

研究员：丁祖超

期货从业证号：F03105917

投资咨询证号：Z0018259

☎: 021-65789252

✉dingzuchao_qh@chinastock.com.cn

tock.com.cn

当前黑色市场主要矛盾在哪？

摘 要：

本轮铁矿价格上涨自身产业基本面并未出现较大变化，市场对终端弱需求基本形成一致性预期，而市场如果交易宏观强预期逻辑应该会作用于整个黑色产业链，但事实价格上涨只体现在炉料端，因此**当前市场大概率并未交易需求端逻辑**，而更多的是交易**前期炉料悲观预期的修复+产业链结构性库存低位+资金对上游资源端的推升**。

今年国内终端用钢需求韧性较强，但建材市场的需求持续走弱带动市场悲观预期贯穿全年，而产业端相对于机构更加悲观导致最近 2 个多月建材市场一直在结构性去库。经历长时间地产端需求持续低位，当前市场对建材的弱需求预期基本形成一致，**因此市场对终端建材需求难以看到较大矛盾点**，而当前暴露出来的风险主要在**库存环节的结构性问题**。从当前市场来看，近期市场持续在修复上游炉料端估值，产业端对建材的悲观预期并未发生转变，而在市场预期发生转变后，产业端的补库会对黑色市场价格形成较强的推动作用。

一、当前黑色市场主要矛盾点有哪些

本轮铁矿价格上涨自身产业基本面并未出现较大变化，市场对终端弱需求基本形成一致性预期，而市场如果交易宏观强预期逻辑应该会作用于整个黑色产业链，但事实价格上涨只体现在炉料端，因此**当前市场大概率并未交易需求端逻辑**，而更多的是交易**前期炉料悲观预期的修复+产业链结构性库存低位+资金对上游资源端的推升**。

1、终端用钢弱需求预期贯穿全年

终端用钢弱需求预期博弈钢材表需高位。下半年地产新开工面积同比预计回落显著收窄，全年新开工面积预计回落近 20%。全年用钢需求回落超 2200 万吨，而下半年小幅回落 500 万吨（由于预售缓停工面积大幅攀升，而新开工直接计入施工面积，当前复工加快下致使单位施工面积的用钢强度提升）。下半年基建和制造业边际放缓，但仍会提供 600 万吨用钢增量，下半年总用钢增量预计近 400 万吨。终端用钢弱需求预期贯穿全年，但现实终端钢材表需较好，三季度非建材表需同比大幅增加。

表1：国内铁元素终端需求测算

国内需求	用钢占比/2022	2022	用钢增量	2023E	用钢增量	2023Q1	2023Q2E	2023H1E	2023H2
地产	32%	-20%	-7800	-8%	-2200	-700	-1000	-1700	-500
基建	20%	11%	1600	8%	1500	500	600	1100	400
机械	22%	5%	900	5%	600	200	200	400	200
汽车	7%	-2%	-100	3%	200	80	80	160	40
家电	2%	-3%	-60	3%	150	50	50	100	50
造船	2%	2%	30	15%	300	100	100	200	100
其他	15%	-6%	-800	2%	300	100	100	200	100
合计	100%		-6230		850	330	130	460	390

数据来源：银河期货

2、粗钢平控严格执行概率有多大？

粗钢平控政策与宏观预期博弈贯穿全年市场。统计局数据，1-8 月份国内生铁产量同比增加 2140 万吨，粗钢产量同比增加 1980 万吨，若粗钢平控落地执行，9-12 月份同比降幅达到 2000 万吨。同时 1-8 月份净出口钢材（包括钢坯）同比增加 1900 万吨，2022 年 9-12 月份净出口钢材 1800 万吨，若要达到平控的目的，假设今年 9-12 净出口钢材清零，国内需求的增量可以通过库存环节消耗，这样能基本达到平控的目标。但过去 5 年 9-12 月份净出口钢材月度均值在 370 万吨，若假设今年 9-12 月份月均也在 370 万吨，

那 9-12 月份净出口钢材同比可以压减 320 万吨，剩余缺口包括国内需求在内在有 2500 万吨，完全通过钢材库存环节根本无法实现（一般年底全产业链钢材总库存不到 3000 万吨，实际情况是库存去化达到 1000 万吨可以导致钢材价格出现大幅上涨）。

因此当前市场对于粗钢平控政策已经消化较多，终端钢材实际需求对政策的执行力度形成较强的压制，对整个黑色而言，严格执行平控致钢材价格大幅上涨，而在当前环境下严格执行粗钢平控导致钢材高利润显然会给予炉料较高的估值。对比来看，2021 年上半年粗钢平控预期持续得到市场交易，但钢材的高价格会给予炉料较高的估值（利润估值逻辑），而 2021 年下半年终端需求较快回落（宏观和产业共振），钢厂主动减产致黑色产业链价格共振下跌。因此，平控对市场的影响核心在于终端钢材需求是否存较大缺口，即使在供需层面会有所走弱，但钢材高价格对炉料价格支撑性较强。总结而言，粗钢平控政策的推行更多是在情绪层面给予炉料利空，短期对价格可能会有一定的冲击，但粗钢平控执行对钢材价格的支撑会部分对冲掉炉料需求端的利空。

因此整体来看，粗钢平控严格落地执行的概率其实并不太大，四季度粗钢会有较大幅度压减，但大概率仍是执行不到位，全年粗钢会有 1500 万吨以上增量，而且铁水贡献的增量接近 2000 万吨（四季度废钢消耗量同比预计较快回落）。

3、四季度废钢替代性消费有多少？

若四季度粗钢平控政策执行，虽大概率执行不及预期，但四季度粗钢同比仍会有较大下降空间，而废钢消耗量会显著降幅预计显著大于铁水降幅。对比 2022 年来看，3-5 月废钢日耗均值在 56.6 万吨，6-8 月份废钢日耗均值在 38.5 万吨，环比降幅达到 32%，而对比来看铁水降幅不到 10%，预计本轮粗钢平控政策的推动仍会在废钢环节出现较大力度下降。总体来看，四季度废钢消耗量同比预计回落 500 万吨以上，对铁矿替代性消费较强，而粗钢平控政策执行越严，废钢消耗量降幅也会越大。

4、海外需求韧性能否分流国内铁矿高供应？

从全年角度来看，全球铁矿供应端增量预计在 2500-3000 万吨，需求端国内小幅增加，海外在去年低基数背景下难以回落，而今年美国经济却表现出超出市场预期的韧性，欧美央行货币紧缩造成经济增速放缓，但海外整体经济不错，预计海外用钢仍有增量预

期（2022 年海外铁元素消费量基数较低，同比 2021 年下降近 5300 万吨）。而 2022 年供需基准存在 3000-4000 万吨缺口，因此今年全球铁矿供应端存 1000 万吨以上缺口。

钢材净出口会是国内粗钢平控政策的推进与海外钢材消费韧性的缓冲调节变量，1-8 月份进口铁矿累计同比增加 5300 万吨，在粗钢平控不及预期背景下，钢材净出口同比大增分流国内粗钢高供应。四季度国内平控政策的推进会率先在出口端显现出来，而海外需求韧性会导致高炉进一步提产，进而分流国内铁矿高供应。

5、黑色产业链价格能否再现共振下跌？

在当前高铁水背景下，市场非常关注铁水下降后能否出现以往共振下跌行情，而四季度铁水产量下降已经被市场预期到，对黑色价格的影响随着时间的推移会逐步消化。回顾以往几次行情：

（1）2021 年 10 月中旬：螺纹价格自 5800 下跌至 4200 左右，最大下降幅度 28%/绝对值 1600。（2）2022 年 6 月中旬：螺纹价格自 4700 下跌至 3600，最大跌幅达到 23%/绝对值 1100。（3）2023 年 4 月初：螺纹价格自 4200 下跌至 3400，最大跌幅达到 19%/绝对值 800。（行情开启时盘面高点逐步下降+下跌幅度越来越小+下降斜率显著放缓）

这三波行情是宏观面+基本面+资金面共振的结果。这三次大跌有一个明显的共同特征是炉料端成本大幅下降，主要体现在焦煤端（价格高点从 3800 到 2900 再到 1900），今年上半年焦煤价格大跌之后，黑色产业链所有品种基本全部消化完 2021 年大宗商品价格周期。而这三波大跌只有 2022 年 6 月份是铁水大幅下降，因此逻辑上的正确（铁水大降）与实际（黑色价格共振下跌）并未同步，即铁水是否大降与黑色共振下跌很难说具备较高相关性（正如铁矿价格与港口库存也并不具备负相关性）。

同时这三波共振下跌是基本面和资金共振的结果，整体呈现盘面高估值（前期宏观强预期推升）+市场预期发生转变（宏观+供需）+资金层面配合。而这一逻辑在四季度很难看到主要原因：一是当前成材估值并不高，炉料估值中性；二是市场预期很难发生显著转变，主要是地产端政策环比会进一步好转；三是单纯资金端的配合难以形成趋势性下跌。例如去年 10 月底以及今年 5 月底行情，完全由资金去主导而产业不配合往往反而是价格上涨的前奏（这两次和当前共同特征是全产业链铁元素总库存处于过去 6 年最

低水平)。

6、金融资本能否纠正产业端的悲观预期？

今年国内终端用钢需求韧性较强，但建材市场的需求持续走弱带动市场悲观预期贯穿全年，而产业端相对于机构更加悲观导致最近 2 个多月建材市场一直在结构性去库。

产业端对建材的悲观预期仍未发生转变。7-8 月份国内建材表需大幅低于去年同期水平，同比回落超 1000 万吨，虽地产端新开工持续回落，但二季度在地产新开工大幅回落背景下建材表需回落 400 万吨，一季度建材表需回落 200 万吨。虽三季度以来地产新开工大幅回落，同时存在天气超预期影响，以及基建边际放缓，但共同对建材消费量的影响应该远远低于 1000 万吨，**更多的可能因素是基于地产端悲观预期下游终端建材在主动降低库存，预计本轮终端表外去库力度超过 500 万吨。**

总结来看，经历长时间地产端需求持续低位，当前市场对建材的弱需求预期基本形成一致，同时下半年大概率呈现“旺季不旺”格局。**因此市场对终端建材需求难以看到较大矛盾点，而当前暴露出来的风险主要在库存环节的结构性问题。**从当前市场来看，近期市场持续在修复上游炉料端估值，产业端对建材的悲观预期并未发生转变，三季度建材终端持续在主动降库存，这一预期持续在市场中延续会导致终端持续降低库存，而在市场预期发生转变后，产业端的补库会对黑色市场价格形成较强的推动作用。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgysyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799