

近端不共振，但供需仍有进一步转向宽松的预期

投资观点： 震荡

报告日期 2024-11-18

1) 宏观层面，9月底以来的组合政策初现效果，股市活跃度、地产销售以及部分经济指标等都有边际改善。当下处于国内宏观大事件的真空阶段，而从前面几次政策窗口期的市场表现来看，逐渐呈现出脉冲式和边际脱敏的特征。基于年底这段时间宏观时间多发，后续还有一些重要会议要召开，仍要注意宏观因素对行情的影响节奏。

2) 产业维度，供需结构边际转弱但总量不失衡。9月份钢厂复产之后产量目前处于中性略偏高水平，即使钢厂还有微薄利润，跟踪下来发现大家生产也还算克制，而拿这个产量来匹配需求的话，结果就是供需重回过剩这个矛盾的积累是个慢变量，量变到质变没那么快。因此，宏观有脉冲影响，产业供需结构未失控，近端并不共振，暂以宽幅震荡对待。

3) 往后看，仍然基于两大驱动主线：一是宏观维度，重点是跟踪节奏。下个窗口期是12月中央经济工作会议和政治局会议，若能给出非常规政策工具以抬升市场信心或继续托举预期最为理想，否则还是要关注市场反应的风格仍以“脉冲”或“边际脱敏”为主；二是产业维度，产业淡季的矛盾累积是个需要持续跟踪和观察是否质变的指标，不排除供需结构重回过剩以后，将重新驱动产业回到“减产以匹配弱需求”的负反馈循环中，这个时间点应该会在宏观交易热度降温以及产业指标共振走弱时出现。相应的，基于对这个风险点的判断，我们依然建议产业投资者择机做好对今年冬储阶段的价格和风险对冲管理。

● 投资建议

宏观脉冲交易后，择机增加对冬储阶段价格和风险对冲管理。

● 风险提示

宏观政策变动，钢材需求超预期变化等

黑色金属

专题报告

分析师：张宝慧

从业资格号：F0286636

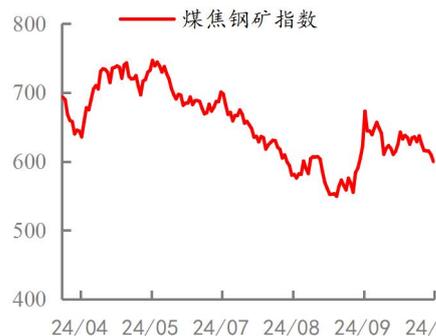
投资咨询号：Z0010820

分析师：董子勳

从业资格号：F03094002

投资咨询号：Z0020036

Wind 煤焦钢矿指数走势



数据来源：Wind

往期相关报告

- 1、【ITF-黑金】周度数据点评：需求略有韧性，产业矛盾不突出 20241114
- 2、【ITF-黑金】2024年9月供需数据解读：宏观预期转暖，产业淡季存潜在矛盾 20241021
- 3、【ITF-黑金】2024年8月供需数据解读：国内供需双弱，外需韧性 20240918

1 供给数据

1.1 钢材供给：10月全国粗钢产量同比增2.9%

2024年10月份，全国生铁产量为7026万吨，环比增5.2%，同比增1.4%；据此测算，10月份生铁日均产量227万吨，环比增1.8%。1-10月份，全国生铁产量71511万吨，同比降4.0%。

10月份，全国粗钢产量为8188万吨，环比增6.2%，同比增2.9%；据此测算，10月份粗钢日均产量264万吨，环比增2.8%。1-10月份，全国粗钢产量85073万吨，同比降3.0%。

10月份，全国钢材产量为11941万吨，环比增1.8%，同比增3.5%；据此测算，10月份钢材日均产量385万吨，环比降1.5%。1-10月份，全国钢材产量116484万吨，同比增0.5%。

1.2 原煤供给：10月原煤产量和进口量均维持高位

2024年10月份，全国原煤产量41180万吨，同比增长4.6%，增幅较上月扩大0.2个百分点；环比减少266万吨，下降0.64%；据此测算，10月份日均产量1328.4万吨，较9月份的1381.5万吨减少53.1万吨，较去年同期的1254万吨增加74.4万吨。1-10月份，全国累计原煤产量389207万吨，同比延续了前9月的正增长，增幅1.2%，较前9月扩大了0.6个百分点。

10月份，全国进口煤炭4624.8万吨，较去年同期的3599.2万吨增加1025.6万吨或28.50%，较9月份的4758.8万吨减少134万吨，下降2.82%。1-10月份，全国共进口煤炭43536.9万吨，同比增长13.5%；累计进口金额4253900万美元，同比下降1.8%。

1.3 原煤需求

1.3.1 火电增速回落

10月份，规上工业发电量7310亿千瓦时，同比增长2.1%；规上工业日均发电235.8亿千瓦时。分品种看，10月份，规上工业火电、核电、太阳能发电增速回落，水电降幅扩大，风电增速加快。其中，规上工业火电同比增长1.8%，增速比9月份回落7.1个百分点；规上工业水电下降14.9%，降幅比9月份扩大0.3个百分点；规上工业核电增长2.2%，增速比9月份回落0.6个百分点；规上工业风电增长34.0%，增速比9月份加快2.4个百分点；规上工业太阳能发电增长12.6%，增速比9月份回落0.1个百分点。

1-10月份，规上工业发电量78027亿千瓦时，同比增长5.2%。分品种看，1-10月份，火力绝对发电量为52230亿千瓦时，同比增长1.9%；水力发电量为11101亿千瓦时，同比增长12.2%；核电量为3643亿千瓦时，同比增长1.5%；风力发电量为7581亿千瓦时，同比增长13.1%；太阳能发电量为3472亿千瓦时，同比增长27.5%。

1.3.2 10月全国焦炭产量同比增4.8%

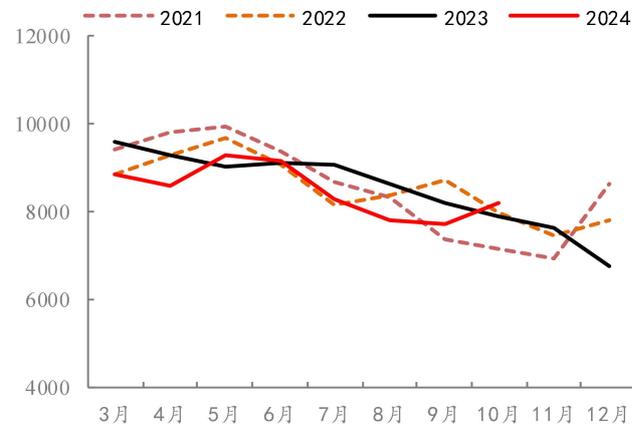
2024年10月份，全国焦炭产量为4120万吨，环比增4.8%，同比降0.9%；据此测算，10月份焦炭日均产量133万吨，环比增1.4%。1-10月份，全国焦炭产量40571万吨，同比降1.1%。

图表 1、粗钢产量



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、粗钢产量变化



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 3、生铁产量



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、钢材产量



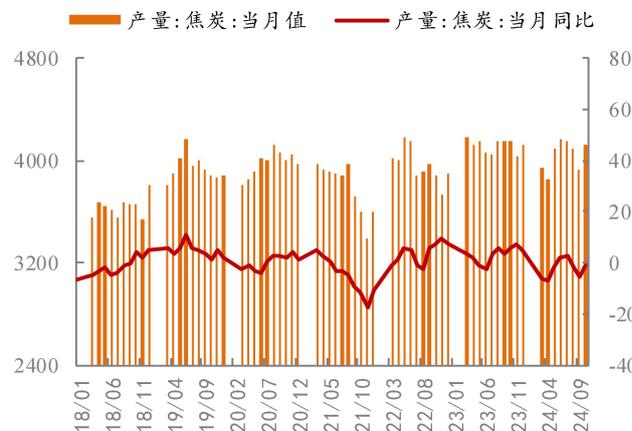
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 5、原煤产量



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、焦炭产量



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.4 解读

1.4.1 煤炭：高供给高库存，冬储开始煤价难有起色

10月份煤炭供给继续维持高位，其中内煤受假期等因素的影响虽有减产，但降幅很小，且绝对值仍然处于高位，创历史第五，而进口煤也保持了今年同比大幅增长的态势。

目前电力系统已经进入到补库应对“迎峰度冬”的时期，但下游整体库存水平较高，电厂库存同比增幅达10%左右，电力系统采购并没能对煤价起到提振作用，加上非电消费不强，市场对今冬需求增量的预期并不高，同时从供给端来看，四季度国家及部分地区纷纷要求推进煤炭保供工作，部分企业产量也未能按照计划达标，为了完成年度目标，存在补足欠量的情况，产能释放较快。

往后看，受天气转冷和水电出力偏低影响，市场很快将进入用煤旺季，同时主产省份和生产企业将全力冲刺年初制定的产量计划目标，预计全国原煤产量将维持高位，市场整体呈现供需双强态势，预计电煤煤价将继续在800-900之间震荡运行。

1.4.2 钢材：近端产业静态弱平衡，但淡季仍有进一步转向宽松的预期

9月底以来，国内一系列宏观政策出台叠加金九银十旺季，产业底部往上抬了一波，价格反弹解决了不少现货流动性困境，同时也解救了很大一部分亏损中的钢厂，整体呈现供需两旺：需求韧性（内需边际改善+外需边际增量）以及供应低位回升的结构。

从钢联等第三方机构的高频数据来看，近端产业供需尚在静态弱平衡区间：钢厂有微薄生产利润，产量克制且总库存水平还是健康区间，品种间依然分化：热卷在出口和制造业双重贡献下去库亮眼，建材略受到刚需转弱影响而轻微累库。总体看，产业边际方向上有转弱迹象，当下总量矛盾尚不突出，或者说总库存压力不大背景下，近端矛盾仍属量变阶段，而重点在于后续矛盾仍有进一步累积并继续走向宽松的可能性。

2 需求数据

2.1 固定资产投资增速与前值持平

中国1-10月城镇固定资产投资同比3.4%，预期3.5%，前值3.4%。从环比上来看，10月城镇固定资产投资环比0.16%，前值0.65%。其中，1-10月民间固定资产投资累计同比下降0.3%，降幅较前值扩大0.1个百分点。

从三大门类来看，1-10月制造业投资同比增长9.3%，涨幅较前值扩大0.1个百分点；房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较前值扩大0.2个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.3%，涨幅较前值扩大0.2个百分点，其中，水利管理业投资增长37.9%，航空运输业投资增长19.2%，铁路运输业投资增长14.5%。

(1) 政策加快发力，基建投资增速回升。1-10月基建投资（不含电力）同比增速为4.3%，较前值上行0.2个百分点，结束了此前连续6个月的下行过程。据测算，10月单月基建投资（不

含电力)增速为5.8%，较9月大幅加快3.6个百分点。主要原因是一揽子增量政策陆续出台，其中，9月地方政府专项债基本发完，基建投资资金来源大幅改善，同时，随着两重建设持续发力，相关项目的实物工作量陆续形成，由此带动基建投资增速的回升。另外，值得关注的是1-10月广义基建投资累计同比增速高达9.4%，明显快于狭义基建投资增速，主要源于电力投资高增，或与电力投资主要由央企推动、受地方财政状况影响较小有关。

展望未来，财政部推出10万亿美元的化债方案，地方政府偿债压力得到缓解，将能够推动地方政府释放更多的稳增长动能，需要注意的是地方城投平台在化债期间融资将持续受限，或对基建投资带来负面影响。当然，出于稳增长的需要，四季度财政政策对基建投资的支持力度有望加大，重点是将在年内提前下达2025年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，并争取在年底前形成实物工作量，预计年内基建投资将持续提速。

(2) 制造业投资增速有所加快。1-10月制造业投资回升0.1个百分点至9.3%，领跑三大投资板块，是带动整体固定资产投资提速的主要动力。主要原因在于，一是融资支持力度较大，根据央行的数据，9月末制造业中长期贷款余额同比增长14.8%，虽较前期有所放缓，但仍明显领先于8.1%的整体信贷余额增速；二是今年以来支持大规模设备更新政策对制造业投资有较强的推动作用，1-10月设备工器具购置投资同比增长16.1%，拉动全部投资增长2.1个百分点，对于投资增长的贡献率超过60%。

展望未来，在一揽子增量政策的支持下，市场信心得到增强，年内制造业投资有望继续保持高位。不过，未来制造业投资仍面临两个主要风险点，一是目前工业产能利用率偏低，将制约制造业企业进一步扩大投资的动能；二是特朗普赢得大选明显增加了未来贸易摩擦的风险，可能会对制造业投资带来扰动。

(3) 房地产投资降幅再度扩大。1-10月房地产投资降幅再度扩大0.2个百分点至-10.3%，为年内最大降幅，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了-0.4、+0.5、+1.8个百分点。据测算，10月当月房地产投资同比为-12.3%，降幅较上月扩大2.9个百分点。在上年同期基数并未抬升的背景下，10月房地产投资降幅再度扩大，可能原因是前期楼市低迷，房企销售回款承压，尽管10月房地产销售回暖，但房企仍以积极去库存为主，拿地和新开工仍偏谨慎。

展望未来，9月下旬以来，房地产支持政策大幅加码，特别是10.17国新办会议宣布，白名单项目融资支持的规模将翻倍，超过4万亿元，而且接下来要优化贷款资金拨付方式，做到“能早尽早”。这或意味着年底前房企开发贷投资进度将显著加快，房企开发资金来源中的银行贷款将显著改善，进而推动房地产投资同比降幅收窄。不过，9.26政治局会议明确了本轮房地产“控制增量、去化存量”的政策导向，预计房地产新开工、投资改善的幅度或比较有限。

1-10月固定资产投资增速保持平稳，其中，在稳增长政策发力带动下，基建投资增速明显加快；在大规模设备更新政策加码支持下，制造业投资增速高位上行；政策传导尚需时日，

房地产投资降幅进一步扩大。

图表 7、固定资产投资增速与前值持平



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、三大门类投资的变化趋势



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 商品房销售降幅继续收窄

国家统计局的数据显示：1-10 月份，新建商品房销售面积同比下降 15.8%，降幅较前值收窄 1.3 个百分点。新建商品房销售额同比下降 20.9%，降幅较前值收窄 1.8 个百分点。10 月末，商品房待售面积 73057 万平方米，同比增长 12.7%。其中，住宅待售面积增长 19.6%。

1-10 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.4%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点。房屋竣工面积同比下降 23.9%，降幅较前值收窄 0.5 个百分点。

1-10 月份，房地产开发企业到位资金 87235 亿元，同比下降 19.2%，降幅较前值收窄 0.8 个百分点。其中，国内贷款 12400 亿元，下降 6.4%；利用外资 30 亿元，下降 19.1%；自筹资金 31483 亿元，下降 10.5%；定金及预收款 26444 亿元，下降 27.7%；个人按揭贷款 12436 亿元，下降 32.8%。

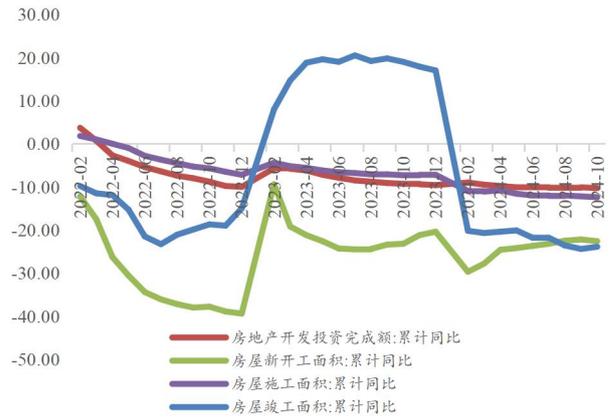
在一揽子增量政策的支持下，10 月商品房销售取得今年以来最大幅度改善，商品房销售面积和销售金额当月同比跌幅分别录得 1.8% 和 1.0%，较上月收窄 9.3 和 15.3 个百分点。从高频指标来看，11 月 14 城的二手房成交持续上扬、大幅超过了历史高位，新房成交延续改善且好于 2023 年同期，作为领先指标的库销比已见底回升，或指向二手房价降幅有望逐步收窄。近期地产一揽子组合拳覆盖了居民需求、政府收储、货币化安置、保交楼、房企流动性支持，或形成合力推动房地产市场止跌企稳，预计本轮地产改善幅度和延续性将明显强于 517 新政。

图表 9、商品房销售降幅继续小幅收窄



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、房地产投资降幅小幅扩大



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.3 10月中国钢材出口量达1118.2万吨，同比增40.8%

2024年10月份，中国钢材出口量1118.2万吨，同比增40.8%，环比增10.1%；出口额78.2亿美元，同比增24.4%，环比增7.1%；出口均价为699.5美元/吨，同比降11.7%，环比降2.8%。

1-10月份，中国出口钢材9189.3万吨，同比增23.3%。1-10月钢材出口额累计699.6亿美元，同比降2.4%。据此测算，1-10月中国钢材出口均价为761.4美元/吨，同比降20.8%。

解读：10月钢材出口继续冲高。一方面，海外反倾销以及贸易不友好环境的可能抬头，有一些抢出口的行为导致出口量前置；二是国内价格下跌后，价格性价比凸显，以价换量是我们出口量持高的最大底气。往后看，年内出口韧性或保持，但需关注边际增量的约束。此外跟踪：一是政策变化，二是海外需求变化。

图表 11、钢材进出口情况



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、钢材进出口单价



资料来源：Wind、国贸期货研究院

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎