

2025年1月10日



## 关注特朗普政策信号

### 镍价或延续震荡

#### 核心观点及策略

- 成本方面，印尼重新审核镍矿审批配额的执行情况，加强对矿商开采及环境治理的监管。菲律宾受降雨影响，镍矿生产略有扰动，矿价小幅上涨。
- 基本面方面，三元正极材料厂开工率收缩，硫酸镍需求走弱。不锈钢市场低迷延续，虽然成本重心有所上移，但镍铁价格延续弱势。纯镍新项目持续投放，周产规模维持高位，基本面延续偏空格局。
- 宏观层面，美国财政政策托底居民消费，再通胀压力进一步发酵，劳动力市场温和放缓，制造业消费加速回暖，经济软着陆预期升温提振美指再破新高。
- 后期来看，宏观面存在较强不确定性，主要在于特朗普即将入驻白宫，其激进贸易政策的实际落地情况仍存变数，或导致市场对强美元的计价程度存在偏差，进而造成对镍价的扰动。基本面上，新能源即将进入淡季，三元材料开工预期进一步下移，或对硫酸镍消费形成拖累。不锈钢消费低迷，镍铁价格仍将维持低位。纯镍产量或有季节性降产，但对基本面弱势格局影响有限。镍矿预期延续坚挺，成本下方支撑较强。预计镍价震荡延续。
- 风险点：特朗普交易

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: .....                  | 5  |
| 国内: .....                  | 5  |
| 三、基本面分析.....               | 7  |
| 1、印尼或将加强镍矿出口管制.....        | 7  |
| 2、冶炼利润微薄, 供给或难持续放量.....    | 8  |
| 3、港口库存充裕, 产量小幅爬升.....      | 9  |
| 4、成本需求双双下移, 硫酸镍价格震荡下行..... | 9  |
| 5、成本下移, 不锈钢价格小幅回落.....     | 10 |
| 6、需求增速起伏, 难言旺季尾声.....      | 11 |
| 7、美元升值或再度推高出口交仓.....       | 12 |
| 三、行情展望.....                | 12 |

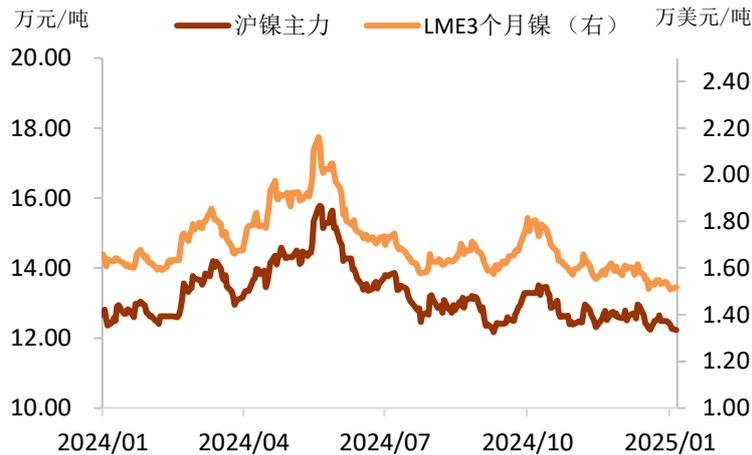
## 图表目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 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 .....     | 6  |
| 图表 4 美国核心 PCE 同比 .....    | 6  |
| 图表 5 中国 GDP 累计同比增速 .....  | 6  |
| 图表 6 规模以上工业企业利润累计同比 ..... | 6  |
| 图表 7 镍矿进口情况 .....         | 7  |
| 图表 8 自菲律宾进口镍矿占比 .....     | 7  |
| 图表 9 镍矿价格（上海现货） .....     | 8  |
| 图表 10 镍矿港口库存 .....        | 8  |
| 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 中国镍生铁产量 .....       | 9  |
| 图表 15 硫酸镍产量 .....         | 10 |
| 图表 16 电池级硫酸镍价格 .....      | 10 |
| 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 .....        | 11 |
| 图表 20 300 系不锈钢库存 .....    | 11 |
| 图表 21 新能源汽车产量 .....       | 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

12月沪镍主力合约震荡偏弱运行。受劳动力市场走弱影响，市场对美联储12月继续降息的预期近乎达成一致，美元指数下行推高镍价。而随着再通胀压力进一步彰显，美联储25年放缓降息步伐明确，美元指数大幅拉升创近期新高，镍价承压回落。但镍价在弱现实及强成本双重限制下，宏观扰动对价格波幅的影响较弱。

图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

现货升贴水先升后降。12月初，下游补库热度尤在，叠加镍价处于上升通道中，下游补库积极性较强。随着终端消费逐渐进入淡季，补库需求强度走弱，而镍价在宏观压力下开始回撤，下游观望情绪渐起，升贴水有所下滑。

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：

**居民收入增速放缓，政策依赖度持续攀升。**11月，美国个人收入合计约28.94万亿美元，同比增长约5.17%，与1月5.99%的增长相比已下滑0.82个百分点。从收入结构来看，劳动市场已较难支撑居民收入的增长。11月，居民获得报酬的收入合计约15.32万亿美元，占居民收入的52.93%，同比增速已由3月最高的7.28%下滑至5.78%。同时，强劲的美股并未给居民带来较强的收入增长。11月，居民资产收入合计约3.96万亿美元，同比增速由1月的8.26%大幅下滑至0.99%。其余租金、社保、库存资产等收入增速均呈不同幅度回落。相比之下，美国财政适时发力，托底收入增速。11月，居民通过转移支付获得的收入合计约4.64万亿美元。同比增速由1月的4.74%大幅上升至8.65%。后期来看，居民收入环境恶化迹象明显，收入增长对政策的依赖度较高。而随着特朗普团队入驻白宫，保守风格的财政部领导人或对赤字挥舞大刀，居民收入增长或遇瓶颈。

**个人消费支出维持强劲，再通胀压力尤在。**11月，个人耐用品商品消费支出同比增长约4.51%，已连续三个月回暖。而从收入增长结构来看，9月后居民劳动报酬收入与转移支付收入增速迎来二次提速，提振消费信心。相比之下，个人服务消费支出同比增速回落至6.64%，创2024年新低，但整体增速依然尚可。整体来看，个人消费支出维持强势，带动通胀压力回归。11月，美国核心PCE同比增长2.82，较上月回升0.03个百分点。季调CPI同比也由2.6%上升至2.7%。

**制造业复苏，内部结构分化。**12月，美国制造业大幅回升0.9个百分点至49.3，已临近荣枯线附近。从分项结构来看，需求端表现亮眼，新订单指数大幅回升2.1个百分点至52.5；新出口订单指数回升1.3个百分点至50%。强劲的新增订单有效带动生产回暖，产出指数大幅回升3.5个百分点至50.3。物流效率回升，但仍有大量订单库存尚未发出，导致上下游企业库存周期表现分化，订单库存指数大幅上升4.1个百分点至45.9，可待订单流转回升后观察企业库存管理预期。相比之下，就业市场表现较为疲软，就业指数回落2.8个百分点至45.3。

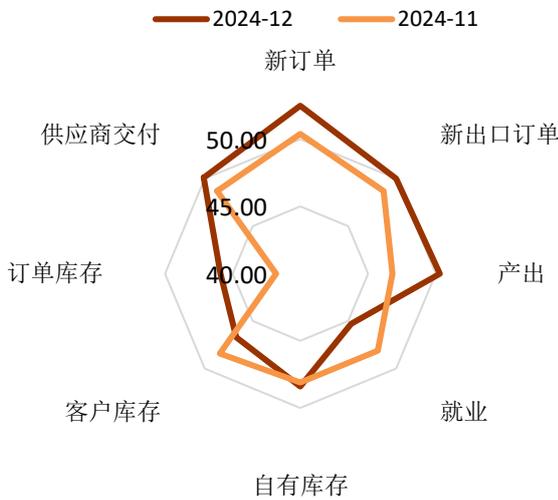
### 国内：

**居民收入回暖，但消费仍处于低谷。**从就业角度来看，11月国内失业率为5%，与前值持平。由于统计口径原因，失业率视角观测居民收入较为受限，因此，我们通过个税视角可以观察到居民端收入已有企稳回升迹象。11月，政府个税收入合计约1190亿元，同比增长约11.42%，较上期增长约5.84个百分点，并已连续4个月处于回升状态。我们认为，当前环境职工大幅加薪的可能性较低，而个税收入的大幅回升或来自于税源范围扩张。相比之下，

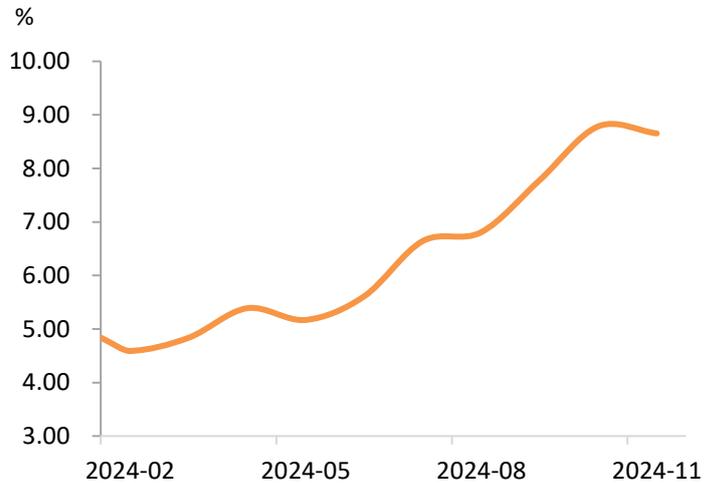
居民消费意愿依然薄弱，11月国内CPI同比录得0.2%，较上期回落0.1个百分点。从分项指标来看，食品项波动幅度较大，同比增长1%，较上期回落1.9个百分点。12月猪肉价格进一步走弱，报告期内下跌约4.28%至22.36元/公斤，表明居民食品消费依然保守，12月食品项或仍有拖累。相反，交通和通信有所回升，同比录得3.6%，较上期上涨1.2个百分点。

**制造业处于荣枯线边缘。**12月，国内制造业PMI录得50.1，较上期回落0.2个百分点。从分项数据来看，消费类指数表现尚可。新订单指数上升0.2个百分点至51，新出口订单回升0.2个百分点至48.3。而在此背景下，产出指数小幅回落0.3个百分点至52.1。表明需求订单韧性尤在，但企业利润微薄，生产积极性较弱。就业指数同样表现疲软，仅录得48.1，较上期回落约0.1个百分点。

图表 3 美国 ISM 制造业

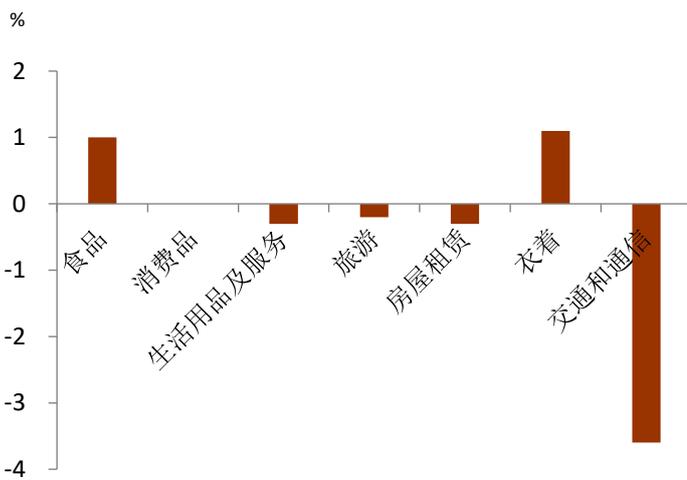


图表 4 居民转移支付收入增速

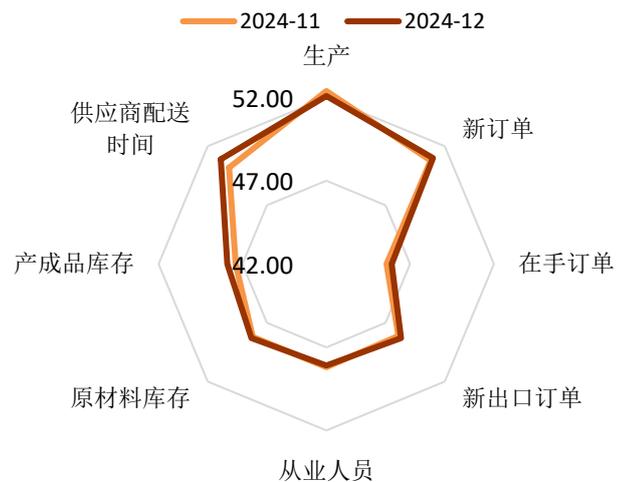


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国 CPI 分项数据



图表 6 国内制造业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

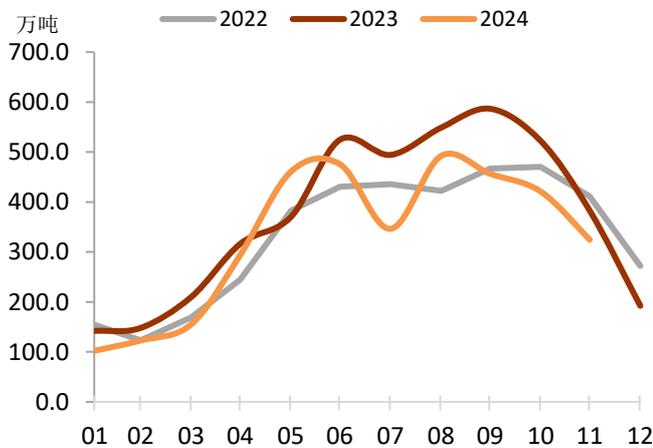
### 三、基本面分析

#### 1、资源扰动力度有限，矿价相对平稳

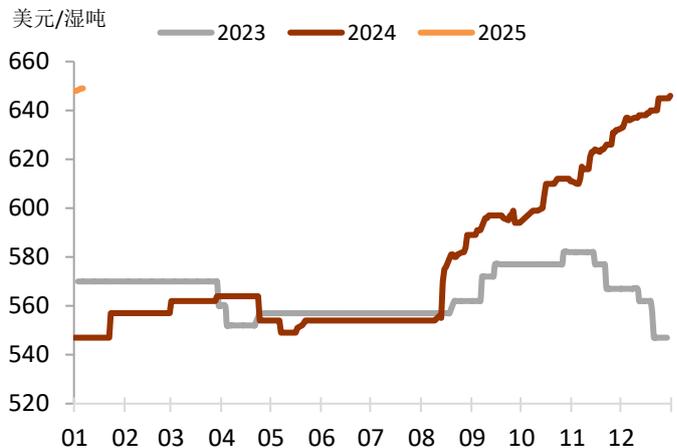
据 SMM 数据显示，印尼红土镍矿内贸价格整体稳定在 44 美元/湿吨，报告期内无明显变动；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 44 美元/湿吨下跌至 42.5 美元/湿吨。12 月印尼矿业部加强对审批配额执行情况的审核，范围包括环保及相关法规，从镍价走势来看，审批影响力度有限。2025 年，印尼矿业部 RKAB 批准了 207 个项目，另有 85 个项目已批准但不准予生产，其目的是为了保障市场供需平衡。相反，印尼大幅下调了 12 月红土镍矿的内贸基准价格。菲律宾虽受多变天气扰动，但镍矿生产相对稳定，镍矿价格暂无明显波动。新喀 Goro 镍矿重启，但公司管理层表示，由于该矿长期停运，公司现金流正面临挑战。整体来看，当前全球镍资源集中度较高，而资源国当权的相关审批、责任政策事宜表明其对资源价格的下跌较为抵触，限产政策预期仍有空间，成本下方支撑较为牢固。

11 月，中国镍矿进口量合计 324.49 万吨，同比回落 16.13%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约 288.68 万吨，同比减少约 11.24%；进口自其他国家的镍矿合计约 35.8 万吨，同比减少约 41.92%。库存方面，国内港口库存合计约 859.7 万湿吨，较上期去库约 39 万吨，当前处于季节性去库周期中，或将在 3 月附近迎来拐点。

图表 7 镍矿进口情况

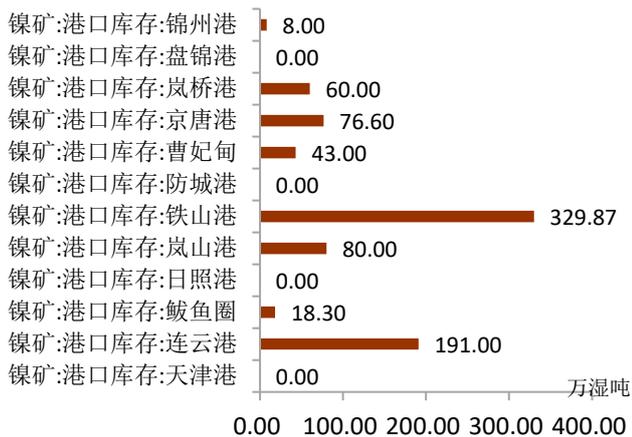


图表 8 镍矿价格 (1.9%-2.0%均价)

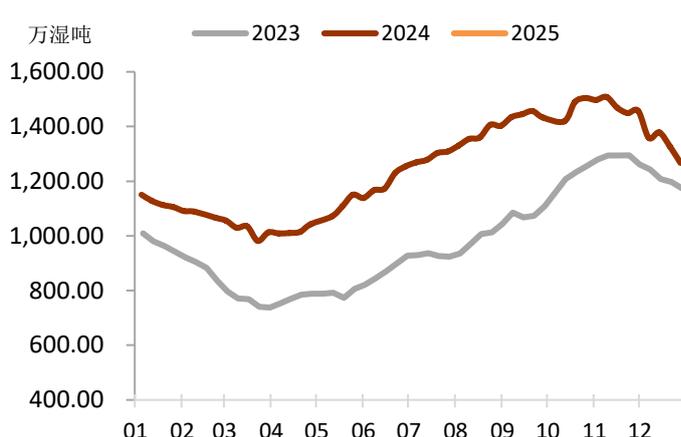


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 镍矿主要港口库存情况



图表 10 镍矿港口库存



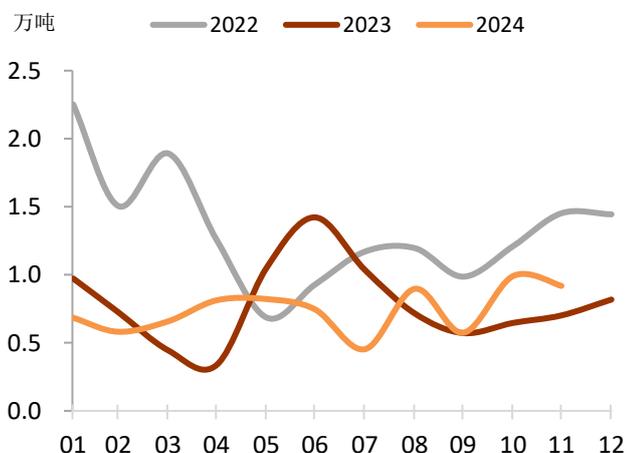
资料来源：SMM, IFind, 铜冠金源期货

## 2、季节性降产在即，供给预期收缩

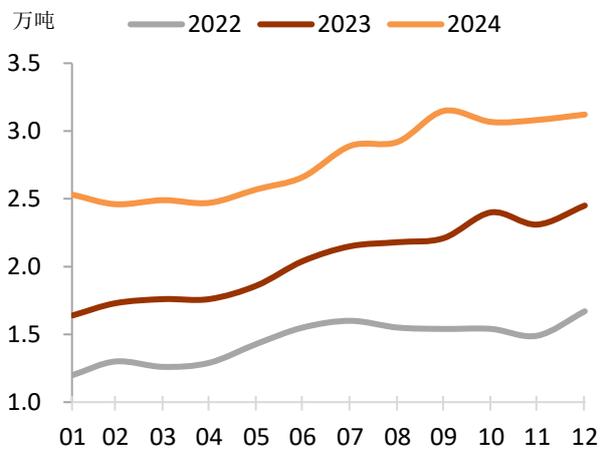
据 SMM 统计，12 月全国精炼镍产量合计 3.15 万吨，同比+28.9%；开工率 72.88%，较去年同期下降了约 0.27 个百分点。同期，产能规模暂无新增，月度产能维持在 4.3 万吨水平。利润方面，11 月全国电解镍平均成本约在 15928 美元/吨，平均成本处于倒挂状态。其中，一体化 MHP 电积镍仍有 7.1% 的利润率，而高冰电积镍利润率为-3.01%，虽仍处于负值，但亏损幅度已有收缩。12 月镍价整体进一步下跌，上游成本倒挂或将加剧，恰逢节前季节性降产在即，国内镍供给预期收缩。

进出口方面，11 月中国进口精炼镍 0.94 万吨，同比增长约 32.26%，主要增量来自于加拿大，11 月进口了约 1138 吨，同比增长约 215.23%。但俄罗斯依然是我国进口镍的主要来源，进口规模约 5761 吨，占比约 60.75%；出口方面，11 月中国电解镍出口约 11160 吨，同比增长 91.48%。11 月电镍出口盈亏均值约在 291.07 美元/吨，虽然较 10 月的 587.32 美元/吨大幅回落，但出口窗口尤在，仍对出口有所提振。

图表 11 中国精炼镍进口量



图表 12 中国精炼镍产量



资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

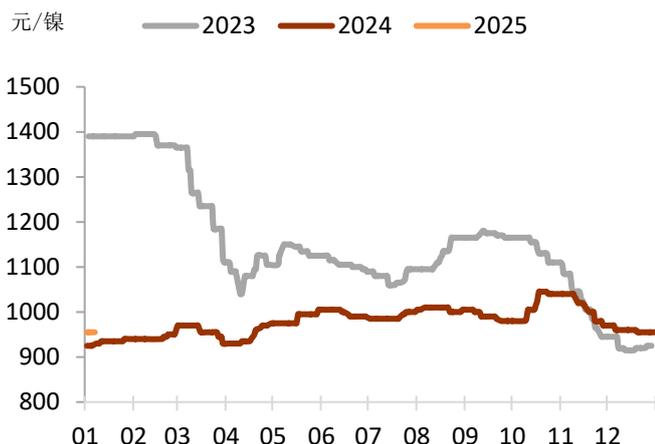
### 3、终端消费动力不足，镍铁价格下行

据 SMM 数据显示，12 月，镍铁价格震荡下行，10-12%高镍生铁报价由月初的 959.5 元/镍点下跌至月底的 939.5 元/镍点。当前镍矿整体相对稳定，但不锈钢市场消费低迷，弱基本面环境拖累镍铁价格进一步下挫。

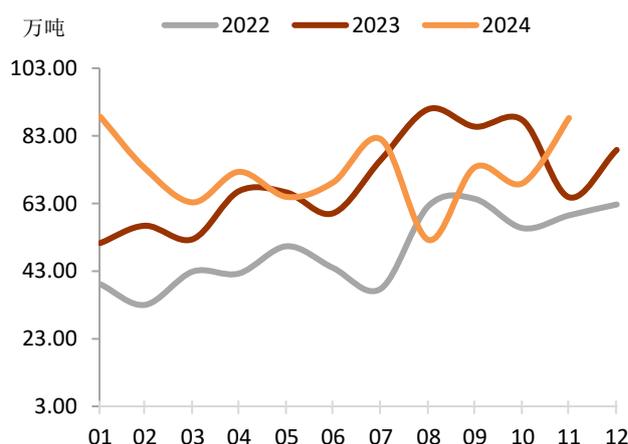
基本上，12 月国内镍铁产量约 3.347 万吨（金属量），同比增长约 12.88%，国内开工率 53.62%，较上期提升 1.18 个百分点；印尼镍铁产量约 14.25 万吨（镍吨），同比增长约 10.72%。12 月中国及印尼不锈钢产量合计约 178 万吨，同比增长约 11.25%。12 月为传统不锈钢消费旺季，报告期内去库合计约 5.25 万吨，略不及去年的 6 万吨去库规模。整体来看，旺季驱动下，镍铁基本面供需均有回暖，去消费动力不足，去库幅度有限，成本倒挂困局依然难解，镍铁价格表现较弱。

进口方面，11 月中国镍铁进口合计约 88.27 万实物吨，同比+29.82%。从进口原来看，增量主要来自于印尼，进口规模约 85.54 万吨，占比约 96.9%。库存方面，截止 12 月 31 日，国内主要地区镍生铁库存 21.2 万实物吨，较 11 月底回落约 10.85 万吨。

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁进口



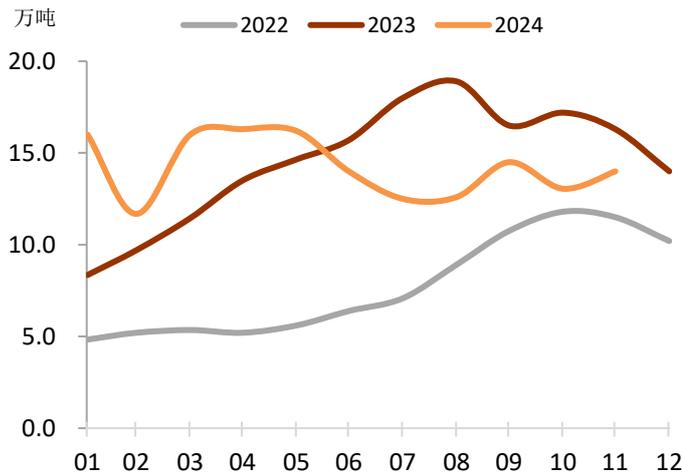
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 4、产业成本倒挂，价格难有突破

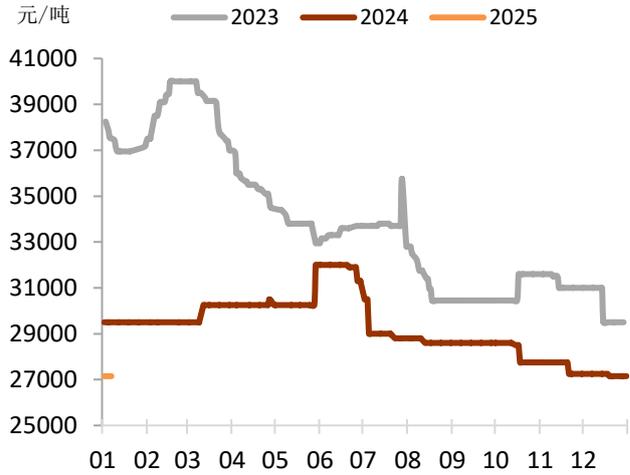
基本上，据 SMM 统计，12 月硫酸镍产量 2.84 万吨（金属量），同环比-24.04%/-6.04%。进口方面，11 月，中国硫酸镍净进口量约 1.78 万吨，同环比+0.03%/+1.21%。12 月三元正极排产环比收缩，开工率 41.03%，环比收缩约 3.27 个百分点，供需两端均有走弱迹象。

价格方面，12 月硫酸镍价格震荡偏强运行。电池级硫酸镍价格由 26320 元/吨上涨至 26460 元/吨；电镀级硫酸镍价格小幅回落，由月初的 31500 元/吨下跌至 31000 元/吨。报告期内，硫酸镍价格走势分化，整体波动幅度不大。当前镍盐厂与正极厂均面临成本倒挂压力，上游挺价意愿较强但下游价格接受度较弱，上下游相持难解，价格难有突破空间。

图表 15 硫酸镍产量



图表 16 电池级硫酸镍价格



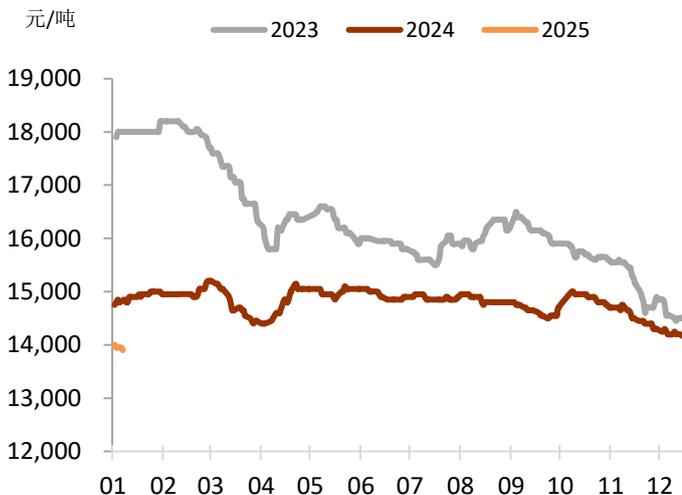
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

### 5、钢企亏损收缩，供给小幅回升

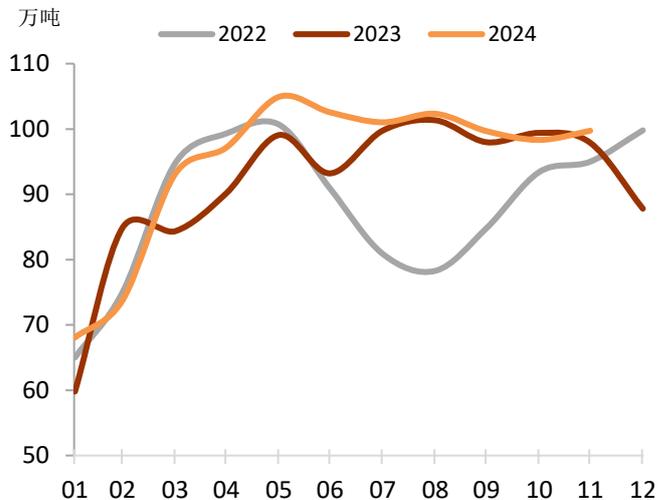
12月300系不锈钢价格震荡偏弱运行，报告期内，304不锈钢（无锡）价格由月初的1.32万元/吨左右下跌至1.31万元/吨左右。

基本上，据SMM数据统计，中国12月300系不锈钢产量合计约178万吨，同环比+11.25%/+1.13%。虽然12月300系不锈钢价格偏弱，但原料价格跌幅相对更大，钢企亏损幅度略有收窄，利润率由月初的-8.11%收缩至月末的-4.95%。进出口方面，11月，中国不锈钢进口量约12.97万吨，出口约43.93万吨，净出口规模约30.96万吨。整体来看，国内产量小幅回升，但国内需求低迷，净出口规模持续攀升，国内实际可流通资源减少。消费上，11月，国内房地产竣工面积合计约4.8亿平方米，同比回落约26.2%，较上期进一步收缩2.3个百分点，最大终端消费依然低迷。截止2025年1月2日，国内300系不锈钢库存合计约49.61万吨，报告期内去库合计约5.25万吨，略不及去年的6万吨去库规模。

图表 17 300系不锈钢价格

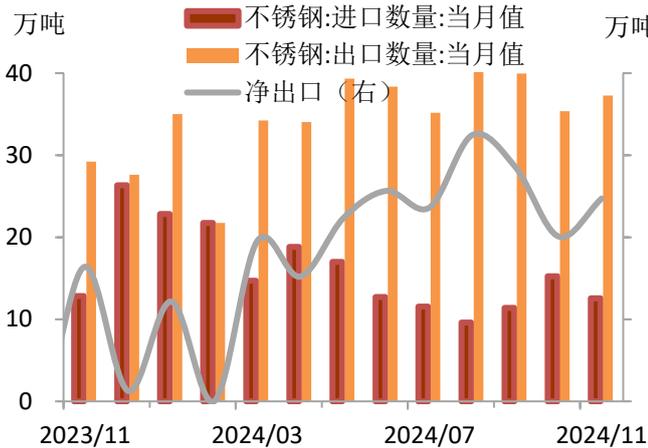


图表 18 300系不锈钢产量

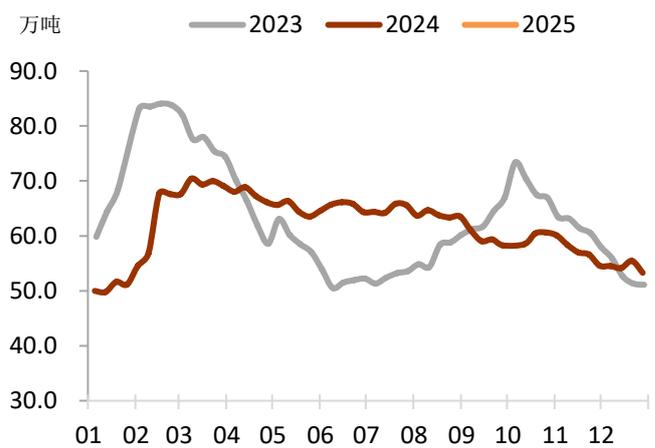


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

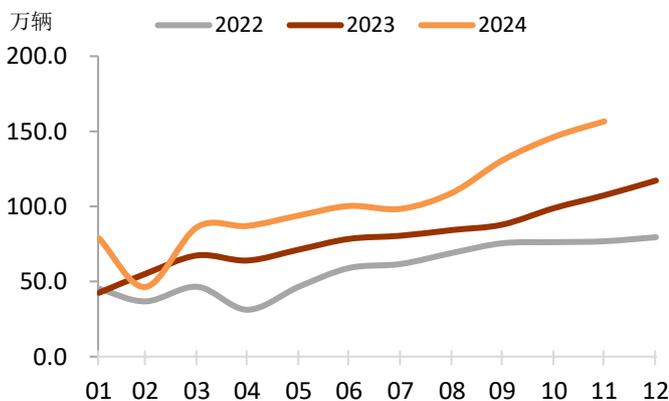
## 6、新能源消费强度存疑，仍需时间观察

从高频销量数据来看，12 月 1-22 日，乘用车新能源市场零售 81.7 万辆，同比去年 12 月同期增长 60%，较上月同期增长 4%，今年以来累计零售 1,041.3 万辆，同比增长 43%。新能源汽车零售热度虽较 11 月有所降温，但销量增速依然维持在高位水平。

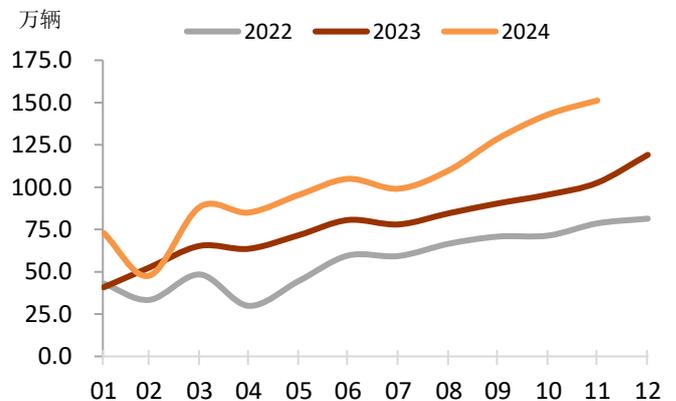
从整体供需角度来看，车企乐观预期略高，库存压力聚集。11 月新能源汽车产量合计约 156.6 万辆，同比增加约 45.81%。销量合计约 151.2 万辆，同比增长约 47.37%。产销比 96.55%，连续三个月下滑。表明自 8 月消费回暖后，整车厂对旺季需求过于乐观，导致整车供需失衡持续积累。预期，当前车企库存相对较高，年初或将进入去库阶段。

后期来看，电池厂的排产热度与整车基本面相悖，需求强度有待确认。虽然新能源汽车零售增速维持高位，但在车企乐观预期推动下，整车生产明显提速，供需双旺环境下供给相对更旺。目前产销比已连续三个月低于 1，且维持递减趋势，表明整车厂现车库存压力持续累积。叠加一季度正值消费淡季，需求端较难出现明显增量。而电池厂超预期的排产热度与下游需求的弱预期背道而驰，从而导致实际消费存在较多疑点，需求强度仍需时间观察。

图表 21 新能源汽车产量



图表 22 新能源汽车销量



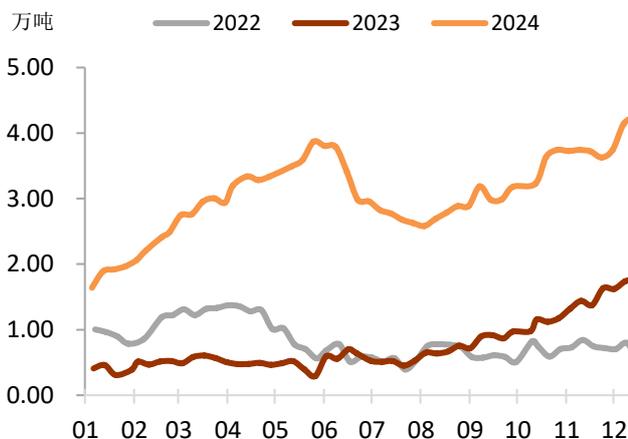
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 7、海外累库预期放缓，国内再度进入累库

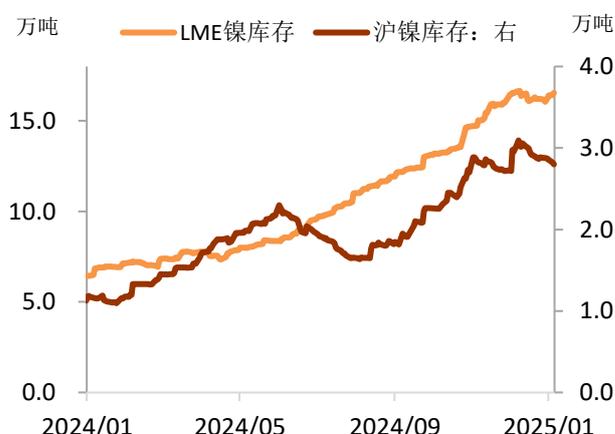
截至 2025 年 1 月 3 日，国内精炼镍社会库存合计约 4.02 万吨，自 11 月底大幅累库后，12 月整体呈去库态势，报告期内去库约 1198 吨。同期，两大交易所库存累库节奏有所放缓，截止 1 月 7 日，LME 期货库存 16.53 万吨，报告期内累库 2230 吨；沪镍期货库存 2.8 万吨，报告期内累库约 780 吨。

后期来看，12 月以来，纯镍出口窗口持续收缩，12 月底已初现阶段性关闭现象，或将导致国内想 LME 交仓热度降温，海外镍库存增幅预期放缓。国内即将迎来供需淡季，出口需求放缓或导致国内库存承压，预期纯镍现货库存将率先进入累库区间。

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，冶炼厂或有季节性降产。（中性）

需求方面，传统领域暂无增量需求，三元正极排产环比收缩。（中性偏空）

成本方面，印尼官方管制，矿价预期稳定。（支撑）

宏观方面，特朗普团队入驻白宫后存在贸易政策及财政政策双层扰动，或影响美国消费韧性及强美元计价，具体政策落地情况仍有待观察。（中性）

整体来看，宏观面存在较强不确定性，主要在于特朗普即将入驻白宫，其激进贸易政策的实际落地情况仍存变数，或导致市场对强美元的计价程度存在偏差，进而造成对镍价的扰动。基本上，新能源即将进入淡季，三元材料开工预期进一步下移，或对硫酸镍消费形成拖累。不锈钢消费低迷，镍铁价格仍将维持低位。纯镍产量或有季节性降产，但对基本面弱勢格局影响有限。镍矿预期延续坚挺，成本下方支撑较强。预计镍价震荡延续。

风险点：特朗普交易

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 B2 栋 1302 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。

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。