

2023年11月02日

焦点或转向强预期，钢材价格震荡偏强

——黑色金属11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

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **旺季现实需求不及预期：**结合三大主要下游行业情况以及当下钢铁行业高频数据情况，四季度需求整体下行得趋势不会改变，但行业间走势可能有所分化，制造业表现会好于建筑业。不过，11月之后会有一系列重磅会议召开，宏观政策或进一步出台利好，预计市场对于钢材需求得关注焦点会从弱现实转向强预期
- **钢厂主动性减产有所增加：**四季度出台强制性限产政策得可能性不大，但在钢厂持续亏损得背景下主动性的减产检修仍可能会继续持续。不过，这一过程持续时间会较长，过程也相对曲折，需关注铁水日产下滑得速率以及最终下降得幅度。
- **铁水下滑速率决定矿石价格走势：**产业链阶段性负反馈使得矿石盘面价格也出现了阶段性回调。就四季度矿石基本面开看呈现弱势。主要是钢厂亏损幅度仍在扩大，铁水产量下滑还会持续一段时间，加之春节较晚，短期钢厂大幅补库可能也不大。供应端则呈现持续回升趋势。但一些积极得因素也是存在得，一是，宏观预期得好转；二是，通过利润调节产量降幅较慢，且过程曲折，一旦铁水产量下滑速率放缓或开始触底回升，低库存问题可能会在度成为市场关注得焦点。
- **结论：**11-12月钢材市场基本面还是偏弱得，但需要注意的是，10月底财政刺激政策有所加码，且四季度会有一系列重要会议召开，届时宏观政策方面会进一步出台利好，所以11月之后，钢材市场的关注焦点可能会在度由弱现实转向宏观政策的强预期，价格继续下跌空间有限。
- **操作建议：**螺纹钢3600、热卷3700附近考虑逢低买入；铁矿建议前低附近买入2405合约；套利方面价差80以下考虑做多卷螺价差01合约。
- **风险因素：**旺季需求强预期兑现，钢材供应维持高位，外矿发货明显回落

正文目录

1. 2023 年 10 月黑色行情回顾	3
2. 旺季现实需求明显不及预期	3
3. 钢厂亏损加剧，主动性减产有所增加	5
4. 铁矿石：铁水下滑速率决定矿石价格走势	6
5. 结论及投资建议	8

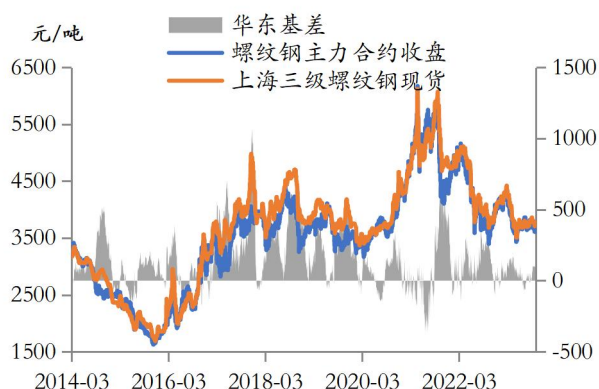
图表目录

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

1. 2023 年 10 月黑色行情回顾

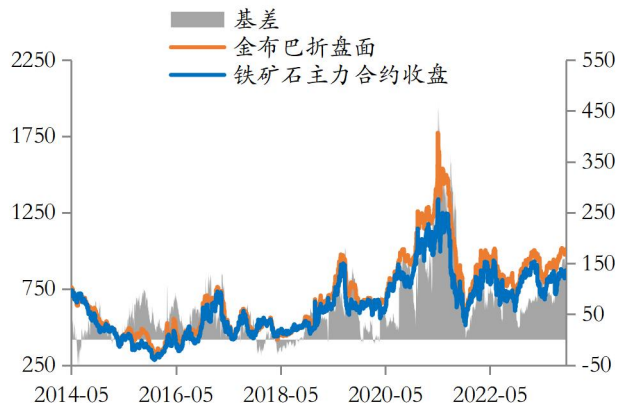
10 月份，国内黑色板块先扬后抑，原料走势仍强于成材。截止到 10 月 20 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3610 元/吨和 3729 元/吨，较 9 月底分别下跌 80 元/吨和 66 元/吨，跌幅分别为 2.2% 和 1.74%。铁矿石主力合约收 839 元/吨，较 9 月底下跌 13 元/吨，跌幅 1.53%。螺矿比 4.3，较 9 月底回落 0.03。

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



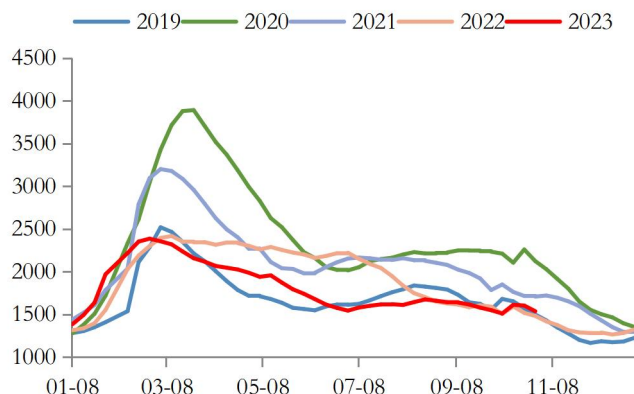
资料来源：东海期货研究所

进入 10 月之后，宏观预期以及成本支撑两大因素仍对钢价有一定支撑，但进入下旬之后，随着旺季需求走弱趋势得逐步确立，加上钢厂持续亏损导致负反馈预期增加，原料价格有所松动，钢材价格随即转入下跌。铁矿石则继续受到强势基本的支撑，铁水绝对量依然偏高，钢厂补库延续，港口持续去库等。不过，10 月下旬之后同样因负反馈预期压制有所走弱，但整体表现仍强于成材。

2. 旺季现实需求明显不及预期

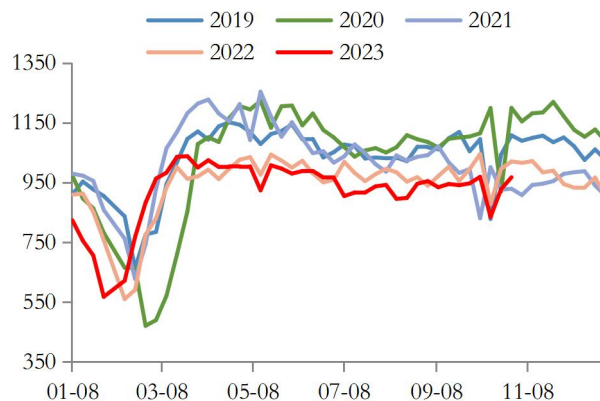
9-10 月为钢材市场传统的需求旺季，从高频数据看，现实需求虽然边际上有所改善，但相比往年依然较弱。5 大品种钢材表观消费量 10 月之后连续两周环比回升，不过与去年同期相比仍下降 53.07 万吨。建材成交量数据也没有明显好转，我们根据螺纹钢现有得供应水平和建材成交量数据拟合得螺纹钢周度供需缺口数据（需求-供给）也持续处于零轴以下。盘面价格也 10 月也转向弱现实以及负反馈逻辑，预计短期这些因素仍会压制盘面价格。到 11 月月中之后，市场焦点可能会在度转向冬储以及对于来年得宏观预期。

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

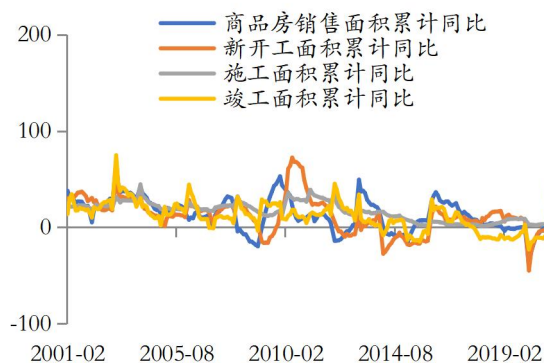


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

现实需求方面，9月制造业投资延续小幅回升，建筑业则继续延续之前下行趋势。具体来看，9月地产主要指标仍继续延续弱势，但受到多区域放宽限购以及一线城市“认房不认贷”政策落地影响，销售数据边际上有所改善，当月商品房销售面积和销售额均同比下降约19%，降幅相比8月收窄4个百分点。同时，因销售改善以及融资政策得边际放松，地产企业资金面也有所好转，9月份当月地产企业资金来源同比下降18.76%，降幅较8月收窄7.3个百分点，国内贷款增速则是4月以来首度转正。资金状况得改善则带动了新开工和施工面积得边际得改善。9月新开工面积同比降幅又8月得23.05%收窄至15.18%，施工面积则由-28.79%收窄至-9.71%。我们认为随着前期一系列稳地产的政策进一步落地，地产链条边际改善得趋势仍会继续，但全年看，地产行业仍难以对螺纹钢消费形成正向拉动。

今年前三季度，广义基建投资同比增长8.64%，增速较1-8月回落0.32个百分点；其中9月份单月增速6.76%，较8月回升0.53个百分点，单月增速连续两个月回升。8月份之后，随着天气影响得减弱，叠加专项债发行提速，基建投资单月增速有所改善。前8个月地方专项债总计发行约3.1万亿元，完成全年额度得80%，其余预计在10月底前发行完毕。考虑到地产投资得降幅依然在扩大，四季度基建投资得拖底作用依然明显。10月下旬全国人大常委会讲审议授权提前下达部分地方专项债限额的议案，加之政策性开发性金融工具得落地，仍会对四季度基建投资形成支撑。同时，沥青装置开工率在经过9月连续4周得下滑之后，10月份连续两周回升，也预示着基建需求有所好转。

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

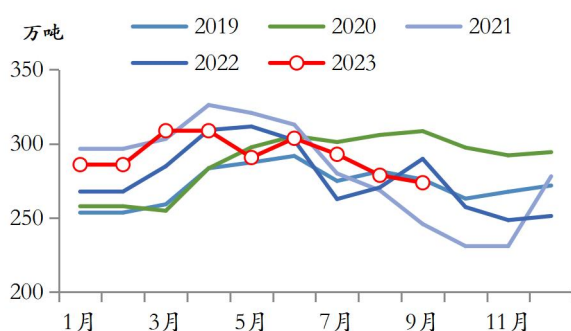
制造业方面，前三季度，国内制造业投资同比增长 6.2%，增速较 1-8 月回升 0.3 个百分点；9 月当月制造业投资同比增长 7.86%，较 8 月回升 0.8 个百分点，为连续第二个月增速回升。制造业投资得反弹一方面是因为融资成本的下降，8 月中央行将 1 年期 MLF 利率从 2.65% 下调至 2.5%；另一方面则是因为工业企业利润得大幅改善，规模以上工业企业利润降幅连续 6 个月收窄，且 8 月单月增速年内首度转正。目前出口下行趋势依然在延续，前三季度机电产品出口同比下降 3.2%，降幅连续 4 个月扩大；且表征海外需求景气度得韩国和越南出口增速也继续呈现下行趋势；同时考虑工业企业利润对制造业投资增速 8-12 月得领先性，制造业投资四季度仍面临一定得下行压力。但也存在一些积极得因素，社会消费品零售总额增速连续三个月回升，且四季度为传统得耐用品消费旺季，在加上之前出台得消费刺激政策逐步落地，预计消费数据仍会持续好转。另外，前 8 个月工业企业产成品库存同比增长 2.4%，增速较 1-7 月回升 0.8 个百分点。结合库存周期持续时间、PPI、营收等指标来看，本来主动库存周期可能已经接近尾声，四季度或逐步切换至被动去库阶段。而国内 PMI 生产指数连续四个月处于荣枯分界线以上，钢材冷热卷价差在 1000 元高位均表明制造业投资仍有一定韧性。

结合三大主要下游行业情况以及当下钢铁行业高频数据情况，四季度需求整体下行得趋势不会改变，但行业间走势可能有所分化，制造业表现会好于建筑业，故卷螺价差做扩策略仍可关注。

3. 钢厂亏损加剧，主动性减产有所增加

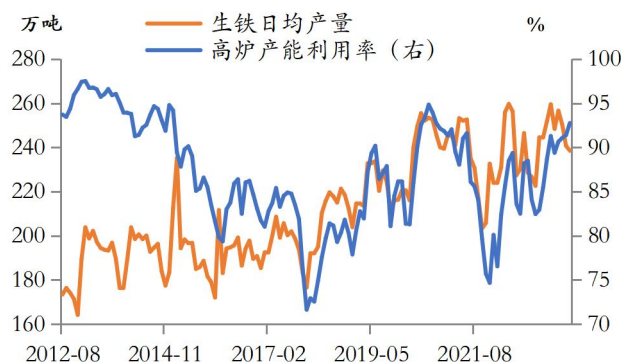
因原料价格持续强于成材，钢厂亏损幅度扩大，9 月份，钢材供应延续 8 月份的回落趋势。根据国家统计局数据，9 月份国内粗钢产量同比下降 5.6%，为 5 月以来首次出现同比负增长；日均产量 273.7 万吨，环比 8 月回落 5.04 万吨。9 月粗钢产量得下降依然主要为废钢所贡献，虽然 8 月生铁日均产量环比也下降了 2.24 万吨，但铁钢比相比 8 月份在度回升 1 个百分点至 0.87。高频得废钢到货量和钢厂日耗数据也是稳中有降的趋势。鉴于 10 月上旬钢协公布得重点企业粗钢日均产量同比下降 1.17%；Mysteel 公布得 5 大品种钢材产量以及高炉日均铁水产量 10 月也延续回落，故 10 月份钢材供应我们认为继续回落可能性较大。

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

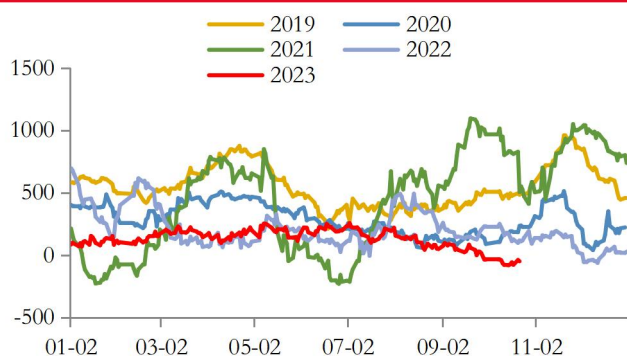
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

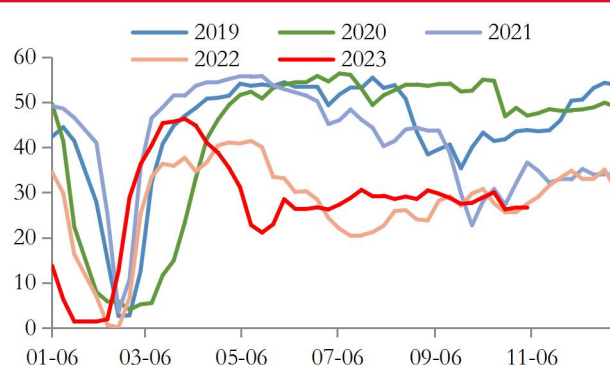
对于四季度得钢材供应，仍主要取决于限产政策和钢厂利润变化。从已经公布得《京津冀及周边地区、汾渭平原 2023-2024 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》来看，执行时间相比往年有所延长，但执行方式更多是强调环保和绩效分级差异化管控，且根据我们测算四季度钢材需求同比基本持平，若实施严格的限产政策的话极可能导致阶段性供需错配，我们认为这种可能性并不大。那么后期钢材得供应更多需要通过利润进行调节，因为 2-3 季度减产力度明显低于预期，钢厂利润持续收窄，特别是进入 9 月份之后，长流程螺纹钢、热卷均陷入亏损状态，Mysteel 公布得 247 家钢厂盈利占比数据到 10 月第三周也跌破了 20%。受此影响，钢厂主动减产检修逐渐增多，高炉日均铁水产量数据也从 9 月底得 248.99 万吨回落至 242.44 万吨，考虑到钢厂亏损仍在扩大，预计这一过程可能仍会继续持续。但需要注意得是，通过利润调节产量得时间会比较长，过程也相对曲折，所以未来 1-2 个月我们更应该关注铁水产量下滑得速率。

图 9 长流程螺纹钢利润季节性走势



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



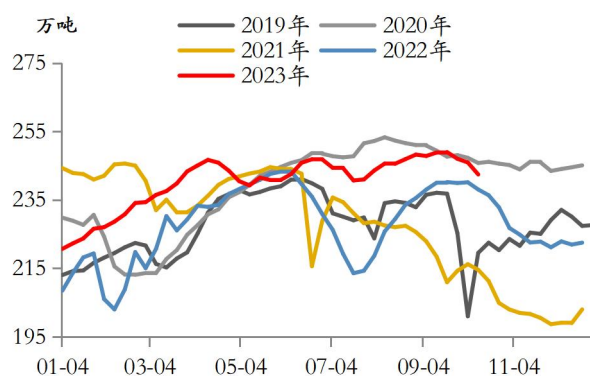
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程方面，因废钢性价比回升，9 月下旬短流程产量略有回升，之后随着钢价得下跌再次出现回落，截止到 10 第三周，短流程螺纹钢产量为 26.62 万吨，较 9 月底回落 3.4 万吨；全国 87 家电炉企业产能利用率为 50.64%，相比 9 月底回落 1.1 个百分点。今年 4 月以来，短流程钢厂开始持续亏损，加之废钢供应减量充分，故电炉钢企业产量下降幅度较大，考虑到 4 季度到春节之前，短流程钢厂产量一般会季节性下滑，所以未来 1-2 个月短流程钢厂产量或继续低位运行。另外，随着铁矿石价格得阶段性调整，废钢相比铁水得性价比在度减弱，结合前期数据来看，长流程钢厂端废钢消耗量提升得可能性也不大。10 月前三周，全国主要钢厂废钢消耗量均值为 28.39 万吨，环比 9 月回落 1 万吨。11-12 月电炉钢因素对钢材供应总量影响不大，但电炉钢得谷电成本可能仍是当下钢材价格面临的主要压力。

4. 铁矿石：铁水下滑速率决定矿石价格走势

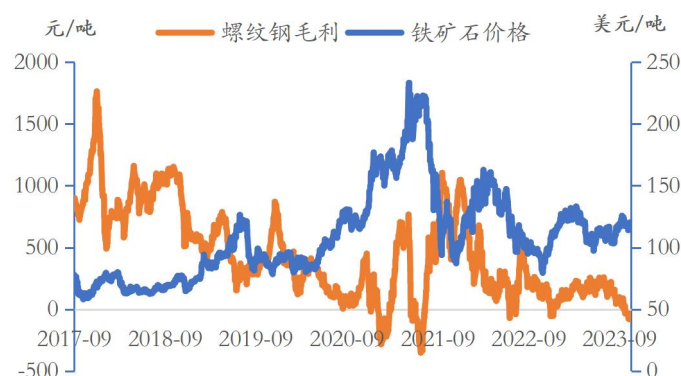
10 月下旬之后，铁矿石价格得阶段性回调主要是因为钢材得高产量以及现实需求得偏弱，导致钢厂亏损幅度持续扩大，引发钢厂自主减产检修所致，根据前文所述，进入 10 月份之后铁水日产量已经连续三周下降，累计降幅 6.55 万吨。同时，港口的日均疏港量也连续两周回落，从 9 月底得 343 万吨降至 310.25 万吨，港口库存也在 10 月第三周触底回升，环比回升幅度 195.9 万吨。

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



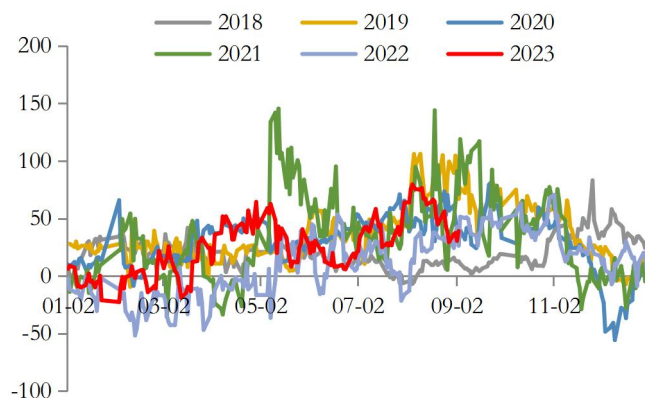
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

10月份之后，钢材市场弱需求现货继续延续，而供应端持续高位，所以钢厂亏损幅度仍继续扩大，根据我们了解，部分区域已经开始亏现金流，Mysteel公布得全国247家钢厂盈利占比数据也跌至20%以下。因亏损引发得钢厂减产检修仍会继续持续，铁水产量亦有进一步下跌空间。不过，以前的报告中我们也说过，依靠利润调节产量的话，产量下行速度偏慢，过程也相对曲折。我们预计本轮铁水日产得低点应该在230-235之间。供应方面，根据四大矿山前三季度发运情况以及发运目标（淡水河谷取目标下限，其余三大矿山取中间值）预计，四季度周均发运量要达到2387.6万吨才能够完成全年发运任务，而十月前三周四大矿山发运量仅为2066.23万吨。那么供应回升的趋势未来1-2个月可能也会延续。另外，十一之后，钢厂又经历了两周得原料补库，全国247家钢厂矿石库存相比十一长假期间回升了413万吨。考虑当下钢厂持续亏损以及钢铁行业弱需求的现状，加上今年春节要到2024年2月，所以钢厂在近月01合约对应得时间段内大幅补库得可能不大。

铁矿石短期基本面正在朝着边际走弱得趋势转变，但也有一些积极得因素存在。一是四季度之后，还有一系列重要会议召开，届时市场宏观预期有望在度转好。二是，钢厂矿石库存处于低位，且每年一季度又为传统外矿发货淡季，一旦铁水产量下滑速率放缓或开始触底回升，低库存问题可能会在度成为市场关注得焦点。这些因素对于铁矿石远月合约影响偏利多。

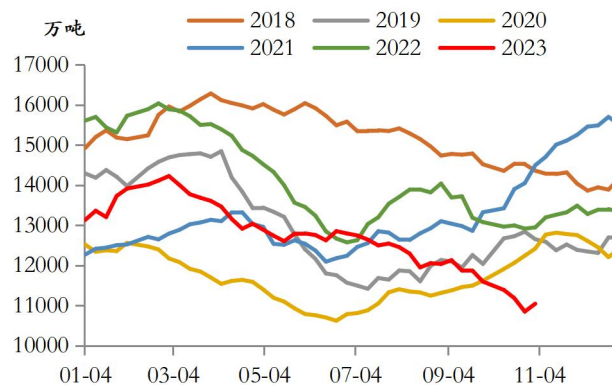
估值角度来看，铁矿石价格前期得持续强势，除了基本面因素之外，人民币汇率得持续走弱是一个主要原因。9-10月人民币汇率持续在7.3以上徘徊，受此影响铁矿石进口利润也在高位运行，且相比钢厂利润和铁矿石进口利润得差值持续在-120以上。从这个角度来说，铁矿石现货估值处于偏高区域。不过考虑到十年期美债收益率接近5%，且短期看不到见顶回落得可能，故人民币汇率可能会在7.3以上高位震荡一段时间，汇率对铁矿现货估值得支撑作用依然存在。不过，目前盘面01合约相比最低交割品得贴水仍在百元附近，05合约贴水幅度更大，所以盘面估值当下偏中性。

图 13 铁矿石进口利润季节性走势



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

10月下旬之后，钢厂亏损加剧，产业链阶段性负反馈，钢材市场也震荡下行。结合三大主要下游行业和钢材需求高频数据来看，四季度钢材需求下行趋势难改，但行业间会有所分化，制造业表现会好于建筑业。供应方面，四季度出台强制性限产政策得可能性并不大，但在目前利润持续压缩得背景下，主动性减产仍会持续，需关注铁水日产下滑得速率以及最终下降得幅度。总的来说，11-12月钢材市场基本面还是偏弱得，但需要注意的是，10月底财政刺激政策有所加码，且四季度会有一系列重要会议召开，届时宏观政策方面会进一步出台利好，所以11月之后，钢材市场的关注焦点可能会在度由弱现实转向宏观政策的强预期，价格继续下跌空间有限。

铁矿石方面，产业链阶段性负反馈使得矿石盘面价格也出现了阶段性回调。就四季度矿石基本面开看呈现弱势。主要是钢厂亏损幅度仍在扩大，铁水产量下滑还会持续一段时间，加之春节较晚，短期钢厂大幅补库可能也不大。供应端则呈现持续回升趋势。但一些积极得因素也是存在得，一是，宏观预期得好转；二是，通过利润调节产量降幅较慢，且过程曲折，一旦铁水产量下滑速率放缓或开始触底回升，低库存问题可能会在度成为市场关注得焦点。

操作策略：螺纹钢 3600、热卷 3700 附近考虑逢低买入；铁矿建议前低附近买入 2405 合约；套利方面价差 80 以下考虑做多卷螺价差 01 合约。

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