



申银万国期货  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 宏观积极引导，产业谨慎乐观

## ——2024年四季度钢矿投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

联系人： 赵兴 (F03119205)

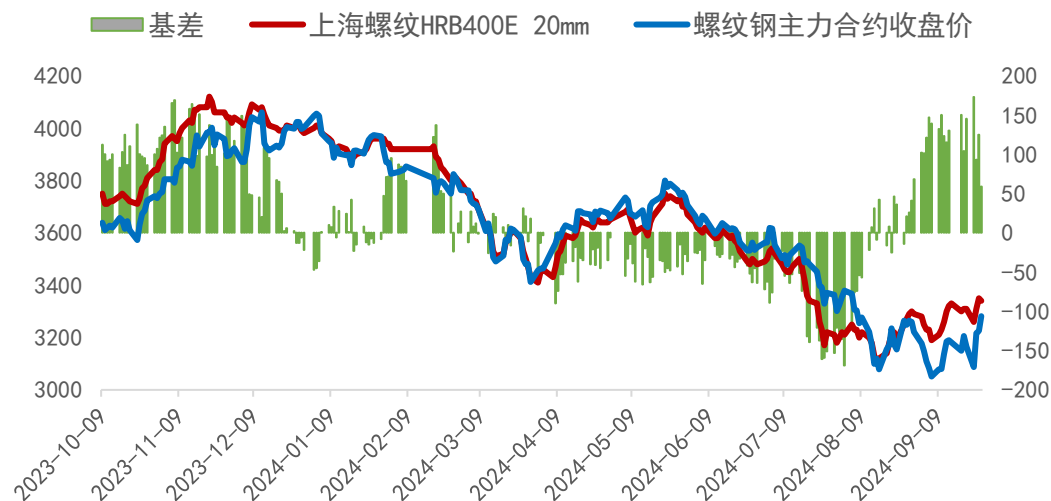
# 宏观积极引导，产业谨慎乐观

## ——2024年四季度钢矿投资策略展望

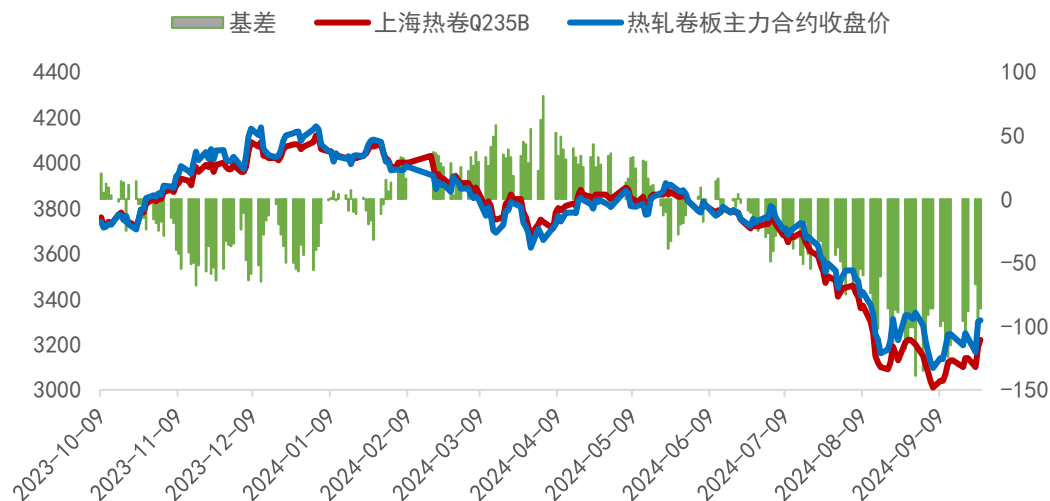
- 钢矿主要驱动因素：三季度受淡季需求疲弱和螺纹新旧国标事件影响黑色板块震荡下行。四季度终端需求依然面临下行压力，政策对钢材需求提振有限，价格可能会先涨后跌。主要关注两个驱动：宏观政策的持续释放以及钢材需求端的持续转好，短期宏观带动上涨，难言反转。
- 供需角度：
  - 钢材：政治局会议对于房地产政策的最新表述释放利好，短期认为企稳转好，但长周期仍是下行趋势。财政政策四季度的支持会使得基建资金有好转，但需求高度有限。制造业四季度有望得益于“两新”政策加码以及年末海内外需求旺季形成企稳回暖态势。直接出口和间接出口则面临反倾销和海外经济衰退限制，预计拉动将有所减弱。钢厂长短流程利润好转，将进入复产阶段。若产量持续回升，库存矛盾将再度激化。总体来看，四季度钢材将从供需错配阶段再度进入平衡乃至供给过剩阶段，价格先涨后跌，震荡偏弱运行。
  - 铁矿：三季度铁水产量同比明显走弱，从最高240万吨水平回落至220万吨水平。终端需求的弱势传导到铁矿石，在高供应的情况下，库存持续攀升。在“金九银十”钢材传统需求旺季的背景下，热卷高库存带动铁水有所回流，螺纹产量见底回升，带动铁矿石需求转强，但钢材产能回升后或将导致钢材过剩，并再压缩产能，因此短期钢材产能回升对铁矿石利好有限。除了基本面，还需要关注国内政策以及海外宏观对于矿价的扰动，短期宏观带动下铁矿金融属性较强反弹较多，整体四季度重点把握政策影响降温后的逢高抛空交易机会。
  - 期价核心波动区间：螺纹01合约3050-3450元/吨，热卷01合约3150-3550元/吨，铁矿01合约650-770元/吨。

# 三季度钢材行情走势回顾

## 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）



- 7月初，往年“淡季不淡”现象并未出现。铁水高位平衡状态被打破。钢材整体表观需求均有一定程度下行，钢企盈利情况转差，黑色板块延续了二季度以来的淡季震荡偏弱走势。螺纹钢新国标出台，旧国标螺纹将无法用于10合约的交割，淡季背景下钢材本身去库较难，引发了现货市场的恐慌情绪，现货价格加速下行。在铁水产量高位的情况下，以螺纹、热卷为代表的整体钢材价格下跌同时也导致钢企大面积亏损，引发产业链负反馈，钢企被迫减产，炉料需求下降，价格快速下跌。
- 进入 8 月下半月，市场对新旧国标事件的交易基本结束，且临近旺季，市场对旺季需求有期待，黑色板块见底反弹。但进入 9 月份，钢材实际需求呈现“旺季不旺”的状况，现实数据表现平平，没有给予预期以强支撑。市场围绕“旺季预期+政策刺激”反复博弈。
- 9月底，宏观利好政策发布，政策力度超出市场预期，黑色板块集体快速上涨，现货成交开始回暖，短期来看利多情绪有所持续，需要关注宏观情绪转弱后回归基本面逻辑情况下，现实需求的跟进程度，重点关注10月份现实改善情况。

## 三季度铁矿行情走势回顾

### 铁矿石期现价格相关性（元/吨）



- 7-9月份，铁矿石走出一波流畅的下跌行情，短暂反弹力度也较弱。终端需求弱势，建材端房地产及基建等需求没有起色，铁水产量出现快速下滑，铁矿石需求明显回落。随着美联储降息预期推动，大宗商品情绪普遍转强，且季节性旺季到来，终端需求环比回暖，钢厂产能出现见底回升迹象，带动铁矿石需求见底，但需求回暖力度有限，铁矿石走势延续弱势震荡。
- 铁水产量同比明显走弱，从最高240万吨水平回落至220万吨水平。终端需求的弱势传导到铁矿石，在高供应的情况下，库存持续攀升。近期钢材价格有所上涨，钢厂在季节性旺季背景下利润有所修复，复产行为开始有所兑现，螺纹等钢材的产量见底回升，带动铁矿石需求转强，但钢材产能回升后或将导致供需弱平衡再次打破，总量钢材需求在政策利好下难以长期改善。因此短期钢材产能回升对铁矿石利好有限。

# 2024年四季度行情驱动因素



我们预计，宏观驱动 > 产业驱动 > 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。

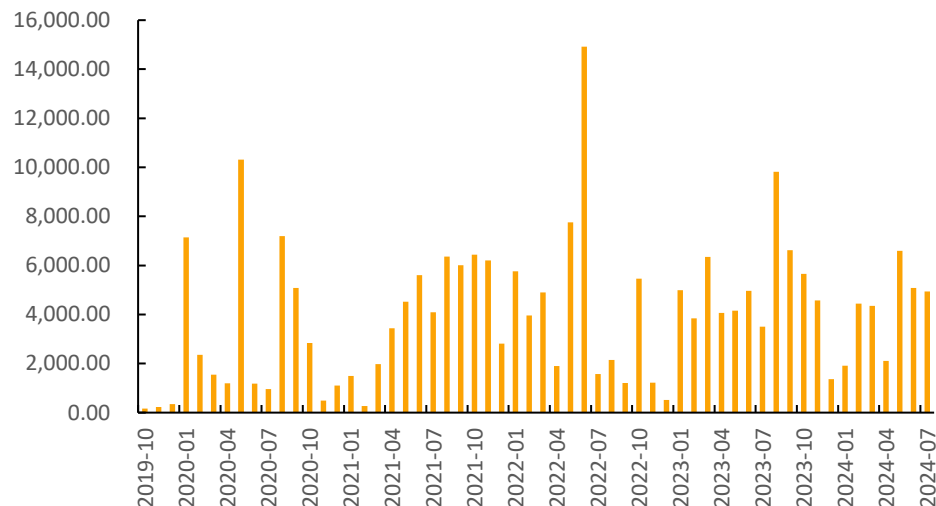


## 9.26 政治局会议房地产表述解读——控增量，难以拉动钢材需求

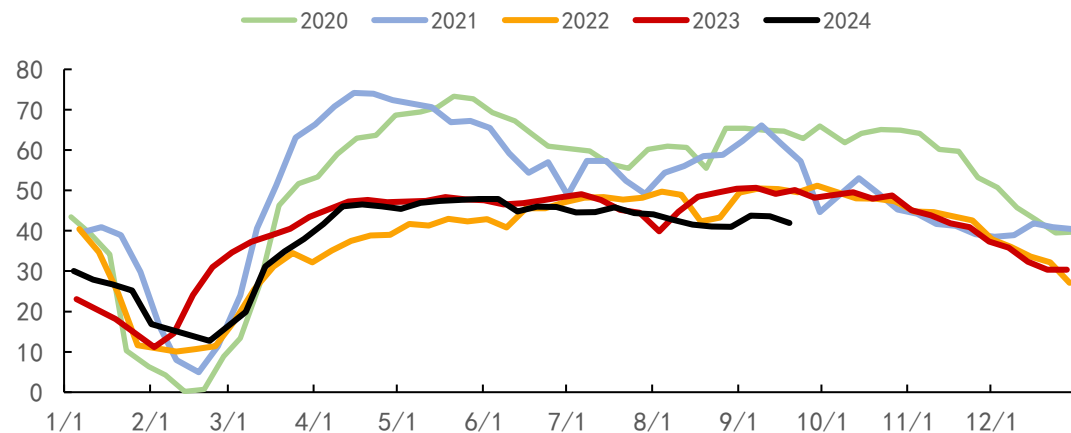
- 要促进**房地产市场止跌回稳**，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量——说明止跌回稳更多指的是价格。
- 要回应群众关切，调整住房限购政策——后续一线城市放开限购也有可能。
- 要降低存款准备金率，实施有力度的降息。——进一步降息降准，包括房贷利率。
- 要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。——以不发生规模性失业风险为底线。
- 要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。——进一步提出拉动消费的政策，背后是需要改善收入预期和资产负债表。

# 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(%)

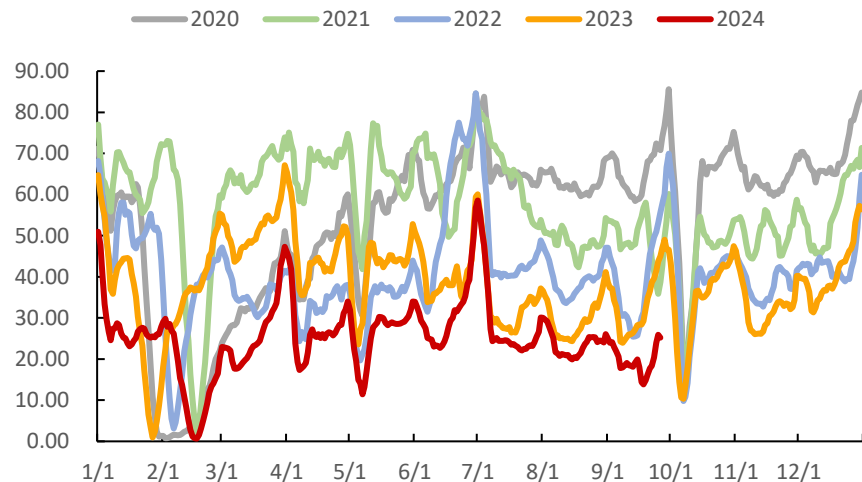


- 1-8月基建累计同比为7.9%，保持高位但增速放缓。传统基建有所见顶，公路铁路方面回落。从8月数据来看，电力水利增速保持高位，道路市政持续下滑，六大运河体系的建立会在一定程度对基建施工有所支撑。
- 截至目前全国共发行新增专项债34269亿元，目前整体进度基本符合计划，达到87.9%，进度与2022年和2023年基本持平。此外，近期专项债投向基建的比例呈现回升趋势，2024年8月专项债投向基建的比例上涨至50%左右，下游资金问题有望得到缓解。但从项目角度看，进入8月份重大项目开工情况有所回落，预示着近期开工情况依旧偏弱。
- 今年以来专项债同比跌幅超过30%也反映当前基建领域满足收益条件的项目明显减少，基建需求尽管环比前三季度有好转，但预计反弹空间有限，观察政策利好后进一步改善情况。

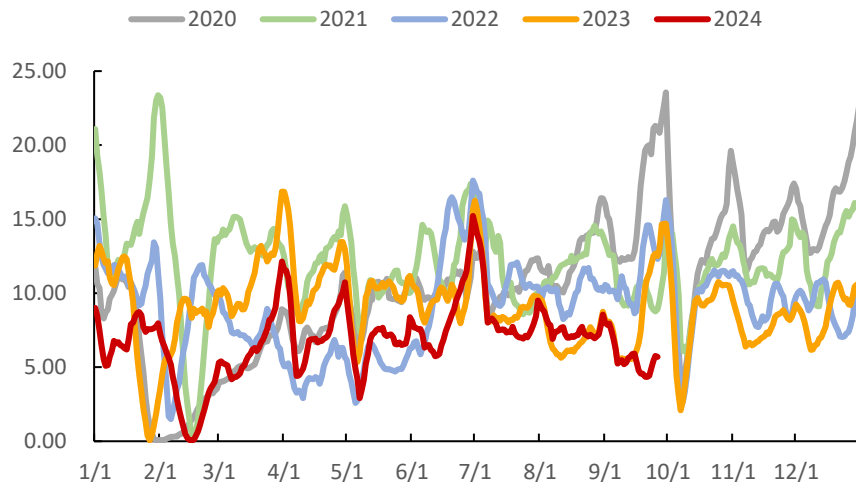


# 地产销售低位回升

## 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

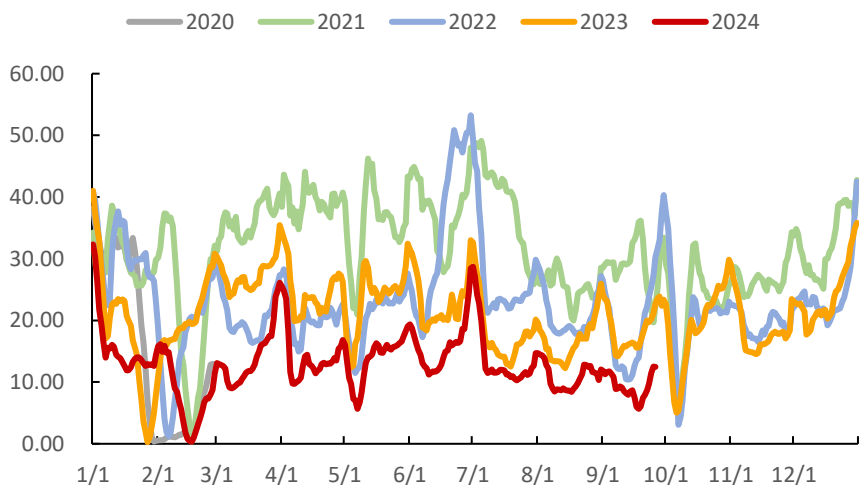


■ 地产领域针对供给需求端均出台了多项政策，包括一线城市也进行了较大力度的宽松，以及近期推出的“政府收储”等政策，从效果来看并未出现明显好转，反映当下市场信心仍然比较脆弱，房市仍面临较大压力。

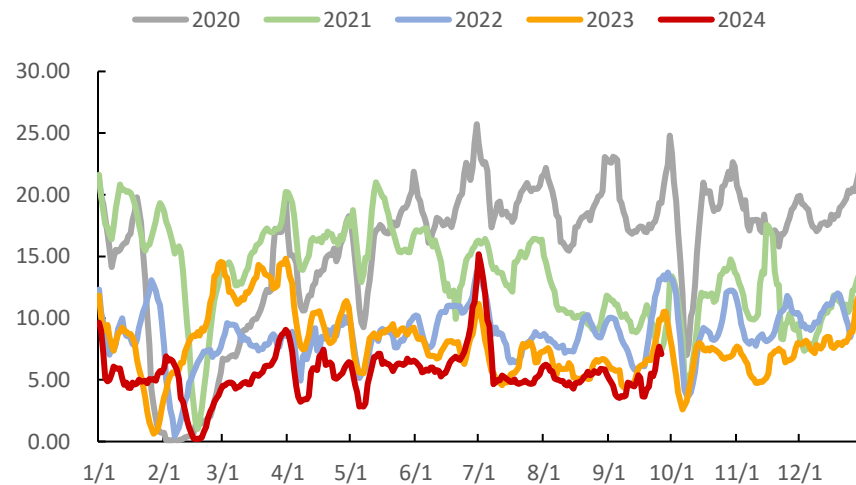
■ 受制于目前全国各地待售面积处于高位的冲击，不同能级的商品房均面临较大的下行压力。

■ 政治局会议对于地产端的新表述“促进房地产市场止跌回稳”主要还是在价格端，也在一定程度上有利于下一阶段商品房的成交修复。

## 30大中城市:商品房成交面积:二线城市

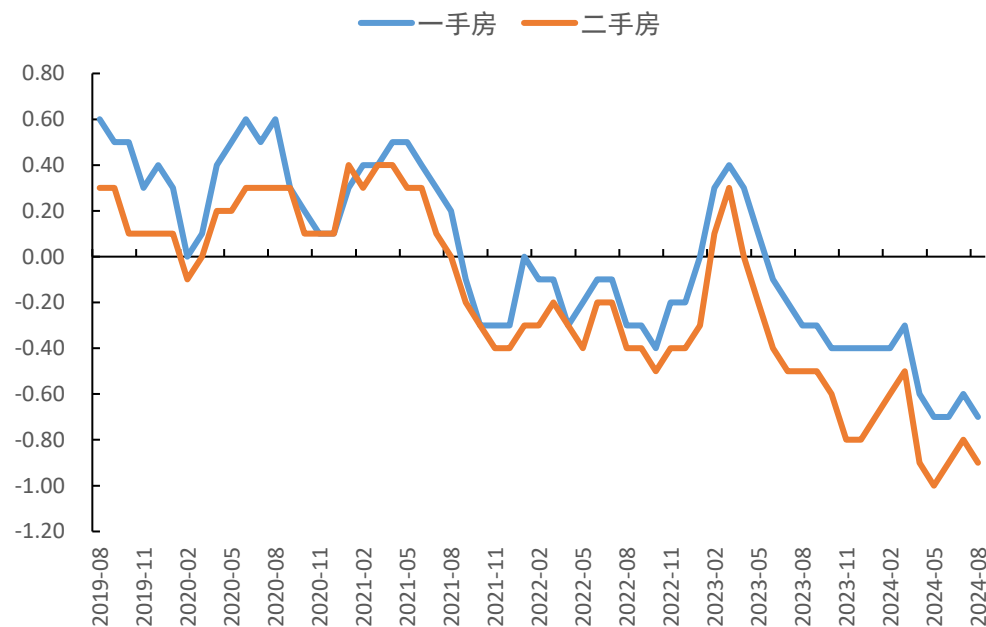


## 30大中城市:商品房成交面积:三线城市



# 房价指数依然较弱，预计宏观带动企稳

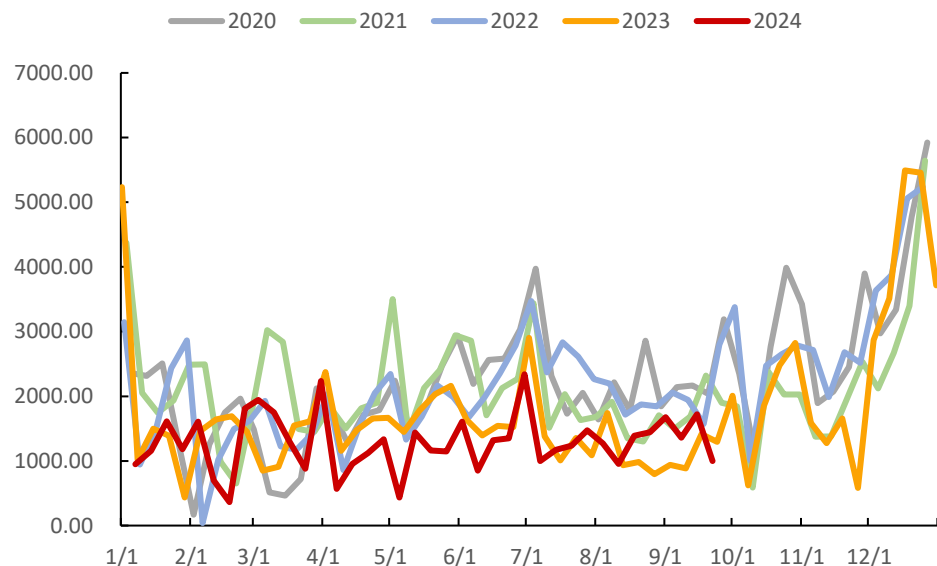
## 70城住宅价格环比变动情况（%）



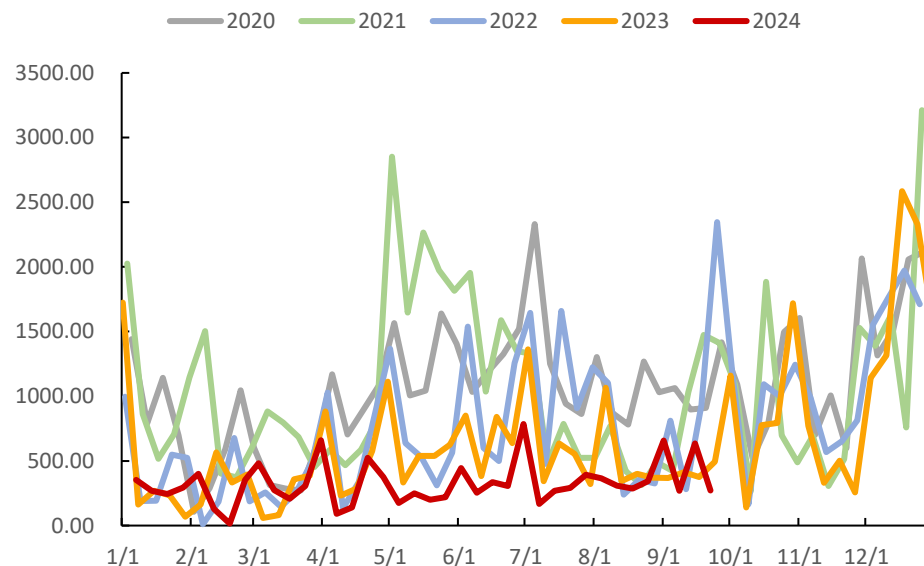
- 根据观测到的70城房价环比变化来看，今年以来房价环比持续走弱。
- 房价在 2023 年一季度短暂反弹之后，当前跌幅再度扩大。此外，随着二手房挂牌量持续增加，二手房价格跌幅明显大于新房，7 月份二三线城市房价同比跌幅超过 9%，创下历史新低，拖累市场对房价的预期进一步悲观。
- 政治局会议表明，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量——说明止跌回稳更多指的是价格。

# 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）



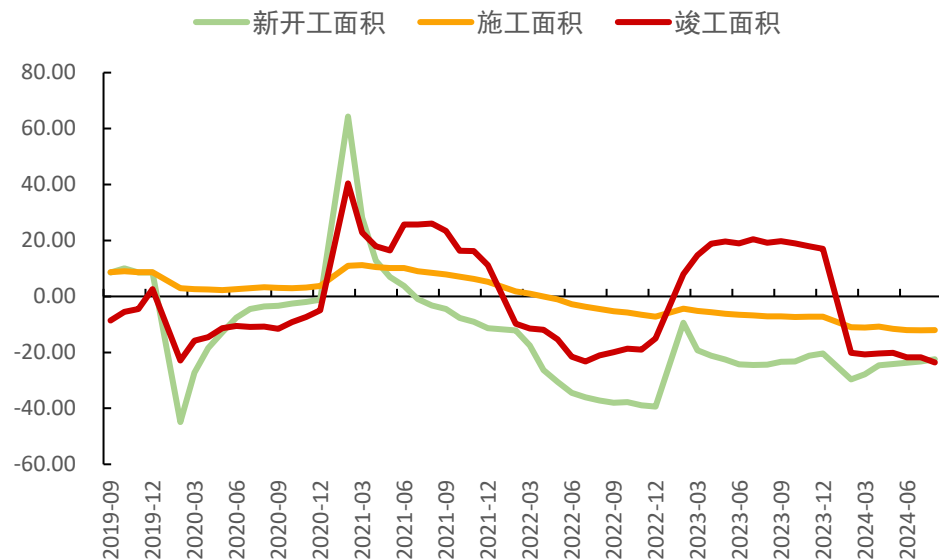
## 100大中城市：成交土地总价（亿元）



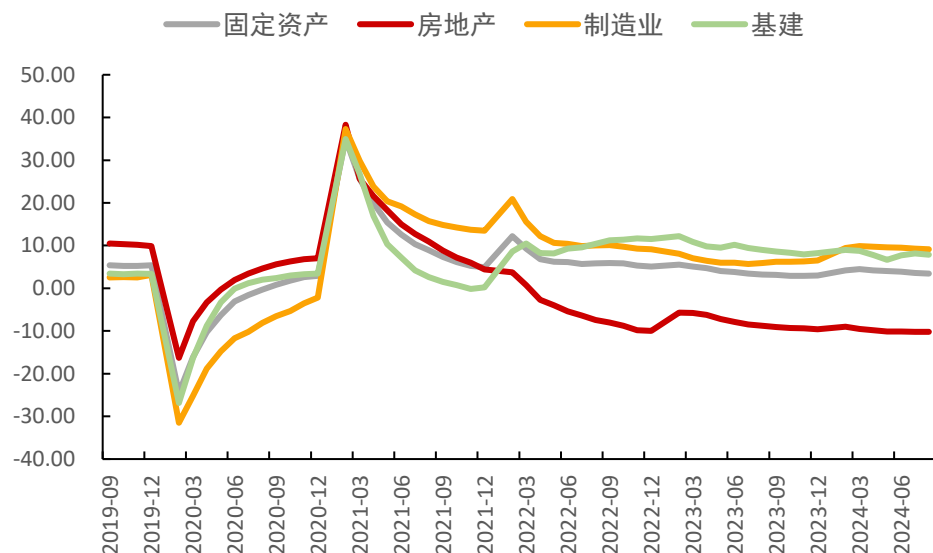
- 土地成交规模和出让金仍处低位，土拍市场热度依旧低迷。在销售端并未释放明显修复信号情况下，房企拿地依旧保持谨慎。
- 房地产对钢材需求主要集中在前端的新开工和中间的施工环节，而前述政策主要在后端的消费环节发力，土地成交数据才是未来建材消费能否转变的核心观察指标。从这个数据看，建材消费保持低迷的局面不会有大的改变。
- 今年用土地成交推算钢材需求的传导周期可能会出现拉长，主要原因还是在于房地产企业在销售端好转回笼资金后还需要修复自身资产负债表，拿地的意愿当前依然不足，新开工的预期还将滞后。
- 从新开工的必要性来考虑，新开工会进一步削减公司本身不足的现金流，对后续的经营并无明显利好。此外，从指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，

# 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 (%)

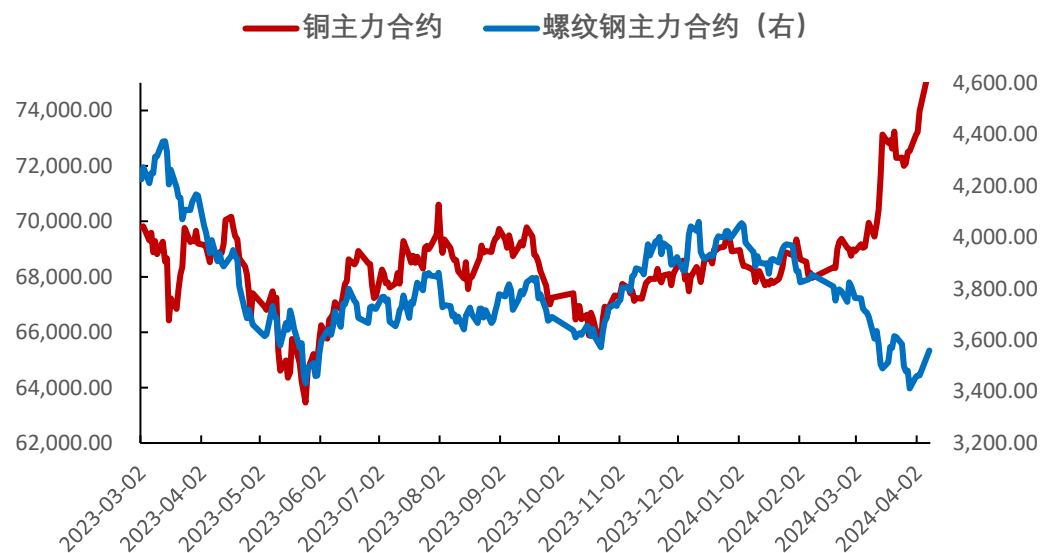


## 固定资产投资累计同比 (%)



- 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。
- 当前商品房销售尚未明显好转的背景下，土地成交预计在未来较长一段时间内仍面临底部徘徊，从而制约新开工回升势头。根据新开工面积领先竣工面积 3年的关系，2024 年竣工面积将面临重大拐点，当前竣工面临的下行压力才刚刚开始。除此之外，项目资金偏紧同样影响竣工的落地。

# 重视海外宏观对有色金属的扰动

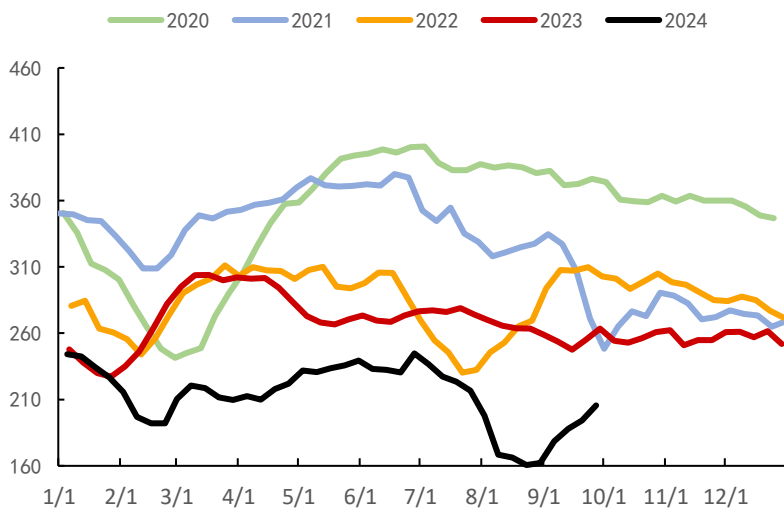


- 开年以来，铜价与螺纹钢价格走出明显分化态势，两者此前价格走势趋同，相关度较高。但当前建筑业尤其是房地产投资的大幅回落对于建筑钢材需求的拖累十分明显。新兴产业的发展以及美元降息预期的提升对于有色金属的价格起到了推波助澜的作用。
- 海外宏观不确定性较大，降息之后有色金属的走势对于黑色板块有一定的参考意义，今年需要重点关注。

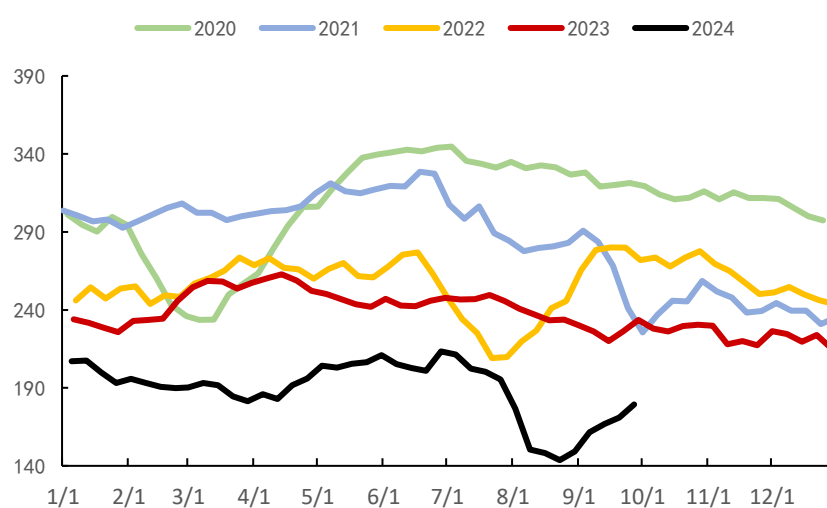


# 螺纹供给：产量持续回升，警惕回升较快带来新的矛盾

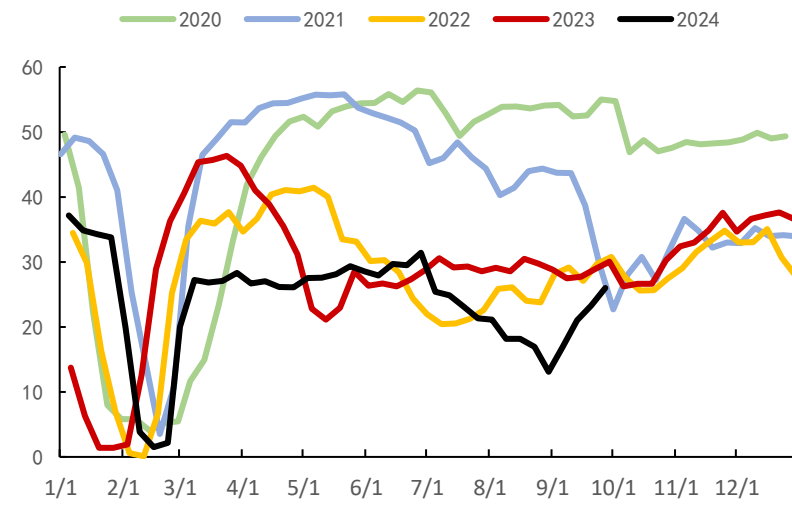
## 螺纹钢产量（万吨）



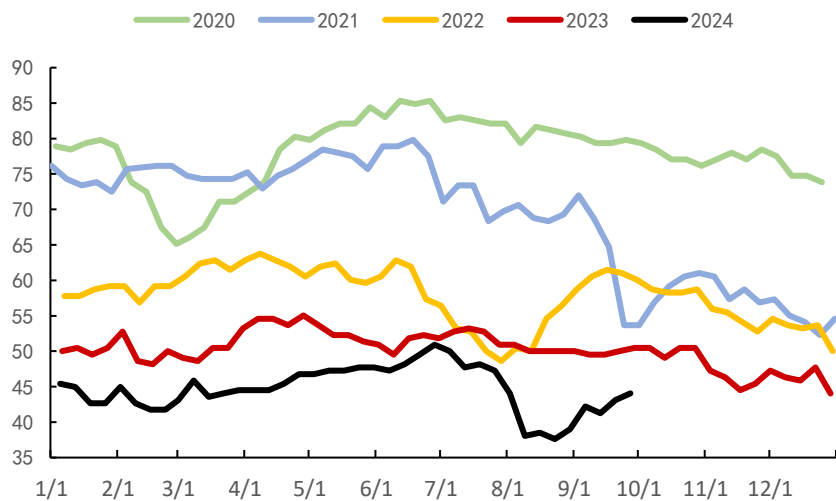
## 螺纹钢长流程产量（万吨）



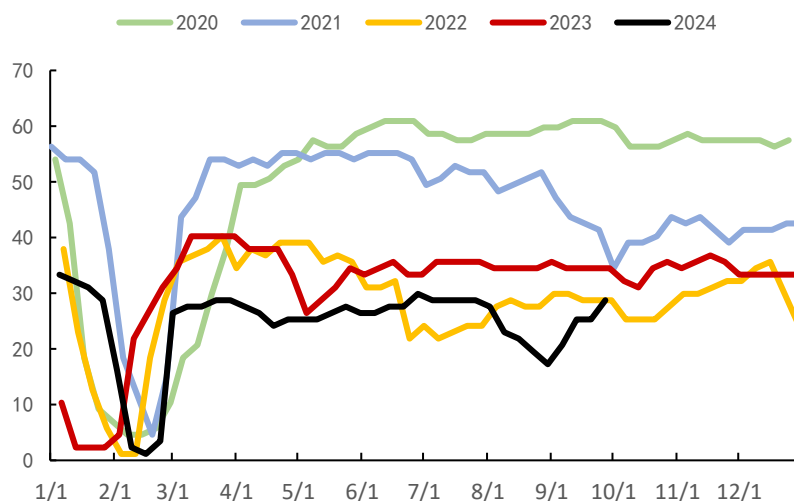
## 螺纹钢短流程产量（万吨）



## 螺纹钢长流程开工率（%）



## 螺纹钢短流程开工率（%）



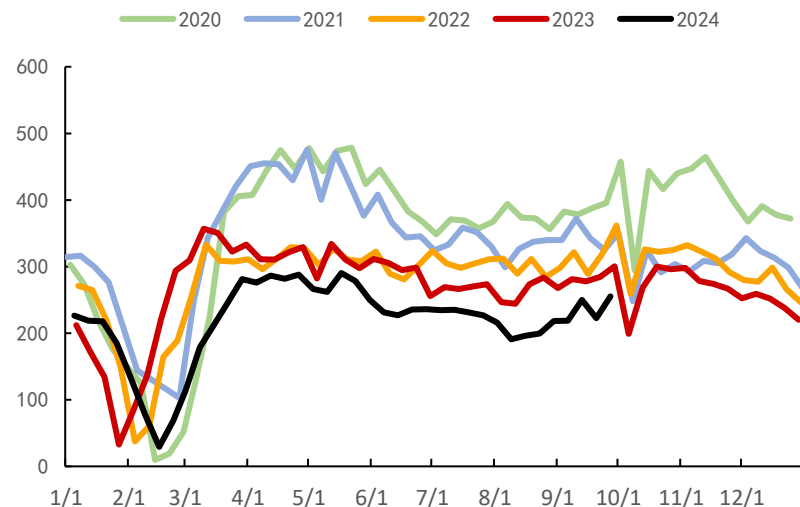
- 螺纹产量连升4周，位于7周高位，其中厂库由降转增，社库连续第十一周减少，表需回落27.5万吨至222.4万吨。从工艺角度来看，本周长流程增产4.06万吨至170.94万吨；短流程产量23.29万吨，环比增加2.25万吨。
- 从利润视角看，Mysteel调研247家钢厂盈利率9.96%，环比增加3.90个百分点，同比减少32.90个百分点。长流程螺纹钢利润有所恢复，复产仍在进行中；华东地区部分电炉利润下降，但谷电生产依然盈利。螺纹钢复产阶段，小样本产量恢复水平可能低于预期。

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

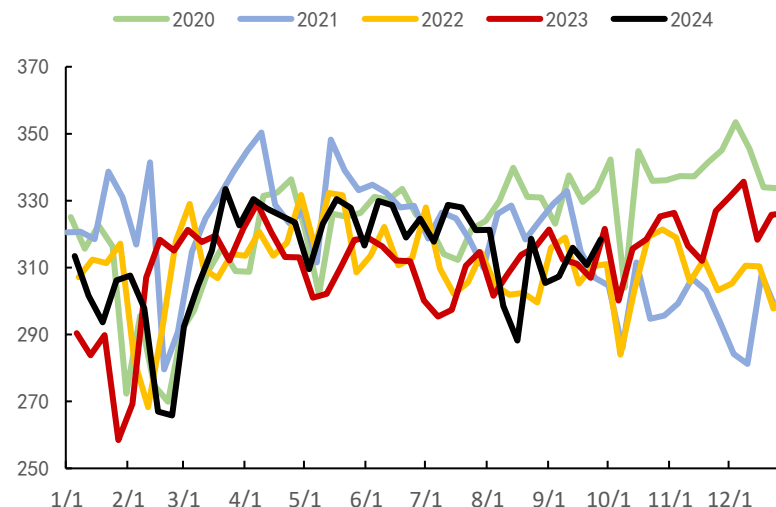


# 钢材需求：旺季需求有望持续改善，关注后期持续性

螺纹表需（万吨）



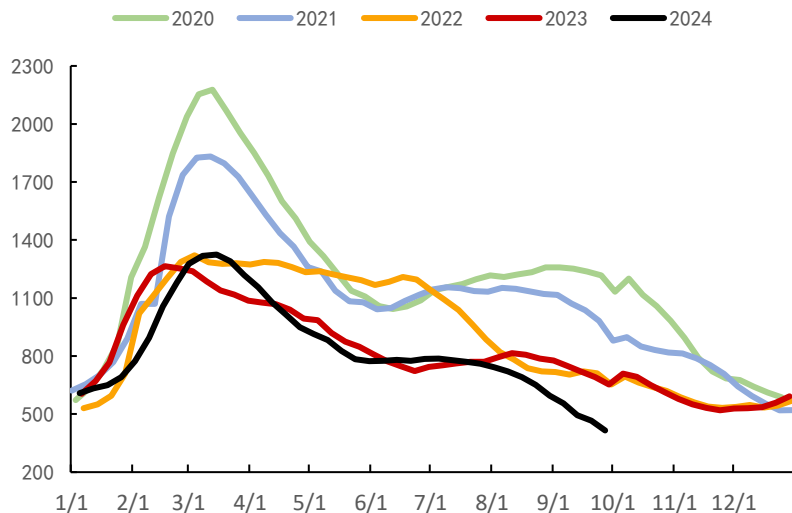
热卷表需（万吨）



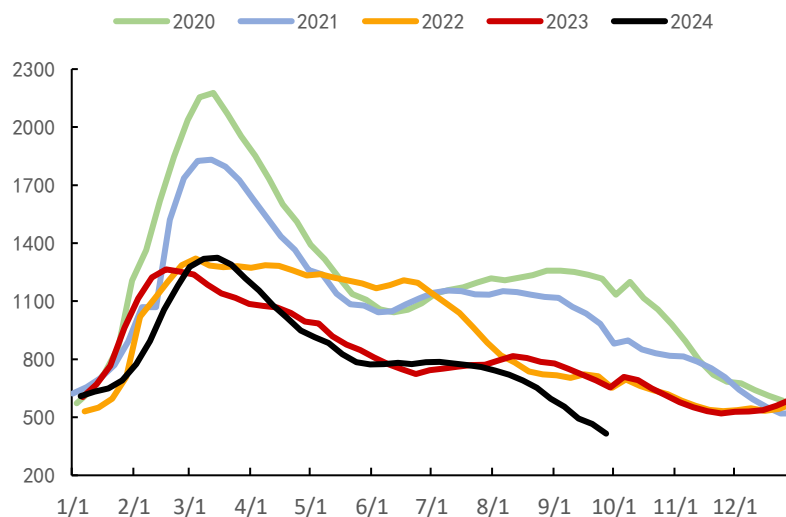
- 受中秋假期影响，表观需求环比减少46.77万吨至844.5万吨。螺纹周度表观需求222.4万吨，环比下降27.52万吨。从建材日成交来看，日均成交水平11.41万吨，周环比降幅4.63%。
- 需求方面，截至9月17日，样本建筑工地资金到位率为62.52%，周环比上升0.21个百分点。其中，非房建项目资金到位率为65.42%，周环比上升0.09个百分点；房建项目资金到位率为46.34%，周环比上升0.79个百分点。本周资金到位率连续三周增长，增幅较上周扩大。

# 钢材库存：去化明显，持续性待检验

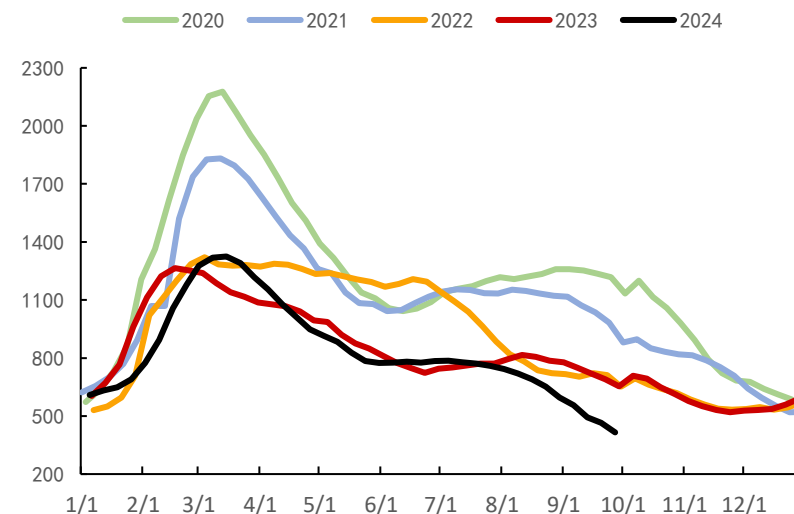
## 螺纹总库存（万吨）



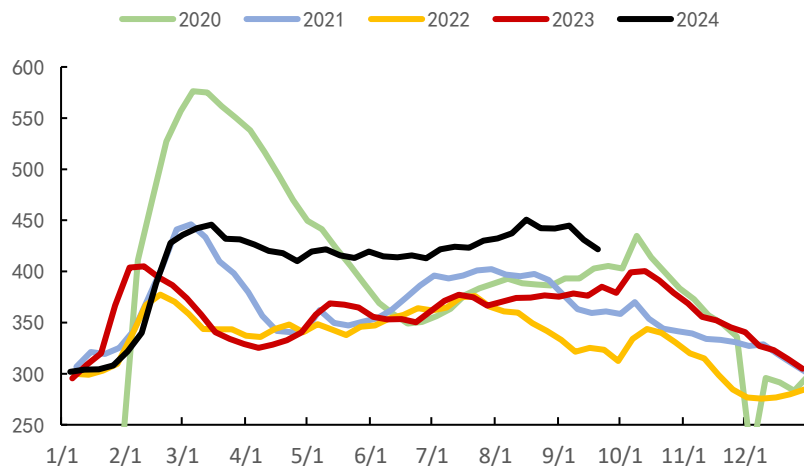
## 螺纹厂库库存（万吨）



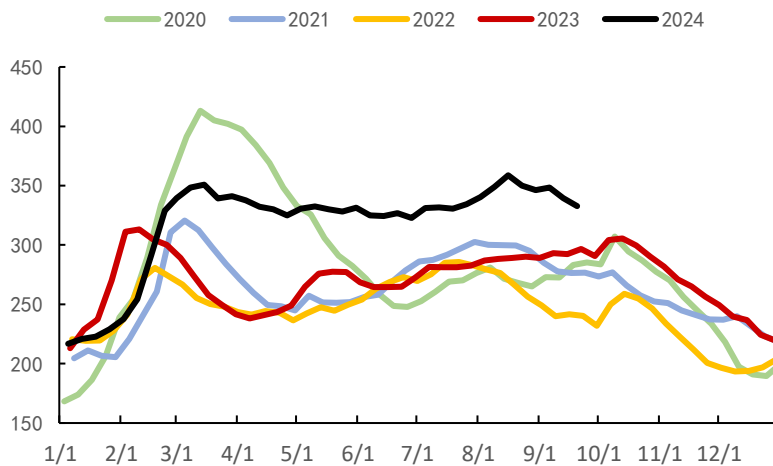
## 螺纹社会库存（万吨）



## 热卷总库存（万吨）



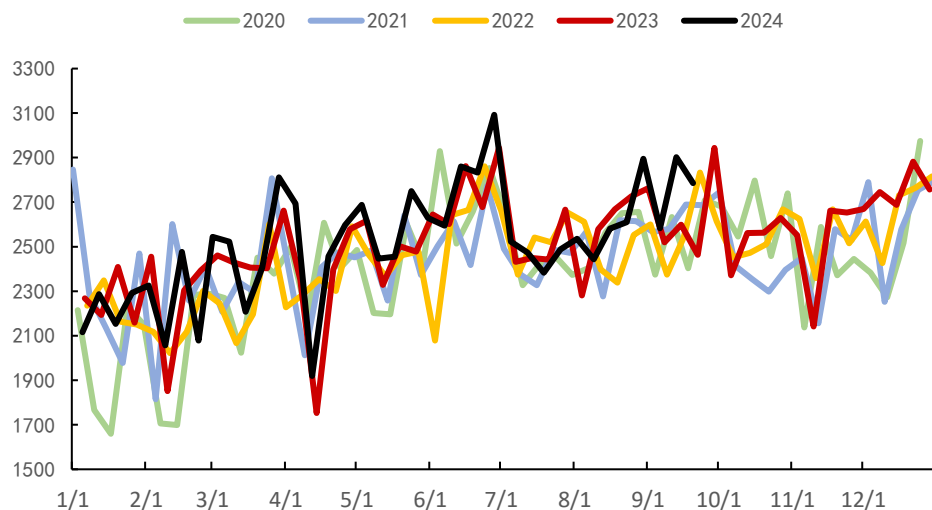
## 热卷社会库存（万吨）



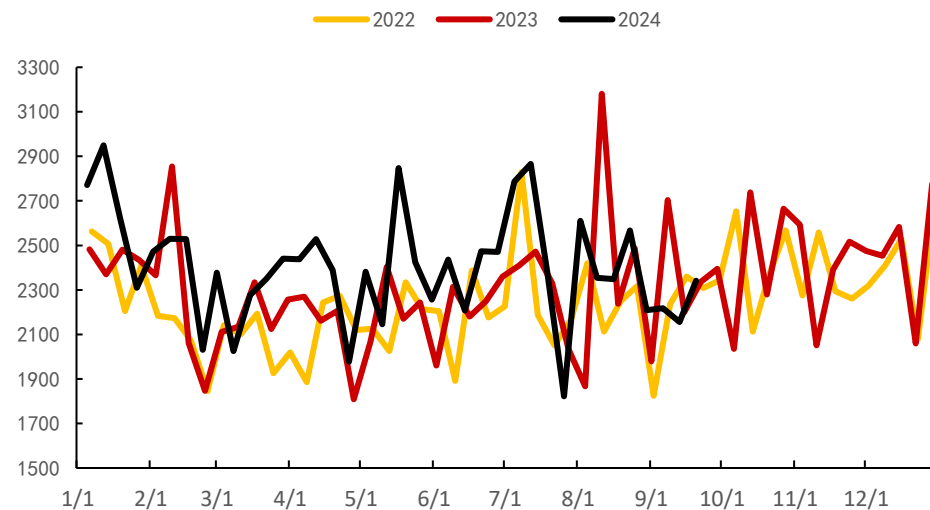
■ 五大钢材总库存共下降36.48万吨至1382.23万吨，降幅显著收窄。螺纹产量连升4周，位于7周高位，其中厂库由降转增，社库连续第十一周减少。厂库出货存在一定压力。好在需求韧性尚可，社会库存去库幅度仍较为可观，各地价格延续涨势。

# 铁矿：供给端稍显宽松

## 澳巴铁矿石19个港口发货量（万吨）



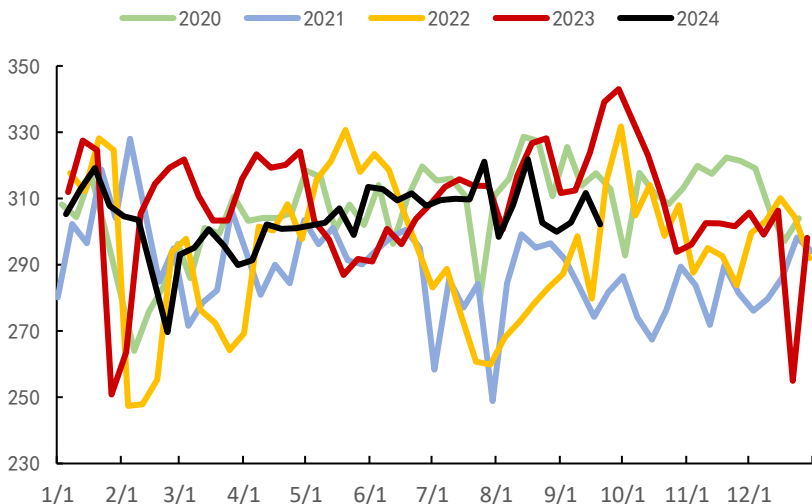
## 45港到港量（万吨）



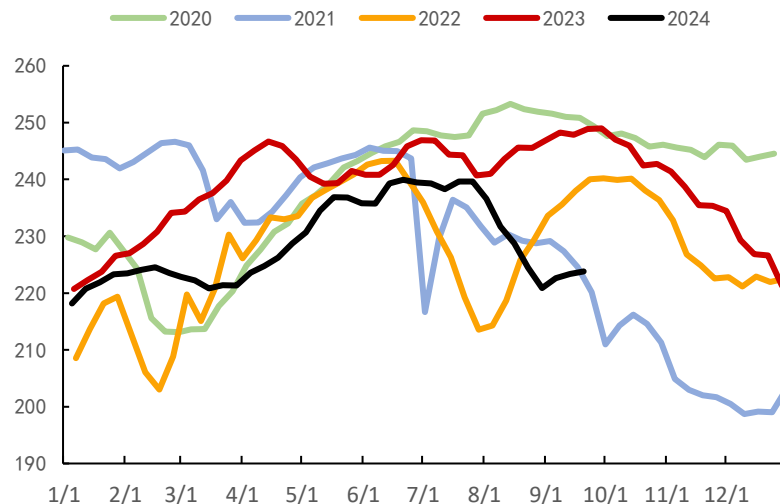
- 全球铁矿石发运量远端供应环比增加，澳洲巴西发运量环比上升约12.3%。2024年9月9日-9月15日Mysteel澳洲巴西铁矿发运总量2902.5万吨，环比增加319.0万吨。澳洲发运量2063.6万吨，环比增加251.1万吨，其中澳洲发往中国的量1815.6万吨，环比增加219.7万吨。巴西发运量838.9万吨，环比增加68.0万吨。
- 铁矿石到港量近端供给：铁矿石近端供应延续降势，处于近三年同期较低水平。9月9日-9月15日中国47港到港总量2195.5万吨，环比减少191.1万吨；中国45港到港总量2155.4万吨，环比减少62.0万吨；北方六港到港总量为1130.8万吨，环比减少159.4万吨。

# 铁矿：需求端空间有限，基本面压力仍较大

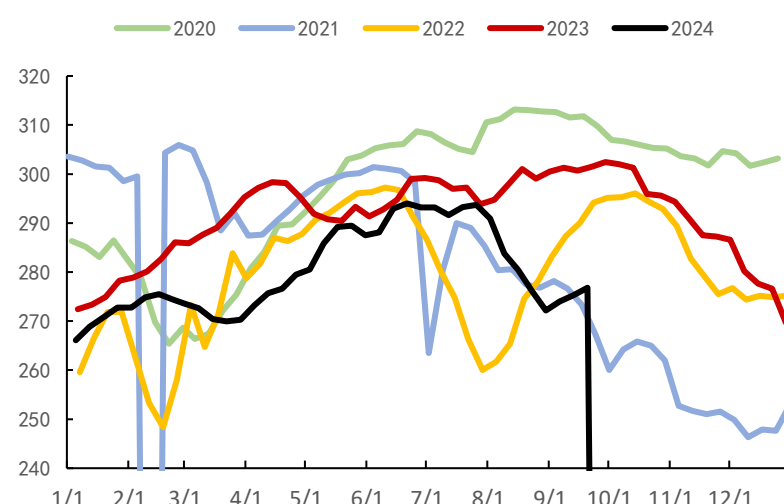
## 45港日均疏港量



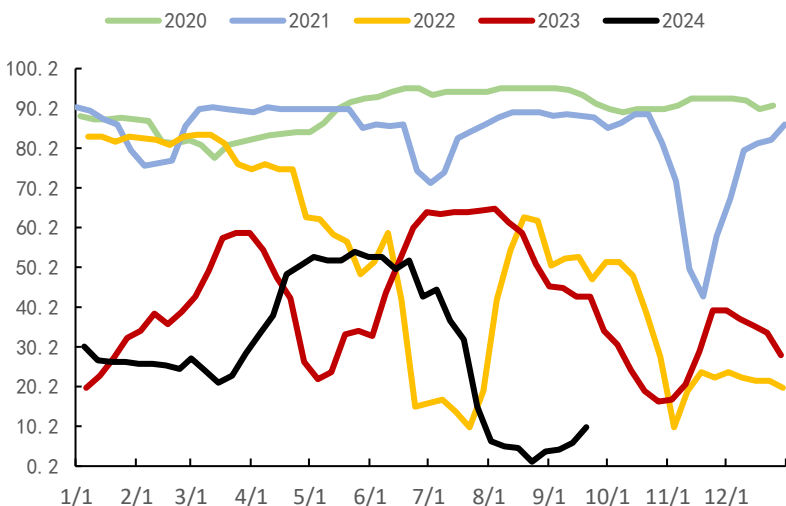
## 日均铁水产量



## 247家钢厂进口铁矿石日耗



## 钢铁企业盈利率

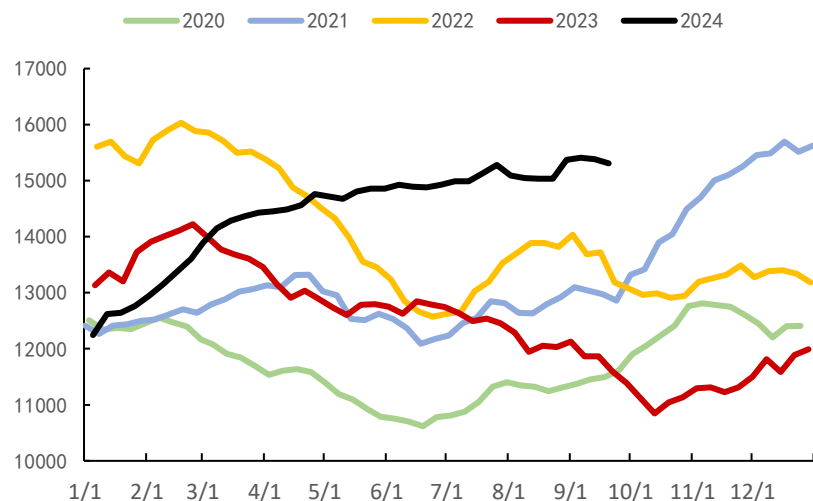


■ 铁水产量、钢厂盈利率环比小幅增加，同比大幅降低。截至9月20日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率78.23%，环比上周增加0.60个百分点，同比去年减少6.24个百分点；高炉炼铁产能利用率84.06%，环比增加0.17个百分点，同比减少8.97个百分点；钢厂盈利率9.96%，环比增加3.90个百分点，同比减少32.90个百分点；日均铁水产量223.83万吨，环比增加0.45万吨，同比减少25.02万吨。

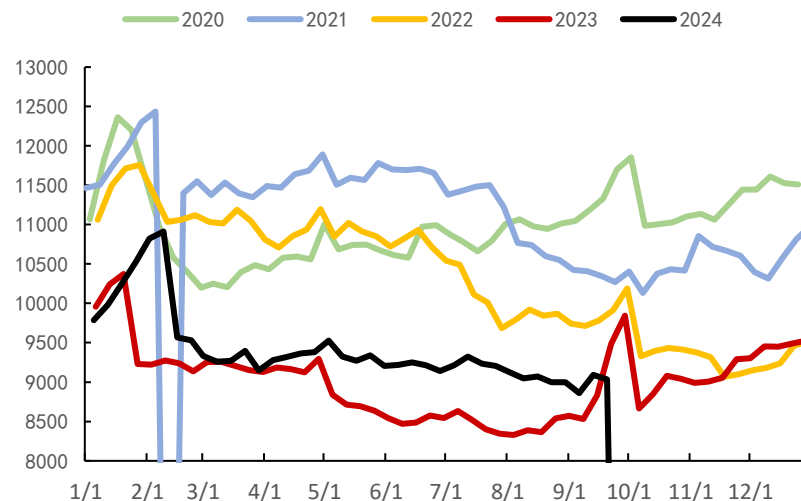
■ 据Mysteel调研了解，9月有9座高炉计划检修，涉及产能约3.33万吨/天；有16座高炉计划复产，涉及产能约6.13万吨/天。若按照目前统计到的停复产计划生产，预计9月日均铁水产量226万吨/天。

# 铁矿：港口库存去化窗口仍未到

## 铁矿石港口库存



## 247家钢厂进口铁矿石库存



- 港口库存：本期45港铁矿石库存回落，绝对值仍处于近3年同期高位。截至9月20日，Mysteel统计全国45个港口进口铁矿石库存总量15311.85万吨，环比降71.69万吨。全国47个港口进口铁矿库存为16039.85万吨，环比降48.69万吨；日均疏港量315.45万吨降11.45万吨。。
- 钢厂库存：钢厂进口矿库存环比减少。据Mysteel统计数据，截至9月20日，Mysteel统计全国钢厂进口铁矿石库存总量为9032.66万吨，环比减少57.76万吨；当前样本钢厂的进口矿日耗276.81万吨，环比增加1.48万吨，库存消费比32.63，环比减少0.39天。

# 钢矿期货操作建议

## 波段操作

- ❖ RB2501合约逢高抛空，上方压力参考3450元/吨。
- ❖ I2501合约逢高抛空，上方压力参考800元/吨。

## 套利操作

- ❖ 卷螺差01合约做扩，入场点位参考40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、新一轮供给侧改革
- 2、海外矿山突发事故。
- 3、地产复苏超预期。

# 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。