

2025年5月7日



## 成本略有抬升

## 镍价震荡

### 核心观点及策略

- 宏观层面，特朗普政策反复，市场对关税扰动逐渐脱敏，月初悲观情绪逐渐修正，但美元指数破位下跌后的反弹力度有限。美联储官员释放鸽派信号，在更多经济数据支撑下，联储或在6月开启降息，但4月的新经济数据表现较佳，降息预期有所推迟。
- 成本方面，印尼先后2次调降4月内贸基准价格，但其镍矿供给短缺延续，现货价格依然强势，菲律宾镍矿价格月末大幅上涨。随着新资源税规落地，镍产品成本重心整体上移。受海外镍矿紧缺扰动，国内镍矿港口库存已至近年绝对低位。
- 基本面方面，受不锈钢高库存压制，镍铁需求降温，价格如期走弱。硫酸镍供需双旺，价格表现相对平稳。电镍出口窗口尤在，国内资源向LME流转，电镍产量再创新高，基本面延续偏空格局。
- 后期来看，关税及资源税扰动逐渐减弱，随后的降息预期或对镍价有阶段性提振。基本上，出口窗口开启下，电镍供给维持高位。不锈钢虽有去库但节奏较弱，或难驱动镍铁消费回暖。新能源即将进入淡季，需求端暂无增量预期，基本面偏空延续。镍价整体延续低位震荡。
- 风险点：镍矿超预期紧缺，宏观情绪扰动

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

✉ 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：关税落地，经济隐患尤在.....	5
国内：外部环境恶化，内需提振需侧重再分配优化.....	5
三、基本面分析.....	6
1、镍矿紧缺延续，矿价持续攀升.....	6
2、出口窗口开启，电镍供给屡创新高.....	7
3、下游库存高企，镍铁需求热度降温.....	8
4、终端库存承压，硫酸镍价格小幅走弱.....	9
5、传统消费热度降温，不锈钢价格走弱.....	10
6、终端热度不及预期，仍需政策指引.....	11
7、终端需求消纳力度有限，剩余资源仍向 LME 流转.....	12
三、行情展望.....	13

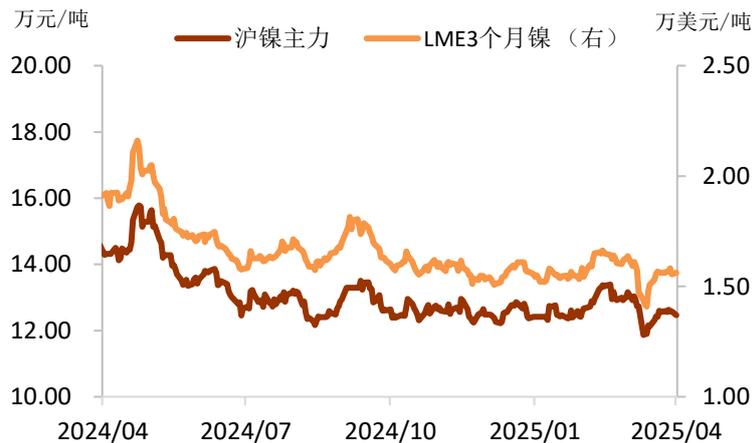
## 图表目录

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 PMI .....	6
图表 4 美国失业率 .....	6
图表 5 国内制造业 PMI .....	6
图表 6 财政支出分项增速 .....	6
图表 7 镍矿进口情况 .....	7
图表 8 镍矿价格（1.9%-2.0%均价） .....	7
图表 9 镍矿主要港口库存情况 .....	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 中国镍生铁进口 .....	9
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 .....	10
图表 18 300 系不锈钢产量 .....	10
图表 19 不锈钢进出口 .....	11
图表 20 300 系不锈钢库存 .....	11
图表 21 新能源汽车销量（欧洲） .....	12
图表 22 新能源汽车销产比 .....	12
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

4月沪镍主力合约宽幅震荡运行。4月上旬，受特朗普关税政策扰动，市场悲观情绪蔓延，商品价格普跌，沪镍跟跌。随着特朗普政策反复多变，市场对其政策敏感度逐渐降温。同时，镍价大幅下跌后，印尼宣布资源税新规将在4月落地，成本重心上移确定性较强，税改新规接棒价格指引，镍价快速向上修正，价格走势强于其他有色金属。在反弹至成本预期线附近后进入震荡。

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。4月精炼镍升贴水重心上移，镍价大幅下跌后，现货市场成交热度较高，下游积极备库，升贴水快速攀升。随着镍价进入高位企稳后，升贴水小幅回落，其中，金川镍升水幅度略大于进口镍。金川镍升水由月初的 2450 元/吨下跌至节前的 1550 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：关税落地，经济隐患尤在

**美国制造业喜忧参半。**4月美国ISM制造业PMI录得48.7，较前值小幅下滑0.3个百分点。从分项数据来看，美国“对等关税”如期而至，全球反制裁浪潮不断，4月美国新出口订单由上期的49.6大幅下滑至43.1，是拖累PMI指数走弱的主要因素，同时，拖累产出指数下滑3.7个百分点至44.0。相比之下，国内订单指数上升2个百分点至47.2，就业指数上升1.8个百分点至46.5。库存指数相对平稳，但主动累库迹象尚未显现。整体来看，制造业数据表现内强外弱，劳动力指数小幅回升。

**劳动力市场温和，但隐患尤在。**美国4月失业率录得4.2%，与预期持平，前值4.2%；非农就业人数17.7万人，低于上期的18.5万人，但高于预期的13万人。整体数据上，劳动力市场有所走弱，但略强于预期。从工资角度来看，4月时薪同环比表现平稳，分别录得+3.8%/+0.2%，但均略低于预期。3月劳动报酬收入合计15.48亿美元，环比小幅增加0.08亿美元，但同比增速由3.81%下降至3.58%。从就业数据看，美国劳动力市场表现较为温和，但工资视角下，居民收入增速仍在放缓，劳动力市场隐患尤在。

整体来看，美国对等关税政策割裂全球贸易格局，部分国家出口订单指数均有大幅走弱迹象。且对等关税铆钉的制造业复苏并未兑现，ISM制造业PMI小幅走弱。关注后续美国通胀数据对降息预期的扰动。

### 国内：外部环境恶化，内需提振需侧重再分配优化

**关税扰动已现，制造业订单萎靡。**中国4月制造业PMI录得49，低于预期的49.8，前值50.5，再度跌至荣枯线下方。从分项数据来看，外部环境恶化对订单的扰动已初步显现。新出口订单大幅下滑4.3个百分点至44.7，创2023年以来新低；在手订单仅录得43.2，较前值下滑2.4个百分点。消费指标全线回落，生产、原料购进、就业分项均有不同幅度的承压。消费前景不确定性尤在，企业主动去库延续，产能品库存小幅下滑0.7个百分点至47.3。

**财政重心向居民侧倾斜，促内需路径明确。**一般公共预算3月支出合计约2.77万亿元，同比增长约5.67%。从结构来看，民生类消费支出占比明显提升，教育、文娱、卫生以及社保与就业支出合计1.15万亿元，占支出合计的41.76%，创2018年以来新高。在外部环境恶化，全球贸易结构受挫阶段，财政着力点逐渐向惠民生、促销费倾斜。

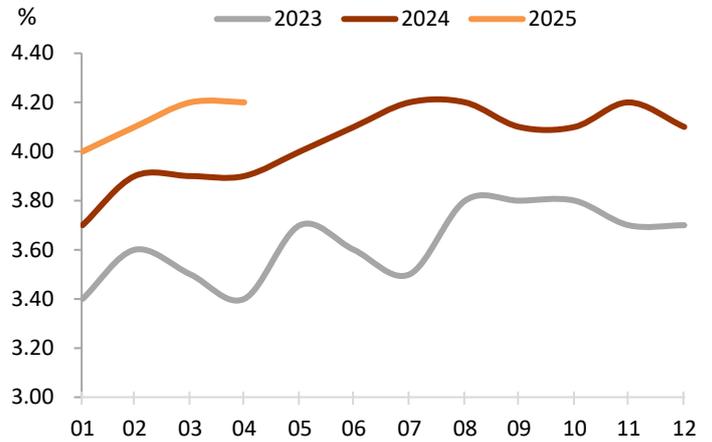
**以史为鉴，再分配或是促销费核心。**当前国内促促销费手段仍以补贴形势为主，但从他国经验来看，实现再分配优化或是提振消费的核心。据收入不平等数据库显示，2023年中国收入前50%的群体约社会总收入的87%，后50%的收入规模仅占总收入的约13%。日本自2019年实现收入分配的结构性调整，后50%群体收入占比由2018年的16.22%大幅跃升至

2019 年的 26.26。中间 40%群体收入占比由 38.94%上升至 47.15%，前 10%群体收入占比由 44.24%降至 26.59%。2024 年，日本走出负利率区间，存款利率转正，开启加息进程。消费的边际增量会随收入增长先增后降，收入结构分化对潜在消费形成压制。促销费的核心在于提高多数群体的收入，再分配仍有较大优化空间。

图表 3 美国 ISM 制造业 PMI

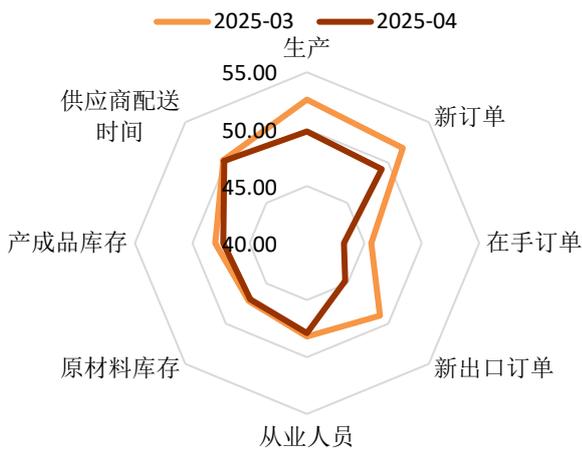


图表 4 美国失业率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 国内制造业 PMI



图表 6 财政支出分项增速



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 三、基本面分析

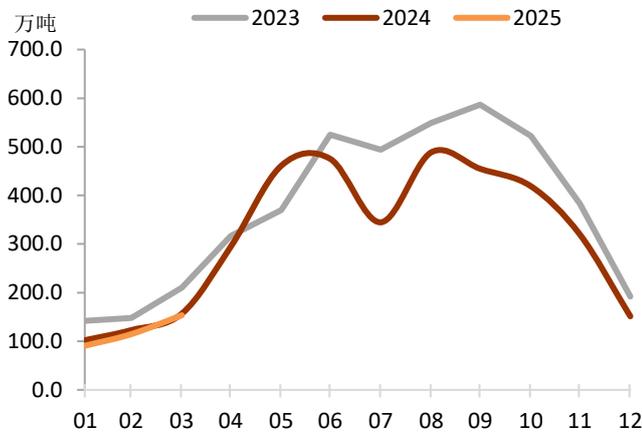
#### 1、镍矿紧缺延续，矿价持续攀升

据 SMM 数据显示，印尼（1.5%）红土镍矿内贸 FOB 价格由 36.5 美元/湿吨上涨至 38 美元/湿吨，报告期内小幅上涨 1.5 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 47 美元/湿吨上涨至 51 美元/湿吨，报告期内上涨 4 美元/湿吨。报告期内，印尼相继两次下调红土镍矿内贸基准价格，但菲律宾受降雨扰动，镍矿发运迟缓，其国内供给修正缓慢，镍矿整体延续偏紧格局，现货价格持续攀升。此外，印尼镍资源储量丰富，有意通过抬高镍价赚取附加收

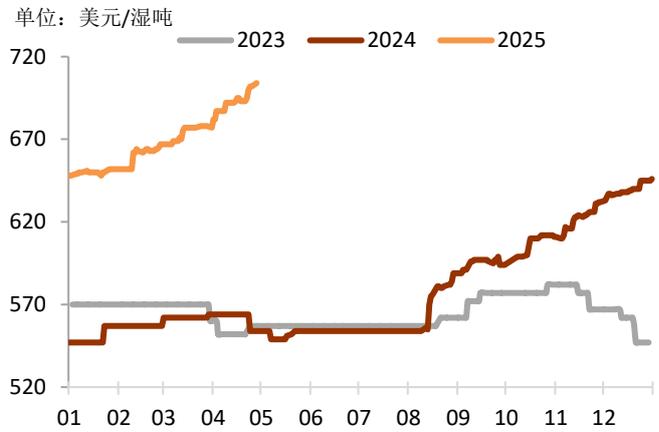
益。但受特朗普关税政策扰动，镍价大幅回落。印尼加速早期计划的资源税新规落地，相关镍产品成本均在资源税新规下有不同幅度的抬升。从政策细节来看，印尼镍矿内贸价格不会上涨，但加工后的镍产品出口时，需按新税规计价。

3月，中国镍矿进口量合计153.52万吨，同比回落0.45%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约120.57万吨，同比增加约0.92%；进口自其他国家的镍矿约32.95万吨，同比减少约5.18%。库存方面，同花顺数据显示，截止4月25日，国内港口库存合计约683.97万吨，较3月末减少约37.37万吨，处于近三年同期绝对低位。春节以来，国内精炼镍产量屡创新高，但年初镍矿进口处于季节性低位，供需间存在时间窗口错位，导致国内镍矿港口库存快速回落。

图表 7 镍矿进口情况

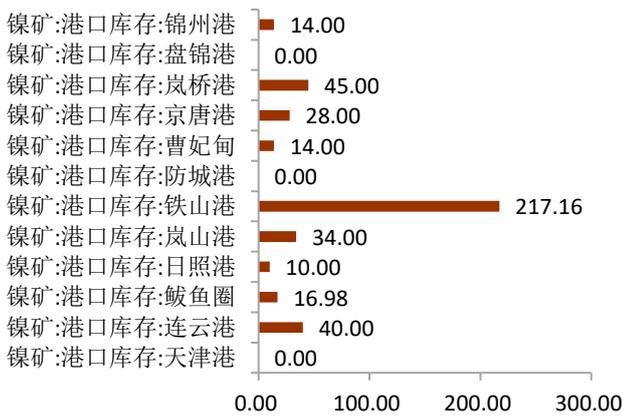


图表 8 镍矿价格 (1.9%-2.0%均价)

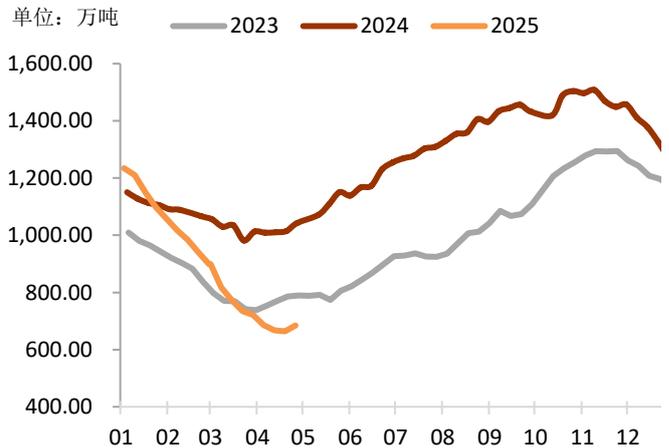


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

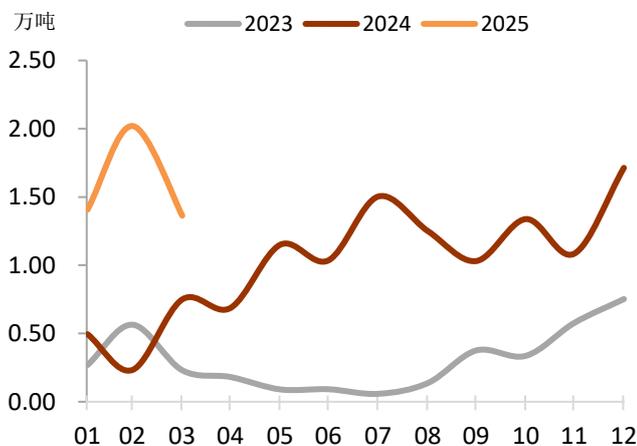
## 2、出口窗口开启，电镍供给屡创新高

据 SMM 统计，4 月全国精炼镍产量合计 3.63 万吨，同比+37.82%；产能规模合计约 54099 吨，较上期小幅增加 800 吨；开工率预期为 67.1%，远低于去年同期的 78.3%，产能过剩愈

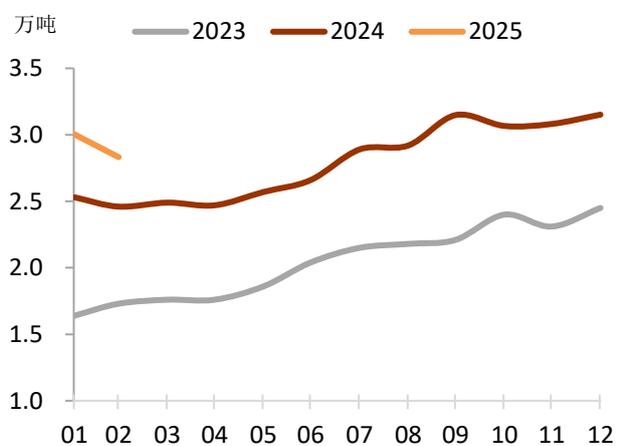
发明显。利润方面，3月电积镍全国一体化MHP利润率约在2.5%，较上月小幅上升1.4个百分点；一体化高冰镍利润率约在-1.62%，较上月小幅修正约0.82个百分点。从价格角度来看，4月高冰镍及HMP价格走势相对平稳，虽然镍价在4月探底后快速修正，但均价水平整体低于3月，预计冶炼利润率或有走弱。

进出口方面，3月中国进口精炼镍8832吨，同比增长约34.16%。今年以来，俄镍进口规模大幅收缩，欧洲产能复产后，进口自挪威的精炼镍规模有明显提升。进口量由1月的150吨增加至3月的1656吨。相比之下，进口自俄罗斯规模由10611吨下降至2120吨；出口方面，3月国内精炼出口规模约14527吨，环比有所回落，但同比仍大幅+93.53%。国内出口窗口开启，单吨出口利润大多在200美元/吨上方波动，国内剩余供给资源大多向LME流转，推动3月电镍出口规模维持高位。

图表 11 中国精炼镍出口量



图表 12 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、下游库存高企，镍铁需求热度降温

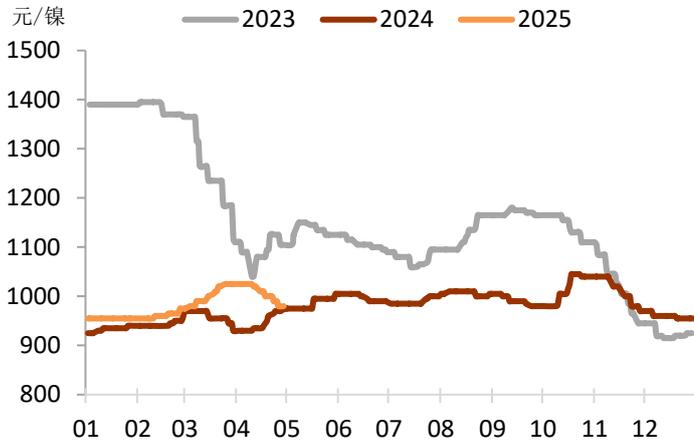
价格上，据SMM数据显示，4月，高镍生铁价格高位回落，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的1333元/镍点下跌至月底的969元/镍点。

供给方面。4月中国镍生铁产量2.546万金属吨，环比-3.15%。成本利润方面，受镍矿价格强势影响，镍铁价格走弱后，镍铁厂利润大幅受挫，成本偏低的山东RKEF工艺利润已处于盈亏线水平。需求上，中国300系不锈钢4月产量合计约192万吨，较去年同期增加26吨；截止4月24日，国内不锈钢库存57.96万吨，环比去库15900吨，但仍处于绝对高位。虽然不锈钢排产强势，但下游需求遇阻，且成品库存高位，实际产量或难达标落地。库存方面，截止4月30日，国内镍生铁库存合计约25.8万吨（实物吨），较3月末累库约7.35万吨。虽然镍铁产量收缩，但下游库存高企，镍铁消费承压。

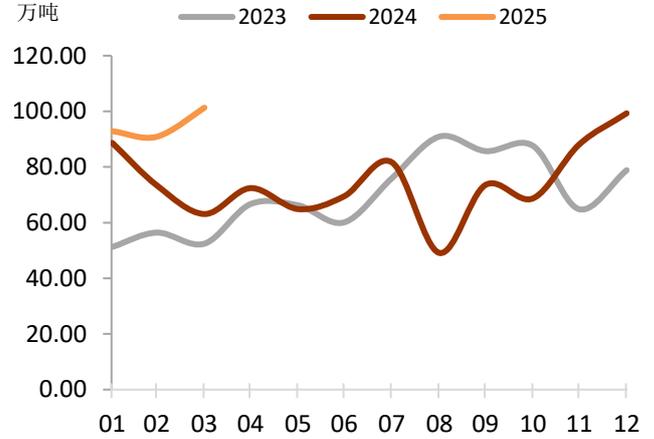
进出口方面。3月国内镍铁进口合计约101.33万吨，同比+60%，进口规模首次突破百万大关；印尼4月镍铁产量预期为14.1万镍吨，同环比+15.3%/-0.44%，产量爬坡斜率明显放缓。

整体来看，不锈钢库存虽有去库迹象，但去库节奏缓慢，整体处于高位。同时，海外关税政策反复，出口需求被部分叫停，镍铁市场需求热度有所降温。但当前红土镍矿价格仍处于高位，成本端仍有支撑。若后续镍矿价格走弱，镍铁或有进一步下跌可能。

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁进口



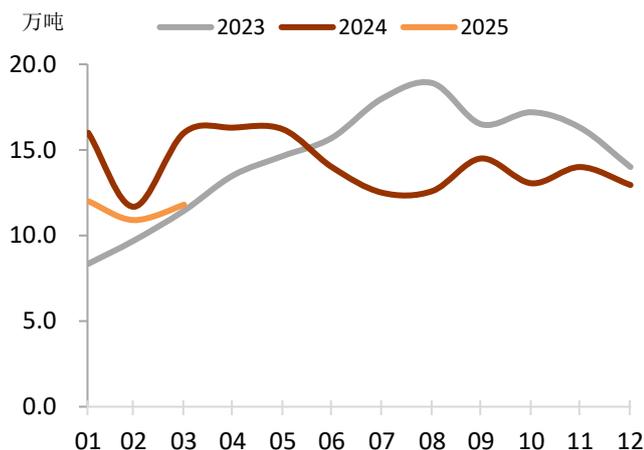
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 4、终端库存承压，硫酸镍价格小幅走弱

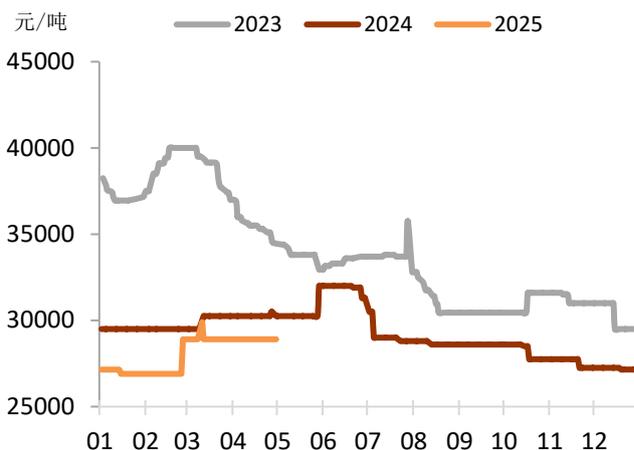
价格方面，4月硫酸镍价格震荡偏弱运行。电池级硫酸镍价格由月初的28260元/吨下跌至28080元/吨；电镀级硫酸镍价格由31750元/吨下跌至30750元/吨附近。报告期内，正极材料厂排产环比扩张，但下游电池厂及整车厂均有一定库存压力，正极材料价格小幅下滑，压制硫酸镍价格走弱。

基本上，据SMM统计，4月硫酸镍产量27895吨（金属量），同环比-19.04%/+7.19%。4月，三元材料产量合计约62105吨，同环比-4.81%/+7.22%。从供需增幅来看，硫酸镍供需环比基本持平。但从需求结构来看，三元材料产量结构整体由5系向8系高镍倾斜，单吨三元耗镍量显著提升，基本面整体仍有边际改善的倾向。成本利润方面，受硫酸镍价格走弱，电镍价格抬升扰动，镍豆工艺硫酸镍利润率由正转负，MHP工艺利润率波动幅度较大，其他工艺硫酸镍利润率均有不同程度走弱迹象。进口方面，3月，中国硫酸镍进口量约18379吨，同环比+5%/+12%，其中，进口自印尼的规模约12560吨，环比小幅减少1200吨。进口自韩国的规模较年初有明显提升，但总量有限。出口月395.64吨，同环比-61%/-33%。

图表 15 硫酸镍产量



图表 16 电池级硫酸镍价格



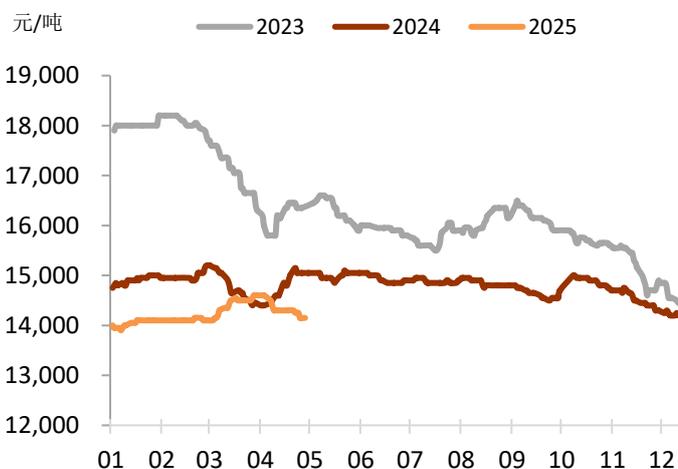
资料来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

### 5、传统消费热度降温，不锈钢价格走弱

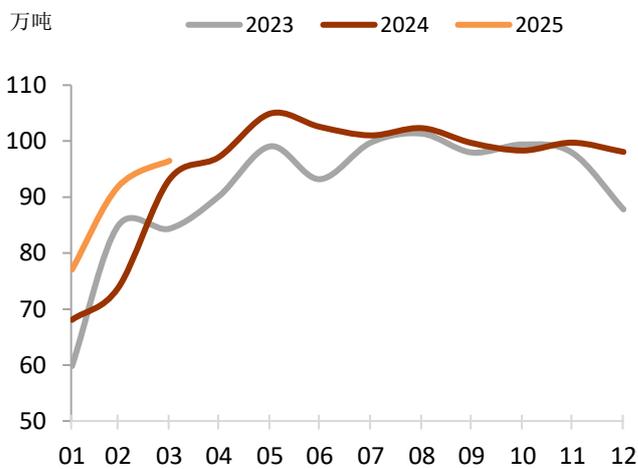
4月300系不锈钢价格震荡运行，报告期内，304不锈钢（宝新上海）价格1.46万元/吨下跌至1.415万元/吨，跌幅约3.08%。

基本上，据SMM数据统计，中国4月300系不锈钢产量合计约192万吨，较去年同期增加26万吨。换新政策落地以来，小家电消费市场火热，带动不锈钢需求增长，不锈钢排产重心明显上移。3月排产创近年新高后，4月小幅回落，但整体仍处于绝对高位。进出口方面，同花顺口径下，中国不锈钢3月进口量约12.47万吨，出口约41.2万吨，净出口规模约28.72万吨，环比增长约47.01%。需求上，截止4月27日，国内30大中城市商品房周度成交套数合计约30.75万套，同比-3.01%，商品房成交面积累计约3160万平方米，同比+1.78%。3月下旬以来，商品成交热度明显降温，累计同比增速在4月由正转负，拖累住房面积增速走弱。但整体来看，单位成交面积依然在持续攀升，虽然成交热度有所降温，但单位价格仍在筑底。

图表 17 300系不锈钢价格

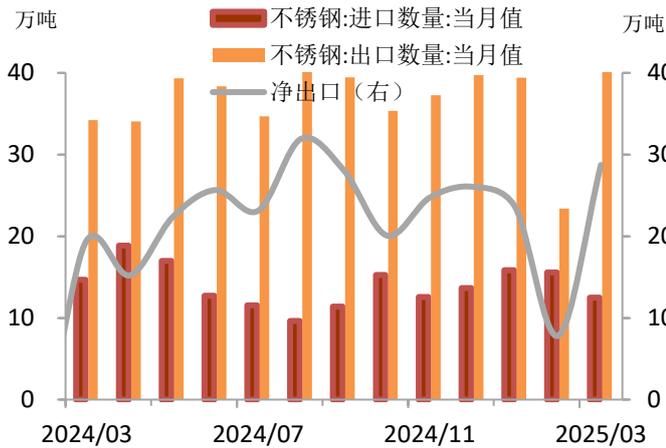


图表 18 300系不锈钢粗钢产量

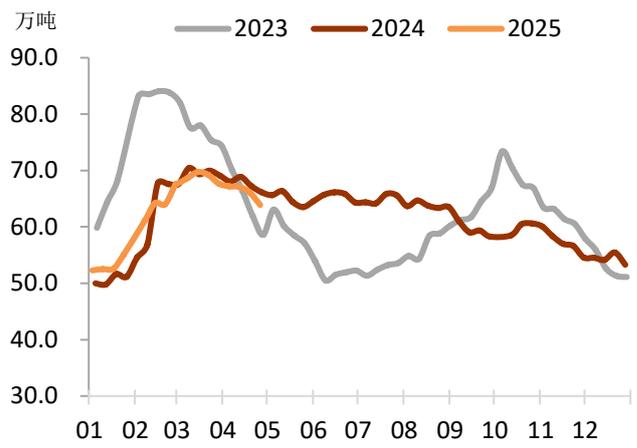


资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 不锈钢进出口



图表 20 300 系不锈钢库存



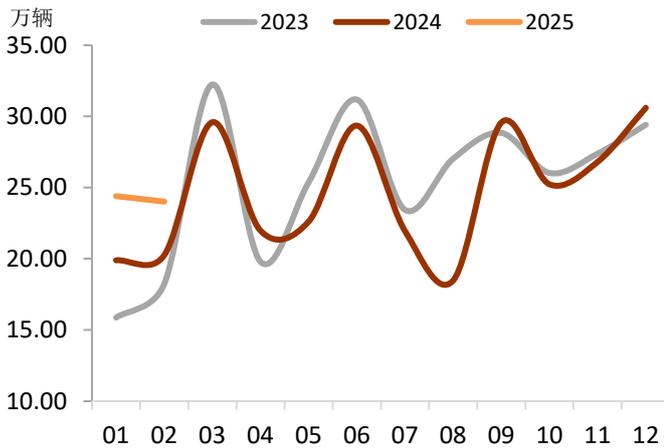
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 6、终端热度不及预期，仍需政策指引

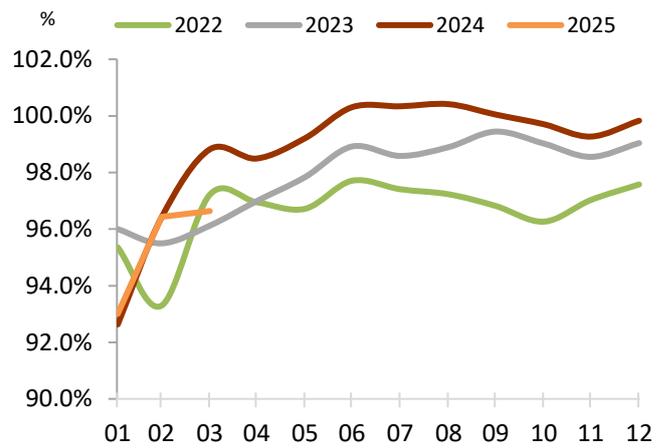
据中汽协数据显示，1-3 月，新能源汽车累计销量约 307.5 万辆，同比+47.13%；产量合计约 318.2 万辆，同比增长约 50.45%；销产比约 96.64%，较年初的 93%仅修复 3.64 个百分点，而 2024 年同期，销产比修正幅度为 6.19%。表明，节后市场需求热度不及往期，车企预期与实际消费之间存在分歧，导致车企库存压力尤在，阻碍需求向上传导。从高频数据来看，据乘联会数据统计，4 月 1-20 日，全国乘用车新能源市场零售 47.8 万辆，同比去年 4 月同期增长 20%，较上月同期下降 11%，零售渗透率 53.3%，今年以来累计零售 289.8 万辆，同比增长 33%。4 月中上旬的新能源汽车销量增速明显下滑，换新补贴对置换需求的提振略显疲态。

后期来看，新能源汽车在近两年二、第三季度的销量增速均表现较弱，终端需求淡季或将拖累整体增量。但仍有两点值得期待，一方面，新技术与新车型将在 4 月下旬的集中车展中陆续上线，持观望态度的消费群体有望被挖掘。另一方面，中欧将通过最低汽车定价取代关税，目前双方已进入谈判阶段。虽然，新的壁垒方式一定程度上缓和了新能源汽车的出口压力，但或难回到去年的高度。整体看，需求前景并不乐观，消费上或难有明显驱动。

图表 21 新能源汽车销量（欧洲）



图表 22 新能源汽车销产比



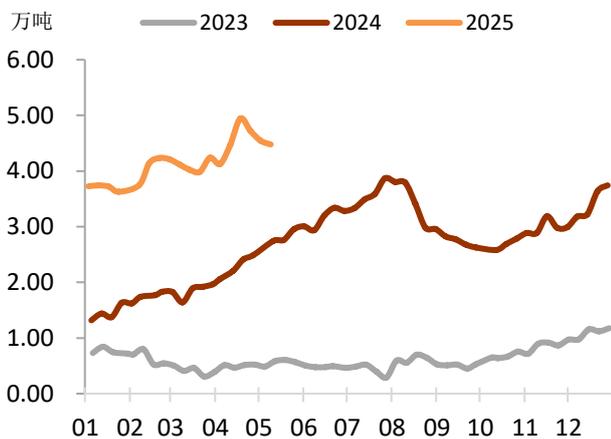
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 7、终端需求消纳力度有限，剩余资源仍向 LME 流转

截至 2025 年 4 月 25 日，国内精炼镍社会库存合计约 44601 吨，较 3 月底-2822 吨；SHFE 库存 24632 吨，较 3 月底-2114 吨，LME 镍库存 201426 吨，较 3 月底+2706 吨。国内交易所库存与现货库存均进入去库，LME 仍处于累库阶段。

后期来看，国内基本面延续偏空预期，终端消费或将进一步走弱，若中美贸易关系得到缓和，小家电出口需求或有一定修正，但难改偏弱格局。而在出口窗口开启背景下，国内剩余资源仍将向 LME 流转。资源结构或仍延续初级品进口，精炼镍出口格局。

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，供给维持高位（偏空）

需求方面，不锈钢库存高企，新能源即将进入淡季，需求暂无亮点。（偏空）

成本方面，镍矿紧缺逐渐缓解，但资源税新规落地，成本重心抬升。（成本重心上移）

宏观方面，美联储降息或阶段性提振市场情绪。（中性偏多）

后期来看，关税及资源税扰动逐渐减弱，随后的降息预期或对镍价有阶段性提振。基本上，出口窗口开启下，电镍供给维持高位。不锈钢虽有去库但节奏较弱，或难驱动镍铁消费回暖。新能源即将进入淡季，需求端暂无增量预期，基本面偏空延续。镍价整体延续低位震荡。

风险点：镍矿超预期紧缺，宏观情绪扰动

**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 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。