

顽疾难医，矛盾可能在下半年再度爆发

分析师：楚新莉

期货交易咨询从业信息：Z0018419

发布日期：20230630

摘要：

短期来看，目前第一阶段的宏观预期交易已经告一段落，但仍处于政策窗口期，增量政策仍在研究，预计定调还需等待 7 月政治局会议，从近期发改委等下发的降成本重点工作通知及国常会提出的一批政策措施来看，后续或将会有一套政策“组合拳”出台，助力稳增长目标的实现。在宏观预期证伪之前，钢价或继续偏强运行。

中期来看，供需基本面并不支持钢材价格持续升高。短期市场交易政策转暖推升钢材价格也为市场中的不和谐因素埋下伏笔，钢厂利润尚可的情况下自发减产难以踏实落地，需求端仍没有看到实质性好转的迹象，内外需仍在承压，基本面走向供需双弱，若强预期交易越满，后续兑现压力将会越大。

长期来看，未来实现钢铁行业供需格局真正变革的政策应是环保约束升级，没有能力或者不愿意为环保责任支付大量投资的企业会被淘汰，可能自我关停，也可能被现金流充沛的钢企并购整合，优质资源将逐渐向头部企业集中，从而推动行业集中度提升，此时迎来朱格拉上升周期，需求端对于产业利润的激活才具有效用。

展望下半年，钢价或呈现 N 型。

1、7-8 月价格重心上移（3900 第一道关口）-关注 7 月中央经济工作会议政策定调。经济复苏偏缓，政策预期重新抬头，有望带动估值中枢上移，在此过程中钢厂利润不会大幅度上升，吨钢利润预计处于 100-200 元。日均铁水产量 235 万吨左右，若后期短流程废钢到货逐步缓解，有望实现对铁水的替代，但铁水总体产量下降幅度不大。碳元素供应增加不可逆，压缩双焦上涨空间，螺纹、铁矿强于双焦。

2、9-10 月价格下跌，关注旺季成色及钢厂平控落地时间。下半年预计维持淡季炒作政策预期而旺季需求证伪的节奏。需求证伪大概率以累库矛盾体现，市场倒逼钢厂减产来改善供需结构，从而形成新一轮负反馈。同时，若前 9 个月粗钢同比增量超预期，且钢材开始垒库，那么钢厂平控有望在四季度落地，原材料需求下降、钢材成本下移。

3、11-12 月冬储逻辑下，价格会比 10 月份坚挺。

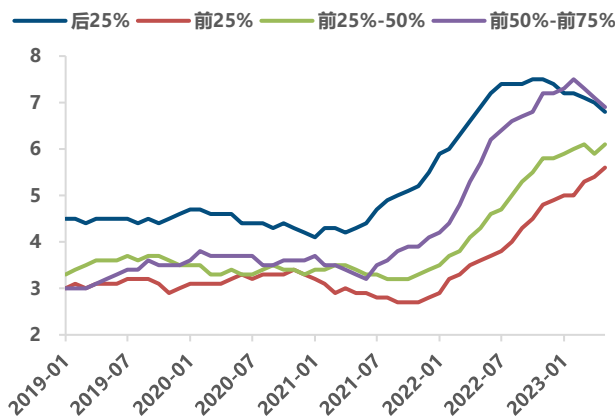
一、宏观层面：中美货币周期错配，内外经济曙光未现

1. 海外宏观：海外维持高利率，外需韧性难以为继

火热的就业市场目前仍在支撑美国经济的韧性，也是美联储维持高利率不变的底气。数据显示，美国新增非农就业已经连续两个月环比上行，5 月份录得 33.9 万人，大幅超越市场预期的 19.5 万。值得一提的是，美国非农就业数据已经连续 14 个月超过市场预期，就业市场延续了去年以来火热的趋势。在强劲的就业需求下，美国居民特别是低收入群体的工资增速维持在较高水平。2023 年 4 月，亚特兰大联储薪资增长指数显示收入在后 25% 和 50%-75% 的美国雇员的工资增速同比分别为 6.9% 和 7.1%。

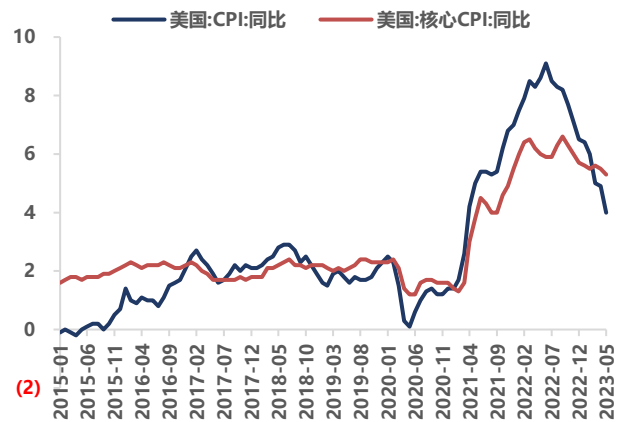
从美国通胀数据也可看出，虽然 CPI 同比回落速度较快，但核心 CPI 在薪资增速的支持下具有较大粘性。在去年 5、6 月份商品性通胀见顶以后，美联储的关注点来到扣除住宅以外的其他核心服务通胀。因为其是跟就业、劳动力缺口、薪资增速密切相关的，虽然拐点显现，但离联储的目标区间仍有较大距离，因此过早预期美联储降息是不可取的。

图 1：疫后美国薪资增速显著上升（%）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 2：美国核心通胀具有粘性（%）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

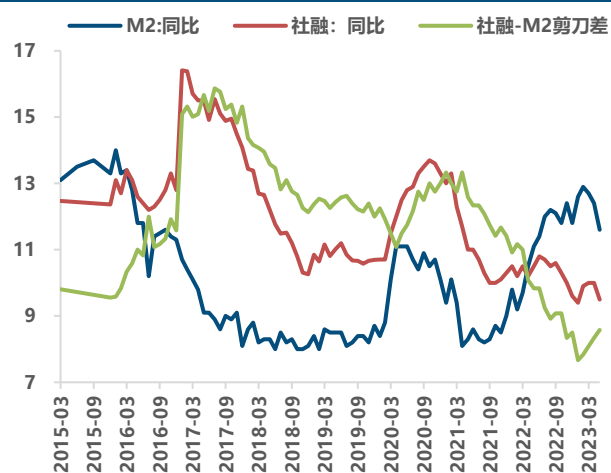
我们认为海外宏观对于钢材价格的影响分两点，第一是市场情绪的影响，体现在联储快速收紧流动性期间，自去年年底美联储加息边际放缓后，加息带来的情绪影响趋弱。第二是欧美紧缩的货币政策传导至经济需求，从而影响我国钢材直接和间接出口需求。目前来看对于出口需求的影响尚未体现或正在体现，从这个角度来看，无论美联储维持高利率或是进入降息周期（经济衰退），对钢材都无法构成利好，高利率下，外需韧性难以为继。

2. 国内宏观：政策底已现，经济底或在三四季度出现

2023 年上半年，国内宏观经历了强复苏预期修复，弱现实证伪。2022 年年底，随着疫情的不确定性褪去，中国经济最差的情况已经过去，但并不意味着未来将处于新一轮增长周期的起点，本轮复苏是经济转型中的疫后复苏，房地产需求的回落，居民部门消费信心的低迷，地方政府部门债务问题等都是经济转型中的长期问题，需要通过提高全要素生产率，带来收入的改善、债务的消化。社融-M2 以及 M2-M1 剪刀差表现传达出的是资金活化效率低，企业居民用于投资和消费的意愿不强。转型过程中潜在增长速度中枢回落是必然的，预期过高必然会产生弱现实的修正。我们认为疫后复苏的节奏将呈现不对称的 N 字形，疫后挤压需求快速释放带来经济的回升，并对二季度复苏动能产生透支。二季度环比增速放缓，三四季度复苏的透支性逐渐减弱，复苏更加充分。消费内生性恢复的积极因素正在增加，环比增速有望走高，但对钢材构成实质性的影响需要看到投资增速的改善，改善的幅度受政策力度的影响，整体受限。

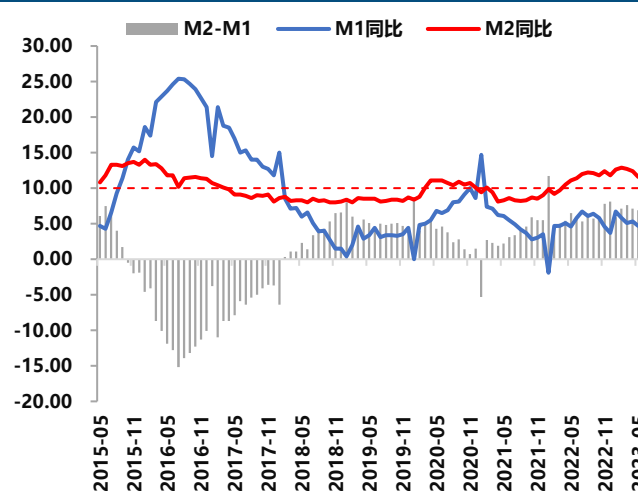
步入 5 月以来，面对国内较差的基本面，宏观政策预期抬头，政策底已经率先出现。PPI、CPI 加速下滑，CPI 同比接近负值，PPI 同比减速持续扩大，社融规模同比亦加速下滑，房地产、制造业、基建投资低迷，增强了市场对于宏观刺激政策的预期。六月货币政策开始转向，OMO、SLF 和 MLF 均被调降，LPR 跟随下调。从央行降息的行为看，后续出政策的概率偏大，无非是什么量级的政策。国内需求实质性复苏仍需财政政策和产业政策的协同发力，与“宽货币”形成合力，否则仅靠政策底的预期，没有经济底的兑现，新一轮的周期的幅度将会更加受限。

图 3：社融-M2 剪刀差在 2022 年开始逆向扩张



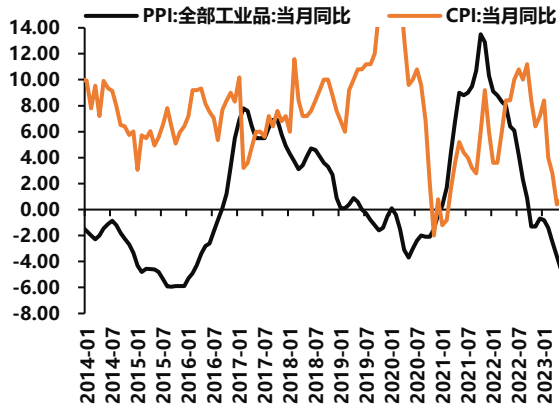
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 4：M2-M1 剪刀差仍位于历史高位



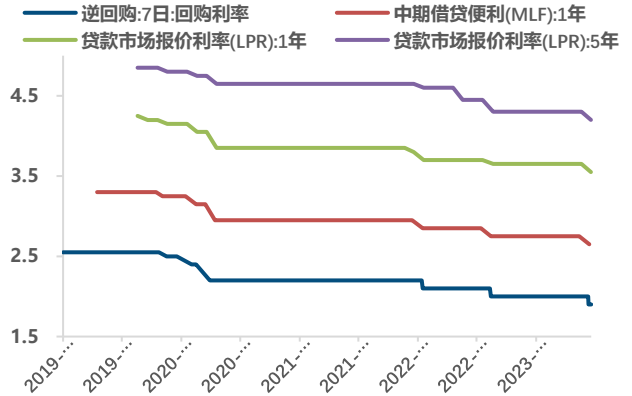
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 5：通缩压力显现



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 6：六月迎来一系列利率的调降

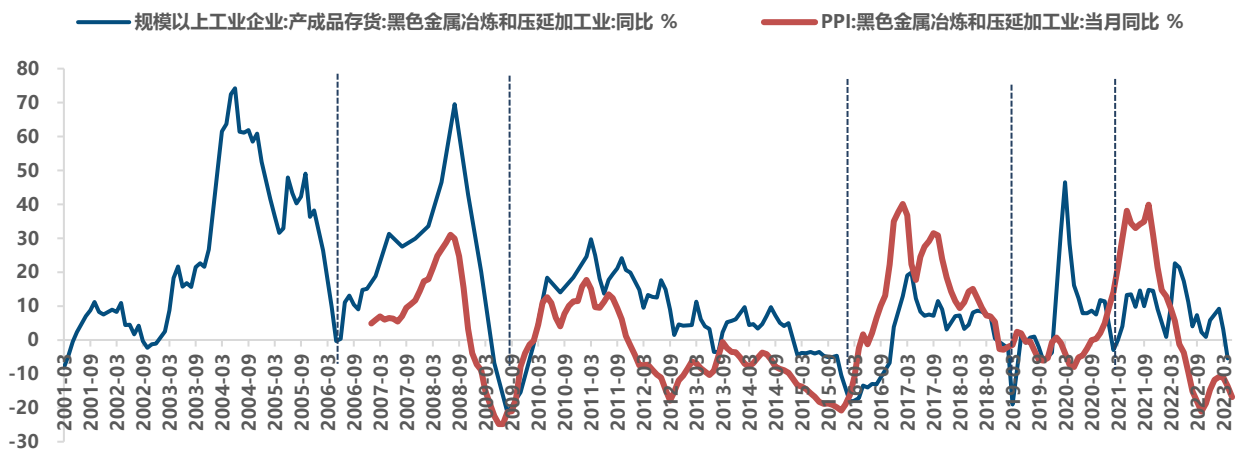


数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

国内宏观对钢材价格的指引是显而易见的。三四月经历了弱现实的修复后，五月起钢价的波动率显著增大，下跌不再顺畅，因为步入淡季后，基本面弱现实已经是明牌，价格已经反应了包括现实和预期在内的大部分矛盾。从宏观预期的“小作文”到部分兑现的降息，钢价迎来底部的超跌反弹，随着价格重心的走高，宏观预期的边际效用开始走弱，第一轮宏观预期行情或已经结束，钢价若要进一步抬升需要更大力度的政策推动，并且经济数据不断配合，否则市场将仍在强预期与弱现实之中摇摆。

从钢企行为来看，当下钢企主动去库存阶段已经历 14 个月，从平均主动去库时长来看该阶段已经接近尾声，其次随着 PPI 以及钢企利润率达到极值且拐点出现，逐步进入熊市中末段的寻底探底阶段，主动去库阶段已经进入尾声，未来能否进入被动去库阶段从而实现价格的企稳乃至有效回升，需要重点关注下游以地产和制造业为代表的主要用钢行业何时完成存量库存的去化。目前宏观政策已初见端倪，若经济底在三四季度出现，届时钢企开启被动去库阶段，并再度开启新一轮的景气周期。

图 7：钢企或处于主动去库与被动去库的过渡阶段



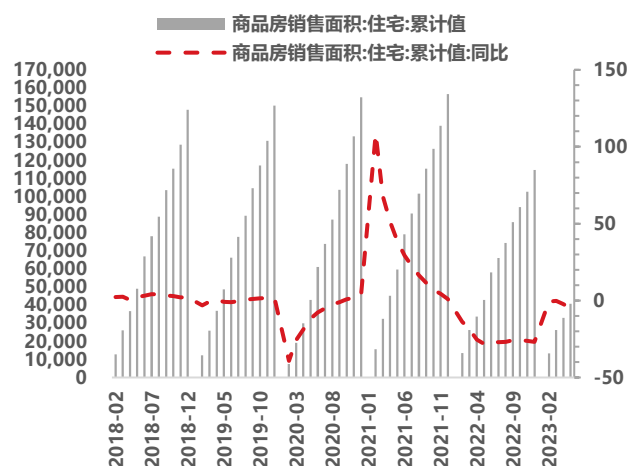
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

二、中观层面：房地产改善预期落空，基建、制造业难以支撑需求

1. 房地产市场弱复苏，房企投资难见起色

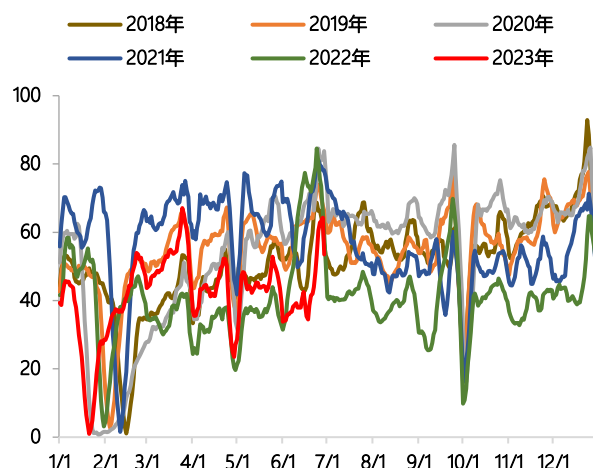
今年以来，房地产终端市场整体呈现弱复苏强分化态势，市场在春节后经历脉冲式修复，之后逐步降温分化。预计政策短期仍将着力刺激复苏，长期则聚焦构建行业新发展模式。在政策进一步发力下，下半年市场复苏将继续呈现分化特征。2023年1-5月全国商品住宅销售面积累计值46440万平方米，同比下滑8.47%，整体销售复苏情况不及预期。从各月情况来看，全国新房销售前3个月呈现复苏态势，单月销售面积同比增速在3月达到峰值0.17%，从4月份开始市场迅速转弱，同比增速由正转负，且降幅在5月进一步扩大。不同能级城市复苏分化明显，一线城市韧性强，成交面积同比增幅5月才有所回落，而二三线城市3、4月便有所放缓。

图8：商品住宅销售复苏开始明显转弱



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图9：30大中城市:商品房成交面积（7日移动平均）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

从房地产供应端来看，今年以来保交楼取得阶段性进展。全国房屋竣工面积累计值同比增速于2022年7月达到最低点-23.30%，此后持续上行，2023年2月开始回正，5月进一步修复至19.60%。前5月房屋竣工面积较2021年最高点还增长0.88%。1-5月房地产开发投资同比下降7.2%，降幅扩大1个百分点，房地产开发投资完成额累积同比未见明显的弱复苏态势。而房屋施工和新开工经历了2月短暂的反弹后，3月份重新进入到下行区间。1-5月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降6.2%，降幅扩大0.6个百分点，房屋新开工面积同比下降22.6%，降幅扩大1.4个百分点。表明房地产供应多为存量施工项目，新开工项目不足。

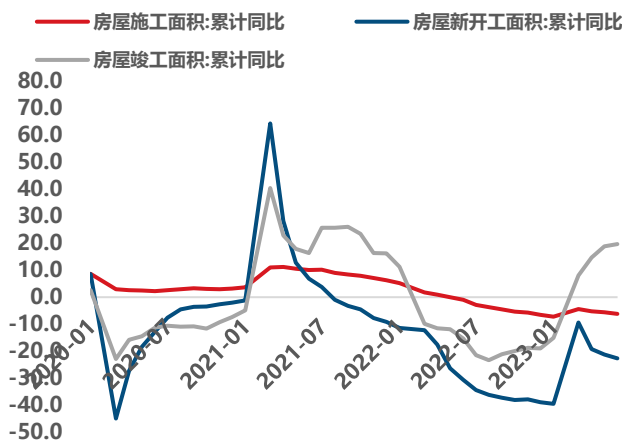
从房地产开发前端来看，土地购置面积仍呈下行态势，对远月新开工形成压制。事实上，土地购置面积同比增幅中枢自2021年已经下移，这与房屋新开工进入下行趋势的时间窗口一致。5月100大中城市成交土地规划建筑面积同比下降20.79%，虽然较4月降幅有所收窄，但仍处于下降区间。从高频数据来看，



今年上半年 100 大中城市成交土地占地面积不温不火，与去年相差不大，房企拿地意愿弱或是已经丧失拿地能力。

市场转弱、债务压顶，开发商拿地、开工积极性很低，从而导致上下游全链条转弱。资金压力是房企缩减投资的主要原因之一，一方面房企对未来预期不稳定，不敢轻易主观加杠杆；另一方面，银行对于房企的逆向选择也导致部分房企客观上丧失了融资能力。1~5 月份，房企到位资金同比下降 6.6%，跌幅再次扩大。其中，国内贷款同比下降 10.5%，跌幅比 1~4 月扩大 0.5 个百分点；自筹资金下降 21.6%，跌幅扩大 2.2 个百分点。这两项指标代表的是房企从银行贷款能力和发债能力，跌幅扩大反映出金融机构对房企风险担忧加大。据克而瑞统计，5 月 80 家典型房企的融资总量环比减少 56.4%，同比减少 60.4%，融资规模创下了 2020 年以来单月融资的新低。一季度购房需求主要是积压需求，释放完毕后需求迅速断层；整体地产需求较弱，接续能力不足，本质上是居民部门杠杆率已经到达极值，疫情冲击后，居民收入和就业更具不确定性，且对地产预期悲观，对买房特别是承接债务买房的积极性很低。

图 10：竣工修复明显，新开工积极性弱



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 11：房企投资意愿弱



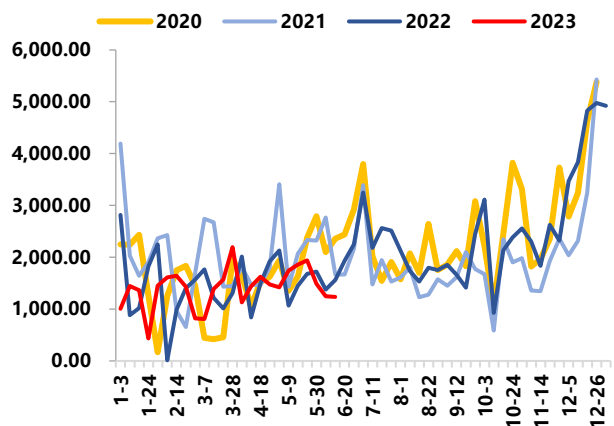
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 12：土地购置面积下行，对远月新开工形成压制



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 13：土地成交面积处于同期低位



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

从建材需求驱动来看，房地产下行趋势仍较为明确，但从月度数据来看，5月施工面积、新开工面积均出现环比增长，但是能否延续增长趋势还需要关注。从地产用钢角度来看，需要重点观察新开工、施工等环节。从影响因素来看，地产新开工主要关注房价指数、房企利润、地产销售面积、土地购置面积等因素，预计在一系列政策利好的释放下，房企拿地信心以及居民楼市预期将会有所修复，下半年房地产行业边际改善但下行态势仍难改。

2. 基建、制造业高位回落，难以支撑用钢需求

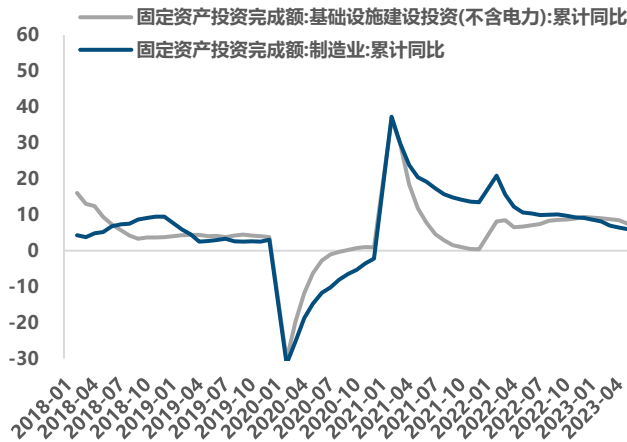
制造业层面，5月制造业投资同比增长6%，上半年同比增长明显，但从环比来看存在减弱的趋势，整体制造业投资呈现高位回落的态势，内部较为分化。其中机械行业工业增加值保持正增长；汽车行业产量保持增长，新能源车产量和汽车出口量保持增长；家电产量持续上升；集装箱产量上半年降幅较大，5月有所收窄；造船行业三大指标持续增长表现最为亮眼，国内大型船厂订单已经排到3-5年后，新造船价格也在持续上升，据数据显示2022年我国造船用钢总量超过1200万吨，同比增长22.4%，若造船完工量按照目前的增速，2023年用钢量有望再增长10-20%。制造业出口方面，中国保持高速增长，国内钢铁下游商品性价比优势、产业链齐全等因素推动国内钢材间接出口大幅增加，1-5月汽车包括底盘累积同比增长80%，1-4月主要企业液压挖掘机出口增速12.2%。间接出口的增长很大程度上弥补了国内建筑用钢需求的下滑。从贷款需求指数、PMI新订单先行指标来看，同比增长较快，预示着后期新订单还有一定上升空间，但当下绝对值仍处于荣枯线以下，反映市场需求不足的企业占比提高至58%，表明企业信心仍然偏弱，需求不足的问题依然严重。由于海外制造业仍处于去库周期中，国内实质性的经济底还没到来，预计制造业用钢需求后期依旧承压。

基建方面，基建实物工作量则延续了去年下半年以来的景气度，去年以来基建投资整体处在高位，叠加地方政府层面力争开门红的推动下，今年基建实物消费量的释放较往年更早、更快。今年以来建筑业PMI经历了快速的上升，3月份达到近些年新高至65.6，背后主要是土木工程PMI的推动，该分项指标较1月份增长了27.3。从主要建材的需求表现来看，与基建相关度较高的沥青表现相对较好，今年上半年实现了较高的增长。2023年房地产继续承压，基建承担了稳增长的主力军。据百年建筑的调研反馈，在水泥流向中，市政占比已高于房建，比例为3:2。经历近几年房建大幅萎缩后，基建在螺纹钢消费结构中比重提升。

基建项目资金端的压力也逐步体现，制约条件主要在于地方债务压力。从基建投资资金来源来看（据历年数据测算），国家预算资金、国内贷款、其他资金占比相对较小，都低于15%，资金主要来源于自筹资金（占比超40%，主要来自政府专项债、其他地方政府性基金支出、政府融资平台的发债融资和非标融资）。经济下行压力加大，地方财政吃紧，在土地出让金亦处承压背景下，地方政府债务问题频现，投资强度或难以类比过去一年。此外，4月底政治局会议强调防风险、控债务，严控地方政府隐性债务大背景下，非标融资受限亦是制约基建投资反弹因素之一。预计今年基建用钢需求将保持增长，但增速可能较2022年有所放缓。

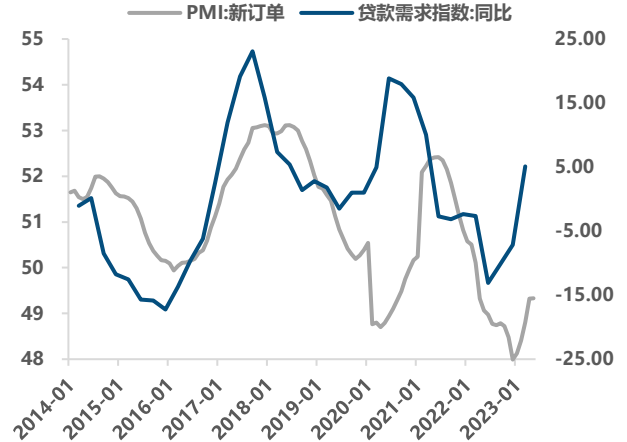


图 14：制造业、基建投资高位回落



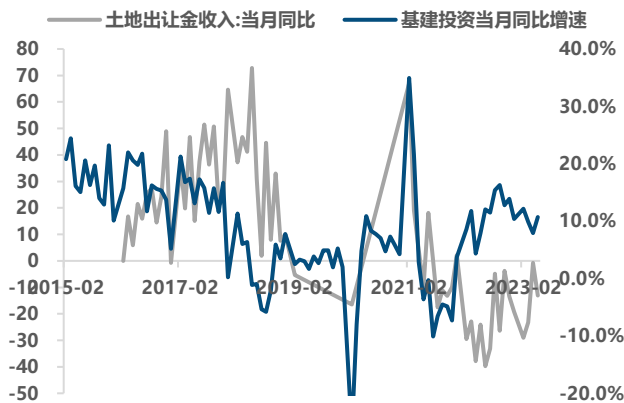
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 15：新订单具有韧性，但整体处于收缩区间



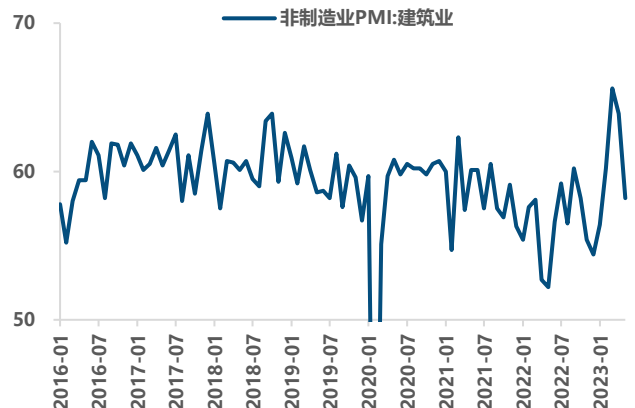
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 16：政府部门资金压力较大



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 17：基建的托底效应带动建筑业 PMI 上行



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

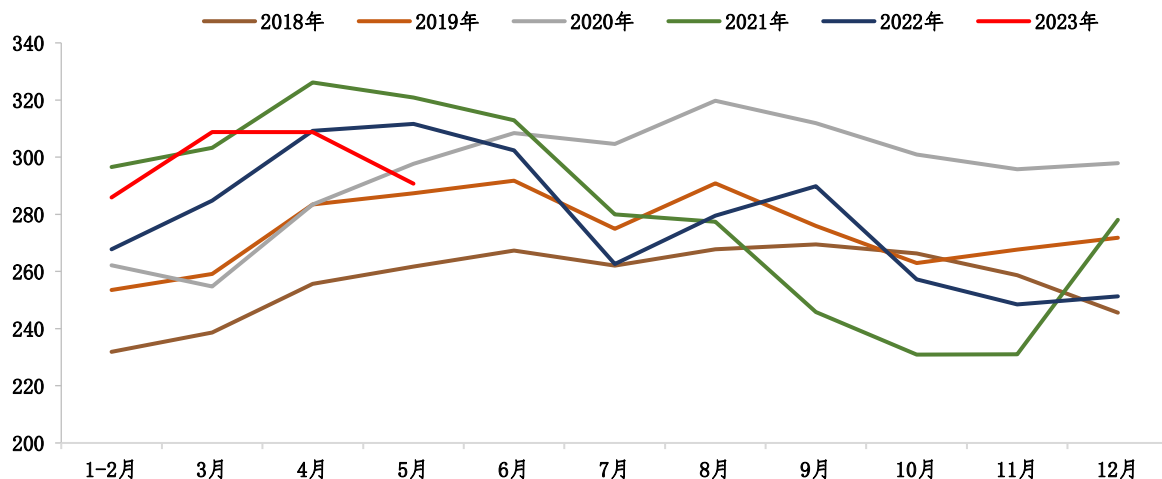
三、微观层面：供应难突围，需求预期回升仍需兑现

1. 供应端，自发减产难突围，实质控产还需政策

上半年供给小幅增长。2023 年 1-5 月中国粗钢产量 44463 万吨，同比增长 1.6%；中国生铁产量 37474 万吨，同比增长 3.2%。5 月粗钢日均产量 290.71 万吨，环比下降 5.9%；生铁日均产量 248.3 万吨，环比下降 4.3%。由于前期钢材需求释放预期的存在以及后期经历利润修复式下跌后，钢厂的生产节奏一直保持了一定的韧性。4 月中旬开始钢企主动减产检修，粗钢产量终止上涨势头，但是生铁产量仍创了同期新高，

5 月钢企减产依旧，粗钢和生铁日产均出现较为明显的下降。

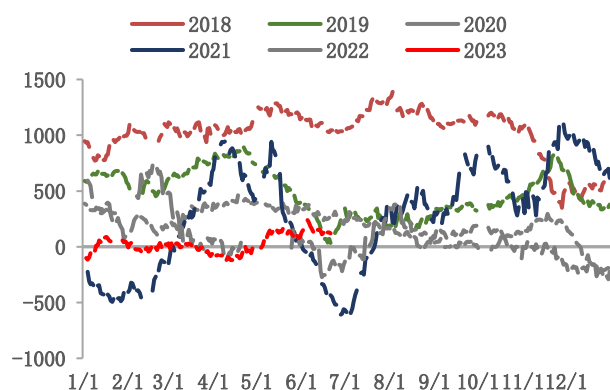
图 18：平控政策落地前，日均粗钢产量难以下降



数据来源: Wind, Mysteel, 中信建投期货

从钢厂利润来看，步入 2023 年以来，长流程吨钢利润一直处于非常微薄状态，即使在一季度市场强需求预期下，钢厂利润依然没有抬升，原因在于铁矿弹性显著大于钢材。我们也认为在宏观预期阶段，钢厂利润不会有显著的扩张，反而会带来粗钢产量的不断增加。在经济需求出现实质性好转时，产业链的正反馈才会真正意义上开启。4 月份当需求端逐渐开始证伪时，钢厂盈利状况恶化，部分钢厂开始检修、停产，上游双焦供需矛盾率先引爆行情的下行，原材料成本的坍塌导致钢材估值下行，在此过程中钢厂在停产-复产-停产间反复博弈，依靠自由市场的减产行为必然导致价格的整体下移。上游煤焦端由于供应过剩的问题向钢厂让利，钢厂迎来利润修复式下跌，长流程利润来到今年最高点。利润驱动下，部分企业已经开始复产，247 家钢厂日均铁水产量又达到年内高点 245 万吨，综合来看，长流程钢厂累积了过去几年巨额的盈利，抗亏损能力显著提升，钢厂自发性减产难以踏实落地，因此长流程利润 200 左右不过度看空铁水产量。短流程利润也是重要关注点，今年上半年废钢消耗量同比依然继续收缩，今年以来 255 家钢厂废钢日耗同比下滑了 12.9%，废钢供需偏紧的情况下，性价比低于铁水（铁矿、焦炭），利润承压下，独立电炉钢产能难以明显释放，由于短流程电炉生产的灵活性，其产量对于利润的弹性较大，这也是 5 月粗钢产量环比下降的重要原因。

图 19：长流程利润边际好转，自发减产困难



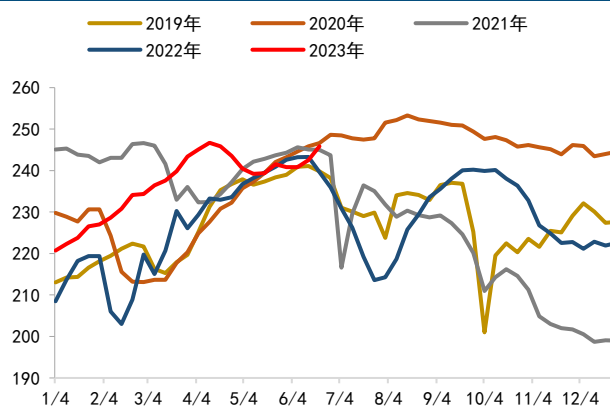
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 20：高炉产能利用率持续高位



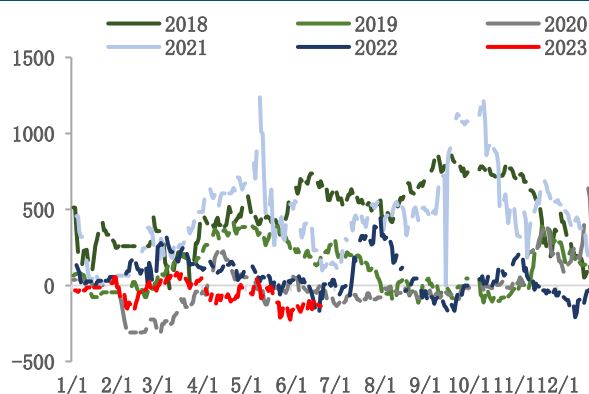
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 21：日均铁水产量维持 240 万吨左右的高位



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 22：短流程废钢性价比低于铁水



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

从政策层面来看，2023 年粗钢产量平控政策是否真正落地有很大不确定性。事实上，目前确定平控的地区仅唐山丰南区。2023 年 1-5 月份，粗钢产量 4.45 亿吨，同比增长 1.6%，如粗钢产量调控政策定调为平控，在总量控制持平去年的前提下，前 5 个月已超额生产近 1000 万吨。从 1-4 月分省市数据来看（5 月份数据尚未发布），全国 5 大产钢大省除山西省外，河北、江苏、山东、辽宁均同比大幅增加，其中河北和山东省增幅超过 10%。此外河北省唐山市 1-4 月粗钢产量同比增长 19.3%。如果下半年主要产钢大省仍保持同比大幅增长，不排除会有环保督查整改任务加快落实以及减产带来一定的扰动，粗钢产量增速或将有所放缓。

表 1：平控目标下粗钢产量有下降的空间

地区	2022 年粗钢产量(万吨)	2023 年 1-4 月累计产量	2022 年同期	增幅 (%)
河北省	21194.55	7670.5	6835.47	12.22%
江苏省	11611.02	4198.7	4057.54	3.48%
山东省	7600.3	2541.5	2295.09	10.74%
辽宁省	7451.63	2608.8	2469.65	5.63%
山西省	6423.2	2273.6	2262.99	0.47%
安徽省	3709.17	1271.7	1334.36	-4.70%
湖北省	3655.55	1202.6	1320.29	-8.91%
河南省	3187.24	1206.6	1094.18	10.27%
广东省	3571.77	1218.6	1227.76	-0.75%
内蒙古自治区	2956.51	1027.4	1007.76	1.95%
四川省	2787.34	987.3	835.16	18.22%
江西省	2689.93	875.7	886.6	-1.23%
湖南省	2612.68	877.3	911.18	-3.72%
福建省	2995.7	1152	889.3	29.54%
广西壮族自治区	3793.23	1300.6	1233.01	5.48%
云南省	2247.68	690.5	750.23	-7.96%
天津市	1738.3	606.6	487.27	24.49%
上海市	1500.82	527	446.99	17.90%
吉林省	1357.03	434.1	446.47	-2.77%
陕西省	1475.87	463.3	501.42	-7.60%
浙江省	1378.08	479.6	466.6	2.79%
新疆维吾尔自治区	1162.78	386.7	363.76	6.31%
甘肃省	1084.89	399.3	418.71	-4.64%
黑龙江省	960.51	305.3	315.43	-3.21%
重庆市	975.1	422.5	316.9	33.32%
宁夏回族自治区	596.22	162.3	213.64	-24.03%
贵州省	461.92	115.5	159.9	-27.77%
青海省	121.28	32.9	66.93	-50.84%

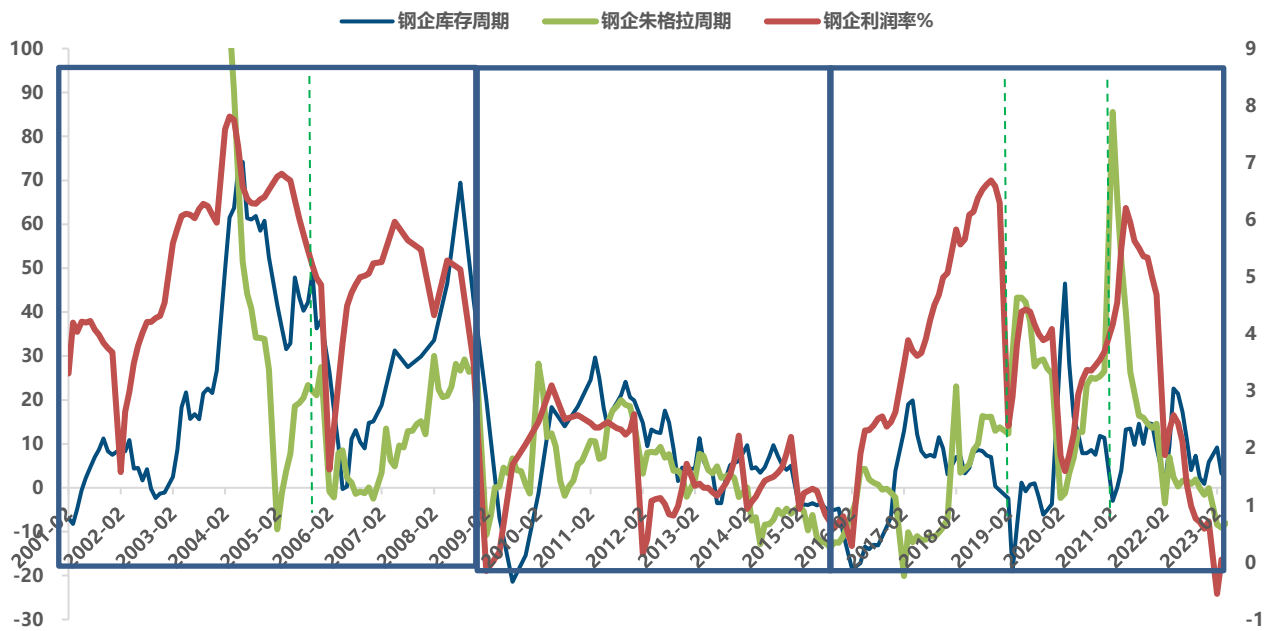
数据来源：统计局, 中信建投期货

产能层面，产能决定了钢材供应的上限，供给侧改革以来致力于推动钢铁过剩产能出清，并且大幅度提升了钢铁行业的准入门槛，取得显著成效。然而今年以来，钢铁行业再次进入寒冬，据显示，截至 2023 年 4 月，黑色金属冶炼和压延加工业亏损总额达 403.3 亿元，累积同比增幅达 75.7%。此外，截至 2023 年 4 月，黑色金属冶炼和压延加工业平均用工数据累计值为 186.6 万人，相比去年同期累计暴减 12.3 万人。根据钢企朱格拉、利润、库存嵌套周期的分析，未来实现钢铁行业供需格局真正变革的政策应是钢铁产能的重新调整。由朱格拉周期以及库存周期的嵌套关系我们知道需求周期是包含在供应周期之下的，需求端



的刺激可以带来钢企利润的回升，开启库存周期的景气，但在有效需求不足的背景下，总需求的刺激会激化供应过剩的矛盾。在朱格拉下行周期阶段，每一轮的需求周期（库存周期）都是受限的。根据过去经验，短期的停产和减产亦不能优化钢铁行业格局，只能带来钢厂阶段性的利润修复。未来实现钢铁行业供需格局真正变革的政策应是环保约束升级，没有能力或者不愿意为环保责任支付大量投资的企业会被淘汰，可能自我关停，也可能被现金流充沛的钢企并购整合，优质资源将逐渐向头部企业集中，从而推动行业集中度提升，此时迎来朱格拉上升周期，需求端对于产业利润的激活才具有效用。

图 23：钢企朱格拉、利润、库存嵌套周期



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

2. 需求端，外需托底总需求，内需好转预期仍需兑现

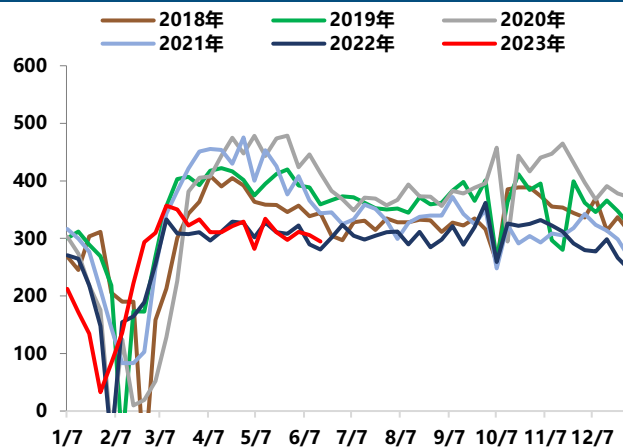
从螺纹周度表观需求以及建材日均成交来看，国内建筑类需求在 1 季度集中释放。步入淡季后，建筑类对钢材的需求重回弱势，表观需求绝对量与去年相似，波动于 300 万吨上下，建材日均成交持续低迷。主要原因在于地产的改善预期数次落空，正如前文所分析，市场也开始逐步认识到地产新开工的回升可能尚需时日，新增土地有限仍是开工、投资持续疲弱的主要制约。一方面土地供给受限（核心区位），另一方面房企拿地意愿也偏弱（非核心区位），城投平台和出险房企的存量土地也较难盘活。

上半年基建投资增速虽然保持在较高的水平，但基建项目资金端的压力也逐步体现，而掣肘主要在于地方债务压力。从主要建材的需求表现来看，与基建相关度较高的沥青表现相对较好，但对房建项目比较依赖的混凝土搅拌站的产能利用率和产量仍显著弱于去年同期，体现出房建开工依然处于较弱的状态。另一方面，螺纹和水泥均同时受到房建与基建的影响，但从数据上可以看出，传统上对房建更为依赖的螺纹表现并没有明显地弱于水泥。可能原因是基建在螺纹钢消费结构中比重的提升，粗钢资源的流向与需求结



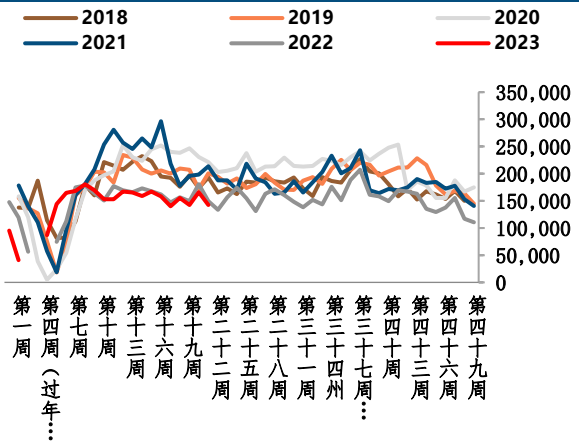
构的变化互相印证，对地产依赖较高的螺纹占粗钢产量的比重明显下滑，但与基建、能源以及制造业相关度较高的型钢、焊接钢管、镀锌管、工业线材等品种的比重却在上升，反映出基建对于钢材需求的托底效用。

图 24：螺纹表观消费



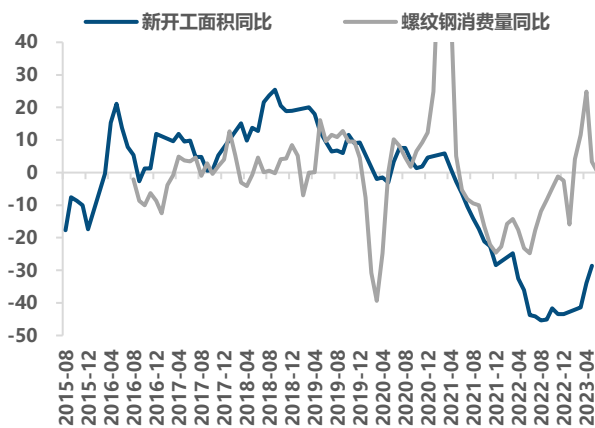
数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 25：建材日均成交



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 26：新开工面积疲软拖累螺纹钢消费



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

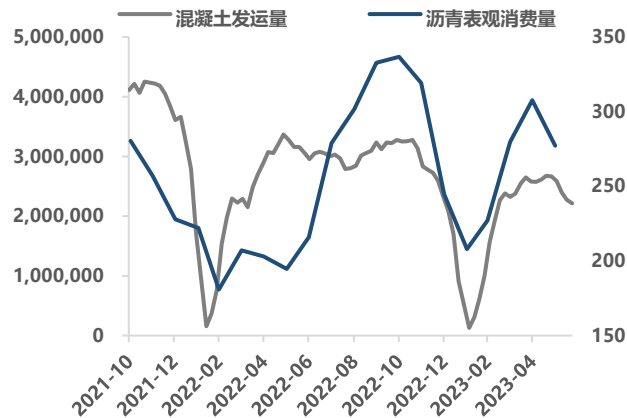
图 27：基建需求托底



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货



图 28：混凝土和沥青需求



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

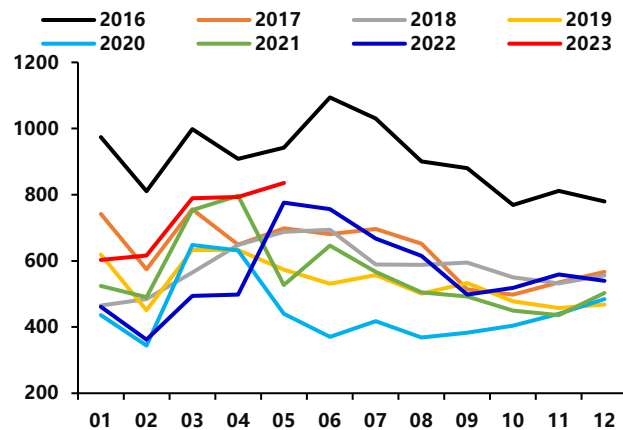
图 29：螺纹钢和水泥需求



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

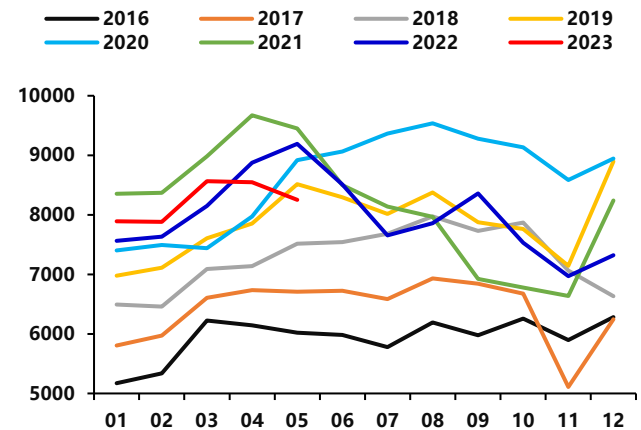
制造业需求端上半年依旧不温不火，主要原因在于中美制造业仍处于主动去库阶段中。上半年制造业的亮点在于超预期的出口量，在价格优势及前期订单相对充足影响下，5 月份我国钢材出口呈现环比、同比呈现继续回升局面，单月出口量突破 800 万吨，创下 2016 年 10 月以来新高。1-5 月钢材净出口量 3361.9 万吨，同比上升 85.46%，有效缓解了粗钢产量上升以及国内需求下滑的压力，也解释了粗钢产量大增的背景下，国内钢材各环节超低库存的原因。其中，板材出口是钢材出口的中坚力量，1-5 月份板材出口 2356 万吨，占比 64.8%，建材出口 559 万吨，占比 15.4%，型钢出口 202 万吨，占比 5.6%。

图 30：5 月钢材出口量（万吨）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 31：国内粗钢产量（万吨）



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货



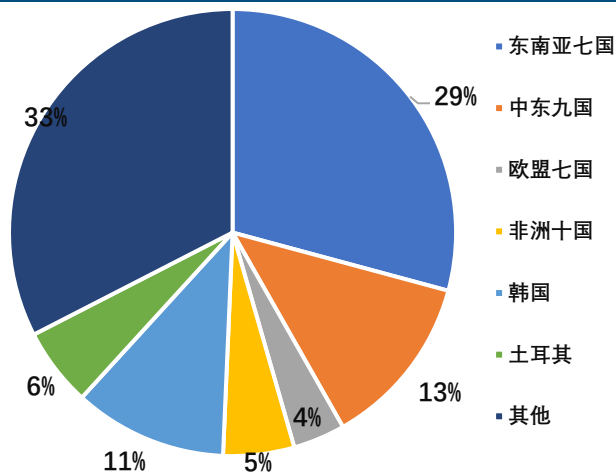
表 2：净出口增量完全覆盖产量增量

统计局口径（万吨）	2022 年 1-5 月	2023 年 1-5 月	同比增量	
钢材出口	2591.5	3636.8	1045.3	40.30%
钢坯出口	47.7	140.7	93	195.00%
钢材进口	497.9	312.9	-185	-37.20%
钢坯进口	328.6	102.7	-225.9	-68.70%
净出口	1812.7	3361.9	1549.2	85.46%
钢材产量	54930.8	55706.1	775.3	1.41%

数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

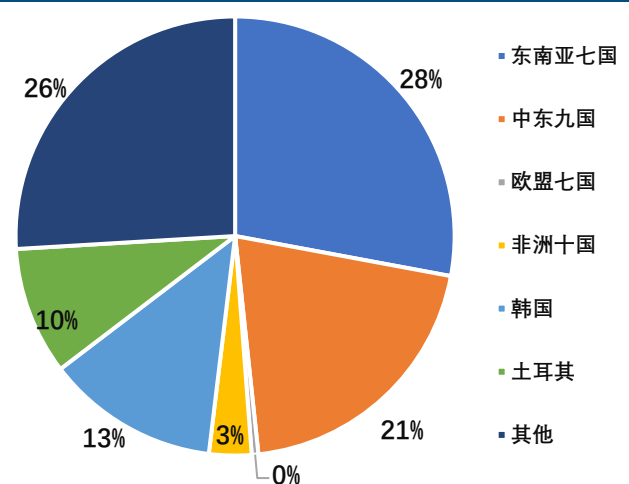
从出口地来看，出口目的地以亚洲为主，占钢材总出口的 69%，出口东南亚占出口亚洲的 42%。值得注意的是出口至中东九国和土耳其的数量显著超过 2017 年至 2022 年之间的水平，同比增幅分别达到 135% 和 144%。对于中东而言，中国和中东地区相关国家签署了一系列合作基建项目，潜在用钢需求非常高，而中东地区粗钢产量有限，沙特和阿联酋两国粗钢月度产量仅有 100 万吨左右，从中国进口量占两国产量的比重从 2022 年初的 20% 左右，快速爬升至 70% 左右。未来，随着双方合作项目的持续施工，中东地区对国内钢材的进口量有望继续增长。对于土耳其而言，其粗钢产量处于同年偏低位置。然而，土耳其地震之后，受灾地区重建工作将提振粗钢需求，自产偏低情况下，来自中国的进口量有望在三季度保持高位。预计这两个地区三季度从中国每月的进口量有望维持在 180-200 万吨，同比增量维持在 70-90 万吨。

图 32：钢材出口主要流向



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

图 33：钢材出口增量主要贡献地



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

展望后市，钢材出口或面临收缩压力。4 月份以来，海外和中国热卷出口价格明显下调，我国钢材出口报价优势逐步减弱。从海外制造业 PMI 来看，全球主要经济体的制造业景气度均处于下降周期，人民币破七亦反映金融市场对于未来中国出口减弱的担忧。



图 34：我国钢材出口报价优势逐步减弱



数据来源：Wind, Mysteel, 中信建投期货

四、下半年展望

短期来看，目前第一阶段的宏观预期交易已经告一段落，但仍处于政策窗口期，增量政策仍在研究，预计定调还需等待 7 月政治局会议，从近期发改委等下发的降成本重点工作通知及国常会提出的一批政策措施来看，后续或将会有一套政策“组合拳”出台，助力稳增长目标的实现。在宏观预期证伪之前，钢价或继续偏强运行。

中期来看，供需基本面并不支持钢材价格持续升高。短期市场交易政策转暖推升钢材价格也为市场中的不和谐因素埋下伏笔，上文提到在钢厂利润尚可的情况下自发减产难以踏实落地，需求端仍没有看到实质性好转的迹象，内外需仍在承压，基本面走向供需双弱，若强预期交易越满，后续兑现压力将会越大。

长期来看，未来实现钢铁行业供需格局真正变革的政策应是环保约束升级，没有能力或者不愿意为环保责任支付大量投资的企业会被淘汰，可能自我关停，也可能被现金流充沛的钢企并购整合，优质资源将逐渐向头部企业集中，从而推动行业集中度提升，此时迎来朱格拉上升周期，需求端对于产业利润的激活才具有效用。

展望下半年，钢价或呈现 N 型。

1、7-8 月价格重心上移（3900 第一道关口）-关注 7 月中央经济工作会议政策定调。经济复苏偏缓，政策预期重新抬头，有望带动估值中枢上移，在此过程中钢厂利润不会大幅度上升，吨钢利润预计处于 100-200 元。日均铁水产量 235 万吨左右，若后期短流程废钢到货逐步缓解，有望实现对铁水的替代，但铁水总体产量下降幅度不大。碳元素供应增加不可逆，压缩双焦上涨空间，螺纹、铁矿强于双焦。

2、9-10 月价格下跌，关注旺季成色及钢厂平控落地时间。下半年预计维持淡季炒作政策预期而旺季需求证伪的节奏。需求证伪大概率以累库矛盾体现，市场倒逼钢厂减产来改善供需结构，从而形成新一轮

负反馈。同时，若前 9 个月粗钢同比增量超预期，且钢材开始垒库，那么钢厂平控有望在四季度落地，原材料需求下降、钢材成本下移。

3、11-12 月冬储逻辑下，价格会比 10 月份坚挺。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生

误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。