

2024年2月29日

需求复苏延后，3月钢价或先抑后扬

——黑色金属3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：

- **兑现窗口将至，关注需求释放速度：**3月份之后，将进入传统需求旺季，需求兑现得时点和释放力度将成为市场关注得焦点。结合经济状况和高频数据，我们预计3月份得需求大概率会是先抑后扬，后期需密切关注钢材库存、需求以及铁水产量三个指标得峰值何时出现，峰值未出现之前价格逻辑依然停留在预期层面。
- **钢厂复产进程放缓，但供应回升趋势难改：**长假过后，因钢厂盈利状况恶化，减产检修范围有所扩大。不过在这轮负反馈得过程中，原料价格跌幅明显强于成材，长流程钢厂利润有所修复。同时短流程钢厂谷电目前尚有利润，废钢到货量也在逐步增加。预计后期一旦钢材需求有所好转，则钢厂大概率重新复产。
- **短期走势偏弱，中期等待下游验证：**铁矿石后期主要关注焦点在钢材需求旺季验证情况，钢厂复产、补库以及外矿供应变化。3月份钢材需求先抑后扬。盈利好转得背景下，3月之后一旦钢材需求有所好转，钢厂可能重新复产。另外，节日期间，钢厂已经消耗了节前不错得大部分铁矿库存，后期亦存在补库需求。同时，目前铁矿石仍处于发货淡季，且澳洲热带气旋和巴西暴雨对矿石发货也产生一定影响。
- **结论：**3月份之后，将进入旺季需求验证阶段，需求兑现得时点和释放得速度将成为市场关注焦点。建议密切关注钢材库存、表观需求以及铁水产量得高点，三个拐点出现前价格运行逻辑仍停留在预期层面。结合当下得经济状况和高频数据，我们认为3月份得需求大概率是先抑后扬，制造业需求得表现仍强于建筑业。供应端，因盈利恶化，2月份钢厂出现阶段性减产检修，但结合钢厂利润和钢材需求情况分析，3月中下旬到4月钢厂复产趋势有望延续。综合来看，3月份钢材市场走势大概率先抑后扬。
- **操作建议：**螺纹钢关注3550-3600，热卷3700-3650买入机会；铁矿石800以下考虑逢低买入远月09合约。卷螺价差80以下，铁矿5-9正套50以下均可以考虑逢低做扩。
- **风险因素：**需求超预期好转，两会期间出台超预期政策

目录

1. 2024 年 2 月黑色行情回顾	3
2. 兑现窗口将至，关注需求释放速度	3
3. 钢厂复产进程放缓，但供应回升趋势难改	5
4. 铁矿石：短期走势偏弱，中期等待下游需求验证	6
5. 结论及投资建议	7

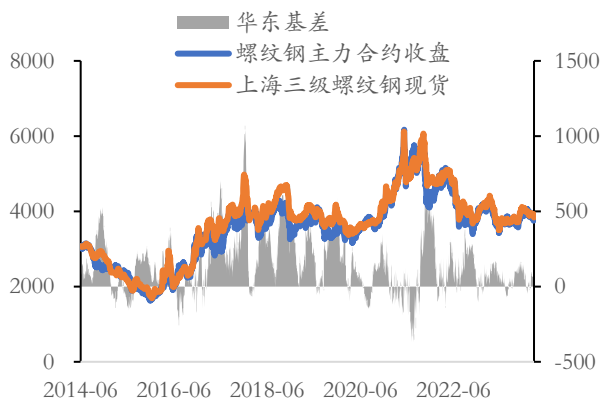
图表目录

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 全国 30 城商品房销售面积	4
图 6 中国制造业 PMI 及分项指标走势变化	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	5
图 10 短流程螺纹钢产量季节性走势	5
图 11 高炉日均铁水产量季节性走势	6
图 12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比	6
图 13 铁矿石进口利润季节性走势	7
图 14 铁矿石港口库存季节性走势	7

1. 2024 年 2 月黑色行情回顾

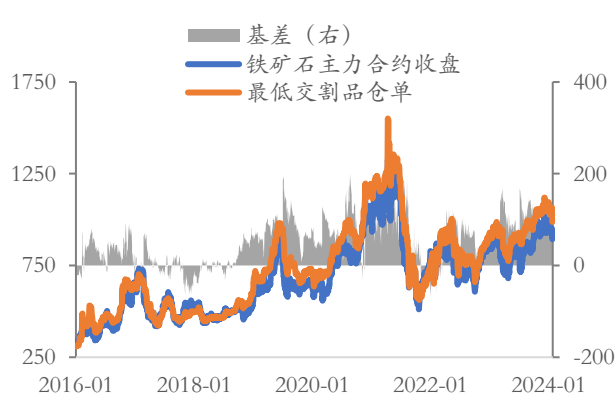
2 月份以来，国内黑色板块延续 1 月的跌势，且春节长假之后，原料走势明显弱于成材。截止到 2 月 23 日当周，螺纹、热卷主力合约分别收于 3790 元/吨和 3905 元/吨，较 1 月底分别下跌 79 元和 100 元/吨，跌幅分别为 2.04% 和 2.5%。铁矿石主力合约收 899 元/吨，相比 1 月底下跌 61.5 元/吨，跌幅 6.4%。螺矿比 4.22，相比 1 月底回升 0.19。

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

春节长假过后，钢材价格大幅下跌主要是以下几个原因造成，一是，2 月份一般是传统的钢材需求淡季，而春节长假过后，各地大范围的低温雨雪天气，进一步加重了市场对于后期需求的悲观预期。二是，节后市场一度传闻云南地区部分基建项目停建，这一传闻降低了市场对于政策刺激的预期。三是，成本支撑的下移，包括焦炭现货价格的下调以及铁矿石价格的持续走弱。铁矿石价格的下跌则主要是因为钢材价格的下跌使得市场认为钢厂复产进程将延后，节后钢厂对原料补库也持谨慎态度；而春节长假期间，海外矿山发货量是超出市场预期的。

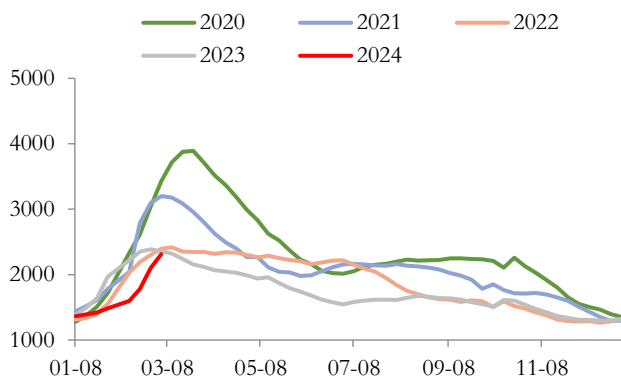
2. 兑现窗口将至，关注需求释放速度

2 月份为传统得需求淡季，加上春节之后大范围得雨雪天气，钢材需求总体呈现持续走弱趋势。春节后第一周，五大品种库存同比（阴历）增加 94.01 万吨，表观消费量则同比（阴历）下降了 35.07 万吨。具体品种来看，因为春节前电炉钢减产速度偏慢以及制造业需求得韧性，螺纹钢库存增幅明显快于热卷。

3 月份之后，将进入传统得需求旺季，需求兑现得时点和释放力度将成为市场关注得焦点。鉴于 1-2 月份处于统计局数据得真空期，因此只能通过高频数据推测未来需求恢复情况。节后第一周，五大品种钢材库存总量为 2312 万吨，已经接近去年得顶点 2386 万吨，如果不考虑 2020、2021 年疫情因素影响得话，这一库存水平已经处于历史同期中高位水平。且按照季节性来看，一般春节之后 3-4 周库存才会见顶。所以，今年 3 月库存高点大概率是超预期的。但有一点值得注意得是，春节长假过后需求恢复是相对确定得事情，天气因素只会

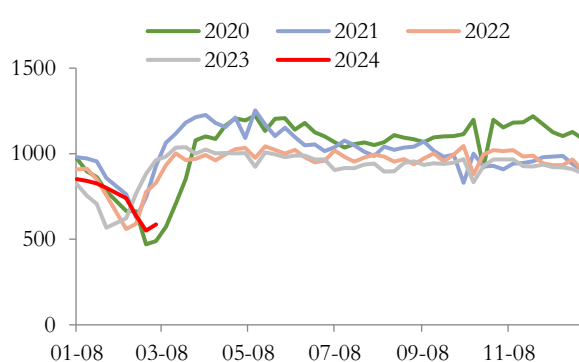
导致需求得延后，而不会消失，那么随着天气得好转，需求大概率还是会逐步释放得。这就需要得我们密切关注钢材库存、需求以及铁水产量三个指标得峰值何时出现，峰值未出现之前价格逻辑依然停留在预期层面。

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

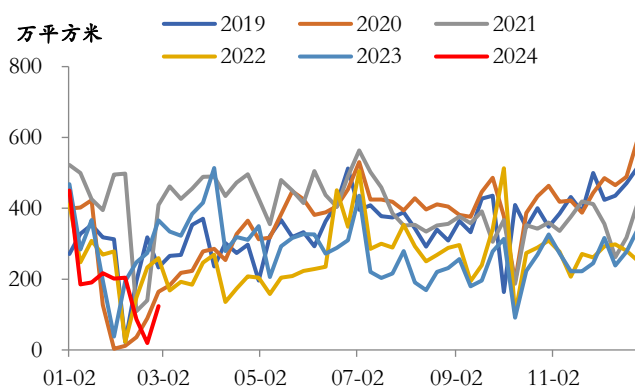
图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

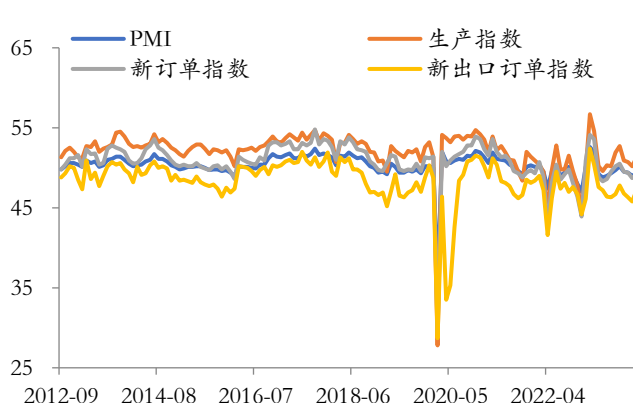
具体分行业来看，地产行业继续延续弱势，2月份以来，全国30个大中城市商品房成交面积同比（阴历）降幅仍接近50%。但受到一系列政策放松得影响，地产企业融资状况已经有所好转，地产资金来源中国内贷款和自筹资金分项占比自去年5月以来一直呈回升趋势，且1月份新增居民中长期贷款得好转也反应了居民购房意愿略有好转。短期来看，地产行业弱势格局将继续延续，但随着政策得持续加码和落地，下半年或将出现边际好转。基建方面，1月份国务院47号文件，要求12个债务率较高得省份基建项目停建缓建，这在一定程度上加重了当时市场得悲观预期。不过需要注意得是，当下得经济状况下，基建投资得拖底作用依然明显，且前期加码得财政政策预计会在今年一季度形成实物工作量。长假过后，浙江、江西、广东、山东等地的基建项目陆续开工，节后首周高频得沥青装置开工率数据同比（阴历）也增加了0.6个百分点，所以一季度基建投资可能仍会延续中高速增长。

图5 全国 30 城商品房销售面积



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 中国制造业 PMI 及分项指标走势变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

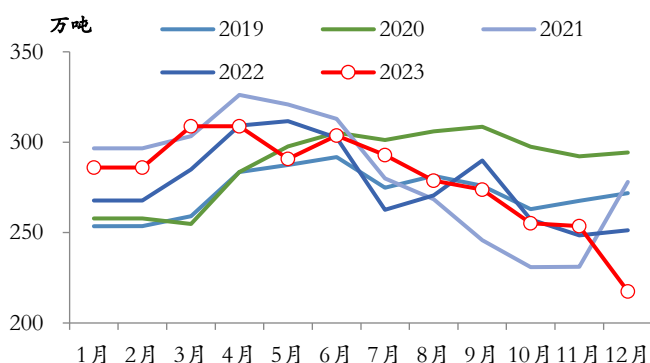
制造业方面，1月份制造业PMI环比回升0.2个百分点，至49.2%；新订单、生产、出口订单等指标环比均有回升，呈现出反季节性得特点。同时，1月份汽车产量为241万辆，同比增长51.23%；挖掘机销量同比增长了18.5%，为2022年底以来首度出现同比正增长。这些均表明国内制造业景气度在逐步回升。另外，鉴于中央财经委员会第四次会议强调要进

行大规模设备更新改造和消费品以旧换新，且 Mysteel 微观调研也显示，3 月份机械、家电企业订单同环比均有所回升，所以国内制造业景气度料持续回升。海外方面，根据上海有色网高频数据，1-2 月份钢材出口量为 1507 万吨，同比增加 177 万吨，按照国内外钢材价差水平来看，3 月份出口良好势头或继续维持。故板材得价格表现预计仍会强于长材。

3. 钢厂复产进程放缓，但供应回升趋势难改

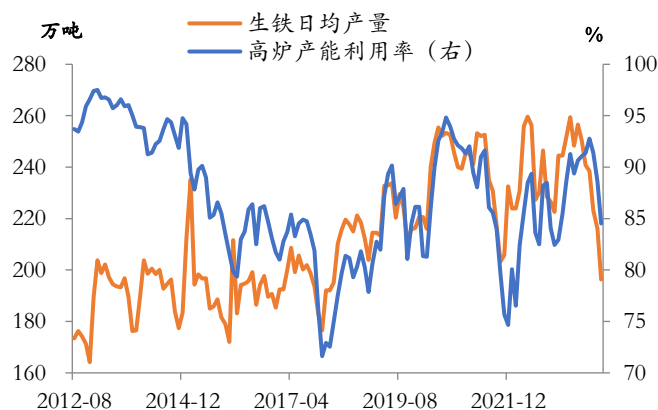
1 月份之后，得益于环保压力的减轻和钢厂利润的阶段性好转，长流程钢厂产量逐步回升。截止到春节前最后一周，全国 247 家钢厂高炉日均铁水产量连续 5 周回升，累积回升 5.91 万吨。但春节长假之后，因钢材价格快速下跌，钢厂利润收窄，部分区域钢厂陆续开始检修，其中沙钢一座 5800 立方高炉预计在 7 月左右复产，其他一些钢厂得检修计划也持续 10-20 天不等。受此影响，春节后首周，高炉日均铁水产量环比回落了 1.04 万吨。

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

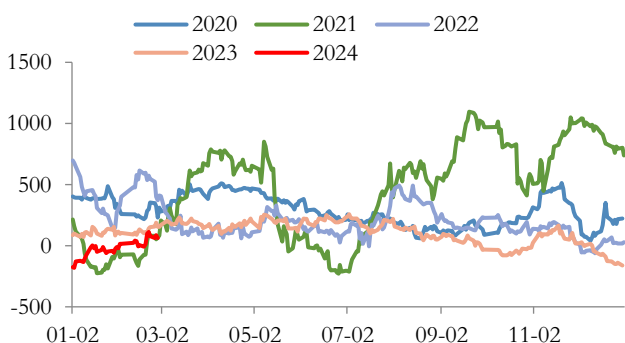
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

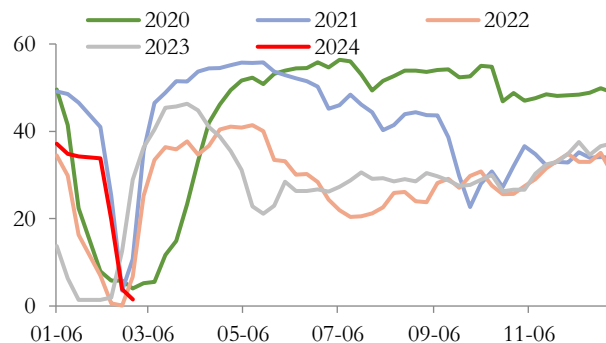
对于未来 1-2 个月长流程钢厂得供应，我们主要从钢厂利润和成材需求两个角度来看，节后第一周，因钢材需求预期恶化，产业链走出了一轮负反馈逻辑，原料价格跌幅明显强于成材，钢厂利润有所恢复。根据我们测算，长流程螺纹钢利润已经从 1 月底得-21 元/吨修复至 62 元/吨；热卷也修复至盈亏平衡附近。钢材需求方面得话，根据我们前文所述，3 月份钢材需求表现大概率是先抑后扬的。在结合以往季节性因素来看，我们认为 3 月中下旬到 4 月长流程钢厂供应大概率是会继续回升。

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



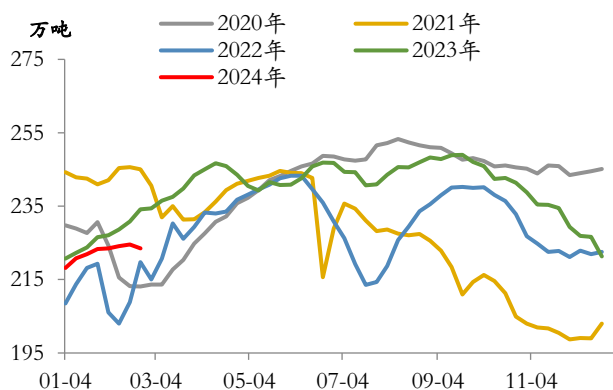
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程钢厂春节之前得减产幅度明显低于预期,最新一期得短流程螺纹钢周度产量 2.15 万吨,同比(阴历)仍增加 0.25 万吨。春节之后,废钢到货量逐步恢复,截止 2 月末,全国 300 家钢厂废钢日均到货 42.44 万吨,较节后第一个交易日增加 14.47 万吨;加工基地啊到货量也在逐步回升之后。同时,电炉钢谷电仍有 75 元/吨左右的利润。所以电炉钢得复产速度预计后期可能会快于市场得预期。

4. 铁矿石：短期走势偏弱，中期等待下游需求验证

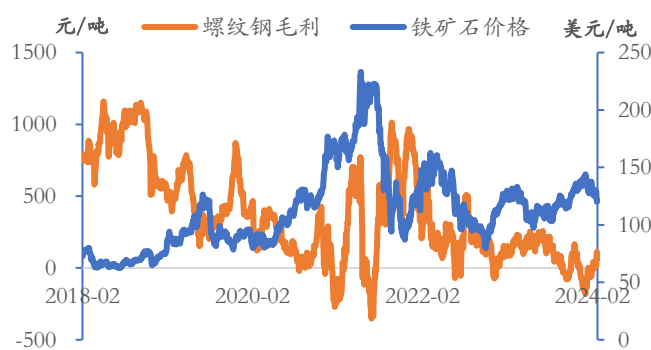
2 月以来,国内铁矿石价格持续走弱,特别是春节长假之后,呈现加速下行趋势。我们认为主要是一下几个原因所致:一是长假过后,钢材价格下跌,钢厂盈利预期恶化,减产检修范围有所扩大。最新得高炉日均铁水产量数据环比回落了 1.04 万吨。二是,钢厂检修范围扩大得同时,补库也有所延后,钢厂矿石库存在长假期间回落 1343 万吨之后,节后第一周又回落 37 万吨。三是,长假期间外矿发货量明显超出市场预期,当周全球铁矿石发运量 3046.5 万吨,同比(阴历)增加了 473 万吨。加上之前我们报告提到过,矿石现货估值偏高,也存在修复估值的需求。

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

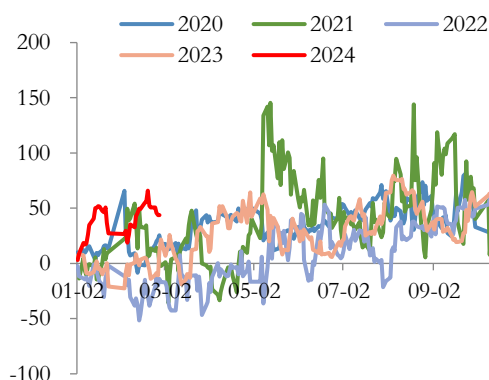


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于后期铁矿石价格走势,我们认为主要关注钢厂复产、补库进程,外矿供应变化以及旺季到来时候钢材需求情况到底如何三个因素。在本轮黑色板块得调整过程中,铁矿石价格得跌幅明显快于成材,钢厂利润又开始出现恢复,且从季节性角度来看,后期铁水产量继续回升概率较大。在这一背景下,钢厂对于矿石仍有一定得补库空间。外矿供应方面,春节长假期间,外矿发货量超出市场预期。但是一季度来看,依然是处在外矿发货淡季,且近期澳洲热带气旋和巴西得暴雨均对铁矿石运输产生一定得影响。2月19日至25日当周,全球铁矿石发运量为 2603.7 万吨,环比回落 442.8 万吨,且按照之前得船期推算得话,3 月份到港量相比 1-2 月可能要减少 10%左右。至于钢材需求旺季得成色,如前文所述,今年累钢材库幅度超出预期概率较大,旺季需求大概率证伪。但也需要注意,春节之后得大范围雨雪天气只是导致了需求得延后而不是消失,随着这一因素得消失,以及后续稳增长政策得落地,钢材得需求大概率还是会有所恢复得。

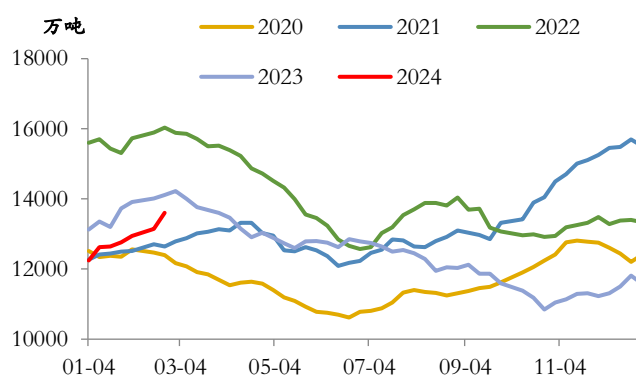
估值角度，近期铁矿石价格跌幅接近 10 个美金，但 120 美元得水平仍处于历史同期得中高位水平。考虑当下弱需求，库存回升的现状，其绝对估值水平仍偏高。相对估值方面，2 月以来，铁矿进口利润呈现震荡上行趋势，不过因为黑色产业链这轮负反馈过程中，矿石价格得跌幅明显大于钢材，所以钢厂利润相比之前也有所修复。且钢材和矿石利润得差值已经从节前得-60 元/吨扩大至 20 元/吨附近，所以矿石得相对估值得到了明显得修复。同时，本轮下跌过程中，盘面对现货得贴水也修复发到 60 元/吨附近，高基差情况相比之前也有所缓解。结合当下基本面情况分析，矿石价格仍有下跌空间。但后期一旦钢材需求有所恢复，铁水产量回升，则可能会在度出现阶段性上涨。

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

需求预期恶化叠加成本支撑下游导致了 2 月份钢材市场得走弱。3 月份之后，将进入旺季需求验证阶段，需求兑现得时点和释放得速度将成为市场关注焦点。建议密切关注钢材库存、表观需求以及铁水产量得高点，三个拐点出现前价格运行逻辑仍停留在预期层面。结合当下的经济状况和高频数据，我们认为 3 月份得需求大概率是先抑后扬，制造业需求得表现仍强于建筑业。供应端，因盈利恶化，2 月份钢厂出现阶段性减产检修，但结合钢厂利润和钢材需求情况分析，3 月中下旬到 4 月钢厂复产趋势有望延续。一旦钢材需求释放，钢厂在度复产，则成本支撑逻辑亦会再次被市场关注。所以，综合来看，3 月份钢材市场走势大概率先抑后扬。

铁矿石后期主要关注焦点在钢材需求旺季验证情况，钢厂复产、补库以及外矿供应变化。3 月份钢材需求先抑后扬。盈利好转的背景下，3 月之后一旦钢材需求有所好转，钢厂可能重新复产。另外，节日期间，钢厂已经消耗了节前不错得大部分铁矿库存，后期亦存在补库需求。同时，目前铁矿石仍处于发货淡季，且澳洲热带气旋和巴西暴雨对矿石发货也产生一定影响。估值角度看，经过前一轮下跌之后，铁矿现货得相对估值以及盘面对现货得基差均有明显修复，3 月铁矿石价格预计仍有一定下探空间，之后随着钢材需求的好转可能重回上涨。

操作策略：螺纹钢关注 3550-3600，热卷 3700-3650 买入机会；铁矿石 800 以下考虑逢低买入远月 09 合约。卷螺价差 80 以下，铁矿 5-9 正套 50 以下均可以考虑逢低做扩。

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，并不构成对客户的投资建议，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