

沪镍：供应收缩预期VS短期高库存压制，沪镍高位震荡

基本面分析

价格走势：2026年以来沪镍价格波动加剧，受印尼镍矿配额收紧（从3.79亿吨降至2.6-2.7亿吨）、硫磺供应冲击（中东地缘冲突导致硫磺价格从460美元/吨飙升至1200美元/吨）等供应端扰动，沪镍上行至15.6万元/吨附近。随后地缘缓和、获利了结，镍价回落至14万元上方。截至5月底，沪镍主力在14-15万元区间震荡，预计Q2-Q3核心运行区间13.5-17万元/吨。

供应情况：印尼镍矿RKAB配额2026年大幅削减至2.6-2.7亿湿吨，降幅超30%。韦达湾镍业配额降幅高达71.4%。硫磺断供导致MHP湿法治炼减产，华友华飞项目5月1日起临时停产，多家企业减产至少10%。WedaBay园区电解铝“抢电”导致NPI降负荷约5%-15%，6月起22家镍铁厂减产。三重因素叠加，印尼镍供应增速放缓甚至可能出现微负增长。

需求情况：不锈钢端表现平淡，前4个月不锈钢粗钢同比增长5.7%，传统旺季效应减弱。新能源端亮点突出，前4个月三元前驱体产量37.4万吨同比增长41%，新能源汽车出口表现亮眼。全球能源价格上涨凸显新能源车性价比，海外渗透率有望提升。

成本利润：硫磺价格暴涨超108%-160%，占MHP成本比例从38%升至50%以上。一体化MHP生产电积镍成本回升至近12万元/吨，高冰镍路径成本升至14万元/吨以上。印尼修改镍矿基准价HPM计算公式，1.2%品位镍矿税收提升约4.5美元/湿吨，1.6%品位提升约5.5美元/湿吨，对应精炼镍成本上升约580-680美元/吨。硫酸进口受限进一步推高湿法治炼成本。

库存变化：当前精炼镍显性库存约36万吨以上，但去库趋势正在形成。二季度配额约束开始兑现，镍整体产量或下滑。由此坑导致2026年末镍显性库存持续下降。若硫磺断供、MHP减产超预期，去库节奏可能加快。INSG预测全球从28.3万吨过剩转为3.2万吨缺口，供需格局正从过剩向偏紧过渡。

策略建议

供应收缩正在兑现：配额收紧、硫磺冲击、电力竞争三重因素叠加，印尼镍供应增速放缓。成本抬升明确：硫磺价格高位、HPM税改、硫酸进口受限共同推升镍生产综合成本，镍价下方支撑显著走强。需求端新能源出口保持高景气，不锈钢需求持稳。预计沪镍Q2-Q3核心运行区间13.5-17万元/吨，中枢上移确定性强。策略上短期观望为主，中长期建议逢低布局，或在成本线附近滚动卖出看跌期权。重点关注印尼配额调整节奏、硫磺供应恢复进度及新能源需求变化。

风险提示

1) 印尼RKAB配额年中补充放量超预期；2) 中东局势缓和、硫磺供应快速恢复导致成本坍塌；3) 全球不锈钢需求不及预期；4) 菲律宾镍矿进口超预期放量。

目录

一、价格：短期高位回落.....	2
二、供应：三重约束叠加，供应收缩加速.....	2
三、需求：新能源亮眼，不锈钢持稳.....	5
四、成本利润：成本全面抬升，支撑显著走强.....	6
五、库存：去库趋势确立，库存拐点将至.....	7

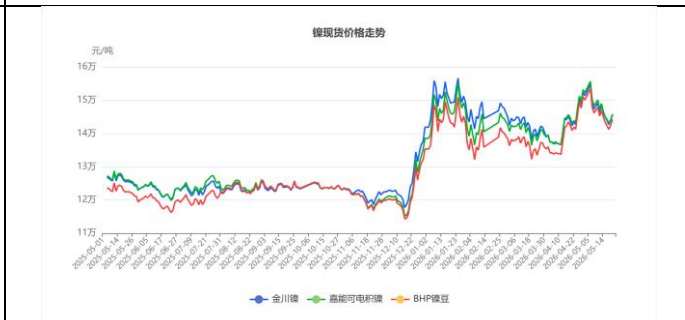
一、价格：短期高位回落

图1：镍期货价格走势



数据来源：Mysteel、华金期货

图2：镍现货价格走势



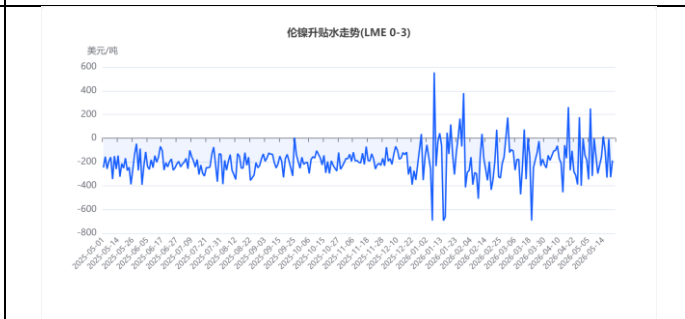
数据来源：Mysteel、华金期货

图3：沪镍升贴水走势



数据来源：Mysteel、华金期货

图4：伦镍升贴水走势



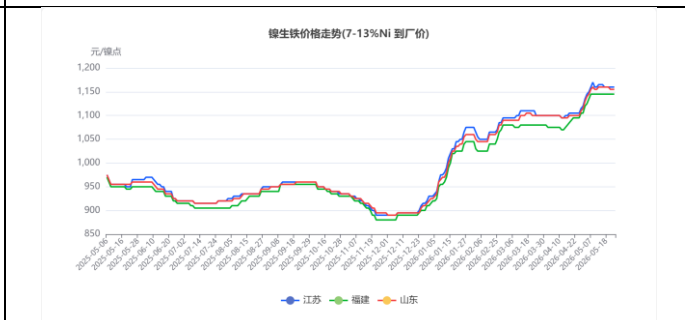
数据来源：Mysteel、华金期货

图5：硫酸镍价格走势



数据来源：Mysteel、华金期货

图6：镍生铁价格走势

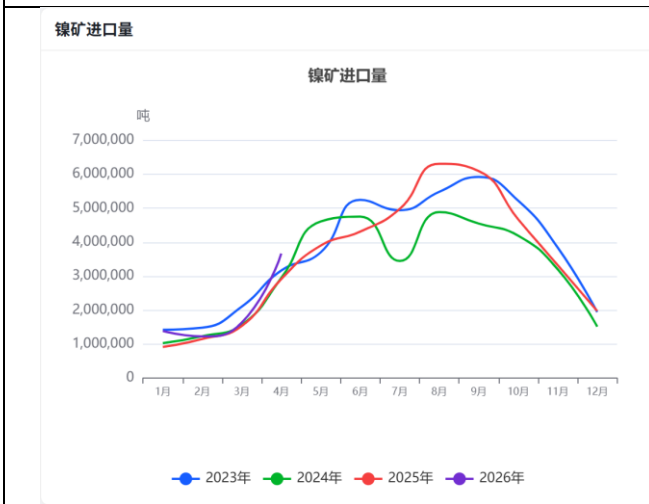


数据来源：Mysteel、华金期货

2026年以来，沪镍价格在供应端多重扰动下震荡走强。印尼镍矿配额削减预期推动1月沪镍反弹至15万元/吨以上；3月中东冲突爆发，硫磺供应收紧、MHP减产，镍价一度冲高至15.6万元/吨；5月伴随地缘缓和获利了结，镍价回落至14万元上方整理。当前沪镍主力在14-15万元区间运行，短期内硫磺供应恢复预期与印尼政策扰动博弈，Q2-Q3预计沪镍核心运行区间13-17万元/吨，中枢较2025年显著抬升。

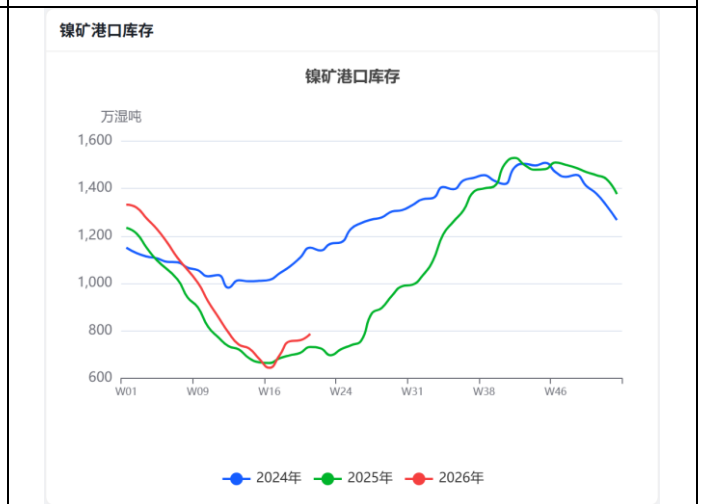
二、供应：三重约束叠加，供应收缩加速

图7：镍矿进口量



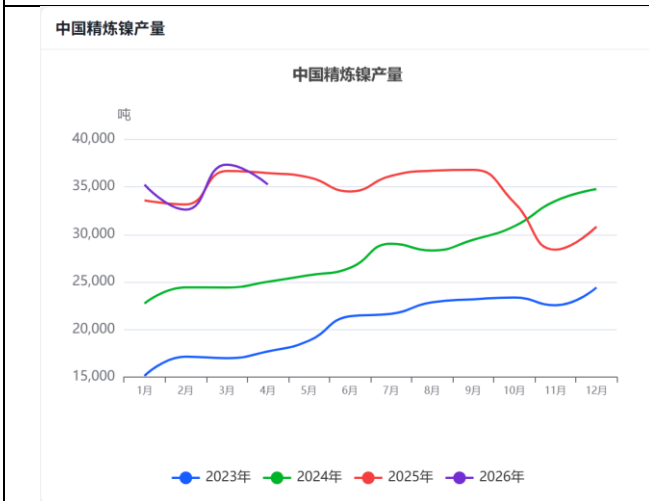
数据来源：Mysteel、华金期货

图8：镍矿港口库存



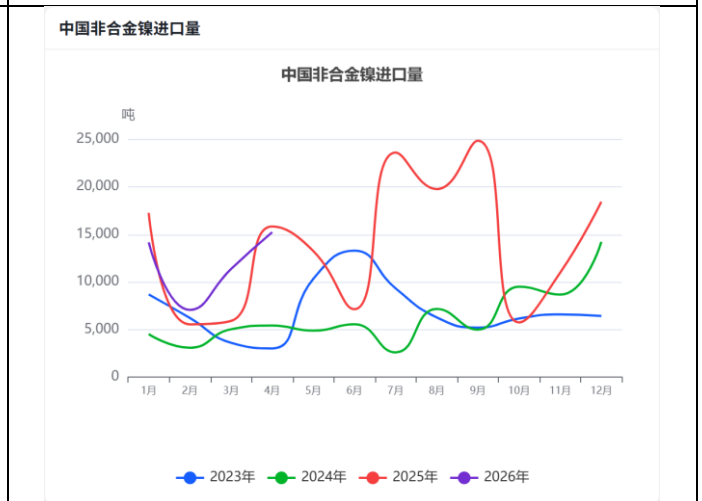
数据来源：Mysteel、华金期货

图9：中国精炼镍产量



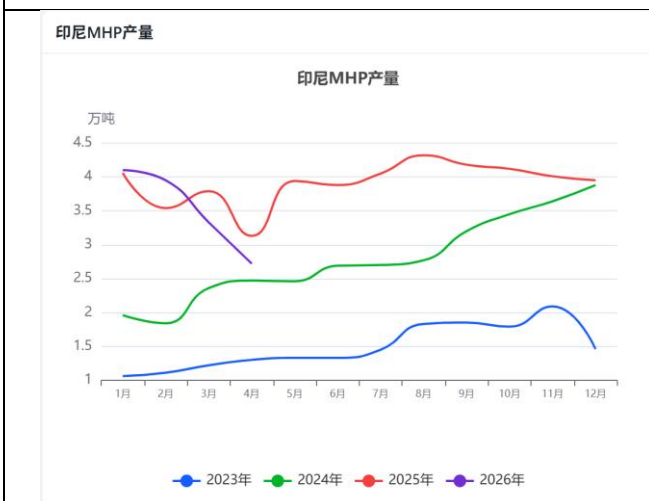
数据来源：Mysteel、华金期货

图10：中国非合金镍进口量



数据来源：Mysteel、华金期货

图11：印尼MHP产量



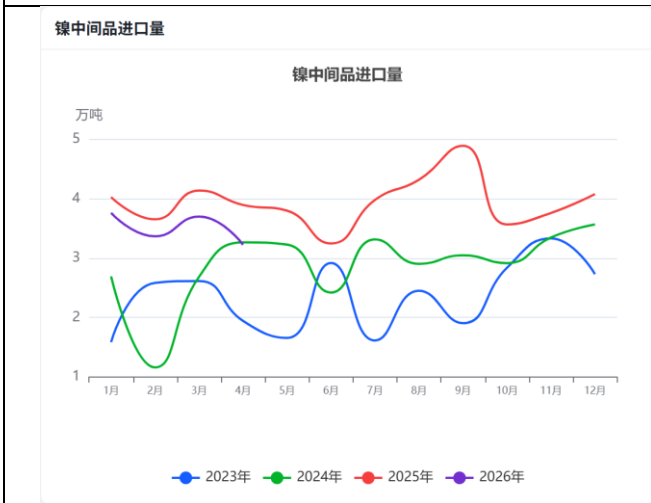
数据来源：Mysteel、华金期货

图12：印尼高冰镍产量



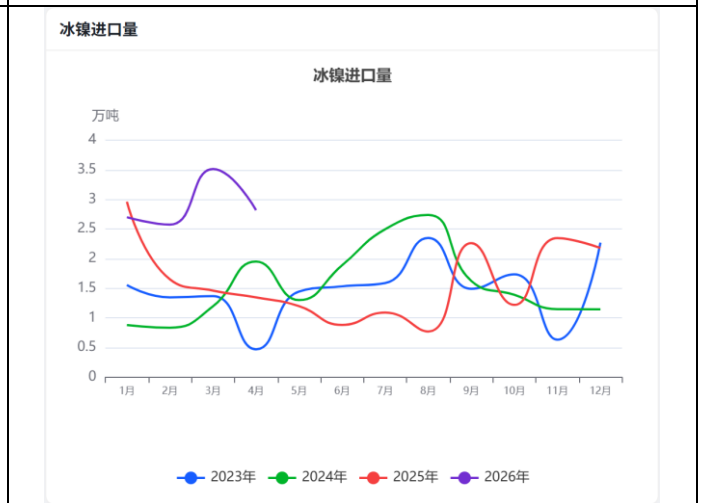
数据来源：Mysteel、华金期货

图13: 镍中间品进口量



数据来源: Mysteel、华金期货

图14: 冰镍进口量



数据来源: Mysteel、华金期货

图15: 硫酸镍产量



数据来源: Mysteel、华金期货

图16: 硫酸镍进口量



数据来源: Mysteel、华金期货

图17: 中国镍生铁产量

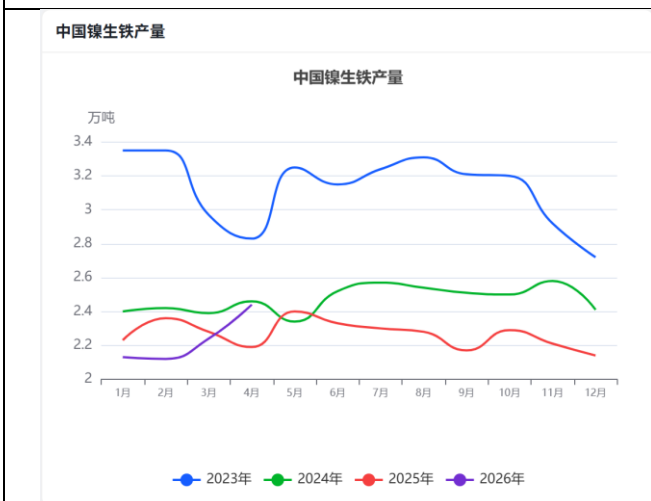
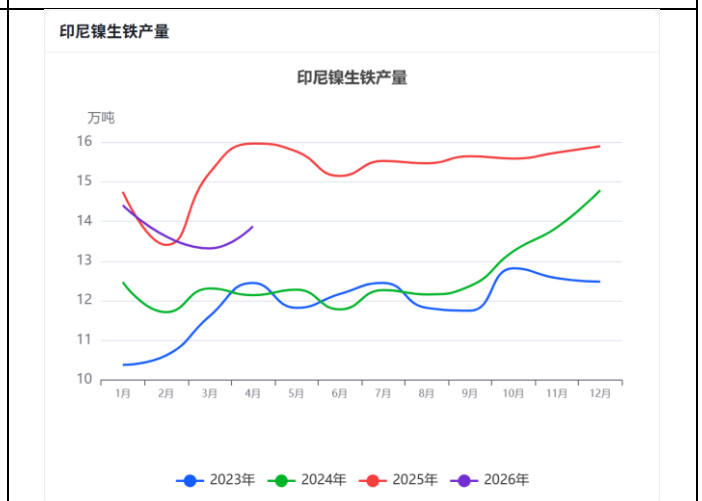


图18: 印尼镍生铁产量



数据来源: Mysteel、华金期货

数据来源: Mysteel、华金期货

印尼镍供应占全球60%以上。当前印尼供给面临三重压力: 第一, RKAB配额从2025年3.79亿吨骤降至2.6-2.7亿吨, 降幅超30%, 韦达湾镍业配额降幅高达71.4%。第二, 中东冲突致硫磺价格暴涨超160%, 华友华飞MHP项目5月停产, 多家企业减产10%以上, 全年MHP产量或不及预期。第三, WedaBay园区电解铝投产"抢电", 6月起22家镍铁厂减产5%-15%, NPI供应弹性阶段性受压。此外, 菲律宾镍矿价格因雨季结束出货量增加而有所回落, 但品位较低, 难以完全弥补印尼缺口。未来镍供给将进一步收缩, INSG预计全球镍供需从过剩28.3万吨转向缺口3.2万吨。

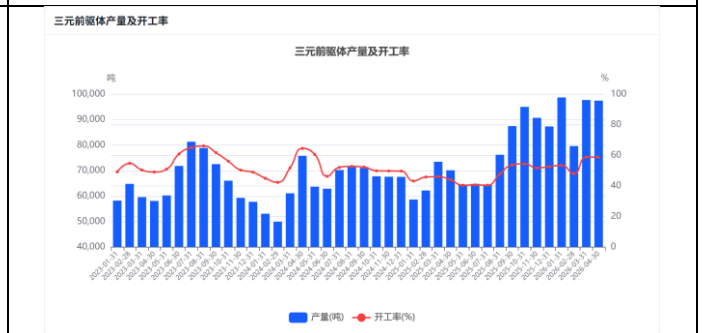
三、需求: 新能源亮眼, 不锈钢持稳

图19: 中国精炼镍表观消费量



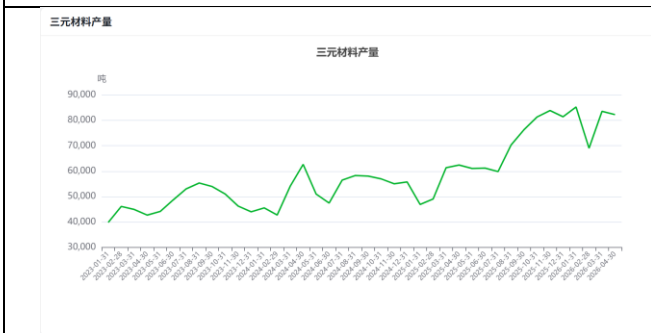
数据来源: Mysteel、华金期货

图20: 三元前驱体产量及开工率



数据来源: Mysteel、华金期货

图21: 三元材料产量



数据来源: Mysteel、华金期货

图22: 中国不锈钢产量



数据来源: Mysteel、华金期货

图23: 中国不锈钢表观消费量

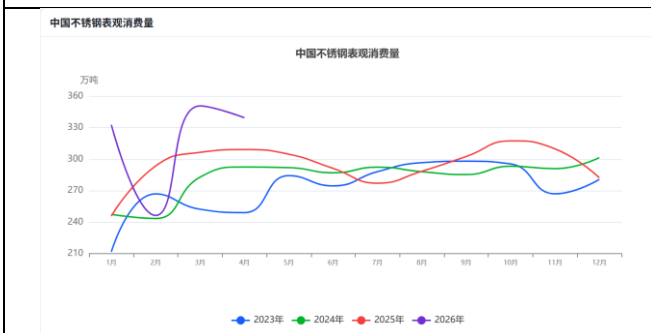


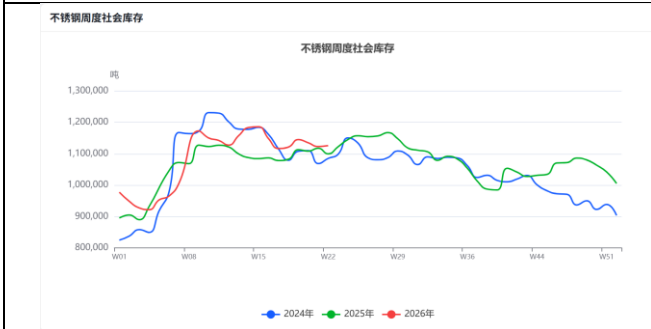
图24: 印尼不锈钢产量



数据来源: Mysteel、华金期货

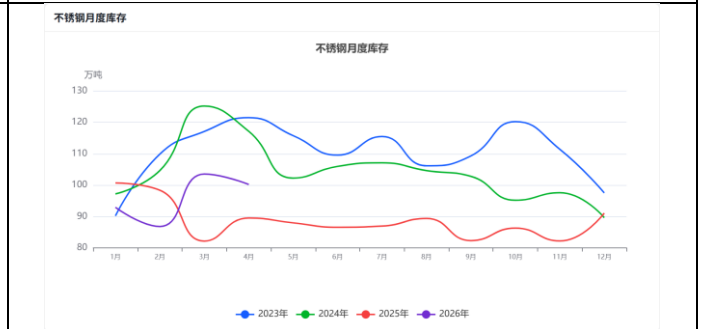
数据来源: Mysteel、华金期货

图25: 不锈钢周度社会库存



数据来源: Mysteel、华金期货

图26: 不锈钢月度库存

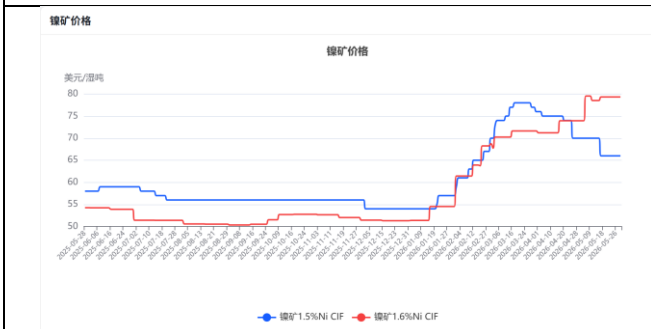


数据来源: Mysteel、华金期货

下游需求呈现结构性分化。国内不锈钢粗钢产量同比6%，全球不锈钢需求增速预计约3.4%，整体表现平淡。新能源端维持高景气，前4个月三元前驱体产量37.4万吨同比增41%。新能源汽车出口表现亮眼，海外能源价格大涨凸显新能源车性价比，预计2026年新能源对镍需求增速约15%。三元电池在高端车型装车占比占优，2027年固态电池产业化启动有望进一步打开镍需求空间。总体来看，传统需求增速中规中矩，新能源汽车需求增速较高，下游需求增速表现正常。

四、成本利润：成本全面抬升，支撑显著走强

图27: 镍矿价格



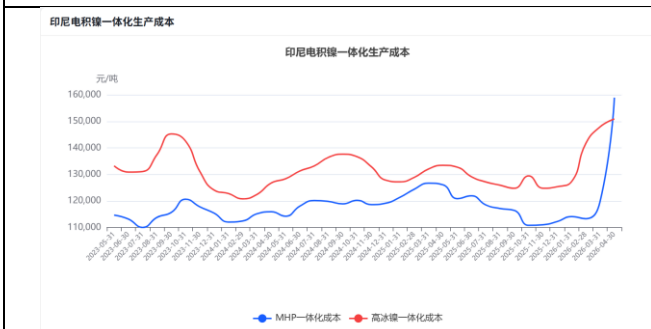
数据来源: Mysteel、华金期货

图28: 精炼镍进口盈亏



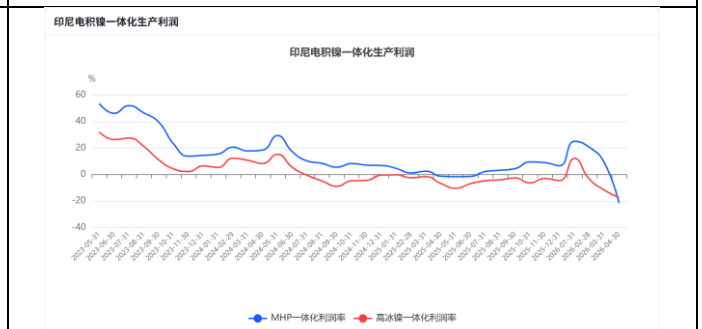
数据来源: Mysteel、华金期货

图29: 印尼电积镍一体化生产成本



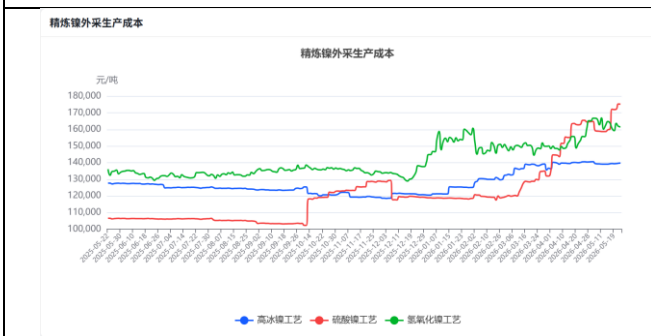
数据来源: Mysteel、华金期货

图30: 印尼电积镍一体化生产利润



数据来源: Mysteel、华金期货

图31：精炼镍外采生产成本



数据来源：Mysteel、华金期货

图32：精炼镍外采生产利润



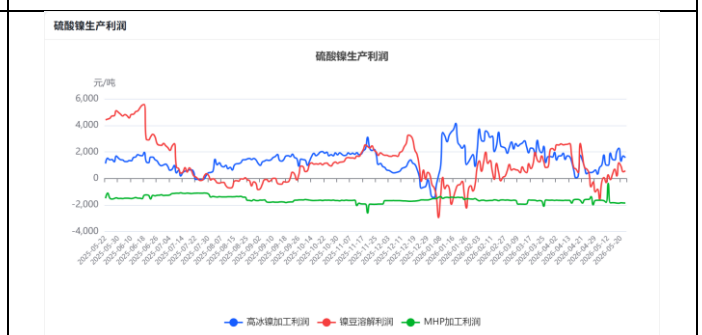
数据来源：Mysteel、华金期货

图33：硫酸镍生产成本



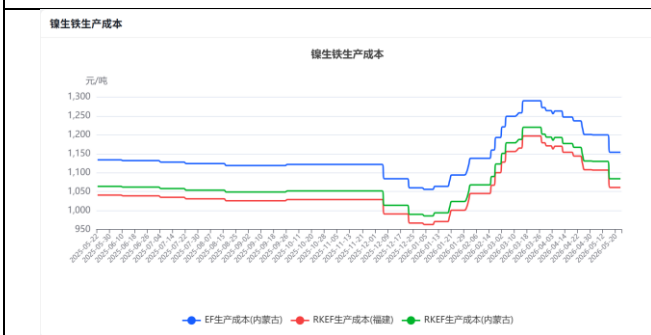
数据来源：Mysteel、华金期货

图34：硫酸镍生产利润



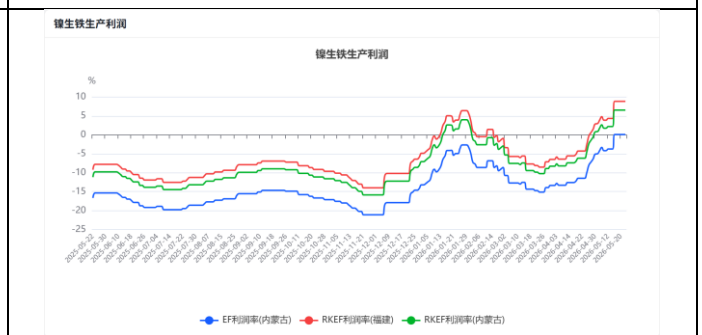
数据来源：Mysteel、华金期货

图35：镍生铁生产成本



数据来源：Mysteel、华金期货

图36：镍生铁生产利润

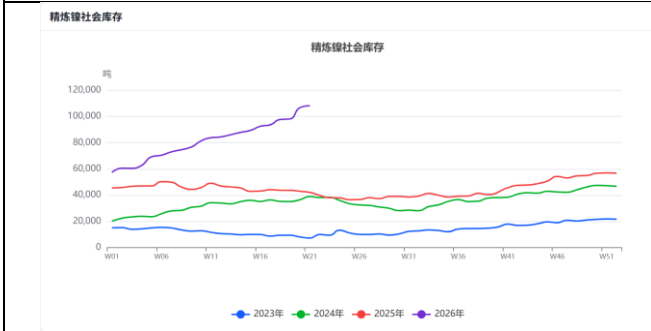


数据来源：Mysteel、华金期货

成本方面，镍冶炼成本在原料、能源、税费三重驱动下全面抬升。硫磺价格从年初460美元/吨飙升至1200美元/吨，占MHP成本比例从38%升至50%以上，每涨100美元/吨推升MHP成本约1180美元/吨镍。印尼修订HPM计算公式，1.6%品位镍矿CF系数从17%升至30%，1.2%和1.6%品位镍矿税收分别提升4.5和5.5美元/湿吨。中国暂停硫酸出口进一步推高湿法冶炼成本。当前一体化MHP电积镍成本约12万元/吨，高冰镍路径成本超14万元/吨，镍价下方成本支撑显著走强。

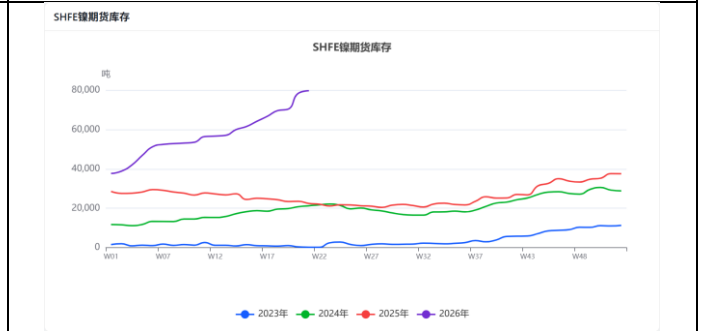
五、库存：去库趋势确立，库存拐点将至

图37：精炼镍社会库存



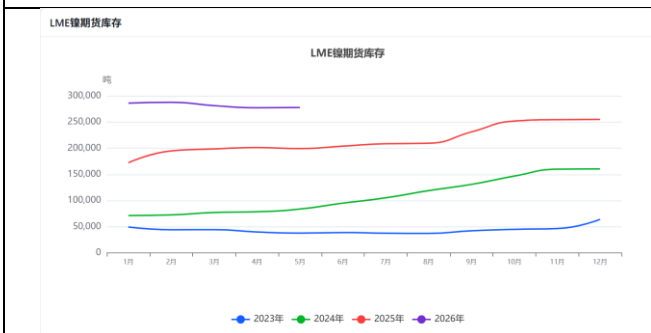
数据来源：Mysteel、华金期货

图38：SHFE镍期货库存



数据来源：Mysteel、华金期货

图39：LME镍期货库存



数据来源：Mysteel、华金期货

图40：中国镍生铁库存



数据来源：Mysteel、华金期货

当前精炼镍显性库存维持36万吨以上水平，对镍价形成一定压制。但去库拐点渐行渐近，二季度配额约束开始兑现，印尼镍产量将逐步下滑。硫磺断供导致MHP减产，综合影响下精炼镍有望摆脱持续2年多的累库状态。如果供应端持续紧张，2026年末精炼镍显性库存或降至18万吨以下。若硫磺供应持续紧张及WedaBay电力竞争加剧，去库节奏可能进一步加快。INSG预测全球镍供需从过剩28.3万吨收窄至缺口3.2万吨，供需格局正经历从宽松到偏紧的历史性转变。



毛玮炜

从业资格号: F3051431

投资咨询号: Z0013833

免责声明

本报告仅供本公司内部使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。