

2023年11月30日

乍暖还寒，关注结构性机会

——钢材2024年年度投资策略

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liu hf@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **低利润及政策对供应得压制将延续：**减量置换工作稳步推进，且即使在无政策干预情况下，低利润对供应得压制也会继续。结合产能置换数据，考虑在低利润得影响下，粗钢产能利用率在下降0.6个百分点，预计2024年粗钢产量约为10.19亿吨，同比降幅约为1.1%或1132万吨。同时，鉴于废钢消费得边际修复，电炉钢占粗钢产量得比重将小幅回升0.16个百分点，为9.36%。
- **钢材需求顶部基本确立，但2024年仍会小幅增长：**2020年粗钢表观消费10.49亿吨，基本就是国内钢材消费长周期的顶部。但历史经验亦显示，钢材消费见顶后会围绕一个中枢上下波动，之后呈现阶梯是下滑，如美国钢材消费在1973年见顶之后，1978年又出现了第二个顶部。若考虑美联储加息周期的结束以及中国稳增长的大背景，预计2024年钢材消费可能仍会小幅增长0.9%左右。
- **关注需求的结构性机会：**需求得结构性机会再2024年依然存在。地产会有边际修复，但仍难以对钢材消费形成正向拉动，基建将继续起到对冲房地产下滑的作用，制造业投资则可能继续维持今年的韧性。可关注建筑业和制造业表现差异。另外，随着竣工高峰接近尾声以及地产政策得持续宽松，2024年新开工和竣工强弱走势可能发生逆转。可关注由此带来得投资机会。
- **结论：**2024年钢材需求预计增长0.9%左右，供应则可能下滑1.1%，钢材价格重心将上移。螺纹钢、热卷全年运行区间 3400-4600之间。节奏上看，全年钢材价格走势可能呈现M型，高点分别在3-4月和9-10月。另外，可以关注制造业和建筑业需求得差异以及地产新开工和竣工强弱得逆转所带来得品种间套利机会。
- **风险因素：**钢材供应继续大幅增长，需求持续走弱，海外经济衰退持续时间长

正文目录

1. 2023 年钢材市场价格走势回顾.....	3
2. 供给：低利润及政策的压制仍会延续	3
3. 需求：顶部基本确立，关注结构性机会.....	5
4. 进出口： 外需放缓，钢材出口仍有下行压力.....	7
5. 结论及投资建议	7

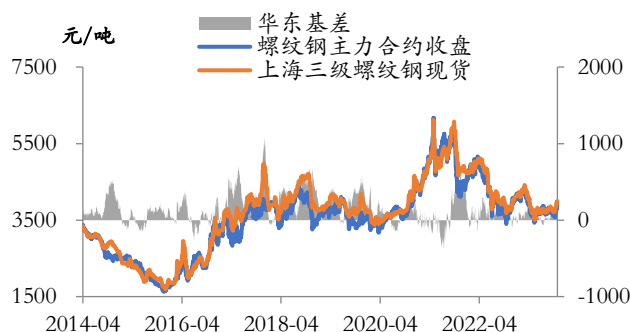
图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势	3
图 2 热卷期现价差走势	3
图 3 粗钢日均产量季节性走势	4
图 4 铁钢比和废钢应用比例推算走势	4
图 5 制造业与钢铁行业固定资产投资增速对比.....	4
图 6 粗钢产能和产量变化情况	4
图 7 历年粗钢表观消费走势变化	5
图 8 钢材三大主要下游行业投资增速变化	5
图 9 地产开发计划投资于国内贷款增速变化	6
图 10 基建投资资金来源与增速变化走势.....	6
图 11 PPI、流动性与工业企业库存变化走势	7
图 12 发达经济体 PMI 与中国机电产品出口增速对比.....	7
图 13 高炉日均铁水产量季节性走势	7
图 14 热卷国内外价差走势变化	7

1. 2023 年钢材市场价格走势回顾

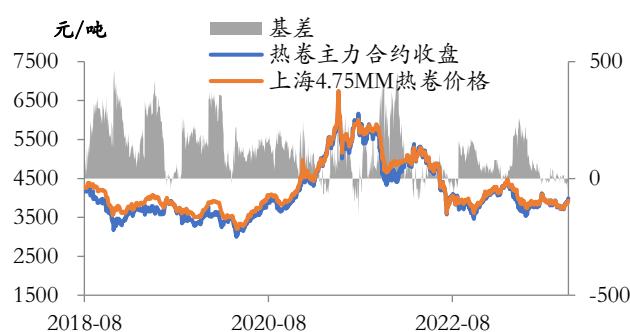
2023 年钢材市场呈现宽幅震荡走势，市场逻辑切换较快，但弱现实、强预期这一主线几乎贯穿全年。在疫情管控政策放开，中央经济工作会议将扩内需排在 2023 年经济工作之首得情况下，钢材市场 1-2 月份强预期占主导，盘面走势强于现货。3 月月中之后，旺季现实需求明显不及预期，叠加煤炭价格大幅下跌，钢材市场出现了两个半月左右得回调，盘面跌幅基本在 1000 点左右。鉴于经济走势疲弱，6 月之后的国常会以及 7 月 24 日中央政治局会议接连出台了一系列稳增长政策，钢材市场交易逻辑也在度切换到强预期，再加上双焦、铁矿石等原料价格反弹，钢价也触底回升，本轮涨势一直持续至 9 月中旬，但涨幅小于年初那一轮。9 月下旬之后，因需求持续不及预期，钢材价格在度走弱。直至 10 月下旬，国内增发 1 万亿国债政策出台，宏观政策加码预期增强，钢材市场也在度重回涨势。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 热卷期现价差走势



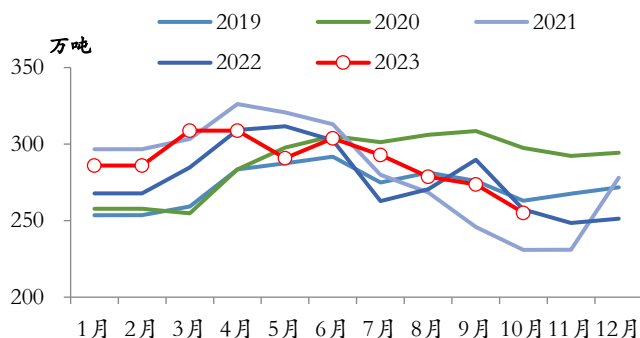
资料来源：东海期货研究所、ifind

因今年钢材供应持续高于市场预期，钢材利润持续压缩，长流程螺纹钢利润在-100~+300之间波动，相比去年在下一个台阶。具体来看得话，5月底之前，因煤焦价格大幅下跌，叠加平控预期影响，钢厂利润阶段性修复至 300 元/吨附近。之后，平控预期持续证伪，钢厂利润持续压缩，至 10 月底进入亏损状态。

2. 供给：低利润及政策的压制仍会延续

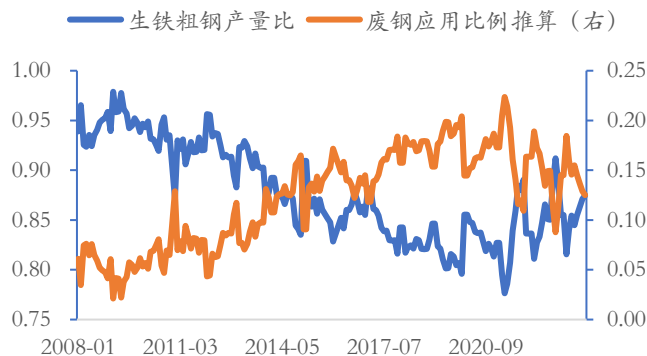
2023 年，政策性限产力度低于预期，钢材供应主要靠行业根据利润自发调节；而得益于外需恢复超预期、内需相对平稳，四季度以前钢厂基本都是保持盈利状态得。两因素共同叠加使得 2023 年钢材供应一直居高不下，根据国家统计局数据，前 10 个月，国内粗钢产量 8.74 亿吨，同比增长 1.4%或 1207 万吨。同时，因废钢供应受限以及性价比偏低，供应减量基本由废钢贡献，铁水产量增长则一直比较快。前 10 个月生铁产量同比增长 2.3%，比粗钢增速快 0.9 个百分点，且 3 月份之后铁钢比一直呈现逐月增加得趋势。结合近 5 年，钢材表观消费季节性下滑幅度预估，11-12 月粗钢日均产量大概在 262 万吨左右，全年粗钢产量大概在 10.3 亿吨，同比增加约 1300 万吨，增幅 1.3%。

图3 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 铁钢比和废钢应用比例推算走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

近两年，因钢材需求持续下行，钢厂利润压缩，钢铁行业资本开支整体放缓，2023年前10个月钢铁行业固定资产投资同比增长1.9%，远低于制造业6.2的增速。若以2023年粗钢产量10.3亿吨，并以统计局和钢联公布的行业产能利用率预估得话，2023年粗钢产能约12.1亿吨，相比2022年下降约4600万吨，这也刚好对应了2021年钢铁行业资本开支增速得见顶回落。

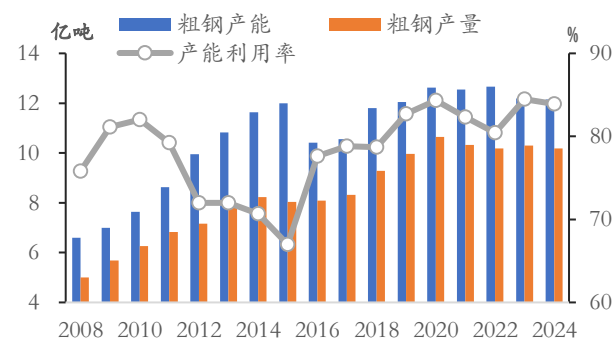
未来2-3年依然是置换产能投放得高峰期，根据冶金工业信息标准研究院得数据，2023-2025年，全国将投产炼铁产能约1.9亿吨，炼钢产能约2.2亿吨，其中9000万吨炼铁产能，1亿吨炼钢产能已经开始建设。另外，如果考虑钢铁项目两年左右得投产建设周期（按2022年产能置换公告预估），则预计2024年新增炼铁产能2849.55万吨，炼钢产能3022.8万吨；退出炼铁产能3516.25万吨，炼钢产能3449.23万吨，整体仍延续减量置换，但新设备生产效率会比较高。

图5 制造业与钢铁行业固定资产投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 粗钢产能和产量变化情况



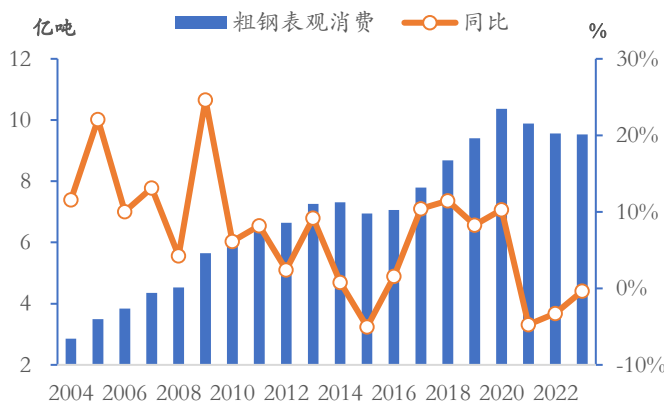
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

而且在目前得需求状况下，钢铁行业产能仍相对过剩，在无外部政策干预的情况下，2024年低利润对供应的压制作用也会继续。结合产能置换数据，考虑在低利润得影响下，粗钢产能利用率在下降0.6个百分点，预计2024年粗钢产量约为10.19亿吨，同比降幅约为1.1%或1132万吨。同时，鉴于废钢消费得边际修复，电炉钢占粗钢产量得比重将小幅回升0.16个百分点，为9.36%。

3. 需求：顶部基本确立，关注结构性机会

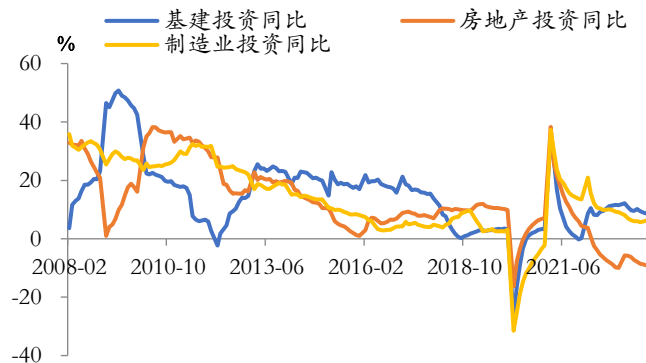
2023 年国内钢材消费继续呈现下行趋势，前 10 个月粗钢表观消费量 8.03 亿吨，同比下降 1.28%；特别是进入三季度以后下行更为明显。分行业看，钢材需求的下行主要是受到地产拖累，基建投资部分对冲了房地产的下滑，制造业投资的韧性表现则超出了市场的预期。结合今年宏观环境和往年季节性因素考虑，11-12 月粗钢表观消费将有小幅增长，全年表观消费量在 9.52 亿吨，同比下降 0.33%。

图7 历年粗钢表观消费走势变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 钢材三大主要下游行业投资增速变化



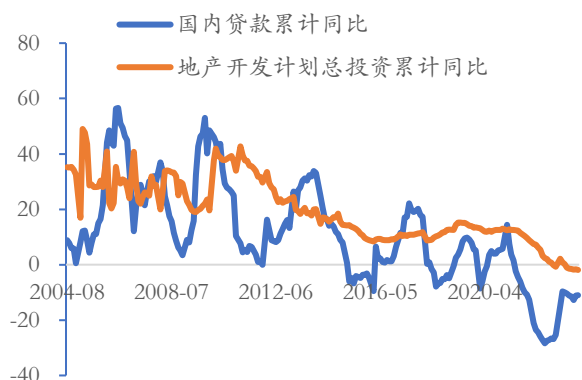
资料来源：东海期货研究所、ifind

结合美国、日本地产新开工和钢材消费见顶基本同步，以及 2023 年 7 月 24 日中央政治局会议中关于“地产供求关系已经发生重大变化”的判断，可以得出国内钢材长周期消费已经见顶的结论，2020 年粗钢表观消费 10.49 亿吨，基本就是国内钢材消费长周期的顶部。但历史经验亦显示，钢材消费见顶后会围绕一个中枢上下波动，之后呈现阶梯式下滑，如美国钢材消费在 1973 年见顶之后，1978 年又出现了第二个顶部。若考虑美联储加息周期的结束以及中国稳增长的大背景，预计 2024 年钢材消费可能仍会有小幅增长，具体来看，地产会有边际修复，但仍难以对钢材消费形成正向拉动，基建将继续起到对冲房地产下滑的作用，制造业投资则可能继续维持今年的韧性。

地产自 2021 年 10 月见顶以来，下滑趋势已经持续两年；尽管 2022 年之后政策开始持续宽松，但提振作用相对有限。2023 年前 10 个月地产新开工面积同比降幅仍在 20% 以上，投资降幅也在 9.3%，且年中部分房地产企业在度出现违约事件。鉴于此，7 月底中央政治局会议之后，针对地产宽松得政策力度在度加大，包括降低房贷利率，调低首付比例以及支持地产企业合理融资需求等。同时，10 月底得中央金融工作会议也强调了促进金融与地产得良性循环，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。我们认为实现金融与地产的良性循环关键在于要改变房企、金融机构和购房者当下得悲观预期。所以针对地产开发贷款得政策，在 2024 年有望进一步放松。事实上，地产资金来源分项中得国内贷款分项同比增速在 8 月份见底，之后连续两个月回升，并且 9 月份单月还出现了正增长。从图表 9 中可以看出，国内贷款增速分项对地产开发计划总投资增速领先月半年到 9 个月左右，这表明

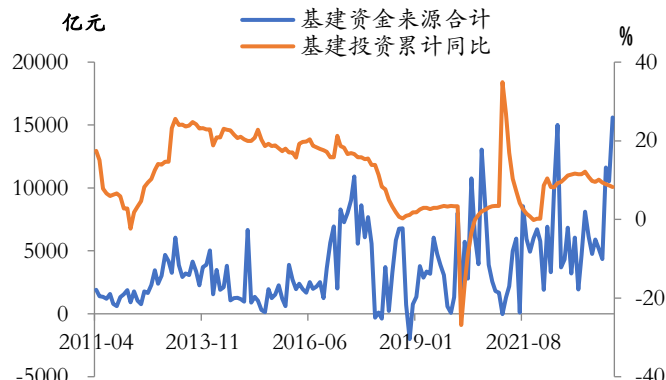
2024 年之后地产企业资金面情况可能会进一步好转，加上保障房、城中村改造和平急两用三大工程得稳步推进，投资和新开工预计在下半年可能会迎来边际修复。

图9 地产开发计划投资于国内贷款增速变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 基建投资资金来源与增速变化走势



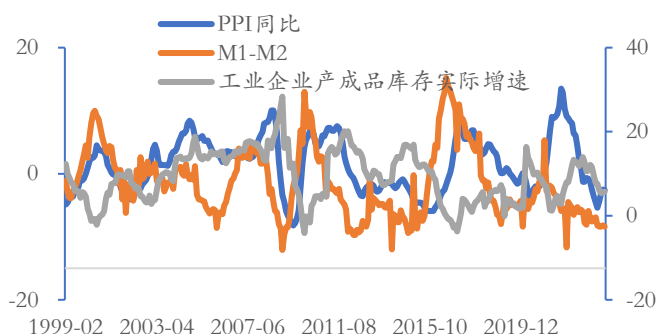
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

但也需要注意，目前房企整体预期依然较为悲观，前10个月百城成交土地占地面积同比降幅在23.8%。从地产建设周期看，拿地一般领先新开工半年到3个季度左右，那么2024年上半年地产新开工仍将维持同比大幅下行得趋势。另外，经过近两年保交楼，竣工面积持续上升，新开工面积和竣工面积得差值也不断收窄，这表明存量施工面积是在收缩的。这可能会对2024年钢材消费形成拖累，并使得开工和竣工得强弱关系发生改变。综合来看，2024年地产用钢将呈现总量下滑，边际改善得趋势，全年用钢量预计下滑4.8%左右，较2023年收窄3个百分点。

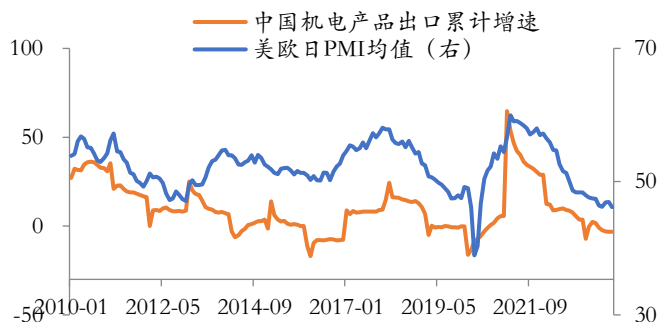
因地方专项债发行速度偏慢得原因，今年基建投资表现略低于预期，但依然是对冲地产用钢下滑得重要部分。前10个月基建投资同比增长8.27%，相比2022年全年回落3.27个百分点，且增速自6月以来连续4个月下滑。地产行业不景气导致前10个月国有土地使用权出让收入同比下降20.5%，加之目前地方政府债务问题得压力依然较大，这些因素将继续压制2024年基建投资得增长空间。不过，在稳增长得压力下，基建投资得拖底作用依然凸显。10月底全国人大常委会宣布增发1万亿元国债，并将提前下达得专项债额度提高到60%，释放了财政政策发力得信号，且这些政策预计在今年年底到明年一季度将形成实物工作量。同时，地方政府化债工作得稳步推进也有利于地方政府增加对基建投资得支持。综合来看，2024年基建投资增速预计在9%左右，带动用钢量增加3.75%。

尽管受到外围美联储货币政策紧缩利空得影响，今年制造业投资依然维持了韧性，前10个月国内制造业投资同比增长6.2%，远高于建筑业-0.8%的增速。制造业投资得韧性一方面是由于国内政策利好频出，工业企业利润增速持续回升；另一方面则是由于海外需求虽然受流动性紧缩影响有所回落，但总体表现尚可。展望2024年，我们认为制造业用钢需求仍有望继续回升。主要是因为国内针对制造业得政策利好依然不断，且结合当下经济数据和历史库存周期变化规律推算，2024年可能会开启新一轮得库存周期。另外，从今年得用钢结

构上可以看出，国内经济结构转型升级的态势也非常明显，传统得建筑业用钢需求走弱，而钢结构、新能源汽车、风电、光伏用钢则有快速增长，预计这一趋势在 2024 年将继续延续。

图11 PPI、流动性与工业企业库存变化走势


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

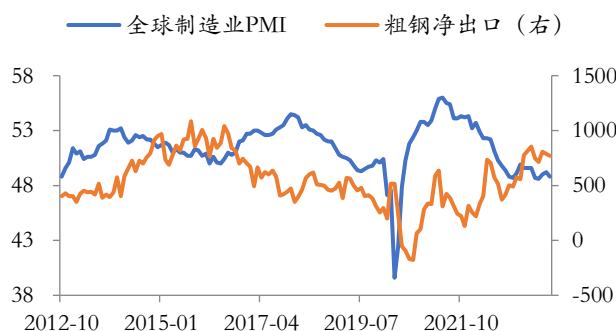
图12 发达经济体 PMI 与中国机电产品出口增速对比


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

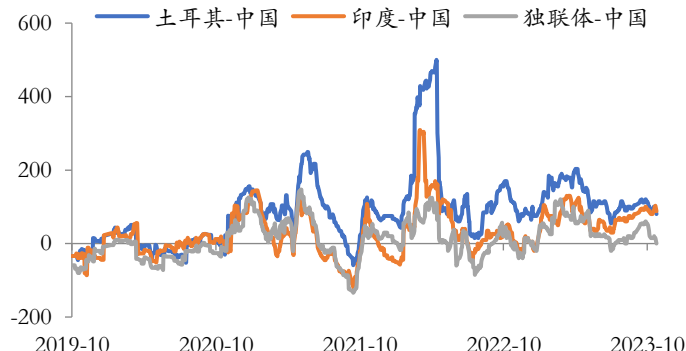
但外围因素依然会对制造业投资形成压制，美联储目前已经连续两次暂停加息，市场普遍预计本轮加息周期已经终止，美债收益率大幅回落，人民币汇率止跌回稳，汇率对出口得刺激作用明年将有所减弱。同时，从美联储历次加息中可以看出，从最后一次加息到出现经济衰退得时间约在 10-17 个月左右，也就是说 2024 年 2-3 季度，美国经济或有衰退风险，届时海外需求或进一步受到压制。综合来看，明年制造业用钢需求预计将增长 3%-4% 左右。

4. 进出口： 外需放缓，钢材出口仍有下行压力

2023 年因国内钢材价格偏弱，人民币贬值以及“一带一路”国家钢材需求得增加使得出口成为了 2023 年拉动钢材消费得主要动力之一。前 10 个月考虑钢坯得粗钢净出口量为 7398.32 万吨，占粗钢产量得 8.5%，相比 2022 年提升约 3.1 个百分点。2024 年之后，汇率对出口刺激作用将减弱，且印度、东南亚等国得钢铁产能也将陆续投产，中国钢材直接出口面临得压力将有所增加。若欧美经济衰退预期在二季度也得到兑现得话，国内钢材出口大概率会转弱。我们预计 2024 年粗钢净出口同比下降 13.7% 左右，回落至 7673 万吨。

图13 高炉日均铁水产量季节性走势


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 热卷国内外价差走势变化


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

在无外部政策干预得情况，2024 年钢材供应更多依靠钢厂自发调节完成，考虑到低利润对供应得压制依然存在，预计 2024 年粗钢产量将同比下降 1.1% 至 10.19 亿吨。节奏上可

能更对会跟随需求得变化。需求总量预计已经见顶，但结构性机会依然存在。地产在政策拖底下，边际上将会有所修复，但仍难以对钢材消费形成正向拉动，预计全年用钢需求同比下降 4.86%。基建在财政政策持续加码得背景下将继续保持中高速增长，预计带动钢材消费增长 3.75%。制造业又国内经济结构转型升级和新一轮库存周期得提振，但同时亦面临海外经济衰退风险得压制，预计将带动用钢需求增长 3%-4%。综合考虑，2024 年钢材需求或增长 0.9%左右。故全年看价格重心将会上移。螺纹钢、热卷全年运行区间 3400-4600 之间。节奏上看，一季度偏向于强预期主导，三季度一般是政策落地见效得时段，价格走势偏强；二季度存在旺季需求不及预期以及海外经济衰退风险，四季度则面临淡季需求走弱以及冬储博弈等因素，价格可能偏弱。总体来看，全年钢材价格走势可能呈现 M 型，高点分别在 3-4 月和 9-10 月。另外，可以关注制造业和建筑业需求得差异以及地产新开工和竣工强弱得逆转所带来得品种间套利机会。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn