

盼曙光、等风来

——2024年下半年钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

盼曙光、等风来

——2024年下半年钢材投资策略展望

- 钢材主要驱动因素：上半年终端需求表现欠佳主导了黑色金属的价格下行走势，“12省化债”影响迅速体现到施工端，建材需求处于冰点，钢价开始下行。进入3月，钢厂出货困难，为缓解库存压力复产节奏放缓，铁水迟迟未见回升使得炉料需求证伪，成本坍塌进一步加速下跌，形成典型负反馈格局，市场情绪极度悲观。随着二季度债市、楼市政策的密集出台，给予了下半年成材需求改善的预期，预计三季度开始，基建领域将重点发力，资金到位将使得实物工作量开始逐步兑现。“大设备更新”以及“以旧换新”政策的落地会阶段性支撑钢材价格，预计下半年价格呈现“N”字型走势，6-7月弱势调整，8月-9月反弹修复，10月回调看待，11月-12月有望继续上涨。
- 供需角度：
 - 供给端看，目前1-5月粗钢累计同比-1.4%，出口端累计同比22.8%。预计2024年生铁产量同比小幅下降2.2%，减量2000万吨；给予废钢用量端维持正增长预期，废钢相比于去年同比增长6.3%，增量1040万吨；折合到粗钢全年产量累计下降0.9%，减量1000万吨。
 - 需求端看，预计下半年房地产寻底仍未结束，全年对于房地产用钢继续维持负增长预期。房地产依旧维持深度负增长态势，二季度房地产政策刺激不断，市场对政策利好反应钝化。下半年专项债仍有2.6万亿目标金额有待投放，预计下半年基建端用钢方面有一定向好预期。
 - 出口角度看，制造业全年高增速持续，在新质生产力以及设备更新和出口的共同推动下，制造业用钢增速全年预计保持在较高水平。出口端在成本优势以及汇率的加持下，预计全年维持高速增长。然而出口及产成品出口同将面临反倾销风险。
 - 期价核心波动区间：螺纹主力合约3400-3900元/吨，热卷主力合约3500-4000元/吨，预计下半年价格呈现“N”字型走势。

盼曙光、等风来

——2024年铁矿投资策略展望

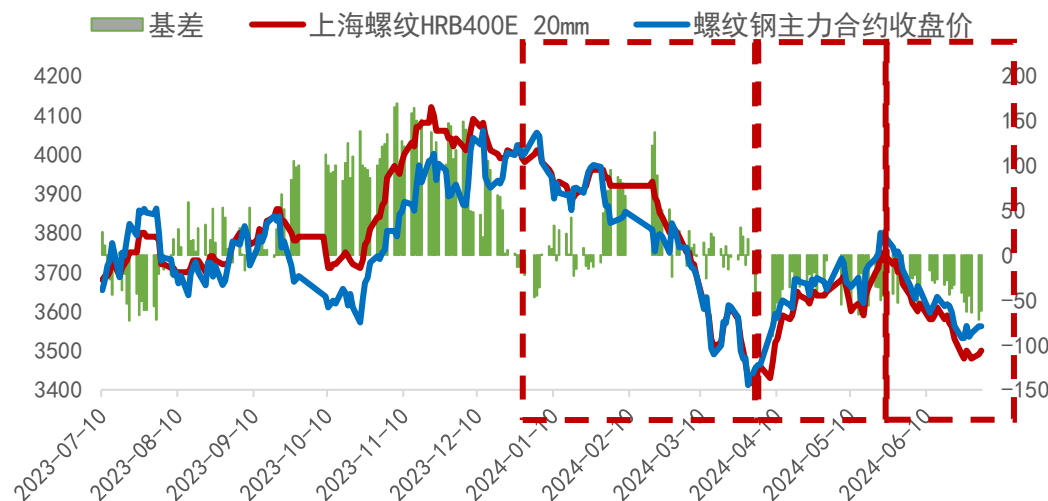
■ 铁矿主要驱动因素：今年铁矿石供给端的宽松是较为确定性的，在这种情况下，不太乐观的总体需求会压制铁矿石价格的向上空间。《降碳方案》主要在粗钢产量调控、废钢利用以及能耗控制等方面对价格产生影响。短期来看，粗钢调控政策的影响可能并不明显，主要原因在于需求弱势情况下粗钢产量已同比下降，当前压减压力不大。若后续粗钢产量持续回升，则政策调控主要体现在四季度。在120-130美金将会受到压制，往下90-100美金区间是铁矿石价格的重支撑。

■ 供需角度：

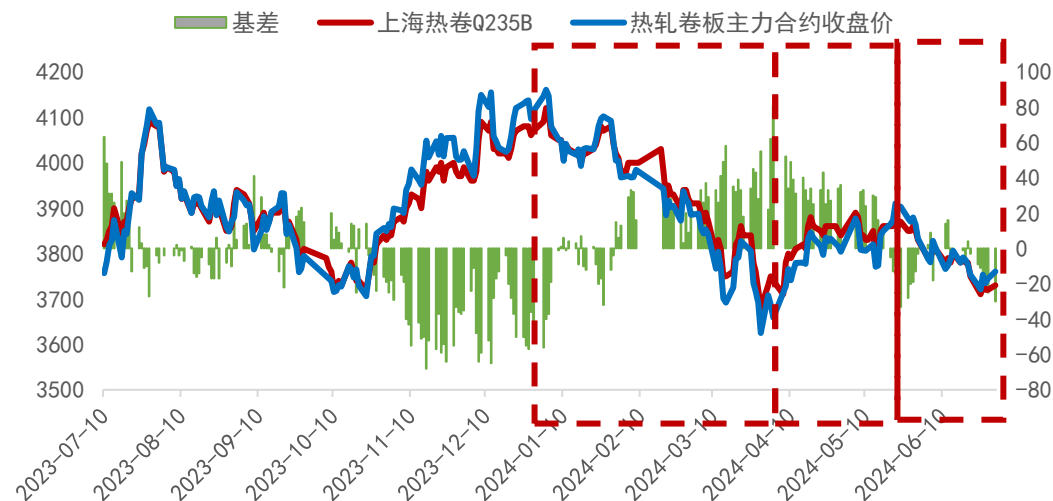
- 供给端来看，下半年四大矿山预计有 700多万吨的供给净增量，澳洲非主流矿山供给净增加超过 1000 万吨，预计整体下半年发运同比增加超过 2000 万吨，到港同比增加约 1000万吨，整体矿石供给压力不减。
- 需求端来看，钢企基于需求平稳、盈亏紧平衡和库存压力尚可的产业格局，预计钢企生产亦平稳、并保持近年同期的变化节奏。反观，政策端的扰动仍存在较大不确定性，参考 2021 年降能耗政策的影响，今年一旦政策落地则矿价下行仍是大概率事件。
- 库存角度来看，铁矿石港口库存持续处于高位，无论控产政策为平控或是减产2000万吨，均无法明显改善此时的库存水平，下半年铁矿石将继续维持高库存状态。
- 期价核心波动区间：若粗钢平控，维持在 100-120 美元/吨区间运行；若执行严格控产政策，年末有望下行至 90-100 美元/吨区间水平。

2024年上半年钢材行情走势回顾

螺纹钢期现价格相关性（元/吨）



热轧卷板期现价格相关性（元/吨）



- 1月-3月中旬：需求未兑现，开门红失败。终端需求断崖式下滑，“12 省化债”影响迅速体现到施工端，建材需求处于冰点，钢价开始下行。进入 3 月，钢厂出货困难，为缓解库存压力复产节奏放缓，铁水迟迟未见回升使得炉料需求证伪，成本坍塌进一步加速下跌，形成典型负反馈格局，市场情绪极度悲观。
- 3月中旬-6月初：海外宏观好转，资金配置体现。一季度贵金属、有色金属等大宗商品价格持续大涨，而黑色系经历了一季度大跌之后估值处于相对低位，具有性价比，走势分化带来资金配置优势。同时4月开始房地产刺激政策屡屡加码，基建有专项债发行提速预期，同时建材需求回暖使得预期现实利好得以共振，资金进场抄底形成反弹。
- 6月初-至今：淡季特征体现，宏观政策真空。政策进入真空期，今年华南地区开始的连续降雨导致终端需求迟迟不能兑现，板材持续的高产量高库存，建材需求环比连续下降导致淡季特征明显，钢价再次回落。

2024年上半年铁矿行情走势回顾

铁矿石期现价格相关性（元/吨）



- 1月-3月中旬：预期落空，资金不佳。23年12月经济工作会议刺激经济政策的预期落空，市场预期转弱，铁矿石价格在1月初开始筑顶阶段，盘面博弈节后复工复苏预期。节后预期证伪，现实数据疲弱，钢厂亏损无好转，炉料与钢材螺旋下跌。
- 3月中旬-5月底：政策存预期，超跌有修复。政策预期铺垫下，黑色板块价格来到二季度反弹以来的高位。全年需求同比维持8-9%的同比降幅概率不大，铁水存在回升预期。同时预期逐步得到现实印证，盘面反弹。
- 5月底-至今：终端需求不佳，宏观预期落空。从当下真实需求来看，政策发力对于短期的需求实质提振作用有限，叠加传统淡季如期而至，再度对黑色板块价格形成压力，铁水逐步回升、钢厂利润向好，终端需求好转，市场预期不断改善，近期铁水及终端需求走弱有所回调。

关注地产新模式——“三大工程”

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

保障性住房建设

城中村改造

“平急两用”
公共基础设施建设

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

“三大工程” 拉动现实测算

保障性住房建设

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

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

城中村改造

“平急两用” 公共基础设施建设

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

近段时间，房地产政策一再释放利好，一线及部分强二线核心城市松绑，局部市场缓压。但整体来看，房地产市场还没有筑底迹象，成交规模还在下降、房价持续走低、二手房挂牌房源增多，**风险尚未出清。**

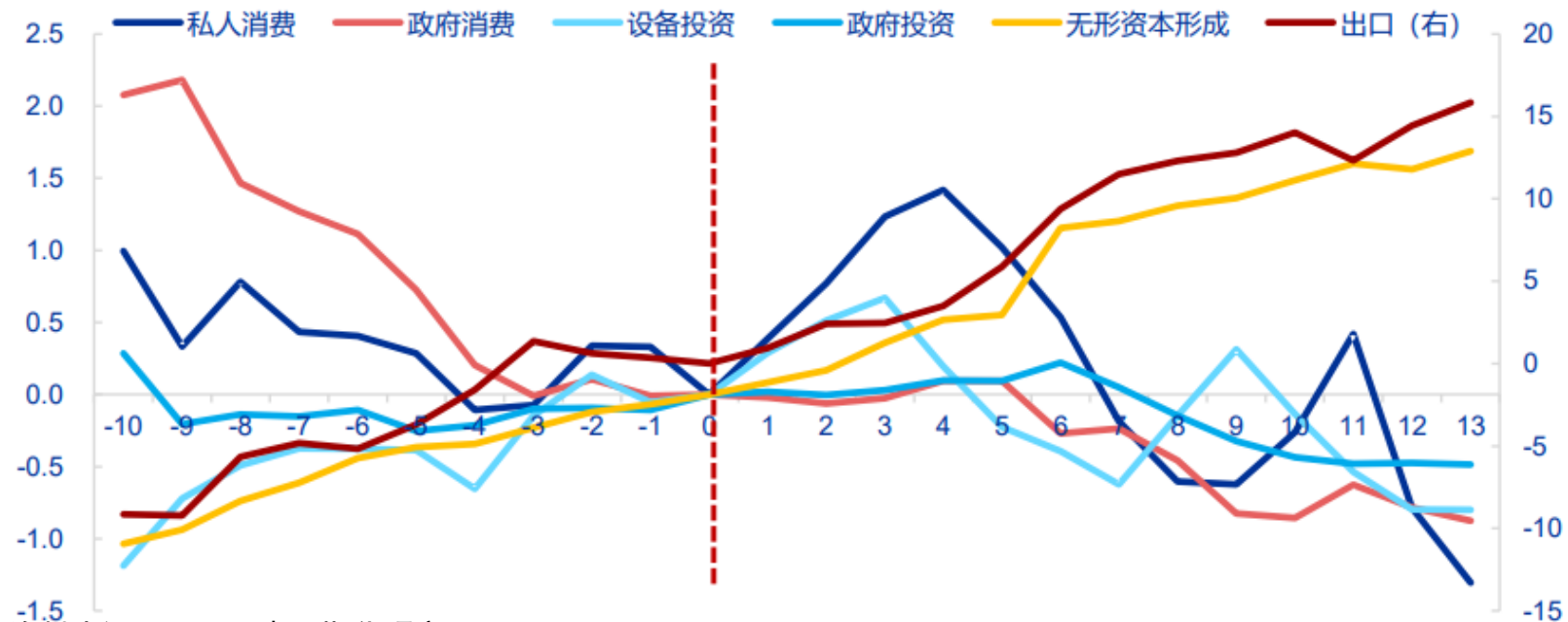
国际比较：海外经济体采取转型出口应对后地产时代

主要国家普遍在1990年后经历去地产时代。譬如德国、韩国、新加坡、美国等，日本是1988年后。

主要经济体应对后地产周期采取两大思路。1) 短期方面，通过政府投资、政府消费稳定经济，也包括促进居民消费，但从长期看上述三项占GDP比例均会下滑至低于地产周期时水平。

2) 中长期方面，均是由“非贸易部门（房地产）”向“可贸易部门（制造业）”转型来摆脱地产拖累，其一为转型出口，出口占比提升最为明显。其二为鼓励供给侧技术升级，无形资本形成占比明显上升，替代固定资产投资。

主要经济体“地产周期”前后GDP分项占比变化（横轴t=0为住宅投资占比最高年份，纵轴为占比变化幅度，%）



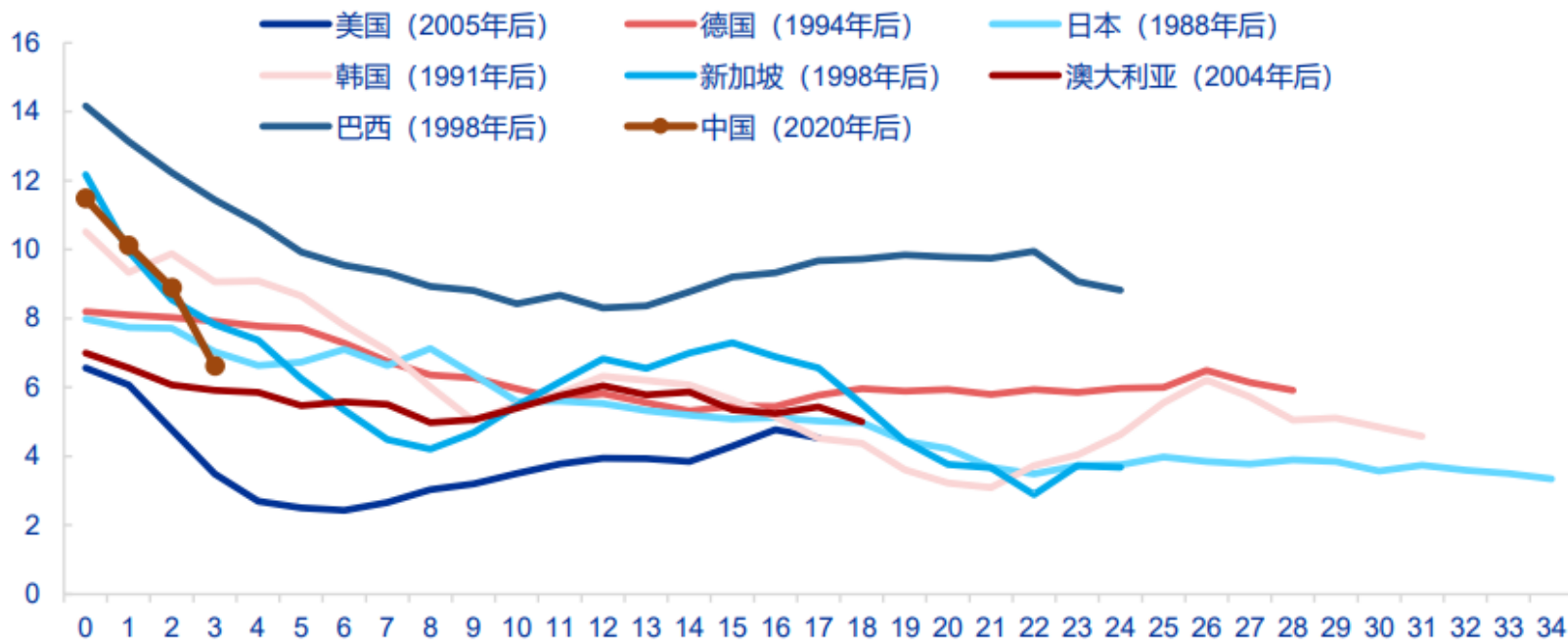
资料来源：Wind，申万期货研究所

1990s以来，主要经济体均经历“去地产”时代

主要经济体近30年均先后经历“去地产”时代，最早为日本，最近为美国。

通过住宅投资/GDP比例来衡量各国依赖地产投资驱动经济的程度（数据上房价拐点也与地产投资拐点时间基本一致），主要经济体均曾经历地产驱动经济的时代。

主要经济体后地产周期时代住宅投资走势（占GDP比例，横轴t=0为住宅投资占比最高年份，%）

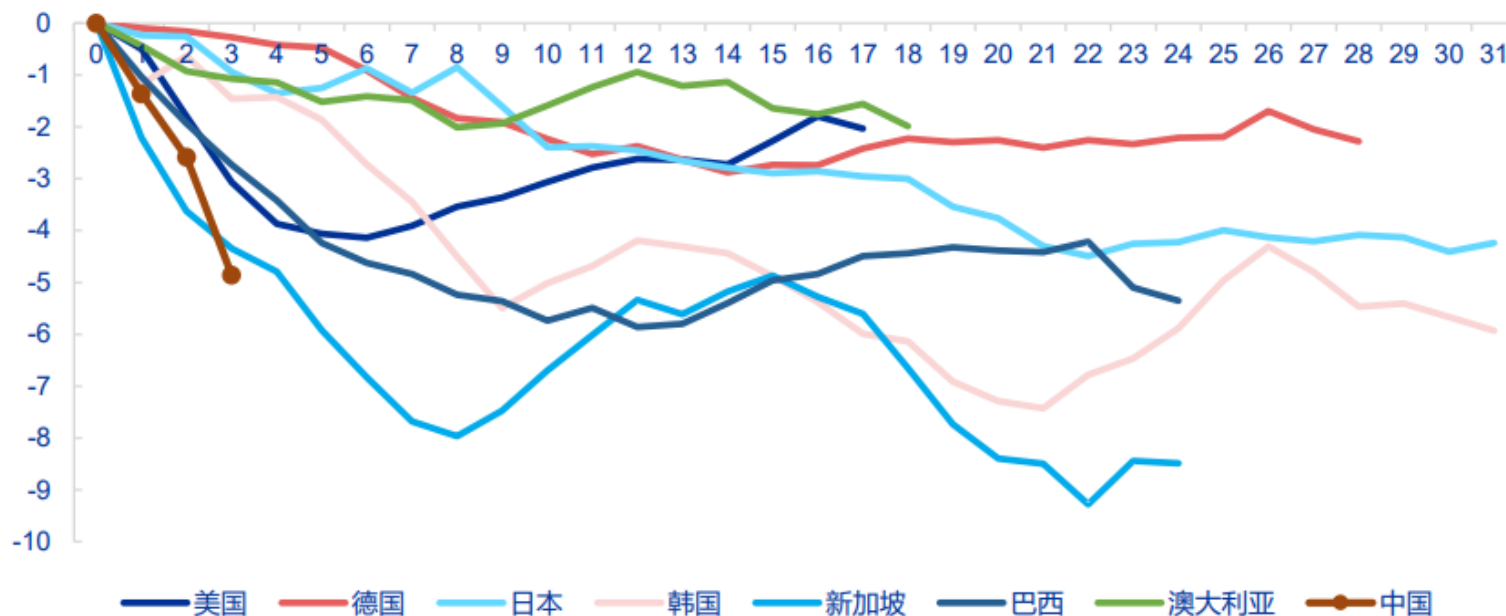


我国地产下滑最快，主因调控模式不同导致供给超调

主要经济体地产周期下行至少持续10年以上，住宅投资占GDP比例下滑幅度十年平均为3.8个百分点，而本轮中国下滑幅度已超出这一水平。

海外地产调控更注重需求侧，譬如货币政策加息、收紧，资本账户开放，外资流出导致境内居民资产负债表受影响。但我国地产调控更聚焦供给，2021年以来“三条红线”对于房企融资形成直接影响，房企比居民先承受压力，注定了供给下滑更快，而且可能在短期出现持续超调，换言之，地产投资虽下滑至海外较低水平，但短期仍将继续下行。

标准化：主要经济体后地产周期时代住宅投资占比下滑幅度（横轴t=0为住宅投资占比最高年份，%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

430后政策由供给侧转向需求侧、并不断强调去库存

- 430政治局会议：提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。
- 517四部委吹风会：推出首付比降至15%、房贷利率下限取消、5,000亿收储贷款等。
- 607国常会：强调“研究储备新的去库存、稳市场政策措施。并要求解放思想、拓宽思路”。

房地产政策底层思路由供给侧转向需求侧，并聚焦去库存（隐含稳房价）

政府收储：青岛模式（一手房）+江苏模式（二手房）

青岛模式 (收储新房)

形式：地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房

本质：政府收购企业一手房，实现企业和政府的杠杆交换，同时实现企业和政府的资产交换

江苏模式 (以旧换新)

形式：地方国资平台收购居民旧房，用作配售型或配租型保障性住房，居民收到房款后购买新房，但要求旧房总价占比新房总价多数要求在50%-80%

本质：政府收购居民二手房、引导居民购买企业一手房，实现居民和政府的杠杆的交换+激发居民加杠杆，同时实现政府、企业、居民的资产互换

- 从杠杆角度来看，目前企业和居民的杠杆相对更高，中央的杠杆相对更低，通过中央、企业和居民的杠杆互相，实现居民和企业的修复杠杆、实现风险下降并系统稳定，甚至提升加杠杆空间、激发需求；
- 从资产角度来看，企业和居民的资产交换给政府之后，政府对住宅资产也拥有了持仓，并且可能会长期持有并经营，原来政府只持有土地，所以之前只关心地价不那么关心房价，未来政府同时持有土地和住宅，所以对于地价和房价都会呵护。

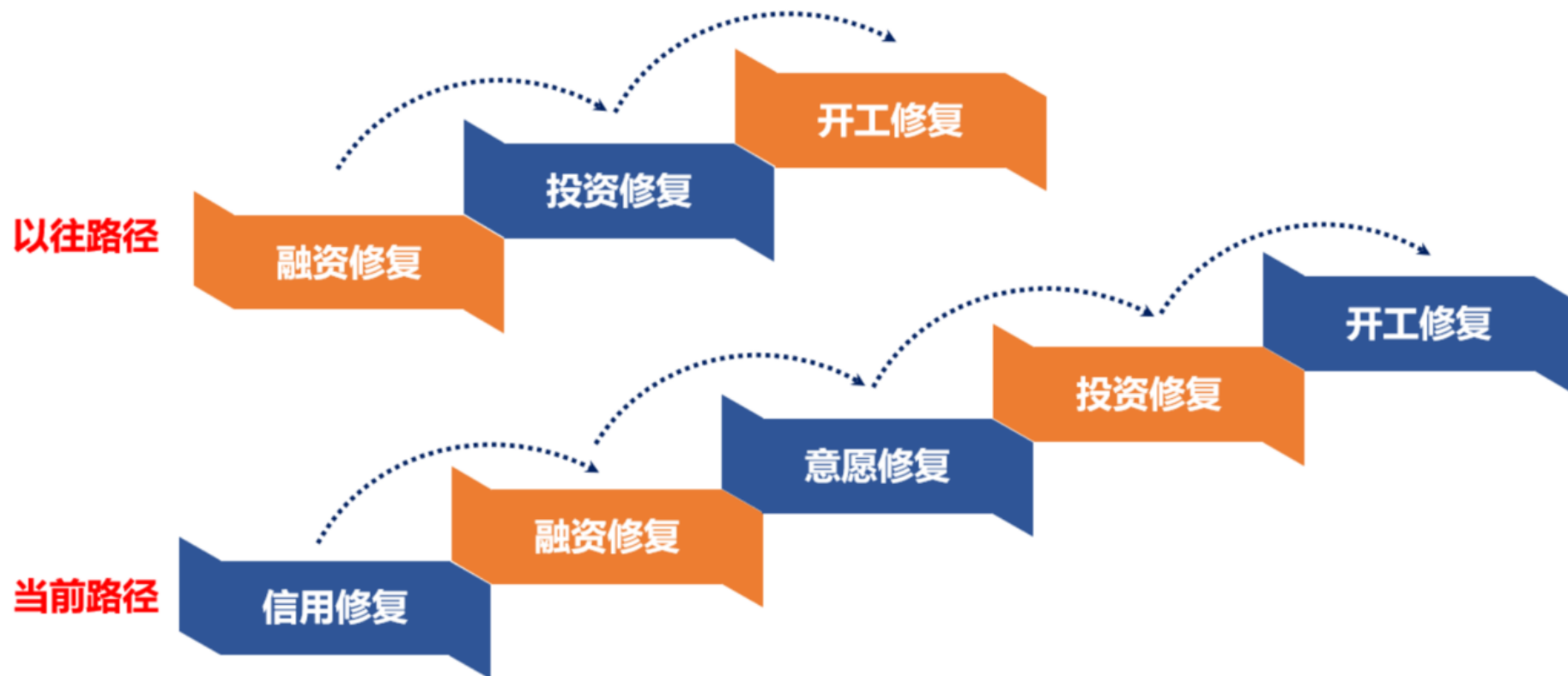
冷静思考

- 地产集中刺激后的冷思考
- 房地产刺激政策集中落地，房贷利率和首付比例的下降幅度超预期，收储资源配套也不断加码。政策密集催化影响下，一些被前期房价回落而压制的需求，短期可能集中释放，房地产销售脉冲式改善是大概率。但**关于政策效果的持续性，分享两点冷思考：**
- 房地产销售持续改善，销售向投资的传导，可以说是当前最难发酵的宏观预期。（建筑钢材实际需求兑现依然难解决）中国经济老范式向新范式过渡，主要矛盾缺失，中国经济持续超预期改善的乐观预期难发酵。这背后最直接的原因，是地产销售和投资的循环老规律已破坏，新规律尚待确认。这对应着，市场短期的乐观预期，并不体现在对已兑现政策效果的乐观展望上。相比之下，市场对后续政策刺激持续催化更有信心。
- 政策对行业止血效应明显，但康复效应可能有限（甜药），静待观望。比如说，目前政策首付比例降低，公积金贷款利率降低，主要在边际上**降低了购买难度，对购房意愿的改善不会太大**。一方面，买房对绝大部分人来说，是要贷款的，相当于加杠杆。当大家预期收入不会增长，甚至可能下降的时候，加杠杆的意愿很难有重大变化。另一方面，房产是占居民家庭财富70%以上的资产。当资产价格没有上行或者有下行预期的时候，人们的购买意愿不会发生质变。换句话说，只有那些房产价格预期相对稳定的地方，购房需求能被政策释放。而这些地方主要集中在北上广深等7、8个城市的相对核心区域。这些区域很多仍然还受到限购的约束。另外，在经济下行过程中，主要是中间层和低收入群体受损严重，那些收入（预期）没有遭到破坏的群体，大多有房，而且有多套房，他们对房产的资产配置属性更敏感，目前政策对这块的改善很有限。

冷静思考

- 房地产收储的中期效果还有很多疑问：收储的范围、资金来源、定价、项目回报率都有待明确。
- 高定价收储，更有利于缓和房企经营压力，但项目回报率也会被压缩，收储后政府的经营可能面临更大的亏损风险。而收储如果定价在保障项目回报，会使得房企经营依然捉襟见肘，收储就难以起到重启房地产销售投资循环的效果。另外，如果大量收储，可能会改变租房市场的供需格局，对后续刚需住宅需求也可能有一定抑制作用。收储全面铺开的前提，是居民安居需求和改善性需求一定程度上分开，居民预期、房企开发的重点，都需调整。这也决定了，关于收储的乐观预期发酵，不是一片坦途。除此之外，收储最大的约束就是“钱从哪里来”——全国起码有30万亿的存量房产嗷嗷待哺，这次央行给出的3000亿保障性住房再贷款，虽然不能说杯水车薪，但从规模上还是远低于市场预期的。
- 总结：房地产刺激政策集中落地，短期地产销售可能有一定改善。但不要怀疑，房地产政策效果持续，是当前最难发酵的宏观预期。市场对已兑现房地产政策的效果有怀疑，但对后续政策持续刺激仍有期待，建筑钢材实际需求兑现依然难解决。

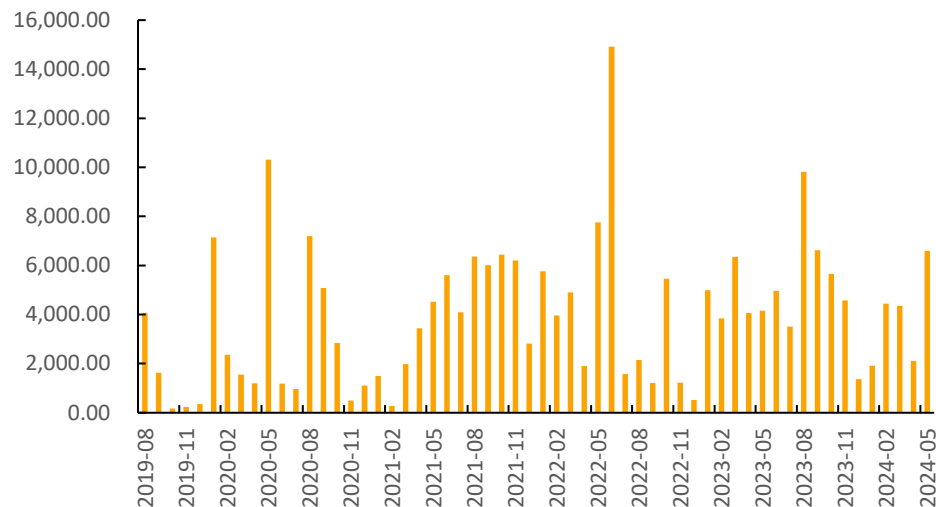
地产供给判断：预计本轮行业供给端修复速度缓慢、路径曲折



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

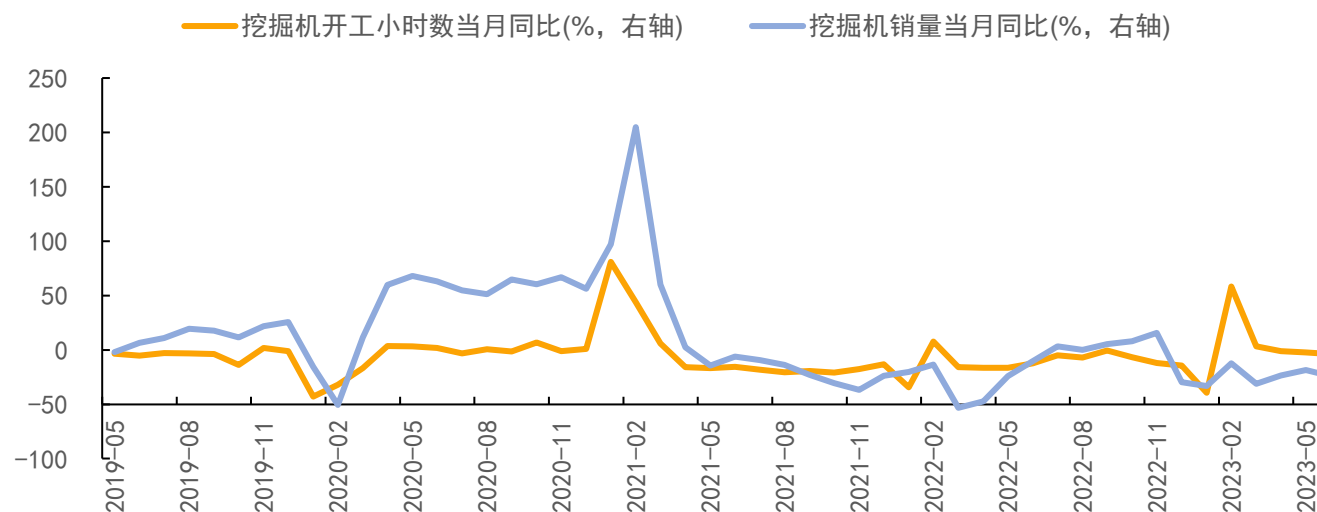
基建维持中性增速，下半年有期待

专项债当月值（亿元）

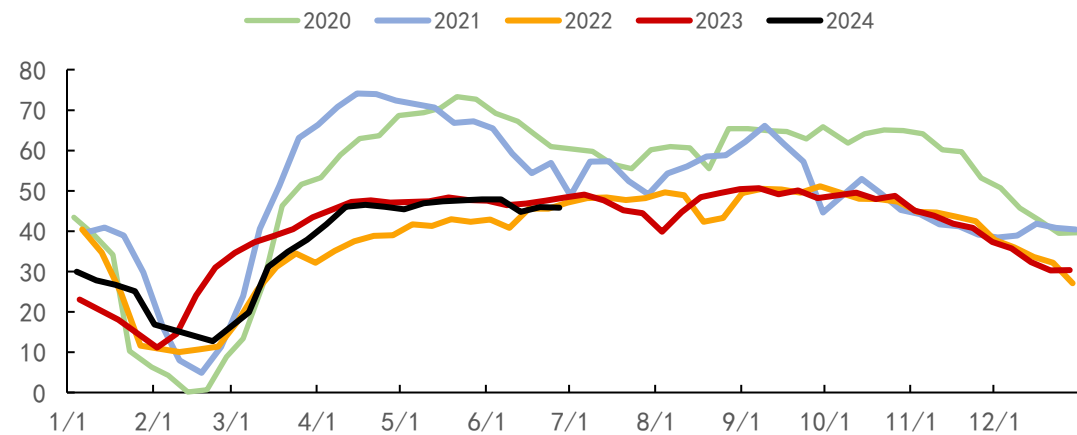


- 1-5月地方新增专项债共发行1.16万亿，截至5月发行进度不足30%。今年专项债目标3.9万亿，相比于去年小幅增加1000亿元。上半年整体发行进度较慢，下半年专项债仍有近2.6万亿待投放，预计下半年专项债加速投放或对基建用钢需求有明显提升。

基建先行指标：挖掘机相关

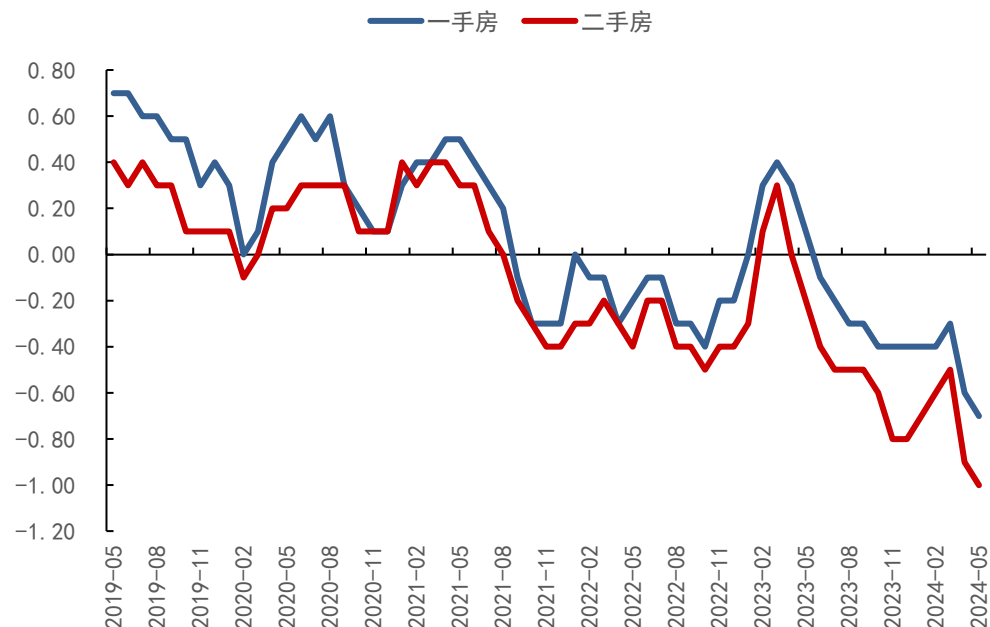


水泥磨机运转率(%)

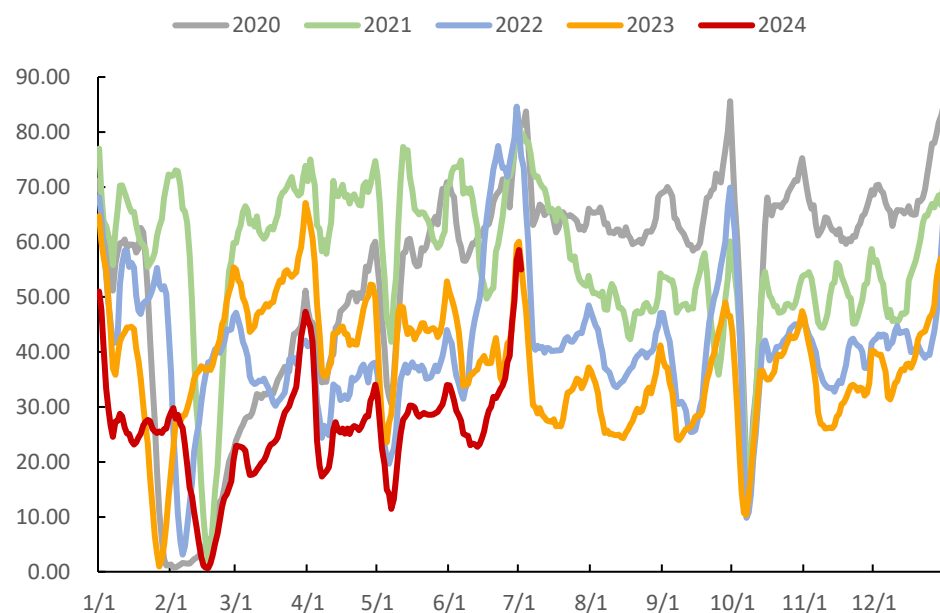


需求现状：住宅价格大幅下挫，跌势尚未见底

70城住宅价格环比变动情况



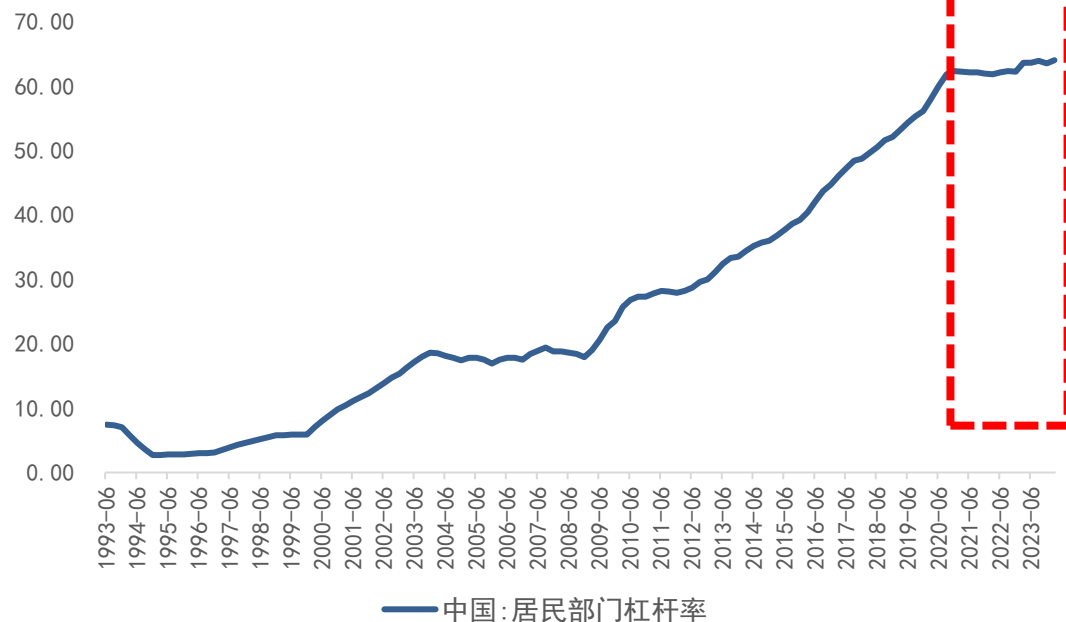
30大中城市商品房成交面积



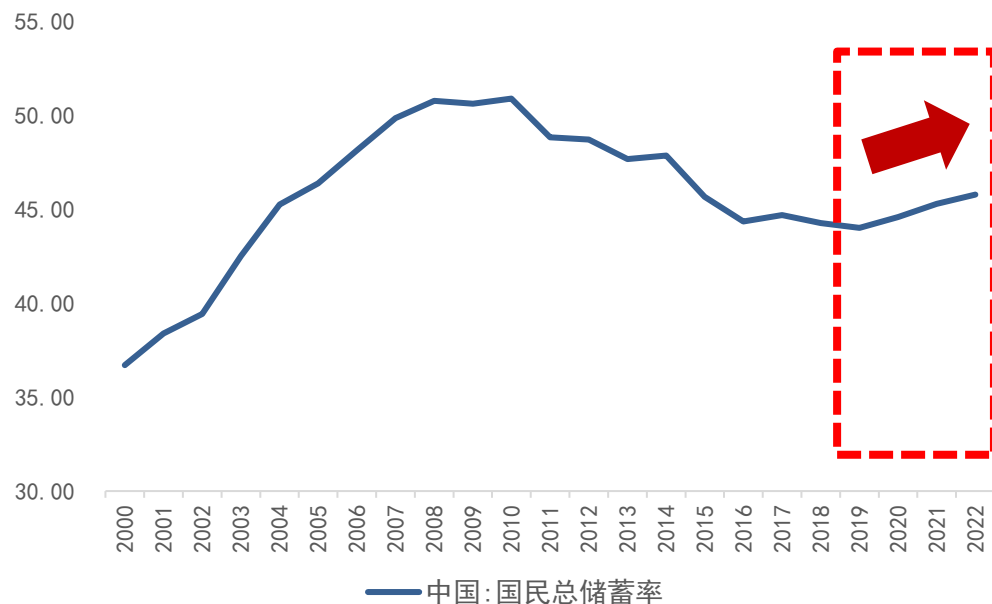
- 开年以来利好政策频出，未能给房地产市场带来一定提振，住房市场低迷依旧，1-5月70城新房价格指数增速持续下降且降幅逐渐扩大。
- 二手房市场分流需求，居民有需求方转变为供给方。二手房挂牌量随政策放松持续升高，以价换量叠加无交付担忧，且二手房本轮价格调整更深。商品房库存再创新高，截至2024年5月，商品房待售面积近7.43亿平方，此轮房地产下行周期商品房库存超过上一轮库存最高点。

购买力和购买意愿是短期关键，后续均有待政策修复

中国：居民部门杠杆率

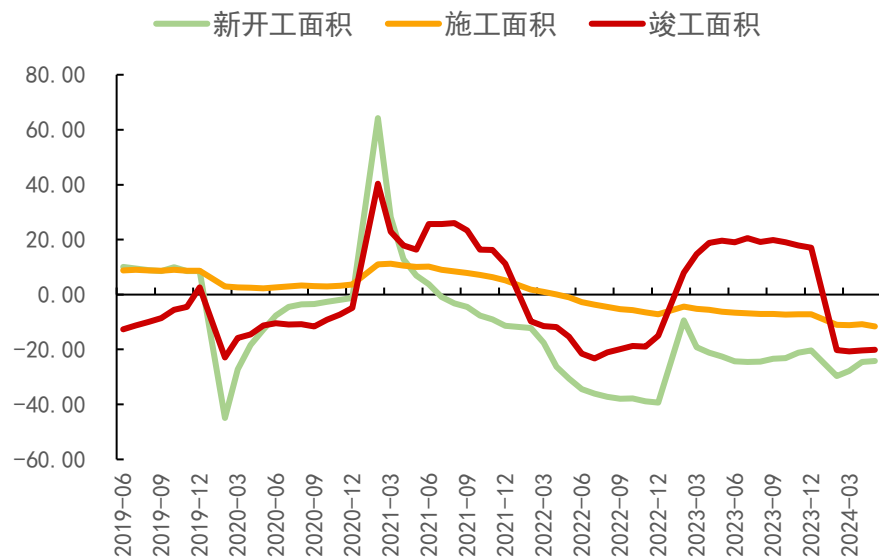


中国：国民总储蓄率



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

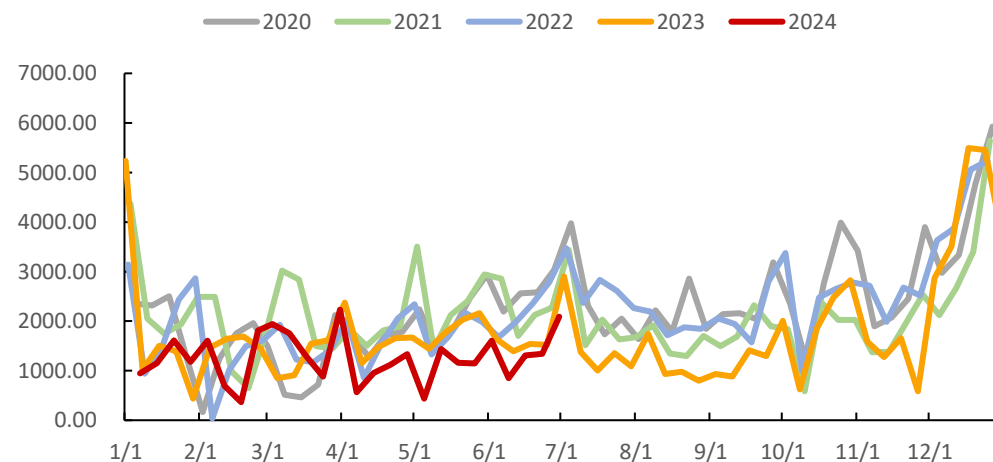
预计全年房地产开发投资额仍会有较大降幅



- 从新开工的必要性来考虑，当前全国库销比已经来到历史高位且持续创新高，对于房企而言在当前库存尚未明显去化之前，新开工会进一步削减公司本身不足的现金流，对后续的经营并无明显利好。此外，从指标的领先关系来考虑，土地成交通常领先新开工大概在6个月左右，根据上述领先关系可得当前房屋新开工仍然面临一定压力，预计下半年新开工强势反弹可能性较低。

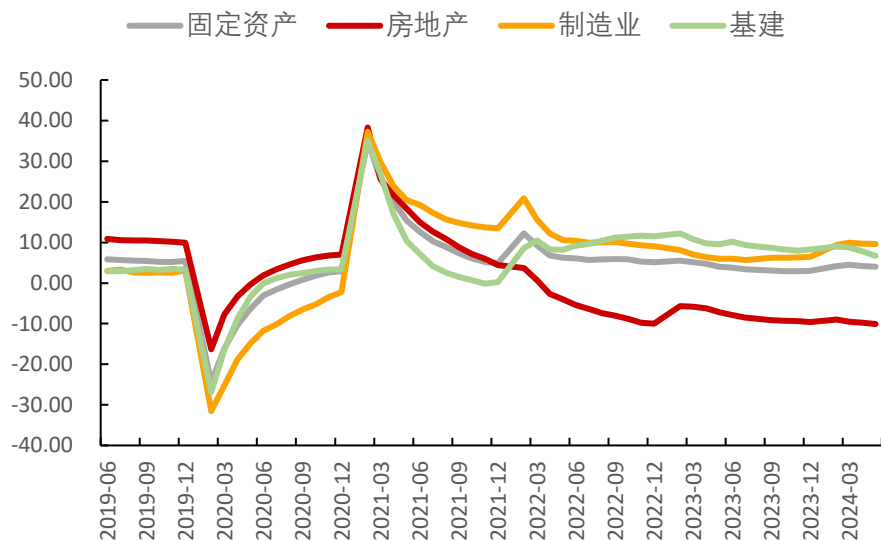
- 目前房地产下行循环仍未结束，房地产销售降幅仍未见拐点，新开工面积持续缩减。随之1-5月份水泥产量6.87亿吨，同比降幅9.8%。房地产新开工面积回落至2005年之前水平，销售面积处在14年左右水平。全年依然对房地产用钢维持负增长预期，预计全年房地产用钢同比增速-10%左右。
- 1-5月房地产各指标持续下行。1-5月销售面积累计同比-20.3%，新开工-24.2%，施工-11.6%，竣工-20.1%，房企到位资金-24.3%，开发投资-10.1%。新开工、竣工、施工、持续下行，预计全年房地产开发投资额仍会有较大降幅。

100大中城市:成交土地占地面积



固定资产投资：制造业保持较高增速

固定资产投资累计同比



■ 1-5月固定资产投资增速4.0%，环比弱于1-4月5.2%。其中，制造业累计投资增速9.6%（仍有韧性），基建投资增速5.7%（小幅回落），房地产投资增速-10.1%（降幅扩大）。房地产对整体经济增速拖累仍在继续，持续呈现同比负增长格局，但跌幅相比于去年12月份（-12.3%）有所收窄。

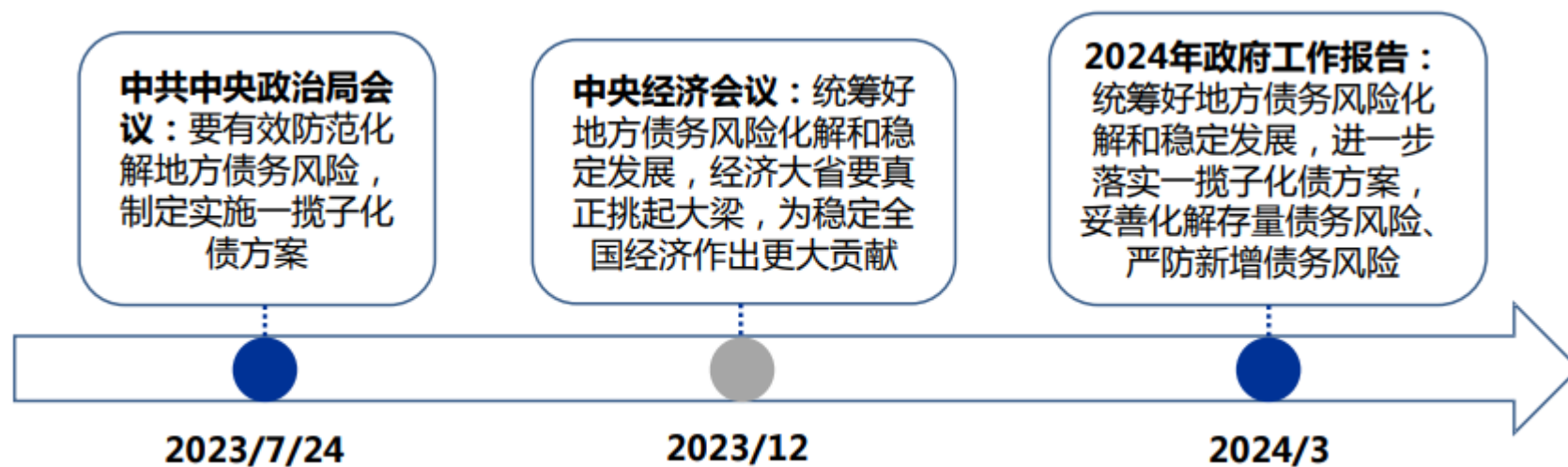
■ 1-5月基建投资增速5.7%，高于去年全年5.9%，但低于去年同比增速7.5%，年初增长势头有所放缓。主要受到国债发行地方政府债发债进度较慢、化债加码借新还旧为主，对基建投资撬动较弱，中央对于12+19省份政府投资项目严格管理有较大关系。后续随着地方债发行进度加快，基建投资有望迎来回升。分行业看，基建施工现阶段依然是铁路拉动，水利项目增长明显主要受去年万亿国债落地。地方政府主导的公共设施业、道路运输业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目。鉴于目前政府投资由地方转向中央统筹的重大项目建设，铁路和水利项目投资预计保持高增长，“地方去杠杆，央企加杠杆”的故事仍在演绎。

■ 2024年1-5月，我国制造业固定资产投资同比增速为9.6%，大幅高于去年全年增速6.5%，略低于1-4月9.7%。分行业来看，高速增长的主要集中在设备制造业，设备更新推动投资增加。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业增幅最快，增幅34.7%（前值27.7%），与基础设施投资中的铁路运输业投资相呼应（增长21.6%）。汽车制造业增加值同比增长10.5%，慢于去年全年的13.0%，但仍保持在两位数水平，且快于工业生产整体增速。2024年在“加快发展新质生产力”和大规模设备更新等政策推动下叠加出口拉动，制造业固定资产投资或保持在较高水平。

数据来源：Wind、申万期货研究所

地方政府化债有序推进，24年基建投资略显压力

- 2023年7月24日，中共中央政治局会议首次提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，此后相关政策持续优化出台。
- 2023年12月，中央经济会议要求统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
- 2024年3月，《政府工作报告》要求统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
- 我们认为化债背景下，2024年地方政府重点仍会聚焦于防风险，基建项目审批及推进节奏预计放缓。



万亿国债已分配完毕，项目资金有望得到一定缓解

- 23年1万亿国债已全部分配完毕，等待项目资金落地
- 截至2024年2月，23年1万亿国债分三批2379亿元、5646亿元、1975亿元，已全部分配完毕，重点聚集灾后重建和水利建设。

表：2023年1万亿国债分配情况

	支持项目	具体内容	资金（亿元）
第一批 (2379亿元)	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金	-	1075
	东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设补助资金	支持全国1336个县新建、改造提升高标准农田以及修复灾毁农田共5400万亩	1254
	重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金（气象基础设施项目建设）	支持全国30个省、自治区、直辖市和计划单列市的45个气象基础设施项目建设	50
第二批 (5646亿元)	以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程补助资金	支持183个项目，实施内容包括大江大河大湖干流防洪治理，南水北调防洪影响处理工程，大中型水库建设，蓄滞洪区围堤建设	983
	其他重点防洪工程补助资金	支持5311个项目，实施内容包括主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设，水文基础设施，小型水库工程，病险水库水闸除险加固及安全监测工程，海堤治理	1748
	灌区建设改造和重点水土流失治理工程补助资金	支持1511个项目，实施内容包括灌区建设改造，侵蚀沟治理，丹江口库区水土流失治理	1115
	城市排水防涝能力提升行动补助资金	支持2372个项目，聚焦易发生内涝灾害、排水防涝基础设施薄弱的重点城市，兼顾部分重点县城，支持排水管道、排涝泵站、调蓄设施、排涝通道建设、重要点位防护设施以及移动排涝装备购置等内容	1400
	自然灾害综合防治体系建设工程（森林草原防火阻隔系统）补助资金	支持280个项目，专项用于防火道路和生物防火阻隔带建设，助力提升森林草原防火重要基础能力，发挥森林草原防火阻隔系统在林火阻隔和火情快速处置等方面的重要作用	400
第三批 (1975亿元)	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力补助资金1002亿元	支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建，以及甘肃、青海地震灾后恢复重建	1002
	自然灾害应急能力提升工程补助资金	支持实施预警指挥工程、救援能力工程、巨灾防范工程和基层防灾工程	585
	重点自然灾害综合防治体系建设工程补助资金	支持开展地质灾害、海洋灾害综合防治体系建设	388

资料来源：Wind，申万期货研究所

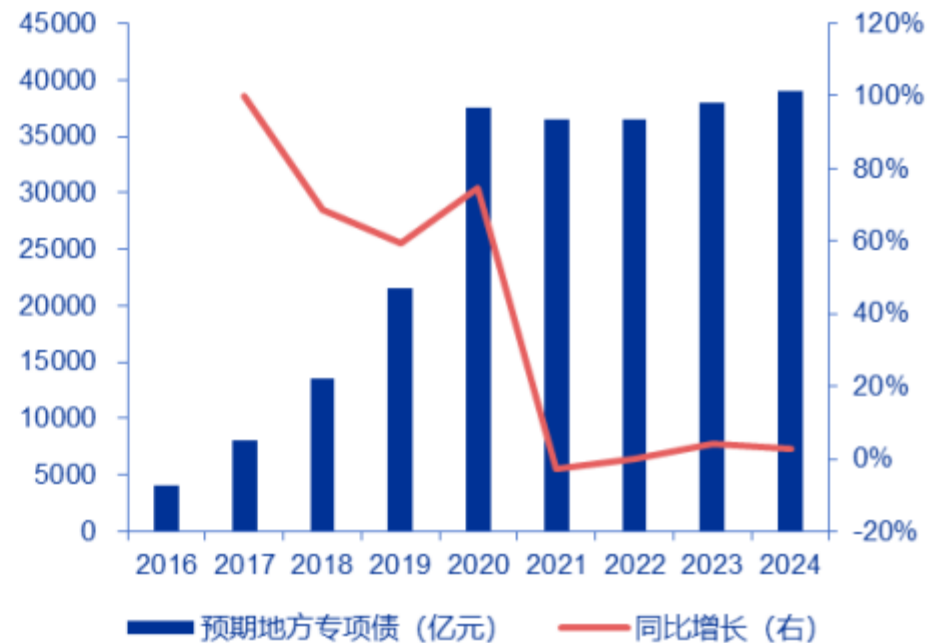
后续增量资金值得期待

- 今年政府工作报告提出：
 - 1) 2024年赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元。
 - 2) 一般公共预算支出规模28.5万亿元、比上年增加1000亿元。
 - 3) 地方政府专项债券3.9万亿元、比上年增加1000亿元。
 - 4) 从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

图：预期政府财政赤字和赤字率目标（亿元）



图：预期地方专项债目标（亿元）



地产、基建小结

- 当前进展缓慢，资金紧张为主要拖累。
- 根据财政规划，下半年值得期待，与设备更新共振可期。
- 下半年好于上半年。
- 风险点：
 - 1、基金资金到位继续延迟；
 - 2、设备更新等政策落地缓慢。

国内会议体制

全国代表大会（党代会，每五年召开一次）

选举

中央委员会（委员和候补委员）：全体会议每年至少一次

一中全会：党代会后立即召开，选举新一届中央领导机构

二中全会：两会前召开，为全国人大、全国政协和国家机构推选领导人

三中全会：两会当年召开，经济领域的改革

四中全会：第二年秋季召开，聚焦国家重大决策部署

五中全会：第三年秋季召开，聚焦“五年规划”

六中全会：第四年秋季召开，聚焦党的建设

七中全会：第五年秋季召开，承上启下，为党代会做准备

中央政治局主持

总书记发表重要讲话

议程一般为中央政治局向中央委员会报告工作、研究重大议题。

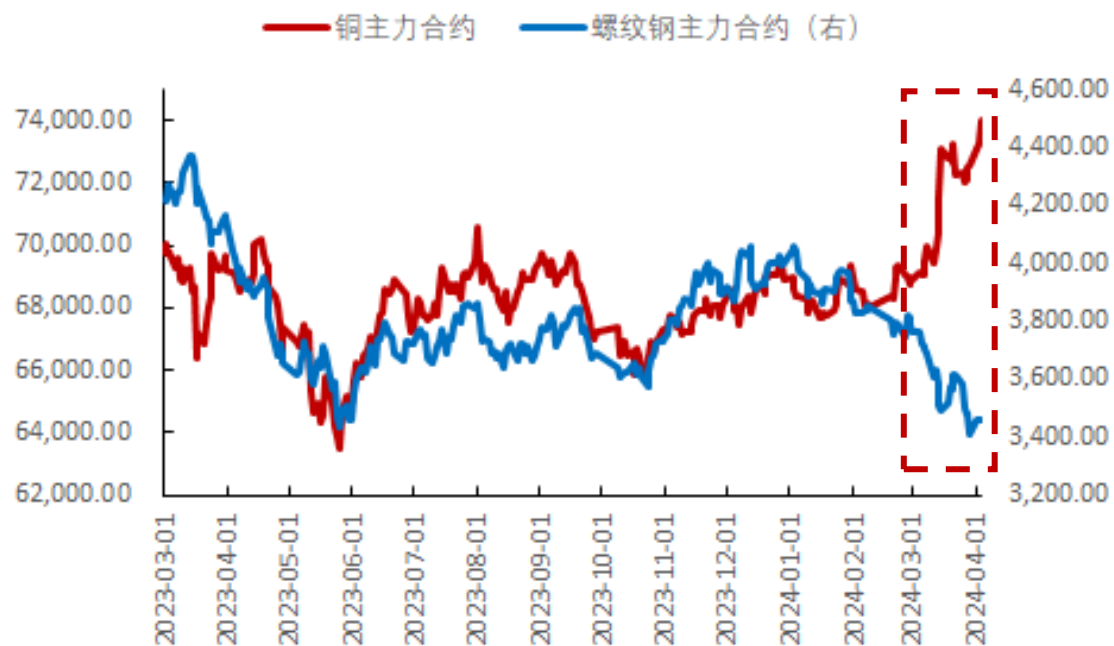
三中全会前瞻

- 1、自 1978 年十一届三中全会以来，三中全会成为中国改革开放和现代化建设的重要里程碑。改革开放至今，一共经历了 9 届三中全会，其中主要议题均以改革为主，涉及实行改革开放、农村经济改革、城市经济改革、价格工资改革、市场经济改革、党政机构改革、全面深化改革等，每一次改革都将经济与社会推向更高的纬度。
- 2、二十届三中全会的预期更多是在“以高质量发展推进中国式现代化”以及“着力扩大有效需求”两方面。
- 3、在宏观经济方面，以高质量发展推进中国式现代化的重心将落在新质生产力上从目前的发展阶段来看，预计不会出现政策急转弯，更多的在于减少当前经济转型中的摩擦，推动经济高质量发展。
- 4、**从三中全会的定位和议题看，不会过多地讨论短期经济波动。**是否会在近期对我们预计刺激力度进行加码要等到 7 月末的中央政治局会议。从目前的经济增速以及已经发行的特别国债情况来看，财政预算进一步扩大的可能性比较低，从发债的速度看，政治局会议将督促地方债加速以提供基建项目的流动性支持。

三中全会前瞻

- 1、自 1978 年十一届三中全会以来，三中全会成为中国改革开放和现代化建设的重要里程碑。改革开放至今，一共经历了 9 届三中全会，其中主要议题均以改革为主，涉及实行改革开放、农村经济改革、城市经济改革、价格工资改革、市场经济改革、党政机构改革、全面深化改革等，每一次改革都将经济与社会推向更高的纬度。
- 2、二十届三中全会的预期更多是在“以高质量发展推进中国式现代化”以及“着力扩大有效需求”两方面。
- 3、在宏观经济方面，以高质量发展推进中国式现代化的重心将落在新质生产力上从目前的发展阶段来看，预计不会出现政策急转弯，更多的在于减少当前经济转型中的摩擦，推动经济高质量发展。
- 4、**从三中全会的定位和议题看，不会过多地讨论短期经济波动。**是否会在近期对我们预计刺激力度进行加码要等到 7 月末的中央政治局会议。从目前的经济增速以及已经发行的特别国债情况来看，财政预算进一步扩大的可能性比较低，从发债的速度看，政治局会议将督促地方债加速以提供基建项目的流动性支持。

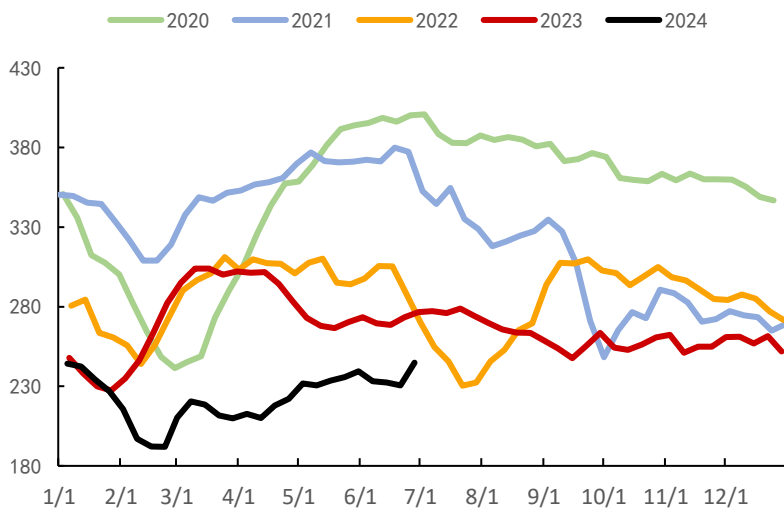
基本面分化到宏观配置



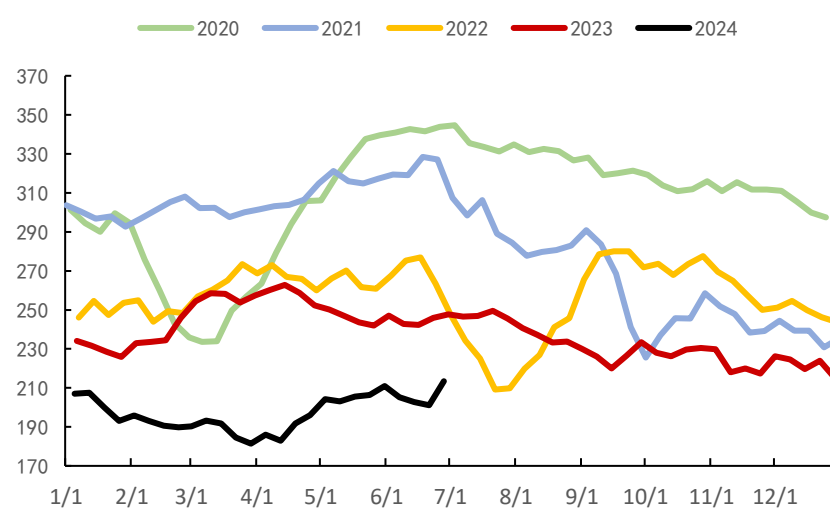
- 铜和螺纹钢的价格走势在历史上具有明显的相关性，价格变动趋势基本类似。但今年3-4月份却走出了明显的分化，这种分化长期是不可持续的，因此资金配置角度今年黑色相对来说估值较低。在黑色研究框架中，今年增加对于海外宏观带动的有色板块行情开展研究很有必要。
- 4月中旬开始至今，铜和螺纹钢的走势恢复相关性体现，短期的分化得到修正。从建筑业和制造业的分化到资金配置角度寻找低估值，今年黑色板块行情影响因素众多，逻辑复杂，需要提高警惕，摸清逻辑重点。

钢材供给：卷螺分化，建材需求依然悲观

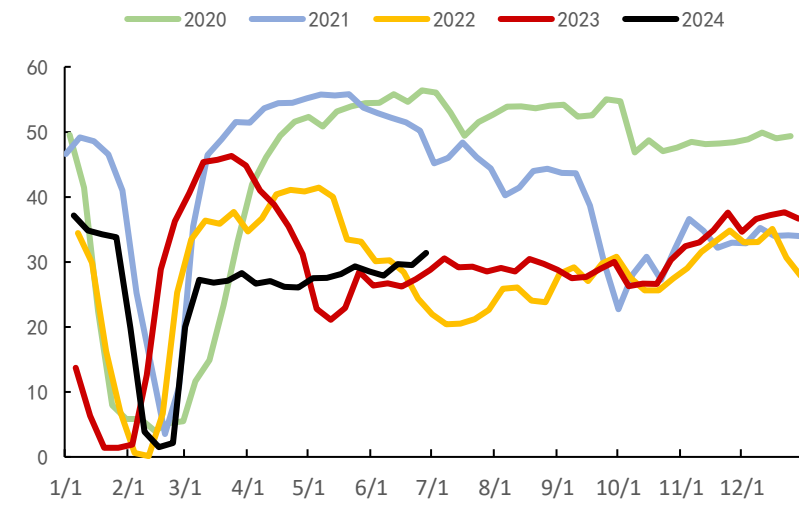
螺纹钢产量（万吨）



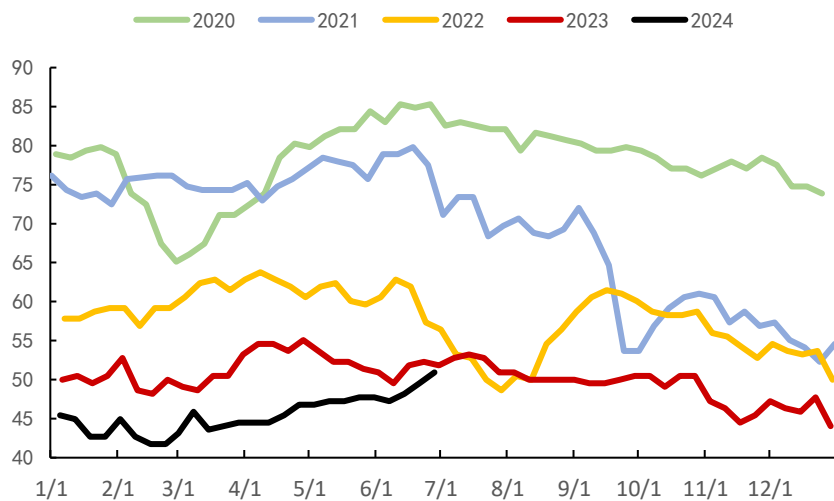
螺纹钢长流程产量（万吨）



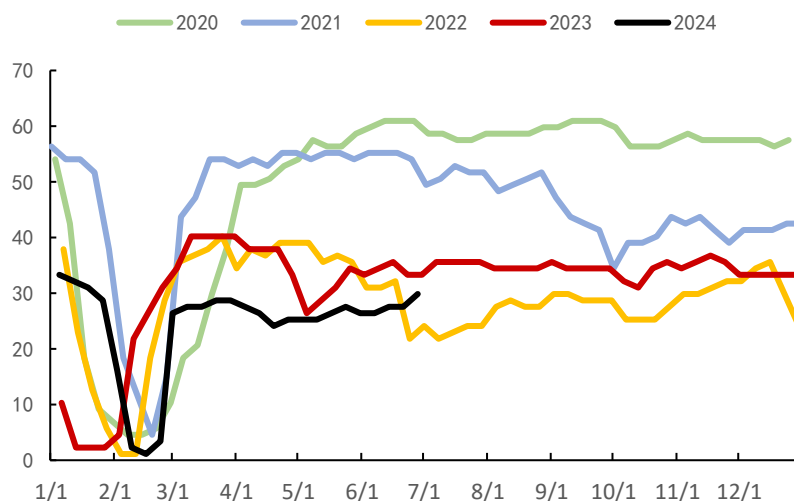
螺纹钢短流程产量（万吨）



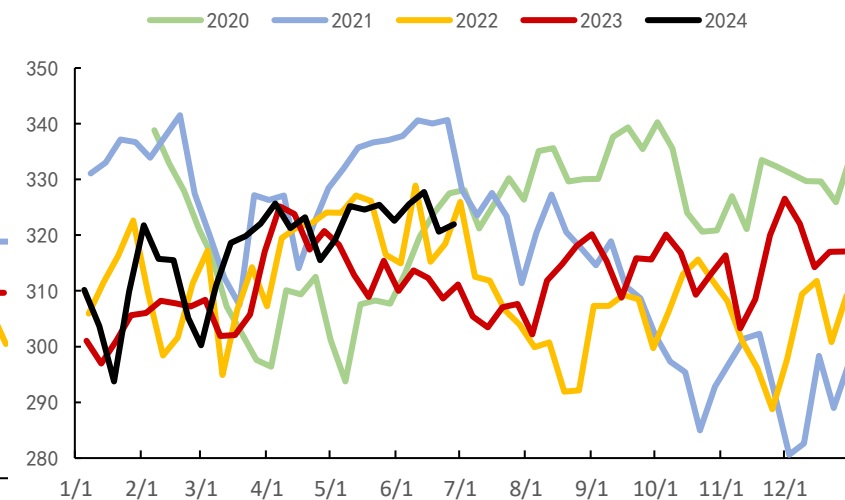
螺纹钢长流程开工率 (%)



螺纹钢短流程开工率 (%)



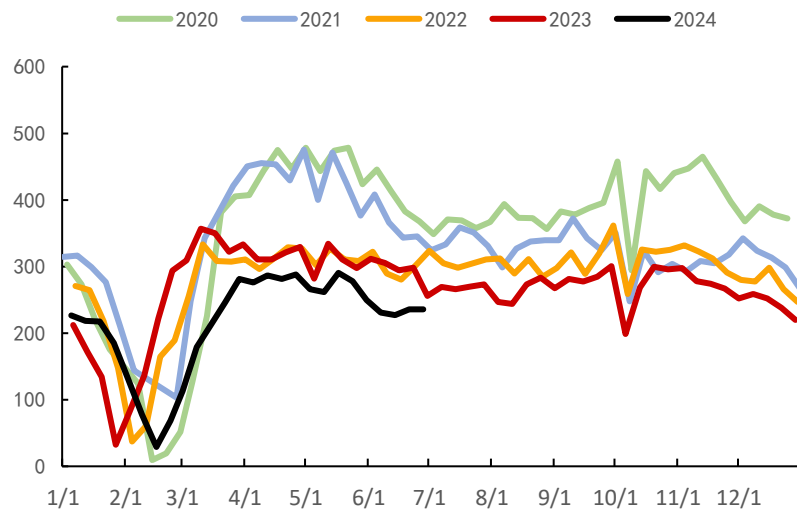
热卷产量（万吨）



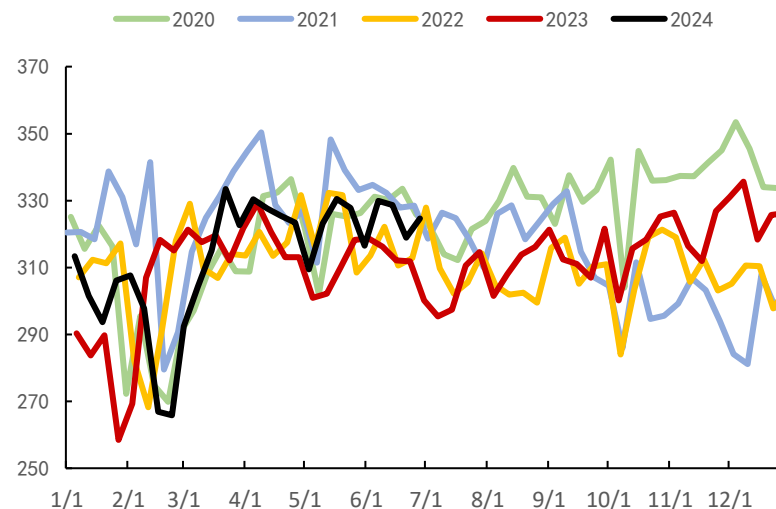
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

钢材需求：华南天气持续压制建材需求

螺纹表需（万吨）

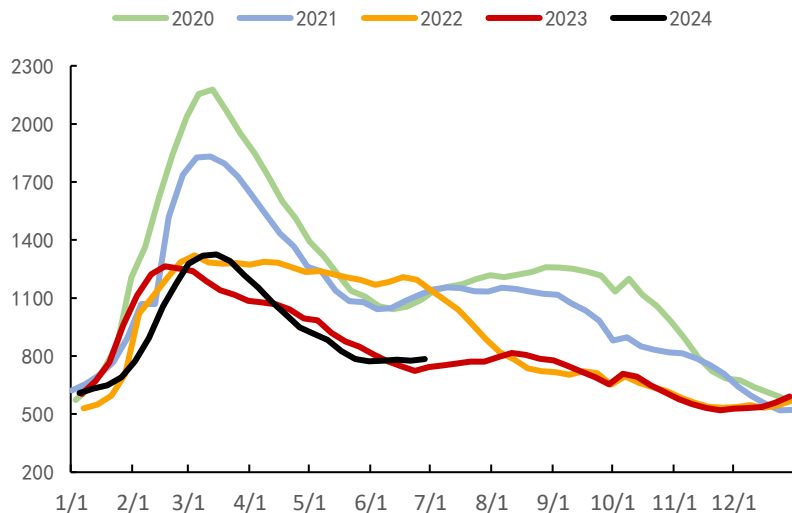


热卷表需（万吨）

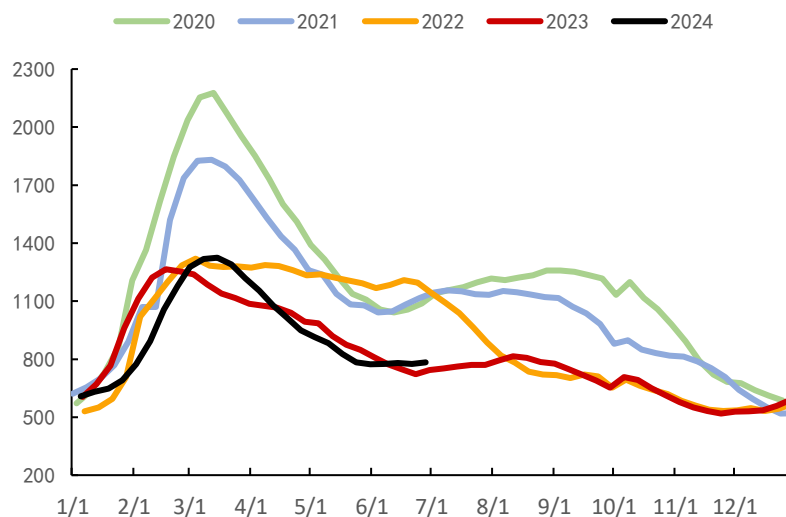


钢材库存：螺纹矛盾不大，热卷尚待去库

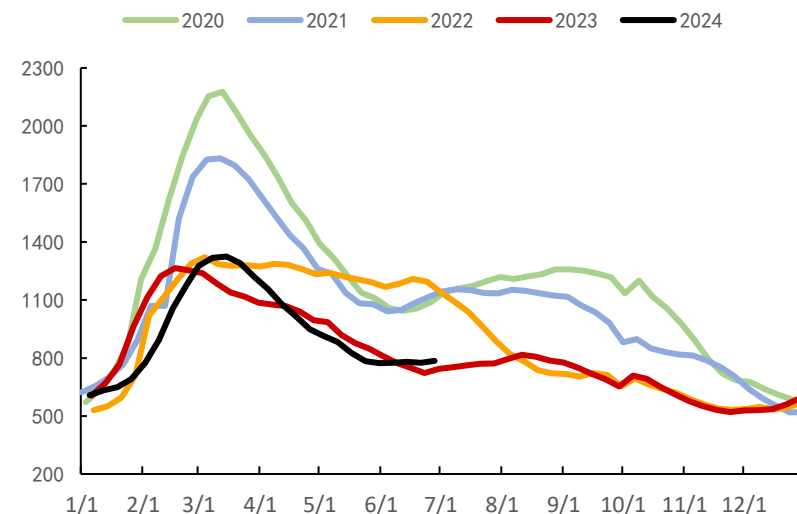
螺纹总库存（万吨）



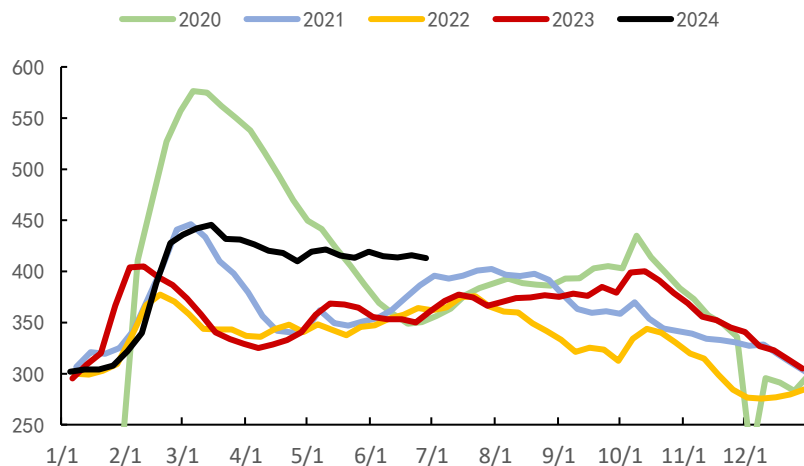
螺纹厂库库存（万吨）



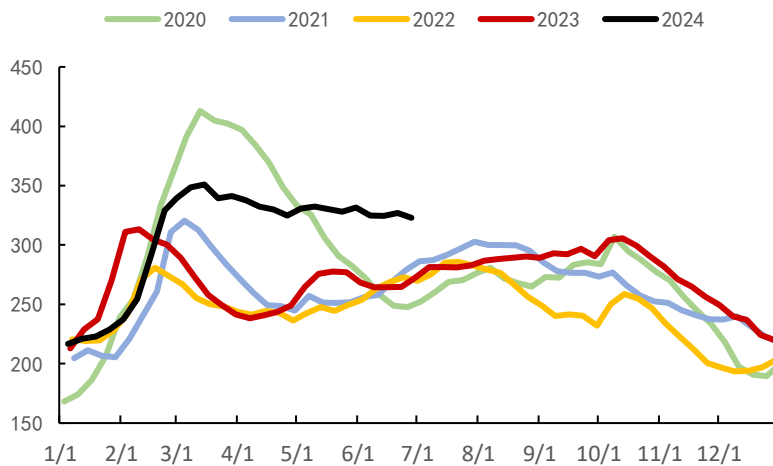
螺纹社会库存（万吨）



热卷总库存（万吨）



热卷社会库存（万吨）



宏观面决定方向

基本面决定空间

技术面决定“关键”

黑色板块下半年强于上半年

小结

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

钢材期货操作建议

单边操作

- ❖ RB2410合约建仓多单，上方压力参考3900元/吨。
- ❖ HC2405合约建仓多单，上方压力参考4000元/吨。

套利操作

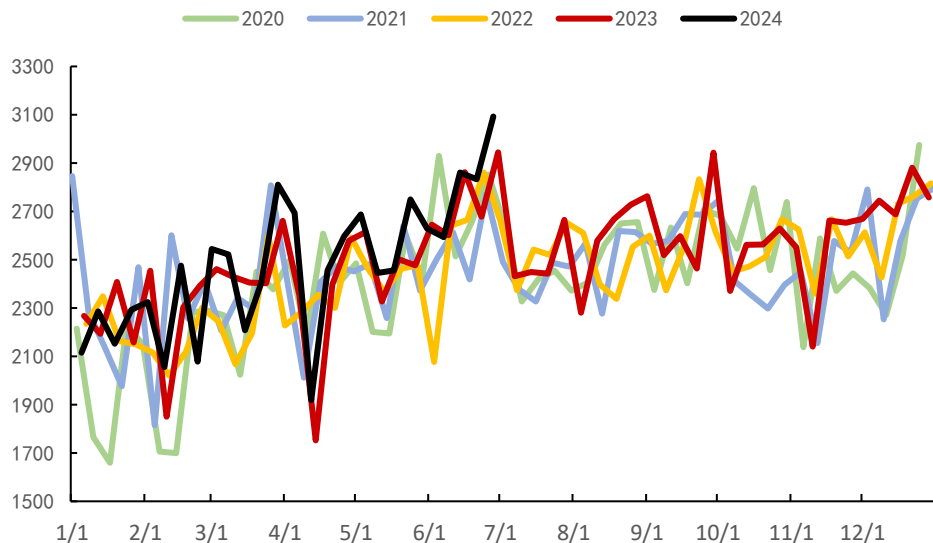
- ❖ RB10-01反套，HC10-01反套，平水附近可以进场。
- ❖ 卷螺差提高至200附近，逐步做缩。100附近，逐步做扩。
- ❖ 择机做多钢厂利润

套保操作

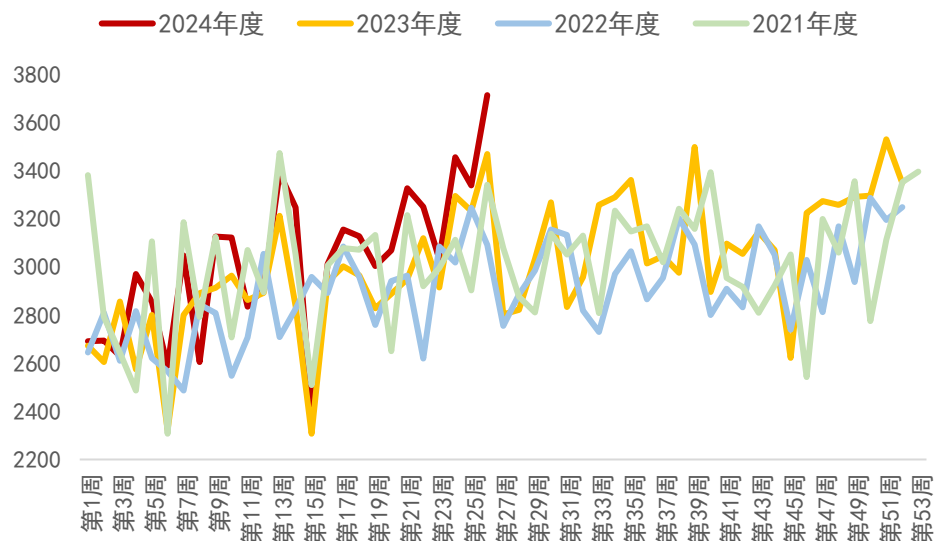
- ❖ 三季度按市场价出协议库存，按需轮库，控制现货库存略高于常备库存。
- ❖ 四季度逐步降低库存，三季度若有上涨择机卖出套保。

铁矿发运：处于近年高位，主流矿表现稳定

澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



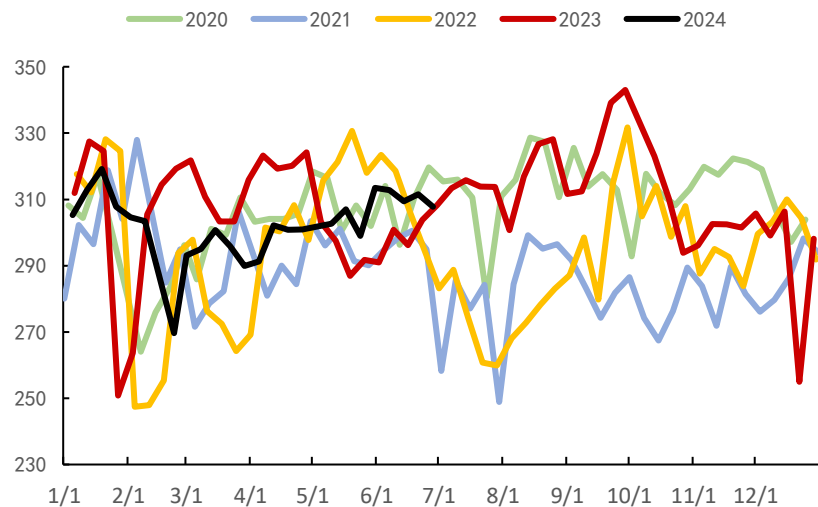
全球铁矿石发运量（万吨）



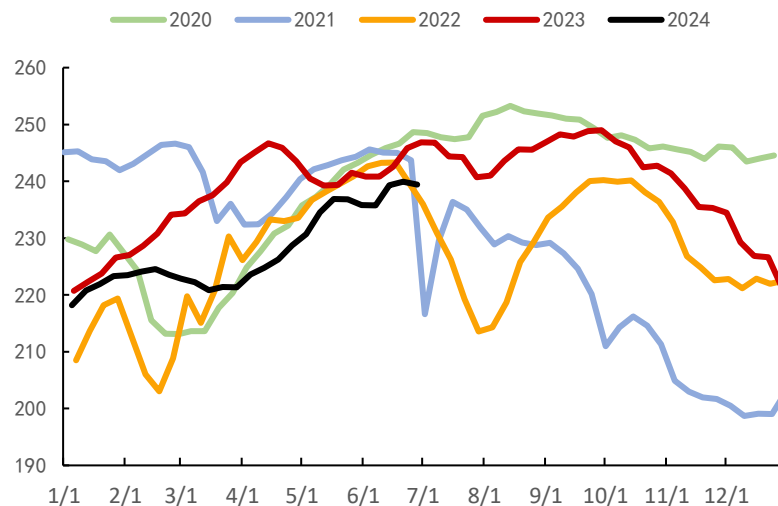
- 上半年，全球铁矿石累计发运量同比增加约 3000 万吨，而同期到达中国的矿石资源累计增量超过 4000 万吨。海外资源的高供给形成了国内持续的进口矿高库存压力，对于上半年矿石价格的反弹起到明显的抑制作用。海外供给的增量，一方面源自主流矿山生产效率提升带来的供给增加，其中以 Vale 最为明显，Vale 旨在通过提高生产效率使得生产发运恢复至 2019 年矿难之前的水平，今年 6 月上半月前，其累计发运增加超过 1000 万吨；另一方面，上半年矿价大部分时间运行在 110-130 美元区间，对应全球超过 97% 矿石生产获利，非主流矿山生产发运的积极性尚可，叠加部分新增矿山项目的供给释放，非主流矿山贡献了 2000 万吨以上的发运增量。
- 下半年结合矿山新增项目和矿山年度目标的计划来看，四大矿山预计有 700 多万吨的供给净增量，非主流方面，得益于 MRL 矿山项目的提前完工并已开始发运，以及 Peak Iron 产能的扩张，预计澳洲非主流矿山供给净增加超过 1000 万吨，再考虑巴西、加拿大、乌克兰等非主流矿山的供应增量，结合部分矿山产能枯竭的退出，预计整体下半年发运同比增加超过 2000 万吨，到港同比增加约 1000 万吨，整体矿石供给压力不减。

铁矿需求难有超预期表现

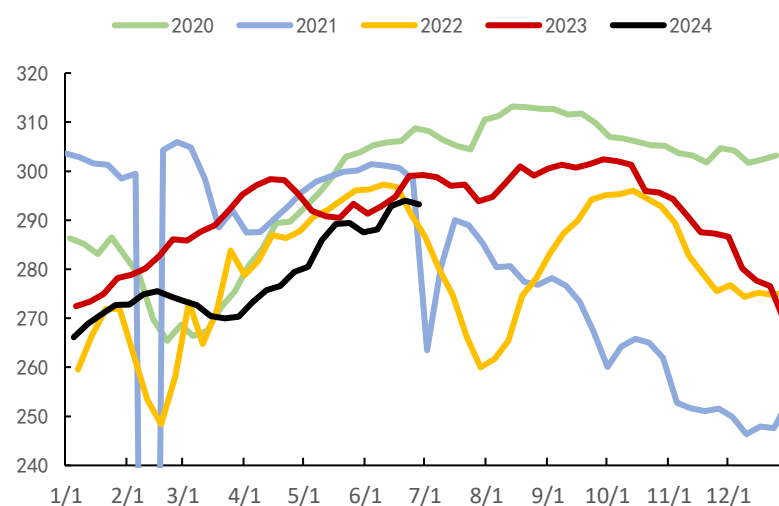
45港日均疏港量（万吨）



日均铁水产量（万吨）

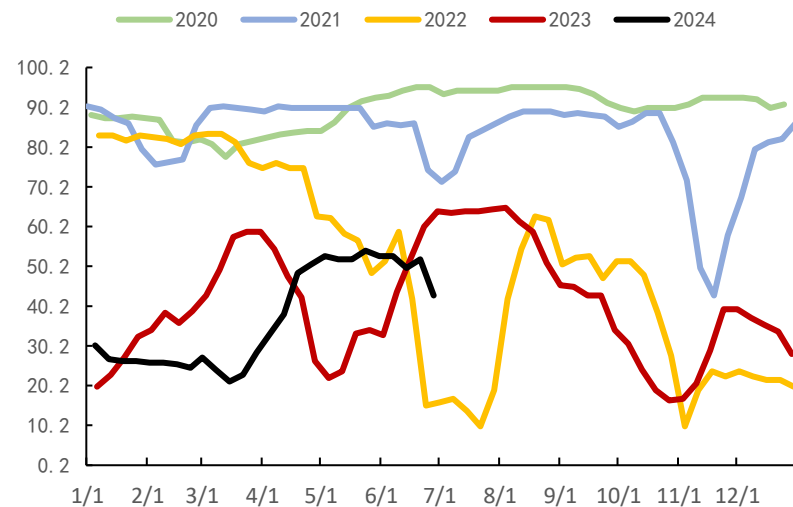


247家钢厂进口铁矿石日耗（万吨）



- 上半年由于基建表现不及预期导致的终端需求下行将出现明显止步，在基建的对冲作用下，预计钢材整体需求将呈现企稳的走势。结合自 2022 年四季度以来，钢企整体利润水平长期处于盈亏紧平衡状态，叠加下半年的需求转向平稳的预期，预计这一利润水平在下半年大概率将继续维持紧平衡的状态。以及从钢材的库存水平来看，预计下半年将维持同期正常水平。因此钢企无论是进一步增产还是再度减产都不具备持续性，则从钢企自主生产角度出发，对于矿石需求将保持平稳。

钢铁企业盈利率（%）

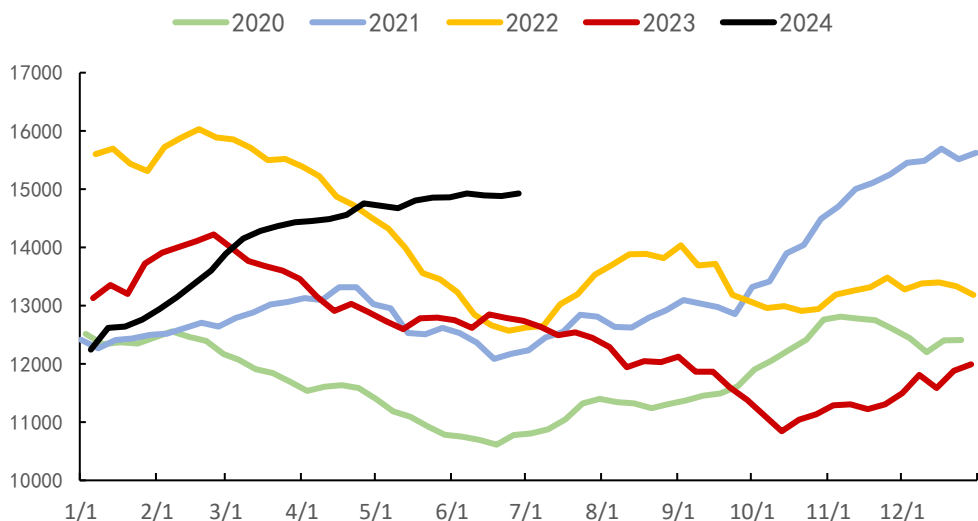


控产政策预估

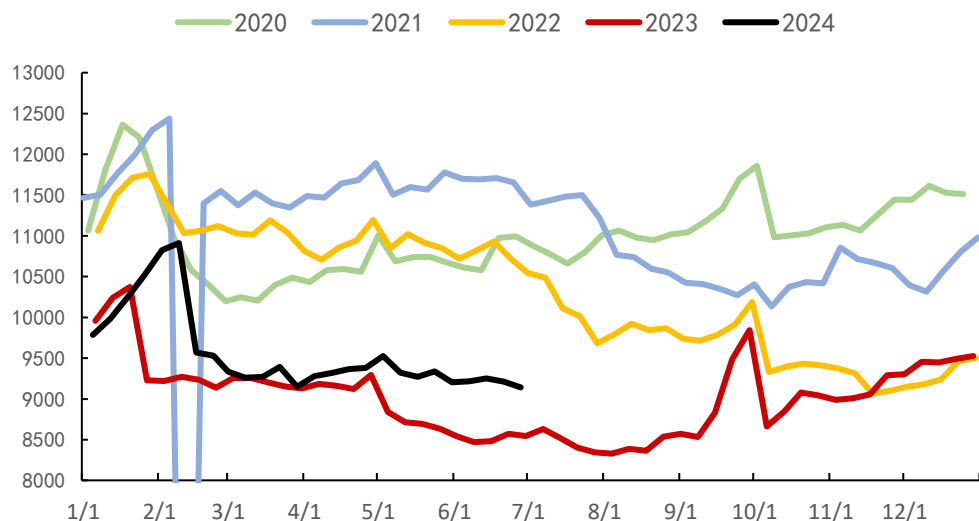
- 鉴于政策端于 5 月末发布的《2024—2025 年节能降碳行动方案》中，重申“降能耗”和“粗钢产量调控”，则政策对于钢企生产的干预可能性更高。继 2021 年两会提出“单位 GDP 能耗下降 3%”的目标后，今年再次提出“单位 GDP 能耗下降 2.5%”的目标，虽然目标达成的要求有所降低，但通过回顾 2021 年 7-11 月在降能耗政策主导下，期间铁水减产 16.7%对应铁矿石价格一度下跌 55%以上，则今年降能耗政策一旦落地，则大概率将导致钢企停产、铁水减产，显著利空铁矿石的需求。反观“粗钢产量调控”政策，结合过去三年政策影响下铁水产出分别变动-4.3%、-0.8%和+0.7%，以及今年 1-4 月铁水减产已达到-4.3%水平来看，单一“粗钢产量调控”政策对于铁水产出影响相对有限，对应铁矿石需求影响有限。
- 在当前时点，我们认为钢厂面临的政策压力不大，因为在上半年需求疲弱的情况下粗钢产量已经同比下降。从全年的角度来看，如果后续需求没有特别强劲的恢复，粗钢产量超过去年的可能性相对较低，则该政策实际影响有限；如果后期粗钢产量快速回补，则调控政策实际实行可能在四季度。

低库存预计还将持续

铁矿石港口库存（万吨）



247家钢厂进口铁矿石库存（万吨）



- 供增需减之下，铁矿石库存迟迟无法去化，铁矿石港库存量持续保持在1.5亿吨左右，远高于近五年同期。从近五年港口库存情况来看，最迟在4月中下旬，港口库存拐点出现。今年直到6月初，港口库存仍未结束累库趋势，铁矿石各环节总库存也未开始去化。
- 若全年粗钢产量调控保持在压减2000万吨或同比减产2%水平，对应全年铁水产出下降4%左右，对应下半年日均铁水产出同比下降8-9万吨，进而进口矿总库存将呈现下半年稳中增库的态势，下半年库存绝对水平同样将持续保持高位。

小结

- 今年铁矿石供给端的宽松是较为确定性的，在这种情况下，不太乐观的总体需求会压制铁矿石价格的向上空间。《降碳方案》主要在粗钢产量调控、废钢利用以及能耗控制等方面对价格产生影响。短期来看，粗钢调控政策的影响可能并不明显，主要原因在于需求弱势情况下粗钢产量已同比下降，当前压减压力不大。若后续粗钢产量持续回升，则政策调控主要体现在四季度。废钢利用占比提升可能在后期利空铁矿石价格，但还需关注性价比和供应两方面问题。对于价格，在120-130美金将会受到压制，往下90-100美金区间是铁矿石价格的重支撑。
- 风险点：
 - 1、阶段性旺季需求表现提振黑色产业链整体需求，海外天气、生产事故等因素再度影响矿石的生产发运；
 - 2、以地产为代表的终端需求疲弱抑制钢企利润改善、进而不利于钢企稳产；
 - 3、控产政策严格导致钢企减产、停产。

铁矿期货操作建议

波段操作

- ❖ I2409合约逢高做空，上方压力参考940元/吨。

套利操作

- ❖ I09-01反套，进场时点预计在8月底
- ❖ 逢高做空钢厂利润

套保操作

- ❖ 锁定钢厂利润
- ❖ 90美金附近的铁矿具有买入套保性价比，钢厂注意锁价

声明

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

研究局限性和风险提示

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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