

## 复产驱动仍在，黑色震荡偏强

——调研策略报告 20220809

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

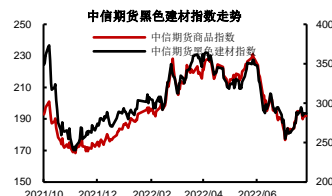
**结论：**我们认为，8月终端需求变化有限，核心矛盾在于供给端。在复产逻辑走完之前，板块仍有上行动力。终端需求方面，8月是“保交楼”政策密集出台的月份，现实需求或变化较小。供给方面，废钢是影响钢材供给上限的核心变量。若废钢供给快速上升，黑色板块或将面临较大的下行压力。

### 摘要：

我们认为，8月终端需求变化较小，核心矛盾在供给端。终端需求方面，8月或是“保交楼”政策密集出台的月份，现实需求的变化预计较小。供给方面，废钢是影响钢材供给上限的核心变量。

在废钢供给释放前，钢厂复产驱动的上涨逻辑或仍将持续，我们建议关注铁矿石的做多机会。但若废钢供给快速上升，黑色板块或将面临较大的下行压力。

**风险提示：**宽松政策持续推出（上行风险）；终端需求改善不及预期（下行风险）。



### 黑色研究团队

研究员：  
辛修令  
021-80401749  
从业资格号 F3051600  
投询资格号 Z0015754

俞尘垠  
021-61051109  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179

6-7 月，受宏观环境影响，整个大宗商品出现共振式下跌。在市场悲观预期恶化，以及钢厂利润持续低迷的背景下，黑色产业链开启主动去库存模式，成材库存大幅去化，双焦、废钢库存处于历史低位，铁矿厂内库存也一度去化至三年最低水平。为了更好的获取产业信息，帮助研判后续行情，黑色组成员前往山东进行实地调研，并结合行情发布此策略报告。

## 一、终端需求：现实需求改善，需求预期回暖

### 1、地产端：“保交楼”预期较强

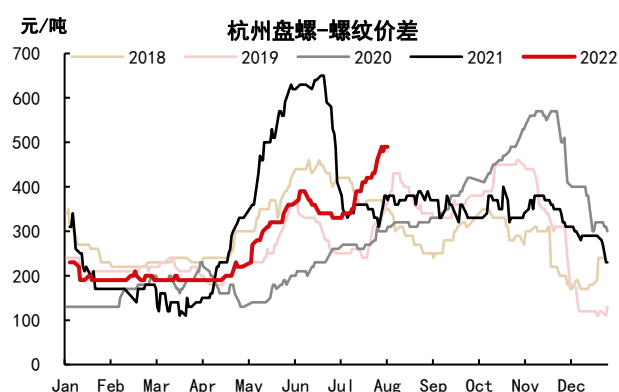
当前影响地产端用钢需求的因素主要有两个：1) “保交楼”政策效果如何；2) 地产销售能否企稳回升。我们在山东通过向房地产开发商、房地产咨询中介、开放商售楼处、钢贸商等了解当地情况，并结合行业数据，得出以下结论：

#### 1)、“保交楼”政策效果如何？

3-6 月施工项目受到了多重因素的影响，一般延期 3-6 个月交房：一方面，房企资金紧张，限制施工进度，甚至春节期间暂停施工的项目一直未复工；另一方面，疫情期间，北京的施工人员无法到岗，影响施工进度。但自 7 月停贷事件以来，在政府督促下，前期未复工项目已尽快复工，受疫情拖累的施工项目也存在赶工现象。

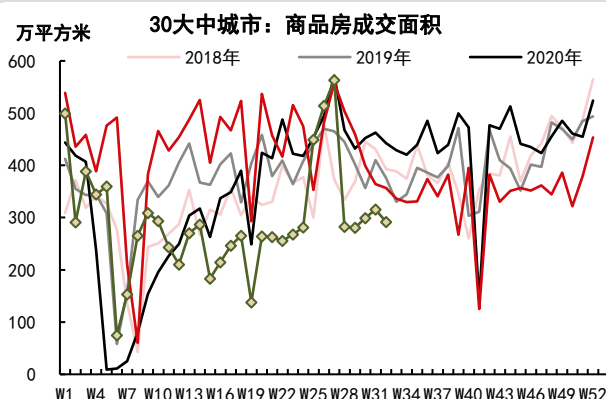
近期盘螺有缺货现象的，地上施工有所增加。盘螺主要用于地上施工部分，我们通过盘螺-螺纹价差检测地上施工的力度。7 月以来，盘螺-螺纹价差持续扩大，我们认为原因主要有二：（1）前期钢厂减产较多，盘螺产量较低。（2）部分地上项目在 7 月有复工或加快施工的现象。

图 1： 地上施工有所增加



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 2： 30 城商品房成交维持低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

7 月政治局会议提出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，目前看，“保交楼”的方式主要有三：（1）政府层面，成立房地产纾困基金。8 月 5 日，郑州房地产纾困基金设立运作方案出台，暂定规模 100 亿。当前土地出让收入大幅下滑，地方政府的财政压力较大，兜底能力不足，但通过设立纾困基金，引入不

同类型社会资本参与，或具备较强可行性。（2）**金融机构层面，资产管理公司（AMC）纾困房地产行业。**8月5日，中国华融与阳光龙净集团优先公司签署《纾困重组框架协议》。（3）**房企层面，出售项目或退地纾困。**地产销售锐减使大部分开发商紧衣缩食，为缓解资金紧张，部分房企将优质项目出售，或选择退地纾困等。

我们认为，7月以来，部分政府督促以及受疫情影响的项目已经复工。8月或将是各地纾困政策密集出台的月份，需求预期较强，9月份之后将进入检验政策成效的时期。

## 2)、地产销售能否企稳回升？

**二、三线城市地产销售仍未有回升迹象，6-7月地产销售未见改善。**

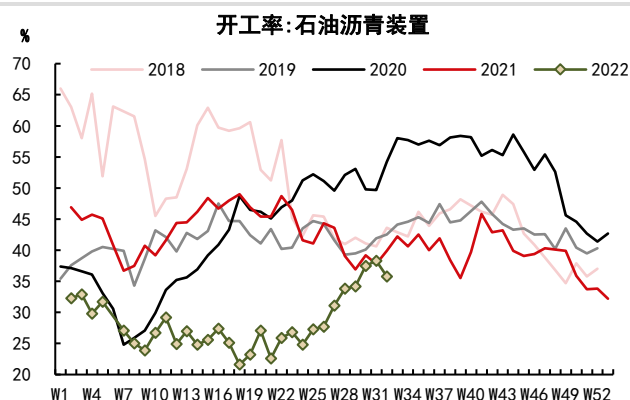
地产销售未见改善的原因主要有三：1）**房价看涨预期扭转，投资需求大幅减少。**2）**房价仍然高于购房者心理预期。**政府要求房价降幅不得超过8%，部分房企通过买房返现等方法变相降价，但房价仍然高于购房者心理预期，观望情绪浓重。3）**烂尾楼事件频发，购房者对期房望而生畏。**商品房成交锐减，使大部分开发商裁员降薪，甚至停工延期、偷工减料，业主维权事件频发。购房者对房企的交付能力较为担忧，更加看重开发商的实力与信誉。我们认为，在房价看涨预期扭转，房企交付能力存疑，房价仍有下行空间的背景下，地产销售难有回升。

中短期看，“保交楼”政策的密集出台，或将推动地产用钢需求边际改善。但长期看，在地产销售持续弱势的背景下，房企的拿地、新开工意愿严重不足，集中保交付后，用钢需求仍有下降空间。

## 2、基建端：基建资金有所好转

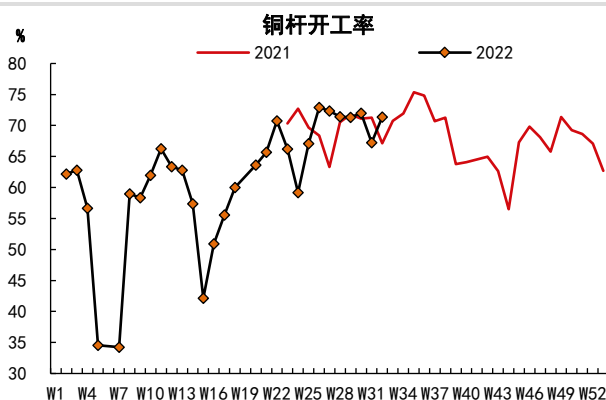
基建端，7月基建类工程项目的资金情况有所好转。桥梁、道路使用的螺纹钢型号在部分地区出现缺货现象。我们认为，疫情对资金的到位情况及施工进度均有较大影响，随着6月1.36万亿资金逐步到位，基建项目的赶工需求或仍将持续。

图 3： 石油沥青开工率有所回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 4： 铜杆开工率回升至高位

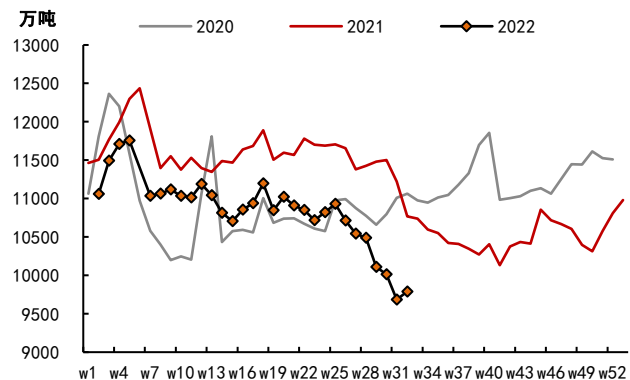


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 二、铁矿：钢厂复产加速，矿价仍有走高可能

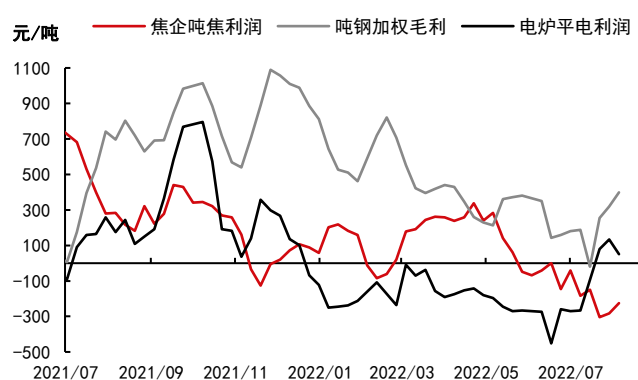
随着焦炭第五轮提降落地，钢材利润快速修复，叠加国内宏观陆续出台，七月的政治局会议指出加大稳经济、稳民生、保交楼政策，钢厂成材端需求有望稳步好转，高炉复产预期提升。进入8月，黑色盘面价格震荡偏强运行，成材库存的持续去化在现货层面具有较强支撑，而利润修复后的复产预期也对铁矿价格形成向上驱动。

图 5： 247 家钢厂进口铁矿总库存



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

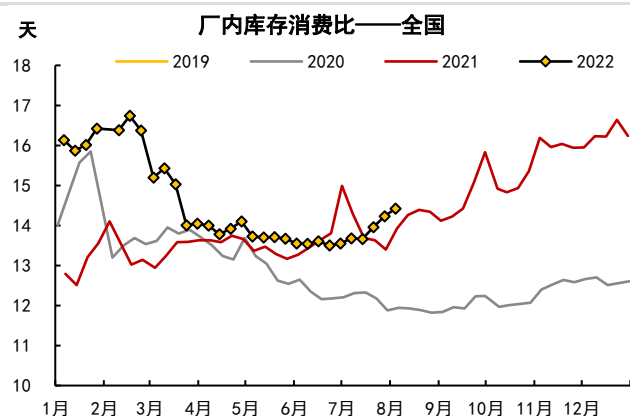
图 6： 焦炭利润与钢材利润



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

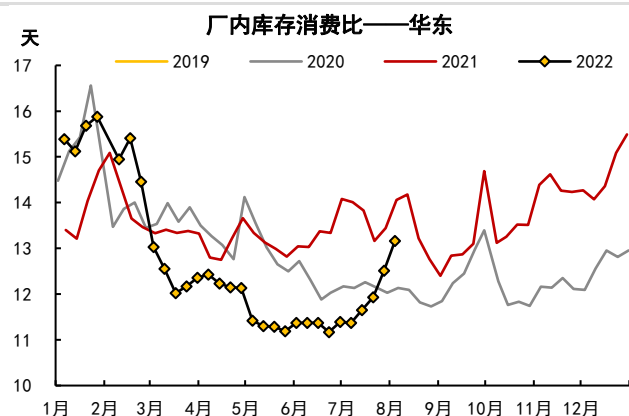
在各产业链库存过度去化后，钢铁企业为了灵活应对市场，开始快速调节生产计划。据我们调研了解到，山东地区的钢铁厂商，因前期的需求低迷囤货意愿减弱，多数钢厂维持按需补库，厂内铁矿库存基本维持在 10 天左右；近期因为铁矿日耗的进一步降低，库消比有所增加。但随着需求及利润转好，各钢厂在上周初，陆续开始对铁矿进行补库，采购热情提升；而对于贸易商而言，除 4 月初的高成本货，山东某贸易商还拿在手中维持观望外，出售其余相对低成本铁矿的意愿提升，整体出货情况尚可。

图 7： 全国钢厂厂内库消比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 8： 华东钢厂厂内库消比



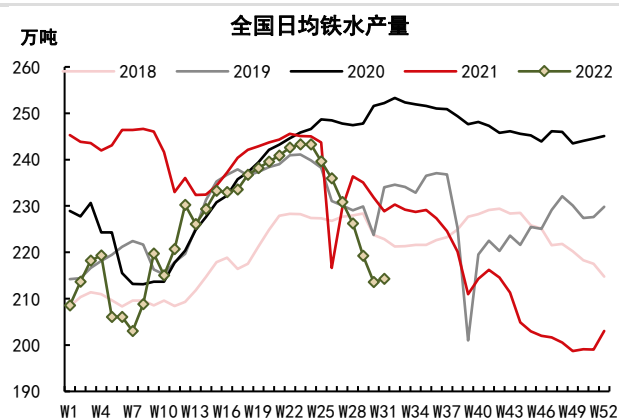
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

市场对于钢材的需求预期有所回升，高炉仍有较大的复产空间。目前来看有两方面原因，构成对铁矿较强的上涨动能：

1) 铁水产量维持低位，钢厂补库意愿较强。根据钢联数据，上周全国日均铁水产量 214.3 (+0.7) 万吨，高炉产能利用率 79.6% (+0.3%)，均处于同期低位，复产空间较大；钢厂的铁矿库存处于近 3 年最低水平，或驱动钢厂加速对原材料的补库。

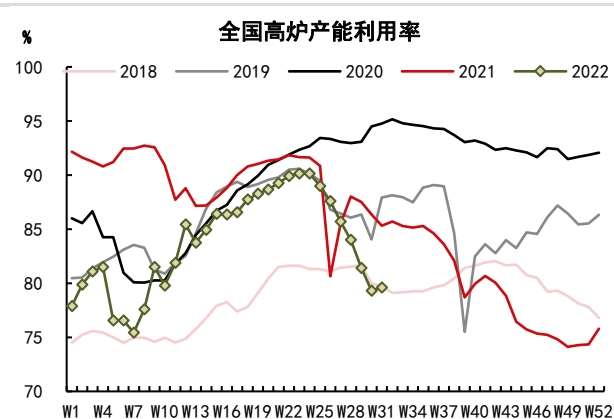
2) 铁矿发运相对稳定，供应增加有限。8 月铁矿发运增量有限，进口矿进口量预计稳定，铁矿供需或阶段性收紧。

图 9： 日均铁水产量情况



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 10： 高炉产能利用率



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

### 三、废钢：供应资源紧张，恢复仍需观察

今年以来，废钢资源持续紧张，主要系国内供给不足。

1) 国内供给量不足。国内废钢供给不足，主要原因有三：（1）自产废钢大幅下降。今年以来，钢厂先后受到采暖季限产、疫情、亏损减产等因素影响，产量始终受到制约。（2）企业加工废钢大幅减少。房地产持续弱势，制造业受疫情影响，加工废钢产出减少。（3）折旧废钢产出动力不足。拆解企业前期库

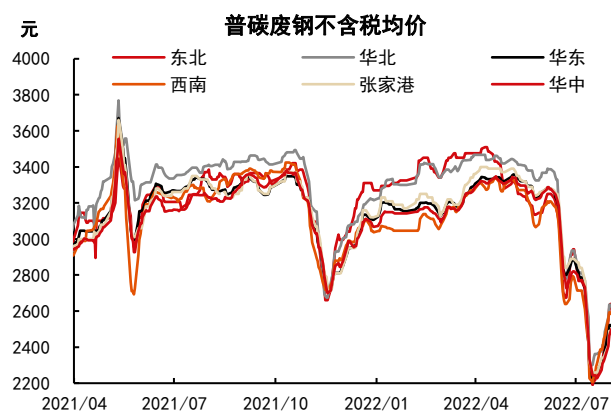


存成本较高，新收废钢与前期库存成本分摊后，仍然亏损，拆解动力不足，限制折旧废钢的产出。

2) **进口量偏低**。2022 年 1-6 月累计进口再生钢铁原料 12.78 万吨，年同比降 60.97%。主要原因有二：（1）全球大宗商品价格上涨，我国进口还需缴纳 13% 的增值税，使得国内外价格倒挂；（2）再生钢铁原料进口标准相对较高，流程繁复，限制进口商的进口意愿。

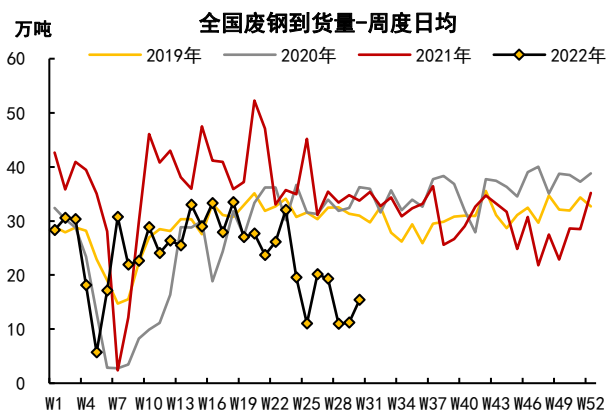
在二季度中，由于废钢供应短缺，价格高企，短流程钢厂持续亏损；同时长流程钢厂铁水性价比更高，钢厂收废钢意愿较低，废钢出现大幅下跌。但进入 8 月后，长短流程钢厂利润有所修复，长短流程均有提产意愿，废钢需求已出现回升。

图 11： 各地区废钢价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 12： 废钢到货量



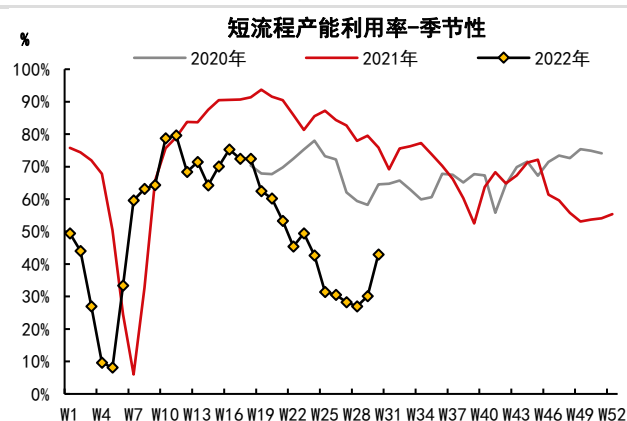
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

**废钢的供给或是制约钢材产量的核心因素**。当前基地和钢厂废钢库存处于较低状态，废钢到货量持续低于日耗量。据我们测算，若废钢供给持续受限，则钢厂的提产空间将较低，钢材库存在 8-9 月仍将维持快速去化。长流程钢厂仍将以增加铁水的方式提产，增加炉料的向上驱动。

但若废钢到货量快速恢复至正常水平，黑色板块或面临较大的下行压力：1) **短流程钢厂提产能力较大**，钢材去库将放缓。目前短流程钢厂平电生产仍有利润，电弧炉复产速率较快，短流程废钢日耗有望继续增加。2) **长流程钢厂或有计划增加废钢添加量**，限制铁水产量的回升高度。当前部分地区废钢仍较生铁具有性价比，在供给回升后，废钢价格走势或弱于生铁，预计钢厂将继续提升废钢的采购，减少铁水配比，限制铁水产量的上限，原料需求驱动边际走弱。

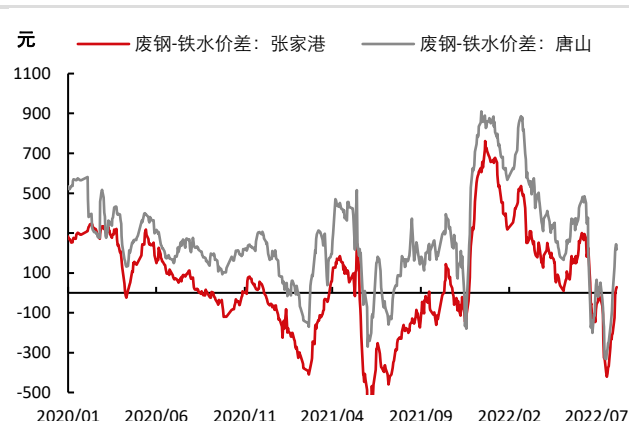
我们认为废钢的供给恢复情况是当前影响钢厂产量的核心变量，后续应持续关注。

图 13： 短流程产能利用率



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 14： 废钢铁水价差



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

#### 四、 总结：复产驱动仍在，黑色震荡偏强

我们认为，8 月终端需求变化较小，核心矛盾在供给端。终端需求方面，8 月或是“保交楼”政策密集出台的月份，现实需求的变化预计较小。供给方面，废钢是影响钢材供给上限的核心变量。

在废钢供给释放前，钢厂复产驱动的上涨逻辑或仍将持续，我们建议关注铁矿石的做多机会。但若废钢供给快速上升，黑色板块或将面临较大的下行压力。

**风险提示：**宽松政策持续推出（上行风险）；终端需求改善不及预期（下行风险）。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

### 中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826