

2023 年 8 月 2 日 星期三

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

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

7 月受益于政治局会议释放的利好提振，黑色系集体走强，而粗钢平控又导致品种间的分化，卷螺差和螺矿比明显扩大。

展望后期，8 月宏观焦点还在于国内，超大特大城市城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、重点城市放开限购等政策落实情况对黑色有一定积极意义。而产业层面，需求端主要关注买单出口能否延续，供给端则是粗钢平控政策能否落地执行。

总而言之，短期黑色上涨的驱动尚不强，但基本面也没有明显矛盾。如果粗钢平控迟迟不落地，铁水上行将使得产业逻辑重回原料推涨成材，直到成材累库负反馈；如果平控开始执行，则材强矿弱。近期高频数据显示，成材库存正在加速累积，即使不政策压减，市场也会施压产量。

风险提示

钢材出口下滑；粗钢平控落地执行。

报告目录

一、7月回顾.....	4
1.1. 价格表现：7月整体偏强，品种走势分化.....	4
1.2. 运行逻辑：宏观预期转好，平控得到证实.....	5
二、7月展望.....	5
2.1. 美联储对后期加息模棱两可.....	5
2.2. 政治局会议释放利好，但基建和地产现实走弱.....	6
2.2.1. 基建投资增速仍受资金紧张压制.....	6
2.2.2. 房屋销售和土地成交低迷，重点城市限购政策或放宽.....	8
2.3. 官方制造业 PMI 回升；买单出口已无利润，直接出口或下滑.....	9
2.4. 粗钢平控决定基本面变化.....	11
2.4.1. 平控导致粗钢供需缺口将由进出口调节.....	11
2.4.2. 平控对铁矿石是较大的利空.....	12
三、总结.....	13

图目录

图 1：螺纹钢价格偏强.....	4
图 2：卷螺差快速扩大.....	4
图 3：2401 合约螺矿比扩大.....	4
图 4：焦炭提涨 3 轮落地.....	4
图 5：9 月维持利率不变概率较大.....	6
图 6：建筑业 PMI 超预期下行.....	7
图 7：土地出让金规模锐减.....	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回升.....	10
图 17: 美国制造业进口指数与中国机电产品出口有所分化.....	10
图 18: 海外铁水产量仍较低.....	11
图 19: 净出口开始下滑.....	11
图 20: 上半年粗钢产量增幅明显.....	12
图 21: 随着唐山复产, 铁水或重新上行.....	13
图 22: 港口库存仍在下降.....	13

一、7月回顾

1.1. 价格表现：7月整体偏强，品种走势分化

7月黑色系整体偏强，但品种走势开始分化，卷螺差和远月螺矿比扩大。

现货方面，截止7月31日，螺纹钢指数月环比上涨0.8%，热卷指数上涨4.7%；原料铁矿指数上涨1.1%，焦煤指数上涨16.6%，焦炭指数上涨9.9%，废钢指数上涨2.6%。

期货方面，螺纹主力上涨3.4%、热卷上涨6.8%，铁矿上涨2.3%，煤焦分别上涨8.2%、7.4%。

现货卷螺差从60元/吨扩大到200元/吨左右，期货卷螺差最高扩大至266，远月01合约螺矿比从4.8扩大到5.2。

图 1：螺纹钢价格偏强



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 2：卷螺差快速扩大



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 3：2401 合约螺矿比扩大



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 4：焦炭提涨 3 轮落地



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

1.2. 运行逻辑：宏观预期转好，平控得到证实

7 月的主要交易逻辑有两个，一是国内政治局会议释放利好、提振信心，A 股房地产和钢铁板块大幅上涨，黑色系期货整体上行；二是唐山环保限产，叠加平控文件面世，品种走势初显分化。

国内政治局会议释放利好、提振信心，A 股房地产和钢铁板块大幅上涨，黑色系期货整体上行。首先，7 月美联储加息已经被计价，对市场扰动较小。其次，7 月宏观焦点集中在下旬的政治局会议，虽没有强力刺激政策，但也有超预期的城中村改造等地产政策，提振了市场信心，A 股房地产和钢铁板块大幅上涨，黑色系整体上行。

唐山环保限产，叠加平控文件面世，品种走势初显分化。首先，唐山环保限，247 家钢厂日均铁水产量从 247 万吨降至 241 万吨，缓解了成材淡季累库的压力。其次，平控消息从大型国企钢厂得到证实，月末第一份官方平控文件面世，品种走势初显分化，卷螺差和远月 01 合约螺矿比快速扩大。

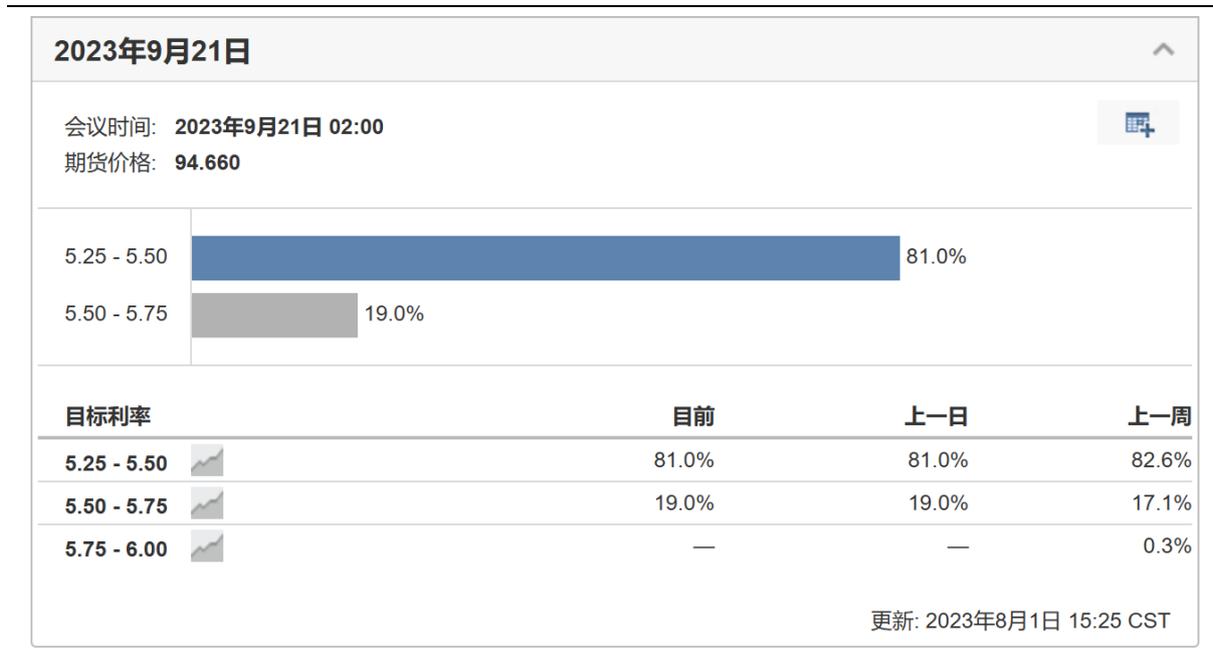
二、7 月展望

2.1. 美联储对后期加息模棱两可

7 月加息后美联储态度模棱两可，9 月停止加息概率较大。首先，7 月美联储如期加息 25BP，联邦基金利率达到了 5.25%-5.5%，关于未来加息前景，鲍威尔认为，目前尚未对未来的加息作出任何决定，最近的数据总体上与预期相符，将根据未来的数据判断是否进一步加息。其次，近几个月美国核心通胀数据下行、就业增速放缓，市场普遍认可 9 月不会加息，据 CME 的美联储观察，年内维持前利率区间概率较大，再加息一次的概率大约二成左右。因此，如果美国经济数据保持良性走势，在不衰退的情况下驯服通胀，对大宗可能是相对利好。

欧洲制造业 PMI 刷两年新低。欧元区 7 月服务业 PMI 初值 51.1，为今年以来低点，制造业 PMI 初值 42.7，为 38 个月低点，均低于市场预期。其中德国制造业已经低于 40，录得 38.8。欧洲制造业的 PMI 持续下行，一方面加大了全球经济衰退风险，但另一方面也使得中国出口，尤其是钢材出口的替代性需求增加。

图 5：9 月维持利率不变概率较大



数据来源: investing

2.2. 政治局会议释放利好，但基建和地产现实走弱

首先，在与钢铁相关板块，政治局会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费。其次，要更好地发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用，制定出台促进民间投资的政策措施。再次，提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，一方面市场认为部分符合条件的一线和重点二线城市可能会适度取消限制性购房政策；另一方面，“积极推动城中村改造”、“平急两用”公共基础设施建设。

总结来看，政治局会议没有强力的刺激政策，但扩内需和城中村改造等提振了市场信心，对黑色板块算是一种利好。

2.2.1. 基建投资增速仍受资金紧张压制

首先，政治局会议中提出的“发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”和推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设对基建具有正向引导意义。据财联社，近期监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。从发行看，截至 7 月 31 日，今年用于项目建设的专项债共发行 2.36 万亿，意味着后续

还有 1.34 万亿额度待发行。如果按照 9 月底之前发完的要求计算，意味着 8 月、9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右，可能在四季度转化为实物工作量。其次，7 月房地产土地成交非常低迷，土地出让金累计同比降幅高达 21%，表明基建仍将受到资金限制。最后，统计局数据显示，6 月狭义基建投资同比增速为 7.2%，较上月进一步放缓，广义基建投资同比增速 10.71%，环比回升。后续来看，基建增速能否回升主要还是看政策落地情况，如果没有新增的资金注入，光靠捉襟见肘的地方财政，基建增速可能还会进一步放缓。

相关指标验证基建用钢需求放缓。据统计局，7 月建筑业 PMI 增速超预期下行；据钢联调研，6 月全国开工项目投资 2.28 万亿，同比偏低；6 月小松挖掘机开工小时数为 91，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，兴证期货研发部

图 7：土地出让金规模锐减



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：全国开工项目资金同比下滑



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 9：基建用水泥直供量同比下滑



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 10：小松挖掘机开工时长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：工程机械销量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2. 房屋销售和土地成交低迷，重点城市限购政策或放宽

7月房屋销售低迷。据中指研究院，2023年1-7月，TOP100房企销售总额为39944.0亿元，同比下降4.6%，增幅相比上月下降4.7个百分点；7月单月销售额同比下降34.1%，环比下降33.8%；TOP100房企权益销售额为27395.5亿元，权益销售面积为16137.8万平方米。此外，销售额千亿级房企数量较去年不变，较前年减少一半，百亿级房企较去年减少了6家，较前年减少了51家，足以说明整个行业正逐渐萎缩。

企业融资同比降28.6%，属于历史低位。据克而瑞，2023年6月80家典型房企的融资总量为460.82亿元，环比增加45.8%，同比减少28.6%，环比虽然有所回升，但是仍然处于近年来的较低水平。

土地成交同比降幅较大。据中指研究院，2023年1-7月，TOP100企业拿地总额6946亿元，拿地规模同比下降13.4%，降幅较上月扩大3.2个百分点。其中，央国企仍是拿地主力，但城投托底拿地力度减少，民营企业拿地积极性较上一年增长明显。

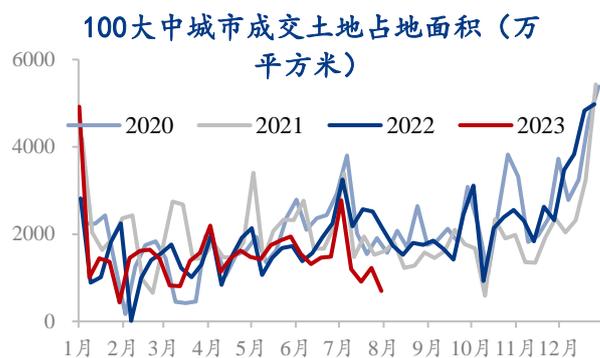
从高频数据来看，7月销售和拿地很低迷，行业面临较大的下行风险，根据政治局会议精神，后期一、二线重点城市可能放开限购从而刺激需求，例如近期浙江《关于高质量推进户籍制度改革的通知》提到，杭州市城区要取消落户名额限制。

图 12：房屋销售低迷



数据来源：Wind，兴证期货研发部

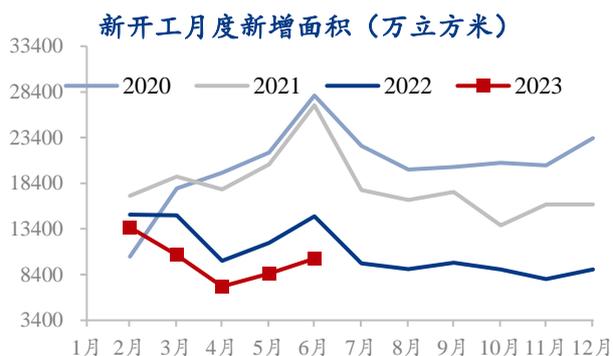
图 13：土地成交同比降幅较大



数据来源：Wind，兴证期货研发部

用钢相关指标，统计局数据，6月新开工和施工面积同比降幅分别为31.4%、30.3%，累计同比降幅分别为24.9%、6.7%，降幅较上月扩大；混凝土产能利用率同环比皆负增长，下半年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，兴证期货研发部

图 15：混凝土产能利用率低位



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

2.3. 官方制造业 PMI 回升；买单出口已无利润，直接出口或下滑

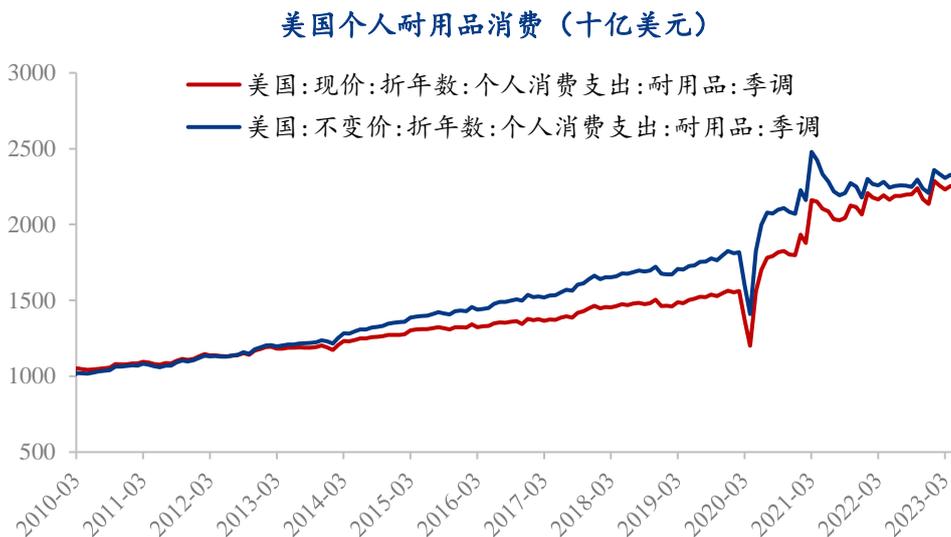
官方制造业 PMI 环比回升，但仍处于荣枯线之下。国家统计局数据显示，7月我国制造业 PMI 指数为 49.3，环比上升 0.3 个百分点，但已经连续 4 个月落入荣枯线下方，其中新订单指数 49.5%，新出口订单指数 46.3%，表明近月出口边际减弱。此外，本月财新制造业 PMI 指数也落于 50 以下，为 49.2。

根据政治局会议提到的“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，提振汽车、电子产品、家居等大宗消费”，日前江西已经率先发行了 1 亿元消费券，分别为汽车

消费券、家电消费券、餐饮消费券、家具消费券。

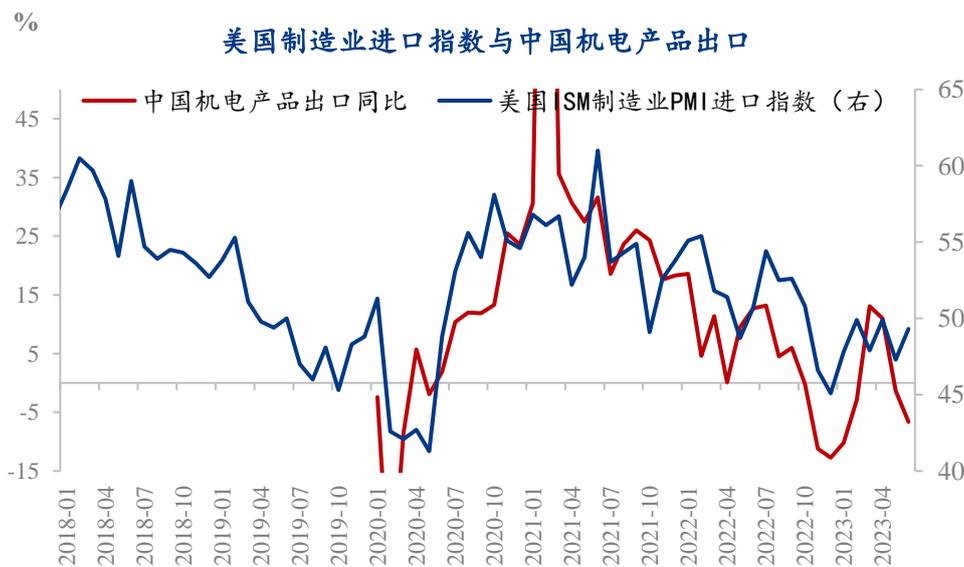
美国经济强劲，耐用品需求回升。近几个月美国经济数据超预期，6月美国个人耐用品消费环比回升，ISM新进口订单环比上行，而我国机电产品出口下降6.6%，与之有所分化。

图 16：美国个人耐用品消费环比回升



数据来源：iFind, 兴证期货研发部

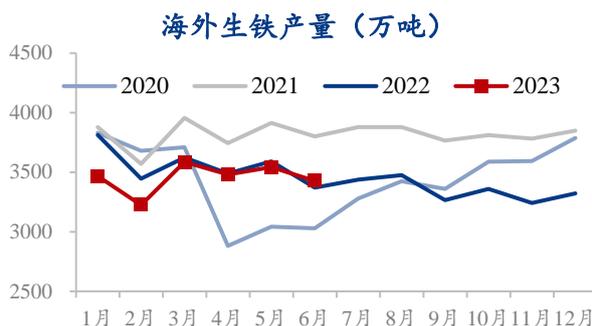
图 17：美国制造业进口指数与中国机电产品出口有所分化



数据来源：iFind, 兴证期货研发部

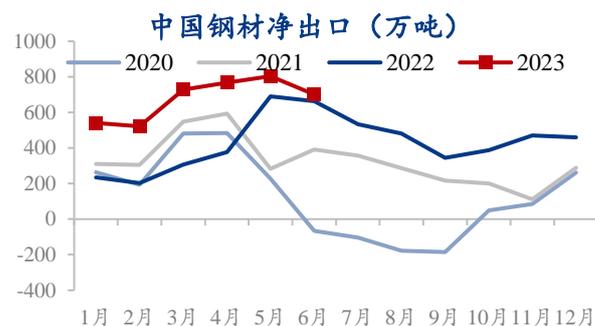
随着海外降价，国内涨价，内外价差缩小，买单出口已无利润。直接出口方面，根据 SMM 高频数据，预计 7 月出口仍保持 720 万吨左右的高位水平，环比略降。但从价差来看，由于近期国内价格上涨，而国外降价，内外价差缩小导致买单出口已无利润，8 月出口可能会有明显的减量。

图 18：海外铁水产量仍较低



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 19：净出口开始下滑



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

2.4. 粗钢平控决定基本面变化

粗钢平控之所以重要是因为它将改变接下来全行业的供需格局。首先，当前钢铁行业供需是大体平衡的，主要是因为通过基建、制造业和买单出口，把今年大幅增加的铁矿石和焦煤全部消化，其中出口是主要增量。其次，如果没有强制政策，随着唐山高炉复产，247 家钢厂日均铁水产量势必再回前高，然后成材慢慢累库直到下一轮负反馈。再次，如果严格执行平控或者按照 2022 同比减 4000 万吨，粗钢供需或出现一定缺口，但原料将大幅累库。

2.4.1. 平控导致粗钢供需缺口将由进出口调节

压减会导致四季度粗钢和铁水供给出现较大的降幅：

(1) 以统计局/中钢协的数据，上半年粗钢产量 53564 万吨，同比增加 876 万吨（与累计增幅 1.3%稍有差距），铁水产量 45156 万吨，同比增加 1264 万吨。统计局/钢协口径上半年粗钢增量并不多，下半年同比减 876 万吨即可，铁水增量高于粗钢增量主要是弥补了废钢的减量。但去年 7 月全国钢厂主动减产，导致基数非常低，而今年 7 月中上旬中钢协日均粗钢产量 298.5 万吨、日均生铁产量 250 万吨，考虑近期减产，预估 7 月粗钢产量 9100 万吨，1-7 月合计 62700 万吨，粗钢累计同比增量将高达 1780 万吨。假设从 8 月开始立即减产，8-12 月日均粗钢产量将降至 252 万吨。

图 20：上半年粗钢产量增幅明显



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

(2) 以钢联口径, 2022 年粗钢产量 101830 万吨, 略高于统计局口径, 2023 上半年粗钢产量 53537 万吨, 累计同比增量 1892 万吨, 增幅显著高于官方口径。预估 7 月粗钢 9304 万吨, 日均 300 万吨, 则 1-7 月粗钢产量合计 61743 万吨, 同比增加 3265 万吨。在该口径下, 要想达到平控, 8-12 月日均粗钢产量理应降至 262 万吨。7 月 247 家日均铁水产量 244 万吨, 预估 7 月铁水产量 7565 万吨, 1-7 月累计 50541 万吨, 同比增加 2678 万吨。如果铁水也平控, 8-12 月日均铁水理应降至 212 万吨; 如果只是粗钢平控, 则铁水产量可以同比略增加以弥补废钢的减量 (粗略估计同比减 1000 万吨), 8-12 月日均铁水理应为 219 万吨, 较 7 月末有 20 万吨/天的下降空间, 降幅还是相当大的。

细分到品种, 热卷将强于螺纹。主要是因为今年螺纹供需双低, 而热卷增产幅度较大, 据钢联的数据, 2023 年热卷产量预估 2.7 亿吨, 螺纹钢预估 2.62 亿吨, 热卷产量已经超过螺纹, 成为了第一大钢材品种。如果下半年限产, 首当其冲的将是热卷, 而热卷需求又相对螺纹稳定, 因此现货卷螺差已经扩大到了 200 元/吨左右。

如果压减下导致供需出现缺口, 则进出口将起到主要调节作用, 可以预见钢材的直接出口将大幅下滑, 而钢坯可能从净出口变为净进口。由于海外钢厂产能仍在, 只是生产积极性不高, 从而导致市场份额被国内“挤占”, 如果海外刚需仍存, 或“迫使”海外钢厂复产。

2.4.2. 平控对铁矿石是较大的利空

同理, 在没有平控的限制下, 当前铁矿石是供需偏紧的, 港口库存能保持去化, 随着唐山高

炉复产，铁水有重回高位的可能。但是，如果平控开始执行，铁矿石的供需将从偏紧转为过剩，据钢联的推演，从8月开始平控，8-12月日均铁水产量将从235万吨一路降至210万吨。而铁矿石供应端仍有一定的同比增量，年底港口库存会累积到1.52亿吨，对铁矿是重大利空，对应的2401合约螺矿比值在持续扩大。

图 21：随着唐山复产，铁水或重新上行



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 22：港口库存仍在下降



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

三、总结

7月受益于政治局会议释放的利好提振，黑色系集体走强，而粗钢平控又导致品种间的分化，卷螺差和螺矿比明显扩大。

展望后期，8月宏观焦点还在于国内，超大特大城市城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、重点城市放开限购等政策落实情况对黑色有一定积极意义。而产业层面，需求端主要关注买单出口能否延续，供给端则是粗钢平控政策能否落地执行。

总而言之，短期黑色上涨的驱动尚不强，但基本面也没有明显矛盾。如果粗钢平控迟迟不落地，铁水上行将使得产业逻辑重回原料推涨成材，直到成材累库负反馈；如果平控开始执行，则材强矿弱。近期高频数据显示，成材库存正在加速累积，即使不政策压减，市场也会施压产量。

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。