

过剩格局延续 价格重心下移

沪镍-不锈钢期货

报告摘要

- 2025年镍价先扬后抑，整体震荡向下运行，重心慢慢下移，沪镍主力核心波动区间在11.4-13.6万元/吨，供需过剩主导了价格方向。
- 2026年印尼镍矿配额预计达3.19亿吨，可满足其本土冶炼需求，中印争抢菲律宾资源的局面或将缓解。对中国而言，镍矿供应趋于宽松，预计价格将震荡走弱，下游成本重心可能下移。
- 印尼镍铁产量将继续增长，其资源与规模带来的低成本优势将进一步巩固，成为全球镍产业链的核心成本定价锚。国内镍铁产业在缺乏新增需求亮点的背景下，面临海外低成本竞争，市场份额可能进一步收缩，全球供应持续向印尼集中。
- 镍市场预计面临连续供应过剩，但低价正推动全球高成本产能出清，已有超30万金属吨产能停产。价格底部有望锚定在印尼镍生铁生产成本附近，2026年或成为行业探明成本底，为下一周期蓄力的关键一年。高库存将继续抑制价格反弹空间，需求恢复的节奏与强度成为去库存的关键。传统领域需求企稳与新兴应用拓展将影响转折时点，镍铁及不锈钢价格预计仍将承压，难有强劲上涨。
- 新能源汽车与电池产业进入高质量、稳态发展阶段，三元电池需求预计保持稳定。高镍化、超高镍及固态电池等技术进展，将持续为镍需求提供结构性支撑，对冲其他领域份额下降的影响。
- 展望2026年，全球镍市场预计在印尼低成本产能主导下维持供应过剩格局，不锈钢等传统需求增长乏力，但新能源领域的高镍化趋势将提供关键结构性支撑。行业将在持续低价中加速出清高成本产能，镍价底部将锚定印尼镍生铁成本线，2026年或成为探明周期底部、为未来复苏蓄力的关键调整年。

风险点：

- 1、国内外宏观政策变化
- 2、需求出现新增长点
- 3、印尼、菲律宾政策变化

交易咨询业务资格：
证监许可【2012】1091号

完稿时间：2025年12月7日

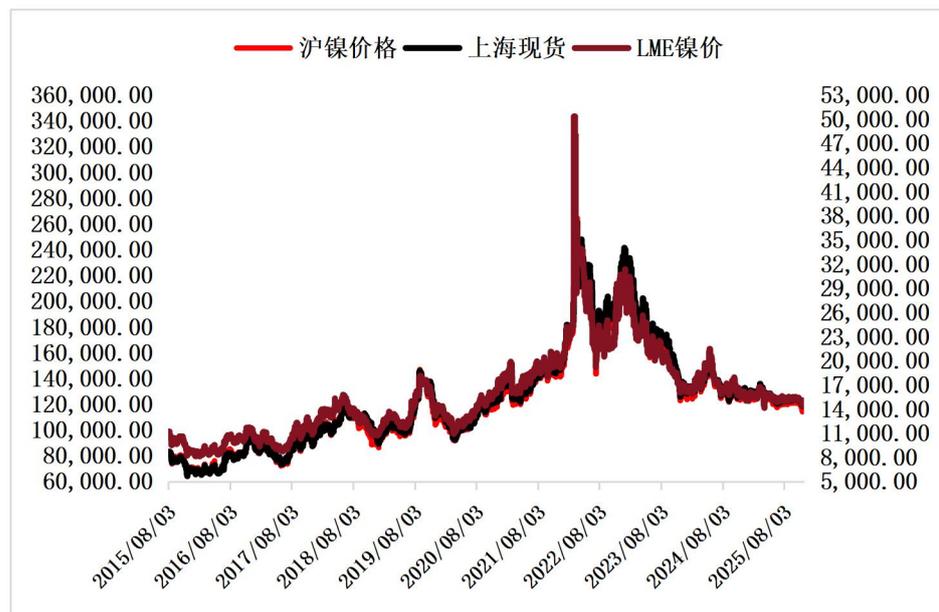
研究员：	祝森林
研究品种：	有色金属
从业资格号：	F3023048
投资咨询号：	Z0013626
TEL：	0575-85225791
E-mail：	zhusenlin@dyqh.info

重要提示：

本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。大越期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为大越期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，大越期货不承担任何责任。

一、行情回顾

图 1：镍价走势回顾



资料来源：Mysteel 博易大师 大越期货整理

进入 2025 年后，镍价先扬后抑，整体震荡向下运行，重心慢慢下移，沪镍主力核心波动区间在 11.4-13.6 万元/吨，供需过剩主导了价格方向。

一季度初，市场对印尼可能大幅削减 2025 年 RKAB（采矿许可证）审批配额的担忧持续发酵，直接影响了未来镍矿供应预期，支撑镍价在 1 月呈偏强震荡态势。进入 2 月至 3 月，多重利好形成共振，推动沪镍价格持续冲高，一度触及 13.6 万元/吨的季度高位。这主要得益于几个方面：首先，印尼作为主导全球近 70% 镍矿产量的国家，其政策动向至关重要；其次，美元指数回落及美联储降息预期营造了有利的宏观氛围；此外，刚果（金）暂停钴出口的消息也引发了镍钴品种间的情绪联动。同时，印尼雨季影响了矿区作业，加上 3 月底 MHP（氢氧化镍钴）项目出现大规模集中检修，导致阶段性供应收紧，进一步巩固了成本支撑。然而，镍价在 3 月中旬开转向，随着印尼政策扰动被市场逐步消化，以及下游需求疲软这一根本矛盾未改，部分多头资金选择获利了结，镍价自高位回落。

二季度初，受关税政策冲击，价格快速向下反映，镍价高台跳水。4月初，LME 镍价一度跌破每吨 14000 美元/吨大关，近五年低位。随后，受印尼上调矿产特许权使用费（PNBP 政策）落地以及菲律宾镍矿出口禁令消息的短期扰动，市场情绪受到提振，推动价格在 4 月中下旬出现反弹。然而，这种由政策消息带来的支撑难以持续。进入 5 月至 6 月，随着需求端进入传统淡季，以及印尼等主要产国矿端供应季节性放量，镍价重归跌势。LME 镍价在 6 月下旬再次跌破每吨 15000 美元/吨的关键心理支撑位，国内沪镍价格也回落至 12 万元/吨附近。

三季度价格波动幅度降低，低位区间震荡运行。季度初期（7 月中下旬），受国内“反内卷”政策预期及黑色系商品上涨的情绪带动，镍价出现一波冲高。然而，由于政策落地推进相对缓慢，价格上涨缺乏持续支撑。进入 8 月中下旬至 9 月初，来自资源国的突发事件成为市场主要扰动因素：印尼雅加达等地爆发社会动荡，同时政府高调宣布将严厉打击非法采矿。这些消息引发了市场对全球主要镍供应国（印尼产量占全球超 60%）原料稳定性的担忧，推动镍价再次触底反弹，沪镍主力合约一度触及 123620 元/吨的阶段高点。但由于动荡未实际波及镍产区，打击非法采矿的实际效果也存疑，由情绪驱动的涨势难以维持，镍价在 9 月随后逐步回落调整。

四季度镍价震荡偏弱运行，向下承压。10 月份，镍价走势以震荡为主，多空因素交织。一方面，印尼镍矿政策的不确定性为市场提供了关键支撑。印尼政府于 10 月 3 日正式颁布法令，将采矿配额（RKAB）的审批周期从三年缩短为一年，并要求矿企重新提交 2026 年的申请。这一政策加深了市场对远期原料供应的焦虑，刺激部分冶炼企业提前备矿，从情绪和成本上托住了镍价。同时，菲律宾进入雨季导致镍矿出货量季节性下降，也强化了矿端的支撑。另一方面，沉重的基本面压力限制了价格上涨空间。高库存以及下游消费疲软共筑价格“天花板”。进入 11 月份，镍价承压下行并触及阶段底部。在供应持续释放、不锈钢需求不振以及美元走强等多重压力下，沪镍价格在 11 月中旬跌破前期震荡区间，伦镍价格也一度跌破每吨 15000 美元/吨，创下阶段新低。反映到产业链上，镍铁价格跌至年度新低，部分不锈钢

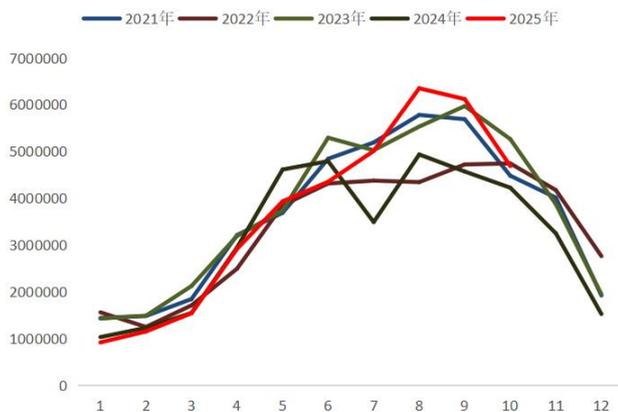
厂甚至计划进行减产检修，进一步削弱了对原料的需求。然而，镍价在月末出现超跌反弹。这主要受到宏观情绪改善的驱动：美联储释放“鸽派”信号强化了降息预期，同时中美领导人通话释放了积极信号，提振了市场风险偏好，推动镍价技术性回升。

二、基本面分析

1、供给端分析

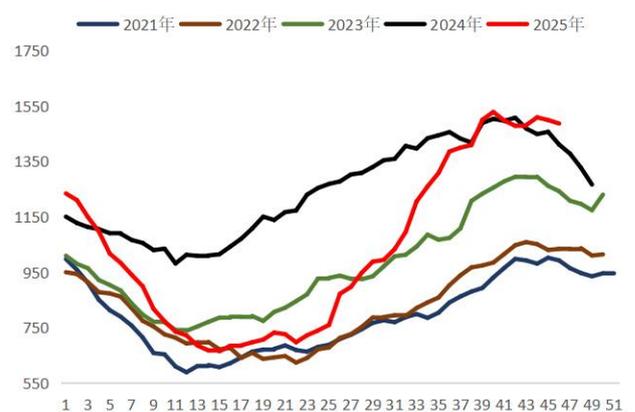
1.1 镍矿：强供给、高库存

图 2：镍矿砂及精矿进口量



数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 3：镍矿港口库存



数据来源：Mysteel 大越期货整理

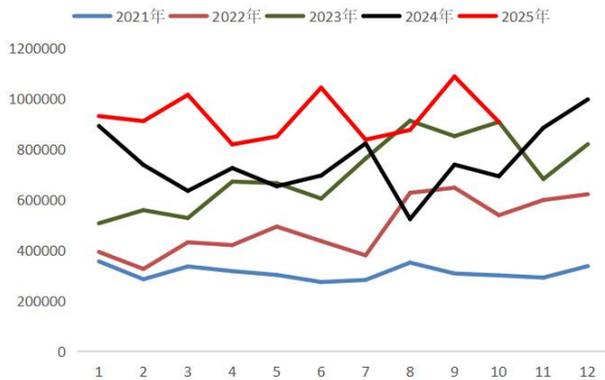
2025 年，镍矿价格呈现出价格震荡偏强局面，重心相对于 2024 年有所抬升。这局面变化主要来自于最大镍矿供应国印度尼西亚的政策调整。年初削减 RKAB 配额引发担忧，最近印尼政府又将矿业公司的 RKAB（工作计划和预算）许可周期从 3 年大幅缩短至 1 年，显著增加了企业中长期生产规划的不确定性与运营难度。更为关键的是，其正式实施新规，将镍原矿的特许权使用费从固定的 10% 调整为最高可达 19% 的浮动税率，直接且显著地推升了开采成本。这两项政策共同作用，从供应预期和成本底部两个维度，为全年镍矿价格提供了关键支撑，使其价格重心较去年小幅上移。

从进口与库存数据观察，国内供应面整体充裕。2025年1-10月，中国镍矿进口量达3693万湿吨，同比增长10.8%。截至11月底，国内港口镍矿库存攀升至1487万吨，同比增加5.4%，处于近五年同期高位。这表明，尽管印尼政策影响阶段性镍矿流向，但实际流入中国的矿石数量依然充沛，市场并未出现实质性短缺。

展望2026年，市场格局可能再度转变。关键变量在于印尼最新的镍矿配额预计达到约3.19亿吨，这一规模基本能够满足其本土冶炼厂的消化需求。因此，2025年上半年印尼与中国争抢菲律宾镍矿资源的情况在2026年大概率难以重现。对中国市场而言，镍矿供应有望变得更加宽松。在此背景下，镍矿可能在2026年再次转为震荡偏弱走势，下游成本重心或将松动甚至下移。

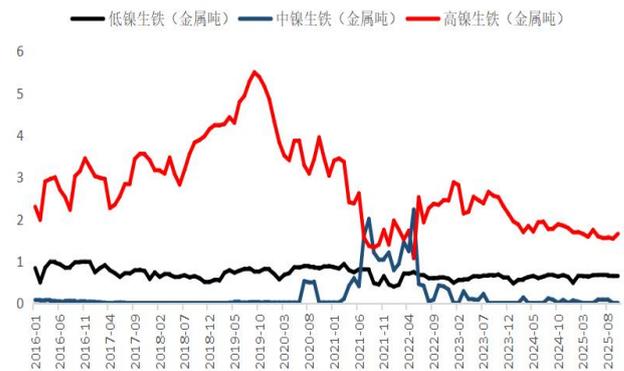
1.2 镍铁：印尼镍铁冲击，重塑供应格局

图4：镍铁进口量



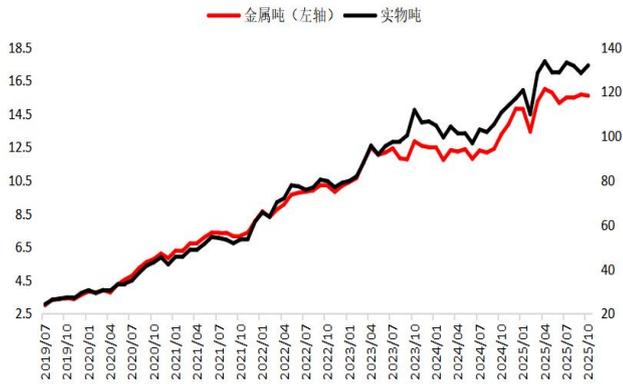
数据来源：Mysteel 大越期货整理

图5：国内镍铁产量



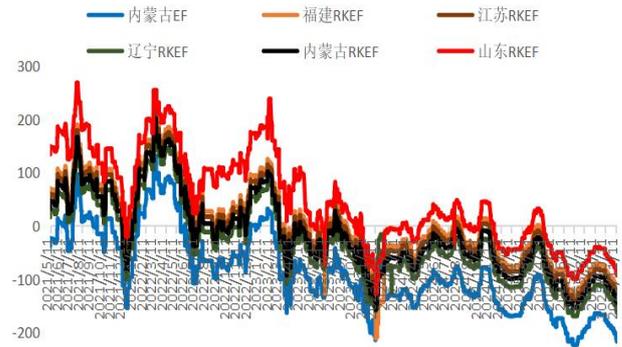
数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 6：印尼镍铁产量



数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 7：镍铁企业盈亏



数据来源：Mysteel 大越期货整理

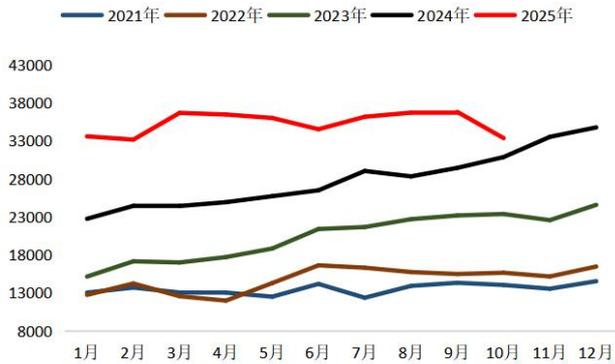
2025 年，全球镍铁供应格局深度重塑，中国对印尼镍铁的依赖度呈现结构性抬升。这一趋势的核心驱动力在于印尼作为主产区产能的持续释放与显著的成本优势。数据显示，2025 年 1-10 月，印尼镍铁产量已达 152 万金属吨，同比大幅增长 24%，奠定了其全球供应增长绝对主力的地位。

受此影响，中国的进口依赖度显著加深。1-10 月，中国镍铁进口量攀升至 926 万吨，同比增长 30%。大量低成本印尼镍铁的涌入，对国内产业链形成了双重挤压：一方面，进口资源压制了市场价格；另一方面，使国内镍铁企业长期陷入亏损困境。其直接结果是，同期国内镍铁产量仅为 22.84 万金属吨，同比下降 7.4%，部分高成本产能被迫退出市场。

展望 2026 年，这一趋势预计将继续强化。印尼镍铁产量仍将保持增长态势，其基于资源与规模形成的低成本优势将更为巩固，并有望成为全球镍产业链最核心的成本定价锚点。在国内需求未有显著新增亮点的背景下，国内镍铁产业将继续承受来自海外低成本产品的竞争压力，市场份额或面临进一步收缩，全球镍铁供应中枢将持续向印尼集中。

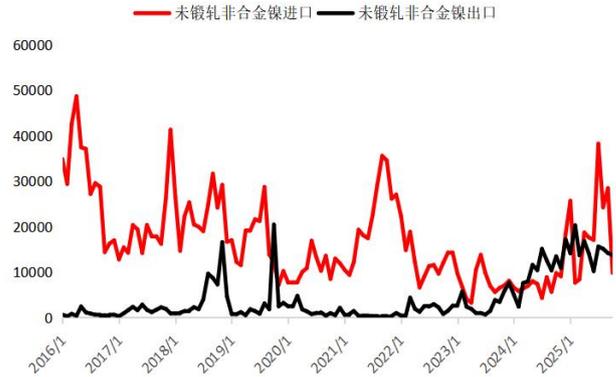
1.3 电解镍：产量高，库存升

图 8：国内电解镍月产量



数据来源: Mysteel 大越期货整理

图 9：精炼镍及合金进、出口量



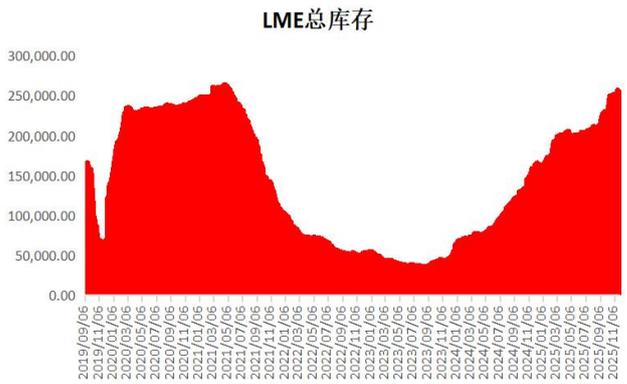
数据来源: Mysteel 大越期货整理

图 10：国内精炼镍库存



数据来源: Mysteel 大越期货整理

图 11：LME 库存



数据来源: Mysteel 大越期货整理

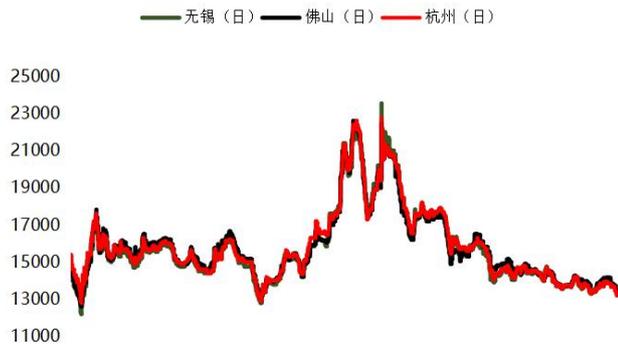
2025 年，国内精炼镍市场在产能扩张与需求疲软的博弈中，呈现出显著的“供需需弱”格局。供应端，国内产量保持高速增长，前 10 个月产量达 32 万吨，同比大幅增长 32%，这主要得益于浙江等地的新建电积镍项目顺利投产，带来了持续的产能增量。然而，旺盛的供应遭遇了疲软的需求，来自不锈钢和新能源电池（特别是三元电池）领域的消费拉动不及预期。这种供需矛盾直接体现在价格和库存上：四季度镍价再度承压下行至每吨 12 万元人民币以下，导致部分高成本产能被迫减产或检修；同时，全球库存持续累积，伦敦金属交易所（LME）库存回升至 25 万吨以上，国内社会库存也超过 5 万吨，强化了市场过剩的直观感受。

展望 2026 年，镍市场预计将面临连续供应过剩，但行业也可能在深度调整中触及周期底部。国际机构普遍预测，全球镍供应过剩的局面将进一步加剧。然而，持续的低价正加速全球高成本产能的出清，已有超过 30 万金属吨的产能停产。随着过剩产能被逐步挤出，镍价进一步下探的空间将受到限制，其底部有望锚定在更具成本优势的印尼镍生铁（NPI）生产成本附近，机构预测的绝对成本支撑约在每吨 1.4 万美元左右。因此，2026 年可能是行业在过剩中探寻成本底、并为下一轮周期积蓄力量的关键一年。

2、需求端分析

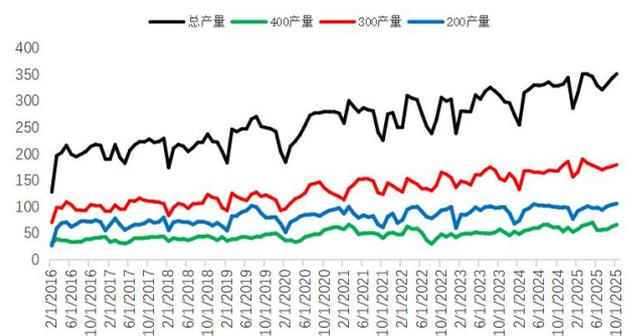
2.1 不锈钢：价格低位，去库存化弱

图 12：国内 304/2B 不锈钢价格



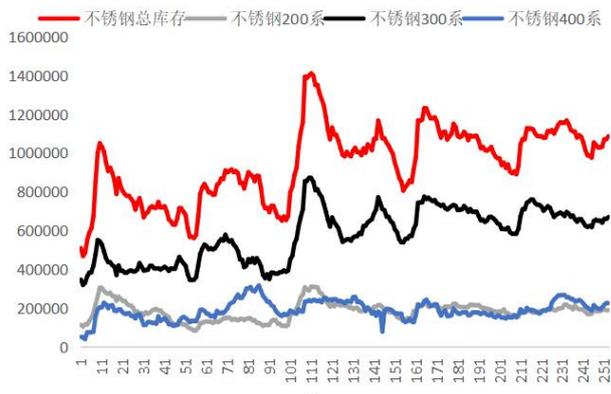
数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 13：国内不锈钢粗钢产量



数据来源：Mysteel 大越期货整理

图 14：不锈钢库存



数据来源：Mysteel 大越期货整理

2025 年，国内不锈钢市场在产量增长与库存高企的双重压力下，价格持续承压。全年不锈钢主力期货价格主要波动于 12,000 至 13,500 元/吨区间，接近上市以来的低位水平。

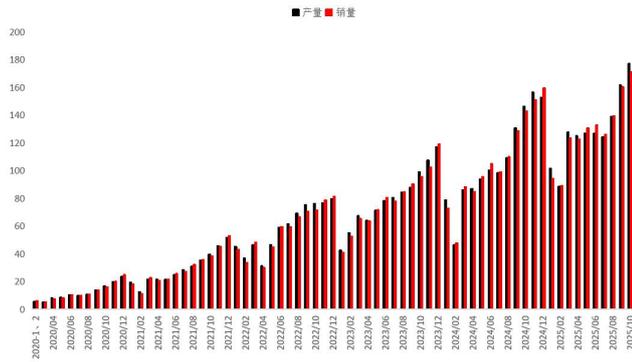
供应端保持增长是价格承压的核心因素之一。2025 年 1-10 月，全国不锈钢粗钢产量达到 3324 万吨，同比增长 5.5%。其中，镍含量较高的 300 系不锈钢产量为 1746 万吨，同比增长 7.8%，增速高于整体水平。

然而，供应增长并未被需求完全消化，导致社会库存显著累积。截至 11 月底，全国不锈钢社会库存总量攀升至 108 万吨，较 2024 年底增长约 20%。其中，300 系库存为 67 万吨，较 2024 年底增长 13.6%。高企的库存持续压制市场价格和行业利润。

展望 2026 年，高库存仍是市场需要时间消化的关键问题，将直接抑制价格的反弹空间和力度。需求恢复的节奏与强度将成为关键。传统领域（如房地产、制造业）的需求企稳，以及新兴应用领域的拓展速度，将决定市场何时能实现有效的“去库存”并迎来转折。作为主要原料的镍铁预计仍将处于过剩格局，其价格可能难以形成强劲的成本支撑。不锈钢价格预计将继续在低位区间运行，向上突破存在较大压力。

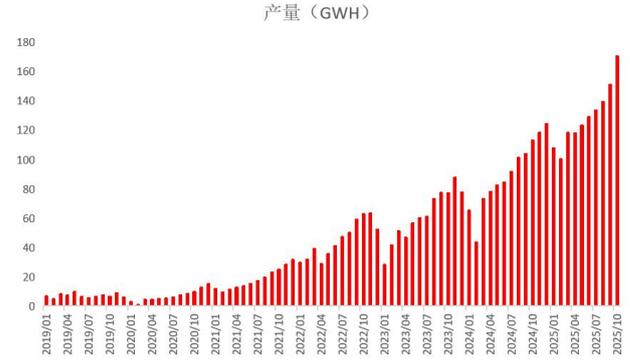
2.2 新能源车、动力电池：产品结构转变

图 15: 新能源汽车产销量



数据来源: 中汽协 大越期货整理

图 16: 新能源电池产量



数据来源: 中国电池协会 大越期货整理

2025 年，中国新能源汽车与动力电池产业继续保持强劲增长，但随着三元电池被替代，镍需求增速放缓。

新能源汽车市场加速渗透。2025 年 1-10 月，全国新能源汽车产销分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比增幅均超 32%。市场渗透率持续攀升，前 10 个月新车销量已占汽车总销量的 46.7%。10 月单月表现尤为突出，产销同比增速均达 20% 以上，当月渗透率首次突破 51.6%，显示市场正加速向电动化转型。

动力电池产业同步高速增长。下游需求的旺盛直接拉动了中游电池环节。10 月，我国动力和其他电池的产量与销量均突破 170GWh，环比增长超 12%，同比增速高达 50% 以上。装车量方面，2025 年 1-10 月中国新能源汽车动力电池装车量累计为 578.0 GWh，与 2024 年同期相比增长了 42.4%。其中，磷酸铁锂电池是绝对主力，累计装车量达 470.2 GWh，占总装车量的 81.3%，同比增长高达 59.7%。而三元电池累计装车量为 107.7 GWh，占比 18.6%，对镍需求增速有限。

展望 2026，新能源汽车与电池产业预计将从爆发式增长逐步过渡至高质量、稳态发展的新阶段，对镍等关键金属的需求逻辑也将随之演进。三元电池的需求预计将保持稳定，并可能随中高端车型市场的扩大而获得温和增长。其对高能量密度的追求，尤其是高镍化、超高镍（如 NCM811、NCA）乃至固态电池技术的研发与应用进展，将持续为镍的需求提供关键的结构支撑，对冲其份额下降的影响。

三、供需平衡

表 1：全球镍供需平衡表

全球镍元素供给及预期（万镍吨）						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
原生镍总供应	256	269	306	331	340	365
全球纯镍产量	85	78	81	82	89	99
全球镍铁产量	149	169	190	206	207	225
NPI中国	51	43	41	39	35	31
NPI印尼	59	89	115	138	148	169
FeNI	39	37	34	30	24	25
全球原生镍盐产量	10	14	28	39	39	38
其它	12	9	8	5	5	3
原生镍总需求	243	291	303	323	337	353
不锈钢	173	198	199	217	228	241
中国+印尼	136	157	161	180	191	204
其它	37	41	38	37	37	37
电池	15	27	37	36	39	37
合金	35	43	45	49	51	55
电镀	10	10	10	10	10	10
其它	10	12	11	11	10	10
平衡	13	-22	3	8	2	12

资料来源：SMM 大越期货整理

全球镍市场在 2020 至 2025 年间呈现供给与需求双增长态势，但供需结构发生显著变化。从供给端看，原生镍总供应由 2020 年的 256 万镍吨逐步上升至 2025 年的 365 万镍吨，其中镍铁产量增长尤为显著，主要来自印尼 NPI 的大幅增产（从 59 增至 169 万镍吨），而中国 NPI 产量则持续收缩。纯镍产量相对稳定，镍盐产量在 2022 年后趋于平稳。

需求方面，不锈钢领域仍为镍消费主力，尤其中国与印尼合计消费占比持续提升，从 2020 年的 136 万镍吨增至 2025 年的 204 万镍吨。电池用镍在 2022 年达峰值后略有回落，合金需求稳步增长，其他领域相对平稳。供需平衡在 2021 年出现 22 万镍吨的短缺后，2022 - 2025 年均转为小幅过剩，2025 年盈余 12 万镍吨。

展望 2026 年，预计印尼仍将是全球镍供给增长的核心驱动力，NPI 产能继续释放；中国 NPI 产量或进一步萎缩。需求侧，不锈钢与电池材料两大板块预计保持温和增长，尤其在新能源汽车与储能产业带动下，电池用镍有望重回增长轨道。若当前产能投放节奏维持，2026 年全球镍市场可能继续呈现小幅供给过剩，但需关注印尼政策变化、新能源消费增速以及全球经济形势对供需平衡的实际影响。整体来看，镍市正逐步从“高速扩张”转向“结构优化”，产业链区域重心持续向东南亚转移。

四、展望未来

展望 2026 年，全球镍市场预计将延续供应过剩格局，但行业调整也将进一步深化。供给方面，印尼凭借充足的镍矿配额与持续释放的冶炼产能，将继续主导全球镍铁供应增长，巩固其低成本定价锚地位；中国则面临海外产品的竞争压力，镍铁份额或进一步收缩。需求端，不锈钢等传统领域增长平缓，高库存将持续压制价格反弹空间；新能源汽车及电池产业进入高质量发展阶段，高镍化技术路线仍将为镍需求提供结构性支撑。市场普遍预期镍价将在印尼镍生铁生产成本（约每吨 1.4 万美元）附近寻求底部支撑，持续的低价正推动全球高成本产能出清。整体来看，2026 年可能是镍行业在过剩中探明成本底、并为新一轮周期蓄力的关键调整期。

免责声明

- 本报告的著作权属于大越期货股份有限公司。未经大越期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为大越期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 本报告基于大越期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但大越期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且大越期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表大越期货股份有限公司的立场。
- 本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，大越期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与大越期货股份有限公司及本报告作者无关。

公司总部

地址：浙江省绍兴市越城区解放北路 186 号 7 楼

邮编：312000

电话：400-600-7111

网址：www.dyqh.info