

弱需求以及原料供应增加趋势， 负反馈尚未结束

2023 年 5 月 5 日 星期五

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

4 月黑色系价格冲高回落，主要有两方面，一是成材旺季预期证伪，而铁水产量持续增加，供应压力逐渐凸显；二是原料供应增量超预期，铁、碳元素过剩。

展望 5 月，海外银行系统性风险仍存，美联储或停止加息；二季度国内货币或环比收紧，对基建支持减弱；房地产土地成交和新开工同比负增长，用钢需求不佳；钢材出口有边际走弱风险。而原料端，煤焦、铁矿和废钢均有增量预期，将拉低钢材成本，钢厂减产刚刚开始，负反馈仍未结束。

风险提示

原料成本线支撑；海外银行系统性风险；出口边际变化。

报告目录

一、4月回顾.....	4
1.1. 价格表现：4月黑色系价格大幅下跌.....	4
1.2. 运行逻辑：成材预期证伪，原料供应增多.....	4
二、5月展望.....	5
2.1. 银行系统风险仍存，美联储或停止加息.....	5
2.2. 二季度国内货币或环比收窄，对基建支持力度或减弱.....	6
2.3. 4月地产销售环比走弱，预计二季度用钢较差.....	7
2.4. 4月制造业 PMI 环比下滑，关注出口边际变化.....	9
2.5. 原料供应增多，钢厂减产下负反馈或延续.....	10
三、总结.....	12

图目录

图 1：螺纹钢价格大幅下跌.....	4
图 2：焦煤跌幅领先.....	4
图 3：钢材旺季预期证伪.....	5
图 4：铁水供应压力逐步凸显.....	5
图 5：6月或停止加息.....	6
图 6：美国存款机构贷款额仍处于高位.....	6
图 7：M2 增速有所放缓.....	7
图 8：企业中长贷同比高增长.....	7
图 9：3月全国重大项目开工资金同比下滑.....	7
图 10：基建用水泥直供量环比下滑.....	7
图 11：4月地产销售额环比走弱、同比增长.....	8
图 12：4月地产销售环比走弱.....	8
图 13：土地成交较差.....	8
图 14：地产新开工同比维持负增长.....	9
图 15：混凝土产能利用率低位.....	9
图 16：自 2020 年美国个人超额储蓄额累计（十亿美元）.....	9

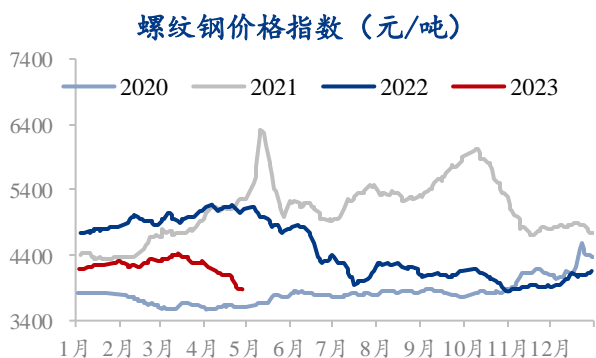
图 17: 美国制造业进口指数与中国机电产品出口	10
图 18: 一季度海外生铁产量过低	10
图 19: 我国钢材净出口同比翻倍增长	10
图 20: 一季度四大矿山发运量增加	11
图 21: 铁矿进口同比大幅增加	11
图 22: 焦煤进口大幅增加	12
图 23: 焦煤港口库存持续回升	12
图 24: 废钢到货量较去年四季度环比增加	12
图 25: 废钢库存	12

一、4月回顾

1.1. 价格表现：4月黑色系价格大幅下跌

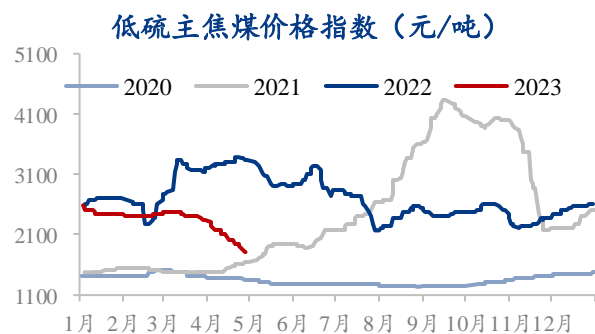
4月黑色系价格大幅下跌。现货方面，截止4月28日，螺纹钢指数月环比下跌9.4%，热卷指数下跌9%；原料铁矿指数下跌11.1%，焦煤指数下跌22.4%，焦炭指数下跌15%，废钢指数下跌6%。期货方面，螺纹主力下跌12.2%、热卷下跌13%，铁矿下跌21.1%，煤焦分别下跌24.5%、19.8%。

图 1：螺纹钢价格大幅下跌



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 2：焦煤跌幅领先



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

1.2. 运行逻辑：成材预期证伪，原料供应增多

本轮黑色系大幅下跌的主因：

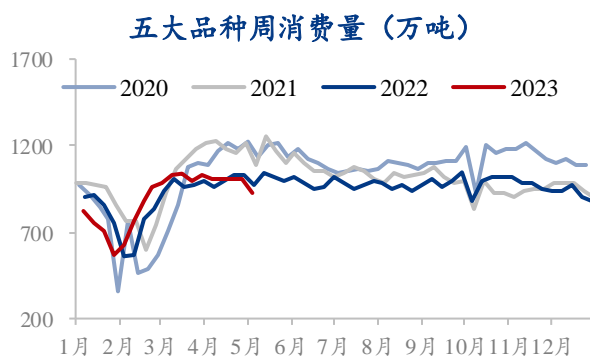
成材旺季预期证伪。“金三银四”五大材表观消费同比虽有增长，但并不亮眼，据钢联统计，3-4月五大材表观消费同比增速2.4%，较2021年同比下滑11.6%，其中螺纹表需同比增速5.9%，较2021年同比下降19.5%。随着雨季来临，表需甚至开始负增长，旺季预期证伪。

铁水产量持续增加，供应压力逐渐凸显。与往年相同的是，今年春节后粗钢和铁水产量增速较高，而与往年不同的是，五大材本身供应并未大幅增加，主要是因为钢材（包括钢坯）净出口需求翻倍增长，以及机电产品的出口韧性，从而抵消了大部分的供应压力，使得前期弱内需下正反馈仍能够持续。直到3月中旬，内外需均已见顶的情况下，铁水产量仍在继续攀升，供应压力方才逐步凸显。据统计局数据，一季度粗钢、铁水同比各增加了1818、1893万吨；钢材净出口同比大增1046万吨，机电产品3月出口增速重回13.1%；五大材方面，3-4月除中厚板产量同比增加外，其他品种产量同比略降，其中螺纹产量同比下降1.5%，库存下降258万吨，

供需矛盾并不显著。

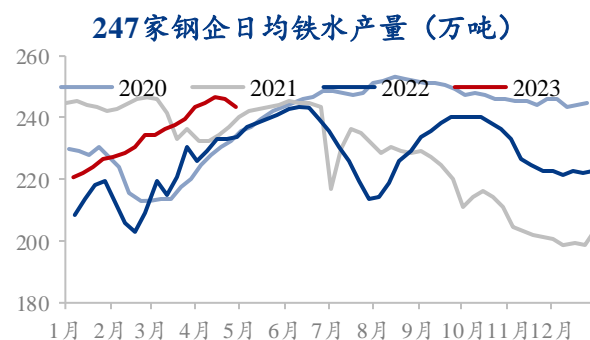
原料供应增量超预期，铁、碳元素过剩。本轮下跌较去年提前，与原料供应增量超预期有较大关系，去年俄乌战争导致全球铁、碳元素供应紧张，疫情又限制了废钢产出。而今年一季度开始，冶金原燃料煤焦、铁矿和废钢同比均增加，据统计局和海关数据，一季度铁矿石进口同比增加 2606 万吨；原煤产量同比增加 5.5%，炼焦煤进口量同比增加 1050 万吨，即使日均铁水产量攀升到 246 万吨的历史高位，也难改港口焦煤库存持续累积的趋势；废钢供应也在快速回升，铁、碳元素有过剩预期。

图 3：钢材旺季预期证伪



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 4：铁水供应压力逐步凸显



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

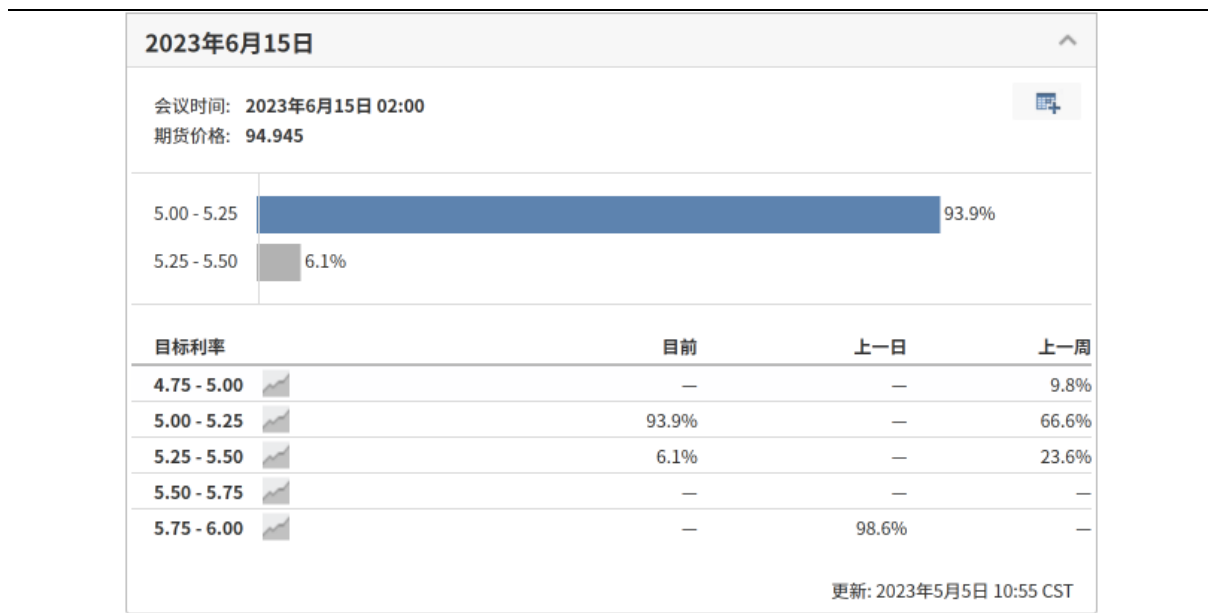
二、5 月展望

2.1. 银行系统风险仍存，美联储或停止加息

银行系统性风险仍存。在高利差以及挤兑下，继硅谷银行和签名银行后，5 月初美国第一共和银行也被接管和收购，而下一个或是西太平洋合众银行，此前有报道称其正在考虑出售自身业务。从数据上看，美国存储机构贷款额仍维持在高位水平，表明外溢风险仍存。

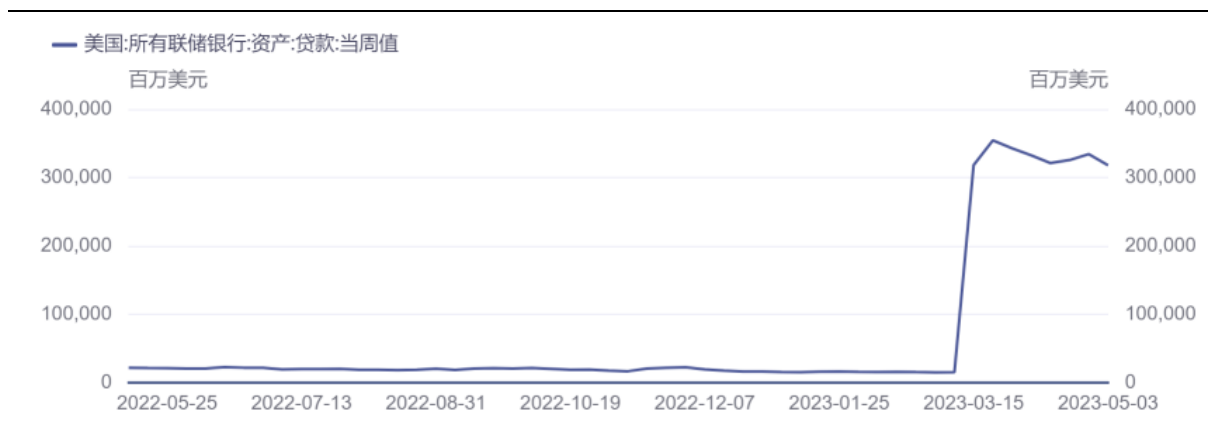
美联储或结束加息。5 月美联储将基准利率上调 0.25 个百分点至 5%-5.25%，根据美联储货币政策会议发言，市场综合解读为当前暂停加息概率较大，CME 的利率观测工具显示，6 月大概率维持 5%-5.25% 的利率水平。

图 5：6 月或停止加息



数据来源: investing

图 6：美国存款机构贷款额仍处于高位



数据来源: iFind

2.2. 二季度国内货币或环比收窄，对基建支持力度或减弱

国内二季度货币宽松程度或不及一季度。宽松的货币环境往往会刺激黑色系价格上涨，2021年欧美货币超发、2022-2023年国内货币接力，这三年的共性都是上半年黑色系价格集体冲高。据4月14日我国央行货币政策委员会一季度例会所示，将去年的“强化跨周期和逆周期调节，

加大稳健货币政策实施力度”改为“要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节”，将“信贷有效增长”改为“信贷合理增长、节奏平稳”。考虑到今年一季度各项经济数据同环比均回暖，经济恢复良好，叠加当前欧美普遍高利率的大环境，继续保持过于宽松的货币政策可能引发通胀、汇率大幅波动等不利影响，第二季度的货币宽松程度或不及一季度，降准降息等货币工具的使用可能会更为谨慎，社融增速也将放缓。

图 7：M2 增速有所放缓



数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

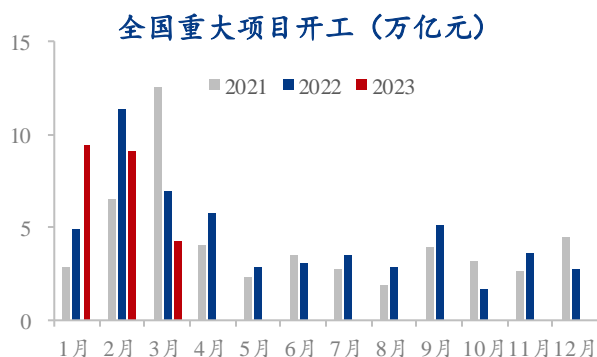
图 8：企业中长贷同比高增长



数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

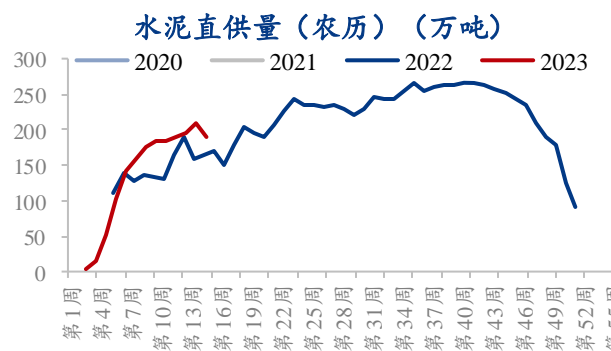
货币对基建支撑力度或减弱。据钢联调研，3 月全国重大开工项目投资大幅下降至 4.2 万亿，预计二季度基建用钢增速或放缓。

图 9：3 月全国重大项目开工资金同比下滑



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 10：基建用水泥直供量环比下滑



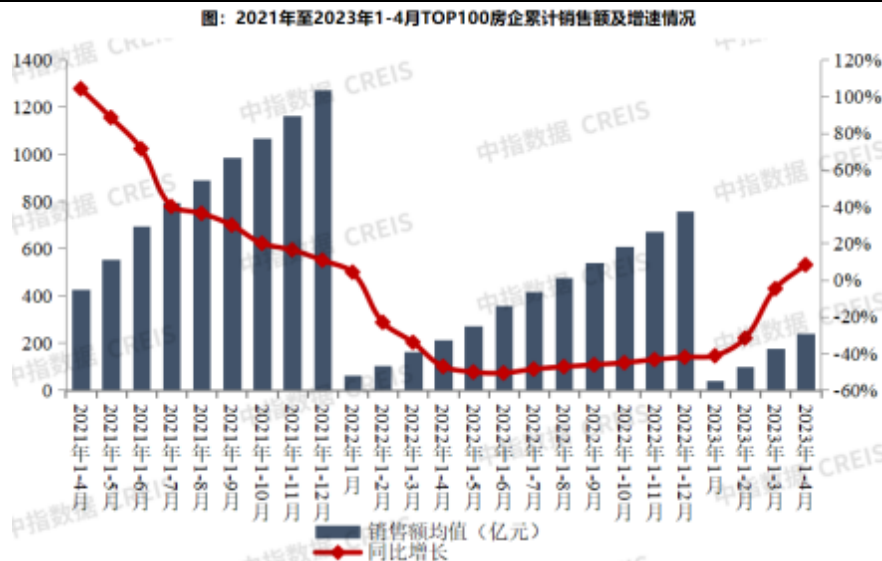
数据来源：Mysteel，百年建筑

2.3. 4 月地产销售环比走弱，预计二季度用钢较差

4 月地产销售环比走弱，同比改善。据中指研究院，4 月 TOP100 房企销售额环比下降 17.4%，同比上升 29.9%。在前期积压需求集中释放后，当前重点城市市场活跃度下行，部分城市出现明

显降温。而三四线城市居民收入及就业预期偏弱下，市场恢复的动力不足，仍面临较大调整压力。

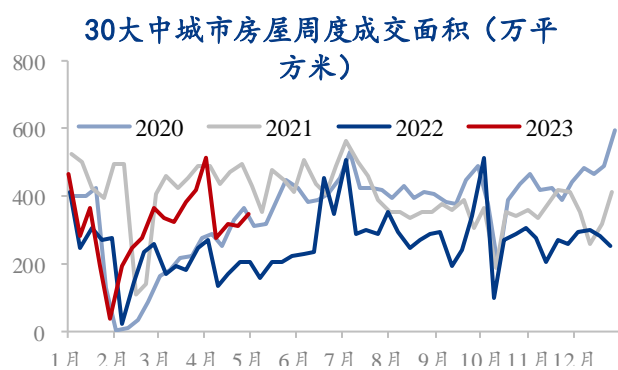
图 11：4 月地产销售额环比走弱、同比增长



数据来源：中指数据 CREIS

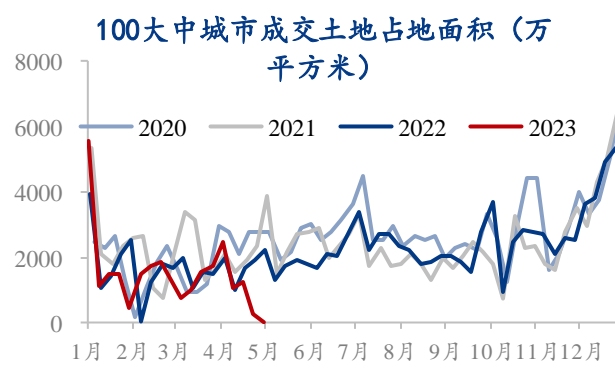
房企拿地同比维持负增长，且区域分化明显。据中指研究院，1-4 月，TOP100 企业拿地总额 3150.1 亿元，拿地规模同比下降 13.1%。从区域上看，房企拿地分化明显，一二线城市竞争激烈，长三角多城市土拍热度持续回温，而三四线城市的房地产市场疲软，恢复难度仍较大。

图 12：4 月地产销售环比走弱



数据来源：兴证期货研发部，iFind

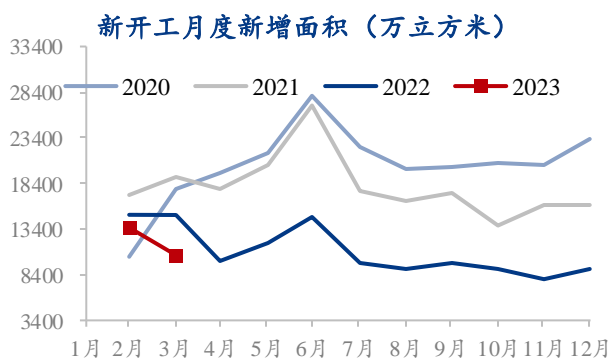
图 13：土地成交较差



数据来源：兴证期货研发部，iFind

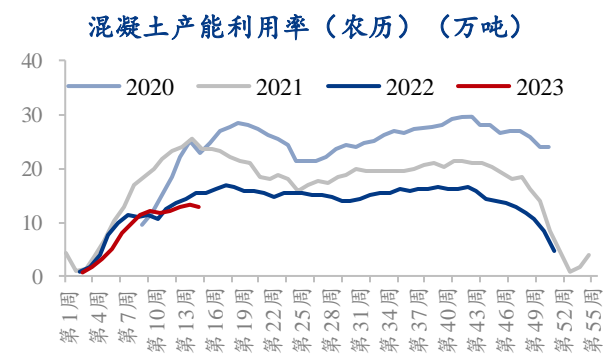
综上，4 月地产销售环比走弱，同比改善，且不论是销售还是拿地的热度均限于一二线城市，全国土地成交明显下滑，叠加企业开工积极性不高，或继续拖累新开工和施工面积负增长。从相关指标来看，混凝土产能利用率同比低于去年，预计二季度地产用钢需求不佳。

图 14：地产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 15：混凝土产能利用率低位

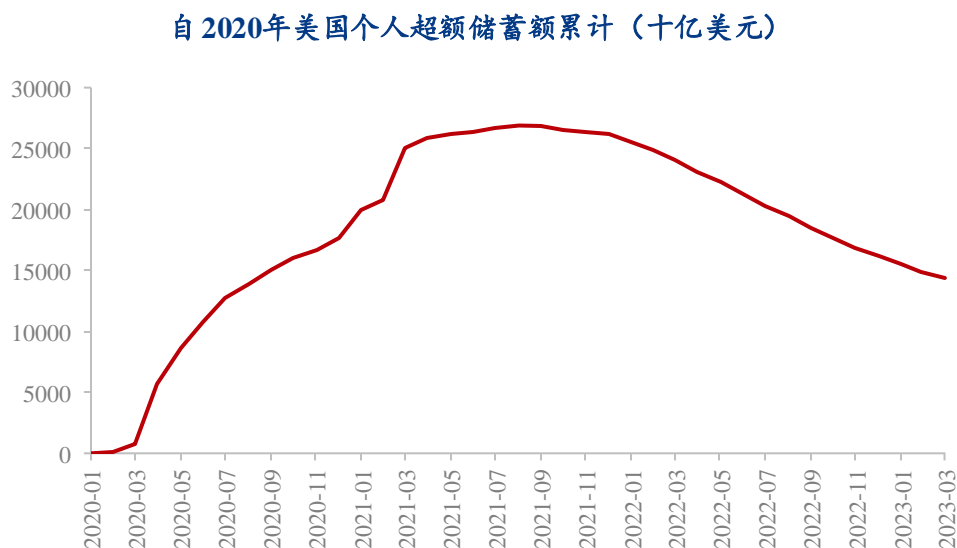


数据来源：兴证期货研发部，iFind

2.4. 4月制造业 PMI 环比下滑，关注出口边际变化

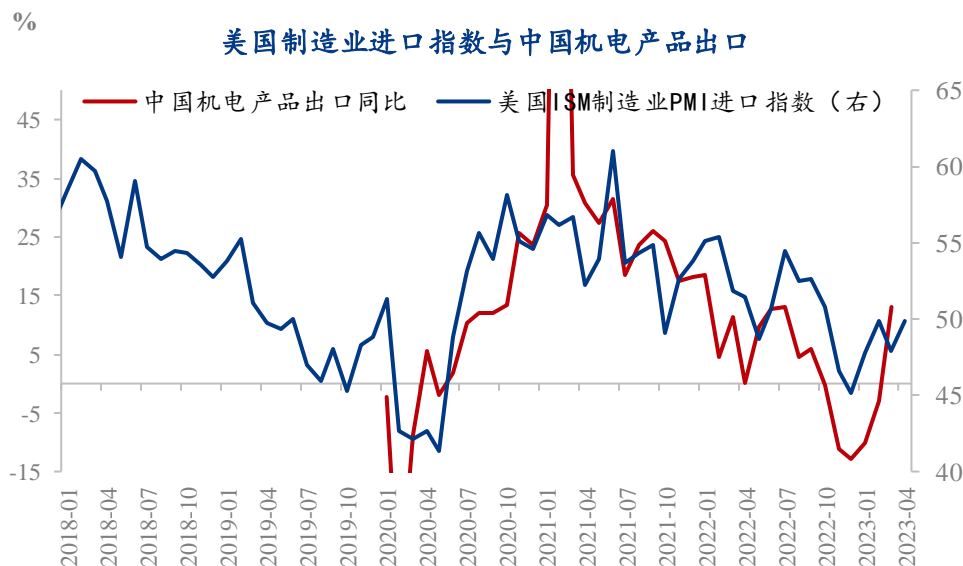
制造业 PMI 指数环比下滑，但出口仍显韧性。国家统计局数据显示，4月我国制造业 PMI 指数为 49.2%，比上月下降 2.7 个百分点，落入荣枯线下方，其中新订单指数比 3 月下降 4.8 个百分点至 48.8%，新出口订单指数 50.4。从美国方面来看，居民超额储蓄额仍较高，3 月个人耐用品消费环比仅小幅下滑，相应的我国机电产品出口也反弹至 13.1% 的正增长。海外制造业 PMI 持续走低，我国出口仍有较强的竞争力，预计二季度出口仍有韧性。

图 16：自 2020 年美国个人超额储蓄额累计（十亿美元）



数据来源：兴证期货研发部，iFind

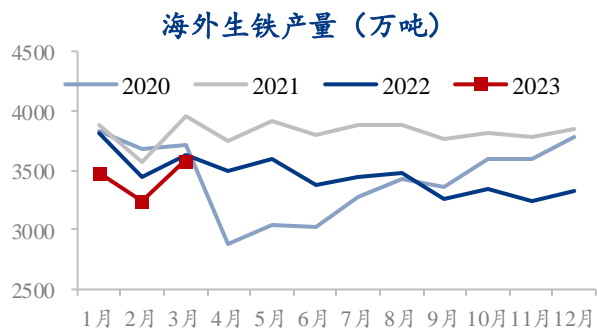
图 17：美国制造业进口指数与中国机电产品出口



数据来源：兴证期货研发部, iFind

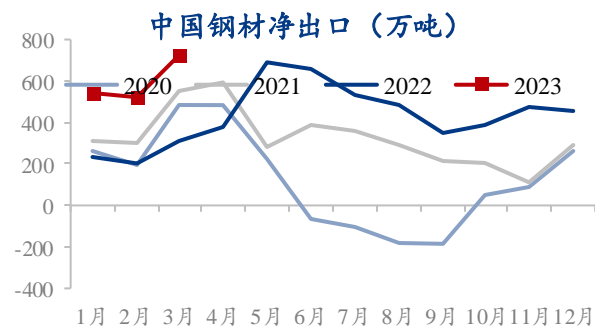
直接出口方面，一季度海外生铁产量过低，导致我国钢材净出口同比大增 121%，但随着欧美国生铁产量环比回升，出口热度或将有所降低。

图 18：一季度海外生铁产量过低



数据来源：Mysteel, 兴证期货研发部

图 19：我国钢材净出口同比翻倍增长



数据来源：兴证期货研发部, Mysteel

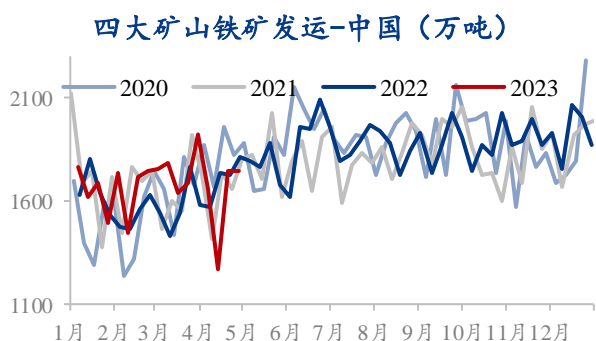
2.5. 原料供应增多，钢厂减产下负反馈或延续

二季度原料供应仍有增量预期，将拉低钢材成本。

铁矿方面，据四大矿山财报，一季度淡水河谷铁矿石产量 6677.4 万吨，环比减少 17.4%，同比增加 5.8%；力拓皮尔巴拉地区铁矿石产量为 7930 万吨，环比下降 11.4%，同比增加 10.6%；

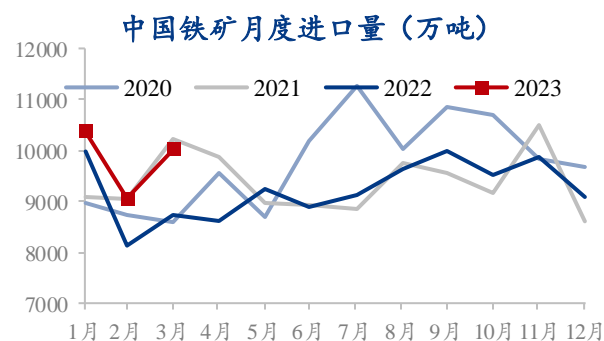
必和必拓铁矿石产量为 5977 万吨，环比下降 11%，同比基本持平；FMG 发运量为 4630 万吨，环比减少 6%，同比减少 0.4%。据钢联统计，1-4 月，四大矿山发运量 28429 万吨，同比增加 1011 万吨，全球铁矿发运量同比增加 464 万吨。海关统计，一季度我国共进口铁矿 2.94 亿吨，同比增加 2606 万吨。预计二季度铁矿供应同比保持增加：一方面一季度四大矿山产量和发运同比整体增加，二季度部分矿山有财年末发运冲量预期以及新矿山项目提产，力拓的库戴德利将继续提产，直至完全达产，FMG 铁桥项目也在 4 月下旬开始生产，淡水河谷 S11D 矿区表现良好，近几年来整个淡水河谷铁矿石产量一直在缓慢回升；另一方面，非主流矿也有明显增量预期，主要是印度矿进口增量以及国产铁精粉产能快速回升。

图 20：一季度四大矿山发运量增加



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

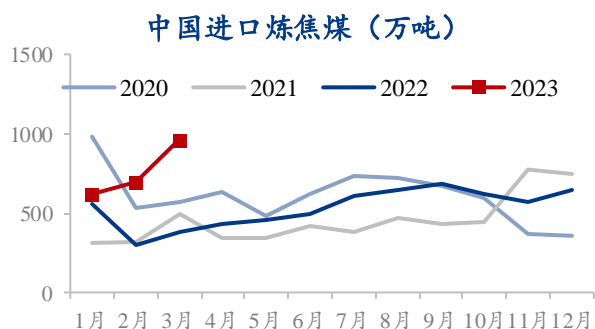
图 21：铁矿进口同比大幅增加



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

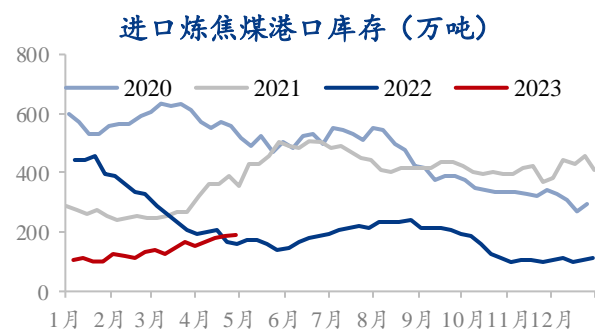
焦煤方面，据国家统计局，一季度原煤产量同比增加 5.5%，其中炼焦煤产量 1.24 亿吨，同比增长 1.2%。而进口方面，一季度炼焦煤进口量同比增加 1050 万吨，尤其 3 月进口增幅较大，主要是蒙煤自年初以来日均通关基本维持在 800-1000 车之间。内外供应均大幅增加的情况下，即使日均铁水产量攀升到 246 万吨的历史高位，也难改港口焦煤库存累积的趋势。预计二季度焦煤供应仍是过剩状态，虽然当前焦煤跌幅较大，但尚未触及焦煤成本线，据测算，目前国内焦煤成本在 500-1100 元/吨之间，蒙煤开采成本更低。在有利润的情况下，二季度焦煤供应仍有增量预期。

图 22：焦煤进口大幅增加



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

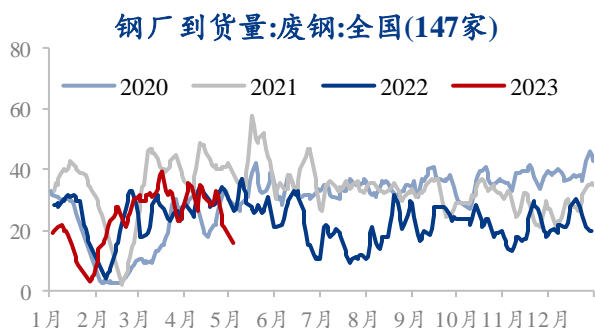
图 23：焦煤港口库存持续回升



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

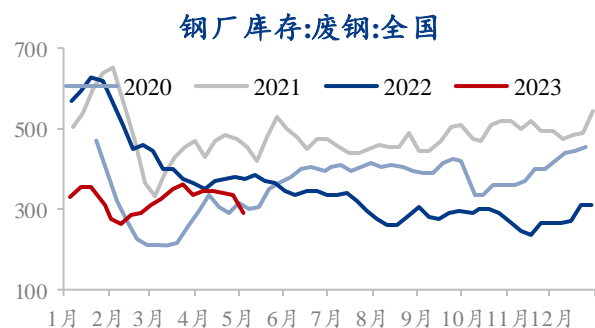
废钢方面，据钢联统计，一季度废钢总消耗量 5746 万吨，同比增加 13 万吨，而环比增幅更为显著。2022 年受房地产下滑和疫情影响，建筑业和工业废钢产出大幅减少，今年一季度建筑业和制造业恢复较好，废钢供应增量明显，预计全年增加 1500 万吨至 2.74 亿吨，将对铁矿形成制约。

图 24：废钢到货量较去年四季度环比增加



数据来源：兴证期货研发部，iFind

图 25：废钢库存



数据来源：兴证期货研发部，iFind

钢厂减产刚刚开始，负反馈尚未结束。截止 5 月初，247 家高炉日均铁水产量从 246 万吨降至 240 万吨，据钢联调研，预计 5 月钢厂高炉铁水产量 238 万吨/天左右，结合钢材出口和五大材供需来看，此次铁水减产幅度并不算大（前两年都持续减至 220 万吨/天以下），负反馈尚未结束。历史经验，旺季期，铁水产量越高，对原料的正反馈越强烈，而一旦需求见顶，铁水产量就会成为压力，越减产，负反馈越显著。

三、总结

综上所述，5月内需偏弱以及原料供应增多较为确定，而铁水减产预期幅度不算大，需要关注出口边际变化，如果出口出现明显走弱迹象，则负反馈仍将继续发酵。

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。