

2024年4月27日

淡季将至，钢价有阶段性调整风险

——黑色金属5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：

- **淡季将至，需求或阶段性见顶：**5-6月份为传统得钢材需求淡季，且华东地区又面临梅雨季，需求存在阶段性见顶可能。强预期、弱现实格局下，钢材特别是螺纹钢呈现升水拉涨格局，故锁定了部分期现正套的头寸。这部分头寸一般起到助涨助跌的作用，一旦钢材需求走弱，盘面价格下行，可能会加剧市场的下跌速度。
- **钢厂利润收窄，供应或见顶回落：**钢厂利润尚可短期仍会推动供应回升。但4月下旬开始，因原料价格反弹明显，钢厂利润开始有所收窄，长流程螺纹、热卷利润均回落至100元/吨以下，且有进一步收缩可能。从这个角度来看，5月份铁水产量或将出现阶段性顶部。
- **铁水产量见顶后矿价存在调整风险：**铁矿石价格的强势反弹主要是因为铁水产量回升、钢厂补库以及人民币回落阶段性走弱等因素所致。铁水产量变化仍是决定矿石价格走势的关键因素，结合当下钢厂利润情况，我们认为5月份铁水产量经过短暂回升后见顶概率较大。同时，铁矿石供应也在稳步回升之中，四大矿山的产量及发运量均有进一步回升空间。且无论从绝对估值还是相对估值来看，矿石的估值水平平均处于偏高区域。
- **结论：**需求边际好转和通胀预期强化共同推动了4月份钢材价格的反弹。5-6月份为传统的钢材需求淡季，且华东地区又面临梅雨季节影响，需求大概率阶段性见顶。而一旦需求走弱，4月增加的期现正套头寸也可能会获利出局，加剧现货市场抛压。供应方面，钢厂利润短期尚可，且仍会推动高炉产量的回升。但4月正反馈过程中，钢厂利润已经明显收窄，一旦重回亏损，则可能会使得5月份长流程钢厂供应阶段性见顶。所以，5月份，钢材市场出现阶段性调整的概率较大，但不会跌破前期低点。
- **操作建议：**螺纹钢3750附近，热卷3850-3900之间存在较大调整压力，铁矿09在920-930之间存在调整压力，建议可考虑逢高沽空。卷螺价差有阶段性收缩可能，建议80以下考虑做扩。
- **风险因素：**需求超预期恢复，能耗双控政策出台，成本端大幅抬升

目录

1. 2024 年 4 月黑色行情回顾	3
2. 淡季将至，5 月需求或阶段性见顶	3
3. 钢厂利润收窄，供应或见顶回落	5
4. 铁矿石：注意铁水产量见顶后的调整风险	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 4 月黑色行情回顾

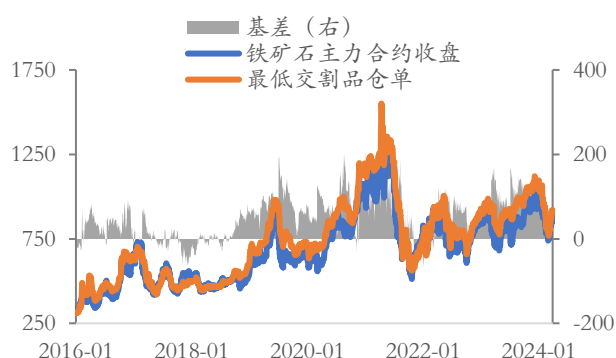
4 月份，国内黑色板块呈现震荡上行态势，原来走势明显强于成材。截止到 4 月 25 日当周，螺纹、热卷主力合约分别收于 3669 和 3827 元/吨，较 3 月底分别上涨 257 和 202 元/吨，涨幅分别为 7.53% 和 5.57%。铁矿石主力合约收 879.5 元/吨，相比 3 月底上涨 139.5 元/吨，涨幅为 18.85%。螺矿比 4.15。相较 3 月底回落 0.52。

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

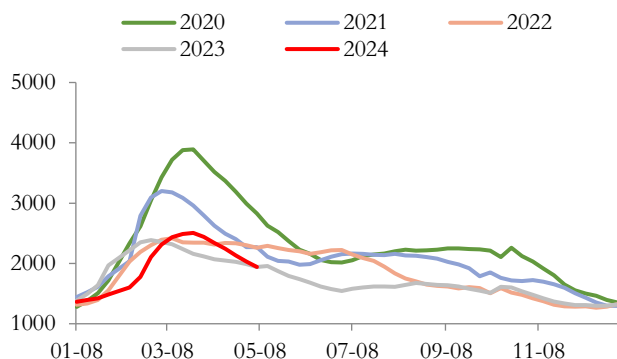
4 月份，钢材价格得触底回升主要得益于需求边际好转和通胀预期强化。5 大钢材品种周均去库存速度在 100 万吨以上，表观消费量均值相比 3 月也回升了 88 万吨。同时，一季度经济数据除房地产之外都表现尚可，且美国 3 月份 CPI 数据远超出市场预期，二次通胀预期强化。铁矿石价格的上涨除了前述钢材价格上涨的因素之外，产业链负反馈之后，钢厂利润回升，复产进程有所加快所致。

2. 淡季将至，5 月需求或阶段性见顶

4 月份钢材需求总量依然偏弱，但相比 3 月份已有明显改善。4 月上半个月建筑钢材日均成交量均值在 16.3 万吨，环比 3 月份回升近 4 万吨。五大品种钢材产量 4 月份周均去库存速度在 100 万吨左右，且绝对水平也处于近 5 年历史同期低位，表观消费量整体也呈现环比回升趋势。分品种看，因前期板材供应回升过快，近期热卷库存压力相比螺纹有所增加。

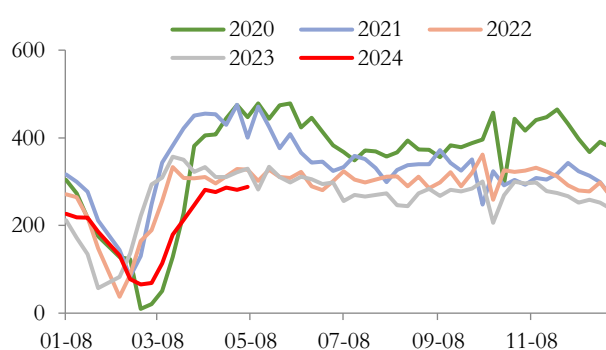
5-6 月份为传统得钢材需求淡季，且华东地区又面临梅雨季节，需求存在阶段性见顶可能。事实上，自 4 月中旬开始，5 大品种钢材表观消费量连续三周回落，目前主要是受到板材下降拖累。鉴于 4 月下半月开始建材日均成交量降至 13-15 万吨左右水平，且从历史数据看，近几年 5 月之后建材去库速度均会放缓，甚至不排除累库可能，故 5 月份建材消费量大概率也会回落。另外，投机性需求的影响也不容忽视。强预期、弱现实格局下，钢材特别是螺纹钢呈现升水拉涨格局，故锁定了部分期现正套的头寸。这一点通过螺纹钢整体库存与杭州螺纹钢库存走势。这部分头寸一般起到助涨助跌的作用，一旦钢材需求走弱，盘面价格下行，可能会加剧市场的下跌速度。

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

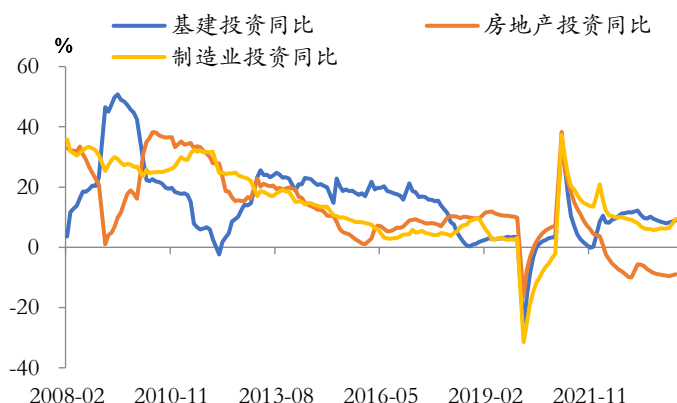
图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

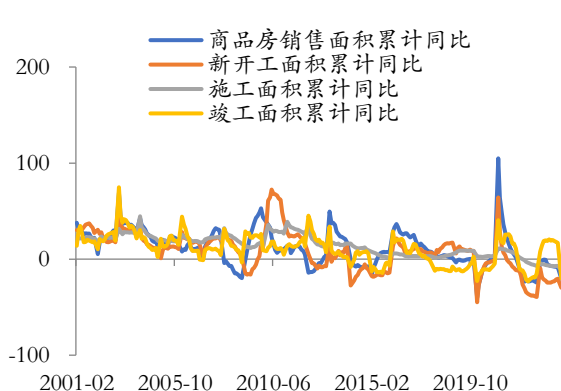
具体分行业看，钢材三大主要下游行业继续呈现基建对冲地产、制造业维持韧性的格局。3月地产销售、新开工数据边际上有所好转，但地产投资、施工、竣工面积等指标依然延续弱势。目前针对于地产的拖底政策力度仍在加大，根据住建部数据，截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元。一季度地产企业资金来源增速中得国内贷款分项降幅明显放缓也反映了地产企业得融资情况再有所好转。同时，4月份之后对个一线和省会城市优化了住房公积金贷款政策。随着后续政策得逐步落地，预计地产已经接近底部区域，但何时好转，仍需取决于需求和预期恢复得状况。基建方面，1季度广义基建投资同比增长8.75%，增速较1-2月份回落0.2个百分点。一季度专项债发行进程偏慢是拖累基建投资主要原因，当季专项债发行进程为16.3%，远低于去年同期得35%。考虑到4月沥青装置开工率回落，混凝土产能利用率低位运行，基建投资4-5月仍难看到大幅增长。不过，二季度之后，专项债发行进程大概率提速，4月发改委记者会提出要推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。随着政策得落地，基建投资增速将逐步企稳回升。

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

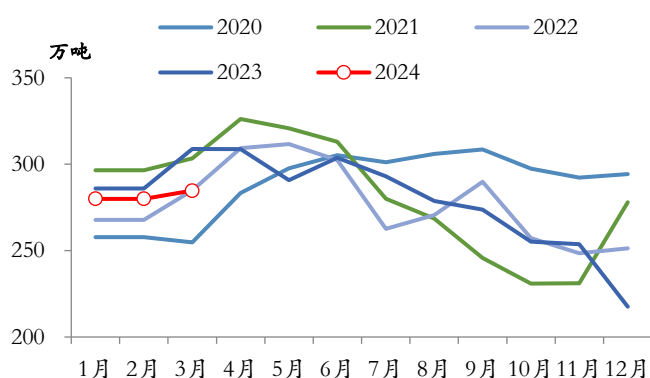
制造业方面，一季度国内制造业投资同比增长9.9%，增速较1-2月回升0.5个百分点；其中3月份当月同比增长10.24%，较1-2月加快0.8个百分点。制造业投资得持续改善主要得益于工业企业利润得改善和出口数据得支撑。尽管3月份出口数据有所回落，但全球制造业PMI数据依然偏强，且反应海外需求景气度得韩国、越南出口3月份继续延续同比增长趋势，因此未来1-2个月出口或仍将保持正增长态势。工业企业利润目前也呈现持续回升

趋势，且4月份以来，大规模设备更新改造和以旧换新得细分政策也陆续出台，后期制造业需求也有进一步回升空间。但需要注意得是，3月份社会消费品零售总额增速有所回落，且汽车分项在时隔半年后再度出现同比负增长；同时，一季度工业产能利用率相比去年4季度回落2.4个百分点。意味着需求端得增速明显慢于供应端得增速。这些因素可能会对工业企业利润以及制造业投资增速形成抑制。后期建议继续关注大规模设备更新改造和消费品以旧换新政策进程。

3. 钢厂利润收窄，供应或见顶回落

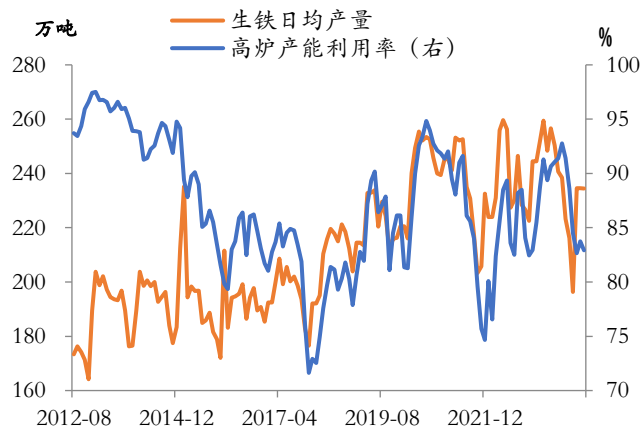
3月份钢材需求走弱，钢材价格大幅下跌，钢厂减产检修范围有所扩大。根据国家统计局数据，3月份国内粗钢产量为8826.9万吨，同比下降7.8%，日均产量284.74万吨，环比1-2月回升4.81万吨。尽管3月份粗钢产量有所下降，但废钢对于粗钢供应得贡献度在度提升，3月铁钢比再次下降2个百分点至82%。考虑到3月下旬开始钢厂利润逐步恢复，高频得钢材数据也都触底回升，所以4月份粗钢和生铁日均产量大概率会有所回升。事实上，中钢协公布得4月中旬粗钢日均产量已经环比回升0.7万吨。

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

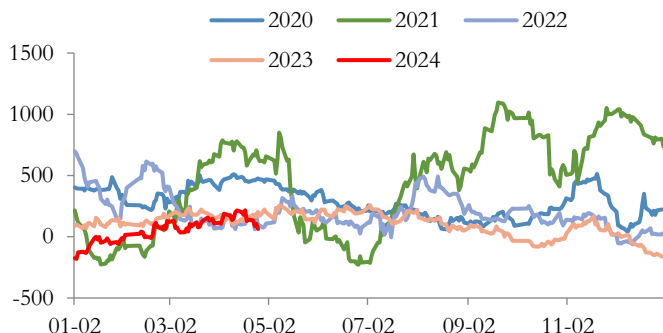
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

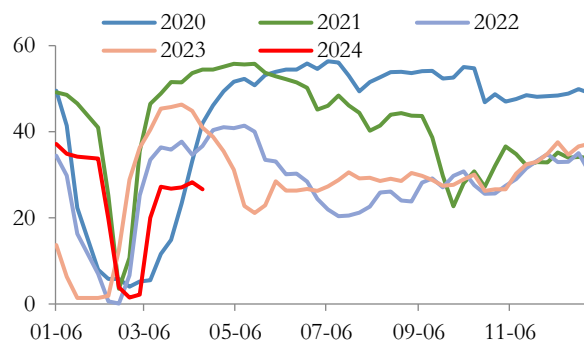
限产政策短期大幅收紧概率不大，故5月份之后长流程钢厂供应依然需要关注利润和成材需求两大因素。目前全国247家钢厂盈利占比在48.48%，长流程螺纹钢、热卷也均有一定利润。钢材需求当下虽然依旧偏弱，但依旧还是呈现边际好转趋势，所以，高炉日均铁水产量回升到230-235万吨得概率较大。但也需要注意，4月下旬开始，因原料价格反弹明显，钢厂利润开始有所收窄，长流程螺纹、热卷利润均回落至100元/吨以下。五大品种成材表观消费量自4月初开始连续三周环比回落，且5月份又是传统得钢材需求淡季。从这个角度来看，5月份铁水产量或将出现阶段性顶部。

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



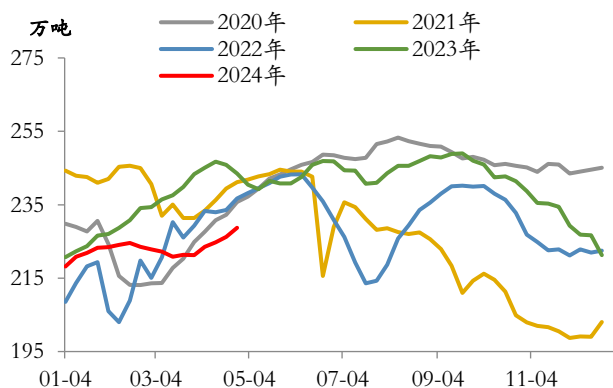
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

3月下旬到4月上旬，废钢价格整体表现坚挺，短流程钢厂整体处于亏损状态，电炉钢企业产量呈现震荡下行趋势。截止4月最后一周短流程螺纹钢产量为26.08万吨，环比下降0.08万吨，同比下降5.1万吨。4月中旬之后，随着钢材价格得反弹，短流程钢厂利润有所恢复，谷电利润转正，平电亏损幅度明显收窄。同时，4月份公布得大规模设备更新改造和以旧换新得细分政策中也提到了再生资源回收利用得问题，废钢供应回升将是大概率事件，高频得300家钢厂废钢到货量已经连续三周回升。所以未来短流程钢厂得产量大概率也是逐步回升的。

4. 铁矿石：注意铁水产量见顶后的调整风险

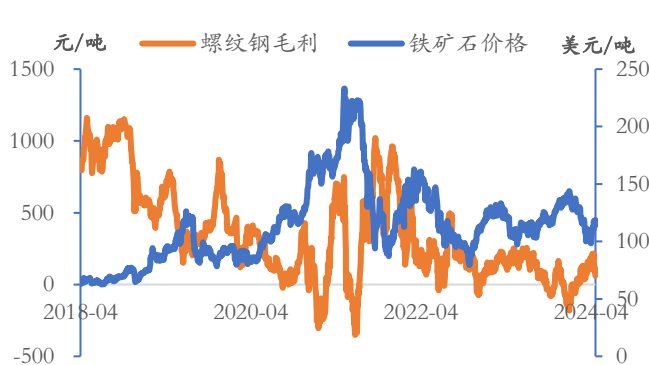
4月份，国内铁矿石价格触底反弹，且走势明显强于成材。主要因为以下几方面原因：一是前文所述的，4月份之后钢材需求环比有所改善。二是，3月份产业链负反馈过程中，钢厂利润修复明显，全国247家钢厂盈利占比已经回升至50%以上，钢厂复产进程有所加快。三是，矿石需求的好转带动了钢厂补库需求的增加，截止4月末全国247家钢厂矿石库存相比3月底小幅回升231万吨。四是，人民币汇率的阶段性走弱抬升了矿石的估值水平。

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



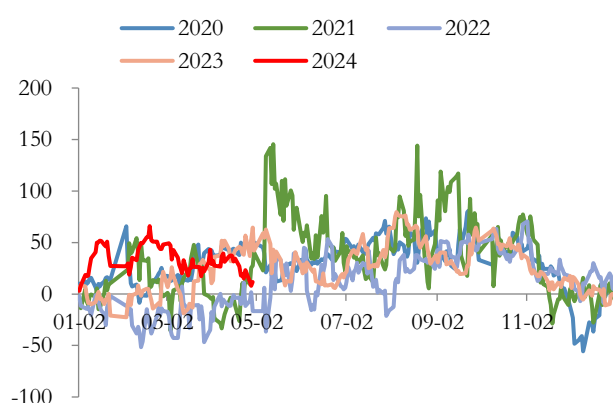
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于后期铁矿石价格走势，铁水产量的变化依然是主要因素；当下钢厂利润尚可，故5月上半月铁水产量仍有回升空间，预计回升至230-235万吨的可能性较大，那么矿石价格相应仍有一定支撑。不过，前文我们提到过，5月钢材需求存在转弱可能，且在4月份的这轮产业链正反馈过程中，钢材盘面及现货利润均有明显收窄，一旦未来钢厂利润转负，则铁水

产量可能会见到阶段性顶部。另外，铁矿石供应也在稳步回升之中，一季度主流 4 大矿山铁矿石产量为 2.48 亿吨，同比增长 0.4%。虽然一季度海外矿山发运量超出市场预期，但若以四大矿山年度发运目标和一季度发运量进行估算，2-4 季度周均发运量要达到 2227 万吨才可能完成全年发运目标，而截止到 4 月 19 日当周的四大矿山周均发运量均值为 1910 万吨，后续供应仍有一定回升空间。在这样一种预期之下，5 月之后钢厂补库力度也不太会有明显增加。

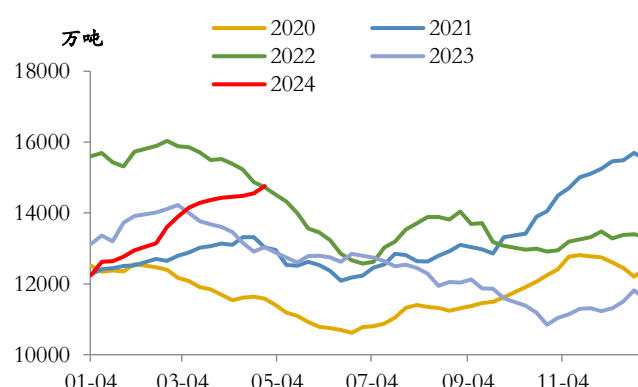
从估值角度看，4 月份铁矿石价格反弹近 20 美元，价格绝对水平已经接近 2022 年历史同期，而钢材价格则明显低于当时的水平。另外，虽然钢厂利润和矿石进口利润同步收窄，但二者的差值已经从 4 月上旬的 150 元/吨收窄至 7 元/吨，因此无论是从绝对估值还是相对估值来看，矿石的估值水平均处于偏高区域。不过，何时能够实现估值的回归仍需取决于钢材需求的变化以及铁水产量顶部何时出现。

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

需求边际好转和通胀预期强化共同推动了 4 月份钢材价格的反弹。5-6 月份为传统的钢材需求淡季，且华东地区又面临梅雨季节影响，需求大概率阶段性见顶。而一旦需求走弱，4 月增加的期现正套头寸也可能会获利出局，加剧现货市场抛压。分行业看，建筑业继续呈现基建对冲地产格局，制造业维持韧性。供应方面，钢厂利润短期尚可，且仍会推动高炉产量的回升。但 4 月正反馈过程中，钢厂利润已经明显收窄，一旦重回亏损，则可能会使得 5 月份长流程钢厂供应阶段性见顶。从品种结构看，板材因利润好于成材，供应压力有所增加。所以，5 月份，钢材市场出现阶段性调整的概率较大，但不会跌破前期低点。

铁矿石价格的强势反弹主要是因为铁水产量回升、钢厂补库以及人民币回落阶段性走弱等因素所致。铁水产量变化仍是决定矿石价格走势的关键因素，结合当下钢厂利润情况，我们认为 5 月份铁水产量经过短暂回升后见顶概率较大。同时，铁矿石供应也在稳步回升之中，四大矿山的产量及发运量均有进一步回升空间。且无论从绝对估值还是相对估值来看，矿石的估值水平均处于偏高区域，因此 5 月份先扬后抑概率较大。

操作策略:螺纹钢 3750 附近,热卷 3850-3900 之间存在较大调整压力,铁矿 09 在 920-930 之间存在调整压力,建议可考虑逢高沽空。卷螺价差有阶段性收缩可能,建议 80 以下考虑做扩

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