

平控预期先行，供给何时见底？

——中信期货 黑色·月谈 第43期 会议纪要

报告要点

5月30日，由中信期货主办的黑色·月谈第43期在线上举行，来自煤焦钢矿领域的几位嘉宾为大家呈现了最核心的逻辑和观点，以下为本次会议纪要。



摘要：

黑色月谈会议是每月一次，每次我们会邀请宏观以及煤焦钢矿各领域的几位嘉宾，每位嘉宾用15分钟左右的时间跟大家呈现最核心的逻辑和观点，希望各位参会的领导后期持续关注我们黑色月谈会议系列，我们的观点也会通过这个会议平台持续发布和跟踪。

发言嘉宾：

黑色建材研究团队

研究员：

俞尘泥
从业资格号 F03093484
投询资格号 Z0017179
yuchenmin@citicsf.com

唐运
从业资格号 F3069311
投询资格号 Z0015916
tangyun@citicsf.com



平控预期先行，供给何时见底？

——中信期货 黑色·月谈第43期（5月30日）

主持人 唐运 中信期货研究所 黑色建材组高级研究员

发言嘉宾：

1、黑色市场分析	唐运	中信期货研究所	黑色建材组高级研究员
2、钢铁市场展望	韩烨辉	中铁建工物资有限公司	供应链研究中心经理
3、钢铁市场展望	李鹏飞	文安国贸公司	投研经理
4、黑色原料分析	柳桢	华营能源	总监
5、黑色原料基本面分析	李江涛	点钢投资	研究员
6、黑色原料基本面分析	俞尘泥/李亚飞	中信期货研究所	黑色建材组高级研究员

各位投资者，大家下午好，我是中信期货黑色研究员唐运，欢迎参加中信期货黑色月谈，很高兴有机会与大家共同探讨黑色，黑色月谈聚焦于黑色市场展望，已举办至第 43 期，在此也感谢投资者的持续关注和众多嘉宾的干货分享。今天，我们邀请了数位资深嘉宾，为您全面展望 6 月黑色走势：

作为主办方，我还是先抛砖引玉，简单谈一下我们对黑色市场的理解，接下来各位嘉宾还有更精彩的分享解读。

发言嘉宾 1：唐运 中信期货研究所 黑色建材组高级研究员

本轮下跌从宏观上看，起于对于经济复苏过高预期的修正，我们看到不管是大宗商品还是权益在春节后均出现了较为明显的下跌。权益的回落实际上早于黑色商品。那么目前来看的话，权益和商品的回调幅度已经较为充分了，回落到 2022 年 10 月底，也就是本轮上涨的起点。从估值的角度看，钢铁股的 PB 已经低于 30% 分位数，具备一定的超跌。而从黑色商品期货价格来看，螺纹钢加权也基本回调到了 3371 的支撑位。从驱动来看，短期由于地产开工同比负增长，基建投资环比回落，以及地产和城投的债务问题等，市场情绪较为悲观。但中长期来看，宽货币和宽信用的复苏周期仍未改变，即经济托底政策仍会出现。海外来看，美国加息周期暂时告一段落，但预计高利率短期内仍将维持。美债上限谈判在上周末取得了一定的进展，美国 pmii 和新屋销售等数据有所反弹，表现出了较强的经济韧性。海外风险资产估值压力短期有所缓解。故从宏观角度看，在资产价格泡沫破裂后，下行驱动有所减弱。

从基本面来看，本轮下行的驱动为钢材需求不及预期，高产量无法维持，减产导致炉料需求减少，而炉料供给较为充裕，价格下跌带动黑色成本中枢下移，即我们通常说的负反馈效应。从目前减产的实际情况来看，由于焦煤铁矿让利，铁水成本快速下降，废钢性价比低。短流程供给弹性更大，废钢日耗下降幅度较大，故上一阶段粗钢减量主要由废钢提供。随着钢材成本下移，钢厂存即期利润，铁水产量连续两周回升，短流程减亏后产量亦有增加。目前来看铁废价差保持一定的水平，且焦炭的让利仍在持续，那么后期减产废钢还能贡献多少减量，后面我们请中信期货黑色组高级研究员李亚飞老师为大家详细梳理。后期钢材需求将进入淡季，且从地产和基建端也未见起色，我们近期跟许多企业交流后反馈需求预期仍然偏悲观，从钢联口径五大材产量来看也是供需双弱的局面，但需求边际掉的更快一点。后面可以让中铁建工的韩叶辉韩总具体介绍一下。故供应压力仍然存在。后期钢厂有减产压力，但如果依靠利润调解的话减产过程将较为波折与缓慢，如果行政性的政策落地或加快这一过程，但这里面还有各省保经济的可能性，我们知道河北区域 1-5 月超产是比较严重的，那么后面如果政策出来的话钢铁企业是什么样的心态，是不是会快速执行，那么一会可以请李鹏飞李总给解解惑。从原料的角度，目前煤焦和铁矿在下跌的过程中，供给并未发生明显减量，但铁水产量短期支撑需求，那随着铁水后期减产，炉料价格仍有走弱驱动。故从基本面驱动来看，目前方向依然向下。

但从盘面估值来看，目前盘面价格上周已经接近去年低点。粗钢平控下我们看一下粗钢和生铁的减量，1-4 月统计局口径日均粗钢 300 万吨，同比增长 6.2%。后续减产节奏上，我们假设 5-6 月钢厂逐步开启主动减产，7 月开启行政性减产。6-12 月，粗钢产量同比减少 2000 万吨；日均粗钢 259 万吨，同比减少 10 万吨左右，较 1-4 月的日均 300 万吨，减少 40 万吨，降幅 14%。以富宝 255 家钢厂样本计，2022 年废钢到货量为 14700 万吨，其中废钢到货大幅减量发生在 6-8 月钢厂主动去库存期间，减量约 1000 万吨。合理预估，1000 万吨的废钢减量大概率能够回补。生铁方面，考虑到废钢 1000 万吨增量，我们预计 6-12 月铁水产量同比减少 2935 万吨；日均铁水 220 万吨，同比减少 14 万吨，较 1-4 月的日均铁水 252 万吨，减少 32 万吨，降幅 14%。目前铁矿石也跌到了 80 美金，焦煤隐含了动力煤 770，螺纹钢按照 85 美金和 1950 的焦炭价格，到了 3389。80 美金的话按照铁矿石成本曲线大概是 90%分位，而从我们过去两年当中跌破 90 美金的时候，非主流的减量也是比较明显的。还有就是今年以后由于海外高炉生产不顺利，导致今年发国内的比例显著高于 2022 和 2023 年，那么后期有可能随着海外高炉复产，国内的进口铁矿分流，可能焦煤也有这个问题。一会我们请教下瑞钢联旗下点钢投资的李江涛总，看看他对 80 美金支撑的看法。另外就是煤炭，我们看今年以来进口煤的量是比较大的，国内供应增量也比较明显，不论是北港，长江港口，还是下游电厂的库存都创出了历史同期新高。那么进口煤现在来看，收到后面海外用电旺季的影响，是否会止跌，导致国内进口利润持续倒挂，从而降低国内进口量，是煤价短期能否企稳的关键因素，后面我们请华营能源的柳总给大家梳理一下。我们预计铁矿在 80 美金，焦煤在 1000 到 1100 存在一定支撑，对应螺纹钢成本在 3250 到 3300。

盘面先打到了一个可以 price in 平控的位置，负反馈见底的时长（行政性的减产会比较快一点，自主减产会偏慢）决定了底部震荡的时长。煤炭价格决定底部区域宽度。能否出现新的刺激性政策或者预期决定未来行情能否出现反转。

发言嘉宾 2：韩烨辉 中铁建工物资有限公司 供应链研究中心经理

先阐明一下观点，下行趋势可能没有完全结束，现在还不具备上涨动力，但价格已经反应了包括现实和预期在内的大部分矛盾，主观认为比较接近阶段性底部了。

再说对行情具体看法，黑色目前的核心矛盾就在于现实的经济复苏较弱，尤其是服务业以外的行业，地产、基建、制造业在内，加上目前城投债务的问题，以及通缩的问题，预期非常悲观，即现实+预期的双重差，同时原料端也没有供应缺口，缺乏有效支撑，可压缩空间也非常大，价格看起来在负反馈作用下的下行趋势是遥遥无期。

根据我们公司业务特点，我重点说一下建筑行业终端需求。先说现实情况，建筑行业整体需求还处于缓慢下行阶段，资金紧张问题依然非常严重，现在从上到下债务环环相扣，没有新的资金从源头流入，短时间想靠行业自身解决资金问

题，目前几乎是不可能，现在甲方没钱，就拖着搞各种现场检查，施工方拿不到钱，不施工不交付，物资方拿不到钱就坚决不给额外赊销，贸易商也不建立库存，有期货套着的就锁死，没期货得就维持低库存。基本上全行业处于躺平状态，有钱就干，没钱的话，你项目再大，也没用。但行业状态差更多反应的是边际需求下滑，但刚性需求仍存，尤其是目前的情况，能继续维持开工的基本都是相对优质的项目，维持下去概率较大。临近上半年最后一个月，国企有业绩指标的压力，民企也有续贷、维持正常运营的压力，所以6月的实际工作量并不一定会出现太大的下降。虽然有一定季节性影响，但从近几年的表现看，除了连续降雨，基本不会对需求产生太大影响，现在从影响力来看：资金大工期大于天气。另外从高频数据水泥的消费情况来看，进入5月以来基本也一直保持平稳，从我们自己了解的施工情况来看，5月是小幅下滑，6月预计仍将有小幅下滑，但幅度较为有限，按照钢炼的口径应该还能维持300的均值。

下面说一下需求的预期情况，经过3月到现在的现实印证，市场也都深刻意识到两个问题，一个问题是地产恢复的缓慢现状，甚至可以说仍处于长期下行周期，阶段性复苏就是个伪命题；另一个问题就是，基建也缺钱，尤其是近期某某省份传出了一些城投债的谣言，现在这个话题也是非常敏感，也不多做评价。关于地产的长期预期，肯定是无法扭转的，尤其是在人口红利缺失，房住不炒政策之下，但要注意的是，目前没有停摆的房企都在努力改善自身现金流，包括恒大在内的，也有一些自救错失在实施，一些保交付的项目今年也陆续交楼。从一季度财报来看，各企业虽然新开工都大幅下降，但风险性都明显降低，流动性指标改善。另外，从购房需求来看，根据目前的新增城市人口数量以及改善性需求来预估，去年在疫情压制下，全年销售面积降至13.6亿平米，今年按照目前的销售进度情况，可能全年要低于13亿平，这实质上满足不了刚需加改善要求的，根据我们推算，前几年高峰在17亿平以上，近五年不考虑投机正常水平应该在14亿平-15亿平的水平。重点还是边际投资意愿压制、延缓了购房需求。

再说基建的预期，主要还是担心债务问题，但这个是老生常谈的话题，债务不是一天借的，也不是一天还的。尤其是最近各类小道消息疯狂传播，经常群里有人发传：某某企业要求停工，谣言好造，但辟谣就需要长时间的核实。但长期隐患可以长期关注，但不一定就是长期交易的矛盾，尤其是目前把一些问题暴露出来也是好事，可以有更快的解决错失出来，毕竟现在确实需要一些政策来盘活，因为目前在地产没有得到根本改善的情况下，土地财政也不会改善，相应的债务问题就看起来比较麻烦。新的专项债限额指标下达后，应该可以在6月略微改善一下资金环境，但肯定起不到质的影响。

总结一下我的观点，现在需求端所有问题基本都是明牌了，可以说就是一种摆的状态了，如果没有新的刺激，也就是维持现状，然后逐步下滑，现在迫切需要一些刺激，或者说是强心针，而且年终这个时点也确实可能会有相应的一些东西出来，当然做投资做交易做业务肯定不能交易一些异想天开、子虚乌有的东西，但我觉得站在当下，这应该算是合理的现实反向预期。价格方面，我认为已经反

应了很大一部分偏空的因素，包括未来一段时间持续走弱的因素在内。目前全行业低库存、低利润情况下，整体估值相对其他商品包括有色、原油等都是近几年低位，在终端需求还没有完全崩塌，只是边际下滑的情况下，是不是要把整个行业都打到亏损且零库存，我目前对行业还没有那么悲观。我觉得从现实出发继续看空做空没问题，但后面再跌的可能就不是行业问题，而是刚大层面的问题，这个我觉得不会发生，相反，在深夜里等曙光更稳妥一些。

发言嘉宾 3：李鹏飞 文安国贸公司 投研经理

目前产业链主要呈现以下状况。

采购端来看，钢厂大多采取压低原料库存的思路，由于目前双焦现货尚未企稳，且成材销售较为一般，因此大部分钢厂都不愿意赌原料库存，只要能够保障刚需生产即可。

销售端来看，板材和带钢的终端需求从4月初就开始走弱了，下游贸易商和终端也在降库存，导致阶段性销售的压力倍增，五一之后，下游的库存压力是有环节的，但终端也只是随行就市拿货，心态同样比较悲观。

生产端来看，钢厂主要采取降负荷生产的思路，措施包括：1、降低废钢配比。2、采用低品或者非主流矿从而降低成本。3、进一步压低原料库存。

利润端来看，4月个别区域的钢厂由于前期库存压力比较高，导致现金流利润受到影响，阶段性转负。那么随着钢厂后续调整为低库存策略，原料成本坍塌后，钢厂的利润能够在低位维持住。

关于粗钢平控压产，目前民企暂时还没有得到消息，但都有压产的预期在，所以大多数钢厂会控制原料库存。

产业的心态方面，销售按照订单出货，不会挺价，进一步降低自身库存。

个人看法，目前产业内还是看不到企稳止跌的驱动，行情向上需要政策端进行刺激。但是经历本轮负反馈持续的下跌后，目前全产业链各个环节的低库存是需要关注的，一旦需求端出现了超预期的表现或者驱动，后期比较容易出现向上的弹性。

发言嘉宾 4：柳桢 华营能源 总监

煤价仍有下行空间。2020年动力煤价格在600元/吨左右，对应的澳洲主焦为1200元/吨。目前动力煤价在800-850元/吨区间，焦煤盘面为1200元/吨，对应的港口价格为1500元/吨左右。今年两者存在可能回归至2020年水平。

进口显著增加。去年欧洲能源危机，俄乌冲突，欧洲、日韩大量抢购煤炭，使得全球煤炭供需偏紧。欧洲对俄制裁使得俄煤贸易逐渐东移，对印度、中国等地出口不断增加。疫情的放开使得蒙煤通关改善，蒙煤日均通关量从去年迅速增加，最高在今年达到1000车以上。1-4月份，全国累计进口煤炭14248万吨，同

比增长 88.8%。

煤价压力仍存。近期，由于欧洲天然气价格下跌，煤炭需求大幅回落，使得哥伦比亚和南非地区的煤炭转抛到中国，近日，俄煤的到岸价约在 770-780 元/吨左右，对国内煤价带来冲击。受迎峰度夏预期影响，煤价短期仍有止跌企稳反弹的可能，但旺季之后，煤价仍旧面临巨大压力，其中包括来自澳大利亚方面的长协煤。

煤价下行压力如何缓解？目前港口存在的由托盘公司参与的货或许变为无法交易的死货。煤价从 1000 元/吨下跌到 800 元/吨左右，20%的下跌已经达到了托盘公司的止损线。煤价的快速下跌使得托盘公司来不及追保。今年春节以后，来自俄罗斯等国家的煤炭价格在 1800-2000 元/吨左右，目前跌幅在 40%，贸易企业无力追保。2 月及 3 月订购的货物，在 6 月底存在强制赎货的要求，若那时托盘公司通过抛货打出一个足够低的煤价，煤价继续下行压力或许得到缓解。两周前，国内贸易商有一波补库，但补库力度不大，进口煤在 6 月可能出现一定减量。

发言嘉宾 5：李江涛 点钢投资 研究员

铁矿，从基本面角度上看，供需匹配的结果就是铁矿石的库存没有累起来。但是价格并没有反应基本面的绝对强势。矿石还是在跟随产业链的表现，而不是自身的独立行情。因此并不是今年以来的市场主要矛盾。所以市场对矿石的讨论甚至都不多。但是阶段性的价格走势，还是能体现出矿石的基本面在产业链中的相对强势，最终体现到价格变动幅度、节奏上的区别，所以还是有必要讨论一下基本面的情况。

供应层面，今年供给端的表现比我们去年末的预期是要差的，几大矿山从产量计划上都不太及预期，非主流供给增量比较正常。但是这些并不影响供给在中短期的环比变动。甚至今年因为飓风少，季节性的影响都不太明显。因此，供给整体还是比较稳定的。

需求端整体是很超预期的，不论是国内还是国外。国内，钢材供给在过去两个月有明显的收缩，但机构高频的铁水产量距高点回落有限，一直处于历史区间上沿。原因在于这轮减产主要由废钢贡献了。高铁水+低废钢的组合，导致总钢材供给偏低，匹配了不太好的下游需求。国内对原燃料的需求持续在高位，矿石库存一直去化。国外，衰退的预期今年以来兑现的并不好，预期不断后移，去年下半年的低供给匹配当下的需求产生缺口，因此国外钢铁也在持续复产中。尤其是生铁+DRI 这个矿石下游需求的链条。这样导致全球范围内矿石的需求都处于比较旺盛的水平，因此即使供给那边维持较高的水平，矿石库存仍然是下降的。

继续往后看，国外生铁+DRI 已经恢复到比较高的水平，国内生铁产量也一样在高位，环比再有增加的可能性/空间已经不大（甚至 4 月国外铁产量增加来源为伊朗，伊朗增加铁产量不会对海运市场的矿石供需产生影响），但供给不会有环比下降的空间，因此近几周库存已经不是持续下降的状态了。

基于以上，矿石不仅基本面的绝对强势要扭转，甚至在产业链的相对强弱都可能发生一些变化。（煤炭已经开始出现供给的收缩）

偏短一点的周期上，更多的是预期与市场的匹配，比如阶段性的市场会有下游补库的预期。补库预期至少在上一个假期前兑现的并不好，下游库存也在历史很低的位置，但就是没有补库的意愿。贸易的情绪也不高，即使在价格阶段性上涨中。中旬还有些参与反弹，但下旬参与度明显低了一些。关于长流程由减产转复产，个人认为会是前面减产周期的一个反向反应，更多的由短流程提供增量，长流程增产有限，不会带来明显的矿石需求增量。更短一点的周期经常受情绪及信息的扰动。更容易体现在价差关系上。

总结：我们认为，中长期的基本面压力还是会持续的，并且压力是会有边际增加的。其实这个算不上一个新增的变量但能限制反弹的高度。中短期可能发生意外之外的变量应该就是钢铁的产量政策了，可能会触发矿石的相对独立行情。否则，矿石还是跟随产业链矛盾为主。

发言嘉宾 6：俞尘泯/李亚飞 中信期货研究所 黑色建材组高级研究员

从自上而下角度看，2023 年废钢供给量相比于 2022 年同比持平或减少。

1、钢厂主动去库存提前发生。一季度策略会我们预测废钢全年供给量增加 1000 万吨，出发点是，去年 6 月上旬-8 月中旬因为需求崩塌钢厂进行了主动去库存，而今年疫情影响消失之后，缺失的 1000 万吨能够回补。现在看来，钢厂主动去库存提前发生，截止到上周富宝资讯 255 家钢厂废钢日耗和到货相比于去年均减少了 1000 万吨。

2、钢厂生产行为解读：中国钢铁产能过剩，钢厂生产利润微薄，钢厂更多是以销定产。而废钢产业链中，钢厂对废钢具有定价权，废钢供给的决定性因素是钢厂生产积极性。废钢供给量由钢厂生产决定，钢厂生产是由终端需求决定，逻辑整合之后得出，废钢供给量由终端需求决定，为了方便量化，我们用五大材表需代替终端需求，拟合之后发现两者走势十分一致。把废钢供给的问题转化为对终端需求的判断。钢材需求传统特征是“金三银四”和“金九银十”，去年经济形式不好，但是为了基建逆周期调节，钢材表现出淡季不淡，旺季不旺特征，今年经济形式依然不佳，旺季不旺特征已经得到体现，后面最理想的状态就是淡季不淡。对应于废钢供给最理想的状态是同比持平，如果淡季需求减弱，废钢供给还将出现减量。

3、高炉和电炉是竞争关系，而废钢相对于铁水是高成本铁元素，钢厂在利润不佳的背景之下，钢厂减产的顺序是：电炉废钢、高炉废钢、高炉铁水，所以废钢使用量首当其冲必然下降的。高炉能够通过微妙的控制废钢使用量，来调节电炉利润，目的是在需求淡季压低电炉产量。

自下而上的角度看：废钢供给来源包括：折旧废钢、加工废钢、自产废钢，进口废钢。1、拆迁废钢减少（房地产新开工同比依然下行，废钢价格偏低房屋拆迁无利可图），2、制造业产废减少（制造业整体利润水平不佳，仍处于主动去库存周期中），3、设备折旧废钢减少（经济景气度下降，制造业信心不足，设备折旧周期延长，废钢价格偏低也会延长报废设备拆解周期），4、钢厂自产废钢持平（粗钢总量变化不大）。5、进口废钢虽然有增量，但体量太小。

所以不管是自上而下还是自下而上判断，都指向了一个方向，即 2023 年废钢供给量最理想的状态可能就是和去年持平，甚至略有减量。

价格层面：在废钢产业链中（终端产废-基地收废-钢厂耗废），钢厂议价能力最强，所以钢厂对于废钢这种炼钢原料具有较强的调节能力，而这种强调节能力恰恰使得废钢供需能始终保持紧平衡状态，行情大幅波动，但钢厂库存可用天数基本能够稳定。所以趋势上看，废钢价格始终跟随成材波动，两者的相关性甚至高达 95%。

从差异性角度看，在弱需求的背景之下，废钢动态波动区间对应于电炉谷电亏损和平电盈利之间。

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。

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。

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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>