

## “金九”旺季期待兑现，利润分配或是主要矛盾

2023年9月4日 星期一

兴证期货·研究咨询部

黑色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

陈庆

从业资格编号：F03114703

联系人

陈庆

电话：021-68982760

邮箱：chenqingqh@xzfutures.com

### 内容提要

8月矿强材弱，一是平控落空，铁矿基差修复，二是刺激政策持续出台，叠加人民币汇率贬值，驱使铁矿强势上涨，吨钢利润亏损面扩大。

9月重磅政策出台，叠加“金九”旺季预期双重利好下，黑色系集体上涨，预计月初仍能延续偏强走势。但同时也有较为明显的利空因素：一方面是预期兑现和利润分配，另一方面则是城投和地产偿债高峰期，若“金九”成色不足，钢材价格或先涨后跌。

### 风险提示

重磅刺激政策；钢材出口下滑；粗钢平控或钢厂主动减产。

报告目录

一、8月回顾.....	4
1.1. 价格表现：8月矿强材弱.....	4
1.2. 运行逻辑：平控落空，汇率贬值利好商品.....	5
二、9月展望.....	5
2.1. 9月加息概率低，但11月加息概率上升.....	5
2.2. 重磅政策持续出台，9月将是验证期.....	6
2.2.1. 地方化债压力较大，基建增速或继续放缓.....	6
2.2.2. 重磅利好政策出台，实际效果有待观察.....	8
2.3. 出口缓解国内供应压力，但已有下滑趋势.....	9
2.4. 铁水供给压力较高，市场将自主调节产量.....	11
三、总结.....	13

图目录

图 1：螺纹钢价格偏强.....	4
图 2：卷螺差先扩后收.....	4
图 3：铁矿偏强走势.....	4
图 4：2401 合约螺矿比缩小.....	4
图 5：美联储年内仍有加息可能.....	6
图 6：建筑业 PMI 超预期下行.....	7
图 7：土地出让金规模同比锐减.....	7
图 8：全国开工项目资金同比下滑.....	7
图 9：基建用水泥直供量同比下滑.....	7
图 10：小松挖掘机开工时长.....	8
图 11：工程机械销量.....	8
图 12：房屋销售低迷.....	9
图 13：土地成交同比降幅较大.....	9
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: 美国个人耐用品消费环比下滑 .....	10
图 17: 美国制造业进口指数与中国机电产品出口同向下滑 .....	10
图 18: 海外铁水产量正在回升 .....	11
图 19: 净出口开始下滑 .....	11
图 20: 今年粗钢铁水产量或创历史新高 .....	12
图 21: 钢厂盈利大幅下滑 .....	12
图 22: 14 类钢材品种 7 月及 1-7 月累计产量同比变化 (单位: 万吨) .....	13

## 一、8月回顾

### 1.1. 价格表现：8月矿强材弱

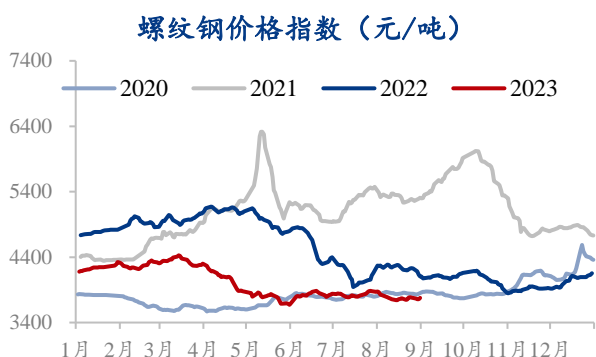
8月成材下跌、原料上涨，吨钢利润快速收窄。

现货方面，截止8月31日，螺纹钢指数月环比下跌2.5%，热卷指数下跌3.2%；原料铁矿指数上涨41%，焦煤指数下跌3%，焦炭指数上涨0.3%，废钢指数下跌1.6%。

期货方面，螺纹主力下跌2.8%、热卷下跌5%，铁矿上涨0.9%，焦煤上涨5.1%、焦炭下跌1.4%。

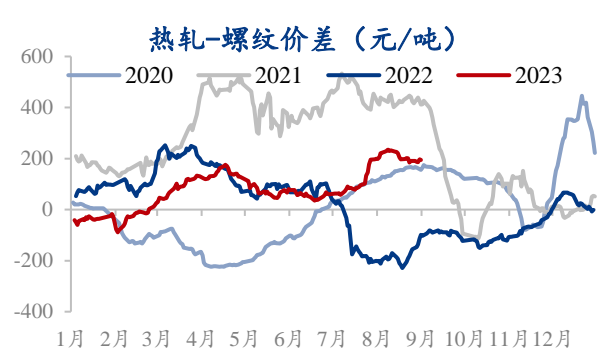
原料强于成材使得吨钢利润快速收窄，钢厂亏损面扩大。

图 1：螺纹钢价格偏强



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 2：卷螺差先扩后收



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 3：铁矿偏强走势



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 4：2401 合约螺矿比缩小



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

## 1.2. 运行逻辑：平控落空，汇率贬值利好商品

8 月原料强于成材是由多方面因素导致的，一是平控落空，二是刺激政策持续出台，叠加人民币汇率贬值，驱使铁矿强势上涨。

**平控落空，基差修复。**首先，由于前期平控预期被市场主流所认可，单边做空铁矿、多螺矿比、铁矿 09-01 正套的力量共同作用下，8 月中上旬铁矿曾出现了明显的下跌，而成材上涨。且平控减量或集中在四季度，所以铁矿 2401 相对 2309 合约深贴水。其次，到了 8 月中旬，平控落空，铁水产量转降为增、钢厂补库下疏港量大幅增加，叠加期货相对深贴水于现货，给铁矿追涨创造了条件。

**国内重磅政策持续出台，人民币汇率贬值利好进口商品。**首先，经济面临下行压力，国内降息、救地产、化债等十二道救市重磅政策持续出台。其次，在中美经济分化的驱动下，人民币汇率持续贬值，利好以美元计价的商品价格上涨，外资趁势空股指多商品，其底层逻辑是做空国内工业企业利润，基本面较强且易于炒作的铁矿出现超预期上涨，但同时也侵蚀了成材的利润。

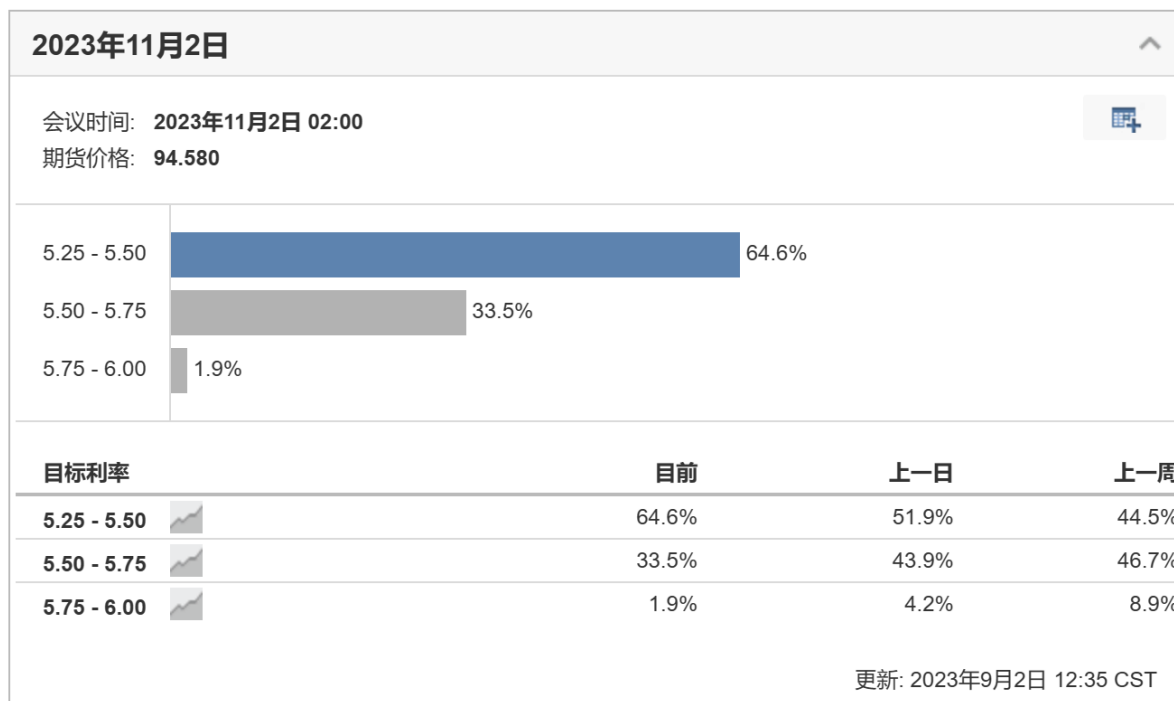
## 二、9 月展望

### 2.1. 9 月加息概率低，但 11 月加息概率上升

9 月加息概率低，但 11 月加息概率上升。近期美国通胀超预期下降，就业缺口缩小，9 月加息的概率较低，但根据美联储之前的会议纪要，仍致力于将通胀控制在 2%，因此年内可能还有一次加息预期。

**欧洲制造业 PMI 触底回升。**欧元区 8 月制造业 PMI 为 43.7，是七个月以来的首次改善，好于预期 42.7，但仍位于收缩区间。随着海外制造业的回升，铁水产量或继续上行，利空国内出口。

图 5：美联储年内仍有加息可能



数据来源: investing

## 2.2. 重磅政策持续出台，9月将是验证期

8月重磅政策持续出台，涵盖降利率、降税费、促消费、促交易、救地产等多方面，市场总结为“十二道救市金牌”。后期来看，若经济恢复不及预期，9月仍有救市的重磅政策要出台。

不过，9月也是城投和地产偿债的高峰期，而中旬公布的经济数据将验证经济是否得到改善，如不及预期将对黑色形成利空。

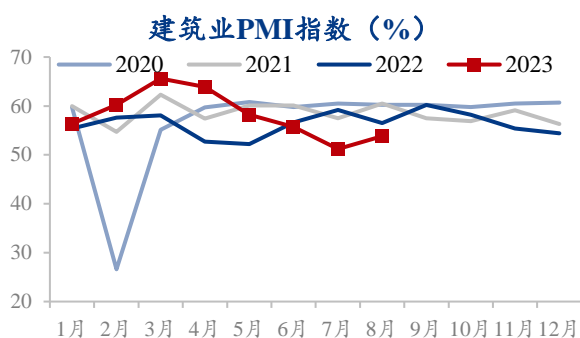
### 2.2.1. 地方化债压力较大，基建增速或继续放缓

**地方化债压力较大，基建增速或继续放缓。**8月下旬，中国计划允许地方政府发行1.5万亿元特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等12个偿债压力较大的省份和地区偿还债务。中国央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性，利率较低，期限较长。今年以来，由于土地出让金收入大幅下滑，地方财政紧张，城投债到期压力较大，1.5万亿特殊再融资债券主要为缓解部分偿债压力较大的省份压力。不过鉴于地方城投债规模巨大，1.5万亿难从根本上解决债务问题，而偿债高峰期也将

限制地方主导的基建资金流。统计局数据显示，7月狭义基建投资同比增速为6.8%，较上月进一步放缓，广义基建投资同比增速9.41%，环比也在下滑。后续来看，虽然近期专项债发行明显加快，但受限于城投债偿还压力以及严禁新增债务，基建增速大概率还会下降。

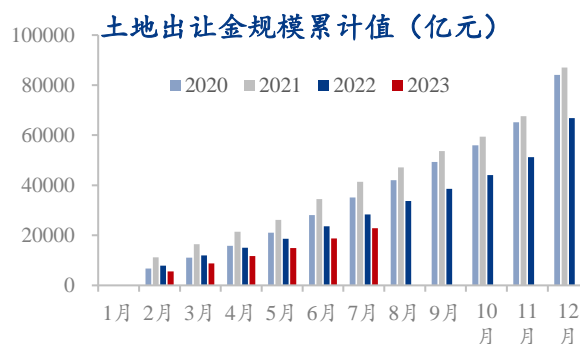
相关指标验证基建用钢需求环比季节性回升，但同比较弱。据统计局，8月建筑业PMI环比回升；据钢联调研，7月全国开工项目投资2.11万亿，同比偏低；7月小松挖掘机开工小时数为89.4，同环比双降；基建直供水泥需求增长乏力。

图 6：建筑业 PMI 超预期下行



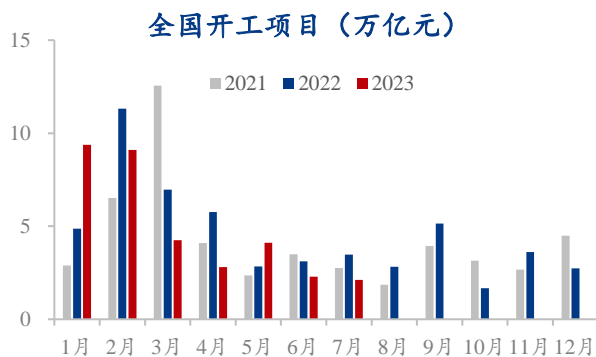
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 7：土地出让金规模同比锐减



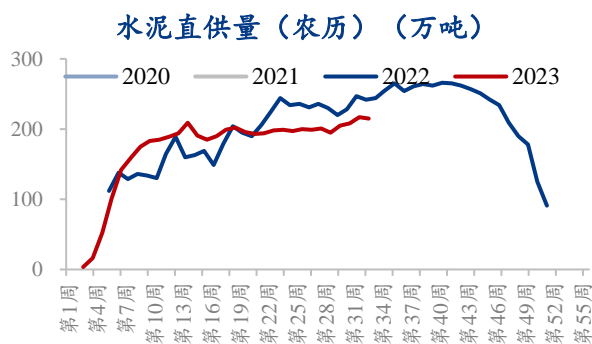
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 8：全国开工项目资金同比下滑



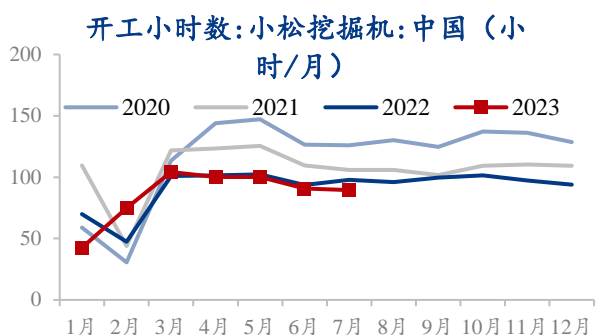
数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 9：基建用水泥直供量同比下滑



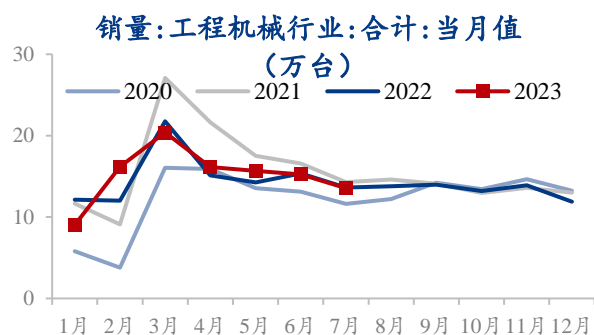
数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 10：小松挖掘机开工时长



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 11：工程机械销量



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## 2.2.2. 重磅利好政策出台，实际效果有待观察

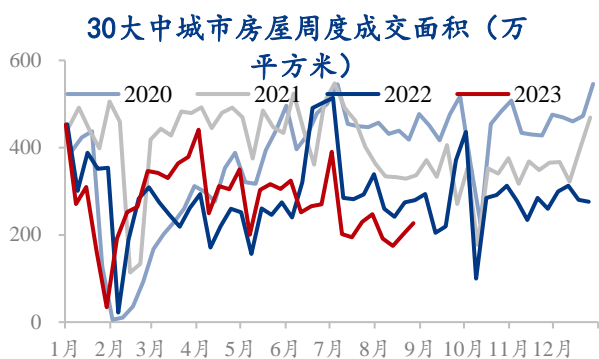
**8月房屋销售降幅扩大。**据中指研究院，2023年1-8月，TOP100房企销售总额为43656.1亿元，同比下降8.6%，降幅相比上月扩大4个百分点。其中TOP100房企8月单月销售额同比下降39.2%，环比下降8.9%。

**拿地依然低迷。**据中指研究院，2023年1-8月，TOP100企业拿地总额7888亿元，拿地规模同比下降10.5%，降幅较上月收窄2.9个百分点。

**地产相关的重磅利好政策较多，实际效果有待观察。**一方面，北上广深四大一线城市带头执行“认房不认贷”，其他二线城市也开始放开限购，家庭首套和二套房首付比例将明显下降。另一方面，在央行的推动下，商业银行开始降低存量房贷利率，也有利于减轻提前还贷的压力。在诸多利好政策下，或刺激9月购房刚需以及改善需求。不过，一线成交火爆或导致虹吸效应，从而引发三四线抛售潮。此外价格承受能力和居民收入提升才是增加房屋需求的根本，实际效果仍有待观察。

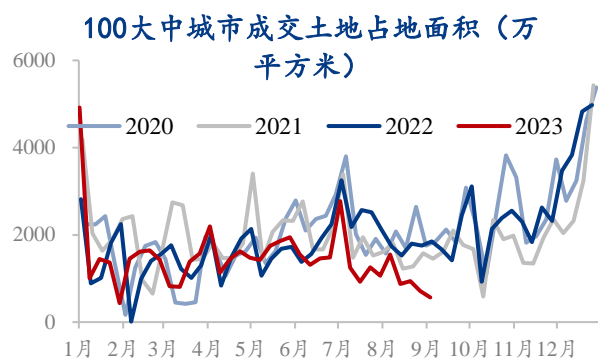


图 12：房屋销售低迷



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

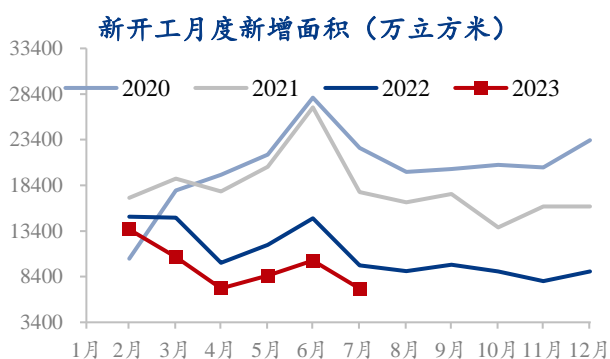
图 13：土地成交同比降幅较大



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

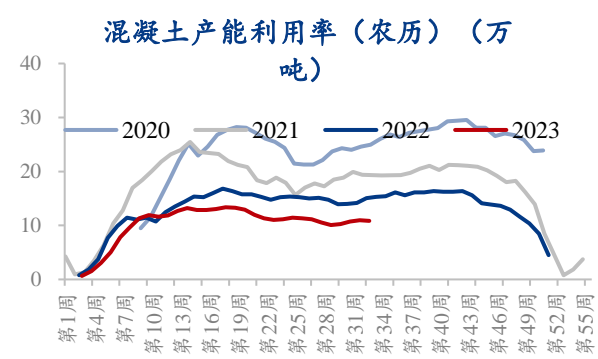
用钢相关指标，随着新开工长期下滑，存量施工面积累计降幅逐月扩大，后期更应关注存量面积对钢需影响；混凝土产能利用率同环比皆负增长，地产用钢预期依然悲观。

图 14：地产新开工同比维持负增长



数据来源：国家统计局，兴证期货研究咨询部

图 15：混凝土产能利用率低位



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

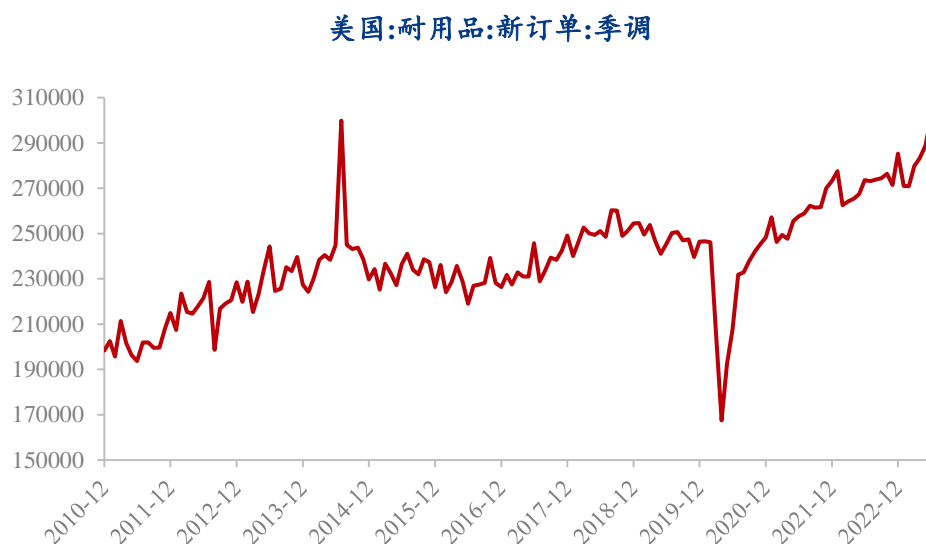
## 2.3. 出口缓解国内供应压力，但已有下滑趋势

出口是今年钢材需求最主要的增量来源，无论是直接出口还是间接的机电出口，其本质是通过挤占海外市场份额来减轻国内供应压力。

官方制造业 PMI 环比回升，但仍处于荣枯线之下。国家统计局数据显示，8 月我国制造业 PMI 指数为 49.7，环比上升 0.4 个百分点，但已经连续 5 个月落入荣枯线下方，其中新订单指数 50.2%，新出口订单指数 46.7%，环比回升。

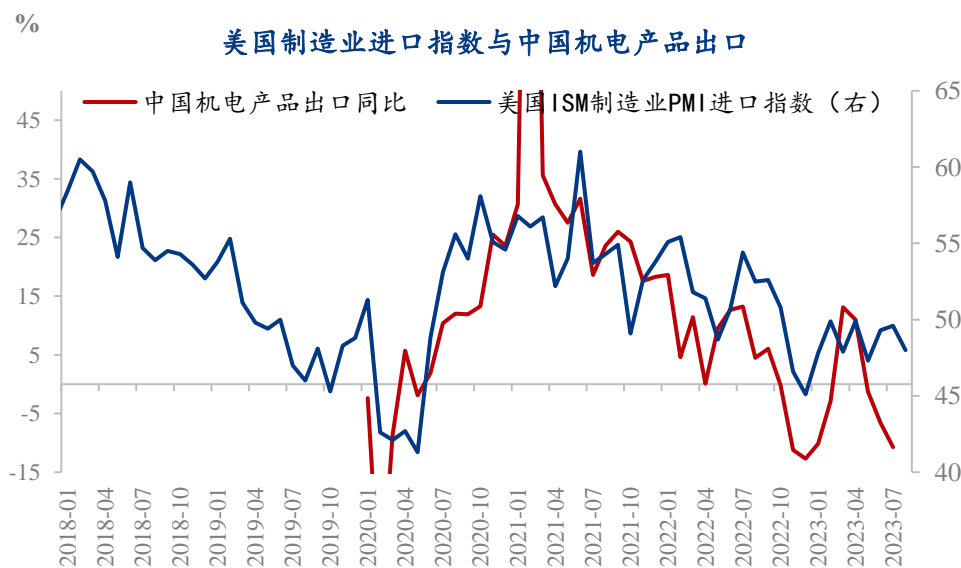
美国耐用品需求下滑。7 月美国耐用品需求出现明显下滑，与之高度相关的我国机电产品出口也连续数月下滑，两者后期或进一步趋同。

图 16: 美国个人耐用品消费环比下滑



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图 17: 美国制造业进口指数与中国机电产品出口同向下滑

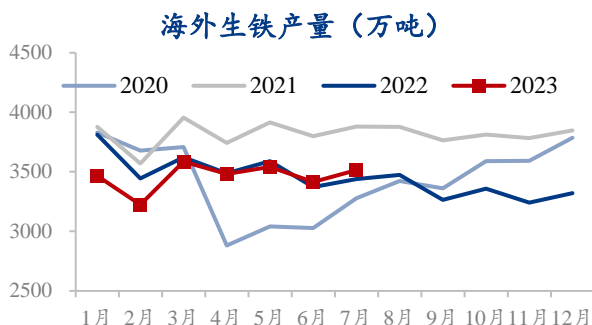


数据来源: iFind, 兴证期货研究咨询部

直接出口仍有韧性。据海关数据, 7月钢材出口731万吨, 月环比略下降, 1-7月累计出口5089万吨, 同比增加1081万吨, 年化出口将达到8700万吨。目前国内热卷价格高低决定了直接出口的韧性, 价格在3900元/吨以下买单出口仍能保持利润, 从SMM周度调研数据看, 8月

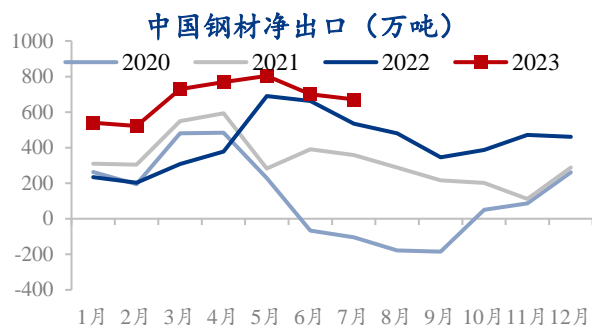
出口将保持偏高位的水平。不过海外铁水产量同比已经正增长，对四季度的直接出口利空。

图 18：海外铁水产量正在回升



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 19：净出口开始下滑



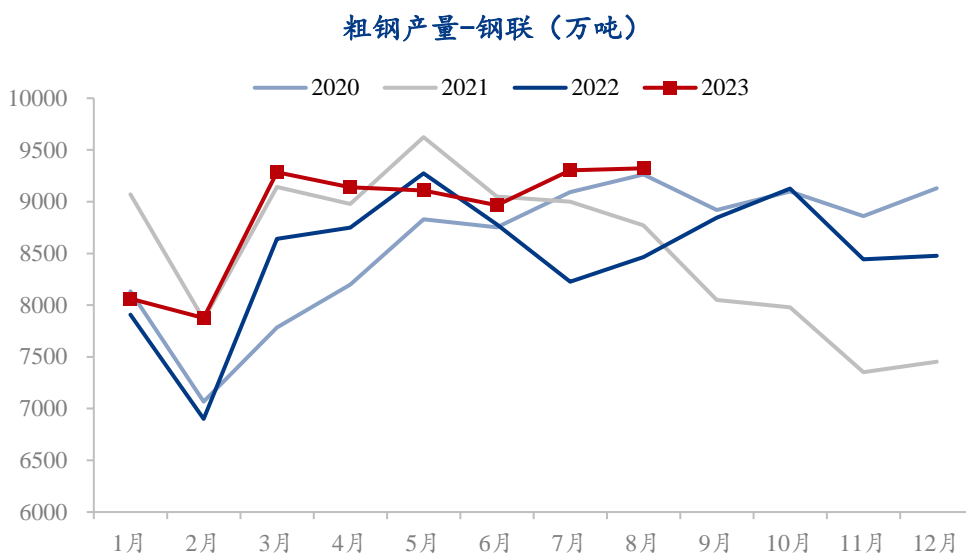
数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

## 2.4. 铁水供给压力较高，市场将自主调节产量

铁水供应压力较高，年化或创新高。由于平控预期落空，8月铁水产量持续上升，单日铁水产量月均值 244 万吨，与 7 月基本持平。据钢联统计，1-8 月铁水产量累计增加 3275 万吨，粗钢累计增量 4120 万吨，若无政策干扰，铁水、粗钢年化产量将分别达 8.7、10.66 亿吨，创历史新高，可见供应压力之高。

钢厂亏损加剧，自主调节取代政策平控。模型测算，不仅电炉平电亏损，长流程螺纹和热卷即期利润也在亏损，钢联调研的 247 家钢厂盈利率从 8 月初的 65% 左右降至 45%，部分亏损较大的钢厂已经开始增加减产检修力度，市场自主调节将取代政策平控，不过以当前数据来看，平控几乎不可能完成。

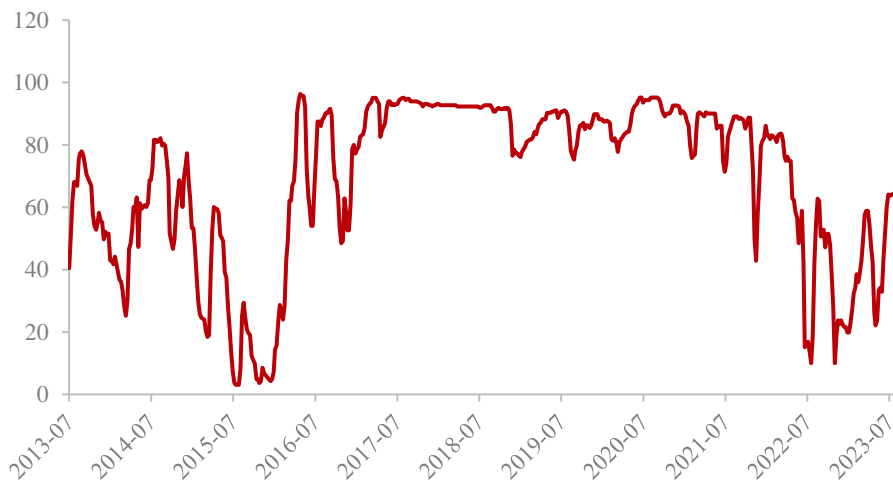
图 20：今年粗钢铁水产量或创历史新高



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 21：钢厂盈利大幅下滑

247家钢铁企业：盈利率 (%)



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

成材分品种来看，据钢联，1-7月14种大类钢材品种中热卷供应增量最大，累计增量931万吨，其次是螺纹钢，累计增量548万吨。按照用途划分，工业材（热卷+带钢+工业线材+中厚

板+无缝管)增量明显高于建筑材(螺纹+线盘+型钢),符合今年建筑业衰落而工业需求旺盛的下游状况。

图 22: 14 类钢材品种 7 月及 1-7 月累计产量同比变化 (单位: 万吨)

品种	7 月	单月同比	2023 年 1-7 月	1-7 月累计同比
热轧板卷	2372.7	131.4	16285.7	931
螺纹钢	2181.7	346.5	14807.2	548.1
工业线	498.3	98.6	3502.9	478.9
带钢	931.7	174.1	5898	435.4
线盘	1113.1	132.5	7286.2	238
中厚板	734.5	56.5	4635.9	198.9
无缝管	134.3	28.5	952.1	104.7
H 型钢	111.6	-23.4	909.2	100.8
焊管	357	0.6	2214.7	45
优特钢	382.7	42.7	2584.7	42.7
彩涂板卷	104.9	-0.1	701.7	39.7
镀锌板卷	590.5	6.4	3920.4	25.1
冷轧板卷	711.2	4.7	4728.4	-60.1
工角槽	131.4	-46.6	993	-73.9

数据来源: Mysteel

利润分配是当前主要矛盾之一。如何合理分配利润将是 9 月主要矛盾之一,当前改善利润的最佳路径是减产,而减产意味着负反馈路径,即黑色集体下跌。如果成材想通过上涨获得利润,势必需要旺季需求超预期爆发,但结合上文所述,内外需大概率不会出现超预期增长,因此越是上涨,成材即期亏损将越多。从基本面来看,华东地区热卷库存压力较大也可能是 9 月的一大利空。

### 三、总结

当前的运行逻辑主要是重磅政策出台,叠加“金九”旺季预期双重利好下,黑色系集体上涨,预计 9 月初仍能延续偏强走势。但 9 月也有较为明显的利空因素:一方面是预期兑现和利润分配,另一方面则是城投和地产偿债高峰期。

综上所述,“金九”预期仍存,但粗钢铁水供应过高导致的利润分配矛盾较 8 月更为凸显,

因此 9 月价格或先涨后跌。

### 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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。