

成材供需矛盾仍存，原料供应过剩不改，但需关注宏观刺激政策

2023年6月1日 星期四

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

5月黑色系价格继续下跌。一是国内外宏观预期进一步弱化；二是产业矛盾仍存，主要集中在钢材弱需求和铁水高产量上；三是原料煤炭供应过剩，导致全产业链估值下调。

展望5月，宏观预期仍存不确定性，主要是国内可能出台刺激政策；供需面则相对确定，由于地产、基建下滑趋势，钢材需求弱预期，而供应端铁水回升，供需矛盾仍有再次升温的可能。原料端，动力煤乃至焦煤过剩格局不改，关注三季度长协价，整体黑色系价格或冲高回落。

风险提示

地产和基建刺激政策；出口边际变化。

报告目录

一、5月回顾.....	4
1.1. 价格表现：5月黑色系价格继续下跌.....	4
1.2. 运行逻辑：成材弱预期弱现实，动力煤供应过剩.....	5
二、6月展望.....	6
2.1. 核心通胀韧性凸显，但美联储态度偏鸽，预期两极反转.....	6
2.2. 信贷放缓，叠加地方隐性债务压力，基建用钢或下滑.....	7
2.3. 地产销售环比进一步走弱，用钢需求预期较差.....	9
2.4. 制造业 PMI 连续两个月收缩，关注出口变化.....	11
2.5. 成材供需矛盾再现，原料供应增量预期不改.....	13
三、总结.....	14

图目录

图 1：螺纹钢价格继续下跌.....	4
图 2：铁矿相对坚挺.....	4
图 3：动力煤价格崩塌.....	4
图 4：焦煤同样是弱势品种.....	4
图 5：钢材需求同比走弱.....	5
图 6：铁水供应止降转增.....	5
图 7：6月加不加息预期两极反转.....	6
图 8：美联储贷款额仍处于“非正常”的高位水平.....	7
图 9：4月社融放缓.....	8
图 10：土地出让金规模锐减.....	8
图 11：4月全国开工项目资金大幅减少.....	8
图 12：基建用水泥直供量增长乏力.....	8
图 11：小松挖掘机开工时长.....	9
图 12：工程机械销量.....	9
图 13：5月地产销售环比走弱.....	10
图 14：地产销售环比走弱.....	11

图 15: 土地成交继续下滑	11
图 16: 地产新开工同比维持负增长.....	11
图 17: 混凝土产能利用率低位.....	11
图 20: 美国个人耐用品消费环比回升.....	12
图 21: 美国制造业进口指数与中国机电产品出口	12
图 22: 原料价格回落, 但海外铁水产量仍较低.....	13
图 23: 我国钢材净出口同比翻倍增长.....	13
图 22: 铁矿发运略好于去年.....	14
图 23: 4 月铁矿进口环比减少.....	14
图 24: 焦煤进口大幅增加	14
图 25: 焦煤港口库存持续回升.....	14

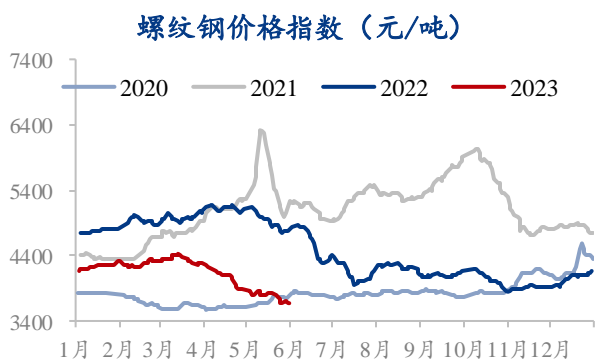
一、5月回顾

1.1. 价格表现：5月黑色系价格继续下跌

5月黑色系价格继续下跌，煤炭最弱，铁矿表现相对坚挺。现货方面，截止5月29日，螺纹钢指数月环比下跌5.3%，热卷指数下跌6.3%；原料铁矿指数下跌4.9%，动力煤下跌21.2%，焦煤指数下跌9.5%，焦炭指数下跌14.1%，废钢指数下跌4.3%。

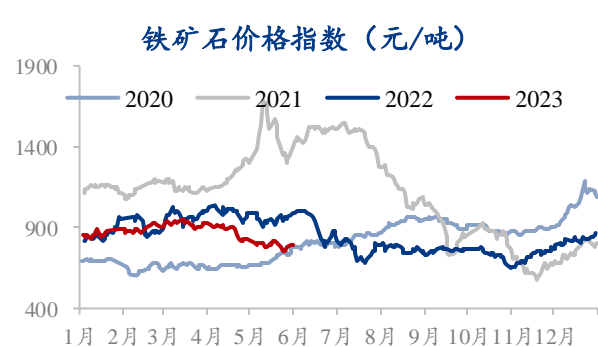
期货方面，螺纹主力下跌5.4%、热卷下跌3.8%，铁矿下跌0.4%，煤焦分别下跌11.4%、11.5%。

图 1：螺纹钢价格继续下跌



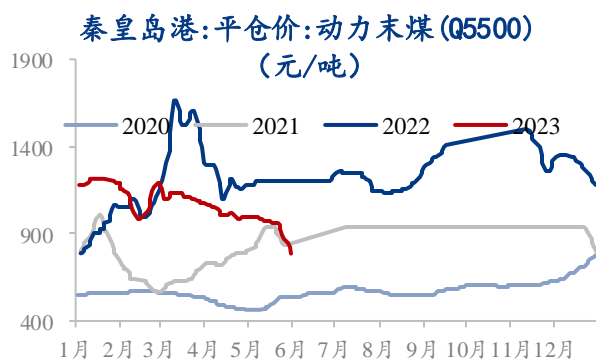
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 2：铁矿相对坚挺



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 3：动力煤价格崩塌



数据来源：兴证期货研发部，Wind

图 4：焦煤同样是弱势品种



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

1.2. 运行逻辑：成材弱预期弱现实，动力煤供应过剩

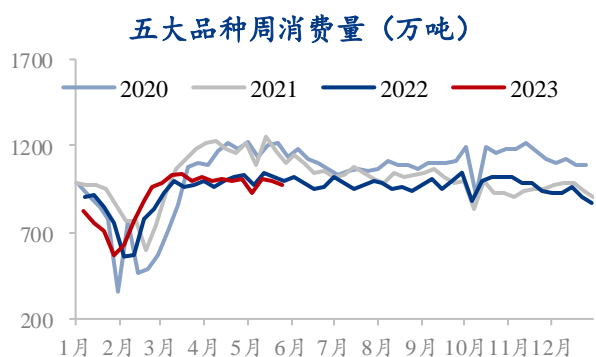
5月公布的宏观和产业数据进一步走弱，动力煤过剩、价格崩塌导致全产业链估值下调：

国内外宏观预期进一步弱化。海外，银行系统性风险尚未完全出清，美国债务上限问题悬而未决，引发市场担忧；5月核心PCE环比增长0.4%，通胀韧性凸显，6月加息预期持续升温，对大宗商品形成压制。国内，4月多项经济数据不及预期，社融数据环比回落，居民中长期贷款大幅滑坡，对应房地产销售热度减退，土地财政收入锐减，地方政府或将面临城投债到期偿还问题；基建同比增速放缓；制造业PMI指数连续两个月落于荣枯线之下；海外钢价下跌，钢材出口订单下滑。

产业矛盾仍存，主要集中在钢材弱需求和铁水高产量上。钢材需求端，5月现实需求较差，主要受地产和基建用钢下滑影响，五大品种钢材周表观消费月均值仅977万吨，同环比分别降3.4%、2.6%，处于近四年来同期最低水平；其中螺纹钢月均值306万吨，热卷308万吨。而供给端，五大材中螺纹供应压力不大，但热卷压力较大，叠加铁水产量再次回升到241万吨的高位水平，粗钢日均产量也止降转增，高供应和下游弱需求的矛盾并未得到明显缓解，反而有再次升温的趋势。

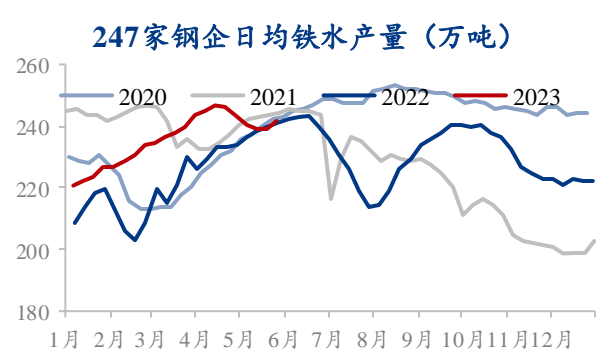
原料煤炭供应过剩，导致全产业链估值下调。原料端煤炭的矛盾更甚于成材，一方面海外天然气和煤炭储量溢出，价格已经出现断崖式的下跌，其中NYMEX天然气期货价格基本抹平了2021年能源危机以来的涨幅。另一方面，进口大增叠加数年的煤炭“保供”累积效果，国内电厂、港口和煤矿端的动力煤库存均达到近年来的高位水平，且仍有累库迹象。碳元素价格高企是2021年三季度以来钢材价格上涨的主因之一，当前供应过剩将导致全产业链估值下调。

图 5：钢材需求同比走弱



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 6：铁水供应止降转增



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

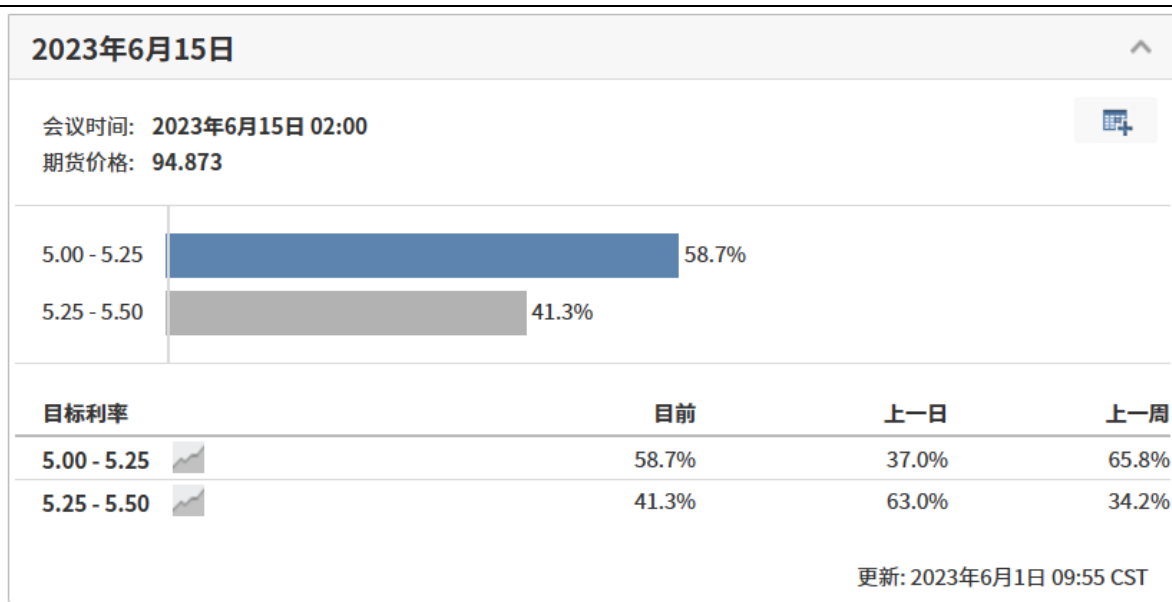
二、6月展望

2.1. 核心通胀韧性凸显，但美联储态度偏鸽，预期两极反转

美国银行系统性风险并未完全出清，债务上限问题悬而未决。从美联储资产负债表来看，近段时间贷款额有所下降，但仍处于“非正常”的高位水平，表明银行系统性风险并未完全出清。而当前美国面临最大的问题是债务上限，近期已通过众议院投票，最迟可能在6月5日解决，不确定性仍存。

核心 PCE 凸显韧性，就业市场缺口扩大，但美联储官员态度偏鸽，预期两极反转。最新发布的数据显示，4月美国 CPI 同比增速 4.9%，已经连续 10 个月下降，但 PCE 以及核心 PCE 环比再次抬头，其中核心 PCE 环比增速 0.4%，高于市场预期的 0.3%。另一方面，4 月就业市场职位空缺意外扩大，该数据公布后加息概率一度升至 70% 以上。不过，随后公布的美国经济褐皮书又显示近期经济放缓，美联储官员态度偏鸽，CME 利率观测工具显示 6 月不加息概率飙升，预期两极反转。

图 7：6 月加不加息预期两极反转



数据来源: investing

图 8：美联储贷款额仍处于“非正常”的高位水平



数据来源：iFind

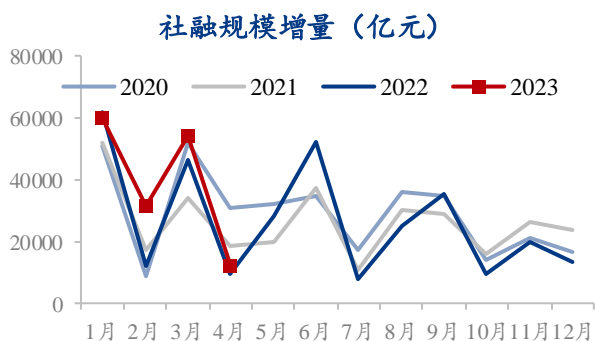
2.2. 信贷放缓，叠加地方隐性债务压力，基建用钢或下滑

市场预计 5 月新增信贷环比回升，但同比少增。4 月新增社融规模 1.2 万亿，其中人民币贷款 7188 亿元，较前几个月出现大幅的下滑，但也符合季节性规律。市场预计 5 月新增信贷将环比季节性回升，但同比将少增。一方面，今年一季度信贷投放集中靠前发力后，二季度转入节奏回调期；另一方面，去年基数偏高，今年 5 月份新增信贷或同比少增。

基建融资渠道受地方债务压力以及土地出让金下滑压制。基建的主要资金来源，一是公开的地方政府债券，例如专项债等，以及隐性的城投债；二是税收；三是土地出让金。今年专项债靠前发力，1-4 月专项债券发行累计值达 19662 亿元，全年额度高达 3.8 万亿，超过去年。但隐性债务（城投债等）受到中央严格监管，曾多次强调“防范和化解地方政府隐性债务”，要求坚决控制增量、化解存量，而近年来，部分地方政府城投债无法到期偿还问题已浮出水面。此外，土地出让金收入也是基建重要的融资渠道，但受房地产行业拖累，2022 年土地出让金收入锐减 23.3%，今年 1-4 月同比又下降了 21.7%，基建——房地产融资闭环已经被打破，1-4 月广义基建累计增速由 10.82% 降至 9.8%，狭义基建投资增速由 8.8% 降至 8.5%。由于城投债和土地出让金问题，预计后期基建对用钢需求拉动作用或减弱。

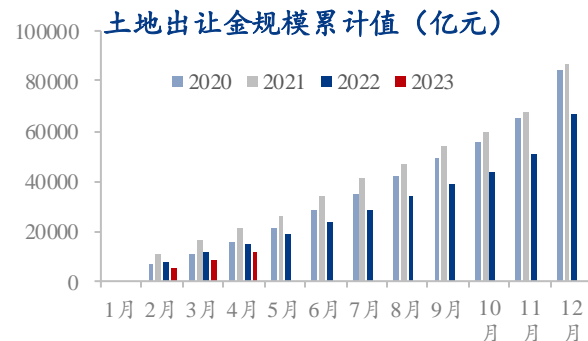
相关指标，据钢联调研，4月全国开工项目投资大幅下降至2.8万亿；4月小松挖掘机开工小时数为100.8，同环比均下滑；4月工程机械销量环比大幅放缓；资金到位受限，基建用水泥需求增长乏力，6月或同比负增长，以上指标均验证了基建用钢需求下滑。

图 9：4月社融放缓



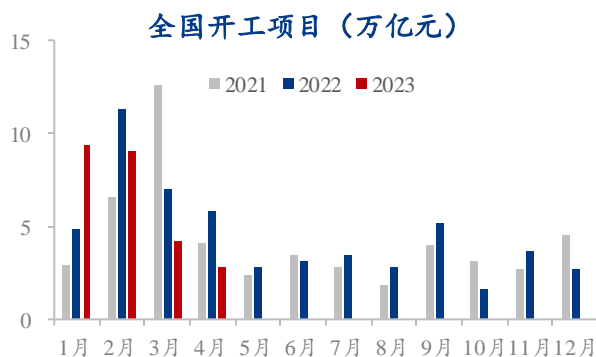
数据来源：兴证期货研发部，中国人民银行

图 10：土地出让金规模锐减



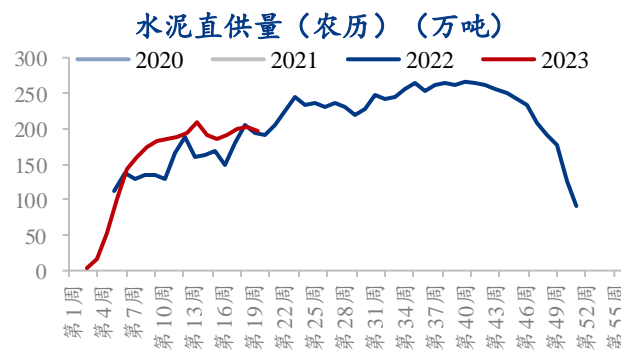
数据来源：兴证期货研发部，财政部

图 11：4月全国开工项目资金大幅减少



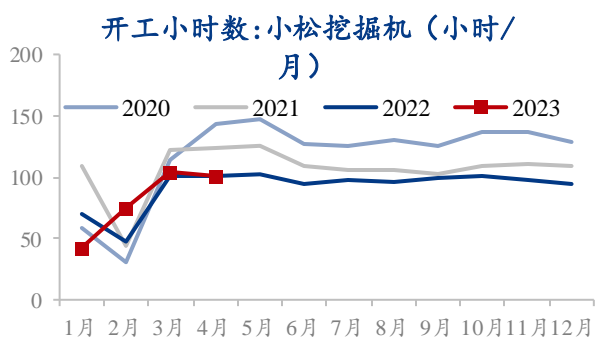
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 12：基建用水泥直供量增长乏力



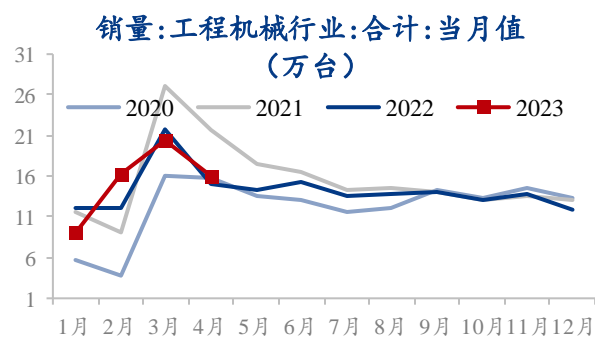
数据来源：Mysteel, Mysteel

图 13：小松挖掘机开工时长



数据来源：兴证期货研发部，Wind

图 14：工程机械销量

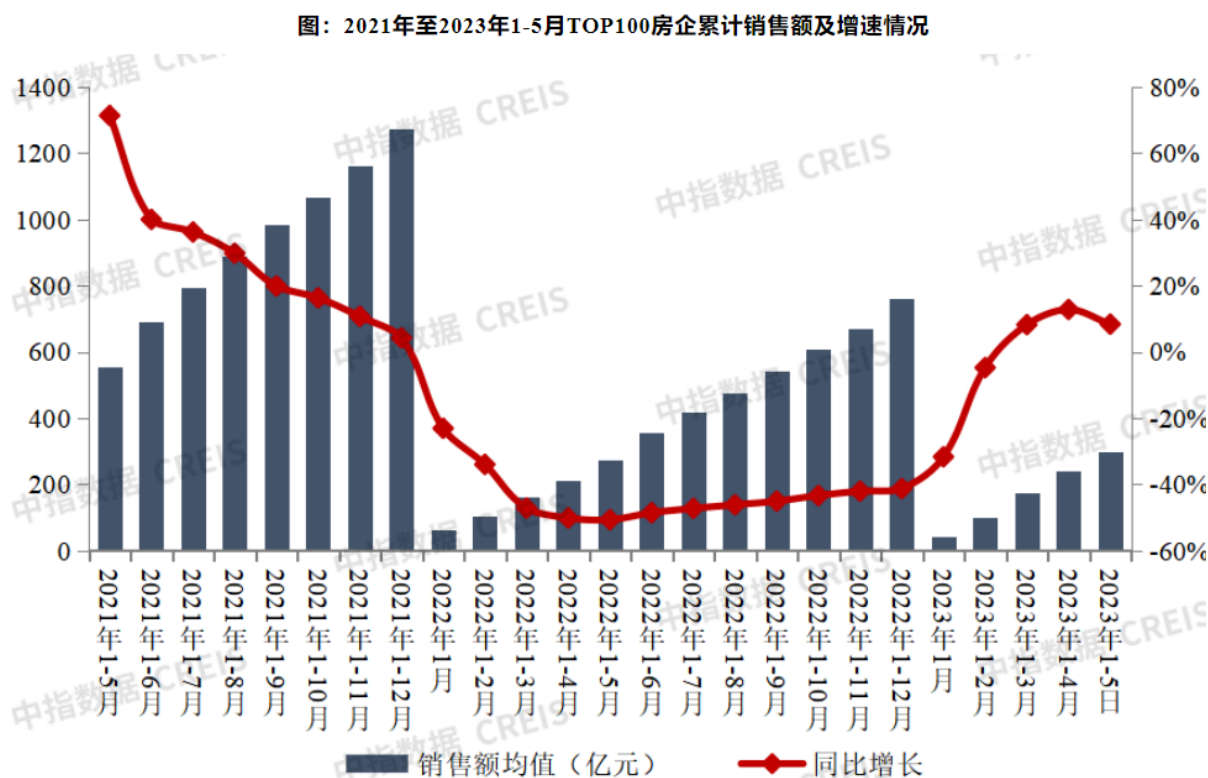


数据来源：兴证期货研发部，Wind

2.3. 地产销售环比进一步走弱，用钢需求预期较差

新房成交低迷，二手房热度消退。据中指研究院，1-5月TOP100房企销总额为29661.0亿元，同比增长8.4%，增幅相比上月下降4.4个百分点。其中TOP100房企销售额5月同比增长2.8%，经季节调整后5月环比下降18.8%。二手房成交方面，活跃度整体延续回落态势，前三周重点9城二手住宅周均成交套数较4月周均下降超20%（同口径新房下降21%），北京、深圳、成都、杭州等城市降幅均在20%以上。后期来看，居民收入预期悲观、房价下行预期、部分上市房企退市、地方城投债务压力等限制下，地产销售仍将走弱。

图 15：5 月地产销售环比走弱

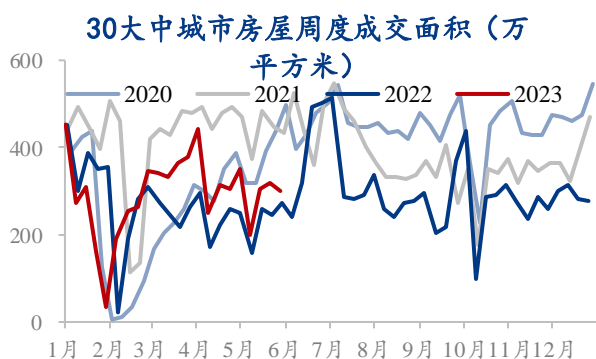


数据来源：中指数据 CREIS

房企拿地同比继续下滑，土地出让金大幅减少。根据中指数据，1-5月TOP100企业拿地总额4290亿元，拿地规模同比下降8.4%，降幅较上月收窄4.75个百分点。尽管今年地产销售同比明显好转，但房企依然面临净利润下滑和偿债的压力，房企拿地不积极也导致了土地出让金大幅减少，从而引发基建投资下滑等连锁反应。中指调研结果显示，自2020年沪深上市房企净利润持续下滑，今年一季度同比降幅19%。偿债方面，一季度净负债率均值为61.1%，同比增0.6个百分点，现金短债比为1.35，同比降0.2个百分点。

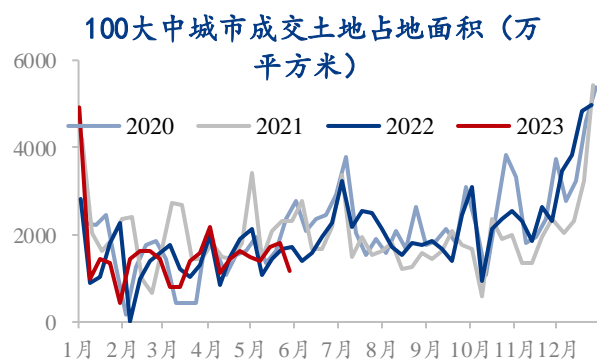
政策刺激仍有可能。房地产是支柱性经济产业，如果地产有明显下滑趋势，或出台刺激性政策，据悉5月31日，广州将支持房企与金融机构自主协商存量融资展期，利用资本市场并购重组和开展股权融资。

图 16: 地产销售环比走弱



数据来源: 兴证期货研发部, Wind

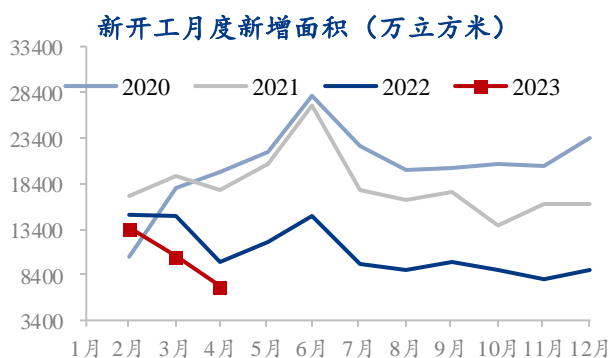
图 17: 土地成交继续下滑



数据来源: 兴证期货研发部, Wind

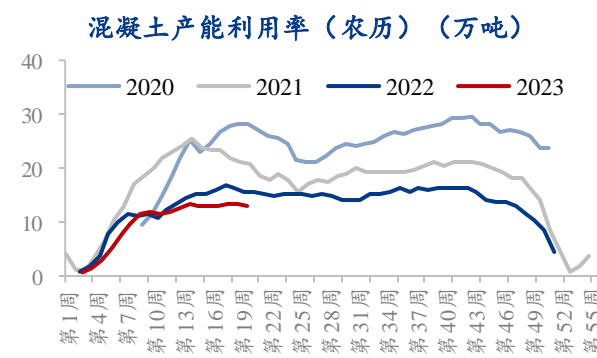
用钢相关指标, 统计局数据, 4 月新开工和施工面积进一步下滑, 同比降幅分别为 28.3%、45.7%, 累计同比降幅分别为 21.4%、5.8%; 混凝土产能利用率长期同比负增长, 下半年地产用钢预期依然悲观。

图 18: 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 19: 混凝土产能利用率低位



数据来源: 兴证期货研发部, Mysteel

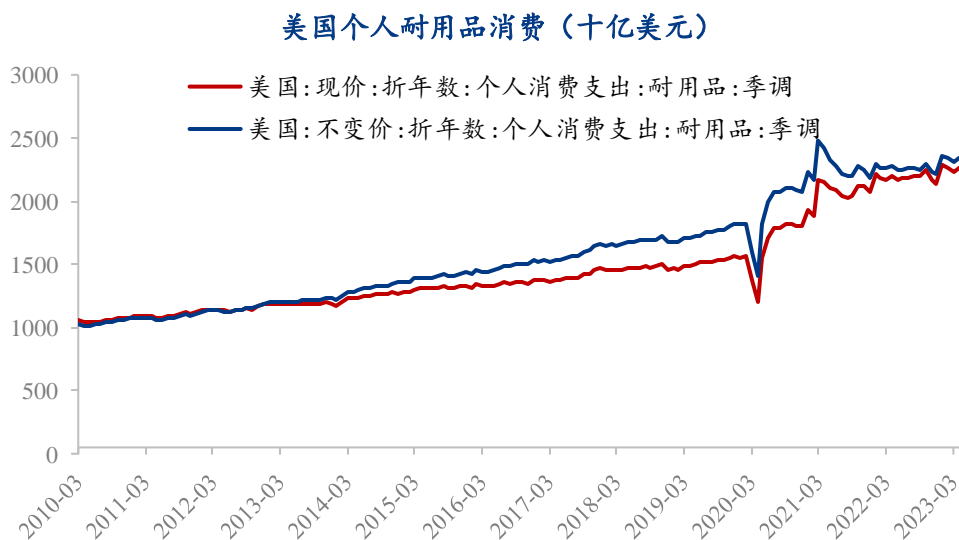
2.4. 制造业 PMI 连续两个月收缩, 关注出口变化

我国制造业 PMI 指数连续两个月下滑, 出口新订单指数萎缩。国家统计局数据显示, 5 月我国制造业 PMI 指数为 48.8%, 比上月下降 0.4 个百分点, 连续两月落入荣枯线下方, 其中新订单指数比 4 月下降 0.5 个百分点至 48.3%, 新出口订单指数 47.2%, 表明近月出口边际减弱。

美国就业市场缺口超预期回升, 进口需求韧性仍存。从美国方面来看, 居民超额储蓄额仍未耗尽, 叠加就业市场缺口超预期回升, 工资涨幅明显, 4 月个人耐用品消费环比增加, ISM 新进口订单环比回升, 相应的我国机电产品出口正增长 11%。海外制造业 PMI 持续走低, 我国产

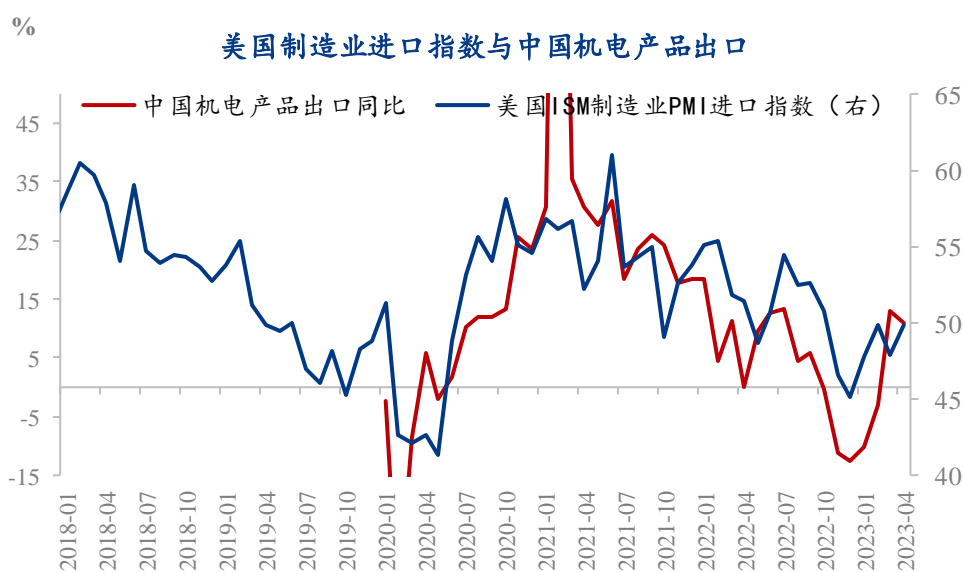
成品出口有较强的竞争力，预计二季度出口仍有韧性，但长期或存一定压力。

图 20：美国个人耐用品消费环比回升



数据来源：兴证期货研发部, iFind

图 21：美国制造业进口指数与中国机电产品出口

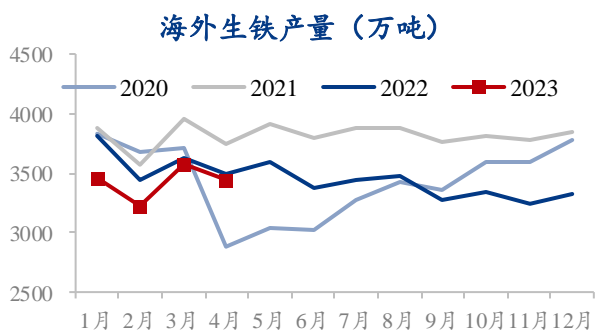


数据来源：兴证期货研发部, iFind

4 月净出口达近年峰值，反映出国内供应压力加大。直接出口方面，1-4 月净出口（考虑钢坯）同比增长 1436 万吨，4 月已是近年来的巅峰。需要强调的是，今年出口大增驱动与去年不

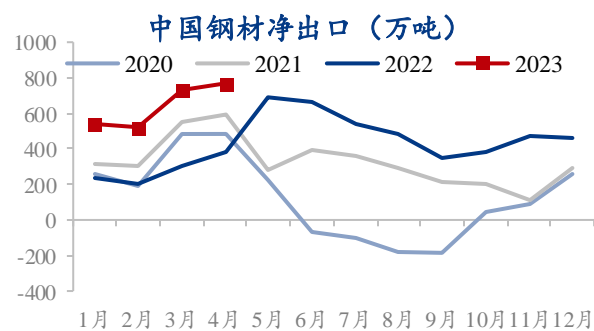
同，去年是俄乌战争下全球铁碳元素紧张，原料价格高企导致海外被迫减产；而今年海外天然气和煤炭价格已经回落，但海外粗钢铁水产量并未回升，或是因为中国钢材价格更便宜、海外进口比生产划算。因此，出口大增并不能仅看成是海外供不应求，反而更像 2015 年由于内需不振，需要出口来缓解供应压力。后期来看，随着海外钢价回调，出口利润空间收窄，预计 6 月出口或有所走弱。

图 22：原料价格回落，但海外铁水产量仍较低



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 23：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. 成材供需矛盾再现，原料供应增量预期不改

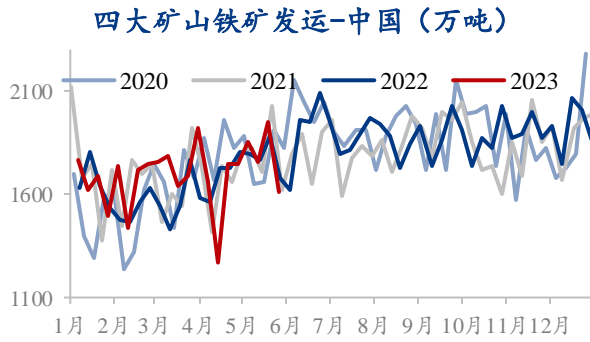
如上期月报所述，在成材需求弱预期不变的前提下，原料供应增加，将拉低钢材成本。后期来看，成材供需矛盾再次显现，原料供应增量预期也未改，产业链估值仍将向下。

成材需求弱预期，供应回升，供需矛盾再现。需求端，据钢联，最新的五大品种表观消费 988.1 万吨，其中螺纹钢 311.5 万吨、热卷 318.8 万吨，好于预期，但绝对值依然偏低，且从上文分析可知后期预期较弱。供应端，五大品种周产量 925.6 万吨，其中螺纹 273.4 万吨，热卷 310.1 万吨。单看五大品种供需矛盾并不明显，库存尚处于去化阶段，但热卷大样本产量偏高，库存有一定压力，更重要的是铁水产量已经回升到 241 万吨以上，如果铁水继续增加，钢材将逐渐进入累库阶段。

铁矿供需相对平衡，暂无明显矛盾。需求端，据钢联数据，5 月铁水产量稍有下降，但降幅不大，由于煤炭下跌让利，钢企盈利回升，截止 5 月末，247 家钢厂铁水产量已经再次回升到 241 万吨以上，对铁矿需求形成利好。45 港疏港量均值 295 万吨，同环比分别降 8.3%、8.4%。供给端，5 月全球铁矿石发运量 2907 万吨，同环比分别增加 0.1%、4.9%，澳巴发运量均值 2481 万吨，同环比分别增加 1.6%、9.3%。45 港到港量均值 2221 万吨，同环比分别增加 2.1%、5.2%。据海关数据，4 月铁矿进口 9044 万吨，环比降 9.8%，或与价格下跌有关，但同比增 5.1%，表

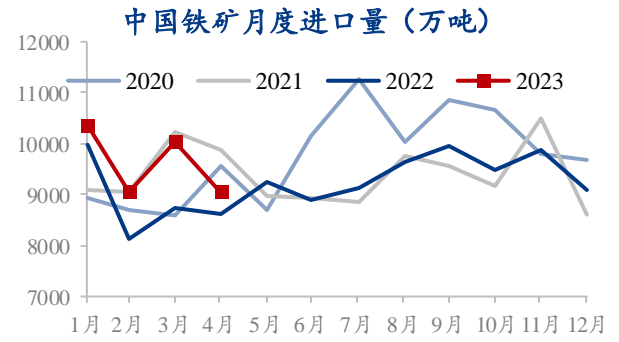
明铁矿供应增量预期未变。库存方面，截止 5 月 26 日，45 港进口矿库存 12794 万吨，月环比降 93 万吨，同比降 660 万吨。整体来看，5 月铁矿供需平衡，库存小幅下降，属于黑色系中最坚挺的品种。展望后期，铁矿供应增量预期未改，如果下半年粗钢压减，铁矿仍有过剩的可能。

图 24：铁矿发运略好于去年



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

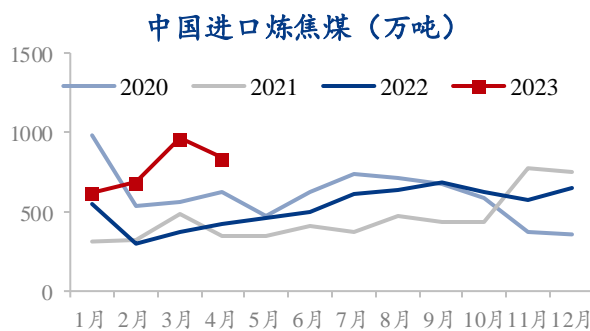
图 25：4 月铁矿进口环比减少



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

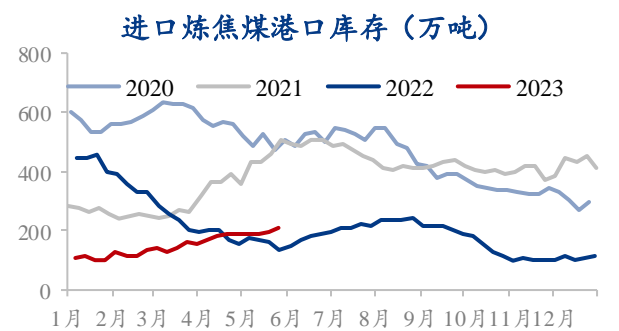
煤炭过剩格局，全产业链估值下调。煤炭供应过剩，主要体现在海内外两方面。海外，欧洲天然气和煤炭库存维持高位水平，部分国家储量外溢，已将富余的煤炭出口给中国。国内，由于保供累积效果和进口大增双重作用，全社会动力煤库存已达历史高位，市场价格逐渐往二季度长协价靠拢，带动全产业链估值下调。焦煤方面，原煤和精煤库存同样处于历史高位，近期蒙煤通关再次回升到 977 车的高位水平，港口库存环比继续回升。

图 26：焦煤进口大幅增加



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图 27：焦煤港口库存持续回升



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

三、总结

综上所述，宏观预期仍存不确定性，主要是国内可能出台刺激政策；供需面则相对确定，由

于地产、基建下滑趋势，钢材需求弱预期，而供应端铁水回升，供需矛盾仍有再次升温的可能。原料端，动力煤乃至焦煤过剩格局不改，关注三季度长协价，整体黑色系价格或冲高回落。

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。