

## 淡季逆市上涨，不锈钢能笑到何时？

### 摘要：

近期不锈钢价格持续偏强，主要原因是原料端的扰动。短期看，随着台风天气扰动结束，后市被滞留的印尼镍铁或将保持高回流量，一定程度上缓解供应担忧，但挺价惜售情绪下铬铁短期内或仍旧保持强势。而最大的不确定性在于印尼政策，廉政调查将使得印尼 RKAB 签发暂停，这将导致那些配额用尽或即将用尽的矿山无法获得新的额度审批，目前市场上出现抢矿热潮，是本次行情的主要推手。

考虑到印尼腐败问题和大选将至，目前难以准确预判未来政策走向。不过我们需要指出的是，8月国内不锈钢排产达到历史高位，这是需要十分有力的需求来承接的。而不论是基于宏观周期的逻辑，还是对当下宏观基本面的分析，我们认为目前需求仍旧是较差的，另外目前现货跟涨的持续性存疑，所以基差修复下期价存在一定回落风险。

在政策不确定性面前，我们建议目前先保持观望态度，主要观察印尼市场镍矿问题以及不锈钢现货涨价情况，之所以不建议追高是因为需求乏力下不锈钢高位回落风险较大。

## 专题报告

**作者姓名：王彦青**

期货交易咨询从业信息：Z0014569

电话：023-81157292

**研究助理：刘佳奇**

期货从业信息：F03119322

发布日期：2023年8月15日

## 目 录

一、原料价格扰动，不锈钢创 5 个月新高 .....	3
二、原料扰动影响是否可持续？ .....	5
1、廉政调查加剧镍矿紧缺担忧 .....	5
2、镍矿液化对市场扰动或有限 .....	8
3、镍铁短期供应担忧正在缓解 .....	9
4、铬端挺价或难持续 .....	10
三、利空风险犹存 .....	11
四、总结 .....	14

## 图表目录

图 1: 不锈钢期货价格走势（元/吨） .....	3
图 2: 300 系不锈钢成本占比 .....	4
图 3: 300 系不锈钢镍原料占比 .....	4
图 4: 不锈钢价格与镍铁价格拟合 .....	4
图 5: 不锈钢价格与铬铁价格拟合 .....	4
图 6: 近期不锈钢原料消息汇总 .....	5
图 7: RKAB 文件审核流程 .....	6
图 8: 印尼 2022 清廉指数 .....	7
图 9: 通常 9 月之后因菲律宾雨季，中国镍矿进口或将逐步回落（万吨） .....	7
图 10: 镍矿液化现象 .....	8
图 11: 镍矿液化易导致船倾 .....	8
图 12: 菲律宾镍矿贸易安全隐患 .....	9
图 13: 8-12%高镍生铁出厂价（元/镍点） .....	10
图 14: 印尼镍铁 CIF 含税价（元/镍点） .....	10
图 15: 南非铬矿 CIF 价（元/吨度） .....	10
图 16: 全国高碳铬铁平均价（元/50 基吨） .....	10
图 17: 冷轧不锈钢产量（万吨） .....	11
图 18: 2020 年 12 月不锈钢走势 .....	11
图 19: 2021 年 3 月不锈钢价格走势 .....	11
图 20: 2021 年 4 月不锈钢走势 .....	12
图 21: 2022 年 4 月不锈钢价格走势 .....	12
图 22: 社会融资规模存量:期末同比（%） .....	12
图 23: 金融机构:人民币贷款:当月增加（亿元） .....	12
图 24: CPI 与 PPI（%） .....	13
图 25: 社会消费品零售总额:当月同比（%） .....	13
图 26: 2014-2022 年“金九银十”期间不锈钢现货价走势 .....	13
图 27: 不锈钢基差（元/吨） .....	14

## 一、原料价格扰动，不锈钢创 5 个月新高

近期不锈钢价格偏强运行，其中 8 月 14 日当日涨幅达 2.34%，今日再度上涨近 1%，价格创近 5 个月新高，超过此前收储消息扰动时触及的高点。

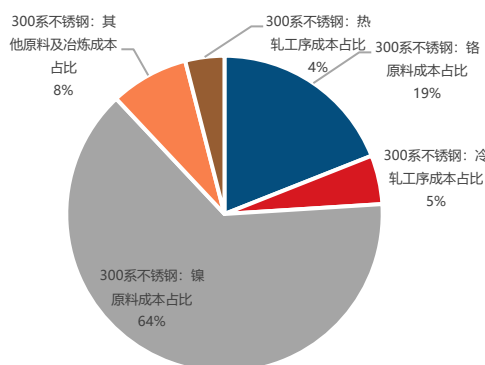
图 1：不锈钢期货价格走势（元/吨）



数据来源：上海期货交易所，中信建投期货

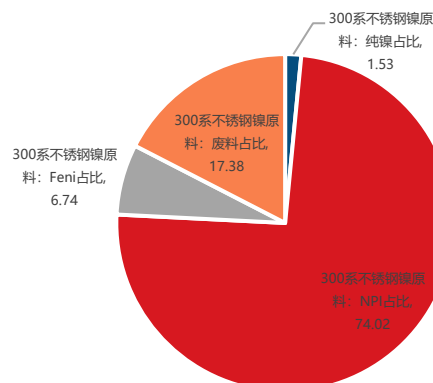
在国内宏观情绪下行的背景下，不锈钢却逆市上行，究其原因我们认为来自原料端的扰动。300 系不锈钢中，主要原料镍铬成本占比合计达 83%，其中铬原料主要为高碳铬铁，而镍原料中 74.02% 来自镍铁，因此镍铬原料的走势会对不锈钢价格形成明显扰动。近期，原料端消息面频发，镍铬原料集体走强，我们对近期不锈钢原料扰动的汇总结果如下图表 6 所示。

图 2：300 系不锈钢成本占比



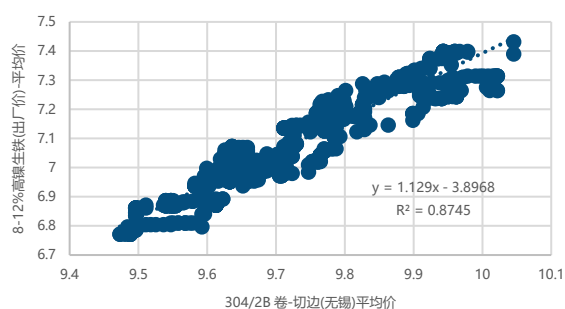
数据来源：SMM，中信建投期货

图 3：300 系不锈钢镍原料占比



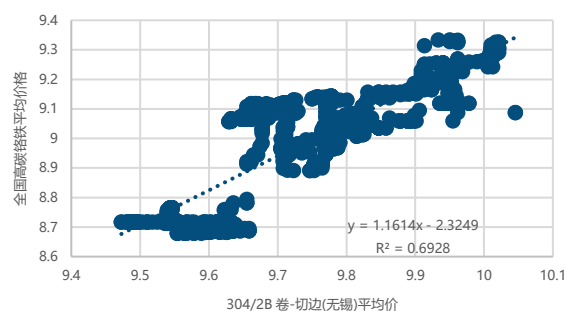
数据来源：SMM，中信建投期货

图 4：不锈钢价格与镍铁价格拟合



数据来源：SMM，中信建投期货（注：数据对数处理）

图 5：不锈钢价格与铬铁价格拟合



数据来源：SMM，中信建投期货（注：数据对数处理）

图 6：近期不锈钢原料消息汇总

原料环节	国别	事件
镍矿	印尼	受廉政指控影响，PT Antam Block Mandiodo 镍矿正式停止开采
镍矿	菲律宾-中国	近日，中国船东互保协会先后有两艘入会船在菲律宾苏里高 (SURIGAO) 和迪纳加特岛 (DINAGAT) 两港分别装载散装镍矿后，在开往中国卸港的航行途中发生了货物液化 (Liquefaction) 现象，目前两艘船都进入观察和紧急处置状态
镍铁	中国	8 月 13 日，江苏某镍铁厂全部产线开始全面检修，检修将维持一周左右，预计月内影响镍铁产量约 5000 实物吨
镍铁	印尼	上期 (2023.8.3-2023.8.9) 印尼镍铁发往中国发货 9.46 万吨，环比减少 6.23%，同比减少 42.67%
铬铁	中国	铬矿价格高位坚挺，成本支撑铬铁走强，厂家普遍惜售，导致低价货源难觅

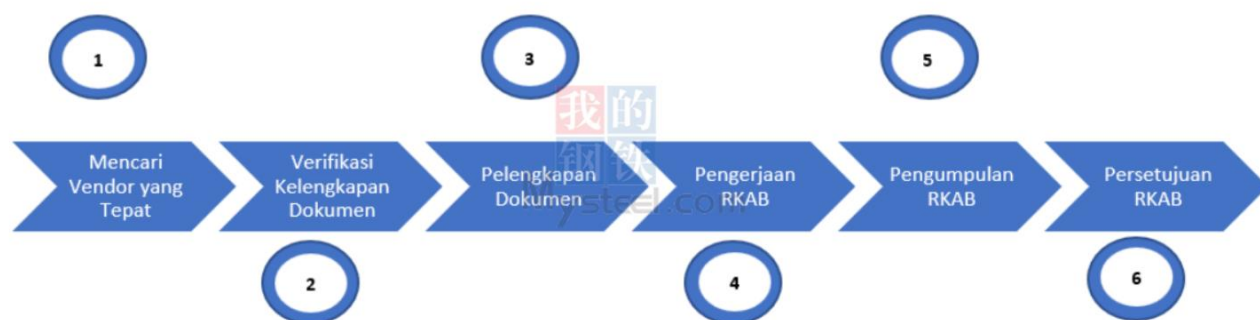
数据来源：Mysteel，中国船东互保协会，中信建投期货

## 二、原料扰动影响是否可持续？

### 1、廉政调查加剧镍矿紧缺担忧

首先关注印尼廉政调查。综合 Mysteel 消息，此次 Mandiodo 矿被关停是因为安塔姆公司在其 IUP（采矿业务许可证）区域不拥有镍矿床的情况下，仍然获得了 2022 年 RKAB150 万吨的配额。根据印尼相关规定，企业若要拥有 IUP（采矿业务许可证），需首先取得由能源和矿产资源部授权的机构批准的 RKAB（Rencana Kerja dan Anggaran Biaya，工作计划和预算）文件，该文件是从勘探挖掘到最终销售的全过程凭证，如果矿山缺乏 RKAB 文件，那么将无法进行生产和贸易。

图 7：RKAB 文件审核流程



数据来源：Mysteel，中信建投期货

印尼政府本次针对能矿部的廉政调查始于上周，据 Mysteel 消息，廉政调查将会使得 RKAB 签发暂停，通常情况下 RKAB 为年底之前的 3 个月开始提交计划，次年 Q1 获批，年中即 7 月左右矿商可进行二次递补以获得更多的出货额度，因此目前这个时间点宣布暂停签发 RKAB 就意味着那些配额用尽或即将用尽的矿山无法获得新的额度审批，市场恐慌情绪蔓延。

虽然此次廉政调查针对的是非法矿山开采问题，而与此同时印尼政府还在调查非法出口镍矿事件。此前 7 月份 SMM 消息显示，印尼当局正在调查涉嫌从 2020 年初开始在 21%的时间里非法向中国运送价值 14.5 万亿印尼盾的镍矿，但目前还没见到进一步处理结果，不过不排除镍矿反腐规模进一步扩大的可能。据透明国际数据，2022 年印尼清廉指数为 34，排名 110/180，综合考量下后续可能会有其他矿山或矿企受到影响。

图 8：印尼 2022 清廉指数

ASIA PACIFIC

## INDONESIA

Share how your country is doing

Score

34/100 [What does the CPI score mean?](#)

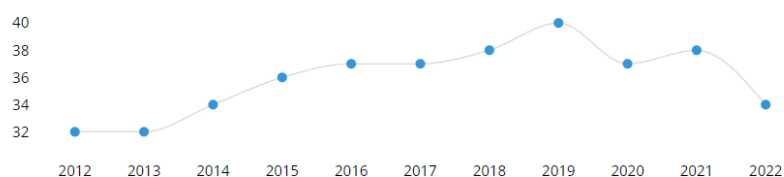
Rank

110/180

Score change

↓ -4 since 2021

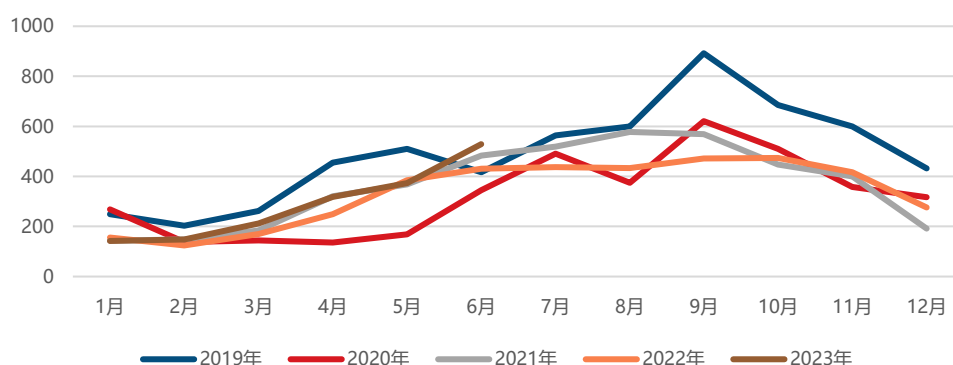
Score changes 2012 - 2022



数据来源：Transparency International，中信建投期货

再考虑到印尼 2024 大选临近，市场对于后市镍矿反腐调查与政策走向充满了不确定性，进而引发了市场抢购镍矿的狂潮，最终推动产业链整体成本上移。展望后市，事件走向可能要关注政府态度、来自产业的施压等方面，并且我们合理推测印尼镍铁厂有可能会从菲律宾采购镍矿，但这一方面不仅会使得印尼镍铁成本出现上移，还有可能导致菲律宾发往中国的镍矿相对减少，叠加菲律宾雨季将至，届时产业链成本或将进一步上移。

图 9：通常 9 月之后因菲律宾雨季，中国镍矿进口或将逐步回落（万吨）



数据来源：SMM，中信建投期货



## 2、镍矿液化对市场扰动或有限

据中国船东互保协会消息，协会先后有两艘入会船在菲律宾苏里高 (SURIGAO)和迪纳加特岛 (DINAGAT) 两港分别装载散装镍矿后，在开往中国卸港的航行途中发生了货物液化 (Liquefaction) 现象，目前两艘船都进入观察和紧急处置状态。

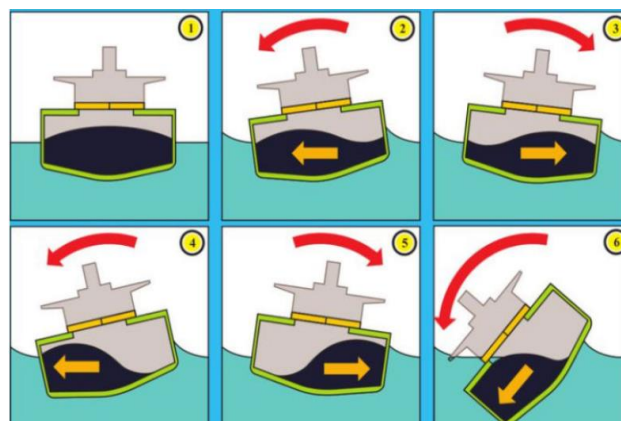
中国船东互保协会资料显示，镍矿液化是指，当货物的实际含水量超过适运水分限量时，货物中的水分将逐渐析出，风浪、涌浪甚至是船舶的机械震动都将加速镍矿的液化。镍矿液化发生后，容易导致船舶倾覆的趋势，往往发展得非常迅速。虽然事件原因并未完全调查清楚，但是中国船东互保协会认为此前的雨季和台风天气原因可能是不容忽视的因素。

图 10：镍矿液化现象



数据来源：中国船东互保协会，中信建投期货

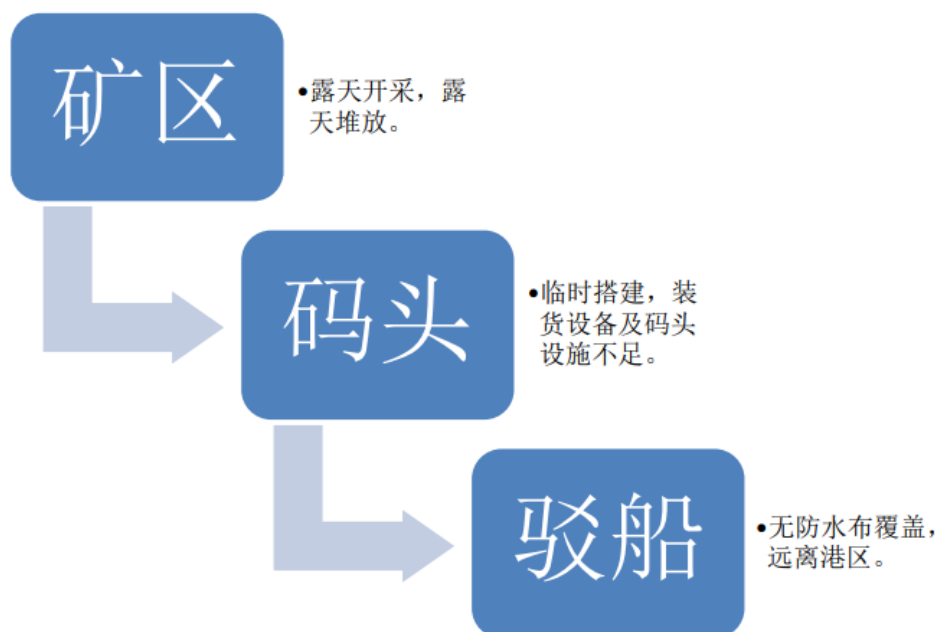
图 11：镍矿液化易导致船倾



数据来源：国际干散货船东协会，中信建投期货

据中国船东互保协会发布的防损资讯，菲律宾港口缺少完备的设施，导致装货作业只能在远离港口的驳船进行，且驳船码头十分简陋，无法有效保护货物。同时，由于镍矿涉及当地的核心利益，相关安全检测人员很难接近矿区以确认货物情况。

图 12：菲律宾镍矿贸易安全隐患



数据来源：中国船东互保协会，中信建投期货

在中国船东互保协会发布风险警示后，菲律宾镍矿发运可能会在一定程度上受扰动，但是影响量级可能相对有限。一方面，安全检测机构对菲律宾矿山和港口开展现场检查的难度较大，另一方面，如上文所述，目前政策扰动使得印尼市场上镍矿供应偏紧，菲律宾在此背景下主动减少出货的可能性较低。

### 3、镍铁短期供应担忧正在缓解

首先看国内方面，8月13日市场有消息称江苏某镍铁厂全部产线开始全面检修，SMM消息称此次检修为每年常规检修，因而消息冲击有限。Mysteel消息称当月影响量级在5000实物吨，SMM数据显示7月国内镍铁产量3.28万实物吨，量级影响也较为有限。

印尼方面，近期印尼资源回流量有所减少，但是此前因台风天气被滞留的货物自上周开始陆续到港，这些货物被滞留的时间大多集中在7月底，时间跨度长导致被积压滞留的货物量级较大，因此后市印尼资源回流量或将持续处于较高水平。Mysteel数据显示，上周印尼镍铁到中国主要港口27.98万吨，环比增加154.02%，同比增加371.31%。

图 13：8-12%高镍生铁出厂价（元/镍点）



数据来源：SMM，中信建投期货

图 14：印尼镍铁 CIF 含税价（元/镍点）



数据来源：SMM，中信建投期货

## 4、铬端挺价或难持续

铬铁系产业链与镍铁系较为类似，都存在产业链博弈的过程。上游铬矿现货资源集中度较高，且资源主要依赖南非进口，而南非发运水平在近期又处于较低水平，同时终端不锈钢厂 8 月排产计划又大幅提高，因此下游在询价时，矿端出现了明显的挺价，而矿端挺价也向上传导至铁端，使得铬铁价格较为坚挺。

图 15：南非铬矿 CIF 价（元/吨度）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 16：全国高碳铬铁平均价（元/50 基吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

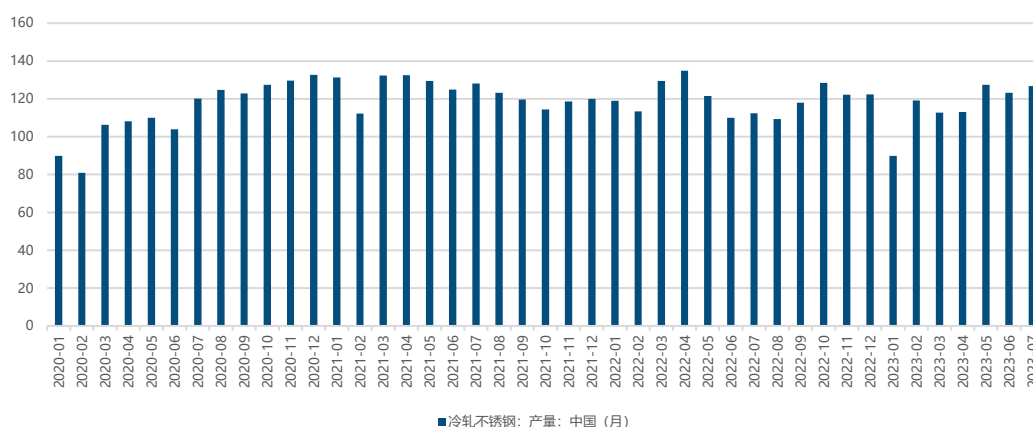
综合来看，目前铬铁市场的挺价氛围依旧浓厚，主要原因在于上游低价铬矿难寻，而目前不锈钢利润依旧处于高位，后市可能还要进一步关注成交端钢厂对于高价铁的采购意向。

### 三、利空风险犹存

总的来说，近期原料端消息扰动频繁，为不锈钢形成了较强的支撑，据上文分析，镍端除了印尼政策外，其余扰动的影响正在逐步减弱，而铬端偏强势头短期不改。

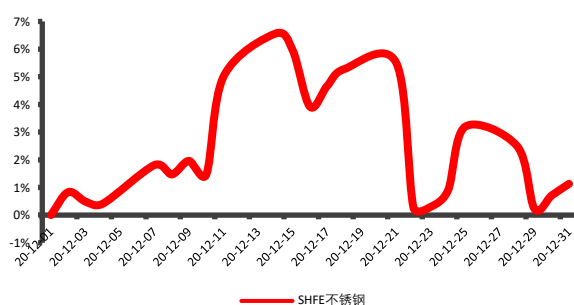
不过后市仍存在利空风险，从供需对比上看，Mysteel 数据显示，8 月不锈钢厂计划排产 130.76 万吨，预计环比增加 3.15%，预计同比增加 19.62%。数据显示，历史上钢厂产量超过 130 万吨的月份只有 2020 年 12 月（132.62 万吨）、2021 年 3 月（132.26 万吨）、2021 年 4 月（132.56 万吨）以及 2022 年 4 月（134.84 万吨），鉴古知今，历史上这四次高排产都是前期经历了一波上涨，这与当下的情况较为类似，但是在需求承接力度有限的情况下钢价随后均出现了不同幅度的回撤。

图 17：冷轧不锈钢产量（万吨）



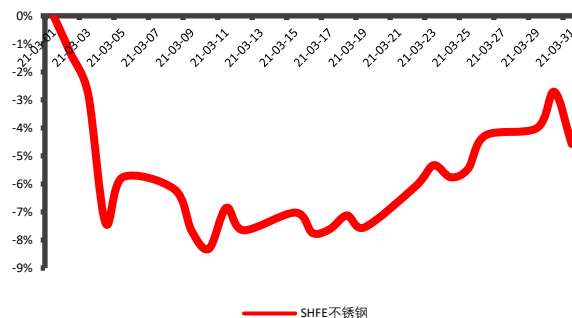
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 18：2020 年 12 月不锈钢走势



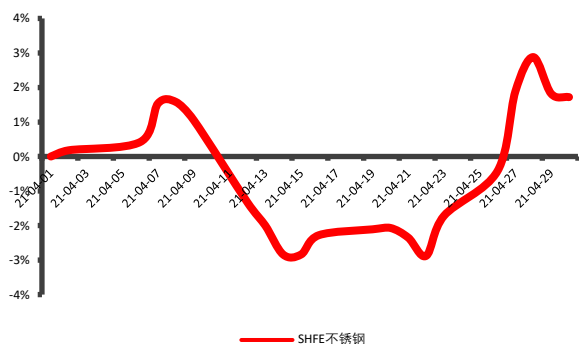
数据来源：Wind，中信建投期货

图 19：2021 年 3 月不锈钢价格走势



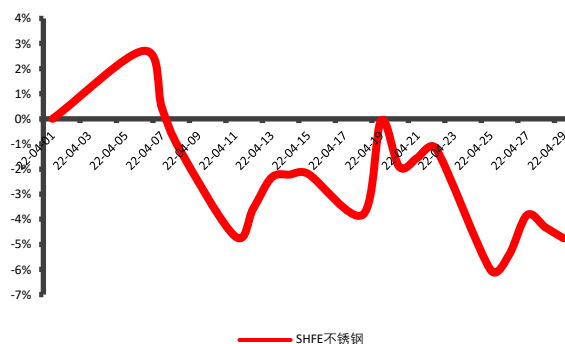
数据来源：Wind，中信建投期货

图 20：2021 年 4 月不锈钢走势



数据来源：Wind，中信建投期货

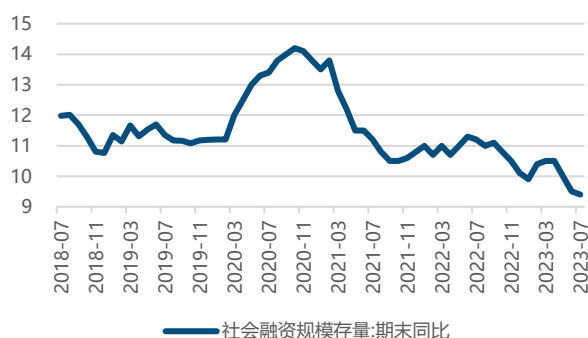
图 21：2022 年 4 月不锈钢价格走势



数据来源：Wind，中信建投期货

从长期角度来看，我们在此前报告《库存周期与地产周期嵌套下，不锈钢如何演绎？》中提到，地产竣工乏力叠加主动去库尚未转向，不锈钢需求仍将保持弱势。站在当下看，7 月国内经济数据不及预期继续反映弱现实，消费乏力或难拉动需求增长。即便后市有旺季预期，据我们测算，在 2014-2022 年间，“金九银十”也未必能保持很高胜率，定性来看居民消费意愿下降或将使得今年“金九银十”预期扑空。

图 22：社会融资规模存量:期末同比 (%)



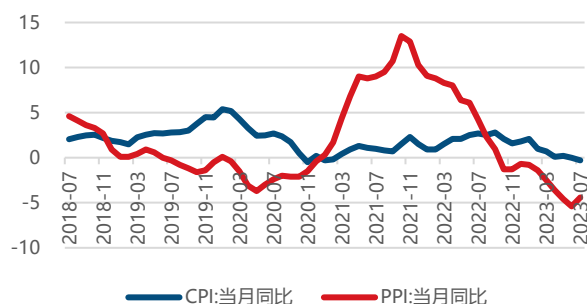
数据来源：中国人民银行，中信建投期货

图 23：金融机构:人民币贷款:当月增加 (亿元)



数据来源：中国人民银行，中信建投期货

图 24: CPI 与 PPI (%)



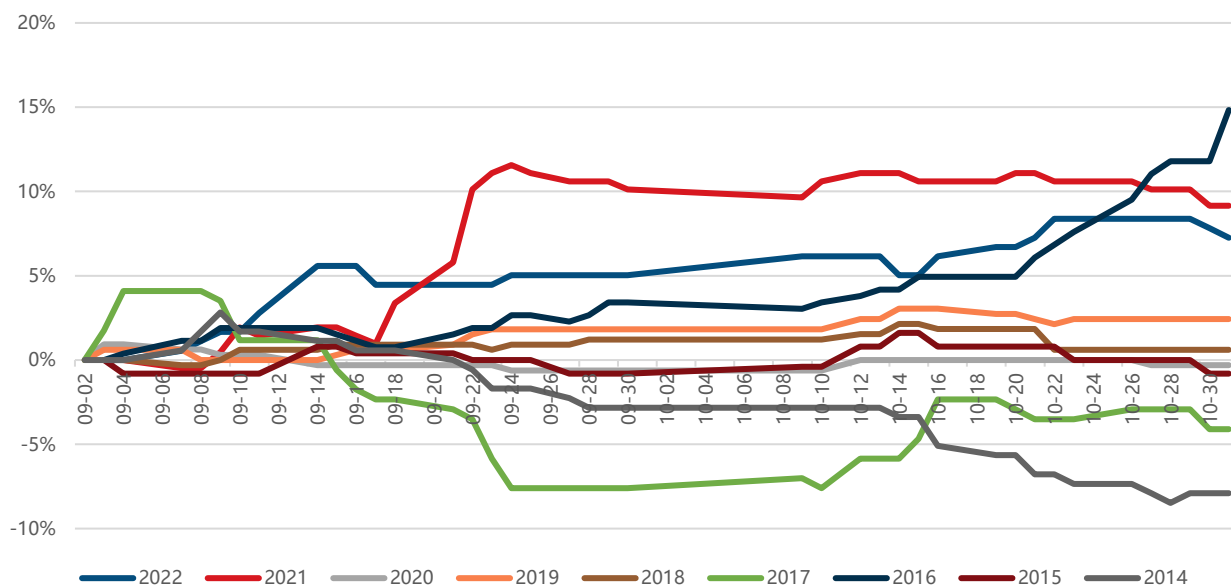
数据来源：国家统计局，中信建投期货

图 25: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)



数据来源：国家统计局，中信建投期货

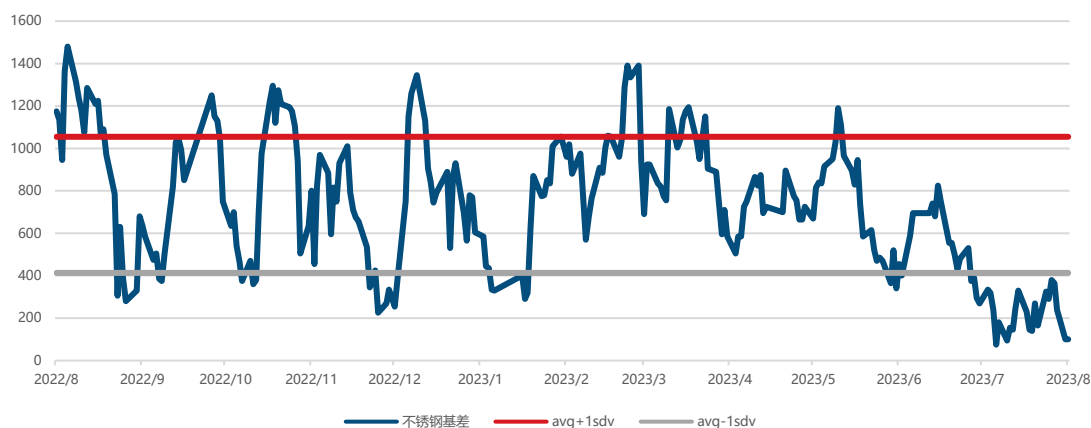
图 26: 2014-2022 年“金九银十”期间不锈钢现货价走势



数据来源：Wind，中信建投期货

另一方面从基差的角度看，目前不锈钢基差已经向下偏离过多，均值回归视角下基差估值是要修复的，而这有两种路径，一是现货继续跟涨，二是期价回落。现货角度看，今日不锈钢虽然涨价仍在继续，但是实单成交较差，反映出现货市场情绪仍是观望为主，后市上涨动能能否持续或有待商榷，因此后市基差或将以期价回落的方式得到修复。

图 27：不锈钢基差（元/吨）



数据来源：SMM，中信建投期货

## 四、总结

近期不锈钢价格持续偏强，主要原因是原料端的扰动。短期看，随着台风天气扰动结束，后市被滞留的印尼镍铁或将保持高回流量，一定程度上缓解供应担忧，但挺价惜售情绪下铬铁短期内或仍旧保持强势。而最大的不确定性在于印尼政策，廉政调查将使得印尼 RKAB 签发暂停，这将导致那些配额用尽或即将用尽的矿山无法获得新的额度审批，目前市场上出现抢矿热潮，是本次行情的主要推手。

考虑到印尼腐败问题和大选将至，目前难以准确预判未来政策走向。不过我们需要指出的是，8 月国内不锈钢排产达到历史高位，这是需要十分有力的需求来承接的。而不论是基于宏观周期的逻辑，还是对当下宏观基本面的分析，我们认为目前需求仍旧是较差的，另外目前现货跟涨的持续性存疑，所以基差修复下期价存在一定回落风险。

在政策不确定性面前，我们建议目前先保持观望态度，主要观察印尼市场镍矿问题以及不锈钢现货涨价情况，之所以不建议追高是因为需求乏力下不锈钢高位回落风险较大。



## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更



改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。