

2025 年 7 月 7 日



弱现实与强成本博弈

镍价低位震荡

核心观点及策略

- 上半年回顾，宏观叙事摇摆，扰动因素频发。年初，市场对美国滞涨前景的交易反反复复，乐观预期与悲观预期交互。二季度关税风波席卷全球，主要经济体贸易壁垒高企，外贸谈判一波三折。产业上，镍矿紧缺逻辑贯穿全局，镍矿价格持续攀升，菲律宾、印尼两大主要镍矿供应国均有政策扰动。镍铁厂上下承压，成本压力凸显，市场陆续传出印尼镍铁厂停产信息，但在过剩背景下，镍铁价格持续低迷。不锈钢排产逐月走弱，库存压力难解。新能源消费起伏不定，需求韧性不佳，纯镍供给高位，基本面偏空。
- 下半年，美国经济前景尚不明朗，滞涨风险犹存。国内政策路径注重供给，对消费端的改善决心不足，宏观上暂无乐观预期。产业上，印尼与菲律宾均有控矿意图，年内镍矿或难出现宽松格局。电镍供给高点或已在上半年出现，但出口窗口犹在，产量或仍维持高位。镍铁承压格局难破，地产景气度下沉，不锈钢或难有较强拉动。新能源消费高度依赖财政补贴，自主消费力度薄弱。在无政策加码前提下，新能源或难有明显提振。弱现实与强成本博弈，镍价震荡。
- 预计下半年沪镍主力在115000-130000元/吨之间。
伦镍波动区间在14000-16000美元/吨
- 风险点：镍矿政策扰动，宏观预期扰动

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

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、半年回顾.....	4
二、宏观分析.....	5
美国：滞涨风险犹存，经济前景尚不明朗.....	5
国内：基本盘稳固，市场环境有待进一步改善.....	6
三、基本面分析.....	8
1、政策扰动频发，镍矿紧缺贯穿全局.....	8
2、供给充裕，资源向 LME 流转.....	9
3、镍铁先涨后跌，成本压力凸显.....	10
4、硫酸镍价格整体平稳，消费增量预期有限.....	11
5、不锈钢消费低迷，去库进程缓慢.....	12
6、终端消费韧性存疑，政策倒逼车企排产收缩.....	13
7、过剩资源向外流转，国内库存相对平稳.....	14
四、行情展望.....	15

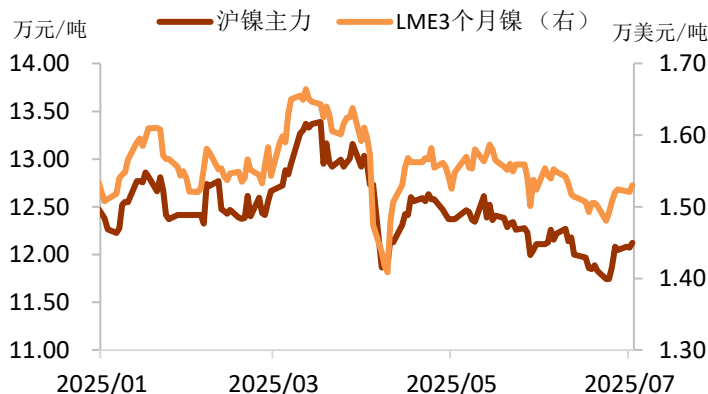
图表目录

图表 1 海内外镍价走势：元/吨.....	4
图表 2 镍现货升贴水（元/吨）	4
图表 3 美国不变价 GDP 同比	7
图表 4 美国核心 PCE 同比	7
图表 5 美国居民转移支付增速同比	7
图表 6 美国居民劳动报酬增速同比	7
图表 7 国内财政税收分项同比	7
图表 8 国内失业率情况	7
图表 9 社会消费品零售总额累计同比	8
图表 10 工业企业利润	8
图表 11 镍矿进口走势	9
图表 12 中国港口镍矿库存	9
图表 13 中国精炼镍进口量	10
图表 14 中国精炼镍产量	10
图表 15 中国镍铁进口量	11
图表 16 中国镍生铁产量	11
图表 17 硫酸镍产量	11
图表 18 电池级硫酸镍价格	11
图表 19 300 系不锈钢价格	12
图表 20 300 系不锈钢产量	12
图表 21 不锈钢进出口	13
图表 22 不锈钢库存合计	13
图表 23 新能源汽车产量	14
图表 24 新能源汽车销量	14
图表 25 新能源汽车销量（美国）	14
图表 26 新能源汽车销量（欧洲）	14
图表 27 精炼镍社会库存	15
图表 28 镍交易所库存	15

一、上半年回顾

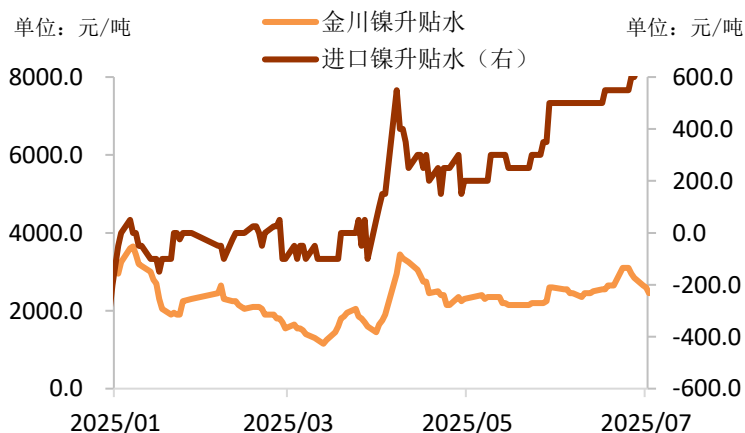
2025 年上半年，基本面偏空逻辑贯穿全期，宏观预期反复，但镍价基本脱敏。政策扰动频发，驱动价格阶段性反弹。年初，海外政策扰动频繁。菲律宾计划制定国内矿物原料的出口禁令，希望通过该法案搭上新能源快车，吸引更多海外制造业投资菲律宾，将矿产附加值留在国内，但市场反响有限。2 月，政策扰动初现，镍价有所抬头。印尼 2 月发布矿产资源外汇管理政策，要求资源出口商需将外汇收益留存印尼 12 个月，政策于 3 月 1 日正式生效。同时，印尼矿产资源部官员表示，印尼或在 2025 年度再度削减 RKAB 审批配额，以稳定镍价及工业需求。3 月，印尼矿产资源部再提矿产资源税修订提案，提案将镍产业税率大幅提升。若新税率完全落地，或导致纯镍成本上移 400-600 美元/吨，市场情绪高涨，镍价大幅反弹。4 月，特朗普全球关税政策落地，悲观预期蔓延。印尼政策扰动逐渐退坡，镍价高位回落。5 月，印尼、菲律宾均受降雨扰动，菲律宾再出禁矿传闻，但市场质疑菲律宾禁矿的可行性，价格无明显波动。6 月，菲律宾官宣取消镍矿出口禁令，印尼提升 RKAB 镍矿审批，且在消费低迷拖拽下，镍价下行加速，随后有所反弹。

图表 1 海内外镍价走势：元/吨



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 镍现货升贴水（元/吨）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、宏观分析

美国：滞胀风险犹存，经济前景尚不明朗

上半年回顾

一季度，美国滞胀风险初抬头。美国第一季度实际 GDP 年化终值录得-0.5%，预期-0.2%，前值-0.2%。相关官员表示，经济增速下行的主要原因在于美国企业为应对即将到来的高额关税，提前集中进口原料及相关产品，一季度进口大幅上升 37.9%，导致贸易逆差大幅扩张，从而对数据形成拖累。但值得注意的是，居民端的个人消费出现走弱迹象，美国一季度个人消费季率终值录得+0.5%，预期+1.2%，前值+1.2%。2024 年，美国个人消费支出占 GDP 的比重为 67.79%，是典型的消费驱动型经济体。而个人支出增速放缓或是拖累经济下行的另一主要因素。相比之下，通胀下行节奏中断。一季度美国核心 PCE 物价指数年化季率终值录得+3.5%，预期+3.4%，前值+3.4%。从月度数据来看，美国 CPI 同比增速由 1 月的 3.0% 下降至 4 月的 2.3%，延续了去年通胀下行的趋势，但 5 月 CPI 小幅上升至 2.4%。美联储多次表示，特朗普的全球关税政策或将推高美国再通胀预期。

财政发力支撑居民消费。1-5 月，美国居民个人收入合计约 140.98 万亿美元，同比增长约 4.61%，其中政府转移支付增量显著，资产性收入大幅缩水。具体来看，1-5 月，在居民收入主要分项中，劳动报酬收入及资产性收入增速分别为 4.57%、1.62%，均低于综合收入增速水平。相比之下，尽管特朗普团队在竞选时表示将大幅缩减财政开支，但居民 1-5 月获得的政府转移支付收入仍在快速攀升，合计收入约 22.35 万亿美元，同比增长约 7.99%，远高于综合收入增速水平。但 5 月单月转移支付收入增速大幅回落，由 4 月的 10.19% 下降至 5 月的 7.46%。值得注意的是，特朗普力推的“大而美”法案在 7 月获得参议院审批通过，该法案内容包括缩减政府开支及医疗健康支出相关条例，若后续通过众议院审批，法案将直接移交特朗普签字生效。

美国关税政策落地，贸易谈判进程迟缓。4 月 3 日凌晨，美国宣布将对约 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%。此外，美国对所有贸易伙伴国实施最低 10% 的基准关税。基准关税于 4 月 4 日生效，对等关税于 4 月 9 日生效。随后全球进入贸易谈判环节，美国将对等关税暂停至 7 月 9 日。此间，美国已先后与英国、越南签订贸易协议。与日本、欧洲、加拿大的谈判仍在进行，但多数国家对美均有不同程度退让。中美 5 月在日内瓦举行初次协商，中美贸易谈判或在 7 月揭开新篇章。

下半年观点，胀源于上游，滞源于消费。

关税与原油或支撑通胀高位。尽管部分国家已与美国达成关税协议，但新关税税率均高于早期水平。无论后续与他国关税协商进展如何，更高水平的关税预期较为明朗，原料、商品价格重心或将抬升。此外，美国是 2024 年全球最大原油出口国，而特朗普的政治背景或

驱使其延续对传统能源的支持立场。尽管欧佩克+连续数月维持大幅增产，但油价在美国页岩油成本线附近获得较强支撑。而油价的进一步下行或将导致美国政策风险抬升，作为通胀之母，原油仍有较多叙事空间。

消费前景暗淡，或拖累经济增速放缓。2024 年，美国个人消费支出占 GDP 的比重为 67.79%。1-5 月，居民个人消费支出同比增速由 5.5% 下降至 4.55%。同期，劳动报酬收入平均增速由 2024 年的 6.6% 下降至本期的 4.57%。此外，若“大而美”法案通过众议院审批，将直接拖累底层居民收入缩水。据耶鲁大学发布的分析报告显示，收入最低的 20% 家庭的收入将减少 2.9%。此外，该法案包括减少财政支出及医疗补贴相关内容，或直接拖累居民转移支付收入分项走弱，而该分项在 2025 年上半年是提振居民收入稳定的主要因素。

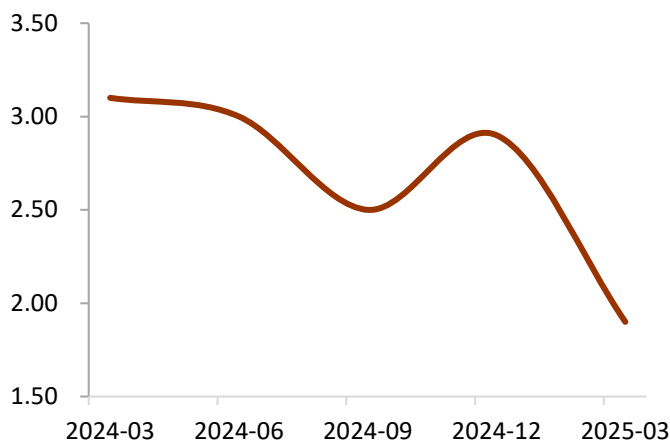
国内：基本盘稳固，市场环境有待进一步改善

国内基本盘稳固。上半年，国内失业率先升后降，由年初的 5.2 下降至 5.0%，制造业就业指数相对稳定，整体围绕在 48 附近小范围波动。而在劳动力市场韧性驱动下，财政个税收入由年初的 406 亿人民币上升至 5 月的 1196 亿人民币，累计收入同比由年初的 7.1% 上升至 8.2%。失业率下滑与财政个税收入同比上升，表明年初较为悲观的就业市场已有明显改善，保障消费的基本盘已初步企稳。在此背景下，换新补贴政策助力需求市场回暖。社会消费品零售总额累计同比由年初的 4.0% 上升至 5.0%。其中，服务类消费累计同比由 4.9% 上升至 5.2%，剔除汽车消费以外的消费品零售总额由年初的 3.56% 上升至 5 月的 5.6%。整体来看，劳动力市场有所改善，配合国内换新补贴发力，需求端表现相对平稳。但仍需注意到，部分消费增量来自于补贴推动，居民自主消费意愿依然偏低。

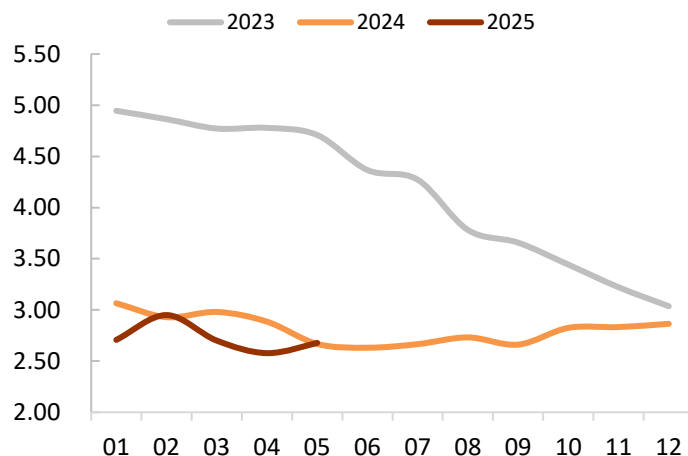
企业利润有所改善，但存结构性分化。从财政视角来看，企业所得税累计同比增速由年初的 10.4% 收窄至 5 月的 2.5%。尽管财政 企业所得税收入同比依然为负，但降幅已明显收窄，表明企业盈利能力取得一定改善。从工业部门角度看，1-5 月，规模以上工业企业利润总额合计约 2.72 万亿，同比增速为 -1.1%，而上半年整体处于临界值附近徘徊，表明工业企业的生存环境仍处于磨底阶段。相比之下，私营部门工业企业利润取得明显改善，同期利润合计约 7592 亿元，累计同比增速由年初的 -9.0% 回升至 5 月的 3.4%。整体来看，企业盈利能力有所回暖，工业领域中的私营部门表现强于大中型企业。

后期观点，不确定性较强，关注政策风向。6 月以来，国内陆续发布政治恶性竞争与保障中小企业的相关措施，有利于市场形成良性竞争环境，改善企业利润现状。但我们认为，企业利润改善的核心驱动在终端消费，而终端消费的强度取决于居民的当前收入及预期。此外，在收入消费倾向边际递减规律下，调整社会财富的再分配可以大幅改善边际消费增量。但当下政策核心仍专注于供给侧修正，对需求侧的关注度相对有限，后续仍需关注政策的发力点及落脚点。

图表 3 美国不变价 GDP 同比

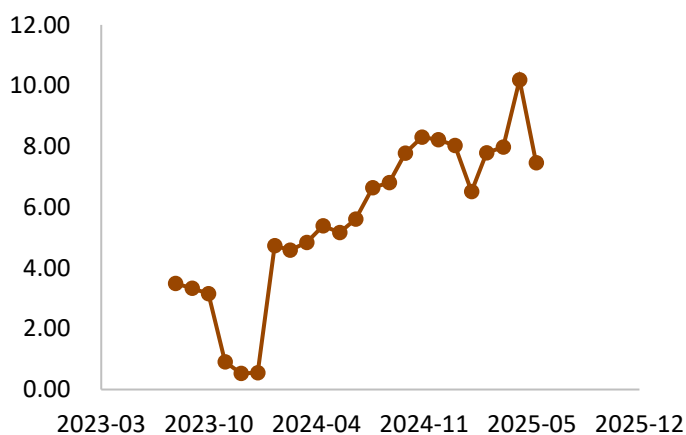


图表 4 美国核心 PCE 同比

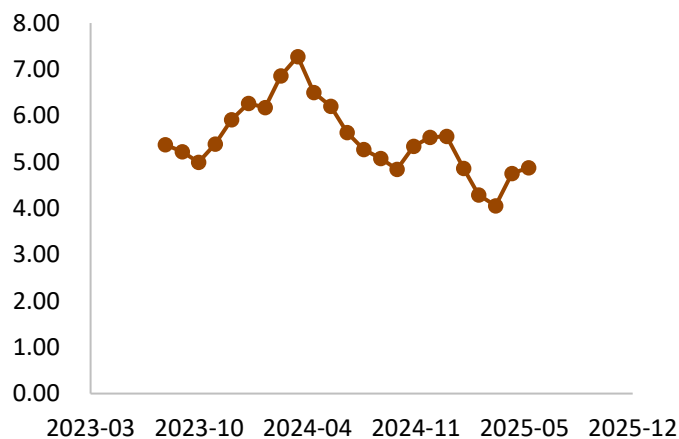


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国居民转移支付增速同比

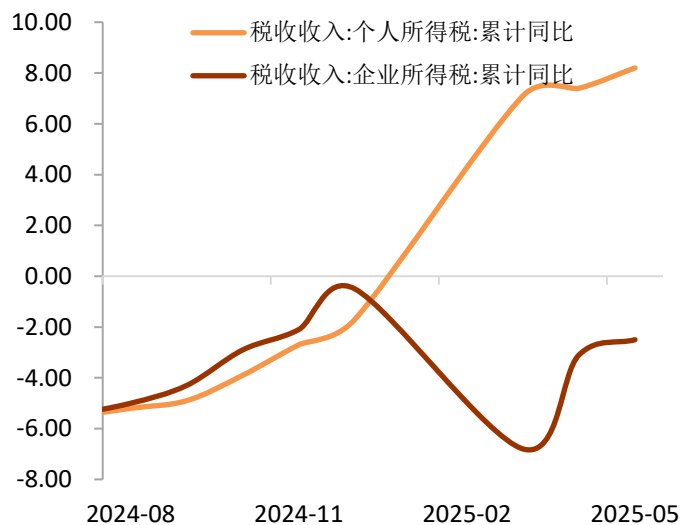


图表 6 美国居民劳动报酬增速同比

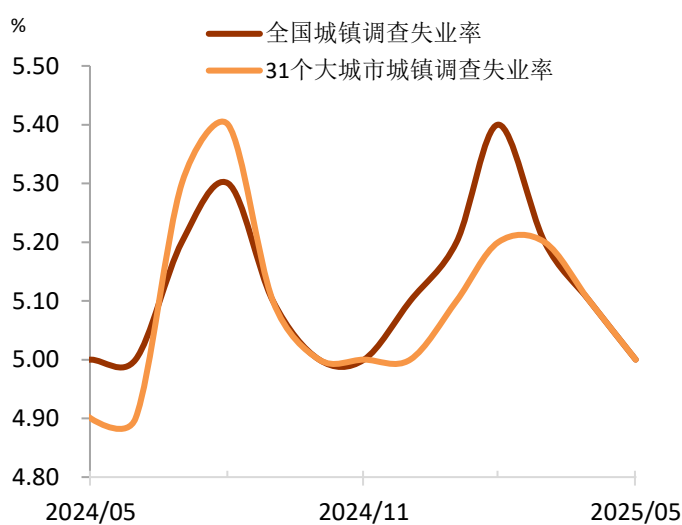


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 国内财政税收分项同比

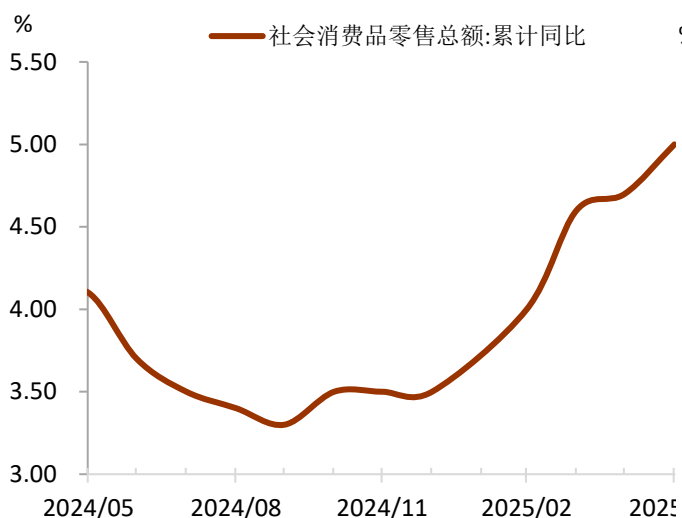


图表 8 国内失业率情况

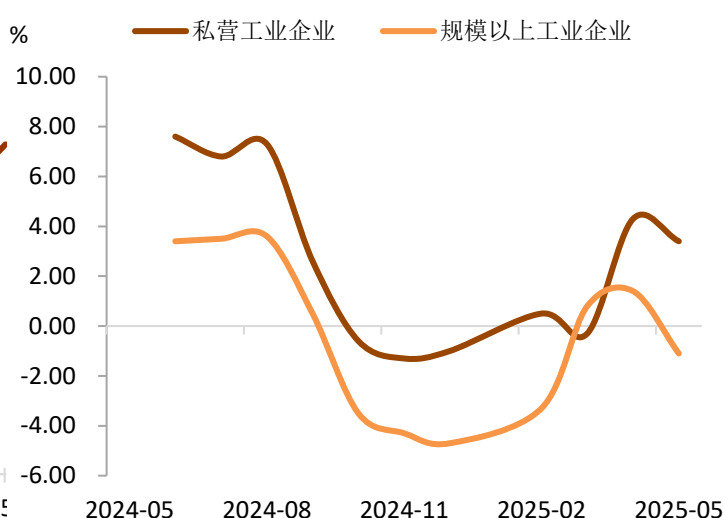


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 社会消费品零售总额累计同比



图表 10 工业企业利润



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、基本面分析

1、政策扰动频发，镍矿紧缺贯穿全局

上半年，海外镍矿资源紧缺，政策扰动频发，菲律宾红土镍矿价格由1月初的42.5美元/湿吨上涨至6月30日52.5美元/湿吨,涨幅约23.53%。

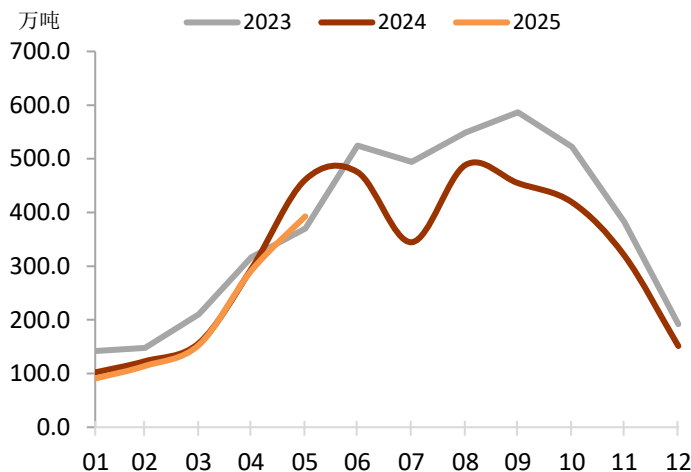
2025年上半年菲律宾试图效仿印尼，禁止镍矿出口，1月中旬，菲律宾计划制定国内矿物原料的出口禁令。菲官员表示，希望通过该法案搭上新能源快车，吸引更多海外制造业投资菲律宾，将矿产附加值留在国内。当时，该法案已获得参议院审批。5月，菲律宾相关官员的发言谈及菲律宾禁矿问题，但市场过度解读为菲律宾6月禁止镍矿出口。6月上旬，菲律宾两院委员会决定从矿业财政制度法案最终版本中删除原矿出口禁令条款，至此，菲律宾镍矿出口禁令扰动落下帷幕。

2025年上半年印尼镍矿审批配额提升，但政策干预加码。2月，印尼发布矿产资源外汇管理政策，要求资源出口商需将外汇收益留存印尼12个月，该政策于3月1日生效。在随后的3月里，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、镍钐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，新税率将导致纯镍成本上移400-600美元/吨，该政策主要适用于持有采矿许可证的冶炼厂及贸易商。而在镍矿审批方面，印尼矿产资源部官员在3月表示，印尼或在2025年度再度削减RKAB审批配额，以稳定镍价及工业需求。但在5月中旬，市场传出印尼RKAB审批配额由2.98亿吨大幅提升至3.2亿吨。

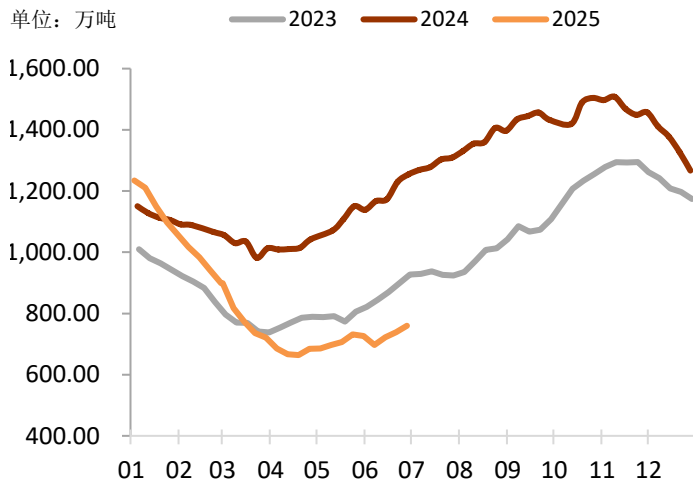
中国上半年1-5月镍矿进口合计约1042.75万吨，同比减少约8.35%。从进口源来看，进口自菲律宾的镍矿合计约869.1万吨，同比减少约9.17%，占比约83.35%，依然是我国最

大镍矿供应国。进口自新喀的镍矿约 53.6 万吨，占比约 5.14%。整体来看，菲律宾苏里高主矿区受降雨扰动较强，开采及发运均有不同程度受阻。且在政策扰动预期下，镍矿发运进一步收缩。导致我国港口镍矿库存低于季节性水平。

图表 11 镍矿进口走势



图表 12 中国港口镍矿库存



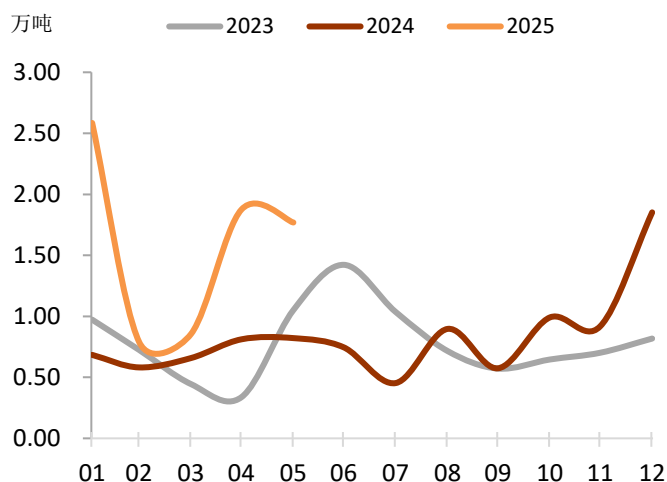
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、供给充裕，资源向 LME 流转

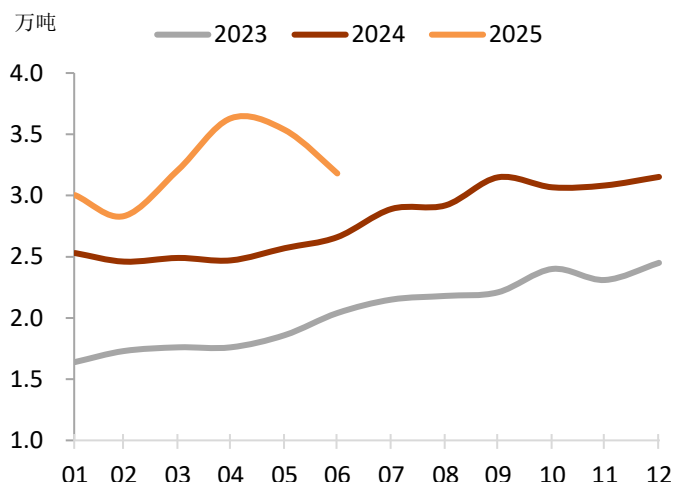
纯镍供给过剩，后期仍有增量预期。2025 年 1-5 月，国内纯镍产量合计约 19.55 万吨，同比大幅增加约 28.86%。产能方面，上半年国内精炼镍月度产能由年初的 4.35 万吨增加至 6 月的 5.41 万吨，增幅约 24.36%。上半年，海内外均有新增产能投产，但产增增量逐渐向印尼聚集。2 月，伟明环保在投资者问答中表示，公司旗下的 2.5 万吨一期电镍项目已投入试运行，产品质量符合客户需求，目前仍处于爬产阶段。公司计划于 2025 年上半年完成全部 5 万吨电镍产能建设。此外，伟明环保的嘉曼公司第二条富氧侧吹炉生产线于一季度进入投料生产，已实现季度产量约 1500 吨，产能仍处于爬坡阶段。Nickel 28 于 2 月宣布，位于巴布亚新几内亚的 Ramu 项目由于设备故障于 2024 年 12 月中旬停产，随后于 2025 年 2 月恢复满负荷生产，该项目指导产量约 3.2 万镍金属吨。青山及邦普合资位于印尼的青美邦新能源有限公司已实现事故复产，截止 5 月初，产能已恢复至 70%-80%。相比之下，寒锐钴业位于印尼的镍冶炼项目或将推迟至 2026 年。

资源由俄罗斯流入，向 LME 流出。2025 年 1-5 月，国内纯镍进口合计约 7.99 万吨，同比增长约 124.55%；出口合计约 8.16 万吨，同比增长约 143.72%。从进口国来看，增量主要来自于俄罗斯和南非。受俄乌冲突影响，俄镍出口 LME 受限，大量资源流向国内，上半年俄镍进口合计约 2.84 万吨，同比增加约 148.7%。此外，南非供应量实现了 0 突破，进口贡献量大幅上升至 1.46 万吨，约占上半年进口规模的 18.32%。出口方面，同样在俄镍出口管制下，海外镍资源短缺，尽管出口利润有所下滑但窗口尤在，国内资源持续向 LME 流转。上半年，LME 亚洲仓库资源占比由 24 年 6 月初的 55% 左右大幅跃升至 25 年 6 月末的 79.53%。

图表 13 中国精炼镍进口量



图表 14 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

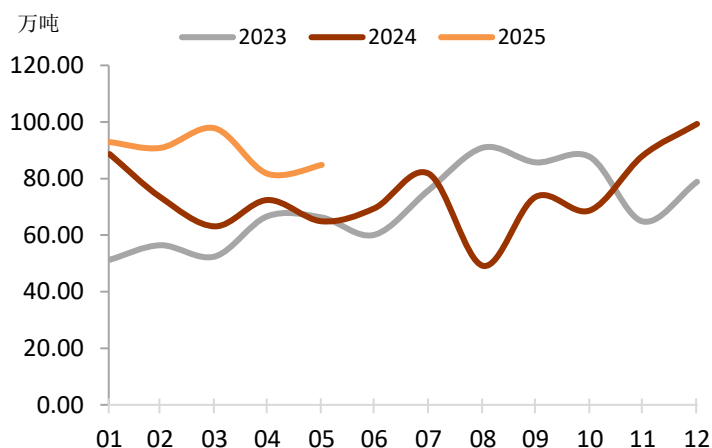
3、镍铁先涨后跌，成本压力凸显

上半年，镍铁消费逐渐下行，成本压力逐月凸显。1-5月，国内镍铁产量合计约15.55万吨，同比增长约14.25%。同期，印尼镍铁产量合计约84.05万吨，同比增长约16.59%。从利润角度来看，镍铁厂完全成本利润率先升后降，年中成本压力凸显，山东BF工艺盈利能力相对较强。相比之下，山东RKEF工艺利润较弱，由年初的-3.7%上升至4月初的7.28%后快速回落至6月末的-6.0%。主要原因在于不锈钢消费先强后弱，镍矿价格维持高位，导致镍铁价格冲高回落后期陷入亏损。

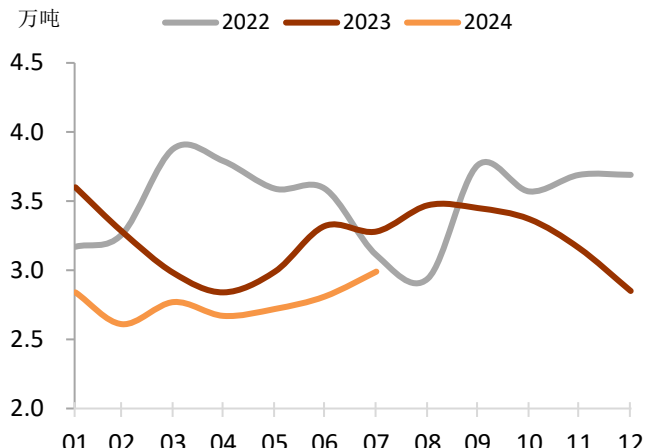
进口方面，1-5月中国镍铁进口合计约448万吨，同比增长约23.61%。由于国内镍铁产能已无新增，供给增量仅能通过开工率提升，而国内镍铁厂缺乏资源优势，成本压力凸显，供给缺口依赖海外填补。从进口国来看，印尼依然是我国最大镍铁来源，进口自印尼的镍铁规模合计约440.38万吨，占比约97.52%。进口自新喀及哥伦比亚的镍铁规模虽有增加，但整体量级有限。

下半年展望，尽管上半年镍铁厂成本压力凸显，部分镍铁厂有减产迹象，但下半年仍有部分新增产能投放在即。印尼CNI镍铁一期项目已于4月27日进入试生产阶段，约生产品位22%的镍铁5.73万吨/年，下半年将进入爬产阶段。Harita Nickel公司表示，目前公司的第三座冶炼厂正处于建设阶段，计划建设4条镍铁产线，产能规划约6万吨。届时，公司将具备18.5万吨镍铁产能。价格方面，国内地产成交数据于三季度转弱，不锈钢排产高位回落，主要消费领域表现低迷。同时，不锈钢库存高位背景下，钢厂或受政策监管控制产能，镍铁需求或难有明显回升，价格或维持低位震荡。

图表 15 中国镍铁进口量



图表 16 中国镍生铁产量



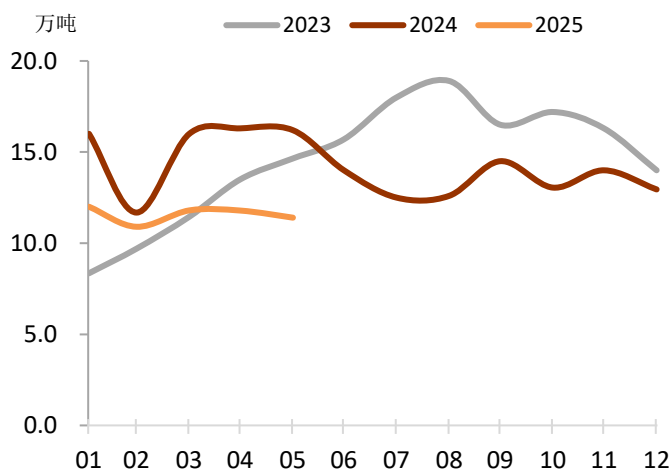
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、硫酸镍价格整体平稳，消费增量预期有限

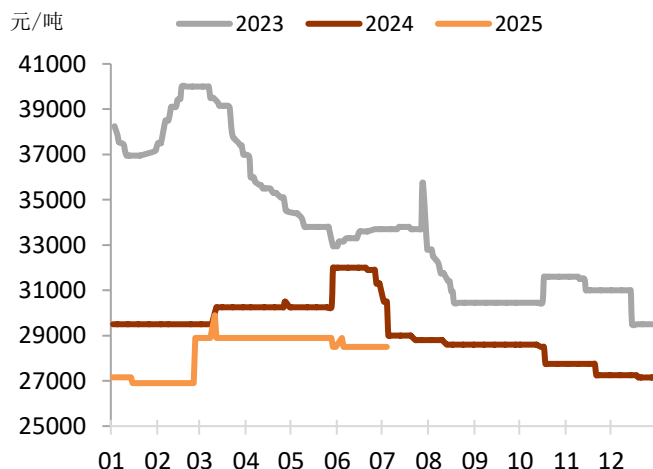
据有色网数据显示，2024 年 1-6 月，国内硫酸镍产量合计约 69.1 万实物吨，同比小幅回落约 21.05%。1-5 月进口合计约 9.97 万吨，同比增长约 0.02%。从进口源来看，进口自印尼的硫酸镍规模约 7.64 万吨，同比增长约 1.39%，约占进口总量的 76.63%。价格方面，硫酸镍价格先涨后跌。春节前夕，市场高度看好新能源节后消费，正极厂节前积极备货，市场交投活跃，电池硫酸镍价格由 1 月 2 日的 26460 元/吨上涨至 4 月初的 28320 元/吨。随后新能源消费预期逐渐落空，价格回落至 6 月末的 27400 元/吨。

后期来看，由于国内储能禁用三元电池，硫酸镍消费仅能依赖动力终端与电镀两大领域。而电镀级同样用于生产汽车其他零部件及部分电子仪器零部件，因此动力终端的消费强度将直接决定硫酸镍需求增量。而在消费弱预期背景下，硫酸镍缺乏基本面提振。但仍需关注到，随着三元逐渐向高镍产品过度，单位硫酸镍消费量或有抬升，但三元市场份额目前有限，下半年消费或难出现明显改善。

图表 17 硫酸镍产量



图表 18 电池级硫酸镍价格



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

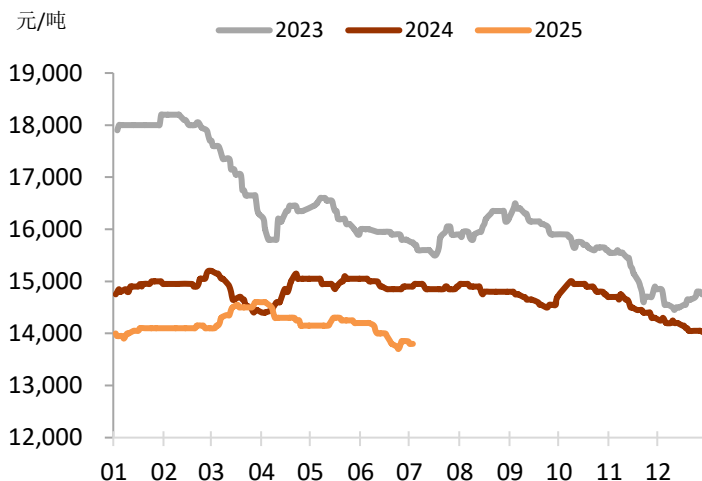
5、不锈钢消费低迷，去库进程缓慢

上半年，不锈钢价格跟随地产热度波动，价格窄幅震荡。304 不锈钢无锡切边价由年初的 13525 元/吨上涨至 4 月初的 14050 元/吨，随后一路下跌至 6 月末的 13400 元/吨，

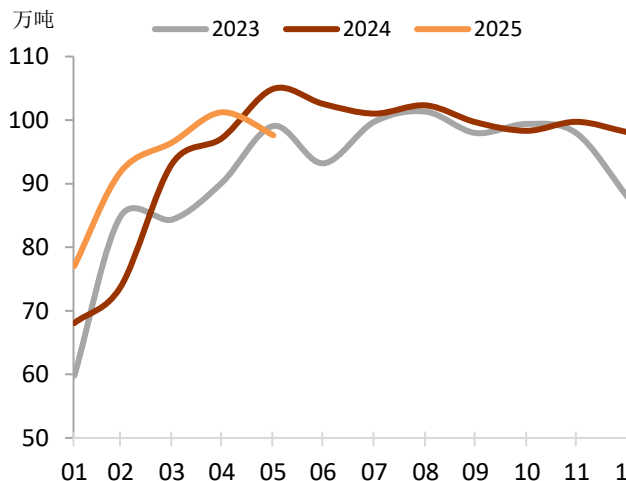
基本上，国内 300 系不锈钢产量合计约 1068 万吨，同比增长约 10.1%，同期，印尼不锈钢产量合计约 245 万吨，同比增长约 6.52%；而在排产方面，4 月国内 304 不锈钢排产维持高位，但实际落地不及预期，价格拐点拖累产量进入收缩阶段。库存方面，不锈钢现货库存大幅累库后维持高位，年中去库进度缓慢。截止 7 月 3 日，不锈钢 300 系现货库存 57.57 万吨，较年初累库约 7.96 万吨，累库幅度约 16.04%。整体来看，2025 年一季度，国内商品房成交持续回暖，成交套数由负转正，市场热度回升，提振不锈钢消费。但进入二季度后，商品房市场急转直下，不锈钢价格也随之走弱，钢厂排产逐月递减，库存却维持高位。截止 6 月 29 日，商品房累计成交套数同比已回落至-2.26%。

后期来看，基本面偏空延续，贸易政策或有阶段性提振。政策面对过剩产能的监管趋严，钢企于 5 月下旬开启逐步控产，或拖累不锈钢供给重心下沉。但地产作为主要消费领域，下半年或仍处于磨底阶段，最大终端市场延续弱势。相比之下，国内换新补贴政策仍有预期，小家电市场消费热度或有延续，但规模有限，较难驱动基本面边际改善。此外，外贸热度存在较强不确定性。上半年在抢出口驱动下，消费表现亮眼，但下半年关税协议或将敲定，仍需关注外贸政策风向。预计基本面维持弱势，可能存在阶段性政策提振，整体维持低位震荡。

图表 19 300 系不锈钢价格

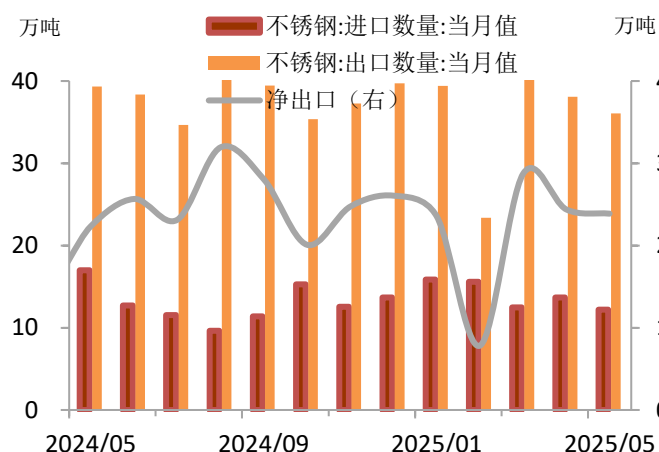


图表 20 300 系不锈钢产量

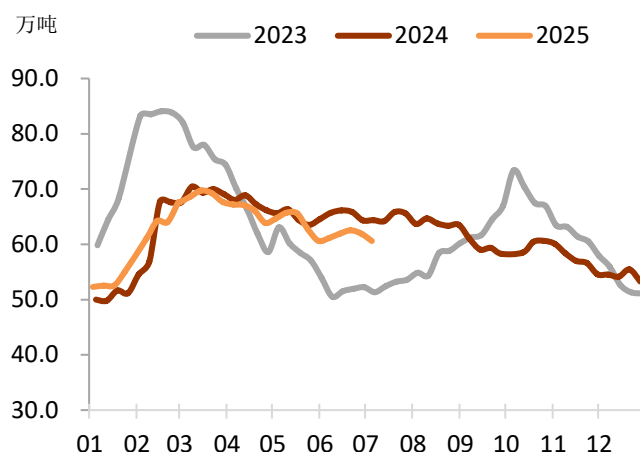


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 不锈钢进出口



图表 22 不锈钢库存合计



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、终端消费韧性存疑，政策倒逼车企排产收缩

国内方面，据中汽协数据显示，1-5 月新能源汽车产量合计约 570.1 万辆，同比增长约 45%，较 2024 年同期 30.8% 的增速明显抬升。于此同时，新能源汽车消费增速同样有所上升，同期销量合计约 560.6 万辆，同比增长约 44.0%，远高于 2024 年同期 32.5% 的增速。回顾上半年，新能源汽车消费增速提升或主要受换新补贴政策驱动，而补贴政策于 2024 年 4 月底提出，市场反馈在 2024 年三季度末，从而导致 2024 年上半年与 2025 年上半年存在明显补贴价格。据商务部数据统计，截止 5 月 11 日，上半年换新补贴申请合计约 322.5 万份，其中新能源汽车占比约 53%，直接对应销量约 171 万辆，占上半年总销量的 30.49%，驱动新能源汽车消费表现强势。此外，从产销结构中可以看到，新能源汽车的产量增速略强于消费增速，主要原因在于汽车行业内卷式竞争恶劣，车企为缩短交付周期存在一定主动累库迹象。此外，海外部分车企已放弃新能源技术自研，消费缺口依赖国内供给，在推动车企排产上升的同时，国内新能源汽车出口高增，从而导致上半年产销比数据表现整体偏弱。

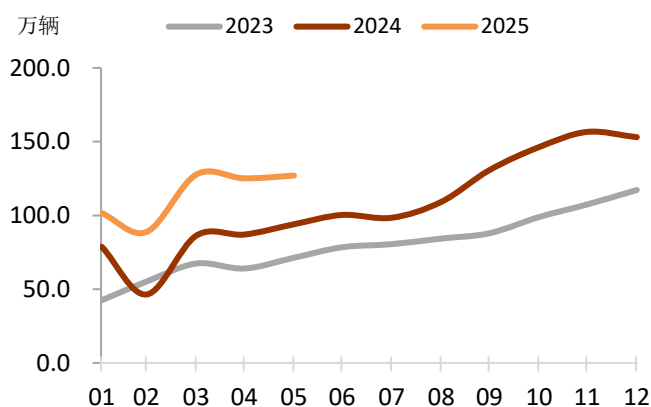
国内消费后期观点，首先，对比 2024 年上半年政策落地前与 2025 年上半年新能源汽车销量数据可以发现，若剔除换新补贴对消费的提振规模，2025 年上半年新能源汽车消费与 2024 年同期近乎持平。表明，居民端主动消费的意愿有限，国内宏观弱现实仍需时间消化，需求增量高度依赖政策补贴。但长期的政策补贴将导致财政压力凸显。而在土地财政退坡，企业利润下滑背景下。若不考虑特别国债的规模及持续性，则财政补贴对需求提振的韧性有待考量。此外，6 月出商务部下发的《保障中小企业款项支付条例》正式生效，要求大型企业对其供应商的回款周期不得大于 60 天。目前，国内大多数车企均已发文表态缩短回款周期。但车企回款压缩回款周期或直接导致企业现金流压力抬升，迫使企业提高库存流动周期，进而压制车企排产。据悉，比亚迪以决定停止部分工厂夜班排产，部分工厂产量缩减三分之一。整体来看，国内动力终端对锂盐消费的拖累或将同步出现在居民端与车企。

海外方面，1-4 月，欧洲新能源汽车销量合计约 113.12 万辆，同比增长约 23.32%。1-

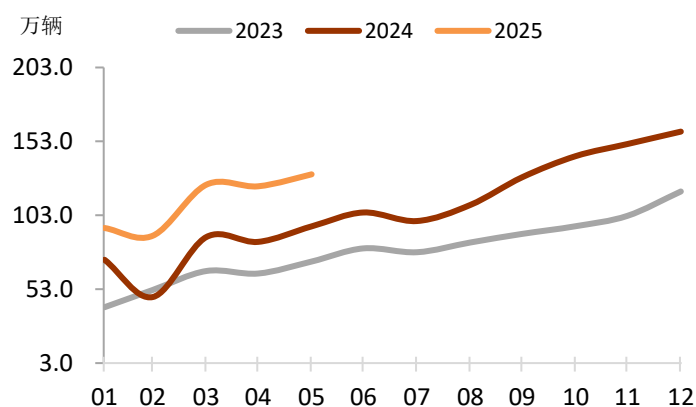
5 月，美国新能源汽车销量合计约 64.79 万辆，同比增长约 8.87%，市场渗透率约 8.94%，较年初的 10.38 有所下滑。

海外消费增速预期放缓。尽管欧洲对实现碳中和目标较为坚定，但在近期新发布的碳排放修订案中，将汽车制造商的碳排放审核标准由年度审核达标放宽为三年均值审核达标。这也意味着，放宽了车企生产燃油车的限制，进而拖累车用车电气化进程。而在车企利润走弱背景下，欧洲部分车企已放弃新能源乘用车的自研投入，碳排放修订案发布或是欧洲对弱需求显示的妥协，但该政策仍需欧盟理事会批准才能生效。美国方面，特朗普力推的“大而美”法案在 7 月初通过参议院批准，该法案规定将在 2026 年起取消购买新能源汽车享有的 7500 美元税收减免，且购买二手新能源汽车享有的 4000 美元税收减免也将在 2025 年年底失效。目前政策仍需通过众议院审批通过后才会由特朗普审批生效。

图表 23 新能源汽车产量

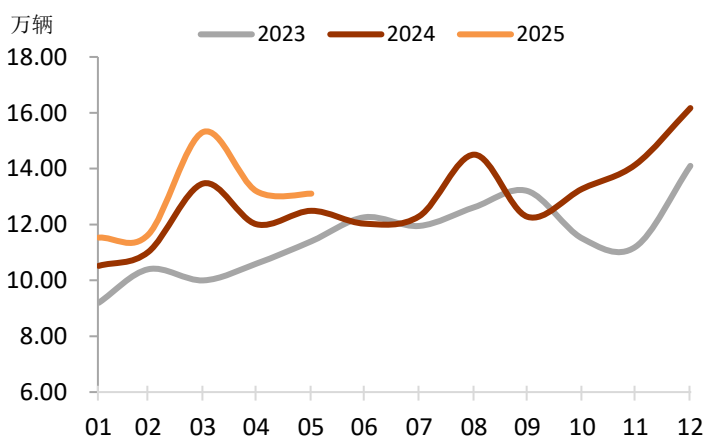


图表 24 新能源汽车销量

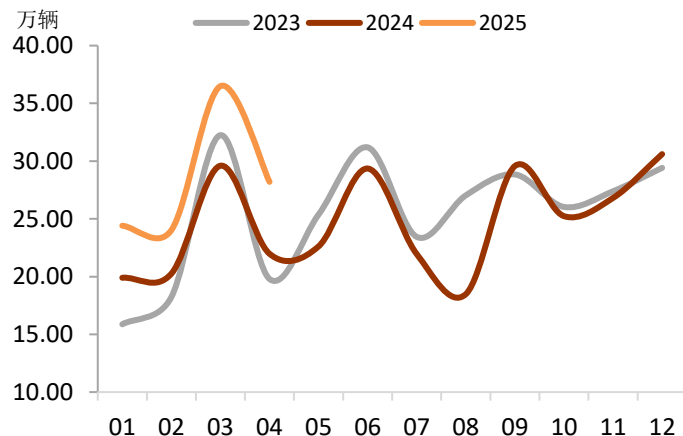


资料来源：iFinD，中汽协，铜冠金源期货

图表 25 新能源汽车销量（美国）



图表 26 新能源汽车销量（欧洲）



资料来源：iFinD，中汽协，铜冠金源期货

7、过剩资源向外流转，国内库存相对平稳

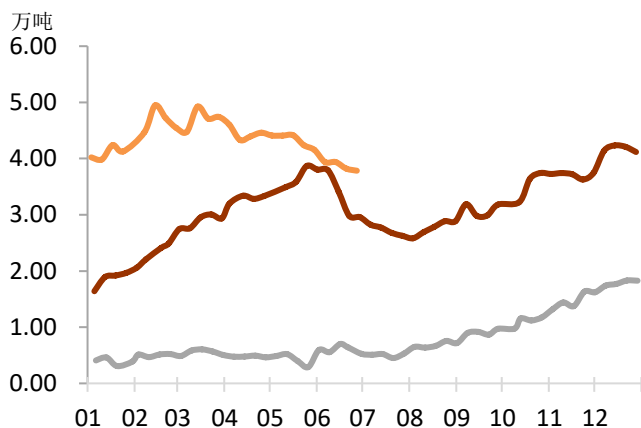
上半年，纯镍库存先增后降，过剩资源向 LME 交仓流转。截止 6 月 27 日，SMM 口径下的六地社会库存合计约 3.78 万吨，同比增加约 27.94%，较年初去化 2376 吨。同期，LME 库

敬请参阅最后一页免责声明

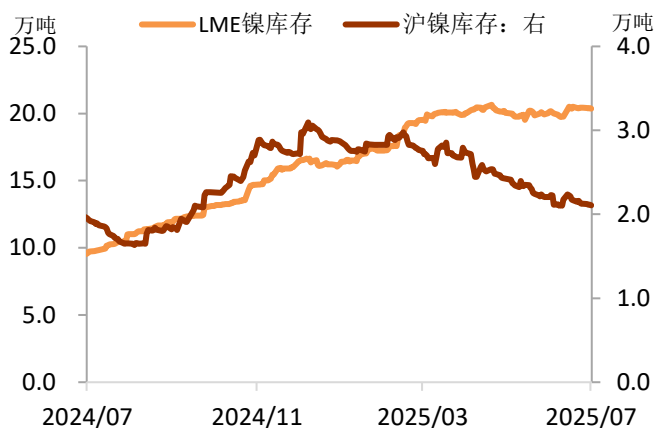
存录得 20.4 万吨，同比增加约 114.67，较年初累库约 4.15 万吨。其中，位于亚洲的高雄，新加坡、釜山、光阳、柔佛六地库存合计约 16.17 万吨，约占 LME 总 79.43%，上半年累库约 4.52 万吨，占国内精炼镍出口规模的 55.45%。

下半年，出口利润收窄，资源留存国内或推高库存。在俄镍及南非资源流入驱动下，国内纯镍供给资源仍预期充裕。而国内消费暂无明显增量预期，且随着出口利润收缩，资源向 LME 流入的规模预期下滑，过剩资源或被迫留存国内，进而推高纯镍库存。

图表 27 精炼镍社会库存



图表 28 镍交易所库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、 行情展望

供给方面，出口窗口尤在，支撑纯镍供给维持相对高位。（中性）

需求方面，地产持续摩底，新能源消费缺乏自主驱动，需求增量有限。（中性）

成本方面，镍矿紧缺或源于政策压力，成本支撑强势。（偏多）

宏观方面，美国滞涨预期尤在，国内通缩压力或将延续。（偏空）

下半年来看，美国经济前景尚不明朗，滞涨风险尤存。国内政策路径注重供给，对消费端的改善决心不足，宏观上暂无乐观预期。产业上，印尼与菲律宾均有控矿意图，年内镍矿或难出现宽松格局。电镍供给高点或已在上半年出现，但出口窗口尤在，产量或仍维持高位。镍铁承压格局难破，地产景气度下沉，不锈钢或难有较强拉动。新能源消费高度依赖财政补贴，自主消费力度薄弱。在无政策加码前提下，新能源或难有明显提振。弱现实与强成本博弈，镍价震荡。

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 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：021-57910823

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。