

钢材铁矿石研究分析框架及市场逻辑

中信期货研究所 徐 轲
2024年5月



徐轲：

余典：

李亚飞：

黑色建材团队

研究员：

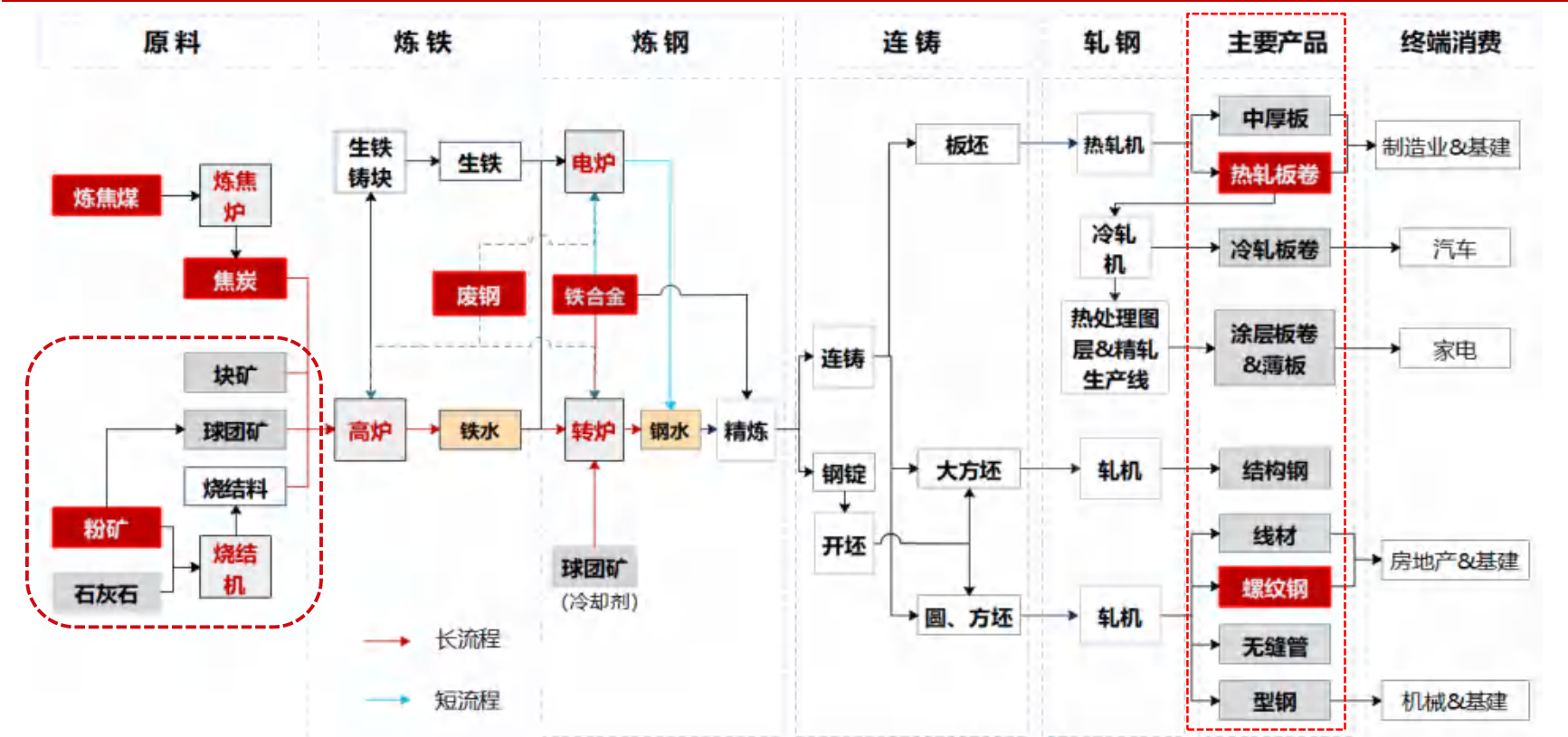
从业资格号：F03123846
投资咨询号：Z0019914

从业资格号：F03122523
投资咨询号：Z0019832

从业资格号：F03106852
投资咨询号：Z0019913

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

黑色金属产业链图示



目录

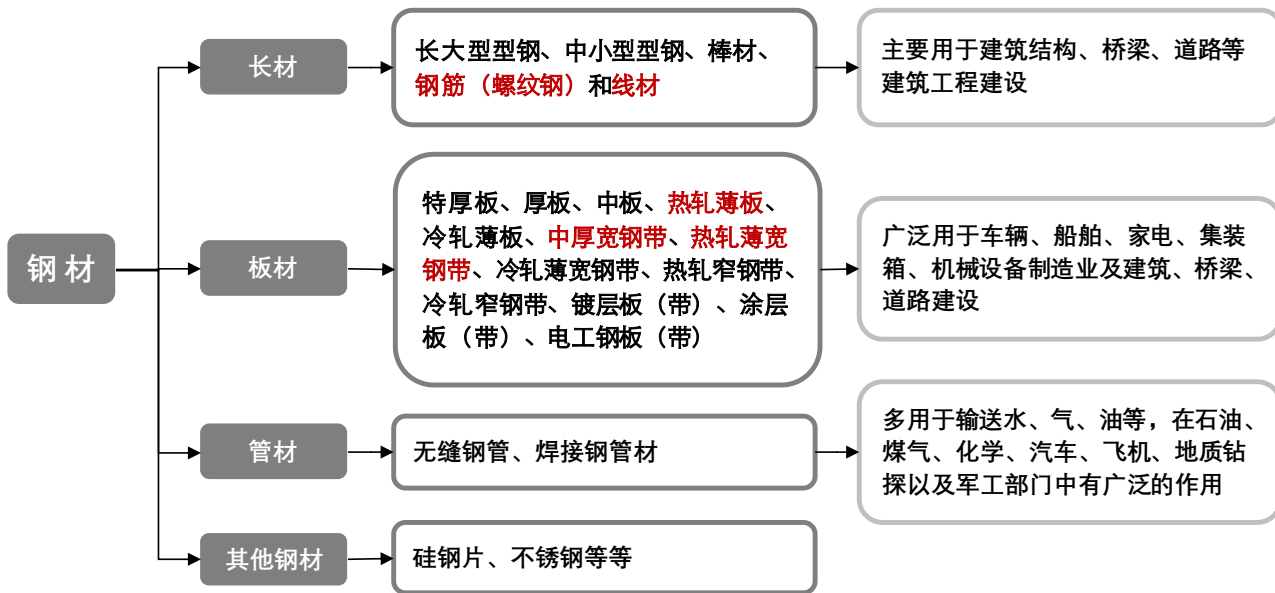
一、钢材研究分析框架

二、铁矿石研究分析框架

三、近期黑色金属市场逻辑分析

钢材的定义

- 钢是指含碳量在 0.04-2.3%之间的铁碳合金，为保证其韧性和塑形，含碳量一般不超过 1.7%，钢的主要元素除铁、碳外，还有硅、锰、硫、磷等。自 2004 年后我国改为新的统计指标体系对钢材产量进行统计，新统计指标体系将钢材产品分为 22 类产品。

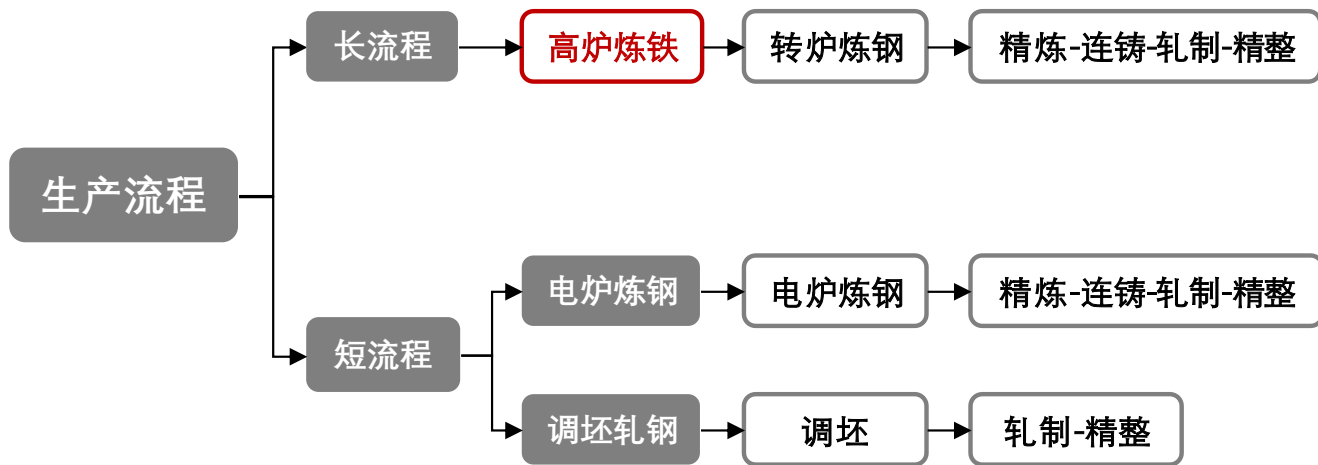


钢材的分类

	分类	22年产量 (万吨)	占比	合计	生产及特性
长材	钢筋	23763	17.73%	34.76%	指钢筋混凝土用钢材，其模截面为圆形，或带有圆角的方形
	盘条(线材)	14137	10.55%		盘条又称线材，通常指成盘的小直径圆钢。盘条的直径在5-19毫米的范围内
	棒材	8692	6.48%		断面为圆形、方形、扁形、六角形、八角形等的直条钢材（混凝土用钢筋除外）
热轧板带	中厚宽钢带	18780	14.01%	24.02%	厚度 $\geq 3\text{mm}$ 、宽度 $\geq 600\text{mm}$ 的卷状钢
	热轧薄宽钢带	10588	7.90%		厚度 $< 3\text{mm}$ 、宽度 $\geq 600\text{mm}$ 的卷状钢带
	热轧薄板	632	0.47%		热轧宽钢带经过剪切后得到
	热轧窄钢带	2198	1.64%		宽度小于或等于600mm，厚度为0.35-200mm的钢板和厚度为1.2-25mm的钢带
冷轧板带	冷轧薄宽钢带	6891	5.14%	7.81%	注：对于薄的板材，单片的叫薄板，成卷的叫钢带
	冷轧薄板	3572	2.67%		普通碳素结构钢冷轧板的简称
	冷轧窄钢带	6	0.00%		以热轧窄带钢为坯料，用冷轧方法生产厚度不大于4mm、宽度不大于600mm窄带钢
中厚板	中板	4560	3.40%	7.10%	一种宽厚比和表面积都很大的扁平钢材，厚度 $\leq 20\text{mm}$ 的钢板称为中板
	厚钢板	3813	2.84%		厚度在20-60mm之间的钢板称为厚板
	特厚板	1139	0.85%		厚度 $> 60\text{mm}$ 的钢板称为特厚板
涂镀板	镀层板（带）	7300	5.45%	5.67%	最常用镀锌薄板，还包括镀锡板（马口铁），镀铝锌等
	涂层板（带）	296	0.22%		也叫有机涂层板或预涂钢板，以卷材为基材，在表面涂覆或层压各种有机涂料或塑料薄膜而成
钢管	焊接钢管	5407	4.03%	6.43%	用钢带或钢板弯曲变形为圆形、方形等形状后再焊接成的、表面有接缝的钢管
	无缝钢管	3217	2.40%		整块金属制成，最大直径650mm，最小0.3mm。热轧管、冷轧管、冷拔管、挤压管、顶管等
型钢	大型型钢	2234	1.67%	5.55%	高度 $\geq 80\text{mm}$ 的工字钢、H型钢、槽钢、角钢、Z字钢、丁字钢、T型钢等
	中小型型钢	5206	3.88%		高度 $< 80\text{mm}$ 的工字钢、H型钢、槽钢、角钢、Z字钢、丁字钢、T型钢等
铁道钢	铁道用钢材	356	0.27%	0.27%	包括轻轨、重轨、工业升降机电用导轨、起重机电用轨、导电轨、道岔轨等钢轨、钢轨配件
	电工钢板（带）	1092	0.81%		含碳量极低（经退火后，含碳量在0.005%以下）的硅铁软磁合金，一般硅含量为0.5%到4.5%
	其他钢材	10155	7.58%		

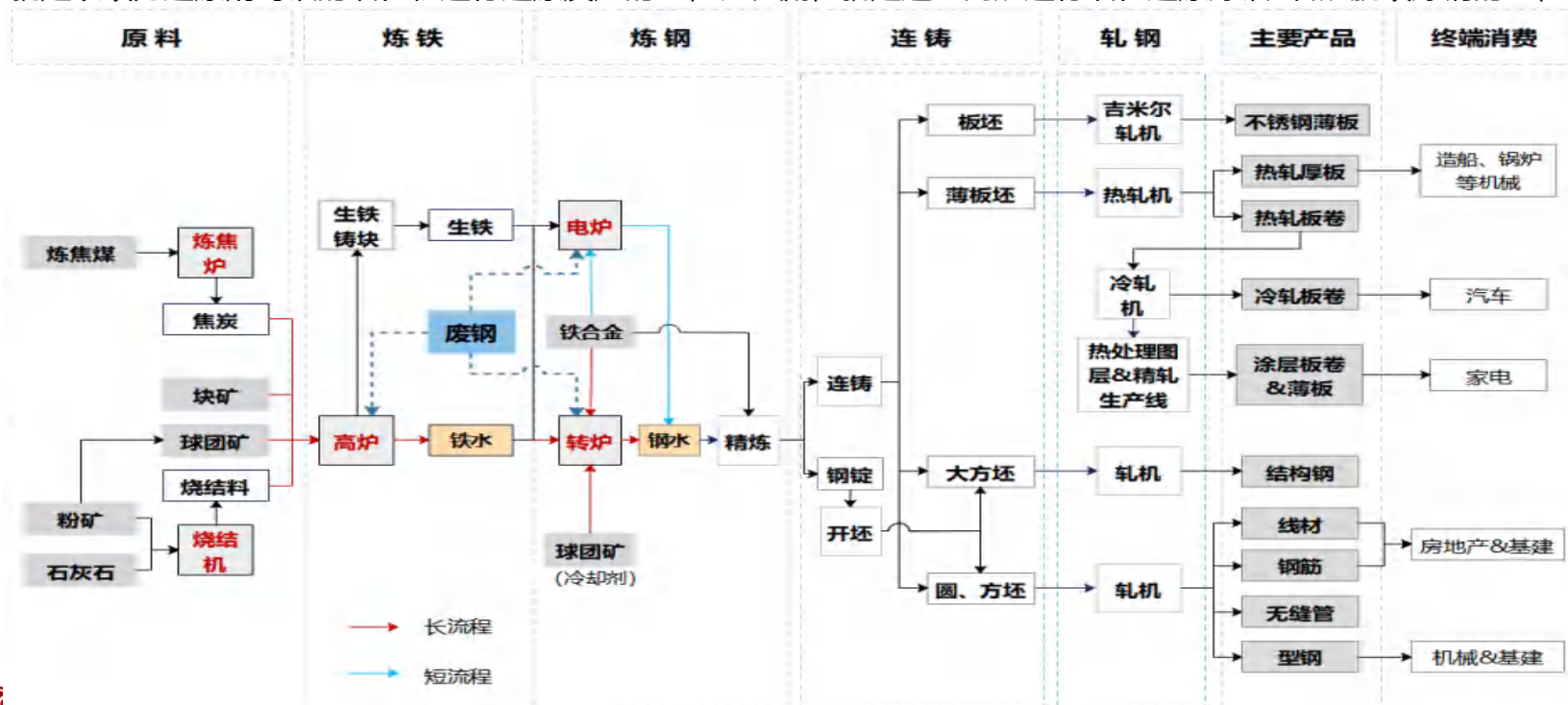
钢材生产流程综述

- 按照工艺设备的不同，钢材的生产流程分为“短流程”和“长流程”两类。
- 相比长流程炼钢工艺的“炼铁-炼钢-轧材”三步，短流程仅需“炼钢-轧材”即可，因此简称为短流程。长短之间的差别，一方面来自于流程的长短，另一方面来自于背后原理之间的差别。长流程属于化学反应，而短流程属于物理变化。
- 从工艺发展角度讲，选用哪种工艺流程，本质上取决于两种工艺之间的经济性对比，2022年我国短流程占比为10%左右。



钢材生产流程：长流程

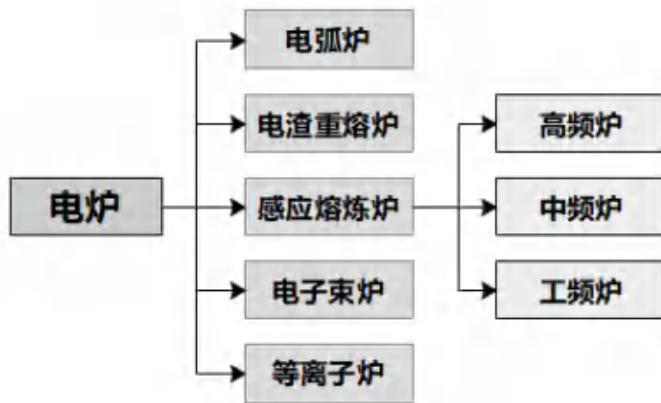
- 自然界中的铁元素多以氧化物形式存在，且硬度不够，因此必须添加碳分子形成铁碳化合物才能商用。炼钢过程本质上就是以碳为还原剂对铁的氧化物进行还原反应的过程。长流程就是通过高炉进行氧化还原炼铁+转炉脱碳炼钢的过程。



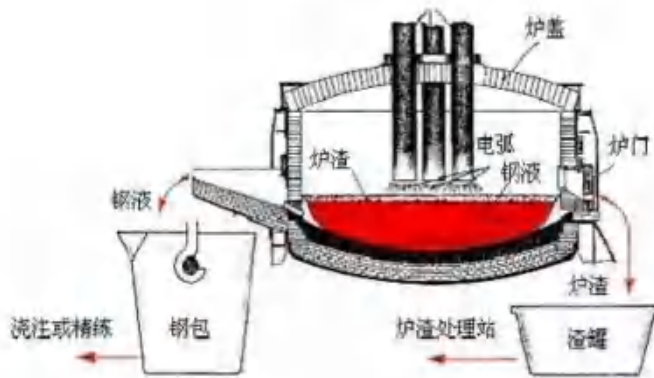
钢材生产流程：短流程

- 废钢的二次冶炼进行炼钢。工艺过程：废钢-电炉炼钢-精炼-连铸-加热-轧制-精整。从过去二十年工业化发展来看，易回收的工业类废钢存量不大，导致**短流程炼钢存在几个特点**：1、以废钢作为原料，成本一般相对较高；2、大量耗电进行物理熔化，使电炉的开工率波动较大，除非具备足够利润，否则一般在夜间错峰生产。
- 另外，以唐山丰润地区最合适的为代表的，外部采购钢坯，加热后轧制钢材的流程，也是短流程的一种。

电炉分类

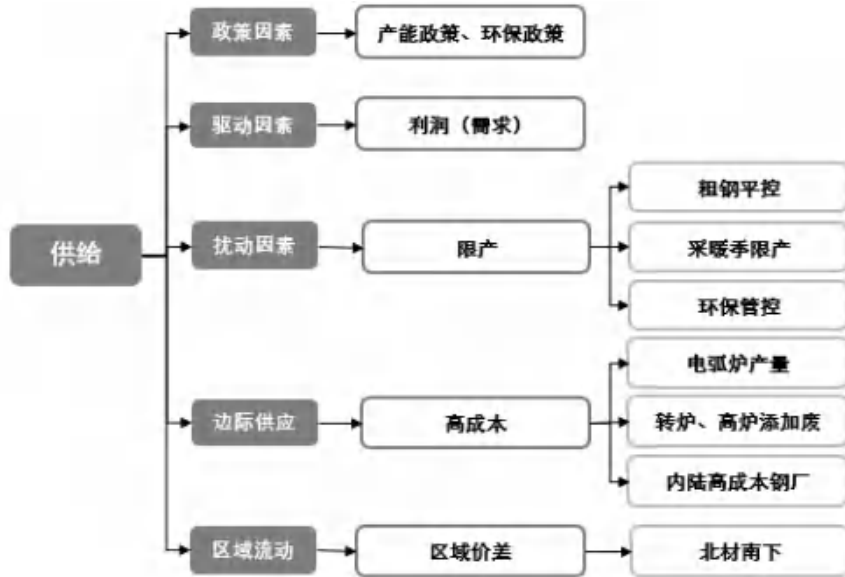


电弧炉炼钢工艺流程



钢材供给综述

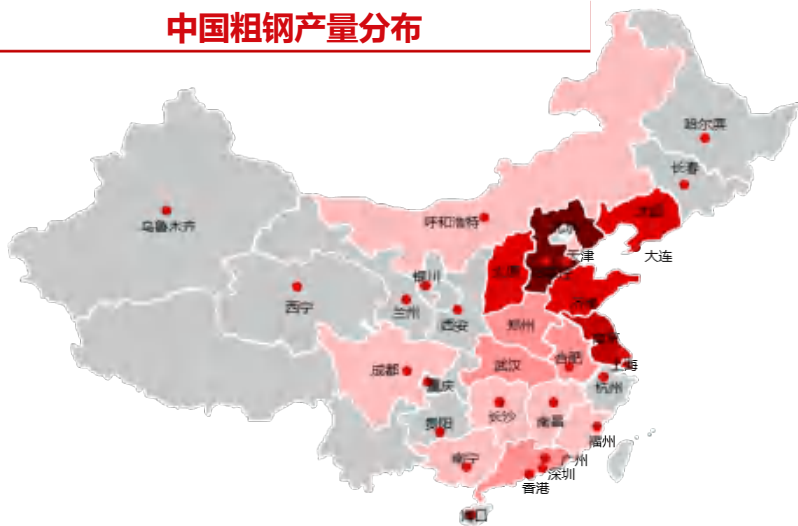
- 从长周期跨度来看，钢材的供给水平主要由其需求主导。但在特定阶段，又会受到多种因素的综合作用。
- 产能结构：高炉产能及分布、新增产能及投产时间；电炉产能、电炉新增产能及投产时间。
- 具体产量：月度生铁、粗钢、钢材日均产量；旬度钢协口径日均产量；周度主要钢材品种产量；高炉产能利用率；废钢比例；电弧炉开工率。



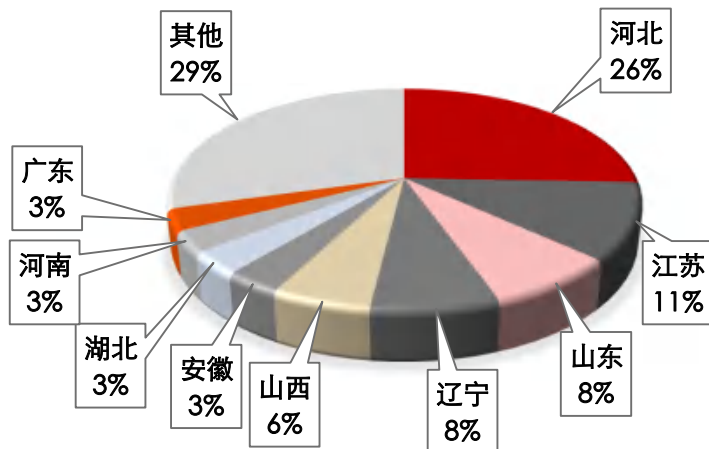
钢材的供应分布概况

- 钢材产量的统计涉及重复材问题，因此这里主要看粗钢的产量分布。具体看我国的粗钢产量，主要分布在河北省、江苏省、山东省、辽宁省，山西省等沿海省份，因获取进口铁矿石的区位优势明显。国内钢铁产量的集中度也呈现逐步走高的态势。

中国粗钢产量分布



中国粗钢产量分布

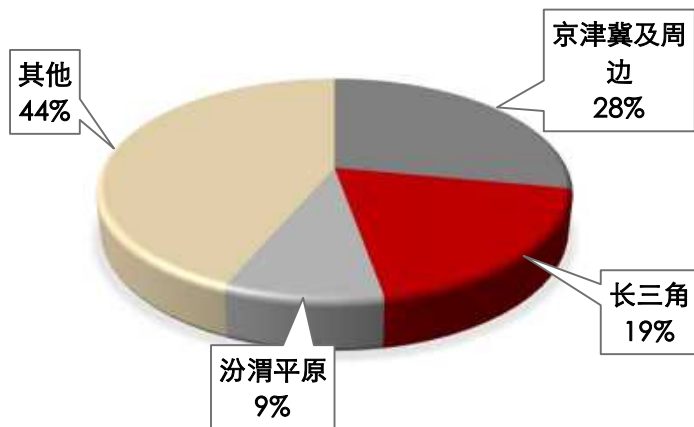


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

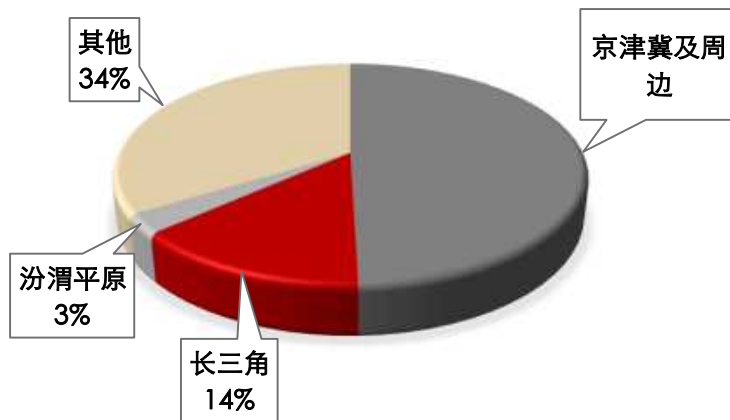
钢材的供应概况

- 具体到钢材期货品种上。我们将螺纹和线材加总，作为建筑钢材统一分析。主要的产量分布在河北省、江苏省、山西省、山东省等省市。而对于热卷来说，产量的分布更加集中，主要分布在河北省（占比超过三分之一），辽宁省、山东省和江苏省。
- 由此可见，中国主要的钢铁产能，集中在“京津冀及周边”“长三角”以及“汾渭平原”三个区域。

中国建筑钢材（螺纹钢+线材）产量分布



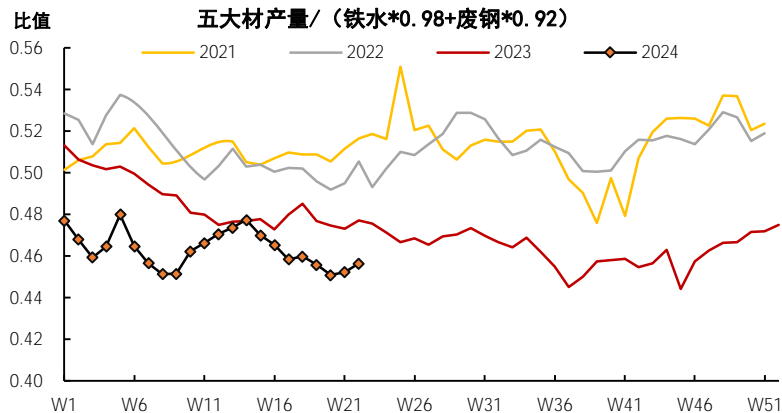
中国热轧卷板产量分布



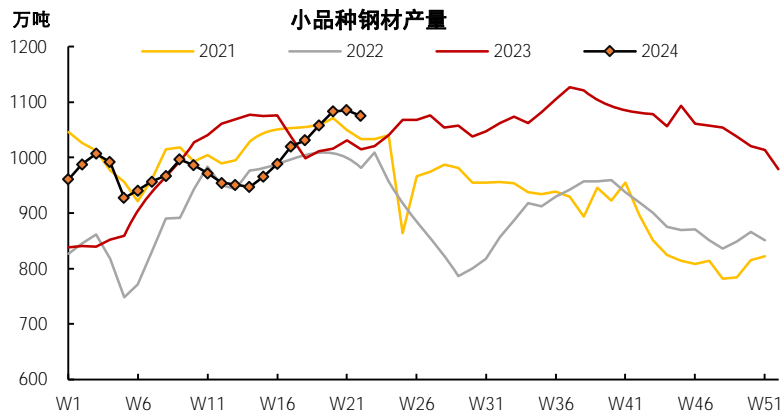
短期总量供应指标

- 从最新情况来看，钢联周度公布的五大品种产量占钢材总产量已经低于50%，因而不能反应短期供给的变动情况。比如唐山大规模限产，但由于唐山很大一部分产能用于生产带钢、型钢、槽钢，因此，限产在五大品种产量上的表现可能不明显。

五大品种产量占比



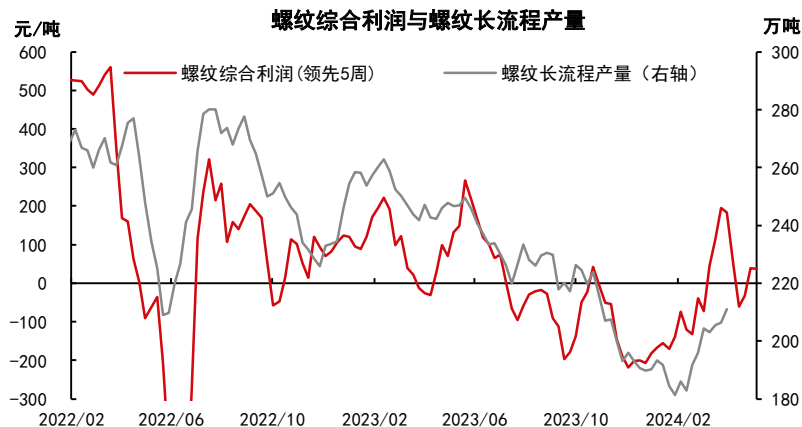
小品种钢材产量



驱动因素——利润变动领先产量

- 从理性人的经济学原理出发，企业从事生产经营活动的目的就是追逐利润，利润也是钢企调控产量的主观驱动因素。
- 但是由于长流程炼钢行业重资产、高固定成本的特性，导致钢企在亏损状态下的产量调控往往是滞后于利润变动的，即企业可以承受一定时间、一定程度的亏损；而行业集中度较低又使得企业间类似于“囚徒博弈”，行业内单个个体从自身利益最大化的角度出发，只要可变成本没有亏损，就会选择加大生产力度来摊薄成本，维持现金流。

螺纹利润领先长流程产量5周左右



2022年四季度以来长期处于盈亏紧平衡状态

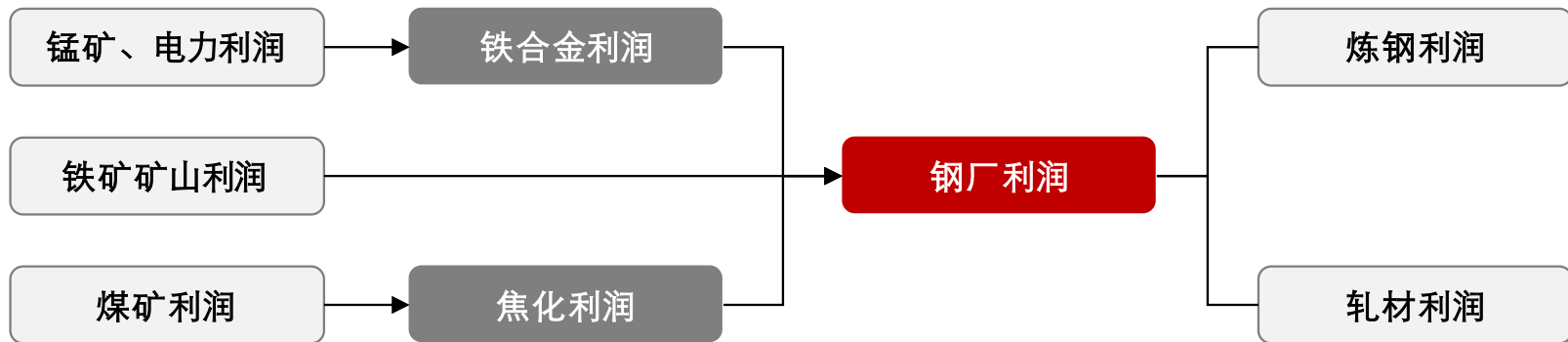


驱动因素——利润的测算

- 利润=钢材价格-钢材成本。
- **长流程成本计算原理**：一般而言，生产一吨钢，需要消耗铁矿1.6吨、焦炭0.45吨，二者约占炼钢成本的60%。
- 因此长流程成本可以表示为：
 - $(0.2 \times \text{国产精粉} + 0.8 \times \text{进口矿}) \times 1.6 + \text{准一级焦} \times 0.45 + \text{造球、烧结及其他加工费} + \text{钢坯加工费} + \text{钢材加工费}$ 。
 - 注：按照螺纹新国标，螺纹成本还需加入硅锰或者钒氮的费用。
- **短流程成本计算原理**：如果电弧炉全部用废钢作为铁元素来源，则吨钢生产需要消耗约1.1吨废钢、13公斤硅锰、450度电。
- 因此短流程独立电炉生产成本可以表示为：
 - $(\text{废钢均价} \times 1.13 + \text{硅锰} \times 0.013 + \text{电费} \times 450 + \text{电极成本} + \text{辅料、耐材成本} + \text{加工费}) + \text{钢材加工费}$

驱动因素——产业链利润传导

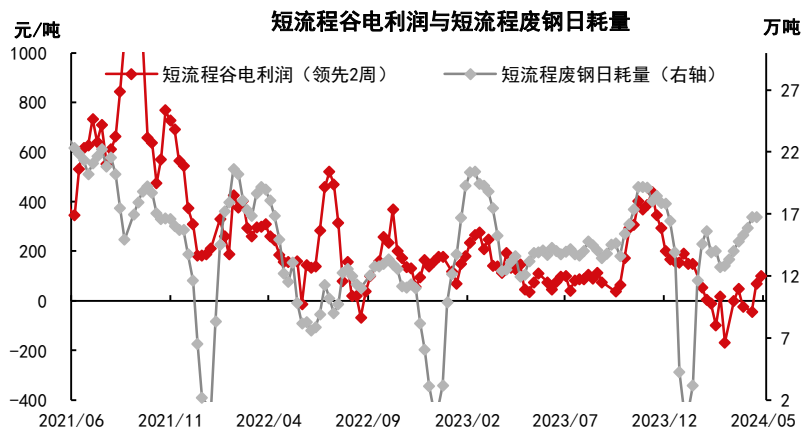
- 产业链中各个环节的供需紧张状况决定了该环节的利润分配比例，供需越紧张利润越高。
- 产业链中某环节的行业供求和行业集中度决定行业定价权。比如焦化行业集中度较低，上游煤矿和下游钢厂都比较强势，因此在价格博弈中，焦化厂往往处于弱势地位；而铁矿的国外矿山较为集中，因此国内钢厂的铁矿议价权弱于国外矿山。



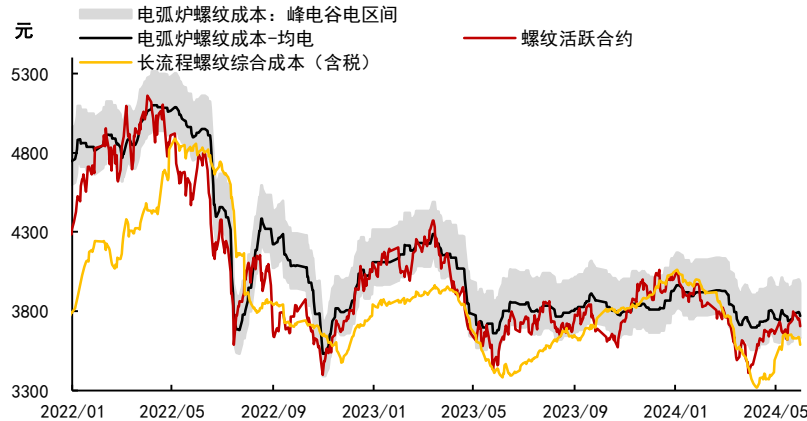
边际供应因素——电炉成本支撑逻辑

- 电炉炼钢以废钢作为原料，多数时间成本相对长流程较高，当钢价下行，先挤压电炉利润，且电炉炼钢时间短，产量可较快进行调节，因此电炉（以及转炉、高炉添加废钢）就成为了边际供给因素。一旦螺纹价格触及成本，电炉产量会快速反馈，因此电炉成本一般成为钢价的重要支撑。
- 上述逻辑的风险在于成本坍塌：当钢价持续下行，电炉钢连续亏损，电炉连续、大幅减产会对造成废钢需求的持续减少，进而导致废钢价格下降，电炉成本坍塌，钢价与电炉成本螺旋下行，此时电炉成本支撑逻辑会暂时失效。

利润领先电炉废钢日耗2周



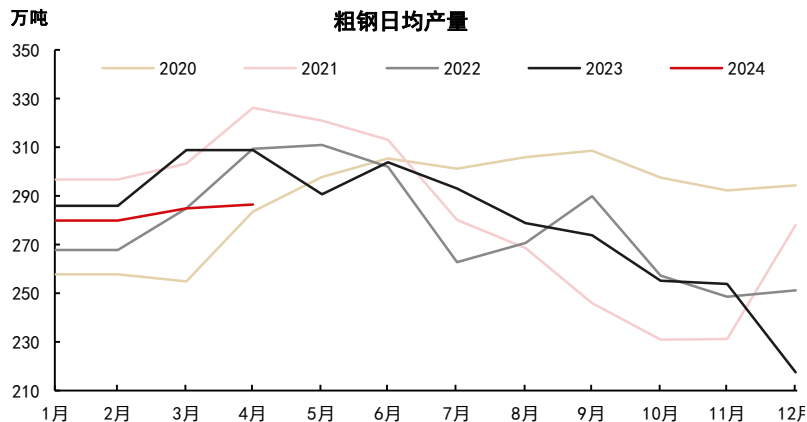
电炉成本与螺纹现货价格



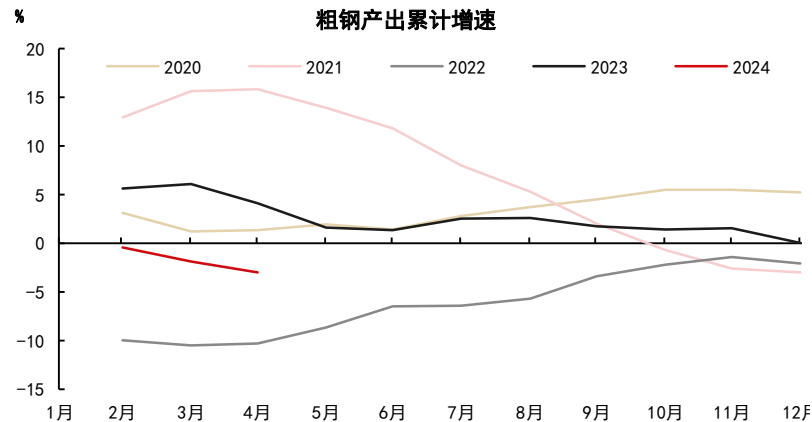
扰动因素——粗钢平控

- 2021年4月，发改委、工信部研究部署了2021年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作，粗钢平控作为粗钢产量的强约束逐步发挥效能。2022年4月，发改委等多部门继续开展全国粗钢产量压减工作，明确表示要实现2022年全国粗钢产量同比下降。考虑到政策延续性和国内钢铁利润普遍偏低的现实状况。粗钢平控工作后续或将继续开展。复盘历史，粗钢平控政策落地一般是在下半年，上半年钢厂减产压力有限。

粗钢产量-季节性



粗钢产量-累计值同比

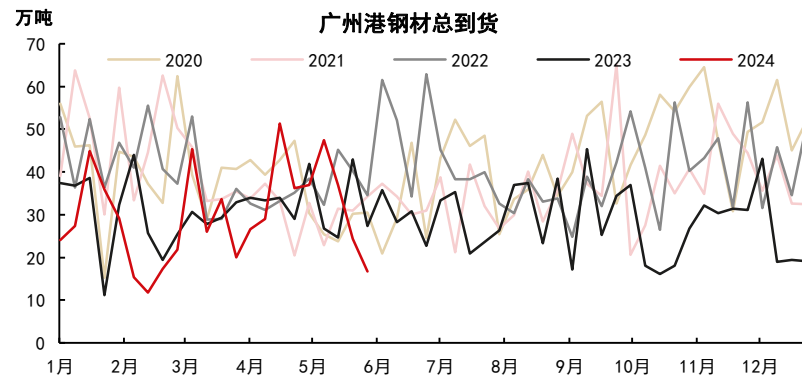
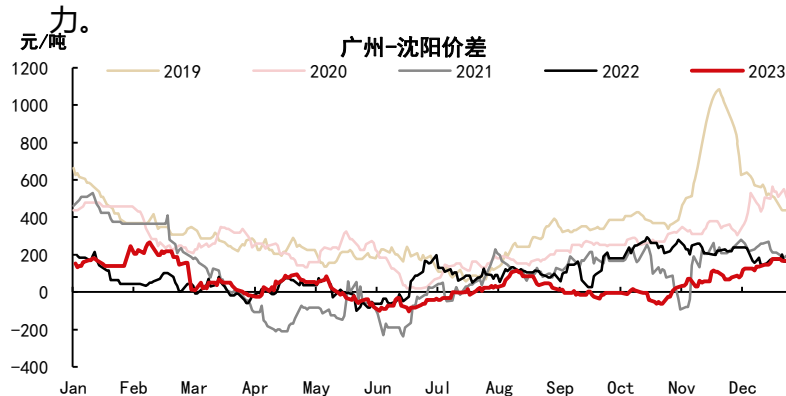
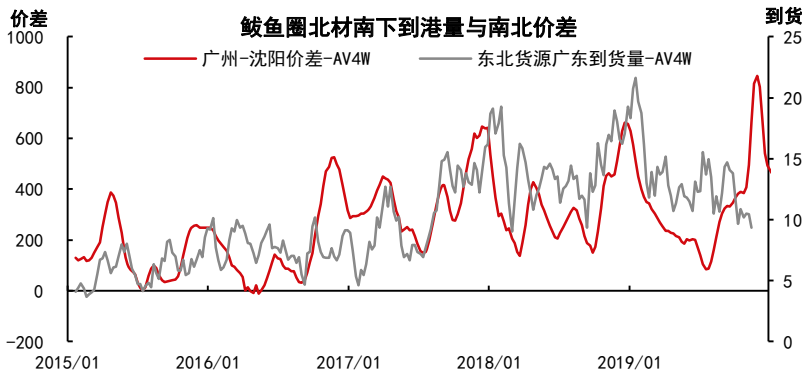


扰动因素——环保限产和采暖季

- 环保限产：长流程炼钢过程中，烧结、造球、高炉炼铁阶段以及短流程调坯生产都会对空气造成一定污染，因而钢企集中区域也就成为环保限产管控的重点区域，如唐山和邯郸。因此当地政府为了改善空气质量，会在污染较为严重的时候发布环保管控方案，要求烧结机、调坯或者高炉停产、限产。但需要注意的是，供给侧改革后，近年高炉有效产能有所扩大，**单点限产对总供给影响的持续时间及效果被明显淡化**。例如河北大规模限产后，会推升钢价，其他区域的钢材利润会扩大、销售压力会缓解，从而增产弥补河北的限产。
- 采暖季限产：每年11月至次年3月为北方采暖季，因大量燃煤，造成空气污染增加，所以污染较重区域一般会出台针对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业进行限产。钢铁行业集中的京津冀及其周边地区和焦化行业分布集中的汾渭平原地区都是重点管控对象。2018年，采暖季限产从“一刀切”向分等级差异化限产转变。

区域流动——北材南下：主要受南北价差影响

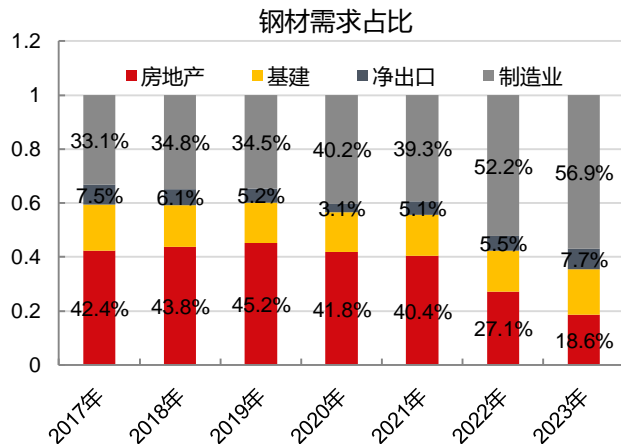
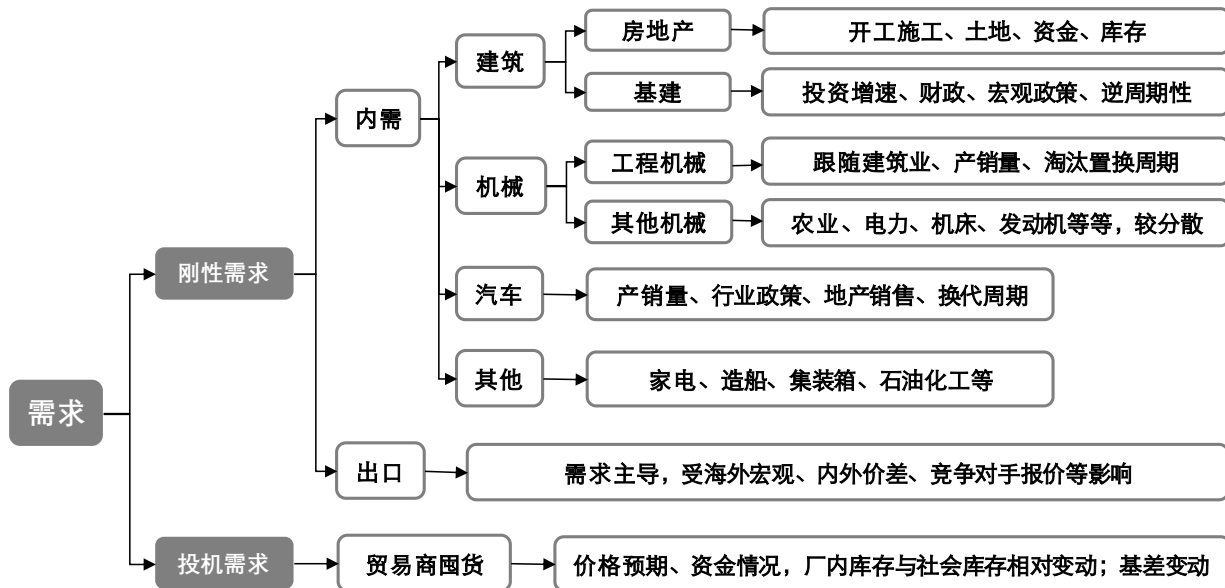
- 东北粗钢年产量约8000万吨，供过于求，全年都有资源外流情况，特别是每年11月后，东北施工基本停滞，资源净流出。一般，东北材秋季先重点流向山东，10-11月受华东消费旺季带动重点流向上海、杭州及江内，11月之后重点流入华南。
- 北材南下一方面是对南北方供需平衡的重新调节，另一方面东北低价资源的竞争也会增加华东、华南地区的供给压力。



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

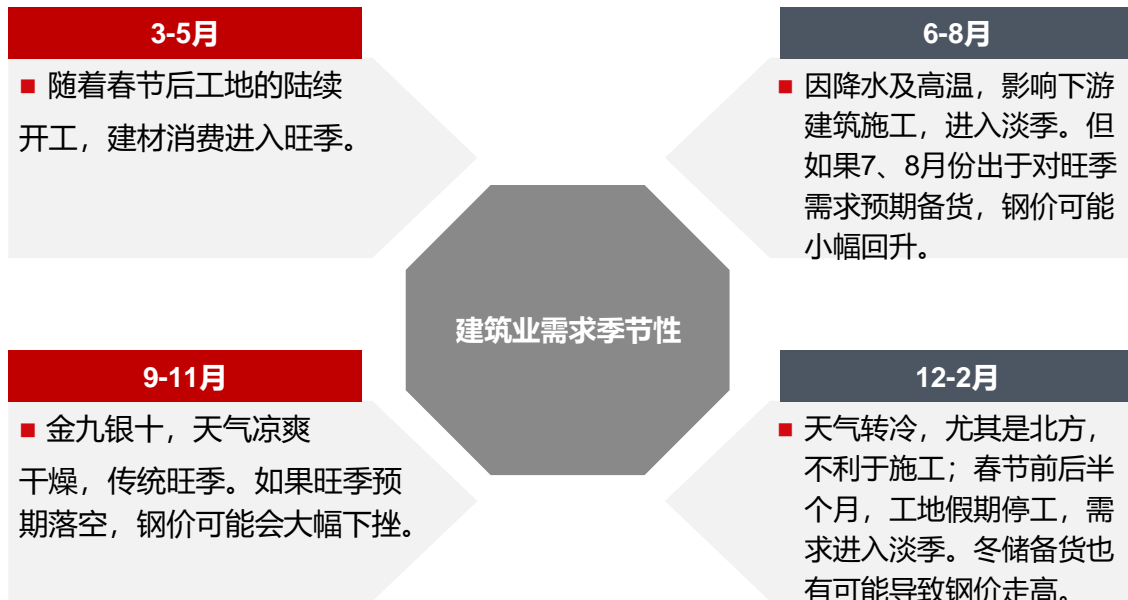
钢材需求综述

- 钢价由供需决定，一般需求是自变量，供给是因变量，供给滞后于需求调整，需求变动往往是供需错配的先导。
- 需求是主导行业发展的关键因素，也是决定钢价周期的核心因素。



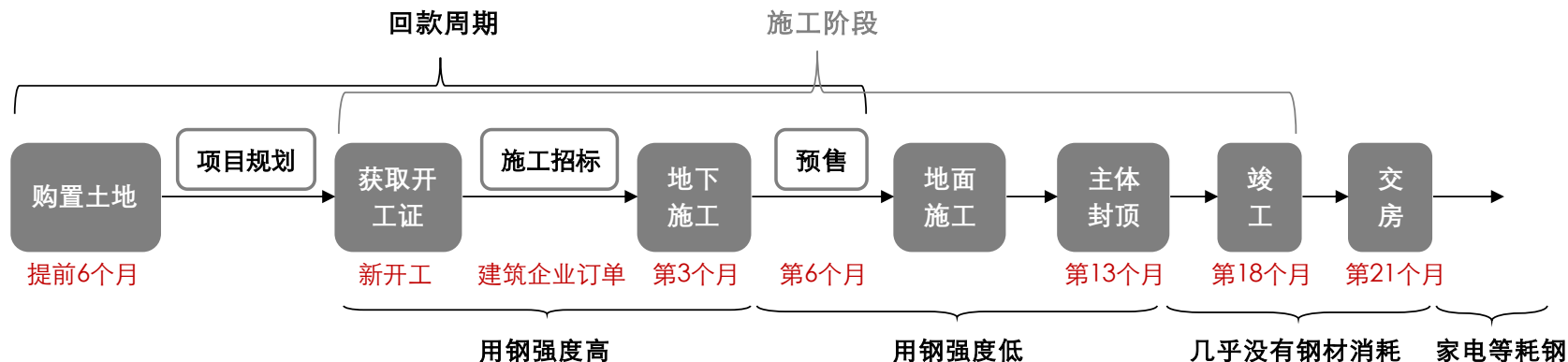
建筑业需求——季节性

- 钢材需求存在季节性变化规律：建筑行业需求受气温、降水等天气因素影响较大，工业用钢需求季节性变化相对较弱。
- 因此，螺纹和热卷之间除了存在周期性的需求强弱之外，也存在季节性强弱关系。



房地产：各阶段耗钢强度

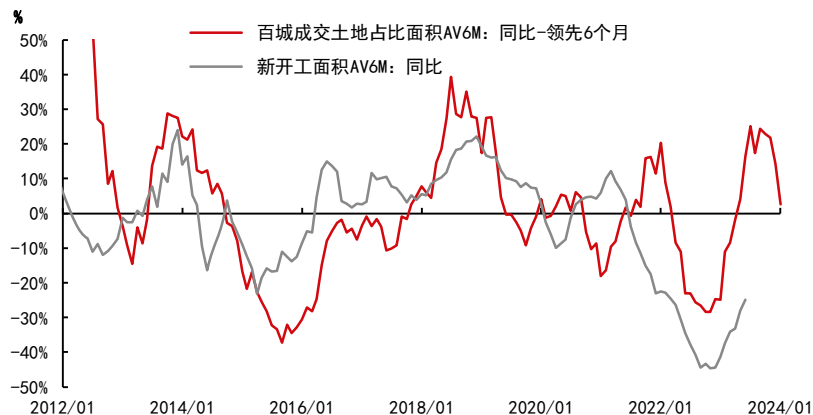
- 建筑领域占了钢材需求的半壁江山。螺纹钢和线材等建筑钢材，几乎全部用于建筑领域。这里的建筑领域，包括了房地产行业以及各类基础设施建设。建筑行业，特别是新型钢结构建筑，对热轧卷板和型钢、管材的需求比重大大增加。
- 地产施工的不同阶段耗钢强度和种类是不同的。打地基阶段用大螺纹更多，地面施工阶段用盘螺更多，与房屋销售如影随形的家电销售又会带动各种板材需求。



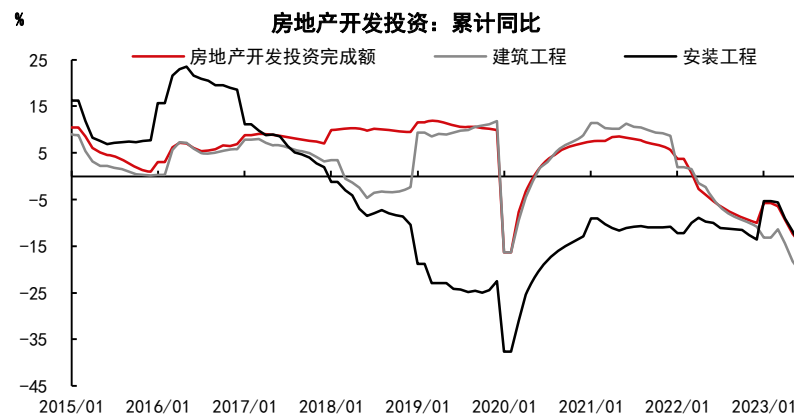
房地产——开工、施工指标与钢材需求直接相关

- 对于房地产行业来说，主要跟踪新开工面积、施工面积、房地产投资增速等指标，来跟踪对于钢材的需求强度。
- 土地购置面积与房地产库存也是重要的辅助指标，用于预测房地产企业的补库意愿及能力。地产商拿地一般领先新开工面积6个月，可用于推测新开工面积的变动趋势。建安投资主要用于地产施工阶段，可用于验证地产施工情况。

土地成交领先新开工面积6个月



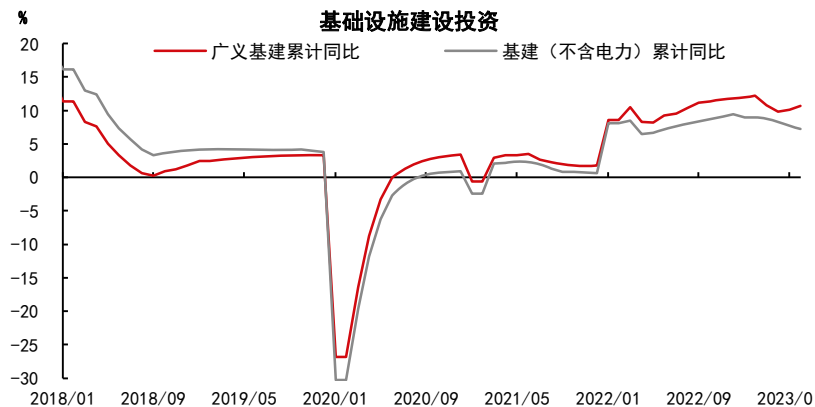
建安投资与地产施工情况



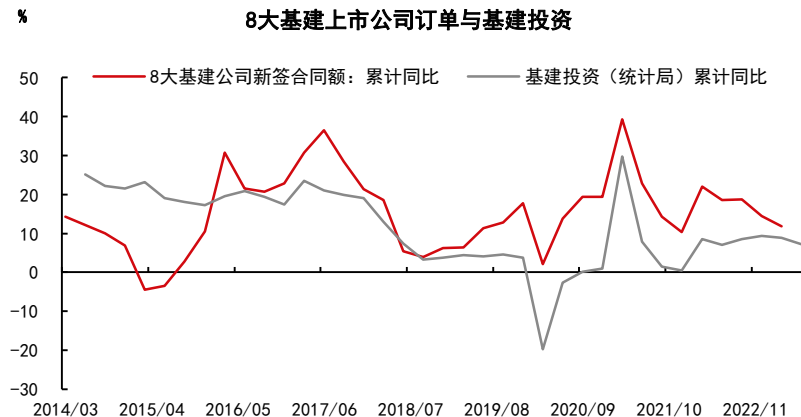
基建——订单

- 基建作为经济逆周期调节的重要手段，受政府政策影响较大。一般而言基建公司订单领先基建投资，我们重点关注中建、中铁、中冶、中化、交建、电建、铁建、葛洲坝等8家基建公司的新增基建订单情况。
- 需要注意的是，订单数量的回升并不意味着基建投资一定回升，有时还会受到到位资金的限制，订单能否顺利转化为投资关键看资金情况。

基建投资增速

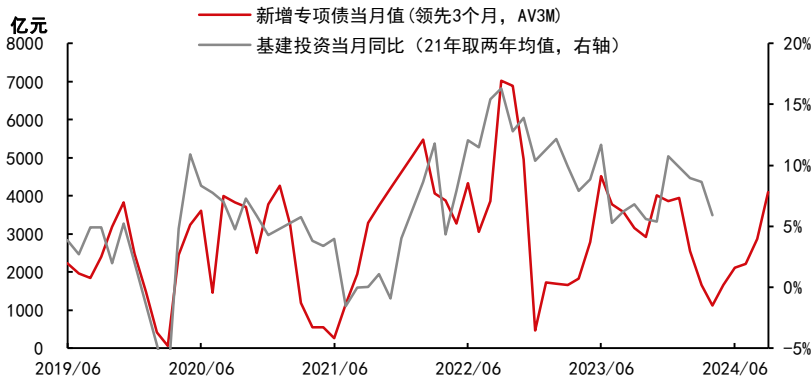
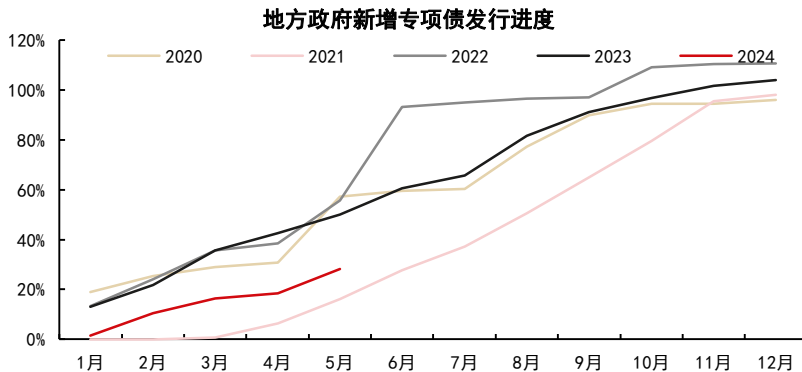
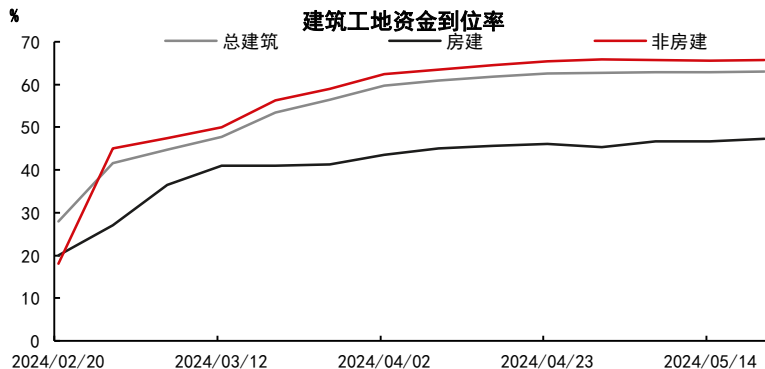


八大基建公司订单情况



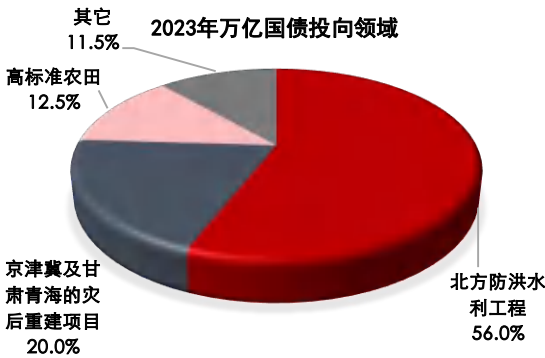
基建——资金

- 基建资金有5部分主要来源：国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资、其他资金。
- 国家预算内资金主要来源于全国一般公共预算支出，需重点关注财政收支及赤字情况。政府性基金支出占基建资金来源比重在15%左右，主要来自于地方本级政府的国有土地使用权出让收入。目前基建投资的主要增量来源于地方政府专项债和政策性开发性金融工具。



基建——资金投向

- 5月13日，政策层面再次推进债券发行工作：
- 决定5月17日首发30年超长期特别国债；
- 决定5月24日首发20年超长期特别国债；
- 决定6月14日首发50年超长期特别国债。



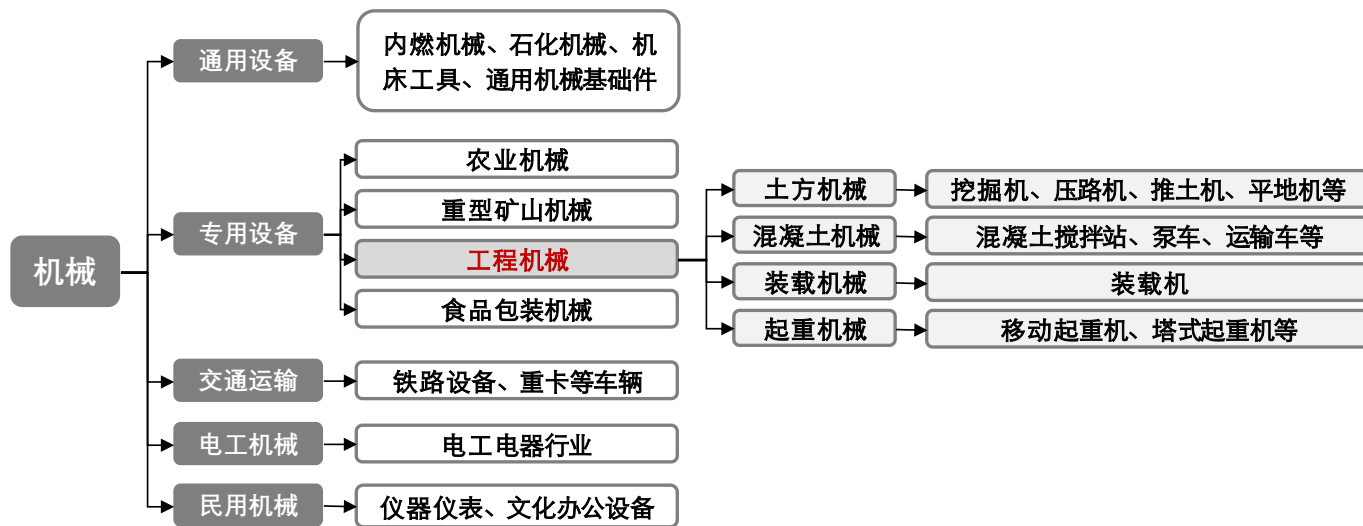
2024年超长期特别国债具体投向

一级项目分类	二级项目分类
科技自立自强	1. 应用基础研究和前沿研究，如量子技术、生物技术等科学研究项目。
加大创新、创业投资力度	2. 计划建立国家创立投资引导基金，主要为动力充足的企业开展原始创新和源头创新提供长期资金支持，加快科技成果的产业链进程。
	3. 抢占未来产业战略制高点；筑牢数字经济根基，集成电路全链条战略突围、加强人工智能基础原创理论算法前沿技术研究，推动相关基础设施建设，加快产业应用。
	4. 国家重大战略，超前部署国际海底光缆，绿色智能数字基础设施，安全能力等建设，培育壮大数据和数字产业生态。
	5. 推进实施占频保轨行动（空间领域，卫星），建设商业航天发射场，支持建设卫星互联网星座。
	6. 核心是解决农业人口转业市民化，聚焦农业人口加快完善满足新落户人口需要的就业、医疗、教育、住房、养老等公共服务保障设施。
新型城镇化建设	7. 综合立体交通走廊/枢纽，大力发展绿色能源。
长江经济带高质量发展	8. 支持东北地区优先把黑土地变成高标准农田，尽早把东北全域黑土地建成现代化良田。
提升粮食等安全保障能力	9. 加大力度推进三江连通（黑龙江、松花江和乌苏里江）的水利设施和灌区的骨干工程，构建“边水济腹”的区域水资源配置体系和集中连片的粮食生产基地。
	10. 加快海外能源资源基地和通道建设，畅通西部陆海新通道，加快建设新疆能源资源运输通道。
	11. 实施全国生育率提升行动，加大实施长周期生育支持政策，加快辅助生殖等技术研发应用，加大生育津贴支持力度，发展普惠性托育公共设施。
推动人口高质量发展	12. 支持高等教育提质升级，完善人才发展体制机制，支持高校特别是双一流高校建立健全高层次人才自主培养体系。
	13. 加快重点地区 and 城市平战结合建设加强地下综合管廊，对存在隐患的地下管线进行维修、更换和升级改造，推进全国宽带、无线集群通信建设，加强重点目标防护。
	14. 增强中印边境管控和安全风险应对能力。
国防安全	15. 加强国家战略腹地 and 备份基地战略建设战略，支持在东北和中西部地区布局建设集成电路、工业母机、国防工业、能源原材料等重点领域备份基地，充实国家战略物资储备（金属、煤炭、油气等）。
	16. 提升减缓和适应气候变化的基础能力，加快能源、工业、交通、建设、农业等领域绿色低碳重大关键技术攻关和产业应用，将加快建立国家温室气体排放因子数据库，健全低碳产业发展，碳核算核算相关标准体系，重点行业和重点领域的节能降碳改造。
	17. 持之以恒推进“三北工程”建设，全力打好黄河“几”字湾攻坚战，科尔心和浑善达克沙地歼灭战，河西走廊、塔克拉玛干沙漠边缘阻击战。
美丽中国建设	

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

机械行业——分类

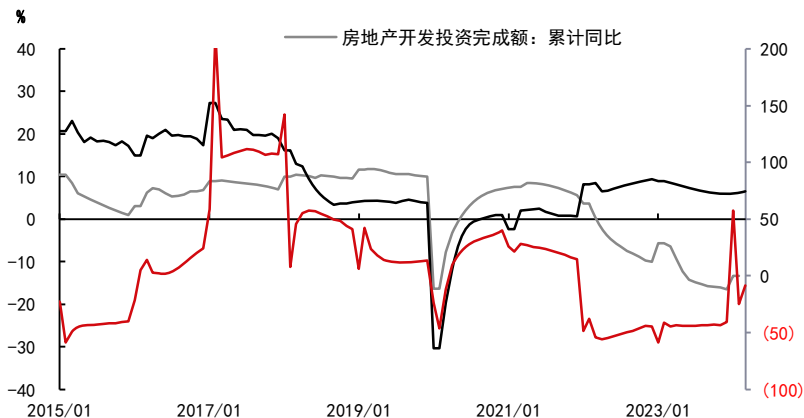
- 机械行业的用钢量仅次于建筑行业，消费品种主要包括中厚板、优质钢棒材、薄板、普通长材、钢管等。其中工程机械、电工机械、重型机械、通用机械基础件占钢材总需求比重较高，分别为3.1%、3.2%、2.5%、2.5%。
- 由于机械行业分类过于庞杂、分散，因此我们选取其中的主要种类进行重点检测。



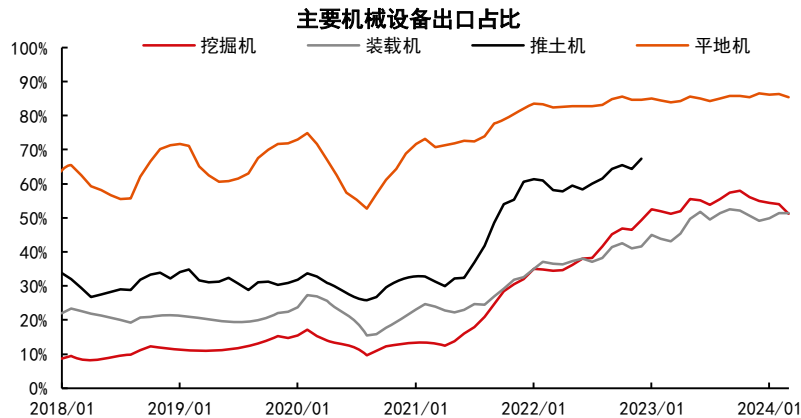
机械——工程机械:用钢需求占比高、与地产基建关联紧密

- 工程机械用钢一般占总成本的15%-20%，消费品种主要以中厚板、棒材、型材为主，其中中厚板消费量最大。工程机械中挖掘机、推土机、转载机和压路机等产量较大。
- 工程机械以内销为主，我国机械制造业成本相对欧美较低，因此出口销量也较为可观，外销比例多在50%以上，平地机甚至高达85%。内需领域，销量增速一方面跟随地产和基建，另一方面，也有自身的更新换代周期，一般为8-10年。

工程机械内销增速主要跟随地产和基建



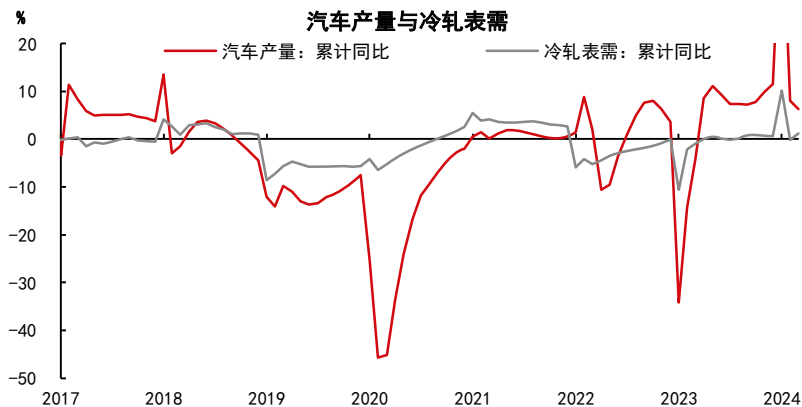
主要工程机械外销占比情况



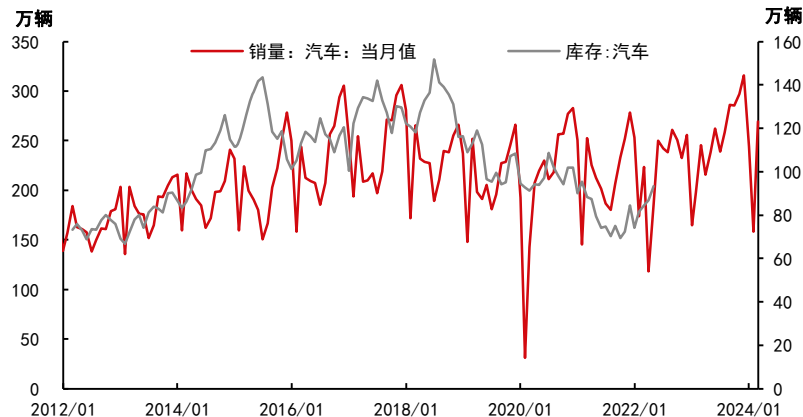
汽车行业

- 汽车生产过程中，钢材在汽车原材料中占比达到60%-70%，其中薄板用量达到50%，冷轧卷板和镀锌板以及热轧中板应用最为广泛。一般来说，1辆乘用车，平均用钢约1吨；1辆商用车，平均用钢6-7吨。钢材约占汽车生产成本的15%左右。
- 我们主要通过检测汽车的产销量来观测汽车的用钢需求。同时，也需要关注汽车行业政策、汽车行业库存情况，汽车产销季节性变动，来预测未来的产销量变动情况。

汽车生产用钢以冷轧为主



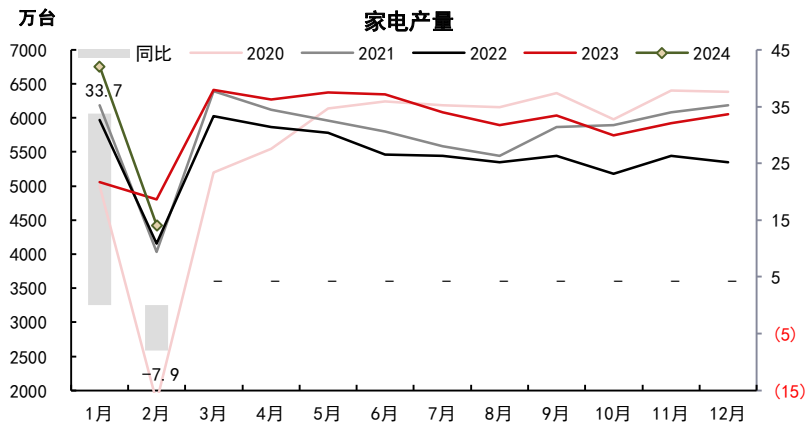
销量库存同步上行，主动补库



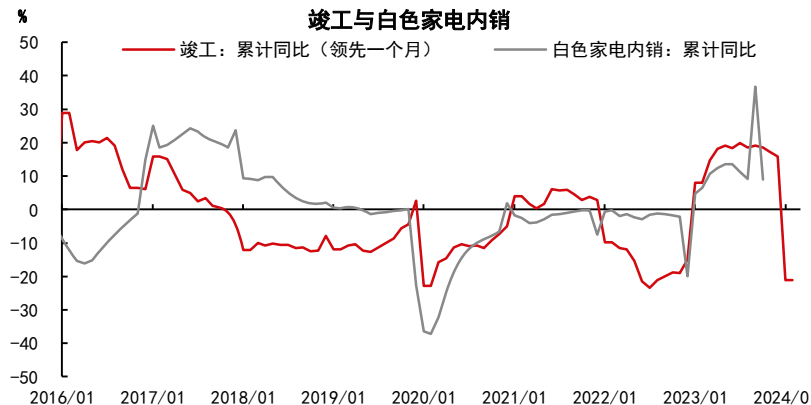
家电行业

- 家电用钢需求主要是板材：镀锌钢板、涂层板、硅钢板、冷轧板、热轧板、不锈钢板等，占钢材总需求的比重在2%左右。钢材约占家电可变成本的20%-30%，白色家电对钢材价格较为敏感。
- 家电销量一般之后于地产竣工1月左右。

家电销量



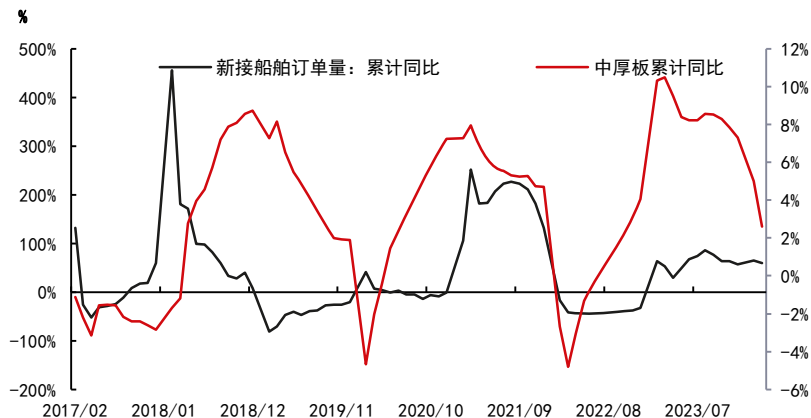
地产竣工领先家电销售1月左右



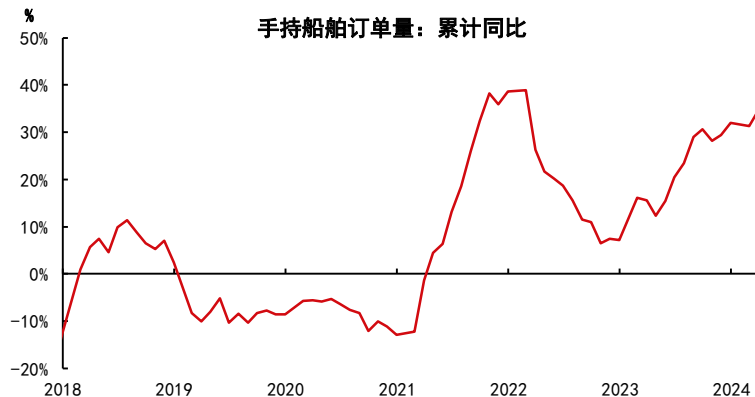
造船业

- 造船业用钢需求主要是中厚板、型钢等，占钢材总需求的比重也在2%左右。钢材约占造船业材料的70%，1万载重吨耗钢量近0.5万吨。
- 工业和信息化部公布每月会公布中国船厂新增订单量和手持订单量数据，从船厂新接船舶订单到造船完工平均耗时一年的时间，我们可以由此来检测造船业的钢材需求。

造船生产用钢以中厚板为主

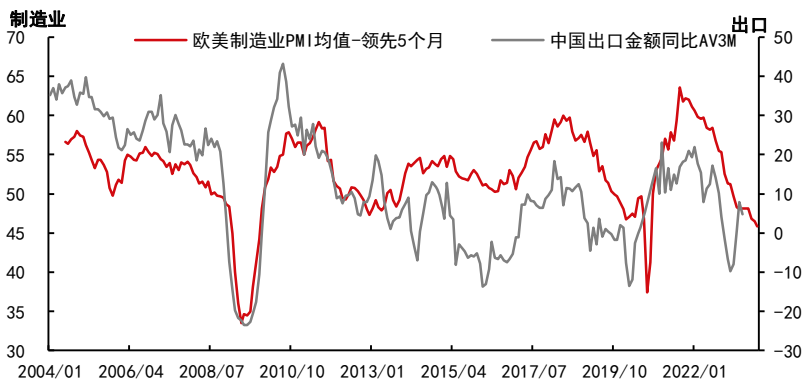
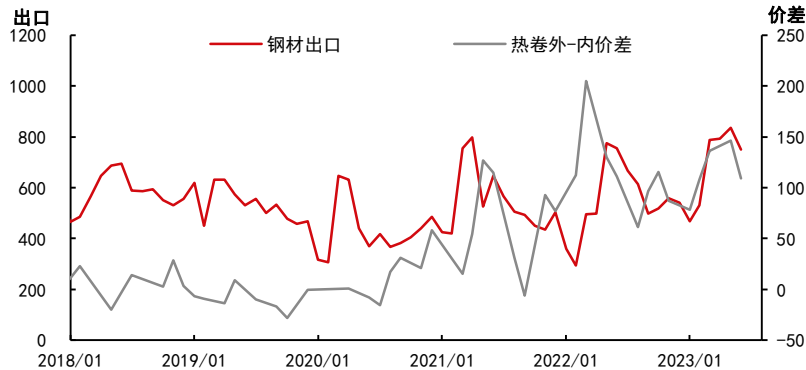
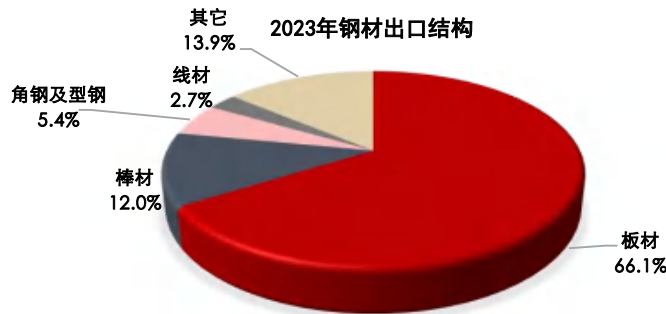


船厂手持船舶订单量



出口需求

- 进出口均以板材居多，需重点关注国内外价差、竞争对手报价、海外宏观经济情况。
- 欧美制造业PMI领先中国出口大约5个月时间。

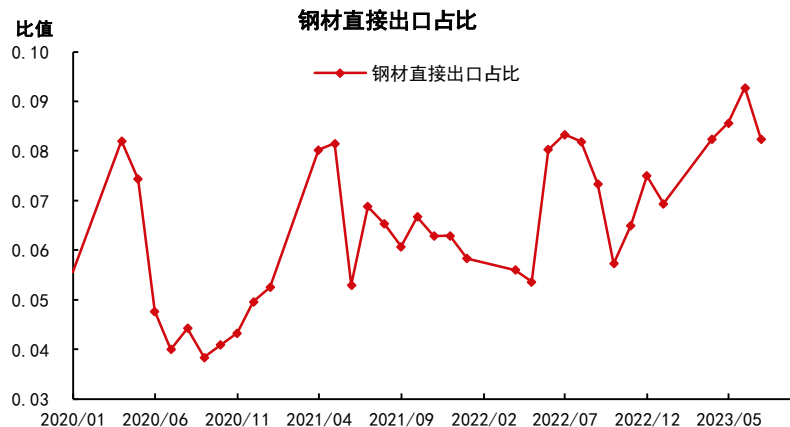


资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

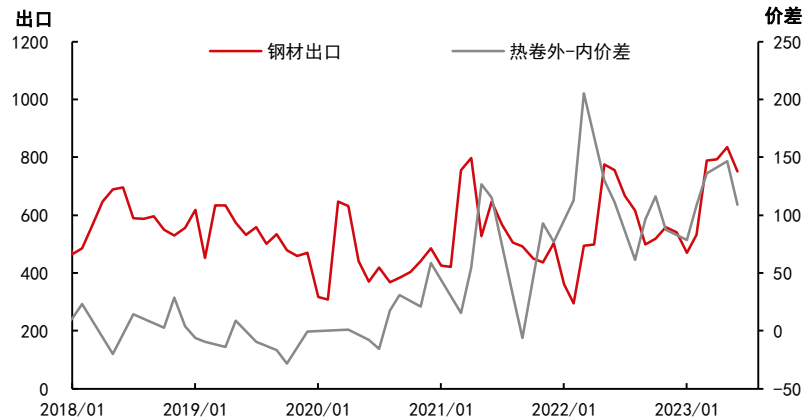
钢材外贸：价差驱动逻辑为主

- 随着我国钢铁行业迅速发展，出口成为了消化国内产能过剩压力的重要手段。中国钢材出口占全球比重不断提升。2022年中国钢材出口量6732万吨，占粗钢总产量7%。
- 贸易商利润导向，内外价差引导钢材直接出口量。

中国钢材出口占比



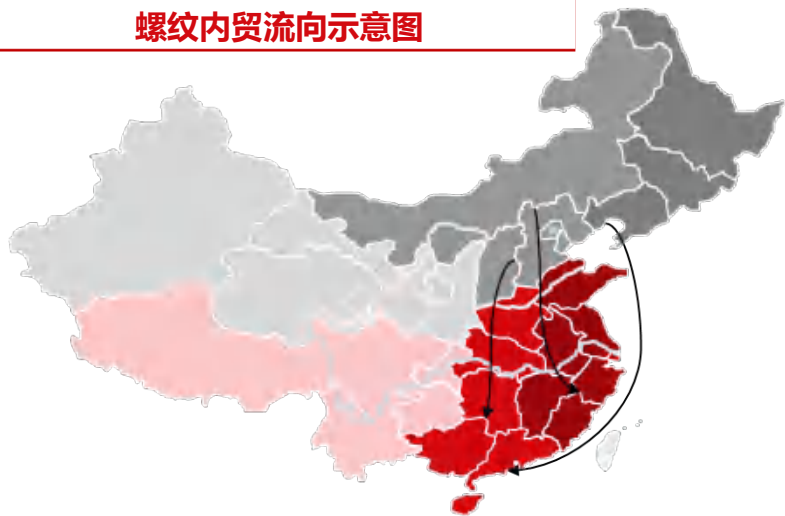
钢材出口与内外钢材价差



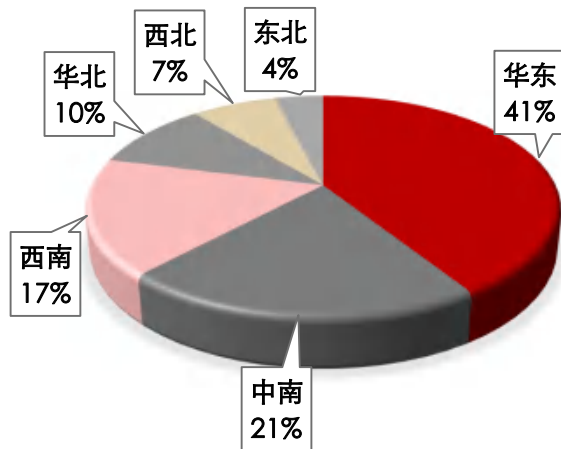
钢材内贸——区域间流动

- 钢材内贸指的是钢材资源在国内流动的情况。从供应部分可以看出，钢材的供应相对集中在华北、华东、东北地区。但消费区域分布在全国。因此，存在资源从产出过剩地向需求旺盛地区的流动。
- 螺纹的需求集中在华东地区，资源流向占比41%，其次是中南地区，占比21%。而华北地区资源流向仅10%，东北地区仅4%。因此，存在资源从华北、东北向华东、中南地区转移。

螺纹内贸流向示意图



螺纹国内流向分布

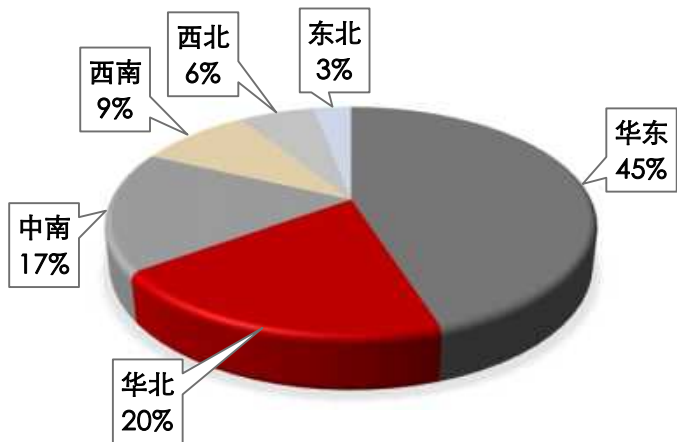


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

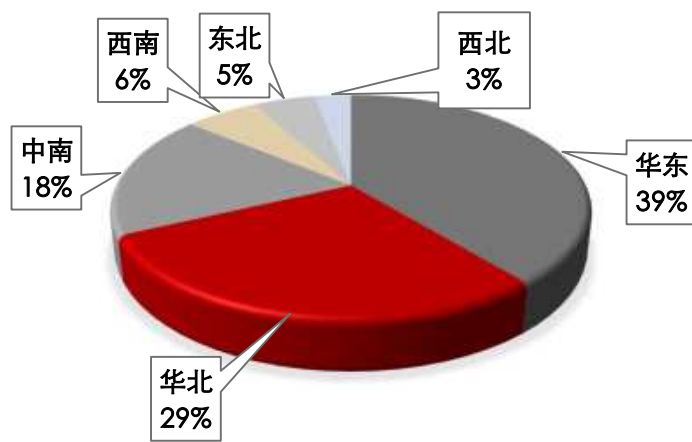
钢材内贸——区域间流动

- 线材的情况类似，华东仍是第一大资源流向区域，华北占比有所上升。而东北占比仍只有3%，依然是资源输出地区。
- 热卷方面，华东仍是第一大流向区域，华北占比则上升到29%。

线材资源国内流向分布

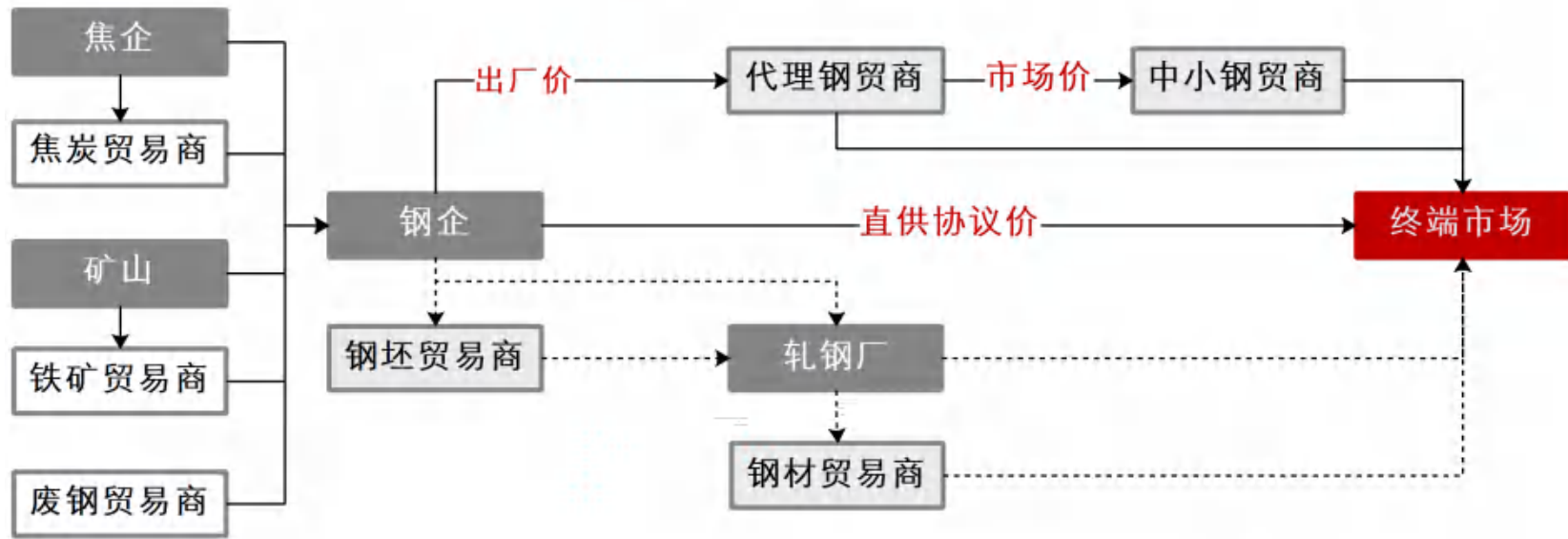


热卷资源国内流向分布



钢材内贸——区域内贸易模式

- 出于成本约束、竞争关系、市场心态、资金压力等因素考虑，钢材从钢厂到终端市场往往会采取不同的贸易模式。
- 不同钢材品种的贸易模式也不同，建材经销商代理比重较大，螺纹钢直供比例15%左右、线材直供比例25%左右，多对应基建类采购需求；直供模式以专用材为主，如板材类直供比例可达50%以上。



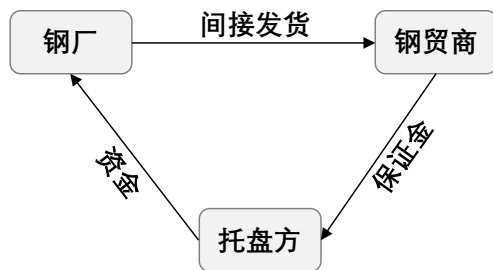
钢材内贸——贸易商传统盈利模式

- **赌行情**：囤货，依靠行情价差赚钱。
- **做代理**：通过出厂价与市场价差，以及钢厂补差返利赚钱。
- **搬砖头**：靠买卖双方信息不对称赚取价差，越来越难。
- **融资贸易**：低成本融资，或另投其他行业，或转借出去盈利。

托盘贸易：一般大国企托盘，成为影子银行，贸易商通过向有资质的托盘缴纳一定比例的保证金，托盘方进行代购，并约定贸易商通过加付一定佣金或利息的形式偿还资金，拿回货权。

演变为融资途径：钢厂可联合自己实际控制的钢贸商，在没有真实采购、销售需求的情况下，安排钢贸商委托托盘方向钢厂采购，钢厂收款后挪作他用，钢厂调配资金给钢贸商向托盘方付款，托盘方回笼资金并取得利润。

托盘贸易实质：中小贸易商资金不足、资质不够的情况下依托有能力的大型企业进行代购，甚至衍生为融资途径。



钢材内贸——钢材出厂价定价模式

- 国内钢厂销售定价模式主要有以下几种：
 - (1) **月度定价**。与协议贸易商协定数量，制定指导价，但价格在月底按照均价进行结算。如果本月价格下跌较多，则钢厂也会对贸易商一定补贴。一般为大型钢厂采用。
 - (2) **旬度定价**。与月度定价模式基本一致，只是结算周期更短。
 - (3) **随行就市**。主要是中小型钢厂为主，销售价格根据当天现货价格的变动情况，实时进行调整。对市场是跟随为主。
 - (4) **前端定价**。主要是定制化的品种、特钢等差异化较大的品种，下游客户根据自身特定需求，直接和钢厂协定价格和数量，先定价后发货。
- 对于贸易商来说，现货价格的形成，主要是现货市场实时供需决定。同时，近年来，期货价格对现货价格的影响越来越大。基差点价等形式，也逐步开始增多，是未来的发展方向。

钢材内贸——价差

■ **品牌价差：**交易所螺纹交割品种有30多种，品牌间价差较大。

一类品牌：国内知名品牌及地方性受保护品牌。

二类品牌：地方性知名品牌。

三类品牌：大体符合国家标准区域性流通品牌。

四类品牌：不符合国家标准或故意掺假的品种。

■ **地区间价差：**普通产品销售半径通常在500公里以内。

钢材库存——库存周期

- 钢材的可储存性使得其流通环节存在库存，库存在企业正常的经营活动中发挥着平滑生产、防止销售中断的作用。
- 对于钢铁行业而言，由于产能具有连续性，且产能增加耗时较长，而需求有间歇性、滞后性、惯性等波动性特点，因此库存形成的连续性、稳定性与需求的波动性的矛盾，就导致了库存周期的存在。
- 需求是每个阶段启动的根本原因，库存跟随需求，并提供增量供给或增量需求，价格在需求和库存变化的带动下或涨或跌。



钢材库存——分类

钢厂库存—社会库存—终端库存

- 对于钢材库存，可以分为钢材终端库存、社会库存以及钢厂库存。由于数据可获得性的不同，市场较为关注的是社会库存以及钢厂库存。第三方资讯机构，如我的钢铁网、找钢网、钢谷网、大汉物流等，均会发布各自口径的库存。
- 终端库存指的是下游终端用户持有的钢材库存，这部分库存由于过于分散，调研难度和数据连续性较差，我们一般采用调研形式获得信息。

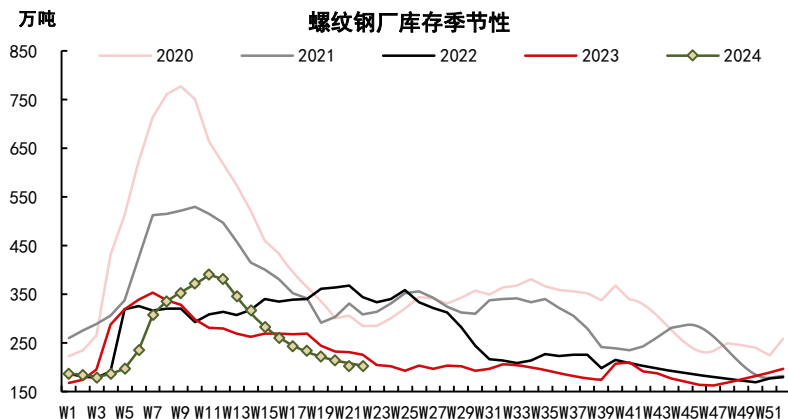
经营性库存与投机性库存

- 经营性库存：经济活动中防止产销中断的必要库存，用于平抑供需波动，如经营性库存过低，产销之间的缓冲垫削弱，一旦需求回升，价格往往短期快速拉涨。
- 投机性库存：投机性库存带来的补库增量会放大需求弹性，但也是市场需求预期的体现。

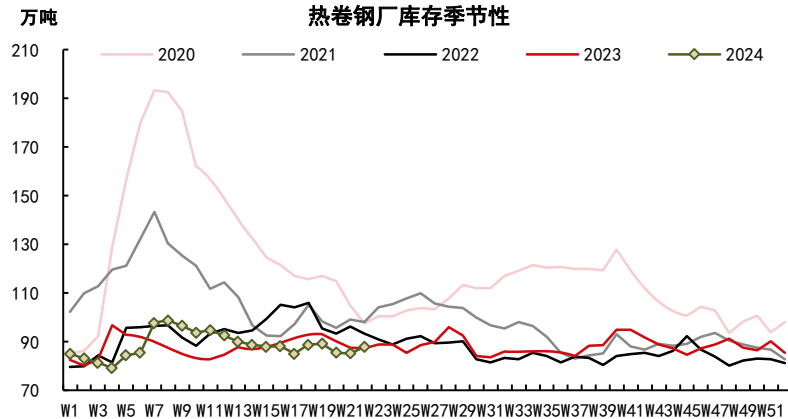
库存——钢厂库存

- 钢厂库存方面，主要受到钢厂销售策略影响，近几年来，钢厂普遍采取低库存运作，尽量将库存压力转嫁给贸易商。因此，总体钢厂库存一直在低位运行。

建材钢厂库存



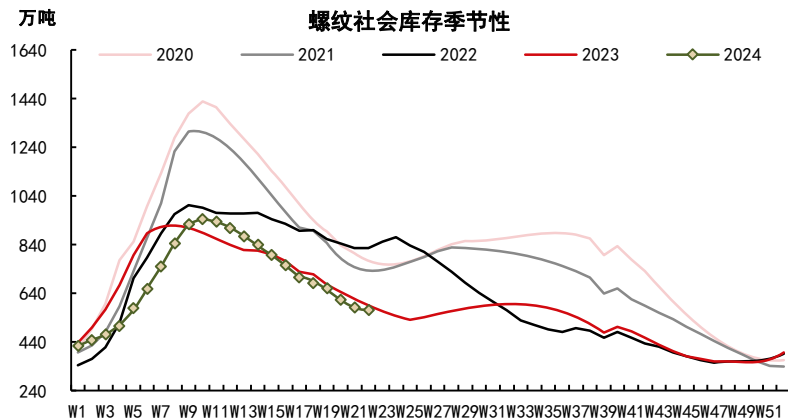
板材钢厂库存



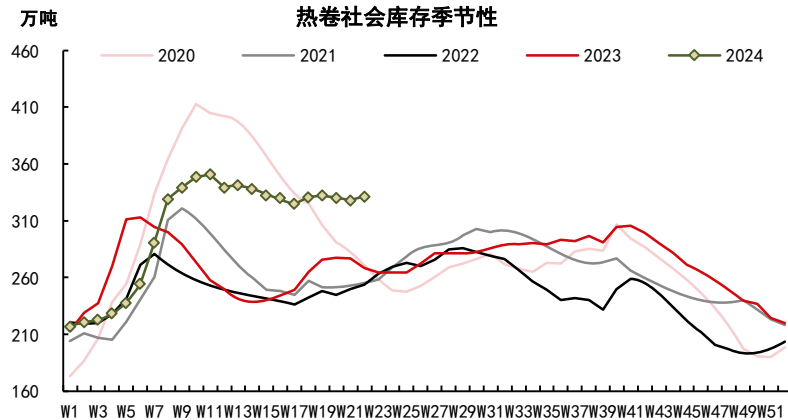
库存——社会库存

- 社会库存即贸易商库存，是对需求及需求预期的反映。
- 受需求季节性影响，建材社会库存季节性表现非常明显：12-2月，需求淡季，冬储备货，主动补库，库存增加，一般3月初为年内高点；3月过后，季节性旺季来临，建材社会库存往往快速去化，3-11月，社会库存一般呈下降趋势。
- 而板材社会库存季节性就相对弱于建材。

建材社会库存季节性



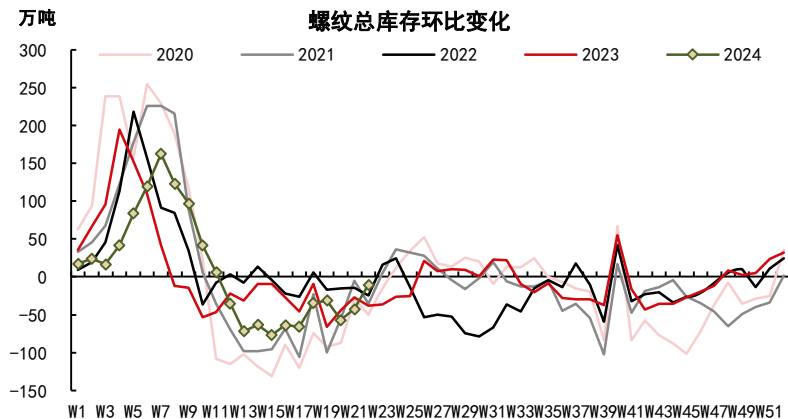
板材社会库存季节性



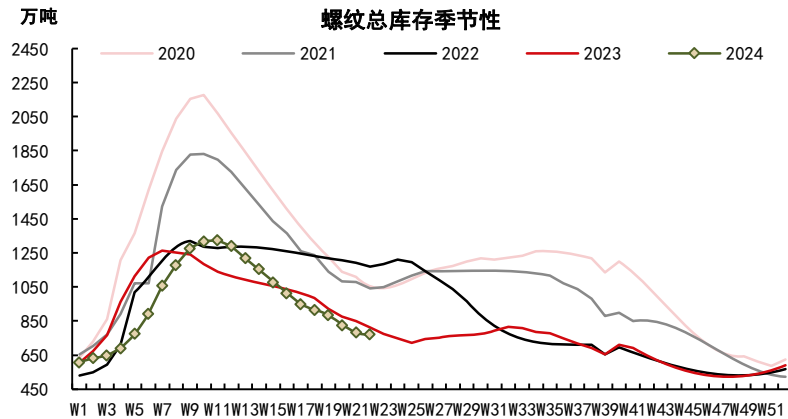
库存——绝对量与边际量的博弈

- 库存的绝对量和边际量，哪个更重要，在不同的市场阶段应有所侧重。
- 以螺纹为例，库存季节性明显，春节后的高库存时期，更应关注边际量，即库存的消化速度，只要消化速度快，库存比往年高，也没有问题，例如2021年4月。

螺纹库存边际量



螺纹库存绝对量



目录

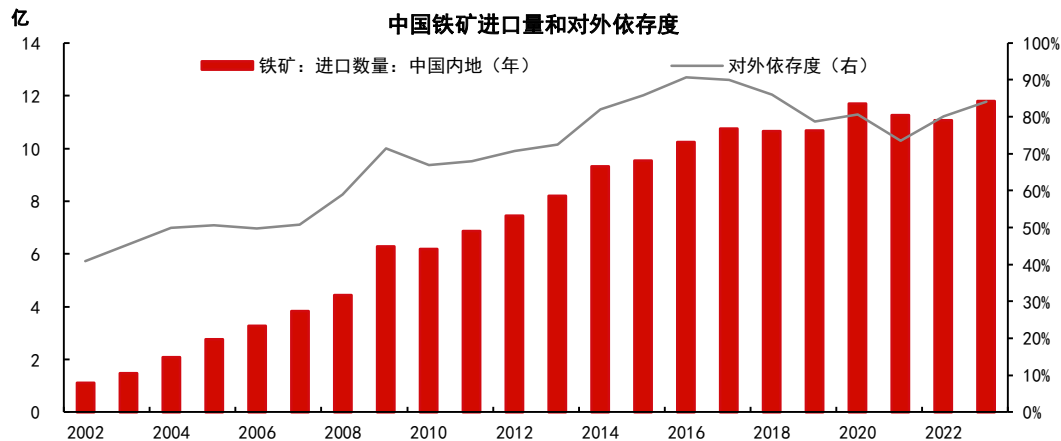
一、钢材研究分析框架

二、铁矿石研究分析框架

三、近期黑色金属市场逻辑分析

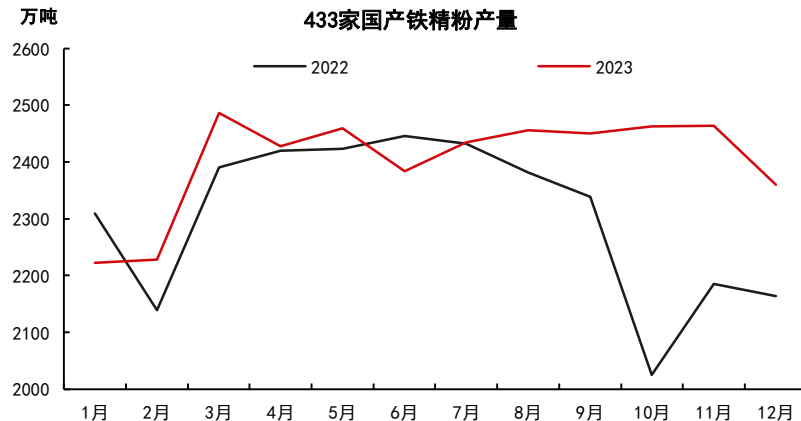
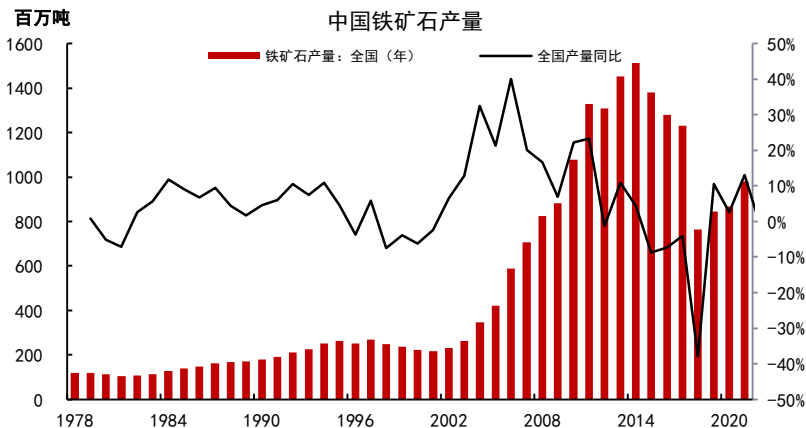
我国铁矿对外依存度高

- 从供应格局来看，国内铁矿高度依赖进口，平均在80%左右。
- 铁矿现货市场的定价标杆为普氏指数，是中国港口的进口矿到岸价指数。国产铁矿的定价，往往由钢厂根据进口矿的价格变动情况，进行采购价的调整。因此，进口矿的供需情况，直接影响铁矿价格。
- 绝大部分的进口铁矿通过海运从澳大利亚、巴西等国运输，必须在国内海港或江内港口卸货，因此港口库存成为了跟踪铁矿供需平衡的良好指标。



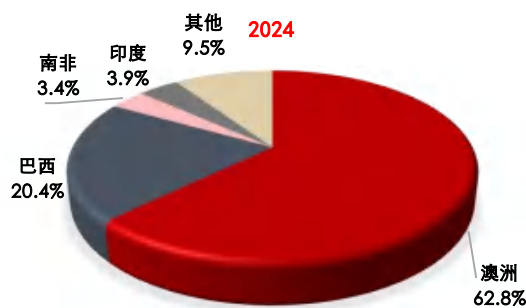
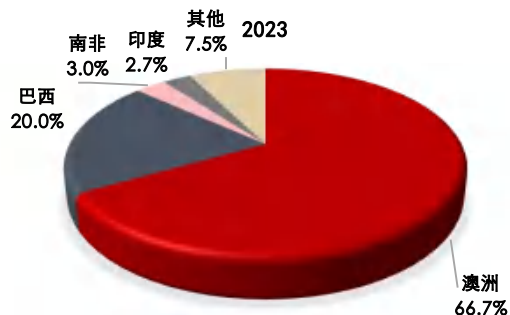
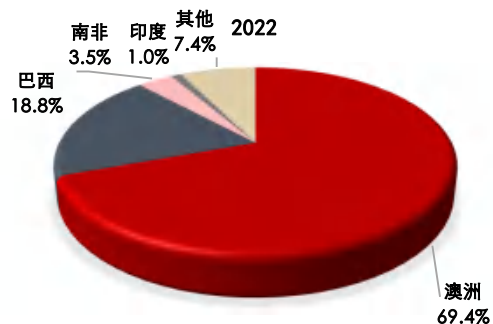
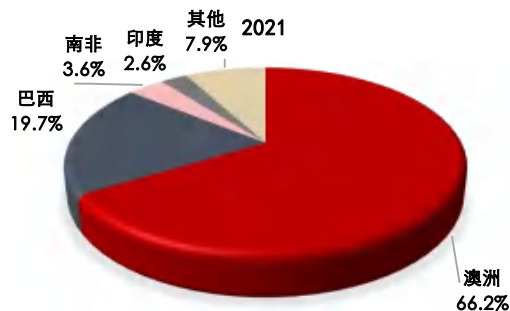
总量供应：国产

- 总量供应分为国内供应和进口供应。
- 国内供应方面，主要关注国产精粉产量，但是统计局只公布原矿产量，和最终可以实际利用的精粉口径差距较大，且由于国内铁矿品位逐步下降，也很难有固定的换算公式。
- 因此，我们采用钢联口径统计的433座矿山精粉产量数据推算，这个样本约占总量的94%左右。



总量供应：铁矿石进口结构

- 澳洲巴西是我国以及全球最大的铁矿石贸易国家。
- 近年澳洲巴西之外的非主流国家矿石发运明显增加。



总量供应：主流矿山

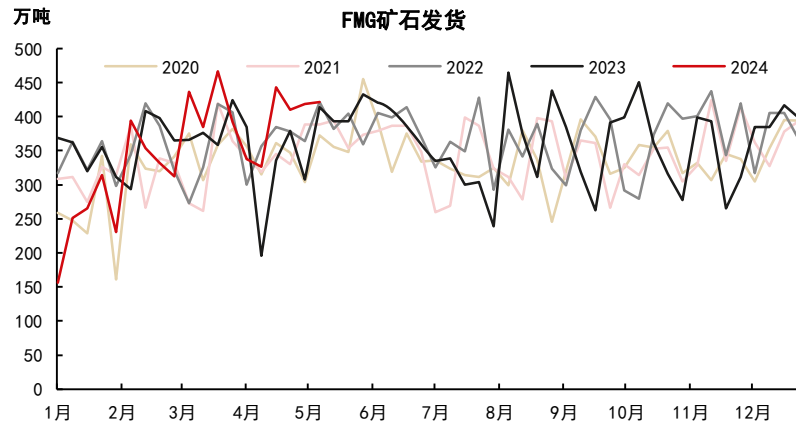
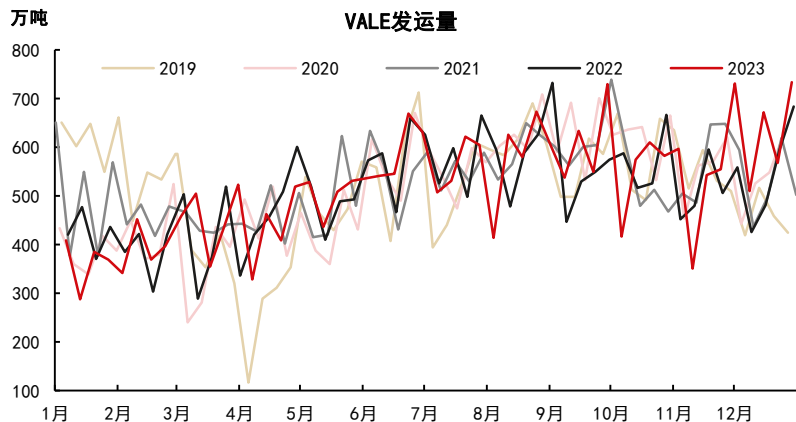
- 以四大矿山为代表的主流矿山，占据了铁矿海运市场供应的70%左右。这些矿山均为上市公司，财报内容详实，也会给出未来财年/自然年度的产量/发运目标。
- 从**年报目标和已实现的产量数据**，可以推算未来每个季度还有多少供应释放。通过同比增量或者减量均摊到每个月，以及去年的实际月度进口量，就可以预估主流矿山产量变动对每个月进口量的影响。
- 需要注意的是，这种方法论是市场主流做法，因此会形成市场较为一致的预期。如果从实际发货量跟踪发现与计划偏差较大，则需要注意超预期的风险。同时由于是季度数据均摊到月度，如果发货节奏有异动，也会影响月度结果。需要定期用高频数据校准。

四大矿山2024（财）年生产、发运目标

矿山	财年	目标对象	目标设定	备注
淡水河谷	2024/1/1至 2024/12/31	产量	3.1-3.2亿吨	较2023年 持平，已完成22.5%
力拓	2024/1/1至 2024/12/31	发运量	3.23-3.38亿吨	较2023年 上调300万吨
必和必拓	2023/7/1至 2024/6/30	产量	2.54-2.645 亿吨	维持不变，已完成73.8%
FMG	2023/7/1至 2024/6/30	发运量	1.92-1.97亿吨	预计完成目标下限 ，已完成71.7%

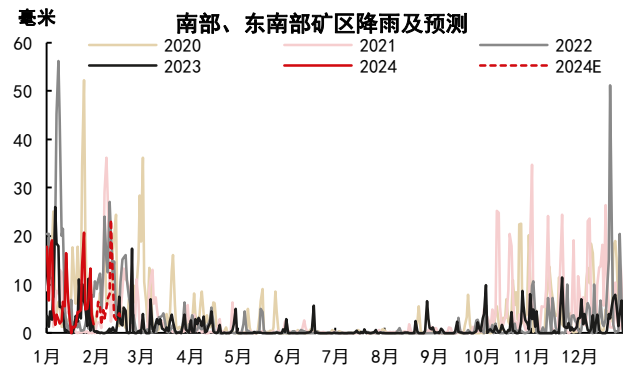
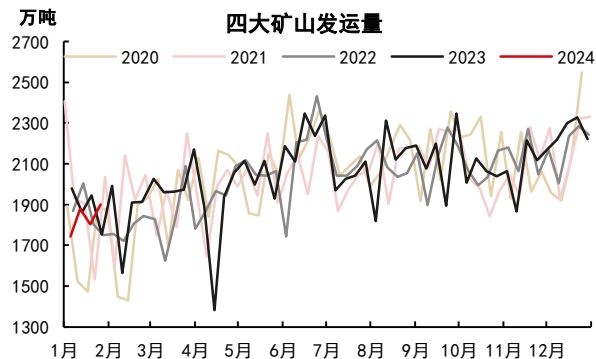
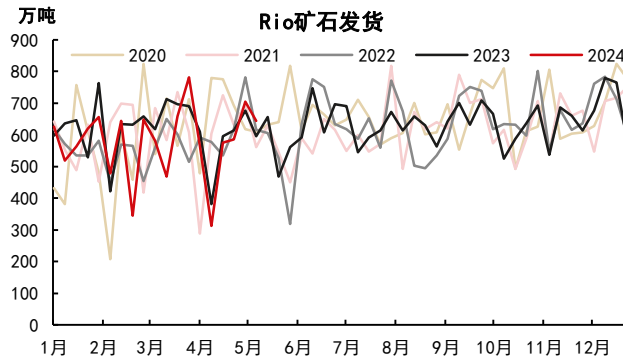
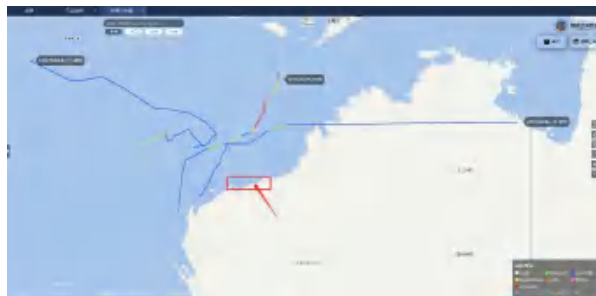
总量供应：矿山事故

- 矿山事故的发生具有不确定性。
- 2019年淡水河谷溃坝事故。
- 2024年初FMG火车脱轨事故。
- 需要分析事故影响的时间跨度和生产发运量。



总量供应：天气影响

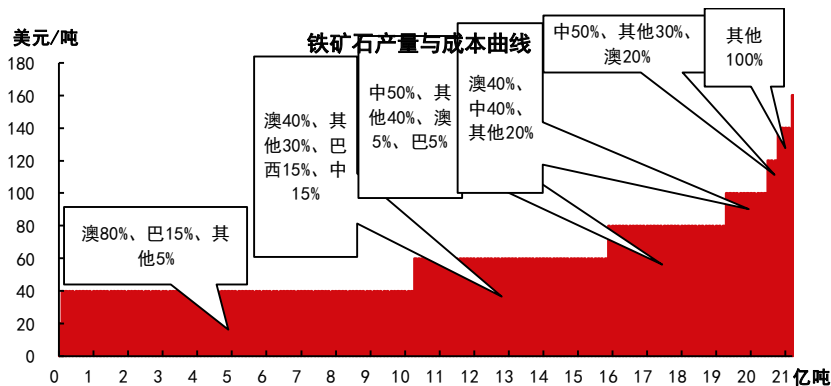
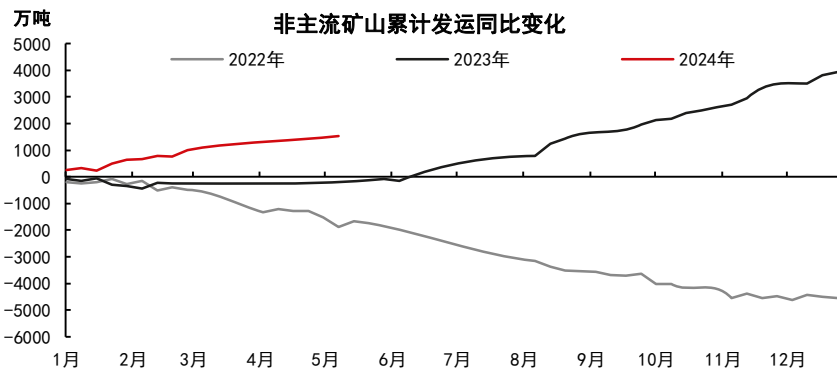
- 上半年对应西澳港口飓风高发季节。
- 巴西北部矿区每年3-6月雨季，南部、东南部矿区12月至次年3月雨季。
- 导致整体四大矿山发运量呈现上半年低于下半年的特征。



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

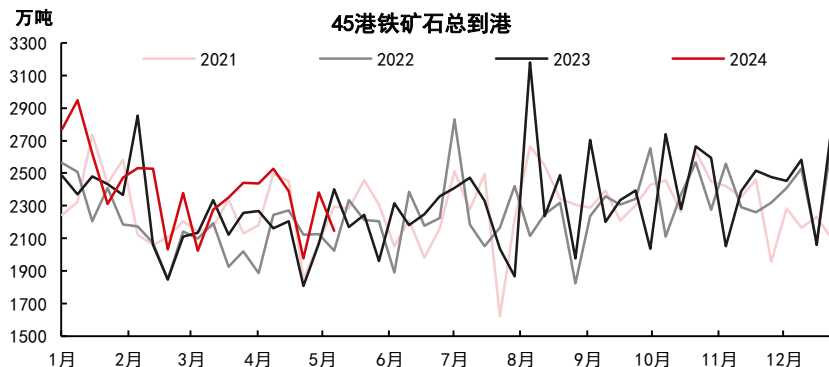
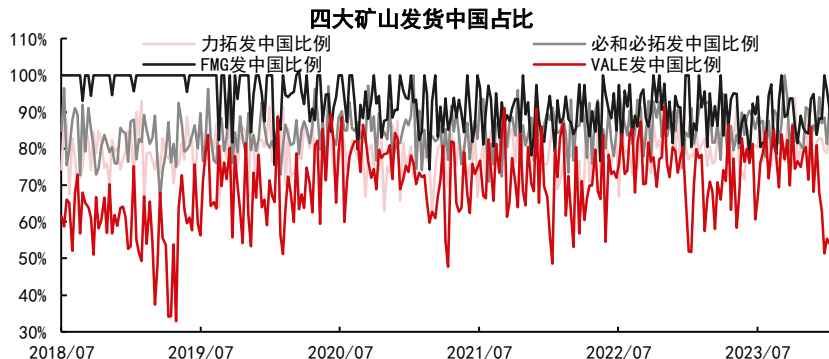
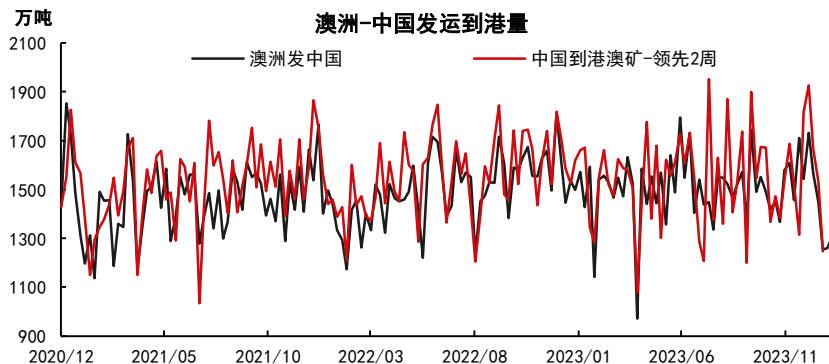
总量供应：非主流矿山

- 除四大矿山之外的供应，统称为非主流矿山，其中印度、南非等国进口量居前。
- 对于非主流矿的中长周期预估，一方面是看**产能计划**，再将增量或者减量均摊到月度，和历史数据结合，预估未来月度进口情况。另一方面，**现货价格对其领先性非常有效**，可以预估未来2个月左右的进口量。但需要注意的是，若矿价大接触及矿山成本线，非主流发运可能会有所减量。
- 同样的，可以用高频数据对月度预估进行校准。



总量供应：发货——到港

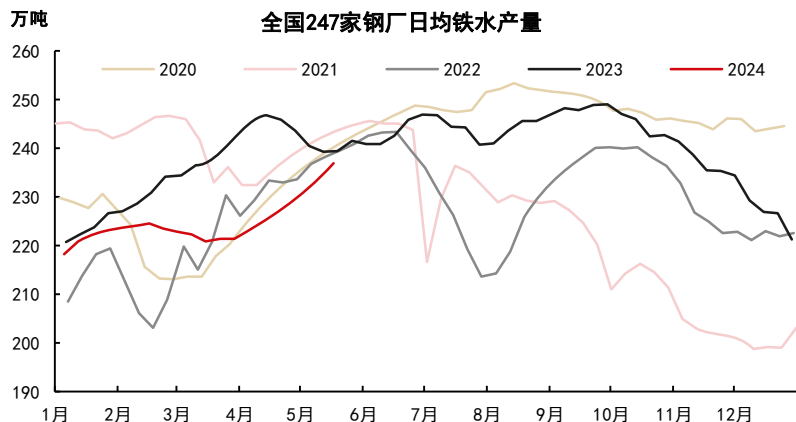
- 周度级别的供应量，主要通过发货量预估。
- 澳洲至中国船期平均14天，巴西至中国船期平均45天，南非至中国船期平均30天，印度至中国船期平均20天。
- 结合各国发往中国的矿石比例，预估到港量。



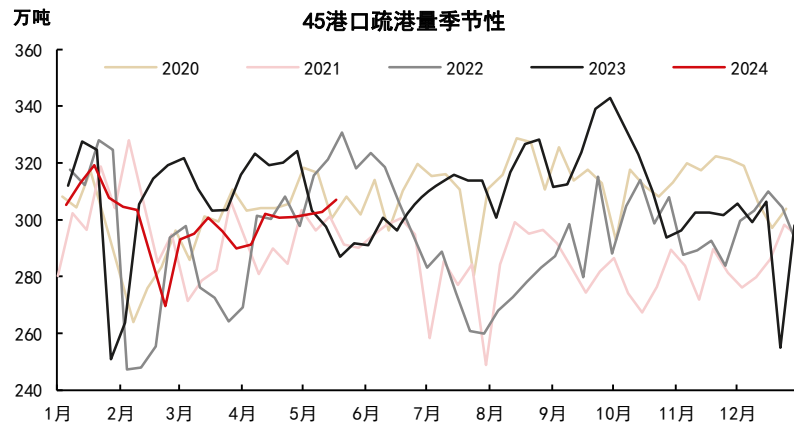
总量需求：主要跟踪铁水产量和疏港量

- 铁矿需求较为集中，用于炼铁。总量需求方面，主要跟踪生铁产量和疏港量两个指标。月度级别，可以用生铁产量推算需求，结合前面对总量供应的预估，即可对总量平衡进行判断。
- 周度级别上，钢联247家样本钢厂铁水产量为大样本数据，接近统计局全样本，可以重点关注。同时，我们在周度级别供应上预估的是进口矿到港量，因此与疏港量预估结合，可以对周度级别的港口库存走势进行预估。

247家样本钢厂日均铁水产量



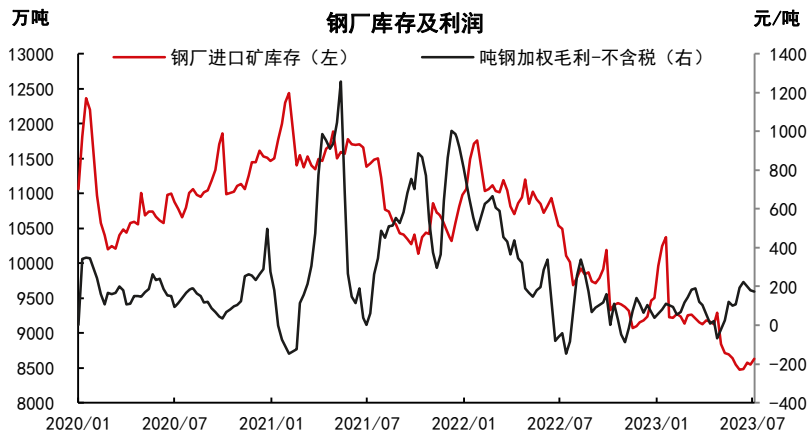
45港口日均疏港量



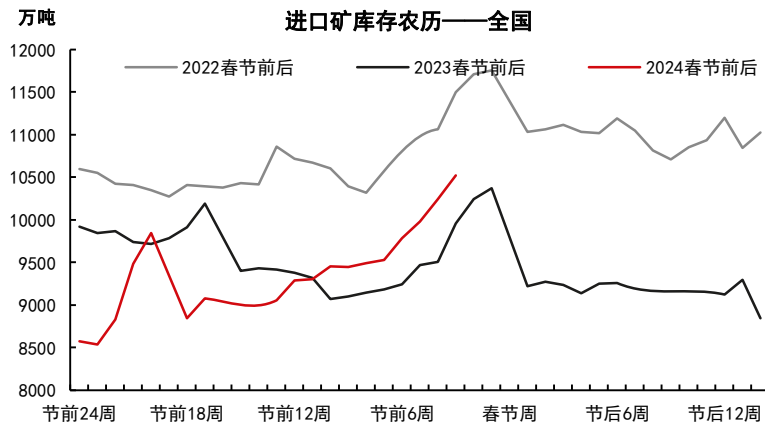
总量需求：钢厂补库

- 除了生产需求之外，钢厂对铁矿库存周期的变动，会在铁水产量不变的情况下，影响疏港量。
- 钢厂库存周期受多方影响，尤其是春节等长假前会出现集中补库；目前钢厂维持厂内低库存并采取按需补库策略。一是，2018年后环保要求钢厂原料在大棚中存放，而大棚投资较高，使得厂内原料容量有限；二是，近年钢厂利润下降，铁矿价格高位，补库动力减弱，仅保持正常生产所需库存天数。
- 因此，在大部分时间对需求预估时，假设钢厂原料天数趋平；在春节前等特殊时期，对疏港量进行相应调整。

钢厂利润下降，维持低库存策略

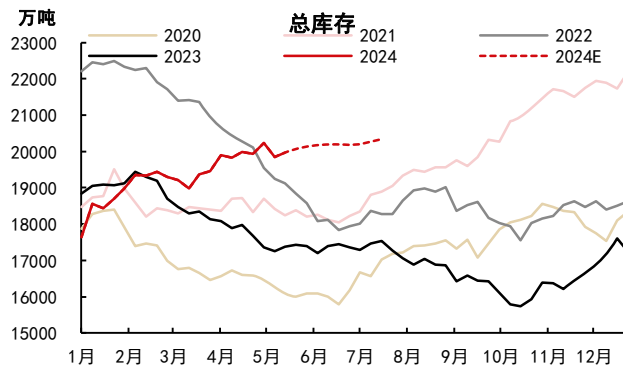
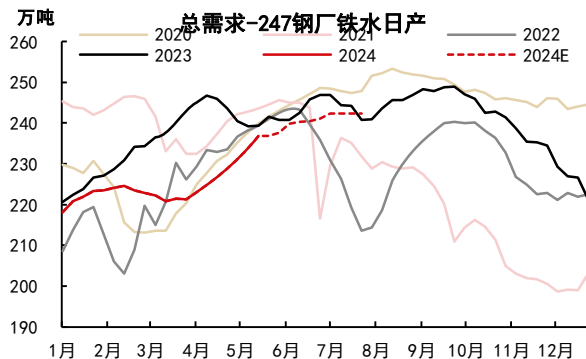
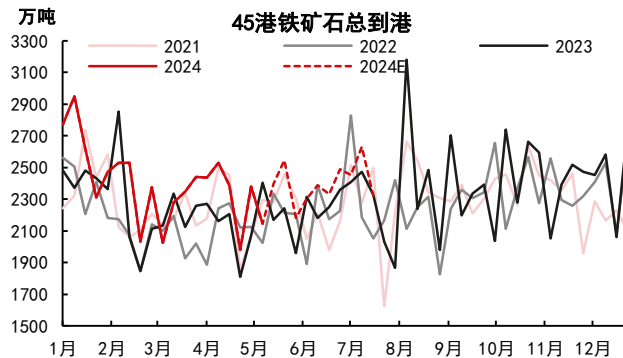
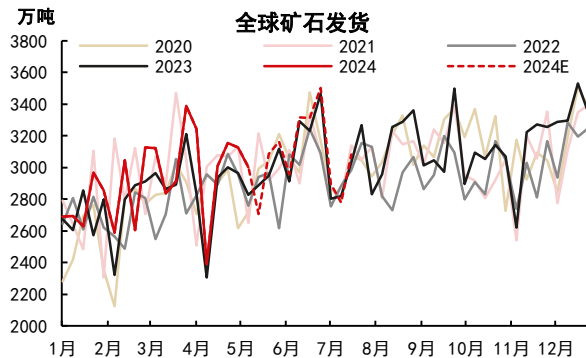


节前钢厂补库存



总量平衡：周度

- 通过前面对总量供应和需求的预估，可以得到未来的总量平衡预估，进而对未来价格整体驱动方向进行判断。
- 根据时间周期的不同需求，可以用月度和周度级别展示。

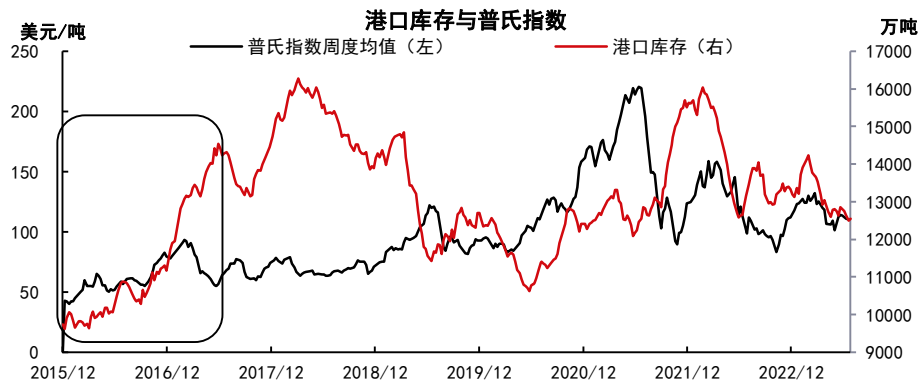


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

结构性矛盾也可能成主导矛盾

- 第一部分我们对总量矛盾的预估进行了分析。而在市场总量矛盾平衡或是不明显时，结构性矛盾可能成为主导。
- 结构性矛盾的根源为，铁矿石期货是实物交割的品种，期货价格锚定的是最便宜可交割品现货价格。而可交割品种的结构性供需可能与总量供需产生分化，在总库存持续累积时，可交割品的库存可能不增反降，从而支撑现货和期货价格。
- 例如，2016年至2017年，港口总库存不断累积，但现货价格却持续上涨。核心驱动就来自，钢厂利润好转后，盘面标的高品粉矿需求好转，甚至出现结构性紧张，从而驱动期现货价格上涨。

结构性矛盾可以成为主导矛盾



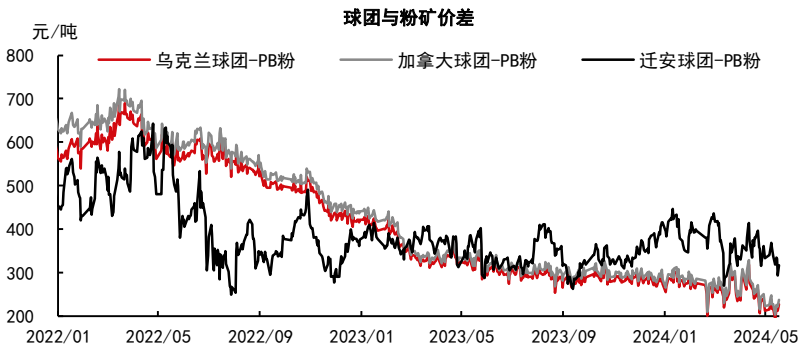
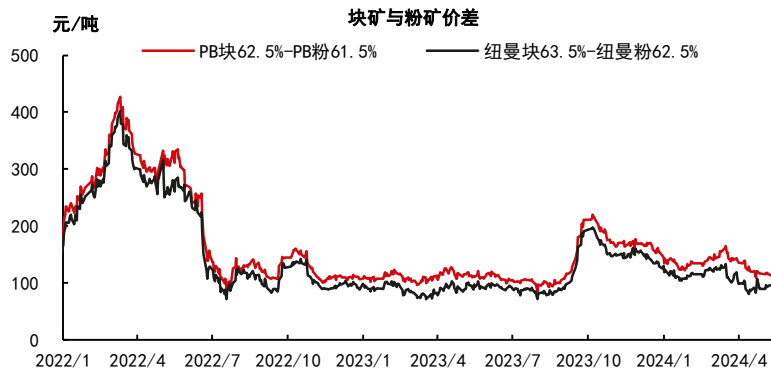
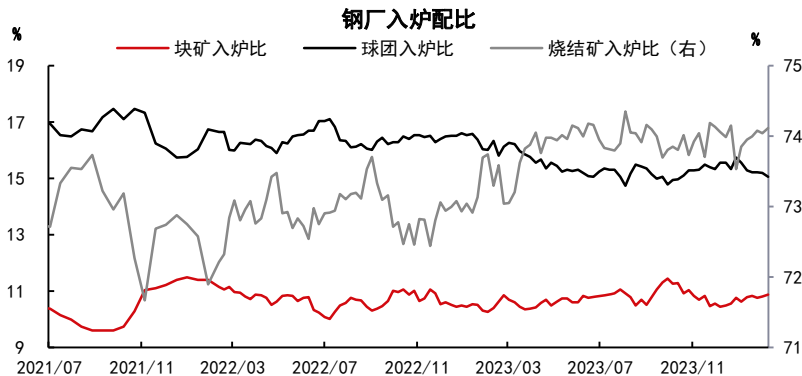
关注可交割品牌的供需情况

- 只有粉矿可以交割，而块矿和球团矿无法交割，因此首先需要关注粉矿的需求。
- 其次，从2009合约开始，铁矿石期货实施品牌交割，只有可交割品牌可进入交割，具体品牌及其升贴水如图所示。
- 表中可交割品牌，除了国产铁精粉是钢厂自用为主，很少现货流通，基本都是进口粉矿，特别是澳洲主流中品粉矿。

可交割品	Fe	H2O	质量升贴水	品牌升贴水	合计升贴水
PB	61.6	9	15.5	15	30.5
卡拉加斯粉	65.3	8	117.7	15	132.7
Kumba	63.8	2.2	53.0	0	53.0
BRBF粉	62.5	8.4	35.8	15	50.8
纽曼粉	62.4	7.5	25.3	0	25.3
IOC6	61.7	9.1	1.0	0	1.0
麦克粉	60.8	7.3	-0.5	0	-0.5
金布巴粉	60.5	7.2	-61.5	0	-61.5
罗伊山粉	60.7	8.5	-4.5	0	-4.5
SP10粉	58.5	9	-49.3	0	-49.3
FMG混合	58.3	8.6	-77.8	0	-77.8
杨迪粉	57.3	9	-131.0	0	-131.0
超特粉	56.9	7.8	-148.4	0	-148.4
卡拉拉精粉	65.6	7.26	55.9	0	55.9
河钢精粉	65.8	8.7	76.0	0	76.0
鞍钢精粉	66.0	9	95.0	0	95.0
本钢精粉	67.5	9	122.5	0	122.5
五矿标准粉	61.5	8.9	15.5	0	15.5
乌克兰精粉	64.7	9.44	17.0	0	17.0
马钢精粉	65.0	9	63.0	0	63.0
太钢赤精粉	65.5	0	122.5	0	122.5
太钢磁精粉	65.5	0	52.5	0	52.5

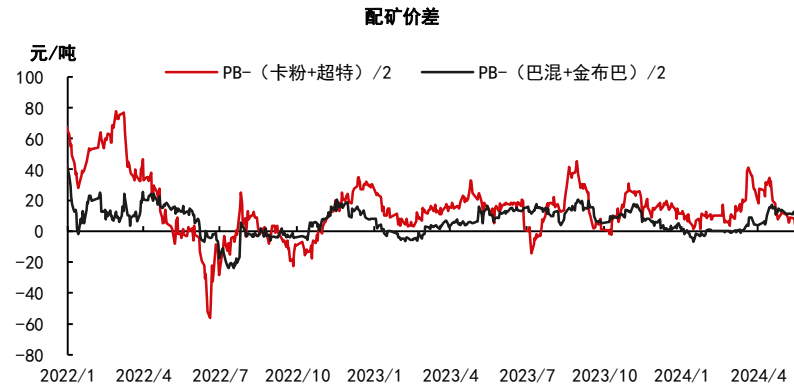
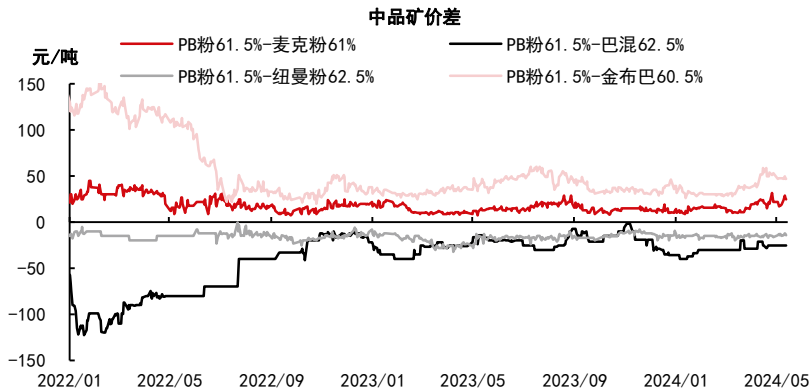
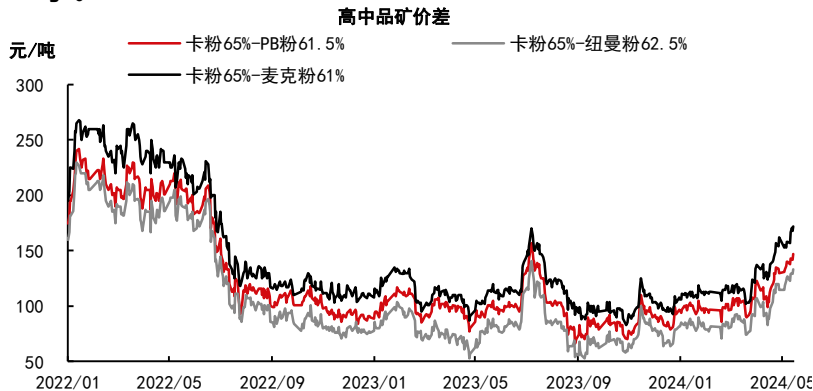
首先关注整体粉矿需求

■ 如前文所述，只有粉矿可以交割，因此首先关注总的粉矿需求，特别是粗粉需求。粗粉不能直接进入高炉冶炼，必须经过烧结成为烧结矿，才可以入炉。球团矿和块矿是另外两大主要入炉品种。当球团和块矿溢价下降至低位时，性价比提升，则钢厂有动力增加球团和块矿用量，降低粗粉的用量。

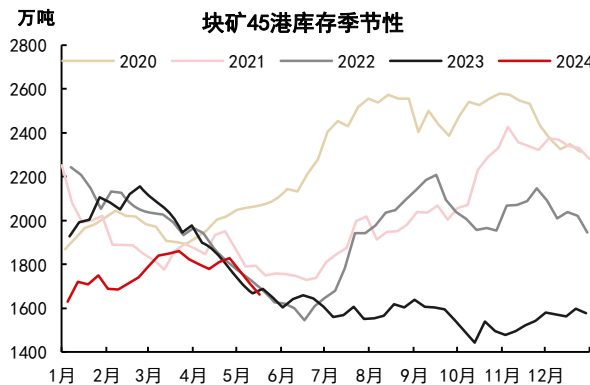
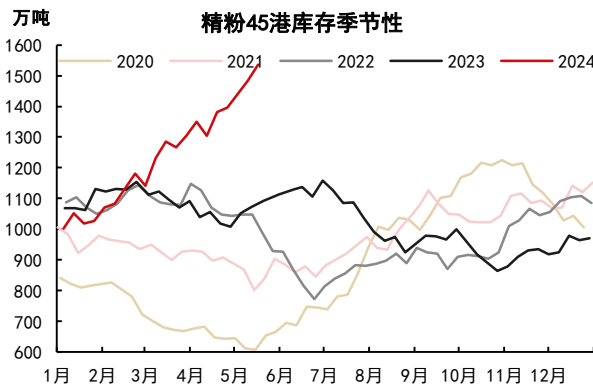
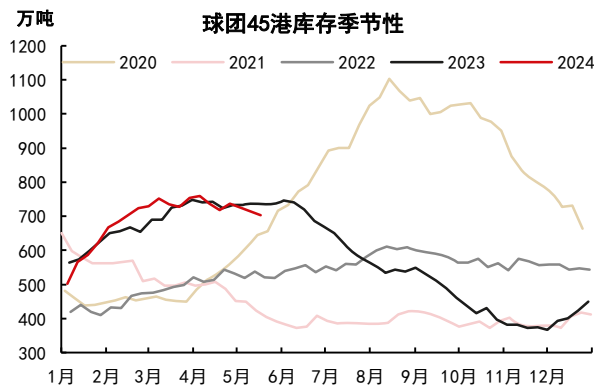
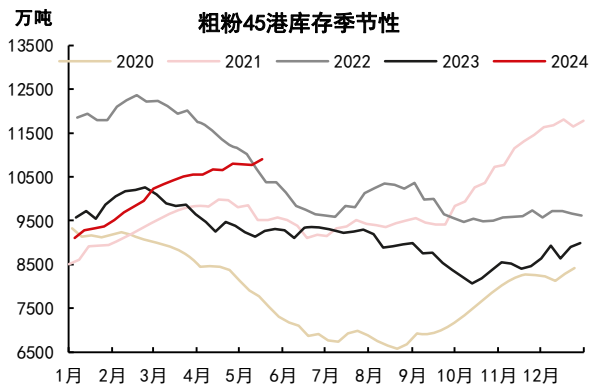
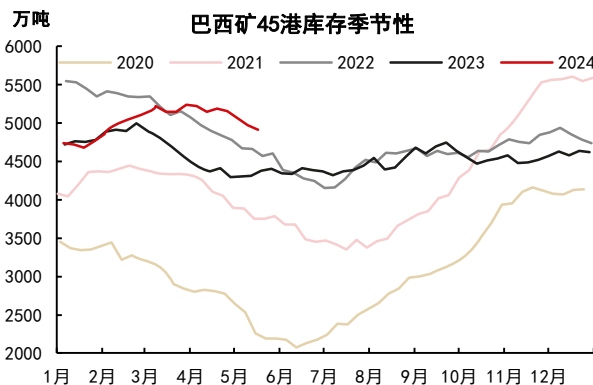
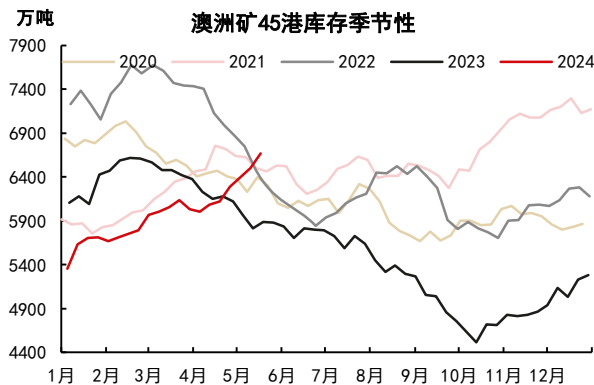


粉矿内部，关注不同品种的价格比变化

- 在粉矿内部，需要关注不同品种的价格比变化。可以通过各种品种之间价差的变化加以跟踪。
- 不过，由于不同的矿种之间，不仅有绝对价格的差异，还会影响产量和焦炭用量。将这两个因素考虑进来之后，可以测算出不同品种的综合成本，越低的品种则性价比越高，容易在未来获得钢厂青睐，从而增加需求。



通过细分品种库存走势跟踪结构性矛盾



目录

一、钢材研究分析框架

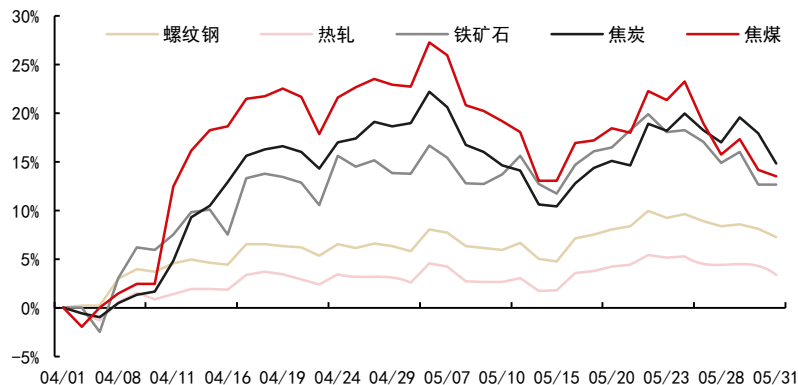
二、铁矿石研究分析框架

三、近期黑色金属市场逻辑分析

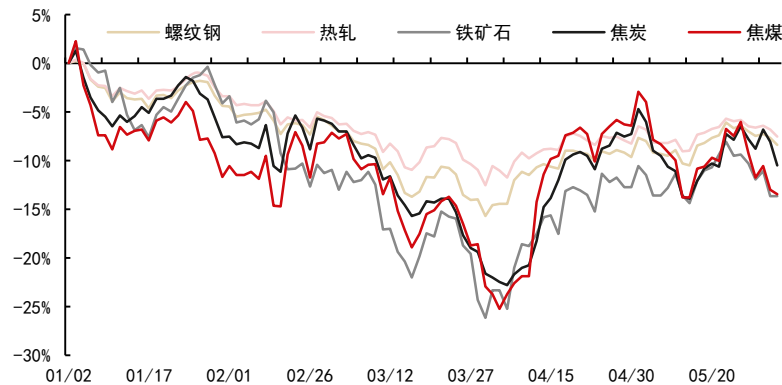
需求不佳主导黑色金属跌价

- 4月以来，黑色板块累计上涨3-15%，钢材相对偏弱，涨幅3-7%，炉料端涨幅13-15%；
- 今年以来，黑色板块累计下跌8-13%，钢材相对偏强，跌幅在8%，焦炭下跌10%，焦煤、矿石下跌13-14%。

2024年4月黑色金属累计涨跌幅

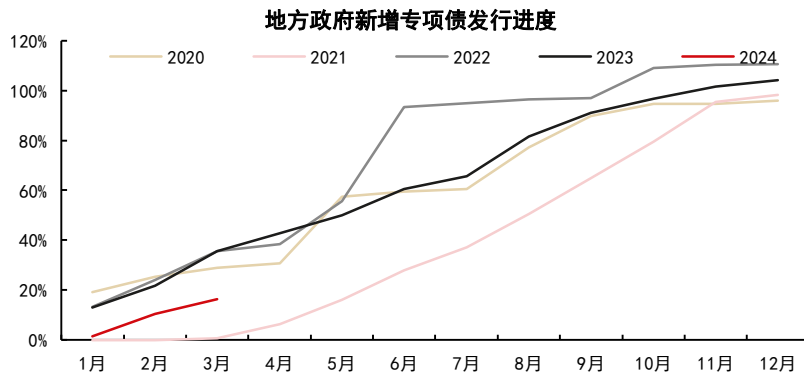
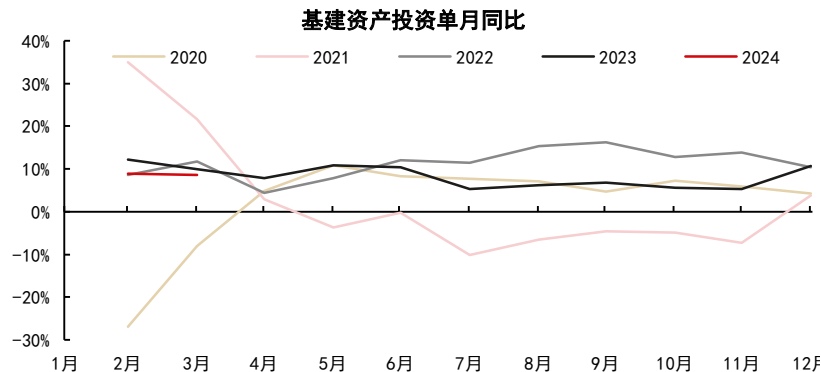
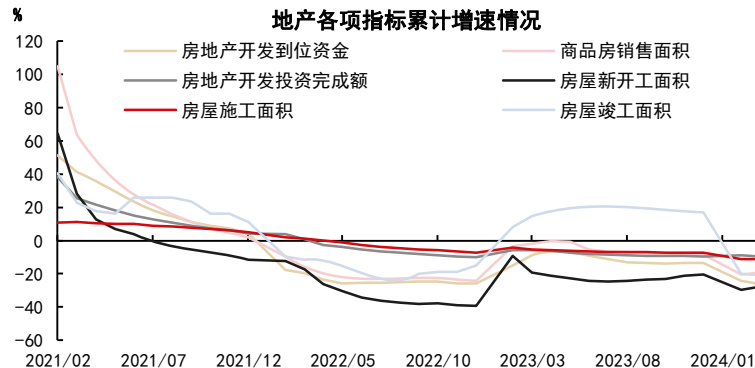


2024年黑色金属累计涨跌幅



一季度地产进一步下行，基建表现及预期

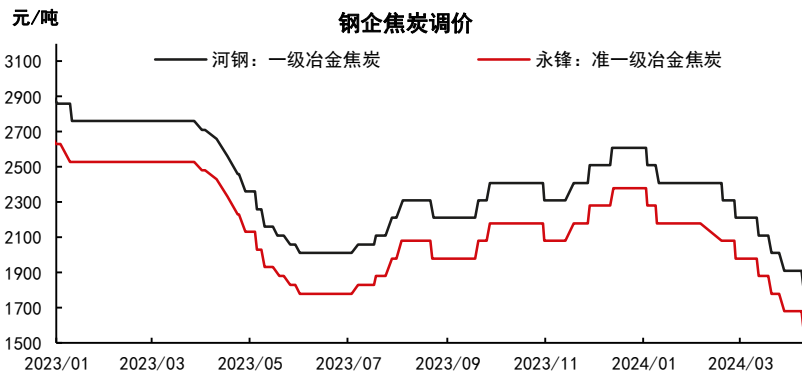
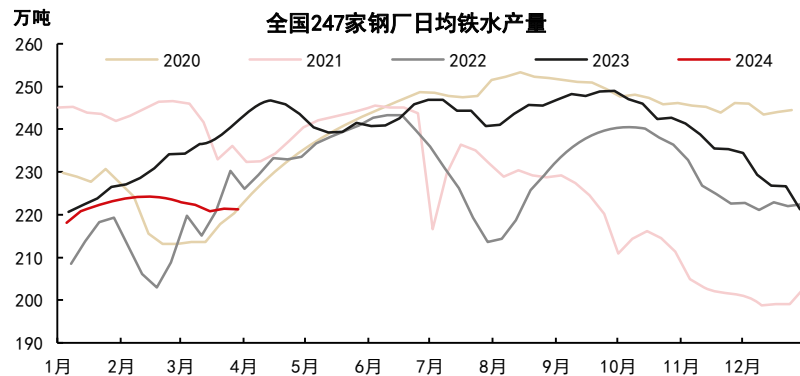
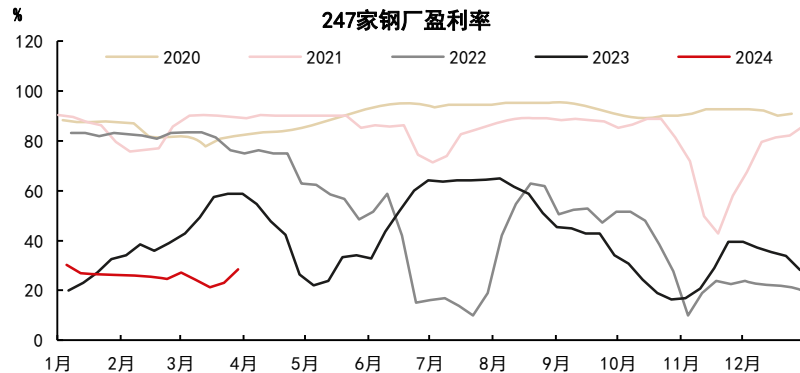
- 一季度地产投资、到位资金、新开工、施工增速分别为-9.5%、-26%、-27.8%、-11.1%，负增长基础上，再下一个台阶；
- 单月基建投资增速9%、8.6%，增速下滑的同时，与2022-2023年同期差距逐渐拉开；
- 一季度专项债发行进度明显弱于2022-2023年。



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

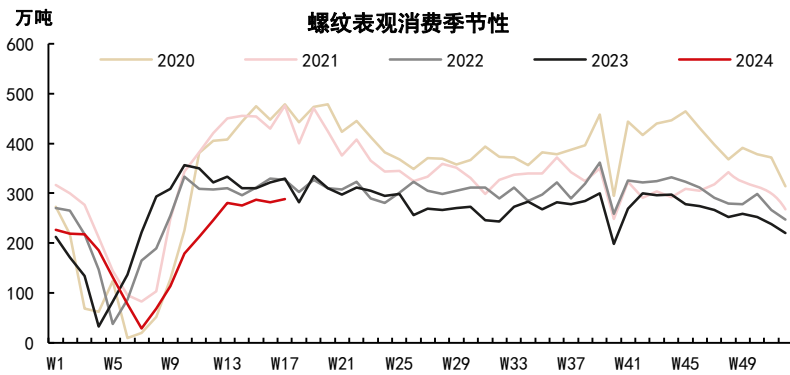
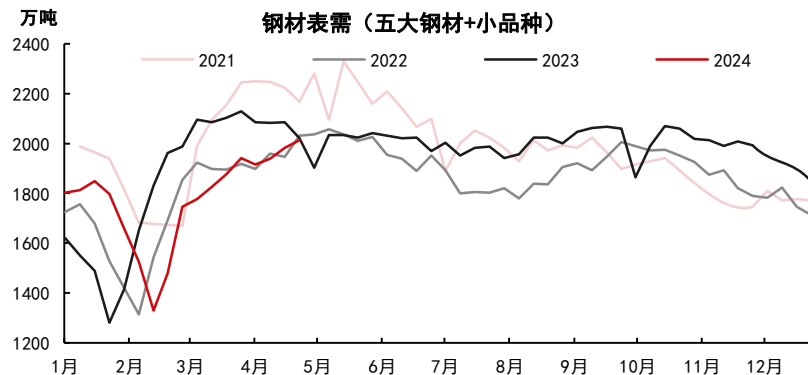
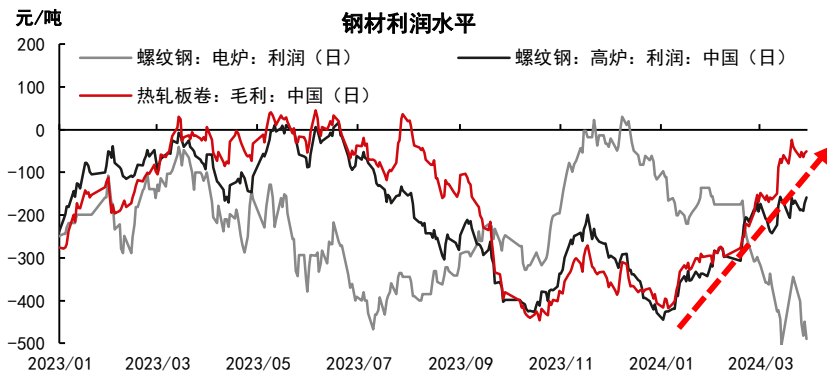
钢企向原料端转移压力

- 钢厂压力体现在利润水平的持续不佳，盈利率处于近年同期最低水平；
- 转移压力举措1：压低原料价格；
- 转移压力举措2：超预期减产检修。



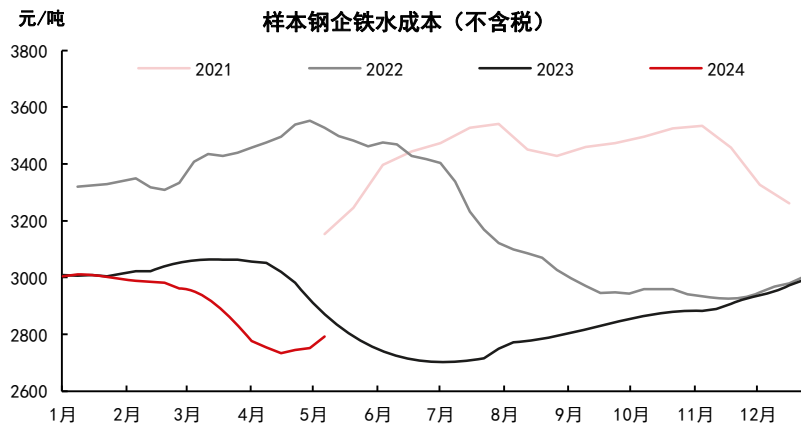
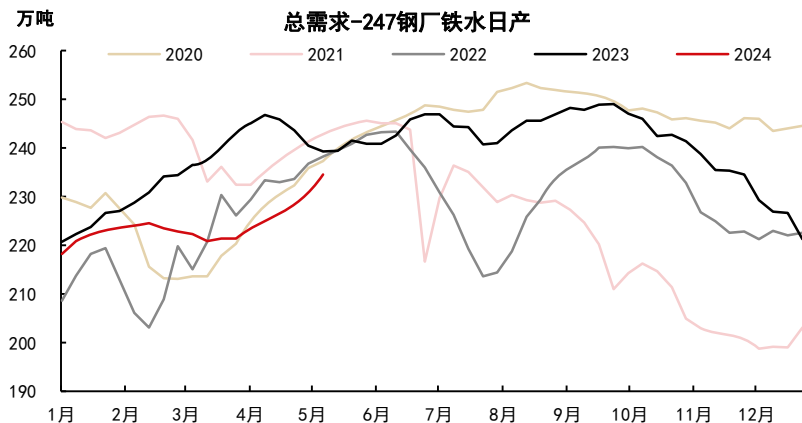
利润与需求的双重改善构成4月以来反弹的核心前提

- 钢企转移压力的结果：炼钢利润的改善；
- 钢材需求继续边际改善，与同期的差异逐渐缩小。



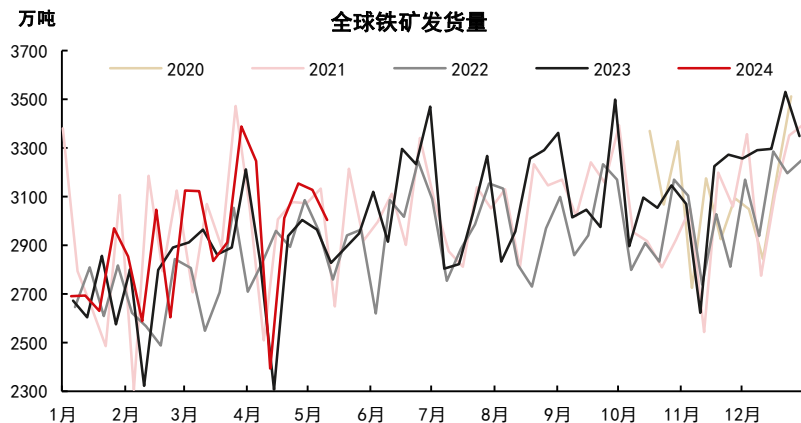
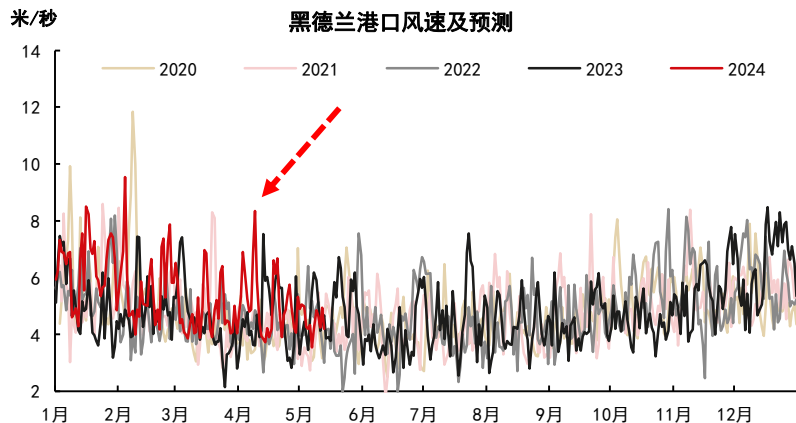
钢企复产带动正反馈逻辑

- 铁水产出已经恢复至237万吨/天水平；
- 复产提振原料价格，原料涨价成本端支撑钢价。



矿石供给端扰动

- 4月上旬西澳海域再次遭遇飓风扰动；
- 全球矿石发运水平创年内新低。



4月下半月以来政策齐发力

政策端共同指向债券发行力度，改善一季度到位资金不足预期；

上半月矿价累计反弹10%，下半月在此基础上进一步反弹高度仅有3.4%；

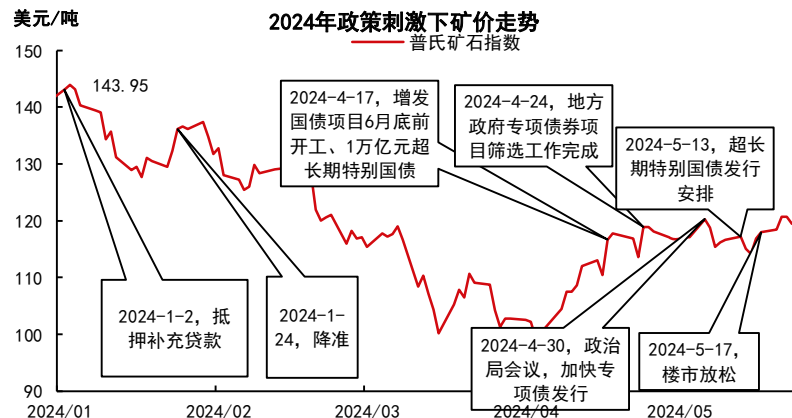
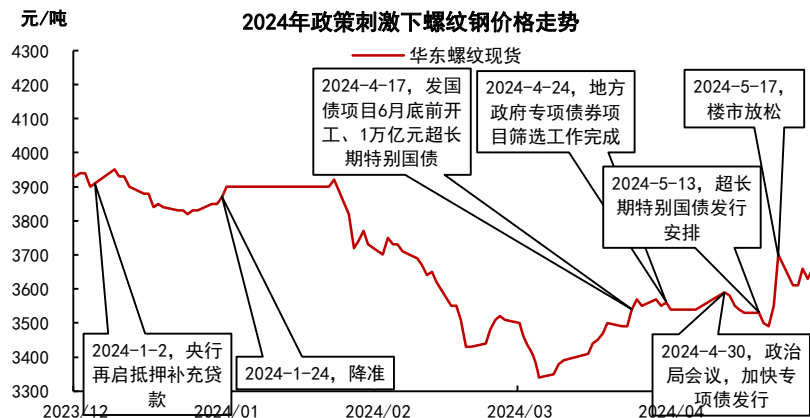
4月17日，“增发国债项目6月底前开工”、“1万亿元超长特别国债”两则消息的公布，当日矿石价格反弹5.3%；

4月24日，关于“地方政府专项债券项目筛选工作完成”的消息再度刺激矿价单日反弹4.6%。

5月6日，因4月30日强调“加快专项债发行”而触发了节后首日的大涨。

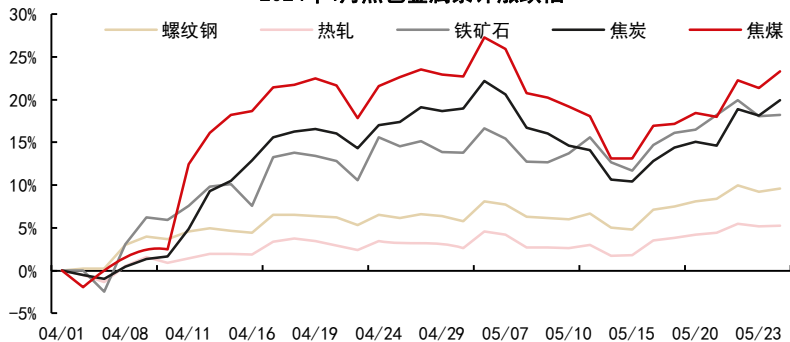
5月13日，“超长期特别国债发行安排”同样导致日内矿石价格自底部反弹接近4%；

5月17日，“降首付”、“降房贷利率”、“商品房收储”等楼市放松政策。



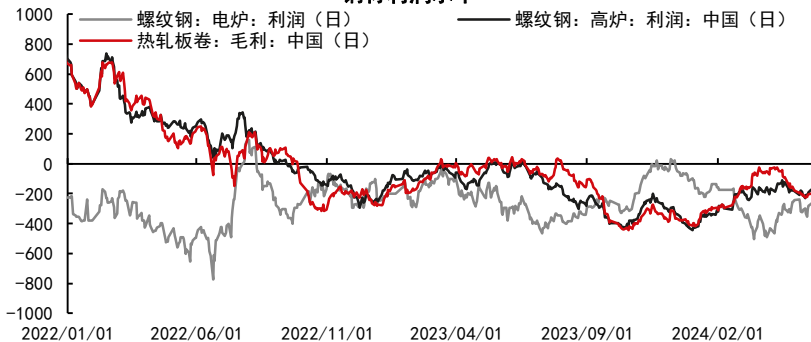
钢企利润：再度压缩

2024年4月黑色金属累计涨跌幅

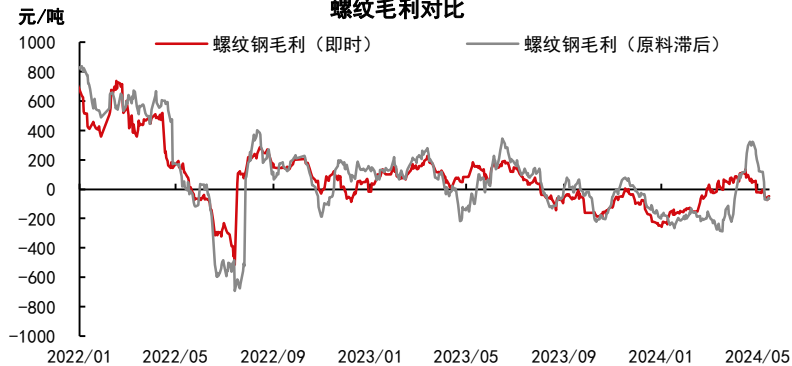


元/吨

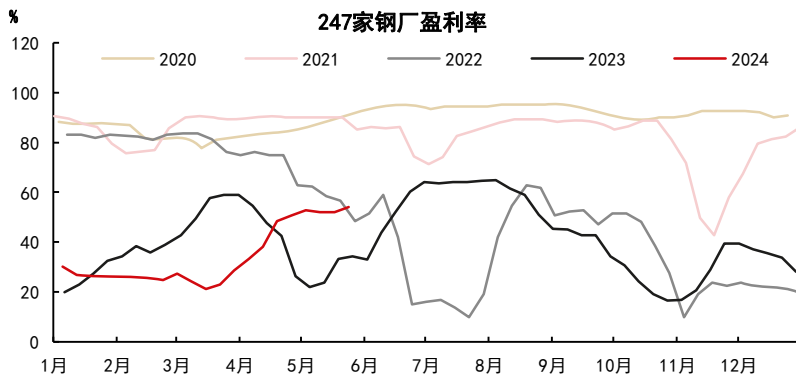
钢材利润水平



螺纹钢毛利对比



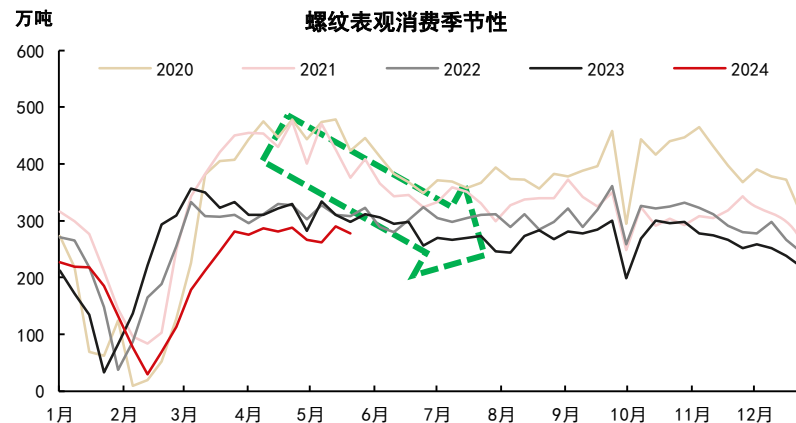
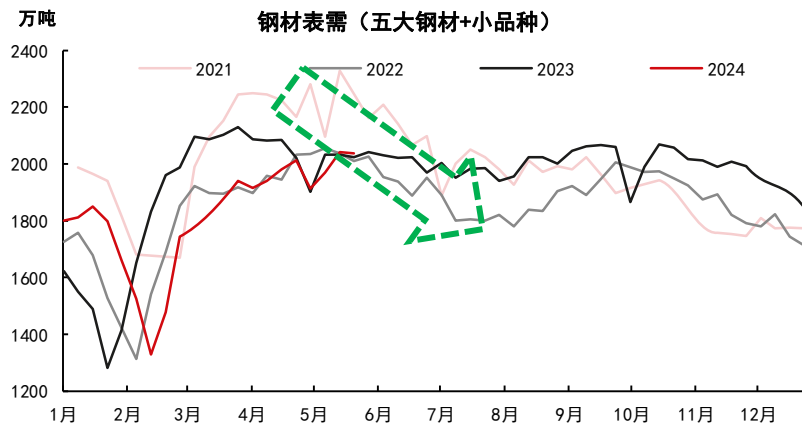
247家钢厂盈利率



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

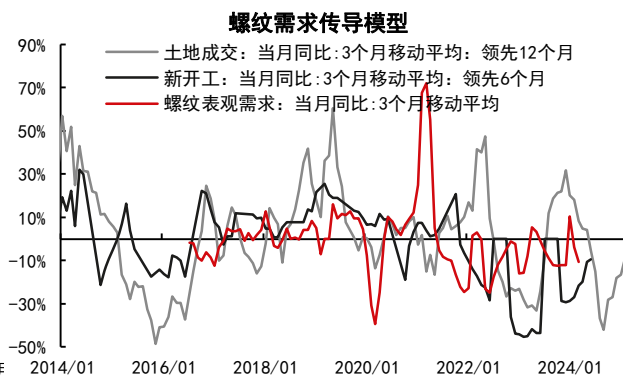
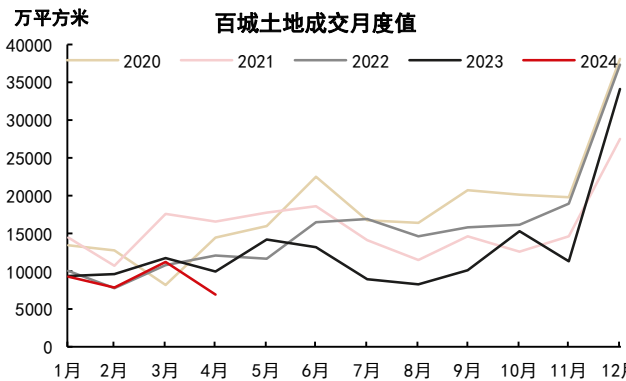
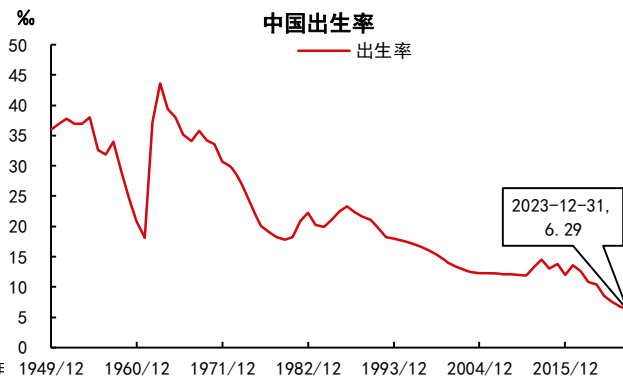
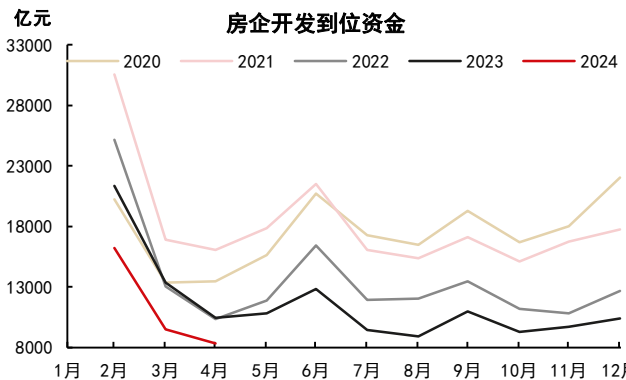
需求季节性：淡季降至

- 进入5月份后，传统淡季特征明显。



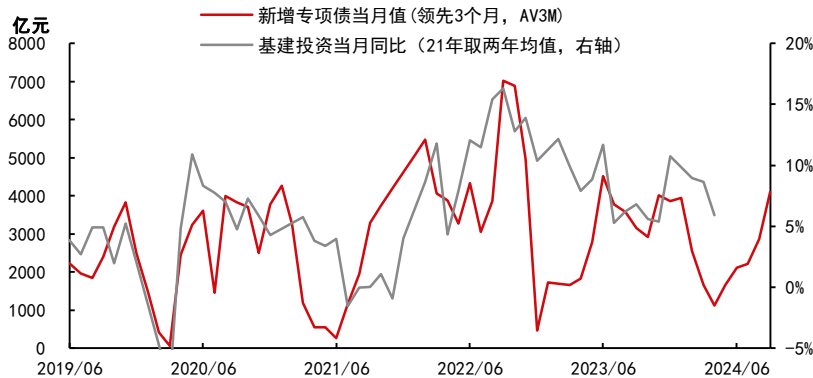
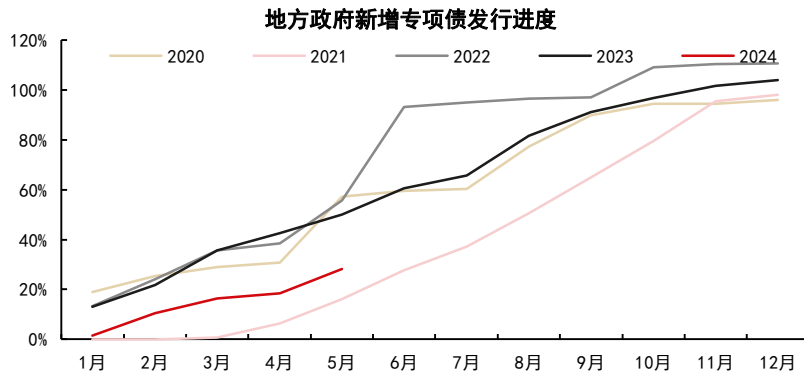
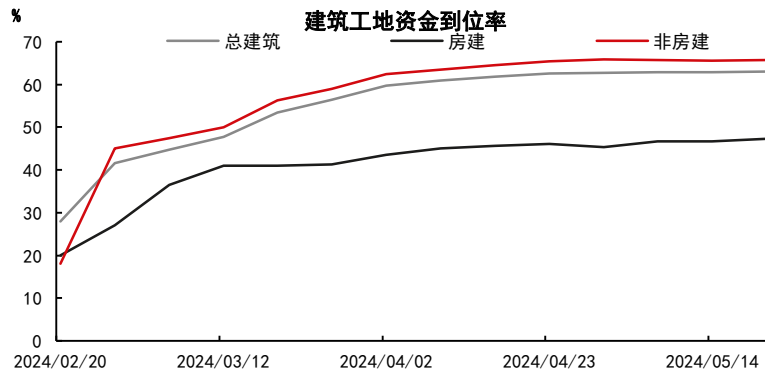
地产：中期难言向好

- **资金**：2023年房企到位资金增速水平 -13.6%，2024年前4个月增速 -24.9%；
- **消费增量**：人口红利加速流失，2020年出生率跌破10‰，2023年出生率加速下行至6.29‰；
- **拿地**：2023年拿地增速下降17.2%，2024年1-4月份拿地再降13.2%；
- **建材需求**：2024年中期建材需求保持负增长，建材价格承压；
- **政策影响**：指向后端销售、竣工，对于前端开工、施工等用钢强度偏高的环节，暂时影响有限。



基建：当下资金仍是关键问题

- 专项债发行则显著偏慢，一方面是为了给国债腾出空间，另一方面部分省份存在下调发行计划现象，体现出化债背景下地方政府扩基建规模意愿偏弱，难现往年高光；
- 从发行到拉动实际的需求，根据领先关系来看，**大致需要3个月左右的时间**，因此理论上，对应黑色金属终端需求的改善大概率要到三季度。



基建：政策主导预期偏强

- 4月17日，2024年先发行1万亿元超长期特别国债。
- 4月17日，推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。
- 4月23日，完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右。
- 4月30日，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度。

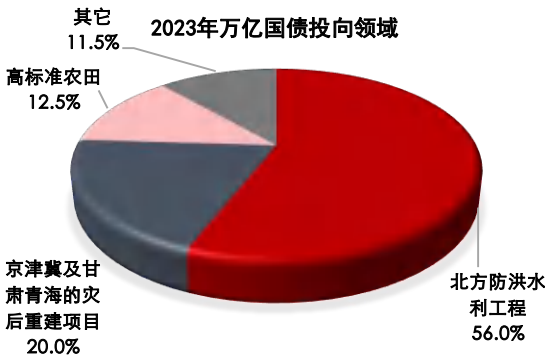
一二季度政府债券发行实际与计划对比

地区	4月计划发行	5月计划发行	6月计划发行	二季度计划发行	一季度实际发行	环比
广东	-	1,195.00	1,168.00	2,363.00	1,511.34	871.76
陕西	264.49	214.00	315.00	793.49	135.09	658.40
天津	362.20	649.77	87.20	1,099.17	455.55	643.62
四川	535.00	997.00	-	1,532.00	906.15	625.85
湖南	258.00	330.00	390.00	978.00	364.01	613.99
湖北	145.00	450.00	460.00	1,075.00	551.99	523.01
安徽	100.00	485.00	548.34	1,133.34	674.83	458.51
北京	257.79	-	564.21	822.00	427.49	394.51
山西	188.36	148.77	137.90	475.03	130.03	345.00
新疆	157.64	175.13	61.17	393.94	112.96	280.98
江西	238.69	300.20	368.16	907.05	627.71	279.34
甘肃	165.50	98.00	84.00	347.50	71.00	276.50
吉林	184.31	100.00	40.00	324.31	65.37	258.94
海南	200.50	-	187.51	388.01	143.47	244.54
黑龙江	321.58	-	-	321.58	83.45	238.13
山东	585.00	569.00	543.00	1,697.00	1,474.84	222.16
广西	-	408.70	350.00	758.70	547.23	211.47
宁夏	30.34	-	89.52	119.86	36.40	83.46
贵州	380.95	281.00	164.66	826.61	794.90	31.71
西藏	29.00	-	-	29.00	-	29.00
辽宁	140.40	58.00	199.80	398.20	383.24	14.96
内蒙古	25.32	370.19	-	395.51	382.18	13.33
重庆	194.00	50.85	191.30	436.15	433.55	2.60
河南	未公布	未公布	未公布	未公布	773.19	-
河北	210.00	278.00	192.00	680.00	686.56	-6.56
福建	-	117.00	382.00	499.00	537.29	-38.29
江苏	-	596.74	500.00	1,096.74	1,162.02	-65.28
青海	-	61.23	-	61.23	133.00	-71.77
云南	-	162.02	-	162.02	409.53	-247.51
浙江	-	500.00	319.08	819.08	1,201.31	-382.23
汇总	4,974.07	8,595.60	7,382.85	20,952.52	15,210.58	5,741.94

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

基建：关注资金投向

- 5月13日，政策层面再次推进债券发行工作：
- 决定5月17日首发30年超长期特别国债；
- 决定5月24日首发20年超长期特别国债；
- 决定6月14日首发50年超长期特别国债。



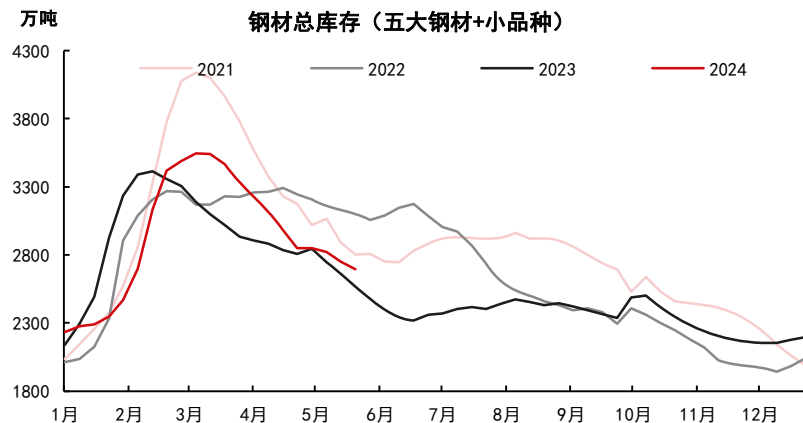
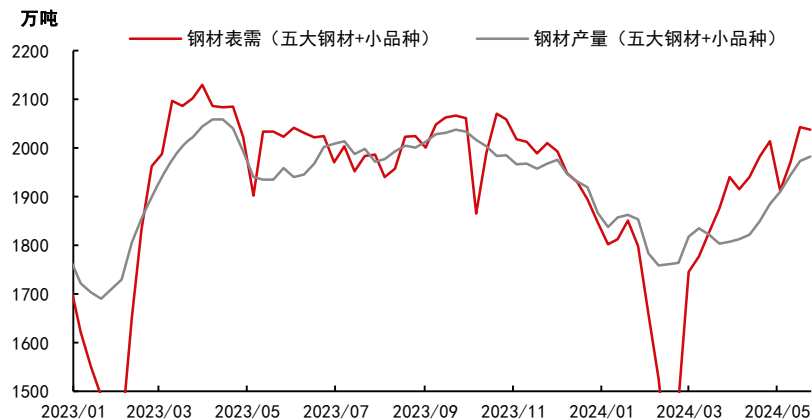
2024年超长期特别国债具体投向

一级项目分类	二级项目分类
科技自立自强	1. 应用基础研究和前沿研究，如量子技术、生物技术等科学研究项目。
加大创新、创业投资力度	2. 计划建立国家创立投资引导基金，主要为动力充足的企业开展原始创新和源头创新提供长期资金支持，加快科技成果的产业链进程。
	3. 抢占未来产业战略制高点；筑牢数字经济根基，集成电路全链条战略突围、加强人工智能基础原创理论算法前沿技术研究，推动相关基础设施建设，加快产业应用。
	4. 国家重大战略，超前部署国际海底光缆，绿色智能数字基础设施，安全能力等建设，培育壮大数据和数字产业生态。
	5. 推进实施占频保轨行动（空间领域，卫星），建设商业航天发射场，支持建设卫星互联网星座。
	6. 核心是解决农业人口转业市民化，聚焦农业人口加快完善满足新落户人口需要的就业、医疗、教育、住房、养老等公共服务保障设施。
新型城镇化建设	7. 综合立体交通走廊/枢纽，大力发展绿色能源。
长江经济带高质量发展	8. 支持东北地区优先把黑土地变成高标准农田，尽早把东北全域黑土地建成现代化良田。
提升粮食等安全保障能力	9. 加大力度推进三江连通（黑龙江、松花江和乌苏里江）的水利设施和灌区的骨干工程，构建“边水济腹”的区域水资源配置体系和集中连片的粮食生产基地。
	10. 加快海外能源资源基地和通道建设，畅通西部陆海新通道，加快建设新疆能源资源运输通道。
推动人口高质量发展	11. 实施全国生育率提升行动，加大实施长周期生育支持政策，加快辅助生殖等技术研发应用，加大生育津贴支持力度，发展普惠性托育公共设施。
	12. 支持高等教育提质升级，完善人才发展体制机制，支持高校特别是双一流高校建立健全高层次人才自主培养体系。
国防安全	13. 加快重点地区和城市平战结合建设加强地下综合管廊，对存在隐患的地下管线进行维修、更换和升级改造，推进全国宽带、无线集群通信建设，加强重点目标防护。
	14. 增强中印边境管控和安全风险应对能力。
	15. 加强国家战略腹地 and 备份基地战略建设战略，支持在东北和中西部地区布局建设集成电路、工业母机、国防工业、能源原材料等重点领域备份基地，充实国家战略物资储备（金属、煤炭、油气等）。
美丽中国建设	16. 提升减缓和适应气候变化的基础能力，加快能源、工业、交通、建设、农业等领域绿色低碳重大关键技术攻关和产业应用，将加快建立国家温室气体排放因子数据库，健全低碳产业发展，碳核算核算相关标准体系，重点行业和重点领域的节能降碳改造。
	17. 持之以恒推进“三北工程”建设，全力打好黄河“几”字湾攻坚战，科尔心和浑善达克沙地歼灭战，河西走廊、塔克拉玛干沙漠边缘阻击战。

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

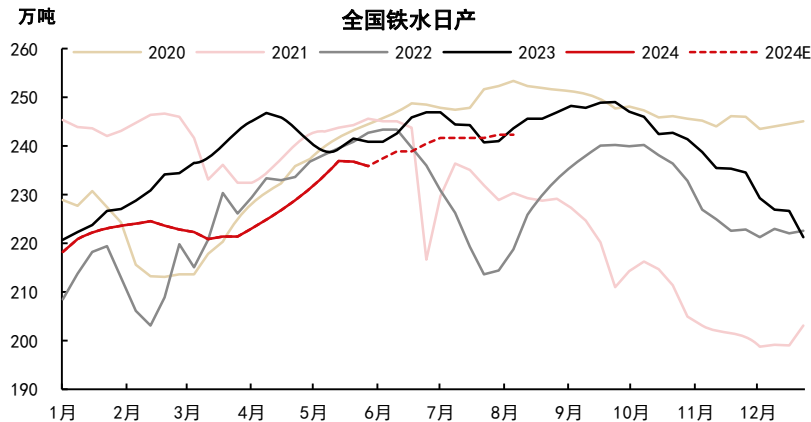
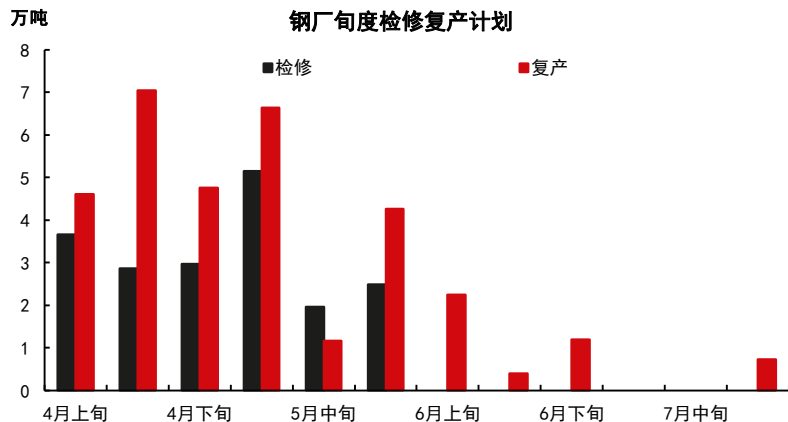
钢材供需平衡

- 供给快速回升匹配需求水平;
- 库存处于正常水平。



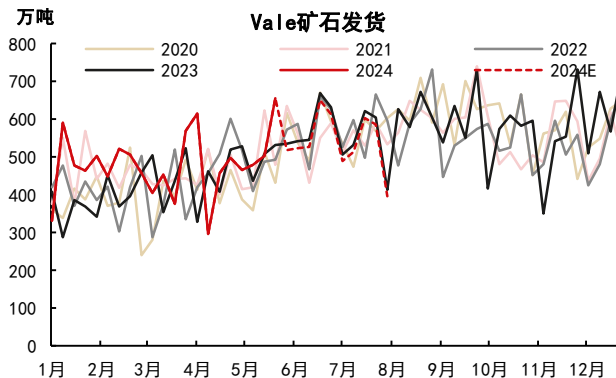
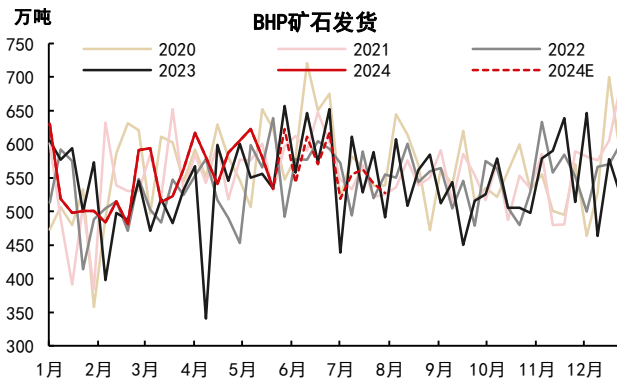
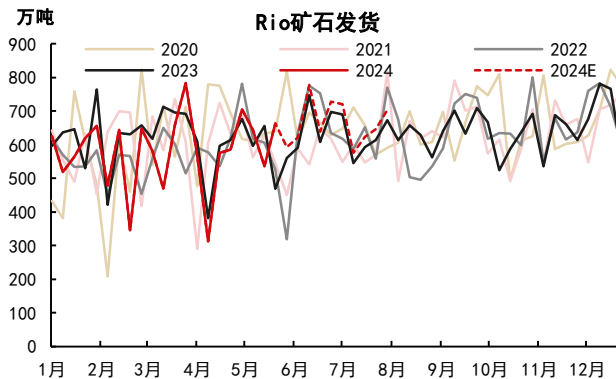
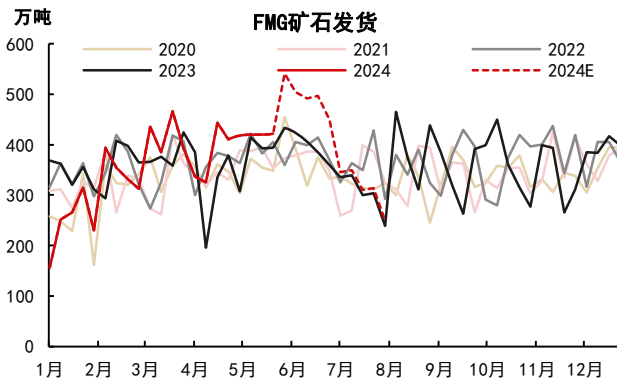
钢企复产力度减弱，减产驱动不强

- 预计6月下旬铁水产出恢复至240万吨/天水平后，进一步增产空间有限；
- 3-4月份关于“单位GDP能耗下降”、“粗钢产量调控”等政策消息先后传出，若相关政策落地将直接形成钢企减产、炉料需求回升势头扭转的预期。



四大矿山贡献发运增量

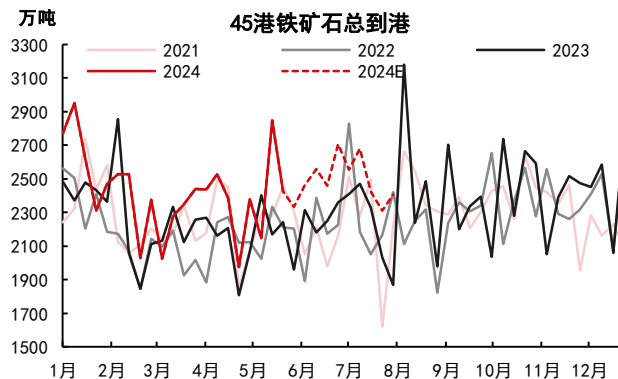
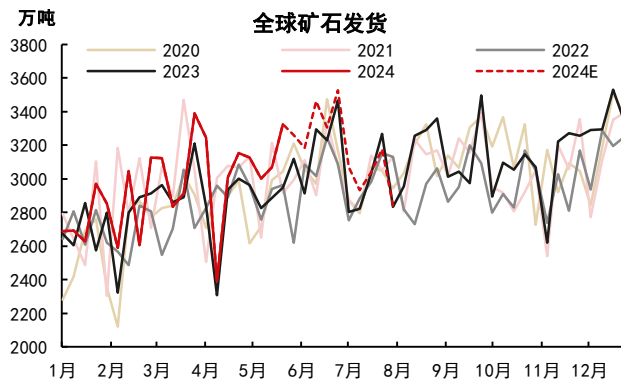
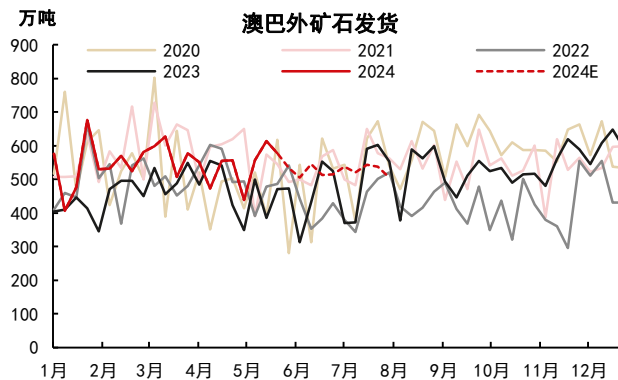
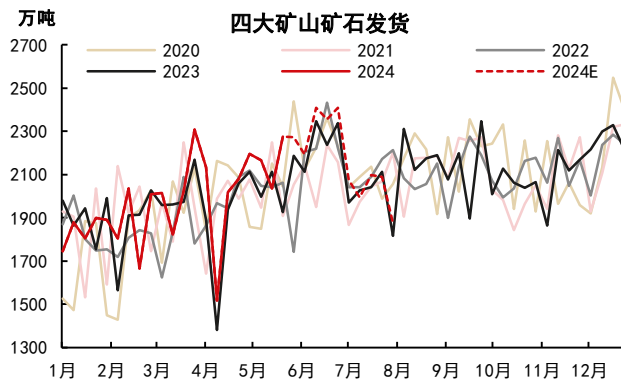
- 鉴于3月份FMG已经通过实际增加发运的行动来弥补前期减量，因此以目标下限测算，未来2个月周均发运增速水平需要保持在13%以上。
- 二季度开始力拓将通过增加发运来达成目标，由此测算未来2个月力拓矿石周均发运增速水平需要保持在5%以上。
- 必和必拓5-6月份完成财年目标的发运压力并不大。
- 淡水河谷年内已实现947万吨的累计增量，且计划于2024年下半年投产的北方系统240 Mtpy 项目，预计释放产能1000万吨，预计超额完成年度目标。



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

矿石供给保持回升

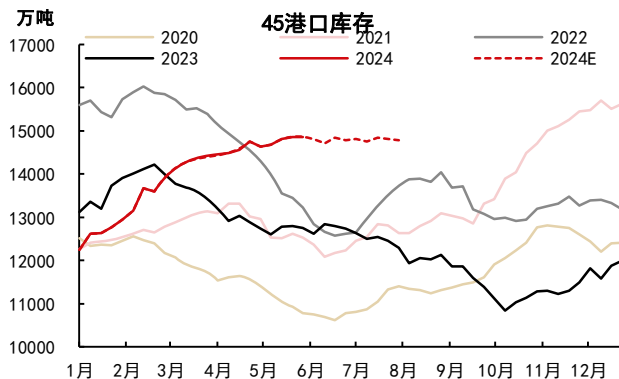
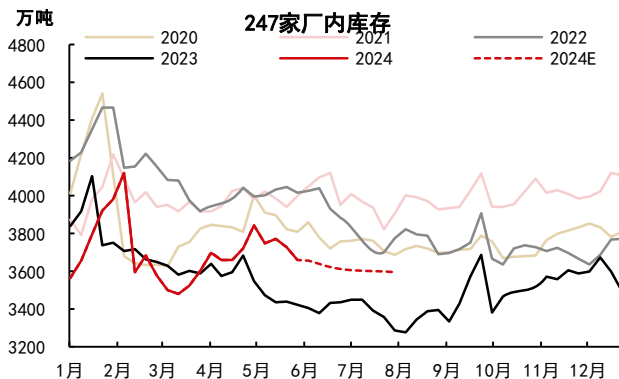
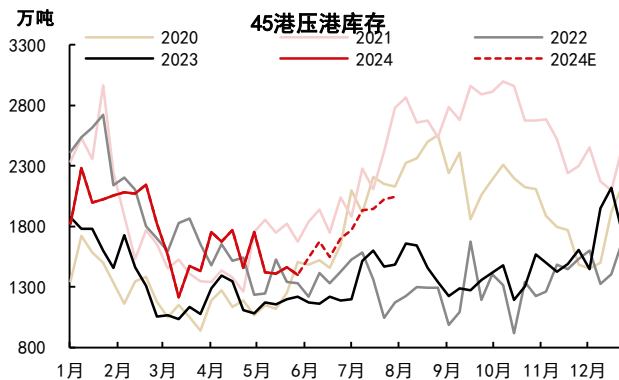
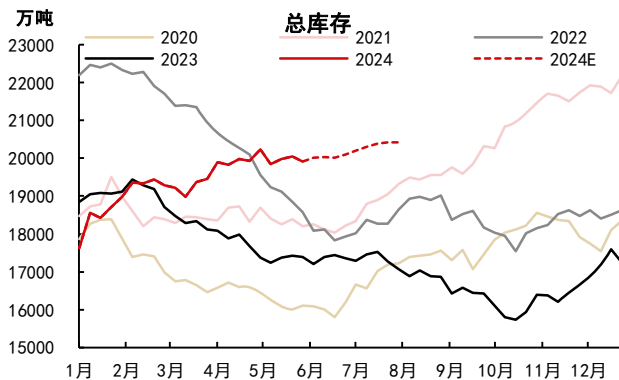
- 四大矿山未来2个月发运量将呈现先扬后抑的态势，周均发运的同比增速将达到2-3%水平。
- 非主流矿山未来2个月份发运平稳。
- 预计未来2个月度全球矿石发运将先扬后抑为主，周均发运的同比增速维持在3%左右水平。
- 未来2个月国内周均到港的同比增速维持在13%水平。



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

国内进口矿库存压力依旧凸显

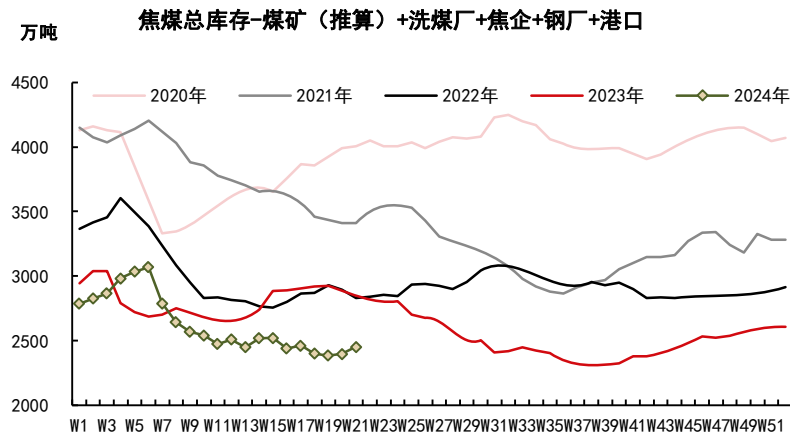
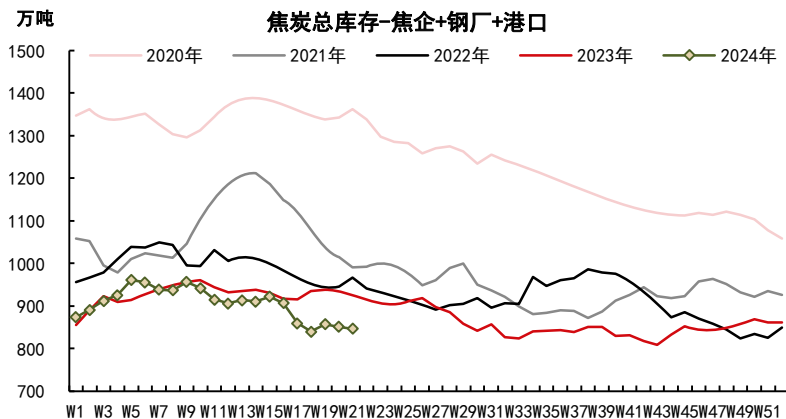
- 未来2个月总库存整体维持在2.0亿吨以上水平，同比增速维持在15-17%水平。
- 压港资源预计跟随到港水平的增加而增加。
- 利润压缩、淡季预期背景下，钢企维持低库存管理。
- 未来2个月港口库存同样维持当前高位水平。



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

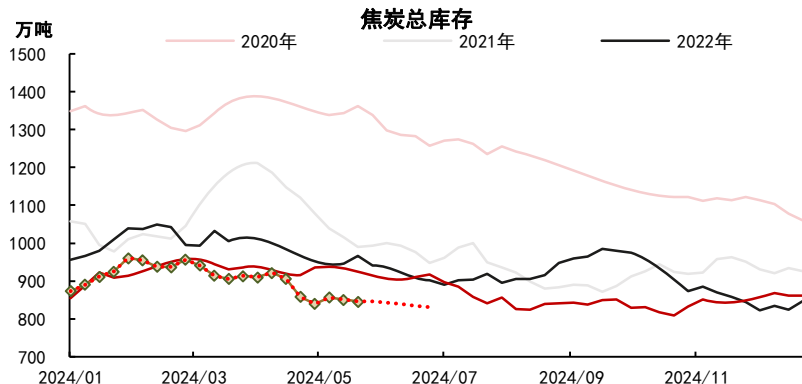
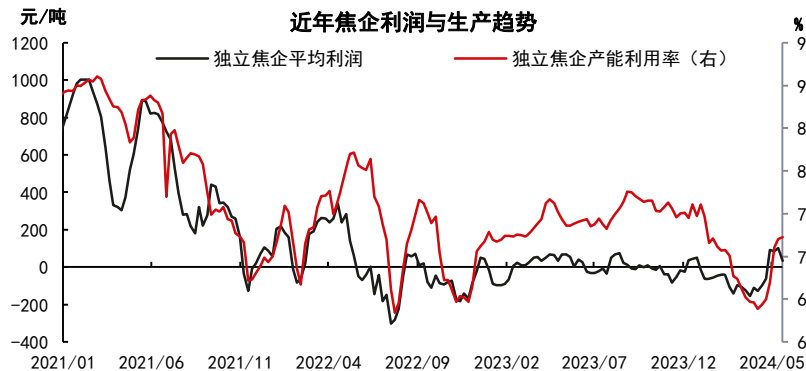
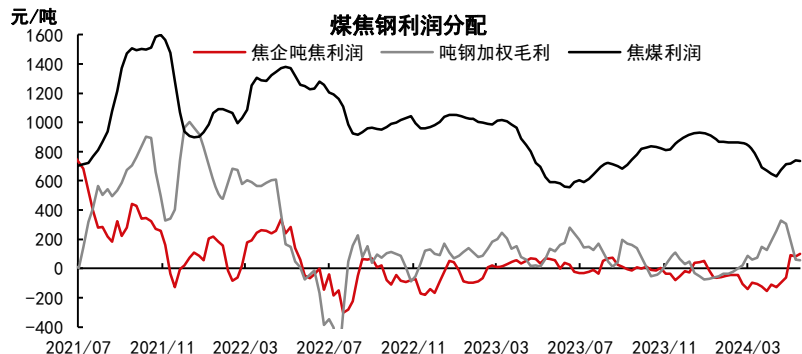
煤焦库存皆低位

- 低库存背景下，使得煤焦在板块反弹过程中更具备反弹动力和优势。



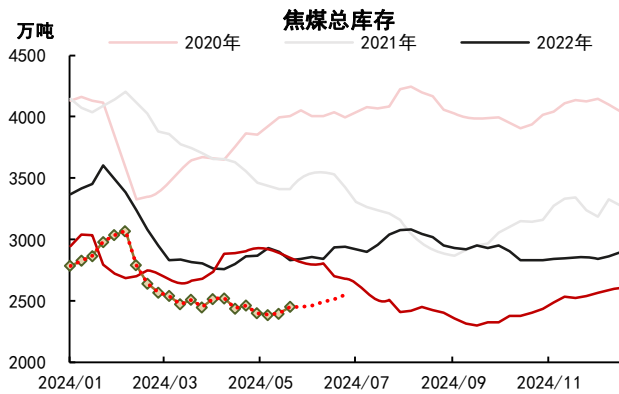
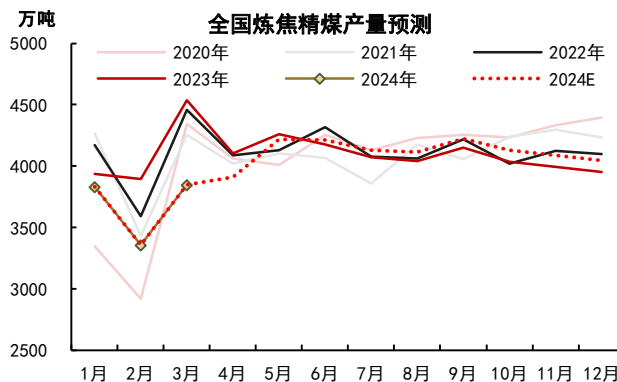
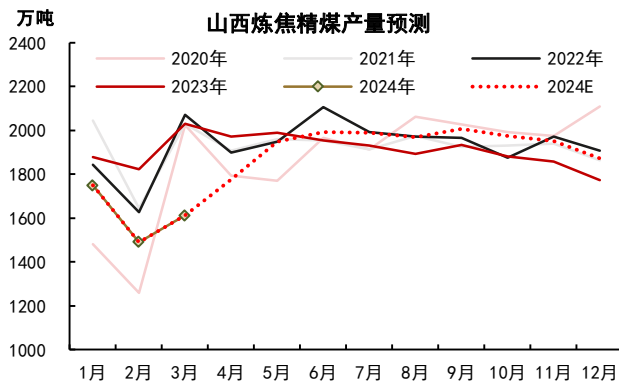
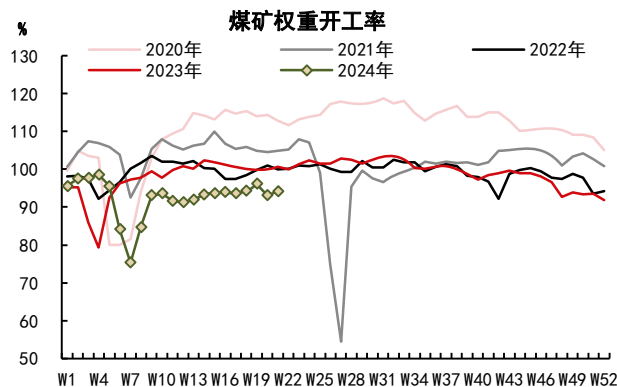
钢企利润回落，同样限制焦企利润扩张，焦炭供给增加亦有限

- 淡季钢企利润重回紧平衡，同样限制焦炭利润的进一步恢复与扩张，进而抑制焦企进一步增产的幅度。
- 后期焦炭总库存难有累库压力，库存保持同期低位。



供给端限制放开，焦煤库存有望低位回升

- 2024年3月31日山西下发《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，要求在确保安全生产前提下，2024年全省煤炭产量稳定在13亿吨左右。
- 同时近期市场传闻，（1）山西煤矿可月度按核定产能110%生产，并要求加快发放被暂扣的部分煤矿生产许可证；（2）山西吕梁地区将逐步放开煤矿夜班生产。
- 预计2024年山西炼焦精煤产量为2.23亿吨，同比减量近600万吨，同比-3%；全国炼焦精煤产量为4.81亿吨，同比减量约1000万吨，同比-2%。



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

观点总结

■ 需求不足的矛盾尚未解决：

- 钢企利润重回紧平衡状态；
- 淡季背景下，钢材需求止步向好。

■ 钢材自身基本面尚可：

- 钢企进一步复产力度减弱；
- 对于原料需求仍有支撑，但支撑力度随着复产力度的减弱而减弱；
- 关注钢产供给端政策的扰动。

■ 原料端供给回升，价格上行驱动较前期减弱：

- 铁矿石：供给回升，高库存压力不减，矿价上行承压；
- 煤焦：政策引导煤炭供给恢复，叠加钢企复产力度减弱，价格上行驱动减弱。

■ 风险因素：政策端释放刺激需求利好，提振黑色产业链整体需求，天气、生产事故、政策等因素再度影响原料端的供给（上行风险）；

以地产为代表的终端需求疲弱抑制钢企利润改善、进而不利于钢企复产，粗钢产量调控、降能耗等政策端施压钢企生产、

复产，原料供给释放、阶段性增加库存压力（下行风险）。

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所



重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

免责声明

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

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

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

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

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



中信期货有限公司

总部地址：

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

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层

致謝



小程序【中信期货机构服务】重磅上线

首页投研讯息合集

- 今日晨报、热点推荐等
- 金牌首席团队亮相
- 近期研报、活动集合

研报多维度展示

- 自定义我的订阅
- 顶部迅速检索和筛选
- 研报合集分类打包

路演会议入口

- 滑动日历展示
- 预约分享回放等多功能

定制投研小天地

- 一键收藏和关注
- 研报、路演关联至人



立刻扫描二维码
开启您的高质量投研之旅吧！