

2025年3月4日



消费回升难改供需格局

镍价震荡

核心观点及策略

- 宏观层面，美国服务业数据下滑，经济韧性走弱。美联储官员表示，在不确定性关税预期下，美国经济或将面临增速放缓及再通胀双重压力。
- 成本方面，2月菲律宾雨季对镍矿发运有所扰动，印尼镍矿供给偏紧。虽然官方下调2月内贸基准价格，但月内镍矿升水走高，成本重心有所上移。此外，印尼相关官员表示或再度通过原料管控来影响镍价。
- 基本面方面，镍铁市场略有回暖，叠加成本重心抬升，镍铁价格表现较为强势。硫酸镍消费依然受制于材料厂弱排产，但上游成本倒挂难解，价格表现相对平稳。纯镍资源大量流往LME仓单，有效消化国内过剩规模，基本上暂无明显波动。
- 后期来看，宏观层面，美国经济韧性放缓路径或仍将延续，而更多的不确定性或来自于市场对新一轮美国关税政策的发酵程度。基本上，需求端在地产后端回暖提振下，可能存在一定超预期的表现。国内冶炼产能虽小幅去化，但冶炼开工率大幅上扬，供给环比仍有增量。供需格局的大方向未变，镍价或延续区间震荡运行。
- 风险点：需求超预期，海外宏观扰动

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：居民收入增长乏力，经济韧性面临挑战.....	5
国内：国内地产底部信号初现，经济景气度上行.....	5
三、基本面分析.....	6
1、镍矿发运受阻，海外资源偏紧.....	6
2、节后排产回升，纯镍供给预期回暖.....	7
3、成本与需求共振，镍铁价格上涨.....	8
4、下游排产收缩，硫酸镍市场冷清.....	9
5、传统消费筑底，基本面预期边际修正，.....	9
6、终端热度不及预期，需求韧性有待观望.....	11
7、需求边际修正，资源流出量预期收窄.....	11
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 美国个人收入，转移支付收入增速	6
图表 4 个人消费支出:服务:当月同比	6
图表 5 国内制造业 PMI	6
图表 6 商品房成交套数	6
图表 7 镍矿进口情况	7
图表 8 镍矿价格（1.9%-2.0%均价）	7
图表 9 镍矿主要港口库存情况	7
图表 10 镍矿港口库存	7
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 中国镍生铁进口	9
图表 15 硫酸镍产量	9
图表 16 电池级硫酸镍价格	9
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	10
图表 20 300 系不锈钢库存	10
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

2月沪镍主力合约震荡运行。2月上旬，受春节假期影响，现货市场基本停止，上下游于中下旬陆续复产，下游修节奏在镍铁提振下略强于上游，但基本面偏空方向没变，镍价整体仍围绕区间震荡运行。

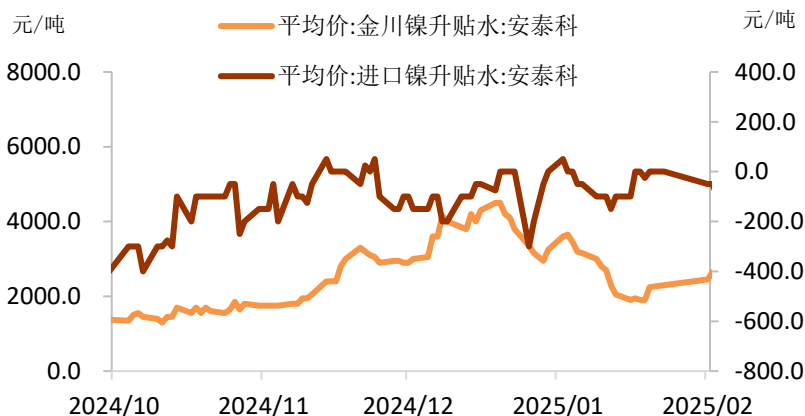
图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

现货升贴水高位回落。2月精炼镍升贴水走势分化，下游需求回暖进度较慢，金川镍升水下划，进口升贴水走势相对平稳。金川镍升水由月初的 2450 元/吨下跌至节前的 1550 元/吨，进口镍升贴水变化幅度不大。

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：居民收入增长乏力，经济韧性面临挑战

居民端收入增速降温。据 iFind 数据显示，2025 年 1 月，美国个人收入合计约 29.23 万亿美元，同比增长 4.5%，创 2022 年 4 月以来的最低水平。从分项数据来看，劳动力市场降温对居民收入增长有明显拖住，同比增速仅 4.6%，为 2023 年以来最低。同时，随着美国新政府的上台，前期增速较快的转移支付部分大幅下滑，1 月增速仅录得 7.38%，而强劲的美国股市也未能有效提振居民收入，个人资产性收入增速仅录得 0.46%，为 2020 年以来新低。整体来看，美国劳动力市场降温使居民个人收入缺乏增长韧性，而随着新政府收紧财政支出，导致前期支撑收入增长的最主要驱动缺失。

居民消费意愿逐渐趋于保守。从 2025 年 1 月个人消费支出结构来看，耐用品消费增速录得 4.04%，结束了连续 4 个月的快速增长。而前期消费增速较高的服务性支出本期仅录得 6.4%，为 2021 年 3 月以来的新低。2024 年，美国个人消费支出约占 GDP 比重的 67.9%，收入增长放缓或抑制后期个人消费支出的增长。美联储官员表示，美国或政面临经济增速放缓与再通胀双重压力。

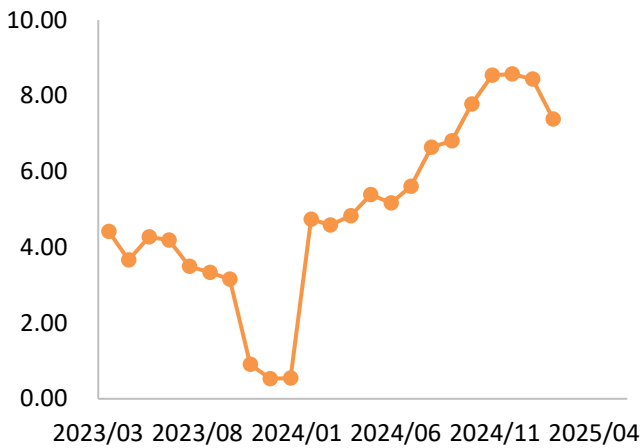
2024 年美国个人消费支出在 GDP 中的占比约 67%左右，消费强度对美国经济增长举足轻重。而随着居民收入增速退坡，耐用品消费及服务型消费均已显疲态，需求端对经济的驱动面临挑战。

国内：国内地产底部信号初现，经济景气度上行

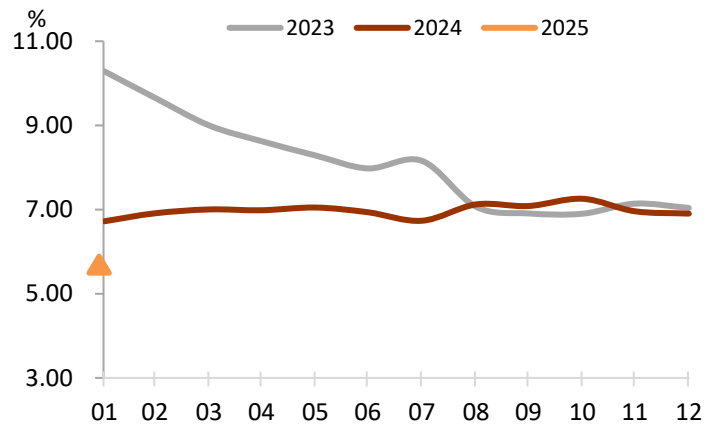
地产末端回暖，需求底部或已成型。截止 3 月 3 日，国内 30 大中城市商品房周度成交套数合计约 14.84 万套，同比增长约 0.41%，商品房成交面积累计约 1532.82 万平方米，同比增长约 6.66%。成交面积增速强于成交套数增速，表明居民在购买商品房时倾向于购买面积更大的房型，这也意味着居民愿意承担更高的跌价风险。表明市场底部信心逐渐回升，末端销售环节有明显回暖迹象。而在去年低基数背景下，25 年的新开工同比有望逐渐修正，但政策方向仍以去库存为主，稳地产政策目标或已初步实现。

经济景气度上行，制造业 PMI 重回荣枯线上方。2 月，国内制造业 PMI 录得 50.2，环比上升 1.1 个百分点，重新站回荣枯线上方。分项来看，生产分项与消费分项均表现亮眼。其中，新订单指数上升 1.9 个百分点至 51.1；出口订单指数上升 2.2 个百分点至 48.6，虽然需求分项整体仍相对偏弱，但修正力度较强。在需求回暖驱动下，生产订单环比大幅提升 2.7 个百分点至 52.2。相比之下，劳动力市场表现相对平稳，从业人员指数仅回升 0.5 个百分点至 48.6。供需回暖并未驱动企业增加岗位需求，表明市场对订单韧性缺乏信心，观望情绪依然较浓。

图表 3 美国个人收入，转移支付收入增速

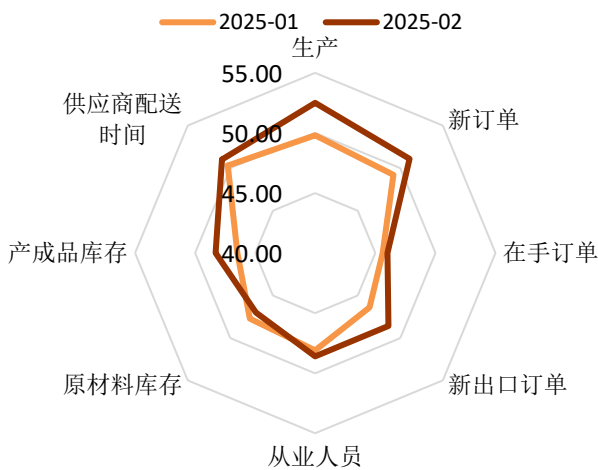


图表 4 个人消费支出:服务:当月同比

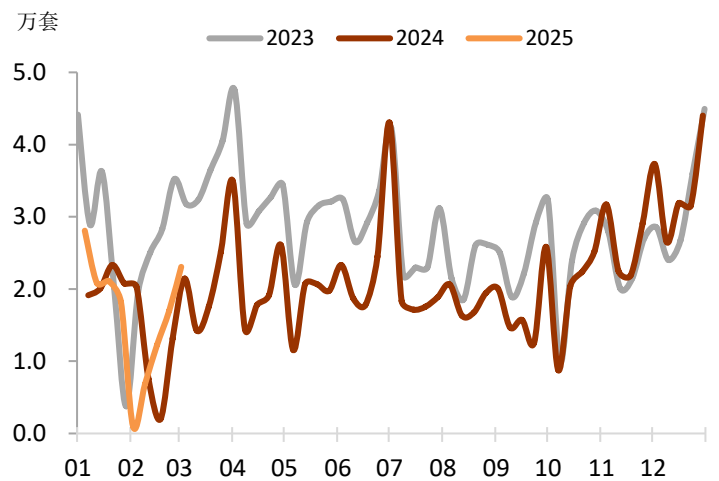


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 国内制造业 PMI



图表 6 商品房成交套数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

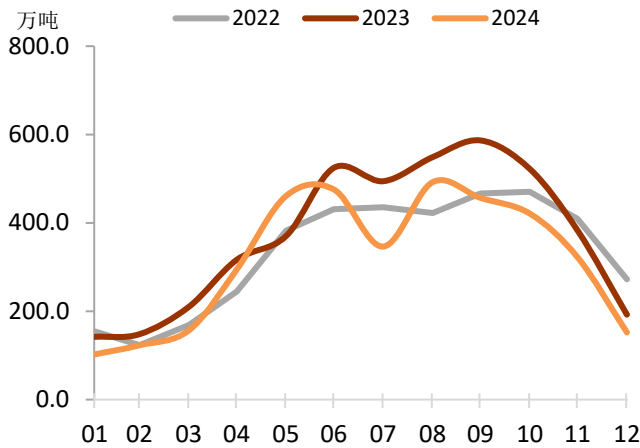
三、基本面分析

1、镍矿发运受阻，海外资源偏紧

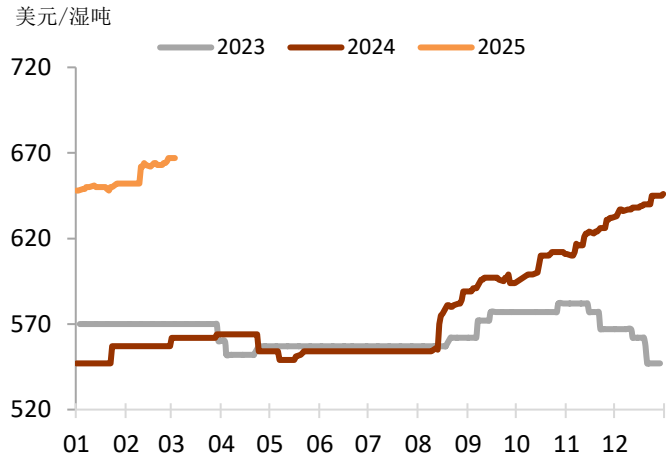
据 SMM 数据显示，印尼（1.6%）红土镍矿内贸 FOB 价格由 36.75 美元/湿吨上涨至 39.5 美元/湿吨，报告期内小幅上涨 2.75 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格由 42.5 美元/湿吨上涨至 43.5 美元/湿吨，报告期内上涨 1 美元/湿吨。菲律宾雨季扰动发运，印尼镍矿内贸资源紧缺，即使内贸基准价格下调，但红土镍矿升水持续攀升，矿价重心整体上移。3 月，印尼上调镍矿内贸基准价格，但其国内资源紧缺程度在 2 月底有所缓解，预计 3 月镍矿价格上行空间有限。此外，印尼在 2 月发布矿产资源外汇管理政策，要求资源出口商需将外汇收益留存印尼 12 个月，该政策将于 3 月 1 日生效。同时，印尼矿产资源部官员表示，印尼或在 2025 年度再度削减 RKAB 审批配额，以稳定镍价及工业需求

12月，中国镍矿进口量合计151.97万吨，同比回落20.94%，从进口国来看，进口自菲律宾的镍矿约119.71万吨，同比减少约12.71%；进口自新喀的镍矿约23.25万吨，同比减少约17.81%。库存方面，截止2月7日，国内港口库存合计约1017万吨，报告期内去库约217.3万吨。12月镍矿进口规模大幅收缩，国内产能仍在释放，镍矿季节性去库斜率陡峭。

图表 7 镍矿进口情况

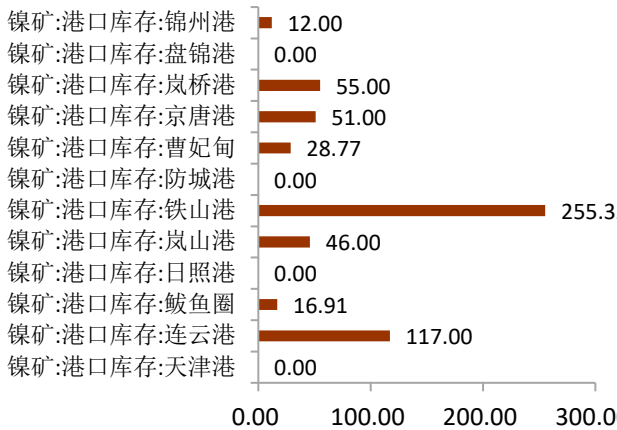


图表 8 镍矿价格 (1.9%-2.0%均价)

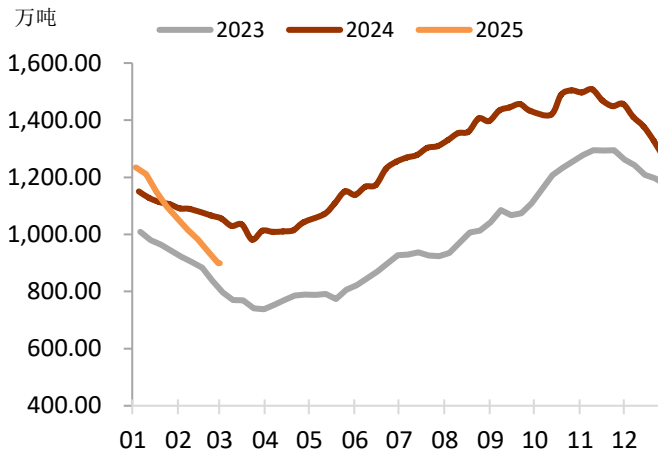


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

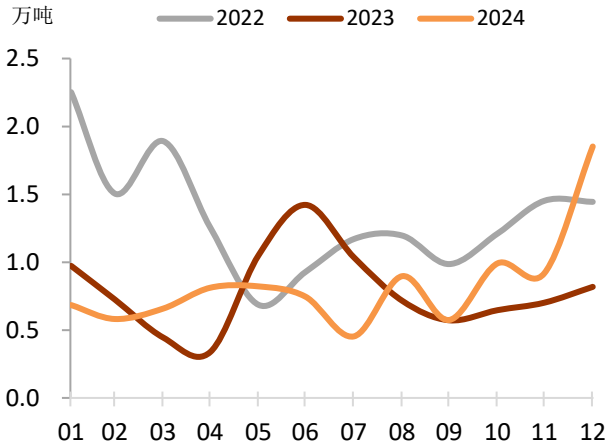
2、节后排产回升，纯镍供给预期回暖

据 SMM 统计，2 月全国精炼镍产量合计 2.99 万吨，同比+21.74%；开工率 68.74%，远低于去年同期 78%的水平，或表明产能过剩现实已至。月产能规模约 43500 吨。利润方面，1 月全国电解镍平均成本约在 14935 美元/吨。其中，一体化 MHP 电积镍约有 4.6%的利润率，较上期小幅 2.2 个百分点；高冰电积镍利润率为-0.23%，利润率有所修正但仍处于负值。中间品方面，2 月，印尼 MHP FOB 价格整体维持在 1.2 万美元/镍吨左右，高冰镍 FOB 价格维持在 1.25 万美元/镍吨附近；同期，镍价先升后降，整体延续区间震荡，成本压力平稳。

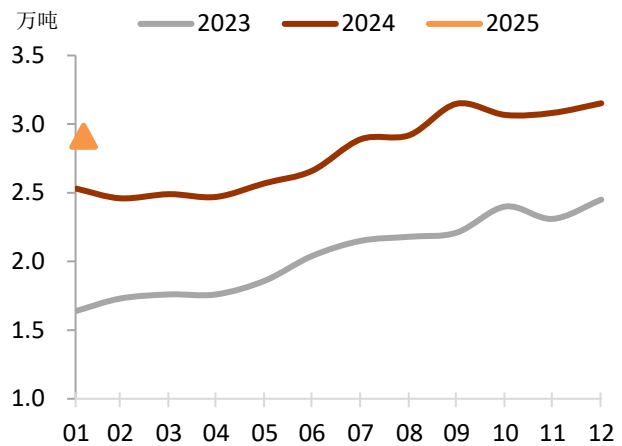
进出口方面，12 月中国进口精炼镍 18897 吨，同比增长约 117.17%，进口增量主要来自

于俄罗斯和南非，分别贡献了增量的 40.16%、27%。受南非增量冲击，俄罗斯进口量占比由上期的 60.75% 下降至 50.49%；出口方面，12 月中国电解镍出口约 17705 吨，同比增长 129.66%。2 月电镍出口窗口起伏不定，截止 3 月 3 日，出口盈亏规模录得 228.92 美元/吨。

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

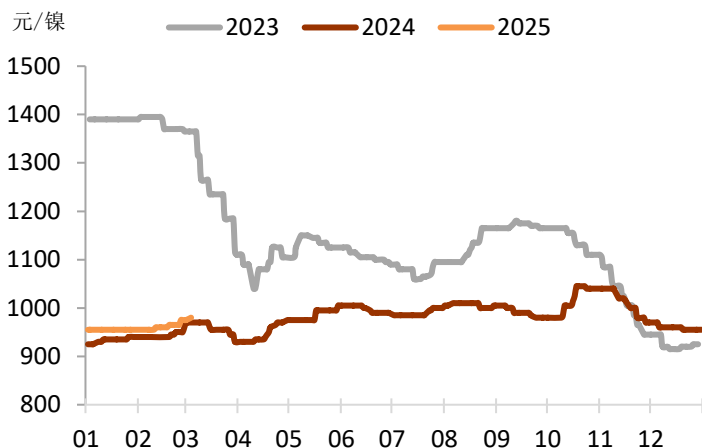
3、成本与需求共振，镍铁价格上涨

据 SMM 数据显示，2 月，高镍生铁价格持续上涨，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 943 元/镍点上涨至月底的 985.5 元/镍点。节后，镍铁市场成交回暖速度较快，叠加镍矿价格重心抬升，镍铁市场表现较旺。

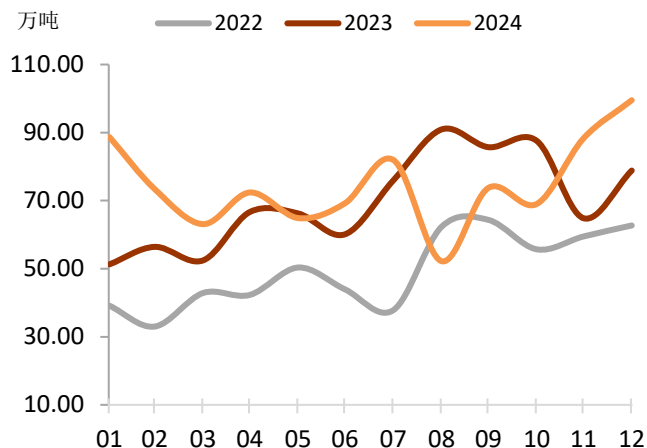
供给方面。2 月国内镍生铁产量约 2.921 万吨（金属量），同比增长约 11.78%，环比-2.17%，国内开工率 46.79%，较上期下降 4.23 个百分点。受春节假期扰动，多家镍生铁厂节中降产，国内镍铁供给季节性回落；同期，印尼镍生铁产量约 13.34 万吨（镍吨），同比增长约 0.15%，开工率 70.88%，较上期下降 4.07 个百分点。需求方面，中国及印尼 2 月不锈钢产量相对稳定，开发生明显的假期降产迹象，导致镍铁基本面出现边际修正。同时，3 月中国及印尼不锈钢排产均有回升，中国提产迹象更加明显，进一步刺激下游节后采买快速回升，推高镍铁价格。

进口方面，12 月中国镍铁进口合计约 99.51 万吨，同比+26.21%。从进口原来看，增量主要来自于印尼，进口规模约 96.98 万吨，占比约 97.46%。库存方面，截止 1 月 26 日，国内主要地区镍生铁库存 28.05 万实物吨，较报告期内快速累库 6.85 万吨。

图表 13 高镍生铁价格走势



图表 14 中国镍生铁进口



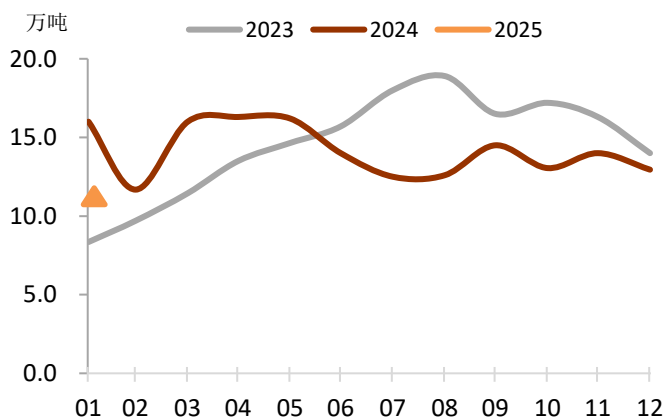
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、下游排产收缩，硫酸镍市场冷清

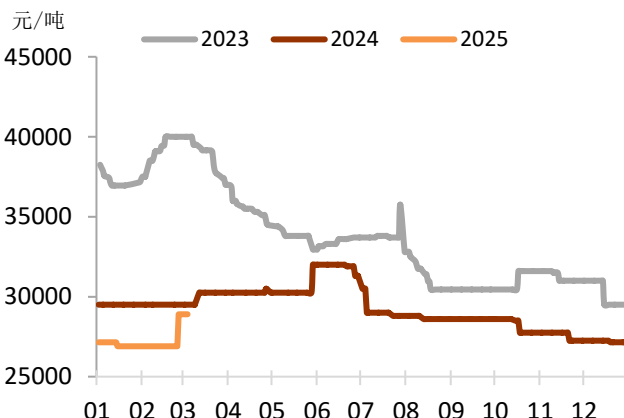
基本上，据 SMM 统计，2 月硫酸镍产量 23865 吨（金属量），同环比-6.94%/-8.16%。1 月，一体化 MHP 及高冰镍条线成本利润尚可，利润率分别可达 9.9%和 4.4%。进口方面，12 月，中国硫酸镍净进口量约 2.28 万吨，同环比+1.19%/+0.28%。2 月三元正极产量合计约 4.82 万吨，同环比+2.5%/-11.6%。3 月排产预期可达 5.42 万吨，同环比预期-13.4%/12.0%。环比提产迹象显著，但受去年正极厂订单前值压力，同比仍有大幅回落。

价格方面，2 月硫酸镍价格震荡运行，月底走势略有分化。电池级硫酸镍价格由 26710 元/吨上涨至 26840 元/吨；电镀级硫酸镍价格由 31000 元/吨下跌至 30500 元/吨附近。报告期内，正极厂排产并未延续节前热度，节后提产力度较弱。但随着 3 月订单的增加，下游采买在月底有所回升，电池级硫酸镍价格小幅上涨，电镀级则相对平稳。

图表 15 硫酸镍产量



图表 16 电池级硫酸镍价格



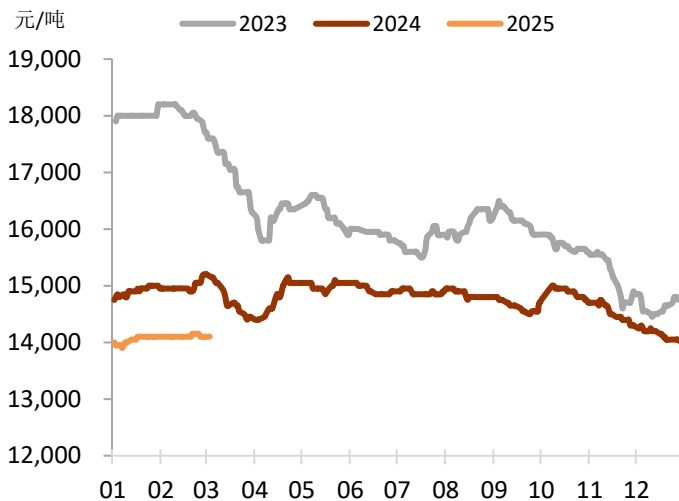
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

5、传统消费筑底，基本面预期边际修正，

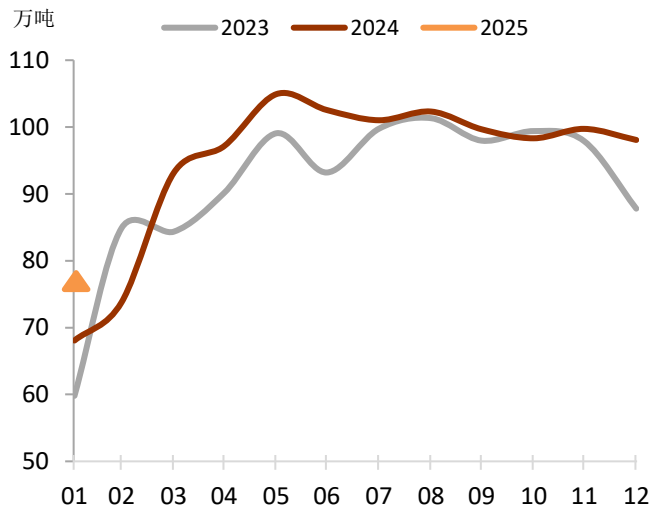
2 月 300 系不锈钢价格震荡运行，报告期内，304 不锈钢（宝新上海）价格 1.41 万元/吨左右震荡运行。

基本上，据 SMM 数据统计，中国 2 月 300 系不锈钢产量合计约 163 万吨，较去年同期增加 24 万吨。1-2 月产量合计比去年同期高约 27 万吨，表明今年春节期间，不锈钢企并未出现明显降产迹象，这也带动了节后镍铁补库需求的热度。进出口方面，12 月，中国不锈钢进口量约 13.67 万吨，出口约 39.73 万吨，净出口规模约 26.06 万吨，环比增长约 5.41%。需求上，截止 3 月 3 日，国内 30 大中城市商品房周度成交套数合计约 14.84 万套，同比增长约 0.41%，商品房成交面积累计约 1532.82 万平方米，同比增长约 6.66%。成交面积增速强于成交套数增速，表明居民在购买商品房时倾向与购买面积更大的房型，这也意味着居民愿意承担更高的跌价风险，表明市场底部信心逐渐回升，末端销售环节有明显回暖迹象。此外，伴随家电换新补贴政策加码，地产后端消费回升将进一步刺激家电置换需求，传统行业有望迎来边际改善。

图表 17 300 系不锈钢价格

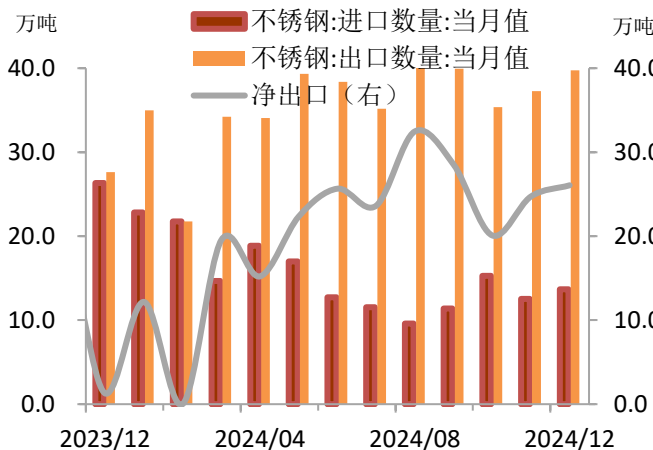


图表 18 300 系不锈钢产量

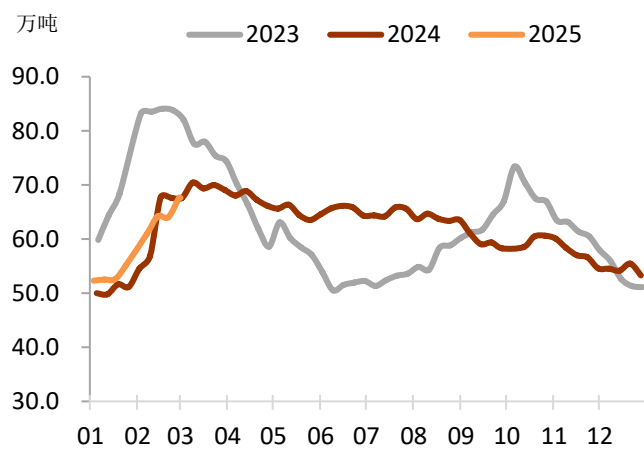


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 不锈钢进出口



图表 20 300 系不锈钢库存



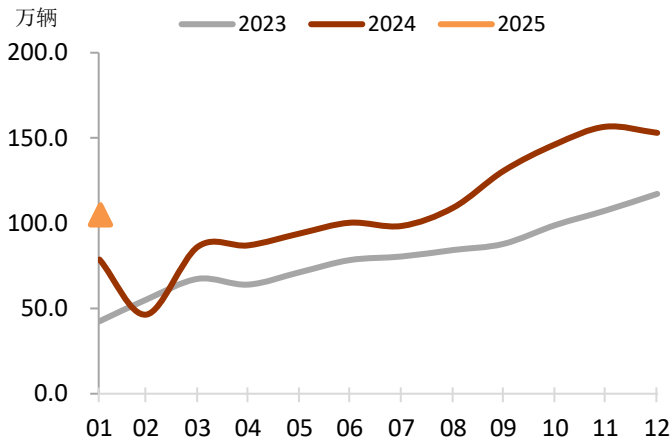
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、终端热度不及预期，需求韧性有待观望

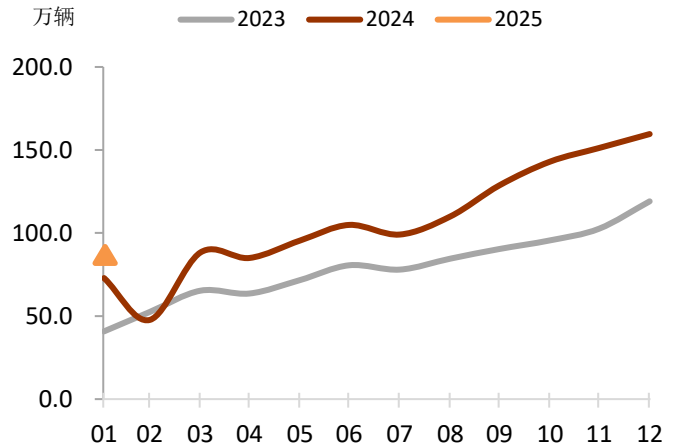
从高频销量数据来看，2月1-23日，乘用车新能源市场零售44.5万辆，同比去年2月同期增长77%，较上月同期下降16%，今年以来累计零售118.9万辆，同比增长29%。整体来看，虽然节后新能源汽车消费同比增速逐渐回升，但依然有部分假期错位扰动。若以1-2月销量的累计增速来看，29%的增长水平远不及去年同期将近40%的增速。表明，即使剔除春节错位对数据的扰动，终端消费增速仍有明显走弱迹象。此外，比亚迪节后的“智驾”发布会并未再次掀起新一轮行业降价，而BBA等豪华品牌也在年后陆续出现“降本”信号。表明车企成本压力凸显，行业很难通过进一步降价来刺激需求。

后期来看，车企或难通过自身价格手段进一步挖掘市场潜力，后期消费驱动或更多依赖于政策层面的补贴力度及金融层面的杠杆成本。值得注意的是，如果就业层面没有显著改善，其他政策面的刺激终究难以形成持续的正向循环。

图表 21 新能源汽车产量



图表 22 新能源汽车销量



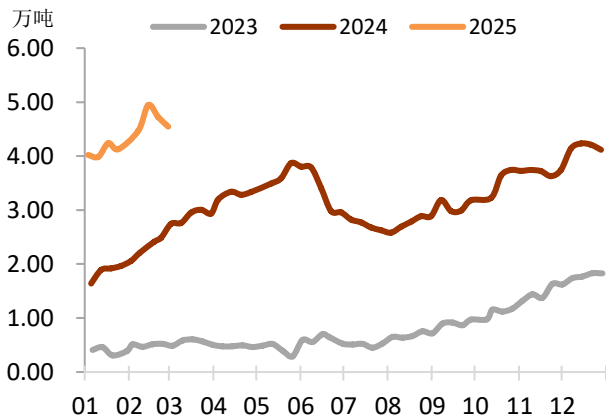
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

7、需求边际修正，资源流出量预期收窄

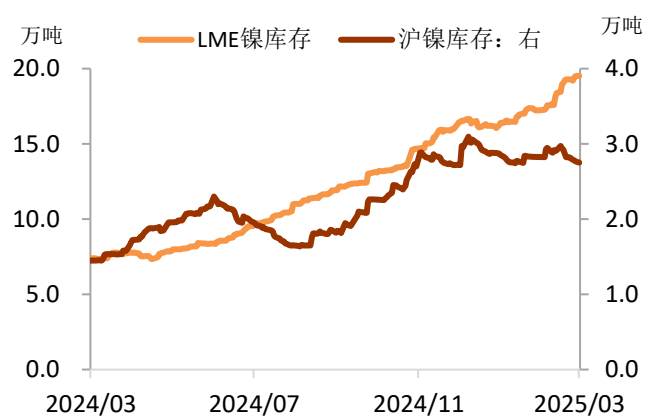
截至2025年2月28日，国内精炼镍社会库存合计约45456吨，较1月底+4183吨；SHFE库存27671吨，较1月底-590吨，LME镍库存194964吨，较1月底+21190吨，库存整体延续累库，仓单资源在出口利差驱动下向LME流转。

后期来看，国内传统行业需求预期回暖，新能源领域排产环比回升，国内需求有望边际改善，现货资源或更多留存国内。但仍需注意到，当前国内冶炼开工率偏低，需求推高镍价后也将带动供给回升。因此，库存大幅去化的可能性较低，整体或仍处于高位震荡。

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，冶炼厂节后存复产预期。（中性偏空）

需求方面，传统消费筑底回升，正极排产环比扩张。（中性偏多）

成本方面，菲律宾或存政策扰动，成本底部夯实。（支撑）

宏观方面，关税政策风险尤在，且美国新政府的财政走向或对居民消费支出影响较大，警惕宏观风险。（中性）

后期来看，宏观层面，美国经济韧性放缓路径或仍将延续，而更多的不确定性或来自于市场对新一轮美国关税政策的发酵程度。基本上，需求端在地产后端回暖提振下，可能存在一定超预期的表现。国内冶炼产能虽小幅去化，但冶炼开工率大幅上扬，供给环比仍有增量。基本面格局的大方向未变，镍价或延续区间震荡运行。

风险点：需求超预期，海外宏观扰动

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 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。