

2024年9月1日

旺季将至，关注需求表现

——黑色金属9月月度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **关注旺季需求成色如何：**8月现实需求继续走弱，但品种间表现分化。因7-8月减产影响，螺纹钢库存降至5年低位；热卷产量和库存则持续偏高，且面临外需回落压力。9月份之后将进入钢材需求旺季，故判断钢材市场是否见底的主要标志是要看到热卷库存的明显下降，或者是看到内需政策加码和旺季到来的情况下，下游需求确实有明显改善。
- **亏损收窄，关注供应底部何时出现：**8月下旬之后，钢厂利润有所改善，但品种间依然分化。长短流程螺纹钢利润均转正，热卷则持续亏损。短期铁水产量仍有进一步下跌空间。不过，在利润改善以及政策性减产压力减轻得情况下，9月钢厂不排除有阶段性复产的可能。故需重点关注盈利钢厂占比和铁水日产两大指标的底部何时出现。
- **下游低库存，深度负反馈概率低：**7月之后，外矿供应相对平稳，按照船期推算8-9月到港量有回落可能，且内矿减量较为明显。需求端的铁水产量虽然有所下降，但高疏港依然带动港口库存小幅回落。考虑8月下旬钢厂利润有所恢复，且9-10月为传统钢材需求旺季，铁水产量不排除阶段性见底可能，港口亦有进一步去库的空间。另外，铁矿石的估值水平也处于相对低位。因此，矿石9月出现阶段性反弹概率较大。
- **结论：**当前的现实需求依然偏弱，但不同钢材品种之间的供需格局亦有所分化，螺纹钢因7-8月减产影响，库存将至5年低位；热卷库存则处于持续高位，且后续面临外需回落压力。供应在7-8月出现明显回落，8月下旬之后，螺纹钢经过前期充分减产，而热卷减产依然不充分。鉴于8月下旬钢厂利润有所恢复，且四季度政策性减产压力减轻，钢厂有阶段性复产得可能。总的来说，我们认为，随着旺季得到来，钢材市场的负反馈或阶段性告一段落，但反弹高度则需取决于旺季需求改善程度以及热卷产量库存是否会有明显下降。
- **操作建议：**螺纹钢关注3150-3200附近支撑；热卷关注3200-3300附近支撑；铁矿石关注730附近买入机会以及1-5跨期正套策略；卷螺价差做缩策略可逢低止盈。
- **风险因素：**政策力度低于预期，需求继续超预期走弱

目录

1. 2024年8月黑色行情回顾	3
2. 关注旺季需求成色如何	3
3. 钢厂亏损收窄，关注供应底部何时出现	5
4. 铁矿石：下游低库存，深度负反馈可能性降低	6
5. 结论及投资建议	8

图表目录

图1 螺纹钢期现价差走势	3
图2 铁矿石期现价差走势	3
图3 钢材5大品种库存季节性走势	4
图4 钢材5大品种表观消费季节性走势	4
图5 钢材3大主要下游行业投资增速对比	4
图6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比	4
图7 粗钢日均产量季节性走势	5
图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	5
图9 长流程螺纹钢利润季节性走势	6
图10 短流程螺纹钢产量季节性走势	6
图11 高炉日均铁水产量季节性走势	7
图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比	7
图13 铁矿石进口利润季节性走势	7
图14 铁矿石港口库存季节性走势	7

1. 2024年8月黑色行情回顾

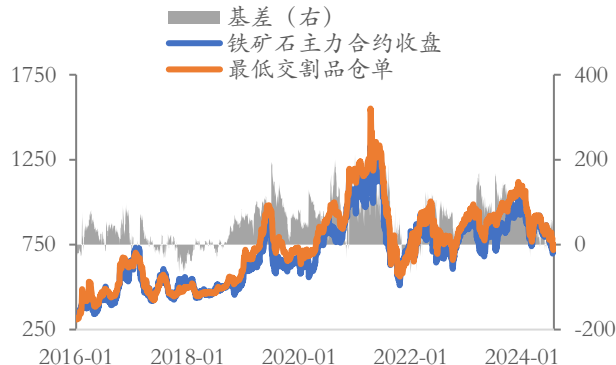
8月以来，国内黑色系延续7月跌势，至下旬略有反弹，盘面成材走势弱于原料。截止到8月23日，螺纹、热卷主力合约分别收于3154和3219元/吨，较7月底分别下跌172和260元/吨，跌幅分别为5.2%和7.5%。铁矿石主力合约收719.5元/吨，较7月底下跌29.5元/吨，跌幅3.9%。螺矿比4.38，相比7月底下跌0.06。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

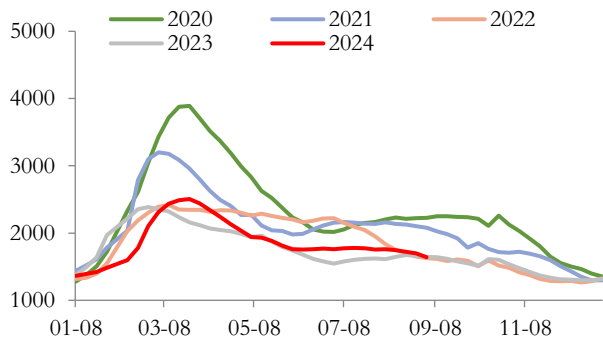
7-8月钢材价格的下跌主要是因为海外交易经济衰退预期，国内宏观政策真空期以及现实需求偏弱影响所致。而螺纹钢新旧国标切换以及东南亚部分国家对中国钢材产品发起的反倾销调查则进一步加剧了钢材市场的下行。8月下旬的反弹则主要是因为钢厂减产加速，旺季将至以及海外经济衰退预期有所减弱造成。矿石价格得下跌主要是钢厂减产引发的产业链负反馈所带动，下旬的反弹则主要是估值修复以及高疏港之下，港口小幅去库所致。

2. 关注旺季需求成色如何

8月份仍处于钢材需求淡季，现实需求继续走弱。钢材5大品种表观消费量全月回落37.76万吨，同比则下降了117.42万吨，库存与去年同期基本持平。但品种之间分化，在螺纹钢新旧国标切换因素影响，7-8月螺纹钢大幅减产，这使得螺纹钢需求偏弱的情况下依然表现为去库，截止8月23日当周，库存已经降至近5年低位水平。新旧国标切换的影响在8月19日之后也基本消除。这一点通过杭州螺纹钢库存的持续下降以及螺纹钢主力基差重回正值两个迹象中也侧面得到验证。

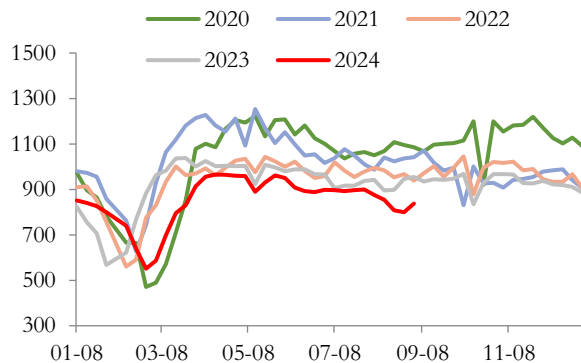
相反，热卷库存压力逐渐加大，今年上半年受国内制造业以及出口韧性的支撑，热卷表现持续强于螺纹，导致铁水流向热卷较多，使得其产量和库存一直处在高位。截止到8月第四周热卷产量仍环比回升8.9万吨，库存也处于历史同期高位水平。且根据我们调研了解得情况，8月以来出口需求有走弱迹象。所以短期热卷的压力尚未完全释放。那么，后期判断钢材市场是否见底的主要标志是要看到热卷库存的明显下降，或者是看到内需政策加码和旺季到来的情况下，下游需求确实有明显改善。

图3 钢材 5 大品种库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势

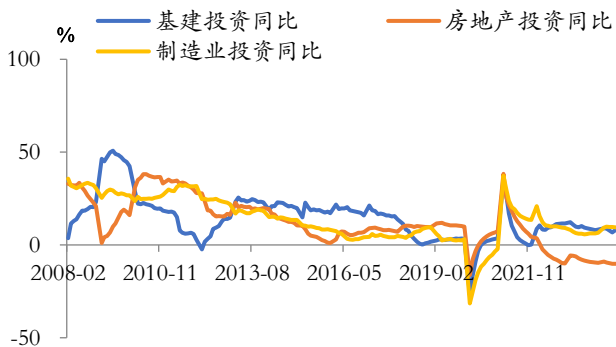


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业看，钢材三大主要下游行业继续呈现整体下行，基建对冲地产，制造业维持韧性格局。5.17 新政过后，6 月地产销售同环比均有所改善，但 7 月之后随着政策效应的减弱和销售淡季到来，地产销售额同比降幅再度走弱，这也表明了当前地产企业依然是采取的以价换量策略。同时，地产投资降幅继续扩大，新开工、施工、竣工面积降幅则有所收窄。总体来看，地产行业依然处于调整之中。但也需要注意，目前地产企业资金来源同比降幅持续收窄，且国内贷款和自筹资金分项的占比一直在 50% 以上，表明随着“白名单”项目的密集落地，地产企业融资情况有所好转。根据住建部最新得数据，目前已经审批通过的“白名单”项目约 5300 个，审批贷款金额近 1.4 万亿元。而自 7 月底中央政治局会议以来，多个部委的会议均要求消化存量住房。预计未来几个月地产政策仍有进一步加码可能。

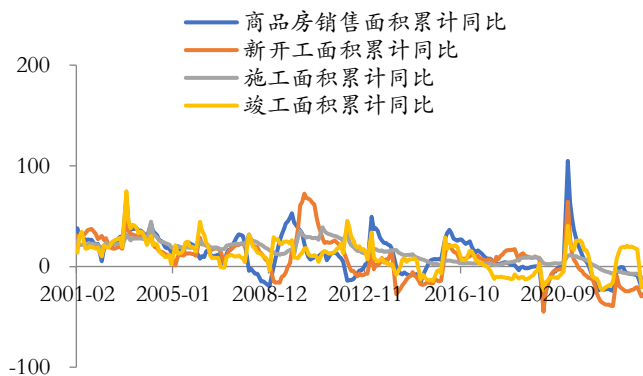
5-7 月地方政府专项债发行进程有所加快，提振基建投资增速，7 月当月基建投资同比增长 10.75%，增速较 6 月回升 0.59 个百分点。8 月地方政府专项债发行进程进一步加快，截止到 8 月 19 日累计发行额为 2794.2 亿元，基本接近 7 月全月发行规模（2814 亿元）。7 月底中央政治局会议也强调加快专项债使用进度，用好超长期特别国债，而前 7 个月专项债发行进程仅为 45.5%，低于去年同期的 65.71%，故预计 8-10 月仍是地方专项债发行得高峰。同时，9 月份之后将进入建筑开工旺季，加上政策的落地和实物工作量的形成，基建投资增速预计将会继续回升。

图5 钢材 3 大主要下游行业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 商品房销售、新开工、施工及竣工面积同比



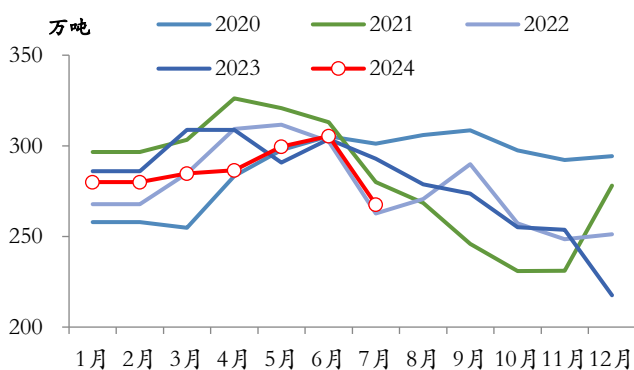
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面，1-7 月份制造业投资同比增长 9.3%，增速较上半年回落 0.2 个百分点；7 月份当月制造业投资同比增长 8.32%，增速较 6 月回落 0.94 个百分点。内需不足是制约制造业投资增长的主要因素，7 月制造业 PMI 新订单指数降至 49.3%，为连续三个月处于荣枯分界线以下，且社会消费品零售总额中的汽车和家电分项均持续负增长。同时，前期支撑制造业投资的出口也开始有放缓迹象，一方面，7 月份全球制造业 PMI 为 49.7%，为年内首度下跌至荣枯分界线以下。另一方面，尽管 7 月反应海外需求景气度的韩国和越南出口增速仍在 10% 以上，但 8 月上中旬韩国出口增速开始有所放缓。海外贸易保护近期也有升级趋势，7 月下旬，越南对中国的钢材进行反倾销调查；加拿大 8 月下旬也宣布自 10 月 1 日起对中国得钢铝和电动汽车征收关税，下半年外需回落风险较大。另外，当前国内仍处于补库周期之中，7 月工业企业产成品库存同比增长 5.2%，增速较 7 月回升 0.5 个百分点。不过，本轮主动补库周期已经持续约 8 个月，且随着 7-8 月大宗商品价格的回调，PPI 增速再次放缓。结合历史上弱周期下补库周期持续时长 10 个月左右，本轮补库周期可能已经接近尾声。所以制造业投资短期仍会继续回落，相应板材品种面临压力可能较大。

3. 钢厂亏损收窄，关注供应底部何时出现

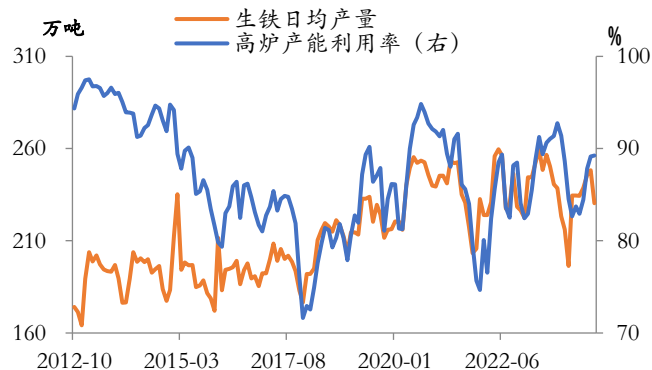
7-8 月钢材价格大幅下跌，钢厂亏损幅度加剧，7 月份生铁和粗钢日均有明显回落。根据国家统计局数据，7 月份国内粗钢产量 8293.85 万吨，同比下降 9%；日均产量 267.55 万吨，环比回落 37.82 万吨。7 月份粗钢产量的下降依然主要为废钢所贡献，生铁产量降幅相比粗钢仍低 1 个百分点，铁钢比回升 4 个百分点至 83%。8 月份之后，减产开始转向高炉端，周度高炉日均铁水产量连续 4 周下降，累计降幅 15.19 万吨；且中钢协公布的 8 月上中旬粗钢日均产量均值为 199.84 万吨，相比 7 月回落 9.28 万吨。所以，8 月份月度粗钢日均产量大概率继续环比回落。

图7 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率

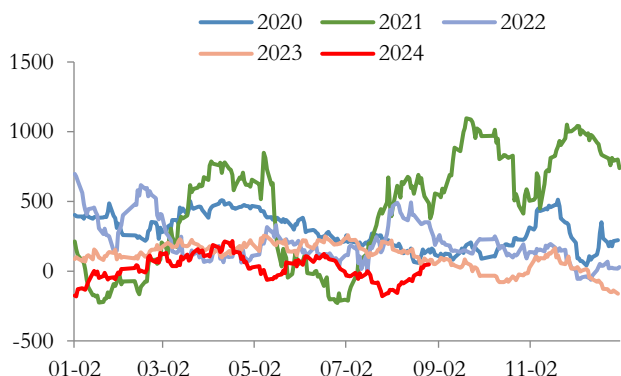


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于中期得钢材供应，决定因素依然是钢厂利润和政策情况。8 月下旬之后，随着原料价格跌幅得加快，钢厂亏损幅度有所收窄，特别是电炉钢利润修复明显。目前电炉钢谷电利润已经重回 120 元/吨附近。前期亏损过程中电炉钢减产是比较充分的，截止 8 月第四周，短流程螺纹钢产量为 16.94 万吨，相比 6 月底高点下降近 46%。那么随着利润的恢复，电

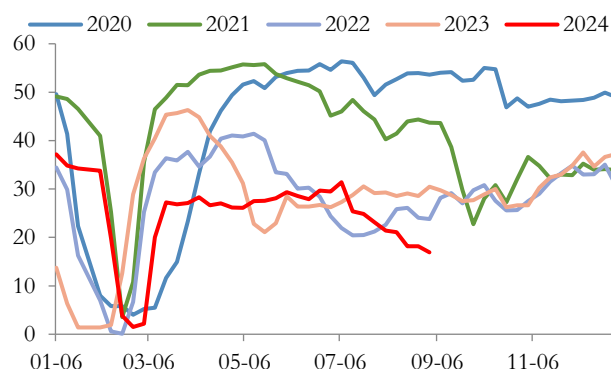
炉钢企业后期或将逐步复产。8月下旬，钢厂废钢废钢到货量从42.1万吨小幅回升至42.9万吨，也从侧面验证了电炉钢厂后期或有复产可能。

图9 长流程螺纹钢利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 短流程螺纹钢产量季节性走势



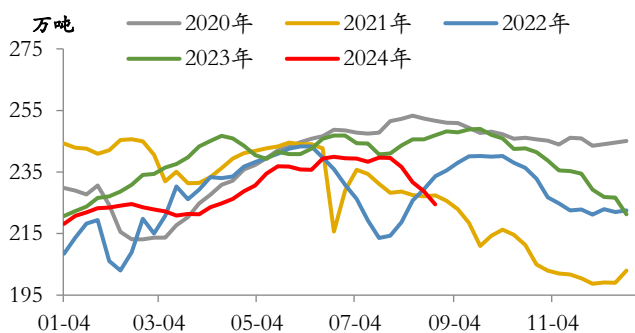
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

长流程钢厂方面，亏损幅度相比8月初也有所收窄，但品种之间利润走势分化较大。根据我们测算，长流程螺纹钢重回盈利状态，目前利润水平约为62元/吨附近；热卷则仍处于亏损状态，利润水平为-161.97元/吨。主要是上半年热卷表现持续强于螺纹，导致铁水流向热卷，使得其产量和库存持续处于高位所致。近期随着品种间利润的转化，铁水已经开始有流向螺纹的迹象。而考虑到当下全国247家钢厂中盈利钢厂占比已经降至1.3%的话，铁水产量仍可能有进一步下跌空间。不过，由于今年1-7月，粗钢产量同比降幅已经扩大至1380万吨，且8月仍会进一步下降，所以9-12月政策性减产压力会有所减轻。一旦9-10月下游需求有所好转，钢厂盈利有所恢复的话，钢厂不排除有阶段性复产的可能。9月需重点关注盈利钢厂占比和铁水日产两大指标的底部何时出现。

4. 铁矿石：下游低库存，深度负反馈可能性降低

前文提到过，7-8月矿石价格的加速下行主要是受产业链负反馈影响所致。经过电炉钢产量大幅下降后，8月减产压力开始转向高炉端，截止8月23日当周，全国247家钢厂高炉日均铁水产量相比7月底下跌15.15万吨。下旬的反弹则主要是受下游低库存之下，钢厂复产预期增强以及估值修复两大因素支撑。8月下旬之后，钢厂利润有一定恢复，且钢材需求旺季即将到来，市场对于钢厂复产及补库的预期有所增强。同时盘面价格最低已经跌至80美元左右，有一定估值修复的需求。

图11 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比

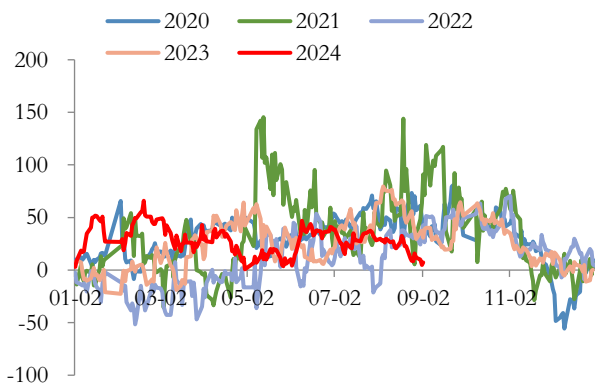


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

目前来看，外矿供应端相对平稳，经过6月末的短暂冲量之后，7-8月外矿发运呈现抑后扬的格局，但并未超过6月底发运高点。7-8月全球铁矿石发运量周均值为3018万吨，相比6月份下降366万吨。按照船期推算，8-9月铁矿石周均到港量数据仍有回落可能。同时，在前期铁矿石价格大幅下跌过程中，国内矿减量较为明显，7月份全国铁精粉产量2048.6万吨，环比下降199.3万吨，同比下降248.5万吨；8月矿石铁精粉日产均值为46.22万吨，同环比继续延续下行趋势。需求虽然在7-8月有明显下降，但因为今年钢厂对原料一直采取低库存策略，叠加国产矿产量的下降，港口日均疏港量一直处于300万吨以上得高位。同时，如前文所述，8月下旬钢厂利润开始有所恢复，长流程螺纹钢重回微利状态。考虑到9-10月为传统钢材需求旺季，铁水产量不排除阶段性见底可能，港口亦有进一步去库的空间。

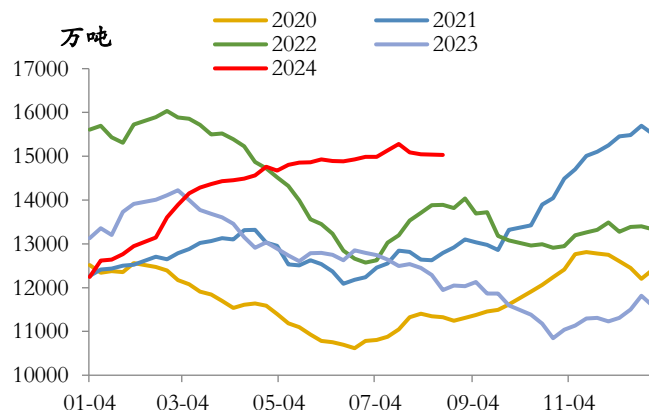
估值角度来看，铁矿石现货价格最低跌至90美元/吨附近，处于近5年来低位水平，且已经跌破部分非主流矿成本，7-8月非主流矿发运已经出现回落。所以矿石绝对估值处于偏低水平。同时，随着钢厂利润得恢复，钢厂和矿石进口利润得差值已经从7月下旬的-208回升至79元/吨，相应矿石相对估值也处于偏低水平。不过若以热卷利润来衡量，铁矿相对估值仍处于中性偏高的位置。所以未来铁矿石估值能否向上修复仍需取决于铁水产量何时见底以及9月旺季需求情况。我们认为，矿石9月阶段性向上修复概率较大。当然，如果把时间周期拉长到下半年的话，铁矿石供增需减得格局不变，四季度港口库存压力有望进一步回升，价格在110-115美金之间也会面临较大压力。

图13 铁矿石进口利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

钢厂减产加速、旺季将至，海外经济衰退预期减弱共同推动了 8 月下旬钢材市场得反弹。当前的现实需求依然偏弱，地产、制造业均走弱，基建虽有回升，增幅相比上月亦有所收窄。但不同钢材品种之间的供需格局亦有所分化，螺纹钢因 7-8 月减产影响，库存将至 5 年低位；热卷库存则处于持续高位，且后续面临外需回落压力。供应在 7-8 月出现明显回落，8 月下旬之后，螺纹钢经过前期充分减产后，而热卷减产依然不充分。所以铁水短期仍有下降空间。不过，鉴于 8 月下旬钢厂利润有所恢复，且四季度政策性减产压力减轻，若 9 月需求有边际改善，钢厂有阶段性复产得可能。总的来说，我们认为，随着旺季到来，钢材市场的负反馈或阶段性告一段落，但反弹高度则需取决于旺季需求改善程度以及热卷产量库存是否会有明显下降。

钢厂利润恢复、钢材需求旺季将至同样提振了矿石价格走势。7 月之后，外矿供应相对平稳，按照船期推算 8-9 月到港量有回落可能。且在前期矿石价格大幅下跌过程中，内矿减量较为明显。需求端的铁水产量虽然有所下降，但因钢厂原料库存一直偏低以及国内矿减量，疏港一直处于高位，带动港口库存小幅回落。考虑 8 月下旬钢厂利润有所恢复，且 9-10 月为传统钢材需求旺季，铁水产量不排除阶段性见底可能，港口亦有进一步去库的空间。另外，铁矿石的估值水平也处于相对低位。因此，矿石 9 月出现阶段性反弹概率较大。不过，中期看的话，现货 110-115 美元附近仍有较大压力。

操作策略：螺纹钢关注 3150-3200 附近支撑；热卷关注 3200-3300 附近支撑；铁矿石关注 730 附近买入机会以及 1-5 跨期正套策略；卷螺价差做缩策略可逢低止盈。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn