

## 不锈钢：强政策预期下，不惧短期回调

近两个月处于政策大幅转向和发力阶段，造成了基本面和宏观面的分化。前期政策不及预期，在基本面偏弱的格局下，不锈钢以及黑色系品种出现大幅下跌，创下年内新低。但在央行、政治局以及财政部会议过后，虽然产业基本面仍然处于弱现实，但市场交易重心更加偏重宏观，市场出现大幅的上涨。虽然不锈钢市场的期货和现货价格近经历了小幅反弹，期货价格从 1.3 万元上涨至 1.41 万元左右，交割品牌的现货价格也从 1.34 万元上涨到 1.39 万元，但与年中的高点相比仍存在差距。

展望未来宏观经济展望，市场的交易重点在于地产企稳的政策预期。前期黑色系品种整体处于低估值，不锈钢价格也创年内低位。但财政的新闻发布会，将化债和提供政府杠杆列为首位，未来地方政府的化债支持力度将不断加大。去年财政部安排超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，预计本次规模将继续增加。在宏观预期的推动下，价格总体脱离前期的低位。未来随着以旧换新政策的刺激、特别国债收储以及部分基建落实，将会推动地产相关产业的补库需求，推动整体下游需求的改善。短期市场底部有小幅支撑，虽然现在进入政策落实期，具体化债额度等待 11 月份人大常委会的正式批准，市场有所回调，但并不意味上涨行情的结束，本轮政策力度将远大于以前，同时海内外降息的共振，预计中长期偏强格局不变。

图表 1：行情分析



数据来源：Mysteel、IfinD、华安期货研究院

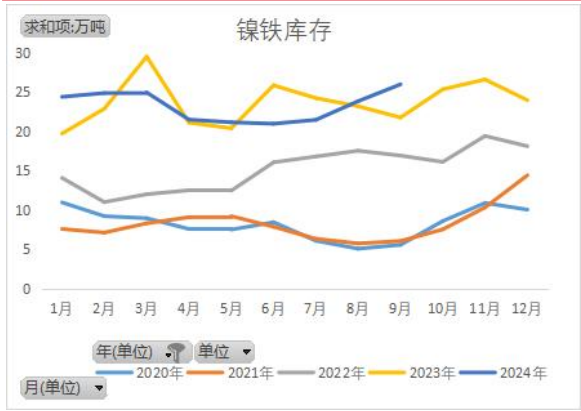
## 镍铁：印尼产能不断加剧，镍铁高价难以维持

当前镍铁价格处于周期性高价位置，部分供方报价已至 1040-1050 元/镍（到厂含税）较上月上涨 50 元，原料底部支撑作用加强。镍铁出厂价的大幅提高，使得国产镍铁即期利润经历连续多月的亏损得到喘息。虽然短期内镍铁价格挺价，但持续性仍然存疑。首先，海外印尼的镍铁的产能不断扩张，依据最新的海外印尼镍铁厂的新增投产计划表明，镍铁冶炼项目样本 52 个，其中涉及的 BF/EF/RKEF 投产条数合计 249 条，月内新增产线 4 条。其次镍铁的进口量不断增加，1-9 月份镍铁精炼量同比增加 6%，来自印尼进口量增幅在 9.4%，海外供给维持在高位。而在下游不锈钢钢厂的排产计划中，受到整体房地产的底部运行，未来

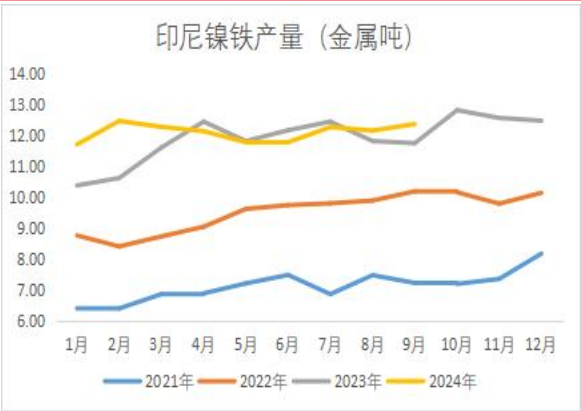
钢厂的需求总体维持当前水平，大幅增加的可能性不大。

展望未来镍铁市场价格，当前印尼镍铁厂的产能仍处于扩张阶段。印尼镍矿新配额再次获批 1600 万湿吨，镍矿（RKAB）已审批通过约 2.6 亿湿吨量级，但预计镍矿消耗量约 2.2 亿湿吨，成本端小幅过剩，产业基本面的弱现实短期难以改变。未来随着印尼镍铁产业的产能扩张，镍产业链的上游镍铁价格重心维持高位的可能不大。

图表 2: 镍铁库存



图表 3: 印尼镍铁产量持续增长



资料来源：钢联；同花顺iFind；华安期货研究院

### 库存持续小幅去库

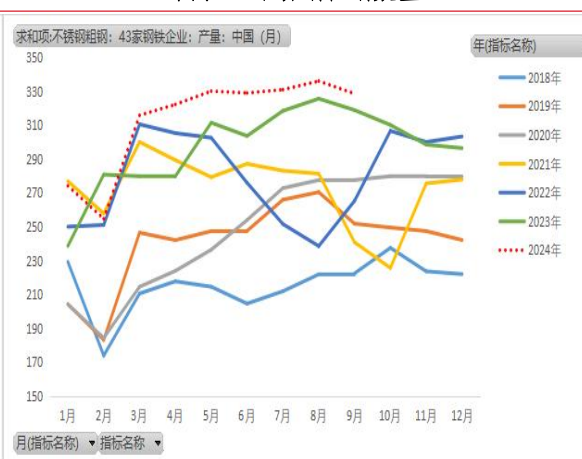
三季度时不锈钢期限结构呈现 Contango 结构下跌，社会库存整体呈现隐性化，仓单量从最高 19 万吨下降到 13 万吨左右，显现库存逐渐转化为隐性库存。库存准建从交易所的交割库转移到上游钢厂和下游贸易商和生产商手中。社会库存的隐性化转移不一定是下游需求转好的表现，而是现货价格普跌的背景下，市场参与者面临库存贬值风险，因此愿意低价卖现货。但进入 9 月份末以来，受到宏观政策和以旧换新的推动，无论显现还是隐性库存均呈现小幅去库，叠加下半年海外市场需求量有所增长，四季度的社会库存整体有所好转。

展望四季度的市场，由于不锈钢和镍产业链整体仍然较弱，基本面除了镍铁报价偏高外未出现明显改善，仅仅依靠宏观面的驱动，会造成价格短期内的大幅波动。但中央对地方财政化债支持和赤字支出扩大，有利于缓解地方财政的压力，促进社会的有效需求改善。同时原料端镍铁报价高企，部分钢厂利润的压缩，将继续促进钢厂的减排计划。在社会库存并不过剩，商品价格估值较低下，一旦出现政策面的利多消息刺激，将会猛烈的推动价格的整体的上涨。因此在价格低位下需要谨慎再次追空。

图表 6: 不锈钢社会库存



图表 7: 不锈钢粗钢数量



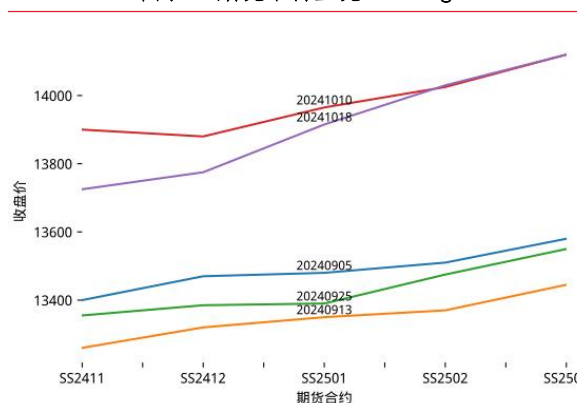
资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

### 期限结构，基差关系

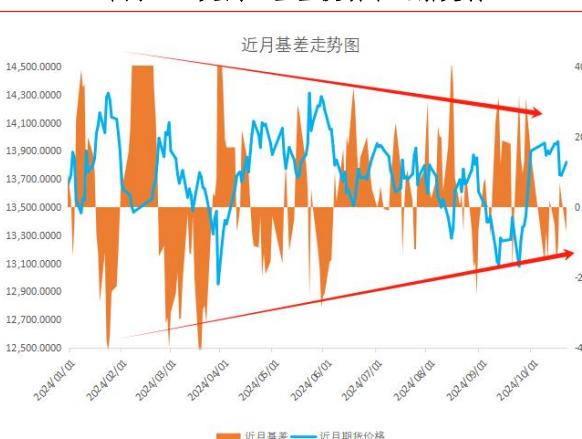
近几个月内，基差升贴水维持在上下 200 元波动。在不锈钢的交割机制中，考虑运费、仓储费用，基差在正负 200 元附近处于平水状态。从基差角度来看，期货价格的估值合理，并未出现大幅价值的偏离。基差波动变小，也反映期货和现货市场参与者的对于未来行情观点的一致，分歧不大，导致近期在不锈钢品种未出现较大的套利机会。另一方面，从期限结构来看，9 月以来市场呈现 Contango 结构的上涨和下跌，同时跨期价差维持在较小范围内。

展望未来市场，当前大宗商品资金情绪短暂消退，不锈钢在压力位遇部分获利盘抛压。节前离场的持仓，节后回归比例较低，反映在持仓量上即总持仓的相对低位。总体来看，无论是期现和跨期的套利的机会均比较少，市场行情整体较小。

图表 4: 期现结构呈现 contango



图表 5: 交割品基差波动率逐渐变弱



资料来源：同花顺iFind；华安期货研究院

### 未来市场展望

宏观周期已渐起，随着降息和降准的落实，短期国内和国外市场的信贷和资金将逐渐宽松，有利于制造业的恢复和发展。同时中央对于地方财政化债和加大赤字支出有利于产业脱离弱现实的预期，提高社会的有效需求。但是在高产能以及库存下，未来市场的发展将不会一撮而就。首先产业端的悲观短时间内难以被宏观向好的预期扭转。真实有效需求的改善缓

慢的，从政策出台，资金落实到形成实物，需要较长的时间。只要下游拿货需求不足，近月合约价格仍然面临挑战，仍然压制大宗商品价格上涨的高度。但另一方面强预期渐起，一旦价格进入低估值区间，渐强的宏观政策和经济数据仍会推动价格大幅上涨，在宏观和现实分化下市场波动将短期内加大。短期内不锈钢市场向下空间不足，未来仍将偏强运行。

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

德累斯顿工业大学金融硕士，历任华安期货金融期货和黑色系板块分析师，熟悉宏观周期和黑色系期货板块研究分析和策略制定，多次担任交易所讲师，承接上期所研究课题，获得期货日报团队奖项。

#### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，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。