



让衍生品成为
新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可[2015]75号

作者：陈为昌

黑色研究团队

陈为昌 Z0019850
李海蓉 Z0015849
张中驰 F03103926
郭瑞荣 F03121024

报告日期：2024/3/28

房地产复苏落空 警惕螺旋式下跌

摘要

今年以来国内仍然处于偏宽松的货币环境，但充裕的流动性并未在企业投融资层面得到体现，货币存在空转现象，价格指数显示面临一定通缩风险，政策对应亦有一定调整，M2 增速逐渐下降。两会释放出今年的经济政策仍然以稳为主，房地产市场预计以化解风险为主要工作内容，强刺激政策不会出台。同时“万亿国债”，“三大工程”等政策将以基建为抓手扮演需求的托底角色。

当前钢材的低产量是在弱需求、低利润下的无奈之举，对盘面的支撑作用较为有限。而产量的低迷势必影响炉料需求，目前铁水日产量在 220 万吨附近徘徊，对比去年同期的 240 万吨减量非常明显。铁矿石港口库存目前已达 1.45 亿吨，钢厂复产继续推迟，铁矿石库存或继续累积。

今年春节后黑色系就进入了地产复苏预期落空的交易逻辑，从价格来看，这一逻辑似乎已交易的比较充分，但不能排除房地产形势进一步走弱的风险。当前及后期需要重点关注的是与去年二季度类似的成本坍塌逻辑，目前铁矿石库存持续上升，焦炭已七轮提降，焦煤进口仍在高位，炉料端压力不断显现。对于后市行情，我们认为利空因素仍然强于利多，二季度仍然维持偏弱走势，四五月份黑色行情或仍有一跌，之后将逐渐企稳。来自炉料端的扰动因素会上升，导致行情反复增多，交易难度增加。可适当关注结构性机会，如钢厂利润修复需求下品种间套利机会。

风险与关注：宏观政策、房地产政策及实际表现、钢材出口、海外矿山发运情况、双焦供应端变化等

目录

第一章 宏观环境.....	2
1.1. 海外环境：下半年或进入加息周期.....	2
1.2. 国内宏观：投资意愿有待提升，政策以稳为主	3
1.3. 宏观小结	5
第二章 钢材基本面分析	6
2.1. 一季度钢材市场行情回顾.....	6
2.2. 钢材需求：地产形势仍旧严峻.....	7
2.3. 钢材供给：低利润下控产延续.....	13
第三章 二季度钢材行情展望	18

第一章 宏观环境

1.1. 海外环境：下半年或进入加息周期

2023 年以来，美国经济增长表现较为强劲，四季度 GDP 当季同比增长达 3.1%，增速继续上升。主要经济体中，印度增速较高，中国稳定在 4-5% 之间，美国表现强于欧洲。货币政策方面，中国 M2 增速虽有下降，但绝对水平相较其他国家仍然较高，国内宽松国外偏紧的状态延续。

图 1 全球主要经济体 GDP 增速 %

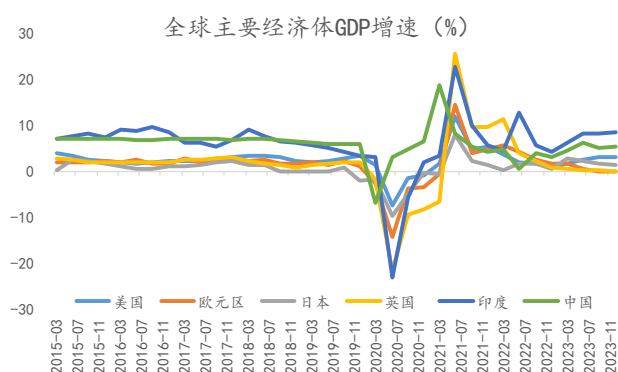
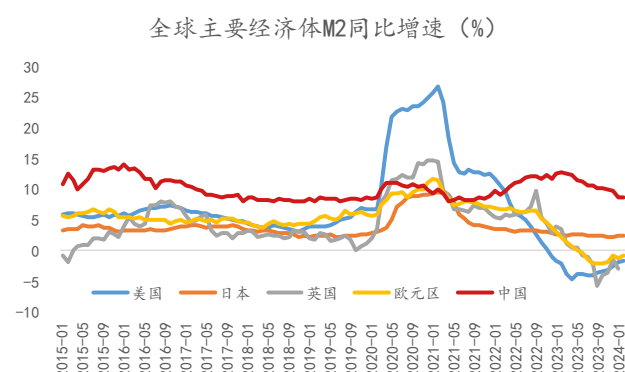


图 2 全球主要经济体 M2 增速 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

美国 2 月 PPI 有所上升，核心 CPI 仍在 3.8% 的较高位置，通胀压力仍在，降息或要到下半年才会发生。日本退出负利率，美元/日元走高。

图 3 美国 CPI 与 PPI %

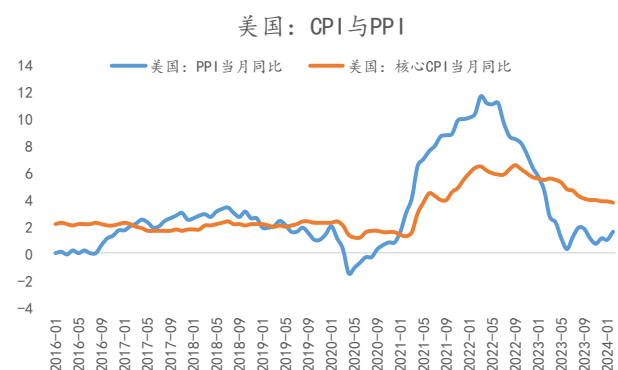
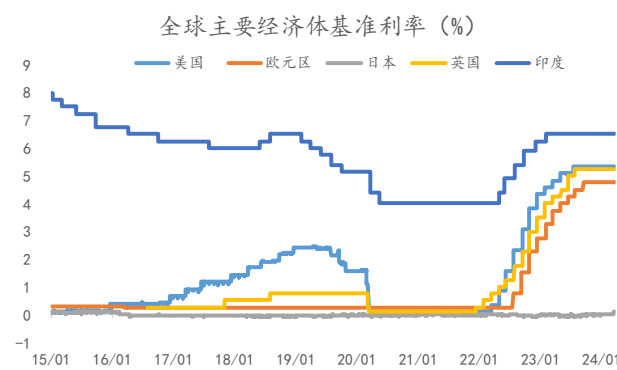


图 4 全球主要经济体利率 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

美国国债收益率继续维持较高水平，而国内随着利率调降，国债收益率今年以来持续下行，中美利差重新扩大。人民币汇率基本稳定，近期在 7.1 附近，变化不大。

图 5 中美国债收益率 %

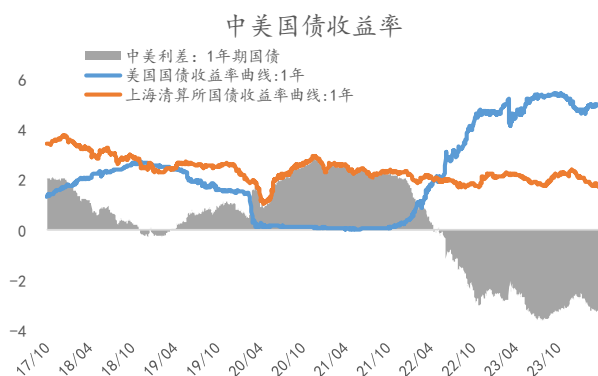


图 6 人民币汇率



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

1.2. 国内宏观：投资意愿有待提升，政策以稳为主

货币方面，M2 同比增速自去年年初的 12.6% 持续下降，2 月为 8.7%，与 1 月持平，M2-M1 剪刀差 7%。从 M2 看，边际上增速不断回落，但绝对水平仍然不低。通常 M2 的增加会同步提升社会融资增速，但 2021 年四季度以来的明显的宽松举动下，社融增速反而不断下降，社融-M2 剪刀差进入长期负值区间，显示企业融资、投资强度仍然疲弱。

去年二季度以来，企业新增贷款同比增速持续处于负值及零值附近区域，表明整体投融资状态仍然较为低迷。这一方面可能是企业投资意愿尚未恢复，另外在整体经济不确定性增强的背景下，或许与金融机构对于贷款的发放更加谨慎有关。

对于房地产企业的融资困境，虽然相关部门出台了一系列政策，要求加快加大对部分企业的支持力度，但从实际情况看，落实环节仍然存在一定问题。

图 7 中国 M2-M1 %

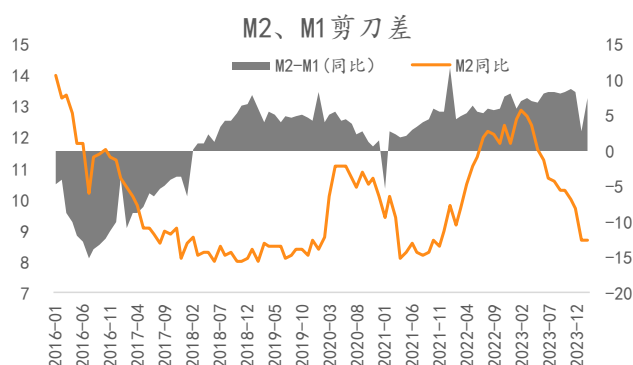
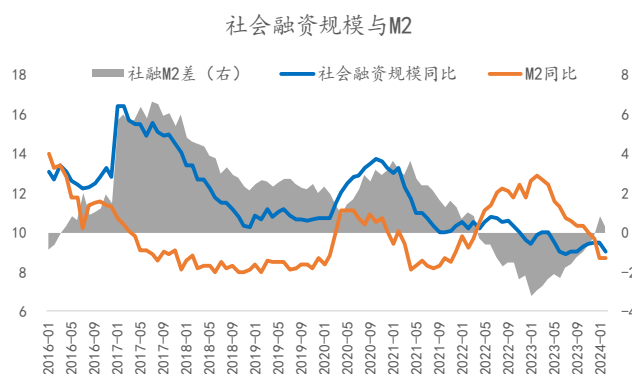


图 8 中国社融增速 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

固定资产投资方面，数据出现了一些积极的变化，2 月份总体固定投资增速为 4.2%，较去年的 3% 有所上升。其中制造业投资增速 9.4%，较去年的 6.5% 增加 2.9%，增幅较大。基建投资增速为 8.95%，较去年上升 0.71%。房地产投资增速为 -7.5%，仍在负值区间，但较去年收窄 0.6%。

图 9 贷款增速 %

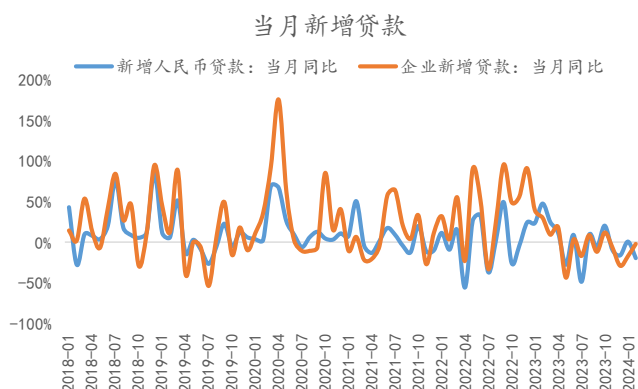
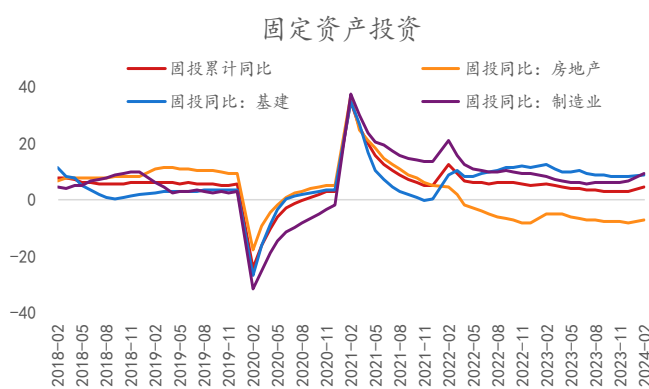


图 10 固定资产投资同比 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

价格指数方面，PPI 在去年年中到达低点，之后逐渐回升，2 月份为 -2.7%，仍处于负值区间。CPI 去年四季度进入负值区间，2 月份转正为 0.7%，背后恐怕与春节因素关系较大。总体上 PPI 与 CPI 均处于较弱的状态，国内面临一定的通缩压力。

制造业 PMI 指数自 2022 年 3 月份以来便经常进入 50% 荣枯线下方，生产活动处于收缩状态，2 月制造业 PMI 为 49.1%，经济活力仍显不足。建筑业 PMI 低位运行，钢铁行业 PMI 总体稳定。

图 11 PPI 与 CPI %

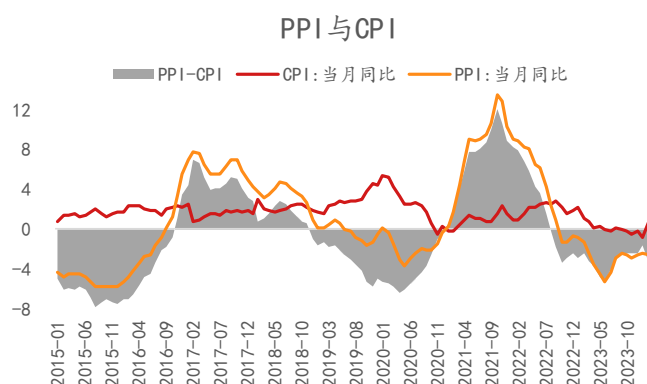
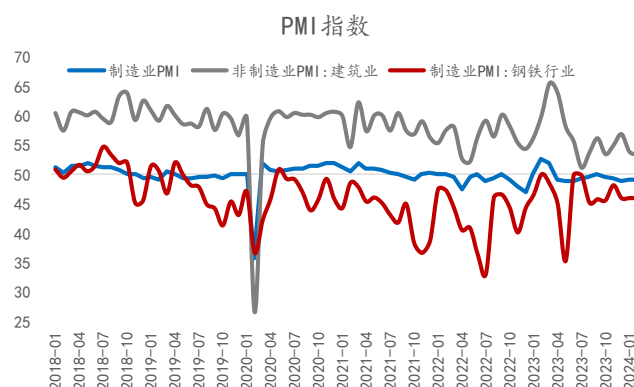


图 12 PMI 指数 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

1.3. 宏观小结

今年以来海外整体仍然表现为高利率、紧货币、降通胀的环境，美国 CPI 及 PPI 仍然相对较高，降息仍然预计在下半年才会发生。同时国际地缘政策事件频发，俄乌战争延续，红海危机、巴以冲突均表明当前国际环境日趋复杂，地缘政策风险上升。受此影响，黄金、白银等避险资产持续走高。

国内总体维持了偏宽松的货币环境，但充裕的流动性并未在企业投融资层面得到体现，货币存在空转现象，价格指数显示面临一定通缩风险，政策对应亦有一定调整，M2 增速逐渐下降。两会释放出今年的经济工作仍然以稳为主，房地产市场预计以化解风险为主要工作内容，强刺激政策不会出台。同时“万亿国债”，“三大工程”等政策将以基建为抓手扮演需求的托底角色。

第二章 钢材基本面分析

2.1. 一季度钢材市场行情回顾

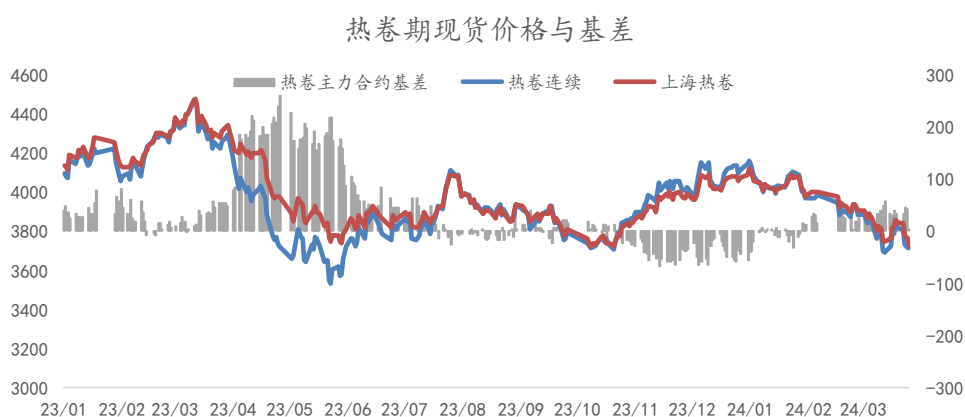
春节前，钢材期货整体仍处于去年 11 月中旬以来的高位震荡区间，市场仍对房地产市场报有复苏预期，但去年四季度开始的万科债务风波仍未解决，房企融资困境成为钢材需求预期的一大隐忧。

图 13 螺纹钢期现货价格与基差



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

图 14 热卷期现货价格与基差



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

此时炉料端双焦已有转弱迹象，焦煤进口持续放量背景下期货价格不断走低并进入下行通道。而铁矿仍受益于相对健康的供需关系，表现偏强。

通过对历年春节后走势的统计，我们已经发现节后下跌概率较高。两会释放出的今年经济政策信号仍然以“稳”为主，强刺激政策期待落空。同时建材成交、房地产销售、土地成交数据持续低迷，市场信心愈发低迷，价格加速回落。在此过程中，焦炭出现六轮提降，铁矿石库存持续累积并超过去年年初高点，炉料端压力不断增加，钢厂利润虽有好转，但行情下跌过程中改善幅度有限，多地钢协、钢厂发布限控产措施或倡议，市场处于供给需求双弱局面。

螺纹与热卷基差波动幅度有限，多数时间在平水附近。市场走势较弱背景下二者均出现了数量可观的交割。

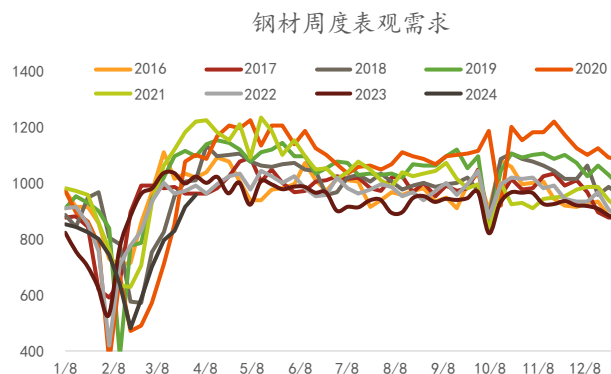
2.2. 钢材需求：地产形势仍旧严峻

根据统计局月度数据进行推算，今年 1-2 月国内粗钢表观消费下降约 2.6%。根据 mysteel 周度数据进行推算，截至 3 月底，五大材累计表观消费同比下降 10.6%。由于五大材数据中建材占比相对较高，建材消费下降带来的影响相对更大。但从周度数据可以看出，今年下游需求恢复速度明显慢于往年。

图 15 粗钢年度表观消费



图 16 钢材周度表观消费



数据来源：iFind、Mysteel、中辉期货研究院

从分品种的消费数据看，螺纹钢表需累计同比降 26%，包含线材的建材表需累计同比下降 30%。热卷表需同比持平，包含冷卷、中厚板的卷板合计表需亦持平。在房地产形势持续低迷的背景下，建材类消费恢复明显滞后，处于历年同期低位。卷板需求相对稳定，已回升至同期正常水平。

图 17 五大材周度需求

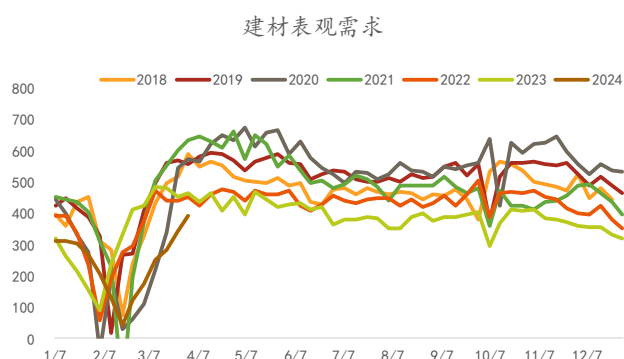
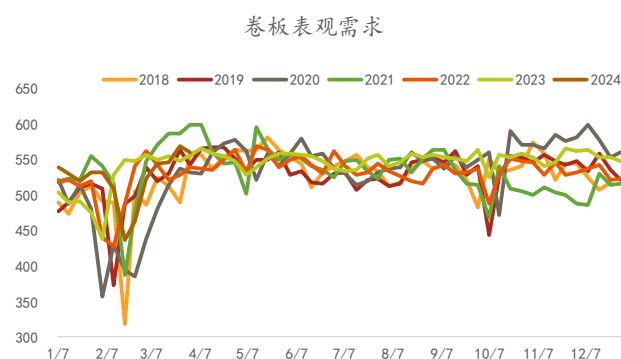


图 18 五大材累计消费



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

2.2.1 房地产：疲弱态势加深

截至今年 2 月，房地产开发投资累计 1.18 万亿元，同比减少 9%，跌幅较去年有所收窄。新开工面积累计同比下降 31%，降幅进一步扩大，去年低迷的土地成交开始影响新开工数据，房地产投资开发力度疲弱。房企土地购置费累计同比下降 5.9%，去年全年为下降 5.5%，降幅仍在扩大。竣工面积累计同比下降 20%，主要受去年“保交楼”政策下的高基数影响。

图 19 房地产同比数据 %

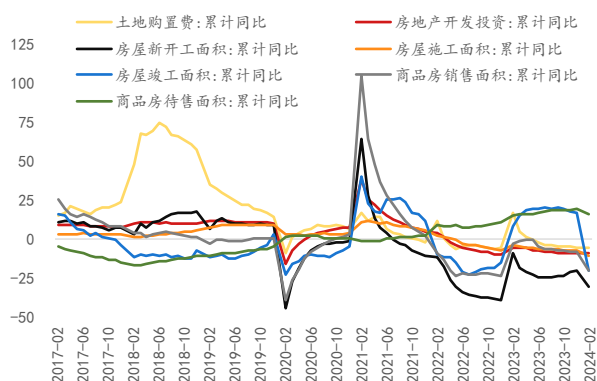
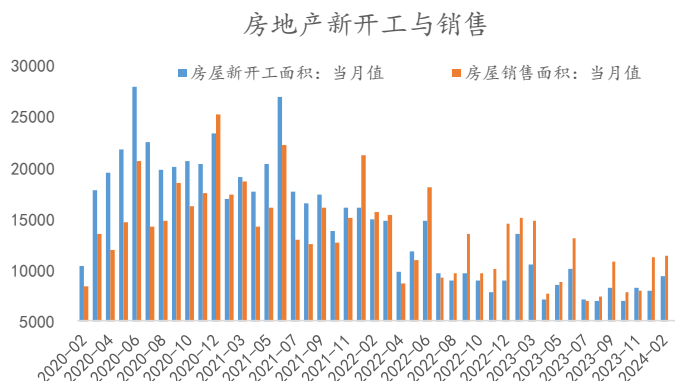


图 20 当月新开工与销售面积 万平方米



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

1-2 月房地产销售面积累计同比下降 20%。去年地产销售出现“小阳春”，今年力度明显更弱，居民购房意愿/能力下降，这又影响了房企资金回笼。从房企资金来源看，1-2 月房地产企业开发资金累计同比下降 24%，其中国内贷款下降 10%，自筹资金下降 15%，按揭贷款下降 37%，印证了销售端的困难。

侧面看，1-2 月平板玻璃产量同比增 7.7%，由于玻璃为产业链的后端需求，这或许与去年较高的地产竣工量有关。而水泥生产持续疲弱，1-2 月同比下降 1.6%，显示建筑领域需求仍然未出现转变。

图 21 房企融资 亿元、%

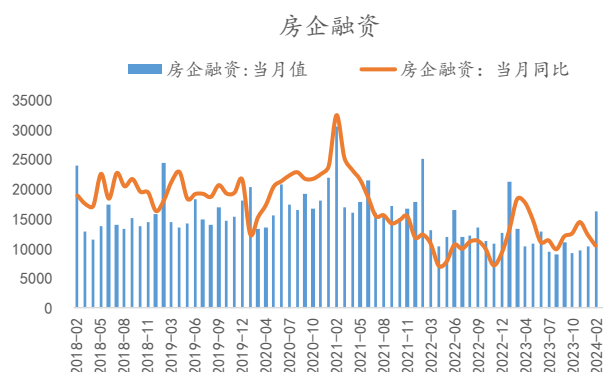
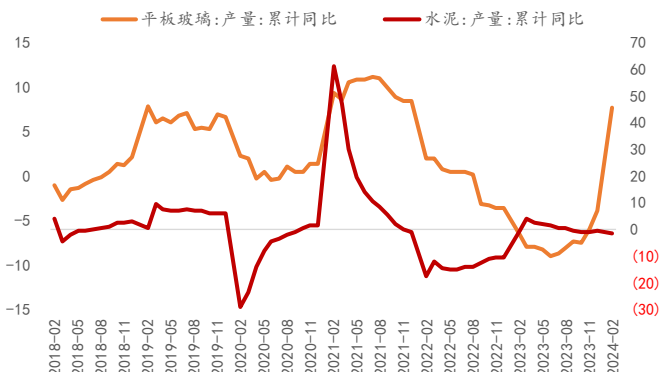


图 22 玻璃/水泥产量同比 %



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

长期角度，中国居民部门杠杆率在 2020 年升至 60% 以上后便停滞不前，参考其他发达国家情况，国内居民部门继续加杠杆的空间已非常有限。政府部门杠杆率持续上升，目前已升至 81.2%。

图 23 政府与居民杠杆率 %

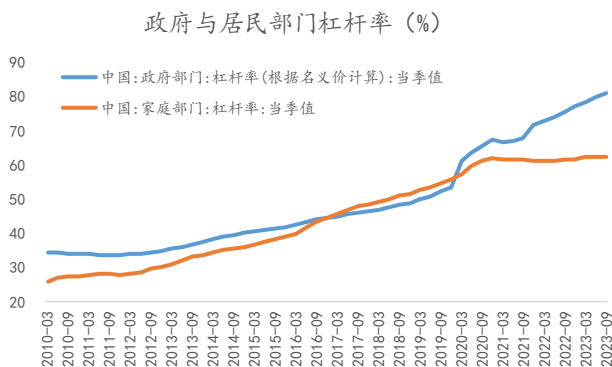
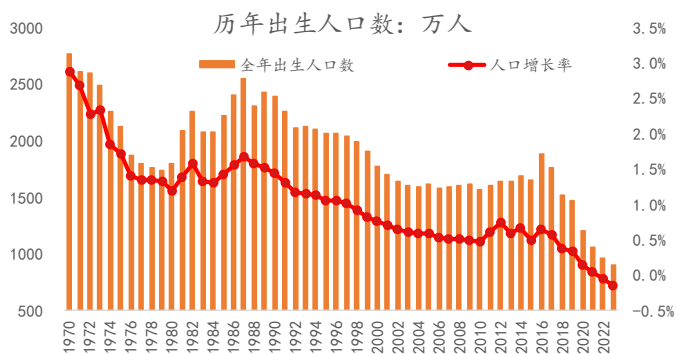


图 24 人口数据 万人、%



数据来源：iFinD、Mysteel、中辉期货研究院

人口是决定房地产长周期的关键因素，2023 年全国人口继续下降 0.15%，较 2022 年的 -0.06% 降幅进一步扩大。出口人口 902 万，较 2022 年的 956 万继续下降。出生人口的加速下降，对居民购房预期产生消极影响。长期角度看，房地产快速发展的时代已经过去，房地产开发大潮的消退将对钢材需求以及钢材消费结构产生长期影响。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/935124233231011132>