

宏观环境回暖，把握结构性机会

——黑色金属 2024 年度策略报告

报告要点

2024 年国内地产逐步企稳，保障房建设和城中村改造提升房建用钢预期。海外降息背景进一步打开国内财政货币政策操作空间。明年财政支出显著前倾，上半年基建或维持发力。炉料供应平稳，行政限产弱化之际，钢厂利润预计仍维持在盈亏平衡线附近，钢焦矿博弈决定铁水产量变化节奏。整体来看，粗钢需求小幅回升，黑色板块估值上移，结合炉料与成材供需节奏预计全年价格呈“N”字形运行。

钢材：全年需求增加，钢价估值抬升

2024 年，地产耗钢同比降 5%，尽管房地产仍然处于下行筑底周期，但是低基数效应，叠加政策端支持保障房建设和城中村改造，地产耗钢降幅有望大幅收窄。基建耗钢同比增 5%，财政基建支出力度或有所减弱，但万亿国债将在一定程度弥补资金欠缺，预计基建维持中性增速。制造业与间接出口同比增 2%，一方面工业企业利润回升将引导制造业进入累库周期，另一方面，海外降息将刺激国内出口增加。钢材直接出口同比持平，“一带一路”沿线国家刚性需求仍存，同时国内钢材价格优势明显，两者互补，将为钢材出口提供支撑。供给端看，2024 年粗钢压产的行政性压力较小，钢材市场的自主调节能力增强，产量或跟随需求波动。节奏上看，地产和基建等内需的恢复强度仍将主要依托于政策的扶持力度。外需端则主要依赖于新兴国家经济增速和美联储货币政策。全年需求总量增加，钢价估值抬升。

铁矿：基本面矛盾有限，宏观影响价格区间

2024 年，铁矿石自身呈现“前紧后松”的基本面格局，并且像盘面对标的 PB 粉等中低品矿，将延续供需偏紧的格局，进而放大其价格波动幅度。产业层面，上半年钢厂积极复产支撑原料刚需，下半年则需关注是否会发生政策性限产问题。宏观层面，主要的干扰来自海外的加息时间以及国内政策的不确定性。

焦炭：需求维持韧性，焦钢博弈持续

展望 2024 年，焦炭供应仍会跟随下游需求，供需总量相对平衡。成本端，焦煤供给仍有增量，焦煤价格稳中偏弱，成本支撑趋于转弱。焦企作为中间加工环节，焦化利润在中长期内都将维持较低水平。总体来看，焦炭价格变化的主要驱动在于需求端，价格将主要跟随钢材需求的季节性波动，在需求旺季和高炉复产周期，叠加产业链常态化低库存，焦炭价格存在阶段性反弹机会。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：

余典

从业资格号 F03122523

投资咨询号 Z0019832

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

焦煤：供需仍有增量，结构矛盾仍存

展望 2024 年，需求端，钢材终端需求支撑仍存，焦煤需求预计小幅增长；供给端，煤炭保供与煤矿安检并重，国内焦煤供应相对平稳，蒙煤和俄煤仍有增量空间，预计焦煤进口稳中有增。总体来看，供需仍有增量，供需总体趋于宽松，价格弱稳运行，但是产业库存偏低，主焦煤供给弹性较弱，叠加海外需求边际支撑，价格下方支撑仍存，随着下游补库需求释放，焦煤价格亦有反弹可能。

硅铁：产能格局宽松，成本定价为主

展望 2024 年，钢材需求预期稳中向好，在没有粗钢平控的情况下，硅铁炼钢需求存在增量。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求上行，尤其是财政前置使得上半年对硅铁需求或将保持较高韧性。由于现阶段煤炭供应存在“双轨制”矛盾，市场煤供需偏紧，预计明年煤炭领域依旧“保供稳价”为主，但潜在增量较为可控，硅铁成本持稳为主。整体来看，明年硅铁价格上下空间均较为有限，成本端的季节性特征将是主导行情的核心逻辑，主要驱动来自能源价格表现以及潜在的能耗双控，重点关注产能情况和成本变化。

硅锰：供需延续两旺，锰矿维持宽松

展望 2024 年，钢材需求预期稳中向好，在没有粗钢平控的情况下，硅锰炼钢需求存在增量。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求上行，尤其是财政前置使得上半年对硅锰需求或将保持较高韧性。由于锰矿产能相对过剩，矿山发运积极，运营成本有所下行，远月报价难以大幅上调。整体来看，明年硅锰价格上行空间均较为有限，成本端的季节性特征将是主导行情的核心逻辑，主要驱动来自锰矿阶段性补库以及潜在的能耗双控，重点关注产能情况和成本变化。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



黑色建材研究团队

研究员：

余典

从业资格号 F03122523

投资咨询号 Z0019832

目录

第一部分 钢材：需求正向反馈，全年估值抬升	8
一、钢材需求：内外有望共振，需求同比回升	9
1、信用扩张传导不畅，结构性需求突出信贷质量	9
2、地产：低基数叠加政策发力，用钢需求降幅收窄	10
3、基建：结构矛盾优于总量，基建维持中性增速	12
4、制造业与间接出口：国内进入累库周期，海外需求或将持稳	14
5、直接出口：价格优势显著，出口预计维持	16
二、钢材供给：行政压力减小，供给跟随需求	16
三、钢材总结：需求正向反馈，全年估值抬升	17
第二部分 铁矿：基本面矛盾有限，宏观影响价格区间	19
一、2023 年铁矿逻辑总结	19
二、需求：国内铁水维持高位，海外压力仍存	20
1、铁矿需求回顾：生产集中于国内	20
2、铁矿需求展望：终端需求有所回暖，海外铁水依然承压	22
三、供应端：新增产能有限，发运小幅增加	22
1、铁矿供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流提供主要增量	22
（1）主流矿山：各矿山有望顺利完成年报目标	22
（2）非主流矿：普氏指数延续高位，进口量同比大幅增加	23
（3）国产矿：环保影响减少，产量稳步回升	23
2、铁矿供给展望：主流矿稳步增加，矿价决定非主流增量	24
四、供需推演：我国需求回升，全球格局过剩	25
五、总量与结构矛盾：上半年格局难以宽松	26
六、补库驱动：钢厂利润偏低，延续厂内低库存	26
七、总结：基本面矛盾有限，宏观影响价格区间	27
第三部分 焦炭：需求维持韧性，焦钢博弈持续	28
一、焦炭需求：终端支撑仍存，需求维持韧性	28
1、国内需求：终端支撑仍存，需求维持韧性	28
2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持中性	29
二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，产量受需求和利润引导	29
三、市场展望：需求维持韧性，焦钢博弈持续	31
第四部分 焦煤：供需仍有增量，低库存放大价格弹性	33
一、焦煤需求：钢材需求仍有韧性，焦煤刚需仍存	33
二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口稳中有增	34
1、国内：保供与安检并重，供应总体平稳	34
2、进口：进口环境相对宽松，蒙煤和俄煤进口仍值期待	34
三、市场展望：供需仍有增量，结构矛盾仍存	35
第五部分 铁合金：行业产能充裕，成本中枢持稳	37
一、硅铁：产能格局宽松，成本定价为主	37
1、硅铁需求：炼钢需求预期向好，制镁、出口需求持稳	37
2、硅铁供应：现货利润显著回落，关注新增产能投产	39

3、硅铁成本：能源价格估值中性，成本支撑相对稳健	40
4、硅铁库存与展望：上游库存高位运行，成本逻辑主导行情	42
二、硅锰：供需延续两旺，锰矿维持宽松	43
1、硅锰需求：宏观经济预期向好，钢材产量稳中有增	43
2、硅锰供应：螺线需求韧性较强，行业利润维持高位	43
3、硅锰成本：锰矿上行空间有限，能源成本持稳为主	45
4、硅锰库存与展望：库存整体高位运行，后市关注成本变化	46
免责声明	47

图目录

图表 1: 居民中长期贷款需求疲弱.....	10
图表 2: 内生需求偏弱.....	10
图表 3: 地产后端明显改善, 前端延续弱势.....	10
图表 4: 首次置业需求逐步回落.....	11
图表 5: 看涨房价预期限制商品房销售.....	11
图表 6: 未来收入信心与储蓄比例.....	11
图表 7: 期房/现房销售比持续回落.....	11
图表 8: 居民购房偏向现房.....	12
图表 9: 拿地领先新开工半年.....	12
图表 10: 基建投资维持韧性.....	13
图表 11: 高耗钢行业投资同比高增.....	13
图表 12: 一般公共预算收入明显改善.....	13
图表 13: 公共财政支出: 基建类.....	13
图表 14: 政府性基金收支大幅下降.....	14
图表 15: 地方政府新增专项债发行进度平稳.....	14
图表 16: 制造业维持韧性.....	15
图表 17: 工业企业进入补库周期.....	15
图表 18: 工业企业产成品库存同比.....	15
图表 19: 制造业分行业耗钢量-累计同比.....	15
图表 20: 海外需求下行, 拖累国内制造业出口.....	15
图表 21: 海外需求下行, 拖累国内制造业出口.....	15
图表 22: 内外价差引导钢材出口量.....	16
图表 23: 钢材出口量-季节性.....	16
图表 24: 钢材分区域出口量.....	16
图表 25: 亚洲分区域占比.....	16
图表 26: 钢材利润大幅波动.....	17
图表 27: 粗钢产量大幅波动.....	17
图表 28: 价格与利润呈正相关性 (元/吨).....	19
图表 29: PBF 现货价格 (元/吨).....	19
图表 30: Mysteel 247 家钢厂日均铁水产量 (万吨).....	20
图表 31: Mysteel 247 家钢厂盈利率 (%).....	20
图表 32: 海外主要铁水主产国 PMI 数据.....	21
图表 33: 全球生铁产量季节性 (万吨).....	21
图表 34: 全球除中国外生铁产量季节性 (万吨).....	21
图表 35: 印度高炉产量季节性 (万吨).....	21
图表 36: 俄罗斯高炉产量季节性 (万吨).....	21
图表 37: 中国铁水产量预测 (万吨).....	22
图表 38: 海外铁水产量预测 (万吨).....	22
图表 39: 非主流矿进口与普氏价格呈正相关.....	23
图表 40: 我国非主流矿进口 (万吨).....	23
图表 41: 国产铁精粉产量 (万吨).....	24
图表 42: 内矿产能利用率 (%).....	24
图表 43: 淡水河谷销量预测 (万吨).....	24
图表 44: 力拓销量预测 (万吨).....	24
图表 45: 必和必拓销量预测 (万吨).....	24
图表 46: FMG 销量预测 (万吨).....	24
图表 47: 全球铁矿平衡表预估 (WSA).....	25

图表 48: 45 港口库存预估 (万吨)	26
图表 49: MNPI 港口库存 (万吨)	26
图表 50: 247 家钢厂盈利率 (%)	27
图表 51: 进口矿厂内库存 (万吨)	27
图表 52: 焦炭现货价格走势	28
图表 53: 焦炭期货价格走势	28
图表 54: 国内生铁产量季节性	29
图表 55: 247 家钢厂铁水日产量季节性	29
图表 56: 焦炭出口季节性	29
图表 57: 焦炭出口价差	29
图表 58: 焦炭产量季节性	30
图表 59: 焦炭产量累计值	30
图表 60: 2022 年焦炭产能淘汰与新增统计	30
图表 61: 2023 年焦炭产能淘汰与新增预估	30
图表 62: 独立焦企产能利用率	31
图表 63: 焦炭日均产量季节性	31
图表 68: 焦煤现货价格走势	33
图表 69: 焦煤期货价格走势	33
图表 72: 国内焦煤产量季节性-月度	34
图表 73: 炼焦精煤产量	34
图表 74: 焦煤进口量季节性	35
图表 75: 1-9 月各国焦煤进口量占比	35
图表 76: 焦煤总库存季节性	36
图表 77: 煤矿精煤库存季节性	36
图表 78: 247 家钢厂焦煤库存季节性	36
图表 79: 全样本焦企焦煤库存季节性	36
图表 80: 月度粗钢产量季节性 (统计局口径)	37
图表 81: 硅铁产量与粗钢产量走势对比	37
图表 82: 金属镁产量季节性	38
图表 83: 汽车产量季节性	38
图表 84: 硅铁出口量月度季节性	38
图表 85: 硅铁出口利润	38
图表 86: 现货成本利润	39
图表 87: 现货利润季节性	39
图表 88: 硅铁月度产量季节性	39
图表 89: 136 家硅铁企业日均产量	39
图表 90: 主产区电费情况跟踪	40
图表 91: 兰炭现货出厂价	40
图表 92: 全国原煤产量	41
图表 93: 煤及褐煤进口量维持高位	41
图表 94: 全社会用电量	41
图表 95: 新增装机容量	41
图表 96: 兰炭周度开工率	42
图表 97: 兰炭周度生产毛利	42
图表 98: 硅铁上游库存情况	42
图表 99: 硅铁下游库存情况	42
图表 100: 月度粗钢产量 (统计局口径)	43
图表 101: 粗钢产量与硅锰产量走势	43
图表 102: 现货成本利润	44
图表 103: 现货利润季节性	44
图表 104: 硅锰月度产量季节性	44

图表 105: 硅锰周度产量情况.....	44
图表 106: 主产区电费情况跟踪.....	45
图表 107: 锰矿港口现货报价.....	45
图表 108: 锰矿中国进口月度季节性.....	45
图表 109: 锰矿中国到港周度情况.....	45
图表 110: 硅锰上游库存情况.....	46
图表 111: 硅锰下游库存情况.....	46

我们怀揣着对社会经济全面复苏的美好期待进入 2023 年，但“后疫情时代”的伤痕效应漫长而深远，一切似乎并没有想象中的那么顺利。一方面，国内仍在经历产业结构转型的阵痛期，地产板块持续低迷，新经济增长引擎尚未成熟难以接棒。我国仅在去年底至今年初迎来了一波消费爆发及经济复苏的小高潮，随后好景不长，无论是投资、消费还是进出口均陷入了下降趋势。另一方面，主要发达经济体进入快速加息周期，流动性紧缩效应逐渐显著，我国不可避免受到了外部的拖累。同时，随着国际形势日益复杂，全球供应链呈现逆全球化特征，尤其是供应链“去中国化”，使得我国进出口和技术创新愈发受到掣肘。

面对种种挑战，我国迎难而上。今年稳增长政策密集出台，包括降准降息、房地产政策优化、活跃资本市场、增发国债等，效果已经有所显现。此外，“一带一路”建设也卓有成效，我国与相关国家地区贸易量显著提升。黑色金属作为周期性大宗商品，经历了年后终端需求低迷、成本坍塌导致的长时间负反馈，也见证了制造业和出口展示出的强大韧性从而形成有力支撑。临近年末，更是强预期和强现实共振，炉料与成材齐齐向上。

在中美缓和的窗口期，我们相信万亿国债只是开始，黑色金属最艰难的日子已经过去。强预期不会永远只是远月交易的故事，终将会在现货需求端得到证实。宏观环境回暖叠加行业低库存，会碰撞出怎样的火花？2024 年黑色金属走势将如何演绎？我们拭目以待。

第一部分 钢材：需求正向反馈，全年估值抬升

2023 年钢材市场整体表现为下行惊心动魄，上行谨小慎微。钢材的现实需求始终处于较弱的状态，淡旺季切换并不显著，内外需求结构同样分化严重。受汇率波动、地产政策、以及海外加息预期等宏观预期的影响，钢材价格整体表现为下行丝滑流畅，上行蜿蜒曲折。

1-3 月中旬，旺季需求预期带动钢材价格先抑后扬。春节后，复工复产不及预期，旺季需求担忧引发黑色板块整体回调。但随着旺季来临，钢材表观需求超预期，同时地产销售逐步回暖，基建投资及项目开工维持韧性，旺季需求带动钢材价格再度上行。

3-5 月，海外衰退风险加剧，国内需求环比下降，钢厂主动减产，负反馈叠加成本坍塌，钢材价格一泻千里。宏观层面：3 月中下旬，海外银行暴雷，海外衰退担忧加剧。国内地产、基建投资同步转弱，在 GDP 目标增速 5% 的背景下，政策预期转向弱复苏。产业层面：终端需求不佳，钢厂利润持续下行，开启主动减产，黑色板块进入长达两个月的负向反馈周期。同时，碳元素供需格局趋于宽松，焦煤大幅下跌，拖累钢价成本下移。

6 月-10 月下旬，人民币贬值导致钢材出口维持高位，钢厂减产缓慢，原料偏强运行，钢价被动跟随，整体宽度震荡。宏观层面：政治局会议定调房地产市场供求关系重大变化，超大特大城市城中村改造以及超一线城市落地“认房不认贷”政策，宏观层面暖风频吹。产业层面：人民币贬值刺激钢材大量出口，钢厂生产维持高位，原

料现实需求偏强，成本支撑钢价，但是价格上涨后终端接货意愿不佳，钢价整体表现为宽幅震荡。

10月下旬-至今，宏观释放利好，预期权重增加，铁水下行缓慢，炉料库存偏低，成本支撑明显。高成本强预期，钢价偏强运行。万亿国债增发以及赤字率的提高，释放出财政积极发力信号，也对中央财政加杠杆留有期待。中美、中澳关系缓和，为外需创造空间。铁水下行缓慢，同时铁矿、焦煤等炼钢原料库存偏低，放大向上波动弹性。强成本强预期，支撑钢价走强。

展望2024年，地产销售能否企稳，地产用钢需求能否改善，基建能否维持高增长？我们将从政策、地产、基建、制造业及出口等方面，对终端需求一一梳理，并对总体用钢需求及供需节奏进行展望。

一、钢材需求：内外有望共振，需求同比回升

1、信用扩张传导不畅，结构性需求突出信贷质量

信贷需求疲弱，宽货币向宽信用传导不畅。2022年以来美国通胀率较高，美联储持续加息，推动美国市场利率快速上扬，中美利差缩小，资本外流，人民币贬值压力抬升，约束央行货币政策空间。同时，国内经济面临“需求收缩、供给冲击、预期较弱”的三重压力，受市场预期、需求状况和政策传导时滞等影响，国内信贷需求疲弱，货币宽松到信用扩张的传导机制不顺畅。

结构性需求突出信贷质量。今年以来在总量宽松的背景下，M1数据持续走低，显示信贷内生需求仍然偏弱。一方面，在于居民收入预期改变，储蓄意愿增加，以及房企频频暴雷，居民观望情绪浓重，银行资金投放意愿较低。另一方面，受到中美利差倒挂和地方政府“隐性债务”的影响，掣肘政策发力强度，导致经济预期不强。但明年结构性需求仍存在亮点，其一，保障住房建设，城中村改造以及“平急两用”基础设施建设被反复提及，是明年内需抓手之一。其二，万亿国债用于灾后重建和水利工程建设，赤字率的提高也为中央加杠杆留有期待。

2024年，随着美联储加息周期结束，国内货币政策将具备更多腾挪空间。全球视角看，美联储停止加息/降息意味着流动性的释放，国内货币政策总量或可维持现状或收紧，将以结构性工具为主，聚焦保障住房，城中村改造以及“平急两用”等一系列基础设施建设，对需求释放中薄弱的环节对症下药，突出信贷质量。

图表1：居民中长期贷款需求疲弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表2：内生需求偏弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、地产：低基数叠加政策发力，用钢需求降幅收窄

自 2022 年以来，地产连续两年延续弱势。尽管政策端“三支箭”持续放松了对房企融资端的约束，但居民收入预期下滑、房价看涨比例下降以及期房交付担忧仍存，直接导致居民购房不佳。而商品房销售的持续下行，又进一步恶化房企资金状况，进而抑制了房企拿地和新开工意愿。竣工端则在政策硬约束下，明显改善。

图表3：地产后端明显改善，前端延续弱势

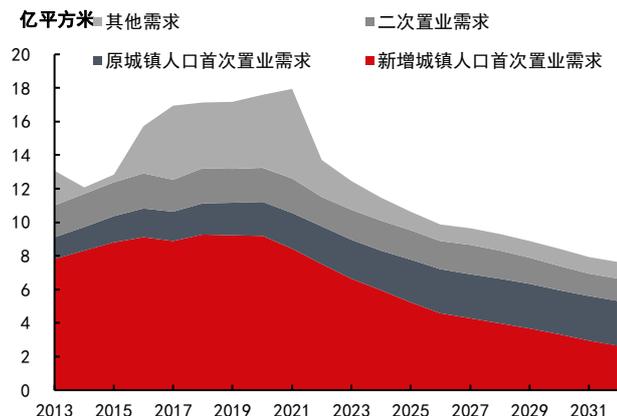
	房地产开发投资	资金来源	土地购置面积	销售面积	新开工面积	施工面积	竣工面积
2018年	9.5	6.4	14.2	1.3	17.2	5.2	-7.8
2019年	9.9	7.6	-11.4	-0.1	8.5	8.7	2.6
2020年	7.0	8.1	-1.1	2.6	-1.2	3.7	-4.9
2021年	4.4	4.2	-15.5	1.9	-11.4	5.2	11.2
2022年	-10.0	-25.9	-53.4	-24.3	-39.4	-7.2	-15.0
2023年9月	-9.1	-13.5	—	-7.5	-23.4	-7.1	19.8

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2022 年以来，地产需求端的放松政策频出，但对商品房销售的提振作用有限。往年地产销售的下滑主要受政策收紧影响，因此地产政策放松有较好的提振效果。但 2021 年至今地产销售的下滑与历次地产周期不同，抑制销售的因素主要有四：

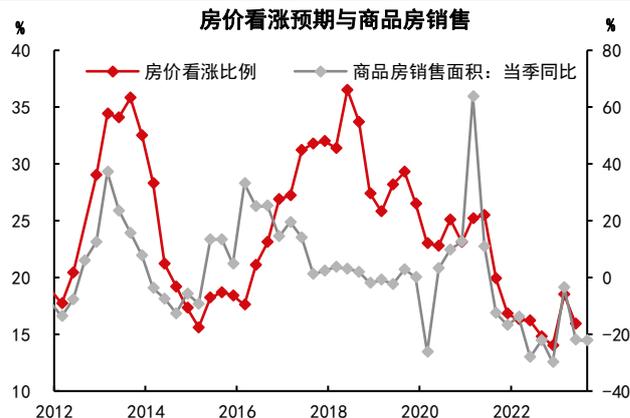
- 1) 人口高峰已过，刚性需求下滑；
- 2) 房价看涨预期回落，投资需求减少；
- 3) 经济增速放缓，居民收入预期下滑；
- 4) 期房交付担忧仍存，抑制居民购买期房的意愿；

图表4： 首次置业需求逐步回落



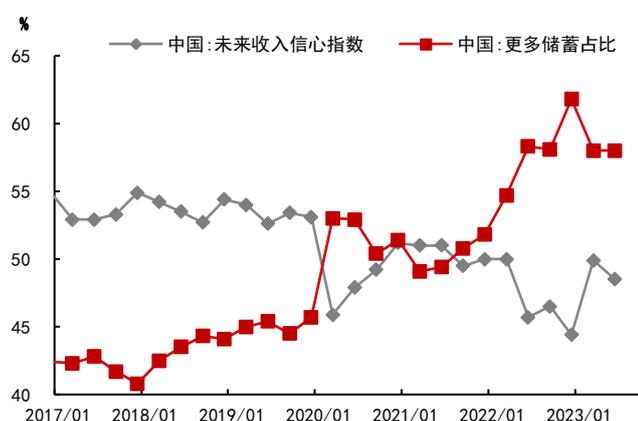
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表5： 看涨房价预期限制商品房销售



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表6： 未来收入信心与储蓄比例



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表7： 期房/现房销售比持续回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望 2024 年，购房适龄人口下降，房价看涨预期扭转，期房交付担忧仍存，预计商品房销售回升高度有限。长周期讲，我们把购房需求分为 4 部分：新增城镇人口的首次置业需求、原城镇人口的首次置业需求、二次置业需求、以及其他需求。其他需求包括投资需求、提前或者后置的刚性需求、以及刚性需求中大于或者小于平均购房面积的需求等。根据人口周期，刚性需求已经在 2018-2020 年磨顶，之后进入缓慢回落周期。其他需求在 2021 年达到顶峰，随着房价看涨预期的转变，投资需求锐减。投资需求的心理是“买涨不买跌”，我们认为 2024 年仍难看到投资需求的回暖。

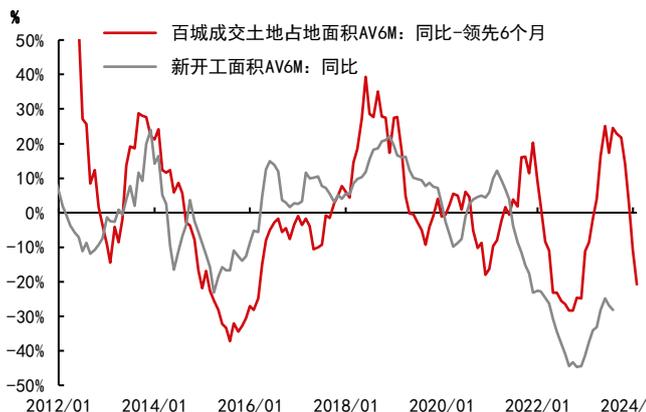
居民收入预期有所修复，更多储蓄占比仍处高位。海外加息拖累全球需求，国内出口大受影响，内需温和增长，处于经济自然修复阶段，整体偏向缓慢。居民的未来收入信心指数回升并不流畅，导致储蓄意愿维持高位。预计居民对未来收入预期将在 2024 年 2 季度有所改善，边际修复购房需求。**信用构建缓慢，居民对期房交付的担忧仍难缓解。**2021 年 6 月份以来，房企违约现象频发，引发居民对期房交付的担忧，2022 年 6 月份更是发生断贷风波。居民的刚性购房需求转向现房销售，1-9 月现房销售累计同比增长 4.2%，而期房销售累计同比下降 20.6%。2022 年 7 月，“保交楼”政策不断推进，竣工面积持续上升，但居民期房购买仍倾向于国央企背景房企。我们认为，居民的信心重构是个缓慢的过程，2024 年对期房交付的担忧仍将存在。综合看，从驱动视角看，居民购房意愿依然偏弱，但低基数效应下，期房销售有望转正。

图表8：居民购房偏向现房



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表9：拿地领先新开工半年



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

期房销售有望转正，房企拿地、新开工意愿仍然较低。商品房销售在低基数背景下有望同比转正，融资端放松，房地产企业资金情况或可改善，但在资金分配使用上，我们仍倾向于“保竣工”和“保交楼”，而用于拿地和新开工的资金依然比较有限。此外，2018年以来，房地产开发资金来源逐步受限，房企以加快新开工的方式消耗土地库存，提高资金周转率，经过5年左右去库存，当下房企土地库存水平已经不高。而从地产建设周期看，土地成交领先新开工半年左右，那么若想看到新开工回升，也必须要先看到土地成交回升，当下百城土地成交建筑面积同比仍在大幅转负，则意味着新开工在明年上半年也难有亮眼表现。

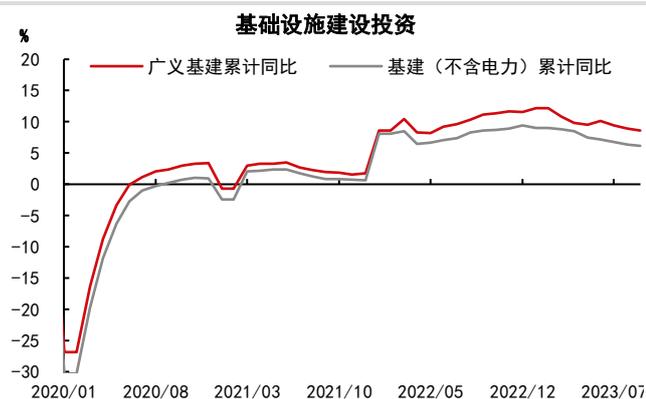
政策支持方向转向保障住房建设，超大特大城市城中村改造以及“平急两用”公共基础设施建设。2023年7月中共中央政治局会议指出适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。目前我国一共有超大城市一共有7个，特大城市一共有14个。从房地产的几个重要指标看超大特大城市在全国房地产的占比，商品房销售面积占比超过40%，开发投资占比超过30%，新开工面积超过25%，对于整个房地产板块而言具有举足轻重的作用。

整体而言，房地产处于下行筑底周期，尽管居民购房意愿和资本参与意愿均偏低，但不宜过分悲观。一方面，地产“三支箭”等融资手段放松阶段性减小房企资金压力，提升房企的施工和竣工能力。另一方面，政策支持保障房建设，城中村改造以及“平急两用”设施建设，地产用钢需求降幅将大幅收窄。预计2023年的地产用钢需求同比下降5%左右，降幅明显收窄。

3、基建：结构矛盾优于总量，基建维持中性增速

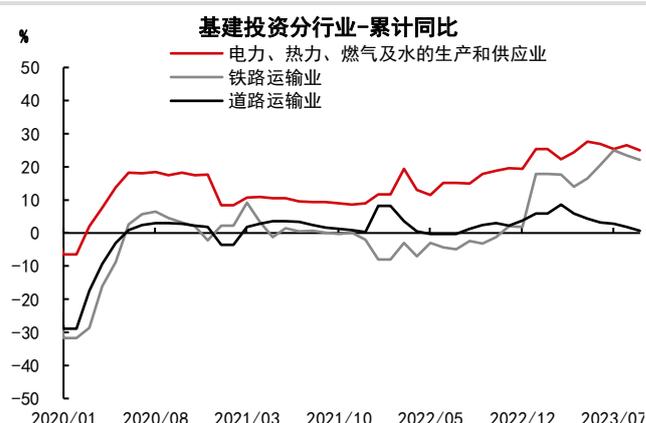
基建作为逆周期调节工具，是对冲地产用钢需求下滑的重要部分，2023年1-9月，基建保持较高增速。与用钢需求高度相关的道路、铁路、以及能源投资累计同比增速分别为22.1%、0.7%、以及25.0%。

图表10： 基建投资维持韧性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

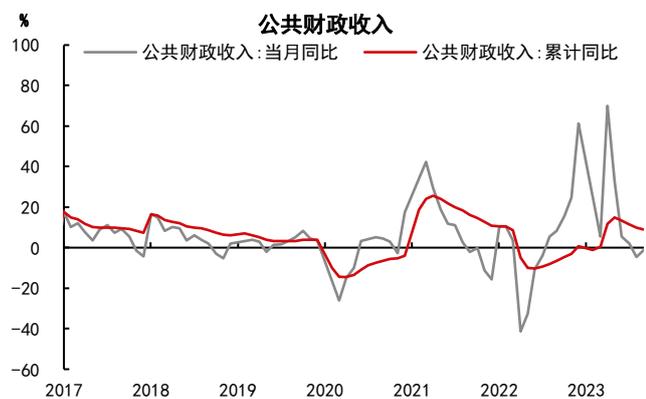
图表11： 高耗钢行业投资同比高增



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从资金收支看，税收政策退出，预算收入/支出回升。随着疫情期间减税降费举措退出，税收收入企稳回升，支撑一般公共预算收入改善。1-9月税收收入累计同比回升11.9%，支持一般公共预算收入增加8.9%。收入增加支出回升，其中公共财政支出投向基建类同比回升0.7%。**土地成交冷清，政府性基金收入大幅下降。**受地产下行影响，房企的拿地意愿不佳，土地出让收入大幅下降，对政府性基金收入构成明显拖累，进而影响政府性基金投向基建支出。地方政府专项债发行平稳，但随着疫情退去，和疫情防控、卫生健康相关支出占比减少2.4%，投向基建类占比由64.8%增加至68%。此外，建筑公司资金垫付等情况也在为基建高增添砖加瓦。

图表12： 一般公共预算收入明显改善



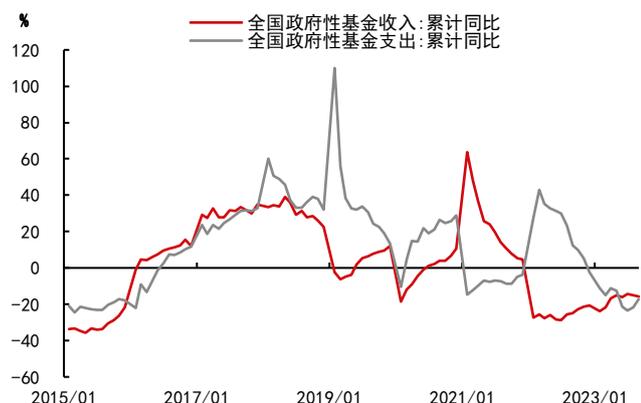
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表13： 公共财政支出：基建类



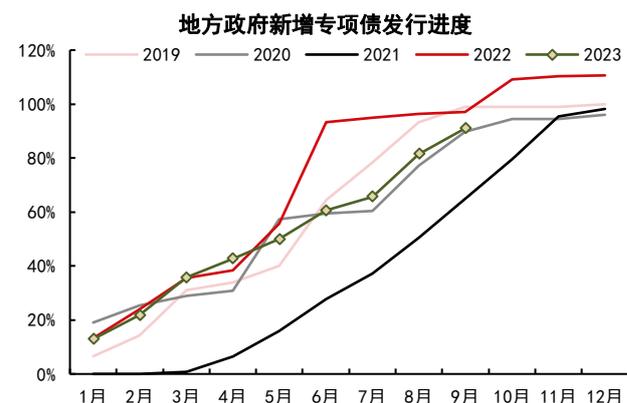
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表14： 政府性基金收支大幅下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表15： 地方政府新增专项债发行进度平稳



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

基建作为逆周期调节工具，市场经济活跃程度才是决定基建发力与否的关键。如果经济快速回升，则一般公共财政收入、政府性基金收入等会增加，但此时经济增长并不需要基建过多发力，多余的钱会进行留存或者偿付垫付欠款。反之，如果经济增长缓慢，虽然传统投向基建的资金会减产，但此时经济需要基建发力进行托底，则专项债结存限额、政策性开发性金融工具、建筑公司资金垫付等会相继出现为基建项目注资。

2024 年传统财政资金对基建的支撑力度或有所减弱。一方面，2022 年以来，基建发力托底了经济下行速度，基建维持高增长，但是资金来源增长并不显著，建筑公司资金垫付情况存在，这部分需要偿还。另一方面，地方政府债务问题依然压力重重，债务化解需要依靠财政支持。此外，2024 年地产销售或可转正，但房企仍面临去产能困境，拿地意愿预计高度有限，或将拖累政府性基金发力空间。但同时也有向好预期和腾挪空间，万亿国债增发以及赤字率的提高，释放出财政积极发力信号，也对中央财政加杠杆留有期待。专项债结存限额有 1 万亿可供使用，是支撑基建投资的政策空间之一。展望 2024 年，财政基建支出力度或有所减弱，万亿国债将在一定程度弥补资金欠缺，预计基建维持中性增速，基建用钢需求同比增长 5% 左右，增速有所放缓。

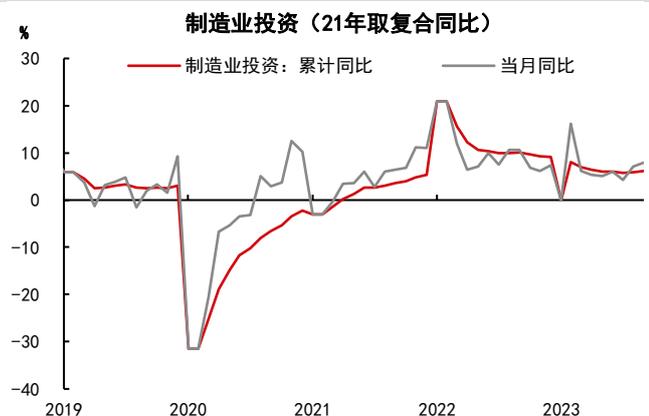
4、制造业与间接出口： 国内进入累库周期，海外需求或将持稳

制造业作为“十四五”期间重点发展的领域和经济的三大支柱之一，是今年稳增长的重要抓手。**2023 年制造业投资维持韧性，并与基建投资共同弥补了房地产用钢需求的下行缺口。**国内方面，当前国内经济处于稳增长阶段，政策端不断释放利好，提振内需，工业企业利润显著回升，而**工业企业利润的显著回升或将引导制造业进入主动累库阶段。**

制造业细分行业看，汽车产销得益于购置税减免延续以及新能源和出口需求增加，整体呈现欣欣向荣之势，我们预计向好态势将延续至明年。家电得益于“保交楼”政策持续推进，房地产竣工的大幅好转，家电产销跟随回升，但随着存量施工逐步完成，竣工或难维持高增速，边际拖累家电用钢需求。机械行业需求不甚理想，主要是因为建筑行业，特别是房地产新开工环节下行明显，展望明年，地产新开工维持弱势，或将继续边际拖累机械耗钢量。船舶得益于疫情期间需求增加订单回升与船舶更新周期

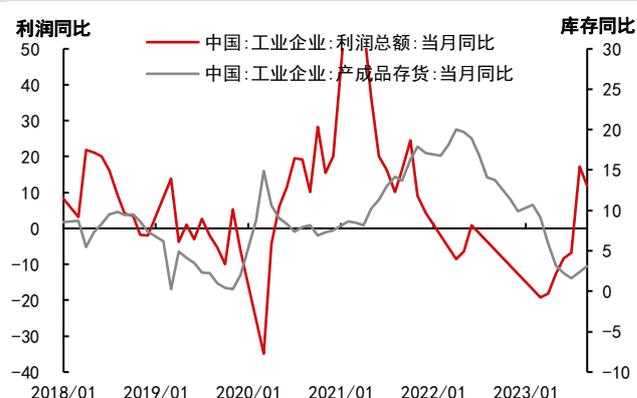
重合，船舶或将继续维持高产量。

图表16： 制造业维持韧性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表17： 工业企业进入补库周期



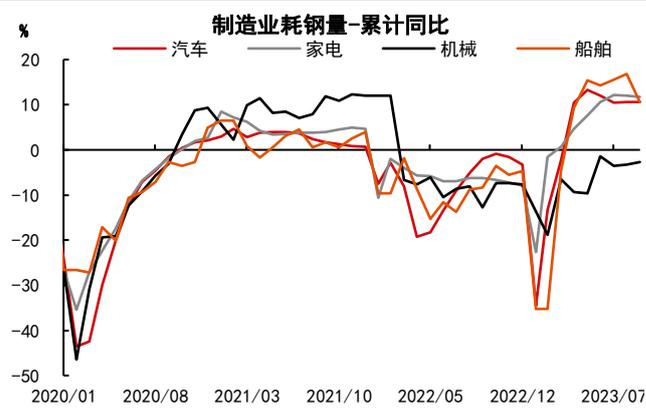
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表18： 工业企业产成品库存同比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表19： 制造业分行业耗钢量-累计同比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

海外方面，海外需求有望企稳，国内出口同比转正。海外通胀维持高位，欧美持续加息，欧美制造业 PMI 自 2021 年持续回落至今。截止目前，美联储已经连续两次停止加息，目前市场博弈点在于维持高息时间。利率指引明年二季度美联储或将开启降息，届时需求回升，国内出口增加，黑色商品或将受到提振。整体看明年制造业、间接出口以及累库需求的耗钢量同比有望增加 2%。

图表20： 海外需求下行，拖累国内制造业出口



图表21： 海外需求下行，拖累国内制造业出口



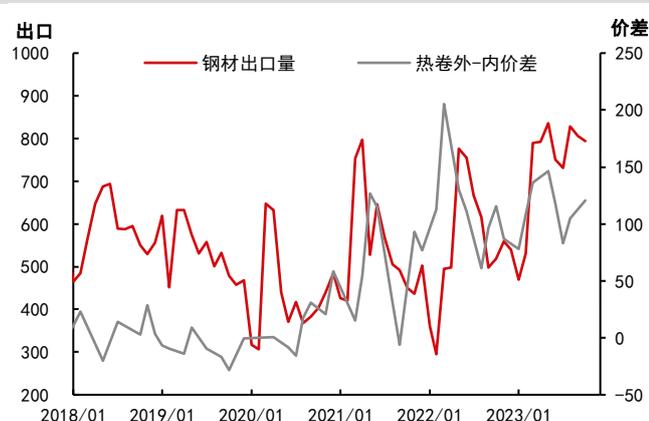
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

5、直接出口：价格优势显著，出口预计维持

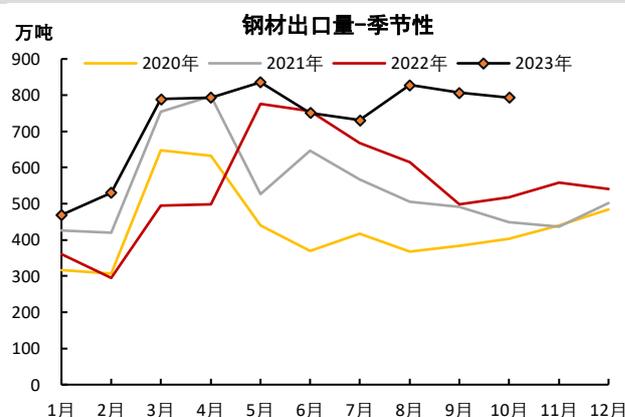
2023 年由于国内钢价的弱势，以及“一带一路”沿线国家基建等用钢需求的增加，刺激了国内钢材大量出口。统计局口径 1-9 月中国钢材出口量 6682 万吨，其中亚洲占比 68.1%，是主要的出口地区和出口增量地区，细究看来，东南亚和西亚占比明显回升。上述两地区多处于“一带一路”沿线，这些国家大多是发展中国家或者新兴经济体，工业化程度和人均钢铁消费量偏低，随着“一带一路”沿线国家逐渐发展，他们对于钢材需求量将逐年增加。此外，从全球范围来看，中国钢材具备成本和距离优势。一方面是刚性需求增加，另一方面是价格优势明显，两者互补，将为我国钢材的出口提供支撑，预计明年钢材直接出口同比今年能够持平。

图表22： 内外价差引导钢材出口量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表23： 钢材出口量-季节性



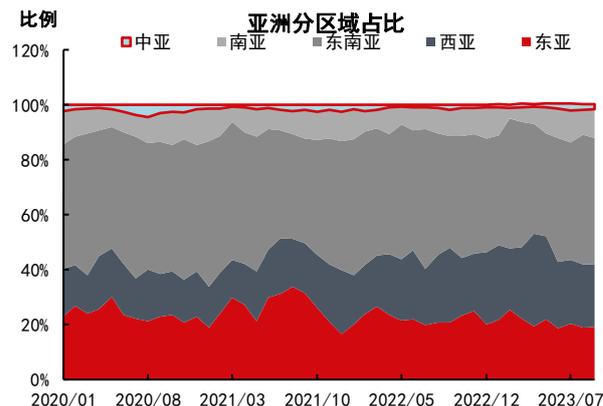
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表24： 钢材分区域出口量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表25： 亚洲分区域占比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、钢材供给：行政压力减小，供给跟随需求

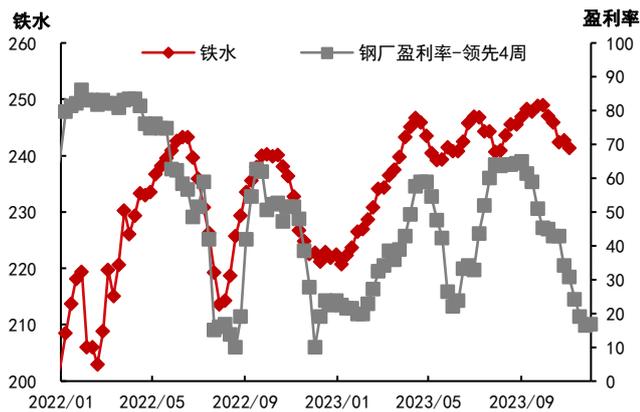
行政压产压力减小，供给回归需求引导。2022 年，国家发改委提出确保实现全国粗钢产量同比去年下降，但受疫情和海外加息影响，国内经济下滑压力增加，所以对粗钢产量的行政性约束减少，粗钢产量回归需求引导。2023 年，受房地产需求下滑以及外需疲软的影响，国内经济复苏进程偏缓慢，自上而下的行政性限产减少，特别是对钢铁行业依赖较高的省份以保税收为主，对生产型企业产量约束减少。展望 2024

年，一方面钢材内需和外需互为跷跷板，两者通过价格进行再平衡，但总量增幅有限；另一方面，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。

钢厂利润对产量指引性减弱，出口需求权重大大增加。2023年1-3月，中国疫情政策迅速优化，地产政策持续放松，受需求预期影响，钢厂利润持续回升，提高钢厂复产增产意愿。进入4月后，海外衰退风险加剧，国内需求亦环比转差，利润持续下行，钢厂开启持续两个月的减产周期，粗钢产量同比转负。6月-至今，人民币贬值刺激国内钢材出口维持高位，钢厂走货正常，减产意愿不佳，尽管利润被持续压缩，钢厂仍倾向于扩大产量摊薄成本。展望明年，预计钢厂利润对产量指引性减弱，出口需求权重大大增加。

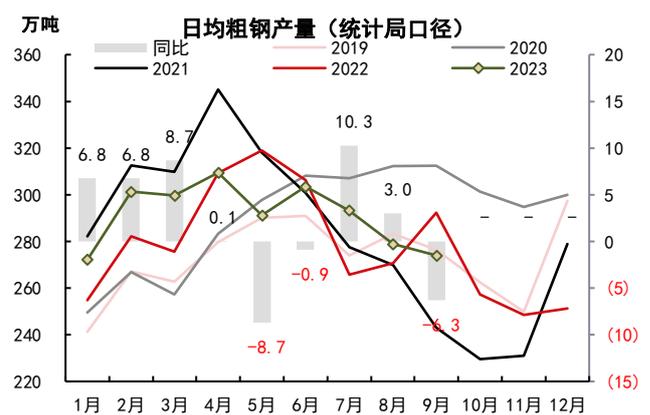
2024年预计粗钢压产政策压力较小，粗钢产量仍以自主调节为主，跟随需求波动。结合海内外需求情况，我们认为2024年粗钢需求仍将维持正增长。同时，经验证明钢厂生产具有较强的自主调节能力，走货的重要性大于绝对利润指标。2024年的粗钢仍将跟随终端需求波动。

图表26： 钢材利润大幅波动



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表27： 粗钢产量大幅波动



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、钢材总结：需求正向反馈，全年估值抬升

综合来看，地产耗钢同比下降5%，尽管房地产仍然处于下行筑底周期，但是低基数效应，叠加政策端支持保障房建设和城中村改造，地产用钢需求降幅有望大幅收窄。基建耗钢同比增长5%，财政基建支出力度或有所减弱，但万亿国债将在一定程度弥补资金欠缺，预计基建维持中性增速。制造业与间接出口需求同比增加2%，一方面工业企业利润显著回升将引导制造业进入主动累库阶段。另一方面，海外降息将刺激国内出口增加。钢材直接出口同比持平，“一带一路”沿线国家刚性需求仍存，同时国内钢材价格优势明显，两者互补，将为钢材出口提供支撑。供给端看，2024年粗钢生产的行政性压力较小，钢材市场的自主调节能力增强，产量或跟随需求波动。

节奏上看，地产和基建等内需的恢复强度仍将主要依托于政策的扶持力度，外需端则主要依赖于新兴国家经济增速和美联储货币政策，总体需求回升。上半年淡季预期加上财政资金前置引导价格上涨，但预计需求增量难以承接持续高供给，供需矛盾积累年中价格回落；下半年宽信用继续落地形成实物工作量，叠加美联储降息，届

时需求预期和现实需求或共振向上，对钢价形成较强支撑。全年需求增加，钢价估值抬升。

风险因素：终端需求加速回升、重启行政性减产（上行风险）；终端需求下滑，供给极端宽松（下行风险）

第二部分 铁矿：基本面矛盾有限，宏观影响价格区间

一、2023 年铁矿逻辑总结

回顾 2023 年的铁矿市场，我们总结为是强预期与弱现实之间的博弈。

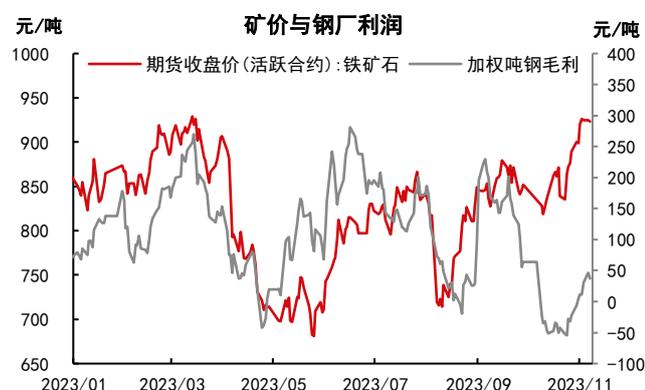
自开年之后，铁矿市场延续 2022 年 11 月的上涨行情，最主要原因是国内疫情开放之后，市场对于经济的稳增长预期较强，并且对后续的终端需求也保持着乐观预期，工人复工复产，大宗商品价格普遍上涨。但是强预期带来的上涨行情在三月中旬被打断，核心原因是海外黑天鹅事件的冲击，硅谷、瑞信、第一共和银行接连暴雷；并且当时虽然处于钢材的传统旺季，终端现实需求却未见大幅好转，不及市场预期，钢厂利润持续下滑，主动减产导致矿价失去支撑。

五月份之后，原料刚需的下降导致其跌幅大于成材，成本下移重新打开钢厂利润，尤其是煤炭市场情绪悲观，动力煤跌幅扩大压制焦煤价格。钢厂利润由亏转盈，导致高炉开始复产，叠加铁矿自身基本面偏紧，低库存支撑矿价大幅反弹。

进入下半年，市场重新复制了一季度的预期行情。在金九银十前，市场博弈旺季需求，铁水产量延续高位，支撑原料价格；而现实的弱需求导致板块再次回调。但此次的负向反馈行情并没有导致板块出现流畅下跌，除去宏观的影响以外，从铁矿自身来讲，低库存高基差支撑矿价；就钢厂而言，对亏损的容忍度在进一步扩大，减产进程缓慢，对于原料的刚需依然存在。

目前我们认为，铁矿库存水平较低，基本面偏紧的格局能够支撑矿价下方空间；并且临近年底，冬储补库以及来年的稳增长预期，都将导致铁矿石价格较为强势。虽然根据高炉检修情况来看，铁水产量仍将回落，后续矿价有回调风险，但淡季的交易重心仍需关注预期端的行情。警惕钢厂复产与宏观情绪的共振，以及矿价大幅上涨后铁矿市场的价格监管。

图表28： 价格与利润呈正相关性（元/吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表29： PBF 现货价格（元/吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、需求：国内铁水维持高位，海外压力仍存

1、铁矿需求回顾：生产集中于国内

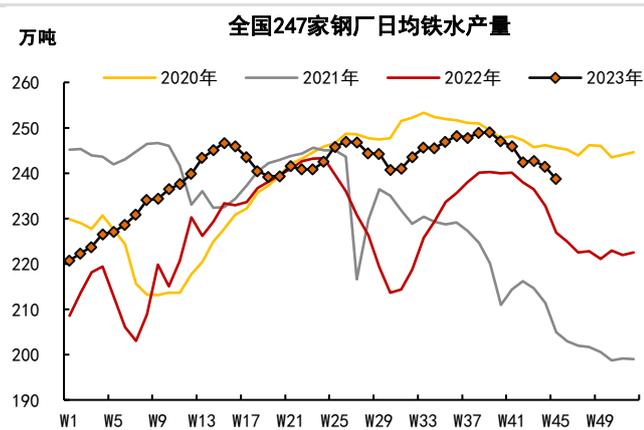
回顾今年，疫情开放后的稳增长预期强劲，工人复工复产刺激铁水产量快速上行；但在复产的进程中，钢厂利润及终端弱需求限制产量高度。

自 2022 年 11 月份疫情开放以来，市场对于经济的稳增长预期持续向好，钢厂积极复产去博弈金三银四的旺季需求，铁水产量支撑原料刚需。但现实需求未见明显好转，钢厂利润由盈转亏，铁水产量高位下降；而后 5 月底动力煤库存高企，煤价成本坍塌，双焦端的让利重新打开钢厂利润，铁水产量有了阶段性的回升。

进入下半年，市场复制了上半年预期端的行情，重新去博弈金九银十的旺季需求，铁水产量持续高位。四季度后，现实弱需求引发的负向反馈逐步落地，长短流程皆陷入亏损，钢厂开始减产。目前临近年底，终端需求难有明显改善，并且 12 月份多为钢厂的例行检修期，铁水产量或持续下行，市场交易重心转为预期层面。

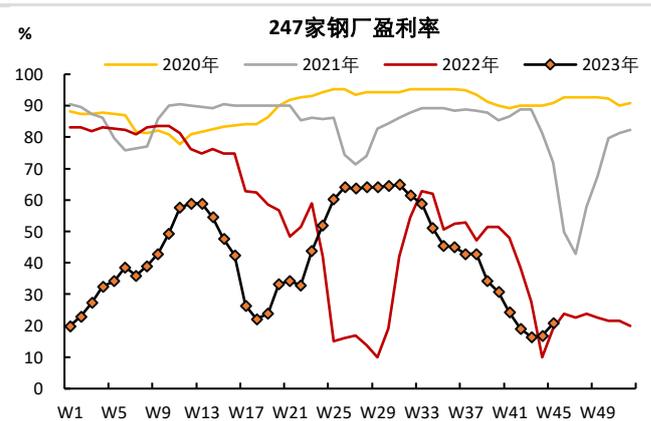
整体而言，国内铁矿需求的核心在于钢厂利润和现实端的成材需求。

图表30: Mysteel 247 家钢厂日均铁水产量（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表31: Mysteel 247 家钢厂盈利率（%）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

海外方面，从经济数据来看，目前美国经济韧性较强，俄罗斯、印度等铁水大国 PMI 数据缓慢回升，月度的铁水产量同样验证这两个国家的经济恢复情况较好；但其余国家经济压力依然较大，铁水产量未见明显回升。

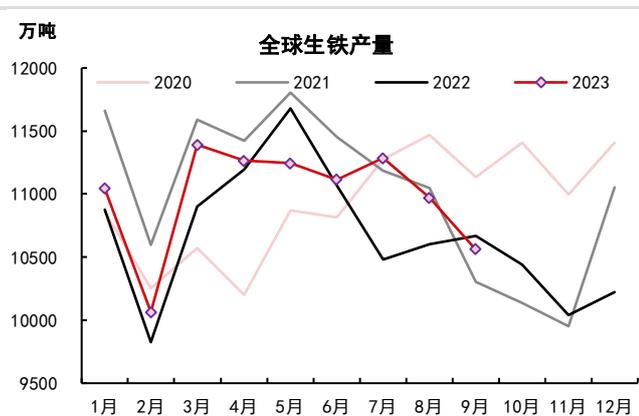
图表32：海外主要铁水主产国 PMI 数据



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

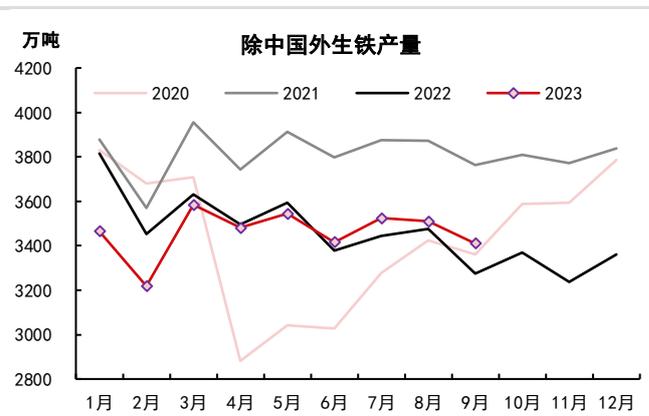
根据国际钢铁协会数据显示，1-9 月全球生铁产量共计 9.89 亿吨，累积同比 +1.75%；除中国外 1-9 月份生铁产量 3.12 亿吨，累积同比 -0.95%。目前全球的生铁产量集中于中国，海外国家对于铁矿的需求依然承压。

图表33：全球生铁产量季节性（万吨）



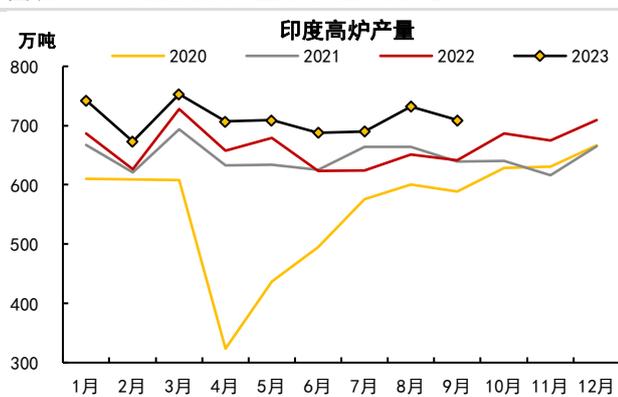
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表34：全球除中国外生铁产量季节性（万吨）



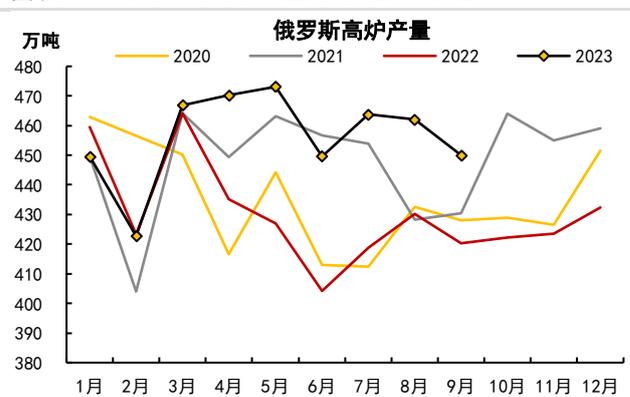
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表35：印度高炉产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表36：俄罗斯高炉产量季节性（万吨）



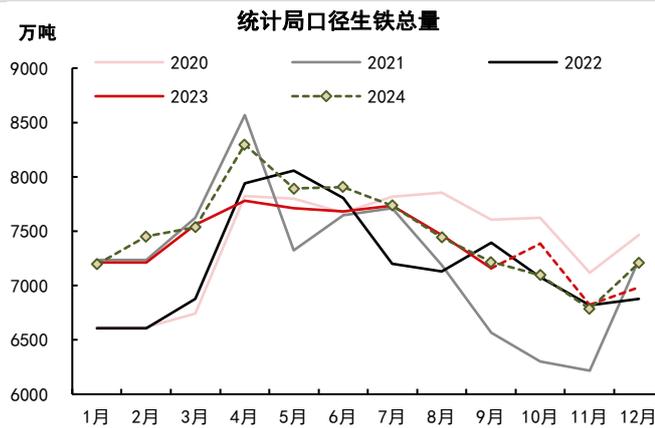
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、铁矿需求展望：终端需求有所回暖，海外铁水依然承压

随着宏观政策逐步兑现，2024 年国内用钢需求或有小幅回暖，我们预估 2023 年粗钢表观消费同比增加 1%左右。假设废钢供给同比持平，体现到铁水端，统计局口径生铁总量约同比增加 1%，折铁矿需求同比约增加 1650 万吨。

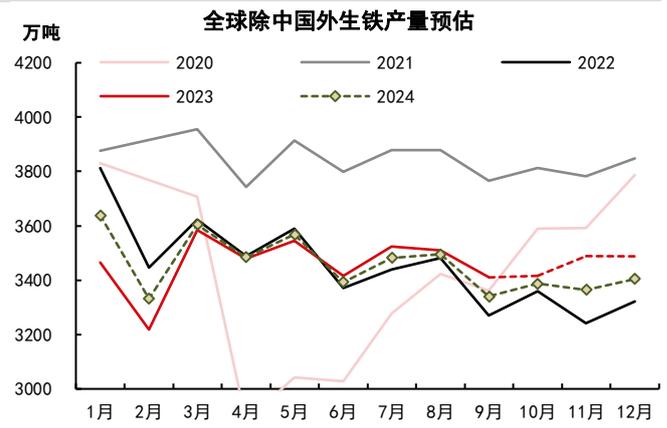
而海外端，由于各国经济压力依然较大，地缘政治风波尚存，短期需求难以修补；我们预计 2024 年全球生铁产量或同比回升 1%，除中国外铁水产量预计同比持平。

图表37：中国铁水产量预测（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表38：海外铁水产量预测（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、供应端：新增产能有限，发运小幅增加

1、铁矿供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流提供主要增量

(1) 主流矿山：各矿山有望顺利完成年报目标

淡水河谷：原矿品质下滑，产销严重分化

目前淡水河谷维持其年度产量目标为 3.1-3.2 亿吨不变，主要来自于各矿区生产效率的提升；截至三季度，我们以全年产量目标的下线 3.1 亿吨来计算，目前淡水河谷已完成目标的 75%，略高于往年同期水平。后续若外部干扰因素较少，我们预计 2023 年淡水河谷全年产量目标可达到中低位水平。

力拓：中国需求强劲，结构分化明显

目前皮尔巴拉地区外部干扰减少，并且得益于中国的强劲需求，铁矿销量表现优异；产量方面由于品种结构的调整，同比有所下滑。前三季度发运表现较好，累计同比已增加 4%；并且力拓公司在季报中表示，今年有望高位完成其发运目标。进入 2024 年，力拓增加年度销量目标至 3.23-3.38 万吨。

必和必拓：产量表现优异，新财年目标上移

必和必拓得益于 WIOA 地区的效率提升，铁矿产量创同期历史新高，2023 财年目标顺利完成。进入新财年（2023 年 7 月至 2024 年 6 月），一季度虽然受到矿区维修及轨道更新维护的影响，产量不及预期，后续随着 South Flank 项目的满产运行，预计其产量有望逐步弥补。2024 财年（2023 年 7 月至 2024 年 6 月）总产量目标提升至

2.82-2.94 亿吨，同比增加 400 万吨。

FMG：继续提高发运目标，铁桥项目稳定产出

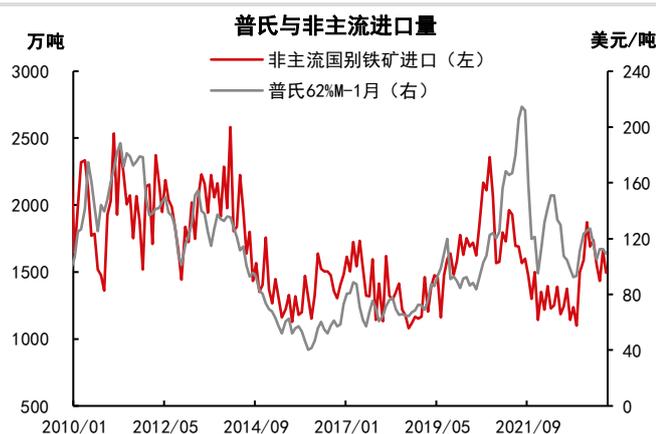
由于 FMG 强劲的发运表现，2023 财年发运目标高位完成，并且累计值创往年新高。目前铁桥项目及贝林加项目顺利投产，生产表现相对稳定；但受工厂整改及港口检修的影响，整体销量不及预期。2024 财年（2023 年 7 月-2024 年 6 月），FMG 提升发运目标至 1.92-1.97 亿吨，若后续发运干扰减少，其发运有望再创历史新高。

（2）非主流矿：普氏指数延续高位，进口量同比大幅增加

根据统计局数据显示，1-9 月非主流矿累计进口 1.5 亿吨，累计同比增加 25%；其中印度提供了主要增量，占比约为 61%，主要原因为印度恢复了铁矿石出口关税。

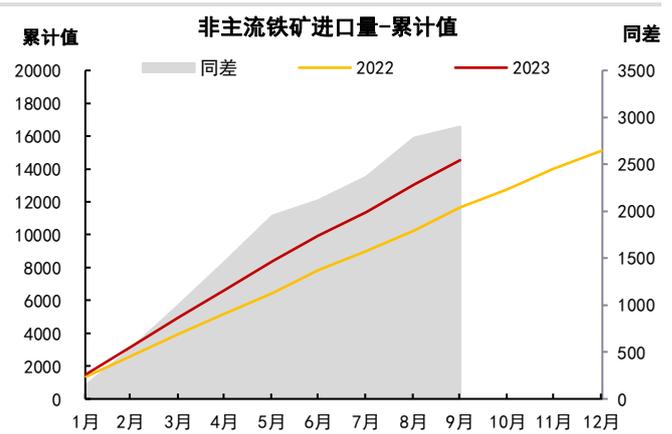
非主流矿进口长期来看与普氏价格呈正相关关系，今年以来普氏价格指数延续高位，刺激出大量非主流矿的发运；并且由于国内钢厂持续复产，中国对于铁矿的需求也较为强劲，非主流矿发往我国的比例也有所增加。

图表39：非主流矿进口与普氏价格呈正相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表40：我国非主流矿进口（万吨）



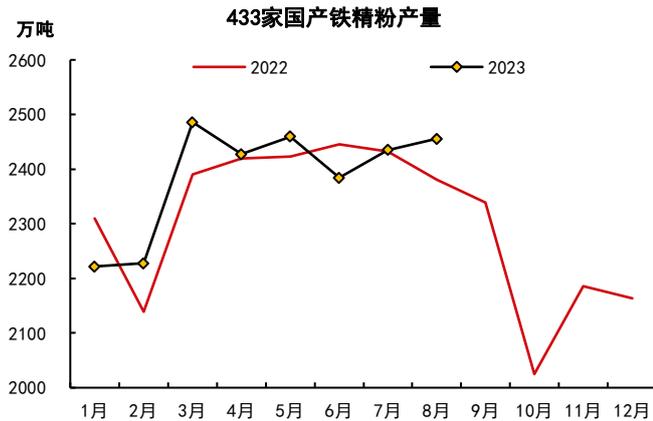
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

（3）国产矿：环保影响减少，产量稳步回升

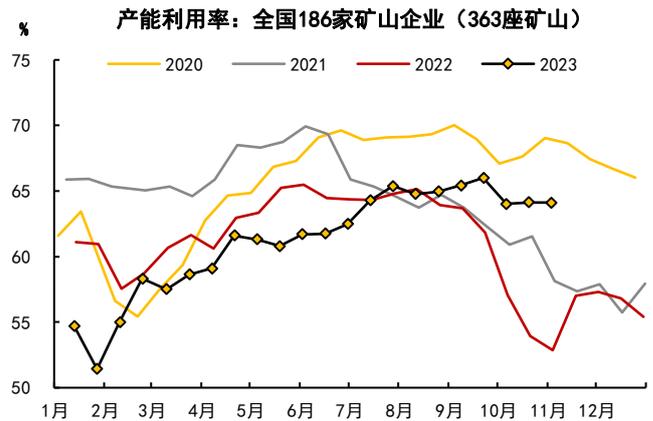
由于“基石计划”提出，到 2025 年国内矿产量达到 3.7 亿吨，目前国产铁精粉产能稳步增加，但受制于国内终端需求及环保限产等外部影响，国内矿山增产较缓。

从 433 家矿山产量数据来看，1-8 月累计产量 1.9 亿吨，累计同比增加 158 万吨。自去年 9 月河北迁西、山西代县个别矿山发生安全事故，导致区域内矿山采矿全停，10 月份内矿产量大幅下降后，内矿产能逐步修复；但由于内矿性价比的问题，国内矿山未达到满产运行，铁精粉同比增量依然偏弱。

根据最新的新闻报道，鞍山市陈台沟铁矿项目（国内特大型黑色地下深井矿山之一），目前开发已进入实质性推进阶段；并且去年年底沙河市白涧铁矿勘探项目也已圆满收官，进入探转采阶段。预计在一系列政策推动下，国内铁矿的增产潜力有望进一步释放，在未来 2-3 年内维持高速增长。

图表41： 国产铁精粉产量（万吨）


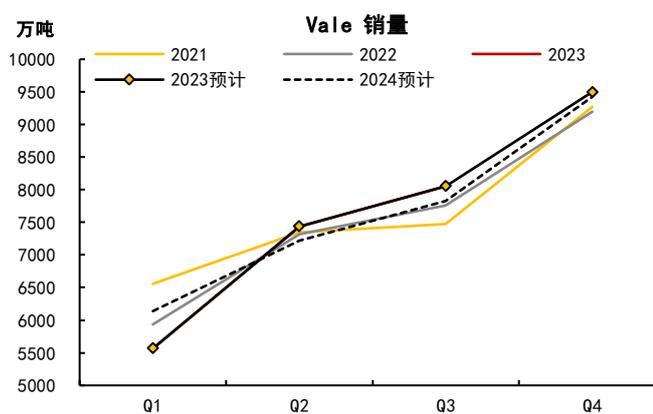
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表42： 内矿产能利用率（%）


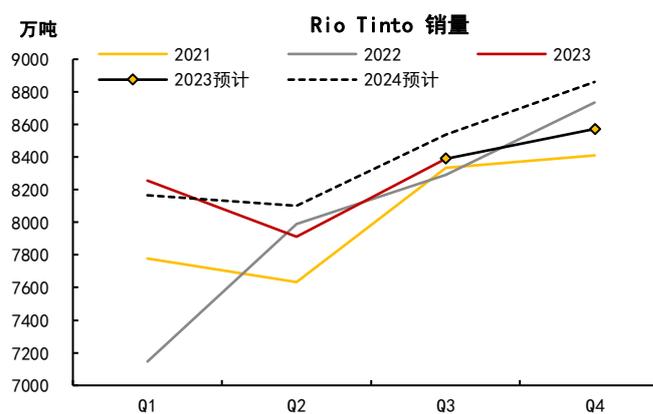
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、铁矿供给展望：主流矿稳步增加，矿价决定非主流增量

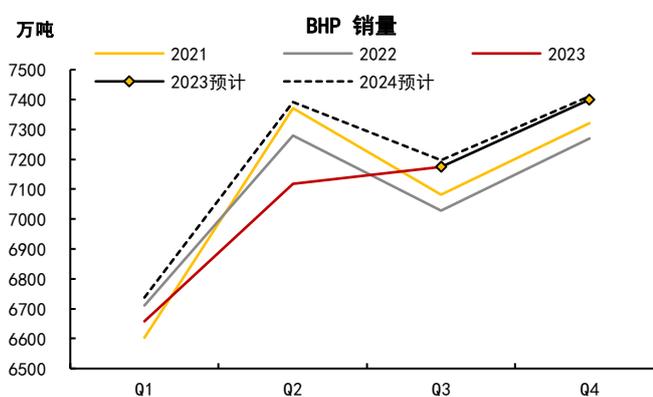
主流矿山方面，以各矿山目前的销量情况、年报目标进行季度级别的预估，四大矿山 2024 年总发运量预计在 1500 万吨左右；并且根据不同矿山发往国内的平均比值得出，2024 年我国主流矿进口增量约在 1300 万吨左右。

图表43： 淡水河谷销量预测（万吨）


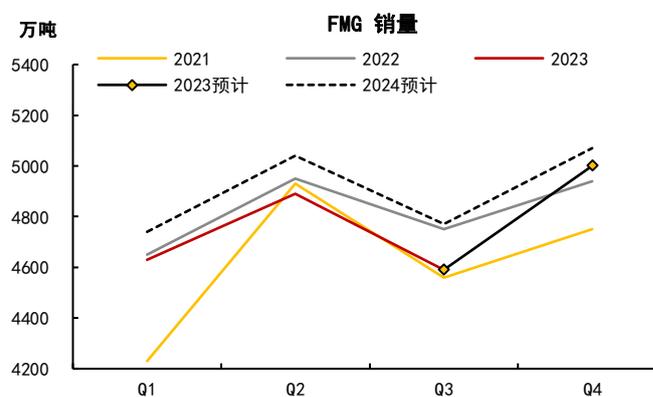
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表44： 力拓销量预测（万吨）


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表45： 必和必拓销量预测（万吨）


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表46： FMG 销量预测（万吨）


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

非主流矿山方面，除去主流矿山，我们统称海外其余矿山为非主流矿山。非主流

矿山由于完全成本较高，因此铁矿石的价格将会影响它整体的发运水平。

进入 2024 年，国内终端需求或有所回暖，在钢厂的复产进程中，对于原料的刚需依然存在，并且由于主流矿山的供应增量有限，供需偏紧或放大铁矿石价格涨幅，进而刺激非主流矿的供应。

上半年，国内钢厂积极复产，并且海外供应处于季节性淡季，供需偏紧或导致铁矿石价格延续高位，或继续刺激非主流矿的供应。但进入下半年，主流铁矿供应逐步增加，非主流供应将逐步减少，预计 2024 全年非主流矿发运约为 1500 万吨，折至我国进口量同比约增加 1000 万吨。

国产矿方面，我们预计内矿产量约同比增加 500 万吨左右，恢复至 2021 年前的水平。

四、供需推演：我国需求回升，全球格局过剩

供给端，2024 年随着 FMG 新项目的供应增加，预计四大矿山发运同比增加 1500 万吨左右，按历史发运比例计算，折至中国量约为 1300 万吨左右。非主流方面，Mineral Resources 在 2024 年 6 月有新增产能落地、印度铁矿石出口关税影响减弱，若矿价维持当前价格，预计供应同比增加 1500 万吨左右，折至中国约 1000 万吨。国产端，若外部干扰因素较少，预计 2024 年供应同比回升 500 万吨，恢复至 2021 年前的水平。

需求端，我们预计 2024 年内需有所回暖，国内铁水产量同比增加 1000 万吨，折铁矿需求约 1650 万吨；但海外由于经济复苏缓慢，铁水产量预计难以明显回升。

整体来看，我国铁矿需求随着内需的回暖小幅增加，而海外的高炉复产仍有压力；若矿价维持当前价格，全年供需将有所过剩，但体量有限。

展望未来，由于我国钢铁产能过剩，并且在“碳达峰、碳中和”的大背景下，废钢对铁水的替代效应逐步显现，后续对于铁矿的需求难有明显增量；而海外方面，由于经济修复缓慢，铁矿的需求增量也相对有限。供给端，主流矿山的发展集中于 ESG 方向；非主流由于成本高位，新增产能也相对较少，若后续铁矿需求下降导致价格中枢下移，非主流端也难有明显增产。长期来看，未来铁矿的供需两面都将缺乏弹性。

图表47：全球铁矿平衡表预估（WSA）

生铁产量（百万吨）	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
中国	780	808	889	869	864	894	903
全球除中国外	481	473	431	483	438	434	435
全球	1261	1281	1320	1352	1302	1328	1338
全球直接还原铁	107	112	106	119	124	131	133
全球铁矿需求	2257	2298	2353	2427	2353	2408	2427
同差	147	41	54	74	-74	55	20
铁矿（百万吨）	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023E	2024E
四大矿山	1165	1083	1097	1110	1106	1128	1143
非主流+内矿	1197	1293	1226	1367	1230	1289	1309

全球铁矿产量	2362	2376	2323	2477	2336	2417	2452
同差	-20	14	-53	154	-141	81	35
供应-需求	105	78	-30	50	-17	9	25

资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

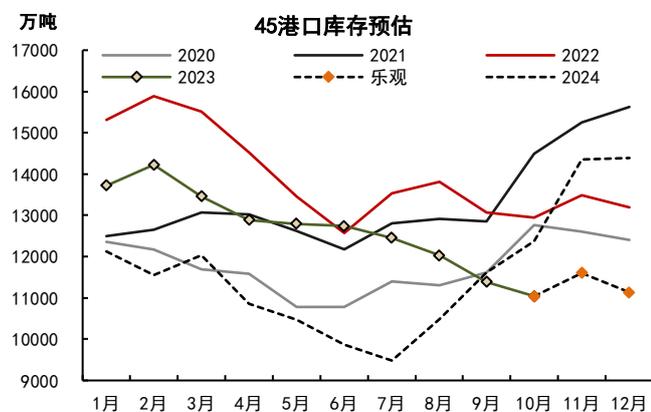
五、总量与结构矛盾：上半年格局难以宽松

正如前文所说，铁矿供应端新增产能较少，主要以各矿山提升效率来增加发运量。并且需求方面，海外经济下行，高炉复产缓慢，对于铁矿的需求未见回升；虽然随着政策利好的落地，2024 年国内需求或小幅回升，但整体体量有限。在此背景下，铁矿供需两端都相对平稳，随着国内钢厂的季节性减产，以及海外的供应增量，港口库存总量在下半年逐步转松。

因钢厂利润持续低位，对于中低品位的铁粉矿需求强劲；港口 PB 粉、麦克粉、纽曼粉、金布巴等主流品种库存持续下降，现货市场甚至出现了阶段性紧张的问题。目前随着四季度澳洲矿山的发运冲量，MNPJ 库存逐步回补。若不发生行政性限产，钢厂利润难以大幅走扩，2024 年中低品矿的需求或依然强劲；并且力拓及必和必拓的整体增量有限，中低品矿供需持续偏紧。

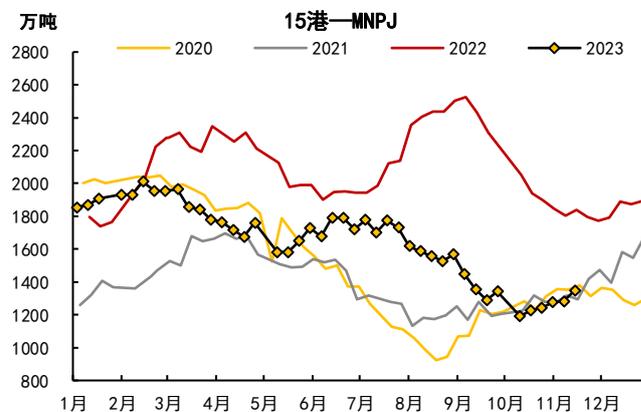
总的来说，2024 上半年铁矿石总量及结构性供需维持偏紧格局。

图表48： 45 港口库存预估（万吨）



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表49： MNPJ 港口库存（万吨）



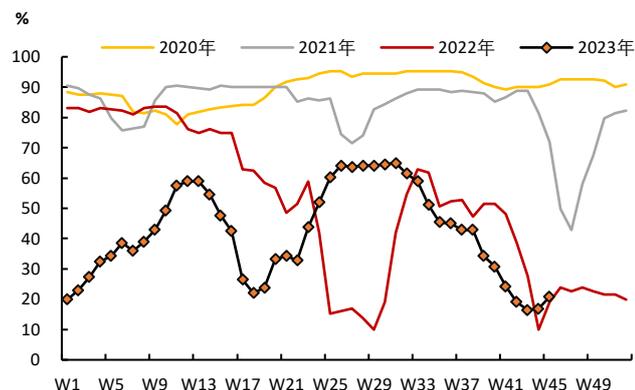
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

六、补库驱动：钢厂利润偏低，延续厂内低库存

由于钢厂利润较低，并且钢材现实需求疲软，钢厂原料库存大幅低于同期水平，经营策略也转变为刚需补库。

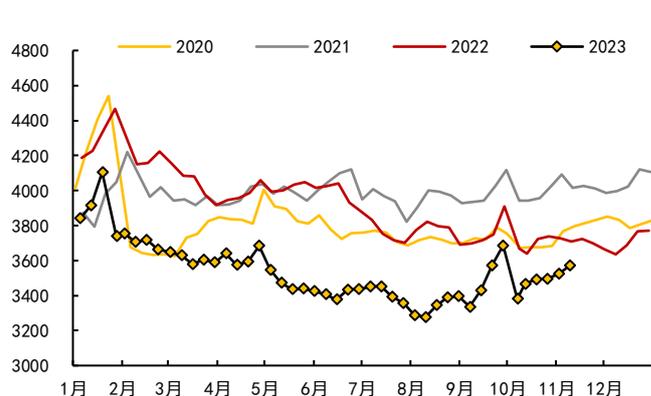
目前来看，国家层面定调经济稳增长，陆续出台新政策提振市场信心，随着各项政策逐步落地，2024 年的用钢需求或有所回暖，后续铁矿需将进一步回升，但由于整体增涨空间有限，以及钢厂利润持续偏低，预计钢厂会延续厂内低库存的经营模式。

图表50: 247家钢厂盈利率(%)



资料来源: Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表51: 进口矿厂内库存(万吨)



资料来源: Wind、Mysteel、中信期货研究所

七、总结：基本面矛盾有限，宏观影响价格区间

供给端，2024年预计四大矿山发运同比增加1500万吨左右，按历史发运比例计算，折至中国量约为1300万吨。非主流方面，预计供应同比增加1500万吨左右，折至中国约1000万吨。国产端，若外部干扰因素较少，预计2024年供应同比回升500万吨。

需求端，预计2024年内需有所回暖，国内铁水产量同比增加1000万吨，折铁矿需求约1650万吨；但海外由于经济复苏缓慢，铁水产量预计难以明显回升。

展望2024年，铁矿石自身呈现“前紧后松”的基本面格局，并且像盘面对标的PB粉等中低品矿，将延续供需偏紧的格局，进而放大其价格波动幅度。产业层面，上半年钢厂积极复产支撑原料刚需，下半年则需关注是否会发生政策性限产问题。宏观层面，主要的干扰来自海外的加息时间以及国内政策的不确定性。

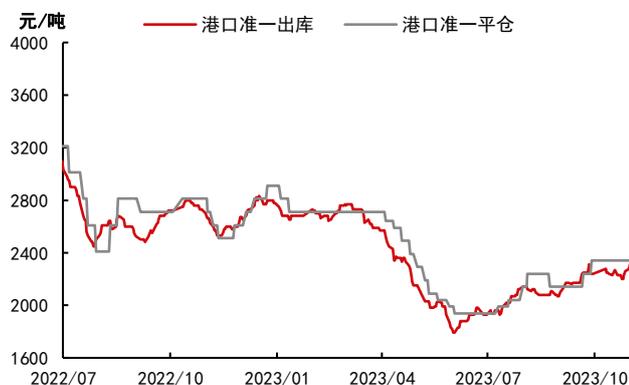
风险因素：钢厂原料加速补库（上行风险）；发改委加强价格监管，粗钢平控政策趋严（下行风险）。

第三部分 焦炭：需求维持韧性，焦钢博弈持续

回顾 2023 年，上半年受到宏观经济预期转向和碳元素供应增量释放的双重影响，国内焦炭价格急转直下。下半年宏观情绪向好，焦炭成本支撑较强，钢厂减产不及预期，焦钢博弈持续，焦炭跟随焦煤强势上涨。

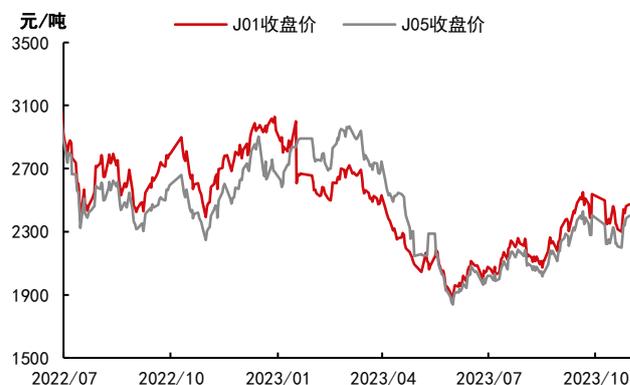
展望 2024 年，地产低迷形势持续，基建投资维持韧性，钢材出口维持一定增速，焦炭需求跟随铁水产量，预计总量同比小幅增加。供应端，虽 4.3 米以下焦炉集中淘汰，但是焦化产能充足，焦炭供应弹性较大，焦企生产受到下游需求及焦化利润引导。总体来看，焦炭供需矛盾并不突出，成本端支撑仍存，焦炭行情节奏整体跟随钢材需求的季节性淡旺季规律，同时需关注政策因素对宏观交易情绪的影响。

图表52：焦炭现货价格走势



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表53：焦炭期货价格走势



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

一、焦炭需求：终端支撑仍存，需求维持韧性

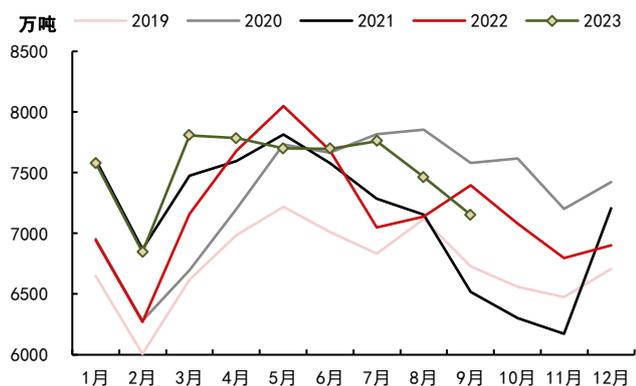
1、国内需求：终端支撑仍存，需求维持韧性

焦炭需求取决于下游生铁产量，2023 年 1-9 月，国内生铁累计产量 6.75 亿吨，同比增长 2.8%。其中，9 月生铁产量 7154 万吨，环比-4.1%，同比-3.2%。

2023 年以来，国内生铁产量整体波动幅度较上一年较小。上半年，伴随地产融资及销售端宽松政策逐步落地，以及疫情管控解除，黑色板块旺季需求预期向好，叠加年前焦炭提降向钢厂让利，高炉生产积极性较强，铁水产量持续回升。下半年，钢厂盈利偏低，但是成材产业端矛盾并不明显，钢产减产不及预期，铁水产量维持在同比高位。

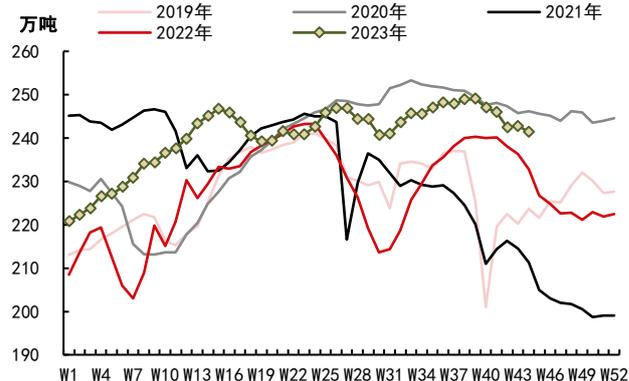
展望 2024 年，影响生铁产量的主要因素仍然是钢材终端需求。预计地产持续低迷，基建投资维持韧性，钢材出口维持一定增速，全年钢材需求小幅增加。如前文所述，预计全年铁水产量增量约为 1000 万吨，国内焦炭需求总量铁水产量小幅增加。同时，我们仍然需要警惕粗钢平控政策对焦炭需求的压制。

图表54：国内生铁产量季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表55：247家钢厂铁水日产量季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

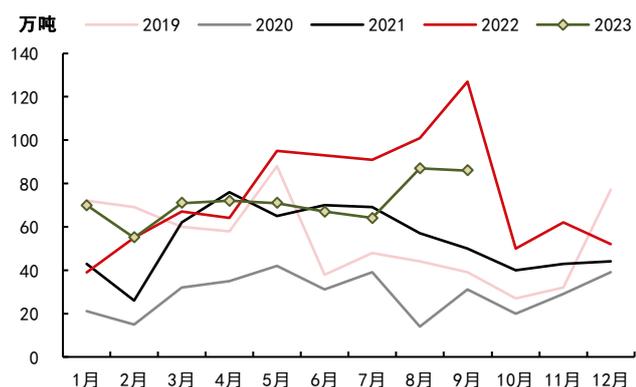
2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持中性

2023年1-9月，我国累计出口焦炭643万吨，同比-11.9%。其中，9月出口86万吨，环比-1.1%，同比-32.3%。同时，2023年1-9月，我国累计进口焦炭21.3万吨，同比-41.4%。

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。

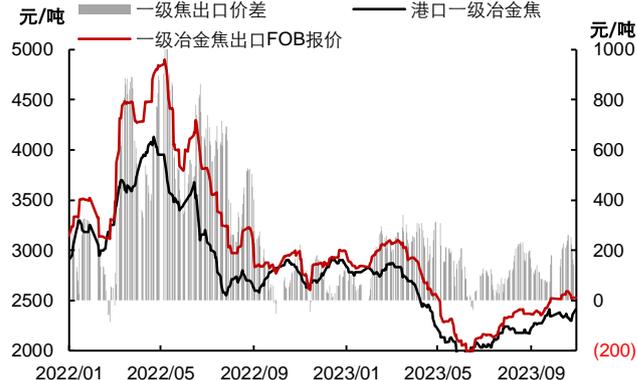
展望2024年，在全球流动性延续收紧的大背景下，海外焦炭需求难有明显起色，预计我国焦炭出口总体维持中性偏弱水平，出口总量约为850万吨。相较于国内焦炭需求，出口需求在总需求中占比较小，在国内焦化产能相对充裕的背景之下，出口需求对国内焦炭市场的影响相对有限。

图表56：焦炭出口季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表57：焦炭出口价差

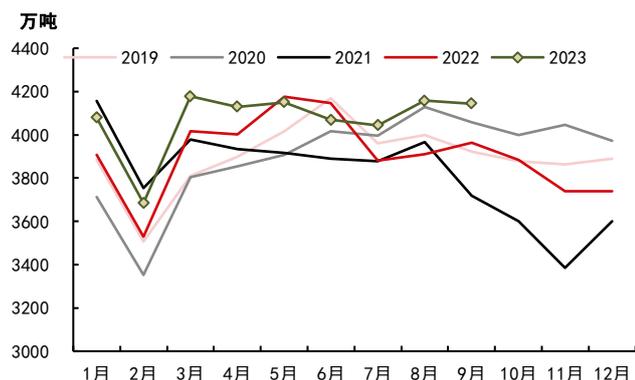


数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，产量受需求和利润引导

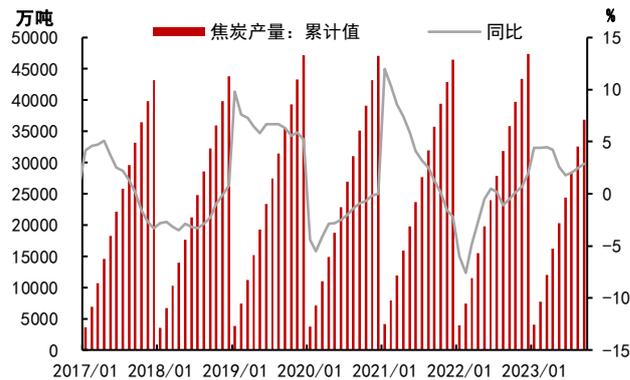
2023年1-9月，全国焦炭累计产量为3.68亿吨，同比增加2.9%。9月，焦炭产量4144万吨，同比+4.5%，环比-0.3%。

图表58：焦炭产量季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表59：焦炭产量累计值



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

1、焦炭产能充足，政策限制减弱

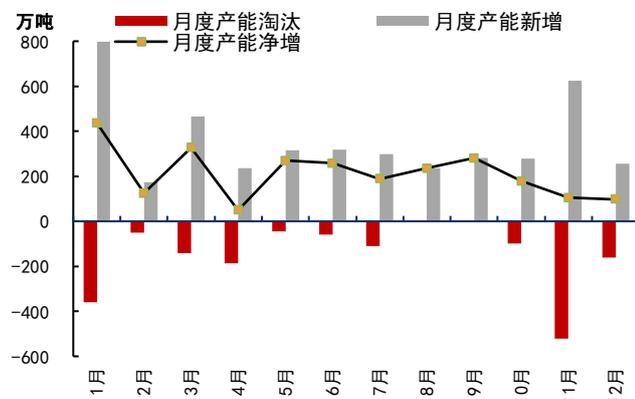
近几年来，焦炭产能的变化一直是市场关注的焦点，2021 和 2022 年焦炭产能每年净新增约 2500 万吨，2023 年焦炭产能预计净淘汰 200 万吨。在落后产能退出的过程中，焦炭产能阶段性紧张的情况时有发生。目前来看，焦化产能已经不再是制约焦炭生产的核心要素。

从产能的角度来看，当前焦化行业产能充足，截至 9 月底，全国冶金焦在产产能 56498 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下产能约 10123 万吨，5.5 米及以上产能约 46375.2 万吨。

山西省明确今年 10 月底将全面关停退出碳化室高度 4.3 米及以下焦炉，当前全省涉及相关产能 1963 万吨，同时四季度集中淘汰落后产能的压力相对较大，届时配合原料冬储补库需求，需关注是否会出现短阶段供需错配。

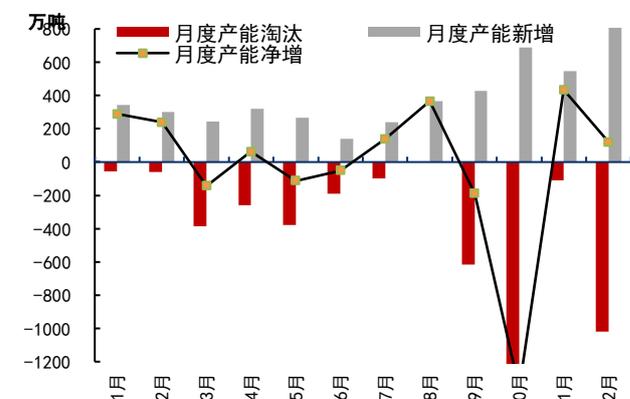
当前全行业独立焦企产能利用率平均在 75%左右，焦化产能较为充裕。产能置换对焦企正常生产的影响不大，“能耗双控”已经成为伴随焦化行业高质量发展的长期目标和常态化要求，对焦化生产的集中性限制弱化。

图表60：2022 年焦炭产能淘汰与新增统计



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表61：2023 年焦炭产能淘汰与新增预估



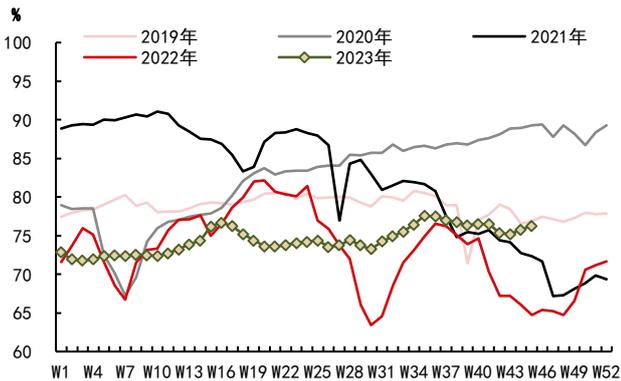
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

2、供应弹性较大，需求及利润引导生产

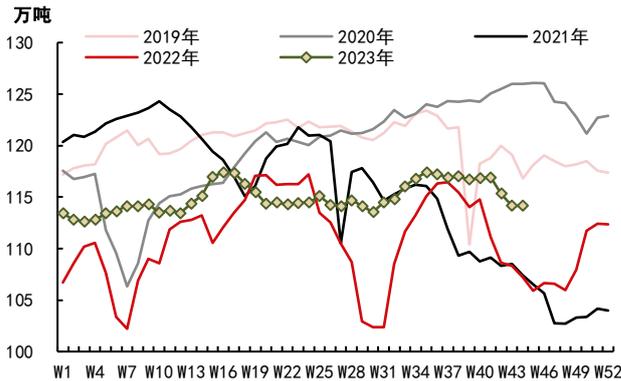
回顾 2023 年，政策性限产、产能约束等外部扰动减弱之后，焦化厂生产主要受

到下游需求及焦化利润的引导。2022 年四季度以来，由于下游钢厂利润持续偏低，成本压力向上游转移，焦化利润长期受到抑制，焦企提产积极性有限，全年独立焦企产能利用率维持中性水平。

展望 2024 年，焦化行业产能充足，焦炭供应弹性相对较大，焦炭供应仍将配合下游需求，同时受到焦化利润引导，实现供需两侧的动态平衡。若明年铁水产量增长 1000 万吨，考虑到焦炭出口维持中性，预计焦炭产量随之增长 500 万吨左右。

图表62：独立焦企产能利用率


数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

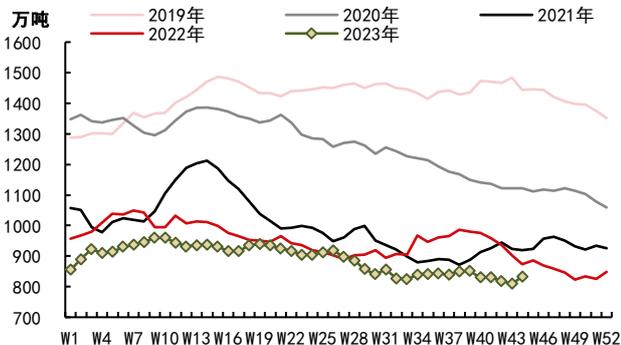
图表63：焦炭日均产量季节性


数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

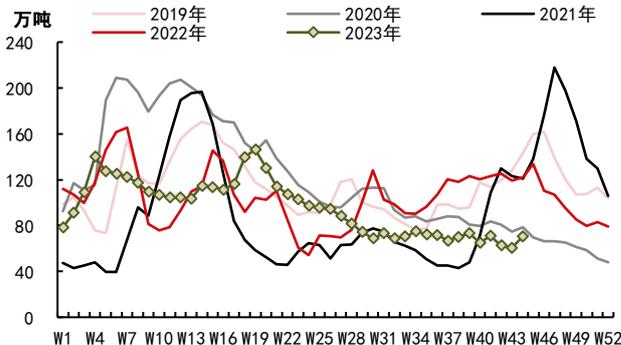
三、市场展望：需求维持韧性，焦钢博弈持续

回顾 2023 年，焦企生产节奏基本跟随下游需求，焦炭供需总量矛盾并不突出。受制于钢材终端弱需求和钢材低利润，钢厂按需采购为主，产业链库存维持往年低位，库存蓄水池作用的减弱，使得价格的波动易受到补库需求的释放而放大。

展望 2024 年，焦炭供应仍会跟随下游需求，供需总量相对平衡。成本端，焦煤供给仍有增量，焦煤价格稳中偏弱，成本支撑趋于转弱。焦企作为中间加工环节，焦化利润在中长期内都将维持较低水平。总体来看，焦炭价格变化的主要驱动在于需求端，价格将主要跟随钢材需求的季节性波动，在需求旺季和高炉复产周期，叠加产业链常态化低库存，焦炭价格存在阶段性反弹机会。

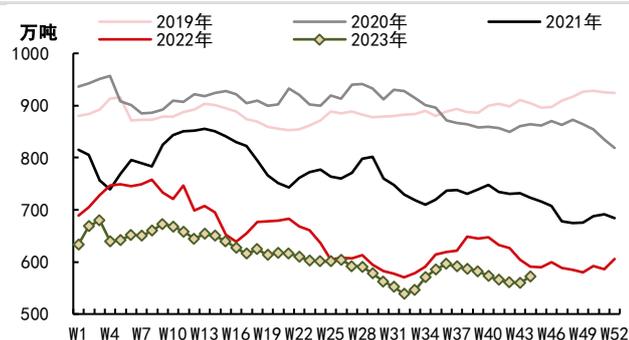
图表64：焦炭总库存季节性


数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表65：全样本独立焦企焦炭库存季节性


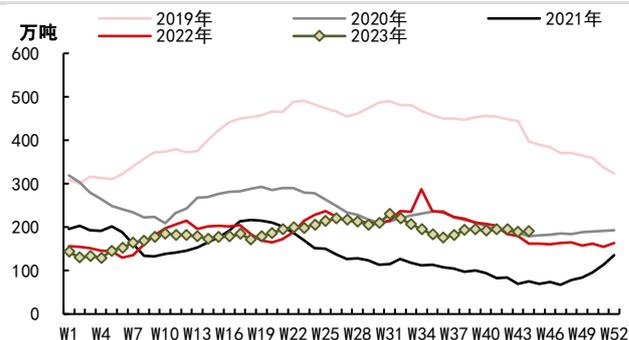
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表66：247家钢厂焦炭库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表67：港口焦炭库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

风险因素：原料成本坍塌、粗钢压产政策（下行风险）；煤矿安检限产、政策刺激超预期（上行风险）

第四部分 焦煤：供需仍有增量，低库存放大价格弹性

回顾 2023 年，上半年在煤炭保供稳价的政策背景之下，国内炼焦煤产量及进口量显著增长，我国焦煤供需结构由紧平衡过渡为相对平衡，伴随焦煤供应快速增加，焦煤供需过剩压力加剧，加之宏观预期向“弱复苏”转向，焦煤价格大幅下挫。下半年以来，煤矿事故频发，产地安检趋严，焦煤供应边际收紧，同时下游铁水延续高位，供弱需强叠加低库存背景下焦煤价格强势上涨。

展望 2024 年，需求端，钢材终端需求支撑仍存，焦煤需求预计小幅增长；供给端，煤炭保供与煤矿安检并重，国内焦煤供应相对平稳，蒙煤和俄煤仍有增量空间，预计焦煤进口稳中有增。总体来看，供需仍有增量，供需总体趋于宽松，价格弱稳运行，但是低库存将会放大价格弹性，随着下游补库需求释放，焦煤价格亦有反弹可能。

图表68：焦煤现货价格走势



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表69：焦煤期货价格走势



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

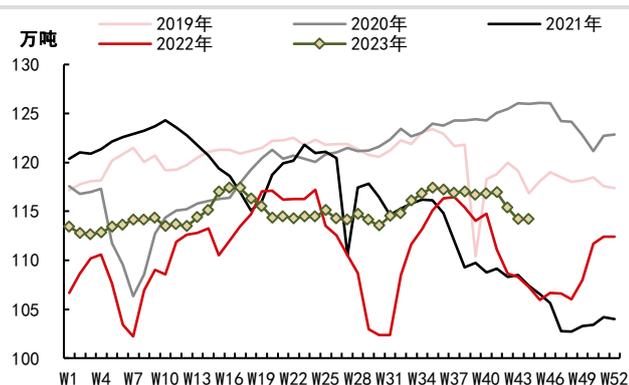
一、焦煤需求：钢材需求仍有韧性，焦煤刚需仍存

焦煤需求取决于国内焦炭产量，进而取决于高炉生铁产量，最终由钢材需求决定。从下游焦煤库存来看，去年下半年以来，焦钢企业库存天数整体下降，焦煤产业链低库存已成常态。今年焦煤市场情绪悲观，焦钢企业有意控制焦煤到货，焦钢企业焦煤库存可用天数最低跌破十天，库存偏低逐渐常态化。

回顾 2023 年，上半年强预期带动高炉复产提升焦煤日耗，负反馈走向现实压制焦煤需求；下半年，钢厂减产不及预期，铁水产量淡季不淡，叠加产业链库存普遍偏低，焦煤刚需支撑较强。

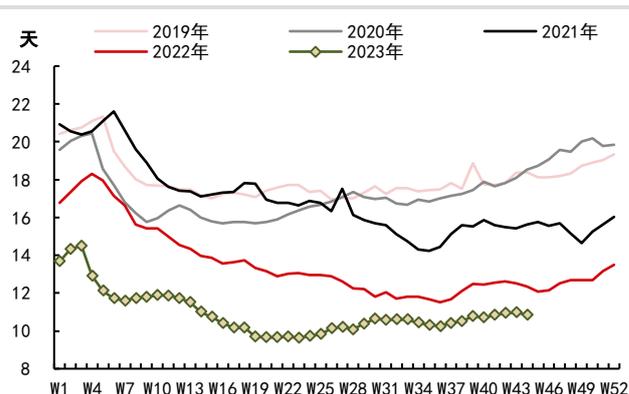
展望 2024 年，基于前文分析，国内焦炭供应将跟随铁水产量小幅增加，预计焦炭产量同比增加 500 万吨左右，由此带来 750 万吨左右的焦煤需求增量。从需求节奏来看，基本遵循钢材终端需求的季节性规律，焦钢企业复产或冬储补库将阶段性支撑焦煤需求。

图表70：焦化厂+钢厂焦炭日产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表71：钢厂+焦化厂焦煤库存可用天数季节性



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口稳中有增

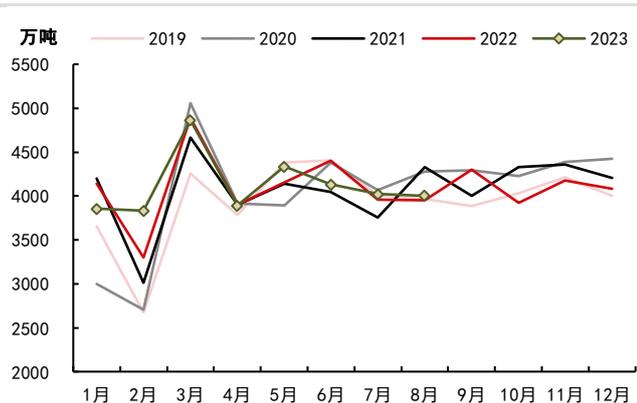
1、国内：保供与安检并重，供应总体平稳

2023年1-8月，国内焦煤累计产量3.29亿吨，同比增长0.8%。

回顾2023年，在煤炭保供稳价的政策背景下，我国煤矿生产节奏相对平稳，焦煤供应同比有所增长。6月以来，各地煤矿安全事故频发，煤矿安全检查总体趋严。从汾渭数据统计的样本煤矿周度产量来看，8-9月国内焦煤产量下滑明显，10月之后随着前期停产限产煤矿逐步复产，但焦煤供应缓慢恢复，供应弹性相对有限。

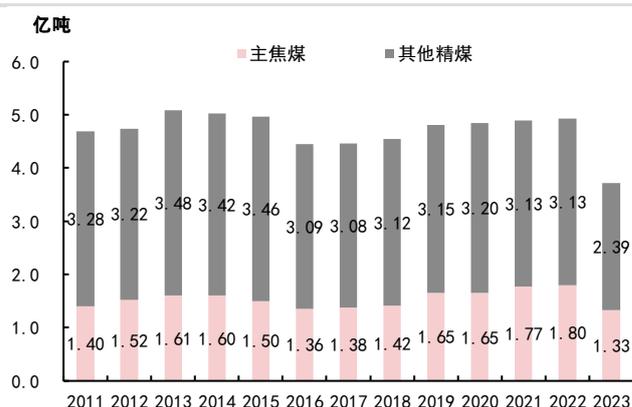
展望2024年，煤炭保供与煤矿安检趋严并重，同时“双碳”政策以及煤矿资源禀赋问题制约国内焦煤增产的持续性，煤矿生产弹性较小，国内供应总体平稳，增量空间有限。同时主焦煤稀缺问题依旧突出，主焦煤产量占国内炼焦精煤比例不足40%，增量空间有限。

图表72：国内焦煤产量季节性-月度



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表73：炼焦精煤产量



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

2、进口：进口环境相对宽松，蒙煤和俄煤进口仍值期待

根据海关总署公布的进口数据，2023年1-9月，我国累计进口焦煤7314万吨，同比增长61%。其中9月焦煤进口数据为1082万吨，环比+13%，同比+58%。

从主要进口来源国来看，蒙古焦煤进口3771万吨，占比51.6%；俄罗斯焦煤进

口 2029 万吨，占比 27.7%；加拿大焦煤进口 559 万吨，占比 7.6%；美国焦煤进口 411 万吨，占比 5.6%；印尼焦煤进口 289 万吨，占比 4.0%；澳大利亚焦煤进口 171 万吨，占比 2.3%。

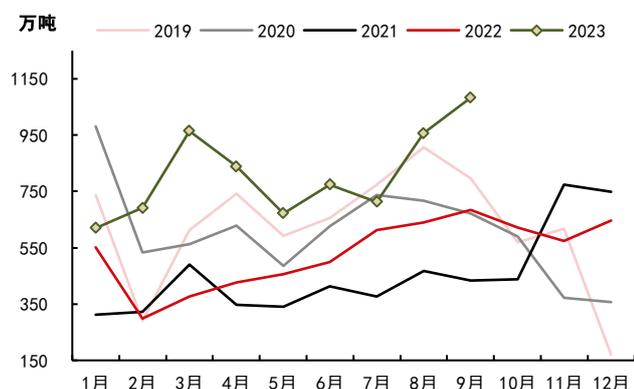
蒙煤方面，蒙古现已成为我国第一大焦煤进口国，年内蒙煤口岸通关量持续增长，甘其毛都口岸日均通关量维持在千车左右，距通关峰值 1400-1500 车仍有提升空间。同时嘎顺苏海图-甘其毛都铁路若能投入使用，则可进一步提升通关效率。根据 2024 年蒙古国预算，煤炭出口量将达到 6000 万吨，较 2023 年中预测的目标同比增加 1000 万吨。2024 年预计蒙煤进口稳中有增，继续对我国焦煤供应形成重要补充。

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，俄罗斯焦煤产量以及铁路运输能力均有进一步增加的空间，故 2024 年俄罗斯焦煤进口仍有增量期待。但是煤炭出口关税的落地或将抑制部分俄煤贸易商出口的积极性，俄罗斯宣布自 2023 年 10 月 1 日起到 2024 年年底，对包括煤炭在内的多种商品实施弹性出口关税，关税税率与卢布汇率挂钩，大多商品出口关税税率为 4%至 7%。

由于印度等国际终端对澳煤需求量偏高，澳洲焦煤供给增量有限，使得澳煤价格较为坚挺，澳煤进口窗口难以打开。对于来自美国、加拿大的海运煤，由于进口利润一般，运费高，船期长，我国贸易商进口积极性不高，该部分进口对我国焦煤整体供应的补充作用较为有限。

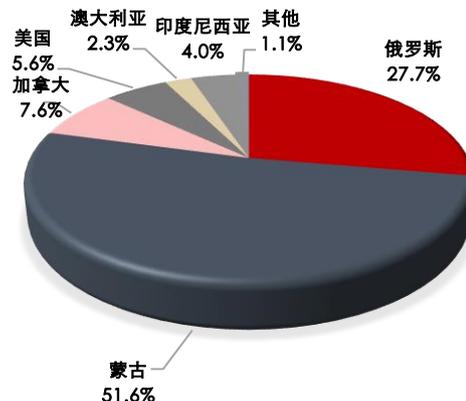
总体来看，2024 年焦煤进口环境依旧会维持相对宽松，但实际进口量会受到国内需求的调节，预计同比增量在 1000 万吨左右。

图表74：焦煤进口量季节性



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表75：1-9 月各国焦煤进口量占比



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

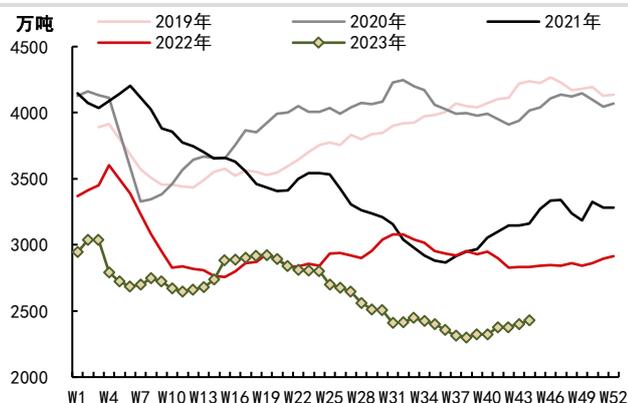
三、市场展望：供需仍有增量，结构矛盾仍存

回顾 2023 年，上半年焦煤供应大幅增加，需求表现较差，煤矿端库存压力较大，焦煤价格大幅下挫。下半年以来，煤矿事故频发，产地安检趋严，焦煤供应边际收紧，同时下游铁水延续高位，供弱需强叠加低库存背景下焦煤价格强势上涨。

展望 2024 年，需求端，钢材终端需求支撑仍存，焦煤需求预计小幅增长；供给端，煤炭保供与煤矿安检并重，国内焦煤供应相对平稳，蒙煤和俄煤仍有增量空间，预计焦煤进口稳中有增。总体来看，供需仍有增量，供需总体趋于宽松，价格弱稳运

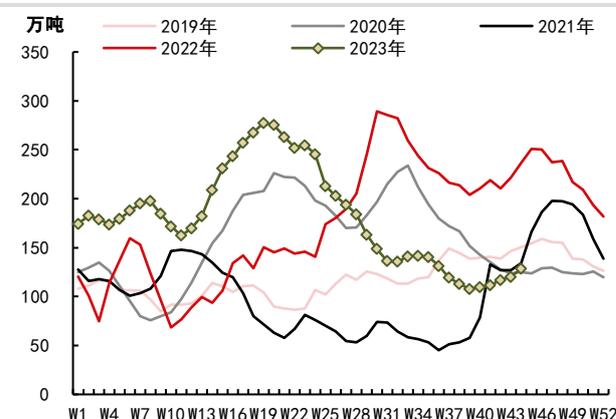
行，但是产业库存偏低，主焦煤供给弹性较弱，叠加海外需求边际支撑，价格下方支撑仍存，随着下游补库需求释放，焦煤价格亦有反弹可能。

图表76：焦煤总库存季节性



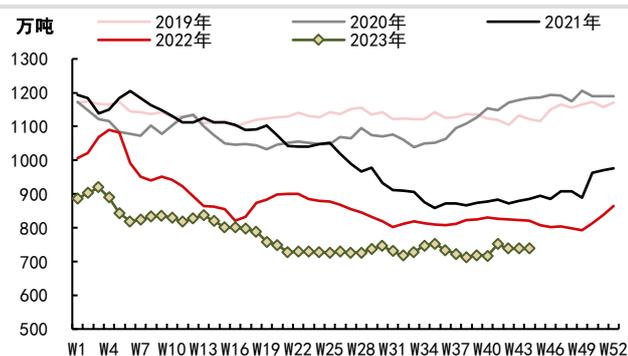
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表77：煤矿精煤库存季节性



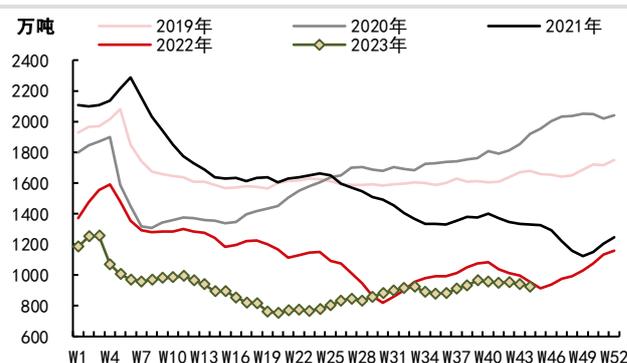
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表78：247家钢厂焦煤库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表79：全样本焦企焦煤库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

风险因素：粗钢压产政策、进口增速过快（下行风险）；政策刺激超预期、煤矿安检限产（上行风险）。

第五部分 铁合金：行业产能充裕，成本中枢持稳

一、硅铁：产能格局宽松，成本定价为主

上半年，随着宏观经济各项指标复苏，下游开工逐步推进，市场情绪于3月份达到高潮，铁合金供应回升速度显著快于需求，旺季需求落空后，硅铁供给前期减产较为充分，但由于成本端持续下移，价格跟随能源成本一路下行。进入下半年，随着宏观调控政策发力，硅铁供需两端利空缓和，行情呈现底部震荡偏强的态势，一度因能耗预警或错峰用电等情况导致价格有所波动，但供应整体方面的扰动相对有限。

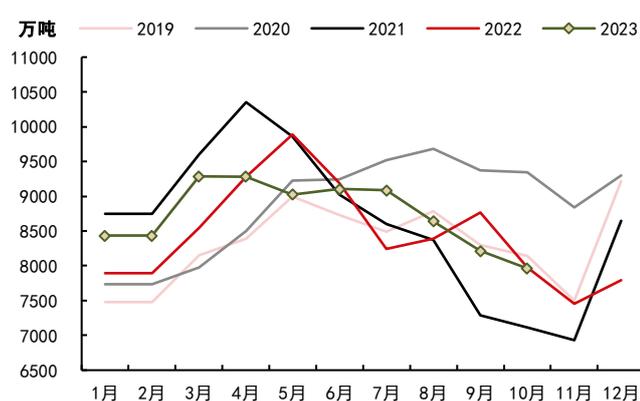
全年来看，硅铁需求相较往年偏弱，产能宽松格局下，行业利润难以扩张，行情主要受到成本端影响。由于能源方面保供稳价取得成效，核心产区大工业用电价格全年降幅明显，硅铁估值呈现重心逐步下移的态势。

1、硅铁需求：炼钢需求预期向好，制镁、出口需求持稳

1.1、钢材：宏观政策偏暖，需求预期向好

硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过70%。2023年1-10月，粗钢累计产量87,470万吨，较去年同期增加1,413万吨，同比增幅1.62%；其中10月粗钢产量7,963万吨，环比减少252万吨，降幅3.07%。下半年宏观经济整体持稳运行，政策面持续偏暖，地产前端数据依旧疲敝，但多地大幅放松购房限制；基建逆周期调节持续发力；叠加制造业、出口需求方面增量明显，钢材需求整体未出现下滑，支撑硅铁需求。

图表80：月度粗钢产量季节性（统计局口径）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表81：硅铁产量与粗钢产量走势对比



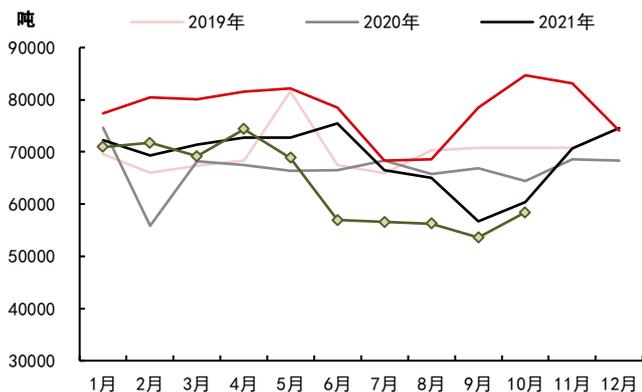
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望2024年，钢材需求或将维持增长，在没有粗钢平控的情况下，硅铁炼钢需求存在增量。万亿国债增发给基建端带来较为可观的施工需求前景，“逆周期调节”力度来年依旧可期；与此同时，中央与地方政府在地产行业领域政策动作频频，前端销售及新开工同比降幅逐步收缩。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求或将呈现前高后低的状态，上半年对硅铁需求或将保持较高韧性。

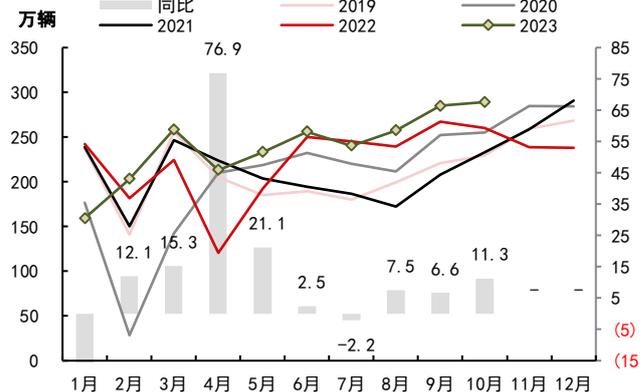
1.2、金属镁：下游产销回升，需求稳中向好

硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在15%左右，国内金属镁产量在世界的占比

超过了 80%，多应用于汽车相关行业。2023 年 1-10 月，金属镁累计产量 63.7 万吨，较去年同期减少 14.3 万吨，同比降幅 22.5%；其中 10 月份产量为 5.84 万吨，环比增长 9.0%。2023 年，受国内汽车消费补贴退坡影响，汽车前端销售弱势，汽车现车市场库存压力较大，车企多选择降价促销；下半年，汽车消费政策持续加码，进入四季度效果逐渐凸显，汽车产销显著回升。除此之外，上半年榆林市府谷县对当地兰炭产能进行了整顿改造，影响部分金属镁产能。

图表82： 金属镁产量季节性


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

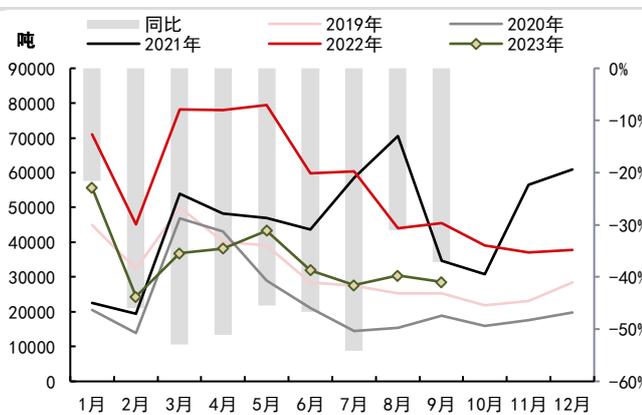
图表83： 汽车产量季节性


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

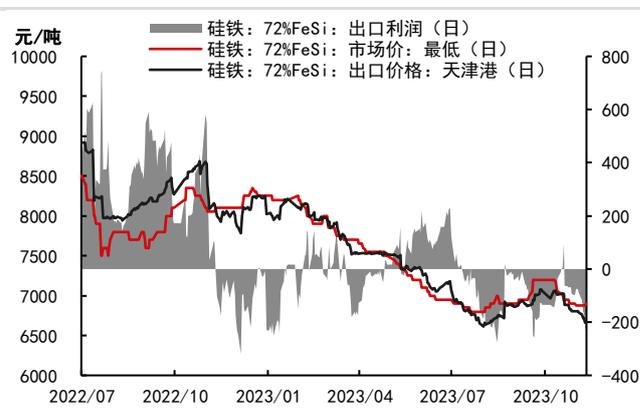
展望后市，需关注明年汽车消费相关政策的落地及产销情况。若汽车前端消费市场持续向好，金属镁需求将继续抬升。尽管兰炭整改停炉导致部分金属镁产线停工，但目前行业产能较为宽松，不会制约硅铁消费。

1.3、出口：内外价差收缩，出口维持弱势

一直以来，我国是硅铁净出口国。据海关数据，2023 年 1-9 月中国含硅量大于 55% 硅铁累计出口量为 31.7 万吨，同比减少 43.6%；其中 9 月出口量为 28,547 吨，环比下降 6.0%。今年硅铁出口同比下降较多，主要存在两方面原因，首先去年俄罗斯等传统硅铁出口国受海外地缘政治影响出口受限，国内硅铁出口大幅增加导致基数较高，其次海外货币政策环境始终偏鹰，实际需求受到制约。

图表84： 硅铁出口量月度季节性


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表85： 硅铁出口利润


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望明年，美联储货币政策继续加息意愿不强，海外主要经济体发生实质性衰退概率较小，预期出口或将持稳。

2、硅铁供应：现货利润显著回落，关注新增产能投产

2.1、利润：产能或有扩张，利润整体承压

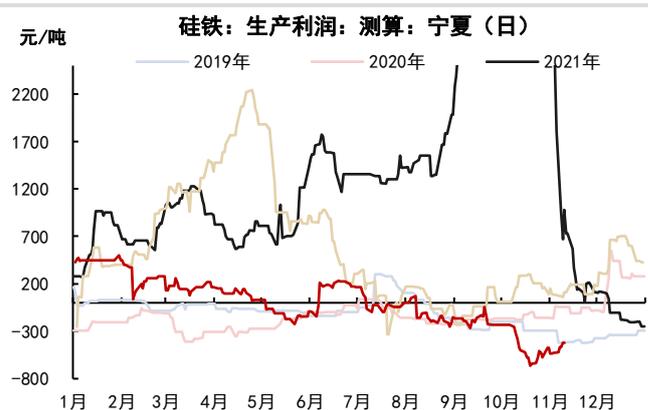
作为典型的高耗能品种，硅铁供应主要受利润和政策调节。硅铁行业产能利用率长期偏低，产能较为充裕，在供给端没有扰动的情况下利润空间有限。今年硅铁生产情况前高后低，上半年黑色板块出现减产“负反馈”，导致行业利润急剧收缩，下半年行业利润持续低位运行，尽管部分主产区出现能耗预警等扰动，但地方政府出于经济稳增长考量，对工业生产的实质性干预较为有限。

图表86：现货成本利润



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表87：现货利润季节性



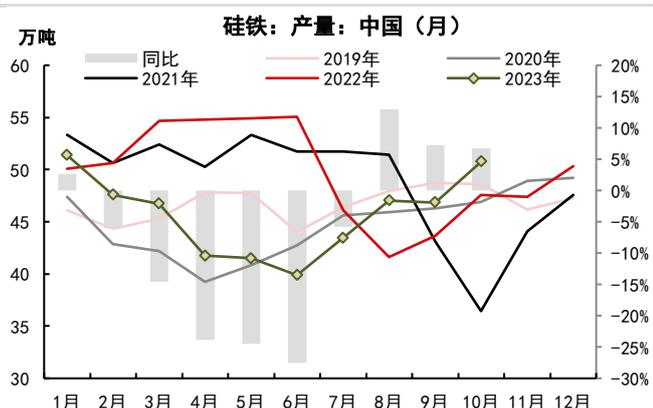
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望后市，在没有行政限产的情况下，硅铁生产利润难以大幅扩张。下游需求修复性反弹或将使得利润出现回升，但上方空间有限。此外，根据内蒙古《铁合金高质量发展》的意见，可再生能源电力使用在 60%以上且能达到能效标杆的新建铁合金项目，在产能置换过程中可无需淘汰旧产能，后续重点关注内蒙古地区铁合金行业新增产能的投产情况。

2.2、生产：产量低位回升，能控影响有限

2023 年 1-10 月，硅铁产量 456.9 万吨，较去年同期减少 42.2 万吨，同比降幅 8.5%，其中 10 月份产量 50.8 万吨，环比降幅 8.4%。上半年硅铁产能利用率整体呈现一路下行的态势，下半年触底回升至历史偏高水平。

图表88：硅铁月度产量季节性



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表89：136家硅铁企业日均产量



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

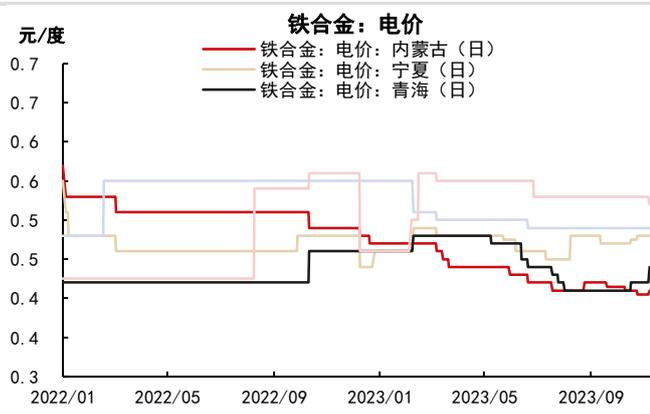
展望明年，硅铁产量将跟随需求动态调节。随着下游需求预期逐步改善，硅铁2024年产量同比或将超过今年；除此之外，需关注明年各主产区能耗情况以及地方政府对“碳达峰”相关政策的执行情况，若出现能耗双控导致的限产，硅铁供应或将受到一定程度的限制。

3、硅铁成本：能源价格估值中性，成本支撑相对稳健

3.1、总览：煤炭价格抬升，成本整体上移

从硅铁的成本结构来看，电费、兰炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费和兰炭，这两项成本占比接近80%。全年来看，硅铁主产区成本整体显著下降。能源领域保供稳价成果显著，电煤供应持续宽松，带动兰炭价格震荡下行，同时内蒙等主产区电费下调，成本整体下移较多。截止11月下旬，主产区硅铁成本约6650-6900元/吨左右。

图表90：主产区电费情况跟踪



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表91：兰炭现货出厂价

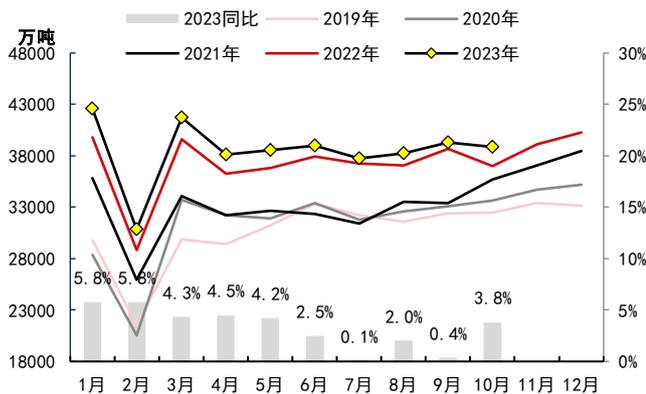


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

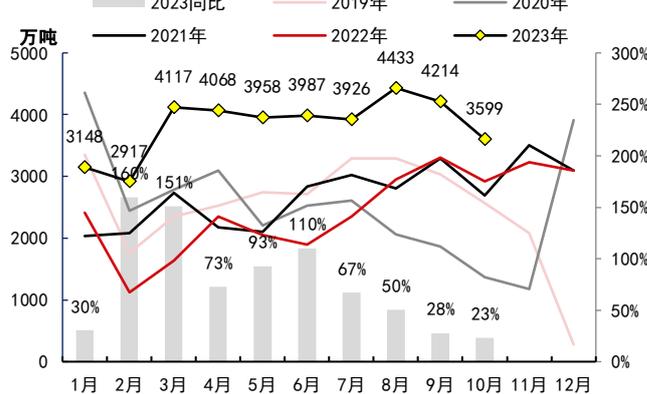
展望后市，由于现阶段煤炭供应存在“双轨制”矛盾，市场煤供需过剩情况不明显，预计明年硅铁成本上下空间均有限，中枢或将持稳。

3.2、电价与动力煤：供应增速放缓，疆煤或有补充

上半年国内供应维持高位，下半年原煤产量同比增速明显放缓。2023年1-10月，国内生产原煤38.3亿吨，同比增长3.1%，平均日产原煤1264万吨。煤炭保供与安监并重，供应弹性下降，高增速供应难以持续，预计供应维持低速增长。主要省份大力增产，煤炭生产集中度进一步提高，随着新疆对外运输通道能力的提升，疆煤外运的情况正在改善。1-10月份我国累计进口煤炭3.8亿吨，增加66.8%。煤炭进口依旧以印尼、俄罗斯和蒙古为主。

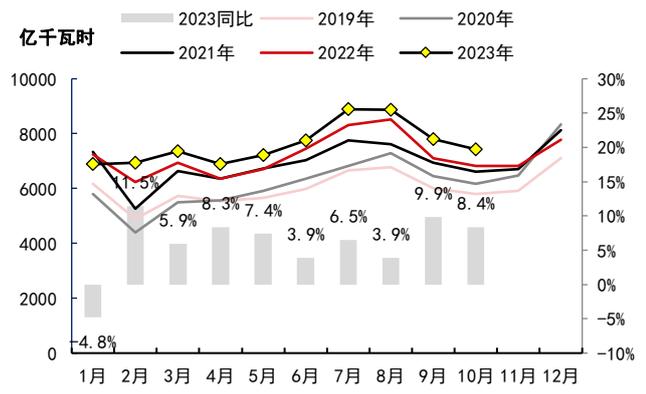
图表92：全国原煤产量


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

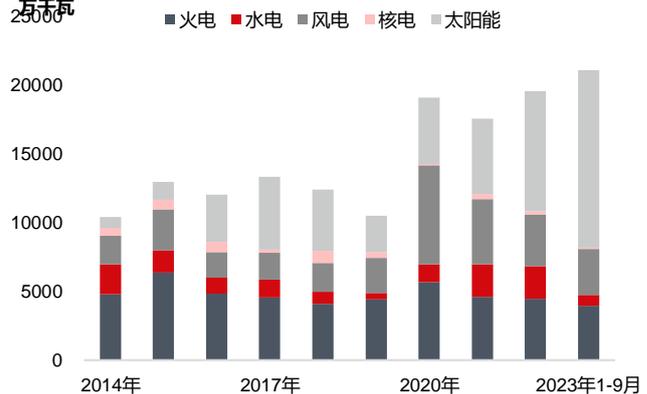
图表93：煤及褐煤进口量维持高位


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

电力方面，全社会用电量稳步增长。1-10月，全社会用电量累计76059亿千瓦时，同比增长5.8%。疫情防控解除以来，宏观刺激政策不断推出，随着经济持续复苏，工业生产制造需求持续释放。

图表94：全社会用电量


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表95：新增装机容量


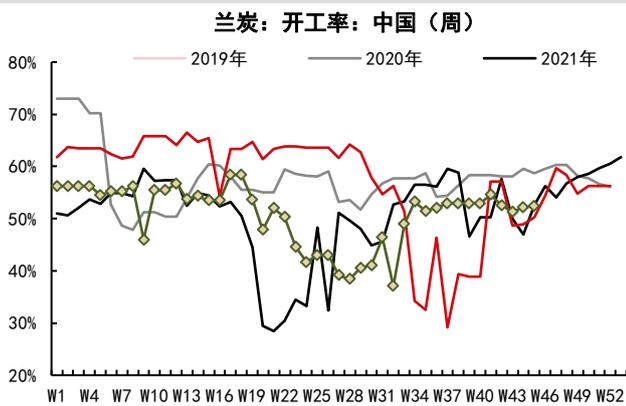
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望2024年，高库存或将延续，供需宽松矛盾逐步缓解，但高库存对价格形成压制，价格中枢有小幅下移空间。供应端，安监与保供并存的状态延续，国内供应增幅放缓，边际上需要关注疆煤外运的情况，进口量有望维持高位，整体呈小幅增长态势。需求端，积极的财政政策带动煤炭需求向好，清洁能源是否对火电形成较强的挤占将成为关注要点。随着长协煤签约比例下降，更多煤炭资源由长协流向市场，叠加煤炭保供和煤炭储备持续推进，库存或将延续高位，高库存对价格形成制约。

3.3、兰炭：开工整体平稳，价格跟随原煤

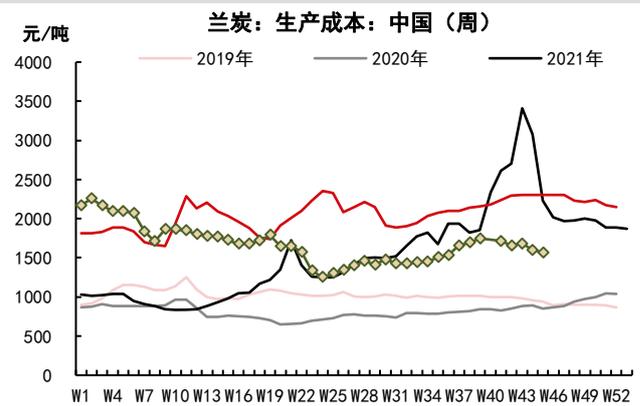
兰炭行业产能格局较为宽松，行业生产利润常年维持在盈亏平衡线，在没有环保限产情况下，开工率较为稳定。根据隆众石化调研，目前兰炭开工率维持在52%左右，生产成本约1550-1650元/吨，利润维持低位。上半年榆林市府谷县对当地兰炭产能进行了整顿改造，涉及产能1039万吨，年产7.5万吨以下兰炭炉整改拆除，行业开工率有所下滑。

图表96：兰炭周度开工率



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表97：兰炭周度生产毛利



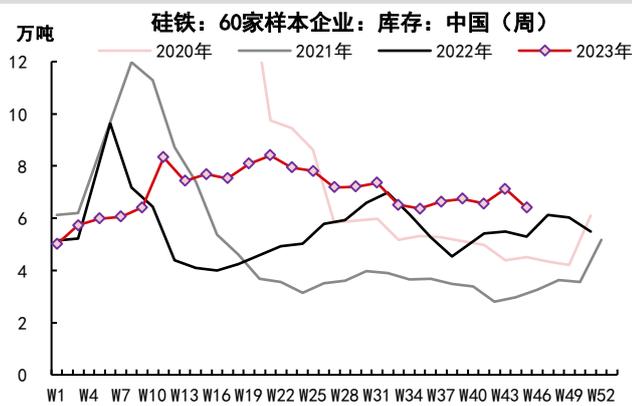
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望明年，兰炭产能格局仍然较为宽松，价格主要取决于原煤成本。此外需关注主产区能耗达标情况，以及是否可能因环保问题对兰炭行业进一步整改。

4、硅铁库存与展望：上游库存高位运行，成本逻辑主导行情

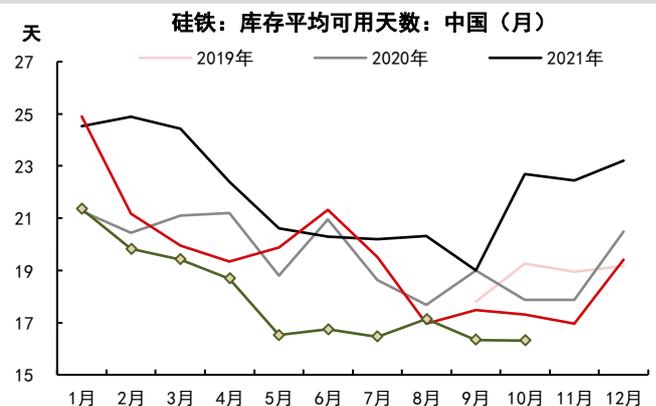
全年来看，硅铁上游库存相较往年整体处于高位。上半年前期供应回升速度显著快于需求，叠加钢厂普遍采用低库存策略，压低原料采购，合金厂库存在减产情况下去化仍然较慢；下半年硅铁减产较多，供需总体处于相对均衡的状态，上下游库存水平变化有限。目前上游合金厂库存依旧偏高，10月钢厂硅铁库存平均可用天数17.1天，处于历史较低水平。

图表98：硅铁上游库存情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表99：硅铁下游库存情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望2024年，钢材需求预期稳中向好，在没有粗钢平控的情况下，硅铁炼钢需求存在增量。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求或将呈现前高后低的状态，上半年对硅铁需求或将保持较高韧性。由于现阶段煤炭供应存在“双轨制”矛盾，市场煤供需偏紧，预计明年煤炭领域依旧“保供稳价”为主，但潜在增量较为可控，硅铁成本持稳为主。整体来看，明年硅铁价格上下空间均较为有限，成本端的季节性特征将是主导行情的核心逻辑，主要驱动来自能源价格表现以及潜在的能耗双控，重点关注产能情况和成本变化。

风险因素：限产执行超预期、环保限产（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

二、硅锰：供需延续两旺，锰矿维持宽松

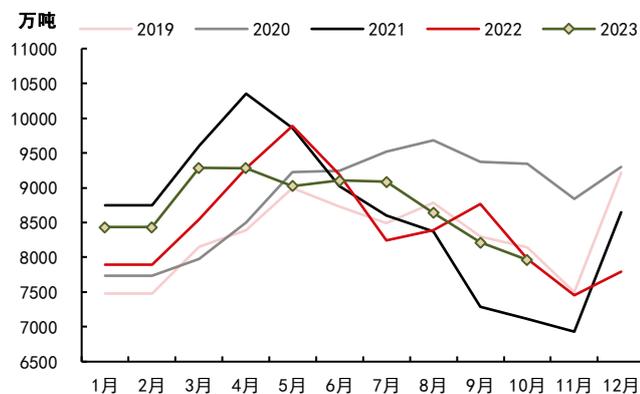
上半年，随着宏观经济各项指标复苏，下游开工逐步推进，市场情绪于3月份达到高潮，铁合金供应回升速度显著快于需求，旺季需求落空后，硅锰供给前期减产较为充分，但由于成本端持续下移，价格跟随锰矿价格一路下行。进入下半年，随着宏观调控政策发力，硅锰需求持续高增，行情呈现震荡偏强的态势，一度因能耗预警或错峰用电等情况导致价格波动加大，但供应整体方面的扰动相对有限。

全年来看，硅锰需求较去年大幅增长，行业利润南北差异较大，北方合金厂受益于低电价带来的成本优势开工旺盛，而南方合金厂因亏损产量持续低位，价格表现主要受到成本端影响。由于加蓬矿近年来新增产能投放显著，锰矿发运及进口保持高位，锰矿价格持续阴跌，叠加能源成本下行，硅锰估值呈现重心逐步下移的态势。

1、硅锰需求：宏观经济预期向好，钢材产量稳中有增

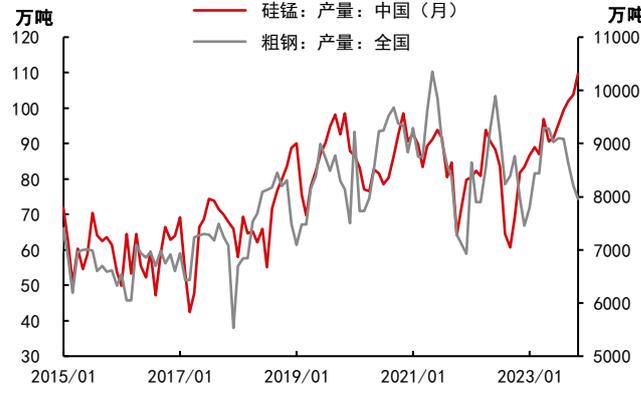
硅锰的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产。2023年1-10月，粗钢累计产量87,470万吨，较去年同期增加1,413万吨，同比增幅1.62%；其中10月粗钢产量7,963万吨，环比减少252万吨，降幅3.07%。下半年宏观经济整体持稳运行，政策面持续偏暖，地产前端数据依旧疲敝，但多地大幅放松购房限制；基建逆周期调节持续发力；叠加制造业、出口需求方面增量明显，钢材需求整体未出现下滑，支撑硅锰需求。

图表100： 月度粗钢产量（统计局口径）



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表101： 粗钢产量与硅锰产量走势



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

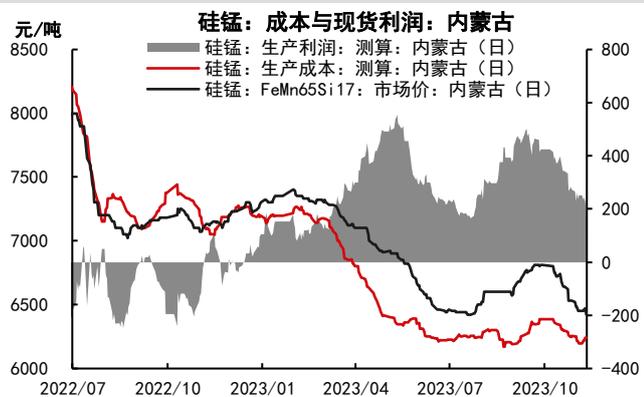
展望2024年，钢材需求或将维持增长，在没有粗钢平控的情况下，硅锰炼钢需求存在增量。万亿国债增发给基建端带来较为可观的施工需求前景，“逆周期调节”力度来年依旧可期；与此同时，中央与地方政府在地产行业领域政策动作频频，前端销售及新开工同比降幅逐步收缩。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求或将呈现前高后低的状态，上半年对硅锰需求或将保持较高韧性。

2、硅锰供应：螺线需求韧性较强，行业利润维持高位

2.1、利润：利润高位运行，关注新增产能

硅锰生产主要受利润和能耗政策的调节。硅锰行业开工率长期偏低，产能较为宽松，在供给端没有扰动的情况下利润空间有限。上半年硅锰开工较为旺盛，尽管黑色

板块减产“负反馈”导致行业利润一度收缩，但随着收储进行，利润快速回升，下半年行业利润在较高的螺线生产和收储加持下持续高位运行。

图表102： 现货成本利润


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

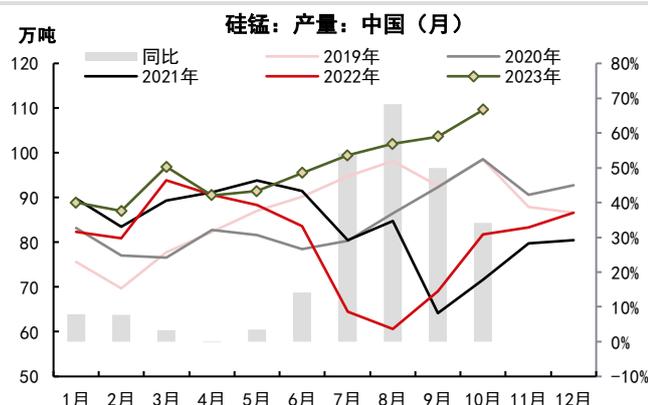
图表103： 现货利润季节性


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

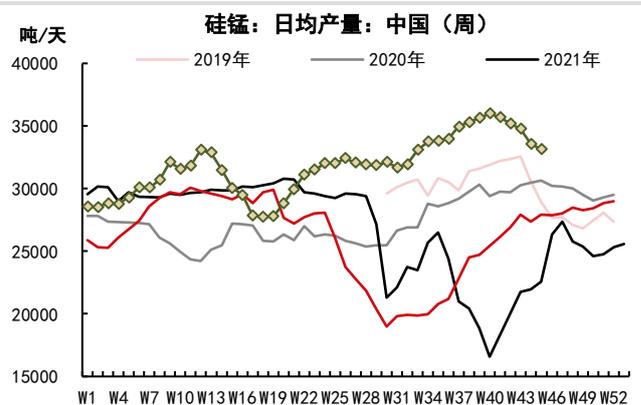
展望明年，硅锰生产利润上下空间都相对有限。下游需求韧性较好，且存在进一步收储的预期，行业整体将维持相对合理的利润水平；此外，根据内蒙古《铁合金高质量发展》的意见，可再生能源电力使用在 60%以上且能达到能效标杆的新建铁合金项目，在产能置换过程中可无需淘汰旧产能，后续重点关注内蒙古地区铁合金行业新增产能的投产情况。

2.2、生产：工厂开工火热，产量同期偏高

2023 年 1-10 月，硅锰累计产量 964.9 万吨，较去年同期增加 169.3 万吨，同比增幅 21.3%，其中 10 月产量 109.6 万吨，环比增加 5.9 万吨，增幅 5.7%。全年来看，国内硅锰生产整体维持高位，下半年硅锰产量创下近年来历史新高，反映出建筑安装相关的螺线需求较为旺盛。

图表104： 硅锰月度产量季节性


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表105： 硅锰周度产量情况


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

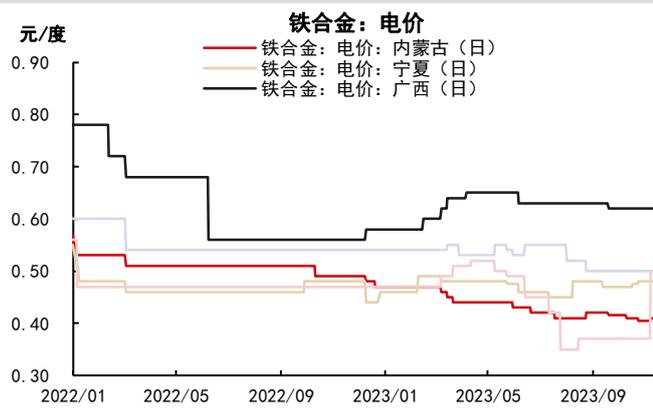
展望明年，硅锰产量将跟随需求动态调节。随着下游需求预期逐步改善，硅锰 2024 年产量同比或将超过今年；除此之外，需关注明年各主产区能耗情况以及地方政府对“碳达峰”相关政策的执行情况，若出现能耗双控导致的限产，硅锰供应或将受到一定程度的限制。

3、硅锰成本：锰矿上行空间有限，能源成本持稳为主

3.1、总览：锰矿供应宽松，成本整体下移

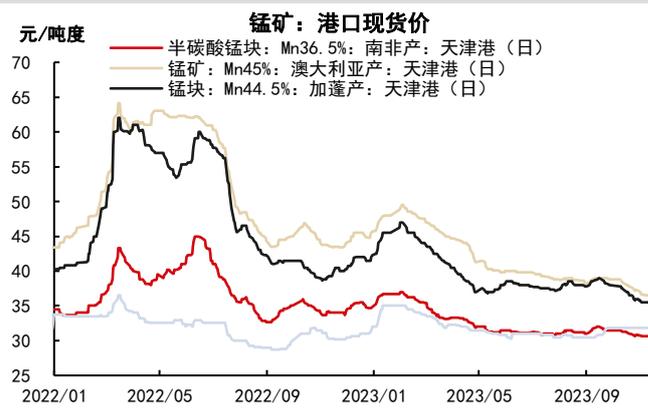
从硅锰的成本结构来看，锰矿、电力、焦炭是最大的三个成本项目。全年来看，硅锰主产区成本一路下行，锰矿上游矿山新增产能进入投产落地周期，高发运致使港口库存持续高位运行，远月报价不断下移。截止11月下旬，主产区硅锰成本约6250-6900元/吨左右，南北产区因电价不同导致生产成本差异较大。

图表106： 主产区电费情况跟踪



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表107： 锰矿港口现货报价



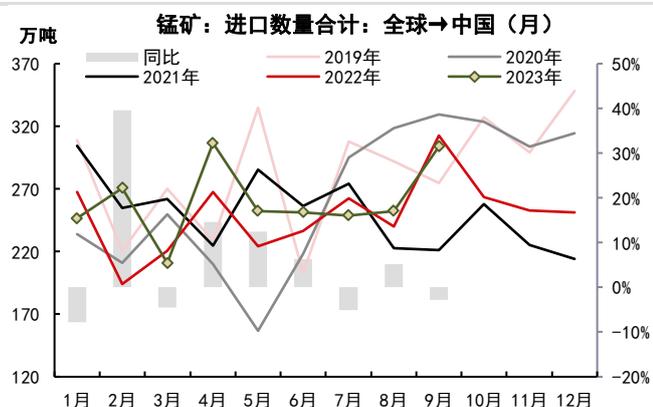
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望明年，锰矿发运或将维持高位，能源成本持稳为主，预计明年硅锰成本上行空间有限，中枢稳中偏弱。

3.2、锰矿：产能维持宽松，现金成本下移

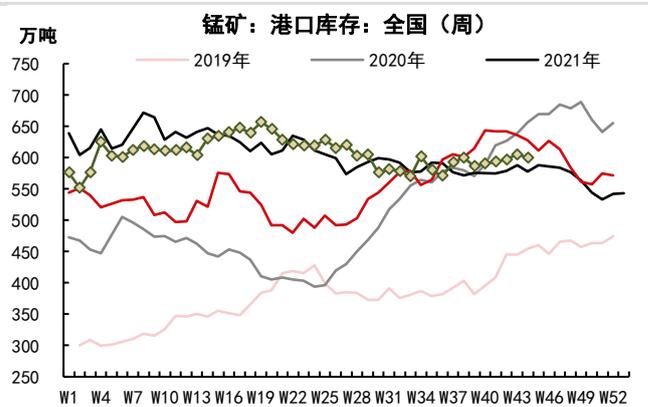
今年锰矿发运持续高位，尽管位于加蓬的莫安达矿山在二季度因山体滑坡导致物流中断，但在下半年发运快速恢复。发往中国到港方面，根据海关数据，2023年1-9月全国锰矿进口量2,343.1万吨，同比增加5.3%；其中9月进口量为303.8万吨，环比增长20.4%。全年国内锰矿进口较为宽松，主流矿山巨头远月报价持续下行，锰矿港口库存持续高位，尽管锰元素需求强劲，国内港口现货价格仍是阴跌为主。

图表108： 锰矿中国进口月度季节性



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表109： 锰矿中国到港周度情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望后市，锰矿发运或将维持宽松状态。主流矿山锰矿产品财务成本线多维持在2.7-3.4美元/吨度水平，目前锰矿远月报价距离成本线空间不大，部分低品味锰矿

发运已经出现减量，但由于康密劳对于加蓬矿的扩产计划仍在推进，预计将在 2026 年达到 850 万吨的年产能，锰矿供应依旧维持较宽松的局面。

3.3、电力与焦炭：电价维持稳定，焦炭成本偏强

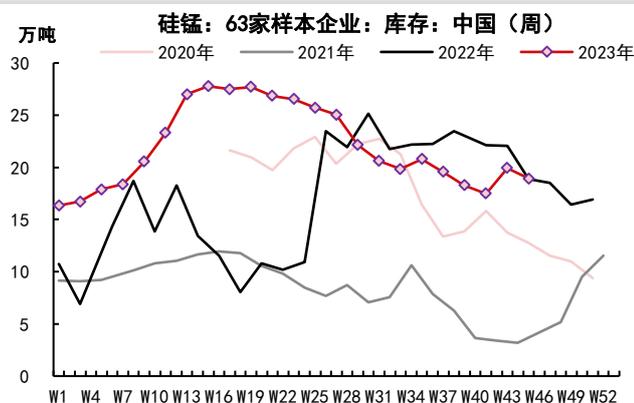
电力方面，北方火电优势明显，南方水电表现较差。随着能源价格持续下行，火电成本逐渐下移，北方合金厂用电平均成本相对南方合金厂低 0.10-0.20 元/度左右，带来较大的成本优势。

焦炭方面，下半年焦煤矿事故频发，安检情况较多，供应有所收紧，与此同时焦煤进口量略有减少，带动焦化厂成本上移。中长期来看，国内焦煤在没有澳煤进口补充的情况下供应偏紧，后续焦炭价格或将持稳偏强运行。

4、硅锰库存与展望：库存整体高位运行，后市关注成本变化

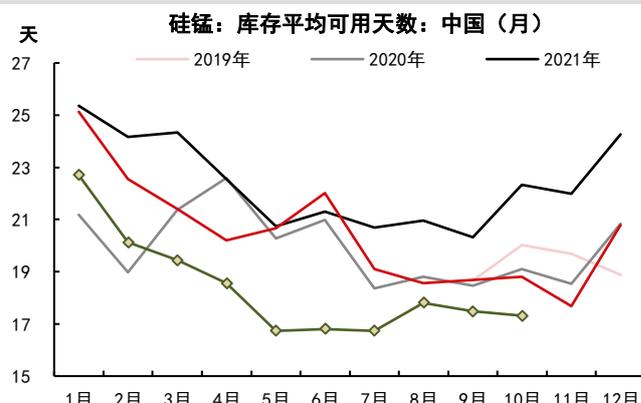
全年来看，硅锰上游库存相较往年整体处于高位。上半年前期供应回升速度显著快于需求，叠加钢厂普遍采用低库存策略，压低原料采购，合金厂库存在减产情况下去化仍然较慢；下半年硅锰需求较为旺盛，供需总体处于相对均衡的状态，上下游库存水平变化有限。目前上游合金厂库存依旧偏高，10 月钢厂硅锰库存平均可用天数 17.3 天，处于历史较低水平。

图表110： 硅锰上游库存情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表111： 硅锰下游库存情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望 2024 年，钢材需求预期稳中向好，在没有粗钢平控的情况下，硅锰炼钢需求存在增量。考虑到明年一季度开工较为可观，全年钢材需求或将呈现前高后低的状态，上半年对硅锰需求或将保持较高韧性。由于锰矿产能相对过剩，矿山发运积极，运营成本有所下行，远月报价难以大幅上调。整体来看，明年硅锰价格上行空间均较为有限，成本端的季节性特征将是主导行情的核心逻辑，主要驱动来自锰矿阶段性补库以及潜在的能耗双控，重点关注产能情况和成本变化。

风险因素：限产执行超预期、锰元素收储（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>