

## 旺季落空，新一轮铁水减产负反馈开启

2023年10月10日 星期二

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

9月成材震荡运行，卷螺差大幅收窄；原料继续上涨，吨钢利润亏损扩大。一方面重磅地产政策刺激不及预期，产业供大于求的矛盾继续累积，另一方面原料不断挤占成材利润，吨钢亏损进一步扩大。

展望10月，宏观上存有一定的不确定性，主要是海外形势；国内将加快放专项债，但可以预见内需已经见顶。产业层面供需一看直接出口情况，二看新一轮的减产幅度。当前情况符合上月的判断，即亏损减产成为市场主要矛盾之一，由于是主动型亏损减产，在减产过程的前中期，成材将跟随原料下跌，但即期利润扩张。

不过鉴于钢材直接出口韧性仍存，本轮减产可能只是类似今年前两次的浅度减产，铁水降幅或较为有限，暂不过度看空原料。

### 风险提示

海外宏观形势，钢材出口下滑，国内地产债务。

报告目录

一、9月回顾.....	4
1.1. 价格表现：9月成材震荡运行，原料偏强.....	4
1.2. 运行逻辑：地产政策利好不及预期，利润亏损扩大触发负反馈.....	5
二、10月展望.....	5
2.1. 美债收益率攀升，年内仍有加息预期.....	5
2.2. 旺季不旺，成材需求见顶.....	6
2.2.1. 新增专项债或加快发放.....	6
2.2.2. 重磅政策刺激效果不及预期，地产企业仍有风险.....	8
2.3. 出口有下滑趋势.....	9
2.4. 成材库存高企，需要减产平衡供需矛盾.....	11
三、总结.....	13

图目录

图 1：螺纹钢价格震荡走势.....	4
图 2：卷螺差大幅收窄.....	4
图 3：铁矿偏强走势.....	4
图 4：焦煤大幅上涨.....	4
图 5：美联储年内仍有加息可能.....	6
图 6：建筑业 PMI 指数回升.....	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略增.....	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同比缩短.....	7
图 11：工程机械出口销量较好.....	7
图 12：新政对房屋销售刺激不及预期.....	8
图 13：土地成交面积同比大幅下滑.....	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: 美国个人耐用品消费或已见顶 .....	10
图 17: 中国机电产品出口同比降幅略收窄 .....	10
图 18: 海外铁水产量同比仍偏低 .....	11
图 19: 8 月出口大幅增加 .....	11
图 20: 热卷社会库存压力较大 .....	12
图 21: 钢坯库存快速累积 .....	12
图 23: 钢厂盈利率大幅下滑 .....	12
图 22: 今年第三轮铁水减产开启 .....	13

## 一、9月回顾

### 1.1. 价格表现：9月成材震荡运行，原料偏强

9月成材震荡运行，卷螺差大幅收窄；原料继续上涨，吨钢利润亏损扩大。

现货方面，截止9月28日，螺纹钢指数月环比上涨1.5%，热卷指数下跌1.6%；原料铁矿指数上涨3%，焦煤指数上涨20%，焦炭指数上涨9.5%，废钢指数下跌0.3%。

期货方面，螺纹主力下跌1.3%、热卷下跌2.2%，铁矿上涨0.4%，焦煤上涨20.3%、焦炭上涨12.9%。

图 1：螺纹钢价格震荡走势



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 2：卷螺差大幅收窄



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：焦煤大幅上涨



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

## 1.2. 运行逻辑：地产政策利好不及预期，利润亏损扩大触发负反馈

成材供大于求，库存累积较快。9月一系列重磅地产利好政策出台，不过从数据来看，实际购房需求释放不及预期，叠加头部地产企业负面事件影响，行业偿债压力较大，对“金九”钢材需求提振程度不高；外需方面，美联储维持高利率，欧洲制造业 PMI 指数低迷，钢材出口亦边缘走弱。供给端，虽然 9 月钢厂部分品种已经亏损，但多数钢厂选择铁水转产至更有利润的品种，导致供需过剩矛盾继续累积，据钢联统计，247 家钢厂铁水产量连创年内新高，月末攀升至 249 万吨/天。高供给、旺季落空的情况下，前期盈利品种钢坯、热卷、中厚板等库存快速累积，中厚板-热卷与热卷-螺纹的价差大幅收窄，钢厂盈利率也进一步下降至 30.74%。

铁矿节前补库，叠加铁水持续攀高，价格表现偏强。在没有政策减产约束的情况下，长期的高位铁水产量对铁矿石需求较大，钢厂在节前对铁矿石积极补库，据钢联统计，9 月 29 日钢厂进口矿库存相较 9 月 8 日约增加了 1300 万吨，因此原料整体表现要强于成材。

整体上来看，9 月运行逻辑与 8 月类似，成材需求同比增加，但下游资金紧张，抑制价格高度。同时由于没有政策的约束，高位铁水产量下原料需求更为确定，致使吨钢利润进一步亏损，需要新一轮减产来平衡供需。

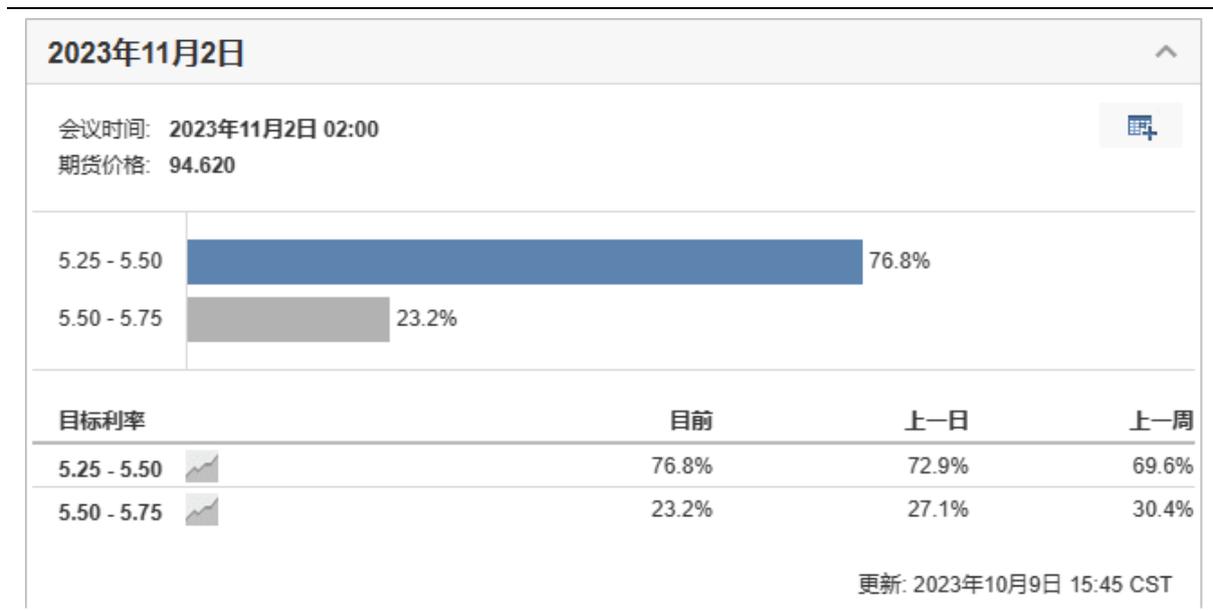
## 二、10 月展望

### 2.1. 美债收益率攀升，年内仍有加息预期

美债收益率攀升，年内仍有加息预期。美国 9 月就业市场数据超预期强劲，使得对市场对美联储继续维持高利率的预期升温，美债收益率上涨至 4.78%，创历史新高，海外宏观情绪偏空。CME 利率观测工具显示，11 月加息概率有所降温，但年内仍有 30%左右的概率会再加息一次。不过，随着巴以冲突爆发，美联储态度又开始转变，“鹰派代表”、达拉斯联储主席洛根也表示，近期的长期国债收益率上升，意味着减少了美联储进一步紧缩的需求。

欧洲制造业 PMI 小幅下滑。9 月欧元区制造业 PMI 录得 43.4，环比上月小幅下滑，目前海外粗钢和生铁产量仍处于相对低位，对我国钢材出口需求或仍有支撑。

图 5：美联储年内仍有加息可能



数据来源: investing

## 2.2. 旺季不旺，成材需求见顶

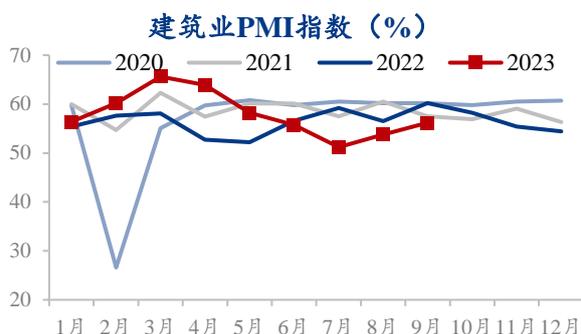
8-9 月地产重磅政策出台，但地产表现不及预期，叠加头部房企债务违约等问题，行业仍较偏悲观；基建方面专项债或加快发行，但四季度城投仍有不小的偿债压力，或抑制基建增速，“银十”或落空，内需或已见顶。

### 2.2.1. 新增专项债或加快发放

新增专项债或加快发放，但城投偿债压力也较大。据 Wind 统计，截止 10 月 9 日，新增专项债累计发行 3.47 万亿，发行进度约 91%，剩余额度仍有 3300 亿左右，预计 10 月会加速发放。不过，2023 年是地方偿债压力较大的一年，四季度偿还量虽略少于三季度，但新增专项债发放余额也不多，因此四季度借新还旧的偿债压力可能更大，叠加去年的基数影响，或拖累基建增速。

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，9 月建筑业 PMI 环比回升，符合季节性规律；据钢联调研，8 月全国开工项目投资 3.13 万亿，同比稍好于去年；7 月小松挖掘机开工小时数为 90.9，环比略回升；基建直供水泥需求季节性回升，但同比明显低于去年。

图 6：建筑业 PMI 指数回升



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



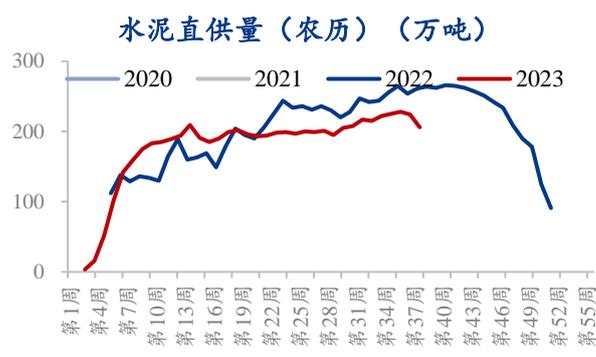
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 8：全国开工项目资金同比略增



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同比缩短



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图 11：工程机械出口销量较好



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

### 2.2.2. 重磅政策刺激效果不及预期，地产企业仍有风险

9月房屋销售降幅扩大。据中指研究院，2023年1-9月，TOP100房企销售总额为48501.0亿元，同比下降10.3%，降幅相比上月扩大1.7个百分点。其中TOP100房企9月单月销售额同比下降24.1%，环比增长24.8%。

拿地依然低迷。据中指研究院，2023年1-9月，TOP100企业拿地总额8599亿元，拿地规模同比下降17.9%，降幅较上月扩大7.4个百分点。9月，50家代表房企拿地总额同比下降57.5%，环比下降24.0%。

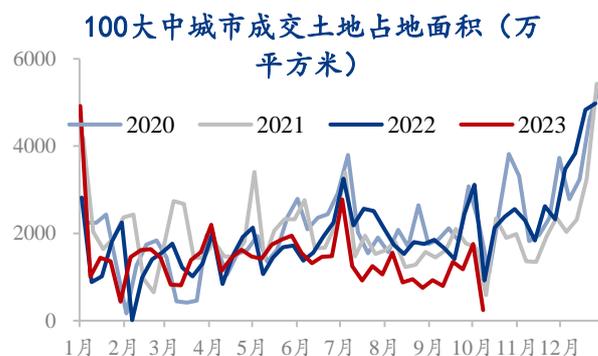
重磅政策刺激效果不及预期，地产债务违约仍有发酵风险。8-9月出台了较多的重磅政策，一是多部委联合发文将“认房不认贷”纳入“一城一策”工具箱，同时将全国首套、二套房商贷首付比例下限降至20%、30%，四大一线城市相继放开，刺激了刚需释放。二是，全国各地调降存量的首套房贷款利率，减轻了居民按揭压力。在政策利好以及房企对“金九银十”营销策略的刺激下，购房者置业意愿有所提升，新政落地后购房者访盘量短期明显增加，一线核心城市新房销售规模在9月中下旬出现上升，市场活跃度有所好转，但虹吸效应下三四线城市表现一般，全国房市销售整体仍处低位。据中指研究院初步统计，9月，重点100城新房成交面积环比增长约14%，同比下降约20%。此外，房企债务违约量增加，对市场有负面影响，四季度仍是偿债高峰期，后续仍有发酵的可能。

图 12：新政对房屋销售刺激不及预期



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

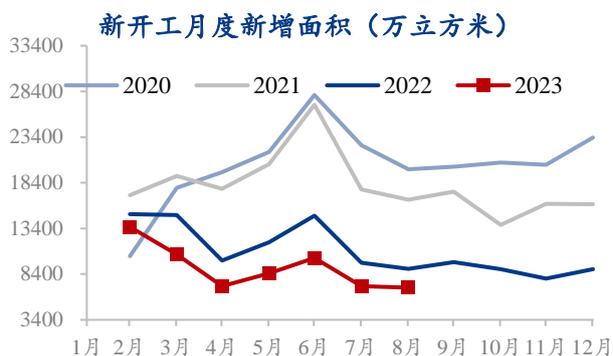
图 13：土地成交面积同比大幅下滑



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长期钢需影响；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，都是通过挤占海外市场份来减轻国内供应压力。

官方制造业 PMI 重回扩张区间。国家统计局数据显示，9 月我国制造业 PMI 指数为 50.2，比上月上升 0.5 个百分点，其中新订单指数 50.2，新出口订单指数 46.8，环比皆回升。制造业 PMI 指数重返扩张区间，或预示四季度我国经济将进一步好转。

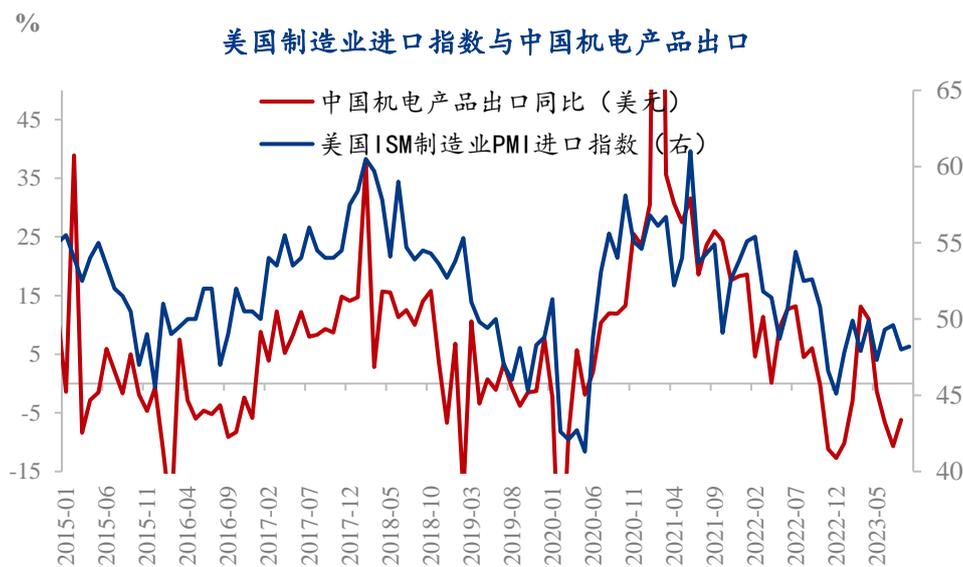
美国耐用品需求下滑。8 月美国耐用品订单表现平稳，或预示长期高利率下，需求已见顶回落。

图 16: 美国个人耐用品消费或已见顶



数据来源: Wind,兴证期货研究咨询部

图 17: 中国机电产品出口同比降幅略收窄

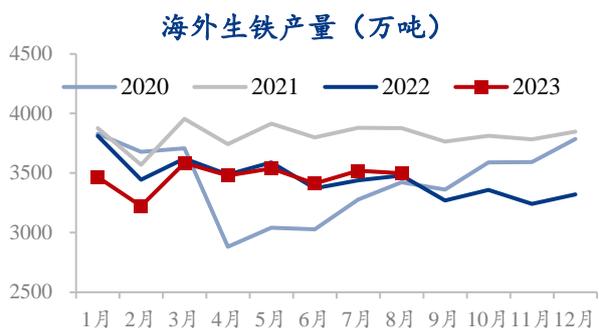


数据来源: iFind,兴证期货研究咨询部

直接出口仍有韧性。据海关数据,8月钢材出口828万吨,月环比大幅增加,1-8月累计出口5878万吨,同比增加1256万吨,年化出口将达到8800万吨。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,9

月出口量略高于 7 月，但不及 8 月。

图 18：海外铁水产量同比仍偏低



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 19：8 月出口大幅增加



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

## 2.4. 成材库存高企，需要减产平衡供需矛盾

9 月铁水产量不降反增，粗钢供应压力较大。据钢联统计 247 家钢厂样本，预计 9 月铁水产量环比 8 月减少 149 万吨至 7452 万吨，日均铁水产量环比上升 3.2 万吨/天至 248.4 万吨/天，1-9 月累计同比增加 3553 万吨。根据该样本推测，预计 9 月全国粗钢产量 9088 万吨，1-9 月累积同比增加 4369 万吨，粗钢供应压力进一步加大。

周期性的减产不可避免，但出口韧性仍存，暂不过度看空原料。自 2021 年粗钢平控开始，铁水产量变化已经形成了周期性规律，上半年春节后一般是增产周期，二三季度库存大概率会因为累积效应和节日等因素出现大幅增加，而下半年则需要 1~2 轮减产来平衡供需矛盾。当前，铁水已经长期保持在 240 万吨/日的高位水平，以及双节长假需求停滞影响，节后五大品种库存累积超 100 万吨，尤其是热卷和钢坯库存累积较快。目前钢厂盈利率快速下降，各品种都出现亏损，转产空间较小，已经满足减产的前置条件。由于主动减产是供大于求导致的亏损性减产行为，因此减产前中期必然触发负反馈，成材价格会跟随原料下跌，但即期利润扩张。不过，考虑到目前直接出口仍有韧性，宏观也暂未出现较大风险，参考今年前两轮减产幅度，暂时认为本轮减产幅度可能较浅，据钢联推演，预计 10 月 247 家钢厂高炉铁水产量 243 万吨/天，相较 9 月降幅并不是很大，因此对原料并不过度看空。

图 20：热卷社会库存压力较大



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

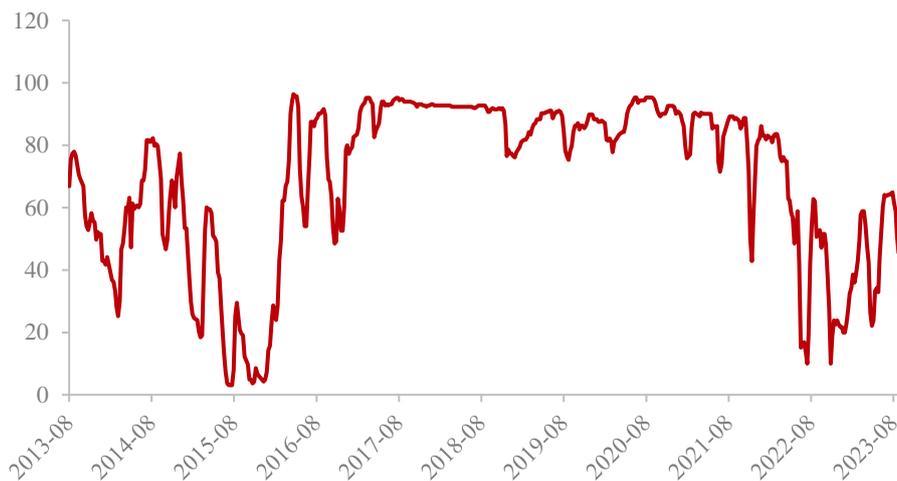
图 21：钢坯库存快速累积



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 22：钢厂盈利率大幅下滑

247家钢铁企业：盈利率 (%)



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

图 23：今年第三轮铁水减产开启



数据来源：Mysteel，兴证期货研究咨询部

### 三、总结

展望 10 月，宏观上存有一定的不确定性，主要是海外形势；国内将加快放专项债，但可以预见内需已经见顶。产业层面供需一看直接出口情况，二看新一轮的减产幅度。当前情况符合上月的判断，即亏损减产成为市场主要矛盾之一，由于是主动型亏损减产，在减产过程的前中期，成材将跟随原料下跌，但即期利润扩张。

不过鉴于钢材直接出口韧性仍存，本轮减产可能只是类似今年前两次的浅度减产，铁水降幅或较为有限，暂不过度看空原料。

### 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。