

## 供需面暂无明显矛盾，4月黑色 或震荡运行

2023年4月4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

### 内容提要

**3月黑色冲高回落。**上半月，强预期强现实，钢价冲高。两会将今年经济GDP目标定为5%，虽然低于市场预期，但财政将扩大赤字规模，同时央行也在默默放水，1-2月的M2增速和社融增量均超市场预期，海量的资金流向企业部门，钢联的调研显示1-2月的重大项目投资合计甚至高于去年。另一方面，月初公布的1-2月多项经济数据好于预期，例如制造业PMI指数逆势上扬，打破了短期出口下滑的担忧。强预期下，现实需求也在慢慢释放，1-2月热卷出口同比大幅增加，螺纹钢周度表需一度冲高至357万吨，水泥混凝土产能利用率同比高于去年，助推了看涨情绪。月中开始，海外银行金融风险持续发酵，美联储加息节奏放缓；雨水天气影响下，螺纹钢需求见顶回落，“金三”成色不足，叠加政策对铁矿石的持续打压，钢价回调后震荡走势。

展望4月，目前仍处于上半年的“旺季”，需求虽然高度有限，但成材产量也不高，各环节库存都均处于去化中，且成材库存绝对值是近几年最低的，因此相对去年同期，难以由供需矛盾导致大跌行情。当然，库存去化未能达到旺季标准（周均100万吨以上），也不支持价格大幅上涨。预计成材仍是震荡行情为主，除非见到库存拐点。

而原料端，铁水高位给予铁矿有力支撑，废钢供应增量预期和下半年压产传闻则使得结构上近强远弱。

### 风险提示

废钢供应增多；美元走势；粗钢压减传闻。

报告目录

一、3月回顾.....	4
1.1. 价格表现：3月黑色冲高回落.....	4
1.2. 运行逻辑：海外银行流动性风险；国内需求不及预期.....	4
二、4月展望.....	4
2.1. 防范金融风险，美联储加息或更为谨慎.....	5
2.2. 货币和财政鼎立支持，基建用钢预期仍存.....	5
2.3. 一季度房市复苏，但用钢依然较差.....	6
2.4. 3月制造业 PMI 环比下滑，出口有走弱趋势.....	8
2.5. “银四”需求仍可期，暂不具备大跌风险.....	10
2.6. 铁矿或近强远弱.....	11
三、总结.....	12

图目录

图 1：螺纹钢价格冲高回落.....	4
图 2：铁矿价格冲高回落.....	4
图 3：市场对 5 月是否继续加息存在较大争议.....	5
图 4：M2 增速继续上行.....	6
图 5：企业中长贷同比高增长.....	6
图 6：1-2 月全国重大项目开工同比高增长.....	6
图 7：基建用水泥直供同比正增长.....	6
图 8：一季度房企融资总量.....	7
图 9：一季度商品房销售火爆.....	8
图 10：土地成交仍较差.....	8
图 11：新开工同比维持负增长.....	8
图 12：混凝土产能利用率低位.....	8
图 13：美国耐用品订单和 ISM 制造业新订单指数.....	9
图 14：美国制造业进口指数与中国机电产品出口.....	9
图 15：螺纹钢表需好于去年.....	10

---

图 16: 库存绝对值处于近几年最低.....	10
图 17: 铁水产量持续攀升 .....	11
图 18: 45 港日均疏港量维持高位水平.....	11
图 19: 一季度铁矿发运量高于去年同期.....	12
图 20: 港口库存下降.....	12
图 21: 近期废钢供应大幅增加.....	12
图 22: 铁矿近强远弱格局 .....	12

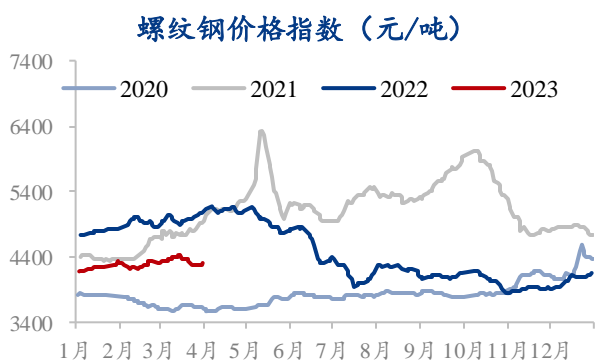
## 一、3月回顾

### 1.1. 价格表现：3月黑色冲高回落

3月黑色冲高回落，整体震荡走势，现货方面，截止3月30日，螺纹钢指数月环比下跌0.1%，热卷指数上涨2.1%；原料铁矿指数上涨2.9%，焦煤指数下跌4.6%，焦炭指数持稳。

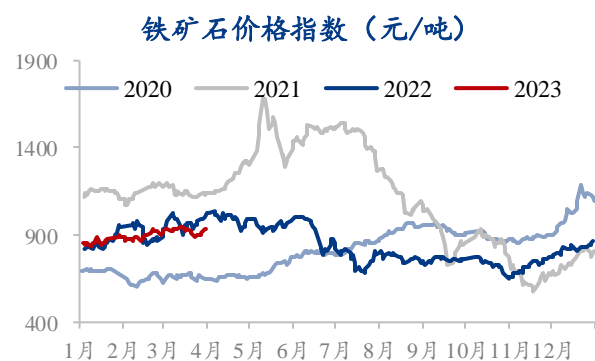
期货方面，螺纹主力下跌0.3%、热卷上涨0.8%，铁矿上涨2.1%，煤焦分别下跌7.6%、5.4%。

图 1：螺纹钢价格冲高回落



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 2：铁矿价格冲高回落



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

### 1.2. 运行逻辑：海外银行流动性风险；国内需求不及预期

上半月，强预期强现实，钢价冲高。两会将今年经济 GDP 目标定为 5%，虽然低于市场预期，但财政将扩大赤字规模，同时央行也在默默放水，1-2 月的 M2 增速和社融增量均超市场预期，海量的资金流向企业部门，钢联的调研显示 1-2 月的重大项目投资合计甚至高于去年。另一方面，月初公布的 1-2 月多项经济数据好于预期，例如制造业 PMI 指数逆势上扬，打破了短期出口下滑的担忧。强预期下，现实需求也在慢慢释放，1-2 月热卷出口同比大幅增加，螺纹钢周度表需一度冲高至 357 万吨，水泥混凝土产能利用率同比高于去年，助推了看涨情绪。

月中开始，海外银行金融风险持续发酵，美联储加息节奏放缓；雨水天气影响下，螺纹钢需求见顶回落，“金三”成色不足，叠加政策对铁矿石的持续打压，钢价回调后震荡走势。

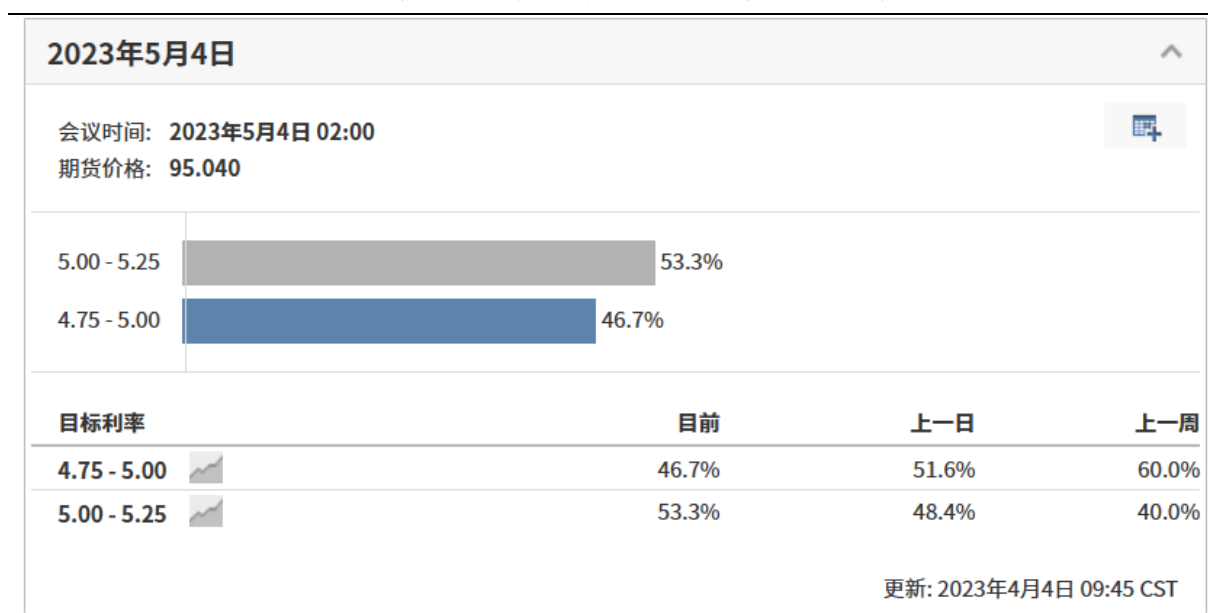
## 二、4月展望

## 2.1. 防范金融风险，美联储加息或更为谨慎

3月海外金融风险持续发酵，多家银行因欧美利率的快速抬升带来的利差浮亏和挤兑，出现了濒临破产的情况。据CME美联储观察所示，自银行风险发酵后，市场对3月加息的预期从最初的50BP降至25BP，5月有很大概率停止加息，年内甚至有降息的可能。不过随着美国财政部兜底，银行风险短期得到控制，继续加息的概率阶段性提升。

另一方面，美国3月ISM制造业PMI录得46.3，创2020年5月以来新低，预期47.5，前值47.7，或寓意美国通胀情况缓和，又降低了继续加息的预期。

图 3：市场对 5 月是否继续加息存在较大争议



数据来源: investing

## 2.2. 货币和财政鼎力支持，基建用钢预期仍存

虽然3月初两会公布的GDP增速目标5%是低于市场预期的，但政府稳经济增长决心较强。一方面，财政部宣布将扩大赤字规模，今年的专项债额度上调1500亿元至3.8万亿，截至3月21日，专项债发行进度已经超过30%，发行节奏较快，并且投向大多属于政府主导的基建工程。

另一方面，央行也在悄无声息的开动“印钞机”。继1月之后，2月M2增速进一步上行至12.9%，是自2016年以来的最高值；新增社融规模3.16万亿，同比多增1.943万亿，人民币贷款中增量最多依然是企业中长期贷款，表明有大量的资金持续流入基建。

图 4：M2 增速继续上行



数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

图 5：企业中长贷同比高增长

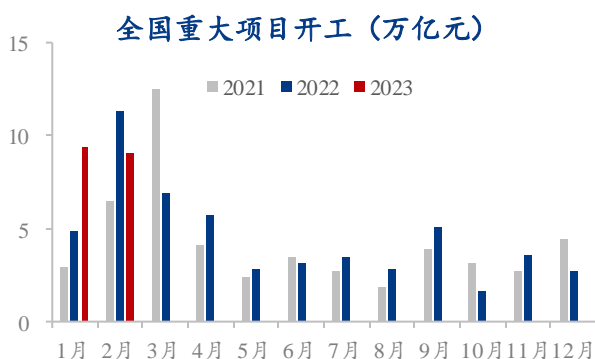


数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

据钢联调研，2 月全国重大开工项目投资同样超 9 万亿，基建用水泥直供量同比高于去年。后期来看，基建仍是今年经济的主要抓手，财政和货币的鼎力支持下，1-2 月的基建增速在高基数上仍能维持 9% 的增长，4 月基建用钢需求依然值得期待。

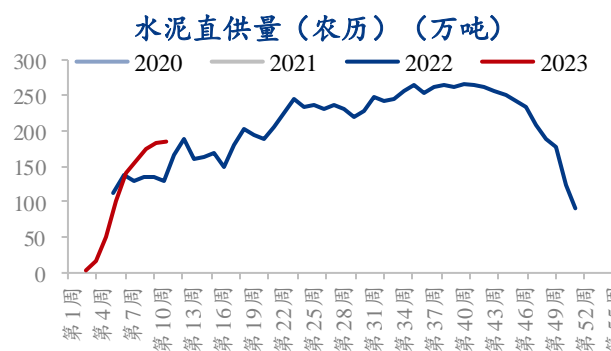
此外，在铁水产量持续攀升，而螺纹和线材等地产相关钢材产量增量却不明显，结合地产和基建水泥用量分化，或表明铁水流向了基建用钢。

图 6：1-2 月全国重大项目开工同比高增长



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 7：基建用水泥直供同比正增长



数据来源：Mysteel，百年建筑

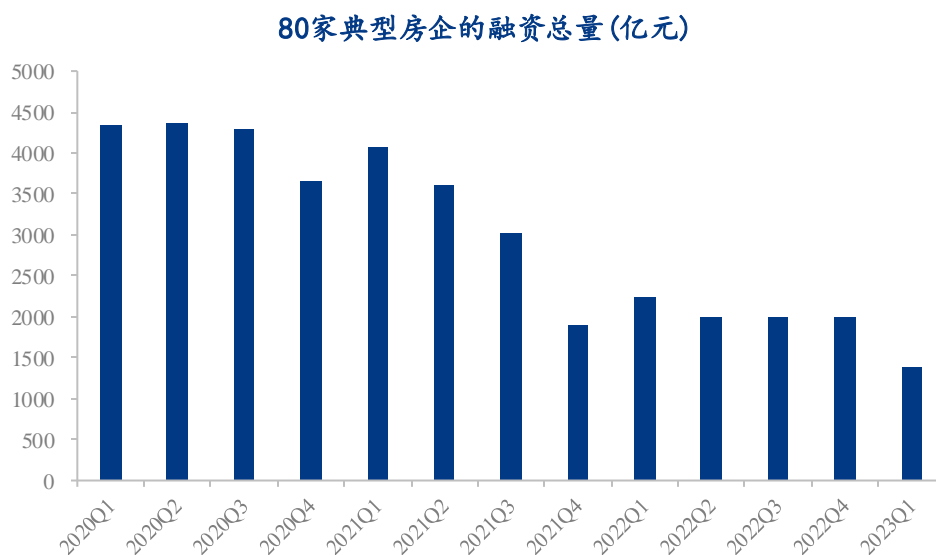
### 2.3. 一季度房市复苏，但用钢依然较差

在多项政策刺激下，一季度地产销售热度持续攀升，高频数据显示 3 月 30 大中城市的房屋成交面积已经显著高于去年同期。据中指研究院，一季度重点 100 城市新建商品住宅月均成交面积约 3361 万平方米，同比增长 18.2%，环比去年四季度增长 12.8%，但绝对规模仍处 2015 年以来同期低位。二手房成交则更加火热，重点 15 城二手住宅成交面积同比增长超五成，回升至

2019 年以来同期高位。房企端，1-3 月 TOP100 房企销总额为 17589.5 亿元，同比增长 8.2%，是 2022 年以来首次实现正增长，其中 3 月单月销售额环比上升 36.7%，同比上升 24.6%。

民营房企融资仍较差，制约拿地和开工积极性。据克而瑞地产，一季度 80 家典型房企的融资量为 1388 亿元，同比下降 38%。去年四季度以来虽然政策放松，但融资开闸仍仅限于优质房企及白名单房企，整体行业面融资仍未有全面回暖，多数民营房企尤其是出险房企融资难的问题依然突出。这也导致房企以还债保本优先，对后续的拿地和新开工积极性较差。

图 8：一季度房企融资总量



数据来源：克而瑞地产，兴证期货研发部

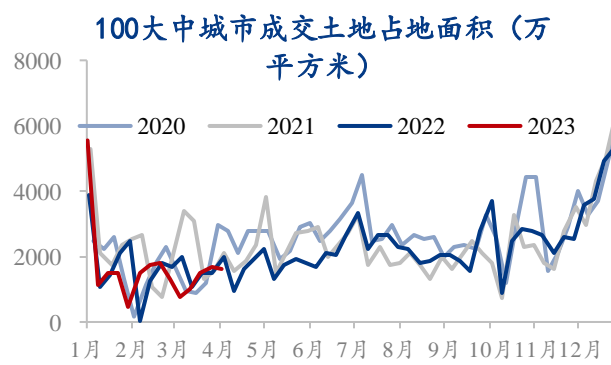
土地供应增加，不过土地成交规模同比仍较差，且开工入市率也较低，高频数据显示 100 大中城市成交土地面积仍处于历史低位水平。据中指，一季度 22 城已发布首次住宅用地拟出让清单合计 468 宗，较去年首批次增加 29 宗，土地规划建筑面积合计 3706 万平方米，较去年首批次增长 4%。22 城已有 13 城进行了土地出让，成交面积 1055 万平方米，同比下降 17.1%，其中部分城市民企拿地占比略有提升，但央国企仍是绝对的主力。2021 年 22 城新成交的住宅用地开工率平均 45%，而 2022 年降为 20%，这也是导致去年地产用钢大幅减少的主因，从今年一季度的混凝土产能利用率来看，开工入市率依然偏低，对用钢也难以形成实质性拉动。

图 9：一季度商品房销售火爆



数据来源：兴证期货研发部，iFind

图 10：土地成交仍较差

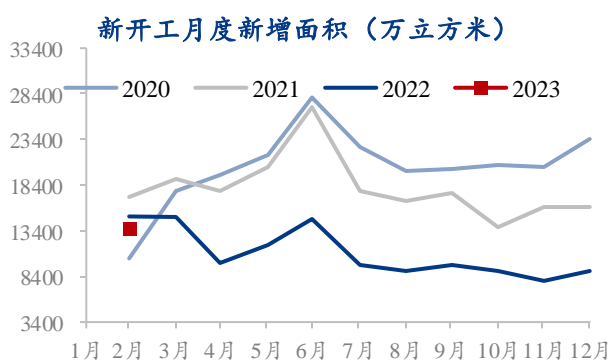


数据来源：兴证期货研发部，iFind

后期来看，中指和克而瑞均认为一季度的销售火热是疫后积压需求的集中释放，这一因素的支撑作用将会边际转弱，叠加居民收入预期尚未根本扭转、购房者对期房烂尾的担忧和房价下跌预期等依然是制约新房销售修复的关键因素，预计二季度市场销售热度将环比回落。

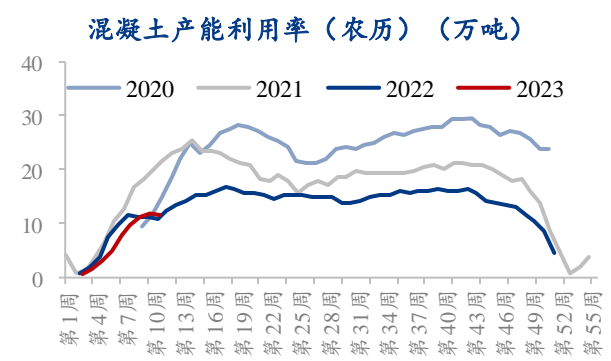
综上，一季度地产销售虽有明显好转，但拿地同比仍在下降，或继续拖累上半年的新开工和施工面积负增长，叠加企业开工积极性不高，预计二季度地产用钢依然较差。

图 11：新开工同比维持负增长



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图 12：混凝土产能利用率低位



数据来源：兴证期货研发部，iFind

## 2.4. 3月制造业 PMI 环比下滑，出口有走弱趋势

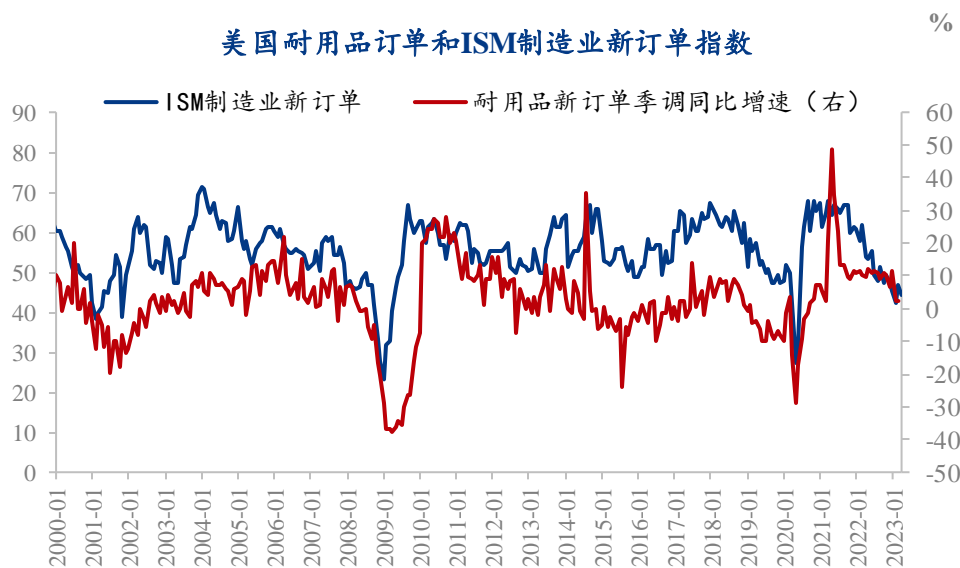
制造业指数环比下滑，不过用钢仍有韧性。据国家统计局，3月制造业 PMI 录得 51.9，环比上月下降 0.7 个百分点，其中，生产和新订单较为强劲，但出口指数从 52.4 降至 50.4，不太乐观。

从另一个角度来看，美国个人消费品支出在 2 月短暂的回升后再次呈现下滑趋势，3 月 ISM



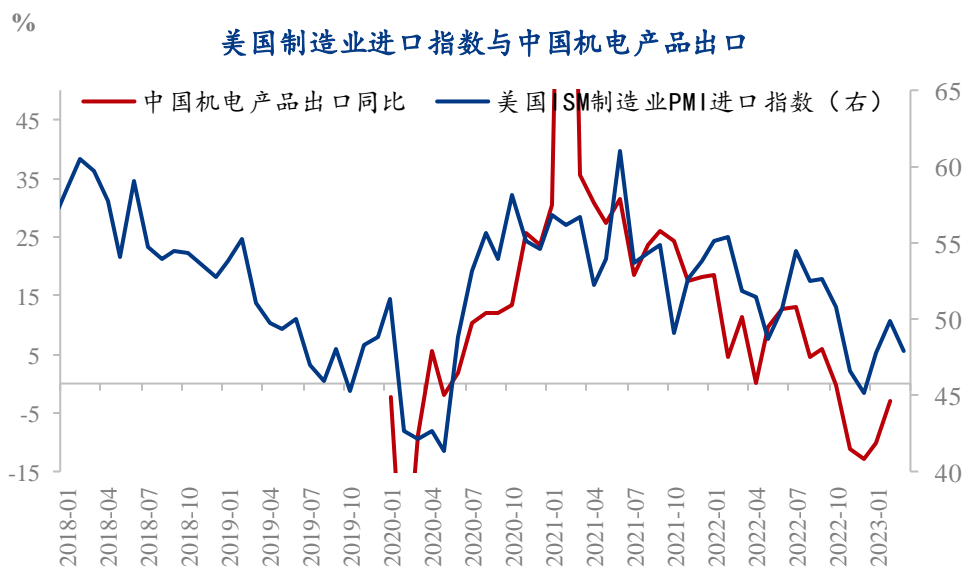
制造业 PMI 指数意外下滑至 46.3，创 2020 年 5 月以来新低，其中进口订单指数降至 47.9，与我国出口指数环比趋弱相互验证，预计与之高度相关的机电产品出口将进一步下滑。

图 13：美国耐用品订单和 ISM 制造业新订单指数



数据来源：兴证期货研发部, iFind

图 14：美国制造业进口指数与中国机电产品出口



数据来源：兴证期货研发部, iFind

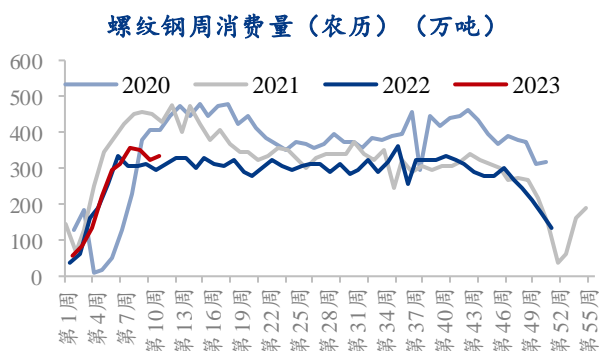
直接出口方面，1-2 月钢材出口情况较好，同比呈现高增长，其中 2 月热轧板卷出口 108.92

万吨，环比增 59%。目前海内外价差处于 100 美元/吨左右，波动幅度不大，因此出口或将继续保持强势，但随着欧美国家制造业指数持续收缩，出口热度或将有所降低。据钢联调研，中国大型钢厂 5 月船期出口订单接单情况较好，部分钢厂开始接 6 月订单。

## 2.5. “银四”需求仍可期，暂不具备大跌风险

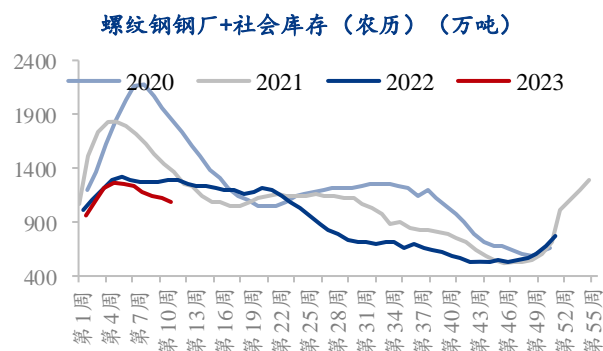
据钢联数据，截止 3 月 31 日，五大品种产量表需 1024.3 万吨，月环比增加 4.2%，供给 974 万吨，月环比增加 2.8%，总库存 2067 万吨，月环比下降 252.8 万吨；其中螺纹表需 333.2 万吨，月环比增加 7.7%，产量 302.2 万吨，月环比增加 2.4%，库存 1086.3 万吨，下降 152.6 万吨；热卷表需 321.8 万吨，月环比增加 0.2%，产量 317 万吨，月环比增加 2.8%，库存 329.2 万吨，月环比下降 44.4 万吨。

图 15: 螺纹钢表需好于去年



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 16: 库存绝对值处于近几年最低



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

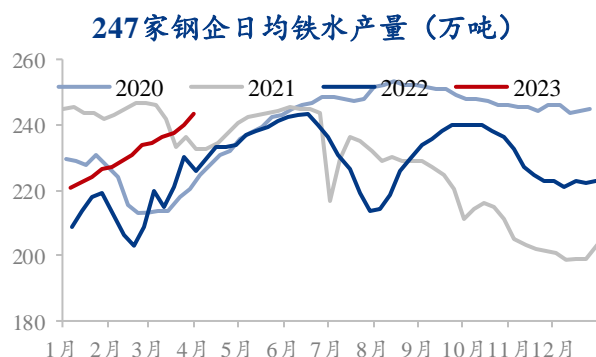
从 3 月的需求表现来看，螺纹表需无疑是好于去年同期的，不过受限于地产，高度也较为有限，也比较符合前期的判断，即不会很差，但也不指望爆发式增长。而产量方面，247 家铁水产量的持续增加，中钢协和统计局的数据也均指向一季度粗钢产量同比有明显增长，但五大材产量增加并不明显，且钢坯和成材库存都处于去化，或是表外基建类钢材如型钢等产销的增加所致。

总体来看，目前仍处于上半年的“旺季”，需求虽然高度有限，但成材产量也不高，各环节库存都均处于去化中，且成材库存绝对值是近几年最低的，因此相对去年同期，难以由供需矛盾导致大跌行情。当然，库存去化未能达到旺季标准（周均 100 万吨以上），也不支持价格大幅上涨。

## 2.6. 铁矿或近强远弱

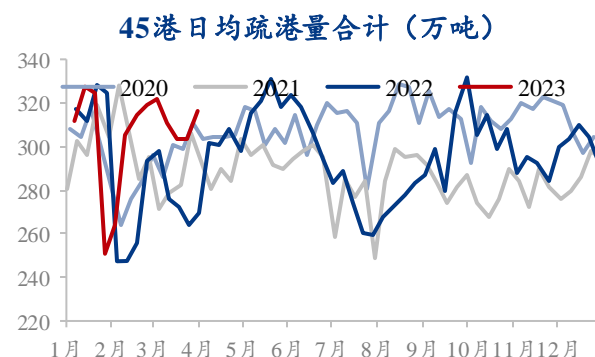
在黑链中，3月铁矿整体表现相对强势，尽管政策多次打压，但上行的驱动始终存在，其主要是因为铁水的持续攀升。截止3月底，247家长流程钢企日均铁水产量已经增至243万吨，属于历史偏高水平，对铁矿无疑的形成利好。据钢联调研，3月铁水产量总量环比增加933.41万吨至7421.60万吨，日均239.4万吨，折合铁矿需求增量近1500万吨。预计4月铁水日均产量将增至244-245万吨，铁矿日均消耗量仍有增加空间。疏港方面，3月总疏港量整体较上月大幅增加，日均疏港增至309.6万吨/天，属于历年同期偏高水平，一方面与铁水持续攀升有关，另一方面则是与钢厂低库存下的采购策略有关。

图 17：铁水产量持续攀升



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

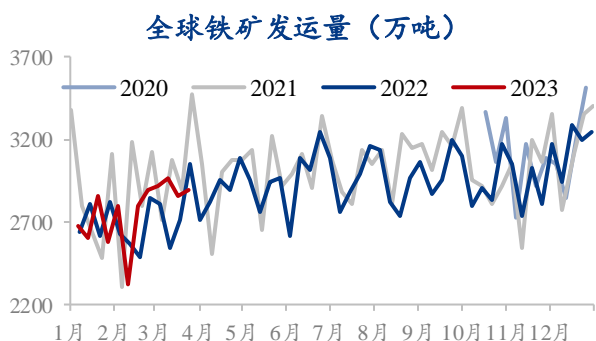
图 18：45 港日均疏港量维持高位水平



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

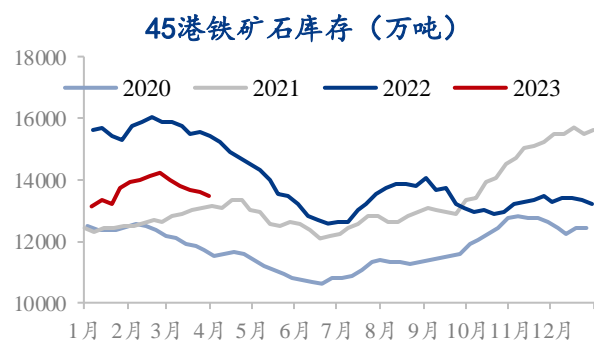
发运端，去年四大矿山中，淡水河谷因为雨水、飓风等天气因素导致发运量低于预期，但澳矿发运较为正常，基本处于指导范围内，预计今年力拓的库戴德利扩产和FMG4月投产的铁桥项目将带来一定增量。据钢联调研，一季度铁矿发运量同比高于去年，全球铁矿石发运量共计35667万吨，同比增加838万吨；分国家来看，我国自澳大利亚、巴西和印度进口矿均有增量，尤其是印度放开出口后增幅明显，而南非小幅下滑。3月全球铁矿石发运量环比增加1997万吨至1.29亿吨。3月中国45港到港量10150万吨，环比增加1124万吨，一季度累计到港29889万吨，同比增加1957万吨。

图 19：一季度铁矿发运量高于去年同期



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

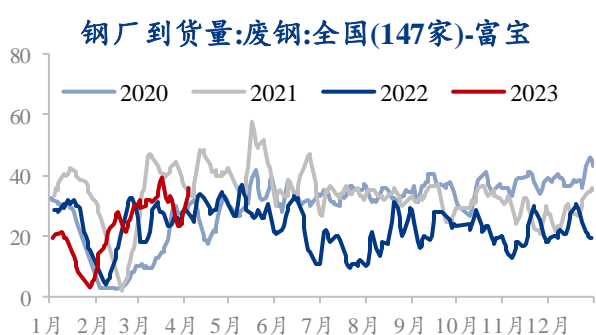
图 20：港口库存下降



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

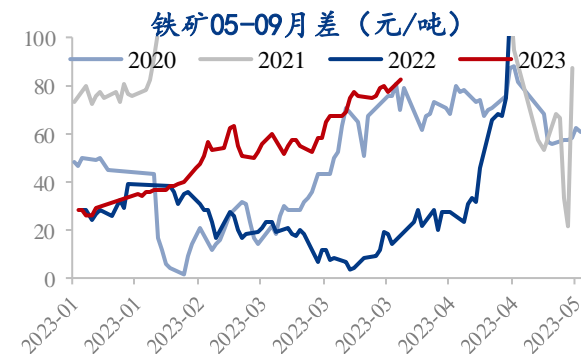
由此来看，一季度铁矿供需双增，但下游旺季期，铁矿需求增速更快，因此港口库存持续去化。在 4 月铁水维持高产量的情况下，仍能对铁矿形成利好，不过远月则较为利空，主因在于：一方面，FMG 官宣铁桥项目（Iron Bridge）将于 4 月下半月正式投产，其年产能 2200 万吨的 67%精粉可能给后市带来冲击，同时力拓的库戴德利也在扩产。另一方面，一季度废钢增量明显，在当前旺季铁水持续攀升下，废钢替代作用不显著，但一旦需求见顶回落，废钢会对铁矿造成挤兑。此外，市场传闻的粗钢压减计划暂难证伪，从近几年规律总结，不论是主动还是被动减产，一般会发生在下半年，因此远月 09 合约相对更弱。

图 21：近期废钢供应大幅增加



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 22：铁矿近强远弱格局



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

煤焦方面，随着澳煤进口的全面放开，叠加蒙煤进口通关高位，焦煤焦炭库存环比均有回升趋势，第一轮提降开始，是黑链中较弱的品种。

### 三、总结

展望 4 月，目前仍处于上半年的“旺季”，需求虽然高度有限，但成材产量也不高，各环节库存都均处于去化中，且成材库存绝对值是近几年最低的，因此相对去年同期，难以由供需矛盾导致大跌行情。当然，库存去化未能达到旺季标准（周均 100 万吨以上），也不支持价格大幅上涨。预计成材仍是震荡行情为主，除非见到库存拐点。

而原料端，铁水高位给予铁矿有力支撑，废钢供应增量预期和下半年压产传闻则使得结构上近强远弱。

### 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。