

2024 年 2 月

旺季来临，钢材如何演绎？

核心观点：需求：地产用钢预计仍然维系弱势，由于12个省份的基建项目被暂缓，中央的主要任务仍在化债上、psl发放资金的时间较晚以及主要投向于“三大工程”项目，其杠杆撬动作用较弱，基建投资增速或放缓且发力会延后，对旺季成材需求难以形成有力拉动，不过制造业和出口需求仍维有较强韧性。

供给：由于钢厂盈利率不佳以及对旺季需求不看好等，其复产的节奏较慢，这一方面低产量限制了成材累库的高度，不过另一方面市场担心负反馈形成令原料成本有大幅崩塌风险，但是考虑到山西焦煤减产令成材进一步向上游要利润的空间缩窄，原料端也并未出现较大的供需错配情况，成本端大幅崩塌的可能性较小。

总结与策略：从需求来看，旺季需求可能呈现旺季不旺的情形，但是盘面已经提前交易了一波释放了一定风险。从供给端来看，当前的低产量限制了库存的累积幅度，另外短暂的负反馈逻辑被山西减产消息所阻拦，上游的让利空间将会有所缩窄，成本难以出现像去年3-5月那样崩塌式下跌，另外制造业和出口需求仍维有一定韧性，后续钢厂有一定复产计划，原料端也并未出现明显的供需错配情形，因此我们认为成材的下方空间比较有限，但是上半年也较难看到明显的驱动，预计成材呈现区间震荡（螺纹05合约3600-4000），策略上推荐场外固赔期权。

风险点：需求崩塌、原料供应超预期增产、宏观政策超预期

南华研究院 大宗商品研究中心
袁铭 Z0012648

联系人：

严志妮 F03112665
邮箱 yzn@nawaa.com

电 话：
0571-89727545

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 2023 年 10 月以来钢材盘面回顾.....	1
2. 旺季钢材供需展望.....	2
3. 总结与策略.....	9

目录

图表

图 1：螺纹与热卷主力合约（元/吨）	1
图 2:中国 100 大中城市成交土地占地面积（万平方米）	2
图 3：房屋销售面积与新开工面积累计同比（%）	2
表 1：房企债券到期额（亿元）	2
图 4：分行业基建增速（%）	3
图 5：抵押补充贷款(PSL)当月新增（亿元）	3
表 2：各省 2023/2024 年固投增速目标及变动	4
图 6：汽车销量（万辆）	4
图 7：2024 年三大家电 2-4 月排产（万台）	4
图 8：海外主流国家-中国热轧 FOB 价差（美元/吨）	5
图 9：海外热轧与中国最小价差和钢材出口	5
图 10：热轧出口排产（万吨）	5
图 11：澳煤-山西煤价差与钢材出口	5
图 12：247 家钢厂日均铁水产量（万吨）	6
图 13：钢厂盈利率（%）	6
图 14：五大材产量（万吨）	6
图 15：五大材库存（万吨）	6
图 16：螺纹产量	7
图 17：热卷产量	7
图 18：螺纹库存（万吨）	7
图 19：热卷库存（万吨）	7
图 20：铁矿：进口：库存消费比：247 家钢铁企业	8

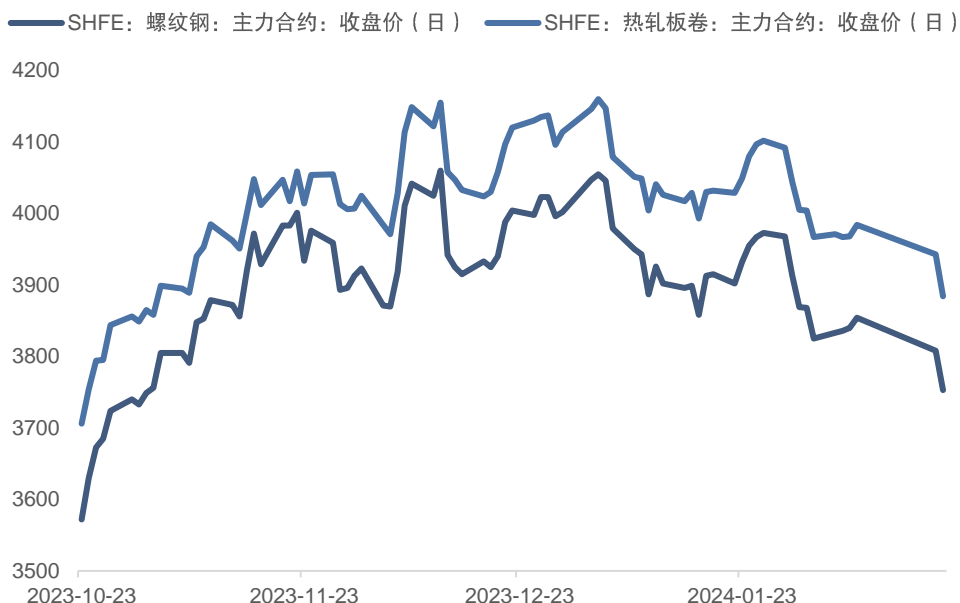
图 21：焦炭：247 家钢铁企业：库存可用天数	8
--------------------------------	---

1. 2023 年 10 月以来钢材盘面回顾

2023年10月–12月，10月24日万亿国债的发放给市场释放出中央宽财政、加杠杆的信号，同时美联储降息预期提前，海内外的宏观形成共振，叠加产业层面有原料补库以及冬储预期的推动，黑色盘面呈现了一波趋势性上涨的行情。

2023年12月至2024年2月20日，在2023年12月12日召开的中央经济工作会议中并没有释放超预期的信息，市场普遍对会议结果不满意，并且在12月有一份《重点省份分类加强政府投资项目管理办法》文件流向市面，其中表明12个重点省份的基建项目被暂缓，表明2024年中央的重点任务仍在化债上，并且从各地政府的工作报告中也表明2024年的投资增速或不及2023年，市场对于宏观政策的乐观预期出现较大降温，特别是春节前后盘面明显在抢跑旺季成材需求不及预期，盘面出现回落。

图 1：螺纹与热卷主力合约（元/吨）



资料来源：钢联 南华研究

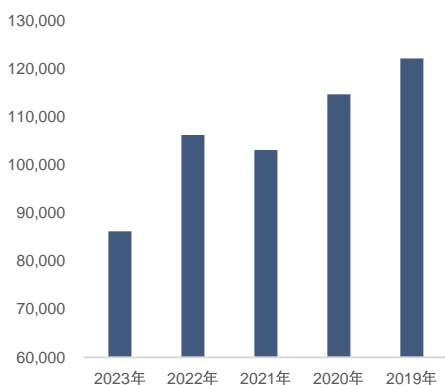
2. 旺季钢材供需展望

2.1 需求

2.1.1 地产延续弱势

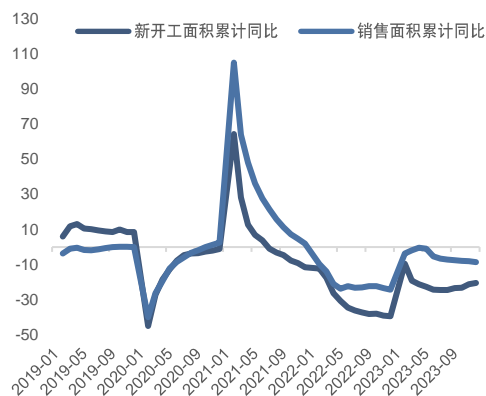
房屋新开工面积主要取决于土地购置，房企资金以及开工意愿等，一般来看，土地购置领先于新开工六个月左右，从百城土地成交数据可知，从2021年开始，土地成交开始逐步萎缩，2023年的缩量尤为明显，对2024年的房屋新开工面积有较大影响；2024年房企的偿债压力较大，并且销售还未见明显起色，房企资金流仍较为紧张，其开工意愿也不强，虽然房企白名单项目和城中村改造项目一直在推进中，但是进程较为缓慢，对2024年上半年的房地产新开工拉动较为有限，因此从以上几方面来看，2024年上半年房地产新开工仍延续弱势，那么地产用钢需求也难见起色。

图 2:中国 100 大中城市成交土地占地面积（万平方米）



资料来源：wind 南华研究

图 3: 房屋销售面积与新开工面积累计同比（%）



资料来源：wind 南华研究

表 1: 房企债券到期额（亿元）

(亿元)	2024 年到期	2025 年到期	2026 年及以后到期	债务余额
海外债	2651.60	2333.06	4325.29	9428.40
信用债	4571.27	4725.48	5810.52	15470.37
合计	7222.88	7058.54	10135.81	24898.77

资料来源：中指研究院 南华研究

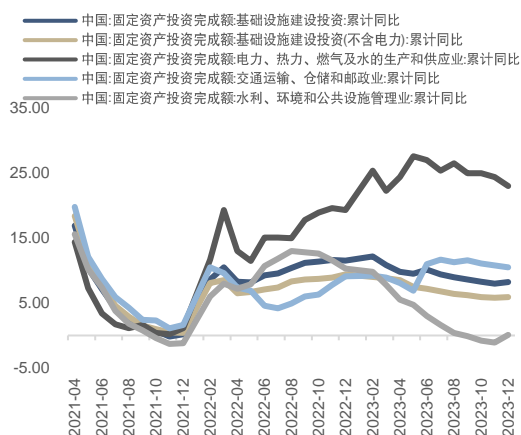
2.1.2 基建投资有所放缓

2023年整体钢材需求尚可，地产用钢的缺口被基建、制造业和出口用钢需求所弥补。近期盘面抢跑旺季成材需求不及预期，是对2024年的基建增速进行重新评估。

2023年的基建表现较为强劲，2023年全年基础设施建设投资额累计同比为8.24%，其中分行业来看，电力以及交通运输行业的增速较高，电力增速主要体现在2023年新能源新增装机增幅较大，交通运输部门的增速较大得益于2022年四季度发的7400亿元的政府性金融工具直接投向基建作为资本金，支持了2700个基础设施重大项目全部开工建设，主要投向是用钢量较多的交通运输领域。

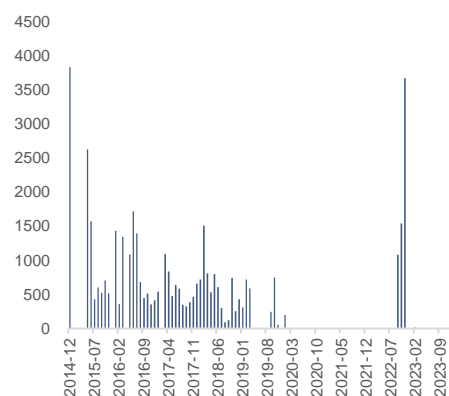
展望2024年，首先，虽1月发了5000亿元的PSL资金，一方面发的时间较晚，另一方面该资金主要投向“三大工程”项目，对投资的拉动以及商业银行贷款的撬动作用都较小；再者，从各地政府工作报告中来看，多地2024年的固投增速目标均有下调，另外在12月份的47号文中强调12个重点省份不得新建政府投资项目，这些省份的交通投资规划额也较2023年下滑较多，表明政府在2024年的重要任务在防范风险、推进化债上面；最后，从百年建筑网的调研数据来看，2024年全国施工单位普遍反映项目总量同比有所减少，关于“12省份不准新开特定项目”，也有部分证实落地。综上所述，2024年的基建投资有所放缓，并且发力时间也有所滞后，对即将来临的旺季难以实现有力的拉动钢材需求的作用，但是考虑到万亿国债的发放、三大工程项目的推进以及南方的基建投资项目仍然具有高景气性，加上总体的GDP仍要维持增量，在地产难改低迷下，基建端仍要有所发力，目前出现的利空多已被计价，后续需紧密关注成材的去库速度以及宏观政策的动向。

图 4：分行业基建增速（%）



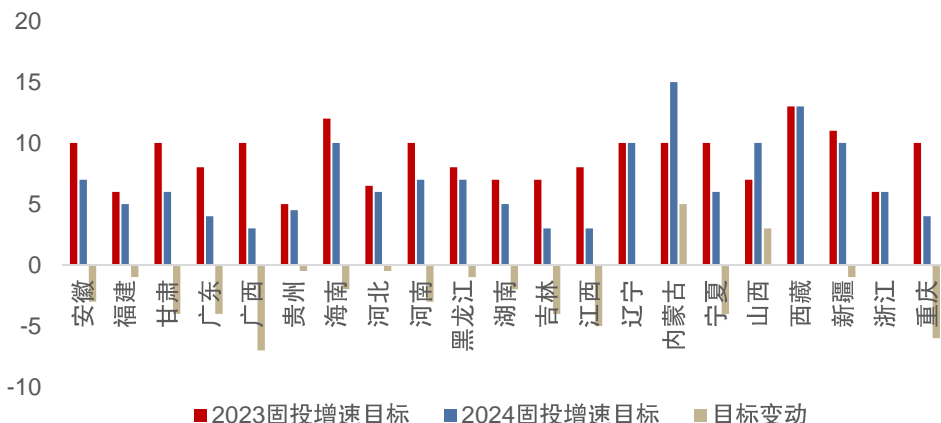
资料来源：wind 南华研究

图 5：抵押补充贷款(PSL)当月新增（亿元）



资料来源：wind 南华研究

表 2：各省 2023/2024 年固投增速目标及变动

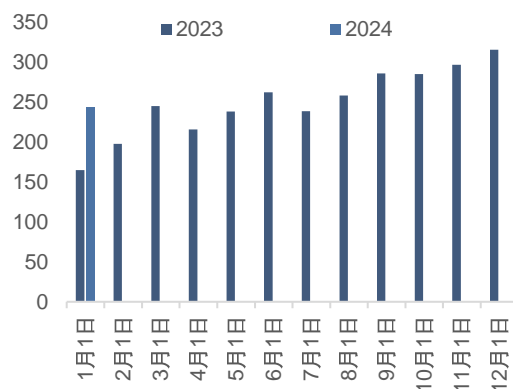


资料来源：各省政府工作报告 南华研究

2.1.3 制造业需求维稳

从汽车销售数据以及家电后续的排产计划来看，当下的制造业的用钢需求仍然维系一定的强劲，并且根据市场调研，一些卷板钢厂的接单从去年年底就接满了今年一季度的单子。

图 6：汽车销量（万辆）



资料来源：iFind 南华研究

图 7：2024 年三大家电 2-4 月排产（万台）



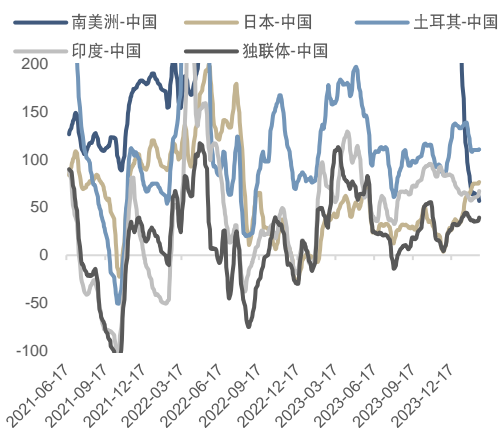
资料来源：产业在线 南华研究

2.1.4 出口仍居高位

2023年我国钢材出口居于高位，较2022年累计增量2300万吨，主要原因就在于我国的钢材价格较海外钢材具有性价比，从海外主流国家热轧与我国热轧价差来看，只有较之出口有优势，钢材的出口量较高。我国钢材价格较为低廉的原因有以下几点：1.国内钢材内需疲软，但是钢铁产能过剩，造成钢材供过于求的格局，钢厂维持低利润运转；2.成本具备一定优势，卷板材主要是由高炉-转炉长流程炼钢流程生产的，而我国使用的是性价比高的山西煤，并且由于地理优势，进口低廉的蒙煤和俄煤；3.人民币贬值较多。目前来看，这些原因在2024年仍有望延续，第一点在

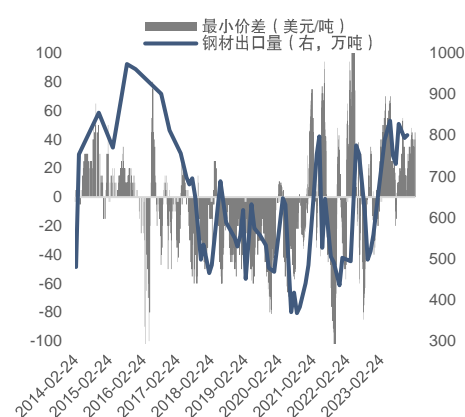
于我国地产用钢仍旧疲软，基建与制造业等多是起到托底作用，整体国内钢材需求仍不佳；第二点在于海外高炉产能也在不断释放，比如印度对于澳煤的需求较为旺盛，由于我国90%的焦煤来自国内，而低廉的蒙煤由于地理位置的影响多是出口至中国，因此我国在焦煤上仍然具备一定优势，目前来看这种优势尚未被打破；第三点在于当前海外经济仍然强劲，美联储降息预期有所延后，人民币较难出现升值。综上所述，当前的出口需求并未出现明显走弱情况，从中钢联的热轧出口排产数据来看，1、2月的钢材出口仍然是处于高位。

图 8：海外主流国家-中国热轧 FOB 价差（美元/吨）



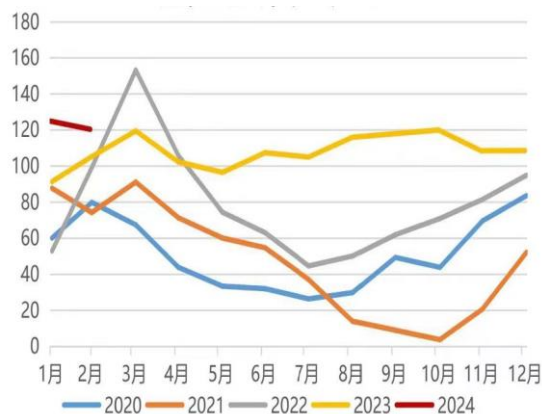
资料来源：钢联 南华研究

图 9：海外热轧与中国最小价差和钢材出口



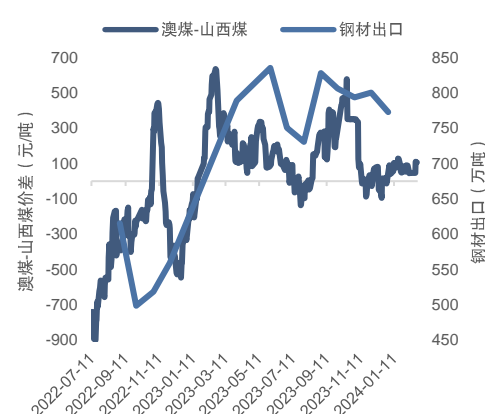
资料来源：钢联 南华研究

图 10：热轧出口排产（万吨）



资料来源：中钢联 南华研究

图 11：澳煤-山西煤价差与钢材出口



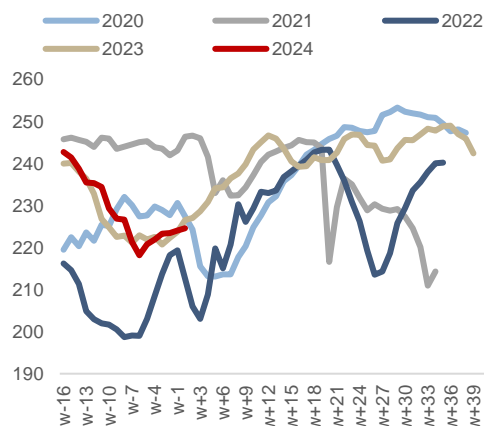
资料来源：钢联 南华研究

2.2 供给与库存

2.2.1 成材累库幅度怎么样？

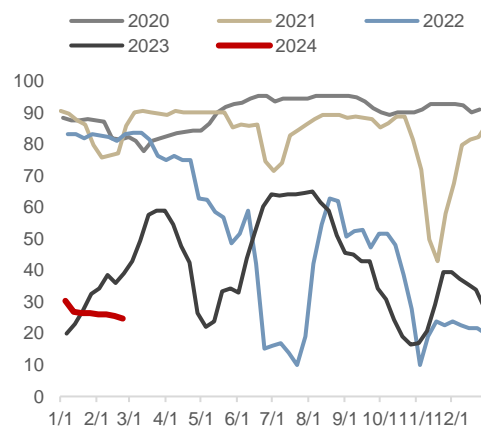
当下市场认为铁水复产节奏较慢，主要原因一方面在于钢厂盈利率较差，另一方面在于对旺季成材需求不看好，生产积极性不高，五大材的产量目前较低，特别是因为建材需求较差，螺纹产量处于较低水平，钢厂的铁水主要流向在卷板材以及非五大材上，致使热卷的库存有一定累积，但是考虑到目前制造业和出口需求仍维稳，加上成材产量整体不高也限制了其进一步累库高度。

图 12：247 家钢厂日均铁水产量（万吨，农历）



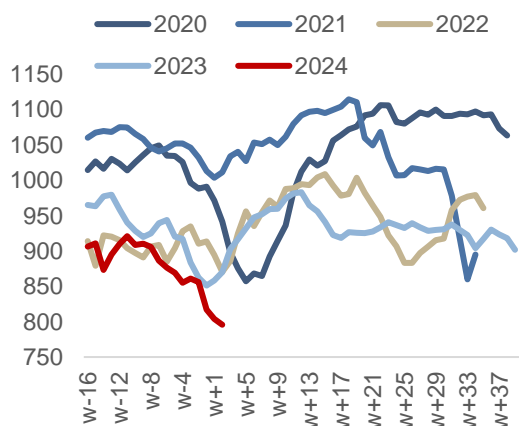
资料来源：钢联 南华研究

图 13：钢厂盈利率（%）



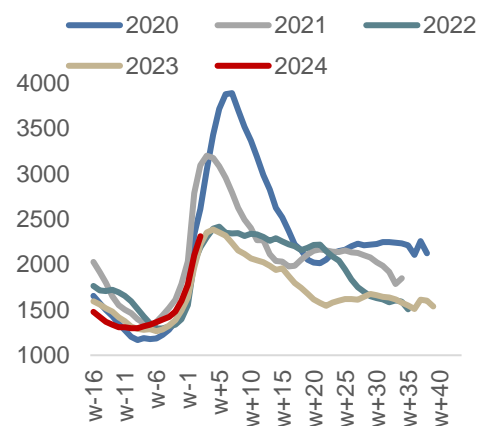
资料来源：钢联 南华研究

图 14：五大材产量（万吨，农历）



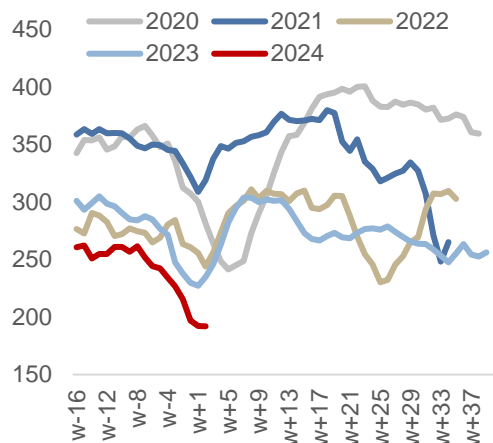
资料来源：钢联 南华研究

图 15：五大材库存（万吨，农历）



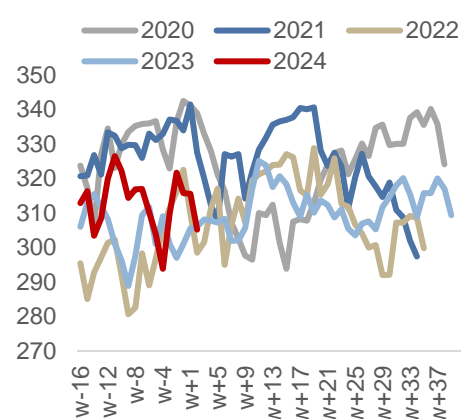
资料来源：钢联 南华研究

图 16: 螺纹产量 (万吨, 农历)



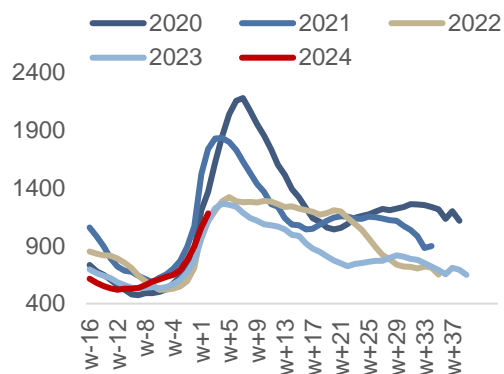
资料来源: 钢联 南华研究

图 17: 热卷产量 (万吨, 农历)



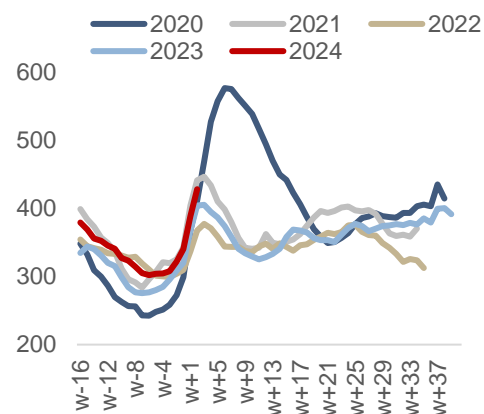
资料来源: 钢联 南华研究

图 18: 螺纹库存 (万吨, 农历)



资料来源: 钢联 南华研究

图 19: 热卷库存 (万吨, 农历)

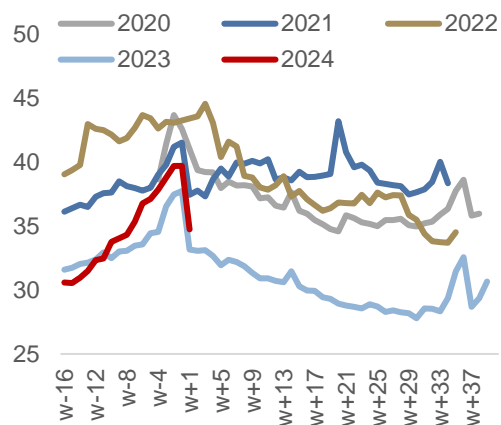


资料来源: 钢联 南华研究

2.2.2 成本会大幅崩塌么？

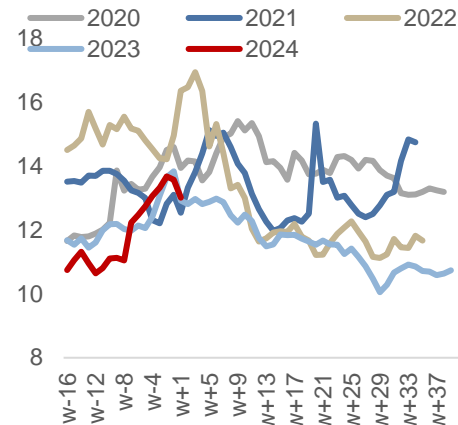
春节前后盘面在抢跑旺季需求不及预期形成的负反馈节奏，去年3-5月的旺季负反馈打的较深是因为焦煤端预期供应大过剩，出现较深的让利空间，然而在今年，山西省下发《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》以来，山西部分集团煤矿已经开始下发减产要求，其中潞安集团减产1700万吨，山煤国际减产800万吨，2023年山西核定产能为12.1亿吨，产量为13.57亿吨，因为山西焦煤主产地，市场普遍认为山西焦煤供应会有一定收缩，那么上游让利的空间会有进一步紧缩，并且当前钢厂原料库销比并不是很高，原料端也没有出现较大的供需错配的情况，成材的需求虽不佳，但是整体的经济总量仍要保持增长，制造业和出口需求仍然维稳，后续钢厂仍有一定的复产计划，因此预计成本端较难出现去年3-5月负反馈的崩塌现象。

图 20：铁矿：进口：库存消费比：247 家钢铁企业



资料来源：钢联 南华研究

图 21：焦炭：247 家钢铁企业：库存可用天数



资料来源：钢联 南华研究

3. 总结与策略

需求：地产用钢预计仍然维系弱势，由于12个省份的基建项目被暂缓，中央的主要任务仍在化债上、psl发放资金的时间较晚以及主要投向于“三大工程”项目，其杠杆撬动作用较弱，基建投资增速或放缓且发力会延后，对旺季成材需求难以形成有力拉动，不过制造业和出口需求仍维有较强韧性。

供给：由于钢厂盈利率不佳以及对旺季需求不看好等，其复产的节奏较慢，这一方面低产量限制了成材累库的高度，不过另一方面市场担心负反馈形成令原料成本有大幅崩塌风险，但是考虑到山西焦煤减产令成材进一步向上游要利润的空间缩窄，原料端也并未出现较大的供需错配情况，成本端大幅崩塌的可能性较小。

总结与策略：从需求来看，旺季需求可能呈现旺季不旺的情形，但是盘面已经提前交易了一波释放了一定风险。从供给端来看，当前的低产量限制了库存的累积幅度，另外短暂的负反馈逻辑被山西减产消息所阻拦，上游的让利空间将会有所缩窄，成本难以出现像去年3-5月那样崩塌式下跌，另外制造业和出口需求仍维有一定韧性，后续钢厂有一定复产计划，原料端也并未出现明显的供需错配情形，因此我们认为成材的下方空间比较有限，但是上半年也较难看到明显的驱动，预计成材呈现区间震荡（螺纹05合约3600-4000），策略上推荐场外固赔期权。

风险点：需求崩塌、原料供应超预期增产、宏观政策超预期

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货

