

【鑫期汇】沪镍专题报告：供给收缩与高库存暂处平衡 印尼政策定方向 ——印尼政策梳理、国内外库存、产业链利润与供需分析

核心观点

供给收缩预期与高位库存现实相互拉锯，镍价短期难破震荡格局。供给端，印尼2026年镍矿RKAB配额较上年削减约三成、矿端计价规则重构推升成本中枢，叠加最大园区IMIP旱情减产扰动，成本与政策托底效应显现；但配额修订弹性与菲律宾矿放量进口部分对冲缺口。需求端，不锈钢（占镍消费约七成）疲弱且产业链利润被明显压缩、新能源用镍增量有限，全球显性库存（LME约27.1万吨+国内仓单约9.9万吨）高位压制反弹。9月8日沪镍主力收于127,400元/吨、LME镍3个月收于16,868美元/吨。综合判断：沪镍主力125,000—131,000元/吨区间震荡，方向取决于印尼政策执行、产业链利润再分配与旺季需求成色。

一、行情概览：低位区间震荡

据Mysteel（钢联）数据，9月8日沪镍主力收于127,400元/吨，较9月2日低点126,910元/吨小幅回升，国内镍现货价格指数报127,713元/吨。外盘LME镍现货结算价16,675美元/吨、3个月合约收于16,868美元/吨，全周窄幅运行（见图1）。产业链价格同步走弱：镍铁到厂价1,120元/镍（较8月末1,139元/镍回落约2%），印尼镍生铁远期1,115元/镍；电池级硫酸镍（晶体）29,800元/吨、持稳；红土镍矿1.6%品位CIF最低70美元/湿吨，较前期73美元回落。整体呈“矿价松动、镍铁走弱、纯镍抗跌”格局。

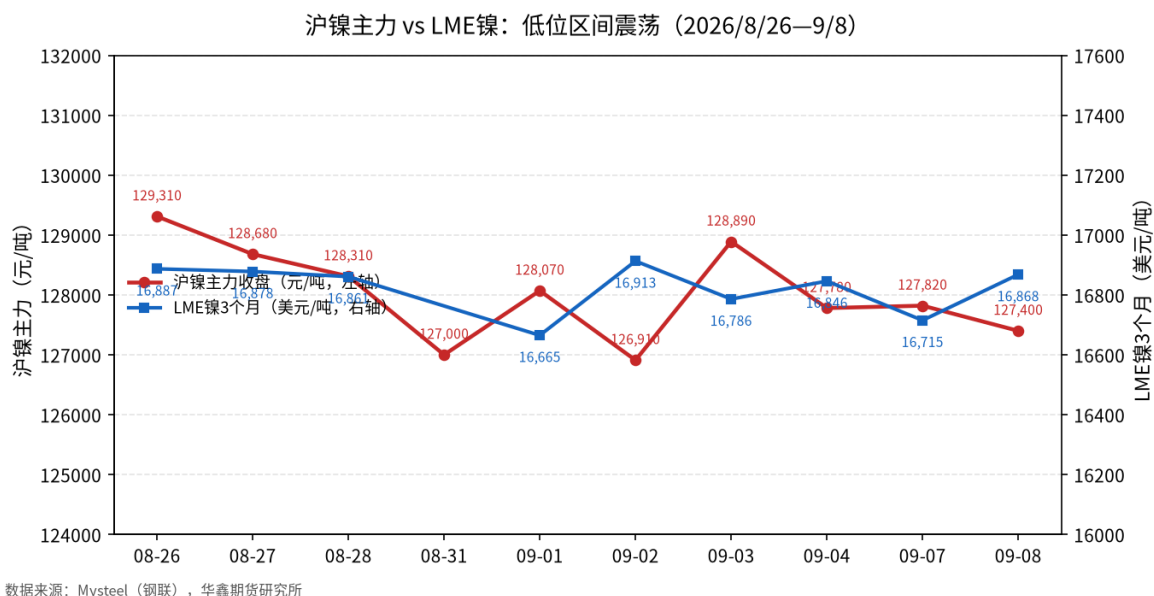


图1 沪镍主力与LME镍价格走势（2026/8/26—9/8） 数据来源：Mysteel、LME，华鑫期货研究所

二、印尼政策梳理：从“配额收缩”到“计价重构”

印尼是全球镍资源与中间品供给的“总阀门”，2026年其政策呈现“收紧—博弈—微调”三部曲，是本轮镍价下方支撑的核心来源。

（一）配额端：总量收缩三成，执行存弹性。印尼能矿部将2026年镍矿RKAB配额由2025年约3.79亿吨下调至2.6亿吨左右，降幅约30%、创近十年之最，其中韦达湾（Weda Bay）由4,200万吨骤降至1,200万吨（-71%）；同时审批由“三年一审”改为“一年一批”，暂停新冶炼厂许可，政策约束显著强化。但执行留有弹性：8月已批准十余家企业RKAB修订、部分关停矿山复产，矿协披露前7月消耗约1.43亿吨（占全年配额53%—55%）并建

议增发3,000万吨缓冲；官方同时辟谣“全面放宽”，强调配额优先匹配本土下游冶炼产能。配额博弈实质是“控量保价”与“保下游原料”之间的权衡。

（二）计价端：规则重构抬升成本中枢。4月15日生效的第144号部长令将镍矿计价修正系数由17%上调至30%，并将钴、铁、铬等伴生金属纳入单独计价；1.2%品位湿法镍矿基准价由此前约17美元/湿吨升至约40美元/湿吨，涨幅超一倍。计价规则重构直接抬升了印尼镍矿与MHP/镍铁的成本中枢，对全球镍价形成系统性成本支撑。

（三）扰动与制度变量：一是IMIP园区受厄尔尼诺干旱影响供水受限，市场担忧其产量削减至多四成（9月上旬消息，尚未证实）；二是印尼拟于2027年1月启动覆盖镍、煤炭、棕榈油的大宗商品交易所，监管规则或于9月中旬出台，中长期影响镍定价与出口节奏。综合看，印尼政策由“配额收缩”走向“计价重构”，供给约束由数量转向成本，是本轮镍价“下有底”的根本原因。

表1 2026年印尼镍产业主要政策梳理

时间/节点	政策内容	对镍市场影响
2026年初	RKAB配额由3.79亿吨降至约2.6亿吨（-30%），韦达湾-71%；审批改一年一批	供给收缩预期，镍价获支撑
4月15日	第144号部长令：计价修正系数17%→30%，伴生金属单独计价	矿端成本中枢上移
7月	开放RKAB修订申报窗口（全矿种统一、一年一次）	配额执行弹性，缓解短缺担忧
8月	批准十余家企业修订，矿协建议增发3,000万吨	镍价上方承压
9月上旬	IMIP园区旱情或致减产（未证实）；交易所规则拟9月中旬出台	短期扰动、中期制度变量

数据来源：印尼能矿部、Mysteel、公开信息整理，华鑫期货研究所

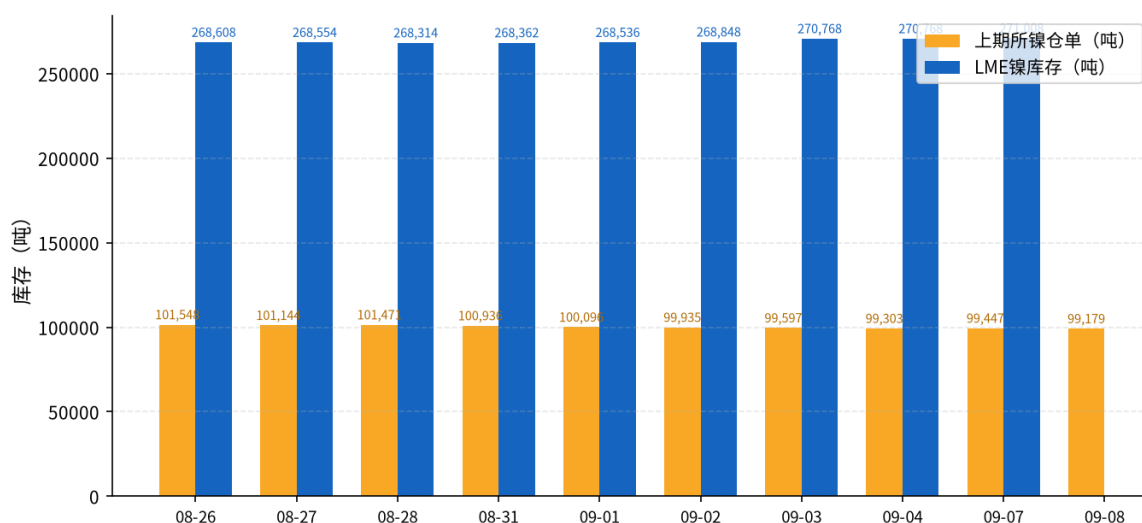
三、库存分析：LME高位徘徊，国内仓单缓降

（一）LME库存：27万吨上方徘徊。据Mysteel（钢联）跟踪的LME数据，9月8日LME镍库存报271,008吨，自8月末268,608吨以来小幅累积，处2021年以来高位区（见图2）。库存高企叠加现货贴水，反映海外精炼镍供需宽松、隐性库存显性化压力仍在。

（二）国内库存：仓单缓降但总量不低。9月8日上期所镍期货库存（仓单）报99,179吨，较8月末约10.1万吨缓降约2%（9/4当周周报口径99,303吨）。尽管仓单自7月峰值约10.3万吨回落，绝对水平仍处历史高位，叠加保税区库存，国内显性库存压力未实质缓解。

（三）库存结构的解读。当前“LME高位+国内仓单缓降”的组合，说明供给约束尚未传导至库存端：印尼配额削减主要作用于矿与中间品环节，对纯镍库存传导存在时滞，LME持续到货则显示海外电解镍过剩未改。库存拐点（LME停止累积+国内仓单加速去化）是供需再平衡最核心的确认信号，拐点出现前库存高位将持续压制反弹高度。

国内外镍库存：LME高位徘徊、上期所仓单缓降（2026/8/26—9/8）



数据来源：Mysteel（钢联）、LME、上期所，华鑫期货研究所

图2 国内外镍库存对比（2026/8/26—9/8） 数据来源：MS、华鑫期货研究所

四、供需分析：供给收缩预期 vs 需求疲软现实

（一）供给端：印尼“减量”遇上菲律宾“放量”。印尼配额削减与计价重构抬升了全球镍供给成本与不确定性，理论利多；但缺口正被菲律宾矿快速填补——2026年1—7月印尼自菲律宾进口镍矿约1,140万吨，较上年同期682万吨增长约67%，保障本土冶炼厂原料供应，对冲了配额下调影响。中间品环节，印尼镍铁/MHP产能仍在释放，全球镍元素供给并无实质缺口，“矿紧”尚未传导为“镍紧”。

（二）中游传导：镍铁—不锈钢产业链利润被双重挤压

镍铁是不锈钢（尤其是300系）的核心镍原料，其价格走势直接决定不锈钢冶炼成本，二者利润此消彼长。当前产业链呈现“上游矿价坚挺、中游镍铁走弱、下游不锈钢亏损”的利润传导受阻格局。

原料端，据Mysteel数据，9月8日高镍铁到厂价1,120元/镍，印尼镍生铁远期1,115元/镍，自8月末高点1,139元/镍连续阴跌约2%，反映钢厂压价采购、成交清淡；而镍矿端因印尼计价重构与菲律宾雨季临近，1.6%品位CIF价格虽有松动但仍处70美元/湿吨附近，折合到厂成本对镍铁形成支撑。一压一撑之间，镍铁厂利润率先收窄。

冶炼端，304冷轧成本与利润分化明显。据Mysteel（钢联）304不锈钢成本利润调查（9月8日）：自产高镍铁一体化工艺利润率约4.0%、废不锈钢工艺约2.5%，尚有微利；外购高镍铁工艺利润率已压缩至0.02%、近乎盈亏平衡；而低镍铁+纯镍工艺利润率低至-13.3%，C1现金成本16,379元/吨，已显著亏损。不同工艺利润率的“三层分化”，根源在于纯镍（电解镍）相对镍铁溢价仍高——使用纯镍配料的钢厂成本最高、亏损最深，这也是沪镍价格相对抗跌而下游采购转向镍铁/废钢替代的原因。

终端看，不锈钢价格弱势是利润压缩的最终出口。9月8日无锡304冷轧主流报15,000—15,300元/吨，较9月初15,100—15,300元/吨持平偏弱，佛山市场同步走低；不锈钢期货贴水加深反映终端订单平淡。钢厂为保利润，一方面压低镍铁采购价（镍铁阴跌主因），另一方面加大废不锈钢与自产高镍铁使用比例、削减外购纯镍需求——这解释了“沪镍仓单缓降、现货升水收窄”与“镍铁—纯镍价差走扩”并存的现象。综合看，镍铁—不锈钢环节的利润挤压尚未触发大规模减产（Mysteel跟踪钢厂排产仍平稳），但若亏损持续扩大至外购高镍铁工艺也陷入深度亏损，将倒逼300系减产，进而从需求端反向压制镍价，形成产业链负反馈。

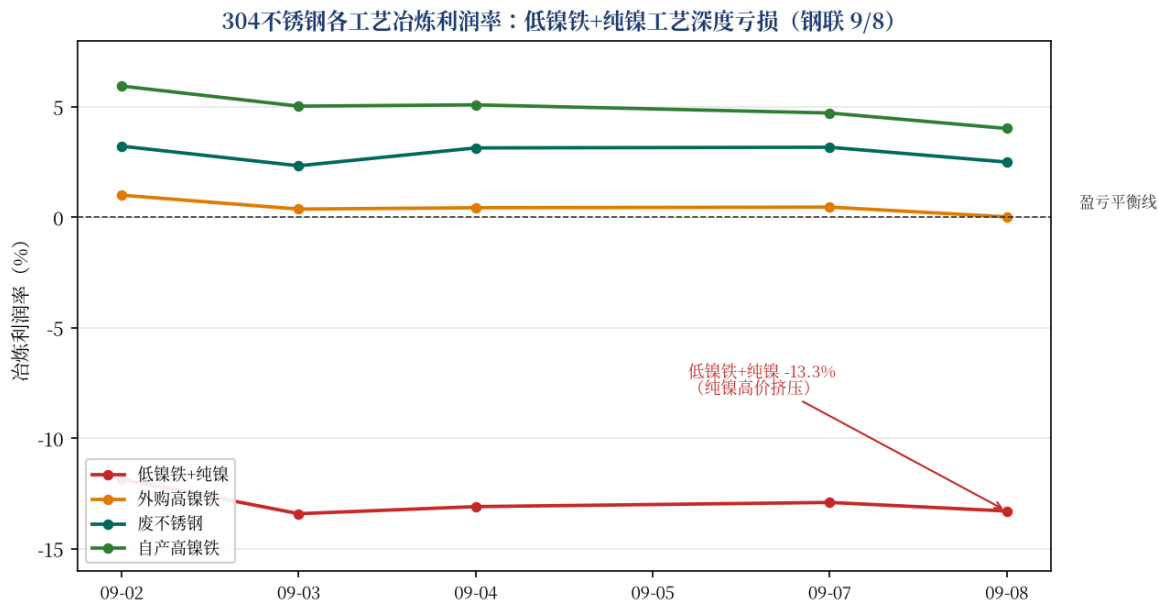


图3 304不锈钢各工艺冶炼利润率 数据来源MS 华鑫期研究所

表3 304不锈钢成本利润与关键原料价格（2026/9/8，钢联口径）

项目	数值	环比变化	备注
304冷轧：低镍铁+纯镍工艺 C1 现金成本	16,379元/吨	+41元/吨	纯镍高价推升成本
该工艺利润率	-13.3%	-0.4pct	深度亏损
304冷轧：外购高镍铁工艺利润率	0.02%	-0.4pct	盈亏平衡附近
304冷轧：废不锈钢工艺利润率	2.5%	-0.7pct	微利
304冷轧：自产高镍铁工艺利润率	4.0%	-0.7pct	一体化相对占优
无锡304冷轧2B主流价	15,000—15,300元/吨	持平偏弱	终端需求平淡
高镍铁到厂价	1,120元/镍	-19元/镍(月内)	钢厂压价
红土镍矿1.6%CIF	70美元/湿吨	-3美元	矿价高位松动

数据来源：数据来源MS 华鑫期研究所

（三）需求结构：新能源用镍占比持续抬升，但难改总量过剩

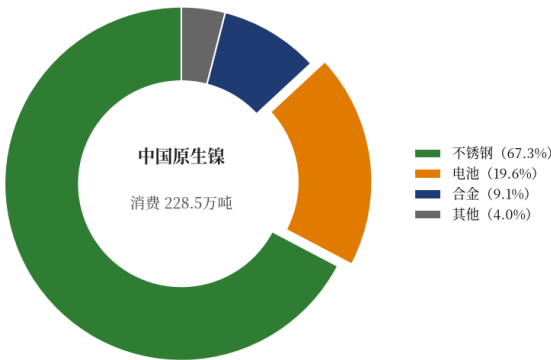
从需求结构看，镍消费呈“不锈钢主导、电池快速增长”的二元格局。据CRU数据，2025年中国原生镍消费量约228.5万吨，同比增长10.3%，占全球总量约64%；其中不锈钢用镍占比约67.3%（仍是压舱石），电池领域占比约19.6%（较2020年约8%显著抬升），合金领域约9.1%、电镀及其他约4%。新能源（三元电池）已成为镍需求最重要的边际增量来源。

电池用镍链条拆解：镍在电池中主要以硫酸镍形式进入三元前驱体。据行业统计，2026年上半年中国三元前驱体产量约53万吨、同比增长33%，其中6系、9系高镍产品份额持续提升；三元材料产量约49.5万吨、同比增长41%，高镍化（镍含量提升）意味着单位电量的用镍强度上升。终端看，2026年上半年动力电池装机预计330—340GWh、同比增长约10%，其中NCM（三元）装机同比增长约15%，增速显著快于三元电池整体（约1%），显示三元在高端车型与出口市场仍有结构性支撑。

占比与增量测算：若按硫酸镍单耗与高镍化趋势估算，2025年中国电池用镍约45万吨左右，占原生镍消费约19.6%；即便电池用镍保持15%—20%的较快增速，其年度增量也仅约7—9万吨，相对于全球精炼镍约26万吨的过剩规模（江海证券测算口径）仍不足以扭转供需平衡。换言之，新能源用镍是“结构亮点、总量配角”——能托住镍价底部预期，但尚不足以独立驱动镍价走出趋势性上涨，镍价的真正拐点仍取决于不锈钢减产与印尼供给执行。



中国原生镍消费结构（2025年，CRU）



新能源用镍占比抬升：电池近两成、三元仍增长

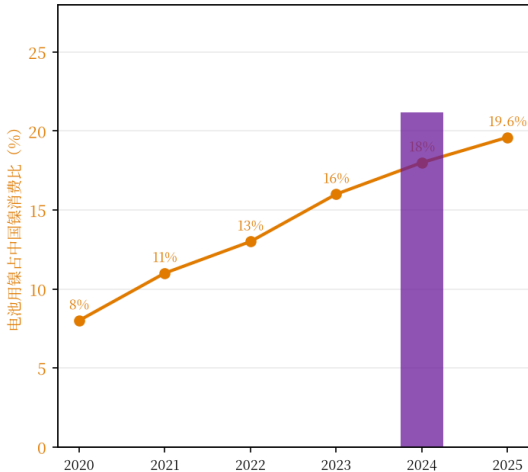


图4 中国镍消费结构与新能源用镍占比拆解（左：2025年CRU口径；右：电池用镍占比趋势）数据来源MS 华鑫期研究所

表4 新能源用镍关键数据一览（2026H1 / 2025年）

指标	数值	同比/占比	含义
中国原生镍消费量（2025）	228.5万吨	+10.3%	全球占比约64%
其中：不锈钢用镍	约67.3%	绝对主导	第一消费领域
其中：电池用镍	约19.6%	2020年约8%→抬升	最大边际增量
三元前驱体产量（2026H1）	约53万吨	+33%	6系/9系份额提升
三元材料产量（2026H1）	约49.5万吨	+41%	高镍化推进
动力电池装机（2026H1E）	330—340GWh	+10%	NCM装机约+15%
电池用镍增量估算	约7—9万吨/年	增速15%—20%	难改总量过剩

数据来源：CRU、中国有色网、行业公开统计（2026H1为1—6月/预测值），华鑫期货研究所

（四）平衡表视角：2026年镍市场大概率维持小幅过剩。综合产业链利润挤压与新能源增量有限，印尼政策扰动与菲律宾矿补充相互抵消，需求端不锈钢与新能源缺乏向上弹性，全球精炼镍预计延续小幅过剩（约10万—20万吨，视印尼政策执行而定）。过剩背景下镍价上方受限；成本中枢上移又封住下方空间，镍价进入“低估值、高波动、看政策”阶段。

表2 镍市场供需与库存关键指标一览（2026/9/8）

指标	数值/状态	含义
沪镍主力收盘	127,400元/吨	低位区间震荡
LME镍3个月	16,868美元/吨	外盘跟随盘整
LME镍库存	271,008吨	高位徘徊，现货贴水
上期所镍仓单	99,179吨	高位缓降
镍铁到厂价	1,120元/镍	环比走弱，不锈钢需求疲弱
电池级硫酸镍	29,800元/吨	需求平稳，涨幅有限
红土镍矿1.6%CIF	70美元/湿吨	矿价松动
印尼RKAB配额	约2.6亿吨（-30%）	供给收缩，成本托底

数据来源：数据来源MS 华鑫期研究所

五、后市展望

综合印尼政策、库存、产业链利润与供需格局，镍价短期仍难摆脱区间震荡：上方受制于高库存、不锈钢亏损与需求疲弱，下方受印尼成本支撑与供给收缩预期托底。沪镍主力参考区间125,000—131,000元/吨，LME镍对应16,200—17,500美元/吨。操作上，区间下沿（125,000—126,000元/吨）关注成本支撑低吸机会，上沿（130,000—131,000元/吨）可逢高试空；突破需产业信号确认。重点跟踪四大变量：一是印尼RKAB修订与IMIP实际生产（供给执行）；二是菲律宾矿出口与镍铁到货（缺口回补）；三是304不锈钢减产与利润再分配（产业链负反馈是否触发）；四是“金九银十”旺季需求与库存拐点（需求验证）。若印尼政策超预期收紧或实质减



产、抑或新能源排产超预期拉动硫酸镍去库，镍价有望向上突破；反之配额增发落地而旺季证伪，则下探成本线。

六、风险提示

印尼矿业政策反复、地缘与宏观（美联储9月议息）扰动、不锈钢减产超预期或不足、下游需求不及预期、汇率与海运费波动等。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822