

惟初笃行为冠 适鹿得人则通

冠通期货研究咨询部

2024 年 3 月 26 日

钢材：中期区间震荡，不排除二次下探

摘 要

□ 摘要

本文主要回顾了年初以来钢材的行情走势，从基本面出发，对未来行情进行预判。

我们倾向于中短期成材供需双增，但需求持续性存疑，旺季成材库存去化斜率或受限，钢厂利润持续性修复动力较弱，复产积极性受到抑制；原料端供需格局偏宽松，成本支撑仍有转弱风险，不排除盘面上成材二次下探。但同时，宏观层面逐渐接近美联储降息周期、国内货币政策仍有操作空间、地产行业后续政策仍可期待，预计宏观氛围中性偏暖；而估值在本轮下跌修正后，继续大幅下挫还需要看到基本面更大的利空，制造业需求向好、基建需求仍有支撑的背景下，我们认为下挫空间有限，预计中期呈现区间震荡态势。螺纹钢 2410 关注 3500-3780 区间，热卷 2410 关注 3650-3900 区间。

分析师：

王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

张娜

执业资格证书编号：F03104186

联系电话：010-85356553

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获
中国证监会许可的期货交易咨询
业务资格）

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

跟往年不同，今年春节后成材就开启了流畅的下跌，以往年度通常是在“金三银四”的旺季需求验证后盘面才出现大涨大跌。究其原因，或是市场对于今年的需求预期较弱，在春节后不等下游复工复产便在盘面抢跑。盘面大幅下挫释放风险后，近期开始反弹，今年旺季阶段行情如何演绎呢？

一、钢材行情回顾

与 2022 年相似，2023 年淡季阶段黑色系也开启了一波宏观政策预期主导的上涨。2023 年 10 月 24 日，以 1 万亿特别国债为起点，市场政策预期空间打开，叠加海外加息预期放缓，钢材开启上涨，盘面上，期螺 2405 涨幅约 12.8%，热卷 2405 上涨约 13.5%。此轮反弹处于成材淡季阶段，需求走弱使得现货价格跟涨力度偏弱，现货涨幅不及期货，基差呈现震荡走弱的态势。

直至 2024 年元旦假归来，成材确认高点，虽然产业层面铁水持续下滑带动产业链出现一波小的负反馈，但淡季阶段宏观预期主导盘面，且原料节前补库和材端贸易商冬储补库逻辑阻挠大级别的负反馈形成，一月份盘面表现震荡下跌。过渡到二月份，春节前，成材基本面走弱，加上钢厂对于原料的节前备货也逐渐过渡到后期，成本支撑亦走弱；春节后，终端需求恢复偏缓，抑制钢厂盈利修复，导致高炉复产积极性不高，铁水持续小幅回落，成本端进一步下跌让利，带动成材价格重心继续下移。三月份中旬，盘面上成材下破 2023 年 10 月开启上涨的低点，随即空头大幅减持止盈，盘面走出 V 型反弹；正值移仓换月阶段，主力 2405 持仓连续几个交易日明显下降，盘面延续了反弹态势，而在期市的提振下，现货市场交投亦开始放量。本轮下跌从 1 月 3 日的高点到 3 月 18 日的低点，螺纹钢主力 2405 跌幅约 13.4%，热卷 2405 跌幅约 10.5%，螺纹钢收回前一轮预期主导的涨幅，热卷表现则相对较强一些，卷螺差在此轮下跌中也明显走扩。

供需双弱背景下，成材在 3 月下旬确认了库存拐点，铁水也结束了春节后的四连跌出现企稳迹象，成材产业层面暂稳，后续成材走势何去何从？我们认为旺

季阶段，库存拐点确立后，去库斜率将成为市场的关注点，市场仍较围绕这一点进行博弈。成材利润修复后生产积极性或加强，地产需求疲弱、基建需求存隐忧的背景下，供应的季节性回升将为库存去化带来压力；相对利好的点在于大规模设备更新以及消费品以旧换新或一定程度上提振制造业用钢需求；而宏观层面，美联储降息预期好转、国内货币政策仍有操作空间、地产行业后续政策仍可期待，预计整体氛围中性偏暖。我们倾向于成材供需双增，但旺季成材去化偏缓，钢厂利润修复不具备持续性的预期下，铁水恢复或受到抑制，原料端预计保持宽松格局，成本支撑仍有走弱风险，但估值在前期大幅下跌后得到修正，继续下挫还需看到更多利空，因此我们认为突破本轮下跌低点的概率较小，中期多空博弈下预计呈现区间震荡的态势。



数据来源：Wind，冠通期货整理

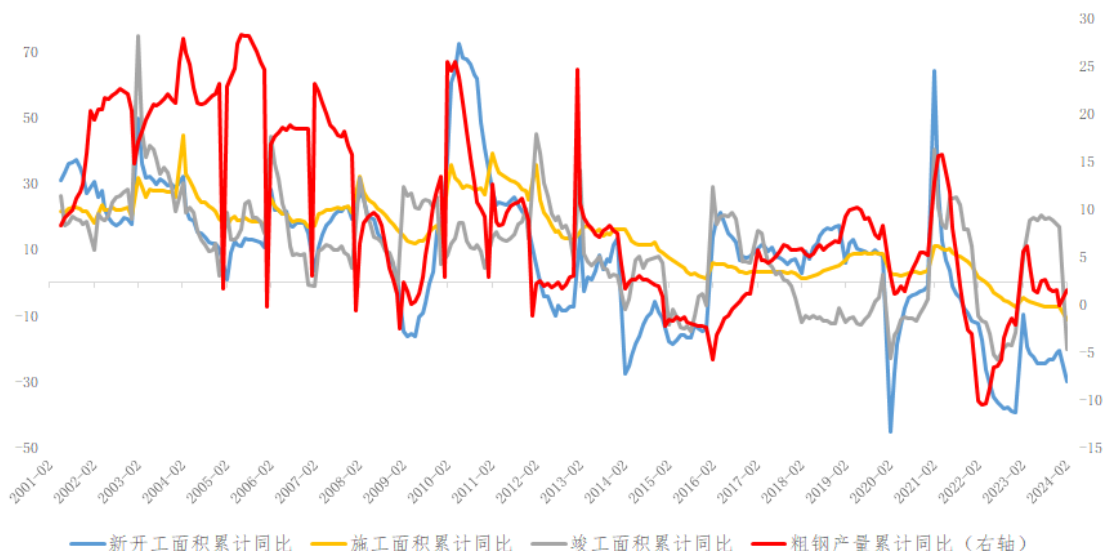
二、需求结构性特征明显，旺季需求或偏弱

1、 地产需求仍处在收缩阶段，拖累用钢需求

地产建设周期通常需要 2-3 年时间，其流程包括土地购置、新开工、正负零、期房销售、主体封顶、竣工和交房等阶段。新开工阶段主要是主体结构的地下施工阶段。而地下施工用钢强度最密集，约为 130kg/m²左右，进入正负零以上施

工阶段约为 50-60kg/m²。2021 年以来新开工面积大幅下滑，最新数据截至 2024 年 2 月底，新开工面积累积同比-29.7%，预计今年新开工环节仍拖累用钢需求；而 1-2 月份竣工端累积同比也由正向增速转为了负向增速，“保交楼”项目过渡到后期，存量项目在逐渐下滑，这意味着今年地产用钢需求仍处在收缩阶段。

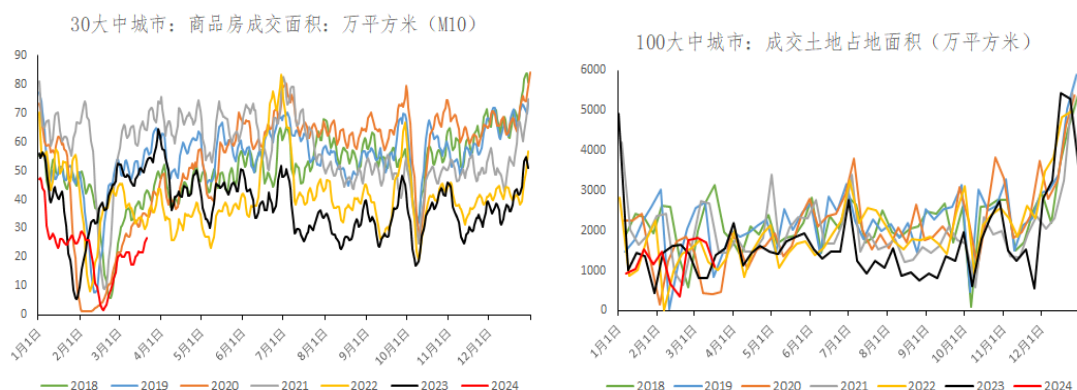
房地产新开工面积和粗钢产量累积同比



国家统计局：房地产数据							
项目	2月当月值	当月同比	2024年 (1-2月) 累计值	累计同比	2023年 (1-2月) 累计值	2022年 (1-2月) 累计值	2021年 (1-2月) 累计值
房地产开发企业：投资完成额：亿元	11842	-13.4%	11842	-9.00%	13669	14499	13986
房屋新开工面积：万平方米	9429	-30.5%	9429	-29.70%	13567	14967	17037
房屋施工面积：万平方米	666902	-11.1%	666902	-11.00%	750240	784459	770629
房屋竣工面积：万平方米	10395	-21.1%	10395	-20.20%	13178	12200	13525
商品房销售面积：万平方米	11369	-24.9%	11369	-20.50%	15133	15703	17363
商品房销售额度：亿元	10566	-31.6%	10566	-29.30%	15449	15459	19151

数据来源：Wind，冠通期货整理

从高频数据看，春节后商品房成交和土地成交面积均呈现季节性走势，但是绝对水平处于近几年同期偏低水平，“金三银四”是传统的商品房成交旺季，政策面有望继续发力刺激商品房需求，关注“小阳春”成色。



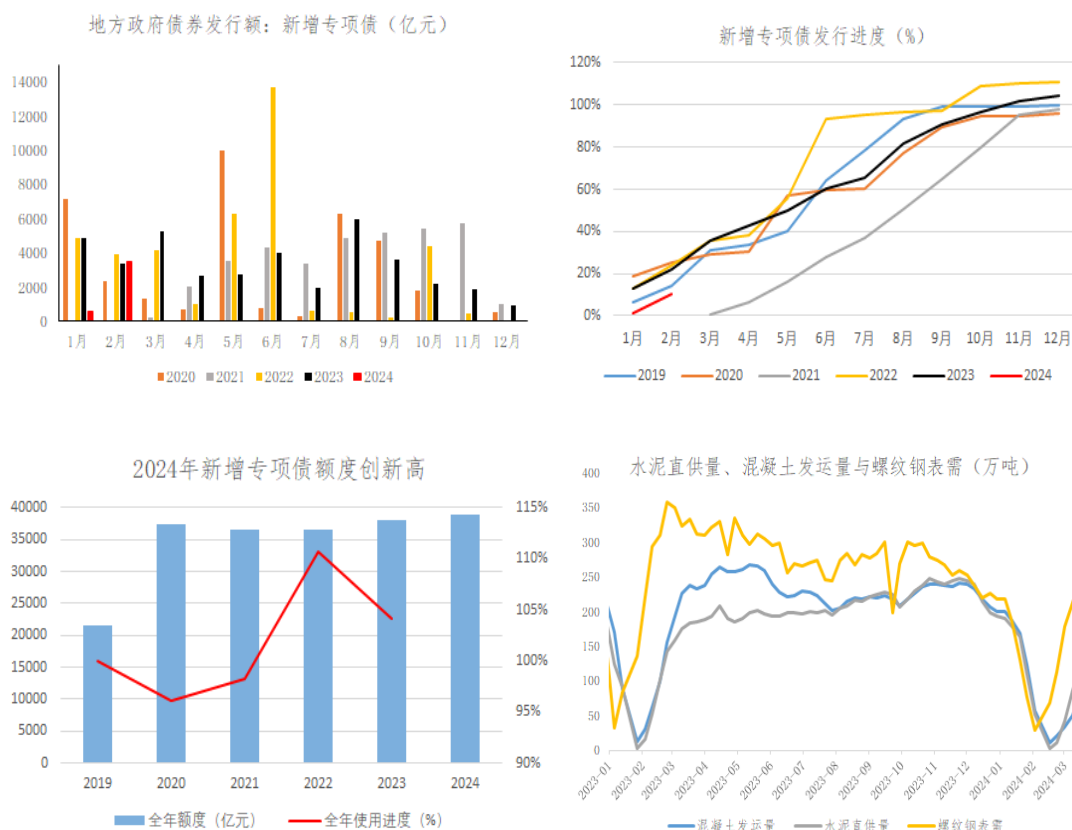
数据来源：Wind，冠通期货整理

2、 基建仍托底需求，但化债压力带来市场隐忧

地产和制造业投资增速下滑加快时，基建通常作为逆周期调节的重要抓手。2024 年 1-2 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.3%，增速加快 0.4 个百分点，保持一定韧性。今年市场仍寄希望与基建托底钢材需求，但是从节后的各项数据表现看，基建需求启动偏慢。

专项债发行偏缓。2024 年 1-2 月新增专项债累计发行约 3979 亿元，较去年同期少发行约 4290 亿元，按照今年 3.9 亿元的额度，截至 2 月份发行进度 10.2%，与近几年同期进度相比明显偏缓。专项债发行到形成实物工作量一般需要 3-6 个月的时间，1、2 月发行偏慢或影响基建施工进度，从而影响中短期用钢需求，但今年专项债额度比去年多 1000 亿元，是近几年最高额度，预计后续专项债发行节奏会加快。

从基建水泥直供量等高频指标来看，春节后基建需求恢复偏缓。根据百年建筑调研，3 月 13 日-3 月 19 日当周，基建水泥直供量 121 万吨，环比上升 39.08%，年同比下降 33.88%，农历同比下降 14.79%；目前基建项目进度基本步入正轨，续建项目已经开始采购原材，四月需求或加速释放；但仍有局部地区资金无好转迹象，部分项目处于半停工状态。

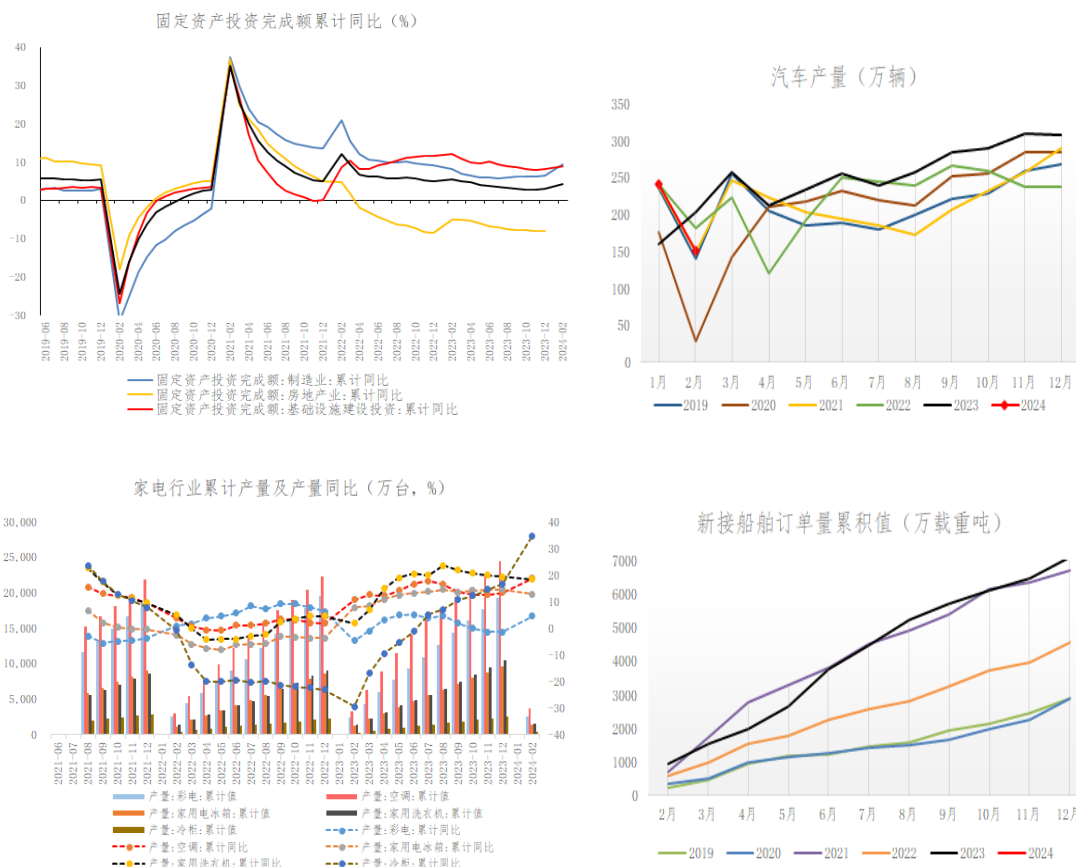


数据来源：Wind，冠通期货整理

部分省份化债压力较大，或掣肘基建需求强度。12 个债务重点省市规范项目文件（35 号文）要求天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏，全力化解地方债务风险，加强政府投资项目管理。12 个高风险省份，在有效化解债务风险之前，原则上不得举债新建政府投资项目。47 号文亦要求 12 省份全力化解地方债务风险，在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。后续市场再传“14 号文”，核心内容是 35 号文之外的 19 省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主获批后参照 35 号文对 12 个重点省份的相关政策化债。我们认为今年政策的实施中仍会重点关注地方债务风险，地方债务压力可能会掣肘基建对钢材需求的托底力度。

3、制造业投资增速回升，设备更新或为制造业需求带来利好

2024 年 1-2 月，我国制造业固定资产投资同比增速为 9.4%，高于去年全年增速 6.5%。去年制造业投资增速全年呈现缓慢下行的态势，基建发挥了逆周期调节的主要作用，而今年年初制造业投资增速明显回升。近两年制造业细分产业如汽车、家电、船舶等产业出口表现亮眼，带动产业生产动力，加大了钢材的间接出口，从而一定程度上对用钢需求带来提振。我们认为今年汽车、家电等产业的出口景气有望延续，同时大规模设备更新和消费品以旧换新或刺激制造业细分行业需求、推动产能消化，从而提振钢材需求。



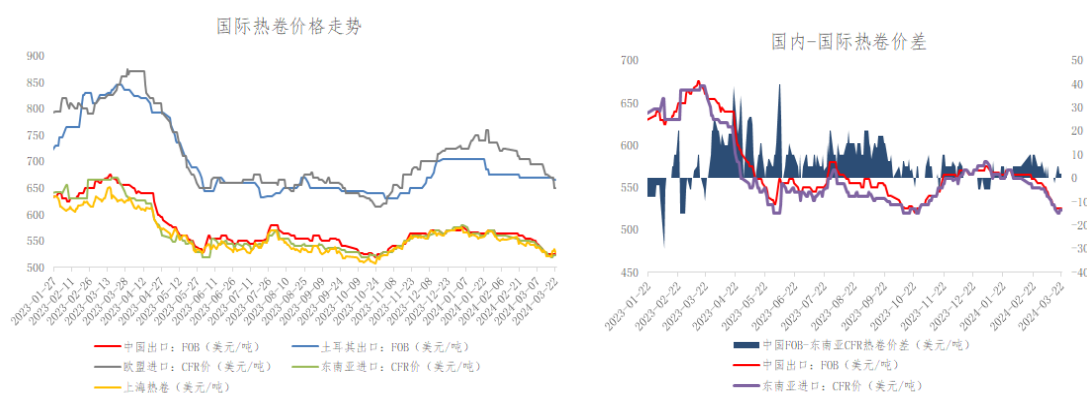
数据来源：Wind、Mysteel，冠通期货整理

4、国际钢市疲弱，中国出口接单放缓

2023 年钢材直接出口表现亮眼。一方面，2023 年中国钢材具有价格优势；另一方面，土耳其的灾后重建以及“一带一路”沿线国家、印度等的固定资产投资

资加快带动中国钢材出口需求。海关总署 3 月 7 日数据显示，2024 年 1-2 月中国累计出口钢材 1591.2 万吨，同比增长 32.6%；其中，热卷 1-2 月份出口合计 460.4 万吨，同比增长 124.9%。

国际热卷价格从 1 月份以来持续下行，国内-国际价差有所收窄，中国钢材出口优势仍存，但三月份以来，国际市场表现疲弱，出口接单放缓，或影响二季度出口需求强度。



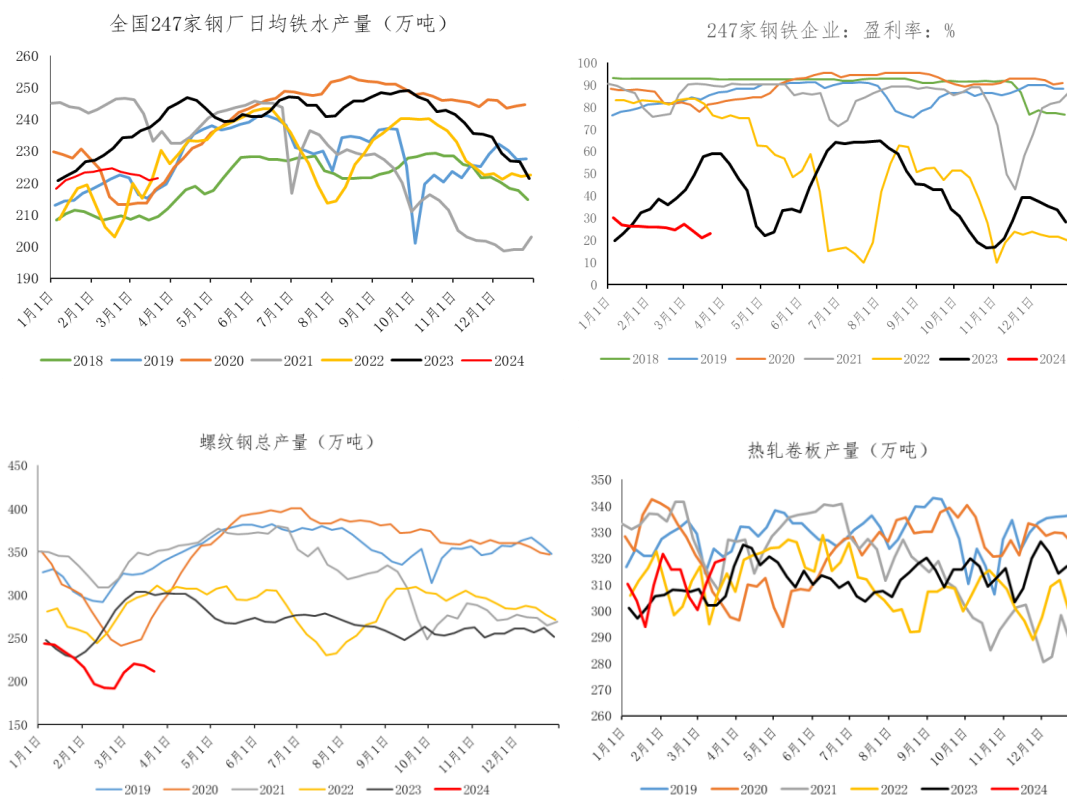
数据来源：Wind、Mysteel，冠通期货整理

三、供应端有回升预期，复产仍受低利润抑制

钢厂盈利不佳背景下，五大材主动去库，产量自去年 4 月以来保持下滑的态势，绝对水平维持在近几年同期偏低水平。从铁水表现来看，春节后逆季节性持续回落，直至节后第五周止跌微增，而成材需求恢复偏缓抑制吨钢利润的持续性修复，钢厂盈利率仍低位运行。目前看，日均铁水产量、高炉开工率远低于去年均值水平，历年走势上，三、四月旺季阶段钢厂会逐渐复产，因此后续高炉开工和铁水产量会呈现回升态势。但今年吨钢利润低于去年同期水平，钢厂复产仍受低利润抑制。

需求表现分化导致铁水流向发生改变，建材下游地产行业处于下行通道，极大影响建材需求，而受益于出口和制造业稳定修复，板材需求维持韧性。因此，分品种看，螺纹钢主动去库力度更大，供应持续低位运行，短期螺纹钢即期利润

修复，高炉有复产动力，但是螺纹钢需求同比偏弱，厂库压力相对较大，短期供应回升压力或有限，四月中旬开始复产力度有望加大。热卷方面，近期铁水倾向于板材，热卷产量延续回升，目前处于近几年同期中等偏高水平，四月初部分轧线有复产计划，预计四月份热卷供应压力进一步回升。

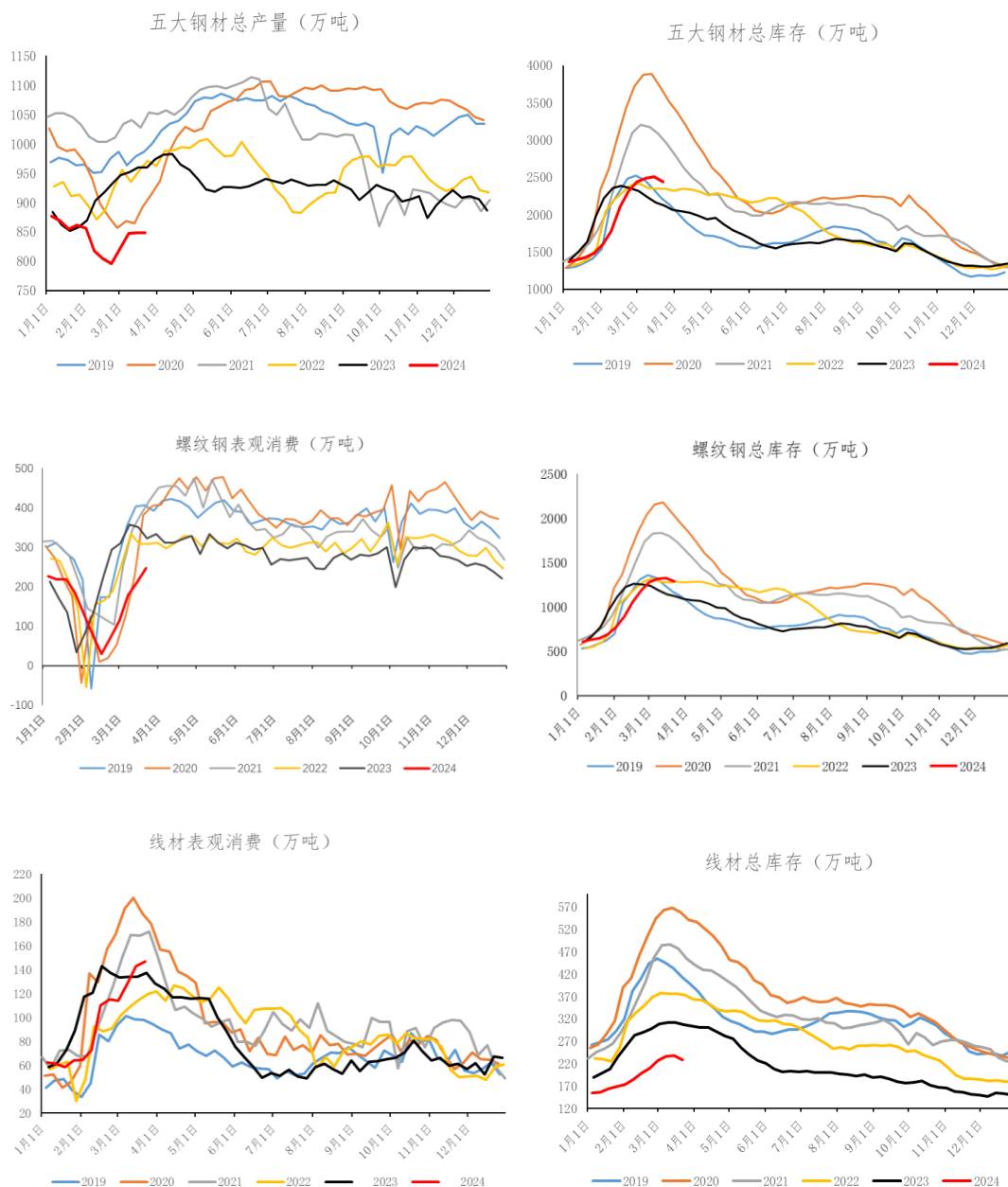


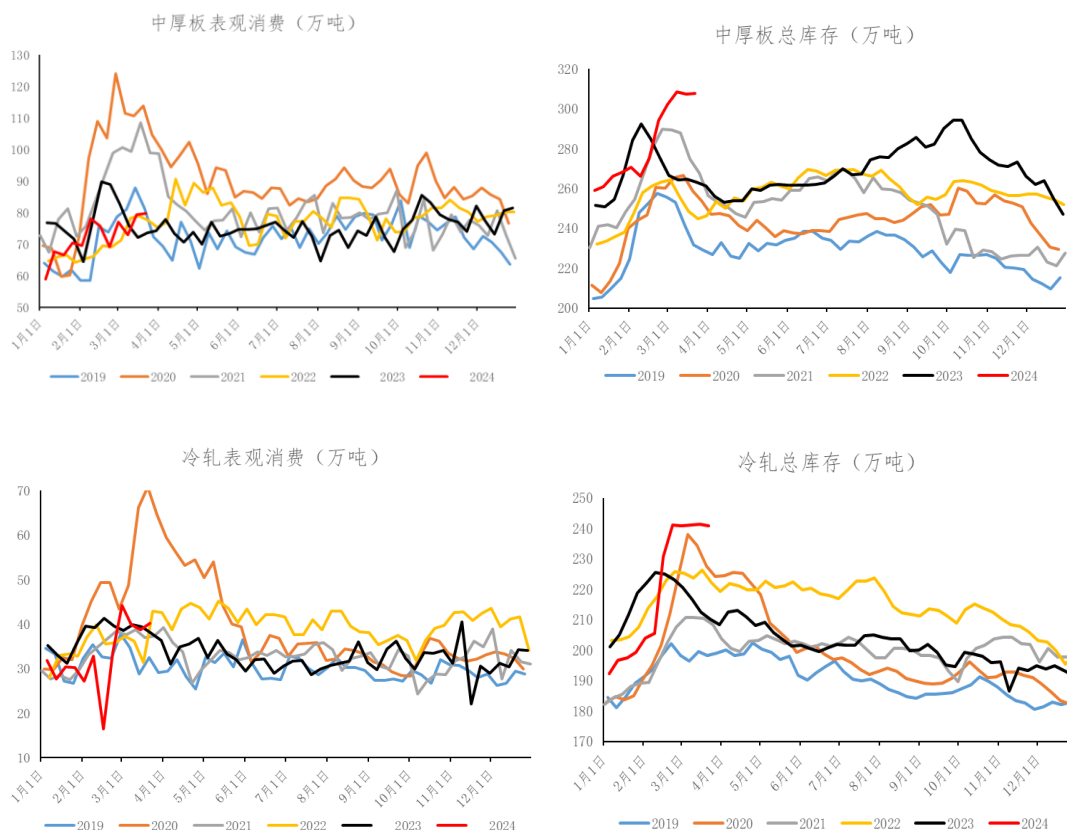
数据来源：Mysteel，冠通期货整理

四、库存拐点确立，去化斜率有待关注

与往年相比，今年五大材供需双弱，产量在远低于去年同期水平的背景下，节后第五周，成材迎来库存拐点。从五大材库存内部结构上看，中厚板、热卷、冷轧等板材的总库存远高于去年同期，板材静态库存压力较大；螺纹钢和线材等建材类则因持续低供应，相应库存压力较小，但需求疲弱状态下，库存边际去化压力较大。而细分品种来看表需，除了螺纹钢外，热卷、冷轧、线材和中厚板表观需求已经高于或者与去年同期水平相当，表需继续回升动力有待关注；螺纹钢

表需受地产拖累同比大幅下降。因此，我们认为后续，成材供应的边际变动亦将对库存去化斜率带来较大考验。





数据来源: Mysteel, 冠通期货整理

五、行情展望

我们认为黑色系本轮的反弹能走多远,得看成材需求好转——钢厂利润修复——铁水回升的正向反馈能否形成。本质上还是旺季需求力度的验证。我们认为在新开工的拖累以及竣工端增速转负背景下,地产用钢需求同比负向增长。基建需求方面,今年化债重要性提升,重点省份新项目的开工受到影响,一定程度上掣肘基建需求的托底力度,1-2月份专项债发行进度偏缓,或影响四五月份项目进度;但专项债额度高于去年,后续资金到位情况好转或加快补库。制造业投资增速明显回升,大规模设备更新和消费品以旧换新或一定程度上提振钢材需求,制造业仍有望带来用钢需求增量。出口方面,三月份以来,国际市场表现疲弱,出口接单放缓,或影响二季度出口需求强度。对于需求,总体上呈现建材弱、板材强的特征,建材重点关注基建需求力度、板材重点关注出口需求力度,中短

期展望，基建需求发力或需要一定时间，出口亦有边际转弱预期，因此我们倾向于中短期需求持续性有限。

而从成本端来看，短期成本支撑仍有转弱风险。截至3月22日，铁矿石外矿发运同比增长约2.8%，到港同比增长约5.93%；而今年到目前为止钢联口径日均铁水产量222.26万吨，同比去年的230.2万吨下降，铁矿石供需格局宽松。今年以来铁矿石供应增量主要来自印度、伊朗、乌克兰等非主流矿，目前铁矿石价格仍高于非主流矿山成本线，后续随着澳巴发运走出季节性淡季，预计铁矿石供应压力进一步加大。煤焦供应端安全事故以及整治“三超”扰动较多，且煤焦产业链各环节库存偏低，价格向上弹性或较好，但短期看成材需求持续性存疑，铁水修复或偏缓，仍存继续提降的风险。

综上，我们倾向于中短期成材供需双增，但需求持续性存疑，旺季成材库存去化斜率或受限，钢厂利润持续性修复动力较弱，复产积极性受到抑制；原料端供需格局偏宽松，成本支撑仍有转弱风险，不排除盘面上成材二次下探。但同时，宏观层面逐渐接近美联储降息周期、国内货币政策仍有操作空间、地产行业后续政策仍可期待，预计宏观氛围中性偏暖；而估值在本轮下跌修正后，继续大幅下挫还需要看到基本面更大的利空，制造业需求向好、基建需求仍有支撑的背景下，我们认为下挫空间有限，预计中期呈现区间震荡态势。螺纹钢 2410 关注 3500-3780 区间，热卷 2410 关注 3650-3900 区间。

分析师：

王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

张娜

执业资格证书编号：F03104186

联系电话：010-85356553

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版，复制，引用或转载。如引用、转载、刊发，须注明出处为冠通期货股份有限公司。