|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **品种报告** | **2023年11月30日 星期四** | |
| **钢矿年报：需求小幅增长，价格震荡偏强** | **执笔：** | **张煜** |
| **电话：** | **0591-87892521** |
| **从业资格证号：号：** | **F3076317** |
| **投资咨询证号：** | **Z0018066** |

|  |
| --- |
| **摘要** |
| 钢材方面，在积极的财政政策和稳健的货币政策下，用钢需求小幅增加，制造业将成为需求中的结构性亮点。产量和品种将与需求匹配，总产量或持平今年。整体供需略好于今年，预计期价震荡偏强，重心小幅抬升。  铁矿方面，供应延续增加，需求增量有限，供需边际转松，整体矛盾不大，预计期价宽幅震荡。节奏上，在发运淡季和库存极低的背景下，明年上半年供需依旧偏紧，价格或前高后低。  利润方面，钢厂在产能过剩和囚徒困境的情况下，利润依旧不佳，铁矿继续强于钢材。  风险：制造业复苏不及预期、钢厂行政限产趋严、发改委加强对价格监管。 |

**一、行情回顾**

2023年钢矿在强预期和弱现实这两条主线逻辑切换下整体呈现W形走势，螺纹主力合约较年初下降3.69%，重心有所下移，主要运行在[3600，3900]区间。铁矿主力合约在四季度突破[680，880]震荡区间，较年初上涨13.85%。同时，铁矿受益于全年高炉生产超预期高位运行，走势明显强于钢材，螺矿比持续下降，较年初下降15.41%。

1-3月中旬，从2022年底开始，房地产出现集中的宽松政策，以及市场对2023年经济复苏心态乐观，强预期开始主导市场。春节后终端开始复工复产，市场出现一波赶工潮，钢矿价格延续震荡上行，螺纹主力创下年内最高点4401元，铁矿主力合约创下前三季度最高点936元。

3中旬-5月，随着旺季来临，强预期开始进入检验期。然而地产销售出现回落，终端用钢需求不足，钢材去库速度缓慢，炼钢利润收缩，钢厂开始减产。叠加海外银行暴雷，衰退气氛蔓延，市场心态悲观，钢矿进入负反馈下跌，螺纹和铁矿主力创下年内最低点3388元和665.5元。

6-10月下旬，宏观利好重新开始发力，钢矿价格在淡季止跌反弹。然而终端需求依旧没有改善，三季度迎来了今年第二个旺季不旺，为钢矿价格添加压力。这个阶段钢矿整体在[3600，3900]和[680，880]区间宽幅震荡。

10月下旬以后，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元的消息点燃了市场对四季度和2024年的预期。以及铁矿在钢厂持续的高开工下，库存逆季节性去化至历史低位，位钢矿价格上涨提供了支撑。钢矿价格在不断好转的宏观环境下持续上涨，螺纹主力回到区间震荡上沿，铁矿主力突破950元创下近两年新高。

|  |
| --- |
| 图表1：主力合约价格 |
|  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD |

**二、需求弱复苏**

**（一）制造业将成为主要增量**

今年我国制造业景气度稳步回升，1-10月制造业工业增加值累计同比增长4.5%，比上个月加快0.1个百分点。11月制造业PMI为49.4，全年同比有所改善。国内制造业的增长也成为今年我国用钢需求的重要支撑。特别是机械、汽车等诸多行业增势明显，为钢铁业的平稳运行夯实基础。

从细分行业来看：

钢结构：产量在近十年由4000万吨增至10140万吨，增长153.5%，远超粗钢产量增速，目前占我国粗钢产量的10%左右。

汽车：1-10月产量和销量分别累计增长8%和9.1%。新能源汽车继续保持高速增长，1-10月新能源汽车产量和销量分别增长34.04%和37.88%。另外，今年我国自主品牌汽车出口也成为主要亮点，1-10月我国汽车和新能源汽车出口分别增长59.69%和99.4%。

船舶：1-10月全国造船完工量、新接订单量、手持订单量同比增长分别为12%、69.5%和28.1%。

风电、光伏：1-10月风电新增装机容量累计同比增长76.49%，光伏新增装机容量累计同比增长144.78%。

明年制造业投资将延续十四五以来快速发展势头。钢结构用量有望在2025年底增到1.4亿吨左右，占全国粗钢产量比例15%以上；汽车将在今年增长以后保持运行在合理区间；造船根据订单到交付2-3年的周期将继续维持景气；风电、光伏在国家产业政策的扶持下仍将高速发展。我国高端制造业的崛起将带动明年制造业用钢继续增长。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表2：规模以上工业增加值，制造业PMI | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（二）基建需求维持韧性**

基建作为逆周期调节工具的主要抓手，在近两年地产进入下行周期中发挥重要的托底经济增长作用。1-10月，基础设施投资累计同比增长5.9%，继续保持较高增速。随着1万亿国债的落地和赤字率的提升，中央将积极加杠杆的空间打开。若明年赤字率按照3.5%安排，只要明年GDP增速达到5%，通胀水平回升至2%，赤字规模就与2023 年增发国债后形成的实际赤字基本持平。考虑到增发的1万亿国债有5000亿元留至明年使用，则明年的财政支出将继续保持一定增速，支撑基建投资的需求。

不过土地出让收入下滑、政府财政压力增大、隐性债务严格监管等问题将继续拖累基建增速。据IMF估算口径，截止2022年底，地方政府显性债务35万亿，隐性债务约50万亿，合计债务近85万亿；若将隐性债务纳入表内计算，地方政府广义债务率及广义负债率将高达320.4%和74.4%。所以我们可以看到三季度城投企业在内的非金融企业部门杠杆率高达169%，远超政府及居民部门。同时，近两年卖地收入大幅下降，1-10月土地出让收入同比下降20.52%，导致大部分地方收不抵支，某些地方政府甚至无法负担债务利息支出。预计明年不太可能调增太多专项债限额，预计仍然维持在38000亿元左右水平。另外，我国基建投资规模越来越大，专项债的推动效果也越来越有限。

所以，基建投资将继续在稳定宏观经济方面发挥重要作用，万亿国债的发行将推动基建投资节奏前置。但考虑到政府性基金收入短期难以回暖，以及基建投资基数较高，明年基建投资有望维持韧性，增速预计同比放缓。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表3：基建投资增速，主要领域投资增速 | |
|  |  |
| 图表4：土地出让收入，政府预期目标:地方专项债 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（三）地产用钢依旧低迷**

房地产在居民收入预期下降、房价看涨预期不强、期房烂尾顾虑等影响下，商品房销售不佳，1-10月商品房销售面积累计同比下降7.8%。资金回流困难困难进一步加剧房企压力，从而减少地产投资，1-10月房地产开发投资累计同比下降9.3%。为了扭转房地产低迷的状况，7 月 24 日，中央政治局会议指出我国房地产市场供求关系发生重大变化，提出要适时调整优化房地产政策。并把保障性住房建设和供给、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设推到更高的战略定位。此次会议之后，地产需求端的政策再次发力，放开限购、实行认房不认贷、下调房贷利率等等政策跟进，更好地支持购房需求。同时，房地产在经历了两年的大幅调整后，今年商品房销售已经接近市场真实的需求水平，2024年地产宽松政策仍有发力空间，以及低基数的效应，商品房销售有望实现同比转正。

但是明年房企债务到期压力依然较大，根据彭博数据，中资地产商的负债为90.6万亿元人民币，相当于2022年GDP的75%。所以今年以来土地市场依然十分理性，1-10月100城成交土地占地面积累计同比下降25.17%，房屋新开工面积累计同比下降23.2%。从偿还节奏来看，明年2024年Q1-Q4分别约有2100/2000/1300/900亿元到期，明年上半年房企偿付压力仍较为严峻。这也意味着明年上半年用于拿地和新开工的资金较为有限，主要用钢环节的新开工面积或仍将下降。

另外，本轮城中村改造或以原建筑进行修缮升级为主，实施过程中用钢场景少，以及改造周期长，对明年地产用钢提升有限。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表5：商品房销售面积:累计值，房地产开发投资:累计值 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |
| 图表6：100大中城市:成交土地占地面积，房屋新开工面积:累计值 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（四）出口高位回落**

今年我国钢材出口大幅增长，化解了钢材供应的压力，1-10月出口量累计同比增长32.6%。中国钢材出口大增的原因有三：一是我国今年钢价走势较弱，叠加人民币贬值的影响，我国出口钢价相对国外偏低，全年热卷出口价较土耳其低100美元左右，较日本低30美元左右，低价优势为我国提高了国际市场份额；二是海外钢材供应下降，也为我国钢材出口提供了空间。1-9月除中国外全球钢材总产量6.07亿吨，同比下降2.44%；三是我国在“一带一路”沿线国家新接对外承包工程涉及电力工程建设、房屋建设、交通运输建设、石油化工、通讯工程建设等多个领域，为钢材出口创造更多机会。

然而，在今年钢材出口大幅增长的背景下，钢材出口金额并未跟随增加。1-10月出口金额同比下降12.06%，说明我国今年钢材出口增长主要是依靠低价资源进行以价换量。从四季度开始，我国钢价开始持续上涨，低价优势不断减弱，目前热卷价格已经持平日本价格，较土耳其的价差也在不断缩小。不仅如此，国内钢价的快速上涨也不断挤压钢材出口利润，11月钢材出口出现亏损。若明年国内钢价继续上涨，钢厂出口接单意愿或出现下降，甚至造成出口回流。还需要注意的是海外需求并未看到明显好转迹象，11月欧洲制造业PMI虽然出现小幅反弹至43.8，但仍处于荣枯线以下和下降趋势之中，美国制造业PMI10月则环比回落至46.7。另外，根据机构预测，美联储降息也要等到2024年下半年以后，海外经济复苏缓慢，对我国钢材需求增长空间有限。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表7：热卷价格，除中国外全球钢材总产量 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |
| 图表8：钢材出口和金额，钢材价差 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

整体来看，明年房地产依旧存在压力，拿地和新开工的下降将继续减少用钢需求，地方政府在债务压力下增加基建投资能力有限，以及基建规模不断增大，基建增速或将放缓，恐难弥补房地产带来的减量。出口随着钢材出口利润回落和国际钢材价差收窄，或小幅回落。制造业作为钢铁行业的三大下游行业之一，或将成为用钢需求逆周期中的结构性亮点，对钢铁需求给予强有力的支撑，预计明年在积极的财政政策和稳健的货币政策下，整体用钢需求仍有韧性，或小幅增长1%。

**三、供应进入平稳期**

**（一）产量维持高位**

今年钢材下游需求不足，原料成本居高不下，钢厂经营情况不佳，产量却不降反升。1-10月粗钢产量累计87469.5万吨，同比增长1.4%。一方面是今年出口超预期增长填补了内需的减量，另一方面，在供给侧改革之后，我国粗钢产能重回增长趋势，2022年我国粗钢产能再次突破11亿吨。

明年随着需求小幅回暖，钢厂仍有生产空间。至于产能过剩问题，对于单个钢铁企业来说，为了保住市场份额，谁都不愿意减少产能和产量，最终可能会陷入囚徒困境，试图比谁能生存得更久。所以若无行政干预，钢厂即使小幅亏损，仍会维持一定开工率。

行政限产方面，钢铁行业作为我国国民经济发展的支柱产业，涉及面广，产业关联度高，在经济下行压力下，钢企需要承担提供就业、创造税收、促进经济增长等责任，行政干预将逐步弱化。以今年为例，市场消息盛传安徽、甘肃、山东、云南等多地将进行粗钢压减，而1-10月云南粗钢产量累计1901万吨，同比增长2.6%，说明今年生产并未受到行政限制。另外，10月生态环境部发布“关于公开征求《关于进一步优化重污染天气预警机制的指导意见(征求意见稿)》，要求各地不得以完成空气质量改善目标为理由，随意启动重污染天气预警。

所以行政干预弱化，产量将通过市场来调节，预计明年钢材供应将维持高位。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表9：我国粗钢产量，云南粗钢产量 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（二）高炉难以替代**

今年短流程行业持续处于亏损状态，废钢回收加工基地也受到较大影响，部分基地出现现阶段性停收的情况，电弧炉开工率及产能利用率水平偏低，所以今年钢材产量增长的贡献主要来自高炉。1-10月生铁产量累计同比增长2.3%，超过粗钢增速1.4%。明年预计建筑行业废钢产出量继续下降，汽车、新能源等行业废钢资源量有所增长。由于建筑行业在用钢和产废中占比较高，所以预计废钢资源增量有限，将限制电炉对高炉的替代。同时，高炉在产能置换后，“退小上大”趋势明显，由于新设备在效率上提升，实际铁水生产能力有增无减。

所以在废钢资源偏紧的背景下，即使铁矿价格居高不下，废钢在铁废价差中仍然没有明显的优势，所以预计高炉开工将维持高位。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表10：生铁产量增速，生铁-废钢价差 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（三）供应结构调整**

随着房地产进入下行周期，以房地产为主要下游的螺纹钢产量出现明显下降，2022年同比下降10.62%，远超粗钢产量降幅。以机械、汽车等制造业为主要下游的热轧卷板，受益于我国高端制造快速崛起，产量仅下降0.43%。其余品种也与主要应用下游行业发展趋势较为吻合。2019年至今，螺纹、线材、热卷、冷轧、中厚板的产量占比也从33.97%、14.62%、31.98%、7.52%、11.92变化至28.97%、12.13%、33.75%、8.88%、16.27%。以今年螺纹和热卷的产量为例，螺纹钢产量较上半年最高点回落13%左右，热卷产量较年初低点增长8.6%。预计明年螺纹钢、线材产量仍将受到房地产的拖累出现下滑，热卷、冷轧、中厚板产量在高端制造业发展的带动下还有增长空间。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表11：五大钢材产量占比，螺纹和热卷产量 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

整体来看，我国钢铁产量在2020年达到高峰，随着产能过剩问题逐渐凸显，产量将与消费匹配。由于明年钢材需求存在韧性，以及钢厂面临囚徒困境，预计钢材供应将保持刚性，持平今年，高炉开工维持高位，钢材品种将跟随需求结构调整。

**四、铁矿下半年以后才能边际转松**

**（一）铁矿供需偏紧**

近年来，随着全球铁矿业务投资的增加，新项目的投产和主流矿山运营状况的改善，全球[铁矿石](https://tks.mysteel.com/" \t "https://news.mysteel.com/a/23111308/_blank)市场供给稳中有升。1-10月我国铁矿石进口9.75亿吨，同比增长6.5%。铁矿石作为我国战略矿产资源，为了提升铁矿资源保障能力，我国也加快推动国内铁矿项目开发。1-10月我国精粉产量累计值2.23亿吨，同比增长2.52%。但是由于今年我国铁水维持高位，1-10月生铁产量7.44亿吨，同比增长2.45%，导致铁矿供需依旧偏紧，10月底港口和钢厂铁矿总库存较年初下降3000万吨左右，降幅较去年有所收窄。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表12：铁矿石供应，港口和钢厂铁矿总库存 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**（二）供应增长较为确定**

**1.四大矿山小幅增长**

淡水河谷：2023年目标产量仍维持3.1-3.2亿吨不变。根据第三季度产销报告，淡水河谷铁矿石总产量8623.8万吨，环比增加9.5%，同比减少3.9%。以年度生产目标为3.1亿吨折算来看，VALE产量目标完成度为74.7%，处于近四年以来的高位水平，完成年度生产目标难度不大，较2022年产量增长约500万吨左右。

力拓：全年发运指导目标区间仍保持在3.2-3.35亿吨。三季度力拓皮尔巴拉业务[铁矿石发运](https://tks.mysteel.com/datas/article/pa6242aaaaaa1.html" \t "https://tks.mysteel.com/a/23101715/_blank)量环比和同比涨幅分别达到6%和1%，前三季度同比增长5%。发运进度已完成了全年约75%，且较去年同期有明显提升，因此完成其全年指导目标几乎没有难度，预计发运同比增加约600万吨。另外，力拓宣传明年皮尔巴拉铁矿石业务发运量预计为3.23亿吨至3.38亿吨，较2023年上下区间分别提升300万吨，将继续为全球铁矿石供给提供增量。

必和必拓：2023财年[铁矿石](https://tks.mysteel.com/" \t "https://tks.mysteel.com/a/23072016/_blank)总产量合计2.85亿吨，略高于其此前指导目标中间值2.84亿吨。根据最新季报显示，BHP三季度铁矿石总产量6322.5万吨，环同比分别下降3%。由于此前的优异表现，公司在二季度报告中上调了2024财年产量指导目标，目前维持产量指导目标2.82-2.94亿吨不变，增长约400万吨左右。

FMG：2023财年发货量创历史新高，达1.92亿吨，同比增长2%。不过受检修和故障影响，三季度铁矿发运低于预期，导致前三季度发运总量为14114万吨，同比减少1.6%。目前2024财年的发运指导目标与此前一致，保持在1.92-1.97亿吨。随着铁桥项目已于2023年8月正式过渡到运营生产阶段，增长约300万吨。

**2.非主流矿大幅增加**

除澳、巴以外的铁矿供应在我国进口占比约16%左右，由于成交更高，所以供应受价格影响较大。从历史数据来看，非主流矿进口和铁矿价格有明显的正相关关系，并且当价格超过110美元时，非主流矿进口将有明显增量。今年铁矿均在118美元左右，刺激了各大矿山铁矿发往我国的积极性，1-10月非主流矿进口累计1.58亿吨，同比增长25.14%，其中主要增量来自印度，累计3022万吨，同比增长205.6%，得益于其下调铁矿石出口关税。而以往作为第三大铁矿石出口国的南非，受供电和运输问题，发往我国的量延续小幅下降。不过随着当地政府已经陆续设法通过多种途径改善当下的困境。以及中国企业也积极参与其相关基建的提升和建设计划之中，南非铁矿供应增量仍有空间。所以，以目前铁矿石在130美元以上的高位，非主流矿发往我国的铁矿将延续增加。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表13：进口矿占比，非主流进口量 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

**3.国产矿供应能力提升**

2022年，中钢协提出“基石计划”，明确了提升国内矿产量、支持国内废钢回收和利用、在防风险前提下加快海外矿开发三大举措。叠加铁矿石价格维持高位，铁矿勘查在多地已积极行动起来。2022年黑色金属矿采选业固定资产投资额增长33.3%，直到今年下半年受宏观因素影响，投资信心减弱，投资额才出现同比转负。目前，国内重点铁矿项目中已开工十多项，新增铁精矿产能约5000万吨。

基石计划作为用10年至15年时间，切实改变我国铁资源来源构成，从根本上补足钢铁产业链资源短板的长期规划，提出到2025年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到3.7亿吨、3亿吨和2.2亿吨，分别比2020年增加1亿吨、0.7亿吨和1亿吨。目前仍处于早期建设阶段，还面临国内多数铁矿资源“贫细杂”禀赋劣势突出，开采成本高、选矿成本高等诸多困难，所以今年铁矿产能所有提升，但产能利用率仍较往年变化不大，后续随着更多支持政策和激励措施的落地，国产铁矿产量将继续增加。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表14：固定资产投资完成额:采矿业:黑色金属矿采选业:累计同比，矿山产能利用率 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

整体来看，四大矿山今年完成年度目标压力不大，根据明年目标将提供1500万吨左右的增量。非主流矿由于海外经济复苏缓慢，钢材产量增量有限，我国钢厂在需求回暖的背景下开工预计维持高位，非主流矿发往我国的铁矿石预计延续增加。以及国产矿随着基石计划的推进，产量或有明显的增加，明年铁矿供应或增长2%。

**（三）明年下半年铁矿供需才能转松**

澳大利亚和巴西作为我国最主要的供应国，受天气影响，呈现出明显的季节性特点：一季度因雨季和飓风天气，发运往往处于年度最低水平；二季度发运逐步恢复，6月澳大利亚财年末和季末发运冲量通常会迎来一波发运高峰。同时，因为海运周期的问题，澳大利亚和巴西铁矿从发运到我国港口大概需要2周和6周左右的时间，所以我国进口铁矿一般要到下半年才开始放量。

另外，由于这几年铁矿石价格波动剧烈，为了避免了大批量购买美元货而下游订单跟不上的风险，钢厂采取低库存策略，这也意味着钢厂要损失铁矿石采购的调节能力，增加在港口现货的采购，所以在今年铁水产量维持高位的情况下，港口库存持续去化，目前港口库存1.14亿吨，至少要等到今年底才能回升至往年低位1.2亿吨以上。

由于我国终端需求在春节以后就开始逐步启动，铁矿石明年上半年基本都是供应淡季，在当前极低的库存水平下，供需偏紧的局面预计无法改善，要等到下半年才能边际转松。所以铁矿石价格的强势，也导致明年钢厂利润依旧偏低，钢厂预计延续原料低库存策略，则刚需补库的节奏将影响铁矿石价格的强弱。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表15：港口库存，钢厂库存 | |
|  |  |
| 数据来源：Mysteel、iFinD | |

整体来看，明年铁矿供应延续增加，而需求增量有限，供需或逐步转松。但节奏上由于上半年属于铁矿石发运淡季，以及目前铁矿库存极低，明年上半年铁矿供需在我国经济回暖的过程中依旧偏紧，要等到下半年才边际宽松。

**五．总结**

钢材方面，在积极的财政政策和稳健的货币政策下，用钢需求小幅增加，制造业将成为需求中的结构性亮点。产量和品种将与需求匹配，总产量或持平今年。整体供需略好于今年，预计期价震荡偏强，运行区间[3500,4800]，重心小幅抬升。

铁矿方面，供应延续增加，需求增量有限，供需边际转松，整体矛盾不大，预计期价宽幅震荡，运行区间[700,1100]。节奏上，在发运淡季和库存极低的背景下，明年上半年供需依旧偏紧，价格或前高后低。

利润方面，钢厂在产能过剩和囚徒困境的情况下，利润依旧不佳，铁矿继续强于钢材。

风险：制造业复苏不及预期、钢厂行政限产趋严、发改委加强对价格监管。

