



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

需求难以提振， 弱现实贯穿始终

不锈钢半年报

2025/06/06



MINMETALS
FUTURES

陈逸 （联系人）

☎ 0755-23375125

✉ chen40@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03137504

吴坤金（有色金属组）

👤 从业资格号：F3036210

👤 交易咨询号：Z0015924

目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

04 供给端

02 期现市场

05 需求端

03 成本端

06 库存

01

半年度评估及策略推荐

- ◆ 原料：2025年1-4月我国镍矿进口量650.80万湿吨，同比-3.83%，其中77.96%的镍矿来自菲律宾。1-4月国内镍生铁产量10.52万金属吨，同比-3.50%。1-4月印尼镍生铁产量56.22万金属吨，同比+17.52%。1-4月我国累计进口362.54万吨，同比+21.84%。
- ◆ 供给：2025年上半年国内不锈钢产量创下历史新高，钢厂亏损程度相比往年进一步扩大。4月国内钢厂开工率小幅下行，达73.33%。5月国内不锈钢粗钢产量349万吨，环比减少2万吨，1-5月累计产量达1660万吨，同比增9.72%。4月300系不锈钢粗钢产量达153.95万吨，同比上涨10.60%；4月300系冷轧产量70.72万吨，同比上涨4.25%。2025年新产线持续投产，不锈钢产量再创新高，对行业生态造成了一定破坏。受成本压力影响，部分钢厂开始主动减产检修，对于不锈钢市场有一定提振。
- ◆ 需求：地产数据同比出现一定好转，但依旧延续负增长趋势。2025年1-4月，商品房销售面积28,261.74万平方米，同比下滑2.8%；10月单月，商品房销售面积为6,392.39万平方米，同比下滑2.91%。1-4月，中国不锈钢净出口总量为108.09万吨，同比增加42.89万吨，增幅65.78%。
- ◆ 库存：MYSTEEL口径社会库存总量为106.96万吨，其中300系库存65.98万吨。300系库存经历一季度去库后，4月基本面开始恶化，重新累库至年初高点，下游主要表现为旺季不旺，消费欲望不足，更多依靠刚需采买。总体排产量继续下降，市场低价资源逐渐增多却未见明显去化，若下游终端需求无法及时消化库存，供需矛盾将进一步加剧。
- ◆ 总结：一季度不锈钢在镍元素偏紧，成本支撑不断抬升的背景下走出一波反弹行情，然而现货市场却反响平平，下游没有出现主动补库的趋势，仅仅维持刚需采购，经销商投机性需求难以支持库存大幅去化，不锈钢的上涨缺乏基本面支撑。4月初美国高举关税大棒，大宗商品市场受到剧烈冲击，不锈钢大幅跳水，同时国内地产行业未见起色，难以提振不锈钢消费，现货端出现“旺季不旺”的情况，社会库存难以消化，低价资源持续冲击现货价格。钢厂利润被大幅挤压，挺价策略难以为继，部分钢厂选择停产检修，然而盘面的下跌趋势却难以阻挡。展望下半年，预计国内通缩局面将出现一定好转，但地产端或难止颓势，叠加海外地缘存在较高不确定性，美国关税政策悬而未决，不锈钢市场或仍将在低位震荡运行。

图1：中国不锈钢供需平衡表（万吨）

	不锈钢产量	进口量	出口量	净进口量	表观消费量	需求量	月度平衡	社会库存	库存/需求
2025-01	300.5	10.7	55.8	-45.1	255.4	264.7	-9.2	93.19	35.2%
2025-02	300.9	12.5	52.5	-40.0	260.9	241.3	19.6	112.75	46.7%
2025-03	358.1	16.7	46.9	-30.2	327.9	330.7	-2.8	109.94	33.2%
2025-04	351.2	13.7	48.2	-34.5	316.8	318.9	-2.1	107.82	33.8%
2025-05E	349.0	14.6	52.6	-38.1	310.9	307.0	3.9	111.77	36.4%
2025-06E	340.0	15.7	47.1	-31.3	308.7	305.4	3.2	115.00	37.7%
2025-07E	340.0	16.0	50.0	-34.0	306.0	305.0	1.0	116.0	38.0%
2025-08E	345.0	18.0	53.0	-35.0	310.0	308.0	2.0	118.0	38.3%
2025-09E	347.0	18.0	53.0	-35.0	312.0	315.0	-3.0	115.0	36.5%
2025-10E	350.0	15.0	55.0	-40.0	310.0	315.0	-5.0	110.0	34.9%
2025-11E	347.0	12.0	52.0	-40.0	307.0	305.0	2.0	112.0	36.7%
2025-12E	345.0	12.0	50.0	-38.0	307.0	305.0	2.0	114.0	37.4%

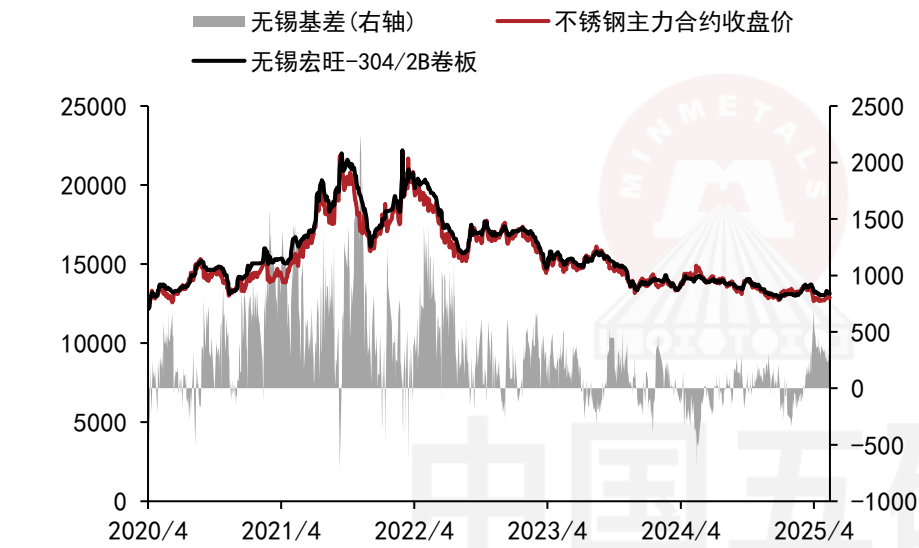
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

年初不锈钢市场预期向好，钢厂纷纷提高产能，导致社会库存快速攀升。然而传统旺季下游需求不及预期，市场流通滞缓，库存消化进程受阻。进入淡季后，不锈钢库存或将持续高位运行，不过钢厂的停产检修措施有望部分缓解库存压力。展望下半年，若房地产行业持续低迷，传统旺季或将出现需求不振的情况，不锈钢库存压力恐难有效缓解。在此背景下，海外出口或将成为市场亮点，但整体供需失衡的局面预计仍将持续。

02

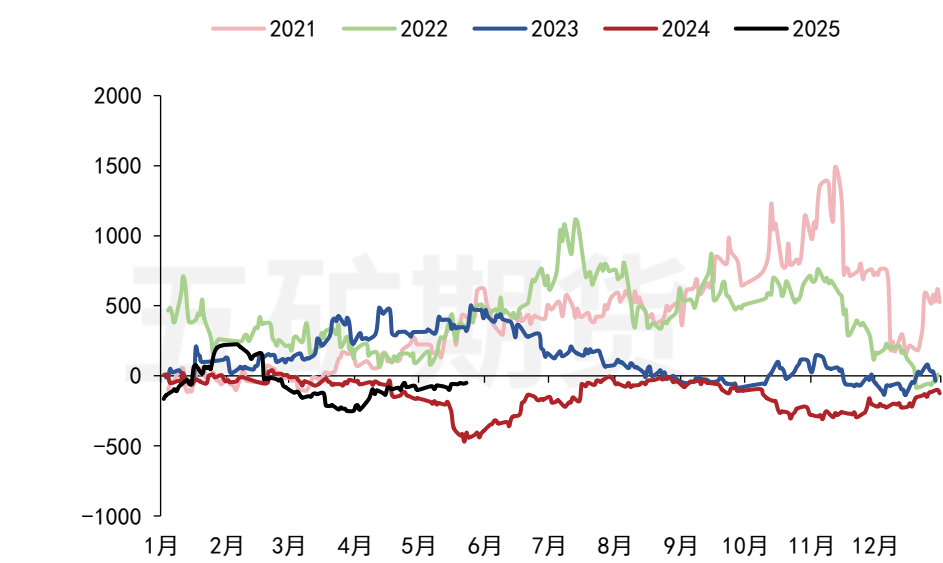
期现市场

图2：不锈钢期现价差（元/吨）



资料来源：WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

图3：连1-连3月差（元/吨）



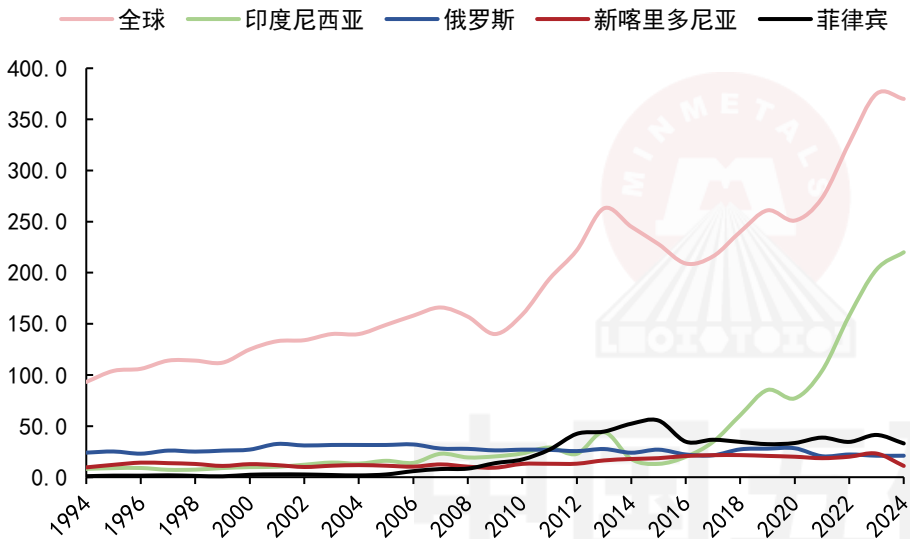
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

年初不锈钢市场预期较好，盘面最高升水300元/吨。4月后受关税冲击，盘面大幅回落，平均基差走扩至+300元/吨。近期基差出现一定回落，反映极端情绪逐渐退潮。

03

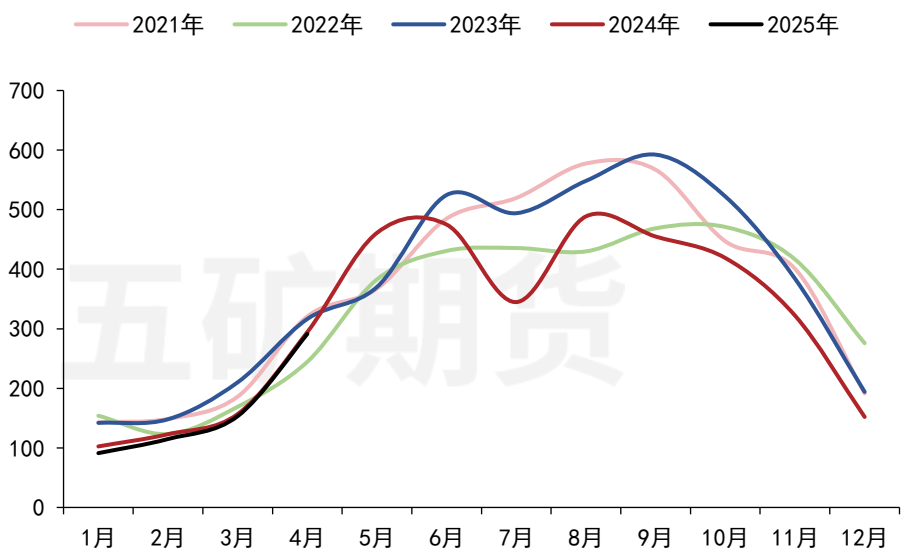
成本端

图4：全球镍矿产量（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

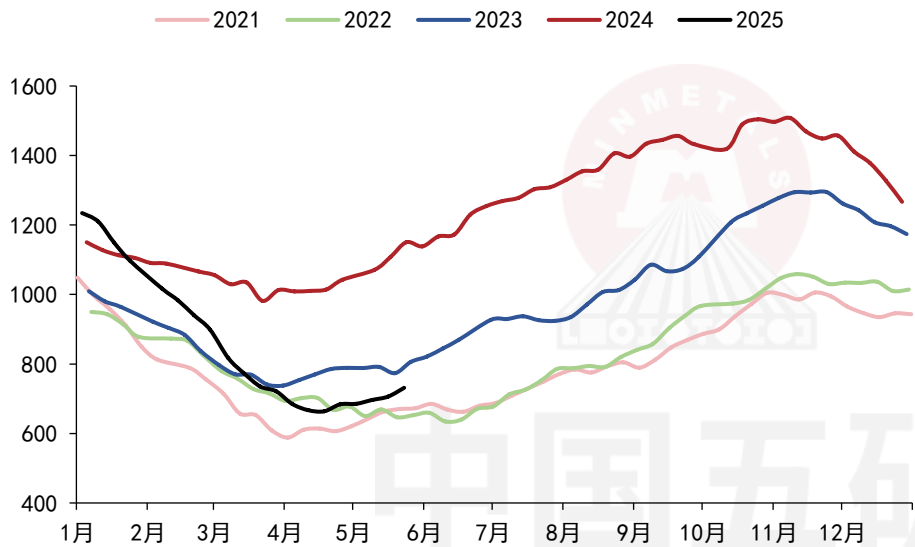
图5：镍矿进口量（万湿吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

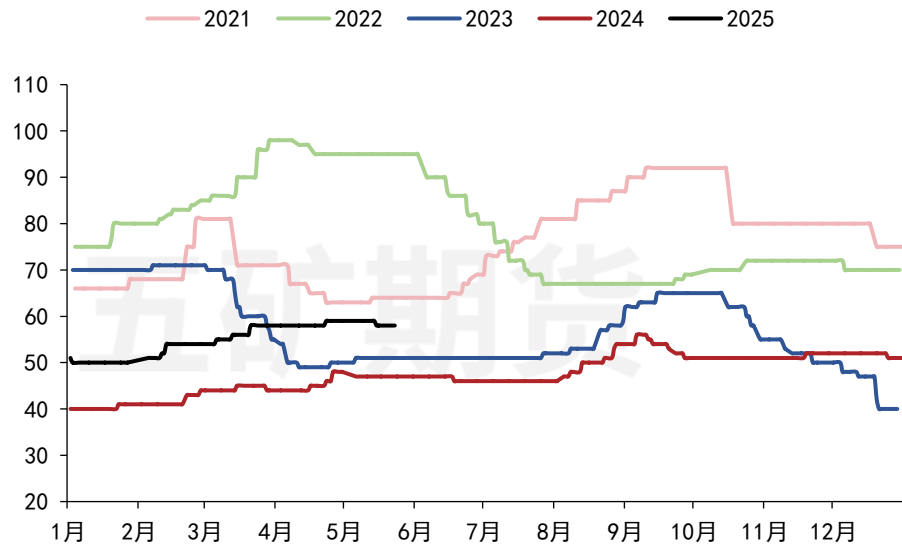
2024年全球镍矿产量370万金属吨，同比-1.33%，其中印尼镍矿产量220万金属吨，同比增长8.37%，产量占比达到了59.46%，同比增加了5个百分点，印尼镍元素供应维持稳定增长。进口方面，印尼实施镍矿出口禁令后，国内镍矿进口主要依赖菲律宾。2025年1-4月我国镍矿进口量650.80万湿吨，同比-3.83%，其中77.96%的镍矿来自菲律宾。

图6：镍矿港口库存（万湿吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

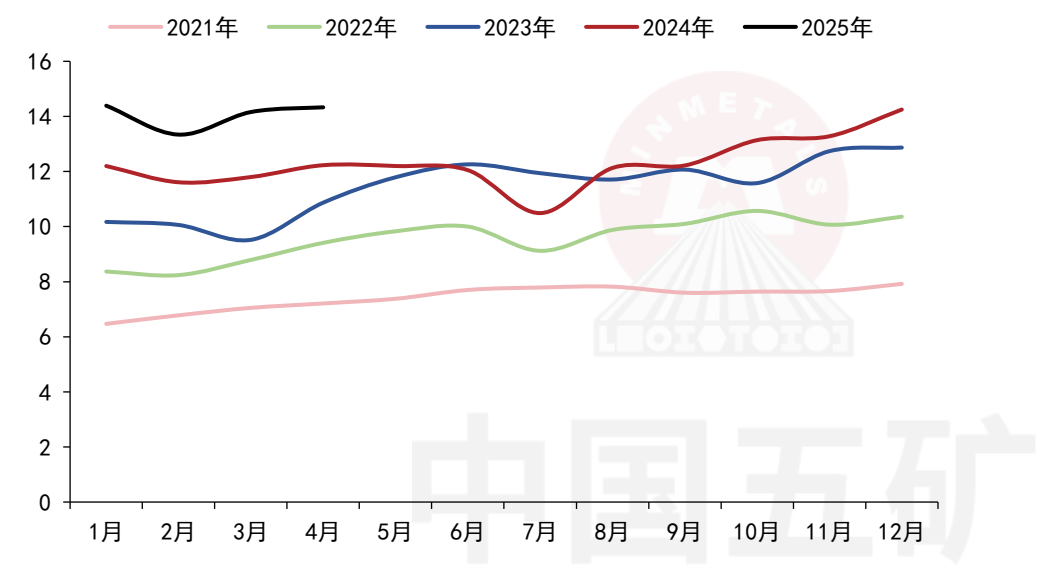
图7：菲律宾产1.4%Ni红土镍矿CIF（美元/湿吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

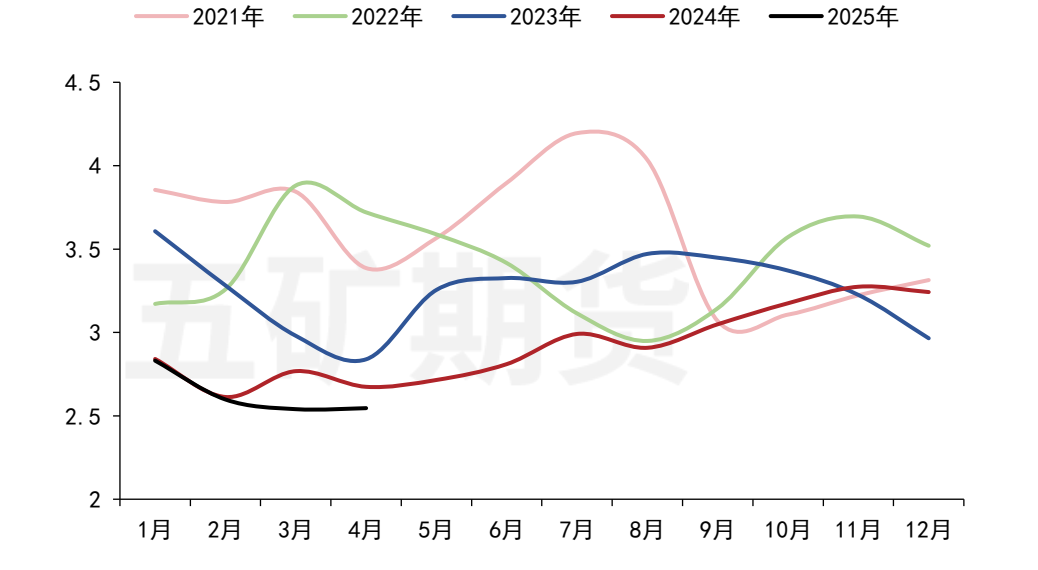
截至5月30日，港口库存731.5万湿吨，同比大幅下滑36.42%。矿端维持偏紧节奏，矿价相对坚挺，菲律宾1.4%红土镍矿CIF均价58美元/湿吨。成本上，菲律宾不同矿山之间的成本差异主要在于到码头的运输距离。据钢联等，菲律宾1.5%镍矿的平均生产成本近年来稳定在25美元/吨附近，而低镍矿成本约13-15美元/吨，菲律宾国内海运费稳定于13美元/吨附近，综合考虑菲矿成本支撑位约40美元/吨(1.5%，CIF)附近，矿端存在较大利润空间。

图8：印尼镍生铁月度产量（万金属吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

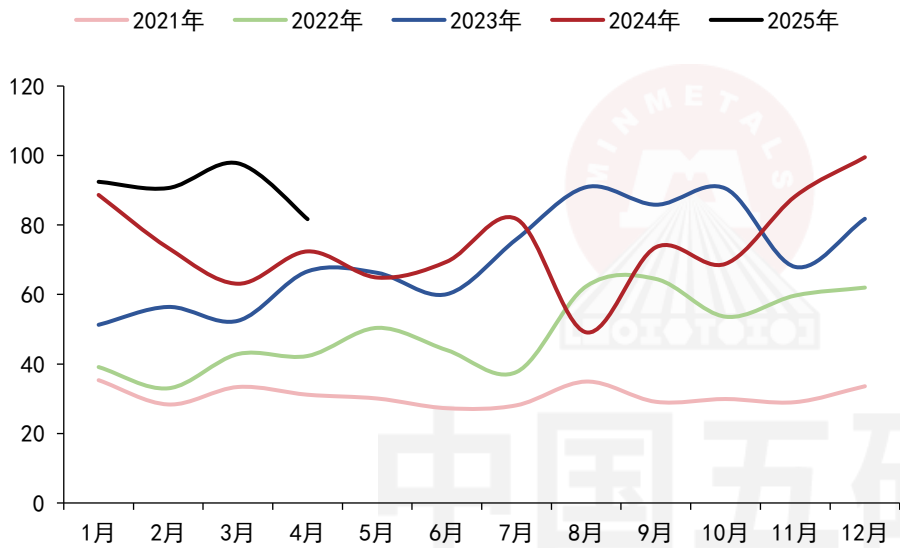
图9：国内镍生铁月度产量（万金属吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

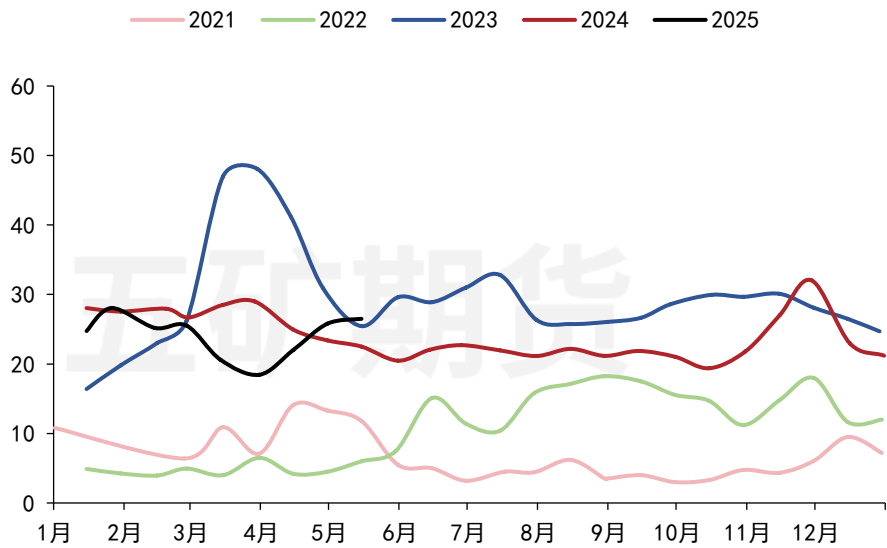
镍铁方面，国内镍铁产能逐年出清，4月国内镍生铁产量2.55万金属吨，同比-4.79%；1-4月国内镍生铁产量10.52万金属吨，同比-3.50%。4月印尼镍铁产量14.33万金属吨，同比+17.17%；1-4月印尼镍生铁产量56.22万金属吨，同比+17.52%。印尼换届政府延续佐科的资源民族主义政策，继续扩大镍元素中下游产业布局。下半年印尼或将维持生产节奏，预计全年印尼镍生铁产量达173.45万吨。

图10：镍铁进口量（万吨）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

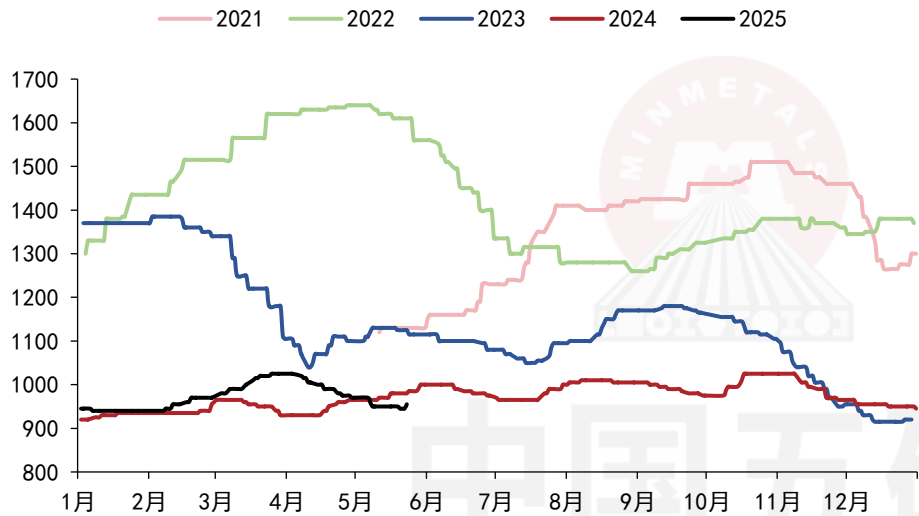
图11：中国主要地区镍铁库存（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

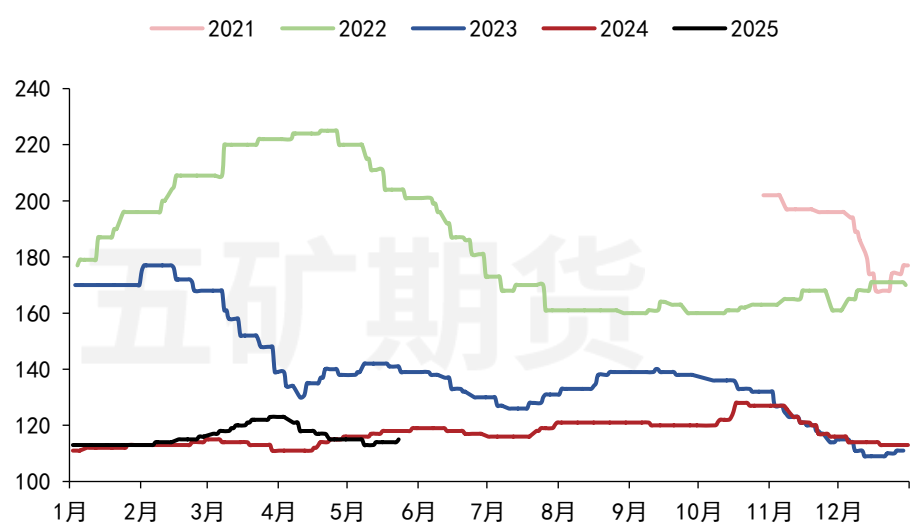
2025年4月我国进口镍铁81.69万吨，环比-16.44%，同比+12.83%；1-4月我国累计进口362.54万吨，同比+21.84%。一季度镍铁进口量处于历史高位，4月受宏观悲观预期以及快速累库影响出现下滑。4月以来不锈钢厂对高价镍铁接受度有限，下游需求不振，镍铁重新开始累库，截至5月30日，中国主要地区镍铁库存达26.5万实物吨，处于同期历史新高。

图12：7%-10%高镍铁含税价（元/镍点）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

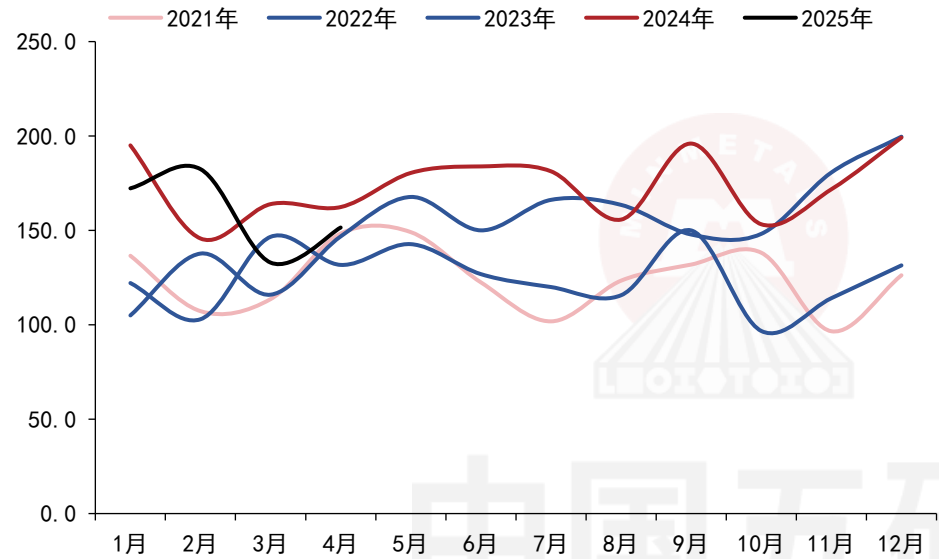
图13：镍铁FOB价格指数（美元/镍点）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

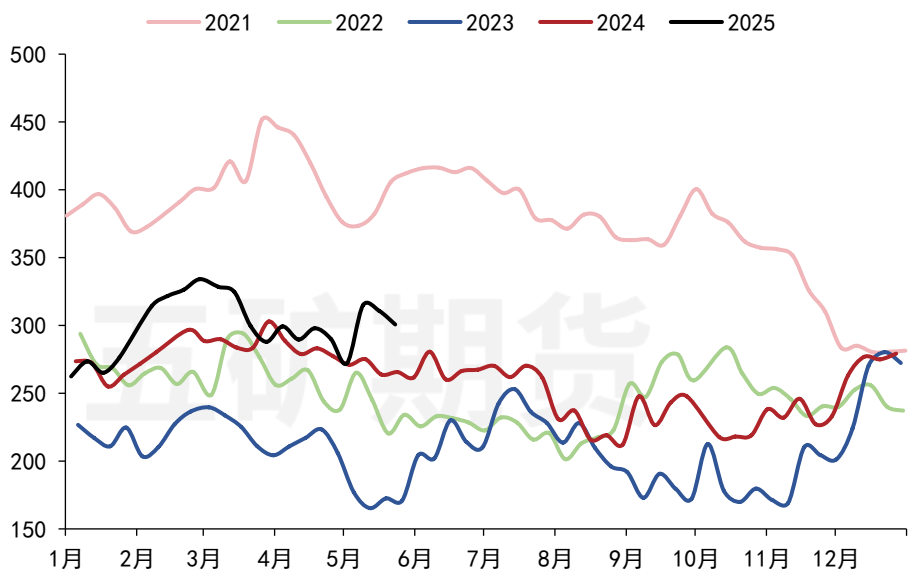
上半年镍铁呈现“先扬后抑”的走势，4月受矿价影响持续走高，5月则回落至历史相对低位，矿价坚挺导致国内铁厂持续亏损。不锈钢生产动力不足，库存的堆积仍将压制镍铁上方空间，预计镍铁将维持1000元/镍的价格区间波动运行。

图14：铬矿进口数量（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

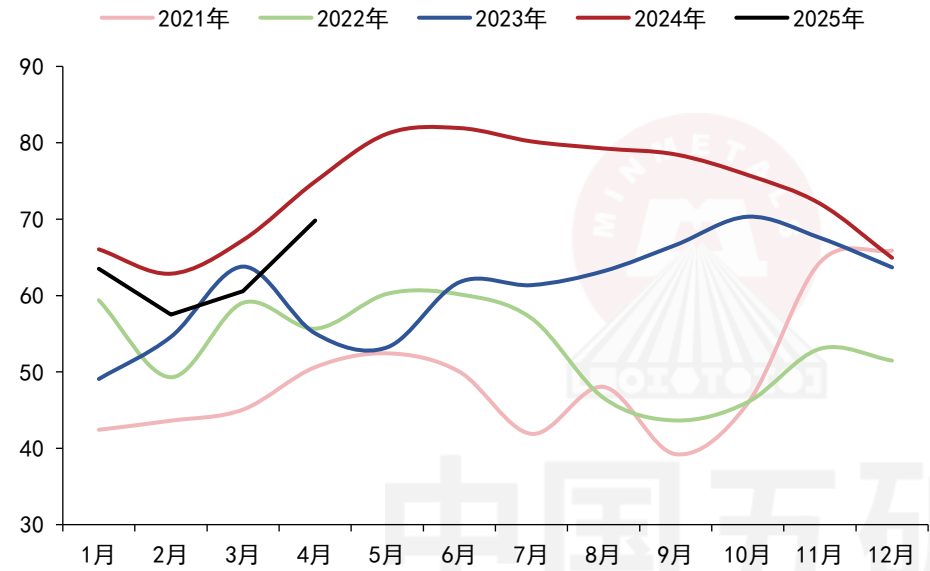
图15：铬矿港口库存（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

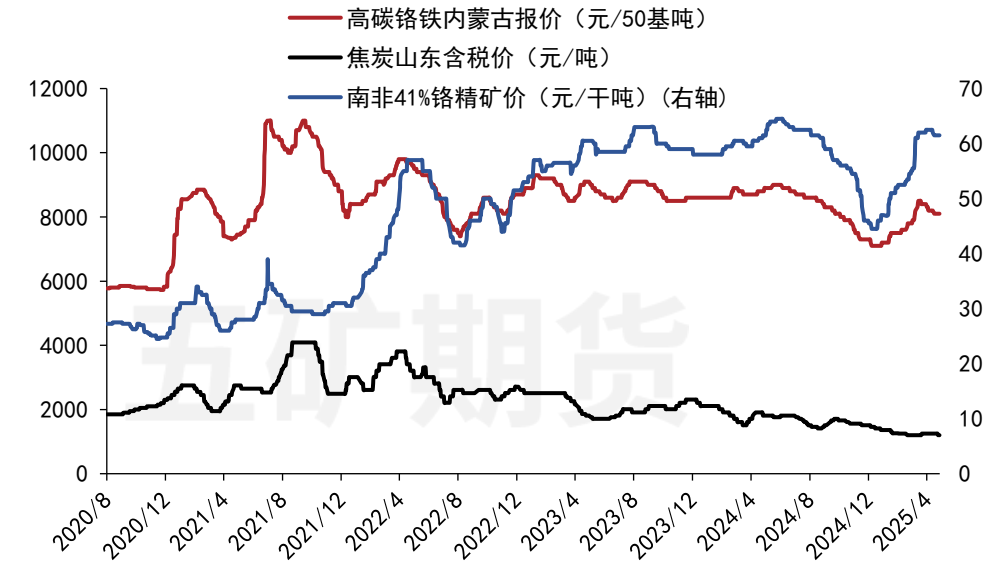
铬矿方面，全球铬矿主产区产量较为稳定，但南非因Eskom限电及德班港运输延迟问题，一季度发运受限，导致短期供应收紧。而海外矿商加速执行高价长协订单，持续保持稳定发运节奏，导致国内未出现明显的供应缺口。二季度南非铬矿出口逐步恢复，市场供应转向宽松。据SMM调研，近月来国内高碳铬铁钢招价格持续处于低位，在此情形下，国内铬铁厂家生产意愿低迷，开工率不足，对铬矿的需求随之回落。预计下半年铬矿港口库存将稳定在300万吨左右。

图16: 高碳铬铁产量（万吨）



资料来源: MYSTEEL、五矿期货研究中心

图17: 铬铁链价格走势



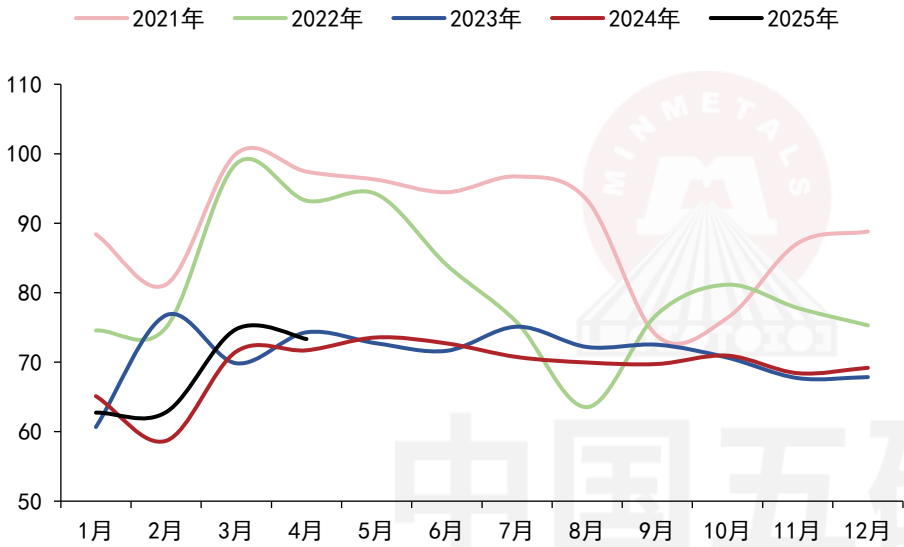
资料来源: MYSTEEL、五矿期货研究中心

尽管国内铬矿呈现供需错配的局面，国际矿价却因主产国出口受阻，导致报价年内最大涨幅达38%，从而带动铬铁报价跟涨。然而面对钢厂需求不足的情况，钢招价格难以跟随报价上涨，导致铬铁厂家仍处于成本倒挂的状况，部分工厂选择减产或转产低碳铬铁。进入5月后，铬铁市场呈现明显的“原料强、产品弱”分化走势。虽然南非铬矿报价仍维持在高位区间，但国内高碳铬铁跌幅却超过了3%。这种背离走势充分暴露出当前铬铁产业链的困境，上游矿商凭借资源垄断优势维持高价，而下游不锈钢厂因需求疲软持续压价采购，导致中游铬铁生产企业陷入“两头挤压”的尴尬境地。矿权被海外主导的背景下，产业弱势局面短时间内难以改变，预计下半年铬铁价格将震荡下行至年初低点附近。

04

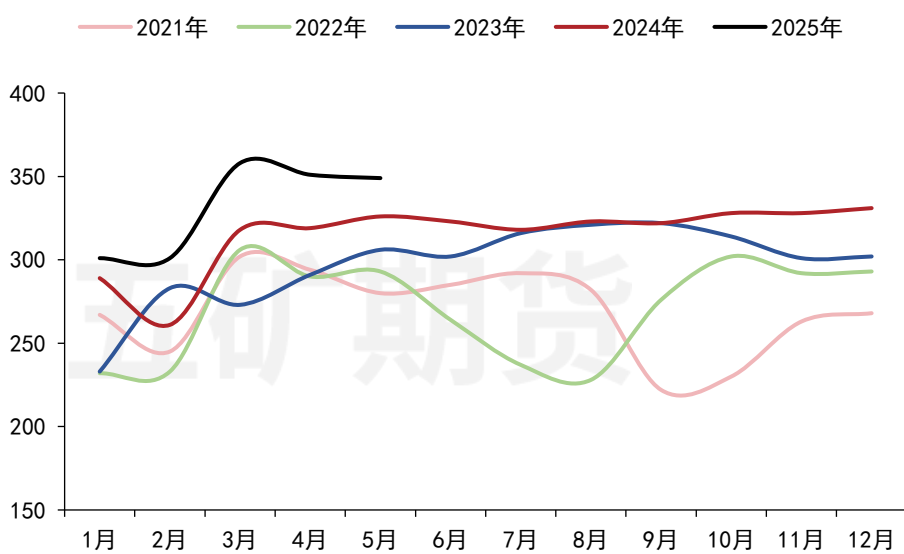
供给端

图18：不锈钢月度开工率（%）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

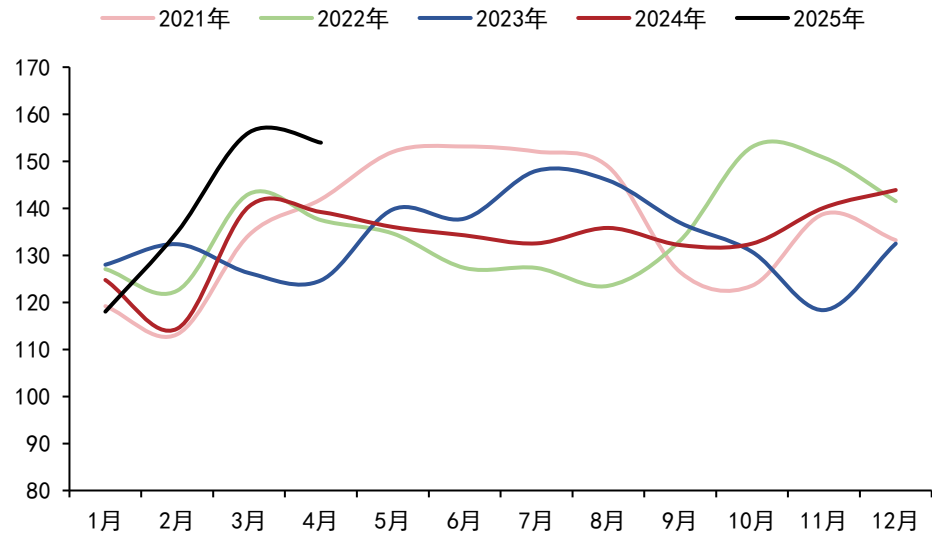
图19：国内不锈钢粗钢月度产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

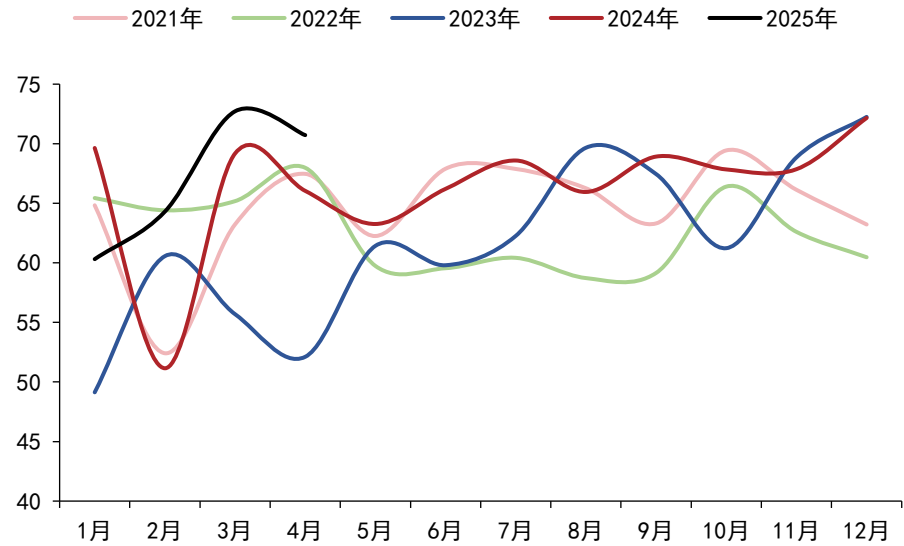
2025年上半年国内不锈钢产量创下历史新高，钢厂亏损程度相比往年进一步扩大。4月国内钢厂开工率小幅下行，达73.33%。5月国内不锈钢粗钢产量349万吨，环比减少2万吨，1-5月累计产量达1660万吨，同比增9.72%。2025年新产线持续投产，不锈钢产量再创新高，对行业生态造成了一定破坏。受成本和需求的双重压力影响，部分钢厂开始主动减产检修，对于不锈钢市场有一定提振。预计全年不锈钢产量达3975.3万吨。

图20：300系不锈钢粗钢产量：33家钢铁企业（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

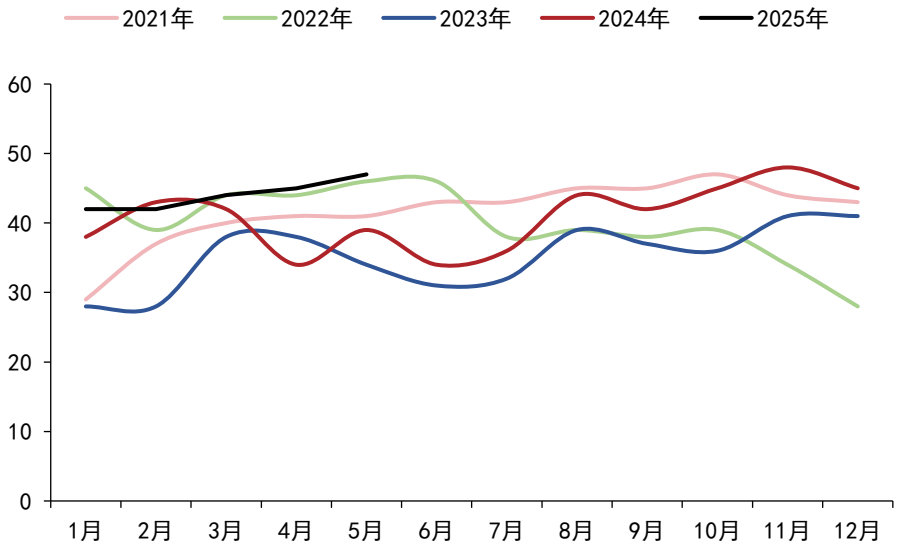
图21：300系冷轧不锈钢产量：33家钢铁企业（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

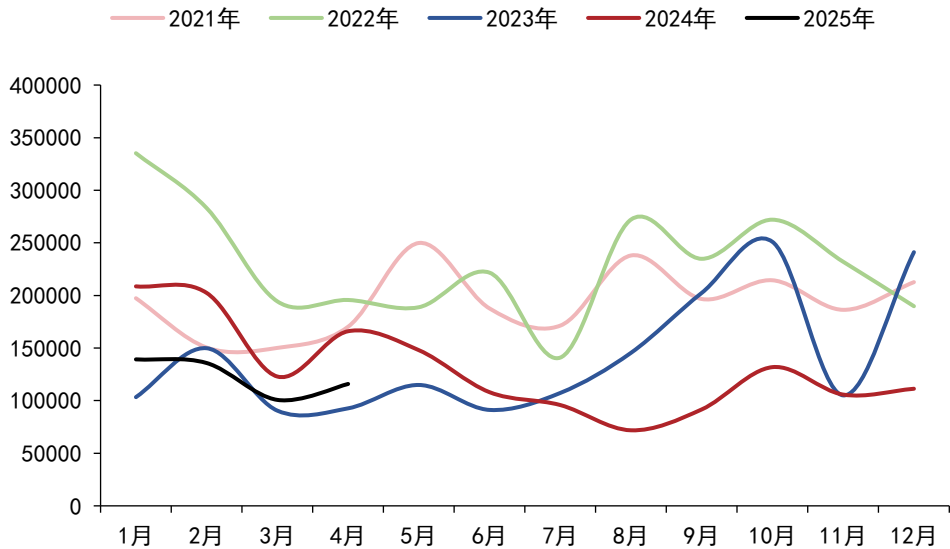
4月300系不锈钢粗钢产量达153.95万吨，同比上涨10.60%；4月300系冷轧产量70.72万吨，同比上涨4.25%。1-4月300系冷轧产量达268.05万吨，同比增长4.70%。

图22：印尼不锈钢月度产量（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图23：中国进口印尼不锈钢数量（吨）



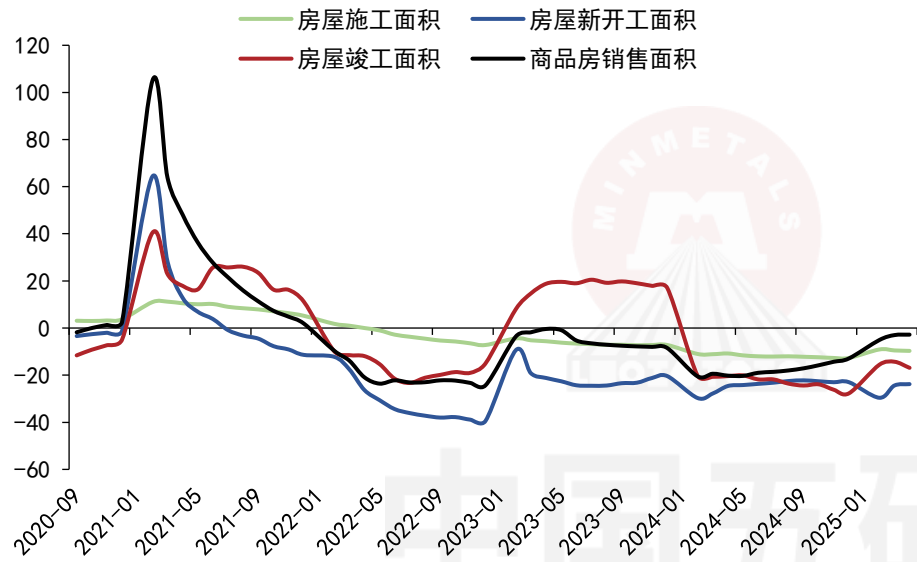
资料来源：SMM、五矿期货研究中心

印尼不锈钢产量稳定上升，5月印尼不锈钢月度产量47万吨，同比增长20.5%。1-5月累计产量达220万吨，同比增12.24%；1-4月我国自印尼不锈钢进口量达49.16万吨，同比减少29.77%。

05

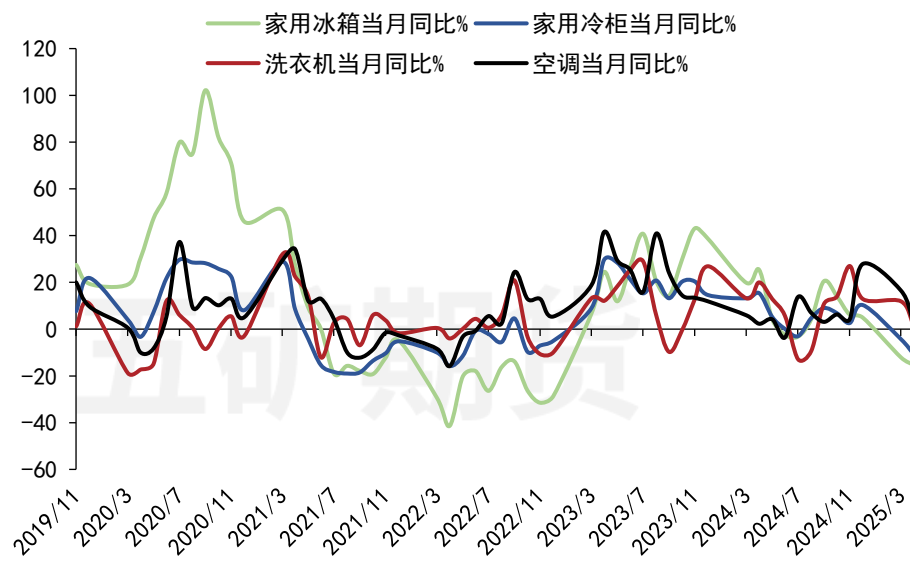
需求端

图24：房产端数据累计同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

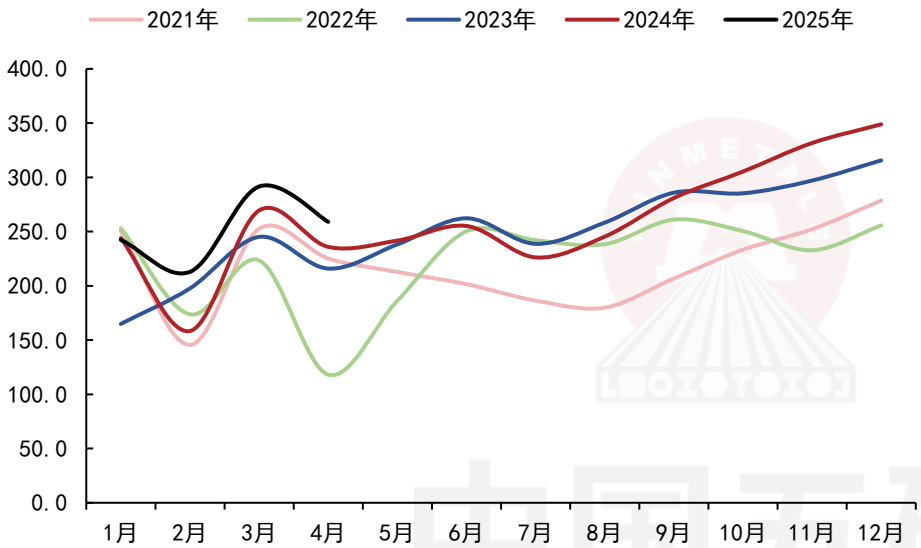
图25：家电产量当月同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

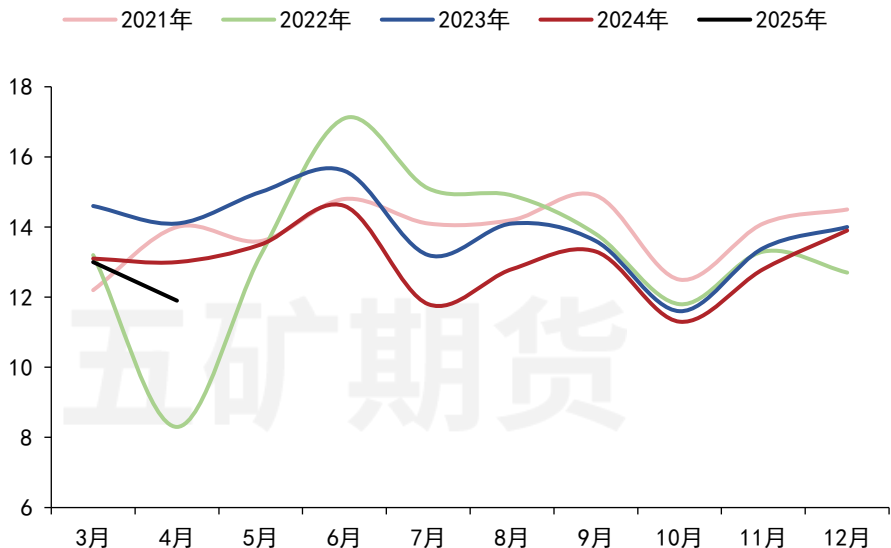
- 1、需求端，地产数据同比出现一定好转，但依旧延续负增长趋势。2025年1-4月，商品房销售面积28,261.74万平方米，同比下滑2.8%；10月单月，商品房销售面积为6,392.39万平方米，同比下滑2.91%。4月施工面积/新开工面积/竣工面积/销售面积累计同比分别为-9.7/-23.8/-16.9/-2.8%。
- 2、家电方面，家电产量趋势出现分化。受益于国补政策刺激，2024年同期冰箱、冷柜数据基数较高，同时渠道库存持续攀升，企业排产计划倾向保守，空调和洗衣机则维持一定增长趋势。4月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为-15.3/-10.7/1.6/2.6%。

图26：汽车销量（万辆）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

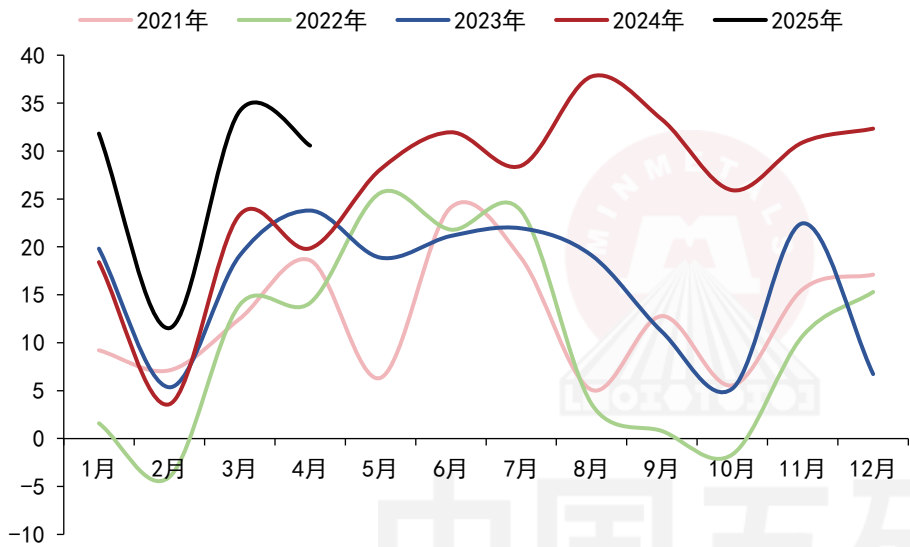
图27：电梯、自动扶梯及升降机产量（万台）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

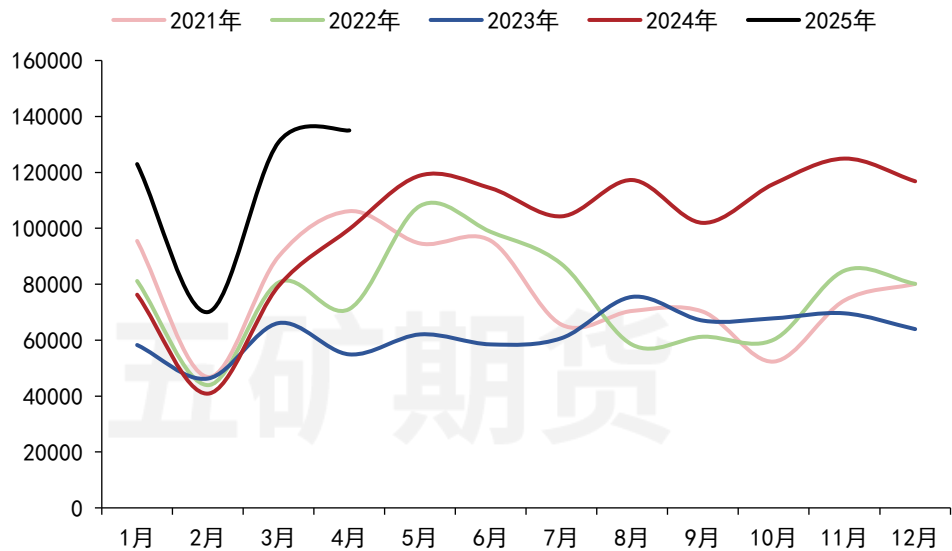
- 1、2025年4月，汽车销量258.96万辆，同比增长9.78%。2025年1-4月汽车累计销量1005.72万辆，同比增量98.10万辆，增长10.81%。2025年4月，新能源车销量122.55万辆，同比增长44.2%。2025年1-4月新能源汽车累计销量429.77万辆，同比增量135.90万辆，增长46.24%。2025年1-4月新能源汽车占新增量比例达到42.73%，同比增长3.13个百分点。新能源汽车依旧维持高增长态势。
- 2、2025年1-4月电梯、自动扶梯及升降机总产量24.9万台，同比下降4.6%。地产为电梯行业最大的下游应用领域，电梯产销量与竣工数据相关性较强。从建筑时间来看，常规地产项目从新开工至竣工验收通常需要2-3年的时间，而地产端新开工数据从2020年开始下滑，新开工数据的弱势将逐步传导到竣工端，2024-2026年竣工端数据将面临一定压力，从而影响新梯市场销售。

图28：不锈钢净出口数量（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图29：不锈钢出口东南亚数量（吨）



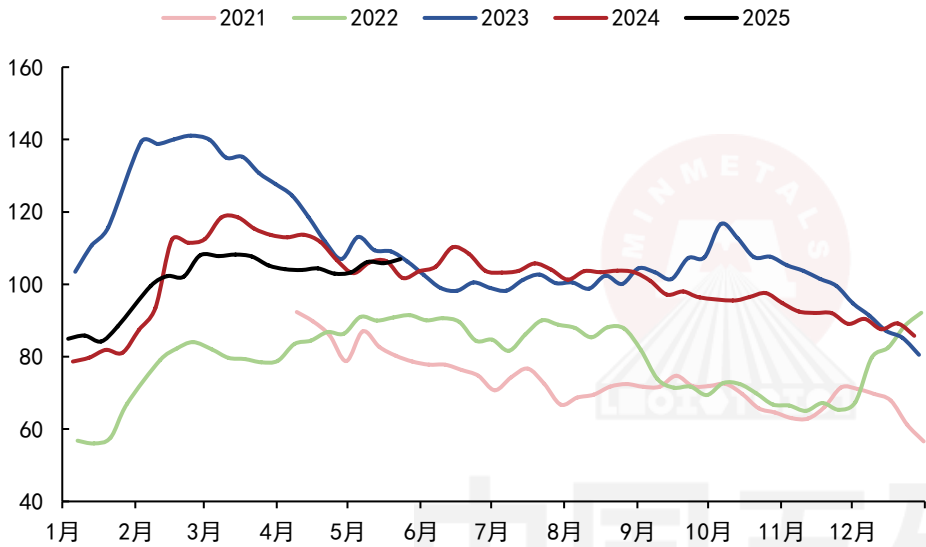
资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

外需方面，2025年1-4月，中国不锈钢进口总量为59.3万吨，同比减少26.09%。其中，中国自印尼进口不锈钢总量为49.16万吨，同比-29.77%。1-4月，中国不锈钢出口总量为167.38万吨，同比增加15.1%。其中，中国出口东南亚不锈钢总量为45.88万吨，同比增长54.9%。1-4月，中国不锈钢净出口总量为108.09万吨，同比增加42.89万吨，增幅65.78%。上半年不锈钢“抢出口”现象较为明显，但依旧难以掩盖内需不足的问题。美国政府频繁调整关税政策，引发市场不确定性，可能促使贸易商加快大宗商品流转以规避风险。在此背景下，预计下半年不锈钢出口订单将保持旺盛态势，这将在一定程度上减轻国内市场的库存压力。

06

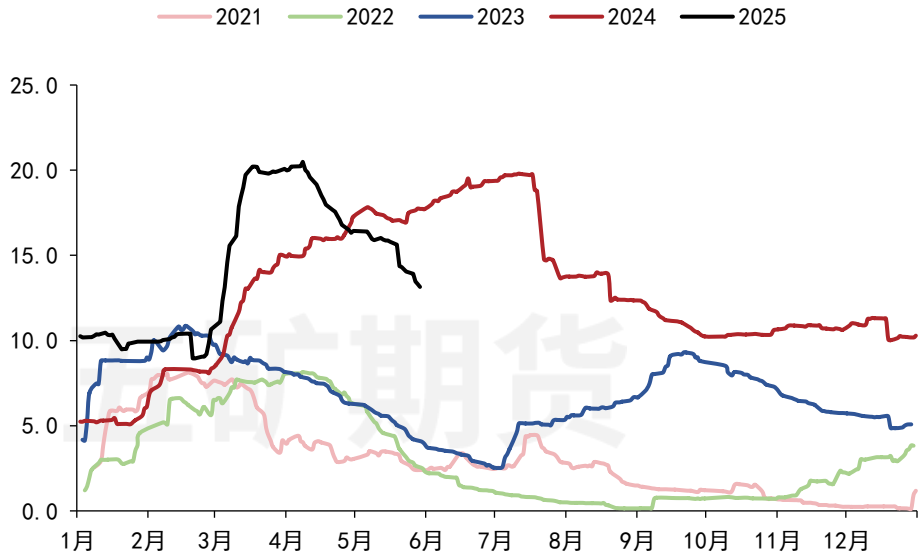
库存

图30：不锈钢社会库存:78家样本企业（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

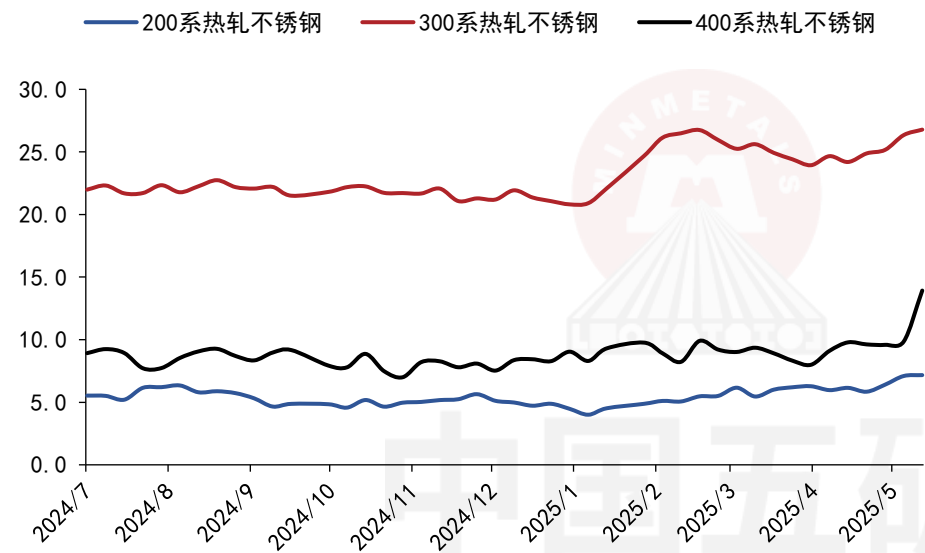
图31：不锈钢期货库存（万吨）



资料来源：上交所、MYSTEEL、五矿期货研究中心

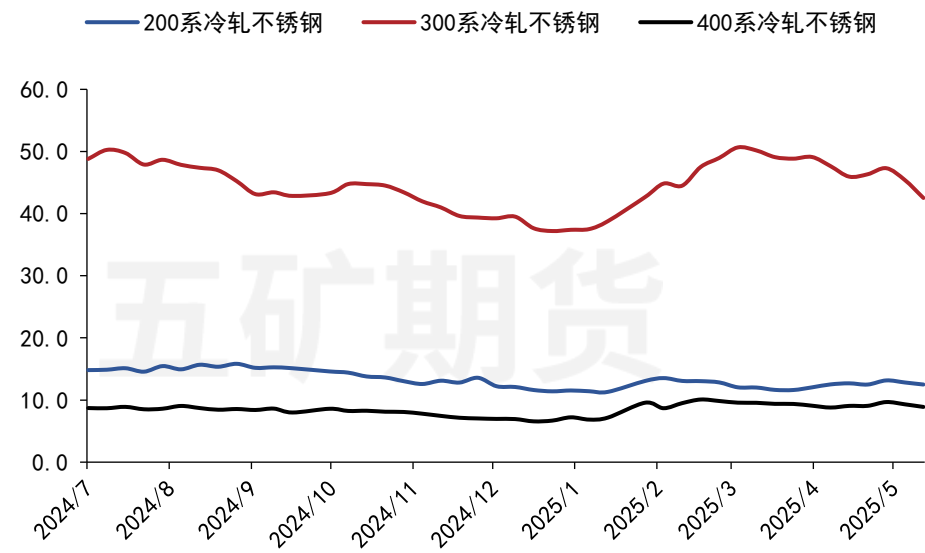
2025年上半年不锈钢社会库存处于相对高位，需求不振下整体去化不明显，MYSTEEL口径社会库存总量为106.96万吨，其中300系库存65.98万吨。总体排产量继续下降，市场低价资源逐渐增多却未见明显去化，若下游终端需求无法及时消化库存，供需矛盾将进一步加剧。截至5月29日，不锈钢期货仓单库存量13.16万吨，较去年同期减少4.49万吨。2月底各大钢厂进入春节休假状态，不锈钢市场出现仓单短缺情况，多头资金试图抓住短暂的供需错配窗口，布局2503-2505正套。然而随着多单的不断建立，钢厂立即加急生产并将存量货源用于注册仓单，3月底仓单大幅增长至接近20万吨，多头不再具备流动性紧张的有利条件，03合约的交割风险溢价有所下降。节后随着钢厂的逐渐开工，03-05正套开始回落，仓单数量逐渐减少。

图32：89家样本企业热轧库存（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图33：89家样本企业冷轧库存（万吨）



资料来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

截至5月23日，MYSTEEL口径200/300/400系库存分别为7.17/26.78/13.92万吨，300系库存经历一季度去库后，4月基本面开始恶化，重新累库至年初高点，下游主要表现为旺季不旺，消费欲望不足，更多依靠刚需采买。当下市场对未来信心不足，钢厂被迫减产检修，预计下半年库存维持缓慢累库趋势。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

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。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博