

## 负反馈主导但积极因素或有显现，钢矿期价下方空间或较有限

### 观点：

**钢材：**11 月来看，房地产疲弱、疫情散发及天气转冷仍或抑制钢材终端需求，钢厂面临的亏损压力有增无减，上述背景下钢厂主动减产动能或有所加强，此外，采暖季及“双碳”政策叠加终端需求持续疲弱下钢厂面临的被动减产压力也或有所增加，因而负反馈效应仍存发酵空间下钢材成本支撑坍塌仍或会拖累钢材期价。但与此同时，政策面蓄势待发以及海外主要经济体加息幅度可能会有变化均是潜在的相对利好，宏观氛围也可能边际转好（中国国务委员与美国国务卿通电话以及 11 月印尼将举办 G20 峰会），因而在通过主被动减产实现产业链品种价格新的动态平衡的同时，需求端可能的边际利好或会提振市场情绪，从而对钢材期价起到支撑作用，钢材期价下方空间或较有限。

操作方面，建议钢材生产企业和有库存的贸易商逐步放缓去库节奏，待钢材价格逐步跌至底部后在反弹的过程中择机去库；而库存水平较低存的贸易商和终端及下游采购企业可逐步加快采购节奏，或待钢价跌至底部的过程中择机建立买保持仓。投机者可逐步由逢高沽空思路转为区间思路对待，套利者可以 01-05 反套为主，均需注意止盈止损。

**铁矿：**11 月来看，尽管宏观氛围可能边际转好或提振铁矿市场情绪，但负反馈效应仍存发酵空间下铁矿需求仍或承压，叠加疫情散发、天气转冷、地产持续疲弱扰动终端需求，而四季度海外主流矿山发运量仍或有所回升以达到全年产运目标，因而铁矿港口库存累积风险不减，铁矿期价或承压运行。

操作方面，建议钢厂或库存水平较低的贸易商按需采购的同时可观察钢价及钢厂利润变化择机建立买保持仓；而库存水平较高的贸易商可逐步放缓去库节奏，待铁矿价格逐步跌至底部后在反弹的过程中择机去库。投机者可逐步由逢高沽空思路转为区间思路对待，套利者可尝试做多螺矿比或以 01-05 反套为主，均需注意止盈止损。

### 研发&投资咨询

马舍瑞夫

从业资格号：F3053076

投资咨询号：Z0015873

✉：masheruifu@cafut.cn

## 一、终端现实需求疲弱&负反馈发酵，钢矿期价 10 月以来大幅下挫

10 月以来，螺纹及热卷主力 2301 合约期价在十一假期后首个交易日上攻后便整体持续走弱，截至 10 月 31 日早盘发稿，螺纹及热卷 2301 合约破位下跌分别超 9.8% 和 9.3%，均跌向 3400 元/吨一线的 2020 年 5 月以来低位。一方面，尽管 9 月官方制造业 PMI 重回荣枯线上方显示制造业回暖，我国三季度经济也整体恢复向好，“二十大”召开前后政策面暖风劲吹下基建和地产利好政策频现，“金九银十”预期一度提振市场信心；但疫情散发、天气转冷仍扰动钢材终端现实成交，9 月全国房地产开发投资与房屋新开工面积同比降幅仍在扩大，钢厂亏损增多以及重磅会议举办背景下钢厂主被动减产现象增加，负反馈效应发酵下钢材成本支撑减弱，贸易商主动去库现象频发，拖累钢价进一步下行。另一方面，海外主要经济体仍采取或在年底前将采取大幅加息策略以应对历史性通胀，资金外流及海外经济衰退压力也抑制市场情绪。

图 1：螺纹钢期货主力连续合约日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

图 2：热卷期货主力连续合约日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

铁矿价格 10 月走势与钢材基本一致，在节后首日上涨后便一路下挫，截至 10 月 31 日早盘发稿，铁矿主力 2301 合约期价已下跌超 15.7%，创 2021 年 12 月以来新低。引发铁矿主力合约期价持续大幅走弱的原因除了有与钢材一致的疫情散发、天气转冷导致的终端成交偏弱，最新房地产投资及新开工数据同比降幅仍在扩大，钢厂亏损现象增多下负反馈效应发酵以及外围扰动增加等因素外，供应端总体宽松也是重要诱因，而在钢厂补库需求降低背景下仍处近年来高位的铁矿港口库存累积风险不减。

图 3：铁矿石期货主力连续合约日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

## 二、积极因素提振供需双弱或有改观，期价新动态平衡或逐步形成

### （一）、钢材：负反馈压力仍存但积极因素或有显现，钢材期价下方空间或较有限

#### 1、房地产利空持续但积极因素或有显现，钢材需求有望逐步走出最差阶段

10 月以来，钢材需求从现实和过往两个维度来看均疲态尽显。从现实来看，日均 15 万吨左右的建材成交仍在近年来的低位运行，螺纹及热卷消费量虽然一度出现环比回升，但整体看仍处于近年来的相对低位。从过往来看，尽管随着一系列重大项目加快推进与加速落地，9 月挖掘机销量、水泥产量同比增速也由负转正，基建投资发力加码，9 月制造业 PMI 也重回荣枯线之上；但 9 月全国房地产开发投资与房屋新开工面积同比降幅仍在扩大，十一假期期间头部房企销售数据也同样明显回落，房地产疲弱态势难改。

展望 11 月，较为确定的是房地产在“房住不炒”大背景以及人口周期因素影响下仍或托而不举、增量难现，疫情散发及天气转冷也同样钢材抑制终端需求。而在最新发布的我国 10 月官方制造业 PMI 再度跌至荣枯线下方，建筑业新订单指数为 48.9%也比上月下降 2.9 个百分点，制造业及我国经济恢复发展基础需进一步稳固的背景下，重磅会议结束后原本处于相对空窗期的政策面不排除会有提前发力可能，这在期货盘面上或有所体现，但我们认为这种可能和政策影响力更多的或会体现在 12 月中下旬的中央经济工作会议召开前后。

外围来看，以欧央行和美联储为代表的海外主要经济体央行年底前仍或大幅加息以应对历史性通胀，因而尽管已分别较 20 年和 14 年高位有所回落，但美元指数及美债收益率仍或高位运行，包括钢材在内的

全球大宗商品价格仍或承压。实际上美国 9 月通胀同比增幅已较此前高位有所回落，CME 美联储货币政策观察工具显示市场对于美联储在 11 月初加息 75 个基点将联邦基金利率上限抬升至 4% 之后，在 12 月中旬的年内最后一次议息会上的加息预期已降至 50 个基点。但我们看到剔除能源和食品之外的美国核心通胀仍为 40 年来高位，且最新公布的欧元区 10 月 CPI 初值同比上升 10.7%，续创历史新高，因而尽管加息幅度可能会有变化，对钢矿期价运行的负面影响可能也会有所趋弱，但美联储及欧央行年底前仍或持续加息下美元和欧元利率将维持高位，由此产生的资金外流及海外经济衰退压力仍或在一定程度上抑制钢材市场情绪。

由此来看，除了房地产对于钢材需求端的利空相对确定，政策面蓄势待发以及海外主要经济体加息幅度可能会有变化均是潜在的相对利好，尽管政策影响力更多的或会体现在 12 月中下旬的中央经济工作会议召开前后，且美联储及欧央行年底前仍或持续加息下美元和欧元利率将维持高位，由此产生的资金外流及海外经济衰退压力仍或在一定程度上抑制钢材市场情绪，但在上述相对利好以及宏观氛围可能边际转好（中国国务委员与美国国务卿通电话以及 11 月印尼将举办 G20 峰会）的背景下，11 月份可能就是钢材需求端逐步走出最差阶段的第一步。

图 4：螺纹消费量

单位：万吨

螺纹钢：消费量：中国（周）

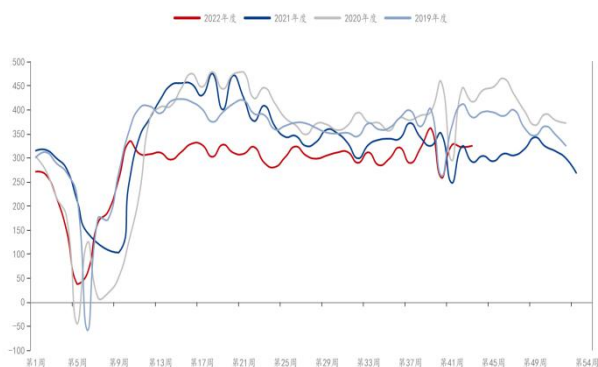
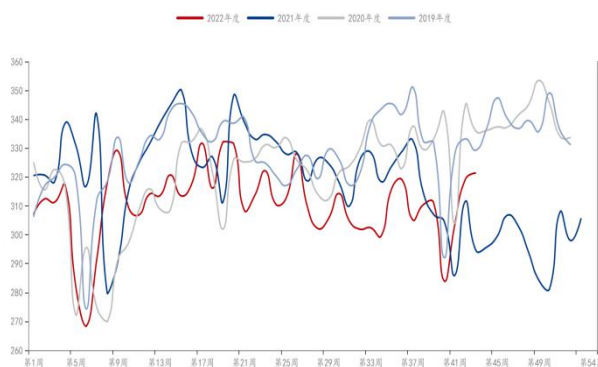


图 5：热卷消费量

单位：万吨

热轧板卷：消费量：中国（周）



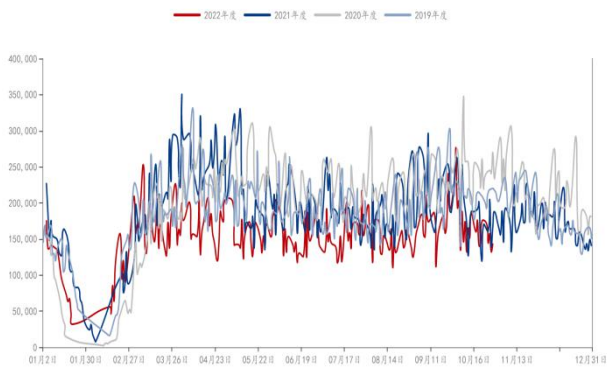


资料来源：钢联数据，长安期货

图 6：建材成交量

单位：吨

建筑用钢：成交量合计：中国：主流贸易商（日）



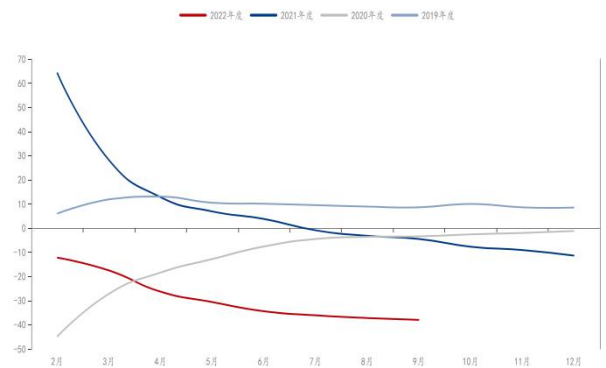
资料来源：钢联数据，长安期货

资料来源：钢联数据，长安期货

图 7：房企房屋新开工面积累计同比

单位：%

房地产开发企业：房屋：新开工面积累计同比：中国（月）

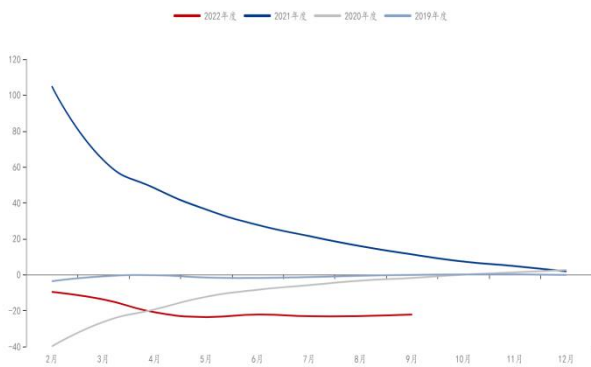


资料来源：钢联数据，长安期货

图 8：房企商品房销售面积累计同比

单位：%

房地产开发企业：商品房：销售面积累计同比：中国（月）

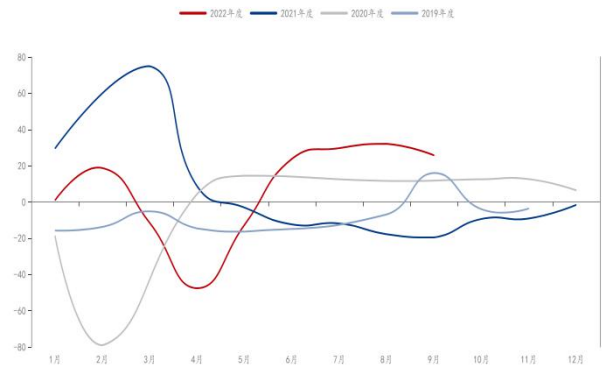


资料来源：钢联数据，长安期货

图 9：汽车销量同比

单位：%

汽车：销量同比：中国（月）

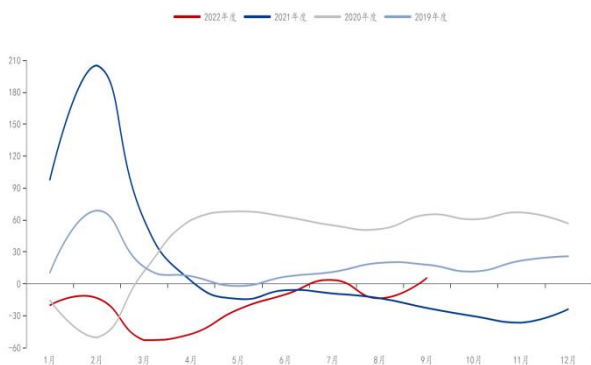


资料来源：钢联数据，长安期货

图 10：挖掘机销量同比

单位：%

中国：挖掘机：销量同比（月）

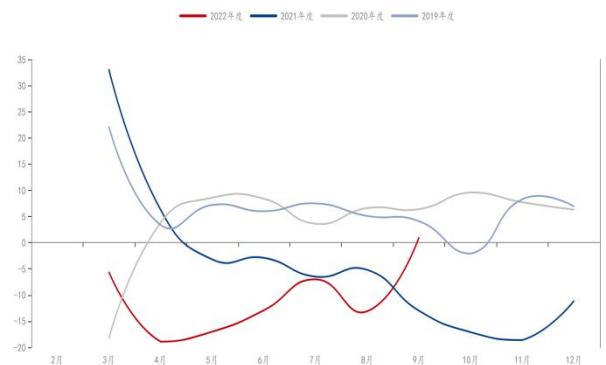


资料来源：钢联数据，长安期货

图 11：水泥产量同比

单位：%

统计局：中国：工业产品：产量同比：水泥（月）



资料来源：钢联数据，长安期货

## 2、亏损压力不减钢厂主被动减产增多，钢材供应端压力增大负反馈仍存发酵空间

10 月份 247 家钢企盈利率持续走低，目前已跌至不足 30%，热卷毛利及螺纹高炉和电炉利润也处于亏损区间。然而，除了从 10 月下旬开始由高位回落外，247 家钢企高炉产能利用率在大部分时间仍维持在 87%以上的年内高位，铁水产量也在同一阶段维持在 240 万吨之上，螺纹产量则维持在年内高位附近临近月末甚至有所抬升，热卷产量也出现了明显抬升，这些因素再叠加终端现实需求疲弱，这也加快和加大了 10 月钢材价格下跌的速度和幅度。此外，随着钢材价格的持续走弱，钢厂亏损范围也在不断扩大，由此引发的钢厂主动减产和更进一步减产的预期引发负反馈效应发酵，原料端成本支撑减弱拖累钢价进一步下跌。

展望 11 月，房地产疲弱、疫情散发及天气转冷仍或抑制钢材终端需求，钢厂面临的亏损压力有增无减，上述背景下钢厂主动减产动能或有所加强，此外，采暖季及“双碳”政策叠加终端需求持续疲弱下钢厂面临的被动减产压力也或有所增加，因而负反馈效应仍存发酵空间下钢材成本支撑坍塌仍或会拖累钢材期价。但与此同时，前述提到政策面蓄势待发以及海外主要经济体加息幅度可能会有变化均是潜在的相对利好，宏观氛围也可能边际转好（中国国务委员与美国国务卿通电话以及 11 月印尼将举办 G20 峰会），因而在通过主被动减产实现产业链品种价格新的动态平衡的同时，需求端可能的边际利好或会提振市场情绪，从而对钢材期价起到支撑作用。

图 12：247 家钢企盈利率

单位：%

247家钢铁企业：盈利率：中国（周）

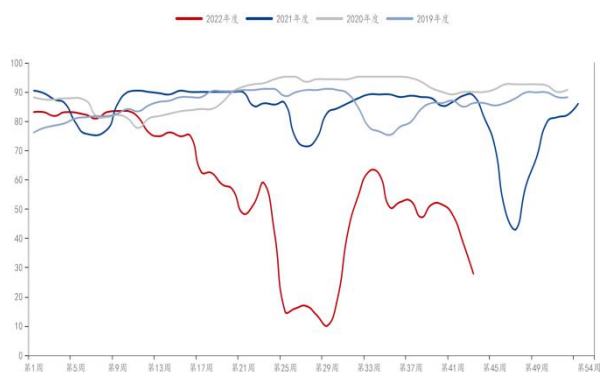


图 13：热卷毛利

单位：元/吨

热轧板卷：毛利：中国（日）



资料来源：钢联数据，长安期货

图 14：螺纹高炉利润

单位：元/吨

螺纹钢：高炉：利润：中国（日）



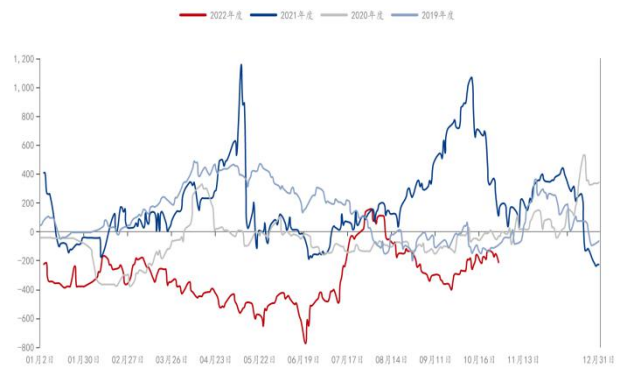
资料来源：钢联数据，长安期货

资料来源：钢联数据，长安期货

图 15：螺纹电炉利润

单位：元/吨

螺纹钢：电炉：利润（日）

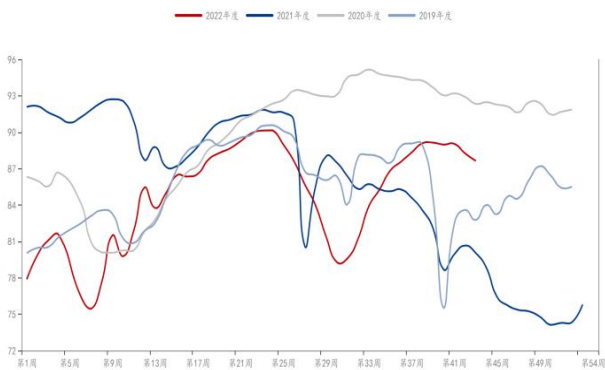


资料来源：钢联数据，长安期货

图 16：247 家钢企高炉产能利用率

单位：%

247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）

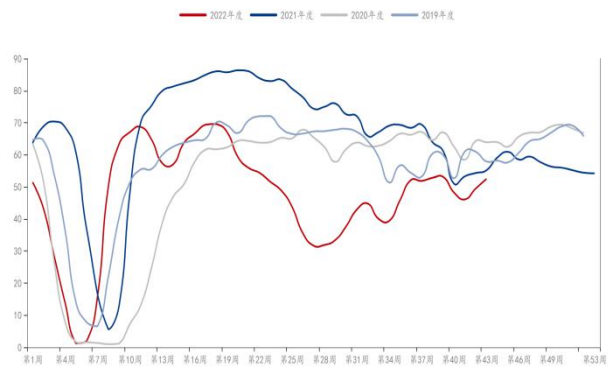


资料来源：钢联数据，长安期货

图 17：85 家独立电炉钢厂产能利用率

单位：%

85家独立电炉钢厂：产能利用率：中国（周）

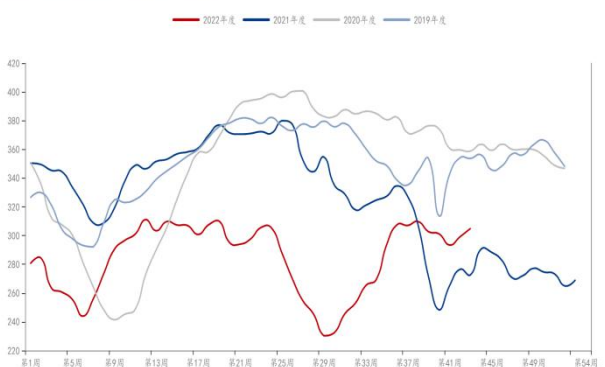


资料来源：钢联数据，长安期货

图 18：螺纹实际产量

单位：万吨

螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量：中国（周）

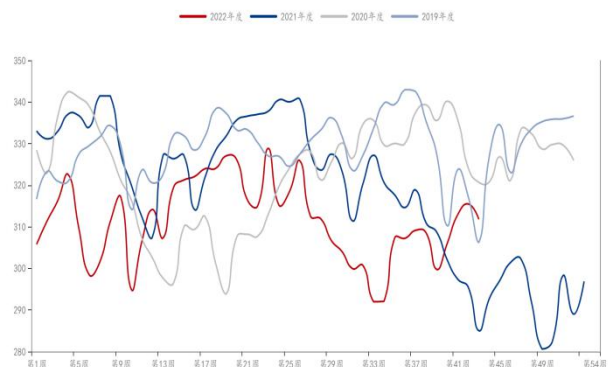


资料来源：钢联数据，长安期货

图 19：热卷实际产量

单位：万吨

热轧板卷：钢铁企业：实际产量：中国（周）



资料来源：钢联数据，长安期货

### 3、限产压力增大&宏观氛围或边际好转，钢材库存主动去化现象或有所改善

请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

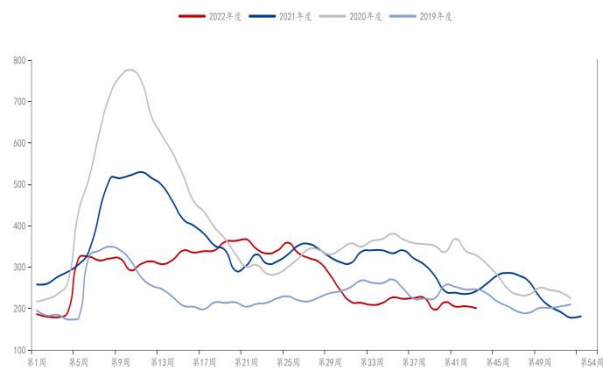
10月以来钢材库存整体低位运行，十一前后在预期和现实需求边际好转的背景下，钢材产量增加的同时钢材厂库及社库一度实现了被动的良性去化。但由于房地产持续疲弱、疫情散发、天气转冷及外围扰动仍抑制钢材终端需求，钢厂亏损增多下主动减产现象和预期增加，钢材厂库及社库出现了主动去化的非良性去库，因而即便钢材库存处于低位，但钢材价格仍持续走弱。

11月来看，前述利空因素仍或抑制钢材终端需求，钢材主被动限产压力或有所增大，在此过程中负反馈效应发酵仍或拖累钢材价格。但此前分析提到相对利好显现及宏观氛围也可能边际转好，因而在通过主被动减产实现产业链品种价格新的动态平衡的同时，需求端逐步走出最差阶段或对钢材期价起到支撑作用。整体来看，11月钢材库存仍或维持低位，但在投机需求可能触底反弹背景下，钢材库存主动去化现象或有所改善。

**图 20：螺纹钢厂内库存**

单位：万吨

建筑钢材钢铁企业：螺纹钢：厂内库存：中国（周）

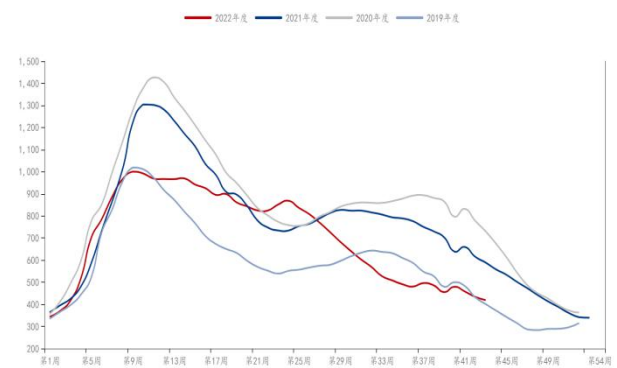


资料来源：钢联数据，长安期货

**图 21：螺纹钢社会库存**

单位：万吨

螺纹钢：35个城市：社会库存：中国（周）

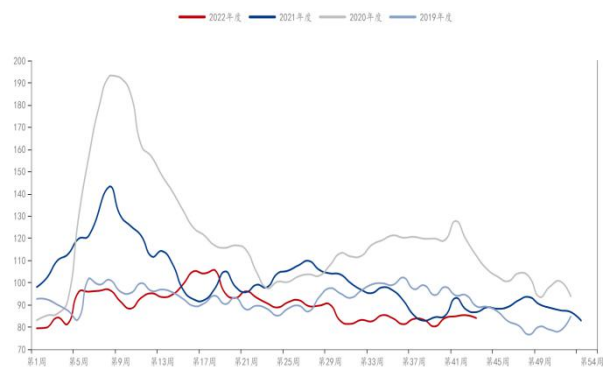


资料来源：钢联数据，长安期货

**图 22：热卷厂内库存**

单位：万吨

钢铁企业：热轧板卷：厂内库存：中国（周）

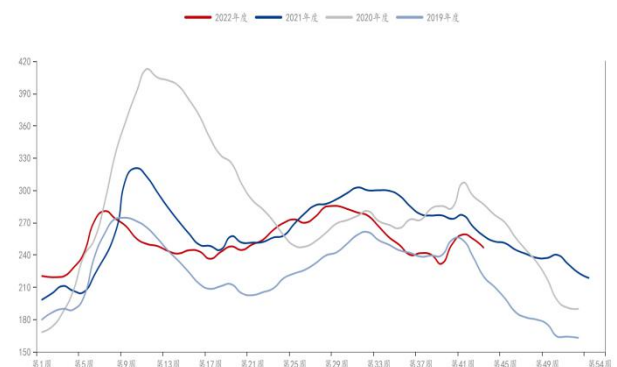


资料来源：钢联数据，长安期货

**图 23：热卷社会库存**

单位：万吨

热轧板卷：33个城市：社会库存：中国（周）



资料来源：钢联数据，长安期货



## (二)、铁矿：宏观氛围或有转暖但港口累库风险不减，铁矿期价或承压运行

### 1、终端需求疲弱但宏观氛围或有转暖，铁矿需求虽仍承压但市场情绪或有改善

10月以来，表征铁矿实际需求的三大指标铁矿日均疏港量、钢企日耗及钢厂日均铁水产量均由高位回落，一方面疫情散发、天气转冷以及房地产市场景气度仍旧低迷下的铁矿终端需求较为疲弱，另一方面钢厂普遍亏损、重磅会议召开以及采暖季临近下钢厂主被动限产现象增多，负反馈效应发酵也导致铁矿现实需求转弱。

11月来看，房地产疲弱、疫情散发及天气转冷仍或抑制铁矿终端需求，钢厂面临的亏损压力有增无减，钢厂主动减产动能或有所加强，此外，采暖季及“双碳”政策叠加终端需求持续疲弱下钢厂面临的被动减产压力也或有所增加，因而负反馈效应仍存发酵空间下铁矿需求仍或承压。但与此同时，政策面蓄势待发以及海外主要经济体加息幅度可能会有变化均是潜在的相对利好，宏观氛围也可能边际转好（中国国务委员与美国国务卿通电话以及11月印尼将举办G20峰会）或提振铁矿市场情绪。

图 24：我国 45 港铁矿日均疏港量

单位：万吨

铁矿：港口：日均疏港量合计：45个港口（周）

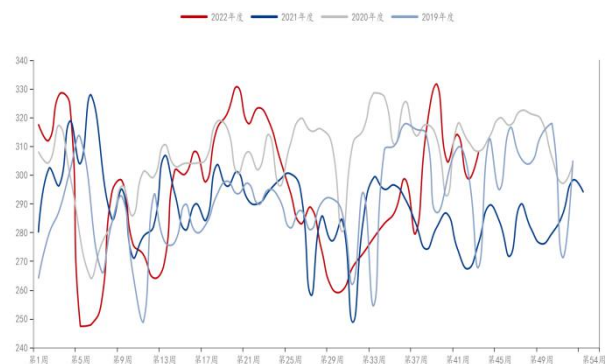
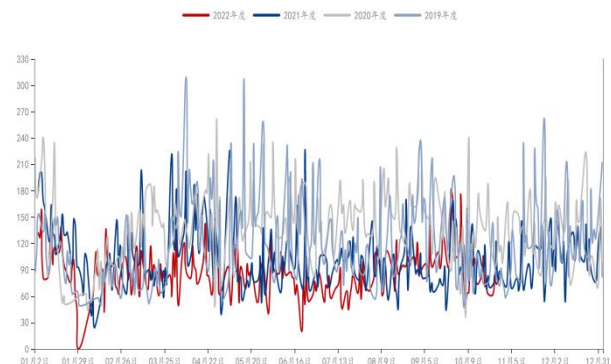


图 25：我国主要港口铁矿成交量

单位：万吨

铁矿：成交量合计：中国主要港口（日）



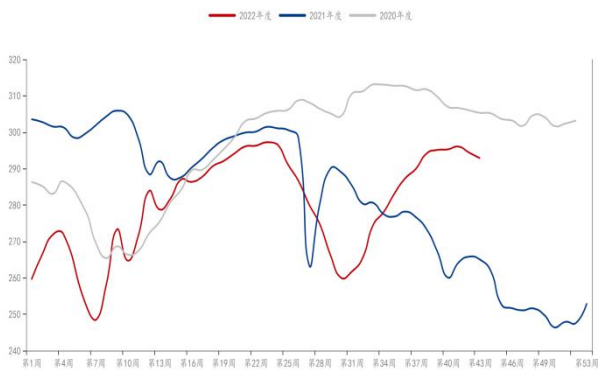
资料来源：钢联数据，长安期货

资料来源：钢联数据，长安期货

**图 26：247 家钢企铁矿日均消耗量**

单位：万吨

铁矿：进口：日均消耗量：247家钢铁企业（周）

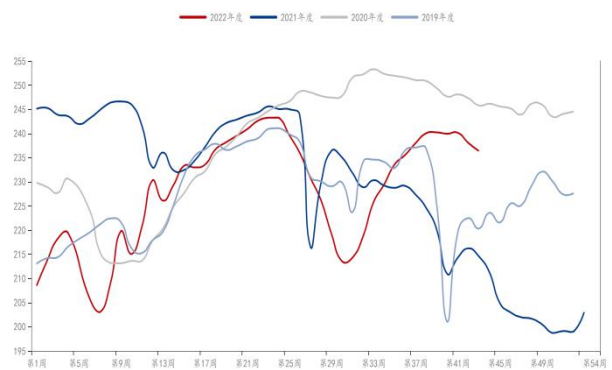


资料来源：钢联数据，长安期货

**图 27：247 家钢企铁水日均产量**

单位：万吨

247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）



资料来源：钢联数据，长安期货

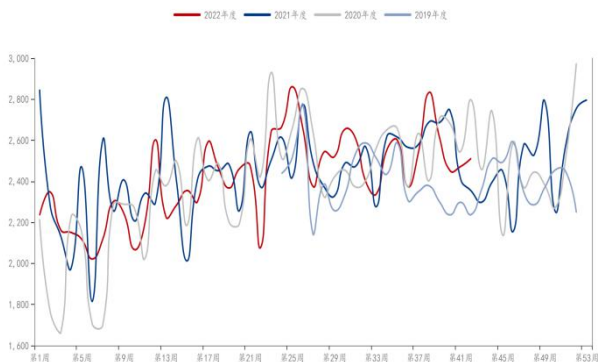
## 2、海外主流矿山发运量仍或有回升，铁矿供应总体仍或趋宽松

10 月以来，虽然南半球逐步进入夏季雨季增多下的天气因素及疫情等因素影响下铁矿到港波动频繁，但澳巴 19 港铁矿发出货量及 45 港铁矿到港量整体仍稳中有升。11 月来看，海外主流矿山相继发布三季报显示同环比产量均有增加，四季度海外主流矿山发运量仍或有所回升以达到全年产运目标，叠加其他非主流矿的投产，以及国产矿供应逐步增加的预期，铁矿供应总体仍或趋宽松。

**图 28：澳巴 19 港铁矿发出货量**

单位：万吨

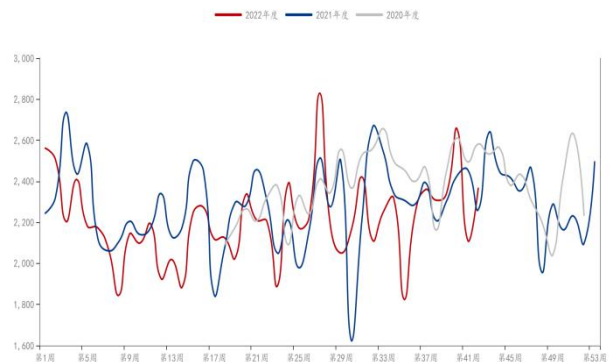
澳洲巴西铁矿石：发运量：19个港口（周）



**图 29：45 港铁矿到港量**

单位：万吨

铁矿：到港量：45个港口（周）



请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

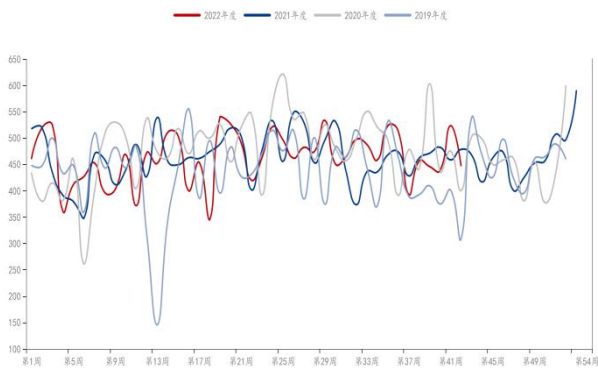
资料来源：钢联数据，长安期货

资料来源：钢联数据，长安期货

图 30：必和必拓到中国铁矿发货量

单位：万吨

铁矿：发货量：必和必拓—中国（周）

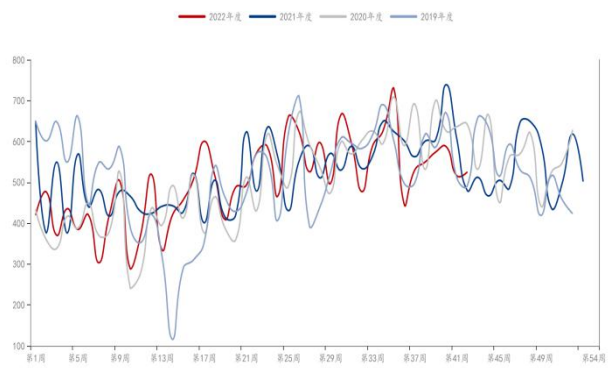


资料来源：钢联数据，长安期货

图 31：淡水河谷铁矿发货量

单位：万吨

铁矿：发货量：淡水河谷（周）



资料来源：钢联数据，长安期货

### 3、负反馈效应发酵空间仍存叠加供应整体宽松，铁矿港口库存累积风险不减

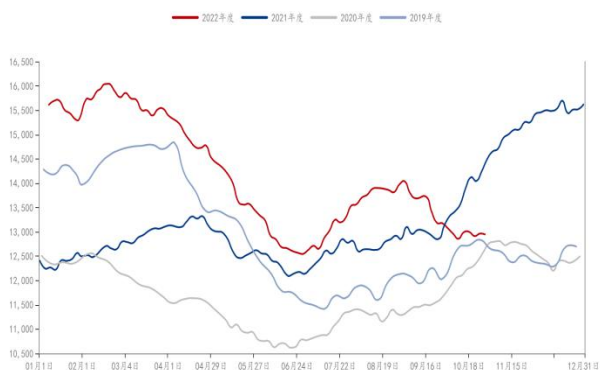
10 月份铁矿港口及钢厂库存整体均有去化，体现出了十一假期前后钢厂补库需求增加以及在需求边际改善和终端预期一度向好下铁矿库存出现了被动去库的良性去化。但随着预期被证伪以及成本端压力不减，钢厂亏损现象增多下出现减产，对铁矿补库需求趋弱，钢厂铁矿库存低位回升以及铁矿港口库存整体仍维持在相对高位更多的是反映出了下游现实需求较为疲弱。

11 月来看，尽管宏观氛围可能边际转好或提振铁矿市场情绪，但负反馈效应仍存发酵空间下铁矿需求仍或承压，叠加疫情散发、天气转冷、地产持续疲弱扰动终端需求，而四季度海外主流矿山发运量仍或有所回升以达到全年产运目标，因而铁矿港口库存累积风险不减。

图 32：45 港铁矿库存

单位：万吨

铁矿：港口：库存：45个港口（日）



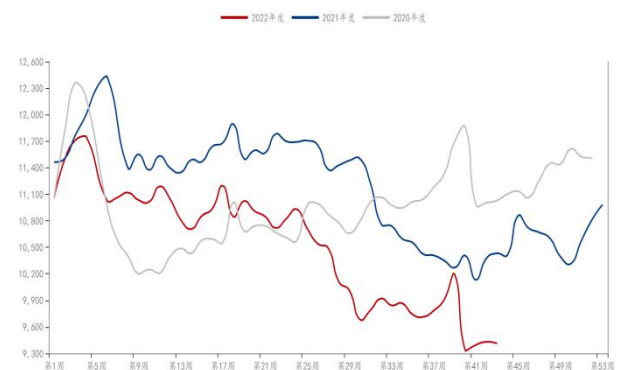
数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，长安期货

图 33：247 家钢企铁矿库存

单位：万吨

铁矿：港口：库存：247家钢铁企业（周）



数据来源：钢联数据

资料来源：钢联数据，长安期货

请务必阅读正文后的免责声明部分！

放心的选择 贴心的服务

### 三、负反馈主导但积极因素或有显现，钢矿期价下方空间或较有限

**钢材：**11月来看，房地产疲弱、疫情散发及天气转冷仍或抑制钢材终端需求，钢厂面临的亏损压力有增无减，上述背景下钢厂主动减产动能或有所加强，此外，采暖季及“双碳”政策叠加终端需求持续疲弱下钢厂面临的被动减产压力也或有所增加，因而负反馈效应仍存发酵空间下钢材成本支撑坍塌仍或会拖累钢材期价。但与此同时，政策面蓄势待发以及海外主要经济体加息幅度可能会有变化均是潜在的相对利好，宏观氛围也可能边际转好（中国国务委员与美国国务卿通电话以及11月印尼将举办G20峰会），因而在通过主被动减产实现产业链品种价格新的动态平衡的同时，需求端可能的边际利好或会提振市场情绪，从而对钢材期价起到支撑作用，**钢材期价下方空间或较有限。**

操作方面，**建议钢材生产企业和有库存的贸易商逐步放缓去库节奏，待钢材价格逐步跌至底部后在反弹的过程中择机去库；而库存水平较低的贸易商和终端及下游采购企业可逐步加快采购节奏，或待钢价跌至底部的过程中择机建立买保持仓。投机者可逐步由逢高沽空思路转为区间思路对待，套利者可以01-05反套为主，均需注意止盈止损。**

**铁矿：**11月来看，尽管宏观氛围可能边际转好或提振铁矿市场情绪，但负反馈效应仍存发酵空间下铁矿需求仍或承压，叠加疫情散发、天气转冷、地产持续疲弱扰动终端需求，而四季度海外主流矿山发运量仍或有所回升以达到全年产运目标，因而铁矿港口库存累积风险不减，**铁矿期价或承压运行。**

操作方面，**建议钢厂或库存水平较低的贸易商按需采购的同时可观察钢价及钢厂利润变化择机建立买保持仓；而库存水平较高的贸易商可逐步放缓去库节奏，待铁矿价格逐步跌至底部后在反弹的过程中择机去库。投机者可逐步由逢高沽空思路转为区间思路对待，套利者可尝试做多螺矿比或以01-05反套为主，均需注意止盈止损。**



## 免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**长安期货各分支机构及事业部****江苏分公司**

地址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307  
电 话：0519-85185598

**福建分公司**

地址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号  
新景中心 B 栋 1007、1008 室  
电话：0592-2231936  
传真：0592-2231936

**西北分公司**

地址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号  
长和国际 E 座 1501 室  
电话：029-89824970  
传真：029-89824970

**郑州营业部**

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）商  
务外环路 30 号期货大厦 1302 室  
电 话：0371-86676962  
传 真：0371-86676963

**淄博营业部**

地址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号  
颐和大厦 B 座 501 室  
电 话：0533-6270009  
传 真：0533-6270009

**西安和平路营业部**

地址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
707 室  
电话：029-87206175  
传真：029-87206175

**农产品事业部**

地址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
708 室  
电 话：029-87206176  
传 真：029-87206176

**山东分公司**

地址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号  
电话：0535-6957657  
传真：0535-6957657

**陕西分公司**

地址：陕西省西安市曲江新区雁展路 1111 号莱安  
中心 T6-1905 号  
电 话：029-89557321

**上海营业部**

地址：上海市杨浦区大连路 558、668 号 A 座 16  
层 05 号  
电话：021-65688722  
传真：021-60446926

**宝鸡营业部**

地址：宝鸡市渭滨区高新大道 55 号院 7 幢 2 座 12  
层 02 号  
电 话：0917-3536626  
传 真：0917-3535371

**高新营业部**

地址：西安市高新区唐延路 11 号禾盛京广中心 B  
座 7 楼 703-2 室  
电 话：029-88825315, 029-88825325

**能源化工事业部**

地址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
708 室  
电话：029-87206172  
传真：029-87206172

**金属事业部**

地址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层  
718 室  
电 话：029-87380130