

2025 年 6 月 9 日



成本支撑与宏观博弈

镍价低位震荡

核心观点及策略

- 宏观层面，美国经济软数据有所修正，但美联储态度依然偏鹰，鲍威尔与特朗普的博弈仍将延续。关税风险再度升温，法院对特朗普的关税裁决延期。
- 成本方面，印尼镍矿紧缺状态贯穿全月，红土镍矿价格持续攀升。月中传出印尼镍矿审批配额大幅提升信息，但镍矿价格并未出现松动，成本支撑犹在。
- 基本面供需双降。电镍产量小幅收缩，但出口窗口犹在，国内供给整体维持高位水平。不锈钢产量二连降，去库过程波折，关税缓和并未有效带动不锈钢消费。三元排产整体平稳，基本面无明显边际变动。
- 后期来看，特朗普关税政策风波反复，宏观层面可能存在阶段性扰动，但“TACO”交易策略盛行，政策扰动或快速修复。基本面上，出口窗口驱动下，国内电镍供给或仍将维持高位，不锈钢库存虽有去化，但进度较为缓慢，抢出口效应或难兑现。且在国内钢企控产背景下，不锈钢或难出现大幅提产。新能源消费增速逐渐放缓，市场预期6月排产整体持平，需求端较难出现明显增量。整体，基本面暂无改善预期，成本支撑逻辑犹在，宏观可能存在阶段扰动，但修正预期较强，镍价或低位震荡运行。
- 风险点：镍矿价格走弱，宏观扰动超预期

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：通胀压力进一步缓解，关税风波延续.....	5
国内：全球贸易扰动尤在，内需有所修正.....	5
三、基本面分析	6
1、镍矿紧缺延续，矿价持续攀升.....	6
2、电镍供给环比收缩，上游成本压力凸显.....	7
3、下游买盘较弱，镍铁持续累库.....	8
4、需求暂无明显增量，硫酸镍预期平稳.....	9
5、供给收缩，库存缓慢去化.....	10
6、动力端增速有限，产业赛道或有迁移.....	11
7、供给收缩拖累库存去库.....	11
三、行情展望.....	12

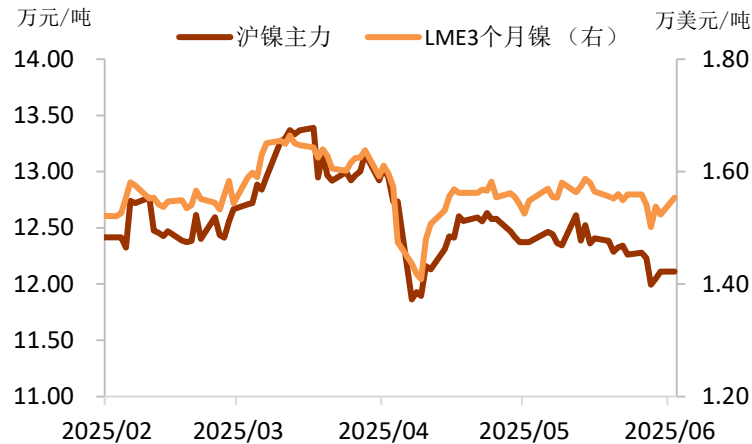
图表目录

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 PMI	6
图表 4 美国核心 PCE 同比	6
图表 5 国内制造业 PMI	6
图表 6 社零累计同比	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	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 新能源汽车销量（欧洲）	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

5月沪镍主力合约震荡偏弱运行。5月初，受中美贸易协定提振，宏观预期修复，市场普遍存在抢出口预期，镍价有所上涨。但随着不锈钢库存高企不落，终端抢出口预期落空，价格有所走弱。下旬，市场流传印尼镍矿审批配额大幅提升，拖累镍价大幅走弱。但消息未经三方证实，且镍矿价格仍处于高位，镍价下跌后快速修复。

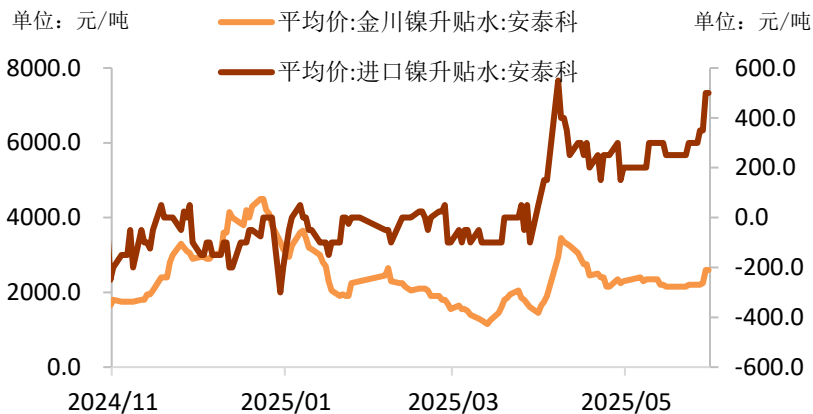
图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

现货升贴水高位回落。5月精炼镍升贴水先弱后强。虽然5月镍价整体有所下滑，但下游采买热度有限，价格走弱并未有效刺激采购，升贴水由月初的2400元下跌至5月22日的2150元。月尾受镍价大幅走弱影响，刺激下游采买，升贴水由22日的2150元上涨至30日的2600元。

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：通胀压力进一步缓解，关税风波延续

美国经济软数据改善。4月美国核心PCE同比录得2.5%，与预期相符，前值2.7%。环比录得0.1%，较上期持平；个人支出月率录得0.2%，与预期相符，较上期回落0.5个百分点。个人支出增速放缓，通胀压力随之降温，美联储已接近2%的通胀目标。制造业表现不及预期，5月ISM制造业PMI录得48.5，低于预期的49.5，前值48.7。从分项结构来看，消费端整体有所走弱，新订单指数虽小幅上升0.4个百分点至47.6，但新出口订单大幅回落3个百分点至43.1，贸易政策对美国自身出口的影响仍在加深。劳动力市场整体平稳，就业指数录得46.8，较上期小幅上升0.3个百分点。

关税风险尤在，但实际扰动有限。特朗普关税政策在月底被法院裁决叫停，但其在后续申诉中获胜，法院对关税的裁决被延期执行。而在5月30日，特朗普再度高举贸易大棒，对钢铁及铝制品从25%提高至50%。但市场普遍认为，特朗普关税政策仍将延续“高开低走”特征，TACO交易即“特朗普总会临阵退缩”依然盛行。关税政策或在颁布初期对市场情绪有所打压，但随着政策打折落地，市场情绪也将快速修复，实际扰动力度有限。

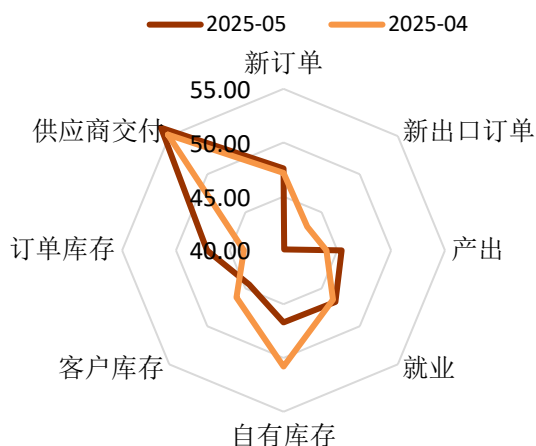
整体来看，美国经济数据褒贬不一，消费力度降温下，美联储向2%的通胀目标进一步靠拢，美联储表态依然偏鹰，降息或在四季度。而最大的不确定性仍在于特朗普的关税扰动上，但如果从结果论角度出发，关税风险或更多呈“瞬时”性特征，实际影响有限。

国内：全球贸易扰动尤在，内需有所修正

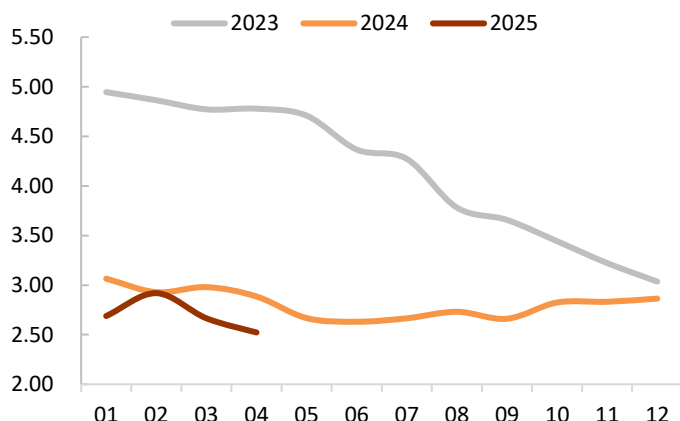
制造业表现分化，暗指内需强于外贸。中国5月官方制造业PMI录得49.5，与预期持平，高于前值的49。从分项数据来看，需求端数据表现均有回升，新出口订单增幅较大，环比上涨2.8个百分点至47.5；新订单指数上升0.6个百分点至49.8；就业数据相对平稳，较上期上升0.2个百分点至48.1。但企业对未来的信心依然较弱，备库意愿较差，产成品库存下降0.8个点至46.5。**相比于官方PMI，财新制造业PMI表现较弱。**5月财新制造业PMI仅录得48.3，远低于预期的50.7，较前值大幅下跌2.1个百分点。从统计口径差异来看，财新制造业PMI的统计对象为中小型私营制造业，样本侧重于沿海出口企业。而官方制造业主要以大型国企、央企为主，样本覆盖量更广。由此可见，虽然官方制造业PMI有所修正，出口订单指数环增。但财新口径下中小型企业依然面临困境。

国内消费活力日益回升。4月国内社会消费品零售总额累计同比实现2连涨，累计社零同比增长4.7%，较上期提高0.1个百分点。其中，汽车消费品零售提供较强增量，在剔除汽车消费品累计额后，社零同比增速由4.7%降至4.2%。在此基础上，CPI同比虽仍处于负值，但环比增速已由上期的-0.4%修复至+0.1%，国内消费景气度持续回暖。

图表 3 美国 ISM 制造业 PMI

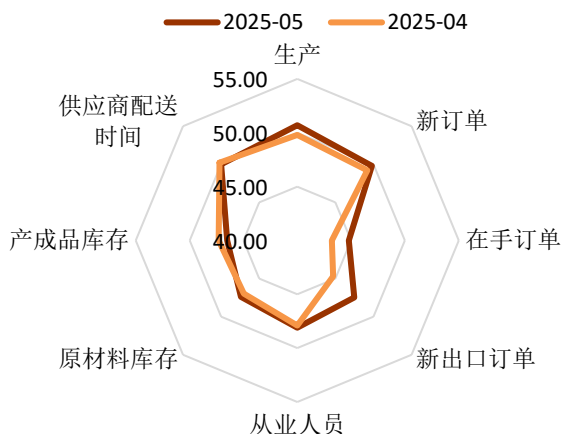


图表 4 美国核心 PCE 同比

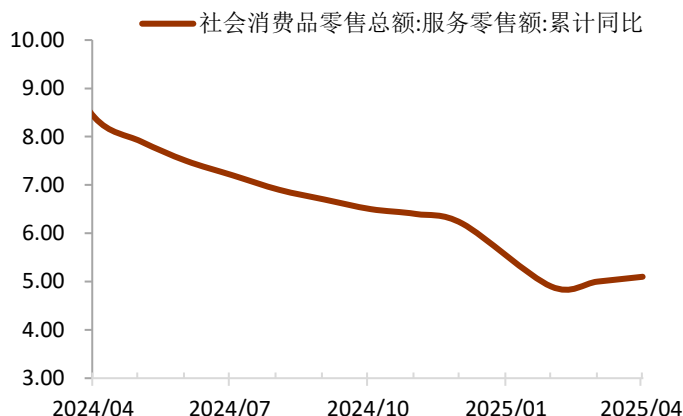


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 国内制造业 PMI



图表 6 社零累计同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

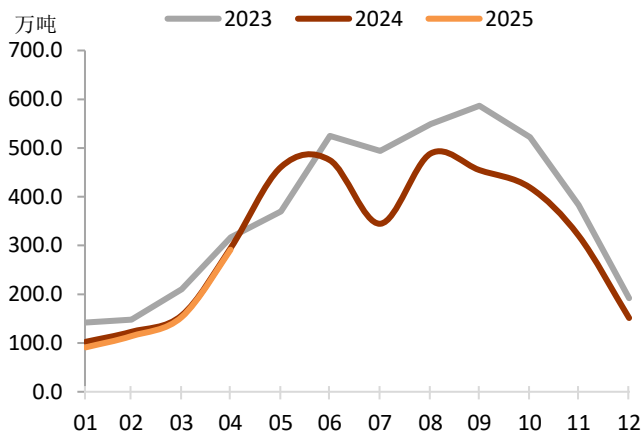
三、基本面分析

1、镍矿紧缺延续，矿价持续攀升

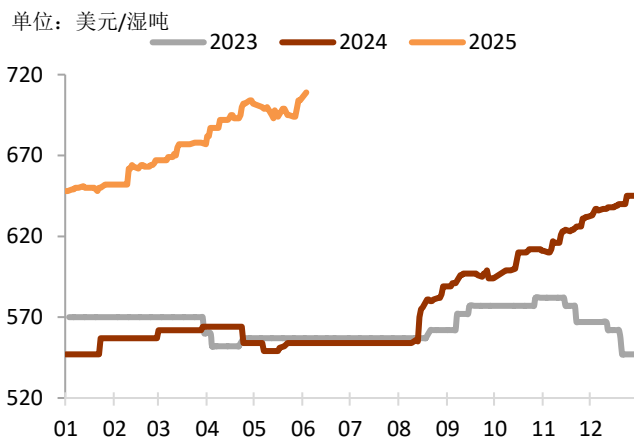
据 SMM 数据显示，印尼（1.5%）红土镍矿内贸 FOB 价格由 39.1 美元/湿吨上涨至 40.8 美元/湿吨，报告期内小幅上涨 1.7 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 51 美元/湿吨下跌至 48.5 美元/湿吨，报告期内下跌 2.5 美元/湿吨。报告期内，印尼镍商会对红土镍矿内贸基准价格反复调整，但印尼镍矿价格在供给偏紧驱动下延续偏强态势。此外，苏拉威西受降雨扰动，镍矿发运迟缓，进一步加剧供给紧张局势。菲律宾同样存在降雨扰动的情况，苏里高地区的持续降雨同样阻碍了镍矿的发运，但菲律宾镍矿已出口为主，自身国内需求有限，价格小幅下探。此外，月中传出印尼 RKAB 审批配额大幅提升至 3.2 亿吨，对镍价施压。但镍矿价格表现坚挺。同时，菲律宾流传要在 6 月禁止镍矿出口，但消息很快被市场证伪，传闻扰动力度有限。

4月,中国镍矿进口量合计291.41万吨,同比回落1.03%,从进口国来看,进口自菲律宾的镍矿约249.17万吨,约占进口总量的99.9%,本期进口自其他国家的规模大幅收减。库存方面,同花顺数据显示,截止5月30日,国内港口库存合计约725.88万吨,较4月末小幅累库约41.91万吨,但仍处于近三年来绝对低位。5月国内电镍排产小幅收缩4月进口同比虽有走弱,但环比扩张,港口镍矿有所累积。

图表 7 镍矿进口情况

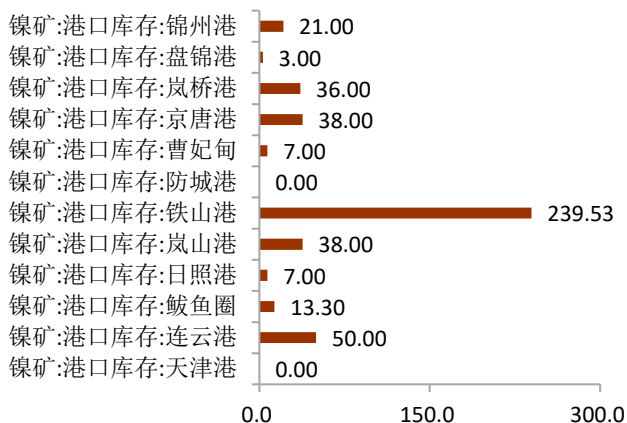


图表 8 镍矿价格 (1.9%-2.0%均价)

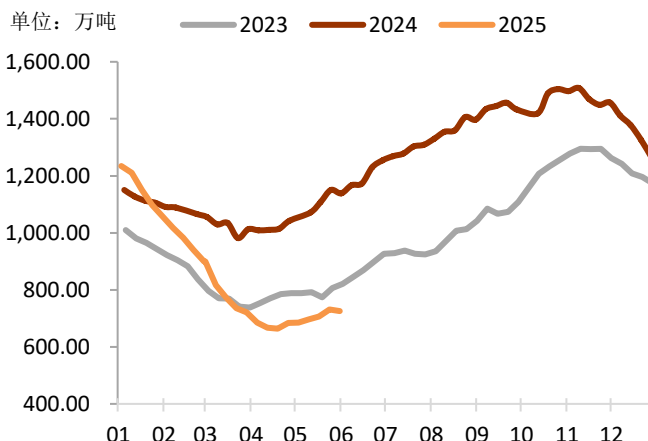


资料来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 9 镍矿主要港口库存情况



图表 10 镍矿港口库存



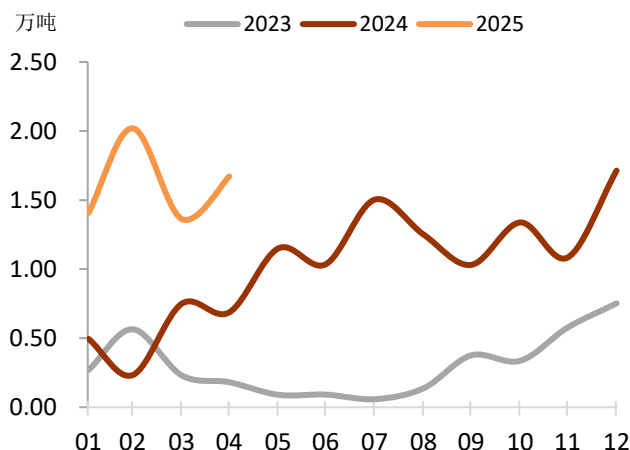
资料来源: SMM, iFind, 铜冠金源期货

2、电镍供给环比收缩, 上游成本压力凸显

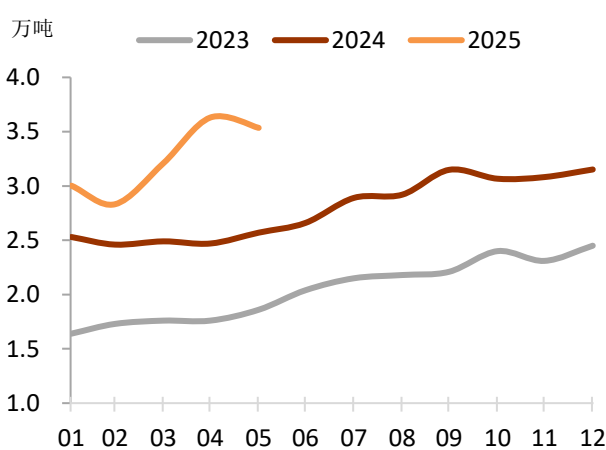
据 SMM 统计,5月全国精炼镍产量合计3.535万吨,同比+37.82%;产能规模合计约54099吨,较上期无明显变动;开工率65.34%,低于预期同期16.13个百分点,产能过剩格局延续。利润方面,4月全国各工艺条线一体化电积镍利润率均有下滑。其中,MHP利润率由2.5%下降至-1.3%;一体化高冰镍利润率约在-6.8%,较上月大幅回落约5.18个百分点。从原料价格角度来看,4月高冰镍价格波动幅度相对较大,价格重心在4月中旬后有明显上移,而MHP价格表现相对平稳。

进出口方面，4月中国进口精炼镍 19157 吨，同比增长约 135.76%。进口增量主要来自于俄罗斯，当月进口量约 9294 吨，占比约 48.51%，同比大幅提升。此外，进口自挪威的镍规模同样有所提升，由 3 月的 1656 吨增加至 4 月 3928 吨，本期占比约 20.5%。出口方面，4 月国内精炼出口规模约 17216 吨，同环比+150.3%/+18.51%。4 月受镍价大幅波动影响，直观计算下的月均出口利润大幅收缩至 34.6 美元/吨，但出口窗口尤在。5 月镍价振幅有所收敛，月均出口利润修复至 204.78 美元/吨，预期仍将提振出口数据维持高位。

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、下游买盘较弱，镍铁持续累库

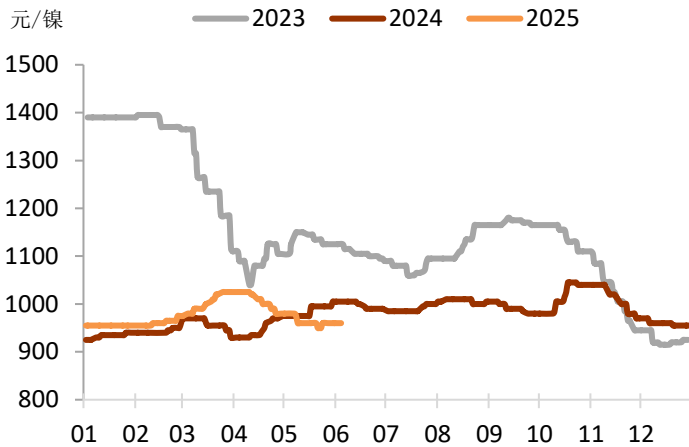
价格上，据 SMM 数据显示，5 月，高镍生铁价格高位回落，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 959 元/镍点下跌至月底的 954 元/镍点。

供给方面。5 月中国镍生铁产量 2.58 万金属吨，环比+1.33%，6 月预期排产 2.564 万金属吨，环比-0.59%。成本利润方面，印尼镍矿紧缺延续，菲律宾镍矿价格虽有走弱，但仍处于高位水平，成本端较为强势。而镍铁价格走弱后，冶炼端成本压力进一步凸显。目前，仅山东火法 BF 工艺能维持较好利润，RKEF、EF 工艺均利润率均已转负。需求上，中国 300 系不锈钢 5 月产量合计约 178 万吨，较去年同期增加 4 吨，环比已连续 2 个月回落。在前期抢出口提振结束后，4 月 300 系不锈钢实际排产低于预期 192 万吨，5 月排产进一步收缩，抢出口或已透支部分后期消费。而随着 5 月底钢企逐渐进入控产，或进一步压制不锈钢排产收缩。截止 5 月 29 日，国内不锈钢库存 56.97 万吨，较 4 月末去库 4000 吨。在 5 月不锈钢排产收缩背景下，库存同样去化，但去库幅度远不及供给收缩力度，终端消费依然偏弱。镍铁库存方面，截止 5 月 30 日，国内镍生铁库存合计约 27.55 万吨（实物吨），较 4 月末累库约 2.75 万吨，整体仍处于累库阶段中，与不锈钢排产下滑交相呼应。

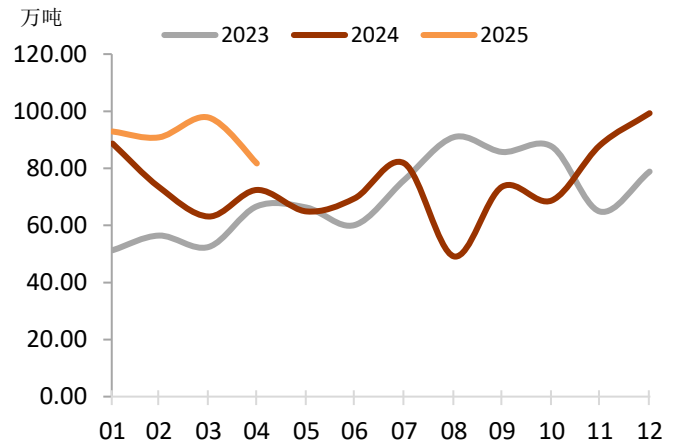
进出口方面。4 月国内镍铁进口合计约 81.69 万吨，同比+12.9%，环比-19.38%；从进口国来看，进口自印尼的规模约 79.47 万吨，环比大幅收缩，占比约 97.28%；进口自巴西的规模环比收缩 35.27%至 3968 吨，进口自韩国和新喀的规模整体较为稳定。

敬请参阅最后一页免责声明

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁进口



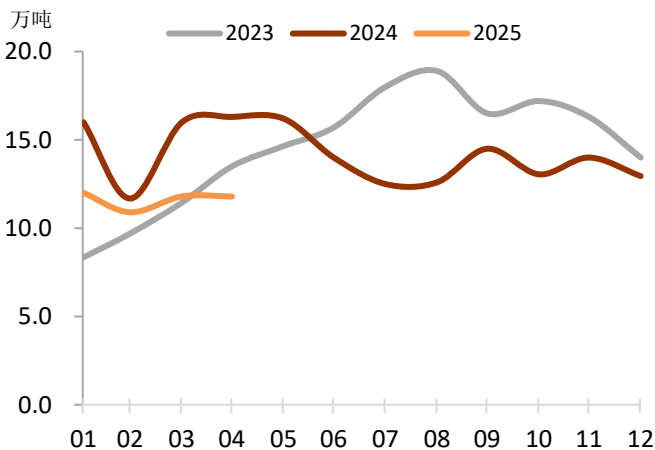
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、需求暂无明显增量，硫酸镍预期平稳

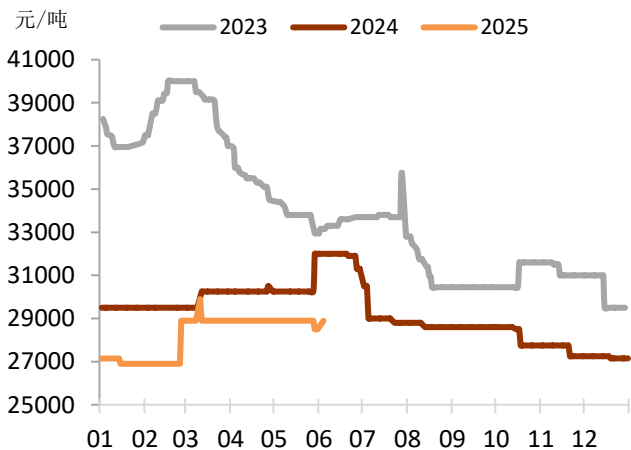
价格方面，5 月硫酸镍价格震荡偏弱运行。电池级硫酸镍价格由月初的 28085 元/吨下跌至 27915 元/吨；电镀级硫酸镍价格由 30750 元/吨下跌至 30000 元/吨附近。

基本上，据 SMM 统计，5 月硫酸镍产量 26015 吨（金属量），同环比-20.51%/+0.39%。5 月，三元材料产量合计约 64310 吨，同环比+23.91%/+3.52%。从供需增幅来看，硫酸镍产量环比增速略小于三元正极产量的环比增速，但在行业下行周期中，硫酸镍厂商议价能力较弱，硫酸镍价格仍延续弱势。从需求结构来看，5 系、8 系三元正极材料产量环比下降，6 三元排产有所扩张。尽管三元产量结构逐渐向高镍过度，但终端消费力度下滑，高镍三元缺乏价格优势，产量逐渐向 6 系靠拢。成本利润方面，除镍豆产硫酸镍工艺仍处于亏损状态外，其它工艺条线利润率均处于正值。其中，高冰镍工艺条线利润率最佳。截止 6 月 3 日，SMM 口径下的高冰镍产硫酸镍利润率为 3.6%。进口方面，4 月，中国硫酸镍进口量约 32604 吨，同环比+0.63%/+0.77%，其中，进口自印尼的规模约 25510 吨，占比约 78.24%；进口自韩国的规模约 3456 吨，占比约 10.59%。出口方面，4 月硫酸镍出口 567 吨，同比-0.68%。

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

敬请参阅最后一页免责声明

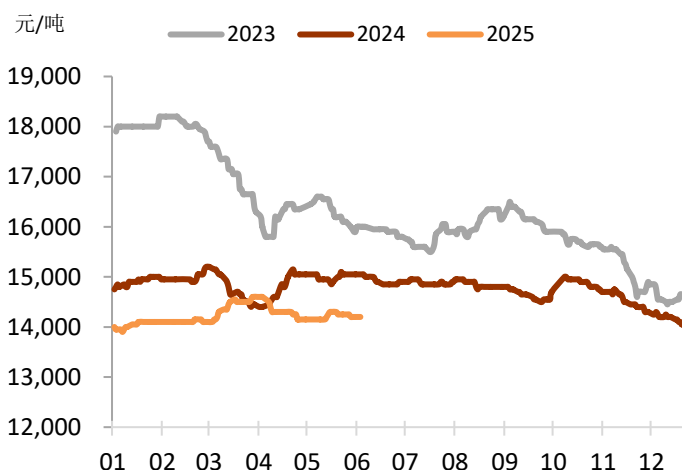
5、供给收缩，库存缓慢去化

5月300系不锈钢价格小幅上涨，报告期内，304不锈钢（宝新上海）价格1.415万元/吨上涨至1.42万元/吨，涨幅约0.35%。

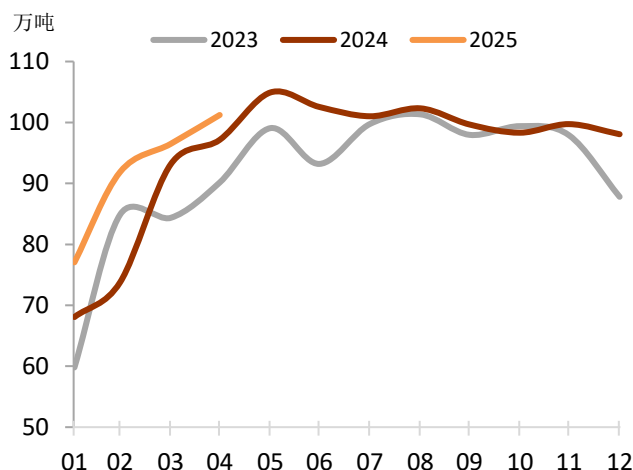
基本面上，据SMM数据统计，中国5月300系不锈钢产量合计约178万吨，较去年同期增加4万吨，不锈钢排产已连续2个月环比下滑，且4月实际排产规模不及预期，表明抢出口带动消费依然弱化。进出口方面，同花顺口径下，中国不锈钢4月净出口规模约24.38万吨，较上期小幅下滑4.3万吨。需求上，截止6月1日，国内30大中城市商品房周度成交套数合计约40.47万套，同比-2.04%，商品房成交面积累计约4110万平方米，同比+0.93%。家电市场并未因关税贸易缓和而出现较强抢出口现象，下游需求未有明显增量。

整体来看，不锈钢基本面供需环比收缩，抢出口预期未能兑现。截止5月30日，300系不锈钢库存合计60.62万吨，较4月末去库3.26万吨。去库力度不及降产力度，侧映消费疲软。

图表 17 300 系不锈钢价格

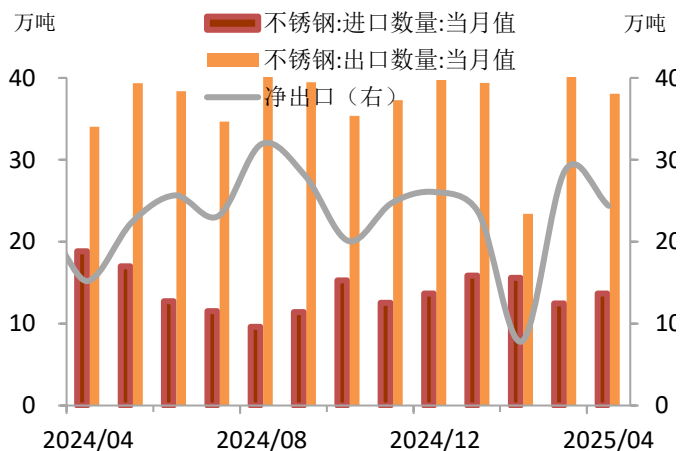


图表 18 300 系不锈钢粗钢产量

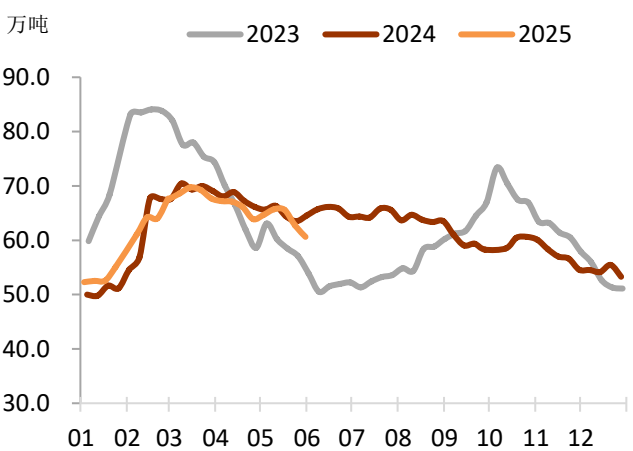


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

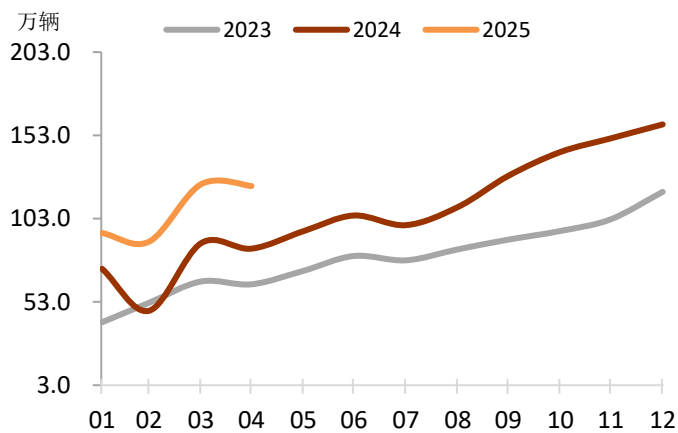
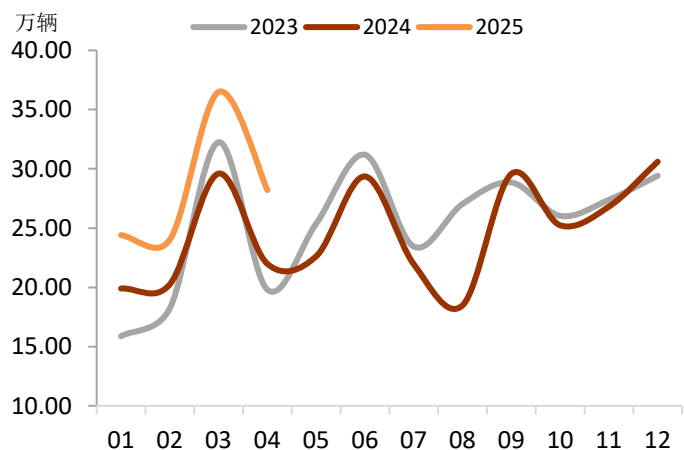
6、动力端增速有限，产业赛道或有迁移

据中汽协数据显示，1-4月，新能源汽车累计销量约430万辆，同比+46.26%；产量合计约442.9万辆，同比增长约48.38%；销产比约97.09%。在车企供给端的调整下，产销比整体有所修正，终端库存压力缓解。从高频数据来看，据乘联会数据统计，5月1-25日，全国乘用车新能源市场零售72.6万辆，同比去年5月同期增长31%，较上月同期20%的增速有所改善。新能源销量在5月整体保持平稳，单周销量增速整体处于31%-32%之间，但整体仍低于年初近40%的增速，消费增量势头有所减弱。

后期来看，根据近两年数据观测，新能源汽车在三季度销售增量均表现较弱，终端需求或难有明显提振。此外，2024年4月底发布的换新政策并未直接激活市场活力，消费从2024年8月开始出现明显增量，因此三季度初期的基数压力依然较弱，数据表现预期平稳，销量增速或在8月后出现明显回落。此外，换新政策对新能源乘用车的提振日益减弱，政策重心逐渐向新能源重卡、船舶等交运领域推广，或将部分填补乘用车消费走弱导致的需求缺口。

图表 21 新能源汽车销量（欧洲）

图表 22 新能源汽车销量



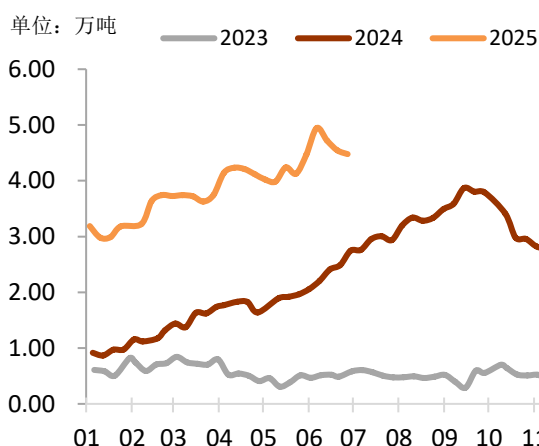
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7、供给收缩拖累库存去库

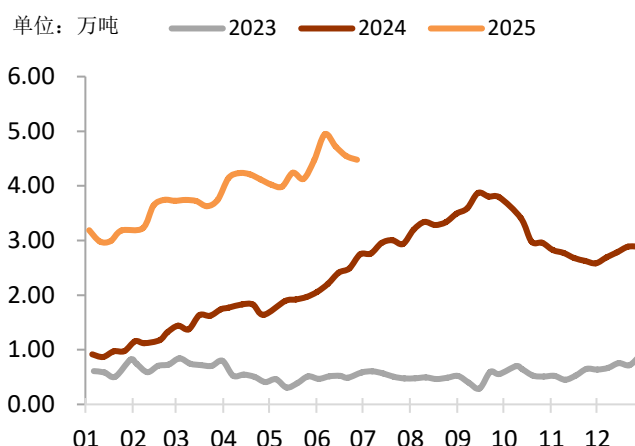
截至2025年5月30日，国内精炼镍社会库存合计约41553吨，较4月底-3048吨；SHFE库存22299吨，较4月底-2009吨，LME镍库存201462吨，较4月底+144吨。整体来看，虽然库存去化，但供给减量略大于库存去化合计量，供需双弱格局下，需求端相对更弱。

后期来看，6月国内供给预期进一步收缩，但出口窗口尤在，国内资源仍持续向LME流出。而需求端暂无明显改善预期，硫酸镍及不锈钢排产均无提振，基本面或延续供需双弱格局。现货库存或在供给收缩拖累下延续去库。

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，出口窗口尤在，供给或仍处于高位（中性）

需求方面，钢企控产或压制不锈钢排产规模，抢出口预期未能兑现，不锈钢去库进度波折。三元排产预期平稳（中性）

成本方面，印尼镍矿审批配额虽有提升，但紧缺现状未有缓解，矿价维持高位。（中性）

宏观方面，关税风险尤在，但“TACO”交易或快速修正。（中性）

后期来看，特朗普关税政策风波反复，宏观层面可能存在阶段性扰动，但“TACO”交易策略盛行，政策扰动或快速修复。基本上，出口窗口驱动下，国内电镍供给或仍将维持高位，不锈钢库存虽有去化，但进度较为缓慢，抢出口效应或难兑现。且在国内钢企控产背景下，不锈钢或难出现大幅提产。新能源消费增速逐渐放缓，市场预期6月排产整体持平，需求端较难出现明显增量。整体，基本面暂无改善预期，成本支撑逻辑尤在，宏观可能存在阶段扰动，但修正预期较强，镍价或低位震荡运行。

风险点：镍矿价格走弱，宏观扰动超预期

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 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。