

2022 年 12 月 2 日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

• 投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



我本将心照明月，奈何明月照沟渠

内容提要

镍观点：供应端，镍矿价格持稳，港口库存小幅去化，原生镍过剩不改，11 月份均处于环增状态，但是结构性方面电解镍相对紧俏，现货进口亏损进一步加剧，印尼变数较大；需求端，不锈钢成本高企同时受到市场悲观情绪影响，开始停产，新能源最新数据环比有所走弱，但同比依然大幅增长，随着国内疫情防控优化对于消费的拉动，硫酸镍有望继续保持高开工率，民用合金领域旺季已过，订单萎靡；库存端，国内外镍豆库存持续累积，而镍板延续去化，绝对库存依然偏低。综合看，短线受宏观面与消息面双重影响，多空交织，暂无单边趋势性机会，关注印尼加税落地情况；操作上，沪镍主力按照区间思路操作，参考区间：17.8 万-21.4 万。

不锈钢观点：供给端，镍资源和铬资源利润进口仍在高位，但是钢材减产力度加大，据统计，11 月份 300 系减产 13.7 万吨，12 月份 13.9 万吨，增量不及此前市场预期；需求端，受疫情影响，终端超季节性走软，房地产“三箭齐发”，后续将取决于疫情管控逐步优化之后消费复苏情况；库存端，社库出现小幅去化，但期货库存不断累积；虽然大厂在利润压缩下有意挺价，但一则终端需求本就不顺畅，二则下游对高价多持抵触情绪，后续库存或将持续缓慢累积。综合看，短线跟随消息面以及成本端波动，多空交织，暂无单边趋势性机会，关注印尼加税落地情况；操作上，不锈钢主力按照区间思路操作，参考区间：1.6 万-1.75 万。

操作建议

沪镍、不锈钢主力区间操作。

风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；印尼政策；LME 金属禁令

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

内容提要	1
操作建议	1
风险提示	1
一、 镍	7
(一) 行情回顾	7
(二) 产业分析	7
1. 供给端	7
2. 需求端	11
3. 库存端	14
4. 期现端	16
(三) 综合研判	18
二、 不锈钢	19
(一) 行情回顾	19
(二) 产业分析	19
1. 供给端	19
2. 需求端	23
3. 库存端	28
4. 期现端	29
(三) 综合研判	31
重要声明	32

图表

图 1.1: LME3 个月合约收盘价 (美元/吨)	7
图 1.2: 沪镍主力合约收盘价 (元/吨)	7
图 1.3: 国内镍矿进口量 (吨)	8
图 1.4: 国内镍矿自菲律宾进口量 (吨)	8

图 1.5: 港口镍矿库存 (万湿吨)	9
图 1.6: 国内镍铁产量 (万金属吨)	9
图 1.7: 国内镍铁进口量 (吨)	9
图 1.8: 国内镍铁自印尼进口量 (万金属吨)	9
图 1.9: 国内镍生铁库存 (万金属吨)	9
图 1.10: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)	9
图 1.11: 国内湿法中间品进口量 (千克)	10
图 1.12: 国内高冰镍进口量 (千克)	10
图 1.13: 国内电解镍企业开工率 (%)	10
图 1.14: 国内电解镍企业产能利用率 (%)	10
图 1.15: 国内电解镍产量 (吨)	10
图 1.16: 国内电解镍进口量 (吨)	10
图 1.17: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)	11
图 1.18: 国内 300 系不锈钢粗钢产量 (万吨)	11
图 1.19: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)	12
图 1.20: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)	12
图 1.21: 印尼不锈钢产量 (万吨)	12
图 1.22: 国内硫酸镍企业开工率 (%)	12
图 1.23: 国内硫酸镍企业产能利用率 (%)	12
图 1.24: 国内硫酸镍产量 (金属吨)	12
图 1.25: 国内硫酸镍进口量 (千克)	13
图 1.26: 国内新能源车产量 (辆)	13
图 1.27: 国内新能源车销量 (辆)	13
图 1.28: 动力电池产量 (MWH)	13
图 1.29: 动力电池销量 (MWH)	13
图 1.30: 动力电池: 三元材料产量 (MWH)	13
图 1.31: 动力电池: 三元材料销量 (MWH)	14

图 1.32: 动力电池: 三元材料装车量 (MWH)	14
图 1.33: 硫酸镍原料消费量 (吨)	14
图 1.34: 上期所交割库库存 (吨)	15
图 1.35: LME 镍期货库存 (吨)	15
图 1.36: LME 注册仓单 (吨)	15
图 1.37: LME 注销仓单 (吨)	15
图 1.38: 国内镍板社会库存 (吨)	15
图 1.39: 国内镍豆社会库存 (吨)	15
图 1.40: 国内精炼镍社会库存 (吨)	16
图 1.41: 精炼镍现货升贴水 (元/吨)	16
图 1.42: LME 现货升贴水 (美元/吨)	16
图 1.43: 沪伦比值	17
图 1.44: 镍不锈钢比价 (元/吨)	17
图 1.45: 电解镍对镍铁溢价 (元/吨)	17
图 1.46: 硫酸镍对镍铁溢价 (元/吨)	17
图 1.47: 精炼镍进口盈亏 (镍板: 元/吨)	17
图 1.48: 精炼镍进口盈亏 (镍豆: 元/吨)	17
图 1.49: 镍生铁分地区生产成本 (元/吨)	18
图 1.50: 硫酸镍分工艺生产成本 (元/吨)	18
图 2.1: 不锈钢主力合约收盘价 (元/吨)	19
图 2.2: 沪镍主力合约收盘价 (元/吨)	19
图 2.3: 国内铬矿进口量 (元/吨)	20
图 2.4: 国内铬矿自南非进口量 (万吨)	20
图 2.5: 国内铬矿港口库存 (万吨)	21
图 2.6: 国内铬铁进口量 (吨)	21
图 2.7: 国内铬铁自南非进口量 (吨)	21
图 2.8: 国内镍铁产量 (万金属吨)	21

图 2.9: 国内镍铁进口量 (吨)	21
图 2.10: 国内镍铁自印尼进口量 (万金属吨)	21
图 2.11: 国内镍生铁库存 (万金属吨)	22
图 2.12: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)	22
图 2.13: 国内不锈钢粗钢产能 (万吨)	22
图 2.14: 国内冷轧不锈钢粗钢产能 (万吨)	22
图 2.15: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)	22
图 2.16: 国内 300 系不锈钢粗钢产量 (万吨)	22
图 2.17: 印尼不锈钢粗钢产能 (万吨)	23
图 2.18: 印尼不锈钢粗钢产量 (万吨)	23
图 2.19: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)	23
图 2.20: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)	23
图 2.21: 不锈钢表观消费量 (万吨)	24
图 2.22: 国内不锈钢净出口 (万吨)	24
图 2.23: 基建投资累计同比 (%)	24
图 2.24: 制造业投资投资累计同比 (%)	24
图 2.25: 房地产开发投资累计同比 (%)	25
图 2.26: 房地产开发企业到位资金累计同比 (%)	25
图 2.27: 土地购置面积累计同比 (%)	25
图 2.28: 房地产新开工面积累计同比 (%)	25
图 2.29: 商品房销售面积累计同比 (%)	25
图 2.30: 房屋施工面积累计同比 (%)	25
图 2.31: 房屋竣工面积累计同比 (%)	26
图 2.32: 空调产量当月同比 (%)	26
图 2.33: 冰箱产量当月同比 (%)	26
图 2.34: 冷柜产量当月同比 (%)	26
图 2.35: 洗衣机产量当月同比 (%)	26

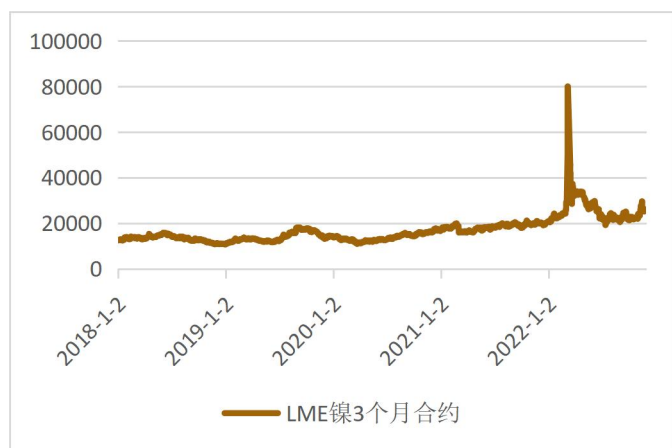
图 2.36: 集成灶销量当月同比 (%)	26
图 2.37: 抽油烟机产量当月同比 (%)	27
图 2.38: 汽车产量当月同比 (%)	27
图 2.39: 手持船舶订单量累计同比 (%)	27
图 2.40: 新承接船舶订单量累计同比 (%)	27
图 2.41: 电梯、自动扶梯及升降机产量当月同比 (%)	27
图 2.42: 工业锅炉产量当月同比 (%)	27
图 2.43: 大气污染防治设备产量当月同比 (%)	28
图 2.44: 金属集装箱产量当月同比 (%)	28
图 2.45: 无锡+佛山不锈钢库存 (万吨)	28
图 2.46: 无锡+佛山 300 系不锈钢库存 (万吨)	28
图 2.47: 无锡+佛山冷轧不锈钢库存 (万吨)	29
图 2.48: 无锡+佛山 300 系冷轧不锈钢库存 (万吨)	29
图 2.49: 上期所不锈钢仓单库存 (吨)	29
图 2.50: 不锈钢主力合约基差 (宏旺: 元/吨)	30
图 2.51: 镍不锈钢比价 (元/吨)	30
图 2.52: 镍生铁分地区生产成本 (元/吨)	30
图 2.53: 电解镍对镍铁溢价 (元/吨) (元/吨)	30
图 2.54: 高碳铬铁分地区生产成本 (元/50 基吨)	30
图 2.55: 304 冷轧不锈钢分工艺生产成本 (元/吨)	30

一、镍

（一）行情回顾

11 月份沪镍主力合约呈现冲高回落的走势；上旬受到库存低位、不锈钢排产增加、印尼对镍生铁加征关税等催化下不断上攻；进入下旬，在部分不锈钢钢厂开始减产、印尼回流资源加大、价格高估下终端拿货意愿减弱以及合金民用订单需求不及预期等因素影响下逐渐转弱。

图 1.1：LME3 个月合约收盘价（美元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.2：沪镍主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（二）产业分析

1. 供给端

镍矿方面，10 月份共进口镍矿 473.95 万吨，同比增加 5.88%，月环比增加 0.47%；库存端，最新数据显示，14 港港口镍矿库存 1051.11 万湿吨，同比增加 4.51%，周环比减少 0.71%；10 月份，盘面反弹带动现货价走强，不锈钢生产企业利润修复，排产积极，同时菲律宾传统雨季下国内厂商备货补库意愿强烈，进口增幅明显，库存开始小幅去化；但 11 月份分化较大，后半月不锈钢终端需求走软，部分钢厂开始为期一个月的停产，镍矿价格有所下调，整体排产或略不及市场预期，预计进口将高位波动。

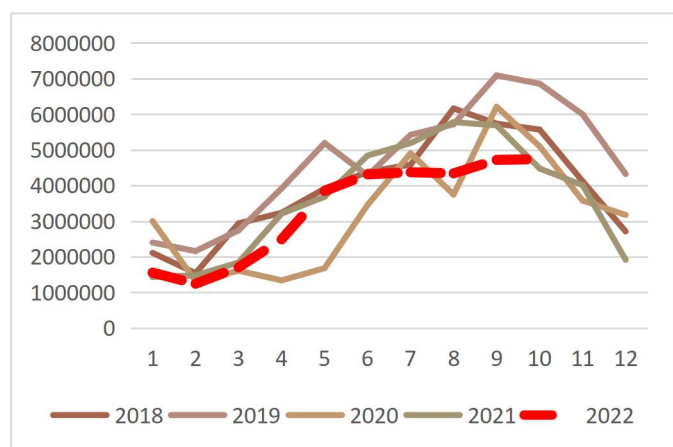
镍铁方面，10 月份国内镍铁产量 3.37 万金属吨，同比增加 17.42%，月环比增加

11.22%；分地区来看，闽粤桂地区产量 1.41 万金属吨，山东地区 0.81 万金属吨，江苏地区 0.57 万金属吨，内蒙地区 0.22 万金属吨，非主产区 0.26 万金属吨，辽宁地区 0.1 万金属吨；进口端，10 月份共进口镍铁 53.7 万吨，同比增加 79.56%，月环比减少 16.85%；库存端，最新数据显示 10 月份国内镍生铁库存 1.44 万金属吨，同比增加 132.26%，月环比减少 4%；进入 10 月份，随着不锈钢钢厂逐步复产，镍铁需求受到提振，价格不断上调，刺激铁厂生产，库存去化，但是 11 月下旬随着不锈钢钢厂停产力度的扩大，印尼回流资源较多，不排除累库的可能。

中间品方面，10 月份国内共进口湿法中间品 8.7 万吨，同比增加 171.25%，月环比增加 12.17%；受到新能源发展的推动以及自身经济型较强对镍豆相对的替代性，预计接下来进口量依然乐观。

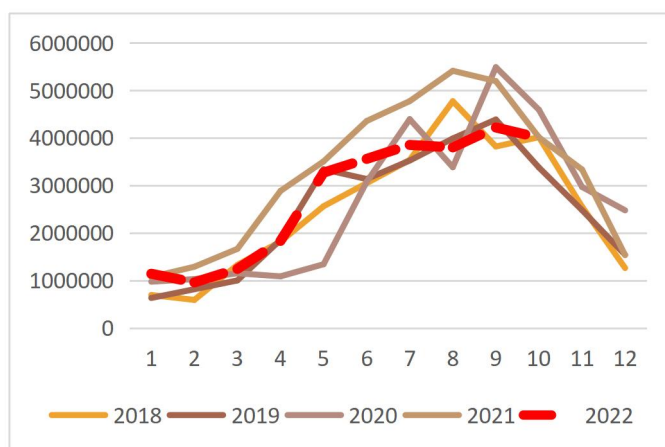
精炼镍方面，10 月份，Mysteel 统计国内电解镍企业产能利用率 85.7%，同比增加 8.19%，月环比增加 1.07%；开工率 83.29%，同比增加 5.26%，月环比持平；产量来看，10 月份，国内电解镍产量 1.56 万吨，同比增加 11.48%，月环比增加 1.08%；分地区看，西北地区 1.41 万吨，其次是华东地区和东北地区，分别为 0.9 吨和 0.5 吨；进口看，10 月份非锻轧非合金镍进口 1.2 万吨，同比减少 65.32%，月环比增加 24.78%；由于不锈钢领域镍铁对电解镍的替代增加，而硫酸镍生产方面，镍豆成本高企，经济性远不及湿法中间品，故电解镍需求相对疲软，预计国内产量维持，进口将相对低位。

图 1.3：国内镍矿进口量（吨）



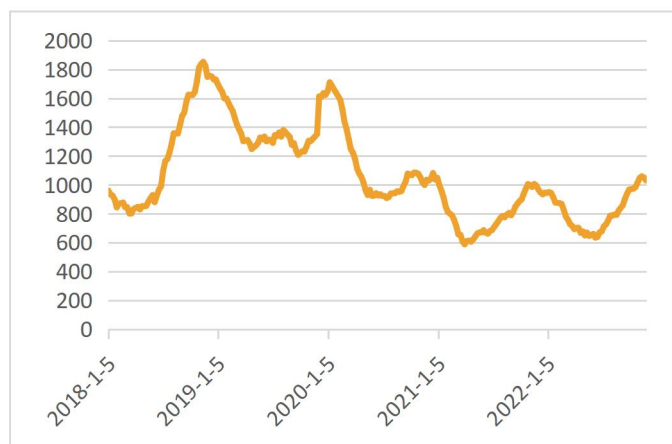
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.4：国内镍矿自菲律宾进口量（吨）



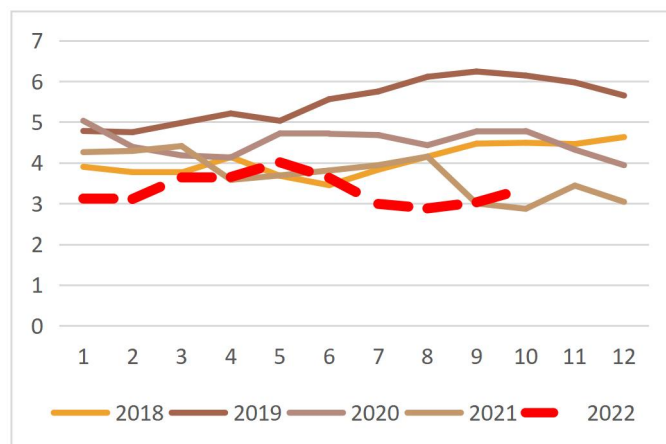
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.5: 港口镍矿库存 (万湿吨)



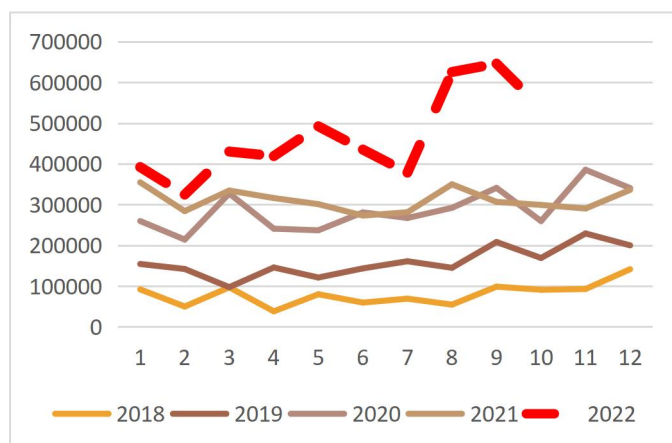
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.6: 国内镍铁产量 (万金属吨)



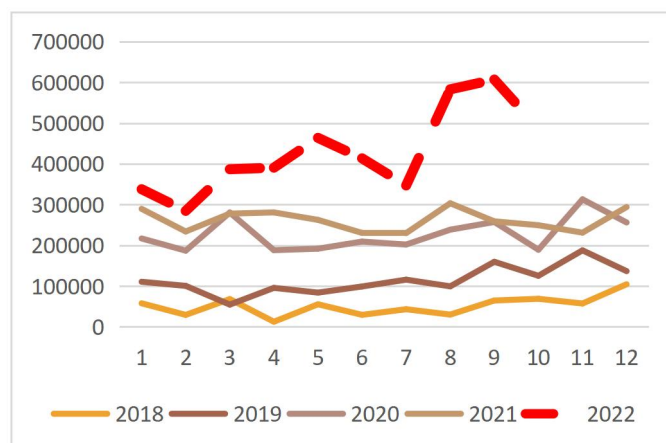
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.7: 国内镍铁进口量 (吨)



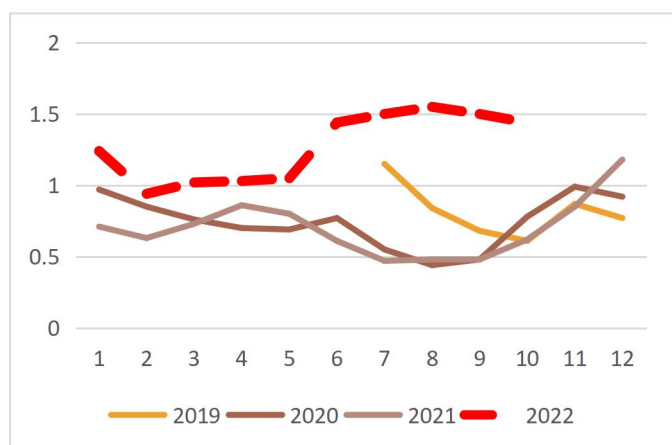
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.8: 国内镍铁自印尼进口量 (万金属吨)



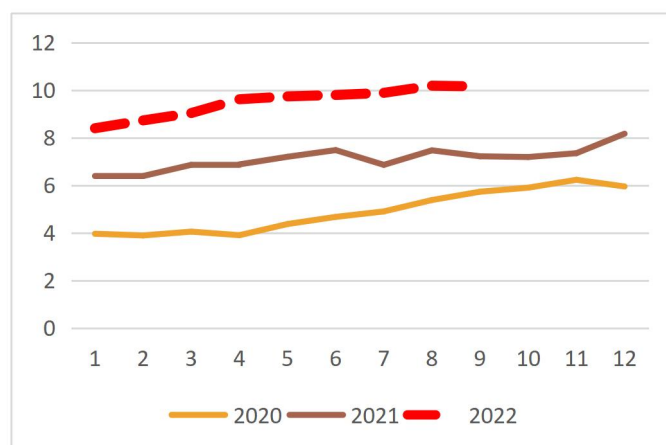
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.9: 国内镍生铁库存 (万金属吨)



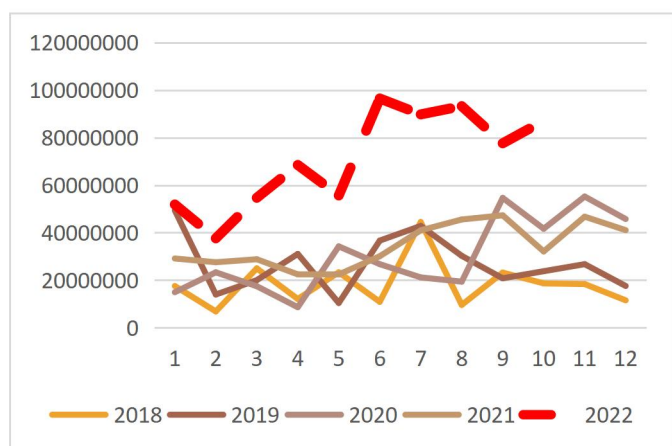
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.10: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)



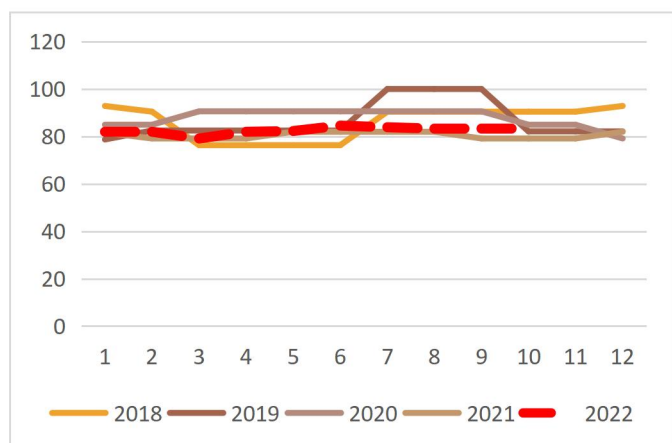
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.11: 国内湿法中间品进口量 (千克)



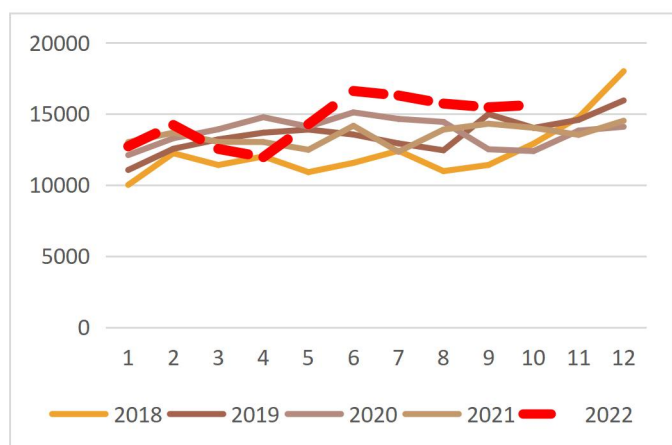
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.13: 国内电解镍企业开工率 (%)



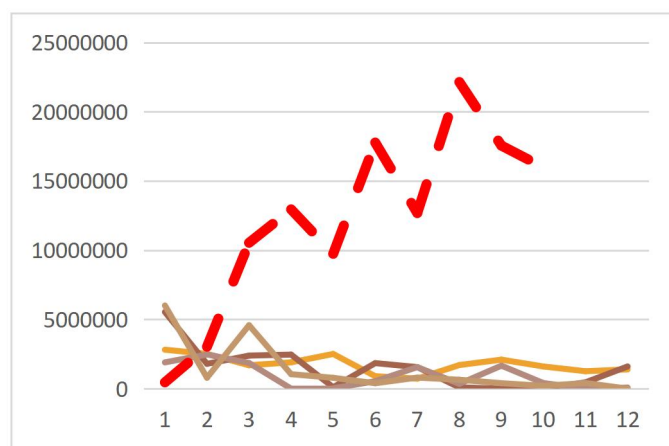
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.15: 国内电解镍产量 (吨)



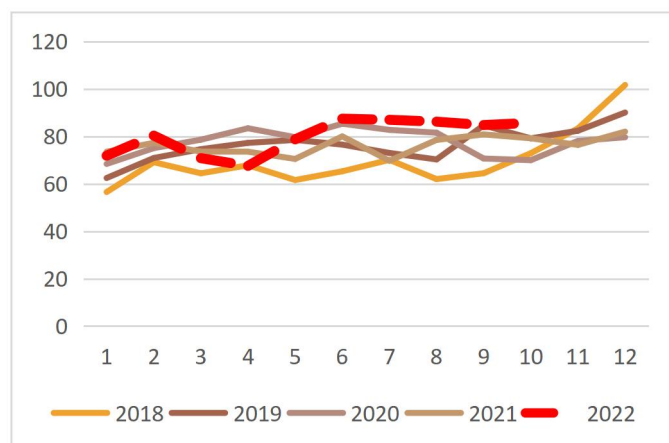
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.12: 国内高冰镍进口量 (千克)



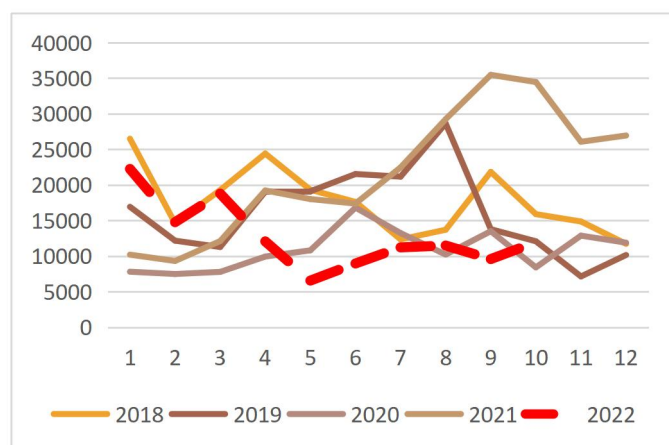
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.14: 国内电解镍企业产能利用率 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.16: 国内电解镍进口量 (吨)



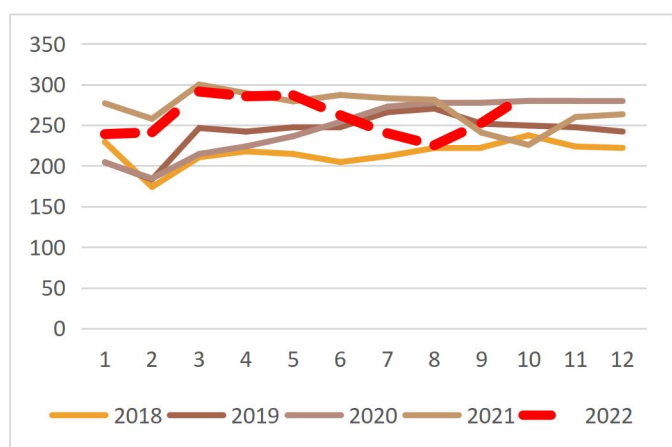
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2. 需求端

不锈钢方面，10 月份国内不锈钢粗钢产量 289.28 万吨，同比增加 28.2%，月环比增加 14.5%；其中 300 系 153.04 万吨，同比增加 23.87%，月环比增加 14.95%，产量占粗钢产量一半以上；10 月份印尼不锈钢粗钢产量 41.7 万吨，同比减少 0.71%，月环比增加 11.2%；10 月份，国内不锈钢钢厂利润修复，排产增加，产量增幅较大，11 月份受到成本走强同时下游订单趋弱的影响，不锈钢钢厂减产力度加大，对镍资源需求拉动减弱。

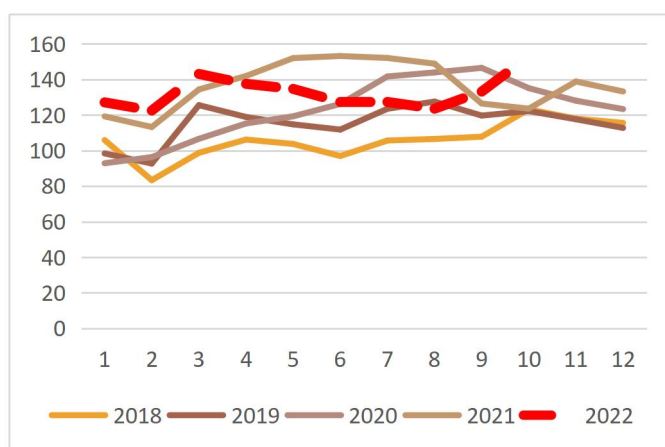
新能源方面，10 月份国内硫酸镍企业产能利用率 98.52%，同比增 3.76%，月环比增加 3.77%；开工率 72.81%，同比减少 9.77%，月环比减少 3.15%；产量端，10 月份硫酸镍产量 3.70 万金属吨，同比增加 39.25%，月环比增加 4.89%；据中汽协数据显示，10 月份我国新能源车产量 76.2 万辆，同比增加 91.94%，月环比增加 093%；新能源车销量 71.4 万辆，同比增加 86.42%，月环比增加 0.85%；动力电池产量 6.28MWH，同比增加 150.05%，月环比增加 6.23%，其中三元材料系列同比增加 163.47%，月环比减少 0.16%；动力电池销量 4.65 万 MWH，同比增加 161.57%，其中三元材料系列同比增加 207.12%；三元材料系列动力电池装车量 1.12 万 MWH，同比增加 82.61%，月环比增加 6.53%；10 月份三元材料系列略有所走弱，但同比依然大增，整体韧性仍存；随着国内一系列稳增长和促消费举措的支撑以及疫情管控的进一步优化，将继续支撑新能源产销处在高位，成为较大的拉动项。

图 1.17：国内不锈钢粗钢产量（万吨）



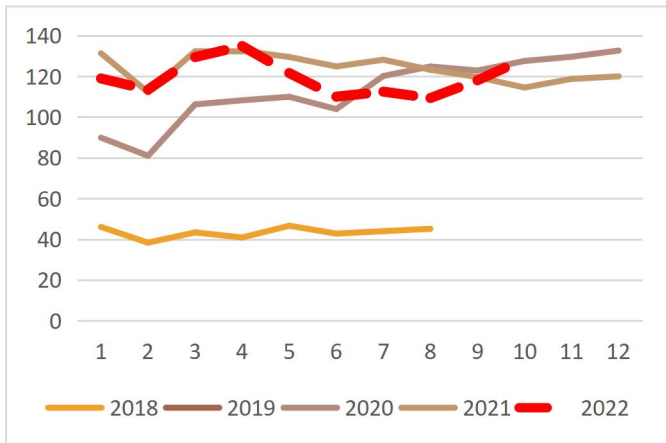
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.18：国内 300 系不锈钢粗钢产量（万吨）



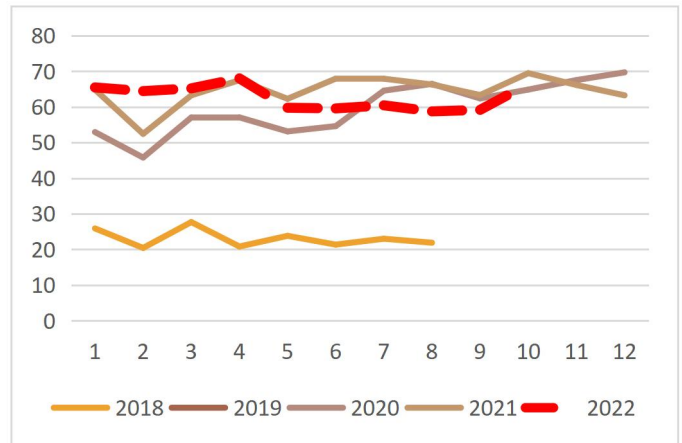
资料来源：Myateel，优财研究院

图 1.19: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)



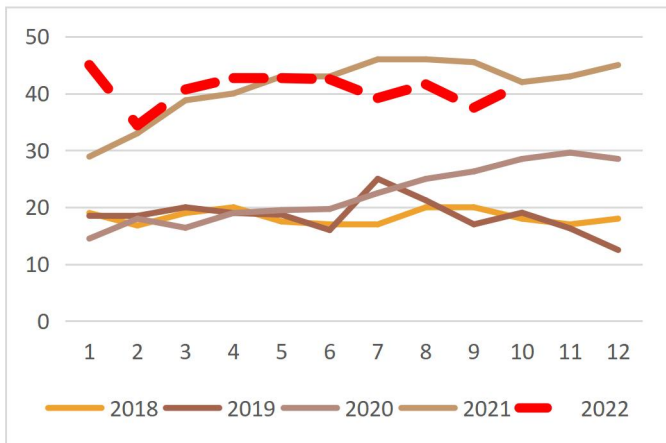
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.20: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)



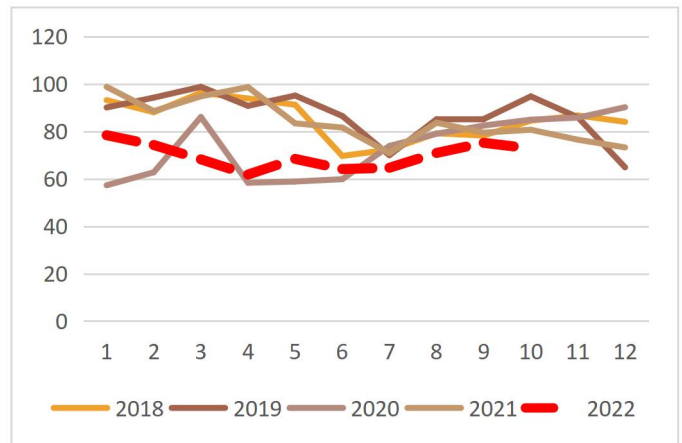
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.21: 印尼不锈钢产量 (万吨)



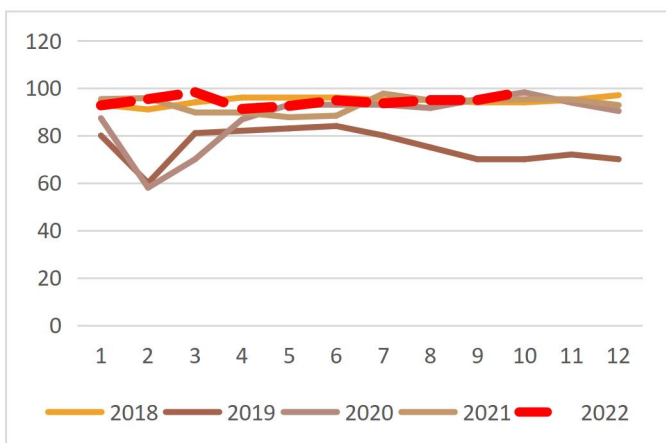
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.22: 国内硫酸镍企业开工率 (%)



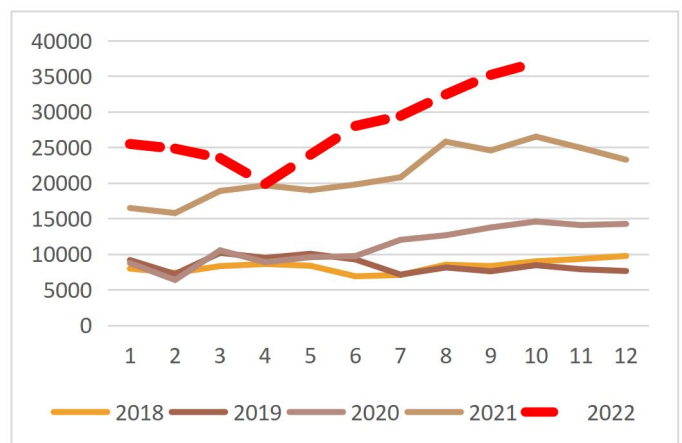
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.23: 国内硫酸镍企业产能利用率 (%)



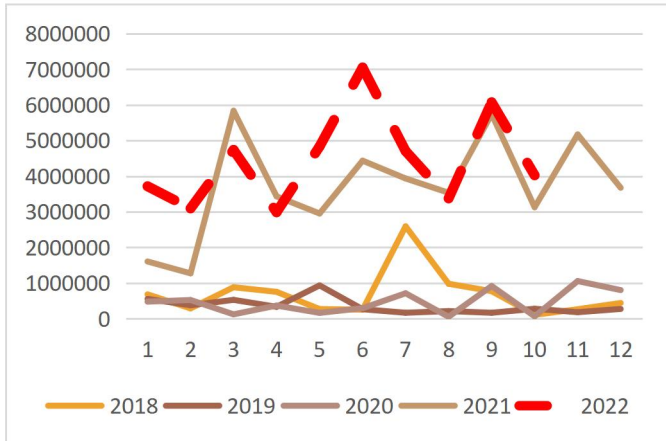
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.24: 国内硫酸镍产量 (金属吨)



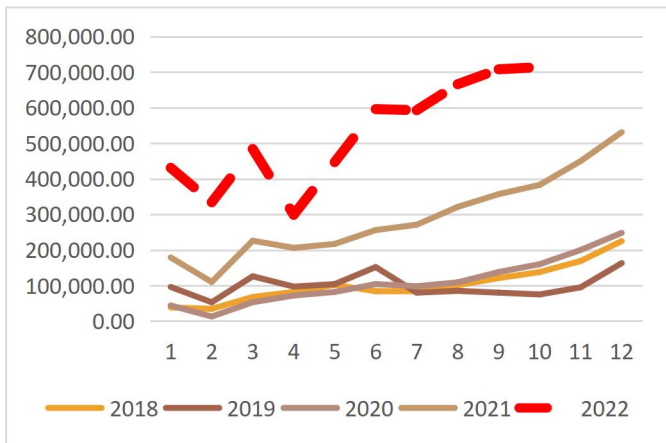
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.25: 国内硫酸镍进口量 (千克)



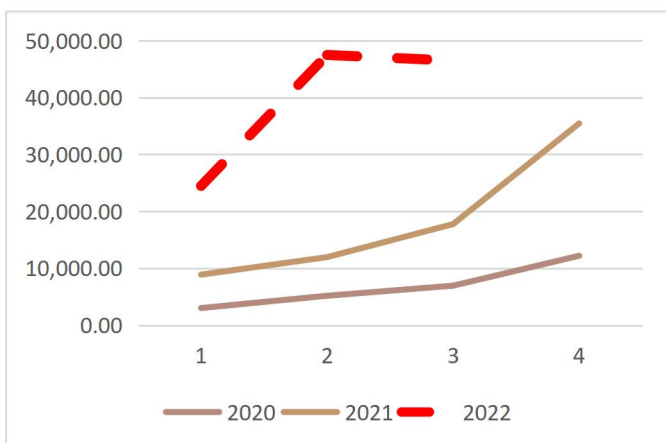
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.27: 国内新能源车销量 (辆)



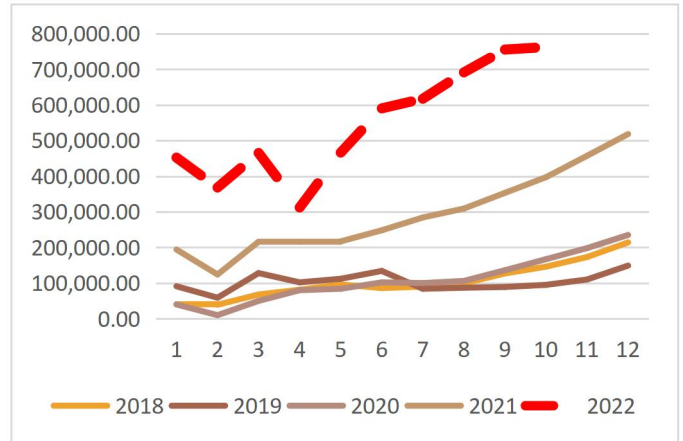
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.29: 动力电池销量 (MWH)



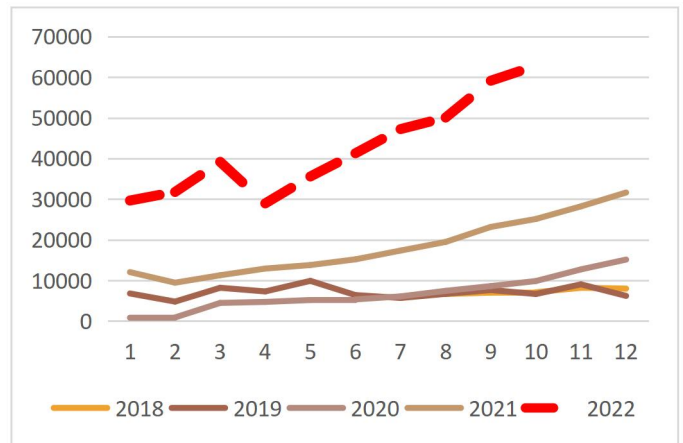
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.26: 国内新能源车产量 (辆)



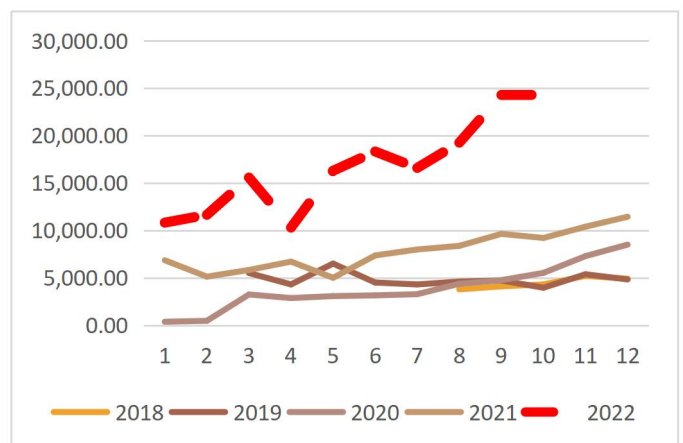
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.28: 动力电池产量 (MWH)



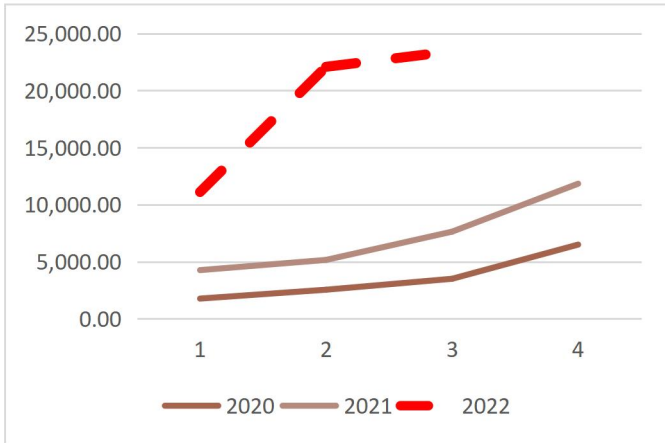
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.30: 动力电池: 三元材料产量 (MWH)



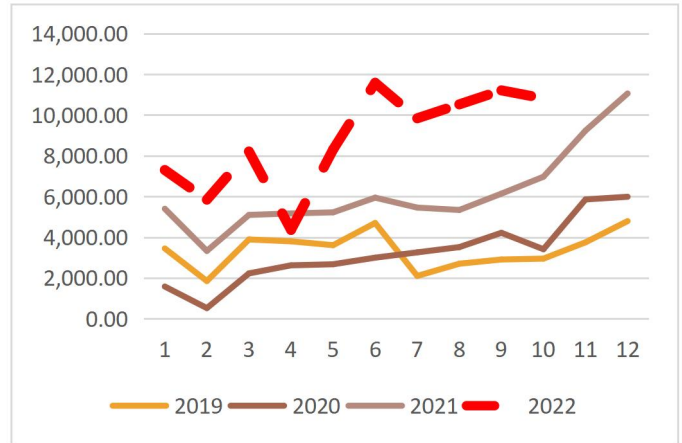
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.31: 动力电池: 三元材料销量 (MWH)



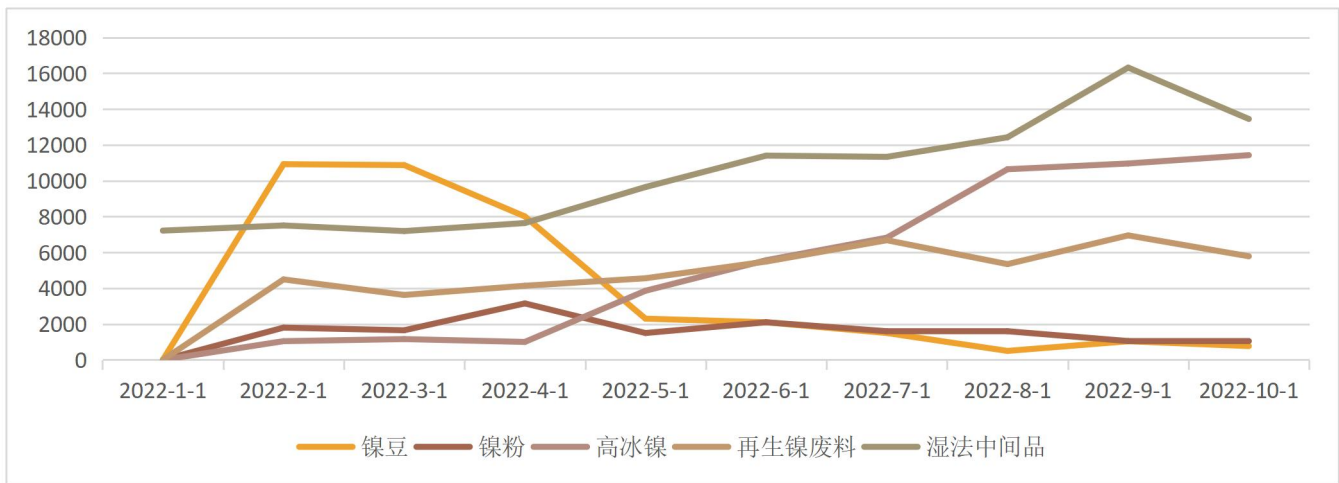
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.32: 动力电池: 三元材料装车量 (MWH)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.33: 硫酸镍原料消费量 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

3. 库存端

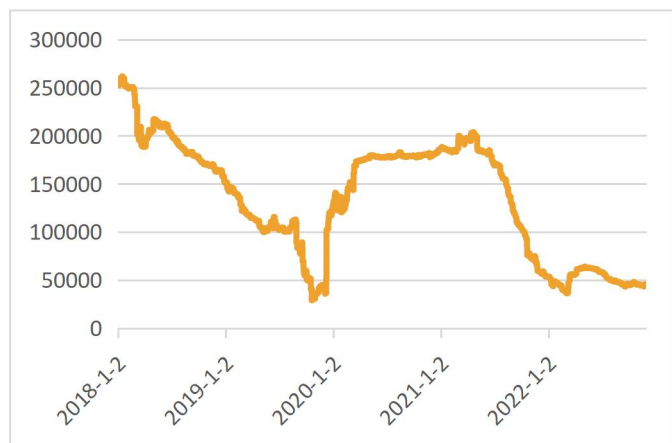
库存方面, Mysteel 统计精炼镍社会库存 10988 吨, 同比减少 45.44%, 周环比减少 4.13%, 其中镍板库存 8638 吨, 同比减少 36.57%, 周环比减少 10.03%, 镍豆库存 2350 吨, 同比减少 63.96%, 周环比增加 26.34%; 上期所交割库库存 3291 吨, 同比减少 46.46%, 周环比减少 20.93%; LME 镍期货库存 5.17 万吨, 较上周小幅增加; 内外精炼镍库存均处于低位, 但由于镍豆在备至硫酸镍中经济性偏差, 消耗量较差, 而 LME 库存中镍豆占比较大, 故内外镍豆库存均出现小幅累积; 国内则主要以镍板为主, 而镍板下游合金等领域韧性相对较足, 后续在一揽子稳经济政策刺激下, 库存将维持低位徘徊。

图 1.34: 上期所交割库库存 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.36: LME 注册仓单 (吨)



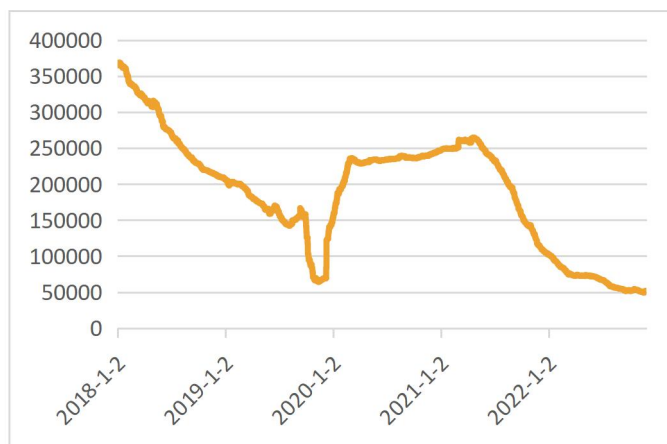
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.38: 国内镍板社会库存 (吨)



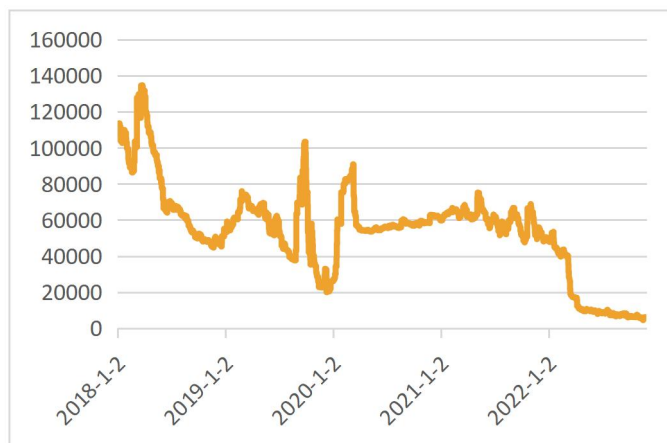
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.35: LME 镍期货库存 (吨)



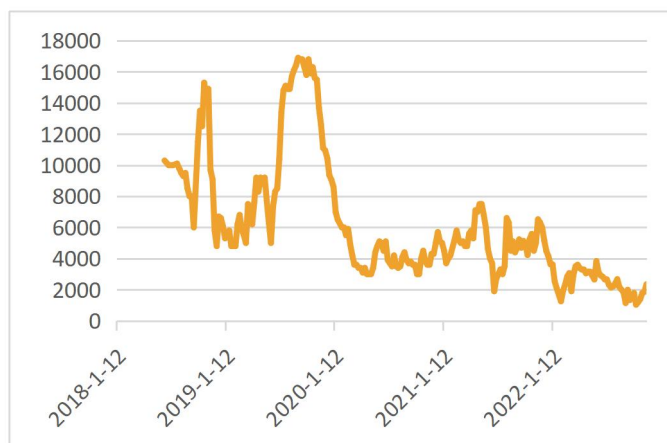
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.37: LME 注销仓单 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.39: 国内镍豆社会库存 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.40: 国内精炼镍社会库存（吨）

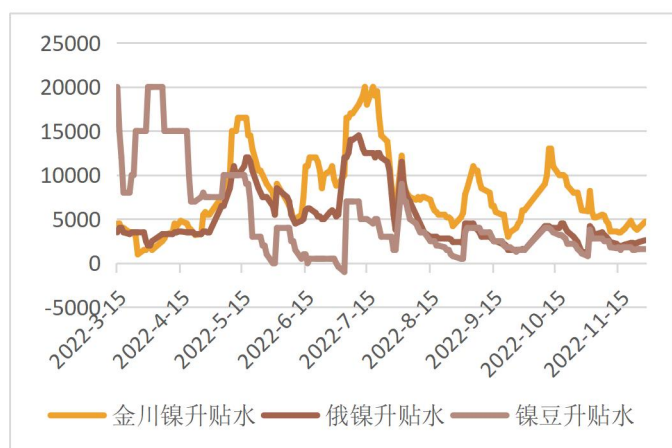


资料来源: Mysteel, 优财研究院

4. 期现端

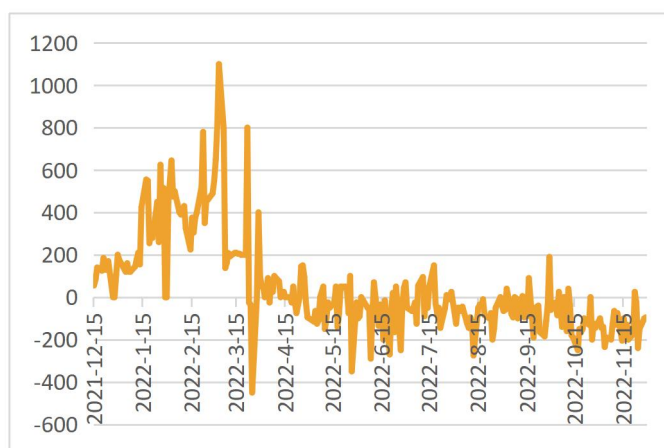
镍铁方面, 随着镍矿价格小幅下调, 成本下移, 利润有所改观; 精炼镍方面, 现货进口大幅亏损, 升贴水缩窄; 价差方面, 硫酸镍对镍铁价差远高于历史均值, 高镍生铁处于深度贴水状态, 下游不锈钢钢厂对于电解镍的需求将进一步减弱, 而硫酸镍对镍铁溢价维持高位, 据测算, 当硫酸镍和镍铁价差大于 2.1 万元/吨时, 镍生铁企业才有动力转产高冰镍, 目前溢价远高于此, 可知转产高冰镍项目动力充足; 硫酸镍方面, 成本抬升明显, 但湿法中间品经济性仍存, 其次是高冰镍, 而镍豆价格依然处于倒挂状态, 经济性最差; 综合看, 产业链利润分配不均, 电解镍处于 21 万以上则相对高估。

图 1.41: 精炼镍现货升贴水（元/吨）



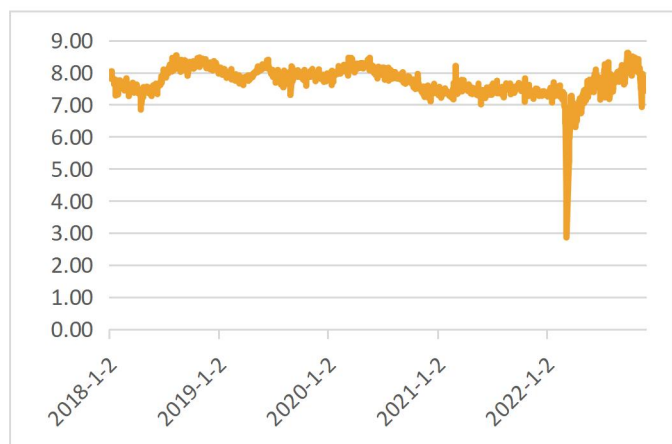
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.42: LME 现货升贴水（美元/吨）



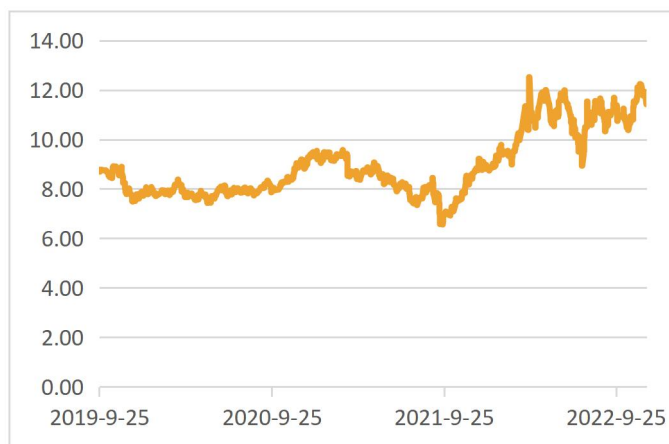
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.43: 沪伦比值



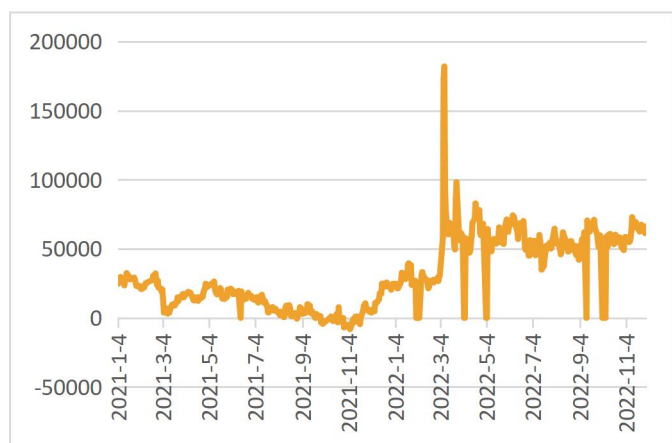
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.44: 镍不锈钢比价 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.45: 电解镍对镍铁溢价 (元/吨)



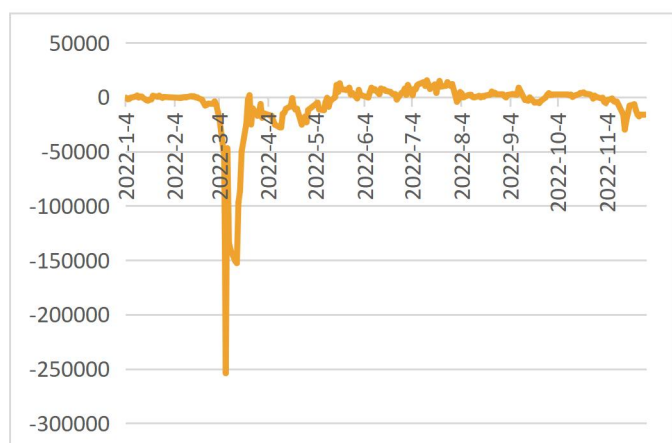
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.46: 硫酸镍对镍铁溢价 (元/吨)



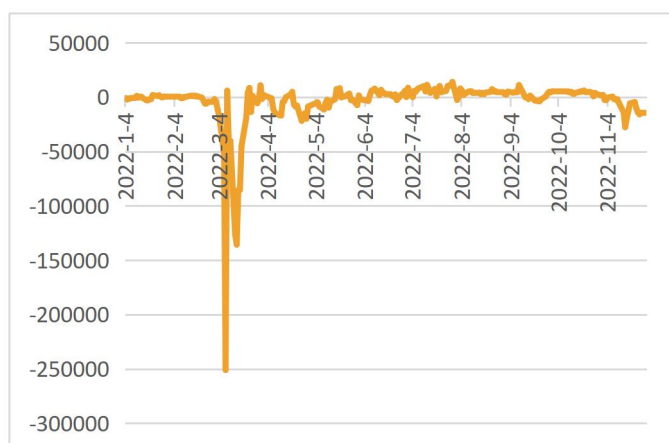
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.47: 精炼镍进口盈亏 (镍板: 元/吨)



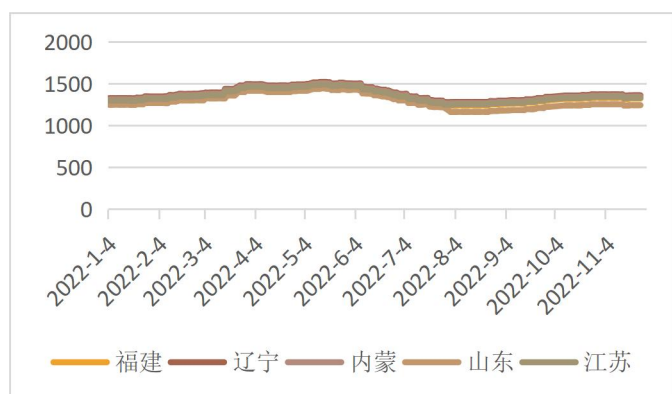
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.48: 精炼镍进口盈亏 (镍豆: 元/吨)



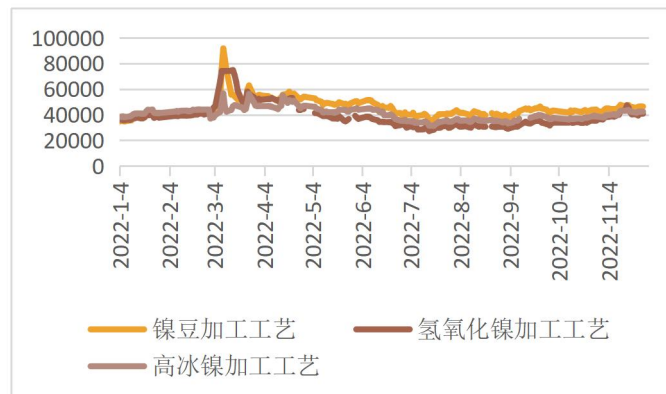
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.49：镍生铁分地区生产成本（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.50：硫酸镍分工艺生产成本（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（三）综合研判

宏观面，国内来看，11 月份疫情零星散发再度打断了经济复苏之路，需求端下滑超过了供给端，制造业 PMI 数据不及预期，景气度下降；房地产开发投资完成额累计同比下滑 8.8%，依然是较大的拖累项，而基建基建（不含电力）投资累计同比增长 8.7%，制造业投资累计同比增长 9.7%，二者依然是托举和拉动项；后续来看，房地产纾困政策以及疫情优化政策逐步出台，将在一定程度稳定经济；国外方面，美国数据好坏参半，11 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 47.6，为 30 个月来新低，劳动力市场降温，初请失业金人数录得 24 万人，为 2022 年 8 月 13 日当周以来最大增幅，11 月密歇根大学消费者信心较前值回落，未来一年通胀预期小幅降温；不过，美国 10 月耐用品订单环比初值为 1.03%，增幅创四个月来最大，同时美联储公布 11 月 FOMC 会议纪要显示，“绝大多数”官员认为放缓加息步伐“很快将是合适的”，联邦基金利率的最终目标已变得比加息速度更重要，利率将在更高水平见顶。

基本面，供应端，镍矿价格持稳，港口库存小幅去化，原生镍过剩不改，11 月份均处于环增状态，但是结构性方面电解镍相对紧俏，现货进口亏损进一步加剧，印尼变数较大；需求端，不锈钢成本高企同时受到市场悲观情绪影响，开始停产，新能源最新数据环比有所走弱，但同比依然大幅增长，随着国内疫情防控优化对于消费的拉动，硫酸镍有望继续保持高开工率，民用合金领域旺季已过，订单萎靡；库存端，国内外镍豆库存持续累积，而镍板延续去化，绝对库存依然偏低。

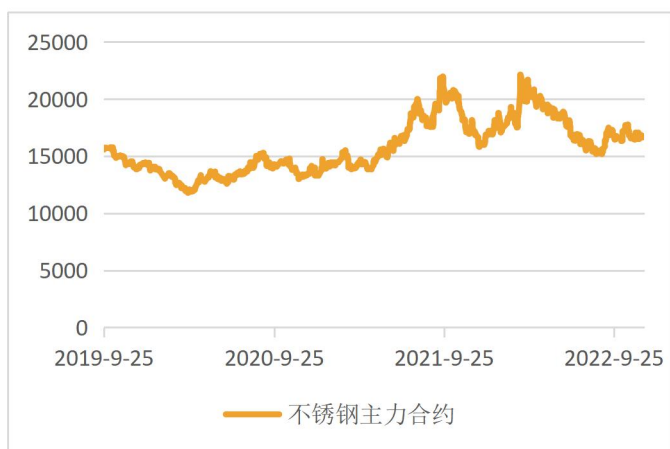
综合看，短线受宏观面与消息面双重影响，多空交织，暂无单边趋势性机会，关注印尼加税落地情况；操作上，沪镍主力按照区间思路操作，参考区间：17.8 万-21.4 万。

二、不锈钢

（一）行情回顾

11 月份不锈钢主力合约延续 10 月份震荡走势，整体上跟随成本端定价；中间虽然受到印尼镍生铁加征关税以及不锈钢钢厂减产范围扩大的影响有所冲高，但受到需求不振、现货市场情绪悲观的影响，依然未能脱离区间波动。

图 2.1：不锈钢主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.2：沪镍主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（二）产业分析

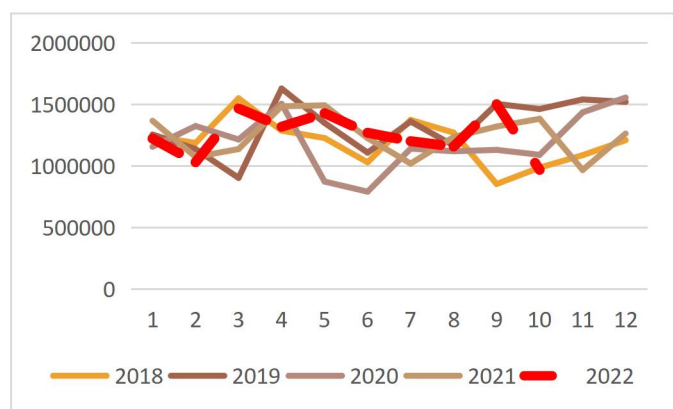
1. 供给端

铬资源方面，10 月份，共进口铬矿约 96.72 万吨，同比减少 30%，月环比减少 35.51%；库存端，Mysteel 最新数据显示，港口铬矿库存 240.4 万吨，同比减少 22.55%，周环比增加 3.04%；10 月份，共进口铬铁约 26 万吨，同比增加 25.82%，月环比增加 11.77%；10 月份不锈钢钢厂利润修复，复产逐步增加，但是南非罢工事件以及国内疫情对物流干扰的影响，使得铬矿进口环比下降，而铬铁来源国相对较为分散，在需求支撑下，进口环比增加；整体看，除了主产国政策等突发事件影响之外，更多的取决于国内下游的需求状况，11 月份不锈钢下游接单意愿不强，更是出现钢厂减产的情况，同时南非罢工事件告一段落，预计接下来进口将依然维持高位。

镍资源方面，10 月份国内镍铁产量 3.37 万金属吨，同比增加 17.42%，月环比增加 11.22%；分地区来看，闽粤桂地区产量 1.41 万金属吨，山东地区 0.81 万金属吨，江苏地区 0.57 万金属吨，内蒙地区 0.22 万金属吨，非主产区 0.26 万金属吨，辽宁地区 0.1 万金属吨；进口端，10 月份共进口镍铁 53.7 万吨，同比增加 79.56%，月环比减少 16.85%；库存端，Mysteel 统计 10 月份国内镍生铁库存 1.44 万金属吨，同比增加 132.26%，月环比减少 4%；进入 10 月份，随着不锈钢钢厂逐步复产，镍铁需求受到提振，价格不断上调，刺激铁厂生产，但是 11 月下旬随着不锈钢钢厂停产力度的加大，印尼回流资源较多，不排除累库的可能。

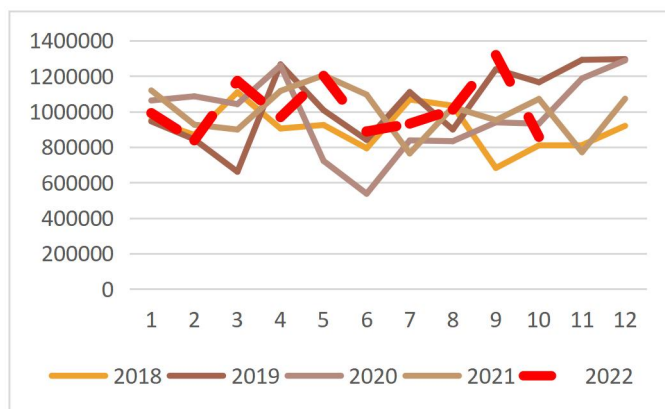
钢材方面，粗钢端，10 月份国内不锈钢粗钢产量 289.28 万吨，同比增加 28.2%，月环比增加 14.5%；其中 300 系产量 153.04 万吨，同比增加 23.87%，月环比增加 14.95%，占比达 52.9%，其次是 200 系，产量 80.8 万吨，同比增加 45.12%，月环比增加 10.72%，占比达 31.7%，最后则是 400 系，产量 47.44 万吨，同比增加 15.96 万吨，月环比增加 20.68%；冷轧端，10 月份产量 128.52 万吨，同比增加 12.28%，月环比增加 8.9%，其中 300 系产量 66.4 万吨，同比减少 4.38%，月环比增加 12.26%，占比达 51.66%，其次是 200 系，产量 22.37 万吨，同比增加 15.31%，月环比增加 5.72%，占比达 30.93%，最后则是 400 系，产量 21.27 万吨，同比减少 1.76%，月环比增加 5.17%；10 月份随着盘面反弹带动现货情绪的好转以及利润的修复，产量不同程度的增加，其中 300 系产量仍然占比达 50%以上；但 11 月下旬开始，钢厂受到利润以及需求双重挤压，停产范围逐步扩大，预计增量不及预期。

图 2.3：国内铬矿进口量（元/吨）



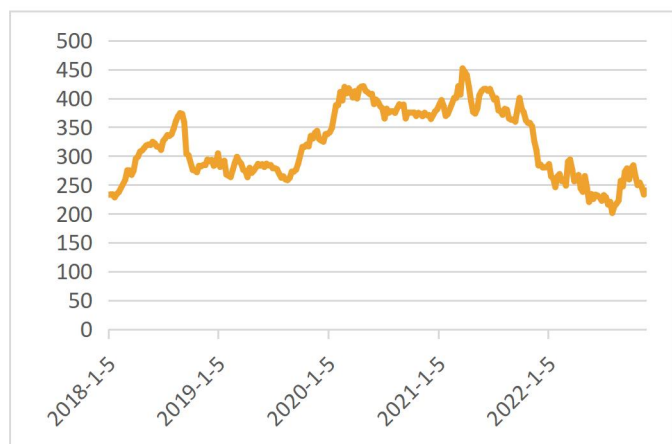
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.4：国内铬矿自南非进口量（万吨）



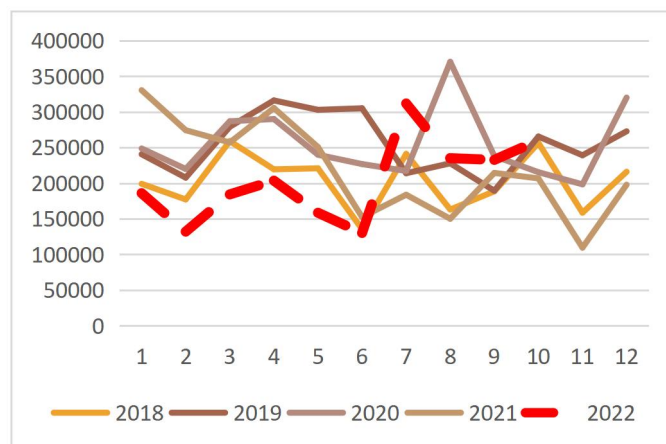
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.5: 国内铬矿港口库存 (万吨)



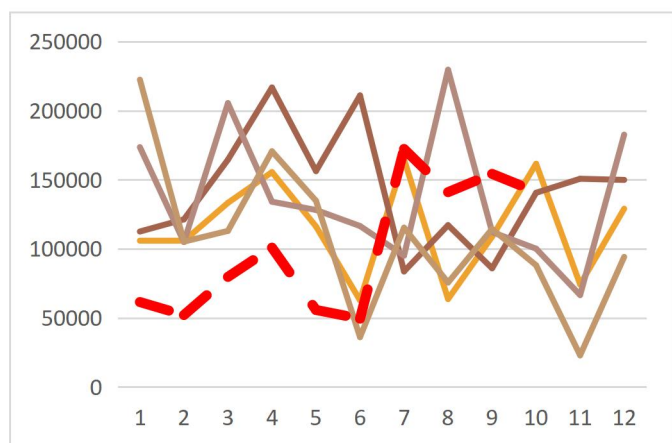
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.6: 国内铬铁进口量 (吨)



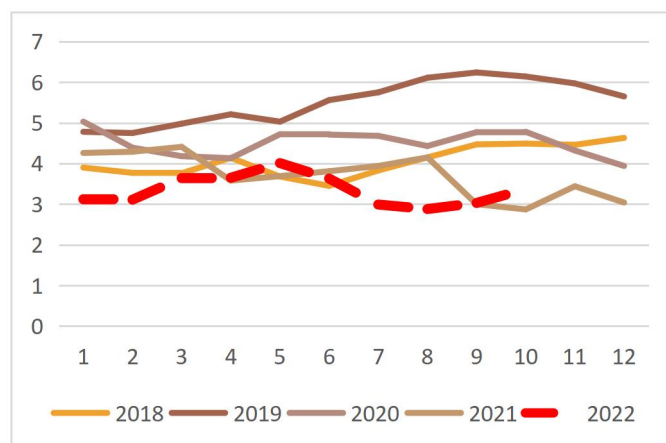
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.7: 国内铬铁自南非进口量 (吨)



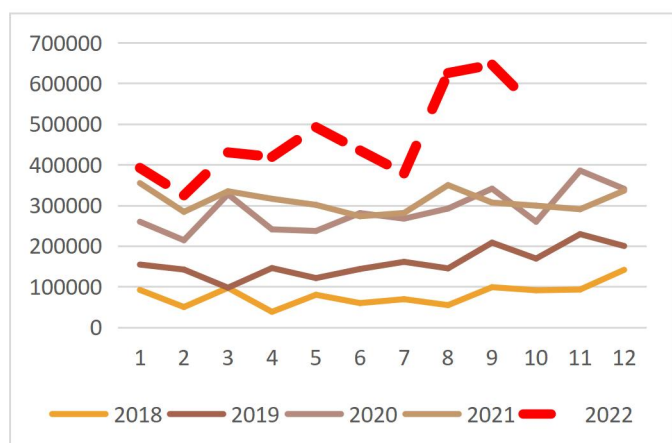
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.8: 国内镍铁产量 (万金属吨)



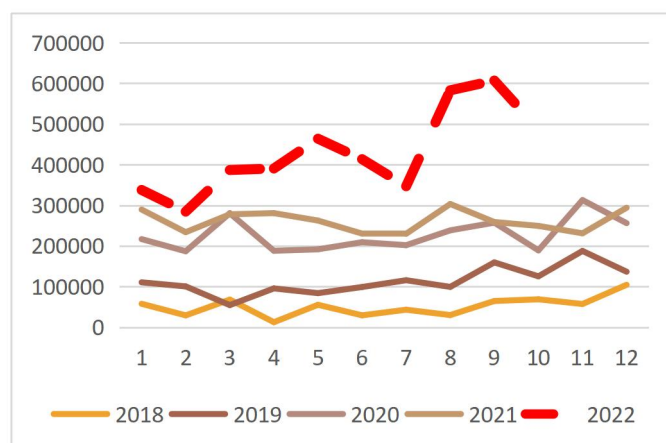
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.9: 国内镍铁进口量 (吨)



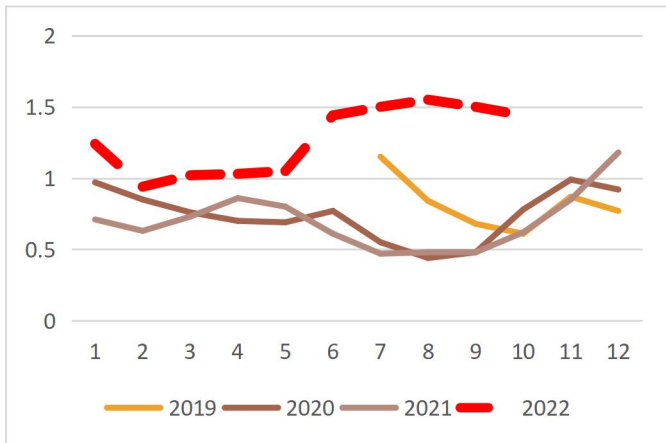
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.10: 国内镍铁自印尼进口量 (万金属吨)



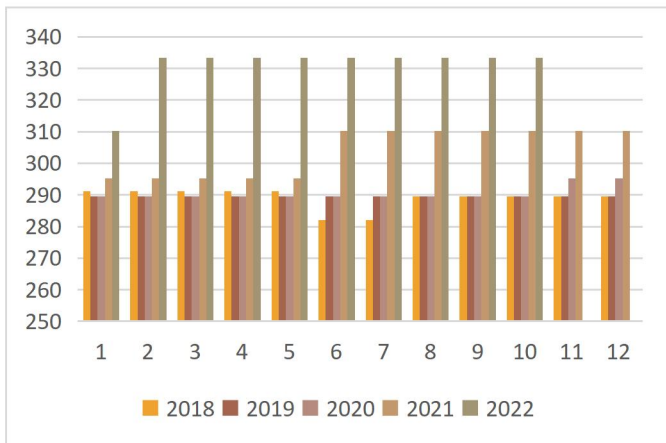
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.11: 国内镍生铁库存 (万金属吨)



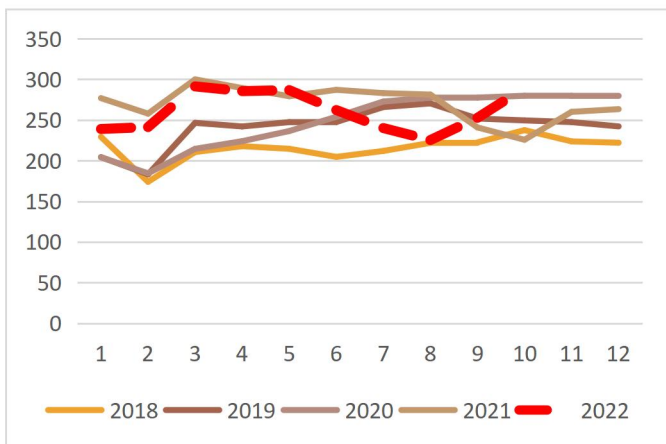
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.13: 国内不锈钢粗钢产能 (万吨)



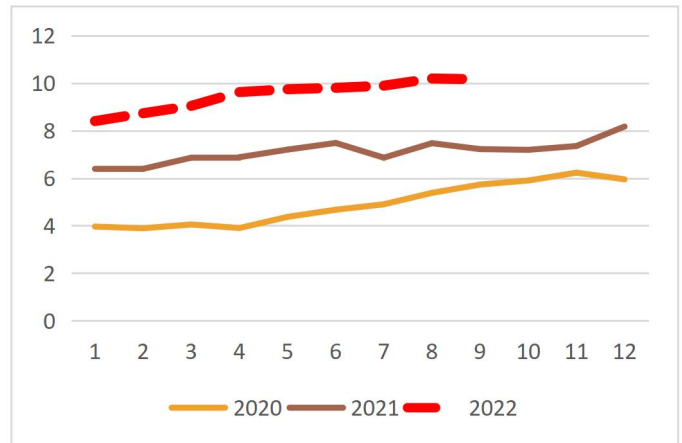
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.15: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)



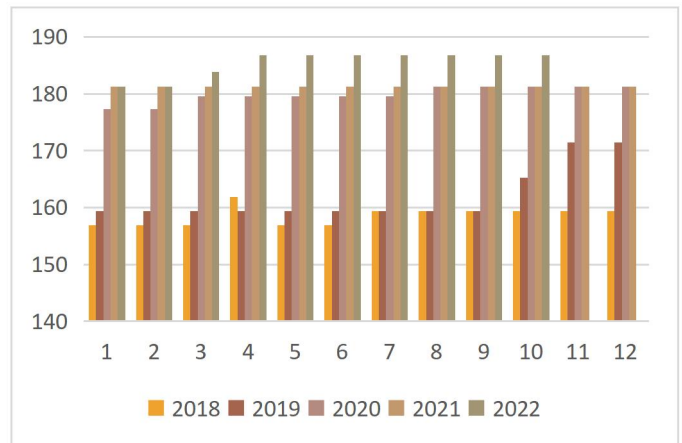
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.12: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)



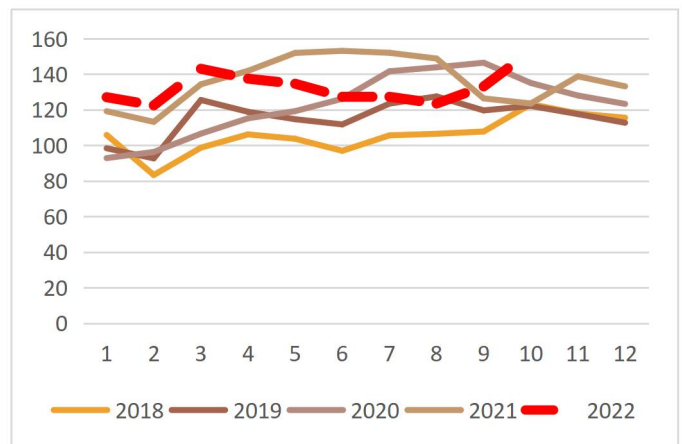
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.14: 国内冷轧不锈钢粗钢产能 (万吨)



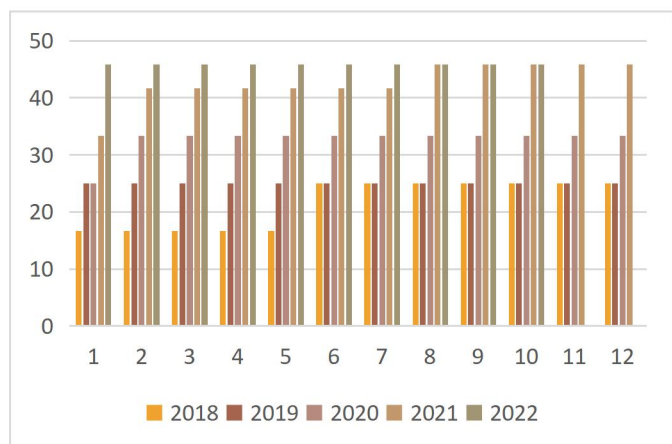
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.16: 国内 300 系不锈钢粗钢产量 (万吨)



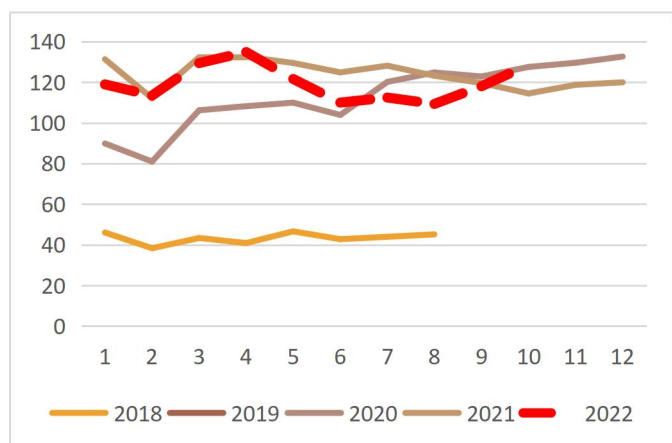
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.17: 印尼不锈钢粗钢产能 (万吨)



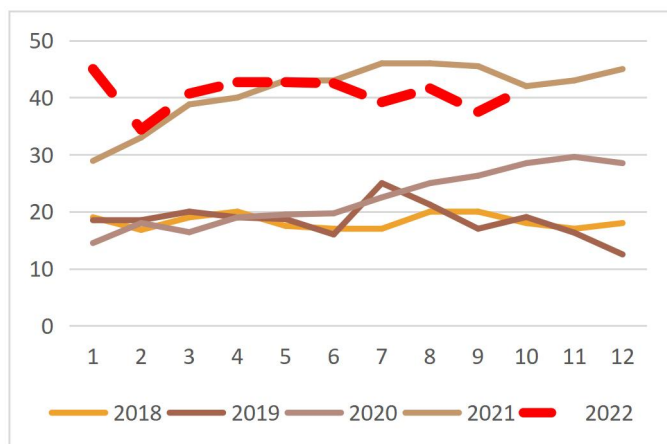
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.19: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)



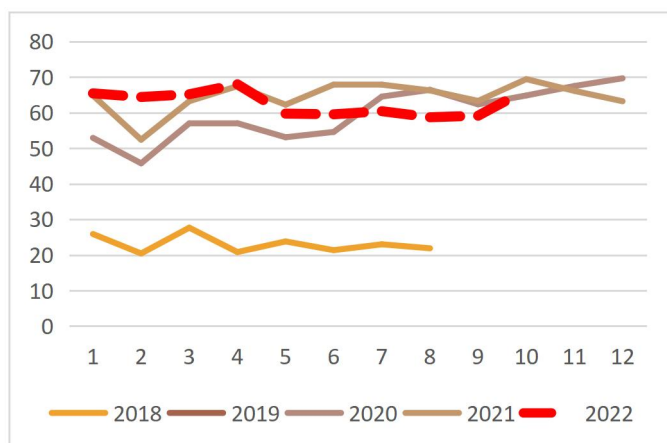
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.18: 印尼不锈钢粗钢产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.20: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)



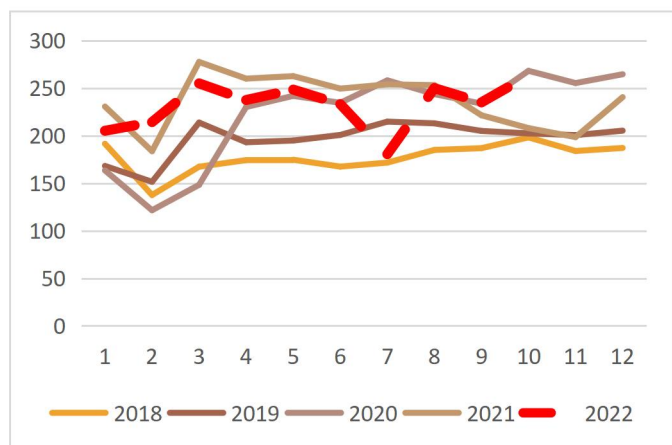
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2. 需求端

10 月份, 国内不锈钢表需 282.99 万吨, 同比增加 36.07%, 月环比增加 20.4%; 净出口-1.52 万吨, 同比减少 127.22%, 月环比减少 274.79%; 10 月份随着盘面反弹, 成交有所转暖, 表需小幅增加, 而海外衰退预期升温, 净出口大幅下滑, 再度转为净进口; 终端来看, 基建投资累计同比增长 8.70%, 制造业投资累计同比增长 9.7%; 房地产方面, 房地产开发投资累计同比减少 8.80%, 新开工、施工、竣工等其他指标继续负增长; 家电厨具方面, 空调产量同比减少 3.30%, 冰箱产量同比减少 9.70%, 冷柜产量同比减少 26.30%, 洗衣机产量同比增加 12.90%, 集成灶销量同比减少 6.90%, 抽油烟机产量同比减少 20.19%; 交通运输方面, 汽车产量同比增加 8.60%, 手持船舶订单量累计同比同比

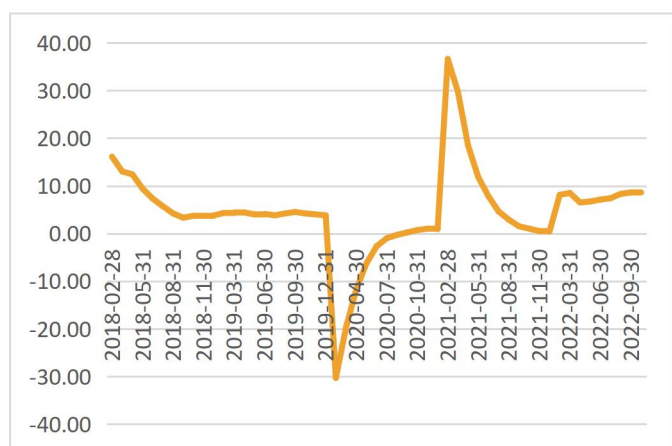
增加 6.50%，新承接船舶订单量累计同比减少 39.20%；设备制造方面，电梯、扶梯及升降机产量同比减少 7.10%，工业锅炉产量同比增加 9.40%，大气污染防治设备产量同比减少 27.60%；金属制品方面，金属集装箱产量同比减少 66.20%；后续来看，基建和制造业是强有力的拉动项，同时房地产方面“三箭”齐发，但是居民预期较差，改善尚需时日；不锈钢下游比较分散，很难受到某一行业的带动，所以在整体的宏观形势和居民预期以及消费能力没有转好的情况下，更多的刺激政策只能起到稳的作用，难以从根本上扭转目前疲软的态势。

图 2.21：不锈钢表观消费量（万吨）



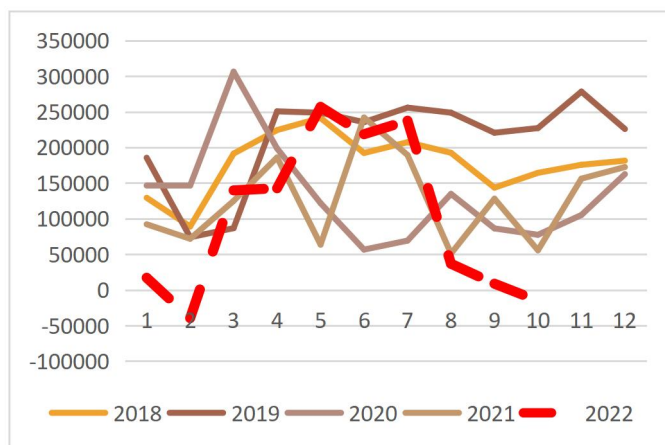
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.23：基建投资累计同比（%）



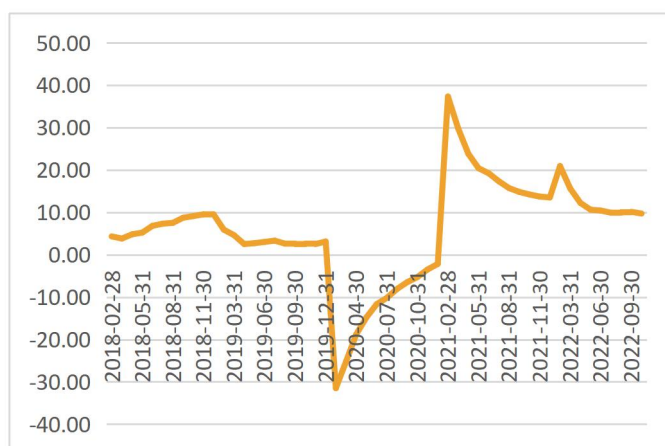
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 2.22：国内不锈钢净出口（万吨）



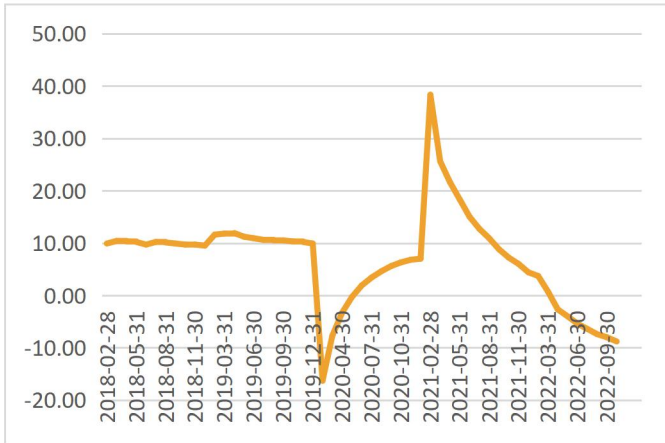
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.24：制造业投资投资累计同比（%）



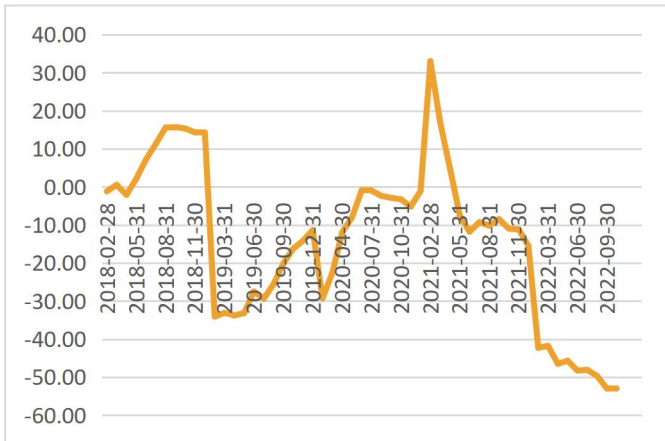
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 2.25: 房地产开发投资累计同比 (%)



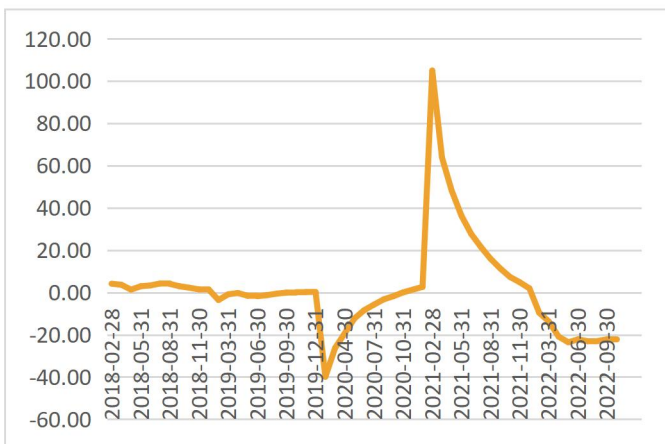
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.27: 土地购置面积累计同比 (%)



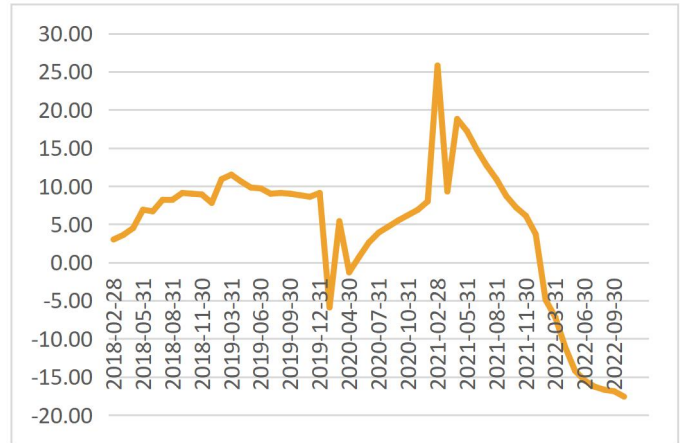
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.29: 商品房销售面积累计同比 (%)



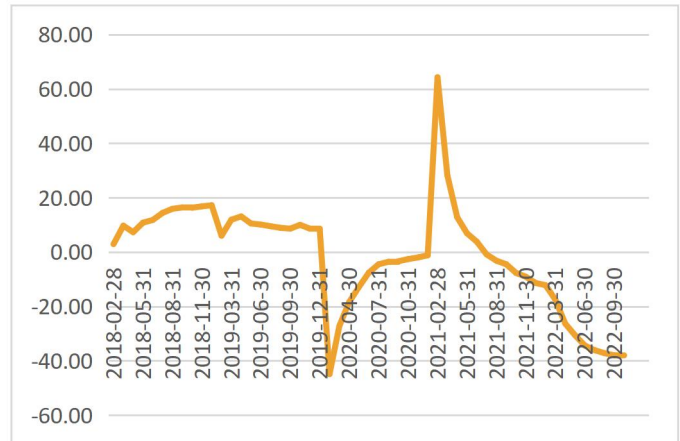
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.26: 房地产开发企业到位资金累计同比 (%)



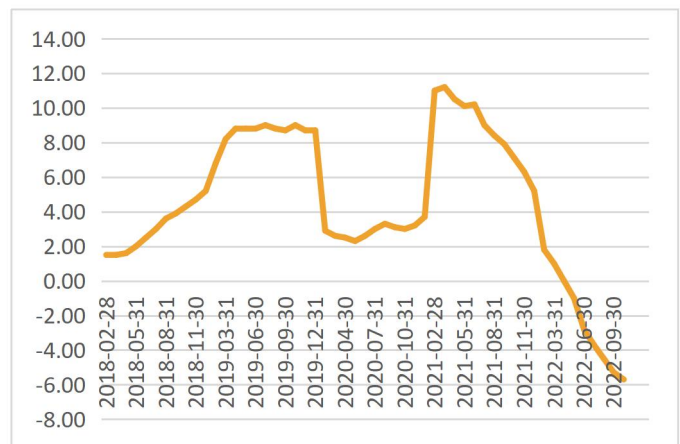
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.28: 房地产新开工面积累计同比 (%)



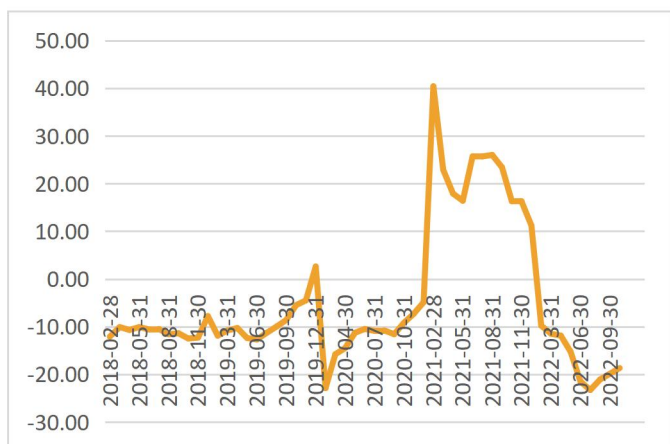
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.30: 房屋施工面积累计同比 (%)



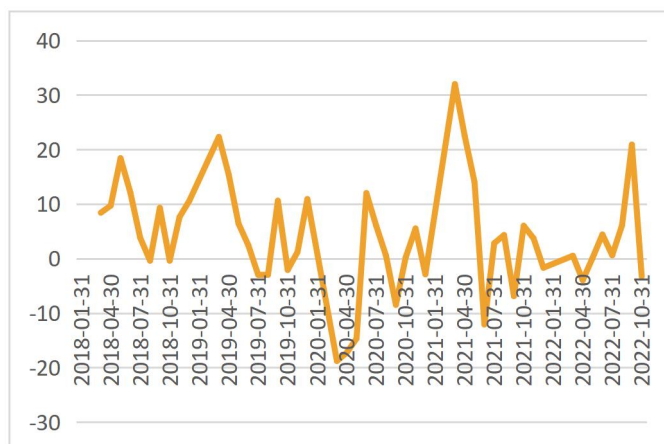
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.31: 房屋竣工面积累计同比 (%)



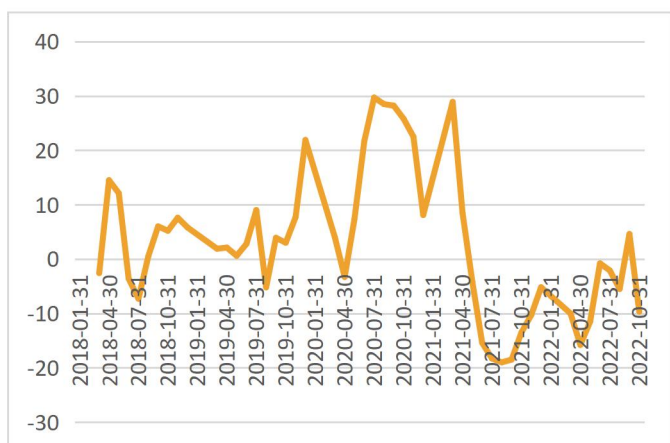
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.32: 空调产量当月同比 (%)



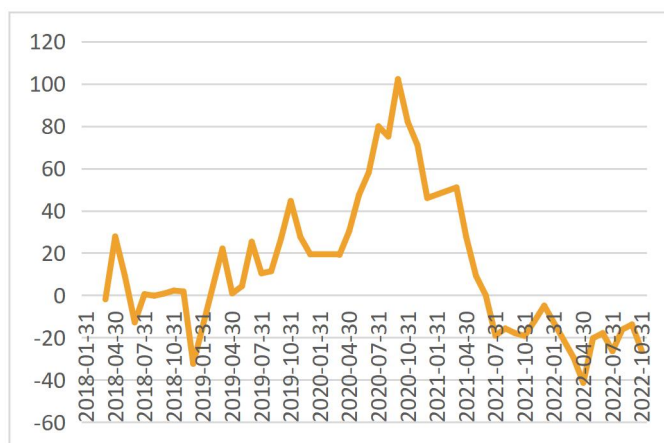
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.33: 冰箱产量当月同比 (%)



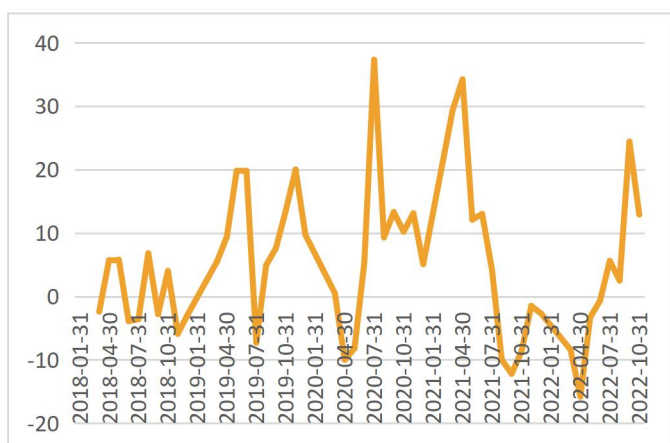
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.34: 冷柜产量当月同比 (%)



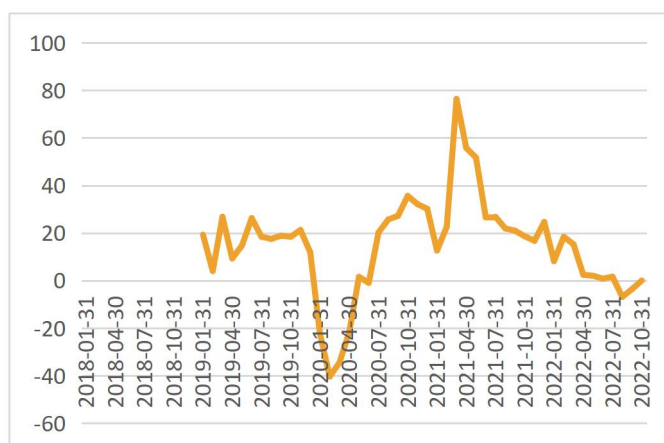
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.35: 洗衣机产量当月同比 (%)



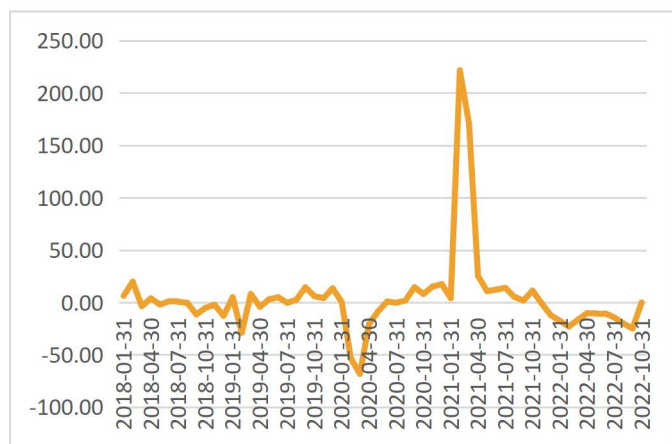
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.36: 集成灶销量当月同比 (%)



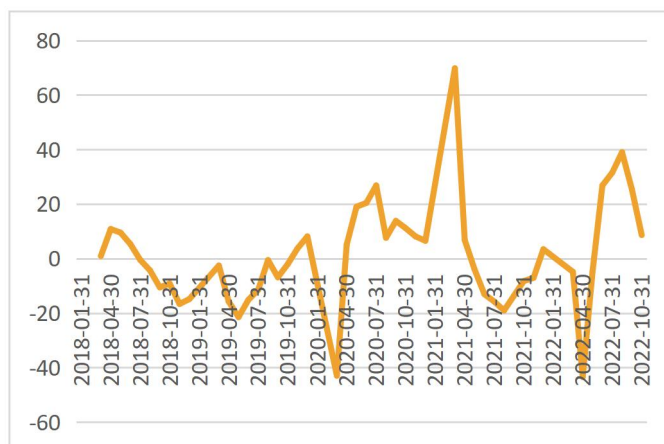
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.37: 抽油烟机产量当月同比 (%)



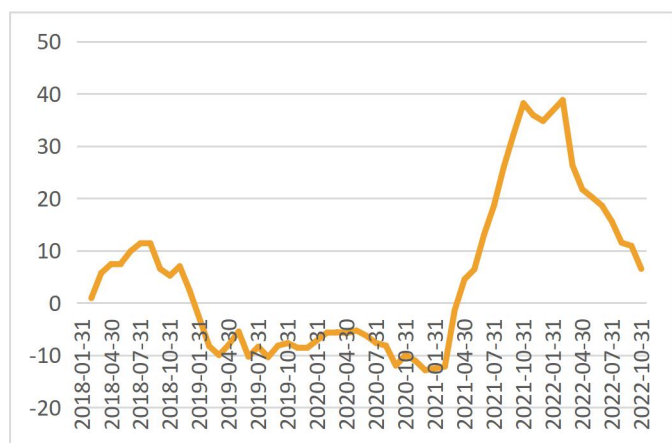
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.38: 汽车产量当月同比 (%)



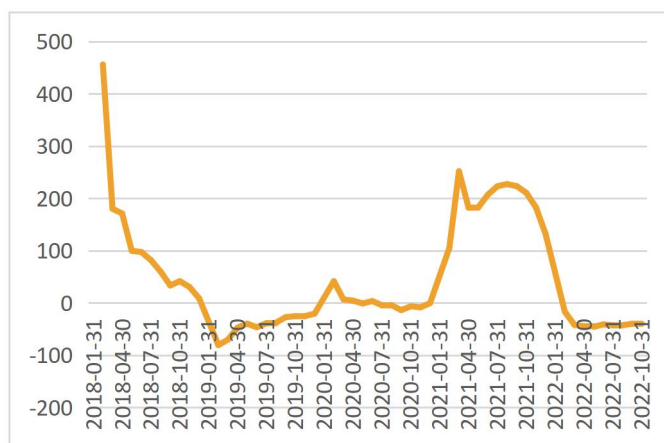
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.39: 手持船舶订单量累计同比 (%)



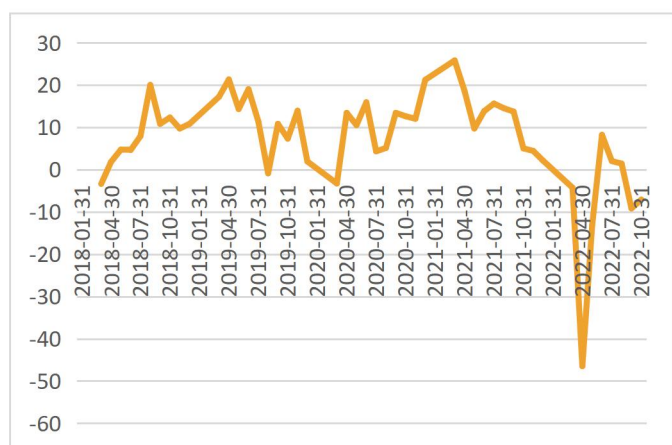
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.40: 新承接船舶订单量累计同比 (%)



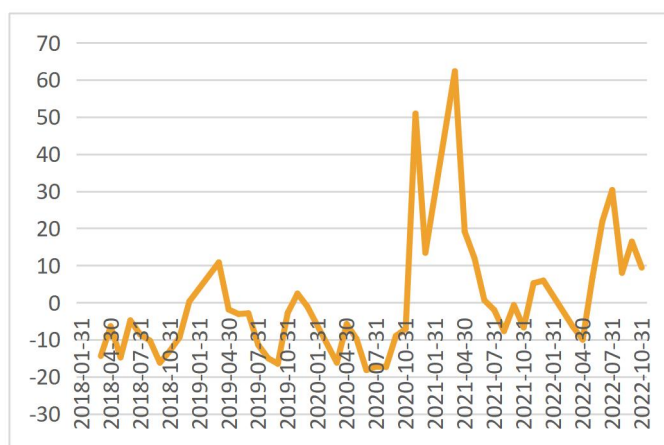
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.41: 电梯、自动扶梯及升降机产量当月同比 (%)



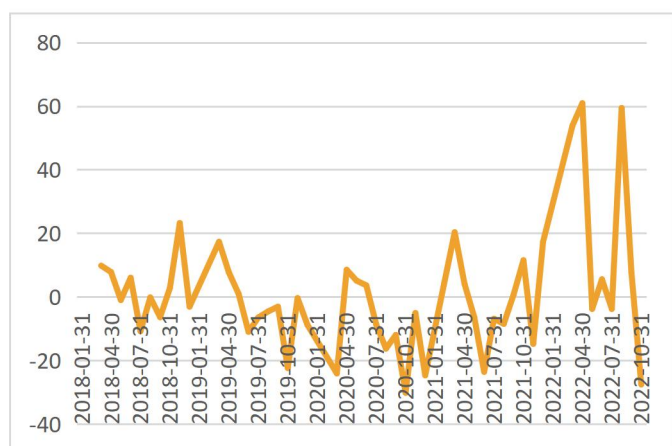
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.42: 工业锅炉产量当月同比 (%)



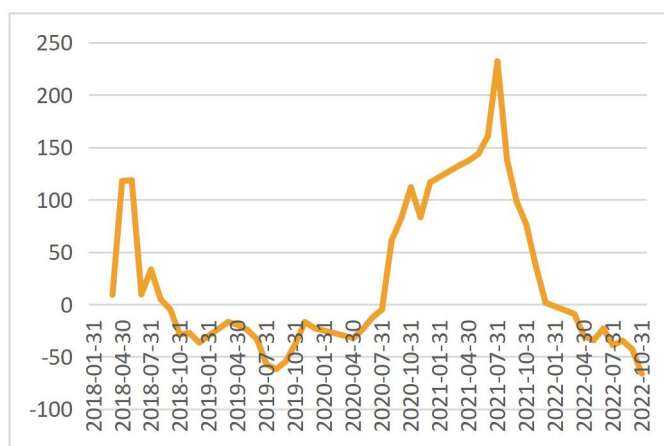
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.43: 大气污染防治设备产量当月同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 2.44: 金属集装箱产量当月同比 (%)

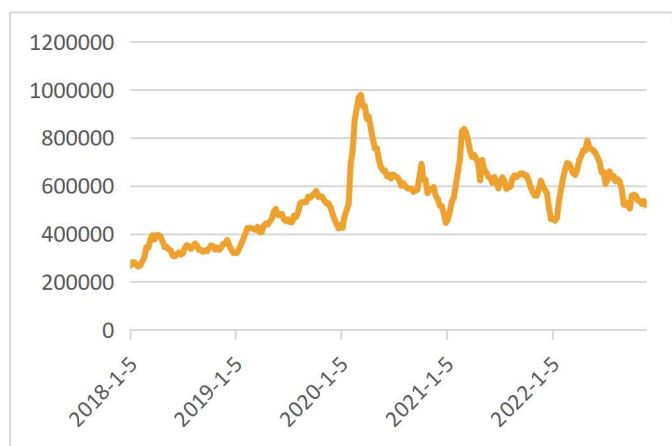


资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

3. 库存端

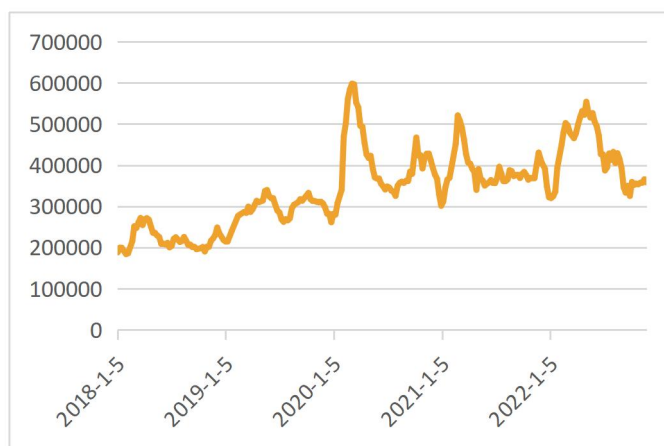
粗钢方面, 最新数据显示, 无锡加佛山社库 51.88 万吨, 同比减少 16.39%, 周环比减少 3.26%; 其中 300 系 35.81 万吨, 同比减少 16.82%, 周环比减少 2.1%; 冷轧方面, 无锡加佛山社库 30.55 万吨, 同比减少 25.37%, 周环比减少 5.09%; 其中 300 系 19.36 万吨, 同比减少 24.65%, 周环比减少 3.48%; 期货库存方面, 上期所仓单库存 23469 吨, 不断累积。总体看, 受到盘面反弹以及供给端压缩的影响, 社库出现小幅去化, 但期货库存不断累积; 虽然大厂在利润压缩下有意挺价, 但一则终端需求本就不顺畅, 二则下游对高价多持抵触情绪, 后续库存或将持续缓慢累积。

图 2.45: 无锡+佛山不锈钢库存 (万吨)



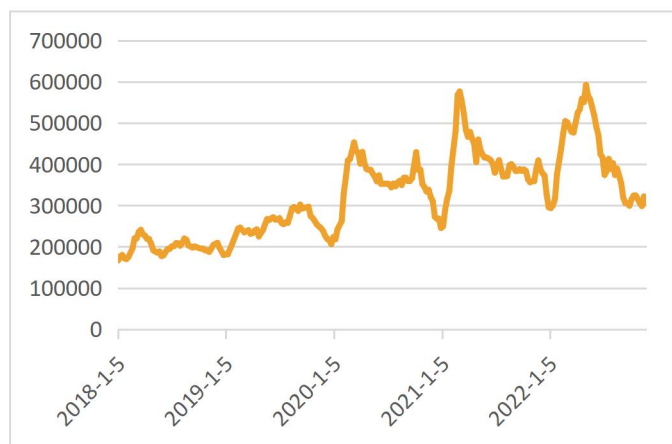
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.46: 无锡+佛山 300 系不锈钢库存 (万吨)



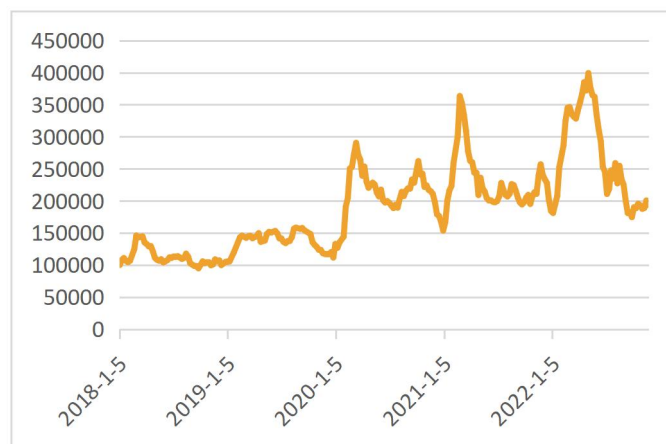
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.47: 无锡+佛山冷轧不锈钢库存 (万吨)



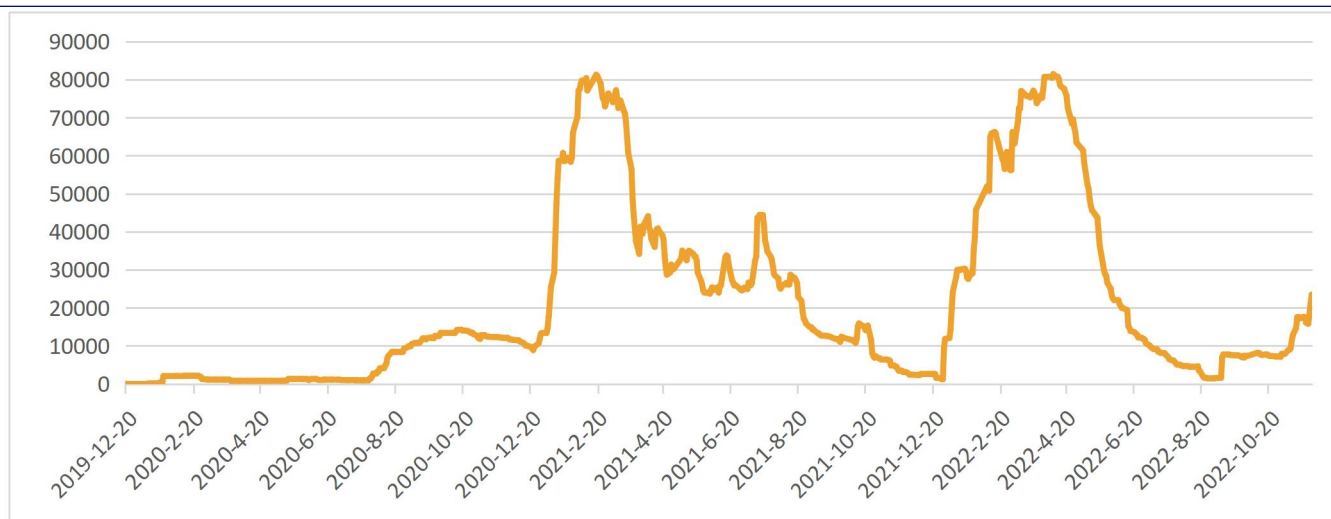
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.48: 无锡+佛山 300 系冷轧不锈钢库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.49: 上期所不锈钢仓单库存 (吨)

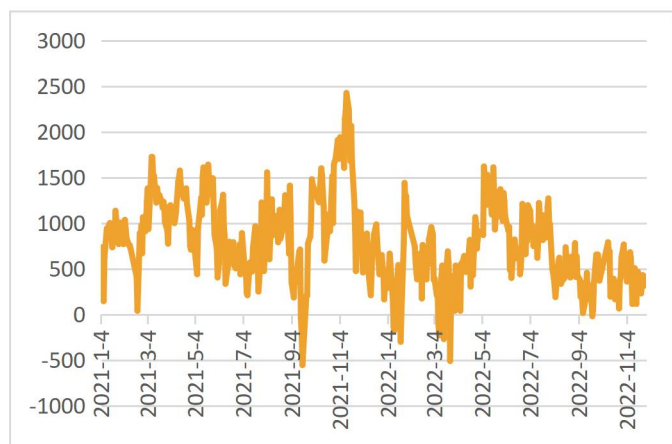


资料来源: Mysteel, 优财研究院

4. 期现端

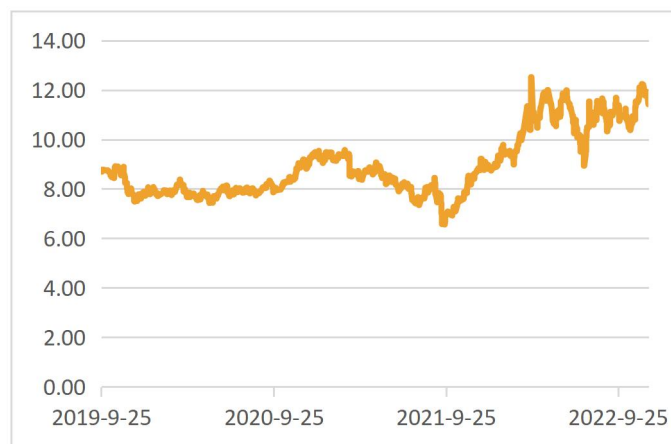
铬资源和镍资源方面, 进口成本小幅走弱, 铁厂利润有所改善, 但是供给端干扰仍在, 铁厂挺价意愿较强; 价差方案, 期现价差维持, 电解镍对高镍铁溢价处于高位, 进一步抑制了部分需求; 冷轧方面, 成本端有所走弱但依然坚挺, 分工艺来看, 一体化生产工艺成本最低, 一体化以及高镍铁生产工艺次之, 低镍铁加纯镍工艺经济性最差, 但均处于亏损状态; 综合来看, 产业链利润均集中在最上游, 加工贸易环节受挤压严重, 价格相对低估。

图 2.50：不锈钢主力合约基差（宏旺：元/吨）



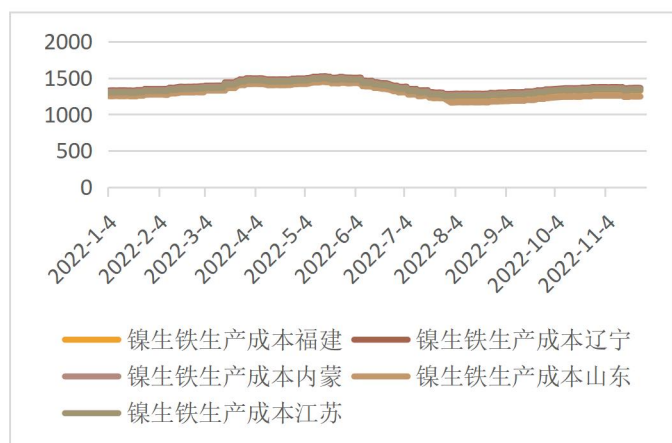
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.51：镍不锈钢比价（元/吨）



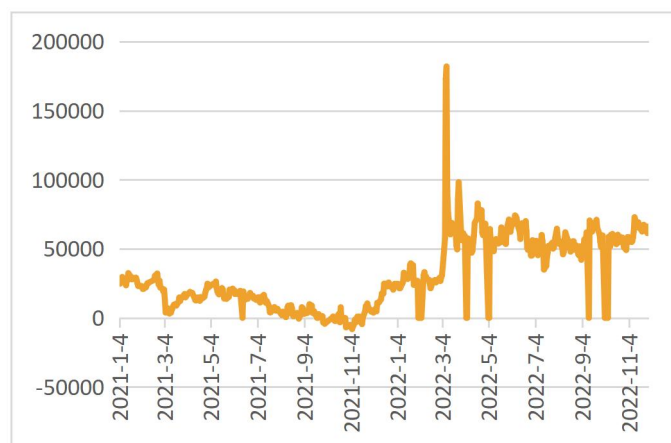
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.52：镍生铁分地区生产成本（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.53：电解镍对镍铁溢价（元/吨）（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.54：高碳铬铁分地区生产成本（元/50 基吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.55：304 冷轧不锈钢分工艺生产成本（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（三）综合研判

宏观面，国内来看，11月份疫情零星散发再度打断了经济复苏之路，需求端下滑超过了供给端，制造业PMI数据不及预期，景气度下降；房地产开发投资完成额累计同比下滑8.8%，依然是较大的拖累项，而基建基建（不含电力）投资累计同比增长8.7%，制造业投资累计同比增长9.7%，二者依然是托举和拉动项；后续来看，房地产纾困政策以及疫情优化政策逐步出台，将是一定程度稳定经济；国外方面，美国数据好坏参半，11月Markit制造业PMI初值录得47.6，为30个月来新低，劳动力市场降温，初请失业金人数录得24万人，为2022年8月13日当周以来最大增幅，11月密歇根大学消费者信心较前值回落，未来一年通胀预期小幅降温；不过，美国10月耐用品订单环比初值为1.03%，增幅创四个月来最大，同时美联储公布11月FOMC会议纪要显示，“绝大多数”官员认为放缓加息步伐“很快将是合适的”，联邦基金利率的最终目标已变得比加息速度更重要，利率将在更高水平见顶。

基本面，供给端，镍资源和铬资源利润进口仍在高位，但是钢材受到需求以及利润不佳的双重挤压开始减产，据统计，11月份300系减产13.7万吨，12月份13.9万吨，不及此前市场预期；需求端，受疫情影响，终端超季节性走软，房地产虽然“三箭齐发”，但是在居民预期以及消费能力没有转好的情况下，更多的刺激政策只能起到稳的作用，难以从根本上扭转目前疲软的态势，后续将取决于疫情管控逐步优化之后消费复苏情况；库存端，受到盘面反弹以及供给端压缩的影响，社库出现小幅去化，但期货库存不断累积；虽然大厂在利润压缩下有意挺价，但一则终端需求本就不顺畅，二则下游对高价多持抵触情绪，后续库存或将持续缓慢累积。

综合看，短线跟随消息面以及成本端波动，多空交织，暂无单边趋势性机会，关注印尼加税落地情况；操作上，不锈钢主力按照区间思路操作，参考区间：1.6万-1.75万。

风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；印尼政策；LME金属禁令

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>