

## 需求微增，成本为锚



东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：螺纹钢/热轧卷板:震荡  
报告日期：2023 年 12 月 18 日

顾萌 首席分析师(黑色产业)  
从业资格号：F3018879  
投资咨询号：Z0013479  
Tel: 8621-63325888  
Email: [mcng.gu@orientfutures.com](mailto:mcng.gu@orientfutures.com)

### ★财政发力预期较强，钢材终端预计微幅增长：

我们预计 2024 年钢材终端需求小幅正增长，增速放缓。从下游终端看，地产需求大概率延续疲弱，降幅略有收窄；在财政发力的预期之下，2024 年基建需求或再度有比较明显的增长。同时，由于专项债和特别国债的发行节奏，明年上半年需求发力的概率较大。制造业维持韧性，考虑基数因素，增幅收窄。汽车需求依然维持增量；家电由于竣工周期的不确定性，我们预计需求持平；机械需求降幅收窄；绿电由于今年装机的高增，预计明年需求增幅放缓。外需预计略有回落，由于东南亚和中东等地区需求的结构性增量，外需也仍有韧性。

### ★供应仍偏宽松，成本定价模式延续：

2024 年政策性减产预期依然不强，在产能相对充裕的情况下，仍倾向于成本定价模式。此外，随着利润的下降，钢厂也存在保现金流和市场份额的需求，利润依然承压。2023 年下半年以来，铁废价差持续回升，从长流程钢厂利润看，废钢具备相对性价比的时间预计会增加。长流程成本仍是钢材重要的定价锚。

### ★2024 年钢材供需展望及市场交易逻辑：

由于我们认为 2024 年终端需求小幅同比增长，对应的铁水产量、成本支撑和钢价重心都将较 2023 年有所上升，不过可能更多体现为底部的抬升。上方空间一方面受下游接受能力影响，另一方面由于出口仍是重要的边际需求调节因素，海外钢价同样对国内钢价上方形成压制。同时，由于 2024 年依然没有很强的政策性减产预期，因此钢材期价仍倾向于成本定价，我们认为 2024 年钢材期价主要运行区间在 3700-4500 元/吨。

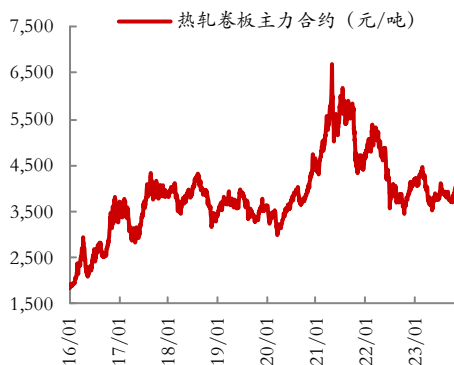
### ★风险提示：

钢价上行风险主要来自于需求增长超预期，政策力度明显增强。下行风险在于基建不及预期，海外需求快速下滑。

主力合约行情走势图（螺纹钢）



主力合约行情走势图（热轧卷板）



## 目录

1、2023 年钢材市场回顾——出口拉动，区间收窄.....	5
2、财政发力预期较强，钢材终端预计微幅增长.....	6
2.1、稳增长压力犹存，基建预期依然较强.....	6
2.2、地产政策仍有放松空间，实际需求难有起色.....	7
2.3、基建投资继续发力，关注水利等需求增量空间.....	9
2.4、制造业仍具备韧性，增速预计回落.....	11
2.4、出口预计小幅回落，但韧性仍存.....	14
3、供应仍偏宽松，成本定价模式延续.....	17
3.1、政策性减限产影响依然有限，成材利润维持低位.....	17
3.2、生产成本与出口成本依然是钢材重要的定价锚.....	19
4、2024 年钢材供需展望及市场交易逻辑.....	20
5、风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1: 2023 年螺纹现货价格低位震荡 .....	5
图表 2: 1-10 月粗钢表观消费量同比降 1.54% .....	5
图表 3: 热卷出口成本依然压制期价 .....	6
图表 4: 2023 年螺纹长流程现货毛利多数时段亏损 .....	6
图表 5: 居民新增中长期贷款明显不及去年水平 .....	7
图表 6: 商品房销售同比收窄程度有限 .....	7
图表 7: 现房与期房销售分化格局犹存 .....	8
图表 8: 期房销售占比大幅回落 .....	8
图表 9: 一线城市二手房价格明显回落 .....	8
图表 10: 新开工与竣工剪刀差收窄 .....	8
图表 11: 开发商到位资金维持较大降幅 .....	9
图表 12: 2023 年土地成交维持低迷状态 .....	9
图表 13: 2023 年各大类基建投资表现分化 .....	10
图表 14: 铁路运输业投资增速明显提升 .....	10
图表 15: 水利、市政类投资增速有所回落 .....	10
图表 16: 2023 年公共财政支出增幅有限 .....	10
图表 17: 土地出让金延续较大负增速 .....	11
图表 18: 地方政府新增专项债发行与去年基本持平 .....	11
图表 19: 主要制造业终端内外需拆分 .....	11
图表 20: 乘用车内销维持韧性 .....	12
图表 21: 汽车经销商库存在中性水平 .....	12
图表 22: 家电产销受竣工端支撑 .....	12
图表 23: 地产存量未竣工规模依然较大 .....	12
图表 24: 船舶存量订单增速依然较高 .....	13
图表 25: 商用车内需有所恢复 .....	13
图表 26: 公路货物周转量恢复到接近疫前水平 .....	13
图表 27: 地产新开工降幅压制挖机产量 .....	13
图表 28: 主要机械产品产量表现分化 .....	14
图表 29: 制造业 PMI 仍在荣枯线之下 .....	14
图表 30: 风电、光伏用钢量测算 .....	14
图表 31: 钢材出口量持续超预期 .....	15

图表 32: 全球除中国、印度粗钢产量同比下滑 .....	15
图表 33: 1-10 月钢材出口分区域增量 .....	16
图表 34: 1-10 月主要出口增量国家 .....	16
图表 35: 各主要区域粗钢产量同比 .....	16
图表 36: 印度从钢材净出口转向净进口 .....	16
图表 37: 欧美制造业 PMI 在荣枯线附近 .....	16
图表 38: 钢材终端需求变化预估 .....	17
图表 39: 统计局粗钢日均产量变化情况 .....	18
图表 40: 下半年螺纹毛利整体处于亏损状态 .....	18
图表 41: 下半年热卷利润大幅下降 .....	18
图表 42: 五大品种材在铁水与废钢中比重仍处于低位 .....	18
图表 43: 下半年铁废价差持续回升 .....	19
图表 44: 螺纹整体估值在长短流程成本之间 .....	19
图表 45: 长流程废钢日耗略有提升 .....	19
图表 46: 钢厂废钢到货整体有所回升 .....	19
图表 47: 五大品种材产量占比维持偏低水平 .....	20
图表 48: 热卷出口利润测算 .....	20
图表 49: 五大品种库存依然处于偏低状态 .....	21
图表 50: 近期铁水日产降幅比较明显 .....	21

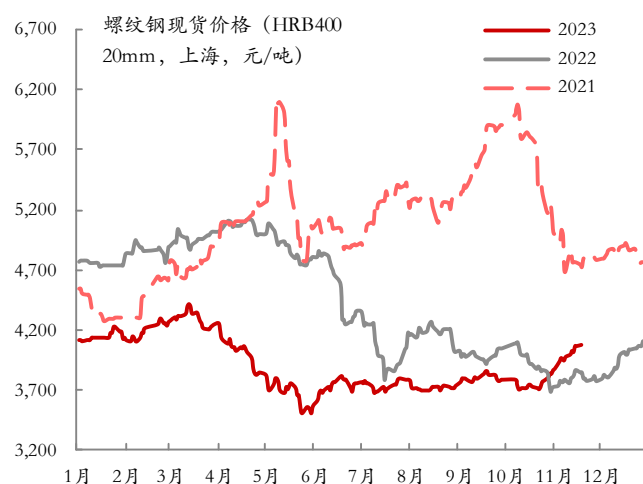
## 1、2023 年钢材市场回顾——出口拉动，区间收窄

2023 年钢价整体区间震荡运行，重心下移。以上海地区螺纹现货为例，全年波动区间在 3600-4400 元/吨，明显较过去两年趋窄，全年价格走势呈现先抑后扬的格局。

从供需角度看，2023 年钢材供需双增。如果复盘去年末对于市场的预判，需求方面，地产修复动能不足，基建发力；供应方面政策性限产实际执行力度有限，估值锚定成本，以及成材价格波动率下降基本都在我们以及市场主流预期之内。但与此同时，部分制造业分支的增速水平，以及外需，包括钢材、钢坯的直接出口以及制造业终端产品的出口则大大超出预期，也导致从方向上看，2023 年钢材终端需求同比正增长，而不是 2022 年末普遍预期的小幅负增长。

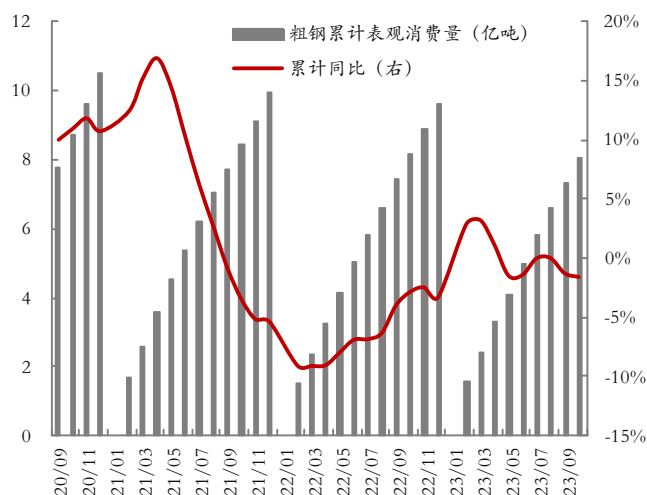
但从结果来看，钢价的运行区间并未由于需求同比的转向而出现超预期的变化。我们认为，终端需求的结构性分化是导致钢价上方空间难以打开的重要原因。外需偏强的格局也意味着内外价差无法彻底关闭，因此东南亚出口成本也成为了钢价上方明显的压力。此外，制造业补库存周期仍未开启，包括海外也缺乏主动补库的意愿，在采购意愿上反而更多呈现“买跌不买涨”的特点，也导致了价格运行区间的收窄。另一方面，需求的回升使得原料的需求强度大大超过去年末的普遍预期，加上低利润环境下钢厂缺乏增废钢的动力，全年 Mysteel 口径铁水日产均值超过 240 万吨。而供应没有明显的瓶颈也使得成材利润进一步压缩。因此，2023 年钢材市场呈现出需求有增量，但高铁水、低利润、价格重心下移以及波动区间收窄的特点。

图表 1：2023 年螺纹现货价格低位震荡



资料来源：Wind

图表 2：1-10 月粗钢表观消费量同比降 1.54%



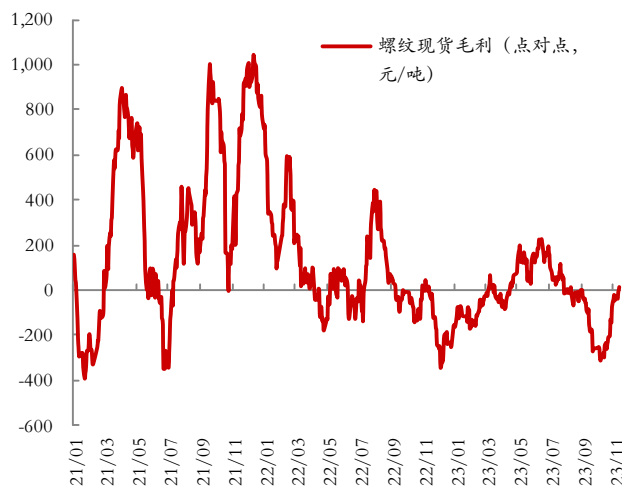
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：热卷出口成本依然压制期价



资料来源：Mysteel, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4：2023 年螺纹长流程现货毛利多数时段亏损



资料来源：Mysteel, 东证衍生品研究院

## 2、财政发力预期较强，钢材终端预计微幅增长

### 2.1、稳增长压力犹存，基建预期依然较强

2023 年国内经济仍在温和修复的过程中，从结构上看，地产投资依然表现相对疲弱，消费、基建和制造业的回升是支撑经济增速的主要力量。同时，我们也看到地产政策虽然在进一步放松，但仍以“因城施策”为主，维持着一定的政策定力。从 9 月份以来，一线和热点二线城市的限购限贷政策逐渐放松，不过政策推进也并不算激进。结合当前市场情况看，我们认为地产政策仍有放松空间，同时针对部分优质房企同样存在较大债务压力的现状，预计也会有一定的政策优化。但是整体来看，政策依然以托底为主。

11 月以来，在财政部公布增发 1 万亿特别国债后，财政发力稳增长的路径更加明确。从财政部表态来看，特别国债主要用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，包括干流防洪工程、大中型水库工程、蓄滞洪区工程等，预计水利工程建设也将是明年基建的重点发力点之一。

展望 2024 年，当前市场普遍预期 GDP 增长目标在 5% 左右。在 12 月初的中央政治局会议上，将明年经济工作的总基调概括为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。即稳增长依然是明年的重要目标，且“先立后破”也表达了在新经济驱动稳定提供动能之前，对地产、基建等传统经济引擎依然不能放弃。而明年内外部环境依然有很多不确定性，稳增长存在一定的压力，尤其是在海外有衰退风险，外需有下行压力的情况下，内需仍会是稳增长的重要发力方向。我们预计在政策方面，国内依然会以基建和制造业作为主要的稳增长发力点。地产政策仍有一定发力空间，但“托而不举”，以防范重大风险为主。

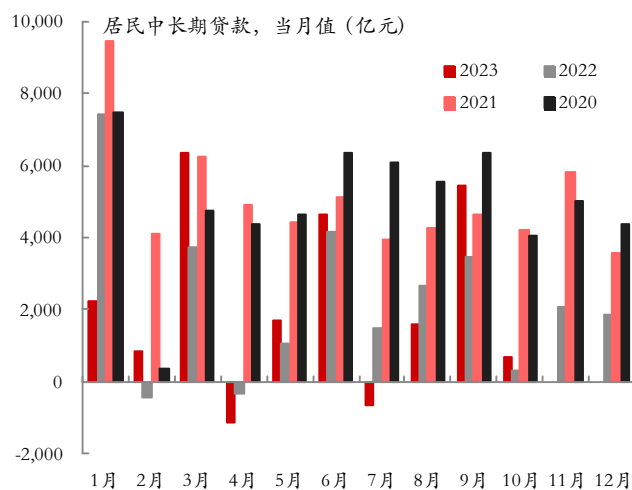
## 2.2、地产政策仍有放松空间，实际需求难有起色

2023 年，在政策加持之下，地产需求的修复依然不及预期。虽然核心一二线城市也开始对限购限贷等政策逐步进行优化放松，但居民部门加杠杆意愿依然低迷。居民部门新增中长期贷款规模大幅不及去年水平，9-10 月同比略有好转，但截至三季度个人住房贷款余额也仍在下滑。

从 2023 年下半年看，地产销售尚未出现企稳迹象，商品房销售面积在已经比较低的基数情况下仍维持着 20% 上下的同比负增速。同时，我们看到现房和期房销售延续着明显的分化格局。由于保交付整体推进比较慢，市场对于期房的信心也并没有明显恢复。同时，随着一线城市二手房价格的回落，当前一二手房价格倒挂的格局已经有了明显的变化，也使得新房尤其是期房的吸引力下降。因此，我们预计虽然期房销售比重已经降至接近 2018 年之前的水平，但也并没有出现明显回升的驱动，2024 年期房销售或延续负增长。另外，2022-23 年新开工与竣工的剪刀差也在大幅收缩，虽然存量未竣工规模依然很大，但开发商资金状况对存量转竣工仍有明显压制，因此现房销售增长的持续性也有待于观察。整体来看，2024 年的地产销售或仍呈小幅负增长的格局。

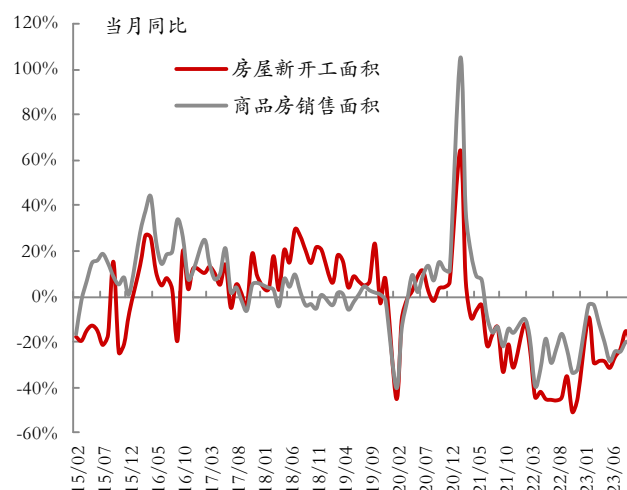
就投资端而言，由于持续低基数的影响，2024 年地产新开工的同比降幅预计会继续有所收窄。但由于销售尚未看到企稳回升的迹象，加之开发商资金紧张的状况并未明显改善，投资端更加难以看到起色。同时，随着开发商经营策略的转变，2021 年前大量新开工向竣工转化的速度较慢，而近两年在保交付要求下，开发商上报新开工相对谨慎，也导致新开工读数的大幅下滑，也是新开工与建材需求降幅不匹配的原因之一。因此，虽然我们认为 2024 年新开工降幅大概率会有较为明显的收窄，但是实际地产用钢需求的降幅收窄幅度预计会比较有限。

图表 5：居民新增中长期贷款明显不及去年水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

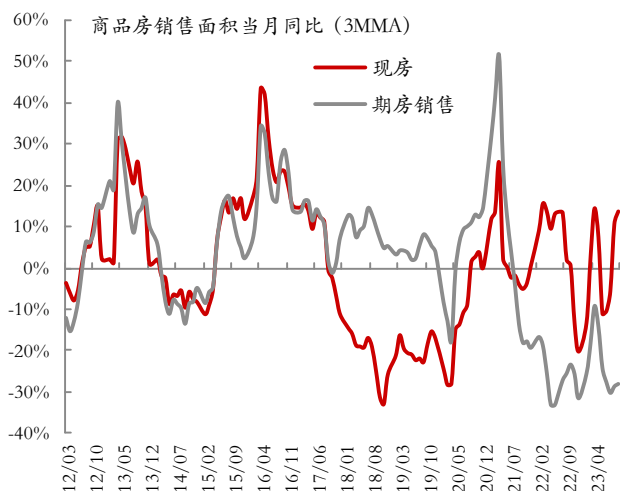
图表 6：商品房销售同比收窄程度有限



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

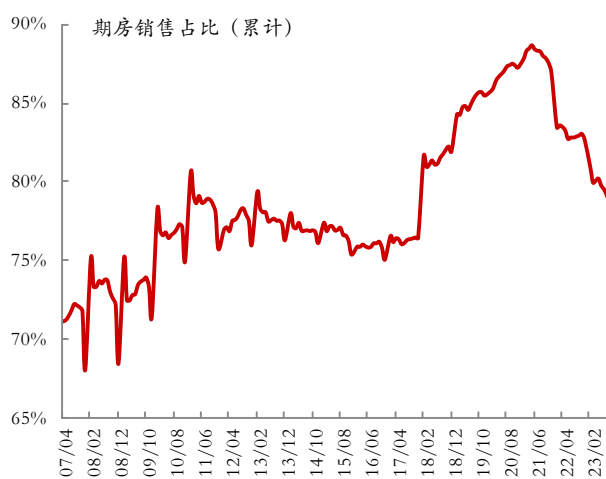


图表 7：现房与期房销售分化格局犹存



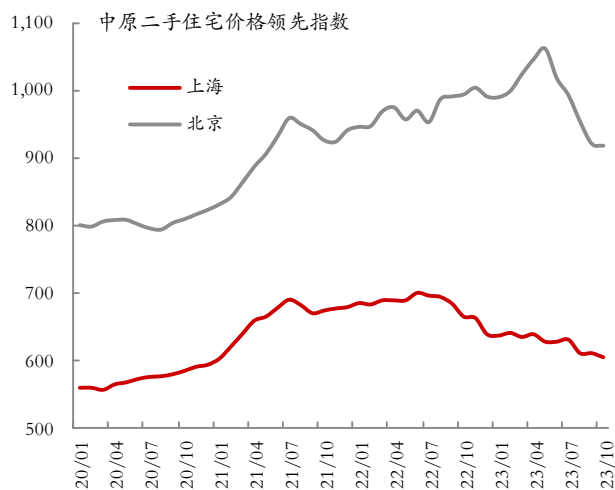
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：期房销售占比大幅回落



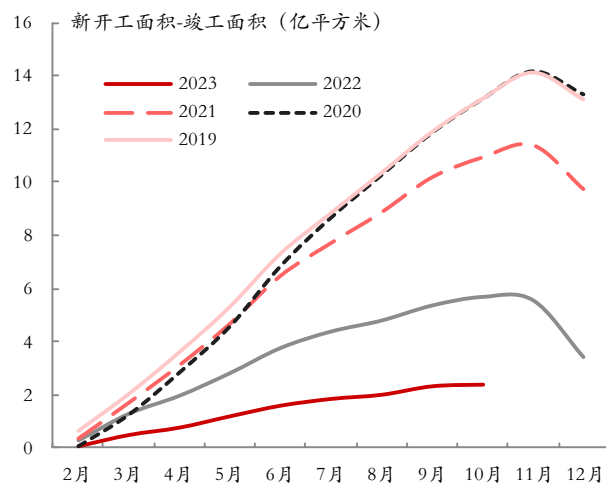
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：一线城市二手房价格明显回落



资料来源：中原地产

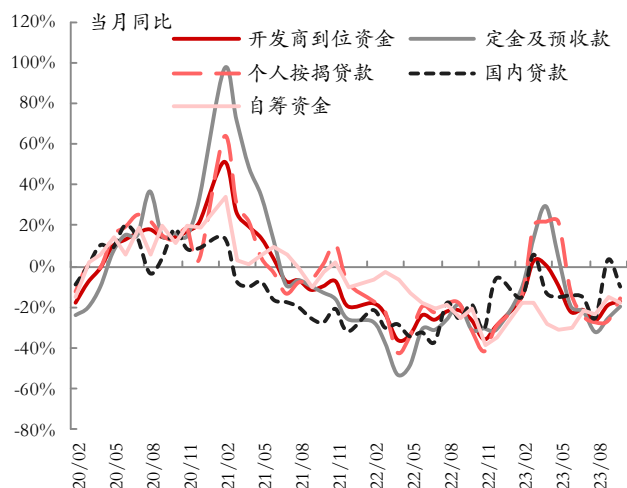
图表 10：新开工与竣工剪刀差收窄



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

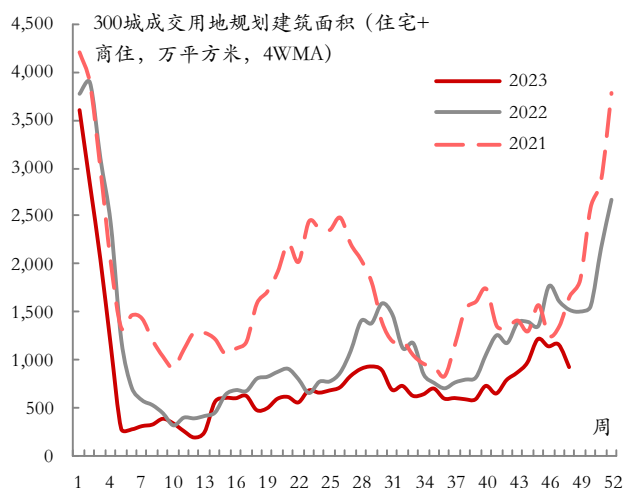


图表 11：开发商到位资金维持较大降幅



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：2023 年土地成交维持低迷状态



资料来源：中指院，东证衍生品研究院

### 2.3、基建投资继续发力，关注水利等需求增量空间

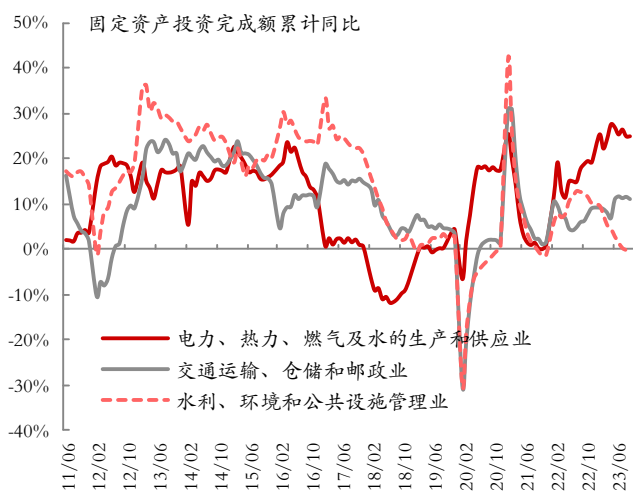
2023 年基建需求前高后低，且行业间分化明显。传统基建方面，电力投资持续高增，交通运输表现尚可，市政工程等相对疲弱。1-10 月份，在广义基建大类中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业维持 25%左右的同比高增速。交通运输大类投资增速同样有超过 10%的水平，在用钢强度相对较高的子行业中，铁路运输业投资增速有比较明显的提升，截至 10 月累计增速接近 25%，但道路运输业投资则与去年同期基本持平。另外，水利、环境和公共设施管理业固投转至负增长，水利投资增速依然维持在 5%以上，但公共设施管理业固投同比回落 2%以上。

虽然在后疫情阶段，宽财政是稳增长的主要抓手，但资金问题依然是基建发力强度的主要制约。回顾 2023 年，在一季度基建项目需求释放后，贸易商和终端普遍开始反馈资金偏紧和回款不好的问题，导致基建项目推进强度有明显下降。而从基建的主要资金来源的角度看，地方政府专项债每年发行新增量有限。2023 年新增专项债额度虽然高于 2022 年，但考虑到 2022 年释放了 5000 亿结存限额，23 年实际新发专项债规模低于 22 年。在地方政府债务问题化解过程中，预计新增额度很难有明显的提升。同时，受到土地市场低迷的影响，政府性基金收入延续回落态势，预计 2024 年也仍会下降。目前来看，财政赤字的扩大是能够提升支出的最主要手段。因此，四季度财政部宣布增发一万亿特别国债，上调赤字率也意味着明年将以中央政府加杠杆的途径来稳增长。就财政部要求的特别国债用途看，主要向防灾减灾相关的项目投资倾斜，以及灾后重建等工作，预计 2024 年水利设施以及防洪、排水等相关的市政建设类项目的投资将会有比较明显的提升空间。

从 2024 年全年角度看，基建投资增速很大程度上会受财政赤字率提升空间的影响，而其他资金来源则很难有增量空间。地方政府专项债增量空间有限，此外土地财政和地方

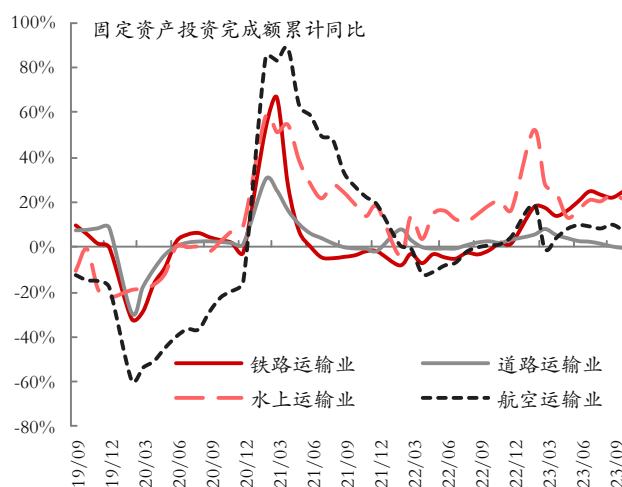
政府债务问题的制约仍在。因此从总量角度看，我们对基建需求增速持中性偏乐观的态度，也很难给出太高的增量预期。从节奏上看，由于 2023 年 8-10 月地方政府专项债发行较为集中，加上四季度特别国债发行以及潜在的 24 年专项债提前批发放，我们认为 2024 年上半年资金情况应当有所改善，从而带动用钢需求的提升。

图表 13：2023 年各大类基建投资表现分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：铁路运输业投资增速明显提升



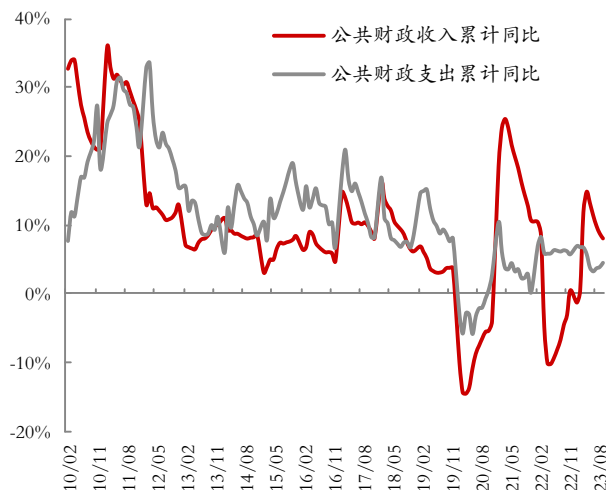
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15：水利、市政类投资增速有所回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：2023 年公共财政支出增幅有限



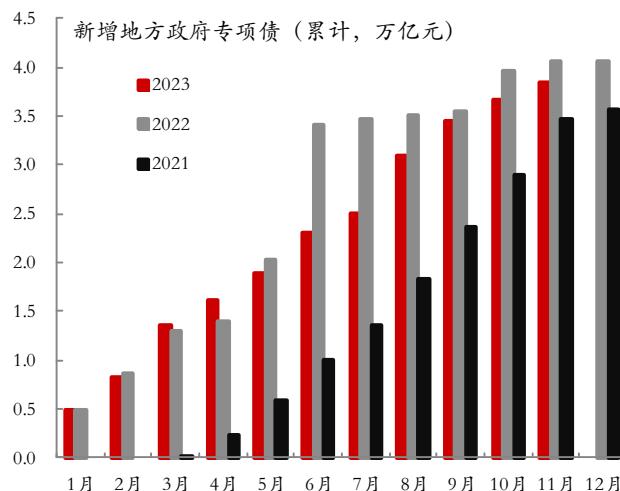
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17: 土地出让金延续较大负增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 地方政府新增专项债发行与去年基本持平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2.4、制造业仍具备韧性，增速预计回落

2023 年制造业需求的回升，尤其是汽车、家电、造船需求的增量也是拉动卷板需求的重要因素。不过如果拆分主要制造业终端的内外需情况，可以看到今年乘用车以及部分家电产品产销的高增长很大程度上是由外需驱动，内需增速则相对比较一般。因此，对于 2024 年需求而言，外需的变化是一个比较大的不确定因素。如果定性来看，在美国经济存在衰退风险，面临流动性拐点的情况下，外需则面临着海外需求回落和人民币升值压力两方面的风险。

从国内需求来看，消费型制造业预计将会出现需求增速的回落。从乘用车看，下半年内销依然维持韧性，同时渠道库存相对中性。考虑到 2023 年高增速由于疫情的低基数影响，预计 2024 年乘用车内需仍会维持一定增长，但增速或有比较明显的下滑。家电方面，保交付的推进，加之疫后消费需求的释放，带动家电内需整体的回升。就 2024 年看，市场比较大的不确定性在于竣工端的变化。以 2010 年以来新开工和竣工之间的剪刀差来看，依然有很大的在建未竣工存量规模，即客观来看竣工仍有增量空间，但在开发商资金紧张的情况下，转化速度存疑。同时，随着疫情后消费需求的释放，预计持续性也相对有限，家电需求预计将呈现稳定至小幅回落状态。

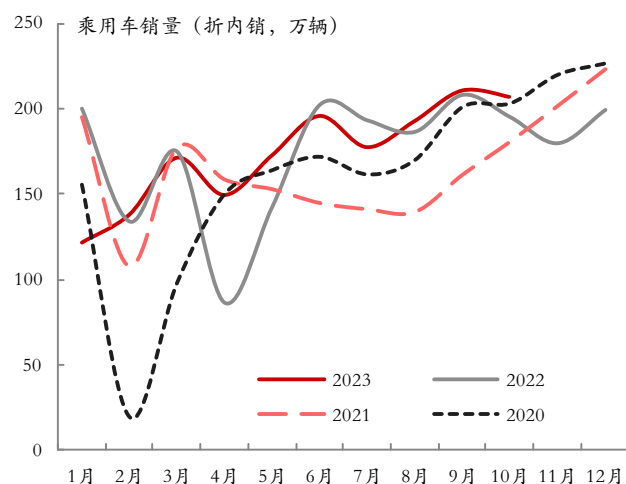
图表 19: 主要制造业终端内外需拆分

	1-10 月同比		
	销量/产量	出口	内销
乘用车	7.52%	67.34%	0.67%
商用车	19.81%	28.31%	18.02%

空调	9.38%	3.04%	11.11%
冰箱	11.70%	15.85%	3.33%
洗衣机	16.16%	40.24%	8.93%
挖掘机	-26.00%	-1.04%	-42.99%

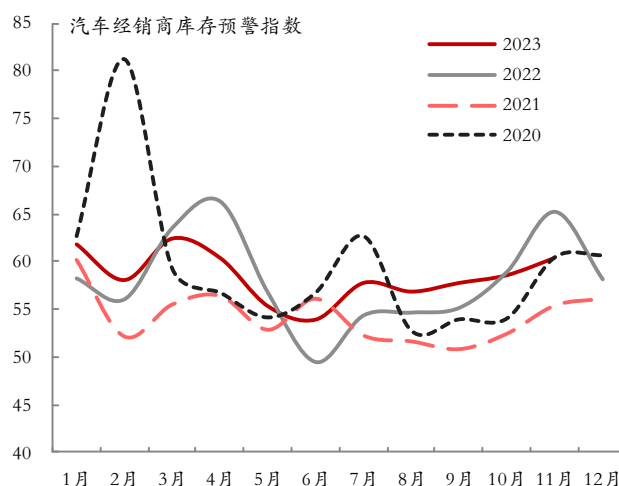
资料来源：中汽协，国家统计局，海关总署，Wind，东证衍生品研究院

图表 20：乘用车内销维持韧性



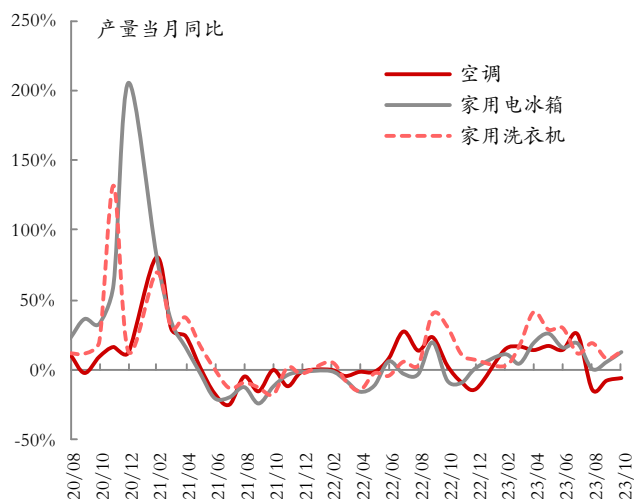
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 21：汽车经销商库存中性水平



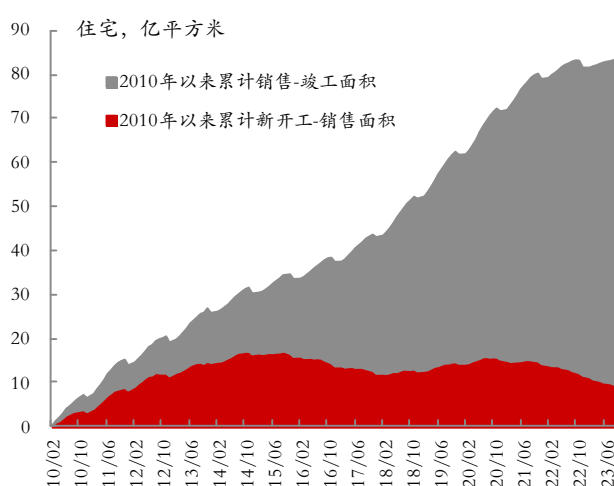
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：家电产销受竣工端支撑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

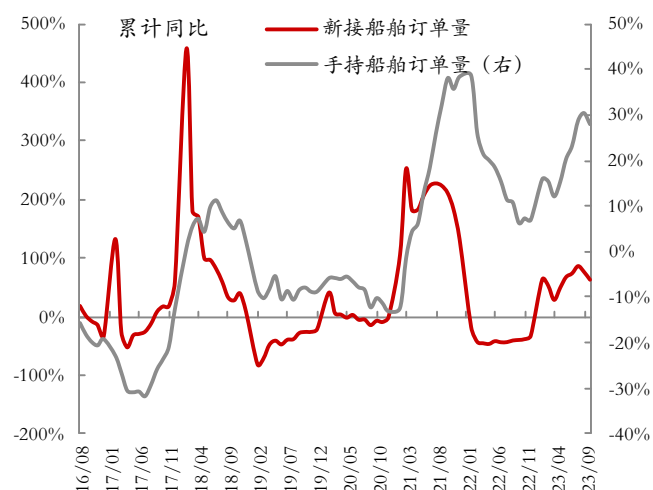
图表 23：地产存量未竣工规模依然较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

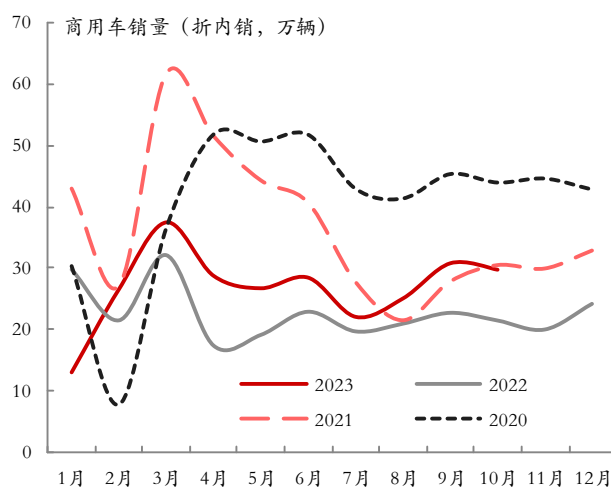
工业型制造业预计仍会呈现分化格局。船舶由于存量订单的支撑，2024 年需求预计依然维持较为强劲的格局。商用车方面，2023 年公路货运市场有比较明显的修复，从周转量看已经接近疫情前水平，预计商用车需求依然会有一定的回升空间。在基建需求的带动下，机械需求或有一定边际的改善。但由于我们对地产投资依然持相对悲观的态度，加上制造业 PMI 改善有限，相关通用机械等需求也并未看到明显改善迹象。因此，预计明年机械需求整体降幅将略有收窄，但回升驱动依然不足。

图表 24：船舶存量订单增速依然较高



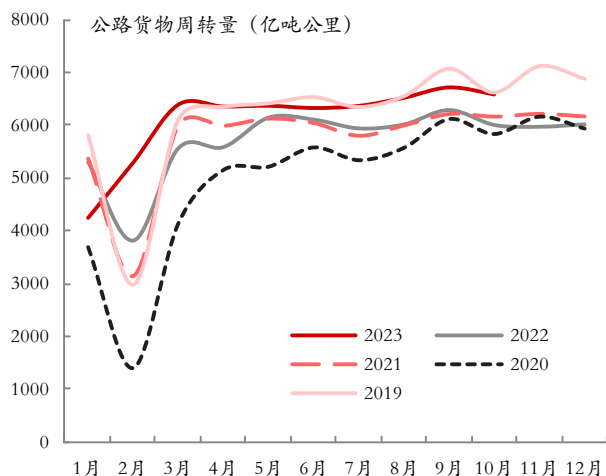
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 25：商用车内需有所恢复



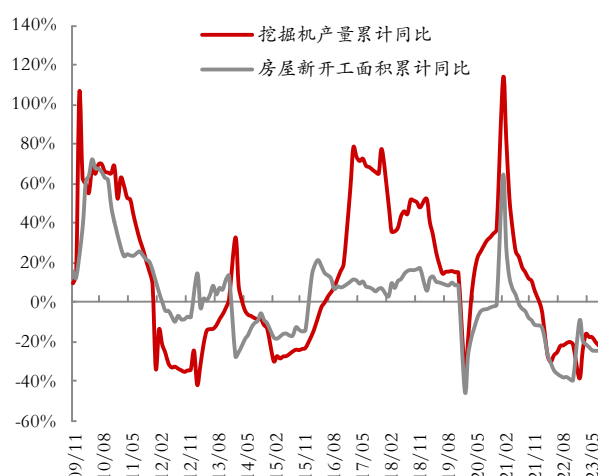
资料来源：中汽协，海关总署，东证衍生品研究院

图表 26：公路货物周转量恢复到接近疫前水平



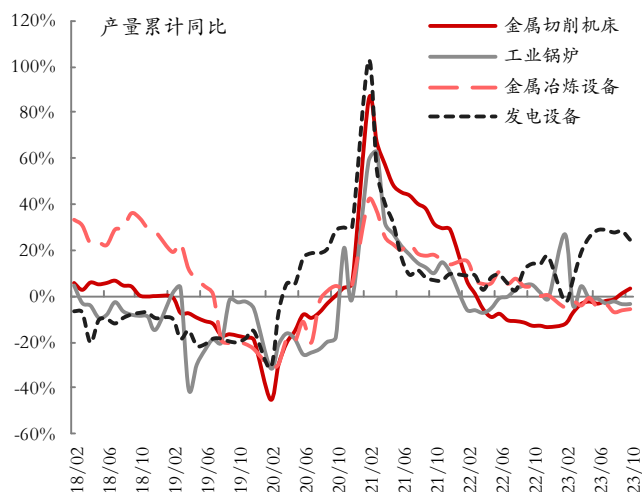
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 27：地产新开工降幅压制挖机产量



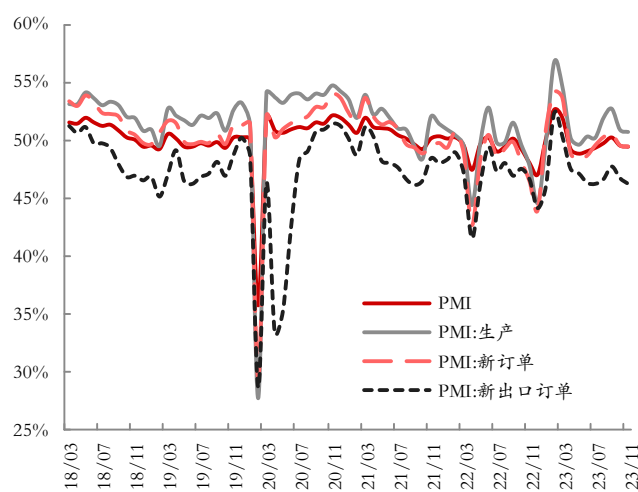
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 28：主要机械产品产量表现分化



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 29：制造业 PMI 仍在荣枯线之下



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

除传统制造业终端之外，2023 年绿电新增装机也提供了一部分需求增量，主要源于光伏装机的快速增长。不过，根据各省新能源装机增量的十四五规划，今年光伏新增装机量已经明显超出了 CPIA 预估的速度。预计未来两年光伏相关用钢需求整体会有所回落。风电预计仍维持稳定增速，整体来看，2024 年绿电相关的用钢需求虽然仍能保持小幅增加，但增速会较今年明显放缓。

图表 30：风电、光伏用钢量测算

			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
新增装机 /吊装量 (GW)	风电	陆上	18.50	19.50	25.30	49.50	41.60	44.67	50.03	56.04
		海上	1.16	1.65	1.49	4.93	14.20	5.16	8.00	10.00
	光伏	集中式	33.62	23.30	17.91	32.68	25.58	36.29	70.80	70.00
		分布式	19.44	20.96	12.19	15.52	29.30	51.11	86.53	80.00
用钢量 (万吨)	风电		251	273	342	707	786	652	772	885
	光伏		190	150	106	176	181	280	514	494
	合计		441	423	448	884	966	932	1,286	1,379
	同比			-4.04%	5.74%	97.34%	9.37%	-3.54%	37.97%	7.21%

资料来源：CWEA，CPIA，中联钢，东证衍生品研究院

## 2.4、出口预计小幅回落，但韧性仍存

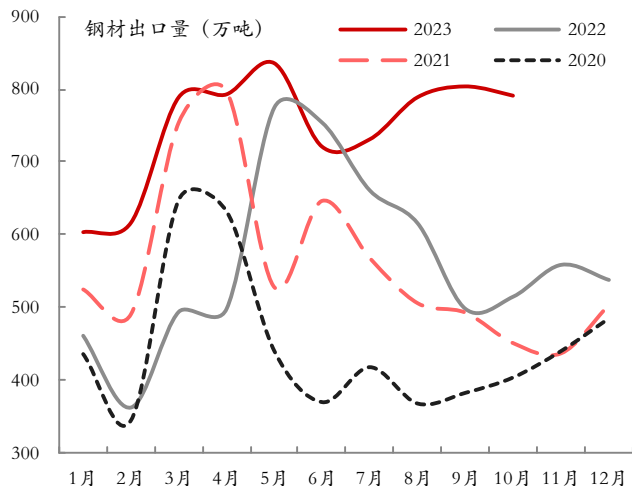


2023 年钢材出口持续超预期，1-11 月钢材出口量累计同比增加 2,072 万吨。但海外需求整体表现一般。从全球角度看，除了中国、印度粗钢产量有明显增长，俄罗斯恢复性增长，非洲地区略有增量外，其他主要地区粗钢产量基本都出现了下降。剔除中国和印度后，其他区域粗钢产量同比下降 3.71%。其中，欧盟需求表现比较疲弱，北美地区也有所下降。

从分区域结构看，2023 年钢材出口大幅提升一方面由于区域性的需求增长，包括东南亚尤其是印度需求的增加以及中东部分国家需求的增量。其中，印度需求增长除了体现在中国对印度直接出口的增加上，也体现为印度对外出口的下降，间接提升了我国在东南亚市场上的需求空间。而另外同样非常重要的一方面在于供应链扰动以及国内成本优势，挤出了部分海外供应。我们看到东南亚需求虽有增长，但包括越南等国家粗钢产量反而有所下降，此外日韩、南美粗钢产量也整体回落。中东地区由于上半年土耳其地震的影响，也间接拉动了部分中国钢材以及半成品的出口需求。从成本角度看，由于国内外焦煤价格的倒挂，我们在煤系成本方面具备一定的优势，加之 2023 年人民币贬值的影响，都增加了我国出口钢材的价格优势。

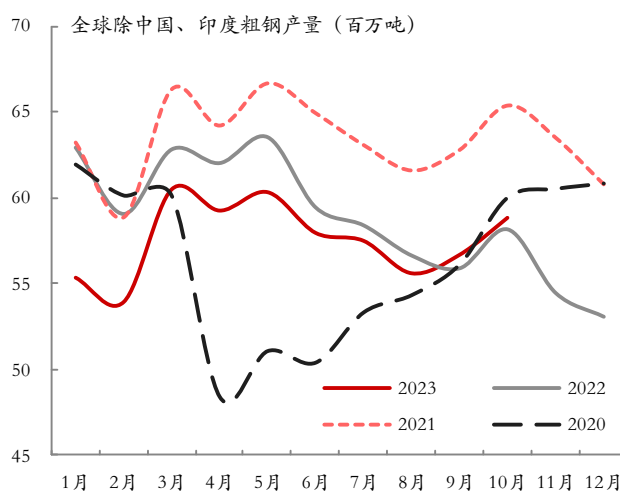
就 2024 年来看，我们认为钢材和半成品外需有小幅回落的压力，但预计幅度有限。从价差角度看，若 24 年人民币存在升值空间，则一定程度上会削弱出口价差优势。供应链和海外需求方面，土耳其地震对于供应和发运的影响在减弱，印度在大选后的基建投资强度也有待于观察。但另一方面，土耳其在地震后存在灾后重建的需求，俄乌冲突走向尚不明确，印度新增产能的投放进度同样存在很大的不确定性，海外供应链依然并不稳定。此外，2024 年市场很大的不确定因素在于美国经济下滑的速度。若美国经济没有出现硬着陆的风险，我们倾向于外需将有小幅回落。而一旦美国经济的下滑速度超预期，对于整体外需的冲击则需要重新评估。

图表 31：钢材出口量持续超预期



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

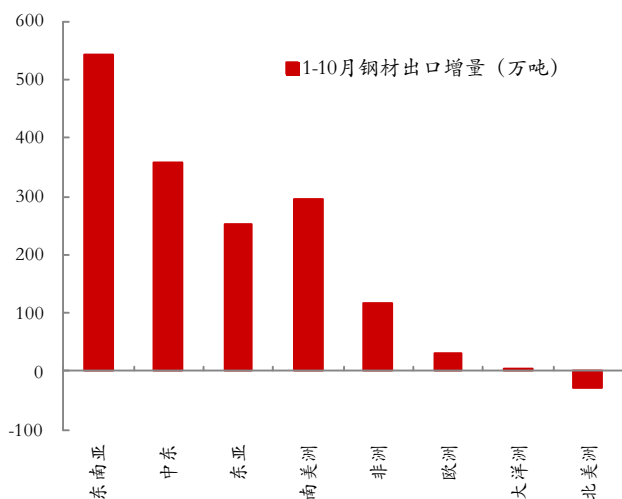
图表 32：全球除中国、印度粗钢产量同比下滑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

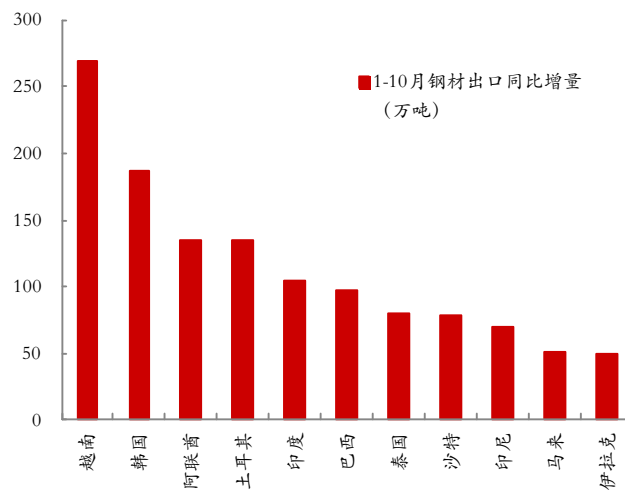


图表 33: 1-10 月钢材出口分区域增量



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 34: 1-10 月主要出口增量国家



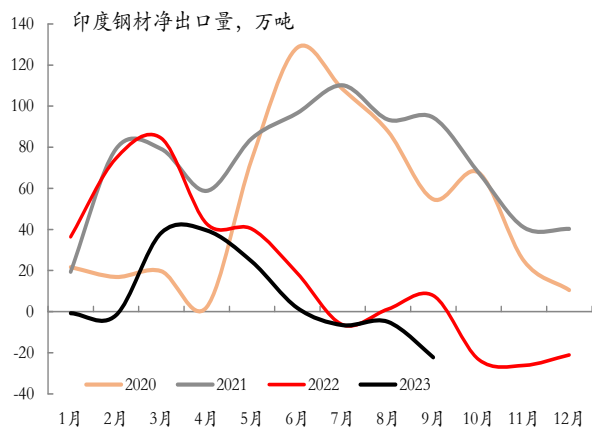
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 35: 各主要区域粗钢产量同比

粗钢产量 (万吨)	日韩	印度	越南	土耳其	中东	独联体	北美	欧盟	南美	非洲
2023 年 1-10 月	12,883	11,627	1,981	2,745	4,339	7,366	9,159	11,364	3,421	1,819
2022 年 1-10 月	13,096	10,376	2,198	3,009	4,338	7,145	9,419	12,451	3,666	1,744
同比	-213	1,252	-216	-264	1	220	-259	-1,086	-245	75

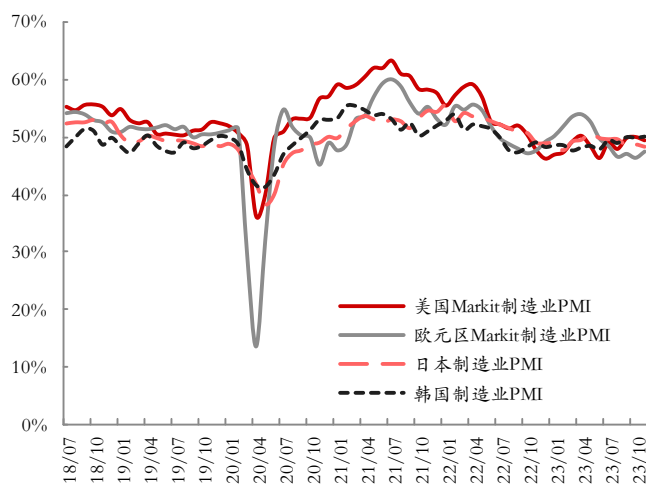
资料来源: WSA, 东证衍生品研究院

图表 36: 印度从钢材净出口转向净进口



资料来源: 印度钢协, 东证衍生品研究院

图表 37: 欧美制造业 PMI 在荣枯线附近



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合需求方面，我们认为 2024 年由于财政发力的支撑，国内终端需求预计将有近 1% 的正增速。但地产需求依然延续疲弱，制造业增速明显放缓。同时，外需不确定因素增加。在出口略有回落的预期下，终端需求整体给予 0.4% 左右的微幅正增速。

图表 38：钢材终端需求变化预估

		2021	2022	2023E	2024F
终端需求 (百万吨)	房地产	365	315	290	276
	基建	240	250	263	284
	汽车	73	66	72	74
	家电	25	23	25	25
	机械	162	150	140	138
	造船	20	22	24	26
	能源	42	41	44	45
	净出口（含钢坯）	38	51	85	80
需求同比	房地产	-5.2%	-13.7%	-7.9%	-5.0%
	基建	-1.2%	4.2%	5.2%	8.0%
	汽车	0.5%	-9.5%	10.0%	2.0%
	家电	-4.2%	-8.0%	8.7%	0.0%
	机械	13.0%	-7.4%	-6.7%	-1.4%
	造船	11.1%	10.0%	10.0%	7.4%
	能源	3.8%	-2.2%	8.4%	2.3%
	净出口（含钢坯）	153.3%	34.2%	66.7%	-5.9%
合计需求同比		-2.5%	-3.4%	2.8%	0.4%

资料来源：Wind，国家统计局，海外总署，东证衍生品研究院

### 3、供应仍偏宽松，成本定价模式延续

#### 3.1、政策性减限产影响依然有限，成材利润维持低位

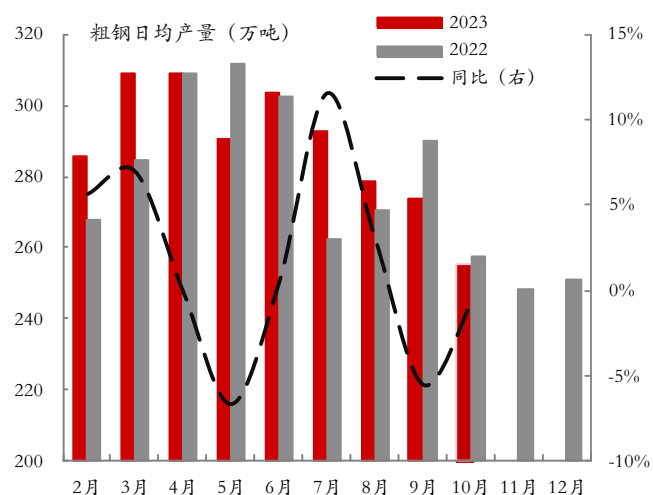
2023 年成材终端需求虽然维持正增速，但利润持续被压缩。一方面，经过产能置换以及钢厂供应弹性的增加，产能相对充足，供应调节也比较灵活；另一方面，政策性减限产实际效果有限，而在钢厂利润收缩阶段，反而有维持现金流的需求，也导致在盈亏平衡甚至微亏阶段，减产动力也并不充分。

从点对点测算，2023 年螺纹平均毛利微亏，热卷约有 50 元/吨左右的利润。此外，由于上半年粗钢和铁水产量的增加，下半年成材利润普遍处于亏损状态。而由于建材的持续亏损和需求结构性分化，也使得增加的铁水向热卷、中厚板以及五大材外转移。随着其

他品种产量的增加，下半年卷板整体亏损程度甚于螺纹。

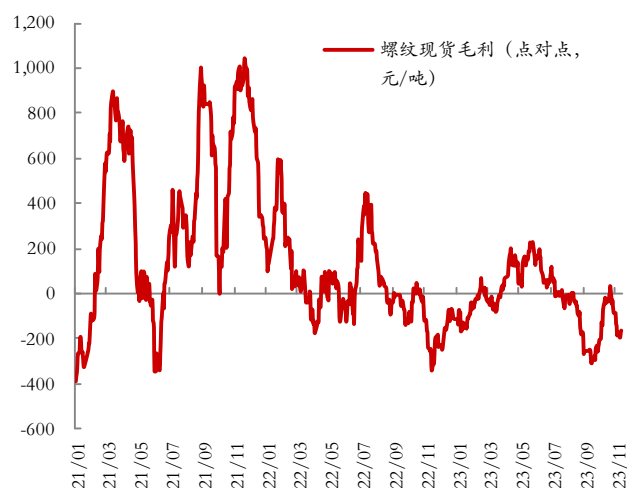
展望 2024 年，我们认为政策性减限产的实质影响依然会比较有限。从今年来看，制约政策性减产落地的因素一方面在于地方政府在保经济增长和稳财税就业两方面压力下，依然希望钢厂稳定生产，这在以钢铁为支柱产业的地区尤为突出。另一方面钢厂面临利润下行问题，同样有保现金流的诉求，反而导致在没有亏损到现金流的情况下，都很难有明显自主减产。而由于 2024 年稳增长依然存在压力，且地方债务问题刚开始化解，预计政策性减限产实际约束力并不强，至少能够允许钢厂根据需求节奏安排生产进度。

图表 39：统计局粗钢日均产量变化情况



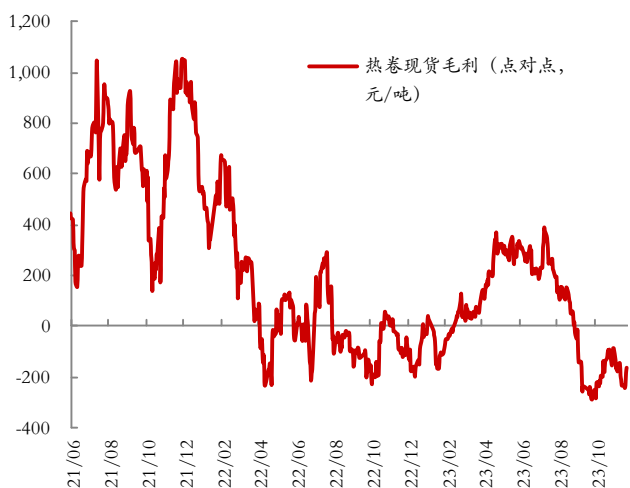
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

图表 40：下半年螺纹毛利整体处于亏损状态



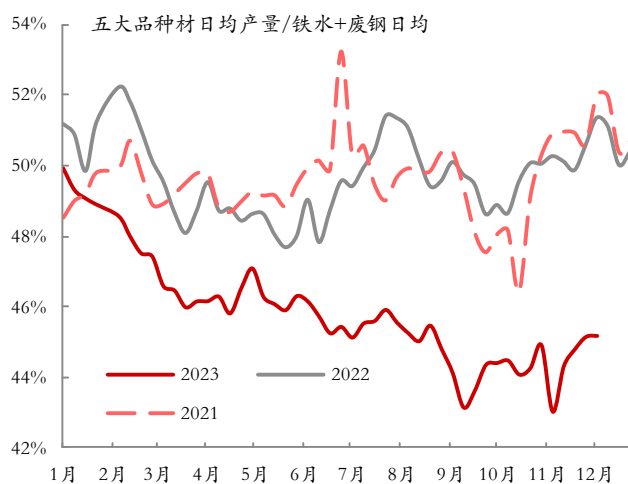
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 41：下半年热卷利润大幅下降



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 42：五大品种材在铁水与废钢中比重仍处于低位



资料来源：Mysteel，富宝资讯，东证衍生品研究院

### 3.2、生产成本与出口成本依然是钢材重要的定价锚

从产业格局看，2024 年钢材定价锚与 2023 年变化不大，成本定价仍是主要模式。2023 年下半年以来，铁废价差再度持续回升。四季度看，废钢已经具备相对成本性价比，电炉成本也整体低于长流程。2023 年废钢资源量随着制造业恢复有所回升，而由于长流程钢厂利润偏低，提升废钢添加量的意愿不足，也导致废钢相对具备性价比。从建材估值看，螺纹期价多数情况下还是位于高低成本曲线之间运行。

图表 43：下半年铁废价差持续回升



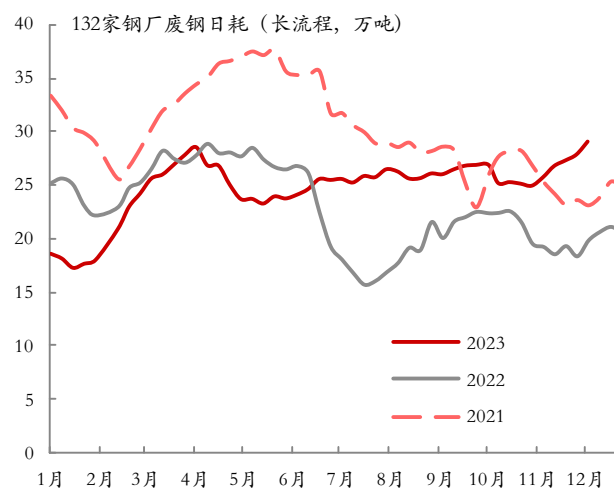
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 44：螺纹整体估值在长短流程成本之间



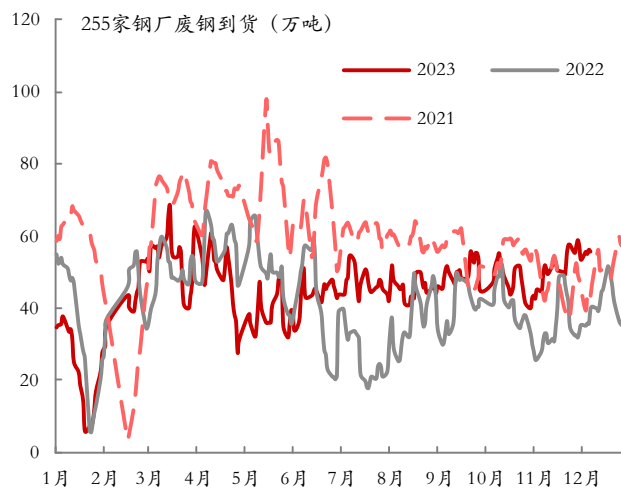
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 45：长流程废钢日耗略有提升



资料来源：富宝资讯

图表 46：钢厂废钢到货整体有所回升

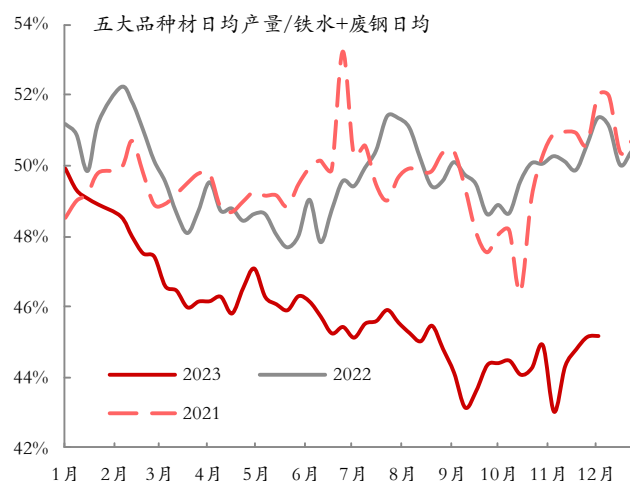


资料来源：富宝资讯

由于我们对于明年钢铁终端需求依然持有小幅正增速的预期，铁矿和焦煤平衡表整体在供需基本平衡至偏紧的状态，加之目前原料整体库存不高，虽然产业链缺乏主动补库的驱动，低库存格局也会使得原料价格较为坚挺。因此，我们认为钢价重心仍会受到成本端推动有所上移。

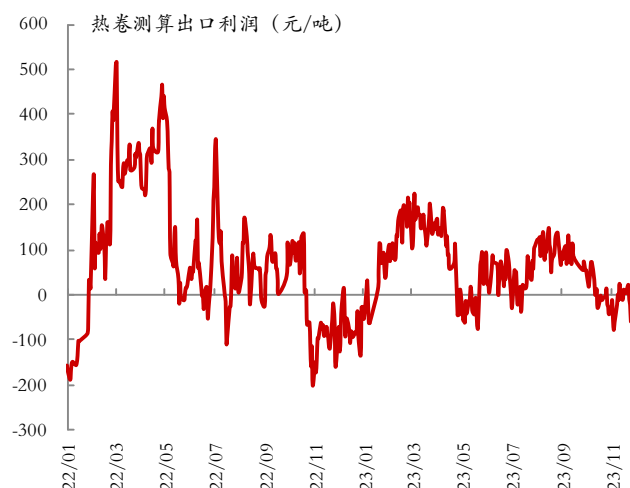
此外，虽然我们认为 2024 年出口对需求难以再有明显的正向影响，但依然是影响供需的重要边际因素。且外需本身对于价格相对敏感。因此，卷板出口成本依然会是影响钢价上方估值的重要考虑因素。从定价角度来看，2024 年海外需求的变化依然会是影响钢价的重要因素之一。

图表 47：五大品种材产量占比维持偏低水平



资料来源：Mysteel，富宝资讯，东证衍生品研究院

图表 48：热卷出口利润测算



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

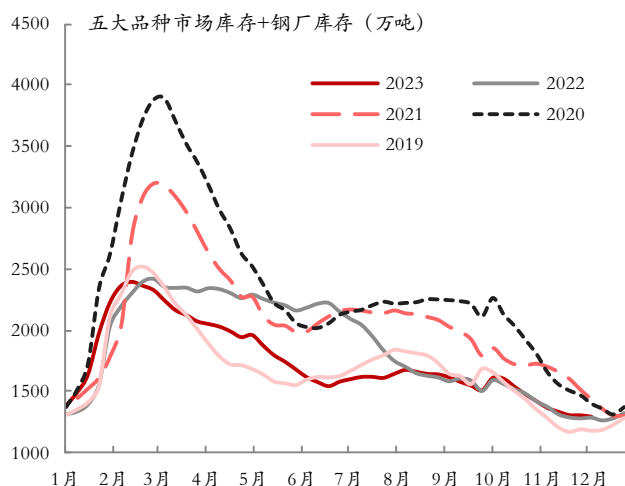
#### 4、2024 年钢材供需展望及市场交易逻辑

基于我们对钢材终端需求的判断，2024 年终端需求预计会有小幅同比增长，因此对应的铁水产量、成本支撑和钢价重心都将较 2023 年有所上升。不过我们认为重心的提升可能更多体现为底部的抬升。而对于上方而言，一方面内需修复依然非常温和，制造业利润改善有限，下游对价格的接受能力以及补库意愿对钢价依然会形成压制；另一方面，出口依然是重要的边际需求，而若欧美仍有衰退风险，即便东南亚等地区有结构性需求增长，扁平的区域曲线结构也抑制钢价上方空间。同时，由于 2024 年依然没有很强的政策性减产的预期，因此钢材期价仍倾向于成本定价，利润缺乏扩张驱动。基于原料成本端推算，我们认为 2024 年钢材期价主要运行区间在 3700-4500 元/吨。

从节奏上看，我们认为上半年钢价或震荡偏强。在 11 月中旬高炉检修增加后，铁水明显回落，虽然并没有明显体现在钢联五大材的减产上，但整体供应压力有比较明显的缓

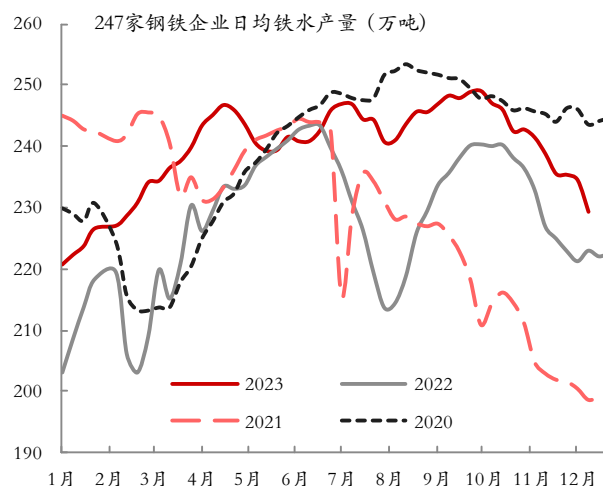
解。明年上半年铁水也有复产空间，同时在专项债和特别国债额度释放后，预计对明年上半年基建需求也会形成拉动，市场有一定正反馈的驱动。不过由于需求增量有限，依然建议相对谨慎对待上方空间。

图表 49：五大品种库存依然处于偏低状态



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 50：近期铁水日产降幅比较明显



资料来源：Mysteel

## 5、风险提示

钢价上行风险主要来自于需求增长超预期，政策力度明显增强。下行风险在于基建不及预期，海外需求快速下滑。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。



## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)