

2025 年 4 月 7 日



政策扰动与弱现实博弈

镍价宽幅震荡

核心观点及策略

- 宏观层面，再通胀压力升温，劳动市场相对平稳，相关经济指标略有走弱。美国对等关税强度略超预期，市场与美联储在降息预期方面存在分歧。
- 成本方面，3月印尼两次上调镍矿内贸基准价格，矿端价格持续攀升。印尼政府释放政策信号，或将上调镍矿特许使用费标准。
- 基本面方面，镍铁价格在成本与需求双重驱动下持续攀升。不锈钢3月大幅提产，但库存压力高企。硫酸镍价格相对平稳。出口窗口尤在，纯镍出口规模再创新高，推动供给高位，基本面延续弱势。
- 后期来看，政策扰动与弱现实博弈，镍价振幅或有加剧。宏观上，虽然在美国关税政策扰动下，市场对美国的滞涨风险预期持续升温，美元指数回调或是趋势所在。但近期镍市对宏观的敏感度相对较低，价格走向更多取决于政策与基本面的变化。产业上，出口窗口尤在，仍将支撑供给维持高位。不锈钢库存高企，虽然4月排产维持高位，但实际韧性存疑。新能源增量相对平稳，且三元占比较低，动力终端或无明显波动。基本面预期边际弱化。此外，印尼的镍资源特权使用费新规或在4月落地，将大幅抬高镍资源成本，关注落地政策的具体细节。
- 风险点：不锈钢实际排产超预期，政策扰动超预期

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@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：美国关税肆意，战略意义大于经济意义.....	5
国内：全球贸易格局重塑，增长驱动需由外向内切换.....	5
三、基本面分析.....	7
1、印尼镍矿紧缺延续，连续上调内贸进准价格.....	7
2、出口窗口尤在，纯镍供给再创新高.....	8
3、成本与需求共振，镍铁价格上涨.....	9
4、需求增量强于供给，硫酸镍环节边际修正.....	10
5、钢企排产大幅提升，不锈钢库存压力凸显.....	10
6、政策端持续发力，需求潜力有待挖掘.....	12
7、去库进程预期受阻，关注镍矿紧缺扰动.....	12
三、行情展望.....	13

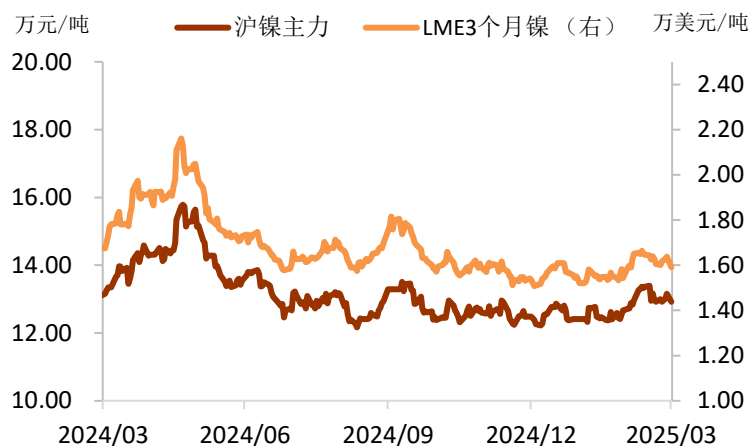
图表目录

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 美国核心 PCE 数据	6
图表 4 中国出口金额：美元计价	6
图表 5 近期全球关税政策梳理（不含对等关税）	错误!未定义书签。
图表 6 镍矿进口情况	7
图表 7 镍矿价格（1.9%-2.0%均价）	7
图表 8 镍矿主要港口库存情况	8
图表 9 镍矿港口库存	8
图表 10 中国精炼镍进口量	9
图表 11 中国精炼镍产量	9
图表 12 高镍生铁价格走势	10
图表 13 中国镍生铁进口	10
图表 14 硫酸镍产量	10
图表 15 电池级硫酸镍价格	10
图表 16 300 系不锈钢价格	11
图表 17 300 系不锈钢产量	11
图表 18 不锈钢进出口	11
图表 29 300 系不锈钢库存	11
图表 20 新能源汽车产量	12
图表 21 新能源汽车销量	12
图表 22 精炼镍社会库存	13
图表 23 镍交易所库存	13

一、行情回顾

3月沪镍主力合约震荡偏强运行。3月上旬，印尼矿产资源部重提上调镍矿特许使用费上调修订案，随后表示修订案或在开斋节前落地。市场预期新修订案将太高纯镍成本约400-600美元/吨，市场多头情绪浓郁，价格快速攀升。随着看涨情绪消退，价格月末有所回调，但仍处于成本抬升后的价格附近。

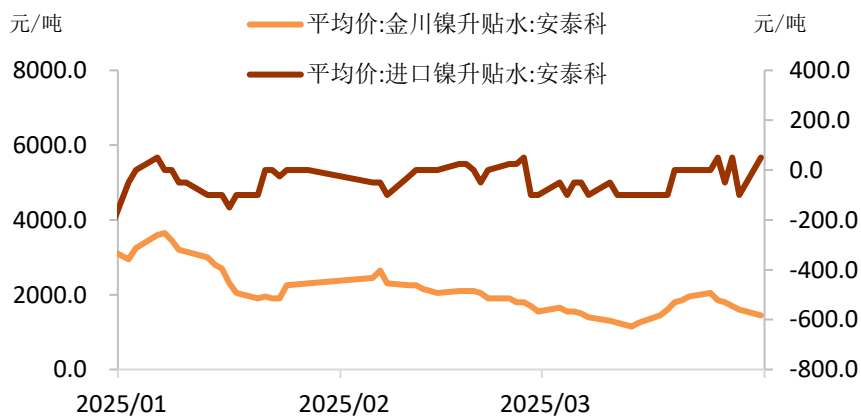
图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

现货升贴水高位回落。3月精炼镍升贴水重心较2月有所下移，高镍价对下游需求有所压制，金川镍升水重心下滑，进口升贴水走势相对平稳。金川镍月均升水由2月的2066.67元/吨下跌至3月的1566.67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：美国关税肆意，战略意义大于经济意义

对等关税如期而至，强度超市场预期。4月3日凌晨，美国将对约60个国家加征高额对等关税。其中，对中国加征34%；对欧盟加征20%，印度26%，英国10%，日韩分别为24%和25%，但实际征收额度将是对等关税的一半左右。从征收对象来看，对等关税目标具有无差别特征。此外，美国将对所有贸易伙伴国实施最低10%的基准关税。基准关税将于4月4日生效，对等关税于4月9日生效。自此，美国关税额度将为“10%”或“对等关税/2”

通胀预期回升，市场与官方预期存在分歧。2月，美国核心PCE同比，录得2.79，较1月上升0.13个百分点，通胀压力有抬头迹象。从美债利率期货推导来看，市场预期美联储年内或将进行4次降息，而联储最新点阵图显示，年内降息次数仅为2次。表明市场和联储在预防衰退和控制通胀的优先级上存在一定分歧。

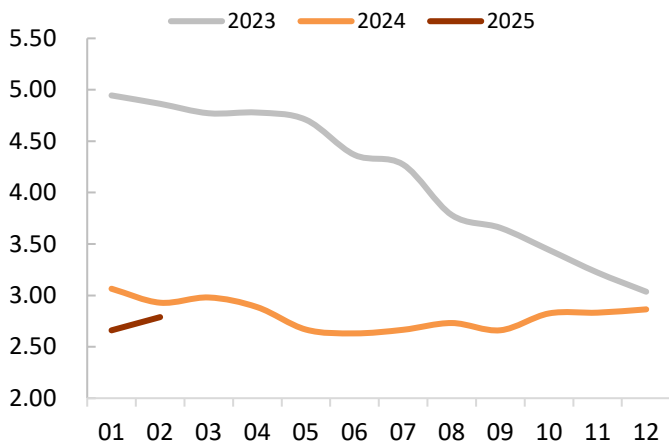
从经济意义上看，美国作为全球最大贸易赤字国，其高额的关税政策将有效压制全球贸易需求的增长。同时，政策也将导致其国内滞胀风险不断加剧，政策的经济意义较为有限。**但从长期战略角度来看**，除了修正贸易逆差外，关税政策在制造业以及美元回流方面存在重大意义，直接影响美元霸权地位，而美元的霸权地位也是美国对外转嫁风险的核心。因此，我们认为，关税政策的最终落点在于应对近年来美元霸权面临的冲击，其战略意义远大于经济意义。

国内：全球贸易格局重塑，增长驱动需由外向内切换

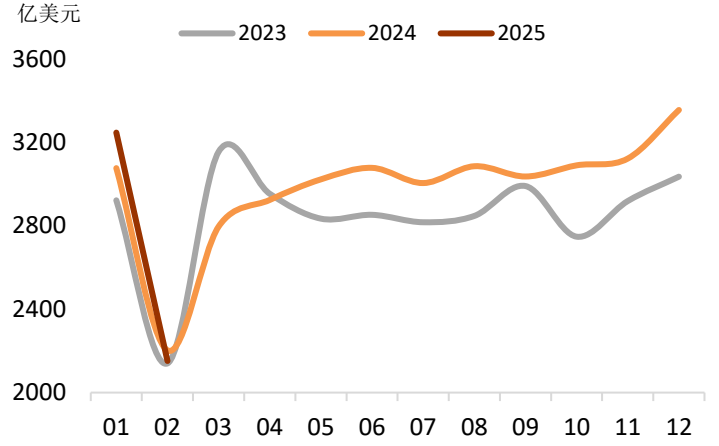
外贸枷锁已至，东盟与欧洲或是破局关键。3月以来，由美国、日本、韩国、澳大利亚、印度构筑的对华关税同盟以初步形成。主要针对中国的新能源、能化以及金属相关产品大幅提升进口关税。据不完全统计，全球在3月出台的关税政策中，除了欧盟、加拿大对美国实施的报复性关税外，其他关税政策均涉及中国。但值得注意的是，在关税四起的当下，东盟和欧盟目前依然与中国维持良好贸易往来，两者在2024年分别占中国出口金额的16.40%、14.44%。

抢出口提前释放需求，出口压力逐步凸显。据海关数据显示，从2024年12月开始，抢出口迹象已逐渐显现，出口增量斜率变陡。而在春节季节性扰动下，中国2月商品出口总额美元计价约2151.73亿美元，同比下降约2.32%。但季节性落差1095.96亿美元，高出3年均值约19.31%。表明，在关税风险驱动下，部分企业已在24年四季度至25年1月将部分出口订单前值，导致出口金额斜率明显抬升，或透支后期出口需求。此外，1月以来，随着市场对美国经济韧性的预期走弱，美元指数大幅下滑，人民币兑美元出现反弹迹象，或进一步强化后期国内出口压力。

图表 3 美国核心 PCE 同比



图表 4 中国出口总额：美元计价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 近期全球关税政策梳理（不含对等关税）

大洲	政策发布国	关税目标国	具体内容	发布/生效时间	持续/截止时间
亚洲	韩国	中国	热轧不锈钢板征收临时反倾销税。	3.25	4个月
			中厚钢板征收临时反倾销税。	3.4	/
	日本	中国	石墨电极加征95.2%的关税	3.12	4个月
	伊拉克	全球	PET卷材征收40%额外关税	24+120（天）	4年
	印尼	全球	部分消费品的关税分别调整为15%和25%。	3.5	/
		中国、泰国	聚酰胺薄膜征收反倾销税	3.11	4年
	印度	中国	聚氯乙烯糊树脂征收反倾销税	3.21	5年
			滚子链征收反倾销税	3.24	5年
			乙腈征收反倾销税	3.21	5年
			丙草胺征收反倾销税	3.21	5年
			保温瓶征收反倾销税	3.17	5年
			铝箔征收临时反倾销税	3.17	5年
			三氯异氰尿酸征收反倾销税	3.7	5年
			不溶性硫磺征收反倾销税	3.7	5年
			聚氯乙烯糊树脂征收反倾销税	3.21	5年
			软磁铁氧体磁芯征收反倾销税	3.18	5年
			铝箔征收反倾销税	3.21	5年
			亚克力板征收反倾销税	3.25	5年
		全球	扁钢制品征收12%临时保障措施税	3.18	200天
	海合会	中国	铝合金产品征收反倾销税	3.19	5年
欧洲	欧盟	美国	对价值260亿欧元的美国商品加征关税	4.1	/
美洲	美国	全球	进口汽车、部分汽配产品加征25%关税	4.2	永久
		进口委内瑞拉石油的所有国家	所有商品征收25%的关税	4.2	/
		全球	钢铁和铝征收25%的关税	3.12	/
		加拿大、墨西哥	大多数商品征收25%的关税	4.2	/
		中国、巴西、印度和越南	硬质空心胶囊征收临时反补贴税（初裁）	3.24	/
		中国、越南	热成型模压纤维产品征收临时反补贴税（初裁）	3.7	/
		中国、印度	六胺征收临时反补贴税	3.3	/
	加拿大	美国	298亿加元美国商品征收25%的报复性关税	3.13	/
	墨西哥	中国	苯乙烯-丁二烯-苯乙烯嵌段共聚物征收临时反倾销税	3.3	4个月
大洋洲	澳大利亚	中国	可互换夹紧螺栓夹头征收临时反倾销税	3.13	/
			可互换夹紧螺栓支架征收临时反倾销税	3.13	/

资料来源：中国国际贸易促进委员会浙江分会，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

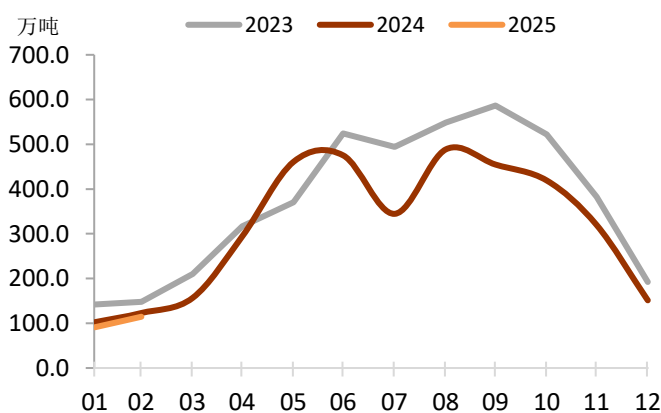
三、基本面分析

1、印尼镍矿紧缺延续，连续上调内贸进准价格

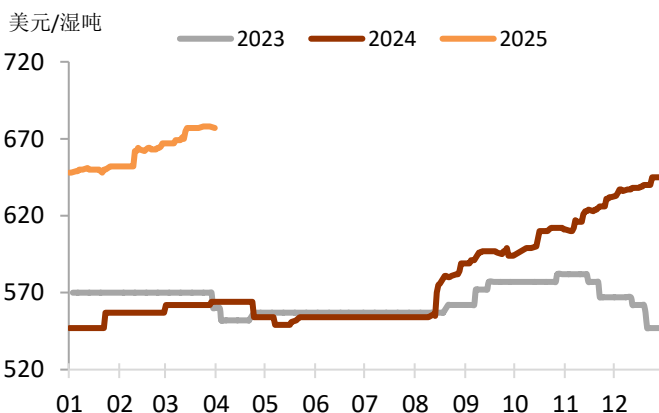
据 SMM 数据显示，印尼（1.6%）红土镍矿内贸 FOB 价格由 39.5 美元/湿吨上涨至 42 美元/湿吨，报告期内小幅上涨 2.5 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 43.5 美元/湿吨上涨至 47 美元/湿吨，报告期内上涨 3.5 美元/湿吨。报告期内，印尼及菲律宾镍矿持续紧缺，印尼相继两次上调镍矿内贸基准价格，镍矿价格持续上涨，延续了 2 月的强势路径。此外，印尼矿产资源部再提矿产资源税修订提案，提案提议将镍矿税率由 10%上调至 14%-19%，镍铁、镍铈等其他产品税率均有大幅调整，其区间税率的选择取决于 HMA 的定价。据测算，若新税率完全落地，镍矿价格抬升或导致纯镍成本上移 400-600 美元/吨。据印尼官方表态，新提案或在开斋节前（3.31）落地，但截止发稿，印尼政府暂未公布相关新规。

2 月，中国镍矿进口量合计 114.61 万吨，同比-6.3%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约 74.1 万吨，同比减少约 8.36%；进口自其他国家的镍矿约 40.51 万吨，同比减少约 2.29%。库存方面，截止 3 月 28 日，国内港口库存合计约 606.6 万吨，报告期内去库约 43 万吨，低于去年同期的 681.5 万吨，处于近年绝对低位水平。近期镍矿进口规模持续收缩，但国内纯镍、镍铁产量持续攀升，库存大幅去化，矿端相对偏紧。

图表 6 镍矿进口情况

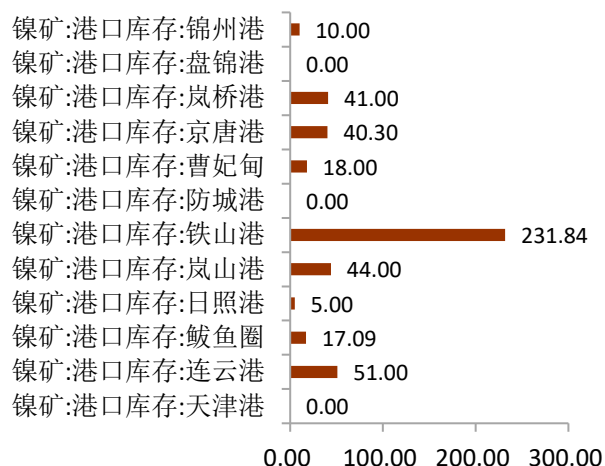


图表 7 镍矿价格（1.9%-2.0%均价）

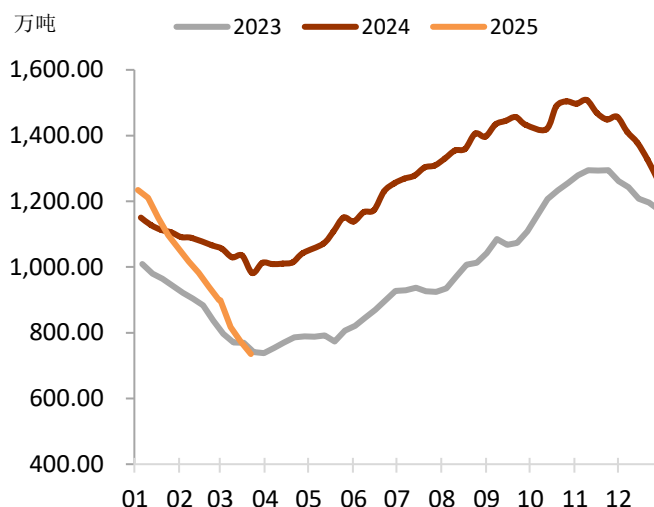


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 镍矿主要港口库存情况



图表 9 镍矿港口库存



资料来源：SMM，iFind，铜冠金源期货

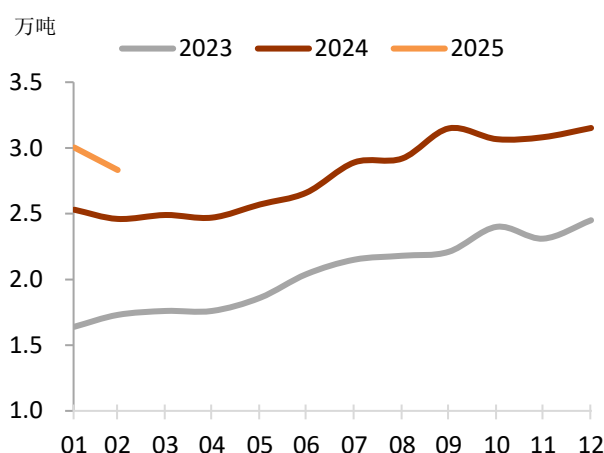
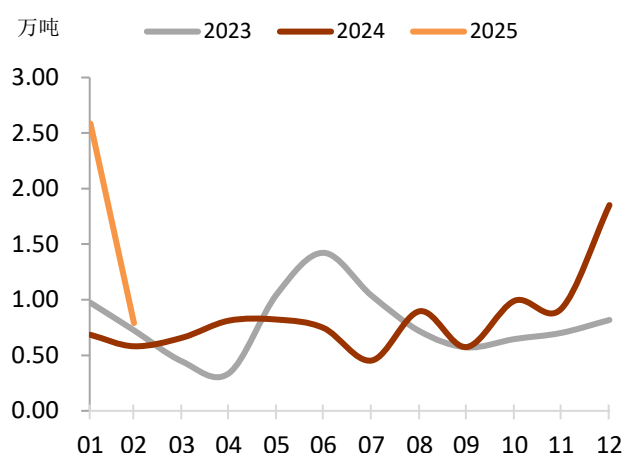
2、出口窗口尤在，纯镍供给再创新高

据 SMM 统计，3 月国内产能大幅扩张，开工率被动回落，但产量仍创近年新高。SMM 统计的 3 月精炼镍产量预期为 32160 吨，较上月增加约 2260 吨；样本产能 52699 吨，较上期大幅增加约 9199 吨；开工率预期为 61.03%，较上月下调约 7.71 个百分点。利润方面，2 月一体化 MHP 电积镍约有 1.1% 的利润率，较上期大幅收缩 3.5 个百分点；高冰电积镍利润率为 -2.44%，亏损幅度有所加深。虽然镍价在 3 月有所提涨，但现货月均价格涨幅不及镍矿价格涨幅，冶炼厂利润情况或难有所好转，出口利润或是重要补贴窗口。

进出口方面，2 月中国进口精炼镍 8164 吨，同比增长约 40.47%。分国别来看，进口自俄罗斯和南非的纯镍规模大幅下滑，分别仅录得 1505 吨、1323 吨。进口自挪威的纯镍规模大幅上升，录得 1130 吨。整体来看，春节假期对进口量的影响强于季节性，或在于国内纯镍产量处于绝对高位，内部供给过剩格局，压制节间进口需求。出口方面，12 月中国电解镍出口约 17705 吨，同比增长 129.66%。2 月电镍出口窗口起伏不定，截止 3 月 31 日，出口盈亏规模录得 106.5 美元/吨。

图表 10 中国精炼镍进口量

图表 11 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

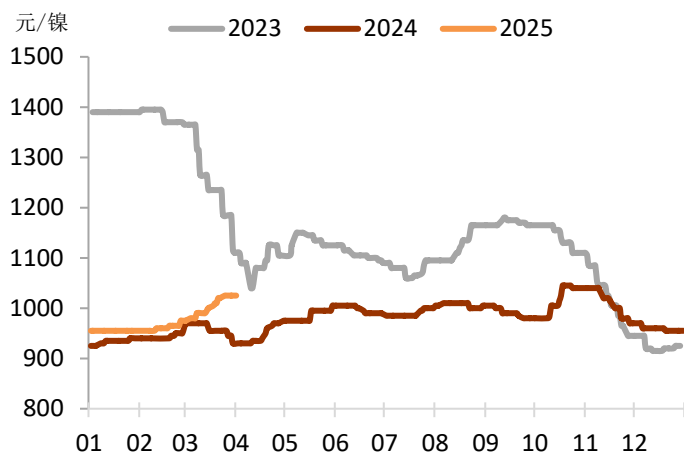
3、成本与需求共振，镍铁价格上涨

据 SMM 数据显示，3 月，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 988 元/镍点上涨至月底的 1032.5 元/镍点。受 3 月不锈钢排产大幅提升及镍矿价格上涨协同驱动，镍铁价格表现强势。

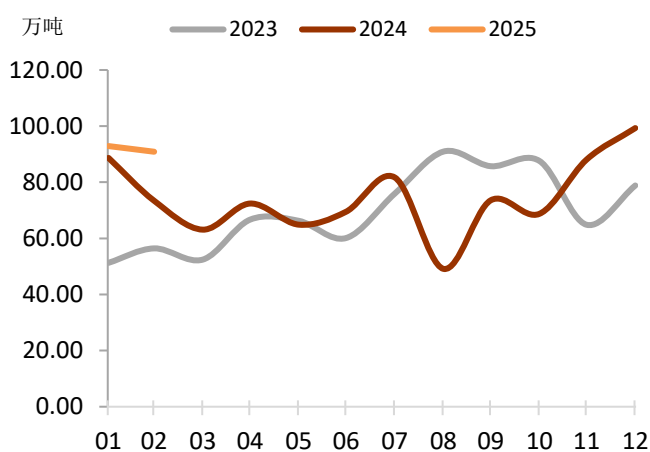
供给方面。3 月国内镍生铁产量约 2.623 万吨（金属量），环比+0.97%，国内开工率 42.02%，较上期上升 0.41 个百分点。节后，镍铁排产略有回升，但幅度有限；同期，印尼镍生铁产量约 14.16 万吨（镍吨），环比增长约 0.06%，开工率 67.04%，较上期下降 0.68 个百分点。需求方面，3 月不锈钢排产大幅提升，需求增量强于镍铁产量，导致镍铁产业链出现阶段性错配，基本面修正协同成本重心上移，镍铁价格表现强势。截止 3 月 31 日，镍铁库存合计约 18.45 万吨，处于 2023 年以来绝对低位水平。

进口方面，2 月中国镍铁进口合计约 90.86 万吨，同环比+23.46%/-2.17%。虽然进口总量环比略有下滑，但仍处于绝对高位，远高于 2024 年平均水平。从进口原来看，进口自印尼的镍铁规模相对平稳，环比减量主要受巴西与新喀拖累。两者进口量分别仅录得 2153 吨、3395 吨，环比分别下降 70.35%、66.03%。但中国镍铁进口主要来自于印尼，其他来源国占比较小，进口波动对总量影响有限。

图表 12 高镍生铁价格走势



图表 13 中国镍生铁进口



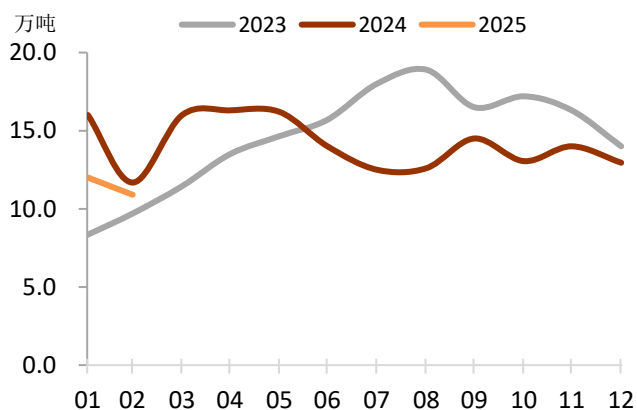
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、需求增量强于供给，硫酸镍环节边际修正

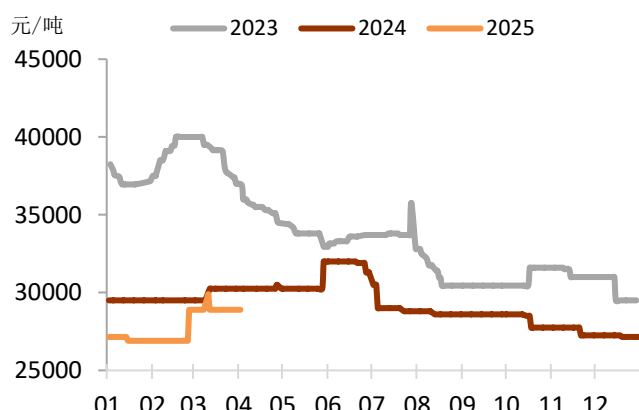
基本上，据 SMM 统计，3 月硫酸镍产量 26025 吨（金属量），同环比-25.53%/+9.05%。2 月，硫酸镍一体化生产利润率整体有所下滑，但仍处于盈利状态。一体化 MHP 及高冰镍条线利润率分别可达 6.5%和 3.6%，较上期分别下滑 3.4、0.9 个百分点。进口方面，2 月，中国硫酸镍净进口量约 16421 吨，同环比+13%/+17%。3 月，三元正极产量合计约 57925 吨，同环比-7.59%/19.99%。4 月排产预期可达 62105 吨，同环比预期-4.81%/7.22%。

价格方面，3 月硫酸镍价格偏强运行。电池级硫酸镍价格由 26890 元/吨上涨至 28260 元/吨；电镀级硫酸镍价格由 30500 元/吨上涨至 31750 元/吨附近。报告期内，下游三元材料的产量增幅远大于硫酸镍产量增幅，且 2 月节后下游补库进度较慢，3 月存在集中补库迹象，推动硫酸镍价格上涨。

图表 14 硫酸镍产量



图表 15 电池级硫酸镍价格



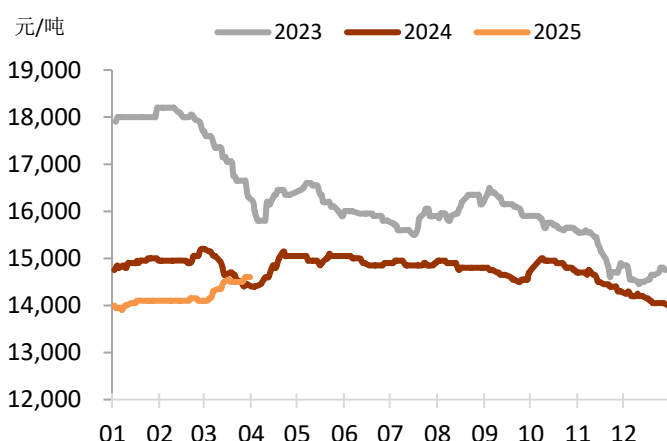
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

5、钢企排产大幅提升，不锈钢库存压力凸显

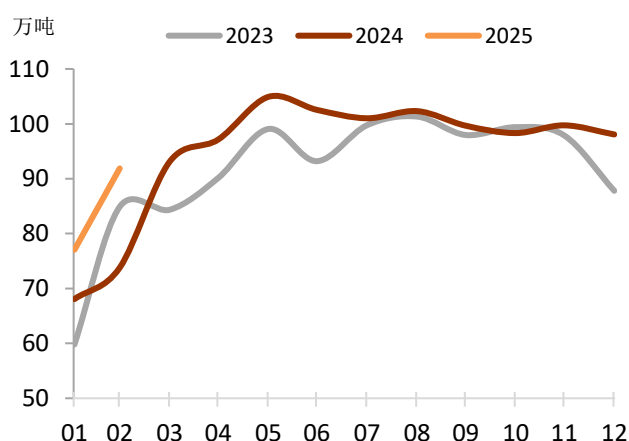
3 月 300 系不锈钢价格偏强运行，报告期内，304 不锈钢（宝新上海）价格由月初的 1.41 万元/吨上涨至 1.46 万元/吨。

基本上,据 SMM 数据统计,中国 3 月 300 系不锈钢产量合计约 196 万吨,较去年同期增加 27 万吨,1-3 月产量合计比去年同期高约 54 万吨。进出口方面,2 月,中国不锈钢进口量约 16 万吨,出口约 27.52 万吨,净出口规模约 11.52 万吨。整体来看,国内不锈钢供给处于绝对高位,春节出口季节性走弱,国内不锈钢资源留存充裕。需求上,截止 3 月 30 日,国内 30 大中城市商品房周度成交套数合计约 23.71 万套,同比增长约-1.06%,商品房成交面积累计约 2464.86 万平方米,同比增长约 4.83%。商品房成交套数增速在 3 月下旬开始逐渐转弱,市场修复力度缺乏韧性。但单套商品房成交面积仍有明显扩张,表明,现阶段地产稳价目的初现成效,居民承担跌价风险的意愿更高,房价或以处于底部区间。此外,在换新政策驱动下,家电市场消费热度较高,提供了较多的需求增量。库存方面,截止 3 月 27 日,不锈钢库存合计约 58.21 万吨,报告期内库存先增后降,整体小幅去库,但仍处于近年绝对高位附近。

图表 16 300 系不锈钢价格

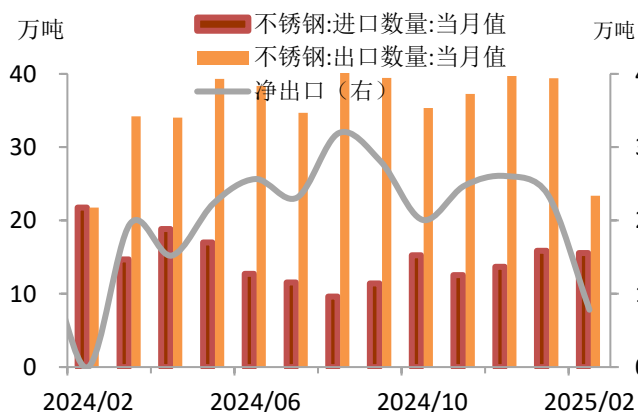


图表 17 300 系不锈钢产量

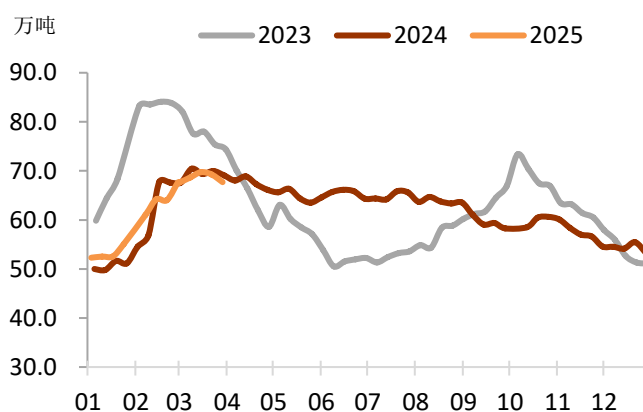


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 不锈钢进出口



图表 19 300 系不锈钢库存



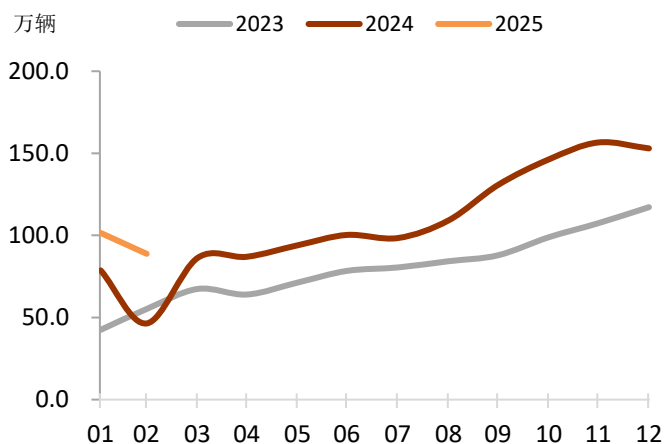
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

6、政策端持续发力，需求潜力有待挖掘

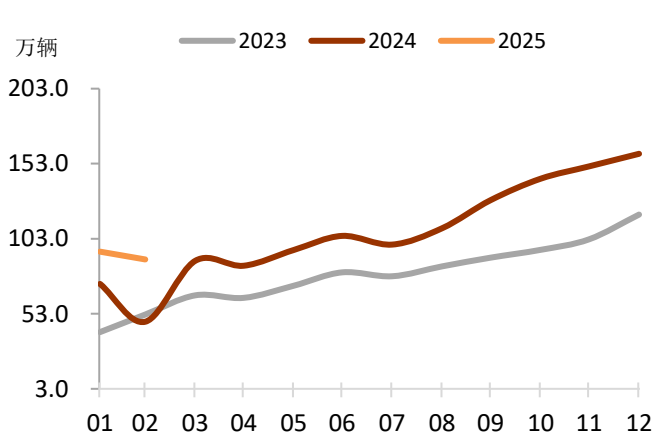
据中汽协数据显示，1-2月，新能源汽车累计销量约183.6万辆，同比+52.24%；产量合计约190.3万辆，同比增长约52.12%；销产比约96.43%，低于2024年均值的98.79%。新能源汽车欧洲1月销量24.4万辆，同比+22.64%。从销产结构来看，在剔除春节假期扰动后，车企1-2月的销产结构低于2024年平均水平，表明车企整车库存压力凸显。而在春节假期前夕，政策驱动配合需求旺季，新能源汽车在年尾提交亮眼答卷，导致车企预期过度乐观，而春节期间电池厂的高排产与之相互映射。节后，需求增速回归常态，增量强度未能延续，导致阶段性供需错配，压制3月车企原料采购订单。

后期来看，新能源动力终端相继迎来政策提振。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《提振消费专项行动方案》，要求加大消费品以旧换新力度，用好超长期特别国债，要求地方拓围以旧换新，推动汽车及其他消费品换新升级。此外，3月27日，四部委联合印发《关于公布首批车网互动规模化应用试点的通知》，首批9个试点城市及30个试点项目入围。新能源乘用车双向充放电试点项目将新能源汽车由单一的汽车消费品角色转变为消费品+分布式储能的双重身份。同时，通过峰谷价差的双向充放，新能源车主有望实现价差收益，进一步挖掘消费潜力。此外，4月中旬起，全国多个车展集中开启，新技术与新车型相继上架，搭配政策提振，终端需求仍有增量预期。

图表 20 新能源汽车产量



图表 21 新能源汽车销量



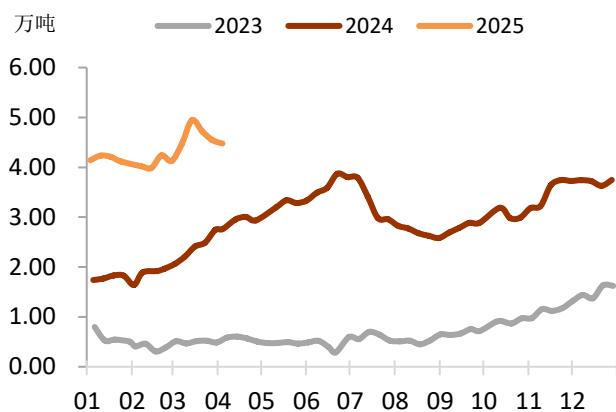
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7、去库进程预期受阻，关注镍矿紧缺扰动

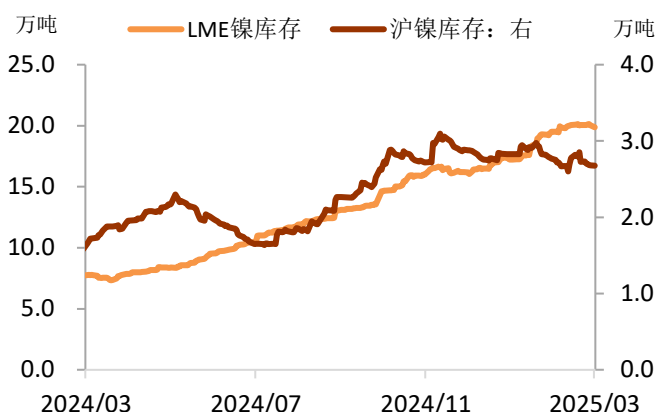
截至2025年3月28日，国内精炼镍社会库存合计约47423吨，较2月底+1967吨；SHFE库存2.68万吨，较2月底-782吨，LME镍库存19.87万吨，较2月底+3558吨。报告期内，国内库存有所去化，但月末库存依然偏高，资源在出口利差驱动下向LME流转。

后期来看，基本面预期及边际弱化，去库压力较大。不锈钢库存压力凸显，钢企4月排产或有收缩。出口窗口虽有收窄，但依然开启，出口利差仍将驱动供给维持高位。基本面静态偏空格局延续，去库进程预期受阻。但需警惕镍矿紧缺对供给的拖累力度。

图表 22 精炼镍社会库存



图表 23 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，出口窗口尤在，供给预期维持高位。（中性偏空）

需求方面，不锈钢排产维持高位，但韧性存疑。（中性）

成本方面，印尼存在政策扰动，成本底部夯实。（支撑）

宏观方面，关税风险及美国滞涨风险尤在，但目前镍市的宏观敏感度较低。（中性）

后期来看，政策扰动与弱现实博弈，镍价振幅或有加剧。宏观上，虽然在美国关税政策扰动下，市场对美国的滞涨风险预期持续升温，美元指数回调或是趋势所在。但近期镍市对宏观的敏感度相对较低，价格走向更多取决于政策与基本面的变化。产业上，出口窗口尤在，仍将支撑供给维持高位。不锈钢库存高企，虽然 4 月排产维持高位，但实际韧性存疑。新能源增量相对平稳，且三元占比较低，动力终端或无明显波动。基本面预期边际弱化。此外，印尼的镍资源特权使用费新规或在 4 月落地，将大幅抬高镍资源成本，关注落地政策的具体细节。

风险点：不锈钢实际排产超预期，政策扰动超预期

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 306 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。