

2025年铝、镍市场行情展望



2025年1月

首创期货研究院
分析师：廖容荣
从业资格号：F03113977
投资咨询资格证号：Z0020552



北京首创期货有限责任公司
BEIJING CAPITAL FUTURES CO.,LTD

1.2025年铝、镍交易策略

2.日中则昃，月盈则食，氧化铝与铝的往复之道

3.镍在过剩中寻找价值的坐标

01

2025年铝、镍交易策略

美债大熊市



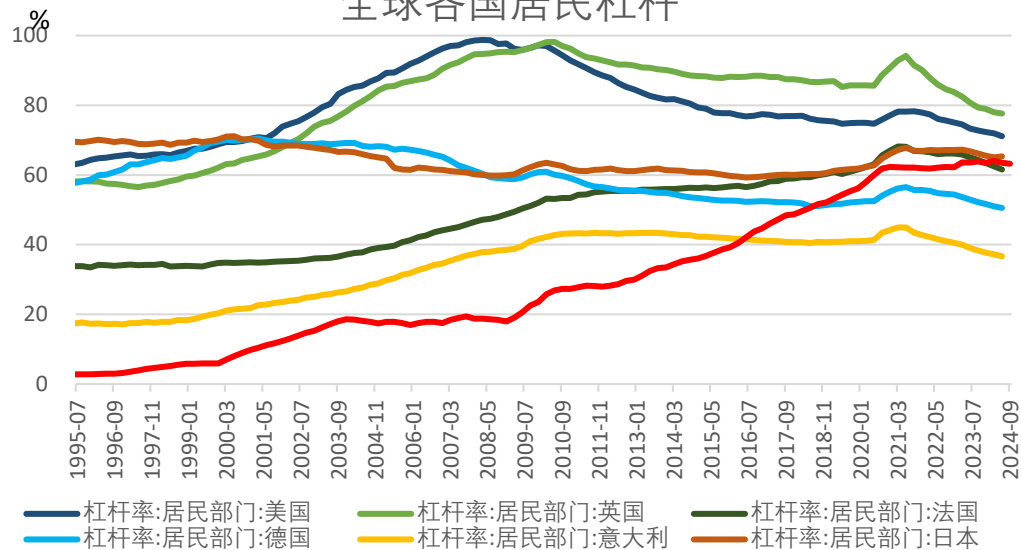
国债大牛市



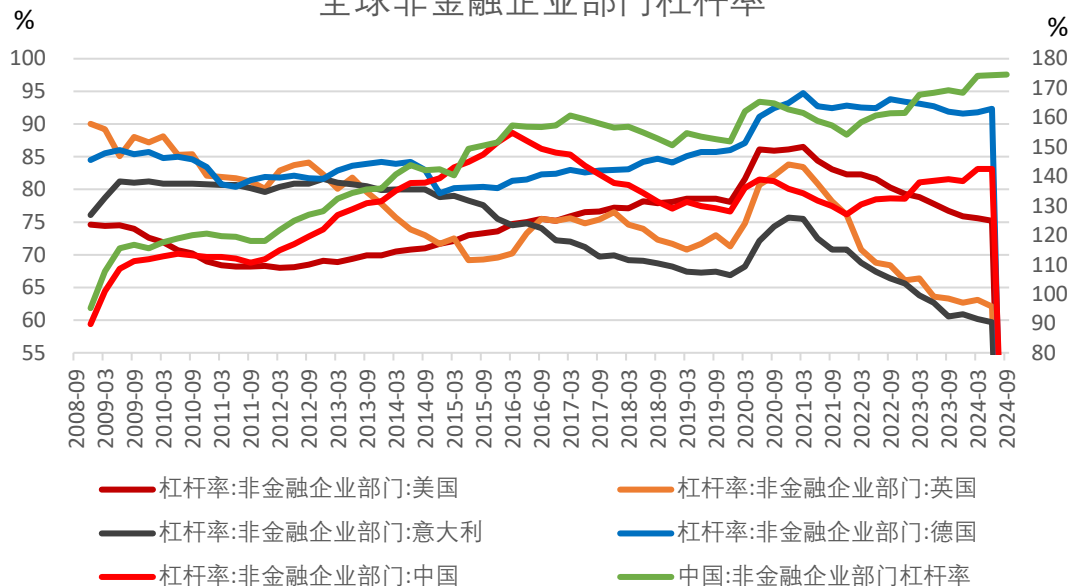
- 11月15日，10年期美债收益率于11月15日突破4.5%后，大量买盘推动其迅速回落，4.25%-4.5%是10年期美债的合理收益率区间
- 12月5日，10年期国债收益率再创历史新低。当日，10年国债活跃券“24付息国债11”收益率下行0.25BP（基点）触及1.95%。

宏观：加杠杆

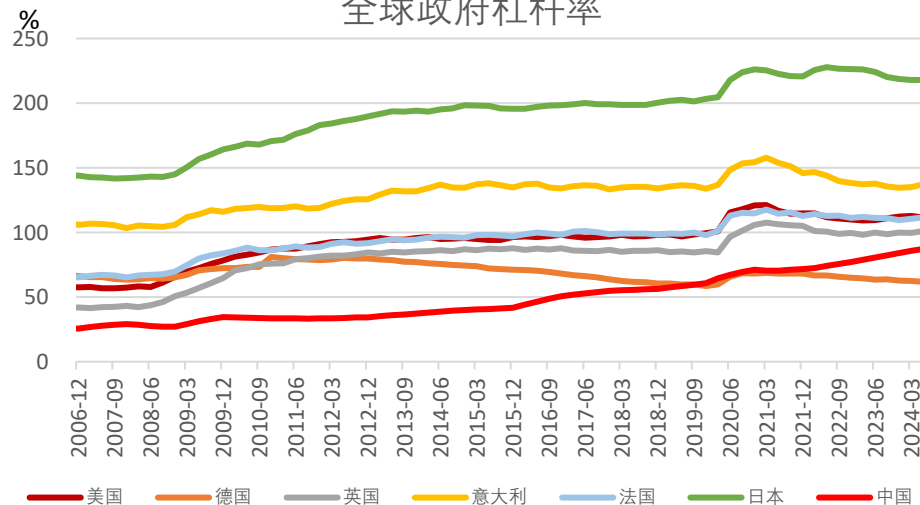
全球各国居民杠杆



全球非金融企业部门杠杆率



全球政府杠杆率



最大的风险：特朗普上台

China Seen to Deliver Substantial Rate Cuts in 2025

More aggressive projections for policy rate include 40-60bp reduction

Economists	Rate projection
Goldman Sachs	Two 20bp cuts in 2Q, 4Q 2025
Morgan Stanley	40bp cut by end of 1Q
Macquarie	Two 20bp cuts in 2Q, 3Q
Capital Economics	Two 20bp cuts in 1Q, 3Q
Mizuho	Three 20bp cuts in 1Q-3Q
ING	20-30bp cut in base case; 50bp if tariffs come earlier or higher than expected



- 对于氧化铝，随着需求平衡被打破，氧化铝价格出现了飙涨，特别是价格合约形成了深度的back结构，价差回归是非常值得期待的交易，反套交易会是主流交易之一。



- 对于电解铝，宏观的加持推动了铝波动率的上升，2025年铝依然会出现高波动率状态，期权做多波动率会是一个不错的选择。内外套利会陷入一段时间纠结，但反套仍会是一个值得期待的策略，内外比值仍然有望回升至8.4-8.5之间。而对于套期保值者来说，可能较好的消息是，移仓并不会丢失结构利差，然而不好的消息可能需要经常补交保证金，考虑到铝价走势依赖于宏观推动，铝合约会长期处于contango结构，但这个价差又不足以形成无风险套利。

AO/AL比值 (2503合约)



数据来源：、首创期货研究院

- 氧化铝/电解铝的比值，哪怕从历史数据来看氧化铝的价格都不曾如此疯狂，做多比值可能是2024年最好的交易之一，而做空比值我们认为至少在2025年某个时段会兑现。

- **宏观政策定性：**国内政策不断释放利多刺激经济，镍价会跟随市场反弹，反弹空间不确定性大
- **基本面定量：**底部锚定印尼一体化中间品制电积镍成本，2024年镍价磨底过程被政策干扰和宏观情绪多次打断，当前镍价已触及印尼边际成本线，外采原料制电积镍利润空间消失，磨底位置或在一体化高冰镍/MHP制电积镍成本之间，值得注意的是该成本线随当地镍矿价格浮动（尤其是高冰镍，乐观与悲观情形之间浮动空间约20美元/吨，折算成电积镍约1.5万元/吨），中性预期下，一体化高冰镍/MHP制电积镍成本分别对应12.5/11.0（万元/吨），叠加纯镍过剩和不锈钢低迷行情，以及偏强的宏观预期，2025年，沪镍合理的参考区间【11-14】万元/吨，伦镍参考区间【14000-18000】美元/吨。
- **风险：**需谨防印尼镍产业收紧，近期印尼政府官员已经有所表态。。

- 不锈钢的需求长期处于稳定增长状态，供应是决定价格的重要因素，目前来看除非执行供给侧改革，不然不锈钢供应将持续过剩状态，而如果伴随成本进一步坍塌，不锈钢价格将会进一步下跌，目前不锈钢逼近疫情前的价格，进入到窄幅波动状态，展望2025年，除了宏观利多带来的回升，恐怕不锈钢会维持区间震荡的形态，参考区间为【1.18-1.4】万元/吨。
- 风险：需谨防印尼镍产业收紧，近期印尼政府官员已经有所表态。

02

日中则昃，月盈则食，氧
化铝与铝的往复之道



- 2024年铝价重心上抬，均价在2万左右
- H1：强政策刺激下，铝价最高上涨至22040元
- H2：强政策刺激叠加基本面，铝价最高上涨至21820元



- 2024年，氧化铝短缺，产业利润重新分配

中国电解铝利润

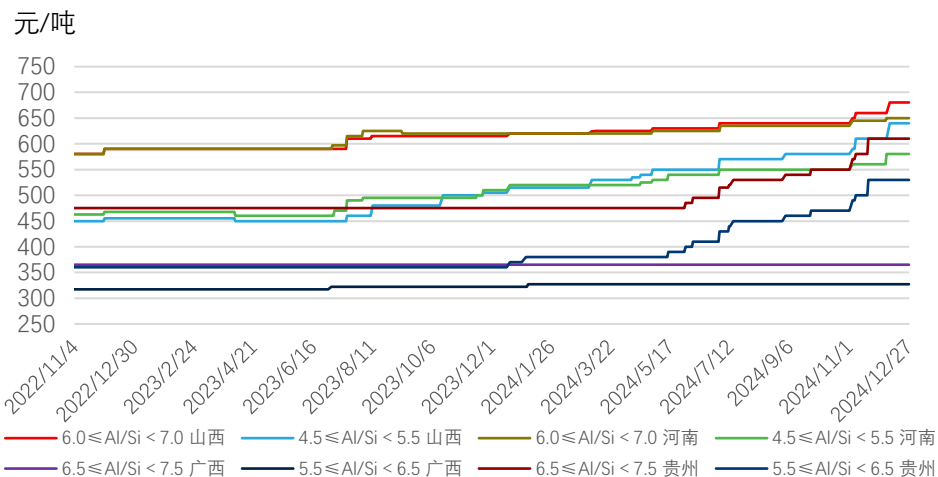


数据来源：首创期货研究院

- 政策：供给侧改革+需求侧改革
- 市场：全球化+逆全球化

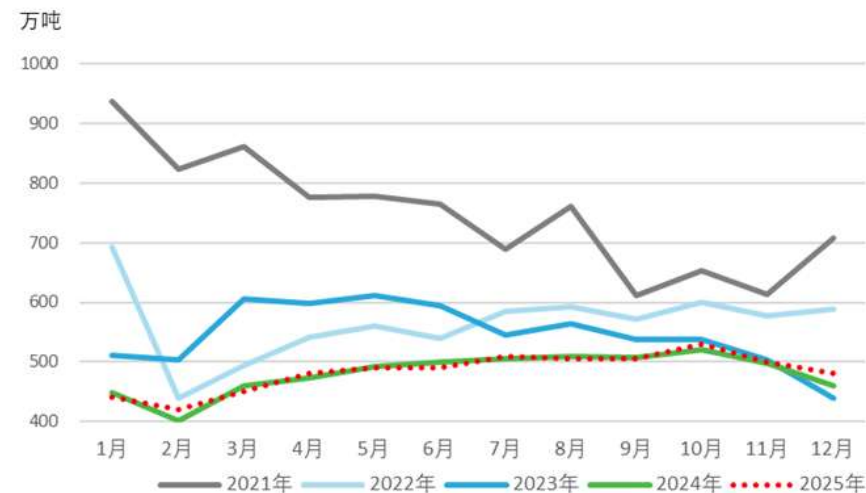
铝土矿：矿山从严监管转为严供给，海外生产多波折

国内铝土矿价格



数据来源：Wind、首创期货研究院

国内铝土矿产量



数据来源：SMM、首创期货研究院

- 2024年国内铝土矿产量大约在5777万吨左右，同比下降11.8%，比去年减少了764.53万吨，矿山供应的短缺主要集中在上半年，同比减少接近20%，下半年尽管北方矿山复产不佳，但随着矿石价格不断走高，其他地方矿山供应有所增加。
- 对于2025年，我们认为矿山治理工作仍将继续，严监管、严供给的状态仍会维持，但经过多年治理各地矿山规范程度明显提高，加之有少量矿山新投，预计明年铝土矿供应结束下跌，大概率同比微增0.5%左右，产量为 5700-6000万吨。

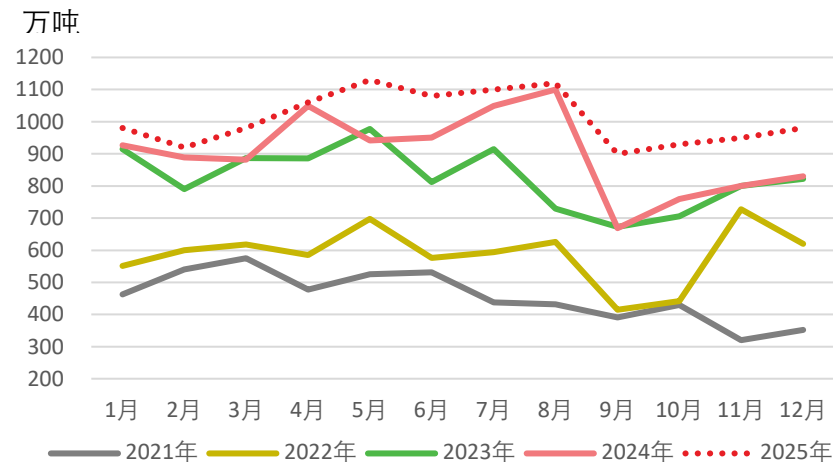
铝土矿：矿山从严监管转为严供给，海外生产多波折

海外铝土矿价格



数据来源：Wind、首创期货研究院

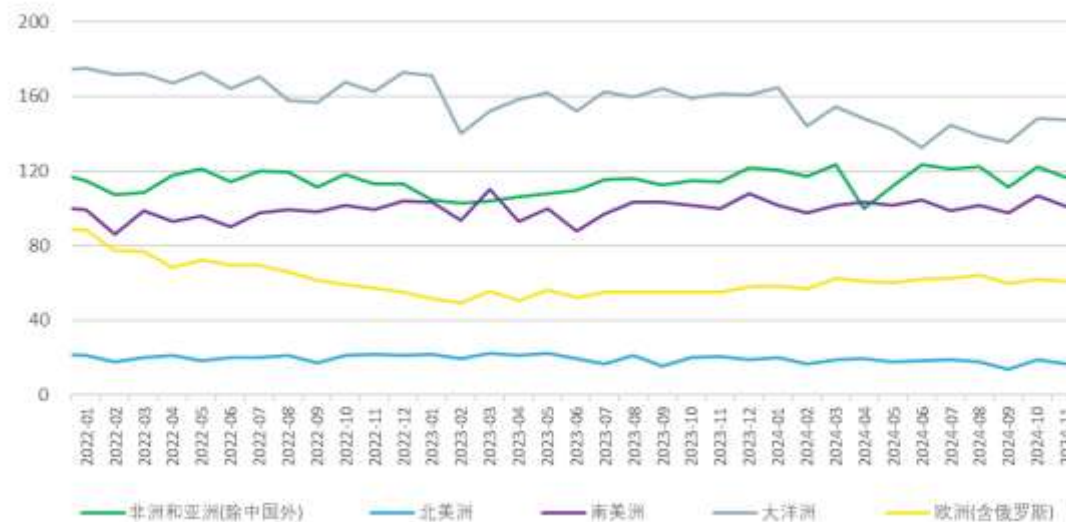
中国从几内亚进口铝土矿量



数据来源：Wind、首创期货研究院

- 海外铝土矿价格大幅上涨
- 2024年中国铝土矿进口合计1.568亿吨，同比增长10.87%，其中几内亚进口1.085亿吨，同比增长9.43%，澳大利亚进口4015.68万吨，同比增长16.21%
- 对于2025年，短期高矿价，将继续刺激铝土矿的开采，部分企业仍会维持超产，一些新投产能会快速释放，预计全年可新增产量1500-1700万吨，如果考虑前期产能的释放，或将逼近2000万吨，国内新增进口量有望达到1200-1400万吨，略高于2024年。

海外氧化铝产量



数据来源：ALD、首创期货研究院

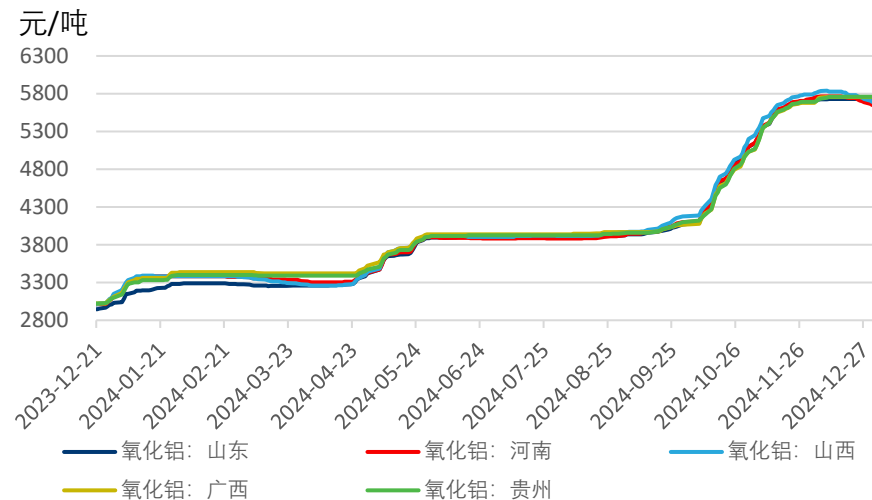
- 2024年1-11月海外氧化铝产量为5589.3万吨，同比仅微增0.33%，新增仅18.6万吨，增量来至非洲和亚洲（除中国）、欧洲（含俄罗斯）地区，分别增加了80.7万吨和80.1万吨，而减量来至北美洲和大洋洲地区，分别减少了23.9万吨和142.4万吨（事故干扰和美铝的氧化铝厂关停）。

国家	氧化铝项目	已形成产能(万吨)	2024年新投建产能	2025年预计投产	远期规划
印尼	PT Indonesia chemalalmna (印度尼西亚化学氧化铝公司)	30			
	PT Bintan Alumina indonesia(南山铝业)	200		200	
	PT Well Harvest Winning Alumina (宏发韦立氧化铝公司)	200			
	PT Borneo Alumina Indonesia曼帕瓦氧化铝(SGAR) 项目		100		100
	PT Borneo Aumindo Prma(锦江集团项目)			100	500
	陕西有色项目				200
	天山铝业项目				200
	Quality Sukses Sejahtera氧化铝项目				200
	Dinamika 氧化铝项目				150
印度	韦丹塔铝业兰吉加尔氧化铝厂扩建项目	200	150		150
	Utkal 氧化铝精炼厂扩建项目	150	50		
	达曼约迪(Damanjodi) 氧化铝厂	210	100		
	Adani集团Kalinga Alumina Limited (KAL)项目				400
	Hindalco氧化铝厂项目				300
	Hindalco埃迪亚博拉氧化铝厂项目				200
越南	越芳投资集团				200
合计		990	400	300	2600

- 亚洲地区（除中国）氧化铝的供应增长得益于东南亚地区氧化铝新投产能的不断释放，2024年三地合计投产氧化铝产能400万吨，其中印度投产了300万吨，印尼投产了100万吨，预计2025年还有300万吨氧化铝产能会投产，不过投产时间至少要到3季度后，而远期规划（2026-2030年）则有2600万吨氧化铝待投产。

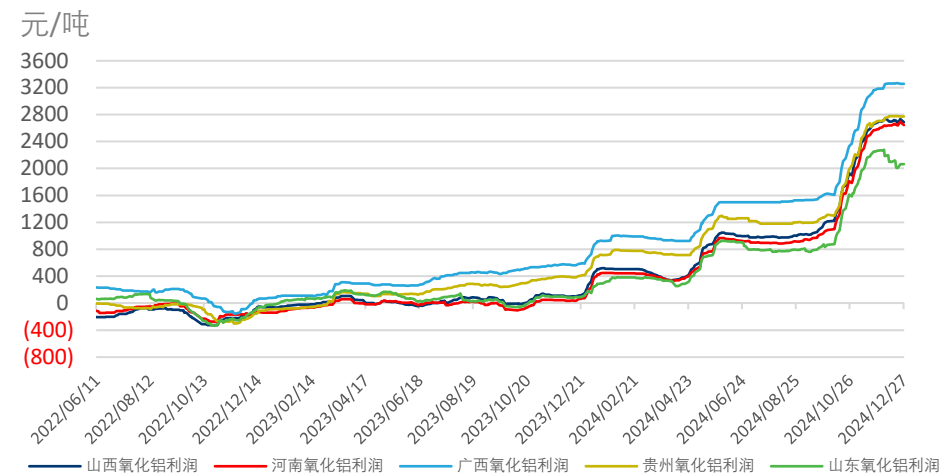
氧化铝：海外，国内氧化铝进入迭代周期

氧化铝现货价格



数据来源：ALD、首创期货研究院

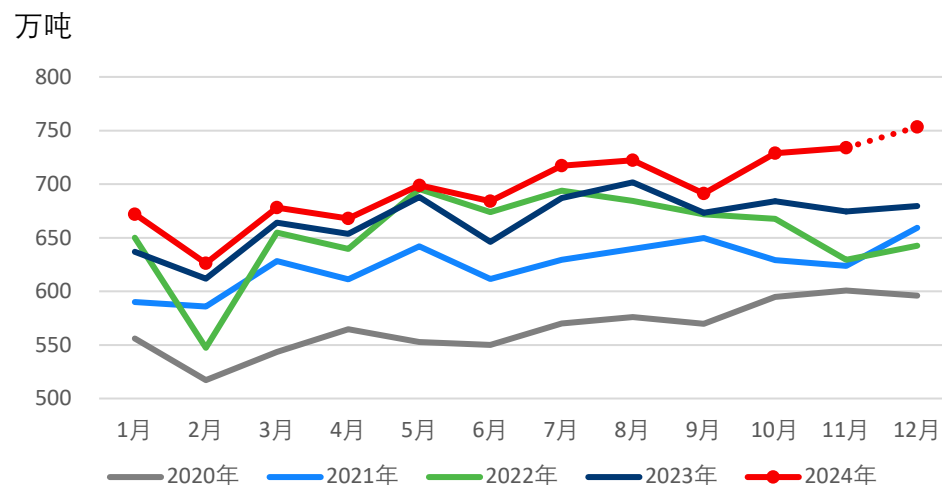
氧化铝生产利润



数据来源：首创期货研究院

- 氧化铝价格暴涨，并伴随利润大幅上升

冶金级氧化铝产量



数据来源：smm、首创期货研究院

- 2024年国内氧化铝产量预计为8664.4万吨，同比增长2.8%，其中冶金级氧化铝产量8374.1万吨，冶金级氧化铝产量同比增长4.67%，得益于氧化铝价利润的攀升，冶炼厂生产积极性高。

氧化铝：海外，国内氧化铝进入迭代周期



氧化铝产能和开工率

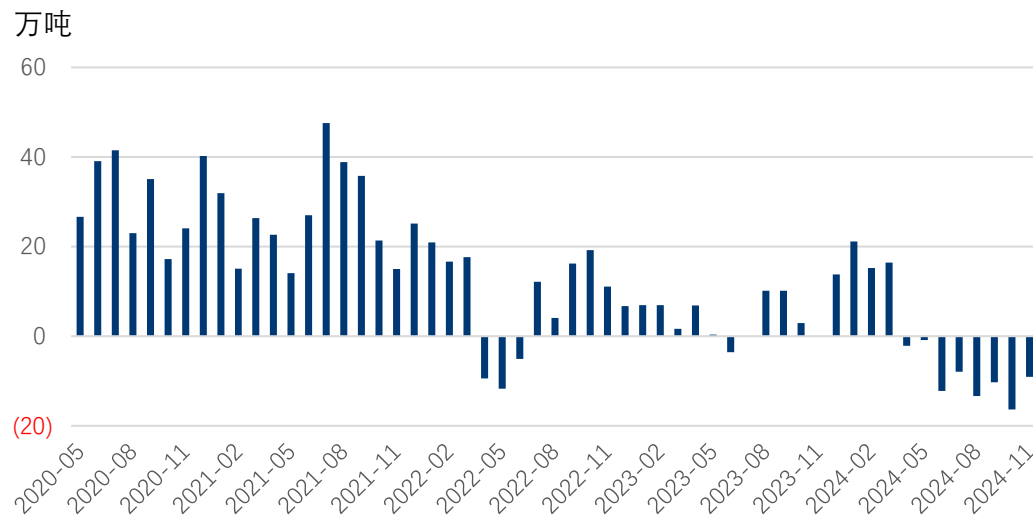


企业	2025年新投产能 (万吨)	备注
内蒙古康鸿新材料有限公司氧化铝项目	600	该项目只包含焙烧环节，预计2025年陆续投产
甘肃嘉唐铝业有限公司氧化铝项目	600	该项目只包含焙烧环节，时间待定
山东魏桥铝电有限公司	400	该项目为迁建升级项目，其中100万吨在2024年10月开始投料，剩余部分预期在2024年底以及2025年投产。
广西华昇新材料有限公司	100	剩余1条线，预估2025年1月投产
广西广投北海绿色生态铝一期项目	200	预计2025年二季度投产
山东创源新材料科技有限公司	100	预计2025年上半年投产
河北文丰钢铝产业有限公司	240	2025年上半年先投产120万吨，下半年再投120万吨，2026年继续投产240万吨
北海东方希望材料科技有限公司	240	1期项目预计2025年三季度投产
防城港中丝路新材料有限公司氧化铝项目		240万吨，预计2026年6月投产
合计	2480	1200万吨产能只包括焙烧，则实际产量受原料限制，400万吨是搬迁产能，剩余880万吨产能预计将在2025年投产

数据来源：ALD、首创期货研究院

- 根据阿拉丁（ALD）调研了解，2024年虽然拟投氧化铝产能达到520万吨，但实际新增氧化铝产能160万吨，分别是博赛技改升级新增60万产能，广西华昇二期第一条线100万吨投产。
- 2025年国内陆续有新投产能释放，乐观估计新投产能（完整生产线）将达到880万吨，静态预估全年新增产量在460万吨左右

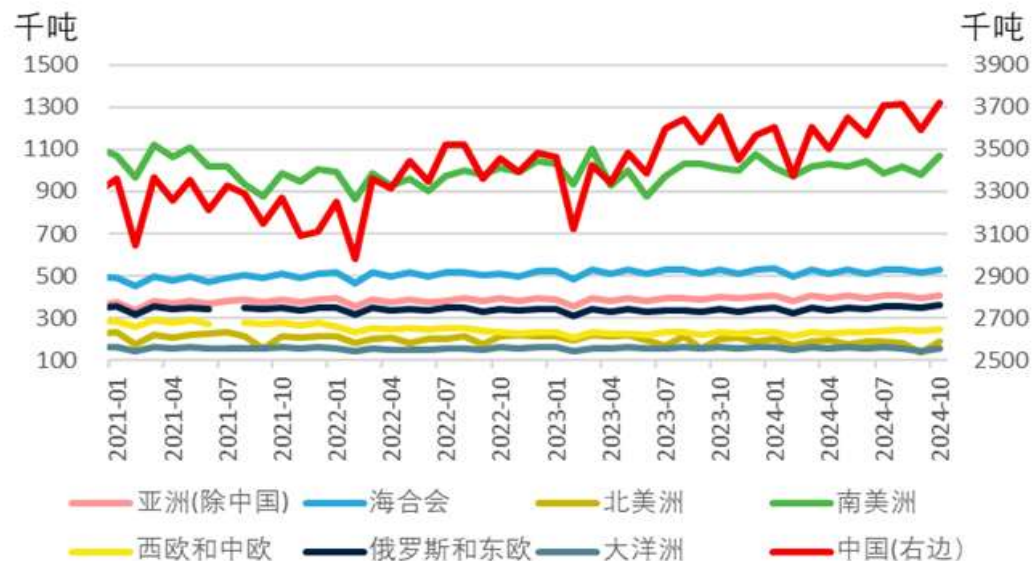
氧化铝净进口



数据来源：海关数据、首创期货研究院

- 预计2024年净出口30万吨左右，累积出口54万吨。
- 海外氧化铝紧张使得进口比值不佳，国内进口氧化铝快速下降；俄乌冲突后，氧化铝被限制，2024年4月俄铝完成了河北文丰新材料公司30%股份收购，俄罗斯将对氧化铝的需求转向了我国
- 考虑2025年海外氧化铝改善预期有限，我国将继续维持净出口状态，若国内氧化铝快速投产，则净出口量或将扩大到100万吨。

全球电解铝产能和产量



数据来源：wind、首创期货研究院

- 2024年预计全球电解铝产量为7261万吨，供应同比增长2.67%，国内电解铝产量预计在4319万吨，同比增长3.8%。随着中国扩张的收敛，全球电解铝处于平稳发展阶段。

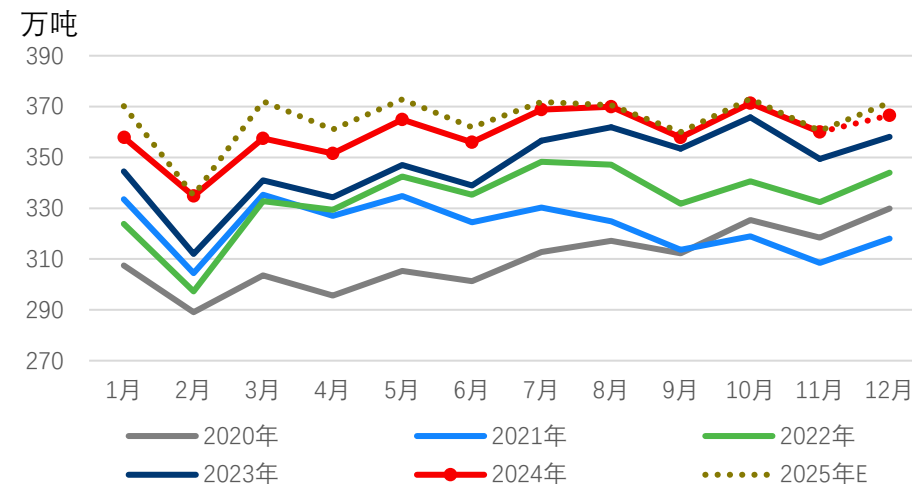
电解铝：利润倾斜，静待回归

电解铝生产利润



数据来源：首创期货研究院

我国电解铝产量



数据来源：SMM、首创期货研究院

- 2024年全国电解铝产量4317万吨，同比增长约3.7%，较去年新增154.2万吨

电解铝：利润倾斜，静待回归

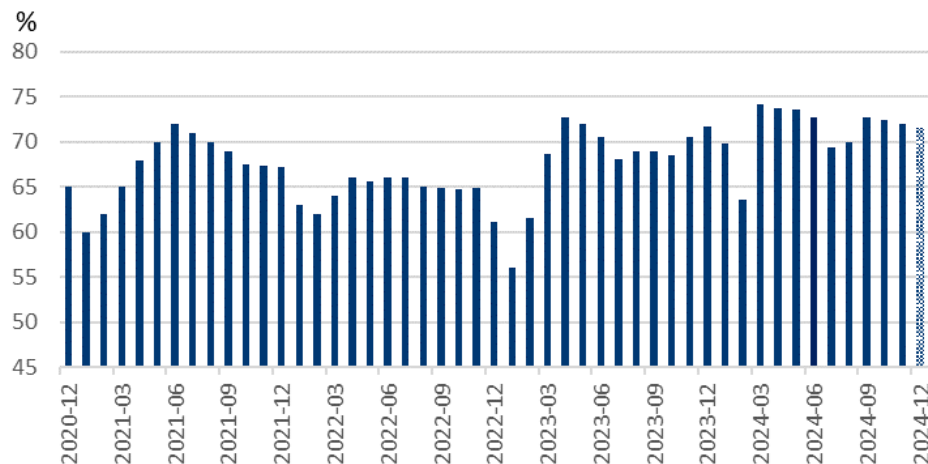


国家	铝厂	所属集团	2023年	2024年	2025年	2026年	计划新增产能	备注
印尼	Inalum	Asahan			13.00	13.00	13.00	现有产能27万吨，性能扩容
印尼	PT KAI	Asarco 65%+力勤22.5%+山东魏桥12.5%			25.00	75.00	150.00	一期电解产能50万吨，远期目标150-200万吨/年 生产铝电解槽用铝阳极炭块汽车（Hyundai Motor） 一期工程为100万吨/年电解铝，远期200万吨 2023.3.27投产
印尼	华青铝业	华峰铝业+青山实业	25.00	25.00	25.00	25.00	200.00	一期25，远期2028建设100万吨
印尼	PT BAI	南山铝业				30.00	100.00	远期200万吨，来源不明确
马来西亚		华友控股					200.00	远期
		博鑫铝业					100.00	远期
越南	Dak Rip	陈宏铝业			15.00	15.00	45.00	15年开建，中途因地质增加暂停，至今完成90%，预计2024年底 工厂建设并投产一期，年产15万吨
越南		越南铝业				30.00	60.00	
越南		和发铝业					50.00	
越南		长海铝业					30.00	
印度	Angul	Nalco					50.00	远期
印度	Ransagar II	Vedanta	3.50				3.50	2021.1开始投产，收能时间
印度	BAICO	Vedanta		41.50			43.50	2025年2季度投产43.5万吨
印度	Mahan	Hindalco				18.00	18.00	预计2024年1月扩建
巴林	Alba	Alba					54.00	7号槽由bechtel设计，建成计划2025年1、2号槽投产 2022年GIGA宣布投资14亿美元扩产50万吨/年，预计2025 完成
阿联酋	EGA	EGA			50.00		50.00	
沙特		阿拉伯铝业					100.00	投产时间不确定
沙特		沙特铝业					100.00	投产时间不确定
哈萨克斯坦	Tainhet	Rusal	10.00	20.00	4.85		42.80	2021年Q4投产，运行产能18% 建设2年，预计2026年上半年投产，年底全部投产 此次扩建与同一集团Arvida铝冶炼厂扩建同步进行
加拿大		Rio Tinto				22.00	22.00	无最新消息
哥伦比亚	Gallito	NEO Aluminio Colombia					54.00	
意大利	Portovesme	Portovesme					15.00	意大利政府计划于2023年重启产能
安哥拉		湖北华通铝电集团			12.00		12.00	2024年1月一期12万吨项目开工建设，2025年建成
法国、德国	Trinor	Trinor Aluminium SE			17.00		17.00	2025年提升法国、德国电解产能
合计			38.50	45.00	176.35	235.00	1513.30	

地区	企业	2025年投产产能	备注
贵州	双元铝业	10	南山产能置换，不影响总产能
云南	云南宏合	96.57	魏桥产能转移，不影响总量，一期项目96.43万吨建设完成
新疆	新疆农六师搬迁项目	55	产能搬迁，不影响总产能，2024年10月两台600KA铝电解槽顺利通电 焙烧，2025年陆续投产
青海	中铝青海	50	产能净增10万吨，计划25年上半年通电投产
内蒙古	扎铝二期	35	闲置指标，预计2025年12月投产
新疆	新疆天山铝业	20	新增产能，计划2025年下半年投产
合计		266.57	新增产能65万吨

- 海外产能进入落地期：2025年预计会有176.35万吨产能新投，考虑到可能得各种延后和试生产等（普遍存在延后），新投产产能可提供的增量大概在90万左右。
- 国内产能进入“瓶颈”期：随着电解铝产能逼近4500万吨的产业红线，2025年国内电解铝项目以置换为主，新增产能仅65万吨，且多在下半年，预计全年产量4380万吨，同比增长1.5%左右

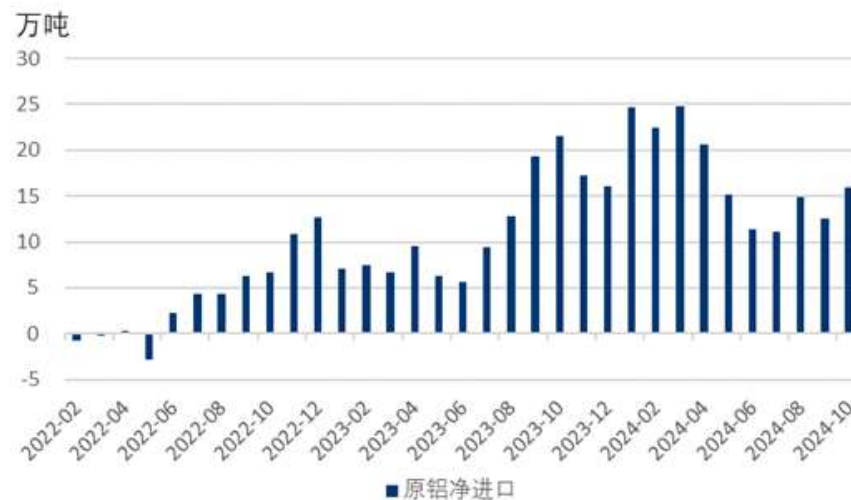
电解铝水比例



数据来源：首创期货研究院

- 工信部、发改委、生态环境部发布的《有色金属行业碳达峰实施方案》中明确要求，到2025年铝水直接合金化比例提高到90%以上。

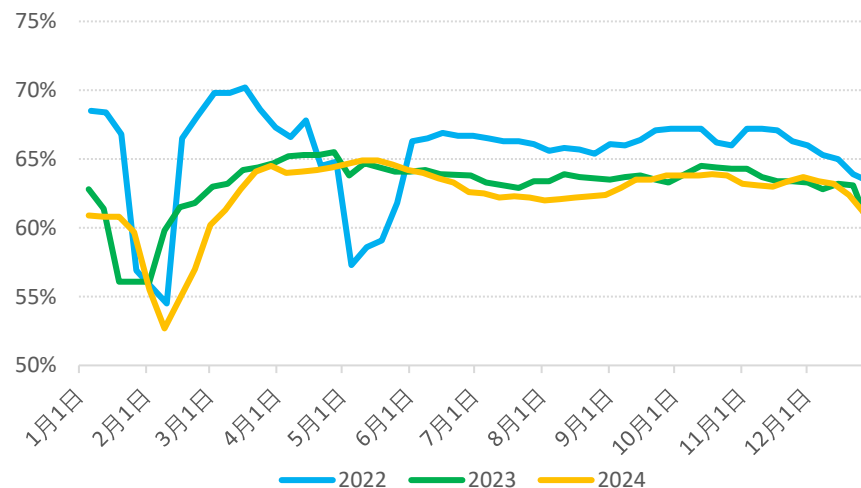
原铝净进口量



数据来源：海关数据、首创期货研究院

- 预计2025年原铝回流量会更多，因为成本比国内低，所以仍有利可图，预计回流量可能会增长到70-80万吨，则全年原铝进口达到230万吨左右。

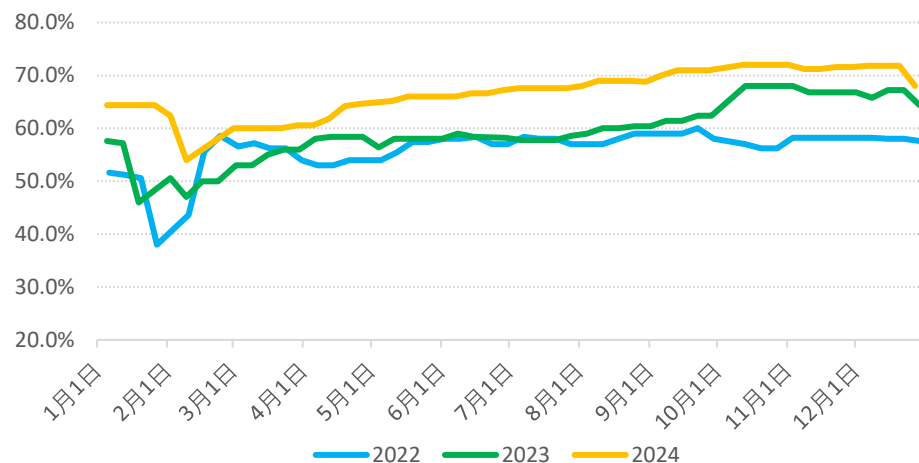
铝加工行业平均开工率



数据来源：SMM、首创期货研究院

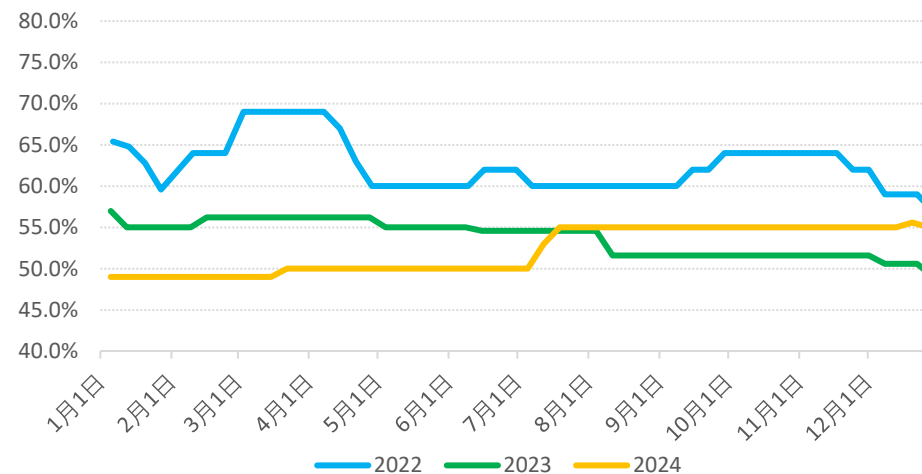
- 在铝价大幅上抬的情况下，全年开工率与2023年相当，但细分数据下，下游却有受到一定程度影响，下游对2万左右的价格尚能承受，但当铝价继续上涨突破2.1万以上则采购会明显减弱。

铝线缆企业开工率



数据来源：smm、首创期货研究院

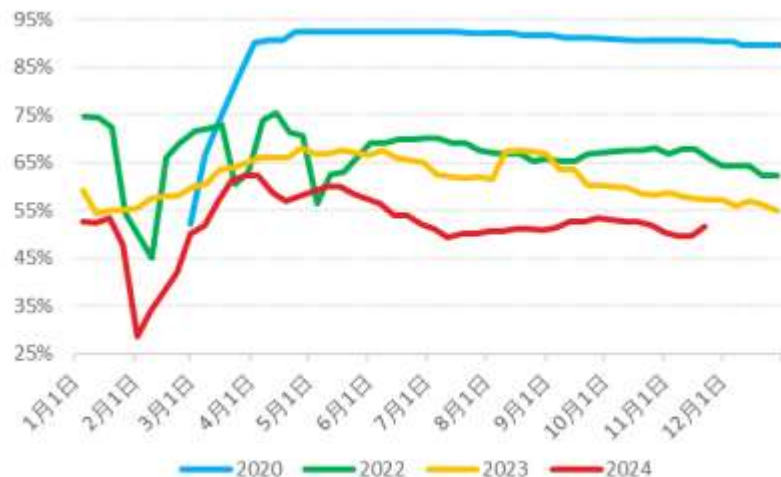
再生铝合金开工率



数据来源：SMM、首创期货研究院

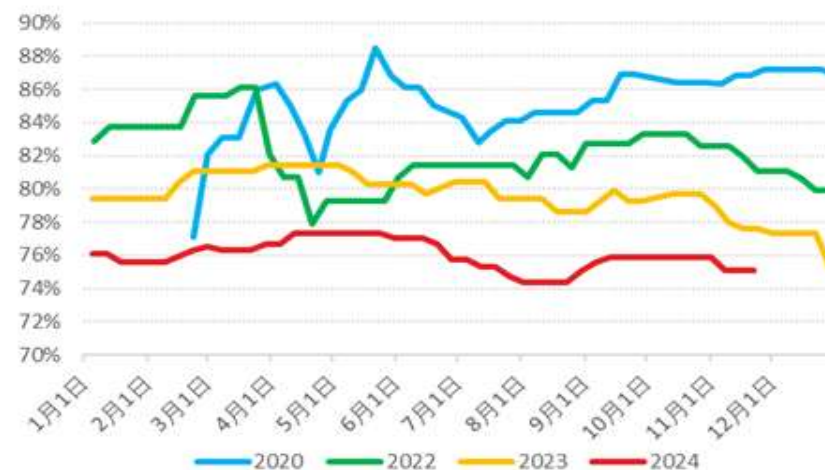
- 铝线缆需求强劲：（1）2024年前三季度，我国电网工程完成投资3982亿元，同比增长21.1%，2024年前三季度，共有3个特高压项目正式开工，，还有多个特高压项目已进入到新阶段，在建特高压工程14项，特高压建设近6000公里，带动电解铝需求增长30万吨。（2）新质生产力大力发展，新能源汽车、光伏继续带来新增需求。再生铝合金强劲：除了大企业环保要求增加，在铝价大涨后，再生铝经济性更佳。

铝型材企业开工率



数据来源：smm、首创期货研究院

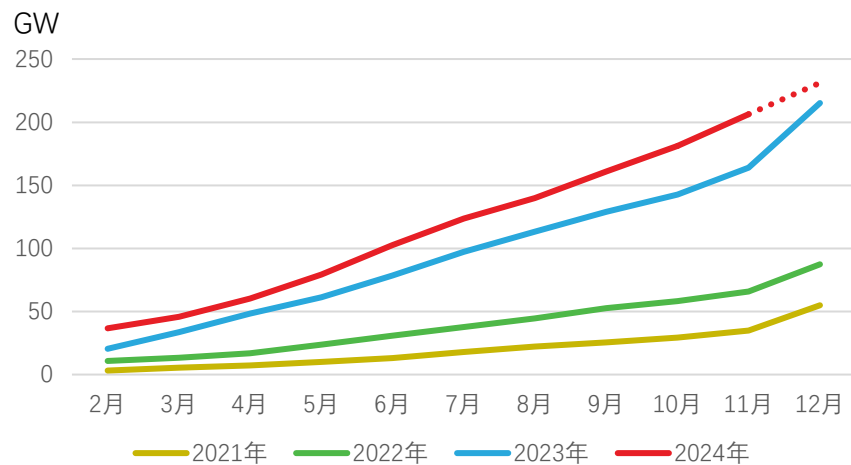
铝箔企业开工率



数据来源：SMM、首创期货研究院

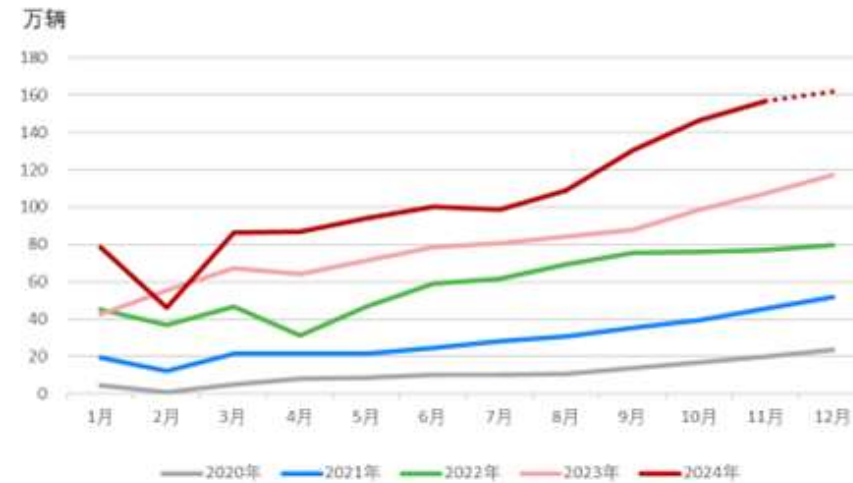
- 铝型材表现疲软：尽管国家连续释放政策托底房市，但房地产仍处于下行周期，继续拖累铝需求；铝箔开工率下降：海外反倾销不断，国内经济出现结构性压力，下游需求减弱。

中国光伏新增装机容量累计值



数据来源：国家能源局、首创期货研究院

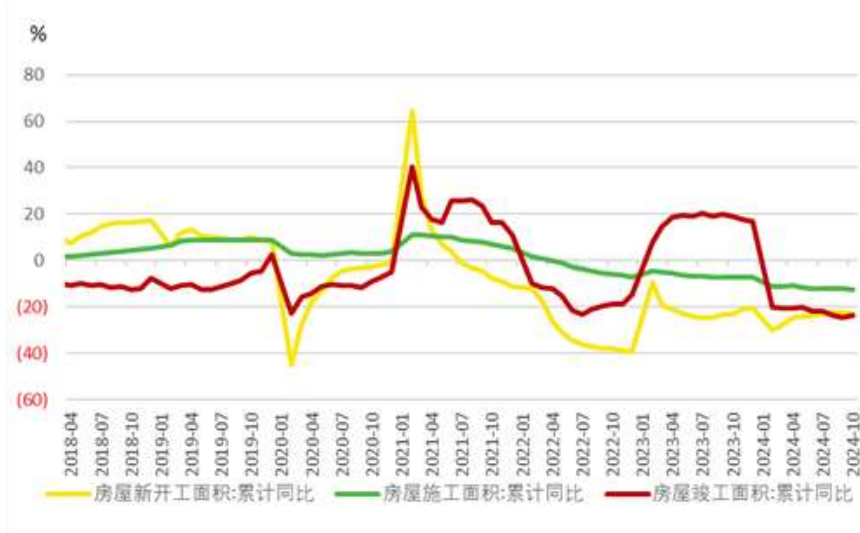
中国新能源汽车产量



数据来源：中国汽车工业协会、首创期货研究院

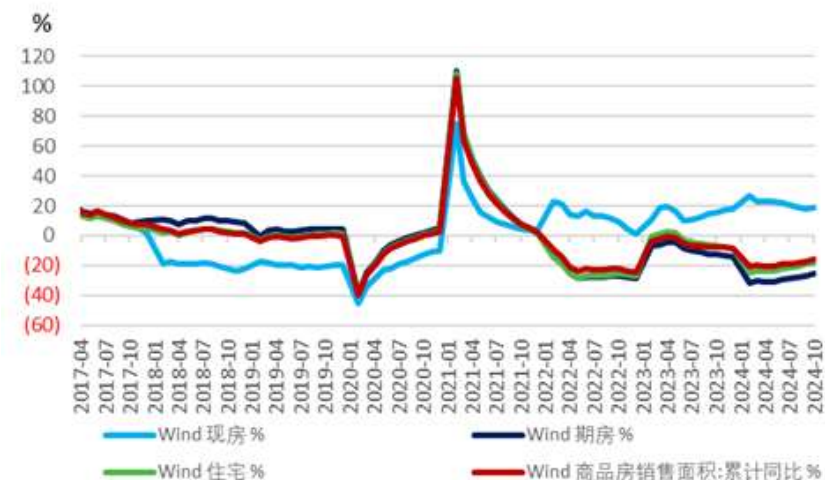
- 光伏、新能源汽车超预期

房屋建设情况



数据来源：国家统计局、首创期货研究院

房屋销售面积累积同比



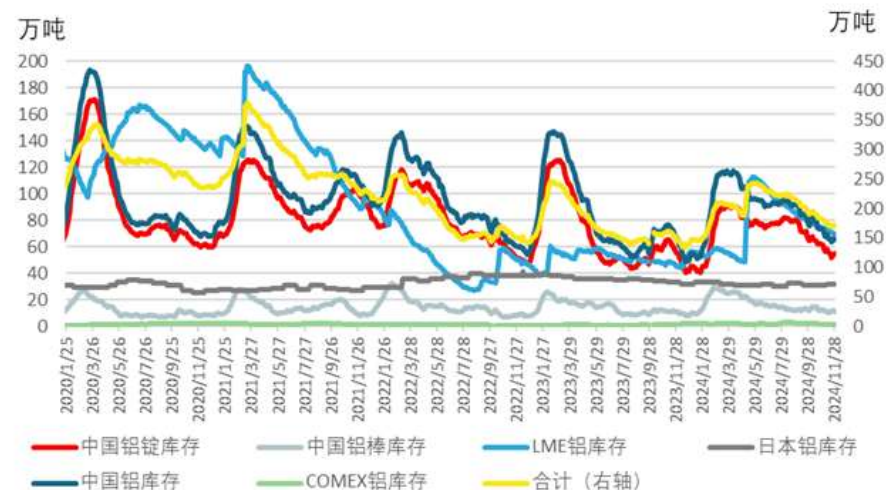
数据来源：国家统计局、首创期货研究院

- 房地产压力重重

终端数据	分项	2021年同比	2022年同比	2023年同比	2024年E同比	2025年E同比
房地产	房地产竣工面积	11.20%	-15.00%	17.00%	-23.70%	-13.00%
	房地产开发投资完成额	4.40%	10.00%	-9.60%	-9.50%	-7.00%
电力	太阳能组件产量增速	42.10%	61.00%	64.00%	9.00%	6.00%
	电圆工铝杆产量	0.28%	-1.94%	20.30%	15.50%	10.00%
交通运输	汽车产量	3.40%	3.40%	11.60%	3.20%	2.00%
	新能源汽车产量	190.00%	101.50%	33.70%	34.50%	24.00%
耐用消费品	空调产量数据	3.66%	1.88%	10.07%	9.30%	8.50%
消费包装	零售-饮料	20.40%	5.30%	3.20%	3.60%	4.20%
机械设备	固定资产投资-制造业	13.50%	9.10%	6.50%	9.20%	8.00%
初级材料出口	未轧铝及铝材	15.70%	17.60%	-13.90%	17.20%	5.00%

- 新质生产力的发展：这两年光伏和新能源汽车的大力发展，很大程度对冲了房地产下行的压力，但也呈现出供应过剩的局面，光伏已经进入结构调整，而新能源汽车随着国内渗透率突破50%，发展将逐渐进入平稳期。尽管预期无论是光伏还是新能源汽车，国内预计将仍维持支持，但2025年全年增长幅度必将出现放缓，区别上在于放缓多少，总体上我们还是偏向乐观。
- 传统需求的发展：电力方向仍然会是后续发力重点，2025年是十四五最后一年，电力建设预计仍会拉动铝需求增长；而最大的不确定点在于房地产的表现，目前大量政策的出台仅仅是缓冲了房地产下行趋势，扭转房地产市场并不容易，我们认为2025年房地产仍会继续下轄，但下行幅度将会有所放缓；而出口方面，预计增速会较明显下降，这个受外部政策影响明显。

全球铝库存



数据来源：smm、首创期货研究院

- 截至2024年11月底，主要地区铝库存分别为：国内铝锭库存54.9万吨，铝棒库存10.78万吨，LME铝库存69.6万吨，COMEX铝库存3万吨，日本铝库存31.8万吨，合计170.1万吨，同比增长14.6%，但较年中50%的高位下降不少。
- 对于2025年我们预计受限于铝的增量，以及铝水转化率比例的继续提高，整个铝的库存可能会进一步下降。

分类	单位	2022年	2023年	2024年E	2025年E
中国原铝供应	万吨	4,007.30	4,162.30	4,318.00	4,380.00
电解铝供应同比增速	%	4.10%	3.87%	3.74%	1.44%
中国原铝净进口	万吨	47.4	139.2	195	220
中国原铝库存变化	万吨	-30.4	-4.3	10	-8
中国原铝消费量	万吨	4,085.10	4,305.80	4,503.00	4,608.00
电解铝消费同比增速（包含铝材出口）	%	1.90%	5.40%	4.58%	2.33%
中国以外原铝产量	万吨	2,892.90	2,975.90	3,002.00	3,112.00
中国以外原铝产量增速	%	0.30%	2.87%	0.88%	3.66%
中国以外库存变量估算	万吨	-30	20	12	25
中国以外原铝消费量	万吨	2,922.90	2,955.90	2,990.00	3,087.00
中国以外电解铝消费增速	%	-0.05%	1.13%	1.15%	3.24%
全球电解铝供给量	万吨	6,900.20	7,138.20	7,320.00	7,492.00
全球电解铝消费量	万吨	6,960.60	7,122.50	7,298.00	7,475.00
全球电解铝供需平衡	万吨	-60.40	15.70	22.00	17.00
全球电解铝供给增速	%	2.50%	3.45%	2.55%	2.35%
全球电解铝消费增速	%	2.60%	2.33%	2.46%	2.43%

- 2025年仍然是政策大年，市场对政策依然充满期待，乐观的政策刺激（70%）会继续推动需求维持较强增长，在这个状态下铝基本会处于紧平衡状态，而如果外部供应干扰增强，甚至会一定程度呈现短期供应短缺状况，铝价重心将进一步上移；但如果出现了政策不及预期（概率30%），铝市场则可能出现一定程度的过剩，铝价或回落。

03

镍在过剩中寻找价值的坐标

镍和不锈钢价格走势



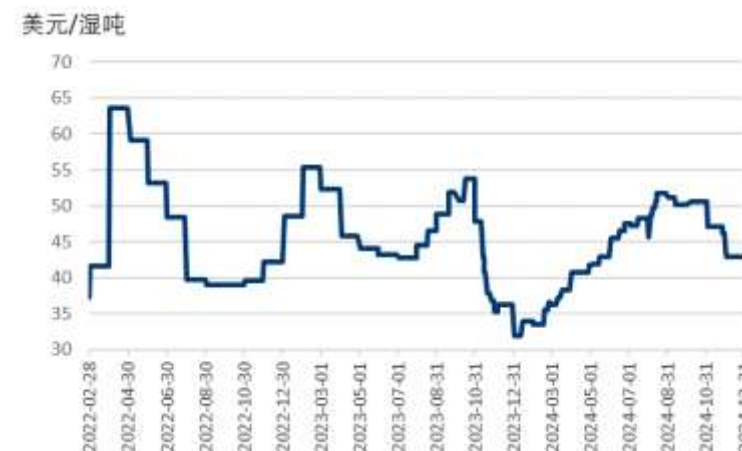
数据来源：上海期货交易所、首创期货研究院

- 镍：2024年镍结构性过剩转为产业过剩，精炼镍累库贯穿全年，波动受宏观政策影响。
- 不锈钢：上半年，表现为重心小幅上移的区间宽幅震荡，下半年，不锈钢总体处于下跌状态

硫化矿供应收缩

国家	机构名称	矿山项目	2023年产量（折金属量）	2024年产量预估（折金属量）	影响产量（折金属量，万吨）
澳大利亚	Panoramic Resources	萨凡纳镍矿	0.9万镍吨硫化矿	0	-0.9
新喀里多尼亚	Eramet/SLN	Doniambo工厂	5.54万吨镍铁	3.34万吨镍铁	-2.2
		SLN	11.26万吨	4.8万吨	-6.46
澳大利亚	Wyloo	Kambalda矿山	1.6万镍吨硫化矿	0.2万吨硫化矿	-1.4
新喀里多尼亚	Prony Resources	Goro矿、镍和钴化学品混合物（NHC）	3.174万吨	1万吨NHC	-2.1
新喀里多尼亚	嘉能可	Koniambo项目	2.72万吨镍铁	0.2万吨镍铁	-2.52
澳大利亚	第一量子	Raventhorpe（RNO）项目	2.2万吨MHP	0.6万吨MHP（但库存有4万吨MHP）	-1.6

印尼内贸红土镍矿1.6%（到厂价）

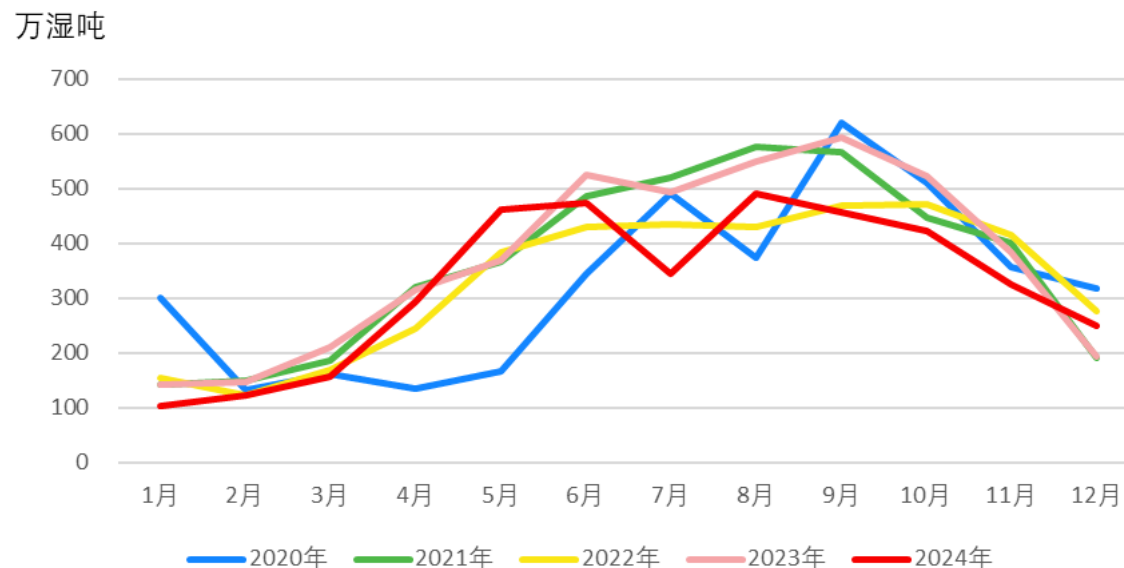


印尼镍矿供应由紧张转为宽松



- 风险：印尼政府正在考虑采取重大措施，或大幅削减镍矿供应，传言供应将下降至1.5亿吨

国内镍矿进口量



数据来源：上海期货交易所、首创期货研究院

- 2024年中国进口菲律宾镍矿3900万吨左右，同比下降12.27%
- a.菲律宾镍矿出口印尼约800万吨，b.国内需求下降
- 镍价的下跌，主要制约了高成本的硫化镍矿开采，而低成本的红土镍矿供应并没有太大受到影响

镍三元结构形成：精炼镍—电镀和合金



企业	2022年产量	2023年产量	2024年E
Vale	4.24	3.77	3.4
Nornickel	21.9	20.81	20.62
Anglo American	2.13	2.18	2.64
BHP	5.61	5.59	3.85
Glencore	12.23	13.14	13.82
SMM	8.25	9.3	9.38
总计	54.36	54.79	53.71



数据来源：SMM,首创期货

中国	厂商	在产产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	原料	备注
甘肃	金川	19.5	-	镍矿/高冰镍/MHP	-
吉林	吉恩	1.2	-	镍矿/高冰镍/MHP	-
新疆	新鑫	1.2	-	镍矿/高冰镍/MHP	-
浙江	华友	3.66	-	高/M	-
	元力	0.12	-	废料	-
	新时代	0.6	-	废料	-
	聚泰	2	-	MHP	-
	路加	0.6	-	MHP	-
广西	华友	5	7	高冰镍/MHP	规划25年底投产
	中伟	2.5	-	高冰镍	-
	银亿	2.4	-	MHP	-
湖北	格林美	3	-	高冰镍	-
天津	茂联	1	-	MHP	-
广东	镍都	0.24	-	废料	-
	美之达	0.6	-	废料、MHP	-
江苏	祺生	0.6	-	废料	-
安徽	西恩	0.36	-	废料	-
江西	广德	0.36	-	MHP	-
山东	凯实	0	3	MHP	规划25年底投产
合计		44.94	10	-	-
印尼	厂商	现有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	原料	备注
莫罗瓦利产业基地	鼎兴	5	-	-	-
纬达贝工业园	永恒	5	-	-	-
莫罗瓦利县青山工业园区	晨曦	0	6.7	MHP	尚未确定生产MHP还是纯镍
合计		10	6.7	-	-

- 2024年中国精炼镍产量大增至33.14万吨，同比大增35%
- 电积镍投产积极，出口交仓利润丰厚
- 印尼电积镍项目新投

镍三元结构形成：精炼镍—电镀和合金

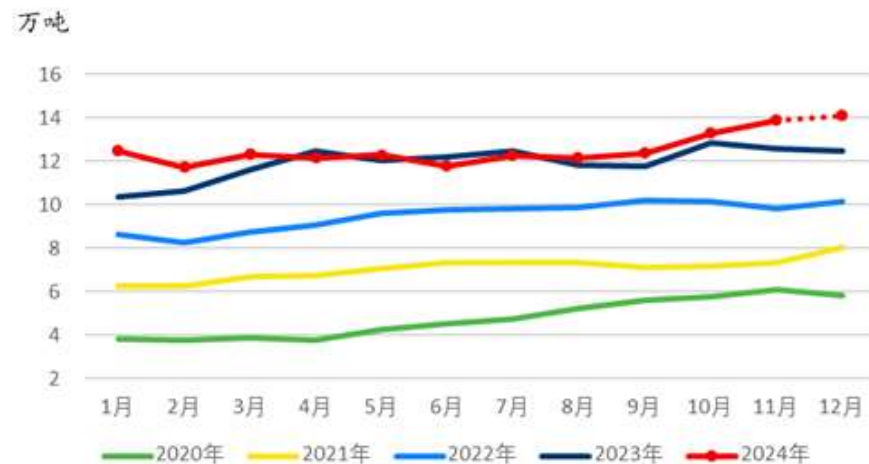


单位：万吨	项目	2023全年	2023 Q1	2023 Q2	2024E Q3	2024E Q4	2024E 全年	2025E 全年
全球供给	国内纯镍	24.56	7.52	7.74	8.82	9.07	33.15	36.50
	yoy	38.50%					34.98%	10.11%
	印尼纯镍	0.35	0.93	1.17	1.02	1.48	4.60	8.20
	yoy						1214.29%	78.26%
	海外纯镍	59.59	14.50	13.66	15.59	16.11	59.86	58.06
	yoy	1.79%					0.45%	-3.00%
	合计	84.50	22.95	22.57	25.43	26.66	97.61	102.00
	yoy	2.73%					15.51%	4.50%
全球需求	合金及电镀	61.00	16.00	17.00	17.00	17.00	66.00	71.00
	yoy	6.60%					8.00%	7.40%
	新能源耗纯镍	0.20	0.03	0.03	0.03	0.03	0.10	0.08
	yoy	-97.00%					-50.00%	0.00%
	国内不锈钢耗纯镍	1.80	0.36	0.39	0.39	0.39	1.60	1.50
	yoy	-41.50%					1.30%	2.00%
	海外不锈钢耗纯镍	9.20	2.30	2.30	2.30	2.30	9.30	9.10
	yoy	4.50%					1.10%	0.00%
	其他	4.40	1.30	1.20	1.20	1.20	4.80	5.00
	合计	76.60	19.99	20.92	20.92	20.92	81.80	86.68
	yoy	-0.05					0.07	0.06
全球平衡		7.90	2.96	1.65	4.51	5.74	15.81	15.32

- 精炼镍供应过剩，需求增长稳定

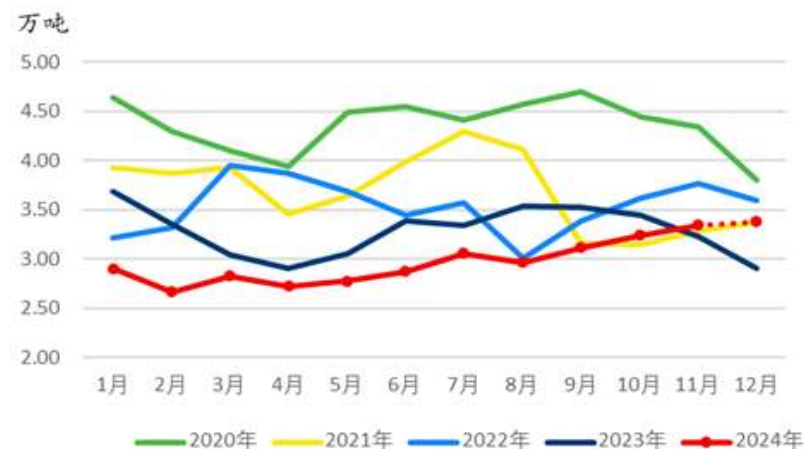
镍三元结构形成：镍铁—不锈钢

印尼镍生铁产量



数据来源：钢联、首创期货研究院

中国镍生铁产量



数据来源：SMM、首创期货研究院

- 印尼镍铁主导全球：24年火法投产炉子大概在25台左右，预计2025年仍有20多台投产，全年产量产量为151.66万吨，同比增加5.25%，项目还有爬产空间
- 其他地区：海外FENI减产、停产，国内产能持续出清，2024年全年产量在35.83万吨，同比下降约9%

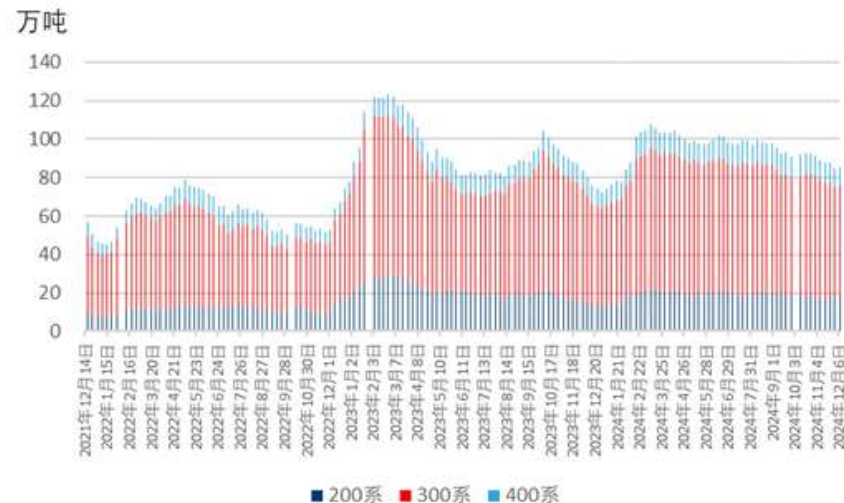
镍三元结构形成：镍铁—不锈钢

国内镍矿进口量



数据来源：上海期货交易所、首创期货研究院

不锈钢库存



数据来源：SMM、首创期货研究院

- 国内+印尼不锈钢维持高增长，2024年全年国内不锈钢产量3810.58万吨，同比增长7%，印尼不锈钢产量为502万吨，同比增长19.37%，两者合计产量为4312.56万吨，同比增长8.3%（3615.48万吨，排除400系）
- 地产处于下行周期，不锈钢供应增速大于需求，不锈钢库存处于高位

镍三元结构形成：镍铁—不锈钢

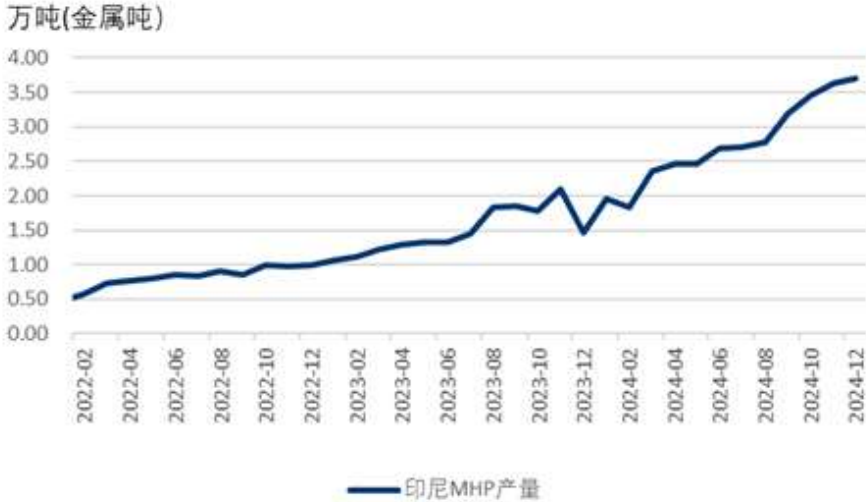
单位: 万镍金属吨		2023 全年	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4E	2024 全年	2025 全年
供给	印尼 NPI	138	36.5	36.2	37.8	41.2	151.7	166
	yoy	20.70%					9.93%	9.43%
	中国 NPI	39.4	8.36	8.37	9.13	9.95	35.81	33
	yoy	-6.90%					-9.11%	-7.85%
	FENI	35	7.6	6.6	6.7	7	27.9	23
	yoy	-20.30%					-32.90%	-7.20%
	合计	212.4	52.46	51.17	53.63	58.15	215.41	222
	yoy	6.00%					-1.50%	6.50%
需求	不锈钢: 中+印尼	168	46	47	45	47	185	196
	yoy	5.10%					10.50%	6.40%
	不锈钢: 海外	39	9.4	9.8	10.2	9.8	39	40
	yoy	0.50%					0.00%	3.10%
	不锈钢耗纯镍: 海外	9.5	2.4	2.4	2.4	2.4	9.6	9.7
	不锈钢耗纯镍: 中国	1.5	0.4	0.4	0.4	0.4	1.5	1.6
	合计	196	52.6	54	52.4	54	212.9	224.7
	yoy	4.80%					8.90%	6.10%
平衡		16.4	-0.14	-2.83	1.23	4.15	2.51	-2.7

- 展望2025年，无论镍铁还是不锈钢都有足够的扩张空间，镍铁和不锈钢会在负反馈下形成紧平衡，不锈钢价格难有起色，预计在成本线附近震荡，平衡表中镍铁的短缺完全可以通过其他形式的镍转化，而且就目前情况来看短缺3万吨的镍，并不会对不锈钢形成成本支撑。边际成本主要关注国内和印尼高成本NPI，综合考量预计2025年镍铁价格参考区间【900，1040】元/镍。

镍三元结构形成：中间品—三元



印尼MHP产量



数据来源：钢联、首创期货研究院

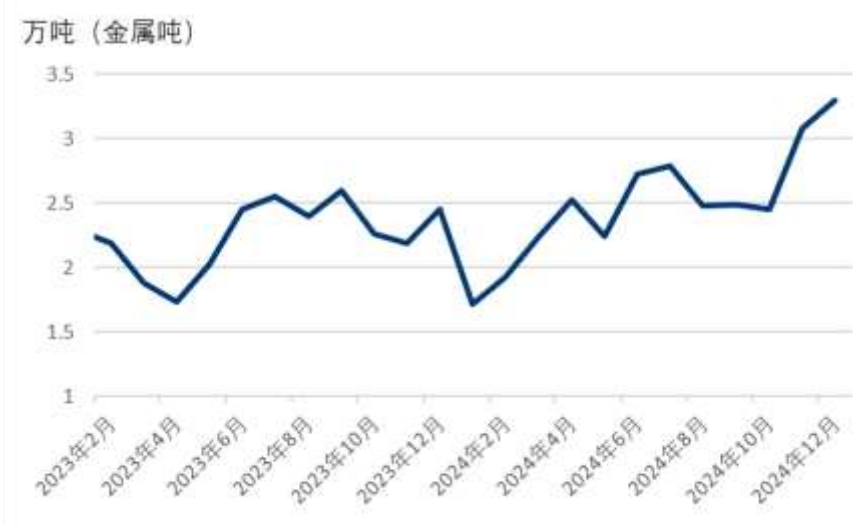
地区	主要股东	项目	产品	预计投产时间	年产能 (万金属吨)
2024-25年待投产项目					
Morowali工业园	格林美	ESG新能源	MHP	2024年12月	4
Morowali工业园	格林美	格林爱科	MHP	2024年12月	2
Morowali工业园	上海鼎信、Nickel Industries	Excelsior Nickel Cobalt	MHP/硫酸镍/阴极镍	2025年Q4	7.2
Sulawesi	浦项制铁、宁波瑞信工贸	-	MHP	2025年	12
Morowali工业园	青山	晨曜镍钴湿法项目	MHP/纯镍	2025年	6.7
合计					32
2025年之后待投产项目					
Weda bay	青山	蓝焰能源	MHP	2026年Q1	6.7
Weda bay	-	瑞隆能源	MHP	2026年Q1	6.7
Pomalaa	淡水河谷华友福特	PT Kolaka Nickel Indonesia	MHP	2026年Q4	12
Morowali	淡水河谷华友华利	Sorowako HPAL	MHP	2026年Q4	6
Kolaka	Ceria(CNI)嘉能可	PT.Ceria Nugraha Indotama	MHP	2028年	14.6
合计					46

- 24年预计全年产量33.24万金属吨，同比增长86.5%。目前印尼共有五家湿法冶炼厂，已投产能达35万金属吨/年，2025年印尼规划有32万金属吨/年产能待投产。
- MHP成本优势明显，仍处于快速扩产阶段，低价成本大概在6000-8000美金，高价大概在10000-11000美金

镍三元结构形成：中间品一三元



印尼MHP产量



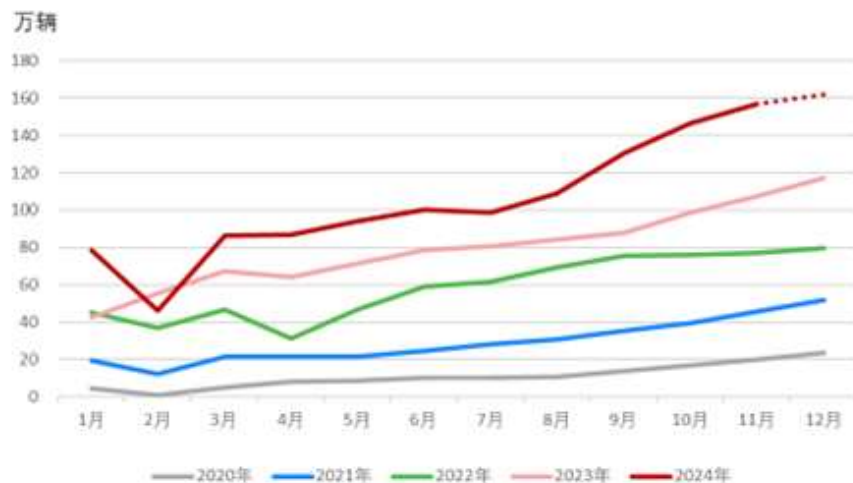
数据来源：钢联、首创期货研究院

地区	股东	项目名称	产品	预计投产时间	年产能 (万金属吨)	备注
Morowali	中伟	中青新能源2期	高冰镍	2025年	4	-
Weda bay	伟明环保	嘉曼达	高冰镍	2025年	4	储备项目
Weda bay	伟明环保、格林美	嘉曼美	高冰镍	2025年6月	5	储备项目
Weda bay	浦项制铁	Indonesia JV	高冰镍	2025Q2	5.2	23年开始建设, 预计25Q2完工
加里曼丹岛	MMS集团印尼公司	PT MITRA MURNI PERKASA	高冰镍	2025Q2	2.78	预计2025年第二季度开始运营
Morowali 华宝工业园	寒锐钴业	寒锐镍业	-	2025年	2	24年4月开始动工
合计					22.98	

- 2024全年产量37万金属吨，同比增长38%左右，产量高增一方面来自新项目投产，另一方面来自上半年部分NPI产线转产冰镍
- 2025年，高镍拟投产产能达到23万吨，可能实际投产产能16万，全年产量（包括产能爬坡）预计在45-50万，不过目前镍价逼近生产成本线

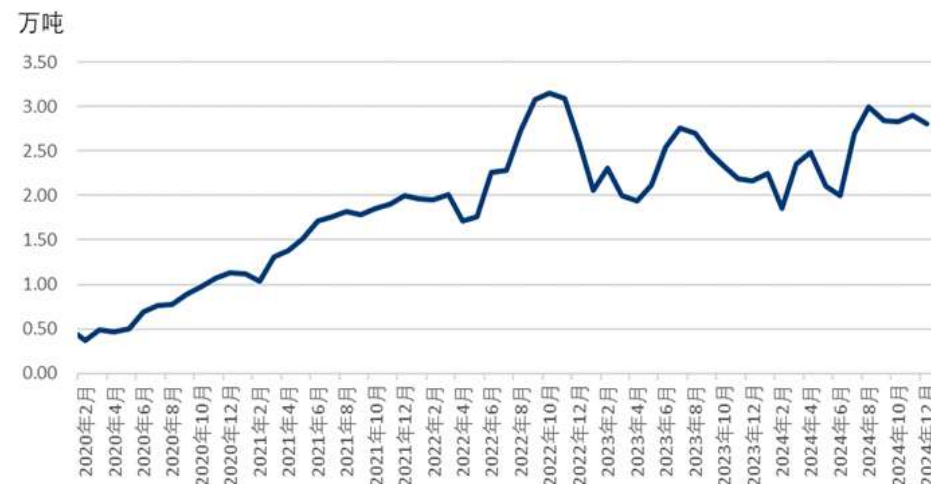
镍三元结构形成：中间品—三元

新能源汽车产量



数据来源：钢联、首创期货研究院

镍中间品耗量



数据来源：钢联、首创期货研究院

- 在国家以旧换新政策刺激下，预计24年全年新能源汽车产量达到1297万吨，同比大增35.83%
- 1-11月，我国动力电池累计装车量 473.0GWh, 累计同比增长39.2%，其中三元电池累计装车量 124.7GWh, 占总装车量 26.4%，累计同比增长 13.7%；磷酸铁锂电池累计装车量 348.0GWh, 占总装车量 73.6%，累计同比增长 51.5%
- 预计2025年新能源汽车同比新增大概在22%左右，且不考虑车型变化比如混动的增加，三元装机占比一旦下降到22%以下，则三元需求将同比呈现负值。

镍盐供需平衡表

单位：万镍金属吨	分类	2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4E	2024 全年	2025 全年
供给	中国硫酸镍	33.00	8.00	9.00	9.00	9.00	34.00	37.00
	印尼硫酸镍	1.20	0.90	1.00	1.00	1.00	4.00	5.50
	海外硫酸镍	8.00	2.00	2.00	2.00	2.00	8.00	8.00
	纯镍	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.10
	合计	42.40	10.90	12.00	12.00	12.00	46.10	50.60
需求	前驱体：中国	28.00	6.45	6.59	8.54	8.55	30.13	33.00
	前驱体：海外	6.50	2.00	2.00	2.00	2.00	8.00	9.00
	合计	34.50	8.45	8.59	10.54	10.55	38.13	42.00
平衡		7.90	2.45	3.41	1.46	1.45	7.97	8.60

- 中间产品的供应过剩明显

镍平衡：镍价下跌可能才是维持需求的最好方法



单位：万吨金属吨		2023 全年	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4E	2024 全年	2025 全年
全球供给	印尼NP1	138.00	36.50	36.20	37.80	41.20	151.70	166.00
	yoy	20.70%					9.93%	9.43%
	中国NP1	39.40	8.36	8.37	9.13	9.95	35.81	33.00
	yoy	-6.90%					-9.11%	-7.85%
	纯镍	84.50	22.95	22.57	25.43	26.66	97.61	102.00
	yoy	2.73%					15.51%	4.50%
	原生硫酸镍	42.40	10.90	12.00	12.00	12.00	46.10	50.60
	yoy	47.10%					8.73%	9.76%
	FeNi	35.00	7.60	6.60	6.70	7.00	27.90	23.00
	yoy	-20.30%					-32.90%	-7.20%
	其他	6.00	1.50	1.50	1.50	1.50	6.00	6.00
	合计	345.30	87.81	87.24	92.56	98.31	365.12	380.60
	yoy	7.00%					5.74%	4.24%
全球需求	不锈钢:中国+印尼	168.00	46.00	47.00	45.00	47.00	185.00	196.00
	yoy	5.10%					10.50%	6.40%
	不锈钢:其他	39.00	9.40	9.80	10.20	9.80	39.00	40.00
	yoy	0.50%					0.00%	2.56%
	电池	34.50	8.45	8.59	10.54	10.55	38.13	42.00
	yoy	-2.15%					10.52%	10.15%
	合金及电镀	61.00	16.00	17.00	17.00	17.00	66.00	71.00
	yoy	6.60%					8.00%	7.40%
	其他	15.00	3.50	4.00	4.20	4.30	16.00	17.00
	合计	317.50	83.35	86.39	86.94	88.65	344.13	366.00
	yoy	0.04%					0.08%	0.07%
全球平衡		27.80	4.46	0.85	5.62	9.66	20.99	14.60

- 2024年印尼原生镍继续维持扩张，全球高成本产能逐渐挤出
- 2025年，印尼尽管镍矿释放会有所限制，但无论是镍铁、中间品、甚至电积镍仍继续处于扩张状态，如果有必要，镍的过剩完全可以大于平衡表的测算，重点在于印尼当局的态度
- 对于镍的需求除了高端合金以及电镀等能接受镍的适度高价，不锈钢和三元在全球需求体系上并不占有优势，一旦价格推升，镍需求很可能被进一步替代，镍的过剩或许才是维持需求的最好方法。

免责声明

本报告由北京首创期货有限责任公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询资格。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告力求客观、公正，但文中观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。本公司及报告撰写人不承担任何责任，且在任何时候均不会直接或间接地因研究报告所表达的具体建议或观点获得任何报酬。本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，任何个人、机构不得以任何方式更改、转载、传发及复印。

© 2025年 北京首创期货有限责任公司 版权所有

重要提示：

期市有风险，入市需谨慎，投资者须自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

感谢倾听!

规范 · 诚信 · 创新 · 卓越



THANK YOU!

