

南华期货镍&不锈钢2026半年度展望

——配额补充，趋势反转

南华新能源&贵金属研究团队

夏莹莹 投资咨询证号：Z0016569

管城瀚（助理分析师） 从业资格证号：F03138675

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

一、核心观点

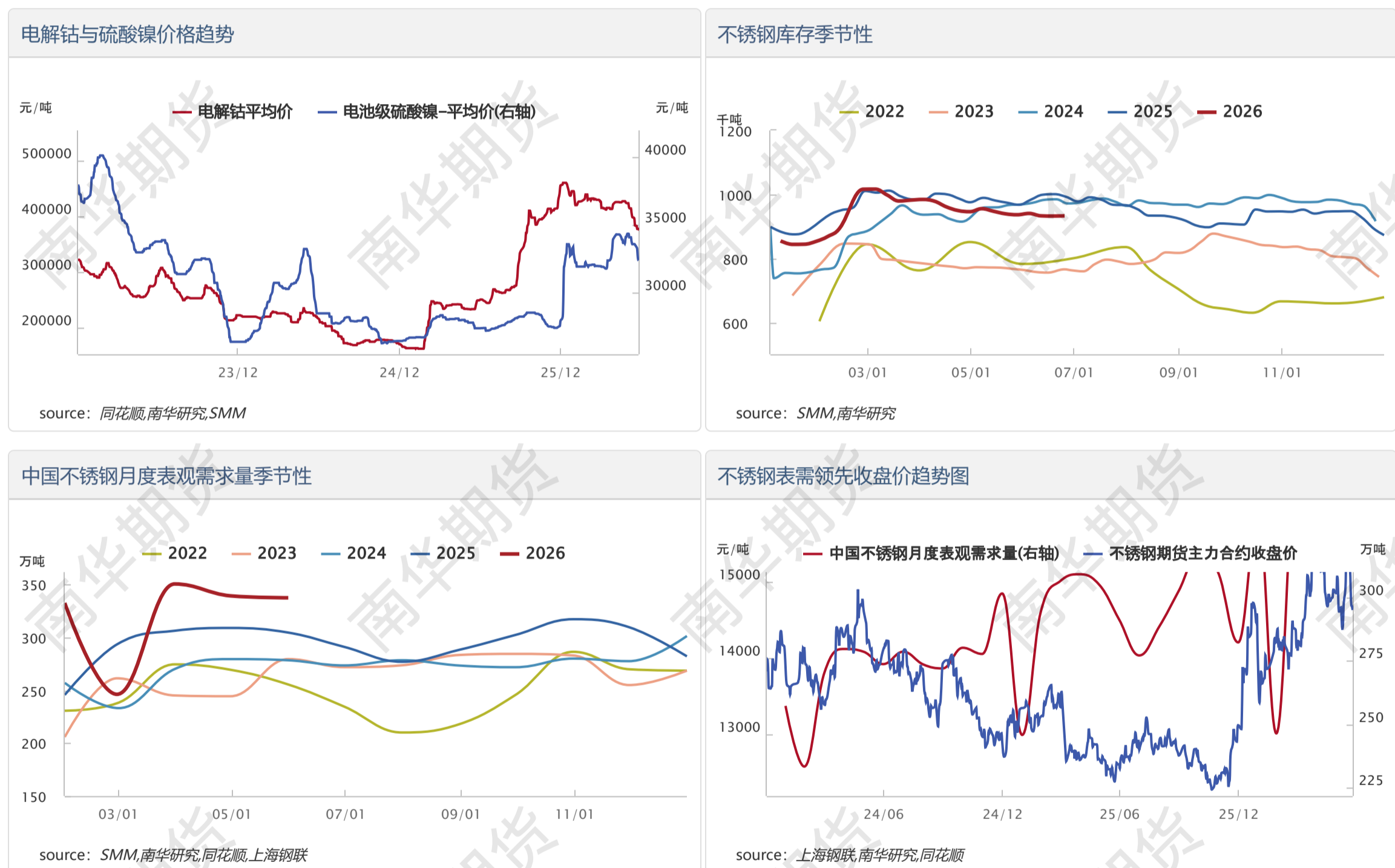
1.1 核心观点

2026年二季度，镍不锈钢产业链经历了较大波动，核心驱动包括HPM基准价的出台与落地以及印尼供给端不稳定性预期的反复搓动。本季度产业链的核心矛盾逐渐从一季度期间的印尼镍矿配额发放（RKAB）的高度预期缺口炒作，过渡到配额实际审批进度的逐步兑现、地缘政治引发的原材料断供风险以及下游传统旺季去库存成色的多空交织局面。二季度初期主流节奏仍然偏强，印尼矿端政策的全方位收紧与长周期监管动作构造出了成本中枢持续抬升且企业生产稳定性阶段性受损的复杂局面。此外霍尔木兹海峡的持续封闭对硫磺价格造成的影响同样在底部对成本起到支撑。宏观层面的地缘局势外溢与海外流动性预期交织，进一步放大了盘面的震荡幅度。而临近二季度末印尼以及宏观层面对有色的力度有所降温，整体盘面更多是以基本面消化节奏为主，价格也随之有所回落。

展望2026年三季度，全球镍与不锈钢市场的核心运行逻辑，将从上半年“RKAB配额收紧驱动的成本抬升行情”，转向“供给预期修复、刚性成本托底与旺季需求韧性”的三方博弈，其中印尼镍矿RKAB补充修订的最终落地量级与节奏，仍是决定行情方向的最大潜在变量。整个2026年上半年，镍价中枢偏强运行的底层支撑始终是印尼镍矿供给收缩带来的确定性缺口；而二季度末的本轮回调，本质是市场提前交易“配额增补落地、供给边际宽松”的预期——上半年被配额缺口强行压制的产业链供需负反馈，也就是高库存、弱需求对原料价格的反向传导作用，将随着三季度配额审批的落地逐步释放，构成价格上方的核心压制。进入三季度，随着二季度上线的数字化配额审批系统适配逐步顺畅，印尼镍矿配额审批效率将迎来实质性提升；根据APNI以及ESDM确认，7月1日起正式开放企业配额补充修订申请，审批原则并非行业统一提额，而是依据企业合规经营状况、前期配额使用率、下游冶炼配套产能进行单独核定，从当前市场一致预期来看，全年总配额最终大概率落在2.7-3.0亿吨区间，叠加菲律宾进口矿的补充，全年镍矿名义缺口将基本收窄，盘面存在回吐上半年大部分涨幅的可能性；但需注意配额从审批通过到矿山形成实际开采产出存在较长物理传导周期，供给增量更多集中在三季度末至四季度释放，三季度前期矿端紧平衡格局难以快速扭转。除此之外，三季度外围供给端也出现边际松动信号：霍尔木兹海峡通航预期升温，支撑湿法产线成本的硫磺价格存在下行空间，但受海运周期与港口库存消化节奏约束，湿法成本的松动将是渐进过程，不会出现断崖式回落；与此同时，印尼此前明确的镍产品暴利税征收、动态上调镍矿基准价、环保合规监管趋严等政策基调并未转向，将持续为全产业链筑牢底部成本防线，使得镍价大幅跌破一体化生产成本线的概率极低。需求端来看，下游不锈钢与新能源

源终端在二季度完成季节性脉冲修复后，三季度前期将步入传统消费淡季，面临真实需求强度的现实检验，当前产业链高位显隐性库存的去化斜率，将直接决定成材端向原料端的价格传导顺畅度：若淡季去库不及预期，钢厂与电池材料企业的原料采购意愿将进一步走弱，反向压制原料价格；但进入三季度后期，新能源汽车产销旺季将逐步启动，叠加不锈钢“金九银十”备货需求启动，需求端韧性将逐步显现，叠加钢厂主动控产挺价的托底动作，将对价格下方形成有效支撑。综合来看，三季度全球镍与不锈钢行情难以形成单边趋势性突破，整体仍将在政策成本托底与供给预期修复、高位库存压制的共同作用下维持宽幅震荡态势；若三季度RKAB配额增补幅度显著超预期，且未与其他产业扶持政策形成对冲共振，叠加淡季需求走弱，盘面则可能出现一波力度较强的趋势性回调。

预计三季度沪镍主力合约的核心波动区间预计为【120000，140000】，不锈钢主力合约波动区间预计为【13500，15000】，整体呈现受成本支撑但结构由紧转松的博弈态势。



二、二季度行情复盘

2026印尼政策汇总二季度

时间	印尼动态	三季度发酵强度 (1-5)
1.8	ESDM表示根据冶炼厂需求动态调整配额	-
1月中至2月初	ESDM表示配额在2.6-2.7亿区间	1
2月中	印尼与菲律宾建立镍业走廊	2
3.2	APNI表示或于下半年提交RKAB配额修订 (后ESDM表示非统一性增加配额)	-
3月初	印尼与美国达成贸易协议，为美国布局下游电池领域提供便利	2
3.25	财长表示总体已批准于4.1实施暴利税以及出口税 (后于3.28财政紧急澄清出口税实施仍在讨论中)	3
4月	基本完成2026年计划配额审批	-
4.13	印尼正式宣布上调镍矿基准价HPM	3

5.1	新版HPM正式落地市场实施	3
5月中下	印尼大宗资源出口国有管制机构DSI（定位和范围仍有待确认）	3
6.24	消息称下半年RKAB修订达3.6亿吨（随后ESDM对具体数额进行否认）	4
7月	ESDM开始接受企业对于自身配额修订的申请	4
长周期监管	镍以及镍系产品（镍铁为主）加征出口税推进	3
长周期监管	林业组织对违规采矿企业进行高额罚款	1
长周期监管	多家矿企采矿许可IUP被吊销查封	1

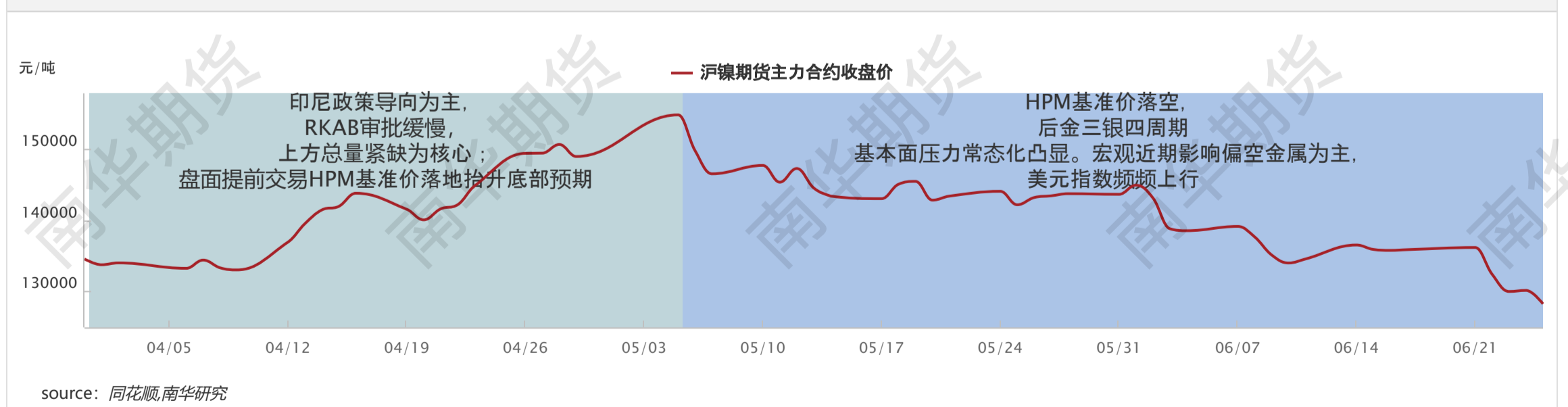
source: 南华研究

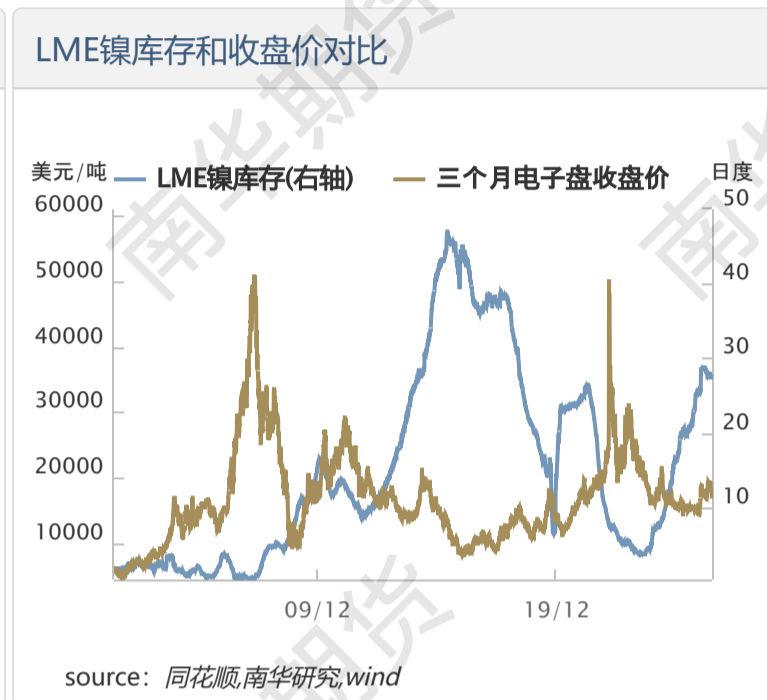
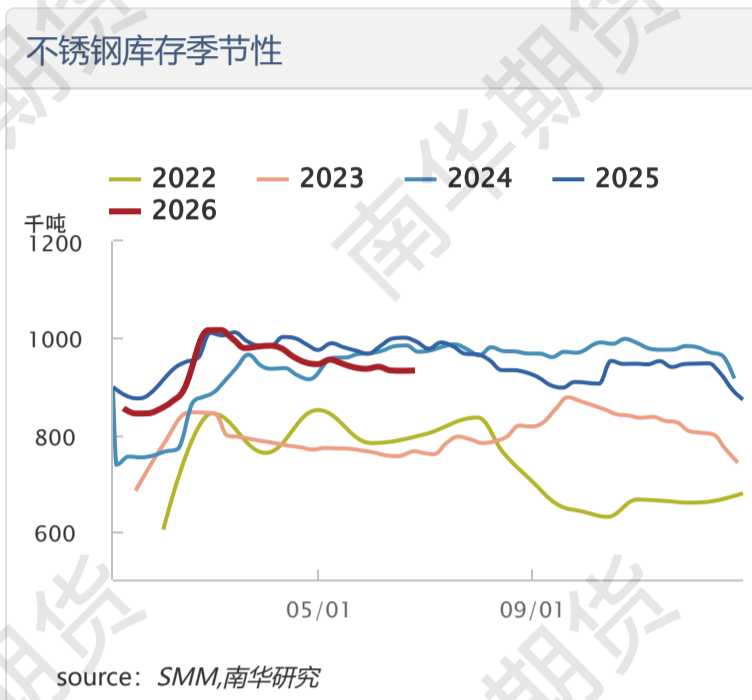
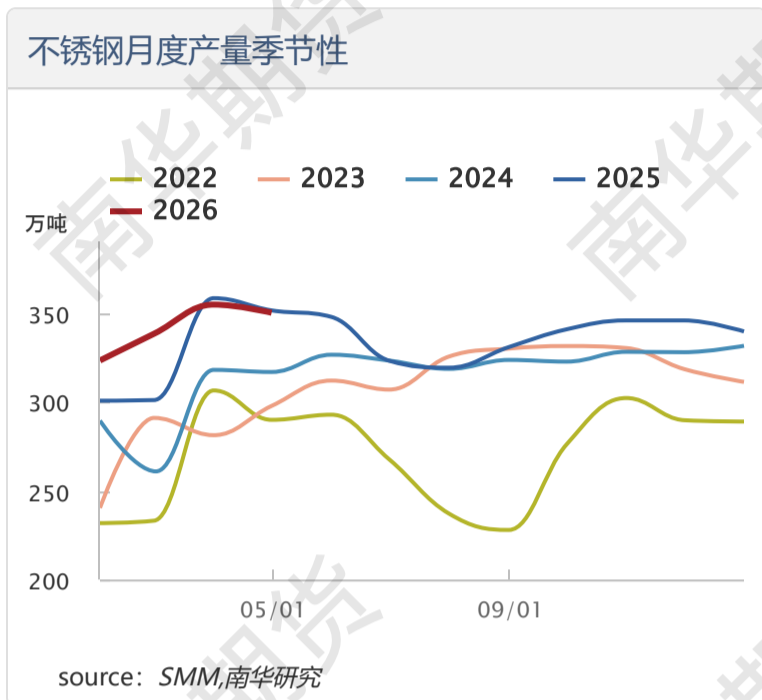
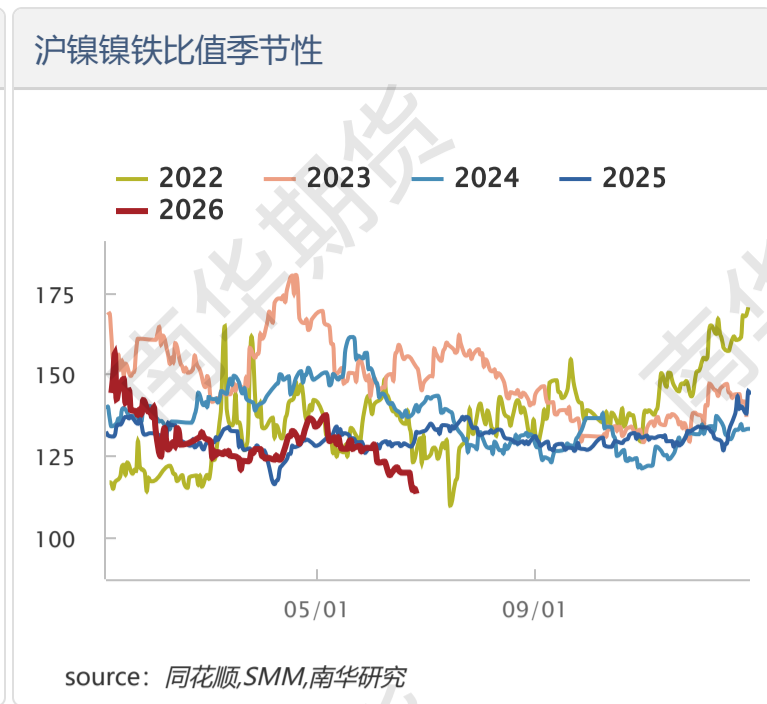
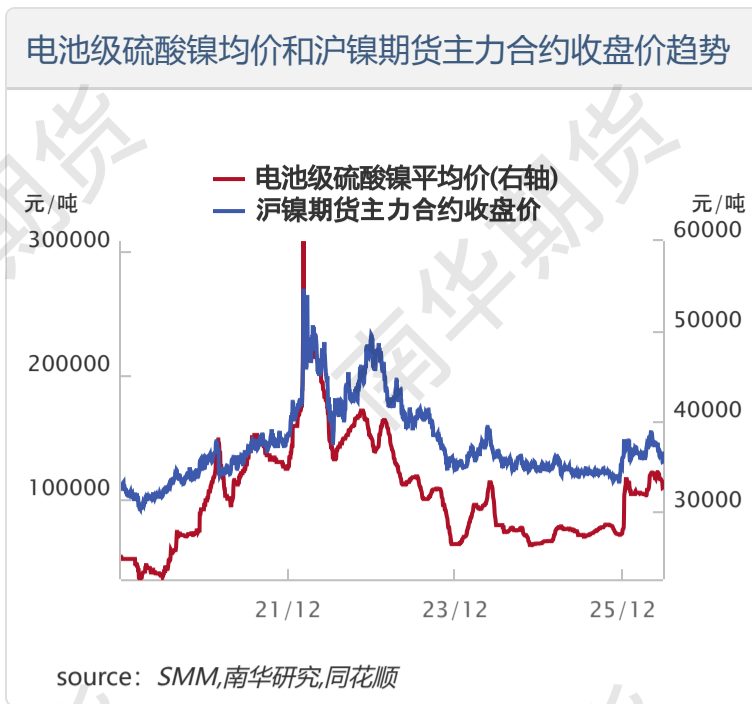
2.1 二季度行情回顾

回顾二季度行情演变，市场价格波动与定价逻辑经历了从“政策预期驱动”向“基本面现实验证”的博弈阶段。季度初期，市场定价逻辑完全由印尼供应端实质性收缩的强逻辑单边主导。ESDM启用全新数字化配额审批系统以及RKAB总量的缩减，导致现场适配与数据合规性审核耗时拉长，实际获批进度缓慢。五月份印尼WBN因配额审批大幅缩减而停止镍矿生产，目前处于维持经营阶段；青山镍铁产线以及华友华飞项目硫酸镍产线均因为镍矿配额不足等因素而产生了不同程度的减产停产。此外二季度中较为核心的政策变量——HPM基准价的调整也存在着落地预期与实际影响的错配，盘面在基准价前后出现了冲高回落的走势。叠加前期中东地缘局势升级引发的霍尔木兹海峡航运风险，推高全球能化原材料价格，并直接威胁印尼湿法冶炼关键辅料硫磺的进口稳定性，多重突发利多将看多情绪推向沸点，驱动沪镍主力合约与伦镍在季度大节奏中震荡走高。

然而，进入二季度中期至季末，这种完全由情绪与供给端收缩预期驱动的急涨行情，不可避免地遭遇了现实基本面的强大阻力。国内“金三银四”传统消费旺季整体复苏滞后，房地产及基建领域表现疲软，高价不锈钢资源向终端实体环节的价格传导较为不畅，导致社会库存与厂库去库斜率不及预期。产业链下游面临两头挤压，现货交投市场呈现出“上游供应紧张挺价、下游需求刚性谨慎观望”的僵持状态。季度末期，菲律宾雨季结束后矿石运量的季节性回升，前期市场盲目看多的非理性情绪实质性降降温。并且自沃什上任以来美联储加息预期始终笼罩上方，美伊战争走势导致的美元指数也频频压制大盘，整体宏观面在季末对贵金属以及有色带来的压制多于驱动。盘面自身突破驱动有限，但下方底部受印尼政策控量保价、暴利税预期以及生产成本抬升的强支撑，整体呈现高位回落后的宽幅区间横盘震荡表现。

沪镍主力合约收盘价二季度



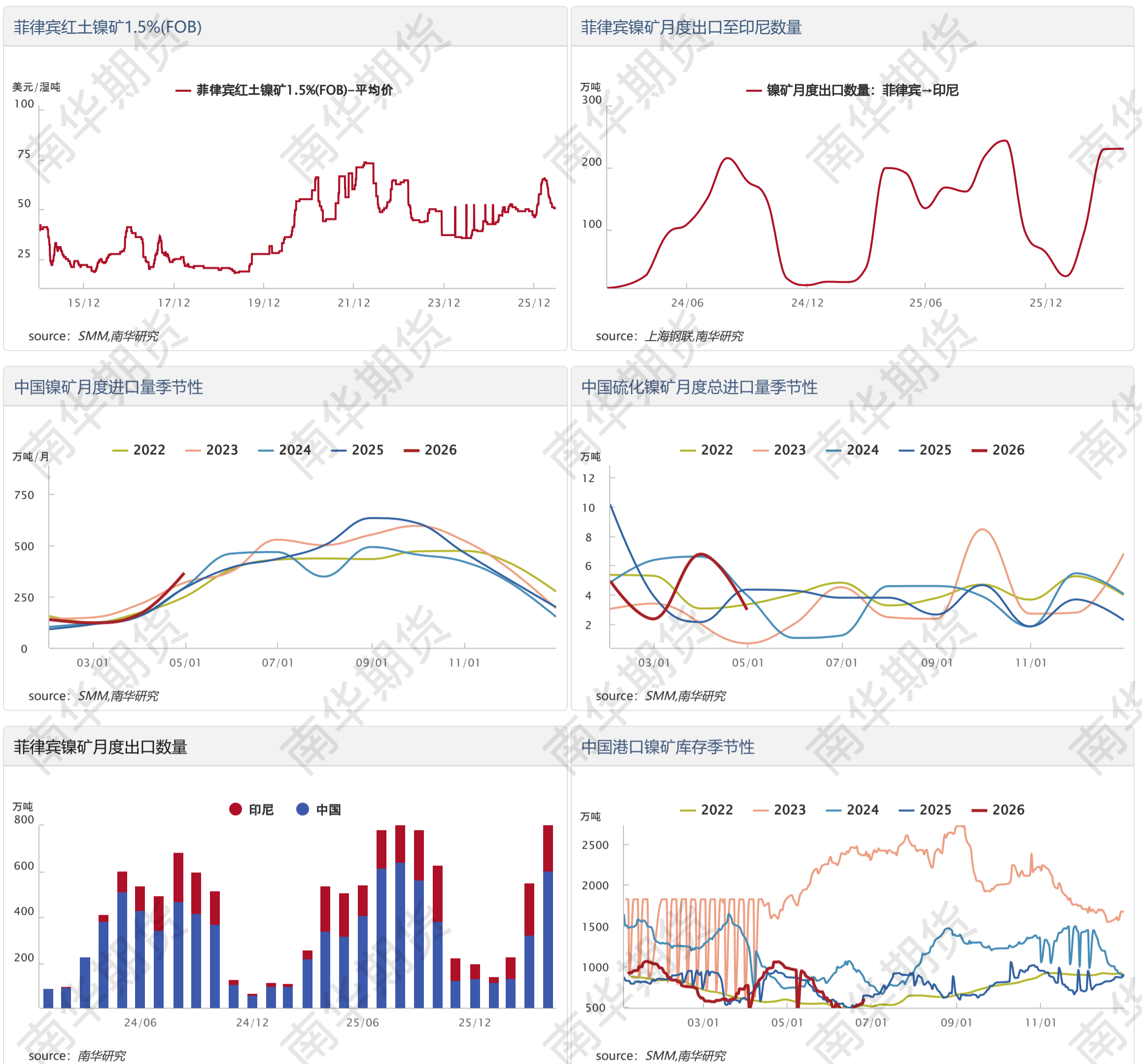


三、产业链表现

3.1 镍矿

二季度，镍矿端溢价与稀缺性依然是推升镍全产业链成本上行的核心驱动因素。在二季度初期，印尼能矿部（ESDM）推行全新数字化配额审批系统，叠加配额总量实质性收缩，企业实际获批的镍矿原矿量远不及市场预期，高品位红土镍矿结构性紧缺。在配额收紧的重压下，部分印尼本土冶炼项目迫于原料断供风险，不得不转向菲律宾加大替代镍矿的采购力度，进一步推高了跨国物流与整体原料溢价。虽然菲律宾主产区逐步走出传统雨季，矿山开采与港口发运迎来确定性的季节性回升，但中东地缘局势外溢推高全球能源化工原材料价格，印尼与菲律宾矿山开采面临燃料供应偏紧与成本上行的双重压力。这种成本抬升引发矿山开采端出现结构性品位下滑，高品位红土镍矿的稀缺性被进一步放大。总体而言，二季度镍矿市场政策瓶颈压制释放呈现供需双弱向部分修复过渡的特征。

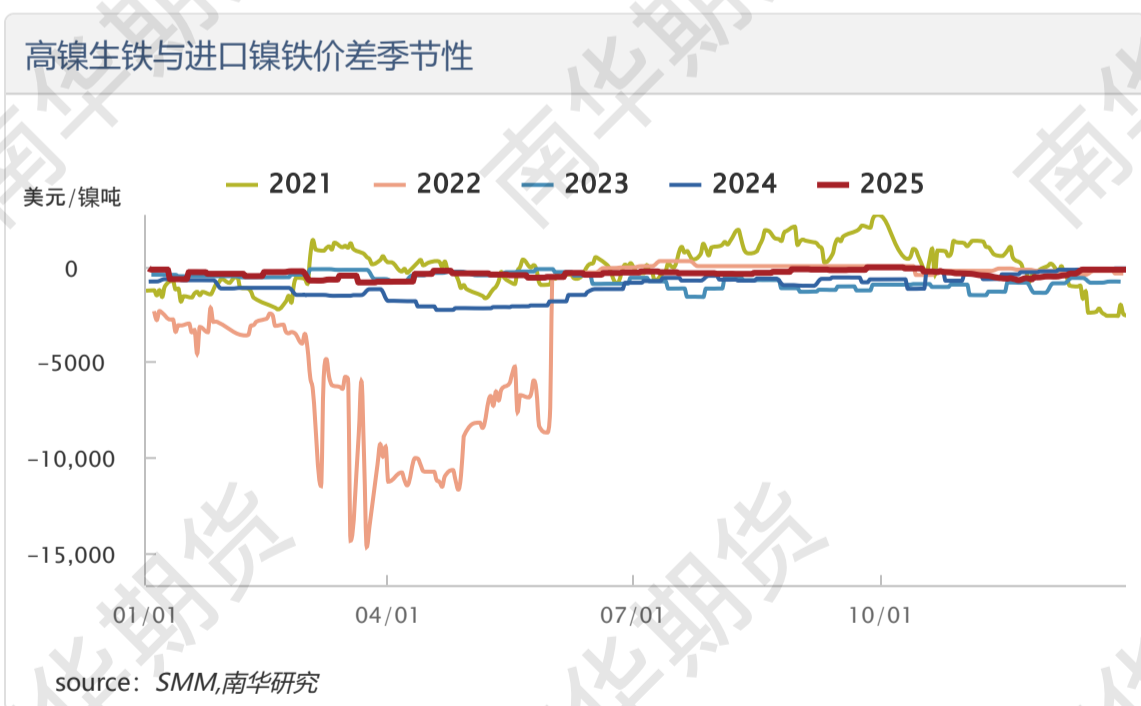
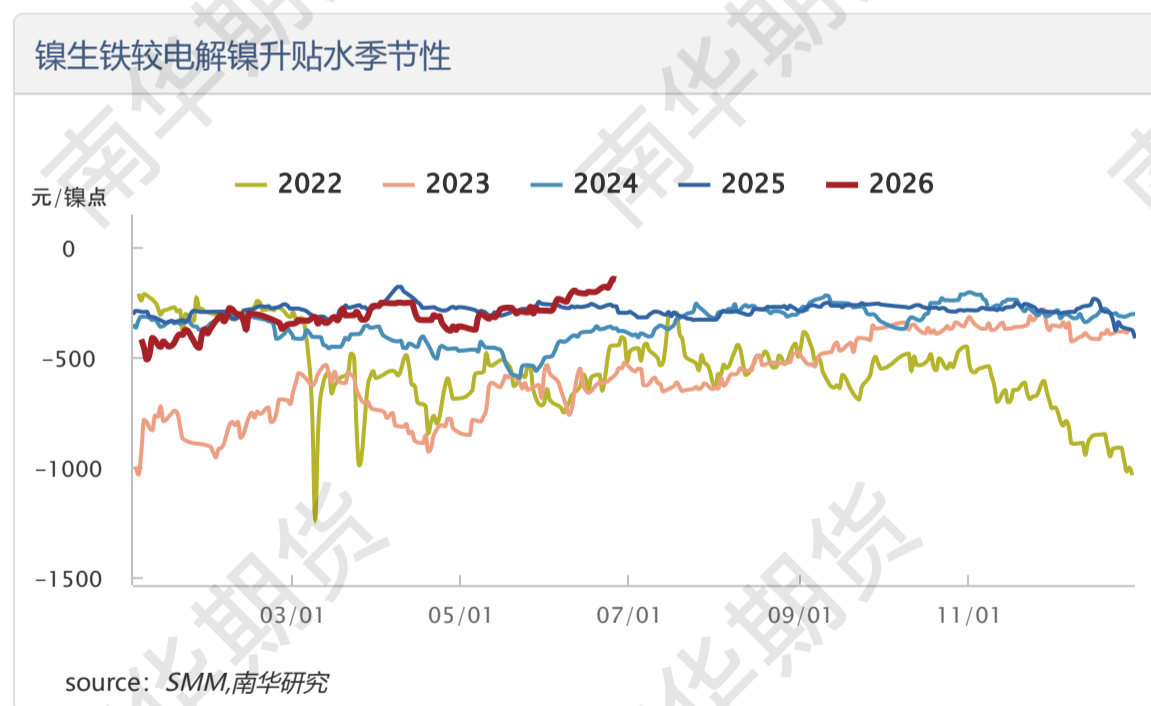
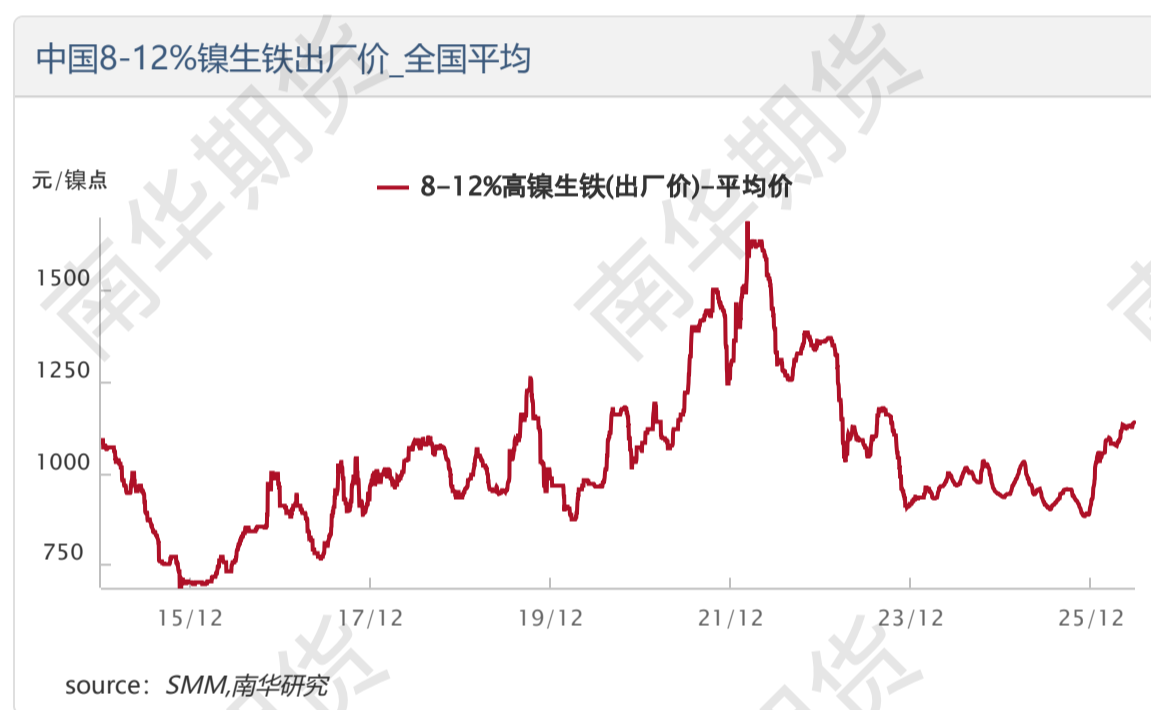
展望三季度，全球镍矿市场的供应瓶颈与情绪恐慌将面临边际改善，预计三季度矿端实际释放将迎来确定性的落地兑现，但HPM支撑下成本中枢依旧坚实。七月开始印尼APNI以及ESDM计划对上半年RKAB进行修订，将结构性缓解自年初以来弥漫全行业的矿端断供恐慌，印尼冶炼厂的镍矿库存有望企稳反弹。前期因镍矿短缺而减产停产的项目包括华友华飞，WBN等则在下半年则存在一定配额补充后恢复生产预期。然而从价格逻辑来看，在印尼控量保价的大政策基调下，镍矿价格整体向下空间仍然支撑着产业链底部。印尼官方动态上调镍矿基准价，且财政部关于计划对镍加征暴利税及出口税的政策预期依然悬顶，这构成了全产业链坚实的成本底盘。后续需持续重点关注印尼RKAB配额在三季度的实际产出释放率，以及海外能化原材料价格变动带来的边际成本扰动。整体来看，三季度镍矿市场会体现配额修订情绪反转的重击和镍矿成本维持高位的博弈。

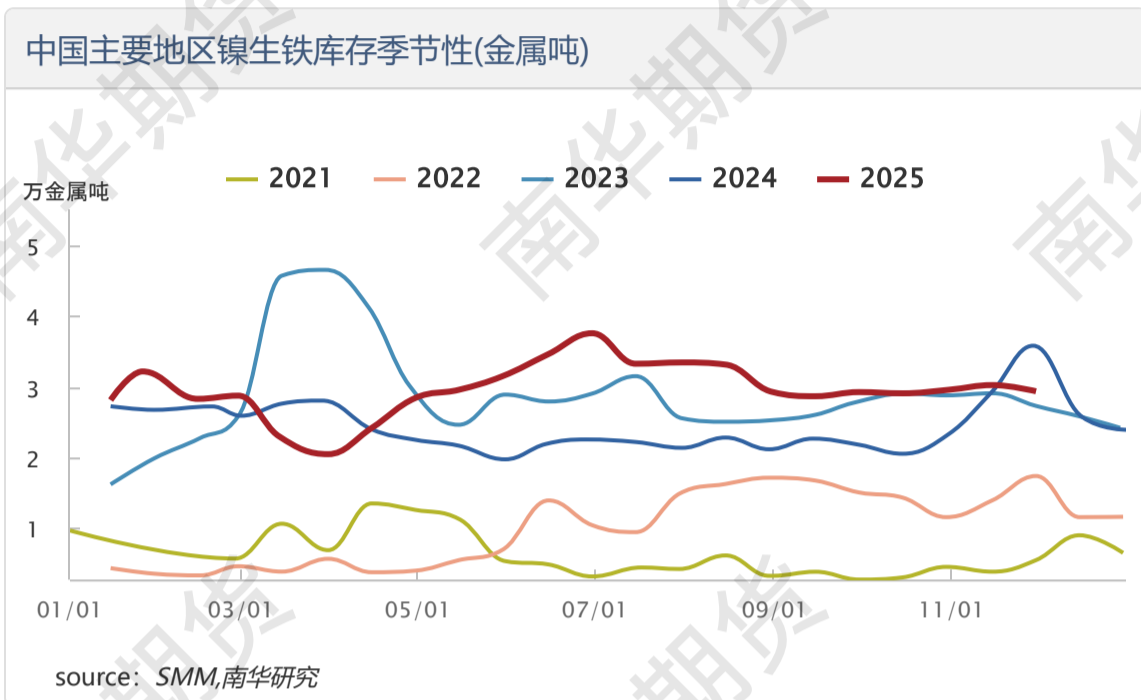
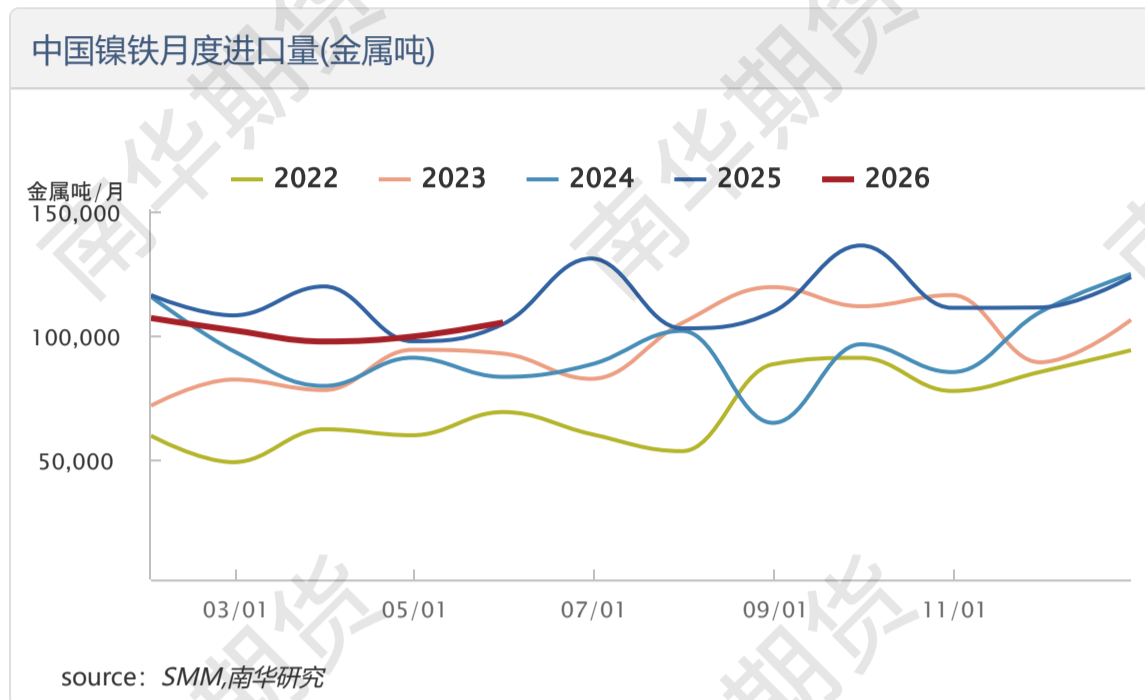
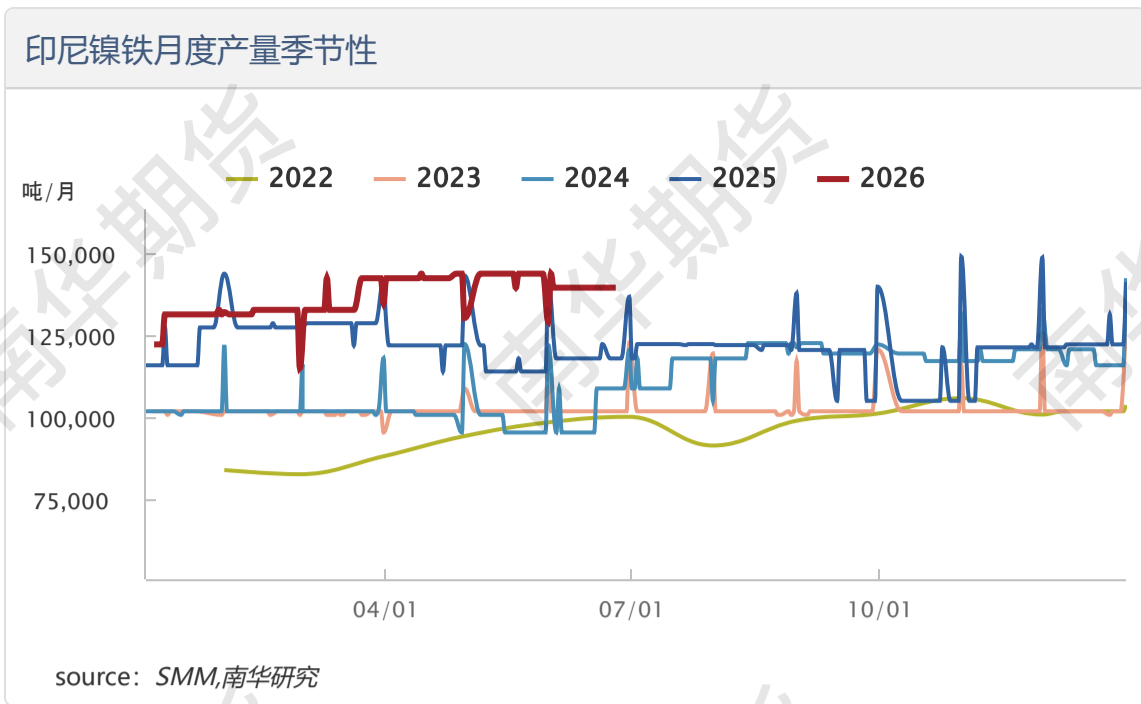
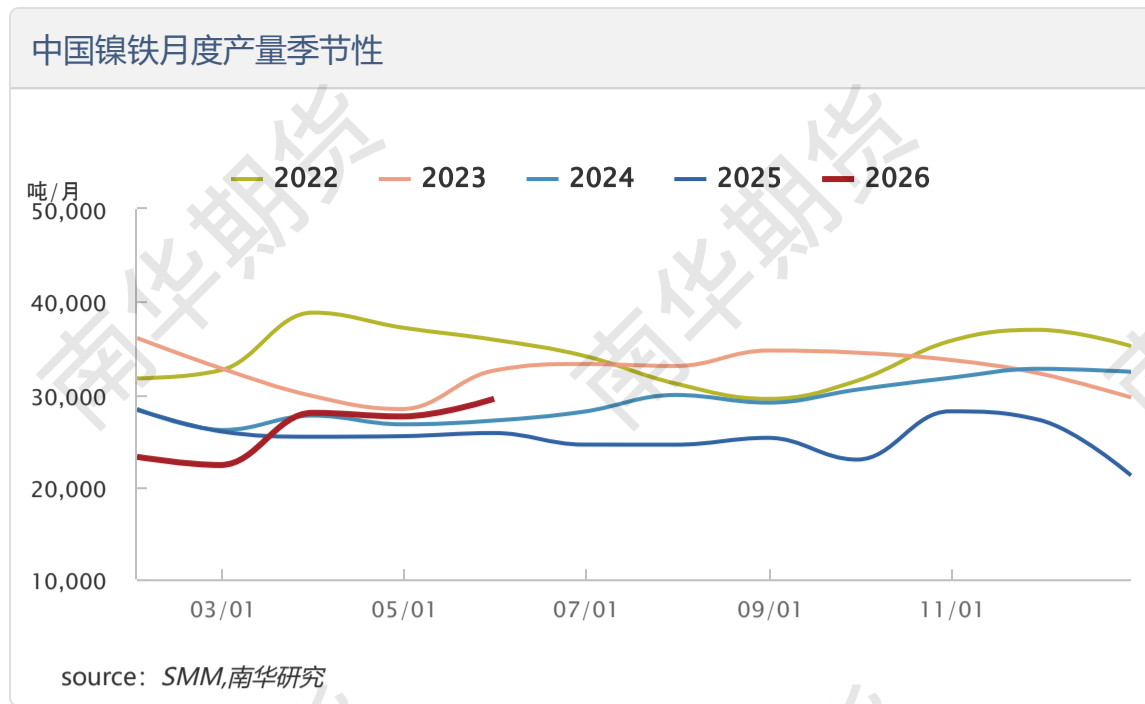


3.2 镍铁

2026年第二季度，全球高镍生铁市场历经了由政策驱动转向成本与供需深度博弈的演变过程。在该季度内，印尼矿端政策的实质性落地成为行情的核心催化剂。4月份印尼HPM新政的正式实施，抬升了市场对于中长期冶炼成本的预期，叠加国内春节后钢厂补库带来的现货库存消耗，导致现货流通持续面临结构性紧缺。镍铁的供给矛盾在5月上旬催化价格攀升至上半年高位。然而，随着纯镍盘面高位回落以及不锈钢成品端利润的极度压缩，下游钢厂对高价原料的承接意愿在二季度中后期显著走弱，供需双方陷入深度博弈，市场呈现出高位震荡且成交清淡的行情。在此期间，国内外成本与利润曲线发生显著分化，菲律宾镍矿供应恢复促使国内冶炼成本下行、利润修复，而印尼则受制于配额偏紧及矿石品位下滑，生产单耗刚性上升，导致国内冶炼利润历史性地反超印尼。此外，由于印尼高镍生铁有效镍元素产出不足，废钢、FeNi及纯镍对高镍生铁的替代效应在二季度已初见端倪。

展望2026年第三季度，高镍生铁市场将进入由结构性供应瓶颈与要素挤占主导的紧平衡阶段，其供需缺口将表现得更为明确。在供应端，印尼产能的调配因素将由单纯的矿端配额和品位下滑，进一步传导至能源要素的分配冲突。6月份起印尼国内电解铝新产能的集中投产，将对当地本就紧张的电力资源形成严重挤占，预计三季度将迫使部分高镍生铁产线进入减产或检修状态，导致印尼高镍生铁产量同比下滑的趋势进一步加剧。同时，矿石品位趋势性劣化作为不可逆的结构性问题，将持续推高冶炼过程中的辅料单耗与电力消耗，印尼冶炼厂的生产成本在三季度面临刚性攀升压力，其盈利空间将受到进一步挤压，国内外利润倒挂的特征将更加显著。相比之下，国内冶炼厂虽能阶段性受益于菲律宾镍矿的成本支撑而维持相对稳定的开工率，但由于产业链整体供应缺口已经确立，国内有限的产量修复难以扭转全年的短缺格局。在需求端，不锈钢厂针对高价镍铁始终存在一定压价情绪，废不锈钢在反向开票白名单政策常态化运行下的比价优势将继续扩大；此外在印尼湿法冶炼纯镍成本高企的情况下高冰镍生产纯镍需求上升，镍铁回流生产高冰镍进一步造成镍铁供给端缺口。三季度整体来说镍铁供需硬缺口无法在短期内缓解，成本强支撑与供应侧的刚性收缩将构成价格的坚实底部，预计三季度高镍生铁价格将维持在高位偏强震荡。



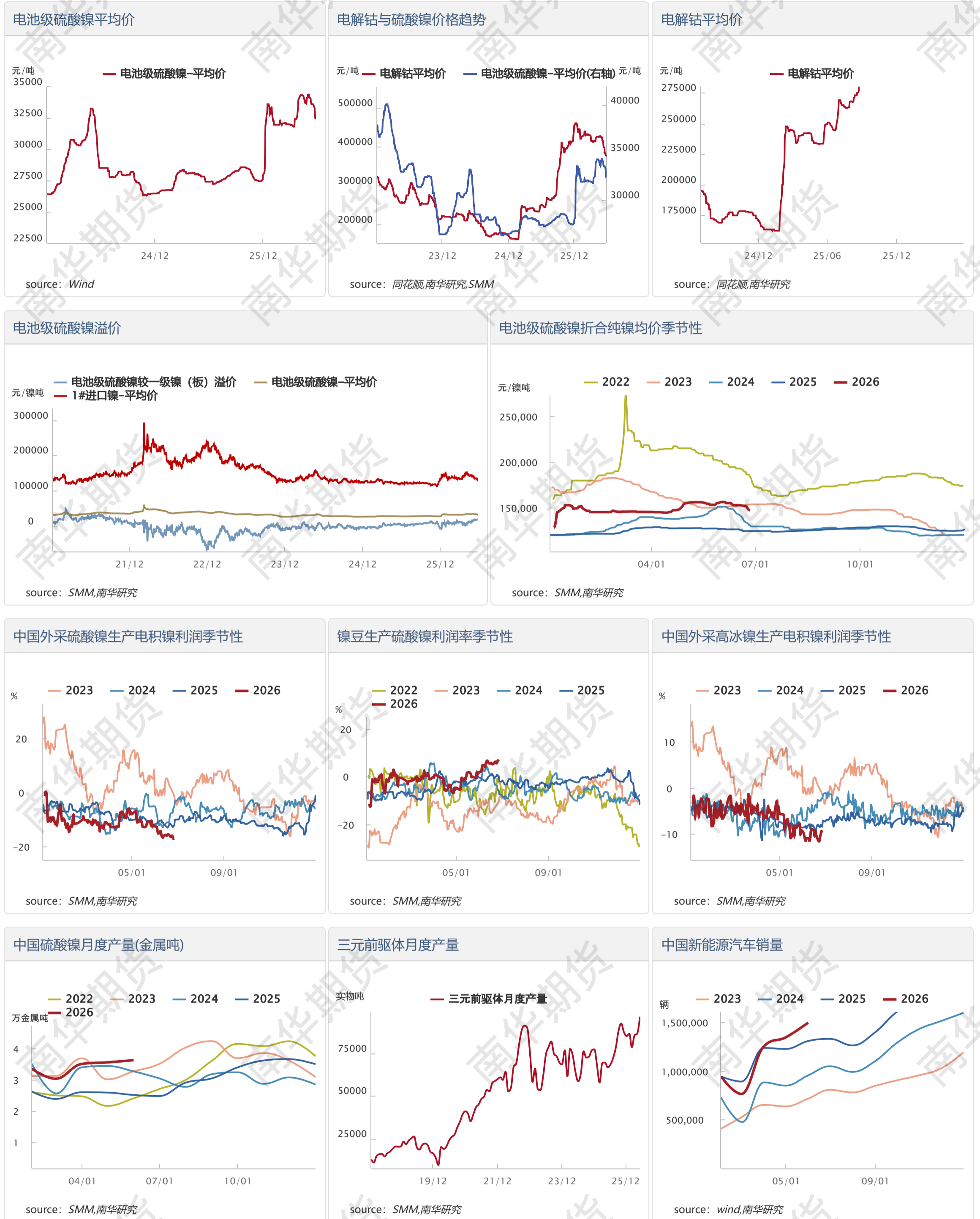


3.3 硫酸镍以及中间品

二季度硫酸镍及相关镍中间品市场扰动因素频发，行业整体维持以销定产的运营节奏，现货流通量持续偏紧。在供应端印尼IMIP等核心园区前期突发安全生产事故的负面影响在二季度初期持续发酵，湿法冶炼产能释放受到实质性结构压制。更核心的变量来自于地缘局势引发的断供风险：印尼湿法冶炼高压酸浸（HPAL）工艺所需硫磺约70%至75%依赖中东地区进口，二季度初期霍尔木兹海峡航运受阻，硫磺价格水涨船高，印尼各湿法园区硫磺备货一度陷入仅能支撑数周生产的窘境，原料供应的不确定性导致市场可自由流通的MHP散单货源极度紧俏，推动MHP对LME镍的作价折扣系数持续维持高位运行。在需求端新能源终端处于传统淡季向旺季过渡期，国内部分电池及三元前驱体企业为规避潜在海外贸易壁垒、赶在相关出口退税政策调整及贸易规则窗口期前完成交付，整体在季节性上需求同比向好。这种行为在二季度阶段性放大了硫酸镍的刚性采购需求，导致中国外采高冰镍与MHP生产硫酸镍的利润受到挤压，但电池级硫酸镍价格整体维持稳中偏强的运行态势。

进入三季度，硫酸镍及镍中间品市场供需两端的多重不确定性将逐步向常态化回归。在供应端，中东地缘冲突外溢引发的霍尔木兹海峡航运中断风险随着局势缓和而逐步消化，印尼湿法园区硫磺进口窗口的稳定性得以恢复，前期因硫磺紧缺或安全监管减停产的湿法HPAL项目在三季度将迎来产能的集中复产与爬坡，MHP及高冰镍的整体供应紧缺大概率会获得一定缓解。在需求端，随着二季度前期小幅抢出口带来的需求不可避免地出现降温，下游三元前驱体及电池企业三季度淡季周期中大概率恢复以销定产运营节奏，上游原料稀缺推升的成本溢价向终端环节的价格传导将持续受限。此外，一季度印尼与美国敲定的五大战略矿产专项贸易协议的影响在三季度将持续发酵。该协议通过歧视性规则抬高非美企业（尤其是中资湿法园区）的合规成本、挤压其远期市场生存空间，美资企业凭借“国民待遇”和规避股权剥离硬性要求在印尼新能源电池领域的项

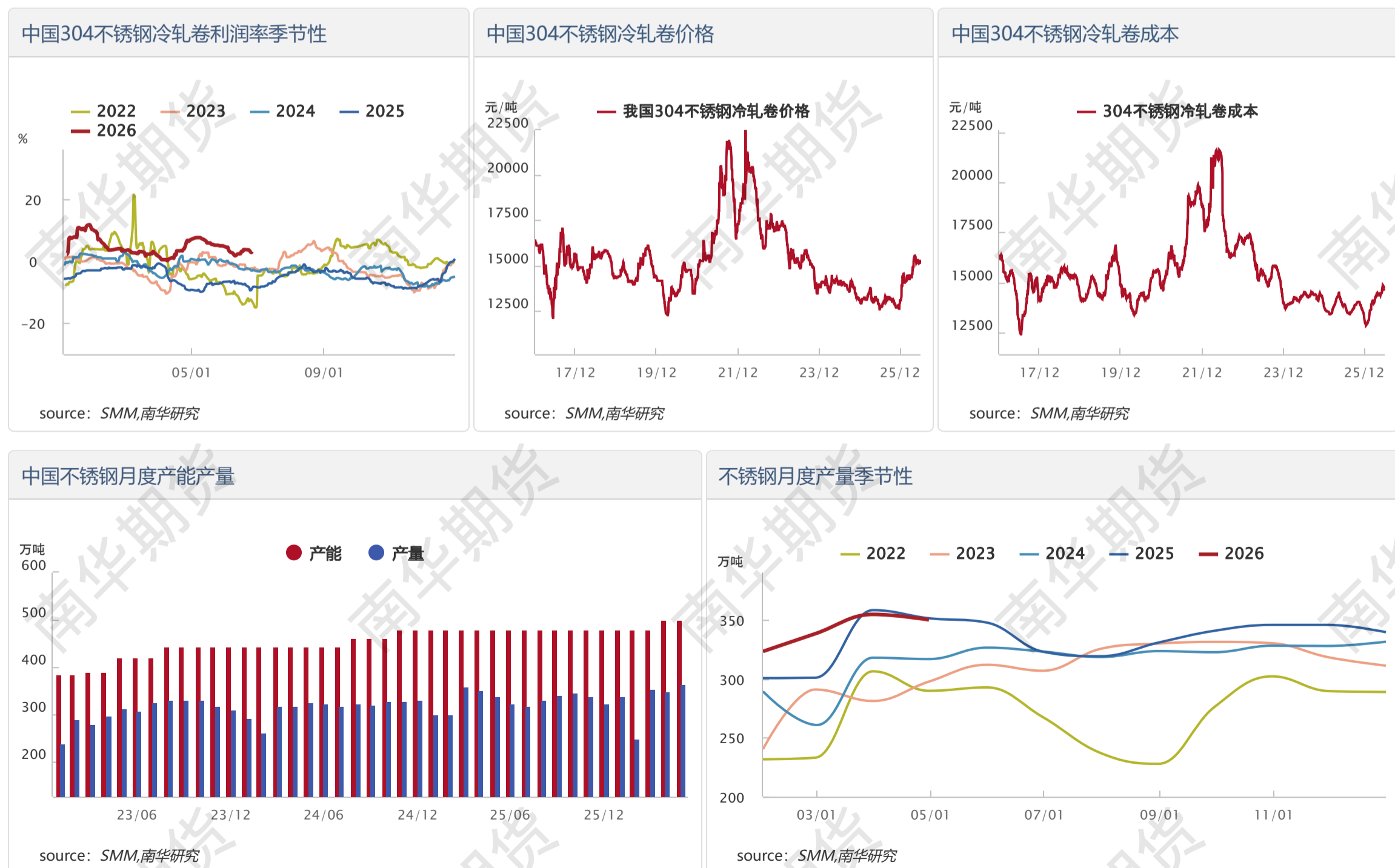
目布局可能在三季度加速推进。这一中长期战略布局势必对现有湿法项目的供应稳定性形成远期心理冲击，具体影响力度仍有待持续跟踪观望。

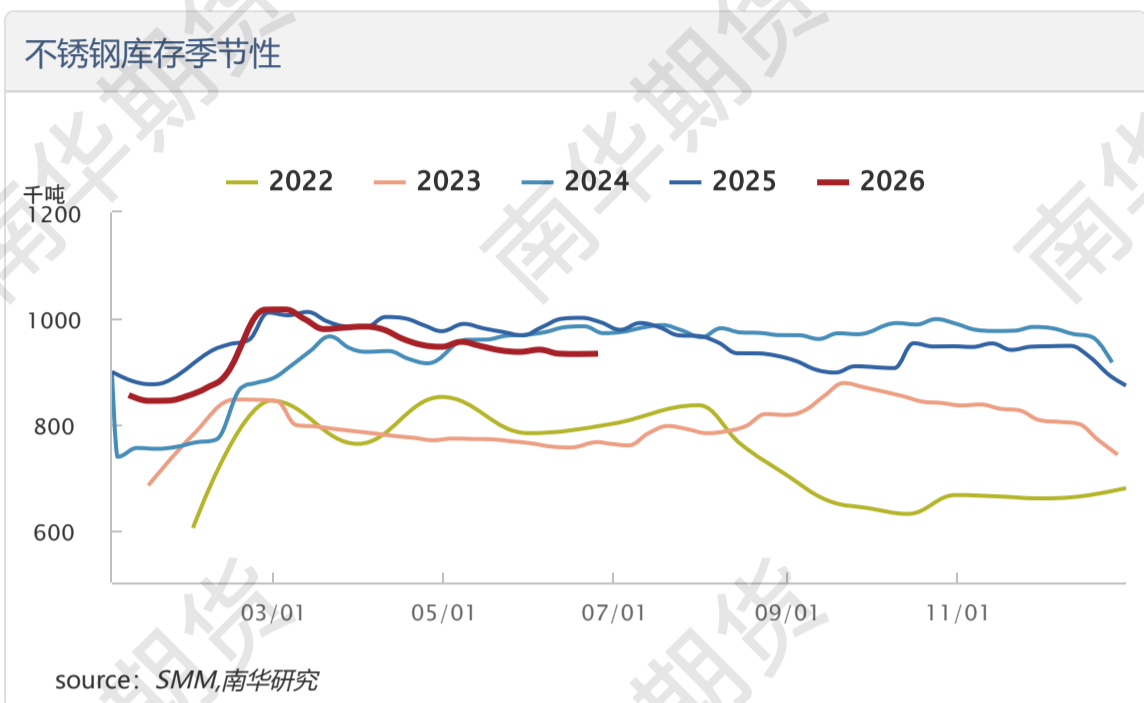
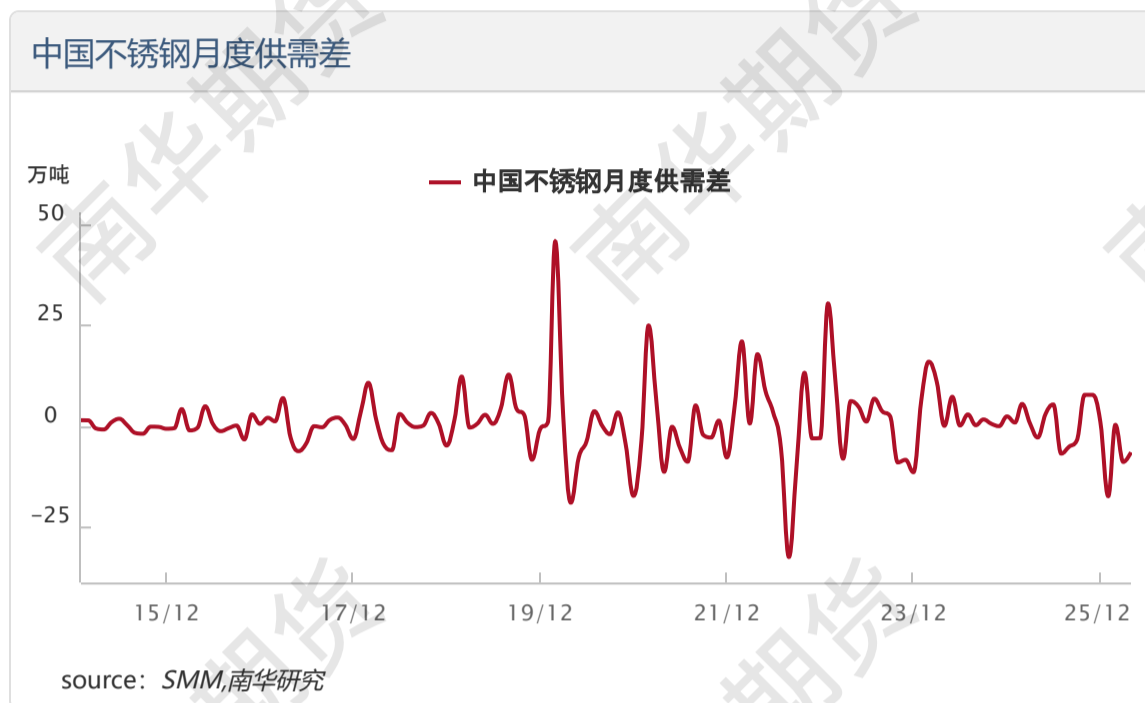
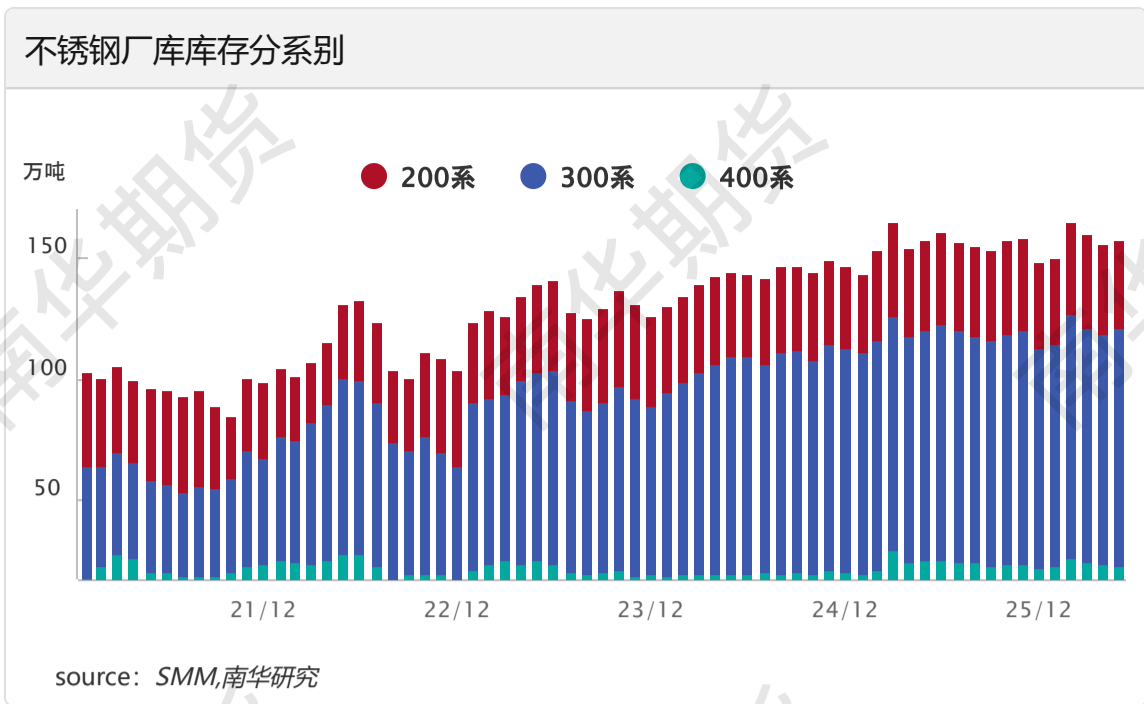
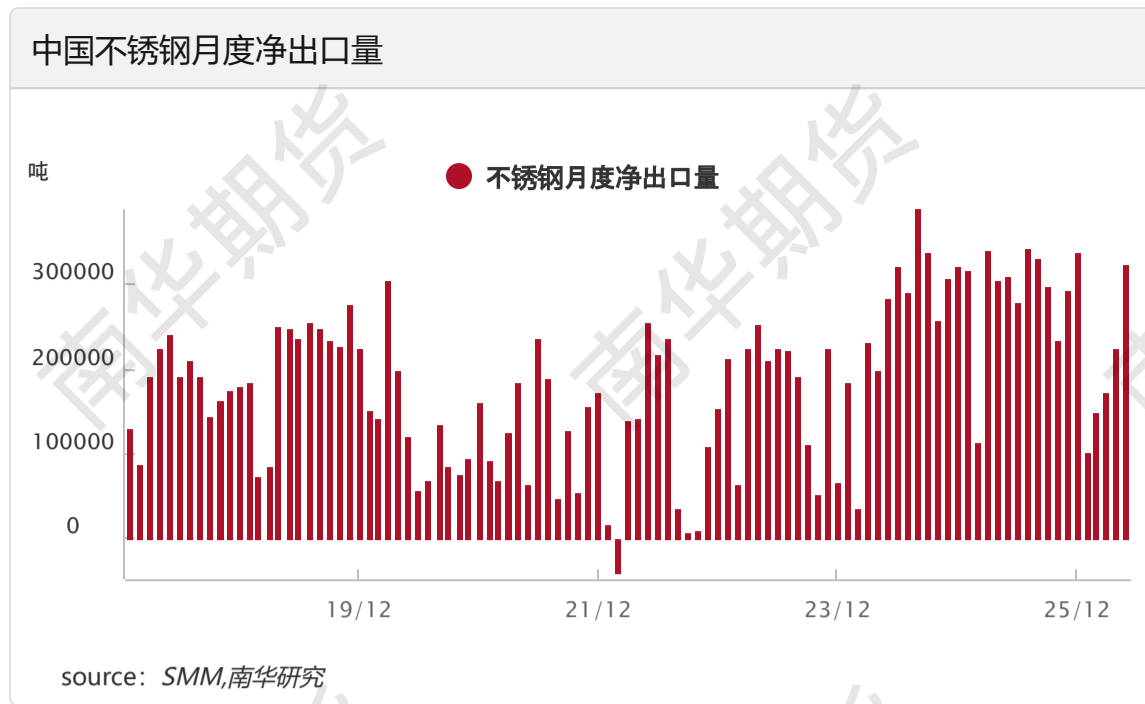


3.4 不锈钢

从不锈钢产业链的角度来看，2026年第二季度利润分配较为错配，生产原料以及下游采购博弈始终较强。二季度伊始，高镍生铁价格在印尼政策预期引导下大涨，导致不锈钢企业的粗钢冶炼成本骤然抬升。然而，终端消费的温和增长未能同步消化上游的成本转嫁，导致不锈钢成品价格涨幅远不及原料端，钢厂冶炼利润在5月份被压缩至极窄区间甚至面临普遍亏损。面对高价原料的压力，部分钢厂在二季度提升了废不锈钢的投入比例；另有一部分钢厂在原料以及终端的双重挤压下选择降负荷生产以缓解利润压力。至二季度末，由于高价原料承接乏力，买方市场的观望情绪逐步向上传导，不锈钢厂与镍铁冶炼厂之间的博弈持续不改，钢厂通过控制采购节奏、按需补库的方式，迫使高镍生铁现货价格自高位小幅回吐，整个产业链在二季度末呈现出高成本、低利润、弱流动性的胶着状态。

进入2026年第三季度，不锈钢行业将在高成本底部支撑与供应边际调整的双重逻辑下运行。在成本端，由于上游印尼高镍生铁受到电力挤占和品位劣化的刚性约束，价格中枢大概率维持高位，这意味着不锈钢的整体成本基准在三季度缺乏下行空间，形成了较强的绝对价格底部。然而，成本向终端消费的传导路径依然受阻，不锈钢厂的盈利修复受下游以及终端挤压严重。在持续的利润亏损或微利状态下，三季度国内不锈钢厂的生产节奏预计将出现一定分化，部分高成本的非一体化钢厂或因高价原料以及淡季影响而进入减产检修计划。在原料采购策略上，原料结构的多元化与去高镍生铁化或将延续成为三季度钢厂运营的主线，废钢比价优势的持续扩大将促使钢厂继续提高使用比例。总体而言第三季度作为不锈钢传统淡季，不锈钢市场将呈现供应增速放缓、成本刚性高企、下游需求平缓的特征，更多需要持续关注印尼政策方面扰动对于原料底部的指引，自身供需格局矛盾不算突出。





四、四季度平衡阐述

进入 2026 年三季度，镍产业链供应端的核心驱动逻辑将从上半年的 RKAB 配额紧缺转向配额增补落地后的边际修复，整体呈现前紧后松、结构分化显著的运行特征。截至上半年印尼已批复镍矿 RKAB 配额约 2.4 亿湿吨，随着 7 月 31 日配额补充修订申请窗口期关闭，市场预期全年最终配额大概率落在 2.7-3.0 亿吨区间，叠加菲律宾全年约 2000 万吨的进口补充，印尼镍矿名义供应缺口将大幅收窄，基本覆盖全年消耗需求；但配额从审批通过到矿山形成实际开采产出存在 1-2 个月的物理传导周期，三季度前期矿端紧供给格局难以快速扭转，实际增量更多集中在三季度末至四季度释放，同时菲律宾镍矿进口虽同比大幅增长，但矿石品位持续下滑导致实际镍金属增量有限，镍矿价格将从绝对高位逐步回落，但受开采成本抬升、镍矿基准价动态上调支撑，下行空间相对有限。传导至下游冶炼环节，镍铁端上半年印尼镍生铁累计产量同比下滑 8.87%，三季度随镍矿配额逐步落地，前期减产的一体化园区与中小产线存在产能修复空间，但受园区让电于电解铝、能源成本高企、多数产区产线利润较低等多重制约，企业主动扩产意愿较弱，产量修复以被动复产为主，叠加镍铁出口关税政策的潜在落地风险，三季度镍铁供应虽边际回升，但同比仍将维持收缩态势，短缺格局难以彻底扭转。中间品环节分化进一步加剧，MHP 受硫磺价格高位、环保整改持续、减产产能复产缓慢的多重约束，全年供应量预计同比缩减；高冰镍则凭借火法工艺的成本优势持续放量，成为中间品供应的核心增量来源，对纯镍的替代效应同步增强。精炼镍环节仍是全产业链供应最宽松的板块，国内与印尼新增产能持续释放，纯镍结构性过剩格局未得到根本缓解，高位库存对镍价上方形成持续压制，但当前一体化产线已普遍陷入亏损，成本线将对镍价下方形成刚性托底。

需求端来看，三季度镍需求整体具备一定韧性，呈现新能源有具备动力，传统工业平稳的分层特征，将对供应增量形成有效承接。新能源领域是需求增长的核心引擎，三季度为新能源汽车传统产销旺季，带动三元电

池与三元前驱体产量维持高增速，叠加高镍化趋势提升单车带镍量，电池级硫酸镍需求将持续向好，当前硫酸镍对纯镍升水已突破 10000 元 / 吨，原生镍盐供应偏紧的格局在三季度仍将延续。不锈钢三季度初期淡季与尾期存在分化，尾期将逐步进入“金九银十”备货周期，家电领域设备更新政策落地、机械制造与船舶工业需求平稳增长，将对冲地产竣工端的疲软，带动不锈钢表观消费稳步运行，当前钢厂主动控产挺价、社会库存同比偏低，进而带动镍铁与纯镍需求回升；电镀、合金等传统工业领域需求整体平稳，无明显增量贡献。综合来看，三季度全球镍市场供需将从上半年的紧平衡逐步过渡至边际宽松，但由于较长的传导周期难以转向全面过剩，供应端增量主要来自镍矿配额落地后的镍铁复产与高冰镍产能释放，且节奏上前低后高，需求端随传统旺季到来稳步提升，对供应增量形成有效承接，产业链结构性矛盾仍将突出，镍铁、电池级镍盐环节维持偏紧格局，纯镍环节延续结构性过剩，成本端的刚性支撑与供应增量的预期压制相互博弈，三季度镍价大概率中枢小幅下移，价格运行的核心锚点将取决于 7 月 RKAB 配额增补的最终落地幅度。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华研究公众号



Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富