

2024年1月29日

淡季冲击VS强预期，钢材市场或区间震荡

——黑色金属2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

投资要点：

- **淡季冲击明显，强预期和冬储仍是主逻辑：**现实需求仍受淡季冲击因素影响，但我们认为两会政策预期会一直存在，部分宏观经济指标也有所好转。同时盘面价格最低已经跌至贸易商冬储心理价位附近（3850左右），成本端支撑力度也比较强。总的来说，当下需求的主逻辑仍是强预期和冬储。具体分行业看，制造业表现强于建筑业。
- **供应或延续阶段性回升：**1月份之后，随着焦炭三轮下调的落地以及铁矿石价格下跌10多个美金，钢厂亏损幅度收窄，加之各地环保压力减轻，前期检修的部分钢厂开始逐步恢复生产。从季节性角度来看，1季度钢材供应环比前一年四季度也有所回升。另一方面，今年1季度电炉钢生产积极性也比较高，产量水平处于往年同期高位。
- **铁水产量触底回升，矿石价格震荡偏强：**下半月之后，铁水产量触底回升，钢厂补库也在继续，也不论是铁水产量还是钢厂原料库存，春节前后都有一定的回升空间。另外，一季度为传统的铁矿石发运淡季，1月矿石发货量均值环比12月回落673万吨，二季度到港量仍有进一步回落空间。所以未来1个月矿石供需阶段性错配格局仍将持续，加之前期下跌过程中估值有一定修复，预计2月铁矿石价格震荡偏强概率也比较大。
- **结论：**淡季冲击，成本下移，宏观预期阶段性走弱三因素共同推动了1月上半月钢材市场的回调。目前淡季冲击的效应依然存在，但两会召开前政策预期会一直存在，且1月份盘面价格最低已经调整至贸易商冬储心理价位（3850附近）。同时，供应的阶段性回升，也使得市场对于原料的需求预期有所增强，从而从成本端进一步支撑钢材价格。所以，2月份预计钢材市场可能仍会以宽幅震荡为主。分品种看，鉴于制造业投资的韧性继续维持，而建筑业需求整体偏弱，热卷走势预计仍会强于螺纹。
- **操作建议：**螺纹钢运行区间预计在3850-4150之间，热卷4000-4300；铁矿石运行区间在950-1100之间；卷螺价差80以下，铁矿石5-9价差50以下均可考虑逢低做扩。
- **风险因素：**成本大幅下跌，宏观政策力度明显低于预期

目录

1. 2024 年 1 月黑色行情回顾	3
2. 淡季效应明显，强预期和冬储仍是主逻辑	3
3. 钢材供应出现季节性回升	5
4. 铁矿石：铁水产量触底回升，价格走势仍偏强	6
5. 结论及投资建议	8

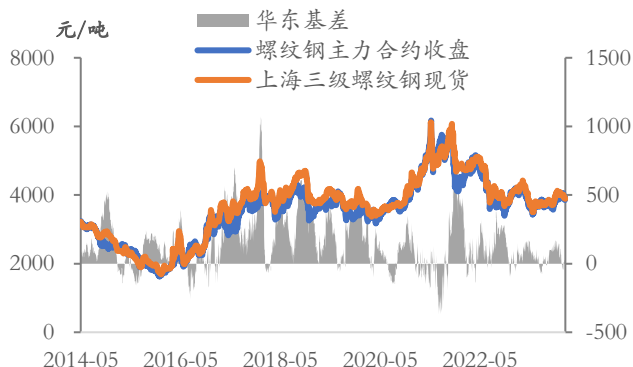
图表目录

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	5
图 6 钢材三大主要下游行业投资增速变化情况	5
图 7 粗钢日均产量季节性走势	6
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	6
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. 2024 年 1 月黑色行情回顾

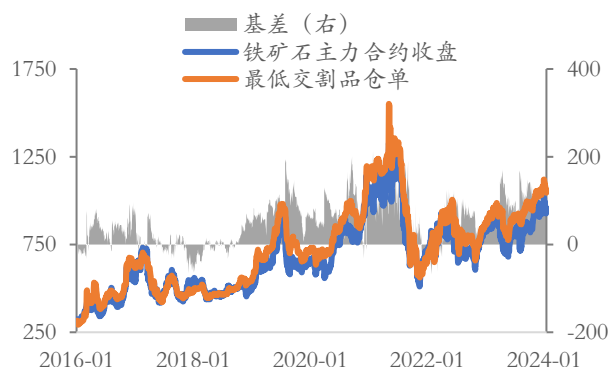
元旦之后，国内黑色板块出现阶段性回调，至月中有所企稳，原料表现略弱于成材。截止到 1 月 19 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3915 元/吨和 4032 元/吨，较 12 月底分别跌 87 元和 82 元/吨，跌幅分别为 2.17% 和 1.99%。铁矿石主力合约收于 957 元/吨，较 12 月底下跌 22 元/吨，跌幅 2.25%。螺矿比 4.09，与 12 月底持平。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

元旦过后，淡季效应对钢材市场得冲击效应愈发显著，且美联储降息预期有所修正，国内宏观政策力度亦低于预期，再加上铁矿石、焦炭等原料价格得下跌，使得钢材市场出现阶段性回调；月中之后，价格逐步跌至贸易商冬储心理价位，且政策加码预期在度增强，钢材市场也随之企稳。铁矿石价格得下跌则主要受制于铁水产量得加速下滑，以及钢厂对原料冬储补库预期得减弱；月中之后随着铁水产量见底回升，价格亦有所企稳。

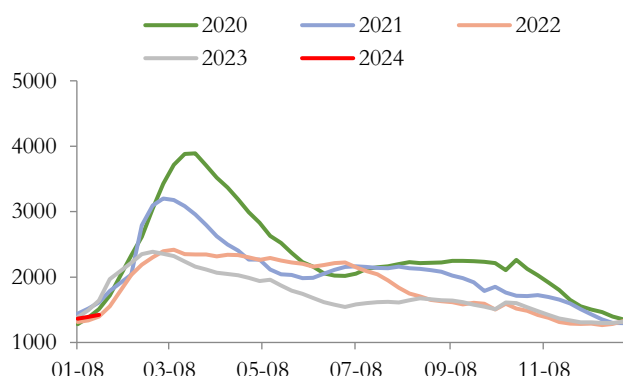
2. 淡季效应明显，强预期和冬储仍是主逻辑

进入一季度之后，钢材需求受淡季冲击愈发明显，钢材 5 大品种表观消费量继续延续了 11 月下旬以来得下滑趋势，1 月第三周，该数据为 825.69 万吨，同比（阴历）下滑 48.69 万吨。具体品种来看，板材得需求表现依然好于长材。热卷库存 2023 年 4 季度一直是去库得趋势，到 1 月初才有小幅累库；而螺纹钢则从 11 月下旬就开始累库。另外，我们根据螺纹钢现有供应水平和建材成交量拟合得螺纹钢周度供需缺口（需求-供给）也持续在 0 周以下，且按照季节性因素来看，未来几周环比都会呈现回落趋势。

不过，在两会召开之前，我们认为政策得强预期会一直存在，1 月初地产端得政策继续边际放松，央行也在 1 月下旬宣布将在 2 月 5 日降准。12 月部分宏观经济指标也有好转，包括基建投资同比增速回到 10% 以上，社融-M2 增速持续回升等。事实上，需求表现越低于预期，市场对于政策加码得预期也就越强。另外，目前冬储博弈也是决定当下行情走势得主要因素，目前国内已经有 21 家钢厂发布 2024 年冬储政策，收款基价基本在 3850-4000 之间，且根据我们的了解 3850 以下，华东、华北一些贸易商陆续开始进行冬储。同时，成本

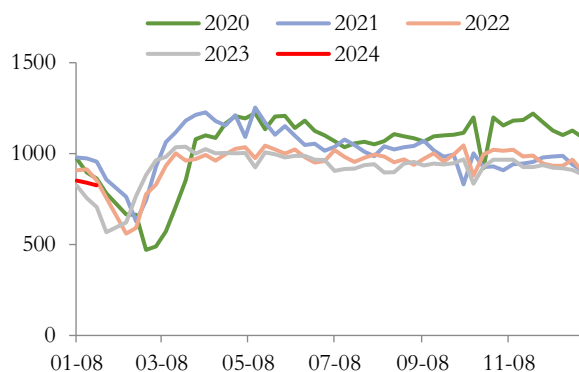
端春节之前大幅下跌得概率也不大。在这几个因素得支撑下，春节前后，钢材市场可能仍以震荡偏强为主。

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

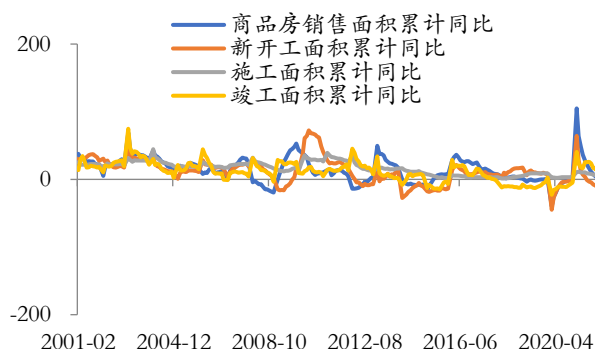


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业看，制造业投资小幅反弹，建筑业则再次呈现基建对冲地产下滑得趋势。12月地产行业景气度继续下滑，销售数据降幅持续扩大，新开工面积在11月短暂转正之后，12月在度下滑11.56%，地产投资、施工等指标得表现也偏弱。不过，针对地产企业资金得支持政策仍在持续加码，12月央行重启PSL，当月净新增3500亿元，且后续有望持续投放。1月初，住建部和金融监管总局印发了《关于建立城市房地产融资协调机制得通知》明确提出由政府分管住建得领导担任组长，住建部门和金融监管总局派出机构为成员单位得地方融资协调机制，以及地产项目得白名单制度。受此影响，地产企业得融资情况边际上有所好转，资金来源分项中的国内贷款和自筹资金占比自5月份之后一直呈现回升趋势。同时，“三大工程”政策也在加速落地，或成为2024年提振地产行业景气度得重要抓手。所以，预计后续地产行业边际改善得概率较大，但要对钢材消费形成正向拉动，则尚需时日。

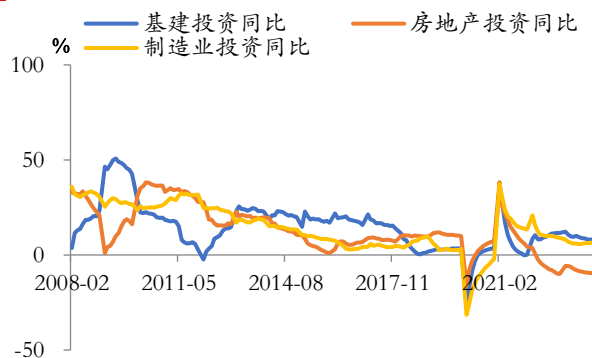
2023年广义基建投资同比增长8.24%，增速较1-11月回升0.27个百分点；其中12月当月同比增长10.72%，较11月回升5.34个百分点。12月份之后，财政的扩张对基建投资形成了较强得支撑。根据财政部，截止到12月底已经下达两批国债资金预算，涉及增发国债金额超过8000亿元。同时，12月底，地方专项债提前批额度已经下达，理论上可以达到2.28万亿。这些资金将在一季度逐步转化为实物工作量。同时，根据Mysteel数据，12月份全国共新开工项目2775个，涉及金额17951.34亿元，环比11月增长18.25%。且从近两年季节性角度看，一季度基建投资增速相比前一年四季度都有所加快。

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



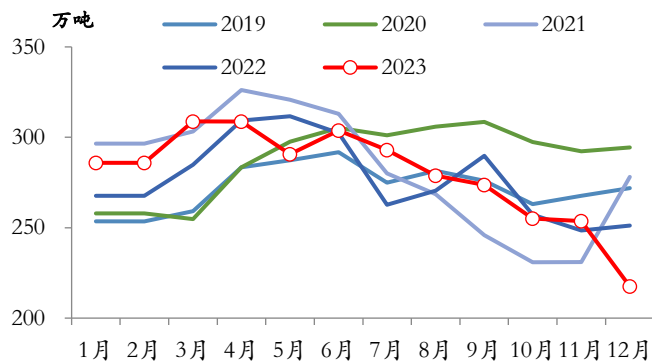
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，2023 年国内制造业投资同比增长 6.5%，增速较 1-11 月回升 0.2 个百分点；12 月当月制造业投资同比增长 8.2%，较 11 月回升 1.1 个百分点。整个四季度制造业投资的韧性得益于工业企业利润的好转，内外需求的回升以及政策层面的支撑。12 月社会消费品零售总额增速尽管有所回落，但仍保持了 7.4% 的增速；其中汽车类和家电类分别增长 4% 和 2.3%。商务部新闻发布会要求继续推动汽车、家电以旧换新政策，且考虑到春节临近，1-2 月份消费数据或继续好转。同时，12 月机电产品出口增速连续第二个月为正，发达经济体制造业 PMI 连续两个月回升，且表征海外需求的越南和韩国出口增速均持续向好，故至少从 1 季度来看，出口的韧性会继续维持。利润方面，12 月工业企业利润同比增长 16.8%，且 8 月份以来该数据已经连续第四个月为正，这对于制造业企业得扩产意愿亦有一定提振。从具体钢材品种上看，冷热卷价差仍维持在 680 元/吨的高位，热卷螺纹价差则在 100 元/吨以上。同时，近几周尽管受需求季节性走弱影响，长材和板材库存均开始累积，但长材库存增幅明显快于板材，螺纹热卷库存比值自 11 月下旬以来呈现持续回升趋势，这些均表明制造业投资的韧性在一季度还会继续延续。

3. 钢材供应出现季节性回升

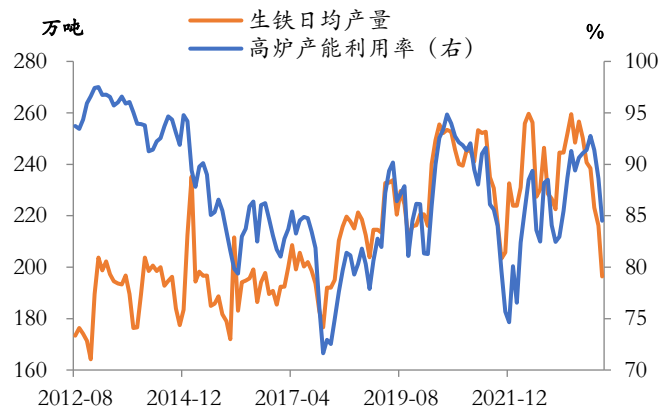
12 月份，钢厂减产检修范围继续扩大，钢材供应回落明显。根据国家统计局数据，12 月份国内粗钢产量同比下降 14.9%，降幅较 11 月扩大 15.3 个百分点；日均产量 217.55 万吨，环比回落 36.12 万吨，环比降幅为年内最大。12 月粗钢得减量主要为废钢所贡献，尽管生铁日均产量也环比下降了 19.78 万吨，但铁钢比相比 11 月回升了 5 个百分点。鉴于中钢协预估得 1 月上中旬全国粗钢日均产量均值环比 12 月有明显回升，且钢联公布得铁水日产连续三周上涨，预计 1 月粗钢日产环比 12 月或有所回升。

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

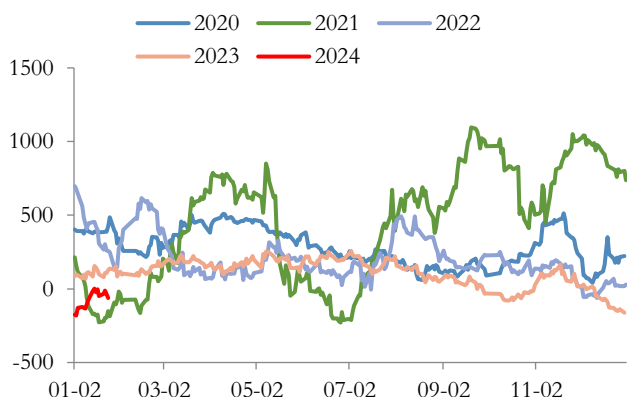
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

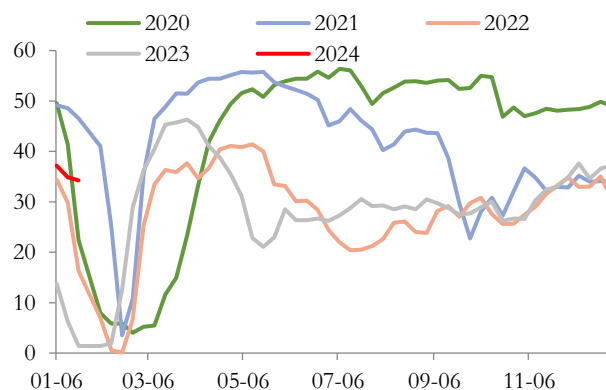
若将时间拉长到一季度，我们认为钢材供应也会呈现环比回升趋势。一是1月之后，矿石价格下调10多个美金，焦炭第三轮下调也落地，受此影响，钢厂亏损幅度收窄，部分甚至恢复盈利。根据我们的测算，长流程螺纹钢利润从1月初得-180元收窄至-36元/吨；热卷利润从1月初得-276元/吨收窄至-80元/吨；二是，1月份之后，各地环保压力减轻，北方产区基本在未出升级重污染天气预警消息。且从季节性角度来看，近几年一季度钢材得供应环比前一年四季度均会有所回升。所以在无政策扰动得情况下，未来2-3个月长流程钢厂供应大概率环比回升。

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

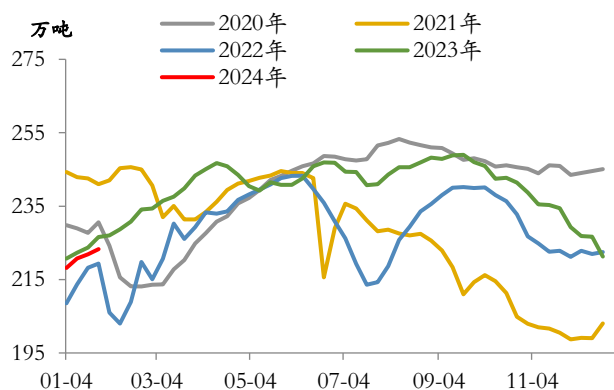


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

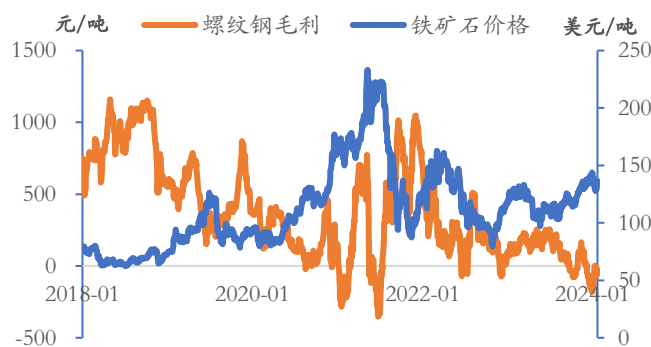
因废钢供应得回升，短流程钢厂供应一直处于相对高位，截止到1月第三周，短流程螺纹钢周度产量仍在34.25万吨，尽管相比12月底回落了2.39万吨，但同比（阴历）依然增加了6.36万吨；全国87家电弧炉厂开工率和产能利用率同比（阴历）亦分别增加13和21个百分点。鉴于1月份钢厂废钢到货量均值环比12月继续回升4.6万吨，且电炉钢谷电仍有一定利润，所以未来1-2个月尽管电炉钢产量尽管环比会有季节性回落，但同比可能仍会维持增长态势。这一因素短期对市场影响可能不大，不过需要关注春节后，特别是旺季到来之后，一旦需求不及预期，那么在电炉钢高产量得情况下，累库是否会超出预期。

4. 铁矿石：铁水产量触底回升，价格走势仍偏强

1 月上半月，铁矿石走出了一波近百点得下跌行情，究其原因我们认为有以下几点：一是，铁水产量自 11 月以来呈现下旬趋势，且 12 月下旬之后降幅有所加快。二是，11-12 月，钢厂经历了一轮原料补库，在钢厂利润恶化得情况下，市场对于原料补库预期有所减弱。从数据上也可以看出，12 月，全国 247 家钢厂矿石库存增幅相比 11 月最后一周有明显放缓。三是，宏观层面，美债收益率反弹，国内在 1 月上半月超预期政策也不多，导致宏观层面预期有所减弱。

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

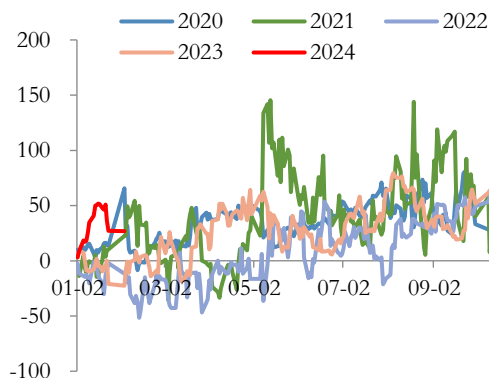
图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

前文曾经提到过，因环保压力减轻以及钢厂亏损幅度得收窄，1 月份之后，前期减产检修的钢厂开始连续复产，全国 247 家钢厂高炉日均铁水产量连续三周回升，累计回升 5.12 万吨。钢厂补库也在继续，截止到 1 月第三周，全国 247 家钢厂矿石库存较 12 月底增加 996 万吨，疏港量也维持高位，预计春节前钢厂仍有一定补库空间。供应角度，一季度为传统得铁矿石发运淡季，1 月前三周全球铁矿石发运量均值为 2671 万吨，环比 12 月回落 673 万吨，按照发货周期推算，2 月份之后到港量或有进一步回落空间。总的来说，未来 1-2 个月矿石供需阶段性错配格局将延续。但若以中期角度看，矿石供增需减格局未改，目前澳洲三大矿山相继公布四季报，整个四季度铁矿石发运量环比三季度增加 365.47 万吨；按照我们年报的预估 2024 年全球铁矿石供应将增加 3090 万吨，所以经过一季度的回落之后，二季度外矿供应将会逐步回升。另外，目前海外生铁产量依旧相对平稳，国内从中央经济工作会议以及之后得一些会议释放出的信息看，钢铁行业控产政策或有进一步收紧可能。

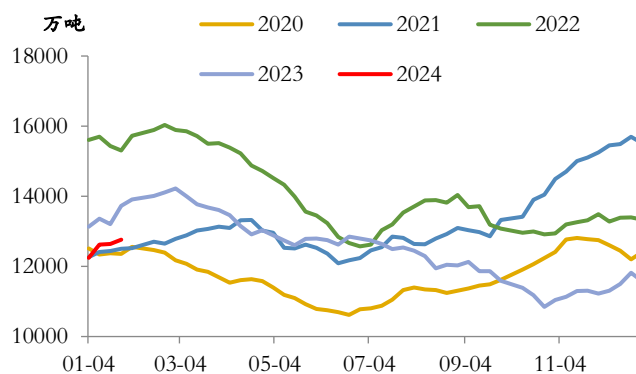
估值角度看，铁矿石现货价格目前仍在 136 美元附近，处于供给侧改革以来历史同期高位水平，结合当下钢材市场需求淡季以及铁矿石港口库存累积现状，其绝对水平仍处于偏高区域。相对估值方面，尽管 1 月之后，铁矿石进口利润有所恢复，但钢厂亏损幅度也有所收窄，且二者差值从 12 月底得约 -200 元/吨收窄至 -80 元/吨，表明经过 1 月上半月的下跌之后，铁矿石高估值有所修复。同时，在 1 月初得这轮下跌过程中，盘面对现货得贴水再度扩大至 100 元/吨以上，盘面估值相比之前亦有所修复。结合前面对于基本面得分析，铁矿石未来 1-2 个月继续高位震荡得概率比较大。

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

淡季冲击，成本下移，宏观预期阶段性走弱三因素共同推动了1月上半月钢材市场的回调。目前淡季冲击的效应依然存在，但两会召开前政策预期会一直存在，且1月份盘面价格最低已经调整至贸易商冬储心理价位（3850附近）。同时，供应的阶段性回升，也使得市场对于原料的需求预期有所增强，从而从成本端进一步支撑钢材价格。但上方仍会受到弱需求以及因电炉钢产量过高导致春节后累库超预期等因素的压制。所以，2月份预计钢材市场可能仍会以宽幅震荡为主。分品种看，鉴于制造业投资的韧性继续维持，而建筑业需求整体偏弱，热卷走势预计仍会强于螺纹。

铁水产量阶段性回落，补库预期减弱，叠加宏观预期减弱，推动了1月前半月铁矿石价格的下跌。不过下半月之后，铁水产量触底回升，钢厂补库也在继续，也不论是铁水产量还是钢厂原料库存，春节前后都有一定的回升空间。另外，一季度为传统的铁矿石发运淡季，1月矿石发货量均值环比12月回落673万吨，二季度到港量仍有进一步回落空间。所以未来1个月矿石供需阶段性错配格局仍将持续，加之前期下跌过程中估值有一定修复，预计2月铁矿石价格震荡偏强概率也比较大。但二季度之后，随着供应的回升以及钢铁行业控产政策可能收紧，届时价格可能会有较大幅度下跌。

操作策略：螺纹钢运行区间预计在3850-4150之间，热卷4000-4300；铁矿石运行区间在950-1100之间；卷螺价差80以下，铁矿石5-9价差50以下均可考虑逢低做扩。

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