

2025年8月4日



关税驱动宏观反复

镍价震荡

核心观点及策略

- 宏观层面，关税扰动贯穿全月，月初在关税信函压力下，市场较为悲观。而随着贸易协定陆续落地，协议关税较信函关税大幅调降，市场情绪逐渐回暖。美国二季度经济数据彰显韧性，劳动市场依然稳健，美联储偏鹰延续，特朗普与鲍威尔持续博弈。经济数据喜忧参半，市场对美联储降息节点的预期反复摇摆。
- 成本方面，印尼、菲律宾的气候扰动减弱，镍矿供给逐渐趋向宽松。印尼镍商会下调镍矿内贸基准价，但矿价走弱迹象尚不明显。
- 基本面：受钢企控产压制，国内7月不锈钢产量预期大幅收缩，印尼不锈钢产量小幅环增，但增量难以填补国内减量。三元材料7月产量小幅环增，但需求占比有限，消费整体走弱。纯镍出口窗口依然敞开，供给小幅探涨，基本面供增需减边际走弱。
- 后期来看，宏观预期仍是主导，基本面边际变量对价格影响有限。美国关税豁免期已至，特朗普表示不会再有期现延续，并已对部分国家开始征收高额对等关税，上旬宏观压力预期较强。但特朗普政策风向多变，且中美贸易谈判尚有预期，下旬仍有较强不确定性。基本面暂无明显改善预期，不锈钢较难释放需求活力，新能源面临降速风险。供给高位下，成本支撑尤在，镍价或延续震荡运行。
- 风险点：关税风险超预期

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：关税风波摇摆，降息预期反复.....	5
国内：反内卷路径明确，经济结构平稳运行.....	5
三、基本面分析.....	7
1、紧缺格局缓解，矿价或有松动.....	7
2、出口窗口尤在，供给充裕.....	8
3、镍铁压力有所缓解，修正仍需时间.....	9
4、硫酸镍市场回暖，供需边际改善.....	11
5、政策预期保守，消费增速预期放缓.....	11
6、基本面偏空，纯镍或将累库.....	12
四、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 美国个人耐用品消费支出	6
图表 4 美国核心 PCE 同比	6
图表 5 固定资产投资	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	8
图表 10 镍矿港口库存	8
图表 11 中国精炼镍出口量	9
图表 12 中国精炼镍产量	9
图表 13 高镍生铁价格走势	10
图表 14 中国镍生铁进口	10
图表 15 300 系不锈钢价格	10
图表 16 300 系不锈钢粗钢产量	10
图表 17 不锈钢进出口	10
图表 18 300 系不锈钢库存	10
图表 19 硫酸镍产量	11
图表 20 电池级硫酸镍价格	11
图表 21 新能源汽车销量（欧洲）	12
图表 22 新能源汽车销量	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

7月沪镍主力合约震荡运行。7月初，在美国信函关税压力下，宏观预期转弱，镍价震荡下行。但随着英、菲、日、欧等国家组织相继与美国签署贸易协议，且协定关税远低于信函关税，市场预期逐渐修正，镍价随之反弹。基本面暂无明显驱动，报告期内，供给边际修正，需求边际走弱，现货库存有累库迹象。但镍价现阶段受宏观主导，产业驱动不足。

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。7月精炼镍升贴水持续走弱，金川镍升贴水由月初的 2600 元/吨下跌至 7月 30日的 2300 元/吨。进口镍升贴水同期由 650 元/吨下跌至 550 元/吨。月初镍价低位冲高，对升贴水有所压制。随着宏观压力抬升，镍价逐渐下行。但 7月钢企不锈钢排产不佳，镍价走弱并未有效带动需求回暖，升贴水回落后整体维持低位震荡。

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：关税风波摇摆，降息预期反复

关税风波反复。7月上旬，特朗普相继向23个国家发送关税信函，目标国家主要位于亚洲地区，关税强度整体处于20-50之间，贸易风波再起扰动宏观情绪。但对比4月与7月的关税强度来看，美国对大部分国家征收的关税较4月有不同幅度的下滑，市场认为，7月信函税率下调或在于督促相关国家尽快签署贸易协议。7月中下旬，关税风波有所缓解，美国先后与日本、菲律宾、欧洲等国家及组织签署贸易协议，协议关税整体低于前期特朗普发出的信函税率，且对欧盟部分输美商品关税豁免。从节奏上看，4月关税>7月关税>协议税率，特朗普既定的关税策略皆在改善美国长期巨额的贸易逆差环境，并非要去打破全球贸易链格局。但当前包括巴西、南非等国家仍面临将高对等关税，能否有新的协议落地仍需观察。

经济数据褒贬不一，美联储降息预期反复。美国6月核心PCE物价指数年率录得2.8%，预期2.7%，前值2.8%；核心PCE环比录得0.3%，预期0.3%，前值0.2%。6月个人支出环比录得0.3%，预期0.4，前值0%。虽然通胀环比有所抬升，个人消费支出同期走高，消费热度尤在支撑通胀粘性。从增长角度来看，美国作为消费驱动型经济体，个人支出热度延续表明经济仍具韧性。**但潜在风险犹存**，报告期内，美国7月非农就业数据录得7.3万人，低于预期的11万人，前值1.4万人。7月失业率录得4.2%，预期4.2，前值4.1%，劳动力市场出现走弱迹象。从结构性来看，虽然非农数据与失业率均有走弱迹象，但时薪工资同环比均有回升，表明劳动力市场依然具有相对韧性，但可能存在结构性失衡。于此同时，7月ISM制造业PMI录得48，预期49.7，前值49.5。制造业PMI未能延续前期修正趋势，导致市场对美联储的降息节点由早期的10月又前调回9月。

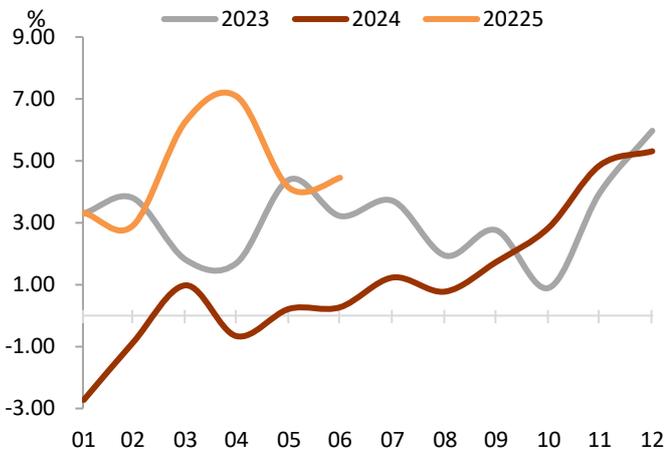
整体来看，美国经济数据读数喜忧参半，居民端的需求韧性尤在，或将成为美国经济增长的基石。但在需求热度预期延续背景下，仍需警惕关税引发的原料成本抬升，进而导致通胀由上向下传导形成滞涨压力。

国内：反内卷路径明确，经济结构平稳运行

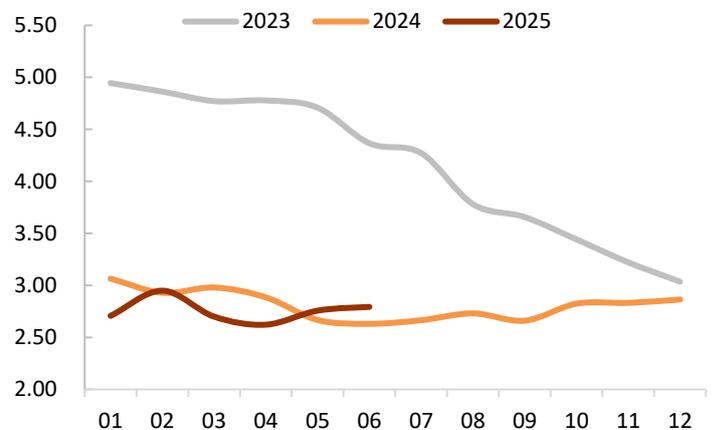
反内卷政策预期延续，政策纠偏或扰动市场情绪。自5月底反内卷政策指引初步登台以来，政策框架日益晚上。自6月底工信部发布整治十大内卷行业，推动落后产能出清之后，发改委及市场监管局联合草拟《中华人民共和国价格法修正草案》，该草案直指“内卷”现象，将价格竞争与低价倾销纳入法律范畴，进一步彰显决策层对内卷政治的决心。但在7月底的政治局会议纪要中，取消了前期“低价无序竞争”中的“低价”措辞，市场解读为对前期过度反内卷的纠偏，导致资本市场情绪反复。整体来看，治理内卷的路径是明确的，但具体如何治理，如何明确量化目标尚未可知，后期仍需关注相关政策引导。

三驾马车运行平稳，居民消费需进一步发力。从投资端看，国内6月固定资产投资完成额同比增长2.8%，较上期回落0.9个百分点。其中，房地产投资占固定资产投资完成额的18.76%，较去年同期的21.41%进一步回落，房地产市场依然低迷。从消费端看，居民端消费相对平稳，社零累计总额同比+5.0%，较上期持平。但在剔除汽车消费品后的社零总额同比仅录得3.53%，较上期回落5.6%。表明需求韧性的背后仍需财政补贴支撑，居民端自主消费驱动力度不足。出口方面，6月出口总额美元计价约3200亿，同比增长5.64%，较上期提升约1.09个百分点。尽管美国关税风波对输美商品有所扰动，但2018年后，中国直接对美出口依赖度逐年回落，东南亚已成为我国商品出口的最大消纳地，关税政策扰动对国内出口影响并未明确显现。但在政策扰动下，仍需警惕转口贸易压力的抬升。

图表 3 美国个人耐用品消费支出

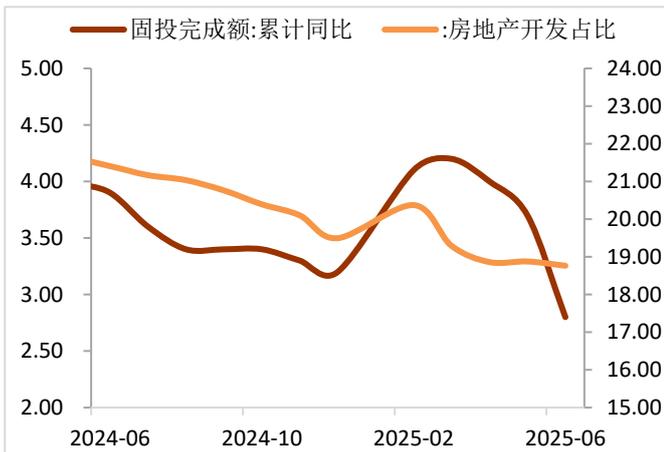


图表 4 美国核心 PCE 同比

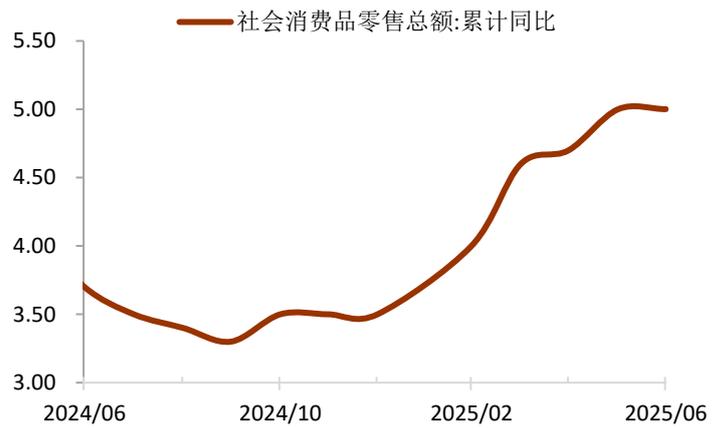


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 固定资产投资



图表 6 社零累计同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

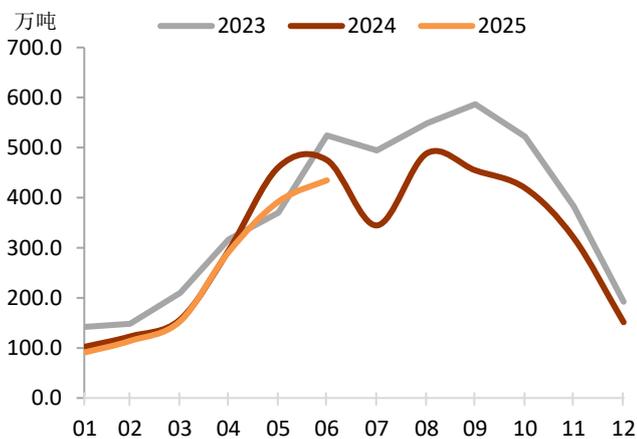
三、 基本面分析

1、 紧缺格局缓解， 矿价或有松动

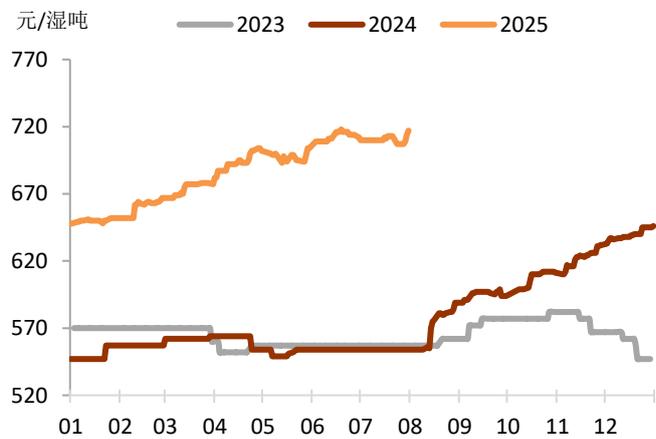
据 SMM 数据显示，印尼（1.5%）红土镍矿内贸 FOB 价格由 38.4 美元/湿吨下跌至 37.65 美元/湿吨，报告期内小幅下跌 0.75 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 52.5 美元/湿吨下跌至 51 美元/湿吨，报告期内下跌 1.5 美元/湿吨。报告期内，印尼及菲律宾气候扰动减弱，镍矿开采效率提升，紧缺格局有所缓解，印尼镍商会于 7 月中旬下调 7 月二期镍矿内贸基准价格。此外，印尼能源和矿产资源部长表示，将恢复 RKAB 年度审批计划。原因在于，此前三年一次的 RKAB 审批或使企业排产集中前值，导致资源供给过剩。而一年一审制度或在一定程度上缓解镍资源过剩格局。菲律宾方面，8 月镍矿预售成交落地，环比小幅回落。将于扰动减弱后，菲律宾镍矿开采效率显著回升。整体来看，镍矿供给存宽松预期，但尚未在价格上体现，但随着开采进度的推进，镍矿价格或将走弱。

6 月，中国镍矿进口量合计 434.66 万吨，同比回落 7.21%，较上期跌幅有所收敛。从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约 405.24 万吨，约占进口总量的 93.23%，本期进口自其他国家的规模小幅收减，合计进口量约 29.42 万吨。库存方面，同花顺数据显示，截止 7 月 25 日，国内港口库存合计约 747 万吨，较 6 月末大幅累库约 139 万吨。尽管镍矿已进入季节性累库阶段，但随着海外资源供给逐渐放宽驱动，累库斜率明显变陡。

图表 7 镍矿进口情况



图表 8 镍矿价格 (1.9%-2.0%均价)

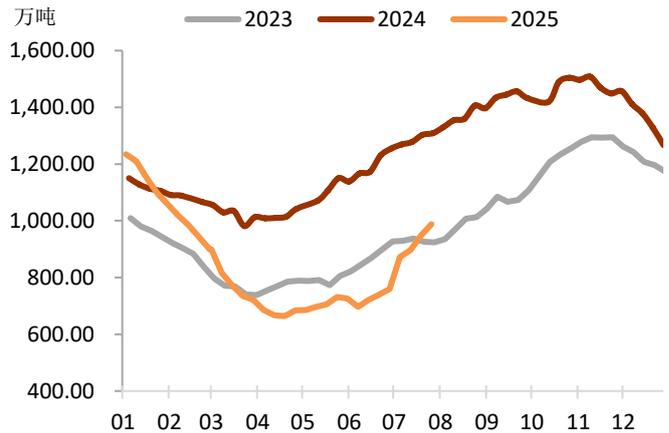


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 镍矿主要港口库存情况



图表 10 镍矿港口库存



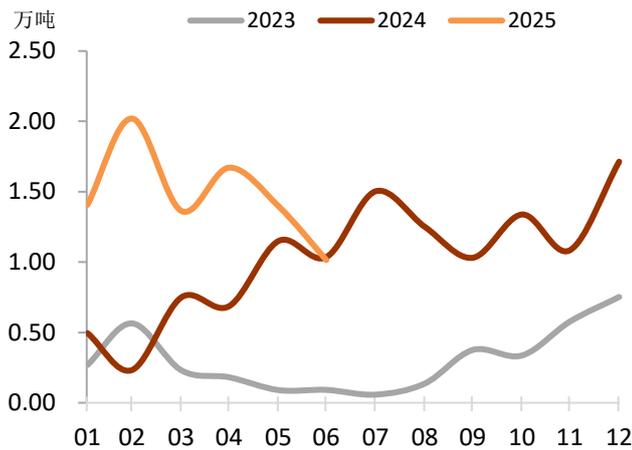
资料来源：SMM，iFind，铜冠金源期货

2、出口窗口尤在，供给充裕

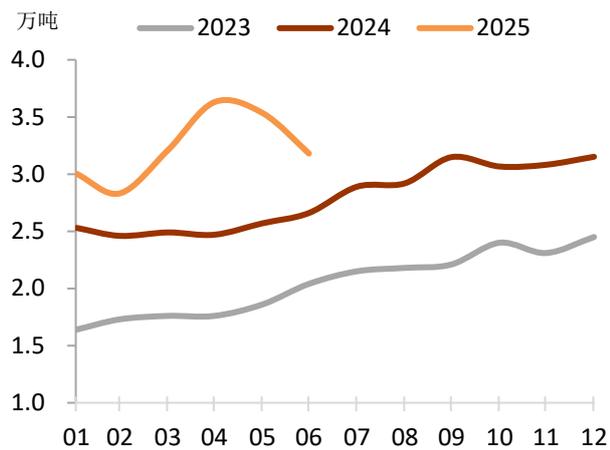
据 SMM 统计，7 月全国精炼镍产量合计 3.28 万吨，同比+13.69%；月度产能规模约 53699 吨，较上期减少约 400 吨；开工率 61.08%，较上期提升约 1.86 个百分点。利润方面，截止 6 月，全国各工艺条线一体化电积镍利润率降幅收窄。其中，MHP 利润率由-1.6%收缩至-1.4%；一体化高冰镍利润率约在-6.9%，较上月大幅回升约 3.5 个百分点。从原料价格角度来看，6 月高冰镍及 MHP 价格均有走弱迹象，但镍价走势震荡下行，一定程度上抵消了成本下移带来的利润修正。整体来看，冶炼端亏损幅度虽有收窄，但仍处于负值区间。而在成本压力下，镍冶炼偏高的启停成本迫使上游维持相对稳定的开工，供给整体维持高位。但需注意的是，在电积镍成本利润中，一体化 MHP 已连续三个月亏损，高冰镍一体化已连续 12 个月亏损。上游现金流压力或将逐渐凸显，警惕下半年供给扰动风险。

进出口方面，6 月中国进口精炼镍 17010 吨，同比增长约 119.71%。进口增量主要来自于挪威，当月进口量约 1831 吨，较上月增加约 1700 吨。相比之下，来自于俄罗斯和南非的进口量有所下滑，分别录得 3527 吨、1200 吨，较上期分别减少约 1377 吨、5486 吨。受镍价下跌影响，澳大利亚部分矿企已暂停镍生产活动，俄罗斯诺镍也表示将下调 2025 年镍产量至 20 万吨左右，海外整体或将进入降产潮。出口方面，6 月国内精炼出口规模约 10143 吨，同比-5.66%。截止 7 月 31 日，精炼镍月均出口利润已下跌至 53.18 美元/吨，较 6 月 137.95 的月均出口利润大幅回落，进而拖累纯镍出口进一步收缩。

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、镍铁压力有所缓解，修正仍需时间

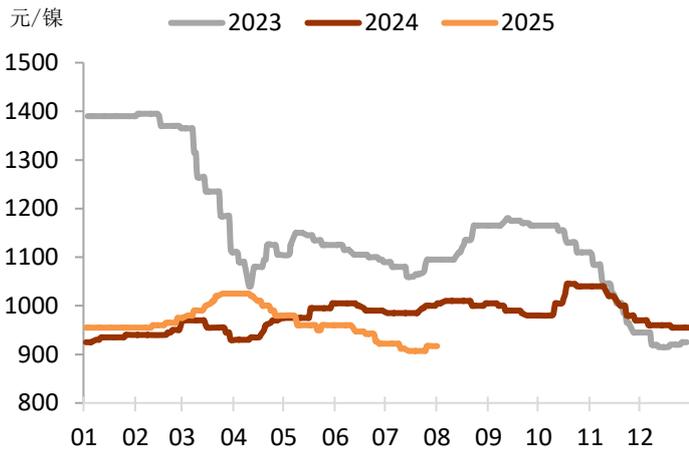
价格上，据 SMM 数据显示，7 月，高镍生铁价格先跌后涨，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 910.5 元/镍点下跌至月中的 900 元/镍点，随后回升至月底的 912 元/镍点。

供给方面。7 月中国镍生铁产量 2.454 万金属吨，环比-0.04%。印尼镍生铁产量 13.44 万镍吨，同环比+28.14%/-1.73%。成本利润方面，截止 7 月底，仅山东火法 BF 工艺能维持较好利润，利润率约在 15.3%附近，而国内 RKEF 及 EF 冶炼工艺利润仍长期处于亏损状态，同为山东的 RKEF 冶炼工艺利润率已降至-3.92%。需求上，中国 300 系不锈钢 6 月产量合计约 174 万吨，较去年同期增加 10 万吨，环比减少约 4 万吨。印尼 6 月不锈钢产量合计约 36 万吨，较上期持平。7 月来看，三方调研数据显示，国内不锈钢产量仍将进一步走弱，各系别不锈钢产量合计预期为 302.1 万吨，环比减少约 28.3 万吨；印尼不锈钢 7 月产量或为 42 万吨，环比增加 6 万吨。截止 7 月 31 日，国内 300 系不锈钢库存 57.35 万吨，较 6 月末去库 1.32 万吨，但为期数月的去库进度并不通顺，库存整体维持高位。整体来看，镍铁成本压力依然严峻，部分镍铁厂因成本压力转向高冰镍生产，海内外镍铁产量均有走弱迹象。而在房地产市场低迷拖拽下，不锈钢需求强度不佳，且国内自 5 月底开启钢企限产管控后，不锈钢排产屡屡下降，进一步拖累镍铁消费。但值得注意的是，在国内反内卷政策驱动下，不锈钢价格有反弹迹象，下游接货压力有所缓解，且镍矿价格预期松动，镍铁厂成本压力有望逐渐缓解。

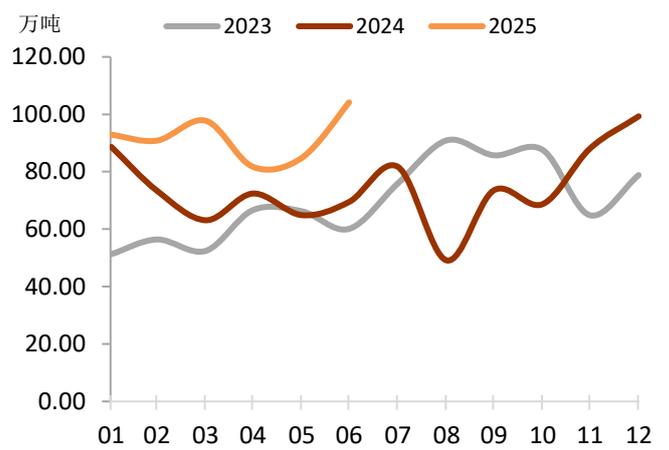
镍铁外贸：6 月国内镍铁进口合计约 104.14 万吨，同比+50.05%；从进口国来看，进口自印尼的规模约 101.77 万吨，环比大幅扩张，是提振镍铁进口破再创新高的主要驱动。进口自巴西的规模同样环比大幅增加 4000 余吨至 5176，进口自其它国家的镍铁规模相对平稳。

不锈钢外贸：6 月不锈钢进口合计约 10.66 万吨，同比-16.17%；出口合计约 32.49 万吨，同比-15.33%。进出口规模约 21.8 万吨，为剔除春节假期扰动后的年内最低。

图表 13 高镍生铁价格走势

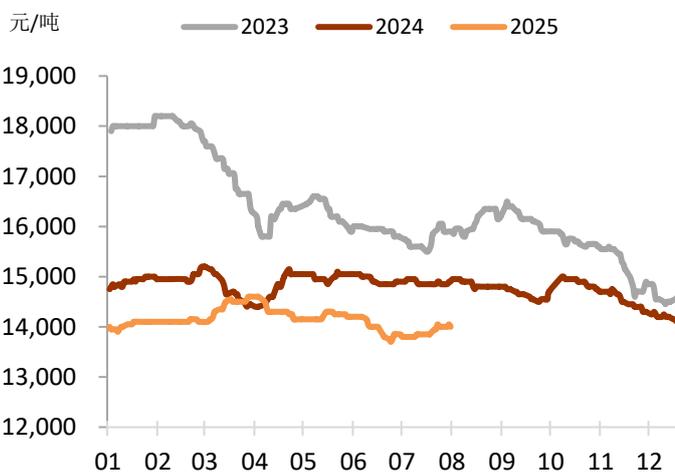


图表 14 中国镍生铁进口

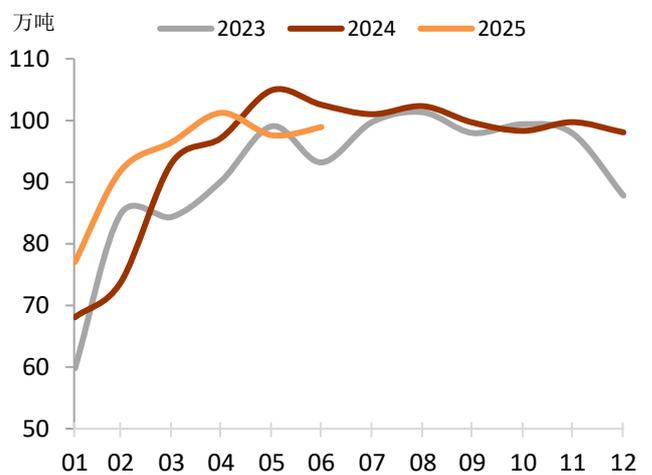


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 300 系不锈钢价格

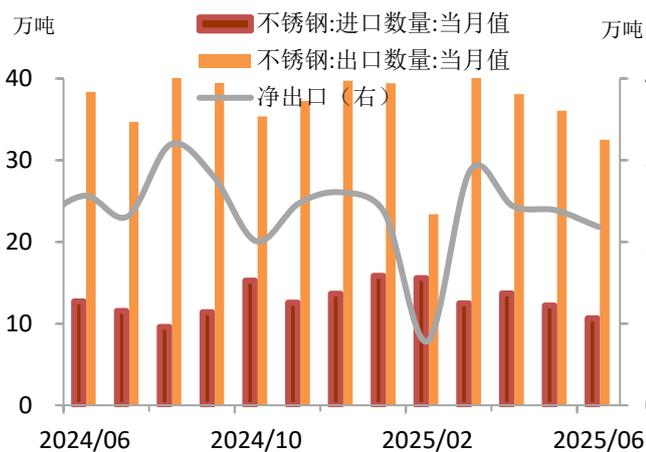


图表 16 300 系不锈钢粗钢产量

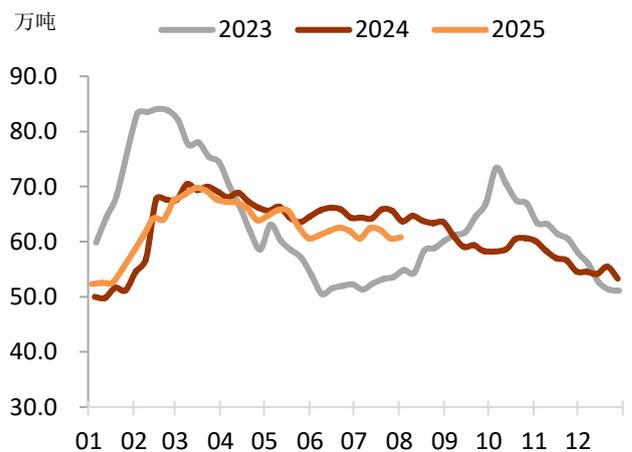


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 17 不锈钢进出口



图表 18 300 系不锈钢库存



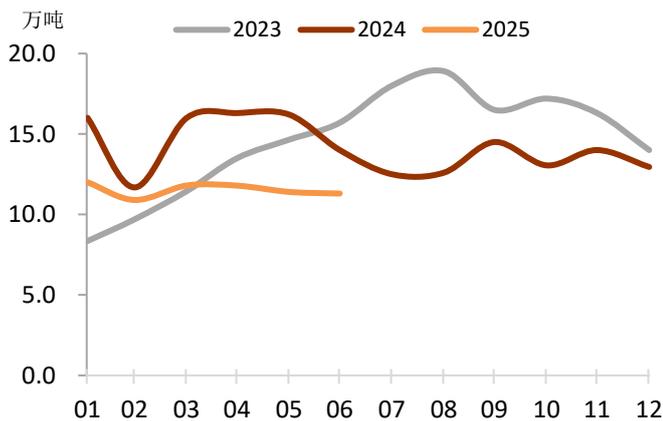
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、硫酸镍市场回暖，供需边际改善

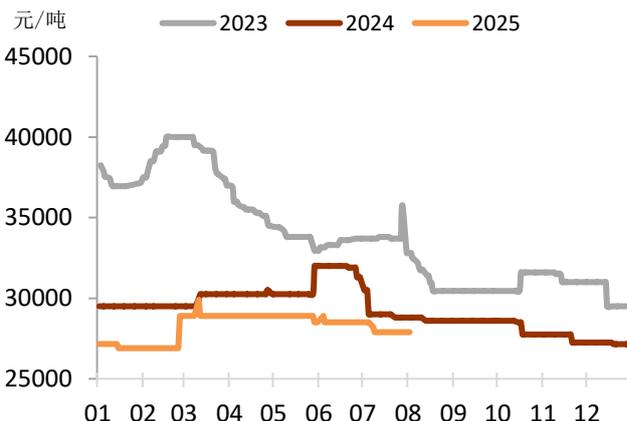
价格方面，7月硫酸镍价格走势分化。电池级硫酸镍价格由月初的28500元/吨下跌至月末的27900元/吨；电镀级硫酸镍价格由28050元/吨上涨至28550元/吨附近。

基本上，据SMM统计，5月硫酸镍产量29084吨（金属量），同环比+4.77%/+17.3%。7月，三元材料产量合计约68640吨，同环比+16.7%/+5.8%。从边际量视角来看，硫酸镍产量环比增速强于三元产量增速，但库存周期天数均有走弱。表明三元材料厂订单火热，原料库存流转加速，在排产增速不及上游背景下，原料库存未有累库，这与7月硫酸镍现货市场热度相互映照。成本利润方面，截止7月31日，高冰镍产硫酸镍工艺利润率录得3.6%，月内表现相对平稳，整体处于盈利状态。但其他各原料工艺均仍处于亏损状态，其中，以黄渣和镍豆为原料的高冰镍产线利润率亏损幅度较大。这与当前镍铁弱势背景下，部分镍铁产线转产高冰镍相吻合。进口方面，6月，中国硫酸镍进口量约1.32万吨，同环比+0.1%/-0.27%，其中，进口自印尼的规模约1.12万吨，较上期回落约4.76%；进口自韩国的规模约2033吨，较上期增加约17.04%。出口方面，6月硫酸镍出口782吨，同比-0.41%。

图表 19 硫酸镍产量



图表 20 电池级硫酸镍价格



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

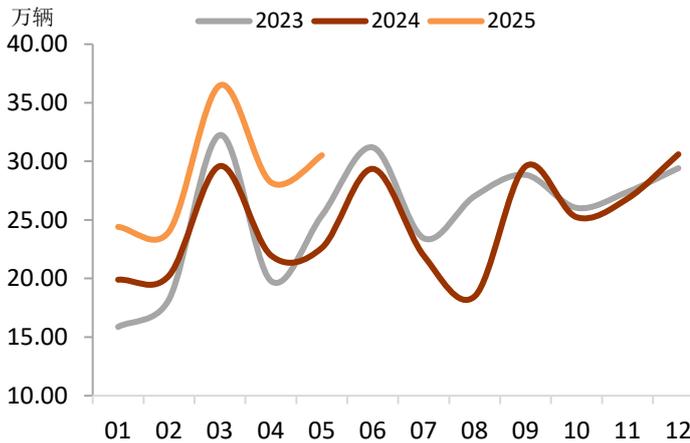
5、政策预期保守，消费增速预期放缓

据中汽协数据显示，1-6月，新能源汽车累计销量约693.7万辆，同比+40.31%；产量合计约696.8万辆，同比增长约41.37%；产销比约99.56%。从产销结构来看，自6月比亚迪大幅缩减新能源产量开始，多家车企陆续降低年内产量计划。且在60天回款账期要求限制下，车企排产计划更贴合市场需求，进而推动产销比结构改善，当前累计产销比已近乎持平，表明车企整车库存压力已有明显缓解。从高频数据来看，据乘联会数据统计，7月1-20日，全国乘用车新能源市场零售53.7万辆，同比去年同期增长约23%，较上月同期下降12%。从高频视角来看，新能源汽车销量增速自6月以来已有明显退坡。受6月换新补贴资金紧张拖累，新能源汽车消费增速已回落近15个百分点。

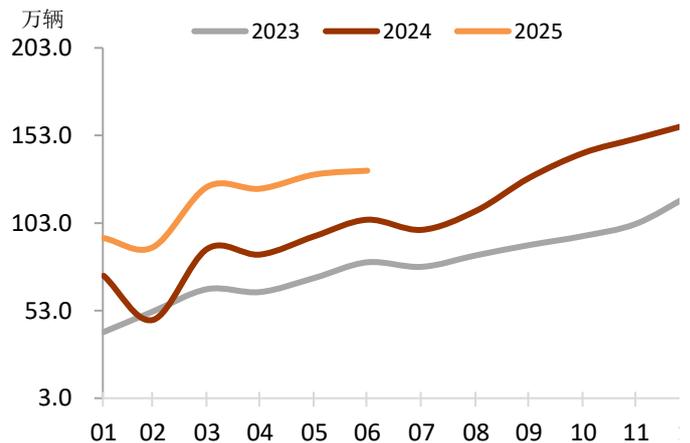
后期来看，新能源汽车消费或将面临两大阻碍。第一，居民端自主消费力度有限，需求增量高度依赖换新补贴，而从乘联会发布信息来看，补贴资金的到位情况及使用将由粗狂式

投放转向有序推进，以避免补贴资金提前用尽的情况。这表明，财政对换新补贴整体相对保守，且有序推进也意味每月补贴数量存在限制。第二，自2024年8月起，新能源汽车消费在换新补贴下开启新一轮增长，这也表明今年8月起，终端消费将面临高基数压力。整体来看，国内自主消费动力较弱，政策强度决定需求强度，但下半年的政策提振预期较为保守，且数据端面临高基数压力，新能源汽车消费或仍维持增长，但数据表现或有放缓。

图表 21 新能源汽车销量（欧洲）



图表 22 新能源汽车销量



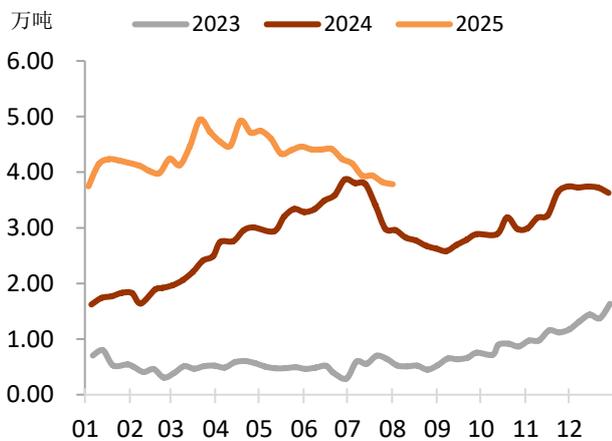
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、基本面偏空，纯镍或将累库

截至2025年7月25日，国内精炼镍社会库存合计约40281吨，较6月末累库2438吨；截止7月31日，SHFE库存21705吨，较上月底增加484吨，LME镍库存208692吨，较6月底增加4686吨，全球的二大交易所库存合计230397吨，同期增加约5170吨。

后期来看，在钢企控产及新能源终端消费降速拖累下，纯镍去库进度较为曲折。尽管硫酸镍现货市场热度较好，但终端需求放缓将逐步向上传导，硫酸镍市场热度或难延续。而冶炼端停产成本高企或迫使供给维持相对高位，预计纯镍库存或将再度进入累库阶段。

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

四、 行情展望

供给方面，出口窗口犹在，供给或仍处于高位（稳中偏弱）

需求方面，钢企不锈钢排产低位，最大终端表现疲软。新能源消费面临降速压力，需求端暂无亮点。（稳中偏弱）

成本方面，镍矿供给日益宽松，成本重心缓慢下移。（中性）

宏观方面，关税风险反复，上旬悲观预期较浓，下旬或有改善。（中性）

后期来看，宏观预期仍是主导，基本面边际变量对价格影响有限。美国关税豁免期已至，特朗普表示不会再有期现延续，并已对部分国家开始征收高额对等关税，上旬宏观压力预期较强。但特朗普政策风向多变，且中美贸易谈判尚有预期，下旬仍有较强不确定性。基本面暂无明显改善预期，不锈钢较难释放需求活力，新能源面临降速风险。供给高位下，成本支撑犹在，镍价或延续震荡运行。

风险点：关税扰动超预期

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 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。