



徽商期货  
HUISHANG FUTURES



徽商期货金钥匙  
HUISHANG FUTURES GOLDEN KEY

# RESEARCH REPORT

## 徽商期货

### 钢材三季度交易逻辑探讨

徽商期货

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

工业品部：刘朦朦

从业资格号：F3037689

投资咨询号：Z0014558

制作日期：2024年6月25日

## 【免责声明】

---

【免责声明】本课件所载信息我们认为是由可靠来源（截图、表格等相关资料整理自郑商所官网）取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。



---

# CONTENTS 目录

01

海内外补库周期的节奏差异

---

02

需求穹顶难破，板块寻求突围

---

03

达峰后的产量波动

---

04

多空交织的博弈

---



徽商期货  
HUISHANG FUTURES

# 第一部分 海内外补库周期的节奏差异

/01

## 经济周期

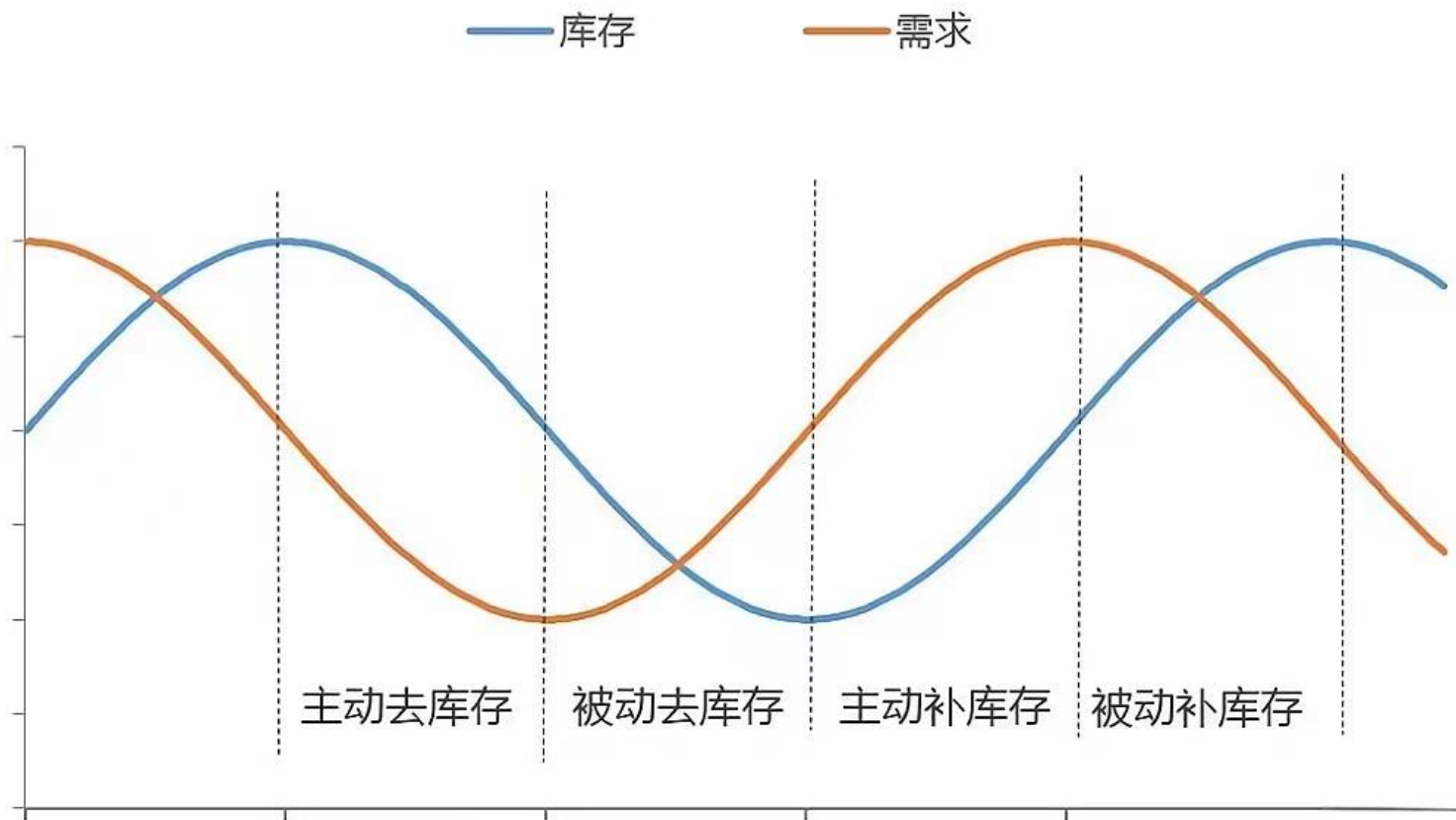
**康德拉季耶夫周期**，俄国经济学家康德拉季耶夫(1928年提出)：由科学技术发展及产业结构变动引起的经济周期  
**历时50-60年**

**库兹涅茨周期**  
美国经济学家库兹涅茨(1930)：以建筑业的兴衰划分的经济周期，也称建筑业周期。  
**20年**

**朱格拉周期**  
法国经济学家朱格拉(1862)：由固定资产的大规模更新引起的经济周期  
**10年**

**基钦周期**  
英国经济学家基钦(1923)：由库存调整引起的经济周期  
**3-4年**

# 1 PART 库存周期



➤ 库存周期的四个阶段：

➤ 需求回落，主动去库存→需求触底反弹，被动去库存→需求维持旺盛，主动补库→需求开始下滑，被动补库存。

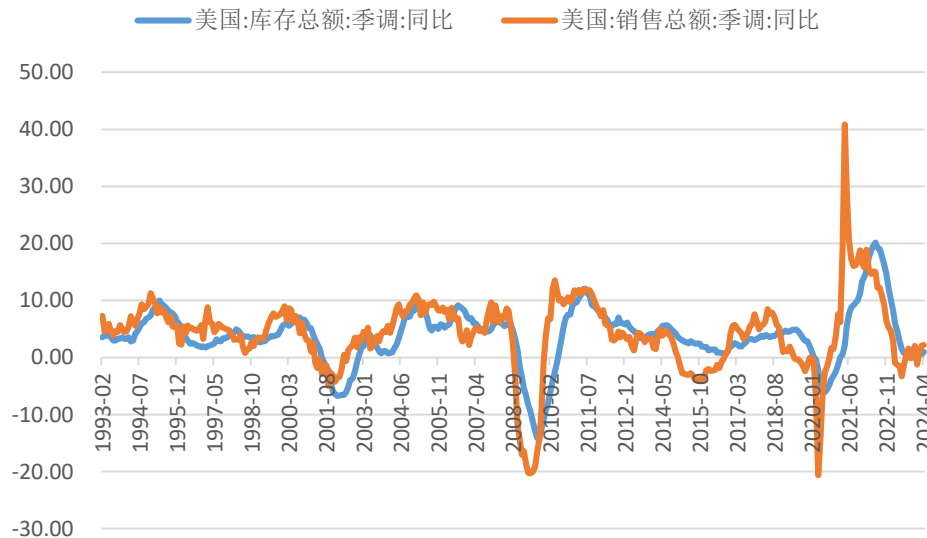
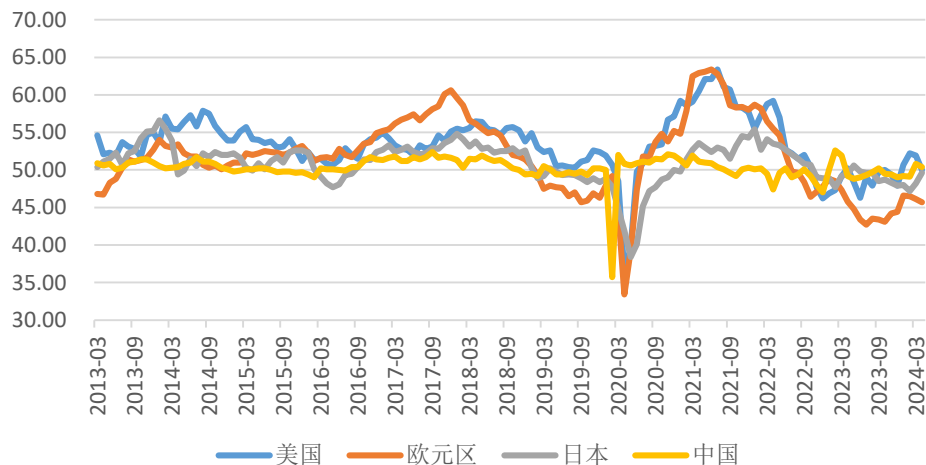


PART

# 美国库存周期处于主动补库阶段

- 1993 年以来的美国经历了 8 轮完整的库存周期。影响美国库存周期的主要因素包括货币政策、财政政策、科技进步、突发事件等。
- 2024年初美国处于第九轮库存周期的被动去库向第十轮主动补库过渡阶段，预计 2024 年将主要处于主动补库阶段。
- 美联储货币政策由加息周期切换至降息周期，市场需求将随降息预期逐步回暖。
- 全球制造业PMI处于复苏阶段。海外制造业需求增量是比较大的亮点。利多商品市场。
- 美国补库往往能带动进口大幅增长，利于我国出口。

各国PMI



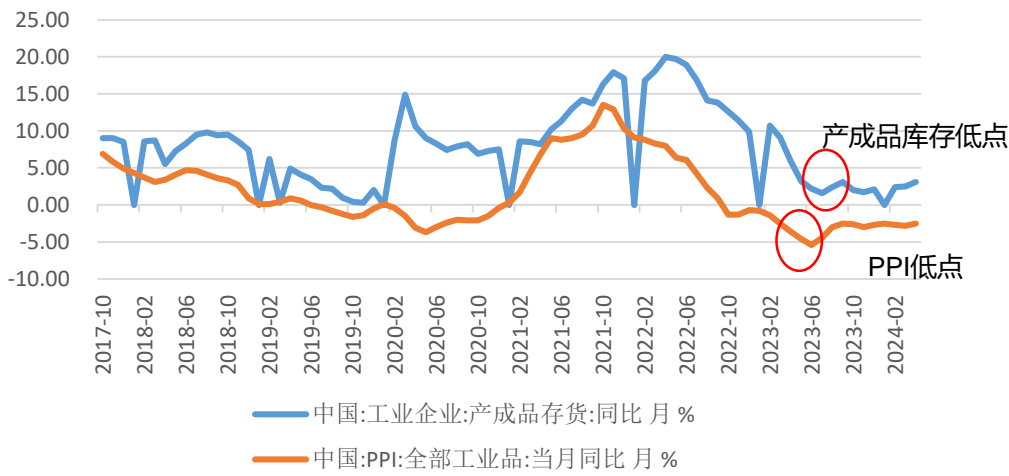


PART

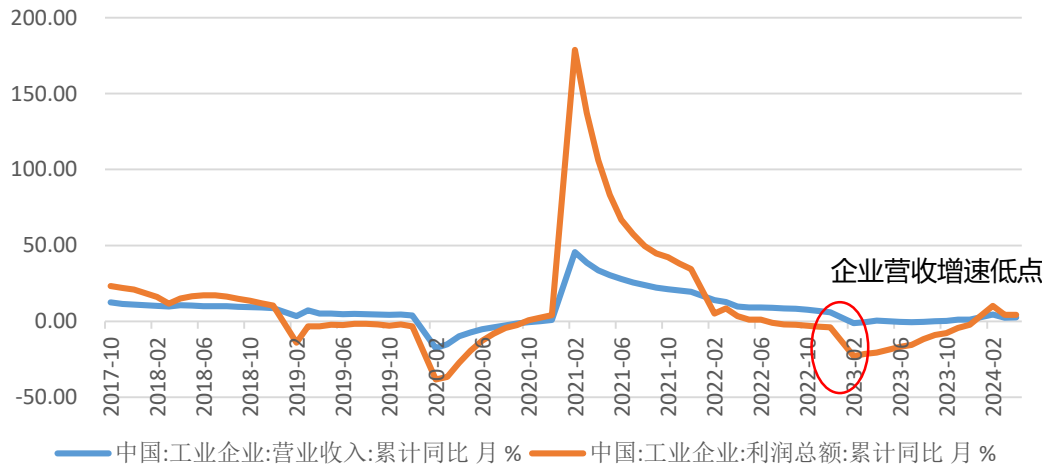
# 中国处于库存周期磨底阶段

- 工业企业产成品库存同比增速仍在底部徘徊。2023 年 7 月，工业企业产成品库存增速见底（1.6%），随后小幅回升，但由于需求偏弱，此后一直存在反复。根据统计局公布的最新数据，2024 年 24月，规模以上工业企业产成品存货同比增速为 3.1%，尚未出现明显提升，库存增速磨底态势明显。
- 从领先指标来看，工业企业营收增速以及 PPI 同比增速的向上拐点均已明确。以往的库存经验显示，企业营收增速与 PPI 的向上拐点都要领先于库存周期。
- 我国本轮 PPI 同比增速的底部出现在 2023 年 6 月，营收增速的低点出现在 2023 年年初，2023 年年中有所反复。不过不论是企业营收还是 PPI 同比增速，当前回升的幅度都不大，2024 年 34月 PPI 同比增速仍然为-2.5%，在去年低基数情况下 2024 年 24月企业营收累计增速也仅为 2.6%。
- 当前中国库存周期的去库阶段已经基本结束，但由于需求仍然较弱，库存周期上行斜率较为平缓，暂时处于周期底部的磨底阶段。

库存变化



工业企业营收与利润





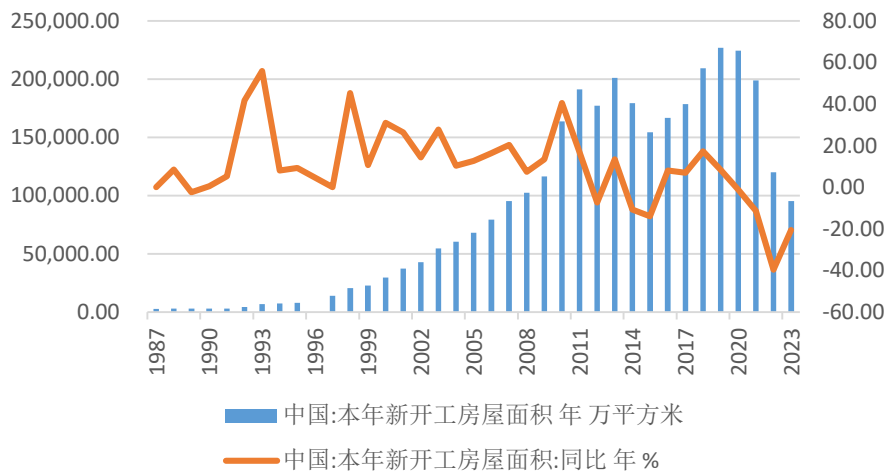


徽商期货  
HUISHANG FUTURES

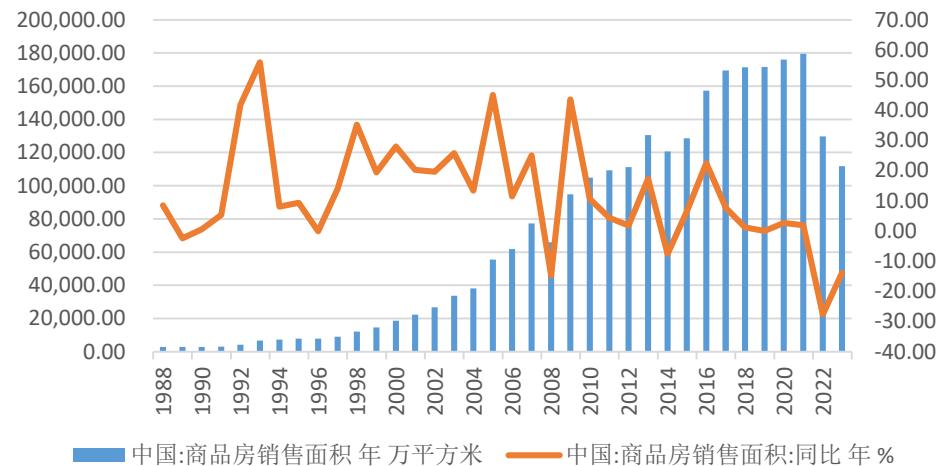
## 第二部分 需求穹顶难破，板块寻求突围

/02

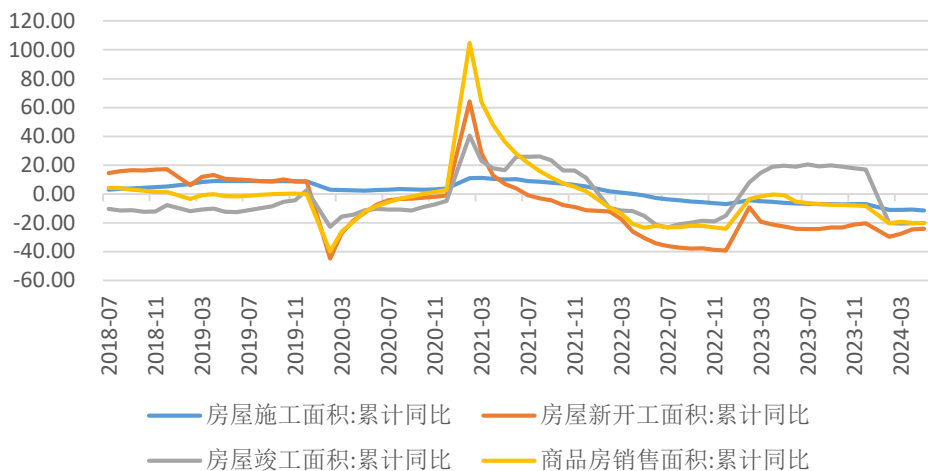
中国新开工房屋面积



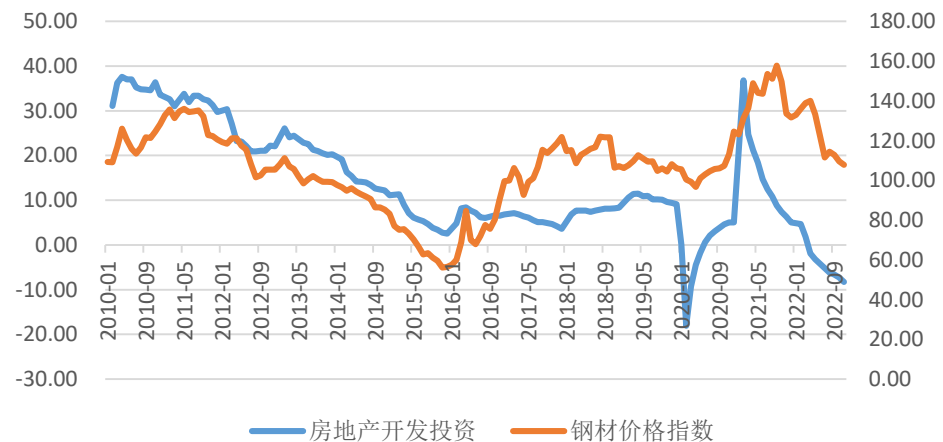
中国商品房销售面积



房地产相关数据



房地产开发投资与钢材价格



- ❑ 4月30日政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。5月17日地产政策齐发，何立峰副总理召开保交房工作视频会议做出工作部署，涉及进一步推进落实保交付工作、存量商品房收购、盘活存量土储、房贷政策，可被视为对政治局会议精神的落地。
- ❑ 此次集中发布地产利好政策，显示政策导向发生变化。从增加供给扩大投资的投资导向转为“消化存量房产和优化增量住房”的稳价导向。
  - 1、中国人民银行表示将推出包括设立3000亿元保障性住房再贷款在内的四项地产支持政策，从信贷政策支持 and 限购放开的角度来看意在促进需求端的提升，进而稳住房价。这是有政策限制以来商品房贷款最低首付比例下限，也是很长时间以来房贷利率第一次实现市场化。
  - 2、以政府回购商品房为代表的存量房消化政策，或能带动市场复苏。
- ❑ 房价有望稳住吗？房价的总体调整在较高库存（尤其是二手房库存）的背景下仍将持续一段时间，但下行的斜率已有边际收敛之势。未来6-12个月维度内地产周期有望迎来转折，向后续一个更为平缓的阶段过渡。
- ❑ 构建房地产发展新模式的三大工程推进效果不及预期。
  - 其中，城中村改造平稳推进，工作基调相对积极。随着城中村改造专项借款授信额度已超万亿和广州发放全国首张城中村改造房票，城中村改造工作正在加速推进。
  - 而保障性住房的供应转向了收购存量房产而不是新建，这对于政策拉动地产投资的作用是有所削弱的。

| 时间          | 首套最低首付  | 二套最低首付  | 发文部门                                      | 文件名                           |
|-------------|---|---|---|-------------------------------|
| 1998年5月9日   | 30%   | 30%   | 央行  | 个人住房贷款管理办法                    |
| 1999年2月23日  | 20%   | 20%   | 央行  | 关于开展个人消费贷款的指导意见               |
| 2003年6月5日   | 20%   | 20%基础上适当提高  | 央行  | 关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知（121号文）    |
| 2006年5月24日  | 90平以下20%<br>90平及以上30%                                     | 30%   | 建设部、发展改革委、监察部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、统计局、银监会 | 关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知         |
| 2007年9月27日  | 90平以下20%<br>90平及以上30%                                     | 40%   | 央行、银监会                                    | 关于加强商业性房地产信贷管理的通知             |
| 2008年10月22日 | 首付比例最低20%，根据首套或非首套、自住或非自住、是否系普通住房等因素在下限以上区别确定。实际执行中灵活度非常大 |   | 央行  | 关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知   |
| 2009年6月19日  | 20%   | “严格遵守第二套房贷的有关政策不动，不得以任何手段变相降低首付款的比例成数”<br>实际执行中二套房首付回到40%   | 银监会                                       | 关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知            |
| 2009年12月14日 | 加大差别化信贷政策执行力度   |   | 国务院常务会议                                   | 国四条                           |
| 2010年1月7日   | 20%   | 40%   | 国务院办公厅                                    | 关于促进房地产市场平稳健康发展的通知（国十一条）      |
| 2010年4月17日  | 20%   | 90平以下40%<br>90平及以上50%   | 国务院                                       | 关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知（国十条）      |
| 2010年9月29日  | 30%   | 50%   | 央行、银监会                                    | 关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知          |
| 2011年1月26日  | 30%   | 60%   | 国务院办公厅                                    | 关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知（新国八条） |
| 2013年2月26日  | 30%   | “已实施限购且房价上涨压力较大的城市，可进一步提高二套房贷款首付比例和贷款利率”<br>随后深圳、广州、武汉、厦门、南京、杭州、南昌将二套房首付比例提升至70%，沈阳、长沙将二套房贷款首付比例提升至65%。 | 国务院办公斤                                    | 关于继续做好房地产市场调控工作的通知（国五条）       |
| 2014年9月29日  | 30%   | 60%，二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”  | 央行、银监会                                    | 关于进一步做好住房金融服务工作的通知（930新政）     |
| 2015年3月30日  | 30%   | 40%   | 央行、住建部、银监会                                | 关于个人住房贷款政策有关问题的通知（“330新政”）    |
| 2015年9月30日  | 不限购城市25%  | 40%   | 央行、银监会                                    | 关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知       |
| 2016年2月1日   | 不限购城市20%  | 30%   | 央行、银监会                                    | 关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知           |
| 2023年8月31日  | 20%   | 30%   | 央行、金管局                                    | 关于调整优化差别化住房信贷政策的通知            |
| 2024年5月17日  | 15%   | 25%   | 央行、金管局                                    | 关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知        |

## 基建：投资增速继续放缓，需求节奏有所后置

### □ 财政组合拳：

□ 广义财政的空间将包括：4.06万亿赤字+3.9万亿专项债+1万亿超长期特别国债，以及去年四季度发行、使用大部分落在今年的1万亿增发国债，再加上类财政工具，已经累计发行5000亿支持“三大工程”的PSL。

□ **一万亿特别国债**预计能够直接拉动**722万吨-929万**吨钢材需求。通过基建用钢口径测算，可以估算出每投入1亿元用于基建，将拉动722吨钢材需求。若从灾后重建和水利工程每投入1亿元用钢500吨的数据为参考进行估算，可以测算出1万亿特别国债能够拉动直接钢材需求共929万吨。

• 今年2月，国家发展改革委完成了全部三批共1万亿元增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金落实到约1.5万个具体项目。增发国债项目加快建设实施，有望支撑基建用钢需求回升。

□ 2024年3月的政府工作报告又提出，从今年开始拟连续几年**发行超长期特别国债**，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元。5月13日，财政部公布《2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》，其中超长期特别国债涉及品种为20年、30年、50年，决定5月17日发行30年超长期特别国债，决定5月24日发行20年超长期特别国债，决定6月14日发行50年超长期特别国债。

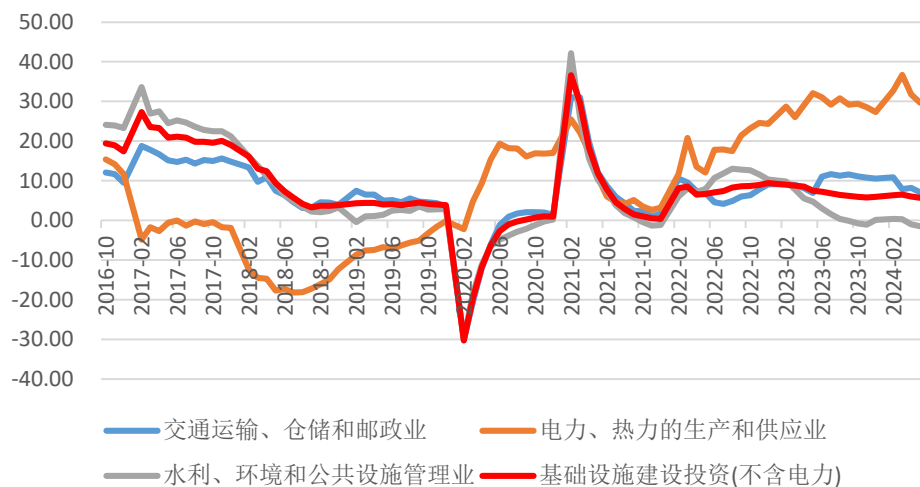
□ 公共财政（**第一本账**）基建支出有明显倾斜，反映政府对基建的托底和支持意图。

□ 但基金（**第二本账**）支出的绝对额和增速都明显下滑（2023年，卖地收入安排的基建支出跌至3.3万亿，2021年同口径支出4.7万亿；2023年同比降幅走扩至17.1%，前值1.4%），掣肘基建投入增长。

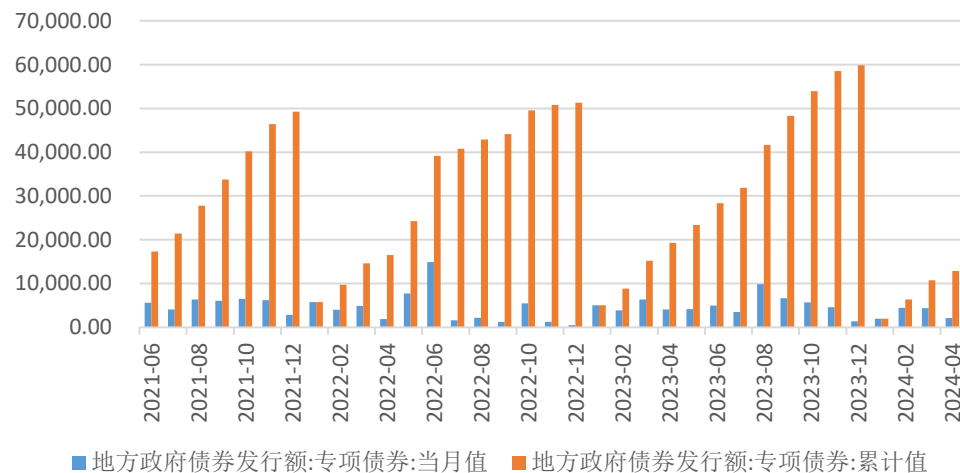
□ 债务收入中，国债（23年特别国债）和专项债对应的基建支出（**第三本账**）成为稳定基建存量和增量的关键



基建投资增速

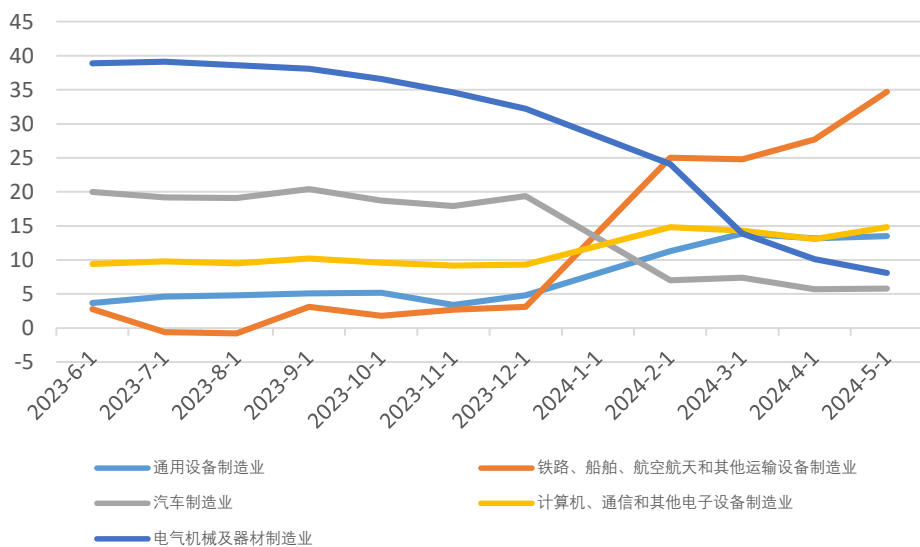


地方政府专项债发行



- 1-4月份新增专项债实际发行进度偏慢， 5-6月份发行计划量明显提升。
- 发改委指出要“推动所有增发国债项目于6月底前开工建设”，且已“完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作”。不仅专项债发行加速，随着今年超长期特别国债的密集发行，近期国债发行净融资额也有所提升。
- 这意味着后期基建投资形成实物工作量的速度会加快，阶段性的带来建材消费的需求释放，为螺纹需求托底。
- 预计下半年基建用钢需求会有所提升，不过，虽然整体基建资金呈现明显改善迹象，但地方政府财政收支压力的存在，限制了基建增长的空间。

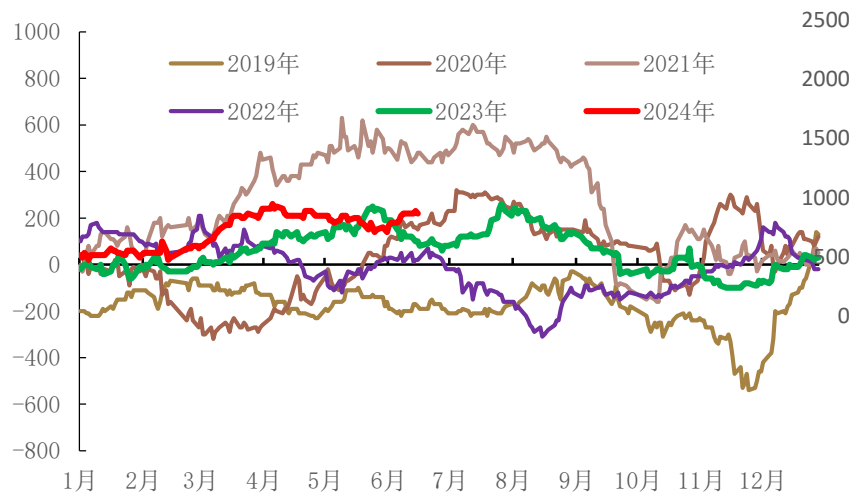
制造业投资增速



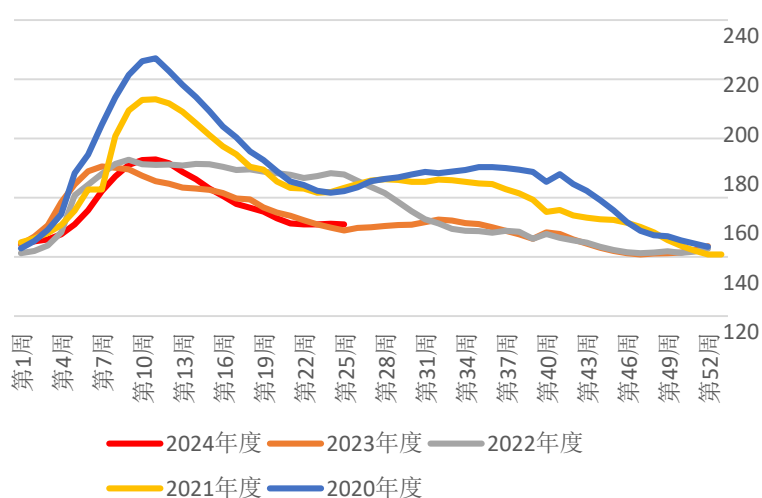
- **制造业高景气原因：**原材料行业固定资产投资回升、大规模设备更新政策作用下制造业技术改造投资同比增长，以及出口复苏带动中下游外向型制造业投资的修复。
- **上游原材料制造和下游消费制造投资增速均持续回升，但中游装备制造业投资增速则呈现较明显放缓。**
- **装备制造行业分化明显，**铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业持续大幅上涨，汽车制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业增速放缓，而电器机械及器材制造业增速走低。
- **展望未来，新动能增长势头未改，与经济高质量发展和新质生产力方向相关的制造业投资增速较快，成为主要的拉动项。大规模设备更新以及海外补库需求带动，也有利于制造业的升级换代内需和出口需求。预计制造业投资增速维持稳定。**

# 2PART 品种价差

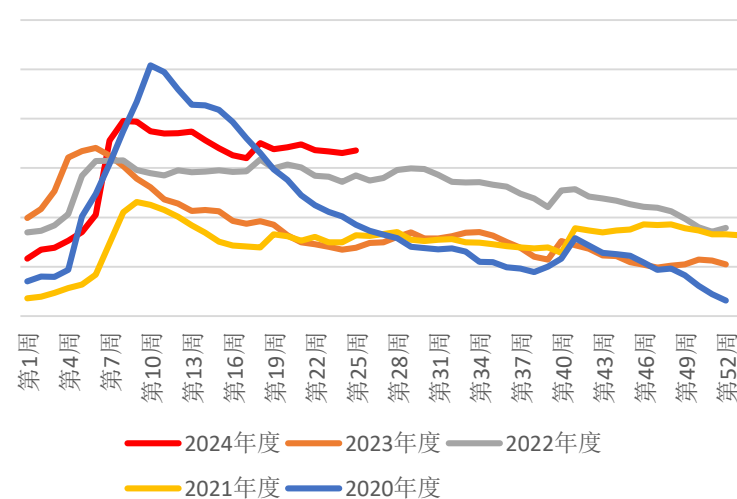
### 卷螺差走势图



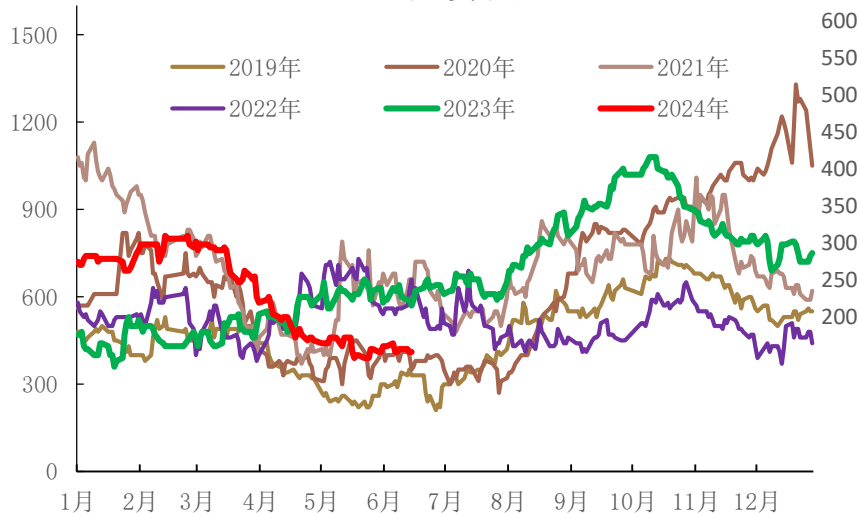
### 螺纹库存



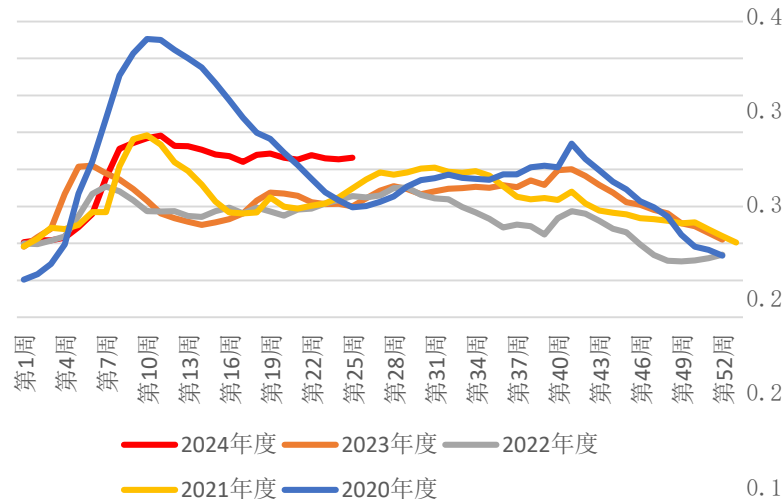
### 冷轧板卷总库存



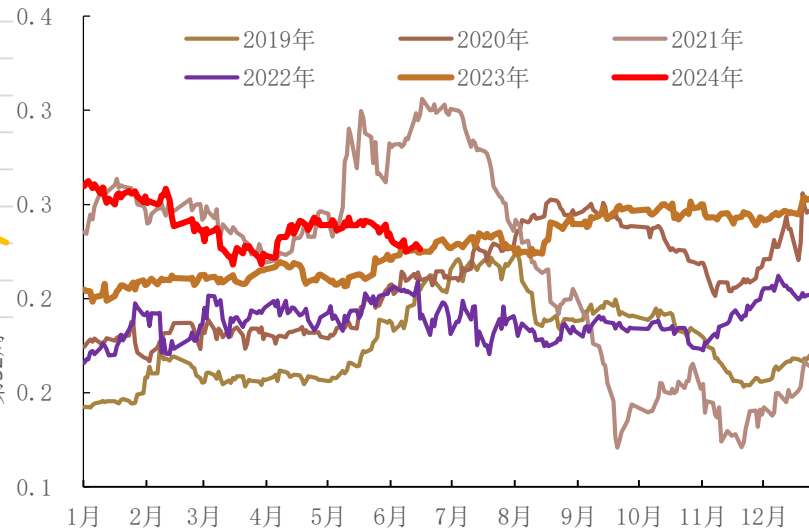
### 冷热差走势图



### 热卷库存



### 矿螺比走势图

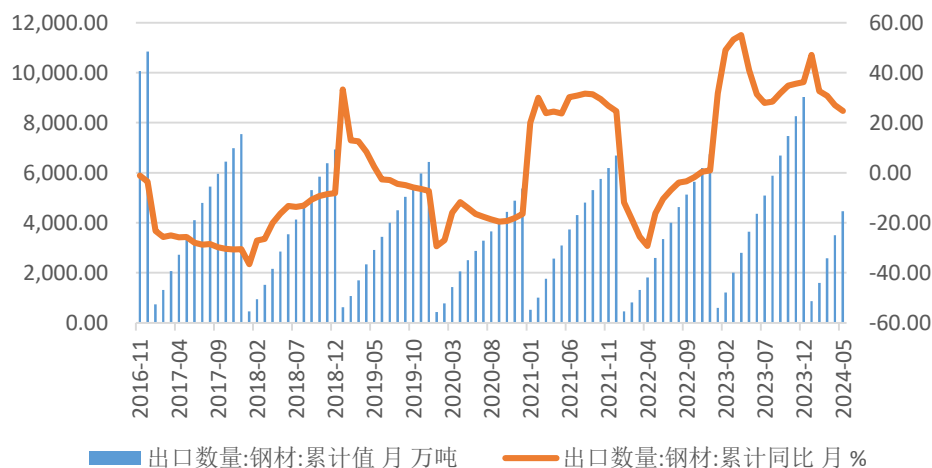




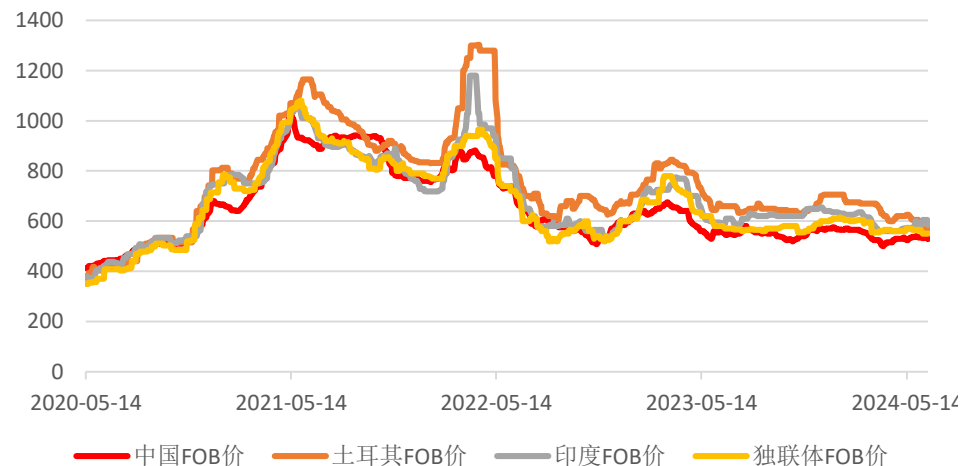
## 出口：价格优势明显，保持较高水平

- 数据显示，1-5月我国钢材累计出口4465.5万吨，同比上涨224.7%。5月份中国出口成品钢材963.1万吨，环比上涨4.4%，出口较高的主要原因是**海外钢材价格增长明显，国内钢材出口更具价格优势。**
- 在地产景气不佳的情况下，出口强势是国内钢材表观消费量出现正增长的重要因素。
- 鉴于国内外钢材价差及出口额外利润仍可观，预计2024年钢铁**出口呈现韧性，前高后低。**
- 海外钢材市场供应同比回升，我国钢材出口受到承压。尽管全球粗钢产量呈同比小幅下降态势，但世界主要产钢国家和地区的钢铁生产逐步恢复，除中国以外的世界其他地区的钢铁产量继续回升。
- 钢铁出口价格优势仍存，但空间继续收窄。
- 低价资源流入海外，对华反倾销政策频出。近年来，中国钢铁业遭受的反倾销案件数量不断增加，涉及多个国家和地区。被反倾销的产品主要包括钢板、钢管、钢轨等，这些产品在中国钢铁出口中占有重要地位。在全球经济复苏乏力的背景下，众多国家纷纷采取措施，对外国钢铁产品实施反倾销等贸易救济措施，以保护本国产业。

钢材出口



热轧卷板价格





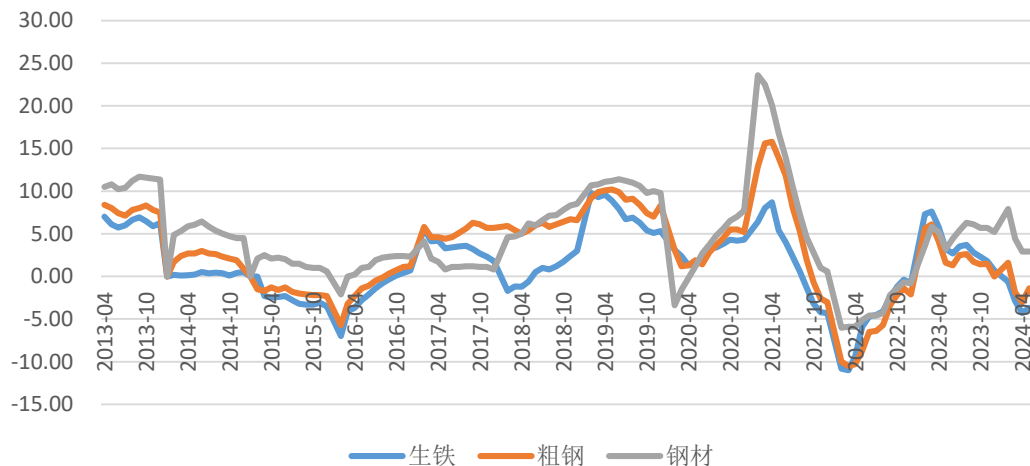
徽商期货  
HUISHANG FUTURES

## 第三部分 达峰后的产量波动

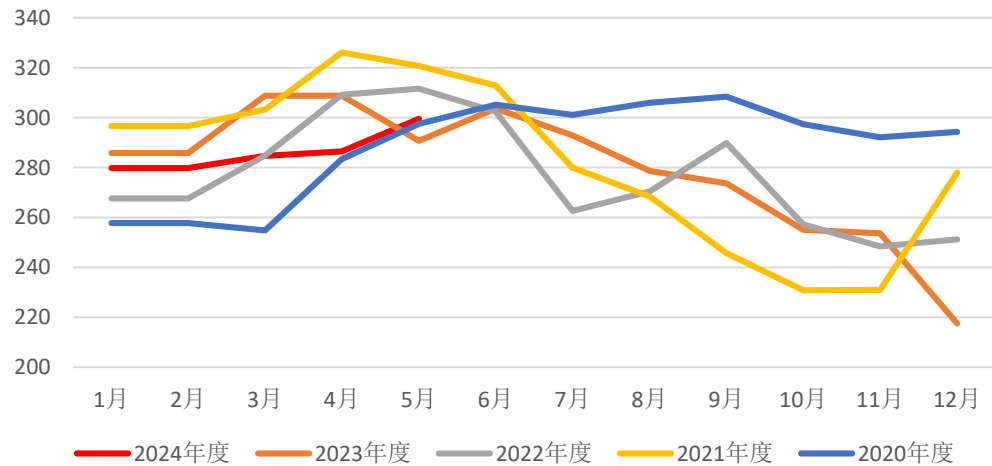
/03

- 钢铁产能扩张周期结束，未来有望逐步优化整合。
- 2021年“**碳中和**”的提出意味着钢铁产能扩张周期已经结束，钢铁产量增长弹性将下降。
- 2022年2月7日，工信部等三部委正式发布《促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，明确钢铁行业**碳达峰**时间为2030年。
- 当前我国钢铁产能仍过剩的问题再次凸显，钢价及企业盈利中枢重新回落，当前超7成钢企保持亏损。而在行业亏损情况下，预期未来钢铁行业有望加快兼并重组，同时淘汰落后产能、优化产品结构。
- 《空气质量持续改善行动计划》提到**严禁新增钢铁产能**。推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，大幅减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序，淘汰落后煤炭洗选产能；有序引导高炉—转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢。到2025年，**短流程炼钢产量占比达15%**。京津冀及周边地区继续实施“以钢定焦”，炼焦产能与长流程炼钢产能比控制在0.4左右。
- **减量置换**背景下未来钢铁产能增量有限。按照冶金工业信息标准研究院报告显示，按照产能置换公告的投产时间及相关公开信息，据不完全统计，2017年以来开展钢铁产能置换的项目投产总体情况如下所示：
  - 2020年1月产能置换暂停前已投产炼铁产能7890万吨，炼钢产能6030万吨；2020年1月至2022年12月投产的炼铁产能为8790万吨，炼钢产能12090万吨。从2023年1月至2025年12月，全国将投产的炼铁产能约1.9亿吨，炼钢产能约2.2亿吨，其中约9000万吨炼铁产能、1亿吨炼钢产能已开工建设。**中长期来看**，钢铁行业严禁新增产能的要求不变，已于2020年基本达到产能峰值，且产能利用率在过去两年已达到很高水平，未来钢铁产量继续上升空间较小，**预期行业供给将较为平稳**。
- “**粗钢平控**”源于2021年4月。国家发展改革委工业和信息化部就2021年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署。

生铁、粗钢、钢材产量累计同比



粗钢日均产量



- 5月29日，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》。其中提到，加强钢铁产能产量调控。严格落实钢铁产能置换，严禁以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，严防“地条钢”产能死灰复燃。2024年继续实施粗钢产量调控。“十四五”前三年节能降碳指标完成进度滞后的地区，“十四五”后两年原则上不得新增钢铁产能。新建和改扩建钢铁冶炼项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平。
- 6月7日，国家发改委等部门关于印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》的通知。到2025年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比2023年降低1%以上，电弧炉冶炼单位产品能耗比2023年降低2%以上，吨钢综合能耗比2023年降低2%以上，余热余压余能自发电率比2023年提高3个百分点以上。2024—2025年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约2000万吨标准煤、减排二氧化碳约5300万吨。
- 6月17日，福建省工信厅发布文件，指导2024年粗钢产量调控任务工作。根据文件显示，全国粗钢产量目标任务基本已经下达，目前网传部门限产信息（山东减200万吨、福建减350万吨、山西减295万吨、江苏减500万吨、辽宁减200万吨），其他省份未知，持续关注各省限产执行情况。
- 今年1-5月我国累计粗钢产量43861万吨，去年1-5月粗钢累计产量44462.9万吨，同比下降1.4%，减少601.9万吨。



徽商期货  
HUISHANG FUTURES

## 第四部分 多空交织的博弈

/04

- 对于三季度钢材市场既不感到过渡悲观，也不感到盲目乐观。
- 不乐观是因为，国内工业企业部分行业已经进入主动补库阶段，但钢铁行业受其主要下游需求部门房地产的拖累，仍处于库存周期的磨底阶段。基于钢铁行业需求穹顶的存在，需求难以出现实质性改善，叠加供给端的过剩，价格压力无法避免。
- 不悲观是因为，一是海内外宏观经济氛围整体向好，尤其是随着海外降息预期的落地，可能会带来海外补库周期的流程运行，这对于提升外需大有裨益。二是基建部门建材需求节奏的后置，或阶段性带来需求的释放，以及粗钢平控政策的炒作（虽然作用有所减弱），仍然给与市场交易向上驱动的印象空间。
- 可能需要担忧的一点在于，市场对于炉料铁矿成本回归的交易并不充分，高供给叠加高库存需要高需求来承接高价格，一旦需求达不到预期，估值可能将被重塑。