

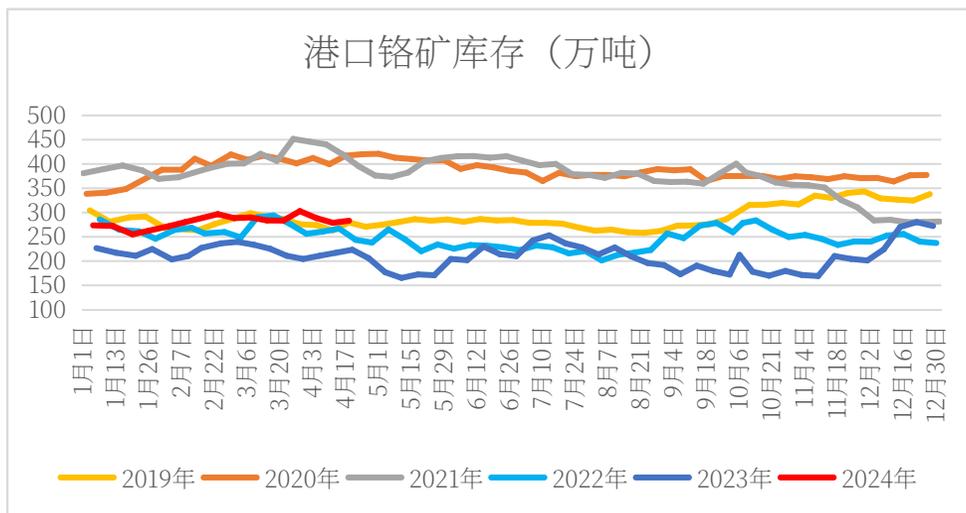
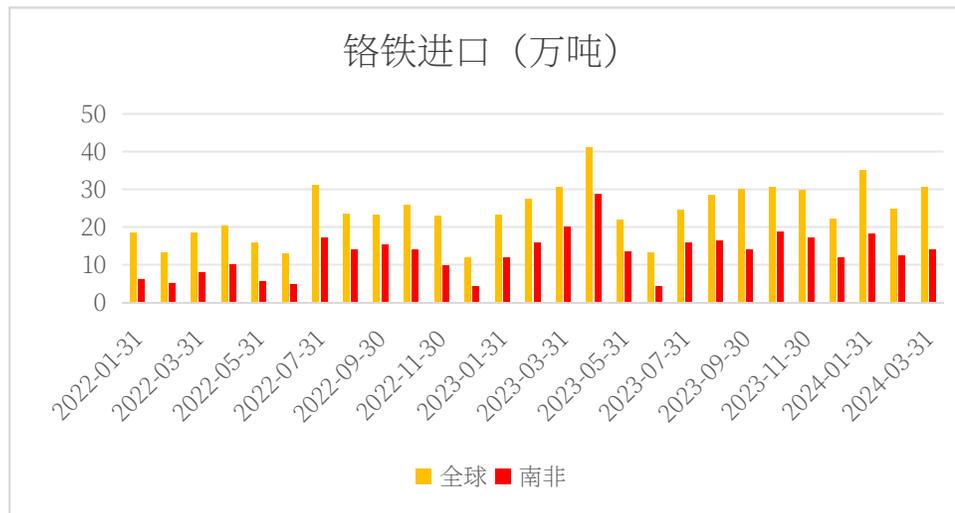
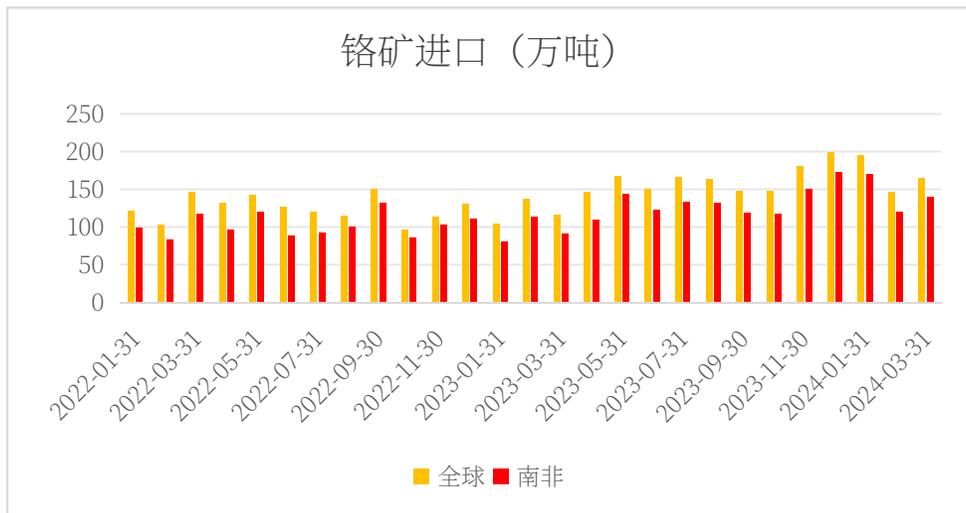
# 不锈钢：驱动不足，上涨乏力

金信期货 研究院

姓名：杨彦龙

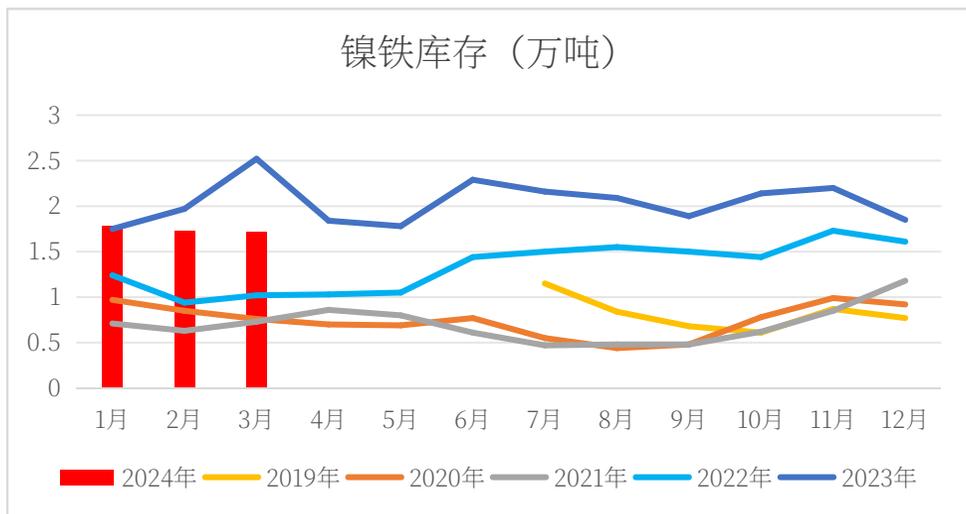
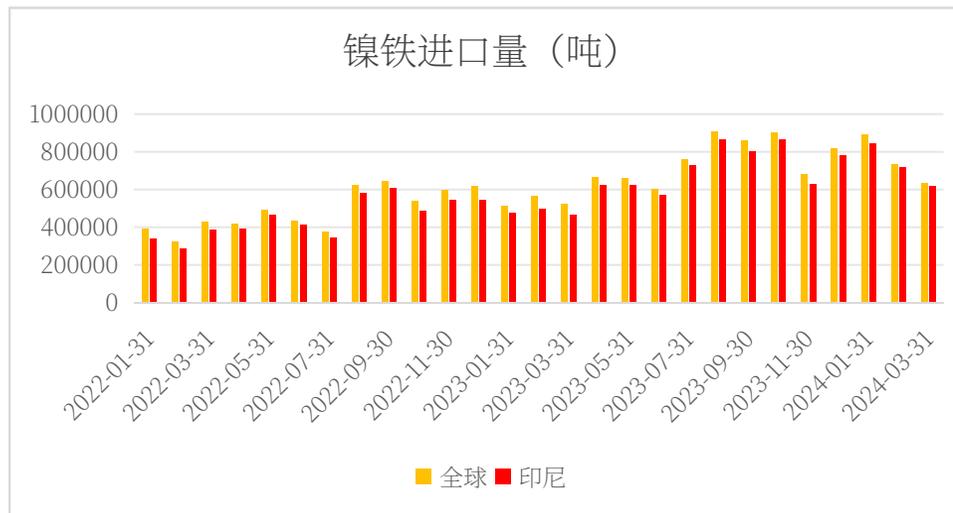
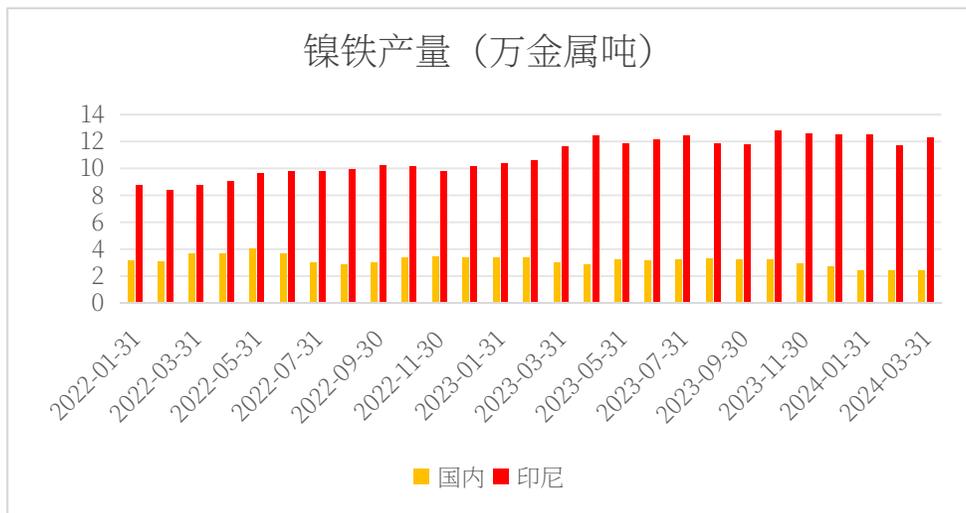
投资咨询编号：Z0018274

# 供给端：国内铬资源供应较为充足，关注外矿发运影响



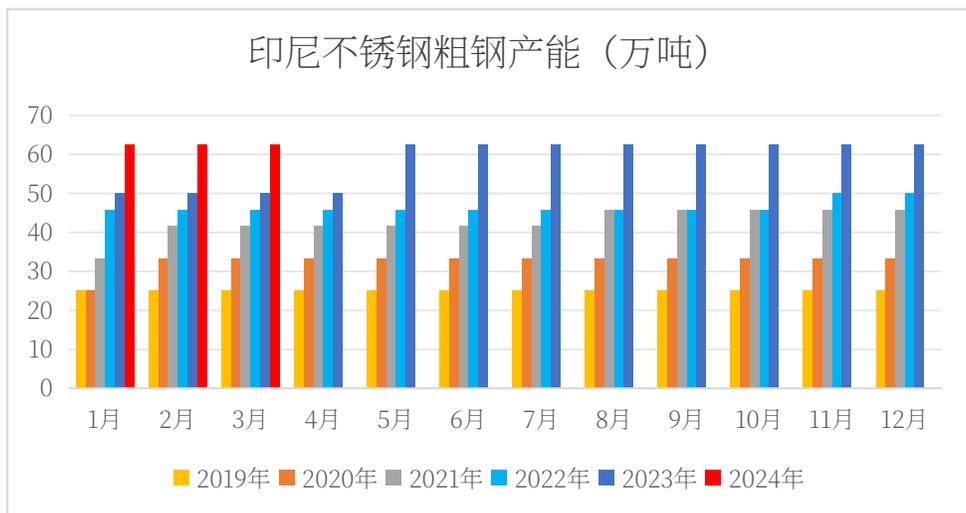
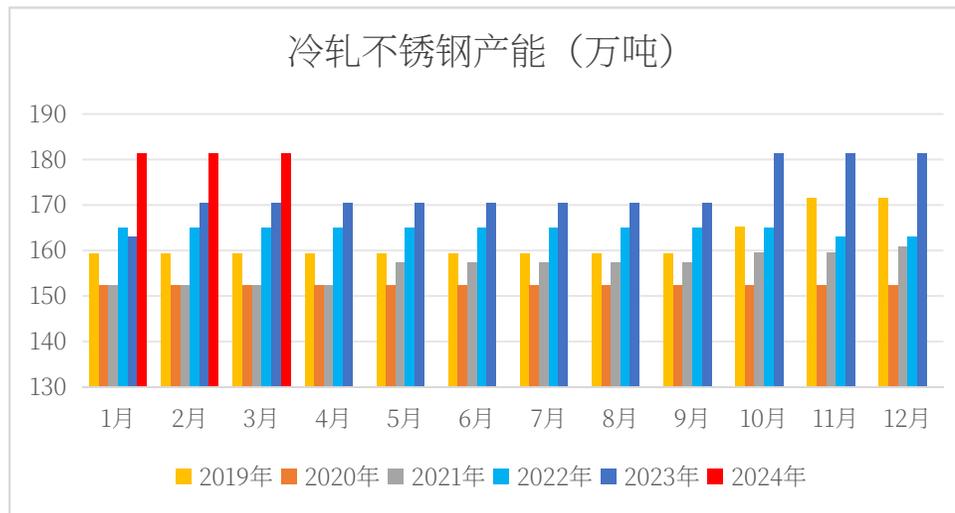
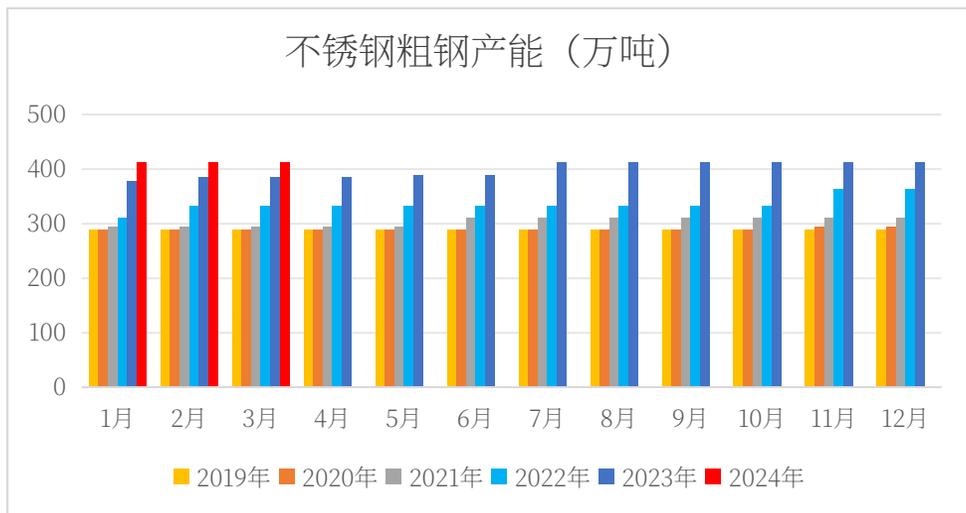
Ø 一季度来看，国内铬矿进口累计达506.58万吨，同比增长41.26%，其中进口自南非430.81万吨，同比增长50.61%；国内铬铁进口累计达90.75万吨，同比增长11.11%，其中进口自南非44.67万吨，同比减少6.84%；国内港口铬矿库存均值在280万吨，远高于去年27%左右；2024年全年来看，国内新增铬铁产能接近460万吨，国内铬资源供应较为充足。

# 供给端：镍铁回流量充裕，印尼镍矿审批及政策影响较为关键



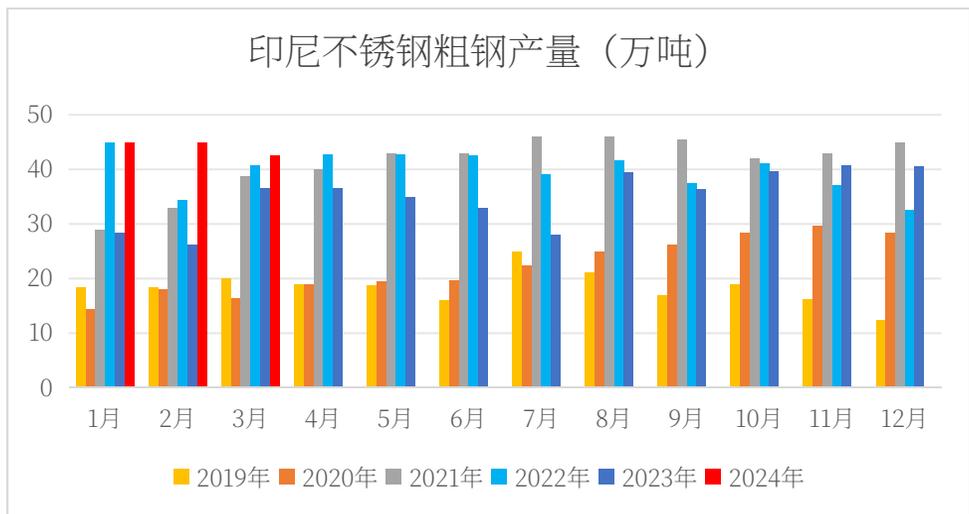
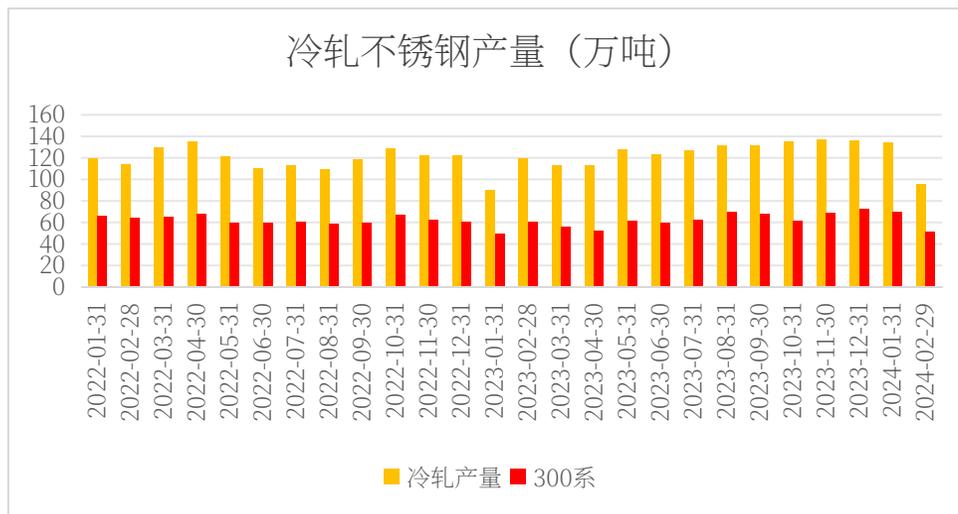
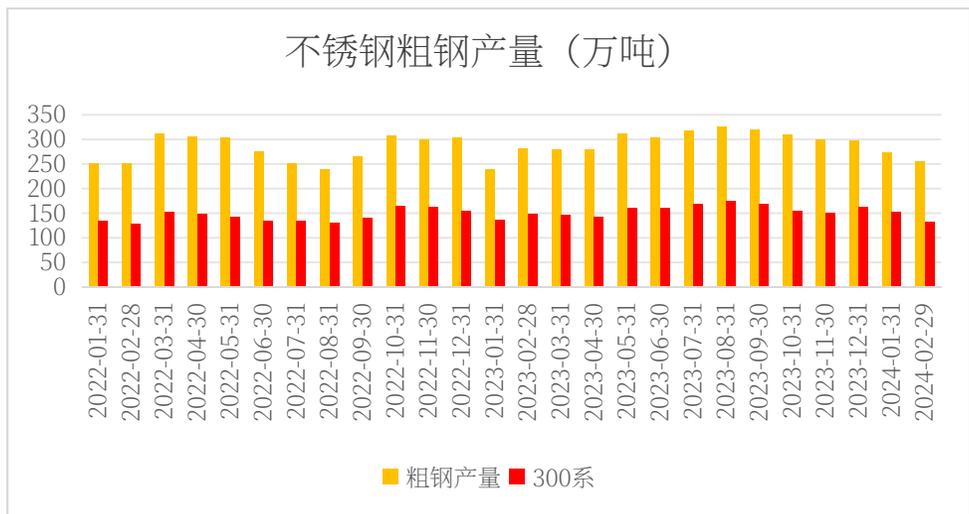
Ø 一季度来看，印尼镍铁产量累计达36.49万金属吨，同比增长11.9%，国内进口累计达226万吨，同比增长41.25%，其中进口自印尼218.13万吨，同比增长52%，国内镍铁库存小幅下降，略低于去年均值16.35%；2024年全年来看，印尼仍有接近35万金属吨新增产能投产，且国内回流量较大，供应仍较为充裕，关注印尼镍矿审批及收储等政策的影响。

# 供给端：全年产能投放较大，增幅明显



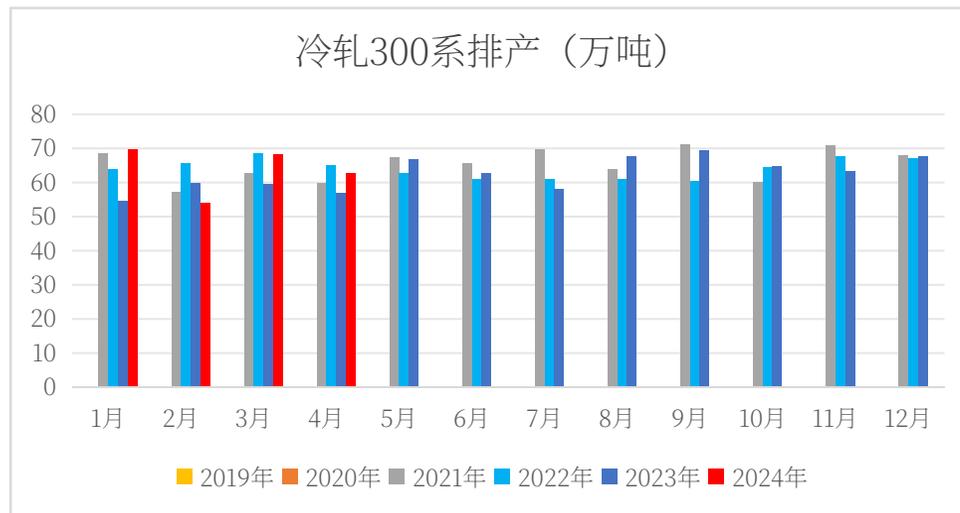
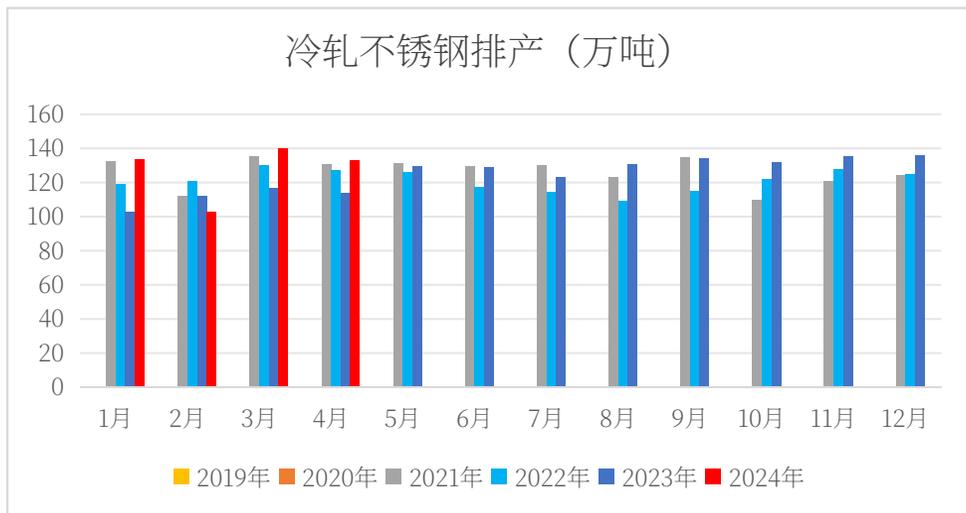
Ø 从月度产能来看，今年不锈钢粗钢月度产能412.11万吨，同比增长7.06%，其中冷轧系月度产能在181.26万吨，同比增长6.35%，印尼不锈钢粗钢月度产能62.5万吨，同比增长25%；2024年全年来看，中国及印尼仍有接近1700万吨新增产能投放。

# 供给端：一季度国内及印尼产量仍在上升期



Ø 今年一季度来看，国内不锈钢粗钢产量累计达844.45万吨，同比增长5.67%，其中300系累计同比增长5.22%，国内冷轧不锈钢产量累计达365.32万吨，同比增长13.58%，其中300系累计同比增长14.87%；印尼不锈钢粗钢产量累计达1325.54万吨，同比增长45.44%。

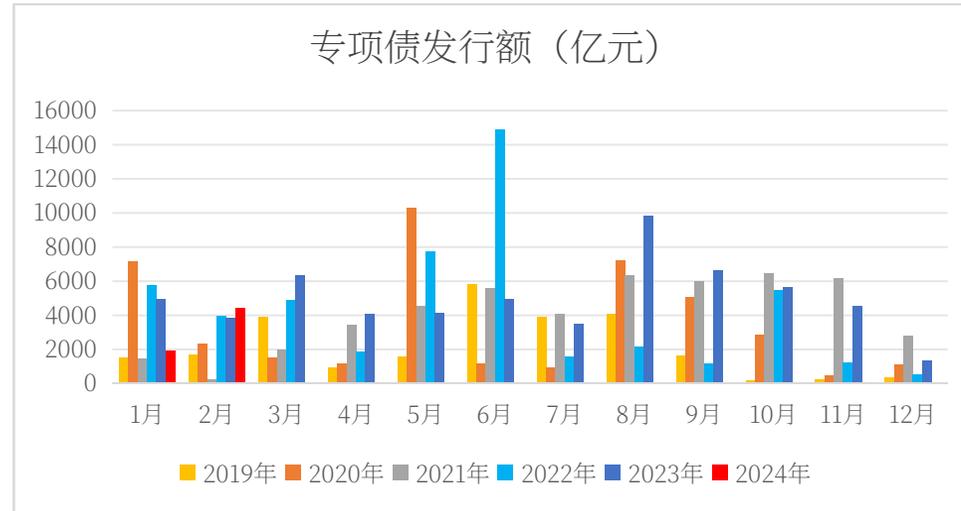
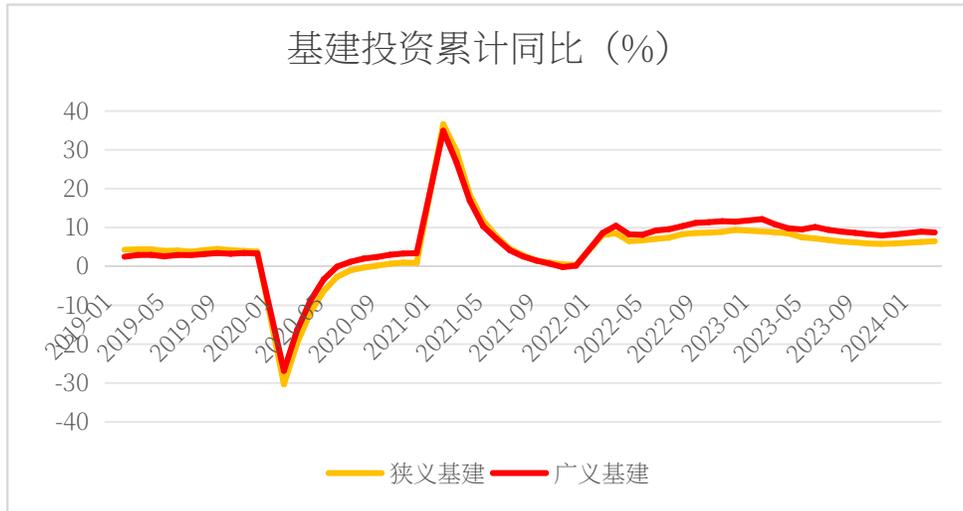
# 供给端：4月份排产有所回落，但仍处近年来高位



Ø 从排产的角度看，4月份冷轧系排产132.69万吨，环比减5.12%，同比增幅仍达16.7%，其中300系排产62.72万吨，环比减8%，同比增幅仍达10.21%；4月份来看，受到成本以及需求等因素的影响，排产有所下降，但仍处较高水平。

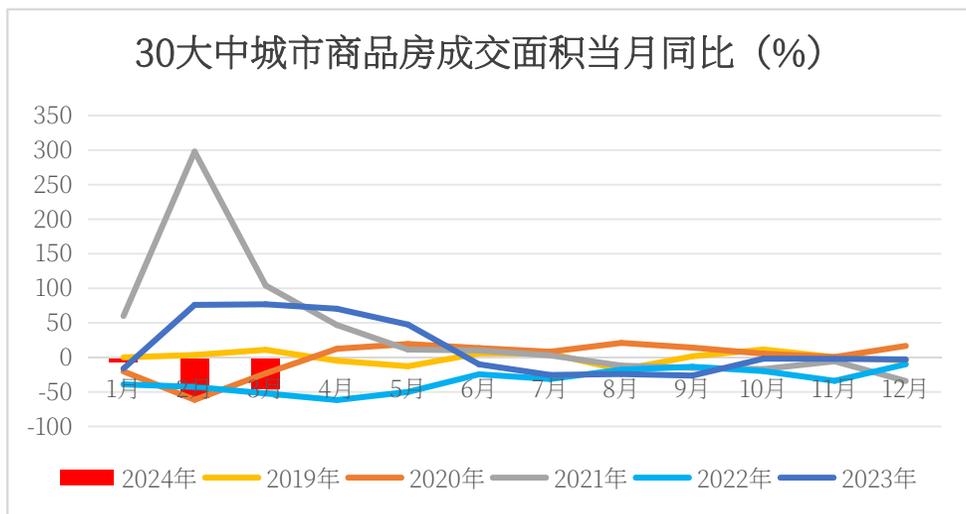
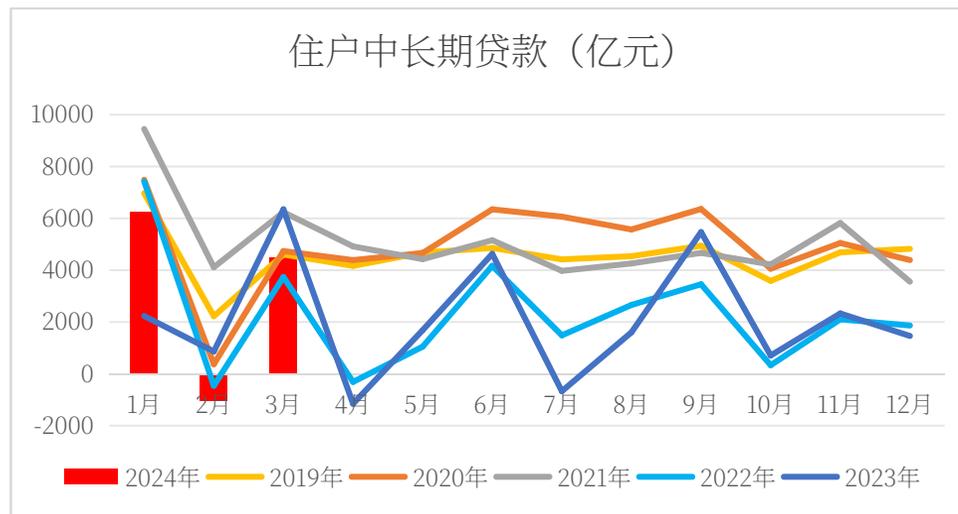
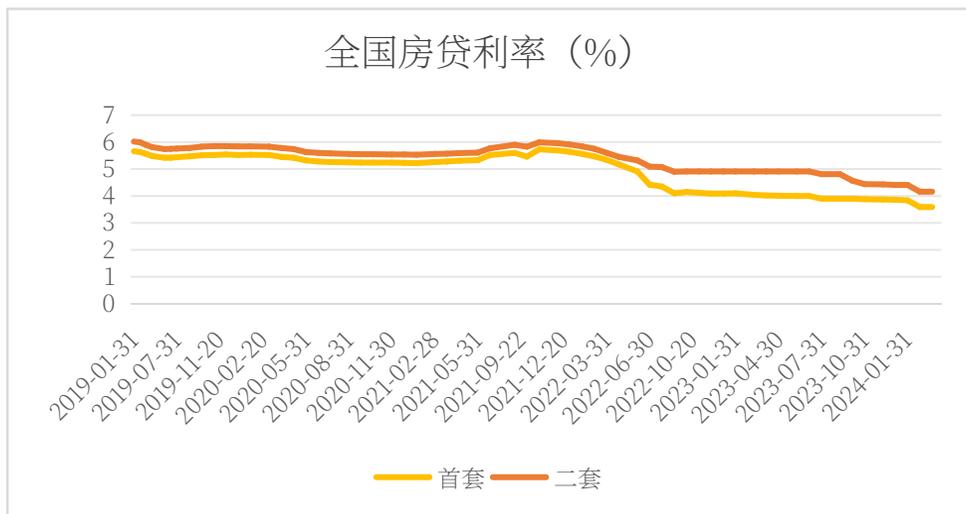
。

# 需求端：专项债发行进度偏慢，关注实物工作量进展



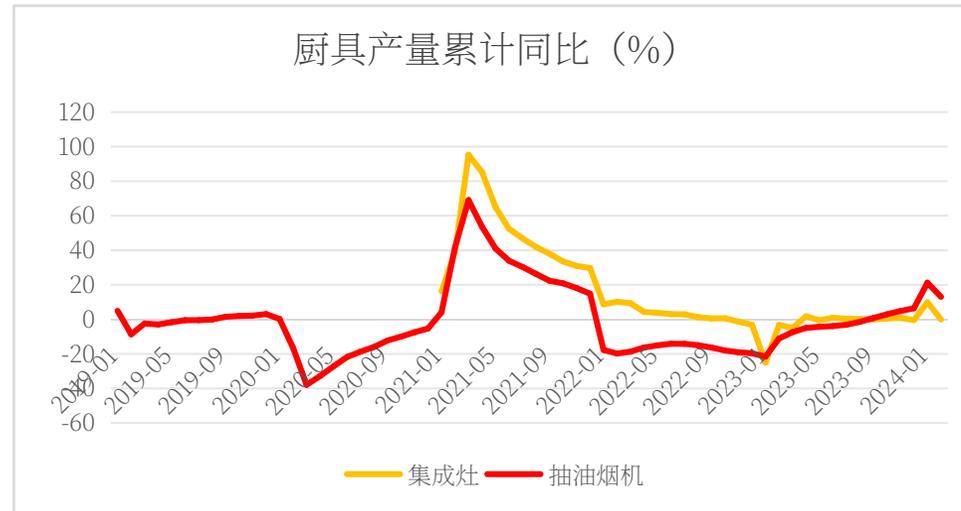
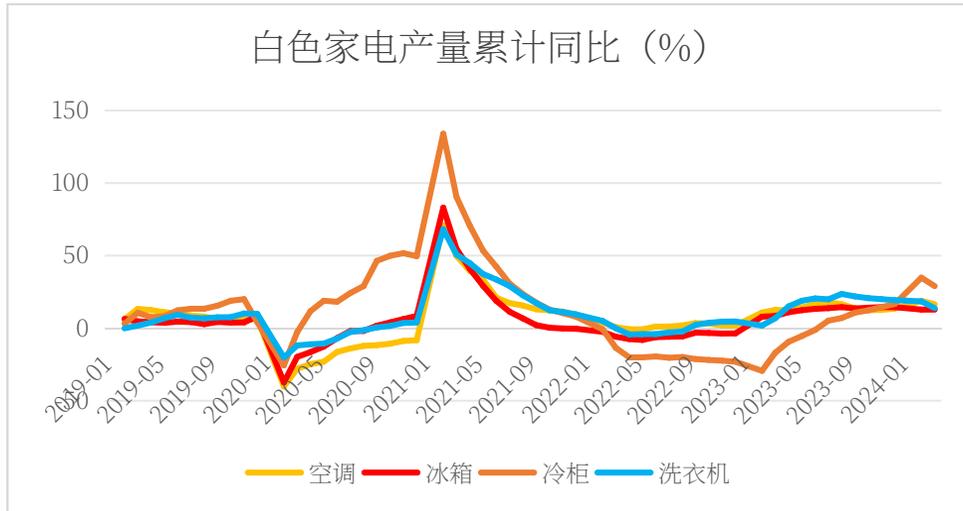
- Ø 今年一季度，固定资产投资累计同比增长4.5%，其中制造业投资累计同比增长9.9%，狭义基建投资累计同比增长6.5%，广义基建投资累计同比增长8.75%；2024年《政府工作报告》指出，地方政府新增专项债限额3.9万亿元，比上年增加1000亿元；同时从今年开始，拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年发行1万亿元，在2月底前已经全部下达到地方，落实到约1.5万个具体项目。
- Ø 但是一季度新增地方专项债发行规模约6341亿元，占全年发行额度的16%，发行进度偏慢；针对此问题，发改委人士表示，尽快形成最终的准备项目清单，督促地方加快债券发行使用，推动项目形成更多实物工作量，推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。

# 需求端：房贷利率逐步下调，但信心修复仍需时日



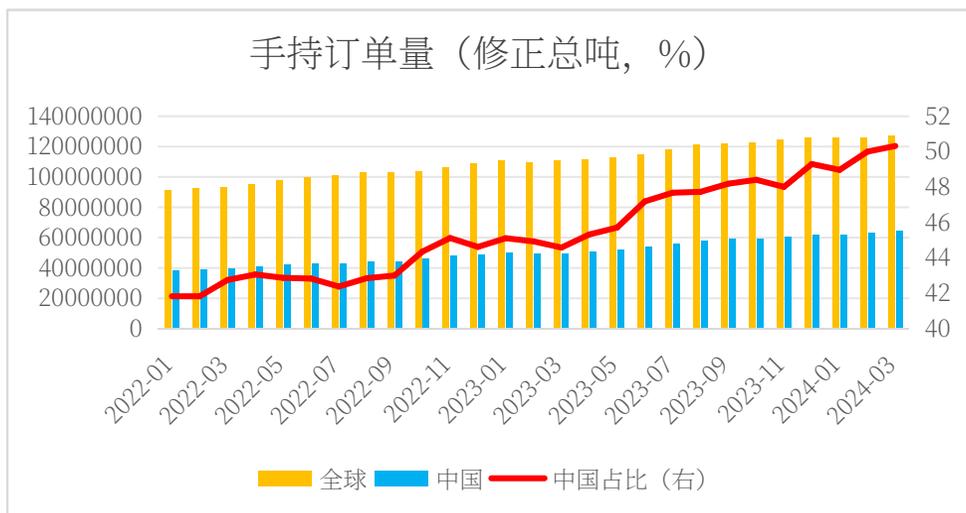
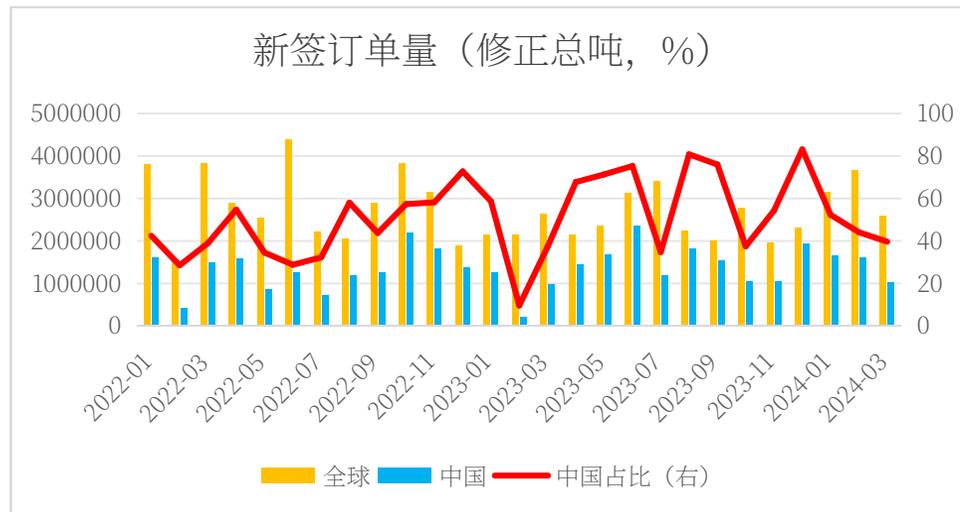
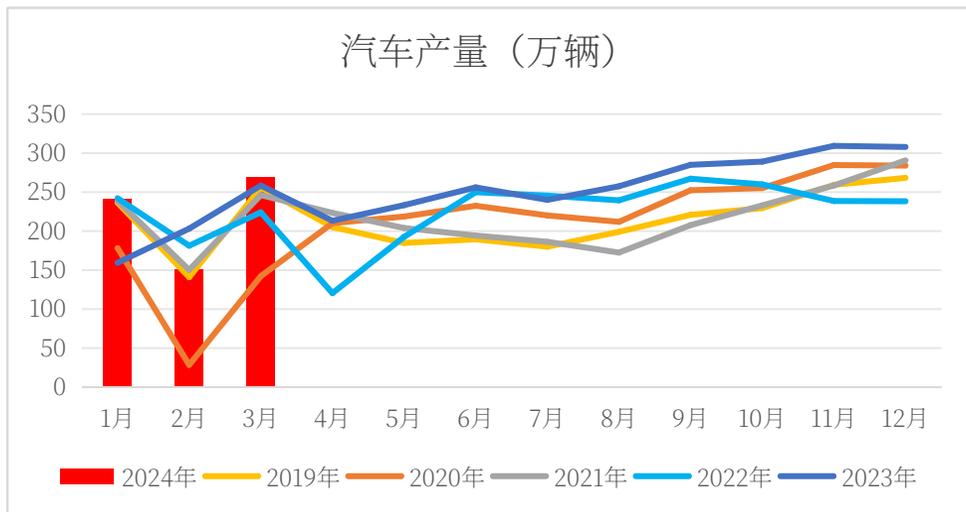
Ø 一季度，从房企的角度看，仍在化危机阶段，地产投资累计同比-9.5%，土地购置费累计同比-6.5%，房屋新开工累计同比-27.8%，本年实际到位资金累计同比-17.4%；从居民角度看，政策优惠力度足够，各地取消房贷利率下线，住户中长期贷款累计增加9750亿元，同比增加3.26%，但成交不及预期，居民信心修复尚待收入改善以及地产企稳。

# 需求端：内外销双轮驱动，家电厨具领域表现亮眼



- Ø 一季度来看，内外销双向驱动之下，家电厨具表现亮眼；白色家电产量增长显著，其中空调产量累计同比增长18.8%，冰箱产量累计同比增长12.8%，冷柜产量累计同比增长34.8%，洗衣机产量累计同比增长18.5%；厨具方面表现也不俗，今年1-2月，集成灶产量持平，抽油烟机产量累计同比增长163.06%。
- Ø 政策角度来看，商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，其中提到要推动家电换“智”，以便利城乡居民换新为重点，健全废旧家电回收体系，打通废旧家电回收“静脉循环”堵点，畅通家电更新消费循环；其中上海于3月30日启动新一轮绿色智能家电消费补贴政策，对16大类的一级能效家电产品，消费者按照成交价格的10%享受一次立减补贴，补贴金额不超过1000元；浙江明确未来三年个人消费者在参与政策实施的家电零售企业购买符合条件的家电产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%左右享受立减补贴；类似地方政策层出不穷。

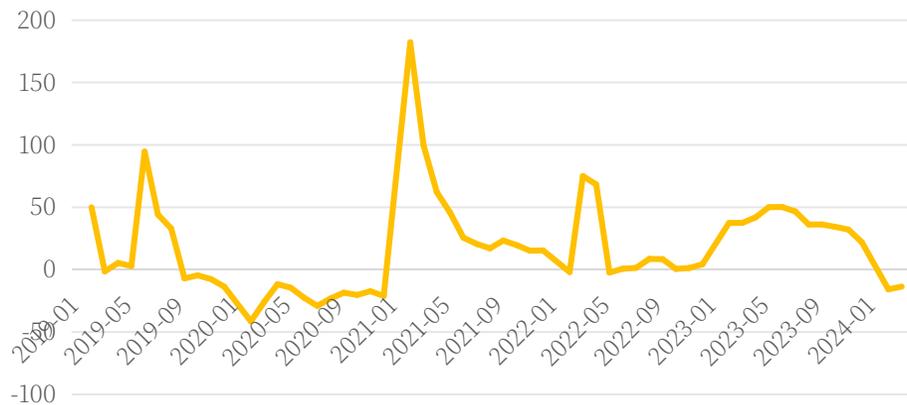
# 需求端：政策支持力度不减，汽车一季度开门红



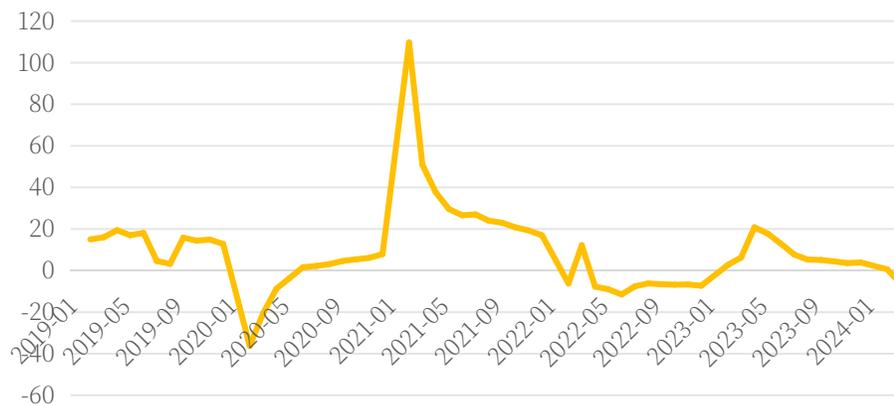
Ø 一季度汽车产销累计达660.6万辆和672万辆，同比分别增长6.4%和10.6%，其中内销539.6万辆，同比增长6.2%，出口132.4万辆，同比增长33.2%；船舶方面也不逊色，全球新签订单量943.19万修正总吨，同比增长3.14%，其中国内达529.82万修正总吨，同比增长94.65%，占比达48.3%；汽车消费补贴政策力度较大，同时海外经济韧性仍存，交运船舶开门红。

# 需求端：设备制造领域景气度有所回落

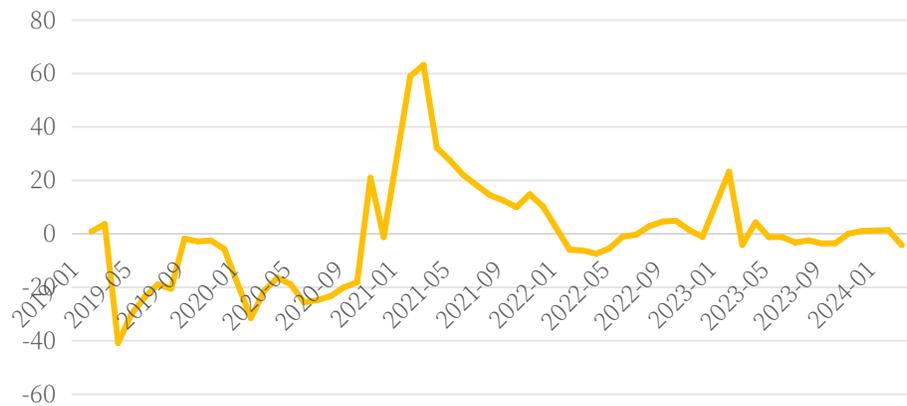
### 大气污染防治设备产量累计同比 (%)



### 电梯、扶梯及自动升降机产量累计同比 (%)

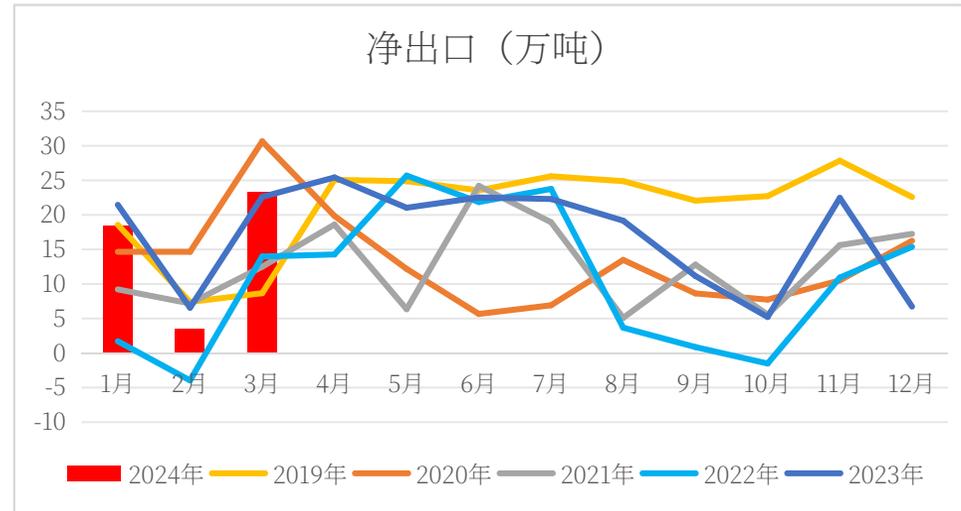
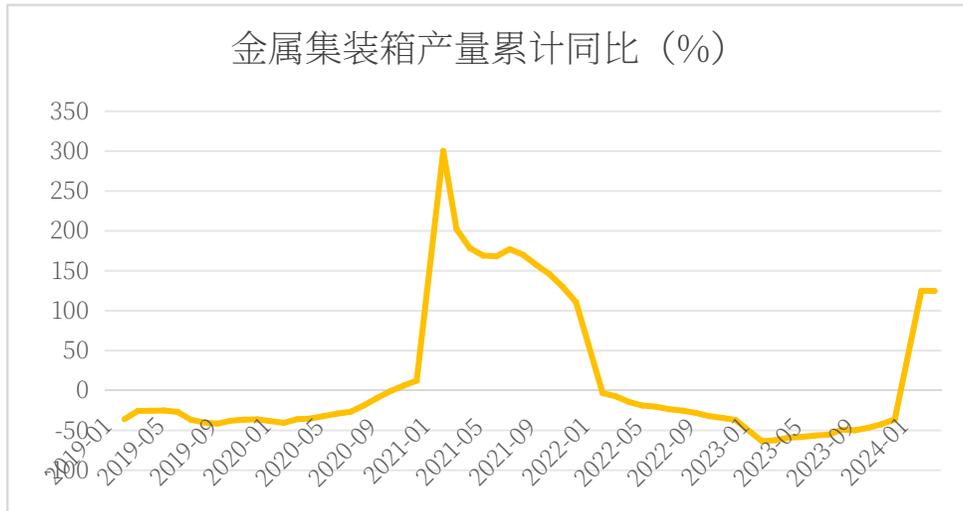


### 工业锅炉产量累计同比 (%)



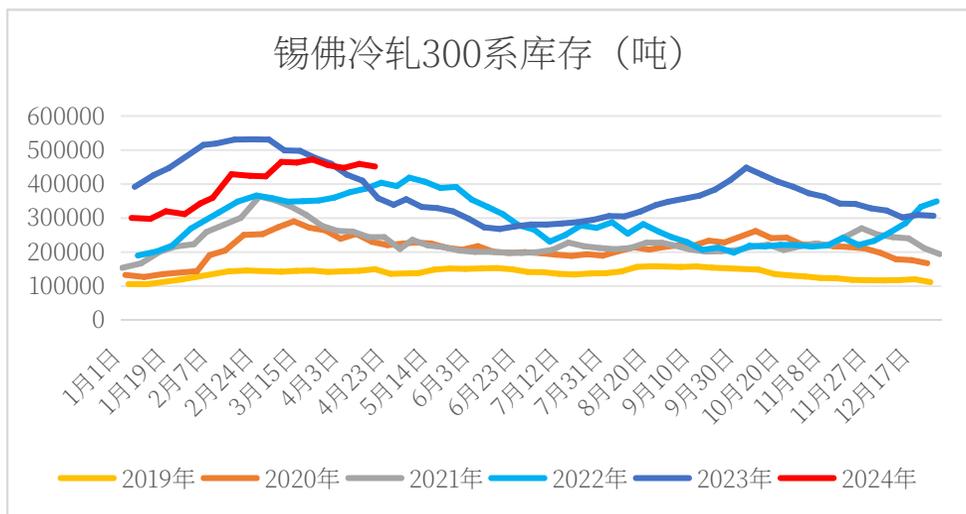
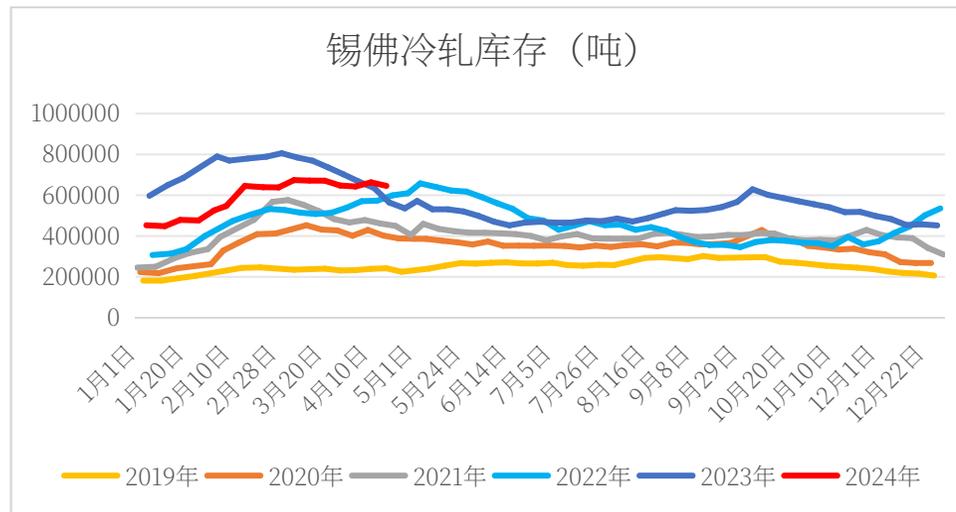
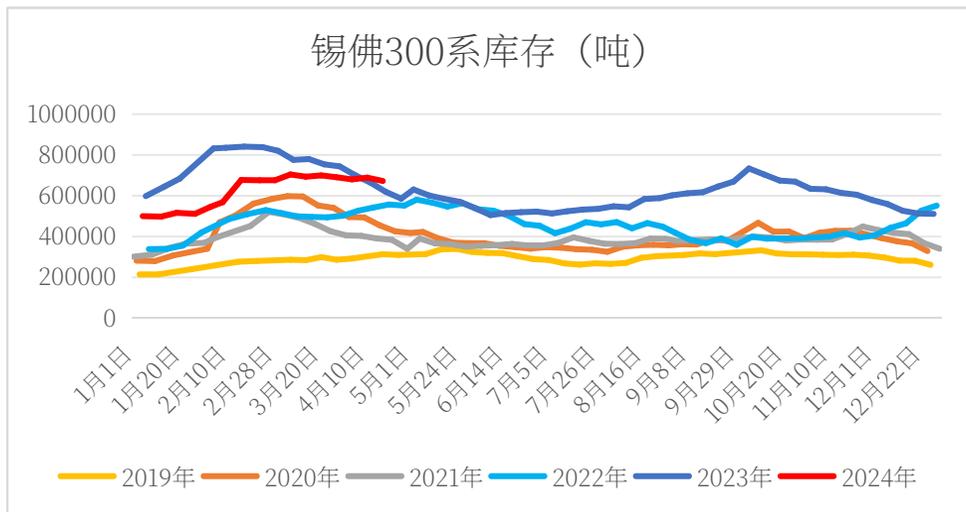
Ø 一季度来看，设备制造领域均呈现负增长状态，究其原因，主要受到地产以及环保等因素的影响；但是在3月份国务院出台的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提到，要加快建筑和市政基础设施领域设备更新，围绕新型城镇化，老旧小区改造，住宅电梯、供水、供热、供气、污水处理、环卫等分类推进，预计后续会逐步企稳回升。

# 需求端：海外韧性仍存，净出口大幅增长



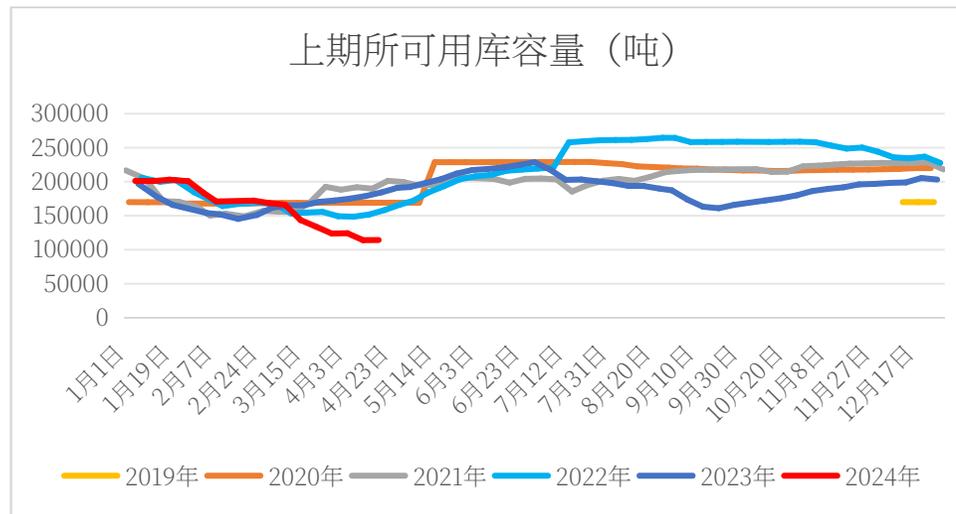
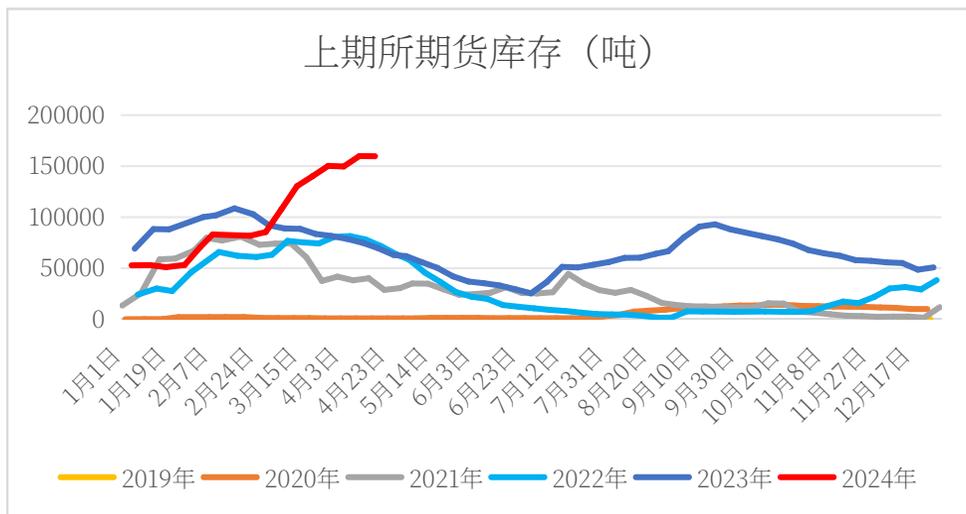
- Ø 不锈钢下游主要集中在餐饮器具、石化、设备、建筑装饰、轨道交通、家电等领域，其中设备领域占比22%，石化领域占比21%，建筑装饰领域占比19%，餐饮器具领域占比16%；进一步向上溯源可知，设备以及石化领域跟基建息息相关，建筑装饰以及餐饮器具等属于地产后周期产品，又与地产景气度密不可分。
- Ø 综合来看，外需拉动仍强于内需，内需地产总体拖累显著，且基建实物工作量推进情况有待验证，故需求增长与国内经济增速及复苏状态、居民消费及收入预期改善等一脉相承；虽然长期来看，国内经济处于缓慢修复通道中，随着消费升级，对不锈钢需求有较强带动，但是短期供需错配，驱动有限。

# 库存端：社库去化不畅，累积幅度远超往年同期



Ø 近五年锡佛两地300系粗钢库存均值在46万吨，去年同期为62万吨，今年为67.25万吨，冷轧均值在45万吨，去年同期为53.39万吨，今年为65万吨，冷轧300系均值在27.26万吨，去年同期为36万吨，今年为45.17万吨；受到供给增量以及需求恢复缓慢的影响，库存去化不畅，进一步加剧供应压力。

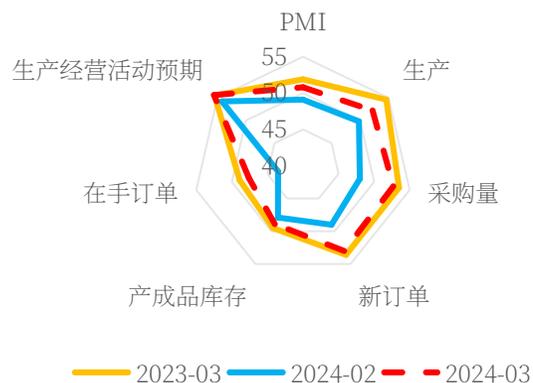
# 库存端：交割品及交割仓库扩容，期货库存大幅增加



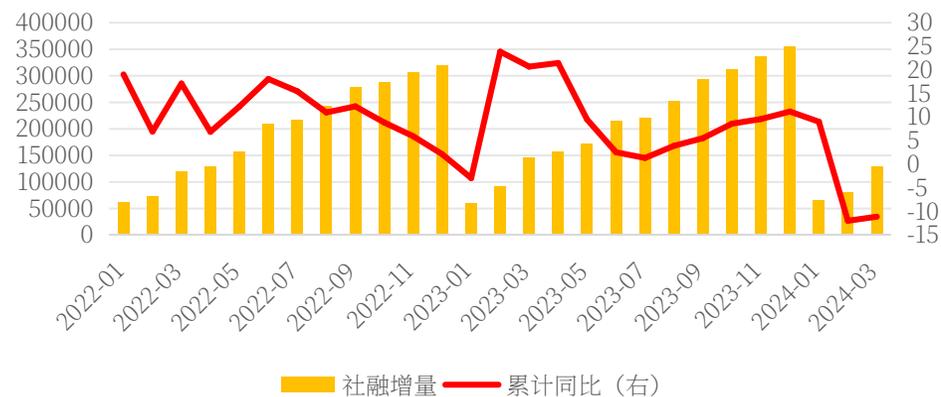
Ø 一季度来看，上期所增加广东甬金金属科技有限公司生产的“YJKJ”牌以及印尼PT INDONESIA RUIPU NICKEL AND CHROME ALLOY生产的“IRNC”牌不锈钢产品的注册，同时同意五矿无锡物流园有限公司新增期货存放点（此前无锡，新增东莞）；期货库存大幅累积，盘面压力重重。

# 宏观面：国内经济增长势头良好，政策发力仍有空间

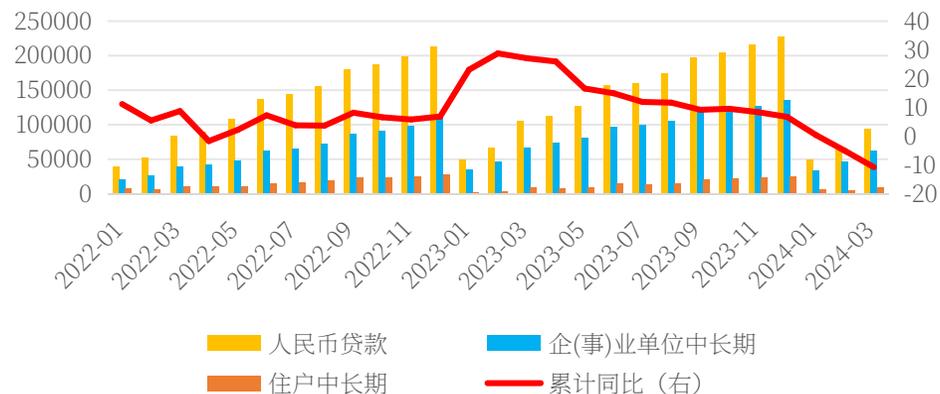
### 制造业PMI (%)



### 社融增量累计值 (亿元, %)

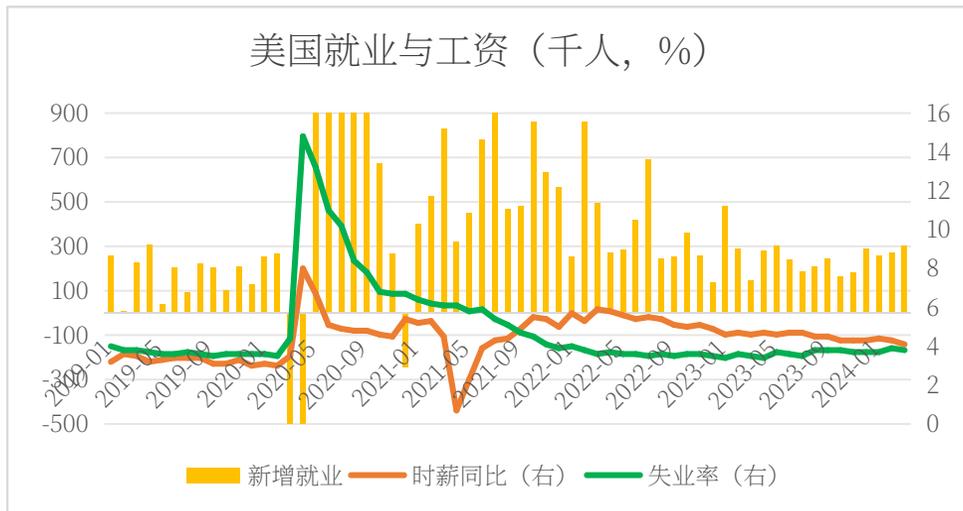
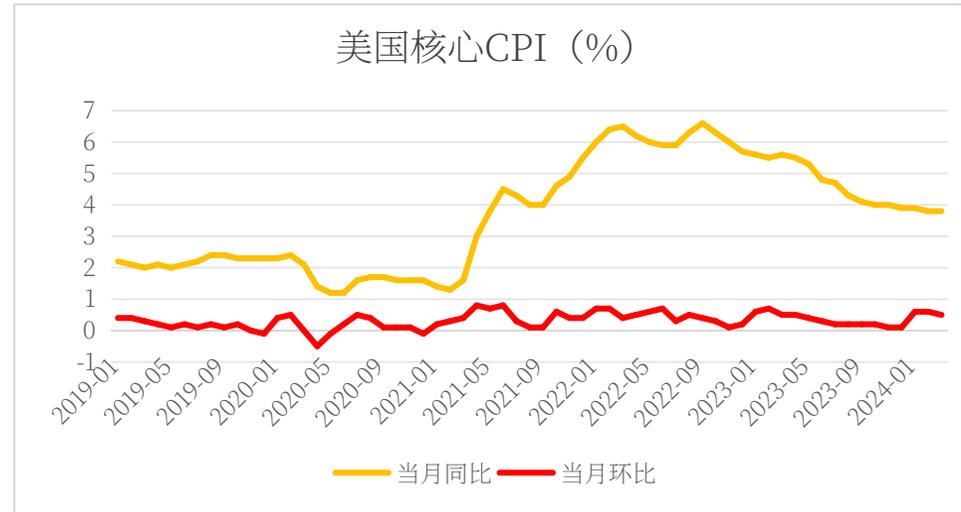
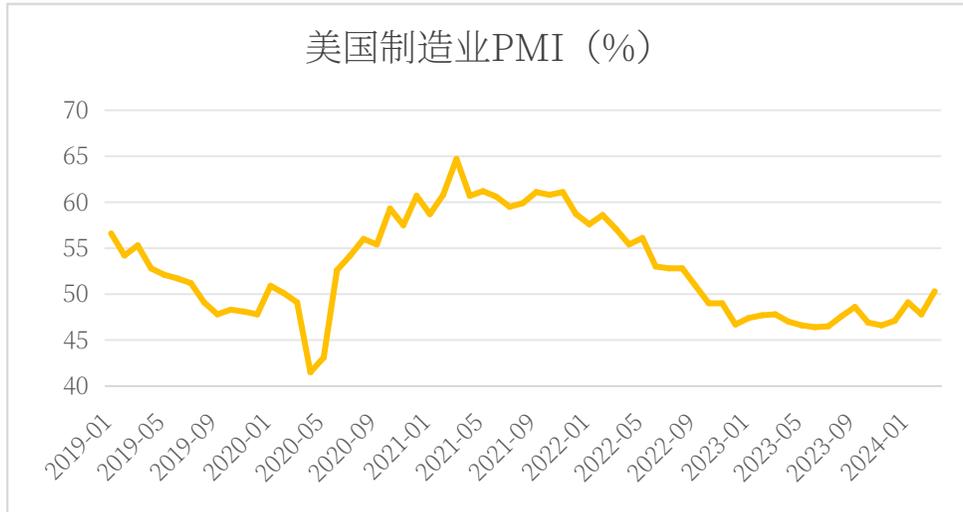


### 新增人民币贷款累计值 (亿元, %)



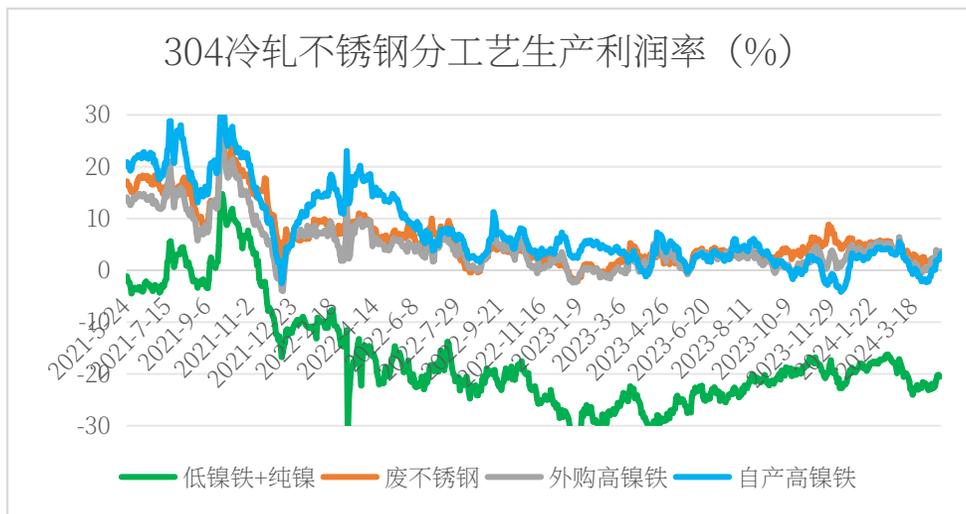
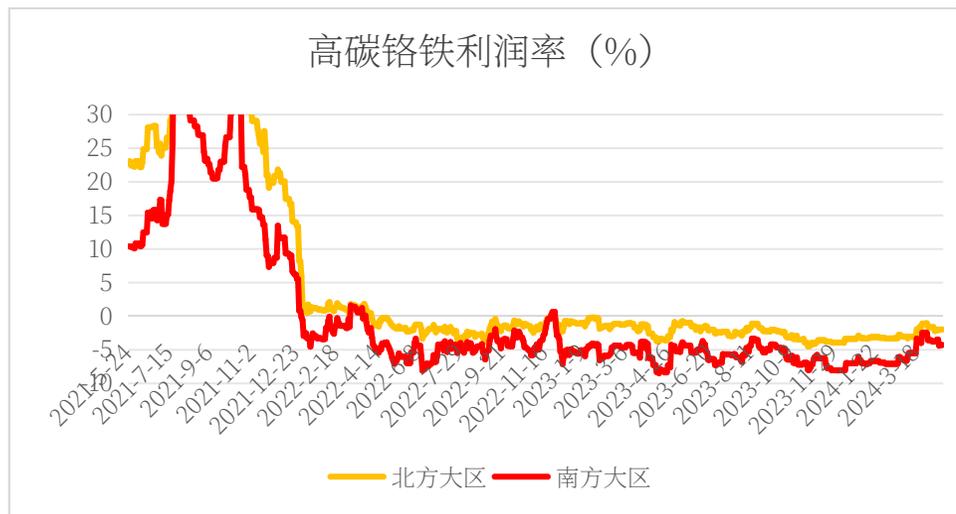
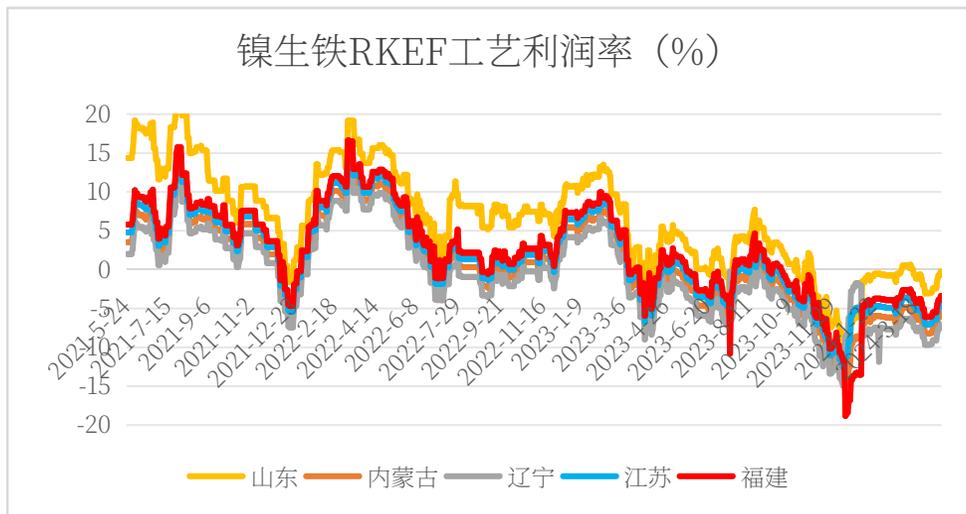
Ø 一季度来看，国内生产总值296299亿元，不变价同比增长5.3%，环比增长1.6%，同时3月份制造业PMI环比好转，企业生产活动经营预期持续处于扩张区间，国内经济增长实现良好开头；受到基数影响，信贷有所回落；近期央行相关负责人表示，央行可在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备，将进一步满足实体融资需求。

# 宏观面：美国PMI回升，就业数据强劲，降息预期修正



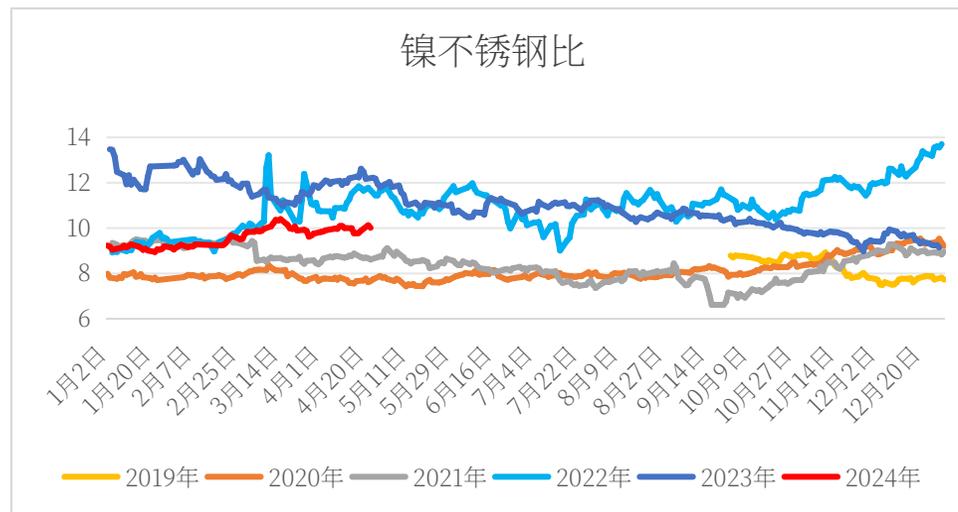
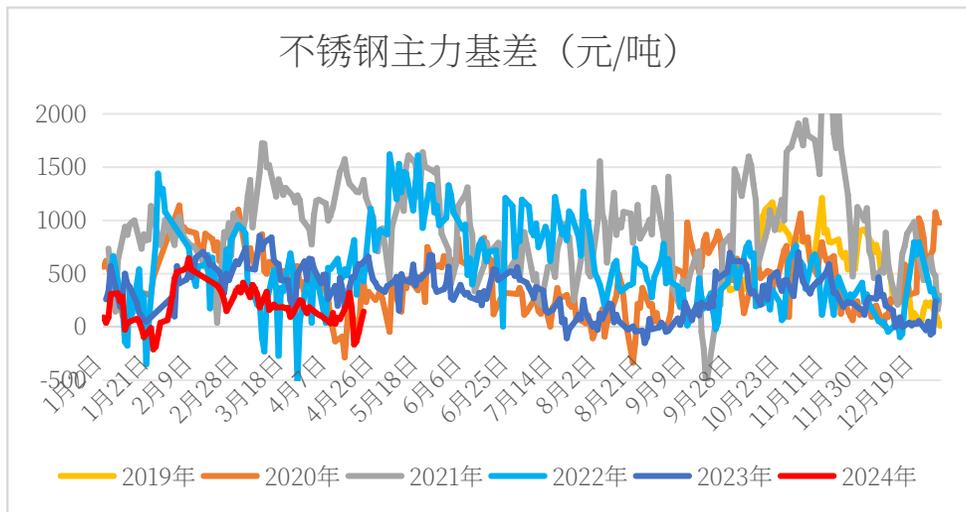
Ø 美国3月份就业数据继续强劲，新增就业30.3万人，劳动参与率回升0.2个百分点至62.7%，失业率回落0.1个百分点至3.8%，时薪同比小幅回落；3月份核心CPI远超市场预期；据CME“美联储观察”表示，5月维持利率不变的概率为95.9%，降息25个基点的概率为4.1%，累计降息25个基点的概率为16.3%，乐观预期再次修正。

# 估值端：上游铁厂亏损较大，不锈钢利润率中性偏高



Ø 从不锈钢产业链角度来看，国内镍生铁以及高碳铬铁均处于亏损状态，虽然镍生铁印尼回流量较大，补充国内缺口，但是铬铁厂受到外矿挺价的影响，点对点几无利润可言；而不锈钢除低镍铁+纯镍生产工艺亏损之外，其他工艺均有超过3%的利润率，在产业链中处于略高估状态。

# 估值端：盘面阶段性升水，现货跟涨不足



- Ø 基差方面，近期盘面大幅反弹，但是现货跟涨力度不够，盘面阶段性升水，基差处于偏低位置，盘面估值中性偏高。
- Ø 比价方面，经过去年镍价大跌之后，盘面镍不锈钢比价有所修复，但近期受地缘政治影响，镍价反弹力度强于不锈钢，比价有所上调；因此从镍不锈钢比价角度而言，仍有套利空间。

# 技术面：多因素催动，盘面大幅反弹至重要压力位置



Ø 近日受到印尼镍矿审批、对俄制裁、国内收储等消息面的影响以及商品整体走牛等情绪面的催动，日线级别强势拉涨，盘面大幅反弹超过10%，接近前期重要压力位置。

## 后市展望：供需宽松缺乏进一步上行驱动，可考虑反弹做空

- u 单边：供给端产能投放量较大，且不锈钢生产在产业链中利润偏高，减产动能不足；需求端外强内弱，且内需好转仍系于基建和地产，当下虽然政策不断出台且仍有较大的实施空间，但实际需求力度不及供给增量；不断累积的社库及天量期货库存进一步加剧供应压力，施压盘面；当下受到消息面影响大幅反弹之后临近重要压力位，缺乏进一步上行驱动，可考虑反弹做空。
- u 套利：空镍不锈钢比价滚动操作。
- u 风险点：宏观政策力度、地缘政治扰动、主产国政策、需求恢复状况、突发事件影响、商品情绪带动



# 谢谢大家!

金信期货 研究院

# 重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师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任何形式的报酬或利益。

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。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）。