



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

君问归期，未有期

——2024年钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

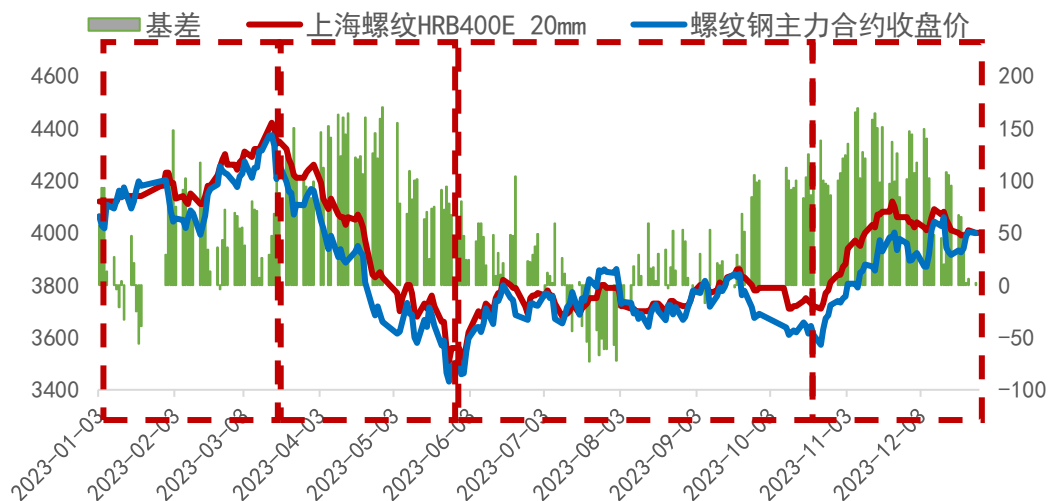
君问归期，未有期

——2024年钢材投资策略展望

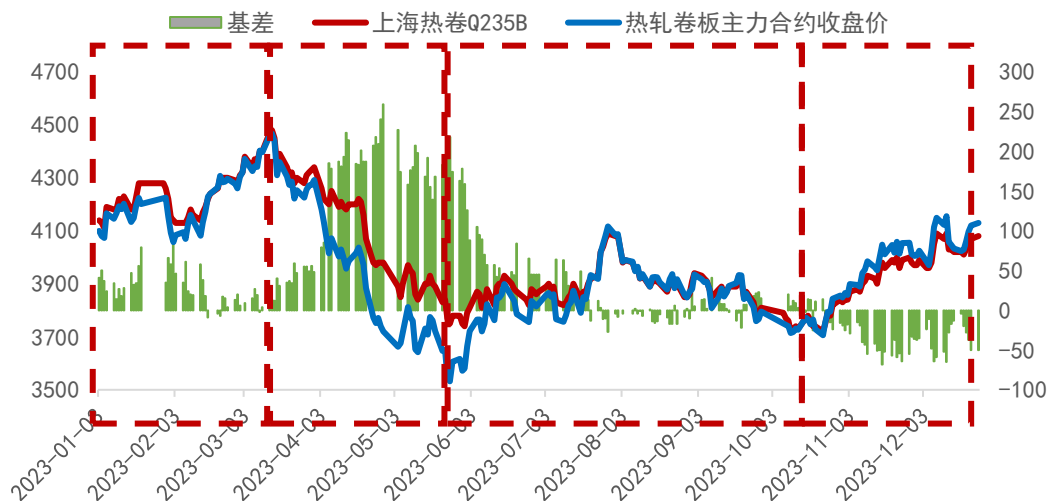
- 钢材主要驱动因素：2024年地产用钢持续下滑难以改变，但降幅有望收窄，“三大工程”带动的建材需求能抵消一部分地产的向下拉动。房地产的剧烈调整或至均衡水平以下，后期有望均值回归，11月份地产新开工面积降幅放缓，有触底迹象。制造业与建筑业需求继续分化是未来国内钢铁行业趋势，预计板材依旧强于长材。钢材出口作为2023年亮点，2024年或面临一定的下滑。钢厂利润持续承压，全年粗钢产量预计同比减产10%。
- 供需角度：
 - 供给端看，在经济复苏阶段，2024年粗钢压产的行政性压力较小，预计和2023年情况类似，不过市场在4-6月预计依然会有所炒作。钢厂利润全年维持在盈亏平衡附近，在碳中和背景下钢厂的自主减产意愿预计较2023年有所增强，市场的自主调节能力提升，产量将主要跟随需求波动。
 - 需求端看，房地产当前已经处于下方筑底周期，低基数效应下有望逐渐企稳回升。政策端支持保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设对冲建筑钢材用钢需求走弱。万亿国债的现实效应将在24年逐渐体现，预计可以一定程度弥补财政资金欠缺，预计基建维持中性增速。外需出口当前国内钢材依然具有高性价比，不过随着海外产能的逐步恢复，预计24年钢材出口有所回落。
 - 库存角度看，2024年国内外宏观周期共振复苏预期不强，海外工业品补库周期预计早于国内开始，对于国内定价的工业品不宜过分乐观，结构性行情大于趋势性行情
- 期价核心波动区间：螺纹主力合约3350-4300元/吨，热卷主力合约3500-4400元/吨，预计全年走势为M型。

2023年钢材行情走势回顾

螺纹钢期现价格相关性（元/吨）



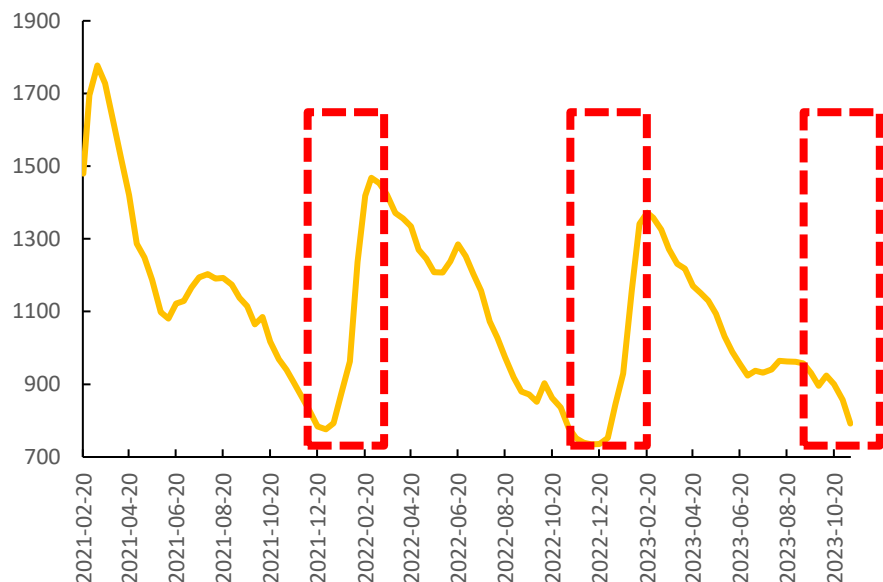
热轧卷板期现价格相关性（元/吨）



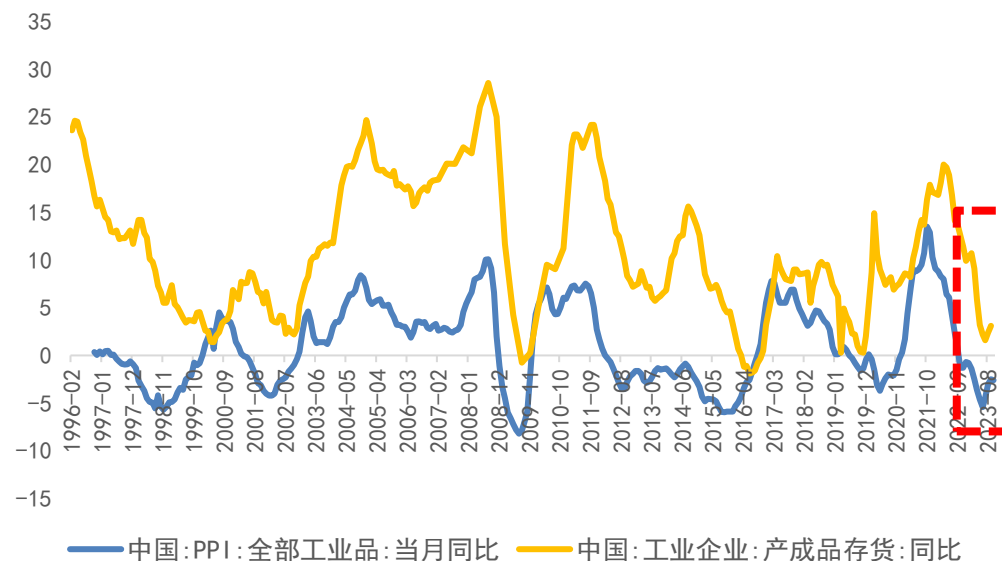
- 1月-3月中旬：复苏预期带动钢价先抑后扬。春节后，复工复产不及预期，旺季需求担忧引发黑色板块整体回调。市场对美联储加息斜率预期放缓，叠加国内政策利好不断，市场信心有所提振。地产销售迎来“小阳春”，基建投资及项目开工维持韧性。
- 3月中旬-6月初：海外暴雷，国内预期减弱。美国硅谷银行危机引发市场恐慌情绪，两会将我国2023年经济增长目标设定在5%，处市场预期下限，政策预期转向弱复苏。双焦预期过剩带动钢材成本端下移，同时基建增速减弱，财政支持力度不及预期。
- 6月初-10月下旬：宏观与基本面逻辑切换，钢价宽幅震荡。宏观层面一线城市“认房不认贷”落地，城中村改造逐步开始，保交楼效果明显。人民币贬值促进钢材出口，国内现实需求较差，旺季依然不及预期，现货跟跌不跟涨。
- 10月下旬-至今：万亿国债拉动预期，成本支撑延续强势。赤字率的提升释放了积极的财政信号，中美关系缓和持续释放宏观利好。铁水下落缓慢，原料低库存下易涨难跌。政治局会议和中央经济工作会议后，逐步回归基本面冬储博弈行情。

黑色板块：复苏进程下的库存周期推进，支撑钢价中期回暖

钢材库存周期（万吨）



2022年年中以来工业企业主动去库或近尾声



- 以工业企业库存以及PPI两个维度划分的去库周期来看，22年5月份开始，国内就开始进入主动去库周期，至今已经持续了18个月的时间；
- 低库存+强预期的组合下，主动去库周期或将向着被动去库-主动补库周期转变。
- 明年3月来说，将是检验年内首个需求峰值的时间段，建筑和基建的施工强度和制造业的稳步复苏和去库周期转动将贡献一定需求增量，最大的风险依旧来自于地产新开工端的需求缺失，这也是旺季回调最关键的因素。中长期看，黑色终端需求或将沿着施工强度-新开工总量-销售增速路径修复的路径修复，“复苏”仍是24年的主题，2月后的钢价或呈现M字形的走势，05合约及其利润我们维持偏多观点。

2024年行情驱动因素



我们预计，宏观驱动 > 产业驱动 > 事件驱动

万亿国债拉动预期，原料成本拉动行情

2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，《决议》具体要点如下

- 1) 中央政府将增发1万亿元2023国债，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力，更好保障人民群众生命财产安全；
- 2) 此次增发的国债将通过转移支付方式全部安排给地方。其中，2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。

其中所隐含的信息是，2023年我国财政赤字将由3.88万亿元增加到4.88万亿元，赤字率增长至接近4%的水平，显著超过了《欧洲联盟条约》所认为“合理”的阈值，3%。

万亿国债拉动预期，原料成本拉动行情

水利建设用钢主要包括三类：

一是基础建设用钢：包括低级、坝区等工程建设主要用到螺纹钢、线材、圆钢等建筑钢材。

二是金属结构用钢：主要用于坝区的金属闸门，及管内壁等，需要用到Q345等低合金中厚板产品。

三是压力管道用钢：绝大部分为宽厚板，主要用于唱吧内的引水压力管道制造、以及肋板等辅助设施。

据测算，综合水利工程中，钢筋的投资占工程总投资的3%-5%，设备投资包括水闸、水泵、启闭机、发电设备等占总投资的10%-12%。

万亿国债拉动预期，原料成本拉动行情

假设特别国债的资金全部用于水利建设，按照3%钢筋投资测算，未来两年将带动300亿元钢筋需求规模，再考虑到线材、板材、管材等钢材用量，无疑将营造一个巨大的钢材消费市场。除此之外，水利建设中间接用钢需求也不容小觑。水利建设过程当中需要使用大量的施工机械，包括装吊机、挖掘机、装载机等等，将促进机械装备业的发展，提升机械行业钢材需求。而水利工程建设与水电工程紧密相关，水电工业同样需要耗费螺纹钢、型材、金属结构钢、压力管道钢等各类钢材。

以钢材4000元/吨计算，300亿元可消化750万吨钢筋，分两年计算，平均每年带动375万吨的建筑钢材需求，周均7.21万吨，考虑到实际施工的季节性，可能明年施工旺季周度消耗增量超25万吨。这仅仅是建材，考虑到水利建设中间的其他用钢需求，预计2024年钢材总消费增量超1000万吨。

由此简单计算对双焦和铁矿的需求增量：以1000万吨钢材计算，约需焦炭 $1000 \times 0.5 = 500$ 万吨，焦煤 $500 \times 1.3 = 650$ 万吨，约需铁矿石 $1000 \times 1.6 = 1600$ 万吨。

万亿国债拉动预期，原料成本拉动行情

国债增发本身的象征性意义大于其对于钢材需求拉动产生的实际意义。

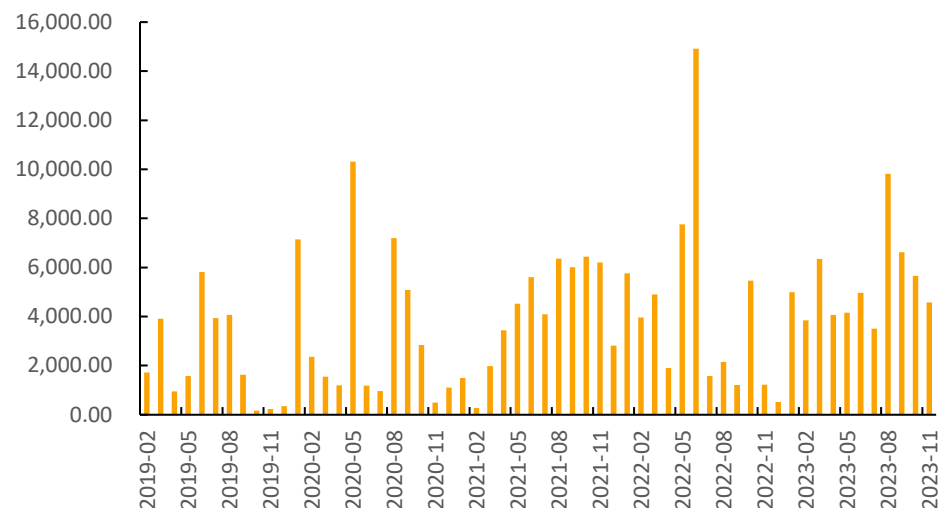
但其本身释放了两个信号：其一，是我国财政政策定调趋向宽松，且“以我为主”，不惧于挑战国际上所谓的赤字红线。所代表的是国家对于稳经济、稳民生所表现出的信心与决心。且我国财政政策作为政府逆周期调控的主要手段之一，依然存在很大的空间与弹性。

其二，在市场中的一些解读中，则是认为本次一万亿规模的增量国债是中央政府对于地方债务压力的“兜底”。此次增发的国债将通过转移支付的方式安排给地方，但实际支出则由中央政府承担（约等于中央政府开直升机撒钱，以化解由于土地财政以及税收下降导致的地方政府债务偿还压力）。

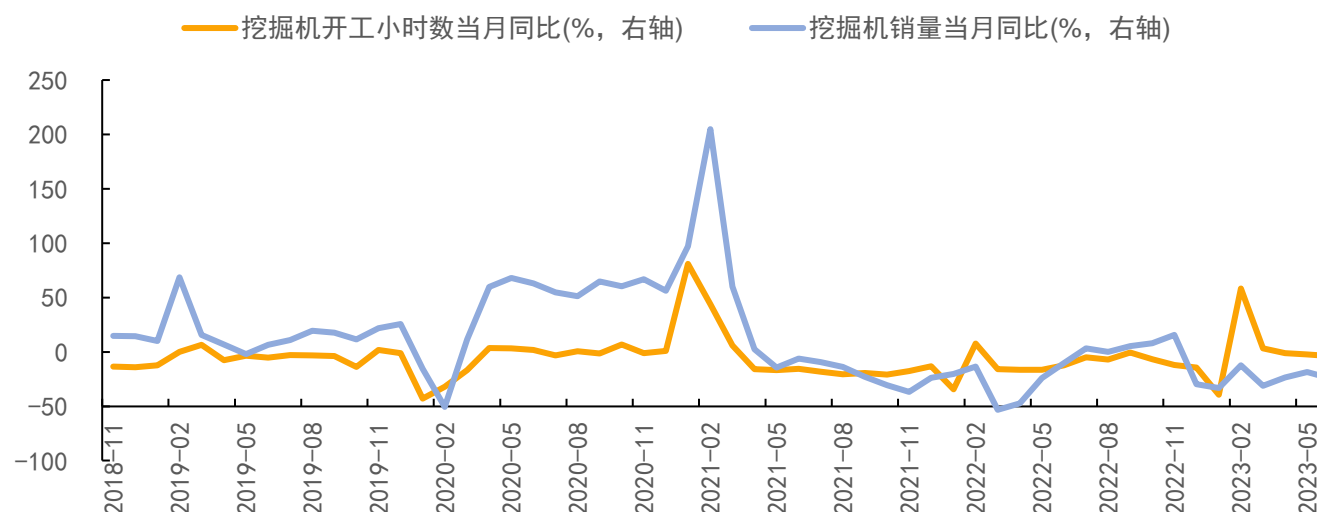
因此从体量上出发，我们认为一万亿的规模本身是难以有效驱动用钢需求出现显著上升的。但本次增发实际达成的效果，是通过财政端的宽松撬动投资者以及消费者信心，继而推动风险偏好以及投资的整体回升，达到提振经济的效果。**换句话说，国债增发消息发布后黑色系品种所产生的价格初期上涨行情，本质是由情绪与预期推动的。**

基建维持中性增速

专项债当月值（亿元）

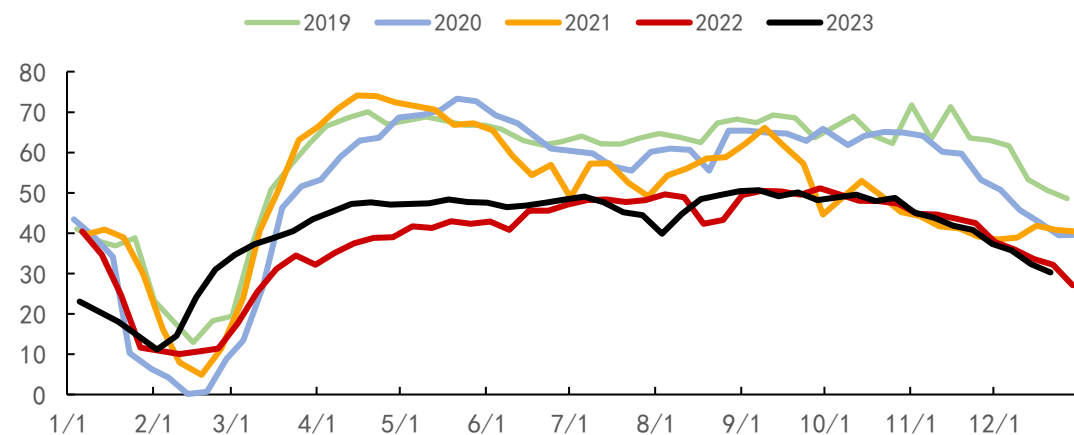


基建先行指标：挖掘机相关



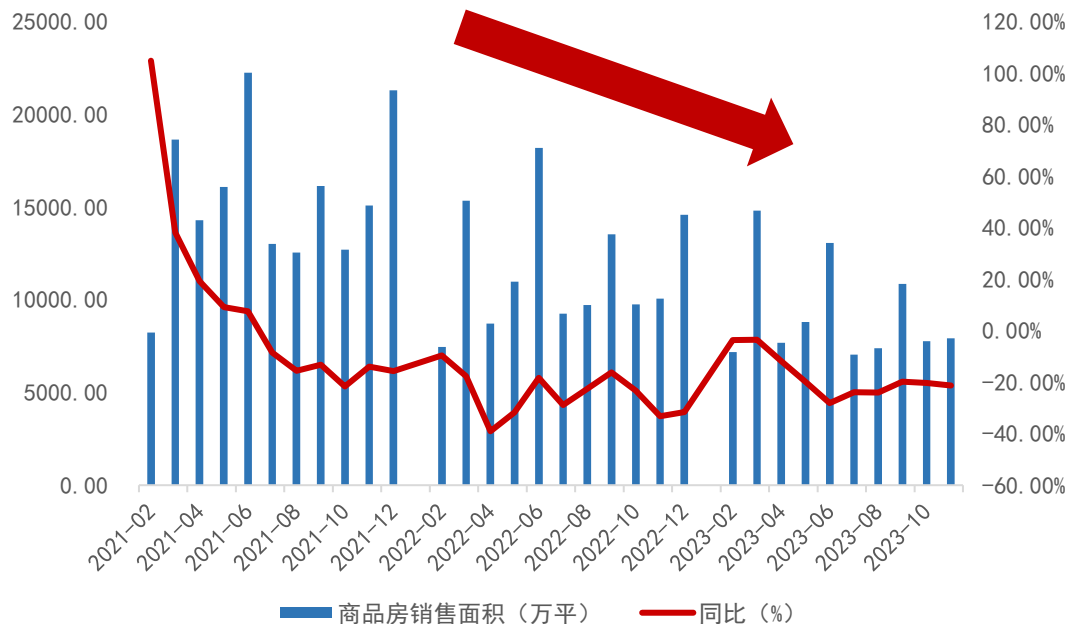
- 传统财政资金对基建的支撑力度或有所减弱，房企面临去产能难题，拿地意愿恢复较慢，政府土地收入难有较好增长。同时地方政府债务问题依然严峻，对政府性资金尚有拖累。
- 万亿国债增发以及赤字率的提高，释放出财政积极发力信号，财政基建支出力度或有所减弱，万亿国债将在一定程度弥补资金欠缺，预计基建维持中性增速，基建用钢需求同比增长 5%左右，增速有所放缓。

水泥磨机运转率 (%)

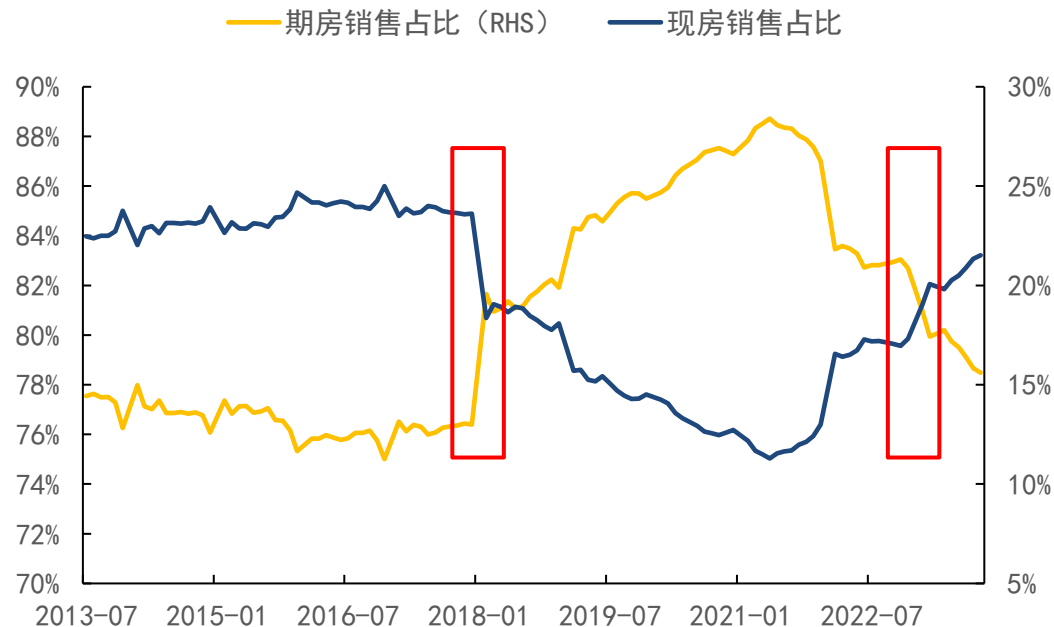


地产需求现状：全国销售量同比-8%，过去两年降幅34%

全国商品房销售面积及同比（月度）



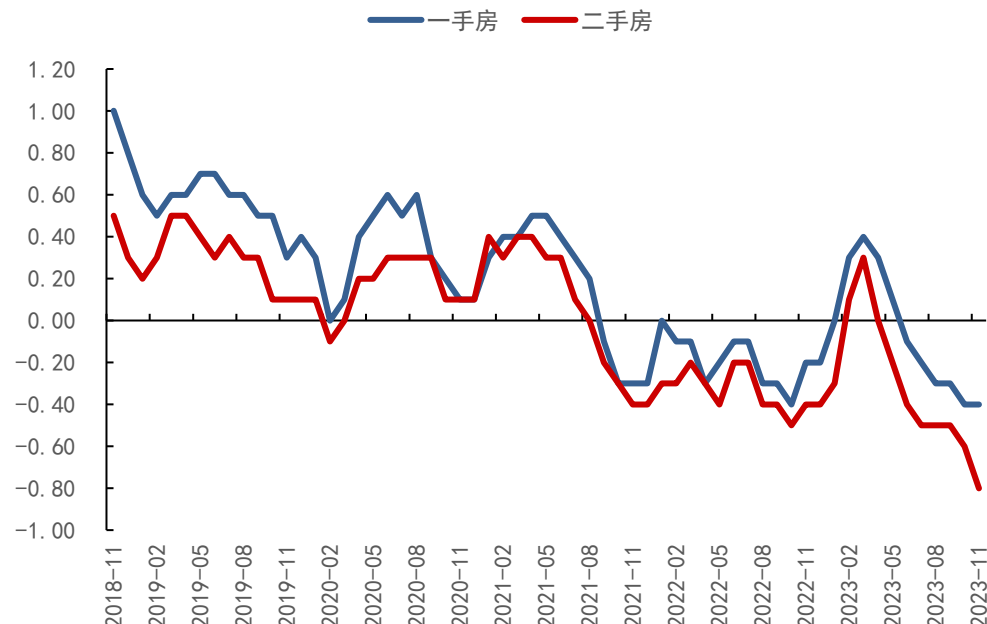
现房销售占比逐渐提升



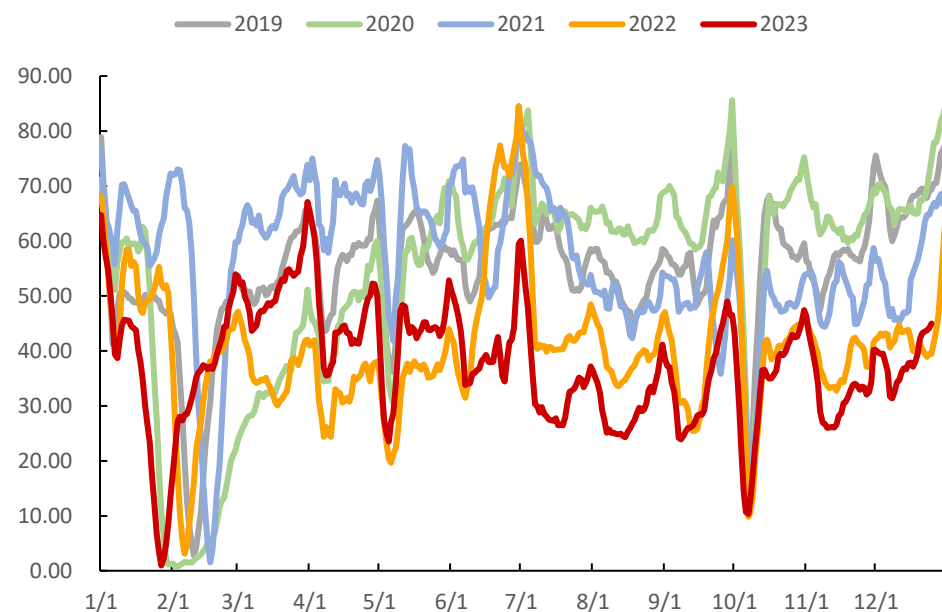
- 从统计局数据来看，2023年1-11月的商品房销售面积为10.05亿平米，同比-20.74%，其中，11月商品房销售面积同比-21.26%，目前房地产市场需求端仍处于低迷状态。
- 3月开始统计局数据对于22年基数进行调减、并调减幅度逐月扩大，经计算22年前9月商品房销售面积数值下调了9.6%，如果剔除基数调整影响，那么目前销售端也将更弱。
- 房企暴雷事件频发，资产负债表尚需时间修复，现房销售占比回升显示居民对房企信心逐渐走弱。

需求现状：住宅价格下定，新房销售低位

70城住宅价格环比变动情况



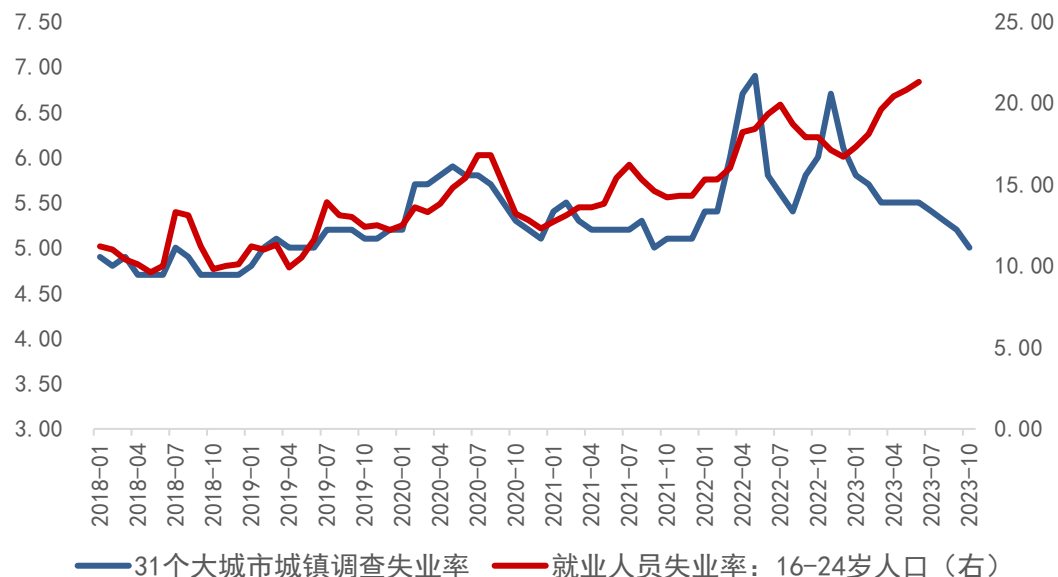
30大中城市新房成交面积



- 一手住宅价格方面，自2021年7月起，同比增速持续放缓，2021年9月开始，环比增速转负，2022年4月同比增速转负，目前同比下降已持续20个月；截至23年11月，70城一手住宅价格同比-0.7%、环比-0.4%。
- 二手住宅价格方面，自2021年7月起，同比、环比增速持续下行，并于2021年9月环比增速转负，2022年2月同比增速转负，目前同比下降已持续22个月；截至23年11月，70城二手住宅价格同比-3.6%、环比-0.8%。
- 一手房、二手房房价持续下行，主要源于经济走弱背景下居民购买力下降、房价下行背景下居民购买意愿不强等悲观因素。总体而言，目前房地产市场需求端仍处于低迷状态。

购买力和购买意愿是短期关键，后续均有待政策修复

31个大城市城镇调查失业率及16-24岁就业人员调查失业率



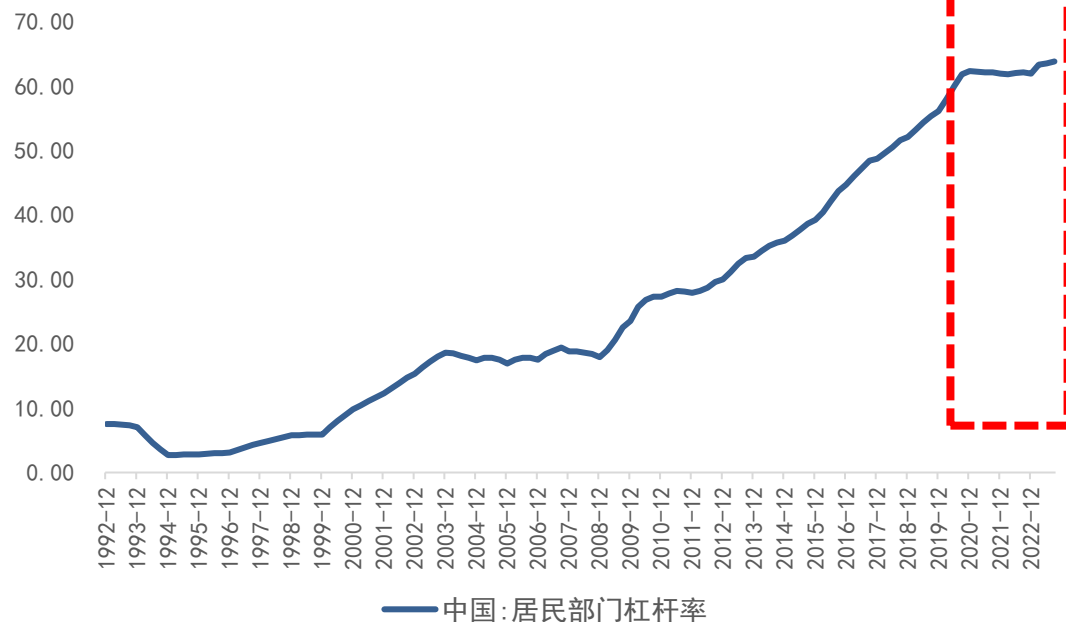
城镇居民人均可支配收入同比



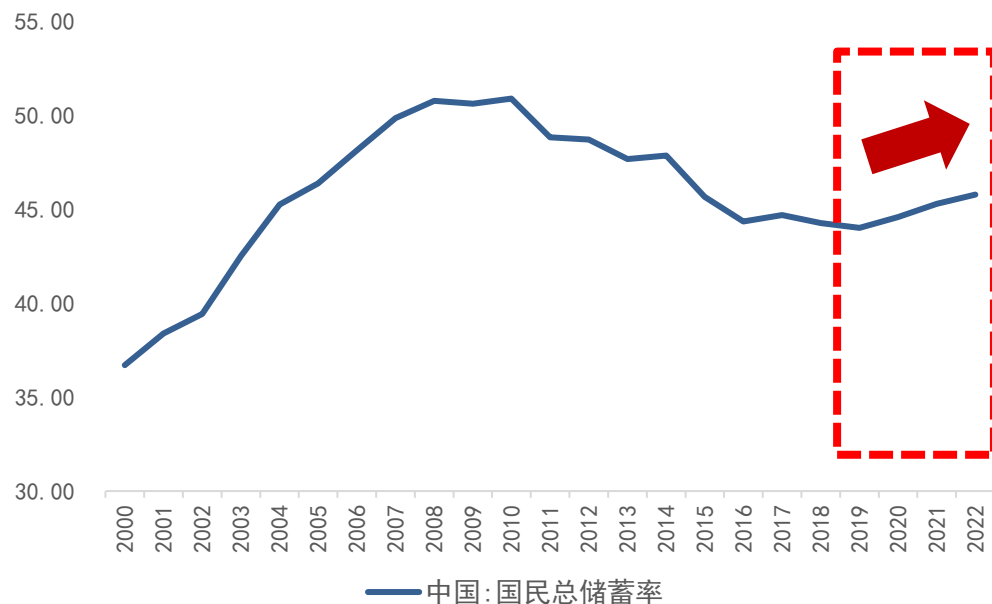
- 购买力方面，宏观经济走弱背景下，城镇调查失业率上升、城镇人均可支配收入同比增速放缓。
- 同时需要注意的是，连续三轮房地产救市政策出台后，房地产放松政策数量已经创历史新高，但目前依然政策效果不在，而这问题关键也就在于居民购买力不足以及没有足够的政策支持修复，预计后续救市政策需要更加聚焦在居民购买力提升方面。

购买力和购买意愿是短期关键，后续均有待政策修复

中国：居民部门杠杆率



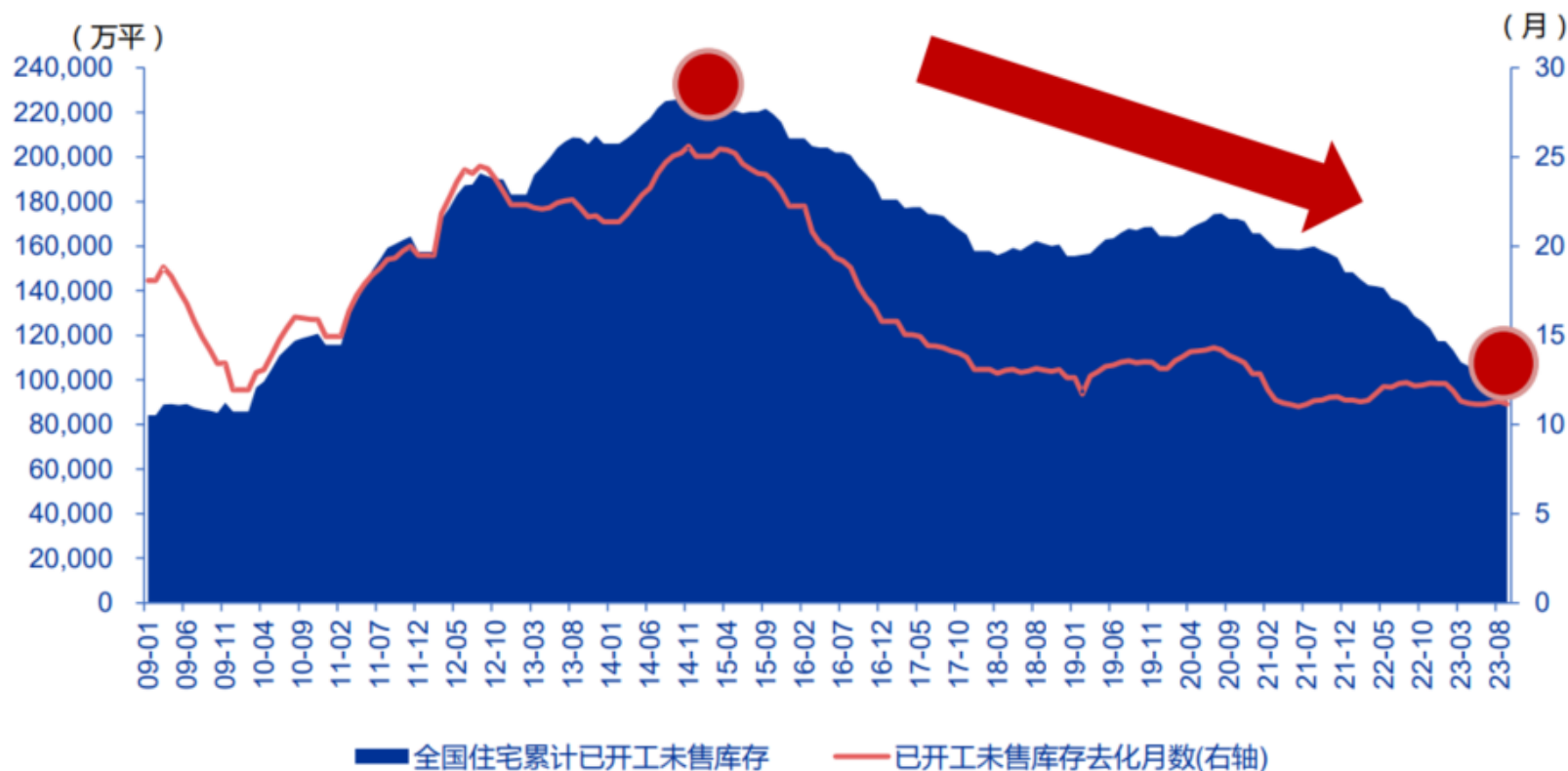
中国：国民总储蓄率



- 指标都反映出目前我国居民购买力有所减弱，其中对于购房这类大额交易，如此背景下加杠杆意愿相比以往也会弱很多。
- 2022年，我国居民储蓄率45.8%，较21年+0.5pct，经济走弱背景下，储蓄率提升表明居民购房意愿的下降。
- 综合而言，收入预期下降、杠杆率高位、房价持续下降等等因素综合导致了目前居民购房意愿的持续走弱，而我们预计居民购房意愿的修复也将是后续救市政策的聚焦点之一。

供给现状：行业持续去库存，存量供给也处低位、将约束销售修复

中期库存仍处于低位



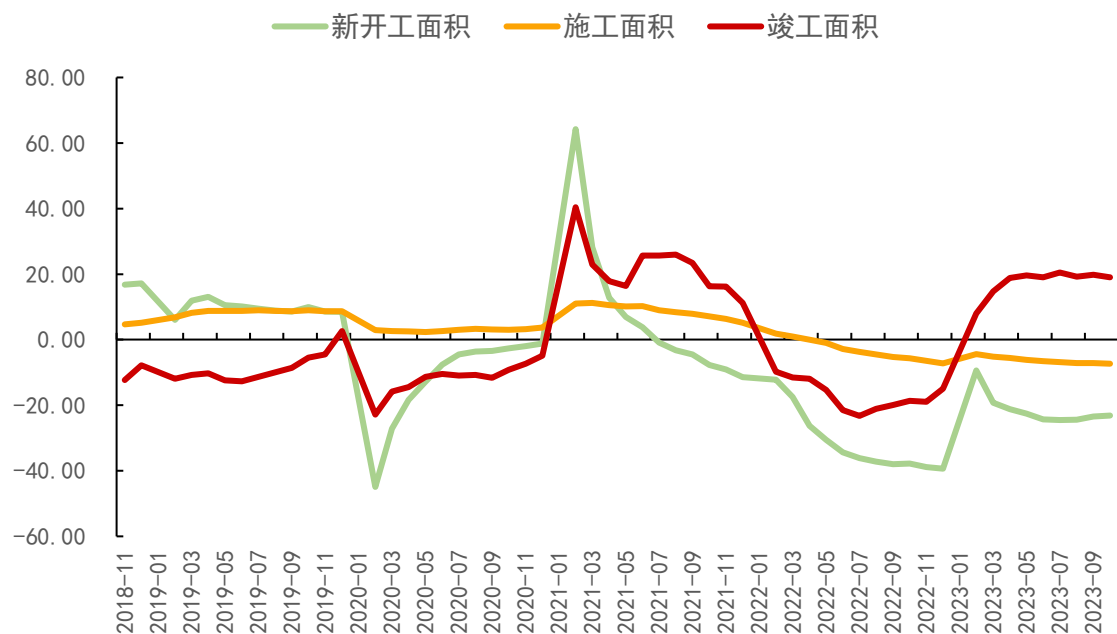
- 从中期库存来看（住宅已开工未售库存），目前全国住宅已开工未售库存为9.5亿平，对应去化月数为11.2个月，较2014年的库存高点22.6亿平和25.2个月分别下降了58%和56%。
- 在经历持续的供给端调控之后，本轮周期经历近8年的去库存过程（远超以往1年半），导致目前中期库存处于低位，表明存量供给也处于低位、也将约束销售修复。

供给判断：预计本轮行业供给端修复速度缓慢、路径曲折



- 从后续加杠杆恢复经营过程看，这一轮周期多主体市场参与者的经营信心均需要重塑，后续修复路径更为曲折，修复时间也需要更久，供给端孱弱也会拖累住宅销售端后续复苏势头。

总量测算：预计24年开工同比-9%，竣工同比-8%



■ 新开工方面，考虑到：1) 过去3年房企拿地持续大幅下降、并且预计后续拿地修复仍将缓慢而曲折，并从拿地同比领先于开工同比6-9个月的经验规律来看，预计目前拿地弱将预示2024年开工仍将同比下降；2) 作为三大工程之一的保障房2024年也或将发力，预计这又将对2024年房地产开工有一定的正面带动作用；3) 2022-2023年开工连续2年罕见的低于销售，并在我们对于中期需求有支撑的认识下，我们认为后续补库存需求也将随着销售修复而逐步提升。

■ 综合之下，预计2023年新开工计算值同比-20.9%（公布值同比-20.4%）；预计2024年新开工同比-9.2%。

■ 竣工面积考虑到：1) 从历史数据来看，开工同比领先于竣工同比约10个季度，按照传导关系来看，21Q3开工的下行将传导至24Q1的竣工下行；2) 房地产行业的销售持续走弱，同时行业资金困境历史罕见、出险房企数量已经超53家，这将导致后续竣工受到较大限制；3) 但考虑保交付政府仍在继续推进当中，或也将对竣工下行仍有一定的对冲。

■ 综合之下，我们预计2023年竣工计算值同比+15.4%（公布值同比+16.0%）；预计2024年竣工同比-8.1%。

“三个不低于”：地产“三支箭”的进一步落实

- 11月17日，金融监管部门召开金融机构座谈会，会上讨论了多项房地产金融放松政策，并提出了“三个不低于”的指标性要求。
- 拟增设房地产“50家白名单”，列名其中将得到信贷、债券、权益等多方面融资支持。
- 过往指导性政策效力仍有提升空间是“三个不低于”出台的直接原因：尽管自去年始，房地产16条、三支箭与保交楼等政策适度对房企融资需求的满足产生了一定的积极作用，但房企债务违约等问题仍有发生，地产市场低位运行趋势尚未得到根本性缓解。此次指标性监管要求，有助于更好地满足房企融资需求，降低房企违约风险，带动行业基本面的修复。

	“三个不低于”	“三支箭”、“金融十六条”
时间	2023年11月	2022年11月
政策工具	国有银行贷款	国有银行贷款、债券融资支持、股权融资支持
执行方式	量化指标性监管要求	政策引导性指导意见
主要内容	1. 本行房贷增速不低于行业增速 2. 对非国有房企贷款增速不低于本行房地产贷款增速 3. 对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速	1. 金融机构增加对房企信贷投放 2. 中债增进公司担保发债 3. 恢复房企及涉房企的股权融资功能
对应房企	白名单房企，包含 50余家国有与民营房企	系统性重要房企、优质经营房企

深圳释放一线放松信号

- 11 月 22 日，深圳从次日起下调二套房首付比例，同时扩大了普宅认定范围。深圳再度松绑购房杠杆，进一步打开一线城市需求端政策空间。
- 深圳释放积极信号，北上有望跟进调整。7月24日政治局会议定调后行业政策风口已至，8月底各地政策开始密集落地。
- 一线城市中广州已于 9 月放松外围限购、调整首套商贷最低首付比例为 30%，利率下限为 LPR-10BP、调整二套商贷最低首付比例为 40%，利率下限为 LPR+30BP。
- 深圳于 9 月将首套房贷利率下限由 LPR+30BP 调至 LPR-10BP、将二套房贷利率下限由 LPR+60BP 调至 LPR+30BP。
- 前期一线城市政策力度较小仍具备放松空间，当前政策放松已传导至广州、深圳，预计后续一线城市有望出台放松远郊限购等支持性政策。

政策强度逐步累积，2024年看好地产企稳之年

■ 今年下半年以来政策汇总

需求侧：1) 认房不认贷全面实行；2) 大多核心二线城市取消限购，部分一线城市放松限购。

供给侧：1) “新房改方案”下发至各级政府；2) “三大工程”稳步推进；3) 大多核心城市土拍取消“双限”。

融资侧：1) 再强调“三支箭”均衡发力；2) “三个不低于”与“白名单”出台。

各端顶层政策于今年下半年频繁出台，强度逐步累计，看好 2024 年成为房地产行业的企稳之年。

关注地产新模式——“三大工程”

- 中央政治局会议指出，规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设。
- 7月24日再次提出，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。
- 10月底召开的中央金融工作会议明确提出，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

保障性住房建设

城中村改造

“平急两用”
公共基础设施建设

- 保障性住房建设：未来我国房地产市场或将形成“保障房+商品房”双轨运行机制，**从香港模式转为新加坡模式。**
- 城中村改造：第一类是符合条件的实施拆除新建；第二类是开展经常性整治提升；第三类是介于两者之间实施拆整结合。要求原则上应当按一定比例建设保障性住房。
- “平急两用”公共基础设施建设：满足应急隔离、临时安置、物资保障等要求。

“三大工程” 拉动现实测算

保障性住房建设

- 据住建部 2022 年城市建设统计年鉴，35个大城市城区人口合计2.64亿人，按户均2.5人计算，城区家庭户数为1.056亿户；假设未来10年35大城市新增 30%的城区家庭住入保障房，则保障房套数总需求在3168万套左右，年均新增316.8万套。若保障房以每年300万套的速度筹建，按70m²/套计算，**未来每年新开工可达2.31亿平。**

- 城中村改造项目拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%、拆建比不应大于2。21个超大特大城市城中村总面积或在8-9亿平米左右。城中村改造项目的周期普遍在6-10年之间，中性预计完成年限8年。**则每年拆除面积2000-2250万m²，新建面积4000-4500万m²。**另外，废钢拆旧也会从中受益，按每平米50kg钢筋计算，**每年大约能拆出建筑废钢100万-112.5万吨。**

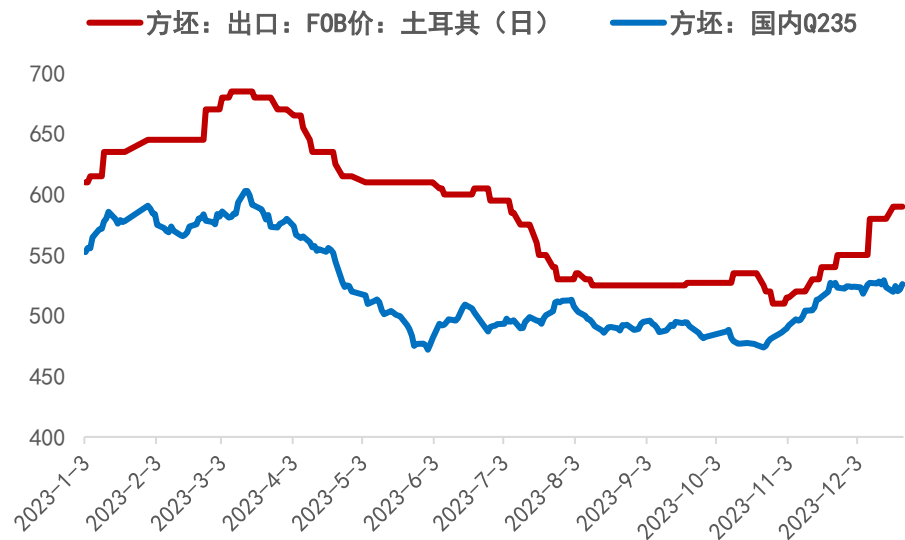
城中村改造

“平急两用” 公共基础设施建设

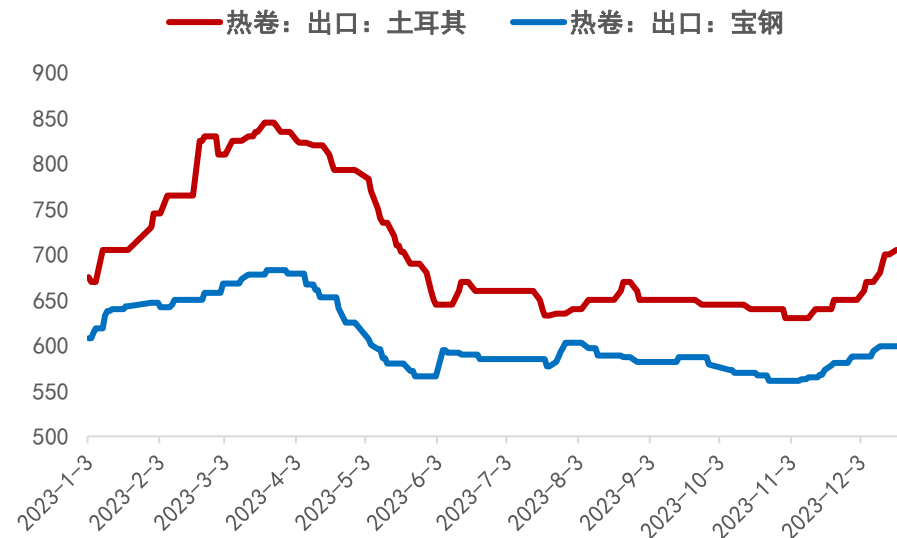
- “平急两用”基础设施建设主要是升级改造，所以落地进度较快。大部分集中在医疗服务设施、旅游居住设施、城郊仓储、高速公路服务区等，这些项目都是潜在的用钢大户。

23年钢材出口强劲，24年外需或有所回落

钢坯出口依然有竞争力（美元/吨）

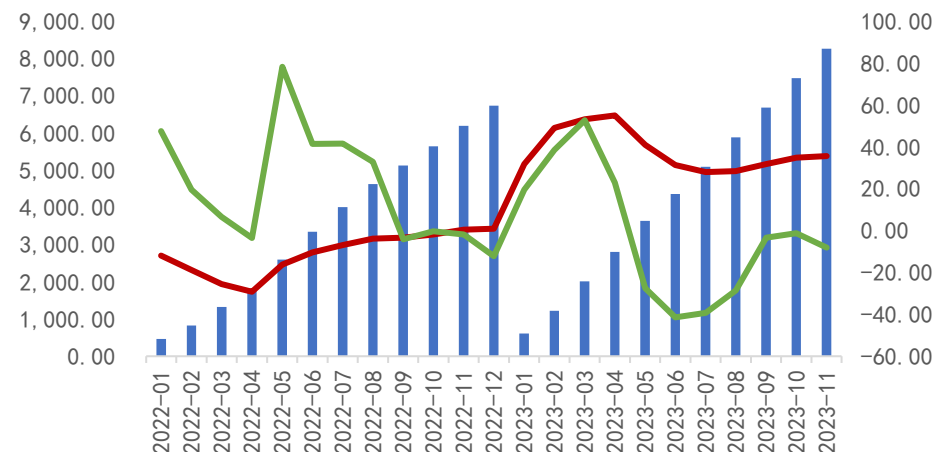


热卷出口依然有竞争力（美元/吨）



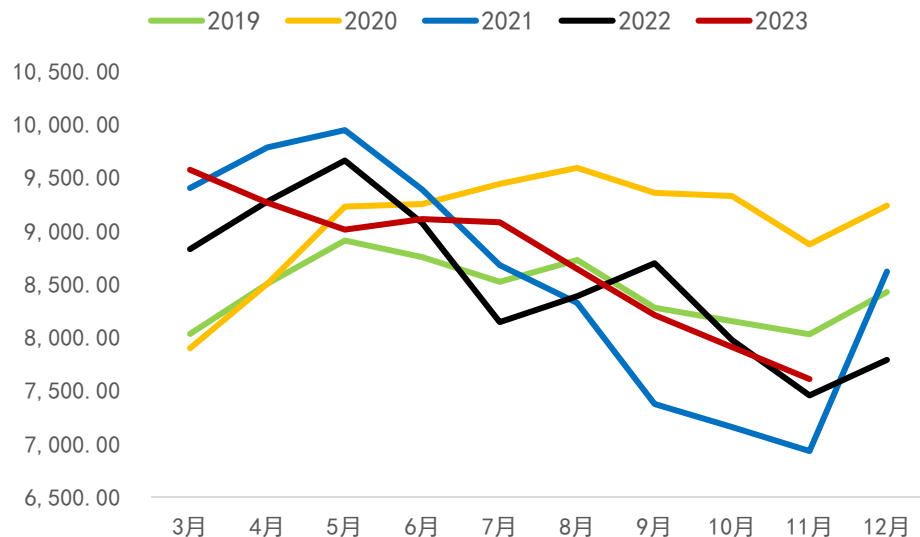
- 1-11月我国累计出口钢材8265.8万吨，同比增加2169.6万吨，增长35.6%。预计2023年全年钢材出口9000万吨，同比增长34%。其中，东南亚、东亚、北非和南美是主要的出口地，“一带一路”国家约占钢材总出口量的80%左右，厚板、中厚板、热轧薄宽钢带、冷轧薄宽钢带等高附加值产品出口量明显增多。
- 截止到12月26日，国内钢坯价格依然低于土耳其钢坯FOB价格；国内热卷价格低于土耳其热卷FOB价格，海外价格高于国内，叠加国内需求增速放缓，钢厂出口意愿较强。同时，包含部分买单出口。

— 中国：出口数量：钢材：累计值 — 中国：出口数量：钢材：累计同比
— 中国：出口金额：钢材：当月同比

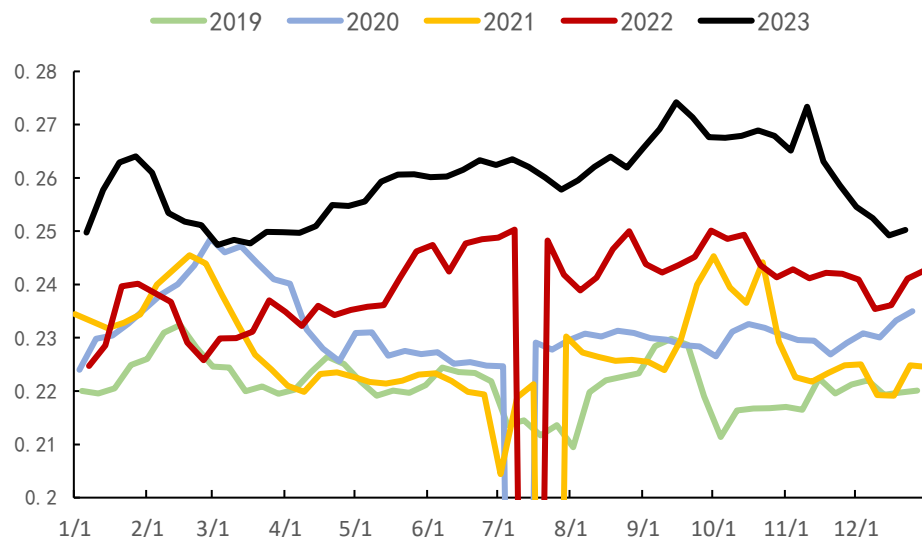


行政限产压力减小，铁水分流还将持续

统计局口径粗钢产量（万吨）



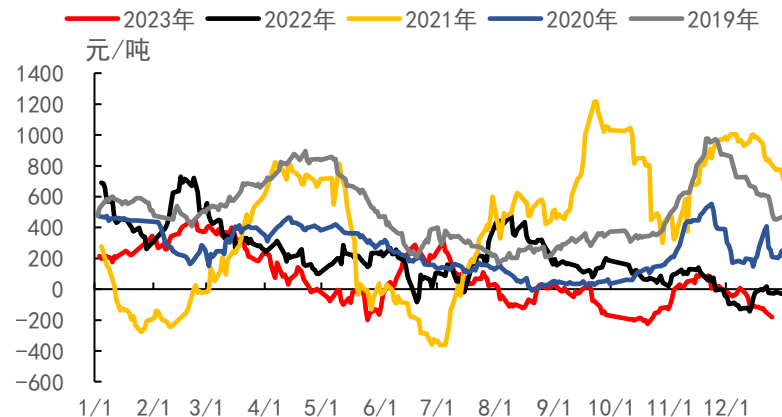
铁水产量/五大材产量（%）



■ 2023年非五大材利润较好，冷轧条线尤其明显，这与需求结构和利润分化有关，贴近高质量发展的高附加值加工材的品种利好于低附加值产品。预计2024年传统钢材难有较强起色，钢结构、优特钢、光伏支架等品种需要重点关注。

■ 预计2023年全年粗钢产量约10.3亿吨，同比增加1168万吨，增幅1.2%。国内钢铁产能整体处于过剩局面，理论上钢材供应完全可以匹配需求，钢铁产能释放更多由需求来决定。在稳增长重要性抬升的情况下，预计2024年难有全国性的压减产量政策出台，钢厂利润整体将承压运行。2024年碳排放政策或将逐步落地执行，叠加钢厂阶段性亏损，预计钢厂主动减产或将增多，全年粗钢产量或将小幅回落。预计2024年粗钢产量约10.25亿吨，较2023年减少约500万吨，降幅约0.45%。

螺纹钢长流程钢厂利润（元/吨）



小结

- 2024年地产用钢持续下滑难以改变，但降幅有望收窄，“三大工程”带动的建材需求能抵消一部分地产的向下拉动。房地产的剧烈调整或至均衡水平以下，后期有望均值回归，11月份地产新开工面积降幅放缓，有触底迹象。制造业与建筑业需求继续分化是未来国内钢铁行业趋势，预计板材依旧强于长材。钢材出口作为2023年亮点，2024年或面临一定的下滑。钢厂利润持续承压，全年粗钢产量预计同比减产10%。
- 风险点：
 1. 美联储货币政策变化节点；
 2. 国内经济复苏不及预期；
 3. 粗钢产量政策

钢材期货操作建议

单边操作

- ❖ RB2405合约建仓抛空，上方压力参考4300元/吨。
- ❖ HC2405合约建仓抛空，上方压力参考4400元/吨。

套利操作

- ❖ RB05-10正套，HC05-10正套，平水附近可以进场。
- ❖ 卷螺差回落至50-65附近，逐步做扩。
- ❖ 择机做空钢厂利润

套保操作

- ❖ 一季度按市场价出协议库存，按需轮库，控制现货库存略高于常备库存。
- ❖ 成材冬储的库存套保需求建议2月中旬后逐步在05合约建立卖出套保仓位。

君问归期，未有期

——2024年铁矿投资策略展望

■ 铁矿主要驱动因素：预计2024全年铁矿石供需格局较今年略有宽松，可以把握节奏性机遇。预计上半年维持紧平衡+低库存状态，下半年逐渐宽松。国内宏观政策预期的继续出台，冬储带来的库存周期原料补库以及海外的可能性降息会对铁矿价格起到一定拉动；旺季的需求不及预期引发的成材对原料的负反馈，大概率还会炒作的行政性限产依然会阶段性利空铁矿石价格。

■ 供需角度：

- 供给端来看，预计2023年国内精粉产量增加870万吨，进口矿增加8800万吨。2024年，预计国产矿继续发力，进口矿增加2500万吨，下半年进口多于上半年。铁矿全年供需较今年宽松，但仍处于紧平衡状态，钢厂弱预期下大概率维持原料低库存状态。
- 需求端来看，2024年国内经济稳步复苏，考虑到建筑业的恢复道阻且长，同时钢铁行业面临2025年碳达峰约束，生铁产量和粗钢产量预计微减。在海外经济周期及新增钢铁产能投放的背景下，预计海外生铁和粗钢产量2024年较今年有正增长，不能忽略的是印度继续保持稳定快速的增长，土耳其等传统钢材出口国产能的陆续恢复。
- 库存角度来看，45个港口进口铁矿库存11815万吨，处在近5年最低水平。今年铁矿库存始终不高，全年库存最高点14223万吨，最低点11137万吨，相差3086万吨。预计2024年仍将保持低库存格局，关注海内外工业品补库周期。
- 期价核心波动区间：铁矿合约800-1150元/吨。价格预计前高后低，普氏运行中枢在120美金/吨附近。

2023年铁矿行情走势回顾

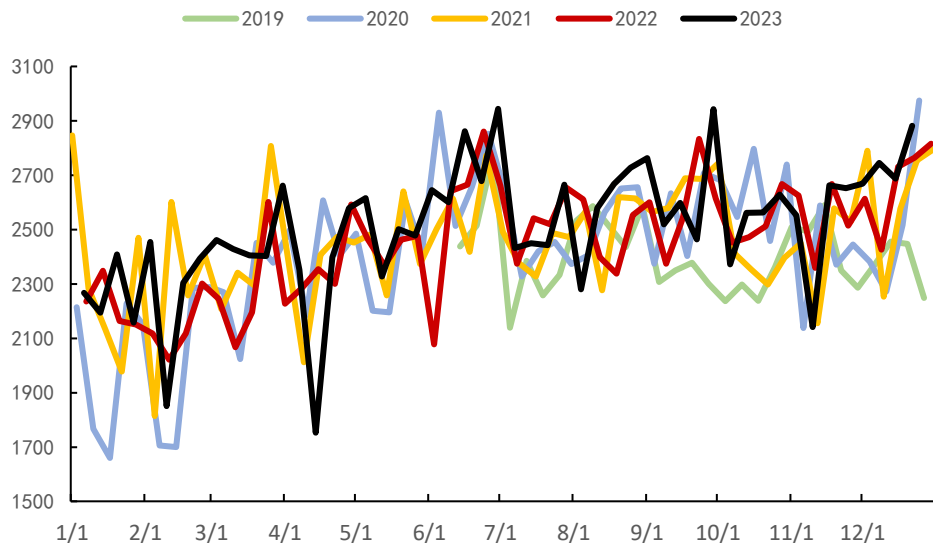
铁矿石期现价格相关性（元/吨）



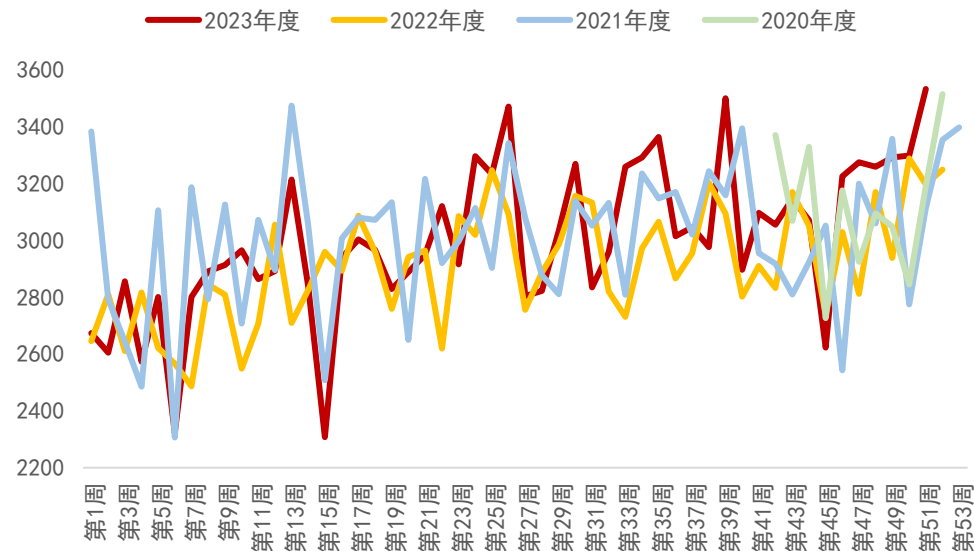
- 1月-3月中旬：复苏预期带动矿价持续走强。强预期行情有所持续，产业基本面也兑现利好。虽然监管三次发声抑制炒作空间和情绪，但低库存给铁矿带来了较高的向上弹性。
- 3月中旬-5月底：海外暴雷，国内预期减弱。美国硅谷银行危机引发市场恐慌情绪，两会将我国2023年经济增长目标设定在5%，处市场预期下限，政策预期转向弱复苏。澳巴地区受飓风影响发运受到短期扰动，整体供强于需，对原料带来一轮负反馈。
- 5月底-8月下旬：淡季预期行情再起，平控风波波澜壮阔。海外风险逐渐缓和，国内数据较弱导致政策预期长期持续。铁水产量维持高位，废钢的短缺均为铁矿需求带来强支撑。7月开始限产消息传闻不断，市场恐慌及投机情绪浓厚，矿价迎来快速回调。
- 8月下旬-至今：限产逐渐落实证伪，海外回暖与国内预期共振。美联储加息预期缓和，万亿国债带动的宏观行情接续限产的原料超跌反弹，中央经济工作会议以及产业的现实冬储对矿价下方带来较强支撑。

铁矿发运：处于近年高位，主流矿表现稳定

澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



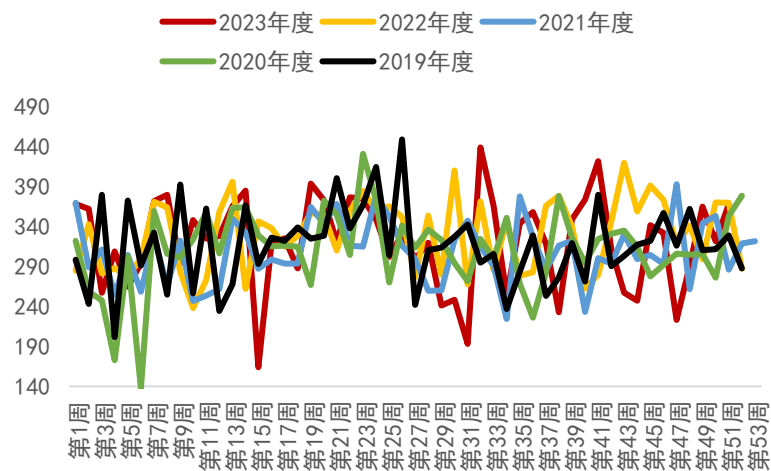
全球铁矿石发运量（万吨）



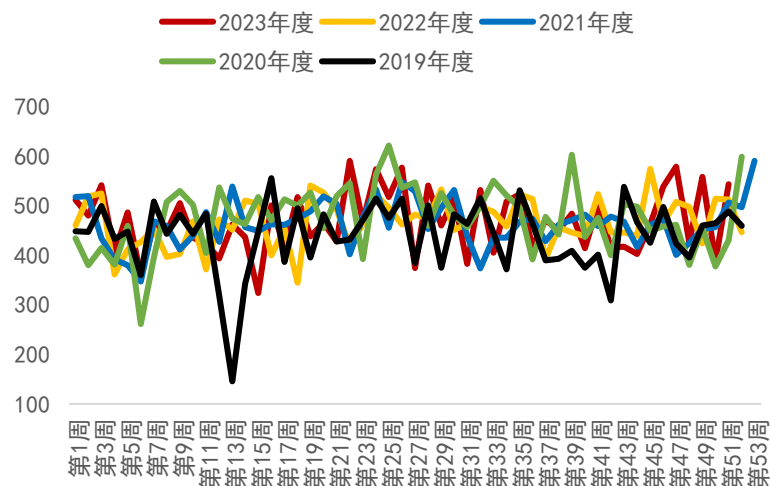
- 2023年全球铁矿石发运处于近年高位，主流矿山发运稳中有升。截止12月15日，全球铁矿石发运总量14.95亿吨，相比去年同期增加约4486万吨，增幅3.09%，其中澳大利亚相比去年同期增加约590万吨，巴西相比去年同期增加约2304万吨，非主流矿相比去年同期增加约1593万吨。
- 巴西及非主流地区铁矿石发运增量较大，主因中小型矿企发货贡献。今年俄乌局势有所缓和，市场预期筑底改善，矿价多数时间处于非主流矿山边际成本之上，推动非主流矿积极生产。今年1-10月份，随着去年伊朗、印度陆续下调出口关税后，两国发运至我国的铁矿石数量分别同比多增636万吨、2015万吨。

主流矿山稳中有升

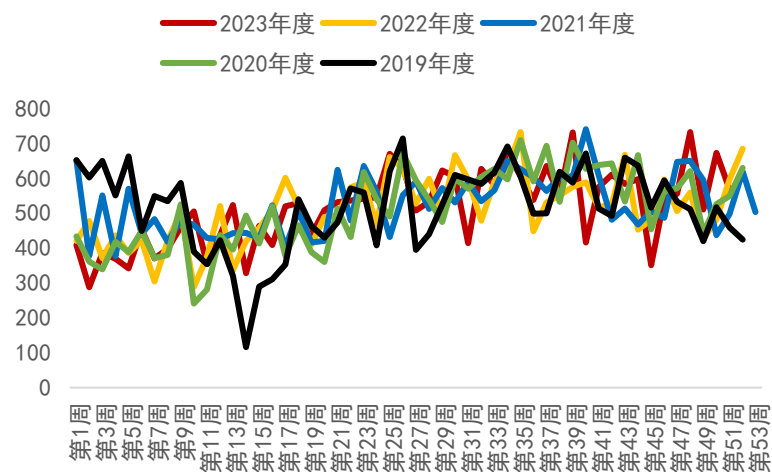
FMG铁矿石发运量（万吨）



BHP铁矿石发运量（万吨）

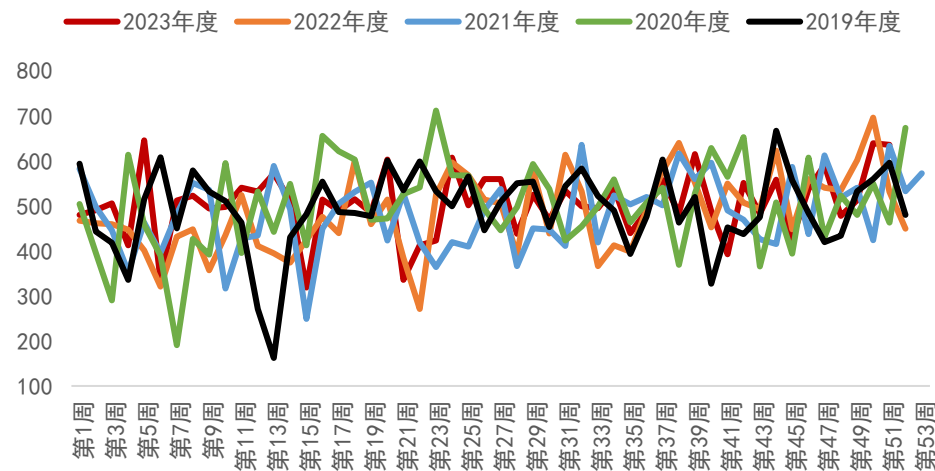


淡水河谷铁矿石发运量（万吨）



- 今年四大矿山发运总体表现偏强，但多受天气及安全事故扰动，如四月中旬澳洲飓风、雨季，以及主流矿山安全事故、项目检修维护的影响。分时间段看，上半年发运表现较强，下半年发运表现低于计划预期。
- 今年发运增量主由力拓贡献，淡水河谷、BHP发运同比微增，FMG发运减量。截止12月15日，力拓全年发运总量约3.14亿吨，同比多增682.3万吨；BHP全年发运总量2.72亿吨，同比多增105.4万吨；FMG全年发运总量约1.79亿吨，同比减少351.3万吨；淡水河谷全年发运总量2.57亿吨，同比增加413.7万吨。

力拓铁矿石发运量（万吨）

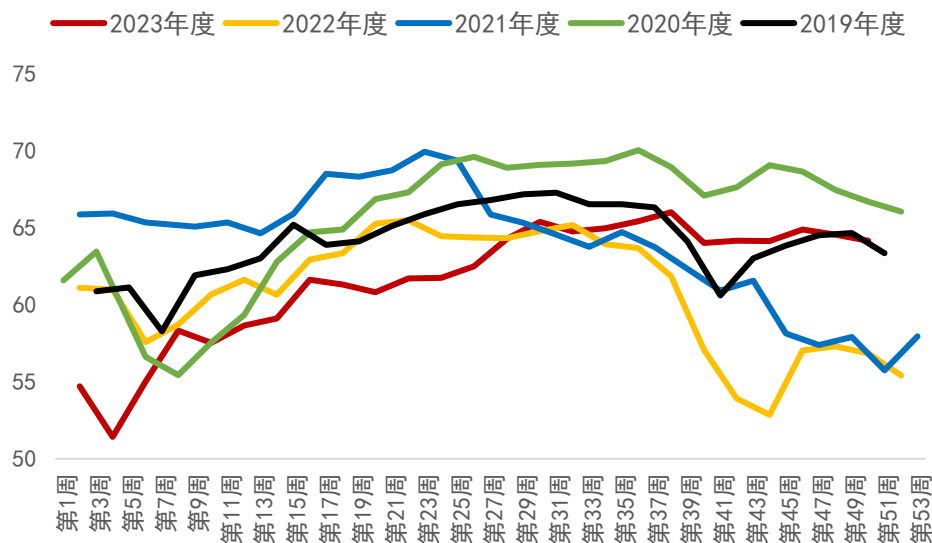


海外矿山增产计划

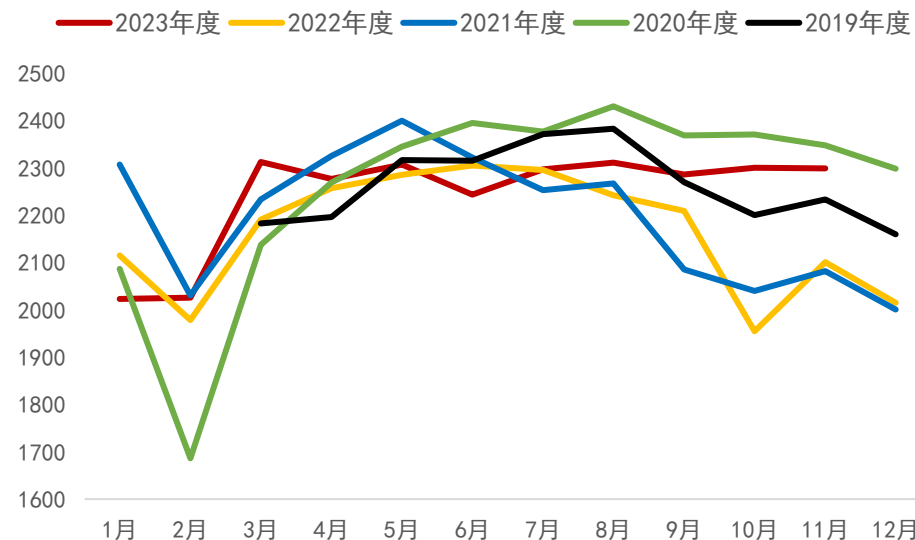
- 主流矿山方面，多为已有项目的产能释放增量，包括力拓的库戴德利矿区提产项目、必和必拓的南坡矿项目、FMG的铁桥项目，预计2024年新增产能增量约1850万吨。目前力拓、必和必拓、FMG已公布2024财年的发运目标，相较2023财年发运目标中枢上移约1300万吨。保守估计，预计2024年主流矿山产量同比增量为1300万吨。
- 非主流矿山方面，产能增量主要来源于新项目的投产，如MRL的Onslow Iron项目，安赛乐米塔尔的Serra Azul及Liberia项目等。保守估计，2024年非主流矿山产能同比增量为1950万吨。

国产增产保供成为重要任务

186家矿山企业（363座矿山）：产能利用率（%）



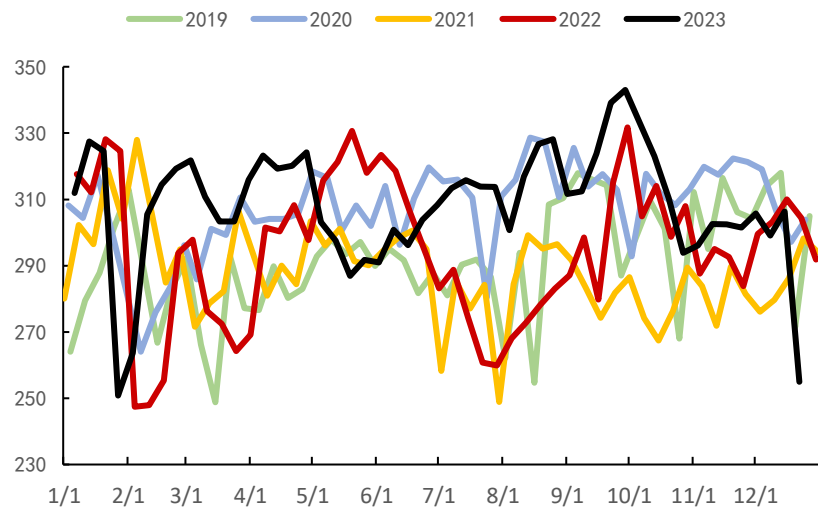
332家矿山企业铁精粉产量（万吨）



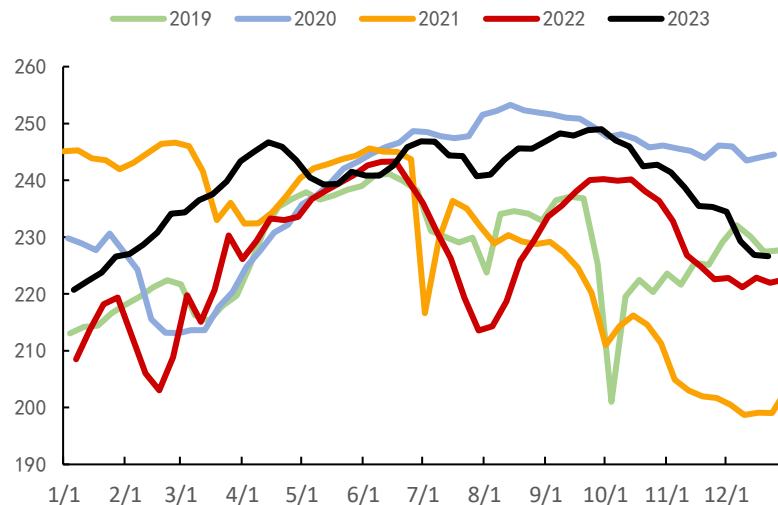
- 今年国产矿山生产情况总体低于预期，产量增长较缓，主受下游需求疲软、需求预期偏弱、安监趋严影响。2023年1-10月国内332家矿山企业铁精粉累计产量2.47亿吨，同比去年增量800万吨，增幅3.34%。
- 从产能视角看，受去年河北、山西代县事故后安全限产以及今年市场预期谨慎影响，今年国产矿山产能恢复速率较缓，3月中旬后受市场低迷影响短暂下滑，总体呈稳步增长趋势。截止12月15日，186家矿山企业产能利用率为64.16%，同比去年增幅12.9%

铁矿需求持续超预期

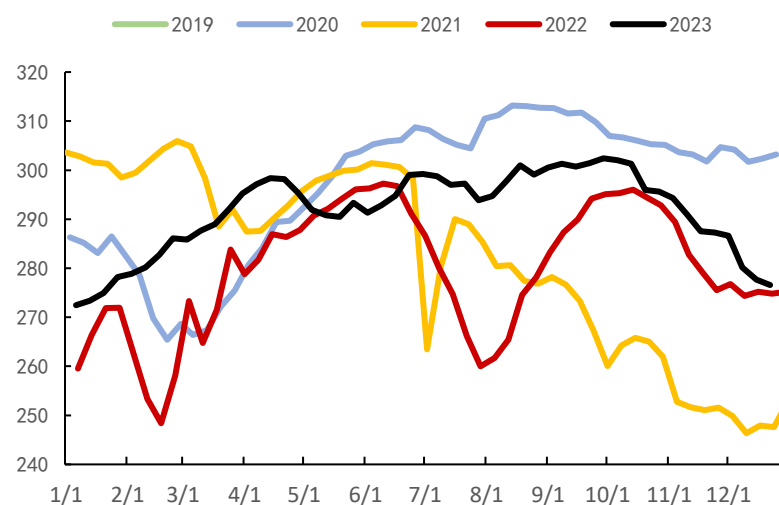
45港日均疏港量（万吨）



日均铁水产量（万吨）

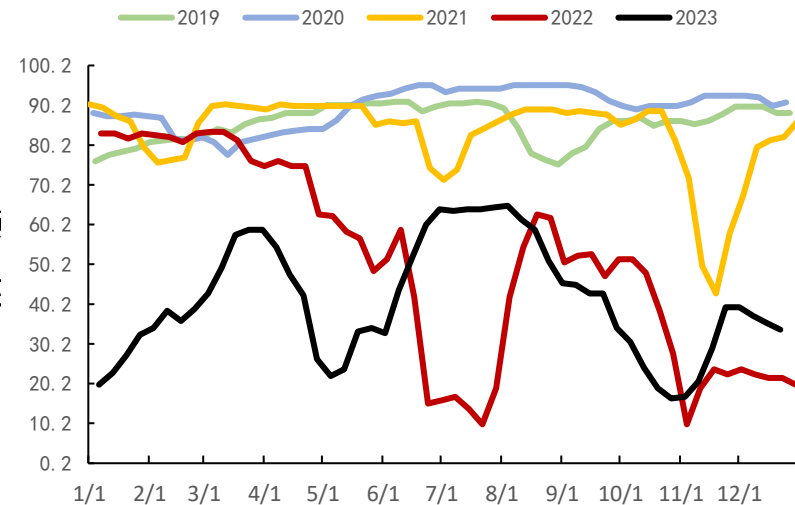


247家钢厂进口铁矿石日耗（万吨）



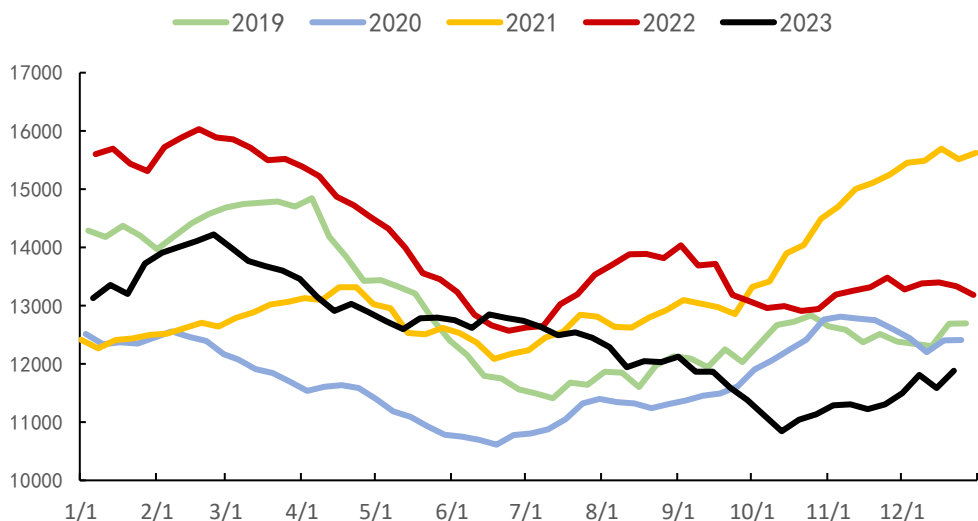
- 今年钢厂盈利率总体处于近年低位水平，但多种因素驱动铁矿石需求偏强运行。截止12月22日，247家钢厂盈利率均值为33.77%，为近5年同期较低位置。
- 尽管今年钢厂生产利润处于近年低位，但整体铁水产量却处于近5年较高水平，这既得益于阶段性的铁水成本下行及成材价格好转带来的钢厂利润改善，也受到国内稳增长的政策总基调的影响。
- 此外，年内始终未有强制性的限产政策出台，非五大材的需求及利润情况较好均给予铁水向上的动能。

钢铁企业盈利率（%）

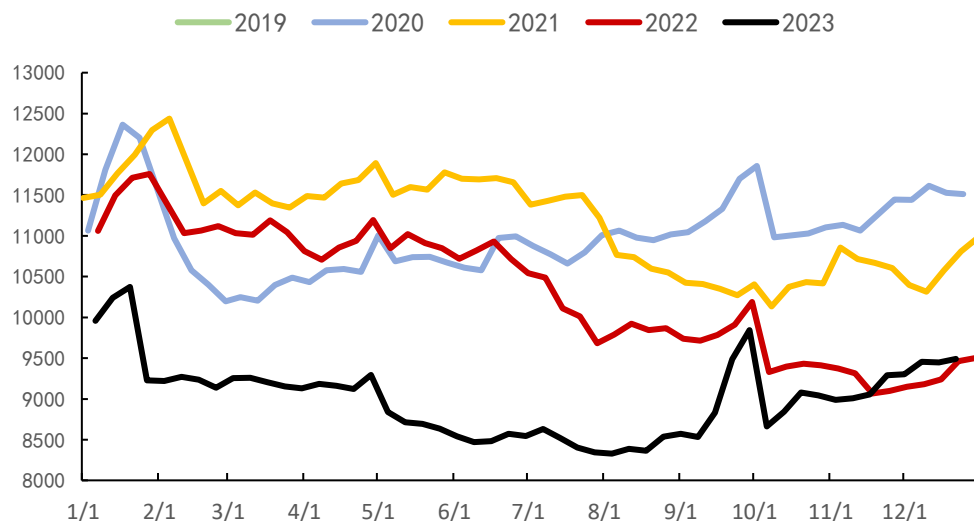


低库存预计还将持续

铁矿石港口库存（万吨）



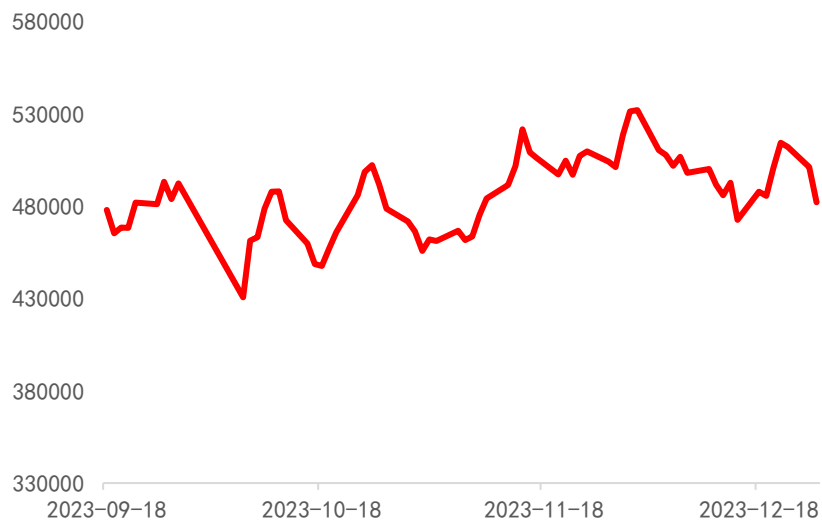
247家钢厂进口铁矿石库存（万吨）



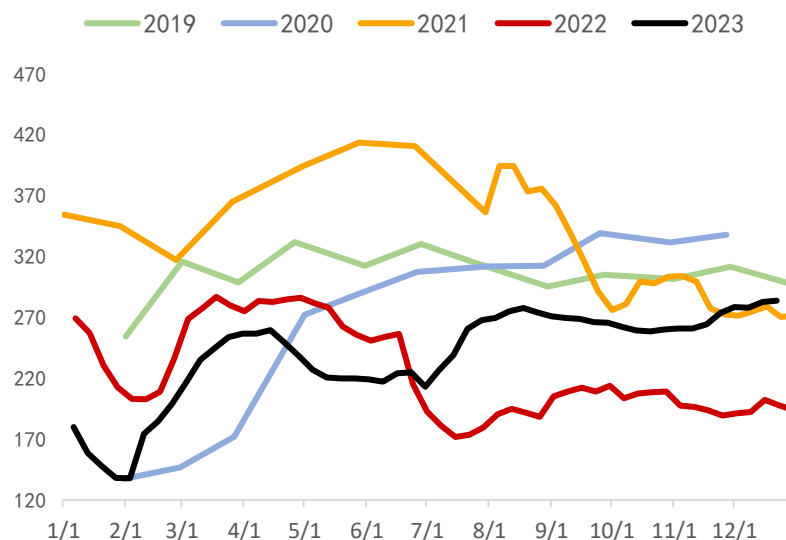
- 截止12月22日，45个港口进口矿库存11886.76万吨，处在近5年最低水平，较年初库存下降1243.78万吨。今年铁矿库存始终不高，上半年维持历年中位数水平，2月以后开始去库，直至10月。全年库存最高点14223万吨，最低点11137万吨，相差3086万吨。下半年铁矿基本面偏强，因此二季度价格下跌后，铁矿价格快速企稳反弹，并创下年内新高。
- 247家钢厂进口矿库存9489.97万吨，略超过去年同期水平。今年钢厂采取低库存策略，上半年库存处在历史最低位，且不断去库至8月。10月底开始宏观与现实不断走强，达到阶段性的共振，年底冬储逐步兑现，钢厂原料冬储接近尾声，不过库存依然处于较低位置，铁矿石下方基本面支撑仍偏强。

废钢下半年供给回暖

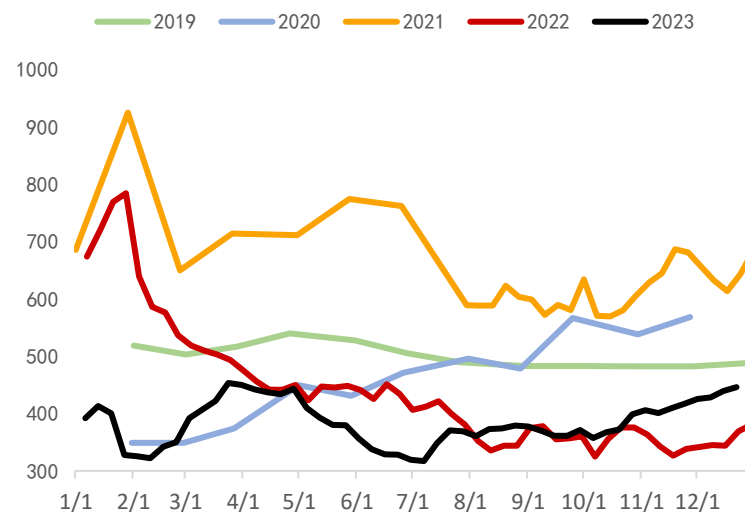
250家钢厂废钢日均到货量（吨）



211家样本钢厂废钢消耗量（万吨）



211家钢铁企业废钢库存（万吨）



- 今年废钢总体表现为供需双增，上半年供需低于预期，主受毛料供应偏紧约束，下半年供需同比增量明显。上半年废钢市场受钢厂需求疲弱及市场预期不足，废钢供应受到地产等因素影响，废钢供需量同比下滑。下半年钢厂用废效益逐渐好转，近期由于电炉利润好转及废钢价格的阶段性上行，废钢供需增量较大。
- 预计2024年废钢市场供需均有增量，供给方面，废钢毛料偏紧局面有望缓和，供应逐渐恢复。需求方面，在国内经济复苏背景以及废钢产业十四五发展规划的指导下，预计明年废钢比提高1-2个百分点。

小结

- 预计2024全年铁矿石供需格局较今年略有宽松，可以把握节奏性机遇。预计上半年维持紧平衡+低库存状态，下半年逐渐宽松。国内宏观政策预期的继续出台，冬储带来的库存周期原料补库以及海外的可能性降息会对铁矿价格起到一定拉动；旺季的需求不及预期引发的成材对原料的负反馈，大概率还会炒作的行政性限产依然会阶段性利空铁矿石价格。
- 风险点：
 - 1、海外金融风险；
 - 2、行政性限产政策出台。

铁矿期货操作建议

波段操作

- ❖ I2405合约逢高抛空，上方压力参考1100元/吨。

套利操作

- ❖ I05-09反套，进场时点预计在一季度末
- ❖ 逢高做空钢厂利润

套保操作

- ❖ 锁定钢厂利润
- ❖ 原料冬储的库存套保需求建议1月中旬后逐步在05合约建立卖出套保仓位
- ❖ 90美金附近的铁矿具有买入套保性价比，钢厂注意锁价

声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。