

黑色：开春先兑现预期差，关注是否有需求回补

摘要

1、经济基本面：1~2月国内经济取得开门红，集中体现在投资和工业产出上，这主要是由于去年年底以来各项政策工具的集中体现已经开始起到效果。但同样不可忽视且与黑色板块息息相关的地产行业热，仍是最弱势的环节。展望未来，两会后稳增长政策处于加快落地阶段，后续随着国债、地方政府债等发行提速，新一轮设备更新、以旧换新等政策落地后，内需有望更好地得到恢复，与此同时，海外补库将带动出口阶段性回暖，经济有望延续复苏的节奏。

2、黑色金属：

1) 春节前基于低产量，市场对节后的钢材库存压力高点并不悲观，然而超预期的是，滞后的需求、超差的现货流动性以及转向宽松的原料平衡表等都指向了板块估值崩塌。同时因节后基本没有像样的反弹，也吸引了多头资金入场，多空资金博弈聚焦在螺纹05合约高持仓矛盾的解决上。截至上周五，超高持仓快速减仓，盘面僵持的困局暂缓解。

2) 回到产业当下，化债和地产低迷大背景下，一季度财政发力不足，地产链相关商品需求糟糕，钢材库存高压的矛盾尚未解决。虽然螺纹05高持仓的问题已进入缓解阶段，但当前升水的期货价格以及高企的现货库存，对应螺纹2405仓单量偏高，仍是交割月估值定价的最大压力。本周建材库存应该可以去库，现货高库存堰塞湖的压力在现货流动起来以后暂时摆脱无解的僵局，但在库存去化到合理区间之前（需求能否提速可以重点跟踪后期是否有增量政策跟进落地），仍要警惕资金去反复交易弱现实和巨量仓单的压力。基于多品种期货升水格局，可以关注期现滚动正套的头寸。

3) 炉料层面，春节前后持续3个月以上的低产量以及此轮螺旋式负反馈下跌，炉料跌幅超前，给钢厂打出了即期利润，当下不少区域钢厂是具备复产的市场化条件的，只是能果断快速复产的信心还差了点。往后看，若能看到铁水止跌反弹，或许能扭转春节之后这段时间螺旋式负反馈的格局，炉料的供需宽松格局有边际改善的驱动，但是若用疲弱的钢材需求来锚定铁水能复产多高，从而从年度平衡表的角度来看扭转炉料过剩格局，暂时还没办法看到。相对确定的是，铁水回升阶段，多炉料空成材的对冲配置可以重点关注。

黑色金属

专题报告

2024年3月21日

国贸期货·研究院
黑色金属研究中心

张宝慧

从业资格号：F0286636

投资咨询号：Z0010820

董子勛

从业资格号：F03094002

投资咨询号：Z0020036

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1 供给数据

1.1 钢材供给：1~2月粗钢产量同比增1.6%

2024 年 1~2 月份，全国粗钢产量 16796 万吨，同比增 1.6%。1~2 月份日均产量为 280 万吨，较去年 12 月份增 28.7%。

1~2 月份，全国生铁产量 14073 万吨，同比降 0.6%。1~2 月份日均产量为 235 万吨，较去年 12 月份增 19.5%。

1~2 月份，全国钢材产量 21343 万吨，同比增 7.9%。1~2 月份日均产量为 356 万吨，较去年 12 月份增 1.6%。

1.2 原煤供给：国内原煤日均产量同环比下降

2024 年 1~2 月份，全国原煤产量 70527 万吨，同比下降 4.2%，而去年 12 月份的同比增幅则为 1.9%。1~2 月份，日均产量 1175 万吨，较 2023 年 12 月份的 1336 万吨减少 161 万吨，较去年同期的 1244 万吨减少 69 万吨。

1~2 月份累计进口煤炭 7451.5 万吨，较去年同期的 6063.1 万吨增加 1388.4 万吨，增长 22.9%。

1.3 原煤需求：1~2月规上工业发电量同比增8.3%

1.3.1 规上工业火电增速加快

2024 年 1~2 月份，我国电力生产保持稳定，规上工业发电量 14870 亿千瓦时，同比增长 8.3%，增速比上年 12 月份加快 0.3 个百分点；日均发电 247.8 亿千瓦时。

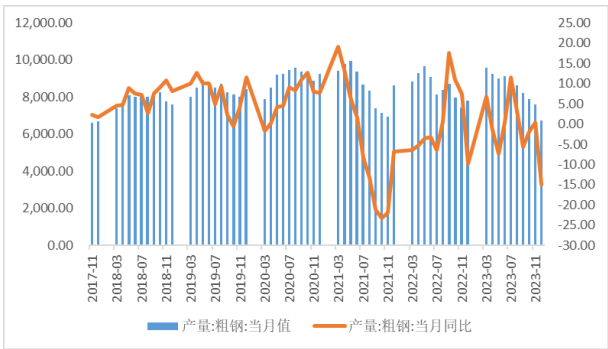
分品种看，1~2 月份，规上工业火电增速加快，水电、风电、太阳能发电增速放缓，核电由降转升。其中，规上工业火电增长 9.7%，增速比上年 12 月份加快 0.4 个百分点；规上工业水电增长 0.8%，增速放缓 1.7 个百分点；规上工业核电增长 3.5%，上年 12 月份为下降 4.2%；规上工业风电增长 5.8%，增速放缓 1.6 个百分点；规上工业太阳能发电增长 15.4%，增速放缓 1.8 个百分点。

具体来看，1~2 月份，全国火力绝对发电量为 10802 亿千瓦时，同比增长 9.7%；水电量 1390 亿千瓦时，同比增长 0.8%；核电量 691 亿千瓦时，同比增长 3.5%；风力发电量 1497 亿千瓦时，同比增长 5.8%；太阳能发电量 490 亿千瓦时，同比增长 15.4%。

1.3.2 焦炭产量同比增 2.1%

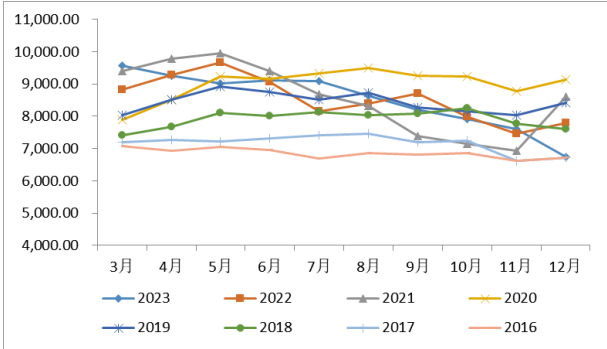
1~2 月份，全国焦炭产量 8039 万吨，同比增 2.1%。据此测算，1~2 月份焦炭日均产量为 134 万吨，较去年 12 月份增加 0.6%。

图表 1：粗钢产量



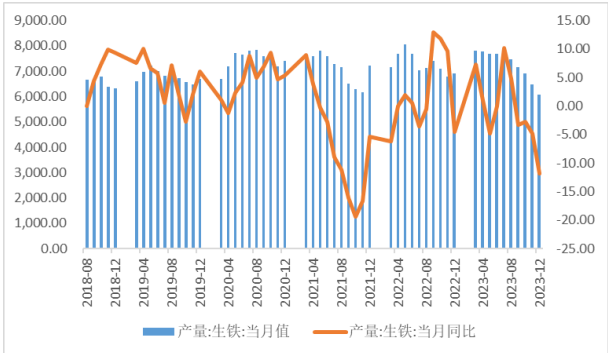
数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 2：粗钢产量变化



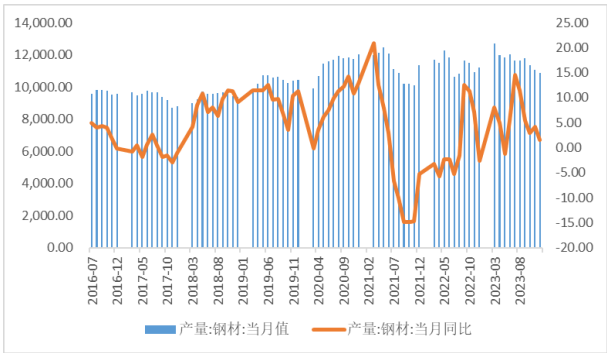
数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 3：生铁产量



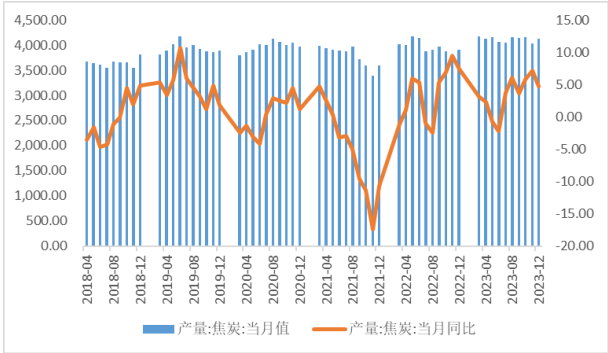
数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 4：钢材产量



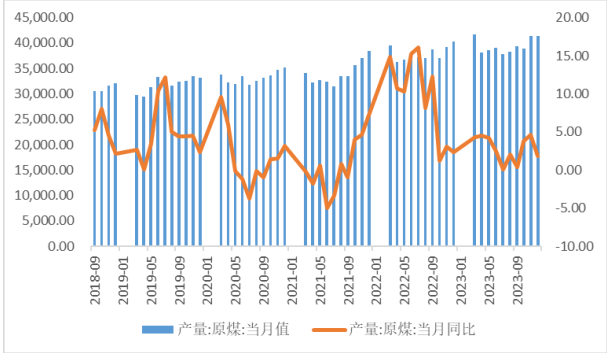
数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 5：焦炭产量



数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 6：原煤产量



数据来源：统计局，国贸期货整理

1.4 解读：

1.4.1 煤炭：供给恢复需求迟到，煤价加速下跌

1~2 月国内原煤日均产量环比下降，主因产地生产政策发生转变，“增产保供”走向“稳产保供”，春节期间煤矿放假时间增长，产量下滑明显。

不过低产量并没有对价格起到支撑作用，在非电需求走弱和进口流入的双重压力下，电厂库存维持偏高位置，煤价在近期呈现崩盘架势，港口坑口、低卡高卡煤价全面下跌，神华外购价下跌，原因是两会结束后市场没有等来需求复苏，只等到了供给完全恢复，尤其是非电需求

表现很差，水泥开工表现极差，市场呈现供大于求结构，部分煤矿开始出现顶仓现象，且降价后销售也无明显好转，买方市场特征明显，这里只能让价格跌到需求端合意的心理价位。而且随着国内价格和海运费下跌，进口煤也开始有降价预期，考虑到3-4月仍处于淡季，部分市场参与者认为港口5500k有望跌至800元。

1.4.2 钢材：粗钢产量同比持平，需求超预期回落

2024年1~2月粗钢产量同比略增1.6%，若折算成日均产量，今年则基本持平于2023年甚至略低一些（2024年2月是闰月，比2023年多一个工作日）；2024年1~2月生铁产量同比略降低0.6%，若折算成日均产量，则2024年1~2月日均产量约234.5万吨，2023年同期日均产量约240万吨。但从春节前后一些需求端高频数据来看，需求同比回落幅度比较明显，尤其是去年春节后地产小阳春，今年开春地产数据全面断崖式下跌，这也造成了春节前后这波黑色板块比较剧烈的预期差行情。

1.5 固定资产投资增速回升

中国1~2月城镇固定资产投资同比增长4.2%，前值为3.0%。从环比看，2月份固定资产投资（不含农户）增长0.88%，较前值扩大0.79个百分点。1~2月份，民间固定资产投资同比增长0.4%，2023年全年为下降-0.4%。

从三大门类来看，1~2月制造业投资增长9.4%，涨幅较前值扩大2.9个百分点；房地产开发投资同比下降9.0%，降幅较前值缩小0.6个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.3%，涨幅较前值扩大0.4个百分点。

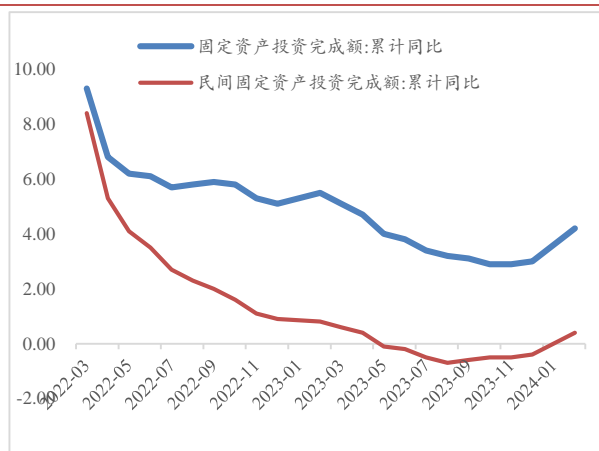
（1）政策陆续落地，基建有望保持高增长。尽管前2月政府债券发行速度放缓，但去年四季度确定的万亿国债加快落地给基建带来较强的支撑。展望未来，今年基建仍然是稳增长的主要抓手，首先，去年增发的万亿国债将在今年形成实物工作量；其次，今年一般公共预算支出规模将提升至28.5万亿元，新增专项债规模提升至3.9万亿元，专项债投向基建比例预计在55%左右，预算内财政支出对基建投资有积极支撑；最后，准财政工具预计仍将发挥重要作用，央行增加PSL投放支持政策性金融机构服务基建。不过，土地出让金收入和城投债发行这两大传统融资渠道的局限性仍将限制基建投资的扩张

（2）政策加持，制造业投资或继续高增。在2022-23年工业企业盈利以及PPI回落的背景下，制造业投资仍保持较高增长，一方面或体现出留抵退税及财政贴息等政策对于制造业企业投资的支持力度提升，另一方面可能来自数字经济、新能源等经济转型相关的产业政策对制造业投资拉动的提升。展望未来，预计2024年总体制造业投资可能延续十四五以来快速恢复的势头，全年走势可能在6-8%的较高增速、维持比名义GDP和投资增长更高的趋势。且本轮周期中“新基建”相关稳增长托举政策有许多受益行业仍落在制造业领域，可能共同托举制造业投资。此外，近日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，根据《方案》提出的目标来看，2027年重点领域设备投资规模有望达6.1万亿元以上，每年投资约3000

亿元，将有力带动固定资产投资规模的增长。

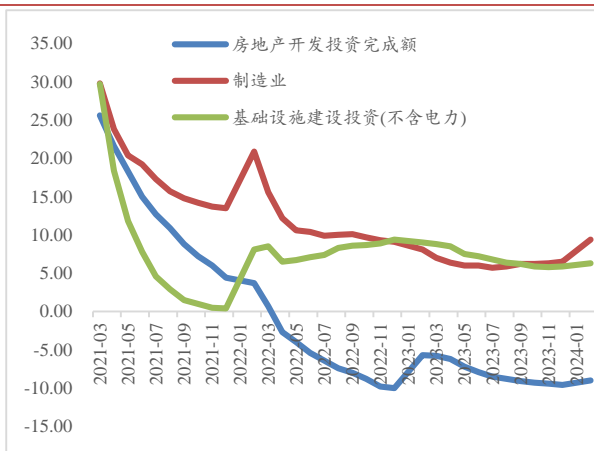
(3) 房地产降幅收窄势头或能得到延续。前 2 月房地产投资增速降幅较去年收窄 0.6 个百分点至-9%，其中，新开工降幅扩大 9.3 个百分点至-29.7%、施工增降幅扩大 3.8 个百分点至-11%、竣工由增长 17%转为下降 20.2%，与此同时，前 2 月商品房销售面积和销售额分别下降 20.5%和 29.3%，这表明房地产下行的压力依然较大，尽管房地产调控政策力度不断加大，但效果并不明显。不过，政策推进落实保障房建设与城中村改造，以及“白名单”化解房企风险依然是今年投资端企稳的主要着力点，预计今年房地产投资对经济的拖累将减弱。**值得关注的是 1~2 月房企开发资金同比下降 24.1%，到位资金不足可能是近期开工施工偏缓的压力之一。**

图表 7：固定资产投资平稳运行



数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 8：三大类投资明显分化



数据来源：统计局，国贸期货整理

1.6 商品房销售累计降幅扩大

1~2 月份，新建商品房销售面积同比下降 20.5%，降幅较 2023 年扩大 12 个百分点；新建商品房销售额同比下降 29.3%，降幅较 2023 年扩大 22.8 个百分点。

1~2 月份，房地产开发企业房屋新开工面积同比下降 29.7%，较 2023 年的降幅扩大 9.3 个百分点；房屋施工面积同比下降 11.0%，较 2023 年的降幅扩大 3.8 个百分点；房屋竣工面积同比下降 20.2%，2023 年为增长 17.2%。2 月末，商品房待售面积 75969 万平方米，同比增长 15.9%。

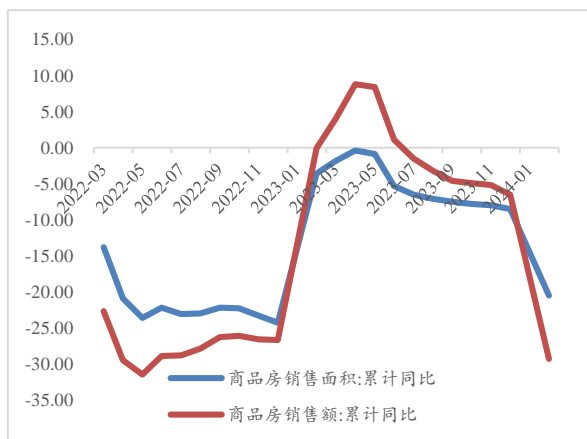
1~2 月份，房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%，较 2023 年的降幅扩大 10.5 个百分点。其中，国内贷款 3144 亿元，下降 10.3%；利用外资 5 亿元，增长 7.4%；自筹资金 5374 亿元，下降 15.2%；定金及预收款 4630 亿元，下降 34.8%；个人按揭贷款 2214 亿元，下降 36.6%。

尽管房地产调控政策不断加码，但实际的效果比较有限，房地产行业负反馈（销售下滑→房价下跌）并未被打断，商品房销售出现了二次探底的现象。春节前一线城市的限购解绑幅度不小，但对新房成交的刺激温和，“小阳春”行情不及去年同期，这有政策效力时滞的因素，

或也待整体基本面进一步修复后带动居民收入与预期修正。

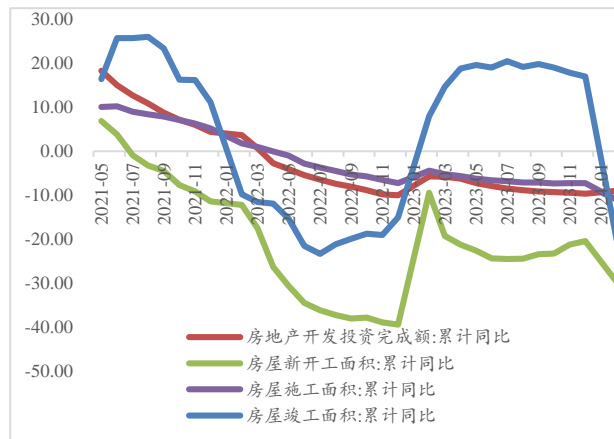
本轮房地产调整的时间和深度明显超过以往几轮，核心原因在于一是，此轮房地产行业调控政策相较此前更为严格，从供给端和需求端均有明显收紧对购房者的信心影响可能也更大；二是，居民对房产的认识出现了变化，房价并非稳涨不跌。因此，预计房产销售仍将缓慢磨底。不过我们相信周期正在逐渐筑底的过程中，2024 年全年房产销售和投资跌幅将显著小于 2023 年，对经济的拖累作用减弱。

图表 9：商品房销售继续探底



数据来源：统计局，国贸期货整理

图表 10：地产投资继续探底



数据来源：统计局，国贸期货整理

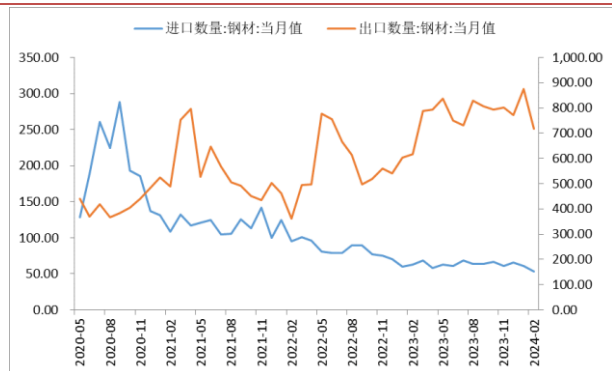
1.7 钢材出口维持高增

2024 年 1~2 月份，中国出口钢材 1591.2 万吨，同比增 32.6%。

1~2 月钢材出口额累计 126.0 亿美元，同比降 10.0%。据此测算，1~2 月中国钢材出口均价为 791.7 美元/吨，同比降 32.1%。

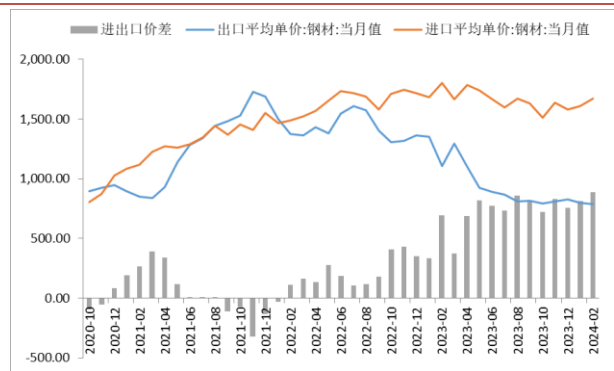
解读：出口保持高增，符合预期。2024 年的钢材出口应该还是会保持在高位，预期差可能在于国外产量恢复会否超预期以及政策端的变化，这点需要重点做跟踪，同时跟踪高频变化以抓取边际变化量。

图表 11：钢材进出口情况



数据来源：海关总署，国贸期货整理

图表 12：钢材进出口单价



数据来源：Wind，国贸期货整理

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明