

2025年10月15日



宏观预期偏暖

镍价谨慎看多

核心观点及策略

- 宏观层面，在月初非农数据大幅下修推动下，美联储如期开启降息，联储关注重心由 2%的通胀目标逐渐向劳动力市场倾斜。点阵图显示年内美联储仍有两次降息的可能。月末，联储官员对降息路径各有表态，反映联储内部在降息路径议题上存在分歧。
- 基本面：海外镍矿延续宽松预期，国内镍矿港口库存大幅累库，但矿价并未出现松动，且在高品矿短缺驱动下小幅探涨。海内外镍铁成本依然承压，节前压力愈发凸显。300 系不锈钢排产持平，且去库进度受阻，最大终端市场疲软。硫酸镍补库需求较好，下游节前积极备货。动力终端在补贴资金及旺季预热驱动下边际回暖。纯镍产量环比微增，现货库存累库，侧映需求强度不佳，基本面整体弱势延续。
- 后期来看，宏观面预期偏暖，但政策风险尤在，镍价谨慎看涨。确定性层面，美联储降息路径开启，货币宽松格局明确。从利差结构及相对活跃度视角来看，美元均有走弱预期，利多美元计价资产。不确定性在于特朗普的对内及对外政策或市场难以确定 相对风险会出现在美国或是其他经济体，从而导致美指的下行路径并不明朗。基本面上或难有明显驱动，冶炼端成本压力尤在，提产空间有限。而地产成交表现低迷，动力终端在补贴节奏管控下增量有限，供需结构难有明显改善。年内镍价重心缓慢上移，月内关注印尼 RKAB 镍矿审批配额规模。
- 风险点：**RKAB 审批规模超预期**
关税裁决对美指扰动的不确定性、降息预期受挫

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

目录

一、 行情回顾	4
二、 宏观分析	5
海外：美国经济数据彰显韧性，美指下行面临挑战.....	5
国内：内需活力有待提振，出口表现亮眼.....	6
三、 基本面分析	7
1、海外扰动有限，镍矿宽松预期延续.....	7
2、冶炼利润显著回升，国内供给维持高位.....	8
3、镍铁成本压力尤在，不锈钢排产预期收缩.....	9
4、高冰镍工艺利润可观，硫酸镍需求偏好.....	11
5、动力终端存结构性差异，商用车市场热度延续.....	11
6、海内外同步累库，年内或有累库拐点.....	12
四、 行情展望	13

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 美国核心 PCE 同比	7
图表 4 美国居民收支情况	7
图表 5 中国制造业 PMI	7
图表 6 中国社零累计同比	7
图表 7 镍矿进口情况	8
图表 8 镍矿价格（1.9%-2.0%均价）	8
图表 9 镍矿主要港口库存情况	8
图表 10 镍矿港口库存	8
图表 11 中国精炼镍进口量	9
图表 12 中国精炼镍产量	9
图表 13 高镍生铁价格走势	10
图表 14 中国镍生铁进口	10
图表 15 300 系不锈钢价格	10
图表 16 300 系不锈钢粗钢产量	10
图表 17 不锈钢进出口	10
图表 18 300 系不锈钢库存	10
图表 19 硫酸镍产量	11
图表 20 电池级硫酸镍价格	11
图表 21 新能源汽车销量	12
图表 22 新能源汽车销量（欧洲）	12
图表 23 精炼镍社会库存	13
图表 24 镍交易所库存	13

一、 行情回顾

9月沪镍主力合约震荡偏强运行。9月初，非农就业数据大幅下修，市场押注美联储9月开启降息，镍价探涨。随后，联邦基金利率下调25bp符合市场预期，利多情绪释放，价格温和回落。月末，美国二季度经济数据表现亮眼，滞涨风险降温再度推高镍价。而联储官员对未来降息路径存在较大分歧，价格探涨受阻。

图表 1 镍期货价格走势



资料来源：iFinD, 铜冠金源期货

现货升贴水偏强运行。9月精炼镍升贴水温和上涨，金川镍升贴水由月初的2200元/吨上涨至月末2350元/吨。进口镍升贴水由月初的450元/吨上涨至月末550元/吨。报告期内，美联储开启降息进程，镍市看涨情绪渐浓，叠加国庆节前存在补库需求，升贴水偏强运行。

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：美国经济数据彰显韧性，美指下行面临挑战

劳动力市场走弱推动美联储开启降息，美指理论趋势向下。9月初，美国季调后的8月非农就业人口录得2.2万人，预期7.5万人，前值7.9万人；9月9日，美国2025年非农就业基准变动修正值录得-91.1万人，预期-70万人，前值59.8万人。劳动力市场大幅下修推动美联储在9月议息会议中开启25bp的预防式降息，点阵图显示年内仍有两次降息可能，2026年仍有一次降息预期。相比之下，欧洲央行9月11日的议息会议维持现有利率不变，日本央行则已计划开启新一轮加息，美国对标全球其他主要经济体利差预期收窄。此外，从边际量来看，美国经济活力较欧洲、日本而言相对偏弱。二季度美国支出法不变价GDP录得2.0%，较一季度下降0.3个百分点。同期，日本GDP增速稳定在1.7%，欧元区GDP增速下降0.1个百分点至1.3%。因此，从利差结构与相对活跃度来看，美指均有走弱预期。**但特朗普对内及对外政策或导致风险预期存在偏差。**对内而言，特朗普对美联储独立性的干预以及在政府停摆期间，要求军人薪资发放的优先级高于美债偿付，或导致美元信用风险抬升。对外而言，在多次延期及修订后，特朗普的高压关税政策尚未对宏观环境造成明显扰动。因此，特朗普的相关政策使市场较难评估经济体间的相对风险强度，进而导致美元指数的下跌或更加波折。

滞胀风险降温。8月初，美国个人支出季调同比录得5.42%，较上期小幅上升0.36个百分点。其中，消费支出同比录得5.55%，同比上升0.37个百分点。同时，居民个人可支配收入录得+4.73%，较上期+0.21个百分点，已连续三期维持增长态势。表明居民端资产负债表未有明显恶化，消费意愿及消费韧性兼具，内需热度延续或托底经济增速平稳。另一方面，美国8月核心PCE录得2.91，较上期小幅上升0.06个百分点；核心CPI同比录得3.1%，较上期上升0.1个百分点。而从美联储9月降息行为来看，联储并未迫切要求通胀回归至2%的既定目标，而是将货币政策制定核心向劳动力市场倾斜。而在热内需驱动下，美国仍有较强再通胀压力。**但值得注意的是，居民端消费韧性存潜在风险。**8月，美国个人收入同比增速录得5.07%，较上期提高0.07个百分点。从居民收入结构来看，劳动报酬作为居民收入的主要来源，8月增速录得4.88%，较上期小幅回落0.26个百分点。资产性收入增速录得2.02%，较上期大幅上升0.8个百分点，是居民收入的主要提振项。同时转移支付收入增速录得8.98%，较上期增加0.38个百分点。由此可见，占比强且稳定性较高的收入增速有所回落。而具有偶然性和阶段性特征的资产性收入及转移支付收入显著提升，表明美国居民收入存在一定结构性风险。

整体来看，美国经济数据表现尚可，滞涨风险降温，但劳动力市场存在较强压力。美联储的预防式降息或将拖累美指下行，但特朗普相关政策或使美指下行过程较为波折。

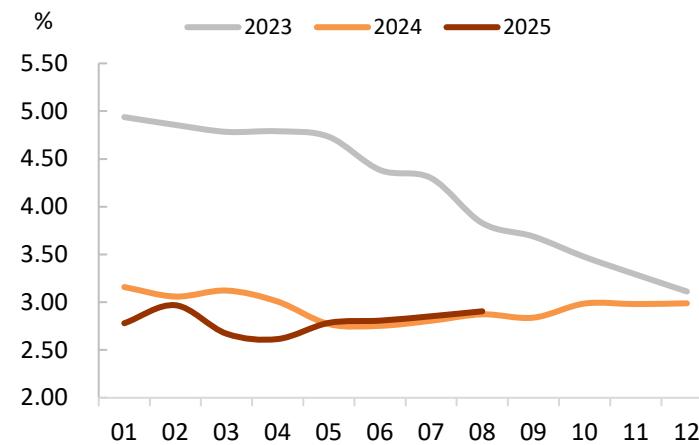
国内：内需活力有待提振，出口表现亮眼

投资、消费疲软，出口数据一枝独秀。8月，国内“三驾马车”表现分化，出口数据表现亮眼。**投资方面**，8月，固定资产投资完成额累计同比录得0.5%，较上期大幅回落约1.1个百分点。其中，房地产开发投资占比已由年初的20.37%下跌至8月的18.49%。从资金来源看，国家预算投资增速录得4.3%，较上期大幅回落约5.1个百分点；借债投资增速录得11.5%，较上期大幅回落约0.39个百分点；自筹资金及贷款投资完成额增速均有小幅回落。**消费方面**，8月，社零累计同比录得4.6%，较上期回落约0.2个百分点，已连续两期延续下行趋势，但环比小幅回升2.29%。其中，除汽车以外的消费品零售总额同比增长约2.28%，较上期回落约0.59个百分点。服务类消费累计同比录得5.1%，较上期回落约0.1个百分点。**出口方面**，8月出口总额美元计价合计约3285亿美元，同比增长约4.26%，在前期抢出口推动下，增速较上期有所放缓，而随着美国对外关税政策落地延期，9月出口金额同比大幅上升至8.18%。从出口结构来看，8月，中国出口至亚洲的金额同比增长约14.58%，较上期增加1.66个百分点。出口至欧洲的金额同比增长约6.48%，较上期增加约0.12个百分点。出口至美国金额同比回落33.12%，较上期加深11.45个百分点。**整体来看**，在美国关税压力下，对美出口大幅回落，但转口贸易窗口尤在，出口增速整体延续上升趋势。相比之下，投资及消费领域表现相对疲软，内部活力有待进一步被激发。

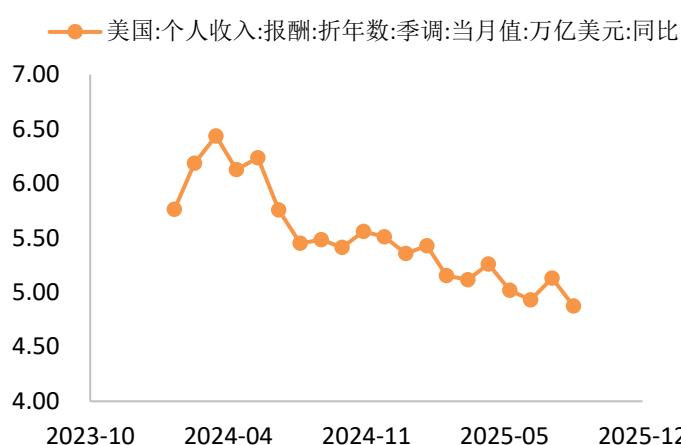
社融结构性差异加剧，市场信心有待修正。8月，国内社会融资规模存在明显结构性差异。**从增量视角来看**，8月，政府债券新增13672亿元人民币，占社融增量总额的53.26%。企业债新增融资规模1338亿人民币，占新增比重约5.21%。1-8月，政府债务融资累计规模约102714亿元人民币，累计同比约+82%；相比之下，企业债同期融资规模约15595亿元人民币，累计同比约-12.4%。资金需求反映市场对未来的信心，从当前结构来看，政府依然是资金需求最大主体，企业融资需求依旧疲软，反映企业对未来市场盈利预期较为悲观。**从制造业PMI视角进一步来看**，8月、9月制造业PMI维持小幅回升趋势，9月PMI已录得49.8%的水平，但存在一定结构性差异。其中，8月、9月的新订单指数及新出口订单指数连续小幅回升，但仍均处于荣枯线下方。同期，在手订单指数分别录得45.5%、45.2%，远低于各分项指标水平，反映企业端订单压力依然存在。而在有限需求制约下，企业扩张意向不佳。。

整体来看，国内市场活力有限，企业订单压力尤在，市场信心有待修正。出口数据表现亮眼，但海外贸易壁垒盛行，出口韧性仍面临潜在风险。

图表 3 美国核心 PCE 同比

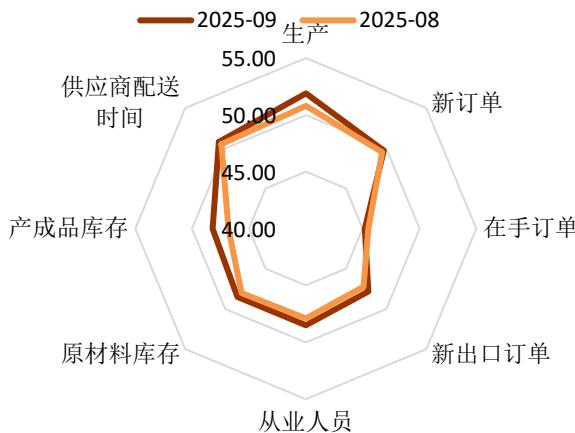


图表 4 美国居民收支情况

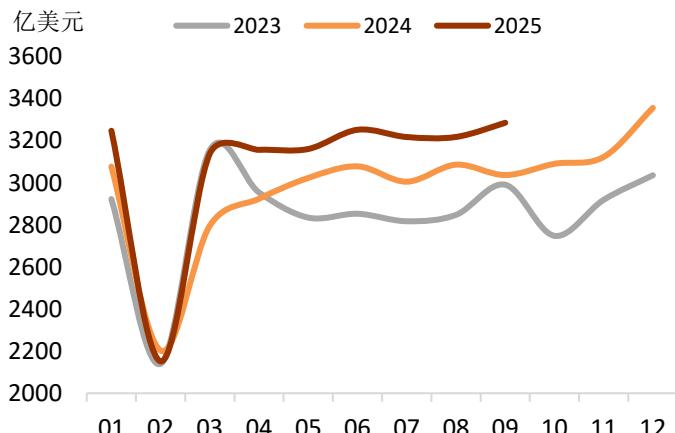


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 中国制造业 PMI



图表 6 中国出口金额（美元计价）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

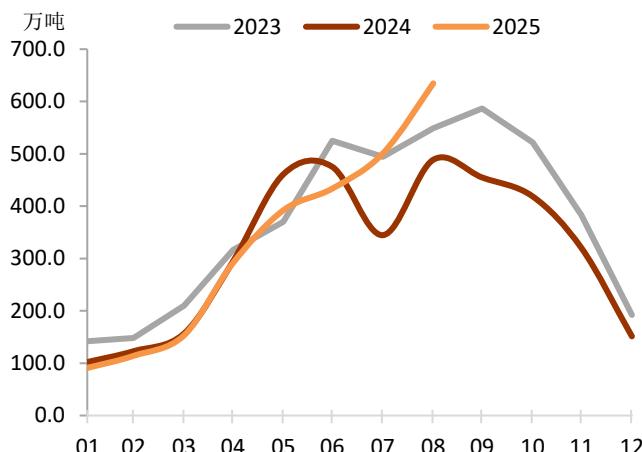
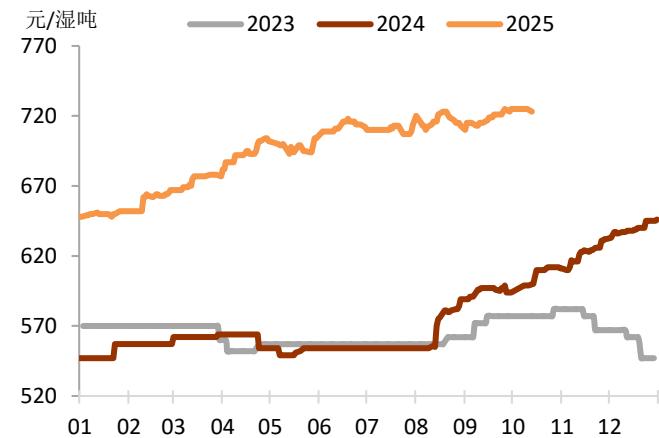
三、基本面分析

1、海外扰动有限，镍矿宽松预期延续

据 SMM 数据显示，9 月，印尼 (1.5%) 红土镍矿内贸 FOB 价格整体稳定在 37.65 美元/湿吨；菲律宾 1.5%品味的 FOB 价格稳定在 49 美元/湿吨。报告期内，海外镍矿供给趋向宽松，但高品位镍矿相对紧缺，印尼镍矿内贸基准价格坚挺。9 月末，菲律宾在极端天气扰动下，镍矿发运滞缓。此外，印尼能源和矿产资源部宣布暂停 190 家采矿公司营运活动，其中涉及镍矿 39 家，苏拉威西省约有 36 家。据三方调研披露，涉事矿企产能规模较小，停产影响规模约百万吨级，相对于 2025 年 3.6 亿吨的 RKAB 开采配额影响有限。而 10 月印尼或将开启新一轮 RKAB 审批配合核准，后续关注配合审批规模。

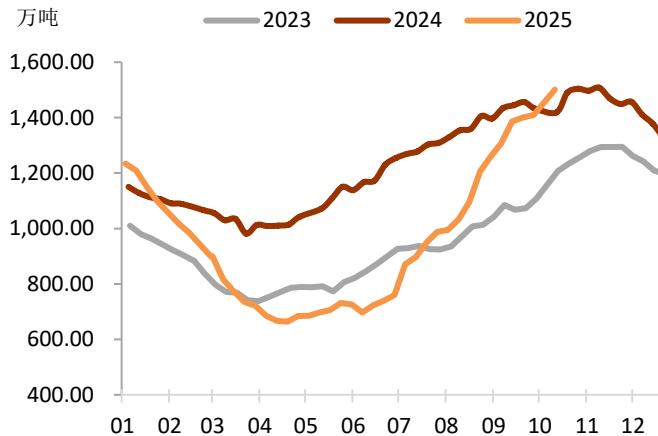
8 月，中国镍矿进口量合计 634.67 万吨，同比大幅增长 28.72%，创近三年新高。从进

从国来看，进口自菲律宾的镍矿约 594.4 万吨，约占进口总量的 93.65%，进口自其他国家的规模小幅扩张，合计进口量约 40.27 万吨。库存方面，同花顺数据显示，截止 10 月 10 日，国内港口库存合计约 1500 万吨，较 8 月末大幅累库约 241 万吨，创下近三年库存绝对高位。但国内高品矿依旧短缺，矿价未见明显松动。

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


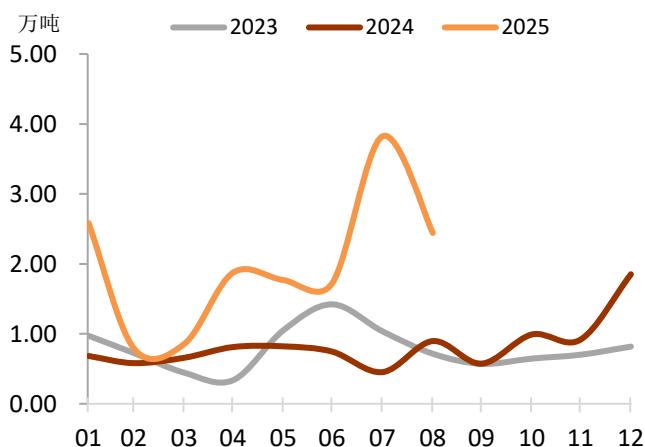
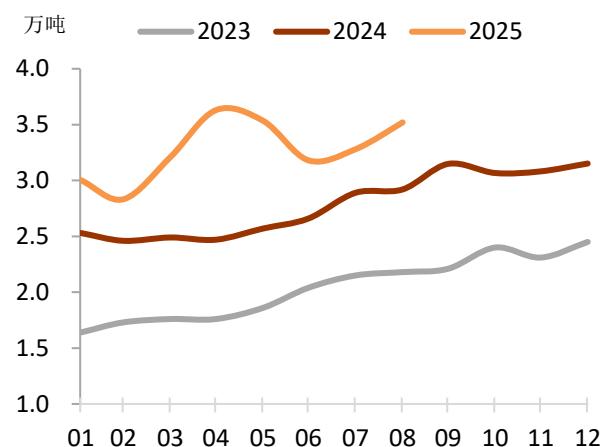
资料来源：SMM, IFind, 铜冠金源期货

2、冶炼利润显著回升，国内供给维持高位

据 SMM 统计，9 月全国精炼镍产量合计 3.56 万吨，同比+13.07%；月度产能规模约 54198 吨，较上期小幅增加 499；开工率 66%，较上期无明显变动。利润方面，截止 9 月，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%。整体来看，尽管高冰镍工艺利润率依然处于盈亏线下方，但较往期有明显回升，且 MHP 工艺利润率已显著修复，冶炼端成本压力走弱提振上游生产积极性提升。在产能总量提升背景下，开工率保持稳定。

进出口方面，8 月中国进口精炼镍 24186 吨，同比大幅增长约 161.29%，环比收缩约 6000

吨左右。本期，进口增量主要来自于挪威，较上期增加约 10000 吨至 12202 吨。相比之下，进口自俄罗斯的镍大幅减少约 1.26 万吨至 5129 吨。出口方面，8 月国内精炼出口规模约 15048 吨，同比+17.12%。截止 10 月 14 日，精炼镍期货进口盈亏为-1086 元/吨，报告期内亏损幅度持续修正。整体来看，国内冶炼利润回升推高上游生产热度，国内供给维持高位。同时，在进口窗口关闭下，进口需求显著回落。

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、镍铁成本压力尤在，不锈钢排产预期收缩

价格上，据 SMM 数据显示，9 月，高镍生铁价格偏强运行，10-12%高镍生铁到港含税报价由月初的 941.5 元/镍点上涨至月末的 954 元/镍点。

供给方面。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，同比+0.14%/+0.01%。成本利润方面，截止 9 月 30 日，冶炼端利润率先升后降。月初在美联储降息预期驱动下，镍价震荡偏强，冶炼利润回暖。降息预期落地后，市场情绪消退，镍价回落拖累利润率下行。其中，山东 RKEF 工艺利润率表现较好，利润率整体维持在 5%附近，其他地区多处于成本倒挂状态。

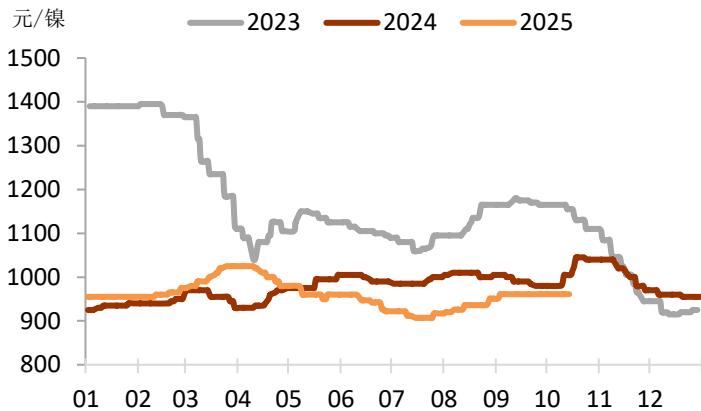
需求上，中国 300 系不锈钢 9 月产量合计约 179 万吨，较去年同期增加 10 万吨，环比持平。印尼 9 月不锈钢产量合计约 43 万吨，较上期小幅提升 3 万吨。9 月来看，三方调研数据显示，尽管 9 月不锈钢产量环比大幅提升，但 300 系不锈钢产量无明显变动，对镍实际消费拉动有限。此外，市场预期国内 10 月 300 系不锈钢排产或将环比收缩 7 万吨至 179 万吨。截止 10 月 9 日，国内 300 系不锈钢库存 53.09 万吨，较 8 月末去库约 1.07 万吨。整体来看，随着国庆假期临近，下游存在一定补库行为，300 系不锈钢库存阶段性去化。但随着补库行情临尾，现货库存再度累积，但累库增量有限，库存规模仍小于 8 月末的水平。

镍铁外贸：8 月国内镍铁进口合计约 87.41 万吨，同比+67.35%，环比小幅增加约 38218 吨；从进口国来看，进口自印尼的规模约 85.03 万吨，较上期增加约 3.6 万吨，依然是我国进口镍铁的主要来源；同时，进口自哥伦比亚的规模同样有所提升，由上月的 5652 余吨增

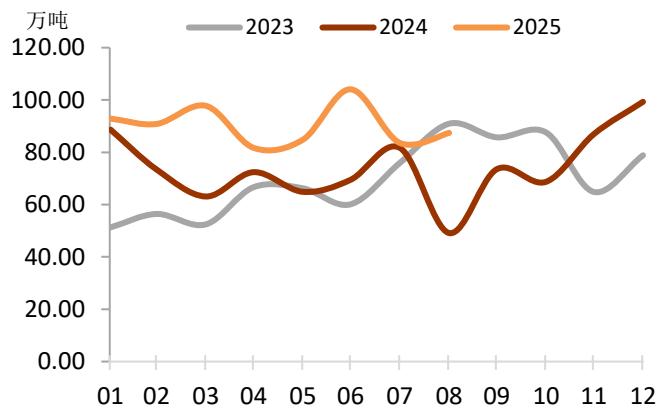
加至本期的 10745 吨。相比之下，进口自新喀的镍铁量回落约 4700 吨至 5114 吨。

不锈钢外贸：8 月不锈钢进口合计约 11.71 万吨，同比+17.69%；出口合计约 44.78 万吨，同比-8.2%。

图表 13 高镍生铁价格走势

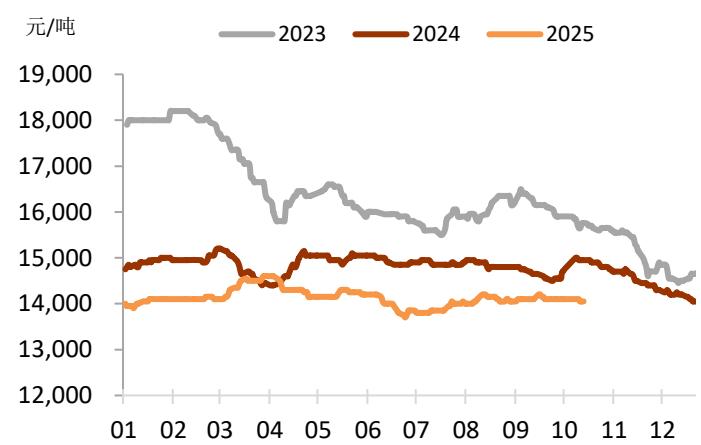


图表 14 中国镍生铁进口

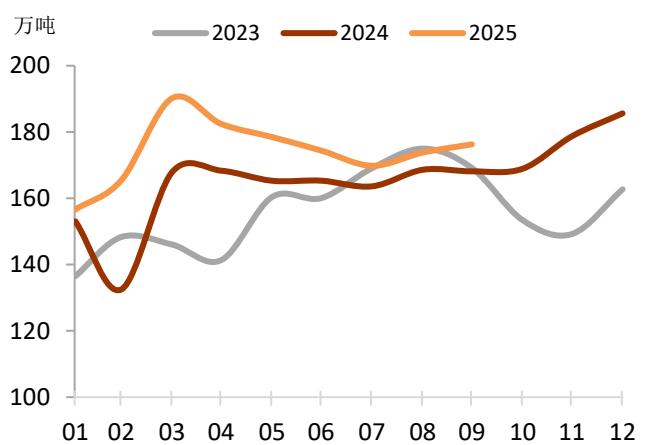


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 300 系不锈钢价格

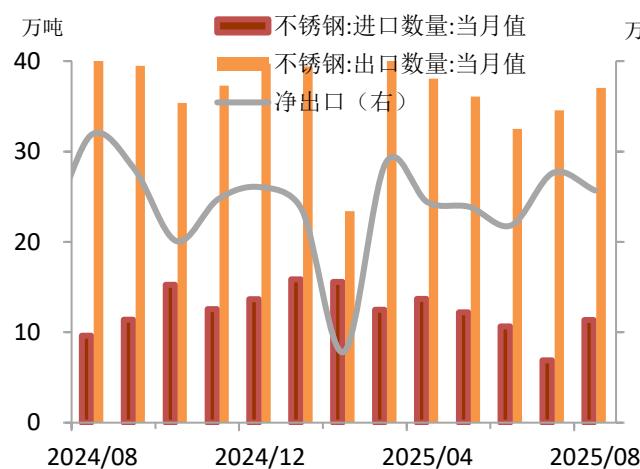


图表 16 300 系不锈钢粗钢产量

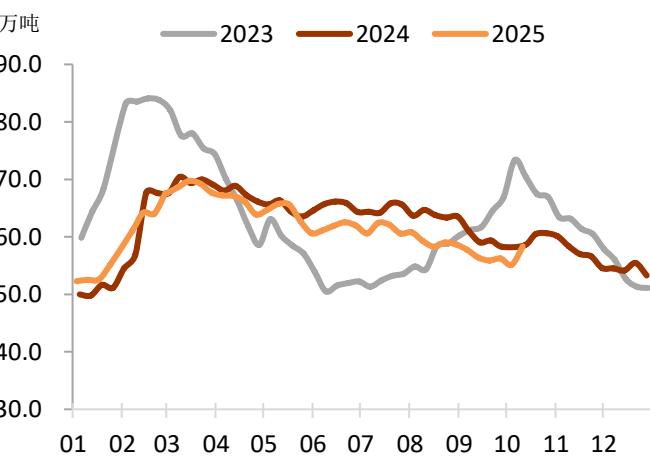


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 不锈钢进出口



图表 18 300 系不锈钢库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、高冰镍工艺利润可观，硫酸镍需求偏好

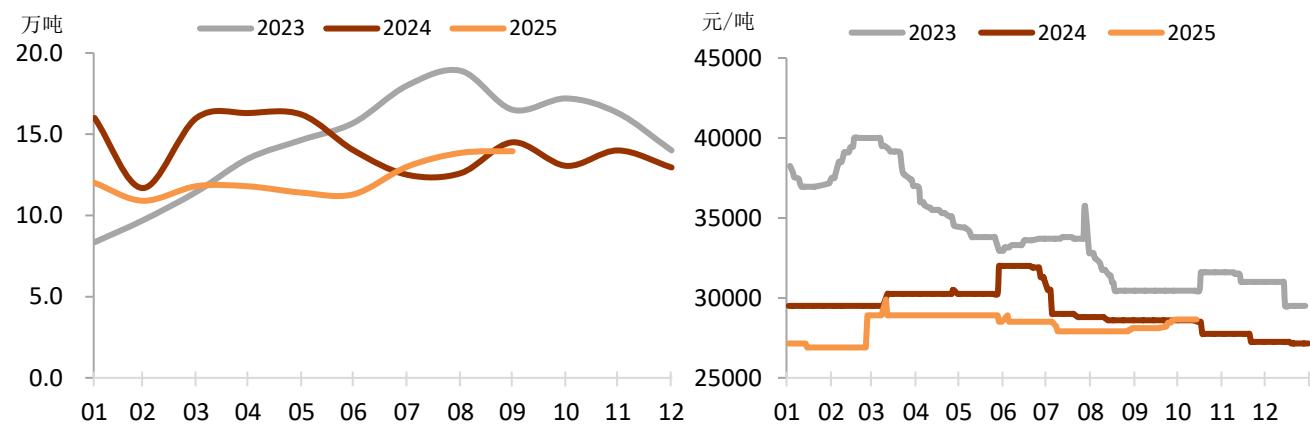
价格方面，9月硫酸镍价格偏强运行。电池级硫酸镍价格由月初的27800元/吨上涨至月末的28260元/吨；电镀级硫酸镍价格由28450元/吨上涨至月末的30250元/吨。

基本面上，据SMM统计，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14日，高冰镍产硫酸镍工艺利润率录得5.6%，报告期内整体呈上升趋势。相比之下，其他原料工艺利润率走势起伏不一，多数原料工艺仍长期处于亏损状态。整体来看，据三方调研显示，9月硫酸镍因部分原料短缺，限制上游产量增幅，导致市场资源相对紧缺，现货采买热度较高。而高冰镍工艺利润相对客观，驱动高冰镍原料由纯镍冶炼向硫酸镍流转。

进口方面，8月，中国硫酸镍进口量约3.03万吨，同环比+0.32%/+0.79%。出口方面，8月硫酸镍出口507吨，同环比-0.75%/-0.23%。

图表 19 硫酸镍产量

图表 20 电池级硫酸镍价格



资料来源：SMM, iFinD, 铜冠金源期货

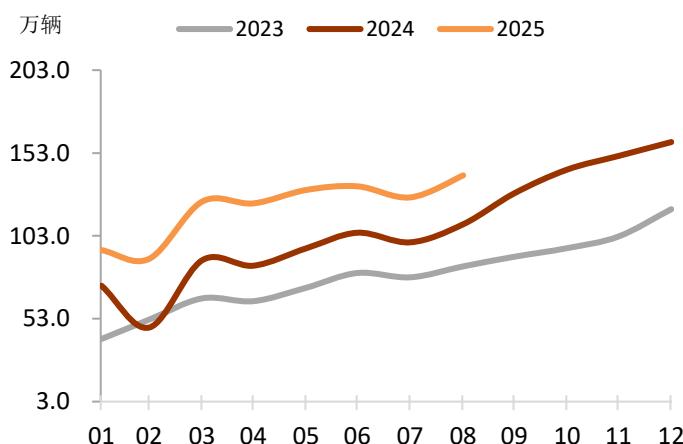
5、动力终端存结构性差异，商用车市场热度延续

据中汽协数据显示，8月，新能源汽车产量约139.1万辆，同比增加约27.38%，1-8月累计产量约962.5万辆，同比增长约36.71%，当月产量增速快速回落拖累累计产量增速下行，反映车企生产逐渐趋于谨慎。同期同口径下，新能源汽车当月销量139.5万辆，同比增加约26.82%，累计销量约962万辆，同比增长约37.34%。与产量数据相近，销量增速当月值持续快速回落，拖累累计销量增速下滑，反映乘用车市场需求走弱对上游供给的压制。然而，商用车市场热度仍在延续，8月，新能源商用车产量7.13万辆，同比+58.83%，累计产量54.75万辆，累计同比+67.57%。同期，新能源商用车销量7万辆，累计销量53.9万辆。产销比方面，当月产销比98.15%，累计产销比98.44%。从数据中可以看到，新能源商用车累计产量同比增速在年内仍维持增长态势，而在产销比趋近100%背景下，我们认为销量增速同样居于高位。新能源市场或呈现乘用车与商用车需求增速存在显著结构性分化特点。出口方面，中汽协口径下，8月，新能源乘用车出口量约22.4万辆，同比增长100%，环比窄幅回落。

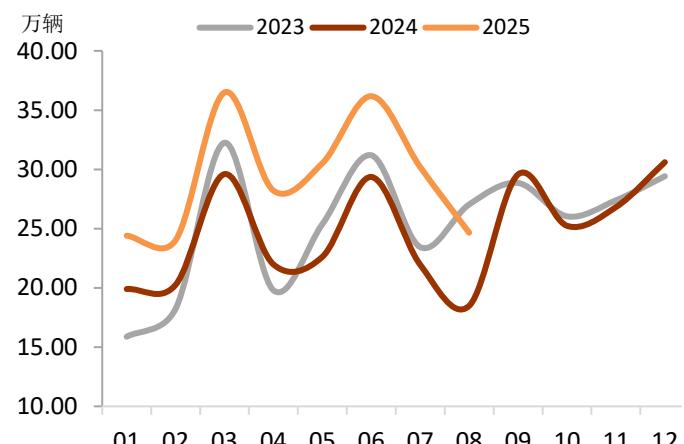
海外方面，8月，欧洲新能源汽车销量合计约24.65万辆，同比增长约33.41%，环比大幅回落约4.12个百分点，且绝对销量已低于2023年同期水平，但年内销量增速维持增长态势。同期，美国新能源汽车销量合计约16.67万辆，同比+11.47%，环比上升1.61个百分点，年内销量增速同样维持增长态势。

后期来看，新能源汽车市场存在显著结构性分化特点。分化点一，虽然国内依然是全球最大乘用车消费市场，但从增速视角来看，乘用车增速呈内弱外强的特点。分化点二，虽然新能源乘用车消费增速逐渐走弱，但新能源商用车需求显著增长，或将成为新能源动力市场新的驱动因素。

图表 21 新能源汽车销量



图表 22 新能源汽车销量（欧洲）



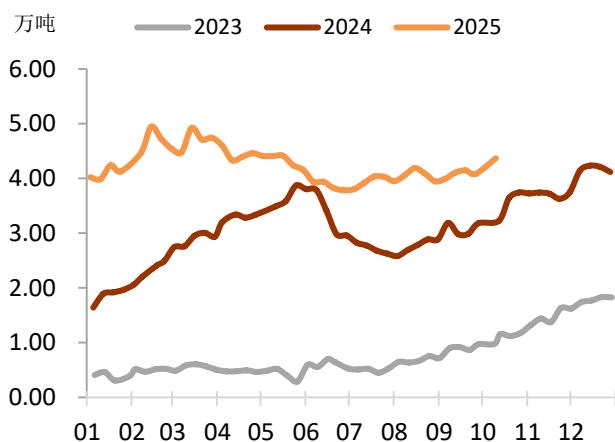
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6、海内外同步累库，年内或有累库拐点

截至2025年10月10日，国内精炼镍社会库存合计约43694吨，较8月末累库3224吨；截止10月13日，SHFE库存25272吨，较9月初累库3499吨，LME镍库存242094吨，较9月初累库32250吨，全球的二大交易所库存合计267366吨，同期增加约35749吨。

后期来看，国内冶炼利润修正，新增产能陆续投放，供给端或维持高位。而新能源汽车消费增速或受制于资金补贴管控，不锈钢排产预期收缩，需求端暂无明显提振，现货面临较强累库压力。而市场对未来过剩预期较为一致，高空思路下交易所库存持续攀升。而随着美联储降息路径开启，或对后续交易所累库趋势有所扰动。

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

四、 行情展望

供给方面，冶炼端利润不佳，国内增产动力不足，海外俄镍资源充裕，供给暂无近忧。

(中性)

需求方面，地产成交增速转负，动力端补贴资金存在份额管控，需求增量有限。(中性)

成本方面，镍矿供给趋于宽松，高品矿短缺，矿价平稳。(中性)

宏观方面，降息预期明确，但政策风险不断。(震荡偏强)

后期来看，宏观面预期向好，但政策风险尤在，镍价谨慎看涨。确定性层面，美联储降息路径开启，货币宽松格局明确。从利差结构及相对活跃度视角来看，美元均有走弱预期，利多美元计价资产。不确定性在于特朗普的对内及对外政策或市场难以确定 相对风险会出现在美国或是其他经济体，从而导致美指的下行路径并不明朗。基本面上或难有明显驱动，冶炼端成本压力尤在，提产空间有限。而地产成交表现低迷，动力终端在补贴节奏管控下增量有限，供需结构难有明显改善。年内镍价重心缓慢上移，月内关注印尼 RKAB 镍矿审批配额规模。

风险点：RKAB 审批规模超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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。

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。