

钢材专题
2024 年 4 月 24 日

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](mailto:qh@chinastock.com.cn)

阳光之下暗藏危机，5 月黑色需求不宜过度乐观

第一部分 内容摘要

4 月，在 3 月的需求及资金共振下跌后，随着下游需求的边际性好转，黑色板块整体反弹，螺纹反弹力度近 9%，铁矿石和焦煤反弹力度均在 20% 以上，盘面焦炭已反应四轮提涨。在此情况下，市场预期整体好转。4 月下旬，黑色板块又出现停滞，钢材上涨乏力，需求表现同样见顶，但高炉加速复产，导致原料表现好于成材。

临近 5 月，钢材仍然面临一定风险。其一是需求恢复不及预期的风险。目前国内专项债发债进度仍然缓慢，后续可能加快发债进程，但形成实物工作量可能要等到 3 季度。日前国务院宣布要推动 2023 年所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，对钢材需求的拉动力度还要观望具体的项目类别。另一方面 1 季度市场传闻，2 季度国内钢材、家电等出口排产订单有所下滑，而近期买单情况严查，对板材需求可能造成压力，具体需求有待后续证伪。根据高频数据显示，五一节前钢材成交不断下滑，尽管表需持续好转，但仍然低于往年同期水平。

其二，5 月铁水增量可能有限。4 月原料价格大幅上涨，涨幅远高于成材，但成材受限实际需求导致涨幅偏弱。主要是由于前期原料大幅下跌，焦炭八轮提降落地，为钢厂让出利润，导致钢厂复产积极性提高，4 月高炉不断复产，铁矿石价格快速上涨，焦炭提出三轮上涨。然而，盘面在原料现货价格上涨之前，已经率先反应了本轮上涨，导致期货价格升水现货，因此盘面再度上冲的空间有限，整体延续高位震荡的趋势。进入 5 月，高炉可能继续复产，铁矿石高位去库，但近期焦煤焦炭供应量也随着铁水的增加不断增长，若 5 月需求不足，钢材库存出现压力，可能导致钢厂再度向下挤压原料，原料成本支撑松动。

其三，钢材绝对库存水平仍对钢材造成压力。4 月建材需求边际性好转。库存去化速度偏高；然而板材库存压力大，随着后续板材需求的预期走弱，表需增速放缓，库存甚至转向累库。后续仍需观望钢材去库速度，若钢材的去库增速低于去年同期，则难以打开向上的空间，板材的高库存也会拖累钢价；反之钢价还有上行空间。

在此情况下，对于 5 月钢价，我们需要关注基建项目的资金到位情况和实际需求下钢材的去库速度。在目前需求尚未见到大幅好转的迹象之前，建议对钢价上方的空间作谨慎预期。

第二部分 钢材价格的运行逻辑

目前钢材的供需情况

1. 需求端成为价格运行主线

在“三道红线”政策过后，房地产行业大幅下行，中国钢材产业整体转向过剩，导致需求弹性变小，需求的变动对价格影响更大，供应端退居二线，对价格施加的影响转弱。因此，近年来，除了宏观因素影响，需求成为影响黑色行情的主线。

从微观数据来看，今年春节过后需求后置情况较为严重，房地产竣工需求超预期下滑，基建资金端难以到位，下游项目开工情况偏弱，直到3月下旬需求才边际性好转，钢材加快去库。然而，今年旺季钢材表观需求的高度大致见顶，整体需求仍然有限且低于往年同期水平，下游需求的驱动性仍然不足。因此，后续价格若要向上更进一步，则需要看到更多的需求增量。而其中的需求增量主要在于基建端。

图1：五大品种周度表观需求

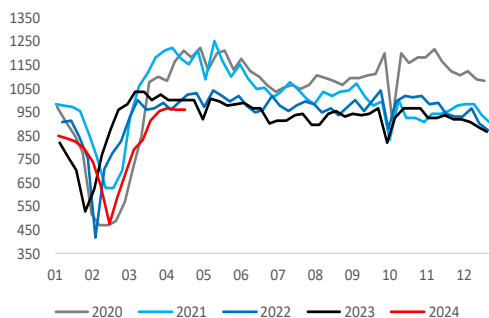
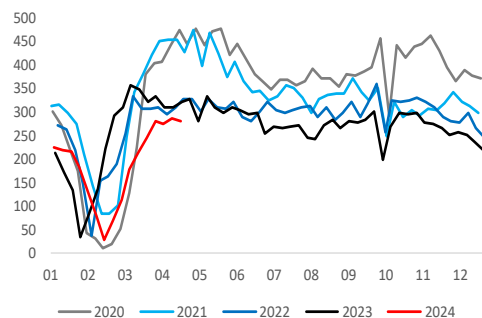


图2：螺纹钢周度表观需求



数据来源：银河期货、Mysteel

图3：热卷周度表观需求

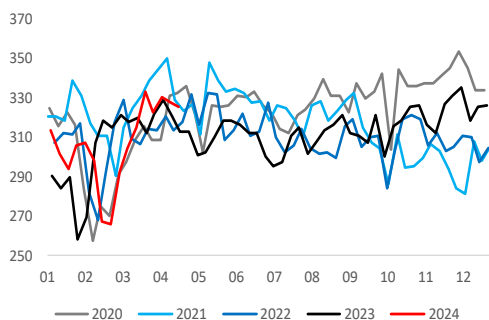
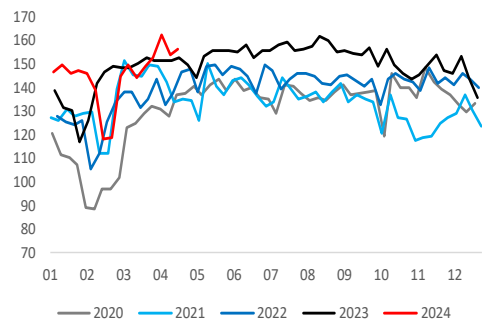


图4：中厚板周度表观需求



数据来源：银河期货、Mysteel

1) 房地产基数偏低，拖累效应有限

在对于房地产而言，3月房屋销售、新开工、竣工数据继续大幅下滑，居民加杠杆意愿依然不足，消费端居民对未来的预期仍然谨慎。但近期“白名单”项目陆续落地，对部分企业资金情况有所改善，后续可能抬升竣工需求；另一方面，目前新开工水平已降至2005年水平，施工和竣工面积已降至2010年水平，房屋开工施工面积基数偏低，后续房地产继续对需求的拖累效应有限。

图5：商品房销售面积当月同比

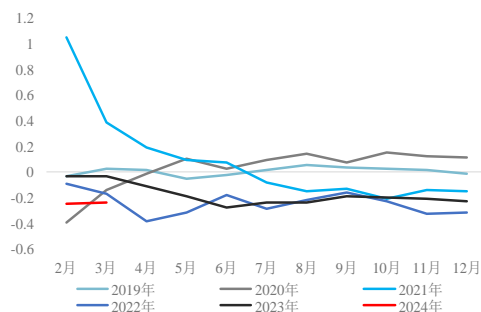
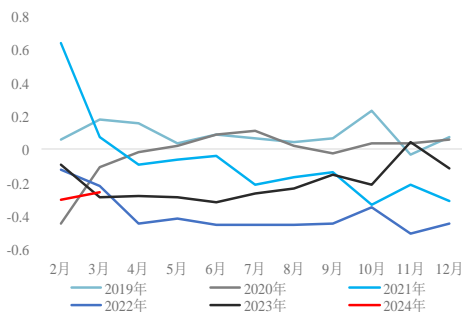


图6：房屋新开工面积当月同比



数据来源：银河期货、wind

图7：房屋竣工面积当月同比

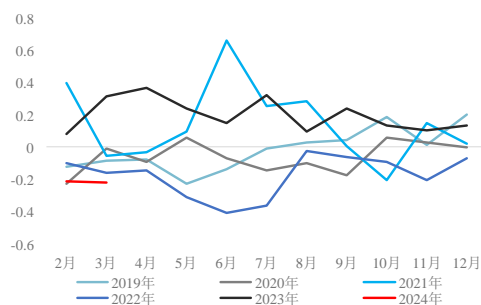
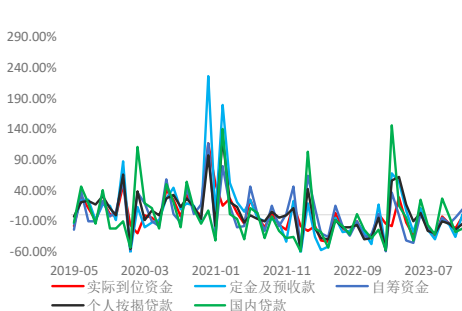


图8：房地产开发资金来源当月同比



数据来源：银河期货、wind

2) 基建端成为2季度需求的主要变量

影响2季度需求的变量主要在基建端。今年以来，受制于12省市严控新增基建项目额政策影响，国内专项债发债进度缓慢，远低于时序，导致1季度基建需求超预期下滑，带动黑色板块整体下挫。3月下旬开始，下游工地陆续季节性开工，但开工项目主要为去年基建项目存量，同时项目资金到位情况仍然偏低，致使旺季钢材需求高度有限。据百年建筑调研，截至4月23日，样本建筑工地资金到位率为62.64%，周环比增加0.87个百分点。其中，非房建项目资金到位率为65.46%，周环比增加0.96个百分点；房建项目资金到位率为46.07%，周环比增加0.38个百分点。去年年末国家增发一万亿特别国债，2月底前，财政部将1万亿元增发国债资金全部下达到地方。增发国债资金重点投向的城乡社区支出、农林水支出、灾害防治及应急管理支出，同比分别增长12.1%、13.1%、

53.4%，资金流向并非为传统的大基建项目，导致未能形成成规模的实物工作量，拉动钢材需求。后续国务院将推动 2023 年所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设，但后续资金若未能流入传统大基建项目，则对黑色需求的整体拉动力度仍然有限。

2023 年新增抵押补充贷款（PSL）额度 5000 亿元，主要支持对象为“三大工程”，包括保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。目前来看，“三大工程”进度不一，城中村改造推进相对较快。大部分项目处于前期阶段，尚未进入到实物工程环节，因此专项借款的发放有待到位。

图9：地方政府专项债发行额

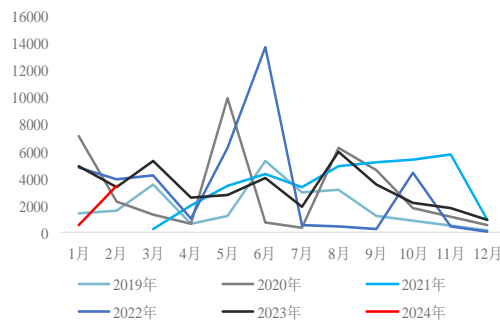
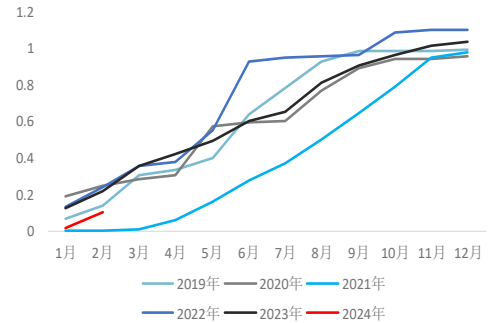


图10：中国债专项债发债进度



数据来源：银河期货、Mysteel、iFinD

图11：基建固定资产投资完成额累计同比分项

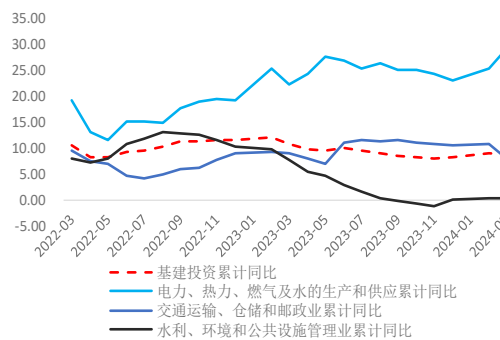
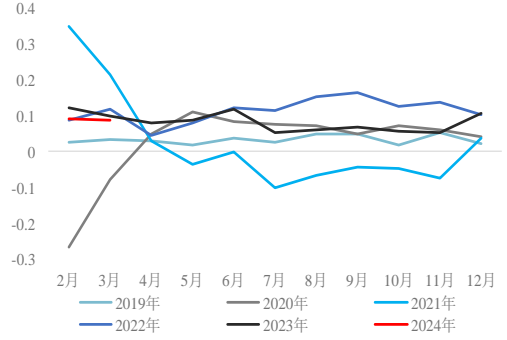
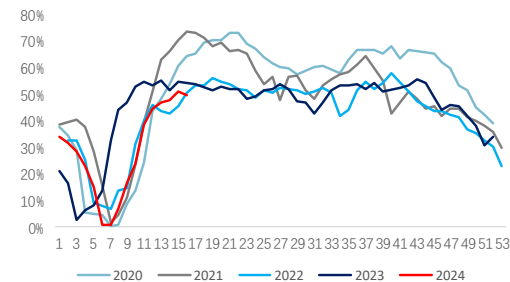


图12：基础设施建设投资当月同比



数据来源：银河期货、iFinD、Wind

图13：全国水泥开工



数据来源：银河期货、Mysteel

从分项来看，今年以来，全国铁路，公路，水路固定资产投资同比增速大幅放缓，仅能源工程投资增速持续增加，延续了去年以来的强势。

图14：固定资产投资完成额同比：铁路

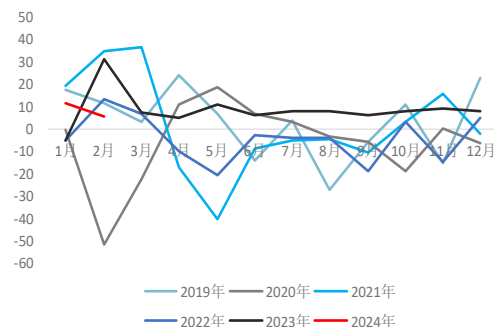
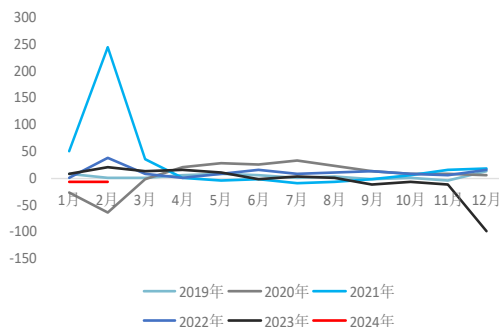


图15：固定资产投资完成额同比：公路建设



数据来源：银河期货、Mysteel、iFinD

图16：固定资产投资完成额同比：水路建设

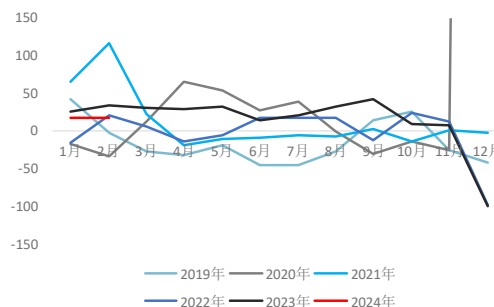
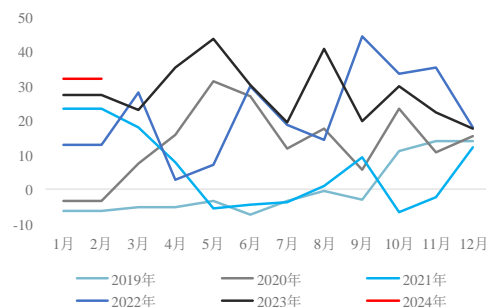


图17：固定资产投资完成额同比：能源工程



数据来源：银河期货、iFinD、Wind

3) 海外需求下滑有待证伪

1 季度国内制造业表现较为出色。3 月国内制造业固定资产投资完成额同比+9.9%，投资增速继续上升，PMI 同样上行至 50 荣枯线以上，其中新订单，生产、出口订单指数延续扩张。制造业的扩张一方面得益于国内房地产行业下滑后的产业重心转移，一方面得益于海外需求的强势。今年以来，国内汽车、家电需求表现较强，但工程机械随着国内基建工程的走弱持续下滑。根据国务院 2024 年 3 月 1 日通过的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，要求到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%；报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。通过以旧换新政策，将进一步提高制造业内需，推动制造业需求占有率进一步上涨。但政策落地时机尚不明确，资金投入情

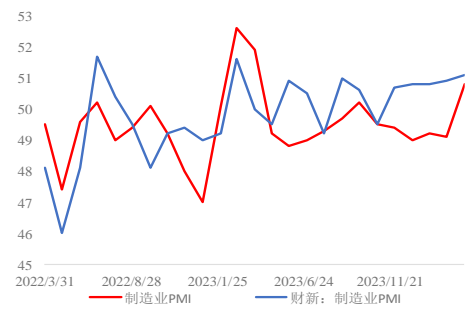
况也尚未公布，具体拉动情况有待观察。

得益于美国经济的强势及欧洲制造业的衰弱，导致今年中国对海外的产成品出口韧性较强。船舶、汽车和家电出口增速较高，支撑1季度黑色需求。然而，根据产业在线数据，4月后国内白电出口排产订单大幅下滑，根据市场传闻，后续产业出口订单同样下行，下游汽车板库存存在压力。同时，近期市场传言将严查买单出口情况，已有部分企业遭到处罚，2季度出口情况可能遭遇下滑风险。然而，后续出口需求的下降目前暂时无法证伪，3月全球高炉生铁产量（剔除中国）在3565万吨，同比-0.28%，全球高炉复产进度仍然缓慢，国内对海外钢材的出口仍有刚需。另一方面，近期国内钢材出口利润持续下滑，目前买单几乎已经没有利润，因此短期影响可能有限。

图18: PMI各分项表现



图19: 制造业PMI



数据来源：银河期货、Mysteel

图20: 中国汽车产量（月）

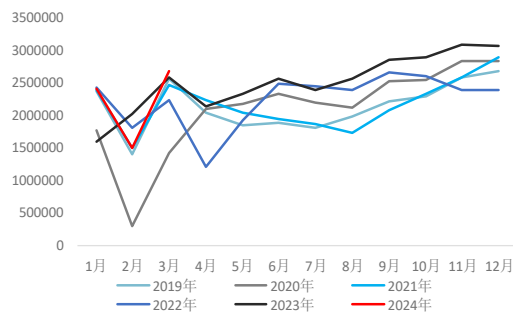
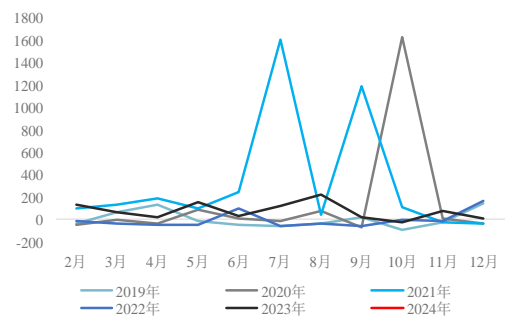
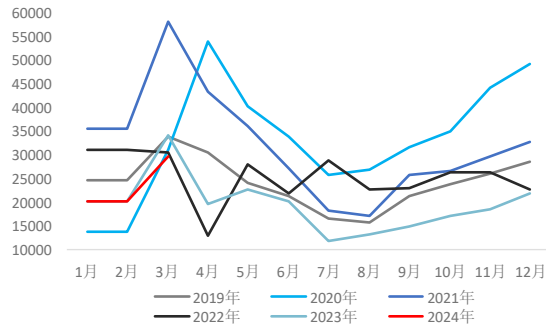


图21: 新接船舶订单同比



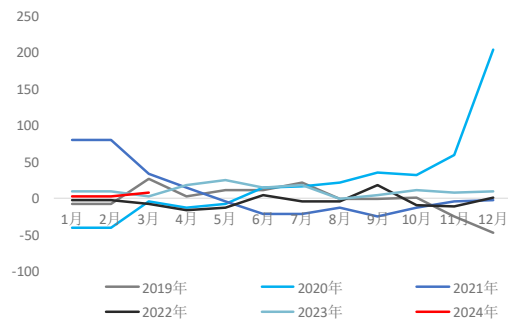
数据来源：银河期货、Mysteel

图22：中国挖掘机产量（月）



数据来源：银河期货、Mysteel

图23：中国冰箱产量同比（月）



数据来源：银河期货、Mysteel

图24：中国空调产量同比（月）

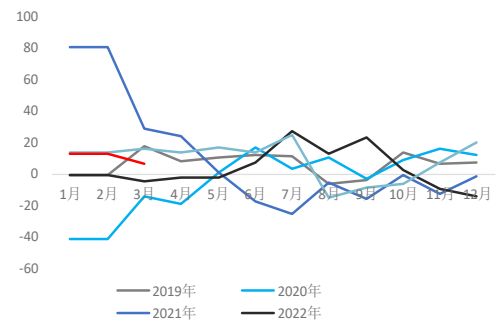
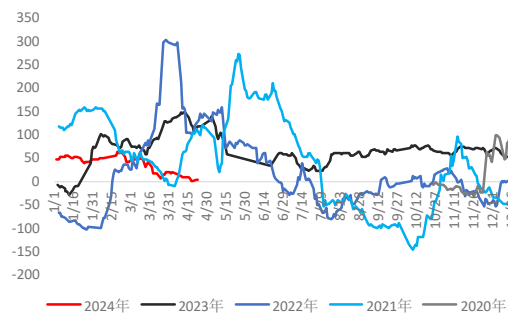


图25：印度热卷出口利润



数据来源：银河期货、Mysteel

图26：日本热卷出口利润

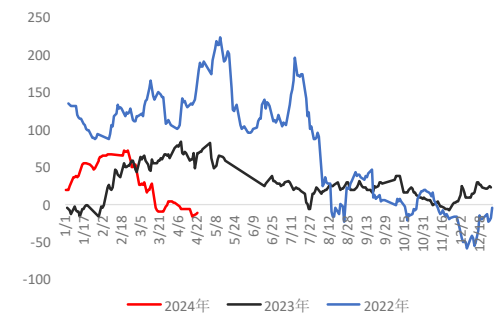
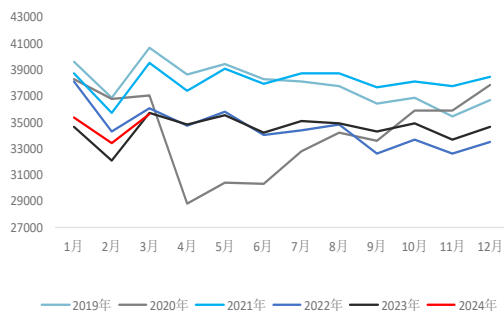


图27：全球（剔除中国）高炉生铁产量（千吨/月）



数据来源：银河期货、Mysteel

2. 供应增量有限

4月，钢厂利润复苏，国内高炉加速复产，根据SMM数据，本周高炉复产进度进一步加快。五一节前钢厂对原料存在补库需求，焦炭提出三轮提涨，铁矿石价格同样上行，带动钢材成本持续推升。预计五月将钢厂将继续延续复产进度，然而，钢厂复产仍然受制于实际需求的复苏情况。若5月基建端需求未能有所起色，则不排除钢厂复产后钢材库存压力增大，向下挤压原料的可能性。预计5月铁水最高或达230-235万吨。

由于前期海外铁矿石发运下滑，预计近期铁矿石到港量可能下降，铁矿石将进一步去库。但煤矿库存偏高，利润修复下煤焦产量同步上升，尽管高炉复产会进一步带动原料价格的上涨，但前期原料盘面增速较快，致使期货价格升水现货，钢材盘面利润也已转向亏损，焦炭盘面已反应3轮提涨，预计最终焦炭现货涨幅在3-4轮，通过成本推升使得钢材期价进一步上涨的驱动性不足。

近期铁废差终于转正，谷电利润持续修复，导致废钢出货意愿上升，钢厂到货量大幅增加。若后续需求不足，粗钢的增量可能使得钢材压力增加。

图28：247家钢厂日均铁水产量

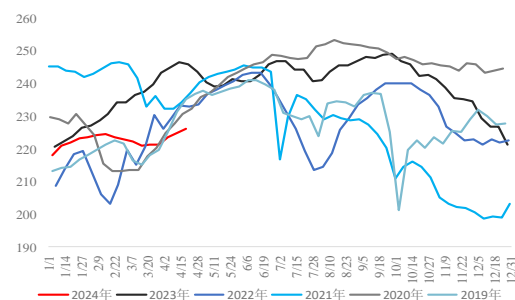
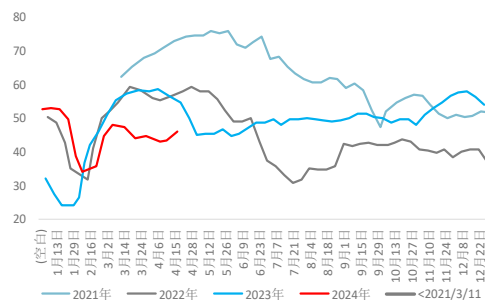


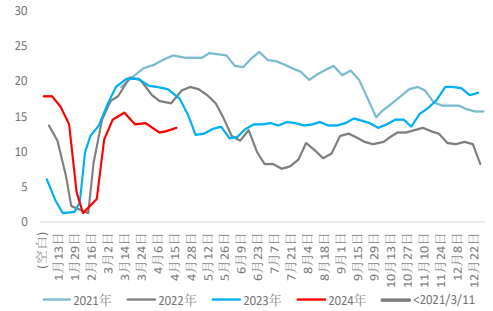
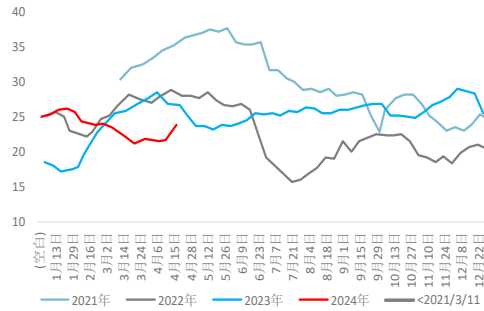
图29：255家钢厂废钢日耗：汇总



数据来源：银河期货、Mysteel，富宝资讯

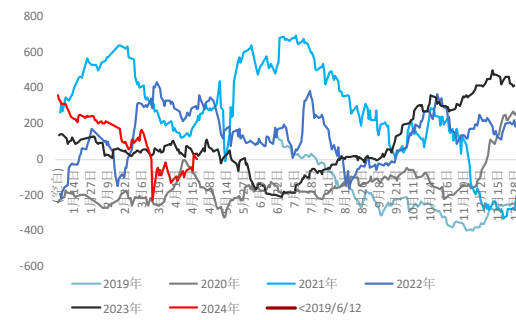
图30：132家（高+转）长流程钢厂废钢日耗：

图31：89家短流程钢厂废钢日耗



数据来源：银河期货、富宝资讯

图32：铁水-废钢价差（不含税）



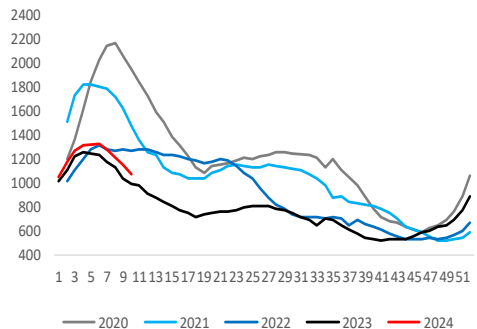
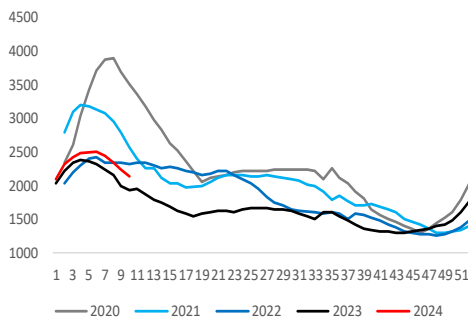
数据来源：银河期货、Mysteel

3. 库存压力拖累钢价

随着下游工地的开工，4月建材下游需求边际性好转，螺纹库存快速去化。然而板材需求增长有限，库存去化缓慢，钢材整体库存仍然处于历年同期最高水平。3月贸易商期现入场采购大批低价货，导致近期杭州、乐从地区出现累库现象，需求修复下存在利润兑现的预期，若需求恢复节奏缓慢，将仍然对钢价造成压力，阻碍钢价上涨。

图33：五大品种总库存

图34：螺纹钢总库存



数据来源：银河期货、Mysteel

图35：热卷总库存

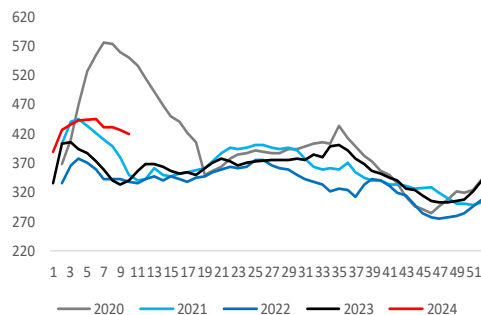
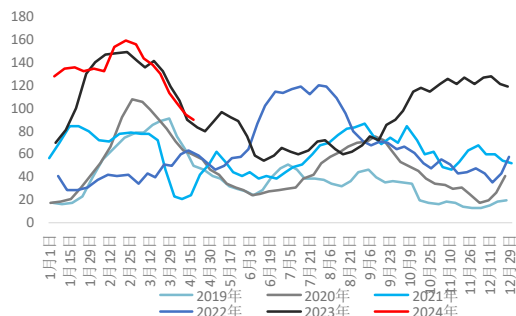


图36：唐山钢坯库存



数据来源：银河期货、Mysteel

第三部分 钢材行情展望及策略

5月，钢材产量继续上涨，原料基本面持续好转，加固钢材成本支撑，但盘面原料估值偏高升水现货，难以进一步拉升钢材期价。然而旺季需求短期见顶，难以支撑钢价继续上行。后续需求需要观望基建项目表现，若专项债及增发国债快速落地形成实体项目，可能拉动黑色需求，打开钢价上行空间；制造业需求仍有支撑，市场传言后续板材出口需求下滑，目前无法证伪，短期仍有较强的刚需表现；房地产表现依然偏弱，但随着“白名单”的推动竣工端可能好转，总体新开工施工竣工基数偏低对钢材的影响边际减弱。板材库存依然偏强，若需求无法继续上行，可能对钢价形成拖累。但旺季需求边际性好转，价格重心较1季度上移，5月钢材可能维持宽幅震荡行情，上下空间有限，节前由于原料存在补库需求，整体仍然维持震荡偏强行情。因此投资者对需求不宜过度乐观。

接下来美联储议息会议及“两会”即将召开，大宗商品可能受宏观因素影响出现价格波动，需要观望市场资金的交易逻辑。

单边：5月维持震荡走势，观望基建需求表现

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