

钢材 2 月报

2024 年 1 月 26 日

春节来临钢材季节性转弱，偏弱运行静待节后需求

研究员：戚纯怡

第一部分 摘要

期货从业证号：F03113636

 投资咨询资格编号：
Z0018817

☎: 021-65789229

 ✉: qichunyi
_qh@chinastock.com.cn

1 月钢材价格高位下跌后出现反弹

1 月上半月，钢材价格高位下跌，螺纹盘面从最高的 4072 跌至 3841，月内波动在 200 元左右，主要受到宏观和基本面两方面的影响。其中，12 月由于全年煤炭生产目标达成，导致部分煤矿开始减产，而铁矿到货量持续下滑，导致原料成本大幅上涨，吞噬成材现货利润，螺纹亏损一度超 300 元。而冬季下游需求持续下滑，钢材成交情况转差，在此情况下，钢厂开启主动减产，铁水由 12 月的 226 万吨附近进一步降至 218 万吨，元旦过后，前期减产的煤矿陆续增产，港口铁矿石库存有所累计，导致钢材下方成本支撑继续下移，焦炭提降两轮落地；另一方面，由于美国 12 月通胀数据仍高，短期降息预期落空，导致市场情绪逐渐转向悲观。尽管国内刺激政策陆续出台，市场情绪仍然持续转差，上证指数下跌，带动黑色破位进一步下跌。然而，进入下半月，在前期情绪驻底过后，市场情绪企稳，在前期钢厂利润修复过后，高炉再次转向增产，回到 220 万吨左右区间，焦炭第三轮提降迟迟未能提出，焦煤现货价格暂稳，下游成本支撑上移，导致钢材价格触底反弹。1 月 24 日，央行宣布将于 2 月初降准 0.5 个百分点，推动社会融资成本下行，导致盘面再次拉升。整体钢材维持了高位震荡的走势。

而宏观市场方面，1 月上旬 12 月宏观数据陆续公布，中国制造业景气水平有所回落，但财新 PMI 有所回升；规模以上工业增加值超预期上涨；12 月房地产新开工施工数据季节性下滑，房产需求仍然驻底，尚未迎来反弹；基建受政府资金支持同样上行。12 月钢材出口量环比有所下降，近期海外出口订单量出现下跌，由于海外高炉生产仍然偏弱，导致出口仍有韧性；12 月新增社融高于市场预期，规模高于去年同期，其中政府债券融资依然贡献了主要的增量，企业债融资同比修复，但居

民户新增人民币贷款进一步下滑，其中中长期贷款维持负增长。新增政府债券融资贡献了社融最大的部分，这体现当前居民和企业端贷款需求尚未出现边际好转。12月美国制造业 PMI 指数有所下滑，欧元区经济延续了下滑的趋势，但美国的通胀，就业指数再一次转向扩张，美国加速降息的预期落空，使得海外鸽派气氛加强。但总体经济仍然延续强势，使得中国对外出口情况存在较强的韧性。预计 1 月国内宏观表现仍然低迷，但春节过后更多宏观刺激政策发布，实际的资金支持在项目上落地，去年下半年房地产企业现金流的改善也会投入到拿地与新开工项目上，另外，年初银行向市场投放新的 PSL 额度，说明今年在保交楼、旧房改造、建设保障性住房和“平急两用”公共基础设施建设上的支持将会进一步加强。

产业层面前期高炉始终限产，但随着利润的修复，高炉开始逐步复产，预计接下来高炉生产将继续上升。而前期电炉盈利情况较强，导致短流程钢产量不断攀升，节前原料在低库存下存在补库的刚需，月底左右部分煤矿或开始放假，焦煤产量进一步下滑。另一方面，钢坯库存又持续累积，目前唐山钢坯库存已经突破 135 万吨，在冬季淡季需求影响下，预计钢材库存将持续累积至年后。预计节前钢材将小幅向上修复估值，整体仍然维持震荡走势。但节后随着高炉、原料的复产，钢材库存累计，叠加下游需求尚未恢复，导致钢材价格在基本面弱勢的驱动下进一步下滑。但节后 3 周左右，随着下游开工的复苏，钢厂库存可能开启去库，钢材供需情况好转，叠加“两会”、“中央政治局会议”上可能推出刺激政策，迎来产业和宏观的共振。

交易策略方面，2 月上旬成材预计维持高位震荡走势，盘面有向上修复的空间，春节过后随着供需的进一步恶化可能迎来下跌。

图1：上海20mm螺纹现货价格季节图

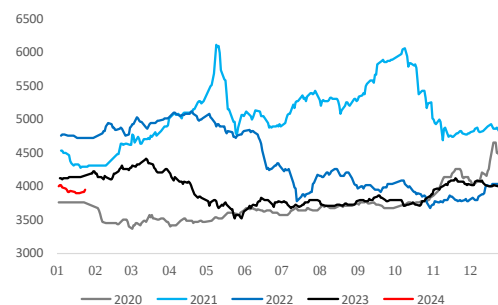
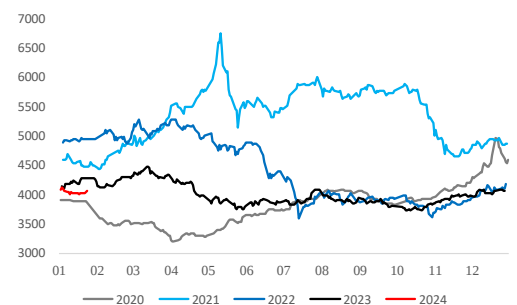


图2：上海热卷4.75mm现货价格季节图



数据来源：银河期货、Mysteel

图3: 螺纹05合约基差季节图(上海)

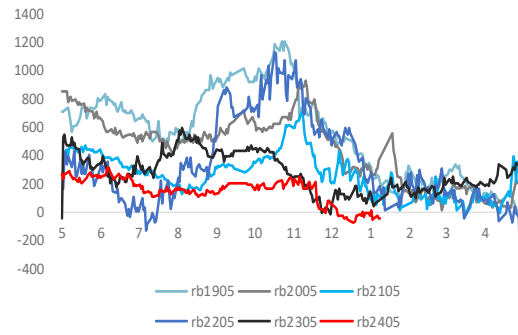
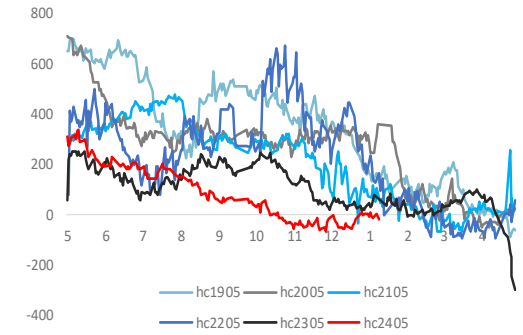


图4: 热卷05合约基差季节图(上海)



数据来源: 银河期货、Mysteel

图5: 螺纹05-10价差

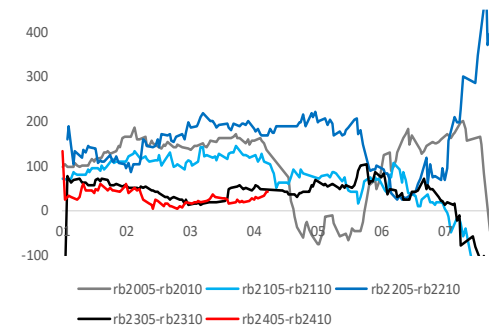
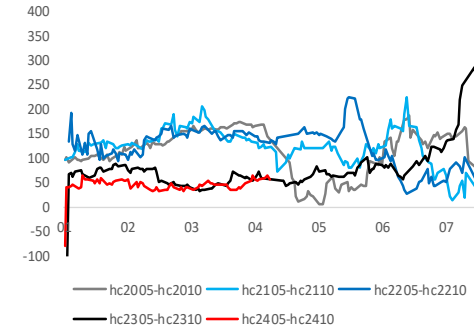
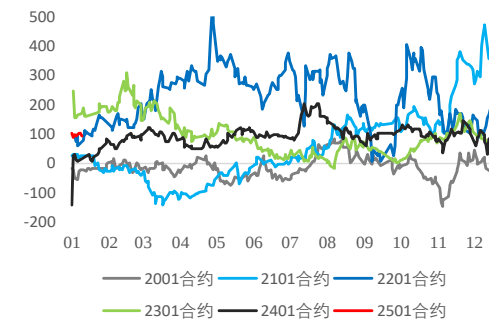


图6: 热卷01-05价差



数据来源: 银河期货、Mysteel

图7: 主力合约卷螺差



数据来源: 银河期货、Mysteel

图8: 05螺纹盘面利润

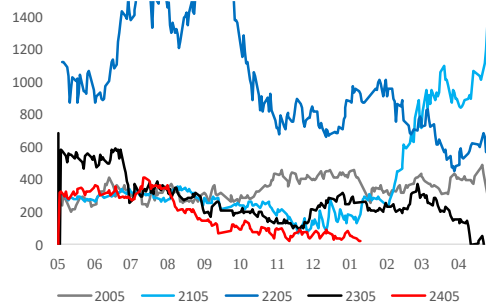
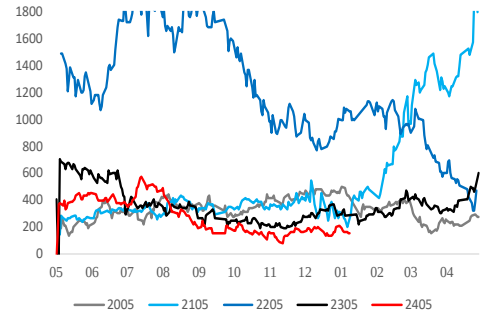


图9: 05热卷盘面利润



数据来源：银河期货、Mysteel

第二部分 钢材供需分析

需求季节性走弱，钢厂有所复产

1. 钢厂陆续复产，品种间分化加剧

供应端，1月份，铁水产量仍然减产，但在钢厂亏损出现缓解后，铁水再次转向增产，铁水产量从218万吨增至223万吨左右；而随着铁水的复产，基地废钢到货量下降，废钢日耗有所下滑，月底前由54万吨降至52.8万吨，环比下降了2.22%，临近春节，预计后续电炉产量将快速下滑。由于原材料成本的下移和成材价格的回升，长短流程钢的利润不断向上修复，导致钢厂继续向下减产的意愿不足。产量上Mysteel统计1月份247家钢厂日均铁水产量221.04万吨，月环比-3.41万吨。而统计局口径来看，12月铁水日均产量在195.83万吨，环比-10.39%，而粗钢日均产量在215.94万吨，环比11月-16.35%。全年基本完成平控目标，但数据远低于钢联口径。1月华东电炉谷电利润在36-90元/吨之间，电炉利润较12月大幅下滑。产能利用率方面，富宝统计截止1月25日，1月89家短流程平均产能利用率为60.68%，环比12月平均-11.58个百分点，电炉钢供应持续吓唬。而品种间出现分化，由于进入冬季，建材需求持续下滑，制造业及基建需求仍有韧性，导致钢厂转产热卷。由于钢材需求存在韧性，12月国内钢材进口环比增加。

图10：统计局月度生铁产量

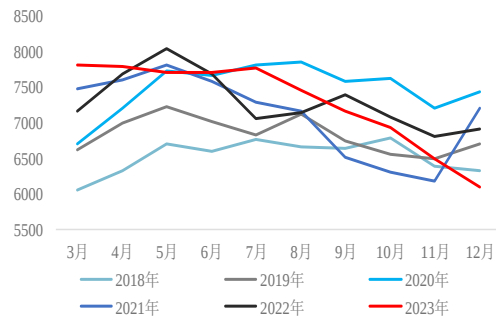
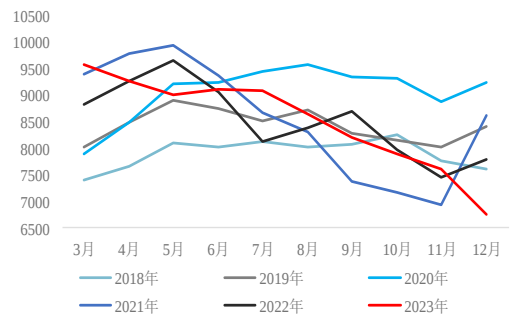


图11：统计局月度粗钢产量



数据来源：银河期货、Mysteel

图12：247家钢厂日均铁水产量

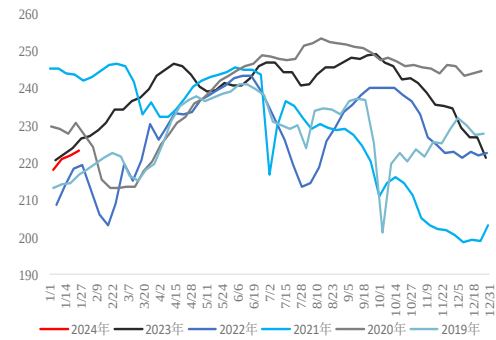
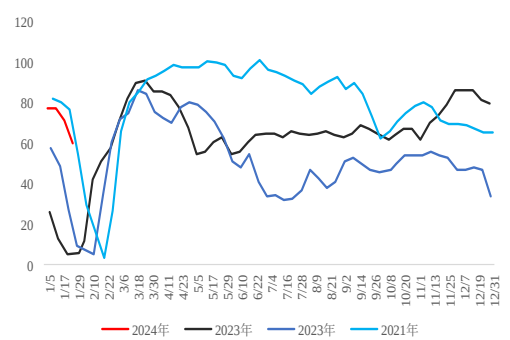


图13：85家独立电弧炉产能利用率



数据来源：银河期货、Mysteel

图14：钢材进口数量

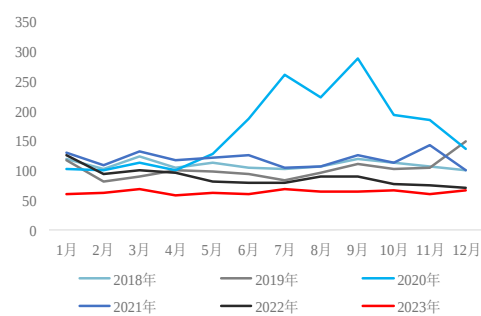
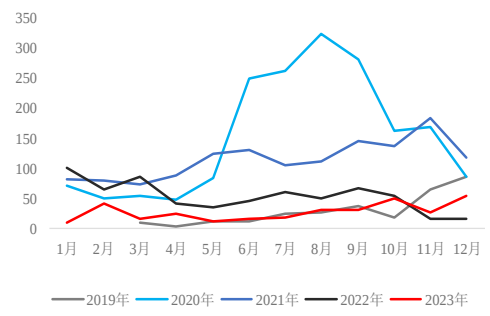


图15：钢坯进口数量



数据来源：银河期货、Mysteel

图16：废钢添加比

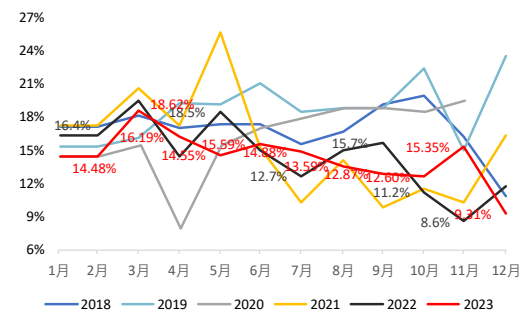
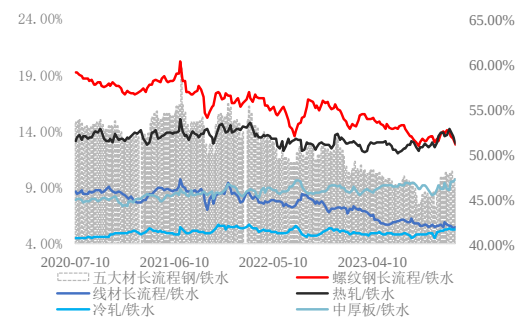


图17：五大材占铁水比例



数据来源：银河期货、Mysteel

2. 房建需求继续下滑，基建和制造业仍有支撑

进入冬季，钢材下游需求季节性下滑。由于国内钢材价格上涨，12月钢材出口订单环比下跌，但整体出口量仍高于历年同期水平。而制造业方面，由于美国经济的强势，叠加海外高炉复产进度缓慢，产成品出口依然偏强，支撑成材需求，预计制造业的强势将维持到今年上半年。基建方面，12月基建投资继续环比上涨，能源工程增速有所下滑，但电力投资持续增长，在资金放松及赶工需求的支持下，基建端仍有较强的支撑；在11月数据改善后，12月房地产拿地，新开工，施工，竣工数据再度下滑，整体需求仍然处于低位，市场加杠杆意愿不足，购房积极性依然低迷。而从Mysteel表观需求看，热卷月均表观需求303.69万吨，环比-7.25%。螺纹月均表观需求212.03万吨，环比-13.17%；淡季房建需求持续下滑，热卷下游订单仍然火爆，导致热卷表需好于螺纹，热卷表需增长而螺纹表需下滑。

从库存看，11月钢材库存持续累计，由厂库向社库转移，螺纹累库幅度较高，热卷小幅累积。

图18：五大品种周度表观需求

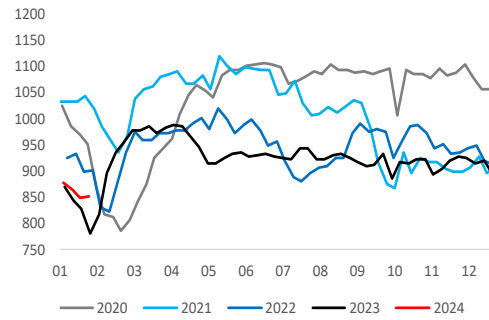
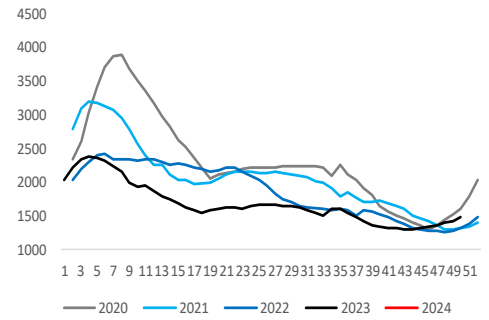


图19：五大品种总库存

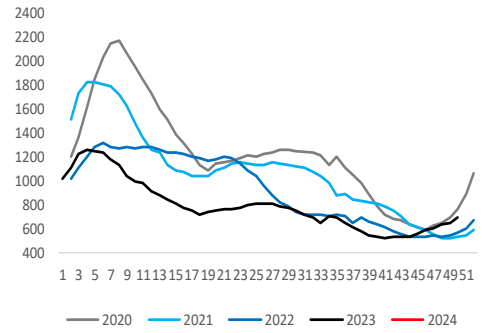


数据来源：银河期货、Mysteel

图20：螺纹钢周度表观需求



图21：螺纹钢总库存



数据来源：银河期货、Mysteel

图22：热卷周度表观需求

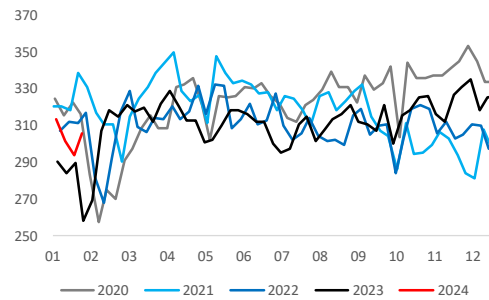
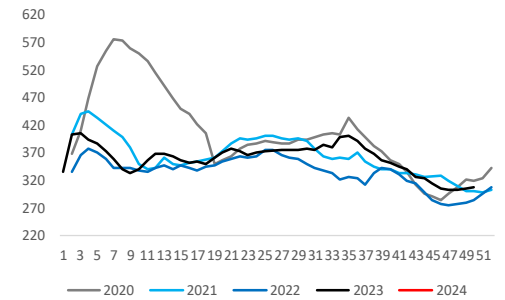


图23：热卷总库存



数据来源：银河期货、Mysteel

图24：唐山地区钢坯库存

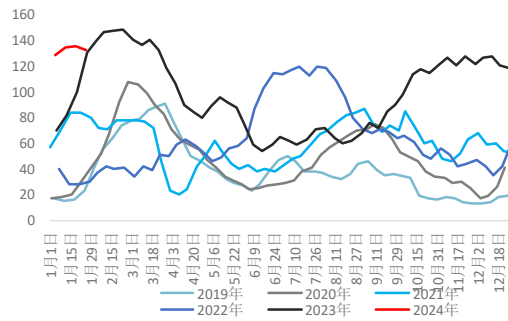
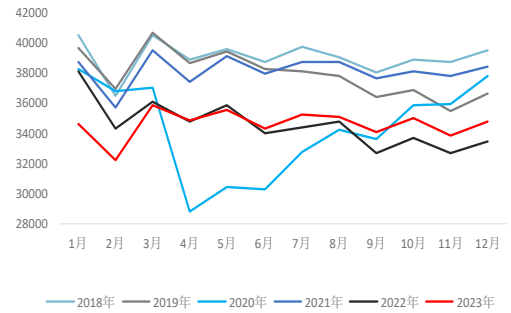


图25：全球（剔除中国）高炉生铁产量



数据来源：银河期货、Mysteel

图26：印度热卷出口利润

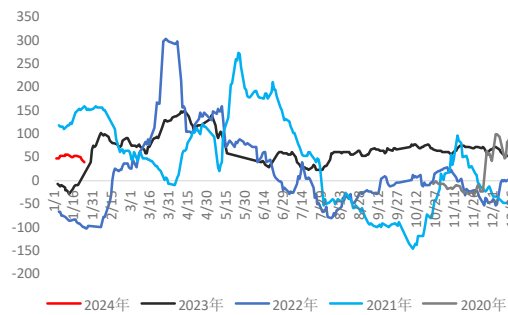
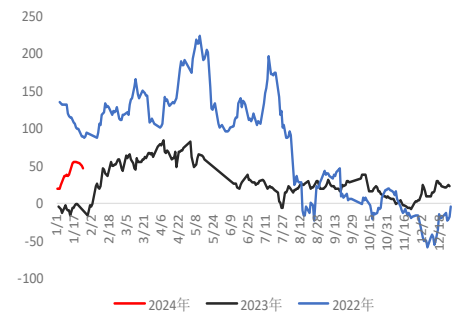


图27：日本热卷出口利润



数据来源：银河期货、Mysteel

第三部分 2 月行情展望

一、节前节后供需两弱

1. 高炉持续增产，但节前增幅有限

铁水端：从利润上看，华北地区螺纹高炉螺纹当前即时利润在-195.66 元/吨左右，华东亏损 209.02 元/吨，热卷利润-139.02 元，较月初修复了 160 元左右。从铁水产出量上看，随着利润的修复，1 月铁水产出量有所回升，但钢厂仍然亏损，叠加冬季下游需求偏弱，钢材持续累库，导致高炉大幅增产的驱动性不足。预计 2 月节前高炉缓慢复产，节后长流程钢加速复产。电炉端：目前华东三线螺纹电炉谷电利润在 73 元/吨左右，平电利润在-92.3 元/吨附近，与月初相比-18.06 元左右。

由于高炉复产，电炉利润下滑，废钢基地和钢厂到货量同样下降。预计临近春节，电炉将快速减产关停，节后复产速度将比高炉更快。

图28：华东电炉现金利润（平电）

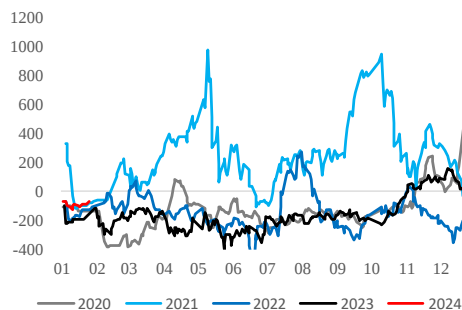
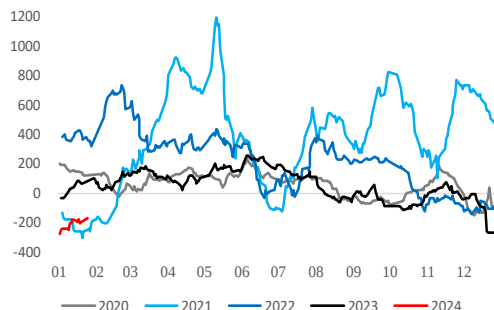


图29：华北螺纹长流程现金利润



数据来源：银河期货、Mysteel

图30：螺纹周产量

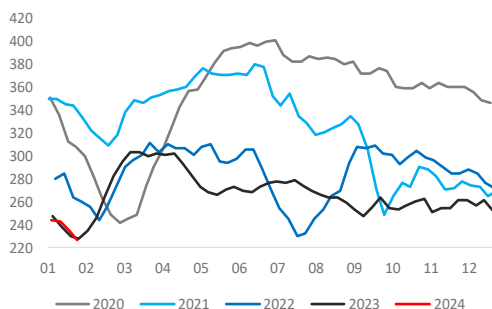
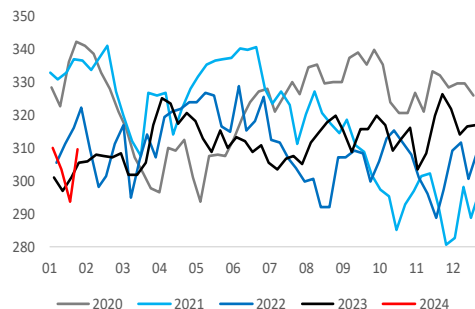


图31：热卷周产量



数据来源：银河期货、Mysteel

2. 进口利润仍然倒挂

进口方面，海外钢价强于国内，未给出进口利润，预计2月仍维持低位进口水平。

二、制造业仍然偏强，房地产需求仍然低迷，基建存在赶工需求

12月新增社融为1.94万亿元，高于市场预期，前值为2.45万亿元。新增人民币贷款为1.17万亿元，前值为1.09万亿元，社融新增规模高于去年同期，其中政府债券融资依然贡献了主要的增量，企业债融资同比修复，但居民户新增人民币贷款进一步下滑，其中中长期贷款维持负增长。12月新增政府债融资规模达0.93万亿元（连续四个月维持在万亿元水平附近），同比多增6491亿元，新增政府债券融资贡献了社融最大的部分，这体现当前居民和企业端贷款需求尚未出现边际好转。

1-12月，中国固定资产投资完成额累计同比为+3%，环比偶一定增加，其中房地产开发累计投资额同比-9.6%，制造业累计投资额+6.5%，基建投资累计完成额同比+8.24%，房地产同比增速跟随季节性下滑，但制造业继续上涨，基建受政府资金支持同样上行。

从房地产开发资金来源来看，各个来源的实际到位资金继续下滑，说明房企供给端扩张能力依然低迷。

12月100大中城市土地成交面积18309.77万平方米，同比-8.51%，1-12月同比-18.94%，12月成交环比上涨，拿地数据有所改善。12月前端商品房新开工面积同比-11.56%，竣工面积同比+13.37%，12月新开工，施工竣工面积增速再度环比下滑，房地产市场依然低迷。1-12月30城商品房成交面积始终维持低位，居民加杠杆意愿仍然不足。受到前期各地“因城施政”及刺激政策影响影响，市场资金情况有一定改善，土地成交边际好转。预计实际需求改善将在明年反映出来，但1季度需求依然维持地位，预计1月房地产开工数据将持续下滑。

目前提振房地产需求的重点，除了运用逆周期工具调节，比如中央财政的扩张、以及政策性银行等准财政工具的扩张，仍在于居民购房信心的恢复。

图32：社会融资规模新增

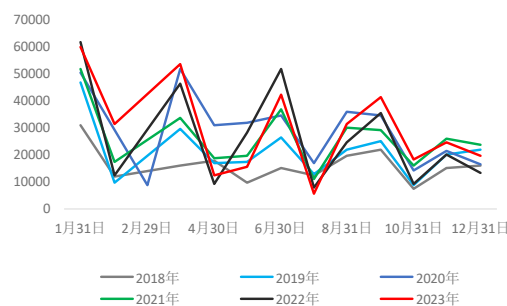
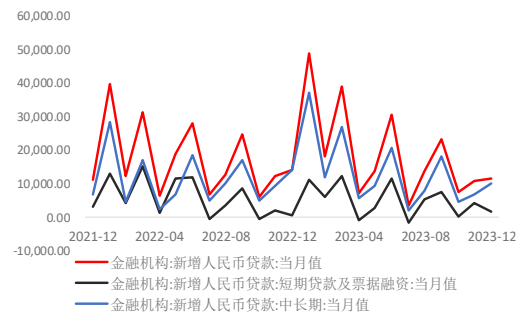


图33：新增人民币贷款



数据来源：银河期货、Mysteel

图34：固定资产投资累计同比

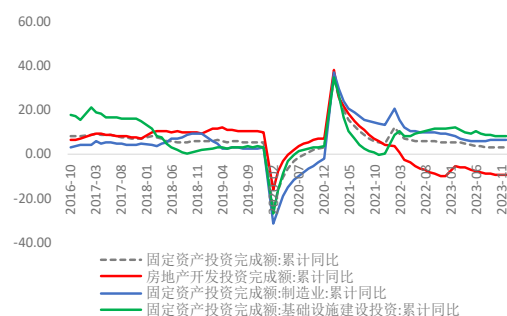
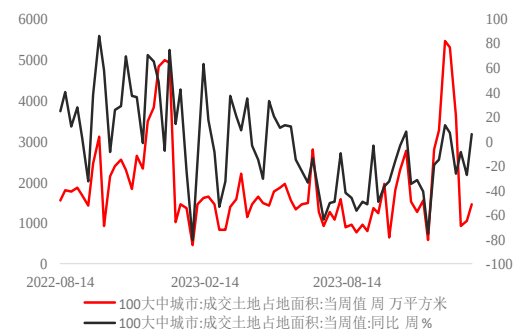


图35：100大中城市土地成交面积



数据来源：银河期货、wind

图36：商品房销售面积当月同比

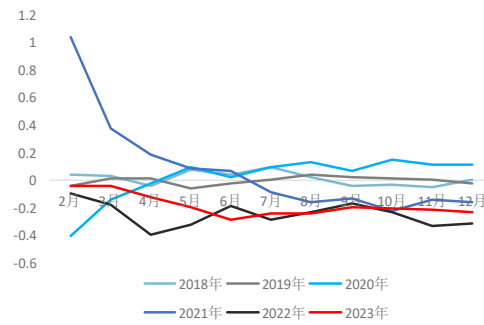
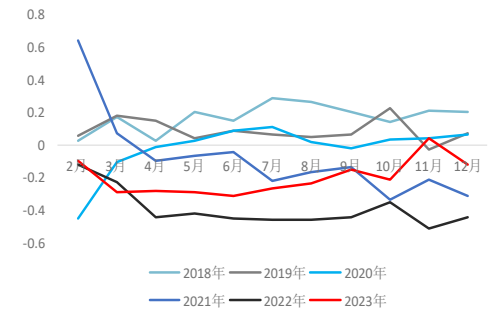


图37：房屋新开工面积当月同比



数据来源：银河期货、wind

图38：房屋竣工面积当月同比

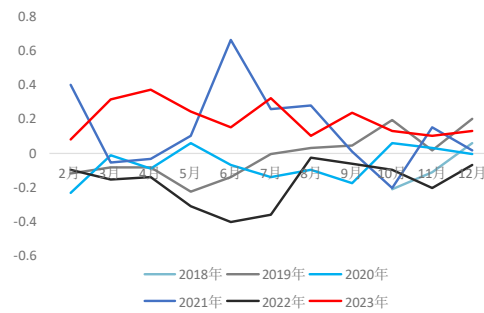
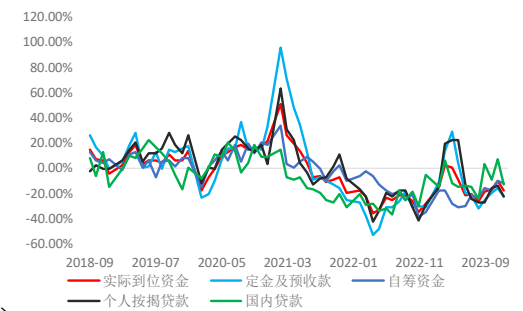


图39：房地产开发资金来源当月同比



数据来源：银河期货、wind

图40：30城商品房成交ma7

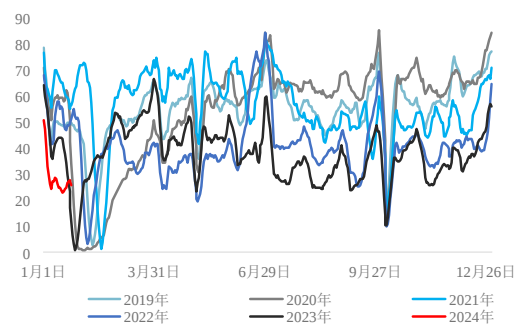
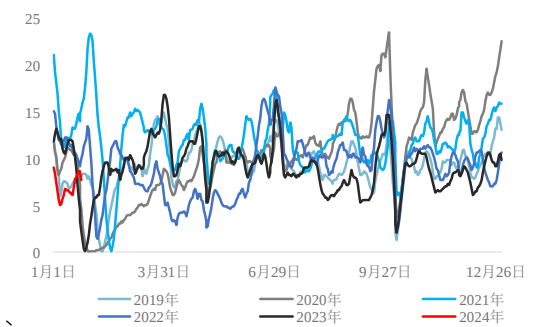


图41：30城商品房成交ma7（一线）



数据来源：银河期货、wind

图42: 30城商品房成交ma7 (二线)

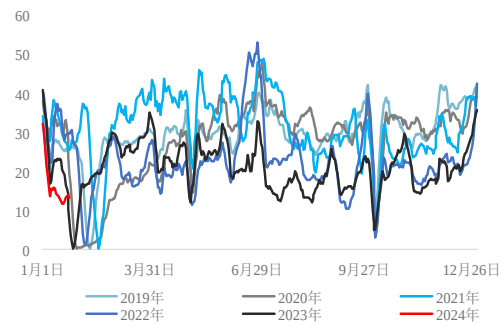
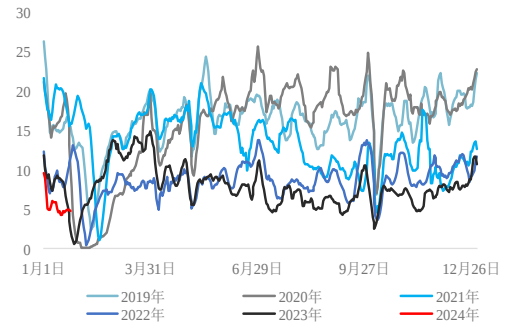


图43: 30城商品房成交ma7 (三线)



数据来源: 银河期货、wind

图44: 全国建材成交

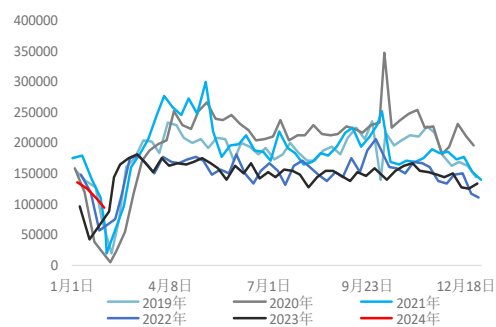
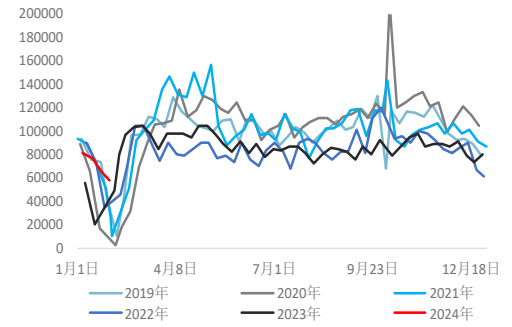


图45: 华东地区建材成交



数据来源: 银河期货、Mysteel

土地出让金收入下滑后, 地方政府面临着比较大的财政压力和债务风险。

1-11月, 各地发行用于项目建设等专项债券 3.86 万亿元, 去年年末中央将 2023 年提前下达的专项债限额提升至 60% (一般最高为 50%, 2020 年疫情爆发提升至 60%), 也就是 2.7 万亿 (一般债 0.43 亿元、专项债 2.28 万亿元), 近期各地方政府陆续下达专项债提前批额度。

目前地方政府仍然面临较高的偿债压力, 急需化解流动性风险。日前国务院下发通知, 12 省份严控城市轨道交通等投资项目, 本次主要是东北、西南、西部的省份。后续其他一些地方也可能会跟进。政策释放两个信号: 其一 12 省份进入化债阶段。其二 12 省地方除民生类和非必要外, 不得再作为融资主体和投资主体。说明市政基建开始退潮。

基建方面, 12 月交通建设投资环比改善, 能源工程投资有所下滑, 但电力投资增速上行。

进入冬季, 全国水泥开工持续下滑, 但基建端需求仍有韧性, 表现好于房建。

图46：地方政府专项债发行额

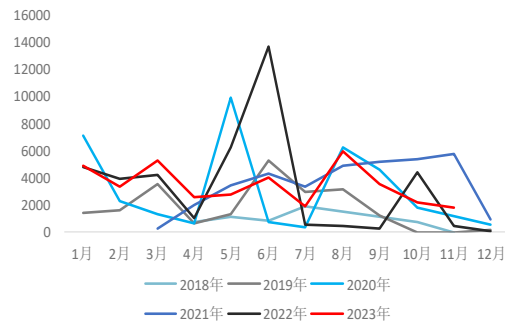
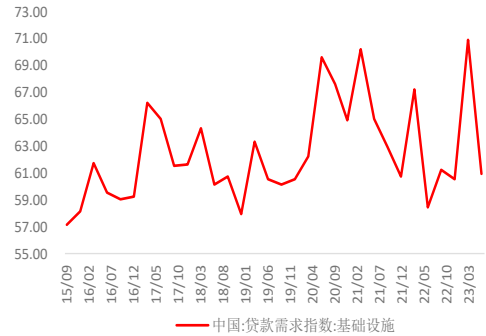


图47：中国贷款需求指数：基础设施



数据来源：银河期货、Mysteel

图48：基建固定资产投资完成额累计同比分项

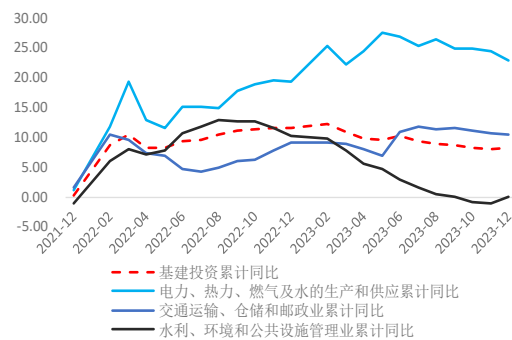
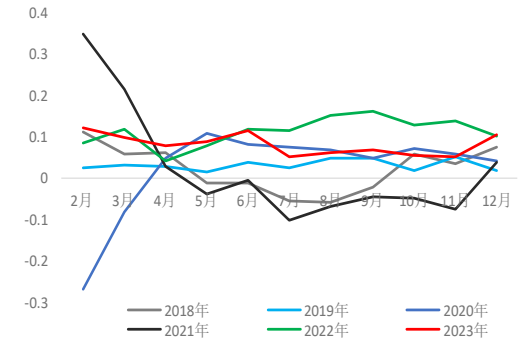
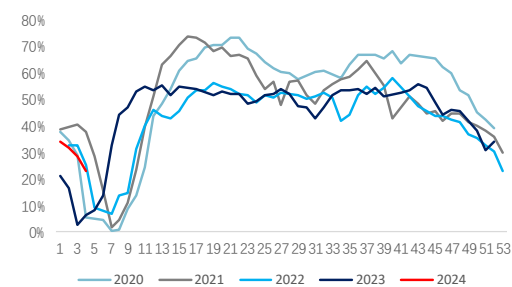


图49：基础设施建设投资当月同比



数据来源：银河期货、Mysteel

图50：全国水泥开工



数据来源：银河期货、Mysteel

图51：水泥基建直供量

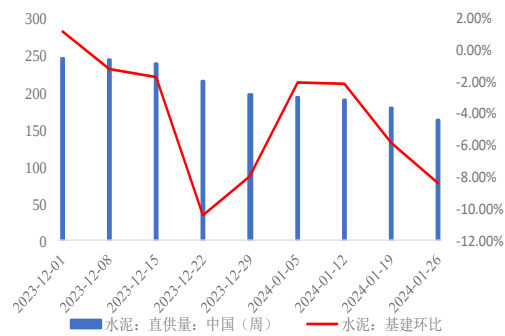
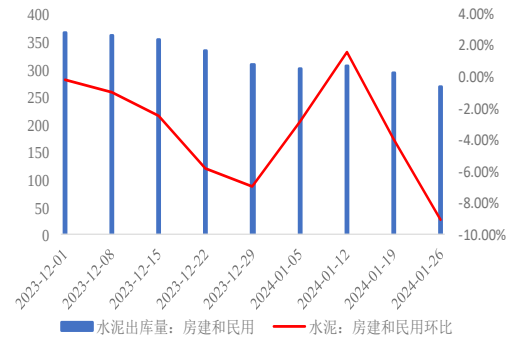


图52：水泥出库量：房建和民用



数据来源：银河期货、Mysteel

12月官方制造业PMI为49，数据连续三个月下滑，财新制造业PMI为50.8，制造业新订单、生产、出口等核心部门继续环比下滑。

1月Markit制造业PMI初值为50.3，预期47.9，前值47.9；Markit服务业PMI初值为52.9，预期51，前值51.4。2023年12月美国CPI指数环比上涨0.3%，涨幅环比增长0.2个百分点，高于市场普遍预期。美国至1月19日当周初请失业金人数21万人，前值18.7万人，美国进入降息周期的预期被延后，市场鸽派情绪浓重。

欧元区1月制造业PMI初值46.6，尽管仍然远低于荣枯线，但创下了10个月来新高。但服务业小幅下滑，新订单收缩程度为去年六月以来的最小，市场对未来一年的乐观情绪有所改善。

中国12月出口同比（按美元计）+2.3%，前值+0.7%。出口情况有所扩张。出口数据增长超预期，一方面受同期低基数影响，另一方面暗示外需正在边际企稳，伴随外贸红利持续释放以及海外需求增速企稳回升，欧元区仍处于补库周期，我国出口仍有韧性。

12月M1-M2增速为-8.4%，前值为-8.7%，仍然为负剪刀差，数据环比有所改善，说明市场对经济仍然悲观，需求偏弱。

由于出口改善，12月制造业增速有所扩张，汽车、空调、洗衣机产量和出口量下滑，冰箱出口量继续上升，挖掘机产量和增速均有所上升，整体出口增速仍强，但产量增速下滑，说明内需低迷而外需强劲。而船舶产量和新接船舶订单环比增长，但同比去年均有所喜爱选哪个，随着全球航运数量的过剩，船舶生产的延续性可能不足。产成品相对库存持续去化，绝对库存周转天数降至20天以下，中国仍处于去库周期。

目前发达经济体经济下行压力较大，美国经济韧性较强，但明年企业税收优惠结束后，也面临运营成本增加的问题，预计受货币累积紧缩效应显现、地缘政治关系紧张、高利率环境加剧金融风险等因素影响，未来欧元区等主要经济体PMI或继续运行在收缩区间，但若降息周期开启，可能增强市场流动性。上半年我国出口情况或依然偏强。12月美国批发库存较上月增长0.4%。

图53: PMI各分项表现

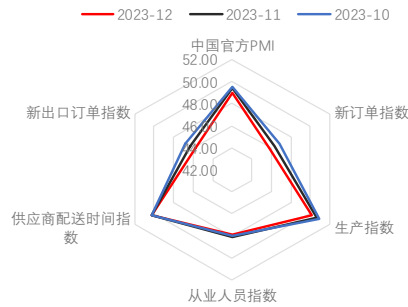
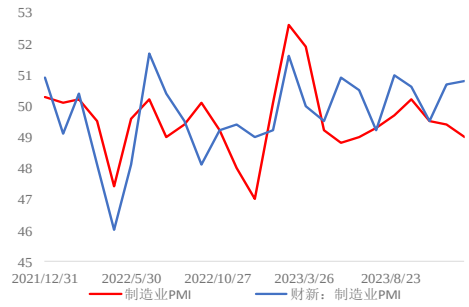


图54: 制造业PMI



数据来源：银河期货、Mysteel

图55: 工业企业利润总额累计同比及制造业分项

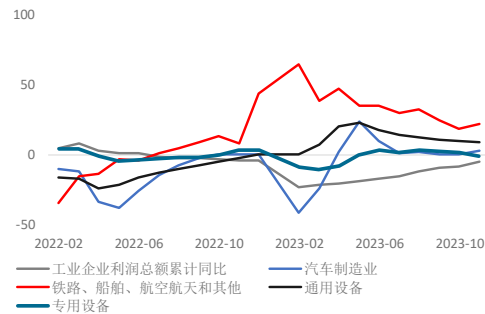
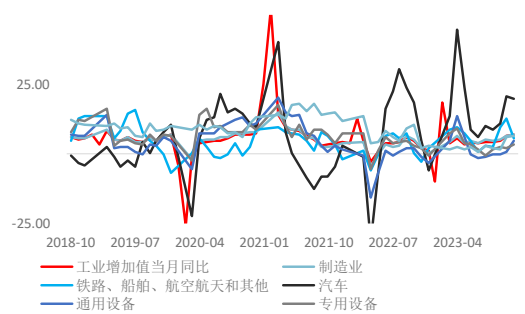


图56: 工业增加值当月同比及分项



数据来源：银河期货、Mysteel

图57: 工业企业产成品存货及同比

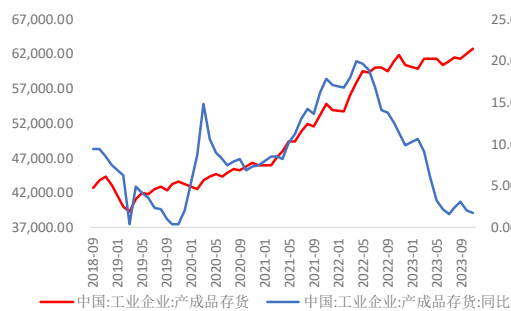
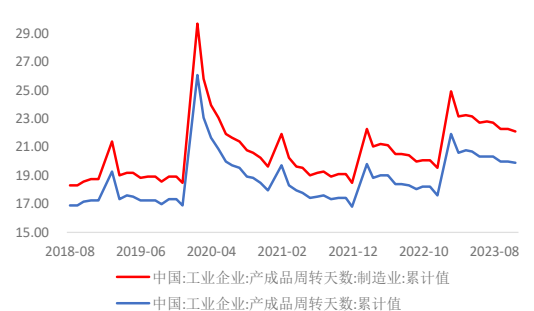


图58: 工业企业产成品周转天数



数据来源：银河期货、Mysteel.

图59：中国汽车产量（月）

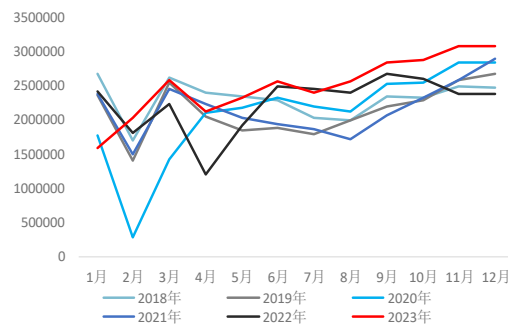
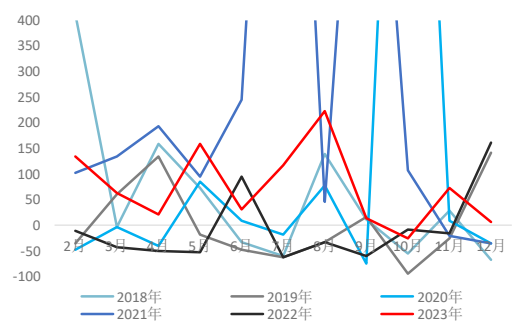
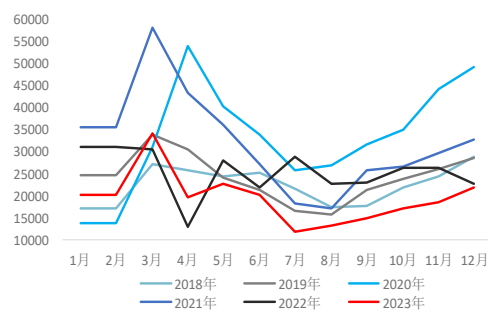


图60：新接船舶订单同比



数据来源：银河期货、Mysteel

图61：中国挖掘机产量（月）



数据来源：银河期货、Mysteel

图62：中国冰箱产量同比（月）

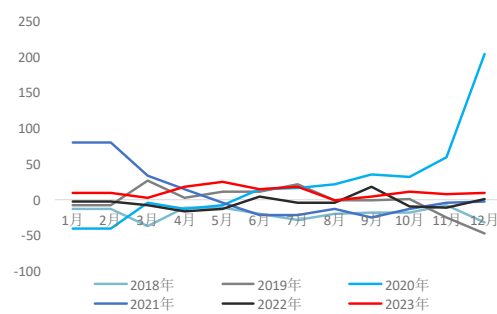
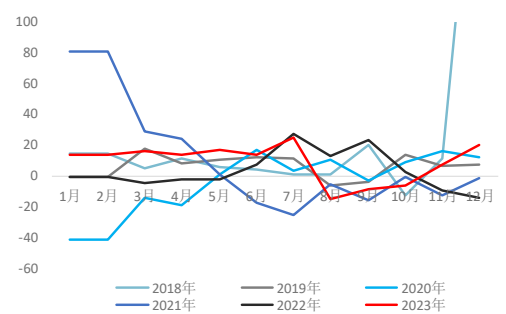


图63：中国空调产量同比（月）



数据来源：银河期货、Mysteel

三、1 月钢材季节性转弱

目前来看，随着钢厂利润的修复，近期高炉陆续复产，但钢厂仍然亏损，春节前增产幅度不会很大，节后高炉复产速度可能加快；而目前电炉利润持续下滑，废钢到货减少，导致电炉钢产量下降，预计春节期间电炉钢关停速度快，但节后复产

速度迅速。钢材品种间出现分化，螺纹减产而热轧增产，五大材整体产量占比偏低。节前钢材库存持续累计，由厂库向社库转移，螺纹累库幅度较高，热卷小幅累积，节后累库速度可能加快，螺纹表需根据季节性继续下滑，但热卷下游接单火爆，导致表需继续增长。地产方面，目前仍然处于慢复苏的状态，前期“因城施政”影响下市场资金端有一定改善，拿地数据环比好转，但房屋新开工施工竣工和销售数据仍然下滑，居民加杠杆意愿不足，未出现逆转趋势，消费端居民对未来的预期仍然谨慎，资金落实到拿地和新开工的较大增长至少要等到 2 季度。12 月基建投资维持平稳，对成材需求有较大的支撑，在 10 月底开始各项政策出台后，地方政府的偿债压力有所缓解，基建项目存在部分赶工需求。特别国债、PSL 等资金具体落实到项目或要等到明年春节过后，然而日前国务院发布公告，要求 12 省严控新增基建项目，后续基建增量的持续性可能有限。由于国内钢价上涨，12 月钢材对外出口有所下跌，但整体出口量仍然高于历年同期水平，近期钢材出口量继续上升，总体海外高炉复产情况较慢，2 月出口仍有一定延性。而美国经济仍然强势，国内产成品对外出口有一定延续性，国内制造业仍然偏强，但中游库存偏高，仍然处于去库状态。预计 2 月制造业对钢材需求存在刚性支撑，但基建和房地产开工需求随着春节的来临进一步下滑，节后复工至少要等到 3 月。

宏观上今年国内经济市场依然处于 K 型复苏阶段，内需短期仍处于收缩状态，但目前已有特别国债、专项债前置力度加大、PSL、三大工程等更多关于消费和房地产刺激政策的陆续落实，制造业表现偏强，但房地产需求的大幅增长仍然存在困难，基建需求受特别国债和专项债前置影响，资金端有所改善，但受地方政府坏债影响，延续性有待确认。目前来看，2 月钢材供应逐步回升，需求延续季节性低位，节前原料供应收缩煤矿放假，成本有较强支撑维持震荡走势，但节后随着高炉和煤矿的复产，成本进一步下移，需求弱势也使得钢材库存持续累计，节后钢材价格或存在下行空间。2 月春节前钢价维持高位震荡，节后可能会迎来走跌。

具体策略：

单边：维持震荡偏弱的走势。

套利：正套头寸可尝试入场。

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。本报告清晰准确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 大宗商品研究所

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 Floor 31/33

Floor 31/33, IFC Tower, 8 Jianguomenwai Street, Beijing, P.R. China

上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

28th Floor, No. 501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

全国统一客服热线：400-886-7799

公司网址：www.yhqh.com.cn