

2024年12月26日

Expertsoffinancialderivativespricing
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：杨彦龙

·从业资格编号 F03103782

·投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



于无声处听惊雷

内容提要

“胜人者有力，自胜者强”。今年中央经济工作会议明确提到要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。我们中性预估明年财政赤字率或有1%左右的上调空间，政策利率或有75-100bp下调空间，社融存量增速或回升至8.5%左右，GDP仍将保持5%左右增速。而海外经济体在流动性宽松下，或处于温和复苏，IMF预测明年全球经济或同比持平为3.2%，OECD预测明年全球经济或同比增长0.14%至3.21%。

在宏观面名义好转之下，我们中性预计明年全球原生镍总需求量或为358万吨，同比增长5%，国内不锈钢总需求量或为3654万吨，同比增长3.26%。但行业产能过剩确是不容置喙的事实，我们中性预计明年全球原生镍总供应量或在372.5万吨，同比增长4%，过剩量或为14.5万吨，国内不锈钢总供应量或为3720万吨，同比增长3.55%，过剩量或为66万吨。

参考观点

规避价格下行风险为主；中性预计2025年精炼镍现货估值区间或为10538-157751元/吨，不锈钢现货估值区间或为11700-14958元/吨。对于现货企业来说，原料端干扰带来的成本压力，可考虑择时买入套保进行规避；成品端高库存贬值风险，可逢高介入卖出套保，以达到保值目的。

风险提示

美国政策取向、国内刺激力度、产区行业政策、地缘政治干扰、突发事件影响

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

内容提要	1
参考观点	1
风险提示	1
一、 行情回顾	6
二、 产业分析	8
(一) 镍资源篇	8
1. 印尼政策走向不明，矿端供应变数丛生	8
2. NPI 及中间品扩产动能充足	9
3. 国内精炼镍持续放量，溢出效应明显	11
4. 消费分化加剧，增速有所放缓	13
(二) 不锈钢篇	16
1. 下游应用场景繁多，匹配经济增长	16
2. 全球复苏进程或面临干扰	19
3. 产能投放进入高增期，过剩格局延续	20
三、 综合展望	27
重要声明	29

图表

图 1.1: 沪镍加权指数收盘价 (元/吨)	6
图 1.2: 不锈钢加权指数收盘价 (元/吨)	6
图 1.3: 沪镍主力成交持仓情况 (手)	7
图 1.4: 不锈钢主力成交持仓情况 (手)	7
图 2.1.1: 全球镍矿产量 (万吨, %)	8
图 2.1.2: 印尼镍矿产量 (万吨, %)	8
图 2.1.3: 国内镍矿累计进口量 (万吨, %)	9
图 2.1.4: 国内镍矿自菲律宾累计进口量 (万吨, %)	9
图 2.1.5: 印尼 NPI 累计产量 (万金属吨, %)	9
图 2.1.6: 国内 NPI 累计进口量 (万吨, %)	9
图 2.1.7: 国内 NPI 累计产量 (万金属吨, %)	10
图 2.1.8: 国内 NPI 自印尼累计进口量 (万吨, %)	10
图 2.1.9: 印尼高冰镍累计产量 (万金属吨, %)	11
图 2.1.10: 印尼 MHP 累计产量 (万金属吨, %)	11
图 2.1.11: 国内冰镍累计进口量 (万吨, %)	11
图 2.1.12: 国内 MHP 累计进口量 (万吨, %)	11
图 2.1.13: 国内精炼镍累计产量 (万吨, %)	12
图 2.1.14: 国内精炼镍累计进出口情况 (吨)	12
图 2.1.15: 国内精炼镍社会库存 (吨)	12

图 2.1.16: 全球精炼镍期货库存 (吨)	12
图 2.1.17: 国内硫酸镍累计产量 (万吨, %)	14
图 2.1.18: 国内硫酸镍累计进口量 (万吨, %)	14
图 2.1.19: 国内新能源车累计产销 (万辆, %)	14
图 2.1.20: 国内三元系列动力电池累计产销 (GWh, %)	14
图 2.1.21: 国内三元系列动力电池累计装车量 (GWh, %)	15
图 2.1.22: 国内新能源车渗透率 (%)	15
图 2.1.23: 国内精炼镍表观消费量 (万吨)	16
图 2.1.24: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)	16
图 2.1.25: 全球原生镍供需平衡表 (万镍吨)	16
图 2.2.1: 不锈钢表观消费与 GDP 对比 (万吨, 亿元)	17
图 2.2.2: 不锈钢表观消费与可支配收入对比 (万吨, 元)	17
图 2.2.3: 不锈钢表观消费量 (万吨)	18
图 2.2.4: 不锈钢累计进出口情况 (万吨)	18
图 2.2.5: 不锈钢终端消费情况 (%)	18
图 2.2.6: 全球主要经济体增长预测 (%)	20
图 2.2.7: 全球不锈钢粗钢产量 (千吨)	21
图 2.2.8: 全球不锈钢粗钢分地区产量占比	21
图 2.2.9: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)	22
图 2.2.10: 国内不锈钢粗钢分系列产量 (万吨)	22
图 2.2.11: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)	22

图 2.2.12: 国内冷轧 300 系产量 (万吨)	22
图 2.2.13: 印尼不锈钢粗钢累计产量 (万吨, %)	22
图 2.2.14: 印尼不锈钢粗钢累计进出口情况 (万吨)	22
图 2.2.15: 锡佛两地冷轧 300 系库存 (吨)	23
图 2.2.16: 上期所期货库存 (吨)	23
图 2.2.17: 国内冷轧不锈钢分工艺生产毛利率 (%)	24
图 2.2.18: 国内上市特钢企业净利润 (亿元)	24
图 2.2.19: 中国及印尼新增不锈钢产能情况	25
图 2.2.20: 中国不锈钢供需平衡表 (万吨)	26

一、行情回顾

今年全年来看，镍不锈钢产业链整体呈现前高后低、震荡下行的走势；以指数计，沪镍价格中枢较2023年下移接近3.51万元/吨，不锈钢价格中枢较2023年下移接近1400元/吨。

一季度形势大好，供需阶段性好转是价格主要驱动因素。年后需求释放，新能源排产大增拉动硫酸镍需求走强，同时印尼镍矿审批进度缓慢，引发矿端供应阶段性偏紧，让羸弱已久的镍价为之一振。

进入二季度，宏观搭台，产业唱戏。联储降息预期强化，贵金属、有色板块大幅反弹，期间对俄制裁、镍矿产区新喀里多尼亚动乱等进一步起到催化作用，镍价延续反弹至5月中旬。5月下旬开始，降息预期转弱，有色高估之下资金获利了结，高涨情绪转瞬即逝，覆巢之下无完卵，镍价高位回落。

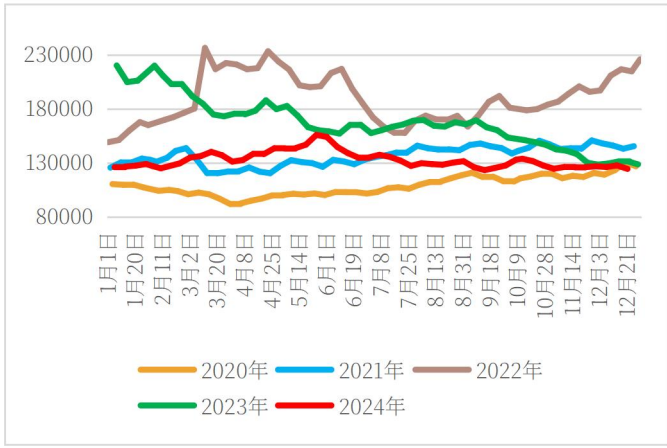
三季度内外交困，颇有种承上启下的意味。正所谓“福无双至、祸不单行”，海外“特朗普交易”升温，全球非美资产备受打击。而国内经济数据走弱，让本就处于过剩的镍产业链雪上加霜，内外交困下盘面在9月中旬创下今年新低。而转机也在此时来临，联储超常规降息落地，同时9月底国内一系列刺激政策出台，盘面触底反弹。

四季度高潮退去，确定性的宏观利好逐步落地，不确定的行业政策以及美国对华政策仍存多种变数，拔剑四顾心茫然，盘面陷入宽幅震荡。

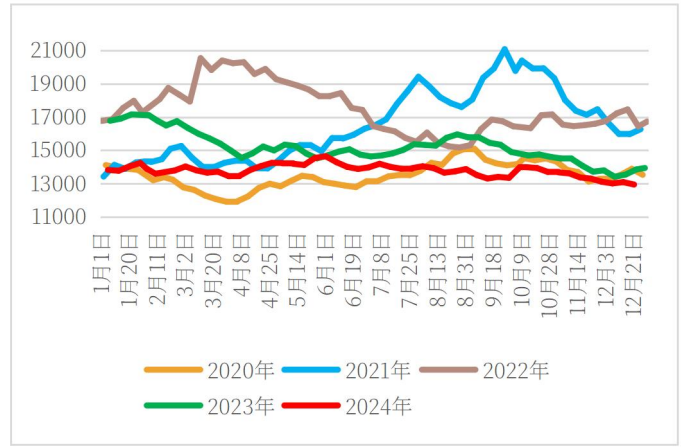
不锈钢今年全程扮演“小弟”角色，自身无上行动力，跟随镍价以及市场情绪而动；上半年二者走势基本趋同，但下半年开始不锈钢明显弱于沪镍，过剩矛盾更加突出。

图 1.1: 沪镍加权指数收盘价 (元/吨)

图 1.2: 不锈钢加权指数收盘价 (元/吨)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

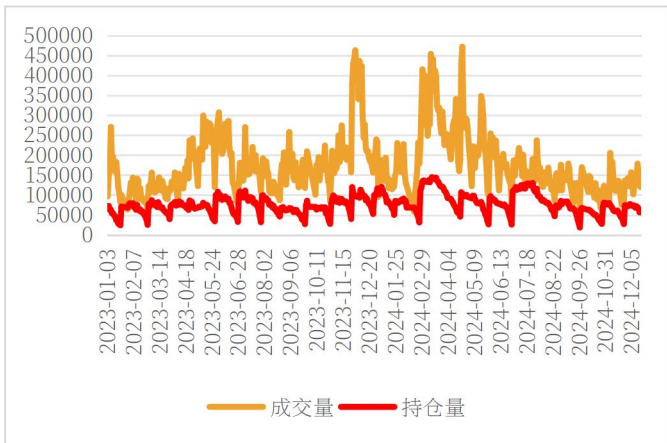


资料来源: iFinD, 金信期货研究院

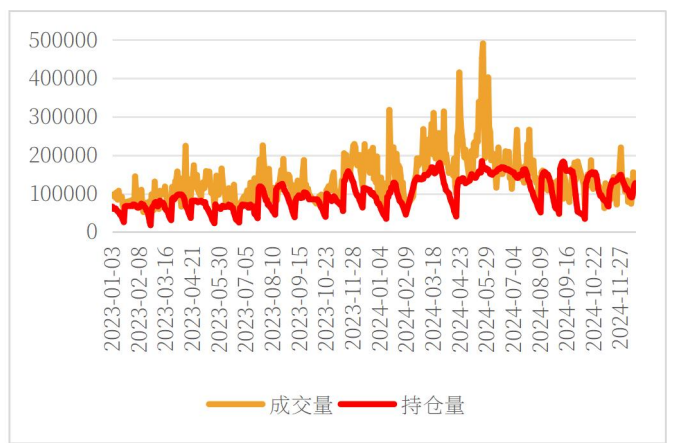
成交持仓均较去年有明显增加, 沪镍平均成交量在 17.93 万手, 平均持仓量在 8.32 万手; 不锈钢平均成交量 16.48 万手, 平均持仓量 12.53 万手。我们认为一是今年有色系受资金追捧力度较大, 尤其上半年呈现持续流入态势; 二是价格趋势性走势明显, 产业参与套保的意愿逐步增强。

图 1.3: 沪镍主力成交持仓情况 (手)

图 1.4: 不锈钢主力成交持仓情况 (手)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

二、产业分析

(一) 镍资源篇

1. 印尼政策走向不明，矿端供应变数丛生

据 USGS 统计数据显示，2023 年全球镍矿产量达 360 万吨，同比增长 10.09%，其中印尼产量达 180 万吨，同比增长 13.92%，占全球产量的一半；近 10 年印尼产量年均复合增长率达 15.13%，是全球镍资源的主要贡献者。进入今年，印尼政府开始将 RKAB 的有效期从每年一批延长至三年一批，程序的繁琐大大拖累了审批进程。而下游镍铁以及中间品产线需求不减，这导致印尼厂商开始寻求进口，截止到今年 10 月份，印尼自菲律宾累计进口镍矿达 930 万吨，同比大幅增长。据 Mysteel 统计，截至 10 月 14 日，在 Weda Bay Nickel 新配额审批通过后，印尼镍矿生产企业已有 126 家通过审批，总计开采额度达到 2.75 亿湿吨（2024 年）。但受到开采、运输、天气等因素的干扰，实际供应效率约为 85%。但未来的增长潜力仍然不容忽视，据 INSG 预计，2025 年全球镍矿仍有 8.5% 增幅，其中印尼占比将达到 62.8%。

国内供应方面，今年 1-10 月份累计进口镍矿 3334 万吨，同比减少 13.82%，其中自菲律宾进口 3045 万吨，同比减少 9.76%。受到镍铁持续过剩的影响，国内需求量逐步减弱，港口库存累至近年来高位，截止 12 月中旬达到 1378.3 万湿吨。

图 2.1.1: 全球镍矿产量 (万吨, %)

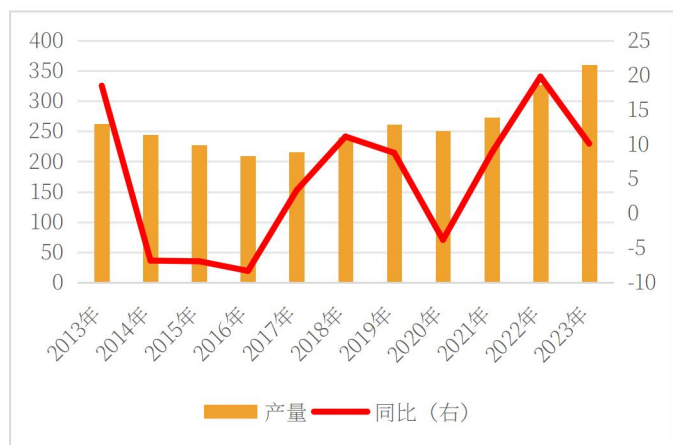
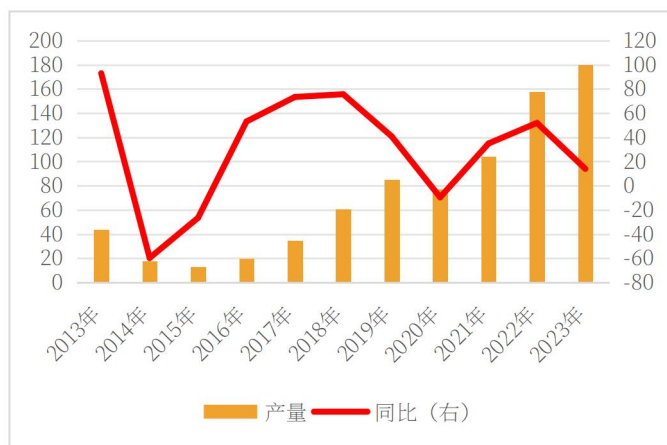
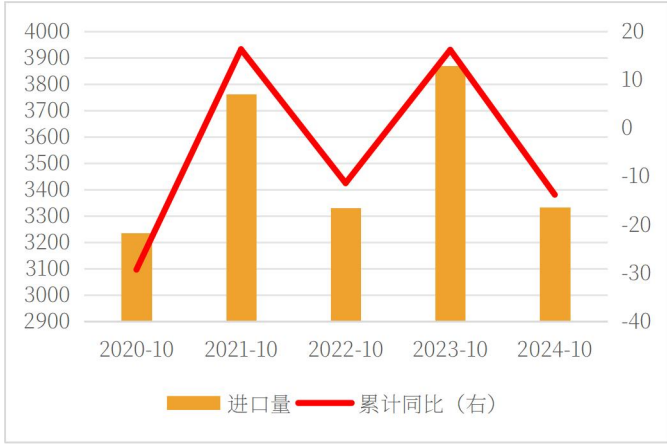


图 2.1.2: 印尼镍矿产量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

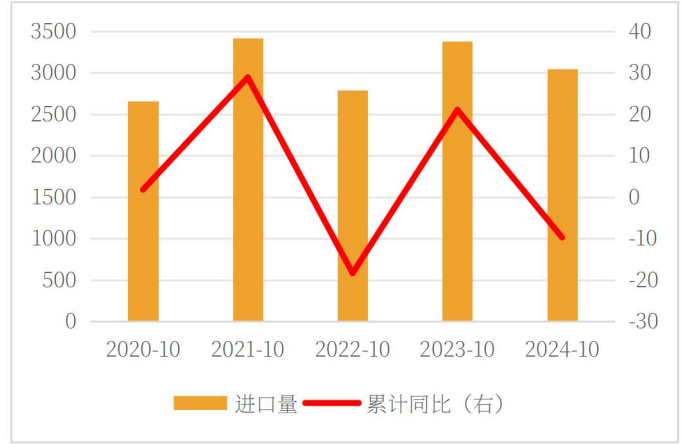
图 2.1.3: 国内镍矿累计进口量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.4: 国内镍矿自菲律宾累计进口量 (万吨, %)



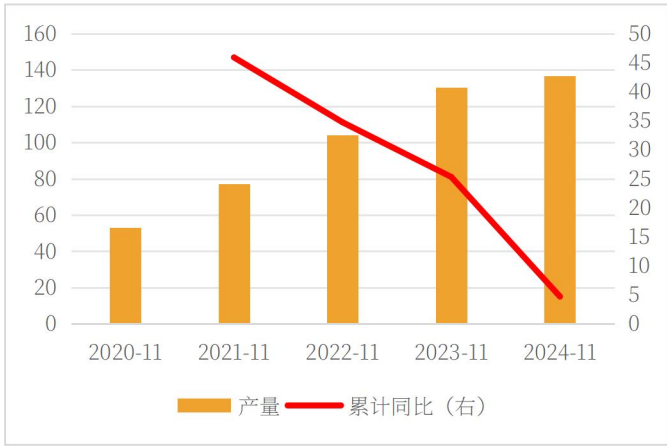
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

2. NPI 及中间品扩产动能充足

随着 NPI 转产高冰镍的实现以及新能源的拉动, 近年来 NPI 供应再上台阶。今年 1-11 月份, 印尼 NPI 产量累计达 136.59 万金属吨, 同比增长达 4.7%, 近 5 年年均增长率达到 26.71%。印尼回流量不减, 今年 1-10 月份, 国内累计进口量达 710 万吨, 同比增长 1.95%, 其中进口自印尼累计达 684 万吨, 同比增长 4.95%; 国内供应过剩下部分产线开始减产, 今年 1-11 月份, 国内 NPI 产量累计达 27.25 万金属吨, 同比下滑 21.58%。据不完全统计, 2025 年及以后, 力勤、东加里曼丹钢铁、印尼华宝等项目仍有接近 40 万镍吨的新增产能释放。

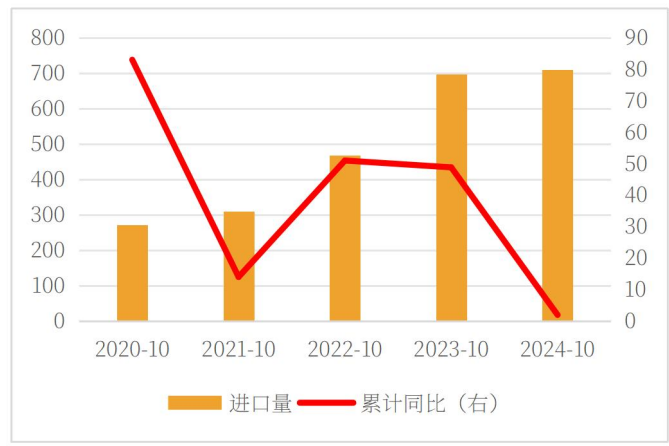
图 2.1.5: 印尼 NPI 累计产量 (万金属吨, %)

图 2.1.6: 国内 NPI 累计进口量 (万吨, %)



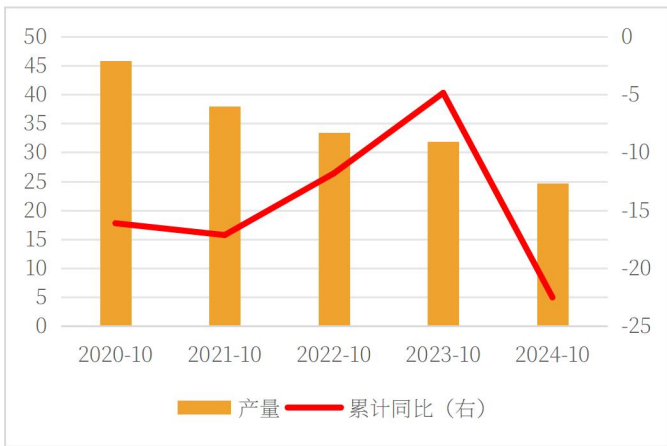
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.7: 国内 NPI 累计产量 (万金属吨, %)

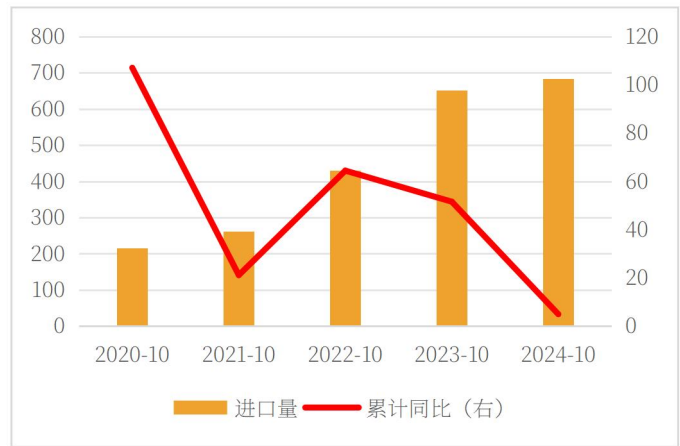


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.8: 国内 NPI 自印尼累计进口量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

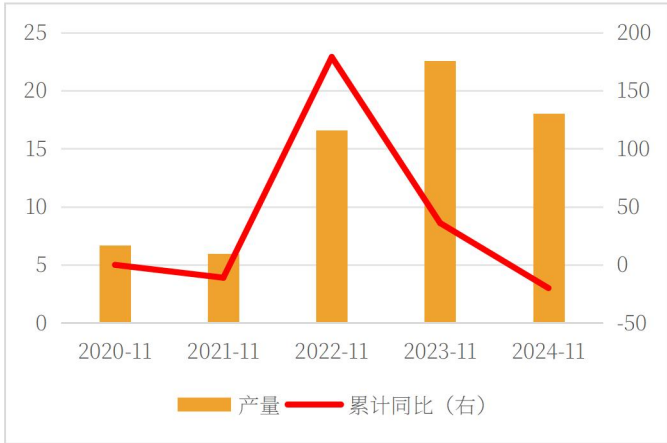


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

而以高冰镍和 MHP 为代表的中间品既可以通过电解以及电积的方式生产精炼镍，也是制备硫酸镍重要原料，用量占比达 90% 以上，是原生镍中重要的增量部分。产量方面，今年 1-11 月份，印尼高冰镍产量累计达 18.06 万金属吨，同比减少 20.02%，MHP 产量累计达 29.54 万金属吨，同比增加 80.56%。国内进口方面，今年 1-10 月份，冰镍总计进口量累计达 37.3 万吨，同比增长 53.33%，其中自印尼进口量累计达 35 万吨，同比增长 52.22%；MHP 总计进口量累计达 118.5 万吨，同比增长 13.46%，其中自印尼进口量累计达 92.58 万吨，同比增长 48.98%。据不完全统计，2025 年及以后，寒锐钴业、格林美、中伟集团、盛屯矿业等中资企业高冰镍新增产能或在 30 万镍吨左右，

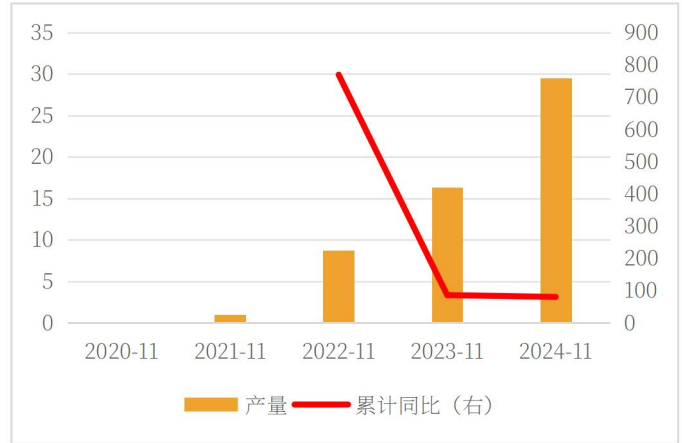
而 MHP 新增产能主要以淡水河谷、华友钴业、纬达贝镍业公司为主，新增产能达 29 万镍吨。

图 2.1.9: 印尼高冰镍累计产量 (万金属吨, %)



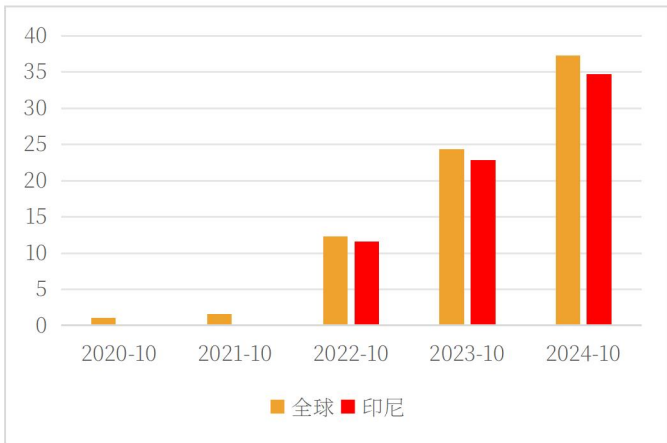
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.10: 印尼 MHP 累计产量 (万金属吨, %)



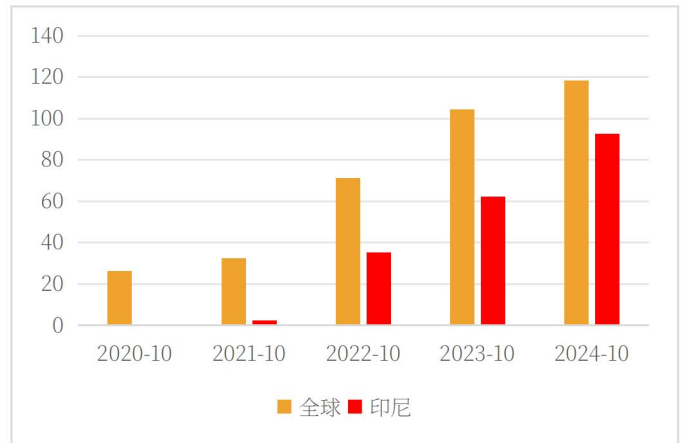
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.11: 国内冰镍累计进口量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.12: 国内 MHP 累计进口量 (万吨, %)



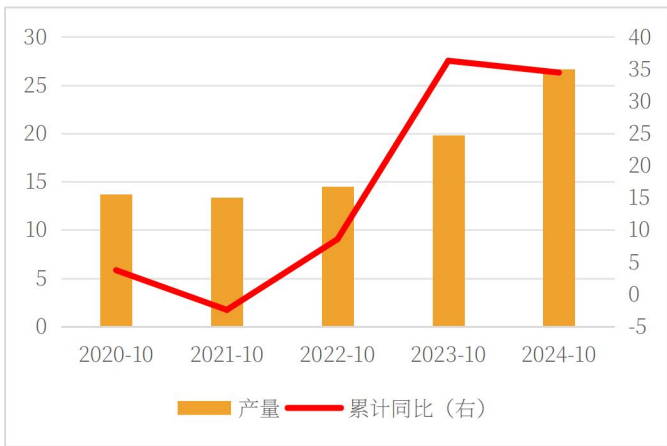
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

3. 国内精炼镍持续放量，溢出效应明显

国内历来为传统的精炼镍进口国，年出口量稳定在 1-2 万吨。但从 2022 年之后，俄镍制裁导致海外价格飙升，进口利润倒挂，国内镍价优势凸显；同时随着国内精炼镍产能逐步爬坡以及镍铁在不锈钢领域的替代性增强，国内供应宽松下众多国产品牌纷纷转

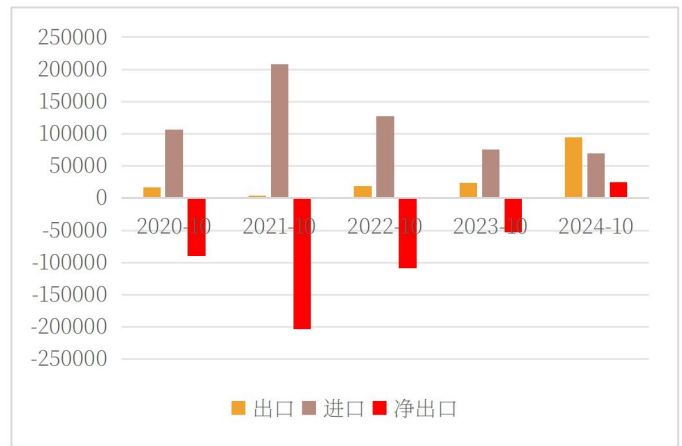
战海外市场，出口迎来大增。产量方面，2021年开始，中国超越俄罗斯成为全球第一大精炼镍生产国，今年1-11月份，国内精炼镍产量累计达30万吨，同比增长35.9%，超过去年全年产量。进出口方面，今年1-10月份，累计出口达9.47万吨，同比增长305.78%，累计进口达7万吨，同比下滑7.79%，净出口达2.47万吨，同比大幅增长7.73万吨。预计2025年青山、中伟、华友等企业仍有增产计划，国内或将继续维持净出口局面。

图 2.1.13: 国内精炼镍累计产量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.14: 国内精炼镍累计进出口情况 (吨)

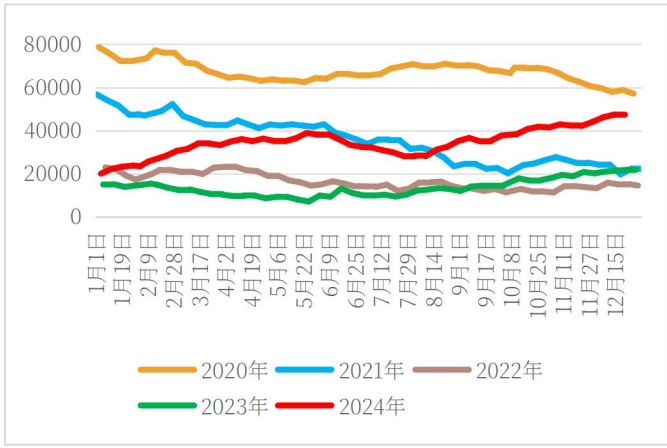


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

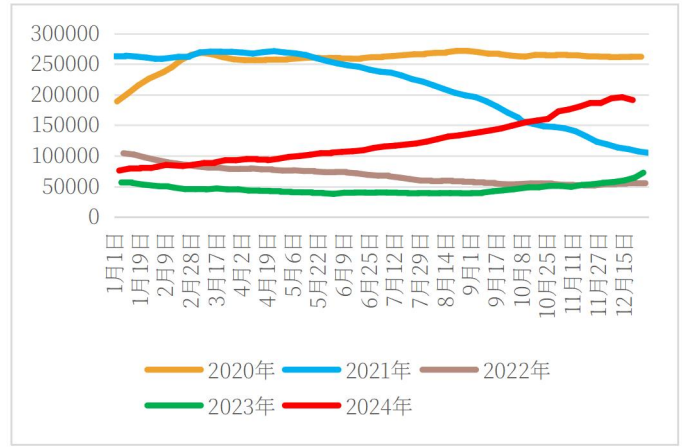
供应宽松显性化便是库存显著增加，国内精炼镍库存自去年四季度开始逐步累积，今年5-7月份短暂去化之后再度回升，一改往日低库存局面。截止到12月下旬，社库达到4.74万吨，同比增长119.4%，其中镍板库存4.39万吨，同比增长119.5%，镍豆库存0.35万吨，同比增长113.3%，期货库存达3.06万吨，同比增长175.7%。LME期货库存也达到16.17万吨，处于近四年高位。

图 2.1.15: 国内精炼镍社会库存 (吨)

图 2.1.16: 全球精炼镍期货库存 (吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

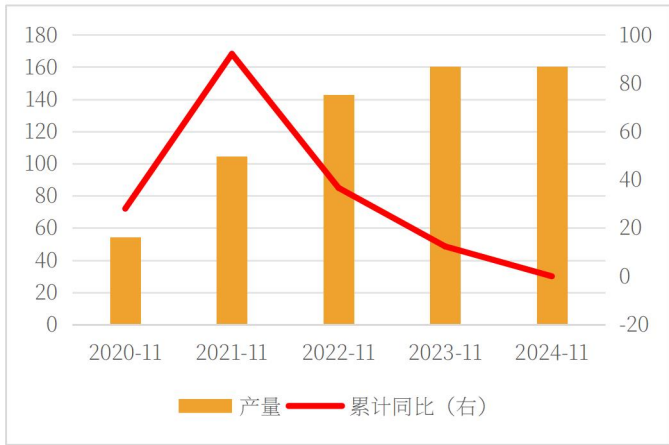
4. 消费分化加剧, 增速有所放缓

从镍产业链来看, 全球硫化镍矿经过多年开发, 资源已濒临枯竭, 而储量丰富的红土镍矿是当前开发的重点。硫化镍矿主要经火法冶炼冰镍后制备硫酸镍(或精炼镍), 而红土镍矿一是经火法冶炼 NPI 后转产高冰镍, 进而制备硫酸镍(或精炼镍), 二是经湿法冶炼 MHP, 进而制备硫酸镍, 而这其中硫酸镍和精炼镍之间也可以相互转换。目前受到高成本制约, 精炼镍在硫酸镍用量中几近于零, 而硫酸镍主要用于新能源领域。从全球原生镍消费来看, 截止到 2022 年, 不锈钢作为重要的存量消费, 依然稳居第一, 占比达 65%; 其次是电池领域, 占比达 16%, 是近些年拉动原生镍消费增长主要的动力。所以我们可以把镍资源下游分为传统需求以及新兴需求, 传统需求即硫化(红土)镍矿——精炼镍——合金电镀领域以及红土镍矿——NPI——不锈钢领域, 新兴需求即硫化(红土)镍矿——中间品——硫酸镍——新能源领域。

新兴需求方面, 呈现出明显的消费驱动型状态, 即新能源高速发展——原料需求旺盛(硫酸镍)——上游产能扩张(高冰镍及 MHP)。截止到今年 11 月份, 国内硫酸镍产量累计达 160.5 万吨, 同比基本持平, 今年 1-10 月份进口量达 18.14 万吨, 同比增长达 90.36%。新能源汽车产量累计达到 1134.5 万辆, 同比增长 34.64%, 新能源汽车销量达到 1126.2 万辆, 同比增长 35.62%; 三元材料系列动力电池产量累计达 249.4GWh, 同比增长 12.8%, 销量累计达 234.4GWh, 同比增长 7.47%, 装车量累计达 124.7GWh, 同比增长 13.78%。在《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》中明确提出到 2025

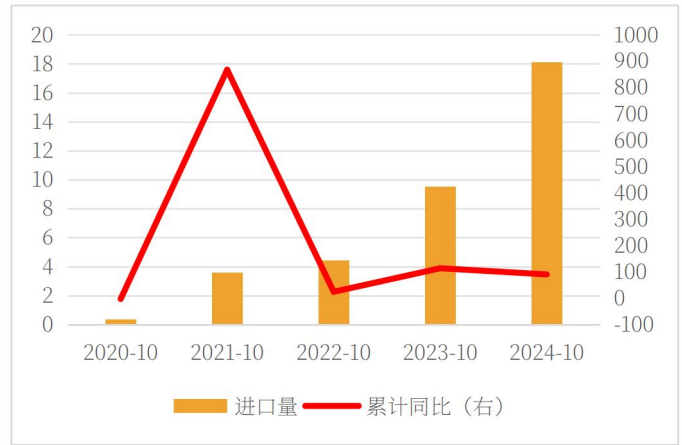
年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高；力争经过 15 年的持续努力，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，充换电服务网络便捷高效。据中国汽车动力电池产业创新联盟在今年发布的《2023-2024 年中国汽车动力电池及氢燃料电池产业发展年度报告》中预计，2024 年中国新能源汽车产量规模将达到 1083 万辆，同比增长约 31.9%，中国动力电池全年装车需求将达 527 GWh，同比增长约 35.9%；同时在《中国动力电池产业面向 2035 发展框架研究报告》中提到全球新能源汽车发展的大趋势不会变，预计到 2035 年，全球新能源汽车销量将超过 7000 万辆，市场渗透率将达到 70%左右，到 2035 年，中国新能源汽车销量将超过 3800 万辆，市场渗透率 90%，保有量将超过 2 亿辆。

图 2.1.17: 国内硫酸镍累计产量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

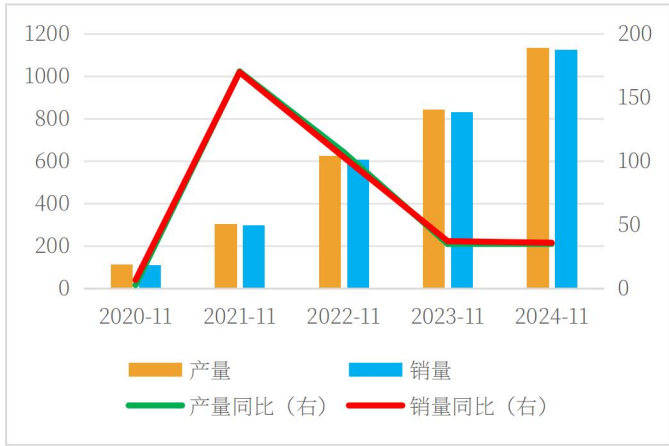
图 2.1.18: 国内硫酸镍累计进口量 (万吨, %)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

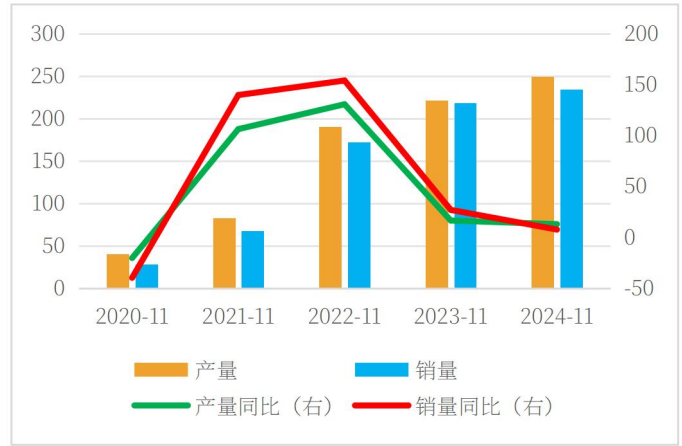
图 2.1.19: 国内新能源车累计产销 (万辆, %)

图 2.1.20: 国内三元系列动力电池累计产销 (GWh, %)



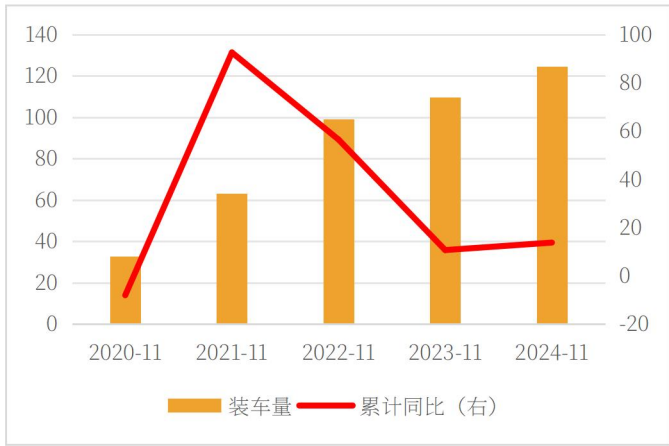
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.21: 国内三元系列动力电池累计装车量 (GWh, %)

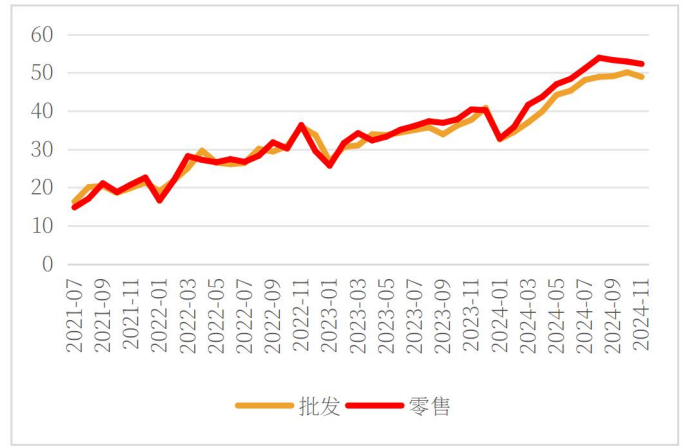


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.22: 国内新能源车渗透率 (%)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院



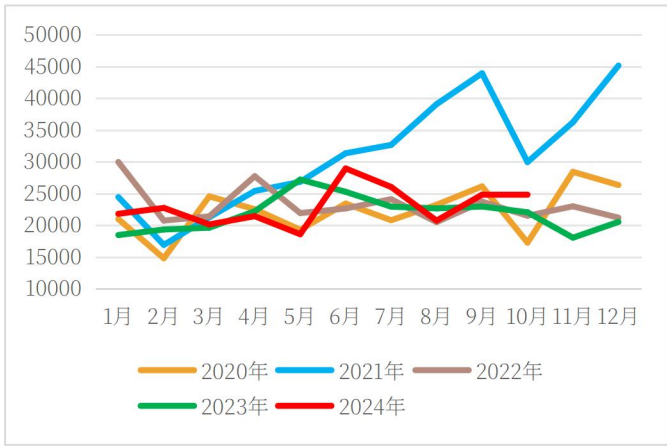
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

我们可以预见在国内能源转型以及新能源消费补贴政策的推动下，正如上文所说的全球新能源汽车发展的大趋势不会变。但是变才是唯一的不变，我们注意到新能源车产销增速在逐步下滑，三位数增速的高光不在，当下国内新能源车批发零售率已经超过 50%，而 2021 年同期还不足 20%。后续的发展更多会集中在技术的突破、基础设施的完善以及公共领域的普及上面。故我们认为后续硫酸镍或者中间品的需求增速将不同程度的放缓。

传统需求方面，今年 1-10 月份国内精炼镍表观消费量为 23 万吨，同比增长 3.3%，据 SMM 统计今年合金电镀增速超 10%，再加上出口的贡献，精炼镍消费基本维持韧性。

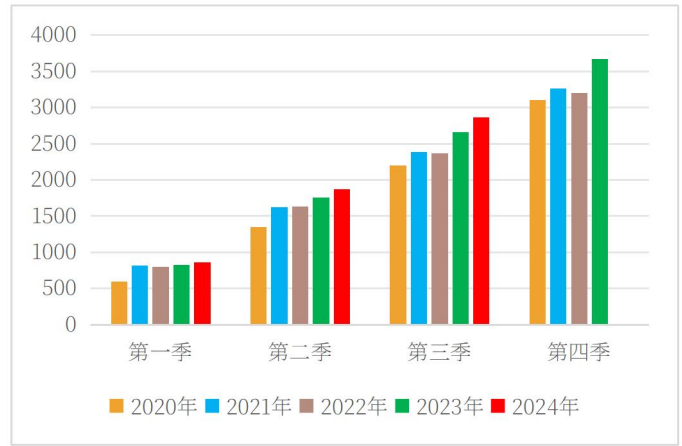
而不锈钢也处于产能释放期，据中国特钢协会数据显示，今年前三季度不锈钢粗钢产量累计达到 2863.1 万吨，同比增长 7.61%，对于 NPI 的需求基本保持。但是需求的增速远不及供应的放量，我们中性预计 2024 年全球原生镍过剩 17 万镍吨，2025 年持续过剩但幅度有所缩减，或为 14.5 万镍吨。

图 2.1.23: 国内精炼镍表观消费量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.24: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.1.25: 全球原生镍供需平衡表 (万镍吨)

	总供应	供应增量	供应增速	总需求	需求增量	需求增速	供需平衡
2020 年	249	5.5	2%	237.5	-4	-2%	11.5
2021 年	268.5	19.5	8%	284.5	47	20%	-16
2022 年	311	42.5	16%	302	17.5	6%	9
2023 年	342	31	10%	324	22	7%	18
2024 年 E	358.5	16.5	5%	341.5	17.5	5%	17
2025 年 E	372.5	14	4%	358	16.5	5%	14.5

资料来源: Mysteel, 公开资料, 金信期货研究院

(二) 不锈钢篇

1. 下游应用场景繁多，匹配经济增长

不锈钢作为规模最大的特钢产品，在工业领域以及生活领域应用极为广泛。据 SMM 统计，其下游细分行业中，设备领域占比 22%，石化领域占比 21%，建筑装饰领域占比

19%，餐饮器具领域占比 16%，轨道交通领域占比 9%，家电领域占比 7%，其他领域占比 6%。繁多的消费场景也表明其更贴近终端，也决定其需求和经济发展以及居民消费极为相关。我们测算自 1998 年至今不锈钢表观消费量与 GDP 相关性高达 99.62%，与居民人均可支配收入相关性达 99.74%；同时近 25 年间不锈钢表观消费量年均增速达到 15.48%，GDP 年均增速达到 14.15%，居民人均可支配收入年均增速达到 10.47%，不锈钢消费增速基本匹配 GDP 以及居民人均收入增速。

图 2.2.1: 不锈钢表观消费与 GDP 对比 (万吨, 亿元)

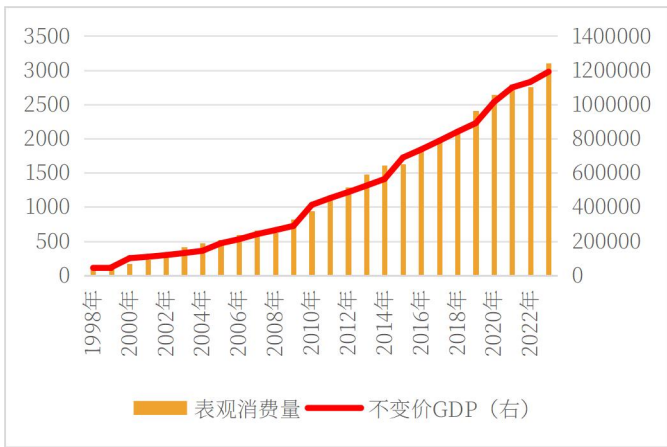
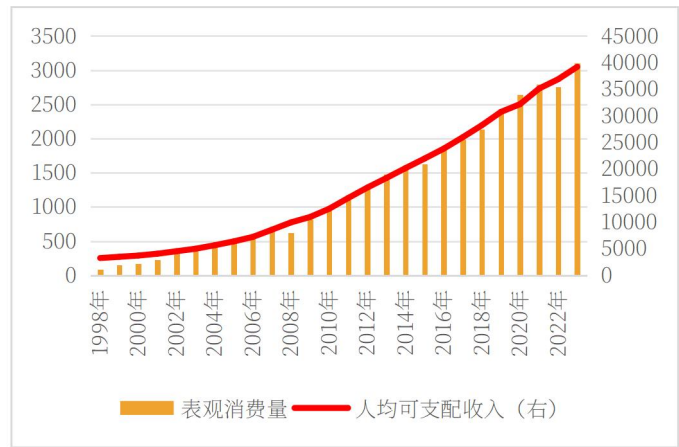


图 2.2.2: 不锈钢表观消费与可支配收入对比 (万吨, 元)



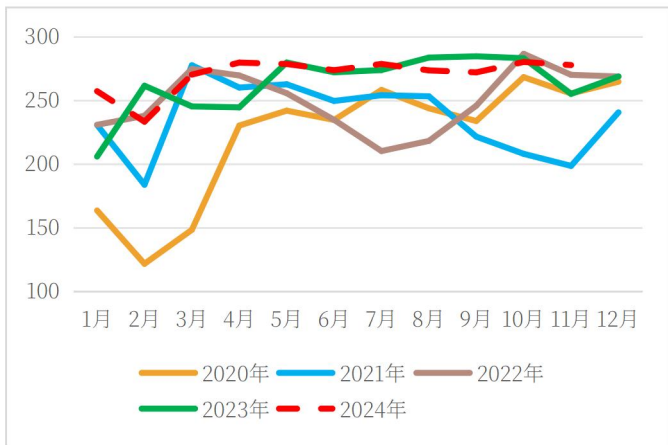
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

钢联口径显示，今年 1-11 月份，不锈钢表观消费量累计达 2974.56 万吨，同比增长 2.96%。进一步的，对于内需我们可以从固定资产投资、地产、汽车、家电厨具、机械设备等领域进行跟踪。固定资产投资方面，基建和制造业领域继续保持较高增速，地产拖累明显；今年 1-11 月份，固定资产投资完成额累计同比增长 3.3%，其中广义基建投资累计同比达 9.39%，制造业投资累计同比达到 9.3%，房地产开发投资累计同比下滑 10.40%；制造业细分领域，电气机械及器材制造业投资累计同比下滑 3.4%，通用设备制造业投资累计同比达到 14.9%，专用设备制造业投资累计同比达到 11.7%，金属制品业投资累计同比达到 16.3%。地产方面，仍待政策效果显现，本年资金来源累计同比下滑 18%，本年度实际到位资金累计同比下滑 15.7%，施工面积累计同比下滑 12.7%，竣工面积累计同比下滑 26.2%，销售面积累计同比下滑 14.3%。汽车以及家电厨具在消费品以旧换新补贴刺激之下表现亮眼，取得较好效果；其中汽车产量累计同比达 4.2%，空

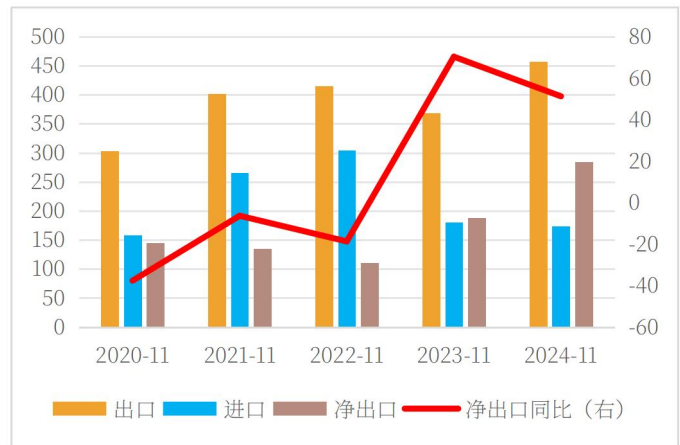
调产量累计同比增长 9.4%，冰箱产量累计同比增长 8.1%，洗衣机产量累计同比增长 6.3%，冷柜产量累计同比增长 14.30%，集成灶产量累计同比增长 0.87%，抽油机产量累计同比增长 4.82%。机械设备方面，船舶以及金属制品受全球经济增长以及海运贸易的支撑，增速继续保持较高水平；其中新承接船舶订单量累计同比增长 44.90%，手持船舶订单量累计同比增长 51.30%，造船完工量累计同比增长 18.2%，金属集装箱产量累计同比增长 186.7%。外需方面，今年 1-11 月份净出口量累计达 284.32 万吨，同比大幅增长至 51.27%。部分终端产品出口也屡创新高，其中汽车出口量累计同比增长 22.6%，空调出口量累计同比增长至 28%，冰箱出口量累计同比增长至 20.5%，洗衣机出口量累计同比增长至 13.8%。

图 2.2.3: 不锈钢表观消费量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.4: 不锈钢累计进出口情况 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.5: 不锈钢终端消费情况 (%)

	2020-11	2021-11	2022-11	2023-11	2024-11
固定资产投资(不含农户)完成额累计同比	2.60	5.20	5.30	2.90	3.30
广义基建投资累计同比	3.32	-0.17	11.65	7.96	9.39
制造业投资累计同比	-3.50	13.70	9.30	6.30	9.30
电气机械及器材制造业投资累计同比	-10.40	24.40	41.40	34.60	-3.40
通用设备制造业投资累计同比	-10.00	11.40	14.50	3.40	14.90
专用设备制造业投资累计同比	-5.50	25.30	12.80	10.40	11.70
金属制品业投资累计同比	-9.60	12.10	11.80	3.00	16.30
房地产开发投资累计同比	6.80	6.00	-9.80	-9.40	-10.40
房地产开发本年资金来源累计同比	6.60	7.20	-25.70	-13.40	-18.00
房地产开发本年实际到位资金累计同比	6.90	6.10	-18.80	-13.70	-15.70
房地产施工面积累计同比	3.20	6.30	-6.50	-7.20	-12.70
房地产竣工面积累计同比	-7.30	16.20	-19.00	17.90	-26.20
商品房销售面积累计同比	1.30	4.80	-23.30	-8.00	-14.30
汽车产量累计同比	-2.70	5.30	5.60	6.80	4.20
空调产量累计同比	-8.80	11.40	2.00	12.60	9.40
冰箱产量累计同比	6.30	-0.20	-3.70	14.50	8.10
洗衣机产量累计同比	3.60	11.10	4.50	20.00	6.30
冷柜产量累计同比	51.70	10.40	-22.40	14.50	14.30
集成灶产量累计同比	-	30.96	-1.32	0.87	-
抽油烟机产量累计同比	-7.47	18.14	-19.07	4.82	-
造船完工量累计同比	-2.60	7.90	-5.50	12.30	18.20
新承接船舶订单量累计同比	-8.70	182.60	-37.80	63.80	44.90
手持船舶订单量累计同比	-11.10	35.90	7.50	29.40	51.30
工业锅炉产量累计同比	21.00	14.80	1.50	0.10	-12.40
电梯、自动扶梯及升降机产量累计同比	6.10	19.30	-6.70	3.60	-8.20
大气污染防治设备产量累计同比	-17.30	15.20	1.30	32.10	-31.40
金属集装箱产量累计同比	6.00	129.70	-34.30	-42.30	186.70
汽车出口量累计同比	-15.80	101.90	54.90	59.80	22.60
空调出量累计同比	13.00	11.60	-12.20	3.80	28.00
冰箱出口量累计同比	33.70	4.20	-21.70	19.40	20.50
洗衣机出口量累计同比	-2.70	3.40	-7.10	40.40	13.80

资料来源：iFinD，金信期货研究院

2. 全球复苏进程或面临干扰

在今年中央经济工作会议上，高层再次提到要实施更加积极有为的宏观政策，提高财政赤字率，加大财政支出强度，增发超长期特别国债，适时降准降息，保持流动性充

裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，大力提振消费，保障和改善民生。根据我们在《黑色产业年报：损益盈虚，与时偕行》第二章宏观简析中对海内外宏观的详细论述，对于国内经济方面，我们预计明年财政赤字率或有 1% 左右的上调空间，政策利率或有 75-100bp 下调空间，社融存量增速或回升至 8.5% 左右，固定资产投资增速将保持在 4.7% 左右，商品房销售面积同比降幅收窄至 5.5%，GDP 仍将保持 5% 左右增速。对于海外经济方面，我们预计明年上半年联储或仍有 75bp 降息空间，下半年开始停止降息，劳动力市场保持韧性，美国经济平稳落地，欧元区增长乏力，而部分新兴经济体经济（除中国）同比仍有 0.2% 左右增幅。WB 预测明年全球经济或同比增长 0.1% 至 2.7%，IMF 预测明年全球经济或同比持平为 3.2%，OECD 预测明年全球经济或同比增长 0.14% 至 3.21%，这其中部分新兴经济体（除中国）受益于全球宽松环境或成为全球经济增长的重要驱动。

但是需要看到当下贸易保护主义盛行，据 Mysteel 不完全统计，今年前三季度中国贸易救济信息网陆续公布了 89 起国外针对中国钢铁产品发起的反倾销、反补贴调查或裁决。同时美国新一届政府上台之后，或再度挥舞关税大棒，从而对国内甚至全球经济增长造成较大利空。

图 2.2.6: 全球主要经济体增长预测 (%)

	WB		IMF		OECD	
	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年	2025 年
全球	2.60	2.70	3.20	3.20	3.07	3.21
美国	2.50	1.80	2.80	2.20	2.56	1.83
欧元区	0.70	1.40	0.80	1.20	0.73	1.45
日本	0.90	1.00	0.30	1.10	0.45	1.10
中国	4.80	4.10	4.80	4.50	4.94	4.52
印度	6.60	6.70	7.00	6.50	6.59	6.58
南非	1.20	1.30	1.10	1.50	0.96	1.40

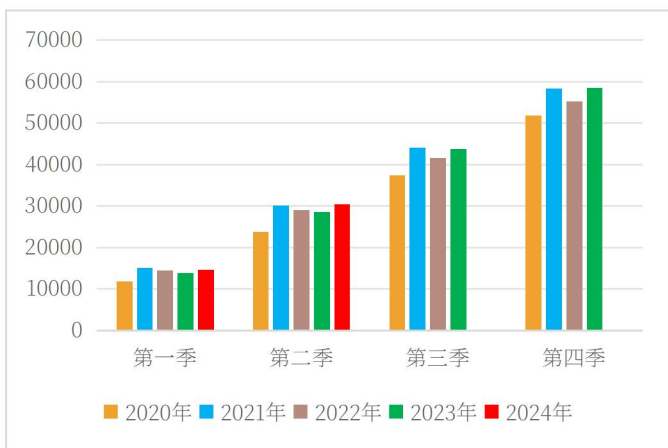
资料来源：iFinD，金信期货研究院

3. 产能投放进入高增期，过剩格局延续

近年来全球不锈钢行业迅猛发展，尤其自 2010 年以后，中国更加注重钢铁行业高

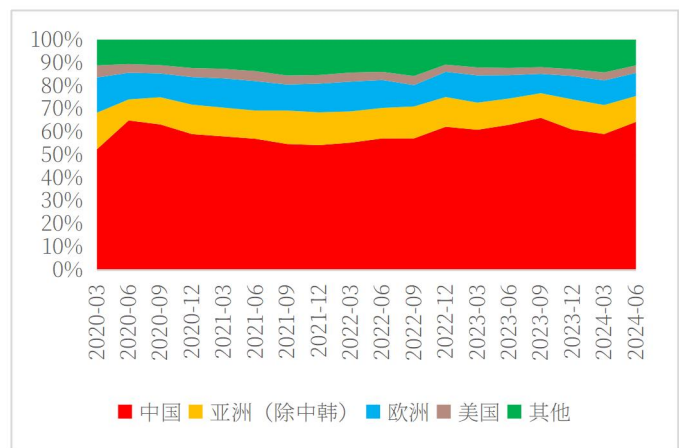
端化以及制造业高质量发展，从而一跃成为全球最大的不锈钢生产国，开始主导全球不锈钢供销格局。ISSF 统计数据显示，2005 年全球不锈钢粗钢产量仅为 2455.7 万吨，而到 2023 年已经达到 5844.5 万吨，年均增长率为 4.94%；而国内 2005 年不锈钢粗钢产量仅为 316.1 万吨，到 2023 年已达 3667.6 万吨，年均增长率达 14.59%，占全球不锈钢粗钢产量的比重从 12.87% 增长至 62.75%。今年前两季度，全球不锈钢粗钢产量累计为 3037.1 万吨，同比增长 6.29%，其中亚洲地区（不含中国、韩国）累计产量 361.8 万吨，同比增长 9.04%，国内产量累计达 1875 万吨，同比增长 5.88%，欧洲地区产量累计达 313.9 万吨，同比增长 0.13%，美国产量累计达 102.7 万吨，同比增长 8.91%，其他地区产量累计达 383.7 万吨，同比增长 10.45%。

图 2.2.7: 全球不锈钢粗钢产量 (千吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

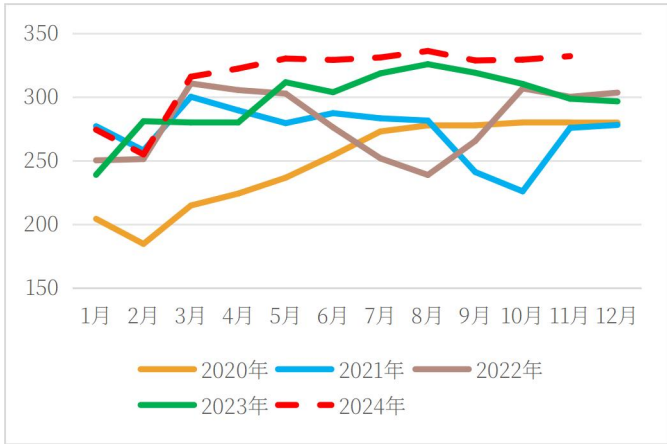
图 2.2.8: 全球不锈钢粗钢分地区产量占比



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

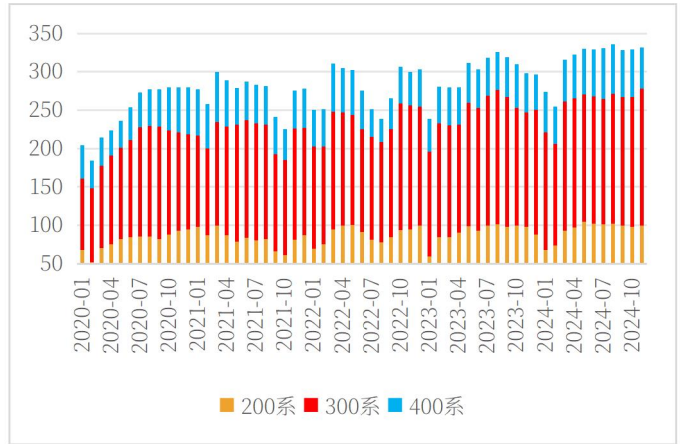
钢联口径显示，今年 1-11 月份，国内供应增长势头不减，不锈钢粗钢产量累计达 3481.59 万吨，同比增长 6.64%，其中 300 系产量累计达 1799.83 万吨，同比增长 5.35%，占比达 51.7%；冷轧系产量累计达 1469.34 万吨，同比增长 9.01%，其中 300 系产量累计达 724.64 万吨，同比增长 8.45%，占比达 49.32%。印尼方面，受益于镍铁产业链布局纵深推进，今年 1-11 月份 300 系粗钢产量累计达 458.97 万吨，同比增长 22.1%，同时出口不断放量，今年 1-10 月份进口累计 27.22 万吨，同比增长 8.65%，出口累计达 392.7 万吨，同比增长 15.76%，自 2020 年至今净出口年均增长率达到 14%。

图 2.2.9: 国内不锈钢粗钢产量 (万吨)



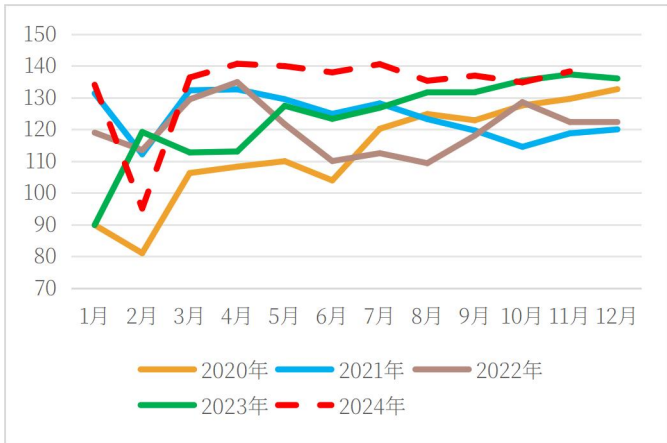
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.10: 国内不锈钢粗钢分系列产量 (万吨)



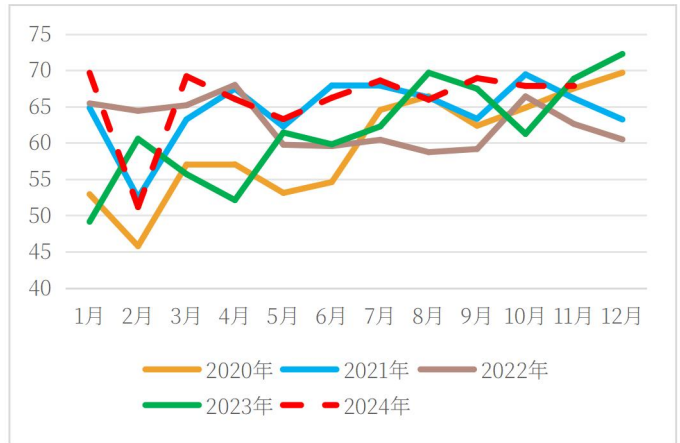
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.11: 国内冷轧不锈钢产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

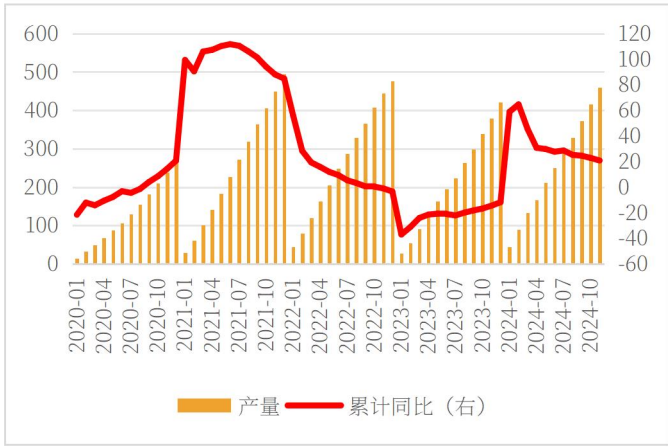
图 2.2.12: 国内冷轧 300 系产量 (万吨)



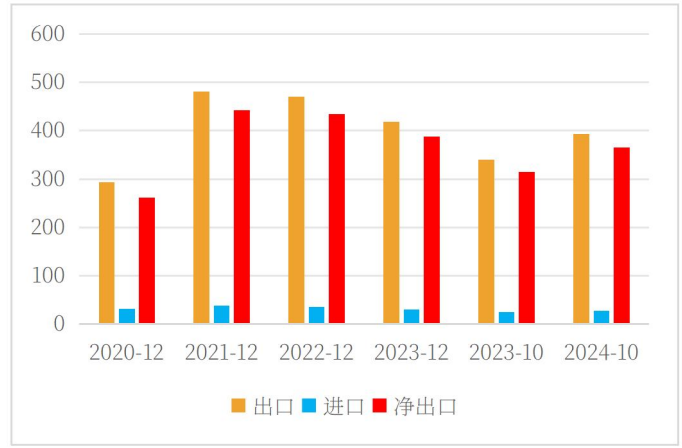
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.13: 印尼不锈钢粗钢累计产量 (万吨, %)

图 2.2.14: 印尼不锈钢粗钢累计进出口情况 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

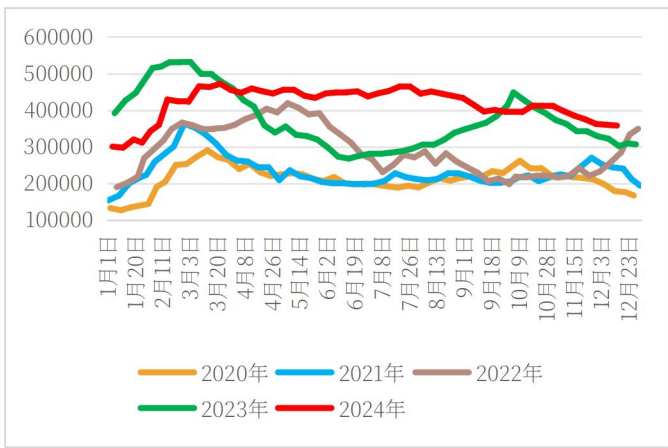


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

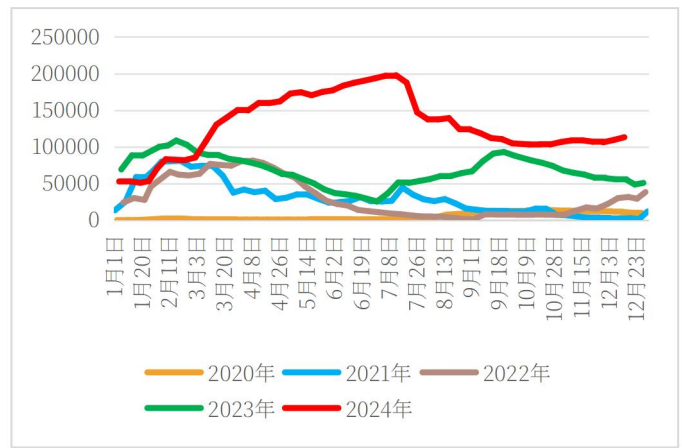
供应高增的结果是企业库存持续积压, 截止 12 月中旬, 锡佛两地不锈钢粗钢库存达到 78.37 万吨, 其中 300 系库存 54.14 万吨, 冷轧系库存 52.5 万吨, 其中 300 系 35.81 万吨。与往年不同的是, 今年除了库存中枢明显抬升之外, 二三季度并未出现季节性降库, 而是呈现高位盘整的态势, 进入四季度才有所去化。除社库外, 今年期货库存达到不锈钢期货上市以来高峰, 7 月下旬时接近 20 万吨, 这进一步加剧了供应压力。

图 2.2.15: 锡佛两地冷轧 300 系库存 (吨)

图 2.2.16: 上期所期货库存 (吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

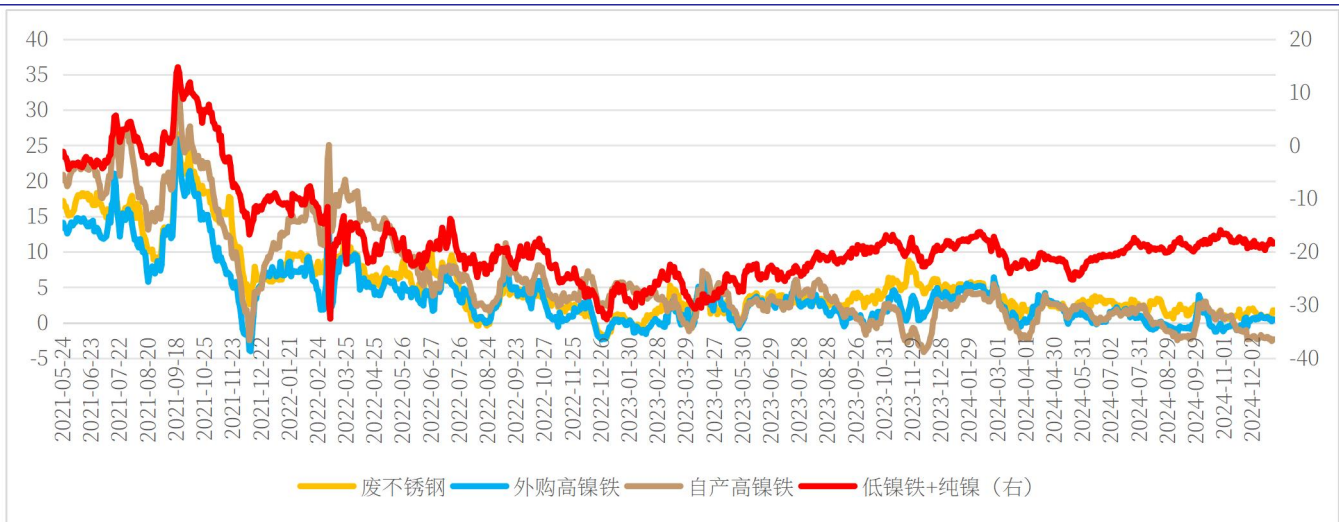


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

随着“双碳”政策不断落地, 不锈钢的低碳属性备受市场青睐, 部分普钢产能置换为不锈钢产能, 叠加政策方面并未对不锈钢产能进行严格限制, 导致 2020 年以后不锈钢产能集中爆发, 形成如今过剩格局。而整个钢铁行业高产量、高成本、高库存、低需

求、低价格、低效益“三高三低”的局面在不锈钢领域也表现的如出一辙。钢联数据显示今年不锈钢生产中,低镍铁+纯镍生产工艺平均利润率为-19.66%,较去年收窄 4.05%,废不锈钢生产工艺平均利润率 2.55%,较去年下滑 0.5%,外购高镍铁生产工艺平均利润率 1.33%,较去年下滑 0.4%,自产高镍铁生产工艺平均利润率 0.9%,较去年下滑 1.5%。从部分上市特钢生产企业净利润来看,除宝钢、华菱、南钢等头部企业之外,其他大部分企业利润均出现明显下滑或者处于亏损状态。尽管如此,不锈钢行业并未停止产能投放的步伐。粗略统计,2025 年及以后,国内新增不锈钢产能达 2918 万吨,印尼新增不锈钢产能在 720 万吨;我们中性预计明年不锈钢过剩量或为 66 万吨,过剩进一步加深。

图 2.2.17: 国内冷轧不锈钢分工艺生产毛利率 (%)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 2.2.18: 国内上市特钢企业净利润 (亿元)

	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2020-09	2021-09	2022-09	2023-09	2024-09	年度变动	三季度变动
太钢不锈	17.09	62.48	1.45	-12.69	10.54	67.97	10.13	-4.17	-5.47		
抚顺特钢	5.52	7.83	1.97	3.62	4.04	6.85	2.99	2.82	3.16		
甬金股份			6.03	6.18			4.30	4.33	7.38		
浙江久立	7.72	7.94	12.88	14.89	5.49	6.12	8.78	11.08	10.45		
酒钢宏兴	5.19	14.88	-24.76	-10.50	3.59	24.82	-15.28	-3.57	-19.46		
武进不锈			2.15	3.52			1.43	2.73	1.71		
宝钢股份	139.85	264.55	140.29	137.41	87.33	240.97	109.87	96.69	68.88		
华菱股份	69.64	104.68	76.75	66.40	52.32	82.88	58.65	52.13	27.42		
永兴材料	2.57	9.00	64.99	35.35	2.56	5.55					
南钢股份	31.88	40.95	23.24	22.45	23.68	34.81	21.84	18.20	17.67		

资料来源：Mysteel，公司财报，金信期货研究院

图 2.2.19：中国及印尼新增不锈钢产能情况

产地	钢厂	产能 (万吨)	预计投产时间
中国	临沂钢铁	440	2025 年及以后
	广青科技	400	2025 年及以后
	江苏戴南	400	2025 年及以后
	宝钢德盛	306	2025 年及以后
	杭钢振石	252	2025 年及以后
	鑫海实业	218	2025 年及以后
	太钢不锈	200	2025 年及以后
	江苏德龙	176	2025 年及以后
	山东盛阳	170	2025 年及以后
	柳钢集团	146	2025 年及以后
	沧州三菱	100	2025 年及以后
	明拓集团	80	2025 年及以后
	上泰实业	30	2025 年及以后
合计		2918	
印尼	力勤资源	300	2025 年及以后
	印尼华迪	200	2025 年及以后
	金达莱	120	2025 年及以后
	象屿集团	100	2025 年及以后
合计		720	
中印总计		3638	

资料来源：Mysteel，公开资料，金信期货研究院

图 2.2.20: 中国不锈钢供需平衡表 (万吨)

	总供应	供应增量	供应增速	总需求	需求增量	需求增速	供需平衡
2020 年	2826	231	8.90%	2822	238	9.21%	4
2021 年	3176	350	12.39%	3178	356	12.60%	-2
2022 年	3152	-24	-0.75%	3132	-47	-1.46%	21
2023 年	3435	283	8.99%	3386	254	8.13%	49
2024 年 E	3593	157	4.57%	3538	152	4.50%	54
2025 年 E	3720	128	3.55%	3654	115	3.26%	66

资料来源: Mysteel, 公开资料, 金信期货研究院

三、综合展望

2024年下半年国内经济出现短暂失衡，资产价格大幅下跌。对于既有黑色钢铁属性又有有色金属属性的镍不锈钢产业链来说，表现更为差强人意。有色金属里面，沪铜价格重心较去年上移10.75%、沪铝上移7.7%、沪铅上移9.76%、沪锡上移17.15%、沪锌上移8.66%；黑色钢铁里面，螺纹钢价格重心较去年下移8.6%；而沪镍价格重心下移达20.63%，不锈钢价格重心下移达9.17%，颇有上行不足，下行有余的意味。

“胜人者有力，自胜者强”。今年中央经济工作会议明确提到要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。基于此，我们中性预估明年财政赤字率或有1%左右的上调空间，政策利率或有75-100bp下调空间，社融存量增速或回升至8.5%左右，GDP仍将保持5%左右增速。而海外经济体在流动性宽松下，或处于温和复苏，IMF预测明年全球经济或同比持平为3.2%，OECD预测明年全球经济或同比增长0.14%至3.21%。

在宏观面名义好转之下，我们中性预计明年全球原生镍总需求量或为358万镍吨，同比增长5%，国内不锈钢总需求量或为3654万吨，同比增长3.26%。但行业产能过剩确是不容置喙的事实，我们中性预计明年全球原生镍总供应量或在372.5万镍吨，同比增长4%，过剩量或为14.5万镍吨，国内不锈钢总供应量或为3720万吨，同比增长3.55%，过剩量或为66万吨。

具体的，我们中性预计2025年价格仍有破位下行风险，精炼镍现货估值区间或为10538-157751元/吨，不锈钢现货估值区间或为11700-14958元/吨。对于现货企业来说，原料端干扰带来的成本压力，可考虑择时买入套保进行规避；成品端高库存贬值风险，可逢高介入卖出套保，以达到保值目的。

潜在的风险也需警惕，或对价格造成较大扰动。（一）下行加速风险：首先是联储货币政策，预计将于明年下半年停止降息，利率中枢维持在更高水平，施压非美资产；其次是美国新一届政府关税政策或者对华政策，若延续高关税甚至不友好外交，将对全球经济增长或者外需造成拖累。（二）突破上行风险：镍不锈钢产业链当下的主要问题在供给侧，而印尼等镍矿主产国政策多变会对矿资源供应造成干扰；再者如突发事件或地缘政治等会对于全球供应链造成破坏；另外明年作为“十四五”规划收官之年，如果政策力度有超预期，或使得终端需求表现更为可观。

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。分析逻辑基于公开信息和合理假设进行分析和阐述，作者以勤勉的职业态度，力求客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。

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能够获利，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。本报告中来源于第三方信息提供商或其他已公开信息的内容，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。虽然本公司会采取合理措施对所引用的第三方内容进行审查，但鉴于信息获取和传播的复杂性，无法绝对确保其毫无偏差。建议您在参考此类内容时保持谨慎，自行进行深入的研究和判断。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，过往表现不作为交易依据，更不作为未来服务承诺或结果。在不同时期，因策略依据、计算方式等不同，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，投资者应综合考虑自身风险承受能力，选择与自身适当性相匹配的产品或服务，独立做出投资决策并承担投资风险，本报告不应取代投资者的独立判断。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。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、周逐涛（投资咨询编号：Z0020726）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）、钟朱敏（投资咨询编号：Z0021128）