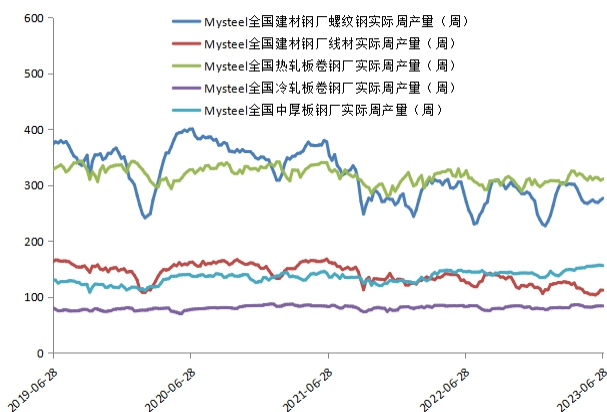


### 1.3 粗钢产量平控政策预期与3-5月份下跌行情下钢企主动减产，客观上对黑色系商品价格调整，起到重要的推波助澜作用

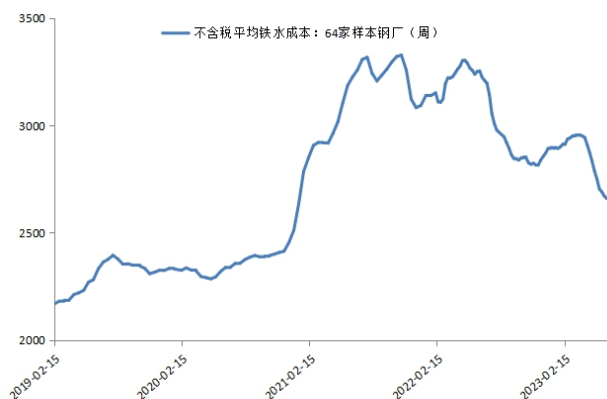
如果说3-5月份宏观经济的不及预期是导致钢材、铁矿石价格大幅回落的主要原因，那么粗钢产量平控政策预期和下跌行情下钢企的主动减产，客观上对黑色系商品价格调整，起到重要的推波助澜作用。其中的逻辑关系主要是：3-5月份宏观经济恢复不及预期——钢材下游需求仍较为疲弱——通过粗钢产量平控政策或钢企主动减产以达成供需平衡——钢铁原料需求萎缩——钢铁原料价格明显下滑——钢材成本降幅较大——钢材企业为竞争市场份额降低钢材价格——钢材企业利润短暂走扩后再度收窄——钢材企业进一步压低钢铁原料价格……

图9：钢材五大品种周产量：万吨



数据来源：Mysteel，建信期货研究发展部

图10：样本钢厂不含税铁水成本：元/吨



数据来源：Mysteel，建信期货研究发展部

从钢材五大品种周产量数据来看，4月下旬之后，螺纹钢、线材周产量明显回落，6月底该数据较4月14日当周分别下降8.3%和9.7%，同期热卷周产量降幅较小，仅为3.9%，而同期中厚板和冷轧周产量均有所上升，分别为6.6%和2.4%，五大品种降幅则为4.3%。

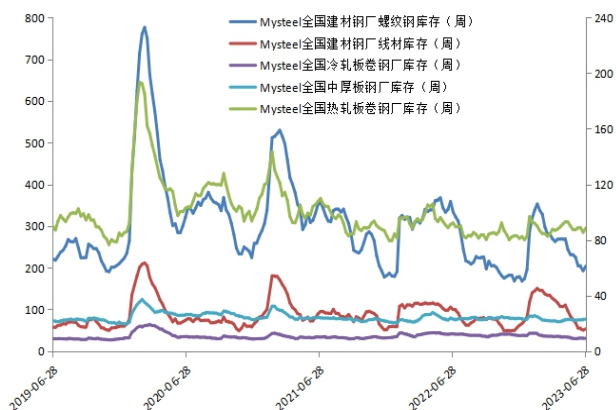
从64家样本钢厂不含税铁水成本数据来看，6月底该数据较4月14日当周下降288元/吨或9.8%，说明在该时间段钢材减产，的确表现出与铁水成本下滑，具有较为明显的同步关系，从而导致在钢厂减产的前期阶段，减产不仅不能稳住钢材价格，反而由于钢材成本明显下滑导致钢材价格跟随走弱。

### 1.4 5月下旬之后，螺纹钢低库存、低产量是对前期阶段性供需错配的及时补救，指引钢材和铁矿石行情企稳回升，有利于原料采购信心恢复

5月下旬之后，螺纹钢、铁矿石期货均有所反弹，其中主要因素除了国内宏观经济政策进一步宽松、国际地缘政治博弈和竞争趋缓、美国加息节奏放缓、美

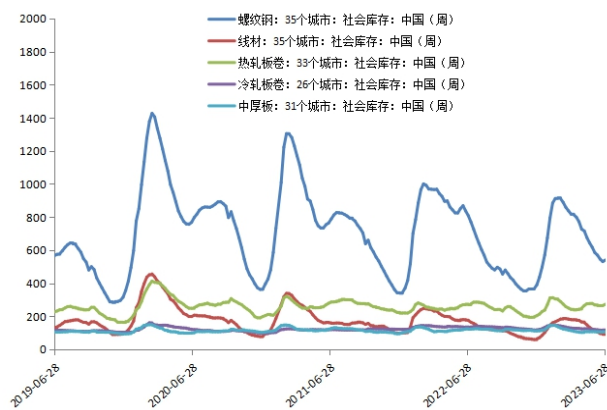
国银行业危机和债务危机暂时告一段落外，还有螺纹钢低库存、低产量功不可没，因为螺纹钢低库存、低产量是对前期阶段性供需错配的及时补救，且由于以螺纹钢为代表的建筑钢材价格触底回升，指引几乎钢材全品种和铁矿石行情企稳回升，这有利于钢铁原料采购信心的恢复，从而打破“钢材减产——原料价格下跌——钢材成本下滑——钢材价格下跌——钢厂利润下滑——钢材减产……”的负向循环链条，钢铁产业链上下游企业得以稳价、稳产、稳利润。

图11：钢材五大品种钢厂库存：万吨



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

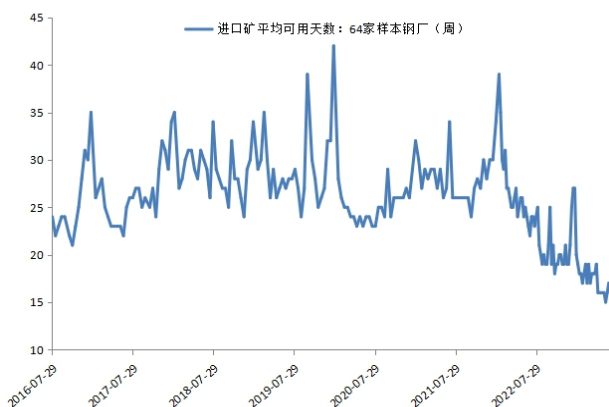
图12：钢材五大品种社会库存：万吨



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

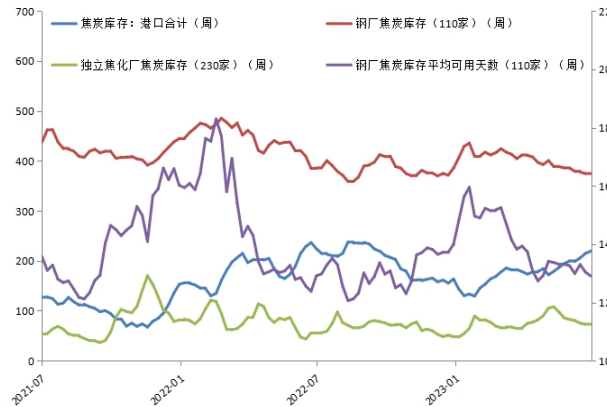
从螺纹钢钢厂库存和社会库存数据来看，6月底该数据分别较4月14日当周下降64.91万吨或24.2%、258.78万吨或32.4%，均处于2019年以来同期的偏低水平。

图13：钢厂铁矿石库存可用天数：天



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

图14：港口、焦化厂和钢厂焦炭库存：万吨、天



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

另一方面，样本钢厂铁矿石库存可用天数、样本钢厂焦炭库存可用天数，自4月14日至6月底分别出现探低至15天后回升至17天、探低至12.7天后回升

至 13.3 天又回落至 12.9 天的走势,说明钢厂对于原料采购的信心已经有所恢复,目前正处于补库的前期阶段。

不论是螺纹钢低库存、低产量,还是原料库存的企稳回升,都有利于钢材和铁矿石价格企稳回升,而原料采购信心的恢复,会进一步支撑钢材成本,构建钢铁产业链上下游企业成本、价格与利润的正向循环。

## 二、2023 年下半年走势展望：重点关注钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存持续的时间、幅度和传导机制，钢材行情的最大变化或来自政策面减产和成本与利润变化，下半年钢材需求不宜悲观，把握铁矿石行情的关键在于阶段性钢厂利润、钢材产量和铁矿石供应量

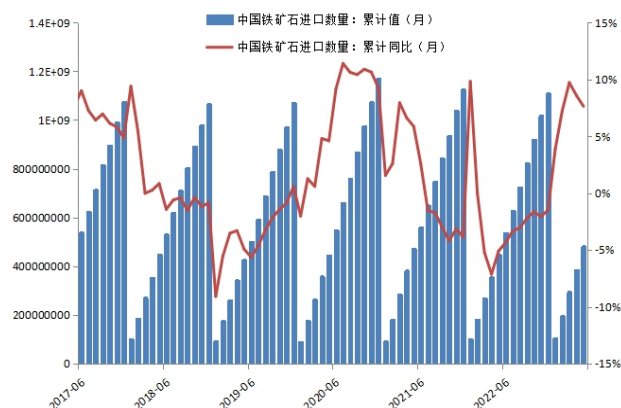
### 2.1 研判下半年行情的高度,需重点关注钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存持续的时间、幅度和传导机制

自 5 月下旬开启的本轮反弹行情,到底能走多远、走多高,就基本面来说,需要重点关注钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存持续的时间、幅度和传导机制,因为从供需大格局来看,今年总体上不会有太大的矛盾:

钢材需求较去年同期恢复有限,上半年钢材供应增量主要是在去年低基数的基础上实现的,下半年钢材供应会在去年高基数的基础上逐步回落,且粗钢产量平控政策也是悬在供应继续增长基本面上的一把利剑,总体上钢材供应宽松的局面将逐步得以缓和;

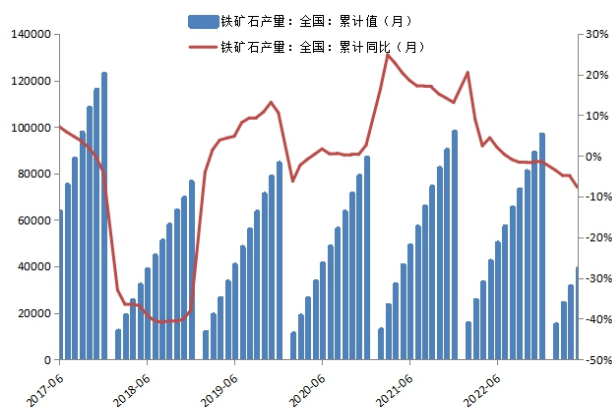
铁矿石需求变化基本上与钢材供应变化差别不大,所以今年铁矿石需求前高后低的趋势与去年相似,铁矿石供应变化主要来自于进口增长和国产矿产量下滑这两方面力量的对比,从 1-5 月份数据来看,我国铁矿石进口量同比增长 7.6%,同期国产矿产量同比下降 7.7%,考虑到我国对铁矿石进口依存度在 80%以上,那么总体上供应仍有约 4.5%左右的增长,高于同期我国粗钢产量 2.2%的同比增幅,所以 1-5 月份铁矿石供应较去年同期还是以趋于宽松为主。

图15：我国铁矿石进口量月度累计及同比：吨、%



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

图16：我国铁矿石产量月度累计及同比：吨、%

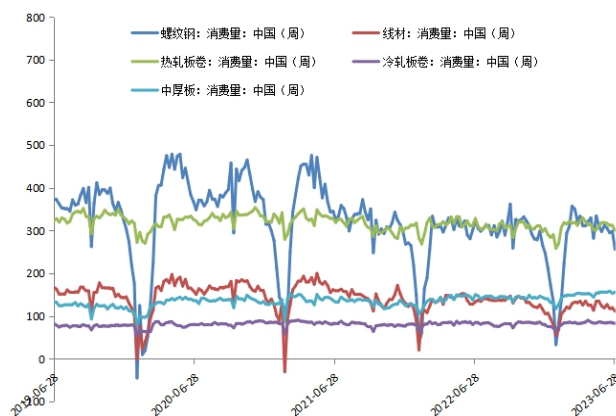


数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

但从阶段性供需对比来看,在目前钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存的情况下,钢材和铁矿石价格难以出现较为明显的回调。若钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存持续至8月中下旬甚至9月份之后,那么即便这两个库存数据没有进一步走低,也会导致钢材和铁矿石价格在6月份均价的基础上继续保持反弹趋势;若钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存进一步走低,且至少把低库存周期维持到8月份前期,那么其对钢材和铁矿石价格的传导效果,也会与上述前一种情况类似。

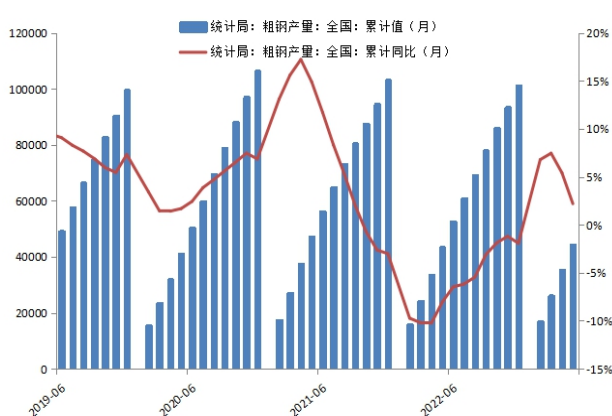
**2.2 弱需求恢复叠加从全部钢材产品视角来看供应充足的基本面,决定了下半年钢材市场的供需基本面矛盾并不显著,而钢材行情的最大变化或来自政策面减产和成本与利润变化**

图17：钢材五大品种表观消费量：万吨



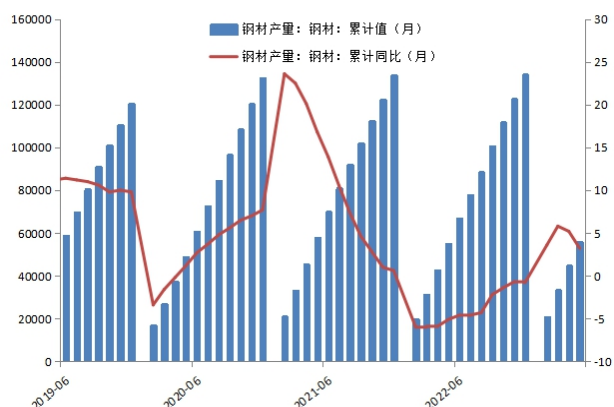
数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

图18：我国粗钢月度产量累计及同比增幅：万吨、%



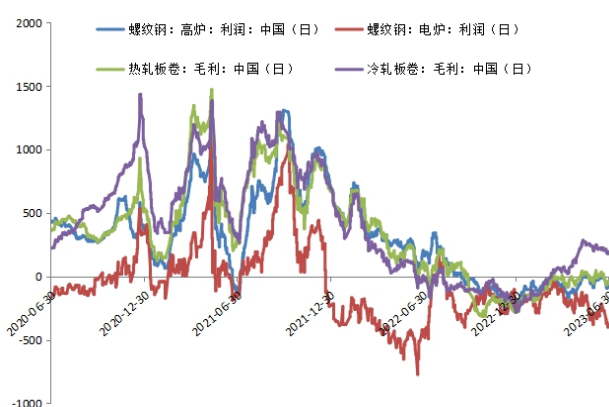
数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

图19：我国钢材月度产量累计及同比增幅：万吨、%



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

图20：主要钢材品种现货吨钢利润：元



数据来源：Mysteel, 建信期货研究发展部

我们在“2.1 研判下半年行情的高度，需重点关注钢厂铁矿石和螺纹钢社库低库存持续的时间、幅度和传导机制”一节中论证钢材市场的供需关系时已有所提及，概括总结出一句话就是：弱需求恢复叠加从全部钢材产品视角来看供应充足的基本面，决定了下半年钢材市场的供需基本面矛盾并不显著。这可以从以下数据找到相关依据：

截至6月底的上半年钢材五大品种表观消费量累计值2.39亿吨，较去年同期微降154.8万吨或0.6%；1-5月份我国粗钢产量4.45亿吨，较去年同期增长2.2%；1-5月份我国钢材产量5.57亿吨，较去年同期增长3.2%；考虑到6月份高频的周产量数据回落，那么钢材供大于求造成的需求缺口，或小于3%，整体上仍处在可以承受的范围。

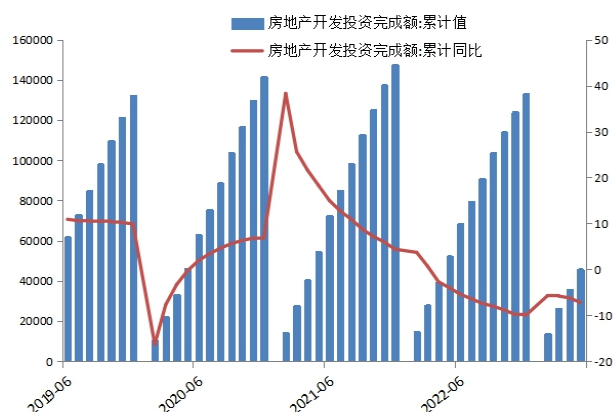
下半年钢材行情的最大变化或来自政策面减产和成本与利润变化：政策面减产将进一步减少4月下旬之前造成的供大于求的需求缺口；成本与利润的变化并没有明显的趋向性，尽管6月底7月初日均铁水成本延续下滑走势，但随着铁矿石价格的快速反弹，不排除在7月中旬之前，铁水成本转为回升走势的可能；而钢材利润的变化与成本变化关系密切，除非钢材价格走出向上或向下突破的独立行情，但这种情况在2020以来很少发生，钢材价格的涨跌往往伴随着原料成本向上或向下跟随。那么在可以预见的7-8月份，在6月中下旬铁矿石价格率先走高的带动下，钢材价格跟随成本上移的补涨行情可期，而由于钢材补涨节奏的缓慢，或在三季度造成钢材利润前低后高。



### 2.3 尽管房地产需求仍拖累建筑钢材需求向下压力较大,但汽车、造船、风光发电等工业制造用板材亮点渐显,叠加基建托底效果明显,下半年钢材需求不宜悲观

2023 年上半年,房地产需求延续拖累建筑钢材需求向下,这可以从房地产开发投资、房地产施工面积两大指标反映出来:1-5 月份,全国房地产开发投资完成额累计 4.57 万亿元,同比下降 7.2%;1-5 月份,全国房屋施工面积累计 77.95 亿平方米,同比下降 6.2%。

图21: 全国房地产开发投资及同比增幅: 亿元、%



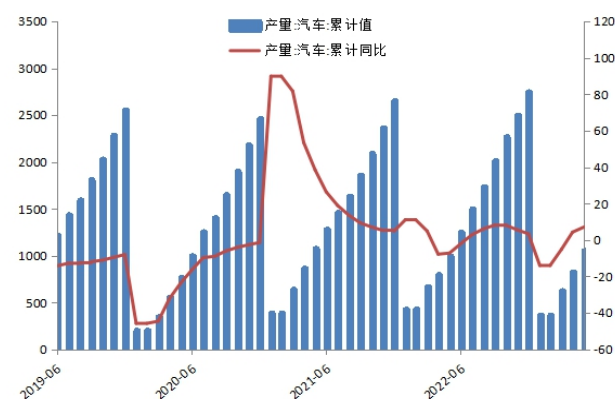
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图22: 全国房屋施工面积及同比增幅: 万平米、%



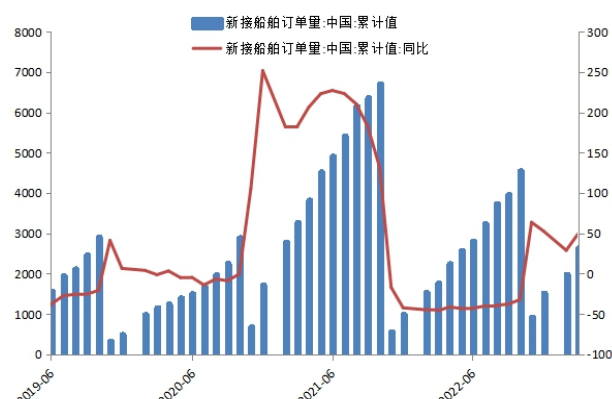
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图23: 全国汽车产量及同比增幅: 万辆、%



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图24: 全国新接船舶订单量及同比增幅: 万载重吨、%

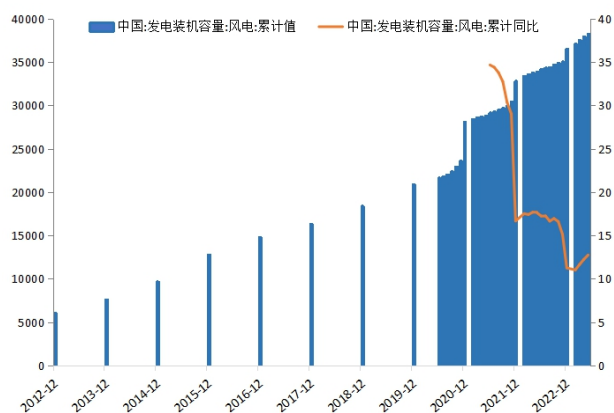


数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

尽管房地产需求仍拖累建筑钢材需求向下压力较大,但汽车、造船、风光发电等工业制造用板材亮点渐显:1-5 月份,全国汽车产量累计 1053.91 万辆,同比增长 7.1%;1-5 月份,全国造船新接订单累计 2645 万载重吨,同比增长 49.5%;

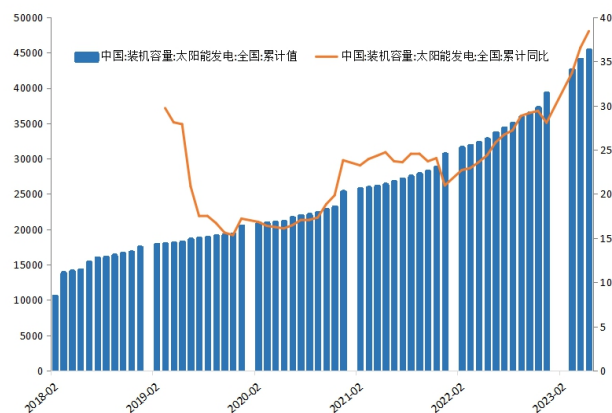
1-5 月份，全国风电装机量累计 3.826 亿千瓦，同比增长 12.7%；1-5 月份，全国光伏装机量累计 4.539 亿千瓦，同比增长 38.4%。

图25:我国风电装机容量累计及同比增幅:万千瓦、%



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图26:我国光伏装机容量累计及同比增幅:万千瓦、%



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

此外，1-5 月份，我国基建投资完成额累计同比增长 10.1%，显示基建托底效果明显。汽车、造船、风电、光伏、基建等行业需求的增长，在很大程度上抵消了房地产需求不足带来的需求缺口，从而不宜对下半年钢材需求过于悲观，要看到宏观经济驱动力从房地产相关上下游数百个旧行业向高端制造业、新能源和基建行业转型带来的结构性变化，以及由此引发的钢材需求的结构性变化带来的细分领域的商业机会。

## 2.4 钢厂利润恢复或收缩阶段，铁矿石价格弹性更大，如遇钢厂增产或减产，或铁矿石供应减少或增加，叠加效应更为明显，主要还是跟随钢材行情的阶段性涨跌起伏

理论上，铁矿石价格与钢厂利润呈正相关关系，而铁矿石供应量与铁矿石价格呈负相关关系。

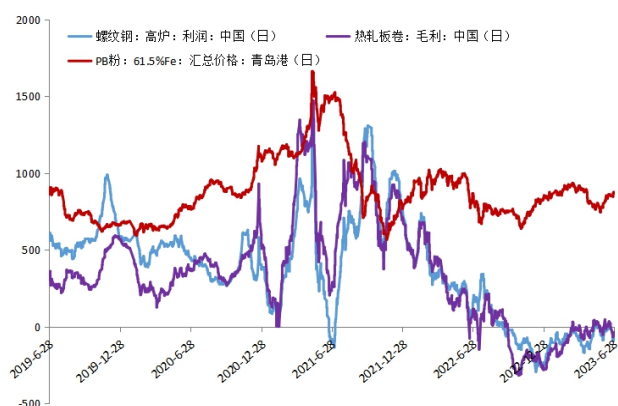
从近年来的历史数据来看，在钢厂利润恢复或收缩阶段，铁矿石价格弹性更大，比如去年 2 月中旬至去年 10 月底、11 月初，钢厂利润大幅收窄甚至转为亏损 150-310 元/吨，铁矿石价格也从 967 元/吨大幅下跌至 638 元/吨；去年 10 月底至今年 3 月底，钢厂利润表现为亏损幅度明显收窄甚至转为小幅盈利，同期铁矿石价格也大幅反弹至 918 元/吨。

在钢厂利润恢复或收缩阶段，如遇钢厂增产或减产，或铁矿石供应减少或增加，叠加效应更为明显，比如去年 4 月上旬至去年 10 月底，在钢厂利润收缩阶段叠加进口矿到货量 4 周移动平均值自 1955.7 万吨明显走高至 2336.2 万吨，同期

铁矿石价格自 1004 元/吨明显回落至 659 元/吨。

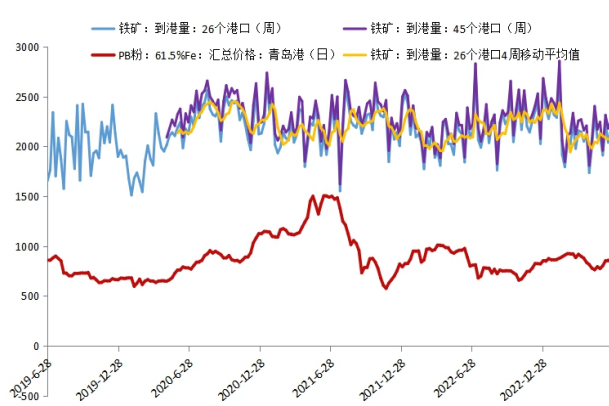
基于上述分析，我们认为，从大周期来看，铁矿石价格主要还是跟随钢材行情阶段性涨跌起伏，其中阶段性钢厂利润、钢材产量和铁矿石供应量发挥了关键作用。当上述三个因素中有两个甚至三个叠加，其造成利多或利空导致铁矿石价格上涨或下跌幅度更大。在下半年铁矿石价格趋势的研判和操作策略的把握方面，需要重点关注上述三个因素及其匹配所代表的意义。

图27：高炉螺纹、热卷利润与铁矿石价格：元/吨



数据来源：Mysteel，建信期货研究发展部

图28：铁矿石到港量与铁矿石价格：万吨、元/吨



数据来源：Mysteel，建信期货研究发展部

### 三、2023 年下半年操作思路：关注粗钢产量平控政策落地时间，钢材与铁矿石价格大概率呈底部抬升或长牛短熊趋势

#### 3.1 关注粗钢产量平控政策落地时间，通常在政策落地之后，钢材和铁矿石期货盘面会有阶段性强弱差异行情

由于 2022 年受疫情影响，粗钢产量平控政策并没有制定和执行，所以若考察 2023 年粗钢产量平控政策对钢材和铁矿石价格的影响，需要借鉴 2021 年 7 月下旬粗钢产量平控政策落地之后，钢材和铁矿石期货盘面对此行业政策的反应。

从 2021 年 7 月下旬粗钢产量平控政策落地之后，至 2021 年 10 月中旬，螺纹钢和铁矿石期货主力合约的价格走势来看，螺纹钢期货呈现出先抑后扬的走势，而铁矿石期货走势则表现为大幅下跌后有所回升，但整体上跌幅较大，与螺纹钢期货的偏强震荡、相对抗跌走势相比，铁矿石期货表现更为疲弱，这或许对 2023 年下半年粗钢产量平控政策落地之后，对钢材和铁矿石期货走势差异的预判，有一定的参考价值。



图29:2021年7月下旬粗钢产量平控政策落地前后螺纹钢期货主力合约价格走势：元/吨



数据来源：博易大师，建信期货研究发展部

图30:2021年7月下旬粗钢产量平控政策落地前后铁矿石期货主力合约价格走势：元/吨



数据来源：博易大师，建信期货研究发展部

### 3.2 下半年实体经济仍需政策支持加力，从托底到加力，有利于大宗工业品消费回升，钢材与铁矿石价格大概率呈底部抬升或长牛短熊趋势

基于1-5月份经济数据，以及主要大宗商品所涉及的关键行业表现，我们认为下半年实体经济仍需政策支持加力，从去年下半年的托底到今年下半年的加力，整体上将有利于大宗工业品消费回升，那么在供应基本稳定或小幅下降的情况下，钢材与铁矿石价格大概率呈底部抬升或长牛短熊的趋势。

如上述判断符合实际，那么从交易策略的方向来说，中长线逢低买入保值或投资，穿插短波段逢高卖出保值或投资，或许是下半年理性、务实、紧跟政策方向、在供需博弈中更易于胜出的交易策略。

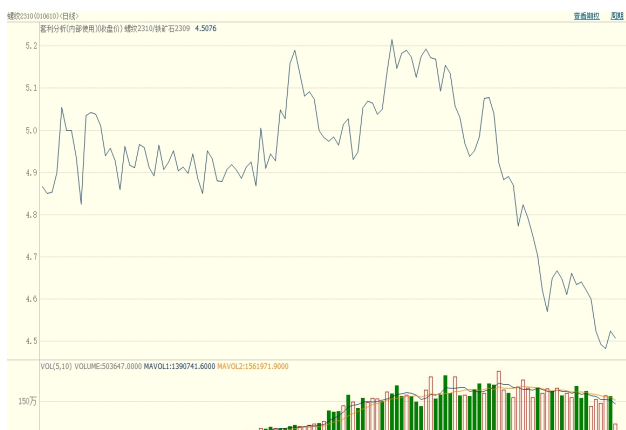
从近年来钢材和铁矿石期货的行情走势来看，大部分交易时段也反映出长牛短熊的格局，这决定了阶段性空头不宜恋战，而中长线多头不宜早早撤出的基本操作思路。

### 3.3 粗钢产量平控政策落地前后，或许是钢弱矿强行情即将结束的临界点，四季度煤焦价格弱势或将有所改变

在钢矿煤焦套利方面，结合上述分析可以得出一些值得推敲和验证的结论：粗钢产量平控政策落地前后，或许是钢弱矿强行情即将结束的临界点；今年是对2020年四季度开始的煤焦进口量明显萎缩的大幅修正，焦煤供应的快速回升带来煤焦价格的疲弱行情仍在进行时，但四季度焦煤价格弱势或将有所改变，届时螺纹钢焦炭比、螺纹焦煤比将有较明显回落；去年年底至今年6月上旬，焦炭焦煤比

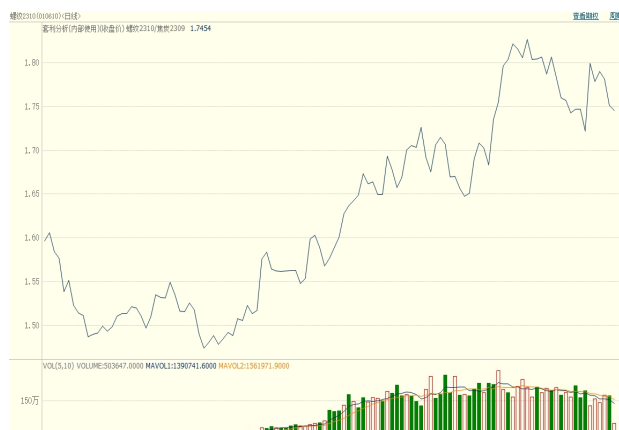
已经历了两次冲高回落,以 2309 合约为例,其间自 1.44 的低点最高攀升至 1.61,6 月底至 1.57,已明显超出 2021 年 3 月以来的正常区间,考虑到焦煤供应回升仍在进行中,预计三季度焦炭焦煤比或出现第三次冲高回落,但最高或难以逾越 2020 年 11 月创下的前高 1.69,后市可以在 1.5-1.69 的震荡区间尝试波段操作。

图31: 螺纹钢2310/铁矿石2309比值:



数据来源: 博易大师, 建信期货研究发展部

图32: 螺纹钢2310/焦炭2309比值:



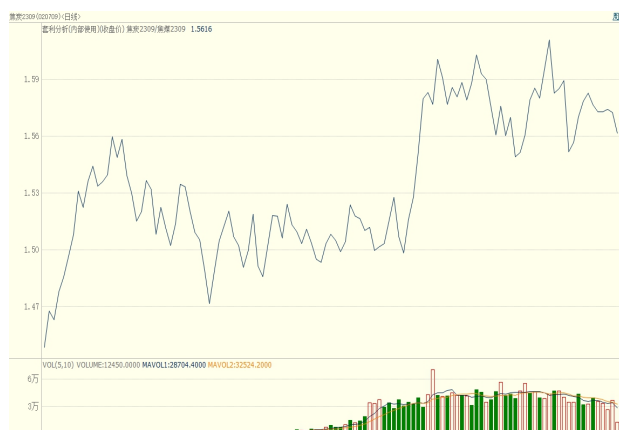
数据来源: 博易大师, 建信期货研究发展部

图33: 螺纹钢2310/焦煤2309比值:



数据来源: 博易大师, 建信期货研究发展部

图34: 焦炭2309/焦煤2309比值:



数据来源: 博易大师, 建信期货研究发展部

## 【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

### 免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

### 深圳分公司

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211

电话:0755-83382269 邮编:518038

### 山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

### 上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

### 北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

### 福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

### 郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

### 宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

### 总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

### 西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

### 浙江分公司

地址:杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室

电话:0571-87777081 邮编:310003

### 上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

### 广州营业部

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

### 泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

### 厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

### 成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

## 【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533

邮箱:service@ccb.ccbfutures.com

网址: <http://www.ccbfutures.com>