

寻找黑色的底部

——中信期货 黑色·月谈 第 51 期 会议纪要

报告要点

3月15日，由中信期货主办的黑色·月谈第51期在线上举行，来自黑色领域的几位嘉宾为大家呈现了近期最核心观点与展望，以下为本次会议纪要。

摘要：

黑色月谈会议是每月一次的线上论坛，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：

1、《铁矿石行情展望》

徐 轲 中信期货研究所 黑色建材组资深研究员

2、《铁矿石现状分析及展望》

江 南 广东广物国际能源集团有限公司铁矿石研究员

3、《跌跌不休何时止》

张苏阳 厦门国贸金属国际市场部业务主管

4、《弱预期下的粗钢供需》

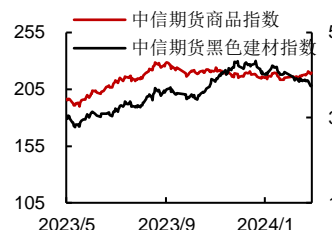
方 磊 泛询研究黑色研究员

5、《黑色板块基本面梳理与展望》

李亚飞 中信期货研究所黑色建材组高级研究员

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号



黑色建材研究团队

研究员：

余典

从业资格号：F03122523

投资咨询号：Z0019832

徐轲

从业资格证号 F03123846

投资咨询证书 Z0019914

李亚飞

从业资格号 F03106852

投资咨询号 Z0019913

尊敬的各位领导、嘉宾，投资和产业的朋友们，大家下午好，欢迎大家参加由中信期货主办的“黑色月谈”系列线上行情会，我是主持人——黑色建材组研究员余典。本期是我们春节后第一期黑色月谈，在当前时间点推出主要是因为最近行情较大，螺纹持仓创历史新高。有多头仓位的投资者一次次心理底线被打破，迫切想知道底部位置。空头同样纠结，在当前这个价位再往下可能也没有这么顺畅。从现实情况看，建材处于需求冰点，热卷表现不错，但独臂难支。预期利好肯定是有，盘面反套走势明显，但什么时候传导到钢材，是 05、10，还是 01？对于单边投机来说，踩对月度的节奏才是最重要的。面对这样的十字路口，我们今天邀请到了铁矿、钢材贸易、出口、基本面数据都非常了解的资深专家，他们从各自不同角度聊聊自己的看法，也欢迎各位听众在公屏上提出问题或者自己想法，看能否碰撞出更多的火花。

发言嘉宾 1：徐轲 中信期货研究所黑色建材组资深研究员

节后迎来钢企复产的季节性周期，但从实际复产情况来看，钢企复产频频落空，钢企铁水产出不增反降，进而加速矿价的回落。具体来看，节后钢企利润水平依然不佳，且无明显改善的预期，叠加市场对于 3-4 月份旺季需求落空的悲观情绪，2 月超过 7 家钢企，其中不乏大中型钢企选择延迟原计划 2 月中上旬的复产计划，进而使得铁水产出连续回落，整体 2 月日均铁水产出仅录得 222.8 万吨水平，较 2023 年同期的差距逐渐拉大。需求端的节后回落主导了铁矿石价格的承压下行，月度矿石价格的跌幅，进一步扩大至 7.9%。

展望后期，我们认为四大矿山 3 月发运存在一定变数。首先，虽然淡水河谷在 1 月披露的 2024 年生产发运目标继续维持在 2023 年 3.1-3.2 亿吨水平，但从其 2024 年 1-2 月份实际发运情况来看，已经实现 830 万吨的发运同比增量，照此节奏发展下去，淡水河谷将在控制发运和上调年度目标中间做出选择；其次，澳洲三大矿山发运扰动在两方面：其一，天气扰动，根据天气预测，3 月中旬西澳港口将再度迎来飓风扰动，因此大概率影响澳洲矿山的正常发货。其二，事故扰动，虽然假期期间澳洲三大矿山中力拓、必和必拓先后迎来事件扰动，但其实际落脚到矿石生产、发运的影响有限，反观年初 FMG 火车脱轨事故严重影响了其 1 月份乃至 2 月上旬的矿石发运，截止 2 月末，FMG 累计发运同比减少 500 万吨以上，鉴于 FMG 在事故处理过程中表态火车脱轨事故并不会改变其 2024 财年的发运目标，因此根据发运目标预测，3-6 月份平均的单周发运水平需要保持 15-17% 增速水平，对应后期发运持续创同期新高。综合考虑上述因素，预计 3 月四大矿山周均发运水平大体维持在 2000 万吨左右水平，视 FMG 的发运情况，月中有望创年内周度发运新高。

四大矿山之外，最新的中信泰富矿业 700 万吨年减产预期，将对冲全年其他非主流矿山增量，预计全年增量下降至 1100 万吨左右水平。此外更为重要的是，年内矿石价格已经下降 15-20 美元/吨，理论上对应至少 4300 万吨产能因亏损而降低供应，则我们认为非主流矿山在 3 月份的发运水平将会较 2 月下降一个台阶。

进而，我们认为 3 月全球矿石发运将会呈现主流矿山增、非主流矿山减的特征，整体发运水平有望维持同期高位水平。

进而通过发运的预期以及船运周期的传导，预计 3 月国内矿石到港水平将呈现先抑后扬的走势，3 月上旬到港水平的下降，核心在于 2 月下旬澳洲发运因飓风影响创年内发运新低这一传导。但自 3 月中旬开始，国内到港水平有望再度回升，主要受到 1-2 月份巴西矿石高发运的传导，同时前期非主流矿山的高发运，同样支撑 3 月中下旬的国内到港水平维持同期高位。

虽然节后铁水增产迟迟未能兑现，但结合钢厂的检修、复产计划，以及 3 月钢企存在增加产出的季节性特征，预计 3 月份铁水日均产出仍将恢复，但考虑到钢企利润水平偏差对于钢企复产的利空影响，预计 3 月铁水产出增加空间有限，预计 3 月日均铁水产出水平仅恢复到 225 万吨水平。同时鉴于自 2 月以来陆续超过 10 家钢企将原计划的复产时间延后，因此不排除在 3 月钢企利润水平依然不佳的背景下，钢厂仍有延迟复产的操作，叠加 3 月随着全国范围升温过程中伴随空气质量下降的可能，因此不排除环保限产政策出台阶段性抑制钢企复产。综合来看，3 月矿石需求预期恢复，但增加的水平有限，且存在较强的不确定性。

鉴于 3 月份矿石到港和铁水日产皆有回升的预期，且铁水增产空间有限，因此预计 3 月份进口矿石总库存难以持续、有效去化，总体延续 2 月以来 1.9 亿吨以上水平。从库存结构来看，随着后期的到货量持续低于年初水平，因此预计港口压港环节的矿石库存将继续下降，同时低利润、低开工的背景下，钢企对于原料的需求有限，预计 3 月的钢企矿石库存水平维持去年同期的低位。则至于港口环节，在 3 月下旬之前，仍有一定的累库预期，但增库的高度亦有限，预计在 1.42 亿吨左右水平。

结合对矿石 3 月基本面的分析，我们认为，供需端在 3 月皆呈现底部回升的态势，虽然供需矛盾较 1-2 月份改善，但仍不足以触发国内矿石高库存的有效去化，尤其是港口环节，随着库存同比增速的递增，预计矿石价格的下行压力将进一步增加。

发言嘉宾 2：江南 广东广物国际能源集团有限公司铁矿石研究员

价格总体仍不悲观，我们仍认为目前就是供需结构在时间上的错配，总量上面，目前确实是供强需弱的格局，但是结构上面这种供强需弱可能都存在一定的水分，即供给可能没有数据展现的强，需求也没数据所展现的弱。

预测的发运端贡献约 1742 万左右，实际转化到港约 1600，与海关 1-2 月份 1565 的数据差距不大。外矿有效库存偏平衡，非有效库存过剩，结构性矛盾突出。巴西矿今年增量的 60%被消耗，40%增量贡献了库存的累积，未兑现的发运仅 460 万。澳矿今年以来已经在减量了，但是减量的幅度还是不够，澳矿里包含了大量贸易环节被锁的库存。非澳巴矿中贸易矿居多，属于调味料，库存消耗缓慢，绝

大多数情况下属于非有效库存。

目前真实铁水可能比数据展示的铁水要高，最近几周以来，初步测算应该在 230 附近，铁水归处估计是卷板类，表征结果就是卷板去库缓慢，连续下跌的情况下库存不怎么累，侧面印证了板材下游的需求不差。

需求被抑制主要有几方面的原因：1、阴阳历影响，需求预期启动的时间偏早，需求实际启动的时间偏晚，供给端预期兑现的过早、过快。2、宏观数据表现不佳+政策刺激的连贯性差+资金到位晚且审批缓慢，这其中过年的客观因素，也有政策审慎的因素（两会临近），造成了添油的现实，抵押补充贷款（PSL）仅放了 5000 亿。3、产业现金流不充裕，生产采购都谨慎，不敢向市场披露太过真实的消息。4、价格下跌抑制需求，没人愿意接刀子，需求偏真实，缺少投机需求。

当下现实情况基本上没有隐性库存（库存集中于 1 线 2 线城市，3 线 4 线库存较干），在当前铁水背景下，铁矿全口径库存出现去化的迹象，铁矿石进口利润开始转负，进口窗口开始有关闭迹象。螺纹持仓过大，已经超过近两年来螺纹钢普通月份的月产量，现在小样本总库存才 1300。远月升水，换月硬亏，即决胜负，也决生死。

空黑色，多一切的套利策略，比如空黑色，多消费，走的也是一个时间差，时间也差不多到了。虽然有一部分需求已经消失，但是还有一部分需求在路上，虽会迟到，但是不会缺席，1-2 月份的数据基本可以确定不好看，因此 3-6 月份必然会发力。在需求没有来之前，晚复产甚至是不复产，就是最大的利好。

发言嘉宾 3：张苏阳 厦门国贸金属国际市场部业务主管

春节后黑色走了一轮负反馈，从宏观和基本面两个方面梳理：

宏观上来看，从去年一季度开始，国内的政策始终秉持“不搞刺激，适度宽松”的主基调，去影子债，财政杠杆以专项债为主。到去年四季度，前期的城投债和房地产债开始出现风险时，政策更加谨慎保守，从 12 个高债省暂停基建扩张扩大到 19 省，同时以经营贷等方式托底地产公司，借新还旧。今年两会延续了去年的基调，重点强调了“化债”和“高质量发展”，并首次提出“防止资金空转”和“脱碳”，也就看到今天的 MLF，央行投放 3870 亿，到期 4810 亿，进行收水。同时今年 2 月底 3 月初，钢材出口有一些传言出现，不允许钢坯出口，目前了解到的确有钢厂接到通知，若后面作为初级产品的粗钢被限制出口，确实符合高质量发展的方向，也不会太意外。总体来看宏观环境对黑色并不算友好，起不到向上的推力，从去年开始，基本面就成了黑色交易的主基调。

海外宏观方面，从去年 12 月美联储第一次透露降息意图后，到今年 2 月初，海外实际上已经交易完一轮这个降息预期，后面更倾向于是否软着陆或者衰退。

12月初美元第一次贬值时，曾经刺激出一波预期外的海外补库，东南亚及中国的钢厂订单都接的比较好，直接接满2月底甚至3月底，海外整体涨了100美金，美国热卷涨了200美金。但是这波买货需求并不持续，1月中旬以后就开始疲软，进入2月开始下跌，美国热卷2月至今现货跌幅超过300美金，欧洲跌幅80欧元，东南亚跌幅80美元左右，跌回11月价格。从钢材订单及微观的海外需求来看，实际呈现下降的趋势，并没有海外交易员预期得那么好。并且去年下半年海外钢厂有复产动作，以东南亚和印度为主，实际上12月这波补库有提前预支了需求的倾向。

基本面的来看，去年最亮眼的也在于出口。23年上半年，海外因加息导致的价格下跌和流动性紧张，欧美、印度、日韩等钢厂停减产较多，而中国得益于便宜优质的焦煤资源，主动扩张铁水，代替了海外钢厂，抢了一波订单红利，使得去年从一季度开始，维持了全年的高景气出口，钢材直接出口增量在2500万吨，汽车和家电的间接出口增量在1500-2000万吨左右，这部分增量给了中国钢厂日均8万以上的铁水增量。同时由于炉料的增产较慢，行成一小波供需错配。所以可以看到，去年5月下旬和10月下旬，2次价格下跌最终没有打出实质性负反馈，主要也是因为这两次下跌时，钢厂的有效订单增加，钢厂端压力始终不大，托住了价格。然而也正是因为去年比较强的基本面给了炉料支撑，12月底在炉料去库到极限后，走了一轮炉料逼空行情，铁矿触及近3年高点达到144美金，高利润给了矿山非常大的动力增产，所以看到1月份开始，各种非主流矿的供应猛增，同时主流矿山也有增产动作。同时因铁矿的暴涨体现出了废钢的性价比，钢厂添加废钢的动力很足，非钢到货量也大幅增加。而炉料供应扩张的1-2月刚好面临中国的春节，是钢材累库周期及需求最弱的时候，同时叠加海外需求的走弱，供需基本面迅速逆转，从供需错配变成供应过剩，尤以铁矿的累库幅度较为显著，铁元素迅速过剩。所以这一轮负反馈其实从2月初就有迹象，国内和海外需求同步下降，两项叠加，走出了炉料坍塌的顺畅的负反馈。

看后市走向，重点还在于需求。内需来看，由于谨慎保守的财政政策，基建再度发力的概率不大，房地产还在解决债务问题。实际上螺纹的需求并不是没有，而是始终受制于资金，资金的问题解决不了，螺纹和建材的需求差是明牌，从今年直供量同比下滑30%和工地开工率、劳务上功率偏慢都能看出来。非主流的需求，以型材、带钢来看，同比去年也出现较大幅度下滑，型材偏基建，带钢是由于去年脚手架管更新换代，释放了一波需求，今年没了。卷类需求，下游主要为制造业，实际上就看海外。去年因为便宜的焦煤和海外钢厂停产，卷板类出口较好，今年上半年东南亚钢厂有计划新增热卷线投产，供应压力是增加的，中国国内今年也有新增热卷线投产。另外海外需求经过前面一波超买，现在还在消化库存阶段，特别像印度、中东、南美这些去年新兴市场，印度的需求目前来看没有持续性，1-2月印度出口增量较大，同时因为他们国内大选，经济活动力度很弱，澳煤最近也在补跌，就是买盘太弱，前面的买家主要是印度人。中东和南美需求有一定持续性，中东斋月结束会有一波补库，而南美跟美国的需求更紧。欧美市场来看，欧洲的衰退还是比较明显的，订单量同比在下滑。而美国因为降息预期

减弱，流动性没有太多缓解，同时美国家庭的超额储蓄也快消化完了，美国工厂的1月新订单和2月零售也是下滑的，需求没有前面那么强。整体来看，国内和国外上半年还是处于供大于求的情况，原料的增产比需求的恢复快得多，向上的动力是弱的，需要缓慢消化过剩的原料问题，直到炉料再平衡。

估值来看，现在盘面螺纹处于高炉成本和电炉谷电成本之间，暂时低位震荡，缓慢去库，而铁矿因为2月的远期成交较多，有超买的迹象，都是从3月中旬陆续到港，因此整个3月铁矿大概率都是累库，下跌趋势没结束，也会拖累废钢价格，黑色的重心还会下移，只是材可能因为需求的回补会呈现抵抗式下跌。卷板的压力逐渐大于螺纹。要看到行情反转，需要看到炉料供应收缩，再平衡，或海外边际快速恢复，买盘爆炸增加，迅速解决过剩需求。目前短期靠需求比较难，炉料顺势往下可能更容易。在达到平衡点低位震荡后，等待下一个供需矛盾。。

发言嘉宾 4：方磊 泛询研究黑色研究员

整体定性为，预期悲观，边际矛盾出现缓慢缓解迹象，但是核心的需求改善驱动尚未出现，后续更多关注什么样的条件出现可能导致下跌趋势的终止。

整体粗钢平衡由于3月需求回复速度不及预期，导致整体供需平衡在3月出现一定程度走弱。今年产量最大的特点就是低铁水+高废钢组合，从高频数据来看，粗钢产量也是从3月以来，年内首次转负。

边际压力刚开始有一定缓解，但是尚不能解决当前的供需矛盾，按照去年低点时废钢日耗和铁水维持不动的情况，1-4月产量预计累计同比-3.16%，后续4月的需求还是比较关键，4月的需求回升速度还是要超过往年季节性回升幅度，整体来看，目前的供需基本还是没有复产空间，后续的好转的关键还是有赖于需求的改善。

今年年后需求最大的问题还是来自于基建的转弱，出口也较前期环比走弱。化债的推进，导致项目的新开推进都受到较大的影响，从目前了解的情况来看，今年专项债的发行速度较慢，也跟项目推进速度偏慢有关，偏多的思路就是债务全年额度不变，上半年发少了，所以会导致下半年发的多，市场普遍认为下半年的需求是好于上半年，这里就是还是需要高频专项债和下游资金的落地情况，3月下旬到4月是一个观察窗口期，目前3月整体发行量较低，距离计划还是有一定差距。

年后需求主要差在螺纹这里，需求回升明显慢于往年季节性，导致整体预期偏弱，螺纹年后三周的需求同比维持-15%以上，本周需求回升幅度慢于季节性，需求同比接近-30%，整体需求还是没有看到明显改善情况。

普遍焦煤给的估值1600附近阶段性底部，考虑铁矿发运偏高，100-90美金边际供给会出现一定减量，基本上对应螺纹成本3400-3500附近，从估值的角度

往下还是有一定承压空间。

基建的问题还是资金和项目的问题，后续改善还是要资金了解到明显好转，除了跟踪以外，其次就是关注债务发行速度，如果考到明显发行好转，边际改善后，市场对于后续的需求预期改善。

发言嘉宾 5：李亚飞 中信期货研究所黑色建材组高级研究员

黑色板块整体呈现为弱现实强预期的反套格局。钢材 10 合约升水 05 合约，且价差仍在扩大，铁矿基差走缩，5-9 反套明显，焦煤同样呈现 5-9 反套格局。弱现实对应当下的驱动，强预期对应远月的估值。

黑色产业链当下面临需求转弱负反馈和成本下移双重打击，所以行情下跌十分流畅。需求端的矛盾主要是围绕两会政策预期和钢材需求恢复速度开展。宏观预期偏弱。一方面，在地方两会报告中，16 个省市披露的 2024 固定资产投资增速目标有所下调，这与地产投资预期修正和债务压力等有关。另一方面，中央两会工作报告中关于基建和房地产投资方面表述偏谨慎，GDP 增速、赤字率和新增专项债等并未有超预期部分。1-2 月份专项债发行进度只有 10%，远远低于前两年的 20%水平。地产销售依然未见起色。与居民端相关的房地产，和与地方政府相关的基建双双转弱严重打击了钢材黑色预期。

现实层面主要是建材需求显著拖钢材总需求。以长材为例，供给端从春节前开始就一直走低，但不影响螺纹累库速度和高度，反映出需求降幅更大。水泥、混凝土出货量同比去年下降、杭州螺纹库存处于近 9 年新高、百年建筑网调研全国工地开复工情况显示，建筑工地开复工率同比降低 11%，劳务上工率同比降低 11%，上述诸多指标显示建材终端需求恢复偏慢，弱现实引导黑色板块下行。板材需求具备韧性，热卷开平量高于去年同期，玖隆库热卷加工量和出库量显示热卷需求良好、冷热价差处于近 3 年高位、卷螺价差走扩、中板热卷价差走高，以及近期终端调研数据均反映热卷需求韧性仍存。总量视角看，建材需求显著拖累钢材总需求，板材虽有韧性，但无法弥补建材需求缺失。

钢厂以销定产，供给端被动跟随需求调节。

炼钢成本存在进一步下行空间。铁矿 45 港口到货量同比去年增加 1800 万吨，全球发运同比去年增加 1000 万吨左右，主要是高价格刺激非主流发运回升，当前价格下，非主流和国产矿并不会出现明显减量。需求端看，钢厂利润不佳，制约铁水复产速度和高度，另外从钢厂检修数据以及钢厂盈利率指标看，未来一个月钢厂端都不会出现大幅增产。铁矿库存去化缓慢，弱现实引导价格进一步下移。焦煤库存处于近四年低位，但受制于弱需求，价格仍在阴跌。

静态看，黑色板块面临需求负反馈和成本下移，预计板块弱势延续。下方考验国产矿成本支撑。

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>