【鑫期汇】沪镍专题报告1026：成本地板与过剩天花板之间，本轮反弹由减仓驱动，反转条件尚未成立

数据截至 2026 年 10 月 23 日收盘 | 发布 2026 年 10 月 26 日 | 华鑫期货研究所 | 专题 · 深度研究

10 月 16 日至 22 日，沪镍主力自年内低位回升 7.92%，随后回落。本报告判断：这是价格跌破现金成本后的**超跌修复，而非供需格局反转**，三条相互独立的证据支持该结论。

其一，**涨而减仓**。全合约持仓五个交易日减少 17.31%、主力合约减仓 12.7%，上涨缺少新增多头承接；其二，**现货升水腰斩**。现货对主力升水由 2,143 元/吨降至 987 元/吨，产业端未确认涨势；其三，**库存未随价格去化**。LME 库存自 8 月低点累增 6.14%，价格跌破现金成本的当周库存未降反增。

当前价格处近 5 年 6.1% 分位，具备均值回归的统计基础；但成本曲线随矿价持续下移，**“跌到成本”并不等于“可以买”**。能改变平衡表的变量集中于印尼 2027 年 RKAB 配额与 12 月美联储议息，在此之前宜以区间与结构思路应对。

+7.92%	−17.31%	6.1%	+987
10/16—10/22 主力最大回升	全合约持仓五日降幅	当前价格近 5 年分位	现货对主力升水（元/吨）

注：数据截至 2026 年 10 月 23 日收盘。涨跌配色沿用本报告体系——红色为上涨，绿色为下跌。

一、核心判断：修复，而非反转

10 月 15 日，LME 镍现货结算价跌至 14,885 美元/吨，对照湿法 MHP 扣钴现金成本约 15,600 美元、火法完全成本约 15,900 美元，已低于现金成本约 4.6%；次日沪镍主力盘中触及 114,610 元/吨，为年内最低。跌破现金成本意味着减产与惜售的物理约束开始生效，叠加空头在前期领跌中高度集中、消息面一有扰动即集中平仓，盘面在四个交易日内最大回升 7.92%，22 日高点 123,690 元/吨，23 日收 120,580 元/吨、周涨 4.63%。

但上涨的方式决定上涨的性质。判断这是趋势反转还是超跌修复，价格本身给不出答案，必须回到资金、现货与库存三个维度交叉验证。第二至第四节的证据指向同一结论：**价格是被空头离场抬起来的，不是被多头买起来的；产业端没有为这轮上涨买单；库存也没有因价格下跌而减少。**

绝对位置确实偏低。以 23 日收盘计，沪镍较 5 月 6 日年内高点 154,690 元/吨回落 22.05%，20 日、60 日、120 日涨跌幅分别为 −2.80%、−9.91%、−17.68%；处近 5 年 6.1% 分位，低于 5 年 10 分位线（12.16 万元/吨），中位数 13.85 万元、75 分位 16.96 万元。单看时间序列，该位置具备均值回归的统计基础；但分位数的解释力取决于成本曲线是否静止，这一点留待第五节讨论。

二、资金：涨而减仓，缺少新增多头

持仓是最容易被误读的一组数据。全合约合计持仓自 377,166 手降至 311,866 手，五个交易日减少 65,300 手、降幅 17.31%。若只看总量，容易得出“空头大规模平仓”的结论；按合约拆解后，结论必须修正。



图 1　主力收盘价与全合约总持仓（2026 年 6 月—10 月）　数据来源：上海期货交易所，华鑫期货研究所。左轴为主力连续收盘价，右轴为全合约合计持仓；10 月中旬后价格回升而持仓持续下行，两者背离是本轮反弹的核心特征。

减仓高度集中于临近交割的 NI2611：由 126,641 手降至 56,352 手、减少 70,289 手，相当于全市场减仓量的 107.6%，属 11 月合约进入交割前月的常规离场，不含方向性信息。同期远月全线增仓，NI2701 增 13,487 手（+20.6%）、NI2702 增 6,634 手（+53.8%），资金并未离开市场，而是由近月迁移至远月。

真正具有信号意义的是主力合约：NI2612 减仓 19,725 手（−12.7%），同期价格上涨 4.63%。价涨而仓减，说明上涨没有新增多头资金承接，推动力来自存量空头减仓与多头逢高兑现；23 日价格与持仓同降，说明多头也开始离场。成交持仓比由 10 月 14 日的 0.36 升至 22 日的 1.27、23 日仍为 1.22，当日成交 37.9 万手——放量、减仓、涨价三者并存，是存量博弈的典型特征，而非趋势启动形态。

表 1　持仓变动分解（10 月 16 日—23 日，手）

合约	10/16	10/23	变化	幅度	性质判读
NI2611	126,641	56,352	−70,289	−55.5%	交割前常规离场
NI2612	155,189	135,464	−19,725	−12.7%	主力减仓，无新增多头
NI2701	65,456	78,943	+13,487	+20.6%	远月承接
NI2702	12,330	18,964	+6,634	+53.8%	远月承接
其他合约	17,550	22,143	+4,593	+26.2%	远月小幅增仓
合计	377,166	311,866	−65,300	−17.31%	近月撤离、远月承接

数据来源：上海期货交易所日行情，华鑫期货研究所。注：其他合约为 NI2703 至 NI2710 合计；合计行变化与全市场持仓变动一致。

三、现货与结构：升水腰斩，产业端未确认

期限结构维持正向市场，近端略强于远端但幅度有限。23 日 NI2611 至 NI2703 相邻月价差分别为 +280、+260、+240、+80 元/吨，较 16 日的 +200、+300、+190、+220 元/吨，1-2 月走阔 80 元、2-3 月收窄 40 元。以月度持有成本衡量，当前月差年化后仍低于资金与仓储成本，属“便宜的 contango”——近月多头不获展期收益、反承担持有成本，结构本身并不支持单边做多。

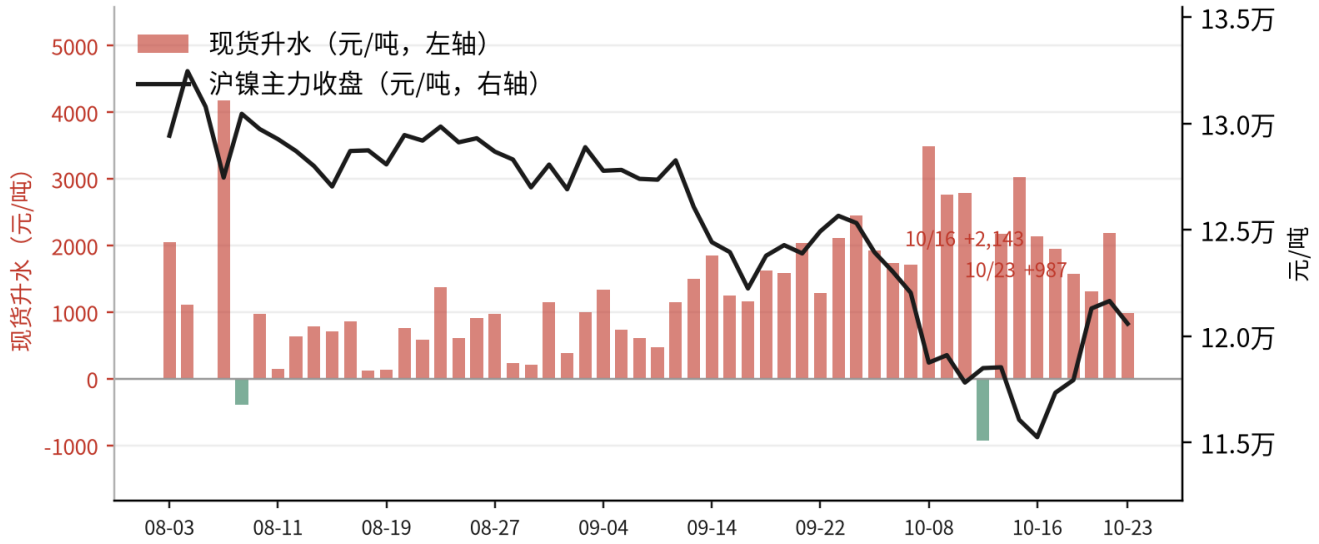


图 2　现货升水与主力收盘价（8 月 3 日—10 月 23 日）　数据来源：上海期货交易所、SMM，华鑫期货研究所。左轴为现货对主力升水，右轴为主力收盘；10 月 23 日升水单日收敛 1,196 元，为 8 月以来最大单日降幅。

基差的变化比月差更有信息量。现货对主力升水由 15 日的 3,023 元/吨（8 月以来最高）收敛至 22 日的 2,183 元，23 日骤降至 987 元/吨，单周下降 1,156 元、降幅 54.0%。23 日现货均价下跌 1.83%、期货下跌 0.88%，现货跌幅接近期货两倍——不是期货回补了现货，而是现货自身走弱。这说明本轮上涨主要由盘面资金完成，产业端未给出对应的紧张信号；升水收敛至千元以内后，多头已缺少来自现货的支撑。

进口盈亏的修复同样值得注意。按 23 日 LME 收盘 15,840 美元/吨、离岸人民币 6.6690 测算，镍现货进口成本约 120,864 元/吨，对主力 120,580 元/吨亏损 284 元，隐含平衡比价 7.630 与实际比价 7.612 仅差 0.018。内外价差已基本修复到位，进口窗口处于临界状态——若内盘相对外盘再度走强，进口货源补充将迅速恢复，这是上方空间的一项结构性限制。

表 2　期限结构与现货升水（元/吨）

项目	10/16	10/23	变化	解读
NI2611	115,040	120,300	+5,260	交割前月
NI2612（主力）	115,240	120,580	+5,340	周涨 4.63%
NI2701	115,540	120,840	+5,300	远月同步
NI2702	115,730	121,080	+5,350	远月同步
1-2 月价差	+200	+280	+80	近端略强
2-3 月价差	+300	+260	−40	远端略强
现货对主力升水	+2,143	+987	−1,156	腰斩，产业端未确认
进口盈亏	−2,230	−284	+1,946	窗口临界

数据来源：上海期货交易所、SMM 现货均价、LME，华鑫期货研究所。注：相邻价差为后一合约收盘减前一合约收盘，正值表示远月升水；现货对主力升水为现货均价减主力收盘；进口盈亏按 LME 收盘价、当日汇率、1% 关税与 13% 增值税并计 300 元杂费测算。

四、库存：未随价格去化

库存是这轮反弹最直接的天花板。LME 镍库存 23 日为 280,674 吨，较 16 日微增 684 吨；自 8 月 6 日阶段低点 264,444 吨起累增 16,230 吨、增幅 6.14%，仍处年内高位区间。关键在时点：15 日价格跌破现金成本后，16 日库存仅减 2,076 吨，19 日至 20 日随即连续回增——成本支撑住了价格，尚未支撑住库存。

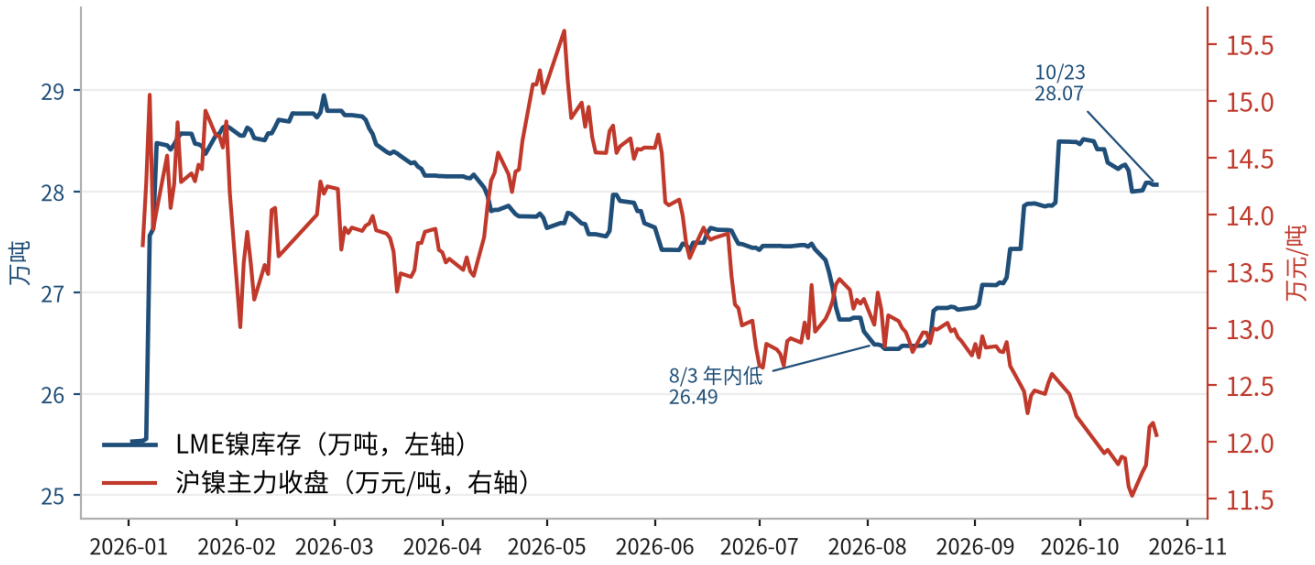


图 3　LME 镍库存与沪镍主力收盘（2026 年内）　数据来源：LME、上海期货交易所，华鑫期货研究所。库存与价格在 9 月之后由同向转为背离，价格下行未带动库存去化。

国内去库同样温和。上期所镍仓单由 93,532 吨降至 90,731 吨，减少 2,801 吨、降幅 2.99%；相对 8 月 20 日的区间峰值 102,197 吨累计下降 11.2%，但绝对量仍在 9 万吨以上。含保税区口径的中国精炼镍库存（10 月 16 日）为 109,537 吨，四周在 10.7 万至 11.1 万吨之间反复，未形成趋势性去库。

按消费天数折算，LME 的 28.07 万吨相当于全球约 26 天原生镍消费，上期所仓单的 9.07 万吨相当于国内约 18 天表观消费，两个市场均在两周以上覆盖下运行，既不缺货，也不急着买。这正是“价格能反弹、库存不下降”这一组合的解释：驱动来自盘面结构，而非现货短缺。

表 3　镍库存与仓单（吨）

口径	10/16	10/23	变化	幅度	区间参照
LME 镍库存	279,990	280,674	+684	+0.24%	阶段低 264,444（8/6）
上期所镍仓单	93,532	90,731	−2,801	−2.99%	区间高 102,197（8/20）
中国精炼镍库存*	109,537	—	—	—	四周 107,000—111,000

数据来源：LME 每日仓单报告（Westmetall 转引）、上海期货交易所仓单日报、Mysteel，华鑫期货研究所。注：*含上海保税区，为周度数据，口径与交易所库存不可直接相加，10 月 23 日数据尚未发布。

五、成本与供需：地板在下移，过剩未证伪

成本既是地板，也划定天花板。以 10 月中旬原料价格与行业通用加工费测算，五条电积镍路线全线亏损，完全成本区间 12.35 万—14.80 万元/吨，冶炼环节利润率介于 −6.7%（外采 MHP）与 −16.2%（外采硫酸镍）之间。全线亏损意味着价格再下一个台阶将触发被动减产；但在价格回到成本线以上之前，冶炼厂没有真实的挺价买盘。**地板与天花板在此重合。**

更需警惕的是地板本身在下移。印尼 1.6% 品位内贸矿到厂价已降至 57.1 美元/湿吨，新的 HPM 公式下调低品位湿法矿基准价，10 月下半月镍 HMA 报 15,847.67 美元/吨、环比下降 2.91%。矿价每下移一档，湿法成本线随之下修。这轮支撑是**移动靶**——一旦配额放松与矿价下行共振，成本线下修会快于价格下跌，“跌到成本”届时不再等于“可以买”。



图 4　电积镍成本定位与纯镍对镍铁溢价（10 月 23 日）　数据来源：上海期货交易所、Mysteel，华鑫期货研究所。左图成本按“沪镍盘面÷（1＋已披露利润率）”反算，外采 MHP 为 12.92 万元/吨、外采硫酸镍为 14.39 万元/吨，均落在完全成本区间内；灰色带为成本区间，红色虚线为 10 月 23 日主力收盘。右图高镍生铁按 1,012.5 元/镍点×100 折算纯镍当量。

两条价格腿并置，结论更直接：高镍生铁折算纯镍当量为 10.13 万元/吨，沪镍盘面 12.06 万元/吨，纯镍对镍铁溢价 1.93 万元、约 19.1%。纯镍相对产业链最上游原料依然偏贵，反弹若要延续，需下游以更高的硫酸镍或镍铁价格为其买单，而中下游恰恰没有为这轮上涨买单。成本曲线内部分化同样显著：外采 MHP 亏损 8,659 元/吨、外采硫酸镍亏损 23,310 元/吨，后者为前者的 2.7 倍。减产压力集中于成本曲线上端，供给收缩更可能以高成本产能逐步退出的方式发生，而非全行业同步减产，对价格的支撑因此是渐进的。

表 4　电积镍各原料路线的成本定位

原料路线	成本曲线位置	冶炼利润率	状态	对价格的约束
一体化 MHP	最低端	未单独披露	亏损	成本最低，弹性最强
外采 MHP（湿法）	中低端	-6.7%	亏损	下方有减产约束
外采高冰镍	中端	未单独披露	亏损	同上
火法一体化	中高端	未单独披露	亏损	减产意愿较强
外采硫酸镍	最高端	-16.2%	深度亏损	减产意愿最强

数据来源：华鑫期货研究所测算。注：五条路线完全成本区间 12.35 万—14.80 万元/吨，利润率仅列已披露的两个端点，其余以“未单独披露”标出；成本曲线位置为相对排序而非具体数值。湿法 MHP 扣钴现金成本约 15,600 美元/吨、火法完全成本约 15,900 美元/吨；矿价与 HMA 变动会使成本线下移。

六、供需平衡：方向性修正，而非幅度调整

供需端，INSG 在 10 月里斯本会议后将 2026 年全球原生镍由短缺 3.2 万吨修正为过剩 1.9 万吨，并预计 2027 年过剩扩大至 7.0 万吨。这不是幅度调整而是方向修正：原本将是 2021 年以来首次年度短缺，如今变成连续第四年过剩。更需注意的是收敛的成因——2026 年产量 386.8 万吨较 2025 年微降，需求却由 357.7 万吨跳增至 384.9 万吨，过剩由 29.9 万吨骤缩至 1.9 万吨靠的是需求扩张而非供给收缩，而这一高增速本身可逆。2027 年供给增速 5.2% 重新超过需求 4.0%，过剩重新扩大。**平衡表最紧张的一年，恰恰是最依赖单一需求的一年。**

表 5 全球原生镍供需平衡（万吨）

项目	2024	2025	2026E	2027E
全球产量	358.9	387.5	386.8	407.1
全球需求	347.3	357.7	384.9	400.2
供需平衡	过剩 11.6	过剩 29.9	过剩 1.9	过剩 7.0
需求增速	—	+3.0%	+7.6%	+4.0%
供给增速	—	+8.0%	−0.2%	+5.2%
平衡变化	—	过剩扩大	短缺 3.2 万修正为过剩	过剩重新扩大

数据来源：INSG（2026 年 10 月 13 日），华鑫期货研究所整理。注：供给增速依产量数据计算；2026 年平衡由此前预计的短缺 3.2 万吨修正为过剩 1.9 万吨，属方向性修正。

下游两条腿一收一让。不锈钢“金九银十”成色不足：9 月 43 家钢厂粗钢产量 355.52 万吨、环比降 4.97%，10 月排产 351.4 万吨、再降 1.16%，钢厂控产并向原料端压价，高镍生铁被压至 1,012.5 元/镍点。新能源端更弱：9 月三元材料产量 8.13 万吨、环比降 10.7%，前驱体 8.91 万吨、降 7.8%，三元装车占比由 7 月的 14.9% 降至 8 月的 14.0%，前驱体企业原料库存降至 11.9 天。价格结构印证了这一点：纯镍反弹由盘面资金驱动，电池级硫酸镍未跟随 LME 上涨、仍以长协为主，镍铁价格则被钢厂压住。

七、宏观约束与后市判断

海外利率端出现被动宽松迹象。10 月 22 日美股科技股重挫，避险资金涌入美债，10 年期美债收益率单日下行 17 个基点至 4.96%，为近一个月首次跌破 5%；全周由 5.09% 回落至 5.00%、累计下行 9 个基点，2 年期由 4.74% 降至 4.69%。下行源于风险资产抛售带来的被动买盘，而非货币政策转向，对商品的估值约束只是边际缓和，并未解除。传导至镍是具体的：实际利率高企抬高持库成本、抑制下游补库、压制不锈钢与地产链需求，这正是“旺季不旺”的宏观根源。汇率端形成另一重约束：离岸人民币周内升值 0.25% 至 6.6690，既压低进口成本（进口亏损由 10 月 16 日的 2,230 元收敛至 284 元）、使国内缺口可由进口快速补充，又使人民币计价的内盘相对外盘承压。

政策节奏上，美联储 10 月 27—28 日议息会议临近，市场对本月维持利率于 3.75%—4.00% 的预期占优，但对 12 月路径的定价仍偏紧，声明措辞是未来两个月金属估值的关键变量。对镍而言，其影响主要是斜率而非方向。

> **综合判断：**沪镍处在由两条线夹持的区间——上方是过剩与 28 万吨量级的显性库存，下方是跌破现金成本后的减产与惜售约束。10 月 15 日至 23 日是一个完整样本：跌破成本即反弹，回到成本上方即乏力。在两条线未发生位移前，价格更可能以区间摆动消化分歧，**反弹高度由情绪决定、持续时间由库存决定**，不宜以趋势思路应对。

真正能改变平衡表的变量只有两个。一是**印尼 2027 年 RKAB 配额**（11 月 15 日截止）：若低于今年约 2.9 亿吨，矿端收紧将推动成本曲线上移，属趋势级利多；若持平或更高，叠加矿价与 HMA 下行，成本地板将继续下移，成本支撑失效。二是**美联储 12 月路径**：若加息落地且措辞偏鹰，实际利率与美元的双重压制将重新主导定价；若加息周期在四季度终结，落地后的预期真空期反而可能为反弹提供窗口。此外，能矿部拟收紧半成品镍新增产能，是政策重心由“矿”转向“产能”的信号，影响的是 2028 年之后的边际供给，更远期也更难被证伪，这正是空头在 11 月前不宜重仓的理由。

在缺少方向性驱动的阶段，与其预测价格，不如跟踪信号。下表所列六项均可公开验证，任一出现方向性变化，都应重新评估判断。

表 6 六项可验证的跟踪信号

信号	当前状态	转多含义	转空含义
LME 镍库存	28.07 万吨，年内高位	跌破 8 月低点 26.44 万吨	重回年内高点上方
上期所镍仓单	9.07 万吨，缓降	降至 8 万吨以下	止降回升
现货升水	+987 元/吨，周内腰斩	重回 2,000 元以上并站稳	继续收敛至平水以下
1-2 月价差	**+280 元，正向结构**	转为负值（近月紧张）	进一步走阔（远月更强）
主力持仓	13.55 万手，随价下跌	价涨仓增同步	继续价涨仓减
矿价与 HMA	内贸矿 57.1 美元，HMA 环比 −2.91%	止跌回升	继续下移

数据来源：LME、上海期货交易所、Mysteel，华鑫期货研究所。注：本表仅列方向性验证信号，不构成价格预测。

风险提示

- **印尼配额风险：**2027 年 RKAB 配额高于 2.9 亿吨或审批快于预期，成本支撑失效；
- **成本塌陷风险：**矿价与 HMA 继续走低，成本地板非固定值，成本塌陷型下跌比过剩型更快；
- **需求双降风险：**不锈钢排产继续转负、三元被磷酸铁锂加速替代，需求端双降；
- **供给协同风险：**中资协同减产证伪，空头回补迅速逆转；
- **宏观压制风险：**12 月加息落地、美元重回强势区间，美元计价金属普遍承压；
- **库存回补风险：**LME 库存再度大幅交仓、国内仓单止降回升，显性库存压力重新主导定价。

说明：本报告所载观点基于截至 2026 年 10 月 23 日的公开数据，不构成投资建议。报告涉及的成本测算、供需平衡表与信号阈值均可能随数据更新而调整，请以最新跟踪为准。报告全部数据均可通过 LME 仓单报告、上海期货交易所日行情与持仓排名、SMM 现货报价、Mysteel 调研数据及 INSG 月度平衡表公开验证。

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