不锈钢/镍：未来供需挑战与价格反转的影响因素

——不锈钢/镍市场不定期策略

2023 年的不锈钢产业表现令人瞩目，尽管经济环境低迷，却成功实现逆势增长。从供给端来看，粗钢产量持续攀升，全年不锈钢产量创下历史新高，达到 3600 万吨。需求方面，电梯、建筑、石油化工和食品行业的需求显著上升，全年不锈钢的表观消费量达到 3157 万吨，同比增长幅度惊人。然而，受欧美经济高通胀和高利率影响，不锈钢海外需求急剧萎缩，再加上贸易壁垒逐渐加大，我国不锈钢进出口均出现大幅下滑。

在持续投产和出口压力的背景下，2024 年不锈钢产业仍将面临过剩的挑战。当前我国不锈钢产能远超实际产出，使用率仅为 70%。展望未来，2024 年计划新增产能约 600 万吨，新增投产量约为 700 万吨，产能较去年扩大约 15%。然而，在新增项目不变的情况下，预计不锈钢行业整体仍将面临巨大的市场过剩压力。

图表 1：2023 年全球及中国不锈钢供需表

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球粗钢产量	5073	5222	5089	5629	5526	5700
印尼粗钢产量	219	224.5	275	494	486	420
印尼粗钢产能	275.1	308.3	408.03	529.1	566.4	700
中国粗钢产量	2742	2940	3014	3263.3	3197.5	3667
中国粗钢产能	3467	3474	3485.66	3648.75	4037.96	4783.1
中国进口量	185	111.88	181	293	328.5	207
中国出口量	399	367.23	342	446	455.1	413
中国表观消费	2281.58	2405.33	2561	2791.1	2757	3157

数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

不锈钢市场的期货和现货价格近期虽然经历了小幅反弹，但与前期的高点相比仍存在较大差距。自去年 12 月进入止跌上涨的行情以来，期货价格从 1.31 万元上涨至 1.41 万元左右，而交割品牌的现货价格也从 1.34 万元上涨到 1.39 万元。在春节前夕，不锈钢市场出现了止跌上涨的行情，主要原因可以归结为需求和供给两个方面的利多因素。

首先是“冬储”需求的推动。由于前期不锈钢和镍期货价格一直呈现单边下跌趋势，贸易商和加工厂商更倾向于看涨而非看跌。市场上普遍采取“随用随采”的策略，导致前期下游社会库存和中游贸易商库存维持在相对较低水平。在冬季储备需求的推动下，市场迎来了一波需求旺盛的补库行情。

供给方面，钢厂在 12 月份的生产有所减缓，并控制发货的速度，同时不锈钢

内贸卸货量维持在适中水平。在供给保持稳定的同时，需求不断上涨，导致不锈钢社会库存连续 9 个月下降，与此同时，仓单库存量也持续减少。这一系列积极信号使得市场整体呈现出较为乐观的态势。

但同时需要看见，由于不锈钢行业集中化程度较高，头部企业在技术、海外矿山和规模优势下，成本不断降低，当前部分品种利润尚存，因此未来产能投放或仍将处于高位。叠加海外印尼镍铁产能也在不断释放，不锈钢行业过剩格局短期内不会改变。在供给逐渐过剩背景下，未来不锈钢价格的上涨需要未来宏观资金以及临近交割月时基差修复逻辑的推动短期行情的上扬。

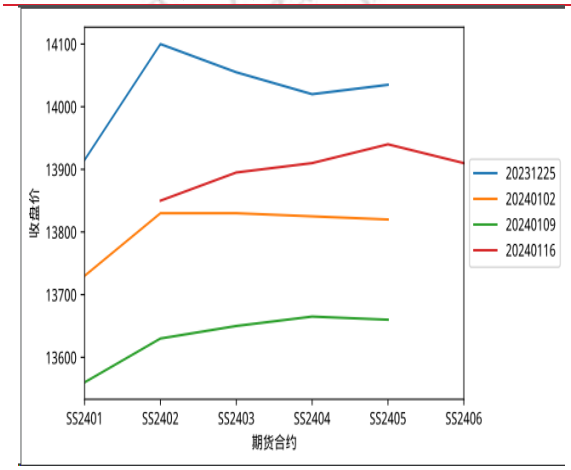
一、运用期限价差、仓单、基差分析

2.1 宏观资金推动下的 cantango 结构下的上涨

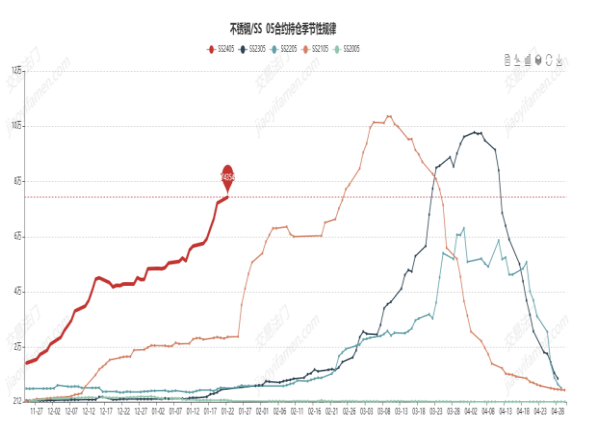
12 月初以来，不锈钢期货价格上涨约 1000 元左右，近两个月的上涨过程中，期限结构始终处于 cantango 即近低远高的增仓上涨的特点，近月合约价格明显低于远月合约价格。由于不锈钢市场产能的过剩，在供应大于需求大格局下，社会和钢厂库存高企，现货市场充足，因此近月价格总体上涨动力不足。另一方面，远期 03 和 05 合约价格较高的原因在于未来宏观市场预期。当前不锈钢价格总体在 13 万区间，钢厂利润处于盈亏之间，市场对于今年下半年的出现结构性行情仍然抱有希望，因此移仓至 05 合约。

从合约持仓量季节性分布来看，当前 05 合约持仓量显著高于历史其他同期。由于钢厂即期利润尚存，钢厂预期减产动力不足，因此市场预期不锈钢市场仍然需要一段时间消化钢厂和社会库存。资金多移仓至 05 合约，预期未来在市场消化当前社会库存后，期货价格相较于当前将会有所变化。

图表 2：近期期限结构



图表 3：05 合约持仓量季节性分析图表



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

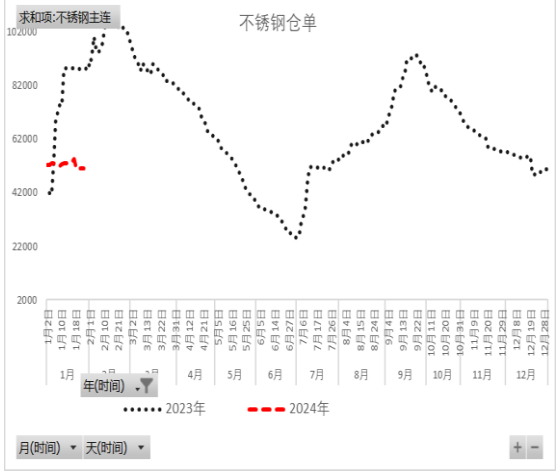
2.2 仓单高位反转带来的警示机会

去年四季度由于国内钢厂产能的过剩以及海外印尼镍铁原材料项目的大量投产，不锈钢供应总体过剩，社会库存高位累仓，随即期现货价格出现持续大幅下跌行情。在期货价格的大幅单边下跌的同时，交易所的期货库存量也随即下降。交易所库存跟随期货价格下降的主要原因在于期货价格较高点下跌约 2000 元，因此在当前期货价格较低价位下，仓单持有者出现严重的盘面亏损，未来期货的交割结算价格将明显低于实际的现货成本价格，因此不愿意在期货市场上交割。交易所的期货库存量有所减少。

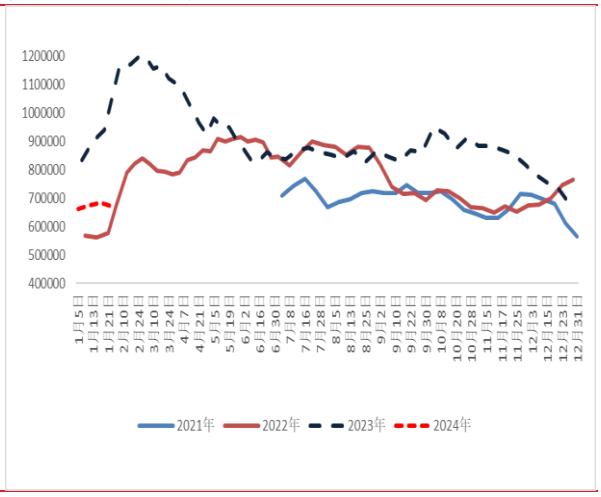
但从 12 月期货虽然继续下跌，现货价格的逐步企稳，并且始终维持在升水 500 元左右，表明当时的价格是现货持有商的心理价位的底部，未来除非有更加利空的消息出现，否则现货价格继续下降的可能已经不大。因此 12 月中旬即出现连续的上涨行情。但由于社会和钢厂库存高企，行业面临库存压力，期货价格一旦小幅上涨一段时间后，产业客户和贸易商就开始畏惧高点，担心崩盘，产业客户和钢厂多会选择在期货盘面卖出套保。同时也会就近将符合交割标准的品牌，移仓到上期货的期货库存，交易所的库存由前期的减库转化为增加。随着春节期间的补库行情带来下，期现货价格出现一波上涨，但上期所的期货库存量从前期的下降趋势转为上涨。表明当前的 1 月份的期货出现了小幅的超涨局面。

展望一季度的不锈钢市场，在新增产能投产预期下，临近交割月时需要注意近月仓单量和期货盘面总体比值。一旦期货价格小幅超涨带动交易所库存的持续累仓，可能预示着未来市场行情发生转化的背景。

图表 4：高仓单的转换



图表 5：社会库存



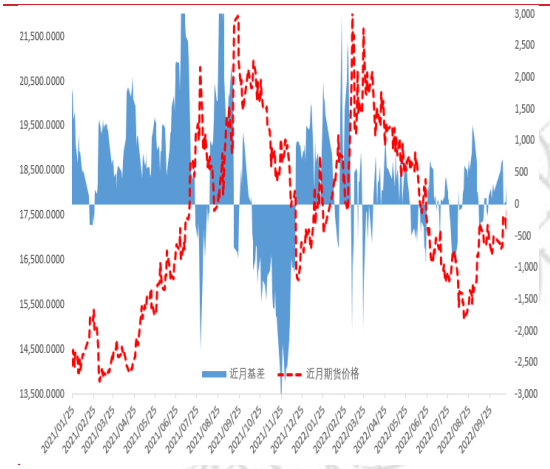
数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

2.3 基差的修复逻辑，带来的价格涨跌

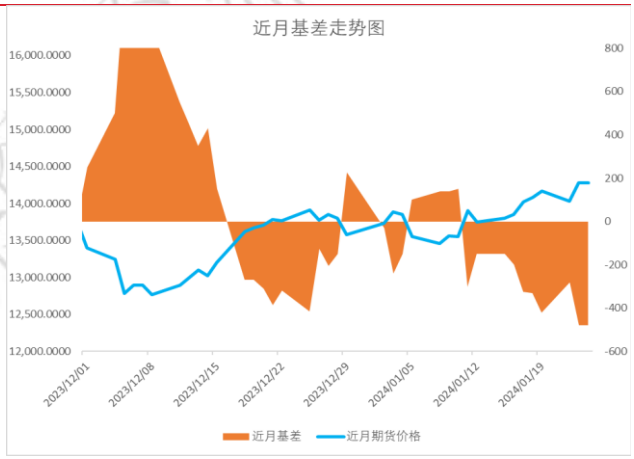
基差作为连接期货和现货基本面的重要指标，去年 12 月以来以来基差从升水 800 元，转化到贴水-450 元，基差发生大幅的转化。在交割月的基差修复时，一旦前期稳定的升贴水发生转换时，往往意味着市场行情和结构发生重大变化，通常的在牛熊转化之际都会先发生基差值的转换。

从现货价格来看，12 月以来交割品现货价格维持在 13400 元-13800 元附近，而期货价格受到宏观商品情绪带动以及自身基本面没有好转影响，最低跌破 13000 元。期货超跌的同时，现货价格始终维持在升水 500 元左右。在期货价格持续小幅下跌并且现货价格始终保持坚挺的同时，上期所的仓单期货库存量持续减少。现货价格的企稳表明当时的价格已经是现货持有商的心理价位的底部，未来除非有更加利空的消息出现，否则现货价格继续下降的可能已经不大。另一方面，仓单期货库存量持续减少，表明在当前期货价格较低价位下，仓单持有者不愿意在期货市场上交割，期货的交割结算价格明显低于实际的现货成本价格。因此 12 月以来期货价格持续的上涨来进行基差的修复。

图表 6：2021年-2022年的基差行情转化



图表 7：近12月以来基差变化



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

总体来看，在临近交割月时一般期货会有小级别的反弹或下跌，即基差修复逻辑。在不锈钢的交割制度中，考虑运费、仓储费用基差在 200 元附近处于平水状态。一旦交割月的基差大幅超过 200 元，就会有期货或现货的小级别的修复。因此**基差的修复逻辑、升贴水转换**常常意味者未来期货市场的价格变化。

二、运用成本、利润逻辑分析

镍矿：海外镍矿减产频发，但下游影响较小

当前全球的镍的供需趋于过剩，镍供应的过剩堆积在中下游，主要表现在印尼镍铁和中间品的放量以及国产电积镍产能的释放。从部分最新的大型海外镍企

业季报来看，四季度必和必拓（BHP）和南 23（South 32）等产量基本保持稳定，但由于镍价处于周期性低位，部分镍矿的开采逐渐暂停。印尼镍矿受到大选和利润下降影响，部分镍企的 RKAB 也被延期批准。当前镍产业链的过剩在不同上下游的原因各不相同。镍上游的过剩主要表现在印尼镍铁和中间品的放量出口，下游及终端的过剩主要集中在我国新能源电池领域新项目的投产，导致硫酸镍的过剩。

从镍企的反应来看，由于全球镍价的大幅下降，海外镍矿的采购和冶炼利润出现下跌，作为镍产业链的上游镍矿已经出现减产消息，开采的限制消息频发。但下游精炼镍和硫酸镍的生产影响并不显著。因为未来上游的亏损传导仍然需要时间，传导链条要先从中游的镍铁和硫酸镍产业链传导至下游不锈钢和精炼镍

镍铁：进口冲击，库存高企，利润亏损

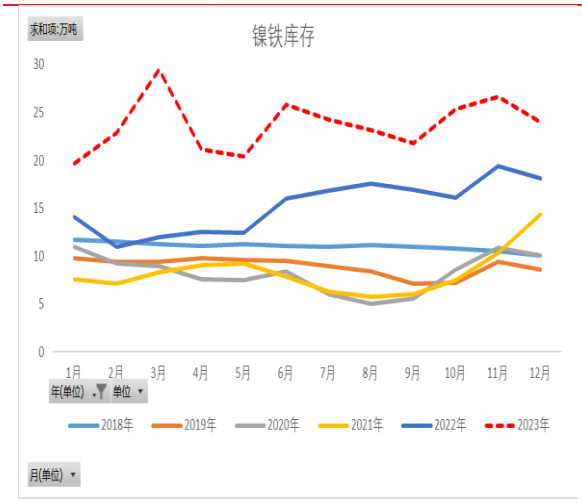
从印尼镍铁进口上，23 年我国镍铁的进出口量创下新高，国内镍铁库存的累积到季节性高位。印尼镍铁回流的挤占国产镍铁市场，国产中高镍铁的年度产量逐渐下降。当前镍价处于周期性低位，上游镍铁厂的出厂价随之下降，由前期的 1100 元/镍下降到 910 元/镍。镍铁出厂价的大幅下跌，使得国产镍铁即期利润连续 3 个月处于亏损边缘。虽然海外印尼镍铁的经济性较高，但进口利润也大幅下跌。近期沪镍期现货价格的企稳回升，带动镍铁价格上涨约 200 元

从镍铁市场库存，虽然镍铁价格底部震荡，但由于印尼镍铁成本低、镍点高，海外镍铁在经济性优势下周度发运量始终维持在高位，据最新的海外印尼镍铁厂的新增投产计划表明，未来印尼镍铁厂的产能仍处于扩张阶段，未来将持续挤占国内镍铁市场份额。当前国内镍铁市场的高库存和印尼镍铁大量回流，下游不锈钢市场的对于上游原料端的高库存的消化不断延长。当前镍产业链的价格重心逐渐下降。

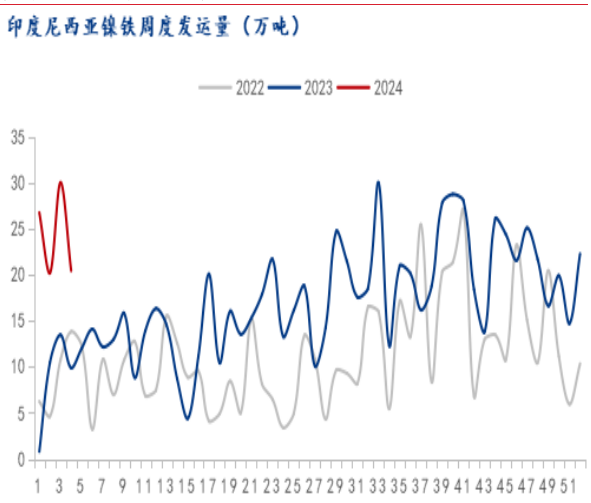
展望一季度镍铁市场，国内镍铁高库存和海外镍铁生产项目的投产，压制镍铁价格的进一步升高。但是由于国内铁厂受到即期利润亏损的影响，减产和检修量在逐渐提高，同时海外镍矿的限制开采也有利于当前高库存的消化。因此一季度镍铁市场的重要变量在于海外市场的政策性驱动面，建议适当关注印尼大选结果等。

仅供投资者参考，不构成任何投资建议。

图表 8:镍生铁库存

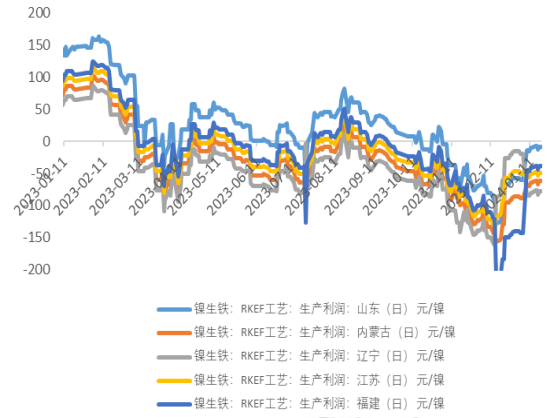


图表 9：镍铁进口数量



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

图表 10：国内镍铁利润



图表 11：外购镍铁进口盈亏



数据来源：Mysteel、华安期货投资咨询部

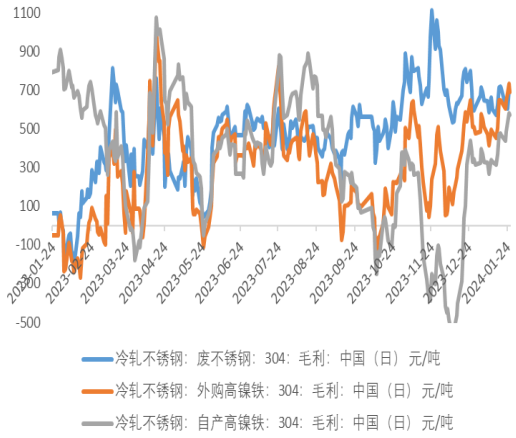
不锈钢：触底回升的曙光与挑战

不锈钢价格底部筑底，12 月不锈钢钢厂产量出现较大幅度减产，贸易商和加工商受到宏观政策预期和冬储需求拉动，社会库存呈现九连降。社会库存下跌的主要原因：受到当前市场低迷影响，在钢厂控制产量和发货量。另一方面现货价格企稳下，市场买涨不买跌，贸易商的补库需求有所提高。前期期货超跌的同时，现货价格始终不跌并且维持在升水 500 元左右，表明虽然当前基本面较差，不锈钢粗钢产量创历史高值，但现货持有商的心理价位的底部约在 13 万附近，未来除非有更加利空的消息出现，否则现货价格低于前低的可能性不大。在价格底部下，市场受到外部突发风险的影响较大，风险事件的发生将导致价格的企稳回升。

另一方面，虽然 12 月不锈钢钢厂产量环比有所减产，但最新的 1 月不锈钢产量预计仍将继续维持高位。一旦冬储需求结束以及期货价格反弹后，市场经历补

库后将会凸显疲软。从不锈钢市场利润来看，成本端海外印尼镍铁价格的大幅下降使得不锈钢钢厂即期利润有所好转。即期利润的恢复，使得未来不锈钢减产动力不断减弱，未来不锈钢库存消化将会面临压力。因此不锈钢的高排产和高利润导致不锈钢价格反弹的上限不高。

图表 12：304 系列不锈钢的毛利

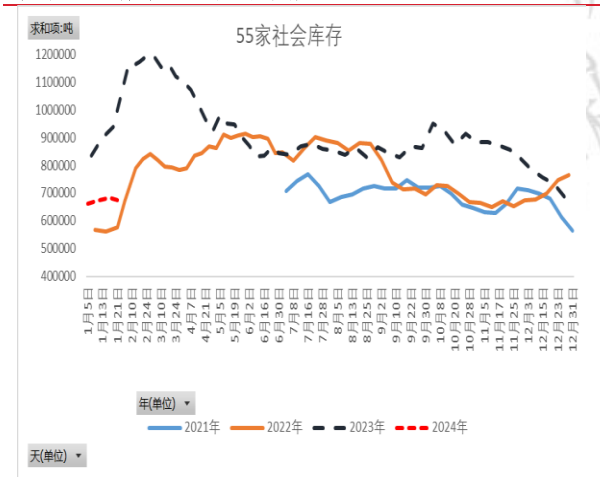


图表 13：304 系不锈钢利润值

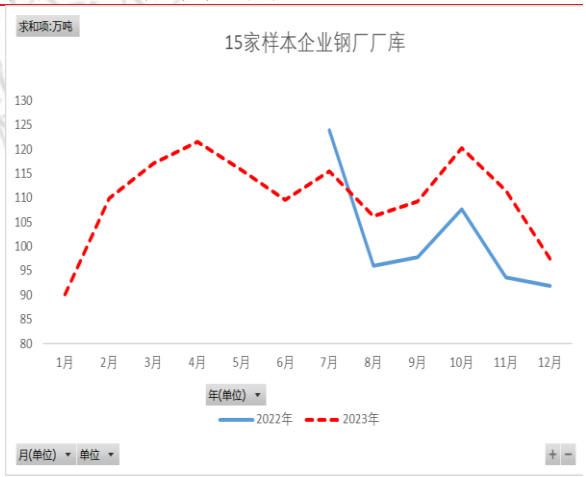


数据来源：华安期货投资咨询部

图表 14:样本企业社会库存



图表 15：不锈钢钢厂库存



数据来源：华安期货投资咨询部

沪镍：供需格局变化与未来发展趋势"

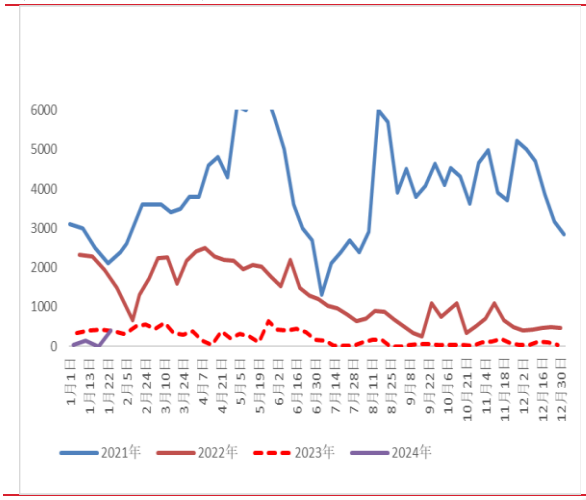
沪镍目前交割品按照规格有镍板和镍豆，品牌主要有俄镍、金川、挪威等，其中俄镍主要用于不锈钢，金川主要用于合金，挪威主要用于电镀，镍豆可用于新能源三元材料。

去年印尼镍中间品产能得到释放出来，镍产业的新增产能扩大，大量的印尼产 MHP 回流国内。2020 年以来受到硫酸镍产业链供应短缺的影响，镍豆作为替代品需求激增，但当前海外中间品的大量回流缓解同时缓解硫酸镍原材料紧张局面，溶制硫酸镍的经济性逐渐降低，镍豆进口量大幅降低。当前上海保税区镍豆库存

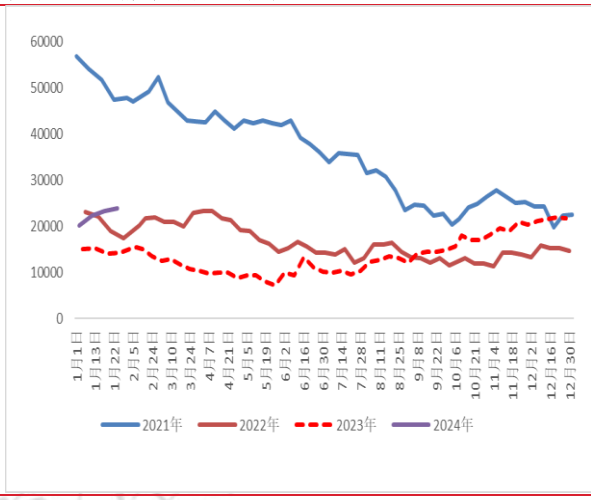
总体处于 400 吨左右，镍豆库存和需求均较低迷。

由于精炼镍生产利润长期处于较高位置，大量的海外中间品价格回流，刺激精炼镍新增产能。下游需求上，地方政府鼓励新能源企业设立回收及生产项目，因此即使当前镍生产利润有所下降，但是鉴于未来新能源电池市场的广阔前景，24 年精炼镍的投产项目并未降低，维持在较高位置。

图表 16:镍豆库存

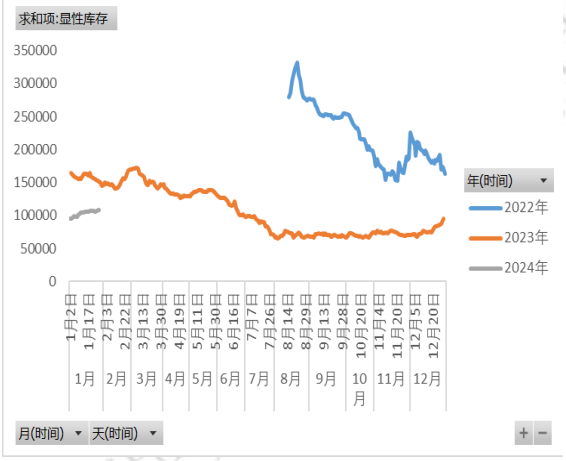


图表 17：精炼镍社会库存

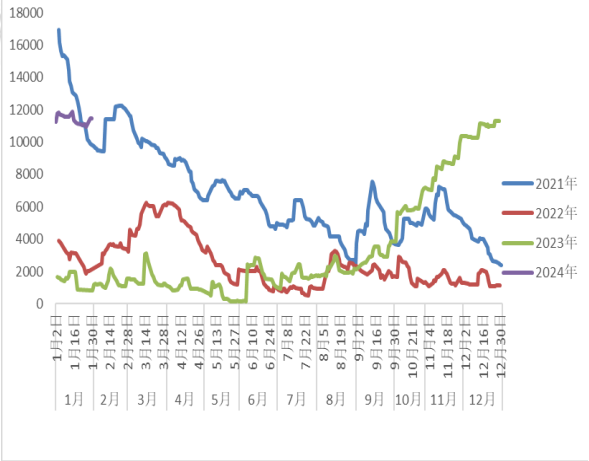


数据来源：华安期货投资咨询

图表 18:全球镍显现库存



图表 19：交易所注册仓单



数据来源：华安期货投资咨询部

三、市场展望：供需挑战与价格走势分析

展望明年，随着宏观经济逐渐复苏，不锈钢和镍行业将面临上下游的整体供需过剩的局面。头部企业持续新增产能，导致行业产能过剩，因此行业首先需要控制产量进行去库，然后再进入补库周期。不过，当前不锈钢和沪镍市场的即期利润仍然存在，未来减产的动力可能相对不足。

尽管如此，值得注意的是，镍铁和镍矿原料端的成本已经出现亏损，加上印尼海外风险事件的推动，一旦未来出现镍矿减产的消息持续传出，可能会带来价格的底部反转。在关注海外驱动事件之前，需要留意短期内的基差修复逻辑和价差逻辑。当期货市场出现不合理定价时，及时规避价格和成本风险是至关重要的。

在整个经济和大宗商品市场变动的环境下，行业参与者应保持警惕，灵活应对市场变化，特别是要密切关注关键的供需动态和海外事件，以便制定相应的业务策略。

华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

刘德勇 分析师

从业资格证号：F03094242
咨询从业资格：Z0020048
联系电话：0551-62839752

审核：夏雨辰 F3031745/Z0014542
复核：闫丰 F0251054/Z0001643

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司
安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层
电话：400-882-0628、62839752

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。仅供交流使用。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。