

防范建筑消费弱背景下的产业向下压力

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

联系人

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

刘国梁

✉ liuguoliang@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2024 年一季度, 在建筑弱需求的背景下, 钢材下游主动去库, 造成铁元素库存大幅累积在上游, 现货出现了显而易见的流动性挤兑风险, 原料也同步主动去库, 成本不断下移, 从而形成钢铁全链条的负反馈, 无论是钢材价格, 还是铁矿、双焦、废钢等原料价格均出现大幅下跌, 截止目前, 建筑需求仍没有好转迹象, 甚至可能出现进一步走弱, 因此黑色商品价格仍旧呈现震荡偏弱走势。

核心观点

■ 市场分析

今年一季度, 建筑活动启动缓慢, 以螺纹钢为首的黑色系商品价格快速下跌, 螺纹及热卷现货价格跌幅超过 12%。受此拖累, 原料价格大幅下挫, 其中废钢相对抗跌, 跌幅仅为 10.6%, 铁矿、双焦下跌较为明显, 跌幅超过 20%, 焦煤下跌最为显著, 跌幅接近 30%。

此次黑色产业的负反馈归咎于地产和基建的双重弱势。2024 年 1-2 月份, 地产数据表现不佳, 投资、开工、及销售均呈现明显负增长, 各地房价也持续走弱。尽管 3 月以来, 中央及监管部门持续释放稳楼市的积极信号, 但由于政策力度相对有限, 对于楼市提振有限。除此之外, 高频数据显示二手房市场活跃度有所提升, 但更多是通过“以价换量”带动重点城市的二手房成交, 新房仍旧不佳, 整体一季度房地产疲态尽显。

同时, 2024 年一季度地方政府债券发行节奏放缓。截至 3 月 31 日, 2024 年地方债发行 15739 亿元, 同比下降 25.40%, 其中新增专项债券发行 6281.04 亿元, 同比下降 53.26%。除此之外, 部分省份面临较大化债压力, 整体资金紧张制约了基建项目的运转。

不同于地产和基建, 制造业表现亮眼。2024 年 1-2 月份制造业投资同比增 9.4%, 增速加快 2.9 个百分点。特别是电气机械器材、铁路船舶航空航天设备等行业迅速增长, 为经济结构调整和产业升级提供了新的动力。3 月份, 制造业 PMI 指数大超市场预期, 其中新订单、新出口订单指数明显抬升, 表明制造业内外需同步回升。

建筑弱需求下, 钢材下游主动去库, 造成铁元素库存大幅累积在上游。尽管制造业需求良好, 但仍然难以抵挡地产和基建的拖累。据中钢协数据, 2 月份钢厂财务库存大幅走高至 1800 万吨, 明显高于往年同期水平。同时, 低需求也制约了钢厂生产强度, 使得原料铁矿、双焦的需求走弱, 原料库存累积在上游, 其中港口铁矿也快速增加至 1.4 亿吨, 累库幅度远超季节性。同样, 焦化厂焦炭库存及煤矿炼焦煤库存都来到历史相对高位。

黑色产业链出现负反馈, 成本不断下移。高库存下, 各品种现货面临流动性挤兑风险, 黑色商品价格呈现螺旋式下跌, 负反馈愈演愈烈, 成本不断下移。据华泰期货黑色组测

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

算，唐山、江苏生铁即时成本下移幅度超过 20%，富宝测算的华东电炉平电成本下跌幅度超过 11.3%。

“金三”旺季已然结束，“银四”并未有更多期待，建筑需求或将进一步走弱，整体黑色商品价格难以形成趋势性反转，反弹仍然是较好的做空机会。

■ 策略

逢高放空近月螺纹，螺纹 5-10 反套。

■ 风险

超预期利多政策、粗钢平控政策、原料供应大降、废钢到货持续收缩等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
前言	5
一、 2024 年一季度黑色行情回顾	5
二、 资金收紧，建筑活动缓慢，拖累整体行业	6
2.1 地产数据不佳，政策效力有限	6
2.2 债券发行缓慢，建筑活动受限	8
2.3 制造业强劲，部分对冲建筑需求下滑	9
三、 下游主动去库，库存向上游转移	11
四、 产业链负反馈，成本快速下行	12
五、 机会及风险点	13

图表

图 1: 上海螺纹现货价格走势 单位: 元/吨	5
图 2: 乐从热卷现货价格走势 单位: 元/吨	5
图 3: 全国废钢价格指数走势 单位: 元/吨	6
图 4: 铁矿 62%普氏指数走势 单位: 美元/吨	6
图 5: 日照港准一级冶金焦价格走势 单位: 元/吨	6
图 6: 山西柳林低硫主焦煤价格走势 单位: 元/吨	6
图 7: 房地产开发投资完成额同比 单位: %	7
图 8: 房屋新开工面积同比 单位: %	7
图 9: 房屋施工面积同比 单位: %	7
图 10: 商品房销售面积同比 单位: %	7
图 11: 30 城商品房成交面积 (月均) 单位: 万平方米	7
图 12: 中长期居民新增人民币贷款 单位: 亿元	7
图 13: 基础设施建设投资额当月同比 单位: %	8
图 14: 2024 年一季度已发行地方债规模 单位: 亿元	8
图 15: 新增地方政府专项债 (发行) 单位: 亿元	8
图 16: 新增地方政府一般债 (发行) 单位: 亿元	8
图 17: 国债 (发行) 单位: 亿元	9
图 18: 城投债净融资 单位: 亿元	9
图 19: 制造业固定资产投资累计同比 单位: %	9
图 20: 制造业 PMI 指数 单位: %	10
图 21: 制造业 PMI 指数分项 单位: %	10
图 22: 四大家电产量同比 单位: %	10
图 23: 机电产品出口金额累计同比 单位: %	10
图 24: SMM 钢材出口 (月度周均) 单位: 万吨	11

图 25：粗钢月度净出口 单位：万吨	11
图 26：中钢协：钢厂财务库存 单位：万吨	11
图 27：进口铁矿港口库存 单位：万吨	11
图 28：全样本独立焦化厂焦炭库存 单位：万吨	12
图 29：中国炼焦煤煤矿库存 单位：万吨	12
图 30：唐山、江苏生铁即时成本 单位：美元/吨	12
图 31：华东电炉平电成本 单位：元/吨	12

前言

2024 年开年以来，房地产毫无疑问继续对黑色产业链形成巨大拖累。其次，作为近几年重要的支撑项——基建，在各省发债速度减慢的背景下，同样无法提供钢材需求的增量。除此之外，制造业的发展仍然维持较高增速，但随着国家逐步朝新质生产力方向转型，其对于传统钢材需求的拉动已无法对冲地产、基建等相关需求的拖累。

那么，建筑弱需求的背景下，黑色产业链各环节如何运行？黑色商品价格呈现怎样走势？后续又将如何发展呢？让我们详细解读。

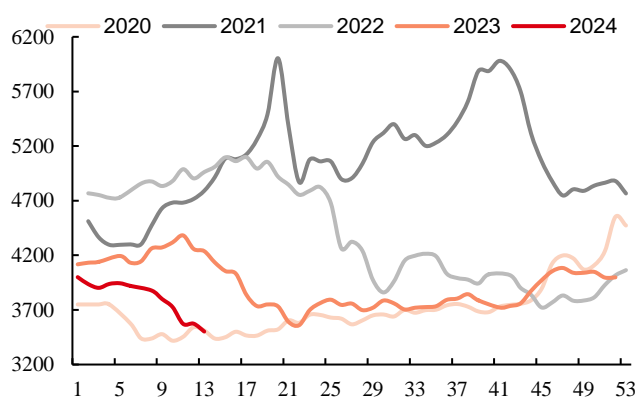
一、2024 年一季度黑色行情回顾

2024 年一季度，各地资金紧张，建筑活动启动缓慢，以螺纹钢为首的黑色系商品价格出现快速回落，其中上海螺纹现货价格从 4000 元/吨下滑至 3500 元/吨，降幅 12.5%，乐从热卷现货价格从 4200 元/吨下滑至 3660 元/吨，降幅 12.8%。

不同于往年的“金三”旺季，今年钢材终端建筑需求表现不及预期，使得钢材价格大幅回落。市场悲观情绪下，各环节主动去库，黑色产业链形成持续负反馈，原料价格受到拖累，尤其是原料铁矿和焦炭，其现货价格跌幅超过 20%，焦煤价格下跌最为显著，跌幅接近 30%。

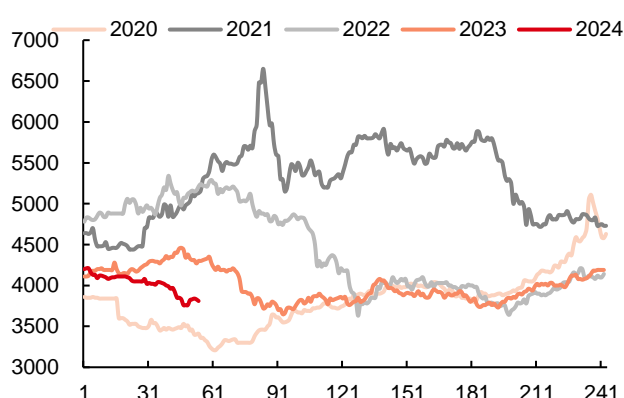
具体而言，全国废钢价格指数由 2736 点下跌至 2445 点，降幅 10.6%；铁矿普氏指数由 136 美元/吨跌至 104 美元/吨，降幅 23.5%；日照准一级冶金焦由 2358 元/吨下跌至 1862 元/吨，降幅 21%；山西柳林低硫主焦煤价格由 2550 元/吨下跌至 1800 元/吨，降幅 29.4%。

图 1：上海螺纹现货价格走势 | 单位：元/吨



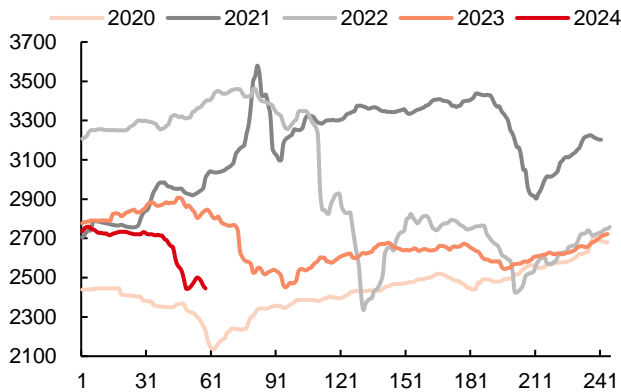
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 2：乐从热卷现货价格走势 | 单位：元/吨



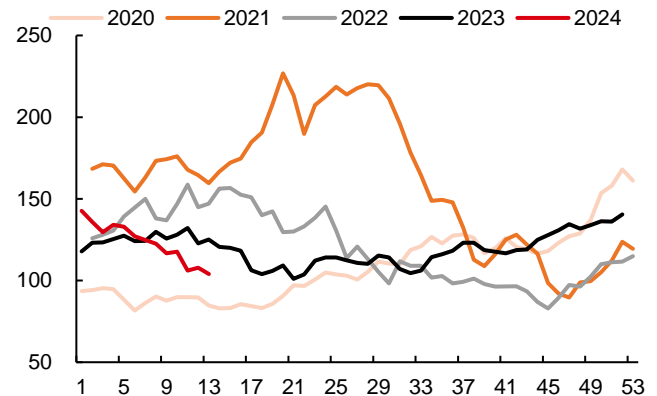
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 3：全国废钢价格指数走势 | 单位：元/吨



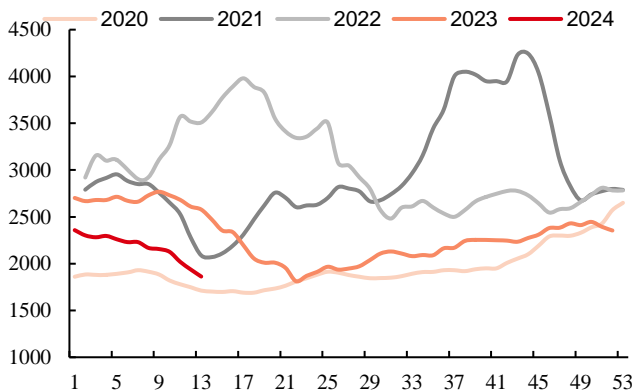
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 4：铁矿 62%普氏指数走势 | 单位：美元/吨



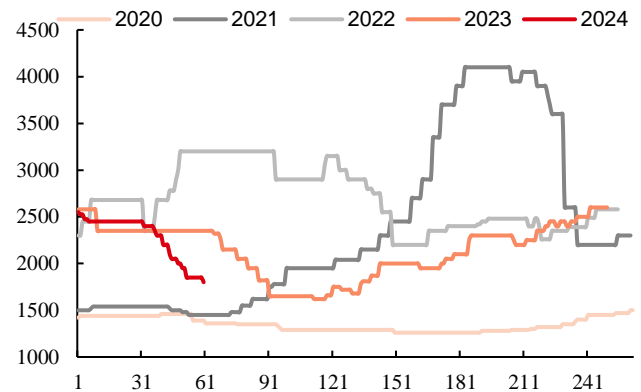
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 5：日照港准一级冶金焦价格走势 | 单位：元/吨



数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 6：山西柳林低硫主焦煤价格走势 | 单位：元/吨



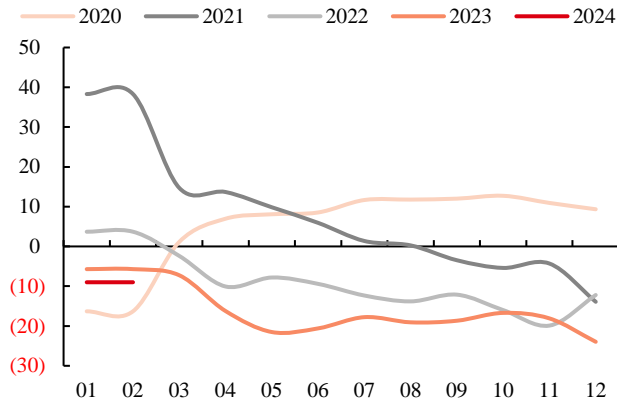
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

二、资金收紧，建筑活动缓慢，拖累整体行业

2.1 地产数据不佳，政策效力有限

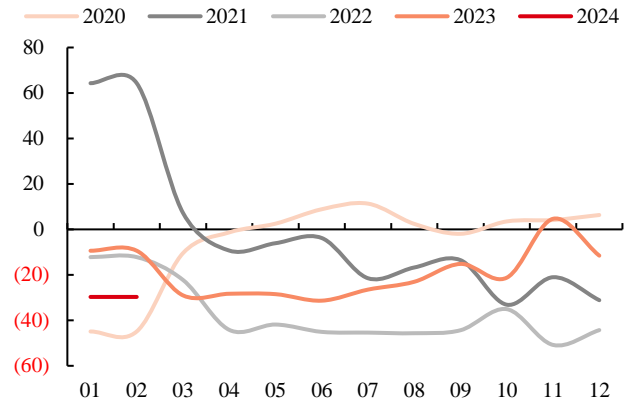
2024 年 1-2 月份，地产数据表现不尽如人意，投资、开工、及销售均呈现明显负增长，各地房价也持续走弱。尽管 3 月以来，我们看到中央及监管部门持续释放稳楼市的积极信号，类似于杭州全面取消二手房限购、北京取消离婚购房年限限制、上海、深圳调整优化“70/90”政策，但由于政策力度相对有限，对于楼市提振有限。除此之外，高频数据显示二手房市场活跃度有所提升，但更多是通过“以价换量”带动重点城市的二手房成交，新房仍旧不佳，整体一季度房地产疲态尽显，建筑活动回升速度缓慢，从而拖累建筑钢材需求。

图 7：房地产开发投资完成额同比 | 单位：%



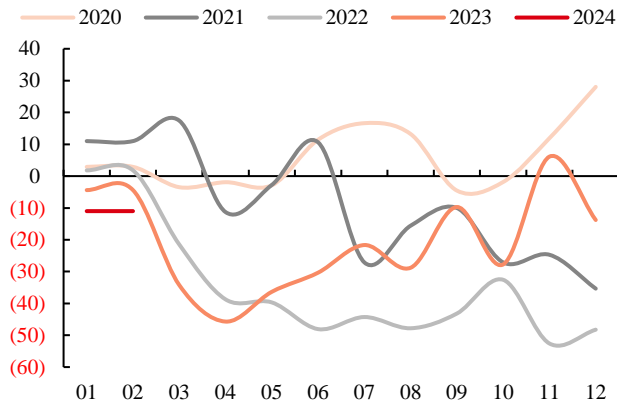
数据来源：统计局、华泰期货研究院

图 8：房屋新开工面积同比 | 单位：%



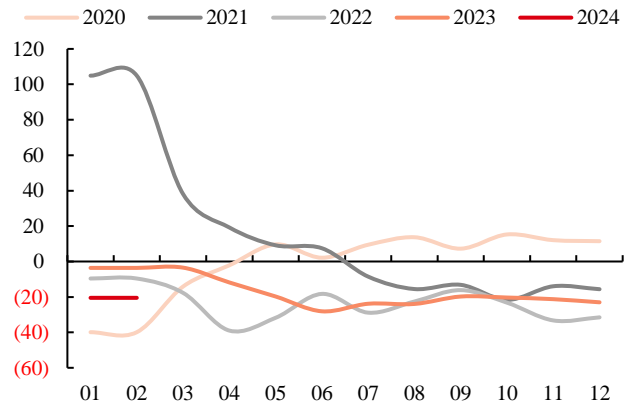
数据来源：统计局、华泰期货研究院

图 9：房屋施工面积同比 | 单位：%



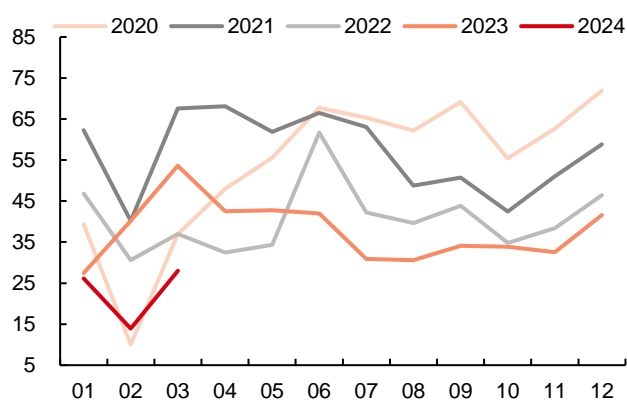
数据来源：统计局、华泰期货研究院

图 10：商品房销售面积同比 | 单位：%



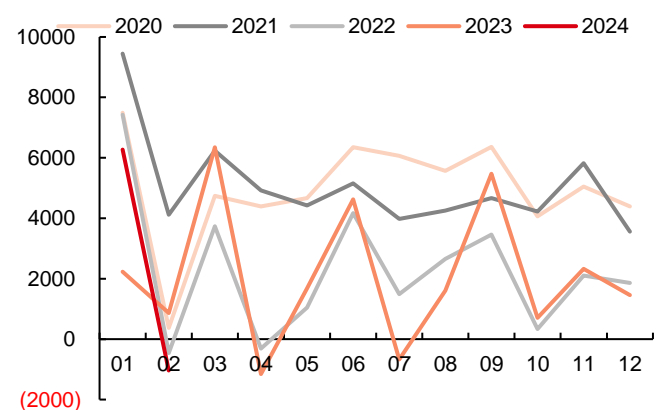
数据来源：统计局、华泰期货研究院

图 11：30 城商品房成交面积(月均) | 单位：万平方米



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 12：中长期居民新增人民币贷款 | 单位：亿元

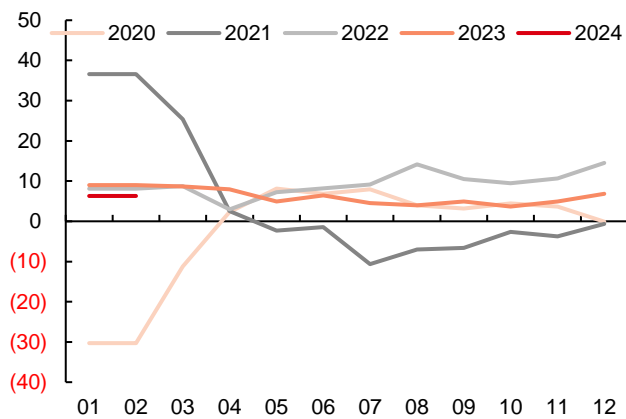


数据来源：Wind、华泰期货研究院

2.2 债券发行缓慢，建筑活动受限

2024 年 1-2 月份,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 6.3%,增速加快 0.4 个百分点。然而,相比于去年一季度,2024 年一季度地方政府债券发行规模及节奏均有所放缓。截至 3 月 31 日,2024 年地方债发行 15739 亿元,同比下降 25.40%,其中新增专项债券发行 6281.04 亿元,同比下降 53.26%。除此之外,部分省份面临较大化债压力,整体资金紧张制约了基建项目的运转,难以在未来一段时间内形成实物工作量,进而拖累建筑钢材需求。

图 13: 基础设施建设投资额当月同比 | 单位: %



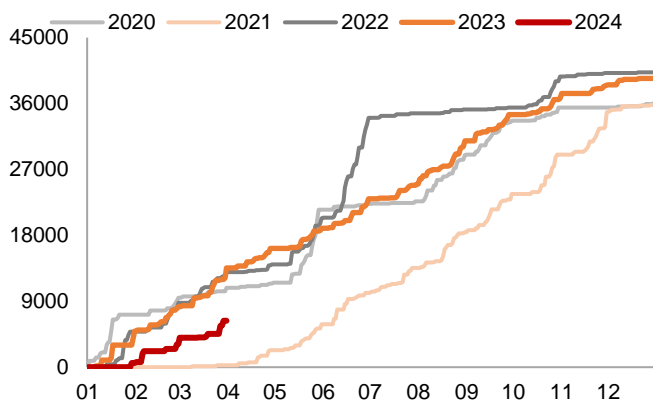
数据来源: 统计局、华泰期货研究院

图 14: 2024 年一季度已发行地方债规模 | 单位: 亿元

项目	2024年发行金额	2023年发行金额	同比
地方政府债券	15738.61	21096.58	-25.4%
一般债券	509.31	5915.37	-91.4%
专项债券	10699.29	15181.21	-29.5%
新增债券	8422.74	16693.87	-49.5%
新增一般债券	2081.5	3125.57	-33.4%
新增专项债券	6341.24	13568.29	-53.3%
再融资债券	7315.87	4402.72	66.2%
再融资一般债券	2957.82	2789.8	6.0%
再融资专项债券	4358.05	1612.92	170.2%

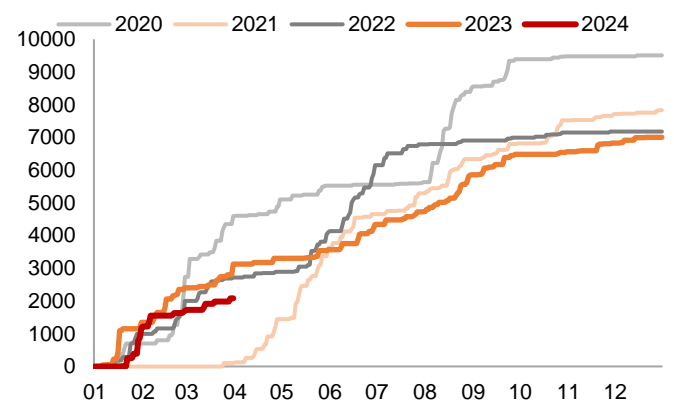
数据来源: 专项债信息网、华泰期货研究院

图 15: 新增地方政府专项债(发行) | 单位: 亿元



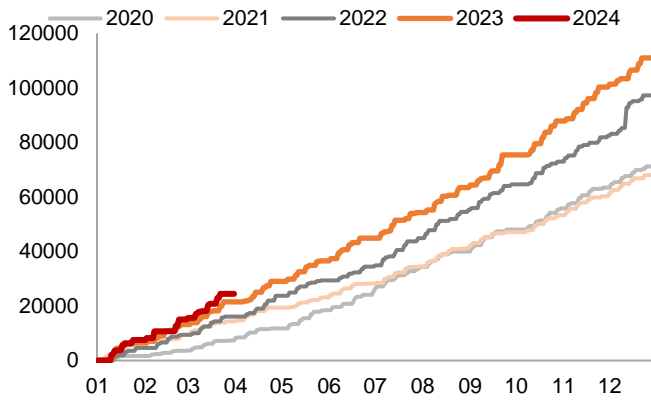
数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 16: 新增地方政府一般债(发行) | 单位: 亿元



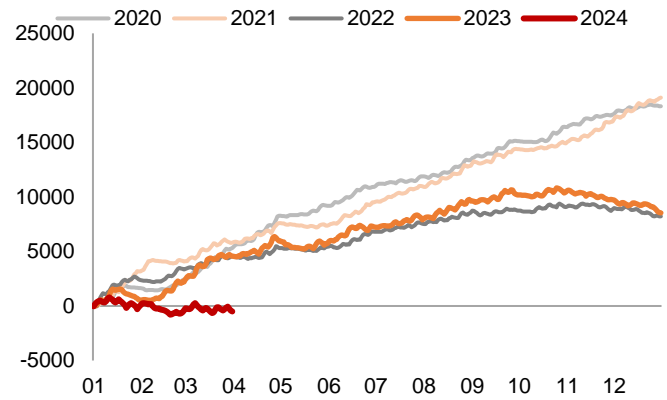
数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 17：国债（发行） | 单位：亿元



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 18：城投债净融资 | 单位：亿元



数据来源：Wind、华泰期货研究院

2.3 制造业强劲，部分对冲建筑需求下滑

不同于地产和基建，制造业表现亮眼，2024 年 1-2 月份制造业投资同比增 9.4%，增速加快 2.9 个百分点。特别是电气机械器材、铁路船舶航空航天设备等行业迅速增长，为经济结构调整和产业升级提供了新的动力。

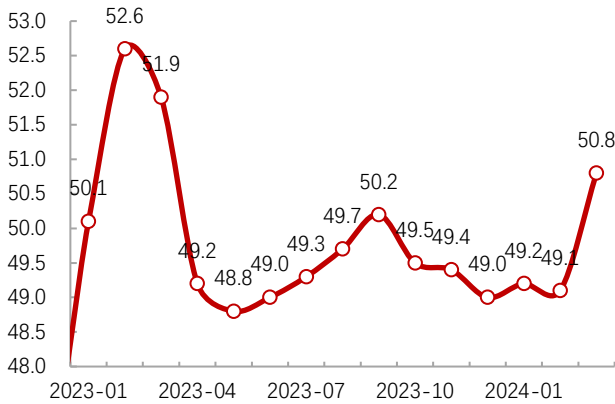
3 月份，制造业 PMI 指数大超预期达到 50.8%，比上月上升 1.7 个百分点，重回扩张区间，企业生产经营活动加快，制造业景气回升。其中新订单指数上升 4 个百分点至 53%，新出口订单指数上升 5 个百分点至 51.3%，表明国内制造业生产逐步改善，同时海外制造业也同步回暖，带动内外需共同回升。

图 19：制造业固定资产投资累计同比 | 单位：%

制造业固定资产投资累计同比：%					
日期	2020	2021	2022	2023	2024年2月
制造业总体	3.1	-2.2	13.5	9.1	9.4
电气机械及器材制造业	-7.5	-7.6	23.3	42.6	24.1
计算机、通讯和其他电子设备制造业	16.8	12.5	22.3	18.8	14.8
化学原料及化学制品制造业	4.2	-1.2	15.7	18.8	14.0
汽车制造业	-1.5	-12.4	-3.7	12.6	7.0
专用设备制造业	9.7	-2.3	24.3	12.1	12.0
副食品加工业	-8.7	-0.4	18.8	15.5	13.6
通用设备制造业	2.2	-6.6	9.8	14.8	11.3
有色金属冶炼及压延加工业	1.2	-0.4	4.6	15.7	23.2
食品制造业	-3.7	-1.8	10.4	13.7	22.5
金属制品业	-3.9	-8.2	11.4	11.8	9.2
医药制造业	8.4	28.4	10.6	5.9	2.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.5	2.5	20.5	1.7	25.0
纺织业	-8.9	-6.9	11.9	4.7	-

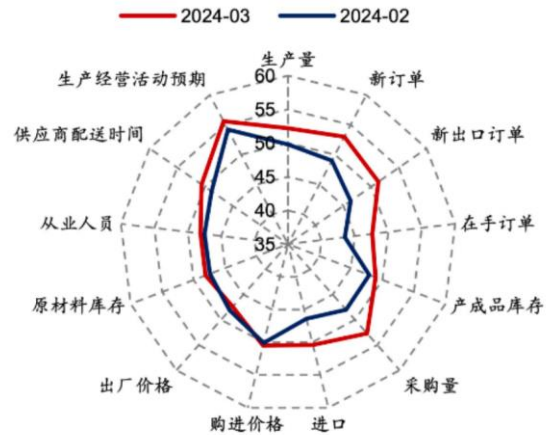
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 20：制造业 PMI 指数 | 单位：%



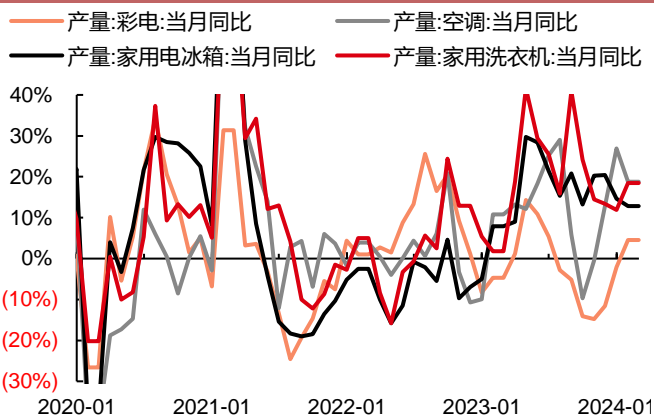
数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 21：制造业 PMI 指数分项 | 单位：%



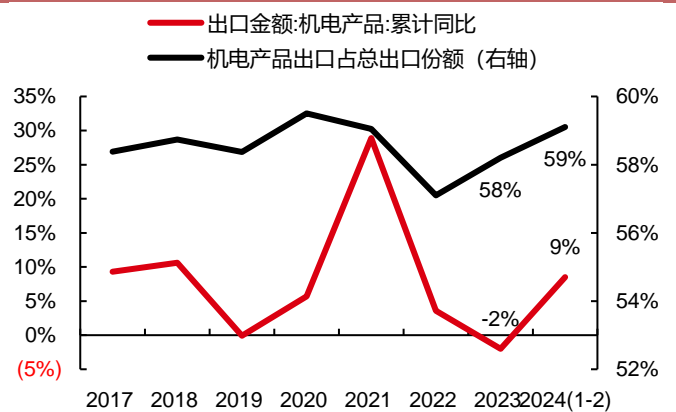
数据来源：Wind、华泰研究、华泰期货研究院

图 22：四大家电产量同比 | 单位：%



数据来源：Wind、华泰期货研究院

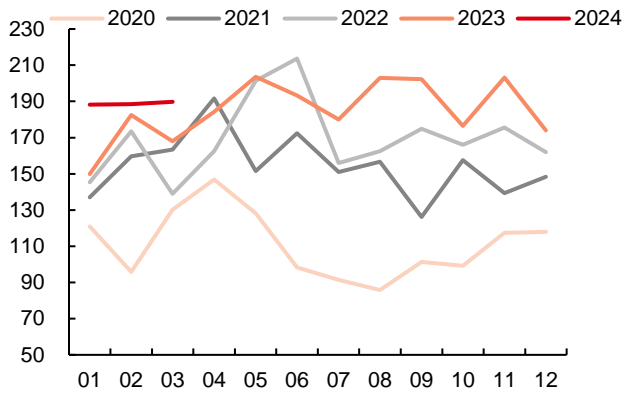
图 23：机电产品出口金额累计同比 | 单位：%



数据来源：Wind、华泰期货研究院

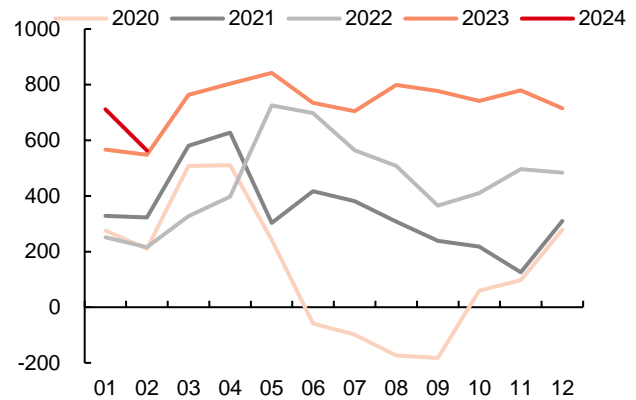
除此之外，海关数据显示，2024 年 1-2 月份，中国钢材累计出口 1348 万吨，同比增 11%。同时，3 月份 SMM 钢材出口维持高位，但市场反馈，4-5 月份钢材出口环比有走弱迹象。

图 24：SMM 钢材出口（月度周均） | 单位：万吨



数据来源：SMM、华泰期货研究院

图 25：粗钢月度净出口 | 单位：万吨

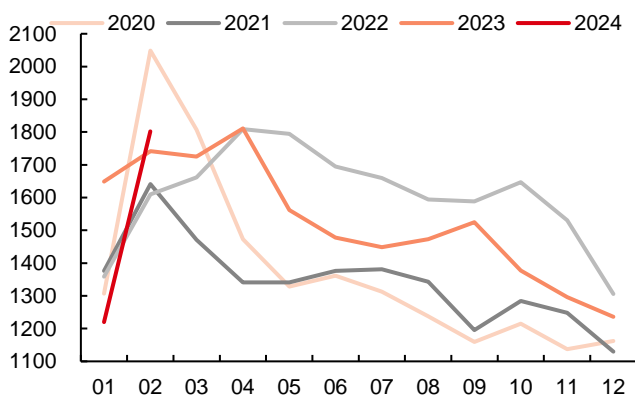


数据来源：海关总署、华泰期货研究院

三、下游主动去库，库存向上游转移

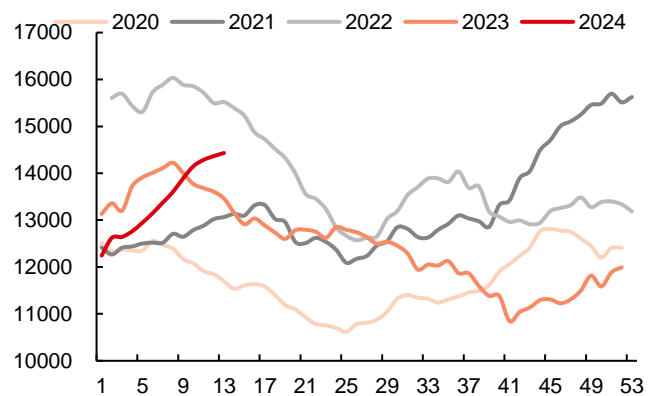
2024 年一季度，尽管制造业需求良好，但仍然难以抵挡地产和基建的拖累，市场情绪悲观，钢材下游主动去库，造成铁元素库存大幅累积在钢厂端，据中钢协数据，2 月份钢厂财务库存大幅走高至 1800 万吨，明显高于往年同期水平。同时，低需求也制约了钢厂生产的强度，使得原料铁矿、双焦的需求走弱，原料库存也累积在上游，其中港口铁矿也快速增加至 1.4 亿吨，累库幅度远超季节性。同样，焦化厂焦炭库存及煤矿炼焦煤库存都来到历史相对高位。

图 26：中钢协：钢厂财务库存 | 单位：万吨



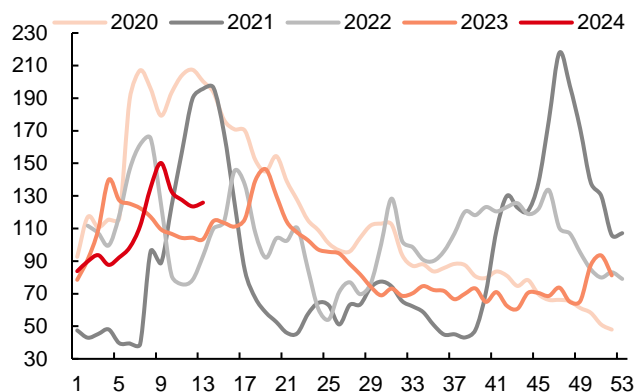
数据来源：中钢协、华泰期货研究院

图 27：进口铁矿港口库存 | 单位：万吨



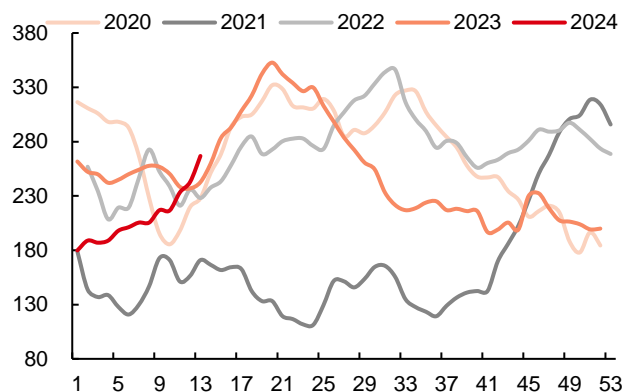
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 28：全样本独立焦化厂焦炭库存 | 单位：万吨



数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

图 29：中国炼焦煤煤矿库存 | 单位：万吨



数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

四、产业链负反馈，成本快速下行

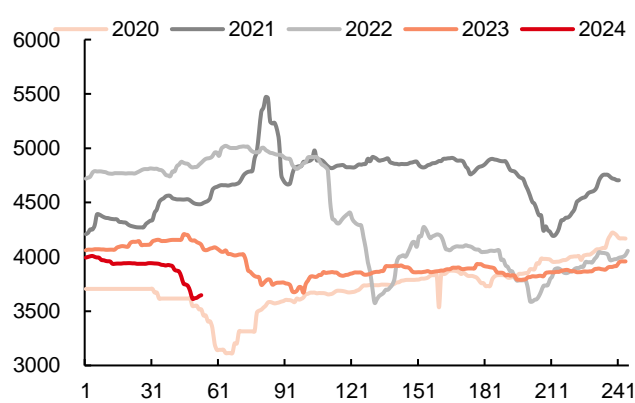
在弱需求、高库存的双重压力下，钢材及原料铁矿、双焦现货出现了显而易见的流动性挤兑情况，黑色产业链价格呈现螺旋式下跌，负反馈愈演愈烈，成本不断下移，据华泰期货黑色组测算，唐山生铁即时成本从年初的 2950 元/吨，跌至当前的 2250 元/吨，成本下移幅度超过 23.7%。江苏生铁即时成本从年初的 3050 元/吨，跌至当前的 2360 元/吨，成本下移幅度超过 22.6%，富宝测算的华东电炉平电成本也从年初的 4000 元/吨左右，跌至当前的 3550 元/吨，成本下跌幅度超过 11.3%。

图 30：唐山、江苏生铁即时成本 | 单位：美元/吨



数据来源：华泰期货研究院

图 31：华东电炉平电成本 | 单位：元/吨



数据来源：富宝资讯、华泰期货研究院

五、机会及风险点

今年一季度，建筑活动启动缓慢，以螺纹钢为首的黑色系商品价格快速下跌，螺纹及热卷现货价格跌幅超过 12%。受此拖累，原料价格大幅下挫，其中废钢相对抗跌，跌幅仅为 10.6%，铁矿、双焦下跌较为明显，跌幅超过 20%，焦煤下跌最为显著，跌幅接近 30%。

此次黑色产业的负反馈归咎于地产和基建的双重弱势。2024 年 1-2 月份，地产数据表现不佳，投资、开工、及销售均呈现明显负增长，各地房价也持续走弱。尽管 3 月以来，中央及监管部门持续释放稳楼市的积极信号，但由于政策力度相对有限，对于楼市提振有限。除此之外，高频数据显示二手房市场活跃度有所提升，但更多是通过“以价换量”带动重点城市的二手房成交，新房仍旧不佳，整体一季度房地产疲态尽显。

同时，2024 年一季度地方政府债券发行节奏放缓。截至 3 月 31 日，2024 年地方债发行 15739 亿元，同比下降 25.40%，其中新增专项债券发行 6281.04 亿元，同比下降 53.26%。除此之外，部分省份面临较大化债压力，整体资金紧张制约了基建项目的运转。

不同于地产和基建，制造业表现亮眼。2024 年 1-2 月份制造业投资同比增 9.4%，增速加快 2.9 个百分点。特别是电气机械器材、铁路船舶航空航天设备等行业迅速增长，为经济结构调整和产业升级提供了新的动力。3 月份，制造业 PMI 指数大超市场预期，其中新订单、新出口订单指数明显抬升，表明制造业内外需同步回升。

建筑弱需求下，钢材下游主动去库，造成铁元素库存大幅累积在上游。尽管制造业需求良好，但仍然难以抵挡地产和基建的拖累。据中钢协数据，2 月份钢厂财务库存大幅走高至 1800 万吨，明显高于往年同期水平。同时，低需求也制约了钢厂生产强度，使得原料铁矿、双焦的需求走弱，原料库存累积在上游，其中港口铁矿也快速增加至 1.4 亿吨，累库幅度远超季节性。同样，焦化厂焦炭库存及煤矿炼焦煤库存都来到历史相对高位。

黑色产业链出现负反馈，成本不断下移。高库存下，各品种现货面临流动性挤兑风险，黑色商品价格呈现螺旋式下跌，负反馈愈演愈烈，成本不断下移。据华泰期货黑色组测算，唐山、江苏生铁即时成本下移幅度超过 20%，富宝测算的华东电炉平电成本下跌幅度超过 11.3%。

“金三”旺季已然结束，“银四”并未有更多期待，建筑需求或将进一步走弱，整体黑色商品价格难以形成趋势性反转，反弹仍然是较好的做空机会。

■ 策略

逢高放空近月螺纹，螺纹 5-10 反套。

■ 风险

超预期利多政策、粗钢平控政策、原料供应大降、废钢到货持续收缩等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com