



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



镍：过剩格局加剧，2025 年路在何方

成文日期：2024 年 12 月 31 日

摘要

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：

皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所

有色金属研究团队

戴瑞 镍/不锈钢分析师

从业资格号：F3042828

投资咨询证：Z0018935

2024 年镍价围绕着宏观逻辑、印尼供应扰动、以及过剩压力三大逻辑主线持续波动。期货盘面整体呈现先强后弱，震荡冲高回落持续磨底震荡，且震荡区间逐渐收窄的走势。基差方面，期现走势基本重合，基差围绕 0 轴线上下震荡运行，升贴水低位波动。随着 2025 年印尼低成本项目的预期投产，精炼镍供应预计维持增量，而需求端则因新能源汽车增速的预期下降，难再寻亮点，预计精炼镍全球过剩格局加剧，镍价延续底部震荡偏弱，最大变数仍集中在印尼镍产业政策，但预计难以扭转镍过剩格局，仅会为镍价带来阶段性反弹机会。考虑到当前市场已较为充分计价基本面过剩格局，一旦印尼出台相关镍元素限制措施，或加大镍价反弹波动上限。

估值区间：锚定一体化湿法 MHP 生产成本作为底部，2025 年价格运行区间预计在 110000 元/吨-160000 元/吨，其中 120000 元/吨为基本面关键支撑位，若下破或可能进一步往产能出清定价。

策略建议：单边中长线操作上以逢高沽空为主，短线以底部震荡区间高抛低吸为主，注意印尼供应端扰动带来的阶段性做多机会。套利交易方面，关注纯镍与镍铁价差表现，择机布局多不锈钢空沪镍。

风险提示：宏观经济政策、特朗普政策导向、印尼镍供应端

一、2024 年行情回顾

(一) 盘面走势：震荡上行回落后持续磨底震荡

2024 年沪镍整体呈现先强后弱，震荡冲高回落后持续磨底震荡，且震荡区间逐渐收窄的走势。上半年因宏观“全球制造业补库”及“再通胀”逻辑与产业印尼 RKAB 审批缓慢及新喀里多尼亚暴乱的供应扰动共振，盘面价格冲至年内最高点 16 万元左右。下半年随着宏观逻辑的证伪以及印尼 RKAB 进度的加速，镍价快速回落，此后延续底部区间震荡走势，且随着市场对于宏观及产业消息敏感性的降低，区间波动逐渐收窄。

一季度，宏观上全球 PMI 高位运行叠加美国通胀数据反弹，市场开始交易全球制造业补库及再通胀逻辑，驱动有色板块走强。基本面上，供应端受镍价前期持续低位的影响，全球主要镍企嘉能可、必和必拓等相继关停部分矿山业务，叠加印尼 RKAB 审批停滞，市场对供应端担忧情绪逐步放大。需求上，高能量密度的三元电池因镍价处于绝对低位，市场性价比有所回升，叠加国内新品车型发布，三元正极厂将 4 月订单前置，导致 3 月集中排产，硫酸镍需求集中释放。宏观共振下，沪镍价格震荡上行。

二季度，宏观上 5 月 COMEX 铜逼仓事件点燃有色板块情绪，沪镍跟随板块震荡上行。随后，欧美又宣布将对俄罗斯金属实施新一轮制裁措施，引发市场担忧情绪。产业消息上，全球镍储量排名第六的新喀里多尼亚爆发近 30 年以来最大动乱，当地镍产业受阻，叠加印尼 RKAB 审批速度大幅不如预期的消息被公布，市场供应担忧情绪达到极点。多重因素共振作用下，沪镍价格突破 16 万元/吨，到达年内最高点。

三季度，宏观上美联储开启降息周期，但鲍威尔鹰派发言下，市场对于后市降息节奏有所分化，宏观情绪有所转弱但仍有一定支撑。基本面上，产业链表现疲软，“镍矿-高冰镍/MHP-硫酸镍”新能源产业链因终端销量表现低迷，正极排产有所收缩。“镍矿-镍铁-不锈钢”产业链则因终端房地产领域的持续疲软表现，“金九银十”兑现不及预期，旺季不旺。镍价随之开始回落，震荡下行。

四季度，宏观上全球制造业补库及再通胀逻辑被证伪，叠加美国大选特朗普当选，“强美元”和“本国贸易保护”下，海外有色板块逐渐走弱。国内方面，自 9 月底国新办会议超出市场预期后，随后的几次会议都倾向于预期管理为主，未有增量具体措施公布或落地，政策所驱动的市场反应逐渐钝化，有色板块逐渐回归基本面逻辑。基本面上，随着印尼 RKAB 审批加速，印尼内贸升水溢价持续下调，镍矿扰动风险基本解除。新能源销量虽超预期，

但内部结构分化严峻，对沪镍价格提振不足，不锈钢则持续弱势表现，产业链各环节矛盾不足，缺乏基本面驱动，沪镍价格持续底部区间震荡运行。

图 1：盘面走势（元/吨）

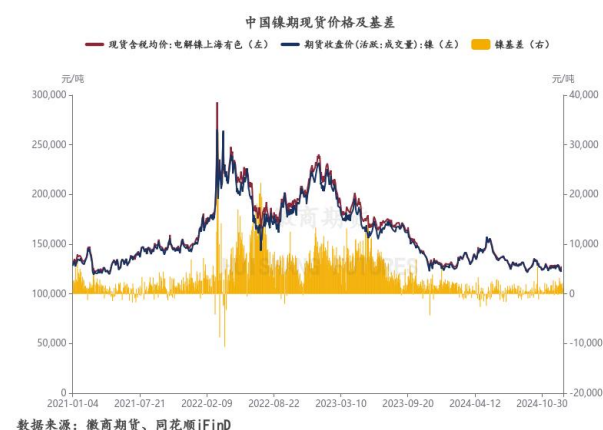


数据来源：文华财经、徽商期货研究所

（二）基差表现：现货跟随期货，升贴水低位波动

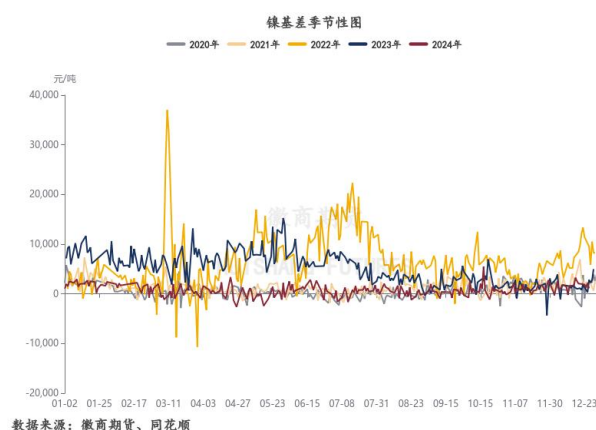
2024 年，现货电解镍价格基本跟走沪镍，在电解镍现货全年供需无明显矛盾点的情况下，期现走势基本重合，基差围绕 0 轴线上下震荡运行，升贴水低位波动，以金川镍为例，全年升水基本保持在 5000 元/吨以内。

图 2：中国镍期现货价格及基差走势



数据来源：徽商期货、同花顺iFind

图 3：镍基差季节性图



数据来源：徽商期货、同花顺

数据来源：同花顺、徽商期货研究所

二、宏观因素分析

（一）市场围绕“海外制造业周期”及“特朗普政策”博弈

2024 年有色板块主要受“海外制造业周期”以及“特朗普政策”两条宏观逻辑主线驱动。其中海外制造业周期逻辑线又与美联储降息路径息息相关，自 2024 年 9 月至今，全年美联储共计降息三次，累计降息 100BP，联邦基金利率下调至 4.25%-4.5% 区间，但由于经济增长预期的改善以及政策不确定性的提高，美联储将 2025 年降息次数从 9 月的 4 次下调到 2 次，进一步放缓了 2025 年降息步伐。回到海外制造业本身数据来看，根据 2025 年 1 月 3 日最新数据，美国 12 月 ISM 制造业指数 49.3，高于预期中的 48.3，ISM 新订单指数 52.5，创 2024 年 1 月起新高，ISM 就业指数为 45.3，较前值 48.1 略有下降，ISM 物价支付指数 52.5，11 月前值 50.3。ISM 制造业指数自去年 3 月突破 50 以来，在经历了连续 9 个月的萎缩后，终于在多个分项中连续两个月得到改善，萎缩程度较 11 月有所放缓，在一定程度上表明美国制造业处于企稳过程中，具有一定韧性。但值得注意的是，分项中 ISM 就业指数已是连续第七次低于 50，以及支付价格指数持续扩张至 52.5%，显示出高通胀压力仍在，原材料价格上涨挤压企业利润空间，企业裁员后劳动力走弱，或导致美联储后续采取更为紧缩的货币政策。

另一个宏观主线交易逻辑则是“特朗普政策交易”，2024 年 11 月以来，随着特朗普当选美国总统，有色市场数度围绕特朗普政策进行交易，尤其是其“强美元”、“加征钢铁关税”以及“取消新能源汽车补贴”等政策的导向对沪镍具有较大的利空驱动。11 月以来，海外持续抢跑特朗普上台交易，市场风险偏好持续回落，LME 有色金属及镍投机基金持仓量持续回落。后市来看，临近 1 月 20 日特朗普上台，依据 2024 年宏观交易节奏推演，2025 宏观或经历以下三个阶段：1) 阶段一：特朗普上台后推行哪些新政策，推进的激进和顺利程度如何；2) 阶段二：通过公布的经济数据验证前期预期；3) 阶段三：市场前期经济预期是否发生反转。

图 4：美国 ISM 制造业、服务业 PMI

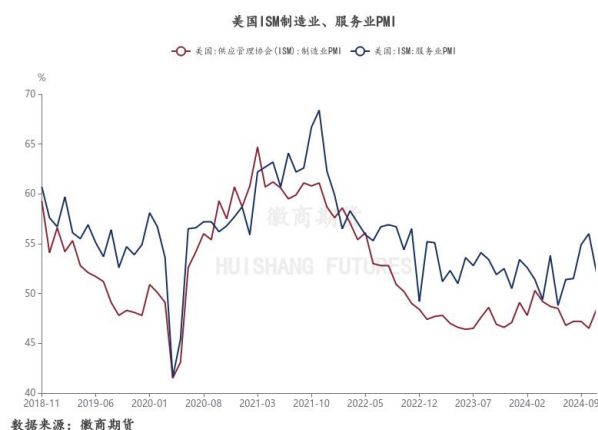


图 5：美国 ISM 制造业 PMI 库存

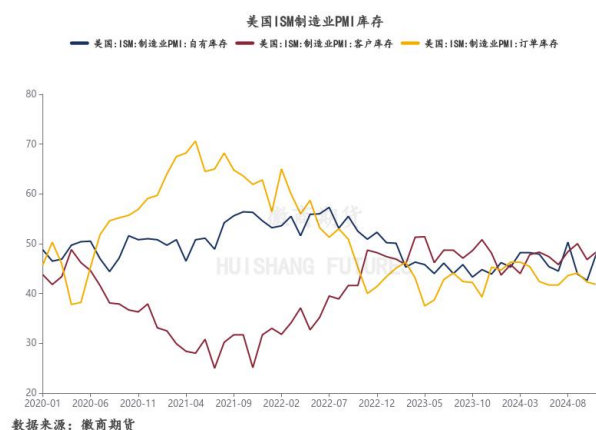


图 6：美元指数非商业持仓情况

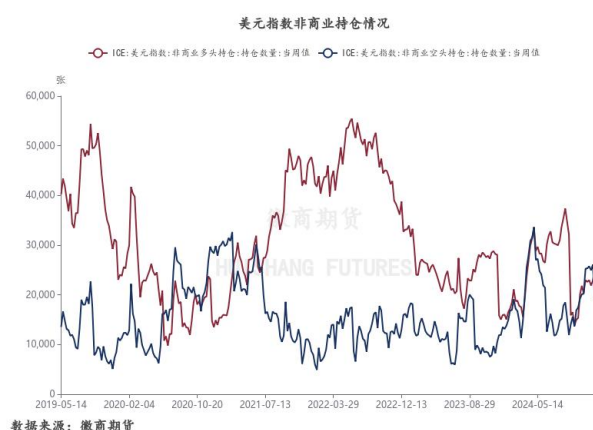


图 7：LME 镍投资基金持仓



数据来源：同花顺、SMM、徽商期货研究所

（二）外需增量或有所下滑，2025 年核心关注国内信贷被驱动效果

2024 年全年中国经济走势总体呈现先弱后强的走势，前三个季度国内 GDP 增速震荡回落，分别为一季度 5.3%，二季度 4.7%，三季度 4.6%，直至 9 月底国新办会议重磅超预期政策出台，四季度 GDP 增速企稳回升。值得注意的是，2024 年前三季度净出口对 GDP 拉动高达 1.1%，超预期的表现下带动制造业投资增速累计同比增长 9.3%。外需较强的表现显示出海外经济仍有一定韧性，以及内需疲软下，国内过剩产能持续出海抢占市场的现象，特别是 11 月特朗普上台后，受 2025 年美国加征关税的预期，“抢出口”现象更加有所加剧。2025 年来看，特朗普上台后或实施全面关税政策，预计外需增量将有显著下滑，从而

加剧国内精炼镍、不锈钢产能过剩问题。

内需方面主要集中在“新房销售”及“居民消费”上。房地产方面，2024年1-10月的房地产销售面积为7.8亿平方米，同比下滑15.8%，新开工面积为6.1亿平方米，同比下降22.6%。虽然9月底以来的宽松政策带动了核心城市房地产销售的回暖，但考虑到当前社会存量房库存高企，以及房价相对居民收入和租金回报率偏高等问题，预计2025年房地产新房销售或仍难以有明显起色。居民消费方面，2024年前三个季度，有效需求持续回落，第三季度消费支出对GDP拉动率降至1.35个百分点，已连续5个季度走低，其背后核心原因在于居民就业承压、收入放缓，以及房地产疲软状况下居民资产负债表的收缩。虽然2024年以来，实施了一系列设备更新，以旧换新等促消费政策，但实际拉动效果不如预期。2025年国内政策端相比于力度，更值得关注的是财政流向情况以及消费补贴的具体力度，若只是2024年补贴形式的延续和板块轮动，那需求被驱动的持续性或不能长久，政策最终效果观察信用周期被驱动的程度。

图8：中国GDP当季同比

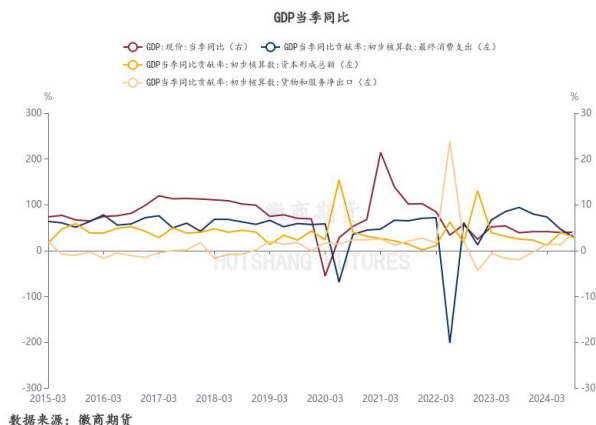


图9：中国进出口同比

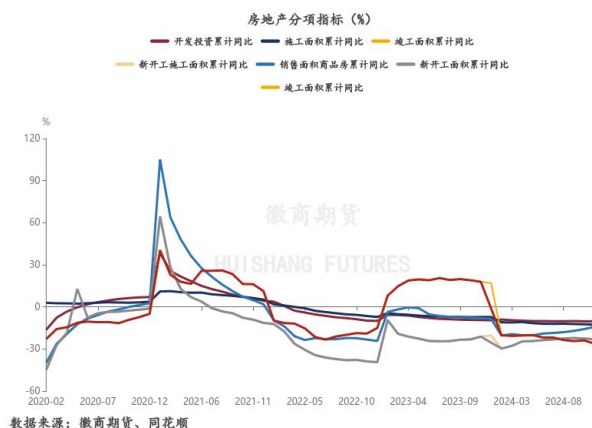


数据来源：同花顺、徽商期货研究所

图 10：居民可支配收入增长率与居民杠杆率



图 11：房地产分项指标



数据来源：同花顺、徽商期货研究所

（三）印尼镍产业政策一波多折，2025 年不确定性仍大

印尼是世界上镍矿产量和储量最高的国家，镍产业过剩的源头在于印尼镍矿供应丰富，支撑了近年原生镍产能大幅增长的势头，印尼镍产业政策一直作为沪镍的重要影响因素，同样贯穿了沪镍 24 年整个行情走势。年初受印尼大选及 23 年审批量修改（由一年一审批修改为三年一审批）影响，RKAB 审批进度持续放缓，而因为缺乏跟踪审批进度的透明指标，市场只能跟随印尼政府不定期的披露情况进行预期交易，但因印尼政府对镍矿 RKAB 审批进度发言存在较大不确定性，导致全年镍价因 RKAB 反复交易，一直到四季度，随着埃赫曼（Eramet）公司在印尼的 Weda Bay 获批配额，印尼 RKAB2024 年获批 2.75 亿吨、2025 年 2.5 亿吨、2026 年 2.3 亿吨，RKAB 的审批扰动风险才真正得到解除。

截止目前，印尼 2025 年镍矿配额通过数量为 2.47 亿吨，叠加 2024 年 2.75 亿吨的配额量，2025 年上半年印尼镍矿供应预计相对充足，短期内印尼 RKAB 审批进度的扰动风险已经减弱，但考虑到 10 月新就任的普拉博沃政府延续了前任政府的镍产业政策主张，即加强本国镍产业竞争力，延长镍下游制造业发展。结合 11 月以来，普拉博沃政府对镍矿政策的态度更加鹰派，频频表达了对高品位镍矿枯竭的担忧，以及多次在公开场合提及搁置已久的征收镍出口税事宜，未来印尼镍产业政策变数仍大。总结印尼当局现有发言内容，倾向于 2025 年来自印尼镍产业政策的扰动将可能体现在以下三个方面：一重新审查 RKAB，限制高品位镍矿资源开采。二是执行镍下游发展政策，致力于向附加值高的新能源汽车相关

产业发展；三是暂停 RKEF 冶炼产能建设或征收镍出口税，通过管理镍产品供应以支撑镍产业链价格。

图 12：2024 年印尼镍产业政策路径



数据来源：徽商期货研究所

三、基本面供需分析

（一）供应：2025 年全球供应过剩加剧，主要来自印尼中间品项目增量

1. 镍矿：预计 2025 年产量将进一步上升，风险主要来源于印尼镍供应扰动

印尼是已勘测的世界上镍矿产量和储量最高的国家，近些年原生镍从产能大幅增长迈向过剩的源头，就在于印尼镍矿的持续供应，根据 USGC 数据，2023 年全球镍矿总储量由 0.66 亿金属吨增长至 1.31 亿金属吨，其中红土镍矿占比由 41% 上升至 63%，其中大部分增量都是来源于印尼，因此后续印尼镍矿供应的变化对全球镍矿总量具有重要影响。据 Mysteel 整理的印尼政府此前公布的镍产业政策目标，2025 年印尼镍矿产量将会进一步提升，预计 2025 年印尼镍矿产量约为 232 万金属吨，同比上升 6.9%，全球占比进一步提升至 58%。

除了镍矿自身的产量外，印尼镍矿 RKAB 的审批进度同样也对全球镍矿供应产生阶段性影响。印尼能矿部规定在印尼的镍矿公司需在获得镍矿配额 RKAB 的审批后，才能合法开展镍矿的生产及销售，据 SMM 数据，截至 2024 年 10 月 15 日，在 Weda Bay Nickel 新配额审批通过后，印尼镍矿生产企业已有 126 家通过审批，2024 年总计开采额度为 2.65 亿

湿吨，2025 年的开采额度为 2.5 亿湿吨、2026 年额度为 2.3 亿湿吨。

按现披露的镍矿总体产量及 RKAB 审批进度推演，预计 2025 年上半年印尼镍矿供应整体偏向宽松，但后续印尼政府是否会因镍价持续走弱重新更改已有镍产业政策，仍充满较大不确定性。

图 13：全球镍矿产量

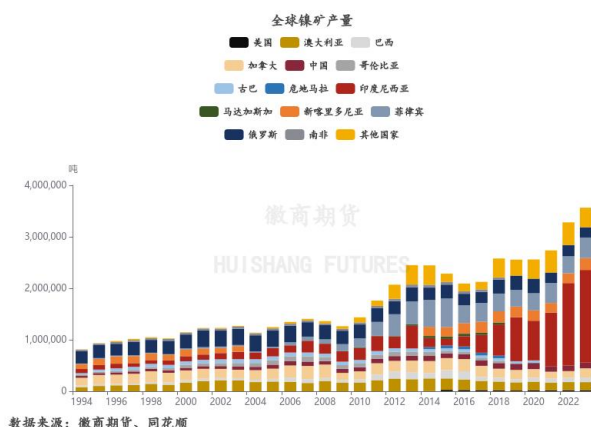
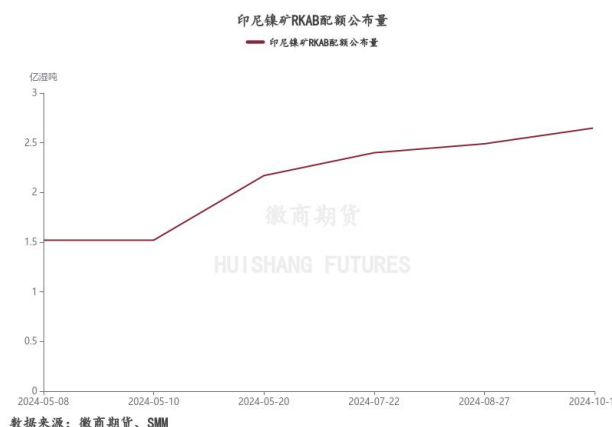


图 14：印尼镍矿 RKAB 配额公布量



数据来源：SMM、同花顺、徽商期货研究所

2.镍铁：印尼镍铁持续回流国内，预计 2025 年全球增量有限

国内镍铁方面，在国内碳排放、能耗双控等环保政策与印尼相对明显的成本优势下，近两年越来越多的中资企业选择在印尼当地建设镍铁项目，中国镍铁产能从 2022 年最高点 82 万镍吨/年下降至如今的 75 万镍吨/年，印尼镍铁持续回流国内。截至 24 年底，据 SMM 数据，2024 年 1-11 月中国镍铁产量合计 31.82 万金属吨，同比下降 11.8%，开工率方面，全年则呈现明显的前低后高的走势，下半年开工率显著提升的主要原因在于产业链阶段性供需矛盾下镍铁厂利润回升后，生产意愿有所提升。但从全年来看，中国镍铁产量依旧延续下滑走势未变。印尼镍铁方面，虽然自 2022 年起当局政府出于发展下游新能源政策导向以及对镍矿品位下降的担忧，考虑后续限制火法冶炼产能扩张，但从实际数据来看，近两年印尼镍铁依旧维持高产能发展态势，据 SMM 数据，截止 2024 年 12 月，印尼镍铁有效产能约为 221.5 万镍吨/年。产量方面，虽然上半年由于 RKAB 审批缓慢导致印尼内贸高品镍矿供应紧张，印尼镍铁厂开工率有所下滑，但从全年数据来看，2024 年 1-11 月印尼镍铁总产量约为 137 万镍吨，同比仍增长 4.7%。

后市来看，印尼未来两年仍有部分已批准的镍铁项目待投产，但在印尼发展下游新能

源政策以及中间品项目利润相对更高的导向下，印尼镍铁相关火法项目延续大幅新增投产的可能性较小，据 Mysteel 公布的信息，目前印尼政府已经不再批准新的火法项目。因此，按当前印尼有效产能 221.5 万镍吨/年以及后续已批准的镍铁项目推算，预计 2025 年镍铁或微增 2-5 万镍吨/年，全球镍铁增量相对有限。

图 15: 印尼镍铁产量

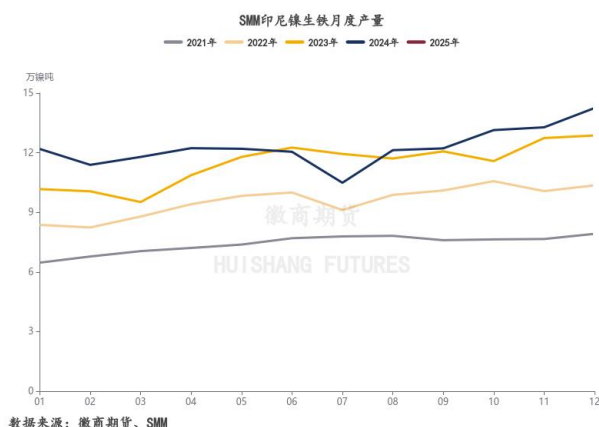


图 16: 印尼镍生铁出口中国量



数据来源：SMM、徽商期货研究所

3.中间品：预计 2025 年中间品维持高增长态势，供应主要来自印尼待投产项目

2024 年全球新增中间品的冶炼产能主要集中在印尼，据 SMM 数据，2024 年印尼高冰镍总产量为 27.32 万镍吨，同比增长 12.7%，镍湿法中间品 MHP 产量为 31.46 万金属吨，同比增加 96.7%。其主要原因还是在于镍湿法中间品 MHP 生产精炼镍的成本更低，据 Mysteel 数据，高冰一体化工艺的成本约为 12 万元/吨，镍湿法中间品一体化工艺的成本约为 10.5 万元/吨，因此湿法中间品 MHP 供应增速更高。

从 2025 年增量来看，高冰镍方面供应增量主要来源于待投产项目，根据已有公开信息，2025 年伟明项目三期、浦项制铁高冰镍项目、mmp 高冰镍项目以及寒锐钴业项目即将投产，届时印尼高冰镍将新增 14.4 万金属吨产能，总产能约为 64.41 万金属吨，但因高冰镍受高品镍矿限制，预计 2025 年依旧维持低开工率状态。镍湿法中间品 MHP 方面，印尼 2024 年 MHP 产能约为 33.65 万镍吨，2025 年预计投产 15.9 万镍吨，总产能约为 49.55 万镍吨。考虑到湿法中间品 MHP 使用的原矿主要是红土镍矿中含镍量相对偏低的褐铁型镍矿，不像高冰镍一样受高品镍矿短缺限制，开工率相对较高。预计 2025 年在印尼新增产能投产的作

用下，全球湿法中间品产量将延续高增长态势。

图 17：印尼高冰镍项目投产情况

24-25 年已公开高冰镍项目		
项目名称	2024 年产能	2025 年待投产
索洛瓦科 HPAL 项目	7.5 万金属吨	
印尼恒嘉镍业 (HN)	1.5 万金属吨	
印尼青山不锈钢 (ITSS)	3 万金属吨	
友山镍业	3.5 万金属吨	
华科镍业	4.5 万金属吨	
中青新能源一期	1 万金属吨	
中青新能源二期	3 万金属吨	
中伟德邦	2.75 万金属吨	
印尼翡翠湾	2.75 万金属吨	
伟明二期	4 万金属吨	
伟明三期		5 万金属吨
MMP 高冰镍项目		2.2 万金属吨
Posco 高冰镍项目		5.2 万金属吨
寒锐钴业		2 万金属吨

图 18：印尼高冰镍月度产量、产能

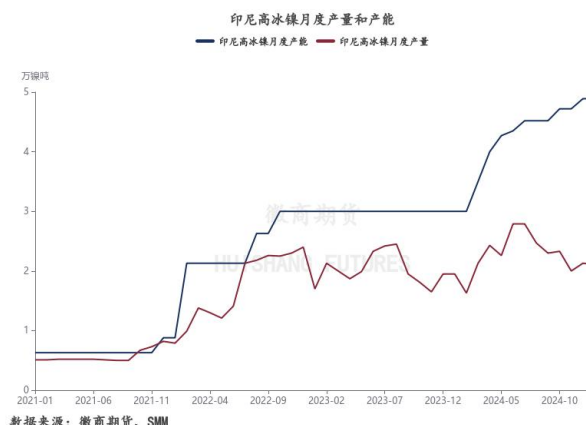
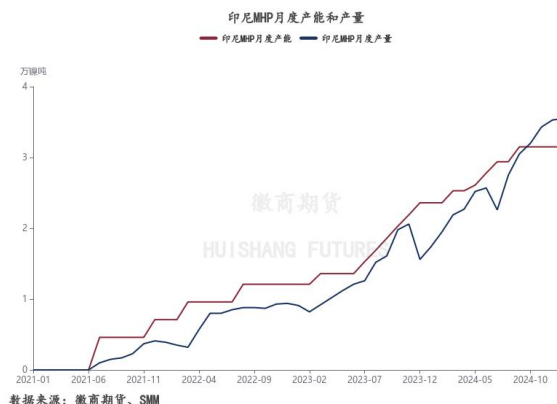


图 19：印尼 MHP 项目投产情况

24-25 年已公开 MHP 项目		
项目名称	2024 年产能	2025 年待投产
华越	6 万金属吨	
华飞	12 万金属吨	
力勤一期	12 万金属吨	
力勤二期	1.8 万金属吨	
力勤 ONC 项目	6.5 万金属吨	
青美邦	3 万金属吨	
青美邦二期	6.6 万金属吨	
青美邦三期		2.7 万金属吨
邦普&印尼 PT 项目		6 万金属吨
Excelsior 镍钴 HPAL 项目		7.2 万金属吨

图 20：印尼 MHP 月度产量、产能



数据来源：SMM、铁合金在线、徽商期货研究所

4.硫酸镍：三元电池需求转弱，硫酸镍维持低幅增长

2024 年中国硫酸镍产量出现明显下滑，全年硫酸镍产量约为 37.43 万镍吨，同比下降约为 12.42%，其主要原因还是在于下游三元电池的市场份额逐渐被磷酸铁锂电池所取代，需求逐渐走弱，2024 年 12 月中国三元前驱体产量 7.73 万吨，环比增加 0.8%，而三元材料产量 5.70 万吨，环比减少 6.4%。2025 年 1 月，三元前驱体排产 6.84 万吨，环比下降 11.5%，三元材料排产 5.44 万吨，环比减少 4.5%。2025 年来看，除了印尼在下游新能源镍政策的影响下，仍有较多的硫酸镍产能投产规划，预计中国硫酸镍产能整体维持低幅增长状态。据公开数据整理，2025 年国内预计投产硫酸镍产能 9 万镍吨，印尼预计投产 11.6 万吨，而

请务必阅读免责声明内容

新投产的硫酸镍产能长期来看将从实质上将对旧产能形成了明显替代，成本持续倒挂的状态下，预计 2025 年硫酸镍产量维持低幅增长。

图 21：中国硫酸镍产量

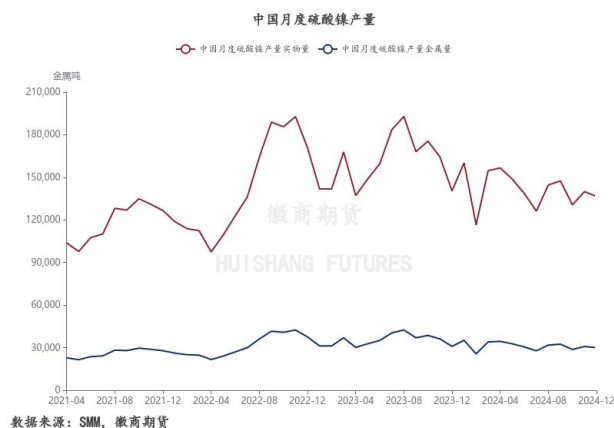


图 22：硫酸镍生产利润率



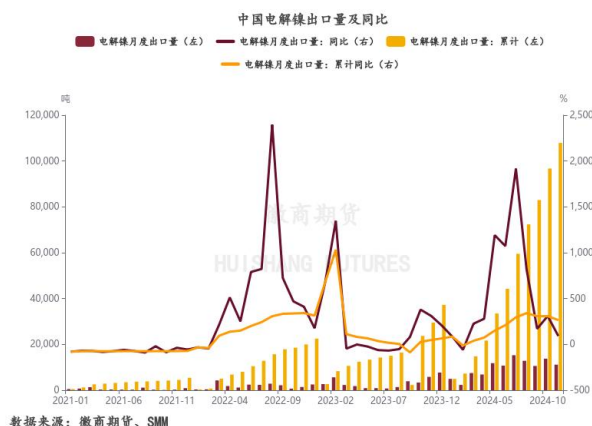
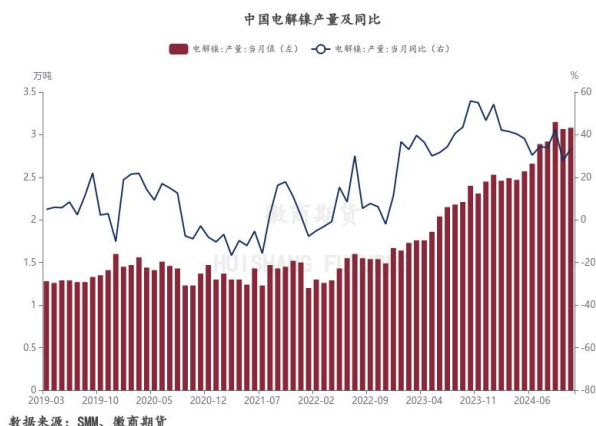
数据来源：SMM、徽商期货研究所

5.精炼镍：国内产能大量释放，过剩持续向海外传导，2025 年延续过剩格局

2024 年精炼镍价格随着电积镍产能持续释放，2024 年纯镍产能持续释放，产量不断增加，据 SMM 数据，2024 年 1-11 月中国精炼镍累计产量 29.99 万吨，同比增加 35.9%。由于国内纯镍过剩加剧，过剩的纯镍货源不断向海外传导，华友、格林美等企业纷纷出海寻求在 LME 交割，中国也正式从精炼镍进口国转变为出口国，2024 年 1-11 月累计出口量达 10.58 万吨，同比增幅高达 262%，海内外库存呈现连续垒库的态势。2025 年来看，随着印尼镍中间品项目的持续投产，或带动精炼镍产能继续扩张，据安泰科预估 2025 年中国与印尼合计仍将有约 10 万吨产能待投产释放，考虑到目前高冰镍一体化和 MHP 一体化仍有利润，因此新增规划产能投产概率相对较高，2025 年精炼镍过剩压力或将加剧。

图 23：中国电解镍产量及同比

图 24：中国电解镍出口量及同比



数据来源：SMM、徽商期货研究所

（二）需求：25 年增量需求有限，不锈钢维持刚性增长，新能源需求增速走弱，合金、电镀需求保持稳定

据 SMM 数据，2024 年镍下游需求结构中，不锈钢耗镍量约占比 74.5%，三元电池耗镍量占比约为 17.8%，以及合金、电镀分别占比 5.6%和 2.1%。

1.不锈钢：地产持续承压，出口走弱环境下，2025 年对镍维持刚性需求

中国钢铁工业协会不锈钢分会数据显示，2023 年中国不锈钢产量约为 3600 万吨，世界不锈钢产量约为 5700 万吨，中国不锈钢产量占全球总产量的 63%，对全球不锈钢产量具有重要影响。2024 年受终端地产持续疲软的影响，不锈钢终端建材领域需求下滑严重，不锈钢市场也竞争日趋激烈，出于争夺市场份额的需要，中国不锈钢厂全年产量维持相对高位，据 SMM 数据，2024 年不锈钢采购经理人指数多维持在 50 左右，大部分时间仍处于扩张区间中。产量方面，据 Mysteel 数据，2024 年 1-11 月，国内 36 家不锈钢冷轧产量合计 1469.3 万吨，同比增加 9%，其中 200 系产量 471.1 万吨，同比增加 7.5%；300 系产量 724.6 万吨，同比增加 8.5%；400 系产量 273.6 万吨，同比增加 13.1%。耗镍量方面，据 SMM 数据，全年中国不锈钢耗镍量共计 186.6 万吨，同比增长 4.01%。

2025 年来看，当前房地产整体仍处于下行周期，房屋库存维持高位，截止 2024 年 11 月，全国房屋新开工面积累计下降 23%，竣工面积累计下降 26.2%，销售面积累计下降 14.3%，预计不锈钢地产需求部分短期延续偏弱格局，设备、家电等终端领域在宏观经济政策托底与促消费刺激政策下，预计延续小幅增长态势。整体来看，预计 2025 年中国不锈钢对镍的

需求仍保持稳定刚性增长。

图 25：中国不锈钢产量

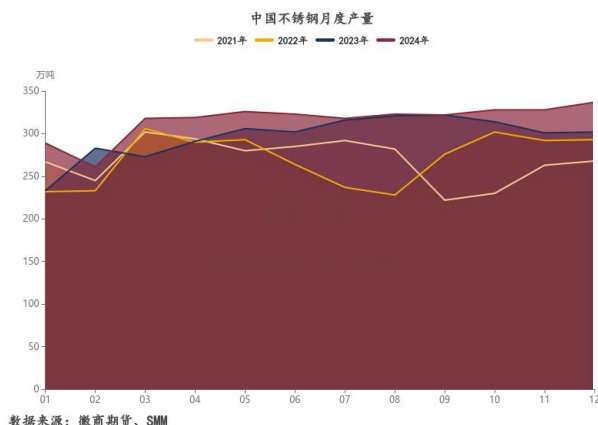


图 26：不锈钢采购经理人指数

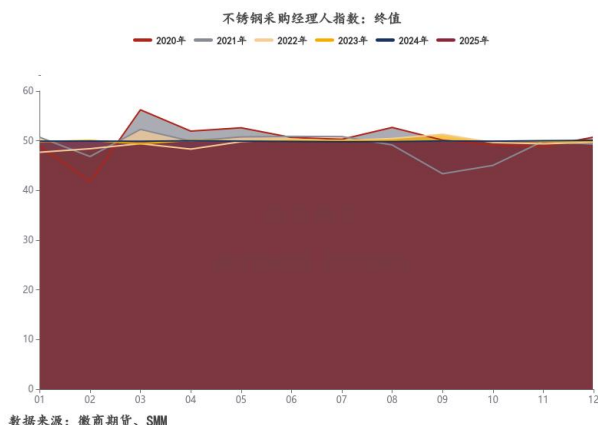


图 27：中国不锈钢月度耗镍量

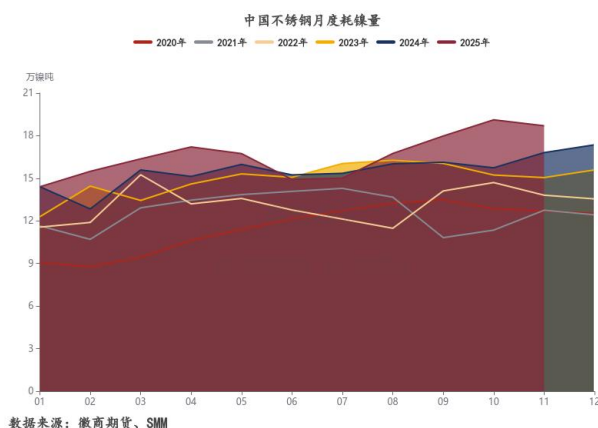
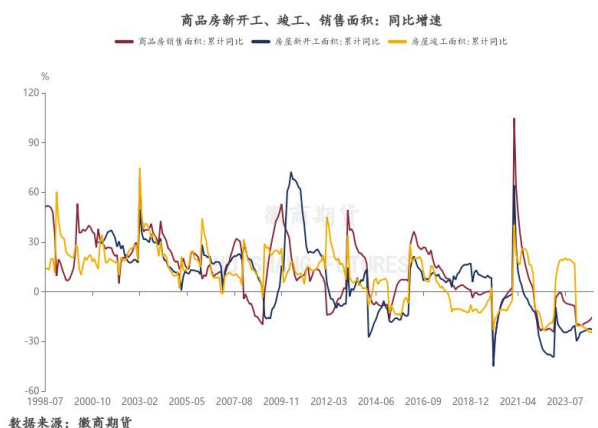


图 28：商品房新开工、竣工、销售面积同比增速



数据来源：SMM、徽商期货研究所

2. 新能源：三元电池承压走弱，2025 年对镍需求增速或有所下滑

2024 年 1-11 月全球新能源汽车销量约为 1595.11 万辆，同比增长 31.46%，中国新能源汽车销量为 975 万辆，同比增长 35%，零售渗透率为 52.3%，同比 2023 年提升 11.9%，批发渗透率为 48.9%，同比 2023 年提升 11.2%。但 2024 年三元前驱体产量同比增长率却不到新能源汽车销量增长率的 12%，据 SMM 数据，2024 年三元前驱体总产量为 851313 实物吨，同比去年增长 4.53%。究其原因，还是在于成本优势下磷酸铁锂电池持续挤占三元电池市场份额，2024 年三元电池的装机量从 35%下降至 21%。

考虑到当前中国新能源汽车销售渗透率已超过 50%，海外端对新能源汽车的政策亦有所转向，叠加磷酸铁锂动力电池的原材料碳酸锂价格持续弱势下调。预计 2025 年中国新能源汽车需求增速将有所放缓，终端新能源汽车消费难以有效提振镍需求，三元电池领域对镍需求亦难有明显起色。

图 29：中国新能源汽车产销量及同比



图 30：中国新能源渗透率

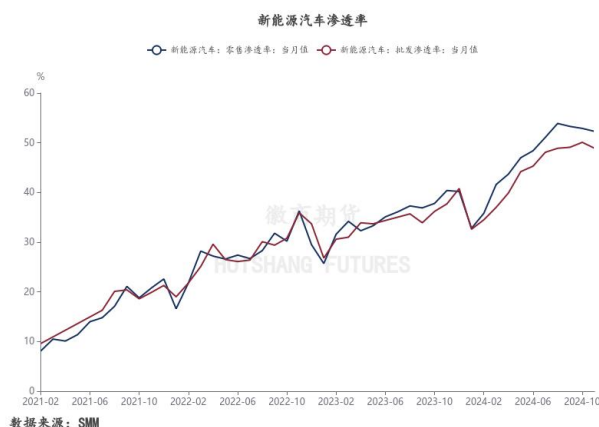


图 31：三元前驱体产量

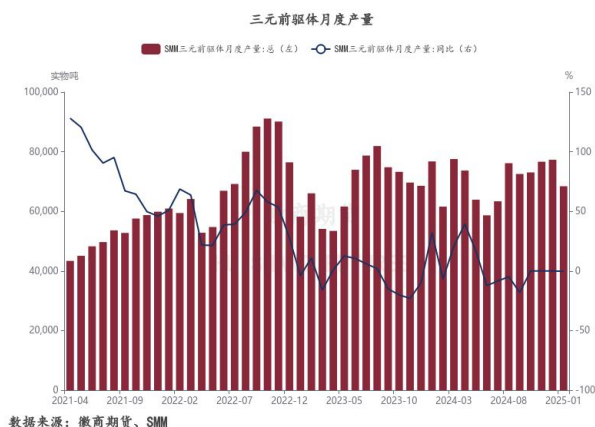
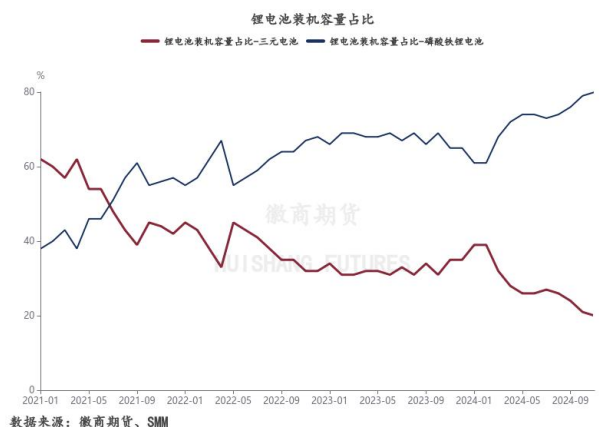


图 32：锂电池装机容量占比



数据来源：SMM、徽商期货研究所

3.合金、电镀：2025 年对镍需求维持相对稳定

电镀及高温合金在镍下游需求结构占比较小，对镍产业需求影响较有限，根据 SMM 数据，2024 年全球合金行业耗镍量共计 50.83 万镍吨，同比增加 4.11%，电镀行业耗镍量共计 10.21 万镍吨，同比下降 0.29%。全球整体对镍需求呈现稳步缓增态势，预计 2025 年

全球合金、电镀领域对镍需求依旧维持稳定于 50 万镍吨左右。

图 33：全球合金、电镀耗镍量

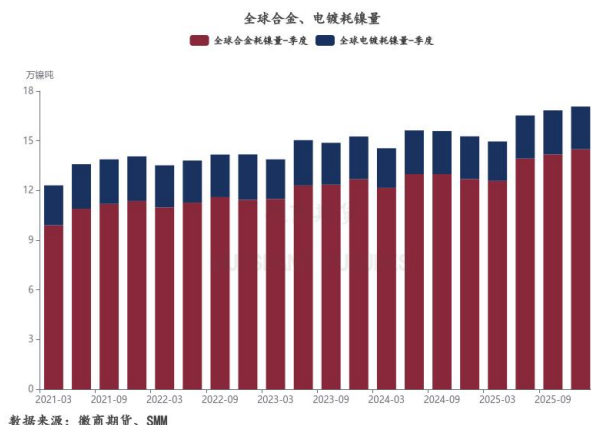
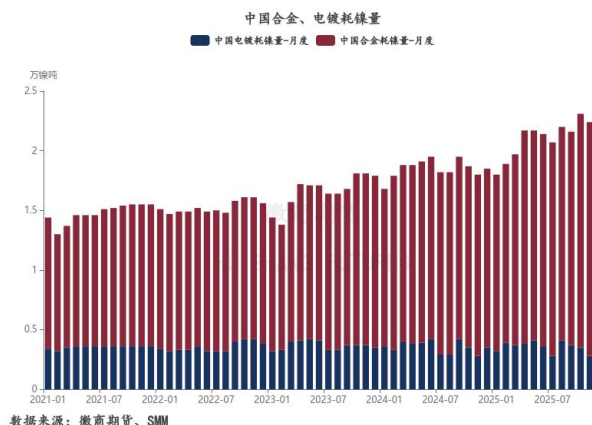


图 34：中国合金、电镀耗镍量



数据来源：SMM、徽商期货研究所

四、后市展望与投资建议

根据朱格拉周期理论，设备更替和资本投资驱动所引领的行业发展约十年为一个周期，周期内分为复苏期、成长期、成熟期和出清期四个阶段，全球镍产业链自 2015 年 11 月创下阶段性低点（63500 元/吨）引发产业链大幅减产后，价格持续震荡上行，若以十年为一个周期推算，2024-2025 年镍行业已再度处于产能出清阶段。随着 2025 年印尼低成本项目的预期投产，精炼镍供应预计维持增量，而需求端则因新能源汽车增速的预期下降，难再寻亮点，预计精炼镍全球过剩格局加剧，镍价延续底部震荡偏弱。最大的变数仍集中在印尼镍产业政策端，但预计难以扭转镍过剩格局，仅会为镍价带来阶段性反弹机会，但考虑到当前市场已较为充分计价基本面过剩格局，一旦印尼出台相关镍元素限制措施，或加大镍价反弹波动上限。

估值区间：锚定一体化湿法 MHP 生产成本作为底部，2025 年价格运行区间预计在 110000 元/吨-160000 元/吨，其中 120000 元/吨为关键支撑位，若下破或可能进一步往产能出清定价。

策略建议：单边中长线操作上以逢高沽空为主，短线以底部震荡区间高抛低吸为主，注意印尼供应端扰动带来的阶段性做多机会。套利交易方面，关注纯镍和镍铁价差表现，择机布局多不锈钢空沪镍。

风险点：宏观经济政策、特朗普政策导向、印尼镍产业政策

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

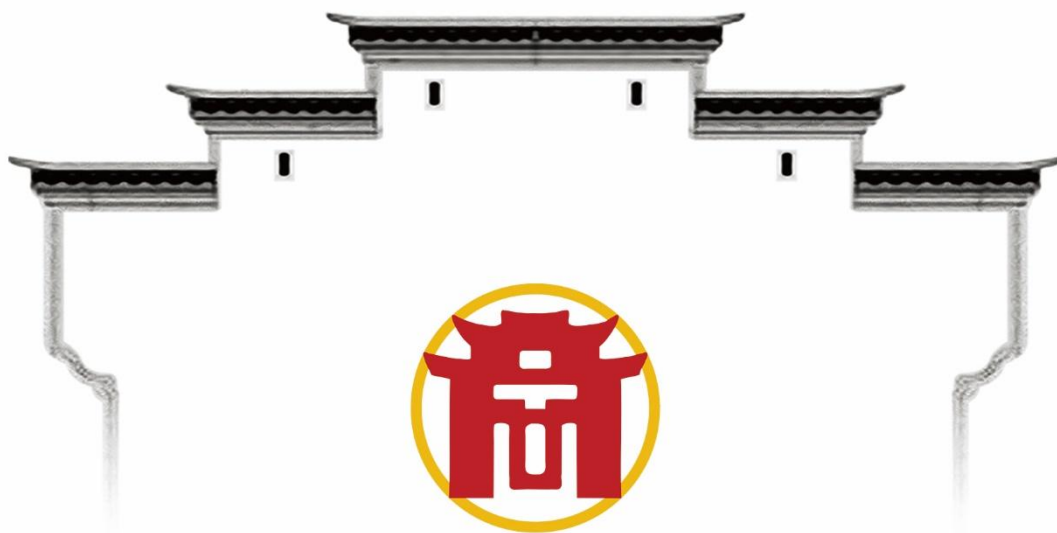
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信