



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

需求面临证伪，风险尚需释放 ——2023年四季度钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

需求面临证伪，风险尚需释放

——2023年四季度钢矿投资策略展望

- 钢矿主要驱动因素：“旺季不旺”格局难以改变，钢厂利润持续萎缩，减产主要以环保限产和低利润自主性减产为主，力度不会有此前平控文件要求那么大。盘面负反馈效应几近形成，风险释放后价格还有上涨空间。
- 供需角度：
 - 钢材：当前螺纹基本面情况稍强于热卷，在对建材需求预期较差的情况下，螺纹今年的产量和库存均维持在较低的水平，地产疲软依然没有明显的改善，虽然国家出台了众多利好政策对房地产进行支撑，但对钢材需求的拉动尚需等待。根据最新的调研反馈，基建类需求今年比较旺盛，部分贸易商反馈订单已经接到明年初，侧面反映出了对于建筑钢材需求的托底支撑。热卷当前受制于库存较高，需求端环比走弱，盘面卷螺差也是逐步回落。今年冷系表现亮眼，冷热价差扩到了1000元/吨附近，汽车家电轮船等制造业对于板材的支撑力度较强。
 - 铁矿：铁矿石一直处于易涨难跌的格局，海外发运量由于台风的影响三季度有所减量，到港量也是在近期刚开始有所回升。铁水产量依然维持在较高位置，但预计继续增加的动能不足，长流程钢厂长期维持在亏损状态叠加四季度的环保限产会减少对铁矿石的需求，不过在钢厂的减产力度上不会有之前预期的那样强烈，整体供需会维持“动态平衡”的状态。

期价核心波动区间：螺纹01合约3550-4100元/吨，热卷01合约3650-4200元/吨，铁矿01合约780-1000元/吨。

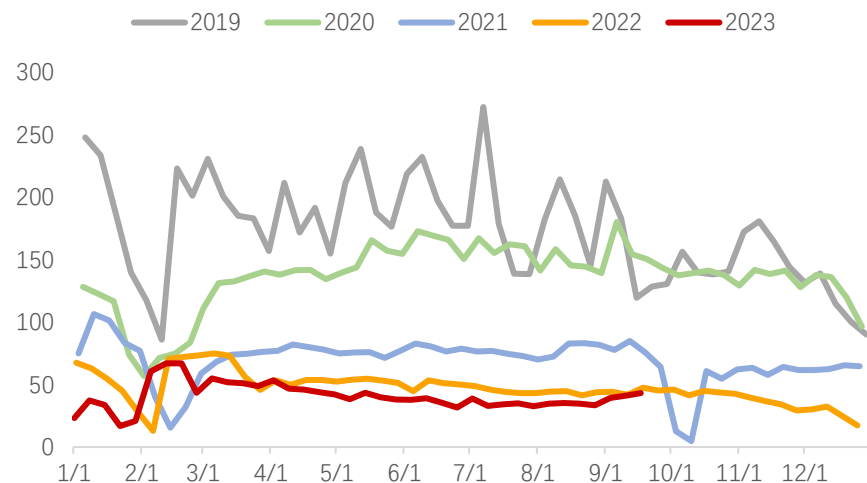
地产：四季度是重要观察期

	截止8月	四季度
开发	新开工延续疲软，保交楼执行良好	预计四季度新开工难有好转，年内持续承压。
销售	8 月销售面积、房价仍然疲弱。新政后新房销售环比微幅改善，但景气仍低，二手房修复优于新房	政策托底下市场修复可期，但政策传导尚需时日，四季度或有所好转
政策	央行“831”新政超预期出台，一揽子政策密集落地，需求端实质性转向	突破此前市场对于地产政策的预期上限，政策将持续落地

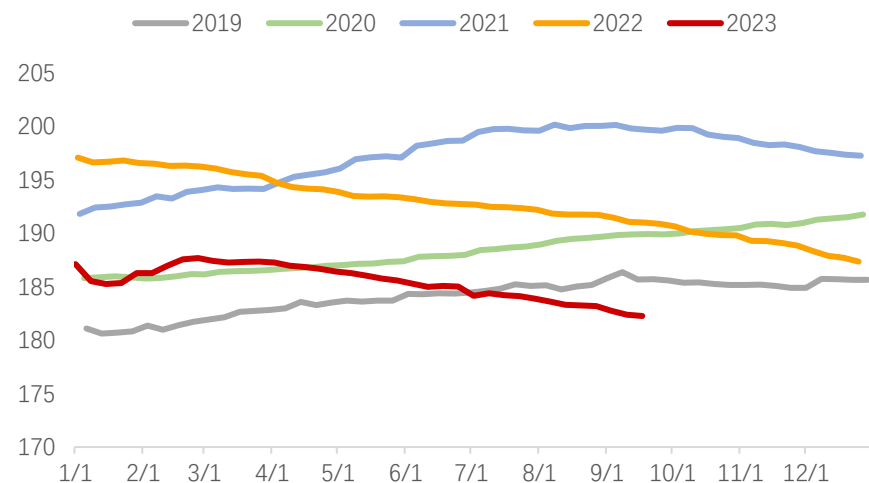
- 从8月的情况来看，房地产尚处调整阶段，各项指标继续下滑。根据统计局数据，8月商品房销售面积、销售金额累计同比跌幅持续扩大，销售压力仍然较大。房企对市场预期仍然悲观，房地产开发投资依旧大幅下滑。
- 新一轮的房地产放松已开启。在7月中央“政策吹风”后，实质性政策在8月底陆续落地。先后出台“认房不认贷”、下调首/二套房首付比例、取消限购等优化措施，一线城市也出台了实质性政策放松。
- 目前的政策出台力度、频度已突破此前市场对于地产政策的预期上限，显示出较强托底信号。从9月新政后对销售市场的跟踪来看，新房环比仅有微幅改善，市场景气程度尚未恢复。二手房修复优于新房，中介到访热度边际提升。
- 展望来看，政策出台传导至销售尚需时日，9月销售降幅或难大幅收窄。不过，四季度考虑到去年同期低基数的影响，疲弱之势或有所改善。当前已超出年中我们对于政策出台的预期上限，但是行业实现趋势性好转仍离不开宏观经济及收入预期的修复。

地产情绪表现

城市二手房出售挂牌量指数:全国 (%)



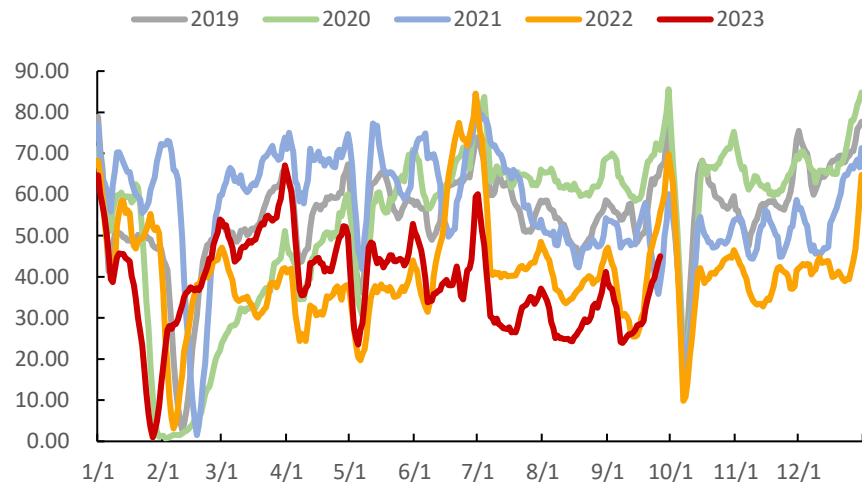
城市二手房出售挂牌价指数:全国 (%)



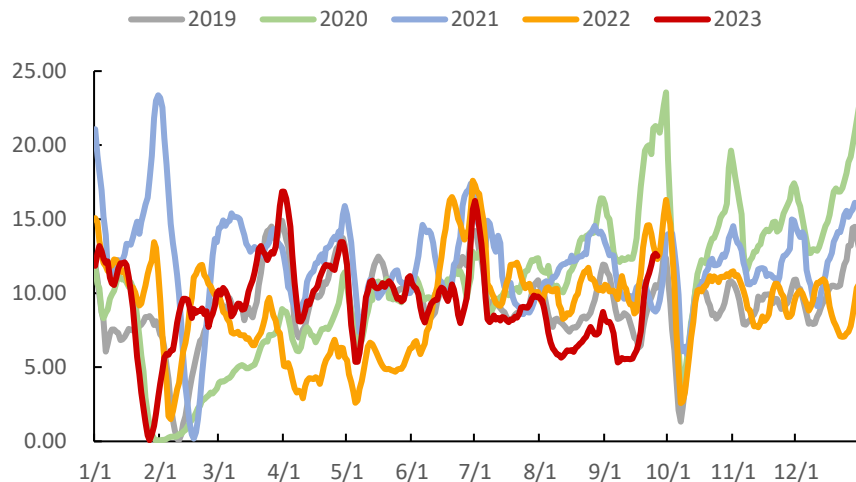
- “认房不认贷”政策落地速度较快，一线城市北上广深也已经正式落地实施，近期房地产市场的情绪好转很大程度是由于此政策的出台。
- 人民银行等部门在存量房贷利率上的政策优惠，地产销售端预计将逐步企稳，一线城市的房价其实对于其他城市的潜在购房者存在一定程度的参考意义，也就是所谓的“信心比黄金更重要”。
- 根据我们监测到的数据显示，新政出台落地后，全国二手房的挂牌量确实有较明显增长，“认房不认贷”的第一步也就是卖掉名下的存量住宅开始逐步兑现，但二手房销售过程中的房价依然没有出现改善，也显示出购房者加杠杆意愿不足，疫情三年带来的“疤痕效应”犹在，对于未来收入水平的提升还有所担忧。

地产销售回升明显

30大中城市:商品房成交面积(万平方米)



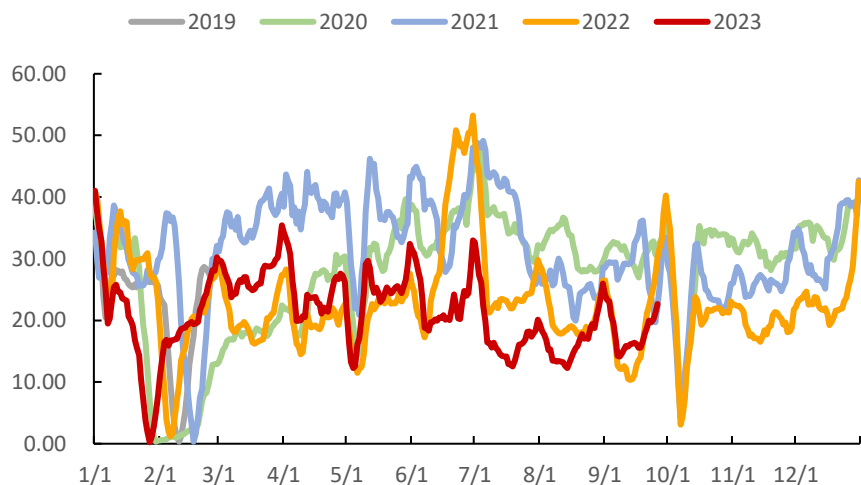
30大中城市:商品房成交面积:一线城市



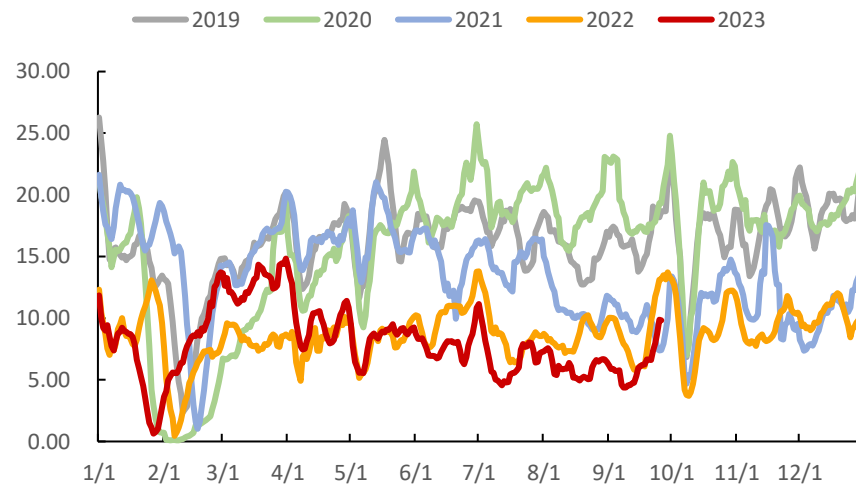
■ 9月以来商品房成交环比小幅回升,但成交规模依然处于近5年低位。央行831政策后,各地需求端政策密集落地。

■ 分城市能级看,一、二、三线城市9月1-26日商品房成交面积同比2022年同期分别为-35.1%、14.5%、-27.5%,环比8月1-26日分别为12.1%、11.8%、-3.0%。其中二线城市同比自5月以来再度转正。

30大中城市:商品房成交面积:二线城市



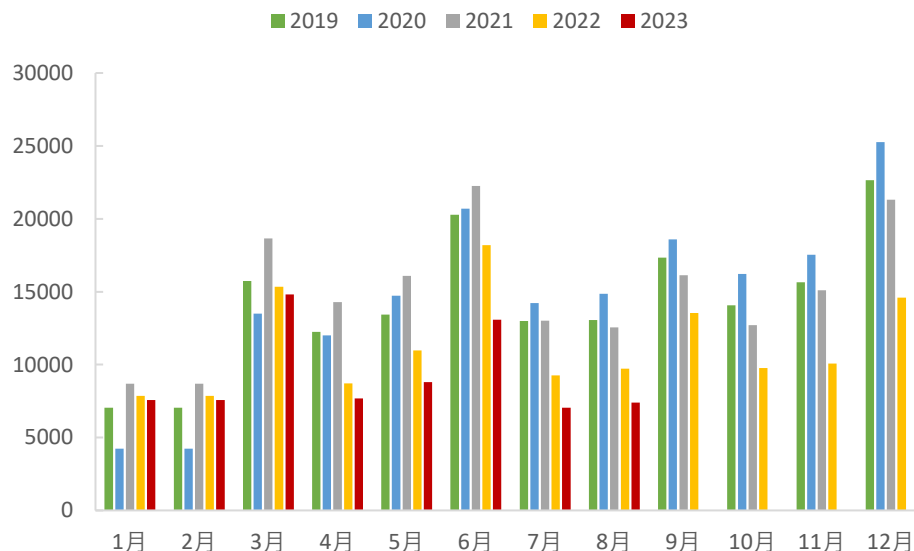
30大中城市:商品房成交面积:三线城市



■ 二手房先于新房恢复,中介带看热度边际提升。9月1-26日15城二手房成交面积同比2022年同期提升38.0%,环比8月1-26日为6.5%,同比、环比均实现转正,作为房地产热度先行指标,二手房成交在新政后先于新房恢复。

地产销售仍处调整阶段

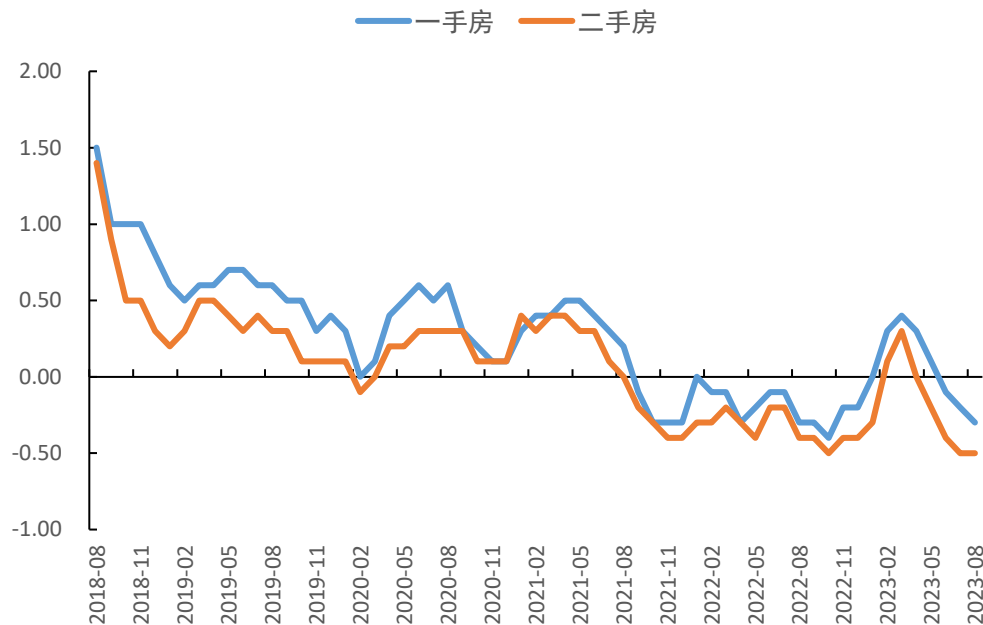
商品房销售面积当月值（万平方米）



- 8月房地产销售降幅持续扩大，考虑到8月底以来政策显示出较强“托底”目标，后续市场修复或可期待。统计局数据显示，1-8月份全国商品房销售金额、销售面积累积同比分别为-3.2%、-7.1%，较1-7月分别减少1.7pct、0.6pct。8月单月销售相较7月小幅增长但仍处于低位。以可比口径调整计算，8月单月销售金额、销售面积同比分别为-16.4%、-12.2%，跌幅较7月分别缩小2.9pct、3.4pct，环比7月分别为4.7%、4.8%。
- 央行“831”政策的出台，显示政策已“自上而下”主导放松，随后各地“四限”放松加速落地，叠加此前一线城市也出台了“认房不认贷”调整，一揽子政策显示出较强的托底信号。这些政策有助于降低购房门槛，释放部分需求，或能缓解当前悲观预期及销售的疲弱之势。
- 展望来看，从过往经验来看，政策出台传导至销售尚需时日，9月销售降幅或难大幅收窄。不过，四季度考虑到去年同期低基数的影响，疲弱之势或有所改善。

房价延续下跌趋势，触底预期增强

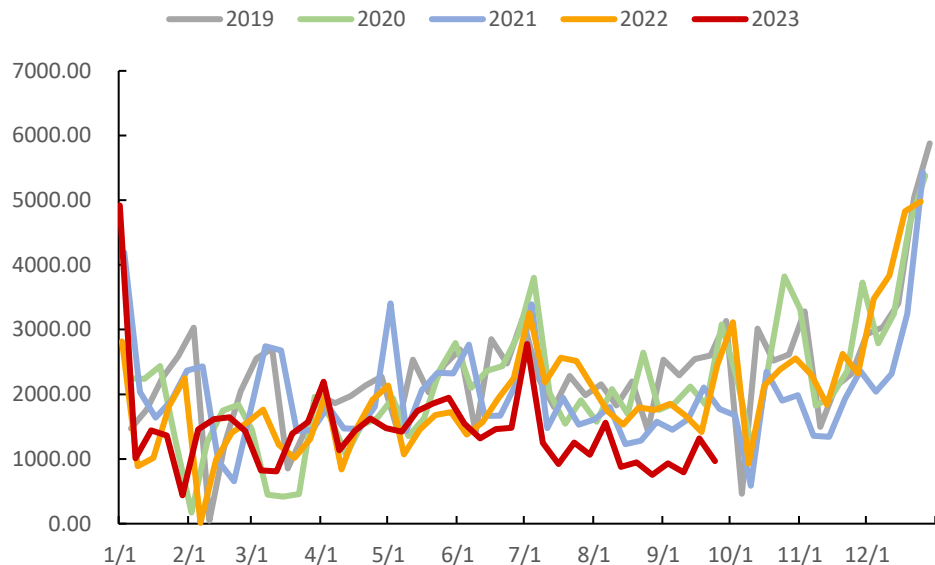
70城住宅价格环比变动情况（%）



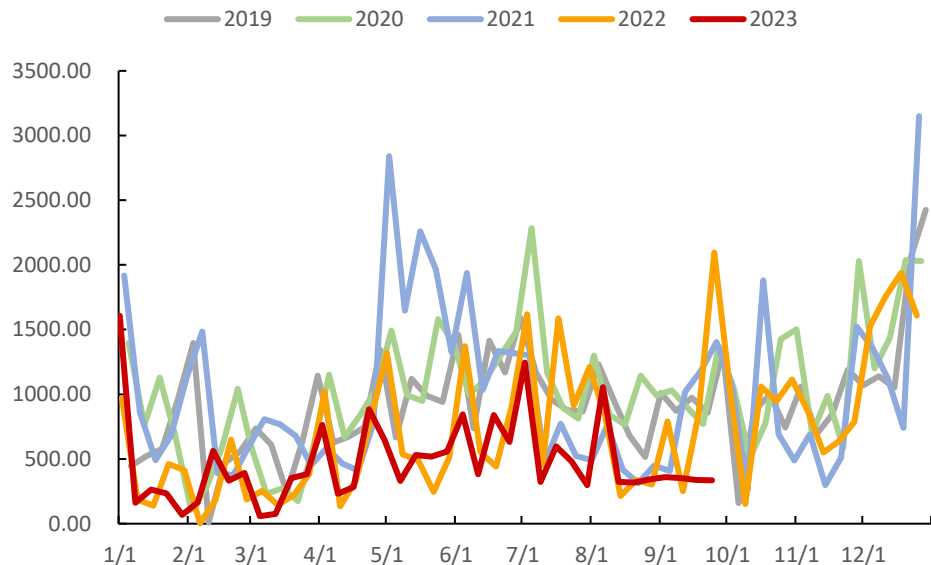
- 8月各线城市新房、二手房房价均延续下跌，新一轮政策宽松下房价或已触底。在销售遭受压力的情况下，一、二、三线城市新房、二手房价格全线下跌，其中二手房环比已连续三个月下跌。与此同时，房价下跌城市数量进一步增加，8月70大中城市中，新房和二手房价格环比上涨城市分别仅有17个和3个，均较7月减少3个。8月末新一轮救市政策开启，市场预期房价或已出现触底信号。从二手房表现亦可看出，8月一线城市二手房价格跌幅收窄，二三线城市跌幅没有继续扩大。

房企拿地持续疲软，资金面依旧承压

100大中城市：成交土地占地面积（万平方米）



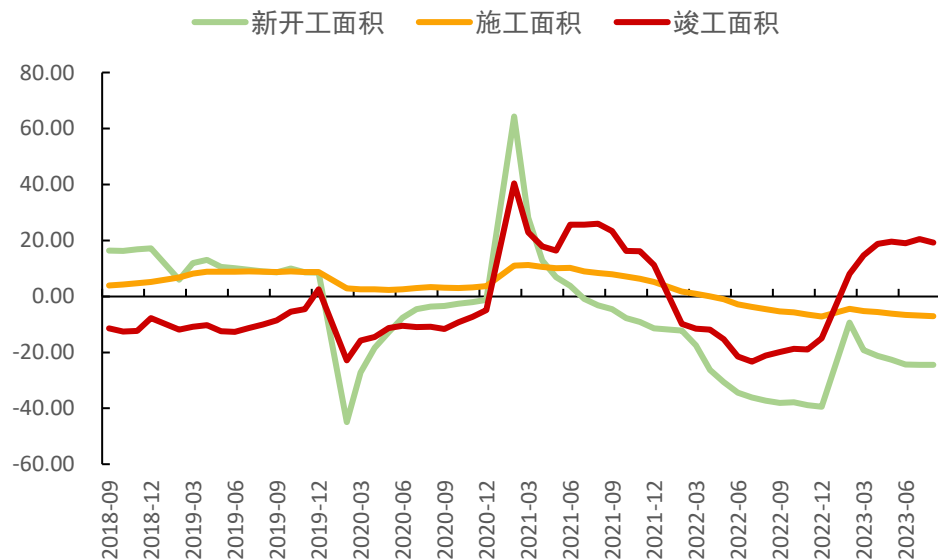
100大中城市：成交土地总价（亿元）



- 土地成交规模和出让金仍处低位，土拍市场热度依旧低迷。在销售端并未释放明显修复信号情况下，房企拿地依旧保持谨慎。
- 房企拿地再向一二线集中。8月全国商住土地成交建面单月同比为-42.3%，受成交向一二线城市集中影响，在成交减量情况下土地出让金反而升高。
- 房地产对钢材需求主要集中在前端的新开工和中间的施工环节，而前述政策主要在后端的消费环节发力，土地成交数据才是未来建材消费能否转变的核心观察指标。从这个数据看，建材消费保持低迷的局面不会有大的改变。
- 今年用土地成交推算钢材需求的传导周期可能会出现拉长，主要原因还是在于房地产企业在销售端好转回笼资金后还需要修复自身资产负债表，拿地的意愿当前依然不足，新开工的预期还将滞后。

新开工延续低迷格局，竣工依旧稳健增长

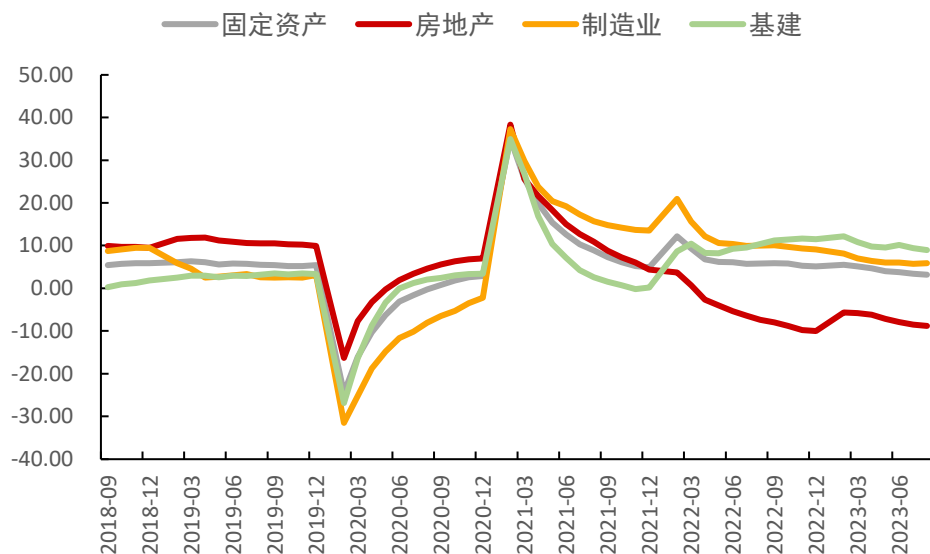
房地产开发建设指标累计同比 (%)



- 新开工持续承压，单月规模创2018年12月以来新低。1-8月新开工面积累计同比为-24.4%，与1-7月跌幅基本齐平。以可比口径调整计算，8月单月新开工面积同比为-23.6%，较7月份跌幅收窄2.3pct，单月新开工规模为2008年12月以来最低。央行831政策后新房销售景气度尚未提升，开发商拿地开工意愿仍然不足。展望来看，土地市场弱势及销售市场恢复斜率不确定性持续制约新开工修复。
- 竣工维持韧性。1-8月竣工面积累积同比为19.2%，增幅较1-7月份下降1.3pct。以可比口径调整计算，8月份单月竣工面积同比增加10.6%，同比增幅较7月减少22.6pct，增速环比下降但仍保持增长。在前期积累的开工以及“保交楼”政策推动下，竣工面积增速持续增长确定性较高。
- 施工端持续走低。8月施工面积同比为-7.1%，跌幅较7月增加0.3pct。受新开工面积显著拖累而竣工端持续增长的影响，施工面积维持低位徘徊。

新开工延续低迷格局，竣工依旧稳健增长

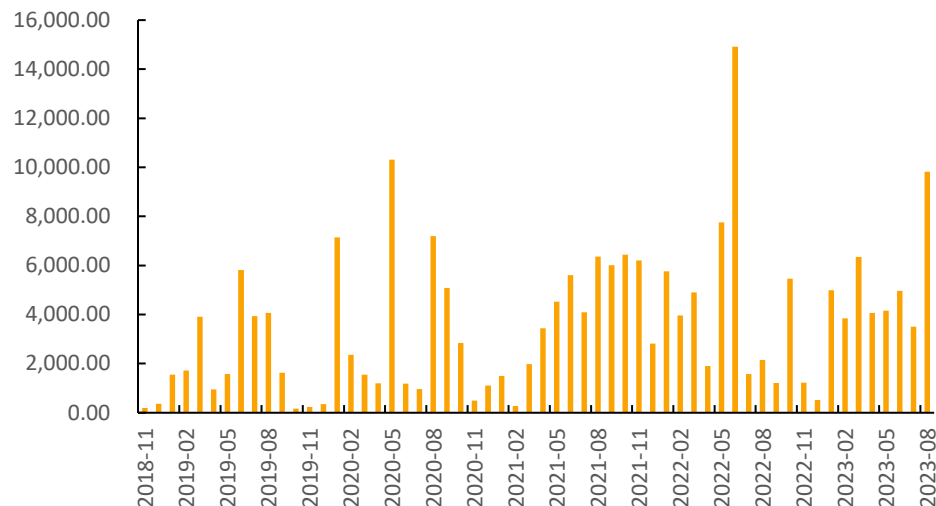
固定资产投资累计同比 (%)



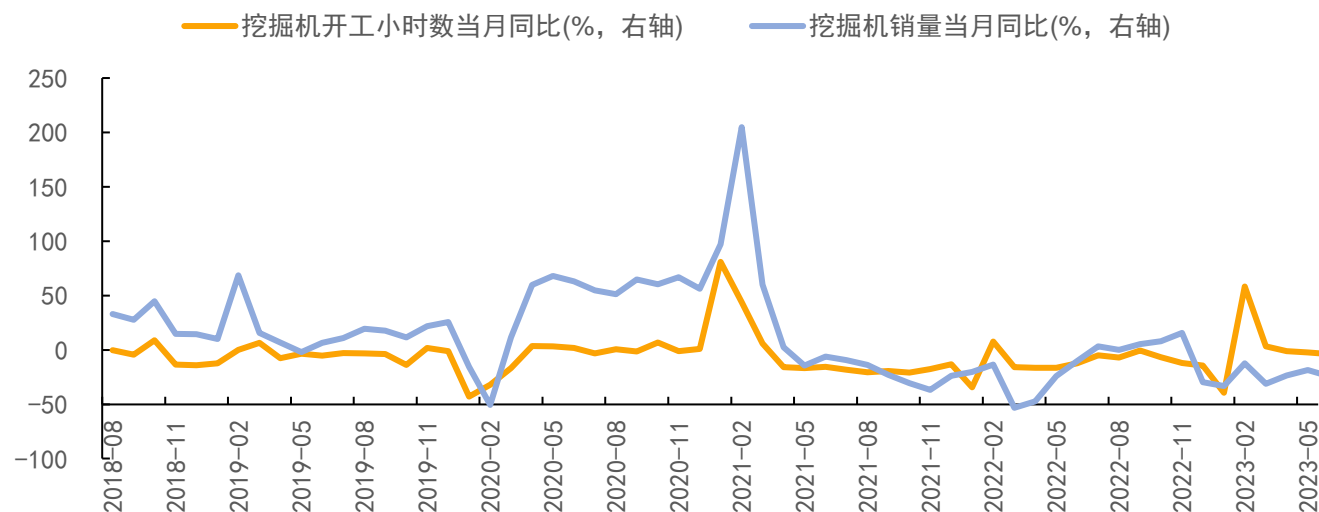
- 房地产开发投资累计跌幅持续扩大。去化不足叠加资金面收紧，房企开发投资持续收紧步伐。1-8月房地产开发投资额累计同比为-8.8%，降幅较1-7月扩大0.3pct。以可比口径调整计算，8月单月同比为-11.0%，降幅较7月份收窄1.2pct。分项来看，1-8月土地购置费、建安投资累计同比分别为-4.3%、-20.8%，降幅较上月分别扩大0.6pct、0.5pct。2022年以来房企拿地保持谨慎，土地市场热度偏冷，持续拖累土地投资。
- 展望来看，当前销售端尚未对宽松政策有显著反映，多数房企仍面临资金面紧张的困境，资金萎缩打击房企特别是民营房企的投资信心，若想投资端恢复还需等到资金面和销售预期出现更加实质性的改善。

基建支撑明显，四季度依然可期

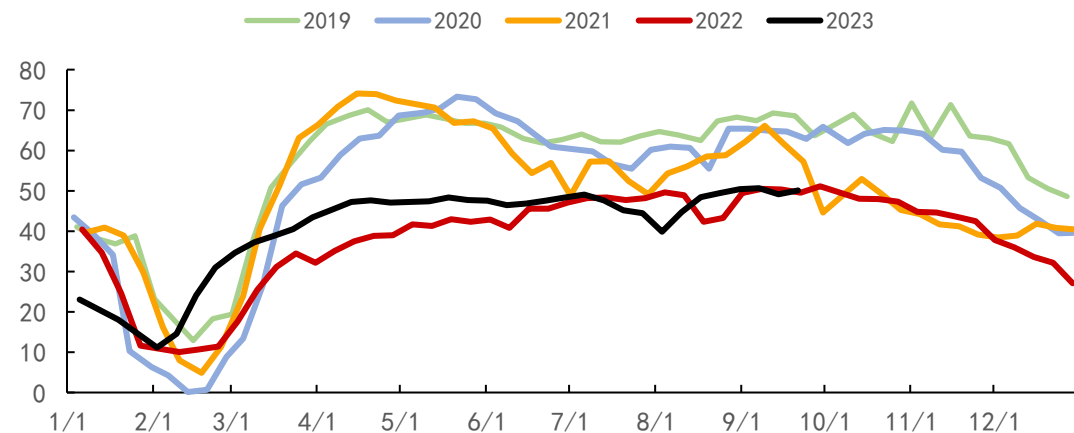
专项债当月值（亿元）



基建先行指标：挖掘机相关



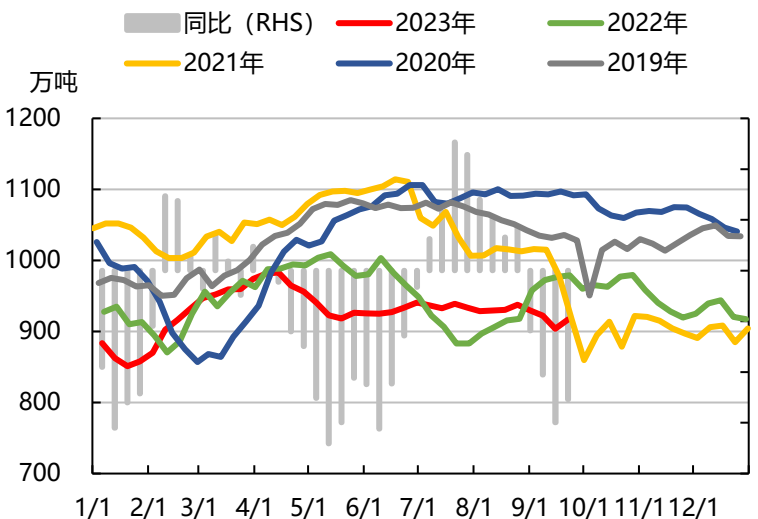
水泥磨机运转率(%)



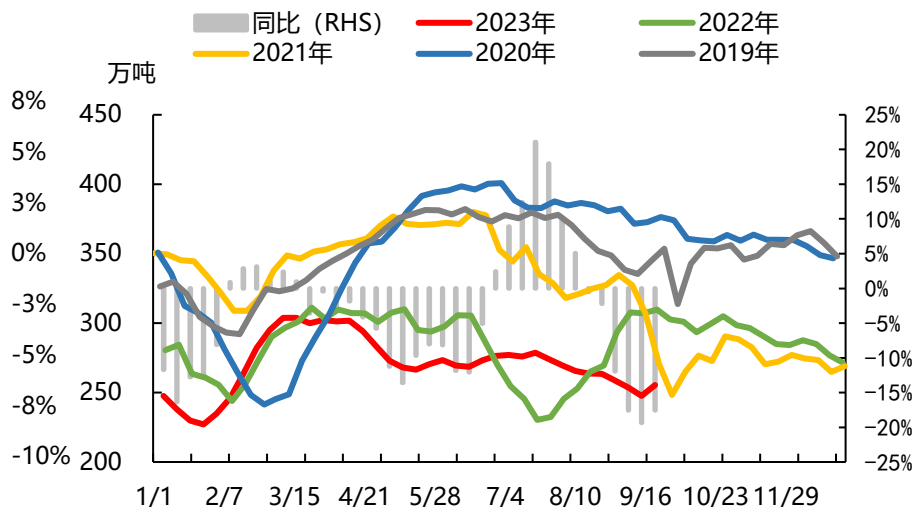
- 统计局数据显示，8月份专项债下发9819亿元，为今年单月最高值。
- 挖掘机销量有所好转，开工小时数基本稳定，反映出今年对于钢材需求的拉动并不拖后腿，反倒是在专项债的下发刺激下，四季度依然有望继续支撑钢材需求。

五大钢材品种供应环比转增

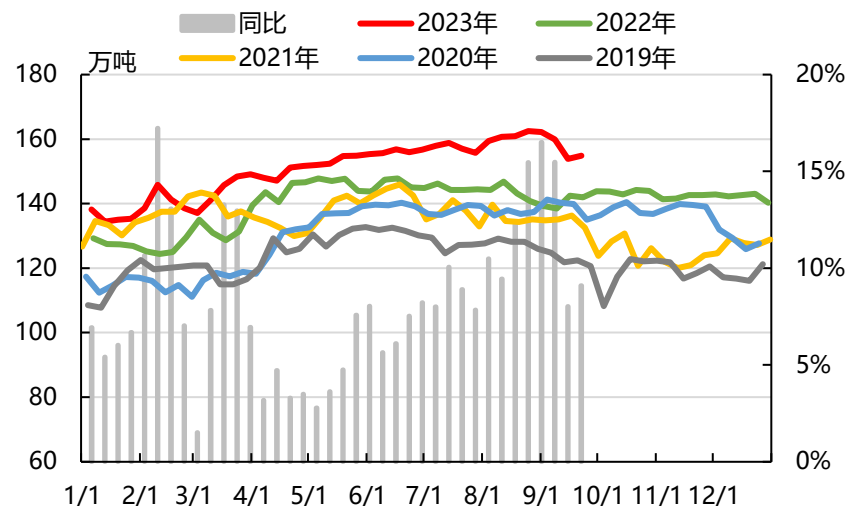
五大材周产量



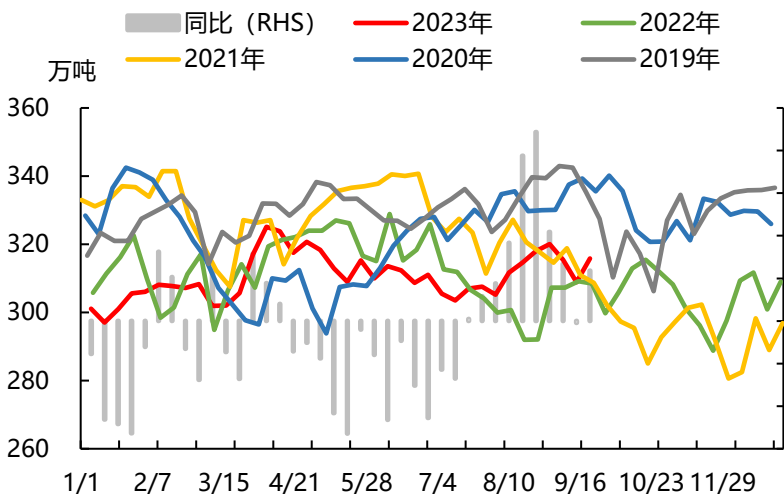
螺纹周产量



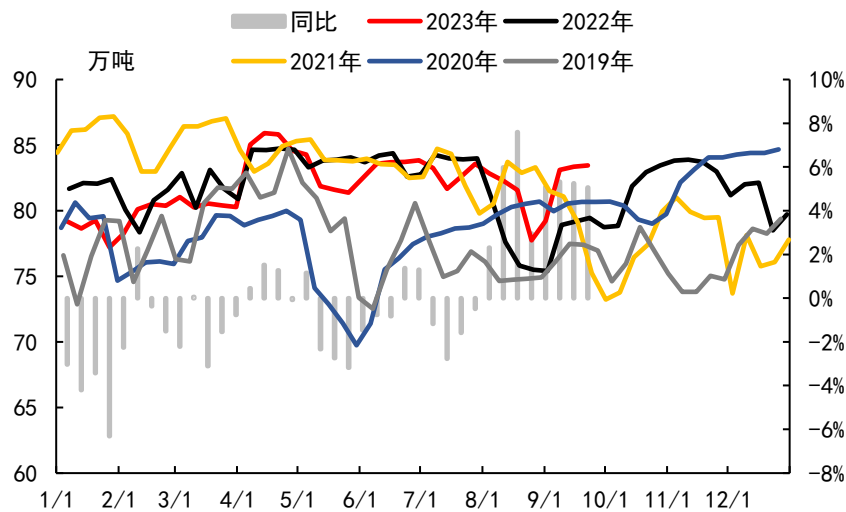
中厚板周产量



热卷周产量



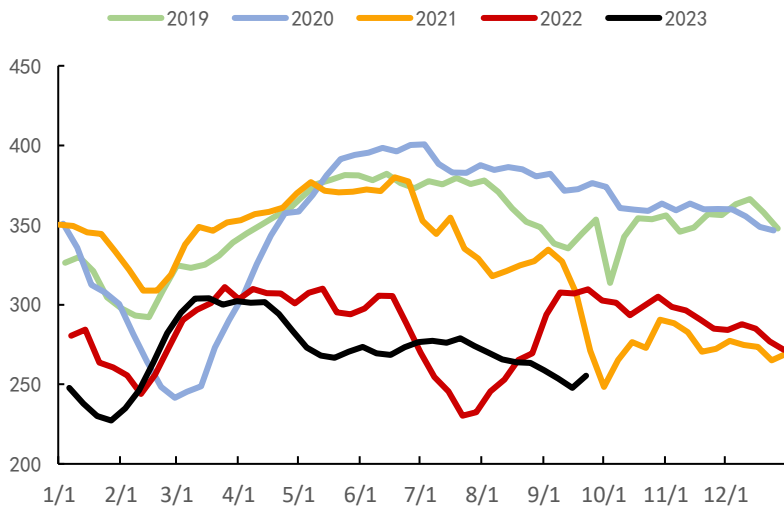
冷轧周产量



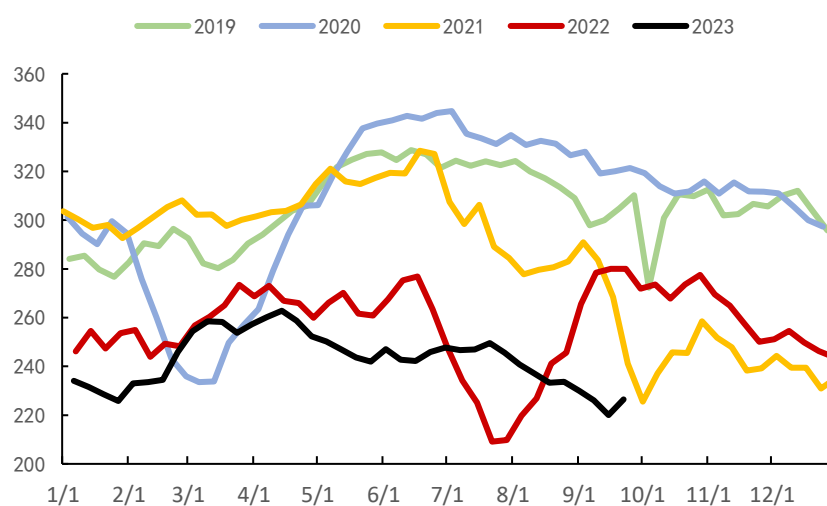
- 今年以来五大材产量处于相对低位，近期环比有所转增，铁水在非五大材的分流上较为明显。
- 板材较建材增量居多，主要还是收益于今年卷板出口的增加以及下游汽车、家电、造船等制造的用钢需求回升。

螺纹供给：结束8周回落

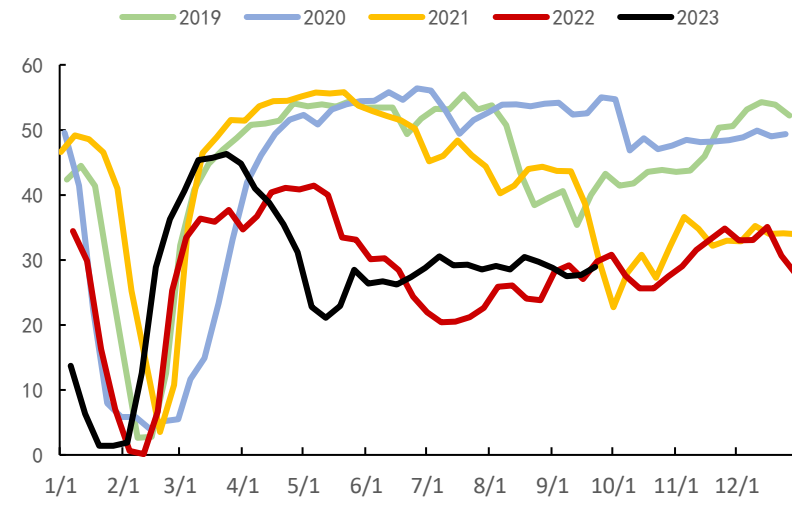
螺纹钢产量（万吨）



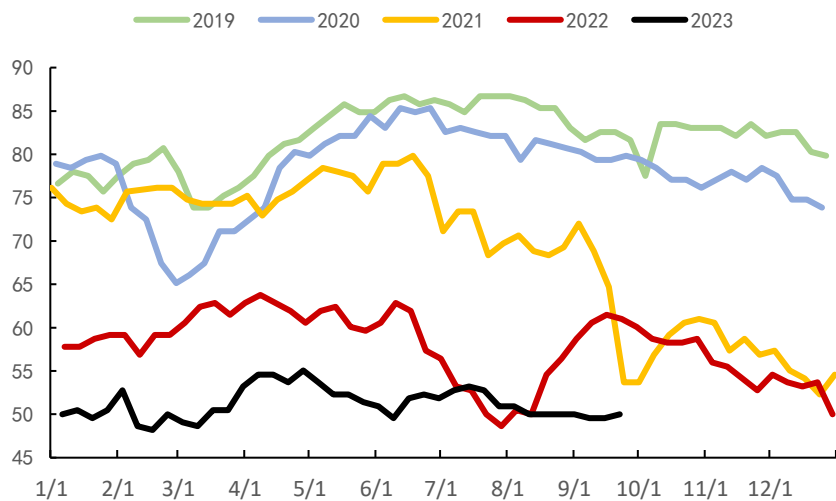
螺纹钢长流程产量（万吨）



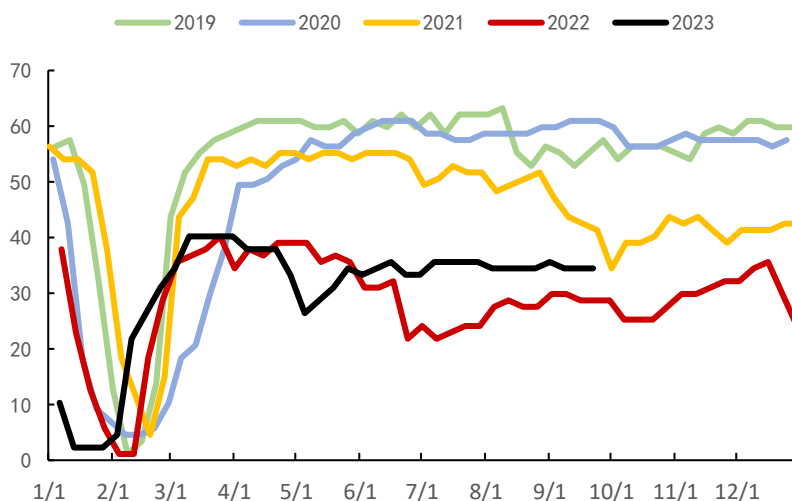
螺纹钢短流程产量（万吨）



螺纹钢长流程开工率（%）

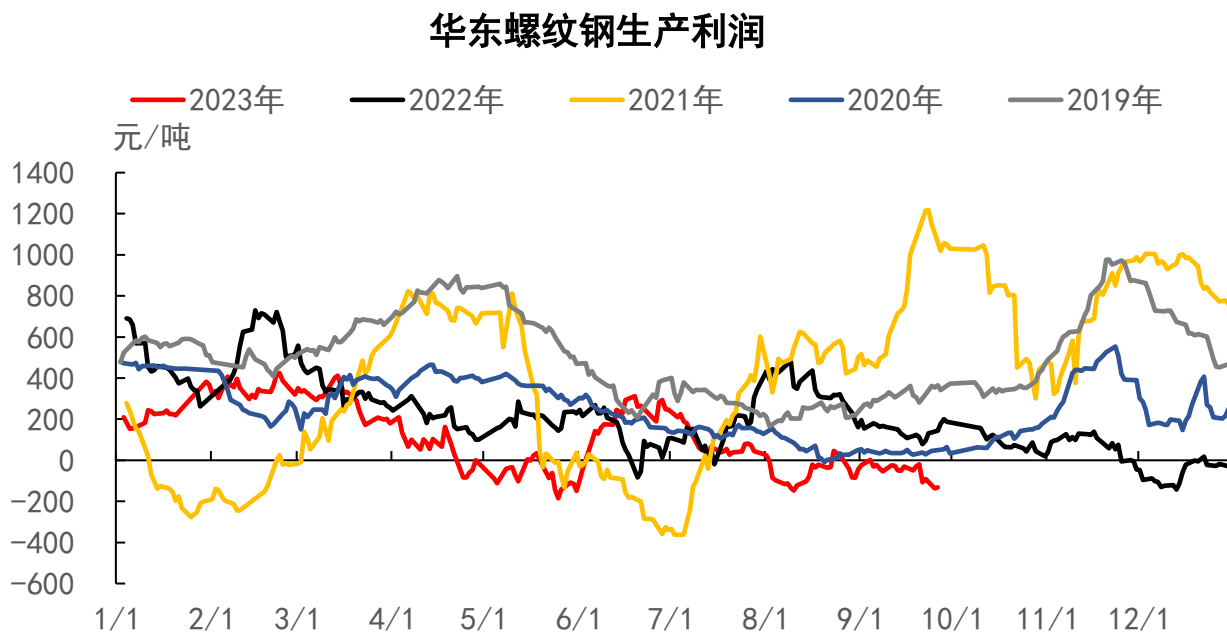


螺纹钢短流程开工率（%）



■ “粗钢平控”这一概念在今年的执行层面一直在被证伪，四季度钢材产量预计会有一定减少，但减产逻辑更多是在年底环保限产以及成本挤压下低利润的自主性减产。减产力度不会有平控文件要求那般强烈，根据《钢铁行业稳增长工作方案》的表述，今年整体还是维持“供需动态平衡”。

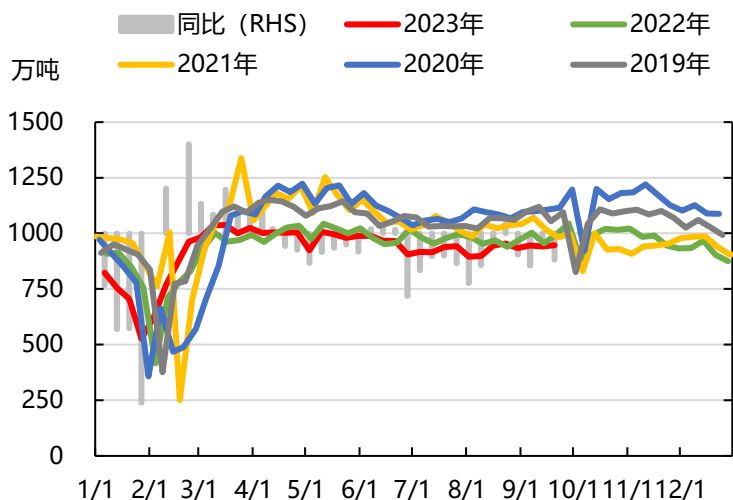
螺纹生产利润：钢厂利润持续压缩，原材料价格依然坚挺



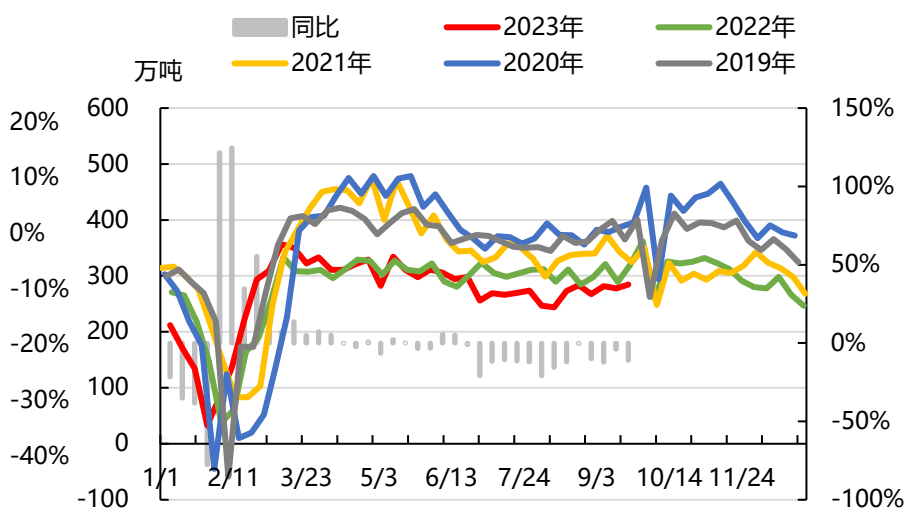
- 焦炭二轮提涨100-110元/吨基本全面落地，钢厂利润继续恶化，华东地区螺纹钢生产利润在-100元/吨附近。
- 今年煤矿事故频发，国内焦煤产量减少明显，价格拉升较快。整体9月份钢材价格的主要支撑不在需求端的表现，而是在于较强的成本端支撑。铁水产量依然维持在较高的位置，预计10月份钢材供需矛盾逐渐释放，产量在负反馈逻辑下逐渐回落。

钢材需求：制造业拉动传统钢材

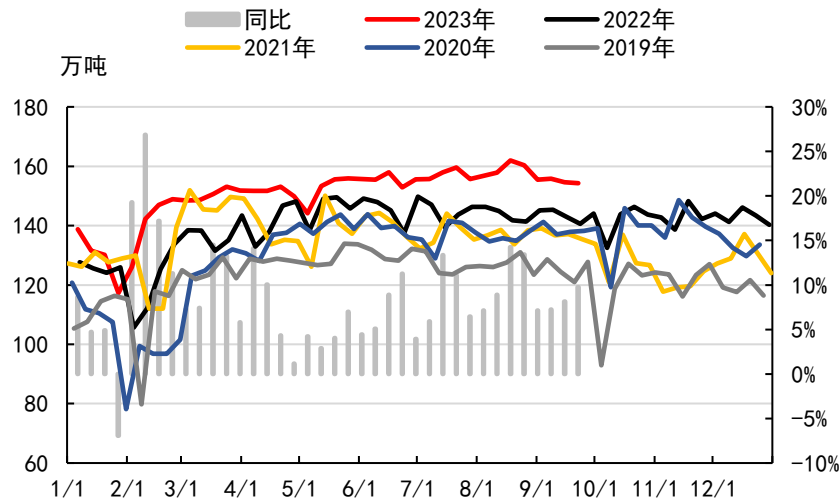
五大材表需



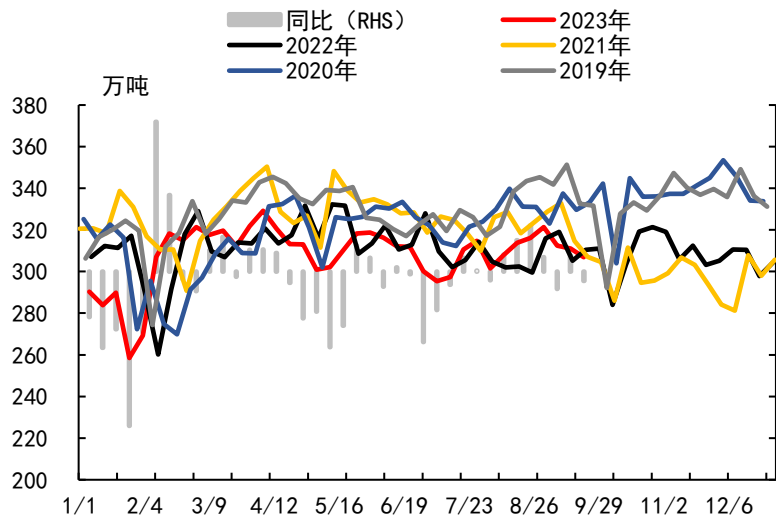
螺纹表需



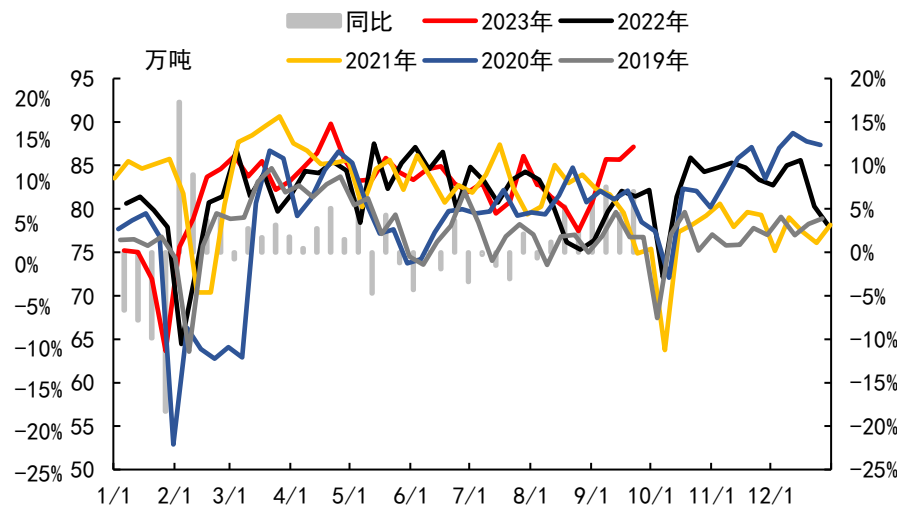
中厚板表需



热卷表需



冷轧表需



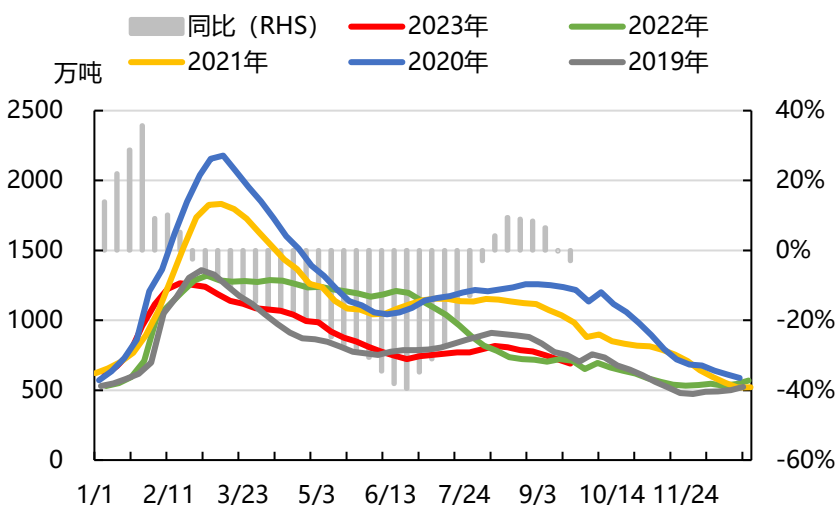
■ 传统五大材的需求表现处于低位，主要拖累还是在于螺纹钢为主的建材需求表现。在“金九银十”的传统旺季背景下，需求环比有所好转，但并未出现超预期亮点，九月份叠加节前补库为需求最高峰时间段，预计十月份需求成色依然不足，钢材负反馈酝酿中，短期面临阶段性向下调整压力。

■ 中厚板以及冷轧今年表现比较亮眼，船板订单充足，汽车家电带动冷系快速走强，冷热价差接近1000元/吨。随着冷系的产量走高，预计价差年底回落到500元/吨左右。

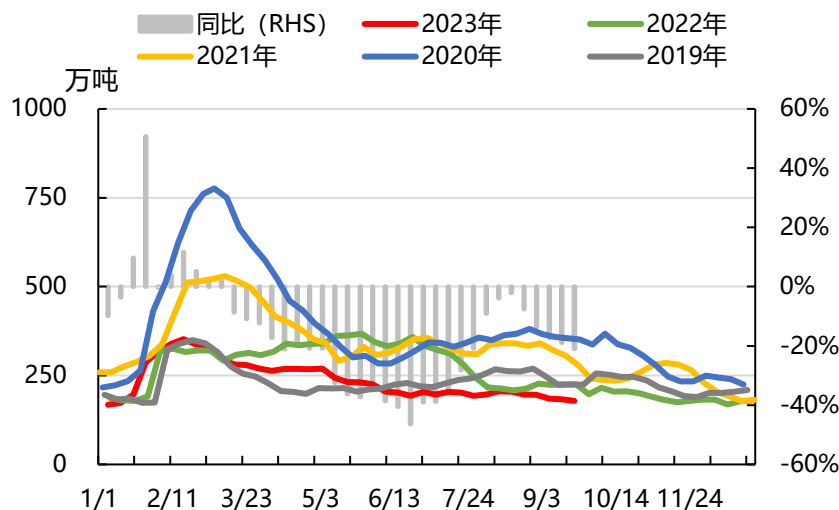
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

钢材库存：卷螺逐渐分化，价差还有空间

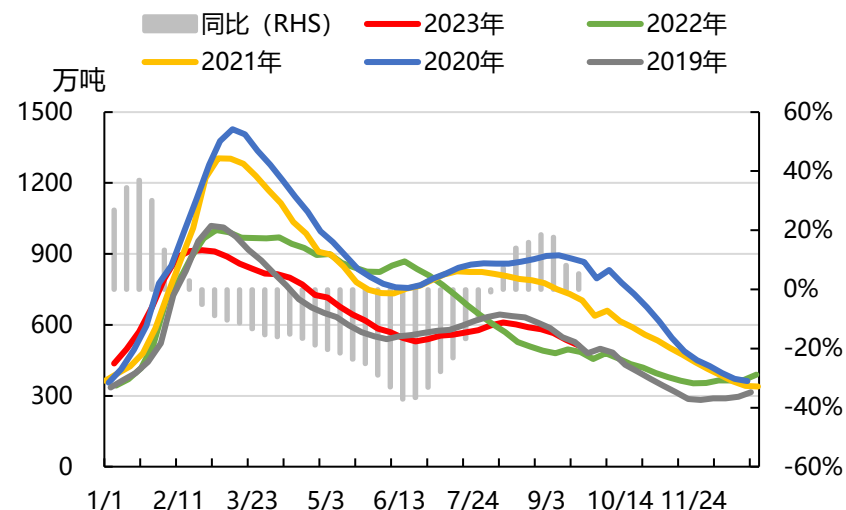
螺纹总库存



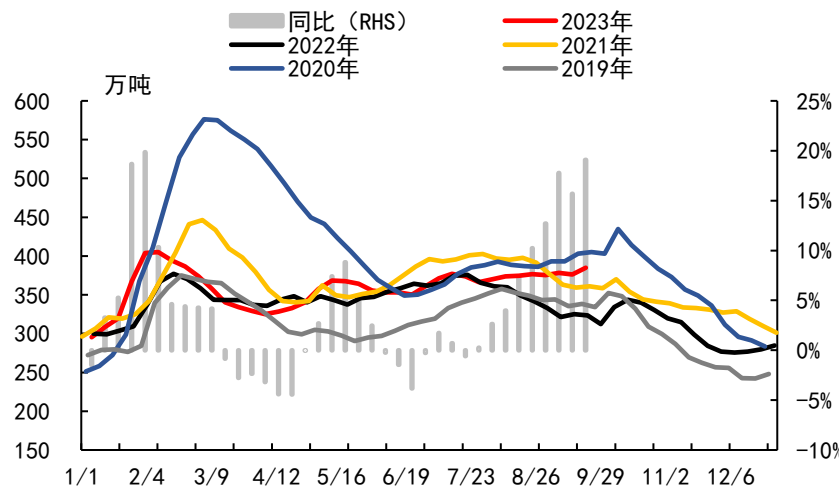
螺纹厂库库存



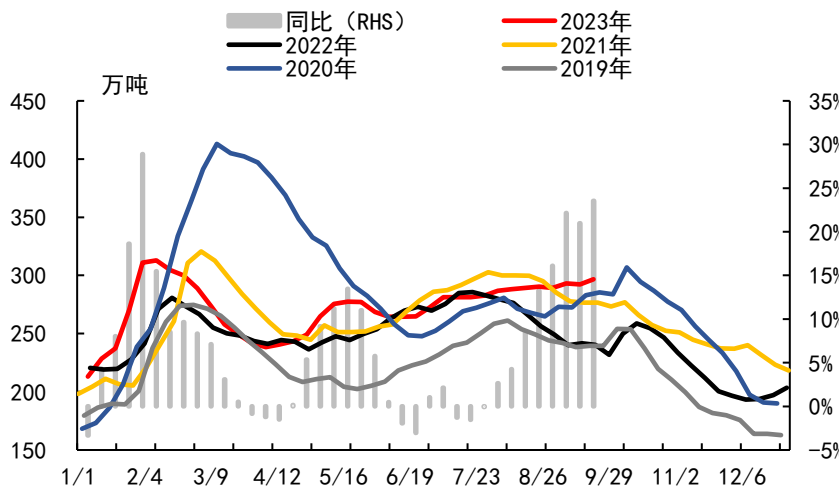
螺纹社会库存



热卷总库存



热卷社会库存



■ 在今年出口需求对卷板强支撑的情况下，01合约卷螺差最高达到过220元/吨附近，但随着近期出口的环比有所放缓，国内热卷库存累库速度较快，相反弱需求背景下螺纹产量低位也给基本面减小了一些压力。

■ 卷螺差当前回落到100元/吨附近，但热卷库存仍在高位，库存去化还不明显，预计卷螺差还有做缩空间，四季度末钢材价格若出现上涨，螺纹钢弹性相比热卷更大。

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

小结

■ 钢材：

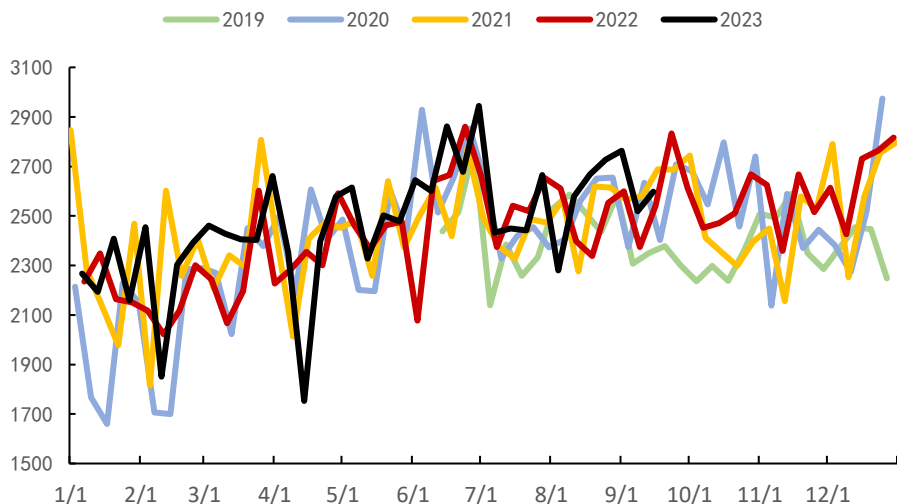
- 近期成材价格虽有上涨，但幅度远不及原料铁矿及焦煤，钢厂利润依然不见修复，成本推涨明显。央行的超预期降准也在宏观层面带动了盘面的情绪，然“金九”过半，旺季因素体现并不明显，钢市仍表现为区间震荡，“金九”的表现在一定程度上能够预测出“银十”的大概，警惕成材负反馈的到来。
- 四季度在需求方面，要结合全口径的铁元素来看，传统五大材依然是螺纹和热卷主导，其他像钢坯、带钢、型材，都要能呈现积极去库态势，那么说明整体的铁元素消费是偏健康的，这样铁水产量在高位就有望维持，否则一旦成材持续累库，极有可能导致出现恐慌性踩踏，倒逼钢厂被动减产，可能出现较为快速的价格下跌。
- 在供给方面，四季度的产量方面重点关注两个方面：一个是逐渐开始落地的环保限产，另一个就是原料端价格高企，煤矿事故多发情况下，钢厂低利润所带来的自主性减产意识逐步增强。
- 传统意义上10月份、11月份基建端应该是要呈现冬季赶工的节奏，如果10月份、11月份的表需不能持续一个月稳定在300万吨以上。则成材的年内高点大概率不会突破年内高点。如果螺纹钢的表需在12月中旬之间能持续在300万吨~330万吨之间，冬储情绪也能逐步兑现，那么四季度成材则有望再创新高。

■ 风险点：

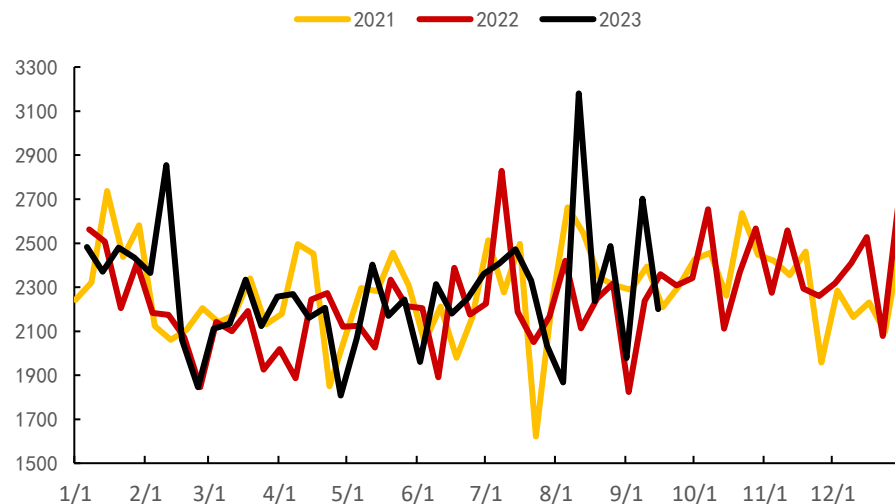
- 经济扶持政策进一步出台提振市场情绪，钢厂利润修复、减产程度不及预期。
- 海外宏观扰动国内复苏进度。

铁矿：铁水依然坚挺，节前补库明显

澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



45港到港量（万吨）



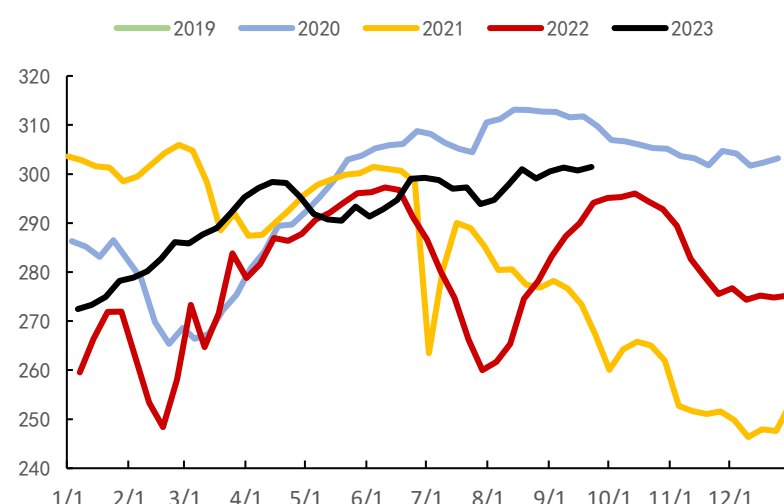
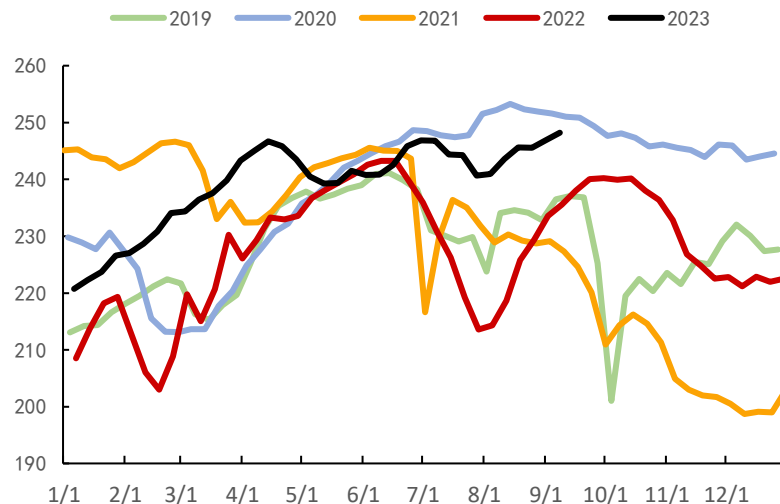
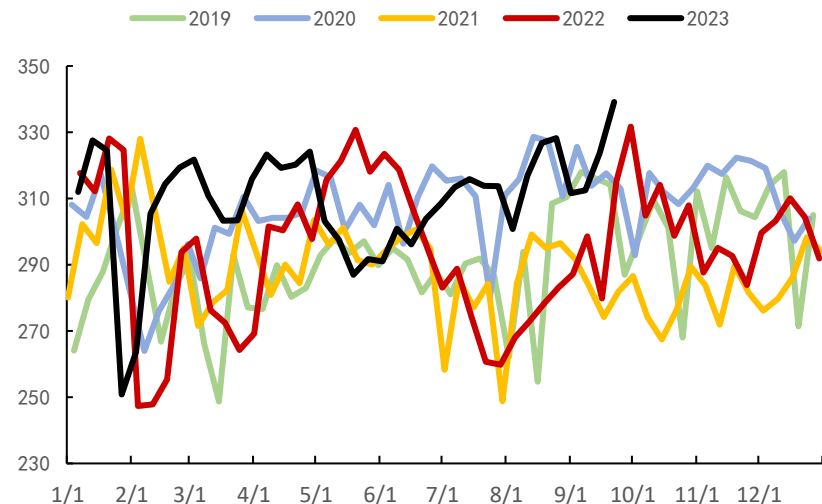
- 近期铁矿供应总体表现偏强，远端澳巴发运高位回落，近端到港量月大幅回升，主因是双台风的影响趋于尾声。澳巴发运量整体来看虽然出现了大幅下降，但是目前仍处在今年以来的相对高位。
- 1-8月供应偏强，8月进口1.05亿吨，同比大增10.5%，约1200万吨，其中非主流增220万吨，主流矿约1000万吨。1-8月累计进口7.63亿吨，同比增7.5%。08月国内非主流矿进口量1676.68万吨。较上月变化+228.85万吨。
- 9月力拓发货量1484.60万吨。必和必拓发货量1412.70万吨。9月淡水河谷发货量1776.40万吨。FMG发货量1020.50万吨。淡水河谷发运逐步减少，澳洲各矿逐步增加，总体发运高位缓慢下行。

铁矿：铁水依然坚挺，节前补库明显

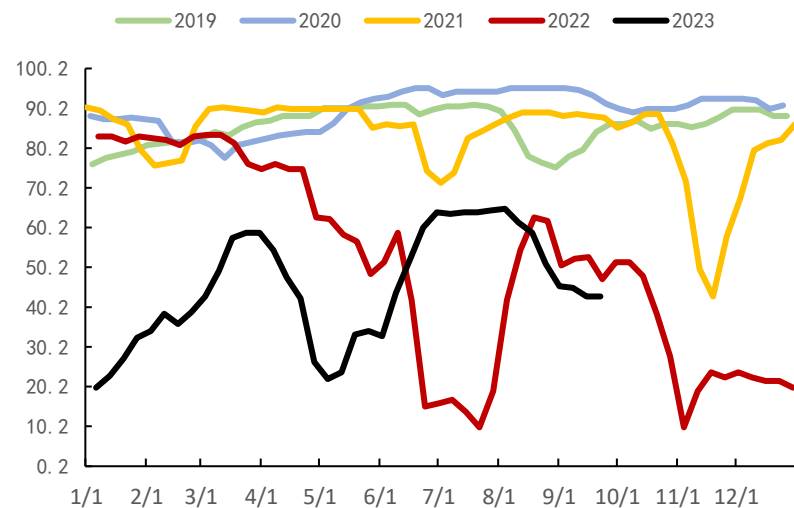
45港日均疏港量

日均铁水产量

247家钢厂进口铁矿石日耗



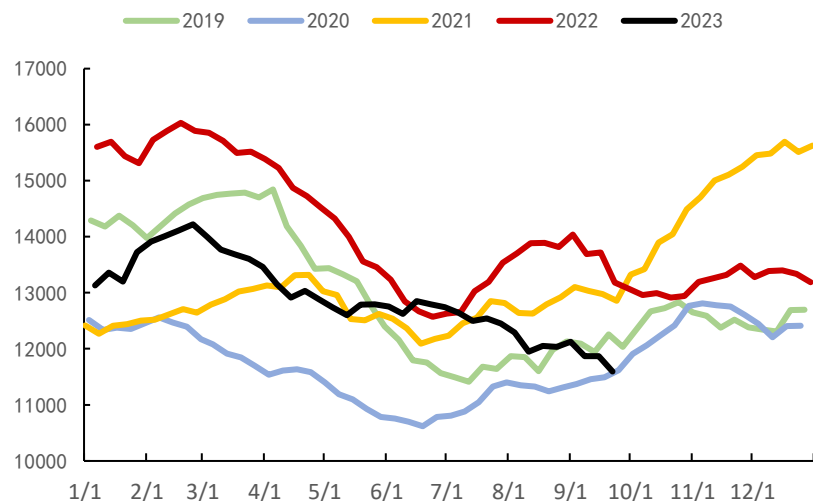
钢铁企业盈利率



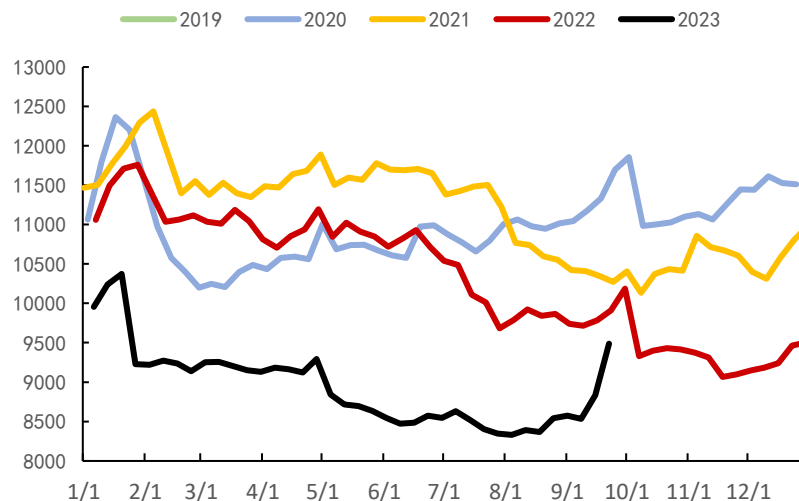
- 全球范围内，铁矿需求较好，可以侧面反映全球钢铁、工业需求。全球最大的产钢国中国、印度均保持平稳且高位产量，对铁矿需求形成较好支撑。
- 现货成交情况整体好于去年10%左右，疏港量历史最高，日均疏港量339.13增15.34。
- 铁水保持高位，小幅增加1.01至248.85万吨。根据最新观察到的钢厂检修计划，预估未来铁水环比微降，但铁水产量的回落预计不会很流畅，钢厂的减产意愿还没有充分的兑现。

铁矿：铁水依然坚挺，节前补库开启

铁矿石港口库存



247家钢厂进口铁矿石库存



- 本周港口进口铁矿库存环比小幅去库，库存绝对值处于近三年同期最低水平和年内偏低位置。分结构看，澳矿库存环比减量较大，巴西矿环比减量较小。
- 全国45个港口进口铁矿库存为11592.61，环比降273.14。分量方面，澳矿4858.83降183.2，巴西矿4745.19增52.77；贸易矿6994.55降176.64，球团489.82降22.38，精粉967.05降9.07，块矿1595.40降8.4，粗粉8540.34降233.29；在港船舶数90条增2条。
- 钢厂库存环比大幅增加，今年节前补库量高于近年平均。今年钢厂节前补库开启较早，部分钢厂已完成7~8成的补库量，目前补库已进入尾声。但钢厂低库存的经营策略难以改变。国庆节前，铁矿库存完成由贸易商向钢厂转移过程。国庆后钢厂减少集中补库，需求有望阶段性

放缓。

小结

■ 铁矿：

- 当前来看四季度，铁矿供需基本面依然偏强，但价格在120美金附近的铁矿处于估值偏高的状态，需注意回调风险，回调可能原因有：1、国庆后钢厂对铁矿补库动能的减弱，当前钢厂内铁矿库存水平已基本达到去年同期水平，继续增长空间不大；2、煤炭夏季消费旺季即将过去，钢价成本支撑松动，但近期煤矿事故多发，国产煤炭减量明显，关注后续事故对于煤炭价格带来的支撑性行情；3、发改委等政府部门监管不合理上涨。
- 预计铁矿石价格在100-120美金之间宽幅震荡，10月份随着钢材需求的边际放缓，若铁水产量依然维持在较高位置则可能引发一轮负反馈效应，原料端也会出现较为明显的下跌走势。但随着供需矛盾的逐渐缓解，风险得到较为充分的释放，11-12月份铁矿石在需求端仍能获得较为明显的支撑。若钢材需求能够在四季度将成材价格推至高位，铁矿石年内价格可能仍有较为突出的表现。

风险点：

- 平控政策的预期外严格执行带来的铁水产量急剧减少。
- 海外宏观恶化引发经济效应的传导。

钢矿期货操作建议

波段操作

- ❖ RB2401合约逢高抛空，上方压力参考3860元/吨。
- ❖ I2401合约逢高抛空，上方压力参考860元/吨。

套利操作

- ❖ RB01-05正套，入场点位参考10元/吨附近。

套保操作

- ❖ 成材冬储的套保需求建议10月底逐步开始建立买入套保仓位
- ❖ 成材冬储的库存套保需求建议12月中旬后逐步在05合约建立卖出套保仓位。

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。