

2023年12月31日

强预期&高成本，钢材市场延续偏强格局

——黑色金属1月月度投资策略

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：LiuHF@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：

- **现实需求偏弱，但市场关注点在强预期和冬储博弈：**弱需求对钢材市场的压制依然存在，但旺季到来之前市场关注焦点仍集中在宏观强预期和冬储博弈两大因素。中央经济工作会议以及之后各部委得会议释放了一系列会议均释放了政策加码信号。11月宏观经济指标也有所好转。同时，目前已经公布冬储政策的钢厂，收款基价均在3950-4000之间。
- **供应阶段性回落，但1月有回升可能：**对于1月份钢材供应，从近两年季节性情况看，一般环比12月都会有所回升。这主要是因为上一年度限产或环保目标完成后，政策可能会有一定放松所致。不过，目前较低得钢厂利润可能会在抑制钢厂得扩产意愿。但之前得报告和分析中我们也多次提到过，通过利润调节产量的时间会比较长，过程也会比较曲折，且12月份已经经历了一波产量下降，1月份之后，长流程钢厂供应见底回升得概率较大。
- **矿石基本面偏强，但估值过高：**进入1月份之后，矿石基本面依然还会偏强，主要是因为铁水产量可能见底回升，且钢厂对于原料的补库尚未结束。同时，一季度一般又是铁矿石供应的全年低点。不过铁矿石现货当下的价格水平，不论是从绝对估值还是相对估值角度来看，都处于偏高区域，但盘面与现货的贴水则还有80元/吨左右。所以1月铁矿石价格预计仍以高位震荡为主。
- **结论：**春节之前，现实需求偏弱对钢材市场的压制依然存在，但行业间表现也会有所分化，制造业表现明显强于建筑业。同时，在旺季到来之前，强预期、高成本和冬储博弈仍是钢材市场运行的主逻辑。且一季度政策端对于钢材市场供应的压力将会有所减轻，而单纯通过利润调节供应的话，过程又相对曲折，故供应端触底回升的概率较大。这可能会进一步强化成本支撑逻辑。所以，1月份钢材市场仍有进一步冲高的可能。
- **操作建议：**螺纹3900-3950，热卷3950-4000考虑逢低买入；铁矿以高位震荡思路对待；套利方面，卷螺价差做扩仍可持有，铁矿石关注5-9正套策略。
- **风险因素：**需求超预期走弱，成本端大幅下跌，外矿供应明显回升

目录

1. 2023 年 12 月黑色行情回顾.....	3
2. 现实需求偏弱，市场聚焦强预期和冬储博弈.....	3
3. 钢厂检修力度加大，供应阶段性回落	5
4. 铁矿石：一季度基本面转强，但估值已处于高位.....	6
5. 结论及投资建议	8

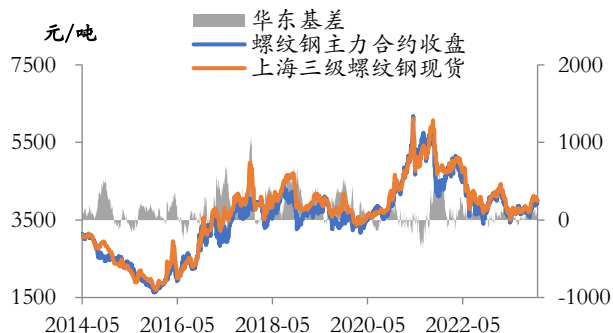
图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势	3
图 2 铁矿石期现价差走势	3
图 3 钢材 5 大品种库存季节性走势.....	4
图 4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势	4
图 5 商品房销售、新开工、施工及竣工面积走势	4
图 6 钢材三大主要下游行业投资增速变化情况	4
图 7 粗钢日均产量季节性走势	5
图 8 高生铁日均产量与高炉产能利用率	5
图 9 长流程螺纹钢利润季节性走势.....	6
图 10 短流程螺纹钢产量季节性走势	6
图 11 高炉日均铁水产量季节性走势	7
图 12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比.....	7
图 13 铁矿石进口利润季节性走势	8
图 14 铁矿石港口库存季节性走势	8

1. 2023 年 12 月黑色行情回顾

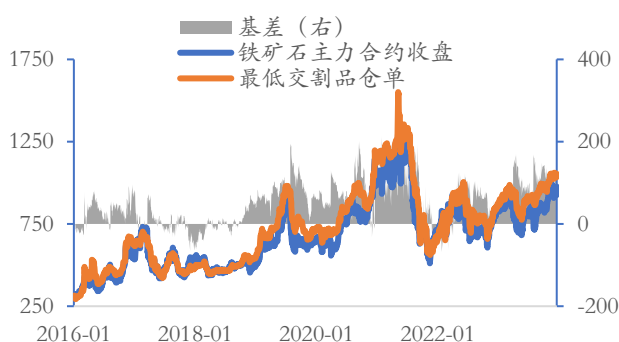
12 月份，国内黑色板块呈现 N 型走势，原料表现依旧强于长材。截止到 12 月 22 日，螺纹、热卷主力合约分别收于 4004 元/吨和 4120 元/吨，较 11 月底分别上涨 91 元和 113 元/吨，涨幅分别为 2.32% 和 2.82%。铁矿石主力合约收 977 元/吨，较 11 月底上涨 59 元/吨，涨幅 6.43%。螺矿比 4.1，较 11 月底回落 0.18。

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 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

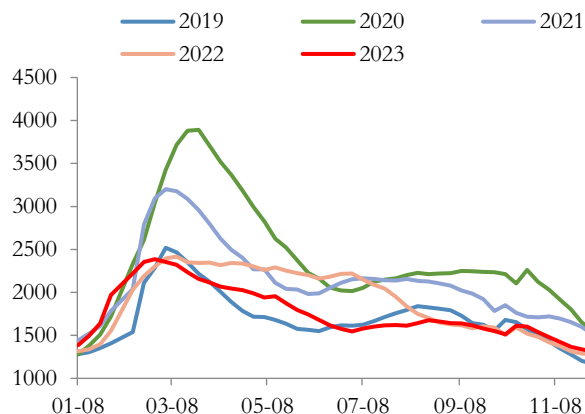
进入 12 月份之后，在宏观预期得支撑下，钢材市场结束了 11 月下旬得的偏弱走势，走出了一波阶段性反弹行情；中旬之后，随着中央经济工作会议的结束，宏观强预期阶段性落地，加上成本得阶段性走弱，其价格也随即冲高回落；之后成本端再度走强，且各部委继续释放政策加码信号，钢材市场也触底反弹。铁矿石方面，尽管铁水产量 12 月一直处于下降通道，但在宏观预期好转，钢厂补库和高贴水得影响下，价格表现依然明显强于成材。

2. 现实需求偏弱，市场聚焦强预期和冬储博弈

11-12 月为传统得钢材需求淡季，现实需求一般表现比较弱，钢材 5 大品种表观消费量自 11 月下旬之后连续 5 周下降，累计降幅为 51.04 万吨。具体品种来看，其需求表现也有所分化，板材的需求略好于长材。热卷库存自 11 月下旬以来连续 4 周去库，同一时段螺纹钢则呈现累库格局。另外，我们根据螺纹钢现有得供应水平和建材成交量拟合得螺纹钢周度供需缺口（需求-供给）也在 0 周以下，且近几周环比也在持续回落。

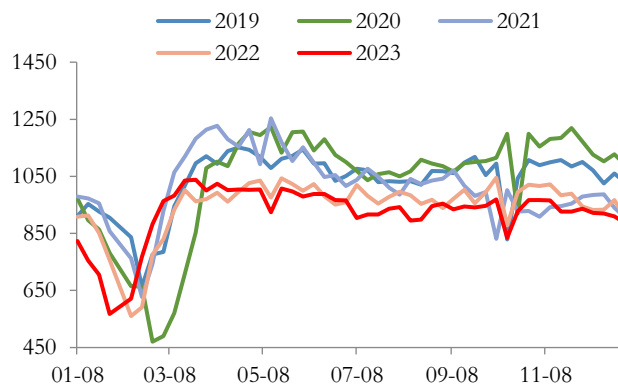
不过，目前市场依然聚焦于强预期和冬储博弈两个因素；一方面，中央经济工作会议以及之后各部委得会议释放了一系列会议均释放了政策加码信号。11 月宏观经济指标也有所好转，包括地产新开工单月增速转正，社融-M2 持续回升等。预计明年传统需求旺季到来之前，需求强预期对钢材市场得支撑或一直存在。另一方面，每年 11 月下旬到春节之前，市场都会有一个冬储博弈的过程。从目前已经公布冬储政策的钢厂来看，收款基价多在 3950-4000 之间。同时，根据我们的了解，因为 12 月初宏观预期支撑下，钢材价格走高，导致市场对于冬储的心理预期价位也有所抬升，3850 附近的话，华东部分贸易商有冬储意愿。所以，两大因素支撑下，春节前钢材市场或延续偏强走势。

图3 钢材 5 大品种库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢材 5 大品种表观消费季节性走势

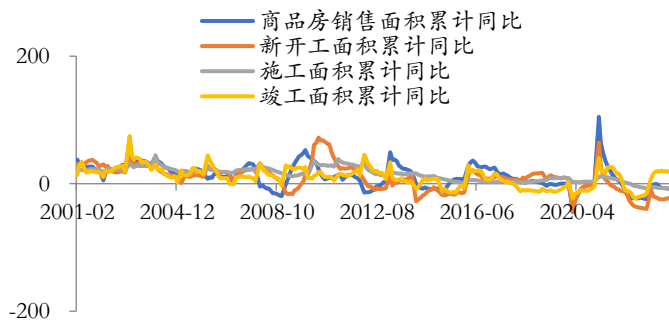


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

具体分行业看，制造业继续维持韧性，建筑业则在地产拖累下继续延续下行趋势。11月地产投资降幅继续扩大，销售数据在经过10月得短暂改善之后，也在度走弱，当月商品房销售面积同比下降21.3%，相比10月回落1个百分点。但随着地产企业融资政策不断宽松，其资金状况有所好转，资金来源降幅自8月之后连续三个月收窄，国内贷款增速11月份在度转正。同时，国内贷款和自筹资金占比自5月份之后一直回升。受此影响，11月地产新开工面积同比增速首度转正。同时，地产政策供需两端均在发力，中央经济工作会议明确强调要一视同仁满足不同所有制地产企业的合理融资需求，随后北京、上海也同时出台了下调二套房首付比例以及利率优化政策。三大工程的建设也在稳步推进之中。所以，预计地产行业得边际改善仍会延续，但对钢材消费形成正向拉动尚需时日。

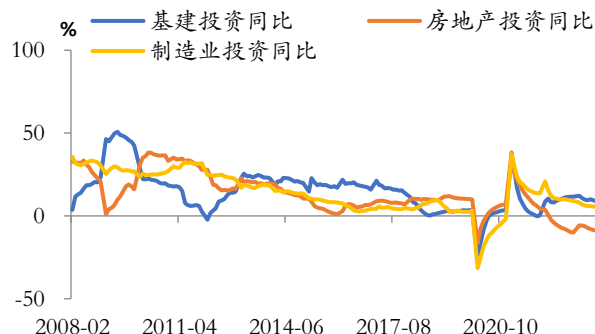
今年1-11月，广义基建投资同比增长7.96%，增速较1-10月回落0.3个百分点；其中11月当月同比增长5.38%，较10月回落0.2个百分点。11月基建投资得低位一方面是因为今年专项债发行基本发行完毕，资金到位到形成实物工作量之间存在一定时滞。另一方面，北方大面积雨雪天气也对项目施工产生了一定得影响。高频的沥青装置开工率数据从11月下旬开始连续4周回落，累积下降5.7个百分点，预计12月基建投资仍将低位运行。向前看得话，在财政扩张得背景下，基建投资仍会维持偏强走势。2024年地方专项债提前批额度将在12月底下达，预计在2万亿左右。11月发改委审批项目进程也有所加快，当月审批项目总金额为2002亿元。且从近两年季节性角度看，一季度基建投资增速相比前一年四季度都有所加快。

图5 商品房销售、新开工、施工及竣工面积走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 钢材三大主要下游行业投资增速变化情况



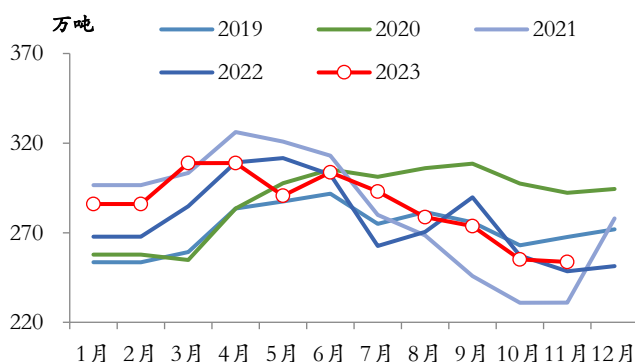
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

制造业方面,1-11月国内制造业投资同比增长6.3%,增速较1-10月回升0.1个百分点;11月当月制造业投资同比增长7.1%,较10月回升0.9个百分点。11月制造业投资得回升主要得益于内外需情况得好转和工业企业利润得明显回升所致。需求方面,11月社会消费品零售总额同比增长10.1%,其中汽车类增长14.7%,鉴于四季度为传统得耐用品消费旺季,加之前期出台得消费刺激政策逐步落地,消费数据转好趋势仍会继续。同时,11月机电产品出口增速在经历连续6个月得下滑之后受此转正,且表征海外需求得韩国和越南出口增速也是连续三个月回升,故当下出口得韧性也会维持一段时间。利润方面,11月工业企业利润单月同比增长29.5%,且8月份以来该数据已经连续第四个月为正,这对于制造业企业得扩产意愿亦有一定提振。另外,制造业库存在经历了短暂回升之后,10-11月又出现了两个月得回踩,但结合营业收入、利润以及库存周期历史走势来看,本轮主动去库可能已经接近尾声,后期或逐步切换至被动去库阶段。具体到钢材品种结构上,冷热卷价差维持在700元/吨附近得高位,热卷螺纹价差12月初以来的转正以及板材库存连续11月的下降,均表明了后期制造业投资得韧性仍会延续。

3. 钢厂检修力度加大,供应阶段性回落

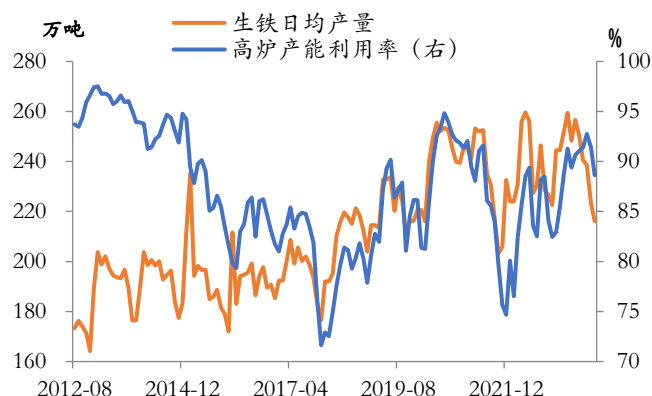
钢材价格反弹,使得长短流程钢厂利润均出现阶段性走扩,钢材供应增幅也有所回升。根据国家统计局得数据,11月份国内粗钢产量同比增长0.4%,为连续两个月同比负增长之后再度转正;日均产量253.67万吨,环比回落1.46万吨,降幅相比前几个月也明显收窄。11月粗钢得增量主要由废钢所贡献,当月生铁日均产量环比下降7.06万吨,铁钢比也下降了3个百分点。高频得废钢日耗以及废钢到货量数据,11月之后也稳步回升。鉴于中钢协预估得12月上中旬全国粗钢日均产量均值相比11月有所回落;且Mysteel公布得5大品种成材产量以及高炉日均铁水产量也呈现回落趋势,故12月份钢材供应继续回落可能性较大。

图7 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 高生铁日均产量与高炉产能利用率

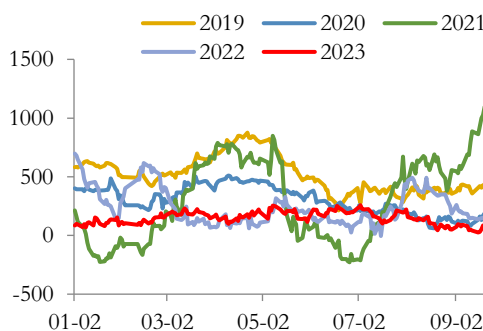


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

12月以来,钢材供应高频数据数据得回落主要是因为钢厂亏损幅度得扩大和北方环保政策阶段性收紧所致。一方面,因淡季之下,矿石价格重回140美金高位,钢厂亏损幅度再度扩大,截止到12月末,长流程螺纹钢和热卷利润分别为-149元和-267元/吨,Mysteel公布得247家钢厂盈利占比数据也;连续三个月下降。另一方面,部分钢材主产区因环保压

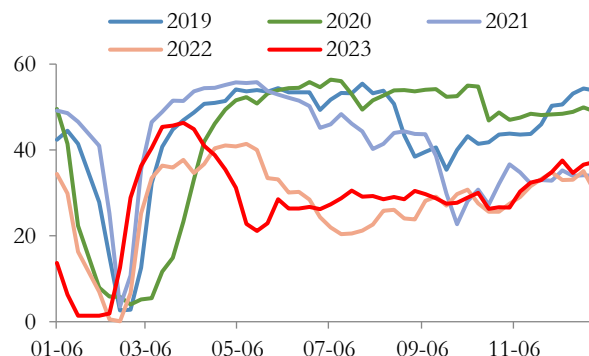
力，阶段性收紧限产政策，江苏多家钢厂发布了阶段性检修计划，河北邯郸、山东日照等地则升级了重污染天气预警。对于 1 月份钢材供应，从近两年季节性情况看，一般环比 12 月都会有所回升。这主要是因为上一年度限产或环保目标完成后，政策可能会有一定放松所致。不过，目前较低得钢厂利润可能会在抑制钢厂得扩产意愿。但之前得报告和分析中我们也多次提到过，通过利润调节产量的时间会比较长，过程也会比较曲折，且 12 月份已经经历了一波产量下降，1 月份之后，长流程钢厂供应见底回升得概率较大。

图9 长流程螺纹钢利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 短流程螺纹钢产量季节性走势



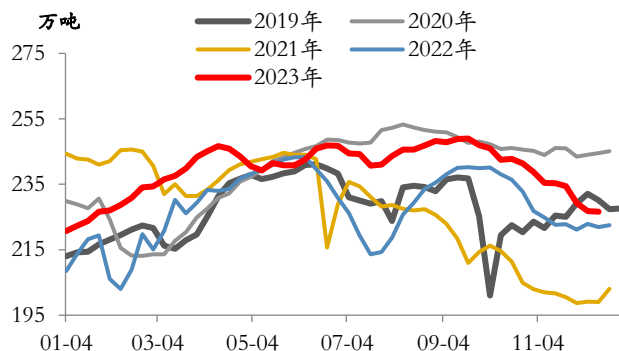
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

短流程方面，因 11-12 月钢材价格反弹，短流程钢厂利润有所恢复，产量也出现回升，截止到 12 月底，短流程螺纹钢产量为 36.64 万吨，较 11 月底低点回升约 2 万吨；全国 87 家电弧炉厂产能利用率为 65.39%，相比 11 月底回升 1.42 个百分点。不过，随着废钢需求的恢复，其价格也触底反弹，截止 12 月末，华东地区废钢价格相比当月低点反弹约 100 元/吨；受此影响，平电利润重回盈亏平衡附近。而每年春节之前，短流程钢厂都会有一波季节性减产。所以，春节之前，短流程钢厂产量大概率回落，事实上，12 月最后一周，短流程螺纹钢产量已经环比回落 1 万吨。但考虑到废钢供应也会出现阶段性回落，废钢价格出现大幅下跌可能性不大，电炉钢平电成本 3950-3980 仍是螺纹钢价格的一个重要支撑。

4. 铁矿石：一季度基本面转强，但估值已处于高位

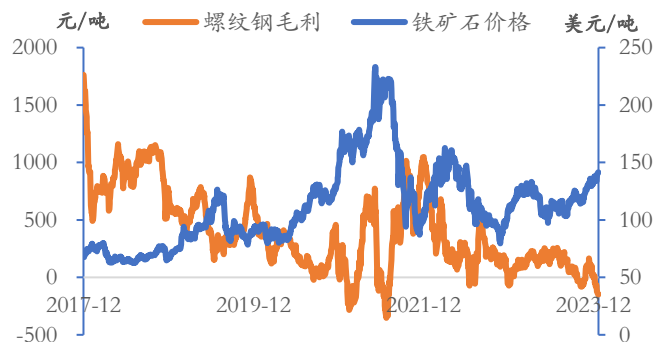
11-12 月，铁矿石价格在铁水产量下降得背景下，依然走出了一波反弹行情。究其原因我们认为有以下几点：一是，鉴于之前钢厂原料库存处于低位，又恰逢冬储补库时段，11 月之后钢厂进行了一轮原料补库，截止 12 月下旬，全国 247 家钢厂矿石库存相比 11 月底点回升约 500 万吨。二是，宏观预期整体偏强，包括政策加码预期和明年经济企稳得预期。三是，盘面对现货得贴水较高，根据我们的测算，11 月初，05 合约与最低交割品仓单得贴水仍在 140 元/吨得高位。

图11 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12 螺纹钢毛利与铁矿石价格走势对比

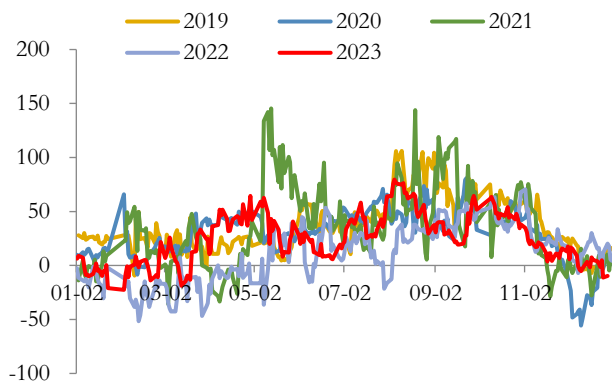


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

前文我们曾经说过，一季度之后，政策对钢材供应得压制将有所减弱，而利润对供应得调节过程有相对曲折，所以后期铁水产量触底并小幅回升概率较大。同时，不论从补库时长还是补库幅度来看，春节前钢厂都有一定得原料补库空间。供应角度看看，尽管根据我们年报中的统计，2024 年铁矿石供应仍有一定增量，但一季度一般是铁矿石供应得全年低点。从季节性数据上看，近 5 年一季度澳洲、巴西矿石发货量相比前一年四季度环比降幅得均值为 4980 万吨。同时，随着前期电炉钢得复产，废钢价格也有所上涨。考虑到接下来春节放假因素影响，废钢到货量会有所下降，废钢对矿石价格得支撑也依然存在，故未来 1-2 个月国内矿石基本面依然偏强。但若以中期角度看，矿石供增需减格局未改，还有一点值得注意得是，今年中央经济工作会议明确提到产能过剩问题，且发改委在十四五规划中期评估报告中提及得四项落后预期得指标中，有三项为环保相关指标，所以 2024 年针对钢铁行业得控产政策存在收紧可能。

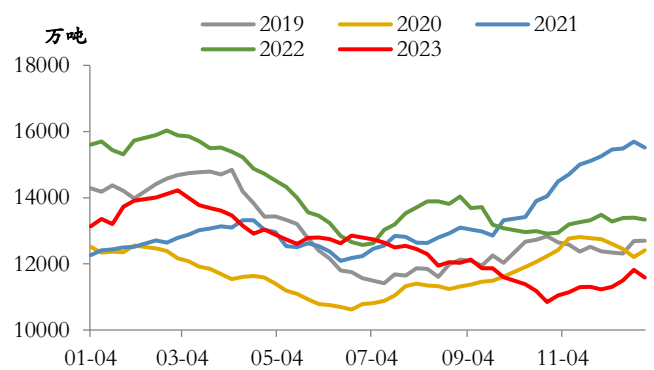
估值角度看，铁矿石现货价格目前已经上涨至 140 美元上方，且处于供给侧改革以来历史同期得高位水平，考虑到当下钢材市场需求偏弱得现状，其绝对估值水平处于偏高区域。相对估值来看，尽管目前钢厂利润和铁矿石进口利润均为负值，但是二者得差值从 11 月月中得 121 元/吨回落至-140 元/吨，现货得相对估值也偏高。不过，基本面分析中也提到了，一季度矿石供需偏紧得格局可能还会延续，故矿石得高估值未必会很快回归。同时，05 合约与最低交割仓单之间得贴水仍在 80 元/吨，所以盘面估值相对中性，且前期基差回归得方式大概率以盘面向现货靠拢完成。

图13 铁矿石进口利润季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

5. 结论及投资建议

12 月份，钢材市场在强预期、成本支撑和弱现实因素的博弈之下，呈现宽度震荡走势。春节之前，现实需求偏弱对钢材市场的压制依然存在，但行业间表现也会有所分化，制造业表现明显强于建筑业。同时，在旺季到来之前，强预期、高成本和冬储博弈仍是钢材市场运行的主逻辑。且经过 12 月份各地阶段性政策限产之后，一季度政策端对于钢材市场供应的压力将会有所减轻，而单纯通过利润调节供应的话，过程又相对曲折，故供应端触底回升的概率较大。这可能会进一步强化成本支撑逻辑。所以，1 月份钢材市场仍有进一步冲高的可能。

铁矿石方面，宏观预期、原料补库叠加盘面高贴水导致了 12 月铁矿石价格的强势。进入 1 月份之后，矿石基本面依然还会偏强，主要是因为铁水产量可能见底回升，且钢厂对于原料的补库尚未结束。同时，一季度一般又是铁矿石供应的全年低点。不过铁矿石现货当下的价格水平，不论是从绝对估值还是相对估值角度来看，都处于偏高区域，但盘面与现货的贴水则还有 80 元/吨左右。所以 1 月铁矿石价格预计仍以高位震荡为主。

操作策略：螺纹 3900-3950，热卷 3950-4000 考虑逢低买入；铁矿以高位震荡思路对待；套利方面，卷螺价差做扩仍可持有，铁矿石关注 5-9 正套策略。

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