



黑色产业链展望

2024 年度报告



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

金融研究院黑色事业部年报：破晓

导读：

2024 年经济预计会继续处于缓慢复苏阶段，市场信心恢复仍然需要时间检验。铁矿石短期的供需错配将会继续考验钢厂利润，市场期待理性回归。煤炭将会产生煤种分化，动力煤由紧转松，优质炼焦煤愈发紧缺，进出口将会成为关键的扰动因素。铁合金继续成为利润跟随者，成本的边际变化将会给价格带来新的不确定性。制造业将会取代房地产成为未来中国钢材消费结构的支柱产业，钢材价格将会变得更加“立体”。

集运指数（欧线）作为新品种上市之后，对传统产业客户影响不断加大。特别是“红海危机”事件不断助推行情上涨，但情绪宣泄之后市场终将会回归理性。2024 年欧线将会面对供需面、海外宏观经济和地缘局势等不确定因素，期货市场将会成为产业的“避风港”。

大宗商品即将进入新的库存周期，黑夜散去，破晓已来。

黑色建材首席分析师：吴勇

执业证书号：F3022014

投资咨询号：Z0013711

电话：025-52302825

邮箱：wuyong@ftol.com.cn

煤焦分析师：陈永明

执业证书号：F0307050

投资咨询号：Z0013753

电话：025-52302445

邮箱：chenyongming@ftol.com.cn

铁矿石分析师：周贵升

执业证书号：F3036194

投资咨询号：Z0015986

电话：025-52302014

邮箱：zhouguisheng@ftol.com.cn

铁合金、废钢分析师：王颖娟

执业证书号：F03091708

投资咨询号：Z0019908

电话：025-52302521

邮箱：wangyingjuan@ftol.com.cn

内容速览

钢材 2024 年粗钢供应会继续维持相对稳定，房地产需要密切关注政策推动下的边际变化，基建会继续起到托底作用。终端需求会从以房地产为主，继续向基建、制造业领域相关的品种转向。阶段性的宏观风险依然会存在，但市场出清之后将会开启新一轮周期。

铁矿石 2024 年铁矿石整体供应增量略大于需求增量，但供需结构依旧处于紧平衡，考虑到目前国内港口库存以及钢厂进口矿库存依旧处于偏低水平，对矿石的刚需存在明显支撑，叠加宏观氛围的良好预期，因此在未来一段时期内矿价依然维持高位偏强运行。关注焦点依然在于需求端，后期随需求证伪将导致盘面出现大幅波动，高位矿价将回归理性。

铁合金 2024 年伴随着主产区大型炉产能的新增投放，铁合金产能过剩的情况将会加剧。下游需求端，来自钢材增量需求的驱动有限，非钢需求方面，金属镁和出口对于硅铁合金的驱动仍有预期。未来铁合金供需面的改善来自政策端扰动和利润压缩下厂家的主动减产。目前铁合金仍难摆脱产能过剩、供应弹性较大下的成本定价模式，明年成本端的驱动主要来自锰矿、电价、煤炭系价格的边际变化。

废钢 2024 年废钢基本面预计转向供需双增的格局运行。在经济企稳修复、制造业向好、城中村改造项目的背景下，废钢潜在资源有望进一步释放。而具体实际的供应增量受下游需求及产业利润的引导，在最新的钢铁行业政策要求下，废钢炼钢的比例需继续上升，叠加废钢自身性价比的扩大，废钢需求预计打开向上空间。

煤炭 2024 年原煤供应由紧缺转向宽松。焦煤方面，国内供应受制于产能释放不足与安全生产形势严峻，供应将难以出现明显增长，2024 年蒙古与俄罗斯出口政策调整，国内进口关税恢复下，主要进口国难以保持今年强势增速。优质炼焦骨架煤将与动力煤加剧分化，主焦煤价格重心将继续震荡偏强。而焦炭产能过剩，供应充足，在利润的驱动下震荡运行，受制于焦煤价格重心高，焦炭成本支撑较好。后期重点关注终端成材需求变化。

集运指数（欧线） 因红海危机导致欧洲航线绕行好望角，2024 年集装箱欧线或从供大于求逐渐转向供需平衡状态，现货运价在经历疫情和红海危机的暴涨后，整体上仍会回归理性，并呈现上涨态势。

目录

第一部分 螺纹钢、热卷	1
一、行情回顾.....	1
二、2024 年钢材市场展望.....	2
1. 宏观方面.....	2
2. 供应方面.....	6
3. 需求方面.....	9
三、2024 年展望.....	13
第二部分 铁矿石	15
一、2023 年行情回顾.....	15
二、重要影响因素分析.....	16
1. 供应平稳增加，非主流矿增量.....	16
2. 铁水持续高位，矿石刚需较强.....	19
3. 港口库存持续去库，钢厂库存低位.....	22
三、后市展望.....	23
1. 主要观点.....	23
2. 明年展望.....	23
第三部分 铁合金	25
一、行情回顾.....	25
二、铁合金市场分析.....	26
三、后市展望.....	31
第四部分 废钢	31

一、行情回顾	33
二、2023 年废钢市场情况分析	34
三、2024 年展望	35
第五部分 焦煤、焦炭	37
一、行情回顾	37
二、焦煤供应展望	39
1. 原煤大增促进跨界煤种回流	39
2. 国内优质骨架精煤产能释放缓慢	40
3. 国内安全形势限制供应增量	42
4. 进口格局更丰富，增量有限	44
三、焦炭供应展望	48
1. 焦炭产能持续过剩	48
2. 焦化利润主导产量	49
四、双焦需求展望	50
1. 焦炭出口需求难有起色	50
2. 国内钢铁行业需求难有增长	51
五、双焦库存展望	53
1. 焦煤库存	53
2. 焦炭库存	54
六、总结	55
第六部分 集运指数（欧线）	57
一、行情回顾	57

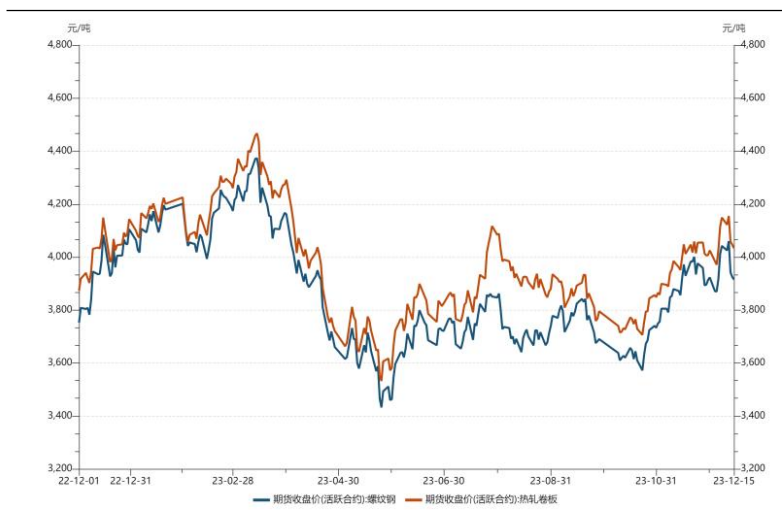
1. 上市背景	57
2. 现货与期货走势	57
3. 现货指数 SCFIS 与 SCFI 的区别与联系	59
二、 集装箱运输市场	60
1. 季节性规律	60
2. 周期	60
三、 供给端	62
1. 运力	62
2. 不可抗力因素	64
3. 班轮联盟	64
四、 需求端	65
1. 宏观经济	65
2. 国际贸易	67
五、 展望	67
分析师声明	69
免责声明	69

第一部分 螺纹钢、热卷

一、行情回顾

回顾 2023 年钢材市场走势，整体处于宽幅震荡。年初随着疫情整体管控放开，以及需求预期的转变，市场投机情绪较浓，也带动钢材价格稳步上升。特别是进入需求验证阶段后，叠加房地产市场政策不断宽松，以及资金较为充裕，房地产市场边际回暖。在需求推动下，螺纹钢主力合约 3 月底上涨到 4400 元/吨附近。

图 1：螺纹钢、热轧卷板收盘价



数据来源：Wind

3 月份之后，随着房地产相关的宏观数据公布，房地产新开工面积迅速走弱，下游需求持续收缩。贸易商库存压力较大，套保资金不断进场，盘面开始逐渐震荡下行。与此同时，原料端煤炭供应上升，成本不断坍塌，黑色板块整体走弱。4 月份地产数据再度不及预期，需求证伪，钢材盘面价格快速下跌。随着钢材亏损范围扩大，钢厂开始主动减产。5 月份海外需求不断好转，叠加国内基建政策落地，钢材品种之间出现分化，板材好于长材。

6 月份开始，煤炭供应持续收缩，叠加海外需求强劲带动铁矿石需求，原料开始走强，也带动成材小幅反弹。由于受限于终端需求，此次反弹成材力度小于原料。随着国外需求超出预期，钢材出口迅速放量。由于板材利润好于长材，以及房地产市场持续处于弱势，钢厂



不断调整产品生产线，板材产量开始大于长材。

7 月份进入淡季之后，钢厂并没有进行大规模的减产，铁水持续上行。由于短期的供需错配，原料上涨幅度较大，钢厂利润持续被压缩。叠加终端需求持续不及预期，钢材价格震荡下行。进入 10 月份后，铁矿石焦煤焦炭继续上涨，带动成材重心上行。但由于短期内铁矿石上涨幅度较大， 监管层不断发力进行调控，铁矿石由强势转为高位震荡。进入需求淡季后，成交量下滑，也使钢材价格进入区间震荡。

二、2024 年钢材市场展望

1. 宏观方面

(1) 美联储或将开启降息周期

图 2：美联储议息会议中关于通胀的表述以及货币政策的选择

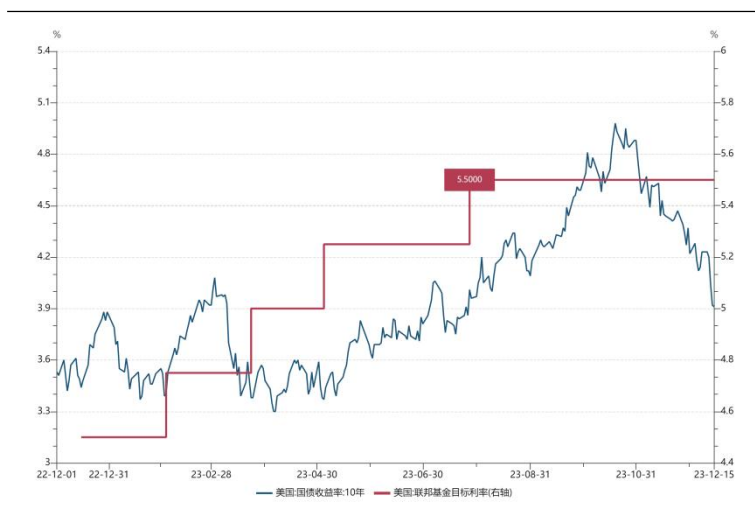
美联储会议时间	有关通胀的表述	货币政策选择	政策利率	利率变化 (BP)	国债/MBS 规模变化 (亿美元/月)
2021 年 6 月	通胀上升，主要反映了暂时性的因素	提到 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 7 月		开始讨论 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 9 月		预告 Taper	0%-0.25%	0	800/400
2021 年 11 月	通胀上升，主要反映了预计是暂时性的因素	开始 Taper	0%-0.25%	0	11 月：700/350 12 月：600/300
2021 年 12 月	与疫情和经济重新开放有关的供需失衡，继续导致通胀水平抬升	加快 Taper、提到加息	0%-0.25%	0	1 月：400/200
2022 年 1 月		预告加息、提到缩表	0%-0.25%	0	2 月：200/100
2022 年 3 月	通胀依然高企，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。俄乌冲突可能对通胀带来额外上行压力	开始加息、预告缩表	0.25%-0.5%	25	0
2022 年 5 月		加快加息、开始缩表	0.75%-1%	50	6 月：-300/-175
2022 年 6 月		再加快加息	1.5%-1.75%	75	7 月：-300/-175
2022 年 7 月		缩表加快	2.25%-2.5%	75	8 月：-300/-175 9 月：-600/-350
2022 年 9 月		加息和缩表保持快速	3%-3.25%	75	-600/-350
2022 年 11 月		提到更重视加息高度	3.75%-4%	75	-600/-350
2022 年 12 月		更重视加息高度、加息速度放缓	4.25%-4.5%	50	-600/-350
2023 年 2 月		更重视加息高度、加息速度进一步放缓	4.5%-4.75%	25	-600/-350
2023 年 3 月		保持货币政策的灵活性，并保留额外政策巩固，以平衡收紧过度和收紧不足的风险	4.75%-5%	25	-600/-350
2023 年 5 月			5%-5.25%	25	-600/-350
2023 年 6 月			5%-5.25%	0	-600/-350
2023 年 7 月			5.25%-5.5%	25	-600/-350
2023 年 9 月			5.25%-5.5%	0	-600/-350
2023 年 11 月			5.25%-5.5%	0	-600/-350

资料来源：美联储议息会议

年初首次议息会议以来，美联储放缓单次加息节奏至 25BP，且在 6 月、9 月和 11 月“跳过”加息。尽管美联储声称通胀仍然过高，货币政策仍然紧缩，且在必要时还可能采取进一步紧缩的行动；但同时也认为“双向风险”（紧缩过度 and 紧缩不足的风险）更加平衡，关注力从加息的速度逐渐转移至加息的高度，以及维持高利率的时长。美联储逐步放缓加息，出于多重考量：

- （1）美国通胀顺利回落，PCE 通胀率从 2023 年 1 月的 5.5% 回落至 6 月的 3.2%。
- （2）3-4 月，美国地区银行暴露危机，迫使美联储更加关注紧缩行动带来的金融风险。
- （3）9-10 月，在美国预算悬而未决、财政部融资规模超市场预期等事件下，有关美债供给过度的担忧上升，令美债遭遇抛售、金融条件收紧，美联储在 11 月会议选择再次暂停加息，以平衡美债利率过快上行的影响。

图 3：美债利率维持高位



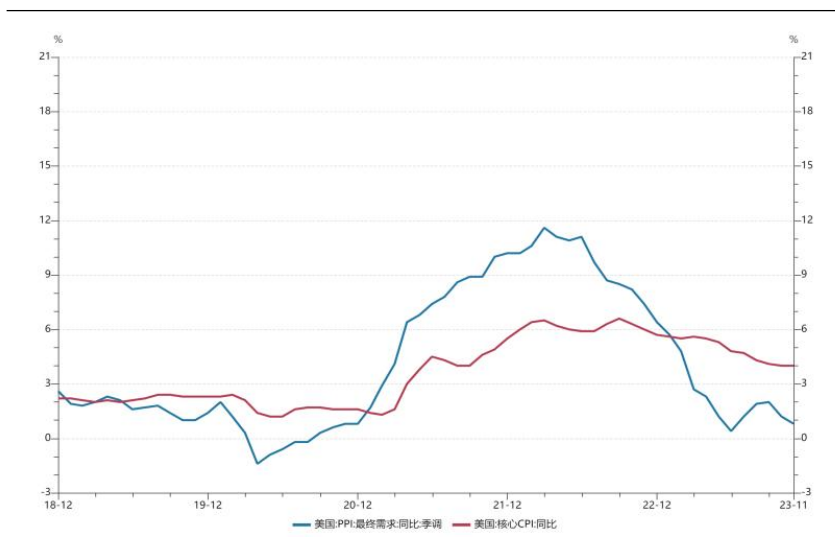
数据来源：Wind

展望 2024 年，美联储与市场均预计美国政策利率将触顶回落，但回落的幅度仍有较大分歧。美联储在 2023 年 9 月的点阵图显示，多数官员预计 2023 和 2024 年政策利率分别为 5.6% 和 5.1%，暗示 2024 年或有小幅降息的空间。截至 2023 年 11 月末，CME 利率期货市场押注美联储首次降息或在 2024 年 5 月，且全年或将累计降息 75BP 左右。

(2) 美元指数延续高位震荡

从近期美联储公布的数据显示，11 月 CPI 同比变动-0.5%，弱于彭博一致预期和前值的-0.2%，PPI 同比变动-3%，弱于彭博一致预期的-2.8%和前值的-2.6%。CPI 方面，食品烟酒或是最大拖累项，交通通信和生活用品及服务同样对物价形成向下压力。整体来看，考虑到美国 11 月 CPI 和 PPI 均超预期下行，叠加一系列弱于市场预期的经济数据，市场越来越相信，美联储已经结束了长达一年的加息周期。我们认为，虽然当前美联储暂停加息，但是仍然会平衡通胀和就业。特别是考虑到美国相对于欧元区以及日本的增速，明年大概率会继续支撑美元维持在高位。

图 4：美债利率维持高位



数据来源：Wind

(3) 资金利率波动下移，市场期待降准

从最新公布的数据显示，截至 12 月 8 日，DR007 报收 1.84%，较上周五上行 4BP；SHIBOR1W 报收 1.80%，较上周五下行持平。央行公开市场操作规模较前一阶段有显著下降，12 月 4 日至 12 月 8 日央行累计投放 7D 逆回购 10770 亿元，中标利率 1.80%，逆回购到期量 21360 亿元，通过逆回购回收流动性 10590 亿元。

今年以来在多重因素影响下资金面经历了较大波动。1-4 月在经济复苏强预期下信贷需

求转好，资金需求上升，DR007 月度均值录得 1.91%、2.11%、2.05%、2.06%。特别是二季度以来，伴随各项经济数据不及预期、市场对经济复苏进入谨慎观察和验证阶段，直至 7 月资金利率中枢也逐步下行至 1.80% 附近。随着 7 月政治局会议充分认识到经济复苏道路上面临的困难，稳增长政策持续发力，1 万亿特别国债和其他政府债的发行提升了市场的流动性需求，资金面持续趋紧，9 月开始 DR007 月度均值重新升至 1.95% 上方，9-11 月 DR007 月度均值分别录得 1.97%、1.98%、1.97%。

年底前仍是政府债发行高峰，缴款需求将持续对流动性造成挤压，叠加年末银行缴准考核及节庆带来的现金需求上升，12 月资金面仍有较大压力。市场对于降准的期待日益上升。相对于降息，降准空间较大且银行从降准政策中所获得的资金成本最低。除此之外，央行或延续逆回购以及超量续作 MLF 提供中短期的流动性供应，平抑资金面过度波动。

图 5：逆回购利率：7 天、14 天



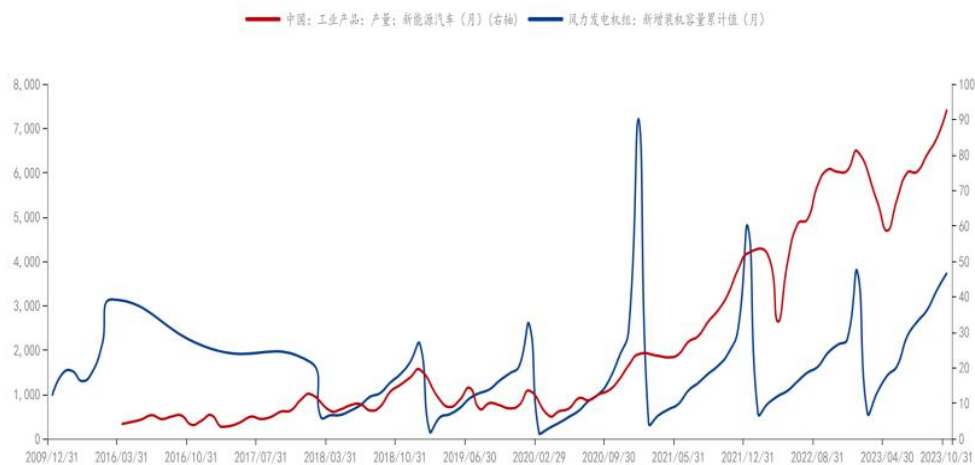
数据来源：Wind

（4）经济工作会议促产业转型

2023 年中央经济工作会议强调，着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，

推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。从会议来看，后续城乡居民收入等相关政策举措可能会增加，继续提振新能源汽车、电子产品等消费。以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新，相关行业、产品可能会受益。从供给端来看，伴随经济的持续发展，居民对消费的需求更加多样化、个性化。通过优化消费环境、丰富消费场景、提升消费供给的质量和种类，有助于提升居民消费意愿，扩大消费需求。消费的增长有助于反向拉动投资端扩张，促进相关领域投资创新，形成消费和投资相互促进的良性循环。

图 6：新能源汽车产量、风力发电新增装机



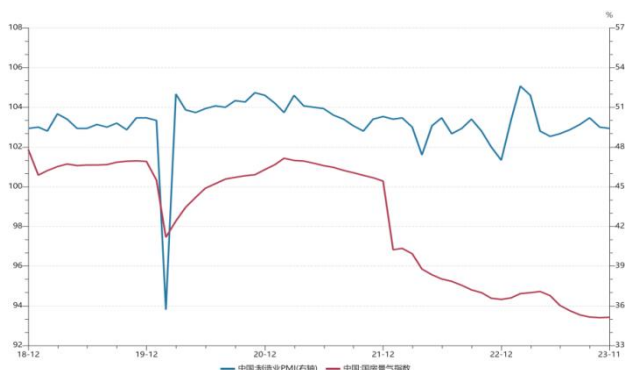
数据来源：Mysteel

2. 供应方面

（1）钢材品种结构发生改变

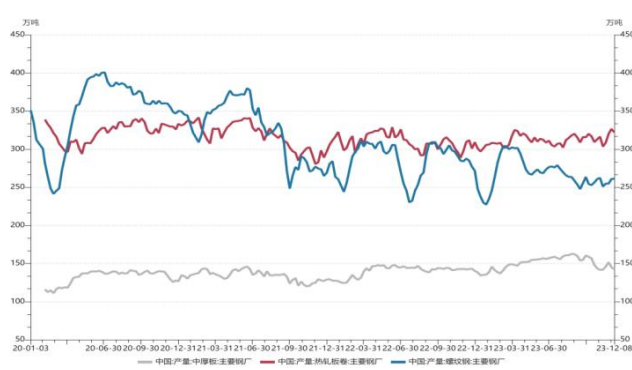
最新公布的数据显示，中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4（预期 49.7），比上月下降 0.1 个百分点，制造业景气水平略有回落。从分类指数看，生产指数为 50.7%，比上月下降 0.2 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产保持扩张。从中国房地产指数来看，虽然今年 5 月份之前有小幅反弹，但随着开工数据持续走弱，整个景气度持续下行。

图 7：制造业 PMI、国房景气指数



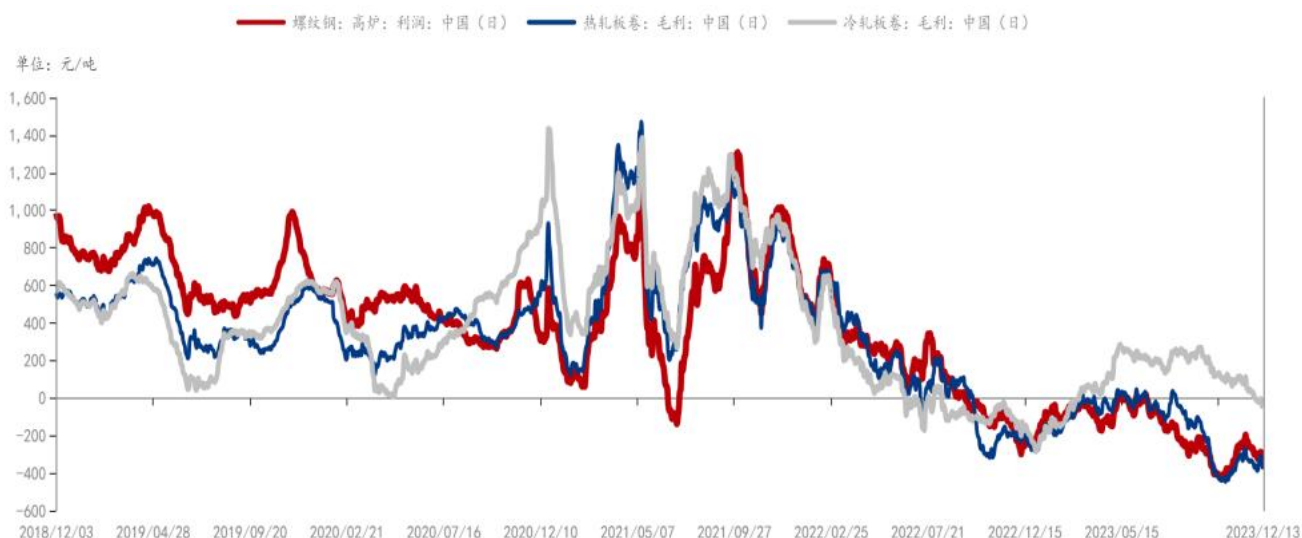
数据来源：Wind

图 8：螺纹钢、热轧、冷轧利润



数据来源：Wind

图 9：螺纹钢、热轧、冷轧利润



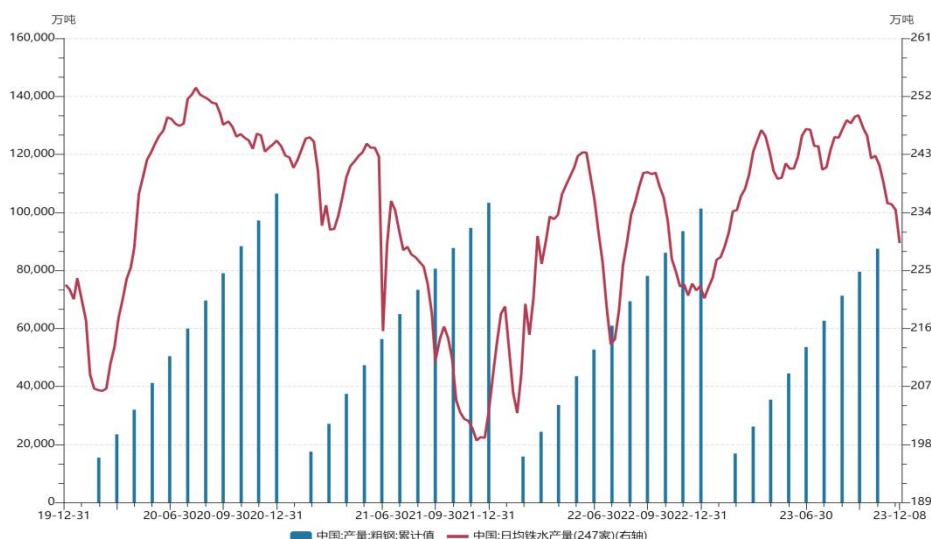
数据来源：Mysteel

从今年钢材重点品种的利润来看，冷轧全年平均利润较高，也支撑了板材整体价格。特别是考虑到今年基建投资累计同比均维持 9% 左右的高位，终端对板材需求强劲。在终端需求的推动下，今年钢厂铁水从之前的以建材为主，转向以板材为主的供应结构。考虑到明年房地产仍然会处于下行通道，钢厂产品仍然会以板材类为主。结合国家战略层面会逐渐转向高端制造业，明年需要关注制造业相关的产品产量。

（2）政策影响弱化，粗钢会继续维持稳定

纵观整个 2023 年，粗钢平控预期强烈，虽然市场上不断有传闻，但并没有具体的红头执行文件出台，更多的是区域性的环保限产。从前三季度来看，虽然终端需求下滑明显，叠加钢厂利润不断走弱，但是在地方保经济政策以及企业自身经营的推动下，日均铁水持续处于高位，也带动了原料端现货价格的持续走强。四季度末，钢厂才开始进入计划性检修，铁水高位回落。截至 11 月 30 日，粗钢累计产量为 95214 万吨，去年同期产量为 93511 万吨，结合目前的开工情况，以及参照去年的粗钢产量，今年的粗钢产量应该在 10.3 亿吨左右。2024 年钢厂会继续主动发挥利润调节作用，如果没有明确政策压减产量目标，供应端将会主动根据钢材利润进行调节，铁水将会继续分流至板材以及其他品种。

图 10：粗钢产量、铁水日均产量



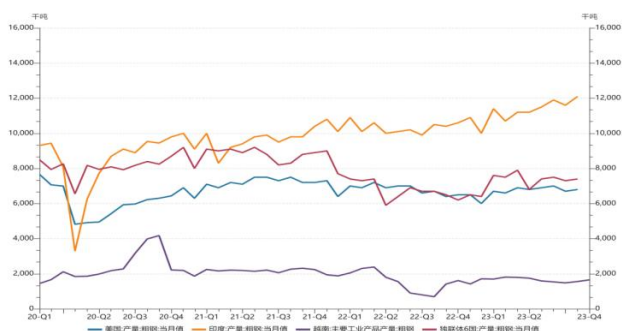
数据来源：Wind

（3）国外供应高位增长，支撑原料价格

从国外粗钢产量来看，印度产量维持高增长，美国以及独联体的产量维持稳定。今年国外对于原料，特别是铁矿石需求维持高位，导致铁矿石价格持续上涨。虽然国内一直在炒作粗钢平控预期，但 3 季度之前铁水一直处于高位。在此推动下铁矿石主力合约价格创出历史新高。铁矿石过快的上涨不断压缩钢企利润，监管层开始介入调控铁矿石价格。但由于现货

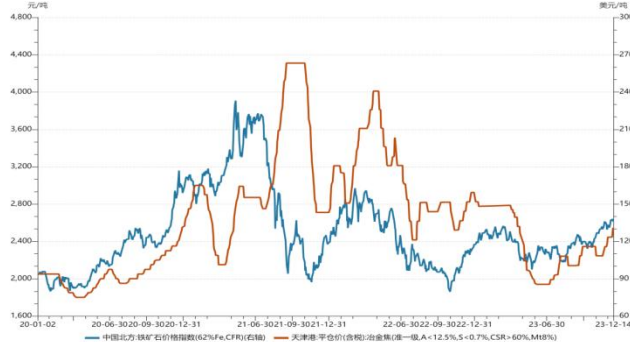
价格维持高位，盘面并没有呈现出明显下跌的走势。考虑到当前越南的产量仍然处于低位，2024 年需要重点关注越南的粗钢增量。结合 23 年印度国内发展情况，2024 年也需要关注印度经济发展是否继续处于高位。展望 2024 年，考虑到海外的需求增量，铁矿石价格仍然会持续高位。而国内煤炭方面，需要重点关注供应端的变化，明年仍然可能会出现阶段性错配的情况。

图 11：国外粗钢产量



数据来源：Wind

图 12：铁矿石价格指数、焦炭现货价格



数据来源：Wind

3. 需求方面

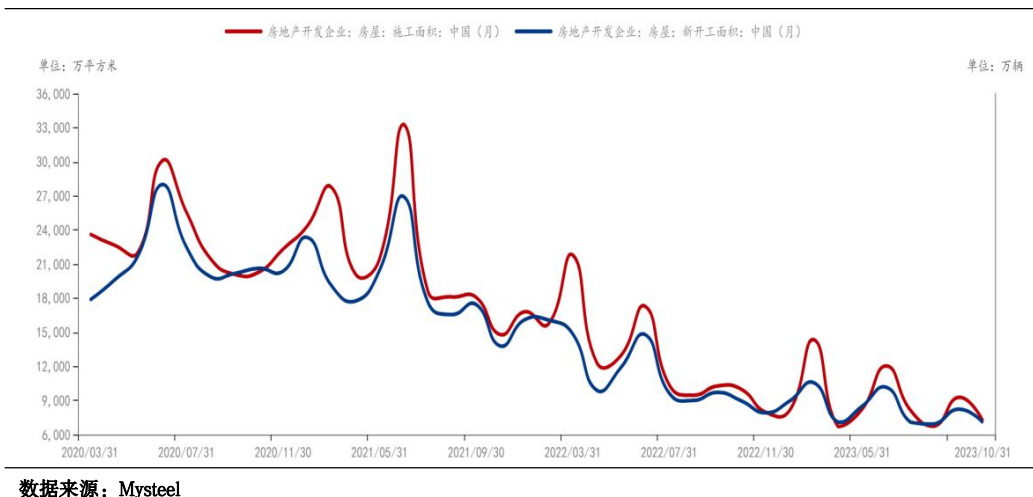
（1）地产需求延续低位，关注边际变化

从今年房地产数据来看，特别是施工面积以及新开工面积，继续维持震荡探底的走势。年初中央政策延续宽松，但地方层面多集中于政策微调。7 月 24 日中央政治局会议首提“我国房地产市场供求关系发生重大变化”“适时调整优化房地产政策”，未重申“房住不炒”。7 月 27 日住建部对于需求端支持政策（如降低首付比例、贷款利率、税费减免、“认房不认贷”）等给予详实指引，紧接着 8 月末央行、金管局联合发文下调二套房及存量房贷利率，限购限贷实质性放松政策迅速向高能级城市蔓延，开启供求关系新形势下的“全面宽松”时代。在政策的宽松下，地产开工出现阶段性回暖，但是没有走出底部区间。如果考虑到数据的滞后性，明年上半年地产需求会继续维持低位。

近期北京、上海此次楼市政策调整主要集中于首付比例、房贷利率下调，普通住房认定

标准优化。本次重点城市政策调整进一步引导需求端限制性政策退出，有助于降低购房门槛及税费负担，更好满足刚性及改善性住房需求。结合 1 万亿国债的发放，明年上半年仍然会有政策性托底。

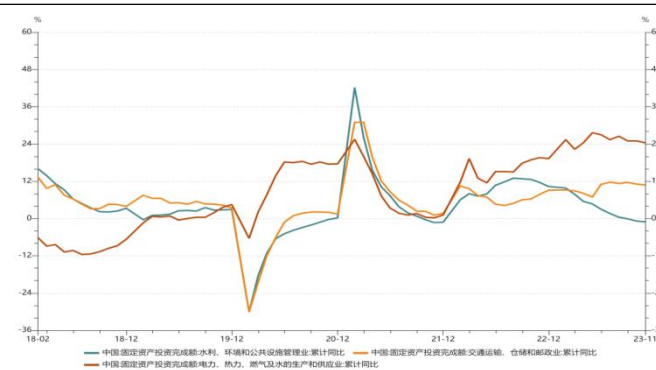
图 13：施工面积、新开工面积



（2）基建稳步增长，关注细分品种

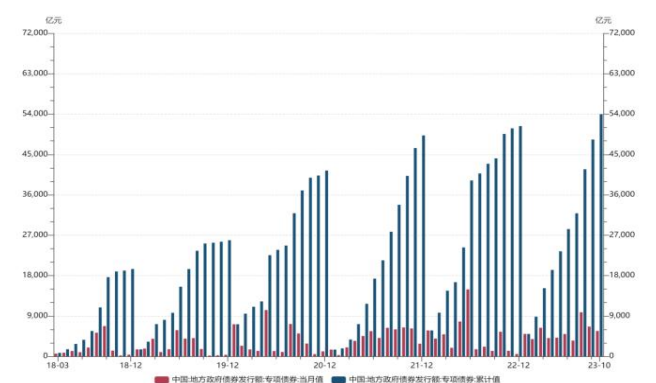
2023 年年初以来，我国基建投资增速呈下降趋势。2023 年 1-10 月，广义基建投资同比增长 8.27%，狭义基建投资同比增长 5.90%。分季度来看，一季度基建投资增速最高，二、三季度基建投资增速逐渐降低。从政府债券发行情况来看，2023 年 1-10 月，全国新增专项债发行 3.68 万亿元，完成年度专项债发行任务的 96.79%。10 月 24 日，全国人民代表大会常务委员会第六次会议决定授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（授权期限为决定公布之日起至 2027 年 12 月 31 日）。同日，十四届全国人大常委会第六次会议明确中央财政将在 2023 年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。2023 年钢厂在利润的驱动下非五大材品种供应持续走高，2024 年在万亿国债的推动下，细分品种的产量仍然会有增量。

图 14 基础设施建设累计同比增速



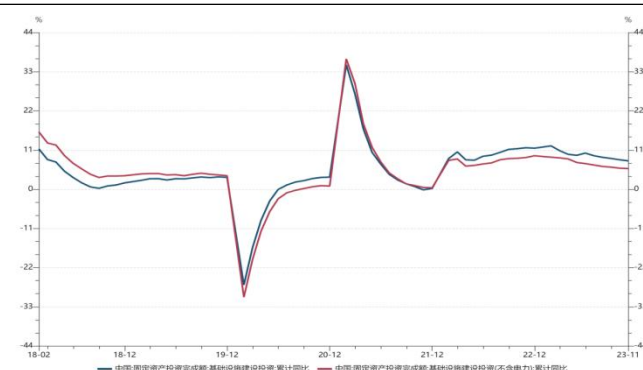
数据来源：Wind

图 16 地方政府专项债发行额：当月值；累计值



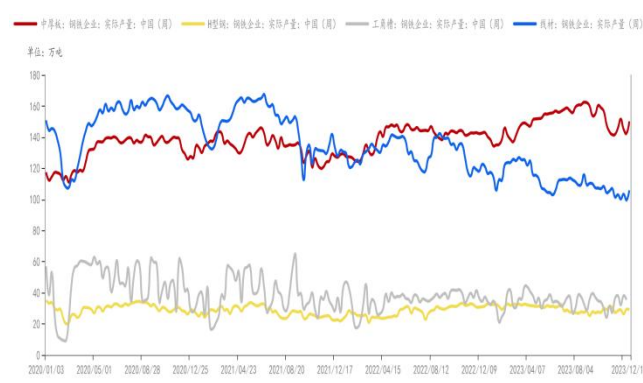
数据来源：Wind

图 15 基建重点项目累计同比增速



数据来源：Wind

图 17 中厚板、H 型钢、工角槽、线材实际产量



数据来源：Mysteel

（3）制造业稳步增长，需求期待新亮点

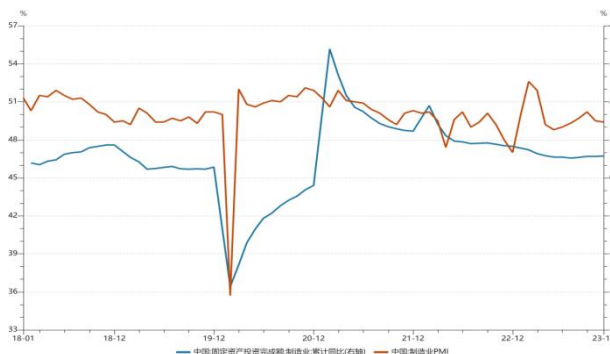
最新数据显示，中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4（预期 49.7），比上月下降 0.1 个百分点，制造业景气水平略有回落。制造业库存变动对钢铁库存周期的影响逐渐变大，房地产的影响逐渐变小。当前钢铁行业处于主动补库阶段，目前房地产投资仍处于下滑状态，制造业库存普遍处于主动去库阶段，我们认为本轮钢铁库存周期的变动或仍由制造业需求变动引起。

细分来看，汽车行业在各项促销政策和稳经济政策支持下，新能源车引领国内消费升级，渗透范围不断扩大，在较长时期内汽车保持高景气度。但由于近两年新能源汽车整体增长幅度较大，明年继续上行动力放缓。家电行业维持较高增速，年内政策出台鼓励家电消费，房屋竣工高增速背景下家电需求旺盛。但随着房屋竣工数据回落，以及二手房销售增速放缓，明年家电增速将会回归。造船方面，受制于国际政治形势以及地缘冲突的影响，今年船舶订

单好于预期。由于造船周期整体偏长，新船订单对船舶耗钢有领先性，但因船舶新订单高增速难以维持，叠加今年整体基数较高，2024 年增速将会放缓。

图 18 制造业 PMI

图 19 新能源汽车产量

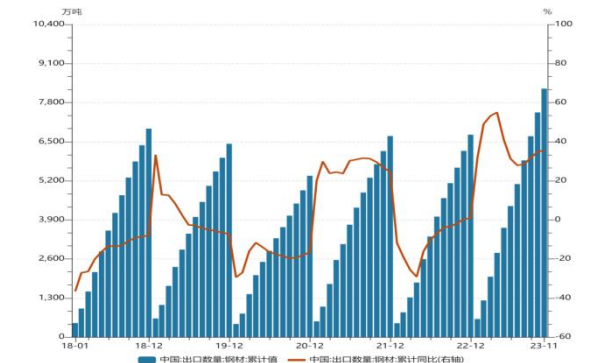
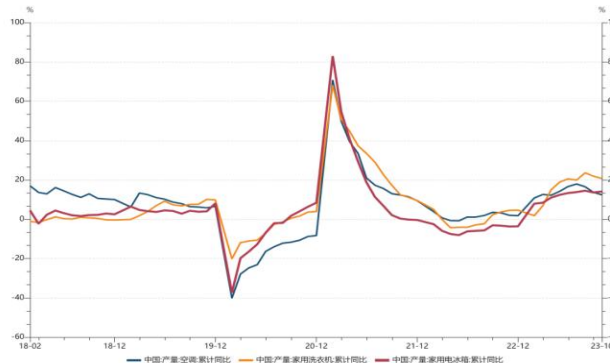


数据来源：Wind

数据来源：Wind

图 20 家电产量

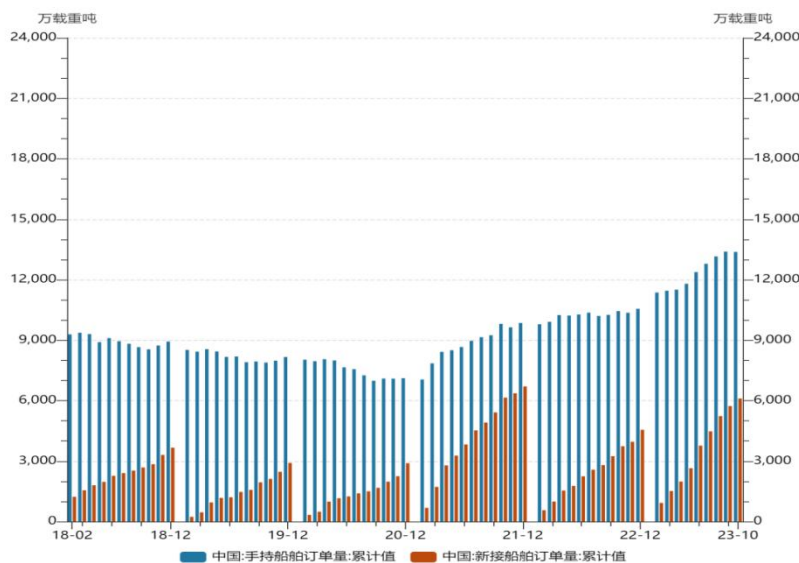
图 21 钢材出口累计值



数据来源：Wind

数据来源：Wind

图 22 手持船舶订单量、新接船舶订单量



数据来源：Wind

三、2024 年展望

宏观方面，从近期美联储公布的数据显示，当前美国通胀下行，名义增长减速，市场主要关注金融条件收紧后，未来增长的不确定性。所以当通胀下行速度超预期，会促使加息预期下降，或者降息预期提前，反而减轻了市场对货币政策持续紧缩及其后果的担忧。明年一季度需要重点关注美联储关于通胀的表述，以及货币政策的选择。如果降息节奏加快或者炒预期，市场会预期经济压力过大，将会影响大宗商品的预期反应，特别是会影响国内制造业对于钢材类品种的补库节奏。

从国内中央经济工作会议向市场传递的信号来看，信贷供给将会更加注重质量与效率，对总量的诉求或有所下降，明年一季度社融在高基数下或将承压。中央经济工作会议强调流动性要合理充裕、社会综合融资成本稳中有降。均指向未来在财政政策适度发力以及稳信贷的诉求下，货币政策仍有加码的空间和必要。

供应方面，明年需要重点关注钢厂利润的变化导致的钢厂生产节奏的变化。从今年粗钢产量来看，并没有完成市场之前预期的平控目标，整体供应小幅上行。12 月 7 日，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，严禁新增钢铁产能，将有助于限制钢铁产量的增长。结合宏观政策，以及钢铁产业情况，2024 年粗钢产量将会维持在 10.3-10.4 亿吨附近。结合细分领域的变化，新兴机械设备领域用钢增速较快，也推动了钢铁行业铁水流向非五大材品种。

需求方面，房地产行业持续下行，短期并没有扭转的迹象。当前偏弱的新开工及拿地或仍对一段时间内房屋用钢需求造成一定冲击。但伴随房企融资环境改善，市场信心边际好转，未来需求有望企稳。基建方面，在逆周期和跨周期调节的支持下，铁路和能源建设需求有望持续支撑用钢需求增长。制造业方面，厂房建设高峰期或将结束，但企业库存维持低位，伴随需求回暖，企业利润改善，主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡。在“稳增长”政策推进下，叠加新兴领域用钢的增长，预计钢铁需求明年有望维持稳定。明年关注的重点在于

海外需求能否持续，如果明年出口没有政策支持，海外需求将会回流，国内价格将会承压。

综合来看，明年一季度左右需要关注宏观面的变化对于需求预期的影响。二季度、三季度需要关注供应面的变化，特别是钢厂利润边际变化，是否会导致钢厂供应端细分品种方面的变化。四季度回归到宏观层面，特别是货币端的变化对于终端需求的影响。明年预计螺纹钢主力合约运行区间在 3300-4600 元/吨，热卷主力合约运行区间在 3400-4700 元/吨。

第二部分 铁矿石

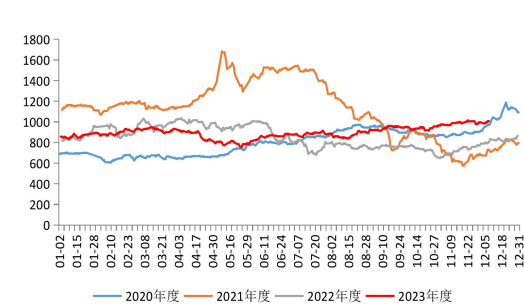
一、2023 年行情回顾

图 1 铁矿石主力合约（元/吨）



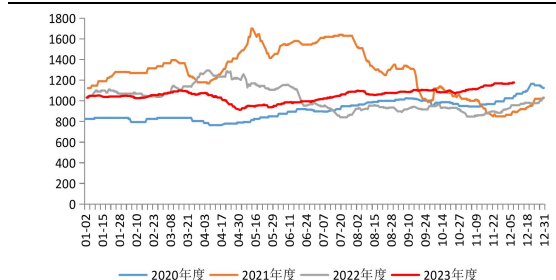
资料来源：文华财经

图 2 青岛港 62%PB 粉（元/吨）



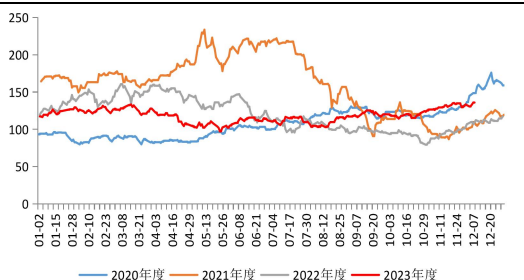
资料来源：Mysteel

图 3 唐山 66%铁精粉（元/吨）



资料来源：Mysteel

图 4 普氏指数（美元/千吨）



资料来源：Mysteel

2023 年铁矿石走势基本呈现先跌后涨的走势，回溯全年，现实铁水产量与粗钢平控预期之间的互相证伪成为今年铁矿石行情波动的主旋律。一季度在宏观情绪转好、冬储补库需求支撑的情况下，盘面延续 2022 年 11 月以来的涨势，然而随着地产数据不及预期、海外银行风险加剧等因素，市场情绪逐步走弱，矿价开始高位回落。四月以后，粗钢平控传闻开始发酵，钢材需求旺季不旺，叠加钢厂盈利水平持续走低，减产预期较强，负反馈下黑色系集体迎来全年最大跌幅，高位矿价同样出现明显下跌。后期由于之前减产的钢厂相继复产，铁水产量稳步回升，高炉开工走升，到七月份盘面基本已经修复此前的跌幅。七月底，市场传闻部分钢厂接到减产通知，粗钢平控政策即将落地，市场避险情绪陡增，盘面再度出现短期快速下行走势。但是，我们看到日均铁水产量并没有出现明显回落，平控预期又一次证伪，加之政策端对房地产利好不断，矿价再度快速拉涨。九月中下旬，市场再度预期四季度需求

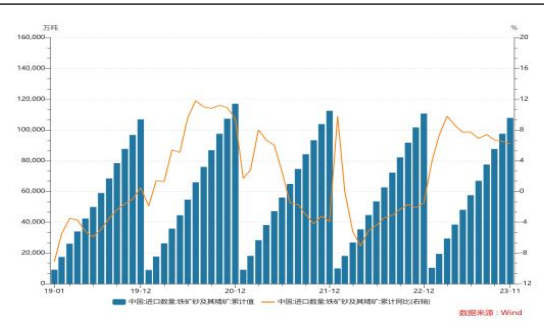
季节性走弱，矿价逐步承压，节后两天延续跌势，但是铁水产量并未出现预期中的明显回落，始终维持在较高水平，尽管地产需求萎靡，但由于出口偏强，叠加制造业、汽车等中高端行业的用钢需求增加，矿石高需求支撑明显，铁矿石库存持续下滑，明显低于往年同期水平，供需双强叠加宏观氛围偏暖，共同推升矿价持续走高。但在面临 1000 大关，监管压力增加，盘面开始进入高位宽幅震荡，近期在铁水季节性回落的情况下，矿价出现震荡调整，但是由于矿石基本面良好，因此矿价仍有一定的支撑。

二、重要影响因素分析

1. 供应平稳增加，非主流矿增量

(1) 进口矿供应

图 5 铁矿石进口量及同比



数据来源：Wind

2023 年 1-10 月我国共进口铁矿 9.77 亿吨，同比增加 5897 万吨。具体来看，巴西矿进口量为 1.995 亿吨，同比增加 1422 万吨，澳大利亚矿进口量为 6.18 亿吨，同比增加 1263 万吨，印度矿进口量为 3023 万吨，同比增加 2034 万吨，其余地区矿进口量 1.297 亿吨，同比增加 1179 万吨，各主要进口来源基本保持着小幅增加的供应量，其中印度矿增量明显，这得益于 2022 年印度下调铁矿出口关税，使得印度矿出口量快速恢复到往年水平。

图 6 VALE 发货（万吨）

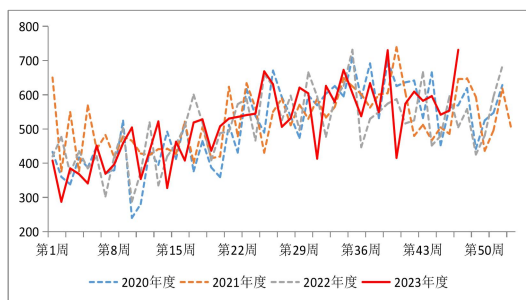
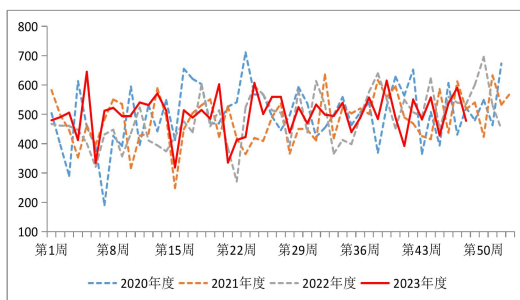


图 7 Rio Tinto-中国（万吨）



资料来源：Mysteel

资料来源：Mysteel

图 8 BHP-中国（万吨）

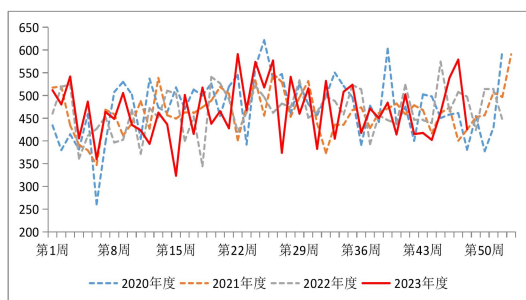
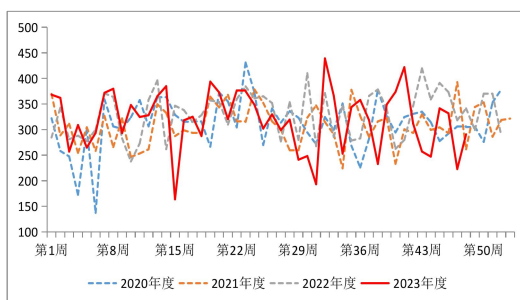


图 9 FMG-中国（万吨）



资料来源：Mysteel

资料来源：Mysteel

四大矿商来看，今年整体的产量和发运保持稳定，突发事故以及天气状况相对平稳，四大矿商基本能够完成全年目标。淡水河谷今年前三季度产量累计产量 2.45 万吨，同比增长 481 万吨，其中东南部系统产量有所提升，在“2023 年淡水河谷日”活动上，淡水河谷表示 2023 年预计产量 3.15 亿吨，2024 年生产目标为 3.1–3.2 亿吨，而 2022 年淡水河谷的铁矿石产量为 3.08 亿吨，到 2026 年预计产量将在 3.4–3.6 亿吨。今年前三季度销量 2.11 亿吨，同比增长 0.24%。预计 2024 年淡水河谷铁矿产量增长约 500 万吨。

力拓前三季度累计发运铁矿石 2.58 亿吨，同比增长 4.35%，全年目标 3.2–3.35 亿吨，这与 2022 年目标区间一致，基于目前情况来看，预计今年将完成目标上限。2024 年皮尔巴拉铁矿发运目标 3.23–3.38 亿吨，同比增加 300 万吨。

必和必拓前三季度累计产量 1.88 亿吨，同比减少 61.6 万吨。其 2024 年生产目标仍维持在 2.5–2.6 亿吨，与 2023 年目标一致。得益于黑德兰港去瓶颈项目，必和必拓运输能力有所提高，销量保持增长，前三季度，必和必拓两地区总销量（100%权益）达 2.16 亿吨，同比增长 0.89%。随着各项基础设施的完善，再加上即将提产至满负荷运转的南坡项目，预计

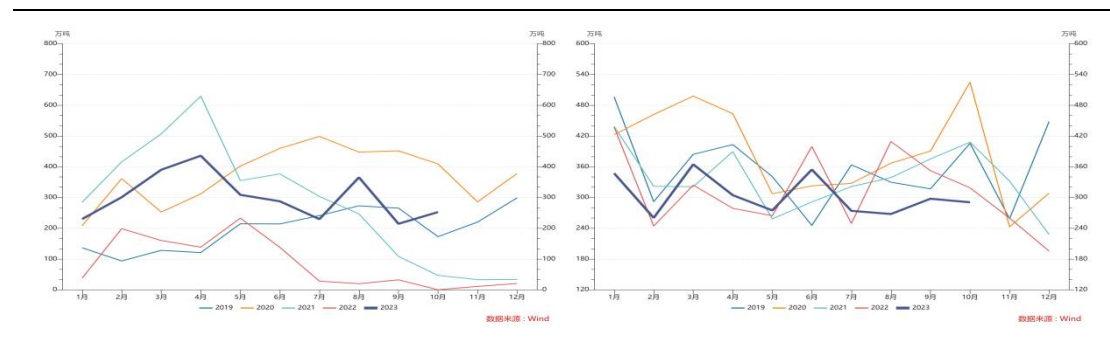
2024 年必和必拓铁矿产量增加 500 万吨。

FMG2023 财年铁矿发运 1.92 亿吨，创下历史新高。铁桥项目已于 2023 年 8 月正式过渡到运营生产阶段，第三季度实现高品位磁铁矿产品的首次发货。但是，受原水管道和工厂整改的影响，该项目表现低于预期，在运送设备维修恢复后，预计四季度发运或有 100 万吨的增量。2024 财年铁矿石发货量目标为 1.92-1.97 亿吨，包括铁桥项目产量约 500 万吨（按 100% 权益计算）。

综合以上，2023 年四大矿商受天气影响较小，但后期仍要密切关注这部分的风险，预计 2024 年四大主流矿商产量将比 2023 年增长 1800 万吨左右。

图 10 印度进口量

图 11 南非进口量



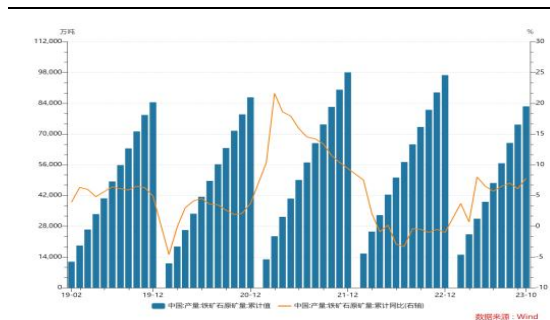
资料来源：Wind

资料来源：Wind

非主流矿方面，今年主要增量来自印度矿的出口增量，这也是下调出口关税所带来的增量，以目前的趋势推断，预计 2023 年印度矿进口增量将达到 2500 万吨。但由于其国内需求旺盛，后期的进口增量空间也已不大，整体上维持往年同期水平。另一大进口来源南非矿，今年 1-10 月累计进口铁矿 3035 万吨，同比下跌 242 万吨，受劳动力短缺和交通运输中断等问题影响，今年出口量小幅下滑，但作为非主流矿中占比较大的来源地整体变动相对较小，而且后期在中国企业的协助下，南非电力、铁路等基础设施将会得到明显提升。如果没有大的地缘政治以及政策变化，非主流矿基本跟随矿价而波动，高矿价将引导非主流矿高发运。展望 2024 年，预计产量不会大幅增加，中性预测在 2000 万吨左右。

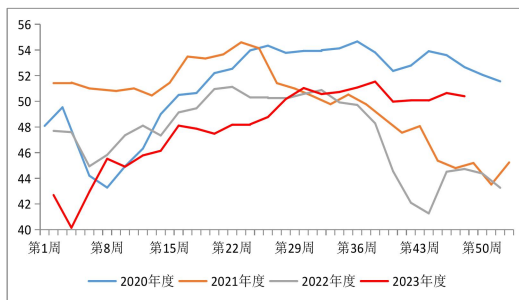
(2) 国产矿供应

图 12 国产铁矿石累计产量及同比



资料来源：Wind、国家统计局

图 13 363 座矿山日均铁精粉产量（万吨）

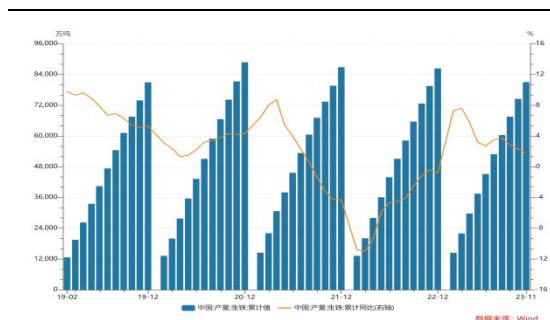


资料来源：Mysteel

国产矿山产量增速较为缓慢，这与资源禀赋和开发周期有关，从资本支出到新产能落地有较长时滞，且国内品位较低，地下矿为主，建设周期较长，短期产能释放较为有限。各个统计口径也有一定分歧，国家统计局数据显示，2023 年 1-10 月全国铁矿石原矿量产量累计 82575.8 万吨，同比增加 7.8%。其余资讯网站统计差异较大，SMM 口径铁精粉产量同比增速为负，而 mysteel363 座矿山日均铁精粉产量同比增速约为 3%，春节以后，铁精粉产量持续反弹，并且在九月以后一直维持较高水平，这样的增速更加贴近于统计局数据。2024 年，国产铁精粉产量同比增加 500-1000 万吨。

2. 铁水持续高位，矿石刚需较强

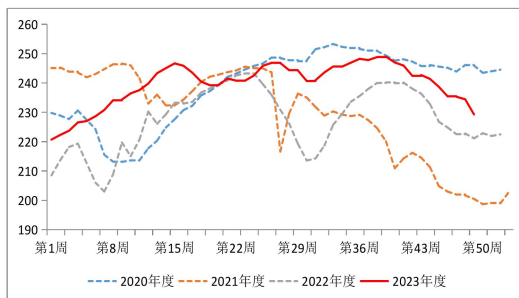
图 14 生铁累计产量及同比



资料来源：Wind

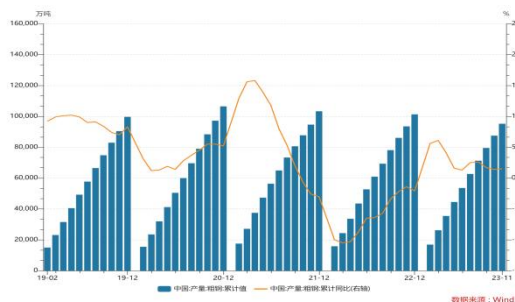
图 16 粗钢累计产量及同比

图 15 247 家钢厂日均铁水产量

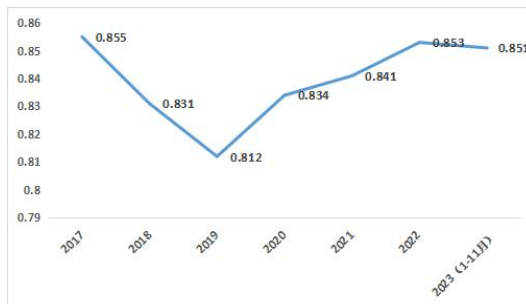


资料来源：Mysteel

图 17 我国钢铁生产的铁钢比



资料来源：Wind、国家统计局

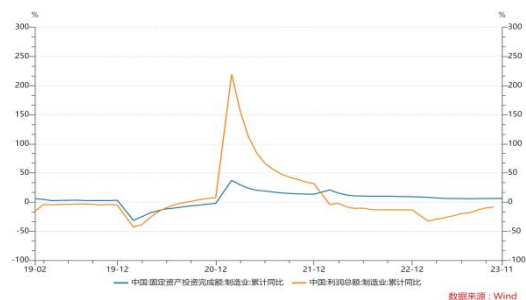


资料来源：Wind、国家统计局

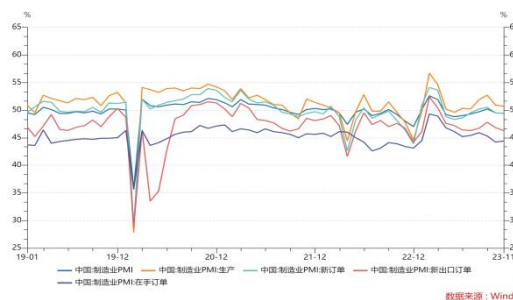
尽管今年从上半年开始市场就传闻粗钢平控，但我们从最后的结果来看，粗钢产量并没有出现降幅，数据显示，2023 年 1-11 月全国粗钢累计产量为 9.52 亿吨，同比增长 1.82%，就算 12 月按 11 月的产量 7610 万吨来计算，粗钢全年产量都能达到 10.28 亿吨，这样将比去年增加 1500 万吨左右。生铁方面，2023 年 1-11 月全国生铁累计产量为 8.1 亿吨，同比增长 1.92%。生铁产量增幅略大于粗钢产量增幅，今年铁钢比相比去年变化不大，假设全年铁钢比维持在 0.851，那么在全年粗钢产量 10.28 亿吨的背景下，铁水产量 8.75 亿吨，这样的数值将仅次于 2020 年的 88752 万吨。从与铁矿石需求高度相关的 247 家钢厂日均铁水产量来看，对比去年今年的增幅就比较明显了，周度数据几乎全年都位于去年之上。在房地产下行的背景下，粗钢产量依然保持着高增速。这就要谈到其他几个分项的增量作用了。

图 18 制造业投资总额与利润

图 19 制造业 PMI



资料来源：Wind、国家统计局



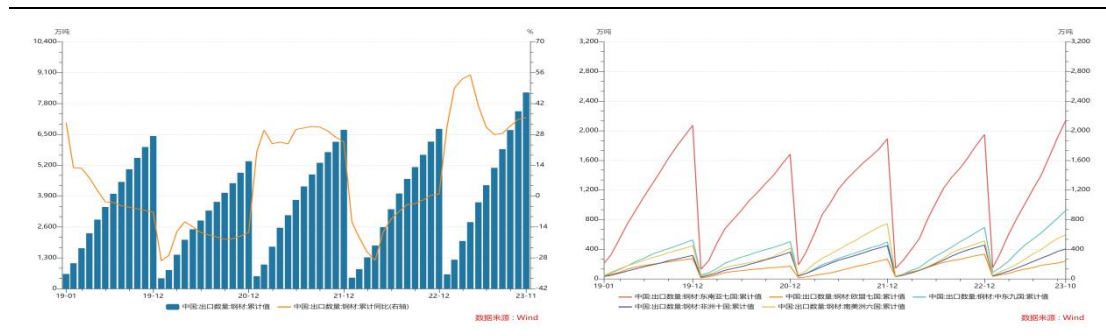
资料来源：Wind、国家统计局

制造业作为“十四五”规划最重要的发展领域，也是实现高质量发展的重要基础保障之一。国家统计局数据显示，1-10 月，国内制造业投资完成额累计同比增长 6.2%，但由于上游原材料价格高企以及相对弱势的下游需求，1-10 月制造业累计利润总额同比下跌 8.5%，但整体的跌势有所放缓。制造业景气度方面，在全球产业链结构性调整下，出口订单整体偏

弱，新订单基本上处于荣枯线以下。整体上国内制造业保持着一定的增速，这也为我国用钢需求提供重要支撑。汽车方面，1-10 月产量和销量分别累计增长 4.9%和 9.1%。新能源汽车表现更加亮眼，1-10 月新能源汽车产量和销量分别累计增长 26.7%和 37.87%。中国汽车品牌在海外市场备受青睐，1-10 月我国汽车和新能源汽车出口分别增长 59.7%和 99.1%。

图 20 钢材累计出口量及同比

图 21 中国钢材出口分地区



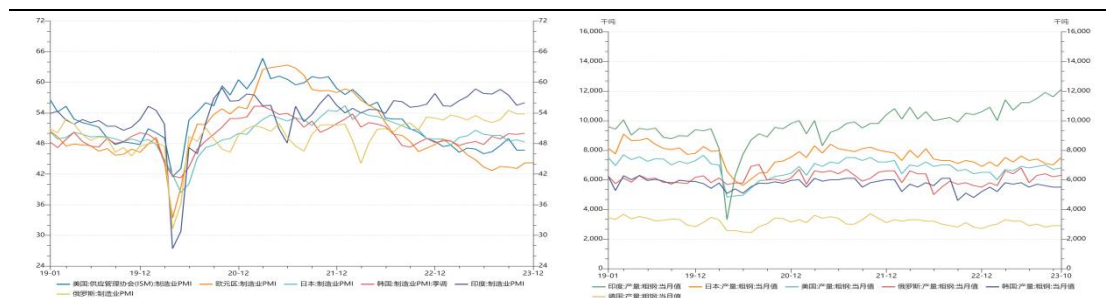
资料来源：Wind，国家统计局

资料来源：Wind，国家统计局

今年国内需求整体上低于预期，但是出口保持高增速，远超市场预期，中国 1-11 月钢材出口为 8265.8 万吨，同比增加 35.6%。从出口结构来看，东南亚和中东地区增量最为明显，作为“一带一路”沿线重要国家这两个地区提供了明显增量，1-10 月中国出口东南亚钢材 2130.24 万吨，同比增加 29.8%。中东地区表现更加亮眼，1-10 月出口中东钢材 916.24 万吨，同比增加 63.78%。但是在“双碳”目标和企业高质量发展的指引下，钢铁行业出口过多比例的钢材容易造成资源消耗，且钢材出口收益偏低，预计明年增量空间有限。

图 22 海外经济体制造业 PMI

图 23 海外经济体粗钢产量



资料来源：Wind

资料来源：Wind，世界钢铁协会

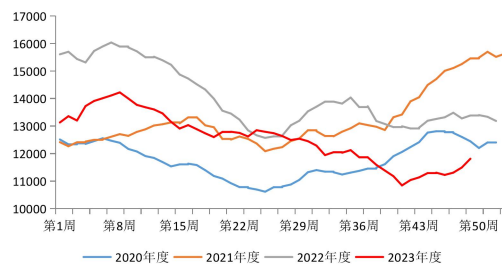
海外需求方面，随着全球加息周期进入尾声，海外经济体逐步复苏，粗钢产量也逐步走高。根据世界钢铁协会数据，2023 年 1-10 月全球粗钢产量累计 15.67 亿吨，同比增长 0.94%。其中，印度市场表现亮眼，增幅显著，2023 年 1-10 月累计产量 1.16 亿吨，同比增长 12.04%，

近年来，印度政府加大支持钢铁行业的发展，也通过一系列政策措施，激励企业增加产量，未来印度钢铁产量仍有增量空间。

3. 港口库存持续去库，钢厂库存低位

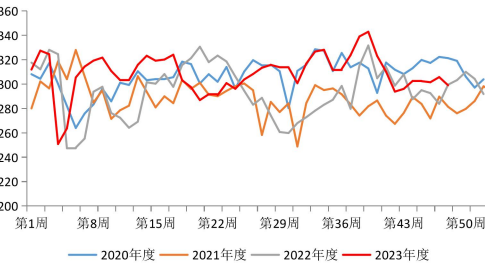
(1) 港口库存

图 24 45 港进口矿库存（万吨）



资料来源：Mysteel

图 25 45 港日均疏港量

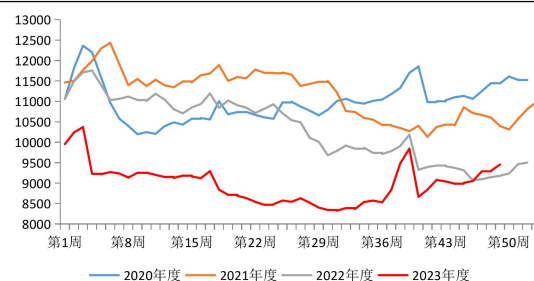


资料来源：Mysteel

由于今年铁矿石一直保持着比较高的刚性需求，疏港量维持较高水平，加之供应量保持相对平稳态势，因此进口矿库存从二月底以后基本上处于持续去库过程，供需紧平衡支撑铁矿石价格持续走强。直到十月中旬以后库存才逐步累积，与此相对应的是需求的季节性走弱，疏港量水平开始高位回落，但也仍处于历年同期的中高位水平，因此港口累库的幅度比较小。再加上港口库存的绝对维持仍然处于历年的低位水平，进而支撑矿价高位运行。

(2) 钢厂库存

图 26 钢厂进口矿库存（万吨）



数据来源：Mysteel

在钢厂利润持续低位运行的状况下，钢厂在原料端保持着按需补库的策略，今年铁矿库

存处于低位运行，从年初的 9956 万吨，短暂反弹两期后持续去库，最低降至七月份的 8328 万吨。期间由于国庆中秋双节假期时间跨度较长，节前钢厂进行集中补库，后期基本维持低位运行，目前的库存水平基本与去年一致，关注钢厂节前以及冬储对矿石的补库情况。

三、后市展望

1. 主要观点

2023 年，铁矿石呈现先跌后涨的走势，全年的主题就是强现实与弱预期之间的博弈，从四月初粗钢平控传闻开始，铁矿需求预期回落，盘面出现明显下滑，当减产钢厂逐步复产，铁水产量并未出现预期中的下跌时，盘面快速修复前期跌幅，再加上铁矿石本身供需紧平衡，宏观氛围回暖，铁矿石价格持续上涨，直到七月底有钢厂接到减产通知，盘面再度下挫，但是数据显示铁水产量并未出现明显下滑，预期再度证伪，盘面又是快速修复前期跌幅。九月中下旬开始，市场开始预期四季度需求季节性走弱，再加上平控政策预期，盘面主动震荡回落，节后两天延续下跌走势，但是数据再度显示铁水产量没有发生明显下滑，再加上宏观政策持续利好不断，盘面快速上涨至 1000 大关附近，监管压力持续增加，主力也出现明显减仓，但由于铁矿供需依然处于紧平衡，盘面仍有一定支撑，整体上处于高位震荡运行。

2. 明年展望

2024 年，主流矿山保持稳定小幅增量发运状态，非主流矿预计仍有增量，加之国产矿的持续复苏，整体供应维持稳定增长态势。矛盾点仍然在于需求端，在房地产市场处于弱复苏的大背景下，中国经济迎来高质量发展，制造业和出口端成为主要增量，“一带一路”建设迈向更高水平，但出口端面临的未知因素较多，未来我们要关注制造业中代表高质量发展的汽车、新能源、机械等行业的增量发展，这些领域的表现将直接影响到终端需求，粗钢的整体表现以及废钢对铁矿石的替代作用都是阶段性影响铁矿石的重要因素，同时也要注意政

策对铁矿石的风险以及粗钢平控政策的变化情况。

总体来看，2024 年供应增量略大于需求增量，但供需结构依旧处于紧平衡，考虑到目前国内港口库存以及钢厂库存依旧处于偏低水平，对矿石的刚需存在较强支撑，因此短期矿价依然维持较高水平，后期随着供应的回升矿价将回归理性，我们预计普氏指数运行区间在 90-140 美元/干吨，国内铁矿石价格运行区间在 675-1050 元/吨。

风险提示：外矿政策扰动，终端需求超预期修复（上行风险）；粗钢平控，需求不及预期（下行风险）

第三部分 铁合金

一、行情回顾

图 1 锰硅、硅铁主力合约（元/吨）



锰硅方面，截至 2023 年 11 月 30 日，锰硅期货主力连续合约价格已从年初的 7134 元/吨跌至 6412 元/吨，跌幅约 10.12%。总体来看，2023 年锰硅价格重心对比过去两年继续回落，价格波动主要围绕 6400–7300 区间运行，全年价格前高后低，呈现下跌趋势。

具体来看，一季度，节前 1 月份期货价格走高，市场成交较好，厂家订单良好，同时受加蓬铁路运输中断影响，国内锰矿现货报价持续走高，锰硅成本支撑有力，下游需求良好，价格迎来高点。但春节过后，期货价格回落，前期锰矿成本较高的厂家利润收缩，价格下跌延续至 3 月，下跌过程中，厂家以钢厂订单为主，下游贸易商拿货不积极，北方高开工背景下，社会库存被动累积。二季度，锰硅期现价格延续弱势下行的趋势，盘面价格偶有小幅反弹，给予现货商盘面套保的机会，但反弹高点不断降低，成本支撑不断下探，现货供需过剩结构跟随厂家高开工背景不断强化。三季度，锰硅期货触底回升，主力合约价格小幅抬升，上涨 5.58%，现货市场风向标河钢价格在 7 月打出年内最低价 6700 元/吨，之后 8、9 两个月连续上调招标价，市场信心得到提振，主要受多方面因素影响主要受多方面因素影响：

（1）煤炭价格上涨，7 月份至 8 月上旬锰硅原料化工焦累计上涨 300 元/吨左右，锰硅成本支撑增强。

（2）7 月份锰硅个别厂家检修，锰硅产量小幅下降，下游需求小幅回升，锰硅厂家库

存开始去库，供需边际好转叠加成本抬升，锰硅期货价格走高。

(3) 8 月末多项重磅的房地产相关政策发布，宏观政策利好推动下工业品价格均有所上涨，同时煤炭期货价格持续走强，也带动了黑色系期货品种的上涨。

(4) 9 月份钢厂招标逐步开启，合金厂家报价较上月迎来 150-200 元/吨涨幅，宏观和产业层面利多因素推动锰硅期货价格再度上行。

(5) 9 月锰硅迎来二次收储，锰硅产能过剩局面有所缓解。

四季度，国庆节后，铁合金跟随黑色系下跌，后续宏观政策释放超预期利好带动铁合金随黑色企稳向上，但因自身基本面偏弱，涨势未能延续，四季度锰硅价格仍在全年底部价格区间震荡为主。

硅铁方面，截至 2023 年 11 月 30 日，硅铁期货主力连续合约价格已从年初的 7755 元/吨跌至 6810 元/吨，跌幅约 12.19%。总体来看，2023 年硅铁价格重心对比过去两年继续回落，价格波动主要围绕 6600-8000 区间运行，全年价格前高后低，呈现下跌趋势。

具体来看，一季度，春节前硅铁价格震荡冲高，厂家订单良好，由于盘面同时给出较好的价格，不少厂家选择交盘面，也有企业选择盘面套保，整体开工呈现上升趋势。节后，硅铁期货价格以下跌为主，基本面供大于求，下游需求偏弱，价格弱势运行。二季度，硅铁盘面价格依然以下探为主，中间受青海电力负荷管理及下游镁锭价格上调的刺激有所向上修复，但自身基本面弱势难改。三季度，硅铁期货触底回升，主力合约价格小幅抬升，上涨 5.74%，现货市场风向标河钢价格在 7 月打出年内最低价 7200 元/吨，之后 8、9 两个月连续上调招标价，市场信心得到提振，此轮价格修复主要受多方面因素影响：

(1) 原料端兰炭价格上涨 130 元/吨左右，成本企稳。

(2) 硅铁经过上半年大幅减产后，市场资源略显紧张，库存低位，现货价格企稳。

(3) 下游钢招补库动作明显，在 7 月双硅成本底显现后，各大钢厂招标量有所增加，也有部分钢厂增加长协量，钢厂库存可用天数在 8 月迎来今年的首次回升。

四季度，国庆节后，铁合金跟随黑色系下跌，后续宏观政策释放超预期利好带动铁合金

随黑色企稳向上，但因自身基本面偏弱，涨势未能延续，四季度仍在全年底部价格区间震荡为主。

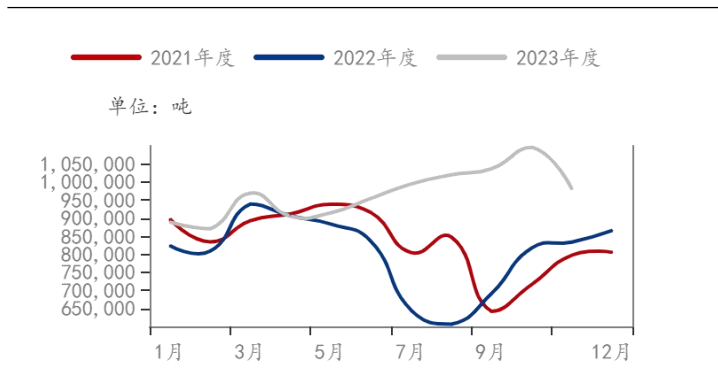
二、铁合金市场分析

1. 锰硅供应：产量再创新高

根据上海钢联数据，2023 年 1-11 月全国锰硅产量 1062.8 万吨，同比去年增加 183.96 万吨，增幅 20.93%。整体看，2023 年锰硅产量对比过去两年创出历史新高，产能过剩局面进一步强化，年内锰硅产量处于连续上升形态，直到 10 月底，全国总产量才有明显回落迹象。

具体来看，一季度，各主产区因去年未受到能耗控制、限电、环保等政策影响，厂家开工积极，产量大幅提升，其中受利润引导，北方内蒙产区产量上升幅度最高。二季度，下游需求较弱叠加锰矿成本上升，锰硅利润收缩之后，南方亏损厂家主动减停产，但北方利润稳定的产区依然保持高开工，所以二季度锰硅产量继续上行，增量较一季度小幅回落。三季度，锰硅产量再创新高，产能过剩情况更为突出，主因北方主产区生产利润较好，叠加丰水期西南地区季节性提产，主要增量来自宁夏、贵州地区。四季度，10 月硅锰产量继续小幅增量，但因 10 月前期价格不断回落，月末厂家减停产增多，直到 11 月，锰硅全国产量迎来向下拐点，11 月产量环比减少 10.6%，主因锰硅价格再次回落，不断触及主产区最低成本线，生产利润不断压缩，产能过剩局面始终压制盘面价格，厂家主动减产增多。

图 2 锰硅产量（月）



数据来源：Mysteel、弘业期货

2. 锰硅需求：需求预期边际走弱

锰硅 90% 以上的需求流向钢材冶炼，其他小部分用于铸造等。而炼钢行业中，锰硅用量最大的品种是钢筋，也就是螺纹钢，其次是线材，热轧卷板等其他品类钢材对锰硅合金需求较少。

2023 年 1-11 月全国锰硅钢厂需求 639.6 万吨，同比去年增加 7.6 万吨，增幅 1.2%。上海钢联最新数据显示，2023 年 1-11 月粗钢产量累计 9.53 亿吨，同比增加 1.4%，1-11 月螺纹钢产量同比减少 6.08%，1-11 月线材产量同比减少 14.13%。

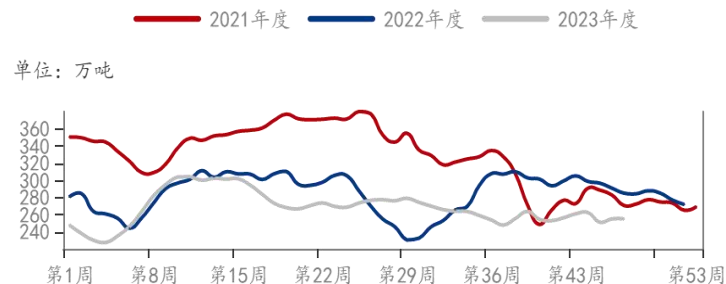
整体来看，今年粗钢产量在出口和制造业的带动下维持微增，但细分的钢材领域内，以螺纹钢、线材为代表的建材因下游地产端的弱势而产量下滑，随之锰硅需求同比下降，供需过剩严重。

图 3 锰硅需求量（周）



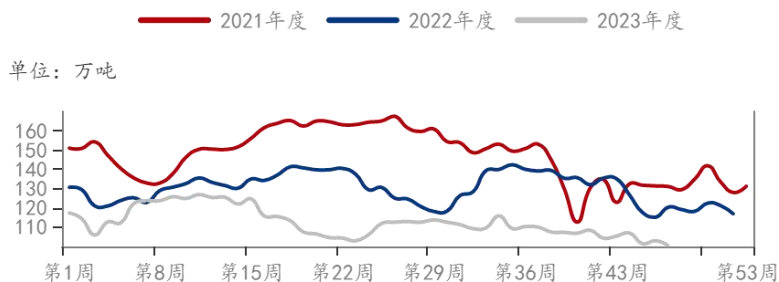
数据来源：Mysteel、弘业期货

图 4 螺纹钢产量（周）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 5 线材产量（周）



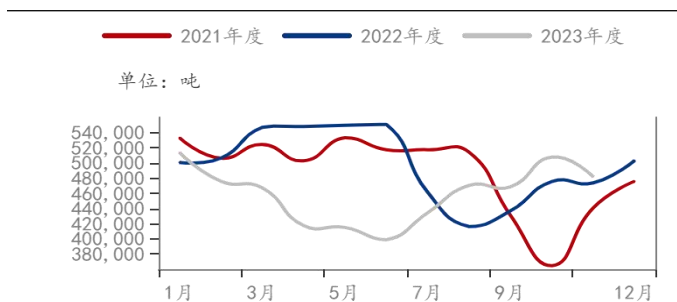
数据来源：Mysteel、弘业期货

3. 硅铁供给：产量控制较好，同比去年下降

2023 年 1-11 月全国硅铁产量 505.07 万吨，同比去年减少 41.43 万吨，降幅约 7.6%，预计全年产量 546 万吨，同比 2022 年下降 8.52%。

整体来看，2023 年硅铁产量呈现先降后升的局面。具体来看，上半年硅铁产量持续回落，对比过去两年处于历史产量低位，一季度，下游需求持续下滑，硅铁期现价格震荡下行，厂家减停产陆续增多，上半年全国硅铁同比去年下滑约 16%。三季度，硅铁产量自底部反弹回升，主因节假日备货叠加铁水产量高位使得钢厂硅铁对需求韧性超预期，且标志性钢厂招标价格不断上升推升厂家开工积极性。四季度，截至 11 月底，硅铁产量仍处年内高位，主因新增产能投放及前期部分厂家恢复生产，导致在硅铁利润收缩背景下，硅铁产量未见明显回落。

图 6 硅铁产量（月）



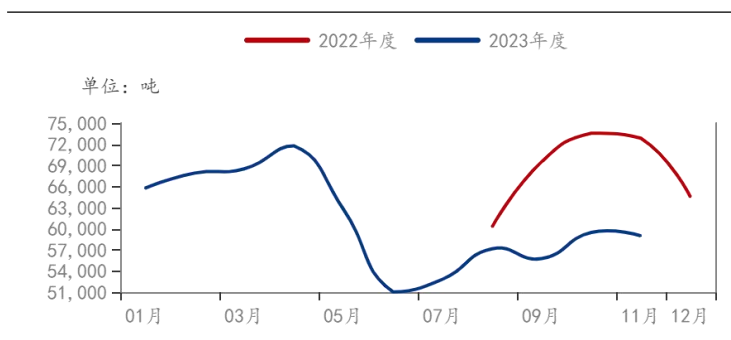
数据来源：Mysteel、弘业期货

4. 硅铁需求：非钢需求下滑明显

2023 年 1-11 月全国硅铁的钢厂需求为 107.67 万吨,同比去年减少 7300 吨,降幅 0.67%。

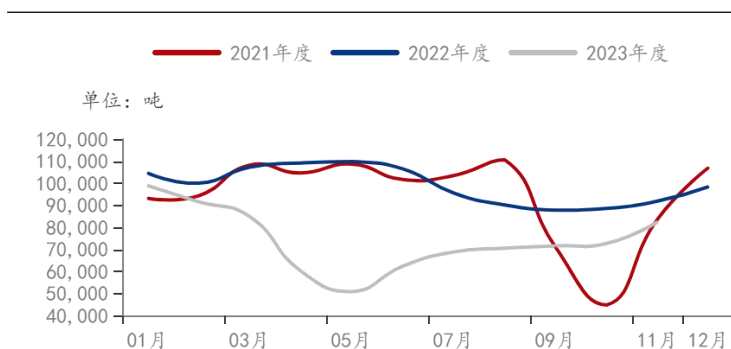
硅铁主要应用于钢铁企业、金属镁、出口三大领域。其中,钢铁企业消耗硅铁量占比最大,硅铁产量中 70% 被钢厂市场的需求所消化,金属镁、出口领域次之。金属镁是硅铁的第二大需求点,我国原镁产能集中度较高,主要分布于陕西和山西两省。2023 年 1-11 月镁锭产量 67 万吨,同比下降 29%。相对应地,镁锭主产地陕西在今年的 1-10 月的硅铁总产量为 73.21 万吨,同比去年同期产量 99.92 万吨,减少 5687 吨,降幅 5.44%,主要原因在于今年上半年陕西府谷县开展兰炭炉拆除行动,兰炭-硅铁-金属镁一体化的生产装置导致硅铁矿热炉和兰炭、镁锭炉子一起停产,所以在金属镁产量快速减少的同时,上游原料端的硅铁产量也同比快速回落。

图 7 镁锭产量（周）



数据来源：Mysteel、弘业期货

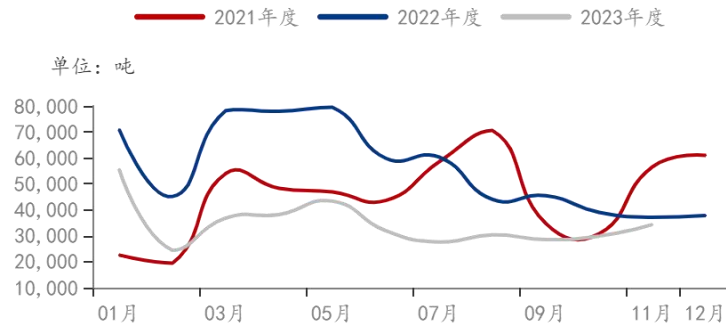
图 8 陕西硅铁产量（月）



数据来源：Mysteel、弘业期货

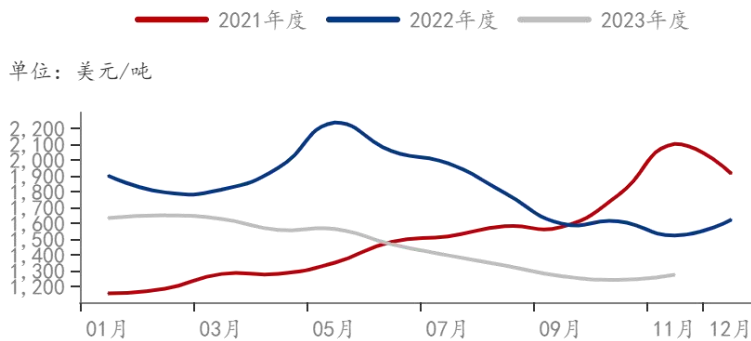
出口方面，2023 年 1-10 月，我国共出口硅铁 34.67 万吨，预计全年出口总量在 40 万吨左右，同比去年全年下降 27 万吨，硅铁出口量近几乎腰斩。2023 年硅铁出口需求同比去年明显回落，主要与海外能源危机解除，海外报价竞争激烈，国内硅铁出口优势降低、出口利润收缩相关。

图 9 硅铁出口数量（月）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 10 硅铁出口均价（月）



数据来源：Mysteel、弘业期货

三、后市展望

展望 2024 年，铁合金市场需重点关注政策方面对于主产区新增产能的影响。

2023 年 8 月内蒙古发布《内蒙古自治区促进铁合金产业高质量发展政策措施》，文中提出，鼓励自治区内铁合金企业整合重组，支持铁合金企业通过建设市场化并网新能源项目和绿电市场交易等方式，逐步提高铁合金企业可再生能源消纳比例。可再生能源电力使用比

例达到 60%以上且能效达到标杆水平的新建铁合金项目，可不进行产能置换。并且对生产规模 50 万吨以上（含 50 万吨）的铁合金单体企业、80 万吨以上（含 80 万吨）的铁合金企业集团或能效达到标杆水平的铁合金企业可不列入高耗能企业名单。此政策将极大促进内蒙古自治区铁合金产业发展，清洁能源项目的增加可进一步提升内蒙古铁合金产能空间，生产厂家结合自身情况可选择是否新增产能以及新建炉子，而且内蒙古地区极有可能为了消纳不断增长的新能源发电量新增铁合金产能。另外，针对生产规模 50 万吨以上（含 50 万吨）的铁合金单体企业、80 万吨以上（含 80 万吨）的铁合金企业集团或能效达到标杆水平的铁合金企业可不列入高耗能企业名单。这意味着一部分企业免除了分级电价的惩罚性电费压力。总体来看，内蒙古该政策促进了铁合金产能的释放，但前提是针对能效达到标杆水平和生产规模达到一定水平的大型企业，有利于龙头企业巩固市场地位，尽快完成技术升级的同时降本增效。

2024 年预计国内铁合金产能继续进入上升通道，内蒙古地区将存在低成本的大型产能的新增投放，带动铁合金成本继续下行，全国范围来看，铁合金产能集中度将进一步提高，产能向利润优势区域靠拢。

需求方面，从终端钢材需求来看，钢材出口需求预计在海外供给回升，内外价差收缩的背景下边际走弱，但一带一路项目将支撑部分的钢材出口需求，预计 2024 年钢材出口需求小幅下降。国内钢材需求处于结构调整期，地产用钢下滑的趋势有望在 2024 年边际收窄，同时汽车、新能源、船舶等工业用钢需求以及基建用钢需求仍将在明年对冲地产用钢量的减少，最后在粗钢产量在平控政策和严禁新增产能的政策背景下，粗钢产量的增长幅度大概率维持在 1.5%以内，对铁合金的需求边际拉动有限，预计整体铁合金仍处于供大于求格局。明年铁合金的价格驱动主要来自供需错配的产业矛盾、宏观政策利好对于黑色系整体的提振以及成本支撑的定价变化。2024 年，锰硅价格低点预计靠近成本支撑 6300–6400 元/吨附近，全年主要的波动区间处于 6400–6800 元/吨。硅铁价格的主要运行区间为 6500–7300 元/吨。

第四部分 废钢

一、行情回顾

图 1 废钢综合价格指数（日）



数据来源：Mysteel、弘业期货

回顾 2023 年，废钢的价格重心表现为前高后低，上半年价格回落后，下半年废钢价格窄幅震荡为主。根据上海钢联废钢综合价格指数来看，截至 12 月 12 日，2023 年的价格高点出现在 3 月 15 日，价格指数为 3262.9 元/吨，均价为 3031.95 元/吨，最低点出现在 5 月 26 日，价格为 2843.7 元/吨，高低价差 419.2 元/吨，同比过去两年，2021 年全年最高至最低振幅在 1209.20 元/吨；2022 年在 1192.80 元/吨，2023 的全年高低点价差明显收缩，结合价格走势，2023 整体的价格波动幅度明显减少。

具体来看，2023 上半年，废钢价格呈现小涨后震荡下行的态势。一季度，宏观预期和产业信心较强的背景下，钢材供需改善，价格稳步上行，钢厂开工积极，对于废钢采取提涨备货的策略，因此，废钢价格逐渐上行。然后 3 月中旬过后，废钢价格一路震荡下行，国内地产基建等指标边际转弱，市场强预期被弱现实证伪，二季度黑色系进入普跌行情，钢厂受利润不佳和成材累库的影响降低自身开工率，废钢消耗由此下降，废钢价格也同黑色系共振

下行。三季度，房地产宽松政策频发，废钢价格迎来向上小幅修复。四季度，长流程钢企利润触底回调，短流程钢企利润逐渐修复，废钢需求有所支撑，叠加冬储预期，年底废钢价格迎来小幅反弹，但未触及年初高点。

二、2023 年废钢市场情况分析

2023 年 1-11 月，全国 300 家钢厂的废钢到货量 1.64 亿吨，同比去年下降约 9%。2023 年 1-11 月，全国 300 家钢厂的废钢消耗量 1.74 亿吨，同比去年下降约 14%。

供需方面，今年全年的废钢供需维持一种紧平衡的状态，上半年，废钢的供应和需求都呈现先增后减的状态运行。供应方面，一月份，废钢市场因春节假期影响普遍开工率不高，市场活跃度降低，直到二月伴随复工复产的节奏，市场供应逐步恢复。三月份，废钢受跌价影响，加工基地多采取快进快出策略保持低库存状态，废钢资源得以不断释放。但三月之后，废钢供货商受到利润持续下降、新订单不足影响，对废钢回收积极性大幅降低，废钢流量因此减少。且从产废角度来看，上半年建筑业拆迁、汽车拆解、机械设备淘汰等活动同比下降，下半年，废钢利润伴随短流程炼钢利润逐步回升，废钢价格企稳带动废钢加工基地供应量企稳。需求方面，上半年，国内经济仍处于弱复苏，一季度，宏观政策引导下，市场预期较为乐观，钢材产销量较好，短流程炼钢利润尚可，开工率和产能利用率持续攀升，废钢需求不断上升。但二季度之后，废钢价格随钢材价格转弱，短流程进入亏损减产增多，废钢需求逐渐下滑。下半年，钢材价格出现阶段性上涨带动钢企利润修复，加之与铁水相比，废钢性价比优势不断凸显，废钢需求不断修复，四季度维持企稳上升态势。

库存方面，2023 年 1-11 月全国 300 家钢厂废钢库存水平平均值为 560 万吨，相较 2022 年均值 651 万吨降低 13.9%，钢厂废钢库存可用天数均值约 9 天，较 2022 年均值 10.2 天减少 1.2 天。

从全年库存数据来看，上半年废钢库存均值同比 2022 年下降明显，但相较于 2022 年尾又有明显回升，主因春节过后钢厂复工复产对废钢进行补库，但全年来看，二季度开始钢厂

采取低库存策略一直延续全年，主因钢厂利润下降后库存策略趋向于谨慎，整体保持去年同期水平，且库存总量同比去年微降。

图 2 300 家钢厂废钢到货量（日）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 3 300 家钢厂废钢消耗量（日）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 4 300 家钢厂废钢库存（日）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 5 300 家钢厂废钢库存可用天数（日）



数据来源：Mysteel、弘业期货

三、2024 年展望

展望 2024 年，从产废角度看，废钢供应量有望继续增加，根据贾逸卿等学者《中国废钢资源化利用趋势：2020-2035 年分析预测》使用生命周期法预测，在不考虑进口废钢的情况下，国内废钢供应仍有望持续增加，到 2025 年中国废钢利用量有望达到 3.33 亿吨，社会回收废钢占比上升至 86.6%。

现实角度来看，废钢的供应来源主要包括自产废钢、加工废钢和折旧废钢，自产废钢和粗钢产量呈正向关系，加工废钢主要与钢材消费量相关，折旧废钢则主要是废旧产品的回收、拆解，占据废钢供应总量的 60%以上，但折旧废钢的边际变化受多重因素影响，包括回收加工环节利润、房屋拆迁活动规模以及废旧汽车淘汰拆解量等等。

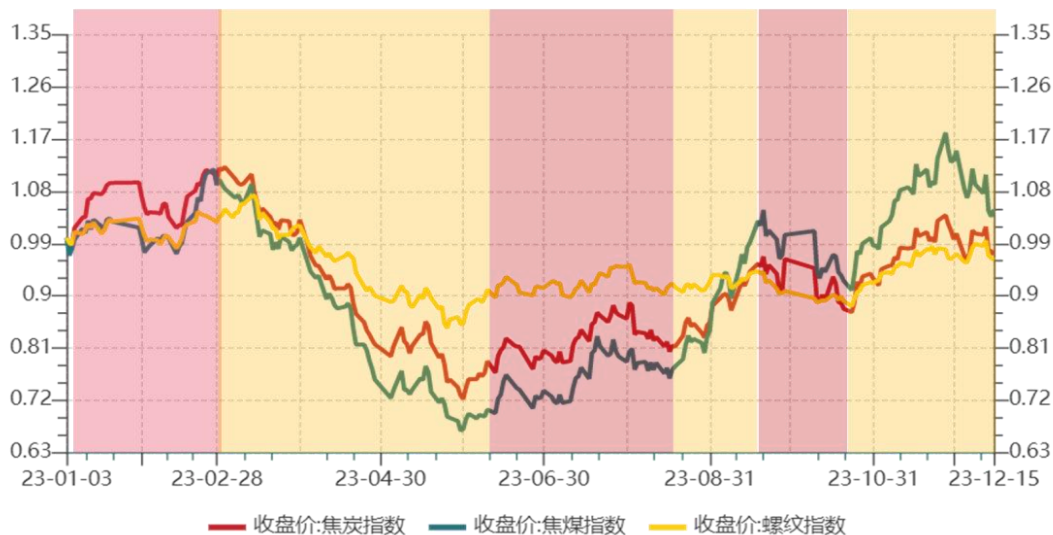
具体来看，明年的粗钢供应有望在制造业和基建的支撑下维持 1-1.15% 的产量增速，这意味着自产废钢的供应基数边际变化不大。明年在内需进一步修复的背景下制造业成品有望实现边际增量，但出口有边际走弱的可能，加工废钢的来源基数仍存不确定性。折旧废钢是国内废钢的最大来源，政策端对于城中村改造项目的推进以及新能源车置换的消费刺激有望从房屋拆迁和车辆拆解的角度对折旧废钢供应量形成有力支撑。

从下游需求角度，2024 废钢需求有望稳步上升。在宏观政策助力基建项目推进、制造业用钢需求强劲的背景下，粗钢产量预计稳中微增，废钢需求有所支撑。同时，2023 年 12 月国务院印发的《空气质量持续改善行动计划》，明确提到有序引导高炉-转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢，到 2025 年，短流程炼钢产量占比达到 15%。在粗钢总产量高位企稳的前提下，短流程炼钢产量比例的提升，意味着废钢作为短流程电炉炼钢主要原料的投入量上升。另外，在长流程炼钢当中，废钢一般在转炉环节添加用来提高出钢水率，废钢添加比例与钢厂利润率成正比，同时钢厂会比较废钢和铁水的性价比来决定增加量。今年四季度以来，废钢对比铁水的性价比优势不断扩大，废钢在长流程炼钢中的添加比例中仍存增长预期。预计 2024 年废钢价格运行区间为 2600-3500 元/吨。

第五部分 焦煤、焦炭

一、行情回顾

图 1 指数收盘价走势对比图



数据来源：Wind、弘业期货

图 2 焦煤期货主力日度走势



数据来源：Wind、弘业期货

图 3 焦炭期货主力日度走势



数据来源：Wind、弘业期货

2023 年，公共卫生事件彻底结束，在这一年市场经历了对经济复苏的预期从“乐观——悲观——乐观”的循环往复，双焦行情也围绕着经济复苏与基本面供需关系经历了大起大落。2023 年焦煤期货指数最大跌幅接近 33%，年末却实现了最高 18% 的涨幅，全年波动剧烈。

第一阶段（1 月-2 月）主线逻辑是焦煤供应短缺。1-2 月过年间整体行情表现平淡。2 月下旬蒙古阿拉善地区一露天煤矿发生重大坍塌事故，伤亡惨重。恰逢即将进入两会时间周期，市场对煤矿安全检查加强，供应短期预期强烈，盘面双焦首次在焦煤供应短缺的主线逻辑

辑下迅速冲高。

第二阶段（3 月中-5 月末）主线逻辑是供宽需弱。重要会议结束之后，影响煤矿生产的因素逐步消退。煤矿在经济复苏的乐观预期下开足马力生产，国内煤炭供应快速增加，进口方面蒙煤进口通关加速进行，同时澳煤进口解冻也为进口增加再打强心剂。供应增长效率远高于需求增长，传统的金三银四季成材消费旺季并没有如期到来，地产端各项数据同比持续大幅下行，使得钢材消费与成交持续低迷，钢材价格下跌。供应持续增加，需求持续走弱，钢厂不断向上游原料寻找利润，煤矿端在不断增加的厂内库存压力下，一让再让，5 月仍然出现顶仓被动减产事件。这期间焦炭现货由于原料煤成本下移连降 10 轮。

第三阶段（6 月-9 月下旬）主线逻辑是供应收缩，需求高强。6 月后产地部分煤矿因市场行情不佳及工作面不正常等因素影响小幅减产，国内焦煤供应环比有小幅收缩。6 月 29 日代县铁矿瞒报引发关注，7 月开始山西省要求任何单位个人不得瞒报事故，随后煤矿安全事故不断见诸报端，产地安全检查趋严，煤矿生产不断受到干扰，市场开始交易供应收缩。而这一阶段需求方面钢厂并未在需求淡季减产，样本钢厂日均铁水产量始终 240 万吨以上高位水平，在 9 月下旬逼近 250 万吨年内最高位。供应收缩而需求端持续走强，供需关系转换。

第四阶段（9 月下旬-10 月下旬）主线逻辑是负反馈。6-9 月在高刚需支撑下，原料价格狂涨，而终端成材价格却并没有显著变化，成本无法向终端传导，钢厂利润持续恶化，10 月钢厂铁水产量如期开始回落。

第五阶段（10 月下旬至今）主线逻辑是复苏预期+冬储。10 月 24 日，中央财政计划在四季度增发 10000 亿元特别国债。随后宏观政策不断出台，成材需求预期大幅回升，负反馈逻辑被打断。铁水产量开始再度冲高，双焦刚需继续冲顶。而钢厂原料库存一直处于 5 年同期最低水平，进入冬季煤矿停工，运输困难都会影响钢厂生产，钢厂在宏观预期下，有加速提前冬储的预期，补库和刚需双重需求，再度推动双焦期货价格年尾更上一层楼。

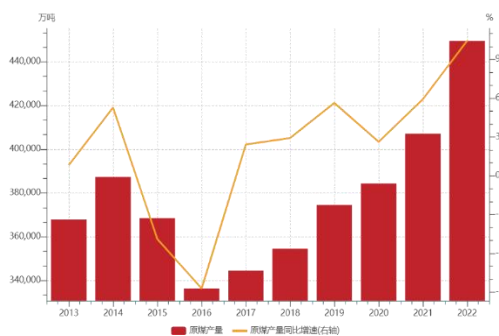
二、焦煤供应展望

我国是焦煤的生产和消费大国，在过去 10 年里炼焦煤有超过 85% 的消费量是依靠国内生产自给自足的，只有不到 15% 的消费需要依靠进口来补足。2012 年后煤炭行业的固定资产投资一直在走下坡路，缺乏有效的新增矿井投产，而近些年对于安全、环保等因素的加强监管，也在很大程度上限制了国内焦煤供应的增长空间。

1. 原煤大增促进跨界煤种回流

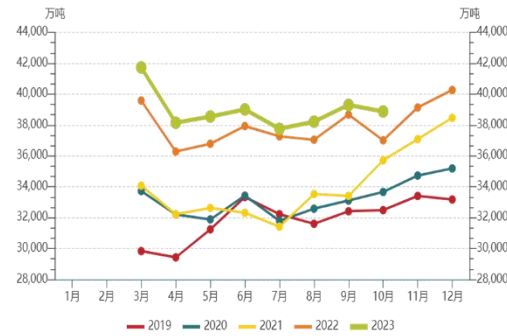
我国煤炭资源丰富，根据中国煤炭工业协会发布的《2022 年煤炭行业发展年度报告》显示，截至 2021 年底，全国煤炭储量达 2078.85 亿吨。经历了 2021 年全球能源危机之后，我国加快了煤炭产能的释放，通过关停并转，大幅核增煤炭产能，将表外产能转为表内产能，并关停存在安全环保隐患的小煤矿，随着煤矿产能的释放，我国原煤产量出现了连续多年的大幅增长。

图 4 原煤年度产量及同比增速



数据来源：Wind、弘业期货

图 5 原煤月度产量季节性



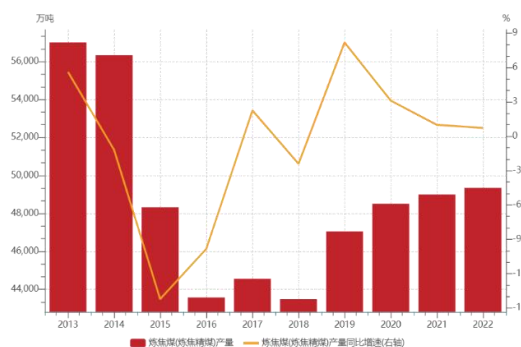
数据来源：Wind、弘业期货

根据国家统计局数据显示，2023 年 1-11 月原煤产量为 41.40 亿吨，同比增长 4.6%。从原煤生产的季节性特征来看，主要产量的增加还是为了保障能源安全。原煤产量在 2023 年 1-2 月保持了较大的增幅，主要为了满足冬季旺季对能源消耗的需要。而到了 3-4 月由于产量仍然维持了较大的增幅，而煤炭需求不佳，销售不畅导致了 5 月煤矿顶仓，使得部分煤矿被迫减产，大幅降价销售煤炭。而由于今年动力煤供应的相对宽松，迎峰度夏效应并不明显，

需求表现不佳,原煤产量在夏季高峰期,仍然维持相对较低的增量。直到 10 月为了迎接 2024 冬天寒潮,煤矿才再度增加煤炭产量。从全年原煤的生产特征来说,2023 年整体动力煤供应相对宽松。从动力煤的供需情况上来看,全球能源危机已经得到缓解,国内能源保供效果突出。进入 2024 年之后,动力煤产量增速将进一步放缓,更多是为了匹配我国工业及民生能源需要来灵活调整增速,动力煤的供应情况在 2024 年将不再成为支撑焦煤价格的重要因素。相反,由于动力煤供应量的快速增加,2024 年动力煤将进入明显的供应宽松状态,在相对淡季动力煤价格走弱,将成为牵制焦煤价格下行的因素。

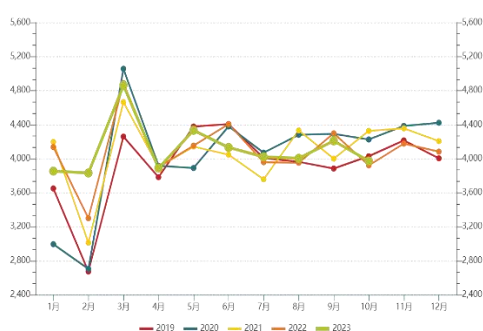
2. 国内优质骨架精煤产能释放缓慢

图 6 炼焦精煤年度产量及同比增速



数据来源：Wind、弘业期货

图 7 炼焦精煤月度产量季节性



数据来源：Wind、弘业期货

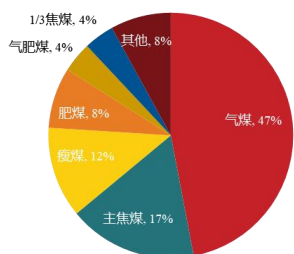
虽然我国原煤产量近年飞速增长,但是炼焦煤产量并没有出现明显的增长。根据国家统计局数据显示,2023 年 1-10 月炼焦精煤产量为 4.11 亿吨,同比增长 0.48%。从年度产量同比增速可以看出,虽然原煤产量在 2021 年 4 季度之后才开启产能产量的快速释放,但是炼焦煤却并没有相应的增长。2022 年我国原煤产量 44.96 亿吨,同比增长 10.4%,2022 年度炼焦精煤的产量增速不增反降,同比增长仅有 0.73%,而按照 2023 年 1-10 月当前炼焦精煤的产量增速进行推算,2023 年预计全年产量增速将再度放缓。

汾渭报告预计 2023-2027 年全国新增煤炭产能共计 50318 万吨,而炼焦煤新增产能 8783 万吨,仅占总新增产能的 17.5%。而炼焦煤矿井建设周期长,国内焦煤矿井建设周期最短需

要 4 年，从产能审批手续完成到产能释放需要更长时间。2023 年 5 月，在《国家矿山安全监察局关于对问题严重露天煤矿处置决定的函》中要求，内蒙古共有 32 处核增产能露天煤矿存在最终边坡角大于设计值等重大隐患和问题，现已责令停止生产。其中要求对问题严重的 30 处煤矿撤销产能核增文件或中止产能核增程序，退回至原有产能；其他 2 处存在问题的煤矿进行限期整改，整改不到位的退回至原有产能。此次 32 座问题煤矿中，涉及炼焦煤矿共 24 座，原始产能共计 2085 万吨，当前煤矿合计产能约 3260 万吨。若全部执行后，内蒙古当地炼焦煤产能将缩减约 1175 万吨。

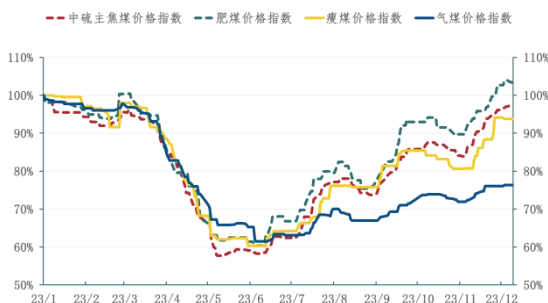
资源禀赋决定我国炼焦煤资源并不富裕。早在 2012 年国家发展和改革委员会公布了《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》，就将主焦煤（含 1/3 焦煤）、肥煤（含气肥煤）、瘦煤被划入特殊和稀缺煤种，优质炼焦煤资源稀缺。根据国土资源部统计，在已查明炼焦煤资源量中，气煤（不含气肥煤和 1/3 焦煤）占已查明资源量的 46%，而焦煤、肥煤和瘦煤分别仅占 24%、13%和 16%，且强粘结性的肥煤和焦煤比较短缺。

图 8 我国炼焦煤分煤种储量占比



数据来源：Wind、弘业期货

图 9 炼焦煤分煤种价格走势

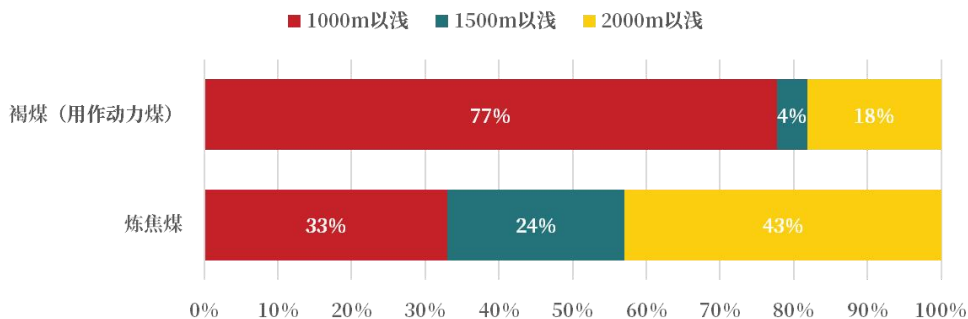


数据来源：Wind、弘业期货

从价格上也能看出资源的稀缺程度，对 Mysteel 公布的各焦煤价格指数涨跌幅度进行分析，从 2023 年 1 月 4 日到 2023 年 12 月 14 日，同样经历了 5 月份的价格大跌后，目前肥煤价格指数相较开年上涨 3.09%，对标期货交割产品的中硫主焦煤下跌 2.43%，而资源最为丰富的气煤资源下跌 23.69%。

3. 国内安全形势限制供应增量

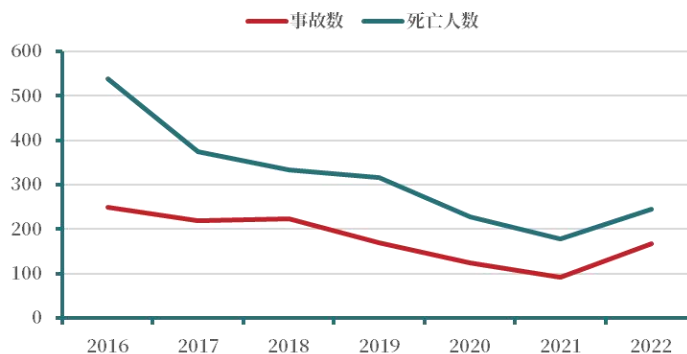
图 10 褐煤与焦煤资源储量埋深占比（%）



数据来源：公开资料整理、弘业期货

安全生产需要成为持续影响我国炼焦煤供应的重要因素。炼焦煤资源存在埋深普遍高于动力煤。动力煤资源埋深浅，露天矿井中绝大部分都是动力煤矿井，而炼焦煤开采主要是以井工开采为主。随着矿井开采深度不断延伸，瓦斯涌出量、煤层瓦斯含量和煤与瓦斯突出事故隐患不断增大，冲击地压发生的可能性也越大。这种开采特征，导致炼焦煤开采安全隐患更高。

图 11 2016-2022 煤矿安全事故数及死亡人数（个，人）



数据来源：公开资料整理、弘业期货

2023 年安全监管力度不断加大，对供应的影响一直不断。比较重大的煤矿事故有 2 月内蒙古阿拉善露天煤矿事故，9 月贵州山脚树煤矿事故。而 6 月底山西代县精诚矿业瞒报事件后，7 月山西省再度发文强调对待煤矿事故任何单位与个人不得瞒报。7 月以后第三方媒体对于煤炭事故的报道明显增加，不断爆出的煤矿事故，让炼焦煤的供应难以放量。频繁的事故报道，也让安全监管形势进一步严格。11 月底国务院安委会要进驻山西省的煤矿帮扶

安全生产，到 24 年 5 月结束。从炼焦精煤的月度产量数据也不难看出，在下半年焦煤价格大幅回升的情况下，国内炼焦精煤的月度产量并没有持续增加，月产量一直处于 4000 万吨左右的水平。

图 12 2023 焦煤事故涉及品种产能

时间	事故省份	涉及品种	涉及产能
2023/3/7	山西省吕梁市	1/3焦煤和动力煤	1000万吨
2023/6/16	山西省吕梁市	中硫主焦煤	120万吨
2023/6/27	山西省吕梁市	低硫主焦煤	300万吨
2023/6/29	山西省大同市	不黏煤	60万吨
2023/7/11	山西省吕梁市	不黏煤	60万吨
2023/8/6	山西省吕梁市	低硫主焦煤	120万吨
2023/8/18	山西省晋中市	肥煤	300万吨
2023/8/19	山西省介休市	焦原煤	90万吨
2023/8/21	陕西省延安市	气煤	30万吨
2023/9/12	山西省吕梁市	焦煤	600万吨
2023/9/15	山西省吕梁市	焦煤	120万吨
2023/9/18	山西省吕梁市	低硫肥煤	210万吨
2023/9/24	贵州省盘州市	焦煤、肥煤、气肥	310万吨
2023/9/27	山西省长治市	低硫贫瘦煤	120万吨
2023/9/29	山西省吕梁市	主焦煤	300万吨
2023/10/18	山西省临汾市	焦煤	90万吨
2023/11/13	山西省临汾市	高硫主焦煤	90万吨
2023/11/15	山西省临汾市	低硫瘦主焦煤	300万吨
2023/11/24	山西省吕梁市	焦煤	1500万吨
2023/12/14	山西省吕梁市	硫主焦煤和高硫肥	1130万吨

数据来源：公开资料整理、弘业期货

展望 2024 年，山西省是我国稀缺炼焦煤资源保有量最多的省份，焦煤保有储量 46.0%，瘦煤保有储量 58.3%，肥煤保有储量 48.6%，1/3 焦煤保有储量 43.2%。安委会进驻山西，对山西的安全生产提出了更高的要求，预计 2024 年 1-2 季度，焦煤的供应端难以看到明显的增量。

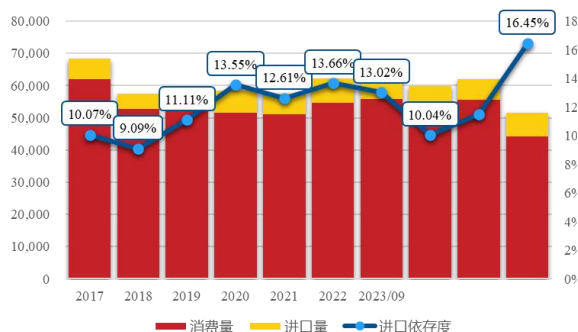
4. 进口格局更丰富，增量有限

图 13 炼焦煤进口依存度（单位：万吨）

	消费量	进口量	进口依存度
2014	62,036.5	6,244.0	10.07%
2015	52,775.5	4,797.7	9.09%
2016	53,391.0	5,930.7	11.11%
2017	51,451.2	6,972.4	13.55%
2018	51,092.0	6,443.2	12.61%
2019	54,666.0	7,466.2	13.66%
2020	55,772.0	7,262.2	13.02%
2021	54,461.7	5,469.7	10.04%
2022	55,618.0	6,383.8	11.48%
2023/09	44,202.9	7,272.6	16.45%

数据来源：Wind、弘业期货

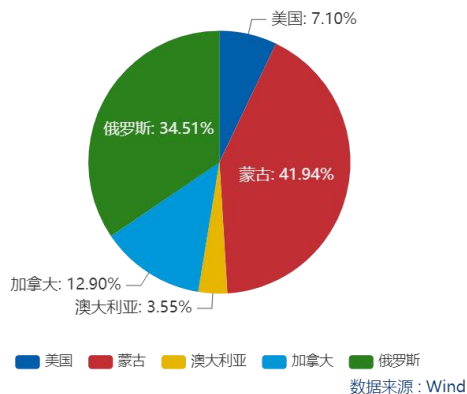
图 14 炼焦煤进口依存度



数据来源：Wind、弘业期货

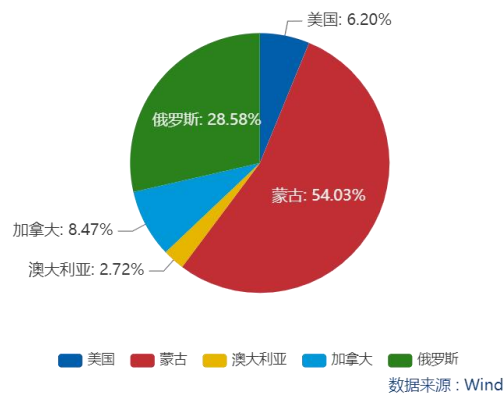
在国内炼焦煤生产增长存在较大限制，优质主焦煤相对资源紧缺的情况下，进口炼焦煤就成了我国炼焦煤供应的重要补充来源，2020 年前我国进口炼焦煤依存度基本维持在 13% 左右。而受到公共卫生事件的影响，2020 年后全球供应链受到了非常大的冲击，国内炼焦煤的进口也不可避免受到重要影响，在 2020-2022 年这 3 年我国进口总量上出现了较为明显的收缩。内忧外患共同造成了我国 2020-2022 年由于焦煤阶段性供应短缺。2022 底公共卫生事件彻底结束，2023 年国内炼焦煤供应链重塑，2023 年 1-10 月炼焦煤进口依存度达到 16.45%，首次突破 15%。2023 年 1-10 月，我国炼焦煤进口总量 8070.89 万吨，同比增长达到 56.28%。进口炼焦煤的大幅增加，大幅缓解了国内优质焦煤的供应紧张程度。

图 15 炼焦煤 2022 年进口格局



数据来源：Wind、弘业期货

图 16 炼焦煤 2023 年 1-10 月进口格局

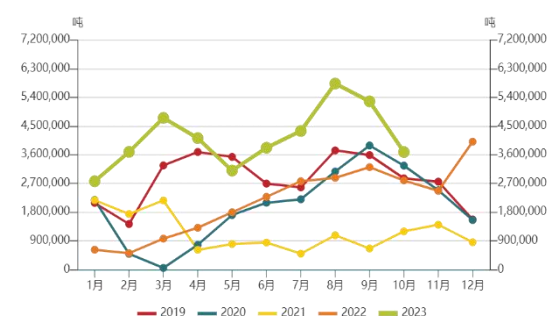


数据来源：Wind、弘业期货

2020-2022 这三年时间，世界地缘政治格局发生了重要的变化，全球炼焦煤的进出口贸

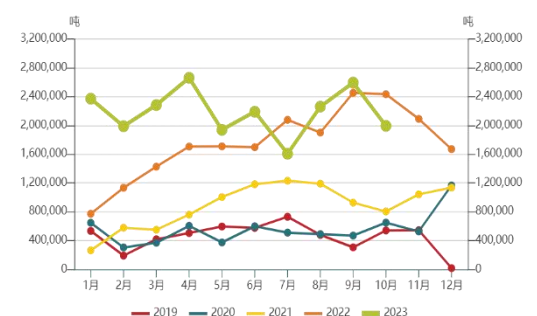
易流向也发生了重要的变化。2020 年澳大利亚炼焦煤进口受阻，使得这一曾经我国最大的单一进口来源国逐步退出我国炼焦煤供应链。而我们的邻国蒙古由于通过陆路运输距离短，对我国煤炭出口政策支持力度大，使得蒙古成为我国重要进口来源国。而 2022 年俄乌冲突发生以后，欧洲阻断了俄罗斯煤炭进口，俄罗斯煤炭不得不大量转向我国出口。进入 2023 年我国强化了“蒙煤+俄煤”的双主导格局，两国进口炼焦煤在我国进口总量中的占比，由 2022 年的 76.45% 上升至 2023 年的 82.63%。

图 17 蒙古炼焦煤进口数量季节性



数据来源: Wind、弘业期货

图 18 俄罗斯炼焦煤进口数量季节性

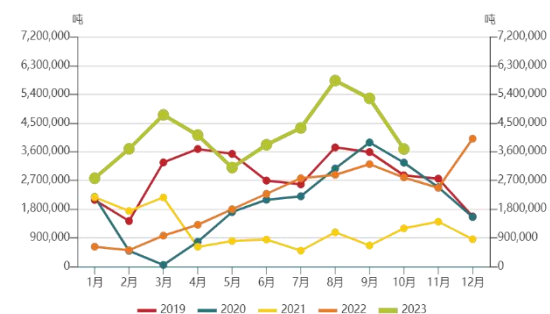


数据来源: Wind、弘业期货

蒙古国炼焦煤 2023 年 1-10 月累计进口 4138.63 万吨，同比增长 116.28%。从分月进口数量来看，除了 5 月由于国内煤矿阶段性供应过剩，主流炼焦煤价格大跌，导致全国进口数量单月出现较大回落以外，其余各月均是出现大幅增长，2023 年前 10 个月进口总量已经超过 2019 年全年进口总量，进入 10 月份后冬季雨雪天气增多，陆运效率下降，预计最后两个月蒙古炼焦煤单月进口量有所回落，全年进口总量仍有望接近 4800 万吨。

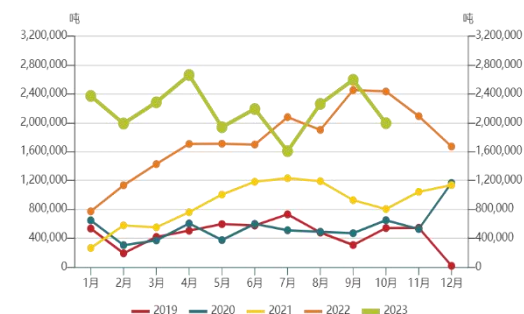
展望 2024，蒙古炼焦煤进口难以保持如此高速的增长，增速将明显回落。当前中蒙关系处于稳定期，两国经济合作关系不断加强，蒙煤进口的主基调仍是释放增量。2023 年 10 月 5 日，蒙古国已决定 ETT 公司终止边境交货长协合同，未来口岸的绝大多数贸易企业从 ETT 矿进口煤炭只能通过蒙古电子交易制度竞拍获得。随着蒙古进一步推行煤炭电子交易制度，蒙古矿方利润增加的将会变相收缩蒙煤的进口利润。将会一定程度上打压进口贸易商的进口量。

图 19 蒙古炼焦煤进口数量季节性



数据来源: Wind、弘业期货

图 20 俄罗斯炼焦煤进口数量季节性

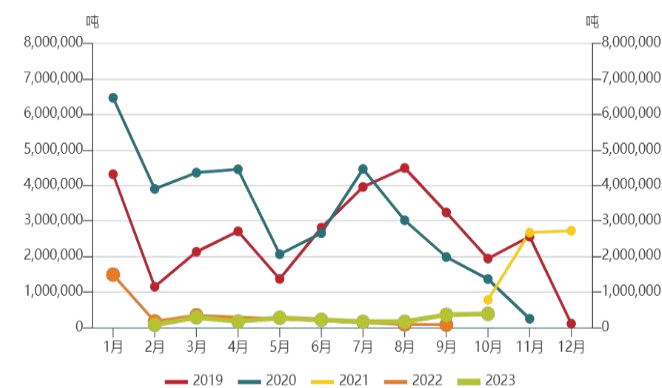


数据来源: Wind、弘业期货

俄罗斯炼焦煤 2023 年 1-10 月累计进口 2188.69 万吨, 同比增长 26.44%。从单月进口数据不难看出, 俄罗斯炼焦煤的进口放量增长主要发生在 2022 年俄乌冲突发生, 俄罗斯向欧洲出口受阻之后。2022 年 9 月, 俄罗斯炼焦煤进口量最高达到 245.25 万吨。2023 年分月进口数据来看, 2023 年单月进口数量基本维持在 200-270 万吨之间, 这与 2022 年下半年进口数据基本齐平, 今年全年同比大幅增长主要得益于 2022 年上半年俄罗斯煤进口低基数效应。

展望 2024 年, 俄罗斯炼焦煤进口数量已经不具备明显增长空间, 一方面受制于俄罗斯远东铁路基础设施建设较差, 运输能力有限。另一方面俄罗斯在 2023 年发布了新的关税政策, 从 2023 年 10 月 1 日起到 2024 年年底, 对多种商品实施弹性出口关税, 关税税率与卢布汇率挂钩。对于绝大多数种类商品出口关税税率为 4%至 7%, 出口费用增加将打击出口商的出口热情, 出口商如果向下游转嫁成本, 那将打压我国进口贸易商利润。2024 年如果进口利差明显收缩, 那么俄罗斯炼焦煤的进口总量甚至有可能出现减量。

图 21 澳大利亚炼焦煤进口数量季节性



数据来源: Wind、弘业期货

澳大利亚进口炼焦煤限制已经放开，进口量却难以恢复。澳大利亚炼焦煤煤质优异，低硫、低灰且高粘结性，相较于蒙古与俄罗斯进口炼焦煤来说更加优质。而且对比国内同等品质主焦煤有明显的价格优势，所以澳大利亚炼焦煤在 2020 年前曾经独占我国进口半壁江山。2023 年 2 月 8 日，两年来第一艘澳大利亚运煤船已经抵达中国湛江港口。2 月 15 日商务部新闻发言人束珏婷提到，中澳在很多大宗商品贸易上已经回归正轨。随着我国放宽对澳煤的禁令，其时对市场情绪影响较大，市场对于澳煤放开回归后进口量期待较高。然而 1-10 月我国自澳大利亚进口并没有太大增量，2023 年 10 月澳大利亚炼焦煤进口数量为 38.38 万吨，1-10 月澳大利亚炼焦煤进口数量为 208.64 万吨，同比减少 3.84%。全年预计只有零星进口，不足以对我国进口格局产生明显改变。

究其原因，首先是澳煤出口格局已经重塑。2020 年前中国进口量占澳大利亚炼焦煤出口量的 20%，2020 年当年由于中国进口的确实造成了澳大利亚炼焦煤出口量的减少。但是随着疫情过后全球经济复苏，世界钢铁行业经历了一轮较大的发展。日本、韩国、印度进口量的增加，弥补了我国进口的缺失，澳大利亚炼焦煤出口订单格局已经相对比较稳定。其次是进口利润难以打开。2023 年以印度为代表的亚洲国家高炉生铁产量大幅增加，而澳煤出口量增量不明显，导致澳煤资源紧俏，价格较高，进口利润长期倒挂，贸易商进口动力不足。

展望 2024 年，澳大利亚炼焦煤将有望再度出现较大进口增量。印度已经着手调整国内炼焦煤供应结构，2023 财年印度一方面加大了对国内炼焦煤矿的开发力度，另一方面增加了从俄罗斯进口量。根据印度商工部最新数据，今年前 8 个月，印度炼焦煤进口量为 3843.41 万吨，同比增加 0.95%。其中，从澳大利亚进口 1988.05 万吨，同比降 10.26%；从俄罗斯进口 430.70 万吨，同比增 124.35%。印度减少对澳大利亚炼焦煤依赖程度，2024 国际澳煤进口价差有望回落，促进澳煤重回我国。

三、焦炭供应展望

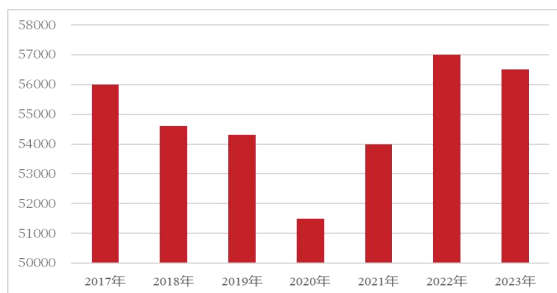
1. 焦炭产能持续过剩

图 22 Mysteel 统计中国焦化产能情况及占比

总产能	钢厂焦化	独立焦化	碳化室高度	产能	占比
5.65亿吨	2.33亿吨	3.32亿吨	热回收	0.07亿吨	1.00%
	占比		4.3米	0.74亿吨	13.00%
	41.00%	59.00%	5.5米	1.88亿吨	33.00%
			6米及以上	2.97亿吨	53.00%

数据来源：Wind、弘业期货

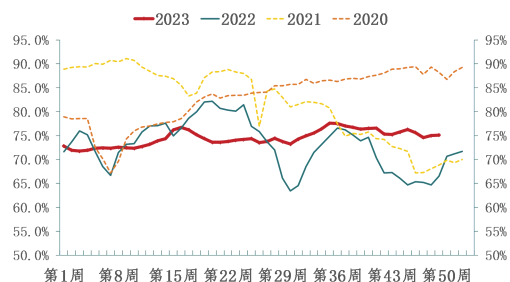
图 23 中国近年焦炭产能变化情况（单位：万吨）



数据来源：Wind、弘业期货

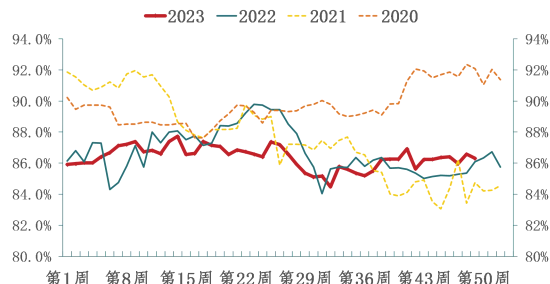
中国焦化行业的发展，焦化产能过剩一直是行业面临的一个重要问题。焦化行业的发展及提升，焦炉“关小上大”、淘汰落后生产工艺，严控焦化产能，科学调控焦炭产量，已成为各省焦化行业的重要工作。近些年来，仅在 2020 年产能置换节奏错配，淘汰落后产能加快，新上产能释放缓慢，导致短期出现产能紧张的情况。进入 2022 年后，我国焦化产能再创新高，产能过剩日益严重。据 Mysteel 统计，截至 2023 年 10 月底，中国在产焦化产能 5.65 亿吨，钢厂焦化产能 2.33 亿吨，占比 41%，独立焦化产能 3.32 亿吨，占比 59%。碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉），产能 0.81 亿吨，占比 14%。5.5 米产能 1.88 亿吨，占比 33%，6 米及以上 2.97 亿吨，占比 53%。

图 24 全样本独立焦化企业焦炭产能利用率



数据来源：Wind、弘业期货

图 25 全国 247 家钢厂焦炭产能利用率（%）

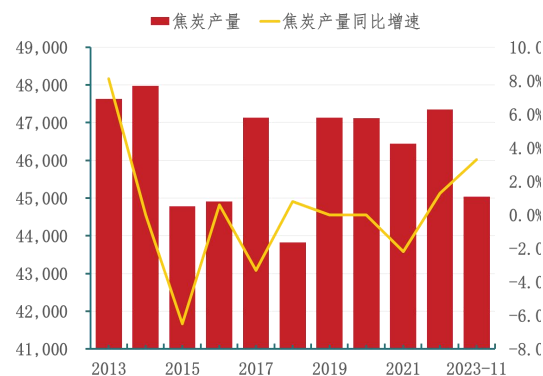


数据来源：Wind、弘业期货

从 Mysteel 的全样本独立焦化企业焦炭产能利用率数据来看，2023 年产能利用率最高不足 80%。即使在 2023 年 10 月山西省明确 10 月底前 4.3 米焦炉关停到位，淘汰产能 1530 万吨，产能利用率也没有出现阶段性增高，没有造成太多阶段性的影响。展望 2024，山西关停的产能置换了 2105 万吨将在后续上马，全国剩余 4.3 小焦炉产能仅剩 6530 万吨，占比现有总产能不足 15%，考虑到剩余 4.3 焦炉不会集中一次性淘汰，的淘汰节奏不会影响 2024 年焦炭产量。

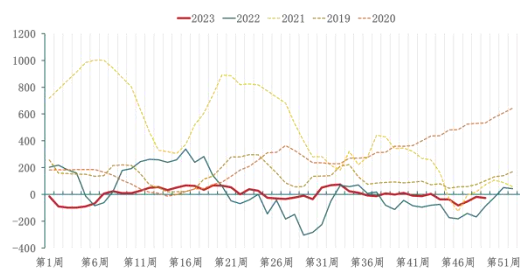
2. 焦化利润主导产量

图 26 焦炭年度产量及同比增速



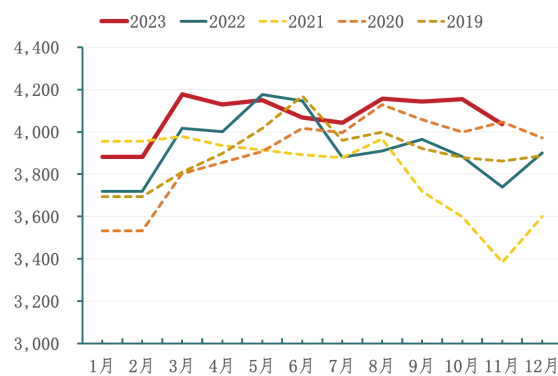
数据来源：Wind、弘业期货

图 28 全样本独立焦化企业焦炭产能利用率（%）



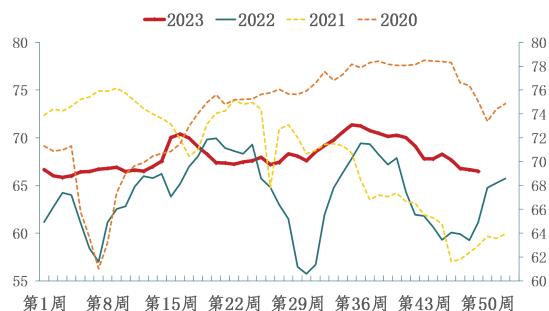
数据来源：Wind、弘业期货

图 27 焦炭产量季节性



数据来源：Wind、弘业期货

图 29 全样本独立焦化企业焦炭日均产量（万吨）



数据来源：Wind、弘业期货

国家统计局数据显示，1-11 月，中国焦炭产量 45040.0 万吨，同比增长 3.3%。从月度产量可以看出 2023 年焦炭生产非常平稳，围绕 4100 万吨左右的水平窄幅震荡。由于从 2022 年后焦炭产能处于过剩状态，在竞争性环境下，焦炭生产利润重心与 2022 年区别不大，主要围绕在低利润盈亏平衡附近反复挣扎。而得以 2023 年全年铁水产量都维持相对高位水平，

对焦炭刚需支撑非常强烈，焦炭并没有出现类似 2022 年刚需严重不足，产量过剩导致的利润大跌的情况出现。

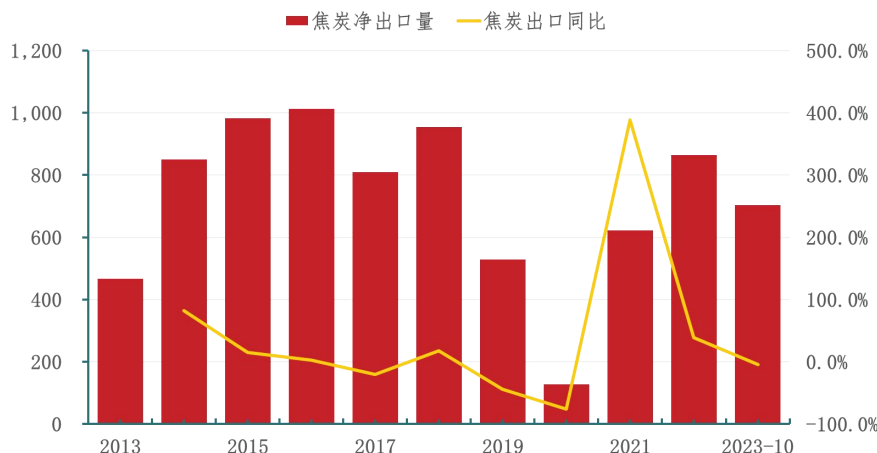
展望 2024 年，焦炭上游优质炼焦煤资源相对稀缺，成本压力大。下游钢厂集中度，焦炭作为中间环节，行业产能过剩，竞争压力大，独立焦化企业上下游议价能力较弱。预计 2024 年焦炭生产将参考焦化利润来对产量进行调节，实现焦炭供需两侧的动态平衡。

四、双焦需求展望

1. 焦炭出口需求难有起色

根据海关总署公布数据，今年 1-10 月中国焦炭累计进口量为 21.9 万吨，较去年同期减少 19.7 万吨，下降 47.4%。1-10 月中国焦炭出口总量为 726.7 万吨，较去年同期减少 54.9 万吨，降幅 7.0%。2021 年-2022 年，由于疫情后世界经济复苏，以及俄乌地缘政治问题，国际焦炭价格一度出现大幅上涨，焦炭国内外价差持续走扩，在出口利润的带动下，国内焦炭出口一度增加。而正如我们 2022 年展望中所述，随着美联储大幅加息，海外钢铁行业也将面临困境，对国内焦炭的需求难有较大的增量支撑，2023 年焦炭出口总量同比将呈下降态势。

图 30 焦炭净出口



数据来源：Wind、弘业期货

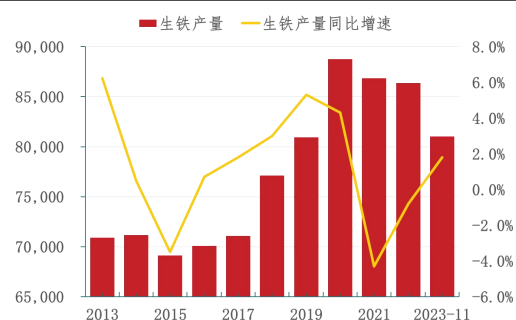
展望 2024 年，我国当前的产销格局来看，焦炭主要还是国内自产自销，当前出口在全球经济仍处在弱复苏阶段，海外需求难以支撑长期出口利差，2024 年焦炭仍可能维持稳定在 800 万吨左右，进出口对于国内供需关系影响较小。

2. 国内钢铁行业需求难有增长

根据 IEA（国际能源署）的《钢铁技术路线图》，从全球范围来看，钢铁行业每年直接排放约为 26 亿吨二氧化碳（其中，中国钢铁碳排放占到 60% 以上），占全球能源系统排放总量的 7%，钢铁行业的减碳，对全球碳达峰碳中和意义重大。“十四五”期间，钢铁行业是中国实现双碳目标的重要行业，而我国钢铁行业高排放的小高炉产能仍然占总产能的一定比例；而即使超低排放的大高炉生产时碳排放仍难以避免。所以，粗钢产量总量控制是钢铁行业实现碳减排最为有效和直接的手段，故而粗钢产量压减是钢铁产业政策的中长期一贯目标。

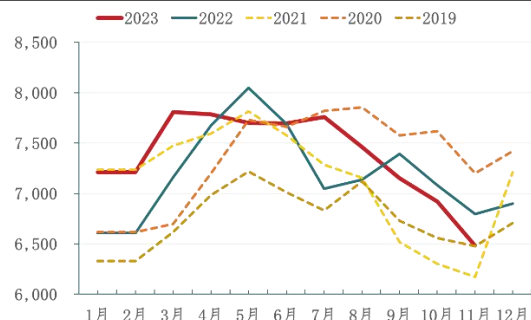
在经历 2021 年激进的行政式粗钢压减工作，政府有关部门已经积累大量经验和数据，能对粗钢产量变化进行有效的监控和调节；进入 2022 年后相关政策表态也一再强调避免“一刀切”式的限产，而是通过环保指标和能耗指标有针对性的进行粗钢产量管理，2022 年成功实现全年粗钢产量下降 2.1%。

图 31 生铁年产量与同比增速



数据来源：Wind、弘业期货

图 32 粗钢年产量与同比增速



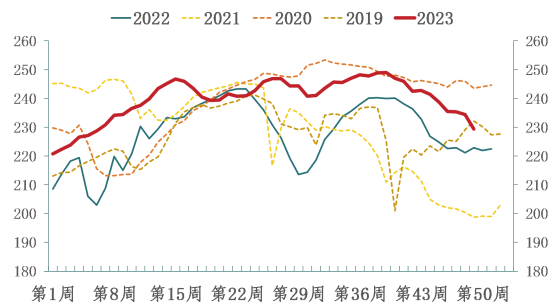
数据来源：Wind、弘业期货

2023 年粗钢压减一直是悬在钢材生产上的一把剑。早在 3 月 21 日，路透社传出“中国正考虑 2023 年粗钢产量削减 2545 万吨，6 月底前确定方案”。该消息一出，让市场对于原



料需求一片悲观。然而 2023 年预期中的粗钢压减政策目标始终未能出现，而钢厂根据利润安排生产，粗钢产量与生铁产量出现意料外的增长。国家统计局数据显示，1-11 月，中国粗钢产量 95214 万吨，同比增长 1.5%；生铁产量 81031 万吨，同比增长 1.8%；钢材产量 125282 万吨，同比增长 5.7%。

图 33 日均铁水产量（万吨）



数据来源：Wind、弘业期货

图 34 高炉利润与电炉利润（元/吨）



数据来源：Wind、弘业期货

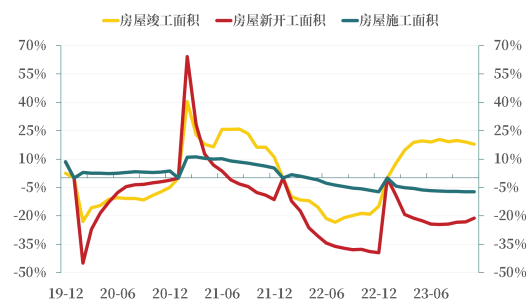
2023 年上半年终端成材需求低迷，钢厂一直维持在低利润或者小幅亏损生产。三季度之后，铁水产量居高不下，炉料需求旺盛，炉料价格大幅回升，促使钢材利润大幅恶化。虽然 4 季度终端钢材价格在宏观政策刺激下出现回升，但是钢厂补库又带动炉料大幅上涨，高炉利润再度恶化。从企业盈利的需要来看，没有企业可以长时间在大幅亏损的状态下长期持续生产。而需要注意的是，4 季度废钢价格并没有明显的上涨，短流程电炉生产利润回升，电炉开工率也有所回升。

图 35 房地产累计开发投资额累计同比（%）



数据来源：Wind、弘业期货

图 36 全国房地产新开工、施工、竣工面积累计同比（%）



数据来源：Wind、弘业期货

展望 2024 年，经济增长压力较大，仍然不太可能出现行政性粗钢压减，但是钢厂生产仍然需要终端需求给予支撑，否则钢厂利润只会继续恶化。从终端需求来看，钢材的需求结

构变化比较明显，制造业跟基建用钢很大程度上弥补了传统建筑用钢的下滑，使得 2023 钢材需求量并没有出现大幅下滑。但是需要注意的是，制造业和基建需求持续性并没有建筑用钢的强度。从数据上来看，目前土地成交面积仍然没有明显好转情况，2024 年上半年地产用钢量将继续拖累终端成材消费增长。

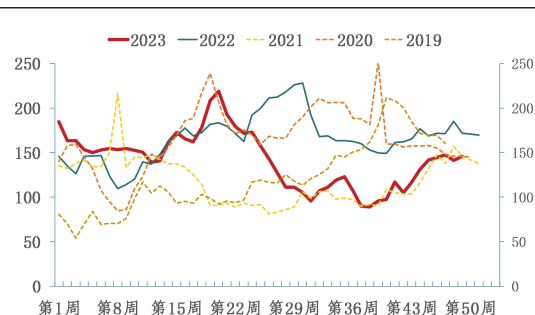
五、双焦库存展望

1. 焦煤库存

从供应端来看，2023 年，炼焦煤供应端库存在经历了上半年的顶仓高峰后，下半年供应迟迟未能完全恢复。煤矿炼焦煤库存下半年一直维持在低位水平。而由于近些年煤矿盈利情况好转，煤矿也在积极向下游环节延伸，开展坑口洗煤业务，以寻求更多利润。没有自有煤矿的独立洗煤厂身份已经逐步向配煤贸易商转变，必须依赖提前屯煤，以获得利润。所以洗煤厂库存会出现较大波动，这也导致我们看到 2023 年末样本洗煤厂库存快速上升。

而从需求端来看，无论是钢厂焦化还是独立焦化厂对于焦煤的库存控制都比较严格，可以看出钢厂煤矿 2023 年一直在极力压缩炼焦煤库存，当前钢厂及焦化厂正在处在季节性冬储增库阶段。

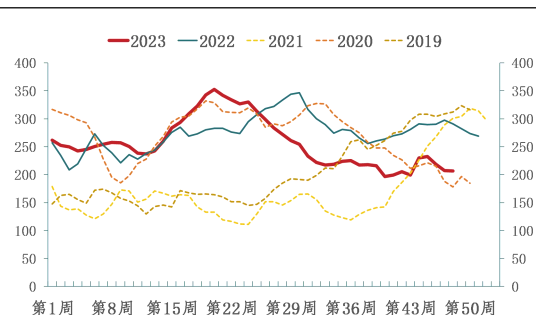
图 37 110 家样本洗煤厂精煤库存（万吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

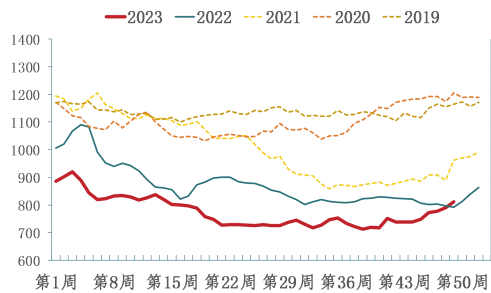
图 39 全国 247 家钢厂炼焦煤库存

图 38 矿山企业炼焦煤库存（万吨）

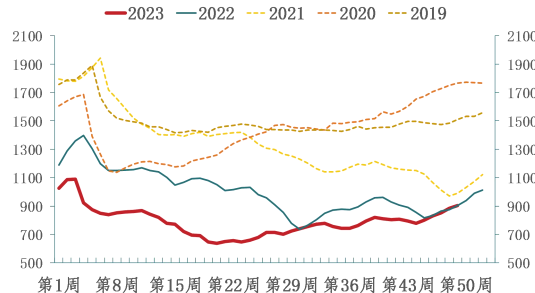


数据来源：Mysteel、弘业期货

图 40 全国 230 家独立焦化厂炼焦煤库存（万吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

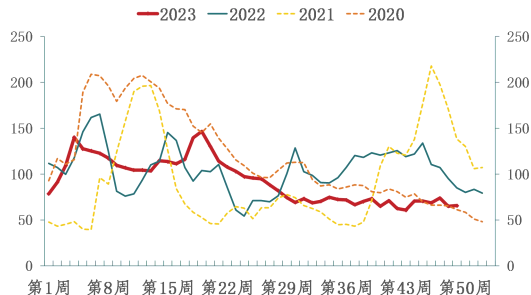


数据来源：Mysteel、弘业期货

展望 2024，从需求的特征来看，钢厂与焦化厂对于当前高价焦煤的接受程度并不高，一直在致力于通过压缩库存，降低周转天数来降低自身采购风险。但是从 2023 年的行情波动来看，需求端的原料低库存会支撑焦煤价格易涨难跌，2024 年，需求终端库存应该维持在 2023 同期水平附近波动，并季节性在春节过后以消耗厂内库存为主。

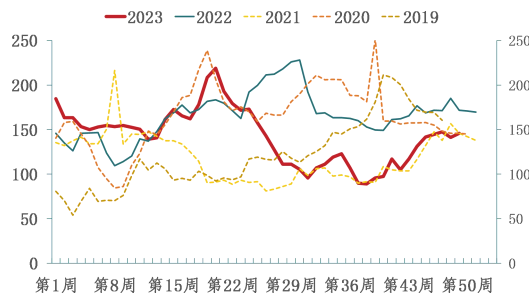
2. 焦炭库存

图 41 全样本独立焦化企业焦炭库存（万吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 42 港口焦炭库存（万吨）

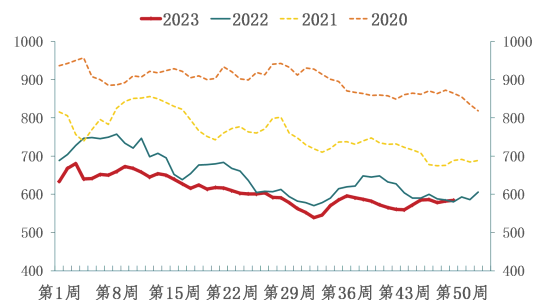


数据来源：Mysteel、弘业期货

2023 年，焦炭全环节库存反映出现货市场情绪并不乐观。供应端，高原料成本，低利润下，让焦化企业对于厂内库存累库比较谨慎。一二季度原料端供应充足，而终端成材在 3-4 月的传统旺季并没有能够出现恢复，钢厂减产导致焦化厂跟港口库存出现大量累积。样本焦化厂厂内库存峰值接近 150 万吨，而港口库存一度上升至 5 年最高水平附近，逼近 220 万吨。随后市场开启了惨烈的降价去库存，焦炭现货连降 10 轮。下半年虽然焦煤成本回升，但是焦化利润一直不佳，焦化厂对于累库积极性非常弱，焦化厂一直维持极低库存水平。而港口贸易商在经历了上半年的降价去库存阶段后，累库积极性也一直较弱，直到 10 月后押

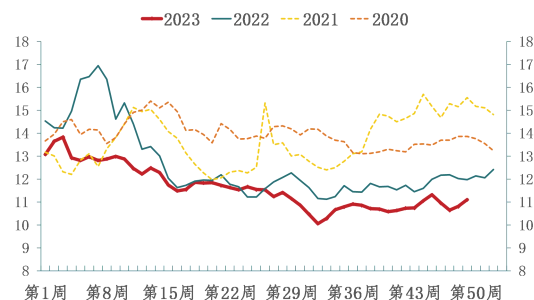
宝冬储，港口库存才一定程度回升。

图 43 全国 247 家钢厂焦炭库存（万吨）



数据来源：Mysteel、弘业期货

图 44 全国 247 家钢厂焦炭库存可用天数（天）



数据来源：Mysteel、弘业期货

而 2023 年钢厂便持续去库存，压缩焦炭可用天数，提高库存周转速度，以规避原料价格波动对即期利润的影响。进入下半年钢厂一直维持高刚需，焦炭库存量小幅增加，但总体维持在 22 年同期偏低水平，直到年底才在冬储补库的影响下，库存回升至 2022 年同期水平。

展望 2024，上下游对于库存仍然会表现比较谨慎，而港口贸易库存继续承担蓄水池的作用，但纵观 2023 全样本库存总体库存水平偏低处于 5 年低位，当前港口逐步累积的贸易库存会对明年开年市场形成一定去库压力。二季度后如果铁水产量能够维持今年同期水平，那么低库存将会形成焦炭向上波动的助力。

六、总结

2023 年，双焦大幅探底回升，焦煤的供需关系成为主导双焦行情的主要因素。上半年 1-2 月供需矛盾不明显，盘面高位震荡，进入 3 月后，在煤炭保供以及对旺季需求强烈预期，供应端生产积极性高，供应增量，而现实旺季复苏明显不及预期，终端成材消费差，负反馈下铁水产量下行，上游煤矿累库明显，供强需弱格局下，双焦惨烈降价去库存，现货焦炭连续下跌 10 轮，最终在 5 月底矛盾释放。6 月后供需关系逐步扭转，下半年严查安全事故瞒报，安全事故不断见诸报端，对于生产影响较大，下半年月度炼焦焦煤供应一直维持在 4100 万吨左右，煤矿供应难以复苏，而粗钢压减在下半证伪，日均铁水产量吃持续位于 240 万吨以上，对于炉料来说淡季不淡，需求甚至大超旺季。供需格局转为供弱需强，同时

下半年经济复苏预期交易更支撑了盘面的回升，基本面与宏观预期叠加下，以焦煤为驱动，双焦持续上涨。临近年尾，低库存下的补库交易支撑了双焦最后尾端上涨行情。

展望 2024，双焦交易的主基调将是焦煤供需双弱，焦炭随利润而动。

从焦煤来看，2024 年产能释放有限，焦煤供应上限不会有明显改变。由于前两年原煤产能的加速释放，国内动力煤供应紧张的格局已经改变。而从近年煤矿安全事故数和死亡人数来看，原煤高负荷生产确实给安全生产造成了不利影响。在 2024 年动力煤供应转向宽松的情况下，预计对于煤矿的安全生产要求将更加严格，更加强调在以“以人民为中心”的主旨下保障供应。炼焦煤矿本身生产环境更严苛，故而明年国内 2024 年供应难有增量。进口方面，在中蒙，中俄经济友好关系支撑下，2024 年“蒙煤+俄煤”全年进口总量将继续保持稳定。但是考虑到蒙古边境贸易模式改变以及俄罗斯出口税率调整会压缩进口商利润，贸易商进口积极性将有所回落，总量将不会有太大增长空间。而澳大利亚炼焦煤由于全球供应链重塑，在没有足够的进口利润支撑下也难以放量增长。

从焦炭来看，随着近年产业升级，4.3 米焦炉在我国焦化产能中占比越来越少，随着 2023 年 10 月山西 4.3 米焦炉全部清除，全国剩余 4.3 米焦炉及热回收炉总产能仅剩 6500 万吨左右，占我国焦化总产能不足 12%，未来焦炭去产能工作只能成为阶段性短期交易热点，并不足以对焦炭产能造成较大影响。而在焦化行业残酷的竞争压力下，焦化企业预计将长期维持低利润运转，主要根据铁水需求适时调整产量。

从双焦需求来看，国内生铁产量是双焦最重要直接影响因素。2023 年，在没有行政性压减目标的情况下，全年粗钢及生铁产量增长均高于 1%，2023 年粗钢及生铁总量将有望达到 2021 年提出双碳目标以来的峰值水平。展望 2024 年，在建筑钢材拖累下，以及双碳目标的指引下，生铁产量增长空间有限，预计 2024 需求总量将与 2023 年维持平稳。

2024，在焦煤供应偏紧，需求难有增量的情况下，焦煤价格重心有望上行，而焦炭行情将继续跟随焦煤而行。明年预计焦煤主力合约运行区间在 1700-2300 元/吨，焦炭主力合约运行区间在 2300-3000 元/吨。

第六部分 集运指数（欧线）

一、行情回顾

上海期货交易所全资子公司上海国际能源交易中心于 2023 年 8 月推出集运指数（欧线）期货，上市以来受到了广泛关注，交投情绪活跃，丰富了期货品种体系，提升了期货市场服务实体经济能力、航运金融服务能级。集运指数（欧线）期货标的指数，是上海航运交易所编制的欧洲线上海出口集装箱结算运价指数，英文缩写为 SCFIS，是通过采集上海口岸码头提单数据，经过统计学处理、编制而成，于每周一 15:05 公布。

1. 上市背景

近年新冠疫情扰动下，集装箱海运市场从“一箱难求”到 2022 年下半年集装箱运价崩塌式下跌，目前市场逐渐回归理性。我国是集装箱海运的出口大国，而定价权长期基本由外资垄断，大量下游出口企业缺乏议价权。

作为我国首个航运类期货，集运指数（欧线）被寄予了重大使命。宏观层面上，旨在提升我国国际贸易运输服务主导权，服务“海运强国”战略，推进上海建设成为国际金融中心、国际航运中心。产业层面上，集运指数（欧线）是向集运班轮公司、货主、货代企业提供风险管理工具，满足集装箱运输产业发展需求。

2. 现货与期货走势

总体上，SCFIS 在 2023 全年的均值为 901.1 点，对比去年大幅回落 85.9%；SCFI 在 2023 全年的均值为 999.9 美元/TEU，较去年大幅回落 73.2%，对比 2019 年上涨 22.5%。考虑到疫情期间的不可抗力，整体航运状况是对 2019 年的延续。集运指数（欧线）上市以来波动较

大，主要分为三个阶段：

第一阶段：上市初期

SCFIS、SCFI 呈现持续下跌态势，与震荡偏强的期货走势背离。集运指数（欧线）期货上市初期合约间持续呈现近低远高结构，合约 2404 为集装箱运输市场淡季的合约，合约 2408 为旺季合约，加之明年三季度欧美市场有望开启补库存周期这一预期，合约 2408 点位远高于合约 2404 属于合理现象。随着欧洲航线运输需求已进入旺季尾声，运输需求增长乏力，而运力供给充足，供需市场表现为供大于求，市场运价继续下跌。因此，在资金情绪回稳后，盘面开始修复基差，多空情绪交织，投机性较强，而在手续费率被上调之后，成交量整体呈现减少的趋势。

第二阶段：进入淡季，下行压力增大

9 月 21 日开始，国庆前的连续六个交易日集运指数（欧线）期货盘面一路下行，空头势力强劲，而后受到现货运价 SCFI 止跌回升和 SCFIS 跌幅收小的影响，盘面小幅上行，但基本面依然偏弱，而且随着航运业进入淡季，运价下行压力增大。

第三阶段：多空博弈，淡季不淡

10 月末班轮联盟控制运力，采取了暂停部分航次、减速等措施，以此抬高运价，为 11 月开始的长协签订增加谈判筹码。马士基、达飞和赫伯罗特宣布了将要上涨 12 月包括欧洲航线在内的运价，此时货量并没有任何增长态势，反而因进入淡季有所减少。因此，市场对于明年四月底运价的预期出现分化，盘面多空博弈激烈。

另外，10 月和 11 月巴以冲突的升级未影响苏伊士运河正常运营，主要原因是苏伊士运河管理当局埃及以及沙特未卷入冲突中。

11 月末达飞、地中海航运宣布 12 月的更大力度的涨价计划，12 月 7 日开始马士基、达飞等班轮公司陆续宣布 2023 年底及 2024 年初提涨运价的时间和幅度，在春节前集中出货这一季节性货量支撑下，盘面多头开始蓄力。在红海危机发酵后，多头持续发力，盘面一路上行，多次触及涨停板。

图 1 2023/08/18-2023/12/26 集运指数（欧线）日线图

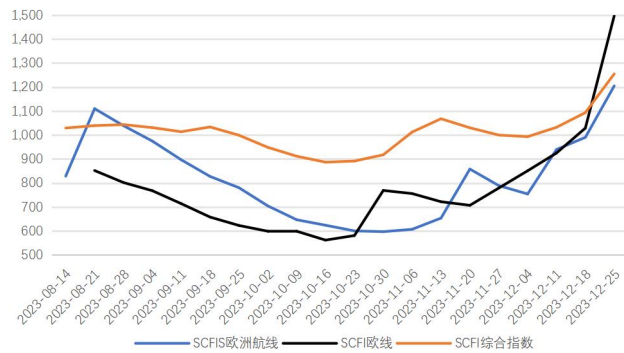
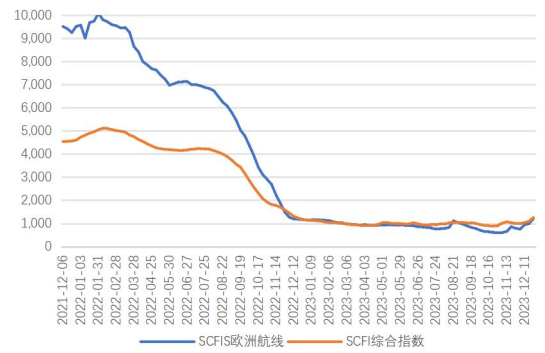


图 2 自 SCFIS 欧洲航线发布以来走势



数据来源：上海航运交易所

数据来源：上海航运交易所

图 3 2023/08/18-2023/12/26 集运指数（欧线）日线图



数据来源：Wind、弘业期货研究院整理

3. 现货指数 SCFIS 与 SCFI 的区别与联系

上海出口集装箱运价指数，英文缩写为 SCFI，反映的是订舱价格，即上海出口集装箱未来一到两周出发的集装箱船舱位的挂牌价，往往会随着种种外部性事件进行较频繁的调整，比如 11 月 24 日至 12 月 24 日间，由于红海危机影响的外溢，班轮公司公布的订舱价格超过 15% 的波动至少有两次。另外，货代与班轮公司可能会事先达成协议，从而在订舱价格基础上进行优惠。

而 SCFIS 反映的是正式发船后实际结算的舱位费用,更能代表上海出口集装箱即期海运市场结算运价的变动方向和程度,但也因此滞后于 SCFI 一到两周的时间。SCFIS 于 2021 年底首次编制并发布,所以无法将今年情况与 2019 年做对比。

两个集运现货指数公布频率均为一周一次,而期货一周五个交易日,无法完全满足期货投资者的需求,特别是期现结合的业务。此外,上海期货交易所、上海航运交易所均未公布 SCFIS 与舱位的对应关系,导致无法精准计算套保比例。

二、 集装箱运输市场

1. 季节性规律

航运产业具有较强的季节性,夏季往往是航运旺季,12 月至次年 4 月为传统淡季。夏季境外需求比冬季旺盛,10 月末 11 月初欧美黑色星期五购物节、感恩节、圣诞节囤货高潮结束后,欧洲进入消费淡季,而后国内工厂春节长假结束恢复生产之时的货量较低,从而形成航运淡季。此外,中国国庆节、春节这两个法定长假前也会出现集中出货的情况。

然而,今年以来淡季不淡、旺季不旺。4 月货量比往年多,7 月和 8 月的货量明显不及 2022 年同期,11 月末结束西方节日囤货以来的运价也明显高于整个 10 月。从 SCFIS 均值来看,今年 8 月中旬至 10 月底 SCFIS 均值为 800.1 点,而本应当为航运淡季的 11 月到 12 月 SCFIS 均值为 849.7 点,反而成了航运旺季。再从 SCFI 欧洲航线上看,8 月中旬至 10 月底其均值为 684.3 点,11 月到 12 月其均值为 908.0 点,涨幅差距更加显著。因此,我们不能排除航运季节性规律失效的可能,不过这仍然需要时间的检验。

2. 周期

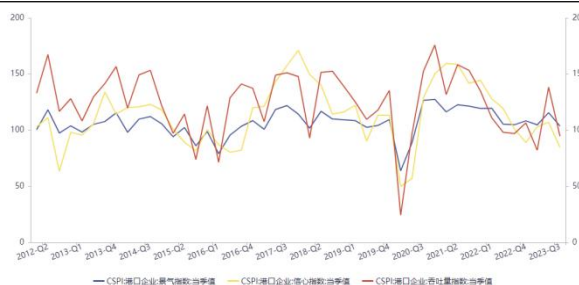
航运业周期缩短,波动区间缩窄。2003-2020 年是航运一轮完整周期,2007 年因中国城市化建设带来的房地产和基础建设的迅猛发展,需要进口相关原材料,整个航运业达到顶部。

但不久后的 2009 年因全球金融危机引发的贸易迅速下滑，接着因房地产和基础建设放缓，2016 年航运业处于底部，随后的两年闲置运力创下 2014 年以来新低，运价弹性充足，同时班轮公司订造新船数量有明显升高。

与 2009 年金融危机造成的影响相比，2020 年疫情对于全球航运的影响有限，而疫情期间的三年海运贸易量也有增加的趋势，尤其是 2021 年集装箱贸易需求增长强劲。2023 年疫情结束后货量持续停留在低位，不见增长迹象，运价也呈现下行趋势，致使航运企业利润率大幅下滑，马士基为控制公司运营成本，甚至宣布将裁员 10000 人。然而，在货量没有增长而班轮公司全力挺价的背景下，红海危机作为导火索极有可能开启集装箱运输新一轮的上升周期。

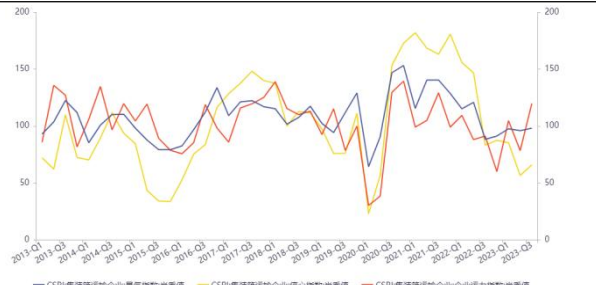
在疫情后生产消费开始复苏、国际政治形势瞬息万变、航运联盟解体等多重不确定因素作用下，航运周期变短，同时使得景气阶段和衰退阶段的极端情况缓解，整体波动区间缩窄，这点也可以从宁波航运交易所编制的航运业信心指数和景气指数中能窥见一斑。

图 4 港口企业信心指数



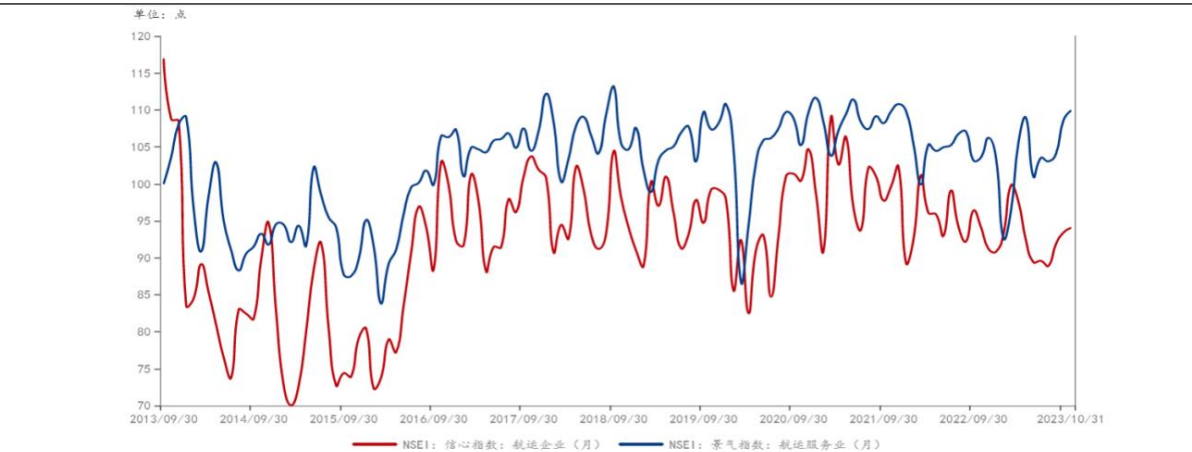
数据来源：iFind

图 5 集装箱运输企业信心指数



数据来源：iFind

图 6 宁波交易所航运信心指数于景气指数



数据来源：Mysteel

三、 供给端

1. 运力

集装箱运输运力包括运力总量和利用率两个维度,而运力总量是受新船交付和旧船拆解的影响,利用率可以通过闲置运力、停航情况、班轮公司运力部署等进行测度。

(1) 运力总量

新船交付方面,因为 2018 年前后市场对航运业前景较为乐观,造船周期长达 5 年左右,这使得 2023 年新船交付量预计将高达 200 万 TEU。据克拉克森海运研究数据,运力在 1.7 万 TEU 以上的集装箱船累计交付 26 艘,占交付总量的 32%;运力在 1.2 万至 1.7 万 TEU 的集装箱船累计交付 48 艘,占交付总量的 36%,这两类大型集装箱船舶今年交付量是 2020-2022 年交付量均值的两倍。

旧船拆解方面,年初至今拆解约为 75 艘,合计运力 13.9 万 TEU,但欧洲航线上的老旧集装箱船几乎没有被拆解。然而,欧盟将自 2024 年起把海洋运输纳入碳排放交易体系,对欧盟内的航运碳排放征税。其中,欧盟港口之间的航程全部碳排放量将纳入碳排放交易体系;而欧盟港口和非欧盟港口之间的航程,50%的碳排放将被纳入碳排放交易体系。因此,班轮公司今年订造以甲醇等较为绿色环保的燃料的集装箱船数量较往年相比增量明显。截至 2023 年 12 月 27 日,全球集装箱船队共计 6775 艘,合计运力 2847 万 TEU,欧洲航线 43.91 万 TEU。前三大班轮公司为地中海航运、马士基航运和达飞集团,集装箱运力全球占比分别为 19.7%、14.6%、12.6%,这三大班轮公司运力之和占全球运力的 46.9%。

图 7 2023 年第 38 周至第 51 周欧洲航线总运力 (TEU)

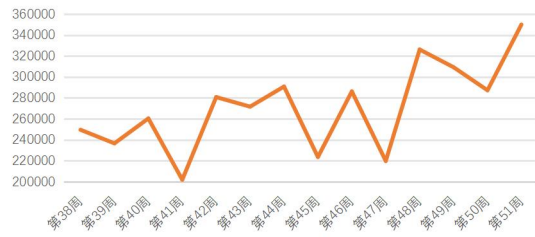
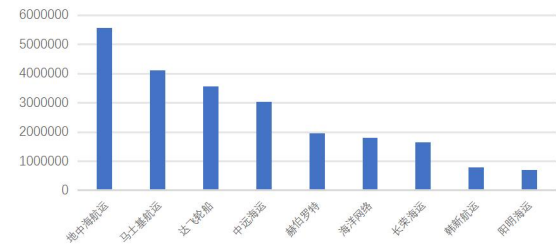


图 8 欧洲五大港口准班率



数据来源: iFind

数据来源: iFind

图 9 欧洲航线和地中海航线准班率

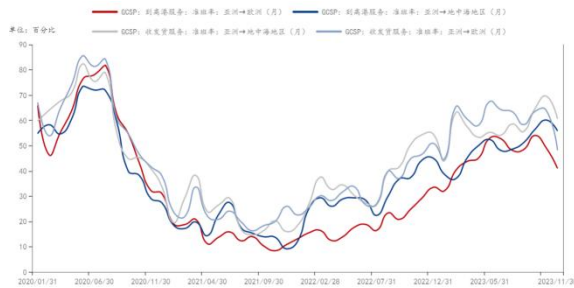
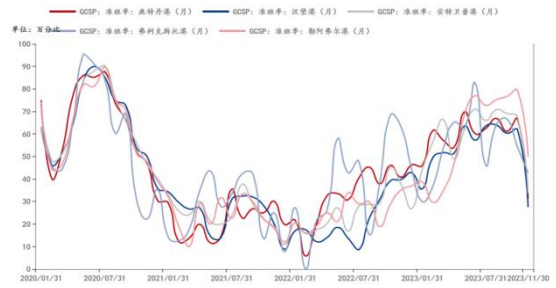


图 10 欧洲五大港口准班率



数据来源: Mysteel

数据来源: Mysteel

图 11 三大联盟准班率

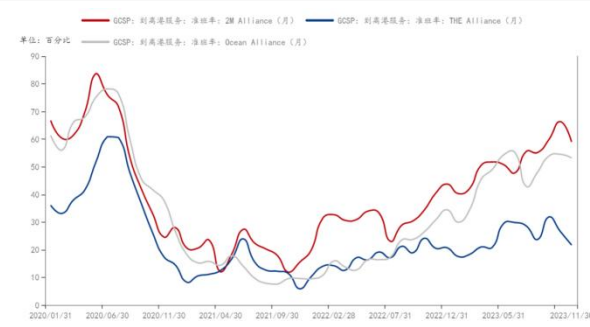
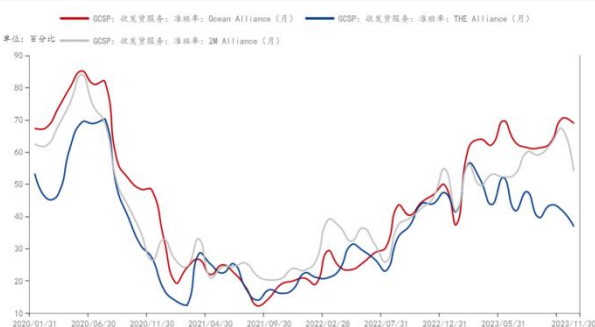


图 12 三大联盟准班率



数据来源: Mysteel

数据来源: Mysteel

(2) 运力利用率

2023 年全航线停航比例约为 16%, 低于 2022 年的 25.3%, 欧洲航线停航比例高于全航线, 且变化节奏快、幅度大。停航是班轮公司控制运力和集运定价权最主要的措施, 2023 年二三季度闲置运力偏低, 由于班轮公司停航挺价策略, 9 月开始闲置运力明显增加, 集装箱班轮运输为了节省燃料成本, 采取适度降速的措施, 2023 年 1-11 月航速较去年略降 2%, 而 12 月红海危机导致大量本应经过苏伊士运河的集装箱船绕行至好望角, 运速上提了约 7%, 以此弥补增加的 3280 海里航程, 约为 10 天航期。

港口方面，2023 年集装箱船在港运力平均约为 842 万 TEU，较去年下降 4.8%，但因为第四季度开始班轮公司加大停航力度，货量偏低导致航班数量减少，所以港口数据不能说明港口拥堵问题的缓解程度。

2. 不可抗力因素

不得不再次提及年末发酵的红海危机，以往苏伊士运河通航因关切各国利益很少受到局部冲突的影响，此次外溢到航运业，对亚洲至欧洲航线集装箱运输影响非常大。每年约 3.5 万艘货船经行红海，货值约占全球 GDP 的 10%。禁行红海意味着需要绕行至好望角，使得亚洲至欧洲的航程增加了约 30%，很大程度上吸收掉欧洲航线多余的运力。这样一来，供需关系很有可能反转为供不应求的局面，导致运价显著升高。长期停运可能导致欧洲进口的燃料和商品价格大幅上涨，甚至出现短缺，消费者被迫为此买单。全球供应链数据平台 Project 44 指出，避开苏伊士运河将使航运时间延长 7-10 天，可能会导致欧洲部分地区明年 2 月商店出现库存短缺的情况。

3. 班轮联盟

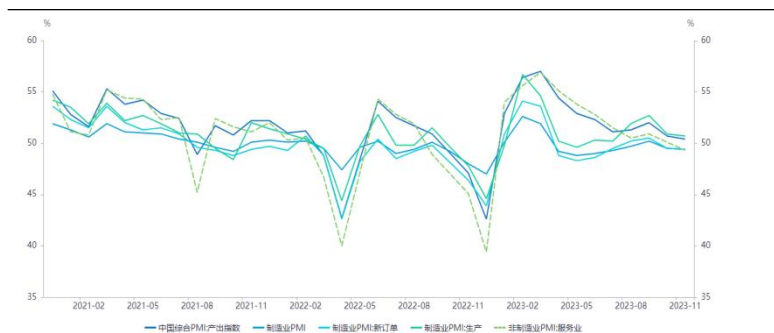
班轮公司合作与竞争的关系也密切影响供给端。随着马士基和地中海航运组成的 2M 联盟将在 2024 年底合约到期，而且不会再续约；达飞、中远海运、长荣海运、东方海外组成的 OCEAN 联盟将在 2027 年 4 月合约到期；赫伯罗特、ONE、阳明海运、韩新海运组成的 THE 联盟将在 2030 年 4 月合约到期。除此之外，全球运力榜单中两名之间的公司实力可能相去甚远，超越难度非常大，也不排除未来联盟解体后出现低价竞争、争取市场份额的可能。

四、需求端

1. 宏观经济

2023 年前三季度中国 GDP 分别同比增长 4.5%、6.3%、4.9%，前三季度 GDP 实际增速为 5.2%，经济修复情况弱于市场预期。中国 PMI 新订单指数在疫情结束后的一季度大幅扩张，随后重回收缩区间，连续 8 个月位于荣枯线下方。欧美为了应对高通胀压力而开始加息，限制了进口需求，对中国出口欧洲货量产生负面影响。

图 13 中国 PMI



数据来源：iFind

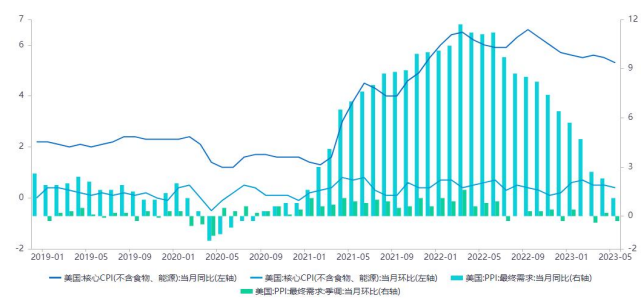
美国需求方面维持韧性，2023 年 1-11 月 ISM 制造业 PMI 变化幅度较小，均值 47，位于荣枯线下方。通胀压力小幅缓解，CPI 和核心 CPI 同比增速下降，但持续较长时间位于 4%，离美联储控制通胀在 2% 的目标仍有明显差距。预计美国 2024 年经济增长为 1.4%，较今年降低了约 1bp，美国经济降速已在今年第四季度开始，市场预期美国经济可能于明年一季度触底，主要原因包括劳动力市场的降温、信贷周期性的放缓和财政政策的紧缩，这也在一定程度上促使了美联储放缓加息节奏。

图 14 美国 PMI



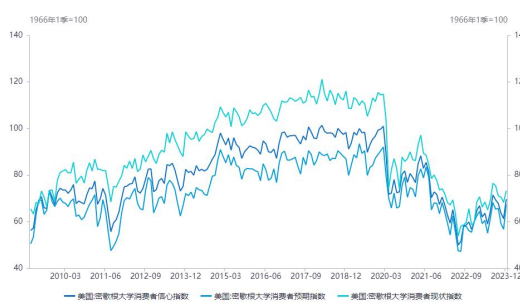
数据来源：iFind

图 15 美国 CPI 与 PPI



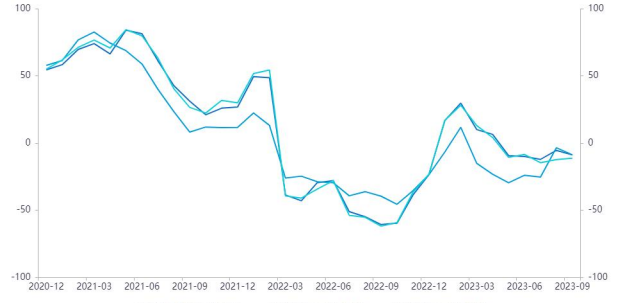
数据来源：iFind

图 16 美国密歇根大学消费者指数



数据来源：iFind

图 17 欧美经济景气指数



数据来源：iFind

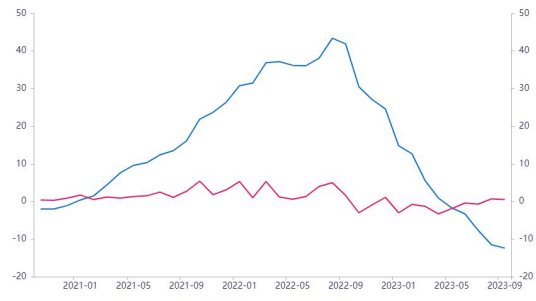
欧洲经济 2023 年总体上仍在衰退区间。2023 年第一、二、三季度欧元区 GDP 环比年增速分别为 0%、0.2% 和 -0.1%。欧元区制造业 PMI 今年 1-11 月均基本低于荣枯线之下。而服务业 PMI 因上半年基数较大，使得平均值略高于荣枯线 51.44，下半年欧元区服务业 PMI 长期处于收缩区间，经济景气度在低位徘徊。通胀方面的压力随着加息的停止得到了逐步缓解，欧洲央行政策再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别维持在 4.50%、4.75% 和 4.00%。

图 18 欧洲 PMI



数据来源：iFind

图 19 欧元区 PPI



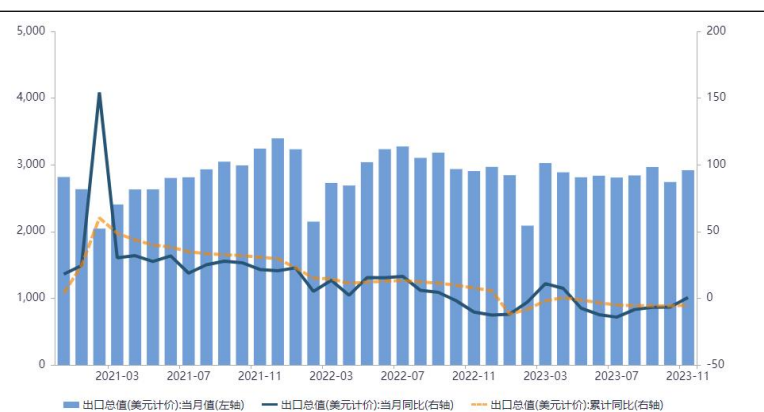
数据来源：iFind

2. 国际贸易

2023 年外贸需求不及预期，这一情形可能将持续到明年第二季度。2023 年 1-11 月我国出口 3.1 万亿美元，下降 5.2%，贸易顺差 7481 亿美元。进入 11 月后有好转迹象，出口金额共计 2919 亿美元，增长 0.5%。然而，中国对欧洲出口依然同比和环比双负增长，中国对欧盟出口贸易额为 383 亿美元，同比和环比分别减少 14.5% 和 0.8%；中国对英国出口贸易额录得 63 亿美元，同比和环比分别减少 4.1% 和 1.6%。

此外，集运货量统计数据上较去年仅有 1% 的降幅，整体货量仍处于较低水平，欧元区订单数量同样不容乐观，暂时没有中国出口欧洲需求反弹的迹象。

20 中国出口海外货物总值



数据来源：iFind

五、 展望

考虑到因疫情导致的运价非理性波动，2023 年集装箱运输市场是对 2019 年的延续，运价回落到正常水平。班轮公司虽然多次采取各类措施将运价抬高或保持稳定，但是持续时间非常有限，而在红海危机爆发后，运价开始成倍式增长，加之集运现货市场伴随春节前集中出货增加，以及红海危机爆发前班轮公司为长协的签订而挺价，多重因素叠加后，运价水平整体走强，第三轮运价提涨幅度较大，持续时间较长，红海方面的情况如果在两周内没有明显缓解，很有可能在明年一月出现再次的价格上涨。

整体上看，虽然供大于求的情形至少会持续到 2025 年初，欧洲经济复苏进程极为缓慢，但因地缘冲突导致的绕行会支撑明年一季度的盘面。红海危机这一因素被淡化后，集运指数（欧线）期货出现短期回调后保持高位震荡，回落到 900 点以下的概率不大，上行空间取决于欧盟碳税的影响、欧洲制造业补库和居民消费需求，以及支持航运产业政策的落地。

作为刚上市的新品种，需要时间逐步发展成熟，面对未来的欧洲航线供需面、海外宏观经济和地缘局势等不确定因素，投资者需要注意资金情绪可能受到扰动风险以及产业客户参与度的变化，把握好行情变化节奏，及时止盈止损，理性参与。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。