

2022年11月2日 星期三

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.com

内容提要

10月黑色系明显偏弱，现货方面，螺纹钢、热卷跌幅环比均超过7%，原料铁矿价格大幅下跌，而煤焦小幅上涨。期货跌幅超过现货，螺纹钢基差明显扩大。

本轮下跌的核心驱动主要在于宏观预期转弱后的市场信心缺失：1) 美联储加息预期增强，以美元计价的大宗价格承压；2) 二十大并未出台强力的相关政策，地产数据进一步下滑，粗钢产能过剩，海外资本把铁矿作为做空标的。

展望11月，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，全球制造业衰退；国内地产数据进一步下滑，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，负反馈或兑现。彼时宏观和产业或形成共振向下。

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

政策变化，下游赶工，需求超预期；钢企原料补库。

报告目录

1、预期驱动，10月黑色明显下跌.....	3
1.1 基本面矛盾尚不突出，成材基差走强.....	3
1.2 疫情叠加金融数据偏空，市场情绪悲观.....	4
2、预期现实双趋弱，11月黑色依然承压.....	6
2.1 全球制造业已经进入衰退期.....	6
2.2 需求预期偏差，国内粗钢供应过剩压力凸显.....	8
2.3 减产或带来原料的负反馈.....	10
3、总结.....	10

图目录

图 1：螺纹钢基差走强.....	3
图 2：热卷基差走强.....	3
图 3：螺纹需求维稳.....	4
图 4：成材低库存.....	4
图 5：美国十年期国债收益率大幅上行.....	4
图 6：国庆节后疫情加剧.....	5
图 7：居民中长期贷款同比少增.....	6
图 8：地产销售数据依然较差.....	6
图 9：12月加息 75BP 概率接近 50%.....	7
图 10：全球主要经济体制造业 PMI 进入衰退期.....	7
图 11：美国制造业 PMI 库销比快速回升.....	7
图 12：钢企盈利率过低或将触发减产.....	8
图 13：预计 11 月中下旬需求出现拐点.....	9
图 14：施工面积持续下滑.....	9
图 15：三大白电销量同比下降.....	9
图 16：汽车产量同比高增.....	9
图 17：挖掘机销量累计同比大幅下降.....	9
图 18：集装箱产量同比大幅下滑.....	9

1、预期驱动，10月黑色明显下跌

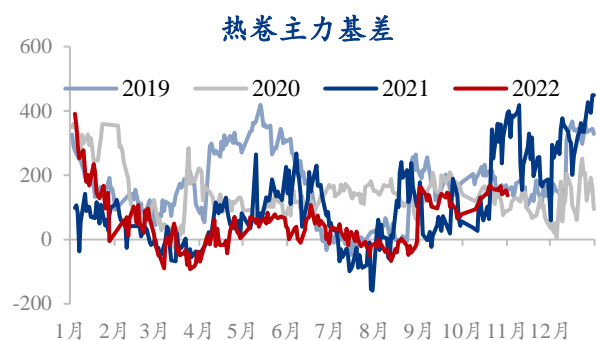
10月黑色系明显偏弱，现货方面，螺纹钢、热卷跌幅月环比均超过7%，原料铁矿价格大幅下跌10%以上，而煤焦小幅上涨。期货方面，螺纹热卷主力月环下跌9%，铁矿和焦炭主力跌幅超过10%。期货跌幅超过现货，螺纹钢和热卷基差明显扩大。

图 1：螺纹钢基差走强



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 2：热卷基差走强



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

从基本面数据来看，10月钢材和原料基本面数据虽然有所走弱，但矛盾并不明显，上下游都并未出现累库迹象，再结合基差明显走强可以看出，本轮下跌的核心驱动主要在于宏观预期转弱后的市场悲观心态。

一方面，美联储加息预期增强，以美元计价的大宗价格承压；另一方面，国庆节后二十大并未出台强力的相关政策，并且疫情受疫情影响，地产数据进一步下滑，粗钢产能过剩压力凸显，导致市场预期一致转空。此外，以美元计价的铁矿石也成为本轮行情中海外资本的做空标的。

1.1 基本面矛盾尚不突出，成材基差走强

从数据上看，10月钢材基本面矛盾尚不突出：

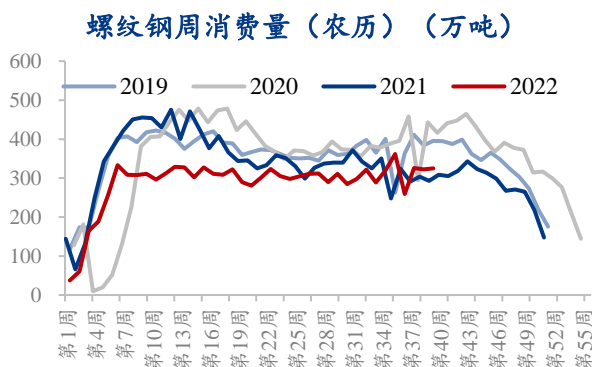
1) **钢材表观消费环比持稳。**据钢联数据，截至10月28日，五大品种周表观消费1016.2万吨，月环比下降29万吨；分品种来看，螺纹周表观消费325万吨，月环比下降36.8万吨，热卷周表观消费321.4万吨，月环比增加10.4万吨。从均值上看，表观需求并没有明显的变化。

2) **成材库存水平同比偏低。**截至10月28日，五大品种总库存1481.9万吨，月环比下降23.7万吨，年同比下降227.2万吨；分品种，螺纹总库存619.6万吨，月环比下降32.9万吨，年同比下降194.5万吨，热卷总库存330.5万吨，月环比增加18.3万吨，年同比下降10.9万吨。

3) **铁水产量高位下降，原料基本面转弱。**截至10月28日，247家长流程企业日均铁水产

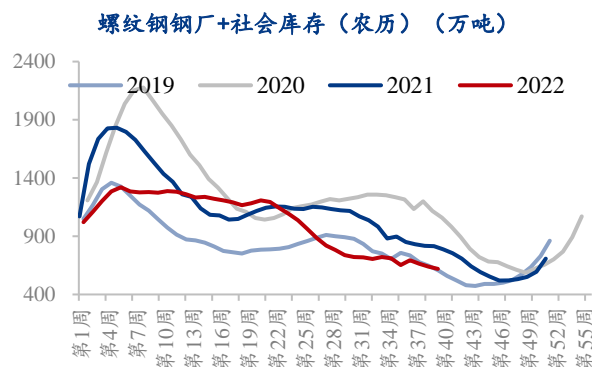
量已经下降至 236 万吨左右，原料基本面开始转弱，但库存水平不高，因此矛盾尚不突出。

图 3：螺纹需求维稳



数据来源：兴证期货研发部, Mysteel

图 4：成材低库存



数据来源：兴证期货研发部, Mysteel

1.2 疫情叠加金融数据偏空，市场情绪悲观

海外，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%。10 月下旬，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。在强加息预期下，作为全球资产定价之锚的美国十年期国债利率大幅攀升，大宗商品价格承压。

图 5：美国十年期国债收益率大幅上行



数据来源：兴证期货研发部, Mysteel

国内，预期悲观，黑色估值下调。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。同时，疫情也制约了赶工需求的释放。

图 6：国庆节后疫情加剧



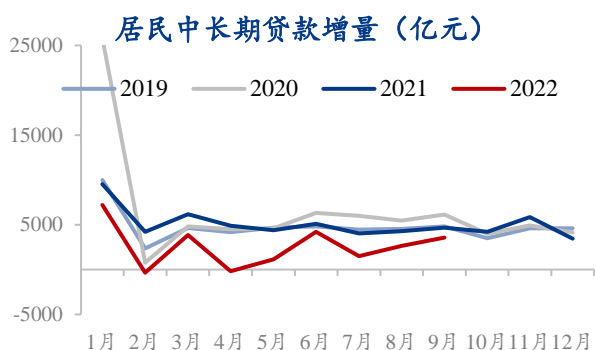
数据来源：兴证期货研发部，国家卫健委

金融数据偏空，地产数据进一步下滑。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，验证地产销售依然较差。

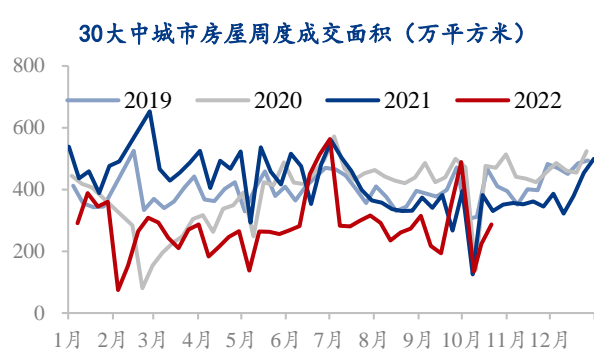
二十大之后并未出台强力的刺激政策，市场对四季度的需求预期一致转空。

图 7：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 8：地产销售数据依然较差



数据来源：兴证期货研发部，Wind

成材需求见顶，市场交易远期供需矛盾。1) 铁水供应增加，成材供需恶化。上一轮减产，铁水产量自 8 月开始回升，9 月末 247 家钢企日均铁水产量已经达到了 240 万吨的同期高位水平，10 月铁水产量日均值略高于 9 月。由于今年没有明确的政策性限产，在需求见顶后，市场担忧 11-12 月成材供需加速恶化。2) 铁矿方面，10 月外矿供应增加，内矿则明显减少，但市场预计二十大后将恢复，铁矿整体供应有增加趋势。鉴于成材需求悲观预期，以及废钢性价比回升，45 港港口库存走平，铁矿或在 11 月进入累库周期；山西疫情缓解，部分停产的煤矿开始复产，并且蒙煤通关车辆也有一定的增量。由此上下游形成了负反馈预期，导致价格出现明显的下跌。

此外，本轮行情中以美元计价的铁矿也成为了海外资本看空中国经济的标的，新加坡掉期跌破 80 美金。

2、预期现实双趋弱，11 月黑色依然承压

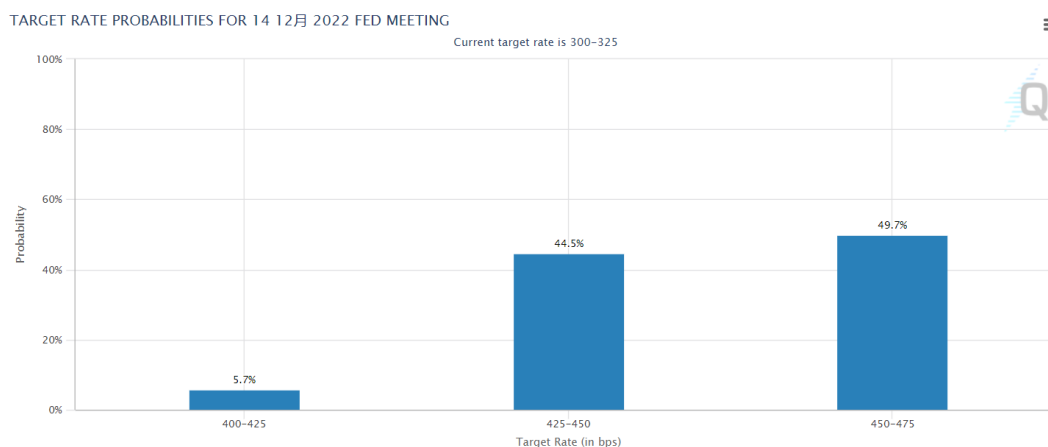
展望 11 月，钢价仍有下跌的风险。一方面，美联储加息预期下，全球经济面临衰退，钢材需求偏弱；国内地产数据进一步下滑，粗钢产能过剩压力凸显；另一方面，随着北方降温，成材需求转弱，彼时宏观与基本面共振向下，若钢企减产，则行业负反馈的行情将兑现。

2.1 全球制造业已经进入衰退期

10 月末，美联储释放了一定的鸽派言论，11 月 FOMC 会议在即，据 CME Group 利率观察小工具显示，11 月加息 75BP 的概率依然高达 86.5%，而 12 月加息 75BP 的概率虽较美国三季度 GDP 公布前有所下滑至 49.7%，但依然高于加息 50BP。从资金的成本角度考虑，持续性的加息会导致总需求减少，虽然当前美国经济韧性较强，但对全球其他国家来说，加息带来的负

面作用已经有所体现。

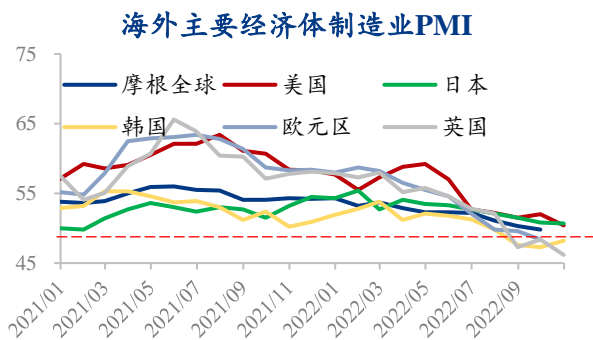
图 9：12 月加息 75BP 概率接近 50%



数据来源：CME Group

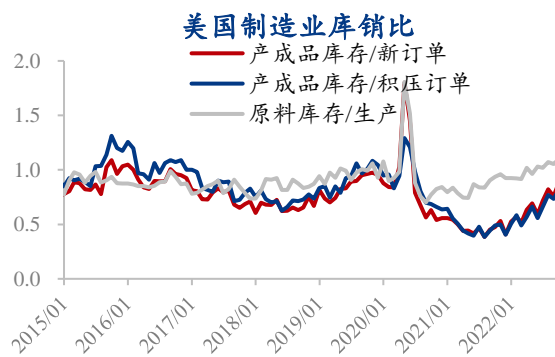
全球的制造业已经进入了衰退期。10 月，全球主要经济体中，绝大多数国家制造业 PMI 指数环比下滑，包括中、美、欧盟的制造业 PMI 均已落于荣枯线之下。其中以德国尤甚，初值已经跌至 45.7。长期以来德国工业背靠廉价的天然气具有较强成本优势，“北溪”管道被炸后，德国制造业有外流倾向，或加速欧洲经济衰退。美国制造业库销比也呈现回升趋势，2020 年疫情造成的美国制造业的供需缺口基本已经填平，积压订单水平已经开始下降，各项指数均已接近疫情之前，表明全球制造业已经进入了被动补库的阶段。对我国黑色市场来说，美国、欧洲制造业新订单指数下滑和库销比的回升意味着国内今后的热卷等板材直接出口和间接出口（机电产品等）预期走弱；国内 10 月制造业新订单和新出口订单指数也呈现继续收缩趋势。

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，Mysteel

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 需求预期偏差，国内粗钢供应过剩压力凸显

国内粗钢供应压力凸显。据国家统计局数据，9月粗钢产量8695万的，环比小幅增加，同比大幅增加17.5%，1-9月累计同比下降3.4%。反观钢材下游，最主要的地产行业新开工累计同比降幅38%，施工降幅5.3%，并且降幅仍有扩大的趋势。其他下游除了汽车外，家电和机械累计同比降幅也很明显；基建虽然表现较好，但难以完全对冲地产下滑。此外，由于地方隐性债务、财政收支减少、疫情反复，四季度基建用钢需求增量有限。因此粗钢供应过剩的压力已经越发凸显。从季节性来看，11月将是钢材需求的转折点，叠加钢企盈利率再次降至历史低位水平，负反馈或兑现。

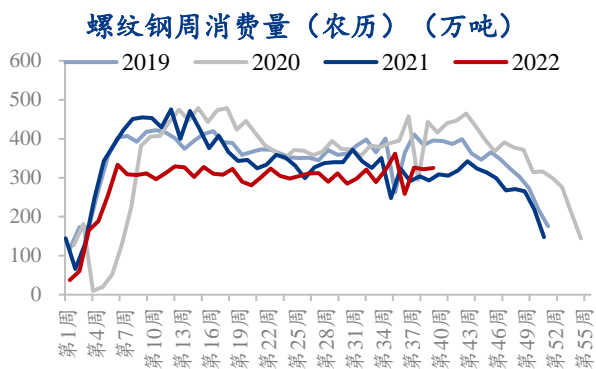
图 12：钢企盈利率过低或将触发减产



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

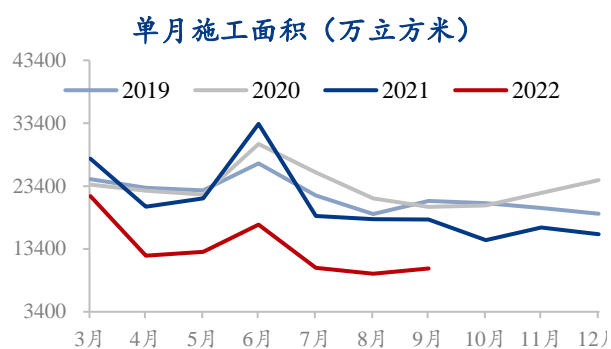
1) **地产数据正在进一步下滑。**从下游来看，从2021年开始的长期新开工负增长已经逐渐传到至施工面积上。据统计局数据，9月全国房屋施工面积同比下滑43.2%，累积降幅达到5.3%。自今年以来，地产新开工面积持续大幅下滑，但地产螺纹需求并未大幅波动，或与地产行业历年累积的庞大存量施工面积有关。在存量施工面积库存被逐渐消耗后，若无新的增量，今年四季度以及明年螺纹钢需求想要维持周度300万吨以上或较为困难。**季节性因素或显现。**从历史规律来看，10月属于传统的旺季，并且是下半年最好的户外施工窗口期，因此建筑业需求通常在10月得到释放。而进入11月，北方会快速降温，通常在农历第43周（2022年11月中下旬），螺纹钢需求将出现明显的拐点。

图 13：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

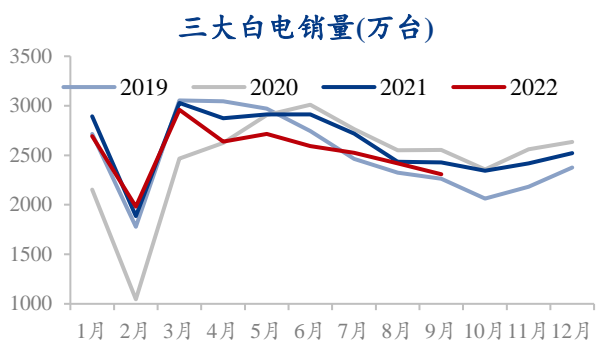
图 14：施工面积持续下滑



数据来源：兴证期货研发部，国家统计局

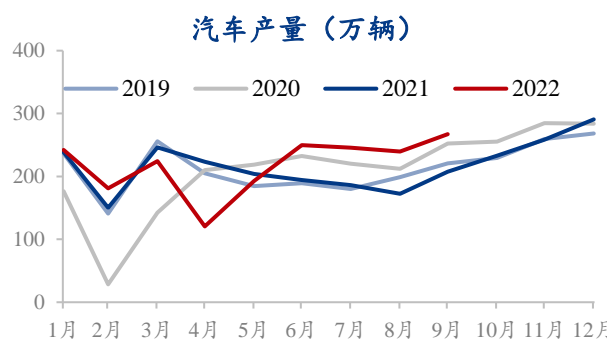
2) 主要用钢下游行业需求收缩。

图 15：三大白电销量同比下降



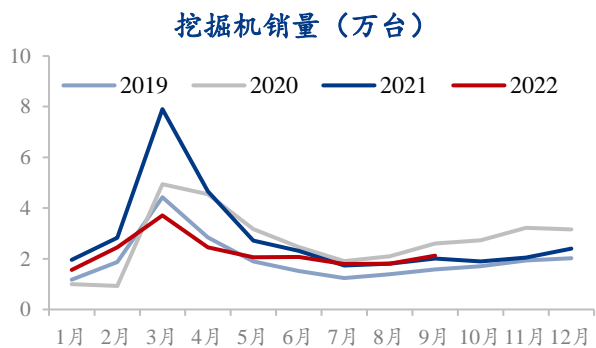
数据来源：兴证期货研发部，产业在线

图 16：汽车产量同比高增



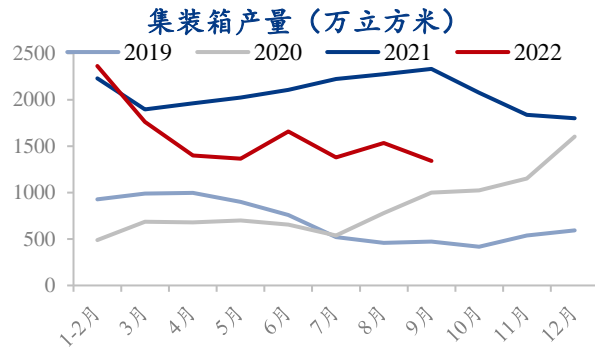
数据来源：兴证期货研发部，中汽协

图 17：挖掘机销量累计同比大幅下降



数据来源：兴证期货研发部，中国工程机械协会

图 18：集装箱产量同比大幅下滑



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。据钢联调研，截至11月初，已经有20多家钢厂发布了减产计划。

若日均铁水产量从236万吨快速下降，原料铁矿和煤焦的基本面也将塌陷，随着原料库存逐渐累积，产业链将形成负反馈，从而加速钢材下跌。

3、总结

综上，经过10月的下跌，当前市场风险得到一定释放，但进入11月，预期和现实双趋弱，粗钢产能、产量面临过剩的压力，若钢企减产，或引起行业的负反馈，钢价依然有下跌的风险。

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。