

2023年07月03日

需求疲弱VS政策强预期，钢价或区间震荡

——黑色金属7月月度投资策略

分析师：

刘慧峰
从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人

吴思伶
从业资格证号：F3079398
电话：021-68758771
邮箱 wusl@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **需求延续弱现实，强预期：**7月份仍是钢材需求淡季，现实需求转好概率不高，钢材三大主要下游行业，特别是地产行业走弱依旧明显。考虑到当下经济基本面依旧较为疲弱，7月下旬又逢半年度中央政治局会议，所以整个7月份政策强预期依然会存在。我们认为未来政策的着力点可能要关注三个方面，一是货币政策仍有进一步放松空间，二是部分城市的地产限制政策或进一步放松，三是汽车、家电消费刺激政策可能会进一步加码。
- **供应维持高位，关注平控政策进展：**5月钢材供应减量明显，但主要为电炉钢所贡献，高炉减产依旧不及预期。考虑到长流程钢厂利润尚可，短流程钢厂亏损也有所收窄，因此在有限产政策的情况，供应将继续维持高位。粗钢平控继续延续概率较大，建议关注。
- **矿石基本面边际走弱概率大：**高贴水下铁水产量回落预期落空叠加宏观预期的好转共同推动了6月以来矿石价格的强势反弹，且短期来说，这两大逻辑依然存在。但中期看，矿石基本面边际走弱是大概率事件。国内粗钢平控政策料继续延续，海外需求则整体偏弱。而外矿发货量则整体回升，下半年预计也将微增。7月之后矿石港口库存大概率累积。估值水平相比5月底有所抬升，且市场一直存在政策打压预期，所以价格继续上涨空间有限。但下跌则仍需等待进一步驱动出现，主要是粗钢平控政策的落地以及港口库存拐点的出现
- **结论：**6月份，国内钢材价格的反弹主要得益于政策强预期的拉动。7月份钢材市场高供给低需求的格局仍会继续延续，一方面，钢材三大下游需求行业同步走弱，7-8月又是钢材市场需求淡季，现货需求好转概率并不高。另一方面，在钢厂尚有一定利润且平控政策尚未落地的情况下，钢材供应也将处于高位。不过，导致6月份价格上涨的强预期因素也依然存在，包括宏观政策加码的预期、粗钢平控政策落地预期等，在弱现实和强预期的博弈下，7月钢材市场或仍以区间震荡为主，难有趋势性行情。
- **操作建议：**螺纹、热卷以区间震荡思路对待，大致运行区间在3550-3800之间，节奏先强后弱；铁矿石前期多单建议减持，等待850以上沽空机会。套利关注螺纹10-1反套机会。
- **风险因素：**需求超预期恢复，钢材供应大幅回落，外矿发货不及预期

正文目录

1. 2023年6月黑色行情回顾.....	4
2. 需求延续弱现实、强预期.....	4
3. 供应维持高位，关注平控政策进展	6
4. 铁矿石：基本面边际走弱概率较大	8
5. 结论及投资建议.....	9

图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势	4
图 2 铁矿石期现价差走势	4
图 3 钢材 5 大品种库存季节性走势	5
图 4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势	5
图 5 商品房销售、新开工、施工及竣工面积走势	6
图 6 钢材三大主要下游行业投资增速变化情况	6
图 7 粗钢日均产量季节性走势	7
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	7
图 9 钢厂废钢到货季节性走势	7
图 10 短流程螺纹钢产量季节性走势	7
图 11 高炉日均铁水产量季节性走势	8
图 12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比	8
图 13 全球铁矿石发运季节性走势	9
图 14 铁矿石港口库存季节性走势	9

1. 2023年6月黑色行情回顾

6月份，国内黑色板块呈现冲高回落走势，原料价格走势强于成材。截止到6月21日，螺纹、热卷主力合约分别收于3686元/吨和3786元/吨，较5月底分别上涨223元/吨和205元/吨，涨幅分别为6.4%和5.7%，铁矿石主力合约收于797.5元/吨，较5月底上涨86.5元/吨，涨幅12.17%。螺矿比4.62，较5月底下跌0.25。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所

图2 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所

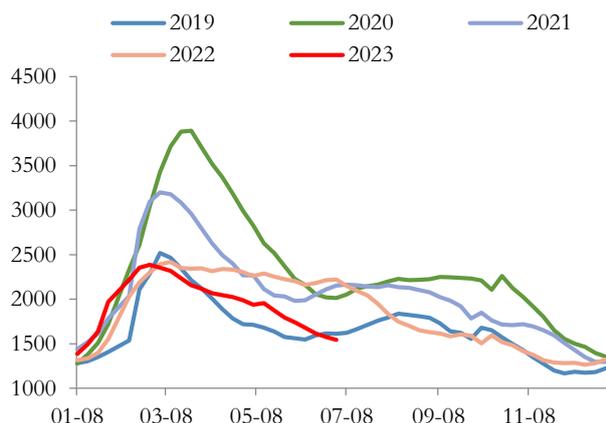
6月以来钢材价格得强势上涨除了库存去化良好，成本支撑偏强之外，政策加码得预期是一个主要得原因。下旬之后得回调则是由于部分政策落地，加之节假日之前获利盘减仓所致。铁矿石反弹则主要是由于在铁水产量下降预期阶段性落空得情况下盘面价格向上修复贴水所致。螺矿比得收缩也表明在限产政策尚未落地得情况下，市场预计钢厂利润存在进一步压缩空间。

2. 需求延续弱现实、强预期

6月份为传统得钢材需求淡季，北方高温和南方多雨天气持续，钢材需求继续延续5月的弱势。截止到6月第三周5大品种钢材表观消费量相比月初回落了22.5万吨。不过，由于本轮价格反弹刺激了部分贸易商和终端得补库需求，今年淡季期间钢材需求表现略好于预期，特别是螺纹钢库存持续去化，目前库存水平已经将至2019年得水平，热卷库存水平则略偏高。

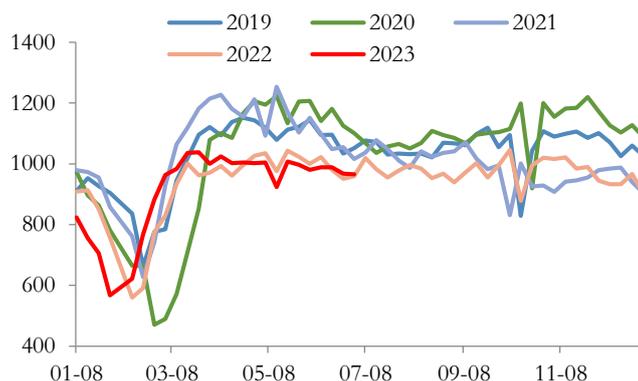
7月份仍是钢材需求淡季，现实需求转好概率不高。但6月以来钢材价格得这轮反弹主要是政策加码预期推动所致，且6月底已经兑现部分预期，包括国常会提出在加大宏观调控力度，着力扩大有效需求等4个方面研究推出一批政策措施；央行先后下调了OMO、MLF和LPR利率；财政部等三部委也延续和优化了新能源汽车车辆购置税的减免政策等。考虑到当下经济基本面依旧较为疲弱，7月下旬又逢半年度中央政治局会议，所以整个7月份政策强预期依然会存在。我们认为未来政策的着力点可能要关注三个方面，一是货币政策仍有进一步放松空间，二是部分城市的地产限制政策或进一步放松，三是汽车、家电消费刺激政策可能会进一步加码。

图3 钢材 5 大品种库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势



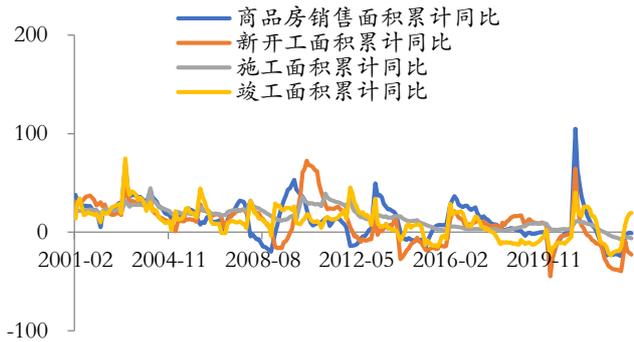
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

实际需求主要从投机性需求和现实需求两个角度来看。在强预期，弱现实的影响下，螺纹钢、热卷均呈现低基差格局，若这一情况继续持续，未来 1-2 月还是会有买现货抛盘面得机会得，这在一定程度上会对现货形成支撑。

现实需求方面，5 月份钢材三大主要下游行业继续走弱，特别是地产投资降幅继续呈现扩大趋势。具体来看，地产竣工依然保持了今年以来得高景气度，但与螺纹钢消费直接相关得新开工面积前 5 个月同比下降了 22.6%，降幅较 1-4 月扩大了 1.2 个百分点。同时，地产资金来源中定金及预收款和按揭贷款分项占比已经达到 54.03%，较去年年底回升 4.96 个百分点，这表明地产销售得好坏仍是决定后期房企拿地和开工得主要因素。但 5 月商品房销售面积降幅继续扩大，销售额增速在度转负，而 6 月份高频商品房销售面积虽然较 5 月小幅回升，但同比仍下滑 7.3%，这些都表明地产行业整体景气度依旧欠佳。所以正如我们前文所述，地产政策还有进一步放松得空间，不过更多得是以推动销售改善为主，从整个下半年来看，地产行业可能很难对钢材消费形成正向拉动。另外，地产行业得一些积极因素也值得关注，不论是广义还是狭义得商品房库存均持续回落、土地溢价率数据也开始底部震荡，若在考虑低基数以及政策逐步落地得影响，地产投资以及地产用钢增速边际上会有所改善。

1-5 月份，广义基建投资同比增长 9.53%，增速较前 4 个月回落 0.27 个百分点，5 月当月同比增长 8.83%，增速较 4 月小幅回升 0.93 个百分点。专项债发行速度放缓以及项目开工不足是当下基建投资增速回落得主要原因，前 5 个月地方专项债发行 1.9 万亿元，占全年总额度得 49.92%，低于去年同期得 55.72%，新开工项目计划投资降幅继续扩大，施工项目计划投资增速较 1-4 月也放缓了 1.3 个百分点。另外 4-5 月份高频得沥青装置开工率数据也下降了约 7.6 个百分点。考虑到当前居民消费、投资信心以及制造业企业得扩产意愿均不足，基建投资稳增长得作用依旧凸显，央行一季度货币政策执行报告强调要持续发挥政策性、开工性金融工具得作用，而 5 月下旬沥青装置开工率得触底回升也预示着基建行业得景气度或逐步好转。

图5 商品房销售、新开工、施工及竣工面积走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 钢材三大主要下游行业投资增速变化情况



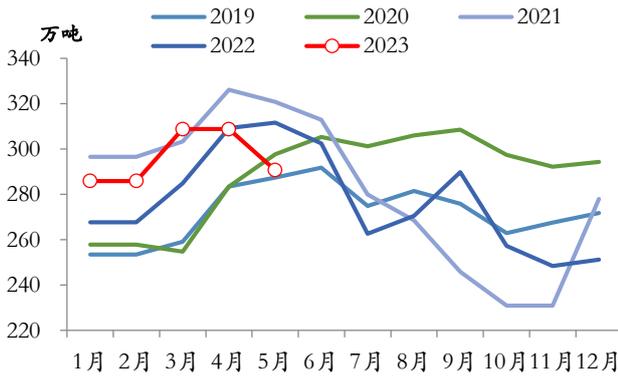
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，1-5 月份，国内制造业投资同比增长 6%，增速较 1-4 月回落 0.4 个百分点。相比建筑业来说，制造业投资得韧性仍是靠出口支撑，4,5 月机电产品出口增速连续两个月转正。目前，工业企业利润增速得放缓和出口下降得预期仍是制约制造业企业扩产得两大因素。5 月份表征海外需求得发达经济体制造业 PMI、OECD 发达经济体综合领先指标均持续回落，出口下行预期依然存在。工业企业利润也延续了之前得下滑趋势，根据历史数据看，工业企业利润增速一般领先制造业投资增速 8-12 月左右。但产业升级和国内消费刺激政策力度得加大又会对制造业形成支撑。5 月份国内企业中长期贷款增速为 18.23%，增速较 4 月回升 0.14 个百分点，随着国家一系列针对制造业得专项扶持政策得落地，这一增速有望进一步回升。同时，社会消费品零售总额连续三个保持 10% 以上得增速，汽车、家电产销增速也不同程度回升。另外，一些制造业得领先指标也出现积极迹象，表征工业企业利润增速得 PPI-PPIRM 较 4 月回升 0.5 个百分点至 0.7%，表明工业企业利润增速可能已经逐渐接近底部；冷热卷现货价差也在 5 月得基础上进一步扩大，表明终端消费呈现好转迹象。多因素共同叠加，制造业投资后期继续延续温和回落。

3. 供应维持高位，关注平控政策进展

受到 3 月中到 5 月底钢材价格大幅下跌影响，钢厂利润收窄明显，5 月钢材供应明显回落。根据国家统计局数据，今年 5 月国内粗钢产量同比下降 7.3%，降幅较 4 月扩大 5.8 个百分点，日均产量 290.71 万吨，环比 4 月回落 18.09 万吨。不过，5 月钢材供应减量依然主要为废钢所贡献，铁水得减量仍不明显，当月生铁产量同比下降 4.8%，降幅比粗钢低 2.5 个百分点，铁钢比较 4 月也回升了 1 个百分点，废钢到货量和钢厂废钢日耗量也有不同程度回落。鉴于 6 月以来钢协公布得粗钢旬度产量数据以及 Mysteel 公布得高频周度数据均不同程度回升，故 6 月份粗钢日均产量仍有环比回升可能。

图7 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率

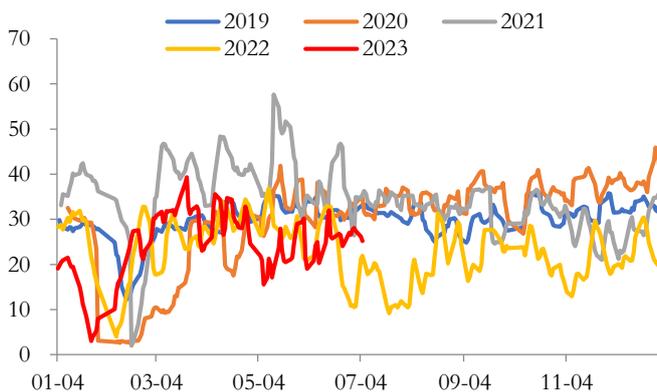


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于中期供应，我们从长短流程两个方面来看。长流程方面，因煤焦价格跌幅较大，尽管6月份铁矿石走势明显强于成材，但钢厂利润相比5月底反倒有所恢复，截止到6月底，全国247家钢厂盈利占比回升至64.07%，相比5月底回升29.87个百分点；我们测算得长流程螺纹钢利润在200-250元/吨，热卷也回升至100元/吨以上。在这种情况下，长流程钢厂减产意愿明显不足，全国247家钢厂高炉日均铁水产量在6月底再创246.88万吨年内新高，且该数据已经连续5周处在240万吨以上。因此，在有限产政策得情况下，长流程钢厂供应在未来1-2个月仍将处于高位。

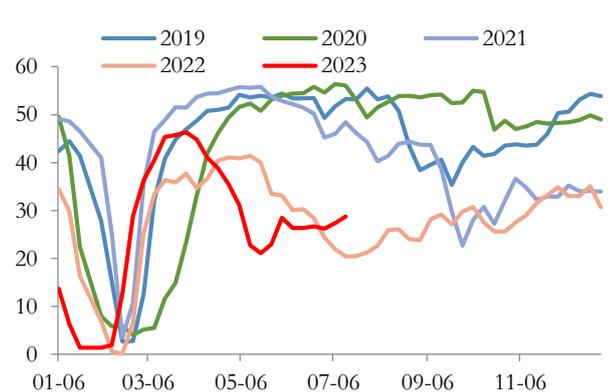
不过，我们认为，今年粗钢平控得基调还是会继续延续，6月底工信部已经下达了《2023年度国家工业节能监察任务的通知》。根据我们的测算，6-12月粗钢日均产量要达到269.17万吨才能够实现平控任务，这一水平相较1-5月份下降9.48%，与去年同期相比下降1.21%。因此，3季度之后需要关注粗钢平控政策出台得时点以及落地执行情况，一旦政策落地执行造成供需阶段性错配的话，则可能会促使钢厂利润中枢进一步抬升。

图9 钢厂废钢到货季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 短流程螺纹钢产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

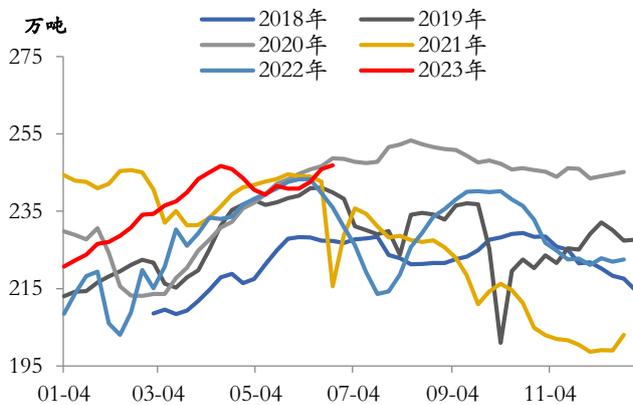
根据前文所述，4-5月份钢材供应减量主要为废钢所贡献，不过，目前废钢减产已经较为充分，短流程螺纹钢产量的低点处在5月上旬，为21.11万吨，相比3月高点下降54%；全国87家电弧炉厂开工率也在5月上旬跌破50%。不过，随着6月成材价格的反弹，电炉企业开工有所回升，截止到6月底，短流程螺纹钢产量回升至28.77万吨，相较5月上旬低

点回升 7.66 万吨或 36%；电炉企业开工率也回升至 51.32%。同时，钢厂废钢到货及日耗量也有不同程度回升。鉴于短流程钢厂亏损幅度已经收窄，其继续减产空间已经有限，未来若要完成平控任务，更多还是会依赖于高炉端。

4. 铁矿石：基本面边际走弱概率较大

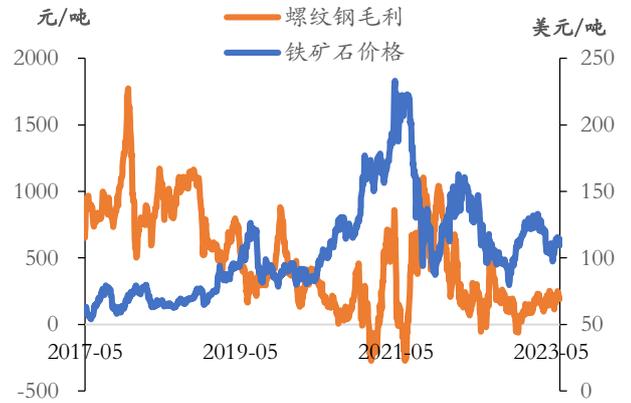
进入 6 月份之后，国内铁矿石价格反弹明显。我们认为，本轮铁矿石价格反弹主要是由两方面原因造成：一是高贴水情况下，铁水产量下降预期落空。5 月下旬，市场普遍预计，在平控压力下，钢材传统需求淡季期间可能会出台一些行政性的限产政策，铁水产量也会有所回落。但整个 6 月份高炉日均铁水产量不降反增，而 5 月下旬铁矿石盘面对现货的贴水仍在 120 元/吨附近，属于相对高位水平。另一方面，就是本文前面需求部分提到的，宏观政策加码的预期逐渐增强。

图11 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比



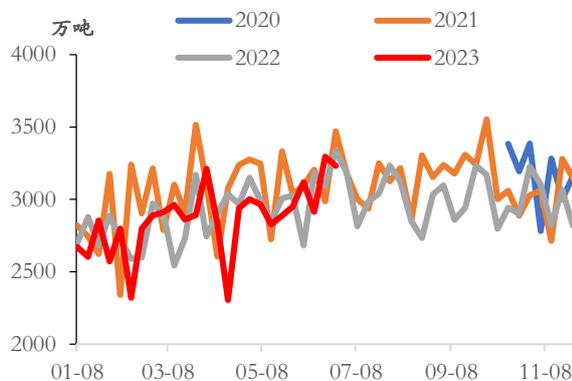
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

目前来看，铁水产量偏高和宏观预期偏强两个逻辑，所以矿石价格短期仍会偏强。但当下可能是矿石基本面最好的时期，后期基本面边际走弱的概率比较大。一是，需求呈现外弱内减的格局。按前文所述，粗钢平控政策今年大概率还是要执行的，我们即使按照 6-12 月份铁钢比在提升 2 个百分点预估，生铁日均产量也要降到 231.49 万吨，较 1-5 月下降 7.44%。海外矿石需求也呈现走弱，今年前 5 个月除中国之外的其他地区生铁产量同比下降了 3.75%，单月日均产量基本在 114-115 万吨之间徘徊。鉴于海外制造业需求的走弱和货币政策的偏紧，未来几个月铁矿石需求回升的概率也不大。二是，外矿供应回升的大方向将继续延续，6 月全球铁矿石发运量均值为 3139.6 万吨，较 5 月回升 232.5 万吨。按照四大矿山产量目标和发货进程预估的话，下半年整体也处于微增状态。同时，考虑到海外需求偏弱的预期，预计外矿发往中国的比例将进一步增加。三是，在粗钢平控预期下，钢厂大规模补充原料库存的可能性也是很小的。所以，7 月之后，铁矿石港口库存大概率逐步累积。

估值角度看，虽然 6 月份钢厂利润有所回升，但因铁矿石价格呈现内强外弱格局，导致进口利润回升较为明显，钢厂利润和矿石进口利润的差值自 6 月月中之后持续收窄，但差值水平相比之前低点仍有距离。同时，铁矿主力合约与最低交割品的基差从 5 月底的 120 元/吨左右收窄至 86 元/吨，虽有收窄但还是处在历史同期高位水平，且三季度之后 09 合约将

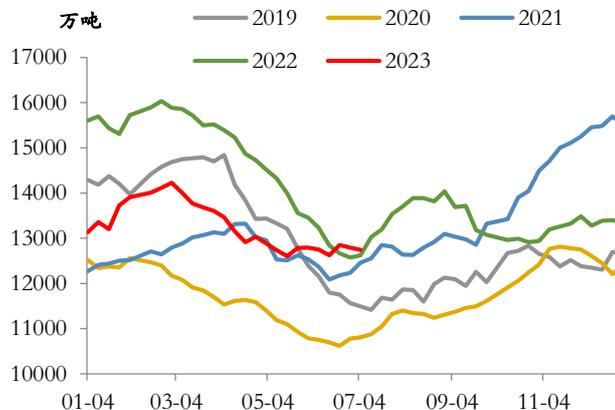
逐步回归现货逻辑。综合看，矿石估值水平相比 5 月底有所抬升，且市场一直存在政策打压预期，所以价格继续上涨空间有限。但下跌则仍需等待进一步驱动出现，主要是粗钢平控政策的落地以及港口库存拐点的出现。

图13 全球铁矿石发运季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

6 月份，国内钢材价格的反弹主要得益于政策强预期的拉动。7 月份钢材市场高供给低需求的格局仍会继续延续，一方面，钢材三大下游需求行业同步走弱，7-8 月又是钢材市场需求淡季，现货需求好转概率并不高。另一方面，在钢厂尚有一定利润且平控政策尚未落地的情况下，钢材供应也将处于高位。不过，导致 6 月份价格上涨的强预期因素也依然存在，包括宏观政策加码的预期、粗钢平控政策落地预期等，在弱现实和强预期的博弈下，7 月钢材市场或仍以区间震荡为主，难有趋势性行情。

铁矿石方面，高贴水下铁水产量回落预期落空叠加宏观预期的好转共同推动了 6 月以来矿石价格的强势反弹，且短期来说，这两大逻辑依然存在。但中期看，矿石基本面边际走弱是大概率事件。国内粗钢平控政策料继续延续，海外需求则整体偏弱。而外矿发货量则整体回升，下半年预计也将微增。7 月之后矿石港口库存大概率累积。估值水平相比 5 月底有所抬升，且市场一直存在政策打压预期，所以价格继续上涨空间有限。但下跌则仍需等待进一步驱动出现，主要是粗钢平控政策的落地以及港口库存拐点的出现

螺纹、热卷以区间震荡思路对待，大致运行区间在 3550-3800 之间，节奏先强后弱；铁矿石前期多单建议减持，等待 850 以上沽空机会。套利关注螺纹 10-1 反套机会，另外现货企业可在 3800 以上尝试进行卖保。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn