

2022年11月1日

Expertsoffinancialderiv
ativespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



树树皆秋色，山山唯落晖

内容提要

10月份不锈钢主力合约前高后低，震荡趋势明显；中旬在高成本的支撑下，钢厂挺价意愿强烈，同时控制发货节奏，现货价格不断上调，期现共振上扬；进入下旬，由于需求端并没有实际性改善，出口订单将于月底离港，下游对于高价抵触情绪较强，叠加宏观利空再度发酵，成本端支撑弱化，不锈钢主力大幅回调，基本回到起点。

宏观面，10月份数据显示国内整体上好于预期，但是结构性矛盾突出，制造业和基建景气度维持，是重要的抓手，地产和消费偏差，经济处于弱复苏的状态；接下来，将继续在稳增长和促消费下，迎来边际修复。美国经济仍有韧性，居民收入高增速进一步支撑着消费，通胀依然是短期内较大的困扰，市场预期全年至少加息17次的概率有所下降，但仍高达91.6%，紧缩预期并未弱化。欧元区依然受到能源问题引发的高通胀与加息抑制经济活力的双重压力之下，滞涨格局或将持续。

基本面，供给端，国内厂家备库，铬资源和镍资源进口量大增，不锈钢粗钢产量以及300系冷轧均有不同程度增幅，虽利润受挤压明显，但整体上供应依然环比有增；需求端，终端行业分化较大，在宏观形势和居民预期以及消费能力没有转好的情况下，难以从根本上扭转目前疲软的态势，表需或将有所下滑；库存端，虽然大厂在利润压缩下有意挺价，但一则终端需求本就不顺畅，二则下游对高价多持抵触情绪，同时10月份以来生产相对高位，供需不匹配现象再度强化，后续库存或将持续缓慢累积。

综合看，宏观依然偏悲，11月份生产维持但需求未有拉动项，预计将跟随成本波动，操作上反弹做空思路不变，不锈钢主力参考区间：15635-17350。

操作建议

不锈钢主力合约反弹抛空。

风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；供给增量不及预期；印尼关税

一、行情回顾

10月份不锈钢主力合约前高后低，震荡趋势明显；中旬在高成本的支撑下，钢厂挺价意愿强烈，同时控制发货节奏，现货价格不断上调，期现共振上扬；进入下旬，由于需求端并没有实质性改善，出口订单将于月底离港，下游对于高价抵触情绪较强，叠加宏观利空再度发酵，沪镍走跌，成本端支撑弱化，不锈钢主力大幅回调，基本回到起点。

图 1：不锈钢主力合约收盘价（元/吨）

图 2：沪镍主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

资料来源：Mysteel，优财研究院

二、行业综述

（一）供给端

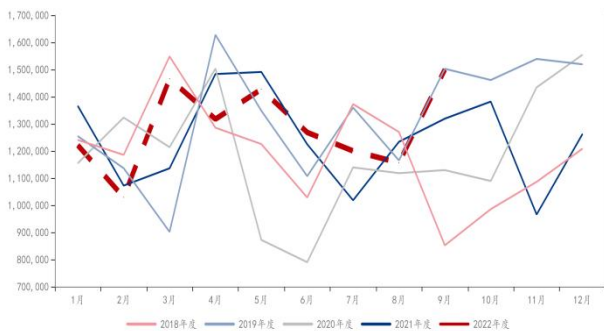
铬资源方面，9月份，共进口铬矿约150万吨，同比增加13.73%，月环比增加29.69%；其中进口自南非131.86万吨，同比增加38.58%，月环比增加30.48%；库存端，Mysteel最新数据显示，港口铬矿库存264.7万吨，同比减少26.88%，周环比减少6.73%；9月份，共进口铬铁23.3万吨，同比增加8.52%，月环比减少1.01%；其中进口自南非15.4万吨，同比增长34.86%，月环比增长9.37%；9月份不锈钢钢厂利润修复，复产逐步增加，盘面反弹带动现货价格上调，受需求拉动的影响，铬矿进口增幅较大，同时库存去化明显；铬铁虽然有所减少，但是进口自南非的量依然大增；而10月份，南非罢工事件以及国内疫情对物流干扰的影响，预计会使得进口小幅下降，库存不排除出现累积的情况；整体看，除了主产国政策等突发事件影响之外，更多的取决于国内下游的需求状况，

预计在不锈钢排产维持的情况下，后续进口将维持在高位。

镍资源方面，9月份国内镍铁产量3.03万金属吨，同比增加1%，月环比增加5.21%；进口端，9月份共进口镍铁64.59万吨，同比增加110.72%，月环比增加3.28%；其中进口自印尼60.67万吨，同比增加134.46%，月环比增加4.12%；库存端，Mysteel统计9月份国内镍生铁库存1.5万金属吨，同比增加212.5%，月环比减少3.23%；印尼方面，9月份印尼镍铁产量10.06万金属吨，同比增加41.89%，月环比增加2.97%；8月份镍铁依然受到需求端减产的影响，负反馈较为明显；但进入9月份，随着不锈钢钢厂逐步复产，镍铁需求受到提振，价格不断上调，刺激铁厂生产，接下来依然是不锈钢排产的时期，预计镍铁供应及进口会高位运行。

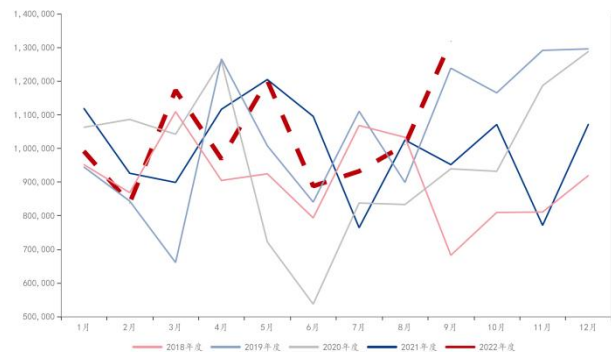
钢材方面，粗钢端，国内9月份粗钢产能333.3万吨，同比增加3.2%，月环比持稳；9月份不锈钢粗钢产量252.65万吨，同比增加4.92%，月环比12.14%，其中300系产量133.14万吨，同比增加5.32%，月环比增加7.79%；印尼9月份粗钢产能45.8万吨，同比、月环比持稳；9月份粗钢产量37.5万吨，同比减少17.58%，月环比减少9.86%；冷轧端，9月份冷轧产能186.8万吨，同比3.03%，月环比持稳；9月份产量118.02万吨，同比减少1.32%，月环比增加7.97%，其中300系产量59.15万吨，同比减少6.54%，月环比增加0.73%；9月份随着盘面反弹带动现货情绪的好转以及利润的修复，产量不同程度的增加，其中300系产量仍然占比达50%以上；10月份及四季度排产增幅较大，产量依然比较客观，但随着成本端铬铁以及镍铁大幅上移，也需要警惕利润被压缩后的排产不及预期的情况。

图 3：国内铬矿进口量（元/吨）



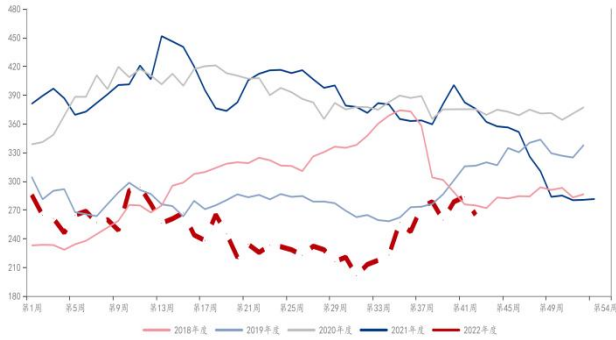
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 4：国内铬矿自南非进口量（万吨）



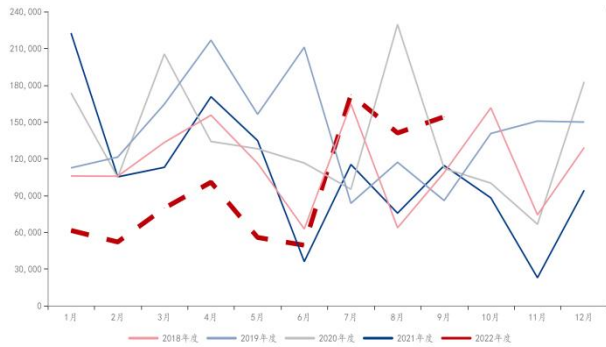
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 5：国内铬矿港口库存（万吨）



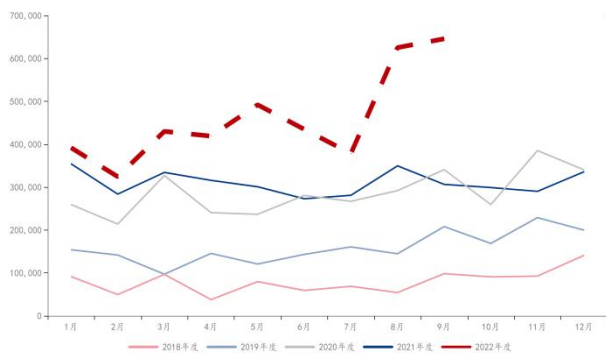
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 7：国内铬铁自南非进口量（吨）



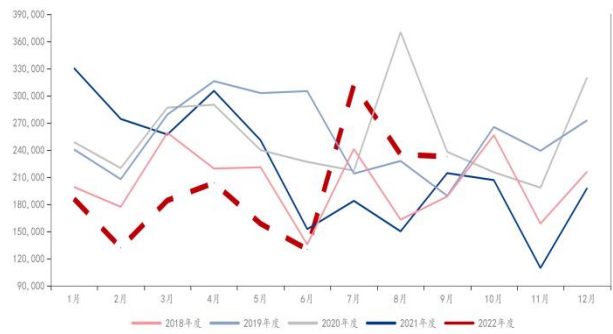
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 9：国内镍铁进口量（吨）



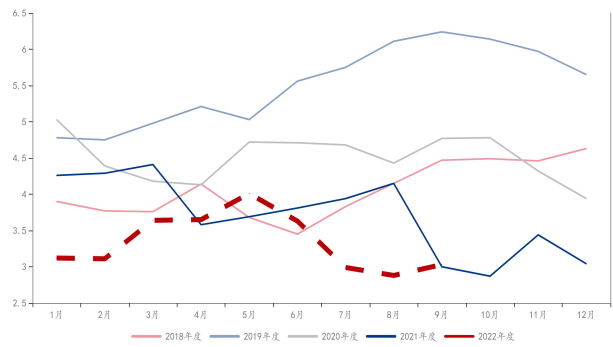
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 6：国内铬铁进口量（吨）



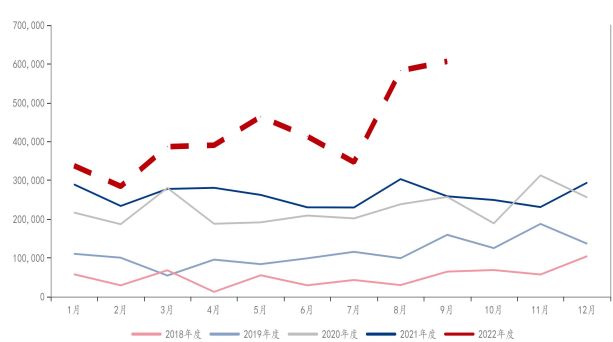
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 8：国内镍铁产量（万金属吨）



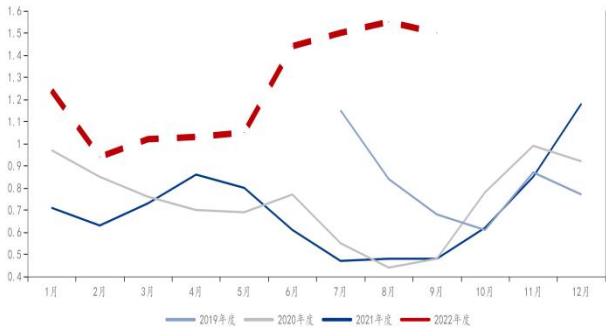
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 10：国内镍铁自印尼进口量（万金属吨）



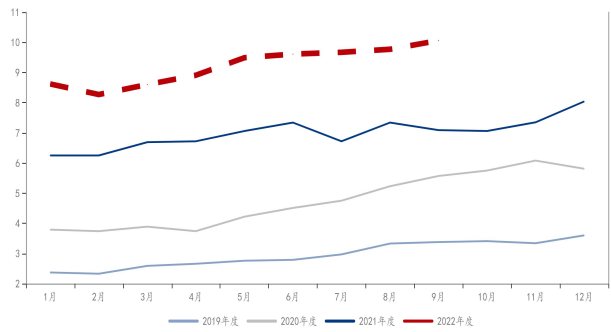
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 11: 国内镍生铁库存 (万金属吨)



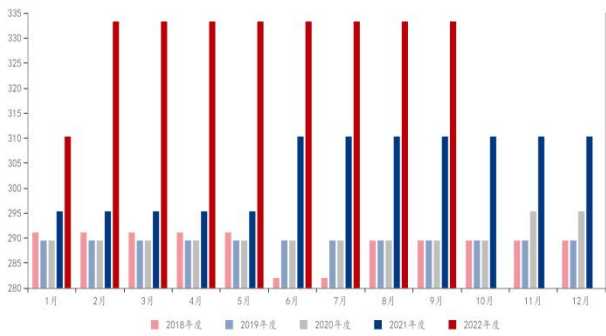
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 12: 印尼镍生铁产量 (万金属吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 13: 国内不锈钢粗钢产能 (万吨)



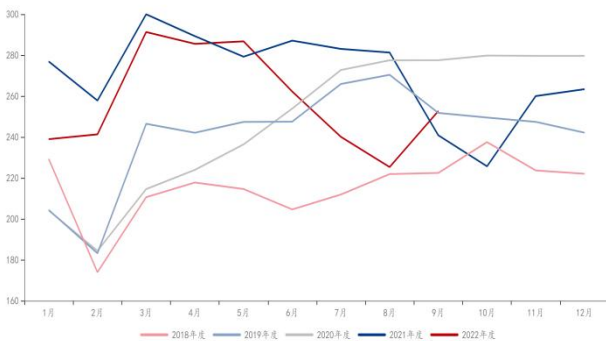
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 14: 国内冷轧不锈钢粗钢产能 (万吨)



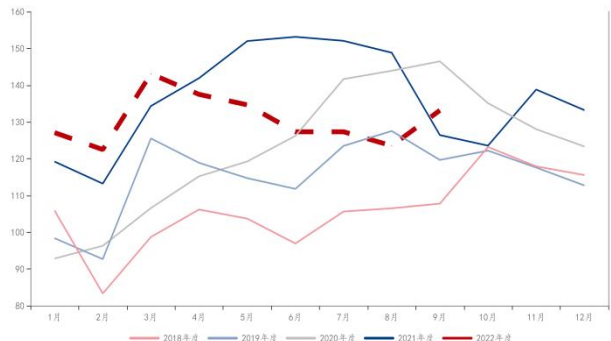
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 15: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)



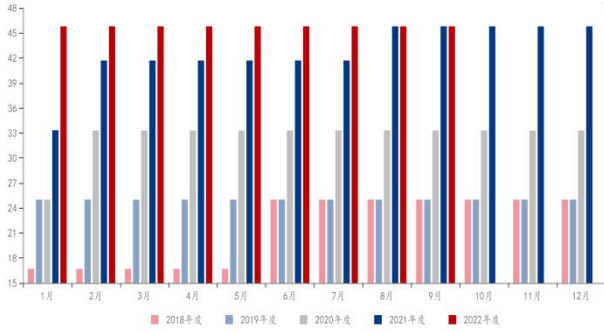
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 16: 国内 300 系不锈钢粗钢产量 (万吨)



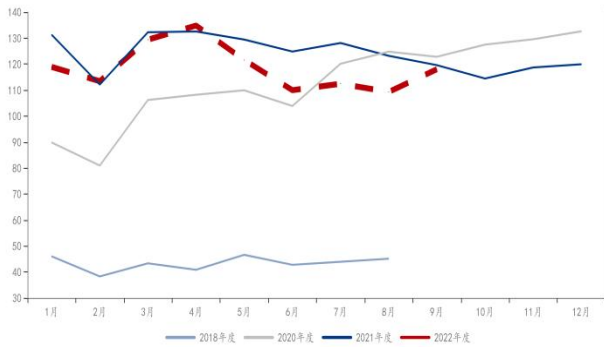
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 17: 印尼不锈钢粗钢产能 (万吨)



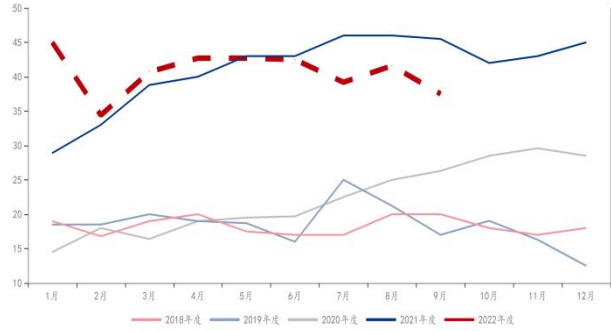
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 19: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)



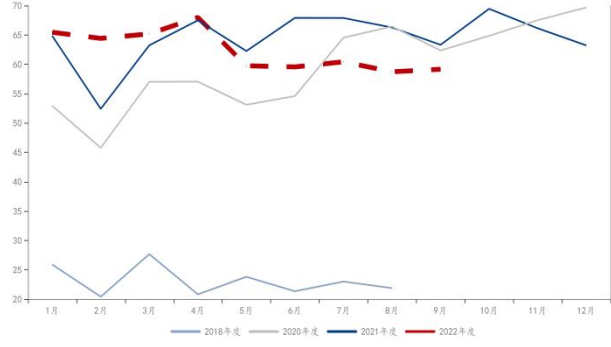
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 18: 印尼不锈钢粗钢产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 20: 国内 300 系冷轧不锈钢产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

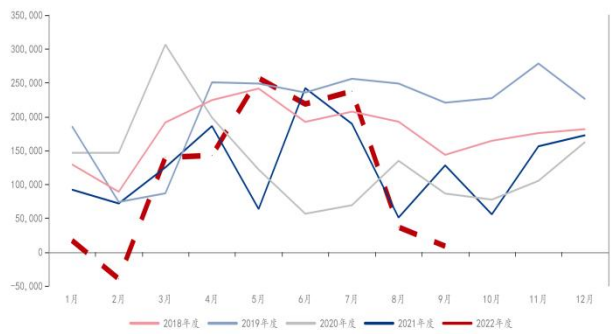
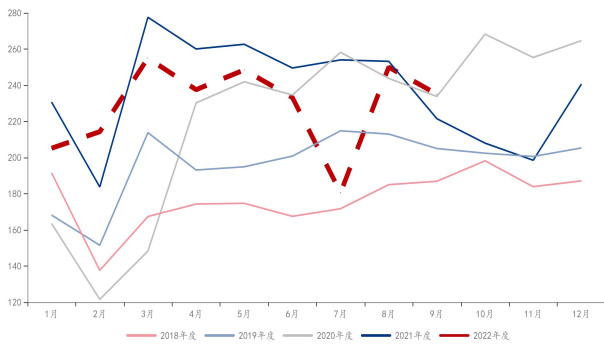
(二) 需求端

9 月份, 国内不锈钢表需 235.05 万吨, 同比增加 6.12%, 月环比减少 5.98%; 净出口 0.87 万吨, 同比减少 93.23%, 月环比减少 76.39%; 终端来看, 基建投资累计同比增长 8.60%, 制造业投资累计同比增长 8.20%; 房地产方面, 房地产开发投资累计同比减少 8.00%, 新开工、施工、竣工等其他指标继续负增长; 家电厨具方面, 空调产量同比增加 20.90%, 冰箱产量同比增加 4.60%, 冷柜产量同比减少 13.80%, 洗衣机产量同比增加 24.40%, 集成灶销量同比减少 6.90%, 抽油烟机产量同比减少 20.19%; 交通运输方面, 汽车产量同比增加 25.40%, 手持船舶订单量累计同比增加 11.50%, 新承接船舶订单量累计同比减少 42.90%; 设备制造方面, 电梯、扶梯及升降机产量同比减少 9.20%, 工业锅炉产量同比增加 16.40%, 大气污染防治设备产量同比增加 7.60%; 金属制品方面,

金属集装箱产量同比减少 42.90%；后续来看，基建和制造业是强有力的拉动项，但是房地产仍然产生较大的拖累，虽然相关利好层出不穷，但是居民预期较差，改善更多集中在存量施工和竣工方面，新增不明显；同时月底国务院办公厅在《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》中提出，要继续落实好阶段性减征部分乘用车购置税、延续免征新能源汽车购置税、放宽二手车迁入限制等政策，组织开展新能源汽车下乡和汽车“品牌向上”系列活动，支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费；要实施好促进绿色智能家电消费政策，积极开展家电以旧换新和家电下乡，刺激力度不断加大；虽然支持政策不断出台，但是不锈钢下游比较分散，很难受到某一行业的带动，所以在整体的宏观形势和居民预期以及消费能力没有转好的情况下，更多的刺激政策只能起到稳的作用，难以从根本上扭转目前疲软的态势。

图 21：不锈钢表观消费量（万吨）

图 22：国内不锈钢净出口（万吨）

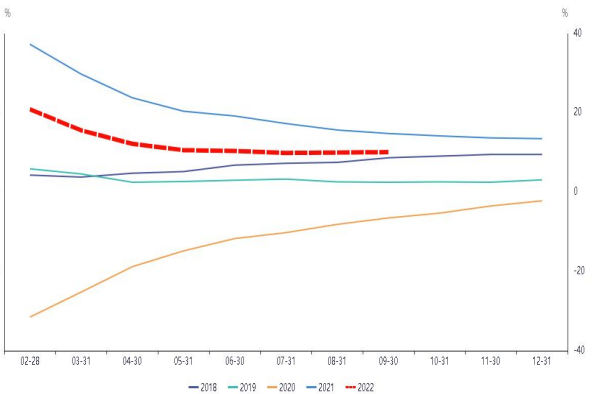
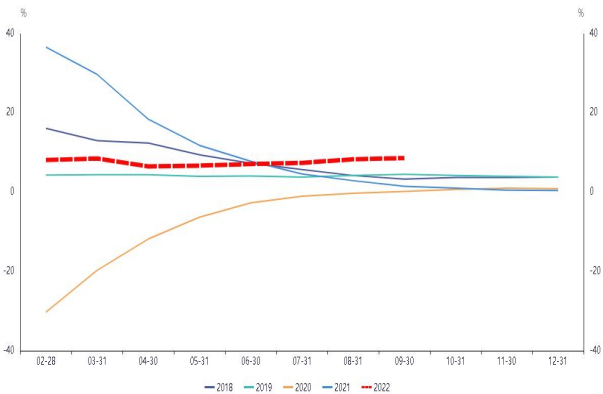


资料来源：Mysteel，优财研究院

资料来源：Mysteel，优财研究院

图 23：基建投资累计同比（%）

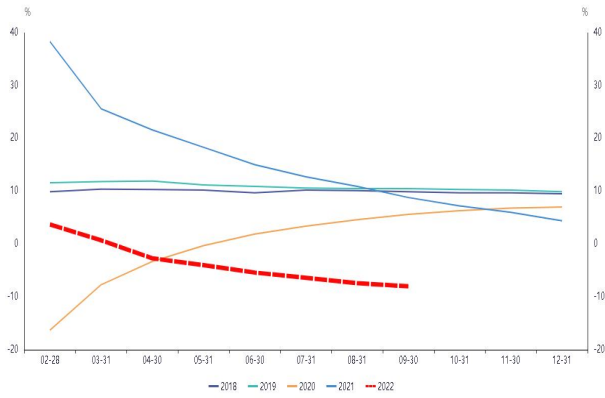
图 24：制造业投资投资累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

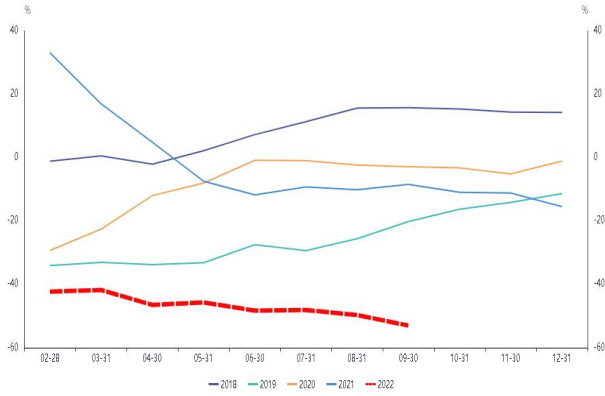
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 25: 房地产开发投资累计同比 (%)



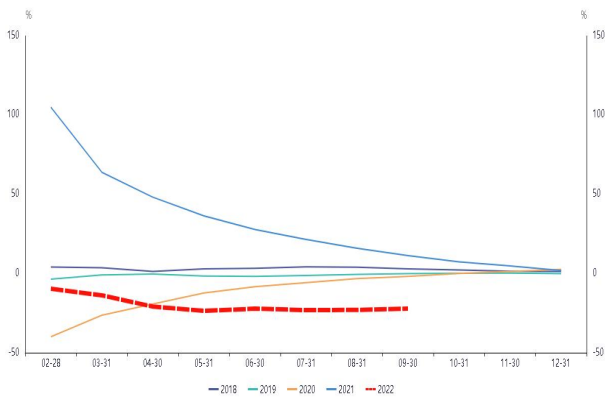
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 27: 土地购置面积累计同比 (%)



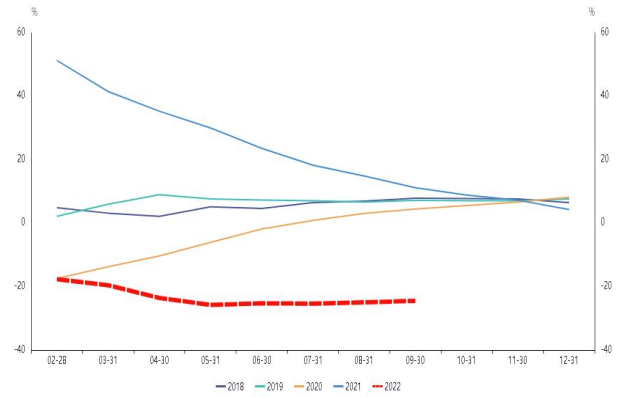
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 29: 商品房销售面积累计同比 (%)



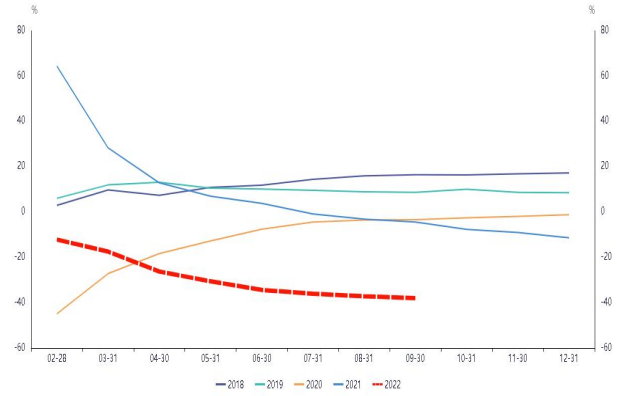
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 26: 房地产开发企业到位资金累计同比 (%)



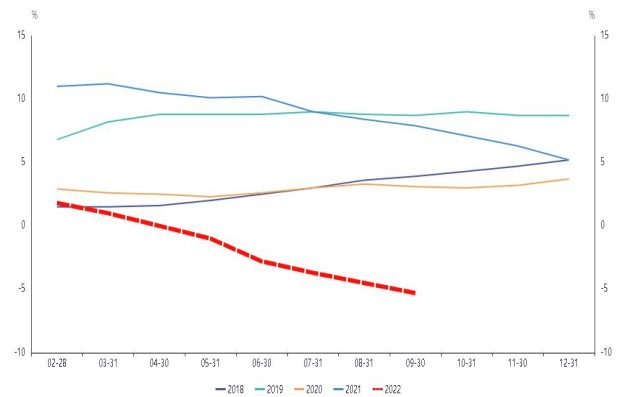
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 28: 房地产新开工面积累计同比 (%)



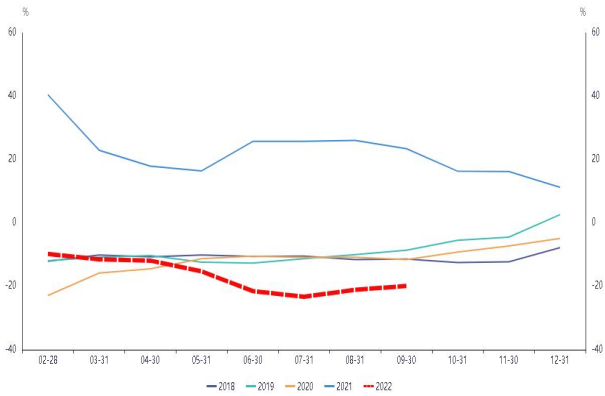
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 30: 房屋施工面积累计同比 (%)



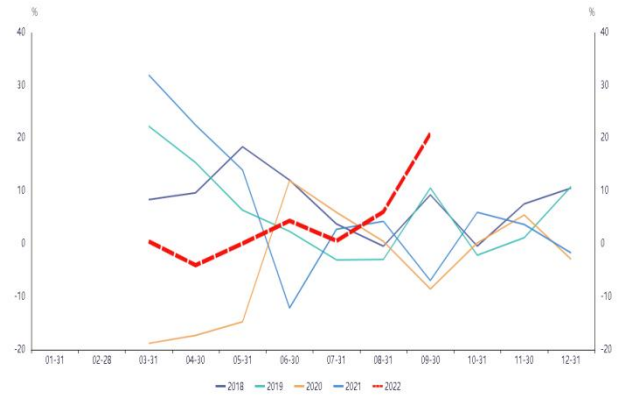
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 31: 房屋竣工面积累计同比 (%)



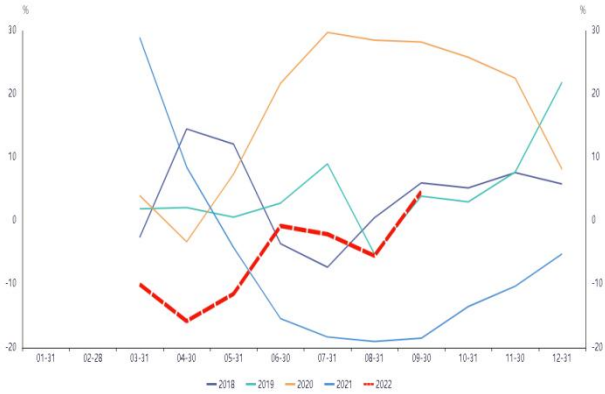
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 32: 空调产量当月同比 (%)



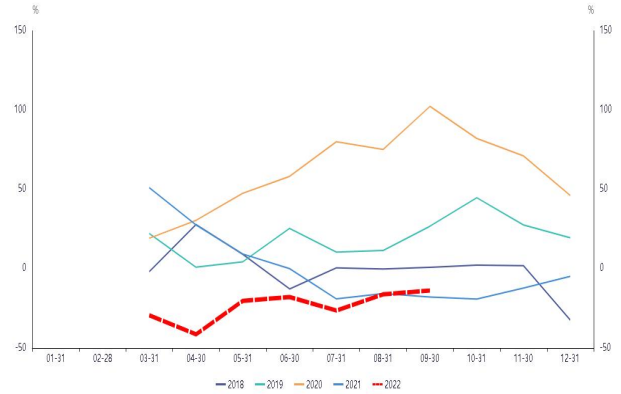
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 33: 冰箱产量当月同比 (%)



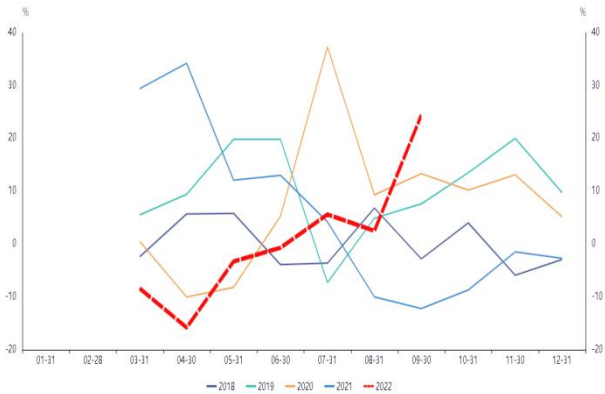
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 34: 冷柜产量当月同比 (%)



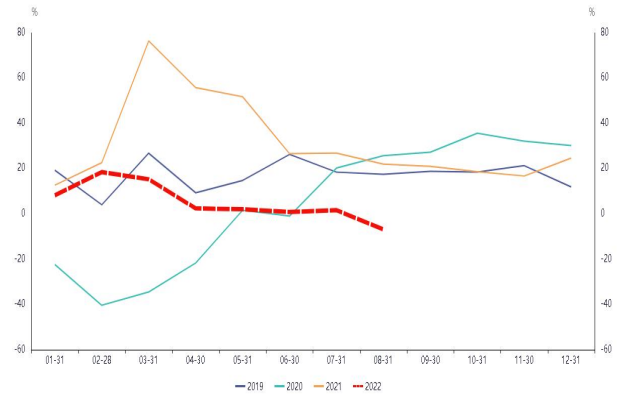
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 35: 洗衣机产量当月同比 (%)



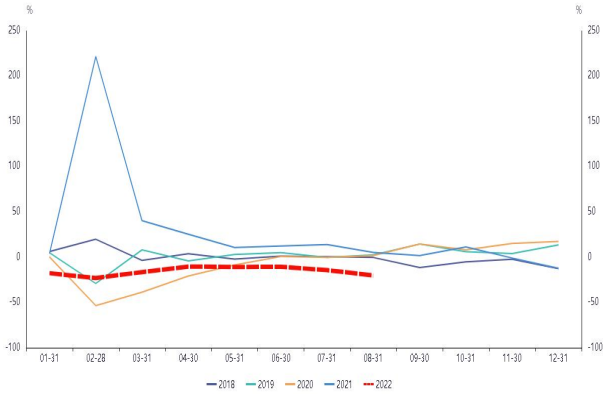
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 36: 集成灶销量当月同比 (%)



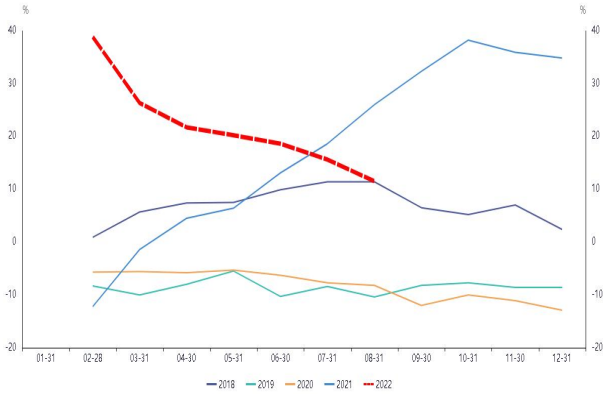
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 37: 抽油烟机产量当月同比 (%)



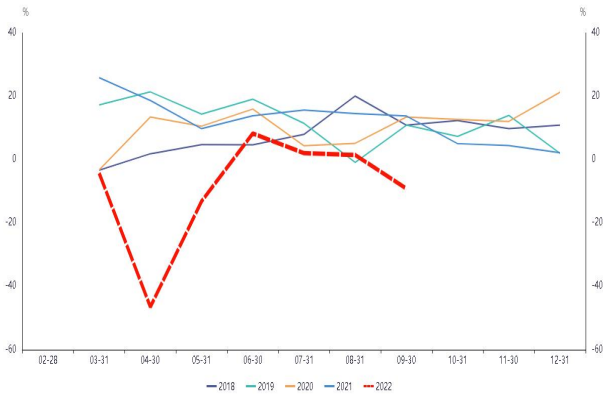
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 39: 手持船舶订单量累计同比 (%)



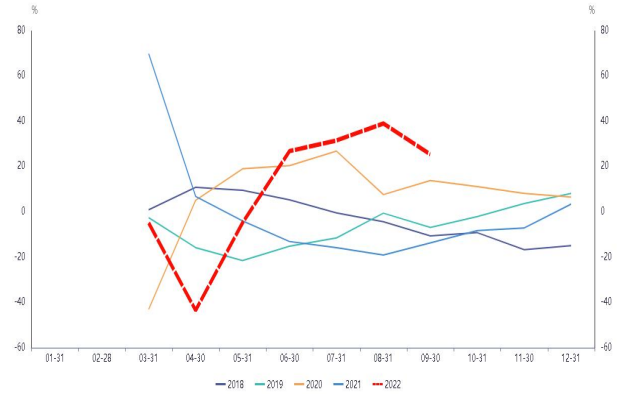
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 41: 电梯、自动扶梯及升降机产量当月同比 (%)



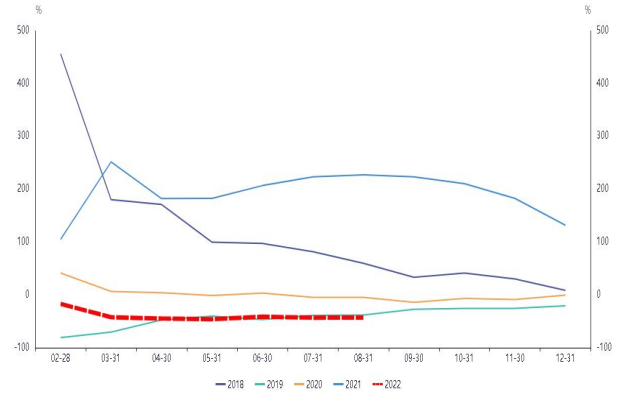
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 38: 汽车产量当月同比 (%)



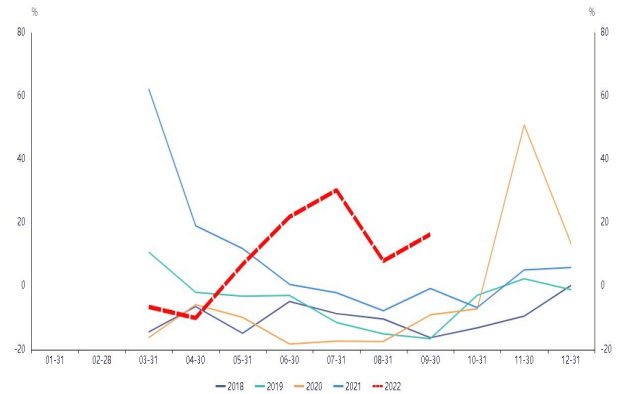
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 40: 新承接船舶订单量累计同比 (%)



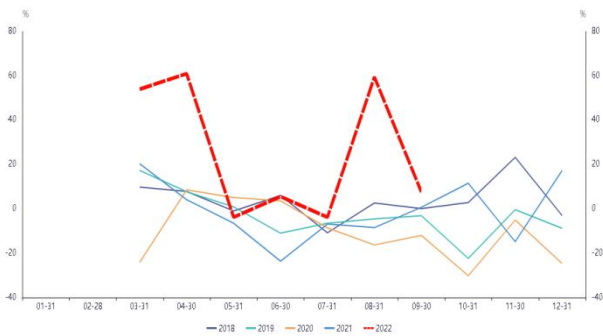
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 42: 工业锅炉产量当月同比 (%)



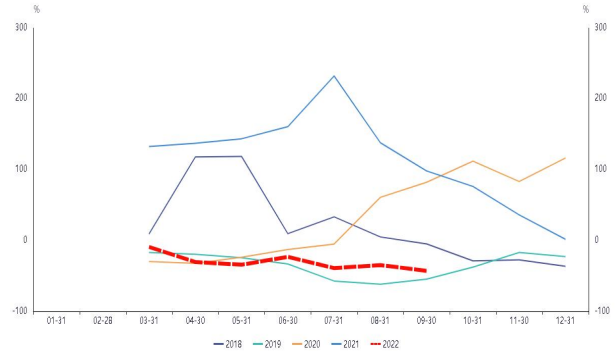
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 43：大气污染防治设备产量当月同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 44：金属集装箱产量当月同比（%）



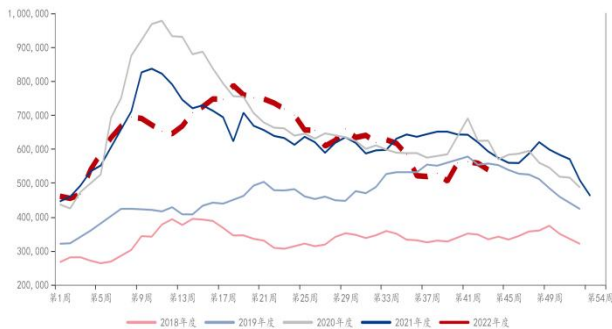
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

（三）库存端

粗钢方面，最新数据显示，无锡加佛山社库 53.89 万吨，同比减少 6.1%，周环比减少 3.45%；其中 300 系 35.35 万吨，同比减少 4.24%，周环比减少 0.53%；冷轧方面，无锡加佛山社库 31.55 万吨，同比减少 11.44%，周环比减少 2.82%；其中 300 系 19.31 万吨，同比减少 6.78%，周环比减少 1.26%；期货库存方面，上期所仓单库存 7089 吨，10 月份小幅走低。

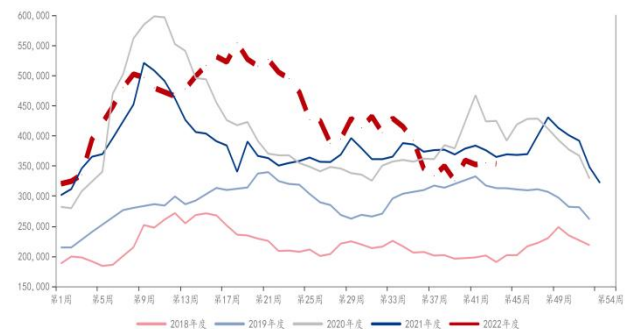
总体看，受到价格不断走强的影响，前期库存较低贸易商入场拿货，同时出口备货带动一定成交，月内库存波动较大，出现小幅去化，但整体上仍较上月累积 3.32 万吨；虽然大厂在利润压缩下有意挺价，但一则终端需求本就不顺畅，二则下游对高价多持抵触情绪，同时 10 月份以来生产相对高位，供需不匹配现象再度强化，后续库存或将持续缓慢累积。

图 45：无锡+佛山不锈钢库存（万吨）



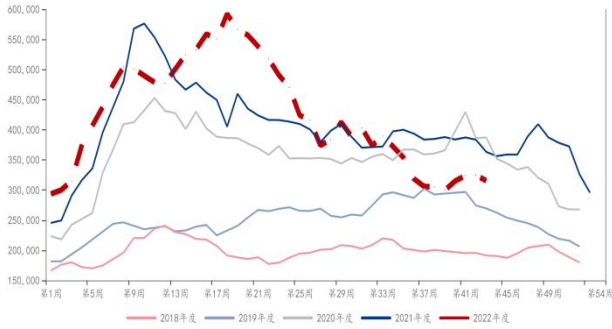
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 46：无锡+佛山 300 系不锈钢库存（万吨）



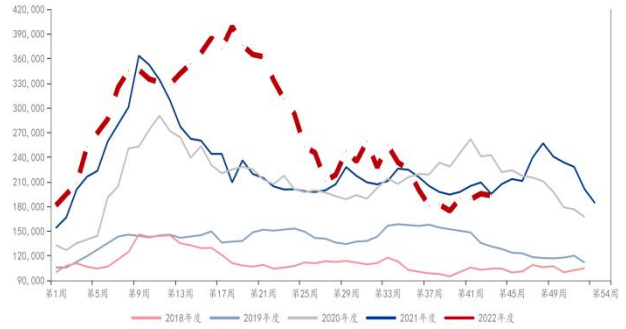
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 47：无锡+佛山冷轧不锈钢库存（万吨）



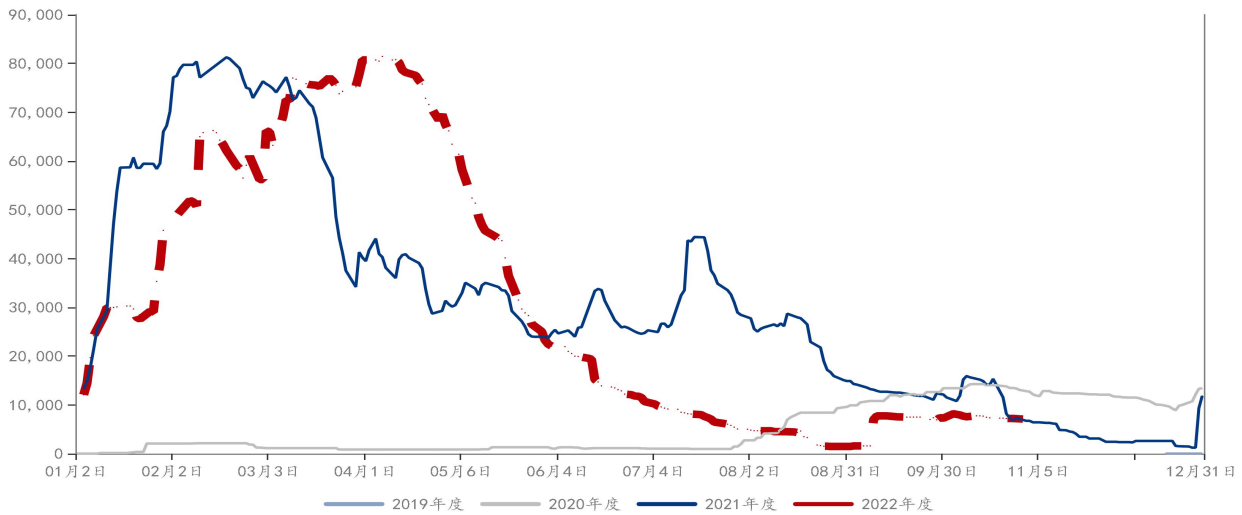
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 48：无锡+佛山 300 系冷轧不锈钢库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 49：上期所不锈钢仓单库存（吨）

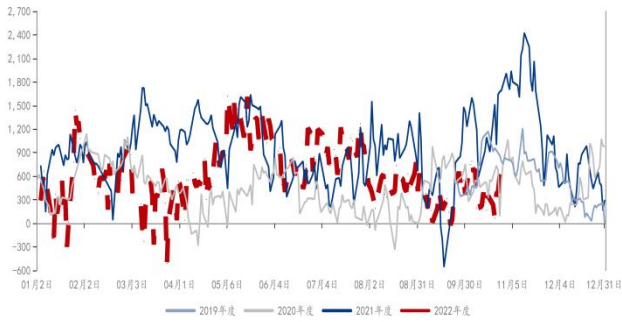


资料来源：Mysteel，优财研究院

（四）期现端

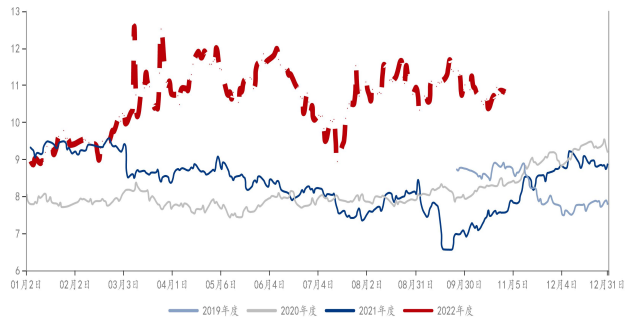
铬资源和镍资源方面，进口成本大幅攀升，铁厂利润受挤压严重，处于微利状态，同时供给端干扰仍在，铁厂挺价意愿较强；价差方案，期现价差维持性，电解镍对高镍铁溢价处于高位，进一步抑制了部分需求；冷轧方面，原料端走强推升成本，分工艺来看，废不锈钢生产工艺成本最低，一体化以及高镍铁生产工艺次之，低镍铁加纯镍工艺经济性最差，但均处于亏损状态；综合来看，产业链利润均集中在最上游，加工贸易环节受挤压严重，价格相对低估。

图 50: 不锈钢主力合约基差 (宏旺: 元/吨)



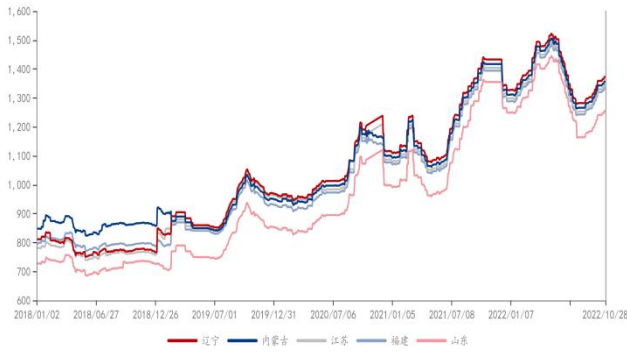
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 51: 镍不锈钢比价 (元/吨)



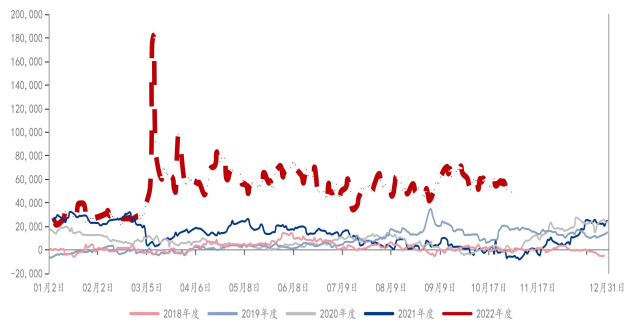
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 52: 镍生铁分地区生产成本 (元/吨)



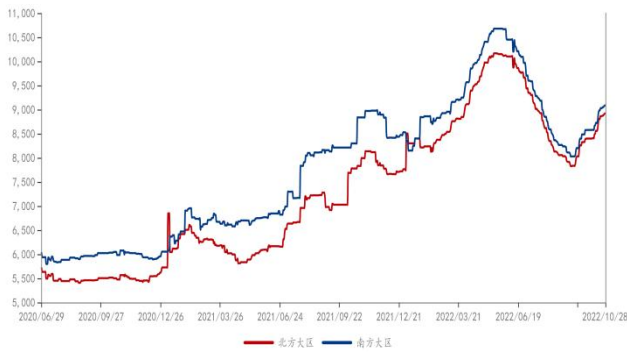
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 53: 电解镍对镍铁溢价 (元/吨) (元/吨)



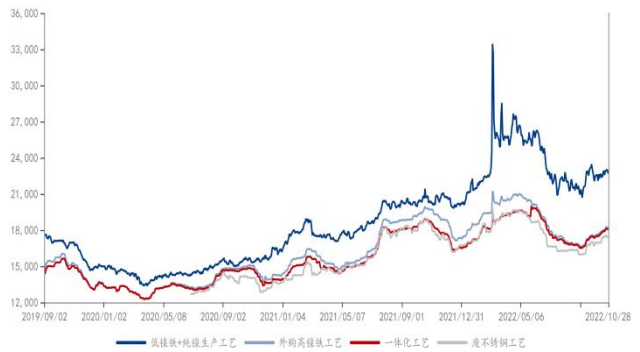
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 54: 高碳铬铁分地区生产成本 (元/50 基吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 55: 304 冷轧不锈钢分工艺生产成本 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

三、后市展望

宏观面，国内来看，央行发布9月份金融数据显示，新增信贷2.47万亿元（去年同期1.66万亿元），新增社会融资总额3.53万亿元（去年同期2.90万亿元），社融存量同比增长10.6%（上月10.5%），M2同比增长12.1%（上月12.2%）；国家统计局发布前三季度数据显示国内生产总值870269亿元，按不变价格计算，同比增长3.0%，比上半年加快0.5个百分点，环比增长3.9%；全国固定资产投资（不含农户）436530亿元，同比增长0.8%，增速年内首次由负转正，上半年为下降3.1%。分领域看，基础设施投资增长0.2%，增速年内首次由负转正，上半年为下降2.7%；制造业投资下降6.5%，降幅比上半年收窄5.2个百分点；房地产开发投资增长5.6%，增速比上半年提高3.7个百分点；全国商品房销售面积117073万平方米，下降1.8%，降幅比上半年收窄6.6个百分点；10月官方制造业PMI 49.2，预期50，前值50.1；整体上好于预期，但是结构性矛盾突出，制造业和基建景气度维持，是重要的抓手，地产和消费偏差，经济处于弱复苏的状态；接下来，将继续在稳增长和促消费下，迎来边际修复。美国方面，9月末季调CPI年率录得8.2%，为2022年2月以来最小增幅，9月末季调核心CPI年率录得6.6%，为1982年8月以来最高，9月季调后CPI月率录得0.4%，再次高于普遍预期，通胀继续保持强劲势头；10月Markit制造业PMI初值为49.9，跌至荣枯线下方，刷新28个月低位，预期51，前值52，10月Markit服务业PMI初值为46.6，为2个月低位，预期49.2，前值49.3；第三季度实际GDP年化季率初值录得2.6%，创2021年第四季度以来新高，此前曾连续两个季度录得负增长；9月PCE物价指数同比增长6.2%，为连续第三个月放缓，但核心PCE物价指数同比增长5.15%，为连续第二个月加速；密歇根大学调查的10月消费者信心指数升至半年来高位，消费者长短期通胀预期均较9月升高；美国经济仍有韧性，居民收入高增速进一步支撑着消费，通胀依然是短期内较大的困扰，市场预期全年至少加息17次的概率有所下降，但仍高达91.6%，其中，11月至少加息75BP的概率仍高达82.2%，紧缩预期并未弱化。欧洲方面，欧元区10月CPI月率1.5%，预期1.20%，前值1.20%，为今年3月份以来新高，10月CPI年率初值10.7%，预期10.2%，前值9.9%，为记录以来新高，10月核心CPI年率初值6.4%，预期6%，前值6%；10月制造业PMI初值46.6，预期47.9，前值48.4，10月服务业PMI初值48.2，预期

48.2，前值 48.8；10 月经济景气指数录得 92.5，创 2020 年 11 月以来新低，为连续第 9 个月录得下降；第三季度 GDP 年率初值 2.1%，预期 2.10%，前值 4.10%；欧洲央行将三大主要利率均上调 75 个基点，符合市场预期，为连续第二次大幅加息 75 个基点，并表示没有明显迹象表明通胀预期会降低，必须继续加息，以降低持续高通胀的风险，同时表明经济前景可能比预期更糟；欧洲依然受到能源问题引发的高通胀与加息抑制经济活力的双重压力之下，滞涨格局或将持续。

基本面，供给端，受到下游需求拉动，国内厂家纷纷备库，铬资源和镍资源进口量大增，不锈钢粗钢产量以及 300 系冷轧均有不同程度增幅，虽利润受挤压明显，但整体上供应依然环比有增；需求端，终端行业分化较大，在宏观形势和居民预期以及消费能力没有转好的情况下，更多的刺激政策只能起到稳的作用，难以从根本上扭转目前疲软的态势，整体上随着出口备货告一段落以及市场悲观情绪的催化，表需或将有所下滑；库存端，虽然大厂在利润压缩下有意挺价，但一则终端需求本就不顺畅，二则下游对高价多持抵触情绪，同时 10 月份以来生产相对高位，供需不匹配现象再度强化，后续库存或将持续缓慢累积。

综合看，宏观依然偏悲观，11 月份生产维持但需求未有拉动项，预计将跟随成本波动，操作上反弹做空思路不变，不锈钢主力参考区间：15635-17350。

风险提示

宏观政策变动；地缘政治冲突；疫情干扰；供给增量不及预期；印尼关税

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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受任何形式的报酬或利益。

免责声明

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。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>