

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、全球显性库存重返增长	4
二、不锈钢供需改善，成本坚挺	6
三、三元需求好于预期，支撑硫酸镍价格	14
第四部分 后市展望及策略推荐	19
免责声明	21

减产仍难扭转过剩，镍价高位震荡

第一部分 前言概要

【行情回顾】

5 月初镍价创出新高后，很快被加息预期压制而回落。4 月核心交易逻辑围绕印尼供给持续收缩、硫磺价格高企推升冶炼成本形成多头主线。但中东局势反复，宏观不确定性较强，同时精炼镍自身供需过剩显著，市场情绪有些过于乐观。因此宏观一旦走弱，镍价跟随有色板块迅速回调。不过原料价格依然坚挺，下方成本支撑较强，镍价测试 14 万支撑企稳后转为震荡。

【市场展望】

市场对中东局势反应钝化，但对美联储货币政策更加敏感，宏观压制更为明显，市场情绪走弱。

5 月印尼镍矿供应仍然偏紧，价格居高不下；菲律宾镍矿旱季发运增加，但菲矿品位低、需求不佳，导致菲矿价格出现明显回落。镍铁继续转产高冰镍，弥补 MHP 因硫磺价格暴涨而减产的缺口。国内镍板则因进口激增而大幅累库，供需格局仍然过剩。虽然电积镍产量因原料不足而下降，但需求保持平稳偏弱，无法提供向上驱动，短期难以扭转过剩格局。

6 月需求端除三元仍保持强劲外，其他领域逐渐进入淡季。供应端关注印尼政策有何变动，以及霍尔木兹海峡能否通航，硫磺价格能否回落。

【策略推荐】

1. 单边：高位震荡。
 2. 套利：观望。
 3. 期权：卖出虚值看跌期权。
- 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

投资咨询资格证号：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

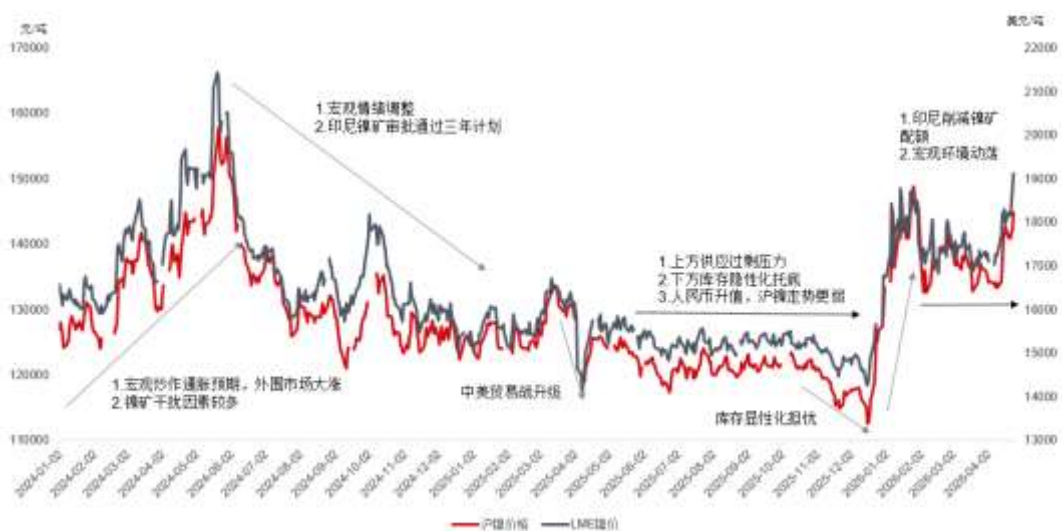
5 月初镍价创出新高后，很快被加息预期压制而回落。4 月核心交易逻辑围绕印尼供给持续收缩、硫磺价格高企推升冶炼成本形成多头主线。但中东局势反复，宏观不确定性较强，同时精炼镍自身供需过剩显著，市场情绪有些过于乐观。因此宏观一旦走弱，镍价跟随有色板块迅速回调。不过原料价格依然坚挺，下方成本支撑较强，镍价测试 14 万支撑企稳后转为震荡。

市场对中东局势反应钝化，但对美联储货币政策更加敏感，宏观压制更为明显，市场情绪走弱。

5 月印尼镍矿供应仍然偏紧，价格居高不下；菲律宾镍矿旱季发运增加，但菲矿品位低、需求不佳，导致菲矿价格出现明显回落。镍铁继续转产高冰镍，弥补 MHP 因硫磺价格暴涨而减产的缺口。国内镍板则因进口激增而大幅累库，供需格局仍然过剩。虽然电积镍产量因原料不足而下降，但需求保持平稳偏弱，无法提供向上驱动，短期难以扭转过剩格局。

6 月需求端除三元仍保持强劲外，其他领域逐渐进入淡季。供应端关注印尼政策有何变动，以及霍尔木兹海峡能否通航，硫磺价格能否回落。

图1：镍行情回顾 单位：元/吨，美元/吨



数据来源：银河期货，SMM

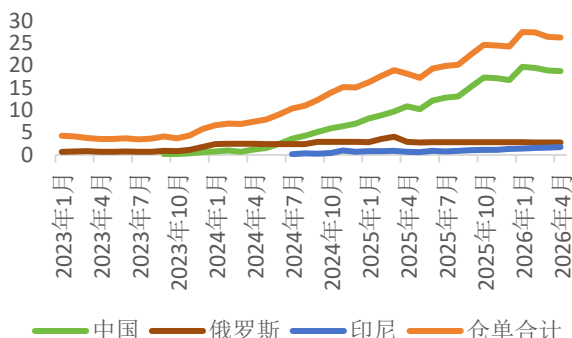
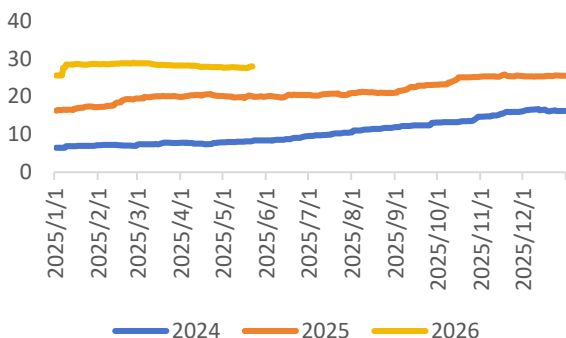
第三部分 基本面情况

一、全球显性库存重返增长

截至 5 月 22 日，全球显性库存达到 39.3 万吨，与上月末相比增加 13715 吨。其中 LME 库存 27.9 万吨，与上月末相比增加 1674 吨，SMM 六地社会库存 11.3 万吨，与上月末相比增加 12041 吨，反映由于 4 月净进口大增，国内累库速度加快。

图 2：LME 镍库存 单位：万吨

图 3：LME 分产地镍库存 单位：万吨

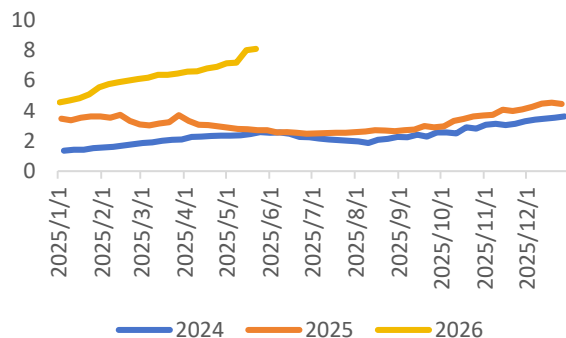
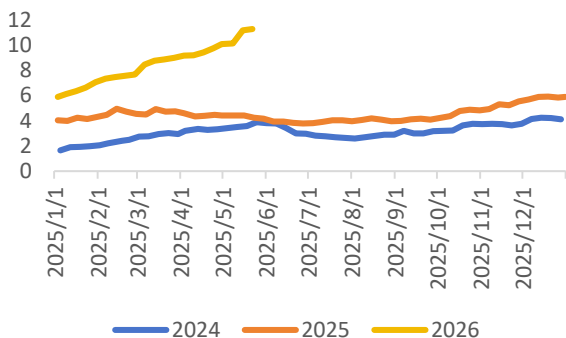


数据来源：银河期货，SMM

数据来源：银河期货，SMM

图 4：国内镍社会库存 单位：万吨

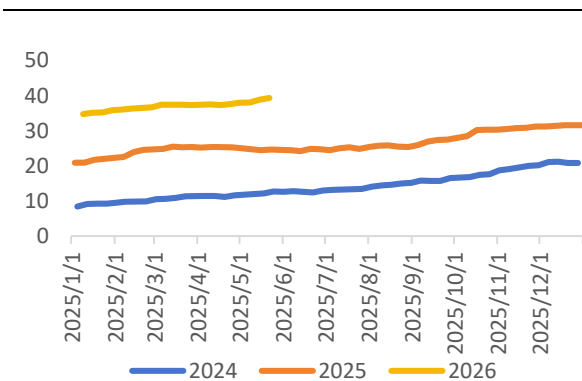
图 5：上期所仓单 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

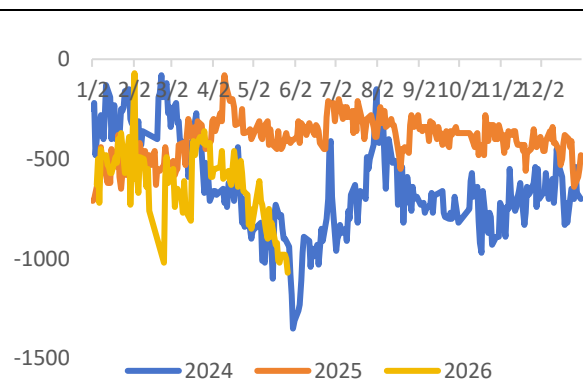
数据来源：银河期货，SMM

图6：全球镍显性库存 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

图7：沪镍1-3价差 单位：元/吨



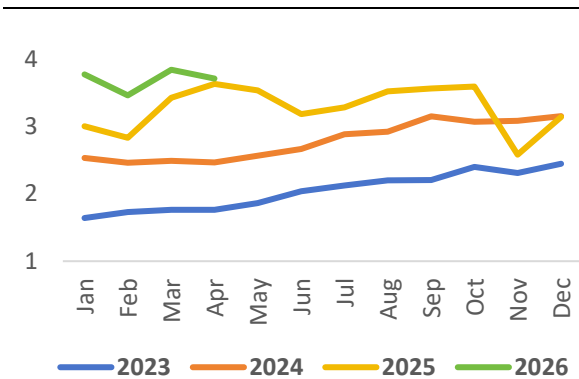
数据来源：银河期货，SMM

SMM 统计 2026 年 1-4 月精炼镍产量同比增长 15%至 14.78 万吨，创历史新高。5 月预计受 MHP 减产影响，产量有所下降，若硫磺供应持续不足，6 月可能遭遇镍板进一步减产。2026 年 1-4 月净进口 8.4 万吨，去年净出口 5297 吨，4 月单月净进口激增至 3.44 万吨，推测是印尼镍回流。2026 年 1-4 月精炼镍供应累计同比增长 88%。

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 1-4 月同比减少 8%。电镀、合金消费均十分低迷。SMM 调研 4 月镍下游 PMI 因不锈钢带动，回到 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，且今年俄镍进口量相对偏低，推测隐性库存仍在积累，只是品牌不同。

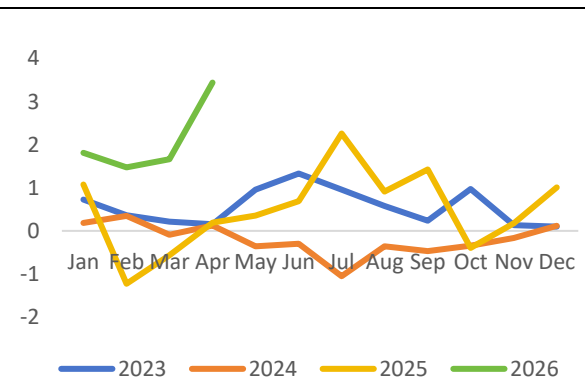
5 月镍产量因 MHP 减产而下降，虽然过去数月 NPI 转产高冰镍较多，弥补部分 MHP 原料缺口，但 6 月若霍尔木兹海峡仍无法通航，硫磺供应短缺，MHP 保持减产，则电积镍可能面临进一步减产。

图8：中国精炼镍产量 单位：万吨



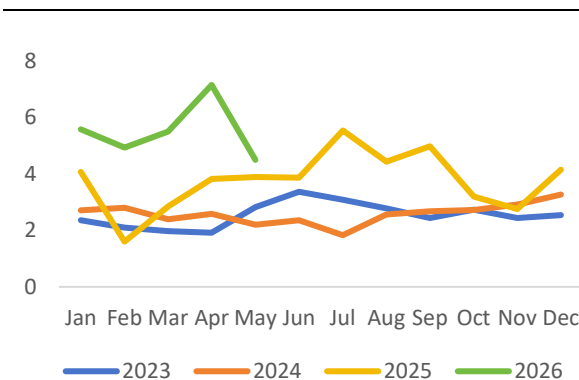
数据来源：银河期货，SMM

图9：中国精炼镍净进口 单位：万吨



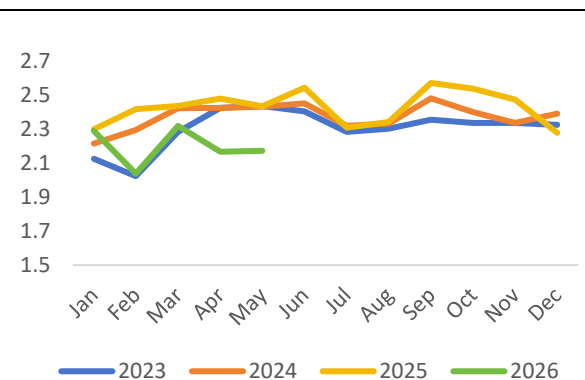
数据来源：银河期货，海关总署

图10：中国精炼镍供应量 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

图11：中国精炼镍消费量 单位：万吨



数据来源：银河期货，SMM

二、不锈钢供需改善，成本坚挺

1、镍矿、镍铁价格受印尼政策影响持续上涨

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。Weda Bay 因配额用尽，5 月进入停产维护。

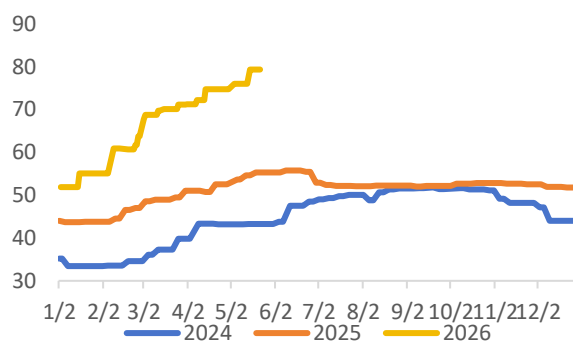
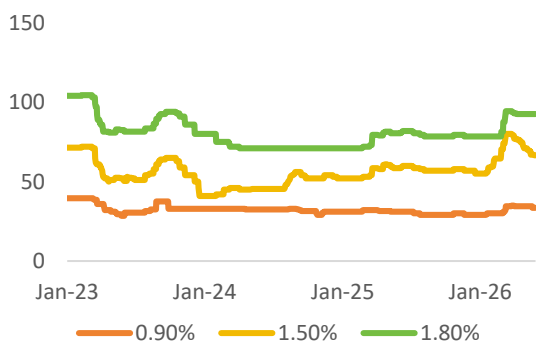
此外，因未能按时提交 2026 年度工作计划和预算(RKAB)申请，印尼能源与矿产资源部(ESDM)已正式暂停了 106 家煤炭及金属矿产(包括 34 镍矿项目)企业矿商的矿业权(IUP)运营活动，给予 90 天过渡期限时提交，否则吊销执照。

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。据了解，火法矿全价仍高于 HPM 价格，内贸升水自 45 美元/湿吨高位降至 10-15 美元/湿吨。而湿法矿暂时忽略了计价方式调整，且 MHP 减产后价格有所下跌。

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。但目前拟加征的关税政策均未落地。

出口管制：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。根据即将出台的贸易部长条例，海关编码 HS ex7202.60.00 项下的镍铁已被明确列入“战略性自然资源商品”清单，成为首批受新规约束的铁合金之一。

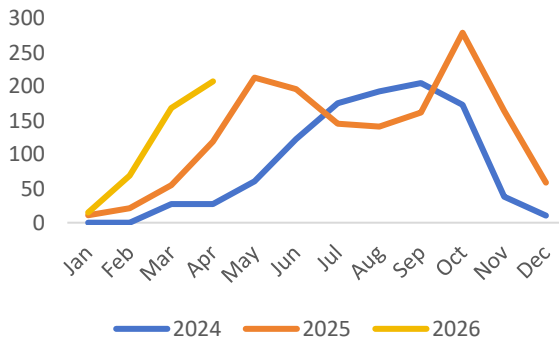
图12：菲律宾1.5%镍矿CIF成交价 单位：美元/湿吨 图13：印尼1.6%镍矿全价 单位：美元/湿吨



数据来源：银河期货，SMM

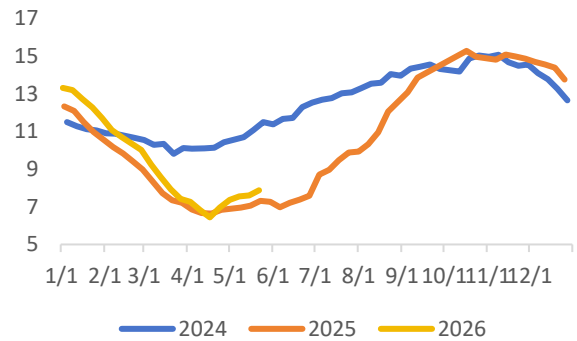
数据来源：银河期货，SMM

图14：印尼进口菲律宾镍矿 单位：百万湿吨



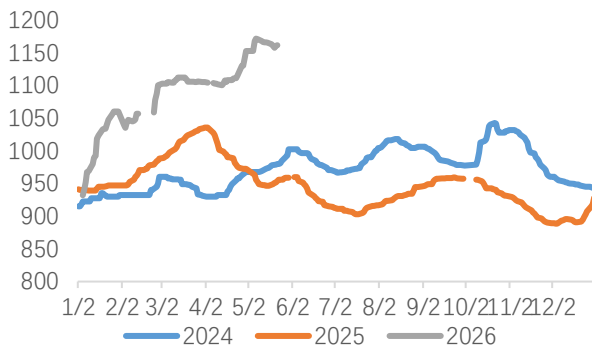
数据来源：银河期货，SMM

图15：中国红土镍矿港口库存 单位：百万湿吨



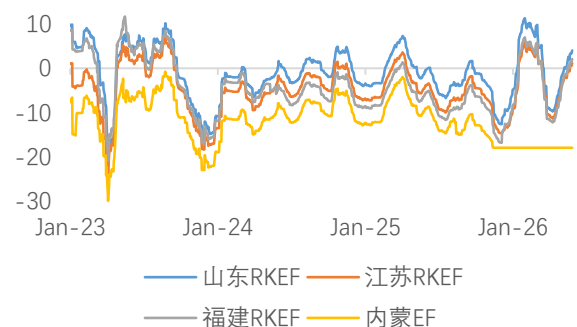
数据来源：银河期货，SMM

图16：高镍铁10-14%出厂价 单位：元/镍点



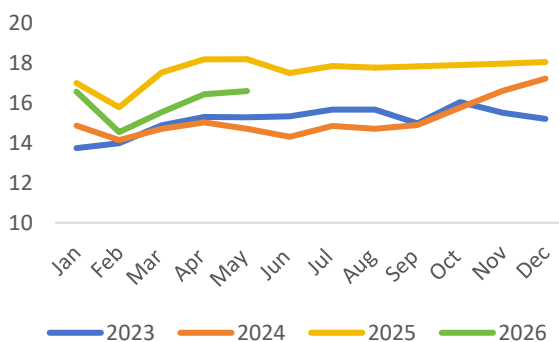
数据来源：银河期货，SMM

图17：中国NPI利润率 单位：%



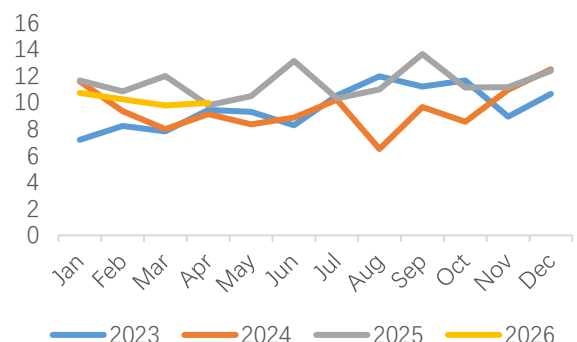
数据来源：银河期货，SMM

图18：中国和印尼NPI产量 单位：万镍吨



数据来源：银河期货，SMM

图19：中国镍铁进口量 单位：万镍吨



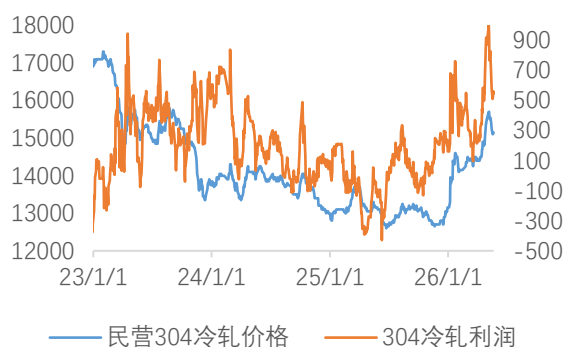
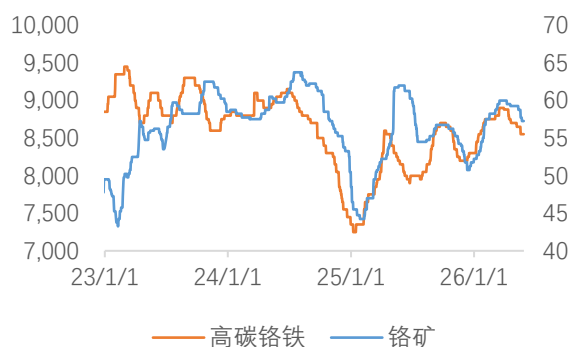
数据来源：银河期货，SMM

印尼政府这些举措，特别是出口管制，一方面稳定本币汇率，一方面提高税收。出口机构开始履行职责之后，则印尼政府后市可以采用多种手段控制出口，例如配额制或提高出口税，如果不从该机构出口，一律以走私处理，对资源掌控更强，也有更多机会增加政府收入。

而 NPI 价格跟随镍矿价格水涨船高，但整体而言镍铁厂仍然亏损，1-5 月中国及印尼镍铁产量同比负增长，部分转产高冰镍。钢联统计，2026 年 1-5 月中国和印尼镍铁产量合计 79.6 万镍吨，累计同比减少 8%。

镍系原料涨价的同时，铬系价格走弱。或许是钢厂排产下调，对原料需求减少。

图20：铬矿和高碳铬铁价格 单位：元/吨，元/吨度 **图21：304冷轧不锈钢价格及利润 单位：元/吨**



数据来源：银河期货，SMM

数据来源：银河期货，SMM

以 NPI 价格 1160 元/镍点，高碳铬铁 8400 元/50 基吨计算，不锈钢 304 一体化冷轧即期成本约为 14700 元/吨，外采成本再增加 500 左右至 15200 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，已经明显收窄。4 月下旬因再生行业反向开票管控持续深化，缺票问题制约交易，市场预期未来废料采购将持续受限，下游钢厂对镍铁需求再度攀升。考虑到废钢开票的限制，NPI 比例提高，实际粗钢生产成本可能更高。

2、钢厂见到久违的利润

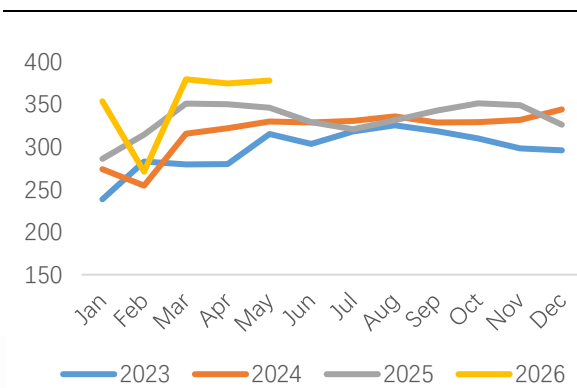
供应端，工业和信息化部 5 月 18 日正式发布新版《钢铁行业产能置换实施办法》（工信

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。据钢联预计，中印不锈钢粗钢2026年1-4月产量1969万吨，累计同比增长6%。5月排产与3月基本持平，6月排产出现明显减少，对应淡季需求下滑。

据海关数据整理，2026年1-4月不锈钢进口同比减少8%，出口同比减少28%，净出口同比减少40%。由于今年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，冲击消化一段时间之后预计外需逐渐回暖。

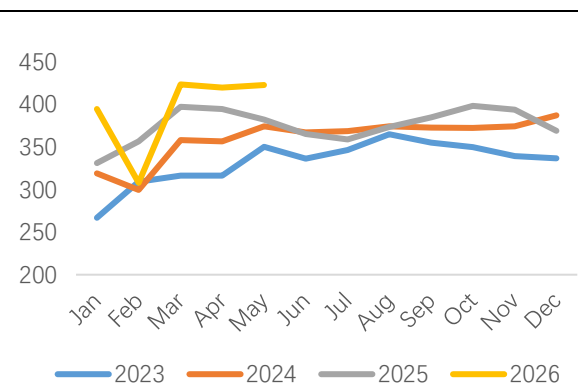
截至2026年5月21日，钢联统计不锈钢社会库存与上月相比减少1440吨至107.2万吨，且只有200系是去库，300系和400系均为累库，反映需求走弱。

图22：中国不锈钢粗钢产量 单位：万吨



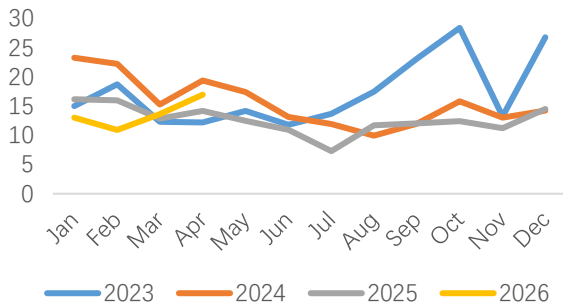
数据来源：银河期货，Mysteel

图23：中国+印尼不锈钢粗钢产量 单位：万吨



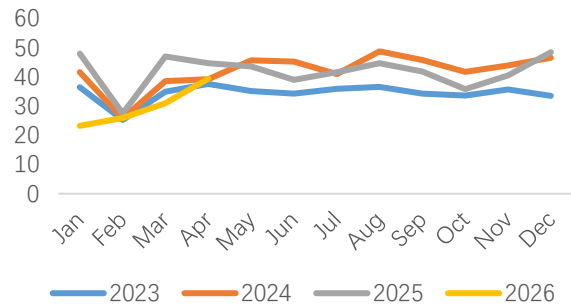
数据来源：银河期货，Mysteel

图24：中国不锈钢进口量 单位：万吨



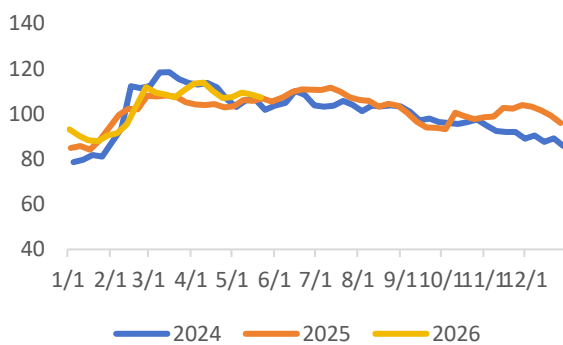
数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图25：中国不锈钢出口量 单位：万吨



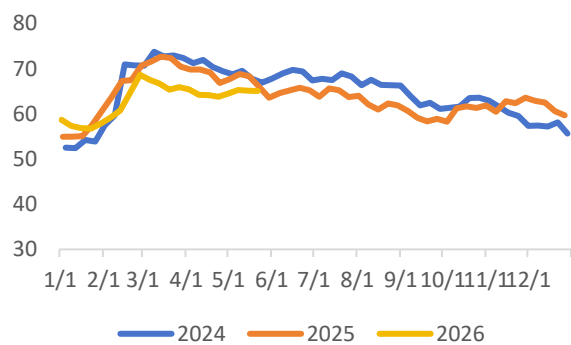
数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图26：全国不锈钢库存 单位：万吨



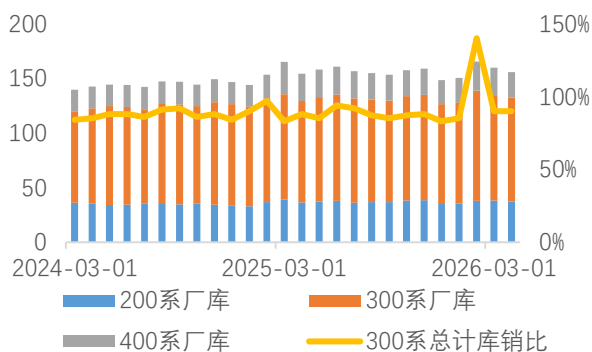
数据来源：银河期货，Mysteel

图27：300系不锈钢库存 单位：万吨



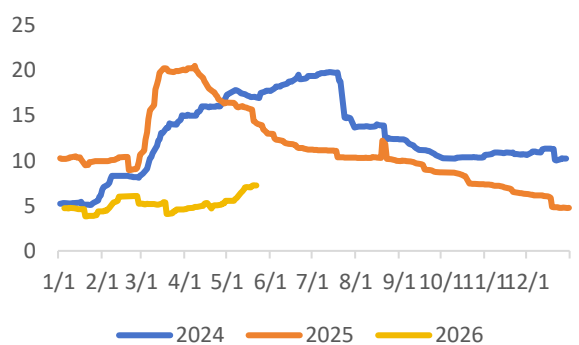
数据来源：银河期货，Mysteel

图28：不锈钢厂库库存 单位：万吨



数据来源：银河期货，Mysteel

图29：不锈钢期货仓单 单位：万吨

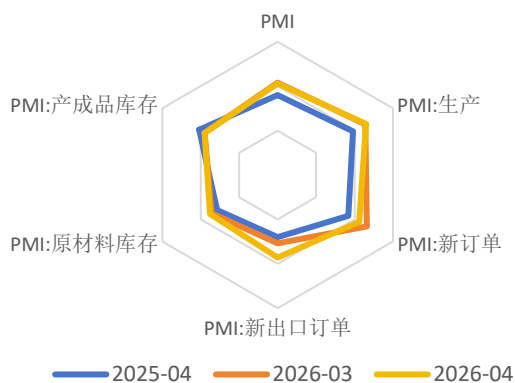


数据来源：银河期货，上期所，同花顺 iFinD

3、需求逐渐进入淡季

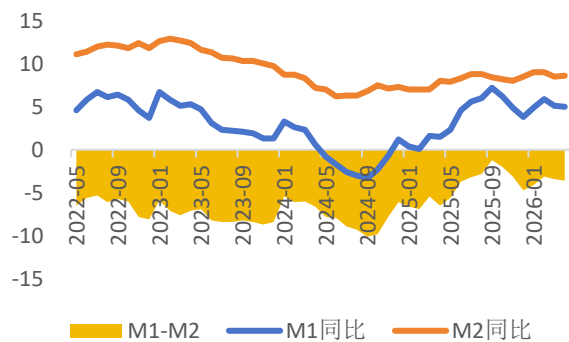
宏观方面，中东局势反复，不确定性较强。高油价刺激通胀和鹰派货币政策的预期，令有色金属承压。今年制造业和服务业走势分化，市场担忧终端消费不济，最终会负反馈到原料端。

图30：中国制造业PMI 单位：%



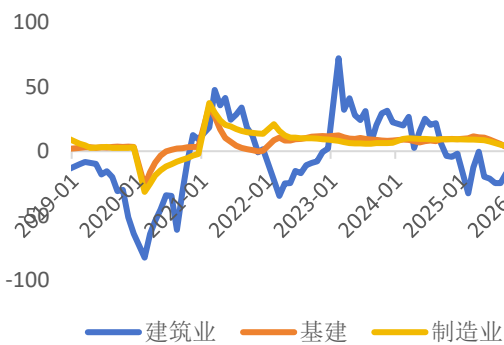
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图31：中国货币供应量增速 单位：%



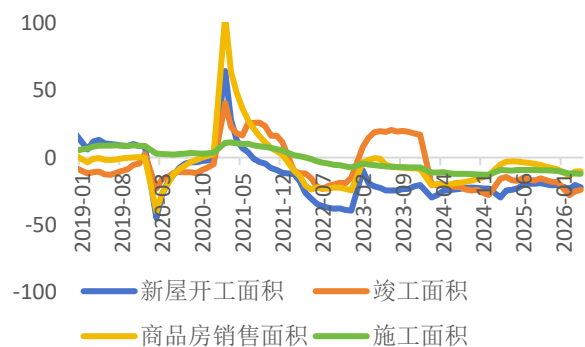
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图32：中国固定资产投资累计同比增速 单位：%



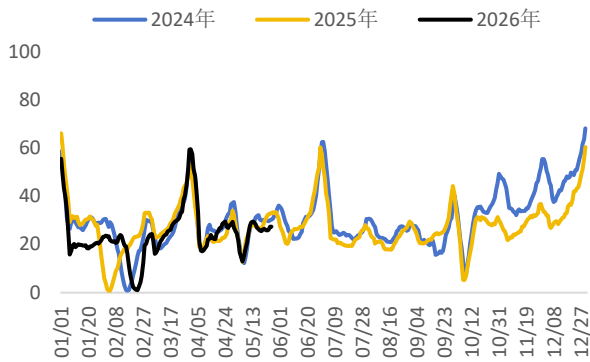
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图33：中国房地产行业累计同比增速 单位：%



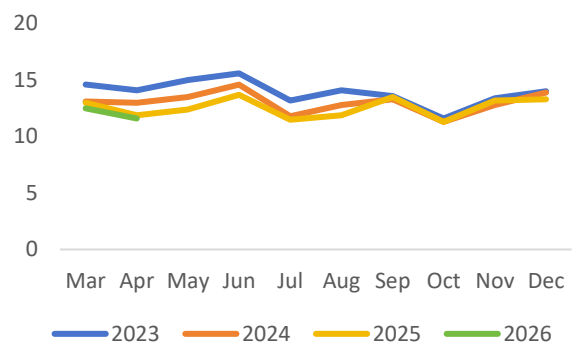
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图34：30大中城市房地产成交面积 单位：万m²



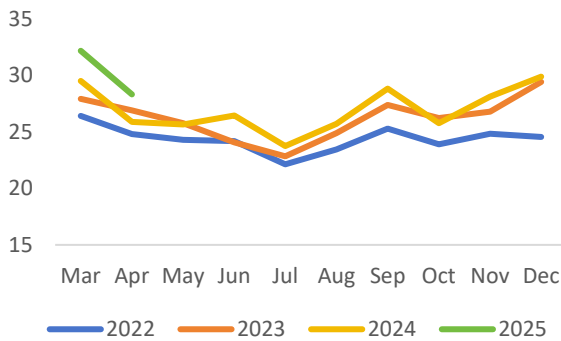
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图35：中国电梯产量 单位：万台



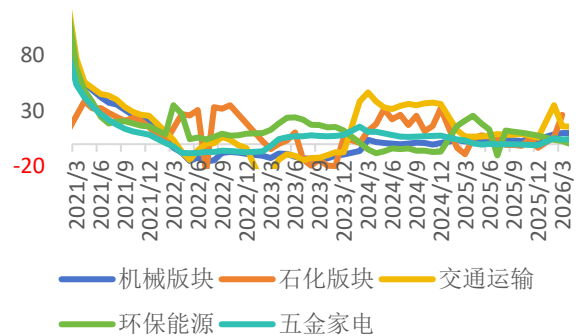
数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图36：中国白色家电耗不锈钢指数



数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

图37：不锈钢主要下游板块累计同比增速 单位：%



数据来源：银河期货，同花顺 iFinD

固定资产投资 4 月集体下行，房地产行业数据依然不乐观。新屋开工面积、竣工面积等仍保持负增长。据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，6 月排产恐将下滑。2026 年 6 月空冰洗排产合计总量共计 3004 万台，同比下降 11.8%。据了解，不锈钢需求主要增长领域包括能化设备、铁路机车、新能源发电设备、机器人等，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，5 月已经出现走弱的迹象，五一后库存时增时降，旺季可能要等到 9 月。

三、三元需求好于预期，支撑硫酸镍价格

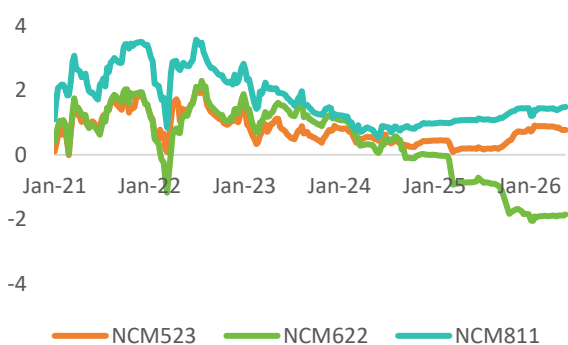
1、硫磺供应发酵导致 MHP 减产

2026 年 1-4 月，印尼 MHP 产量累计同比增长 12%至 14.8 万金属吨，去年同期累计同比增长 62%。高冰镍产量累计同比增长 116%至 12.6 万金属吨，去年同期累计同比下降 28%。

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，华友、力勤资源、青山集团旗下多家印尼 HPAL 湿法冶炼工厂已减产。电积镍/硫酸镍的生产原料依靠高冰镍增量弥补，但仍有小幅减产出现。

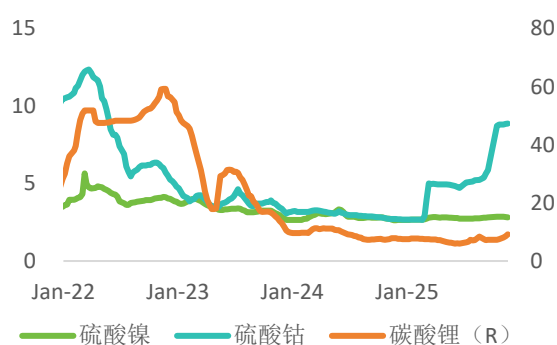
不过近期美伊有和谈倾向，霍尔木兹海峡也有陆续通航情况出现，硫磺价格高位调整。根据 SMM 测算，5 月末的外采 MHP 生产电积镍成本为 16 万，相比 4 月末的 16.5 万下降。而外采高冰镍生产电积镍的成本仍为 15.7 万，均超过盘面价格。一体化生产 MHP 成本为 15.9 万，而一体化生产高冰镍的成本为 15 万，今年 MHP 成本罕见地超过了高冰镍的成本。因此也出现上文提及的 NPI 转产高冰镍。

图38：前驱体-原材料价差 单位：元/吨



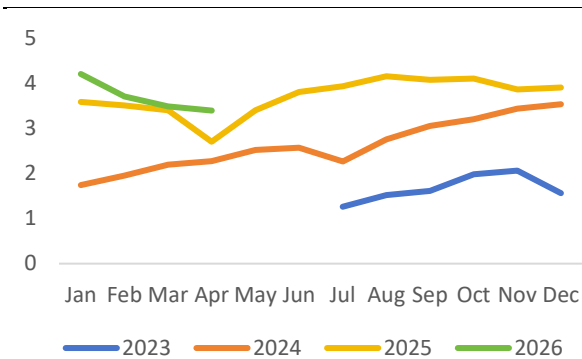
数据来源：银河期货，SMM

图39：镍钴锂原料价格 单位：万元/吨



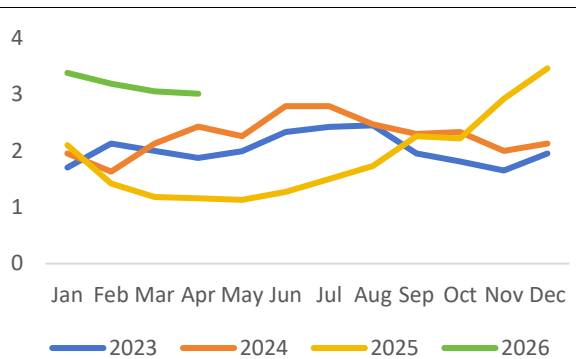
数据来源：银河期货，SMM

图40：印尼MHP产量 单位：万吨



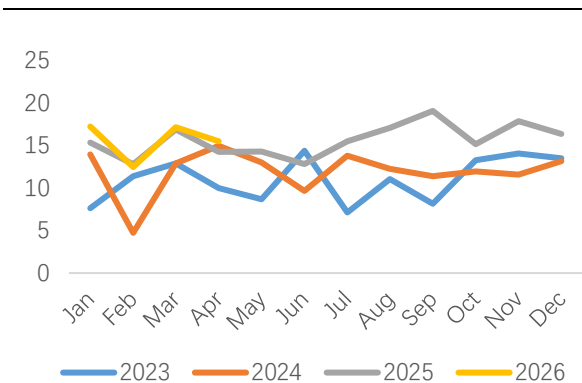
数据来源：银河期货，SMM

图41：印尼高冰镍产量 单位：万吨



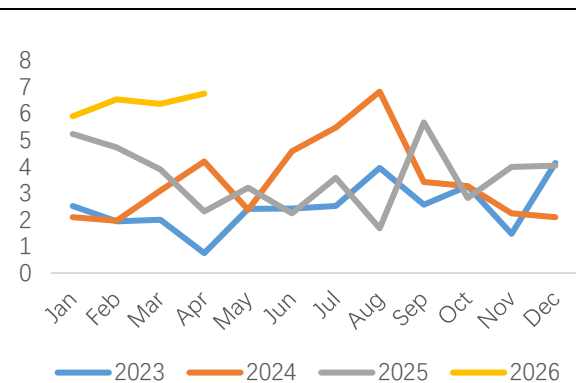
数据来源：银河期货，SMM

图42：中国湿法中间品进口 单位：万吨



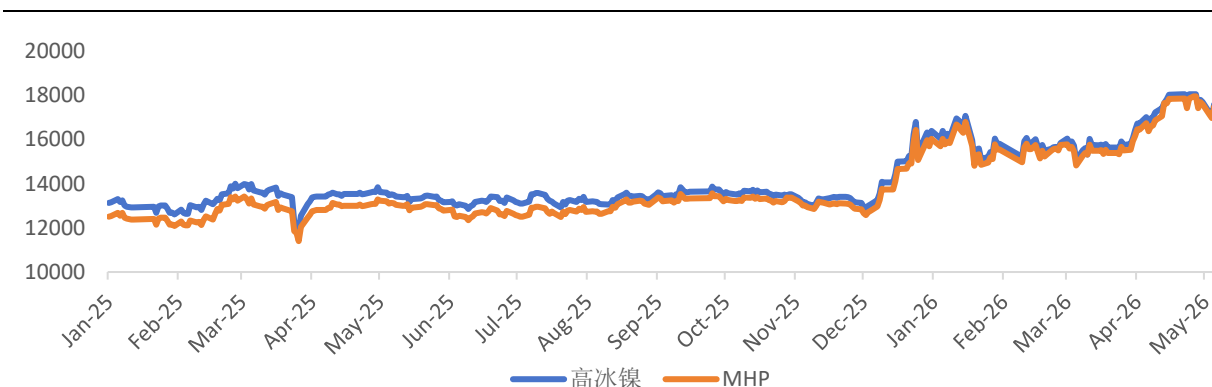
数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图43：中国镍钨进口 单位：万吨



数据来源：银河期货，海关总署，SMM

图44：镍中间品价格 单位：元/吨，美元/吨



数据来源：银河期货，SMM

2、新能源汽车市场销售惨淡

(1) 国内市场

5 月 10 日，中汽协统计，1-4 月，新能源汽车产销分别完成 428.5 万辆和 430.4 万辆，产量同比下降 3.2%，销量同比增长 0.1%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45%。5 月 1-24 日，全国乘用车新能源市场零售 61.9 万辆，同比下降 11%，较上月同期增长 13%，今年以来累计零售 337.7 万辆，同比下降 16%；5 月 1-24 日，全国乘用车厂商新能源批发 70.5 万辆，同比去年 5 月同期下降 1%，较上月同期增长 13%，今年以来累计批发 465.9 万辆，同比下降 1%。今年消费环境不佳，前五个月乘用车销售表现较差，主要因为今年补贴退坡，去年四季度有一定透支，且渗透率已超过 60%。6 月关注年中冲量情况。

当前本已是新能源汽车销量持平而乘用车负增长近 20%，三季度后去年同期基数显著抬升，同比增速可能进一步放缓。下半年通常国补力度也弱于上半年，进一步增强国内销售压力。

图45：全球新能源乘用车销量 单位：万辆

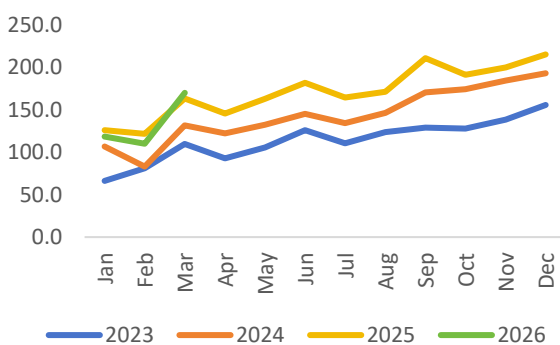
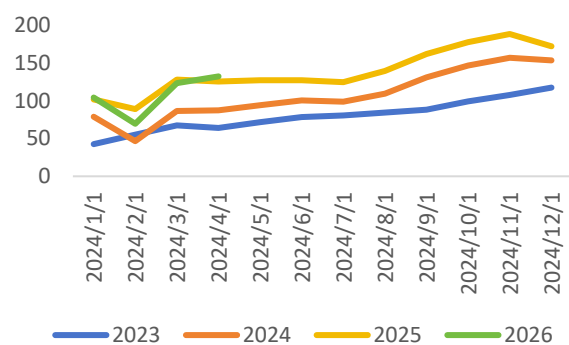


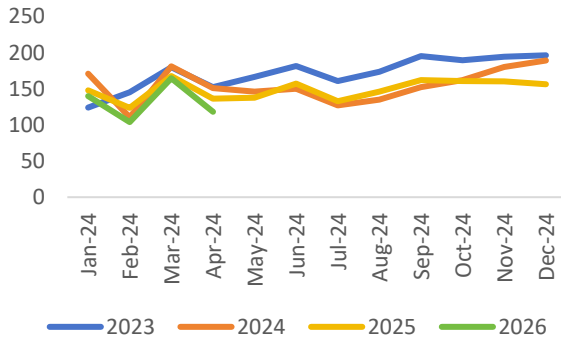
图46：中国新能源汽车销量 单位：万辆



数据来源：银河期货，崔东树公众号

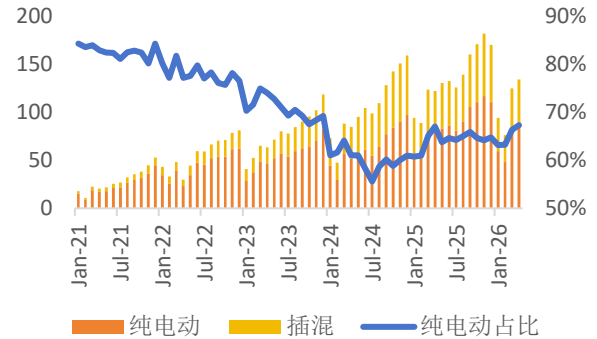
数据来源：银河期货，中汽协

图47：中国新能源乘用车零售渗透率 单位：%



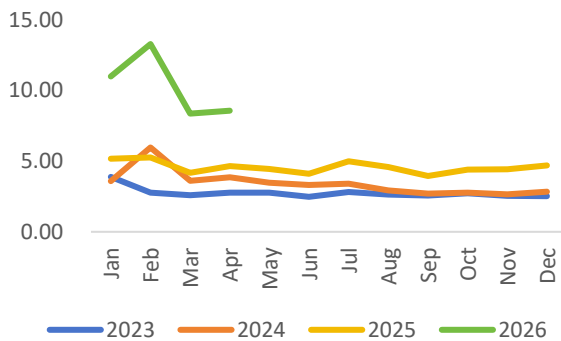
数据来源：银河期货，中汽协

图48：中国新能源汽车销量结构 单位：万辆，%



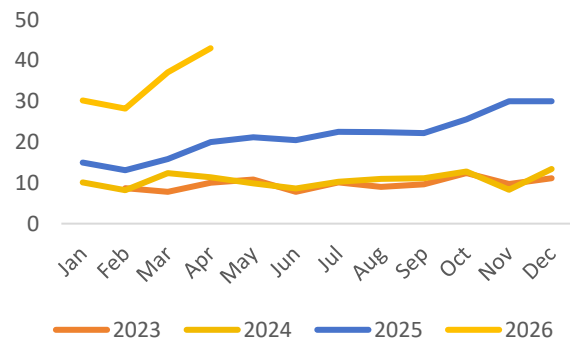
数据来源：银河期货，中汽协

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，海关总署

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

(2) 海外市场

CleanTechnica 统计，全球 2026 年 1-3 月新能源汽车销量同比下降 3.1%，去年同期同比增长 27.9%。欧洲 2026 年 1-3 月新能源汽车销量同比增长 30%，去年同期同比增长 21.7%。美国 2026 年 1-3 月新能源汽车销量同比下降 27.5%，去年同期同比增长 9.9%。

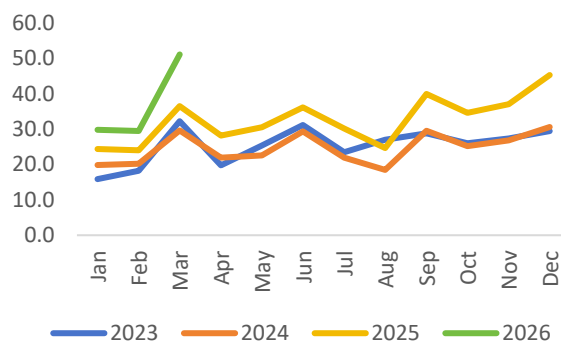
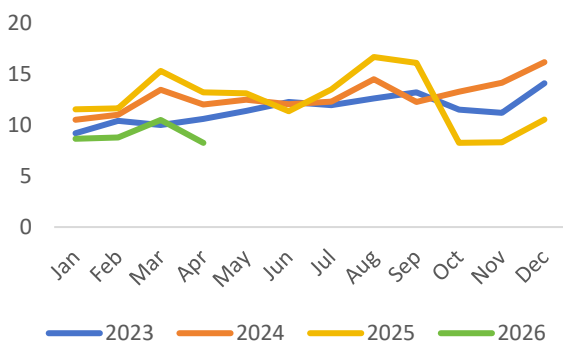
中汽协统计，2026 年 1-4 月中国新能源汽车出口累计同比增长 117%，去年同期累计同比增长 52%。其中对欧洲出口为主要驱动，东南亚、巴西、墨西哥等地也保持高速增长。

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

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

数据来源：银河期货，崔东树公众号

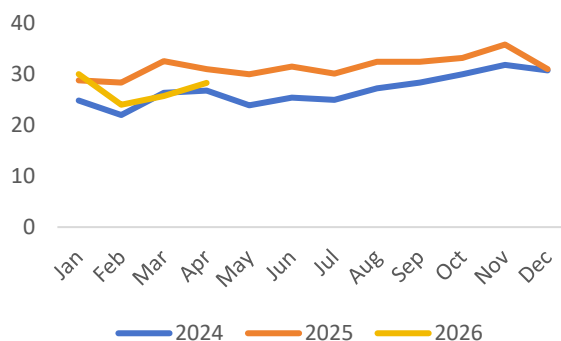
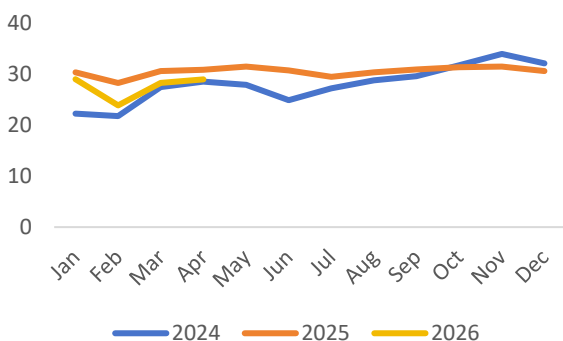
2026 年 1-4 月，中国硫酸镍产量累计同比增长 32%，去年同期累计同比减少 21%。

中国三元前驱体产量累计同比增长 28%，去年同期累计同比减少 9%。

中国三元正极材料产量累计同比增长 42%，去年同期累计同比减少 3%。

图53：中国三元动力电芯产量 单位：GWh

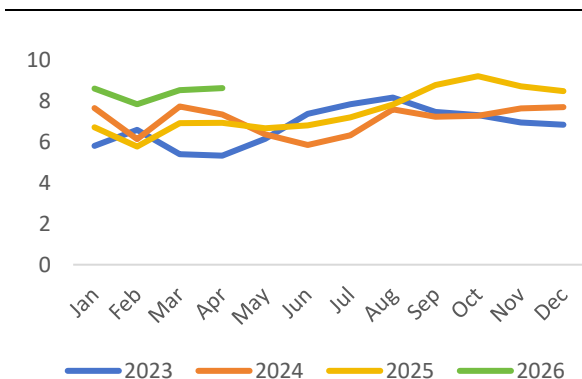
图54：中国三元动力电芯出货量 单位：GWh



数据来源：银河期货，SMM

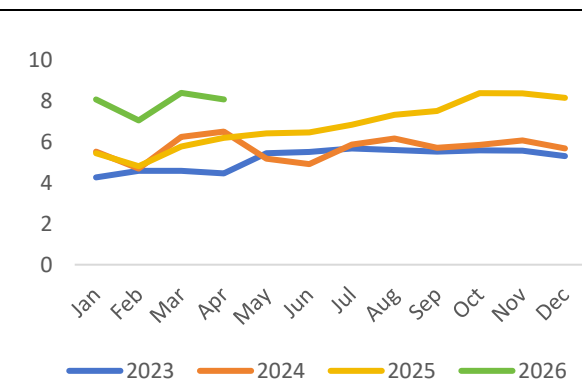
数据来源：银河期货，SMM

图55：中国三元前驱体产量 单位：万吨



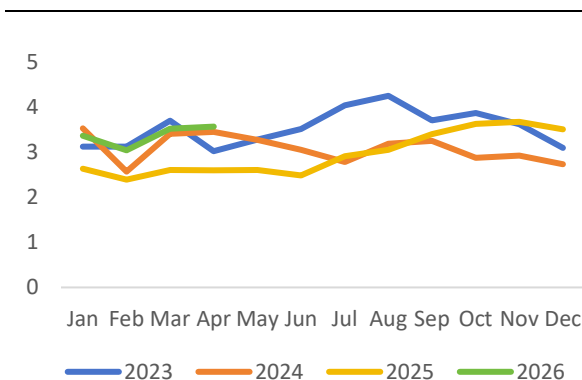
数据来源：银河期货，SMM

图56：中国三元正极产量 单位：万吨



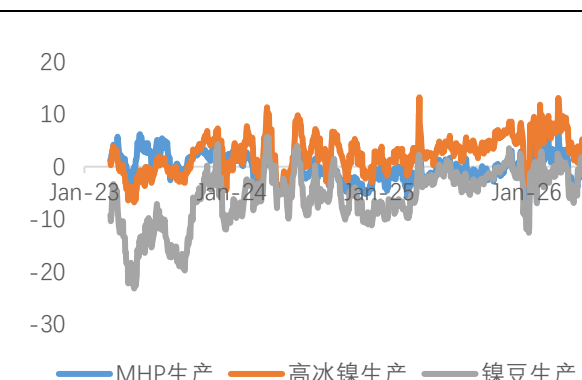
数据来源：银河期货，SMM

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

宏观大环境的影响超越产业逻辑，需求取决于宏观周期所处阶段，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。这个阶段可能是有色行情最难判断的一段时间。产业方面，镍矿配额已不再是炒作焦点，反而硫磺问题可能影响 MHP 产量以及后续电积镍产量，同时印尼国营出口机构也为未来潜在出口税及出口配额管制提供了先决条件，成本支撑仍然存在。

策略上，下方受成本支撑，上方受供需及宏观压制，镍价延续高位震荡，需密切关注中

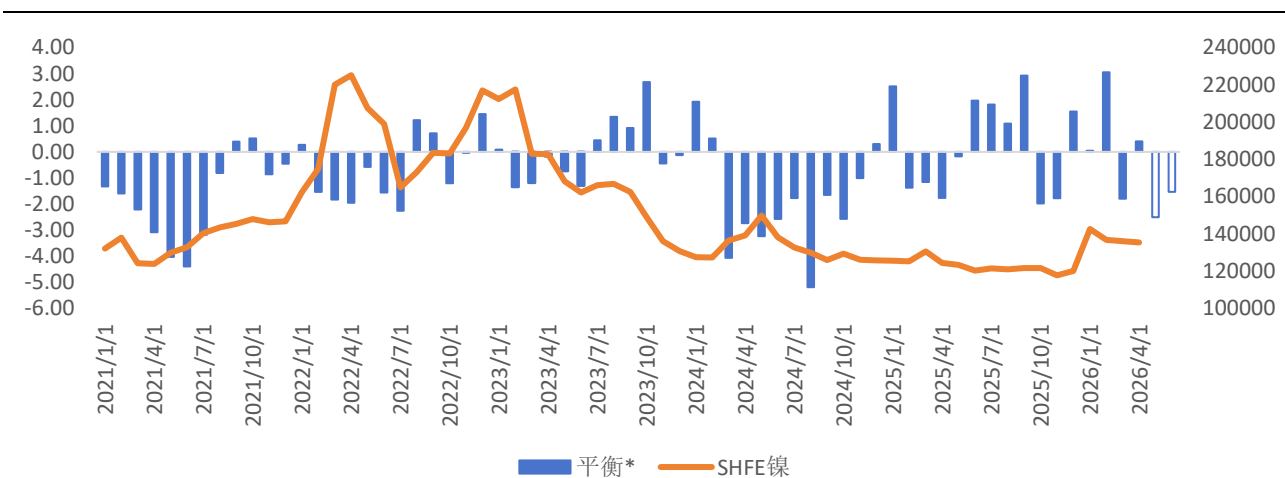
东局势变化。

策略建议：

1. 单边：高位震荡。
2. 套利：观望。
3. 期权：卖出虚值看跌期权。

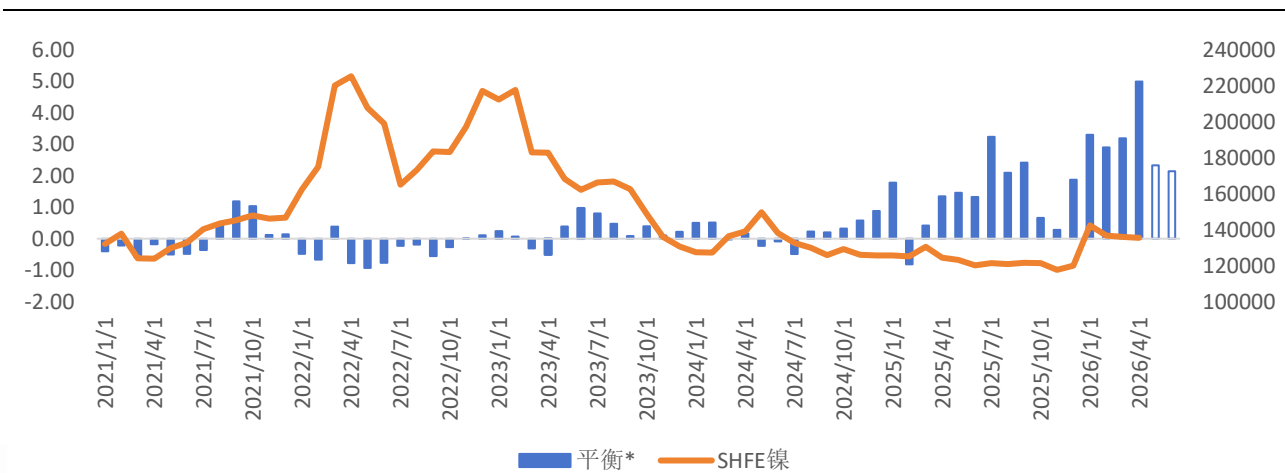
风险提示：宏观、产业政策因素扰动。

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