

2025 年 11 月 17 日



成本端坚挺

镍价下方空间有限

核心观点及策略

- 宏观上，美联储官员释放鹰派预期，多位官员表示12月议息会议应将利率维持在限制性区间，CME观察显示，12月美联储降息25bp的概率已大幅下降至50%附近。此外，美联储或在12月开启购债计划，或缓解当前美元流动性压力。美国政府停摆结束，临时拨款法案于周尾在众议院投票通过，多个政府部门将暂时获得资金支持直至2026年1月30日。
- 产业上，菲律宾矿价表现坚挺，印尼矿价略有松动，整体维持绝对高位。30大城市商品房成交增速低迷，镍铁价格在不锈钢消费偏弱拖累下进一步下跌，镍铁厂成本压力凸显。硫酸镍热度降温，出货节奏放缓，叠加镍价回落，硫酸镍价格下行。纯镍现货交投较好，镍价下跌后下游积极备货，现货升贴水大幅攀升。
- 后期来看：成本支撑坚挺，镍价深跌空间有限。成本方面，镍在产资源高度集中，而菲律宾雨季扰动尤在，印尼对镍矿管控较强，矿价或仍维持高位，底部支撑夯实。地产需求难有起色，不锈钢排产规模近乎持平。动力终端起伏较大，新能源乘用车销量增速环比骤降。供给端预期相对平稳，基本面难有好转。但镍价已至区间绝对底部，成本支撑夯实，静候宏观预期回暖提振。

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：F3084165

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

焦鹏飞

从业资格号：F 03122184

投资咨询号：Z 0023260

上周市场重要数据

	2025/11/14	2025/11/7	涨跌	单位
SHFE 镍	117080	119440	-2360	元/吨
LME 镍	14891	15060	-169	美元/吨
LME 库存	252090	253104	-1014	吨
SHFE 库存	35027	32634	2393	吨
金川镍升贴水	3900	3100	800	元/吨
俄镍升贴水	600	600	0	元/吨
高镍生铁均价	924	933	-9	元/镍点
不锈钢库存	88.8	86.3	2.50	万吨

注：(1) 涨跌=周五收盘价—上周五收盘价；
 (2) LME 为 3 月期价格；上海 SHFE 为 3 月期货价格。
 数据来源：SMM、iFinD，铜冠金源期货

一、行情评述

宏观层面，美联储多位官员发表鹰派预期，哈马克称联邦基金利率应保持限制性，使通胀回归至 2% 目标区间。穆萨莱姆认为，当前利率水平处于中性区间，进一步紧缩空间有限，应继续关注高通胀压力。周五，CME 利率观察显示，市场预计美联储 12 月降息 25bp 的概率已下降至 50.7%。尽管降息预期走弱，但纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储或将于 12 月开启购债计划，来缓解当前美元流动性压力。但他也声明，购债计划为美联储技术性操作，并不代表货币政策走向。此外，美国政府结束停摆，众议院于周尾通过了临时拨款法案，特朗普签署法案后，多个政府机构将重新获得资金支持直至 2026 年 1 月 30 日。

镍矿方面，据有色网数据显示。菲律宾 1.5% 红土镍矿 FOB 价格维持在 50 美元/湿吨；印尼 1.5% 红土镍矿内贸 FOB 价格维持在 38.55 美元/湿吨，报告期内，印尼能源与矿产资源部表示将支持工业部限制向印尼境内新建冶炼厂发放投资许可证和工业经营许可证的决定，该决定旨在限制镍的产量供应。特里表示，能矿部 2026 年的 RKAB 生产配额或不会高于 2025 年的实际镍产量 3.19 亿吨，他认为印尼当前的镍产业链已处于供给过剩状态。

纯镍方面，10 月全国精炼镍产量合计 3.59 万吨，同环比+17.06%/+0.84%；月度产能规模约 56032 吨，较上期小幅增加 1834；开工率 64%，较上期小幅回落 2 个百分点。利润方面，截止 10 月 31 日，全国各工艺条线一体化电积镍利润率明显修复。其中，MHP 利润率由 4.4% 上升至 9.5%；一体化高冰镍利润率约由 -2.6% 跌落至 -6.3%。9 月中国进口精炼镍 28367 吨，同比大幅增长约 378.86%，环比增加 4200 吨左右。本期，进口增量主要来自于俄罗斯，较上期增加约 14000 吨至 19343 吨。相比之下，进口自挪威的镍大幅减少约 9000 吨至 3053 吨。出口方面，9 月国内精炼出口规模约 14112 吨，同比+33.21%。截止 10 月 31 日，精炼镍现货进口盈亏为 -1249.98 元/吨，较上期进口亏损略有扩大。

镍铁方面，高镍生铁（10%-12%）价格由 916 元/镍点下跌至 907 元/镍点，周内回落 9 元/镍点。10 月中国镍生铁产量 2.814 万金属吨，环比+22.72%。印尼镍生铁产量 14.91 万

镍吨，同环比+0.13%/+0.07%。从库存结构来看，截止 11 月 13 日，镍铁上游库存 4857.6 吨（金属吨），环降约 887.4 吨；下游库存 67075 吨，环增 870 吨；一体化库存 4893 吨，环降 252.5 吨；港口库存 46167 吨，环增 1522 吨。

9 月国内镍铁进口合计约 108.53 万吨，同比+47.19%，环比大幅增加约 211217 吨；从进口国来看，进口自印尼的规模约 105.52 万吨，较上期增加约 20.48 万吨，依然是我国进口镍铁的主要来源；同时，进口自新喀的镍铁量增加约 2400 吨至 7553 吨。相比之下，上期进口增量显著的哥伦比亚有所回落，本期仅录得 7847 吨，较上期大幅收缩约 3000 吨。

不锈钢方面，中国 300 系不锈钢 10 月产量合计约 180 万吨，较去年同期增加 8 万吨，较上期小幅增加 1 万吨。印尼 10 月不锈钢产量合计约 44 万吨，较上期小幅提升 1 万吨。10 月来看，SMM 数据显示，10 月不锈钢排产合计约 346 万吨，较上期增加 5 万吨，而 300 系不锈钢排产仅增加 1 万吨，对镍铁需求提振较弱。市场预期国内 11 月 300 系不锈钢排产 179.2 万吨，较 10 月微增 0.2 万吨；印尼不锈钢 11 月排产约 41.5 万吨，较 10 月小幅减少 0.5 万吨。截止 11 月 13 日，国内 300 系不锈钢库存 55.95 万吨，较上期去库约 7800 吨。整体来看，30 大中城市商品房成交套数同比回落 2.29%，成交面积同比回落-4.92%，地产市场低迷拖累钢企排产缺乏增量，仍将成为限制镍铁需求的主因。但目前矿价表现坚挺，镍铁厂成本压力日益凸显，镍铁跌幅或有放缓。

硫酸镍方面，电池级硫酸镍价格由 28550 元/吨下跌至 28470 元/吨；电镀级硫酸镍价格整体维持在 31000 元/吨。10 月硫酸镍产量 36232 吨（金属量），同环比+26.14%/+6.66%。10 月，三元材料产量合计约 84090 吨，同环比+43.1%/+11.6%。从边际量视角来看，三元材料产量增速强于硫酸镍产量增速，需求热度较好对价格有所提振。利润方面，截止 11 月 7 日，高冰镍产硫酸镍工艺利润率录得 6.3%，报告期内整体呈上升趋势。同期，黄渣产硫酸镍利润率由月初的-1.8%回升至+0.5%；镍豆产硫酸镍利润率翻正，同期录得 0.4%。相比之下，MHP 产硫酸镍的利润率整体仍处于负值区间。

新能源上，11 月 1-9 日，全国乘用车新能源市场零售 26.5 万辆，同比去年 11 月同期下降 5%，较上月同期增长 16%，今年以来累计零售 1,041.5 万辆，同比增长 21%；

从高频数据来看，新能源汽车消费增速再度转入负值，车企交付节奏存在较大波动，而在早期强订单驱动下，短期零售增速仍有较好预期。政策上，国内各省市的补贴措施存在较大分歧，郑州已宣布停止接受新能源报废换新的补贴申请。而海南、广东则再度出台补贴政策。其中，广东省发布《粤享暖冬，乐游广东消费季活动总体方案》对购买符合标准产品的个人消费者给予一次性补贴。海南屯昌政府印发《屯昌县 2025 年促进新能源汽车消费补贴措施（第二批）》，将对符合要求的购车消费者给予 补贴优惠，本次补贴金额 50 万元，先到先得。

库存方面，当前纯镍六地社会库存合计 53114 吨，较上期+3981 吨；SHFE 库存 35027 吨，环比+2393 吨，LME 镍库存 252090 吨，环比-1014 吨，全球的二大交易所库存合计 287117 吨，环比+1379 吨。

后期展望：成本端坚挺，镍价下方空间有限

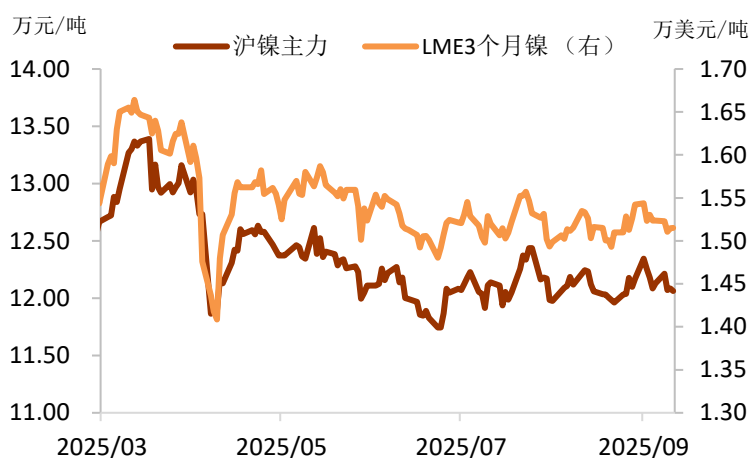
成本支撑坚挺，镍价深跌空间有限。成本方面，镍在产资源高度集中，而菲律宾雨季扰动尤在，印尼对镍矿管控较强，矿价或仍维持高位，底部支撑夯实。地产需求难有起色，不锈钢排产规模近乎持平。动力终端起伏较大，新能源乘用车销量增速环比骤降。供给端预期相对平稳，基本面难有好转。但镍价已至区间绝对底部，成本支撑夯实，静候宏观预期回暖提振。

二、行业要闻

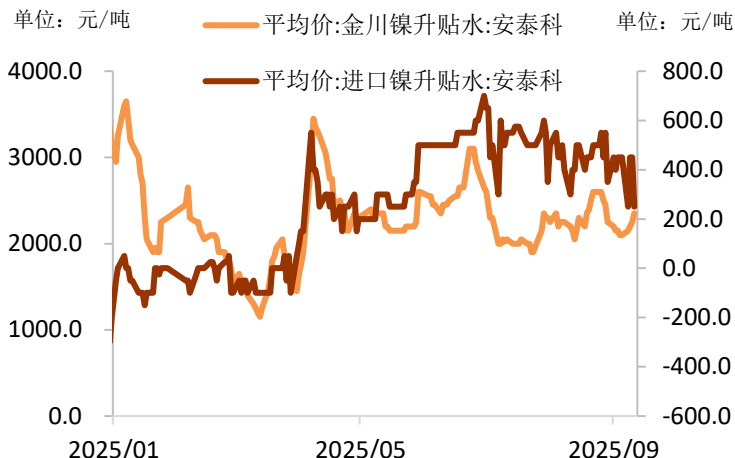
1. 能源矿产部支持新的冶炼厂许可证限制，2026 年镍产量将进行调整。源与矿产资源部（ESDM）支持工业部（Kemenperin）的决定，该决定限制向印尼境内新建冶炼厂发放投资许可证和工业经营许可证（IUI）。此举是因为印尼镍供应已达到过剩水平。能源和矿产资源部矿产和煤炭司司长特里·维纳诺表示，该部计划在 2026 年调整镍的产量和产量配额。此外，还计划在 2026 年工作计划和成本预算中削减镍的产量。（钢联）
2. 广西飞南二期项目开工奠基仪式将于 11 月 18 日举行。二期新能源材料项目，是自治区“双百双新”项目，占地 179 亩，设计产能为电积镍、硫酸镍共 20000 金吨/年，以及阴极铜、硫酸钴、元明粉等其它产品，从而进一步延伸资源化产品产业链，提高公司的盈利和抗风险能力，增强核心竞争力。（钢联）
3. 印尼公布 11 月（二期）镍矿内贸基准价格。印度尼西亚镍矿协会（APNI）发布 2025 年 11 月（二期）的镍矿内贸基准价格，参考价格为 14998.67 美元/吨，较 11 月（一期）参考价 15073.33 美元/吨下跌约 0.51%。（钢联）

四、相关图表

图表 1 国内外镍价走势

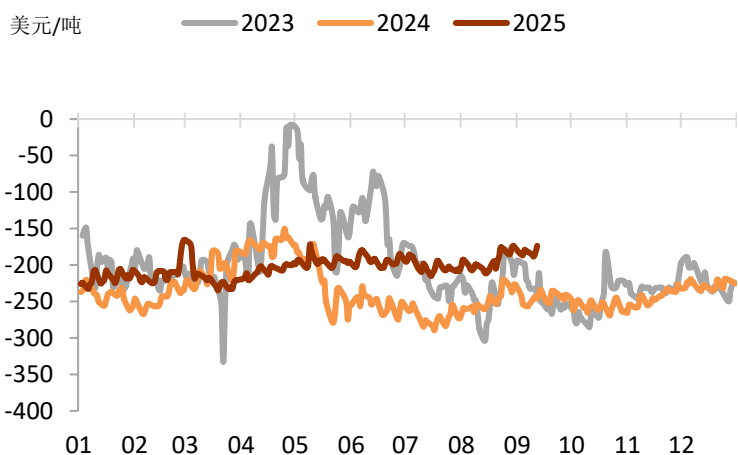


图表 2 现货升贴水走势

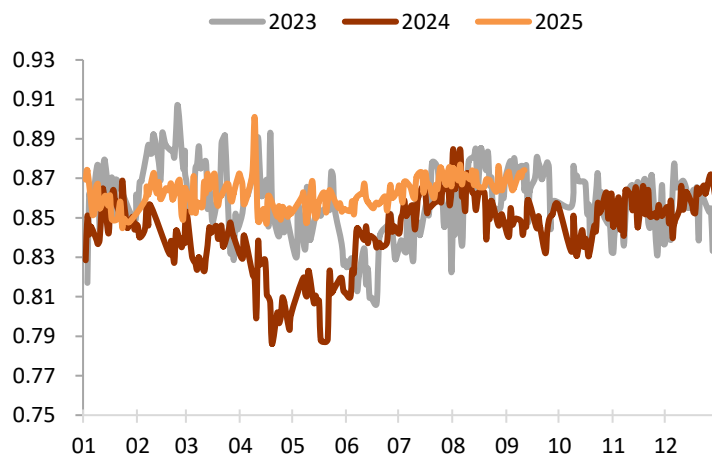


数据来源: iFinD, 安泰科, 铜冠金源期货

图表 3 LME0-3 镍升贴水



图表 4 镍国内外比值

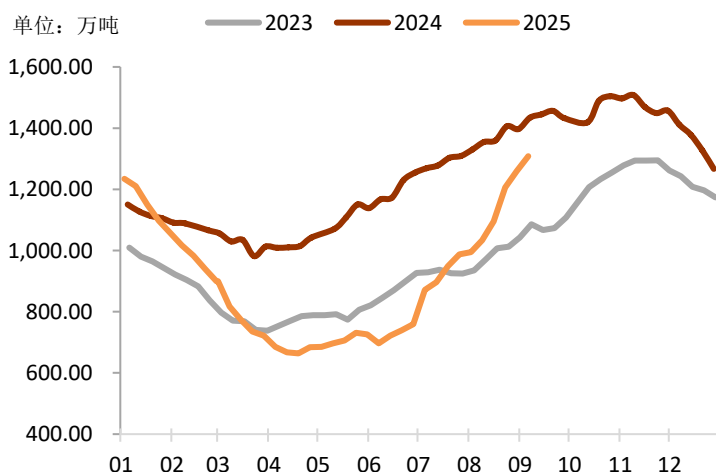


数据来源: iFinD, 上海有色网, 铜冠金源期货

图表 5 镍期货库存

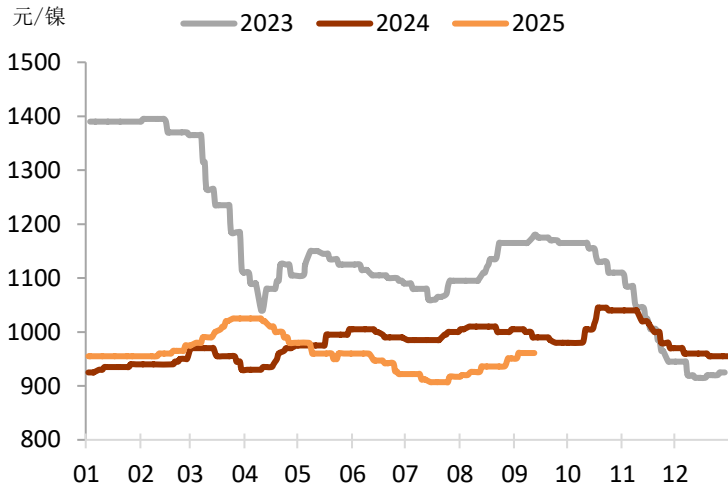


图表 6 镍矿港口库存

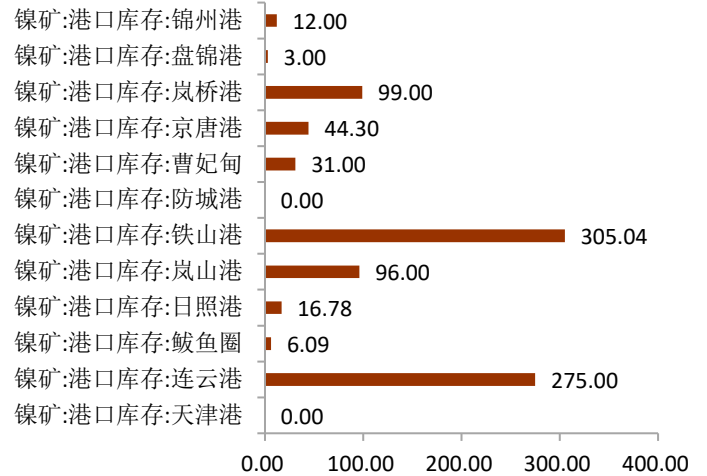


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 高镍铁价格

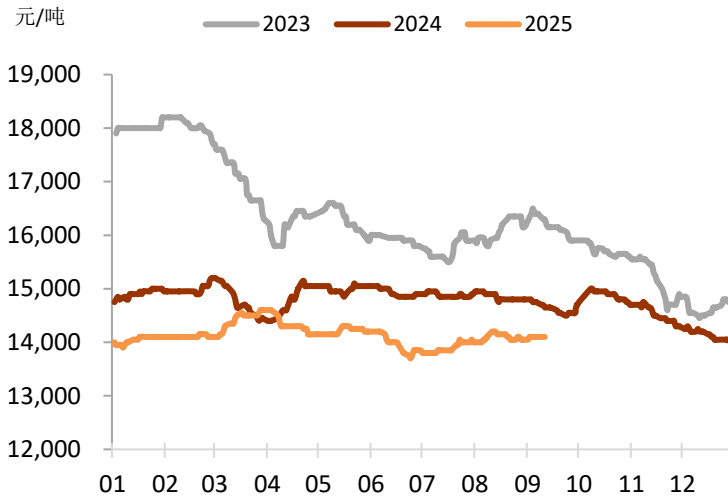


图表 8 镍矿港口库存：万吨

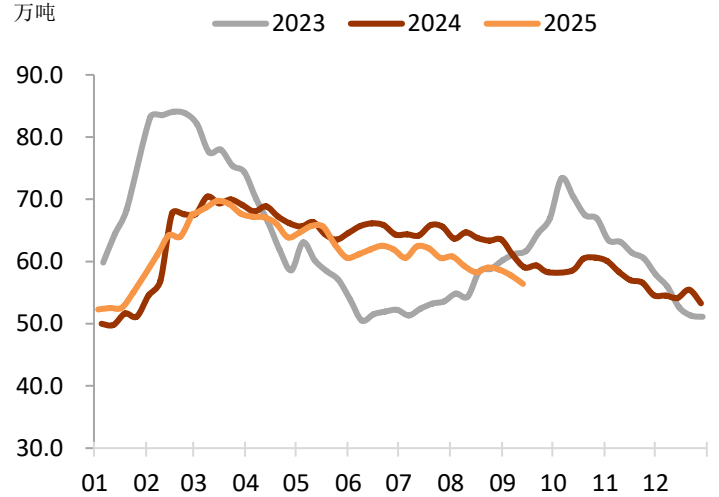


数据来源：iFinD，上海钢联，铜冠金源期货

图表 9 300 系不锈钢价格



图表 10 不锈钢库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

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。