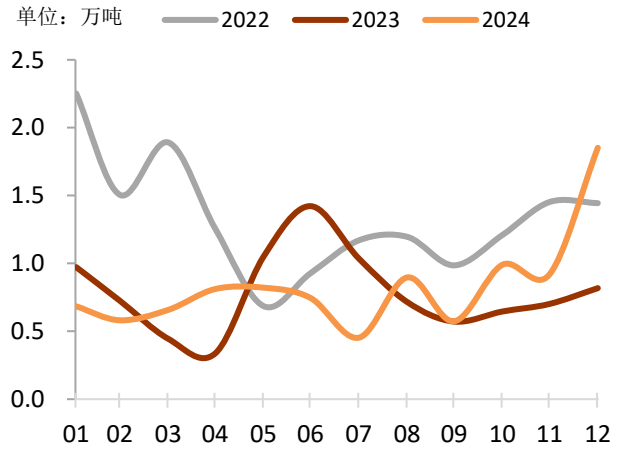
资料来源：SMM，IFind，铜冠金源期货

2、新产能持续投放，供给端稳定增长

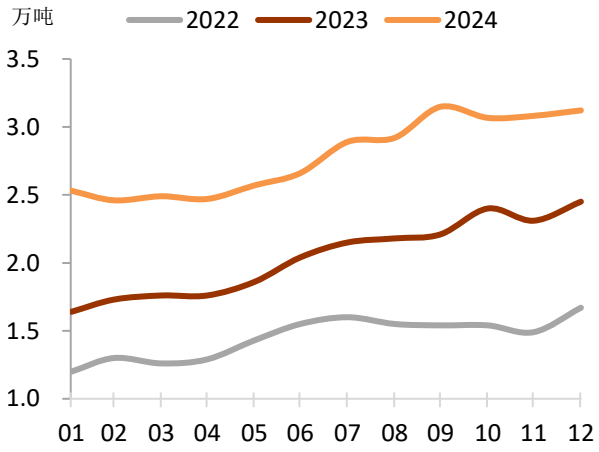
据 SMM 统计，1 月全国精炼镍产量合计 3.003 万吨，同比+18.7%；开工率 69.03%，较去年同期一致。月产能规模小幅新增约 400 吨至 43500 吨水平。利润方面，12 月全国电解镍平均成本约在 15730 美元/吨。其中，一体化 MHP 电积镍仍有 5%的利润率，较上期小幅下滑 2.1 个百分点；高冰电积镍利润率为 0.14%，近半年来首次翻正。但进入 1 月后，印尼中间品价格持续走强，截止 1 月 27 日，印尼 MHP FOB 价格上涨约 1.9%至 12124 美元/镍吨，高冰镍 FOB 价格上涨约 3%至 12837 美元/镍吨；相比之下，镍价先升后降，整体延续区间震荡，成本压力或再度凸显。

进出口方面，12 月中国进口精炼镍 18897 吨，同比增长约 117.17%，进口增量主要来自于俄罗斯和南非，分别贡献了增量的 40.16%、27%。受南非增量冲击，俄罗斯进口量占比由上期的 60.75%下降至 50.49%；出口方面，12 月中国电解镍出口约 17705 吨，同比增长 129.66%。12 月电镍出口窗口持续收窄，月底窗口关闭。1 月出口窗口再度开启，截止 1 月 27 日，出口盈亏已上升至 391.85 美元/吨。

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、终端消费动力不足，镍铁价格下行

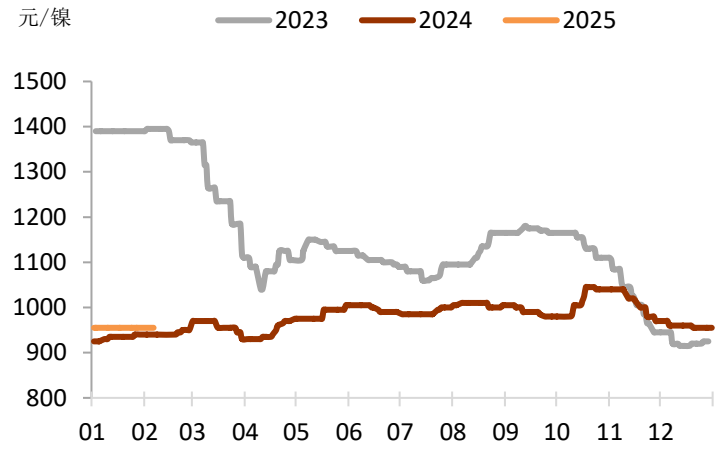
据 SMM 数据显示，1 月，高镍生铁价格持续上涨，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 938.5 元/镍点上涨至月底的 944 元/镍点。在经历过 12 月去库后，镍铁库存已进入 2024 年绝对低位水平，恰逢下游节前补库，镍铁价格略有抬升。

供给方面。1 月国内镍铁产量约 3.185 万吨（金属量），同比增长约 12.1%，国内开工率 51.02%，较上期下降 2.6 个百分点；印尼镍铁产量约 14.39 万吨（镍吨），同比增长约 18.04%，开工率 74.95%，较上期下降 2.26 个百分点。需求方面。1 月，中国 300 系不锈钢月度产量约 161 万吨，较去年同期增长约 3 万吨，印尼不锈钢产量合计约 42 万吨，较去年同期增长约 4 万吨。印尼 1 月高冰镍产量约 2.1 万镍吨，较去年同期增加约 0.15 万镍吨。

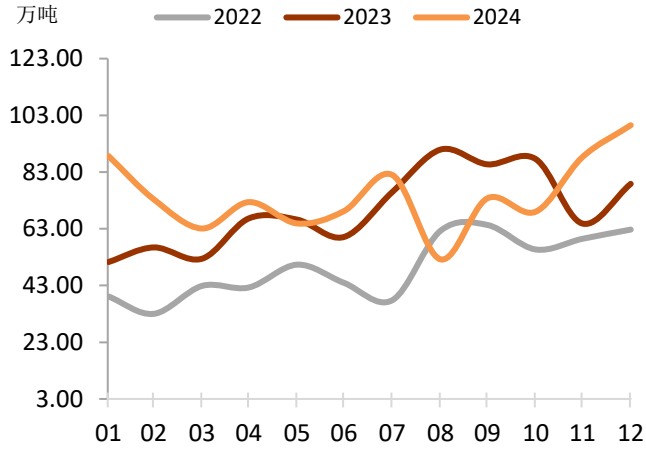
从成本角度来看，国内镍铁不锈钢成本倒挂严重，镍铁进口承压。而印尼高冰镍成本处于盈亏临界点附近，且高冰镍-硫酸镍条线利润尚可，镍铁消费或部分流向硫酸镍条线。

进口方面，12 月中国镍铁进口合计约 99.51 万吨，同比+26.21%。从进口原来看，增量主要来自于印尼，进口规模约 96.98 万吨，占比约 97.46%。库存方面，截止 1 月 26 日，国内主要地区镍生铁库存 28.05 万实物吨，较报告期内快速累库 6.85 万吨。

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁进口



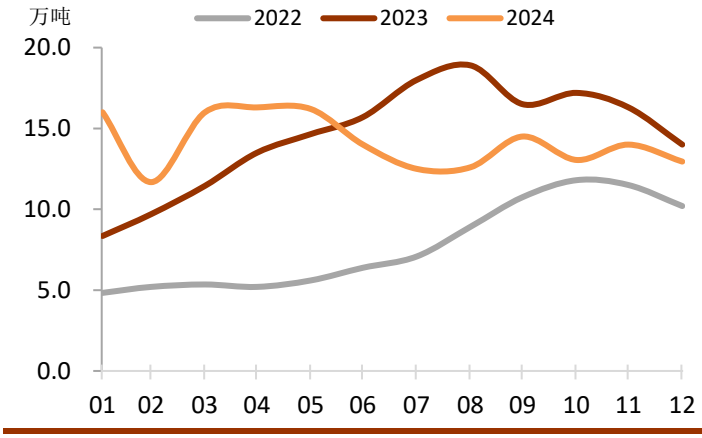
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、原生料利润尚可，下游需求稳定增长

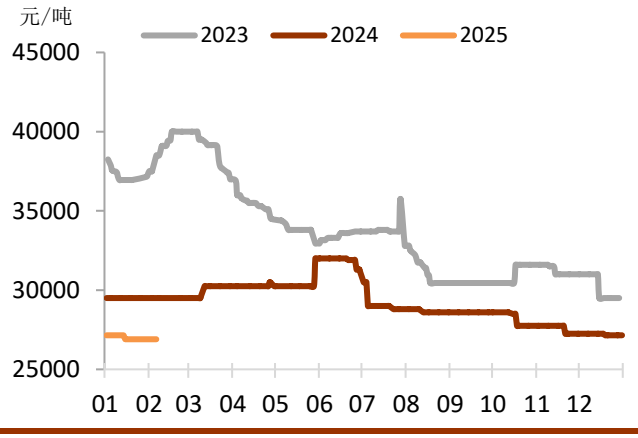
基本面上，据 SMM 统计，1 月硫酸镍产量 26285 吨（金属量），同环比+1.13%/-1.33%。当前一体化 MHP 及高冰镍条线成本利润尚可，利润率分别可达 17.8%和 11.8%。进口方面，12 月，中国硫酸镍净进口量约 2.28 万吨，同环比+1.19%/+0.28%。12 月三元排产约 5.7 万吨，同比增长约 7%。2 月排产预期可达 4.93 万吨，同比预期增长 4.8%，终端需求稳定增长。

价格方面，1 月硫酸镍价格震荡偏强运行。电池级硫酸镍价格由 26460 元/吨上涨至 26710 元/吨；电镀级硫酸镍价格相对平稳，整体维持在 31000 元/吨附近。报告期内，电池级硫酸镍补库需求较热，对现货价格有所提振，电镀级硫酸镍较为冷清，价格表现平稳。

图表 15 硫酸镍产量



图表 16 电池级硫酸镍价格



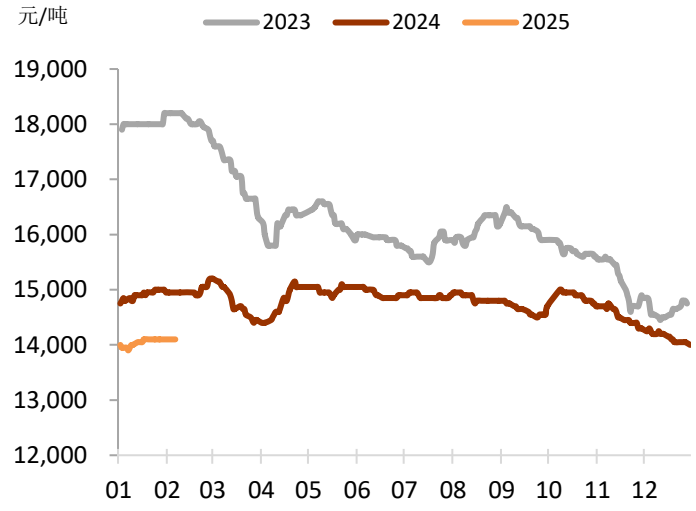
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

5、以旧换新带动不锈钢消费增长

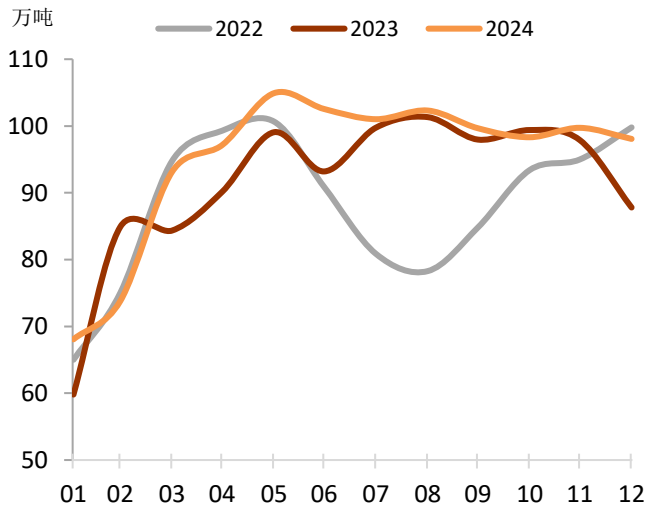
1 月 300 系不锈钢价格震荡偏强运行，报告期内，304 不锈钢（宝新上海）价格由月初的 1.4 万元/吨上涨至 1.41 万元/吨左右。

基本面上，据 SMM 数据统计，中国 1 月 300 系不锈钢产量合计约 161 万吨，较去年同期增加 3 万吨。进出口方面，12 月，中国不锈钢进口量约 13.67 万吨，出口约 39.73 万吨，净出口规模约 26.06 万吨，环比增长约 5.41%。需求上，12 月，中国房地产竣工面积累计值约 73743 万平方米，同比-27.7%。截止 2 月 2 日，商品房成交套数也因春节错位影响有所下滑，累计成交套数约 8.92 万套，同比-13.94%。但 1 月上旬成交氛围较好，节后预期逐渐回升。同时，在换新政策驱动下，家电消费有所回暖。整体来看，国内不锈钢供给增速略有放缓，换新政策驱动下，传统消费底部修正，现货库存自 11 月后逐渐去库加速。

图表 17 300 系不锈钢价格

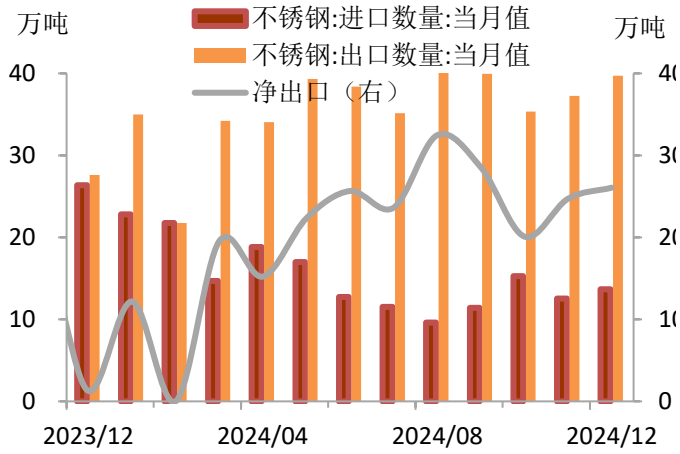


图表 18 300 系不锈钢产量

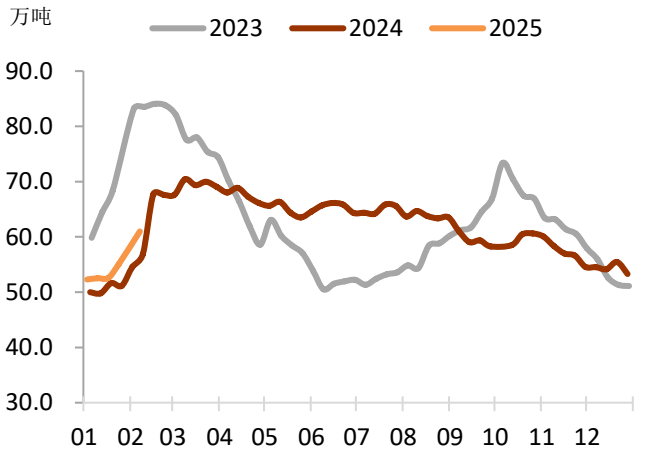


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 不锈钢进出口



图表 20 300 系不锈钢库存



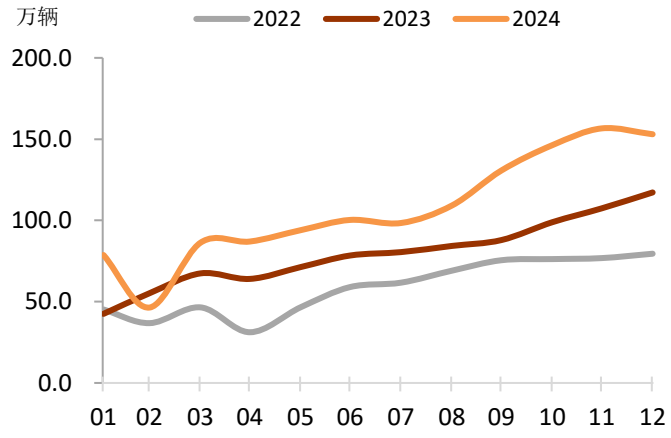
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、基础配套日益完善，新能源有望书写新篇章

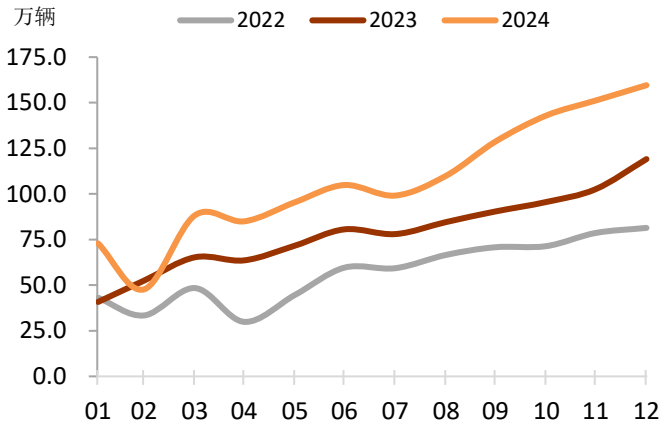
从高频销量数据来看，1 月 1-19 日，乘用车新能源市场零售 42.3 万辆，同比去年 1 月同期增长 26%，较上月同期下降 39%，今年以来累计零售 42.3 万辆，同比增长 26%。2024 年 12 月，欧洲新能源汽车销量 30.6 万辆，同比+4.04%，四季度以来首次转正。据中汽协数据统计，2024 年中国新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆、1286.6 万辆，新能源汽车销量占新车销量的比重约 40.96%。中汽协预计，2025 年国内新能源汽车销量有望突破 1600 万辆，同比+24.4%，出口量预期可达 620 万辆，同比+5.8%。基础设施方面，据国家能源局统计，2024 年底，我国充电设施总数约 1281.8 万台，同比+49.1%；全国高速公路服务区充电桩建成 3.5 万台，覆盖率 98%。

后期来看，新能源汽车基础设施覆盖率大幅提升，北京、河南多地陆续上调换新、报废补贴标准，新能源消费环境已加速改善，居民消费意愿有望被进一步激发。但当前就业环境尚未改善，部分购买力已在 2024 年兑现，2025 年或将是验证消费能力韧性的节点。

图表 21 新能源汽车产量



图表 22 新能源汽车销量



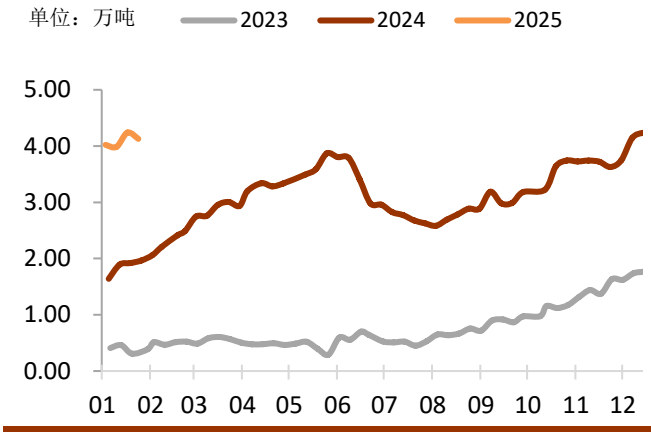
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7、国内现货库存稳定，LME 仍有累库预期

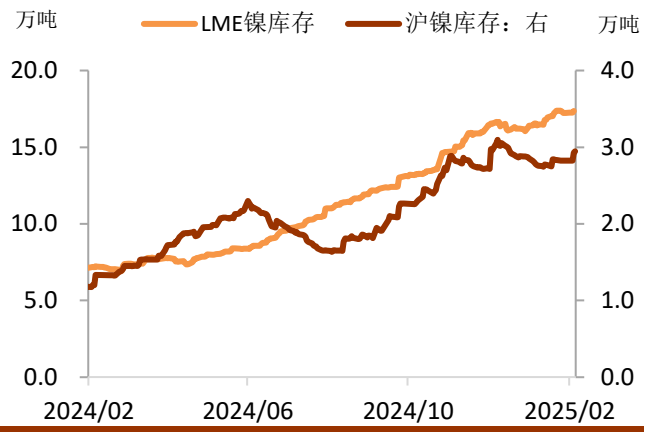
截至 2025 年 1 月 24 日，国内精炼镍社会库存合计约 41273 吨，报告期内累库 1054 吨。截止 1 月 27 日，LME 期货库存 17.377 万吨，报告期内累库 1.13 万吨；沪镍期货库存 2.827 万吨，报告期内去库约 0.043 万吨。

后期来看，当前精炼镍出口窗口持续开启，出口利润表现尚可，LME 库存有望持续累库。基本面节后均有回暖预期，而在换新补贴提振下，家电消费热度预期延续，需求端边际回升力度或强于供给，现货库存的累库压力较小。但考虑到当前仍有新增产能陆续投放，短期内或难有明显去库。

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，冶炼厂节后存复产预期。（中性偏空）

需求方面，换新补贴提振家电消费，新能源及地产需求有待观察。（中性偏多）

成本方面，菲律宾或存政策扰动，成本底部夯实。（支撑）

宏观方面，关税政策风险尤在，且美国新政府的财政走向或对居民消费支出影响较大，警惕宏观风险。（中性）

后期来看，宏观层面，虽然美国经济数据整体表现具有韧性，但特朗普的关税政策及对美联储的干预仍然使美元指数走线存在较强不确定性，而金价的强势也反映出市场避险情绪浓郁，宏观层面的不确定性尤在。基本面或将随着节后复工逐渐进入供需同步回暖阶段，而在成本支撑下，成本底部夯实，镍价区间震荡延续。

风险点：镍矿扰动，政策风险，日央行加息预期

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。