



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

埋头苦等，只为君来 ——2024年二季度钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

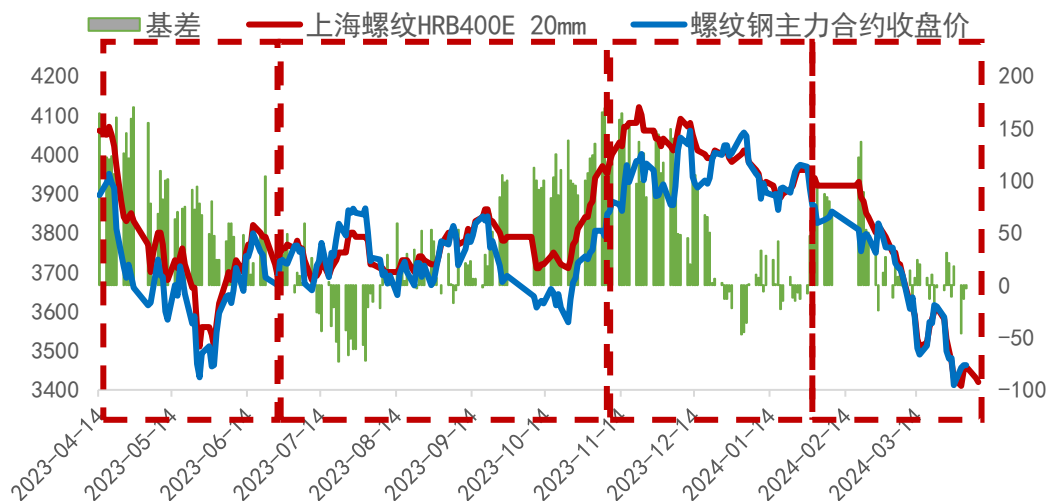
埋头苦等，只为君来

——2024年二季度钢矿投资策略展望

- 钢矿主要驱动因素：一季度以来钢材需求迟迟不能兑现，钢厂持谨慎态度导致铁水产量维持低位，负反馈行情带来了较大幅度的下跌。目前来看主要关注两个驱动：钢材库存去化以及铁水产量增长，短期易有反弹，但难言反转。整体不悲观，上涨驱动尚需等待。
- 供需角度：
 - 钢材：二季度国内宏观层面有望加大修复力度，3月制造业PMI超预期回升也反映国内复苏已有稳固迹象。中央层面资金支持有望加大，但房地产若没有相应去库存政策支持，整体建筑行业资金压力则依然承压。成材供给端产量预计跟随需求恢复，但受高库存和低利润压制，回升速度预计偏慢。成材需求端在二季度认为有改善预期，制造业需求仍是总需求中的重要支撑，大型设备更新有望二季度逐渐开始落地，建筑需求主要体现季节性改善，基建主要关注资金到位及落地情况。
 - 铁矿：二季度全球供给维持中性水平，澳洲矿山年报季有冲量预期，巴西矿山供给处于平稳或趋缓状态，非主流矿山4月份开始有减量预期，国内矿山维持当前生产状态和生产水平。目前废钢进口稳定，即将到来的梅雨天气会一定程度抑制国内供给，供给预计偏紧，但需注意设备更新和以旧换新政策落地节奏给废钢供给端带来的冲击。铁矿石基本面矛盾比较明了，库存去化缓慢以及需求侧迟迟不兑现，核心还是在于需求侧铁水产量是否出现反转条件，目前终端需求韧性不足导致黑色产业链难改负反馈格局，反转需要等待条件。
 - 期价核心波动区间：螺纹10合约3380-3750元/吨，热卷10合约3550-3850元/吨，铁矿09合约720-900元/吨。

近一年钢材行情走势回顾

螺纹钢期现价格相关性（元/吨）



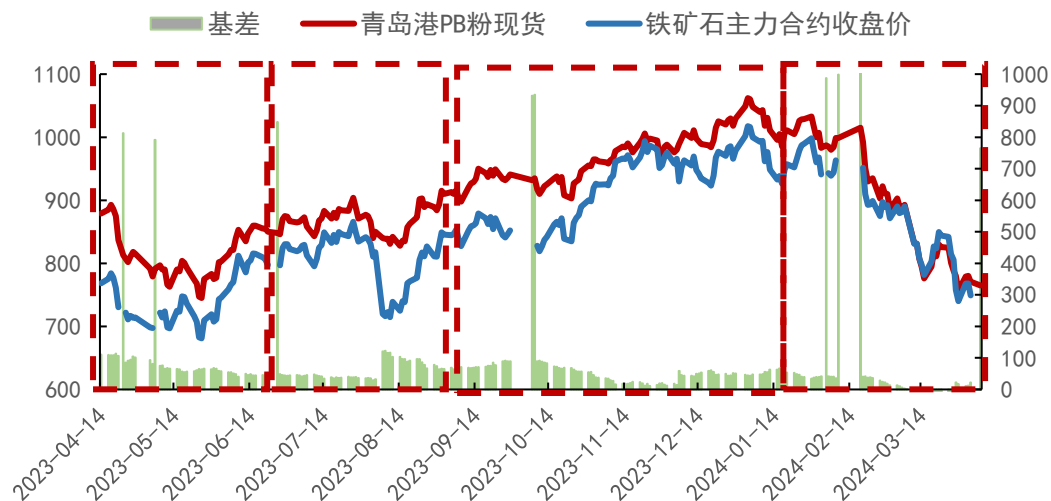
热轧卷板期现价格相关性（元/吨）



- 3月中旬-6月初：海外暴雷，国内预期减弱。美国硅谷银行危机引发市场恐慌情绪，两会将我国2023年经济增长目标设定在5%，处市场预期下限，政策预期转向弱复苏。双焦预期过剩带动钢材成本端下移，同时基建增速减弱，财政支持力度不及预期。
- 6月初-10月下旬：宏观与基本面逻辑切换，钢价宽幅震荡。宏观层面一线城市“认房不认贷”落地，城中村改造逐步开始，保交楼效果明显。人民币贬值促进钢材出口，国内现实需求较差，旺季依然不及预期，现货跟跌不跟涨。
- 10月下旬-春节：万亿国债拉动预期，成本支撑延续强势。赤字率的提升释放了积极的财政信号，中美关系缓和持续释放宏观利好。铁水下落缓慢，原料低库存下易涨难跌。政治局会议和中央经济工作会议后，逐步回归基本面冬储博弈行情。
- 春节-至今：钢厂复产不及预期，负反馈主导行情。

近一年铁矿行情走势回顾

铁矿石期现价格相关性（元/吨）



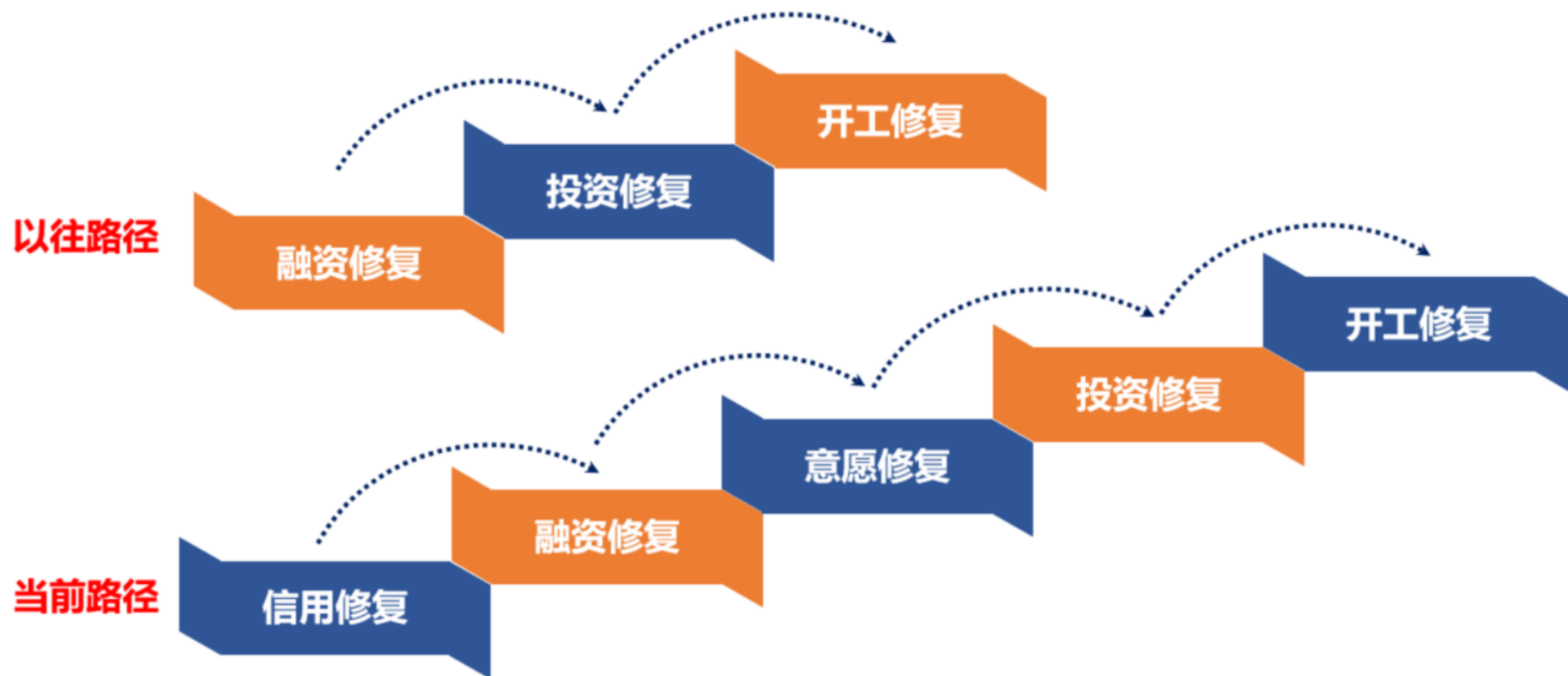
- 3月中旬-5月底：海外暴雷，国内预期减弱。美国硅谷银行危机引发市场恐慌情绪，两会将我国2023年经济增长目标设定在5%，处市场预期下限，政策预期转向弱复苏。澳巴地区受飓风影响发运受到短期扰动，整体供强于需，对原料带来一轮负反馈。
- 5月底-8月下旬：淡季预期行情再起，平控风波波澜壮阔。海外风险逐渐缓和，国内数据较弱导致政策预期长期持续。铁水产量维持高位，废钢的短缺均为铁矿需求带来强支撑。7月开始限产消息传闻不断，市场恐慌及投机情绪浓厚，矿价迎来快速回调。
- 8月下旬-春节：限产逐渐落实证伪，海外回暖与国内预期共振。美联储加息预期缓和，万亿国债带动的宏观行情接续限产的原料超跌反弹，中央经济工作会议以及产业的现实冬储对矿价下方带来较强支撑。
- 春节-至今：海外发运增加，国内需求延缓

2024年行情驱动因素



我们预计，产业驱动 > 宏观驱动 > 事件驱动

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。

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。**

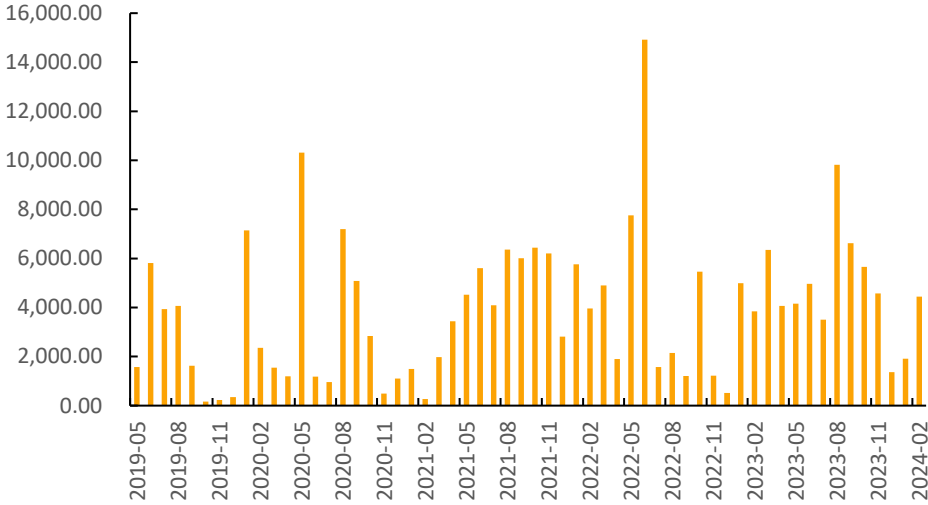
城中村改造

“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。

基建维持中性增速，等待资金落地到位

专项债当月值（亿元）



水泥磨机运转率(%)

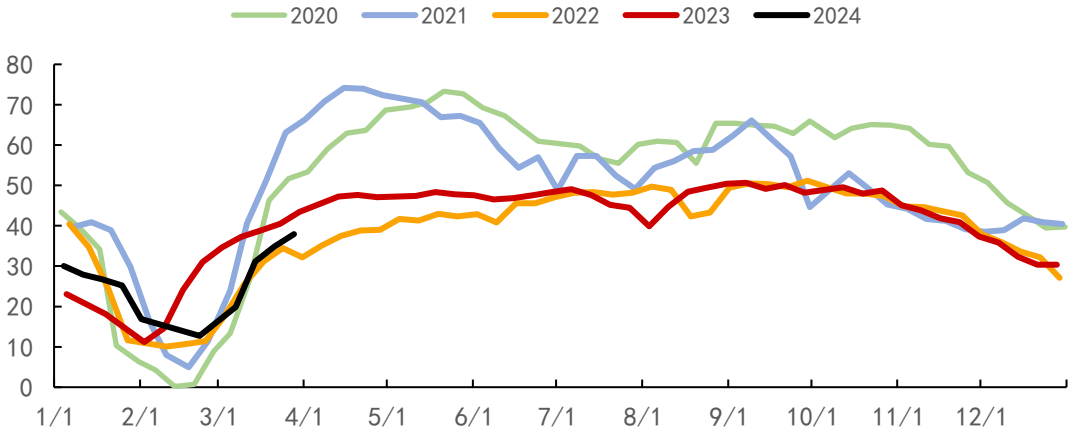


表1：2021-2024年百年建筑调研春节后全国建筑工地开复工数据

指标 时间	开复工率					劳务上工率				
	2021年	2022年	2023年	2024年	同比	2021年	2022年	2023年	2024年	同比
第1期（正月初十）	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%	2.5pct	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%	0.8pct
第2期（正月十七）	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%	1.5pct	48.7%	60.2%	43.3%	38.1%	-5.2pct
第3期（正月廿四）	86.9%	69.6%	76.5%	62.9%	-13.6pct	83.6%	70.8%	68.2%	57.5%	-10.7pct
第4期（二月初二）	93.8%	80.4%	86.1%	75.4%	-10.7pct	96.9%	81.2%	83.9%	72.4%	-11.5pct

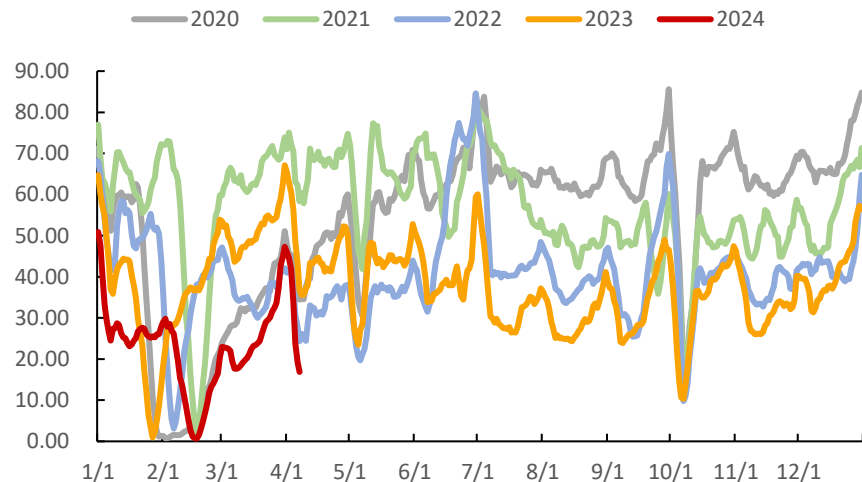
数据来源：百年建筑

注1：受节假日影响，24年调研日农历顺延一天

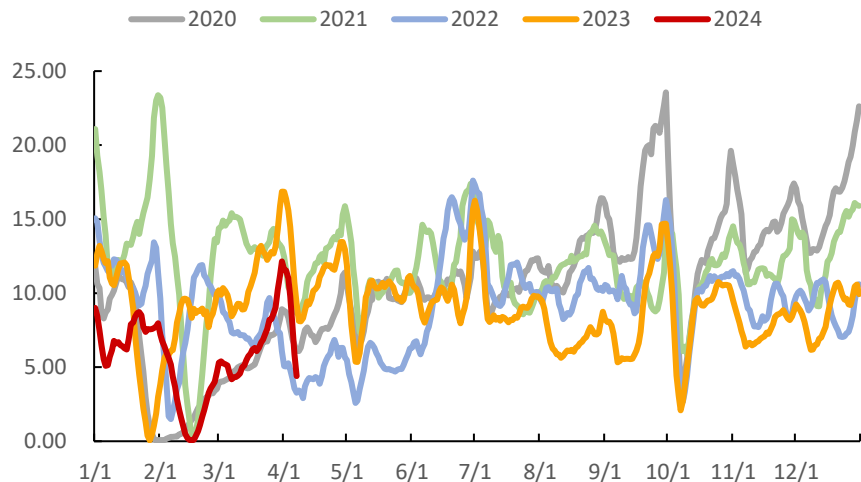
注2：样本说明：调研样本覆盖187家建筑施工头部企业，共10094个工地，工地总数同比下降17%。其中，房地产类项目占比27%，非房地产类项目占比73%。分区域看，华东占比50%；华南占比18%；西北11%；华北占比10%；华中占比7%；西南占比3%；东北占比1%。

地产销售回升明显

30大中城市:商品房成交面积(万平方米)



30大中城市:商品房成交面积:一线城市



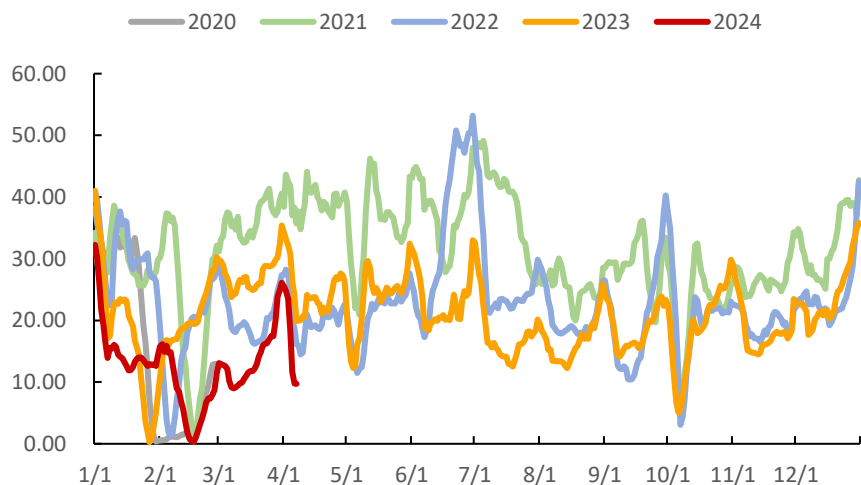
■ 3月份地产销售恢复较为明显，刚需购房需求仍在，只不过前期观望情绪较重。

■ 分城市能级来看，一线城市修复斜率更为强势，地产销售后续预计会继续有所分化。

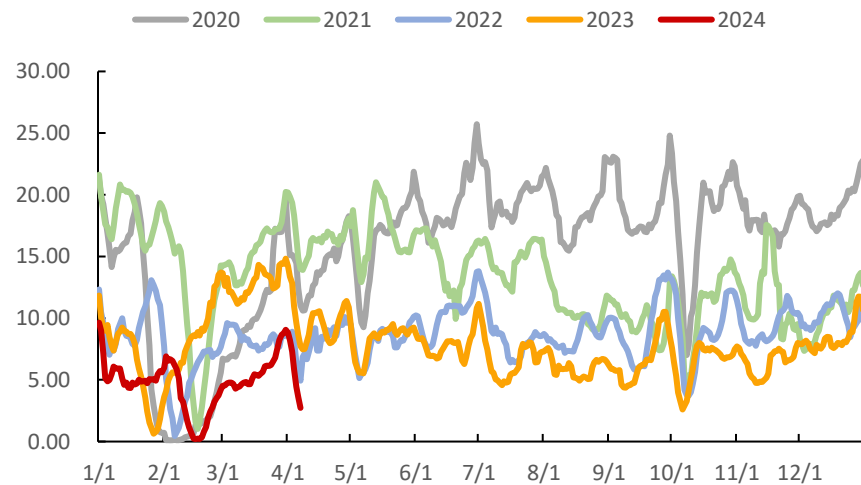
■ 虽然当前房地产销售绝对量已处于历史中位水平，且修复斜率较为陡峭，加之各地对房地产政策松绑，4月房地产或将引来小阳春。

■ 资金问题依然为建筑行业关键所在，成交回暖，整体宏观环境不宜过分悲观。

30大中城市:商品房成交面积:二线城市

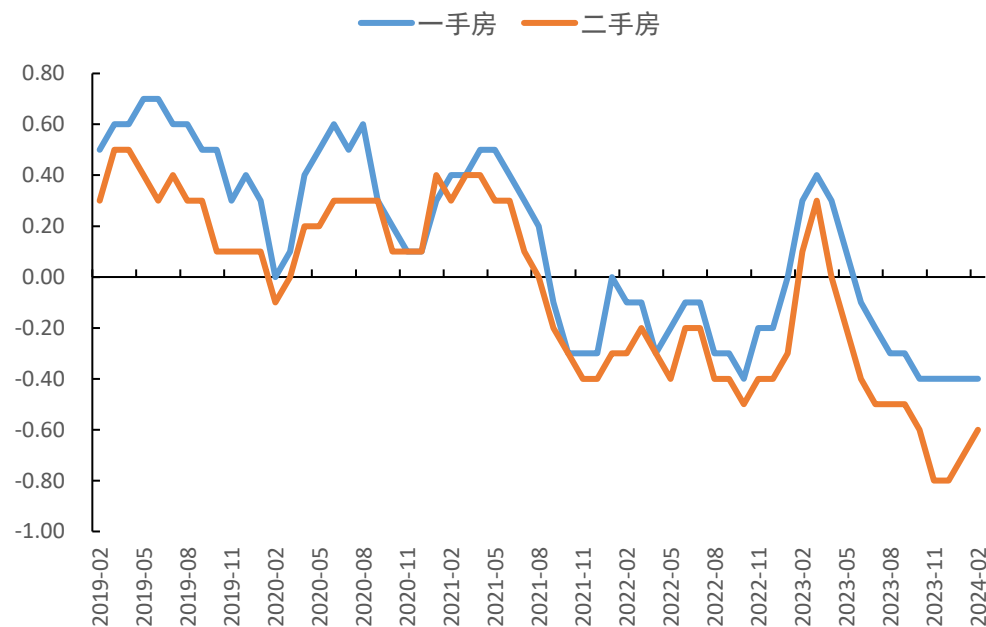


30大中城市:商品房成交面积:三线城市



房价指数环比企稳，二手房好于新房

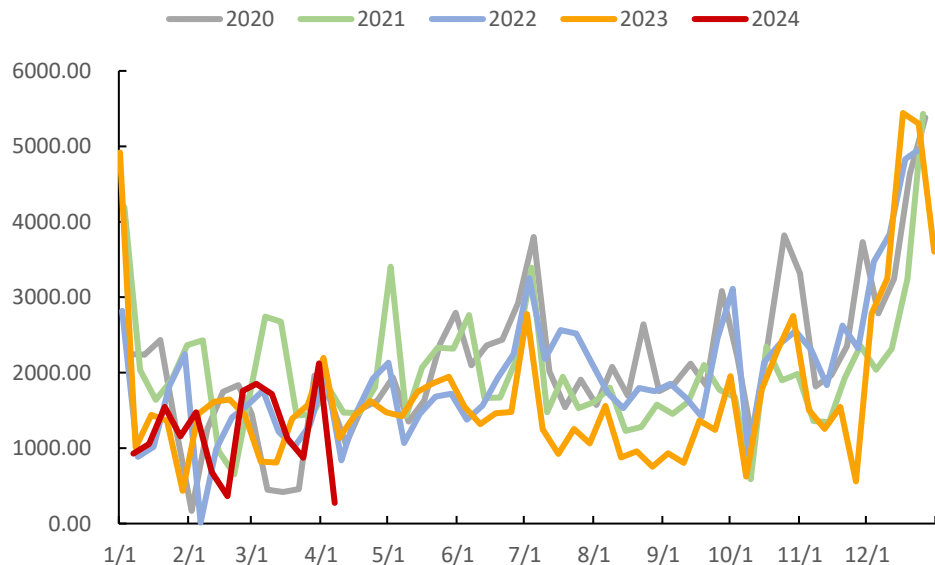
70城住宅价格环比变动情况（%）



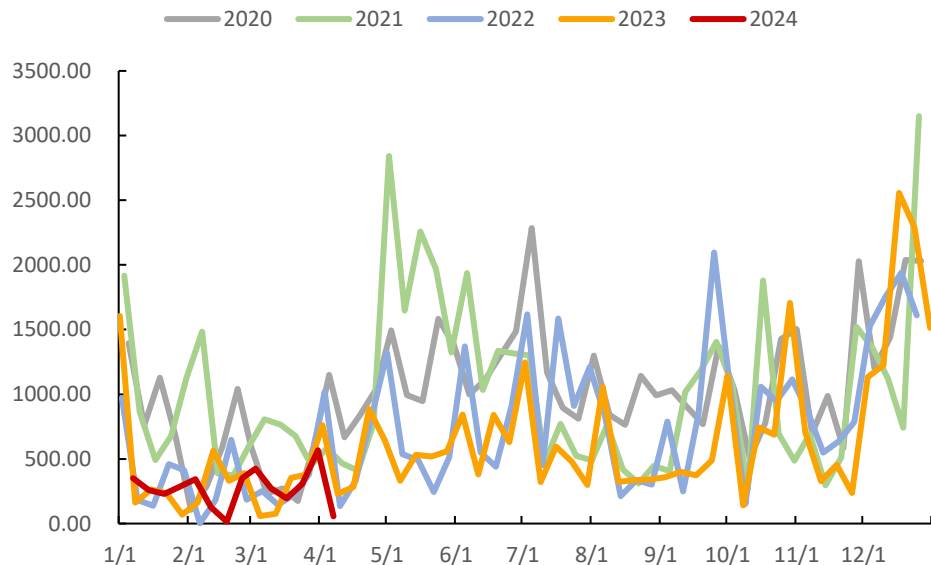
- 根据观测到的70城房价环比变化来看，今年以来房价环比逐渐平稳，并没有出现继续恶化的情况，符合销售数据回暖带来的整体利好。
- 二手房价格的率先回升也反映了购房群体一定程度的避险情绪，新房交付的不确定性依然影响购房积极性。

房企拿地持续疲软，资金面依旧承压

100大中城市：成交土地占地面积（万平方米）



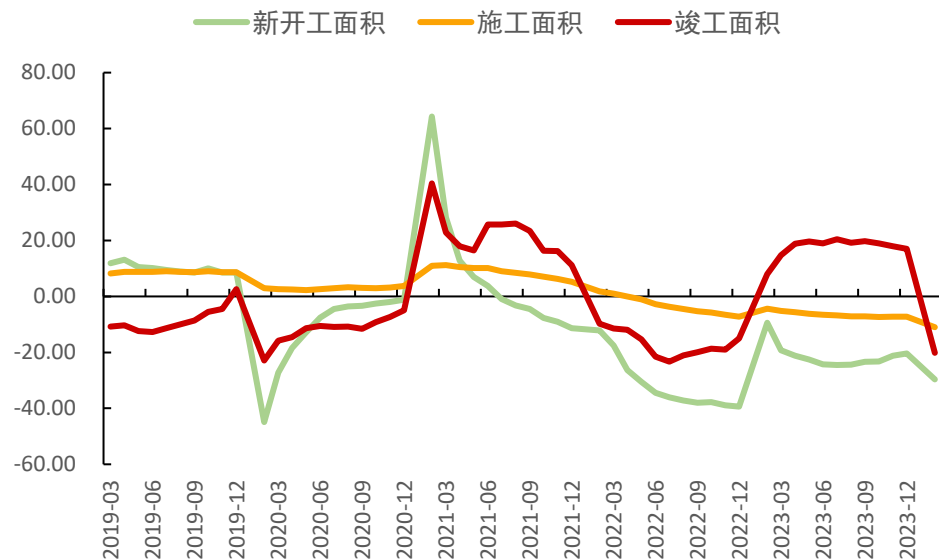
100大中城市：成交土地总价（亿元）



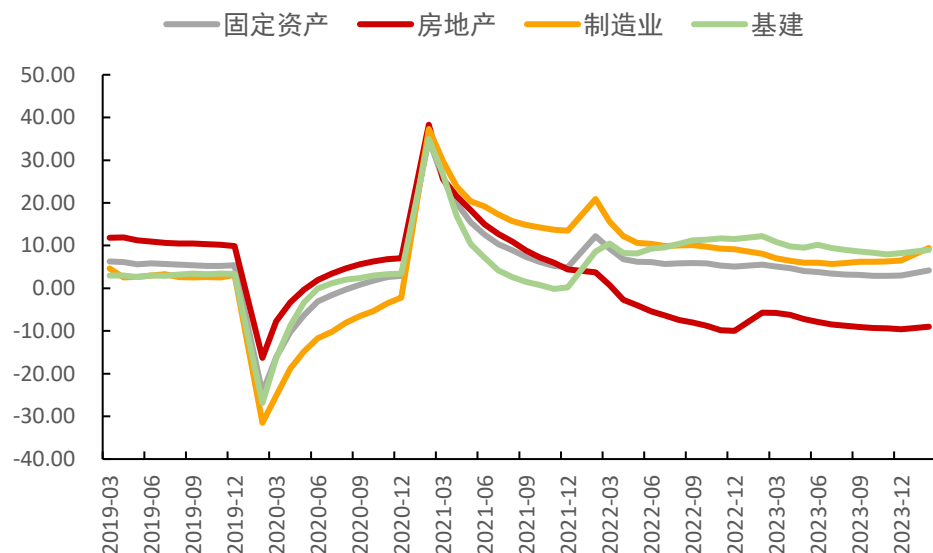
- 土地成交规模和出让金仍处低位，土拍市场热度依旧低迷。在销售端并未释放明显修复信号情况下，房企拿地依旧保持谨慎。
- 房地产对钢材需求主要集中在前端的新开工和中间的施工环节，而前述政策主要在后端的消费环节发力，土地成交数据才是未来建材消费能否转变的核心观察指标。从这个数据看，建材消费保持低迷的局面不会有大的改变。
- 今年用土地成交推算钢材需求的传导周期可能会出现拉长，主要原因还是在于房地产企业在销售端好转回笼资金后还需要修复自身资产负债表，拿地的意愿当前依然不足，新开工的预期还将滞后。

新开工延续低迷格局，竣工大幅回落

房地产开发建设指标累计同比 (%)



固定资产投资累计同比 (%)



- 1-2月房地产数据表现很差，房地产开发投资累计同比-9%，销售面积累计同比-20.5%、施工面积累计同比-11.0%，新开工累计同比-29.7%，再度超出年前预期，而房价和房地产耗钢面积领先指标再度恶化，房地产风险尚未解除，仍需要政策加码。
- 根据新开工-竣工的时间周期，当前竣工的大幅下滑对应的是21年新开工的大幅下滑，预计竣工将持续维持低迷状态。
- 当前房地产的问题在于恶性循环尚未打破，而新房购买信心不足仍是核心因素，随着新房现房库存升至历史高位，化解房地产风险需要政策向去库存倾斜，通过化解现房库存提振新房购买信心，助力扭转恶性循环预期，后期重点关注有无有效去库存政策出台。

建筑业和制造业分化明显

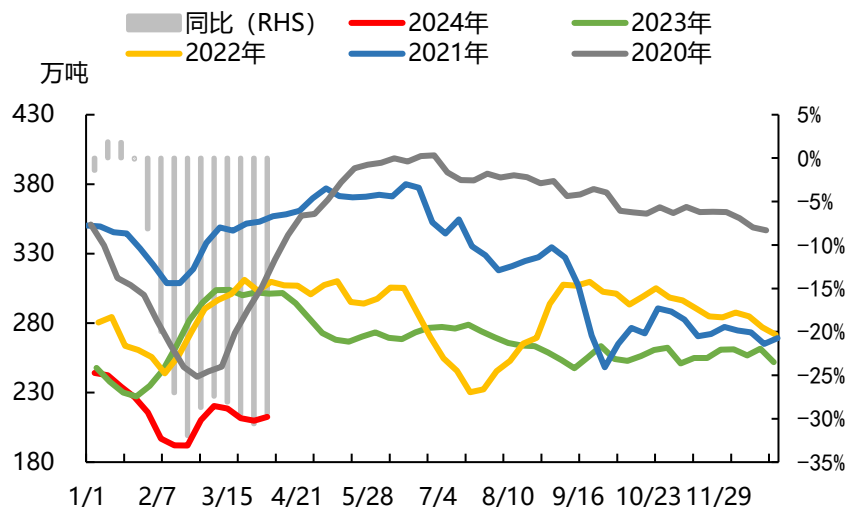
品种观行业（元/吨）



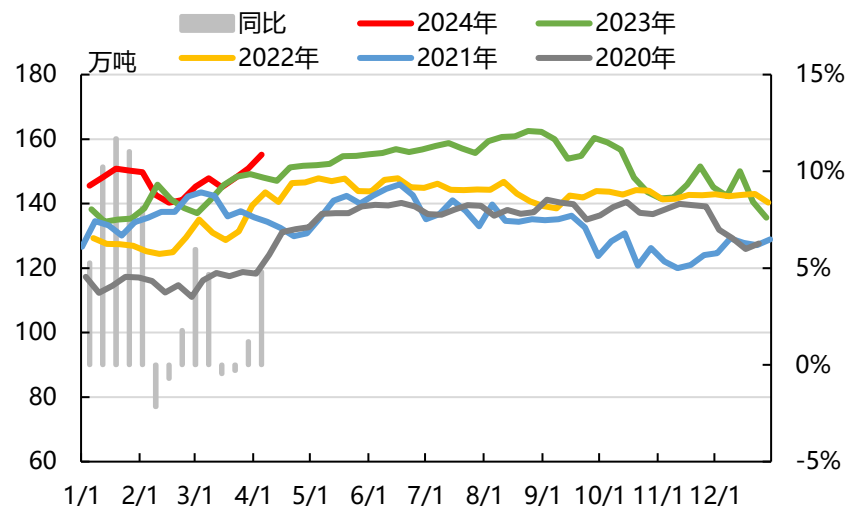
- 开年以来，铜价与螺纹钢价格走出明显分化态势，两者此前价格走势趋同，相关度较高。但当前建筑业尤其是房地产投资的大幅回落对于建筑钢材需求的拖累十分明显。新兴产业的发展以及美元降息预期的提升对于有色金属的价格起到了推波助澜的作用。
- 制造业情况表现良好，尤其是3月份PMI大涨，验证了制造业高景气的行业逻辑，同时新兴产业的蓬勃发展，推动了有色终端需求持续释放。不过，随着房地产市场走向局部复苏，利空因素衰减，钢价将有补涨空间。

螺纹供应持续下滑

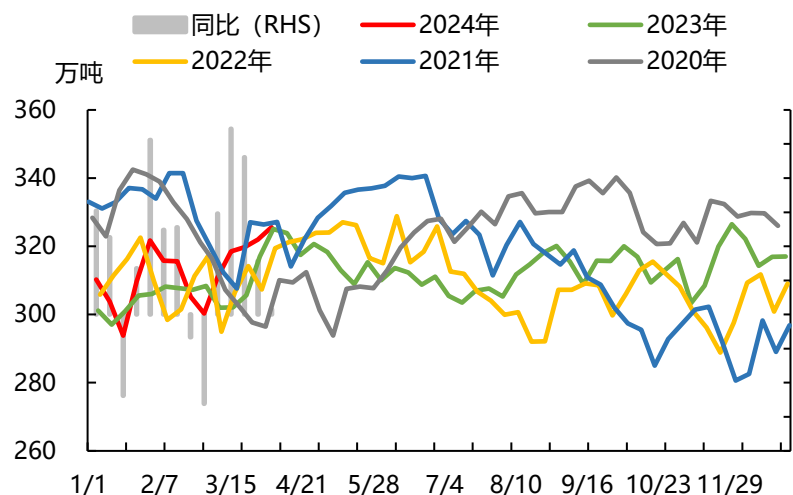
螺纹周产量



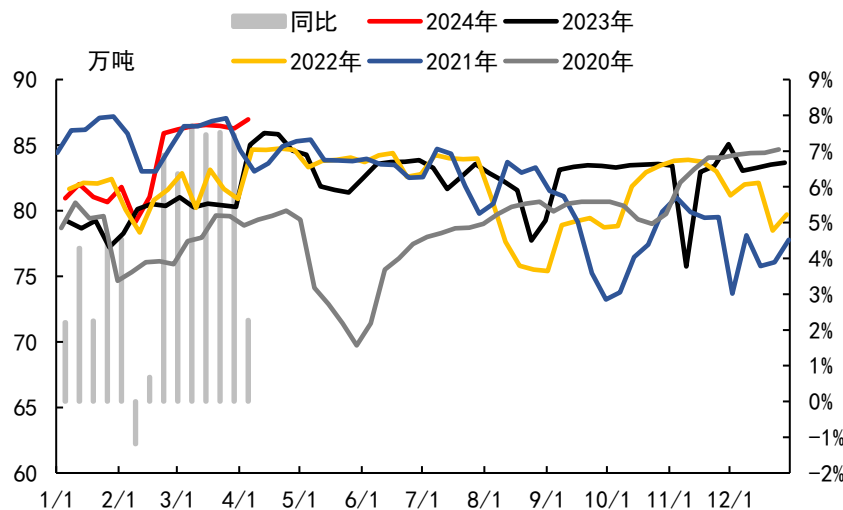
中厚板周产量



热卷周产量



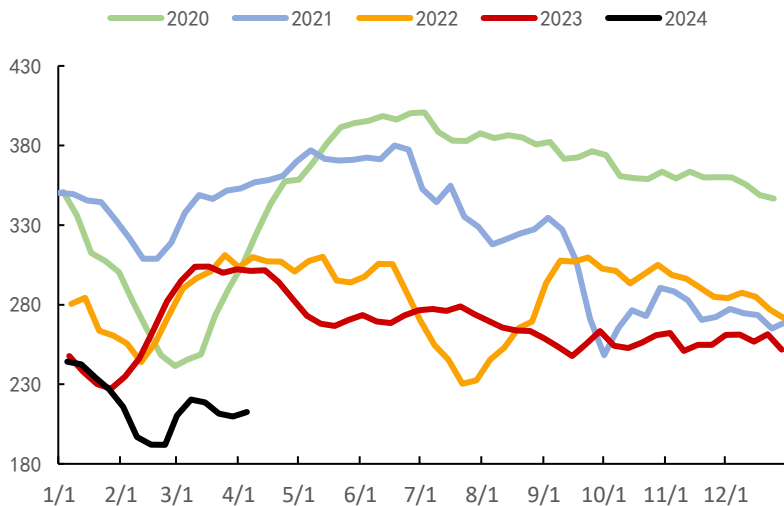
冷轧周产量



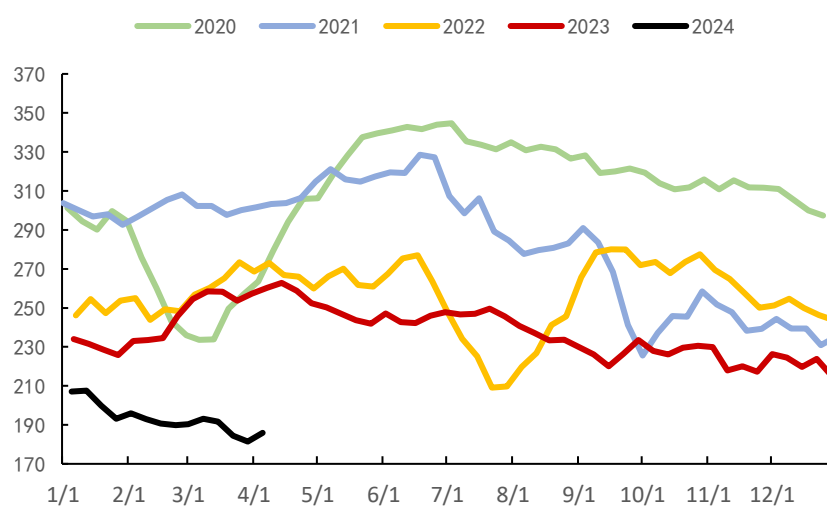
■ 五大钢材品种周均产量850.17万吨，环比增40.89万吨，增幅5.05%，钢材估值下挫严重，导致钢厂生产意愿一般。分品种来看，长材供给回升较慢，板材回升迅速。

螺纹供给：长流程持续低位

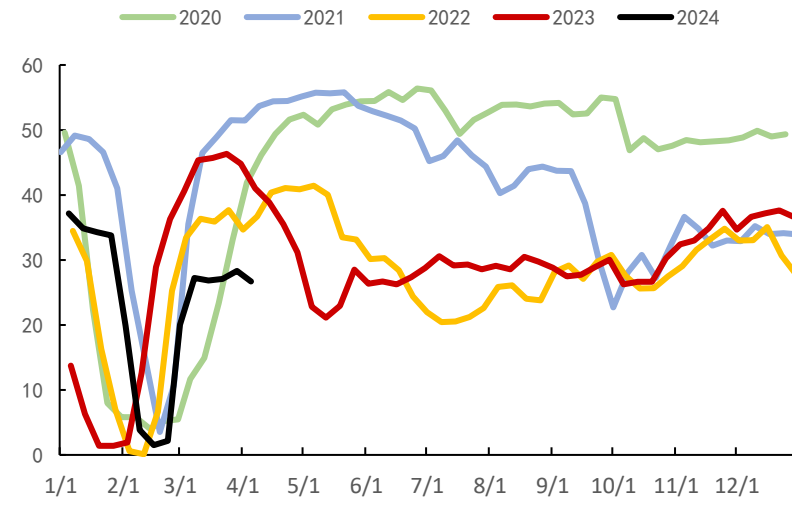
螺纹钢产量（万吨）



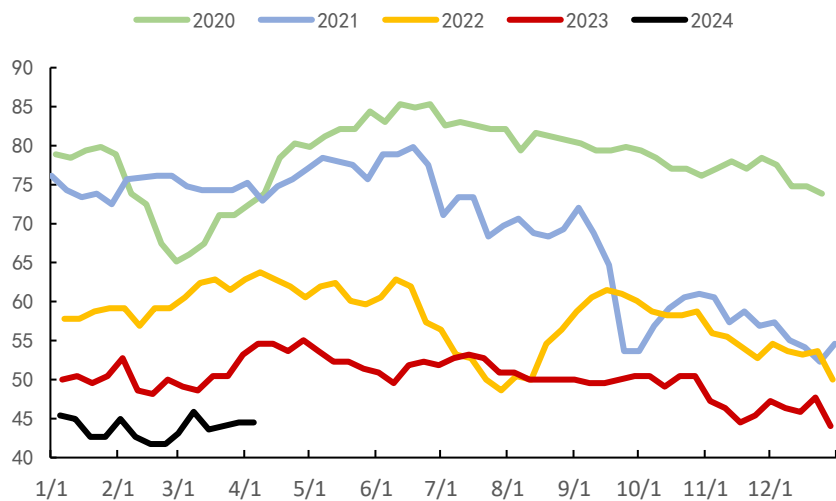
螺纹钢长流程产量（万吨）



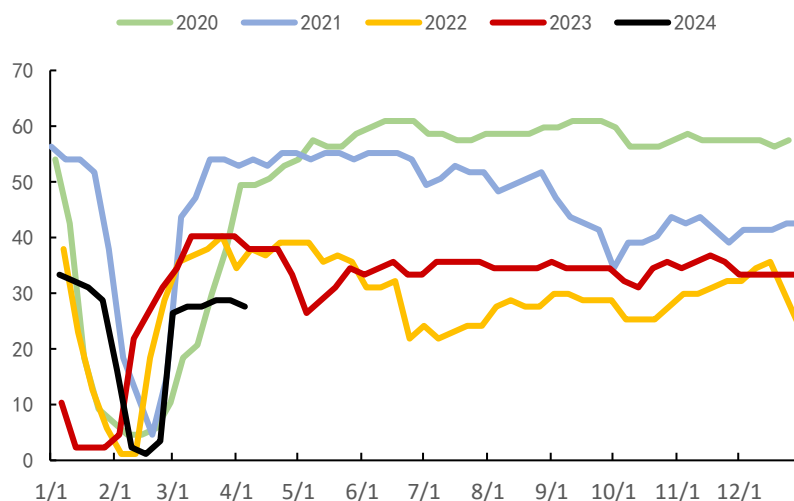
螺纹钢短流程产量（万吨）



螺纹钢长流程开工率（%）



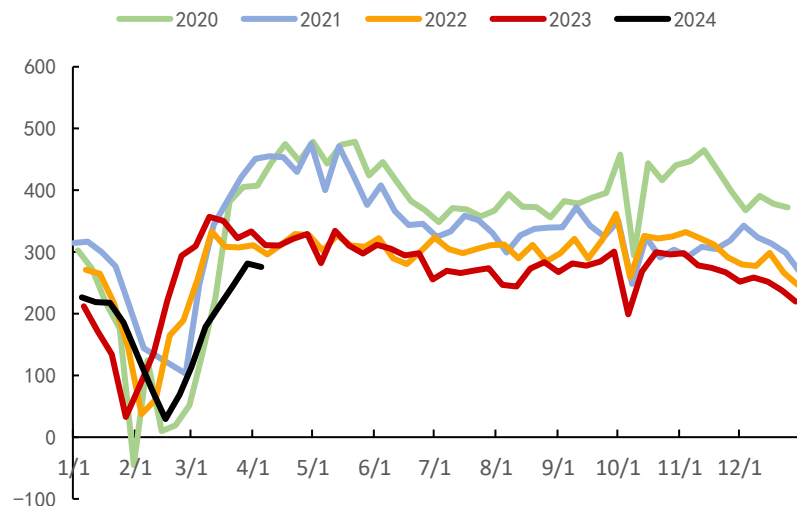
螺纹钢短流程开工率（%）



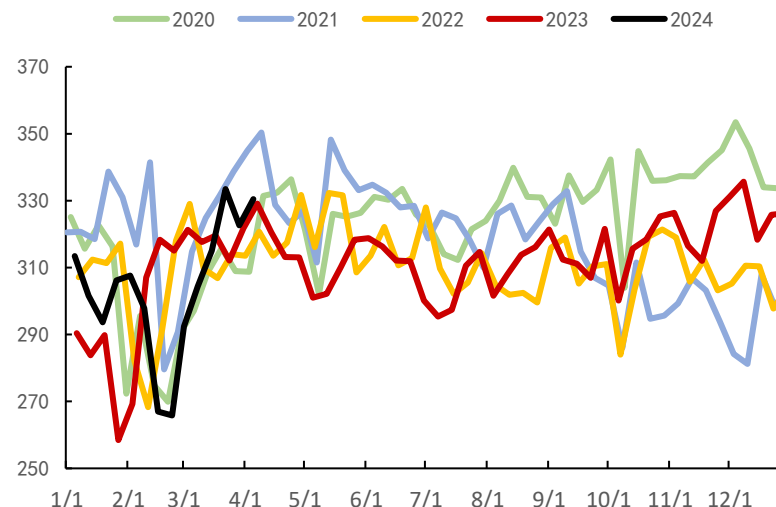
- 螺纹长流程钢厂开工率今年一直处于低位，近期略有回升，但产量延续跌势；
- 短流程钢厂开工率尚可，产量则略有回升。
- 螺纹周均产量215.09万吨环比增17.27万吨，增幅8.73%，主要原因是受二月春节低基数影响。实际上，本月螺纹钢产量连续三周下滑，从月初(3月8日)的220.46万吨一路收缩至月末(3月29日)的209.74万吨。

钢材需求：制造业拉动整体需求

螺纹表需（万吨）



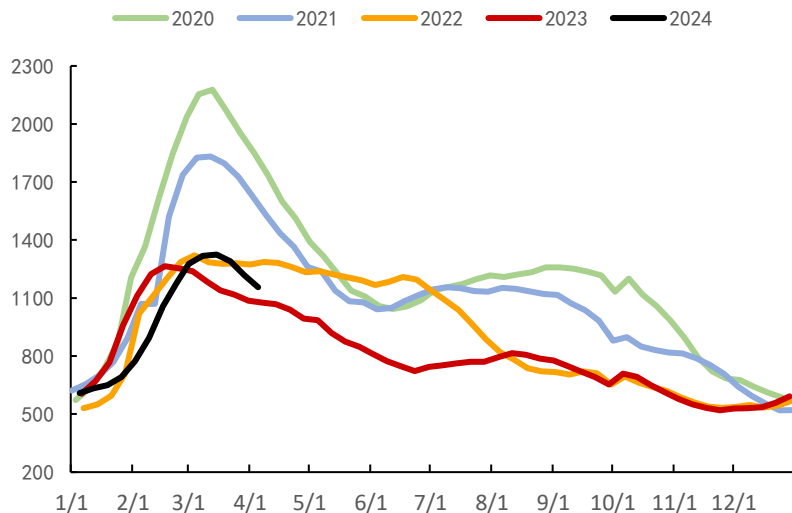
热卷表需（万吨）



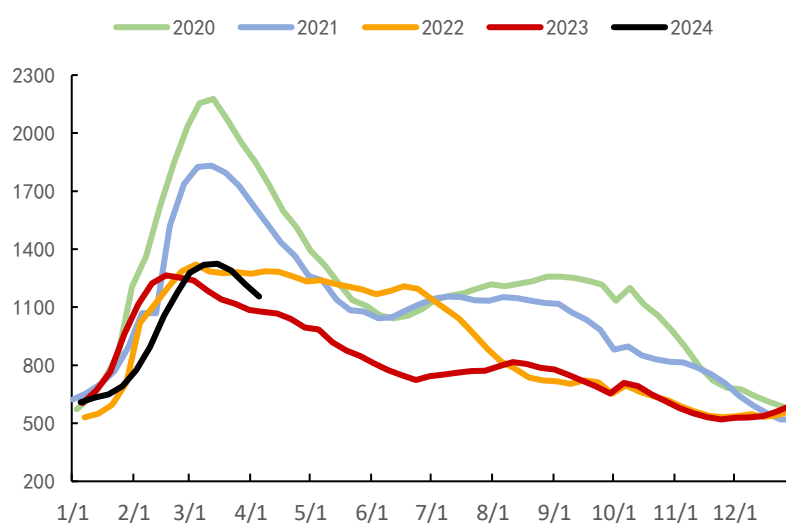
- 五大品种消费量快速回升，截至3月30日，五大品种消费量为955.26万吨，较月初(3月1日)增256.73万吨，但仍低于季节性水平。分品种看，长板双增，且消费增量主要来源于长材，其中长材消费较月初大增219.63万吨，增幅125.74%；板材消费增37.1万吨，增幅7.08%，但冷轧需求却微降。
- 螺纹表需281.26万吨，较月初增168万吨，增幅达148.33%，但仍低于季节性水平，建材周内平均日成交量本月快速攀升，但在本周随钢价回落。本月螺纹需求恢复较慢，复苏斜率低于往期，导致钢价承压，市场交易情绪冷清，下游观望情绪较浓。

钢材库存：去化开始，持续性待检验

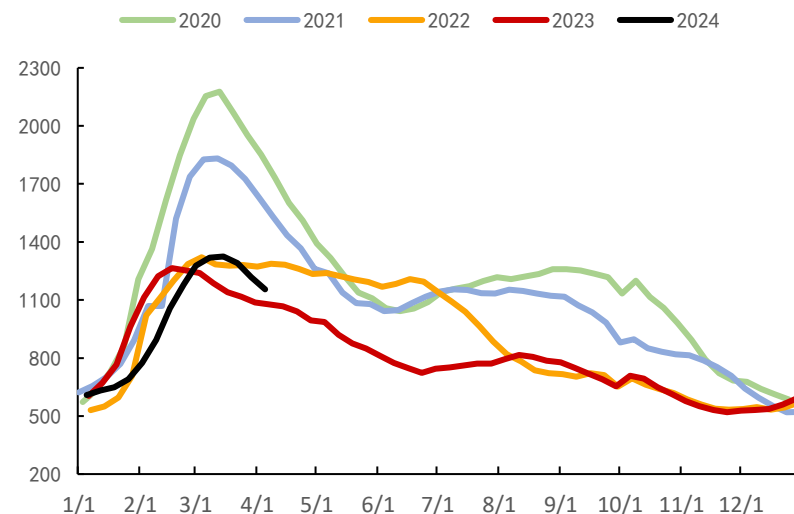
螺纹总库存（万吨）



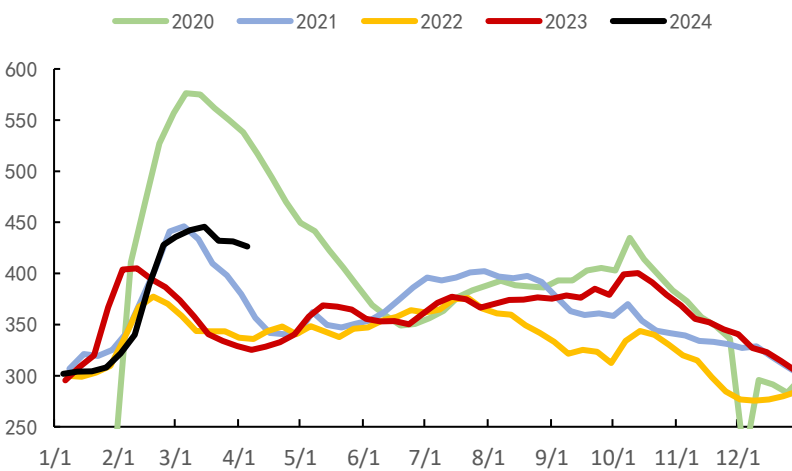
螺纹厂库库存（万吨）



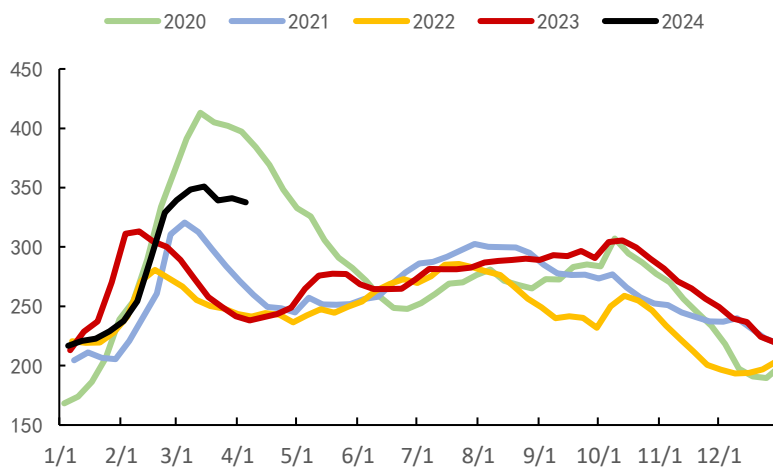
螺纹社会库存（万吨）



热卷总库存（万吨）



热卷社会库存（万吨）

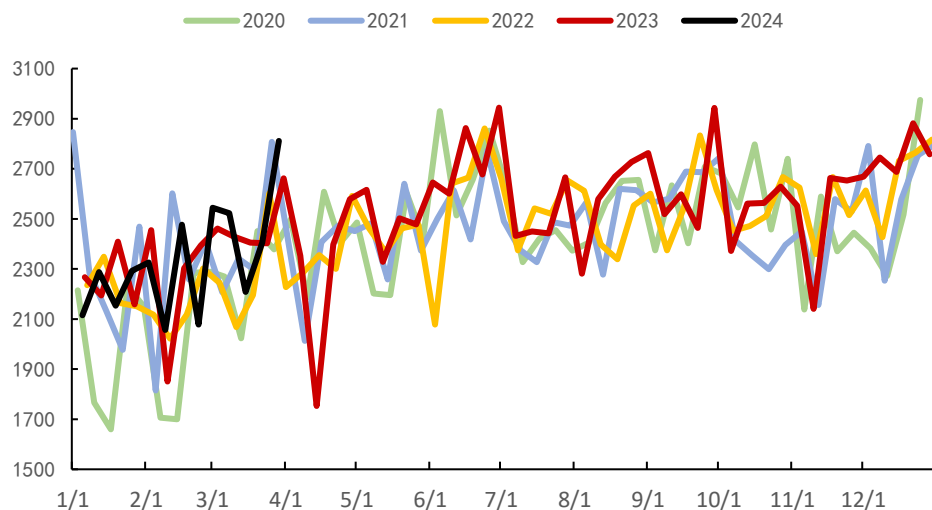


■ 从3月中旬开始，累计去库106.35万吨，且在低产量下，去库较为顺利，去库进度明显加快。分环节看，社库已连续去库3周，累计去库73.1万吨，不过东北地区仍然延续累库，其余区域库存普降：厂库已连续去库2周，累计去库45万吨，钢贸采购意愿一般，因此厂库去库略晚于社库。整体来看，目前螺纹钢总库存已连续去库2周，且去库进度有所加快，但当前总库存水平仍然高于去年同期水平，库存压力仍在。

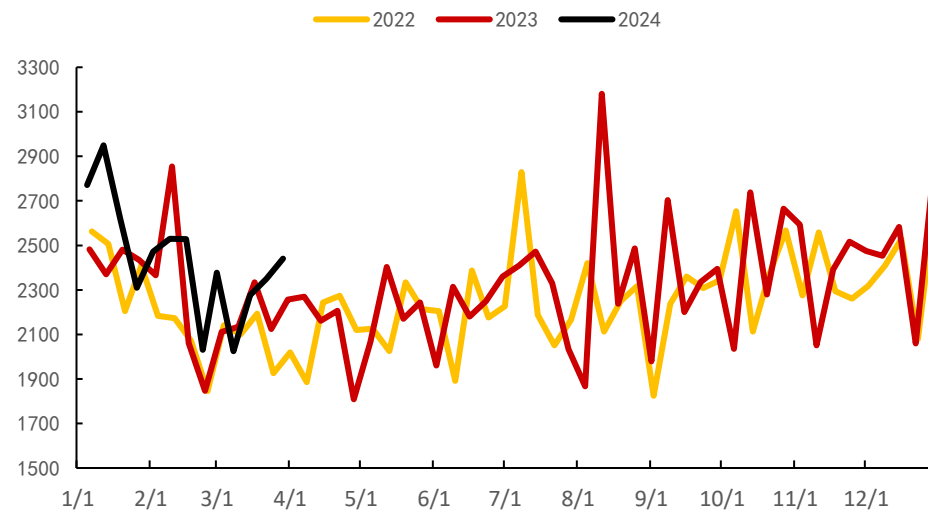
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

铁矿：供给端稍显宽松

澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



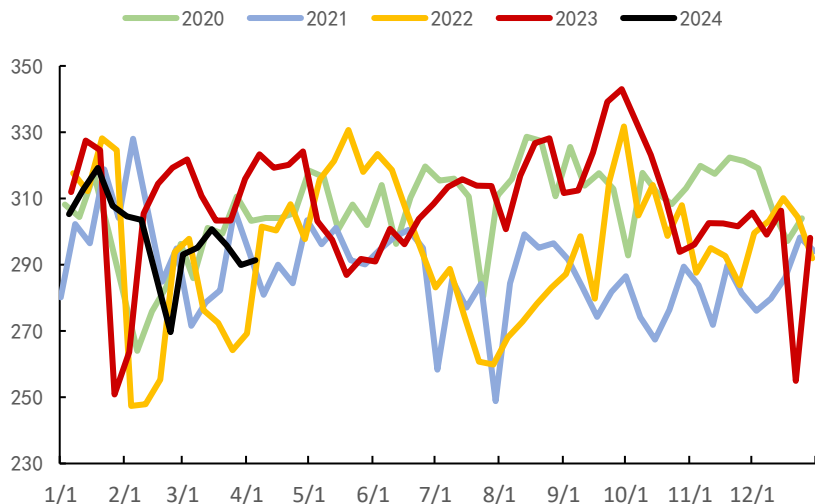
45港到港量（万吨）



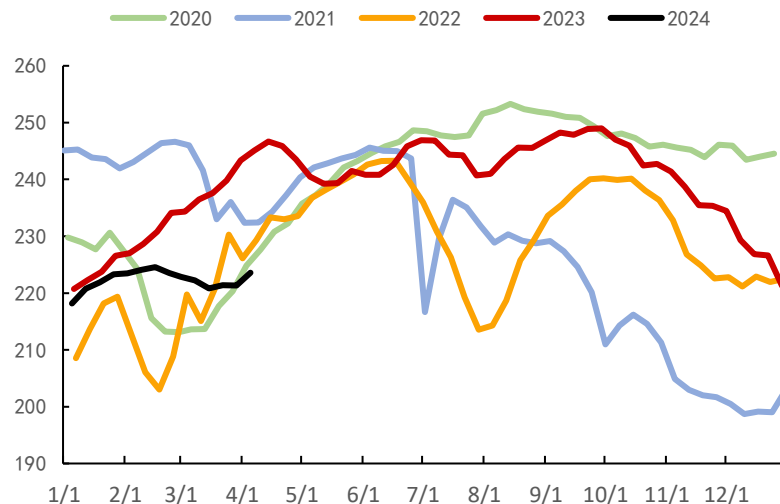
- 澳巴两国最近铁矿石发运量合计2405万吨，主流矿山供应问题不大，从月度均值角度看仍在环比改善趋势中；
- 非主流矿发运量合计506万吨，供应较前期有所下降，主要下降来源是印度，但非主流矿山供应整体下降的幅度并不大。铁矿石供应偏过剩的局面下，价格需要进一步下跌，以此倒逼边际供应有效减少，才能彻底缓解供应压力。按照到港滞后于发运的历史规律来看，到港量在4月份企稳爬升。
- 国内供应：日均精粉产量50.7万吨，同比去年增加近5万吨，国内供应层面也未受到价格影响。

铁矿：需求端尚未展现，负反馈尚未结束

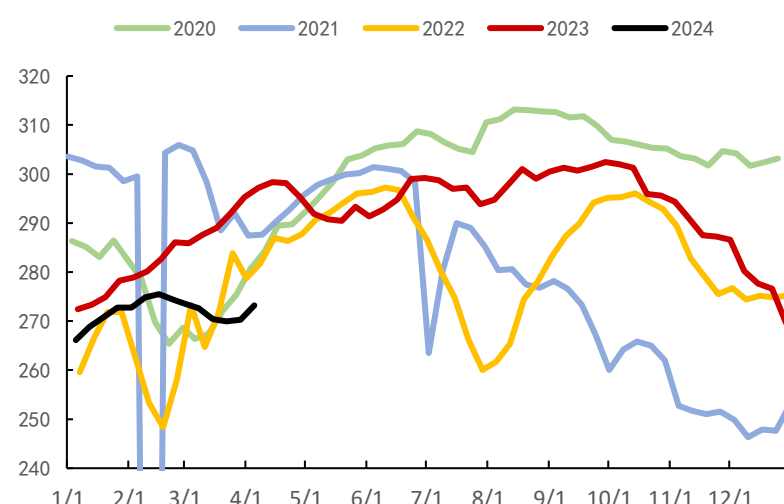
45港日均疏港量



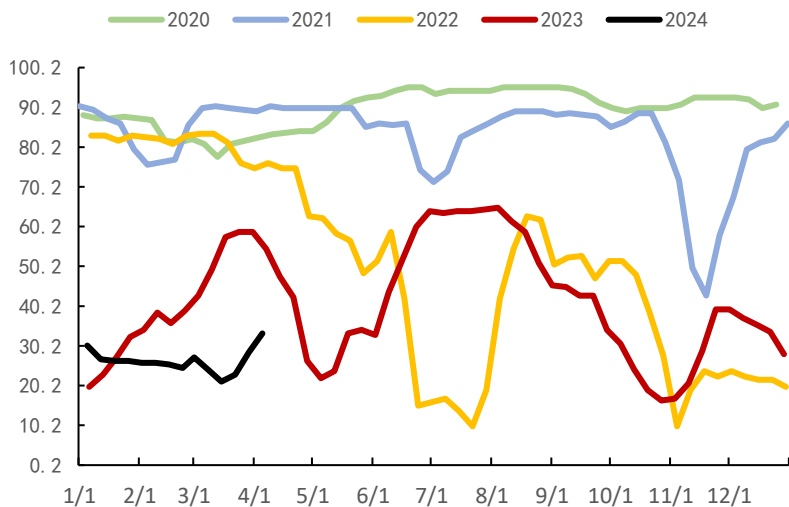
日均铁水产量



247家钢厂进口铁矿石日耗



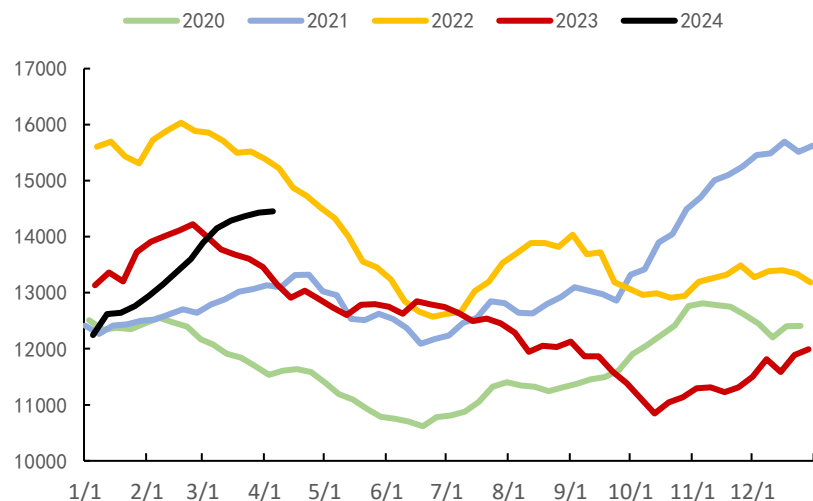
钢铁企业盈利率



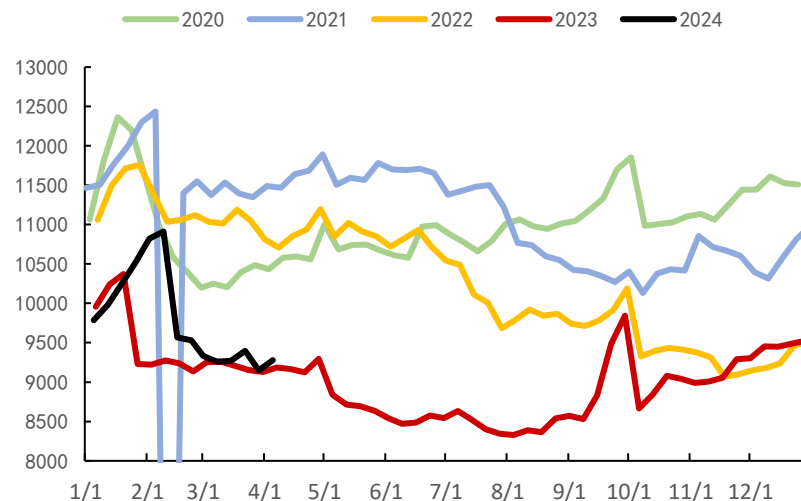
■ 高炉日均铁水产量221.31万吨，环比小幅下降，不及市场预期，铁矿石消耗需求低位徘徊。钢厂复产积极性依然偏弱：一是、板材去库明显放缓，建材向板材的铁水转移受限。五大品种厂内库存674万吨，社会库存2341万吨，整体去库斜率尚可。然而，以热卷为代表的板材库存与上周持平，前期板材持续增产带来的高供应问题显性化，对铁水产量的改善形成压制。二是、钢厂盈利能力偏弱。虽然原料端近期价格下跌幅度要超过成材端，但在市场普跌且出货仍有压力的环境下，整体盈利能力好转幅度偏弱。到目前为止，钢厂盈利率仅28%左右，钢厂经营压力依然偏大。

铁矿：钢厂补库延迟，港口去化窗口未到

铁矿石港口库存



247家钢厂进口铁矿石库存



- 钢厂补库意愿低迷。钢厂进口烧结矿库存2506万吨，和去年同期水平相差不大。而现在的铁水产量较去年同期低近10%。无论是从库存的绝对值，还是从生产强度来看，钢厂补库必要性并不高，在利润没有改善的预期下，补库意愿也不足。
- 铁矿石港口库存14431万吨，环比增加65余万吨，较去年同期高近1000万吨左右。按照目前的发运水平和钢厂生产强度来看，港口库存或维持高位震荡，即使去库其斜率也会较缓。港口贸易矿库存8743万吨，出货难度依然偏大。高库存缓去库状态下，铁矿石价格向上弹性偏低。

钢矿期货操作建议

波段操作

- ❖ RB2410合约逢高抛空，上方压力参考3680元/吨。
- ❖ I2409合约逢高抛空，上方压力参考840元/吨。

套利操作

- ❖ 卷螺差10合约做扩，入场点位参考120元/吨附近。

套保操作

- ❖ 建材需求难言好转，螺纹反弹后卖出套保为主。

风险提示

- 1、每年4-5月份，粗钢平控传闻的额外扰动。
- 2、海外矿山突发事故。
- 3、国内出台超预期政策。

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。