

目 录

目录

第一部分 前言概要	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 市场回顾	3
第三部分 基本面情况	4
一、原料收紧提供的成本支撑逐步见顶回落，但长期综合成本抬升	4
1、印尼政策先紧后松	4
2、镍矿价格见顶回落	5
3、NPI 减产去库，价格相对坚挺	7
4、霍尔木兹海峡逐步通航，硫磺价格下跌	9
二、供需过剩结构性收窄，交割品依然承压	11
1、精炼镍供需过剩格局较难扭转	11
2、不锈钢供需改善，原料偏紧	15
3、三元需求好于预期，支撑硫酸镍价格	18
第四部分 后市展望及策略推荐	22
免责声明	25

资源分散化推高长期成本

第一部分 前言概要

【行情回顾】

上半年伦镍、沪镍走势同步但内盘波动更强，核心驱动为印尼镍产业链政策、中东地缘影响硫磺供应、宏观美联储货币政策预期等重要变量。镍价呈现政策预期拉涨、宏观及现实压制回落的过山车走势，上半年形成的高低点将成为下半年行情运行的区间参考。

【市场展望】

下半年成本支撑震荡下移，供需仍有过剩，宏观交易加息预期及潜在的衰退风险，镍价上方压力重重。但原生镍过剩显著收窄，意味着镍价底部已现，且资源民族主义导致供应链相对脆弱，长期综合成本反而被迫抬升，镍价也较难跌回去年低位。

策略上，镍价短期跟随宏观情绪寻底后有布局多单的机会。但值得注意的是宏观影响大于产业逻辑，而宏观不确定性较强，导致市场情绪波动剧烈，建议投资者谨慎操作，加强风险意识，跟踪资金流向。

【策略推荐】

1. 单边：12-14.2 万宽幅震荡。
 2. 套利：关注镍钢比修复的机会。
 3. 期权：基于期货单边的保护性策略。
- 风险提示：宏观、产业政策因素扰动。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：陈婧

邮箱：

chenjing_qh1@chinastock.com.cn

期货从业资格号：F03107034

投资咨询资格号：Z0018401

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

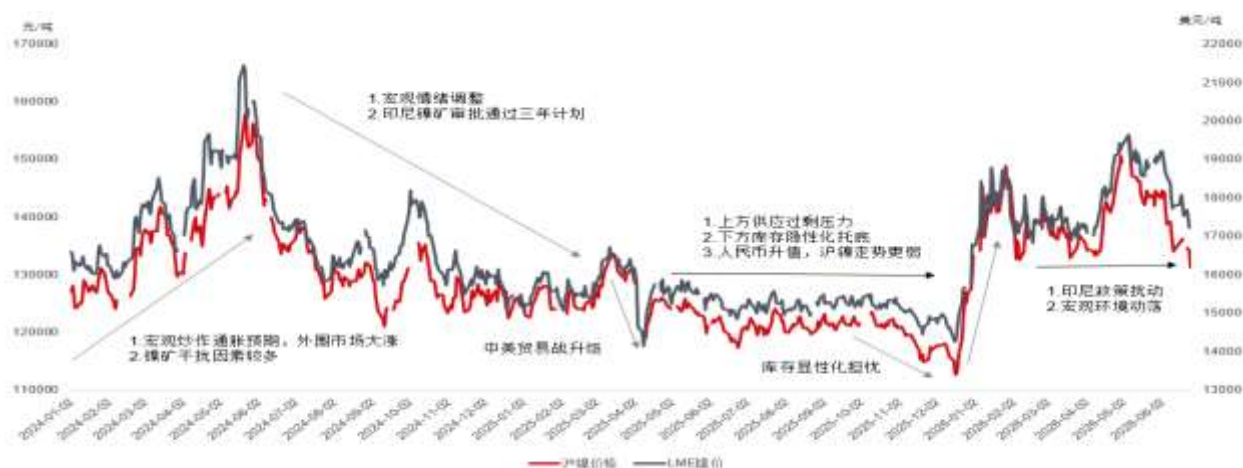
第二部分 市场回顾

受印尼 RKAB 配额收缩预期驱动，镍价自 2025 年 12 月下旬开启一轮强劲上涨。1 月沪镍主力合约冲高至 15.2 万元/吨，伦镍走势相对偏弱，也达到了 19160 美元/吨，出现年内第一个高点。这得益于宏观交易美联储降息预期，资金驱动整体有色板块上行。2 月春节长假，资金避险撤离，镍价也随之高位回落，测试出年内第一个低点。

节后归来，由于镍自身供需过剩较为严重，外围市场驱动不明，有色板块整体保持宽幅震荡。4 月 13 日，印尼签署第 144 号部长令，将 1.6% 品位镍矿修正系数由 17% 大幅上调至 30%，首次纳入铁、钴、铬等伴生元素计价。此后中东战争持续，霍尔木兹海峡长时间封闭，硫磺价格大涨。印尼湿法产线硫磺库存告急，5 月起部分 MHP 产线预防式降负荷。印尼 WBN 镍矿配额用尽被迫停产维护，矿端及中间品供给约束持续强化，镍价迎来年内第二个高点，沪镍涨至 15.5 万元/吨，伦镍涨至 20000 美元/吨。

市场的火热没有持续太长时间，5 月中旬开始，高油价-高通胀-货币政策鹰派的宏观逻辑大行其道，贵金属与有色板块整体回落，并在 6 月美联储换届后，避险情绪达到顶峰。印尼政府根据需求调整镍矿配额，意味着镍矿产量有望增加；美伊签署 MOU 后，硫磺价格也出现回落，镍板成本支撑见顶。多重利空下，镍价跌破 13 万元/吨，继续向下寻找支撑。

图1：镍行情回顾 单位：元/吨，美元/吨



数据来源：银河期货，SMM

第三部分 基本面情况

一、原料收紧提供的成本支撑逐步见顶回落，但长期综合成本抬升

1、印尼政策先紧后松

今年以来，印尼政府从四个维度加强对本国镍资源的掌控：

RKAB：印尼镍矿配额削减至 2.6-2.7 亿吨，而 2025 年配额为 3.79 亿吨，实际产量约 2.8-2.9 亿吨，若 2026 年严格按配额生产，实际产量将同比下降近 10%，无法支撑镍产品新增项目的需求。WBN 因配额用尽，5 月末已进入停产维护。此外，因未能按时提交 2026 年度工作计划和预算(RKAB)申请，印尼能源与矿产资源部(ESDM)已正式暂停了 106 家煤炭及金属矿产（包括 34 镍矿项目）企业矿商的矿业权(IUP)运营活动，给予 90 天过渡期限时提交，否则吊销执照。配额 7 月 31 日之前可以二次提交审批，仍有上浮的空间。6 月彭博报道配额可能追加 30%至 3.6 亿吨，被印尼政府机构否认，但给予了市场想象空间。具体配额审批的时间及数量最终由政府依据需求及价格决定，主导成本变化的节奏，但总量只多不少意味着镍矿供应可能逐步转松。

HPM 计价：印尼于 2026 年 4 月 15 日正式实施的 HPM 新规将从根本上重构镍矿定价逻辑，其核心变动在于计价体系由单一镍元素全面转向“镍、钴、铁、铬”多元素综合计价，从而也允许政府以更高的 HPM 基准价收取税费，但实际价格仍由供需决定。据铁合金在线调研，截至 6 月中旬，火法矿全价仍高于 HPM 价格，内贸升水自年初 45 美元/湿吨高位降至 HPM+4~HPM+8 美元/湿吨，全价由于 NPI 减产出现回调。而湿法矿暂时忽略了计价方式调整，由于 MHP 减产，实际成交价远低于 HPM 理论价格。由此可见，计价方式目前尚未对镍矿价格造成影响，仅在生产成本中增加了税赋 5 美元/湿吨左右。

加税：印尼政府计划对镍产业征收“暴利税”（Windfall Profit Tax）并同步实施出口关税。此外，印尼政府曾经拟对 PP 19/2025 中镍矿生产费（特许权使用费）税率进行调整。主要变动涉及 HMA 镍价区间的阶梯细化和税率变动，镍价区间由原 5 档调整为 6 档，税率在 16000-26000 美元/吨核心区间内，税率较现行标准普遍上调 1-2 个百分点。但考虑到营商环境恶化可能影响外商投资运营，目前拟加征的税收政策均未落地。

出口管制：5 月 20 日，印尼总统普拉博沃·苏比安托通过一项关于自然资源出口治理的政府条例宣布成立自然资源（SDA）出口机构。通过出口机构，所有自然资源的出口都必须通过政府指定的国有企业进行。根据规定，自 2026 年 6 月 1 日起，首批纳入政策范围的棕榈油、煤炭及铁合金三类商品的出口须通过上述国企统一进行，该政策将设置至 2026 年 12 月 31 日的过渡期，并于 2027 年 1 月 1 日起全面实施。目前过渡期暂时未见抢出口，若能严格执行，预计四季度会出现“抢出口”现象。

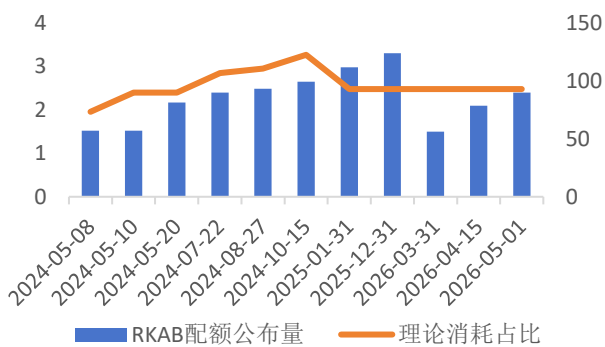
印尼政府这些举措一方面为了稳定本币汇率对冲外资流出，另一方面为了提高税收兑现总统竞选时对本国国民民生保障。政府权力更集中，对资源掌控更强，也为后续增加政府收入留出空间。然而由于营商环境恶化可能影响外部投资，印尼本币贬值压力更大，因此 6 月起印尼收紧的政策逐渐出现松动迹象，包括追加镍矿配额、延缓加税政策等。但政策反复对政府信用是一种透支，企业的经营决策也相应提高难度。在资源民族主义日益强化的环境中，关键矿产的供应链愈发脆弱，企业无法以低成本为由依赖单一国家资源，必将多维度进行布局，也势必抬高产品的综合成本，长期价格中枢上移。

2、镍矿价格见顶回落

5 月镍矿下游减产，供需表现宽松。菲律宾镍矿量增价跌，印尼镍矿也出现回调。2026 年一季度配额实际依据 2025 年宽松配额执行，下半年有追加配额的预期，实际受 2.6-2.7 亿

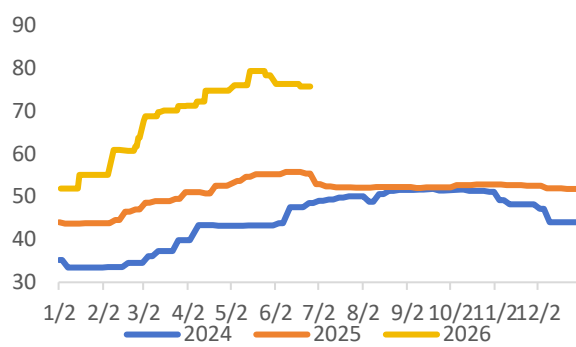
吨配额限制的仅为二季度，因此6月后对远月宽松的预期导致印尼镍矿向菲律宾镍矿价格靠拢，向下仍有空间。下半年关注印尼镍矿配额实际审批节奏及数量，若镍价低迷，印尼政府可能控制审批速度，造成镍矿阶段性偏紧，反之亦然。

图2：印尼RKAB配额公布量 单位：亿湿吨，%



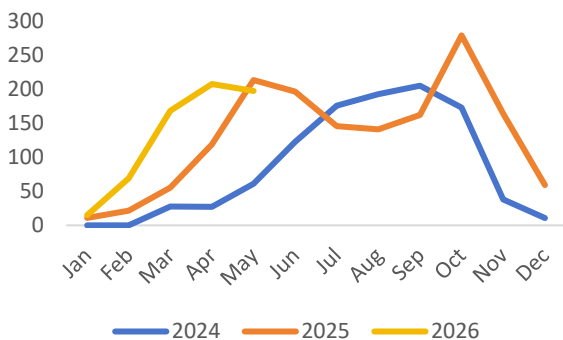
数据来源：银河期货，SMM

图3：印尼1.6%镍矿全价 单位：美元/湿吨



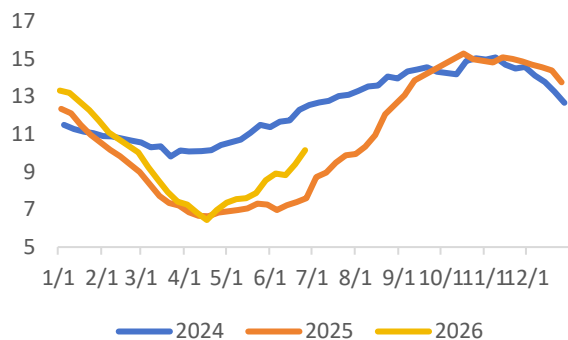
数据来源：银河期货，SMM

图4：印尼进口菲律宾镍矿 单位：百万湿吨



数据来源：银河期货，SMM

图5：中国红土镍矿港口库存 单位：百万湿吨



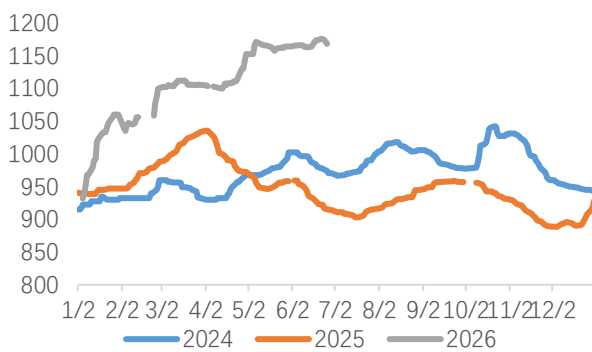
数据来源：银河期货，SMM

菲律宾相对印尼体量较小，提供边际补充，70%发往中国，30%发往印尼。因菲律宾本地缺乏镍矿加工能力，可用出口量粗估产量。2026年1-5月菲律宾镍矿发往中国及印尼总出口量累计同比增长11%，且由于印尼镍矿价格更高，吸引更多镍矿流向印尼。不过菲律宾镍矿品位偏低，难以弥补印尼高品矿的需求缺口，实际发往中国和印尼的比例变动有限。

3、NPI 减产去库，价格相对坚挺

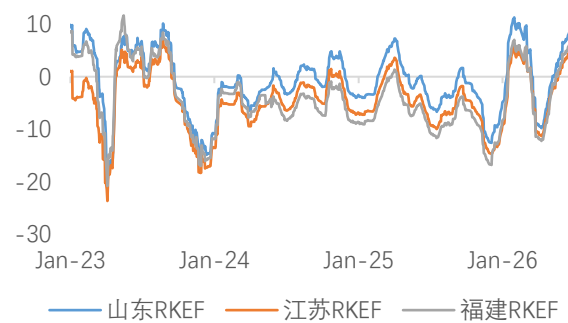
钢联统计（含6月预测），2026年1-6月中国NPI产量同比增长4%至14.4万吨，印尼NPI产量同比减少10%至81.5万吨，中印合计同比减少8%至95.9万吨。NPI减产一方面因镍矿供应偏紧，另一方面因MHP产量受硫磺限制，冰镍需求陡增，经济性显著高于NPI，促使部分NPI产线转产冰镍。1-5月中国自印尼进口镍铁同比减少7%至49.4万镍吨。

图6：高镍铁10-14%出厂价 单位：元/镍点



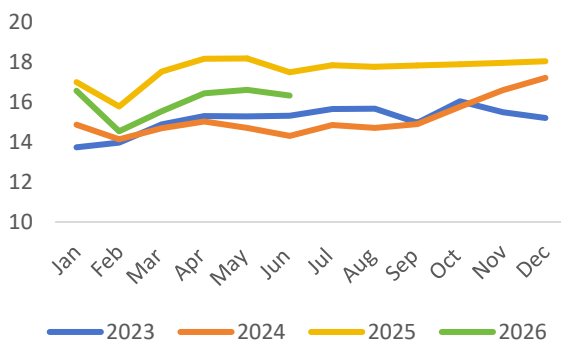
数据来源：银河期货，SMM

图7：中国NPI利润率 单位：%



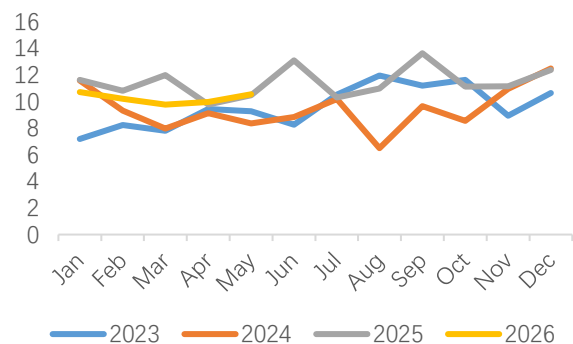
数据来源：银河期货，SMM

图8：中国和印尼NPI产量 单位：万镍吨



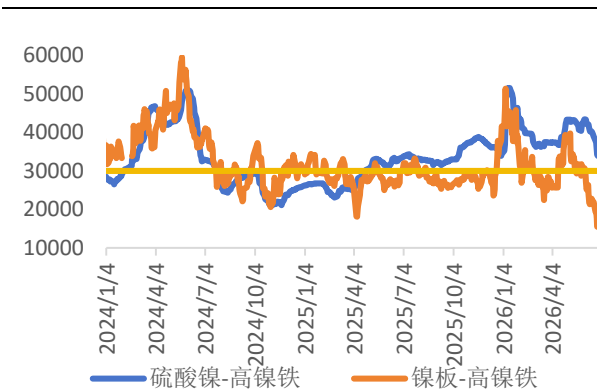
数据来源：银河期货，SMM

图9：中国镍铁进口量 单位：万镍吨



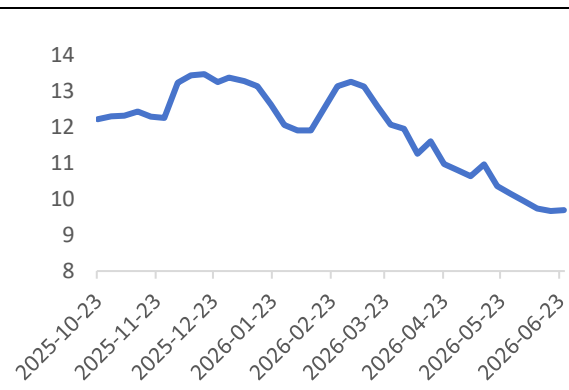
数据来源：银河期货，SMM

图10：高镍铁折价 单位：元/镍吨



数据来源：银河期货，SMM

图11：中国镍铁库存 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

2025 年第 28 号政府法规 (PP) 中规定了对新冶炼厂许可证的限制，该政策要求有色基本金属制造业不得建设专门生产中间产品的冶炼厂 (已经通过审批的项目不受影响)。根据《铁合金在线》统计，1-6 月印尼 NPI 新增投产 6 台炉子，合计年产能 8.1 万金属吨。2026 年 6 月及以后印尼待投产 NPI 项目共 15 个，但这其中两个项目 2025 年开始投产，两个项目 2027 年开始运行，其余项目均无推进消息。NPI 新增产能较为有限，产量又同比下降，NPI 供应减少导致库存大幅下降。下半年随着 MHP 复产，冰镍部分转产 NPI，NPI 紧缺情况预计有所好转。

表1：印尼NPI新增投产 单位：金属吨/年

投产时间	产区	企业名称	炉型	规划炉子数 (台)	新增投产 (台)	总投产 (台)	新增产能 (年金属吨)
2026/1/1	OBI	PT.Karunia Permai Sentosa	66000kvaRKEF	12	1	9	15408.0
2026/1/1	OBI	PT.Karunia Permai Sentosa	66000kvaRKEF	12	1	10	15408.0
2026/3/1	OBI	PT.Karunia Permai Sentosa	66000kvaRKEF	12	1	11	15408.0
2026/3/1	非主产	PT Bumi Mineral Sulawesi	33000kvaRKEF	2	1	2	8309.0
2026/4/1	OBI	PT.Karunia Permai Sentosa	66000kvaRKEF	12	1	12	15408.0
2026/5/1	非主产	PT Mitra murni perkasa	48000kvaRKEF	2	1	2	11376.0
总计				52	6	46	81317

数据来源：银河期货，铁合金在线

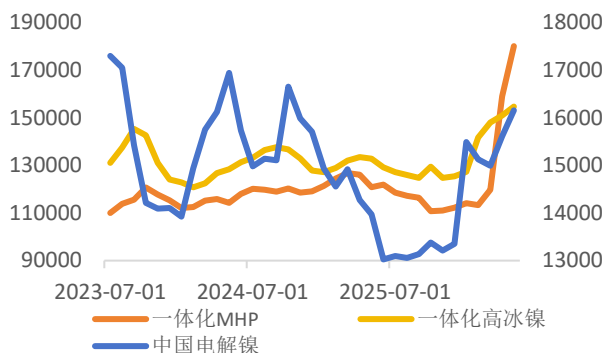
由于印尼 NPI 价格居高不下，而菲律宾镍矿价格自 5 月开始回落，国内镍铁厂见到了久违的盈利，产量也随之增加。然而菲矿品位偏低导致 NPI 镍点不足，钢厂采购意愿不足，因此国内 NPI 与印尼 NPI 的价格分化较为明显。6 月以来镍价受宏观压力大幅下跌，镍/不锈钢比值也达到历史低点，镍板相对 NPI 的溢价快速收敛至 1.5 万元/吨附近，甚至钢厂开始用镍板搭配 NPI 生产不锈钢粗钢。预计后市部分冰镍产线转产回 NPI 将刺激 NPI 产量增加。当前的 NPI 价格虽然坚挺，但需求端钢厂淡季检修减产，供应端镍矿配额有望追加，NPI 相对于其他原料经济性走弱，多重因素抑制 NPI 涨价空间。

4、霍尔木兹海峡逐步通航，硫磺价格下跌

前期由于中东局势僵持，霍尔木兹海峡持续封闭，硫磺价格大幅上涨，湿法冶金成本上升。受硫磺涨价及物料短缺影响，多家印尼 HPAL 湿法冶炼工厂预防式减产。电积镍/硫酸镍的生产原料依靠高冰镍增量获得部分弥补，但 5-6 月产量仍然连续环比下降。2026 年 1-5 月，印尼 MHP 产量累计同比增长 6%至 17.6 万金属吨，去年同期累计同比增长 55%。高冰镍产量累计同比增长 123%至 15.6 万金属吨，去年同期累计同比下降 33%。

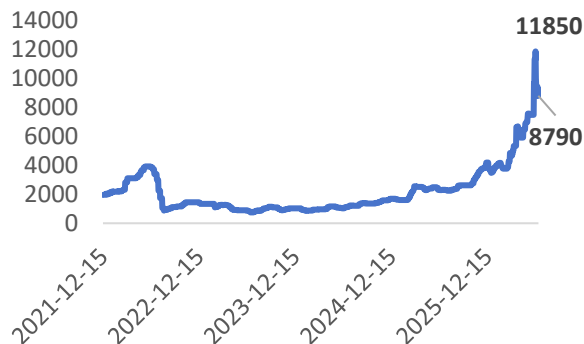
美伊签署 MOU 后，霍尔木兹海峡逐步恢复通航，硫磺价格高位回落，但因通航优先原油，且中东地区复产仍需时间，短期硫磺供应仍然紧张，硫磺价格距离 3 月末海峡封闭之前仍有较大空间，但镍价已经超跌回去年年末的水平。事实上，中东局势紧张之前硫磺就已经走出上涨趋势，战争加速了硫磺的上涨速度，也推高了 MHP 一体化生产电积镍的成本，一度超过了高冰镍一体化成本，盘面持续倒挂。预计即使恢复通航，2026 年硫磺供需仍能有效支撑价格在战前水平以上运行。若中东局势继续反复，海峡再度关闭，硫磺价格仍有上行空间。

图12：电镍一体化生产成本 单位：元/吨，美元/吨



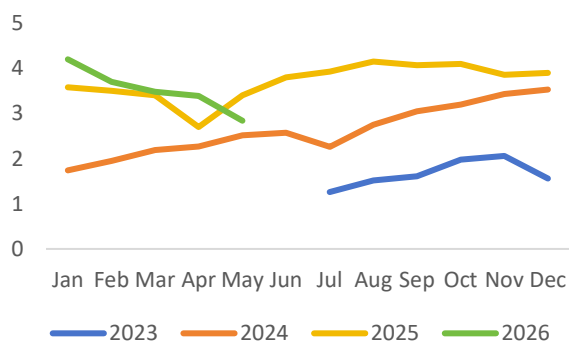
数据来源：银河期货，SMM

图13：华东固体硫磺价格 单位：元/吨



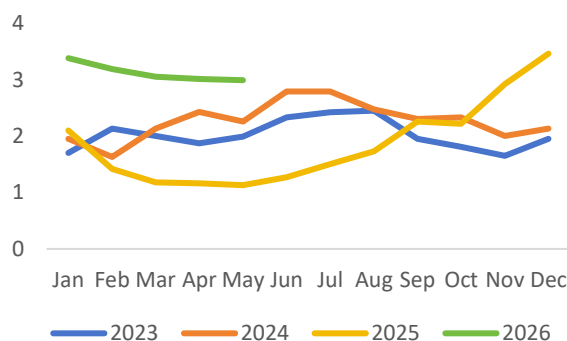
数据来源：银河期货，SMM

图14：印尼MHP产量 单位：万吨



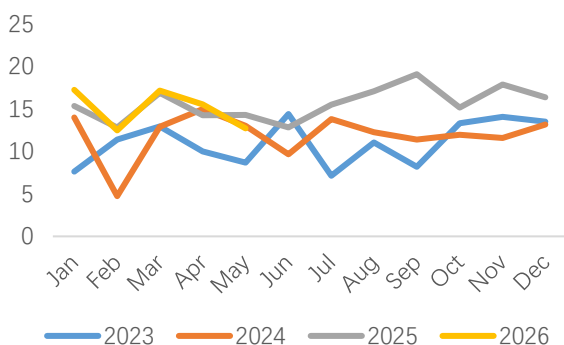
数据来源：银河期货，SMM

图15：印尼高冰镍产量 单位：万吨



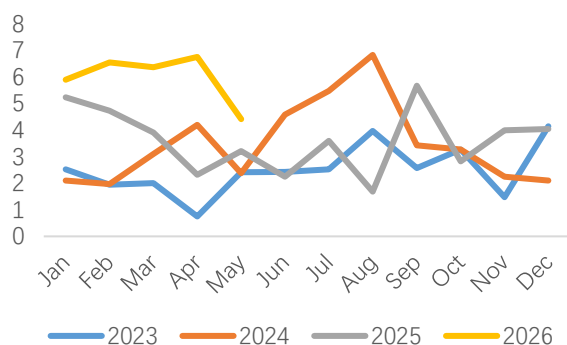
数据来源：银河期货，SMM

图16：中国湿法中间品进口 单位：万吨



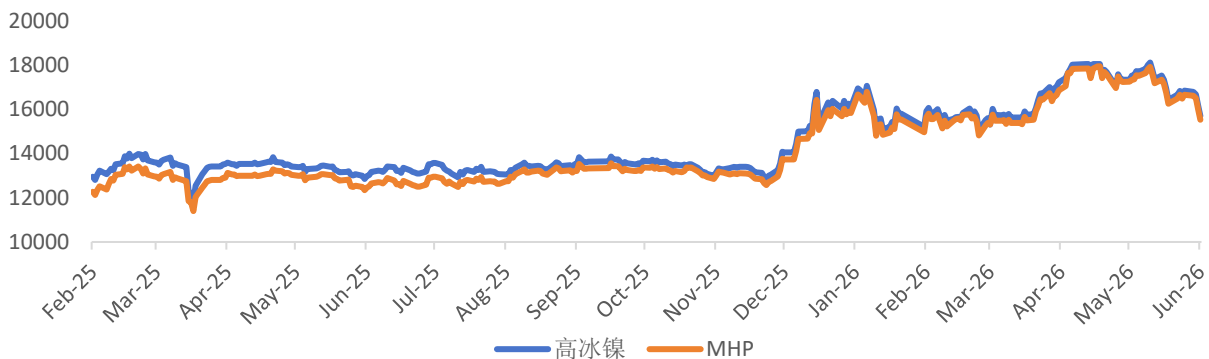
数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图17：中国冰镍进口 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图18：镍中间品价格 单位：元/吨，美元/吨



数据来源：银河期货，SMM

根据《铁合金在线》统计，2026 年蓝焰、晨曦、SLNC 及 Pomalaa 项目计划投产，四个 MHP 项目年产能合计 34.9 万金吨。但由于原料受限且印尼政府针对外企，项目可能延期。此外，涉及多条产线调试，产量大规模释放时间较为靠后。高冰镍新增产能则较为有限，产量增长主要来自于旧项目的爬产及 NPI 转产。考虑到今年三元电池表现超预期，硫酸镍产量大增，中间品供需实际偏紧，对价格有一定支撑。

综上所述，电积镍的成本支撑预计虽然可能已经见顶，但也难回到去年低位，综合成本上涨意味着镍价长期运行中枢抬升。

二、供需过剩结构性收窄，交割品依然承压

1、精炼镍供需过剩格局较难扭转

海外主流镍企大多是多金属集团，镍因近年走势低迷不具备战略地位，业务被暂停、出售情况较多，必和必拓、英美资源、住友商事均有退出行为。以几家头部企业为例，2026 年一季度电镍产量同比增长 4.2%，但 2026 年计划相比 2025 年产量基本持平。

表2：海外主流镍企电镍产量汇总26Q1 单位：万吨

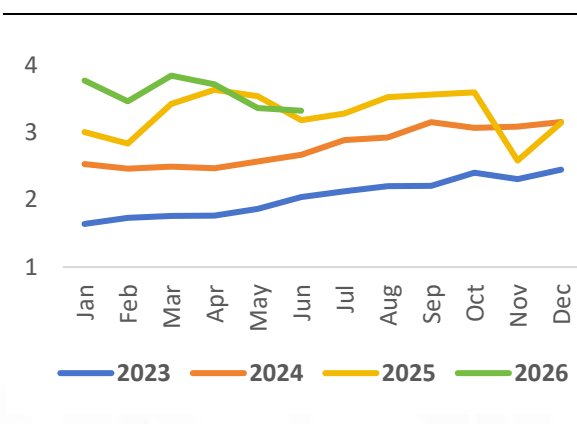
企业	2026Q1	同比	2025产量	2025年同比	2026年计划	2026年同比
Vale	2.59	6.1%	9.7	21.4%	9.5-12	11.4%
Nornickel	4.17	0.3%	19.9	-3.2%	19.3-20.3	-0.3%
Glencore	3.23	0.0%	13.6	-0.1%	13-14	-0.7%
Anglo American	0.59	40.0%	2.4	-7.0%	2.1	-12.1%
Sumitomo	1.66	10.7%	6.5	4.5%	6.0	-7.1%
小计	12.24	4.2%	51.95	-0.4%	52.15	0.4%

数据来源：银河期货，公开资料

但中国和印尼仍有新产能投产、爬产。如吉恩镍业新增年产 5000 吨精炼镍产线于 2026 年 6 月 22 日正式投产，目前处于产能爬坡初期。6 月 22 日，寒锐钴业股东会高票通过定向增发议案，并批准年产 4 万吨电积镍及 4 万吨电池级硫酸镍项目。据 SMM 统计，1-5 月中国电镍产量同比增长 10%至 18.14 万吨，创历史新高。1-5 月印尼电镍产量同比增长 131%至 4.74 万吨，且均成为上期所注册品牌。若硫磺供应持续不足，未来可能遭遇镍板进一步减产。

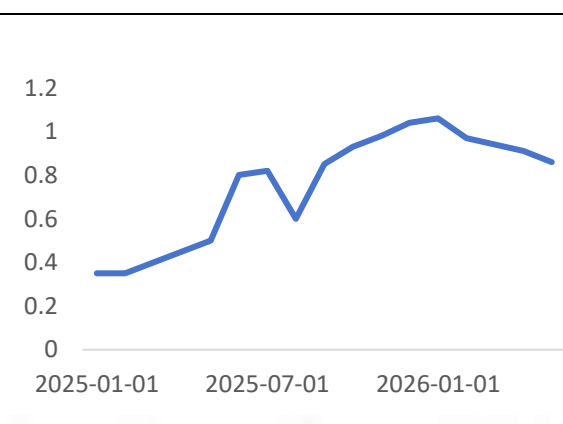
2026 年 1-5 月净进口 11.35 万吨，去年净出口 1734 吨，4-5 月单月净进口 3 万吨左右，主要增量来自于俄罗斯及印尼。年初以来国内加速累库，现货承压。6 月后空头资金对盘面形成压力，形成内弱外强的格局，推测随着进口窗口关闭，净进口量逐步减少。

图19：中国精炼镍产量 单位：万吨



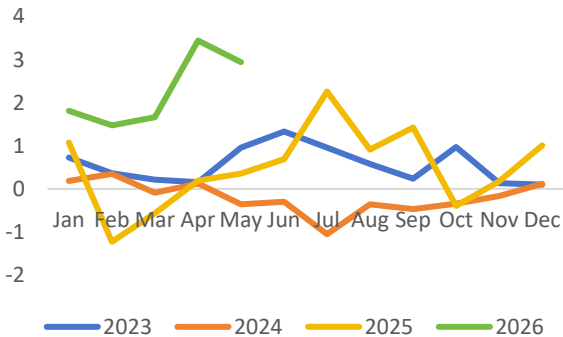
数据来源：银河期货，SMM

图20：印尼精炼镍产量 单位：万吨



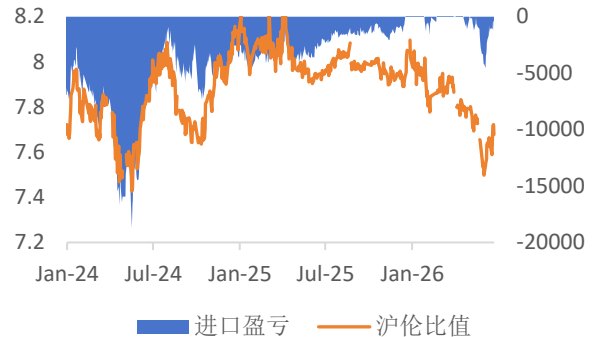
数据来源：银河期货，SMM

图21：中国精炼镍净进口 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署

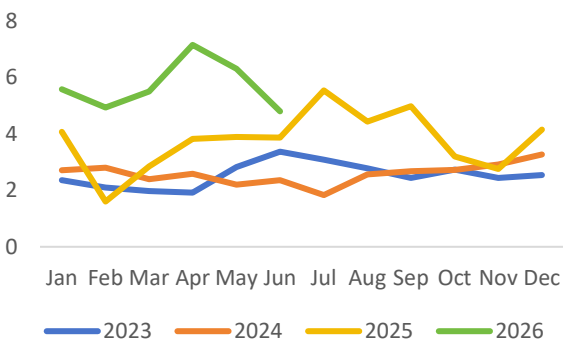
图22：内外比价/价差 单位：比值，元/吨



数据来源：银河期货，SMM

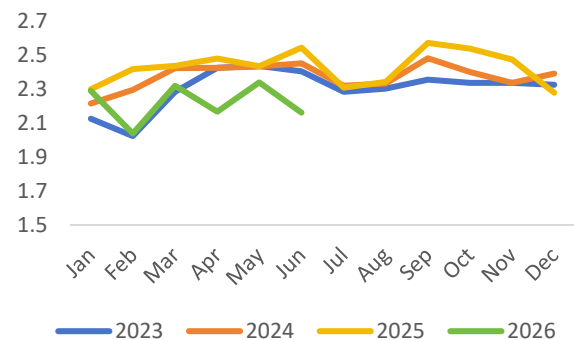
供应大增的同时反观精炼镍下游几乎没有扩张。精炼镍消费 2026 年 1-5 月同比减少 8% 至 11.15 万吨。电镀、合金消费均十分低迷。SMM 调研 5 月镍下游 PMI 因不锈钢、电镀、电池带动，保持在 50 荣枯线上方，但其他分项均不乐观。国内巨大的过剩在显性库存的增长上体现不够充分，推测隐性库存仍在积累。

图23：中国精炼镍供应量 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

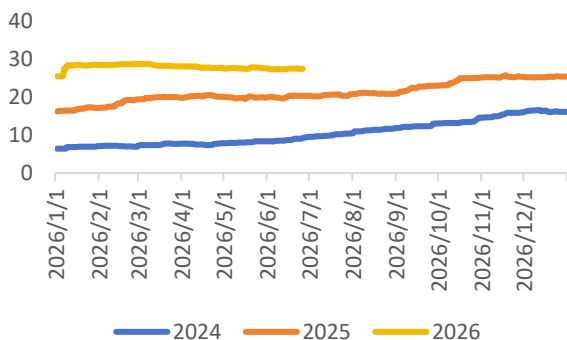
图24：中国精炼镍消费量 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

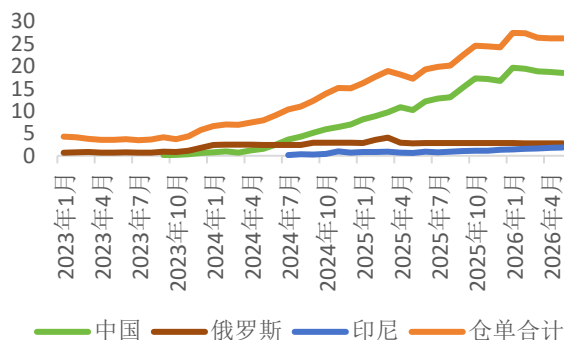
截至 6 月 26 日，全球精炼镍显性库存达到 40.7 万吨，相比年初增加 9 万吨。其中 LME 镍库存增加 2 万吨，国内社会库存增加 7 万吨，结构上过剩积累在国内。综合来看，精炼镍过剩格局较难扭转，但因硫磺供应受限可能出现阶段性改善。

图 25：LME 镍库存 单位：万吨



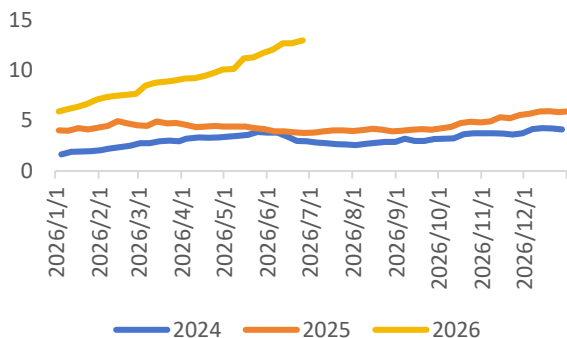
数据来源：银河期货，SMM

图 26：LME 分产地镍库存 单位：万吨



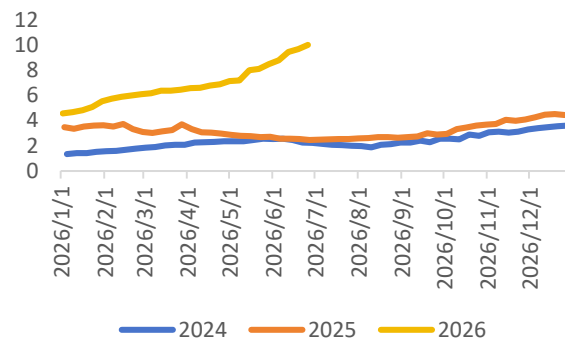
数据来源：银河期货，SMM

图 27：国内镍社会库存 单位：万吨



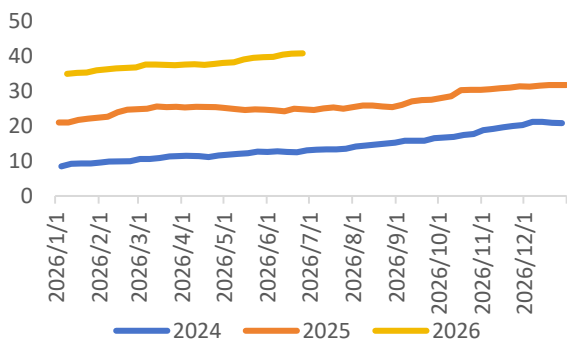
数据来源：银河期货，SMM

图 28：上期所仓单 单位：万吨



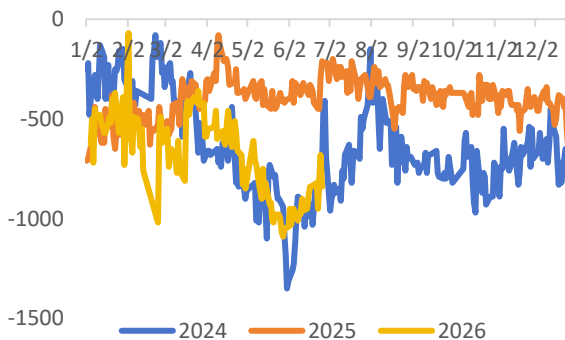
数据来源：银河期货，SMM

图29：全球镍显性库存 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

图30：沪镍1-3价差 单位：元/吨



数据来源：银河期货，SMM

2、不锈钢供需改善，原料偏紧

供应端，工业和信息化部 5 月 18 日正式发布新版《钢铁行业产能置换实施办法》（工信部原〔2026〕97 号），即日起施行。这份被业内称为“史上最严”的新规，首次将不锈钢全面纳入国家统一的产能管控体系，并划下多条不容触碰的“硬红线”。这意味着，过去十年不锈钢产业“野蛮生长”的时代正式终结。长期以来，不锈钢因未被纳入考核，许多企业打着“合金熔化”的旗号，大量建设中频炉，导致产能严重过剩，利用率长期低于 75%。新规明确将不锈钢纳入监管，并严格规定中频炉的容积与数量必须与生产工艺精准匹配，从源头上掐断了违规新增产能的通道。这与 3-4 月时两广地区的压产呼应，即使有利润的情况下，供应也无法快速增加，因此保持一定的生产利润是合理的。

图31：304冷轧不锈钢价格及利润 单位：元/吨

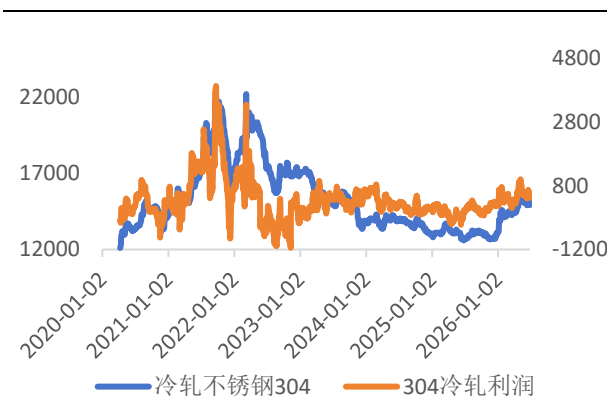


图32：沪镍/不锈钢主力合约收盘价 单位：比值



数据来源：银河期货，Mysteel

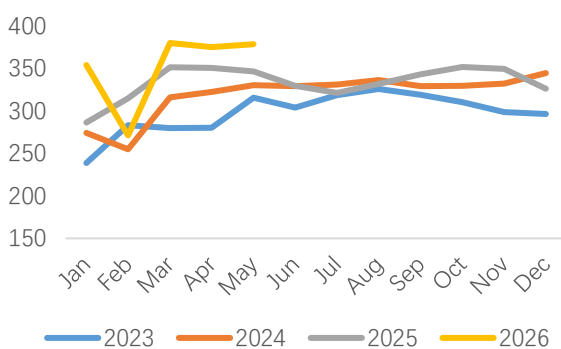
数据来源：银河期货，SMM

以 NPI 价格 1150 元/镍点，高碳铬铁 8200 元/50 基吨计算，不锈钢 304 一体化冷轧即期成本约为 14500 元/吨，盘面对头部钢厂仍有一定利润，但随着不锈钢价格下跌，已经显著收窄。由于 NPI 供应偏紧，废不锈钢添加比例提高。此外，由于镍钢比降至过去三年低位，个别钢厂已经在尝试搭配使用镍板生产不锈钢，可能成为镍钢比回归的产业逻辑之一，但从镍钢供需对比以及历史统计区间来看，不宜操之过急。

据钢联预计，中印不锈钢粗钢 2026 年 1-5 月产量 1972.88 万吨，累计同比增长 6%。6 月钢厂检修，排产环比减少约 5%，7 月同样因需求淡季检修减产。据海关数据整理，2026 年 1-5 月不锈钢进口同比减少 11%，因印尼本地不锈钢减产 1%，回流减少 11%。

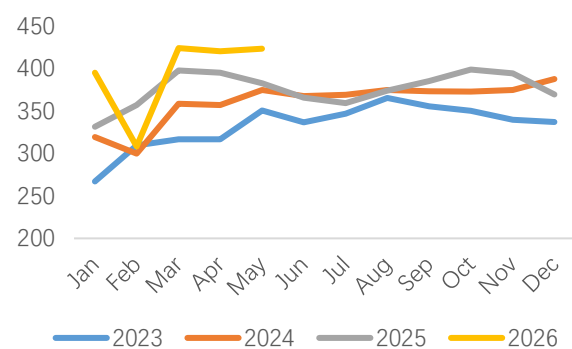
1-5 月中国不锈钢累计供应 1572.4 万吨，同比增长 9.5%。

图33：中国不锈钢粗钢产量 单位：万吨



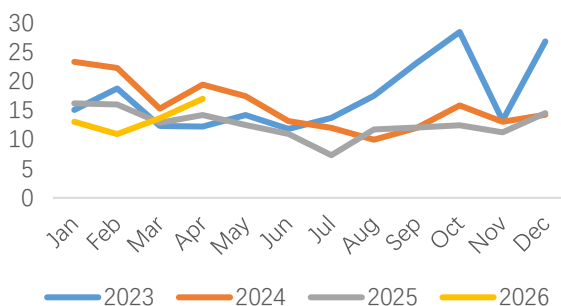
数据来源：银河期货，Mysteel

图34：中国+印尼不锈钢粗钢产量 单位：万吨



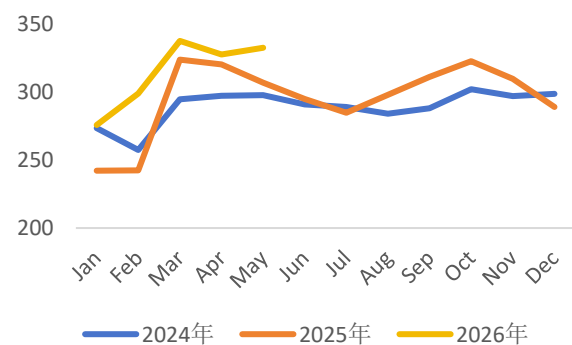
数据来源：银河期货，Mysteel

图35：中国不锈钢进口量 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图36：中国不锈钢供应量 单位：万吨



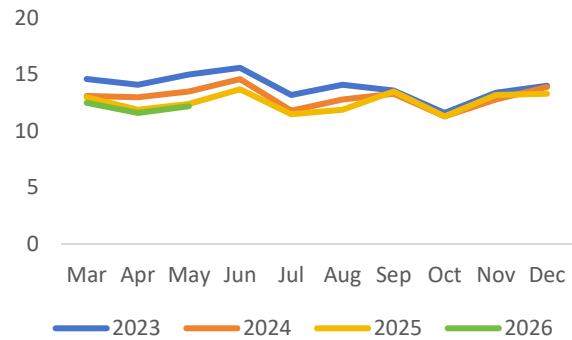
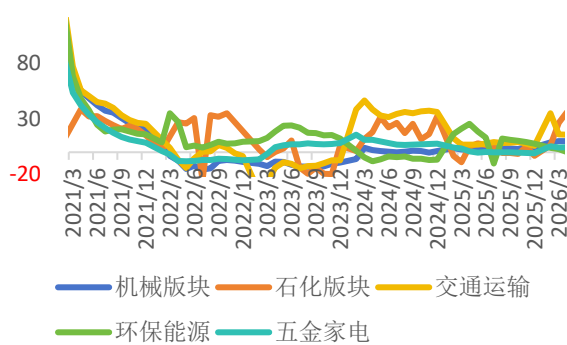
数据来源：银河期货，海关总署，SMM

需求端，宏观局势反复，不确定性较强。高油价刺激通胀和鹰派货币政策的预期，令有色金属承压。经济 K 型分化，房地产、基建投资不乐观，消费（零售）领域表现低迷，制造领域相对稳健，特别是能化设备、铁路机车、新能源发电设备、机器人等领域有增长亮点。

内需均为国家鼓励的行业，持续性好于外需。但 6-8 月可能逐渐进入需求传统淡季，旺季可能要等到“金九银十”检验需求成色。

图37：不锈钢主要下游板块累计同比增速 单位：%

图38：中国电梯产量 单位：万台

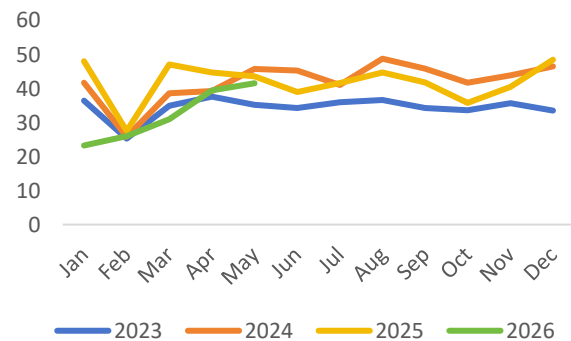
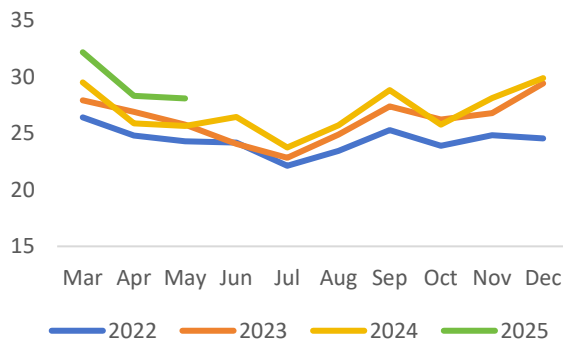


数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图39：中国白色家电耗不锈钢指数

图40：不锈钢出口量 单位：万吨



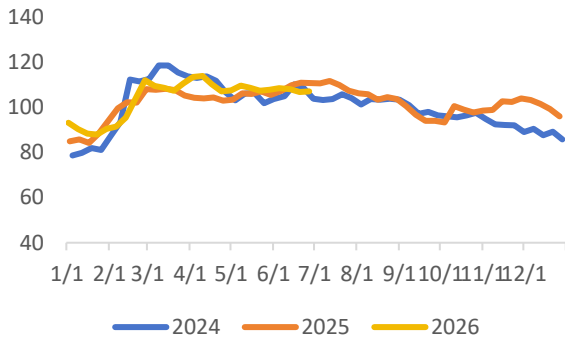
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

数据来源：银河期货，海关总署

1-5 月不锈钢出口同比减少 24%，净出口同比减少 30%。由于海内外实行新的规章制度，去年四季度不锈钢就有抢出口的现象，透支了今年一季度的出口需求，4 月起外需逐渐回暖。

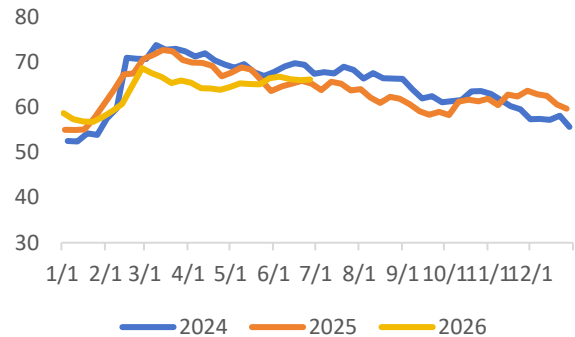
截至 2026 年 6 月 26 日，钢联统计不锈钢社会库存与年初相比增加 11 万吨至 107 万吨，且只有 200 系是持平于年初，300 系和 400 系分别累库 6.5 万吨和 4.6 万吨。SMM 统计钢厂厂库先增后降，相比年初仅有不到 10 万吨累库，但调研显示部分样本外库存库容较满。

图41：全国不锈钢库存 单位：万吨



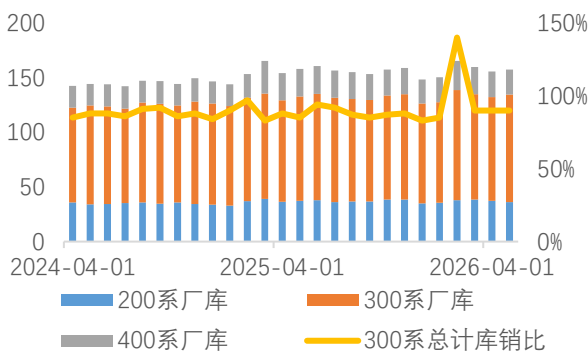
数据来源：银河期货，Mysteel

图42：300系不锈钢库存 单位：万吨



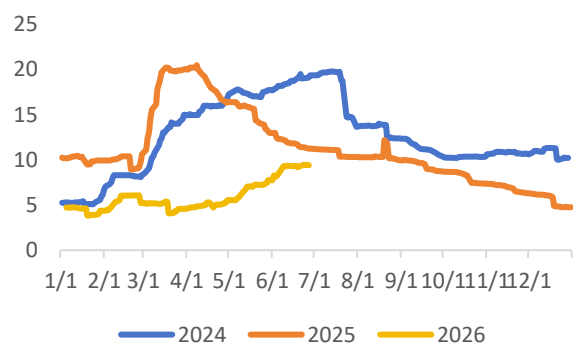
数据来源：银河期货，Mysteel

图43：不锈钢厂库库存 单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图44：不锈钢期货仓单 单位：万吨



数据来源：银河期货，上期所，同花顺 iFinD

综合来看，不锈钢表观消费量好于预期，但实际隐性库存可能积累较多，能否持续支撑价格高位运行依赖于原料能否持续偏紧，以及需求能否消化增加的供应。若镍矿配额大幅增加，或宏观层面市场交易经济衰退，前期支撑不锈钢偏强运行的逻辑边际反转，不锈钢也难独善其身。

3、三元需求好于预期，支撑硫酸镍价格

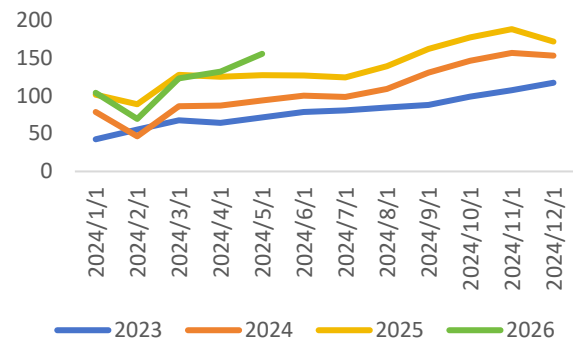
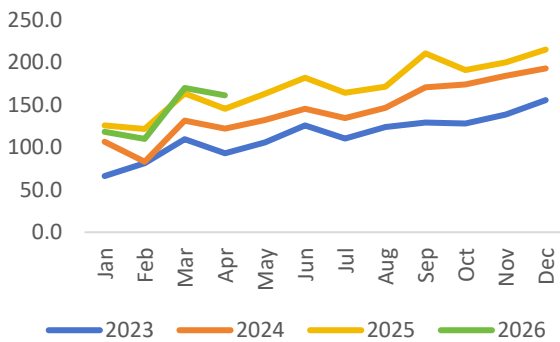
中汽协统计1-5月新能源汽车产销累计完成584.1万辆和580.2万辆，同比分别增长2.5%

和 3.5%，累计渗透率达 47.5%。5 月受新车型上市带动，销量环比回暖，同比增速终于转正。以旧换新补贴、新能源汽车下乡等政策对车销依然有拉动作用，但乘用车高渗透率导致边际效应递减，插混补贴门槛提高，纯电占比持续回升至 5 月的 68.6%，利好三元电池的需求。

11 部门联合分布的《推动新能源重卡规模化应用实施方案》提出 2030 年新能源重卡渗透率要达到 40%，保有量突破 160 万辆。路权、通行、运营配套政策支持 2026 年一季度新能源商用车销量累计同比增速保持在 20% 以上，渗透率也达到 20-25%。

图45：全球新能源乘用车销量 单位：万辆

图46：中国新能源汽车销量 单位：万辆

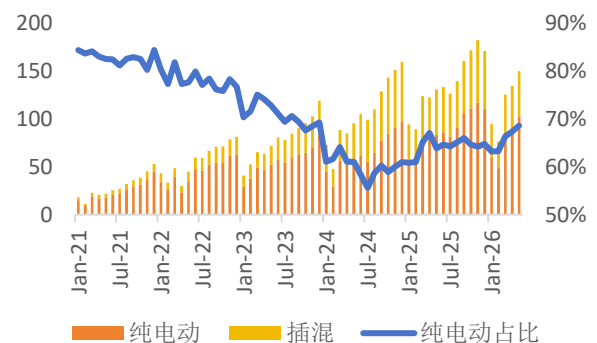
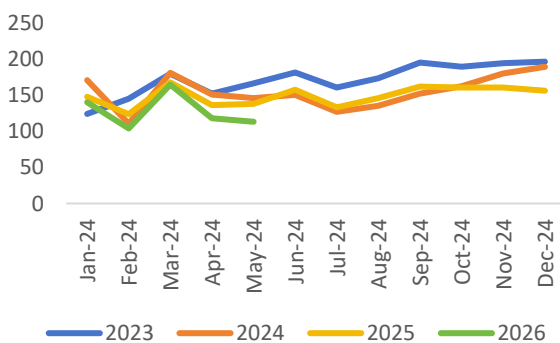


数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

数据来源：银河期货，中汽协

图47：中国新能源乘用车零售渗透率 单位：%

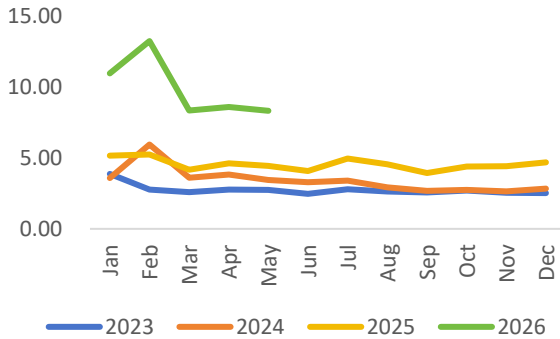
图48：中国新能源汽车销量结构 单位：万辆，%



数据来源：银河期货，乘联会

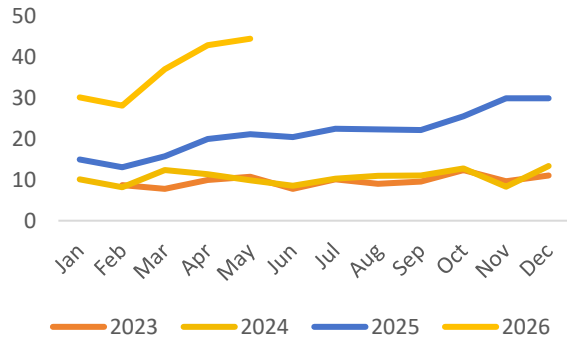
数据来源：银河期货，中汽协

图49：中国新能源汽车经销商库存 单位：月



数据来源：银河期货，乘联会

图50：中国新能源汽车出口量 单位：万辆



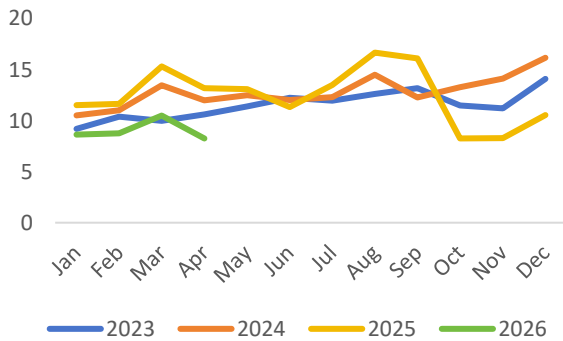
数据来源：银河期货，中汽协

非美国国家上半年也陆续落地新能源汽车补贴政策。德国、法国、意大利、西班牙、英国等给予购置补贴。印尼、马来西亚、越南等东南亚国家推出购置补贴及税收减免政策。巴西、墨西哥提供税收减免政策，中东沙特、阿联酋等国发放高额购车补贴。海外仅美国取消 IRA 补贴后车销持续偏弱，泰国全面取消进口新能源整车购置补贴导致进口电车销量下滑，其余非美国国家大多仍有政策支持，推动中国新能源汽车 1-5 月出口 183.3 万辆，同比增长 114.4%。

CleanTechnica 统计，全球 2026 年 1-4 月新能源汽车销量同比增长 0.6%，去年同期同比增长 25.5%。欧洲 2026 年 1-4 月新能源汽车销量同比增长 31.5%，去年同期同比增长 23.3%。美国 2026 年 1-4 月新能源汽车销量同比下降 30%，去年同期同比增长 9.9%。

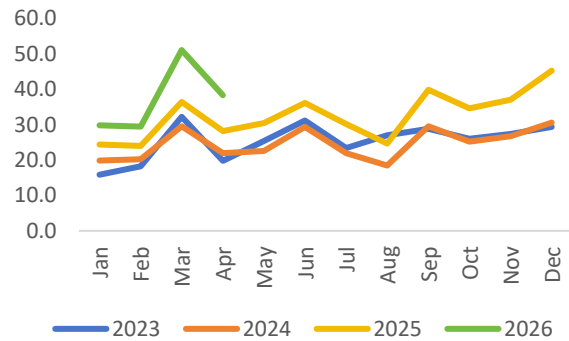
国际能源署 5 月发布《2026 全球电动汽车展望》报告显示，2025 年，全球电动汽车势头强劲，在近 100 个国家和地区的销量创下纪录，销量同比增长 20%，突破 2000 万辆，占全球新车销量的四分之一。在当前中东冲突引发的能源危机推动下，预计 2026 年全球电动汽车销量有望继续上涨，将达到 2300 万辆，占全球新车总销量的近 30%。

图51：美国新能源乘用车销量 单位：万辆



数据来源：银河期货，崔东树公众号

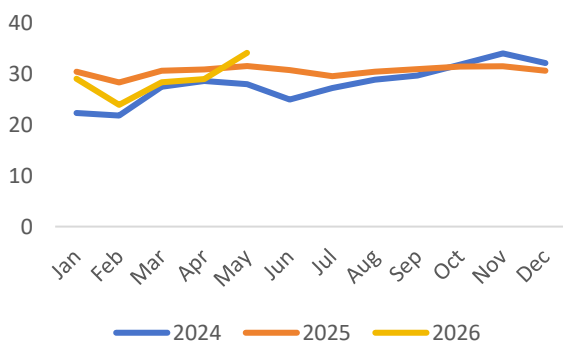
图52：欧洲新能源乘用车销量 单位：万辆



数据来源：银河期货，崔东树公众号

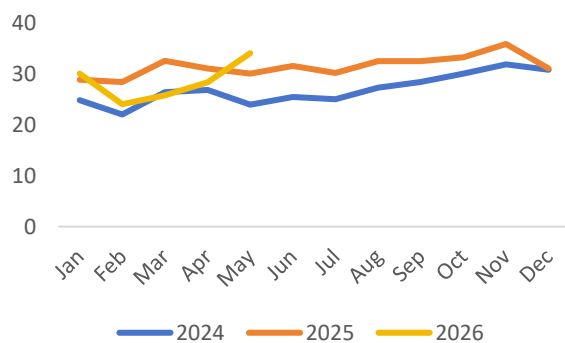
2026年国补倾向于中高档新能源汽车，纯电占比持续回升，单车带电量大幅提高，出口海外也以三元电池为主，三元电池增长超预期。2026年1-5月，中国硫酸镍产量累计同比增长33.5%，去年同期累计同比减少21%。中国三元前驱体产量累计同比增长31%，去年同期累计同比减少6%。中国三元正极材料产量累计同比增长41%，去年同期累计同比减少2%。

图53：中国三元动力电芯产量 单位：GWh



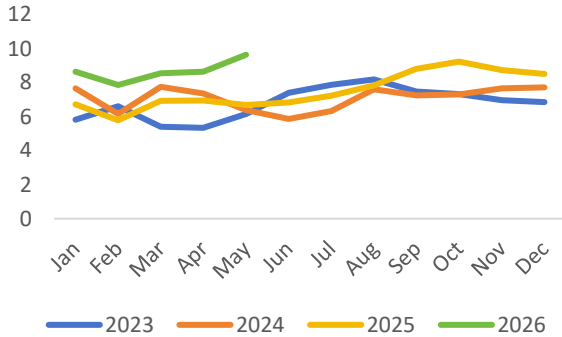
数据来源：银河期货，SMM

图54：中国三元动力电芯出货量 单位：GWh



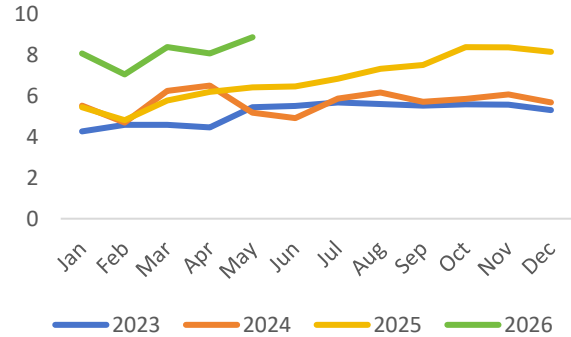
数据来源：银河期货，SMM

图55：中国三元前驱体产量 单位：万吨



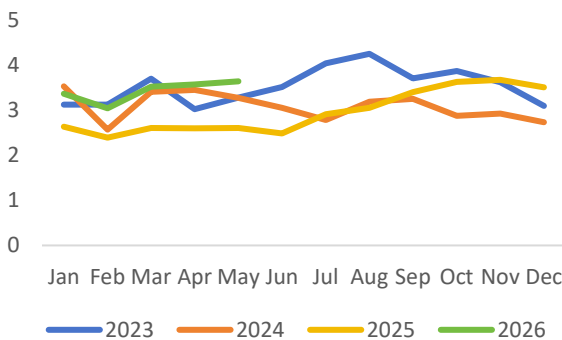
数据来源：银河期货，SMM

图56：中国三元正极产量 单位：万吨



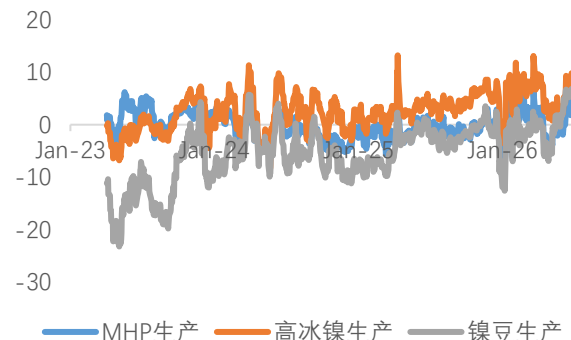
数据来源：银河期货，SMM

图57：中国硫酸镍产量 单位：万镍吨



数据来源：银河期货，SMM

图58：中国硫酸镍利润率 单位：%



数据来源：银河期货，SMM

第四部分 后市展望及策略推荐

精炼镍产量相比年初略有下调，虽然中印两地仍有新增产量释放，但海外主流镍企股权变动期间产量无法保证，特别是住友的 Ambatovy 项目，俄镍及嘉能可也下调了年度产量指引，印尼硫磺供应也未获得彻底保障，存在减产时间超预期的风险。

NPI 产量相比年初大幅下调，成为本次调整最大的变动项。随着镍矿配额增加以及冰镍转产，下半年产量有望小幅回升，但总量有限。

需求端小幅下调了纯镍消费量以及三元前驱体用镍量。但由于 NPI 降幅较大，原生镍供需过剩显著收窄至 8.6 万吨，去年则为 25.6 万吨过剩。

INSG 于 2026 年 4 月最新预估中将 2025 年 10 月给出的今年过剩 26.1 万吨调整至短缺 3.2 万吨，主要考虑了印尼政策的影响，我们认为短缺没有考虑印尼追加配额的余量，仅提示了可能有变化的风险，若印尼放松配额，2026 年 10 月预估会有所修正。

表 3：全球原生镍供需平衡预测 单位：万金属吨

	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球纯镍产量	84.7	91.9	102.5	108.5	113.9
同比增速		8.5%	11.6%	5.8%	4.9%
全球NPI+Feni产量	188.5	209.2	201.6	232.75	219.3
同比增速		11.0%	-3.6%	15.5%	-5.8%
全球硫酸镍产量	48.3	54.7	50.9	50.5	57.0
同比增速		13.2%	-6.9%	-0.8%	12.9%
全球原生镍产量	321.5	355.8	355.0	391.8	390.2
同比增速		10.7%	-0.2%	10.4%	-0.4%
全球不锈钢用镍	212.6	219.5	235.9	241.4	250.6
同比增速		3.2%	7.5%	2.3%	3.8%
全球三元前驱体用镍	42.3	40.7	41.4	46.1	49.8
同比增速		-3.8%	1.9%	11.4%	8.0%
全球电镀+合金+其他用镍	63.5	67.2	72.9	78.3	81.2
同比增速		5.8%	8.5%	7.4%	3.7%
全球原生镍消费	318.4	327.3	350.2	365.9	381.6
同比增速		2.8%	7.0%	4.5%	4.3%
全球原生镍供需平衡	3.1	28.4	4.8	25.9	8.6

数据来源：银河期货、铁合金在线、SMM、Mysteel、上市公司财报、公开信息等

去年开始，宏观大环境的影响超越产业逻辑，在当前“滞胀”的大环境下，交易逻辑可能在通胀和衰退间反复切换。由于美联储新主席沃什对货币政策的预期管理缺失，中东局势反复，主逻辑不确定性较高，美国中期选举之前可能是有色行情最难判断的一段时间。预期会被交易的较为过度，但又会因突发变化出现剧烈波动，建议投资者谨慎操作，加强风险意识，跟踪资金流向。

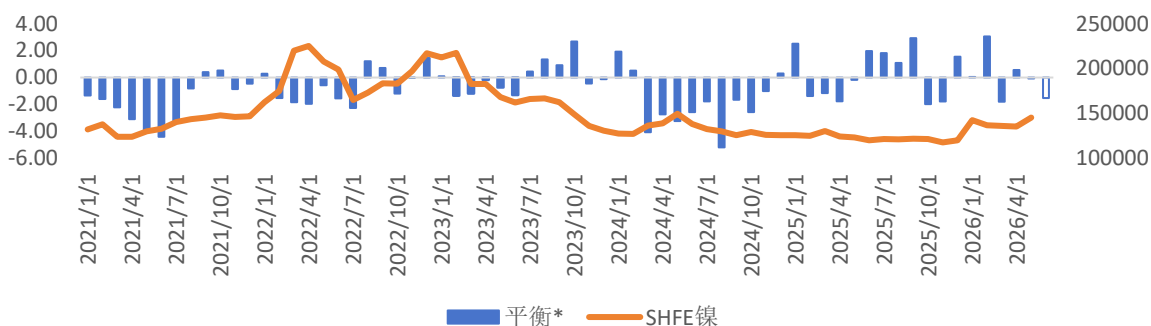
产业方面，镍矿配额下半年只增不减，关注政府审批节奏。硫磺问题看似已经度过最紧张的时候，但因通航恢复较慢且局势反复，供应修复可能慢于预期，持续影响 MHP 产量以及后续电积镍产量。展望下半年，成本支撑震荡下移，供需仍有过剩，宏观交易加息预期及潜在的衰退风险，上方压力重重。但原生镍过剩显著收窄，意味着镍价底部已现，且资源民族主义导致供应链相对脆弱，长期综合成本反而被迫抬升，镍价也较难跌回去年低位。

策略上，6月末镍价已经交易了较为悲观的宏观及产业预期，短期跟随宏观情绪寻底后有布局多单的机会，但向上除非宏观格局发生逆转，否则也难突破前高。预计整体宽幅震荡。

1. 单边：12-14.2万宽幅震荡。
2. 套利：关注镍钢比修复的机会。
3. 期权：基于期货单边的保护性策略。

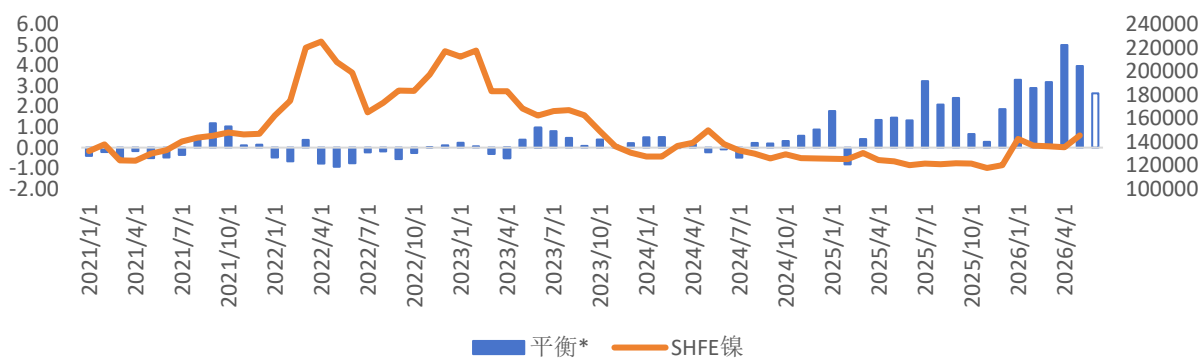
风险提示：宏观、产业政策因素扰动。

图59：中国原生镍月度平衡预估 左轴：万镍吨 右轴：元/吨



数据来源：银河期货，SMM

图60：中国精炼镍月度平衡预估 左轴：万镍吨 右轴：元/吨



数据来源：银河期货，SMM

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799