

2025 年 11 月 3 日



成本支撑夯实

敬候提张驱动

核心观点及策略

- 上期回顾：宏观上，美联储如期降息25bp，但鲍威尔发言态度意外偏鹰，表示12月联储会议没有一定降息的必要。鲍威尔认为当前劳动力市场仍具有韧性，且由于政府停摆导致部分数据确实，导致经济前景更具有不确定性。相比之下，欧日央行则宣布维持现有利率政策不变，欧洲央行拉加德表示，全球经济仍面临较多挑战，且2%的中期通胀目标依然有效，且欧洲劳动力市场表现稳健，当前利率水平适中。此外，中美关系走向缓和。两国高层于周内在韩国举行会晤，双方达成多项共识。其中，双方互免/暂停多项贸易对抗政策，中美关系迎来阶段性缓和。基本面暂无明显改善，镍价在宏观利多预期释放后大幅回撤。
- 后期来看：底部支撑夯实，静待提张驱动。基本面上，海外镍矿供给边际收缩，矿价预期抬升，成本支撑尤在。终端地产销售数据依旧低迷，30大城市成交套数增速仍处于负值区间，且成交面积增速走弱，宏观环境对地产张力仍有压制。新能源消费短期仍有增量，或对需求有所拉动，但要警惕月末需求热度降温风险。供给高位延续，新增产能仍有投放。基本面虽有边际改善预期，但供给过剩压力格局不变。宏观上，中美关系进入阶段性缓和，且本周仍有较多宏观数据发布。而目前镍价已处于区间底部，宏观面仍有较多提振空间。预期，镍价深跌空间有限，敬候宏观提振。

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

上周市场重要数据

	2025/10/31	2025/10/24	涨跌	单位
SHFE 镍	120590	122150	-1560	元/吨
LME 镍	15226	15361	-135	美元/吨
LME 库存	252102	250854	1248	吨
SHFE 库存	31388	26810	4578	吨
金川镍升贴水	2550	2550	0	元/吨
俄镍升贴水	450	650	-200	元/吨
高镍生铁均价	937	947	-10	元/镍点
不锈钢库存	85.8	85.3	0.50	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，美联储如期降息 25bp 至 3.75%~4.00%，但从投票结构来看，米兰支持降息 50bp，而堪萨斯联储主席主张维持利率不变，反映联储内部对降息节奏预期存在分歧。鲍威尔会后表态意外偏鹰，认为受政府停摆影响，部分经济数据缺失导致经济前景更加不确定。而当前就业市场仍具韧性，所以 12 月并非一定降息。日欧央行本期维持现有利率政策不变，拉加德表示，全球经济仍面临较多挑战，且 2% 的中期通胀目标依然有效，且欧洲劳动力市场表现稳健，当前利率水平适中。此外，中美关系缓和，两国高层会晤后达成多项共识。美方将取消对中国商品征收的 10% “芬太尼关税”，并对额外加征 24% 的“对等关税”暂停一年。同时，暂停一年实施对华出口管制 50% 穿透性规则以及针对海事、物流和造船业的 301 调查。此外，双方就扩大农贸等领域达成多项共识。

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 38.65 美元/湿吨，报告期内无明显变动。据三方报道，菲律宾苏里高矿区进入雨季，镍矿发运量收缩。印尼镍矿内贸升水平稳，但其进口自菲律宾镍矿价环比小幅回落，矿端表现整体较为坚挺。

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 9 月 30 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 3.2% 上升至 4.4%；一体化高冰镍利润率约由-4% 回升至-2.6%。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 928.5 元/镍点下跌至 924 元/镍点，周内跌幅

约 0.48%。9 月中国镍生铁产量 2.293 万金属吨，环比-0.09%。印尼镍生铁产量 13.99 万镍吨，同环比+0.14%/+0.01%。而从高镍生铁库存结构来看，截止 10 月 31 日，总库存 109.32 万吨，较上期增加约 6000 吨。其中上游库存和港口库存均有一吨去化，下游库存有所增加，累库重心向一体化炼厂聚集。

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 9 月产量合计约 179 万吨，较去年同期增加 10 万吨，环比持平。印尼 9 月不锈钢产量合计约 43 万吨，较上期小幅提升 3 万吨。9 月来看，三方调研数据显示，尽管 9 月不锈钢产量环比大幅提升，但 300 系不锈钢产量无明显变动，对镍实际消费拉动有限。此外，三方统计国内 10 月 300 系不锈钢排产或将环比收缩 7 万吨至 179 万吨。截止 10 月 30 日，国内 300 系不锈钢库存 55.79 万吨，较上期累库约 600 吨。整体来看，300 系不锈钢价格在报告期内小幅回落，地产高频数据延续弱势，商品房成交套数延续负增长，或难提振钢企排产。

硫酸镍方面，电池级硫酸镍价格整体维持在 28550 元/吨；电镀级硫酸镍价格由 30750 元/吨上涨至 31000 元/吨。9 月硫酸镍产量 33971 吨（金属量），同环比+4.75%/+11.45%。9 月，三元材料产量合计约 75360 吨，同环比+31.5%/+2.6%。从边际量视角来看，利润方面，截止 10 月 31 日，高冰镍产硫酸镍工艺利润率录得 6.2%，报告期内小幅上升。黄渣提硫酸镍工艺利润率回归至盈亏线临界值，利润率录得 0.1%。其他原料工艺利润率均已处于负值区间。

新能源上，10 月 1-26 日，全国乘用车新能源市场零售 90.1 万辆，同比去年 10 月同期增长 0%，较上月同期下降 8%，今年以来累计零售 977.1 万辆，同比增长 22%；

从高频数据看，新能源乘用车销量数据表现平平，与市场反馈的热需求存在一定差异。我们认为，主要原因在于车企的交付周期。目前，新势力车企主流车型的交付周期普遍较长，多数热门车型交付已推至 2026 年初。但新势力新能源销量占比仅占新能源销量的 18% 左右。作为消费基本盘的传统车企交付周期约在 2-4 周，其新能源市场占比约在 80%。而乘联会销售统计口径为交付数量。所以，10 月中旬开启的强需求或在 11 月起逐渐在高频数据中体现。但值得注意的是，在交付周期限制下，传统车企的购置税优惠窗口期仅剩 1 个月左右。如果传统车企未在 11 月末前出台购置税优惠缩减的兜底政策，则销售增速或在 11 月下旬起逐渐面临跳水风险。

库存方面，当前纯镍六地社会库存合计 48104 吨，较上期-698 吨；SHFE 库存 31388 吨，环比+4578 吨，LME 镍库存 252102 吨，环比+1248 吨，全球的二大交易所库存合计 283490 吨，环比+5826 吨。

后期展望：成本支撑夯实，敬候提涨驱动

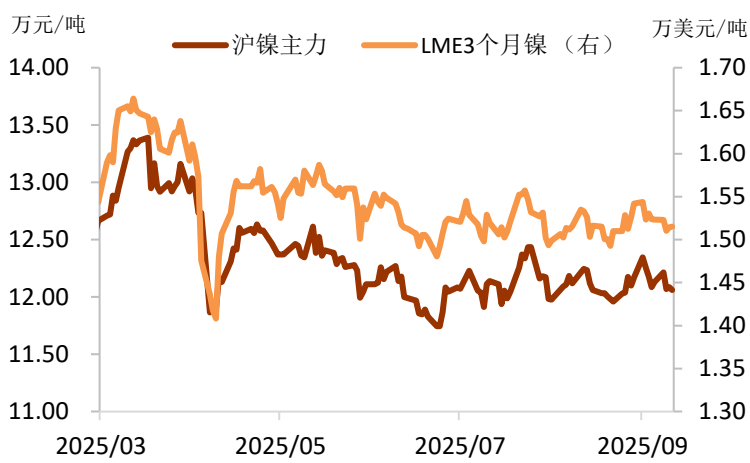
底部支撑夯实，静待提涨驱动。基本面上，海外镍矿供给边际收缩，矿价预期抬升，成本支撑尤在。终端地产销售数据依旧低迷，30 大城市成交套数增速仍处于负值区间，且成交面积增速进一步走弱，宏观环境对地产张力仍有压制。新能源消费短期仍有增量，或对需求有所拉动，但需求警惕月末需求热度降温风险。供给高位延续，新增产能仍有投放。基本面虽有边际改善预期，但供给过剩压力格局不变。宏观上，中美关系进入阶段性缓和，且本周仍有较多宏观数据发布。而目前镍价已处于区间底部，宏观面仍有较多提振空间。预期，镍价深跌空间有限，敬候宏观提振。

二、行业要闻

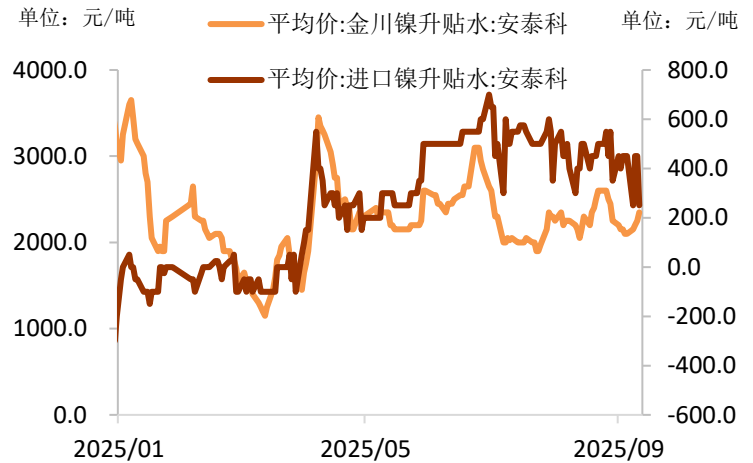
1. 阿尔迪亚卡尔古利镍项目获三年续期支持。阿尔迪亚资源公司的卡尔古利镍项目已获得澳大利亚联邦政府重大项目地位续期三年，将持续获得跨政府协调和监管支持。这一被认可对国家关键矿产供应链具有战略意义的项目，由日本住友金属矿山和三菱商事合资开发，旨在建立独立的镍钴供应链。（SMM）
2. 菲律宾一镍矿因在联合国教科文组织名录保护区附近毁林而面临停产。菲律宾达沃东方省的 Pujada 镍矿项目面临运营暂停。此前，政府检查发现该项目露天开采已导致约 200 公顷森林被毁，矿区邻近被联合国教科文组织列入名录的哈米吉坦山保护区及受国家保护的普哈达湾。省长 Nelson Dayanghirang 已宣布计划因环境破坏问题叫停该矿运营。该项目由 Hallmark Mining/Austral-Asia Link 运营，因其对环境（如导致沿海沉积影响渔业）造成影响而一直面临强烈反对。该矿曾在 2016 年被暂停运营，后获准恢复。（SMM）
3. Ember 敦促印尼在市场压力下对其依赖煤炭的镍产业进行脱碳。作为全球最大的镍供应国，印度尼西亚正面临越来越大的压力，需要对其快速扩张且严重依赖自备燃煤电厂（预计到 2031 年将超过 32 吉瓦）的镍加工产业进行绿色化改造。气候智库 Ember 的一份报告和网络研讨会强调了这种煤炭依赖性带来的气候风险和市场挑战，尤其是在欧盟 CBAM 等法规日益收紧的情况下。尽管印尼政府已制定脱碳路线图，且像 Harita 集团这样的主要生产商正在试点可再生能源项目（40 兆瓦光伏），但 Ember 敦促应加快清洁能源的整合。在该行业占主导地位的投资中国被视为此次转型的关键，因为其企业面临着满足绿色标准的越来越高的期望。（SMM）

四、相关图表

图表 1 国内外镍价走势

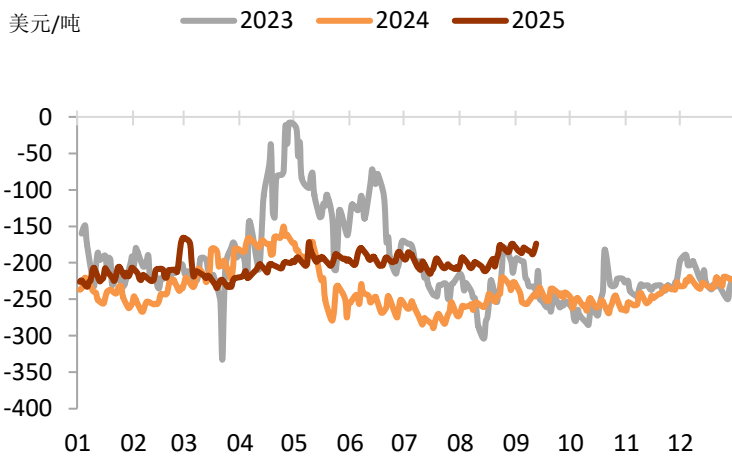


图表 2 现货升贴水走势

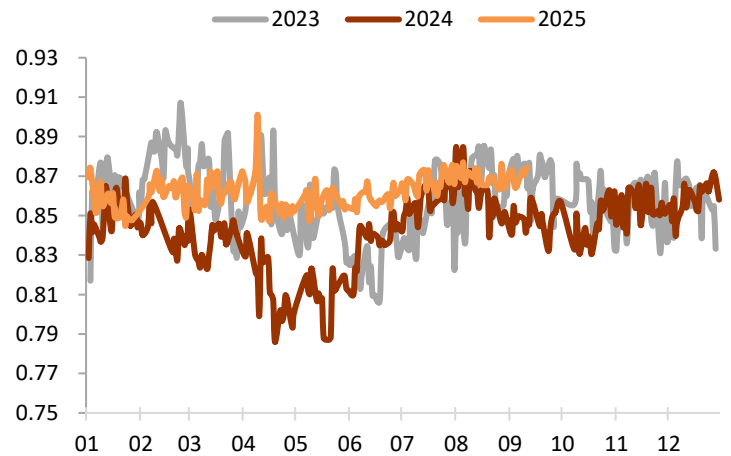


数据来源: iFinD, 安泰科, 铜冠金源期货

图表 3 LME0-3 镍升贴水

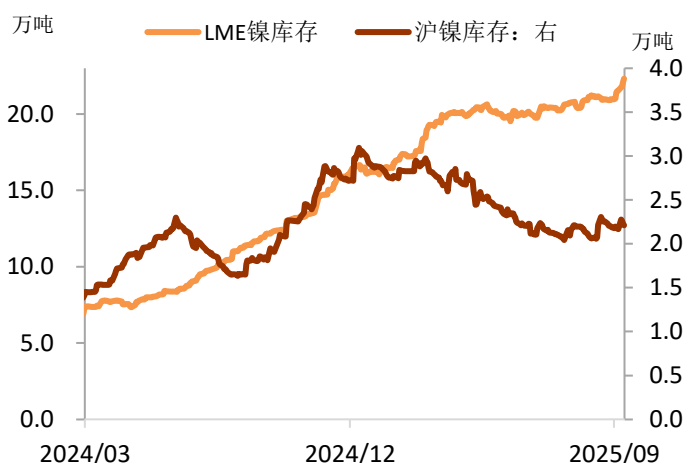


图表 4 镍国内外比值

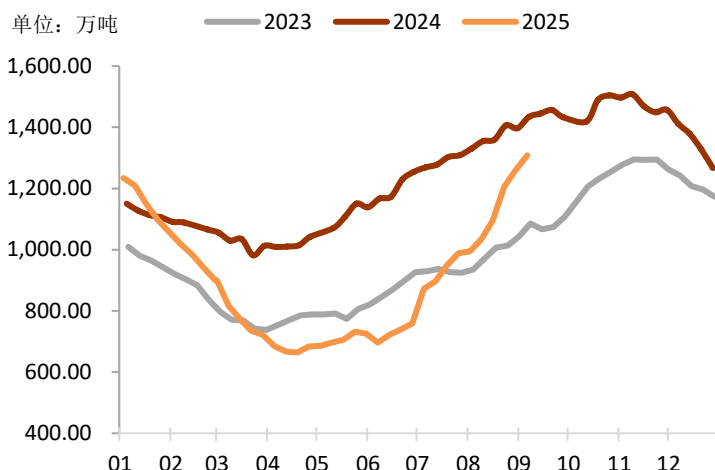


数据来源: iFinD, 上海有色网, 铜冠金源期货

图表 5 镍期货库存

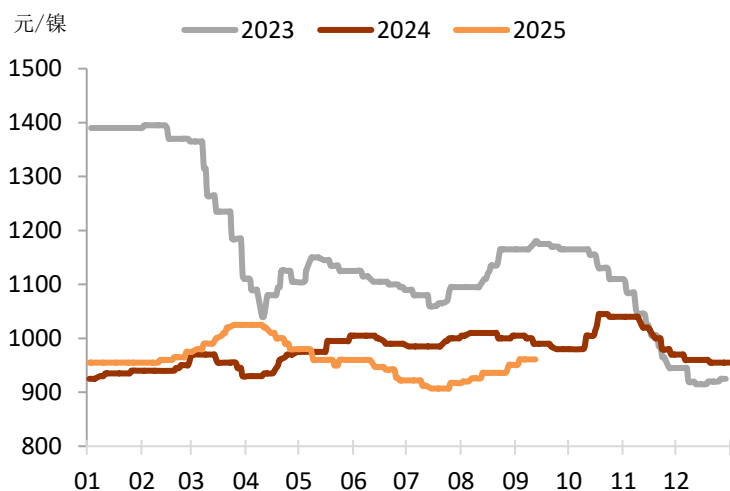


图表 6 镍矿港口库存

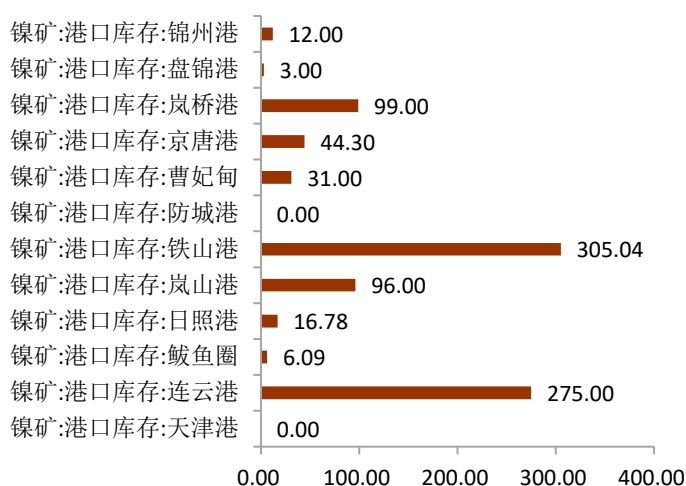


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 高镍铁价格

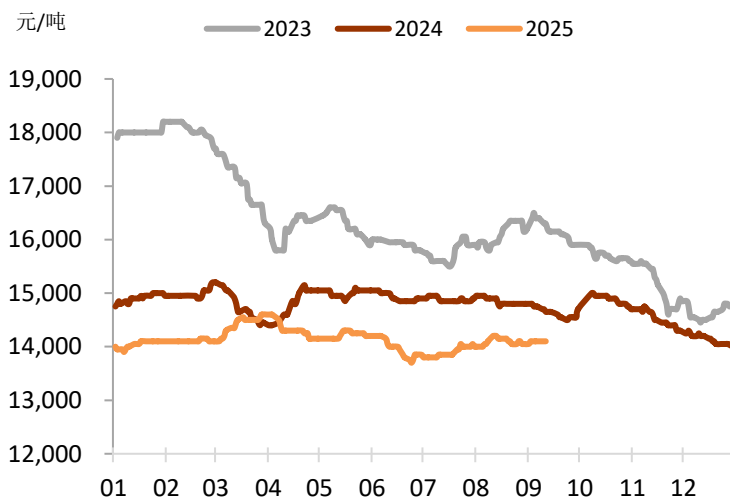


图表 8 镍矿港口库存：万吨

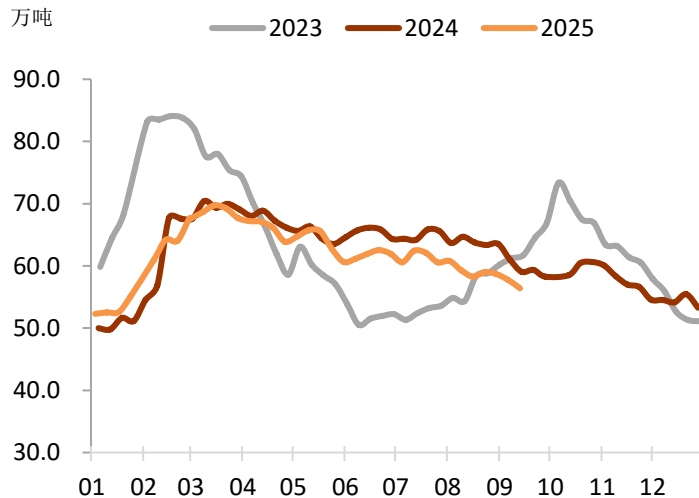


数据来源：iFinD，上海钢联，铜冠金源期货

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。