

宏观预期落地钢材市场逻辑回归基本面

马玉琪

9月下旬以来由宏观预期驱动的市场交易逻辑告一段落。2024年美国大选结束，担忧特朗普上台后对内减税、对外加关税等政策主张将对我国产品出口贸易形成一定冲击。外需走弱预期下，市场对于国内财政政策加码提振内需的预期则更加走强。随着近期的会议政策内容公布，黑色市场迅速降温，钢材现货逻辑回归基本面。

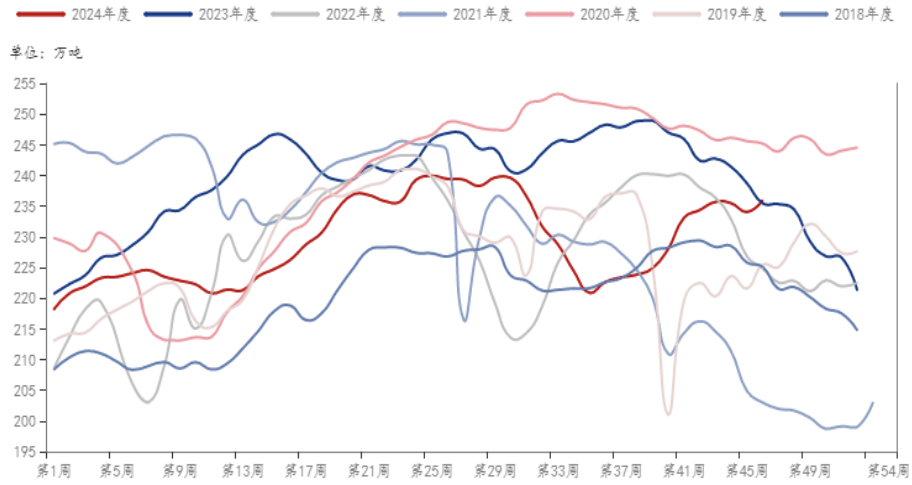
一、钢厂复产有所放缓，钢材产量有见顶回落迹象

根据国家统计局最新数据，10月钢材产量有所增长。10月份我国粗钢产量8188万吨，同比增长2.9%；1-10月粗钢产量85073万吨，同比下降3.0%。10月份生铁产量7026万吨，同比增长1.4%；1-10月生铁产量71511万吨，同比下降4.0%。10月份钢材产量11941万吨，同比增长3.5%；1-10月钢材产量116484万吨，同比增长0.5%。

高频数据上，铁水产量维持在高位水平。11月中旬全国247家钢厂日均铁水产量235.94万吨，环比增1.88万吨。建材产量微增，螺纹产量233.94万吨，环比增0.23万吨，仍处于近五年低位，增量主要来自长流程，短流程产量小降。板材整体复产偏慢，产量环比回落，但处于历史中高位水平。其中热卷产量308.5万吨，环比降3万吨，冷卷产量84.8万吨，环比增0.7万吨，中厚板产量143.8万吨，环比增2.7万吨。伴随着近期钢厂利润的大幅回落，铁水产量或阶段性见顶回落。

图 1:247 家样本钢厂铁水产量

247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）



资料来源：五矿经研院，MYSTEEL（下同）

图 2：螺纹钢产量季节性走势

螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量：中国（周）

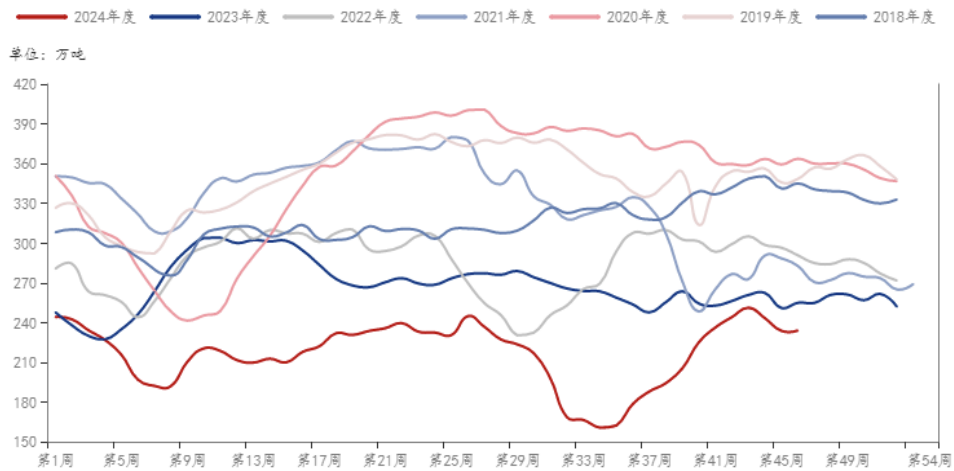
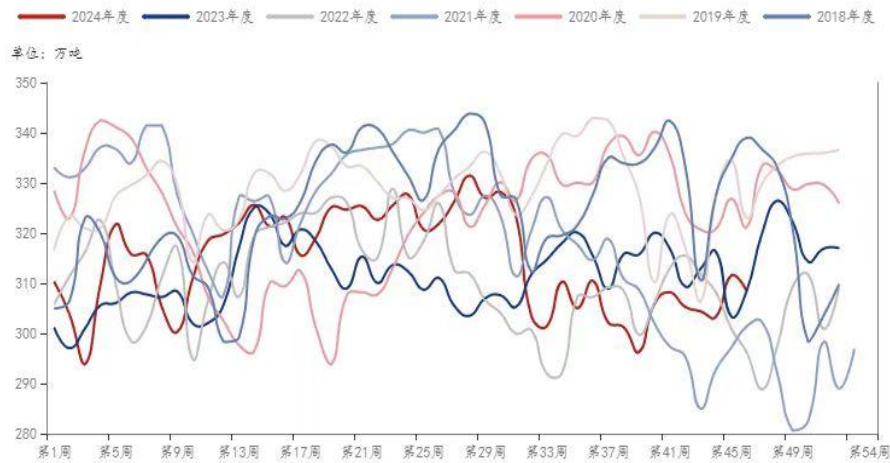


图 3：热卷产量季节性走势

热轧板卷：钢铁企业：实际产量：中国（周）



二、建材需求边际走弱，板材仍有较强韧性

宏观政策初见成效，11月中旬螺纹周度表观消费 230.84 万吨，小增 2.25 万吨，但全国建材成交周均 11.18 万吨，小降 1.81 万吨，仍处于历史同期低位。下游地产成交未能延续之前的放量，拿地和商品房销售数据均有所回落。当前资金及部分地区赶工对螺纹消费仍有一定支撑，但随着天气转冷，建材需求边际走弱，北方地区部分工地开始停工，需求季节性越加明显。

板材消费维持在中高位水平，需求持稳。热卷表观消费 317.5 万吨，小降 1.5 万吨；冷卷表观消费 90.7 万吨，小降 0.8 万吨；中厚板表观消费 145.5 万吨，小增 0.7 万吨。三季度板材出口交货量创近五年新高，目前仍在高位波动，短期板材需求有较强支撑。

图 4：螺纹钢表观消费季节性走势

螺纹钢：消费量：中国（周）

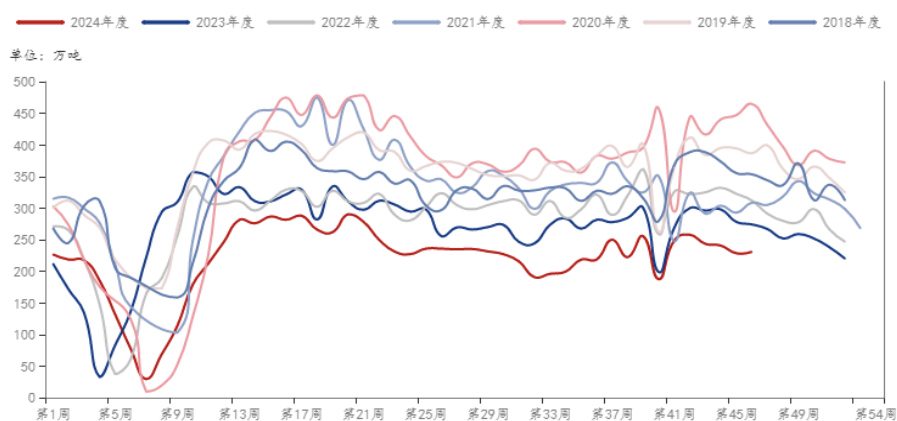


图 5：螺纹钢表观消费季节性走势

螺纹钢：库存：中国（周）

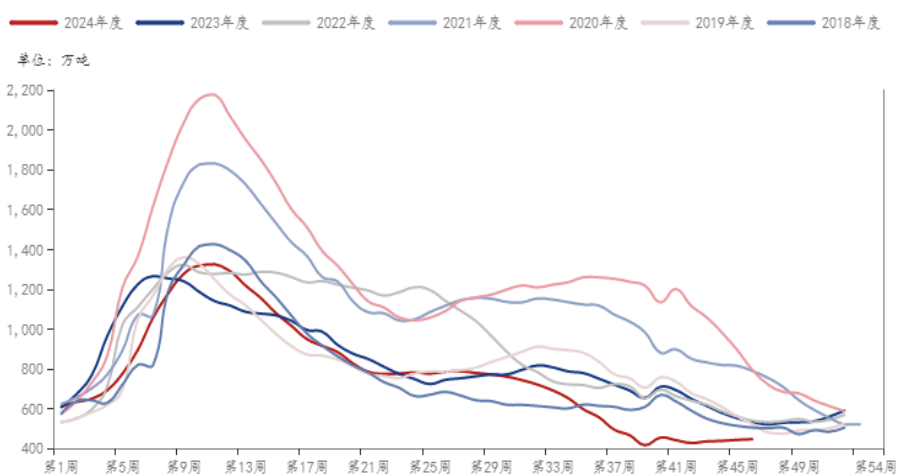
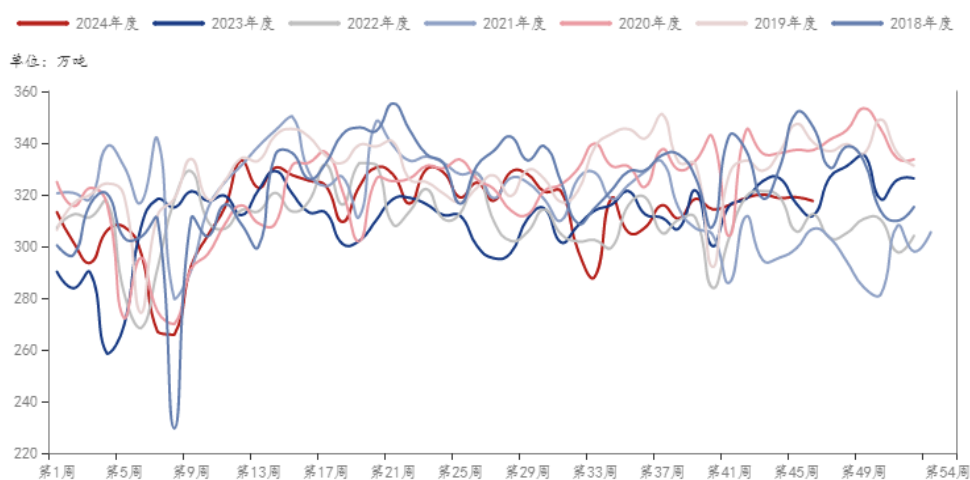


图 6：热卷表观消费季节性走势

热轧板卷：消费量：中国（周）



三、钢材整体库存仍不高，建材出现累库现象

五大材总库存仍维持去化，去库慢于去年同期，市场供需两弱。同时降库速度慢于往年同期水平。11月中旬螺纹库存环比微增，总库存 445.49 万吨，小增 3.1 万吨，整体保持低位累库态势。增量主要来自于社会库存，一周社会库存 2296.13 万吨，增 7.56 万吨；钢厂库存 149.36 万吨，小降 4.46 万吨。板卷延续去库，已经降至近五年已降至中低位水平。热卷总库存 322.3 万吨，环比降 9 万吨；冷卷总库存 148.7 万吨，环比降 5.8 万吨；中厚板总库存 186.5 万吨，环比降 1.8 万吨。

图 7：螺纹钢库存季节性走势

螺纹钢：库存：中国（周）

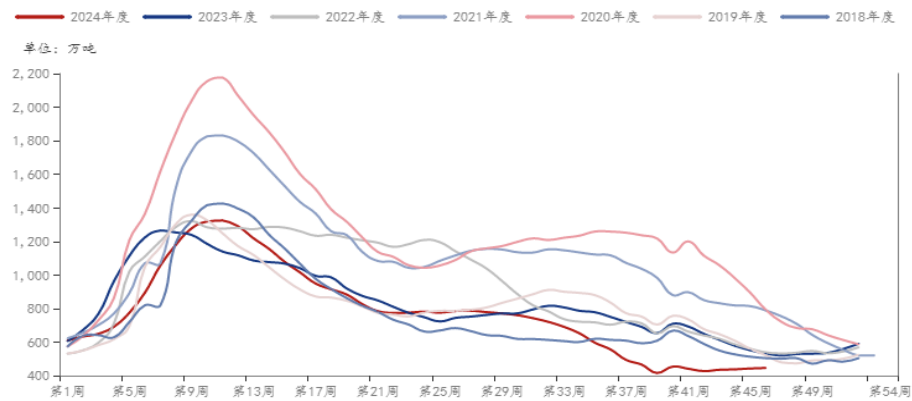
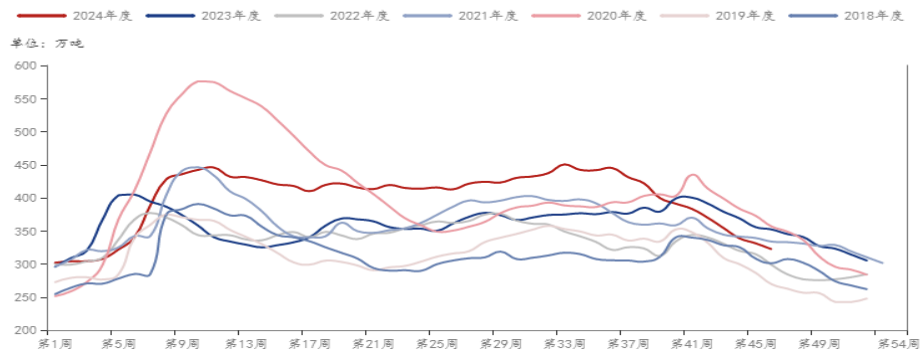


图 8：热卷库存季节性走势

热轧板卷：库存：中国（周）



四、螺纹利润快速收缩，板材利润持续下降

钢厂冶炼利润再次承压。截至11月中旬螺纹利润快速收窄，长流程即期成本（含税）在3037元/吨左右，环比降14元/吨；即时利润-10元/吨，环比降-16元/吨。短流程谷电在盈亏平衡线附近，以华东三线螺纹为例，谷电利润在9元/吨，平电利润为-139元/吨，峰电利润为-351元/吨。板材即期利润也在持续回落，热卷即时利润（含税）为-121元/吨，环比降50元/吨。

图 9：钢厂高炉利润季节性走势

螺纹钢：高炉：利润：中国（日）

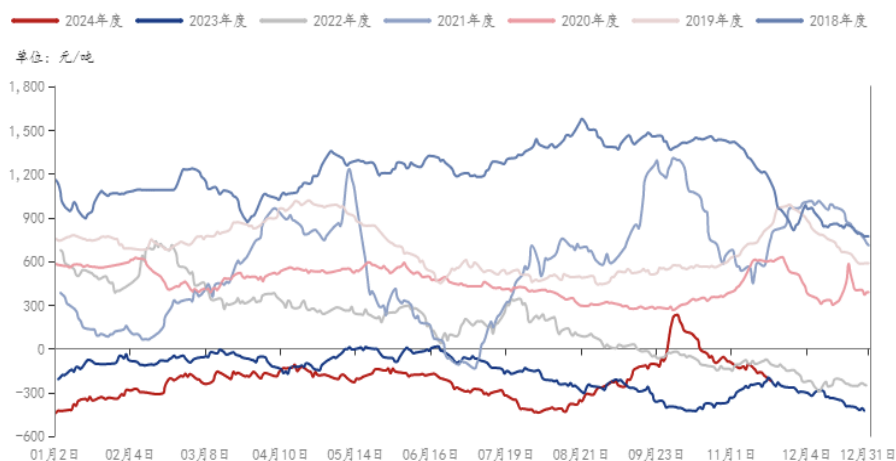
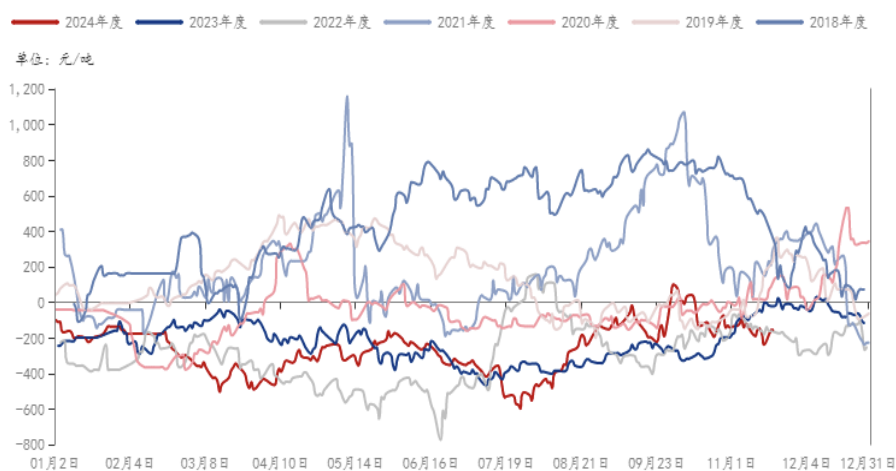


图 10：钢厂电炉利润季节性走势

螺纹钢：电炉：利润（日）



钢铁产业链本轮的回调是从双焦开始的。焦煤过剩，蒙煤口岸爆库，澳煤持续有进口利润，入炉煤成本不断降低。二轮提降后焦化厂仍有一定利润，焦炭产量得以维持，钢厂利润压力继续向上游传导，目前焦炭第三轮提降已经落地，山西焦化来到盈亏平衡点。铁矿港口库存仍在高位，中旬数据看，45港铁矿石库存环比微增6.45万吨，总库存1.59亿吨。历史高位的铁矿石库存对价格上涨形成抑制，但边际没有再度恶化，也难以推动价格在当前估值水平持续向下。

五、“特朗普交易”进一步强化，国内宏观预期反复

近期风险市场回归“特朗普交易”，市场普遍担忧一些鹰派班底成员的任命后政策风险会加大，对特朗普政府支持美国制造业回流，提高进口关税以及美元升值均有一定预期。钢材市场对于明年面临更复杂的出口环境担忧增加，铁矿等人民币计价资产也在流动性流向美元的情形下大幅回调。国内方面，宏观暂时进入到真空期，市场还未开始交易12月会议的政策预期；之前财政刺激的宏观预期目前未完全证伪，或只是延后。现阶段钢铁市场逻辑回归基本面。

整体看，当前钢材品种供需分化加剧。螺纹产销双降，总库存持续小幅增加。热卷产销双增，总库存持续去化但降幅开始放缓。淡季将至，建材需求预期减弱，短期有调整压力。尽管市场对热卷的需求预期也有所转弱，但考虑到后续基建可能重新发力，现实供需矛盾累积速度较慢，板材基本面或继续保持韧性。品种上，螺纹走势或弱于热卷。由于当前钢材供需矛盾并不突出，钢材总体回调空间相对有限。