

研究员：戚纯怡

期货从业证号：F03113636

投资咨询资格编号：Z0018817

☎: 021-65789229

✉: qichunyi

_qh@chinastock.com.cn

上半年旺季钢材需求可能超预期

第一部分 行情回顾

弱现实和弱预期引导盘面下挫

2024 年以来，进入需求淡季，钢材价格持续下跌，市场情绪也趋向悲观。1 月资本市场持续下挫，淡季钢材价格又有预期主导，导致期货价格一路走跌，进入 2 月，资本市场出台相关利好政策，严控 IPO，收紧市场监管，导致春节前大盘触底反弹，钢材价格同样上涨。春节期间，市场情绪随着政策端的改善不断向好，钢坯价格上涨 100 元/吨。节后股市迎来开门后，然而黑色市场却整体下沉，市场的运行逻辑从宏观预期转向现实。市场认为，黑色下游需求弱势，导致钢厂利润偏低，高炉复产积极性不足，而焦煤和铁矿石的供应却不断增长，焦炭三轮提降落地，黑色成本下移。市场对 3-4 月旺季需求又维持弱势，导致螺纹 05 合约一度跌至 3740 谷电成本附近，整体趋向悲观。

1 月处于统计局钢铁数据真空区，因此我们只能通过机构数据侧面验证钢材实际需求。从钢联公布的五大材数据来看，今年春节前后五大材产量农历同比下滑，但库存同比出现一定上涨，整体表观需求量大幅下滑，钢材显现出供需两弱的特征。然而，通过铁水、废钢及库存的需求验证，我们可以发现，钢材总需求好于市场预期，而在 1 季度建材需求尚未得到验证的情况下，汽车产量继续同比大幅上涨，板材出口量增速较高，特殊钢、结构钢等非五大材需求偏强，好于五大材需求表现。在此情况下，市场情绪表现出过于悲观的情形，钢材估值整体偏低，因此，若后期需求预期得到现实的修正，3-4 月旺季可能会出现超预期的情况。

第二部分 钢材价格的运行逻辑

目前钢材的供需情况

1. 春节前后钢材表观需求同比上涨

从钢联数据来看，节后第一周五大品种钢材整体产量环比-8.36 万吨，五大品种库存厂库环比+36.54 万吨，社库+172.59 万吨，总库存+209.13 万吨，表需-159.49 万吨。五大材供需延续节日期间走势，铁水由于高炉检修环比下跌，五大材产量继续下滑，由于电炉复产较快，导致热卷产量降幅大于螺纹；目前下游工地尚未大幅开工，导致钢材表需仍然下跌，且需求水平低于去年，而钢材库存持续累积，累库主要集中在社库，但在低

产量下总库存水平低于农历同期，但五大材总库存高于去年，而今年累库速度与去年大致持平。以五大材来看，钢材整体延续供需两弱的行情，这也是市场较为悲观的原因之一。

图1：五大品种周度表观需求

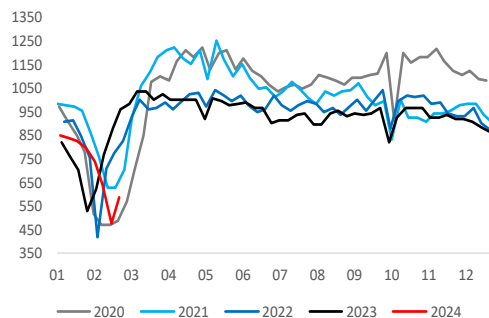
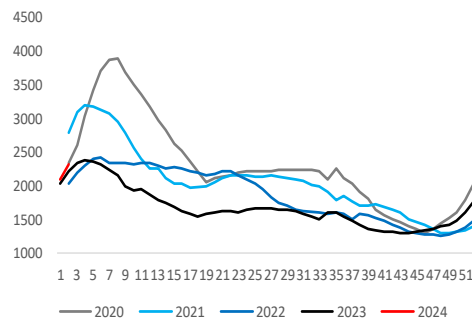
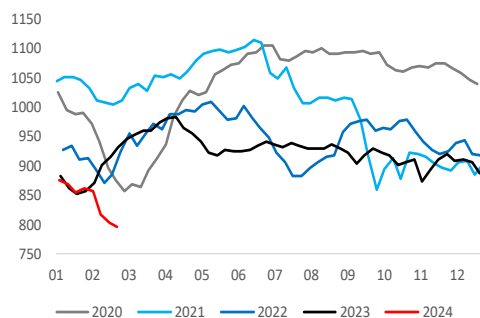


图2：五大品种总库存



数据来源：银河期货、Mysteel

图3：五大品种周度产量



数据来源：银河期货、Mysteel

但钢联的数据未包括非五大材数据，无法反应钢材整体需求。1月是统计局钢材数据真空期，因此我们通过其他机构的数据测算，可以得出国内钢材整体的需求情况。我们结合钢联和富宝的产需数据来计算。以今年和去年春节前一周，春节后一周及春季当周的数据为例。

表 1：农历新年时间表

日期	2023 年农历新年	2024 年农历新年
前一周	2023. 1. 9-2023. 1. 15	2024. 1. 29-2024. 2. 4
当周	2023. 1. 16-2023. 1. 22	2024. 2. 5-2024. 2. 11
后一周	2023. 1. 23-2023. 1. 29	2024. 2. 12-2024. 2. 18

表 2：机构钢材供需数据（万吨）

	MS 铁水日产		富宝废钢日耗		粗钢=MS 铁水+富宝		MS 五大材库存		MS 非五大材库存		表需	
年份	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
前一周	222.3	223.48	27.61	38.91	249.91	262.39	1492.9	1598.98	808.87	890.55	1584.91	1700.84
当周	223.74	224.08	24.09	34.25	247.83	258.33	1638.25	1777.81	871.72	926.91	1526.61	1593.12
后一周	226.57	224.56	24.17	35.64	250.74	260.2	1970.04	2103.25	958.67	1036.74	1336.44	1386.13

其中，我们选取了钢联 247 家钢厂铁水日产，加上富宝口径废钢日耗数据，估算当周粗钢总产量。此外，我们选择了钢联口径五大材和非五大材库存总量，通过大致估算，计算出了 2024 年及 2023 年春节前中后三周国内钢材的总表需。我们可以发现，今年春节前后粗钢总产量同比去年有所增长，增速在 4-5%，增量主要出现在废钢日耗，同比增长约 10 万吨。主要是因为一月下旬以来铁废价差逐渐拉大，废钢性价比偏高，导致废钢添加比从去年的 10% 增至今年的 15%，且其中短流程钢产量变化不大，废钢消耗增量主要体现在转炉端。但近期铁废价差逐步收窄，预计铁水产量将会增加。

而从库存来看，今年库存同比增加，但年前年后累库速度放缓，以此计算表需，可以发现今年钢材表需在总供应增加的情况下仍然好于去年，而五大材的表需数据同比下滑，说明今年需求表现实际好于市场预期。尽管前期杭州、北京等地钢材库存不断累积，但近期玖隆库已经开始去库，库存压力边际缓解。

图3：247家钢厂日均铁水产量

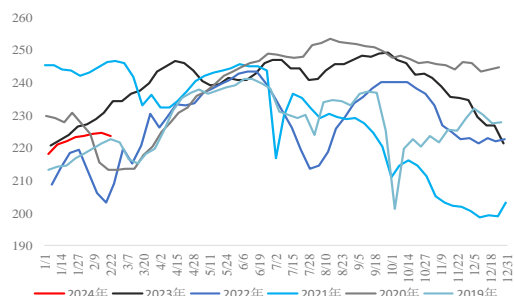
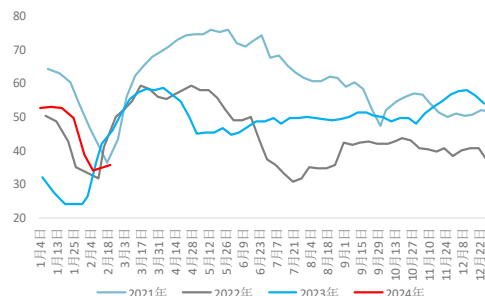


图4：255家钢厂废钢日耗：汇总



数据来源：银河期货、Mysteel，富宝资讯

图5：132家（高+转）长流程钢厂废钢日耗：

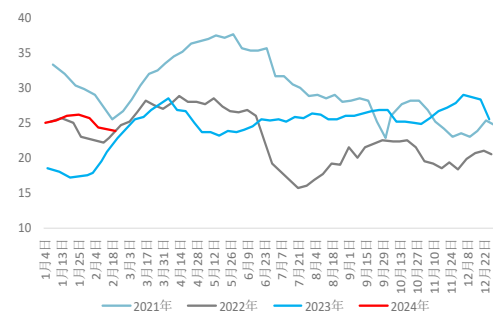
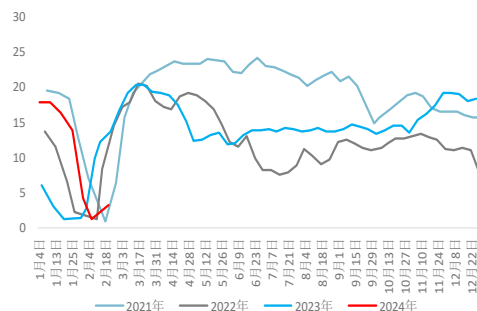
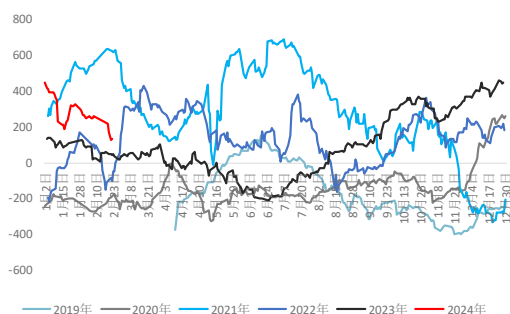


图6：89家短流程钢厂废钢日耗



数据来源：银河期货、富宝资讯

图7：铁水-废钢价差（不含税）



数据来源：银河期货、Mysteel

2. 今年春季旺季表现可能超预期

目前市场交易的主要逻辑在于弱现实下钢材的负反馈情况以及对旺季需求的悲观预期。而对未来的悲观预期主要来源于房地产和基建端的拖累。今年春节期间房屋销售面积同比下滑 27%，其次是 1 月国务院下发通知，要求 12 省份严控城市轨道交通等投资项目进入化债阶段，市政基建开始退潮，导致市场对后续需求的增长存在疑问。然而，从实际需求来看，今年春季旺季的表现可能好于预期。

图8：30大中城市商品房日度成交面积MA7

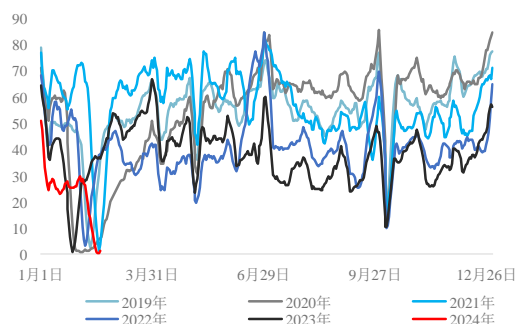
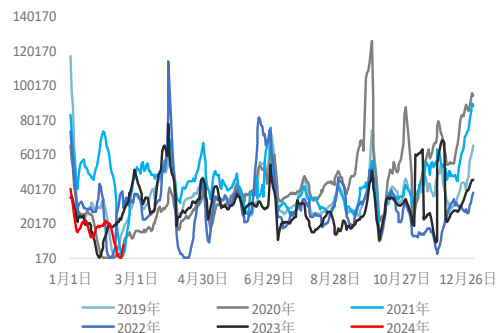


图9：全国城市二手房出售挂牌价指数



数据来源：银河期货、Mysteel

一方面，去年 4 季度左右随着全国各省市“因城施政”的影响下出现房屋销售和土地成交的边际性好转，房地产企业资金端出现一定的改善，预计实际需求的改善将反映在 3-4 月的数据层面。2024 年 1 月社融新增规模高于去年同期，其中社融结构出现了大规模的改善，企业债券融资规模从 2022 年 2 月以来首次超过了政府债券融资，居民户新增人民币贷款有所上涨，其中中长期贷款大幅增加，超过了短期贷款的增量。说明当前居民和企业端贷款需求出现了边际好转，金融体系为实体经济提供的资金支持力度保持了较高的水平。

图10: 100大中城市月度土地成交面积

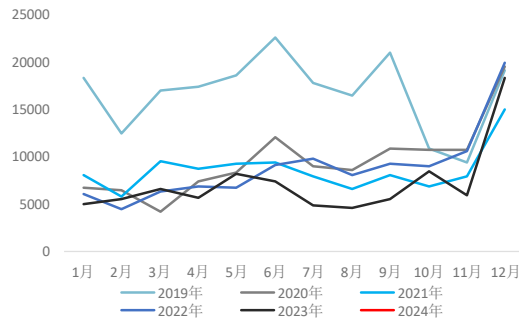
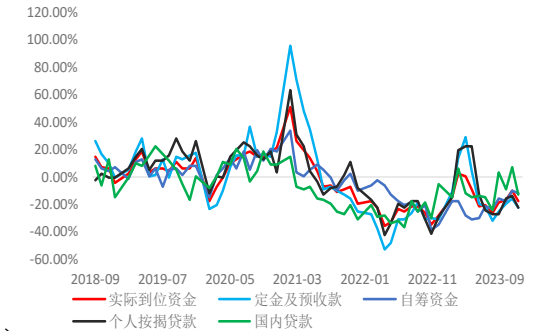


图11: 房地产开发资金来源当月同比



数据来源: 银河期货、Mysteel

图12: 新增人民币贷款: 居民户

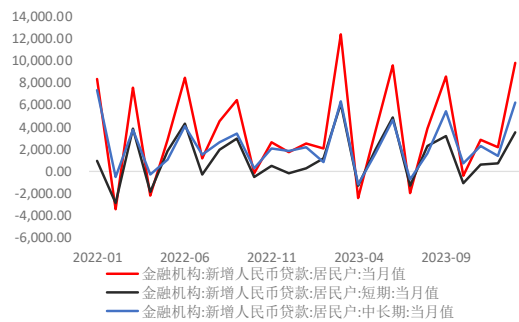
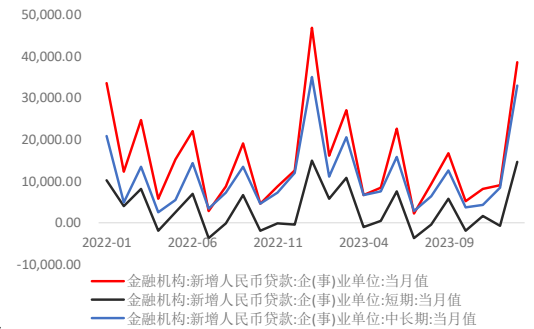


图13: 新增人民币贷款: 企(事)业单位



数据来源: 银河期货、Wind

另一方面, 国内制造业及出口表现依然偏强。1月官方制造业PMI为49.2, 数据环比上升, 财新制造业PMI为50.8, 与上个月持平, 制造业新订单、生产、出口等核心部门环比上涨。往年1月PMI走弱均比较明显, 但今年明显好于历年水平, 制造业环境整体好转。1月中国汽车产量241万吨, 同比+51.23%, 国内汽车制造依然强势。国内板材出口需求同样偏强, 春节前板材出口同比增长3%, 海外高炉复产速度较为缓慢, 国内板材出口利润仍有空间, 导致今年上半年出口需求依然有较强的支撑。

图14: PMI指数

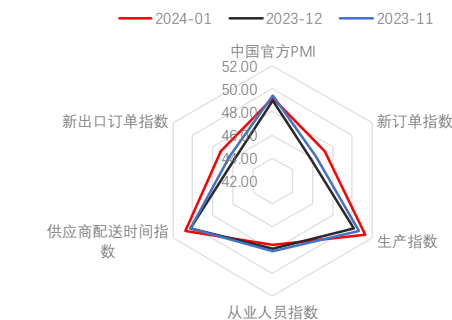
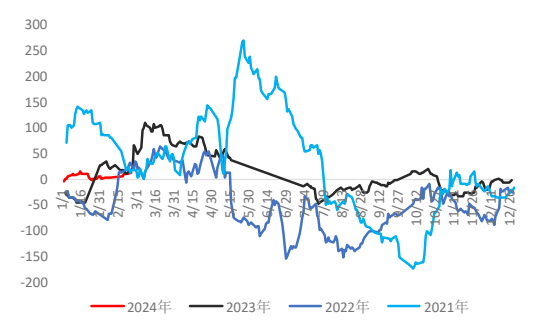


图15: 独联体热卷出口利润(美元/吨)



数据来源: 银河期货、Mysteel

其次，节后随着去年 5000 亿特别国债及 60%前置专项债资金的到位，下游基建项目陆续开工，包括浙江省“千亿元”重大项目，江西省“十百千万”工程，海南省重大项目近 3300 个，以及广东省的重大项目 1500 余个，预计后续基建端需求将持续改善。未来也将陆续有新增基建项目即将推进，根据住建部消息，我国将每年改造 10 万公里以上地下管线。今年我国将大力推进城市地下管网改造，实施城市排水防涝能力提升工程，深入推进城市生命线安全工程建设。

因此，尽管国内钢材需求受到房地产端较大拖累，但短期上半年在基建项目的资金支撑及制造业、钢材出口需求偏强的情况下，旺季需求可能超出目前过于悲观的市场预期，迎来一定的估值回补的概率较大，且热卷或强于螺纹。然而价格波动空间仍要等待 3-4 月旺季实际的需求验证。三月“两会”即将召开，目前市场仍在交易“两会”政策不及预计的逻辑，焦炭第四轮提降开启，铁矿库存压力较大，预计 3 月中旬前钢材盘面仍然维持弱势震荡走势。而“两会过后”，下游工地陆续开工，在前期原料让利后高炉也将陆续复产，需求启动迎来验证的时间点，若需求超预期上行，则届时钢材价格将出现更多的上行空间。若需求不及预期，则钢材价格的下方空间将被打开。我们在此暂不做过于悲观的预测。

单边：短期维持震荡走势，静待 3-4 月需求验证

套利：建议逢低介入正套

期权：建议观望

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 银河期货大宗商品研究所

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：yqhgtzyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799