

过剩格局延续，围绕成本波动 ——镍不锈钢 2025 年度投资策略报告

【报告要点】

- 印尼 RKAB 审批进度对于镍产业链的影响贯穿 2024 全年，纯镍相比不锈钢更具弹性，纯镍价格呈现先扬后抑走势，不锈钢整体处于宽幅震荡。
- 展望 2025 年，纯镍供应继续增加，需求端增量不及供应端，库存将继续累库。镍价已经处于低估值区域，跌破外采原料的成本线。但是，原料端仍面临印尼政策扰动的风险以及国内将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，镍价继续下跌的空间有限。策略上，区间操作；对于不锈钢，目前产业链各环节均处于亏损状态，镍铁和铬铁成本支撑有望加强，供需双增，预计 2025 年继续保持宽幅震荡走势，策略上建议区间操作。

风险点：印尼政策；宏观因素

郑国奎

从业证书：F3042921

薛韬

从业证书：F3094423

投资咨询证号：Z0020100

电话：021-63123065

地址：上海市黄浦区西藏南路
1208号6、18、19楼

期货投资咨询业务批准文号：
证监许可[2011]1446号

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！

目录

一、2024 年行情回顾：镍弹性高于不锈钢	1
二、2025 年镍市场观点和核心逻辑	2
(一) 原料端：印尼镍矿偏紧，政策仍存扰动	2
(二) 供应：供应维持高位，产能继续增加	6
(三) 需求：不锈钢和合金耗镍量稳步增加	7
(四) 库存：交割品不足风险大幅降低，库存仍将继续累库	8
(五) 成本：镍价跌破外采原料成本线	9
(六) 小结	11
三、2025 年不锈钢市场观点和核心逻辑	11
(一) 原料端：成本支撑有望加强	11
(二) 供应维持高位，稳定增长	14
(三) 需求：2025 年不锈钢消费整体增加 3%	16
(四) 库存：去库缓慢，仓单高位	17
(五) 成本：钢企处于亏损状态	18
(六) 小结	19
四、2025 年全年投资建议及风险点提示	19
(一) 行情展望	19
(一) 供需平衡表	20
表 1：印尼镍矿需求测算	20
表 2：纯镍供需平衡表	20
表 3：不锈钢供需平衡表	20

一、2024 年行情回顾：镍弹性高于不锈钢

印尼 RKAB 配额问题对于镍产业链的影响贯穿 2024 年全年，纯镍和不锈钢均是镍产业链的下游产品，同时纯镍也是不锈钢原料之一，但是经济性较差，原料占比仅在 2% 左右，各自基本面存在不同。2024 年镍主力合约整体呈现先扬后抑的走势，而不锈钢主力呈现宽幅震荡的走势。相比不锈钢，镍价弹性更大，二者的比值走势与镍走势基本一致。



2024 镍行情回顾：呈现先扬后抑的走势。 2024 年镍主力合约整体呈现先扬后抑的走势。

第一阶段：年初在成本线 13W 附近维持窄幅区间震荡，春节过后国内外镍价均出现了大幅上涨，5 月 21 日冲至最高点，随后开始回落，累计涨幅超过 25%。本轮上涨的核心驱动有以下几个方面：2024RKAB 由一年一审批改为三年一审批，同时印尼进行总统大选换届，RKAB 审批进度缓慢，造成原料供应和需求阶段性错配。印尼红土镍矿价格大幅抬升，节后涨幅超过 15%；印尼 2 月高冰镍以及湿法中间品的产量仅小幅减少，但是二者出口至中国的总量大幅度减少，造成原料供应与硫酸镍生产需求阶段性错配以及硫酸镍供应与三元前驱体镍需求阶段性错配，在 3 月 14 日上涨至阶段性高点 14.3W。随后，RKAB 审批进度加快，市场情绪转弱，镍价阶段性的回调。二季度宏观情绪转暖，叠加海外镍矿端存在扰动，驱动镍价再度大幅上涨。

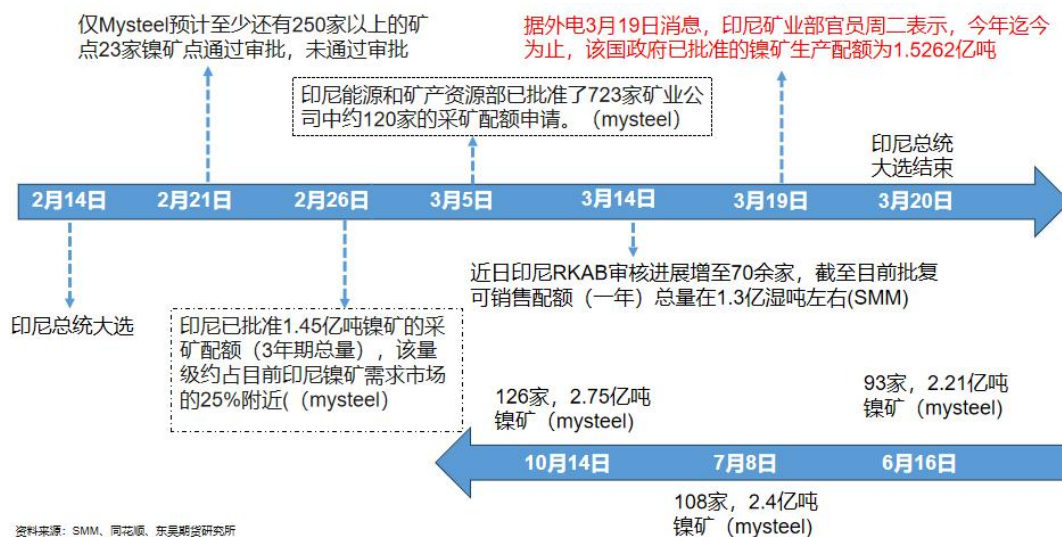
4月13日英美对俄罗斯金属实施制裁，俄镍无法用于LME交割；5月中旬，新喀地区发生严重暴乱，镍相关产业收到波及停产，原料端供应担忧增加，镍价再度快速上涨，5月21日涨至年内最高点16.05W。第二阶段：宏观情绪降温，RKAB审批进度加快，原料端短缺担忧缓解，镍价承压回落。镍价快速上涨的过程中，供应维持高位，需求并无明显的增长，库存也累至年内的阶段性高点。而进入三季度，宏观情绪降温，海内外宏观经济数据走弱，美国开始新一轮大选政策不确定性加大。同时RKAB审批进度加快，7月8日镍矿审批额度通过2.24亿吨，原料端短缺问题基本缓解。在基本面和宏观面共振下，镍价开始持续的下跌，镍价高位回落，于9月10日创出年内的新低12.16万/吨。镍价创新低后，空头止盈离场，同时9月下旬国内出台一系列经济刺激政策，驱动镍价快速反弹，10月8日，反弹至高点后，开始回落并维持窄幅区间震荡。

2024 不锈钢行情回顾： 不锈钢行情整体呈现宽幅震荡行情，主要的运行区间是在【13500,14500】元/吨，波动小于镍价。供需基本面偏弱的情况下，RKAB审批进度和海内外宏观政策也影响着钢价的节奏节奏。叠加，不锈钢的另一重要原料铬铁价格大幅度下降，使得进入四季度不锈钢价格不断的创出新低，主力合约最低跌至12800元/吨。

综合以上，镍矿供应扰动贯穿全年，同时印尼镍矿政策和海内外宏观政策都存在较大的不确定性，预计2025年镍产业链受宏观扰动程度会进一步的加大，纯镍将表现出更高的弹性。

二、2025 年镍市场观点和核心逻辑

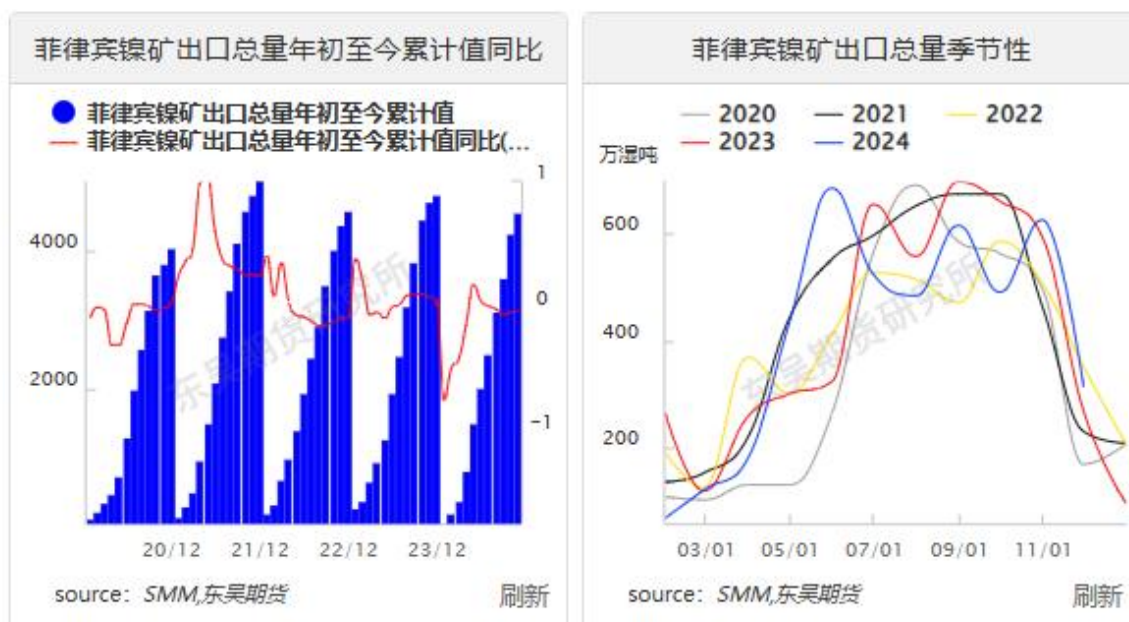
（一）原料端：印尼镍矿偏紧，政策仍存扰动



印尼镍矿：收紧供应，价格抬升。2024 印尼实行新的镍矿审批政策，由一年一批改为三年一批，工作量加大，审批进度缓慢，造成原料阶段性短缺，印尼内贸红土镍矿价格从年初最低最低点 33.4 美元/湿吨，上涨至年内最高点 51.8 美元/湿吨，涨幅超 55%。截至 10 月 14 日，印尼镍矿生产企业已有 126 家通过审批，总计开采额度达到 2.75 亿湿吨（2024 年），按照开采效率 80-85% 计算，2024 年印尼镍矿实际供应 2.2~2.3 亿吨。根据测算，2024 年镍矿的需求量在 2.28 亿湿吨，印尼镍矿整体维持紧平衡。截至 12 月 13 日，印尼镍矿价格 44 美元/湿吨，相比年初仍有 30% 以上的涨幅。根据 mysteel 资讯，2025 年的开采额度也达到了 2.5 亿湿吨，而 2025 年镍矿的需求量在 2.56 亿湿吨，预计仍将保持一个偏紧状态。同时，随着印尼镍产业链的完善，印尼政府开始有意识控制产能的扩张。12 月 11 日，印尼矿业部煤炭和矿产开采局局长 Tri Winarno 表示，在地缘政治“紧张局势加剧和全球冲突加剧的背景下，进一步限制产量对于保持国家韧性至关重要”。因此，2025 年印尼镍政策仍存在变量，原料端的扰动可能会加大，镍原料成本支撑或走强。

菲律宾镍矿出口：菲律宾出口保持稳定，镍矿成本稳定。菲律宾出口整体保持稳定，2024 年 1-10 月累计出口 4219 万湿吨，同比减少 4.5%。其中，出口至中国 3039 万吨，同比减少 10.83%，占比超过 72%，预计 2024 年出口至中国 3511 万吨，同比减少 9.29%；1-10 月累

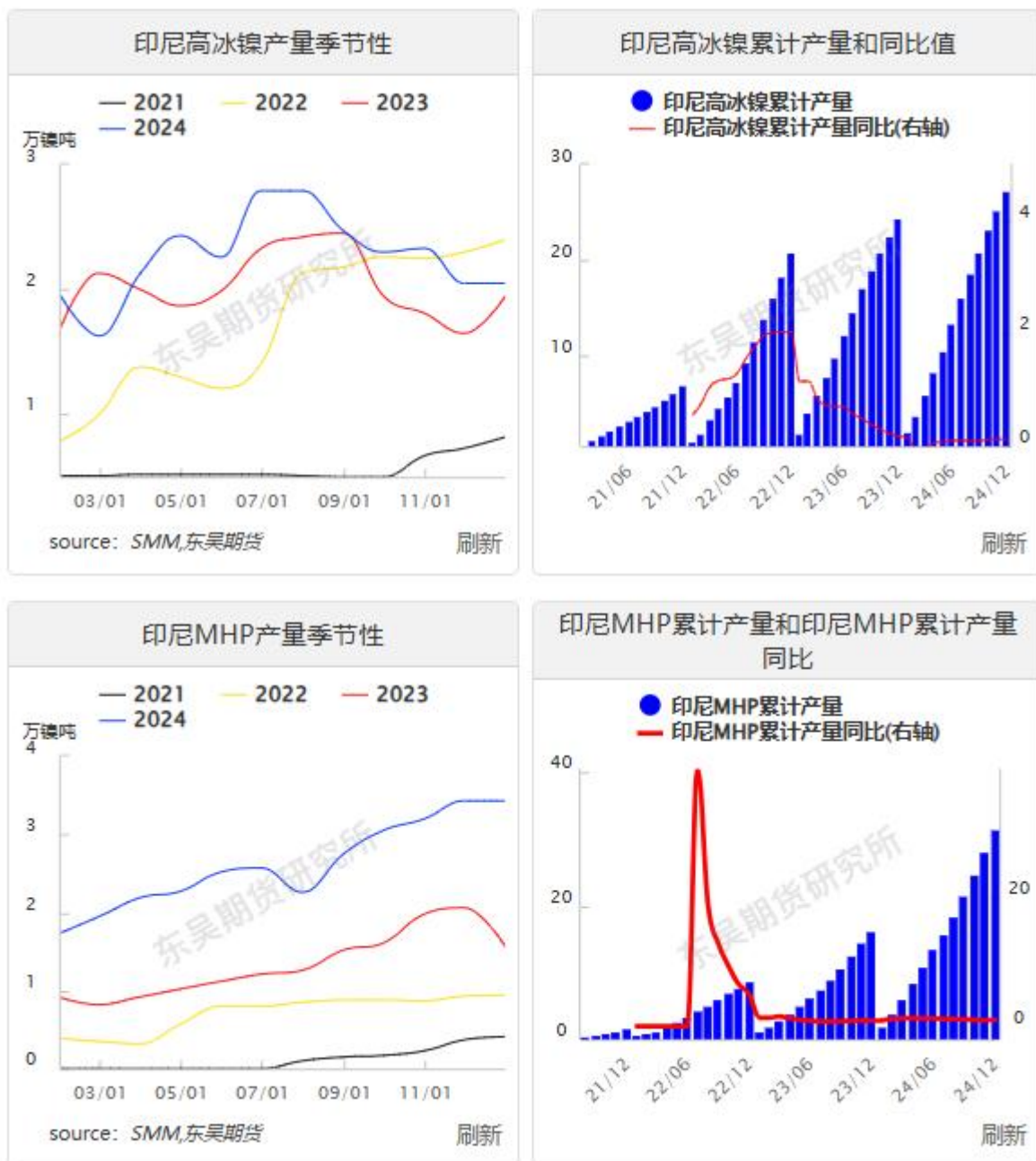
计出口镍矿至印尼达到 923 万湿吨。根据公开资料，菲律宾镍矿成本支撑位置（1.5%，CIF）大约在 40 美元/吨，相对稳定。



中国镍矿进口：港口库存高位，品位降低。 镍矿进口呈现季节性规律，无明显变化。2024 年 1-10 月累计进口镍矿 3323 万吨，同比减少 14%。预计全年进口 3824 万吨，同比减少 14% 左右。1-10 月从菲律宾 3039.36 万吨，同比减少 10.83%，预计 2024 年累计从菲律宾进口 3511 万吨，同比减少 9.29%，占镍矿进口 91.48%。全年镍矿港口库存处在一个历史高位，以中低品位镍矿为主，占比超过 93%。



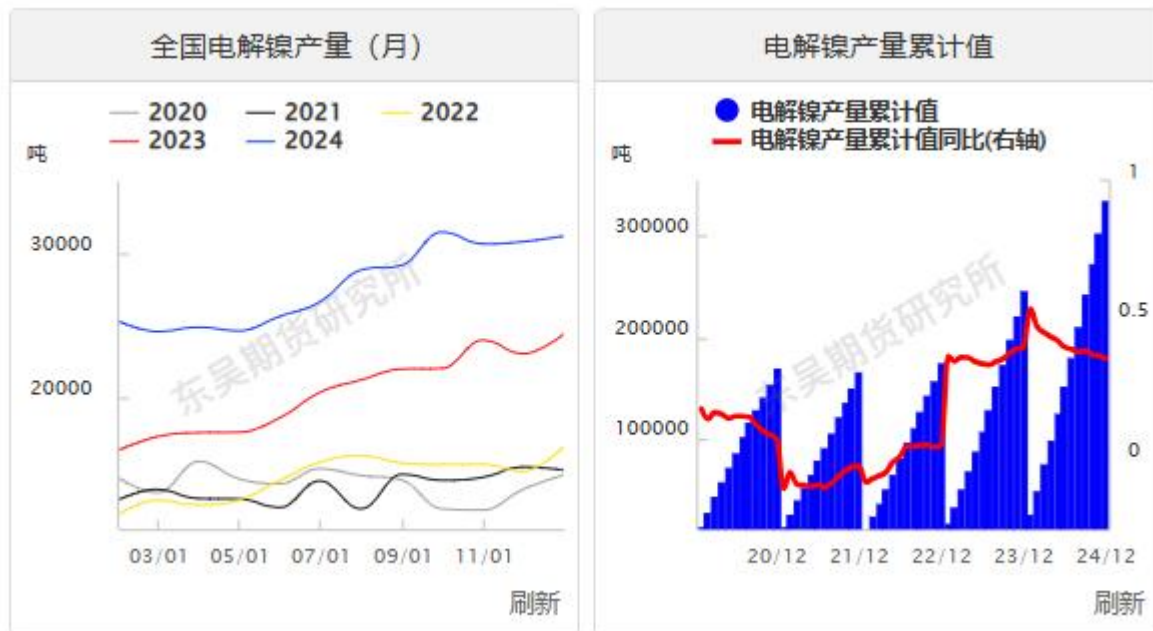
中间品：印尼中间品供应持续增加，国内进口保持增长。火法冶炼和湿法冶炼工艺逐步成熟，镍中间品和高冰镍的产能逐步提高。2024 印尼高冰镍最高产量达到了 2.79 万镍吨/月，2024 年印尼高冰镍产量 27.18 万镍吨，同比增加 12.08%，增加 2.93 万镍吨；湿法中间品 MHP 产量全年稳步爬升，11 月产量达到 3.34 万镍吨/月，1-12 月印尼湿法中间品产量 31.36 万镍吨，同比增长 96.12%，增加 15.37 万镍吨。印尼高冰镍+MHP 月均最高产能达到 5.53 万镍吨/月，1-12 月二者累计生产 58.54 万镍吨，同比增长 45.48%。同时，印尼仍有大量的中间品产能在建以及规划产能，预计 2025 年中间品产量继续保持高速增长，其中 2025 年高冰镍产量有望达到 32 万镍吨，湿法中间品有产量预计为 40 万镍吨，预计 2025 年镍矿需求量达到 2.6 亿吨，印尼镍矿整体仍保持偏紧状态。国内大量进口湿法中间品和高冰镍。国内，1-10 月累计进口高冰镍 21.5 万镍吨，同比增长 64.5%；1-10 月累计进口 23.5 万镍吨，同比增长 27.17%，预计 2025 年国内中间品进口量仍保持增长。



(二) 供应：供应维持高位，产能继续增加

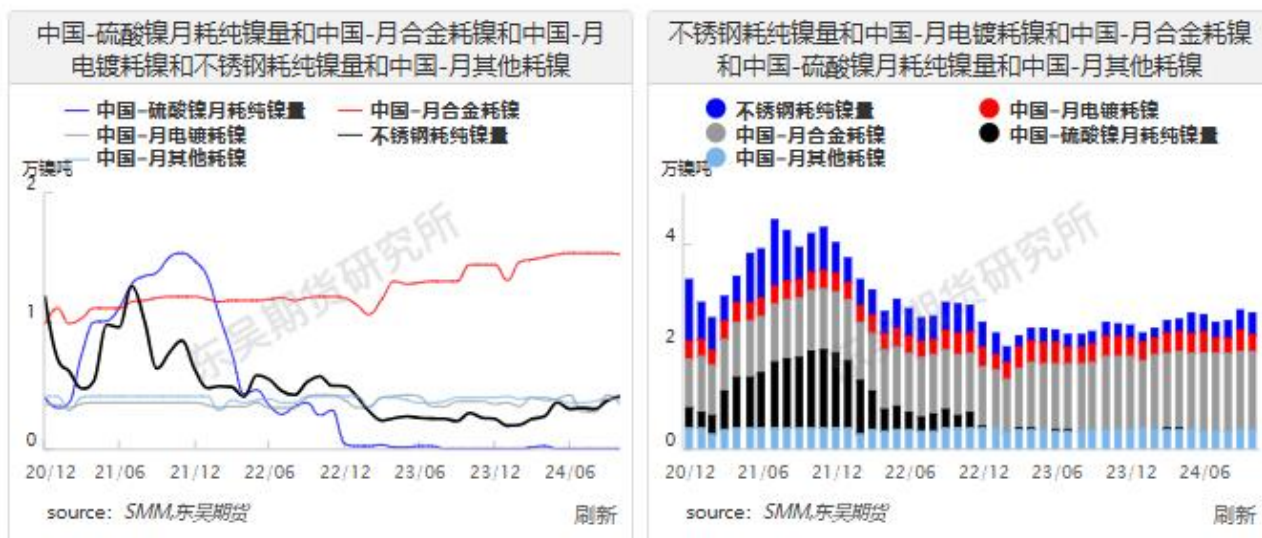
2024 年国内镍供应维持高位，1-12 月累计生产纯镍 33.4 万吨，同比增长 36.46%。2024 国内纯镍产能大约在 44 万吨，2025 年预计扩增 7 万吨的产能。印尼现有 10 万吨纯镍产能，产能仍有望持续增加。预计 2025 年国内纯镍产量达到 37.5 万吨左右，印尼产量能增至 7 万吨左右。进出口方面，海外俄镍受政策因素无法正常交割，对于国内纯镍的需求明显增加，1-10

月国内累计出口纯镍 9.6737 万镍吨。1-10 月国内进口纯镍 7.3578 万镍吨。预计 2025 年，纯镍进出口仍维持平衡或者净出口状态。



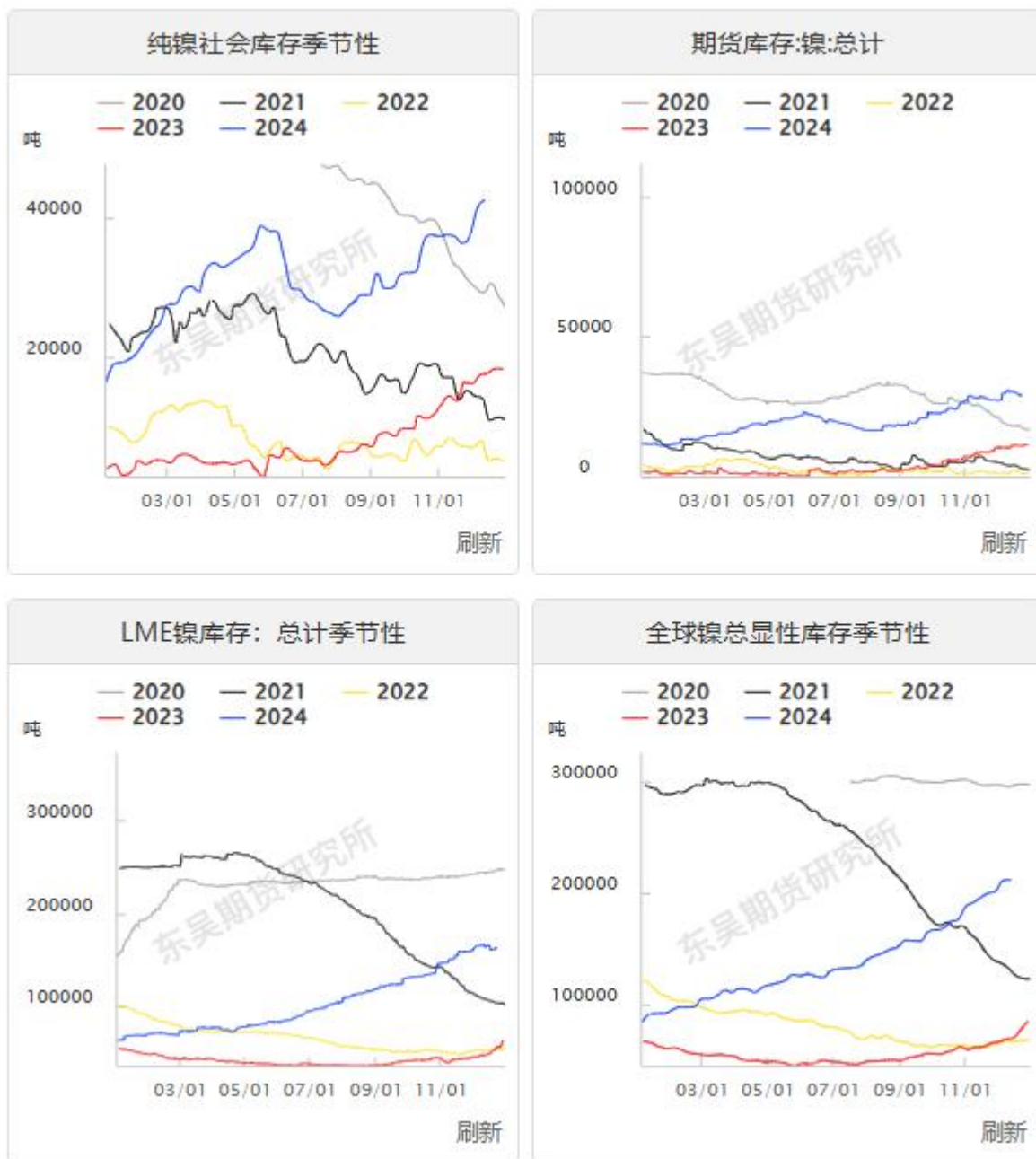
(三) 需求：不锈钢和合金耗镍量稳步增加

当前，镍豆溶解硫酸镍利润已经处于亏损状态，通过镍豆制备硫酸镍的量基本不存在，因此新能源汽车板块对纯镍的贡献基本为零。当前，纯镍下游的消费主要集中在不锈钢和合金，合计占比超过 70%，二者增速稳步增长。随着国内将实施宽松的货币政策和积极的财政政策，预计 2025 年纯镍的消费仍能够保持增加。



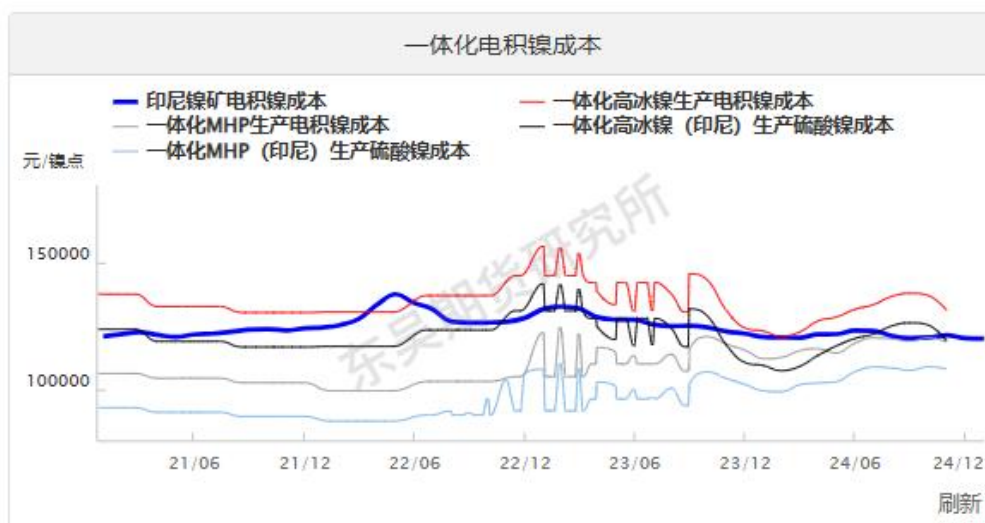
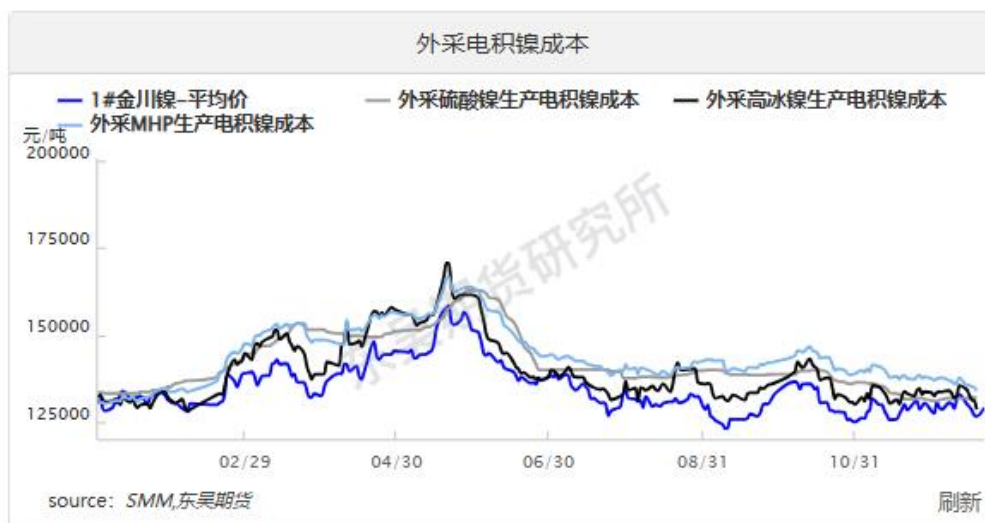
(四) 库存：交割品不足风险大幅降低，库存仍将继续累库

中间品和 MHP 产能大量投放，硫酸镍和纯镍价差修复，镍豆溶解成为硫酸镍已经不具备经济优势，2023 年下半年，纯镍开始重新大幅累库。截至 2024 年 12 月 6 日，全球纯镍库存 21.12 万吨，相比 2023 年 7 月低点（4.69 万吨）增加 16.43 万吨，涨幅超 350%，处于近 4 年同期历史新高；国内社会库存 4.14 万吨，相比 2023 年 5 月低点（2899 吨）增加 3.85 万吨，创 2021 年以来新高。此外，LME 一直在通过吸引新的上市品牌来增加其镍合约的流动性，其中包括来自中国和印尼的品牌。截至 12 月 10 日，LME 镍库存已经累至 16.58 万吨，大幅度降低了交割品不足的风险。预计 2025 年镍库存仍将继续累库，镍价上方空间进一步被压缩。



(五) 成本：镍价跌破外采原料成本线

当前镍价已经跌破全部外采原料（硫酸镍、高冰镍和 MHP）的成本价格，跌破一体化高冰镍成本线，尚未跌破印尼镍矿和 MHP 一体化成本线。新能源汽车销量增加，硫酸镍价格有望企稳，从而对镍价形成支撑。



新能源汽车

指标	数值	环比	环差	同比	同差	单位
月度产量	1566000	7.04%	103000	45.81%	492000	辆
累计产量	11339000	16.02%	1566000	35.3%	2961000	辆
月度销量	1512000	5.73%	82000	47.37%	486000	辆
累计销量	11263000	15.51%	1512000	36.41%	3006000	辆
月度占比	0.456	-2.65%	-0.0124	31.98%	0.1105	占比汽车
累计占比	0.4031	1.79%	0.0071	31%	0.096	占比汽车
国内销量	1429000	9.75%	127000	53.82%	500000	辆
国内累计销量	10122000	16.44%	1429000	40.29%	2907000	辆
出口量	8.3	-35.16%	-4.5	-14.43%	-1.4	万辆
累计出口	114.1	7.84%	8.3	9.50%	9.9	万辆

source: wind,东吴期货,同花顺

刷新

(六) 小结

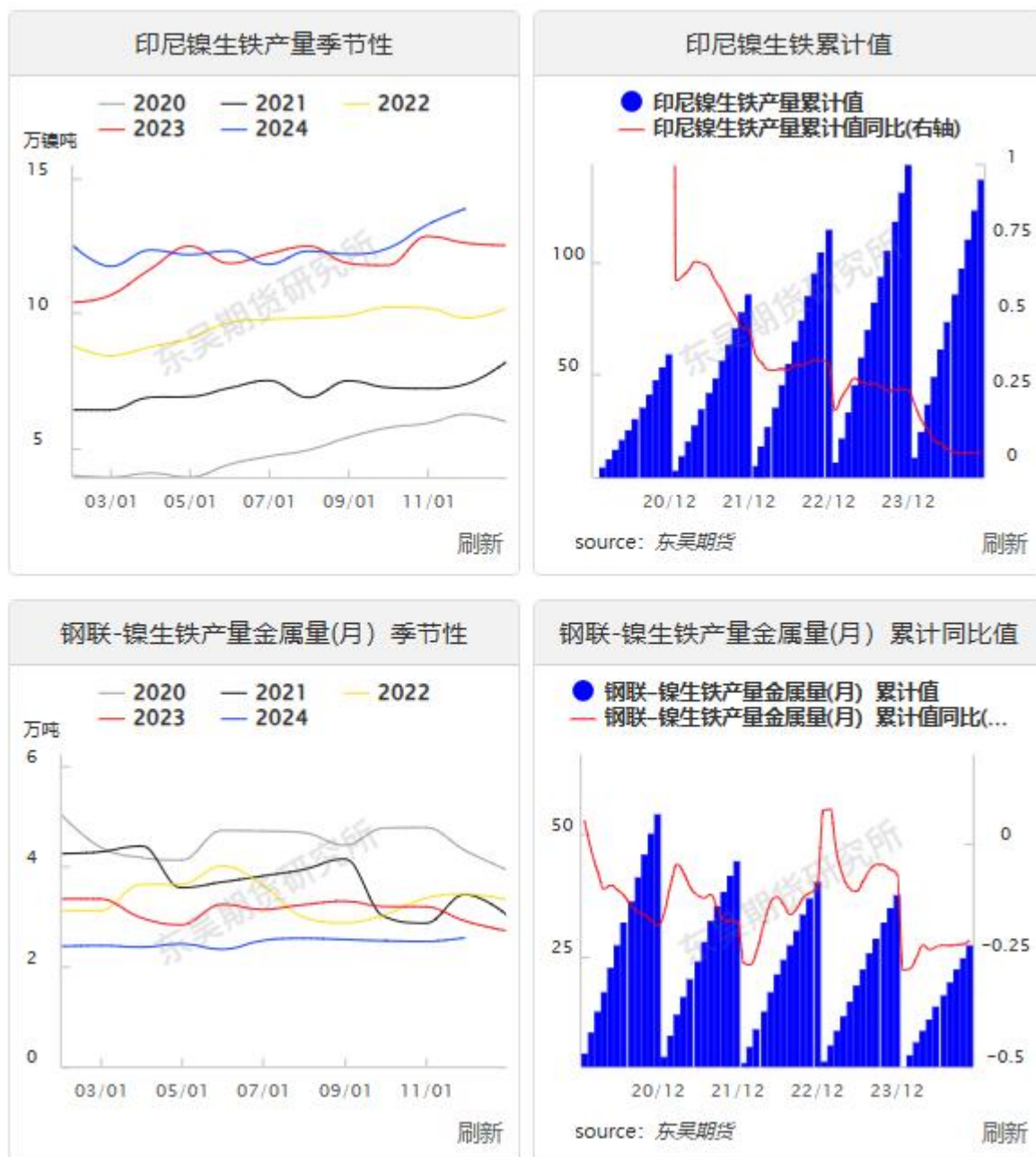
总结，2025 年镍供应继续增加，需求端增速不及供应端，库存将继续累库。当前，镍价已经处于低估值区域，跌破外来原料的成本线，而原料端仍面临印尼政策扰动的风险，继续下跌空间有限。国内将实施更加积极的财政政策和宽松的货币政策，改善市场信心。因此，短期可以积极逢低布局，中长期根据偏离基本面的程度可以逢高沽空。

三、2025 年不锈钢市场观点和核心逻辑

(一) 原料端：成本支撑有望加强

镍铁：印尼政府暂停新建 RKEF 产能，增速预计放缓。2020 年印尼火法项目大量的投产，印尼镍铁产量持续的爬升。2024 年镍铁月度产量维持在 11.7 万镍吨以上，1-10 累计生产镍铁 122.74 万镍吨，同比 4.11%，增速有所放缓。印尼仍有大约 50 万镍吨/年镍铁在规划当中，但是考虑到环境和资源保护问题，印尼政府与 2024 年 8 月 2 日宣布决定暂停或禁止建设新的

RKEF 冶炼项目。考虑政策因素的影响，实际投产产能回进一步降低，因此预计 2025 年增速会进一步放缓，预计 2025 年镍铁产能 160 万镍吨。

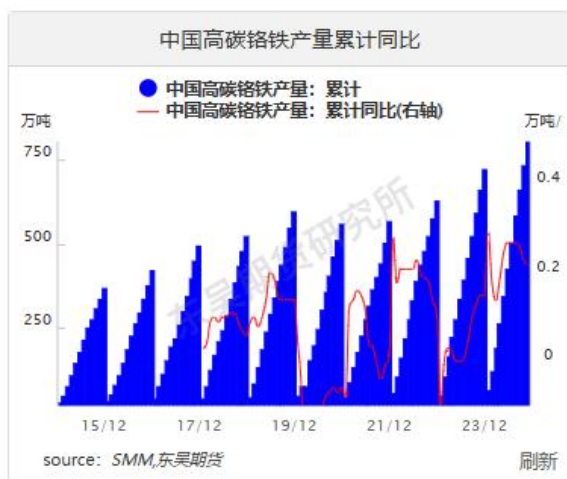
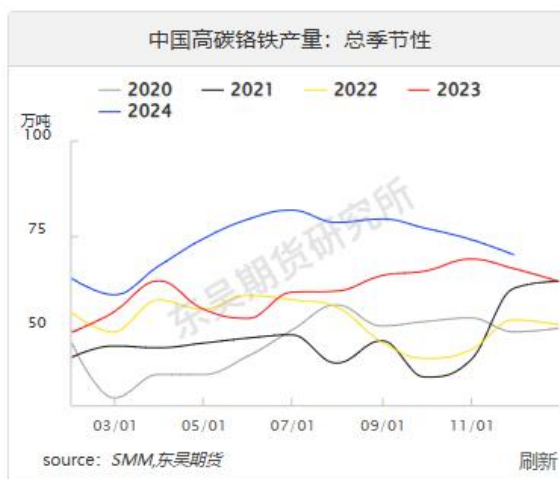
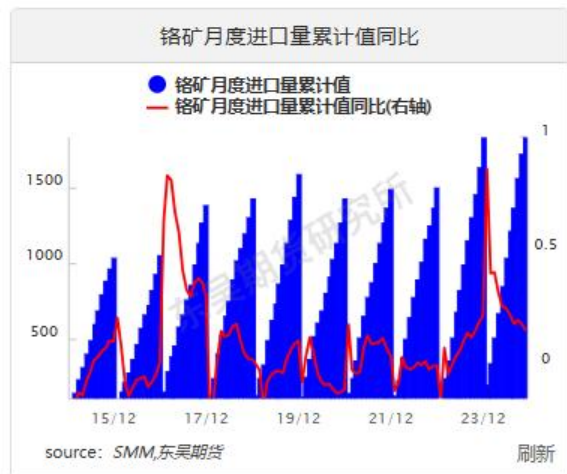
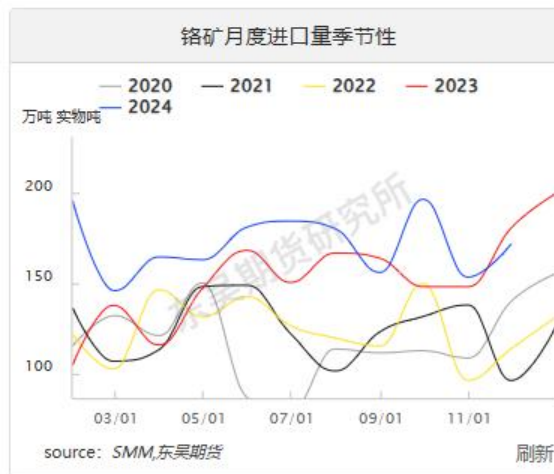


印尼低价镍铁不断流入，淘汰落后产能，国内镍铁产能回落至低位。2024 年 1-10 月累计进口镍铁 90.1 万镍吨，同比下降 5%。其中，从印尼进口占比超过逐年提升，2024 年超过 96%。从印尼大量进口低价镍铁后，国内镍铁厂基本维持在盈亏平衡线上，弱后产能逐步被淘汰，当前国内镍铁产能低位企稳，维持在 2.5 万镍吨，相比 2020 年高峰产量缩减 47%。2024 年 1-10

月国内镍铁产能累计生产 24.65 万镍吨，同比减少 22.67%。



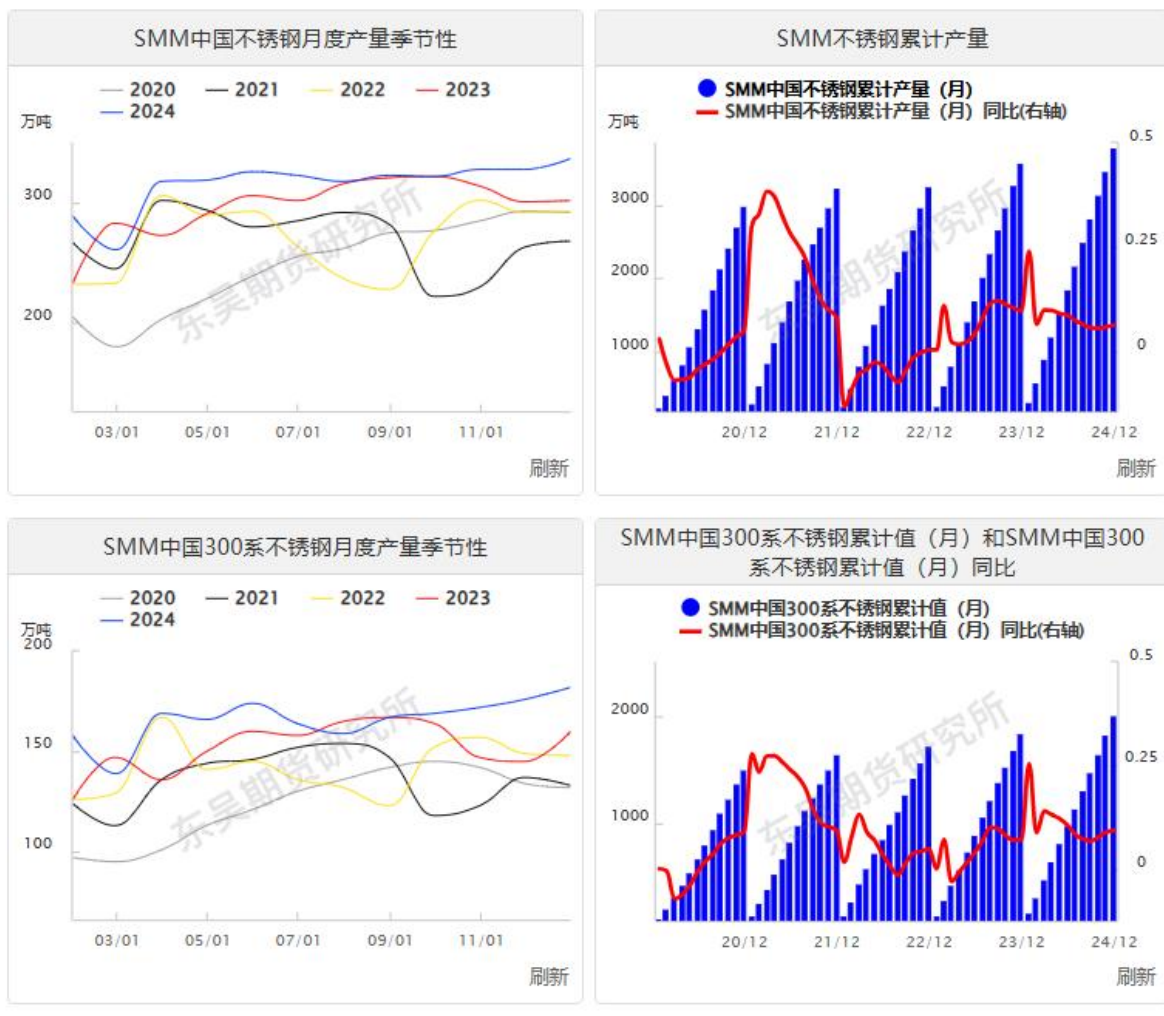
铬铁：过剩格局延续，价格或整体承压。高碳铬铁长协采购价从 8 月以后开始持续的回落，青山集团 2024 年 12 月高碳铬铁长协采购价 7395 元/50 基（现金含税到厂价），与 2022 年最低点持平。当前，铬矿进口维持高位，1-10 月累计进口铬矿 1722 万实物吨，环比增加 18.52%。国内铬铁产量维持高位，对于铬矿的需求量增加，港口库存并未出现明显的变化。国内铬铁产量整体呈现先扬后抑的走势，6 月产量达到顶峰生产 81.84 万吨，后续随着采购价格走低，铬铁厂家生产积极性逐步降低，月度产量回落。2024 年 1-11 月累计生产高铬铁 804.76 万吨，同比增加 22%。此外，国内通过进口海外铬铁增加国内供应，1-10 月累计进口 308.71 万吨，同比增加 13.45%。预计 2025 年，国内铬铁供应仍维持在高位，铬铁厂处于亏损的状态，对于不锈钢的成本支撑力度不强。

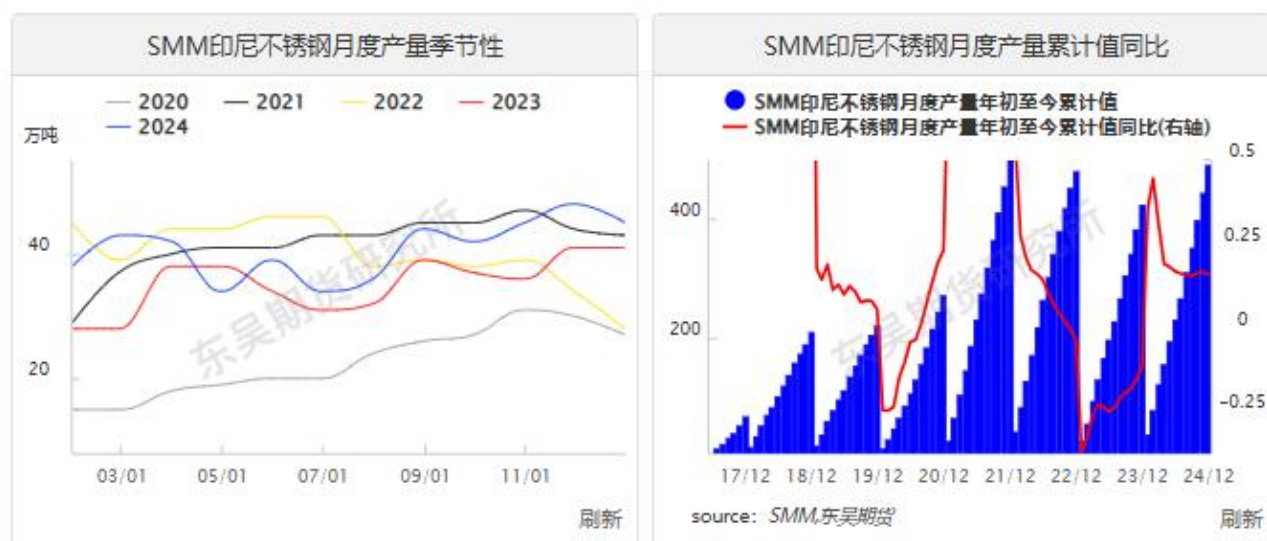


(二) 供应维持高位，稳定增长

产能和产量同比增加。2023-2024 不锈钢的产能处于持续扩张的周期，不锈钢月度产能达到 475 万吨，而 12 月产量预计为，产能利用率只有。2025 仍有新的项目投产，不锈钢产能

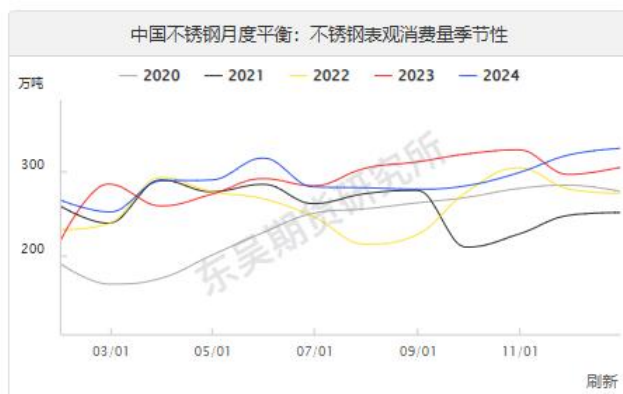
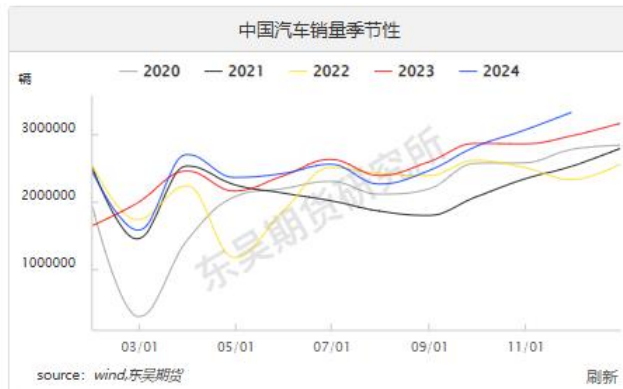
将进一步增加。2024 年 1-12 月累计生产不锈钢 3797 万吨，同比增加 6.54%。其中，300 系不锈钢预计于 12 月达到历史最高值，预计产量为 187 万吨，主要由于青拓特钢 100 万/年 300 系不锈钢投产，300 系不锈钢 2024 年全年预计生产 2000 万吨，同比增加 9.95%，增幅大于其它系列不锈钢。进出口方面，国内不锈钢整体呈现净出口状态。2024 年 1-10 月累计净出口 253.4 万吨，同比增加 42.79%，预计出口仍将维持增长。印尼方面，2024 年月均产量相对平稳，全年预计产量 490 万吨，同比增加 15.84%。印尼不锈钢未来仍有新增产能计划，产量预计将稳步增长。





(三) 需求：2025 年不锈钢消费整体增加 3%

相比供应端增速，不锈钢需求偏弱，1-10 月不锈钢表观消费累计同比下降 0.5% 左右。不锈钢下游消费与地产关联性较大，房地产新开工和竣工数据下滑明显，1-10 月房地产竣工面积累计同比下降 23.9%、1-10 月房地产新开工面积累计同比下降 22.6%。展望 2025 年，不锈钢消费整体有望保持增加，一方面，国内将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，改善市场信心；持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造。1-10 月房地产销售面积累计同比 22.6%，降幅已经有所缩窄。同时，家电汽车“以旧换新”政策预计进一步推行，将带动家电和汽车板块相关消费。预计 2025 年，不锈钢消费整体增加 3% 左右。



(四) 库存：去库缓慢，仓单高位

2024 不锈钢库存整体处于高位，而且去库缓慢。截至 12 月 13 日，不锈钢总库存 87.59

万吨,其中 300 系库存 57.23 万吨,同比增加 3.22%。而与交割品相关的冷轧 300 系库存 37.53 万吨,同比增加 18.5%,处于近年历史高位。2024 年不锈钢仓单在 7 月中旬也创历史新高,达到了 19.73 万吨,且全年处于历史高位,盘面整体承压。

不锈钢周度库存数据

指标名称	数值	环比变化	同比变化
78家总库存	893911	2.06%	4.90%
200系	165592	-0.91%	15.15%
300系	581255	1.55%	7.94%
400系	147064	7.84%	-13.41%
300系冷轧	378385	0.81%	17.2%
300系热轧	202870	2.96%	-5.96%

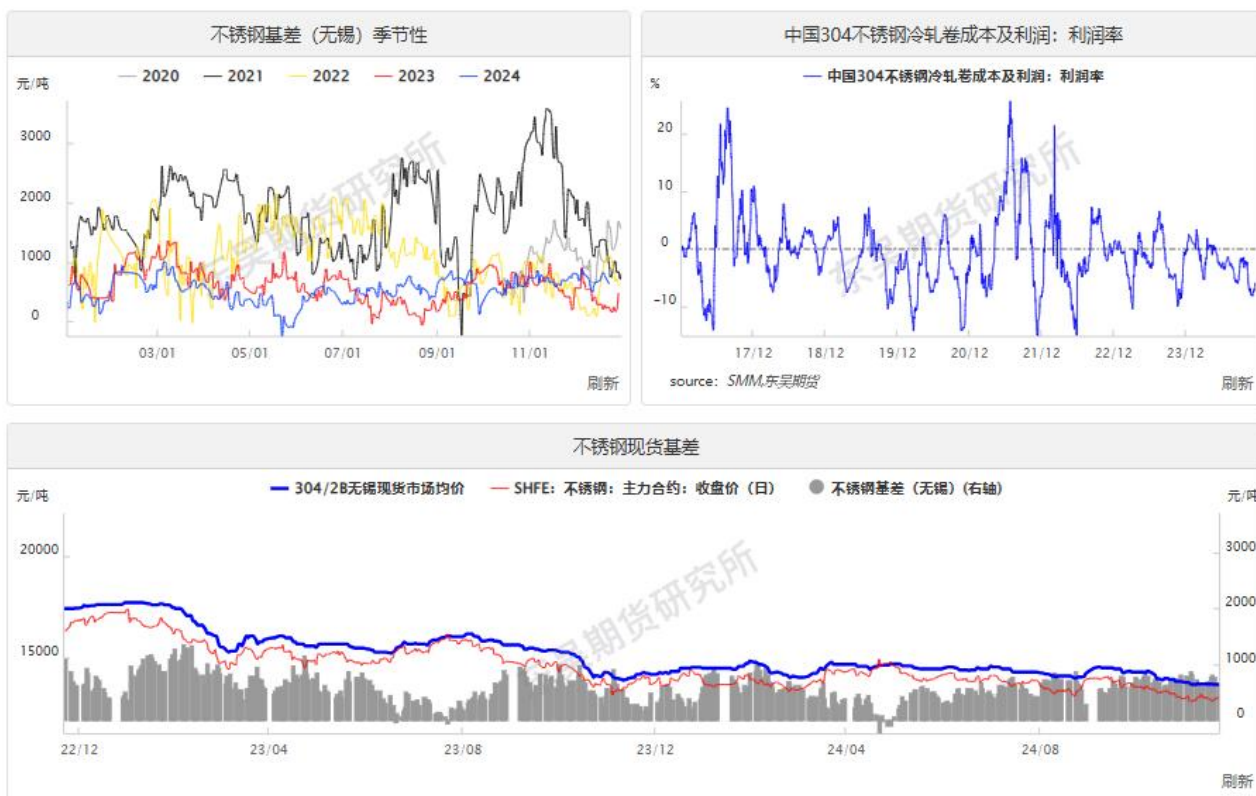
source: 东吴期货

刷新



(五) 成本: 钢企处于亏损状态

现货价格跟随期货价格整体呈现下行的趋势,基差相对较为稳定。当前,虽然原料端价格有所下行,但是不锈钢企业基本仍处于亏损的状态,2025 年利润也较难以改善。



（六）小结

展望 2025 年，不锈钢供应和需求端都保持一定的增速，印尼禁止新建 RKEF 镍铁产能，明年镍铁预计维持紧平衡，成本支撑有望走强。同时，原料端仍面临印尼政策扰动的风险以及国内将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不锈钢继续下跌空间有限。相比纯镍，不锈钢的弹性要小于纯镍，预计 2025 年维持区间震荡，策略可以区间操作。

四、2025 年全年投资建议及风险点提示

（一）行情展望

展望 2025 年，纯镍供应继续增加，需求端增量不及供应端，库存将继续累库。镍价已经处于低估值区域，跌破外采原料的成本线。但是，原料端仍面临印尼政策扰动的风险以及国内将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，镍价继续下跌的空间有限，策略上区间操作；对于不锈钢，目前产业链各环节均处于亏损状态，镍铁和铬铁成本支撑有望加强，供需双

增，预计 2025 年继续保持宽幅震荡走势，策略上建议区间操作。

风险点：印尼镍矿政策；宏观因素

(一) 供需平衡表

表 1：印尼镍矿需求测算

印尼镍矿需求测算（单位：万镍吨）						
	2023		2024		2025E	
	产量	镍矿消耗	产量	镍矿消耗	产量	镍矿消耗
镍铁	142.9	14617	150	15343	160	16366
高冰镍	25.25	2582	27.18	2779	32	3272
MHP	15.99	2411	31.36	4729	40	6033
合计		19611		22852	232	25671

表 2：纯镍供需平衡表

全球纯镍供需平衡（万吨）				
		2023	2024	2025E
全球纯镍供应	国内纯镍	24.48	33.34	37.5
	印尼纯镍	0.5	4	7
	海外纯镍	56.8	51.66	53.5
	合计	81.78	89	98
全球纯镍消费	合金以及电镀	59.06	61.04	65.4
	新能源纯镍	0.1	0	0
	国内不锈钢耗纯镍量	3.09	3.7	4
	其它	13.6	14.1	14.2
	合计	75.85	78.84	83.6
平衡		5.93	10.16	14.4

表 3：不锈钢供需平衡表

不锈钢供需平衡（万吨）			
	2023	2024	2025
不锈钢产量	3564	3792	3943.68
不锈钢净出口	206.6	310	350
不锈钢总供应	3357.4	3482	3593.68
不锈钢总需求	3320	3440	3543.2
不锈钢平衡	37.4	42	50.48

来源：公开资料整理，SMM，钢联，东吴期货研究所

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

期市有风险，投资需谨慎！