

## 镍市困局：政策扰动与过剩现实的角力

### 报告要点

2025 年全球镍市场继续面临结构性过剩的格局，但印尼政府近期密集推出的一系列政策措施已成为影响镍价短期波动的核心因素。印尼通过 SIMBARA 数字化监管系统、HMA 动态定价机制与 PNBP 浮动税率机制，试图进一步强化镍资源的战略掌控并加快产业链结构升级步伐。这些政策短期内推升了矿企及冶炼企业的生产成本，并通过产业链持续向下游传导，使不锈钢企业的经营环境进一步承压。然而，从中期视角来看，结构性供应过剩这一基本格局并未因政策扰动而发生根本性变化，LME 库存及国内显性库存仍处于历史高位，镍价的持续上涨空间仍将受到明显制约。因此，中期内镍市场价格将持续在政策预期扰动与过剩现实之间拉锯，预计 LME 镍价将维持在 13500-18000 美元/吨区间内宽幅震荡，沪镍对应区间 11-14.5 万元/吨，不锈钢波动区间预计为 12600-14000 元/吨。

### 摘要

2025 年，全球镍市场延续结构性过剩局面，而印尼政府频繁调整的产业政策则逐步成为镍价短期波动的重要驱动因素。印尼通过 SIMBARA 数字化监管系统、HMA 动态定价机制和 PNBP 浮动税率机制等三项关键政策，意在强化本国镍资源的战略管控与产业链结构升级。这些政策组合直接影响了镍产业链成本结构，并通过价格传导显著提升了镍矿与镍铁价格，最终持续冲击到下游不锈钢行业的经营环境。

首先，SIMBARA 系统实现了镍矿开采、运输、出口的全过程数字化监管，严格绑定 RKAB 配额执行，提升了政策合规成本，尤其对中小矿企形成压力。短期内该举措增加了供应不确定性，或推升镍矿价格，长期来看有望抑制低附加值出口，促使资源向湿法冶炼、电池材料等高附加值领域集中，但成本压力已开始传导至镍铁及不锈钢企业。

其次，HMA 定价机制调整则通过每月两次联动 LME 镍价，强化了镍矿价格的市场化联动，也显著增强了原料成本的波动性。以含镍 10% 的镍铁为例，若 HMA 为 15534 美元/吨，镍铁定价约为 1476 美元/吨（折合 1063 元/镍点），高于现货价约 5%。在不锈钢库存高位、需求低迷的背景下，304 不锈钢成本被动上升约 650 元/吨，钢厂难以转嫁成本，利润空间持续受压。

第三，PNBP 税率浮动机制则直接提高了资源税负，特别是高品位镍

### 有色与新材料组：

#### 研究员：

李苏横

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

白帅

从业资格号：F03093201

投资咨询号：Z0020543

杨飞

从业资格号：F03108013

投资咨询号：Z0021455

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司及相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

矿税率由 10% 上调至 14%-19%。具体到 PNP 税率调整对于成本端变动路径，以 HMA 镍价为 15534 美元/吨为例，Ni<1.5% 高品位镍矿的建议执行资源税税率将从 10% 调升为 14%，对应抬升矿价成本和镍铁成本约 4%，冰镍抬升约 3%，推算电镍成本平均抬升 3%-4%。终端市场因需求疲软而无法有效消化成本增加，下游不锈钢企业面临更严重的利润挤压。

综合来看，印尼政策组合短期内显著提高了镍市场价格的波动率并加剧成本抬升预期，但全球镍市结构性过剩格局并未扭转。LME 与国内库存维持高位，终端需求增速有限，镍价中长期仍将受基本面限制。预计未来镍市场将围绕政策预期扰动与基本面现实之间的博弈展开，LME 镍价预计维持 13500-18000 美元/吨宽幅震荡区间，沪镍对应区间为 11-14.5 万元/吨，不锈钢波动区间预计为 12600-14000 元/吨。

风险因素：宏观经济及地缘政治超预期变化；印尼政策执行风险；产业链供应释放不及预期

## 目录

一、 政策频繁调整加剧镍价波动率 .....	4
二、 产业成本结构重塑——印尼政策链条解析 .....	5
(一) SIMBARA 系统：全链路监管与“配额限制”的绑定机制 .....	5
(二) HMA 价格机制调整：从市场参考价到“政策锚点”的转变 .....	6
(三) PNB 税率调整：镍矿成本锚点如何改变 .....	8
三、 结构性过剩现实未改，镍价拉锯或将持续 .....	10

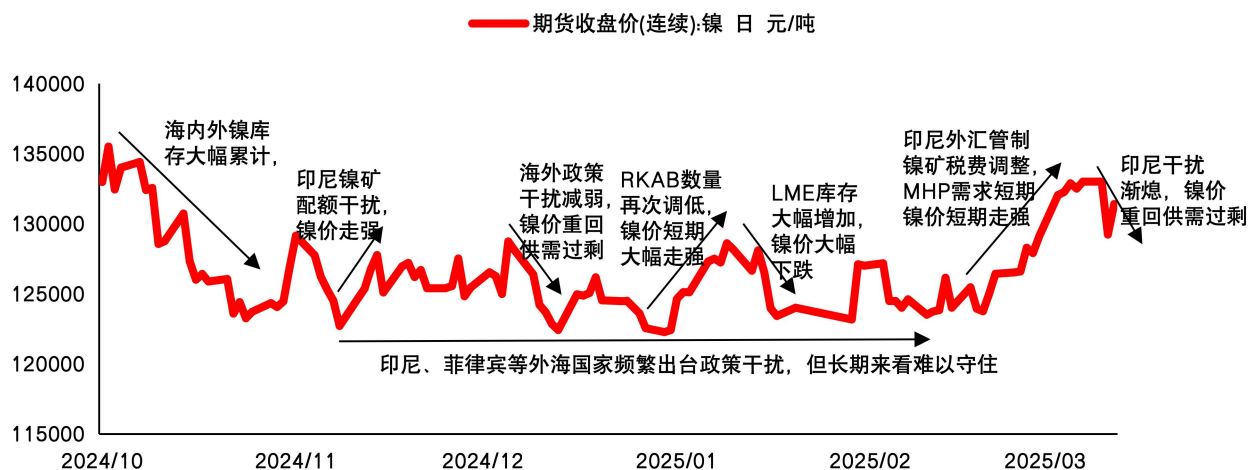
## 图表目录

图表 1： 镍价走势回顾 .....	4
图表 2： 不锈钢主力合约价格 .....	4
图表 3： SIMBARA 系统的具体内容及流程 .....	5
图表 4： 过往印尼内贸镍矿约滞后 LME 镍月均价两月 .....	6
图表 5： 金属矿产销售基准价格公式 .....	8
图表 6： PNB 调整建议 .....	9
图表 7： 印尼湿法中间品新增产能统计 .....	11
图表 8： 电解镍新增产能统计 .....	11
图表 9： 印尼 MHP 月产能 .....	12
图表 10： 电镍月产能 .....	12
图表 11： LME 库存 .....	12
图表 12： SHFE 库存 .....	12
图表 13： 镍社会库存（上期所+南储+隐性） .....	12
图表 14： 三元电池占比有所下滑 .....	13
图表 15： 电池材料耗镍量趋缓 .....	13
图表 16： 全球镍供需平衡 .....	13
图表 17： 国内镍供需平衡 .....	14

## 一、政策频繁调整加剧镍价波动率

2025 年，全球镍市场供需格局基本定型，市场普遍预期供需仍将保持过剩。然而，在这一过剩背景下，印尼等主要资源国的政策变化却频繁扰动市场预期情绪，这也成为驱动沪镍于一季度突破 12 万-13 万震荡区间的主因。政策端的变化，例如镍矿开采配额、税收政策和 HMA 计价方式调整等系列措施，引发市场对未来供需格局和成本端预期发生变化，成为了推动价格波动的边际变量。市场对未来基本面是否会步入阶段性短缺和对成本抬升的担忧，推升 LME 镍价于 2025 年一度突破 16700 美元/吨，不锈钢受成本支撑走强也一度逼近 13700 元/吨。展望未来，镍价走势将于过剩现实和政策扰动预期端反复拉锯，当市场对政策变动的预期导致对未来供应和成本担忧加剧时，价格会迅速反映出这种变化，反之，当实际供需格局未发生显著变化、库存继续累积时，市场预期将受到现实基本面的削弱，从而导致价格回归到供需本质的轨道。

图表 1：镍价走势回顾



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2：不锈钢主力合约价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

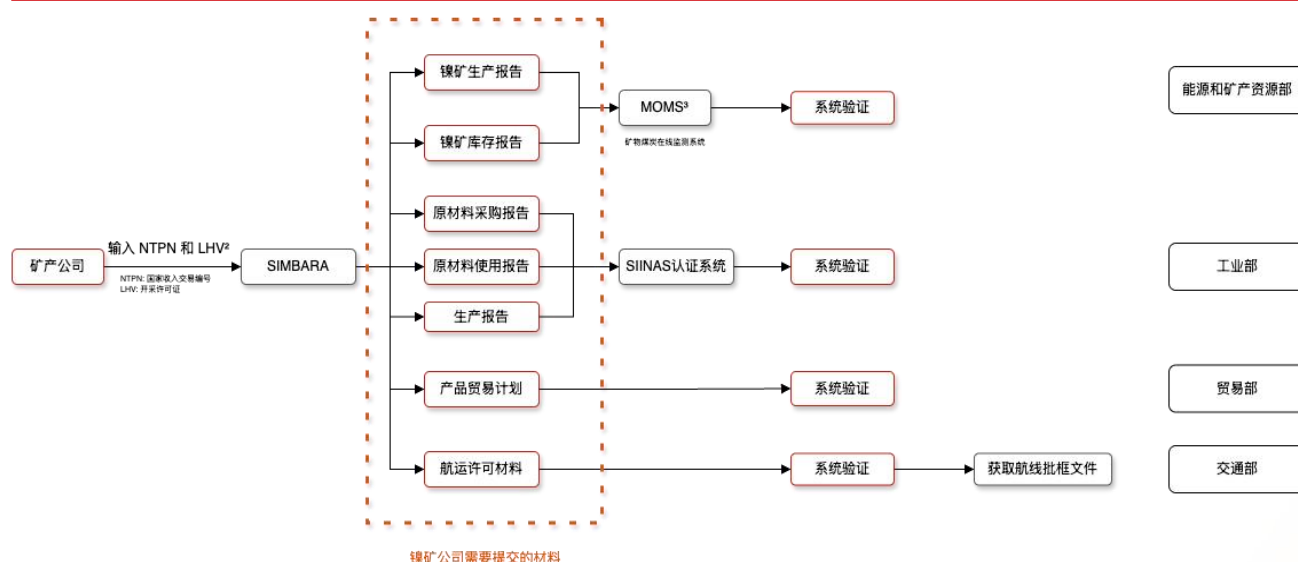
## 二、产业成本结构重塑——印尼政策链条解析

作为全球最大镍资源国，印尼政府近年来持续通过政策调整强化对本国镍资源的战略掌控力。2025年以来，印尼相继出台了包括矿产资源数字化管理平台 SIMBARA 系统的实施、镍矿基准价格（HMA）定价机制的动态调整、以及矿产非税国家收入（PNBP）税率的浮动化管理三项重大政策措施。这一系列政策组合拳背后清晰地体现了印尼政府在保护高品质镍矿资源、提高镍产业链附加值、推动产业链结构优化升级方面的强烈战略意图。然而，在这些政策相继落地实施的过程中，市场暴露出诸多不确定性与执行难点，企业和投资者面临的政策风险明显加剧。对于不锈钢产业来说，镍铁是主要原料之一，镍铁价格抬升将使得不锈钢成本被动抬升，钢厂利润面临进一步被挤压的风险。为更深入理解这些政策对未来镍与不锈钢产业链格局的深远影响，我们将分别围绕 SIMBARA 系统的落地实施、HMA 价格机制的动态调整以及 PNBP 税率浮动机制展开深入解读与分析。

### （一）SIMBARA 系统：全链路监管与“配额限制”的绑定机制

2025 年初，印尼政府全面启动矿产资源数字化管理平台 SIMBARA（矿产品商业管理信息系统），这一系统首次实现了对印尼矿产资源从采矿、冶炼到出口全过程的数字化监管。SIMBARA 系统的实施背景源于印尼镍产业长期存在的数据不透明问题。此前，矿产资源开采与出口过程中企业违规超产、超额出口现象频发，RKAB（矿产年度生产计划）配额执行效果难以有效监控，政府监管缺乏有效的实时手段，导致资源流失和行业秩序混乱。为解决这一问题，2025 年印尼政府正式启用 SIMBARA 矿产资源数字化管理系统，通过实现矿产生产、运输及出口全流程数据透明化、实时监管，旨在大幅提高政策执行效率，保护稀缺高品位镍资源，减少非法出口，提升国家对镍产业链战略掌控能力。

图表 3：SIMBARA 系统的具体内容及流程



资料来源：SMM 中信期货研究所

然而，SIMBARA 系统实际执行仍存在诸多不确定性。首先，印尼国内矿业企业信息化基础参差不齐，



尤其中小型企业初期难以快速达到系统严格的合规要求，短期执行效果可能低于政策预期；其次，系统的实施使行政审批流程更加复杂，矿企的配额审批可能延迟，增加产业链运营的不确定性；最后，政策约束效果的实现还高度依赖于政府对违规企业监管与处罚力度的持续性与有效性，若政府未能落实严格监管措施，系统实际执行效果或将受到明显削弱。

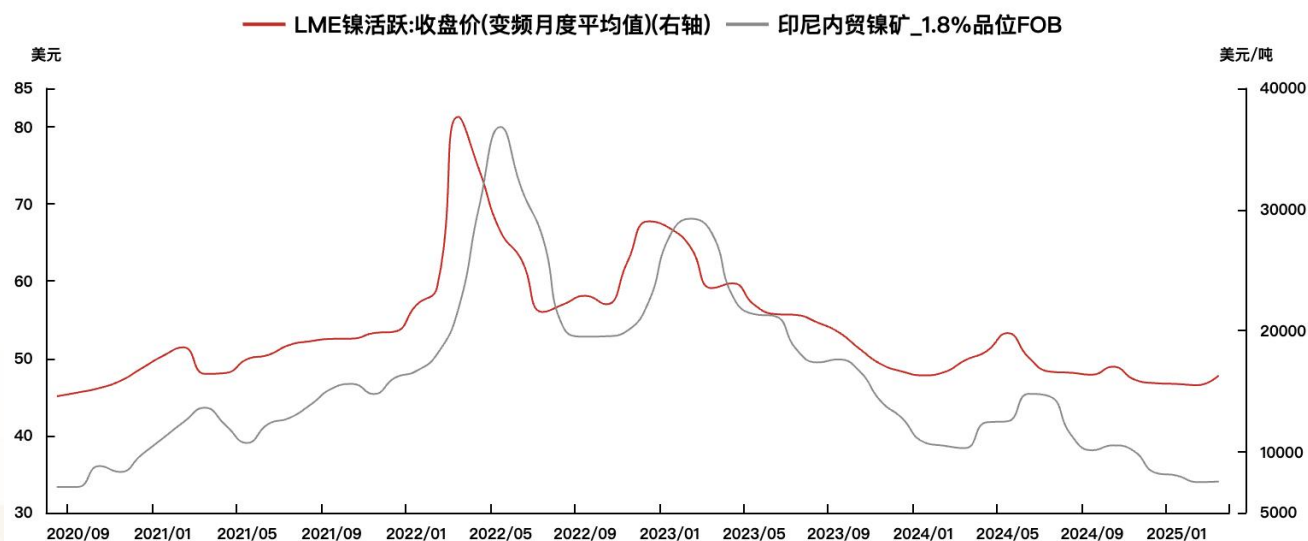
尽管存在短期执行难题，SIMBARA 系统长期却有望重塑印尼镍产业链的整体竞争格局，并对产业链结构升级产生深刻而持久的推动作用。从长远看，系统的持续实施将促使企业主动减少低附加值的矿石粗放出口，推动资本和资源逐渐流向湿法冶炼（HPAL）、电池材料等高附加值领域，有利于实现镍产业链结构的整体升级。同时，数字化透明监管体系的逐步完善，也将提高行业整体经营的合规性与公平性，吸引更多国际资本进入印尼高附加值镍产业链环节，长期提升产业竞争力并增强印尼在全球镍市场的话语权。

此外，SIMBARA 系统带来的矿业生产成本上升及配额管理趋严，也对下游不锈钢行业产生间接影响。由于系统实施初期可能导致矿业企业的合规成本短期内快速上升，从而推动镍矿价格的上涨。这种矿价的上涨趋势会进一步传导至镍铁生产端，造成镍铁成本的被动抬升。在当前国内不锈钢行业库存居高不下且下游消费需求相对低迷的背景下，这种成本上升难以顺畅传导至终端市场，钢厂不得不承担部分成本压力，利润空间因此受到一定程度的侵蚀，进一步加剧不锈钢行业的经营压力。

## （二）HMA 价格机制调整：从市场参考价到“政策锚点”的转变

2025 年 3 月，印尼政府对镍矿产品的基准定价方式（Harga Mineral Acuan，简称 HMA）进行了重大改革。以往，HMA 价格的调整周期较长，存在与国际镍市场价格波动明显脱节的状况，这种价格滞后导致产业链内部价格传导迟缓，使矿山企业在价格波动时缺乏一定的议价能力，成为被动的价格承受者。而本次调整，政府明确提出以伦敦金属交易所（LME）镍均价为基准，每月两次实时动态调整 HMA 价格，显著提高了镍矿价格与国际市场的实时联动性。

图表 4：过往印尼内贸镍矿约滞后 LME 镍月均价两月



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

表面上看，此举提升了市场化定价水平，但从政策制定的深层次逻辑来看，印尼政府的真实意图在于强化对国内镍矿资源定价权的直接掌控。政府通过 HMA 与 LME 镍价的联动，实现了对国内镍产业链成本结构的精确“软调控”，政府得以更加及时和有效地通过非税国家收入（PNBP）调节矿业企业的实际盈利水平，提升财政收入的同时，进一步引导企业的生产与投资行为。

同时，HMA 机制调整对镍产业链成本结构也产生影响。以镍铁为例， $HPM \text{ 镍铁} = Ni\% \times HMA \text{ 镍} \times CF$ ，其中 HPM 镍铁是镍铁形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨，Ni% 为镍铁中的镍含量，HMA 镍是镍的矿产参考价格，CF 是修正系数、设定为 95%。假设镍铁含镍品位为 10%，HMA 价格为 15534 美元/吨，则镍铁的定价约为： $10\% \times 15534 \times 95\% \approx 1476$  美元/吨，折人民币约 1063 元/镍点，高于 3 月中旬现货价约 5%。对应不锈钢来看，304 不锈钢成本或抬升约 650 元/吨。在当下不锈钢下游需求相对平缓的背景下，市场对于高价货接受度较为有限，成本被动抬升或进一步挤压钢厂利润，使得行业经营压力加剧。

计算表明，冶炼企业原料采购成本对国际市场价格的敏感性显著提高，矿山企业在 LME 镍价上涨时虽然销售价格上涨，但同时政府征收的资源税（PNBP）也会快速增加，矿山企业实际利润空间明显被压缩。冶炼企业若无法及时将上涨成本完全传导给下游，将面临显著的利润压缩甚至被动减产，推动供应端结构的被动优化。

更深层的分析可以发现，HMA 价格机制调整的真正战略意图在于政府希望保护高品位镍矿资源，推动产业链向高附加值环节升级转型。长期以来，印尼镍产业存在矿石粗放出口、冶炼加工产业链价值较低等问题，高品质镍矿资源被快速、低价出口消耗，导致国内产业链长期处于低价值链端。近年来，随着全球新能源产业迅速发展，尤其是电池材料领域对高纯度镍需求大幅增长，印尼政府意识到其丰富的高品位镍资源若不加以保护与引导，长期将面临资源耗尽风险，同时错失全球电池级镍市场的战略性机遇。因此，通过 HMA 价格联动机制，政府间接推高矿企与冶炼厂的短期生产成本，降低简单粗放的低附加值生产方式的盈利空间，迫使产业链上下游企业主动向更具竞争力和更高附加值的湿法冶炼、电池材料等新兴领域转型。例如湿法冶炼（HPAL）技术，尽管前期投资较高，但可生产高附加值的电池级镍材料，未来产业前景广阔。政府通过价格和成本结构的调整间接提高了低端冶炼企业的经营压力，从而迫使产业主动升级，实现产业链结构的深度调整。

然而，虽然 HMA 价格联动机制在理论上实现了矿石及镍产品价格与国际市场价格的高度联动，但在实际执行过程中仍存在明显的不确定性和执行风险。具体而言，HMA 与镍产品（如镍生铁、冰镍）价格的挂钩（即 HPM 定价）目前在印尼国内并未建立起明确的执行机制。与镍矿的 HPM 定价不同，镍矿 HPM 与矿商缴纳的政府税收（PNBP）直接挂钩，因此具有较强的政策执行约束力。但对于镍产品 HPM 而言，目前政府尚未出台具体措施确保企业严格按照公式执行，且镍生铁和冰镍等产品长期实际成交价格低于 HPM 理论值。这就导致 HPM 理论价格很可能继续沦为“指导价”而非实际交易价格，或直接降低了政府通过 HMA 定价机制掌控镍产品实际价格的能力。

综合来看，印尼政府此次 HMA 价格机制调整虽具明确的产业链转型战略意图，但在镍产品 HPM 价格实际执行层面仍存在较大不确定性，政策落地效果存在执行力度不足的潜在风险。后续市场应密切关注政府后续政策执行措施的出台情况，关注政府是否会推出进一步监管措施以强化 HPM 价格的实际执行效果。

**图表 5：金属矿产销售基准价格公式**

金属矿产销售基准价格公式			
编号	金属矿产种类	基准价格制定公式	备注
1	镍矿石	HPM 镍矿石 = Ni% * CF * HMA 镍	1.HPM 镍矿石是镍矿石形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.Ni% 是镍矿石中的镍含量。
			3.CF 是修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，具体如下：
			a. 镍含量为 1.9% 时，CF 为 20%；
			b. 镍含量每增加或减少 0.1%，CF 相应增加或减少 1%。
2	镍铁	HPM 镍铁 = (Ni% * HMA 镍) * CF	4.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
			1.HPM 镍铁是镍铁形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.Ni% 是镍铁中的镍含量。
			3.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
3	混合氢氧化物沉淀物 (MHP)	HPM MHP = (Ni% * HMA 镍 * CF Ni) + (Co% * HMA 钴 * CF Co)	4.CF 是修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 95%。
			1.HPM MHP 是混合氢氧化物沉淀物(MHP)形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨
			2.Ni% 是 MHP 中的镍含量。
			3.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
			4.CF Ni 是镍的修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 100%。
			5.Co% 是 MHP 中的钴含量。
			6.HMA 钴是钴的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
4	混合硫化物沉淀物 (MSP)	HPM MSP = (Ni% * HMA 镍 * CF Ni) + (Co% * HMA 钴 * CF Co)	7.CF Co 是钴的修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 100%。
			1.HPM MSP 是混合硫化物沉淀物(MSP)形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.Ni% 是 MSP 中的镍含量。
			3.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
			4.CF Ni 是镍的修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 65%。
			5.Co% 是 MSP 中的钴含量。
			6.HMA 钴是钴的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
5	镍金属颗粒 (NMS)	HPM NMS = Ni% * HMA 镍 * CF	7.CF Co 是钴的修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 30%。
			1.HPM NMS 是镍金属颗粒(NMS)形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.Ni% 是 NMS 中的镍含量。
			3.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
6	镍生铁	HPM NPI = Ni% * HMA 镍 * CF	4.CF 是修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 100%。
			1.HPM NPI 是镍生铁(NPI)形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.Ni% 是 NPI 中的镍含量。
			3.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
7	镍锭	HPM 镍锭 = HMA 镍	4.CF 是修正系数，表示对商品质量的折扣或溢价，设定为 85%。
			1.HPM 镍锭是镍锭形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
8	镍铤	HPM 镍铤 = 常数 * (Ni% + Co%) * HMA 镍	2.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。
			1.HPM 镍铤是镍铤形式的金属矿产基准价格，单位为美元/干吨。
			2.常数设定为 78%。
			3.Ni% 是镍铤中的镍含量。
			4.Co% 是镍铤中的钴含量。
			5.HMA 镍是镍的矿产参考价格，用于 HPM 计算。

资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

### (三) PNB 税率调整：镍矿成本锚点如何改变

2025 年 3 月上旬，印尼政府对非税国家收入 (Penerimaan Negara Bukan Pajak，简称 PNB) 机制提出调整建议，体现出政府利用财政税收手段深化镍产业链价值调控的意图。就镍产业而言，印尼政



府建议镍矿税率从 10%提至 14%-19%（按 HMA 浮动），镍铁税率从 2%提至 5%-7%（按 HMA 浮动）；镍钼税率从固定 2%调整为 4.5%-6.5%（按 HMA 浮动），并取消 windfall tax（暴利税）。

2022 年以来，PNBP 税率一直固定在 10%的水平，定价模式相对单一，未能体现国际市场价格波动对资源税收的合理反应。而此次调整明确将 PNBP 税率由原来的固定税率模式转为浮动税率模式，且税率浮动与 HMA 价格直接挂钩，即随着 LME 镍价与 HMA 价格的上涨，政府资源税收将自动随之提高。

图表 6：PNBP 调整建议

镍资源产品	HMA 镍价格 (美元/金属吨)	现行资源税税率	建议执行资源税税率
Ni% < 1.5%高品位镍矿	< 18000	10%	14%
Ni% < 1.5%高品位镍矿	18000 < 21000	10%	15%
Ni% < 1.5%高品位镍矿	21000 < 24000	10%	16%
Ni% < 1.5%高品位镍矿	24000 < 31000	10%	18%
Ni% < 1.5%高品位镍矿	≥ 31000	10%	19%
冰镍	< 18000	2%	4.5%
冰镍	18000 < 21000	2%	5%
冰镍	21000 < 24000	3%	5.5%
冰镍	24000 < 31000	3%	6%
冰镍	≥ 31000	3%	6.5%
镍铁—水淬镍 (FENI)	< 18000	2%	5%
镍铁—水淬镍 (FENI)	18000 < 21000	2%	5.5%
镍铁—水淬镍 (FENI)	21000 < 24000	2%	6%
镍铁—水淬镍 (FENI)	24000 < 31000	2%	6.5%
镍铁—水淬镍 (FENI)	≥ 31000	2%	7%
镍铁—镍生铁 (NPI)	< 18000	5%	5%
镍铁—镍生铁 (NPI)	18000 < 21000	5%	5.5%
镍铁—镍生铁 (NPI)	21000 < 24000	5%	6%
镍铁—镍生铁 (NPI)	24000 < 31000	5%	6.5%
镍铁—镍生铁 (NPI)	≥ 31000	5%	7%

资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

印尼政府推行这一措施的核心目的有两点：一方面，通过动态调整税率来有效提高政府财政收入，防止高价值矿产资源以低价被大量出口；另一方面，进一步强化资源的保护力度，倒逼矿商减少高品质镍矿资源的粗放式出口，引导镍矿企业向资源深加工和高附加值产业（例如湿法冶炼、电池材料生产）升级转型。具体到 PNBP 税率调整对于成本端变动路径，以 HMA 镍价为 15534 美元/吨为例，Ni<1.5%高品位镍矿的建议执行资源税税率将从 10%调升为 14%，对应抬升矿价成本和镍铁成本约 4%，冰镍抬升约 3%，推算电镍成本平均抬升 3%-4%。

对于产业链利润结构端的影响，PNBP 税率浮动的影响沿着产业链逐级传导。首先是矿商层面，矿企的生产成本显著增加，尤其对于高品位矿石而言，单位矿石价值较高，成本上升幅度更加显著。其次，冶炼厂和下游企业也将受到明显影响。冶炼企业的原料采购成本被动上涨，利润空间被严重压缩。当下游需求未明显好转时，这种成本压力的上涨将很难向终端产品完全传导，可能导致镍铁冶炼厂被迫减产甚至退出市场，推动产业结构被动优化。

从政府长期战略视角来看，此次 PNB 浮动税率政策的实施，其真实战略目的与 HMA 调整背后战略逻辑一致，都是为了保护印尼稀缺的高品位镍矿资源，推动产业链从低端冶炼与矿石简单粗放出口向湿法冶炼、电池材料等高附加值产业转型。

更进一步而言，印尼 PNB 税率浮动机制的实施在提高矿企生产成本的同时，也将通过产业链传导加剧不锈钢行业的成本负担。随着高品位镍矿资源税率的明显提升，镍铁和镍矿成本端的上升压力势必进一步显现。特别是在市场整体供需失衡、国内不锈钢库存高企的情况下，下游市场缺乏足够的消化能力，钢厂较难向终端市场完全转移新增成本。这种情况下，不锈钢企业不得不消化一部分额外成本，进一步压缩其本已有限的盈利空间。同时，长期来看，这一税制改革也可能促使产业链上下游加速结构调整，推动落后产能的淘汰和高附加值环节的发展。

然而，近期市场接收到了关于 PNB 政策变数预警，主要来源于 APNI 强烈反对与 ESDM 坚定信号的背离。2025 年 3 月 17 日，印尼镍矿商协会（APNI）针对政府拟议的累进式特许权使用费率政策公开表达强烈反对。APNI 指出，目前国际镍市场价格持续低迷，政府拟定的浮动累进税率并未充分考虑市场现实情况，将显著加大矿商运营负担，甚至可能导致部分矿企经营困难。APNI 进一步呼吁政府实施更加灵活、公平的税收政策，建议设定镍价波动门槛，仅在镍价超过一定阈值时适用更高税率，降低行业整体风险。但就在 APNI 表达反对次日，即 3 月 18 日，印尼能源与矿产资源部（ESDM）明确释放出更为强烈的政策信号，表明新的矿产和煤炭特许权使用费提高规则将在 2025 年开斋节（3 月 31 日）前落地实施，明确涵盖煤、镍、铜、金、银、锡等矿种。据 SMM 讯，ESDM 的强硬态度显示出政府提高 PNB 税率的决心较强，当前印尼市场对该政策最终落地实施抱有较强的预期。

政策变数的出现意味着短期内市场将处于高度不确定性中。尽管政府表达强烈的政策推进意图，但矿商协会的反对声音不容忽视，可能使政府在执行细节或执行力度上做出调整。若政府如期强势推进政策，矿商成本迅速上升，短期内矿石供应量或有所降低，镍产品供应收紧预期强化，镍价可能出现阶段性上涨。但若政府在矿商协会的反对下调整政策力度，例如提高价格适用阈值或实施更加灵活的定价机制，则成本传导压力将显著缓和，镍价上行驱动有所减弱，政策预期对于市场价格的推动作用可能受到抑制。但从长期产业链结构演变的角度来看，无论短期政策实施的力度如何微调，政府提高 PNB 税率、保护资源并推动产业链向高附加值转型的战略意图不会根本改变。长期内，印尼政府仍将持续推动高品质镍矿资源向高附加值冶炼领域集中，产业链结构逐步转型仍是必然趋势。

### 三、结构性过剩现实未改，镍价拉锯或将持续

2025 年全球镍市场供应过剩的核心矛盾仍集中在印尼湿法中间品（MHP）及中国电镍产能的集中释放。因印尼当地褐铁矿型红土镍矿相较腐殖型供应稍显充足，且湿法项目偏环境友好，印尼政府对湿法项目一直维持积极态度。2025 年印尼湿法冶炼新增项目累计年产能预计约 46.9 万金属吨，其中 POSCO 与力勤在苏拉威西岛的 HPAL 项目两期规划产能总计 12 万吨镍金属当量。与此同时，中国电解镍产能进入爆发期，2025 年累计产能预计达 44.7 万吨。镍市场的结构性过剩局面持续体现在 LME 库存的不断积累上，截至 3 月 27 日，LME 库存已于 20 万吨以上维持近两周，较去年同期增约 162%，并创近 5 年第二高位。同时，SHFE 库存约 2.68 万吨，较去年同期增约 70%；镍社会库存（上期所+南储+隐性）4.7 万吨，创五年同期新高。显性库存高位进一步压制镍价反弹空间。

图表 7：印尼湿法中间品新增产能统计

项目名称	产品	预计投产时间	年产能（万金属吨）
PT ESG New Energy Material	MHP	2024年12月	4.00
格林爱科镍金属有限公司	MHP	2025年1月	2.00
印尼晨曦镍钴湿法项目	MHP/纯镍	2025年	6.70
印尼寒锐镍业有限公司	-	2025年	2.00
韩国浦项制铁	MHP	2025年	12.00
伟明第三个高冰镍项目	Matte	2025年6月	5.00
Indonesia JV	Matte	2025年Q2	5.20
PT MITRA MURNI PERKASA	Matte	2025年Q2	2.78
Excelsior Nickel Cobalt(ENC)	MHP/硫酸镍/阴极镍	2025年Q4	7.20
合计			46.88

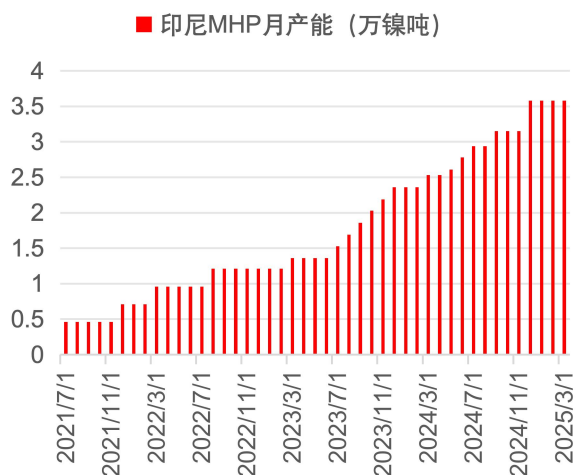
资料来源：公开资料 SMM MySteel 中信期货研究所

图表 8：电解镍新增产能统计

区域	厂商简称	产能	有效产能	2024新增	合计产能
中国	金川集团	16.50	16.50	3.00	19.50
	青山镍业	3.00	3.00		3.00
	广西华友	1.25	1.25	1.25	2.50
	广西银亿	2.40	2.40		2.40
	中伟新材料	0.60	0.60	1.25	1.85
	吉恩镍业	0.85	0.50	0.40	1.25
	祺生镍业	0.36	0.36		0.36
	广德环保	0.30	0.12		0.30
	烟台凯实	1.00	0.72	-1.00	0.00
	茂联科技	1.00	1.00		1.00
	新疆新鑫	1.00	1.00		1.00
	华友钴业	2.00	2.00	2.00	4.00
	元力环保	3.00	3.00		3.00
	中国其他(电解镍)	0.30	0.30		0.30
	寒锐钴业			0.50	0.50
	新时代中能			0.60	0.60
	聚泰新材料			1.00	1.00
	腾远钴业			0.50	0.50
	路加新材料			1.00	1.00
	美之达新材料			0.60	0.60
	中国合计	33.56	32.75	11.30	44.66
印尼	青山镍业			5.00	5.00
合计		33.56	32.75	16.30	49.66

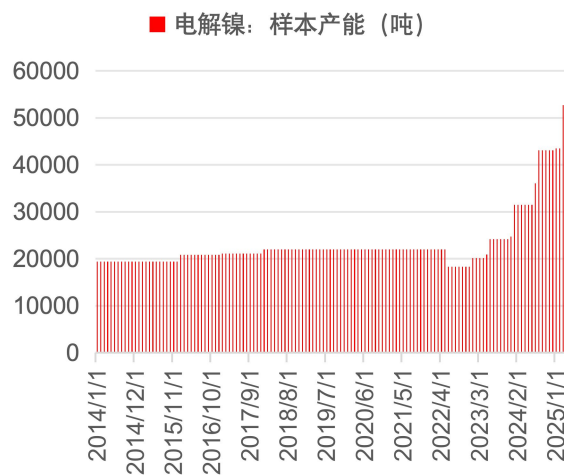
资料来源：公开资料 SMM MySteel 中信期货研究所

图表 9：印尼 MHP 月产能



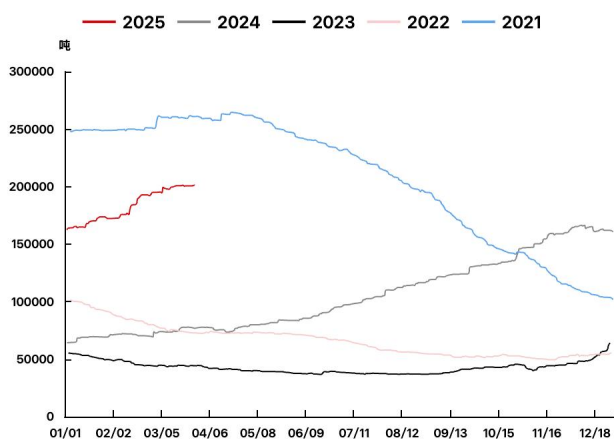
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 10：电镍月产能



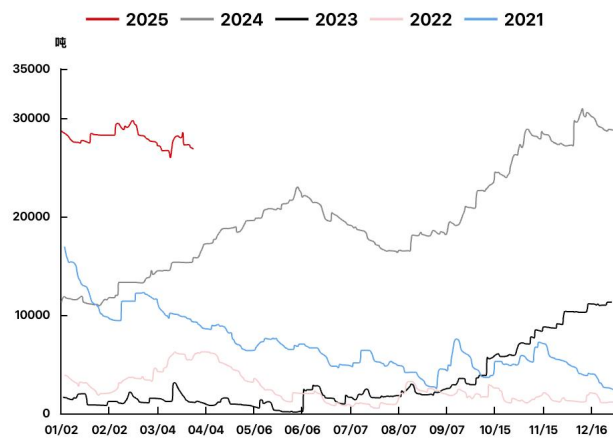
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 11：LME 库存



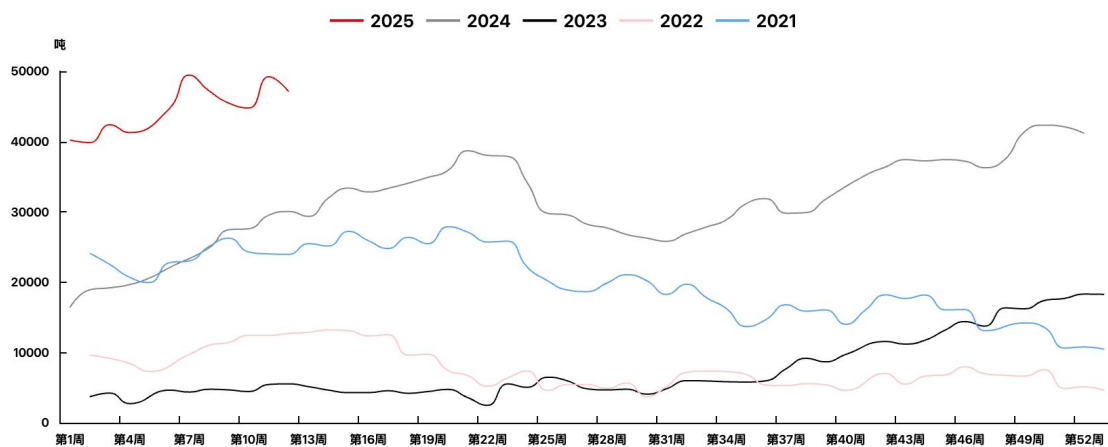
资料来源：SMM MySteel 中信期货研究所

图表 12：SHFE 库存



资料来源：SMM MySteel 中信期货研究所

图表 13：镍社会库存（上期所+南储+隐性）

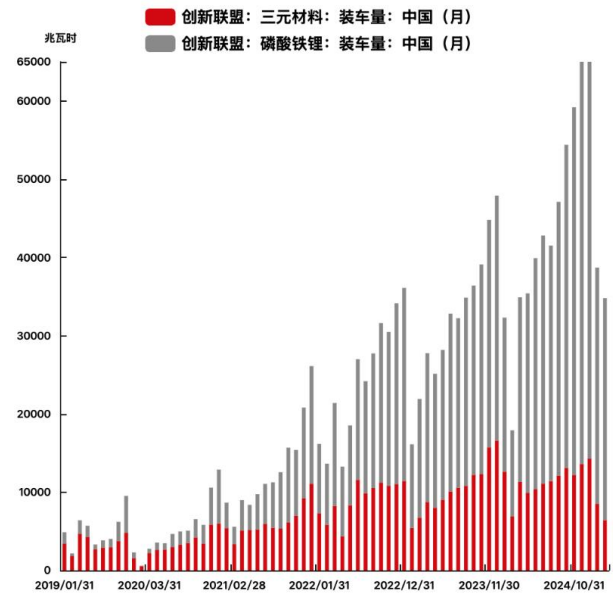


资料来源：SMM 中信期货研究所



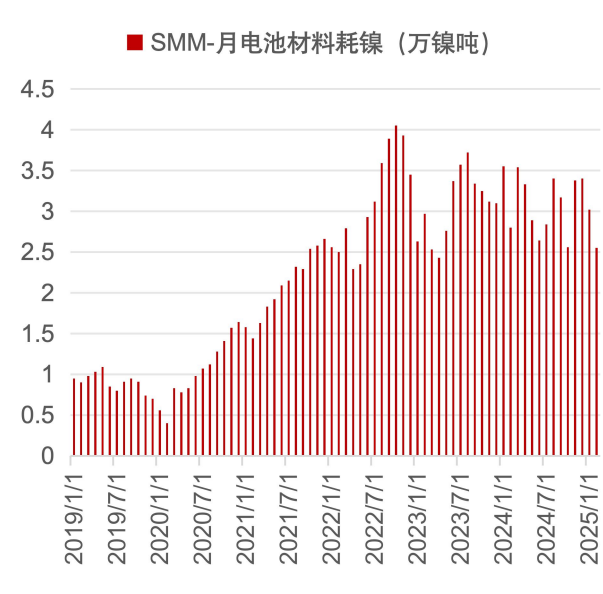
需求侧增速斜率有所放缓。在动力电池领域，磷酸铁锂（LFP）凭借成本优势持续挤压三元材料市场空间。2025 年 1-2 月，中国动力电池装车量中三元电池占比降至 18.5%，同比下降 7.2%，而同期磷酸铁锂电池占比高达 81.5%，电池能量密度有所下滑。具体到动力电池耗镍量来看，尽管新能源车销量维持较高增速，但耗镍量有所趋缓——以中国市场为例，2024 年新能源车销量增长超 35%的同时，电池材料耗镍量仅增长 4%，需求解耦效应显著。传统领域亦难寻亮点，不锈钢行业镍消费增速较为稳定，合金电镀需求有望受欧洲财政刺激抬升，但对镍整体消费增量贡献较为有限。

图表 14：三元电池占比有所下滑



资料来源：SMM MySteel 中信期货研究所

图表 15：电池材料耗镍量趋缓



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 16：全球镍供需平衡

单位：万镍吨	2024E	2024Q1	2025E	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q1-25/24	2026E
纯镍产量	94.5	21.7	112.0	26.9	27.8	28.1	29.2	24.1%	115.0
中国NPI产量	33.1	8.2	34.0	8.4	8.6	8.9	8.1	2.2%	36.0
印尼NPI产量	148.3	35.6	153.2	37.1	38.4	38.7	39.0	4.2%	161.0
FENI产量	37.8	9.2	40.0	9.8	9.6	10.2	10.4	6.5%	42.0
原生镍盐产量	39.7	9.5	49.6	10.5	12.2	13.0	13.9	11.0%	50.0
其他镍原料产量	4.7	1.1	7.0	1.5	3.0	1.2	1.2	38.9%	8.0
原生镍总供应量	358.1	85.3	395.8	94.2	99.6	100.1	101.8	10.5%	412.0
中国+印尼不锈钢耗镍量	188.6	45.9	206.0	50.5	50.9	51.8	52.8	9.9%	217.0
其他国家不锈钢耗镍量	42.4	10.6	42.8	10.7	11.1	10.1	10.9	0.9%	43.0
电池材料耗镍量	42.4	10.7	50.0	11.4	12.5	13.0	13.1	6.5%	54.0
合金耗镍量	54.4	13.0	58.8	14.0	14.8	14.9	15.1	7.4%	65.0
电镀耗镍量	11.1	2.7	12.0	2.7	2.9	3.0	3.4	-1.5%	13.0
其他耗镍量	10.9	2.8	10.8	2.7	2.8	2.6	2.7	-1.8%	11.0
原生镍总需求量	349.8	85.8	380.4	92.0	95.0	95.4	98.0	7.3%	403.0
原生镍供需平衡	8.3	-0.5	15.4	2.2	4.6	4.7	3.8		9.0

资料来源：公开资料 SMM MySteel 中信期货研究所

图表 17：国内镍供需平衡

单位：万吨	2022	2023	2024E	2024Q1	2025E	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	Q1-25/24	2026E
纯镍产量	17.4	24.7	33.9	7.2	44.3	10.4	11.8	10.3	11.8	45.5%	45.0
镍生铁产量	44.7	38.9	35.0	9.6	34.0	8.1	7.9	8.3	7.7	-15.3%	34.0
硫酸镍产量	37.7	42.3	38.9	10.6	42.2	9.8	10.8	10.2	11.4	-7.3%	45.0
硫酸镍耗纯镍量	5.9	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0
硫酸镍耗非原生料量	7.5	8.8	6.1	2.0	9.2	2.2	2.6	2.0	2.4	11.1%	10.0
其他镍产量	0.8	0.6	0.7	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.2	-28.6%	0.7
原生镍总产量	87.2	97.6	102.4	25.4	111.9	26.2	28.1	26.9	28.7	3.0%	114.7
FENI进口量	72.2	102.1	108.7	28.2	116.0	29.1	29.5	28.6	28.8	3.4%	118.0
NPI进口量	13.0	13.0	10.0	3.1	12.0	2.2	2.5	3.5	3.8	-28.3%	14.0
镍盐净进口量	1.2	2.4	4.8	0.9	4.5	1.1	1.2	1.2	1.0	27.9%	5.0
纯镍清关量	16.5	7.6	0.4	0.8	0.0	0.5	-0.5	0.3	-0.3	-39.0%	0.0
其他镍进口量	0.5	0.4	0.5	0.1	0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	-75.0%	0.6
总进口原生镍	103.5	125.5	124.5	33.0	133.0	32.9	32.9	33.8	33.5	-0.2%	137.6
原生镍总供应量	190.7	223.0	226.9	58.4	244.9	59.1	60.9	60.7	62.2	1.2%	252.3
不锈钢耗镍量	158.0	179.4	184.5	45.9	193.7	47.0	49.4	49.0	48.3	2.5%	210.0
不锈钢耗非原生料	36.1	33.7	33.0	7.2	34.9	8.2	8.6	9.2	8.9	14.4%	38.0
电池材料耗镍量	37.5	36.8	38.4	9.5	44.1	10.8	10.5	11.0	11.8	13.9%	49.0
电池材料耗非原生料	7.5	8.8	6.1	2.0	7.9	1.8	1.9	2.0	2.2	-9.1%	9.0
电镀耗镍量	4.3	4.4	4.5	1.1	6.0	1.2	1.5	1.6	1.7	11.1%	6.8
合金耗镍量	14.1	16.1	18.7	4.4	20.0	4.7	4.9	5.1	5.3	7.1%	26.0
其他耗镍	4.6	4.6	4.7	1.2	4.8	1.1	1.2	1.3	1.2	-8.3%	5.0
原生镍总需求量	174.8	198.7	211.6	52.9	225.8	54.8	57.0	56.8	57.2	3.7%	249.8
原生镍供需平衡	15.9	24.3	15.2	5.5	19.0	4.3	3.9	3.9	5.0	-22%	2.5

资料来源：公开资料 SMM MySteel 中信期货研究所

另一方面，从产业链终端角度观察，不锈钢行业所面临的结构性过剩现象同样严峻，成本端被动抬升更加剧了钢厂利润被进一步挤压的风险。当前不锈钢企业库存水平持续高位运行，下游房地产及基建等传统消费领域需求增长有限，短期内难以有效缓解供需错配。因此，预计未来一段时期，不锈钢行业的利润空间将继续受到成本上涨和需求疲软的双重挤压，不排除企业通过进一步减产、调整产线和积极运用期货市场工具进行风险对冲，来应对可能出现的经营困境。

图表 18：中国不锈钢供需平衡表

单位：万吨	2023	2024	24Q1	2025E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E	Q1-25/24	25/24
不锈钢产量	3673.9	3785.1	867.9	3978.1	892.4	1033.6	1014.7	1037.4	2.8%	5.1%
不锈钢净出口量	194.7	316.6	45.4	418.3	125.7	75.2	134.7	96.3	177.1%	32.1%
不锈钢进口量	207.1	187.8	60.8	187.0	55.9	45.9	31.2	54.1	-8.1%	-0.4%
不锈钢出口量	401.8	504.4	106.2	605.3	181.6	121.1	165.9	150.4	71.0%	20.0%
不锈钢总供应量	3479.2	3468.5	822.5	3559.8	766.7	958.5	880.0	941.1	-6.8%	2.6%
不锈钢总需求量	3450.2	3421.1	771.3	3523.7	750.4	942.0	883.1	948.2	-2.7%	3.0%
不锈钢供需平衡	29.1	47.4	51.2	36.1	16.4	16.5	-3.1	-7.2		

资料来源：SMM 中信期货研究所

综合来看，印尼政策组合短期内显著提高了镍市场价格的波动率，但中期视角下，全球镍市结构性过剩的基本格局依旧难以改变。当前 LME 库存维持高位（已超 20 万吨），国内显性库存亦位于历史高位，需求端整体增长缓慢，镍价的长期上涨空间有限。因此，预计未来镍市场将围绕政策预期扰动与基本面现实之间的博弈展开，镍价短期内可能因政策推进预期而波动加剧，但中期最终仍将回归结构性过剩基本面逻辑，LME 镍价预计维持 13500-18000 美元/吨宽幅震荡区间，沪镍对应区间为 11-14.5 万元/吨，不锈钢波动区间预计为 12600-14000 元/吨。

风险因素：宏观经济及地缘政治超预期变化；印尼政策执行风险；产业链供应释放不及预期

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>

