



2026年4月27日

成本中枢上移，镍价震荡上行

核心观点及策略

- 上周镍价震荡上行，宏观方面，伊巴谈判进展不畅美伊双方暂未达成共识，国际油价高位运行，沃什听证会表达独立决策立场，暗示缩表计划但不排斥降息；此外，中国一季度整体经济实现良好开局。
- 基本面来看，ESDM(印尼能矿部)制定了新的印尼镍矿计价公式，其中将1.6%品位镍矿的修正系数从17%大幅上调至30%，并将镍矿中的钴、铁、铬等元素进行单独计价，此举将显著抬升镍矿的综合成本，中东硫磺供应瓶颈导致硫酸镍成本上行；下游方面，镍铁不锈钢进入积极性生产旺季，三元正极材料排产回升，消费端回暖对镍价提供有力支撑，海外库存高位回落，整体预计镍矿短期将维持震荡上行走势。
- 风险因素：美伊冲突升级，国内消费旺季不旺

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F03084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

赵奕

从业资格号：F03153902
投资咨询号：Z0023788

一、市场数据

表 1 上周市场主要交易数据

合约	4月24日	4月17日	涨跌	涨跌幅	单位
LME 镍	19125.00	17985.00	1140.00	6.34%	美元/吨
沪镍主力	148770.00	141930.00	6840.00	4.82%	元/吨
沪伦比值	7.78	7.89	-0.11		
LME0-3 升贴水	-188.05	-208.50	20.45	-9.81%	美元/吨
金川镍升贴水	1950.00	2300.00	-350.00	-15.22%	元/吨
红土镍矿(1.8%)CIF	92.50	92.50	0.00	0.00%	美元/吨
高镍铁均价(10-15%)	1090.00	1085.00	5.00	0.46%	元/镍点
SHFE 镍库存	68872.00	67843.00	1029.00	1.52%	吨
LME 镍库存	277548	278184	-636		吨

注：(1) LME 为 3 个月电子盘价格；沪镍主力为活跃合约价格；
 (2) 涨跌= 周五收盘价-上周五收盘价；
 (3) 涨跌幅= (周五收盘价-上周五收盘价) / 上周五收盘价*100

二、市场分析及展望

上周镍价震荡上行，宏观方面，伊巴谈判进展不畅美伊双方暂未达成共识，国际油价高位运行，沃什听证会表达独立决策立场，暗示缩表计划但不排斥降息；此外，中国一季度整体经济实现良好开局。基本面来看，ESDM 制定新的印尼镍矿计价公式，其中将 1.6%品位镍矿的修正系数从 17%大幅上调至 30%，并将镍矿中的钴、铁、铬等元素进行单独计价，此举将显著抬升镍矿富人综合成本，中东硫磺供应瓶颈导致硫酸镍成本上行；下游方面，镍铁不锈钢进入积极性生产旺季，三元正极材料排产回升，消费端回暖对镍价提供有力支撑，海外库存高位回落，整体预计镍矿短期将维持震荡上行走势。

库存方面：截至 4 月 24 日，LME 和 SHFE 库存合计为 34.6 万吨，周环比基本持平，其中 LME 库存下降 636 吨，边际有所回落，上期所库存小幅增加 0.1 万吨，沪伦比值降至 7.78，LME0-3 升贴水收敛至 188.05 美金/吨。

宏观方面：上周伊巴谈判暂未达成共识，美伊双方就海峡通行继续实施封锁，伊朗议会副议长尼克扎德表示，伊朗最高领袖已明确下令，霍尔木兹海峡不得恢复战前状态，已就管理霍尔木兹海峡形成一个综合方案，认定为敌对国家的船只不得通过霍尔木兹海峡，以色列船只被绝对禁止通过该区域，通过该区域的船只须就安全、环境保护、航运管理、许可发放等事项缴纳相关费用，且优先以里亚尔支付。沃什听证会阐述其政策框架，其主张以价格稳定和充分就业为核心，维护美联储货币政策独立性，警惕越界扩权，倡导回归职责边界和制

度约束，以此提升货币政策有效性和机构公信力。沃什主张重塑通胀框架，承诺确保货币政策的实施始终保持严格的独立性，美联储的独立性主要取决于联储本身，联储应恪守本分，若将职能触角延伸至其缺乏法定权限的财政政策和社会政策领域，另一方面，沃什并未呼吁降息，但也未削弱支持降息的理由，他主张美联储应将重心放在核心通胀上，未来需建立新的通胀衡量体系，摒弃过时模型，采用修剪均值等更精准的指标，与此同时，美联储要进一步完善沟通改革，取消过度前瞻指引，每次会议将更依赖于实时数据决策。

政策方面：4月中旬，印尼能矿部开展关于修订印尼镍矿基准价格（HPM）的会议，本次核心修订适用于镍矿石及其加工原矿覆盖所有镍矿企业，HPM 定价公式重大变化，主要涉及修正系数和新增伴生矿的计价。在修正系数方面：将 1.6%品位镍矿的修正系数(CF)由原先的 17%上调至 30%，并规定镍品位每增加/减少 0.1%，系数相应增加/减少 1%；钴(Co)和铁(Fe)的修正系数均设定为 30%，而铬(Cr)设定为 10%。在新增伴生矿的计价方面：涉及到对钴含量（含量门槛： $\geq 0.05\%$ 即计入）、Fe 含量和铬含量的计价，计税基数镍部分仍维持之前水平，钴部分按照 2%的税率单独计税（针对镍矿中的伴生钴）。我们认为此举将一定程度抬升镍矿的综合成本，进一步驱动镍价中枢上移。ESDM 最终将镍矿 HPM 计算公式调整为：

$$\text{HPM 镍矿} = [(\%Ni \times CF_{Ni} \times HMA_{Ni}) + (\%Fe \times CF_{Fe} \times HMA_{\text{铁矿石}} \times 100) + (\%Co \times CF_{Co} \times HMA_{Co}) + (\%Cr \times CF_{Cr} \times HMA_{\text{铬矿石}} \times 100)] \times (1 - MC)$$
表 2 印尼镍矿最新计价公式参数说明表

名称	含义	计价条件与计算公式
%Ni	镍品位	
%Fe	铁品位	仅当 $Fe \leq 35\%$ 记入
%Co	钴品位	仅当 $Co \leq 0.05\%$ 记入
%Cr	铬品位	无条件记入
CF 镍	修正系数	基准 1.6%为 30%，每 $\pm 0.1\%$ Ni 则 $CF \pm 1\%$
CF 伴生铁	修正系数	固定 30%
CF 伴生钴	修正系数	固定 30%
CF 伴生铬	修正系数	固定 30%
HMA 镍	金属参考价	LME 镍现货结算价
HMA 钴	金属参考价	LME 钴现货结算价
HMA 铁矿石	金属参考价	Asian Metal 铁矿石价格
HMA 铬矿石	金属参考价	Asian Metal 铬矿石价格
MC	含水率	

资料来源：Mysteel, iFinD, 铜冠金源期货

三、行业要闻

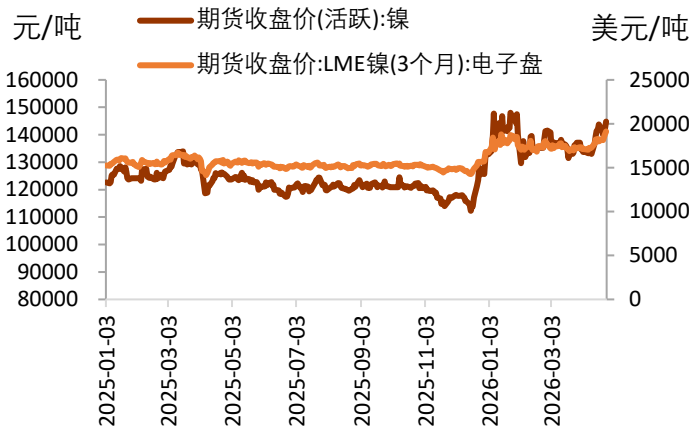
1、4月中，印尼发布2026年4月第二期金属矿物参考价和煤炭参考价的能源与矿产资源部长决定书。其中镍HMA参考价16933.57美元/吨，该价格通过周期为3月19日至4月9日的LME镍现货结算价格平均值得出；钴HMA参考价55852.86美元/吨，该价格通过周期为3月19日至4月9日的LME钴现货结算价格平均值得出；铁矿石HMA参考价1.58美元/吨度；铬矿石HMA参考价6.37美元/吨度。

2、淡水河谷2026年第一季度镍产量总计4.93万吨，同比增长12%（0.54万吨），这一增长得益于昂萨布玛（Onça Puma）2号熔炉实现全季度运行，以及沃伊斯湾地下矿区实现稳健运营，从而推动长港（Long Harbour）镍精炼厂创下第一季度产量纪录。昂萨布玛（Onça Puma）镍矿：一季度镍成品产量8900吨，同比增长64.8%（增加3500吨）。2025年第四季度投产的第二座熔炉实现首个全周期满负荷运行，创下该矿区有史以来最高的单季产量纪录。其中沃伊西湾（Voisey's Bay）镍矿：一季度镍成品产量10500吨，同比增长61.5%（增加4000吨）。地下矿山持续稳定运营，推动长港精炼厂创下第一季度产量纪录。萨德伯里（Sudbury）镍矿：一季度自有资源镍成品产量10600吨，同比增长7.1%（增加700吨）。克赖顿矿井提产有效对冲了3号转炉计划外检修的影响，该检修已于季内解决。汤普森（Thompson）镍矿：一季度自有资源镍成品产量1200吨，同比减少66.7%（减少2400吨）。受恶劣天气影响，管道堵塞问题已解决。公司于2月签署协议成立新合资公司，淡水河谷基本金属（VBM）将仅持股18.9%，交易预计2026年底完成，届时汤普森镍产量将不再全额并表。

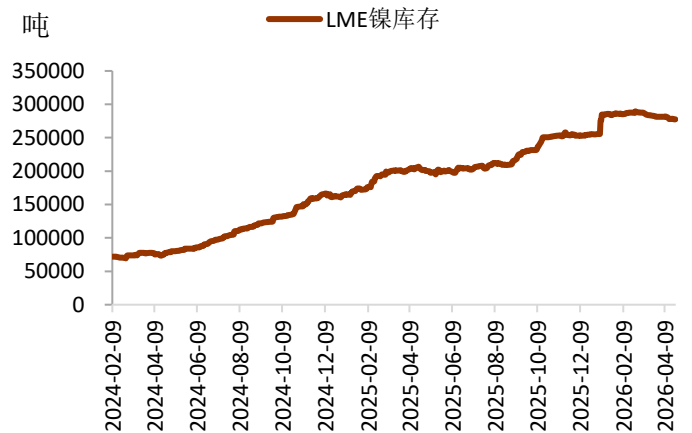
3、4月21日，印尼矿产与煤炭总局在某线上会议主要针对尚未提交2026年RKAB（工作计划与预算）的IUP持有企业展开说明。相关企业在此前已收到最多三次书面警告（SP1-SP3）。监管部门明确表示，将对未履行义务的企业按阶段实施处罚措施：由第一次至第三次警告（SP1-SP3），随后进入最长60天的暂停生产/运营阶段，若仍未整改，将面临IUP被吊销的风险。根据最新法规（Permen 17/2025）：RKAB须按年度提交，最迟需在年度开始前45天完成报送，原三年期RKAB已于2026年3月31日失效，不再适用。

四、相关图表

图表 1 沪镍与 LME 镍价走势

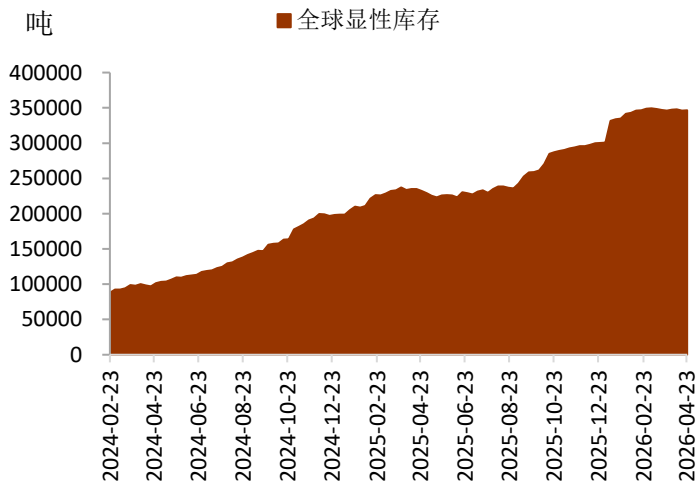


图表 2 LME 镍库存

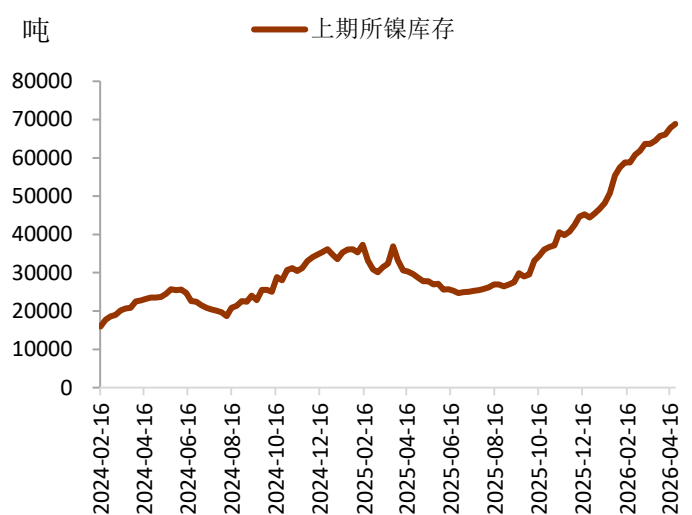


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 3 全球显性库存

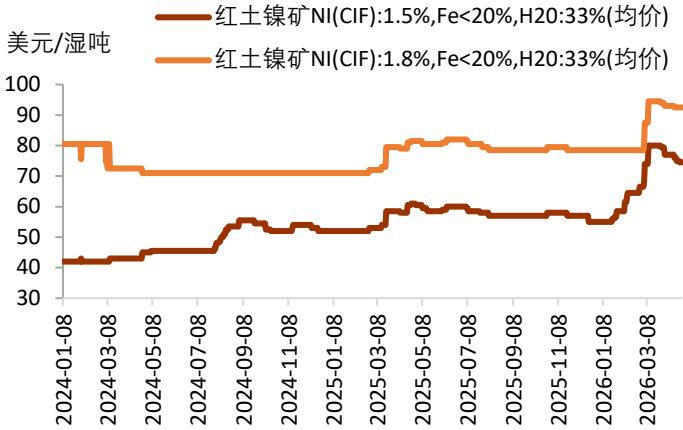


图表 4 上海交易所和保税区库存

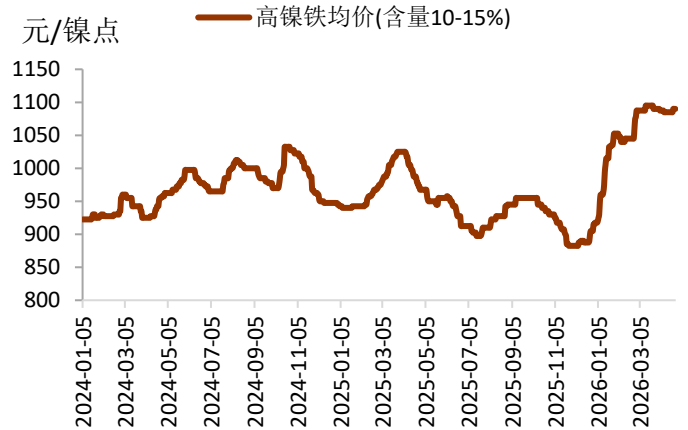


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 红土镍矿 CIF



图表 6 高镍铁现货均价

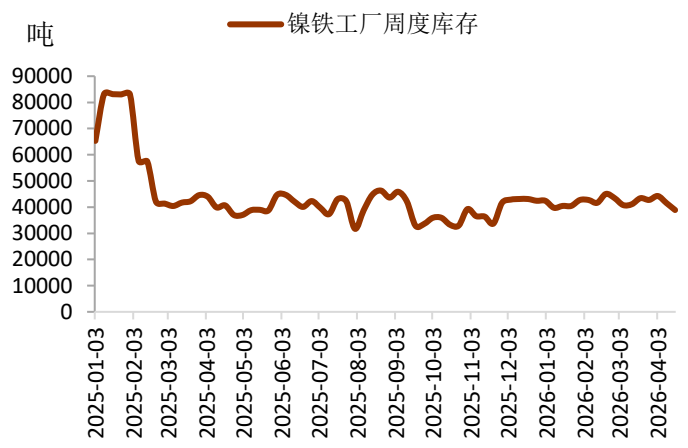


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 镍铁周度产量



图表 8 镍铁厂周度库存

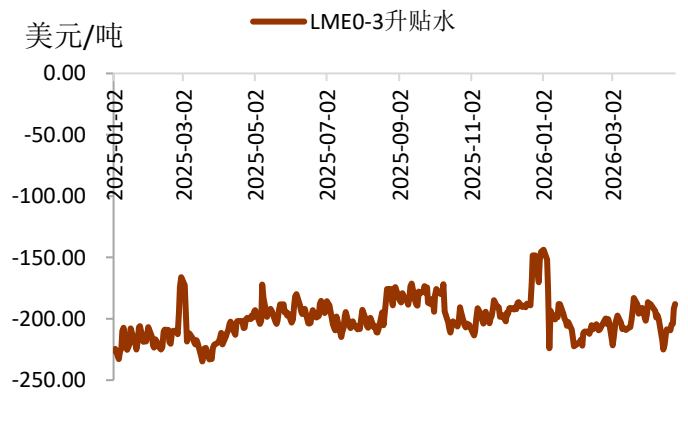


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 金川镍升贴水



图表 10 LME 铜升贴水走势



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTUREQA

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：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。