

2024年3月31日

需求恢复强度决定4月钢价走势

——黑色金属4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：

- **需求偏弱，但政策加码及需求恢复预期仍存：**清明小长假临近，需求走弱的预期可能再度强化，需要注意的是，当下需求表现越差，对于后期政策加码的预期也会越强，考虑到每年4月底将会召开一季度的中央政治局会议，故4月下旬之后，针对需求的关注焦点可能会再度从弱现实转向强预期。分行业看，制造业表现仍强于建筑业。
- **供给持续下行概率不大：**对于二季度长流程钢厂供应，我们依然关注钢厂利润和成材需求两个因素，因为本轮黑色系的下跌具有明显的产业链负反馈特点，所以钢厂利润在这一过程中有所修复，且钢材需求边际上将有所好转。所以铁水产量将逐步恢复。电炉钢企业随着废钢到货量的回升其产量也会逐步恢复。
- **需求企稳，铁矿石价格或底部震荡：**铁矿石价格走势也取决于钢材需求和钢厂生产节奏的变化，考虑到钢材需求将边际好转，且在产业链负反馈过程中，钢厂利润也有所修复，所以220万吨的铁水产量大概率是阶段性底部，后期将逐步恢复。另外，目前港口库存虽然在持续回升，但全产业链库存水平尚可，那么一旦铁水产量有所恢复，则可能会引发库存结构的调整。而铁矿石的高估值相比之前也有明显修复。
- **结论：**旺季需求预期的证伪导致了3月份钢材价格的大幅下挫，且需求偏弱的态势在4月月中之前难有明显好转。但需要注意的是，随着天气的好转，钢材需求在边际上将有所好转，且当下需求表现越差，对于后期政策加码的预期也会越强，考虑到每年4月底将会召开一季度的中央政治局会议，故4月下旬之后，针对需求的关注焦点可能会再度从弱现实转向强预期。所以，钢材市场在4月上旬二次探底之后，将会呈现上有顶下有底的区间震荡格局。。
- **操作建议：**螺纹钢10合约在3350-3550之间区间震荡；热卷10合约在3500-3700之间区间震荡，铁矿09关注670附近支撑。卷螺价差80以内，铁矿9-1价差30以内均可考虑做扩。
- **风险因素：**需求持续走弱，政策力度低于预期

目录

1. 2024 年 3 月黑色行情回顾	3
2. 现实需求偏弱，但政策及需求恢复预期仍存	3
3. 供应持续下行概率不大	5
4. 铁矿石：需求企稳，价格或底部震荡	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 钢材 3 大主要下游行业投资增速对比	4
图 6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比	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	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 3 月黑色行情回顾

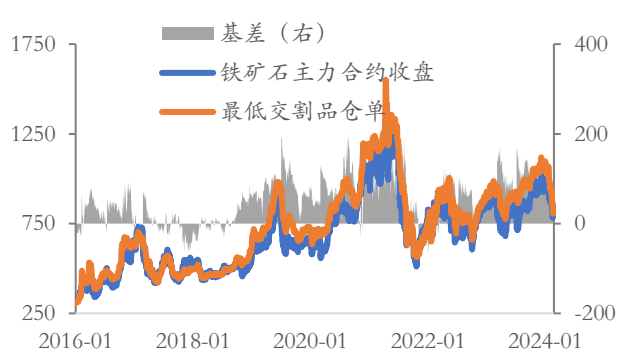
3 月份之后，国内黑色板块呈现加速下跌趋势，原料走势明显弱于成材，至下旬整个板块有所企稳。截止到 3 月 22 日当周，螺纹、热卷主力合约分别收于 3612 和 3822 元/吨，较 2 月底分别下跌 176 元和 89 元/吨，跌幅分别为 4.65% 和 2.28%。铁矿石主力合约收 844 元/吨，相比 2 月底下跌 48 元/吨，跌幅 5.38%。螺矿比 4.28，相比 2 月底回升 0.03。

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

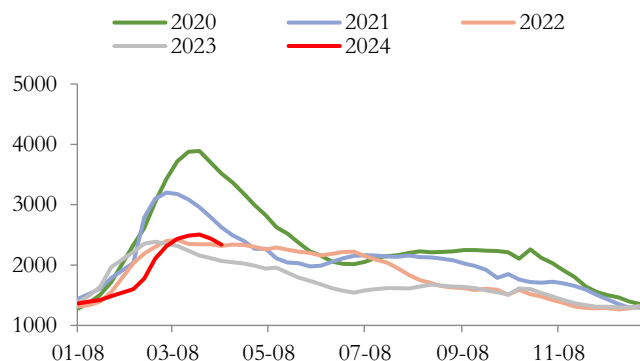
3 月上旬，钢材市场进入真正得需求验证阶段，需求表现明显弱于之前得市场预期，钢材库存累积得时长和幅度均超过去年同期。加上两会期间出台得政策并未明显超出市场之前的预期以及成本线得下移，至 3 月月中钢材市场悲观情绪达到极点。铁矿石价格得下跌则主要是因为铁水产量继续下降，钢厂补库预期证伪以及长假之后外矿供应量整体超预期所致。

2. 现实需求偏弱，但政策及需求恢复预期仍存

3 月份之后进入传统的需求旺季，但现实需求明显弱于市场预期，建筑钢材成交量除少量交易日在 15 万吨以上之外，大部分时间表现相对低迷。五大品种钢材库存在 3 月月中达到 2505.97 万吨，接近 2019 年高点，远超过前两年的节后库存高点水平；表观消费量则呈现持续的同比下降趋势。分品种看，因制造业韧性影响，热卷库存压力明显小于螺纹。

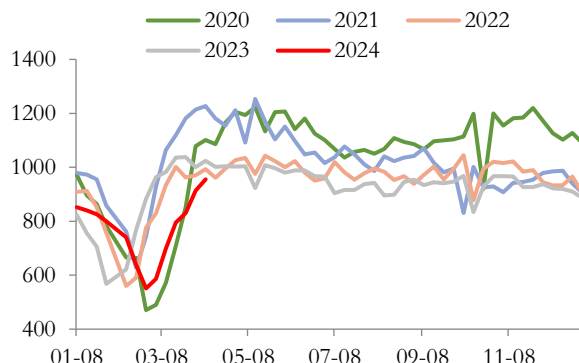
短期来看，清明小长假临近，需求走弱的预期可能再度强化，目前市场普遍预计小长假期间钢材库存可能会再度出现累积。不过，今年春节之后到 3 月份的需求走弱，有部分原因是因为天气因素造成，那么随着天气的好转，钢材需求在边际上也会有所恢复。钢材库存在 3 月月中见顶之后连续两周回落，特别是建筑钢材库存降幅较快。按照以往经验，近 7 年 3 月份之后钢材库存平均去化周期为 14 周左右，库存周均降幅约 71 万吨，所以预计到 6 月月中之前库存都会是下降趋势。五大钢材品种的表现消费量虽然仍低于去年同期水平，但同比降幅已经连续 5 周收窄。同时，还需要注意的是，当下需求表现越差，对于后期政策加码的预期也会越强，考虑到每年 4 月底将会召开一季度的中央政治局会议，故 4 月下旬之后，针对需求的关注焦点可能会再度从弱现实转向强预期。

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

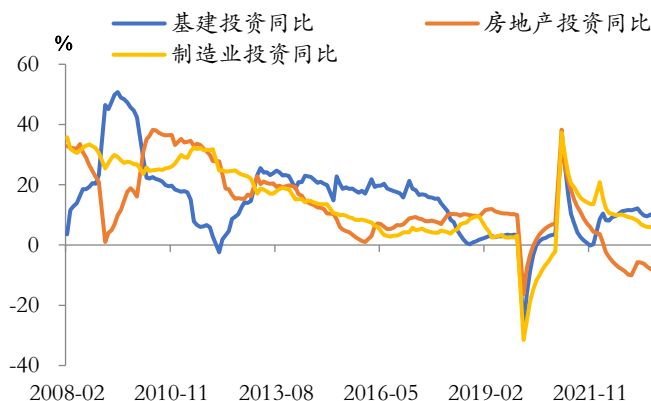
图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

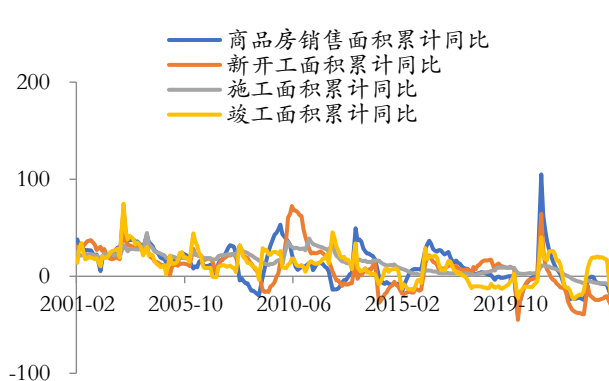
具体分行业看，钢材三大主要下游行业继续呈现基建对冲地产、制造业维持韧性的格局。地产链条景气度依然偏弱，前两个月地产投资同比下降9%，新开工、施工、竣工及销售数据降幅继续扩大。不过，春节之后，地产托底政策继续出台，苏州全面取消限购、深圳降低社保要求年限，杭州也全面放开二手房购买限制。最近一次的国务院常务会议又提到了系统谋划地产相关支持政策，有效激发潜在需求。3月下旬市场亦有传闻，一线城市核心区域限购将全面放开。随着政策的持续加码，在考虑低基数因素的影响，下半年应该能够看到地产的边际企稳。基建方面，1-2月份广义基建投资同比增长8.95%，增幅较2023年回升0.7个百分点。受部分省市化债影响，地方专项债发行进程偏慢，一季度仅发行全年额度的16%，远低于去年同期的35%，或对基建投资有一定抑制作用。但基建方面政策空间也比较大，去年10月增发的1万亿国债有5000亿元将在今年投入使用，政府工作报告又部署发行1万亿元超长期特别国债，这些均会在后面几个月形成实物工作量。高频的水泥和混凝土开工率的回升也反应基建投资会目前呈现环比改善的趋势

图5 钢材 3 大主要下游行业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

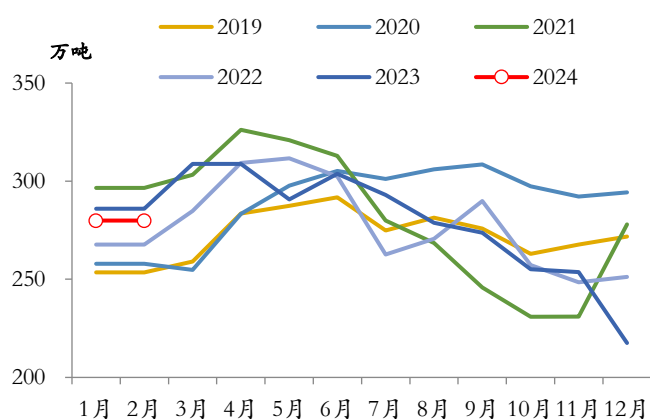
制造业方面，1-2月份，国内制造业投资同比增长9.4%，增速较2023年回升2.9个百分点，相比去年12月回升1.2个百分点。制造业投资的韧性主要得益于工业企业利润的回升和出口的强势，前两个月国内机电产品出口同比增长8.5%，2023年则同比下降2.4%。目前美国通胀和就业数据仍有韧性，联储加息暂告一段落；同时反应海外需求景气度的韩国、越南出口表现尚可，因此未来1-2个月国内机电产品出口预计仍将保持韧性。工业企业利润

目前也在持续回升，1-2 月份规模以上工业企业利润同比增长 10.2%，增速较 2023 年回升 12.5 个百分点。鉴于今年国家将进行大规模设备更新改造和以旧换新政策，后期制造业需求仍有进一步回升空间，工业企业利润也将延续增长。同时，需求端的回升或将带动制造业逐步进入补库周期，1-2 月份工业企业产成品库存同比增长 2.4%，增速较 2023 年回升 0.3 个百分点，库存筑底特征明显。因此，中期来看，板材价格的表现或仍强于长材。

3. 供应持续下行概率不大

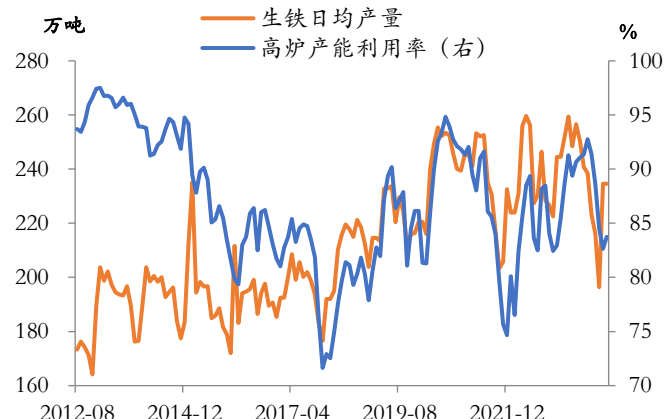
得益于环保压力的减轻和钢厂利润的好转，1-2 月份钢材供应稳步回升。根据国家统计局数据，前两个月粗钢产量 1.68 亿吨，同比增长 1.6%，日均产量 279.93 万吨，环比 12 月回升 62.28 万吨。粗钢产量的回升主要由废钢所贡献，铁水产量则有所回落，前两个月生铁产量同比下降 0.6%，铁钢比下降 6 个百分点至 84%。3 月份之后，钢材价格大幅下跌，长短流程钢厂利润均明显收窄，高频的钢材供应数据均低位运行，所以粗钢和生铁日均产量均可能会有所回落。

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

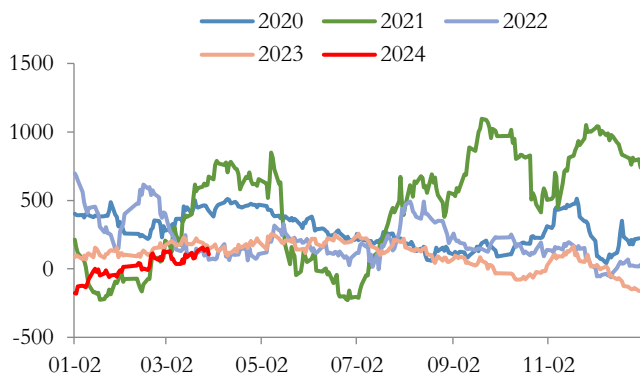
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

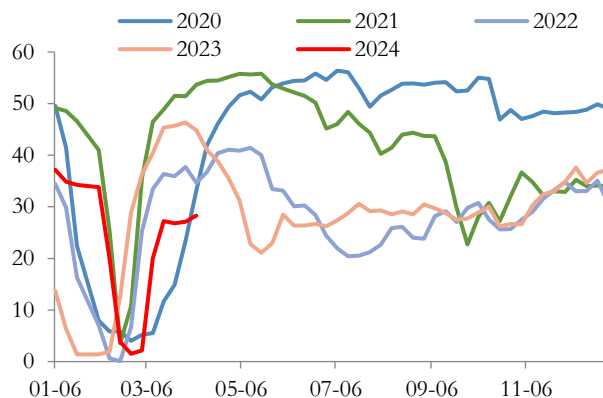
对于二季度长流程钢厂供应，我们依然关注钢厂利润和成材需求两个因素，因为本轮黑色系的下跌具有明显的产业链负反馈特点，所以钢厂利润在这一过程中有所修复。长流程螺纹钢利润恢复至 100 元/吨附近，热卷利润恢复至 150 元/吨附近；截止到 3 月底，全国 247 家钢厂盈利占比恢复至 28.57%。钢材需求方面，根据前文所述，相比往年仍比较弱，但随着天气的好转已经处在改善过程中，高频的钢材表观消费量同比降幅逐周收窄，且 4 月份这一趋势仍会延续。那么在没有政策限制的情况下，铁水产量逐步回升至 230 万吨的概率较大。

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



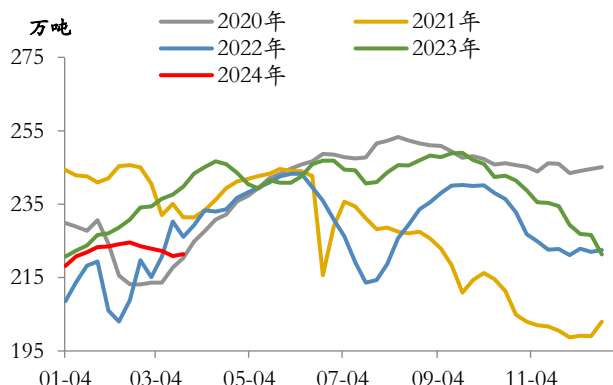
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

因3月份钢材价格大跌，但废钢表现相对坚挺，短流程钢厂进入全面亏损状态，受此影响，其复产进程有所放缓。整个3月短流程螺纹钢周度产量基本在26-28万吨之间波动，3月最后一期数据为28.3万吨，同比下降16.53万吨。3月上旬国务院公布的大规模设备更新改造和以旧换新的方案中明确提出，支持建设一批废钢铁、废有色金属、废塑料等再生资源精深加工产业集群，预计2024年废钢的供应增加将是大概率事件，且3月份高频的全国300家钢厂废钢到货量也在稳步回升，故中期来看电炉钢产量也是会稳步回升的。

4. 铁矿石：需求企稳，价格或底部震荡

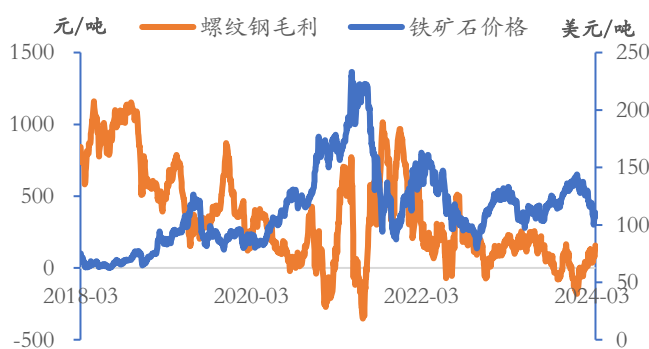
3月份，国内铁矿石价格延续了2月份得弱势，其下跌主要逻辑也基本相同。一是，钢材旺季需求预期证伪，价格大幅下跌，钢厂盈利继续恶化，进而使得铁水产量延续下滑。3月月中铁水产量最低降至220.82万吨。二是，钢材需求情况得恶化，导致钢厂对于原料得补库继续延后。三是，开年以来，外矿供应回升幅度超出市场预期，截止到3月22日当周，全球铁矿石发运量均值为2839.15，同比增加了77万吨。

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



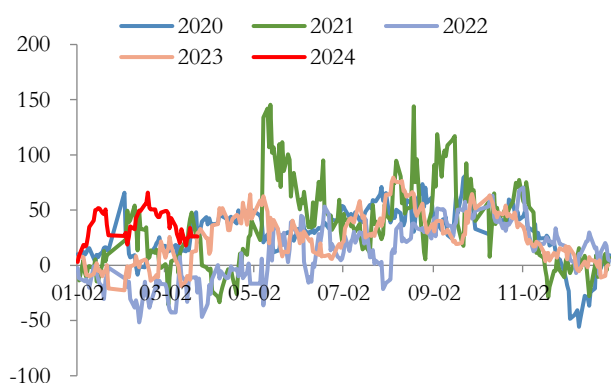
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于铁矿石价格后期走势，钢材需求得变化以及由此引发的钢厂生产节奏的变化仍是关键性的因素。前文已经说过，目前钢材需求相比往年较弱，但随着天气的好转仍在改善过程中，五大成材表观消费量自3月份以来同比降幅逐周收窄。同时，钢厂利润在本轮负反馈的

过程也在持续恢复，247 家钢厂盈利占比已经回升至 28.57%。在这种情况下，220 万吨左右的铁水产量应该已经接近底部区域，后期大概率会有一轮复产。另一方面，我们看到，尽管当下铁矿石港口库存持续回升，3 月份当月累计增加 827.8 万吨，且已经接近 2019 年的同期水平，但因为在悲观预期下，钢厂一直采取低库存策略，所以考虑钢厂、港口和压港数据的铁矿石全环节库存表现尚可，3 月份当月小幅下降了 504 万吨。那么一旦铁水产量有所恢复，钢厂则可能会进行阶段性补库，从而引发库存结构的调整。

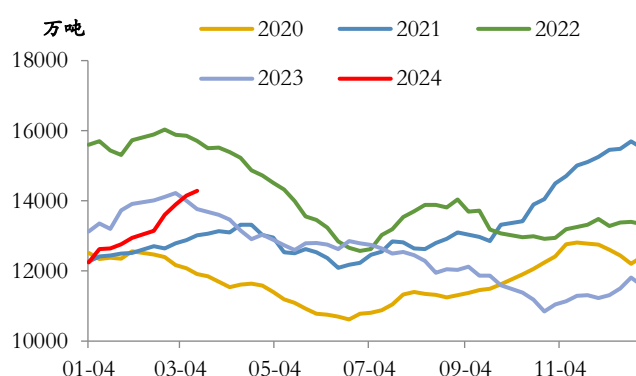
从期限结构的角度来看，本轮铁矿石价格下跌过程中，先是盘面快速走出反套结构，之后现货下跌修复贴水，目前 05 合约与最低交割品现货已经接近平水，09 合约则小幅贴水 50 元/吨附近。从铁矿石期货上市以来得历史数据看，当盘面和现货平水甚至小幅升水得时候，基本就是价格得阶段性底部。从估值角度看，目前铁矿石港口现货价格已经跌至 2019-2020 年的同期水平，其绝对估值处于中性偏低的水平。同时，随着 3 月份产业链负反馈过程中，钢厂利润有所修复，其与矿石进口利润的差值最高扩大到 130 元/吨附近，接近去年 11 月初水平，故其相对估值也中性偏低。因此，铁矿石价格我们认为已经处于阶段性底部区域，但能否上涨则需取决于铁水产量的变化。

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

旺季需求预期的证伪导致了3月份钢材价格的大幅下挫，且需求偏弱的态势在4月月中之前难有明显好转。但需要注意的是，随着天气的好转，钢材需求在边际上将有所好转，且当下需求表现越差，对于后期政策加码的预期也会越强，考虑到每年4月底将会召开一季度的中央政治局会议，故4月下旬之后，针对需求的关注焦点可能会再度从弱现实转向强预期。另外，本轮产业链负反馈也导致了钢厂利润的回升，那么一旦需求好转的预期得到兑现，钢厂大概率会有阶段性复产，复产的高度则取决于需求恢复的程度。所以，钢材市场在4月上旬二次探底之后，将会呈现上有顶下有底的区间震荡格局。

铁矿石价格的大幅下跌主要是因为钢材旺季需求恢复和春节后钢厂补库两大预期证伪所致。后期其价格走势也取决于钢材需求和钢厂生产节奏的变化，考虑到钢材需求将边际好转，且在产业链负反馈过程中，钢厂利润也有所修复，所以220万吨的铁水产量大概率是阶

段性底部，后期将逐步恢复。另外，目前港口库存虽然在持续回升，但全产业链库存水平尚可，那么一旦铁水产量有所恢复，则可能会引发库存结构的调整。而铁矿石的高估值相比之前也有明显修复

操作策略：螺纹钢 10 合约在 3350-3550 之间区间震荡；热卷 10 合约在 3500-3700 之间区间震荡，铁矿 09 关注 670 附近支撑。卷螺价差 80 以内，铁矿 9-1 价差 30 以内均可考虑做扩

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