

弱补库周期难反转，黑色节奏把握为主

——中泰期货黑色市场 2023 年行情回顾和 2024 年展望

2024 年 1 月 1 日



中泰微投研小程序



中泰期货公众号



中泰期货服务号

品种目录

黑色研究团队

分析师：裴红彬

期货从业资格：F0286311

投资咨询资格：Z0010786

联系电话：18615516873



分析师：张林

期货从业资格：F0243334

投资咨询资格：Z0000866

联系电话：18615175897



分析师：董雪珊

期货从业资格：F3075616

投资咨询资格：Z0018025

联系电话：15705319399



E-mail: peihb@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

黑色综述：弱补库周期难反转，黑色节奏把握为主

- 7 -

——中泰期货黑色市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

钢材：需求面临落地和韧性考验，负反馈降成本为主线

- 25 -

——中泰期货钢材市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

铁矿石：铁素供给小幅回升，矿价预计高位震荡

- 39 -

——中泰期货铁矿石市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

煤焦：供给释放有限，需求有望改善

- 46 -

——中泰期货煤焦市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

产能结构优化，开启铁合金高质量发展新篇章

- 56 -

——中泰期货铁合金市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

内 容 摘 要

回顾 2023 年，我们去年年报题为《强预期弱复苏博弈，趋势震荡节奏为王》，认为黑色强预期和弱复苏博弈加剧，预计黑色行情没有明显趋势性，以节奏把握为主。历史上对比借鉴来看，类似于 2019 年或 2013 年。

回顾今年钢价整体趋势和节奏，黑色市场整体震荡但重心下移，趋势上整体震荡是因为需求表现高韧性，重心下移是因为去库周期下的需求和稳增长下的供给干扰低弹性。节奏上市场走势表现呈现“V”形，影响节奏的主要驱动因素为“强预期”和“弱现实”的博弈，表现为淡季反弹旺季回落。与 2013 和 2019 年行情的相似程度超过 80%。

展望 2024 年，黑色行情因素也更为复杂，不可控因素更多。整体来看，我们认为**黑色弱补库下，易反弹但难反转，黑色仍以节奏把握为主。**

从周期和宏观逻辑来看，我们认为明年商品市场面临的周期环境在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年。在经济刺激利好和补库周期下，商品价格容易出现连续数月的反弹。但因为在工业稳增长下商品产能和供给充裕，在需求没有持续有效回升以及产量产能出清前，难以形成大宗商品行情的反转。伴随着企业补库的提前交易或者透支，商品价格经历数月的反弹后，再度回落筑底的可能依然较大。

从产业和供需逻辑来看，我们认为明年负反馈或者累库存的可能较大。熊市不同阶段对应价格及供需因素分别为去泡沫、打利润、降成本和去库存、减产量、去产能，两者之间或有交叉重叠。复盘 2021 年开始的钢铁市场熊市，2021 年重点为去泡沫，2022 年为打利润，2023 年去库存。2024 年假如商品熊市延续，大概率要开启降成本和减产量。

黑色策略建议，趋势继续保持区间思路，勿在价格高位追涨，低位杀跌；节奏方面，预计淡季预期引导涨价，旺季现实回归弱势，但 2024 年交易节奏或将继续提前。

具体品种来看，钢材需求依然决定黑色整体趋势，钢厂利润预计维持低位；主焦煤因安监和资源约束基本面最为强势，铁矿石尚未到产能集中释放期，预计供需略有缓解；焦炭产能充裕且配煤供给充裕基本面偏弱；合金优势产能继续增加、成本面临回落、过剩格局最为明显。**具体分析如下。**

钢材：2024 年钢材下游需求预计同比小幅回落，回落空间大约为-0.45%。其中，地产仍为第一缩量行业，疫情后需求回补造成的摆动和出口或成为超预期因素。预计 2024 年国内粗钢供应较 2023 年持平或被动下降。供给在工业稳增长的前提下为次要矛盾，不过可能存在环保、减碳等阶段性扰动，主要影响节奏和强度。总体来看，预计钢材价格走势或为 L 型或 U 型走势。普材价格波动以 3800 为中枢，上下波动区间 3400-4200 之间。

铁矿石：从铁矿石供需平衡来看，2024 年铁素供给偏紧转为宽松，但是产能投放周期尚早。预计 2024 年铁素供给回升，国内铁矿石供给预计增加 2500 万吨，国内生铁产量预计小幅回落，整体国内铁矿预计存在约 3500 万吨的过剩。从库存推演来看，铁矿石上半年供需整体平衡，供给过剩和矿石累库预计主要在下半年，港口库存预计年

底预计达到 1.50 亿吨的水平。预计矿价走势呈 N 型，波动区间 80-145 美金，中枢 110 美金左右。矿石的供需格局和边际成本曲线末端陡峭特征，决定了矿价趋势或将逐步回落，且波动整体将继续降低。

煤焦市场：2023 年，受进口煤增加和国内高库存的叠加影响，国内动力煤基本面整体表现为供给宽松、需求阶段性释放，全年价格区间震荡；焦煤、焦炭则是先后在主动去库和安监严格影响下，价格先抑后扬。

动力煤：国内煤炭产能扩张已逐步放缓，伴随愈加严格的安监生产政策，国内煤炭产量增速或将明显放缓。而随着全球煤炭产量增长放缓，以及其他国家煤炭需求的快速增涨，未来国内动力煤进口量将保持与今年基本持平或相对温和的增长水平。需求方面，国内稳增长政策开始修复市场信心，电力、化工等主要耗煤产业将持续发力，促进动力煤需求维持较高增长水平。整体来看，预计动力煤供需格局将由边际过剩向偏紧转变，煤价有望维持高位。

焦煤：国内供给方面，受制于资源禀赋，我国焦煤产量释放空间十分有限，同时，针对煤矿安全生产检查的常态化也将限制焦煤产量释放，国内焦煤产量预计大概率保持稳定，或有微幅增长。进口方面，蒙古、俄罗斯作为我国目前主要的炼焦煤进口国地位很难撼动，澳煤进口增量难有突破，随着中蒙主要通关口岸基础设施建设不断完善，预计 2024 年炼焦煤进口量将维持高位。需求方面，在国内经济稳增长背景下，粗钢产量或维持稳中小幅增长，进而支撑焦煤需求。总体来看，焦煤供给缺乏弹性，需求稳中有增，产业链库存维持低位，预计焦煤价格重心或有上移。

焦炭：供给方面，2024 年焦化产能总体保持充足，焦化行业将继续保持低利润运行，焦炭实际产量将由焦企利润情况以及阶段性的限产政策决定。而需求端仍有韧性，在国内经济稳增长背景下，明年钢厂主动减产驱动不足，钢材产量维持稳中小幅增长。预计焦炭行情节奏整体跟随钢材需求的季节性淡旺季规律，同时，上游焦煤的议价能力较强，作为中游环节，焦炭价格将跟随焦煤变化。

铁合金：复盘 2023 年全年双硅走势，除供应维持高位、成本中枢下行符合预期外，需求和利润走势均超预期。双硅供需全年偏过剩格局为盘面长周期下行的主要驱动，煤基弱势拉低双硅成本中枢，盘面支撑持续下移。

2024 年供需预测：经市场调研整理，2024 年硅铁全国拟投产 158.64 万吨产能（置换产能），硅锰全国拟投产 102 万吨产能，预估硅铁市场仍为过剩格局，全年或累计过剩 50-80 万吨；预估硅锰市场仍为过剩格局，全年或累计过剩 115 万吨。

2024 年价格预测：2024 年硅铁成本线变动主要取决于电价，长周期成本处于下行通道，利润区间难走扩；2024 年硅锰成本线变动或取决于锰矿，成本中枢有望抬升，但利润区间会被进一步压缩。

随着铁合金行业高质量发展工作的推进，长周期看，内蒙古地区会逐步替代宁夏地区成为全国双硅市场的定价中心，并凭借其低成本、高标准的优势，陆续挤占南方硅锰以及北方其余产区的下游渠道资源，因此其余产区必须在固有生产模式基础上，更加注重降本增效，同时进一步稳固下游渠道，这样方能在全行业利润逐步缩窄的预期下，维持企业的平稳运行。

正文目录

品种目录.....	- 1 -
弱补库周期难反转，黑色节奏把握为主	- 7 -
——中泰期货黑色市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望	- 7 -
一、2023 年黑色市场行情回顾及未来博弈焦点.....	- 7 -
1、2023 年黑色市场回顾：强预期弱复苏博弈，淡季反弹旺季回落	- 7 -
2、2024 年市场博弈焦点：反转之年？	- 8 -
二、2024 年黑色市场周期环境和政策定调	- 9 -
1、经济周期环境：经济周期下行的弱补库周期，商品价格易反弹但难持久	- 9 -
(1) 康波周期：萧条期类似 1970-80 年，仍存第二轮大通胀预期	- 10 -
(2) 建筑业周期：地产低迷类似 90 年代末，经济转型升级仍需时间	- 11 -
(3) 制造业周期：盈利回升观察持续性，投资信心在逐步恢复	- 13 -
(4) 库存周期：被动去库到主动补库，但弱补库难以提升价格	- 15 -
2、宏观和产业政策：以进促稳但难强刺激，稳增长下供给限产概率低	- 18 -
(1) 全球宏观环境：全球经济仍充满不确定性，关注美联储政策节奏	- 18 -
(2) 宏观政策定调：宏观政策 U 型转弯，以进促稳但难有强刺激	- 19 -
(3) 产业政策定调：工业稳增长仍是主基调，供给侧干扰可能较低	- 20 -
三、2024 年黑色市场展望和定性分析	- 21 -
1、焦点解析：弱补库商品易反弹但难持久，高质量难有强刺激	- 21 -
2、趋势定性：明年商品市场预计类似上世纪 90 年代末	- 21 -
3、节奏把握：淡季预期涨价，旺季现实回归弱势，交易节奏越发提前	- 22 -
4、2024 年黑色策略建议：弱补库反弹但难反转，黑色节奏把握为主	- 24 -
需求面临落地和韧性考验，负反馈降成本为主线	- 25 -
——中泰期货钢材市场 2023 年回顾和 2024 年展望	- 25 -
一、2023 年钢材市场行情回顾	- 25 -
1、钢材价格走势回顾：整体震荡偏弱，淡季反弹旺季回落	- 25 -
2、供需回顾：需求有韧性没弹性，供给干扰弱化，钢厂利润低位徘徊	- 26 -
(1) 供给：政策干扰弱化，产量市场化调节	- 26 -
(2) 需求：有韧性但是没弹性，品种和结构分化严重	- 27 -
(3) 库存：整体维持去库，总量没有压力	- 28 -
(4) 利润：全年钢厂利润低位徘徊，当前再受挤压亏损加重	- 29 -
3、未来博弈焦点：需求依然是主导因素，供给可能存在阶段性扰动	- 30 -
二、2024 年钢材供需展望：需求预计小幅回落，产量被动降低	- 30 -
1、需求依然是主导因素：需求面临韧性和政策落地见效考验	- 30 -
(1) 房地产：新开工预计小幅回落，关注施工竣工端回落风险	- 30 -
(2) 基建：特殊国债发力点在水利，基建用钢需求增速有望转弱	- 32 -
(3) 钢结构：产量稳定增长 钢结构领域需求空间大	- 34 -
(4) 制造业：企业和居民信心尚需恢复，消费提升尚需时日	- 34 -

(5) 出口：海外投产加反倾销等因素，预计出口总量将小幅下降.....	35 -
2、工业稳增长下供给侧干扰可能较低，但要关注政策变化.....	36 -
(1) 产能：国内严控新增置换为主，海外产能迎来投产期.....	36 -
(2) 产量：稳增长下供给硬约束可能较低，但需关注双碳干扰	37 -
三、2024 年钢材行情展望和策略建议	37 -
1、钢材市场行情展望.....	38 -
2、策略建议	38 -
 铁素供给小幅回升，矿价预计高位震荡	39 -
——中泰期货铁矿石市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望	39 -
一、2023 年铁矿石市场行情回顾.....	39 -
1、行情回顾：矿价走势呈 V 型，基差和价差大幅修复	39 -
2、供需回顾：铁素资源供给整体不足，矿石降库幅度较大.....	39 -
3、矿石博弈焦点：需求决定趋势，供给创造弹性	42 -
二、矿石供需展望：铁素供给有望回升，降低矿价波动弹性	42 -
1、供给展望：2024 年铁素供给预计继续小幅回升.....	42 -
2、需求展望：国内生铁产量和矿石需求下滑	43 -
3、供需平衡推演：铁素供给偏紧转为宽松，下半年过剩较为明显.....	44 -
三、2024 年铁矿石行情展望和策略建议.....	45 -
1、行情展望	45 -
2、策略建议	45 -
3、风险提示及重点关注	45 -
 供给释放有限，需求有望改善.....	46 -
——2024 年中泰期货煤炭年报	46 -
一、行情回顾：煤炭价格探底回升.....	46 -
二、动力煤：供给增速放缓，煤炭需求向好.....	46 -
1、国内供给增量有限，进口维持温和增长	46 -
2、经济复苏预期下，煤炭需求向好	48 -
3、动力煤行情展望.....	49 -
三、焦煤：安监趋严进口宽松，需求仍有韧性	49 -
1、焦煤供应总体稳定，安全检查趋向严格	49 -
2、进口炼焦煤仍有增量预期.....	49 -
3、铁水产量维持高位，煤焦需求韧性较强	50 -
4、焦煤库存低位徘徊.....	51 -
5、焦煤行情展望	52 -
四、焦炭：产能充足库存低位，利润水平维持低位.....	52 -
1、产能过剩格局难改，产量受利润和需求带动.....	52 -
2、焦炭需求仍有韧性.....	54 -
3、低库存策略继续维持	54 -
4、焦炭行情展望	54 -

产能结构优化，开启铁合金高质量发展新篇章	- 56 -
——2023 年铁合金市场回顾及 2024 年行情展望	- 56 -
一、2023 年铁合金行情回顾	- 56 -
1、供需复盘：过剩格局主导长期下行走势	- 56 -
2、成本复盘：煤基弱势拉低双硅成本中枢，盘面支撑持续下移	- 56 -
二、硅铁基本面	- 57 -
1、受非钢需求拖累，硅铁全年呈现供需双弱的过剩格局	- 57 -
2、成本中枢震荡下行，宁夏地区利润持续下滑	- 59 -
三、硅锰基本面	- 61 -
1、高利润催生高供应，硅锰全年呈供需双强的过剩格局	- 61 -
2、全年成本跟随锰矿下移，前三季度现货利润尚可	- 63 -
四、2023 年铁合金市场重点政策及其影响	- 65 -
1、第三周期输配电价改革方案落地	- 65 -
2、《内蒙古自治区促进铁合金产业高质量发展政策措施》	- 66 -
五、2024 年铁合金市场重点展望	- 67 -
1、2024 年铁合金市场供需格局展望	- 67 -
2、2024 年铁合金市场价格展望	- 68 -
3、从过剩产能出清到产能结构优化，注重降本增效、巩固下游渠道	- 69 -
免责声明：	- 70 -

弱补库周期难反转，黑色节奏把握为主

——中泰期货黑色市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

一、2023 年黑色市场行情回顾及未来博弈焦点

1、2023 年黑色市场回顾：强预期弱复苏博弈，淡季反弹旺季回落

- 2023 年黑色市场整体震荡但重心下移，趋势上整体震荡是因为需求表现高韧性，重心下移是因为去库周期下的需求和稳增长下的供给干扰低弹性。节奏上市场走势表现呈现“V”形，影响节奏的主要驱动因素为“强预期”和“弱现实”的博弈，表现为淡季反弹旺季回落。

图表 1：2023 年文华黑色产业链指数走势回顾



- 具体来看，自去年年底以来，黑色市场行情经历了先反弹后回落，再反弹的行情。
- 从驱动（宏观和产业）逻辑来看，先经历了一季度（11-2 月）的“强预期”主导定价；到二季度（3-5 月）的“弱复苏”主导定价；再到三季度（6-9 月）的“预期修正”主导定价；最后四季度先小幅回调后，市场继续淡季“再预期”。具体来看，过去一年以来黑色商品整体表现及主要逻辑驱动见下表 2 所示。
- 另外，从估值（基差和成本利润）因素来看，钢材先后经历了基差和成本修复（春节前）到利润扩大（3 月初）；再到成本下移，基差扩大（3-5 月）；后到负反馈修正成本上移（6 月初至下半年），基差修复的估值因素影响。
- 目前从驱动和估值来看，驱动或处于强预期交易的后期，估值正处于基差低位、钢厂微利、成本高企的阶段。

图表 2：年初以来黑色商品整体表现及主要驱动

时间	黑色商品整体表现	主要驱动因素	估值因素	关键词
2022 年底至 2023 年 2 月	二十大结束以后，强预期带动黑色出现了大幅反弹	伴随着疫情调控放开、地产融资三只箭等利多刺激，“大力提振市场信心” 利多 了 市场情绪 ，期货带动现货市场出现大幅反弹。	钢材成本提升，利润从修复到扩大，基差收敛，估值强利多	悲观预期修正+政策强预期
2023 年 3 月至 5 月底	预期修正，弱复苏形成负反馈预期，黑色大幅回落	3 月两会政策预期落地，同时 钢材强供给弱需求 ，铁水产量迎来拐点，下游负反馈预期造成成本下移，造成黑色商品价格回落。	钢材成本下移，利润维持，基差扩大，估值利空	经济弱复苏+产业负反馈预期
2023 年 6 月至 9 月底	需求表现强韧性，黑色市场悲观预期修正	市场对负反馈进行修正 ，政策经济刺激举措陆续出台，以及淡季不淡或者旺季预期等需求改善，带动黑色反弹修正	成本上移，利润低位，基差修复，估值中性利多	需求强韧性+产业负反馈修正
2023 年 10 月至 12 月底	市场再度预期政策刺激，黑色反弹，黑色重新反弹	市场对弱预期再修正 ，成本高支撑，叠加外交利好、国内政策强预期等因素，带动钢价回升	成本上移，利润回升，基差中性，估值利多	政策再预期+成本高支撑

数据来源：中泰期货整理

图表 3：过去一年来钢材估值（基差和成本利润）因素（元/吨）



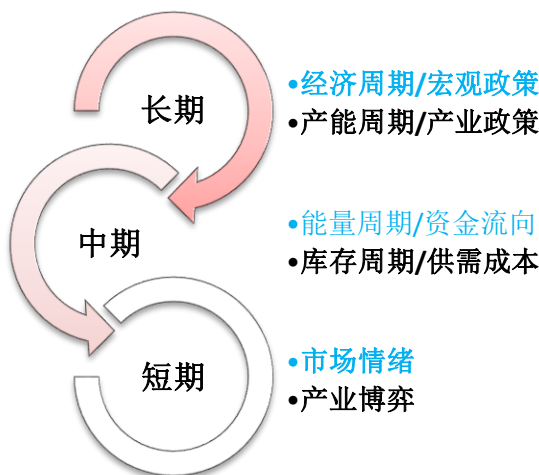
数据来源：文华财经，中泰期货整理

2、2024 年市场博弈焦点：反转之年？

（1）工业品定性分析方法论

- **展望和定性分析明年整体市场表现**，我们长周期定性研判工业商品的主要框架为：经济周期影响下的宏观形势和政策，以及产业产能周期影响下的产业政策共同决定了商品长期价格趋势。
- 所以，在展望年度行情时，我们主要一是关注经济周期变化，并重点关注在经济周期环境影响下的宏观政策导向；二是在产业端，关注品种产能及利用率的变化；两者结合给出黑色市场的定性判断。然后，结合周期影响以及产业供需给定量定价或者节奏的判断。

图表 4：黑色市场不同周期下的主导因素



数据来源：中泰期货整理

(2) 明年黑色市场博弈焦点

- 2022 年以来，我们认为黑色商品以供给影响的主要矛盾面临修正，2022 年年报题为《供给干扰变需求主导，重心下移且波动降低》，提出影响黑色商品的主要矛盾面临修正，重回需求主导，并在年中报告提出《黑色熊市开启，下跌一波三折》的判断。
- 回顾去年，2023 年年报题为《强预期弱复苏博弈，趋势震荡节奏为王》，我们认为黑色强预期和弱复苏博弈加剧，预计黑色行情没有明显趋势性，以节奏把握为主。历史上对比借鉴来看，类似于 2019 年或 2013 年。
- 展望 2024，明年的市场博弈焦点是什么？伴随着近期黑色商品价格的反弹，黑色市场从驱动和估值来看，驱动或处于强预期交易阶段；从产业逻辑来看，估值正处于基差低位、钢厂微利、成本高企的阶段。当下市场以及 2024 年的焦点及主要矛盾预计如下。
- 一是经济周期方面，库存补库周期能否抵消地产和投资周期低迷影响，促成大宗商品较长时间反弹甚至反转？
二是宏观政策方面，能否有效完成逆周期和跨周期的调节，货币政策能否提升价格水平至预期目标，以及对工业品定价影响？
三是产业政策及供给侧方面，绿色低碳转型时隔三年再出现在中央经济工作会议重点工作中，能否再次带来供给侧干扰，加大供给因素弹性？
- 下面我们围绕经济周期环境和宏观政策，产能周期和产业政策等因素进行分析，以期对明年黑色市场给与定性分析，以飨读者。
(此部分可略过，直接阅读结论部分 [第三部分：市场展望和结论建议](#))

二、2024 年黑色市场周期环境和政策定调

1、经济周期环境：经济周期下行的弱补库周期，商品价格易反弹但难持久

- 由于钢铁行业是典型的周期性行业，需求主导价格趋势，价格波动也表现出强周期性。钢铁行业运行受与经济周期波动，以及其下游消费、投资关系密切。对于经济周期理论的研究已经较为成熟，目前公认的经济周期划分：康波周期 50-60 年，库兹涅茨周期（建筑业周期，15-25

年)，朱格拉周期（设备周期，8-10 年），基钦周期（库存周期 3-4 年）。

图表 5：不同经济周期时间及主要驱动梳理

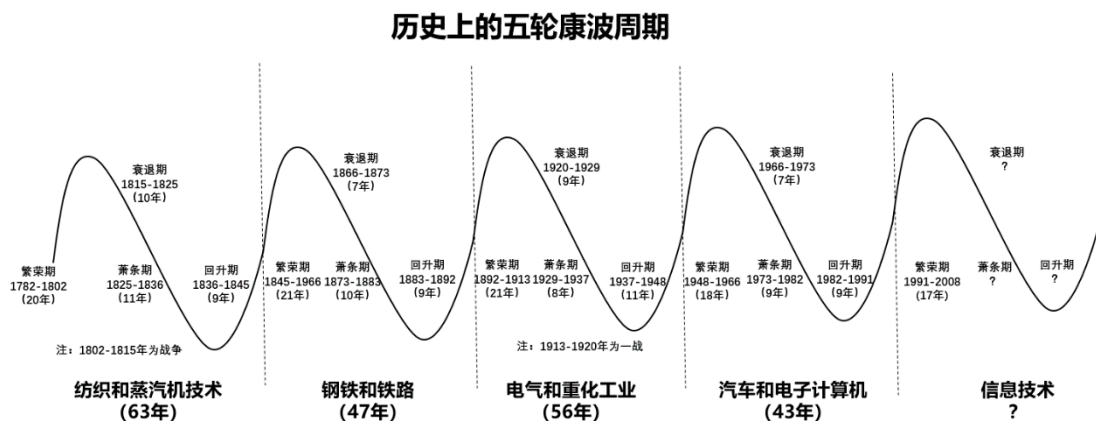
周期名称	时间	驱动因素
康波周期	50-60 年	技术革命，世界资源品价格
库兹涅茨周期	15-25 年，平均 20 年	以建筑业（主要为房地产）为标志，也称建筑周期
朱格拉周期	8~10 年	设备更替和资本开支，生产及利润波动等为标志
基钦周期	3-4 年，约 40 个月	商品库存和投资活动变动

数据来源：IFind，中泰期货整理

（1）康波周期：萧条期类似 1970-80 年，消灭通胀后仍存第二轮大通胀预期

- 参考市场上对于经济周期的划分，2019-2030 年大概率处于经济康波周期的萧条期。类似于上一个康波萧条周期的 1973~1982 年，或者约百年前的 1929~1937 年大萧条时期，预计会维持十年左右的时间，到 2030 年前后结束。

图表 6：历史上五轮康波周期划分



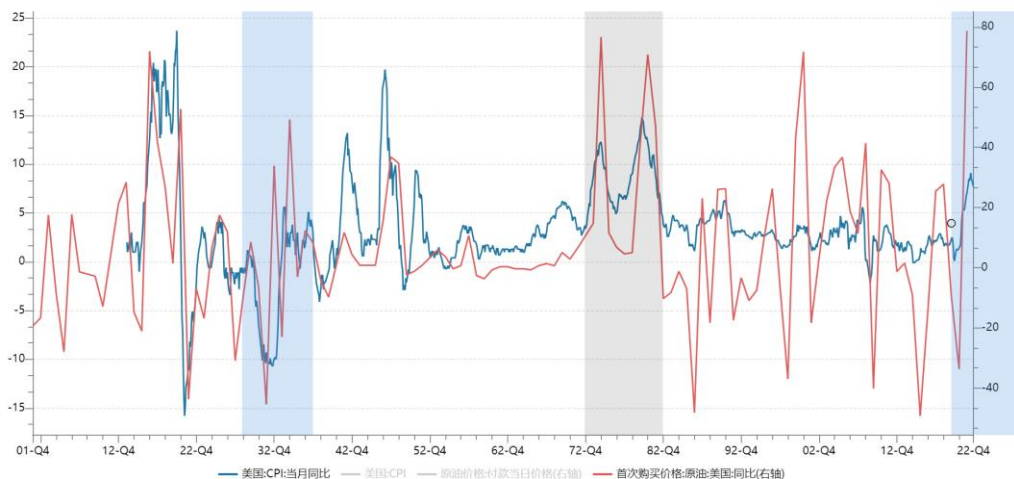
	标志性技术创新	繁荣期	衰退期	萧条期	复苏期
第一次长波	纺织工业和蒸汽机（63 年）	1782-1802（20 年） （1788 年、1793 年、1797 年经济危机）	1815-1825（10 年） （1803-1815 年拿破仑战争） （1810-1814 年、1816 年、1819-1922 年经济危机）	1825-1836（11 年） （1826-1828 年俄土战争） （1825 年经济危机）	1836-1845（9 年） （1837-1843 年经济危机）
第二次长波	钢铁和铁路（47 年）	1845-1866（21 年） （1847-1850 年、1857-1858 年经济危机）	1866-1873（7 年） （1870-1871 年普法战争） （1867-1868 年经济危机）	1873-1883（10 年） （1877-1878 年俄土战争） （1873-1879 年、1882-1883 年经济危机）	1883-1892（9 年） （1890-1893 年经济危机）
第三次长波	电气、化学、汽车（56 年）	1892-1913（21 年） （1900-1903 年、1907-1908 年经济危机）	1920-1929（9 年） （1914-1918 年一战） （1914 年金本位制结束）	1929-1937（8 年） （1931 年 9.18 事变） （1929-1933 年大萧条）	1937-1948（11 年） （1939-1945 年二战）
第四次长波	集成电路、计算机和航空航天（43 年）	1948-1966（18 年） （1948-1952 年、1957-1958 年经济危机）	1966-1973（7 年） （1971-1973 年布雷顿森林体系崩溃）	1973-1982（9 年） （1973 年中东战争） （1973-1975 年、1979-1982 年经济危机）	1982-1991（9 年） （1990-1992 年经济危机）
第五次长波	信息技术和智能手机（46 年？）	1991-2007（16 年） （1997-1998 年、2000 年经济危机）	2007-2019（12 年） （2008 年美国金融危机、2010 年欧债危机）	2019-2028？（9 年） （2022 年俄乌冲突） （2020-2023 年新冠疫情）	2028-2037？（9 年）

数据来源：兴业证券，上海博昱私募基金，中泰期货整理

- 本轮或以进入康波萧条期，这标志着从 1991-2019 年，全球 30 年低通胀、高增长的时代彻底结束，全球从此进入了高通胀、负增长时代。从 1991 年开始，德国生产制造、俄罗斯提供低价的化石能源，从而刺激德国为代表的欧洲制造业快速兴起。从 2001 年开始，中国生产、美国消费成为一种范式，从而美国提供收入、中国提供低成本，世界进入一种低通胀、低利率、高发展的范式。但是现在，中美脱钩、欧俄解体，全世界的产业链供应链中断，全球从此进入了高通胀、低增长时代。

- 康波周期萧条期的特征是低增长、低通胀。周金涛对萧条期的描述是“以一次滞涨展开,滞涨之后就是消灭通胀的过程”。在康波萧条期,往往伴随着商品价格的巨幅波动。如图 7 所示,同是萧条期,但是大宗商品市场表现迥异(1930s 通缩,1970s 通胀),主要的差别可能在于 1944 年之前布雷顿森林体系之前,以金本位为主,货币放水受限所致。

图表 7：近两次康波萧条期 CPI 和原油等大宗商品表现



数据来源：IFind，中泰期货整理

- 2019 年以来全球经历了一段滞涨，并且目前或正处于消灭通胀的过程中。2019 年以来，因为 2020 年疫情冲击，全球货币放水大幅提升了大宗商品价格。2022 年为缓解通胀，各个央行的强烈加息，虽然能够部分缓解高通货膨胀，但是却导致经济进入低增长甚至阶段性负增长。
- 目前从历史类比来看，当前的康波周期环境类似于 1973-1982 年代，2024 年或类似于 1976-1977 年。展望后期，假如地缘政治博弈和地域冲突加剧，叠加货币流动性充裕，在未来几年，存在大宗商品反转进入下一轮再通胀的可能。

图表 8：近两次康波萧条期 CPI 表现以及目前类比



数据来源：IFind，中泰期货整理

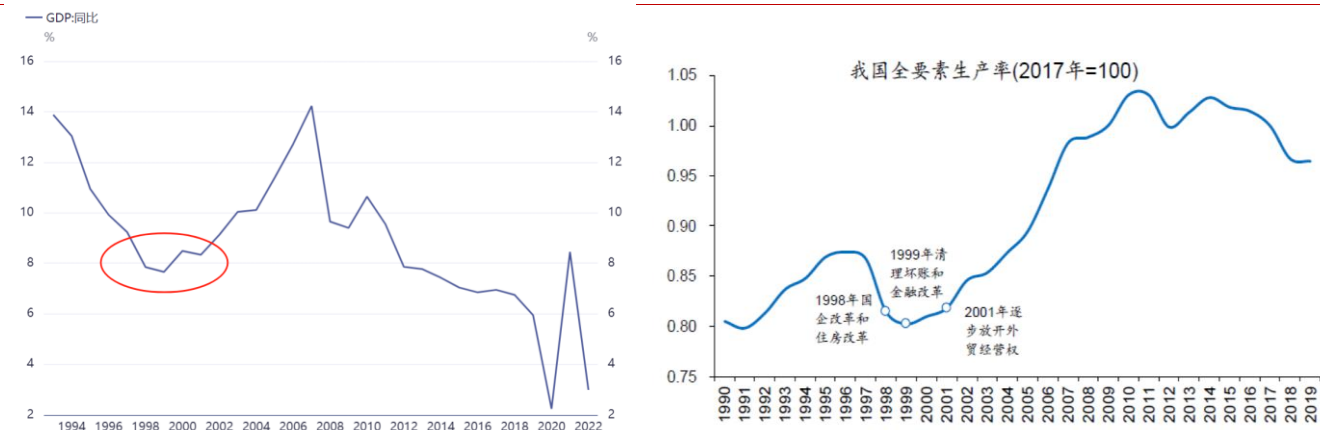
(2) 建筑业周期：地产低迷期类似 90 年代末，经济转型升级仍需时间

- 库兹涅茨周期大约为 20 年，又称建筑业（主要是房地产）周期。本质上是以人口因素所决定的，自 2000 年后，伴随着商品房的推广，我国的房地产周期开始进入新一轮上行阶段，60 后婴儿潮的改善需求叠加

80 后婴儿潮的刚需置业（2014-2016 年二胎放开），使得本轮建筑业周期一直延续到 2021 年。

- **从房地产周期来看，类似于 1990 年代末。**2022 年以来，房地产销售大幅回落约 30%，代表本轮房地产约 20 多年的超级建筑业周期终结。1990 年代末，我国也曾面临内部转型和外部压力的挑战、经济增长明显放缓。1997 年，我国刚刚经历一轮通胀治理、价格水平趋于正常，但过度扩张埋下的隐患并未解决。亚洲金融危机爆发后、出口形势快速恶化，供需失衡下经济增速连续两年“破 8”、1999 年 GDP 同比增速降至 7.7%。

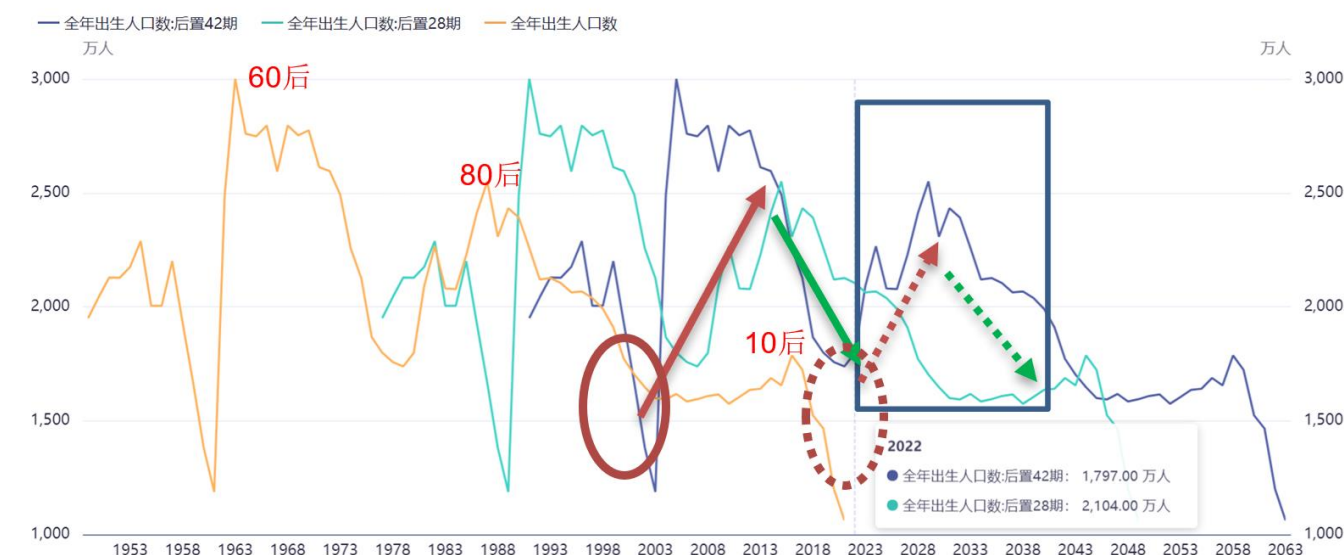
图表 9：当前地产周期因素类似 1990 年代末



数据来源：IFind，中泰期货整理

- **经济改革转型（新旧动能转化和高质量发展）需要较长调整时间。**对比 1990 年代末，把 1997 年作为转型的起始点、经济用了 6 年时间才实现突围，2003 年 GDP 重返两位数增长。如果以 2021 年为起点，本轮经济调整时间或再延续几年。

图表 10：2023 或开启新一轮房地产弱势周期 2023-2045



数据来源：IFind，中泰期货整理

- **价格水平的回升同样需要较长时间的调整期。**1990 年代末期，CPI 和 PPI 价格水平也出现了持续下降，1997-1999 期间 PPI 连续 31 个月负增长。本轮 PPI 转负自 2022 年 10 月至 2023 年末，时间已过去 14 个月，未来同比降速可能有阶段性回升，但是根据历史对比，或会延续一

段低增长或负增长。(31个月至2025年5月, 42个月至2026年6月)。

图表 11: PPI 指数可能还会维持一段时期的低迷期



数据来源：IFind, 中泰期货整理

- 具体到大宗商品表现, 我们认为商品熊市大概率会延续, 但是阶段性反弹可能是存在的。商品价格走势与 1990 年代末大宗商品的表现对比如下, 比如 1999 年年中开始至 2000 年 2 月, 出现了大半年的反弹。不过伴随着需求的回落, 大宗商品再度出现了回落筑底。

图表 12: 文华商品指数走势和 1990 年代末走势对比

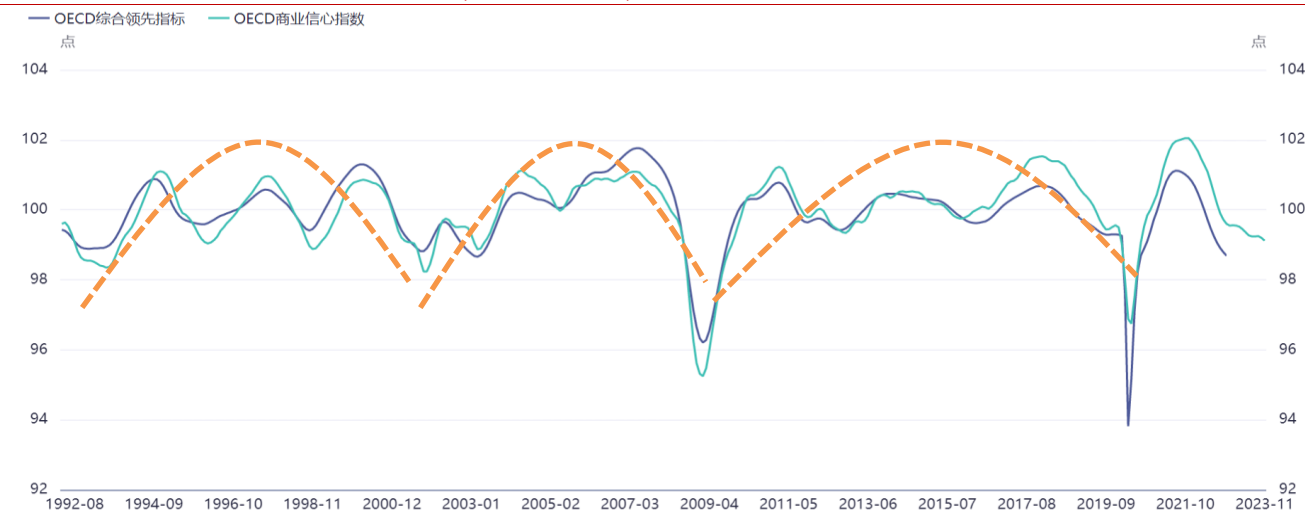


数据来源：文华财经, 中泰期货整理

(3) 制造业周期：盈利回升观察持续性，投资信心在逐步恢复

- 朱格拉周期大约 8-10 年，代表设备的投入和置换升级周期。朱格拉周期参照两个层面指标，就中观层面而言，用工业设备投资和固定资产投资完成额，反应投资回报率和设备更替频率；就微观层面而言，用挖掘机产量、高炉开工率、重型卡车产量增速等反应企业活力。
- 从全球来看，1992 年至 2020 年，大概经历了三轮的朱格拉周期。**2020 年开始，疫情加上地缘政治摩擦，导致了全球产业链再度重构，新一轮的投资周期开启。但是在全球经济发展降速，地缘摩擦不断等影响下，商业信心普遍不足。**

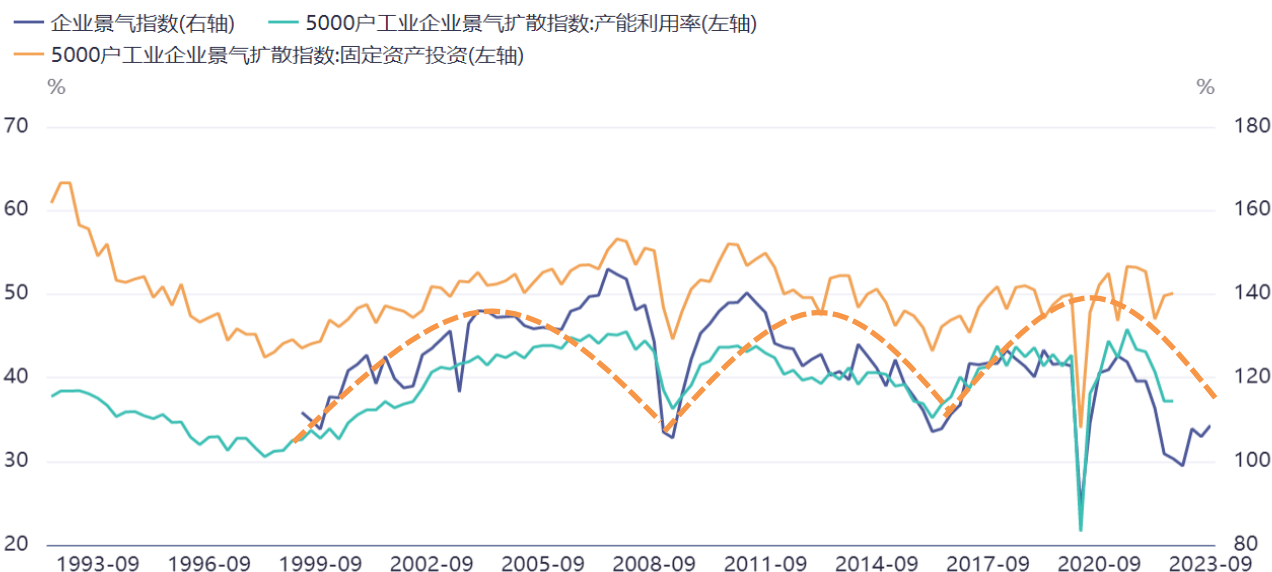
图表 13：全球朱格拉周期 1992-2001，2001-2009，2009-2019



数据来源：iFind，中泰期货整理

- 中国 2001 年加入 WTO 外需带动的一轮设备投入周期，以及 2009 年四万亿后内需带动的新一轮设备投入周期。假如以 2016 年以后的供给侧改革或者 2020 年疫情后的出口替代为代表的投入为新一轮周期，目前设备投资正好遭遇了外部产业链重构等带来的出口和国内地产调整带来的投入滑坡，企业家投资信心仍在恢复中。

图表 14：国内同样朱格拉周期处于弱势调整期

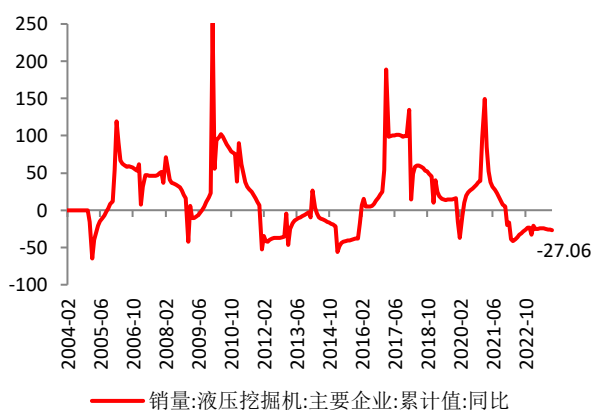


数据来源：iFind，中泰期货整理

- 工程机械销量显示投资同比降幅将收窄，但是新一轮投资启动还需要时间。如果从以挖机为代表的工程机械产销量来看，2000 后中国大概

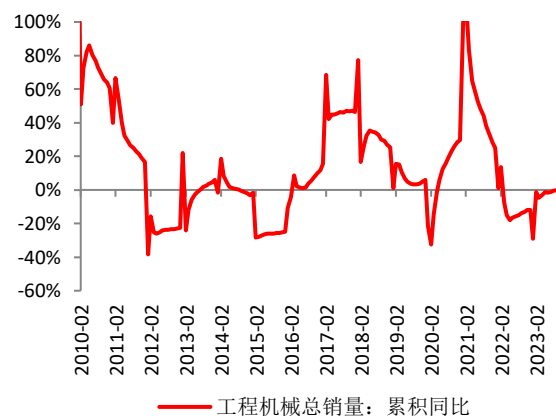
经历三轮设备周期的扩张。第一轮是 2001 年至 2008 年，加入 WTO 之后，外需带动出口迅速增长，带来制造业投资的持续增长；第二轮是 2009 年至 2015 年，即 2008 年金融危机之后，我国启动刺激计划，内需强劲增长再次带动制造业投资飙升。第三轮预计为 2016 年开始延续至今，以供给侧改革带来的产能大幅退出和更换，带来的产能升级和环保改造等。从挖机和工程机械销量来看，当前类似于 2013-2015 年，下一轮机械行业的更新换代还需要时间。

图表 15：销量液压挖掘机:累积同比 (%)



数据来源：iFind，中泰期货整理

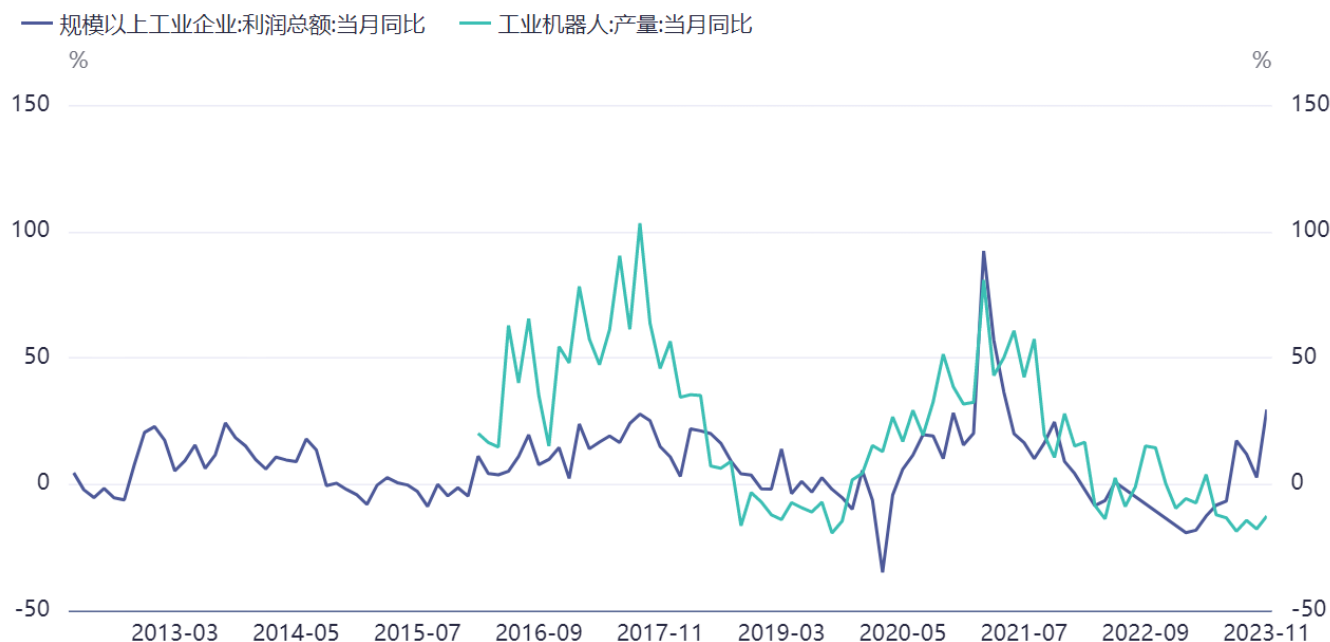
图表 16：工程机械总销量:累计同比 (%)



数据来源：iFind，中泰期货整理

- 工业企业利润同比快速回升以及工业智能制造等产业升级或利好新一轮投资释放。当前来看，最近几个月工业企业的利润在快速回升，11 月份规上工业企业利润同比增长 29.5%，增速较 10 月份明显加快，利润已连续 4 个月实现正增长。

图表 17：工业企业利润同比快速回升以及工业智能制造的升级或利好新一轮投资释放

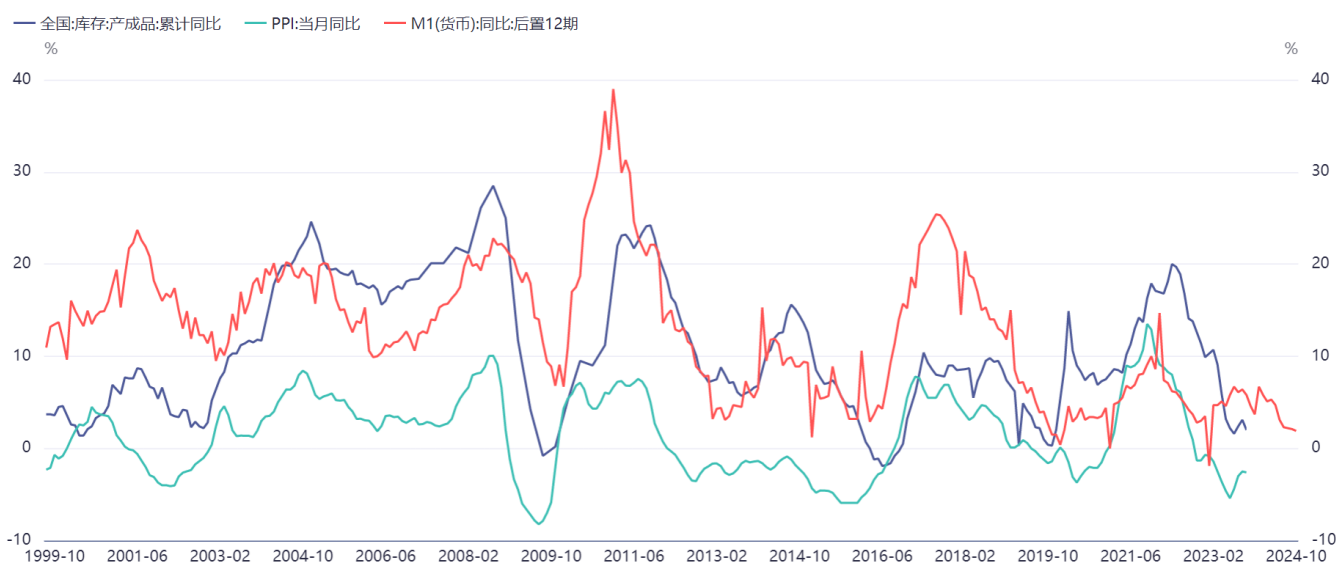


数据来源：iFind，中泰期货整理

(4) 库存周期：从被动去库到主动补库，但强供给下弱补库难以提升价格

- **库存周期的内在逻辑：**经济周期存在 3-4 年左右的库存周期现象。本质来自投资活动的变化，投资活动又由信贷周期传导。所以，库存周期的本质和逻辑传导为，货币供给影响经济增长水平，因而影响物价水平，在健康的经济增长形势下本传导逻辑是比较清晰的。所以 M1 虽然是一个货币指标，但是从宏观上往往用它来表征整个实体经济里面的库存周期的这个变化。工业企业的原材料库存的变化，跟整个的流动性的 M1 是一个正相关的关系，并且 M1 要领先大约一年时间。

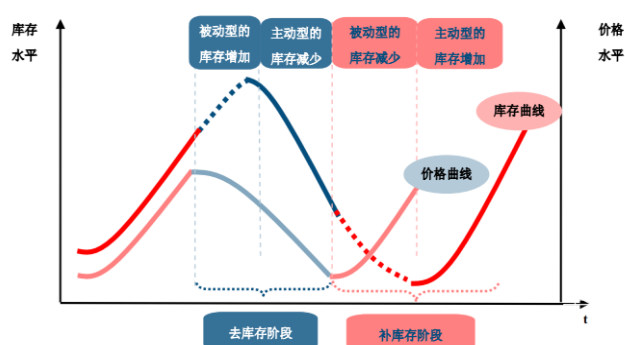
图表 18：货币为主的信贷向投资和商品价格传导的库存周期现象



数据来源：iFind，中泰期货整理

- **不同库存周期下商品价格的表现。**企业库存表现出一定的周期性，并且理论上，价为量先，库存周期也可以根据量价关系划分为四个阶段：被动补库存阶段（价格先于库存下跌）；主动去库存阶段（量价齐跌）；被动去库存阶段（价格先于库存上升）；主动补库存阶段（量价齐升）。

图表 19：库存运行周期的四个阶段



数据来源：中信建投证券，中泰期货整理

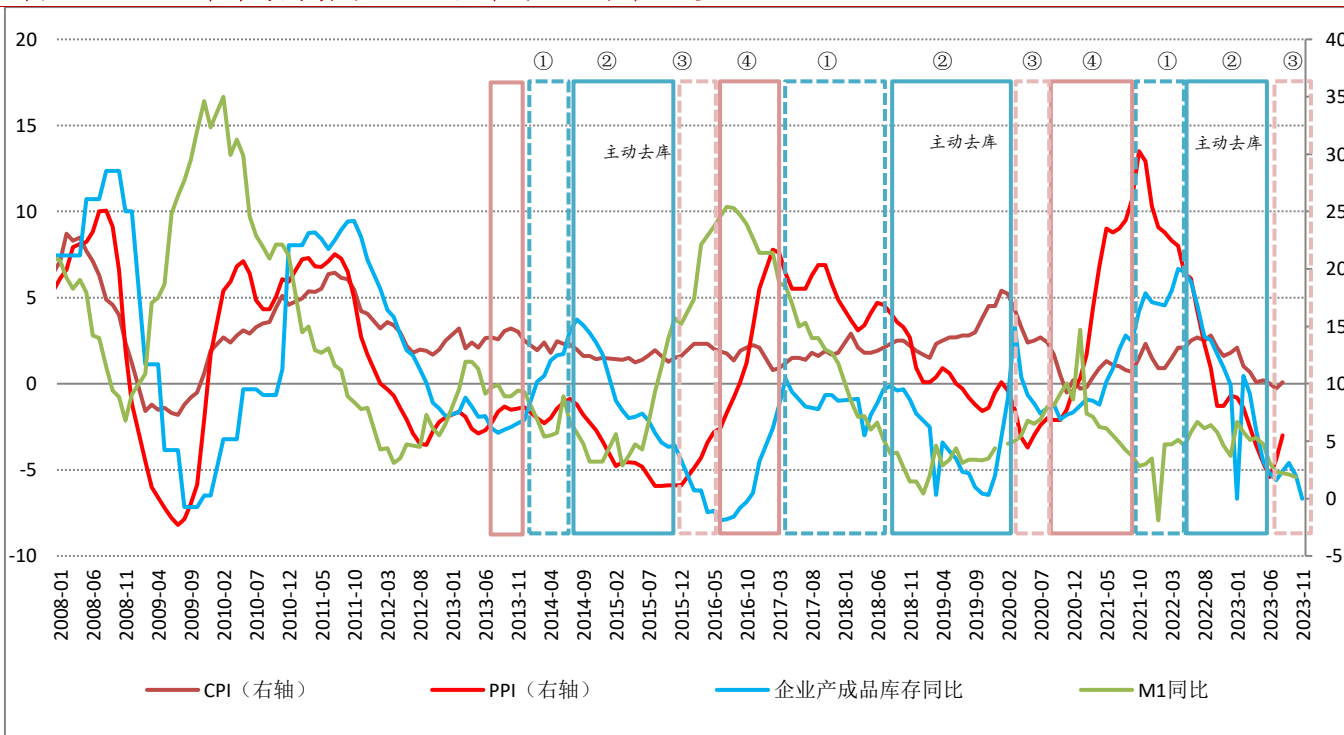
图表 20：库存周期四个阶段一览

库存周期	需求	库存	经济状况	商品价格
被动补库	回落	升至高位	抑制生产	先于库存下跌
主动去库	继续回落	下降	经济萧条	量价齐跌
被动去库	上升	下降	经济转暖	先于库存上升
主动补库	继续上升	止降反升	供需两旺	量价齐升

数据来源：中泰期货整理

- **库存周期将从被动去库到主动补库过渡，利于大宗商品价格企稳回升。**从库存指标来看，企业库存继续下降，但 PPI 指数同比降幅收窄，M1 等领先指标提升改善，库存周期进入了被动去库阶段。大概率在明年，库存周期进入主动补库阶段，利于大宗商品价格企稳反弹。

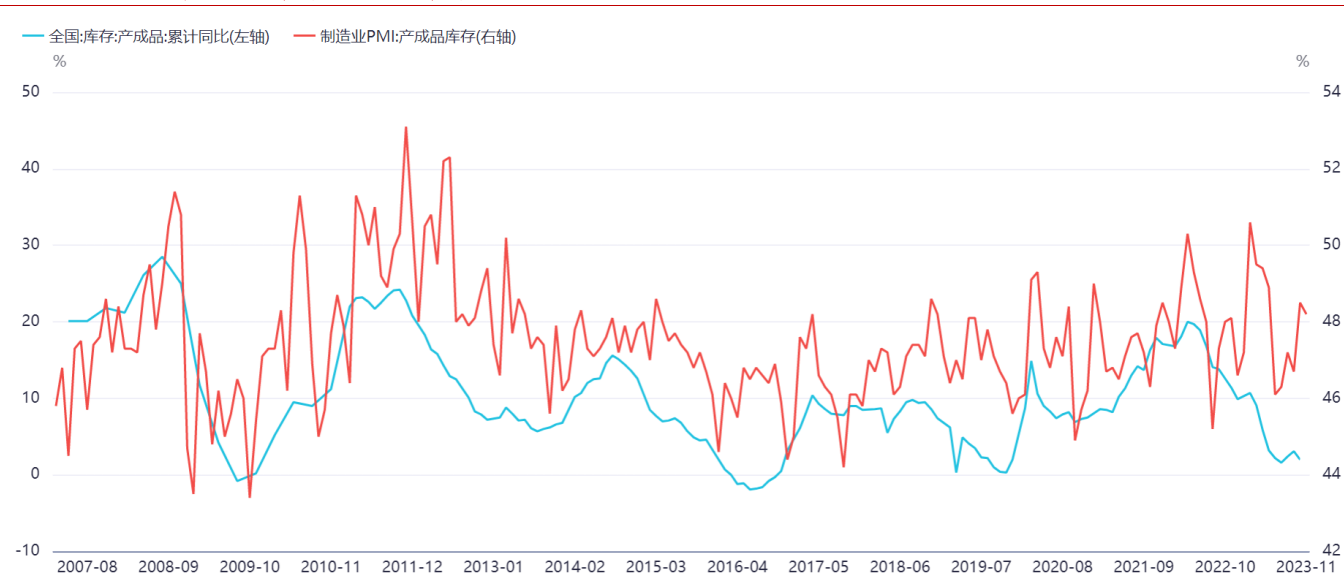
图表 21：2024 年库存周期将从被动去库到主动补库过渡



数据来源：iFind，中泰期货整理

- 本轮库存周期大概率为弱补库，除非供给政策显著受限（可能性较低），弱补库难以提升价格。一是 M1 等领先指标同比回升空间十分有限；二是从更高频或敏感的产成品库存 PMI 指数看，8 月份以来企业补库已经提前交易一段时间或者已经透支，并且从领先于库存周期一年的 M1 同比数据来看，2024 年库存也存在再度回落的可能。

图表 22：工业产成品库存和 PMI 库存对比



数据来源：iFind，中泰期货整理

- 经济周期及影响小结：明年整体经济周期环境定性为经济周期下行的弱补库周期，商品价格易反弹但难持久。
- 大宗商品价格易反弹。因为：2023 年下半年开始，库存周期已经完成从主动去库到被动去库的转化，2024 年预计从被动去库到主动补库，利于大宗商品（预期）价格反弹。

- **反弹空间有限且难以持久。**是因为：一是本轮库存周期大概率为弱补库，人口因素决定下的经济改革转型（新旧动能转化和高质量发展）以及整体产能充裕情况下商品价格水平的回升均需要较长时间；二是市场投资信心依然不足，企业盈利情况改善持续性仍需观察，2023 年下半年以来的企业补库已经提前交易或者已经透支，并且从领先于库存周期一年的 M1 同比数据来看，2024 年库存也存在再度回落的可能。
- 但是假如有战争等地缘因素影响，或者行政性的供给约束，可能会放大补库的力度，从而加大商品价格反弹的空间。

2、宏观和产业政策：以进促稳但难有强刺激，稳增长下供给限产概率低

（1）全球宏观环境：全球经济仍充满不确定性，关注美联储利率政策和节奏

- 本部分主要看全球宏观关键变量以及对国内政策的影响。最重要的政策即美联储的利率政策。2023 年 12 月美联储会议决定，维持基准利率在 5.25%-5.5% 不变，这已经是 7 月份最后一次加息以来美联储连续三次会议暂停加息。美联储官员的基准利率预测点阵图显示，2024 年将会降息三次，达 75bp。美联储降息会给中国更多的货币政策腾挪空间，相对利好国内政策预期。
- **美联储降息并不一定利多商品价格。**降息短期内会利好大宗商品需求预期，提升商品价格。但是降息过程中，一般伴随着需求回落，往往会出现商品价格的同步回落。降息到一定的低水平以后，商品价格才能再度企稳上行。

图表 23：美联储利率和大宗商品价格对比



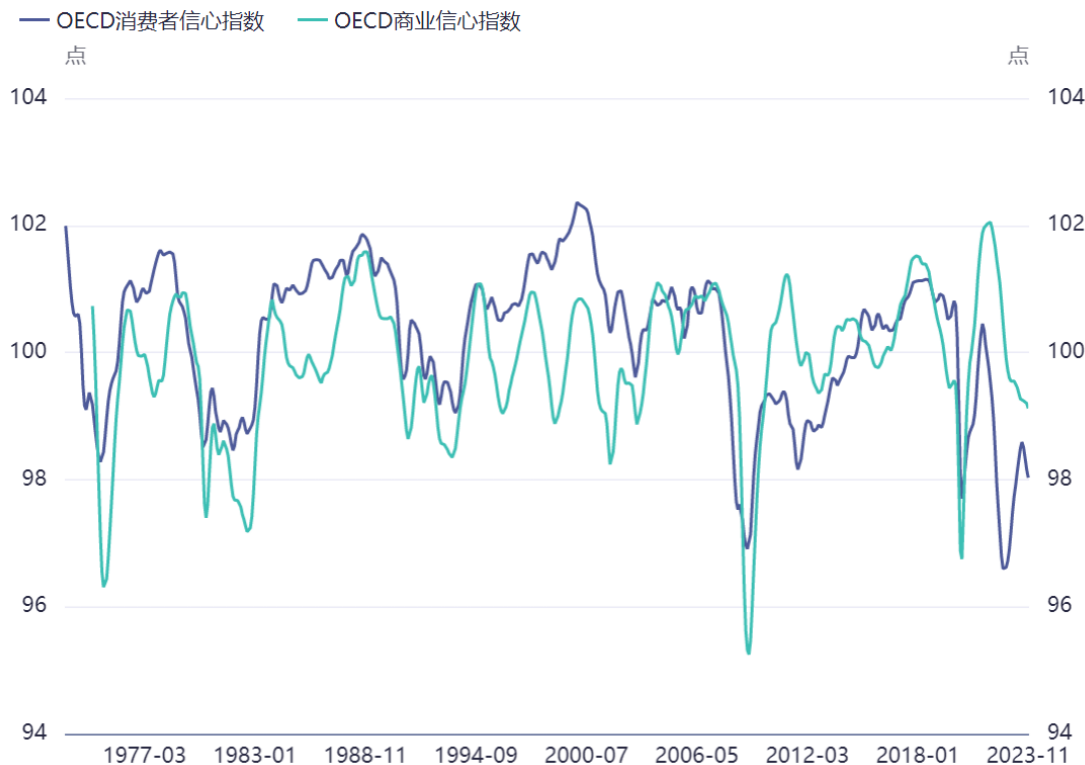
数据来源：iFind，中泰期货整理

- 当前高利率影响下，全球经济依然面临着很大的下行压力，压制仍在高位的大宗商品价格。OECD 消费者信心、商业信心指数都有明显下滑，

尤其是消费者信心指数已经跌破 2020 年疫情爆发之初甚至低于 2008 金融危机时期。

- 国内为了对冲国际宏观冲击以及海外出口的下滑，分别在 2022 年 11 月份和 2023 年下半年，开启扩大内需（放松优化疫情调控政策）、拉动地产（放开地产融资）等多方面政策刺激。同时，外汇也进行了预期干预，打破了人民币持续贬值的趋势。

图表 24：OECD 消费者和商业信心指数显示大宗商品价格已经步入熊市



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

(2) 宏观政策定调：宏观政策 U 型转弯，以进促稳但难有强刺激

- 中央经济工作会议是判断当前经济形势和定调第二年宏观经济政策最权威的风向标。充分解读政治局会议以及中央经济工作会议精神，对于领会国家明年宏观政策导向，以及预测宏观政策对于大宗商品的影响至关重要。
- 政策总基调更加积极。明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。
- 整体难有强刺激。“积极的财政政策要适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；要增强宏观政策取向一致性。”两个政策“适度”，表明明年经济难有大水漫灌强刺激。
- 综合来看，2024 年的政策刺激预期略强于 2023 年，但不会大水漫灌、会量力而行。政策主要发力点在于发挥一致性，集中在高质量发展。经济工作头号任务变为以科技创新引领现代化产业体系建设，扩大内需变为第二任务。供给侧强调了绿色低碳发展，但是要先立后破，所以供给侧难有大的缩减动作。
- 从节奏来看，明年的经济回升节奏要早于今年。2023 年的经济工作的

中心强调的是预期管理，“从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作”地方和企业信心恢复需要时间，经济的复苏大概率要到下半年（基本符合我们预期）。明年的经济工作节奏要求为“抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些，努力以自身工作的确定性应对形势变化的不确定性”，所以预计明年的经济回升节奏要早于今年。

(3) 产业政策定调：工业稳增长仍是主基调，供给侧干扰可能较低

- 2016 年以来，以去产能和控产量为主抓手的供给侧政策对黑色市场行情影响深远。但 2022 年以来，我们认为黑色商品以供影响的主要矛盾面临修正，重回需求主导，2022-2023 年供给政策基本没有主动作为，符合我们的判断。
- 展望 2024 年，工业稳增长仍是主基调，供给侧干扰可能较低。根据工信部年底的全国工业和信息化工作会议精神。年度工作总体要求和重点任务情况，以及过去两年的情况对比如下表所示。从整体要求来看，总体要求基本维持不变，工业平稳增长仍是第一个重点任务，同时重点强调了高质量发展。

图表 25：工信部年度工作精神及与去年对比

会议时间	2023 年 12 月 21 日	2022 年 12 月底	2021 年 12 月 20 日
总体要求	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，统筹高质量发展和高水平安全，大力推进新型工业化，实施制造业重点产业链高质量发展行动，提升产业科技创新能力，改造升级传统产业，巩固提升优势产业，培育壮大新兴产业，前瞻布局未来产业，支持中小企业专精特新发展， 加快建设以科技创新为引领、先进制造业为骨干的现代化产业体系 ，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供坚实物质技术基础。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， 统筹发展和安全，以推进新型工业化为主线，把稳增长放在突出位置 ，锻长板、补短板、强基础、育集群、保民生、促安全，加强传统产业改造升级，培育壮大新兴产业，促进中小企业发展，提升重点产业链自主可控水平，增强信息通信服务供给能力， 加快制造业数字化转型，全力保障重点医疗物资生产供应 ，提升行业治理能力，促进工业经济稳定向好，实现质的有效提升和量的合理增长，筑牢经济大盘“压舱石”，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力支撑。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展， 坚持以供给侧结构性改革为主线 ，聚焦制造强国和网络强国建设目标， 把工业稳增长摆在最重要的位置 ，统筹推进强链补链、技术攻关、数字化转型和绿色低碳发展，加大对中小企业支持，提升信息通信服务供给能力，促进工业经济平稳运行和提质升级，保持制造业比重基本稳定，提升制造业核心竞争力，筑牢经济“压舱石”。
重点任务（黑色产业相关）	要围绕高质量发展，突出重点、把握关键，抓好十二个方面重点任务。 一是全力促进工业经济平稳增长 。二是全面实施制造业重点产业链高质量发展行动。三是提升产业科技创新能力。四是加快改造提升传统产业。五是巩固提升优势产业领先地位。六是加快培育新兴产业。七是推动信息通信业高质量发展。八是 推动工业绿色低碳发展 。九是 促进中小企业高质量发展 。十是优化国防科技工业体系布局。十一是支持部属高校“双一流”建设。十二是提升行业治理现代化水平。积极扩大消费	着重抓好四个方面工作：一是 加大稳增长政策供给和落实力度 。二是聚焦重点行业和地区，稳住工业增长基本盘。三是全面实施“十四五”系列规划，提振制造业有效投资。四是积极扩大消费，以高质量供给引领创造新需求。重点抓好五个方面工作：一是提高重点产业链自主可控能力。二是深入推进产业基础再造。三是巩固优势产业领先地位。四是狠抓传统产业改造升级。培育一批具有 资源掌控力和国际竞争力 的龙头企业，大力推进企业技术改造和设备更新，深入实施智能制造工程， 全面推行绿色制造 ，锻造新的产业竞争优势。	一是 着力提振工业经济，为稳定经济大盘提供有力支撑 。二是加快推进基础和关键领域创新突破，进一步增强产业链供应链韧性。三是加大对中小企业的纾困帮扶，促进企业专精特新发展。统筹落实系列惠企政策，着力解决中小企业困难问题。四是强化应用导向，提升信息通信服务供给能力。五是推动制造业数字化转型向纵深拓展，增强产业发展新优势新动能。六是 实施工业领域碳达峰行动，稳步推进产业绿色低碳转型 。实施工业能效、水效提升计划。坚决遏制“两高”项目盲目发展。

数据来源：工信部，中泰期货整理

- 宏观和产业政策影响小结
- 国内政策刺激预期略强于 2023 年，但不会大水漫灌、会量力而行。全球经济依然面临着很大的下行压力，但美联储降息预期会给中国更多的货币政策腾挪空间，相对利好国内政策预期。
- 从政策节奏要求来看，明年的经济回升有望早于 2023 年。但是有效需求不足、一些行业产能过剩、社会预期偏弱问题依然存在，风险隐患化

解和经济的回升仍需要一个过程。

- **工业稳增长下供给充裕、加工生产利润难以回升。**供给侧强调了绿色低碳发展，但是要先立后破。工信部年度会议中，工业平稳增长仍是第一个重点任务，所以供给侧难有大的缩减动作。

三、2024 年黑色市场展望和定性分析

1、焦点解析：弱补库商品易反弹但难持久，高质量工业稳增长难有强刺激

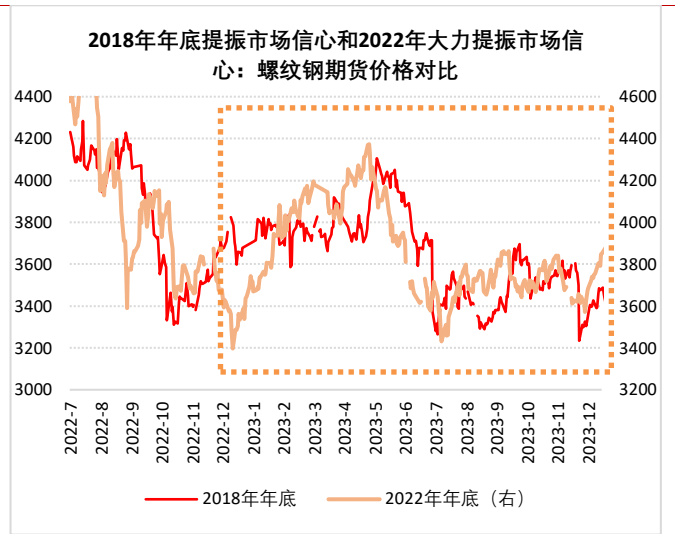
- 根据对黑色市场面临的经济周期环境、国际宏观形势，国内宏观及产业政策的应对，对应我们在第一部分提出的 2024 年的三大焦点问题解析如下。[\(第三部分：市场展望和结论建议\)](#)
- 一是经济周期方面，库存补库周期能否抵消地产和投资周期低迷影响，促成大宗商品较长时间反弹甚至反转？
- 解析如下：明年整体经济周期环境定性为经济周期下行的弱补库周期，商品价格易反弹但难以持久或形成反转。2024 年预计从被动去库到主动补库，利于大宗商品（预期）价格反弹。但因为人口因素决定下的经济改革转型（新旧动能转化和高质量发展）以及整体产能充裕情况下商品价格水平的回升均需要较长时间；市场投资信心依然不足，企业盈利情况改善持续性仍需观察，2023 年下半年以来黑色商品已经出现了超过半年度的反弹，企业补库已经提前交易或者已经透支，预计商品价格仍将回落探底。
- 二是宏观政策方面，能否有效完成逆周期和跨周期的调节，货币政策能否提升价格水平至预期目标，以及对工业品定价影响？
- 国内政策刺激预期略强于 2023 年，但不会大水漫灌、会量力而行。美联储降息预期会给中国更多的货币政策腾挪空间，相对利好国内政策预期，但全球经济依然面临着较大的风险和不确定性。国内经济有效需求不足、一些行业产能过剩、社会预期偏弱问题依然存在，风险隐患化解和经济的回升仍需要一个过程。所以在交易时，需要注意宏观政策的预期和基本面的现实之间的预期弹性，并需重点留意市场逻辑和交易节奏的把握。
- 三是产业政策及供给侧方面，绿色低碳转型时隔三年再出现在中央经济工作会议重点工作中，能否再次带来供给侧干扰，加大供给因素弹性？
- 供给侧强调了绿色低碳发展，但是要先立后破。工信部年度会议中，工业平稳增长仍是第一个重点任务。所以，供给侧难有大的缩减动作。工业稳增长下供给充裕、加工生产利润难以回升。
- **风险因素：**假如有战争等地缘因素影响，或者行政性的供给约束，叠加货币流动性充裕，可能会放大补库的力度，从而加大商品价格反弹甚至反转进入下一轮再通胀。不过目前来看，这种可能性是比较低的。

2、趋势定性：明年商品市场预计类似上世纪 90 年代末

- 马克·吐温说：“历史不会重复自己，但总是押着同样的韵脚。”我们预测未来，比较好的办法就是结合当下并借鉴历史。
- 回顾 2023，我们 2022 年底认为，2023 年将类似 2013 年或 2019 年，

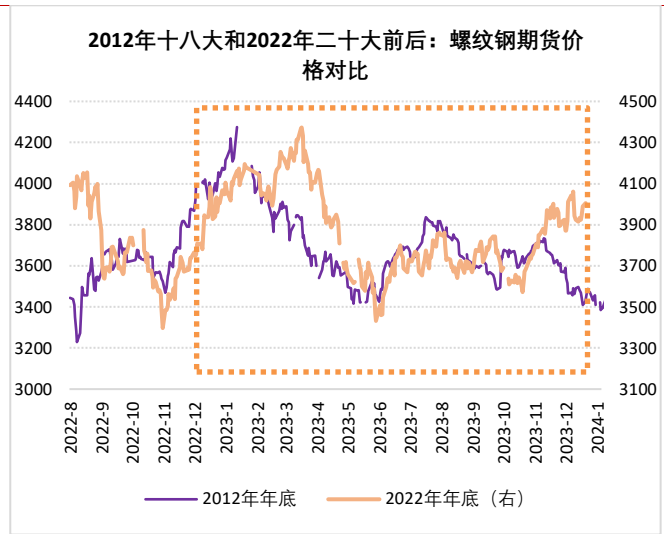
回顾今年钢价整体趋势和节奏，与 2013 和 2019 年行情的相似程度超过 80%。

图表 26：2019 和 2023 年的钢材价格对比



数据来源：iFind，中泰期货整理

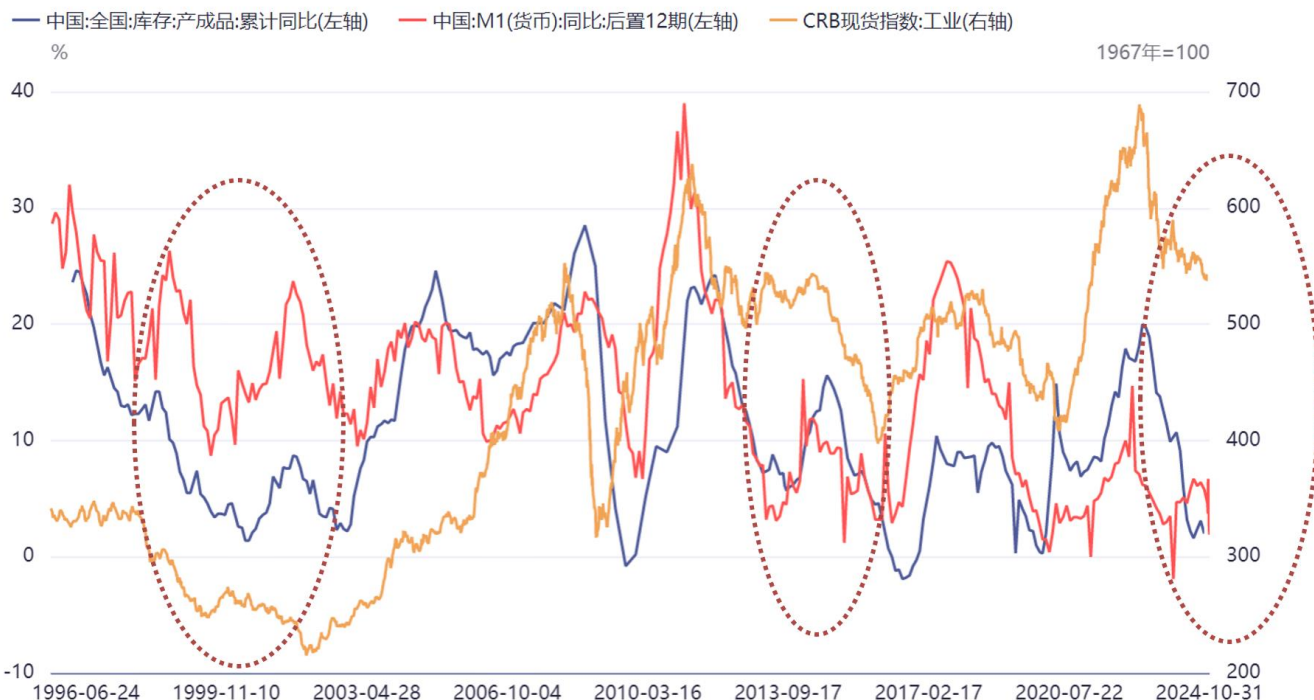
图表 27：十八大和二十大前后的钢材价格对比



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 展望 2024 年，我们认为明年商品市场表现在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年。在经济刺激利好和补库周期下，商品价格容易出现连续数月的反弹。但因为在工业稳增长下商品产能和供给充裕，在需求没有持续有效回升以及产量产能出清前，难以形成大宗商品行情的反转。伴随着企业补库的提前交易或者透支，商品价格经历数月的反弹后，再度回落筑底的可能依然较大。

图表 28：2024 年商品市场表现在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年



数据来源：文华财经，中泰期货整理

3、节奏把握：淡季预期引导涨价，旺季现实回归弱势，交易节奏越发提前

- 近两年一般价格呈现的是反季节走势，也就是淡季容易涨价，旺季容易

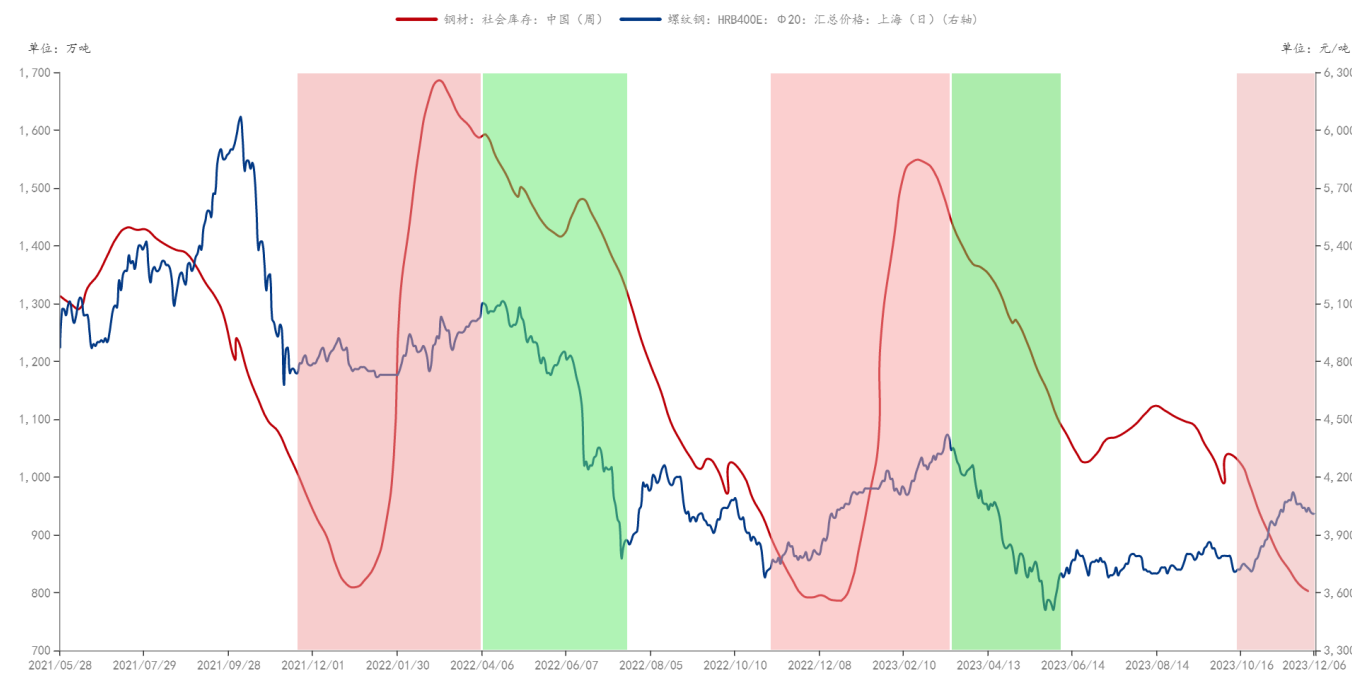
跌价。价格之所以呈现反季节性，主要逻辑如下。

一是期现深度融合，基差定价已具有较大的市场规模，导致期货盘面引导甚至主导了现货的定价，也就是预期引导现实定价。

二是期货市场，资金融资本力量的介入，增大了价格波动的弹性，并且在主力合约换月等时期，往往引领市场进行定价。

- 近几年，市场交易的节奏也越发提前。比如 2023 年的见底相比 2022 年提前 2 个月，并且在冬季淡季的反弹相比往年也有提前。明年春节时间较晚，元宵节后已经到了 2 月底，给“两会”政策预期和旺季预期的时间比较短，所以需要注意旺季前提回落的可能。

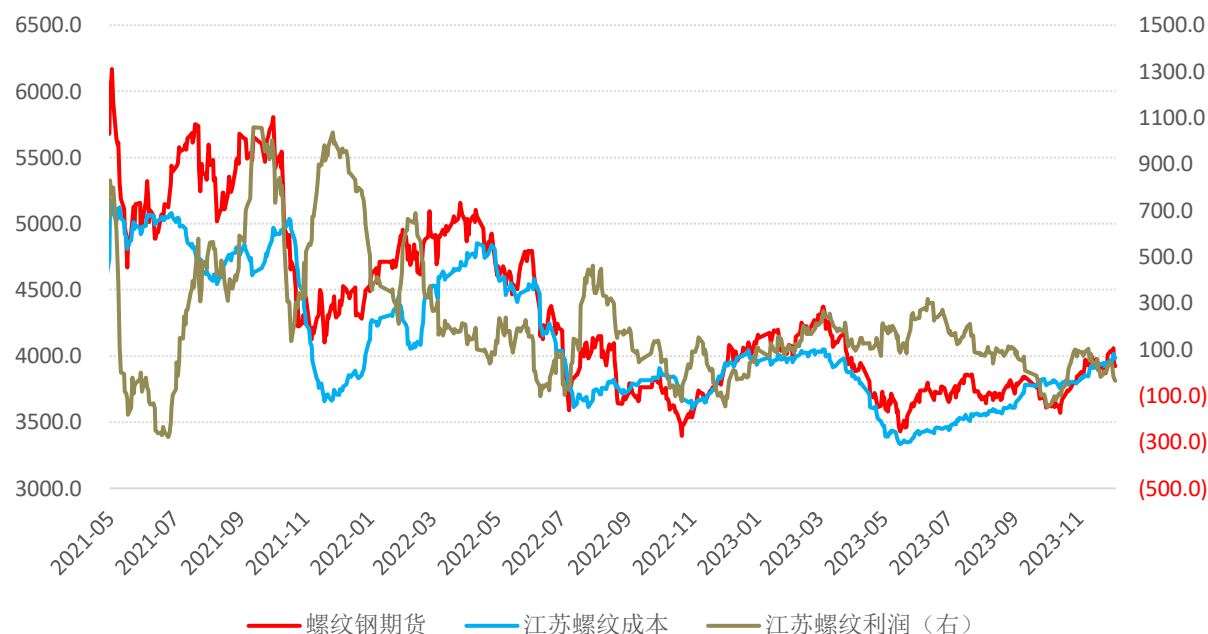
图表 29：钢材近年呈现淡季涨价，旺季跌价特征，并且交易节奏逐渐提前



数据来源：文华财经，中泰期货研究所整理

- 另外，从产业逻辑来看，熊市不同阶段对应价格及供需因素分别为去泡沫、打利润、降成本和去库存、减产量、去产能，两者之间或有交叉重叠。复盘 2021 年开始的钢铁市场熊市，2021 年重点为去泡沫，2022 年为打利润，2023 年去库存。2024 年假如商品熊市延续，大概率要开启降成本和减产量。
- 2023 年实际需求表现出较强韧性，一是海外需求强劲，二是疫情后很多需求回补，导致 5 月和 10 月两次的负反馈没有实际落地。从当前原料绝对价格看，焦煤和铁矿石绝对价格在高位，钢材成本甚至已经超过去年同期。如果明年疫情后需求的回补缺失，海外也面临反倾销和出口回落的压力，旧的需求韧性缺失叠加新的有效需求得不到提升，就会造成负反馈的落地风险。
- 近期，除了主焦煤以外，多数钢厂原料供给已经转为宽松，动力煤港口库存，铁矿石、焦炭等部分原材料库存已经连续累积，存在冬储结束后原料支撑减弱的可能。

图表 30：螺纹价格和利润成本变化（元/吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

4、2024 年黑色市场策略建议：弱补库反弹但难反转，黑色节奏把握为主

- **2024 年黑色市场定性判断：弱补库反弹但难反转**
- 从周期和宏观逻辑来看，我们认为明年商品市场面临的周期环境在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年。在经济刺激利好和补库周期下，商品价格容易出现连续数月的反弹。但因为在工业稳增长下商品产能和供给充裕，在需求没有持续有效回升以及产量产能出清前，难以形成大宗商品行情的反转。伴随着企业补库的提前交易或者透支，商品价格经历数月的反弹后，再度回落筑底的可能依然较大。
- 从产业和供需逻辑来看，我们认为明年负反馈或者累库存的可能较大。熊市不同阶段对应价格及供需因素分别为去泡沫、打利润、降成本和去库存、减产量、去产能，两者之间或有交叉重叠。复盘 2021 年开始的钢铁市场熊市，2021 年重点为去泡沫，2022 年为打利润，2023 年去库存。2024 年假如商品熊市延续，大概率要开启降成本和减产量。
- **2024 年黑色市场策略建议：黑色节奏把握为主**
- **策略建议：**保持区间思路，勿要价格高位追涨低位杀跌，提前把握节奏；
- **节奏方面：**淡季预期引导涨价，旺季现实回归弱势，2024 年交易节奏或将继续提前；
- **结构方面：**工业稳增长下钢厂利润难有持续回升，但低需求低利润下大概率要开启降成本和减产量，原料预计高价难以持续。
- **风险提示：**海外经济衰退超预期造成商品回落；地缘博弈造成供给影响。

需求面临落地和韧性考验，负反馈降成本为主线

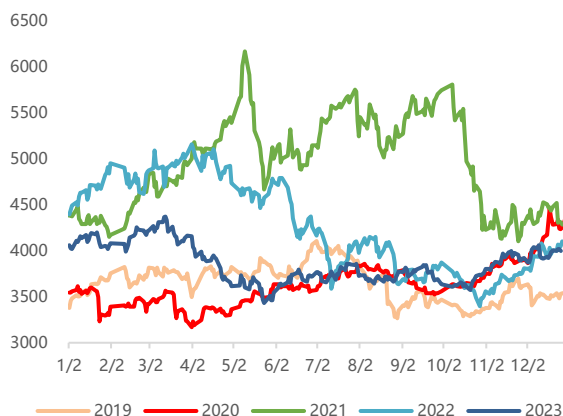
——中泰期货钢材市场 2023 年回顾和 2024 年展望

一、2023 年钢材市场行情回顾

1、钢材价格走势回顾：整体震荡偏弱，淡季反弹旺季回落

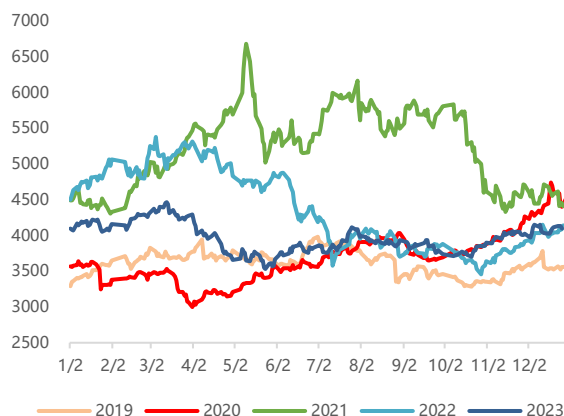
- 钢材价格整体震荡偏弱，价格波动空间不大。螺纹期货加权价格波动区间 3380-4380 之间，热卷期货加权价格波动区间 3508-4484 之间。
- 钢价运行节奏，淡季冲高，旺季回落明显。具体来看，年初至 3 月初，在宏观向好的预期带动下，钢材价格震荡走强；4、5 月份，高产量、高库存压制了钢价反弹，旺季需求预期落空，带来钢价明显回落；6 月初，随着淡季到来，产业库存去清，疲弱的经济数据，给了宏观向好的新预期，钢价随之反弹，9 月中下旬钢材旺季再次小幅回落后，继续开启反弹。

图表 1：螺纹价格主力（元/吨）



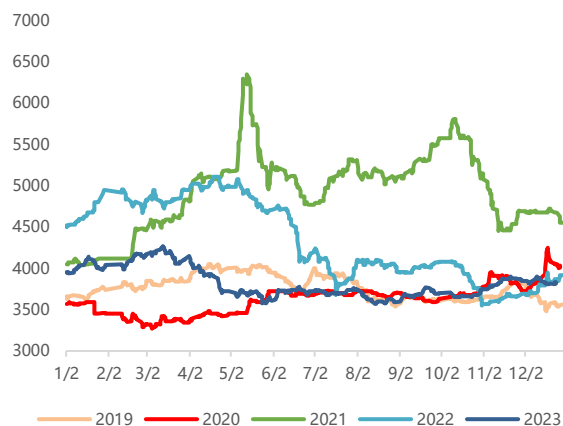
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 2：热卷价格主力（元/吨）



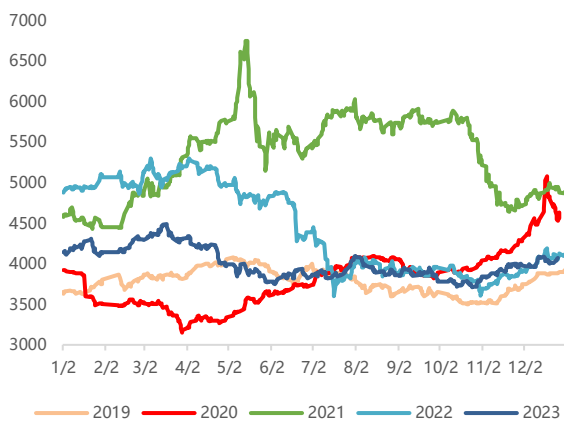
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 3：北京螺纹价格（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 4：上海热卷价格（元/吨）



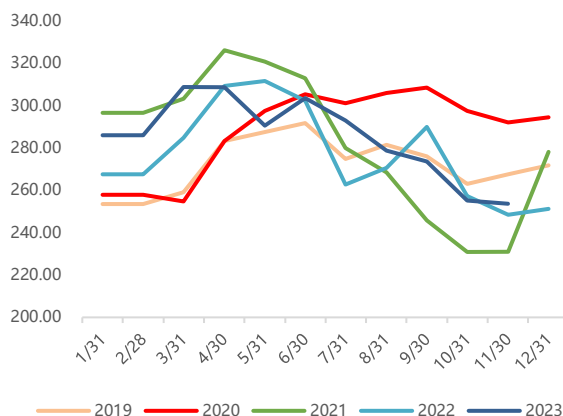
来源：Mysteel，中泰期货整理

2、供需回顾：需求有韧性没弹性，供给干扰弱化，钢厂利润低位徘徊

(1) 供给：政策干扰弱化，产量市场化调节

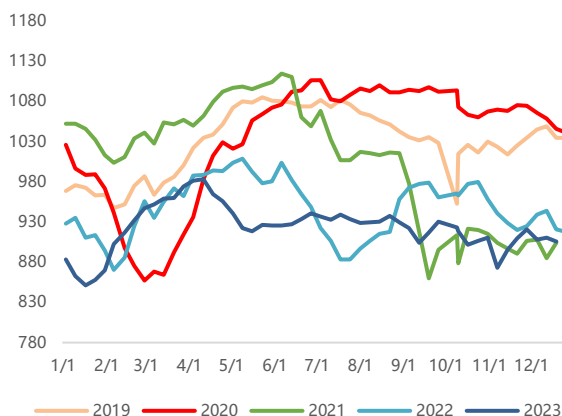
- 虽然市场一直有今年产量平控的传言，但并无明确的文件要求今年要平控。因此，今年粗钢和钢材产量，基本是市场化手段来调节。根据统计局数据，2023年1-11月份，我国粗钢产量95214万吨，同比增长1.5%。

图表 5：粗钢：当月日均产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

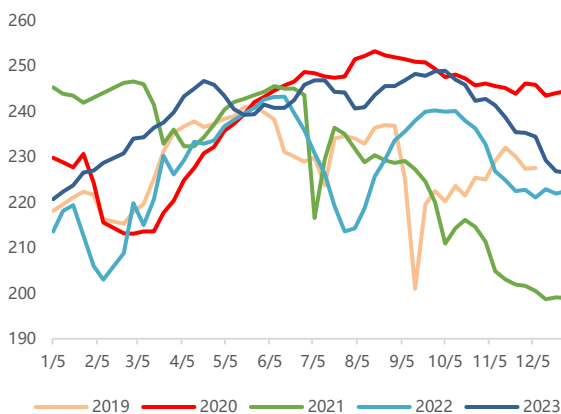
图表 6：钢厂五大品种周产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

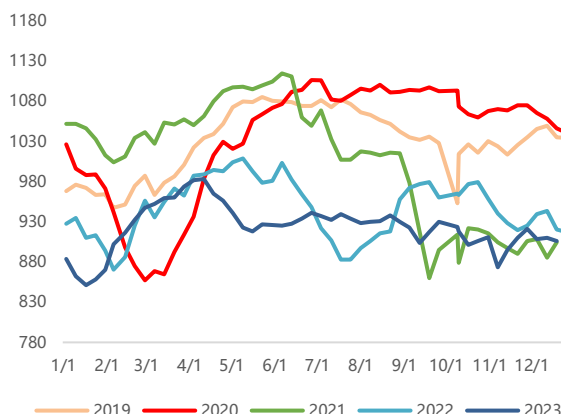
- 长流程钢厂生产稳定，高频数据显示高炉产能利用率和铁水产量持续在高位。根据钢联统计的生铁日产数据，生铁日产累积同比增加约4300万吨或5%。

图表 7：247 家钢企日均铁水产量(万吨)



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 8：钢联五大品种周产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

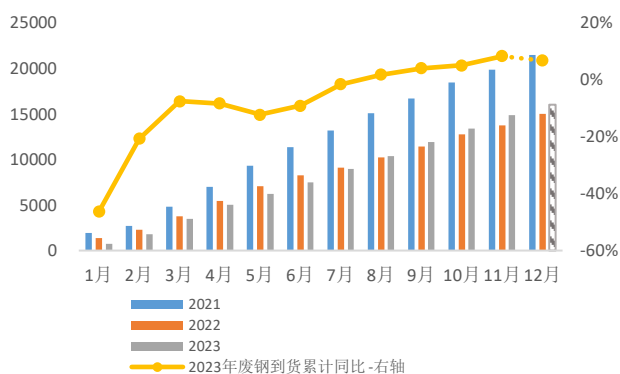
- 短流程钢厂方面，根据富宝资讯 255 家钢厂口径测算，2023 年废钢全年累计供应约 1.6 亿吨上下，较 2022 年约增 6-7%，增量在 1000-1200 万吨之间。从供应走势上看，累计供应同比在 8 月份由负转正。2023 年钢厂日耗整体高于 2022 年，以富宝 255 家钢厂口径为例，2023 年全年累计消耗 1.7 亿吨，较 2022 年增 0.13 亿吨，增幅 8.03%。

图表 9：2023 年富宝 255 家钢厂口径废钢累计到货

	2021	2022	2023	同比：万吨	同比增幅：%
1月	1925.80	1400.59	751.56	-649.03	-46.34%
2月	2706.83	2266.88	1798.11	-468.77	-20.68%
3月	4830.40	3747.81	3465.69	-282.12	-7.53%
4月	6999.18	5456.38	5002.68	-453.70	-8.31%
5月	9333.85	7061.37	6191.74	-869.63	-12.32%
6月	11331.41	8261.25	7503.19	-758.06	-9.18%
7月	13202.82	9109.46	8963.33	-146.14	-1.60%
8月	15032.53	10202.67	10377.12	174.45	1.71%
9月	16680.63	11425.89	11879.93	454.04	3.97%
10月	18411.62	12717.62	13358.57	640.94	5.04%
11月	19848.88	13756.86	14886.82	1129.95	8.21%
12月	21421.34	14994.45	16000.00	1005.55	6.71%

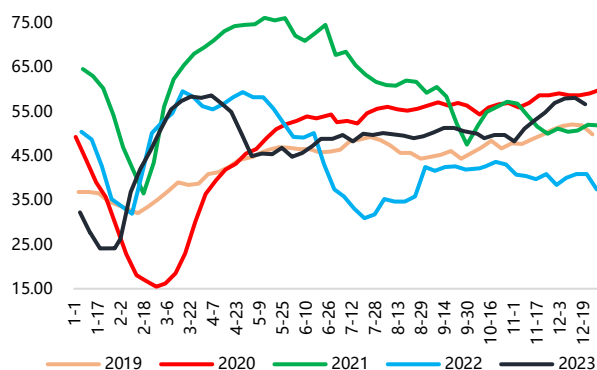
来源：富宝资讯，中泰期货整理

图表 10：255 家钢厂废钢累计到货（万吨，%）



来源：富宝资讯，中泰期货整理

图表 11：255 家钢厂废钢日耗（万吨）

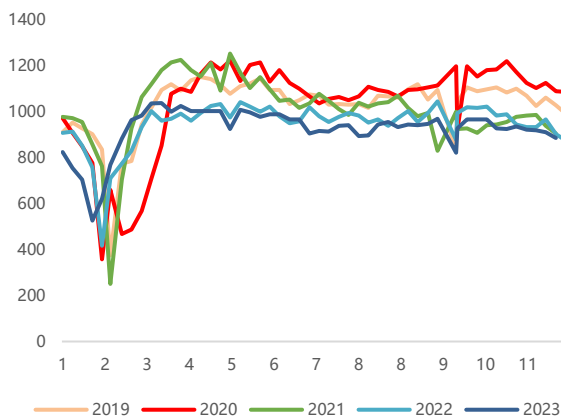


来源：富宝资讯，中泰期货整理

（2）需求：有韧性但是没弹性，品种和结构分化严重

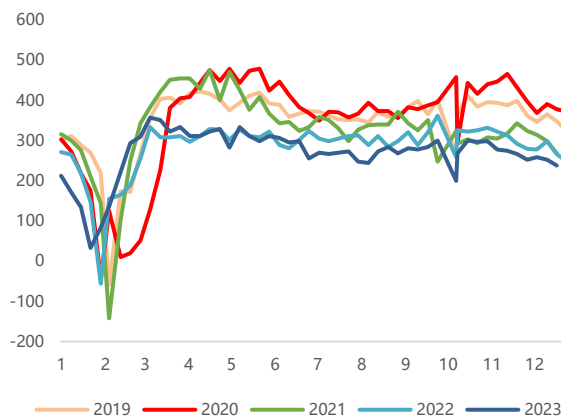
- 从表观消费来看，需求有韧性但是没弹性，。
- 从品种上看，品种和结构分化严重。中厚板、冷轧等钢材需求强势，表现在造船、汽车、家电需求仍然维持在较好水平；螺纹需求趋势性走弱，基建的需求仍有韧性，并无弹性，房地产需求仍然弱势。

图表 12：钢联五大品种表观消费（万吨）



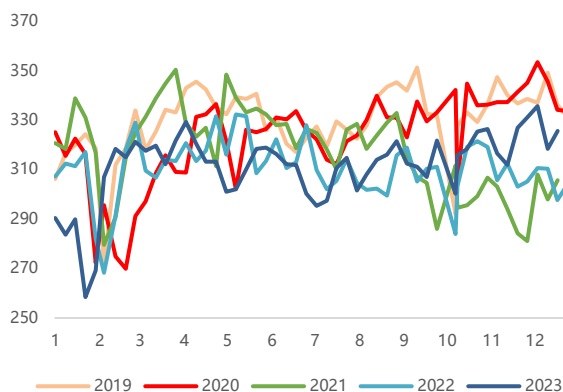
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 13：钢联螺纹周度表观消费（万吨）



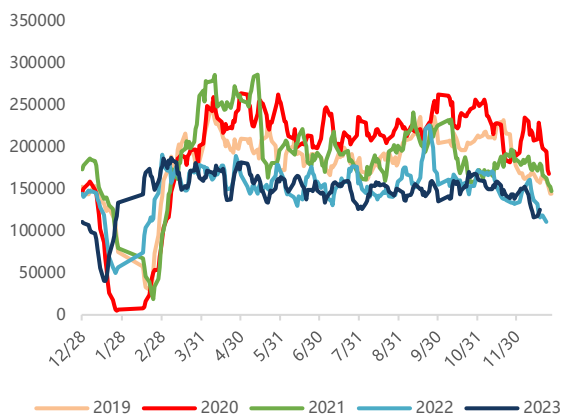
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 14：钢联热卷周度表观消费（万吨）



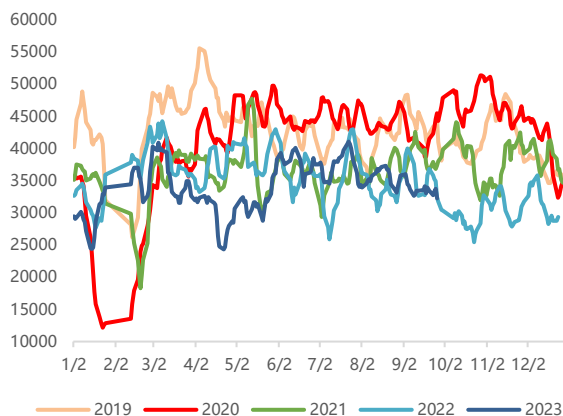
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 15：钢联建材日成交量（MA5）（吨）

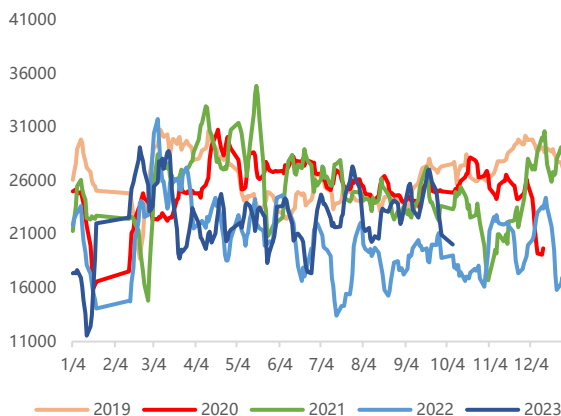


来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 16：钢联热卷日成交量（MA5）（吨）



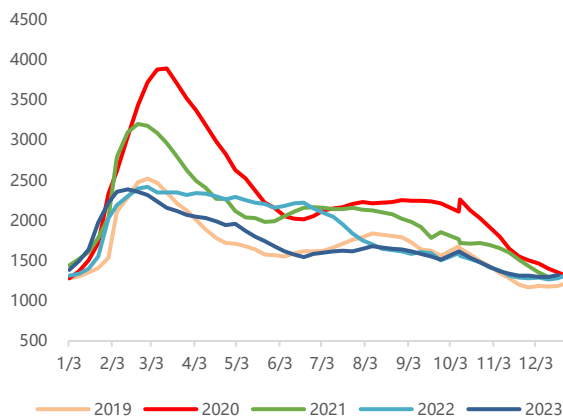
图表 17：钢联冷轧日成交量（MA5）（吨）



（3）库存：整体维持去库，总量没有压力

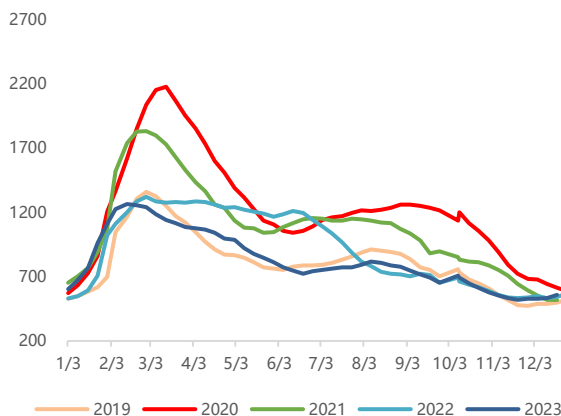
- 钢材整体库存水平并不高，但品种表现差异明显。螺纹钢的库存水平基本接近去年同期水平，库存水平并不高；部分地区热卷、钢坯库存压力有显现。

图表 18：钢联五大品种总库存（万吨）



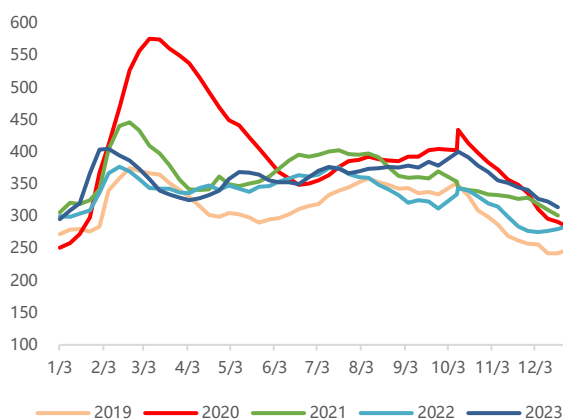
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 19：钢联螺纹钢总库存（万吨）



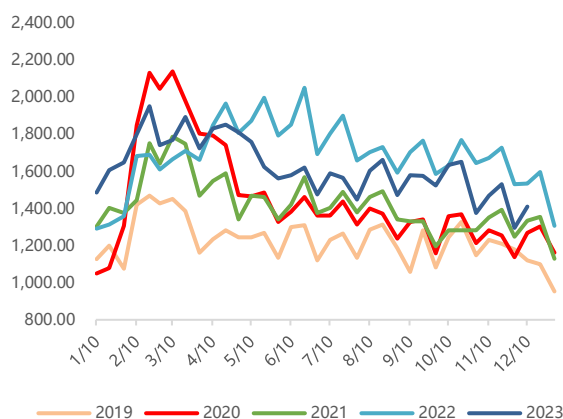
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 20：钢联热卷总库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 21：库存:钢材:钢协（万吨）

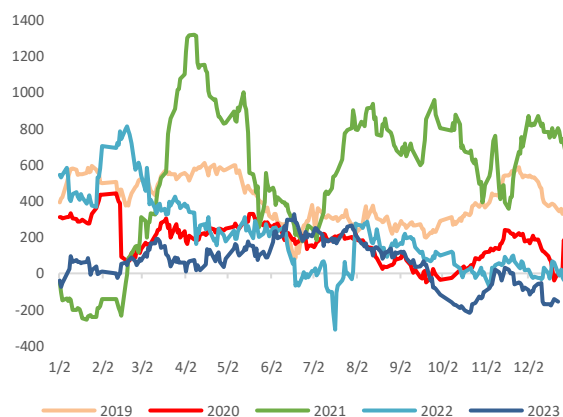


来源：Mysteel，中泰期货整理

（4）利润：全年钢厂利润低位徘徊，当前再受挤压亏损加重

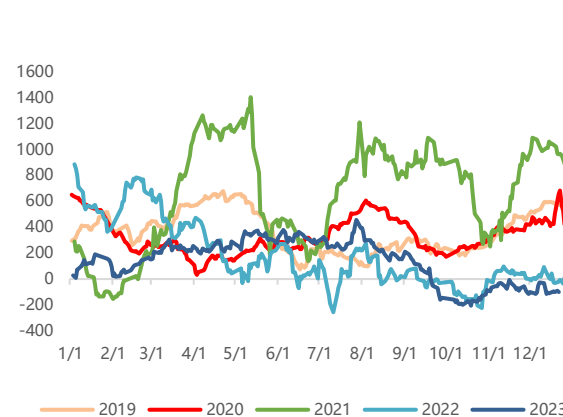
- 从当下的利润水平看，全国各地钢厂基本全面进入亏损状态；从结构上看，螺纹利润下滑幅度小于热卷；而盘面利润，因为盘面铁矿仍然贴水现货，盘面利润好于现货。

图表 22：唐山钢坯利润模型（元/吨）



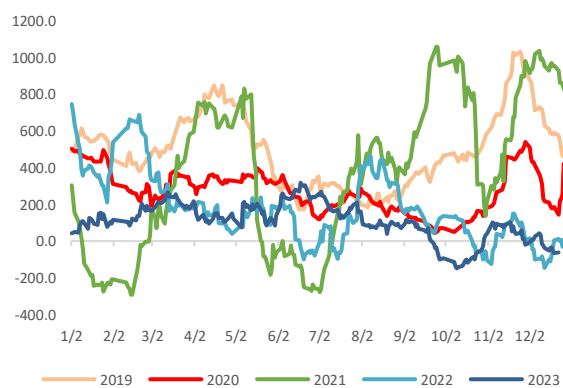
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 23：上海热卷模型利润（元/吨）



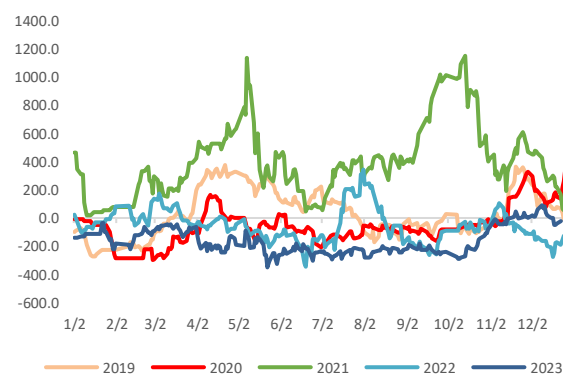
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 24：上海螺纹毛利润模型（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 25：上海螺纹电炉毛利润模型（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

3、未来博弈焦点：需求依然是主导因素，供给可能存在阶段性扰动

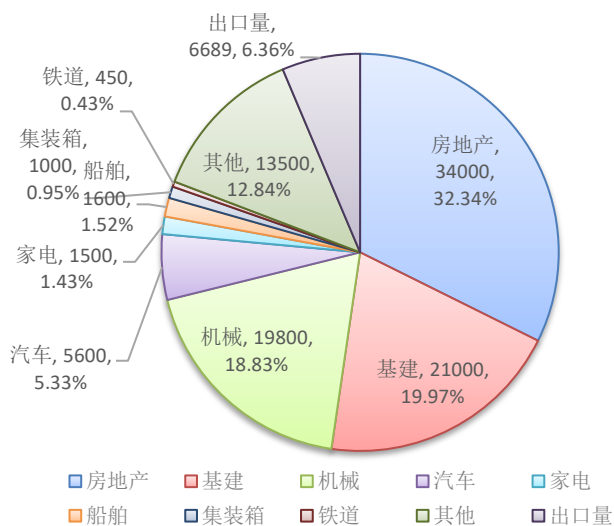
- 结合综述部分，黑色整体矛盾和焦点，对于钢材而言，我们认为需求依然是钢材趋势的主导因素。供给在工业稳增长的前提下为次要矛盾，不过可能存在环保、减碳等阶段性扰动，主要影响节奏和强度。

二、2024 年钢材供需展望：需求预计小幅回落，产量被动降低

1、需求依然是主导因素：需求面临韧性和政策落地见效考验

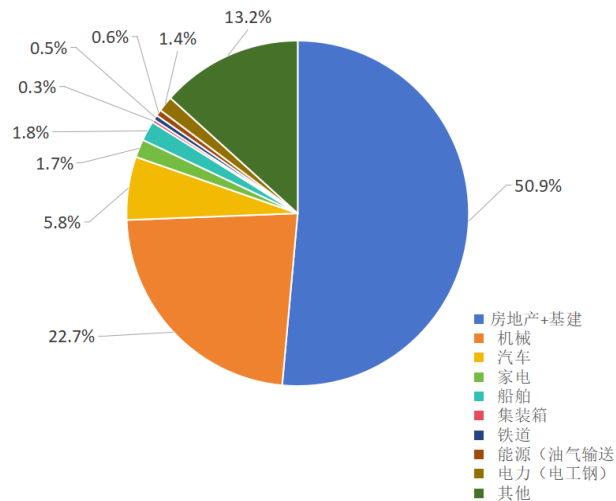
- ◆ 按照钢铁工业协会统计，全国钢材需求表观消费量约 10 亿吨，其中建筑行业用钢需求占比由前几年的 55% 降至 50% 左右，结构来看，房地产行业占比下降，基建特别是新基建行业和钢结构行业用钢比例在提升，其他机械、汽车、家电等制造业用钢占比也有一定比例提升。

图表 26：2021 年粗钢下游需求-按行业



数据来源：iFind，中泰期货整理

图表 27：2024 年 (e) 粗钢下游需求-按行业

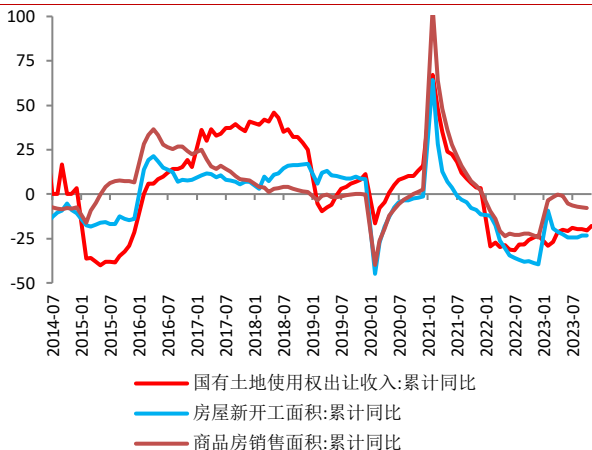


数据来源：钢铁工业协会，中泰期货整理

(1) 房地产：新开工预计小幅回落拖累钢材需求，关注施工竣工端回落风险

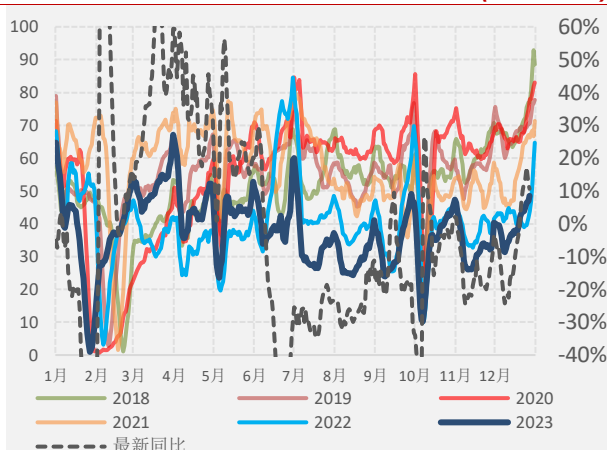
- 房地产销售以及拿地没有好转，预计新开工依然低迷。房地产新政策及周期下，房企拿地成为房屋新开工较好的领先指标。目前从房地产销售有所好转，但是拿地情况来看，同比依然-17.9%的下滑。房地产新开工等指标将依然维持弱势。
- 由于 2023 年 11 月，开启了“三大工程”建设（保障性住房建设，城中村改造，平急两用公共基础设施），利好特大城市新开工以及房地产行业的资金流动，对于新开工会有一定的利好，但是难以逆转钢材需求低迷的形势。预计 2024 年新开工面积同比降幅在-5%左右。

图表 28：土地购置和销售与新开工同比对比 (%)



数据来源：IFind，中泰期货整理

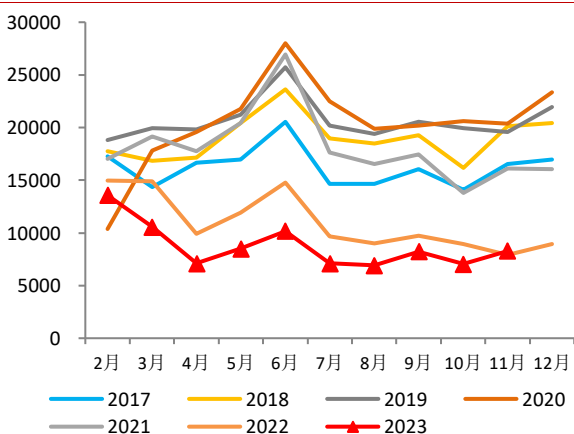
图表 29：30 城市商品房成交:7 日平均(万平方米)



数据来源：IFind，中泰期货整理

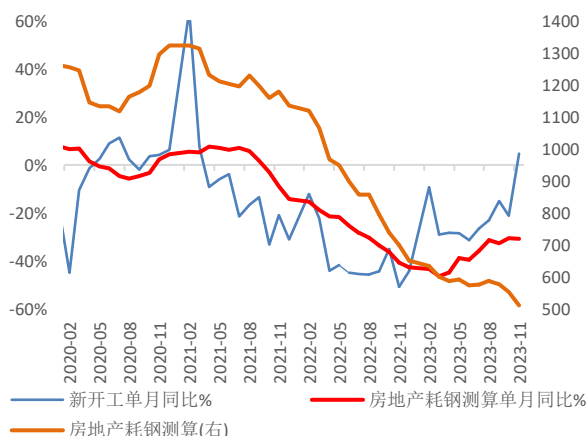
- 房地产新开工是房地产用钢需求的领先指标，目前新开工依然低迷，房地产新开工对钢材需求回落传导尚未完全体现。根据新开工面积以及房地产施工周期用钢强度计算，房地产用钢量需求同比和环比依然有回落空间。预计地产用钢需求在 2023 年上半年整体依然维持低迷。

图表 30：房屋新开工面积:当月值 (万平方米)



数据来源：IFind，中泰期货整理

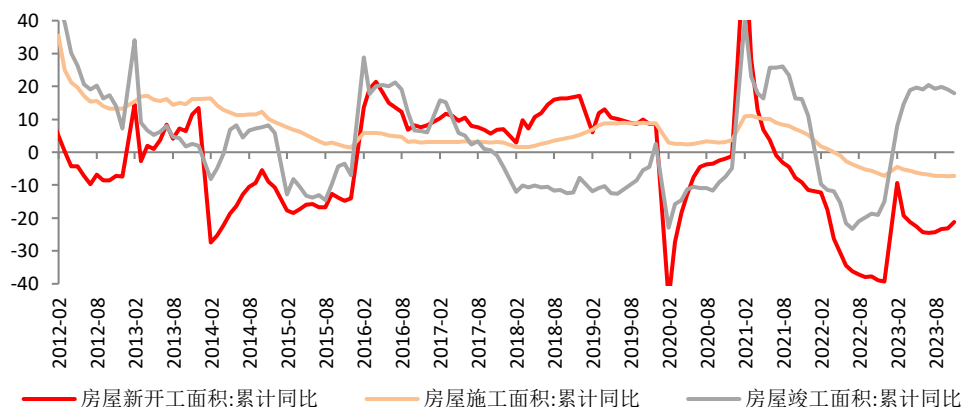
图表 31：房地产新开工和用钢量同比测算(%)



数据来源：中泰期货整理

- 关注新开工下行和保交楼滞后效应影响。2023 年是“保交楼”的重要节点，1 月央行新增 1500 亿元保交楼专项借款投放，加上 2022 年下半年投放的 2000 亿元，累积已推出 3500 亿元保交楼专项借款，同时提出设立 2000 亿元保交楼贷款支持计划、加大保交楼专项借款配套融资力度、强化保交楼司法保障等相关举措。8 月初央行明确将 2000 亿元保交楼贷款支持计划期限延长至 2024 年 5 月底。同月，住建部表示“目前各地保交楼工作顺利推进，项目复工和建设交付加快进行。保交楼专项借款项目总体复工率接近 100%，累计已完成住房交付超过 165 万套。明年 5 月份以后，保交楼预计告一段落，并且叠加新开工自 2021 年年中开始的下滑，2024 年竣工端面临甚至大幅下行的风险。”

图表 32：关注施工竣工端回落风险（新开工到竣工 2-3 年的传导期）



来源：IFind，中泰期货整理

- 根据模型测算，2024 年，房地产用钢需求将跟随新开工和施工竣工面积的下滑逐步回落，但是回落增速有望降低。

图表 33：房地产用钢需求测算（万吨）

	新开工/万平米	施工/万平米	竣工面积/万平米	螺纹钢需求	地产用钢需求	同比
2020	224433	926759	91218	15382	31161	0.77%
2021	198895	975387	101412	15609	35050	12.48%
2022	120587	904999	86222	11192	31793	-9.29%
2023	96000	840000	100880	7350	24719	-22.25%
2024e	91000	760000	90000	7000	22692	-8.20%

数据来源：IFind，中泰期货整理

（2）基建：特殊国债发力点在水利，基建用钢需求边际增速有望转弱

- 基建投资是固定资产投资的重要组成部分。基建投资约占投资的 27% 左右。对于基建投资，目前市场上主要采取两种统计口径，分为广义（全口径）基建投资和狭义（窄口径）基建投资。广义基建投资：一般指三个行业固定资产投资数据的加总，即电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业三个大类行业。

图表 34：基建领域细分行业

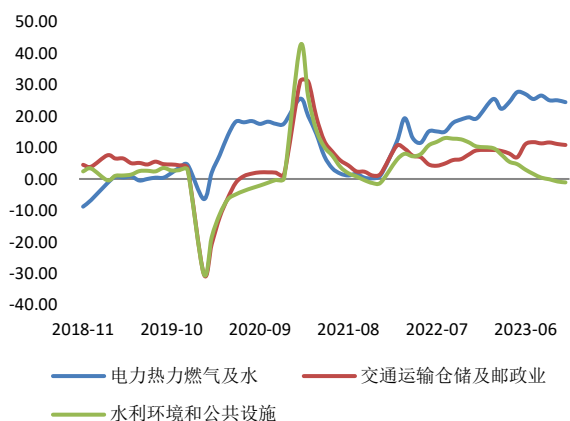
交通运输、仓储和邮政业以及水利	铁路运输业
	道路运输业
	水上运输业
	航空运输业
	管道运输业
	装卸搬运和运输代理业
	仓储业
	邮政业
环境和公共设施管理业	水利管理业
	生态保护和环境治理业
	公共设施管理业
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	电力、热力的生产和供应业
	燃气生产和供应业
	水的生产和供应业

来源：IFind，中泰期货整理

- 基建依然为稳增长的重要抓手。自从 2021 年四季度开始，政策就一直

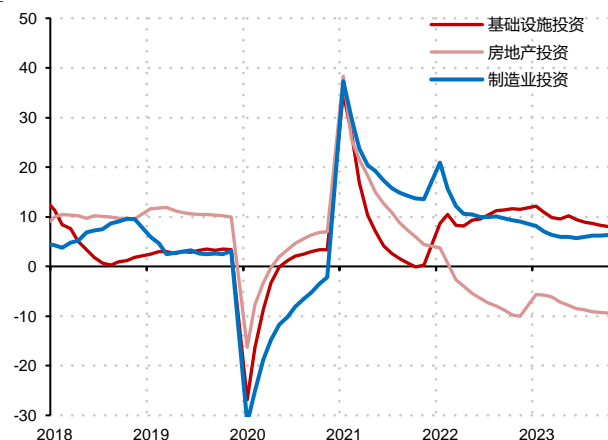
强调向前发力，形成更多的实物工作量。2023 年前 11 个月，全国基础设施投资同比增长 5.8%。

图表 35：基建分类投资增速：累计同比 (%)



数据来源：钢联数据，中泰期货整理

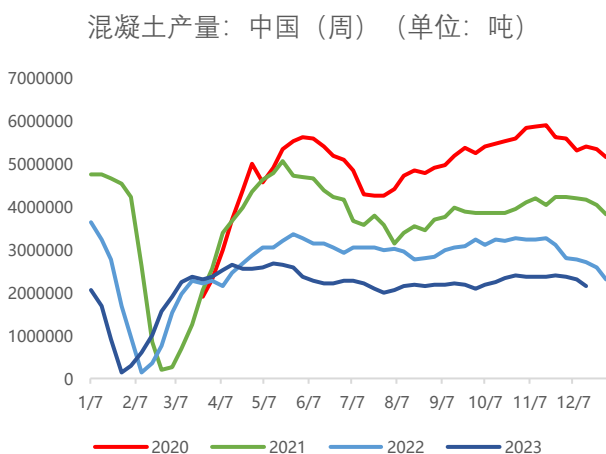
图表 36：投资增速表现 (%)



数据来源：钢联数据，中泰期货整理

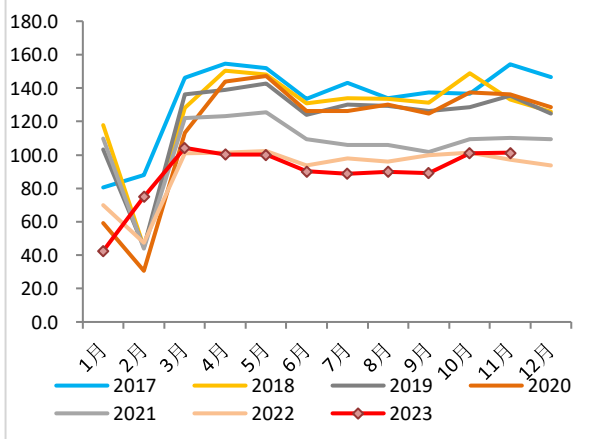
- **2024 年传统基建需求用钢边际增速有望弱化。**基建投资增速从今年下半年起已开始趋缓；2023 年专项债基本发行完毕；基建投资增速或继续走低，年末基建钢材消费量增长动力可能有所不足。近期，支持地方财政政策利好频繁释放，与基建直接相关的无疑是将于四季度增发 2023 年国债 10000 亿元用于灾后重建、工程治理等基础设施建设中，今年拟使用 5000 亿元，剩余部分结转明年使用。今年增发的 5000 亿元国债直接灾后重建与水利基建，为市场带来了极大的信心提振。但 5000 亿特别国债主要用于水利建设，对钢材需求拉动有限。

图表 37：混凝土产量：中国（周）（吨）



数据来源：钢联数据，中泰期货整理

图表 38：小松中国挖掘机利用小时数（小时）



数据来源：钢联数据，中泰期货整理

- **电力等新基建继续成为钢材需求发力点。**5G、特高压、城际高铁和轨道交通、新能源充电桩等“新基建”将为未来新业态、新模式的发展提供支撑。2022 年电力、热力的生产和供应业年度投资额约为 28972 亿元，2023 年 1-11 月，同比增长 24.4%。根据模型计算，2023 年能源建设将直接带动约 5000 万吨。
- 综合来看，传统基建需求用钢边际增速有望弱化，但是以新能源为代表的电力投资有望继续支撑钢材需求，基建用钢需求预计同比增加 5% 左右。

(3) 钢结构：产量稳定增长 钢结构领域需求空间大

- 钢结构发展较快，2023 年钢结构占粗钢比例或将提升至 11.15%。钢结构用钢需求占比也是逐年上升，每年需求量增长约 10%。根据中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》中钢结构行业“十四五”期间发展目标：到 2025 年底，全国钢结构用量达到 1.4 亿吨左右，占全国粗钢产量比例 15%以上；到 2035 年，我国钢结构建筑应用达到中等发达国家水平，钢结构用量达到每年 2 亿吨以上，占粗钢产量 25%以上，未来我国钢结构行业仍有较大发展空间，将是未来钢铁消费增量重点。

图表 39：关注施工竣工端回落风险（新开工到竣工 2-3 年的传导期）

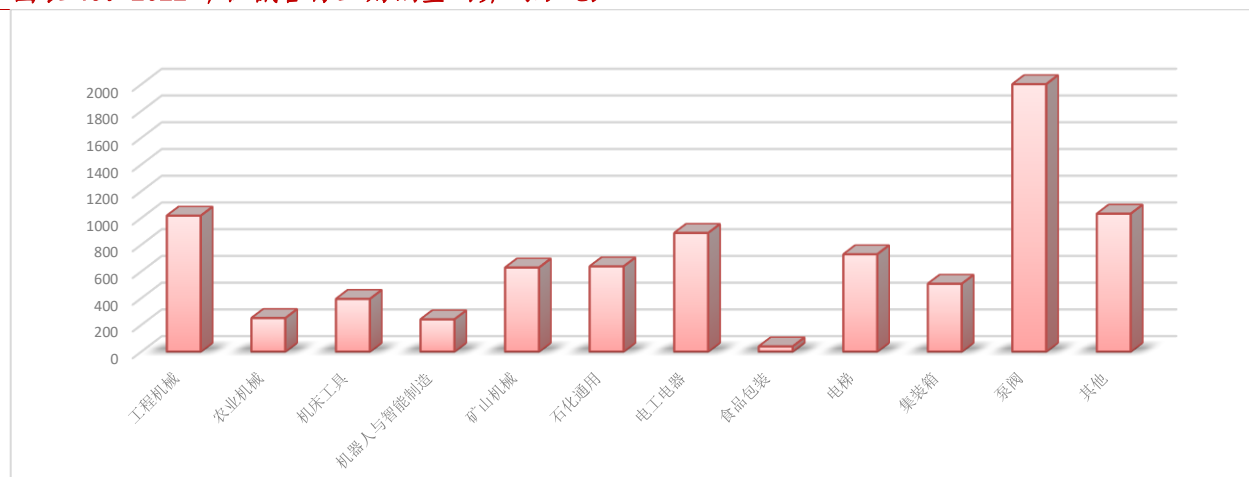


来源：钢结构协会，中泰期货整理

(4) 制造业：企业和居民消费信心尚需恢复，消费提升尚需时日

- 机械行业是用钢需求较高的行业，钢材消费量仅次于建筑行业（房地产和基建行业）。机械行业涉及面广，分为石化通用、工程机械、农业机械、汽车行业、重型矿山等 14 个子行业，每个子行业整体用钢量达到几百甚至千万级别水平。

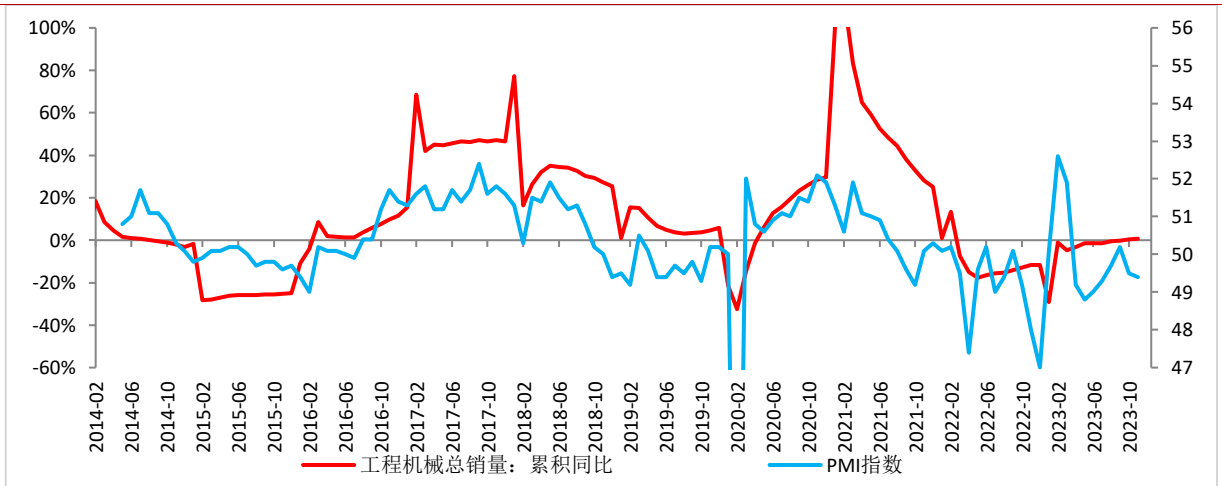
图表 40：2022 年机械各行业用钢量测算（万吨）



数据来源：中泰期货整理

- 由于企业景气指数低迷，国内地产政策以及经济周期性下滑等因素，企业投资和下游消费信心有待恢复，从而影响消费以及企业的再投资。我们预计 2023 年机械行业用钢需求维持小幅增长。

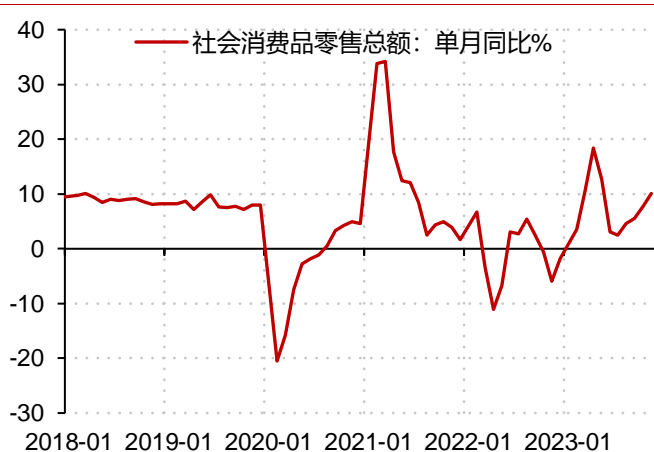
图表 41: PMI 指数和工程机械总销量对比



数据来源：iFind，中泰期货整理

- 由于疫情后的疤痕效应，企业盈利回落居民收入下降，居民消费信心有待恢复，影响大宗物资消费。特别是 2023 年疫情放开有汽车、家电等需求的回补，但是 2024 年预计面临高基数效应的回落。

图表 42: 社会消费品零售总额：单月同比 (%)



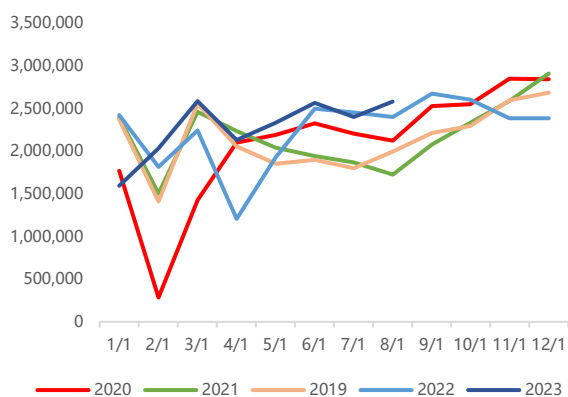
数据来源：iFind，中泰期货整理

图表 43: 城镇居民实际人均可支配收入：累积 (%)



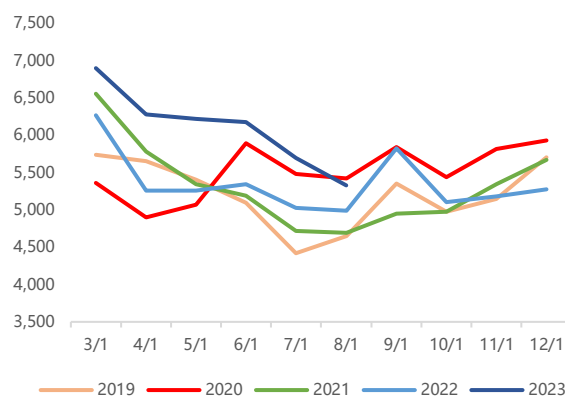
数据来源：iFind，中泰期货整理

图表 44: 产量:汽车:当月值: 中汽协 (辆)



来源：iFind，中泰期货整理

图表 45: 产量:主要家电:当月值 (台)

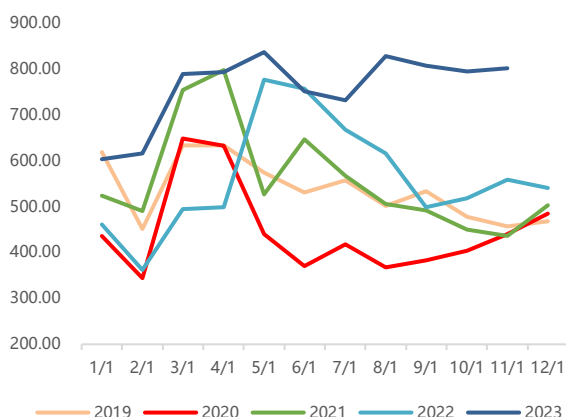


来源：iFind，中泰期货整理

(5) 出口：海外投产加反倾销等因素，预计出口总量将小幅下降

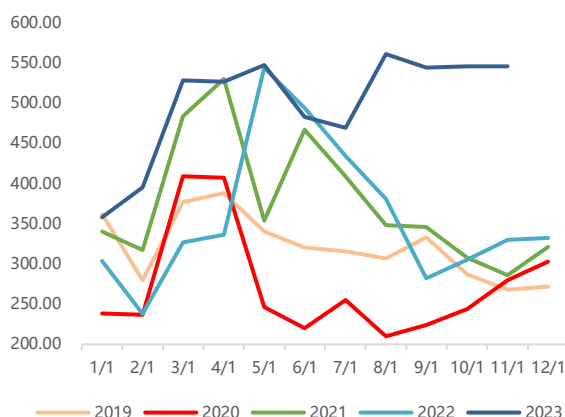
- 出口大大缓解了今年钢材内需压力。1-11 月份，我国钢材出口量 8265.8 万吨，同比增加 2169.6 万吨，增幅 35.6%，全年钢材出口量超过 9000 万吨。
- 预计 2024 年我国钢材出口小幅下降。受加息影响，海外经济增速预计回落，并且因为钢材反倾销加剧、人民币升值可能以及东南亚等海外新增产能投产和现有停减产的产能恢复挤压等因素影响，预计 2024 年我国钢材出口 8000 万吨，同比下降 10% 左右

图表 46：出口数量:钢材:当月值 (万吨)



来源：iFind，中泰期货整理

图表 47：出口数量:板材:当月值 (万吨)



来源：iFind，中泰期货整理

- 2024 年钢材需求预测小结
- 综合以上分析，2024 年钢材下游需求预计同比小幅回落，回落空间大约为-0.45%。其中，地产仍为第一缩量行业，疫情后需求回补造成的摆动和出口或成为超预期因素。

图表 48：2024 年钢材需求预测 (万吨)

	2023 年需求量	2024 预计需求量	预计同比增速
房地产	25756	23644	-8.20%
基建	14686	15420	5%
钢结构	11215	12336	10%
机械	22173	22616	2%
汽车	5988	6168	3%
家电等	4031	4112	2%
出口	9138	8224	-10%
其他	10280	10280	0%
合计	103266	102800	-0.45%

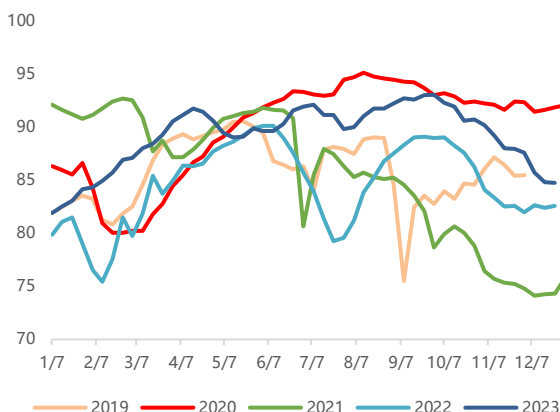
数据来源：中泰期货整理

2、工业稳增长下供给侧干扰可能较低，但要关注政策变化

(1) 产能：国内严控产能新增置换为主，海外产能迎来投产期

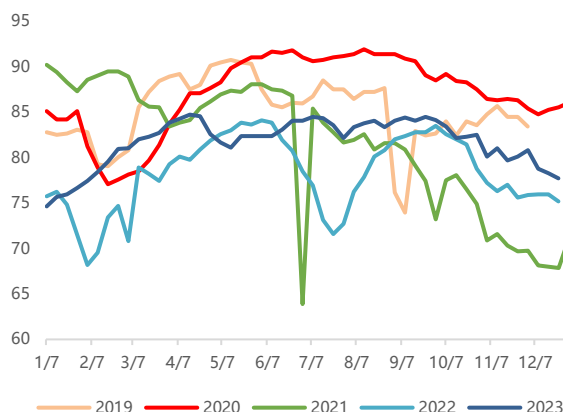
- 产能国内继续置换去产能，产能利用率在高位。工信部：2024 年要推动工业绿色低碳发展。稳妥推进工业领域碳减排，严控钢铁、水泥、平板玻璃新增产能。据 Mysteel 不完全统计，2023 年国内钢铁产能置换方案进行汇总，涉及新建炼钢产能 3810.7 万吨，新建炼铁产能 3743.38 万吨；涉及淘汰炼钢产能超 5020.14 万吨，淘汰炼铁产能 4979.83 万吨。

图表 49：247 家钢企高炉产能利用率 (%)



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 50：247 家钢企高炉开工率 (%)



来源：Mysteel，中泰期货整理

- **海外产能迎来投产期。**近些年来，海外钢铁产能投资加大，主要集中在东盟六国马来西亚、印度尼西亚、菲律宾和越南地区。工信部：2024 年要推动工业绿色低碳发展。稳妥推进工业领域碳减排，严控钢铁、水泥、平板玻璃新增产能，开展工业数字化碳管理试点。

(2) 产量：稳增长下供给硬约束可能较低，但需关注能耗及双碳限制干扰

- **工业稳增长仍是主基调，供给侧干扰可能较低。**根据工信部年底的全国工业和信息化工作会议精神。总体要求基本维持不变，工业平稳增长仍是第一个重点任务。
- **但需要关注能耗及双碳政策扰动。**
 - ①2023 年 11 月 30 日，习近平主席在深入推进长三角一体化发展座谈会上指出，加强节能减排降碳区域政策协同，建设区域绿色制造体系。要全面推进清洁生产，促进重点领域和重点行业节能降碳增效，做强做优绿色低碳产业，建立健全绿色产业体系，加快形成可持续的生产生活方式。要建立跨区域排污权交易制度，积极稳妥推进碳达峰碳中和。
 - ②2023 年 12 月 6 日，国家发改委下发全国 25 个城市、10 个园区为首批碳达峰试点城市和园区。
 - ③2023 年 12 月 7 日，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，其中提到，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目上马。新改扩建项目严格落实重点污染物总量控制、污染物排放区域削减、碳排放达峰目标等。严禁新增钢铁产能，推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，大幅减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序，淘汰落后煤炭洗选产能。重点区域继续实施煤炭消费总量控制，到 2025 年，京津冀及周边地区、长三角地区煤炭消费量较 2020 年分别下降 10%和 5%左右，汾渭平原煤炭消费量实现负增长，重点削减非电力用煤。
- **综合来看：伴随双碳政策持续推进，预计 2024 年国内粗钢供应较 2023 年持平或略有下降。**减产主要来自于钢厂亏损下主动减产控产，以及安全、环保、能耗、控产等政策压制。

三、2024 年钢材行情展望和策略建议

1、钢材市场行情展望

- 2024 年钢材下游需求预计同比小幅回落，回落空间大约为-0.45%。其中，地产仍为第一缩量行业，疫情后需求回补造成的摆动和出口或成为超预期因素。预计 2024 年国内粗钢供应较 2023 年持平或被动下降。供给在工业稳增长的前提下为次要矛盾，不过可能存在环保、减碳等阶段性扰动，主要影响节奏和强度。
- 总体来看，预计钢材价格走势或为 L 型或 U 型走势。普材价格波动以 3800 为中枢，上下波动区间 3400-4200 之间。

2、策略建议

- **趋势策略：**钢材价格在 4100 以上逢高做空或现货保值。
- **钢材利润：**钢厂利润预计低位徘徊；如果遇到阶段性环保、减碳影响可能会有提升，但难以持续，预计钢材利润±200 左右波动。
- **卷螺差：**热卷产能释放较多，品种钢价差缩小后，热卷与螺纹价差预计降低。
- **风险提示：**双碳约束下产量控制政策加码；地缘冲突影响原料供给。

铁素供给小幅回升，矿价预计高位震荡

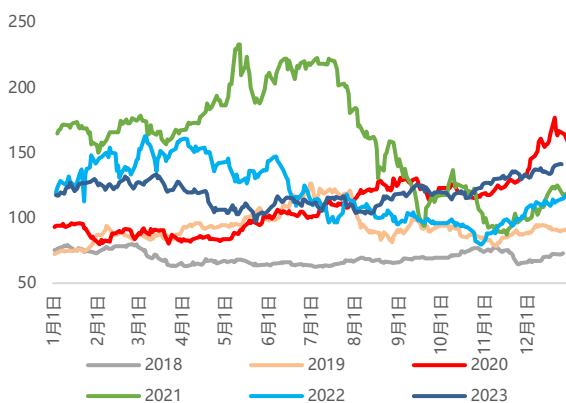
——中泰期货铁矿石市场 2023 年年度回顾和 2024 年展望

一、2023 年铁矿石市场行情回顾

1、行情回顾：矿价走势呈 V 型，基差和价差大幅修复

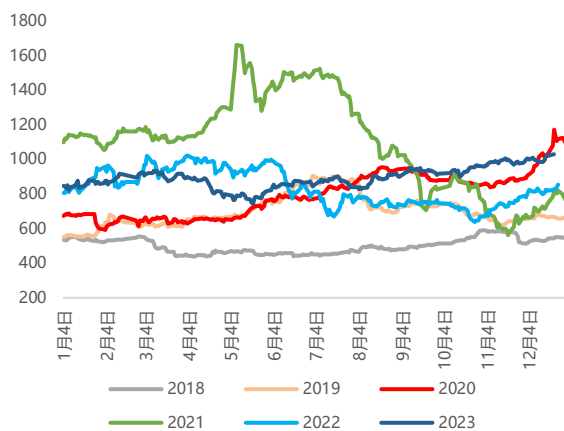
- 铁矿石先弱勢调整然后快速反弹，走势呈 V 型。截至 12 月底，日照港 pb 粉价格 1030 元/吨，年同比涨 182 元/吨；platts62%Fe 指数 141.5 美元/吨，年同比上涨 23.85 美元/吨。

图表 1：铁矿 62%platts 指数 (美元/吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

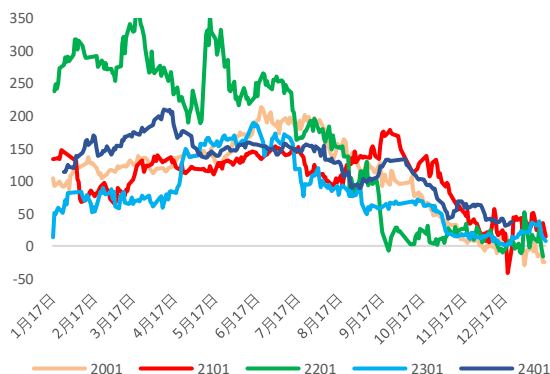
图表 2：PB 粉 61.5%日照港 (元/吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 从基差角度看，铁矿石期货基差得到了较大幅度修复。铁矿石期货贴水从 200 多最终收敛到 30 以内，期货高贴水得到了大幅修复。
- 从品种差角度看，铁矿石品种差大幅收敛。铁矿石高低品位的品种差与钢厂利润水平高度相关，钢厂 2022 年下半年后一直处于亏损状态，铁矿石高低品价差在低位徘徊。

图表 3：铁矿 01 基差(最优仓单) (元/吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 4：钢厂利润和品种差 (元/吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

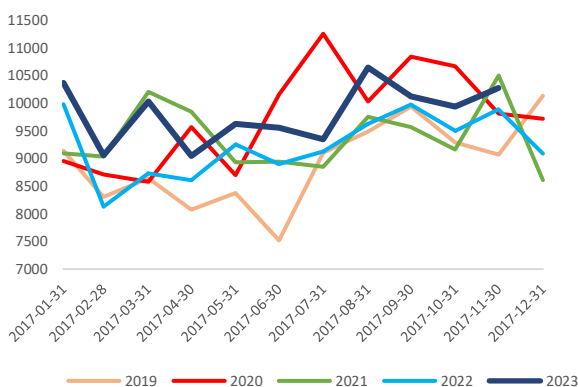
2、供需回顾：铁素资源供给整体不足，矿石降库幅度较大

■ 从铁矿石供给来看，年同比增量较大，铁矿石 2023 年预计合计供给增加 7255 万吨。从进口数量看，1-11 月份累计进口量为 117976 万吨，同比增加 5.9% 或 6437 万吨。与铁矿石外矿疏港量同比增减水平基本一致。

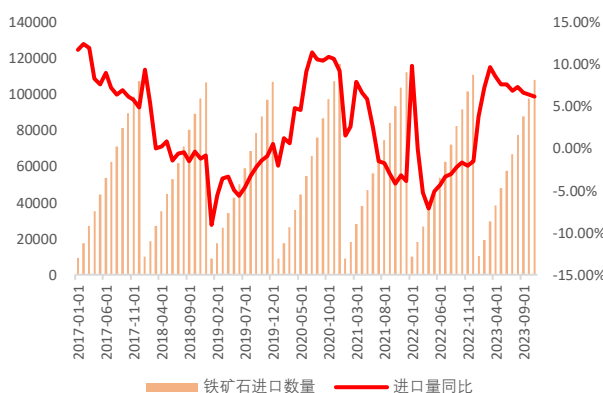
图表 5：铁矿石供给量（万吨）

单位：万吨	2023 年 1-11 月	12 月 e	2022 合计	2023 合计 e	20223 增量合计 e
估算铁矿进口量	107976	9236	110775	117212	6437
国产精粉产量	26739	2365	28286	29104	818
铁矿总供应	134715	11601	139061	146316	7255

数据来源：IFind，中泰期货整理

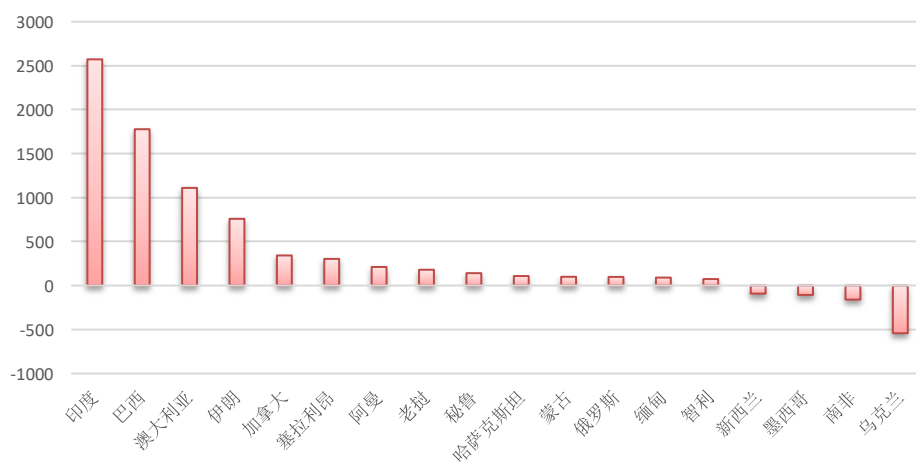
图表 6：铁矿石进口数量（万吨）


数据来源：IFind，Mysteel，中泰期货整理

图表 7：铁矿石进口数量累积(万吨)


数据来源：IFind，Mysteel，中泰期货整理

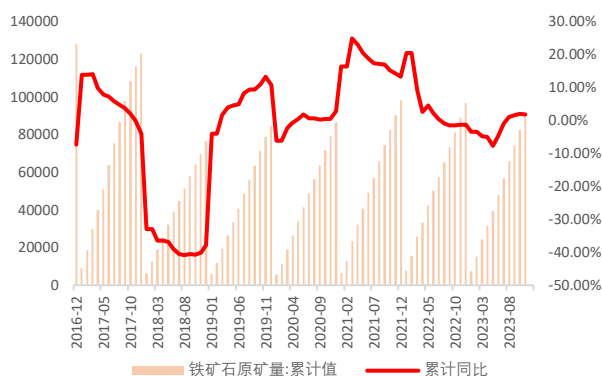
■ 从进口来源国来看，主要增量来源于印度、巴西、澳大利亚和伊朗；乌克兰同比减量较多。

图表 8：2023 年铁矿石进口来源分国家（万吨）


数据来源：IFind，中泰期货整理

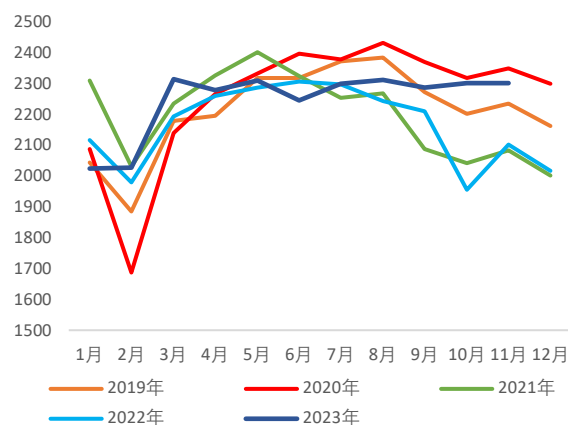
■ 从内矿供给来看，统计局原矿同比去年大约增加 1.69% 或 1498 万吨。Mysteel 统计 1-11 月全国 433 家铁矿山企业铁精粉产量为 26474.26 万吨，累积同比增量 985 万吨，增幅 3.7%。

图表 9：统计局铁矿石原矿量（万吨）



数据来源：iFind，中泰期货整理

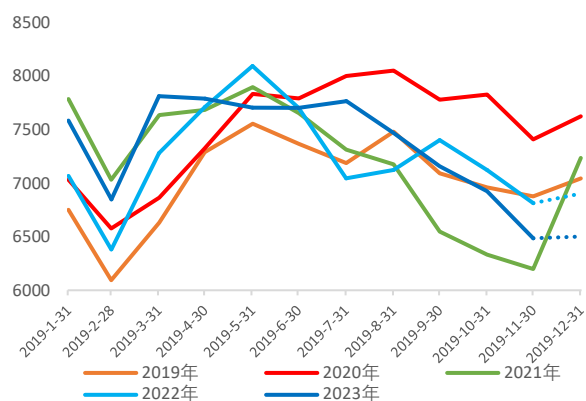
图表 10：186 家矿企精粉月度产量（万吨）



数据来源：钢联数据，中泰期货整理

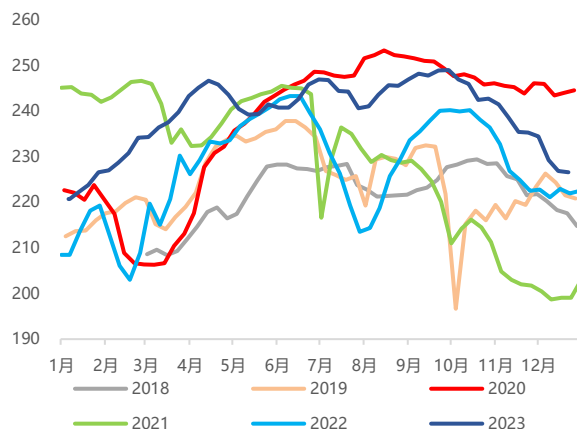
■ 需求方面，生铁产量同比增加。据国家统计局数据显示，1-11 月份累计产量为 81030.7 万吨,同比增长 1.8%或 1491 万吨。而根据钢联统计的生铁日产数据，生铁日产累积同比增加约 4300 万吨或 5%。两个数据口径存在较大的差异，应该是统计口径和表外产量因素等导致。

图表 11：中国生铁当月产量季节性（万吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 12：247 钢企日均铁水产量(万吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

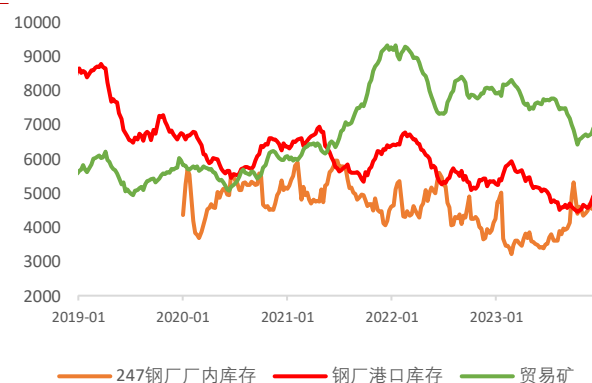
■ 综合供需来看，进口矿增量 6400 万吨、国产矿增 800 万吨，并且铁矿石库存从年初减量 1600 万吨，预计 2023 年铁矿石贡献铁素（100%铁水）总供给增量超 5300 万吨。考虑到品位下降等综合因素，与钢联统计的生铁日产累积同比增加约 4300 万吨基本一致。

图表 13：铁矿石港口+钢厂总库存（万吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 14：铁矿石库存分归属（万吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

3、矿石博弈焦点：需求决定趋势，供给创造弹性

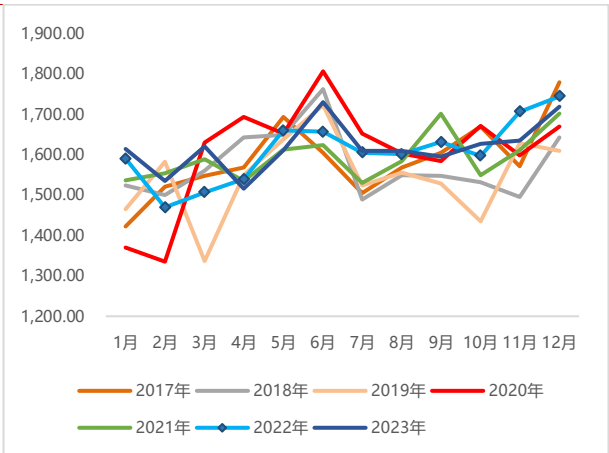
- **(1) 短期需求看钢厂冬季补库，长期还是取决于钢材需求持续性。**矿石在供给矛盾不突出的情况下，矿价波动主要跟随钢材，主要波动也是围绕钢厂的负反馈和正反馈展开，冬季以来围绕强预期和钢厂的补库开启了大幅反弹，但长期来看，趋势仍取决于钢材的下游需求能否有效传导。
- **(2) 矿山供给的产能产量变化，以及来自废钢的铁素替代效应。**对于长期价格趋势，矿山的产能变化以及产量供给节奏，对于矿价的影响较大。另外，废钢的供给减量对铁矿石的需求替代以及价格弹性起到重要作用。

二、矿石供需展望：铁素供给有望回升，降低矿价波动弹性

1、供给展望：2024 年铁素供给预计继续小幅回升

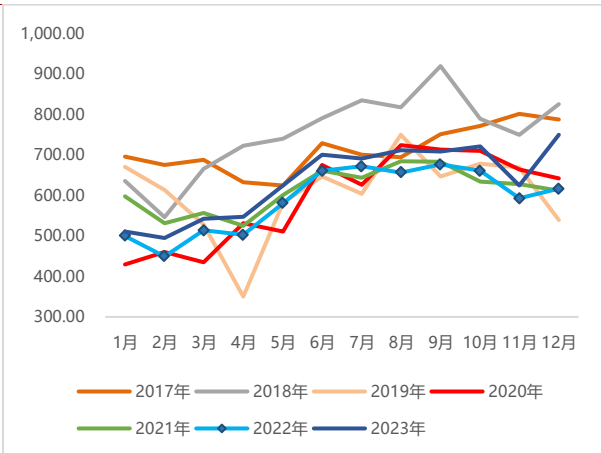
- 展望 2024 年主流矿山供给，考虑到主流矿新产能自投产到满产需要时间，并且产能新增与退出同时进行，所以主流矿山的产量向上空间依然有限。从铁矿产能计划来看，明年主流矿或有 **1500 万吨** 的增产空间，发运到中国折合约 **1000 万吨**。

图表 15：总发货量:澳大利亚:中国 (万吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 16：淡水河谷铁矿石发货量 (万吨)

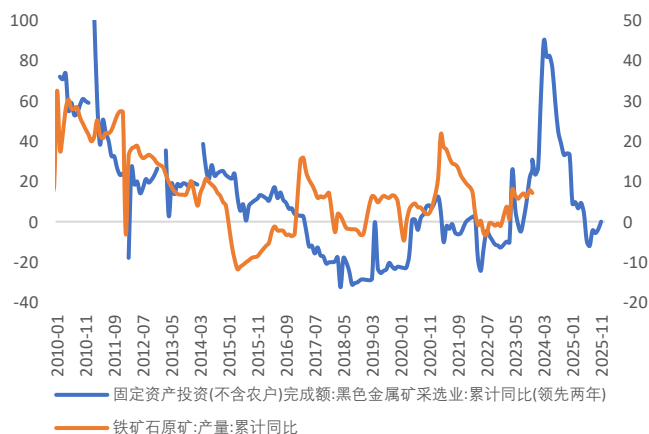


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 具体来看，力拓 2022 年的发运目标为 3.2 亿吨，2023 年全年发运将位于目标区间高位水平，有望突破 3.3 亿吨，同比增加约 600 万吨。展望 2024 年，力拓宣传明年皮尔巴拉铁矿石业务发运量预计为 3.23 亿吨至 3.38 亿吨，较 2023 年上下区间分别提升 300 万吨。
- 必和必拓 2024 财年（2023 年 7 月至 2024 年 6 月）总产量目标维持 2.5 亿吨~2.6 亿吨不变（100%权益下为 2.82 亿吨~2.94 亿吨）。考虑到产量指导目标不变及提产和检修维护结束对于产量积极影响的逐步体现，预计必和必拓未来产销量存在 500 万吨左右的增产空间。
- 巴西方面，淡水河谷 2023 年目标产量仍维持 3.1-3.2 亿吨不变。2024 年，淡水河谷位于图巴朗的两家球团厂正在进行生产测试工作，预计明年能够为其带来近 600 万吨的新增产能，折合贡献产量约 300 万吨。

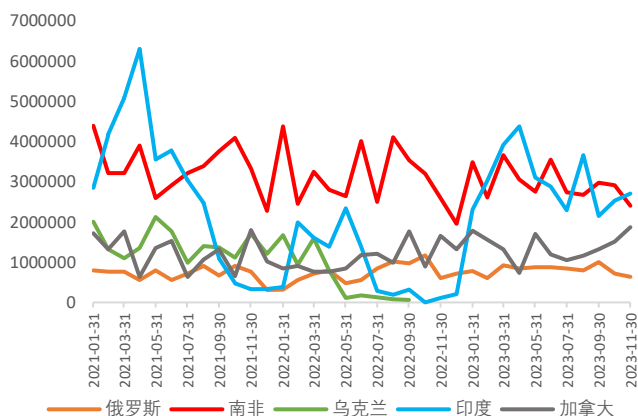
- FMG 公司预计 2024 财年（2023 年 7 月-2024 年 6 月），FMG 提升发运目标至 1.92-1.97 亿吨，相比 2023 财年产量约为 1.87 亿吨-1.92 亿吨，提高大约 500 万吨。
- 海外非主流方面，预计有效供给大约增加 500 万吨。矿石价格延续高位，或继续刺激非主流矿的供应。预计 2024 全年非主流矿发运约为 800 万吨，折合我国进口量同比约增加 500 万吨。具体来看，澳大利亚其他矿山有望投放 970 万吨的新产能，置换为主，增量相对有限。巴西其他矿山新增产能 550 万吨，主要投产时间主要集中在下半年。印度 2024 财年供应增幅或继续匹配需求增幅，进口量有望维持。加拿大巴芬兰铁矿每年出口量上限上调至 600 万吨/年（上调幅度为 180 万吨），假设发往中国的比例为 60%，预计我国加拿大矿进口增量约 110 万吨。
- 国产矿方面，伴随产能释放未来产量有望迅速提升，预计 2024 年国产矿产量有望增加 1000 万左右。国家统计局公布的黑色金属矿采选业的固定资产投资大幅增长。中钢协“基石计划”目标到 2025 年，在 2020 年的基础上再增加 1 亿吨内矿产量，达到 3.7 亿吨。据 Mysteel 的统计，目前国内重点铁矿项目中已开工 10 多个，将新增铁精矿产能约 5000 万吨，产能到产量的释放有个过程，预计贡献增加产量 1000 万吨左右。

图表 17：国产矿产量与固定资产投资对比（%）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 18：中国进口铁矿石数量-分国家（月，吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 综合来看，2024 年国内铁矿石供给预计增加 2500 万吨。其中四大矿山产量同比增加 1000 万吨，非主流矿增加国内产量供给 500 万吨，国产矿增加 1000 万吨左右。

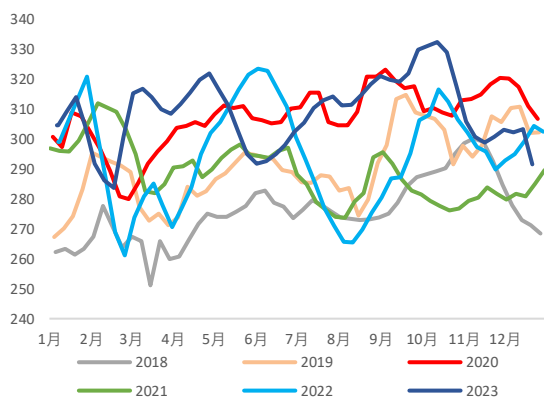
2、需求展望：国内生铁产量和矿石需求下滑

- 产能国内继续置换去产能，海外产能迎来投产期。近些年来，国内主要以产能置换为主。海外钢铁产能投资加大，主要集中在东盟六国马来西亚、印度尼西亚、菲律宾和越南地区。未来 3-5 年，东南亚地区将有 15 个新增钢铁产能项目投产，涉及总产能 8220 万吨，其中马来西亚将贡献最大增量。预计 2026 年东盟六国粗钢产能 1.4 亿吨，较 2023 年增加 5000 万吨。
- 2024 年国内生铁需求预计同比小幅下降。结合粗钢下游消费，我们预

估 2024 年粗钢表观消费同比小幅降低 (-0.45%)，并且伴随着废钢积蓄量的增加，废钢供给有望同比增加（富宝预计 2024 年废钢供给增加 1000 多万吨），预计统计局口径生铁总量同比小幅下降，考虑到下游补库等因素，预计生铁需求下降比例约-0.5%~-1%。

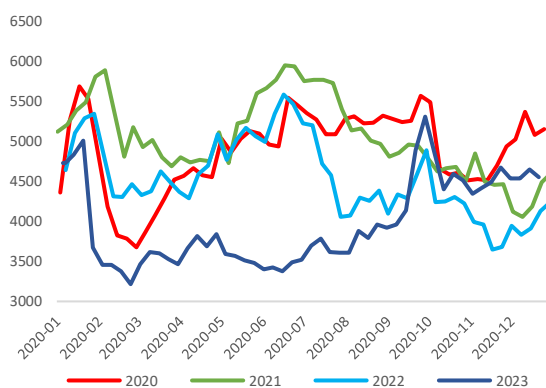
- **海外需求有望提升。**国内铁水产量预计平稳，海外粗钢产量有望恢复，增量主要集中在印度和东南亚，铁矿总需求增加 2430 万。
- **钢厂冬储补库已在进行，钢厂亏损情况下补库力度有限。**现阶段，随着铁矿石疏港以及钢厂厂内库存的回补，铁矿石后期补库需求有限。

图表 19：45 港四周均日疏港量（万吨/天）



数据来源：IFind, Mysteel, 中泰期货整理

图表 20：247 家钢厂厂内库存（万吨）

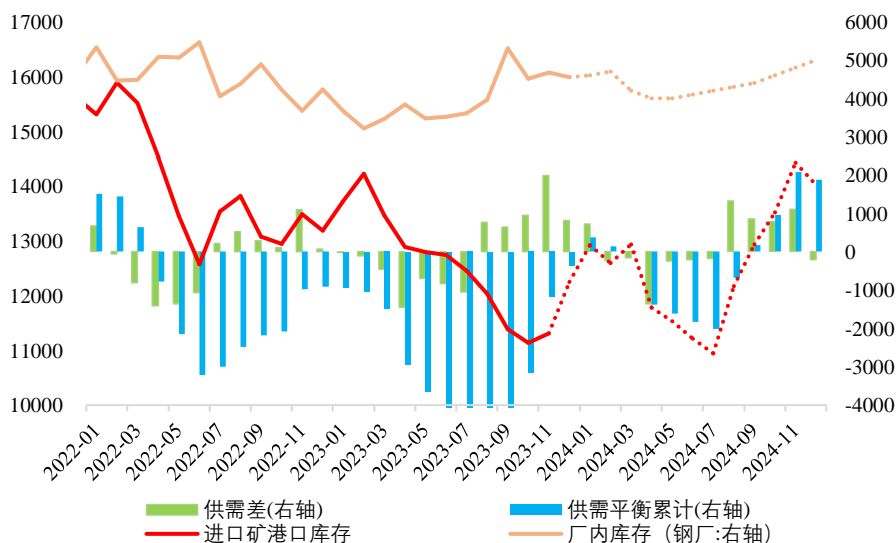


数据来源：IFind, Mysteel, 中泰期货整理

3、供需平衡推演：铁素供给偏紧转为宽松，下半年过剩较为明显

- 展望 2024 年，2024 年国内铁矿石供给预计增加 2500 万吨；国内生铁产量预计小幅回落-0.5%，整体国内铁矿预计存在约 3500 万吨的过剩。
- 从库存推演来看，铁矿石上半年供需整体平衡，供给过剩和矿石累库预计主要在下半年。钢厂内部库存保持平稳略增，港口库存预计年底预计达到 1.5 亿吨的水平。

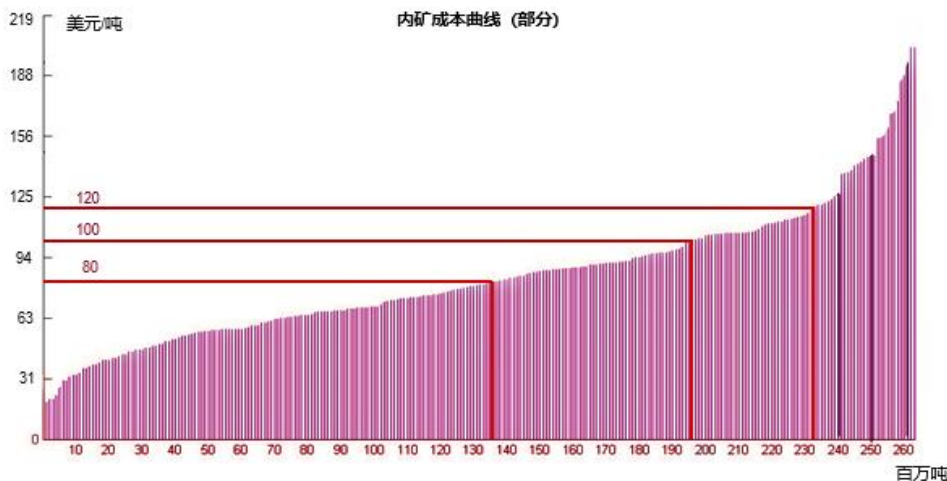
图表 21：铁矿石供需差和库存趋势推演（万吨）



数据来源：中泰期货整理

- 矿价的成本曲线和供需格局，决定了矿价 2024 年趋势回落，且波动将继续降低。矿石的边际成本曲线末端陡峭特征，决定了矿价的波动特性。从矿石的成本曲线来看，过去两年的剧烈下跌的时期已经过去，后期转向缓跌的可能较大。

图表 22：铁矿石内矿成本曲线末端陡峭特征（美元/吨）



数据来源：中泰期货整理

三、2024 年铁矿石行情展望和策略建议

1、行情展望

- 从铁矿石供需平衡来看，2024 年铁素供给偏紧转为宽松，但是产能投放周期尚早。预计 2024 年铁素供给回升，国内铁矿石供给预计增加 2500 万吨，国内生铁产量预计小幅回落，整体国内铁矿预计存在约 3500 万吨的过剩。从库存推演来看，铁矿石上半年供需整体平衡，供给过剩和矿石累库预计主要在下半年，港口库存预计年底预计达到 1.50 亿吨的水平。
- 预计矿价走势呈 N 型，波动区间 80-145 美金，中枢 110 美金左右。矿石的供需格局和边际成本曲线末端陡峭特征，决定了矿价趋势或将逐步回落，且波动整体将继续降低。
- 因美联储加息带来的滞后效应，海外钢材需求存在较大不确定性。

2、策略建议

- 趋势：观望或逢高布局远月空单，结合升贴水变化把握节奏。
- 套利：跨期正套参与。

3、风险提示及重点关注

- （1）海外矿山因为地缘政治、工人罢工影响供给和发运；
- （2）国内有望进一步采取增量刺激政策，提升生铁需求。

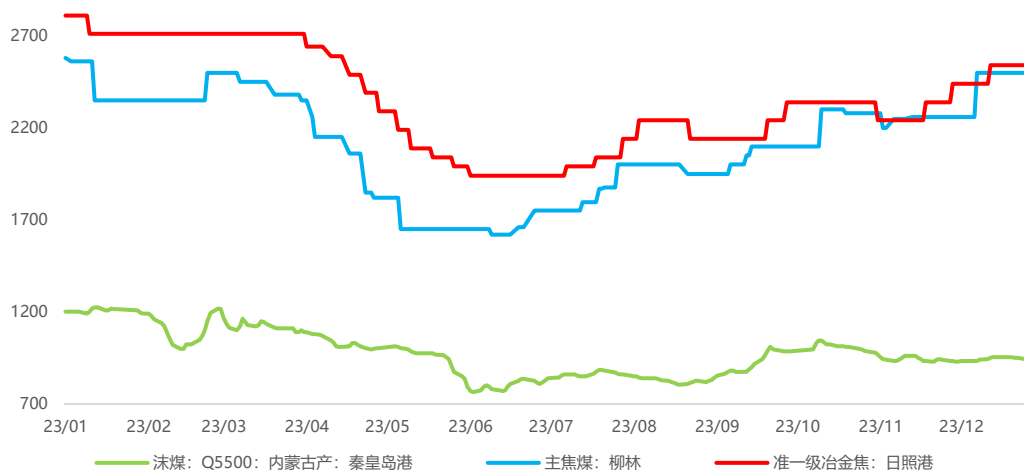
供给释放有限，需求有望改善

——2024 年中泰期货煤炭年报

一、行情回顾：煤炭价格探底回升

- 2023 年，受进口煤增加和国内高库存的叠加影响，国内动力煤基本面整体表现为供给宽松、需求阶段性释放，全年价格区间震荡；焦煤、焦炭则是先后在主动去库和安监严格影响下，价格先抑后扬。
- 动力煤方面，1-2 月，在春节假期需求季节性走弱下，煤价承压下行至 1000 元/吨。后因阿拉善事故影响，边际供应预期收紧，煤价回升至 1200 元/吨附近。3 月起，煤炭市场进入淡季，叠加进口煤持续冲击国内市场，煤价承压下行至 770 元/吨附近。6-7 月迎峰度夏旺季期间，供需博弈下煤价震荡上行。8 月后，国内安监趋严，主产地煤炭供给收缩叠加非电需求陆续释放，煤价快速上行至 1000 元/吨。10 月中旬开始，煤炭供给逐步恢复，电煤需求步入淡季期，煤价下行。11 月开始，北方陆续开启冬储煤采购，叠加进口煤边际量减预期，煤价总体保持稳定。

图 1：煤焦价格走势（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

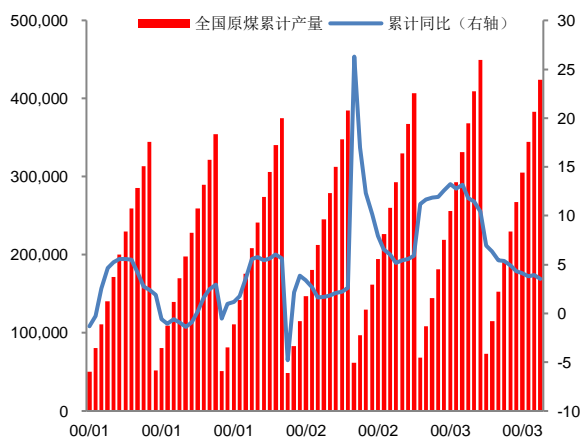
- 焦煤方面，年初至 5 月下旬，焦煤进入主动去库周期，下游持有库存意愿较低，价格阶梯式下行至 1800 元/吨。6-7 月，煤矿事故频发，安监趋严，焦煤供应受限，下游焦钢企业低位补库，供需格局偏紧，焦煤价格上行至 2150 元/吨。9 月后，金九银十旺季期启动，下游铁水产量维持高位，旺季需求支撑下焦煤价格再上新台阶。
- 焦炭方面，3 月后，国内经济弱复苏下，钢材需求被证伪，钢厂开始主动控制原料采购，在负反馈逻辑下，焦炭成本坍塌，价格下跌至 2000 元/吨左右。6 月底，需求并未出现预期中的悲观情况，焦炭价格触底。进入 8 月，钢厂限产力度不及预期，铁水产量在往年高点波动，受低库存影响，钢厂采购较为积极。同时，煤矿安监力度趋严，山西在 10 月底批量关停 4.3m 落后产能，供弱需强的基本面使得焦炭价格反弹上涨。

二、动力煤：供给增速放缓，煤炭需求向好

1、国内供给增量有限，进口维持温和增长

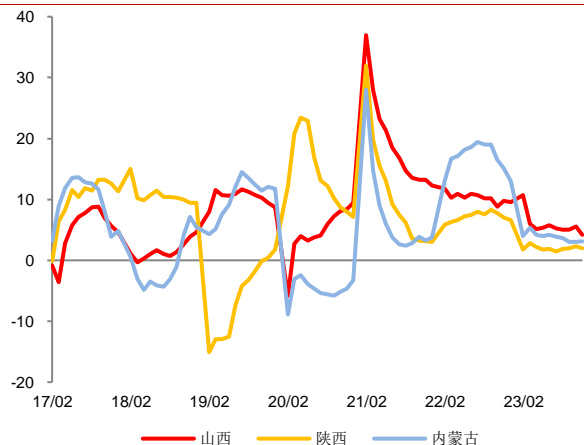
- 2021 年以来，为确保能源供应安全，国内开始强力推进增产保供工作，重心在产能核增、表外产能合法化等。据公开新闻统计，2021-2022 累计核增产能 5.7 亿吨/年，其中 2021 年核增 3.1 亿吨、2022 年核增 2.6 亿吨，其中，内蒙古核增 9560 万吨、陕西核增 6410 万吨、新疆核增 5510 万吨、山西核增 4320 万吨。值得注意的是，2022 年 4 月 20 日国务院常务会议中提出 2022 年实现增产 3 亿吨目标，其中 1.5 亿吨通过新建矿井投产实现，1.5 亿吨通过产能核增、停产煤矿复产等方式实现，但 2022 年产能核增 2.6 亿吨，远超官方计划目标。

图表 2：国内原煤产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

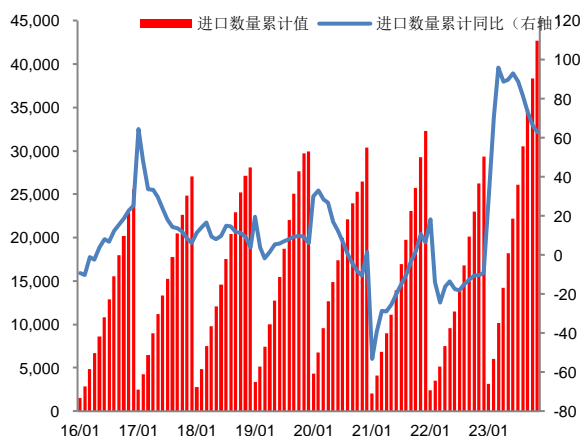
图表 3：主要产地原煤产量累计同比（%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

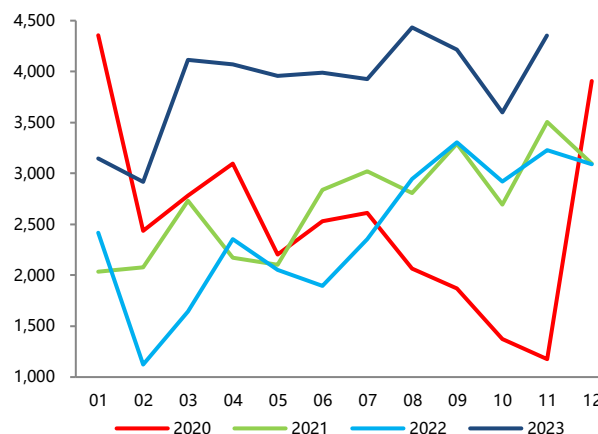
- 经过两年时间的快速推升后，2023 年以来产能核增量相比 21、22 年大幅降低。从核增产能来看，2023 年至今，全国核增煤矿产能约 5880 万吨，较前两年年均核增量 2.85 亿吨大幅减少。同时，在高强度、超负荷生产环境下，2023 年安全生产事故频发，煤矿产能释放受限。数据显示，2023 年 1-11 月，国内原煤产量 42.4 亿吨，同比增长 3.53%，增速相较于前两年明显下滑。其中，内蒙古同比增长 3.18%、陕西同比增速 1.96%，主产地产量增速放缓。

图表 4：煤炭进口量累计同比（万吨，%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 5：煤炭进口量当月值（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

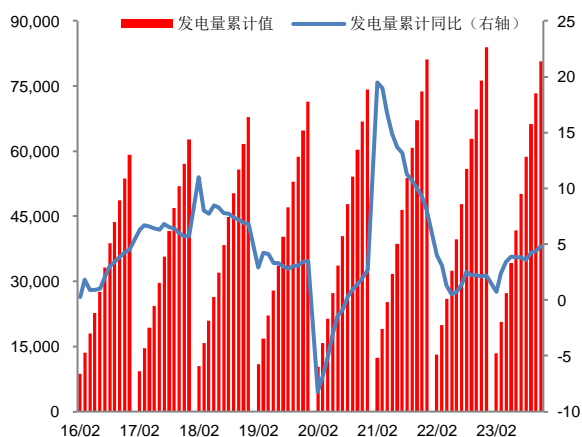
- 进口方面，前三季度，由于前期进口煤炭发运利润较高、澳煤进口恢复、海外市场煤炭需求转弱以及去年同期低基数影响，总体进口煤量超预期，9 月之后逐步回落。1-11 月，我国煤及褐煤进口量为 4.27 亿吨，同比增长 62.8%。

- 分国别来看，印尼、俄罗斯、蒙古、澳大利亚是我国煤炭进口的主要来源国。1-10 月印尼、俄罗斯、蒙古和澳大利亚进口煤量分别为 1.81 亿吨、8720 万吨、5405 万吨和 3944 万吨，同比增长分别为 31.8%、61.4%、141.4%和 1281.3%。
- 不过，未来国内动力煤进口量或将保持与今年基本持平或相对温和增长水平。一是全球煤炭产量增长放缓。煤炭主产国中，除了印尼、印度仍有较明显的增长外，俄罗斯煤炭产量维持低速增长，美国、澳洲的煤炭产量已有逐年下滑趋势。二是印尼煤炭产能扩增受限。印尼优质的露天矿区采矿权证基本全部颁发，剩余权证多集中于开采难度大、煤炭品质低的井工矿，未来印尼煤炭产能持续扩增受到一定限制。三是印度煤炭需求大幅提升。印度煤炭产量主要用于其国内电厂自用，虽然印度国内煤炭产量在近几年取得较快增长，但仍然无法满足其经济快速发展带来的用煤增长，印度仍需从海外进口约 1.8 亿吨的非炼焦煤以满足其内需增长。另外，俄罗斯则会受远东铁路运力影响，限制我国进口煤增量。

2、经济复苏预期下，煤炭需求向好

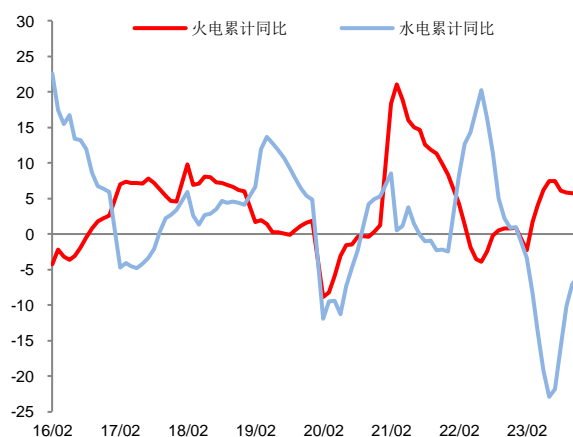
- 2023 年第三季度，我国 GDP 同比增长 4.9%，显示国内经济稳中向好，前三季度，虽然国内地产投资增速未见好转，但国内基建投资同比增长 8.64%，中期维度仍看好我国经济增长。在此背景下，年初至今，主要的中游用煤产业对动力煤的需求同比增长。2023 年前三季度，电力、供热、化工等行业耗煤量明显增长，分别同比增长 8.8%、6.5%和 5.2%。
- 从发电量来看，今年以来火电发电量及装机量均有明显提振。2023 年 1-11 月，火电发电量 5.62 万亿千瓦时，同比增长 5.7%，在同期电源结构中占比 70%。1-9 月，国内火电装机量达 3944 万千瓦，同比增加 67.3%，高于风电装机量，仅次于光伏装机量。

图表 6：全社会发电量累计值（亿千瓦时，%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 7：火电、水电累计同比变化（%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

- 非电需求方面，近年来化工用煤需求呈现逐年增长态势，坑口用煤采购增加、需求前置迹象明显，对坑口价格形成明显支撑。另外，煤油联动震荡上行，全球原油价格带动煤炭价格波动，长期以来二者价格趋势虽偶有背离，但基本一致。当前原油价格高位震荡格局有望延续，国际煤炭价格触底反弹，当前距离近两年高点仍然具有较大上涨空间。

3、动力煤行情展望

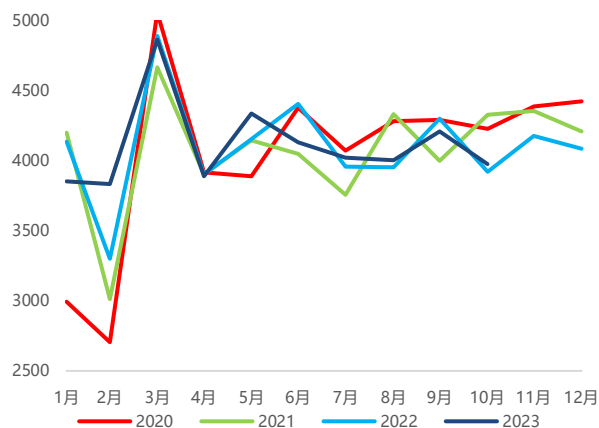
- 目前，国内煤炭产能扩张已逐步放缓，伴随愈加严格的安监生产政策，国内煤炭产量增速或将明显放缓。而随着全球煤炭产量增长放缓，以及其他国家煤炭需求的快速增涨，未来国内动力煤进口量将保持与今年基本持平或相对温和的增长水平。需求方面，国内稳增长政策开始修复市场信心，电力、化工等主要耗煤产业将持续发力，促进动力煤需求维持较高增长水平。整体来看，预计动力煤供需格局将由边际过剩向偏紧转变，煤价有望维持高位。
- 风险因素：全球能源供应紧张、国内经济增长超预期、煤炭产能释放不及预期（上行风险）；经济增速下行、更多煤炭产能释放、可再生能源加速替代（下行风险）。

三、焦煤：安监趋严进口宽松，需求仍有韧性

1、焦煤供应总体稳定，安全检查趋向严格

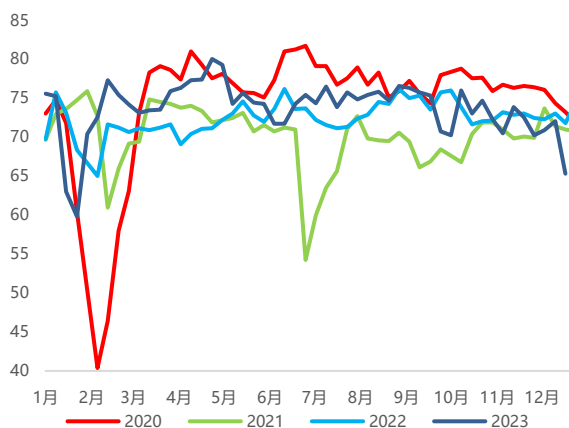
- 近几年，我国炼焦煤产量处于较平稳运行的格局中。一是产能方面，由于资源禀赋问题，我国未开采的炼焦煤矿较少，尤其优质主焦煤矿，产能增加接近天花板。二是，虽然国内煤炭有保供政策，但保供主要倾向于动力煤，焦煤产量增幅明显不足。2022 年，全国原煤产量 45.6 亿吨，同比增加 9.0%，焦煤产量 4.94 亿吨，同比仅增加 0.7%。2023 年 1-11 月，全国累计原煤产量 42.39 万吨，同比增长 3.53%，而 1-10 月我国累计炼焦煤产量 4.11 亿吨，同比增长 0.48%。

图表 8：我国炼焦煤月度产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 9：样本洗煤厂 110 家开工率（%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

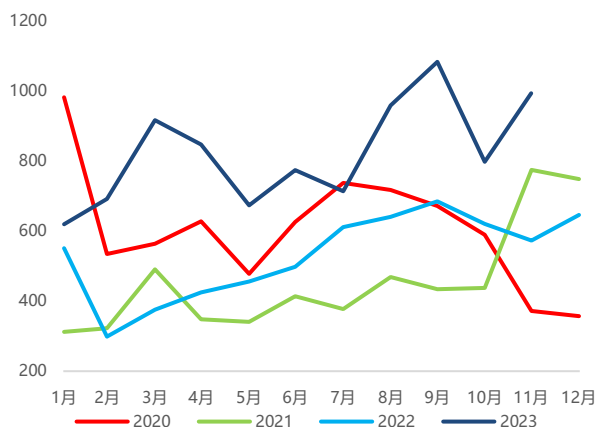
- 另外，从安监角度来看，今年 6 月以来，各地煤矿安全事故频发，煤矿安全检查总体趋严，针对煤矿安全生产检查的常态化也将限制焦煤产量释放。总体来看，2024 年国内焦煤产量预计大概率保持稳定，乐观情况下有微幅增长，但增量有限。

2、进口炼焦煤仍有增量预期

- 今年以来，我国炼焦煤进口环境相对宽松。海关总署数据显示，1-11 月，我国累计进口炼焦煤 9063.22 万吨，同比增长 57.97%。进口总量由多到少分别依次是蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、印尼和澳大利亚，占

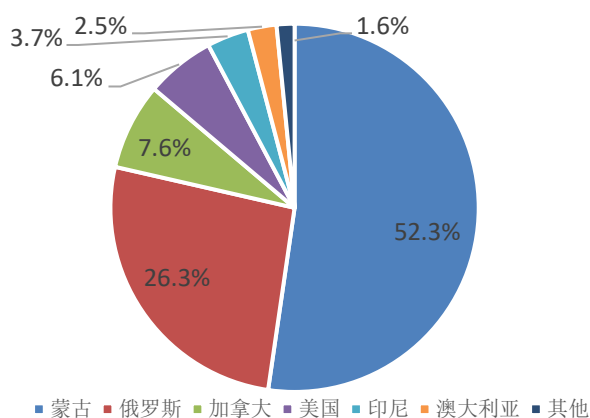
比分别是 52.3%、26.3%、7.6%、6.1%、3.7%、2.5%。我国炼焦煤进口来源已形成“蒙煤+俄煤”为主，其他进口焦煤为辅的格局。“蒙煤+俄煤”占据我国进口炼焦煤接近 80%。

图表 10：我国焦煤月度进口量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 11：分国别 1-11 月份累计进口（万吨）



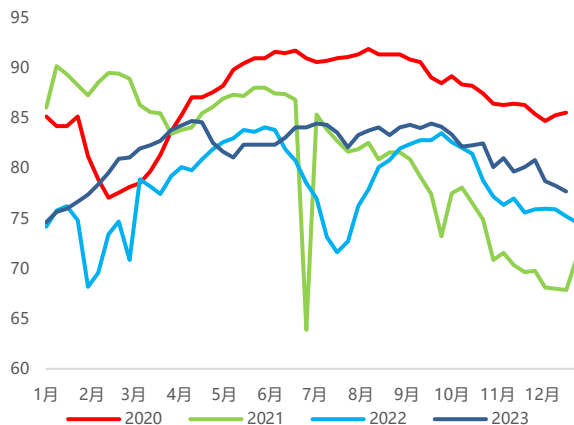
来源：Mysteel，中泰期货整理

- 蒙煤方面，目前蒙古仍是我国第一大焦煤进口国，主要得益于中蒙双方口岸的常态化运行以及蒙古国内煤炭产量的顺利释放。今年，蒙煤口岸通关量持续增长，甘其毛都口岸日均通关量维持在 1000 车左右，距通关峰值 1400-1500 车仍有提升空间。不过，目前蒙煤运输的方式仍以汽运为主，如果嘎顺苏海图-甘其毛都铁路能投入使用，则可进一步提升通关效率。根据 2024 年蒙古国预算，煤炭出口量将达到 6000 万吨，较 2023 年中预测的目标同比增加 1000 万吨，这将持续对我国焦煤供应形成重要补充。
- 俄煤方面，受到地缘政治问题影响，俄罗斯煤炭出口更多地转向亚洲区域。存在的问题在于，一是俄煤总体粘结性不高，一般用于炼焦配煤使用，经济性较高，虽然进口量较大，但对国内稀缺的主焦煤价格影响较小。二是俄煤仍受自身运力影响，若俄罗斯铁路运输能力有进一步增加，2024 年俄煤进口仍有增量期待。
- 澳煤方面，今年澳煤进口未能如预增长，主要是由于澳煤流向发生较大变化，基本以出口至印度、日本等国为主。同时，近年澳洲国内煤炭生产放缓，焦煤出口有逐年下滑趋势。此外，考虑到近期澳煤的进口价格相较于国内同品质的低硫主焦煤而言并不具备价格优势。因此，短期澳煤对国内焦煤供应的影响较小，后期需要重点关注中澳焦煤价差变化。
- 另外，印度对于炼焦煤的需求增量或是国际焦煤价格变化的主导因素，进而影响我国焦煤进口。目前，除我国以外，全球焦煤需求量较大的地区包括印度、欧洲（主要为欧盟）、日本和韩国等，其中印度将贡献焦煤需求主要增量。据 WorldSteel 预测，在 2023 年和 2024 年，印度钢铁消费将分别实现同比增长 7.3% 和 6.2%，将带动生铁产量同比实现较高增长，进而推动全球焦煤需求增加。
- 总体来看，2024 年我国焦煤进口环境依旧会维持相对宽松，但实际进口量会受到国内需求的调节。

3、铁水产量维持高位，煤焦需求韧性较强

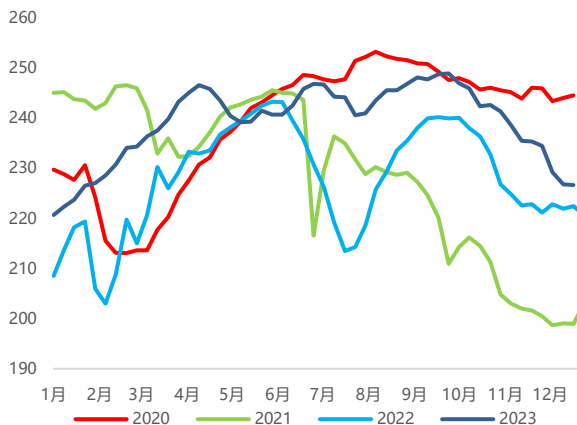
- 从黑色产业链来看，焦煤以及焦炭需求量主要取决于铁水产量，而铁水产量则取决于钢材终端需求和粗钢限产政策。从需求节奏来看，基本遵循钢材终端需求的季节性规律，焦企、钢企复产或冬储补库将阶段性支撑煤焦需求。

图表 12：钢厂高炉开工率 (%)



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 13：铁水日均产量 (万吨)



来源：Mysteel，中泰期货整理

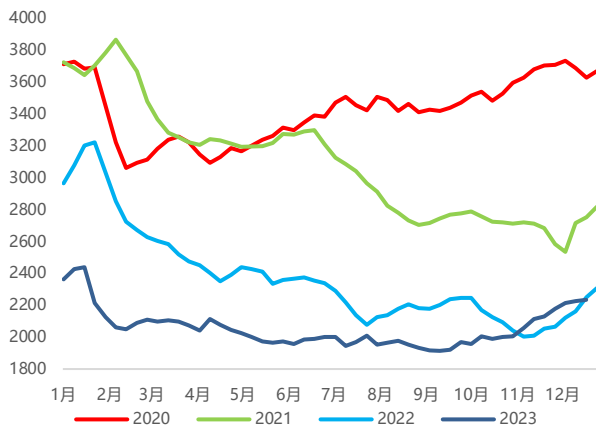
- 从铁水产量来看，截至 12 月 22 日，247 家钢厂高炉开工率 77.71%，同比去年增加 1.78%，日均铁水产量 226.64 万吨，同比增加 4.69 万吨。在基建保持稳定及出口大增的带动下，钢厂全年铁水产量都维持在高位。
- 从钢材终端需求来看，目前国内经济仍处于底部复苏的阶段，政府不断释放稳定经济增长信号。房地产行业由于经济结构转型所产生的风险仍未完全释放，中小房企拿地积极性较低，而随着经济回暖后，2024 年地产新开工降幅或将继续逐步收窄。基建作为逆周期调节工具，是对冲地产用钢需求下滑的重要部分，今年仍保持了较高增速。同时，6 月至今，人民币贬值刺激国内钢材出口维持高位，“一带一路”沿线国家刚性需求仍存。因此，在房地产萎靡的背景下，全年钢材需求却并未有明显下跌，反而表现出了较强的韧性。虽然螺纹钢需求不断下移，但是中厚板以及热、冷轧卷板的消费量却并未如此悲观。
- 从粗钢限产政策来看，今年自上而下的行政性限产减少，特别是对钢铁行业依赖较高的省份以保税收为主，对生产型企业产量约束减少。预计 2024 年粗钢限产政策力度仍会降低，行政性压产即使实施，也会更加注重对节奏控制，避免大起大落。

4、焦煤库存低位徘徊

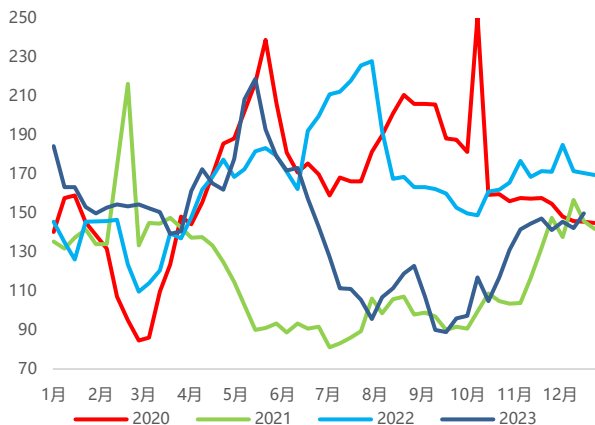
- 库存方面，2023 年焦煤经历了“大幅去库、缓慢累库”的过程，与过去三年相比，库存维持低位运行，全产业链上下游保持按需采购为主。
- 从具体走势来看，上游煤矿在一、二季度累库明显，之后受到安检及刚需因素影响，一直处于去库状态。而下游独立焦企、钢厂焦企在 10 月之前，库存都一直在往年低位附近，随着 10 月后下游冬储补库逐步进行，库存呈现回升的态势。但是受限于行业整体盈利不佳，企业进行库存储备的资金受限。

图表 14：焦煤总库存 (万吨)

图表 15：110 家洗煤厂精煤库存 (万吨)



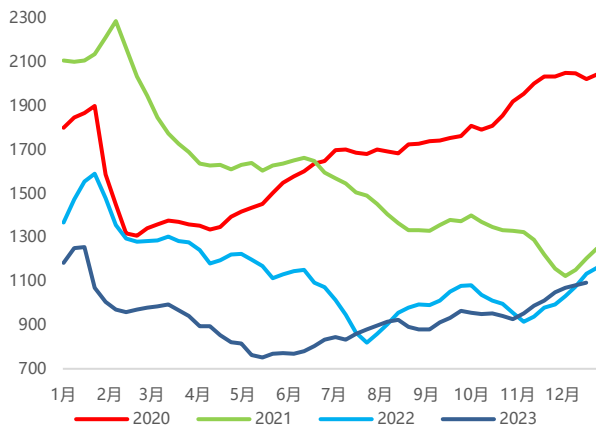
来源：Mysteel，中泰期货整理



来源：Mysteel，中泰期货整理

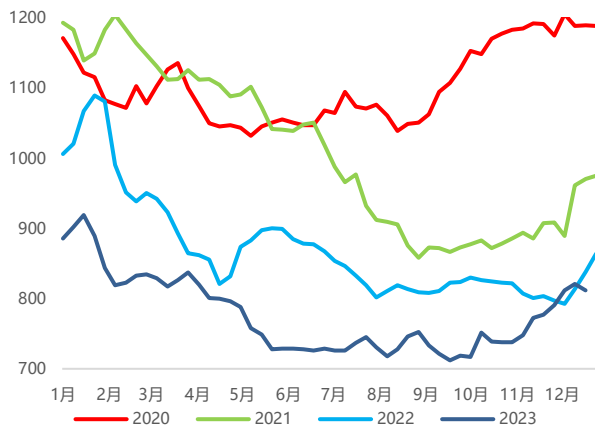
- 预计 2024 年下游仍将保持低库存的备货策略。在上游库存不足的情况下，煤矿相较于下游的议价权较强。一旦出现焦钢企业阶段性补库或洗煤厂及期现商投机需求，焦煤价格上涨幅度将会放大，价格支撑较强。

图表 16：独立焦企焦煤库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 17：247 家钢厂焦煤库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

5、焦煤行情展望

- 国内供给方面，受制于资源禀赋，我国焦煤产量释放空间十分有限，同时，针对煤矿安全生产检查的常态化也将限制焦煤产量释放，国内焦煤产量预计大概率保持稳定，或有微幅增长。进口方面，蒙古、俄罗斯作为我国目前主要的炼焦煤进口国地位很难撼动，澳煤进口增量难有突破，随着中蒙主要通关口岸基础建设不断完善，预计 2024 年炼焦煤进口量将维持高位。需求方面，在国内经济稳增长背景下，粗钢产量或维持稳中小幅增长，进而支撑焦煤需求。总体来看，焦煤供给缺乏弹性，需求稳中有增，产业链库存维持低位，预计焦煤价格重心或有上移。
- 风险因素：进口增速过快、粗钢压减政策严格（下行风险）；宏观政策刺激超预期、煤矿安检限产（上行风险）。

四、焦炭：产能充足库存低位，利润水平维持低位

1、产能过剩格局难改，产量受利润和需求带动

- 从产能的角度来看，当前国内焦化行业产能充足，产能置换对焦企正常生产的影响不大，“能耗双控”已经成为伴随焦化行业高质量发展的长期目标和常态化要求，对焦化生产的集中性限制弱化。目前来看，焦化行业仍然维持产能过剩格局，产能已经不再是制约焦炭生产的核心要素。

图表 18：2023 年焦化产能变化（万吨）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰	55	60	388	260	380	191	100		616	2158		370	4578
新增	342.75	373.75	245	322	267	140	239	366	427	401	471	441	4036
净增	288	314	-143	62	-113	-51	139	366	-189	-1757	471	71	-543

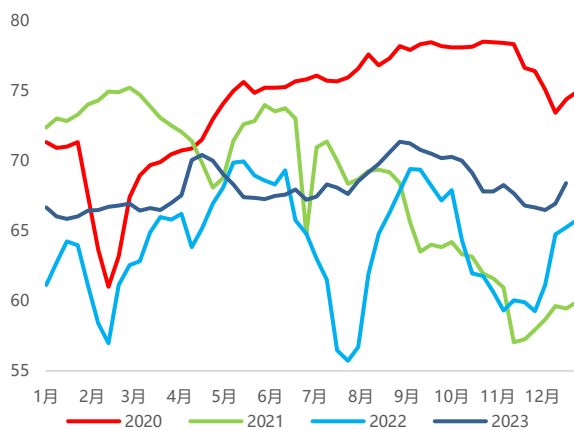
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 根据钢联统计，预计 2023 年总计淘汰焦化产能 4578 万吨，新增 4036 万吨，净淘汰 543 万吨，12 月底焦化产能预计能够达到 5.7 亿吨。
- 其中，碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 8114 万吨，5.5 米及以上产能约 48700 万吨。2023 年 10 月底统计干熄焦产能约 4 亿吨，占比达 70%，湿熄焦产能 1.65 亿吨，占比 30%。主产地山西、河北、山东几乎干熄焦设备全部投产完毕。

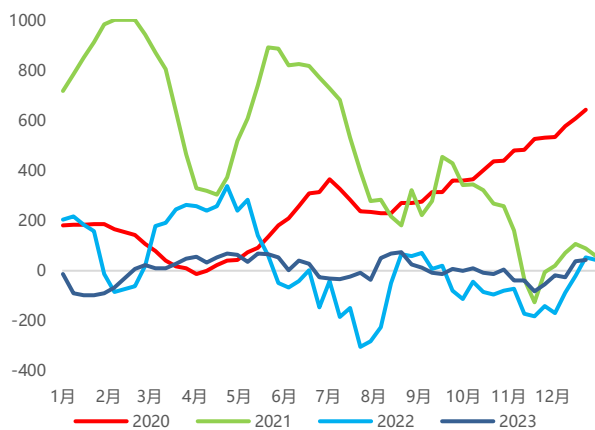
图表 19：2023 年国内焦炭市场产能结构（万吨）

产能/万吨	山西	河北	山东	内蒙古	河南	其他	全国
4.3 米及以下焦炉	484	43	0	1610	60	5917	8114
5.5 米及以上焦炉	10545	7718	4405	3905	2294	19833	48700
产能合计	11029	7761	4405	5515	2354	25750	56814

数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 20：独立焦企焦炭日均产量（万吨）


来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 21：独立焦企吨焦平均盈利（元/吨）


来源：Mysteel，中泰期货整理

- 产量方面，2023 年焦炭总产量仍处于往年同比高位，并且波动幅度较小，独立焦企产能利用率平均在 75% 左右，在历史正常区间内波动。由于今年下游钢厂的实际需求一直处于高位，使得在价格下跌过程中焦炭的需求也能保持在稳定的水平。统计局数据显示，2023 年 1-11 月，我国焦炭累计产量为 4.5 亿吨，同比增长 3.3%。
- 同时，焦炭的生产也主要取决于行业自身利润。焦企产能较为充裕，即使短期的外部干扰使生产受到影响，但在利润及需求的影响下，总体产量也能很快地恢复。
- 在产能充裕、政策性限产减弱情况下，焦炭供应弹性相对较大，预计

2024 年焦炭供给仍以宽松为主，主要受到下游需求及焦化利润的引导。

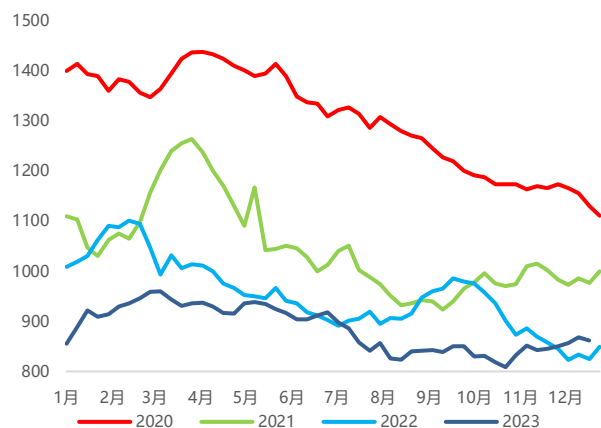
2、焦炭需求仍有韧性

- 如上文所述，焦炭需求主要取决于铁水产量，而铁水产量则取决于钢材终端需求和粗钢限产政策。一方面，在房地产萎靡的背景下，2023 年钢材需求并未有明显下跌，反而表现出了较强的韧性；另一方面，粗钢限产政策力度降低，行政性限产减少。预计 2024 年政策端对钢厂生产强制性减产的概率仍会降低，钢厂主要依靠行业利润变化来进行市场化调节。同时，在明年宏观预期好转、钢材需求预期回暖的背景下，焦炭需求也将保持高位运行。不过，今年大部分钢厂盈利状况不佳，需要注意明年钢厂利润难以持续时，成材矛盾累积后对上游的负反馈，从而造成焦炭需求大幅下滑。
- 另外，由于出口利润偏低，我国焦炭出口较少。2023 年 1-11 月，我国累计出口焦炭 807 万吨，同比下降 4.27%。今年以来，海外日均生铁产量平稳波动，东南亚地区有大批新增焦化产能陆续投产，挤占我国焦炭出口市场，焦炭出口利润维持较低水平，焦炭出口难有明显增量。相较于国内焦炭需求，出口需求在总需求中占比较小，在国内焦化产能相对充裕的背景之下，出口对国内焦炭市场的影响相对有限。

3、低库存策略继续维持

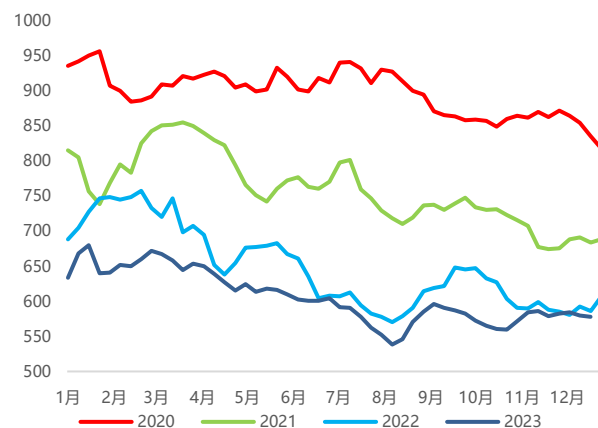
- 2023 年前三季度，焦炭行业总库存持续下降，到四季度，由于钢材价格持续反弹及钢材阶段性补库需求使得焦炭库存有所回升。而下游企业受制于资金情况，难以大幅度补充厂内库存。

图表 22：焦炭总库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 23：钢厂焦炭库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

- 根据钢联数据，截至 12 月 22 日，焦炭总库存为 861.81 万吨，同比增加 37.38 万吨。从库存结构来看，独立焦企焦炭库存 93.45 万吨，同比增加 10.33 万吨；247 家钢厂库存 578.06 万吨，同比减少 7.95 万吨；港口焦炭库存 190.3 万吨，同比增加 35 万吨。
- 在钢厂利润不佳、资金紧张的情况下，预计明年行业仍将以低库存运行作为常态，以刚需采购为主，阶段性的开展补库行为。

4、焦炭行情展望

- 供给方面，2024 年焦化产能总体保持充足，焦化行业将继续保持低利润运行，焦炭实际产量将由焦企利润情况以及阶段性的限产政策决定。而需求端仍有韧性，在国内经济稳增长背景下，明年钢厂主动减产驱动不足，钢材产量维持稳中小幅增长。预计焦炭行情节奏整体跟随钢材需求的季节性淡旺季规律，同时，上游焦煤的议价能力较强，作为中游环节，焦炭价格将跟随焦煤变化。
- 风险因素：原料成本坍塌、粗钢压产政策严格（下行风险）；煤矿安检限产、宏观政策刺激超预期（上行风险）。

产能结构优化，开启铁合金高质量发展新篇章

——2023 年铁合金市场回顾及 2024 年行情展望

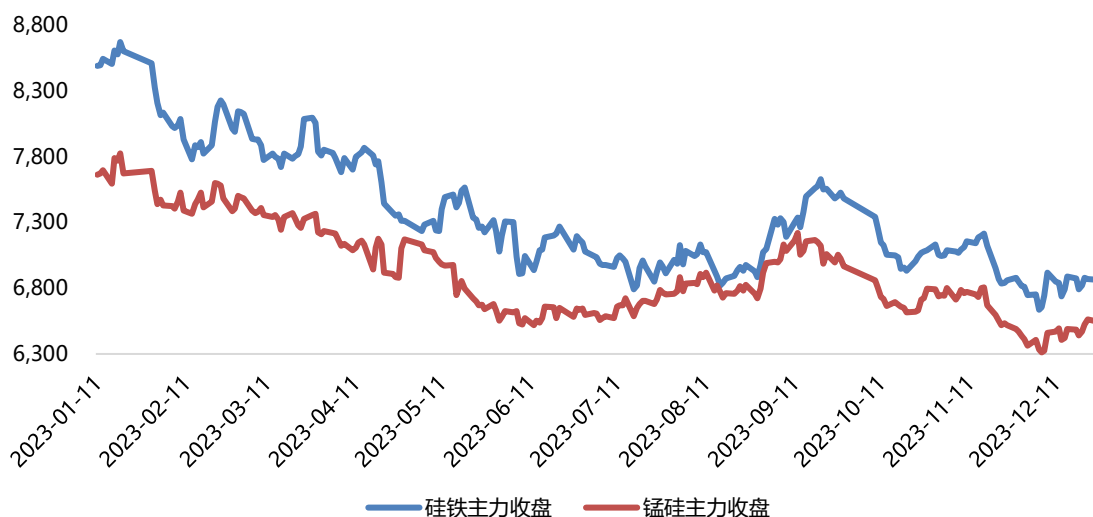
一、2023 年铁合金行情回顾

- 我们在 2023 年铁合金年报中做出展望：双硅 2023 年全年供应或维持中等偏高水平，并且预计用钢需求的真实改善或在下半年落地，因此我们预期 2023 年双硅供需将呈现上半年供需偏松、下半年供需偏紧的格局，并且预期全年双硅成本线走弱，合理利润提升。
- 复盘 2023 年全年双硅走势，除供应维持高位、成本中枢下行符合预期外，需求和利润走势均超预期。钢厂持续降低双硅库存天数，叠加钢种结构转换明显，导致双硅供需全年中性偏过剩，且硅铁为供需双弱的过剩格局，锰硅为供需双强的过剩格局。利润方面，受硅铁非钢需求偏弱、锰硅需求端有两轮收储扰动影响，硅铁全年利润大幅压缩，锰硅利润除四季度外维持偏高位水平。

1、供需复盘：过剩格局主导长期下行走势

- 双硅供需全年偏过剩格局为盘面长周期下行的主要驱动。据估算，结合考虑钢厂双硅库存天数变动以及年底的钢厂补库，全年硅铁累计过剩约 45 万吨，锰硅累计过剩约 100 万吨。分品种来看，硅铁为供需双弱的过剩格局，硅锰则为供需双强的过剩格局。分月度来看，双硅从 3 月开始到 7 月均为供需偏紧格局，四季度供需趋松重回累库状态。

图表 1：2023 年硅铁、锰硅主力合约走势（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

2、成本复盘：煤基弱势拉低双硅成本中枢，盘面支撑持续下移

- 2023 年上半年煤炭板块大幅下行，以文华财经煤炭板块为例，2023 年上半年从 2 月末的高点 301.18 下跌至 5 月末的 181.98，跌幅 39.61%。随着煤炭整体下行，兰炭（硅铁原料）和化工焦（硅锰原料）同步大幅

走弱，下半年化工焦小幅反弹，兰炭维持弱势。

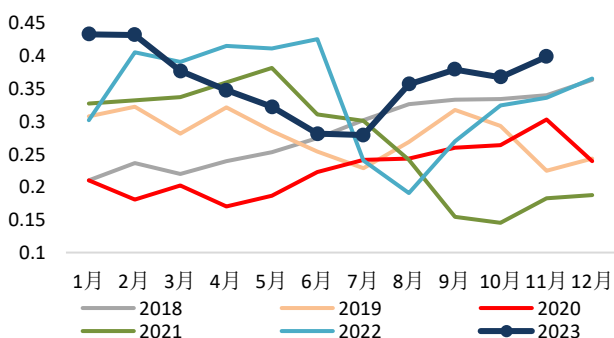
- **2023 年煤基产品偏弱，拉低双硅成本支撑，双硅盘面在跌穿合理利润后，持续紧贴成本支撑承压磨底。**以宁夏地区为例，2023 年宁夏地区硅铁出厂成本下跌超 400 元/吨，跌幅约 5.65%；宁夏地区硅锰出厂成本 500 元/吨，跌幅约 7.21%。

二、硅铁基本面

1、受非钢需求拖累，硅铁全年呈现供需双弱的过剩格局

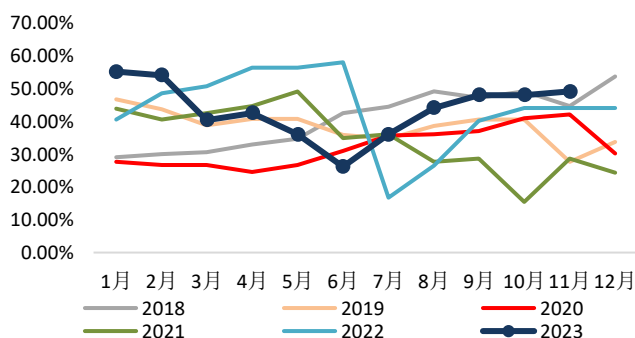
- **2023 年硅铁累计供应较 2022 年约减 6.72%。**据铁合金在线数据显示，硅铁 2023 年 1-11 月累计供应为 505.72 万吨，全年预计约 551.72 万吨，较 2022 年约减少 39.82 万吨，减幅 6.72%。其中陕西和青海地区贡献了大多数的减幅，2023 年 1-11 月陕西地区同比去年供应减 25.37 万吨，减幅 24.29%，青海地区供应同比去年减 14.55 万吨，减幅 13.59%。
- **2023 年硅铁供应月度呈前低后高走势。**受二季度主产区利润大幅下滑影响，宁夏产区开工持续下滑，从月度产量上看，宁夏地区贡献了上半年 48% 的环比减量（宁夏地区 6 月较 1 月减 4.96 万吨，全国硅铁 6 月较 1 月减 10.16 万吨）。下半年宁夏开工提升，硅铁产量迅速恢复历史高位。这里值得注意的是，在 2021 年能耗“双控”政策落地后，宁夏地区硅铁落后产能陆续出清，小炉型置换大炉型后，单位开工率下供应弹性提升 1.5-2 倍左右（图中显示，宁夏地区 2023 年 7 月硅铁厂开工率同 2021 年同期基本相仿，但日产提升 1.5-2 倍），供应弹性的增加将导致宁夏地区长期供应向上存在弹性、向下存在粘性。

图表 2：宁夏地区硅铁月度日产（万吨）



来源：铁合金在线，中泰期货整理

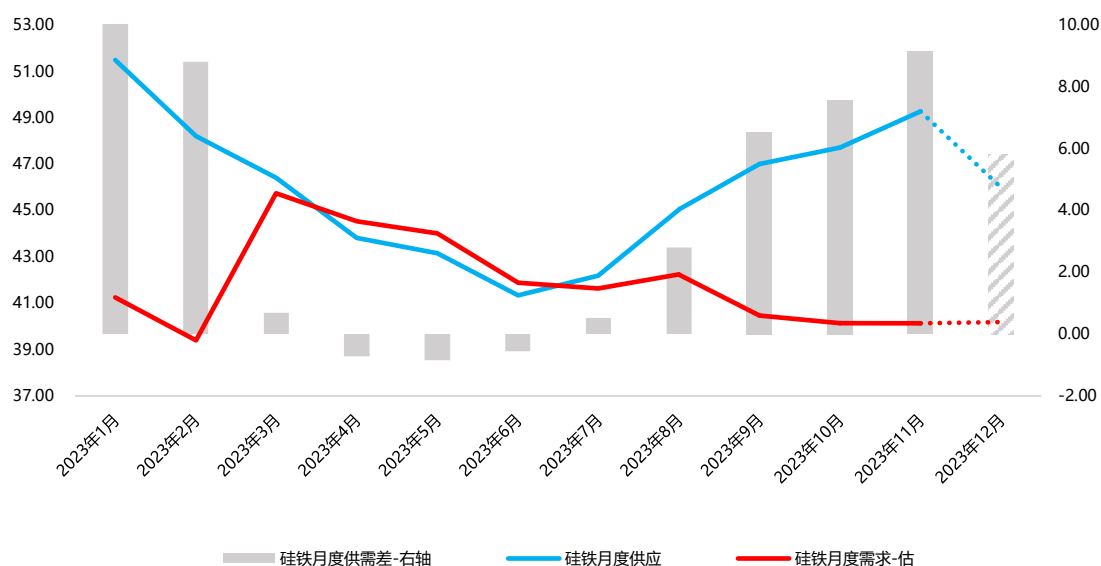
图表 3：宁夏地区硅铁开工率（万吨）



来源：铁合金在线，中泰期货整理

- **2023 年硅铁需求累计较 2022 年约减 8.42%，全年过剩总量超 40 万吨，其中非钢需求缩量严重。**经估算，2023 年全年累计非钢需求约 210 万吨，较 2022 年减少 44.235 万吨，减幅 17.39%，硅铁的钢厂需求 2023 年较 2022 年小幅减少 1.9 万吨，减幅 0.65%。整体看 2023 年硅铁供应端缩量不及需求端缩量，属供需双弱的过剩格局。

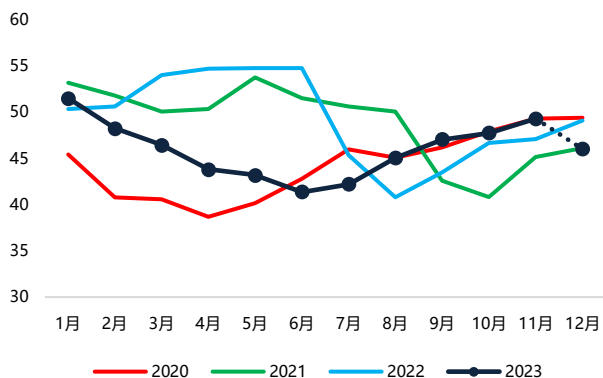
图表 4：2023 年硅铁月度供需平衡估算（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

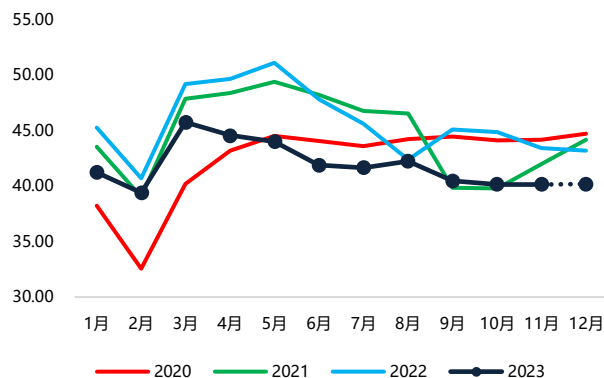
- 非钢需求的缩量主要由金属镁和出口两部分决定。硅铁下游需求中，钢厂端需求占比六成左右，金属镁需求占比 13-15%，出口占比 6-7%。
- 2023 年金属镁产量全年预计缩量 23%左右。陕西地区为我国金属镁的核心产区，产量占比超 60%，陕西地区金属镁同兰炭和 75 硅铁共同组成循环产业链，而受 3 月末榆林市淘汰单炉产能小于 7.5 万吨兰炭装置的影响，配套金属镁不得不同步关停，从 5 月开始，全国金属镁产量连续 5 个月环比走弱，全年预计金属镁产量累计缩量约 23%。
- 2023 年硅铁出口全年预计缩量 40%左右。2022 年上半年受俄乌冲突的影响，出口出现爆发，个别月份同比 2021 年有近 200%的增长，而从 2022 年下半年开始，硅铁出口陆续回归至常量，2023 年全年出口基本回归至 2021 年的正常水平，因此全年累计同比 2022 年仍预计有 40%左右的缩量。

图表 5：硅铁月度供应（万吨）



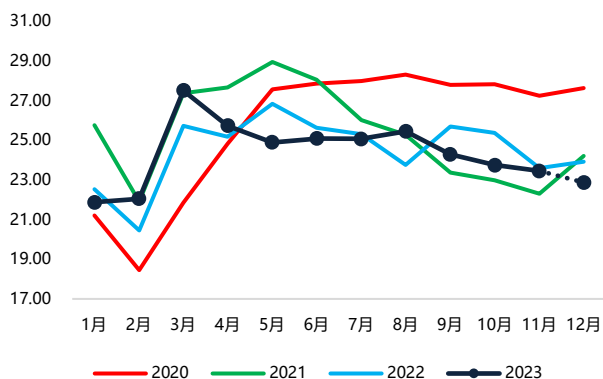
来源：铁合金在线，中泰期货整理

图表 6：硅铁月度需求-估（万吨）



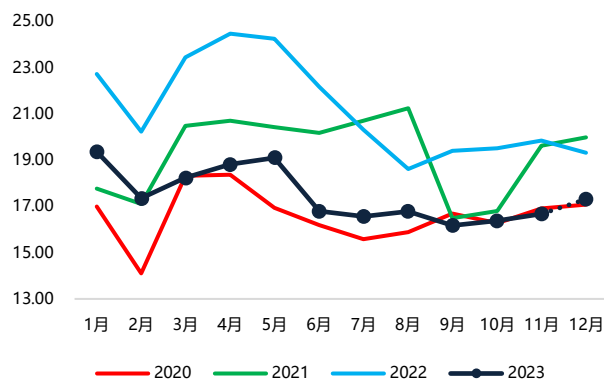
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 7：硅铁月度钢厂端需求-估（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

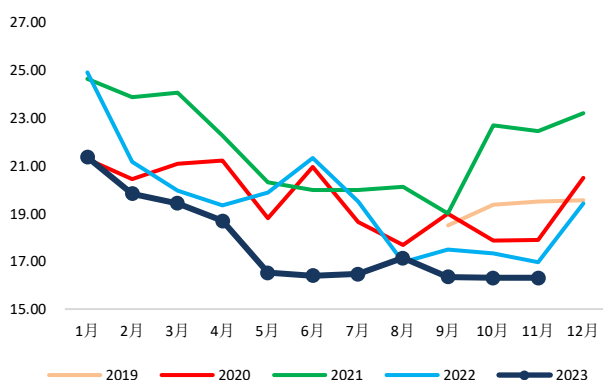
图表 8：硅铁月度非钢需求-估（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

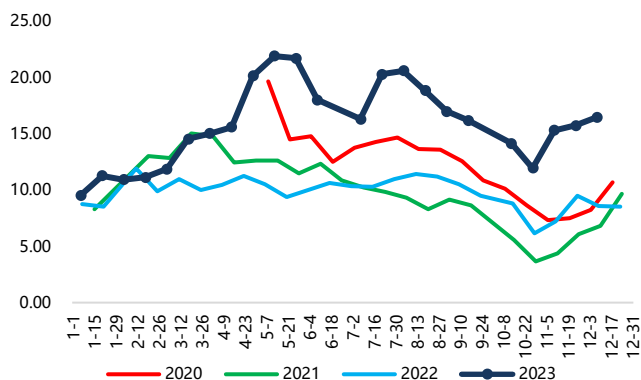
- **2023 年硅铁市场库存结构分化，库存集中在中上游，钢厂库存持续下降。**黑链整体利润持续压缩，钢厂在今年采取做低原料库存策略，据钢联数据显示，全国硅铁钢厂库存可用天数从年初的 21.35 天降到年末的 16.31 天，降幅 23.6%。社会库存方面，将钢联统计口径的企业库存和交易所统计口径的仓单及仓单预报进行整合，得到硅铁社会上、中游库存数据。从钢厂库存和上、中游库存对比图中可看到，硅铁 2023 年库存结构出现变化，钢厂库存大幅走低的同时，中上游库存大幅累积。

图表 9：全国钢厂硅铁平均库存天数（天）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 10：硅铁全口径库存：企业+交割库（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

2、成本中枢震荡下行，宁夏地区利润持续下滑

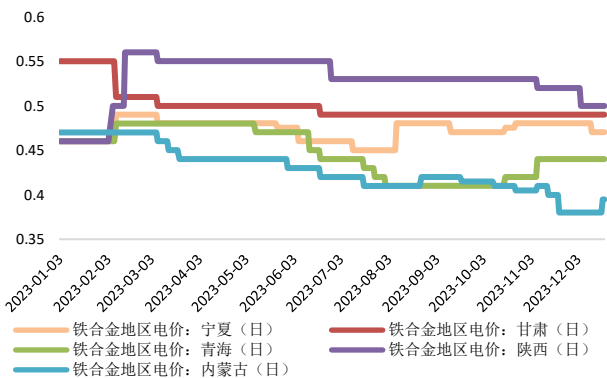
- 硅铁成本构成中，电力占比约 45%，兰炭占比约 23%。硅石占比约 5%，其他（人工+税费等）占比约 27%。
- **2023 年硅铁电力成本震荡下行，且大周期预计弱势运行。**除一季度陕西地区电价小幅上行外，其余硅铁主产区全年电价均震荡下行，主要是受电煤宽松及国家政策落地影响。

图表 11：2023 年硅铁成本利润表（元/吨）

硅铁原料		2023/12/25	2023/6/1	环比涨跌	较年中环比	2023/1/3	环比涨跌	较年初环比	上半年涨跌	上半年涨幅
兰炭：元/吨	神木兰炭：大料	1210	1320	-110	-8.33%	1800	-590	-32.78%	-480	-26.67%
	神木兰炭：中料	1210	1320	-110	-8.33%	1800	-590	-32.78%	-480	-26.67%
	神木兰炭：小料	1080	1120	-40	-3.57%	1530	-450	-29.41%	-410	-26.80%
硅石：元/吨	硅石：西北	245	240	5	2.08%	250	-5	-2.00%	-10	-4.00%
电价：元/度	内蒙古	0.395	0.43	-0.035	-8.14%	0.47	-0.075	-15.96%	-0.04	-8.51%
	宁夏	0.47	0.475	-0.005	-1.05%	0.46	0.01	2.17%	0.015	3.26%
	青海	0.44	0.47	-0.03	-6.38%	0.46	-0.02	-4.35%	0.01	2.17%
硅铁出厂成本	内蒙古	6054.25	6471.50	-417.25	-6.45%	7283.50	-1229.25	-16.88%	-812.00	-11.15%
	宁夏	6701.25	6774.50	-73.25	-1.08%	7102.50	-401.25	-5.65%	-328.00	-4.62%
	青海	6381.25	6654.50	-273.25	-4.11%	7022.50	-641.25	-9.13%	-368.00	-5.24%
硅铁现货利润	宁夏地区	28.75	325.50	-296.75	-91.17%	1047.50	-1018.75	-97.26%	-722.00	-68.93%
硅铁现货报价	宁夏地区	6730	7100	-370	-5.21%	8150	-1420	-17.42%	-1050	-12.88%
硅铁主力合约	收盘价	6866.00	7200.00	-334.00	-4.64%	8400.00	-1534	-18.26%	-1200.00	-14.29%

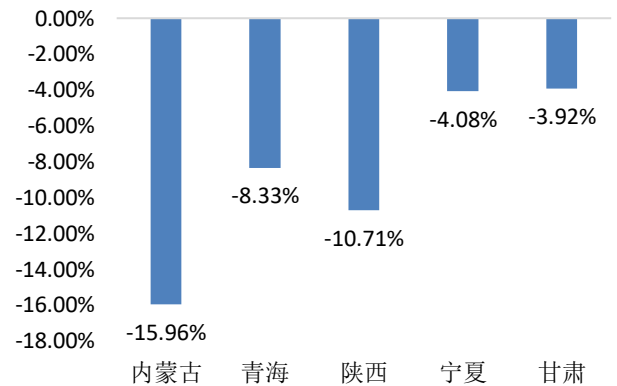
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 12：硅铁主产区电价（元/度）



来源：Mysteel，中泰期货整理

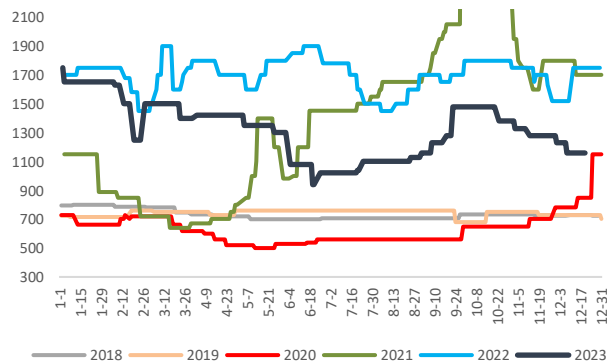
图表 13：2023 年一季度以来硅铁主产区电价涨幅（%）



来源：Mysteel，中泰期货整理

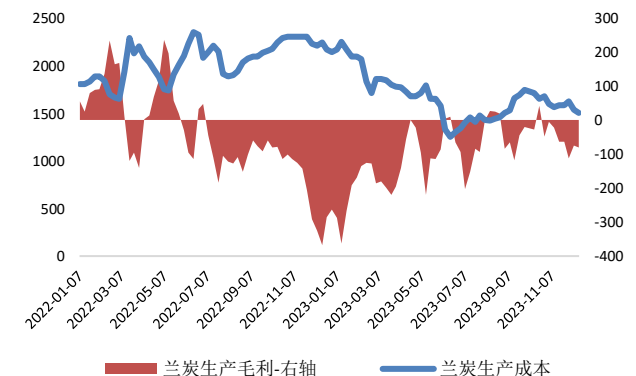
■ 兰炭方面，煤炭走弱拉低兰炭成本，虽 3 月末受榆林市淘汰落后兰炭装置影响价格短暂止跌，但未改整体下行趋势。根据钢联估算，上半年兰炭成本跌幅高达 40%，出厂利润下跌 77%。成本持续下行的同时，主产区兰炭库存持续处于高位，需求无明显增量，价格下行趋势明显。3 月中旬，陕西府谷地区再起淘汰兰炭产能风波，据了解，5 月初，拆除工作陆续开展，兰炭在成本持续下行中短暂止跌，然而情绪过后，煤炭价格从 5 月下旬开始补跌，兰炭随后跟跌。9 月份，兰炭报价跟随块煤价格上行，但需求抑制高价的同时导致市场累库，十一后兰炭报价再度承压下行。

图表 14：陕西省兰炭小料低位报价（元/度）



来源：Mysteel，中泰期货整理

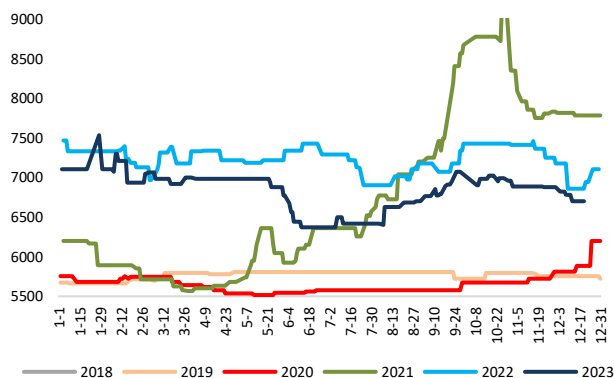
图表 15：兰炭生产成本及毛利（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

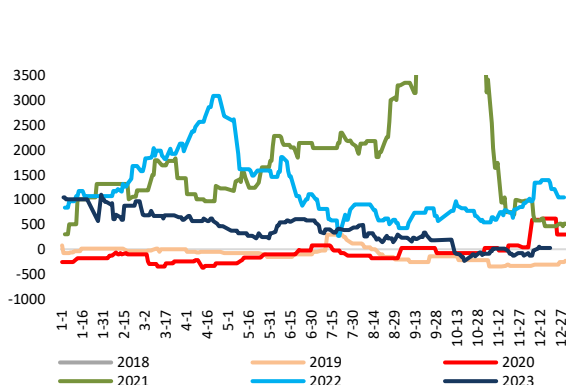
- 经估算，以宁夏地区为例，不考虑自备电厂的情况下，硅铁出厂成本全年下跌约 5.65%，出厂利润下跌 97.26%。2023 年 12 月末宁夏地区硅铁出厂成本 6600-6700 元/吨，较年初下跌 400-450 元/吨，跌幅在 5-6%之间。2023 年 12 月末，宁夏地区硅铁出厂利润在 30 元/吨左右，较年初下跌 1047.5 元/吨，跌幅 97.26 %。
- 虽宁夏地区利润持续被压缩，但内蒙古和青海两地全年利润维持高位，内蒙古后期以新能源产业发展为重点，高耗能产品的冶炼成本长周期下行。

图表 16：宁夏硅铁出厂成本（元/度）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 17：宁夏硅铁出厂利润（元/吨）



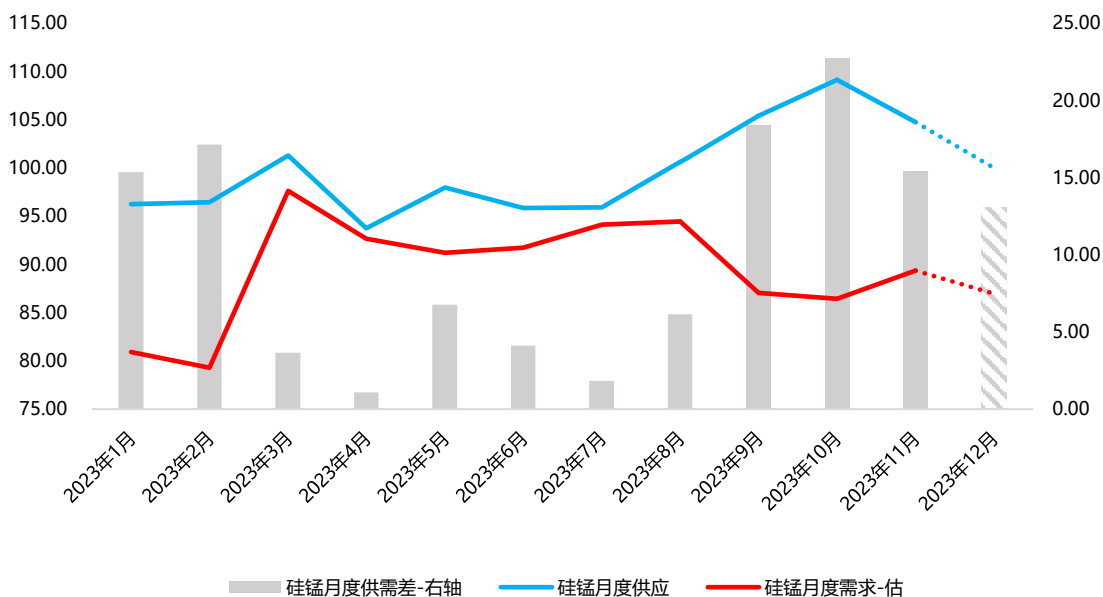
来源：Mysteel，中泰期货整理

三、硅锰基本面

1、高利润催生高供应，硅锰全年呈供需双强的过剩格局

- 硅锰全年为供需双强的过剩格局。据铁合金在线数据显示，硅锰 2023 年 1-11 月累计供应为 1097.345 万吨，全年预计约 1195.35 万吨，较 2022 年约增 158.69 万吨，增幅 15.31%；硅锰需求端集中在钢厂端，据估算，2023 年硅锰钢厂需求累计约 1071.77 万吨，较 2023 年小幅增加 2.2897 万吨，增幅 0.21%。整体看 2023 年硅锰供应端增量远大于需求端增量，属供需双强的过剩格局。

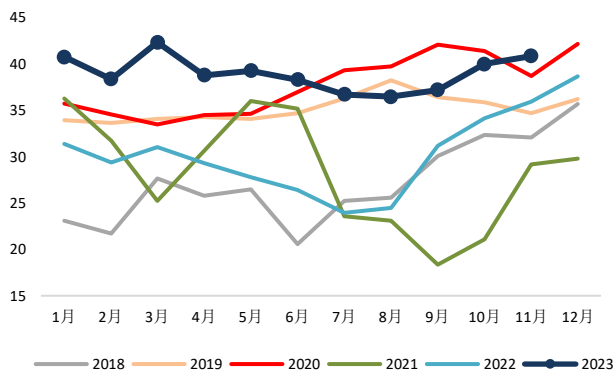
图表 18：2023 年硅锰月度供需平衡估算（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

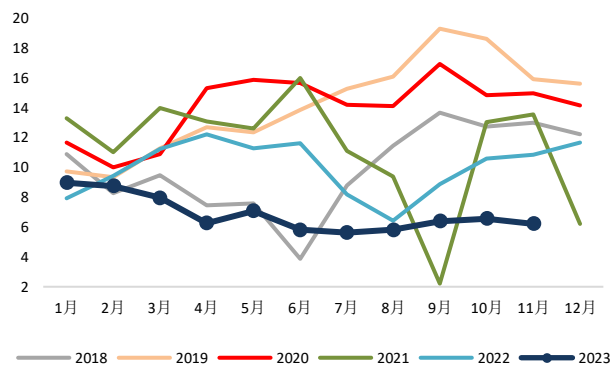
- **2023 年硅锰供应南北分化严重，整体呈现北高南低格局。**北方产区成本偏低（电力成本低），生产利润常年维持高位，今年硅锰累计供应大幅增加：内蒙古地区 2023 年 1-11 月累计硅锰供应较 2022 年增 104.3 万吨，增幅 32%；宁夏地区 1-11 月累计硅锰供应较 2022 年增 62.09 万吨，增幅 29.22%。南方产区成本偏高（电力成本高），除云南地区在泮水期产量大幅增加外，2023 年广西地区硅锰累计供应较 2022 年缩量严重，且主产品从 6517 转为 6014：广西减 33.08 万吨，减幅 30.49%。

图表 19：内蒙古地区硅锰产量（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 20：广西地区硅锰产量（万吨）

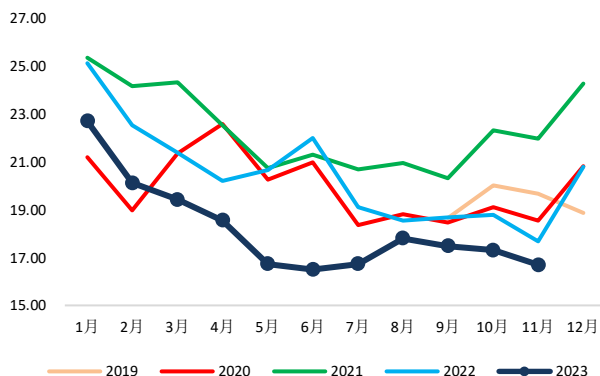


来源：Mysteel，中泰期货整理

- **2023 年硅锰需求较 2022 年约小幅增加 2.3 万吨，增幅 0.21%。**硅锰下游需求集中在钢厂端，占比超 97%，其余为出口需求。虽 2023 年钢材品种结构调整较大，五大材占钢材总产量的比重也同比下跌 7% 左右，但整体钢厂的用钢需求几乎环比持平。并且 2023 年有两轮预期外的收储行动：第一次为 4 月底，收储量在 10-11 万吨，交货期到 8 月底；第二轮为 9 月上旬，收储量为 9.6 万吨，交货期到 2024 年 2 月。两轮收储为 2023 年度硅锰表外需求，在一定程度上缓解了硅锰市场的过剩格局，并且令硅锰市场在 2023 年二季度出现阶段性供需偏紧。

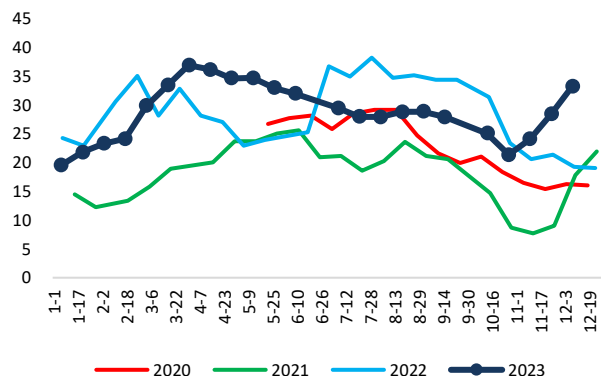
- 同硅铁类似，2023 年硅锰市场库存结构同样存在分化，库存集中在中上游，钢厂库存持续下降。据钢联数据显示，全国钢厂硅锰库存可用天数从年初的 22.7 天降到年末的 16.69 天，降幅 26.48%。社会库存方面，将钢联统计口径的企业库存和交易所统计口径的仓单及仓单预报进行整合，得到硅锰社会上、中游库存数据。从钢厂库存和上、中游库存对比图中可看到，硅锰 2023 年库存结构出现变化，钢厂库存大幅走低的同时，中上游库存小幅累积。

图表 21：全国钢厂硅锰平均库存天数（天）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 22：硅锰全口径库存：企业+交割库（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

2、全年成本跟随锰矿下移，前三季度现货利润尚可

- 硅锰成本构成中，锰矿占比约 47%，电力占比约 26%，化工焦占比约 21%，其他（人工、税费等）占比约 6%。

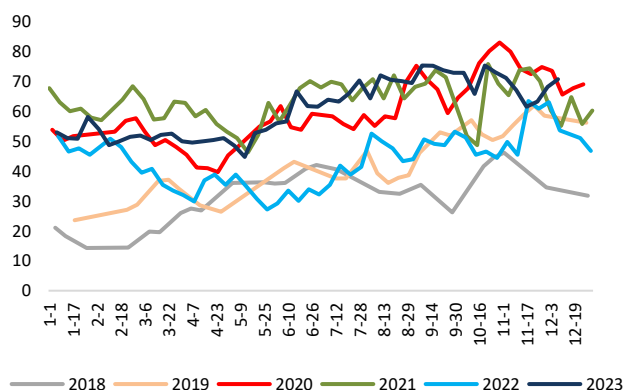
图表 23：2023 年硅铁成本利润表（元/吨）

硅锰原料		2023/12/25	2023/6/1	环比涨跌	较年中环比	2023/1/3	环比涨跌	较年初环比	上半年涨跌	上半年涨幅
锰矿：元/吨度	天津港南非半碳酸	30.3	31.5	-1.2	-3.81%	35.2	-4.9	-13.92%	-3.7	-10.51%
	天津港澳块	36	40	-4	-10.00%	45.8	-9.8	-21.40%	-5.8	-12.66%
	天津港加蓬块	34.6	38.5	-3.9	-10.13%	42.5	-7.9	-18.59%	-4	-9.41%
	钦州港南非半碳酸	30.3	30.2	0.1	0.33%	39.5	-9.2	-23.29%	-9.3	-23.54%
	钦州港澳块	36.3	39.5	-3.2	-8.10%	46.5	-10.2	-21.94%	-7	-15.05%
	钦州港加蓬块	35.3	37.2	-1.9	-5.11%	43.5	-8.2	-18.85%	-6.3	-14.48%
化工焦：元/吨	宁夏银川	2020	1710	310	18.13%	2180	-160	-7.34%	-470	-21.56%
	内蒙古鄂尔多斯	1955	1585	370	23.34%	2250	-295	-13.11%	-665	-29.56%
电价：元/度	内蒙古	0.395	0.43	-0.035	-8.14%	0.47	-0.075	-15.96%	-0.04	-8.51%
	宁夏	0.47	0.475	-0.005	-1.05%	0.46	0.01	2.17%	0.015	3.26%
	广西	0.62	0.65	-0.03	-4.62%	0.58	0.04	6.90%	0.07	12.07%
硅锰出厂成本	内蒙古	6058.49	6148.70	-90.21	-1.47%	6940.30	-881.81	-12.71%	-791.60	-11.41%
	宁夏	6457.64	6463.85	-6.21	-0.10%	6933.70	-476.06	-6.87%	-469.85	-6.78%
	广西	7185.69	7219.57	-33.89	-0.47%	7707.05	-521.36	-6.76%	-487.47	-6.33%
硅锰现货利润	宁夏地区	-257.64	186.15	-443.79	-238.40%	366.30	-623.94	-170.33%	-180.15	-49.18%
硅锰现货报价	宁夏地区	6200	6650	-450	-6.77%	7300	-1100	-15.07%	-650	-8.90%
锰硅主力合约	收盘价	6546.00	6580.00	-34.00	-0.52%	7566.00	-1020	-13.48%	-986	-13.03%

来源：Mysteel，中泰期货整理

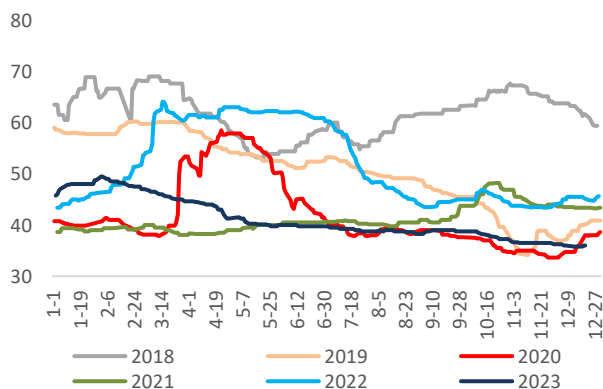
- 2023 年港口锰矿报价单边下行，是导致硅锰成本中枢下移的主要原因。今年高品澳矿和低品南非半碳酸之间的库存结构矛盾不大，绝对库存均在历史同期高位，即便下游硅锰厂开工同样有较大增长，但锰矿市场仍没有明显去库，港口报价全年承压。从价格走势上看，1 月末加蓬境内运输锰矿的主要铁路线路被泥石流冲垮，影响了一个半月左右的锰矿运输，国内港口锰矿受情绪影响有一小波上涨，铁路恢复运输后，锰矿报价便开始了持续下行，且后期无明显上涨。

图表 24：天津港澳澳大利亚锰矿库存（万吨）



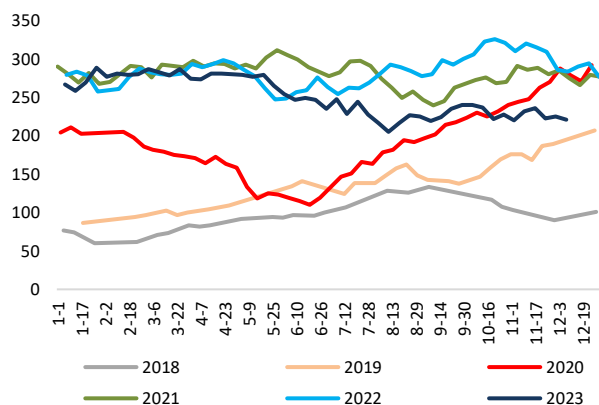
来源：铁合金在线，中泰期货整理

图表 26：天津港澳块现货指数（元/吨度）



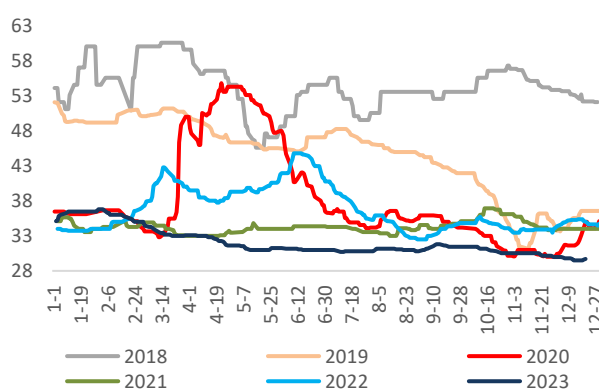
来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 25：天津港南非锰矿库存（万吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 27：天津港南非半碳酸现货指数（元/吨度）

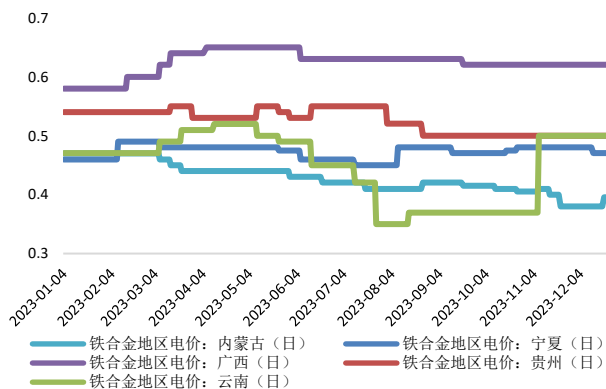


来源：Mysteel，中泰期货整理

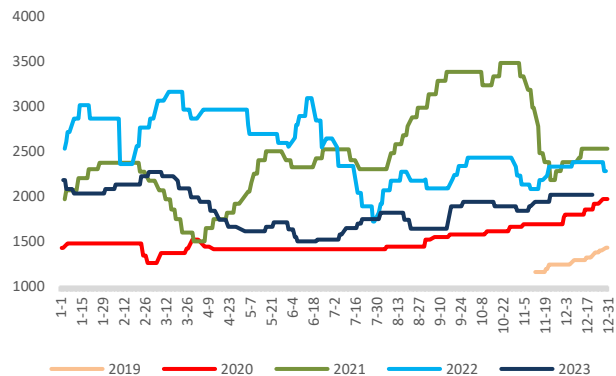
- 电力成本方面呈现南高北低格局。硅锰北方产区同硅铁产区重合，内蒙古和宁夏的电费变动在此不再赘述，广西电价持续偏高，云南电价跟随洋、枯水期规律，南方电费整体偏高也是南方产量同比缩量的根本原因。
- 化工焦跟随冶金焦走势，上半年以调降为主，下半年反以调涨为主，全年小幅走弱。以宁夏地区化工焦报价为例，截至12月26日，全年报价变动为：↓3轮-↑4轮-↓8轮-↑2轮-↓3轮-↑6轮-↓2轮-↑4轮-↓2轮-↑3轮-↓1轮，12月末较年初共下调210元/吨，鄂尔多斯化工焦共下调295元/吨。

图表 28：硅锰主产区电价（元/度）

图表 29：银川化工焦报价（元/吨）



来源：Mysteel，中泰期货整理



来源：Mysteel，中泰期货整理

- 经估算，以宁夏地区为例，硅锰出厂成本走势前高后低，全年在 6200-7200 元/吨之间波动，出厂利润在-200 元/吨到 400 元/吨之间波动。随着硅锰厂对盘面套保的灵活度的提高以及延期点价等新模式的普及，当盘面上行至偏高估值阶段，厂家往往选择超量套保，由此间接削弱了宁夏地区硅锰对盘面的成本支撑。

四、2023 年铁合金市场重点政策及其影响

1、第三周期输配电价改革方案落地

- **第三监管周期输配电价改革政策的提出：**
- 国家发改委于 2015 年启动输配电价改革试点：2015 年初，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》提出，输配电价逐步过渡到按“准许成本+合理收益”原则，分电压等级核定。随后，国家发改委又于 2017 年和 2020 年完成第一监管周期和第二监管周期的输配电价核定，形成和完善了输配电价监管体系，然而输配电价仍未真正实现按成本加收益的方式核定。
- 2023 年 5 月，为贯彻落实党中央、国务院关于深化电力体制改革的决策部署，更好保障电力安全稳定供应，促进电力行业高质量发展，国家发展改革委印发《关于第三监管周期省级电网输配电价及有关事项的通知》（以下简称《通知》），在严格成本监审基础上核定第三监管周期省级电网输配电价，进一步深化输配电价改革。
- **政策解读：**
- 《通知》中对电价起到直接作用的主要有两点，一是将原包含在输配电价中的上网环节线损和抽水蓄能容量电费单列；二是对两部制电价进行了进一步规定，即 100 千伏安至 315 千伏安之间的用户，可选择执行单一制或两部制电价；315 千伏安及以上的，执行两部制电价。
- 对于第一点，有利于更加及时、合理体现用户购电线损变化，清晰反映电力系统调节资源费用，进一步强化电网准许收入监管，使输配电价功能定位更加清晰。第三监管周期输配电价改革后，本轮省级电网输配电价有升有降，华东、西北区域的电量电价下降，华北、华中、东北区域

电网的电量电价上调。具体电价调整的原因，可能性一是根据依据不同的资源禀赋和需求，根据不同地方抽水蓄能电站的建成与否，导致因此本轮定价有所浮动；可能性二，是由于部分地区固定资产折旧已经提完或者贷款已经还完，在一定程度上摊薄了费用，因此电量电价下调。

- 对于第二点，首先要明确一下两部制电价的定义。
- 两部制电价包括电量电价和基本电价两部分，电量电价代表电网企业输配电的变动成本及一部分固定投资成本，按照用户负荷当期用电量为计费标准进行结算，与用户实际的用电量成正比。电量电价在实际执行中包含阶梯电价、峰谷分时电价、季节性电价等多种方式。基本电价代表电网企业输配电的固定投资成本，按照用户负荷及电压等级等为计费标准分摊电网容量成本，与用户用电容量或需求量成正比。
- 本次《通知》中对于两部制电价的规定，既保障了电力成本得到合理分担，也使得电力用户能根据自身情况灵活安排用电和报装容量，减少电能损耗、提高设备利用率。
- **政策影响：**
- **首先，电价或处于长周期下降通道。**自5月第二轮监管周期的输配电价改革政策落地后，西北产区的输配电费出现不同程度的下调，并且受煤炭保供政策影响，电厂煤炭供应并不会紧缺，在夏季用电高峰过去后，西北地区电价仍存在下行可能性，并且在青海等地新旧能源转换及分时电价政策不断完善的进程中，电价或处于长周期的下降通道中。
- **其次，铁合金产能会向稳定的低电价区域陆续集中。**由于冶炼铁合金高耗电的特点，长周期来看，稳定的低电价区域（如内蒙古）的铁合金产能利用率将大幅提高，高电价区域（广西、陕西等地）产能利用率会长期维持偏低水平。

2、《内蒙古自治区促进铁合金产业高质量发展政策措施》

- 9月26日，内蒙古自治区正式发布《内蒙古自治区促进铁合金产业高质量发展政策措施》，政策旨在进一步提高内蒙古自治区铁合金产业集中度、可再生新能源消纳比例、产业循环发展水平、创新能力等，实现铁合金产业向高端化、智能化、绿色化发展。
- **政策提出背景：**
- 2021年内蒙古自治区第十一次党代会报告提出“两率先”“两超过”目标，即“在全国率先建成以新能源为主体的能源供给体系、率先构建以新能源为主体的新型电力系统，到2025年新能源装机规模超过火电装机规模、2030年新能源发电总量超过火电发电总量”。内蒙古自治区发布的促进铁合金产业高质量发展政策，也是在锚定“两率先”“两超过”的基础上，鼓励新增绿电配套的铁合金产能，进一步优化铁合金市场。
- **政策重点关注内容：**
- 第一条：鼓励自治区内铁合金企业整合重组，提高产业集中度、技术装

备水平和资源综合利用水平。对整合重组后生产规模达不到 30 万吨的单体企业或生产规模达不到 50 万吨的企业集团，被整合装备产能按照 1.25:1 实施减量置换；生产规模 30-50 万吨（不含 50 万吨）的单体企业或生产规模 50-80 万吨（不含 80 万吨）的企业集团，被整合装备产能按照 1.1:1 实施减量置换；生产规模 50 万吨（含 50 万吨）以上的单体企业或生产规模 80 万吨（含 80 万吨）以上的企业集团，被整合装备产能按照 1:1 实施等量置换。

- 第二条：鼓励企业消纳清洁能源：支持铁合金企业通过建设市场化并网新能源项目和绿电市场交易等方式，逐步提高铁合金企业可再生能源消纳比例。可再生能源电力使用比例达到 60% 以上且能效达到标杆水平的新建铁合金项目，可不进行产能置换。
- 第九条：实施差别化电价交易政策：对生产规模 50 万吨以上（含 50 万吨）的铁合金单体企业、80 万吨以上（含 80 万吨）的铁合金企业集团或能效达到标杆水平的铁合金企业可不列入高耗能企业名单。
- 第十一条：新建（改建、扩建）的锰硅合金、高碳锰铁、高碳铬铁、镍铁等矿热炉应采用全密闭型，容量须高于 30000KVA，并配套余热、余气、余压等综合利用设施，废渣须全部综合处置，能效达到行业标杆水平。

■ 政策解读：

- 2021 年 3 月内蒙古自治区发布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》，措施中提出：①从 2021 年起，不再审批铁合金等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换；②25000 千伏安及以下矿热炉（中低碳铬铁、中低碳硅锰、中低碳锰铁、低钛铬铁、硅钙钡铝、稀土合金、硅钼、硅钡（锰）钼、含钨钒特种铁合金除外），原则上 2022 年底前全部退出；符合条件的可以按 1.25:1 实施产能减量置换。
- 2023 年 9 月发布的《内蒙古自治区促进铁合金产业高质量发展政策措施》在 2021 年能耗“双控”政策总目标的架构下，在铁合金产业绿色化发展的导向中，优化了传统高耗能品种的适用定义，在减量置换的基础上细化了产能结构调整的必要条件，并且指明了长期提高铁合金行业产能集中度的明确方向。

■ 政策影响：

- 据市场调研了解，政策推出后，符合条件的硅锰生产企业均上报新增硅锰产能，当前已有 400-500 万吨硅锰产能已获批，预计 2025 年可建成并陆续投产，理论上利多 2024 年下半年的化工焦、锰矿等原料需求，同时 2025 年以后随着产能陆续投放落地，将对南方以及宁夏产区形成绝对挤占。

五、2024 年铁合金市场重点展望

1、2024 年铁合金市场供需格局展望

- 经市场调研整理，2024 年硅铁全国拟投产 158.64 万吨产能（置换产能），硅锰全国拟投产 102 万吨产能。2024 年硅铁市场实际新投产比例或高于硅锰市场，虽内蒙古地区申报大量产能，但从获批到筹建，再到正式投产，全部周期至少需要 1-2 年，过程中还受制于当地政策变动、市场行情影响和企业资金限制，因此虽有产能投放预期，但真正达产尚需时日。
- 2024 年预估硅铁市场仍为过剩格局，全年或累计过剩 50-80 万吨。按硅铁平均 50-60%左右的产能利用率估算，考虑到个别企业受地方政策或资金限制无法按计划投产的情况，2024 年全年硅铁供应预估 580-600 万吨（全年增 5-9%）。2024 年硅铁需求端预估 537 万吨（整体预估增 7%左右，其中钢厂端需求预估增 5%，非钢需求预估增 10%，即回归至 2021 年的水平）。
- 2024 年预估硅锰市场仍为过剩格局，全年或累计过剩 115 万吨。按硅锰平均 61-65%的产能利用率估算，考虑到个别企业受地方政策或资金限制无法按计划投产的情况，2021 年全年硅锰供应预估 1265 万吨（全年增 5.5%），2024 年硅锰需求端预估 1150 万吨（整体预估增 7%左右）。

图表 30：2024 年铁合金拟投产产能梳理（万吨）

2024年硅铁拟投产	拟投产（台）	产能（万吨）	产品类型
内蒙古A	2*40500KVA, 5*45000KVA	31.83	72
陕西B	2*30000KVA	6.24	75, 72
陕西C	3*33000KVA	10.30	75, 72
陕西D	2*40500KVA	8.43	75, 72
陕西E	4*40500KVA	16.85	75, 72
甘肃F	6*40500KVA	16.85	72, 或工业硅
甘肃G	8*40500KVA	33.70	75
甘肃H	2*45000KVA	9.36	72
青海I	2*40500KVA	8.43	72
青海J	4*40000KVA	16.64	72
总	38	158.64	
2024年硅锰拟投产	拟投产（台）	产能（万吨）	产品类型
云南A	2*36000KVA	16.00	6517
陕西B	2*42000KVA	20.00	6517
湖南C	2*36000KVA	10.00	高硅硅锰
贵州D	1*42000KVA	10.00	6517
内蒙古E	2*36000KVA	16.00	6517
广西F	1*43000KVA	30.00	6517
总	10	102.00	

来源：市场调研整理，Mysteel，中泰期货整理

2、2024 年铁合金市场价格展望

- 2024 年硅铁成本线变动主要取决于电价，长周期成本处于下行通道，利润区间难走扩。随着国家保供政策的持续推进，电厂保供煤供应持续宽松，2024 年长协比例下调也体现了电厂对后市煤炭供应偏宽松的预期，因此从火力发电角度看，我国火电成本长周期难有大涨。另外我国新能源发电进展迅速。但 2024 年供需格局会压制硅铁市场利润扩张，预计仍维持低利润区间运行。
- 2024 年硅锰成本线变动或取决于锰矿，成本中枢有望抬升，但利润区

间会被进一步压缩。当前锰矿处于近 5 年的低位区间，在 25 年大规模产能投放预期下，对锰矿和化工焦的需求拉动大概率会提前启动，化工焦走势仍紧密跟随冶金焦市场，但锰矿已单边下行近一年，低位向上弹性或超预期。从供需角度看，过剩格局将使得硅锰利润区间被进一步压缩。

3、从过剩产能出清到产能结构优化，注重降本增效、巩固下游渠道方为应对良策

- 2021 年能耗“双控”政策落地后，铁合金市场过剩产能得以有效出清。2024 年随着内蒙古地区铁合金行业高质量发展工作的稳步推进，大量新增产能陆续申报、获批，内蒙古地区双硅供应占比会进一步提高，叠加内蒙古地区绿电比例的提升，长周期看，该地会逐步替代宁夏地区成为全国双硅市场的定价中心，并凭借其低成本、高标准的优势，陆续挤占南方硅锰以及北方其余产区的下游渠道资源。
- 因此，随着铁合金行业高质量发展工作的推进，除内蒙古地区外，其余产区必须在固有生产模式基础上，更加注重降本增效，同时进一步稳固下游渠道，这样方能在全行业利润逐步缩窄的预期下，维持企业的平稳运行。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。