

【银河专题】冷热价差快速收缩，后续行情怎么走？

研究员：戚纯怡

期货从业证号：

F03113636

投资咨询证号：

Z0018817

电话:021-65789253

邮箱: qichunyi
_qh@chinastock.com.cn

第一部分 前言概要

后续行情展望：

目前热轧基本面好于冷轧，冷轧库存水平偏高，需求受海外关税政策影响大幅下滑，但短期冷轧端的压力尚未传导至热轧。然而，若5月买单出口查处趋严，叠加海外关税政策影响，热轧供需压力可能逐渐加大；近期钢坯出口大幅增长，可能缓解一定板材出口压力，但钢坯出口总量仍然相对有限。因此后续热轧以及冷热价差仍有一定下行空间，具体需要关注5月国内关税政策。此外，4月中央政治局经济会议即将召开，短期市场对国内货币政策存在宽松预期，因此存在小幅反弹的机会，但中长期而言板材趋势依然向下。

第二部分 基本面情况

一、冷热价差快速收缩

由于内需的疲软及海外出口的强势，2024年下半年起国内冷热价差持续走高，乐从价差一度达到850元高位。但3月上旬开始，美国关税政策落地，宣布对华商品征收84%的关税，后续对部分商品最高档加征至245%。受到海外关税政策影响，国内冷热价差持续收窄，乐从价差从780元降至目前的670元附近，降幅高达110元。海外地缘政治情况变幻莫测，后续对冷轧的影响会有多大，冷热价差还会继续收窄吗？

接下来我们进入详细分析。

图1：乐从冷热价差（元/吨）

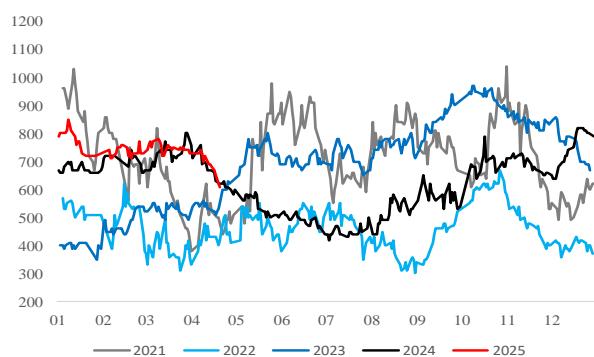
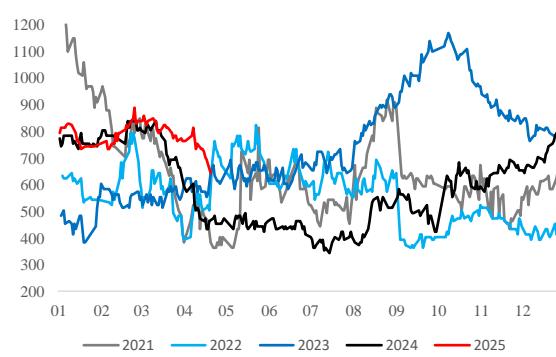


图2：上海冷热价差（元/吨）

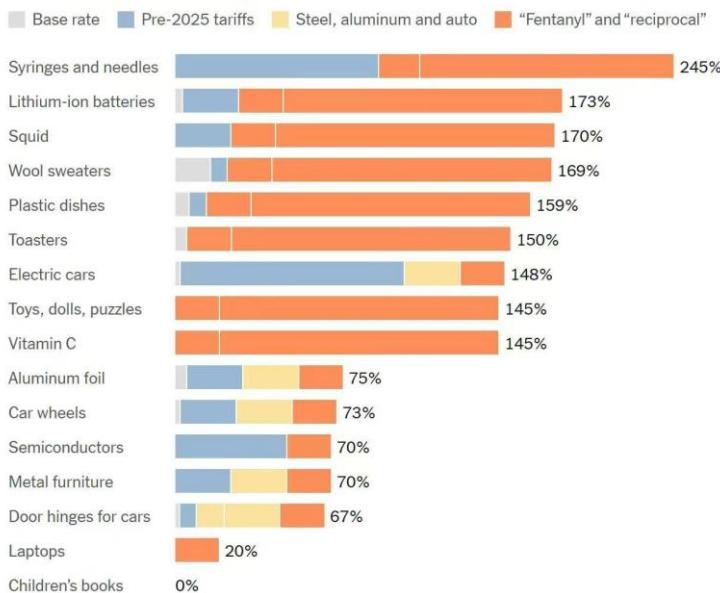


数据来源：银河期货、Mysteel

数据来源：银河期货、Mysteel

表3：美国对中国加征关税比例（%）

New tariff rates on select goods from China



Note: Rates are rounded to the nearest whole number. The rates are calculated assuming metal furniture made of 100 percent aluminum and door hinges made of 50 percent aluminum.

数据来源：银河期货、市场公开信息

二、冷轧供需压力加大

今年以来，国内钢材供应持续攀升，春节过后冷轧产量快速修复，目前已达到历年同期最高的水平。但3月上旬开始，国内冷轧周度表观需求快速下滑，从最高位的89.46万吨降至目前的82.91万吨，降幅达7.32%，冷轧库存也快速累积，目前总库存仍然偏低，但钢厂库存已经高于去年同期水平。

2025年1月春节期间，美国宣布对华征收25%的钢铝制品及汽车关税，3月国内加紧买单出口的查处力度，在此情况下，国内钢贸企业及制造业厂家加大了生产及出口力度，根据海关总署显示，1-3月中国钢板累计出口量为1743.73万吨，同比-2.82%，今年板材出口小幅下滑，但依然远高于2019-2023年同期水平。但3月上旬美国关税落地，宣布对大部分商品征收84%及以上关税，叠加国内买单出口加严，对中国商品出口出现即时影响，部分钢厂4月起出口排产数量下滑，根据SMM最新钢厂出口排单情况来看，4月计划出口量较3月实际出口量下降3.5%。4月中旬开始，国内港口钢材出口量环比下跌，预计随着抢出口行为步入尾声，后续国内钢材出口量可能持续下滑。

根据我们去年11月的专题报告《【银河专题】特朗普当选对钢材间接出口的影响测算》，美国大规模征收关税将对中国钢材产生约1200万吨的直接和间接出口影响。然而，4月9日，美国宣布，将对超过75个国家施为期90天的对等暂停措施，在此期间，对等关税将降至10%，暂停措施立即生效。2018年中美贸易冲突以后，中国出口与美国逐渐脱钩，国内商品加大了向亚非拉地区的出口比例，部分商品通过东南亚、墨西哥等地区完成了向美国的转口贸易，因此对其他国家关税的暂时缓和使得中国商品转口贸易的通道仍然打开，钢材直接和间接出口的下滑幅度暂时小于我们此前1200万吨的预期。但今年以来，除了美国以外，越南、韩国等地同样对中国出厂的板材实施了反倾销措施，

部分国家也开始采用产品溯源，防止中国商品通过转口的形式进入美国，导致板材需求的压力仍大。

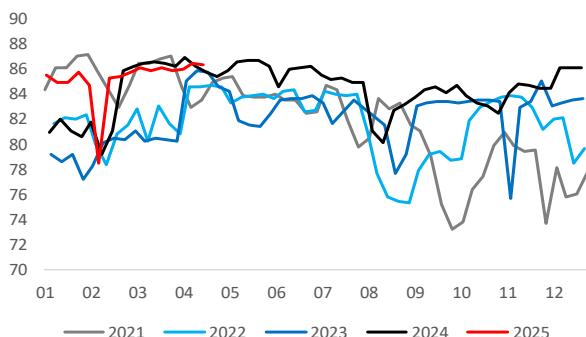
对于冷轧是钢铁深加工的重要产品，下游需求主要有汽车、家电、建筑以及机械等。今年以来海外新能源汽车补贴退坡，德国对华汽车发起反倾销调查，国内汽车订单增速下滑；尽管为了促进内需，国内推出补贴政策，但受制于海外出口的下滑及国内房地产的不景气，导致家电产量依然下跌。由于家电产品内部的钢结构可替代性较强，因此美国关税政策落地后白电企业率先受到冲击，根据调研，部分企业表示在手订单下滑10-20%左右；集装箱行业已受出口下滑影响，下游订单减少，新订单下滑力度加大，甚至有企业表示四季度基本无新订单。华东个别贸易商钢材出口订单4月环比下滑20-30%。

根据报价，国内热卷FOB出口价格为457美元，而印度、土耳其、独联体、日本、南美洲报价分别为560美元、570美元、480美元、535美元、605美元，导致板材出口利润仍存，但有传言说5月1日开始要求出口报关需提交相关完税证明，导致国内抢出口依然加码。因此最早5月可能见到钢材出口的大幅下滑，具体需要观望海内外关税政策。

从供需情况来看，目前热轧基本面好于冷轧。目前热轧产量偏低，表需在抢出口促进下存在一定回升，库存持续下滑，导致冷热价差不断收窄。目前冷轧华东地区库存偏高，高于往年同期水平，冷轧端的压力尚未传导至热轧。然而，若5月买单出口查处趋严，叠加海外关税政策影响，热轧供需压力可能逐渐增加。1-3月中国钢坯出口量为255.97万吨，同比+353.77%，近期钢坯出口大幅增长，主要因为前期钢材产量偏高，成材供应压力加大，目前钢坯利润偏高，在150元左右，钢坯库存持续去化，导致钢厂选择直接生产钢坯；2025年1-3月，中国钢坯出口的主要国家有菲律宾、危地马拉、意大利、印尼、土耳其和巴西，集中在东南亚、中东和美洲。由于中国钢材仍然处于下行周期，国内钢价与海外价差较大，在不受关税影响的前提下，给出了较大的钢坯出口空间。因此预计后续若海外关税政策始终偏严，钢坯出口偏高的情况依然能够延续。1-3月中国钢板出口量为1743.73万吨，季度环比下滑11%，钢坯出口的增量全年大概能对冲200万吨左右。因此钢坯加大出口可能缓解板材出口压力，但钢坯出口总量仍然相对有限，后续热轧以及冷热价差仍有一定下行空间，具体需要关注5月国内关税政策。

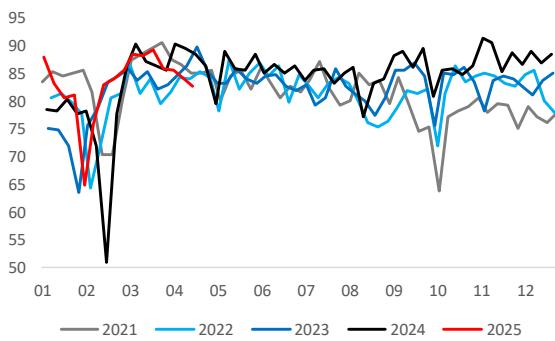
此外，4月中央政治局经济会议即将召开，短期市场对国内货币政策存在宽松预期，因此存在小幅反弹的机会，但中长期而言板材趋势依然向下。

图 4: 冷轧周产量 (万吨)



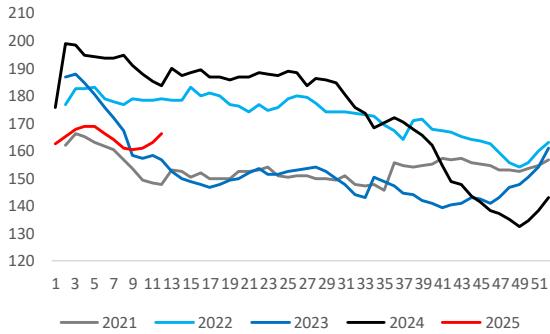
数据来源：银河期货、Mysteel

图 6: 冷轧表观需求 (万吨)



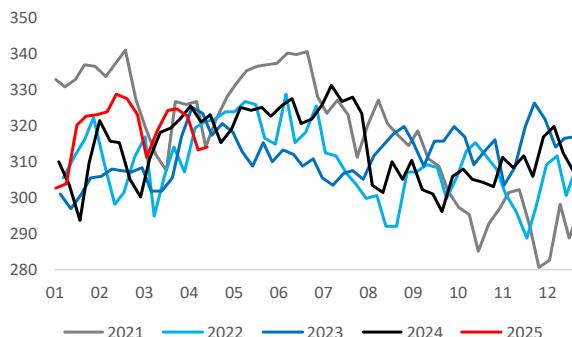
数据来源：银河期货、Mysteel

图 8: 冷轧农历总库存 (万吨)



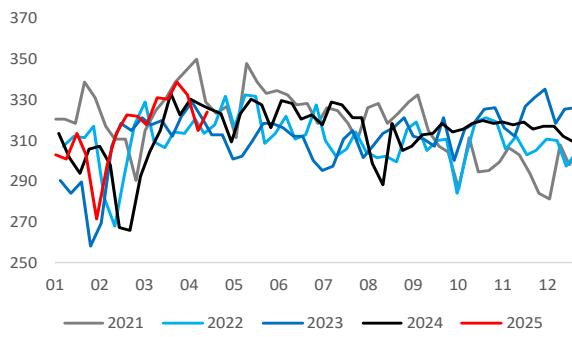
数据来源：银河期货、Mysteel

图 5: 热轧周产量 (万吨)



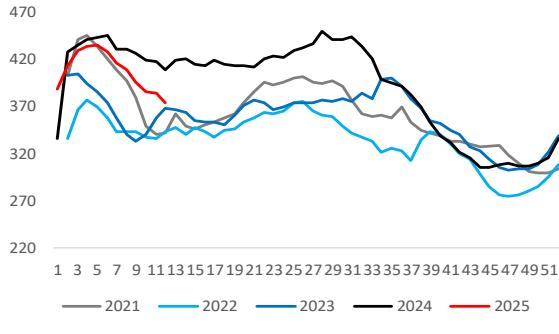
数据来源：银河期货、Mysteel

图 7: 热轧表观需求 (万吨)



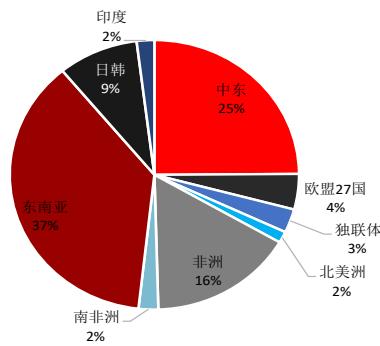
数据来源：银河期货、Mysteel

图 9: 热轧农历总库存 (万吨)



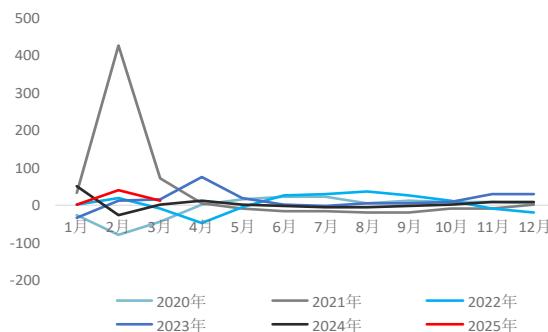
数据来源：银河期货、Mysteel

图 10：中国钢材出口国家和地区占比（%）



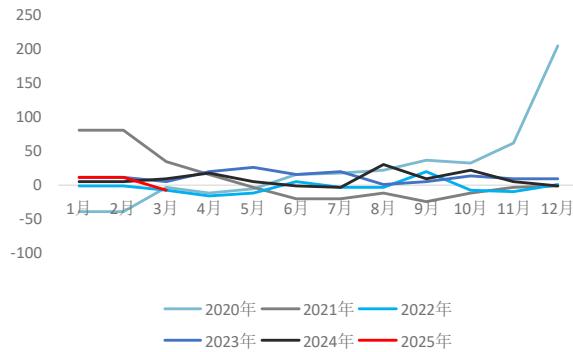
数据来源：银河期货、Mysteel

图 11：中国汽车产量同比（月）



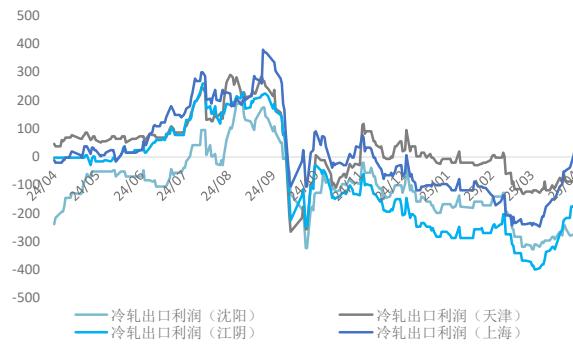
数据来源：银河期货、Mysteel

图 12：中国家用冰箱产量同比（月）



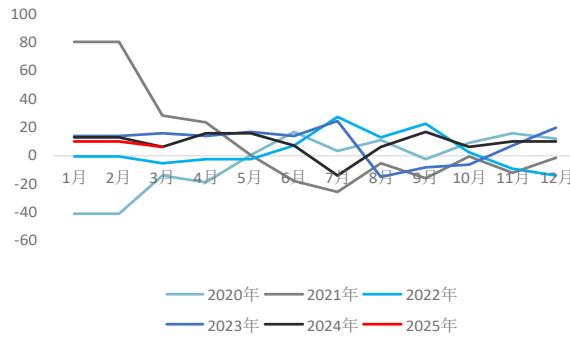
数据来源：银河期货、Mysteel

图 14：热轧出口利润（元/吨）



数据来源：银河期货、Mysteel

图 13：中国空调产量同比（月）



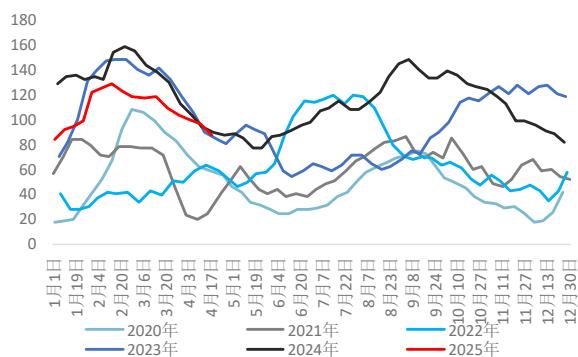
数据来源：银河期货、Mysteel

图 15：冷轧出口利润（元/吨）



数据来源：银河期货、Mysteel

图 16: 唐山主流仓储库存 (万吨)



数据来源：银河期货、Mysteel

三、后续热轧压力逐步增加

目前热轧基本面好于冷轧，冷轧库存水平偏高，需求受海外关税政策影响大幅下滑，但短期冷轧端的压力尚未传导至热轧。然而，若5月买单出口查处趋严，叠加海外关税政策影响，热轧供需压力可能逐渐加大，近期钢坯出口大幅增长，对板材出口可能存在一定替代效应。因此后续热轧以及冷热价差仍有一定下行空间，具体需要关注5月国内关税政策。此外，4月中央政治局经济会议即将召开，短期市场对国内货币政策存在宽松预期，因此存在小幅反弹的机会，但中长期而言板材趋势依然向下。

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：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 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799