

黑色年报

—信达期货研究所螺纹钢、铁矿石、焦炭、焦煤年度策略

2023 年 12 月 22 日

期货研究报告

商品研究

黑色年报

刘开友—黑色研究员
从业资格证号：F03087895
投资咨询证号：Z0019509
联系电话：0571-28132535
邮箱：liukaifyou@cindasc.com

张亦宁—黑色研究员
从业资格证号：F3084599
联系电话：0571-28132578
邮箱：zhangyining1@cindasc.com

信达期货有限公司
CINDAFUTURESCO. LTD
杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼
邮编：311200

莫道桑榆晚，为霞尚满天

报告日期：

2023年12月22日

报告内容摘要：

◆板块总述：

纵观 2024 年煤焦钢矿整个产业链的格局，可以发现并不存在强有力的向上或向下的驱动。需求端，房地产、基建、制造业多空参半，即既不存在难以承受的拖累，也难有一个强有力的支撑点。从产业现实情况来看，黑色板块普遍存在低库存且上下游利润分配不均的问题。如此一来，即使 2024 年终端需求大幅不及预期，板块在负反馈的作用下快速下跌，最终也仍会在低库存的支撑下回到合理水平。供给端，在不存在硬性约束的情况下，更多的还是由市场化决定，也就是随需求而波动。总结下来，对于黑色产业链，2024 年将是一个驱动缺位，估值主导的年份。对应到价格上，更多的就是围绕预期的炒作和落地而波动。若预期过度悲观，估值低位，那么就抄底买入，若预期过度乐观，估值高位，那么就逢高做空。我们认为，2024 年的交易机会一定是经历漫长的等待才会出现的，不宜操之过急。

◆螺纹钢：

需求端，2024 年依然处于结构性变化中——房地产绝对需求下滑但增速收敛，基建和制造业绝对需求上升但增速放缓。供给端，行政性减产预计不会展开，更偏向于根据自身利润和下游需求自发性调节。从整个产业链看，低库存是黑色板块中原料和成材的现有共性问题。综合看，建材终端需求结构性下滑是潜在利空，黑色产业链低库存是潜在利多。在稳增长背景下粗钢供需维持动态平衡，2024 年供需趋于宽松。螺纹价格整体宽幅震荡，价格中枢下移 3900 元/吨，价格区间[3300, 4400]。

◆铁矿石：

供给端，2024 年资本开支将继续增加，达到第二轮顶点。全球铁矿发运维持高位，主流矿供给存一定增量预期，同时国内矿在“基石计划”下产量缓慢上升。需求端，在废钢资源紧俏、铁水性价比走高的背景下，铁水/粗钢比值持续走高，铁矿需求表现韧性。政策风险和终端需求下滑于铁矿而言是潜在利空，而产业链低库存的共性问题则是潜在利多。2024 年铁矿预计高位宽幅震荡，价格中枢 900 元/吨，预计价格区间[600, 1200]

◆焦炭：

供给端，政策对供给总量上的影响将大幅下降，更多扰动的是季节性的节奏。需求端，市场将在预期和现实之间来回切换。根据供需平衡表推算，2024 年焦炭供需差为 1100 万吨，价格运行中枢将降至 2300 元/吨，区间为[2000, 2600]。2024 年焦炭的主要利多在于低库存和经济复苏预期，利空则在于原料端成本崩塌和弱需求。鉴于此，可以适当参与多炼焦利润，相对而言确定性强于单边。

◆焦煤：

焦煤供给端的最大变量依旧是进口，进口的变化主要在蒙煤方面，24 年进口量有望继续增加。需求方面，焦炭的产能趋于稳定，产能利用率波动下滑，焦煤需求变化有限。根据供需平衡表推算，2024 年焦煤期货盘面运行中枢为 1700 元/吨，区间为[1500, 1900]。2024 年利多的点在经济复苏预期及低库存，利空的点在弱需求和进口放量。因此，可以围绕估值，等待这些潜在利多利空因素的发酵进行高抛低吸。

◆ 主要风险点：房地产政策超预期、煤矿安全事故（利多风险），基建发力不及预期、负反馈减产、地缘政治冲突（利空风险）

目录

一、	行情回顾:	5
二、	宏观总量及下游行业分析:	6
	(一) 宏观总量分析.....	6
	(二) 房地产政策及增速.....	7
	(三) 基建政策及增速.....	11
	(四) 制造业政策及增速.....	15
三、	黑色产业链分析.....	18
	(一) 产业主要矛盾.....	18
	(二) 螺纹钢	19
	1. 行业政策	19
	2. 供给	20
	3. 需求	23
	4. 平衡表	23
	(三) 铁矿石	23
	1. 行业政策	23
	2. 供给	24
	3. 需求	27
	4. 政策因素	27
	5. 平衡表	28
	(四) 焦炭	28
	1. 行业政策	28
	2. 供给	29
	3. 平衡表	30
	(五) 焦煤	31
	1. 行业政策	31
	2. 供给	32
	3. 平衡表	35
	(六) 板块总结	36

图目录

图 1: Wind 煤焦钢矿走势图	5
图 2: 螺纹主力走势图	5
图 3: 铁矿主力走势图	6
图 4: 焦煤主力走势图	6
图 5: 焦炭主力走势图	6
图 6: 三驾马车累计拉动 GDP	7
图 7: 三驾马车贡献占比	7
图 8: 房地产开发投资完成额构成: 工程项目	7
图 9: 施工面积与投资完成额	7
图 10: 房地产工期跟踪	8
图 11: 商品房施工面积分布	8
图 12: 商品房销售面积累计同比	9
图 13: 商品房销售面积累计值	9
图 14: 房价预期与现实	9
图 15: 新开工与商品房销售面积	9
图 16: 净停工率: 月	10
图 17: 净停工率: 年度	10
图 18: 基建代表城市土地供应成交情况	10
图 19: 土地购置情况	10
图 20: 基建投资资金来源	11
图 21: 地方政府一般债券和专项债存量情况	12
图 22: 中国专项债总量及分项情况	12
图 23: 税收占 GDP 的比重	14
图 24: 各部门杠杆率	14
图 25: 非金融部门杠杆率	14
图 26: 居民部门杠杆率	14
图 27: 国家政府部门名义价值杠杆率	14
图 28: 土地成交和土地出让收入	15
图 29: 地方债再融资占比	15

图 30: 地方债借新还旧占比	15
图 31: 中国 5000 户工业企业景气扩散指数	18
图 32: 中国固定资产投资完成额累计&名义同比	18
图 33: PPI 与工业产成品存货累计同比	18
图 34: PPI 与工业利润累计同比	18
图 35: 中国制造业贷款需求指数	18
图 36: 2012-2022 年全球粗钢产量	20
图 37: 2012-2022 年我国粗钢产量	20
图 38: 2021-2023 年我国生铁当月产量	21
图 39: 2021-2023 年我国粗钢当月产量	21
图 40: 2021-2023 年我国钢材当月产量	22
图 40: 247 家钢企盈利率	22
图 41: 2020-2023 年五大材产量季节性图	22
图 42: 2020-2023 年螺纹钢产量季节性图	22
图 43: 2015-2023 年螺纹钢产量和市场占有率	22
图 44: 全球采矿资本支出	24
图 45: 全球铁矿石产量	24
图 46: 2021-2023 年全球铁矿石发货量	25
图 47: 2021-2023 年澳大利亚&巴西铁矿发货量	25
图 48: 2017-2023 年我国铁矿石净进口量	25
图 49: 2011-2022 年四大矿山铁矿石年产量	25
图 50: 2021-2023 年巴西淡水河谷铁矿石发货量	26
图 51: 2021-2023 年澳大利亚力拓铁矿石发货量	26
图 52: 2021-2023 年澳大利亚必和必拓铁矿石发货量	26
图 53: 2021-2023 年澳大利亚 FMG 铁矿石发货量	26
图 54: 2020-2023 年 332 家矿山企业铁精粉月产量	27
图 55: 2019-2023 年 332 家矿山企业铁精粉年产量	27
图 56: 2021-2023 年 247 家钢铁企业铁水月产量	27
图 57: 2021-2023 年铁水和粗钢产量对比	27
图 58: 焦炭产量及出口量 (2023 年为外推数据)	29
图 59: 焦炭生铁产量比值	29
图 60: 钢联 30 家样本焦企平均利润	30
图 61: 焦企利润 (山西: 含副产收入)	30
图 62: 230 家独立焦企焦炉产能利用率	30
图 63: 焦企产能利用率&炼焦利润	30
图 64: 焦炭供需&价格	31
图 65: 焦炭供需差变化&价格	31
图 66: 焦炭基差	31
图 67: 炼焦煤及炼焦精煤产量 (2023 年为外推数据)	32
图 68: 炼焦煤产量季节性图	32
图 69: 炼焦煤进口量 (2023 年为外推数据)	33
图 70: 炼焦煤进口结构	33
图 71: 2020 年与 2023 年进口结构 (内圈为 2020 年)	34
图 72: 炼焦煤进口量增速	34
图 73: 炼焦煤进口: 蒙古	34
图 74: 炼焦煤进口: 俄罗斯	34
图 75: 炼焦煤进口: 澳大利亚	35
图 76: 焦煤供需差&价格	36
图 77: 焦煤供需差变化&价格	36
图 78: 焦煤基差	36

表目录

表 2-1: 基建领域三大保障性政策	12
表 2-2: 2023 年制造业相关行业政策	16
表 3-1: 2022 年我国粗钢产能前二十名钢铁公司 (百万吨)	20
表 3-2: 粗钢平衡表	23
表 3-3: 2024 财年四大矿山目标	25
表 3-4: 铁矿石平衡表	28
表 3-5: 焦炭平衡表	30
表 3-6: 焦煤平衡表	35

一、行情回顾：

2023 年，黑色板块整体宽幅震荡、先抑后扬，板块内则是延续原料强于成材的局面。宏观方面，海外银行暴雷、巴以冲突等意外事件放大全球交易者避险情绪；与此同时，中澳关系、中美关系的缓和、万亿国债增发、房地产政策优化等等利好又不断提振市场的信心。产业层面，上半年限产的故事不断上演，现实负反馈与粗钢平控预期阶段成为主线。下半年，强势的原料轮流主导板块，一方面低库存共性因素和煤矿事故引发的供给收缩预期推动板块不断抬升，另一方面不断抬升的估值又引发政策调控频频。

2023 年 1-2 月：延续涨势，期间回调。年初，在市场强预期的烘托下，煤焦钢矿延续 2022 年四季度上涨行情。2 月初，因成材现实需求不及预期，板块出现回调。煤端，澳煤进口通道重新开放。矿端，随着铁矿价格上涨，国家发改委等部门多次发声。

2023 年 3-5 月：整体下行，原料领跌。一方面，海外银行暴雷，市场避险情绪加剧，大宗集体下挫。另一方面，产业内限产消息愈演愈烈，市场以粗钢平控为基调，同时年内第一轮负反馈触使原料领跌整个板块。3 月起，煤焦钢矿开启了持续两个月的下跌行情。

2023 年 6-9 月：V 型反转，原料强势。5 月下旬，煤焦钢矿各自打出年内低点后，集体触底反弹。市场先是提前交易 7 月政治局会议利好预期，其次各地陆续优化调整房地产政策，一二线城市执行“认房不认贷”政策措施。

2023 年 10-12 月：原料助推，延续上行。巴以冲突引发的商品避险情绪以及产业链第二轮负反馈，使得煤焦钢矿在十月初集体回调。随后在增发万亿国债、中美中澳关系缓和、产业链低库存等利好驱动下，原料和成材集体上行，煤焦矿连创年内新高。

图 1：Wind 煤焦钢矿走势图



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 2：螺纹主力走势图



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：铁矿主力走势图



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 4：焦煤主力走势图



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 5：焦炭主力走势图



资料来源：Wind，信达期货研究所

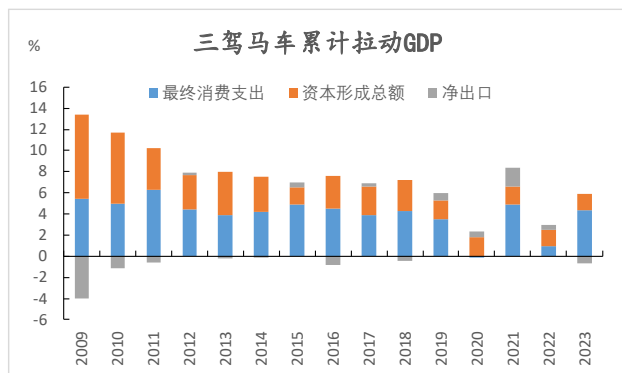
二、宏观总量及下游行业分析：

(一) 宏观总量分析

截至 2023 年第三季度，GDP 不变价累计同比增加 5.2%，高于年初政府工作报告预定的目标 5%。从三驾马车对 GDP 的累计拉动来看，最终消费占据了绝对的大头，最终消费拉动 GDP 4.33%，资本形成总额则仅拉动 1.55%，净出口贡献为负，对 GDP 拉动为 -0.68%。可以看到，2021 年之后，投资对 GDP 的拉动非常有限，消费成为拉动 GDP 增长的主要抓手。同理，也可以理解为我国经济对投资的依赖程度正在下降。一般来说，房地产、基建和投资更为相关，而制

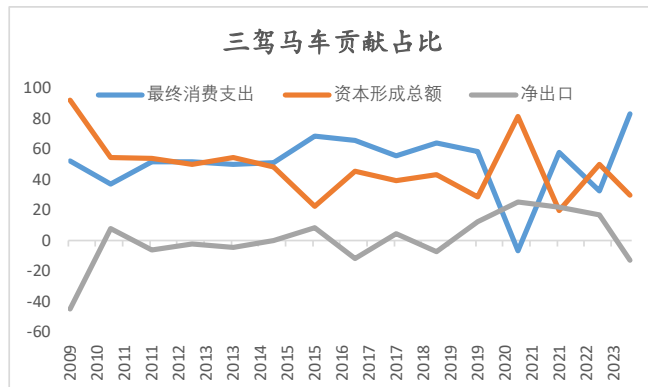
制造业则和消费更为相关。从 GDP 目标总量的角度来说，未来政策的发力点也将更多的落在促进消费上，当然，投资虽然退居二线，但仍是经济增长的一大驱动力，要想保证 5%左右的 GDP 增长，投资不快速退坡也是一个必要的前提条件。因此，对于房地产、基建上的政策不宜过度乐观，政府对其更多的是托而不举的态度。

图 6：三驾马车累计拉动 GDP



资料来源：wind，信达期货研究所

图 7：三驾马车贡献占比



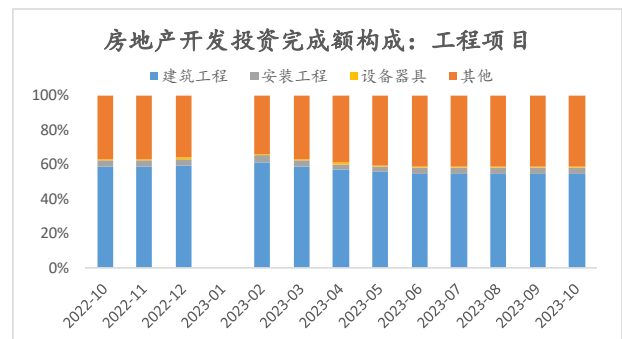
资料来源：wind，信达期货研究所

（二）房地产政策及增速

2023 年是房地产行业的政策大年，上半年各地因城施策推出了各种放松政策。下半年 7 月 24 日的政治局会议指出要“适应我国房地产市场供求关系重大变化的新形势，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型住房需求”。随着政治局对于房地产供求关系发生重大变化的定调，各部门开始积极响应中央精神，推出了一揽子全国层面的托底政策，如认房不认贷、下调首付比例、下调新增和存量贷款利率、万亿特别国债、三大工程等。站在当下的视角，政策上对房地产的定位依旧是维稳，放松政策也主要围绕着刚性和改善性需求为主，对于投机性需求依旧严守着防范系统性风险的底线，房地产行业真正的回暖还是要取决于经济的内生变化如居民的收入水平及其对未来收入的信心。因此，对于明年的房地产行业，既无需过度悲观但也不宜过度乐观。

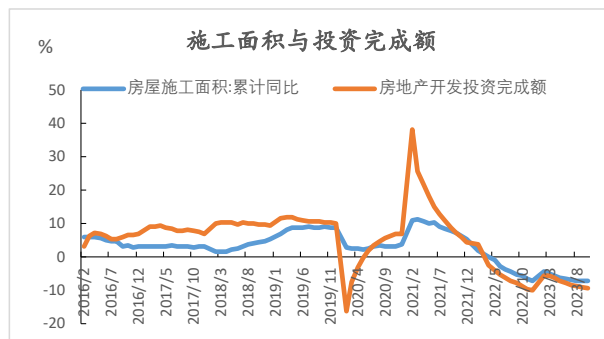
房地产投资完成额主要由两部分构成，一是建筑工程和安装工程（以下简称建安工程），另一个则是其他费用，建安投资占比约 60%，其他费用占比约 40%。其中建安工程与房地产新开工、施工及竣工密切相关，而其他费用则主要是土地购置费，土地购置费一般滞后于土地成交半年至一年。因此，在对未来的房地产投资进行预测时，土地购置费方面的变数相对较小，主要的波动来源于建安工程。故下文也会重点介绍建安工程的预测。

图 8：房地产开发投资完成额构成：工程项目



资料来源：wind，信达期货研究所

图 9：施工面积与投资完成额



资料来源：wind，信达期货研究所

建安投资 and 施工面积的相关性最强，故预测建安投资就是预测施工面积。根据统计局口径，新开工面积是报告期内新开工建设的房屋面积。不包括以前开工跨入本期继续施工的房屋面

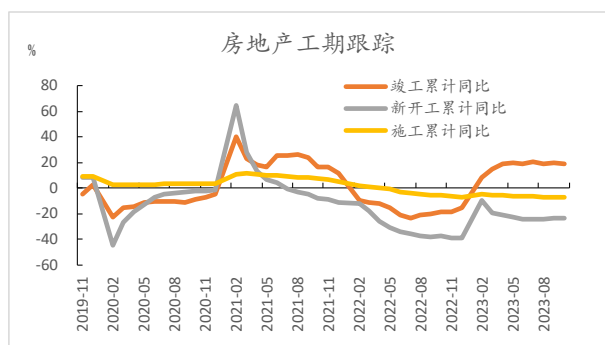
积、以及以前停缓建在本期恢复施工的房屋面积。施工面积是报告期内施工的全部房屋建筑面积，包括本期新开工和以前开工跨入本期继续施工的房屋面积、以及以前停缓建在本期恢复施工的房屋面积。竣工面积是报告期内房屋建筑按照设计要求已全部完工，达到住人和使用条件，经验收鉴定合格或达到竣工验收标准，可正式移交使用的各栋房屋建筑面积的总和。根据统计局的定义，可以得到施工面积的理论计算公式如下：

$$\text{施工面积} = \text{上期施工面积} - \text{上期竣工面积} + \text{本期新开工面积} - \text{本期净停工面积} \quad (1)$$

$$\text{施工面积增速} = \text{本期新开工面积增速} * \text{新开工占比} - \Delta \text{本期净停工面积占比} \quad (2)$$

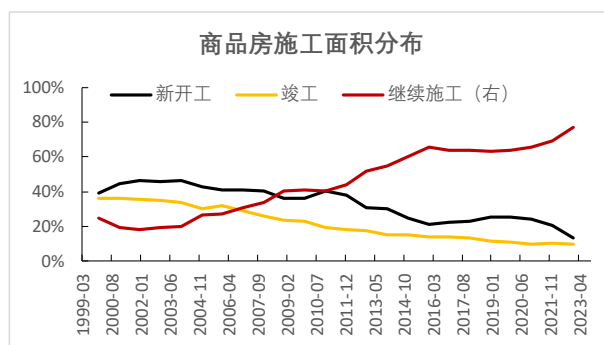
由式（2）可知，施工面积的变化由两部分组成，第一部分是新开工面积的变化，第二部分则是本期净停工面积的变化。新开工面积自 19 年以来，除了 21 年上半年，大部分时间同比增速均为负值。新开工面积的持续下滑，导致新开工面积在施工面积中的占比由 20 年的 25% 降至目前的 13%。相对应的，净停工面积变化带来的影响正逐渐加大，成为 24 年影响施工面积走向的最大变量。接下来本文分别从新开工和净停工两个部分对施工面积进行拆解。

图 10：房地产工期跟踪



资料来源：wind，信达期货研究所

图 11：商品房施工面积分布



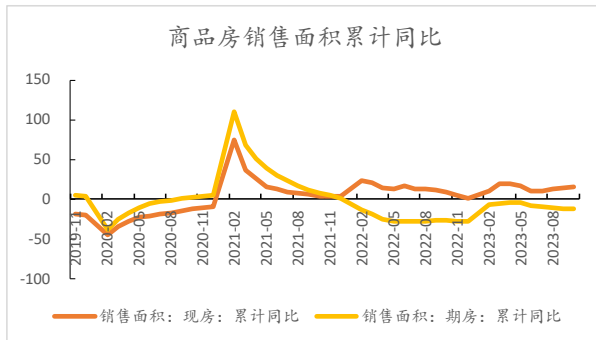
资料来源：wind，信达期货研究所

新开工主要由销售面积决定，截至 23 年 10 月新开工累计面积同比下滑 23%，虽然仍维持在 0 轴以下，但降幅较已有所收窄。商品房的销售分为期房和现房两部分，从 22 年开始，期房的累计同比增速开始低于现房的增速。对应的就是现房占比由 21 年的 13% 左右上升至目前的 22%。由于期房的销售往往是在新开工之后，故新开工更多的受期房销售影响。这一点也可以从相关分析上得到验证，自 2016 年以来期房的销售面积累计同比和新开工累计同比的相关性高达 0.85，相比之下现房的只有 0.15。截至 23 年 10 月，期房销售面积累计同比为 -12.7%，虽然下降幅度有所收窄，但目前仍未看到拐头迹象，预期全年累计同比增速为 -13.9%。另外，根据央行发布的调查问卷数据，房价预期上涨占比依旧处于近年来的低位。故预期 24 年期房销售面积同比降幅与 23 年持平为 14%。

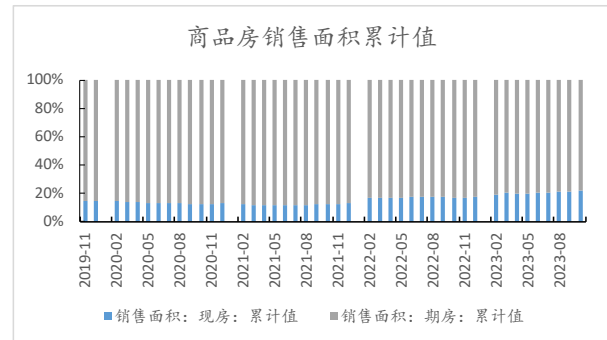
根据期房销售和新开工之间的拟合可得如下线性关系：

$$\text{新开工累计同比} = -5.7 + 0.74 * \text{期房销售累计同比} \quad (3)$$

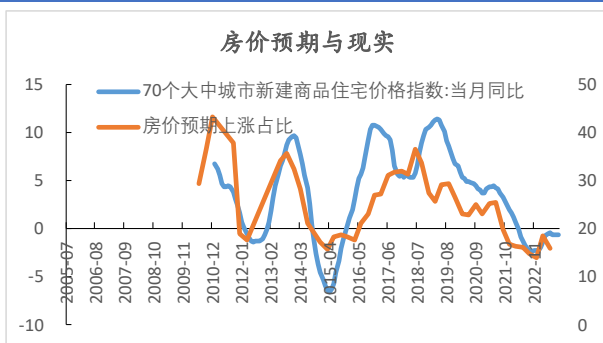
将期房销售面积累计同比 -14% 带入式（3）可得新开工累计同比预测值为 -16%。

图 12：商品房销售面积累计同比


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 13：商品房销售面积累计值


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 14：房价预期与现实


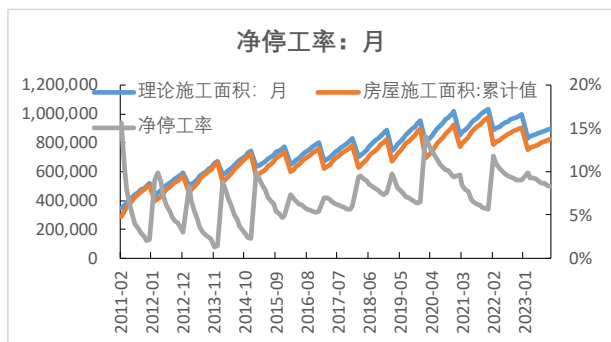
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 15：新开工与商品房销售面积

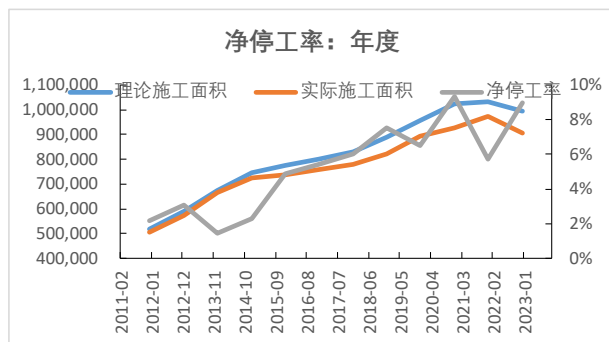

资料来源：Wind，信达期货研究所

往期停缓建在本期复工将导致本期施工面积增加，当期停缓建面积增加将导致施工面积减少。故当期净停工面积=当期新增停缓建面积-当期停缓建复工面积。相较于新开工和竣工，停缓建面积受更多因素的干扰，且不可观测，难以通过常规的方法进行预测，只能线性外推。统计局公布的数据中仅仅包含新开工、施工及竣工，并没有发布停缓建面积的数据。因此，我们需要根据现有的新开工、竣工及施工面积来倒推出停缓建面积。主要思想如下：我们假设没有停缓建的干扰，得到一个理论上的施工面积，然后将理论施工面积减去实际施工面积即可得到停缓建面积。鉴于新开工、施工及竣工均存在明显的季节性，年内数据受到的干扰较大，但如果仅用年度数据又会导致时效性不够。为此，本文设计了两端的理论施工面积的算法。第一种是用年度数据进行计算，用年度新开工面积+上一年施工面积-上一年竣工面积，得到的是年度的理论施工面积。第二种是用月度累计数据进行计算，用当月累计新开工面积+上一年施工面积-上一年竣工面积累计值。将这两个理论施工面积分别减去其对应的实际施工面积即可得到年度的停缓建面积和月度更新的停缓建面积。将停缓建面积除以实际施工面积即可得到当下的停缓建面积占比。

由式（2）可以看到，施工面积的变化主要由新开工面积的变化和净停工面积的变化决定。在新开工面积逐年递减的背景下，新开工面积在施工面积中的占比由20年的25%降至目前的13%。因此，新开工面积变化带来的影响相较以前更弱，相应的，净停工面积变化成了施工面积变化的最大变数。虽然我们无法精确的预测未来停缓建面积的变化，但是在政策不断强调保交楼的现实情况下，停缓建面积继续线性收缩的逻辑是成立的。因此，我们可以通过跟踪停缓建面积的数值大致得到未来施工面积的弹性区间。

图 16：净停工率：月


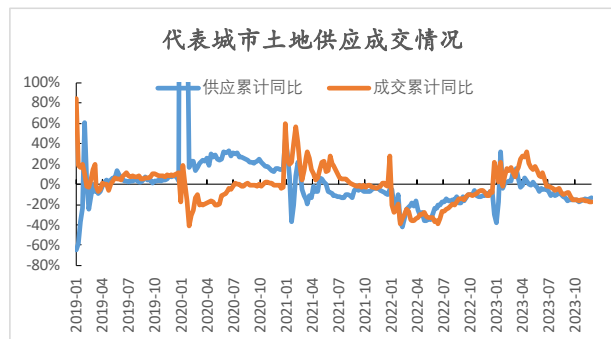
资料来源：wind，信达期货研究所

图 17：净停工率：年度


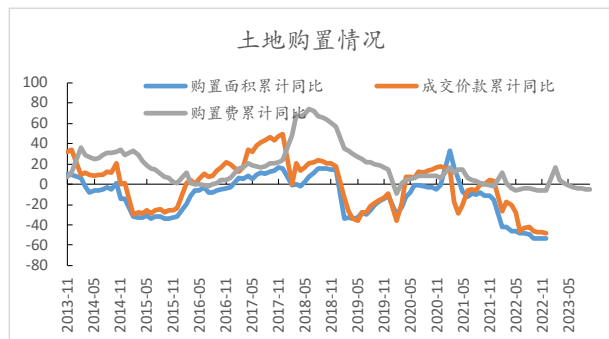
资料来源：Wind，信达期货研究所

由上图可知，净停工率在经历了 20 年达到顶峰 9.5%，21 年抢工期之下使得其降至 6.2%，22 年疫情干扰再次回升至 9.3%。23 年政府出台了保交楼的政策，对应到月度数据上就是净停工率的稳步下滑，截至 23 年 10 月净停工率已经降至 8.7%。假设 24 年保交楼政策力度不变，预期 24 年年底净停工率将进一步降至 7.7%。

以 22 年的施工面积结构为参考，新开工占比 13%，虽然 24 年可能会有一定变化，但其对最终结果的影响误差在可接受范围内，故仍假设 24 年新开工占比为 13%。结合前文新开工面积下降 16%，可得新开工部分导致施工面积降低 2%。另外，24 年停缓建占比由 8.5% 降至 7.7%，对应施工面积增加 0.8%。结合新开工和净停工的预测结果，可得 24 年施工面积的同比变化为 -1.2%。

图 18：基建代表城市土地供应成交情况


资料来源：wind，信达期货研究所

图 19：土地购置情况


资料来源：Wind，信达期货研究所

一般在土地成交半年之后，该笔费用才会会计入土地购置费，故土地购置滞后土地成交半年左右。由于统计局目前已经暂停公布全国口径的土地成交数据，故只能通过代表城市的土地成交情况来代替全国情况。截至 11 月底，代表城市的土地成交规划建筑面积累计同比下滑 18%。根据土地成交累计同比和土地购置费用累计同比之间的关系可得，2024 年土地购置费用累计同比下滑 10% 左右。

施工面积和房地产投资完成额的拟合结果为：

$$\text{房地产投资完成额累计同比} = 0.74 + 1.48 * \text{施工面积累计同比} \quad (4)$$

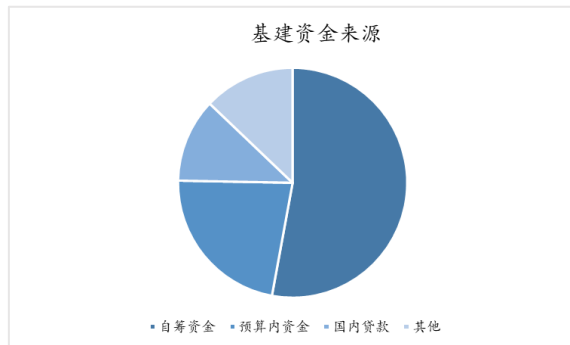
将施工面积的预测值 -1.2% 带入式 (4)，可得 24 年房地产投资完成额累计同比变化为 -1%。

$$-0.4 * 1.2\% - 0.6 * 10\% = -6.5\%$$

(三) 基建政策及增速

拉动经济的三驾马车分别是投资、消费和出口，当经济处于下行周期时，国家一般会通过增加投资、刺激消费和促进出口来保障经济稳健发展。而国内的投资主要是以基建行业为主，基建投资作为政府逆周期调节工具的一部分，具有很强的政策导向。因此，一般预测基建固定资产投资增速时往往从资金的角度入手。根据国家统计局口径，基建的资金来源主要分为三大部分：自筹资金、国家预算资金、国内贷款，分别占比达到 53%、22% 和 12%，其中国家预算资金包括专项债和各类融资资金。

图 20：基建投资资金来源



资料来源：wind，信达期货研究所

为了对基建资金增速进行预测，首先需要了解基建各项资金来源的地位及变化。接下来我们对基建资金来源的历史渊源进行一个复盘，并对未来情况进行展望。我国基建资金来源的变化可以分为三个时间段，一是 2008-2014 年，二是 2015-2017 年，三是 2018-当下。

第一阶段，2008-2014 年，城投平台是基建融资的主要手段。地方政府可以将土地资源注入城投平台，并用土地相关收入作为抵押品或偿债来源撬动银行贷款、非银贷款等社会资金，另外城投平台也可以发行城投债为基建项目融资。城投债可以迅速创造大规模的信用，但同时也积累了大量的隐形债务，一旦土地收入下滑，则可能导致债务风险。在过去较长一段时间内，城投平台的投资成为基建领域新增投资的主要构成部分之一。

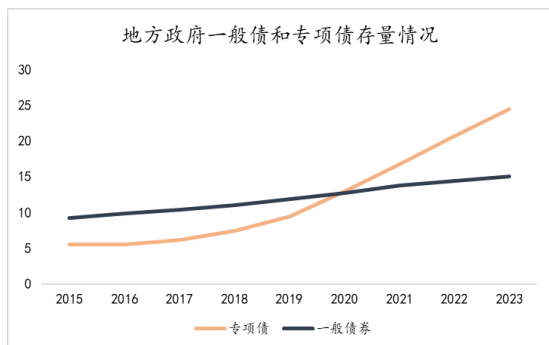
第二阶段，2015-2017 年，2014 年 43 号文剥离了城投平台的政府融资职能，同时鼓励地方政府就特定的项目以股权的形式引入社会资本，实行 PPP 融资模式。但在实际操作上，PPP 模式遇到了一些问题。只有基建项目收益足够高，社会资本才愿意参与到项目中来。为了稳投资，地方政府往往会向社会资本许诺固定收益，以明股实债的模式来吸引社会资本。在 2015-2017 年之间，超过 80% 的 PPP 投资均是以明股实债的模式实施的。当前地方债务风险逐渐累积，中央确定了防范化解金融风险的政策导向，各地政府严格控制债务增量，多数以“借新还旧”的方式来减轻债务压力，因此新增债务基本上不会流向新的基建项目中。城投平台给予基建的增量几乎为 0，目前唯有保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域的投资具有较强的保障性。总体来看，城投平台最多维持基建的存量，新增维持零的评级。

第三阶段，2018 年-至今。随着 2018 年的金融领域去杠杆、地方政府隐性债务收紧，社会资金的增量大幅下滑。在此之后，国家预算资金成为了基建投资资金来源的主要增量，其中最重要的抓手就是新增专项债。2019 年 6 月，专项债被允许作为符合条件的重大项目的资本金，可以和一般公共财政支出一样撬动更多的基建投资资金。2019 年 9 月，国常会规定“专项债不得用于土地储备和房地产相关领域、置换以及可以完全商业化运作的产业项目”。致使 2020 年专项债流向基建的资金大幅上升，从 2019 年的 30% 上升至 2020 年的 60%。

当前，专项债更多的成为基建新增投资的主要部分，近年专项债的投入也逐年增加，水涨船

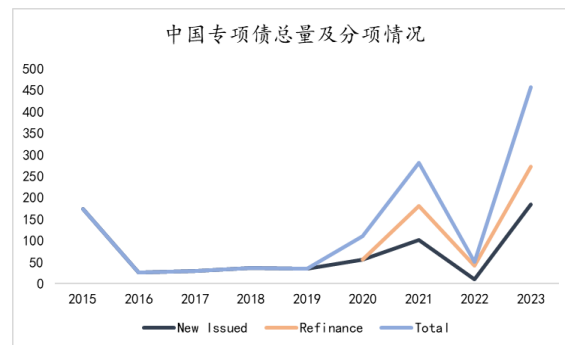
高。从地方政府一般债和专项债的存量的走势来看，2015 年至今，一般债券的走势相对平缓，年度投放速度相对平稳。而进入 2019 年以后，地方政府的专项债存量快速抬升，飞速增长。专项债新增量也从 2019 年的 340 亿增长至 2023 年的 1852 亿。主要原因是：2019 年末爆发世纪疫情，经济面临较大的下行压力，中国政府开启了稳投资的稳经济政策，基建投资大幅增长。而从细分年份来看，专项债新增量的增减与经济环境呈现明显的反向关系，除 2022 年外，2020、2021 和 2023 年专项债增量均抬升，总量也处于明显抬升的通道中。

图 21：地方政府一般债券和专项债存量情况



资料来源：wind，信达期货研究所

图 22：中国专项债总量及分项情况



资料来源：Wind，信达期货研究所

不过，随着基建的深入开展，专项债面临的一些问题也在浮出水面。首先，专项债以项目自身产生的财政收入作为偿还资金，这就限制了其投向低收益项目的可能。其次，地方政府杠杆率高于中央政府，加杠杆能力不足，限制了专项债的规模。随着优质项目越来越少，专项债的发挥空间也在逐步减小。未来，中央财政可能会在基建资金来源中充当更为重要的角色。一方面，国债融资成本低于地方政府融资成本，故对项目收益的要求可以更低。另一方面，公益性基建产生的收益更多的是外部性的，中央政府可以通过税收的方面收回，而这也刚好和国债以税收作为偿还资金的定位吻合。

公共财政支出中和基建相关的有：节能环保、城乡社区事务、农林水务和交通运输这四大块。四者在公共财政支出中占比在 23% 左右，其中涉及基建的占比在 10% 左右。一般公共财政支出由一般公共财政收入和赤字决定，一般公共财政收入中税收占 90% 左右，赤字每年由预算，基本在 3% 左右按实际情况调整。

2023 年，国家再度推出积极推进在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，加之 2021 年国务院办公厅推出加快发展保障性租赁住房政策，三项保障性政策确定了基建投资的基础和底线，也保障了基建投资增速不太可能出现大幅度的下滑。

表 2-1：基建领域三大保障性政策

牵头部门	基建三大基础性保障政策
国务院	2021 年 6 月 24 日，国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）加快完善以公共租赁住房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。
财政部	2023 年 10 月 1 日，住房城乡建设部关于保障性住房有关税费政策的公告提出，为推进保障性住房建设，推出优惠性税费政策。
国务院	2023 年 7 月 21 日，国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。
国务院	2023 年 7 月 14 日，国务院常务会议审议通过了《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》，在超大特大城市积极稳步推进“平急两用”公共基础设施建设，是统筹发展和安全、推动城市高质量发展的重要举措。
发改委	2023 年 7 月 17 日，国家发展改革委等六部门联合印发《关于补齐公共卫生环境设施短板 开展城乡

《环境卫生清理整治的通知》（发改办社会〔2023〕523号），积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设，营造干净、整洁、舒适的旅游居住环境。

资料来源：国务院、国家发改委等政府官网，信达期货研究所

一万亿特别国债落地为 2024 年的基建投资增速带来新的增量。据财政部政策，2023 年四季度下发一万亿特别国债用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升低于自然灾害的能力。但考虑到 2023 年年底的万亿专项债中有 5000 亿将结转至 24 年上半年释放完毕，为 2024 年的基建投资提供更多的增量。

防范金融风险的政策导向限制了专项债的大幅投放。从基建资金来源的过渡来看，近年来基建领域投资增量主要来自于专项债的新增。但结合近期的政策，控制专项债增量的态势愈发明显，地方政府未动用的专项债额度近期未出现减少，后续动用的概率相对较低。因此，我们认为 2024 年基建领域投资呈现出先扬后抑的状态。

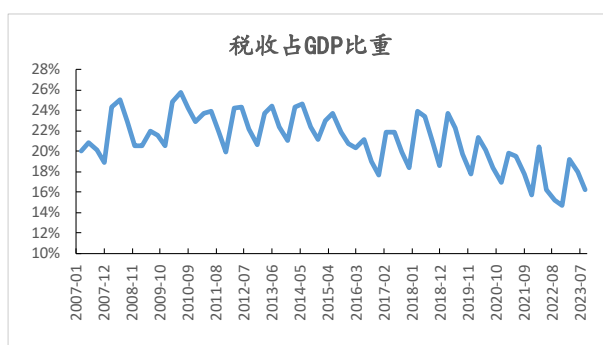
地方债务风险压力高悬，地方政府的专项债投放受到刚性约束。全球经济下行的压力背景下，债务风险凸显，地方政府没有更多富余的资金开展完全支出性的投资，采取借新还旧的措施减轻债务压力，同时提高基建项目的门槛，资金流向新增项目的部分减少，维持存量，减少增量的态势日渐显现。

全球经济下行压力仍在持续，海外高利率环境下，美联储面临着降息的抉择。欧洲经济数据持续走弱，德国已经率先衰退。国内面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍未出现明显的拐点，经济进入艰难的爬坡期。此种背景下，2024 年，中国政府大概率延续稳中求进的政策托底经济。近期中央政治局会议分析研究了 2024 年的经济工作，会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。因此，2024 年政府的基建投资增速有望持稳。

鉴于基建资金来源中的国内贷款、自筹资金、利用外资及其他资金的数据可得性较低。另外，预算内资金可以充当基建项目的资本金，能起到撬动社会资金的作用。因此，无论是从数据可得性还是从数据重要性上，预算内资金都是基建资金来源中最为重要的一部分。本文在综合可行性和重要性的考量下，首先对预算内资金进行测算，然后在历年预算内资金对总资金撬动倍数的基础上根据 2024 年的实际情况做一个微调，再然后将 2024 年特别国债上的新增量计入进去，最后得到总的资金来源及基建固定资产投资完成额增速。

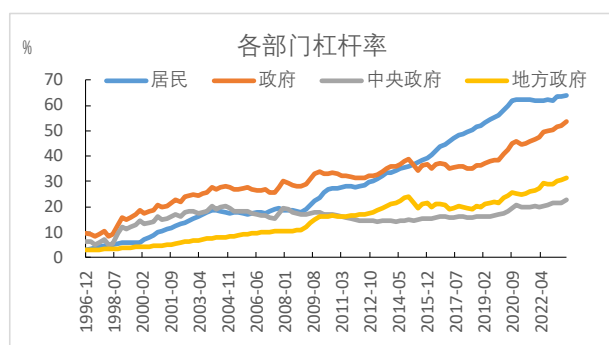
预算内资金包括一般公共预算支出投向基建的部分、政府性基金投向基建的部分和地方专项债投向基建的部分。一般公共预算投向基建的比例在 10% 左右，政府性基金投向基建的比例在 20% 左右，专项债投向基建的比例在 60% 左右。

一般公共预算支出由一般公共预算收入 and 实际赤字决定。一般公共预算收入中税收占 85%，赤字占 15% 左右。税收收入和在 GDP 中的占比基本稳定，除了 2022 年政府减税税收占比降至 14%，近年来占比均在 16%-17%。假设 2024 年税收占 GDP 比重为延续 2023 年数值，那么税收的增速即为 2024 年 GDP 增速约为 5%。

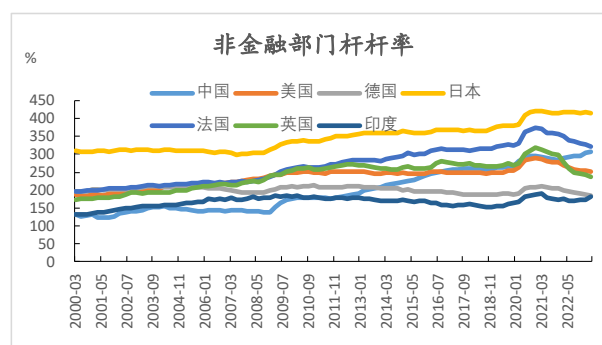
图 23：税收占 GDP 的比重


资料来源：Wind，信达期货研究所

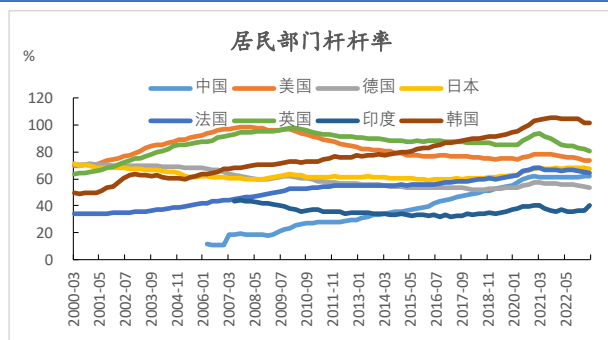
根据国家资产负债表研究中心数据，我国地方政府杠杆率高于中央政府杠杆率，居民部门杠杆率也处在一个平台期，短期加杠杆空间有限。从国际横向比较来看，我国非金融部门、居民部门基本都已达到甚至高于国际平均水平，政府部门是唯一一个低于国际平均杠杆率水平的部门。另外，地方政府在化解风险、土地出让收入下降的背景下，无论是主观意愿上还是客观能力上均不具备大规模加杠杆的操作空间。因此，2024 年为了抵消居民部门、地方政府加杠杆意愿下滑带来的影响，中央政府大概率会加大加杠杆的速度。那么 2024 年财政的主要变量就是国债的净融资额，假设国债增量按赤字率 3.8% 计算，对应 44000 亿净融资额，即 2024 年的国债净融资额增速为 23%。一般公共预算收入增速 5%，占比 85%，赤字增速 23%，占比 15%，总体一般公共预算支出增速为 7.7%。

图 24：各部门杠杆率


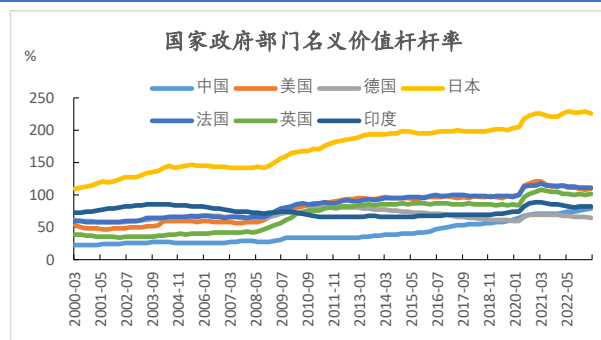
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 25：非金融部门杠杆率


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 26：居民部门杠杆率


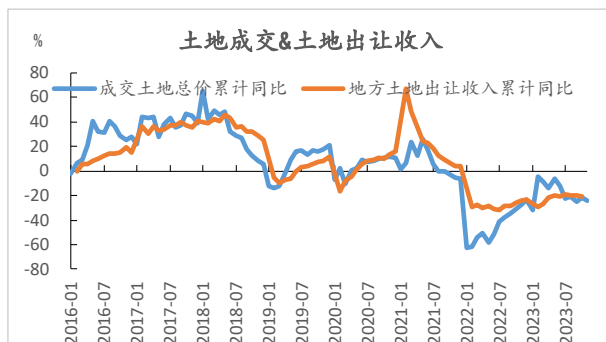
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 27：国家政府部门名义价值杠杆率


资料来源：Wind，信达期货研究所

政府性基金投向基建的部分主要由土地出让金承担，基建投向在土地出让金中的占比在 20% 左右。土地出让金又由土地成交情况相关，假设 2024 年土地出让收入同比下滑 20%，则政府性基金投向基建的增速为-20%。

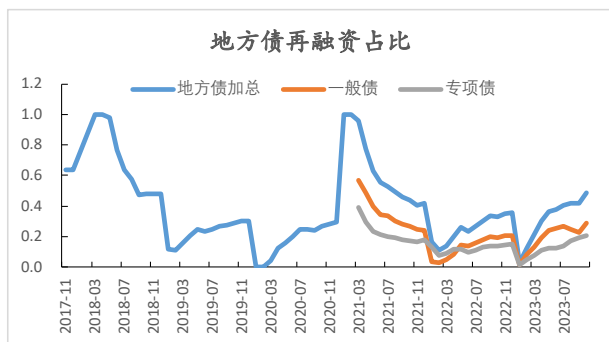
图 28：土地成交和土地出让收入



资料来源：Wind，信达期货研究所

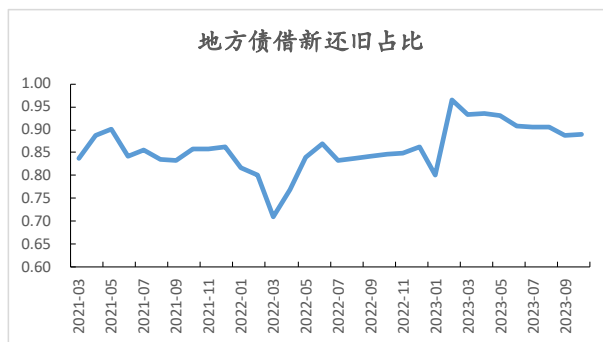
专项债受制于地方政府的加杠杆能力和投向项目的收益预期。目前专项债的借新还旧占比正在上升，加上特别国债的挤出效应，专项债在基建上的增量有限。不过，在中央工作会议提出了积极的财政政策的要求，2024 年专项债部分至少不会出现太大拖累，故我们预期 2024 年专项债投向基建的资金同比持平。

图 29：地方债再融资占比



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 30：地方债借新还旧占比



资料来源：Wind，信达期货研究所

除了国债，23 年四季度增发的特别国债也是一个重要的变量。2023 年 10 月 24 日，人大常委会批准 2023 年增发国债 10000 亿元，通过转移支付方式安排给地方，用于支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。对此，财政部表示：“今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。”考虑到特别国债从发行到形成实物工作量需要一定时间，且在 23 年 GDP 年度目标已经预期可以完成的情况下，政府发行特别国债的意图更多的是支持 2024 年的 GDP。因此，我们将特别国债的 10000 亿计入 2024 年的融资增量中。由于本轮特别国债主要投向的是水利建设，预算内资金对总体资金的撬动倍数相对较低，在 3 倍左右。假设基建项目建设时间周期为 5 年。那么，本轮增发的特别国债在 2024 年可以带来 6000 亿的配套社会资金，对应基建固定资产投资完成额增加 16000 亿，带动基建增速 7%。

根据前述结论，一般公共预算、政府性基金和专项债 2024 年投向基建的资金同比下滑-1.6%。再加上特别国债带来的增速，2024 年基建固定资产投资完成额总增速为 5.4%。

（四）制造业政策及增速

我国制造业通常符合一定的周期性特征。无论是从朱格拉周期还是从库存周期看，我国制造

业正处于当下中短经济周期的尾声。

朱格拉经济周期下，受到设备更替和资本投资驱动，生产设备的周期性更替带动了固定资产投资的周期性变动，呈现约 10 年的周期波动。自 1981 年起，我国制造业经历了四轮完整的周期，正处于第五轮周期当中。这从中国 5000 户工业企业景气扩散指数和（全社会）固定资产投资完成额累计同比增速等指标的走势上可以得到印证，第一轮是 1981-1990 年，第二轮是 1991-2000 年，第三轮是 2001-2008 年，第四轮是 2009-2016 年，第五轮是 2017 年起。目前处于第五轮的下行周期中，可以看到 5000 户工业企业景气扩散指数，固定资产投资情况和设备能力利用水平方面，均自 2021 年 6 月的高点持续下滑，我国固定资产投资完成额保持正增长但增速同样自 2021 年 2 月高点持续下滑。因此，我国制造业正处于当下第五轮朱格拉周期的尾声，正面临新一轮设备更新周期的开启。

从库存周期上观测，我国制造业处于利润走低、PPI 见底的被动去库尾声。2023 年，工业企业利润总额持续下滑，截至 2023 年 11 月，累计增速同比为-7.80%；PPI 同样全年呈现负增速，最新 11 月数据显示，当月同比达-3.00%。从工业企业利润的先行作用预测，2023 年企业利润总额的下滑或会对 2024 年投资意愿仍产生一定压制。2023 年内，工业企业产成品存货库存累计同比，自 2 月高点 10.70%持续下降至 10 月最新 2.00%，出现探底信号。

2023 年，国家层面多部门出台了针对制造业各细分行业的增量政策，如下表，可见未来政策扶持力度或将继续提升。

表 2-2：2023 年制造业相关行业政策

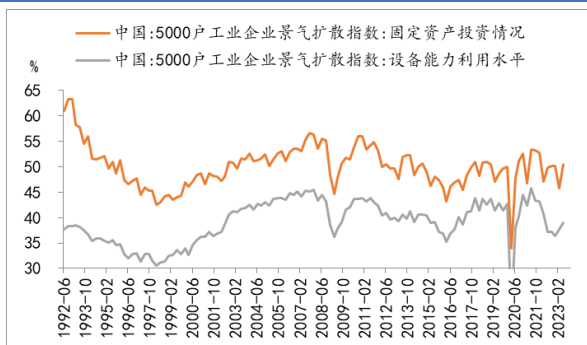
出台日期	政策名称	主要内容	相关行业
2023/5/5	国务院常务会议	要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，坚持全国一盘棋，引导各地发挥比较优势；要统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大；要坚持有效市场和有为政府更好结合，着力营造产业发展的良好生态。	先进制造业
2023/6/25	银行业加大力度支持制造业	前五个月，银行业金融机构投向制造业的贷款余额达 30 万亿元，同比增长 18.9%。其中，高技术制造业贷款同比增长 26.1%，有力地带动了我国高技术制造业投资前五个月同比增长 12.8%。	所有制造业
2023/7/3	《制造业可靠性提升实施意见》	通过提升制造业质量与可靠性管理水平、加快可靠性工程技术研发与应用推广等举措，到 2025 年，重点行业关键核心产品的可靠性标准体系基本建立，企业质量与可靠性管理能力不断增强，可靠性试验验证能力大幅提升，专业人才队伍持续壮大。	机械、电子、汽车制造业
2023/7/28	《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	着力稳住重点行业，培育壮大新增长点，充分激发内需潜力，积极稳住出口优势，推动产业生态协调发展，提升产业链现代化水平。力争在 2023—2024 年轻工业增加值平均增速 4%左右，规上企业营业收入规模突破 25 万亿元。重点行业规模稳中有升，主要产品国际市场份额保持稳定。新增长点快速发展，推广 300 项以上升级和创新产品，轻工百强企业竞争力进一步增强，培育升级 50 个规模 300 亿元以上轻工特色产业集群。	轻工业
2023/8/15	《制造业技术创新体系建设和应用实施意见》	到 2025 年，形成一套科学适用、标准规范的制造业技术创新体系构建方法，到 2027 年，建成先进的制造业技术创新体系，全面形成横向协同、纵向联通的技术体系网络。主要举措是加强统筹协调、强化基础保障、注重数据安全、推进开放合作。	制造业技术创新
2023/8/21	《钢铁行业稳增长工作方案》	实施技术创新改造行动，激发高质量发展新动能；实施钢材消费升级行动，着力扩大钢铁需求；实施供给能力提升行动，保障行业稳定高效运行；实施龙头企业培育行动，提高钢铁产业集中度。2023 年，钢铁行业供需保持动态平衡，全行业固定资产投资保持稳定增长，经济效益显著提升，行业研发投入力争达到 1.5%，工业增加值增长 3.5%左右；2024 年，	钢铁行业

		行业发展环境、产业结构进一步优化，高端化、智能化、绿色化水平不断提升，工业增加值增长4%以上。	
2023/8/22	《建材行业稳增长工作方案》	建材行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，2023年和2024年，力争工业增加值增速分别为3.5%、4%左右。绿色建材、矿物功能材料、无机非金属新材料等规上企业营业收入年均增长10%以上，主要行业关键工序数控化率达到65%以上，水泥、玻璃、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比超过15%，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。	建材行业
2023/9/1	“促进装备制造业高质量发展”座谈会	要加强原创性、引领性科技攻关，把装备制造牢牢抓在自己手里。加快推进工业母机高质量发展，巩固扩大新能源汽车产业发展优势，培育工业机器人产业生态，为推进新型工业化、建设制造强国、构建现代化产业体系提供坚实支撑。	装备制造业
2023/9/1	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	支持扩大新能源汽车消费，稳定燃油汽车消费，推动汽车出口提质增效，促进老旧汽车报废、更新和二手车消费，提升产品供给质量水平，保障产业链供应链稳定畅通，完善基础设施建设与运营	汽车制造业
2023/9/4	《电力装备行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	通过强化重大工程引领，加快装备推广应用、继续开拓国际市场等举措，稳定电力装备行业增长，力争2023—2024年电力装备行业主营业务收入年均增速达9%以上，工业增加值年均增速9%左右。	电力装备制造业
2023/9/6	《电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案》	要通过实施扩大内需战略、加大投资改造力度、优化产业结构等举措，力争在2023—2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速5%左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破24万亿元的目标。	计算机、通信和其他电子设备制造业
2023/9/19	《关于支持首台（套）重大技术装备平等参与企业招标投标活动的指导意见》	要支持重大技术装备攻关创新、促进绿色低碳循环发展、维护产业链供应链安全稳定，将技术创新、资源能源利用效率、售后服务、后续供应、特殊或紧急情况下的履约能力等纳入评审指标范畴。	高新技术装备
2023/9/27	《关于2023年度享受增值税加计抵减政策的先进制造业企业名单制定工作有关事项的通知》	2023年1月1日至2027年12月31日，允许先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额加计5%抵减应纳税增值税额。	先进制造业
2023/10/10	《绿色航空制造业发展纲要（2023—2035年）》	要构建协同高效的绿色技术创新体系、开放融合的绿色航空产业体系、市场导向的绿色示范应用体系、安全有效的服务保障体系，通过强化纲要落实、加强政策支持、加强宣传引导、强化安全发展等举措促进绿色航空制造业发展。	绿色航空制造业
2023/12/20	《制造业卓越质量工程实施意见》	提出采用策划、实施、检查、处置模式，推动制造业企业强化质量意识、建设能力、数字赋能和科学评估，不断追求卓越、实现持续成功。争取到2025年，我国制造业质的有效提升取得积极进展；到2027年，我国制造业质量水平显著提升	制造业卓越质量工程

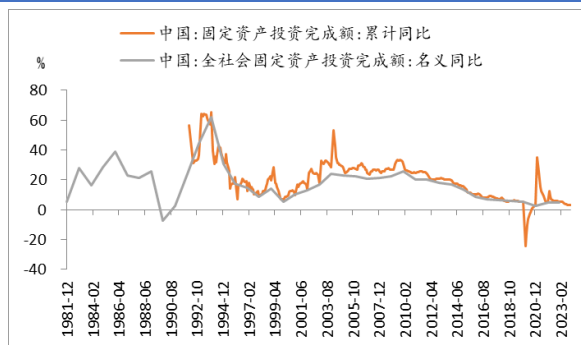
资料来源：各公开官网，信达期货研究所

但从前文论证可知，我国居民部门杠杆从2019年起持续处于62%左右的平台期，短期加杠杆空间有限。我国制造业贷款需求指数，在2023年3月达到高点后，回落至64.10%。以上均表明当下企业信心相对不足，新增投资意愿也相对不高。

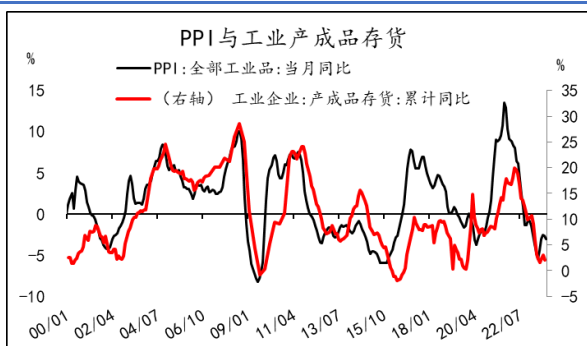
根据前述结论可知，目前我国制造业正处于第五轮朱格拉周期的下行阶段和库存周期的被动去库阶段的尾声。虽然国家政策扶持力度不断抬升，但居民部门短期加杠杆空间有限，制造业贷款需求回落，企业新增投资意愿不强。2023年，制造业固定资产投资完成额累计同比增速持续下滑至11月的6.3%，同比下降3%。2024年，我国制造业或将面临多空参半的情况，固定投资完成额正增速继续放缓至4%。

图 31：中国 5000 户工业企业景气扩散指数


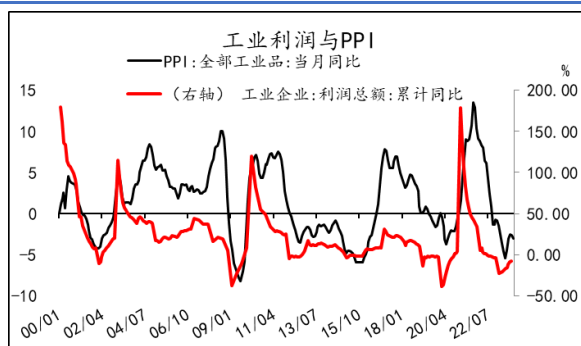
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 32：中国固定资产投资完成额累计&名义同比


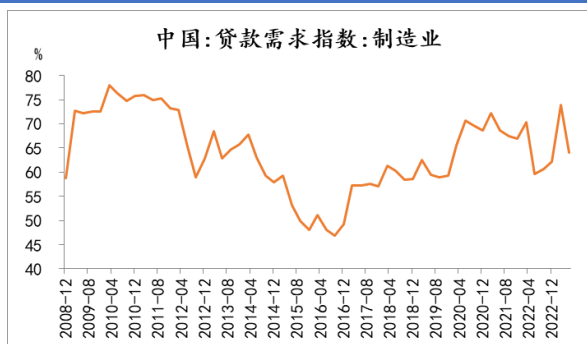
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 33：PPI 与工业产成品存货累计同比


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 34：PPI 与工业利润累计同比


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 35：中国制造业贷款需求指数


资料来源：Wind，信达期货研究所

三、黑色产业链分析

（一）产业主要矛盾

黑色产业链内积累的矛盾将在 2024 年延续，集中体现在三个方面——终端需求、低库存和利润分配问题。需求是决定价格中枢的重要因素。自 2021 年起，下游房地产对钢材需求的下滑，压制了整个板块，2024 年其影响将持续。第二个矛盾则体现在，黑色产业链面临整体库存低位的情况。焦煤的洗煤厂、港口、独立焦企和钢厂库存、焦炭的独立焦企、港口和

钢厂库存、铁矿的港口和钢厂库存、螺纹钢的钢厂库存和社会库存，从绝对水平上看，均处于历史偏低水平。这意味着，在低位库存背景下，无论是需求回暖拉动还是宏观利好刺激，黑色板块容易出现急速上涨行情。第三个矛盾体现在黑色产业链内利润分配畸形的问题。目前板块内，原料品种相对成材估值偏高，利润集聚产业链上游。过高的原料成本会压制钢厂采购和生产意愿。这种失衡的利润状态将以向中游传递的方式修复。

（二）螺纹钢

1. 行业政策¹

2023 年出台了一系列钢铁行业相关的政策。从政策导向看，我国钢铁行业依然处于淘汰落后产能、加速升级转型、推动绿色低碳的发展趋势中，道路漫长且长。

1) 钢铁行业稳增长工作方案

8 月 25 日，工信部等七部门印发《钢铁行业稳增长工作方案》。其中提出，2023—2024 年，钢铁行业稳增长的主要目标是：2023 年，钢铁行业供需保持动态平衡，全行业固定资产投资保持稳定增长，经济效益显著提升，行业研发投入力争达到 1.5%，工业增加值增长 3.5% 左右；2024 年，行业发展环境、产业结构进一步优化，高端化、智能化、绿色化水平不断提升，工业增加值增长 4% 以上。

2) 严禁新增钢铁产能

11 月 30 日，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，其中提到，严禁新增钢铁产能。推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，大幅减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序，淘汰落后煤炭洗选产能；有序引导高炉—转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢。到 2025 年，短流程炼钢产量占比达 15%。京津冀及周边地区继续实施“以钢定焦”，炼焦产能与长流程炼钢产能比控制在 0.4 左右。

3) 2023 年力争实现废钢铁利用量达到 2.65 亿吨

3 月 1 日，工信部表示，实施资源综合利用提质增效行动。将进一步健全新能源汽车动力电池回收利用体系，推动溯源管理全覆盖，加强废钢、废纸等再生资源行业规范管理，培育上百家综合利用骨干企业，2023 年力争实现废钢铁利用量达到 2.65 亿吨。要加强磷石膏等复杂难用工业固废规模化利用攻关，积极拓展综合利用渠道。进一步聚焦钢铁、石化化工等重点用水行业，开展废水循环利用试点。

4) 多地公布钢铁行业转型升级行动计划

1 月 6 日，《浙江省污染天气消除攻坚三年行动方案》印发，提出推进钢铁企业兼并重组，加快提升产业集中度，钢铁冶炼企业数量减少到 10 家左右。4 月 8 日，《山西省钢铁行业转型升级 2023 年行动计划》发布，要求 1200 立方米以下高炉、100 吨以下转炉（电炉）、50 吨以下合金电炉逐步实施产能置换，按照“先立后破”原则有序退出。7 月 21 日，河南省推动生态环境质量稳定向好三年行动计划（2023—2025 年）印发，2024 年年底以前钢铁企业 1200 立方米以下炼铁高炉、100 吨以下炼钢转炉、100 吨以下炼钢电弧炉、50 吨以下合金钢电弧炉原则上有序退出或完成大型化改造。10 月 30 日，《湖北省冶金产业转型升级实施方案（2023—2025 年）》印发，到 2025 年，钢铁行业营业收入超 3000 亿元，力争实现优特钢产能占比 70% 左右。

5) 钢铁行业智能制造标准体系建设指南（2023 版）印发

¹ 资源部分来源我的钢铁网站。

9月27日，为切实发挥标准对推动钢铁行业智能制造发展的支撑和引领作用，工信部依据《国家智能制造标准体系建设指南（2021版）》《“十四五”智能制造发展规划》《“十四五”原材料工业发展规划》等，组织编制了《钢铁行业智能制造标准体系建设指南（2023版）》。根据安排，到2025年，建立较为完善的钢铁行业智能制造标准体系，累计研制45项以上钢铁行业智能制造领域标准，基本覆盖基础共性和装备层、车间层、工厂层、企业层、产业链协同层各层级标准，优先制定基础共性标准以及绿色低碳、产品质量、生产安全等关键应用场景标准，突出标准在先进制造技术与新一代信息技术相互融合和迭代提升过程中的引导作用，积极参与国际标准研制，为世界钢铁工业可持续发展做出中国贡献。

6) 推动钢铁行业绿色低碳发展

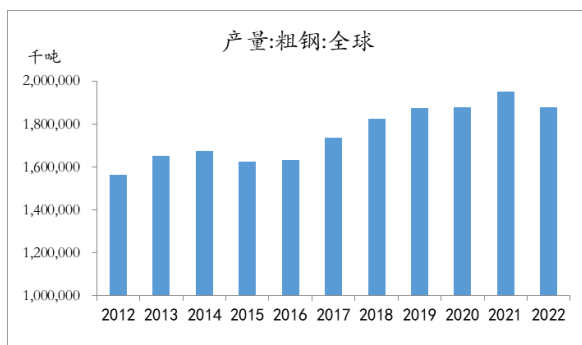
11月17日，《钢铁行业社会责任蓝皮书(2023)》在北京发布。截至2023年10月31日，共有99家钢铁企业（包括一家球团企业）完成了超低排放改造和评估监测，其中，73家钢铁企业完成了全工序超低排放改造，涉及粗钢产能约3.62亿吨；26家钢铁企业完成部分工序超低排放改造公示，涉及粗钢产能约1.08亿吨。下一步将继续加快钢铁行业超低排放改造进程，力争2025年80%以上的钢铁产能完成改造。

2. 供给

2022年，全球投资和消费动力不足，全球粗钢产量合计18.78亿吨，同比下降4%。我国钢铁市场同时受到粗钢产量平控政策和下游房地产行业下行影响有所降温，我国粗钢产量合计10.13万吨，同比下降2%，占全球产量54%。与此同时，我国龙头钢铁市场集中度逐年上升。在整体粗钢产量下降的同时，粗钢产量分布更向龙头集中，2022年钢铁企业CR5升至30%，CR10升至44%，CR20升至58%。

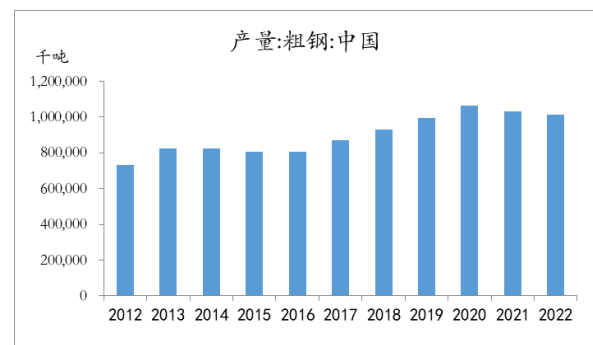
2023年，下游房地产行业依然牵制钢铁需求，但行政性控产力度减弱，我国粗钢产量有所回升。2023年1-10月，全球粗钢累计产量15.69亿吨，同比增加0.2%；我国粗钢累计产量8.75亿吨，同比增加1.6%。我们推算2023全年粗钢产量约为102637万吨，同比增加约1.3%。

图 36：2012-2022 年全球粗钢产量



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 37：2012-2022 年我国粗钢产量



资料来源：Wind，信达期货研究所

表 3-1：2022 年我国粗钢产能前二十名钢铁公司（百万吨）

2022 年排名	公司	2022 年产量
1	中国宝武钢铁集团	131.84
2	鞍钢集团	55.65
3	沙钢集团	41.45
4	河钢集团	41
5	建龙集团	36.56
6	首钢集团	33.82

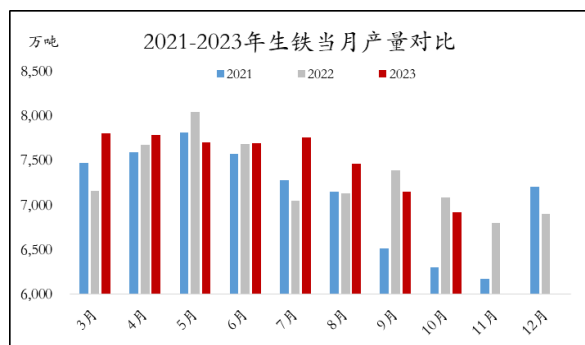
7	山钢集团	29.42
8	德龙集团	27.9
9	湖南钢铁集团	26.43
10	方大集团	19.7
11	柳钢集团	18.21
12	日照钢铁	15.63
13	中信泰富特钢集团	15.03
14	德兴集团	14.86
15	广西盛隆冶金	14.21
16	包钢集团	14.18
17	敬业集团	13.97
18	新华联合冶金控股集团	13.95
19	青山控股集团	13.92
20	中天钢铁集团	12.23
	CR 5	30% (+1%)
	CR 10	44% (+1%)
	CR 20	58% (+2%)
	中国	1018 (-1%)

资料来源：世界钢铁协会，信达期货研究所

2023 年，我国生铁、粗钢和钢材的产量总体呈现同比回升、环比走低的态势。年初一季度，复工推动，生产饱和，生铁、粗钢和钢材产量环比、同比均正增长。进入二季度，受板块负反馈影响，钢企开启年内第一轮减产，生铁、粗钢、钢材产量增速放缓，五月出现负增长，同比和环比均走低。三季度，钢企盈利率大幅走低，产量继续下滑。截至 2023 年 10 月，我国生铁、粗钢、钢材累计产量分别达 7.4 亿吨、8.7 亿吨和 11.4 亿吨，同比上升 2.46%、1.64% 和 2.49%。

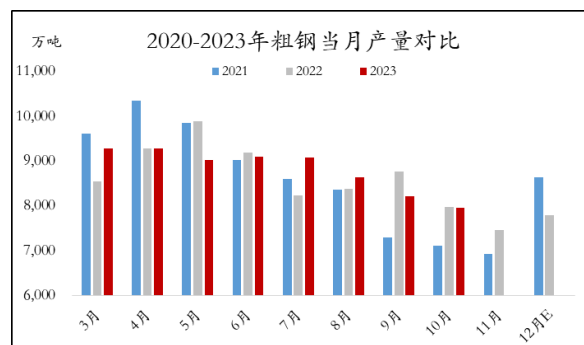
2024 年，钢铁生产受行政性限产可能性较小，更多受下游行业需求和自身行业盈利率影响调节。在稳增长背景下，钢铁供需维持动态平衡，预计 2024 年粗钢年产量达 10.2 亿吨。

图 38：2021-2023 年我国生铁当月产量

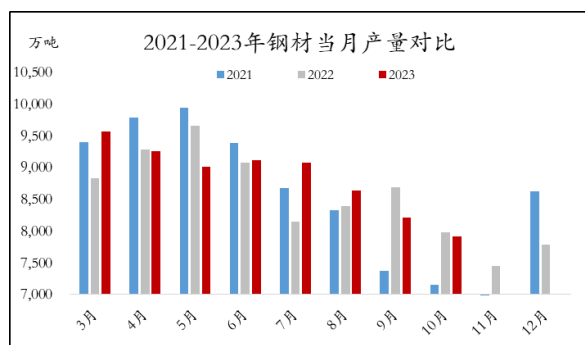


资料来源：Wind，信达期货研究所

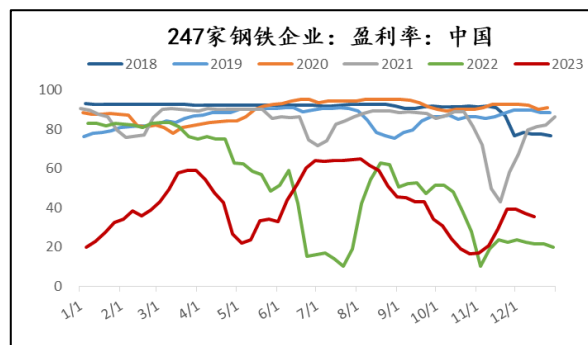
图 39：2021-2023 年我国粗钢当月产量



资料来源：Wind，信达期货研究所

图 40：2021-2023 年我国钢材当月产量


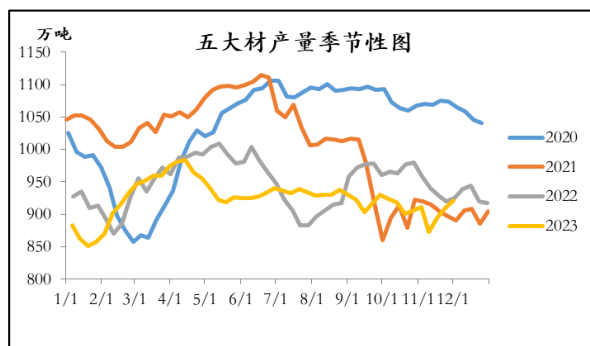
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 41：247 家钢企盈利率


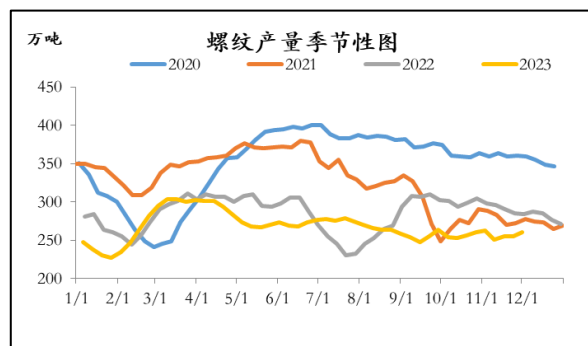
资料来源：Mysteel，信达期货研究所

2023 年，Mysteel 样本下五大材周产量整体处于近四年偏低水平，在金三银四传统旺季达到年内产量高点后，连续下降，同时金九银十旺季不旺，产量维持低位。螺纹钢产量表现相似。在下游房地产市场需求疲软、基建稳定发展、制造业增长势头减弱的背景下，用钢行业需求出现结构性改变，螺纹钢等建材类钢材面临市场占有率下滑的窘境。从 2020 年起，随着下游房地产下行，螺纹钢产量跟随需求调整，产量和市场占有率大幅下滑。

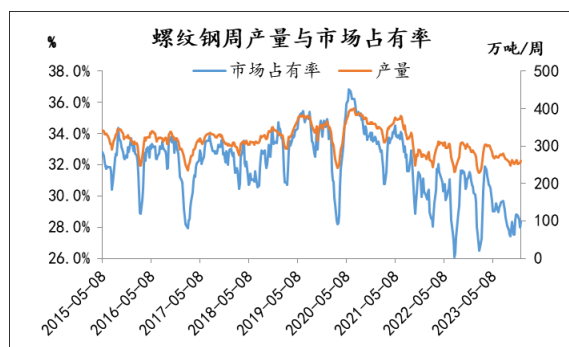
2024 年，螺纹钢市场的前景并不明朗，地产新开工磨底态势继续影响螺纹钢，与此同时基建将保持正增长，两头相互对冲下螺纹钢产量预计不会受到需求端大幅拉动，维持五大材中 25%-35% 的市占率，周产量维持 250-300 万吨水平。

图 42：2020-2023 年五大材产量季节性图


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

图 43：2020-2023 年螺纹钢产量季节性图


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

图 44：2015-2023 年螺纹钢产量和市场占有率


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

3. 需求

据中钢协报告，近两年，随着中国宏观经济的结构调整，在长期转型和周期波动交织下，房地产市场经历了深度调整，整体市场下行明显。与 2020 年相比，2022 年房地产投资下降 6%、新开工面积下降 46%、商品房销售面积下降 23%、土地购置面积下降 61%。在此背景下，与 2020 年相比，2022 年建筑业钢材消费量下降 14%，制造业消费量增长 4%。因此，建筑业钢材消费量占总消费量的比重由 2020 年的 58% 下降至 2022 年的 53%，制造业由 42% 增加至 47%。预计 2023 年建筑业钢材消费占比仍将下降，制造业保持上升。按照当前下游行业发展趋势，未来几年内建筑业钢材消费占比将降至 50% 以下。²如前文所述，2024 年，我们预测房地产投资完成额累计同比变化回升至 -1%，基建固定资产投资完成额总增速下滑至 5.4%，制造业固定资产投资完成额正增速下滑至 4%。

4. 平衡表

总体看，螺纹等建材类需求，在 2024 年依然处于钢铁需求结构性变化中——房地产绝对需求下滑但降速收敛，基建和制造业绝对需求上升但增速放缓。供给端，行政性减产预计不会展开，钢厂更偏向于根据自身利润和下游需求自发性调节。供给端或不会讲述太多故事，难产生明显驱动。在现实消费抑制钢价上涨的同时，螺纹钢的低库存又对价格的底部有较强支撑。从整个产业链看，低库存是黑色板块中原料和成材的现有共性问题。因此，2024 年，在整个产业链低库存的背景下，无论是宏观预期回暖，还是春节后需求季节性回升，都很容易点燃市场看涨的激情。综合看，建材终端需求结构性下滑是潜在利空，黑色产业链低库存是潜在利多。在稳增长背景下粗钢供需维持动态平衡，2024 年供需趋于宽松。螺纹价格整体宽幅震荡，价格中枢下移 3900 元/吨，价格区间 [3300, 4400]。

表 3-2：粗钢平衡表

粗钢（万吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
总供应	82268	84636	94333	101249	108634	106168	103062	103804	103000
产量	80837	83173	92827	99634	106477	103279	101300	102637	102000
进口量	1431	1463	1506	1615	2157	2889	1762	1167	1000
总需求	82477	88613	94466	101831	110589	106291	99355	103899	102180
消费	70940	80608	87088	94988	104877	99171	92090	93932	93180
出口量	11537	8005	7378	6843	5712	7120	7265	9967	9,000
供-需	-209	-3977	-133	-583	-1955	-123	3707	-95	820

资料来源：Wind, Mysteel, 信达期货研究所

(三) 铁矿石

1. 行业政策

我国虽是钢铁生产大国，但并非矿产资源大国，面临矿产资源受限的问题，铁矿进口依赖度接近 80%。在铁矿价格连创新高的背景下，2022 年开启的基石计划的必要性愈发增强，以提高矿价话语权。

2023 年 8 月 21 日，工业和信息化部等七部门引发的《钢铁行业稳增长工作方案》明确提出要提高铁素资源等保障能力。充分发挥国内铁矿开发协调机制作用，加快国内重点铁矿项目开工投产、扩能扩产，确保合规矿企正常生产。支持铁矿企业加大投资改造力度，推进智能

² 资料来源：中国钢铁工业协会，《2023 年上半年钢铁市场需求情况及下半年展望》

矿山、绿色矿山建设。鼓励有条件的企业，开展境外铁矿资源合作，特别是推进与周边国家铁矿资源勘查开采合作。开展铁矿石“红黄蓝”供需预警，强化期现货市场监管。

2023 年 11 月 27 日，中国钢铁工业协会副会长在 2023 钢铁产业链安全保障大会上表示，为提升钢铁行业资源保障能力，钢协研究提出了“基石计划”建议，目前，国内重点铁矿项目中已开工十多项，新增铁精矿产能约 5000 万吨。与此同时，我国矿产资源保障还有一些问题亟待解决，如国内资源勘查不够，新建铁矿项目审批仍然较为困难，国内废钢铁资源产出仍未到高增长期，废钢回收的相关政策仍待完善等。

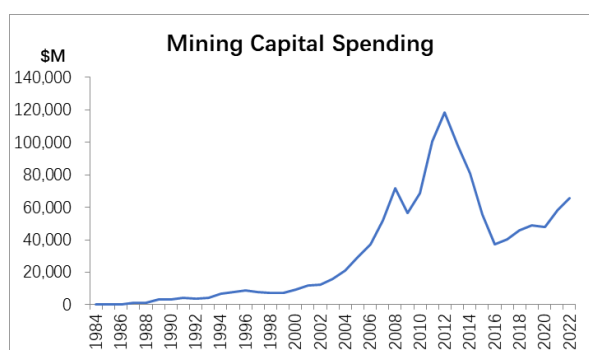
2. 供给

自 20 世纪 80 年代起，全球采矿资本支出开启快速增长的上行周期，呈现基数小但增速快的走势。21 世纪初，全球采矿资本支出仍维持较快增长，且进一步呈现出基数大且增速快的趋势。直至 2008 年全球金融危机，全球矿业投资回落。2009 年，伴随着宽松货币政策推出，全球矿业投资继续大幅增长，至 2012 年达到顶峰，完成一轮完整上行周期。

随着投资项目集中投放，全球铁矿石新增产能不断释放，产量连年增加，至 2014 年达到顶峰。期间，在供给持续释放的背景下，铁矿石价格自高位回落，全球矿业投资下滑，仅以维持前期投资项目为主。叠加需求端疲软，铁矿石价格于 2015 年触底。

2016-2018 年供给侧改革开启，钢价疯狂上涨之下，给予铁矿石价格大幅反弹空间。铁矿石随之企稳反弹，全球矿业陆续恢复投资，再度开启一轮新的资本开支。期间矿业投资受到新冠疫情影响短暂回落，目前整体资本开支仍处于该轮增长的周期中，但预计逐渐收尾。

图 45：全球采矿资本支出



资料来源：Bloomberg，信达期货研究所

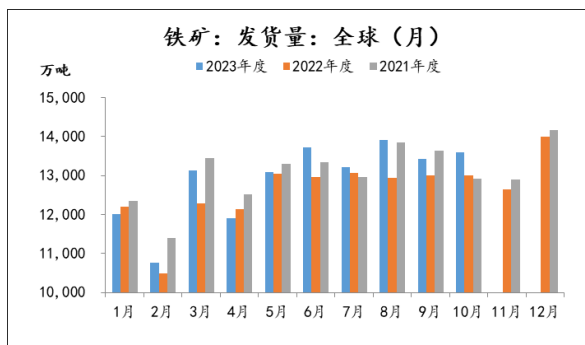
图 46：全球铁矿石产量



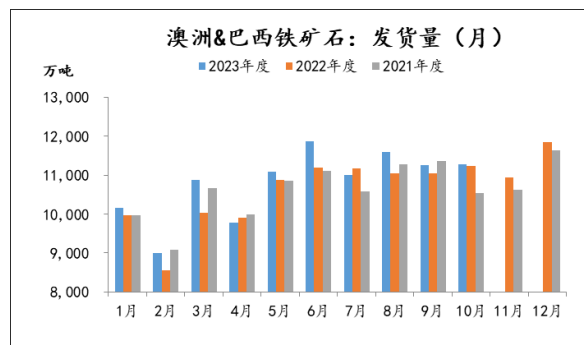
资料来源：Wind，信达期货研究所

1) 海外矿山

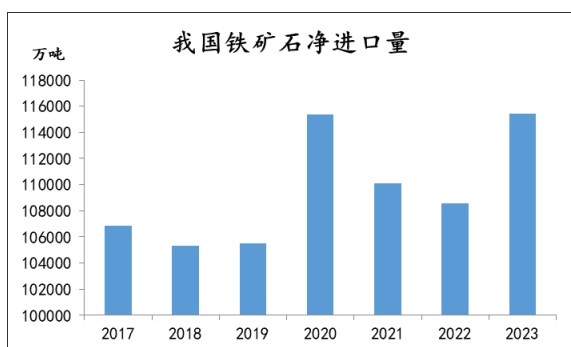
2023 年，全球铁矿发货量大幅走高，1-10 月累计发运 12.88 亿吨，同比增加 2.9%。澳巴主流矿山表现强劲，1-10 月累计发运 10.79 亿吨，同比增加 2.7%。我国铁矿进口同比大增，1-10 月累计进口 9.75 亿吨，，预计 2024 年达 11.75 亿吨，回升至 2020 年水平。

图 47：2021-2023 年全球铁矿石发货量


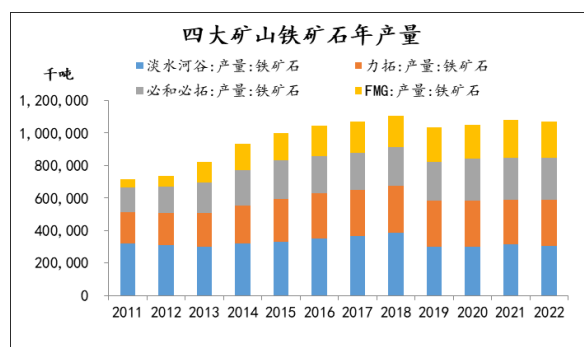
资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 48：2021-2023 年澳大利亚&巴西铁矿发货量


资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 49：2017-2023 年我国铁矿石净进口量


资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 50：2011-2022 年四大矿山铁矿石年产量


资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

2023 财年，澳巴四大主流矿山发运同样处于高位。最新公告显示，四大矿山均能够完成 2023 财年目标，累计产量和发运量保持在高位区间。其中，BHP 和 FMG 进一步上调了 2024 财年的指导目标，表现十分强劲。2024 年，主流矿山供给仍存在一定边际增量预期，同比预计增加至少 1000 万吨，发运预计维持高位。

表 3-3：2024 财年四大矿山目标

四大矿山	Vale	Rio Tinto	BHP	FMG
指标	产量	发运量	产量	发运量
财年目标	3.1-3.2	3.2-3.35	2.54-2.645	1.92-1.97
目标是否调整	下调，原 3.2-3.35	维持	上调，原 2.49-2.60	上调，原 1.87-1.92
时间	2023 年 1-12 月	2023 年 1-12 月	2023 年 6 月 -2024 年 6 月	2023 年 6 月 -2024 年 6 月

资料来源：各公司官网，信达期货研究所

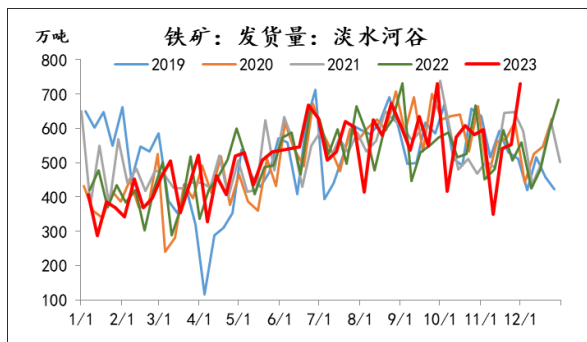
巴西淡水河谷 VALE2023 财年产量目标为 3.1-3.2 亿吨。前三季度产量分别为 6677 万吨、7874 万吨和 8624 万吨，累计产量 23176 万吨，完成度达 72%-75%。第三季度铁矿石产量同比下降 4%，主要是由于 Paraopeba 综合体的原矿产量下降和 Serra Norte 的产量下降。整体质量有所改善，铁含量同比增长 87 个基点。这是由于 S11D 的产量提高，以及 Torto 大坝投产 Brucutu 的颗粒进料产量增加，使颗粒产量同比增长 11%。受益于有利的市场条件，铁矿石粉和球团矿销售额同比增长 6%。据 VALE 最新表示，2023 财年全年产量预计达 3.15 亿吨，

请务必阅读正文之后的免责条款 25

并将 2024 财年目标维持在 3.1-3.2 亿吨。

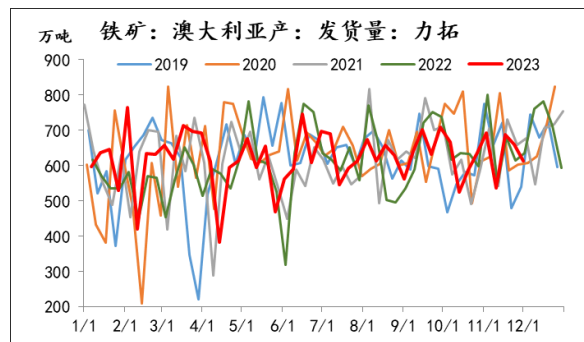
澳大利亚力拓 Rio Tinto 2023 年财年目标发运量为 3.2-3.35 亿吨。前三季度发运量分别为 8250 万吨、7910 万吨和 8390 万吨，累计发运量 24550 万吨，完成度达 73-77%。皮尔巴拉铁矿第三季度产量为 8,350 万吨（100%权益基础），较 2022 年同期下降 1%。皮尔巴拉铁矿发运量为 8,390 万吨（100%权益基础），较 2022 年同期上升 1%。Rio Tinto 预计全年发运量将继续保持在原定 3.2-3.35 亿吨指导目标的高位区间。根据澳元兑美元 0.70 的汇率，2023 年皮尔巴拉铁矿石单位成本的指导目标保持不变，即 21.0-22.5 美元/吨。

图 51：2021-2023 年巴西淡水河谷铁矿石发货量



资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 52：2021-2023 年澳大利亚力拓铁矿石发货量



资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

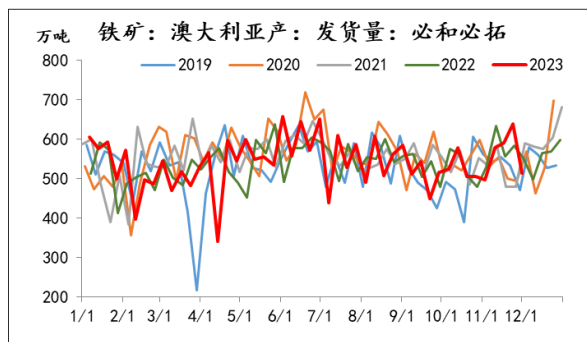
澳大利亚必和必拓 BHP 2023 财年全年产量达 2.57 亿吨，处于 2023 财年目标 2.49-2.60 亿吨区间上沿。其中，西澳矿区 WAIO 完成 2.53 亿吨（2.85 亿吨，100%权益），完成 2.46-2.56 亿吨目标；Samarco 完成 0.045 亿吨，超额完成 0.03-0.04 亿吨的目标。

BHP 将 2024 财年目标上调至 2.54-2.645 亿吨，同比增加 450-500 万吨。其中，西澳矿区 WAIO 目标为 2.50-2.60 亿吨，同比增加 400 万吨；Samarco 目标为 0.04-0.045 亿吨，同比增加 50-100 万吨。第一季度 BHP 产量为 6320 万吨，完成度达 24%-25%。其中，西澳矿区 WAIO 产量为 6200 万吨，同比下降 3%；Samarco 产量为 120 万吨，同比增加 7%。此外，South Flank 新项目将在 2024 财年末达到 8000 万吨/年的产能目标。

澳大利亚 FMG 2023 财年全年发运量达 1.92 亿吨，处于 2023 财年目标 1.87-1.92 亿吨的目标上沿。2024 财年，FMG 将其发运目标继续上调，同比增加 500 万吨至 1.92-1.97 亿吨。其中约 700 万吨来自 Iron Bridge（100%），皮尔巴拉赤铁矿的 C1 成本为 18.00-19.00 美元/吨。

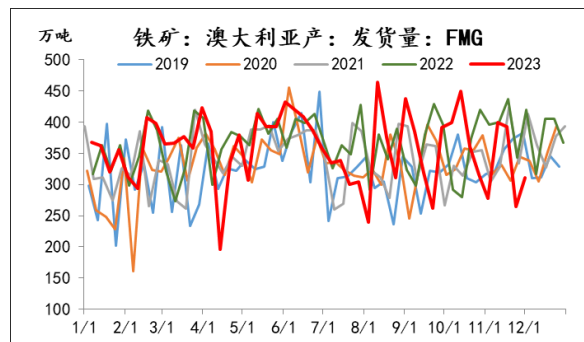
第一季度，FMG 发货量为 4590 万吨，完成度达 24%-25%。

图 53：2021-2023 年澳大利亚必和必拓铁矿石发货量



资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 54：2021-2023 年澳大利亚 FMG 铁矿石发货量

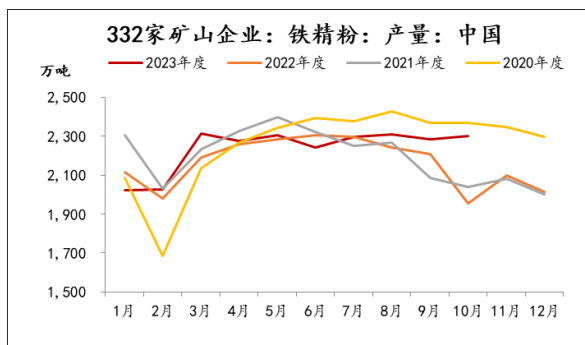


资料来源：Mysteel, Wind, 信达期货研究所

2) 国内矿山

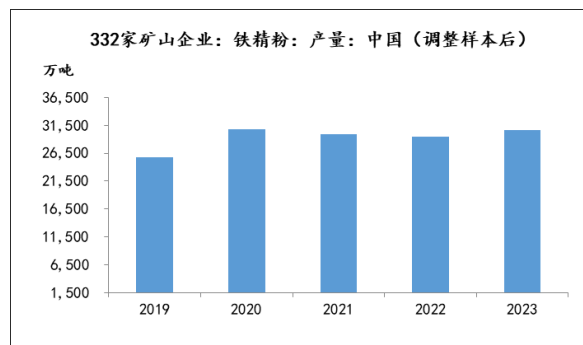
2023 年,Mytseel 样本下国内矿企铁精粉产量维持在稳定水平,1-10 月产量合计 2.24 亿吨,同比增加 2.5%, 全年预计 2.7 亿吨, 调整样本后近 3.1 亿吨。2019 年起, 国内矿山企业铁精粉产量保持稳定缓慢增长。在“基石计划”2025 年 3.7 亿吨的目标下, 国内矿产量继续保持增长态势, 但同时增速会受到下游终端行业需求下滑和矿山自身投产周期限制。2024 年, 我们推算国内铁精矿有 4% 的增量, 全国样本下预计接近 3.2 亿吨。

图 55: 2020-2023 年 332 家矿山企业铁精粉月产量



资料来源: Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 56: 2019-2023 年 332 家矿山企业铁精粉年产量



资料来源: Mysteel, Wind, 信达期货研究所

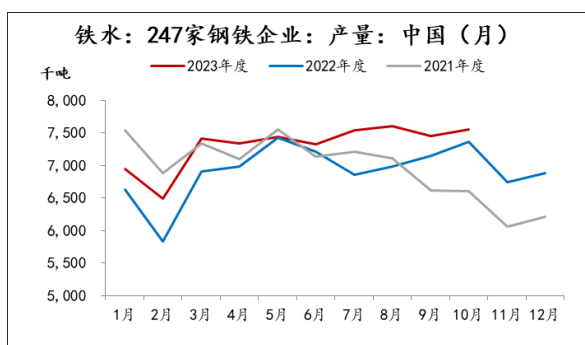
3. 需求

2023 年, 在生铁和粗钢产量同比回升、非五大材产量高位的背景下, 铁水需求全年表现韧性, 产量维持高位。2023 年 1-10 月铁水产量合计 7.3 亿吨, 同比 2022 年增加 5.4%, 预计 2023 全年达 8.8 亿吨, 远超 2022 全年 8.3 亿吨水平。

在废钢资源紧俏、铁水性价比走高的背景下, 铁水/粗钢比值持续走高。2021 年铁水/粗钢平均比值为 0.81, 2022 年为 0.82, 2023 年预计达 0.85, 吨钢消耗铁矿石数量逐年走高。

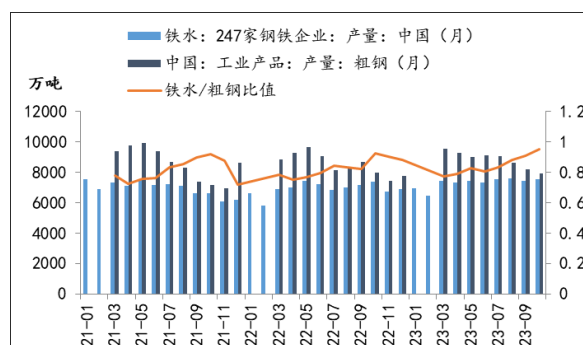
2024 年粗钢产量预计 10.2 亿吨, 铁水/粗钢比 0.85, 折算铁矿需求量 14.6 亿吨, 较 2023 全年 14.83 亿吨同比微降 0.2 亿吨。

图 57: 2021-2023 年 247 家钢铁企业铁水月产量



资料来源: Mysteel, Wind, 信达期货研究所

图 58: 2021-2023 年铁水和粗钢产量对比



资料来源: Mysteel, Wind, 信达期货研究所

4. 政策因素

2021-2023 年期间, 随着铁矿石价格在上行周期中持续创新高, 国家发改委等部门针对铁矿石价格上涨过快的情况, 多次进行分析研判, 对铁矿石价格的监管愈发趋严。例如, 2021 年 5 月 12 日, 新加坡 FE 主连报价 233.95 美元/吨; 2021 年 5 月 18 日, 中国北方 CFR62% 铁矿石价格指数报价 223.75 美元/吨, 均创下近十年最高价格。随后 5 月 24 日, 国家发改

委等五部门联合约谈铁矿石等行业具有较强市场影响力的重点企业,对大宗商品的价格走势进行密切跟踪和联动监管。在不具备基本面支撑的背景下,铁矿石价格应声而下,下半年跌幅甚达 60%。同样的情况在 2022 年上半年和 2023 年全年多次发生。铁矿石价格在不同背景下面临不同程度的调整。由此可见,在铁矿石价格处于高位区间时,政策因素对铁矿石价格的影响权重较大。

5. 平衡表

供给端,从全球矿产资本开支预测看,2024 年资本开支将继续增加,达到第二轮顶点。其次,全球铁矿发运维持高位,四大矿山 FY2024 财年目标下,主流矿供给存一定增量预期。2023 年我国进口量预计 11.7 亿吨,同比增加 0.7 亿吨,回升至 2020 年进口水平。2024 年进口矿预计维持高位,约 11.5 万吨,同时国内矿在“基石计划”下产量缓慢上升。需求端,在废钢资源紧俏、铁水性价比走高的背景下,铁水/粗钢比值持续走高,铁矿需求表现韧性。2023 年粗钢产量合计约为 10.26 亿吨,折算铁矿需求 14.83 亿吨。2024 年粗钢产量预计 10.2 亿吨,在铁水/粗钢比 0.85 下,铁矿需求量约 14.6 亿吨,较 2023 全年同比微降 0.2 亿吨。政策面,在 1000 元/吨左右的铁矿价格下,国家发改委等多部门对铁矿价格的监管趋严,高位区间下,政策影响权重较大。因此,政策风险和终端需求下滑于铁矿而言是潜在利空;而产业链低库存的共性问题是在潜在利多。综合看,2024 年铁矿预计高位宽幅震荡,价格中枢 900 元/吨,预计价格区间[600, 1200]。

表 3-4: 铁矿石平衡表

铁矿石 (万吨)	2021	2022	2023E	2024E
总供应	142371	140175	148049	146818
净进口	112432	110686	117384	115000
国产矿	29939	29489	30665	31818
总需求	140766	140076	148274	146329
铁水折算	140766	140076	148274	146329
供-需	1605	99	-225	489

资料来源: Wind, Mysteel, 信达期货研究所

(四) 焦炭

1. 行业政策

2022 年 6 月,山西省政府发布了《山西省人民政府办公厅关于推动焦化行业高质量发展的意见》。《意见》提出,2023 年底前,全省焦化企业全面实现干法熄焦,全面完成超低排放改造,全面关停 4.3 米焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉。

2023 年 9 月 27 日,山西省发布《关于做好 4.3 米焦炉关停工作的紧急通知》,明确 4.3 米焦炉 10 月 20 日前全面停止装煤,启动关停程序,10 月底前关停到位。

2023 年 12 月 8 日,国务院印发《空气质量持续改善行动计划》。《计划》强调,严禁新增钢铁产能。推行钢铁、焦化、烧结一体化布局,大幅减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序,淘汰落后煤炭洗选产能;有序引导高炉—转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢。到 2025 年,短流程炼钢产量占比达 15%。京津冀及周边地区继续实施“以钢定焦”,炼焦产能与长流程炼钢产能比控制在 0.4 左右。

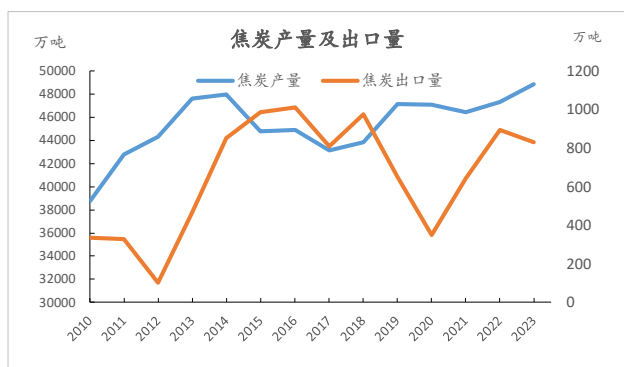
根据我的钢铁调研数据显示，山西在产焦化产能 11850 万吨，2023 年计划淘汰焦化产能 2856 万吨，新增焦化产能 2213 万吨，全年净淘汰焦化产能 643 万吨。山西作为我国焦化产能第一大省，其生产焦炭历史更为悠久，故其落后产能在全国几大焦化大省中也是占比最高的。此次山西完成 4.3 米焦炉升级改造之后，后续全国层面焦化产能的变化幅度将会逐年缩小，进入一个产能较为稳定的阶段。随着京津冀地区实施“以钢定焦”，推动钢铁、焦化、烧结一体化。未来独立焦企的产能占比可能会进一步下降，同时小型焦化企业也将逐步退出市场。整个焦化行业朝着大型化、一体化、绿色化发展。

2. 供给

2023 年 1-10 月焦炭累计产量为 45040 万吨，累计同比增加了 3.3%。可以看到，2021 年之后，焦炭产量已经连续增长了两年，同样的，焦炭的出口量也回到了 2018 年的水平。出口量的变化可以在一定程度上反映出三年蓝天保卫战行动带来的国内焦炭供需偏紧的局面已经得到恢复。另外，2023 年 10 月山西彻底完成落后产能的改造升级。从目前来看，焦化行业无论是产能绝对值还是产能波动均已经到了一个较为稳定的阶段，政策端带来的扰动正在减小，未来焦炭的供给更多可能由需求端决定。当然，环保政策依旧会带来一些波动，但这些更多是季节性层面的，总量层面的扰动有限。

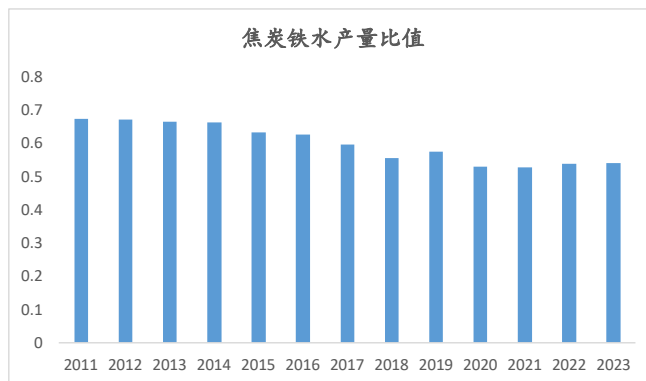
从焦炭与生铁的产量比值来看，目前的焦铁比已经从 2011 年的 0.65 的高位降至目前的 0.54 左右。焦铁比的下降代表着钢铁行业冶炼技术的升级，高炉对于焦炭的使用率在提升，单位铁水消耗的焦炭数量下滑。从近几年的数据来看，0.54 已经是目前的一个较为稳定的水平，短期内继续进一步下降的可能性较小。

图 59：焦炭产量及出口量（2023 年为外推数据）



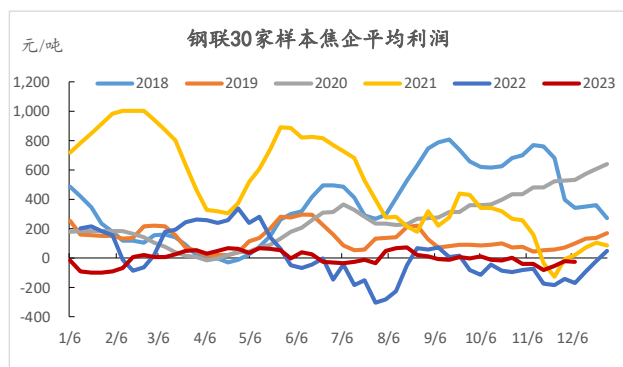
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 60：焦炭生铁产量比值

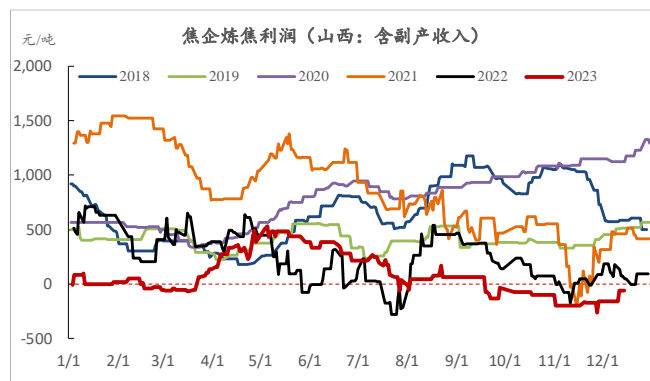


资料来源：Wind，信达期货研究所

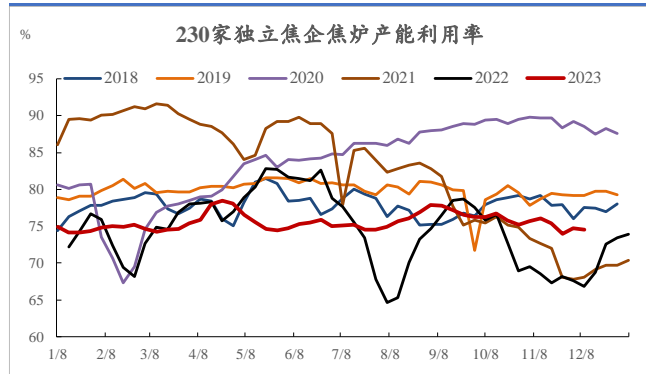
2022 年-2023 年，焦化行业的炼焦利润基本都在盈亏线上下浮动，而且有近一半的时间在亏损线以下。从钢联口径的样本焦企数据可知，2022 年焦企平均利润运行区间为 [-300, 340]，2023 年这一区间为 [-100, 75]，截至 12 月 8 日这一数据为 -26 元/吨。山西地区根据原料及固定成本支出核算的利润走势和钢联基本一致，2022 年运行区间是 [-280, 660]，2023 年运行区间是 [-260, 490]，截至 12 月 8 日这一数据为 -60 元/吨。可以看到，2023 年炼焦利润的波动幅度要小于 2022 年。产生这一现象的原因就是，焦化行业的供需缺口在逐步减小，故行业的利润波动也同步减小。2024 年，根据前述分析，供给端政策带来的总量上的扰动在变小，同样的需求端的变化也在平抑，故 2024 年利润波动依旧会延续低波动的状态。

图 61：钢联 30 家样本焦企平均利润


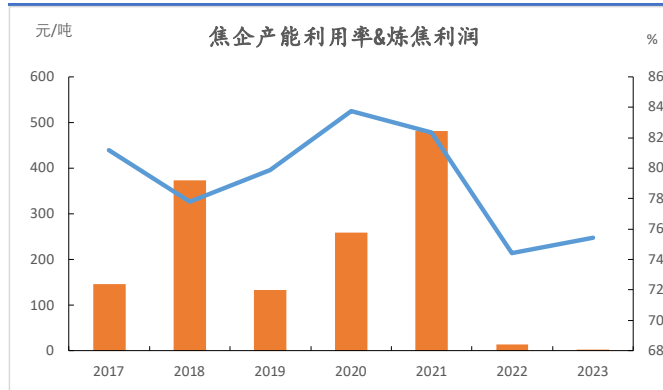
资料来源：Mysteel，信达期货研究所

图 62：焦企利润（山西：含副产收入）


资料来源：Mysteel，Wind，信达期货研究所

图 63：230 家独立焦企焦炉产能利用率


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

图 64：焦企产能利用率&炼焦利润


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

2023 年独立焦企的产能利用率依旧维持了一个较低的水平，年均产能利用率在 75%左右，较 2022 年略微有所上升。对于整个黑色煤焦钢产业链来说，炼焦行业是一个中游行业，产能集中度也低于上游煤矿和下游钢厂，定价权能力偏低。因此，可以看到，焦企的产能利用率和炼焦利润基本呈正相关关系，及高利润对应高产能利用率行业很难通过压低产能利用率来追求高利润。对于 2024 年而言，下游终端需求依旧难以给出价高的利润，故炼焦行业的利润预计仍会在盈亏线上下波动，产能利用率也难有上升的空间。

山西落后产能淘汰完成，2024 年焦炭产能的变化有限，低利润短期难以有所改观，产能利用率持平。基于对国内产能、产能利用率及出口的分析，我们预计 2024 年国内焦炭的产量大概率维持在 49000 万吨。出口方面，国内需求有限，预计出口仍将维持高位，在 900 万吨左右。

3. 平衡表

表 3-5：焦炭平衡表

焦炭（万吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
总供应	43900	42335	42854	46527	47065	45935	46502	40298	49000
产量	44912	43143	43820	47126	47116	46446	47344	48877	49000
进口量	0	1	9	52	298	133	51	22	0
总需求	39553	39901	43383	45167	49163	48415	48404	41686	47900
消费	38541	39092	42408	44515	48814	47771	47511	40961	47000
出口量	1012	809	975	652	349	644	893	725	900
供-需	4347	2434	-529	1359	-2098	-2480	-1902	-1388	1100

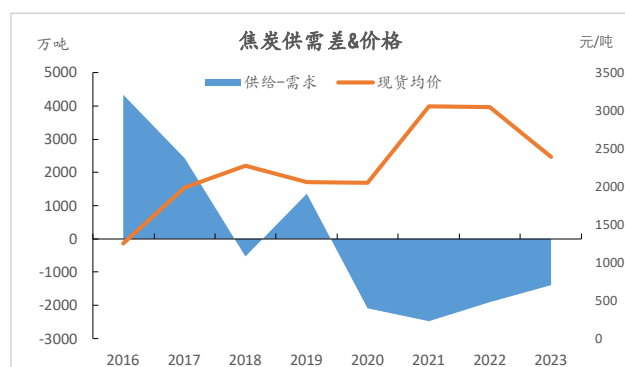
现货均价	1255	1985	2279	2057	2047	3057	3047	2389	2100
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源: Wind, Mysteel, 信达期货研究所

可以看到,焦炭现货价格基本和其供需差呈负相关关系。由于供需差的测算涉及一些比例系数的假定,所以绝对值上的误差难以避免。不过,如果比较年与年之间的供需差相对高低还是有一定的参考意义的,特别是相近年份之间的比较。可以看到最近一次较大的供不应求出现在 2020 及 2021 年,这两年焦炭的现货价格出现了一波较为客观的涨幅,21 年全年均价涨幅达到 50%,随后两年焦炭的供需缺口逐渐缩小,现货价格也开始回落,23 年全年均价降幅达 20%。

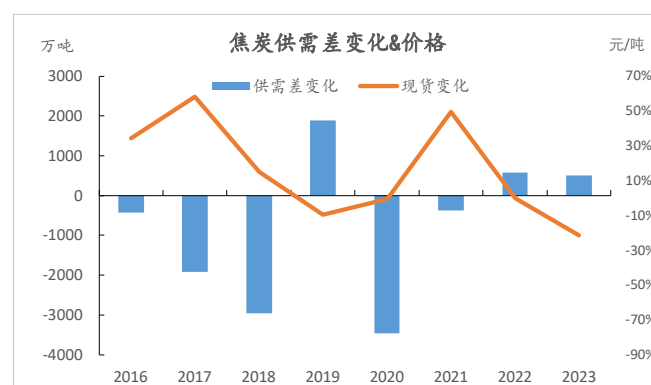
根据上文对 2024 年粗钢及铁水的预测结果,结合焦炭自身的供给情况,我们可以得到焦炭 2024 年的供需差预测。结果显示,2024 年焦炭的供需差为 1100 万吨,根据历史上的供需差和价格之间的关系,可以得到 2024 年现货价格中枢在 2100 元/吨,对应期货的价格中枢为 2300 元/吨,在利润波动幅度下降的假设下,基差运行区间大概率也会收缩,假定为 $[-300, 300]$,即期货的运行区间为 $[2000, 2600]$ 。2024 年焦炭的主要利多在于低库存和经济复苏预期,利空则在于原料端成本崩塌和弱需求。鉴于此,可以适当参与多炼焦利润,相对而言确定性强于单边。

图 65: 焦炭供需&价格



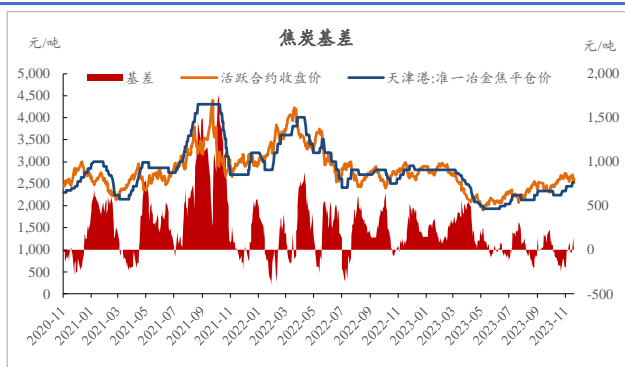
资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 66: 焦炭供需差变化&价格



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 67: 焦炭基差



资料来源: Wind, 信达期货研究所

(五) 焦煤

1. 行业政策

焦煤方面的政策主要有两块,一是国内的安全及保供政策;二是进口煤的政策是澳煤方面。

请务必阅读正文之后的免责条款 31

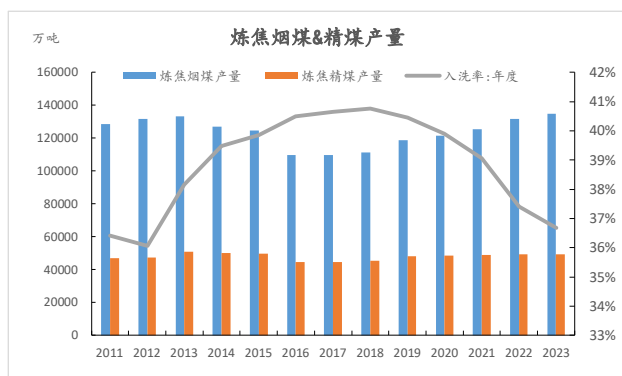
2023 年四季度煤矿事故频发，多地出台了加强安监的措施，但整个行业层面并未出现一刀切的影响总量供给的政策。这说明在 21 年开启保供之后，煤炭行业的供给短期不太可能出现大规模的下滑，更多的是一些事件性的扰动。

中澳关系方面，澳大利亚新上任的总理阿尔巴尼斯相对而言没有历史包袱，能够和中国进行更多的交流。随着双方元首的会见，两国关系再次回到正轨，中澳贸易也有望逐步修复。目前来看，政府已经放松了对澳煤的进口限制，部分大型国企可以进口澳煤。但是从进口数据来看，澳煤的增量并不显著，一定程度上可能是 21-22 年长达两年的禁止通关已经改变了大部分澳煤的贸易流向。在东南亚以及印度大力发展基建，对炼钢的需求急剧上升，对焦煤的需求也与日俱增的大背景之下。澳煤未来流向我国的增量可能更多靠内外价差来驱动，目前来看，焦煤再现 21 年的高价概率较小，故澳煤进口带来的增量可能十分有限。

2. 供给

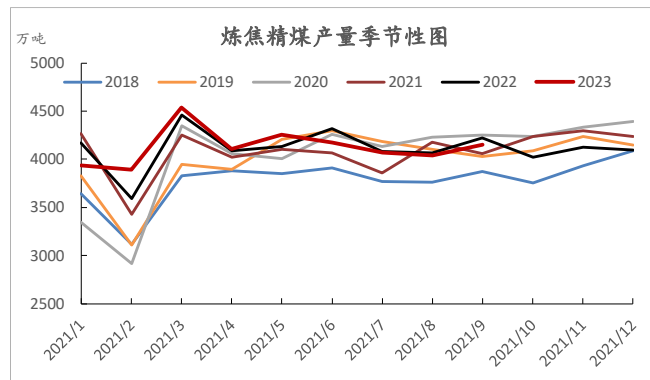
2023 年 1-10 月炼焦烟煤产量为 110932 万吨，同比增长 2%，炼焦精煤产量为 41999 万吨，同比增长 0.17%。精煤产量增速低于烟煤，反映出入洗率的降低。可以看到，入洗率从 2018 年的 40% 降至目前的 37%。入洗率降低一方面是炼焦配煤转电煤，另一方面则是优质煤矿资源枯竭。目前我国炼焦煤产量已经进入平台期，炼焦精煤每年的产量稳定在 4.9 亿吨的水平，增长空间十分有限。

图 68：炼焦烟煤及炼焦精煤产量（2023 年为外推数据）



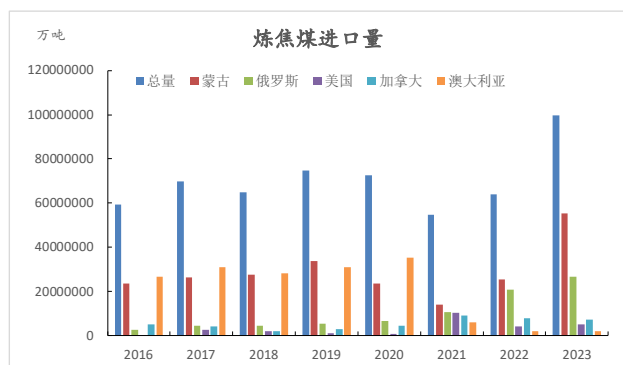
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 69：炼焦煤产量季节性图

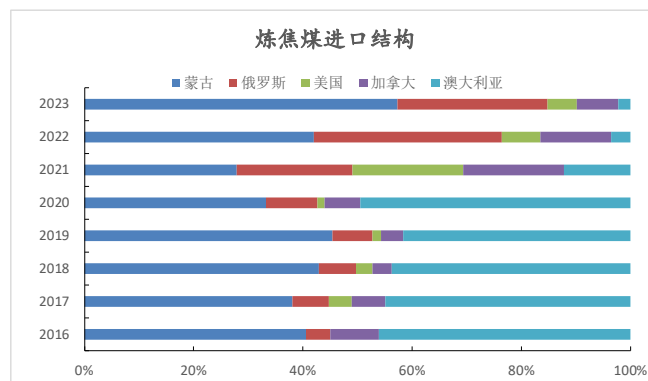


资料来源：Wind，信达期货研究所

我国在炼焦煤上一直存在一定的供需缺口，需要进口来填补缺口。从 2016-2023 年的数据可以看出，我国炼焦煤进口量在 2021 年经历了一波幅度为 25% 的下滑。主要原因就是我国对澳煤进行进口禁运，同时蒙古运输不畅，两大因素叠加之下导致进口大幅减少，加剧了当年炼焦煤的紧缺程度。从外推结果来看，2023 年进口量将创下 2016 年以来的历史新高，达到近 1 亿吨。进口量的增量中，贡献最大的就是蒙古和俄罗斯。蒙古随着其国内的煤炭行业改革，大力推动对我国的煤炭资源出口。另外，连接中蒙两国的铁路口岸建设也在渐次启动，未来蒙古的进口增量仍有一定空间。俄罗斯主要系俄乌冲突导致西方国家对其煤炭禁运，故其煤炭出口向我国做了较大倾斜。目前，俄乌冲突已经爆发近两年，近期态势有所缓和，后续若西方禁运取消俄罗斯的进口会有下滑的可能。

图 70：炼焦煤进口量（2023 为外推数据）


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 71：炼焦煤进口结构


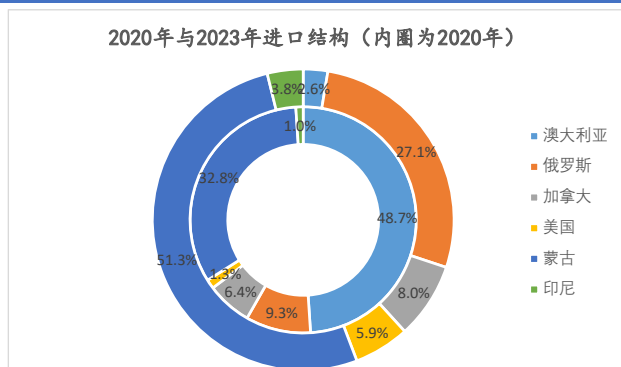
资料来源：Wind，信达期货研究所

2024 年甚至是未来很长一段时间内，焦煤供给最大的变量都是进口。因此，在对 2024 年供给进行预测时，进口是一个必须重点考虑的点。我国焦煤进口来源国主要有蒙古、俄罗斯、加拿大、美国和澳大利亚。我国进口结构在 2020 年经历了一次大的调整，澳大利亚从原来的占比 48.7% 降至 2.6%。相应的，蒙古占比则从 32.8% 上升至 51.3%，一跃成为我国焦煤进口第一大来源国。进口占比大幅上升的还有俄罗斯，其占比从 9.3% 上升至 27.1%。由此可见，蒙古、俄罗斯和澳大利亚是预测进口量的关键因素。

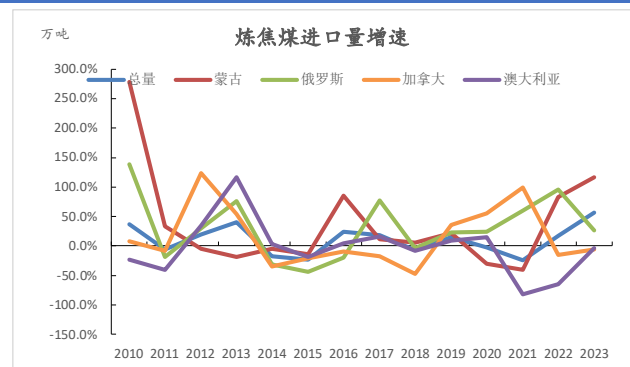
蒙古具有优良的采矿环境，塔本陶勒盖煤矿是全球最大的露天煤矿。另外，其主要的创汇手段就是矿产资源出口，煤炭和铜矿占其收入来源的 70% 以上，可以说采矿也是其最大的支柱产业。影响中蒙两国煤炭贸易有两大因素，一是其国内的生产能力，二是中蒙口岸的过货能力。

2023 年下半年以来，蒙古国内开展了清查煤炭腐败问题的行动，为后续提升其煤炭产量打下了良好的基础。中蒙煤炭贸易主要通过铁路和公路运输，目前煤炭主要的通关口岸是甘其毛都、满都拉、策克和二连浩特，其中二连浩特是唯一的铁路口岸，但煤炭进口量最小。甘其毛都是中蒙之间通关量最大的口岸，但目前仍是以公路运输。疫情期间，两国的防控政策对口岸的运输能力形成了较大压制。疫情之后，中蒙口岸的通关能力迅速恢复，目前已经恢复至疫情前的水平。根据两国元首于 2022 年 12 月达成的共识，要促进嘎顺苏海图-甘其毛都铁路口岸建设、用铁路连接杭吉-满都拉口岸、改善扎门乌德-二连口岸基础设施除。目前塔本陶勒盖煤矿至嘎顺苏海图口岸（甘其毛都对应的蒙方口岸）267 公里铁路已经建成，但嘎顺苏海图口岸至甘其毛都口岸的最后 10 公里仍为公路运输，一旦嘎顺苏海图-甘其毛都铁路口岸建设完成，将大大提高中蒙煤炭贸易量。2023 年 10 月 4 日，蒙古国财政部国务秘书兼 ETT 全权代表吉·钢巴图表示，根据最新的预算修正案，蒙古国已批准出口 5000 万吨煤炭，预计今年有可能超 5500 万吨。在此基础上，如果 2024 年从年初开始稳定出口，相信 2024 年煤炭出口量将达到 6000 万吨。截至 2023 年 10 月，蒙古出口至中国的炼焦煤已经有 4138 万吨，预计全年有 5000 万吨。

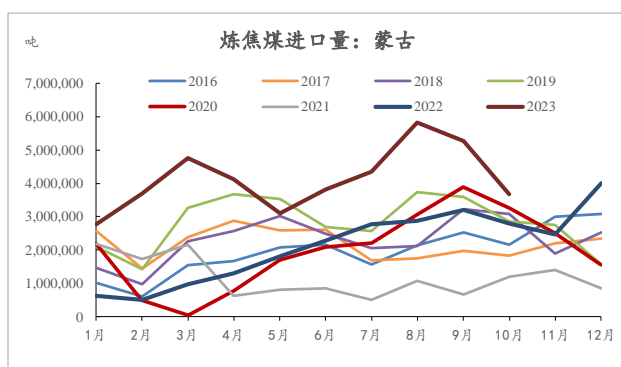
从目前来看，中蒙之间煤炭贸易的阻碍基本已经清除。因此，我们认为 2024 年蒙古至中国的进口量大概率在 5500 万吨。

图 72：2020 年与 2023 年进口结构（内圈为 2020 年）


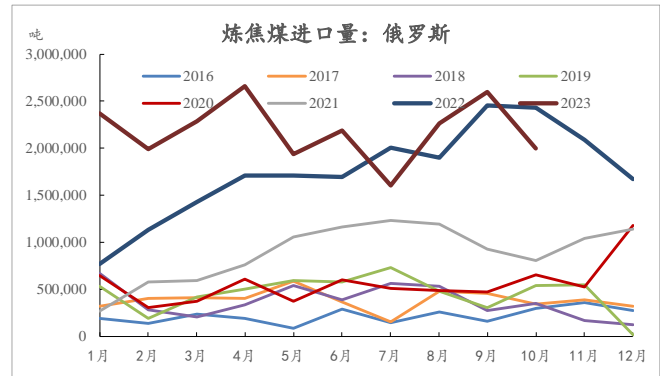
资料来源：Mysteel, 信达期货研究所

图 73：炼焦煤进口量增速


资料来源：Wind, 信达期货研究所

图 74：炼焦煤进口：蒙古


资料来源：Mysteel, 信达期货研究所

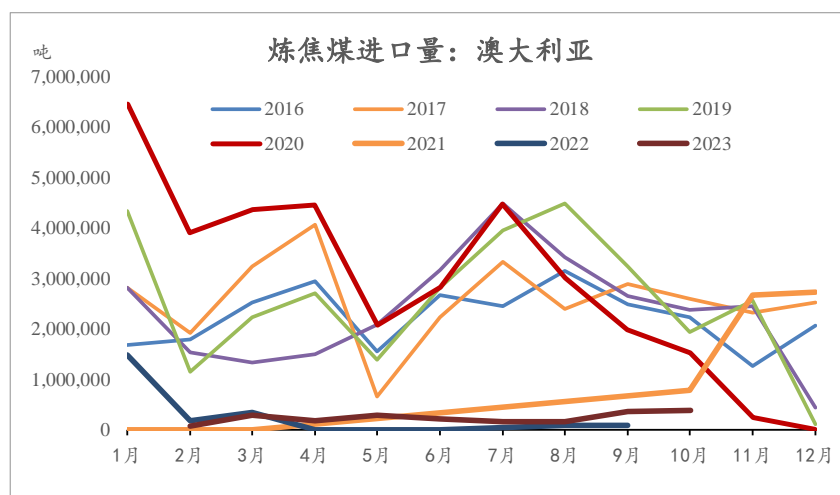
图 75：炼焦煤进口：俄罗斯


资料来源：Wind, 信达期货研究所

俄罗斯对我国出口量的增加主要在 2021 年之后，21 年是因为国内煤价高涨，巨大的进口利润吸引进口煤大幅增长。2022 及 2023 年则是由俄乌冲突所致，西方国家对俄罗斯进行煤炭、石油禁运，导致其在煤炭出口上不得不对我国加大倾斜。因此，影响俄煤进口的主要因素一是俄乌冲突走势及西方禁运政策，二是俄罗斯对远东的运力。

目前来看，俄乌冲突在经过两年的时间之后，双方已经有所缓和，后续可能会开启和谈。不过，即使和谈成功，西方的制裁短期应该难以解除。而且制裁导致的世界贸易格局变化也不是短期就能扭转的。俄罗斯对我国煤炭的出口主要有两个途径，一是远东铁路直接从陆地运输，二是从北方港口走水路运输。目前来看，俄罗斯对我国的运力基本已达其上限。这一点从其对我国煤炭出口的增速就可见一斑。21-23 年俄煤增速分别为 60%、96% 和 27%，呈逐年递减态势。因此，基于这一判断，2024 年俄煤进口增量有限，假设其维持不变。

澳煤的进口主要问题一是政策上的禁运，二是全球炼焦煤贸易流向的变化。随着中澳两国贸易逐步恢复，政策上的禁运已经开始松动。目前澳煤进口的主要阻力在于三年禁运、俄乌冲突已经改变了全球炼焦煤的贸易流向。东南亚、印度等国已经成为国际市场上澳煤新的买主，在国内煤焦涨幅有限的情况下，澳煤进口量不会有太大的增量。假定澳大利亚进口维持 2023 年下半年月均 40 万吨的状态，2024 年预计进口量在 480 万吨左右，全年增量为 160 万吨。

图 76：炼焦煤进口：澳大利亚


资料来源：Mysteel，信达期货研究所

综上，2024 年炼焦煤进口的增量为 660 万吨（蒙古 500 万吨+俄罗斯 0 万吨+澳大利亚 160 万吨）。假定 2024 年国产矿产量持平，那么预计 2024 年全年焦煤的总供给量为 6 亿吨左右。

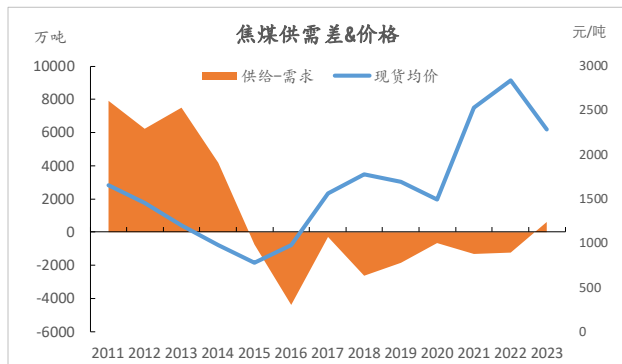
3. 平衡表

表 3-6：焦煤平衡表

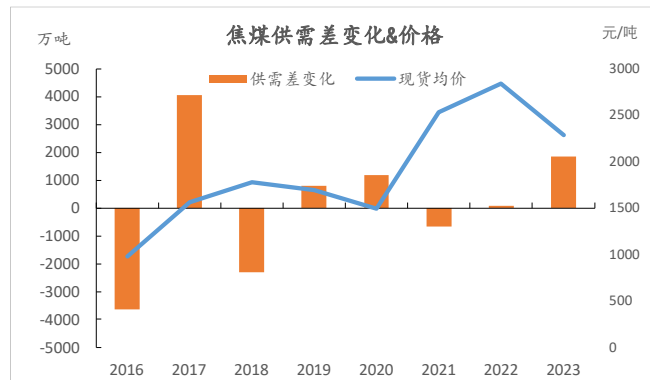
焦煤（万吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
总供应	49516	51456	49955	54711	55881	54409	55563	59400	60060
产量	43593	44521	43465	47254	48619	48944	49176	49400	49400
进口量	5923	6935	6490	7457	7262	5465	6387	10000	10660
总需求	53893.8	51771.6	52584	56551.44	56539.32	55734.96	56812.32	58800	58800
供-需	-4378	-316	-2629	-1841	-659	-1326	-1249	600	1260
现货均价	1255	1985	2279	2057	2047	3057	3047	2389	2100

资料来源：Wind，Mysteel，信达期货研究所

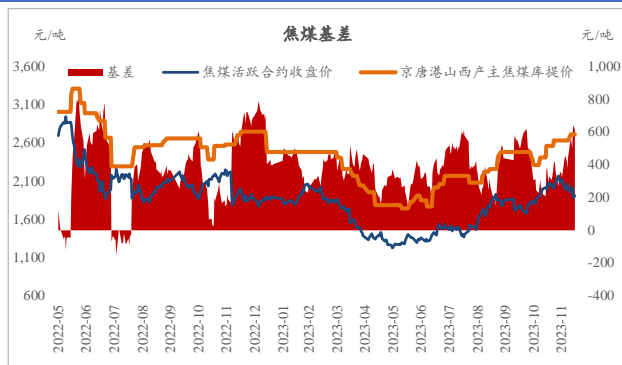
从焦煤的平衡表可以看出，焦煤的供需差长期处于负值状态，即焦煤的供不应求长期存在。另外从现货均价和供需差之间的关系可以看出，焦煤存在明显的易涨难跌的特征，2016 年至 2021 年，焦煤现货价格的中枢是稳定抬升的。不过 2022 年之后焦煤的供需差发生了逆转，开始逐渐由负转正，且这一趋势在 2024 年仍将继续维持且有所扩大。因此，我们基于这一分析预测 2024 年焦煤现货价格的中枢将小幅回落至 2100 元/吨。假定 2024 年焦煤的基差运行区间为 [200, 600]，则得到焦煤期货盘面运行中枢为 1700 元/吨，运行区间为 [1500, 1900]。2024 年利多的点在经济复苏预期及低库存，利空的点在弱需求和进口放量。因此，可以围绕估值，等待这些潜在利多利空因素的发酵进行高抛低吸。

图 77：焦煤供需差&价格


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 78：焦煤供需差变化&价格


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 79：焦煤基差


资料来源：Wind，信达期货研究所

(六) 板块总结

纵观 2024 年煤焦钢矿整个产业链的格局，可以发现，并不存在强有力的向上或向下的驱动。需求端，房地产、基建、制造业多空参半，既不存在难以承受的拖累，也难有一个强有力的支撑点。房地产虽然继续下行，但下行速度有所放缓，而且存在一定的政策想象空间，一旦房地产行业下行过快大概率会有政策调控带来的超跌反弹；基建行业投资是政府托底经济逆周期调节的重要手段，但经过 22 年、23 年的投资，效益较好的基建项目已经经过了一轮较为充分的发掘，接下来更多的是一些公益性质的基建，撬动社会资金的能力有限，因此我们也不能寄希望于基建继续大幅增长。制造业政策上虽然有支持，但民间投资意愿不足，加杠杆能力偏弱，特别是传统制造业的复苏仍需要时间。

从产业现实情况来看，黑色板块普遍存在低库存且上下游利润分配不均的问题。无论是成材还是煤焦，库存均处于历史同期低位。与此同时，产业链利润集中在上游焦煤、铁矿一端，中下游均存在较大程度的亏损。如此一来，即使 2024 年终端需求大幅不及预期，板块在负反馈的作用下快速下跌，最终也仍会在低库存的支撑下回到合理水平。

总结下来，对于黑色产业链，2024 年将是一个驱动缺位，估值主导的年份。对应到价格上，更多的就是围绕预期的炒作和落地而波动。因此，24 年的交易策略就是围绕预期和估值进行，若预期过度悲观，估值低位，那么就抄底买入，若预期过度乐观，估值高位，那么就逢高做空。我们认为，2024 年的交易机会一定是经历漫长的等待才会出现的，不宜操之过急。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，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，且信达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。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

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，或者信达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。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达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信达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。未经信达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。

研究报告全部内容不代表协会观点仅供交流使用，不构成任何投资建议。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
大连营业部、石家庄营业部
乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App