

2024年6月3日

政策持续加码，市场焦点或切换至强预期

——黑色金属6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，但焦点已经转向强预期：**6-7月份为传统得钢材需求淡季，现实需求仍有延续偏弱格局。分行业看，制造业表现强于建筑业。不过，考虑7月份要召开三中全会以及近期地产政策得持续加码，政策预期或成为6-7月钢材市场主逻辑。而强预期之下得升水拉涨，则会锁定部分投机性需求的现货资源。
- **钢厂利润改善，供应见顶时点或延后：**焦炭现货价格第一轮下调落地，钢厂利润有所恢复，叠加5大品种成材产量之外的其他钢材承接了大部分的铁水产量，预计6月份铁水日产仍有进一步回升空间，可能会达到240万吨。短流程钢厂利润好转，废钢供应回升，产量也呈现回升趋势。
- **铁矿估值偏高，但价格短期仍偏强：**铁矿石价格的反弹主要是受到钢材需求预期好转以及铁水产量见顶时点可能延后两大因素所致。6月份这两个因素依然存在，加上铁矿石相对估值的修复，其价格仍会震荡偏强。但是矿石的利空因素也不容忽视，供应仍在持续回升之中，且在铁水产量回升的过程中，铁矿石港口并未实现有效去库。考虑到矿石绝对估值水平偏高，那么后续铁水产量一旦见顶，矿石港口仍未实现有效去库的话，则会对矿石中期价格走势形成不小压力。
- **结论：**6月份仍是钢材市场传统的需求淡季，虽然近期需求有边际改善，持续性仍有待观察。不过考虑到7月份三中全会的召开以及近期地产政策的持续加码，6月份政策端的强预期可能是钢材市场的主要逻辑，而现实弱需求的权重可能会有所降低。供应方面，5月下旬钢厂利润有所好转，且5大品种成材产量之外的其他钢材承接了大部分的铁水产量，所以铁水产量仍有进一步回升空间。电炉钢在盈利恢复以及废钢供应回升的影响下供给也会进一步回升。这可能会导致黑色产业链的正反馈还会持续一段时间。
- **操作建议：**螺纹钢在3650-3900之间，热卷3800-4100之间区间震荡，铁矿09在920-930之间存在调整压力。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：**政策力度低于预期，产业链负反馈提前

目录

1. 2024 年 5 月黑色行情回顾	3
2. 需求延续弱势，但市场焦点或已转向强预期	3
3. 钢厂利润改善，供应见顶时间或延后	5
4. 铁矿石：估值偏高，但短期仍偏强	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 5 月黑色行情回顾

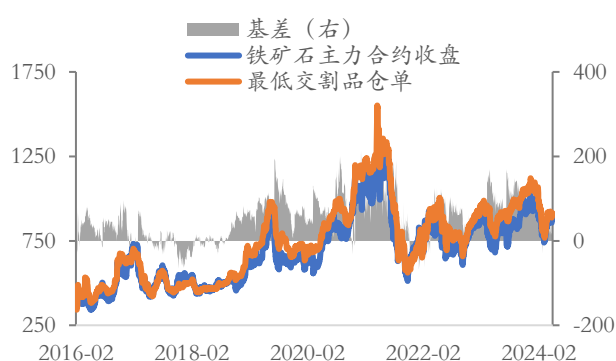
5 月份，国内黑色板块先抑后扬，原料走势明显强于成材。截止到 5 月 21 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 3746 和 3873 元/吨，较 4 月底分别上涨 90 和 69 元/吨，涨幅分别为 2.46% 和 1.81%。铁矿石主力合约收 908 元/吨，相较于 4 月底上涨 34 元/吨，涨幅为 3.89%。螺矿比 4.13，相比 4 月底下跌 0.06。

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

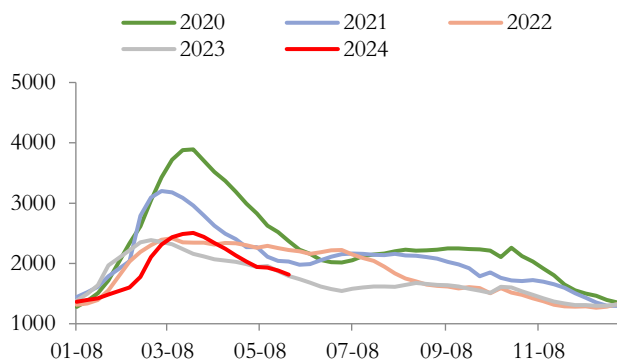
5 月为传统得钢材需求淡季，现实需求相比 4 月有所走弱，5 大钢材品种表观消费量最低降至 888.84 万吨，库存降幅也有所放缓。同时，4 月新增社融数据为负也加剧了市场悲观预期。两因素共同导致 5 上半月钢材价格出现阶段性回调。下半月之后，地产政策超预期加码，市场焦点转向强预期，钢材价格触底反弹。铁矿石价格上半月受钢材需求走弱，铁水产量见顶预期影响阶段性回调，下半月则随着钢材市场预期好转出现强势反弹。

2. 需求延续弱势，但市场焦点或已转向强预期

淡季因素影响下，5 月份钢材需求走弱。5 月前三周建筑钢材成交量均值为 13.68 万吨，环比 4 月份回落 1.45 万吨。五大品种钢材 5 月份周均去库速度为 42.36 万吨，而 4 月份去库均值为 100 万吨左右，表观消费量也有所回落。分品种看，因前期板材供应回升过快，5 月板材库存压力仍强于螺纹。不过，5 月第三周 5 大品种成材表观消费量降幅从 7.6% 收窄至 3.5%，其中螺纹钢从 21.5% 收窄至 6.6%，表明需求开始有所改善。

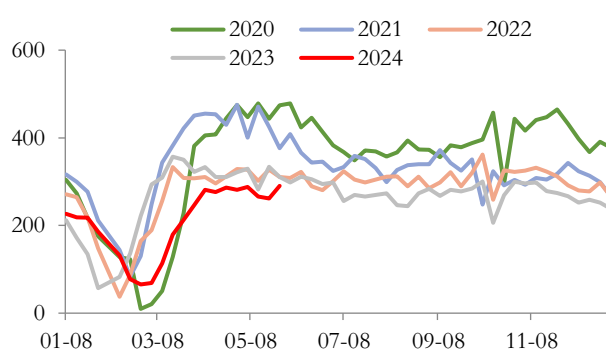
尽管当下现实需求偏弱，但 5 月下旬开始政策预期有开始成为了钢材市场的主导逻辑。一方面，4 月 30 日政治局会议确定 7 月召开二十届三中全会，历次三中全会一般都会出台重大改革措施，且从历史上看对于金融市场风险偏好也有明显提振作用。另一方面，本次政治局会议针对房地产统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，表明地产的政策重点开始转向去库存。随后 5.17 日，国家很对地产又出台了一系列“组合拳”政策，包括取消住房贷款利率下限，下调个人住房公积金贷款利率、首付比例；以及央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款等，政策出台前后，钢材市场由阶段性回调转为升水拉涨格局。这一期现结构也使得部分期现正套中的现货资源再次被锁定。

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

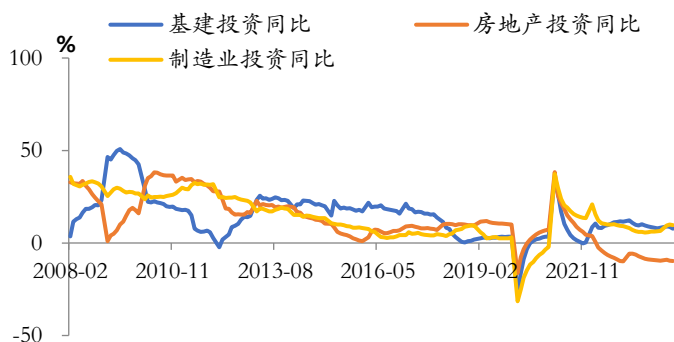


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业看，钢材三大现有行业均有下行，但仍呈现基建对冲地产，制造业维持韧性的格局。4月份地产投资、商品房销售面积降幅继续扩大，但新开工、施工和竣工面积增速相比之前略有好转，表明前期对地产企业得一些了融资支持政策已经开始见效。目前针对地产的政策仍在加码，除前文说的需求端政策之外，供给端政策也开始有所调整，包括限制部分库存较高城市暂停新增商品房用地供应；要求地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地等。随着政策的逐步落地，我们认为地产行业已经接近底部区域，继续向下空间有限。地产资金来源中的定金及预收款和按揭贷款两项占比已经连续两个月回升，表明市场预期已经有所好转。

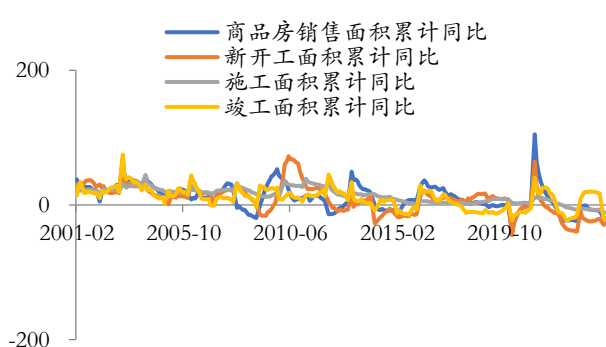
基建投资增速则继续回落，4月份当月同比增速仅为5.92%，较3月份回落2.69个百分点。地方债发行进程偏慢仍是制约基建投资的主要因素，截止4月底地方政府专项债发行量为7224.5亿元，占比18.5%，仍明显低于去年。不过，4月底中央政治局会议明确要求要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，并强调避免前紧后松。5月下旬1万亿超长期特别国债也开始陆续发行。预计6月之后随着资金逐步到位，基建投资增速也会有所改善。

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

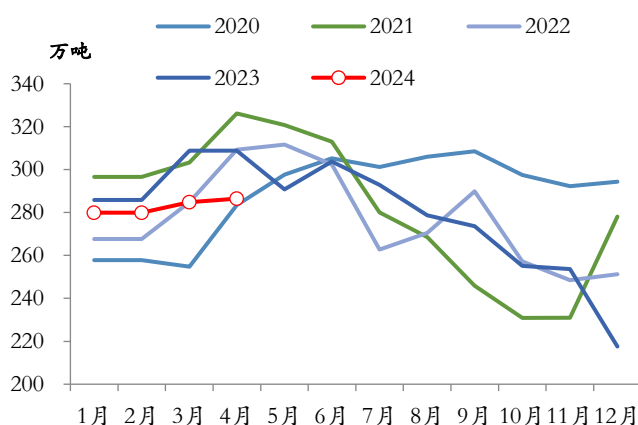
制造业方面，1-4月份制造业投资同比增长9.7%，增速较一季度回落0.2个百分点；其中4月份当月同比增长9.32%，增速较3月回落0.96个百分点。出口需求继续支撑4月制造业投资。但因原料价格上涨，国内需求持续低迷，导致1季度工业企业利润同比增速仅为4.3%，相较前两个月收窄5.9个百分点，这也是4月份制造业投资增速回落得主要原因。4

月全球制造业 PMI 有小幅回落，但仍处在荣枯分界线以上，且反应海外需求景气度的韩国和越南出口增速均有所回升，因此未来 1-2 个月出口对于制造业的支撑依然存在。国内消费需求则依旧偏弱，其中汽车分项连续两个月负增长，家电分项增速也有所回落。但目前大规模设备更新改造和消费品以旧换新仍在稳步推进之中，地产去库存政策也会对后期耐用品消费起到一定提振作用。另外，一季度工业企业产成品库存同比增长 2.5%，相比 1-2 月回升 0.1 个百分点，为连续两个月回升，随着需求的恢复，未来库存周期或逐步切换至补库周期。这些因素均会对制造业投资形成提振。

3. 钢厂利润改善，供应见顶时间或延后

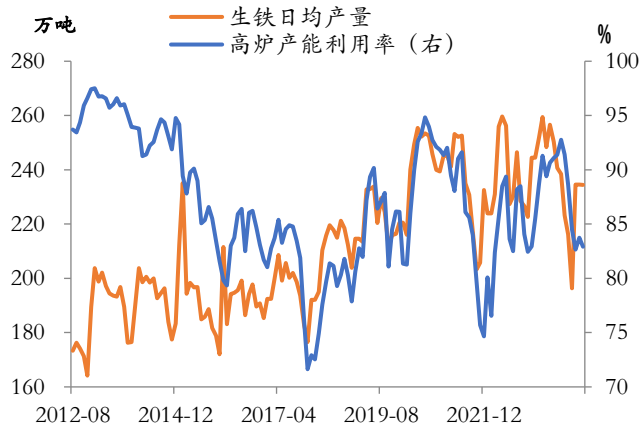
因 3 月份钢厂盈利改善，4 月份之后，供应有所回升。根据国家统计局数据，4 月份国内粗钢产量 8594.3 万吨，同比下降 7.2%；日均产量 286.47 万吨，环比回升 1.73 万吨。4 月份粗钢供应的环比改善主要是由铁水产量所贡献，当月铁钢比相比 3 月回升 1 个百分点至 0.83%。5 月份钢厂利润有所收窄，但总体尚可。高频的铁水及成材产量也延续回升，所以 5 月份粗钢和生铁日产量大概率维持环比回升趋势。中国协公布的 5 月中旬粗钢日均产量为 220.92 万吨，环比回升 1.8 万吨。

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

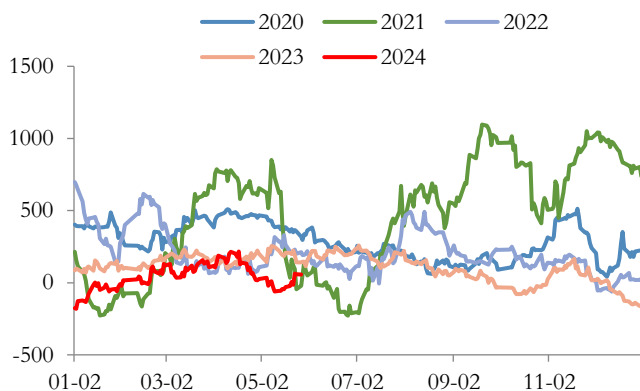
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

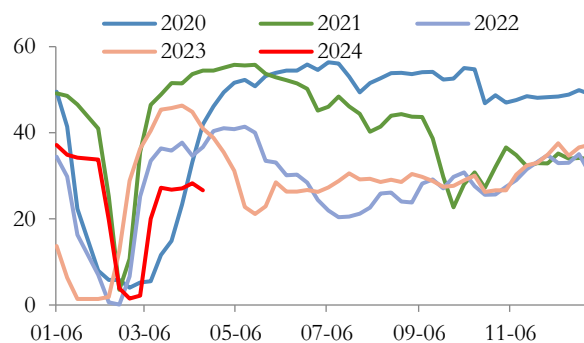
钢材需求以及钢厂利润变化仍是决定 6 月份之后长流程钢厂供应的两大主要因素。随着焦炭现货价格第一轮下调的落地，5 月下旬长流程钢厂利润开始有所好转，全国 247 家钢厂盈利占比回升至 54.11%，长流程螺纹钢利润从盈亏平衡回升至 60 元/吨附近，热卷也回升至盈亏平衡附近。对于钢材需求，前文我们曾经说过，5.1 长假之后钢材需求边际上有所改善，且在 5 月前三周高炉日均铁水产量增加 6.13 万吨的情况下，5 大品种成材周度产量累计仅增加 18.29 万吨，也就是说 5 大品种成材产量之外的其他钢材承接了大部分的铁水产量。若从这两个角度来看，6 月份高炉日均铁水产量仍有进一步回升，我们预计可能会到 240 万吨以上。不过，每年夏季一般是能耗压力比较大的时段，加上 7 月份重要会议的召开，因此需要注意 6 月下旬到 7 月是否会有供给端限制政策出台。

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



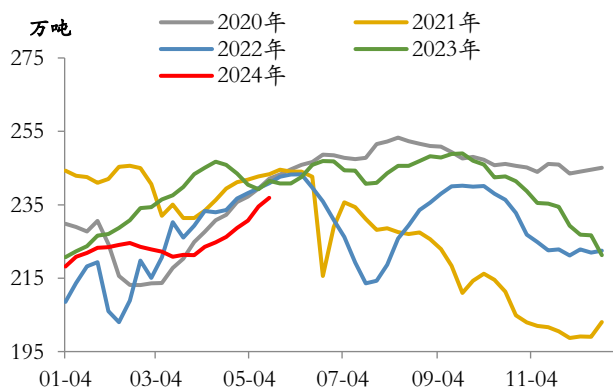
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

4月份钢材价格企稳反弹之后，电炉钢利润也有所恢复，截止到5月下旬，谷电利润已经恢复至150元/吨附近。受此影响，电炉钢产量持续回升，短流程螺纹钢产量从4月下旬的26.08万吨回升至5月月中的28.12万吨，产能利用率也回升了4.9个百分点。截止到5月24日，全国3000家钢厂废钢到货量均值为53.18万吨，环比4月回升4.83万吨，在结合当下电炉钢厂盈利状况，未来几周短流程钢厂产量仍有进一步回升空间。不过，近期动力煤价格已经有所反弹，且根据文所述，夏季一般能耗压力较大，故6月下旬之后需注意能耗控制政策收紧可能对电炉钢产量的影响。

4. 铁矿石：估值偏高，但短期仍偏强

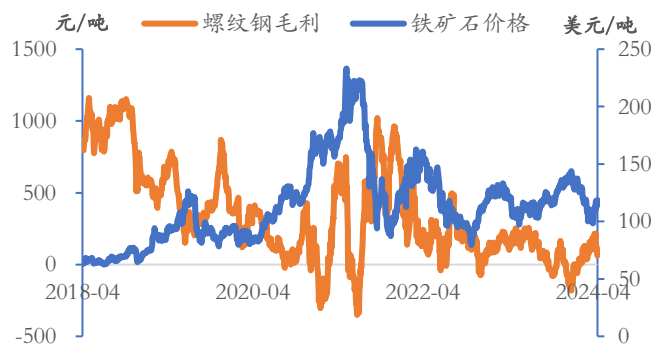
5.1小长假之后，铁矿石价格也呈现先抑后扬的态势。月初价格的下跌主要是受到钢材需求预期走弱以及铁水产量见顶预期的影响。月中之后的反弹一方面是因为地产政策的加码导致预期的好转和钢材价格的反弹。另一方面，则是因为焦炭价格第一轮下调落地之后，钢厂利润有所恢复，这使得市场预计铁水产量见顶时点可能会有所延后。截止到5月末，铁矿石日耗仍维持在289.45万吨，而钢厂盈利占比则回升至54.11%。

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



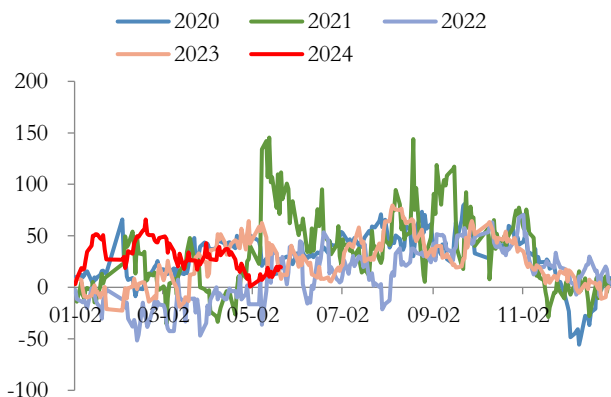
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于6月份之后的铁矿石价格走势，铁水产量的变化依然是主要因素，而铁水产量的变化又取决于钢材需求和钢厂利润的变化。4月下旬到5月上旬，钢厂已经重回亏损状态，但

5月下旬之后因焦炭让利，钢厂利润又有所修复。钢材需求前文我们说过，尽管6月份依然为钢材需求淡季，但市场关注焦点可能集中于政策强预期之上。且强预期导致的升水拉涨也会在一定程度上锁定部分钢材现货资源。基于以上两点判断，铁水日产后续可能会回升至240万吨上方。不过，铁矿石的利空因素也不容忽视，5月前三周，全球铁矿石发运量及中国45港矿石到港量周均值相比4月分别回升115.42和125.18万吨，且在铁水产量尚在回升通道的情况下，铁矿石港口库存仍在1.48亿吨的高位。若后续铁水产量一旦见顶，矿石港口仍未实现有效去库的话，则会对矿石中期价格走势形成不小压力。

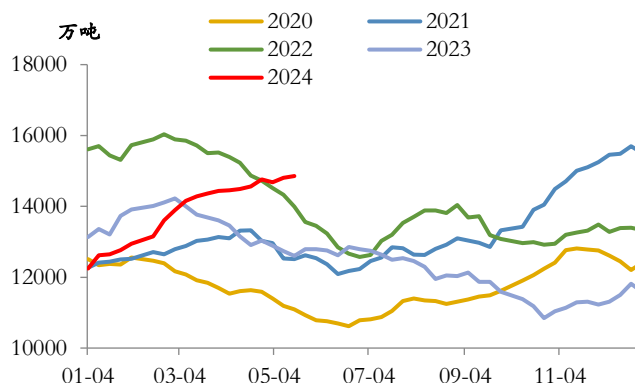
从估值角度看，5月铁矿石现货价格一直在115-120元/吨之间波动，价格绝对水平仍接近2022年以来历史同期水平，绝对估值水平偏高。相对估值5月则有所修复，随着钢厂利润的修复，其与铁矿石进口利润的差值从4月底的-27元/吨回升至47.54元/吨。相对估值的修复会对铁矿石价格短期形成一定的支撑。后期是否能实现高估值的回归，仍需取决于钢材市场需求预期的变化以及铁水产量顶部何时出现。

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

地产政策的超预期加码使得5月份钢材市场走势由弱转强。6月份仍是钢材市场传统的需求淡季，虽然近期需求有边际改善，持续性仍有待观察。不过考虑到7月份三中全会的召开以及近期地产政策的持续加码，6月份政策端的强预期可能是钢材市场的主要逻辑，而现实弱需求的权重可能会有所降低。供应方面，5月下旬钢厂利润有所好转，且5大品种成材产量之外的其他钢材承接了大部分的铁水产量，所以铁水产量仍有进一步回升空间。电炉钢在盈利恢复以及废钢供应回升的影响下供给也会进一步回升。这可能会导致黑色产业链的正反馈还会持续一段时间。所以，6月份钢材市场我们认为会以震荡偏强为主。

铁矿石价格的反弹主要是受到钢材需求预期好转以及铁水产量见顶时点可能延后两大因素所致。6月份这两个因素依然存在，加上铁矿石相对估值的修复，其价格仍会震荡偏强。但是矿石的利空因素也不容忽视，供应仍在持续回升之中，且在铁水产量回升的过程中，铁

矿石港口并未实现有效去库。考虑到矿石绝对估值水平偏高，那么后续铁水产量一旦见顶，矿石港口仍未实现有效去库的话，则会对矿石中期价格走势形成不小压力。

操作策略：螺纹钢在 3650-3900 之间，热卷 3800-4100 之间区间震荡，铁矿 09 在 920-930 之间存在调整压力。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