



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



不锈钢：弱现实弱预期下，道阻且长

成文日期：2025年06月25日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280号

徽商期货研究所
有色金属研究团队

戴瑞
锌镍不锈钢分析师
从业资格号：F3082828
投资咨询号：Z0018935

摘要

1、**核心观点**：2025年上半年不锈钢呈现“供应增长、需求疲软、库存高企”的表现，一季度在海外供应端扰动下，镍矿成本支撑上涨，二季度则因宏观扰动和出口政策影响下需求持续疲软下跌9.2%。特别是自4月美国“对等关税”发布以来，不锈钢产业链负反馈现象严峻，行业利润持续受到压制，结合当前原料价格走势、钢厂投产减产意愿以及需求端地产政策力度及出口关税变化，预计2025年下半年不锈钢供需将呈现“供应增速放缓、需求温和复苏、库存逐步去化”的态势。全年过剩压力边际将有所缓解，但结构性过剩仍存，还需依赖减产调节，后续重点关注成本端支撑走向及库存变化节奏。

2、**价格预测**：波动区间预计为12200-13500元/吨，下方受原材料核心成本支撑，上方受基本面过剩格局压制。

3、**操作思路**：单边上个人投资者宜顺势轻仓短线区间操作思路为主，不宜过分看空；产业投资者可择机逢高沽空套保，或在盘面贴水状态下逢低以虚拟库存置换现货库存思路操作。

4、**风险点**：宏观逻辑转换、中美关税博弈、印尼镍矿政策扰动、下游需求负反馈

一、行情回顾

(一) 盘面走势回顾：“对等关税”加剧产能过剩格局，价格屡破新低

一季度，不锈钢盘面呈现震荡上行走势，价格重心不断上移。1月在国内镍铁厂和钢厂的减产检修的背景下，市场到货量较少，现货成交转好，叠加印尼RKAB再度传出低于预期的审批额，引发市场镍矿供应担忧情绪，不锈钢价格重心逐步上移。2月春节长假之后，海外镍产业政策扰动频发，菲律宾参议院通过法案计划对矿物原料实施出口禁令，印尼政府要求出口商必须要在国家银行的特别账户留存100%的外汇，推升不锈钢原料镍铁价格持续反弹。3月，印尼镍矿政策直接从“量”到“价”转变，HMA计价方式调整和传出印尼政府对PNBP（非税国家收入）提出相关调整建议，抬升镍端成本，叠加雨季影响下镍矿价格坚挺，镍铁市场一度供需偏紧，不锈钢成本支撑进一步走强，同时现货方面，钢厂开盘价格持续调涨，不锈钢价格达到上半年价格高位，最高触及13690元/吨。

二季度，不锈钢受“对等关税”黑天鹅事件影响，持续运行于底部区间，价格重心逐渐下移，突破近三年新低。4月初，清明节期间美国发布“对等关税”，在10%基本关税的基础上继续加征关税，大超市场预期，商品市场多数风险资产遭受恐慌性抛售，金属板块全部跌停，盘面一度下破至12445元/吨。5月劳动节后，中美在多轮关税对峙后，逐渐释放缓和信号，同时中美日内瓦经贸会谈发布超预期联合声明，90天内暂停实施24%关税，金属板块整体收到提振，不锈钢在情绪带动下，一度向上修复至13120元/吨，但后面随着宏观利好情绪的消化，以及传统淡季背景下，需求持续萎缩，不锈钢社会库存维持高位，去化艰难，龙头钢厂受积压厂库影响，一度放开304冷轧最低限价，引发价格踩踏式下跌，达到近四年内最低点12370元/吨。

图1：不锈钢主连上半年行情（元/吨）

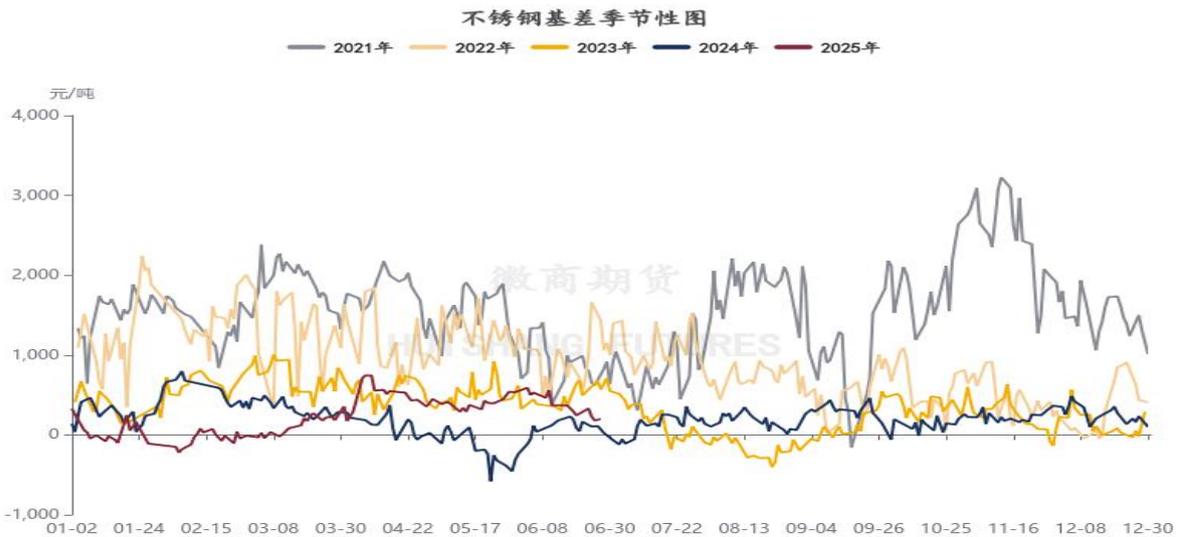


数据来源：徽商期货研究所、文华财经

(二) 基差分析：持续走强，现货升水期货，达到近三年历史高位

上半年不锈钢基差呈现出由负转正后的趋势，大部分时间运行于0轴线上，特别是在宏观“对等关税”的黑天鹅事件影响下，盘面情绪一度超跌，数次贴水现货价格，2.0冷轧不锈钢卷板基差处于近三年历史高位。其中，4月初达到近三年最高位，基差达到700-770元/吨左右，后面随着钢厂受实际需求萎缩及库存压力，现货价格持续下调，基差逐渐持稳于500元/吨左右徘徊。

图2：不锈钢基差季节性图（元/吨）



数据来源：徽商期货

数据来源：徽商期货研究所、同花顺

二、下半年行情驱动因素分析

(一) 原料成本：镍铁预期宽松，铬铁下跌趋势边际走弱

不锈钢生产中的核心原材料主要为镍铁和铬铁，其中镍铁约占 70%，铬铁约为 30%。

1、2025 下半年：镍矿价格短期持稳但偏紧矛盾逐步走弱，镍铁供应维持增量

镍元素一般主要通过“镍矿-镍铁-不锈钢”或“镍矿-高冰镍转产镍铁-不锈钢”路径将成本传导至不锈钢成材价格。镍矿方面，2025 年上半年，由于印尼雨季延续导致矿山出货受限，叠加 PNPB 政策以及 HMA 定价办法落地后，镍矿销售成本明显抬升，其中镍矿税率从固定的 10%调整为 14%-19%，镍铁税率从固定的 2%调整为 4%-6%，镍生铁税率由固定的 5%调整为 5%-7%。因此上半年镍矿供应整体相对偏紧，印尼和菲律宾升水持续上涨，直到 6 月中下旬，随着菲律宾雨季的结束，镍矿偏紧格局才有所缓解，菲律宾镍矿升水小幅下调，但印尼镍矿升水依旧高位持稳。截止 6 月 24 日，红土镍矿价格 1.8% (CIF) 平均价为 82 美元/湿吨，红土镍矿价格 1.8% (FOB) 平均价为 72 美元/湿吨，处于近三年历史同期高位，短期或将延续持稳运行，但随着下半年印尼镍矿新配额的下发以及雨季结束后矿山装载进度的恢复，镍矿供应紧张的矛盾将逐步走弱。

图 3：红土镍矿 1.8%平均价格（美元/湿吨）

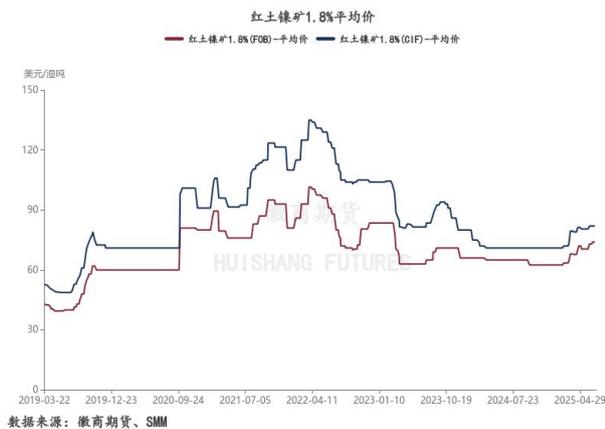


图 4：红土镍矿 1.8% CIF 季节性图



数据来源：徽商期货研究所、SMM

镍铁方面，2025 年上半年以来，在镍铁生产利润显著优于精炼镍生产利润的驱动下，印尼高冰镍生产电解镍产线持续向镍铁产线转化，据 SMM 数据统计，2025 年 1-5 月印尼镍铁产量同比增长 24%至 765 万吨，增幅 14.56 万吨。但随着 4 月以来，镍铁价格的持续走低，截至 2025 年 6 月 24 日，8-12%高镍生铁（出厂价）均价约为 915 元/镍点，较上半

年最高点（1030.5 元/镍点）下跌约 11.2%。印尼镍铁炼厂受利润持续下滑影响，5 月以来部分印尼炼厂有所检修和减产，据 SMM 数据统计，2025 年 5 月印尼镍生铁金属量为 14.14 万吨，环比下降 1.4%，但同比仍维持上升趋势，上升 15.89%。国内镍铁方面，在 2024 年国内镍铁厂受上下游压制亏损持续放大的背景下，大部分镍铁厂已停产或转产其他品种，仅有一小部分一体化铁厂仍在继续生产。因此，2025 年上半年，国内镍铁产量延续下降趋势，但相比往年降幅有所收缩，据 SMM 数据统计，2025 年 1-5 月，国内镍铁产量同比下降 4.6% 至 11.5 万吨，降幅 5500 吨。与此同时，中国镍铁 1-5 月进口同比增加 21.3% 至 55.7 万吨，增幅 9.8 万吨，其中主要进口量皆来自印尼。下半年来看，海外端仍有待投产项目，力勤 Harita 预计 2025 年内待投产 8 台设备，印尼华迪已于去年 5 月投产 4 台设备，仍有 8 台设备待投产，单设备扩产总量约为 1.2 万吨/年，预计下半年镍铁或将维持增量供应。

图 5：镍铁出厂平均价



图 6：印尼镍铁月度产量

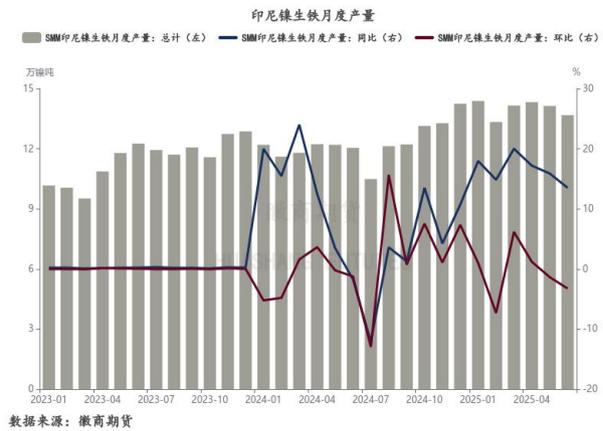


图 7：中国镍铁产量及月度开工率



图 8：中国镍铁月度进口量



2、2025 下半年：铬矿基本面矛盾缓和，铬铁维持弱势表现，下跌趋势边际走弱

2025 年上半年，铬矿和铬铁市场整体呈现价格弱势下行、供需错配的特征。

铬矿方面，年初受供应紧张推动上涨，上海市场南非精矿（Cr44%）价格从 1 月的约 47 元/吨度升至 4 月的 64 元/吨度（环比上涨 36%）。但 5 月起供需矛盾加剧，价格持续回落，6 月天津港南非 40-42% 铬精粉现货价跌至 58-63 元/吨度，环比降幅约 8%。主要原因在于供增需弱，据 My Steel 数据统计，铬矿进口量 1-5 月累计 829.09 万吨，同比微降 2.57%，但 5 月单月环比大增 25.38%，南非占比超 80%（161.16 万吨），而下游则维持采购谨慎，铬矿贸易商挺价意愿下滑，让价出货增多。下半年来看，随着中国铬矿进口量逐步上升，铬矿港口库存已逐步走出去库区间，预计铬矿价格短期内仍将偏弱运行，对不锈钢产业链成本支持延续弱势。

铬铁方面，2025 年上半年价格持续承压运行，需求疲软主导市场情绪，高碳铬铁均价从 4 月的 8300 元/50 基吨跌至 6 月的 7800 元/50 基吨，月度环比跌幅约 6%。截至 6 月 24 日，在铬矿成本支撑减弱及下游不锈钢厂压价采购的双重影响下，铬铁主流成交价弱势维持在 7700-7900 元/50 基吨区间。下半年来看，铬铁产量将延续逐月攀升趋势，据 SMM 数据统计，5 月达 75.31 万吨（环比增 3.79%），主产区内蒙古开工率超 78%，叠加海外印尼还有拟扩张的产能，整体供应压力显著，预计下半年铬铁价格维持疲软表现，但价格边际下跌空间将有所走弱。

图 9：国内主流港口（天津港）铬矿现货价格

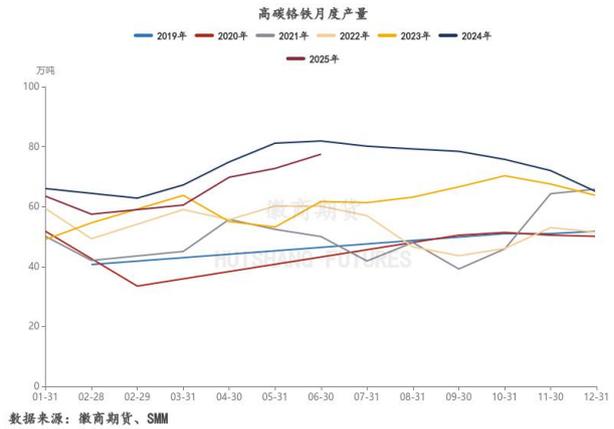
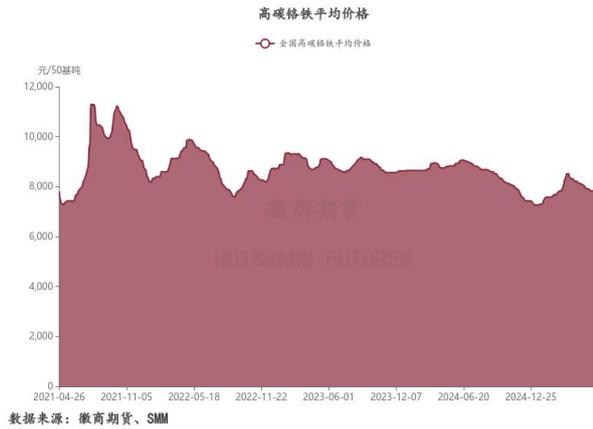


图 10：港口铬矿库存



图 11：中国镍铁产量及月度开工率

图 12：高碳铬铁月度产量



数据来源：徽商期货研究所、SMM、钢联

（二）供应：粗钢产量维持高位但边际有所改善，各系产量分化明显

2025年1-5月，中国不锈钢粗钢产量累计同比增长10%至1659万吨。其中：200系累计产量441万吨，同比增长10%，300系累计产量894万吨，同比增长11%，400系累计产量322万吨，同比增长5%。但自5月以来，受不锈钢终端需求持续萎靡影响，部分钢厂相继进行检修、减产。据My Steel数据，自4月开始环比回落，5月不锈钢粗钢产量为346.44万吨，环比减少1.46%，同比减少0.61%，6月排产量为336.23万吨，环比下降2.91%；7月排产量预计为316.55万吨，环比再降9.58万吨。分系来看，300系产量在经历前期转产减量后表现相对稳定，而此前增产较多的200系产量出现较为明显的下滑，主要由于此前钢厂集中转产导致供给短期快速上升，而下游需求却未能有效承接，产业链负反馈后，钢厂主动削减产量。

尽管短期产量和排产有所下滑，但考虑到三季度仍有多个不锈钢项目投产，（1）内蒙古经久不锈钢年产10万吨不锈钢冷轧带项目，预计6月底竣工，将快速释放产能；（2）青拓集团不锈钢中厚板项目，6月22日正式投产，年产100万吨3000mm中厚板不锈钢；（3）青山集团年产70万吨精密不锈钢板带项目，2025年初已在舟山投产；（4）印尼广青德1780热轧带钢生产线，2025年初已达产，日产量达13333吨；（5）弘毅新材料项目（广西梧州）预计7月投产，年产100万吨高端不锈钢制品。短期部分企业减产带来的边际改善，后续会被新增产能投产再度施压，叠加考虑到在镍铁和铬铁等原材料价格持续趋弱下，钢厂利润倒挂有所缓解，生产意愿或进一步恢复。预计下半年不锈钢供应仍将维持高位，但边际或有所改善。

图 13: 中国不锈钢粗钢产量



图 14: 冷轧 304 不锈钢生产毛利



数据来源：徽商期货研究所、同花顺、钢联

(三) 需求：内需关注政策后续投放力度，关税成外需主要变量

根据中钢协数据，2025 年 1-5 月不锈钢表观消费量 1,393 万吨，同比增长 5.68%，榆次同时 1-5 月产量同比增速为 10.15%，过剩格局明显。分各细分领域来看，依旧延续去年的“传统领域弱势、新兴领域亮眼”的差异化格局。

1、传统地产板块：投资数据持续收缩，政策对冲效果有限

2025 年 1-5 月房地产开发投资累计值 36,233.84 亿元，但增速逐月显著放缓，2 月同比增速达 52.8%，3 月降至 18.5%，4 月进一步回落至 17.6%，5 月仅增长 2.12%。投资动能的减弱直接抑制建筑装饰用不锈钢需求（如电梯、门窗、装饰管等），同时，地产资金到位率下降导致竣工端超预期下滑，也成为不锈钢需求的主要拖累项。尽管中央相继出台楼市刺激政策（如保障房建设预计带来 2,000 万吨增量），但上半年实际需求传导有限。2025 年 1-5 月商品房销售面积同比下滑 2.9%，新开工面积同比下滑 22.8%，竣工面积同比下滑 17.3%，导致不锈钢在地产后端应用量收缩明显，约收缩 5-8%。下半年来看，随着第三季度保障房建设的加速以及开工率的提升，超大城市旧改项目落地，建筑装饰管需求有望触底回升。但考虑到土地购置面积仍在探底，新开工滞后效应制约不锈钢增量，全年地产用钢预计收缩 5%。

图 15: 房地产开发投资、新开工、竣工累计同比

图 16: 商品房新开工、竣工、销售面积同比增速



数据来源: 徽商期货研究所、同花顺

2、机器设备领域: 制造业投资增速回落, 工程机械需求韧性凸显

2025年1-5月制造业PMI数值分别是49.1、50.2、50.5、49.0、49.5,整体呈现波动走势,3月短暂站上荣枯线(50.5)后近两月持续处于收缩区间,叠加4月美国对等关税出台,对不锈钢制品加征关税,进一步压制了出口导向型设备需求,出口订单持续减少,据海关总署数据显示,自4月后,机械设备类出口环比持续下滑,导致工业设备用不锈钢(如食品机械、石化容器)需求增量有限。值得注意的是,2025年上半年中国挖掘机销量成为亮点,1-5月累计销量10.17万台,同比增长17.4%。其中国内销量5.75万台(占56.5%),出口4.42万台(同比增21.4%)。设备更新政策推动下,挖掘机液压杆、工程机械结构件等300系不锈钢需求维持正增长。但需注意从4月起增速有所放缓(3月同比22.8%→5月17.4%),反映出政策红利逐步消化。下半年来看,机器设备领域预计增速将温和回落,国内方面,设备更新政策进入尾声,但“一带一路”基建项目(如川藏铁路)支撑工程机械需求,全年挖掘机用不锈钢需求维持8-10%增长。同时随着东南亚基建需求上升(1-5月对东盟出口增15%),也部分对冲了欧美关税压力。

图 17: 中国制造业 PMI

图 18: 中国出口金额: 机器、机械器具、电气设备及其零件

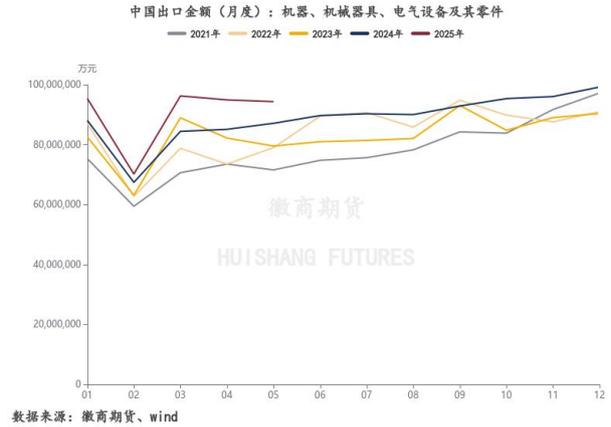


图 19: 申万行业指数: 机械设备

图 20: 中国挖掘机销量及同比



数据来源: 徽商期货研究所、同花顺、Wind

3、家电领域: 增速放缓但单耗不锈钢量提升, 出口市场承压明显

家电板块来看, 呈现结构性分化表现, 受益于以旧换新政策, 总体内销增长, 其中线上渠道增速明显, 但外销在关税扰动下, 显著承压, 出口下滑。内销方面, 据 Wind 数据显示, 1-5 月家电社会零售额同比增长 30.2%, 4-5 月增速加快至 38.8%和 53%, 显示出在以旧换新政策加码下(中央 3000 亿元特别国债, 覆盖品类扩围至 12 类), 拉动效应显著。外销方面, 则显示出持续疲软表现, 5 月家电出口数量同比下滑 5.9%, 出口金额累计 4,102,541.2 万美元; 空调出口排产 6 月同比-1.3%, 冰箱-6.6%。值得注意的是, 据卓创资讯数据统计, 由于高端产品占比提升(如不锈钢面板冰箱单机耗材增加 30%), 2025 年 1-5 月四大家电(冰箱/空调/洗衣机/电视) 不锈钢用量已达 277.48 万吨, 同比增长 21.89%。

下半年来看, 虽然政策延续但边际或有所减弱, 自 2024 年 9 月起政策刺激导致同期基数较高, 叠加上半年 618 大促需求前置(如空调 6 月内销排产同比+29.3%), 虽然下半年

第三批以旧换新资金（1380 亿元）将于 7 月、10 月下达，但 6 月起江苏等地实施“限额管理”，消费者需抢购补贴额度，已提前透支部分需求，预计下半年增速将有所放缓但韧性仍存。外销则在关税影响下，持续承压，4 月底美国宣布将对钢制家电加征 50% 关税，叠加现有关税，中国出口北美家电综合税率普遍超 55%。

图 21：申万家用电器景气指数

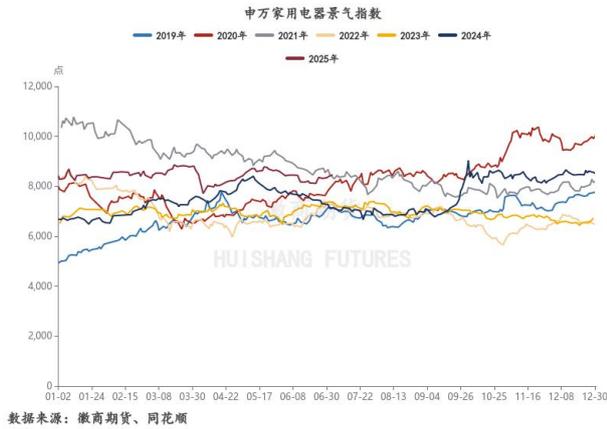
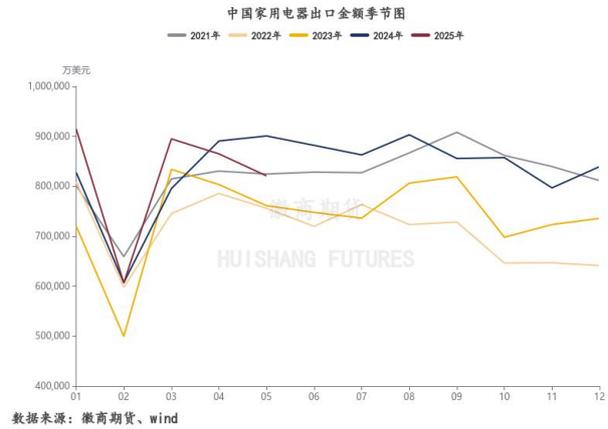


图 22：中国家用电器出口金额季节图



数据来源：徽商期货研究所、同花顺、Wind

（三）出口：中美关税继续主导市场情绪，“买单出口”禁严后转口贸易形式严峻

2024 年以来，不锈钢产能逐步扩张，供应过剩格局愈发严峻，在内需表现不佳下，出口一直是解决国内产能过剩的主要途径。自 4 月“对等关税”发布以来，中美关税问题一直是不锈钢交易的主要宏观驱动逻辑。因美国对华不锈钢冷轧卷板有反倾销（63.86%-76.64%）和反补贴税（75.6%或 190.71%），税率较高，所以一直以来，国内不锈钢原卷出口美国的占比偏低，约为总出口量的 2% 左右，因此虽然 4 月以来关税做了进一步的提高，但对原卷出口的影响整体有限，影响最大的还是在不锈钢终端制品方面，尤其是不锈钢制餐桌、厨房或其他家用器具。据 My Steel 数据，2024 年国内不锈钢制品（含不锈钢制其他机织布、洗涤槽及脸盆、机器用环形带、不锈钢制餐桌、厨房或其他家用器具及其零件）出口至美国的量约 23.88 万吨，同比增加 4.99 万吨，增幅 26.4%，而在此前，美国对中国不锈钢制餐桌、厨房或其他家用器具及其零件的进口关税为 0。

除此以外，今年 3 月 25 日，国家税务总局、财政部、商务部、海关总署、国家市场监

均产量降至 316 万吨（环比-9.58%），全年增速收窄至 5.1%。分系别看，300 系排产下调（原料镍铁价格承压），200 系和 400 系结构性调整。

【需求端】表观消费量预计下半年在政策拉动下温和增长 3.5%，内需各领域有所分化，地产竣工面积下滑拖累建筑用钢，但政策驱动（设备更新、消费品以旧换新）提振家电（需求预计+9.96%），高端领域（芯片、光伏支架）需求扩张，但传统制造业复苏缓慢。

【进出口】进口收缩：印尼回流减少（1-5 月自印尼进口降 28.28%），中国反倾销税延续（中国对欧盟、韩国征收）抑制低价资源流入，预计下半年中国不锈钢进口量或同比下降 10%。出口承压：美国关税政策（7 月 9 日豁免期截止）、欧盟反倾销措施以及国内禁止“买单出口”等举措抑制出口增量，但企业或尝试转向中东市场冲抵部分缺口，预计出口量同比下降 12%。

【价格】预计下半年价格波动区间 12200-13500 元/吨，下方受原材料核心成本支撑，上方受基本面过剩格局压制，交易节奏重点关注宏观商品情绪（美联储政策、中美关税）以及海外印尼镍矿政策扰动。

【操作建议】单边上个人投资者宜顺势轻仓短线区间操作思路为主，不宜过分看空；产业投资者可择机逢高沽空套保，或在盘面贴水状态下逢低以虚拟库存置换现货库存思路操作。

【风险点】宏观逻辑转换、中美关税博弈、印尼镍矿政策扰动、下游需求负反馈

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

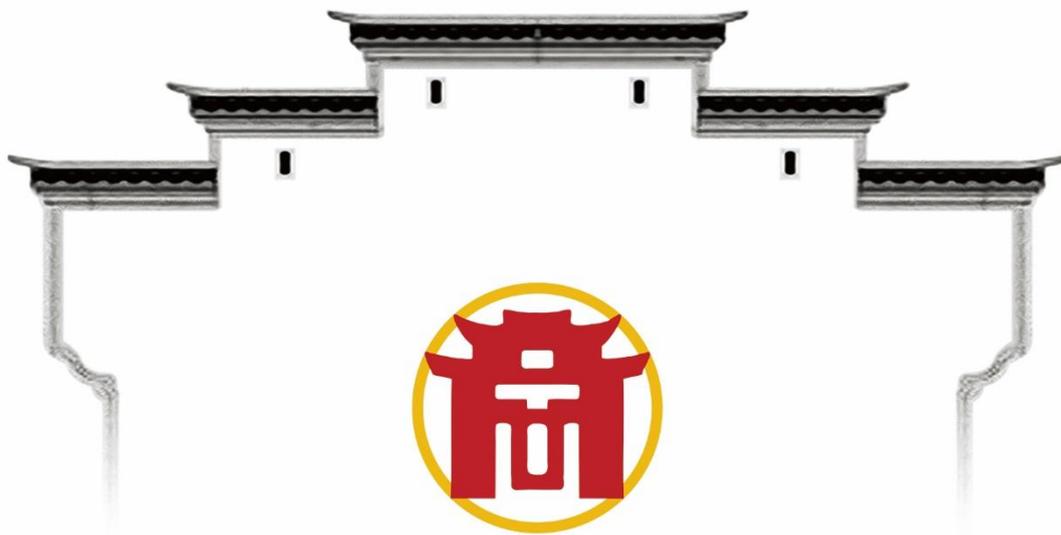
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于2009年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系 and 投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUI SHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信