

2022年10月18日 星期二

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

陈庆

电话：021-68982760

邮箱：

chenqingqh@xzfutures.co

m

内容提要

自今年6-7月黑色系大跌后，市场对黑色基本形成一致的中长期看空观点。国庆节后，由于疫情再度发酵，叠加美联储持续偏鹰、国内金融地产数据较弱，钢价再次趋弱运行。

但本次回调幅度不及上次，其主要是因为黑色的基本面并不是特别差。从数据来看，黑色供需趋于平衡，螺纹的表现消费稳定在300-320万吨/周，日均铁水也维持在240万吨的相对高位，而较高的铁水意味着原料有支撑，并正反馈给成材，现货市场行情相对稳定。

展望未来，钢价依然有一定的下行风险，其主要风险在于：1) 宏观方面，海外加息不断，国内长期的低地产新开工将逐渐传导至施工面积，拖累螺纹长期需求；2) 北方降温较快，预计最迟11月中下旬北方户外施工停止，届时全国螺纹需求都将下降；3) 叠加采暖季限产和冬季环保限产等因素制约，铁水将下滑，行业或再次形成负反馈。彼时宏观和产业形成共振向下，钢价仍有下跌风险。

总结来看，中长期黑色需求预期偏弱，逢高布空。若后期钢企减产，可择机做多钢企利润。关注冬储价格。

风险提示

下游赶工，需求超预期。

报告目录

1、预期转弱，黑色弱势震荡.....	3
1.1 各地疫情加剧.....	3
1.2 金融数据偏空，市场情绪悲观.....	3
1.3 当前基本面数据并不差.....	4
2、后市行情展望.....	5
2.1 全球制造业已经进入衰退期.....	5
2.2 中期来看，钢材需求趋于弱势.....	7
2.3 减产或带来原料的负反馈.....	7
3、总结.....	7

图表目录

图 1 国庆节后疫情加剧.....	3
图 2 居民中长期贷款同比少增.....	4
图 3 地产销售数据依然较差.....	4
图 4 螺纹需求月环比改善.....	5
图 5 成材低库存.....	5
图 6 高铁水产量对原料现货形成较强支撑.....	5
图 7 原料低库存.....	5
图 8 美联储 11 月加息 75BP 概率 96.8%.....	6
图 9 12 月加息 75BP 概率也超过了 60%.....	6
图 10 全球主要经济体制造业 PMI 进入衰退期.....	6
图 11 美国制造业 PMI 库销比快速回升.....	6
图 12 预计 11 月中下旬需求出现拐点.....	7
图 13 施工面积持续下滑.....	7
图 14 铁水产量与成材利润关系.....	8

1、预期转弱，黑色弱勢震荡

国庆过后，各地疫情发酵叠加宏观数据偏空，市场预期转弱，黑色系再次进入下行通道。但相较 6-7 月的大跌，本次回调幅度不深，螺纹钢期价尚未跌破前低，其主要是因为当前基本数据尚可。

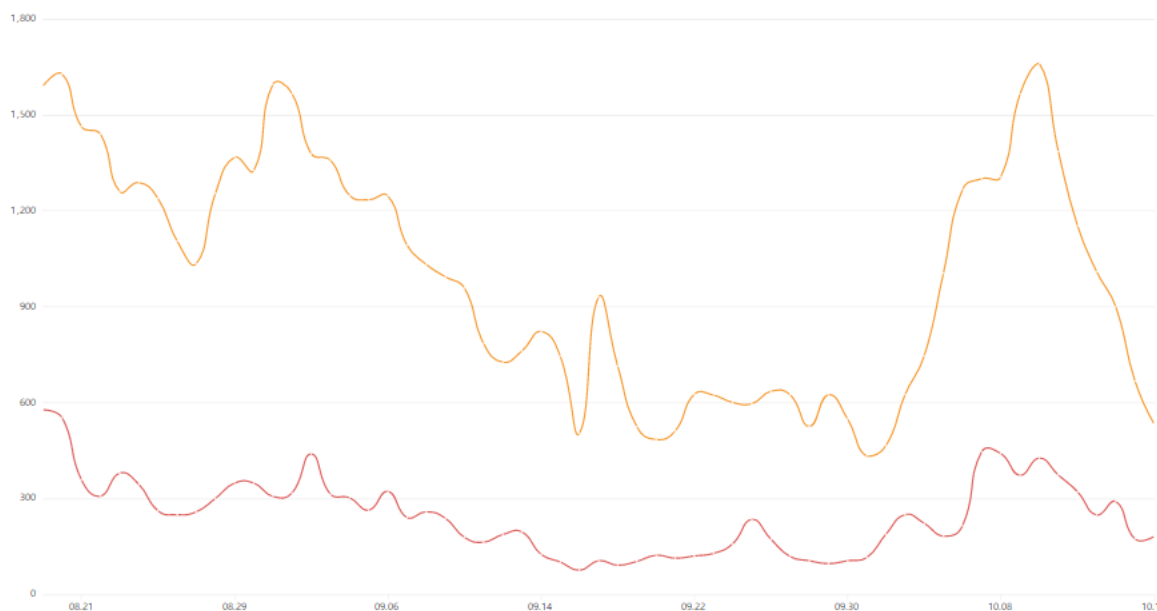
1.1 各地疫情加剧

国庆过后，各地疫情加剧，官媒连发三文强调“动态清零”，市场对国内经济恢复担忧加剧。

图 1 国庆节后疫情加剧

60天新增趋势

■ 本土确诊 ■ 本土无症状



数据来源：网络公开资料

1.2 金融数据偏空，市场情绪悲观

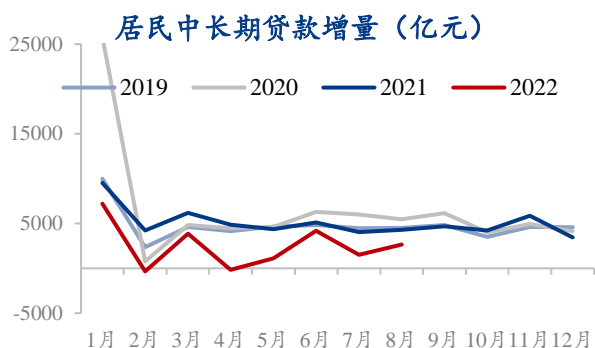
据央行公布，9 月社融新增 3.53 万亿，人民币贷款增加 2.47 万亿；9 月末，社融规模存量同比增长 10.6%，M2 同比增长 12.1%。其中人民币贷款分部门来看，企业、居民部门同比多增

9370 亿、少增 1383 亿。企业部门短贷、中长贷均大幅改善，分别同比多增 4741 亿、6540 亿，居民部门短贷、中长贷同比少增 181 亿、1211 亿。

社融增量超过此前预期，但从结构上来看，主要是企业部门改善明显，中长贷多增或与第二批政策性金融工具及其配套融资快速落地有关，因此并不能直接反映国内经济改善。而与地产直接挂钩的居民中长期贷款环比虽改善，但同比增量远远低于往年。叠加国庆期间全国 30 大中城市商品房销售面积同比大幅下滑，验证地产依然较差。

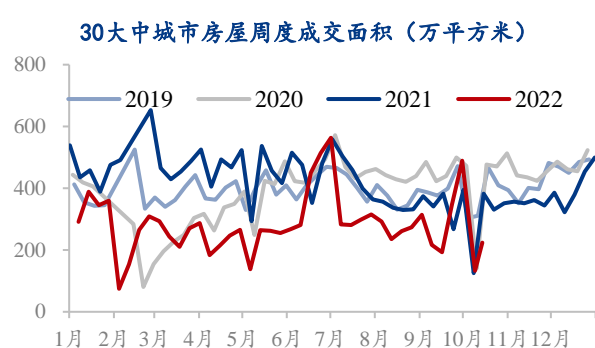
由此，疫情叠加宏观数据偏差，市场情绪悲观，对节后旺季预期落空，引发此轮黑色系下跌。

图 2 居民中长期贷款同比少增



数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

图 3 地产销售数据依然较差



数据来源：兴证期货研发部，Wind

1.3 当前基本面数据并不差

但从幅度上看，本轮回调并不深，远远不及 6-7 月的跌幅。除了当前黑色系本身估值较低外，基本面相对稳定也起到了一定的支撑。

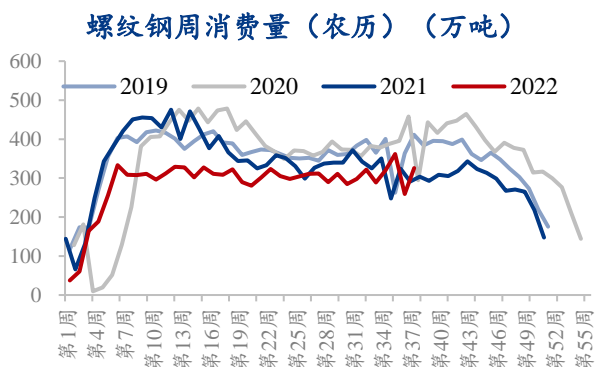
1) 钢材表观消费环比回暖。据钢联数据，截至 10 月 14 日，五大品种周表观消费 994.6 万吨，月环比回升 40 万吨；分品种来看，螺纹周表观消费 325.8 万吨，月环比增加 36.7 万吨，热卷周表观消费 303.4 万吨，月环比持稳。

2) 成材库存水平同比偏低。截至 10 月 14 日，五大品种总库存 1561.3 万吨，月环比下降 44.9 万吨，年同比下降 202 万吨；分品种，螺纹总库存 662.4 万吨，月环比下降 59.2 万吨，年同比下降 169.3 万吨，热卷总库存 343.7 万吨，月环比增加 18.4 万吨，年同比下降 10.2 万吨。

3) 铁水产量维持高位，原料对成材形成支撑。截至 10 月 14 日，247 家长流程企业日均铁水产量维持在 240 万吨左右，偏高的铁水产量给予原料基本面较强支撑，铁矿和煤焦基本处于去库或者低库存状态，成本对钢价形成底部支撑，导致现货下跌并不流畅。弱预期，稳现实下，

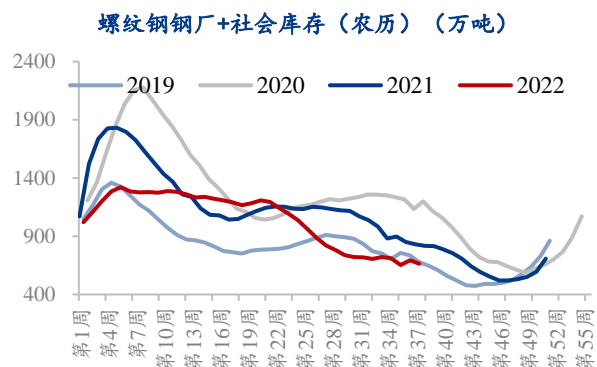
螺纹主力合约基差相较 6-7 月明显扩大。

图 4 螺纹需求月环比改善



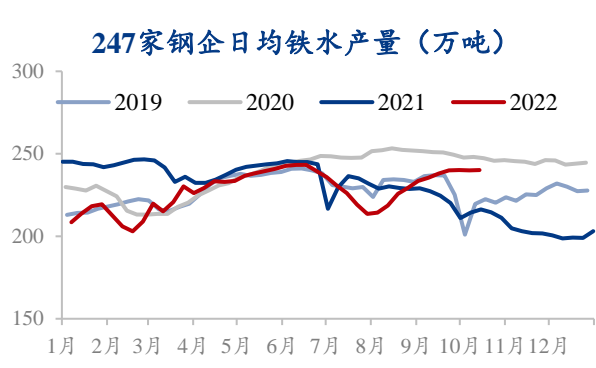
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 5 成材低库存



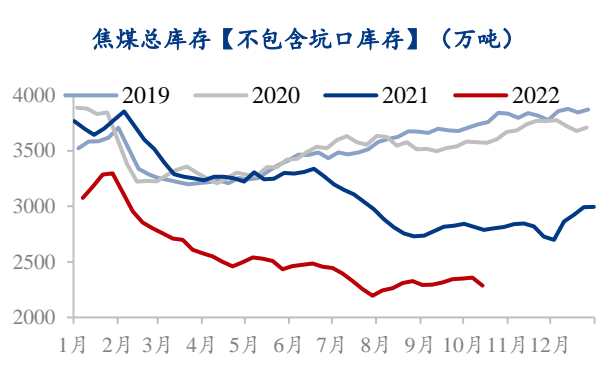
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 6 高铁水产量对原料现货形成较强支撑



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 7 原料低库存



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

2、后市行情展望

展望后市，钢价仍有下跌的风险。其主要风险在于随着北方降温，成材需求转弱，彼时宏观与基本面共振向下，若钢企减产，则行业形成负反馈的行情将重演。此外，11月也是市场开始考虑冬储定价的关键节点。

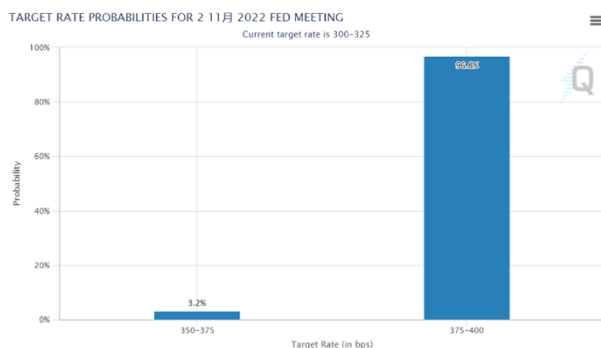
2.1 全球制造业已经进入衰退期

美联储加息预期进一步加强，全球大宗商品承压。9月美国CPI环比涨幅超过市场普遍预期的0.3%；同比涨幅虽较8月收窄0.1个百分点，但仍处于历史高位。剔除波动较大的食品和

能源价格后，核心 CPI 连续两个月环比上涨 0.6%，同比涨幅也扩大 0.3 个百分点至 6.6%。利率观测工具显示，11 月联邦基金目标利率上调至 375-400BP 的概率为 96.8%，12 月上调至 450-475BP 的概率为 62.1%，较为激进者甚至预计联邦基金利率年内或达 500BP。

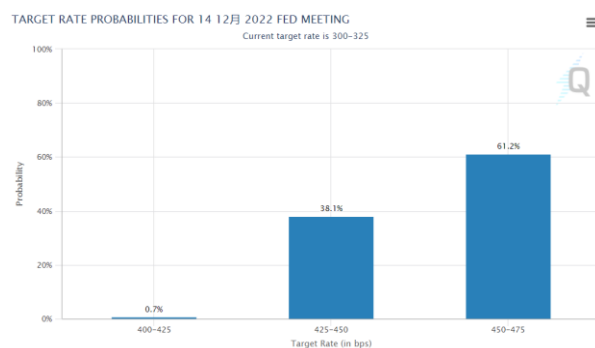
加息叠加能源危机，全球的制造业已经进入了衰退期。9 月，全球主要经济体中，除中、美、印度外，其他多数国家制造业 PMI 指数均是环比下滑，并且欧盟主力德、法制造业均已落于荣枯线之下。其中以德国尤甚，长期以来德国工业背靠廉价的天然气具有较强成本优势，而如今“北溪”被炸，或大大加速欧洲经济衰退。中美两国的制造业库销比也呈现回升趋势，美国制造业的供需缺口基本已经填平，各项指数均已接近疫情之前，表明全球制造业已经进入了被动补库的阶段。对我国黑色市场来说，美国、欧洲制造业新订单指数下滑和库销比的回升意味着国内今后的热卷等板材直接出口和间接出口（机电产品等）将毫无疑问的走弱。

图 8 美联储 11 月加息 75BP 概率 96.8%



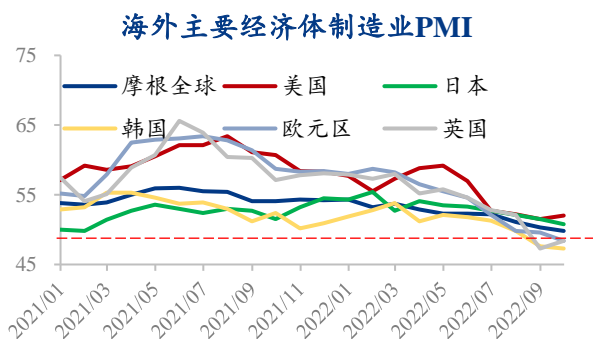
数据来源：CME Group

图 9 12 月加息 75BP 概率也超过了 60%



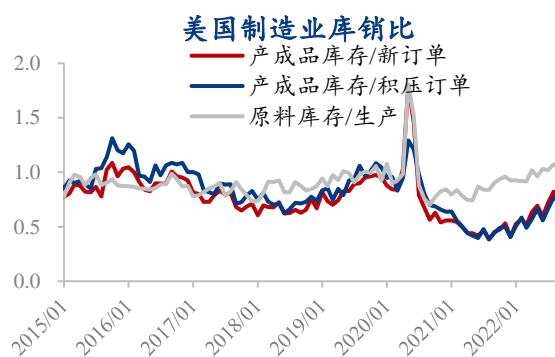
数据来源：CME Group

图 10 全球主要经济体制造业 PMI 进入衰退期



数据来源：兴证期货研究部，国家统计局

图 11 美国制造业 PMI 库销比快速回升



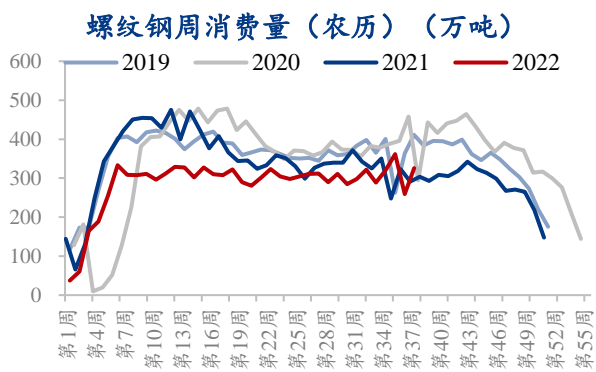
数据来源：兴证期货研究部，ISM

2.2 中期来看，钢材需求趋于弱势

从历史规律来看，10月属于传统的旺季，并且是下半年最好的户外施工窗口期，因此建筑业需求通常在10月得到释放。而进入11月，北方会快速降温，通常在农历第43周（2022年11月中下旬），螺纹钢需求将出现明显的拐点。

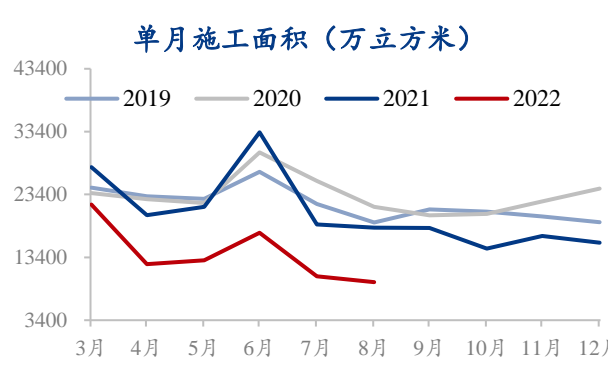
从下游来看，从2021年开始的长期新开工负增长已经逐渐传到至施工面积上。据统计局数据，8月全国房屋施工面积同比下滑8.9%，累积降幅达到4.5%，并且环比持续走弱。自今年以来，地产新开工面积持续大幅下滑，但地产螺纹需求并未大幅波动，或与地产行业历年累积的庞大存量施工面积有关。在存量施工面积库存被逐渐消耗后，后期螺纹钢需求想要维持周度300万吨以上或较为困难。

图 12 预计 11 月中下旬需求出现拐点



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 13 施工面积持续下滑



数据来源：兴证期货研发部，国家统计局

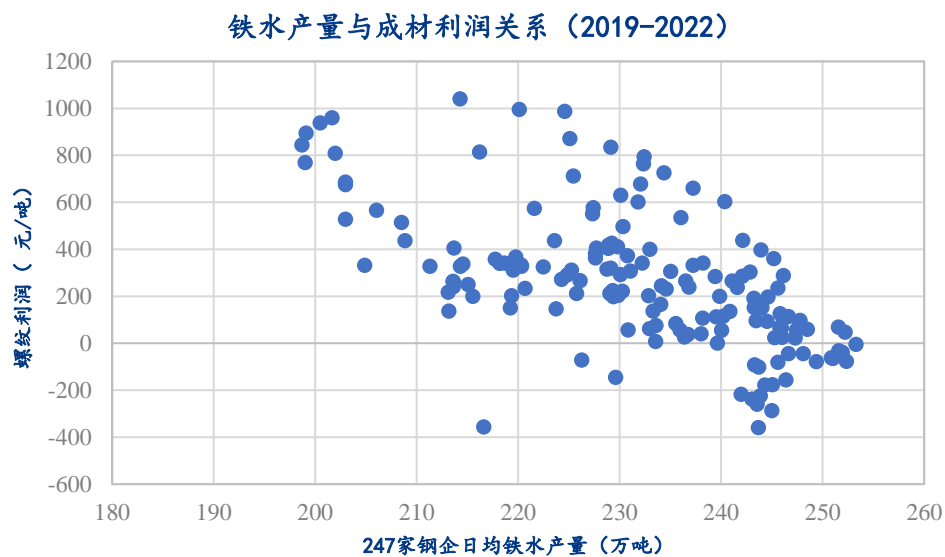
2.3 减产或带来原料的负反馈

由于钢材需求减弱，叠加采暖季、环保限产等因素，钢企或将进行减产。若日均铁水产量从240万吨快速下降，原料铁矿和煤焦原本较强的基本面也将塌陷，随着原料库存逐渐累积，产业链负反馈也将愈发强烈，从而加速钢材下跌。

3、总结

中长期偏空思路，因此建议逢高布空。若钢企后期选择减产，可择机做多钢企利润，即空原料煤、矿多成材卷、螺。

图 14 铁水产量与成材利润关系



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。