

2024年10月8日

# 政策强预期之下，10月钢价仍有反弹空间

——黑色金属10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：

- **需求持续改善，关注顶部何时出现：**10月份将面临十一长假影响，库存累积和表观消费量下滑均属于预期之内的事情，关键在于累库幅度。若国庆长假期间累库幅度低于预期，且10月第二周建材表观消费量回到280万吨以上，则钢材价格节后可能会有阶段性反弹。但之后随着需求的见顶，以及冬储预期的悲观价格可能会在度回落。
- **钢厂利润恢复，供应仍有回升空间：**四季度政策性限产压力明显减轻，钢材供应更多取决于钢厂利润变化。9月以来，钢厂利润修复明显，故钢材供应仍有进一步回升空间。不过鉴于当下不同品种间利润的差异，本轮钢厂复产可能不是所有产量得同步回升，更多体现为铁水流向的变化，所以铁水产量回升高度可能有限，预计在230-235万吨之间
- **需求改善，铁矿短期延续强势：**宏观预期改善，铁水产量回升叠加双节补库，推动了铁矿石价格的强势反弹。钢厂利润改善的背景下，铁水日产量预计将会回升到230-235万吨之间。而根据四大矿山发运目标以及半年报数据推算，四季度主流矿增量也就在300-400万吨之间，非主流矿及国产矿增量也相对有限。因此，四季度港口铁矿仍将延续去库格局，预计四季度可能会降库800-1000万吨。所以，铁矿石价格在10月也会延续反弹格局。
- **结论：**10月份仍为钢材传统需求旺季，根据历史数据，10月月中或者下旬会出现年内第二个表需高点，今年预计可能会在280万吨以上。另外，10月份宏观政策加码预期依然存在，结合9月26日中央政治局会议内容，10月下旬财政政策加码概率较大。供应端，政策性限产压力明显减小，且钢厂利润仍在恢复之中，钢材供应仍有进一步回升空间。成本端表现也相对偏强。总的来说，我们认为，10月份钢材市场仍会延续9月下旬的反弹，反弹高度取决于宏观政策力度及下半年需求高点的高度。
- **操作建议：**螺纹、热卷、铁矿石均以反弹思路对待，螺纹关注3650-3700，热卷关注3850，铁矿关注850-900附近压力；另铁矿仍可关注1-5跨期正套策略。
- **风险因素：**政策力度低于预期，需求继续超预期走弱

## 目录

1. 2024年9月黑色行情回顾 .....	3
2. 需求继续改善，关注10月需求顶部何时出现 .....	3
3. 钢厂利润恢复，供应仍有回升空间 .....	5
4. 铁矿石：需求改善，短期或延续强势 .....	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 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 .....	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9月黑色行情回顾

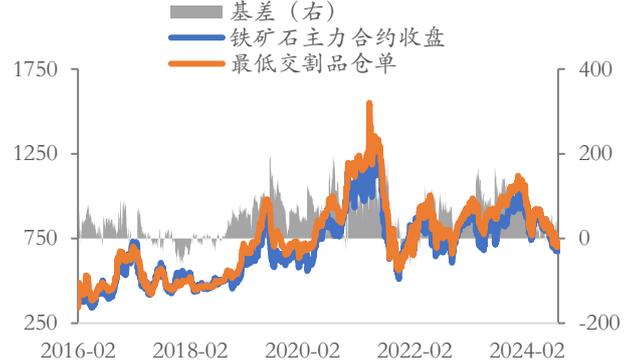
9月以来，国内黑色板块经历了7-8月的下行之后，呈现先抑后扬走势，且钢材价格走势强于原料。截止9月27日当周，螺纹、热卷主力分别收于3341和3430元/吨，较8月底分别上涨119和91元/吨，涨幅分别为3.69%和2.7%。铁矿石主力合约收750元/吨，较8月底下跌4元/吨，跌幅0.53%。螺矿比4.45，相比8月底回升0.1。

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

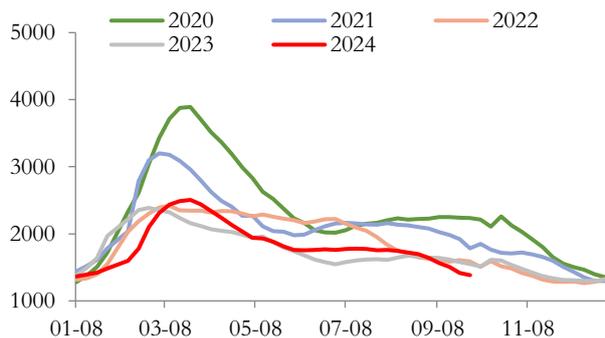
9月初，在海外经济衰退预期加剧的影响，钢材盘面价格快速下跌；中旬之后，现实需求，特别是建材需求有边际改善，美联储降息预期有所增强，钢材盘面走出阶段性反弹行情；下旬，美联储降息预期落地，国内宏观政策密集出台，钢材盘面快速反弹。铁矿石价格9月中旬因铁水产量反弹，叠加钢材需求预期向好，有小幅反弹；下旬之后，受国内宏观政策密集出台，钢材价格反弹，铁矿石反弹幅度也有所加快。

## 2. 需求继续改善，关注10月需求顶部何时出现

9-10月为传统的钢材市场需求旺季，尽管9月第三周因端午小长假影响，需求环比小幅回落，但整体仍呈现改善趋势。截止到9月19日当周，螺纹钢表观消费相比8月底回升4.03万吨，热卷表观消费则回升5.31万吨，其他品种则不同程度回落。同时，我们根据螺纹钢现有供应水平和建材成交量数据拟合的螺纹钢周度供需缺口（需求-供给）也在8月下旬到9月初短暂回到0轴以上，之后中秋小长假当周再度回落。

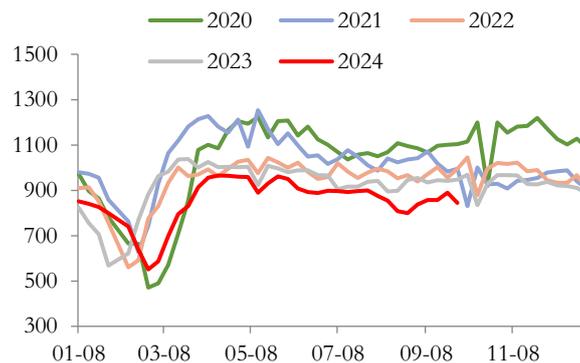
10月份将面临十一长假影响，库存累积和表观消费量下滑均属于预期之内的事情，根据历史数据，近5年10.1长假期间，五大品种钢材表观消费量平均回落幅度17.43%，库存平均累积幅度在6%左右。之后消费量会在度回升，一般在10月月中或下旬左右见到年内第二个需求高点。若国庆长假期间累库幅度低于预期，且10月第二周建材表观消费量回到280万吨以上，则钢材价格节后可能会有阶段性反弹。但之后随着需求的见顶，以及冬储预期的悲观价格可能会在度回落。品种方面，螺纹钢库存处于相对低位，供需格局相对健康；而热卷产量和库存压力均较大，但也开始了减产和去库，后期需关注热卷库存何时降到一个合理水平。

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

具体来看，钢材三大主要下游行业继续呈现整体下行，基建部分对冲地产，制造业维持韧性格局。8 月份地产供应端数据边际改善，新开工、施工面积相比 7 月回升 2.26 和 11.59 个百分点，但同比依然保持两位数降幅。地产销售降幅则持续了降幅扩大趋势，且销售额的降幅大于销售面积降幅，表明新房交易过程中仍存在“以价换量”现象。另外，地产资金来源增速降幅依然在持续收窄，这主要是由国内贷款和自筹资金所贡献，二者占比一直在 50% 以上。表明随着“白名单”项目的密集落地，地产企业融资情况有所好转。根据金融监管总局最新得数据，目前商业银行已经审批“白名单”项目 5700 个，涉及资金 1.43 万亿元，支持 400 余万套住房如期交付。同时，9 月 24 日，国务院新闻发布会上，一批针对地产得增量政策落地，包括下调二套房首付比例，下调存量房贷利率等政策，后续政策效果需进一步观察。不过需注意，地产政策得重点短期仍在销售端，因此对钢材实际消费得拉动作用有限。

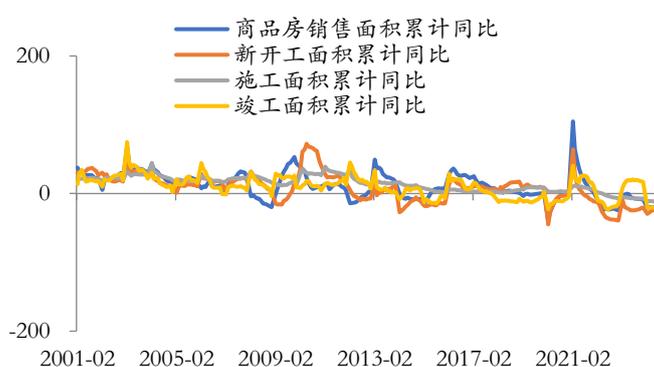
资金到位偏慢，叠加异常天气因素影响，8 月基建投资在度走弱，当月广义基建投资同比增长 6.21%，较 7 月份回落 4.54 个百分点。8 月地方专项债发行 7684.9 亿元，前 8 个月累计发行进程 65.93%，进程明显加快。不过，8 月新开工项目计划投资同比依然下降 6.1%；且 7-8 月份财政存款累计增加了 1.2 万亿元，这些因素均表明专项债发行进程虽然比较快，但使用进程明显不及预期。9 月上半月地方政府专项债发行 4593 亿元，超过 1-7 月单月发行规模，且 10 月仍为建筑旺季，加之建筑业 PMI 新订单有所回升，基建投资或有边际改善。未来 1 个月仍需密切关注基建项目落地进程。

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



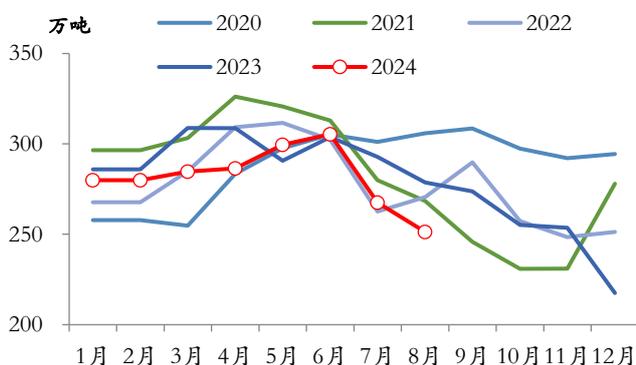
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，1-8月制造业投资同比增长9.1%，增速较1-7月回落0.2个百分点；8月份当月同比增长7.95%，增速较7月回落0.37个百分点。内需疲弱继续压制制造业投资，季节性因素叠加高温多雨天气影响，8月制造业PMI连续三个月回落；耐用品消费表现也欠佳，8月社会消费品零售总额中的汽车分项降幅相比7月扩大2.4个百分点。外需短期对制造业投资的支撑仍在，前8个月机电产品出口同比增长6.5%，增速较1-7月回升0.9个百分点；钢材也有明显回升。不过需要注意的是，四季度外需下行风险依然存在。一方面，8月全球制造业PMI为49.5%，环比7月回落0.2个百分点，且连续第二个月处在荣枯分界线以下。另一方面，从反应海外需求景气度的韩国和越南出口来看，8月份越南出口同比增速相比7月回落4.57个百分点；9月前20天韩国出口同比增速为-1.07%，该数据为3月份以来首次转负。同时，国内本轮制造业补库周期已经持续9个月，按照历史上弱周期下补库时长来看，补库周期已经接近尾声。且反应工业企业利润得领先指标PPI-PPIRM在8月降幅也继续扩大。国内制造业企业得扩产意愿也不强。不过，大规模设备更新改造和以旧换新政策得稳步推进可能会对制造业需求形成一定提振。综合来看，制造业投资仍面临一定下行压力，对相关板材品种影响利空。

### 3. 钢厂利润恢复，供应仍有回升空间

需求走弱，钢厂持续亏损，8月份生铁和粗钢日均产量继续回落。根据国家统计局数据，8月份国内粗钢产量7792.12万吨，同比下降10.4%；日均产量251.35万吨，环比回落16.2万吨。8月铁钢比继续回升1个百分点至83%，且生铁产量降幅相比粗钢低1.6个百分点，表明8月份粗钢产量的下降仍主要是由废钢所贡献。9月份之后，钢厂利润有所恢复，受此影响，部分钢厂有所复产，周度的高炉日均铁水产量连续三周回升，累计回升幅度2.94万吨；且中钢协公布得9月上旬粗钢日均产量环比8月下旬回升了5.06万吨。所以，9月份统计局口径的月度粗钢日均产量环比8月或有小幅回升。

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

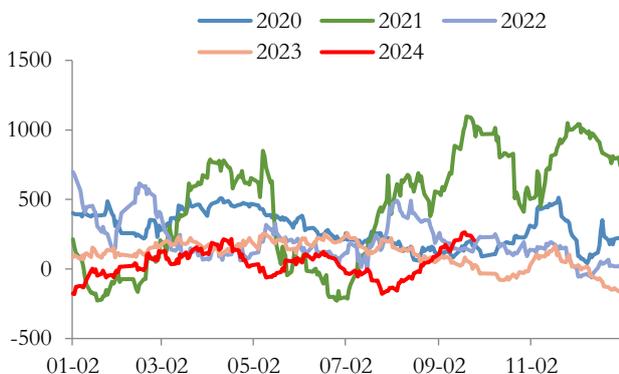


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

考虑到前8个月粗钢产量累计同比下降了2359.51万吨，9-12月政策性减产的压力明显减轻，所以钢厂利润以及钢材需求的变化就成为了影响四季度钢材供应的关键因素。9月份以来，因原料价格跌幅大于成材，长流程钢厂利润有明显恢复，但品种之间分化依旧明显。根据我们测算，截止9月下旬，螺纹钢利润已经恢复至200元/吨以上，热卷利润则仍为-80

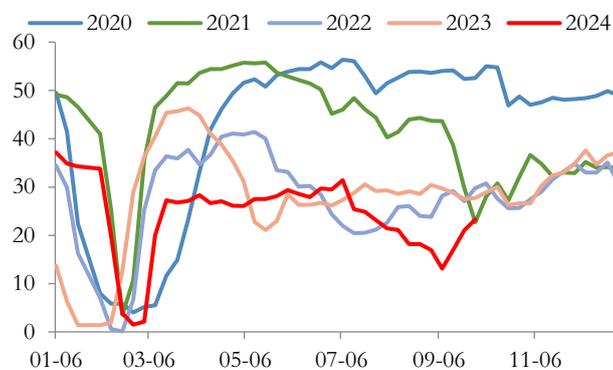
元/吨，铁水从热卷流向螺纹的趋势继续延续。同时，全国 247 家钢厂盈利占比数据已经从 8 月份的低点 1.3% 回升至 9.96%，铁水产量预计仍有进一步回升空间。鉴于当下不同品种间利润的差异加之需求整体偏弱，本轮钢厂复产可能不是所有产量得同步回升，更多体现为铁水流向的变化，所以铁水产量回升高度可能有限，预计在 230-235 万吨之间。

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



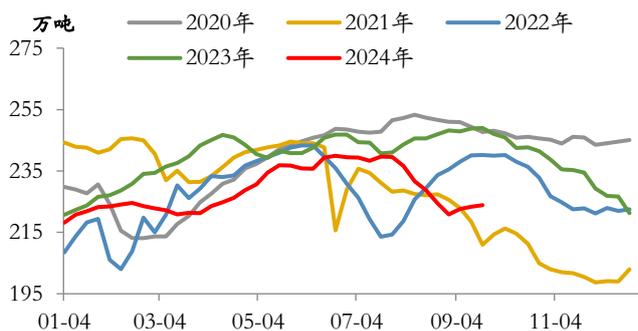
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程方面，废钢价格走势持续弱于螺纹钢现货，短流程钢厂利润持续修复。根据我们测算，螺纹钢谷电利润已经恢复至 120 元/吨附近，平电和峰电仍处于亏损状态。受此影响，电炉企业产量回升也比较明显，截止 9 月第三周，短流程螺纹钢产量回升至 23.29 万吨，相比 8 月底低点回升 10.19 万吨，增幅 77.79%。全国 300 家钢厂的废钢到货量也从 8 月底的 40.9 万吨回升至 43.2 万吨。所以，10 月份之后电炉钢产量也有进一步增长空间。综合来看，我们认为，10 月份螺纹钢会面临一定的供应回升压力，而热卷供应则仍有一定回落空间。

## 4. 铁矿石：需求改善，短期或延续强势

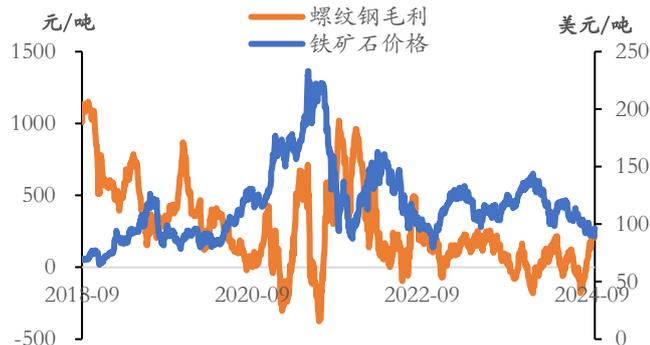
前文提到过，9 月上旬铁矿石价格的下跌主要是宏观因素导致；中旬之后的反弹主要是因为铁水产量触底回升，钢厂双节补库以及国内宏观政策加码提振。钢厂利润修复，9 月以来高炉日均铁水产量连续三周反弹；且即使在 9 月上旬矿石价格大跌的阶段，港口日均疏港量也一直维持在 300 万以上的高位，表明矿石需求依然偏强。同时中秋小长假之前，钢厂矿石库存环比回升了 2321.5 万吨。9.24 日的新闻发布会则进一步提振了市场情绪，推动矿石价格出现比较强势的反弹。

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

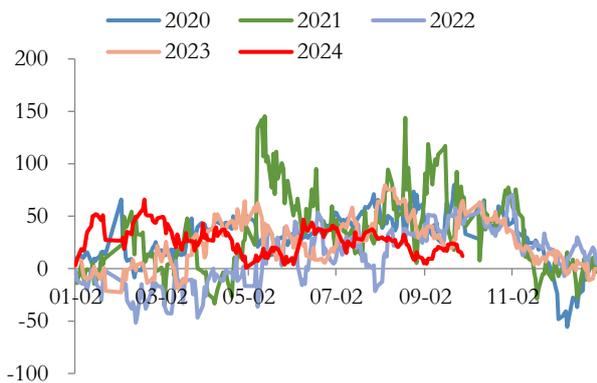


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

近几个月，外矿发货量呈现震荡回升走势，但依然没有超过6月份高点。9月前三周，全球铁矿石发运量均值为3223.63万吨，6月份高点为3384.28万吨。同时，今年上半年，四大矿山铁矿石发运量同比增加1988万吨，三季度以来Mysteel口径的四大矿山发运量同比增加1026万吨。而按照矿山发运目标推算，今年全年得发运增量在3373万吨，也就是说4季度可能主流矿增量也就在300万吨左右。非主流矿及国产矿也受到低矿价压制，国内铁精粉的产量7-8月得降幅分别为-10.8%和-8.5%。而需求方面，目前铁水产量仍在回升通道之中，且10.1长假之前钢厂面临原料补库。根据我们的调研了解，北方部分钢厂有将铁矿库存补到7-10天的打算，而当下在3-5天之间。另外，10月份仍处在钢材市场需求旺季之中，且在9月底密集的政策之下，钢材需求仍有一定改善空间，所以港口铁矿仍可能延续去库格局。

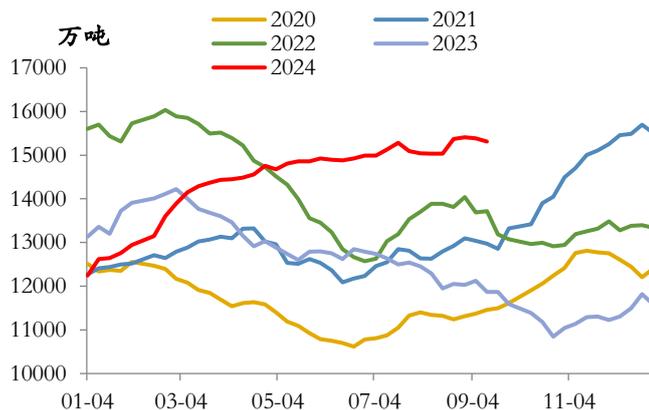
估值角度来看，铁矿石现货最低跌至90美元，盘面价格最低跌至80美元附近，但随着9月底密集宏观政策得出台，现货价格修复至100美元/吨附近，盘面修复至90美元附近，仍处于近5年来低位水平。同时，9月钢厂利润进一步转好，长流程螺纹钢和铁矿石进口利润得差值从9月初得100元/吨最高扩大至240元/吨；热卷尽管目前仍处于亏损状态，但其与铁矿石进口利润得差值也有明显修复。所以，鉴于10月港口铁矿继续延续去库格局，铁矿石估值仍有进一步向上修复得可能。不过，正如钢材供给部分所述，本轮钢厂的复产伴随着铁水流向的变化，矿石需求恢复得高度可能有限，价格在115-120美元附近仍面临较大压力。

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

美联储降息预期落地、国内稳经济政策密集出台，叠加 9 月现实需求的边际改善，共同推动了 9 月份钢材价格的反弹。10 月份仍为钢材传统需求旺季，根据历史数据，10 月月中或者下旬会出现年内第二个表需高点，今年预计可能会在 280 万吨以上。且螺纹库存处于 5 年历史低位，热卷已经开启减产去库。另外，10 月份宏观政策加码预期依然存在，且 10 月下旬的全国人大常委会将是财政政策是否加码得一个重要观察点。结合 9 月 26 日中央政治局会议内容，我们认为届时财政政策加码概率较大。供应端，政策性限产压力明显减小，且钢厂利润仍在恢复之中，钢材供应仍有进一步回升空间。而钢材供应的回升之下，原料价格的强势也会提振钢价，铁矿石价格重回 110 美元附近，焦炭也开启第四轮提涨。总的来说，我们认为，10 月份钢材市场仍会延续 9 月下旬的反弹，反弹高度取决于宏观政策力度及下半年需求高点的高度。

宏观预期改善，铁水产量回升叠加双节补库，推动了铁矿石价格的强势反弹。钢厂利润改善的背景下，铁水日产量预计将会回升到 230-235 万吨之间。而根据四大矿山发运目标以及半年报数据推算，四季度主流矿增量也就在 300-400 万吨之间，非主流矿及国产矿增量也相对有限。因此，四季度港口铁矿仍将延续去库格局，预计四季度可能会降库 800-1000 万吨。所以，铁矿石价格在 10 月也会延续反弹格局。

操作策略：螺纹、热卷、铁矿石均以反弹思路对待，螺纹关注 3650-3700，热卷关注 3850，铁矿关注 850-900 附近压力；另铁矿仍可关注 1-5 跨期正套策略。

## 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](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)