

2023年3月26日

现实主导，仍有下行空间

内容提要

钢材观点：一季度是强预期主导的行情，钢厂复产积极，产量增幅较大，但需求缺乏持续性，波动较大；展望二季度，供给端在利润改善之下，产量将维持增长，但是需要关注是否有压产政策的干扰；需求端基建在存量赶施工之下将继续成为拉动项，房地产仍然聚焦于后端，传导尚需时日，制造业内外需均呈现疲软，整体增量有限；库存端虽然同比处于仍在去化，但谨防转入淡季后的阶段性累库压力；二季度将是强预期的修正期，同时也是政策的博弈期，预计螺纹钢 10 合约将在 3670-4200 元/吨之间波动。

铁矿观点：一季度受到钢厂低库存以及发运阶段性干扰的影响，铁矿反弹力度较大，同时受到监管层多次关注；展望二季度，供给端增量可观，主流矿雨季逐渐消退之后发运将有明显回升；需求端铁水产量已至往年高位，上升空间受限，同时废钢性价比凸显，外需受到高通胀以及流动性危机影响，难有回升；库存端来看，低利润及低需求环境下钢厂维持低库存将是常态，而港口库存将季节性去化；二季度供给端增长更为明显，同时政策影响不容小觑，预计铁矿 09 合约将在 620-920 元/吨之间波动。

操作建议

单边：反弹做空。

套利：多螺矿比值，参考区间：4.6-7。

风险提示

宏观政策；海外衰退；地产修复；消费复苏情况；矿山发运；钢厂利润状况

请务必仔细阅读正文之后的声明

Expertsoffinancialderiv
ativespricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：杨彦龙

• 从业资格编号 F03103782

• 投资咨询编号 Z0018274

邮箱：yangyanlong@jinxinqh.com



目录

内容提要	1
操作建议	1
风险提示	1
一、 钢材：预期落幕，现实回归	3
（一） 行情回顾——钢价先强后弱，现实主导高低	3
（二） 产业分析——需求小有改善，供给增量较大	4
1. 供给端——利润回升之下，产量维持高增	4
2. 需求端——边际改善，同比难言乐观	5
3. 库存端——谨防阶段性库存压力	8
（三） 综合研判——仍有回调空间	9
二、 铁矿：政策压制上方空间	10
（一） 行情回顾——基本面强硬，领涨黑色	10
（二） 产业分析——紧平衡向略宽松转变	10
1. 供给端——迎来增长空间	10
2. 需求端——钢厂利润改善，关注政策压产	12
3. 库存端——厂库延续低位，港口库存季节性去化	13
（三） 综合研判——承压下行	14
重要声明	15

一、钢材：预期落幕，现实回归

（一）行情回顾——钢价先强后弱，现实主导高低

整个一季度来看，钢材价格先强后弱，春节以及欧美流动性危机是两个节点。

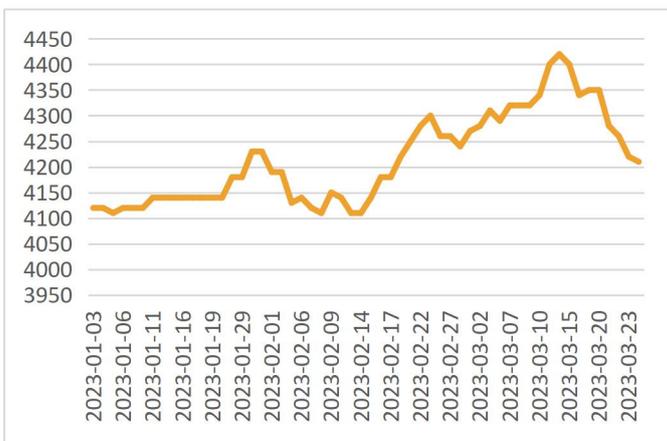
春节之前，钢价延续之前强预期之下的反弹态势，对于节后消费持乐观态度，原料补库需求下产业链正反馈明显；而春节之后，先是需求启动缓慢以及数据真空期之下市场情绪的修正，钢价震荡回落；之后随着二手房成交以及表需逐步转好、库存拐点出现，盘面再度上冲；但是需求缺乏持续性，数据忽高忽低则是对于之前强预期的再度审视，叠加突如其来海外危机，商品整体走弱之下，钢材独木难支，自高点回落。

图 1.1：螺纹主力合约收盘价（元/吨）



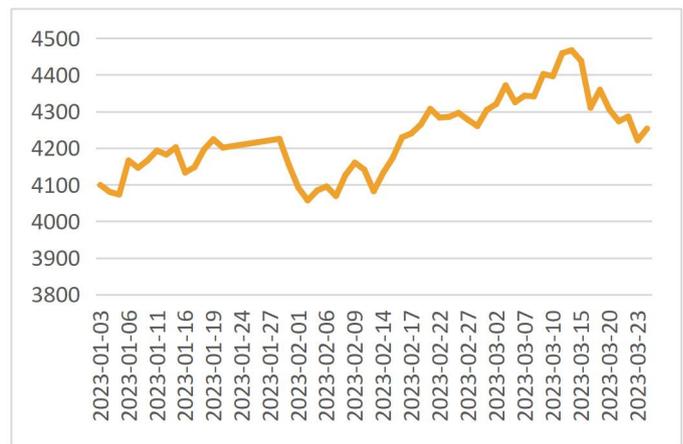
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.3：螺纹上海现货价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.2：热卷主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.4：热卷上海现货价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

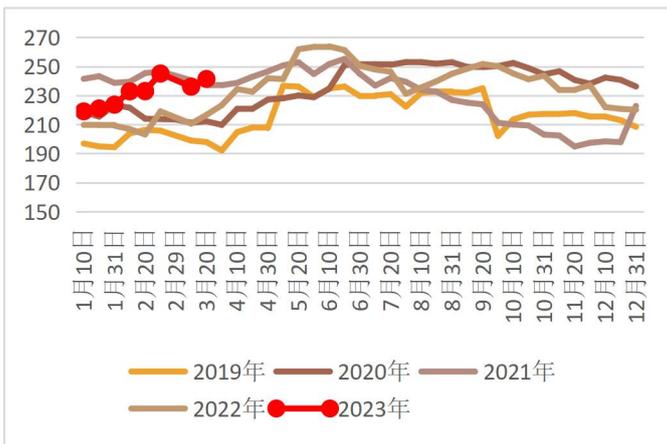
(二) 产业分析——需求小有改善，供给增量较大

1. 供给端——利润回升之下，产量维持高增

统计局数据显示，今年 1-2 月份累计生铁产量 1.44 亿吨，同比增长 9.18%，累计粗钢产量 1.69 亿吨，同比增长 6.8%；整个一季度来看，去年疫情优化以及连续的地产刺激政策之下对于需求的乐观预期是钢厂大幅扩产的主因；同时今年 1-2 月份并未出现严格的行政性压产，节后又是高炉集中复产期，随着利润改善，产量增幅较大。

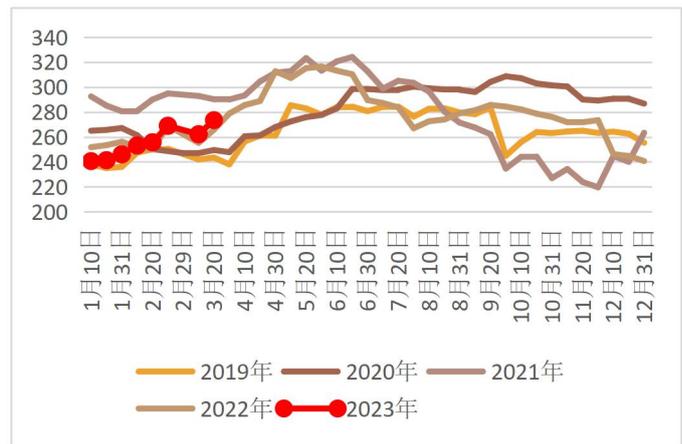
二季度来看，长流程毛利持续改善，短流程毛利亏损缩窄，预计生产积极性维持，产量仍有增长空间；但是关于粗钢压减的言论也呼之欲出，谨防二季度带来干扰。

图 1.5：旬度日均生铁产量（万吨）



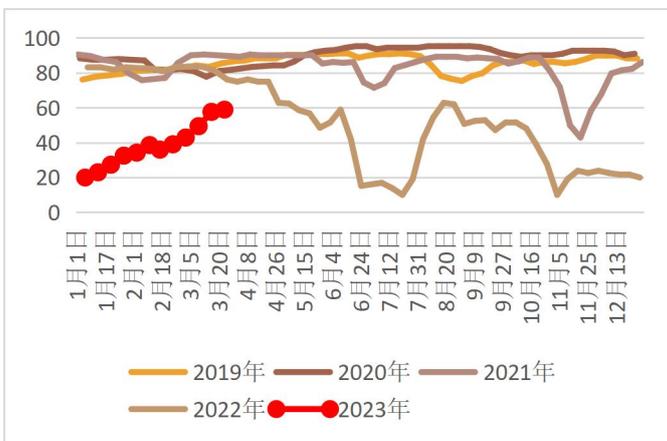
资料来源：中钢协，优财研究院

图 1.6：旬度日均粗钢产量（万吨）



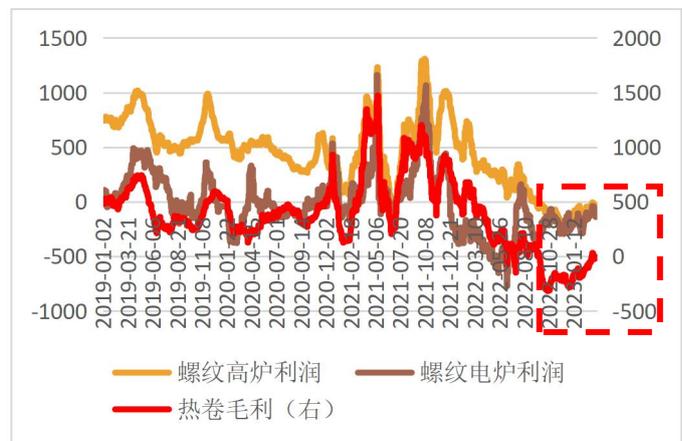
资料来源：中钢协，优财研究院

图 1.7：钢厂盈利率（%）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 1.8：吨钢利润（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

2. 需求端——边际改善，同比难言乐观

(1) 房地产——积压需求释放，传导尚需时日

从去年 11 月份以来，地产刺激政策层出不穷，高层更是定调房地产为国民经济的支柱性产业，供需两端共同发力之下，地产呈现小幅回暖态势。

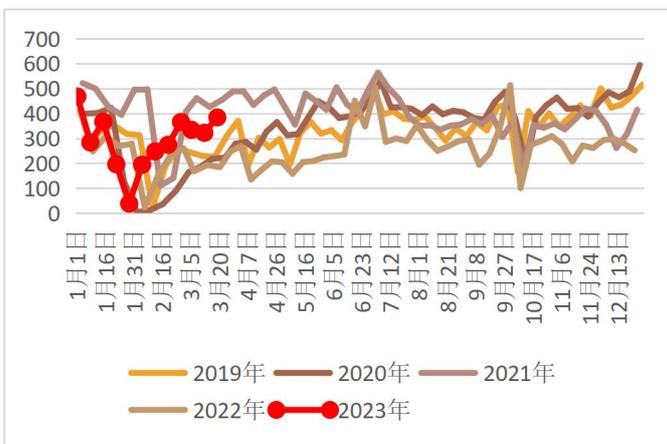
从商品房销售情况来看，随着疫情告一段落，居民预期较此前发生较大改观：一是收入预期的改善，二是房地产强刺激之下对于房屋交付的改善；随之而来的就是前期需求的集中爆发，商品房成交情况大幅好转，30 大城市商品房成交面积同比大幅增加，商品房销售面积累计同比大幅改善，出现拐头，但持续性仍有待观察。

从拿地及开工情况来看，今年 1-2 月份，土地购置费累计同比增长 16%，大幅缩窄，虽然环比有所好转，但是从高频数据百城土地周成交面积来看，仍在 1800 万立方米以下，并未有明显好转，说明房企拿地较为谨慎，拿地意愿偏弱；房屋新开工面积累计同比降幅 9.4%，降幅缩窄，只能说略有好转。

从房企资金情况来看，同样不容乐观，今年 1-2 月份实际到位资金累计同比减少 18.5%，资金来源累计同比减少 15.2%，是制约房企拿地能力主要因素；政策方面，民生问题仍然是首位，“保交楼”占据主导，从后端到前端传导，仍然需要时日。

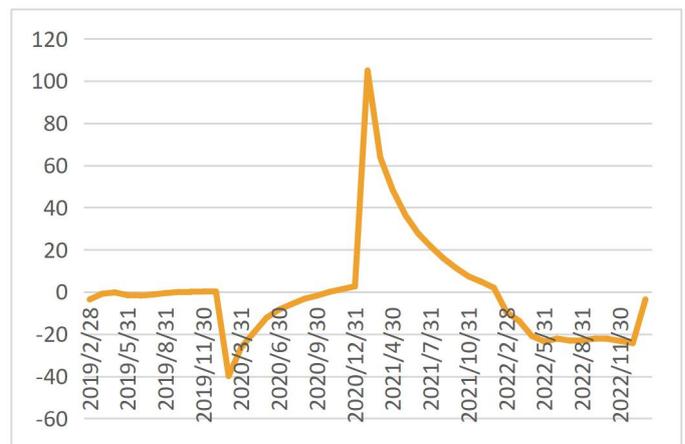
二季度来看，房地产仍将处于缓慢修复状态，同时竣工端是主要发力项；向新开工传导仍需销售大幅改善带来的资金紧缺状况的缓解。

图 1.9：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.10：商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.11: 土地购置费及新开工累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.12: 房地产开发资金来源累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

(2) 基建——托底效应明显，仍将持续发力

今年 1-2 月份，基建投资累计同比增长 12.18%，基建投资（不含电力、热力、燃气和水的生产和供应业）累计同比增长 9%，增速持续位于高位；专项债方面，1-2 月国内新增专项债的发行额达 8269.37 亿元，占全年发行限额的 21.76%，较全年同期减少 505.82 亿元；2023 年新增专项债提前批额度 2.19 万亿元，1-2 月已发行了提前批的 37.75%，远低于去年同期的 60.1%，发行速度和额度均有所回落。

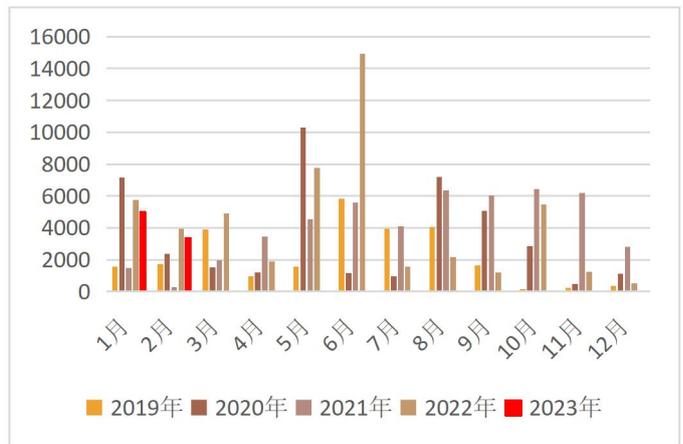
二季度来看，政府工作报告指出，积极的财政政策加力提效，2023 年财政赤字率拟按 3% 安排，比上年提高 0.2 个百分点，新增专项债务限额 3.8 万亿元，比上年增加 1500 亿元；随着存量工程赶施工的推进，预计基建仍然是较大支撑项。

图 1.13: 基建投资累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.14: 专项债发行额 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

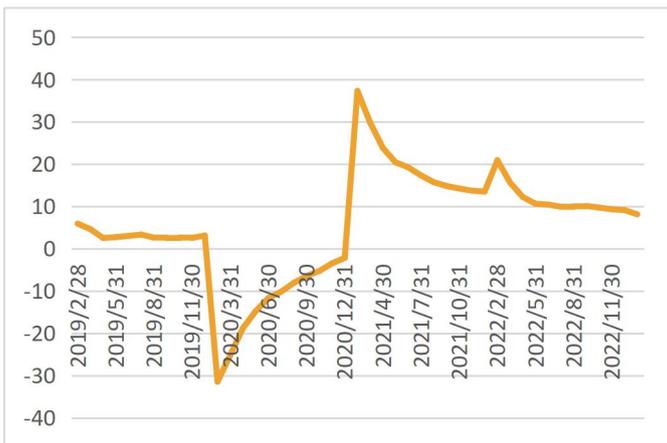
(3) 制造业——强中带弱，成色不足

从投资角度角度看，今年 1-2 月份，制造业投资累计同比增长 8.1%，持续回落，但相对仍有韧性；从 PMI 数据来看，国内 2 月份 PMI 数据 52.6%，大幅改善，而海外主要经济体 PMI 均回落至荣枯线以下。

从终端细分行业来看，今年 1-2 月份，汽车产量累计同比减少 14%，去年同期为 11.1%；挖机产量累计同比减少 38.9%，去年同期为-3.1%；冷柜产量累计同比减少 29.4%，去年同比为-0.8%；空调产量累计同比增加 10.8%，去年同期为 3.9%；洗衣机产量累计同比增加 1.8%，去年同期为 5%；冰箱产量累计同比增加 7.9%，去年同期为-2.5%；新承接船舶订单量累计同比增加 63.6%，去年同期为-17%；手持船舶订单量累计同比增加 16.1%，去年同期为 38.8%；纵观今年 1-2 月份，汽车、机械、家电、船舶等均不同程度走弱，不及去年水平；究其原因，国内尚处在弱复苏阶段，而海外经济体仍然处在与高通胀博弈的阶段，且近期流动性风险频发，外需减量较大。

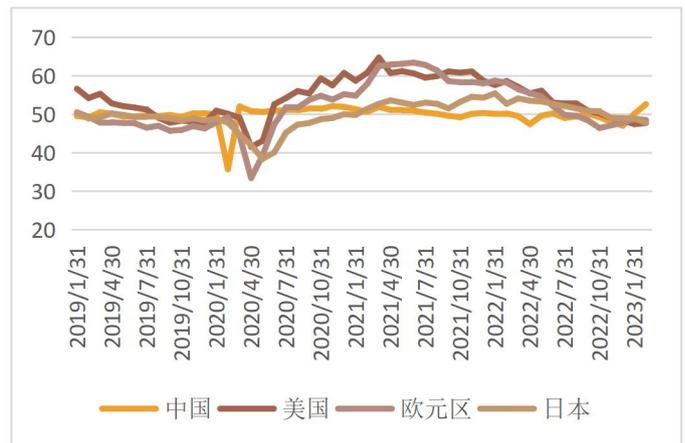
二季度来看，外需受到海外经济体风险事件冲击以及高通胀的影响，难有较大拉动；而内需仍受到房地产疲软的压制，增量有限。

图 1.15: 制造业投资累计同比 (%)



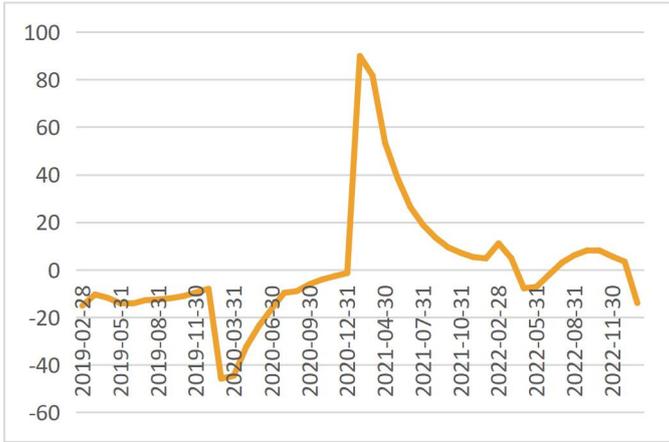
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.16: 制造业 PMI (%)



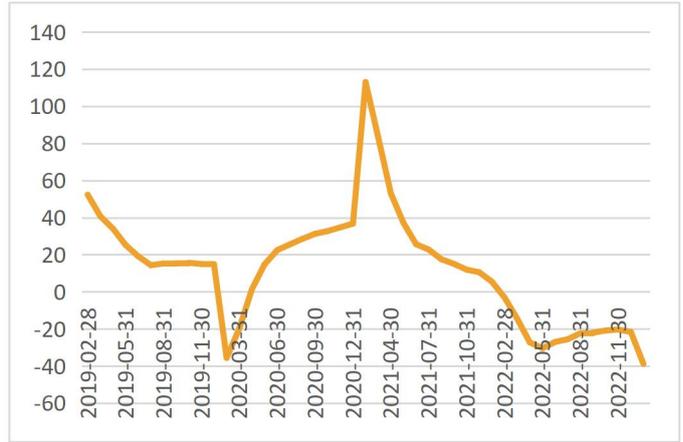
资料来源：同花顺 iFinD，优财研究院

图 1.17: 汽车产量累计同比 (%)



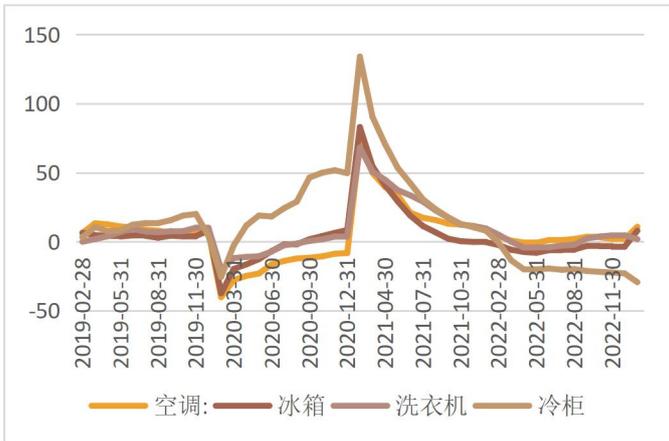
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.18: 挖机产量累计同比 (%)



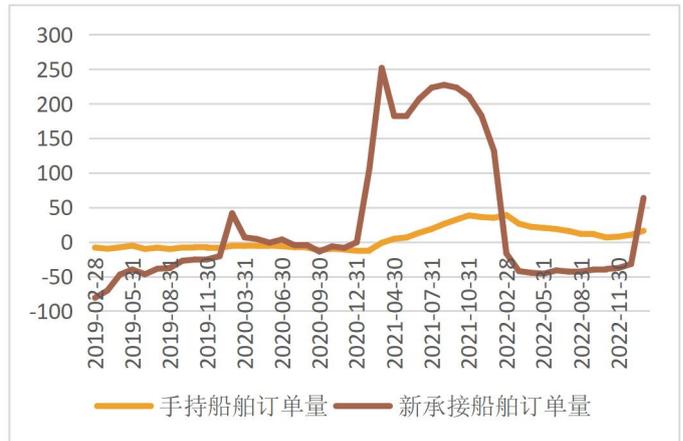
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.19: 家电产量累计同比 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

图 1.20: 手持/新承接船舶订单量累计同比 (%)



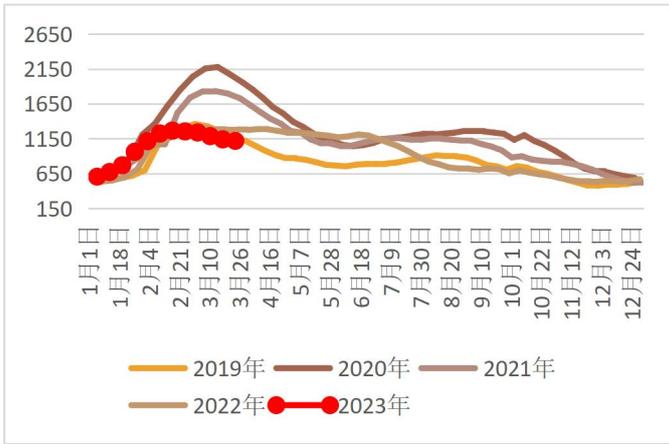
资料来源: 同花顺 iFinD, 优财研究院

3. 库存端——谨防阶段性库存压力

从卷螺库存来看, 一季度出现拐点, 3月中旬之前库存去化状态良好, 但是随后去库速度有所放缓; 最新数据显示, 螺纹库存 1117.27 万吨, 同比减少 12.75%, 热卷库存 333.98 万吨, 同比减少 2.75%。

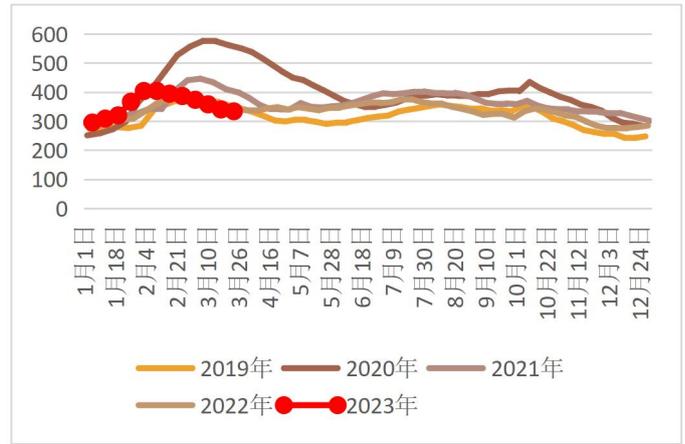
二季度来看, 钢材消费将逐步进入淡季, 如果供需不能匹配, 则不排除库存进一步累积, 阶段性施压。

图 1.21: 螺纹库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 1.22: 热卷库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

(三) 综合研判——仍有回调空间

一季度是强预期主导的行情, 钢厂复产积极, 产量增幅较大, 但需求缺乏持续性, 波动较大; 展望二季度, 供给端在利润改善之下, 产量将维持增长, 但是需要关注是否有压产政策的干扰; 需求端基建在存量赶施工之下将继续成为拉动项, 房地产仍然聚焦于后端, 传导尚需时日, 制造业内外需均呈现疲软, 整体增量有限; 库存端虽然同比处于仍在去化, 但谨防转入淡季后的阶段性累库压力。

综合看, 二季度将是强预期的修正期, 同时也是政策的博弈期, 预计螺纹钢 10 合约将在 3670-4200 元/吨之间波动; 操作上, 单边方面, 10 合约反弹做空为主。

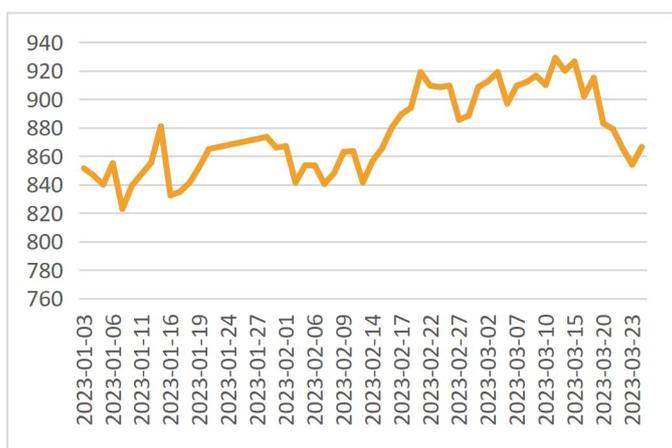
二、铁矿：政策压制上方空间

（一）行情回顾——基本面强硬，领涨黑色

整个一季度来看，铁矿独领风骚，涨幅居前。

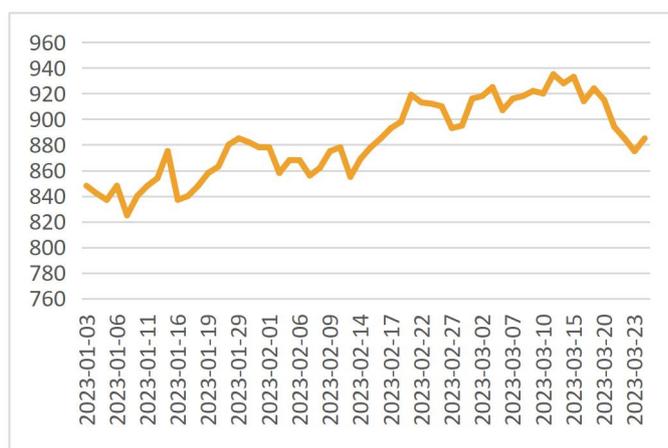
其走势基本与成材趋同，先强后弱；春节前受到季节性因素对于澳巴发运的影响以及钢厂低库存之下补库预期的支撑，基本面强硬，大幅反弹；节后受到钢材需求尚未释放的影响短暂回落，但是随着表需好转，正反馈延续，铁矿无视发改委以及大商所的屡次监管再度上攻，达到 936 元/吨，接近去年反弹高点；其后政策高压态势不减，同时海外情绪面利空以及成材需求再度走弱，人心思跌之下终究自高位回落。

图 2.1：铁矿主力合约收盘价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.2：青岛港 PB 粉现货市场价（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（二）产业分析——紧平衡向略宽松转变

1. 供给端——迎来增长空间

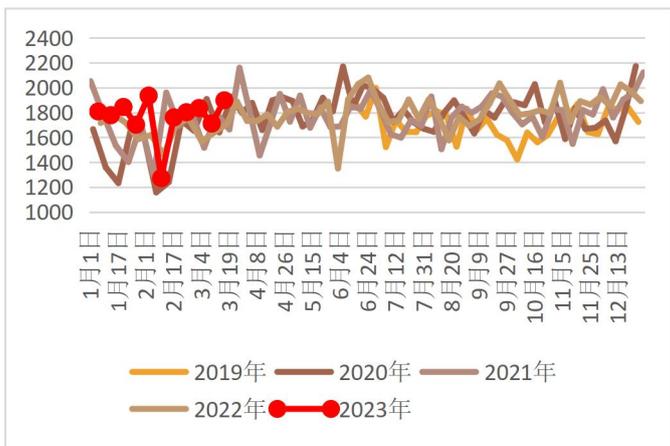
（1）主流矿——雨季消退，发运或逐步回升

澳矿方面，最新数据显示，澳洲累计发运量 1.93 亿吨，同比增加 5.99%，其中力拓发运 6847.3 万吨，同比增加 12.44%，必和必拓发运 5770.1 万吨，同比增加 2.85%，FMG 发运 3923.9 万吨，同比增加 5.11%；从矿山发运目标来看，力拓维持 3.20-3.35 亿吨，

必和必拓维持 2.78-2.9 亿吨，FMG 维持 1.87 -1.92 亿吨，澳矿发运较为积极；按照中性目标预计，二季度澳矿仍有上升空间。

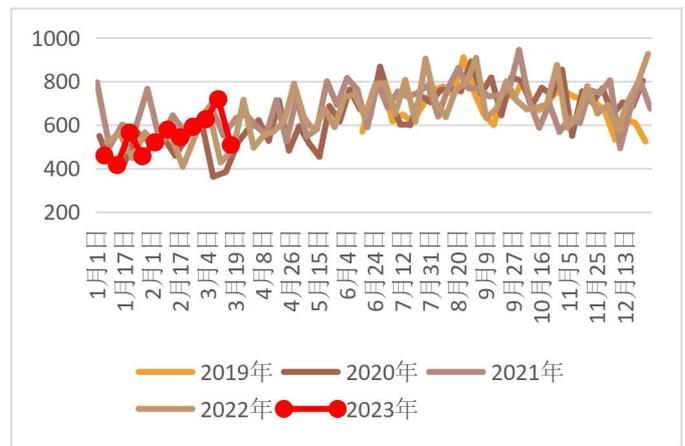
巴西矿方面，最新数据显示，巴西累计发运量 5980.9 万吨，同比增加 4.69%，其中淡水河谷发运 4325.6 万吨，同比减少 1.64%；从矿山发运目标来看，淡水河谷维持 3.10-3.20 亿吨；一季度受到雨水干扰较大，淡水河谷发运量回落明显，按照中性目标预估，目前运量目标已达 13.7%；随着雨季的结束，预计二季度增量可观。

图 2.3：澳洲铁矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2.4：巴西铁矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

（2）非主流矿——跟随成本波动，有边际改观

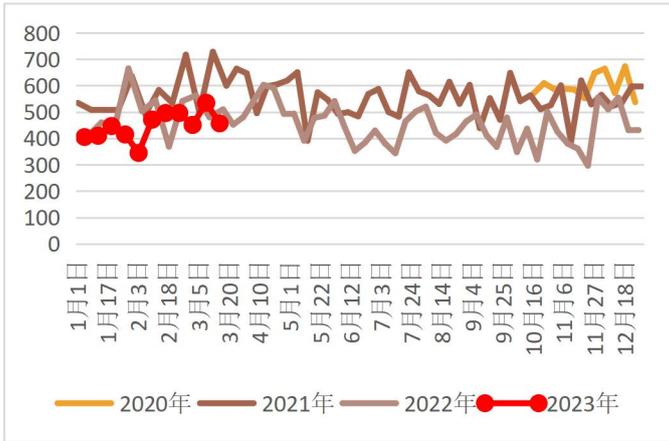
最新数据显示，非主流矿累计发运量 4926 万吨，同比减少 10.27%，一季度减量较大；从其生产来说，除了受到如去年地缘政治、主产国税收政策等因素干扰之外，更多受到矿价影响；在其成本线之上，随着矿价的上涨，产能会逐步释放。

二季度来看，随着前期干扰因素的消退，产量或有一定增量，但空间有限。

（3）国内到港量——增量较大，或延续回升

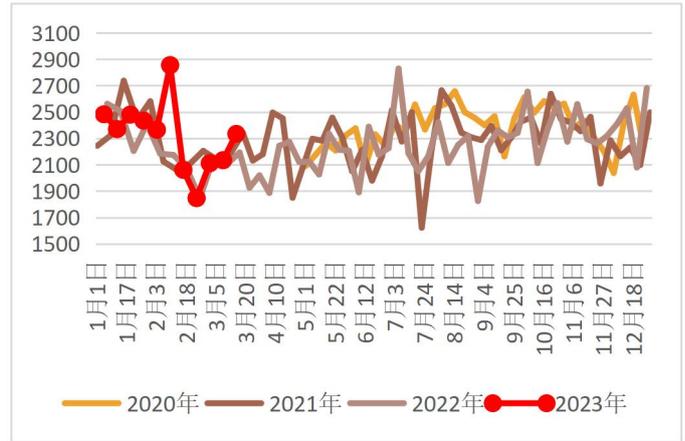
最新数据显示，国内 45 港口到港量 2.55 亿吨，同比增加 4.44%；受到强需求预期的带动，一季度到港量维持高位；二季度预计在发运量逐步回升之下，到港量或延续回升态势。

图 2.5: 非主流矿发运量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.6: 45 港到港量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

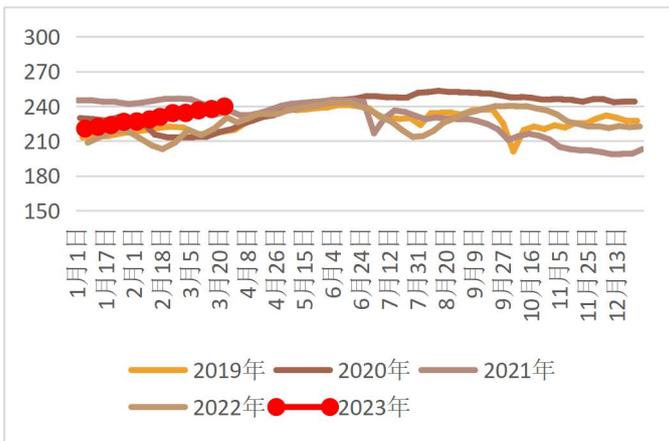
2. 需求端——钢厂利润改善，关注政策压产

(1) 内需——空间有限，边际承压

一季度来看，强预期主导之下，钢厂复产积极，随着钢厂盈利的大幅改善，高炉开工率以及铁水产量大幅回升；据 Mysteel 最新数据显示，钢厂高炉开工率 82.73%，产能利用率 89.28%，日均铁水产量 239.82 万吨，均接近往年同期水平。

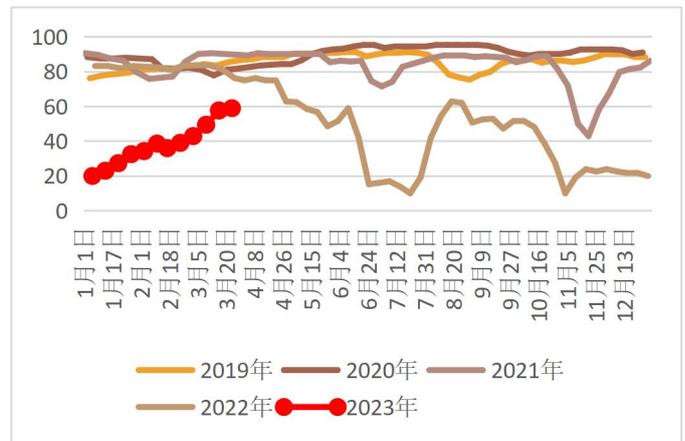
二季度来看，目前铁水产量已达高位，钢厂利润虽然出现边际改善但仍处于低利润状态，同时废钢优势明显，铁矿需求边际承压；同时由于一季度粗钢增量较大，二季度关注粗钢压减政策，或造成对铁矿需求造成减量。

图 2.7: 日均铁水产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.8: 钢厂盈利率 (%)

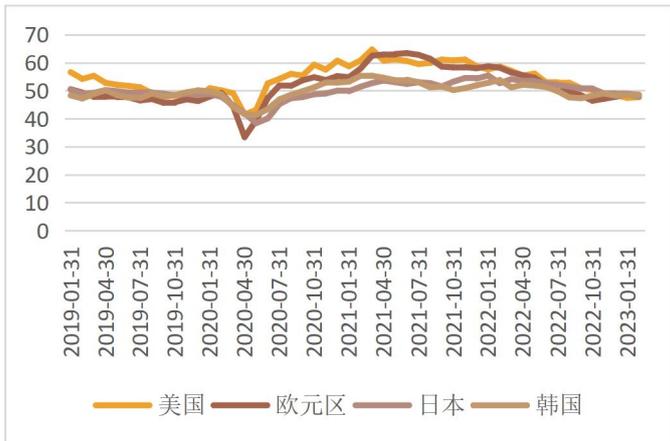


资料来源: Mysteel, 优财研究院

(2) 外需——高通胀叠加流动性危机，难有增量

最新数据显示,美国制造业 PMI47.7%,欧元区制造业 PMI48.5%,日本制造业 PMI47.7%,韩国制造业 PMI48.5%,均回落至荣枯线以下;同时各大经济体核心通胀依然高企,3月份银行破产引起的流动性危机对于政策取向的冲击尚未消退;二季度海外经济体需求难有增量。

图 2.9: 海外主要经济体 PMI (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.10: 海外主要经济体核心 CPI (%)

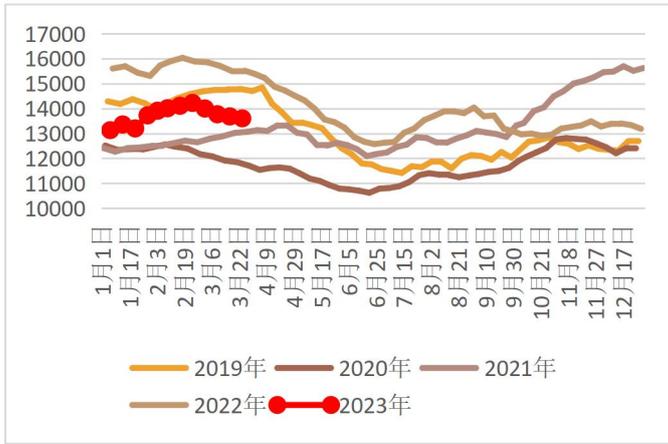


资料来源: Mysteel, 优财研究院

3. 库存端——厂库延续低位，港口库存季节性去化

最新数据显示,港口库存 1.36 亿吨,同比减少 12.33%,钢厂库存 9151.51 万吨,同比减少 17.14%;一季度高炉复产积极性较高,日耗稳步回升,钢厂库存延续低位去化;同时由于钢厂利润处在低位同时终端需求改善不明显,钢厂始终维持低库存策略,预计二季度厂库难以大幅回补;而港口库存方面,3月中旬开始,库存拐点出现,而二季度属于季节性去库周期,预计将延续去化。

图 2.11: 港口库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 2.12: 钢厂库存 (万吨)



资料来源: Myateel, 优财研究院

(三) 综合研判——承压下行

一季度受到钢厂低库存以及发运阶段性干扰的影响, 铁矿反弹力度较大, 同时受到监管层多次关注; 展望二季度, 供给端增量可观, 主流矿雨季逐渐消退之后发运将有明显回升; 需求端铁水产量已至往年高位, 上升空间受限, 同时废钢性价比凸显, 外需受到高通胀以及流动性危机影响, 难有回升; 库存端来看, 低利润及低需求环境下钢厂维持低库存将是常态, 而港口库存将季节性去化。

综合看, 二季度供给端增长更为明显, 同时政策影响不容小觑, 预计铁矿 09 合约将在 620-920 元/吨之间波动; 操作上, 单边方面, 09 合约反弹做空; 套利方面, 多螺矿比。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>