

宝城期货研究所

黑色研究团队

涂伟华

tuweihua@bcqhgs.com

期货从业资格证号:

F3060359

投资咨询资格证号:

Z0011688

阮俊涛

期货从业资格证号:

F03088116

政策扰动 VS 供需回归

摘要

钢材篇：双碳目标与能耗双控政策下钢市控产政策会延续，粗钢产量难有增量，低供应继续给予钢价支撑，但因限产政策扰动平稳，供应主导钢价运行逻辑将减弱，市场更加关注需求端，2022 年钢材需求下行且行业延续分化，且板材需求表现会好于建材。整体来看，2022 年钢市延续供需双弱格局，钢价波动收敛，且价格重心会下移，但得益于财政前置和地产边际向好，春季钢材需求或迎来改善，支撑钢价维持相对高位，节奏上钢价会呈现出前高后低。

矿石篇：海外需求平稳，矿石需求变动仍看国内，高利润钢厂复产带来需求短期改善，但采暖季限产抑制下难言乐观，而中期需求由政策主导，国内控产政策会延续，而废钢替代效应增强，预计矿石需求减量近 4000 万吨。相反，全球主流矿商供应存有增量，国产矿产量平稳，而非主流矿迎来减量，全年铁矿供应增加 2500 万吨。总之，当前价格下铁矿供需明显过剩，且国内矿石库存高位，宽松格局下矿价易承压下行，振荡寻底测试成本支撑，直至非主流减产带来供需格局改善。

煤焦篇：在双碳及冬奥会限产要求下，煤焦需求难有改善，供应端走势将是决定明年煤焦价格的关键因素。目前来看，一方面国内煤矿产能已大量释放，明年焦煤产量仍有保障；另一方面，疫情下蒙古国集装箱货运模式取得成功，未来蒙煤进口会有较大的增量空间。总之，预计明年焦煤基本面走弱，而焦炭大概率延续供需双弱格局，同时随着成本支撑减弱，焦炭重心继续向下，直至冬奥会结束，钢厂复产或使煤焦阶段性反弹。

目录

钢材篇：供应托底，需求主导方向

一、2021 年钢价走势回顾	7
二、钢材供给分析	11
1、压减政策效果显现，粗钢产量同比迎减量	11
2、控产政策会延续，供应利好支撑钢价	14
三、钢铁需求分析	17
1、钢材需求上、下半年表现迥异	17
2、钢材出口政策迎调整，未来增量有限	20
3、下游需求分化	21
3.1、地产用钢需求隐忧未解	22
3.2、稳增长预期下财政将前置，基建用钢投资迎增长	26
3.3、国内制造业复苏 VS 出口下滑	27
四、后市展望	28

矿石篇：供需过剩 VS 成本支撑，矿价振荡探底

一、2021 年矿价走势回顾	29
二、铁矿石需求分析	32
1、压减政策严格执行，矿石内需迎来骤减	32
2、短期需求环比改善，但中期由政策主导	34
三、铁矿石供给分析	37
1、澳洲主流矿商：表现各异，未来有增量	37
2、巴西矿商：VALE 产能恢复带来增量	39
3、非主流矿：供应减量显现	41
4、国产矿：供应不及预期	42
四、矿价下行测试成本支撑	43
五、后市展望	45

煤焦篇：供需缺口消弭，煤焦繁华褪却

一、价格走势分析	46
1、焦煤、焦炭期货价格	46
2、盘面焦化利润	47
3、焦炭现货价格	48
4、焦企生产利润	49

5、焦煤现货价格	50
6、焦煤、焦炭基差	51
二、库存分析	52
1、焦炭库存	52
2、焦煤库存	53
三、供应端分析	55
1、焦炭供给分析	55
2、焦煤供应分析	56
四、需求端分析	60
1、焦炭需求分析	60
2、焦煤需求分析	61
五、后市展望	62
■ 分析师简介:	63

图表目录

图 1、螺纹钢期货指数日 K 线	7
图 2、热轧卷板期货指数日 K 线	7
图 3、螺纹钢现货价格走势（上海，HRB400，20mm）	9
图 4、全国主要城市螺纹钢（HRB400，20MM）价格年度变化	9
图 5、热轧卷板现货价格走势（上海，4.75mm）	10
图 6、全国主要城市热轧卷板（4.75mm）价格年度变化	10
图 7、上海地区主要钢材品种价格走势和年度变化	11
图 8、唐山钢厂生产情况	12
图 9、统计局和中钢协日均粗钢产量	12
图 10、全国粗钢产量变化	12
图 11、螺纹钢和热轧卷板月度产量	13
图 12、钢材五大品种产量同比变化	13
图 13、螺纹钢长、短流程周产量	13
图 14、工业中各行业碳排放情况	14
图 15、2020-2025 年钢铁行业产能置换情况	15
图 16、钢铁采暖季限产影响分析	15
图 17、2021 年新增电炉投产明细	16
图 18、主要钢材品种吨钢利润情况	16
图 19、五大钢材品种表观需求量	17
图 20、建筑钢材和板材月度表需量	17
图 21、钢联五大钢材品种需求同比变化	18
图 22、螺纹钢周度表需和贸易商建筑钢材成交量	19
图 23、螺纹钢月度表需和建筑钢材成交月均值	19
图 24、热轧卷板周度表需量	20
图 25、热轧卷板相关品种价差	20
图 26、钢材出口当月值和累计量	21
图 27、国内钢材净出口量	21
图 28、2021 年制造业出口情况	21
图 29、2020 年钢材下游需求占比情况	22
图 30、房地产开发情况	22
图 31、商品房销售面积变化	23
图 32、土地购置面积变化	23

图 33、房企开发资金变化.....	24
图 34、房屋新开工面积情况.....	25
图 35、100 大城市土地成交情况	25
图 36、房企开发资金与商品房销售额.....	25
图 37、基建投资情况.....	26
图 38、国内专项债发行情况.....	26
图 39、制造业主要分项投资情况.....	27
图 40、铁矿石期货指数日 K 线.....	29
图 41、普氏铁矿石价格指数（62%FE，CFR）	30
图 42、青岛港主要澳矿、巴西矿价格走势.....	30
图 43、铁矿石品种价差.....	31
图 44、内外矿价差.....	31
图 45、青岛港最便宜交割品价格走势.....	31
图 46、全国生铁日均产量和同比变化.....	33
图 47、钢联 247 家钢厂日均铁水产量.....	33
图 48、全球生铁日均产量（剔除中国大陆）	33
图 49、钢联 247 家钢厂生产情况.....	34
图 50、统计局粗钢累计产量和同比.....	35
图 51、各地能耗双控目标与完成情况晴雨表.....	35
图 52、废钢与铁水价差.....	36
图 53、生铁产量与粗钢产量比值.....	36
图 54、全球生铁产量当月同比变化.....	37
图 55、力拓铁矿石季度产量.....	38
图 56、力拓发运情况.....	38
图 57、必和必拓铁矿石季度产量.....	38
图 58、必和必拓发运情况.....	39
图 59、FMG 铁矿石季度产量	39
图 60、FMG 发运情况	39
图 61、淡水河谷铁矿石季度产量.....	40
图 62、淡水河谷发运情况.....	40
图 63、CSN 发运情况	41
图 64、我国铁矿石进口量与非澳巴矿占比.....	41
图 65、非澳巴矿到货和发运情况.....	42
图 66、全国 332 家矿山企业铁精粉产量.....	42
图 67、国内矿山生产情况.....	43

图 68、黑色金属矿采选业固定资产投资	43
图 69、黑色金属矿采选业固定资产投资	44
图 70、全球铁矿石成本曲线	44
图 71、铁矿石海运费走势	44
图 72、焦炭期货价格走势	46
图 73、焦煤期货价格走势	47
图 74、盘面焦化利润	47
图 75、主要品种焦炭价格概况	48
图 76、焦炭现货价格走势	49
图 77、焦化厂、钢厂盈利情况	49
图 78、主要品种焦煤价格概况	50
图 79、焦煤现货价格走势	51
图 80、焦煤焦炭基差季节性	52
图 81、焦炭库存情况	53
图 82、焦煤总库存情况	54
图 83、产业链各环节焦煤库存情况	54
图 84、焦炭产量情况	55
图 85、煤矿产能变化情况	56
图 86、炼焦煤当月产量走势图	57
图 87、110 家洗煤厂数据	57
图 88、全国炼焦煤进口情况	58
图 89、焦煤 1-10 月主要进口国进口情况	58
图 90、蒙煤进口情况	59
图 91、俄罗斯煤进口情况	59
图 92、2022 年焦炭需求预测	60
图 93、钢厂当月产量走势图	61
图 94、2022 年焦煤需求预测	61
图 95、焦化厂开工情况	62

钢材篇：供应托底，需求主导方向

一、2021 年钢价走势回顾

图 1、螺纹钢期货指数日 K 线



数据来源：博易大师 宝城期货金融研究所

图 2、热轧卷板期货指数日 K 线



数据来源：博易大师 宝城期货金融研究所

2021 年钢材期价跌宕起伏，波动幅度远超往年，且运行逻辑在基本面与政策端来回切换，全年行情走势大致可分为五个阶段。

第一阶段：年初-5 月中旬之前，受益于全球流动性宽松与经济复苏推动大宗商品集体上行，而钢材自身基本面良好，更是领涨国内商品，其中“碳中和”和压减粗钢产量政策预期下供应端利好不断发酵，而终端需求表现同样强劲，叠加原料端强势，多因素共同驱动钢价不断上行，螺纹钢和热轧卷板期价不断刷新期货上市以来价格新高，两者期货指数最高分别涨至 6191 元/吨、6718 元/吨。

第二阶段：5月中、下旬。钢价大幅上行导致下游生产困难，同时也引发高层持续关注。4月8日，金融委刘鹤总理率先提示要关注大宗商品价格走势，4月12日李克强总理在国常会上指出国际大宗商品涨价给企业带来成本上升压力，要求加强原料市场等调节。不过，五一假期结束，受益于终端集中补库，黑色金属情绪亢奋，在基本面无明显变化情况钢价短短几个交易日上涨1000元以上，快速拉涨再度引发高层关注，5月12日国常会克强总理要求做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响；19日国常会提出做好大宗商品保供稳价工作，保持经济平稳运行，期间央行、发改委、统计局等机构提示大宗商品涨价风险，交易所提示相关期货品种风险。正是源于政策持续打压，5月中旬后黑色金属开启集体下行，钢材期价短短两周时间回吐上半年大部分涨幅，螺纹钢和热轧卷板期货指数最低跌至4617元/吨、4939元/吨，较前期高点回落1574元/吨和1779元/吨，双双跌至3月唐山限产前水平。

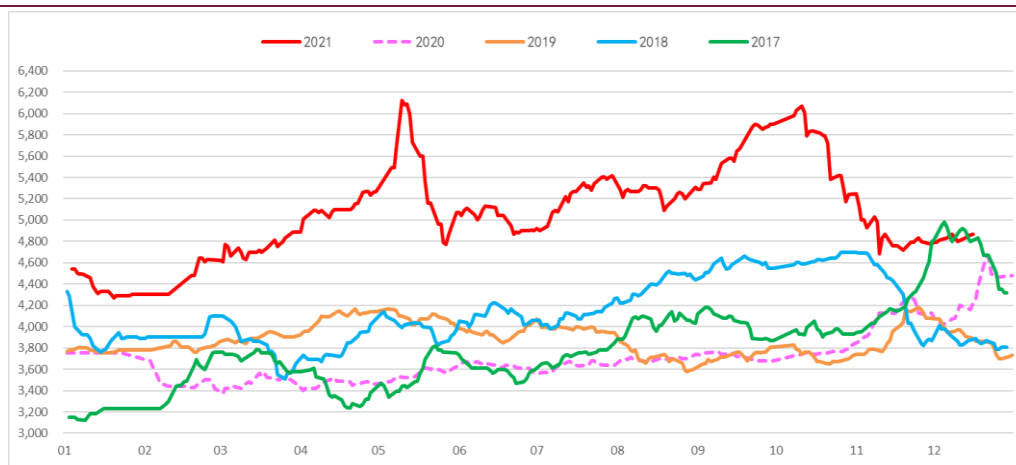
第三阶段：6月-国庆前。钢价快速下跌之后，政策利空冲击消退，市场运行逻辑重回基本面，供应实质性减量使得钢市迎来阶段性供需错配，5月下旬钢价开启震荡上行走势。钢价快速下跌导致钢厂亏损，同时建党百年庆典以及压减粗钢产量政策执行，钢材供应迎来实质性减量，期间虽有政策端扰动（非运动性减碳），但主要品种产量同比减量显著，相反需求减量有限，降幅要低于供应，而金九旺季需求环比改善，而能耗双控下钢厂停产加剧，钢市出现阶段性供需错配，继而钢价呈现出震荡上行局面。期间螺纹钢和热轧卷板期货指数最高涨至5810元/吨、6161元/吨，逼近5月初高点。

第四阶段：国庆节后至11月中旬。国庆后政策利空风险再度上演，政策严控下煤炭价格依旧强势上涨，国家保供稳价手段不断加严，直接提出将利用价格法来进行干预，同时发改委、公安部、交易所等部门通力合作，为此动力煤期价迎来快速下跌，期间一度出现连续三板跌停情况。煤价急速下跌引发市场恐慌，大宗商品集体下行，而黑色金属与煤化工相关期货品种跌幅最大，其中螺纹钢和热轧卷板主力合约价格在4个交易日跌幅超过720元，纷纷创下6月中旬以来价格新低。与此同时，拉闸限电对国内经济同样形成冲击，宏观经济数据下行压力显现，其中地产投资和销售超预期下滑，尤其恒大事件以及房地产税冲击，黑色矛盾进一步加剧，钢材期价延续弱势下行，螺纹钢和热轧卷板期货指数最低分别跌至3893元/吨、4116元/吨，较10月高点分别下降1917元/吨、2045元/吨。

第五阶段：11月中旬-当前。临近年末市场预期再度向好，强预期驱动淡季钢价走强。9月底央行货币政策委员会提出“两个维护”以来，地产“政策底”开始隐现；10月经多重中央级别的政策调整，以及地方上部分区域涉房信贷调节、三轮土拍政策放松、预售资金监管制度放松等多重确认，房地产“政策底”基本确认，同时央行降准、年度经济工作会议上稳增长要求，前期悲观情绪迎来扭转，淡季钢价有所走强。不过，钢市基本面依旧偏弱，低供应格局给予钢价支撑，但高利润利好效应减弱，相反需求季节性走弱显著，需求下行承压钢价，强预期与弱现实博弈下钢价震荡上行。截至12月17日，螺纹钢和热轧卷

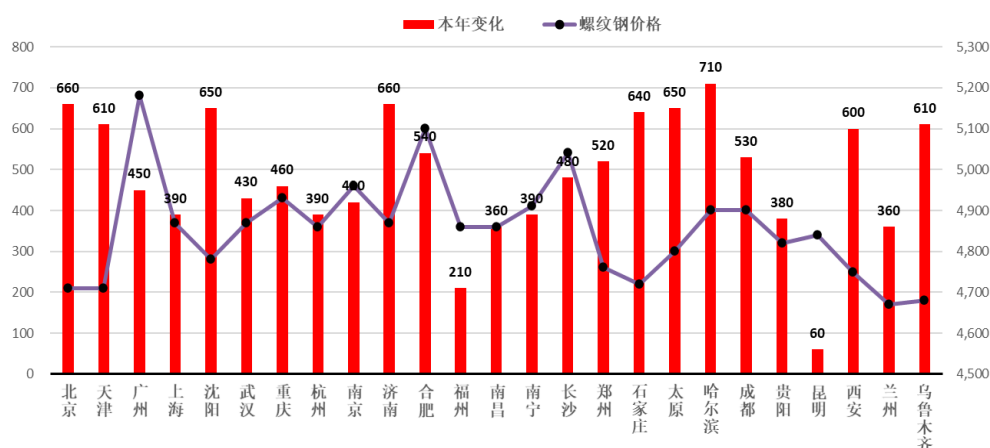
板期货指数分别收于 4483 元/吨、4684 元/吨，低位反弹幅度分别为 15.2%、13.8%，全年涨幅仅为 2.66%、2.99%。

图 3、螺纹钢现货价格走势（上海，HRB400，20mm）



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 4、全国主要城市螺纹钢（HRB400，20MM）价格年度变化

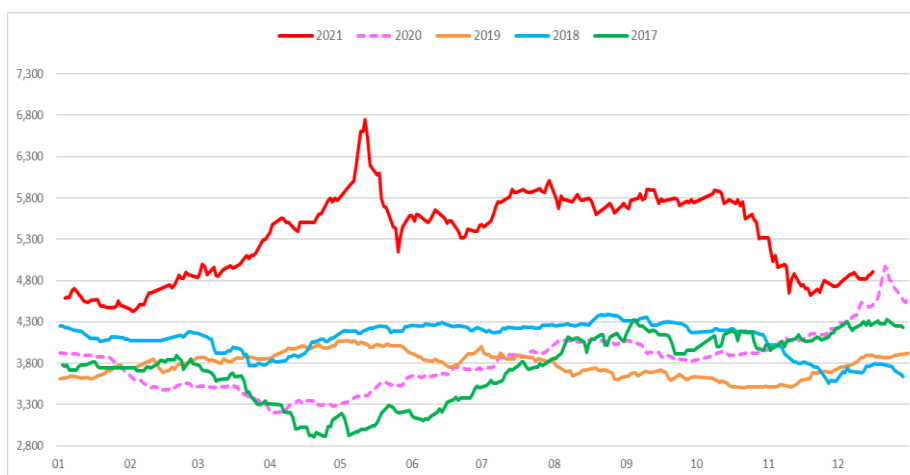


数据来源：wind 宝城期货金融研究所

与螺纹期价走势类似，5 月中旬之前螺纹现货价格强势上涨，上海地区螺纹钢（HRB400, 20mm）最高涨至 6120 元/吨，刷新历史价格新高；随后政策扰动下钢价快速下行，最低跌至 4770 元/吨，半个月时间钢价跌幅高达 1350 元/吨，历史罕见。6、7 月市场逐步消化政策利空影响，现货价格震荡运行为主，但随后供应利好再度发酵，各地开始真正执行压减粗钢产量政策，叠加限电对电炉钢厂冲击，螺纹钢供应迎来实质性减量，相反金九旺季钢材需求表现相对较好，现货价格再度走强，现货价格最高涨至 6070 元，直逼 5 月中旬高位。然而，国庆归来后钢价再度开启节后快速下跌模式，一个月时间现货价格下跌 1390 元/吨，下跌原因则是政策调控引发煤炭价格暴跌，叠加地产风险爆发，市场极度恐慌，贸易商多以主动降价去库为主。现阶段，受益于宏观利好预期，11 月中旬螺纹钢期货有所走强，但基本面弱势格局下，现货跟涨有限，表现为震荡运

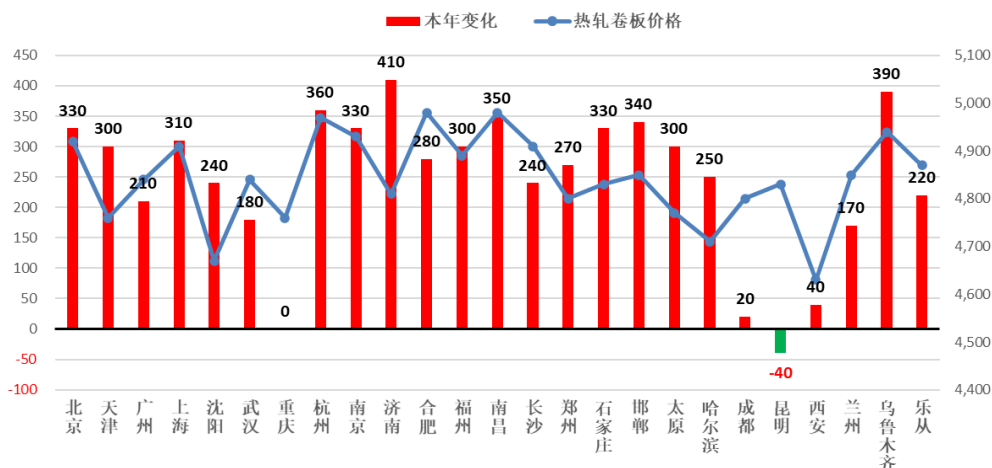
行格局，走势弱于期价。截至 12 月 17 日，上海地区螺纹钢（HRB400, 20mm）现货价格收于 4900 元/吨，较上年末值上涨 420 元，涨幅为 9.38%。

图 5、热轧卷板现货价格走势（上海，4.75mm）



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

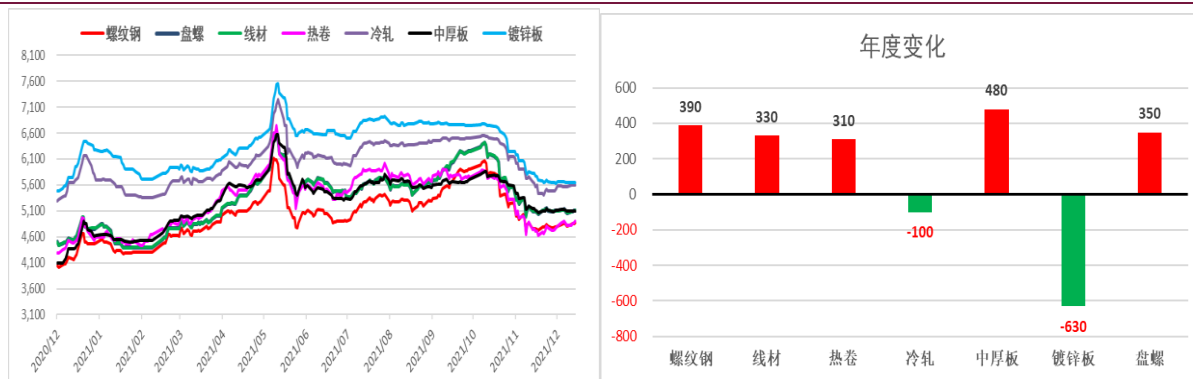
图 6、全国主要城市热轧卷板（4.75mm）价格年度变化



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

热轧卷板现货上半年走势与建筑钢材类似，5 月中旬之前强势上涨，上海热轧卷板（4.75mm）最高涨至 6750 元/吨，同样是刷新价格新高，随后政策抑制下也开启下跌，回吐前期大部分涨幅。不过，后续走势与螺纹有所不同，6-8 月受益于供应收缩利好，现货价格震荡走高，但金九旺季期间因限电冲击热卷下游行业，供需双弱格局下热卷价格长期震荡运行。国庆之后政策风险再袭，热卷现货价格继续承压下行，跌幅显著，直至 11 月中旬开始止跌。截至 12 月 17 日，上海热轧卷板（4.75mm）现货价格收于 4940 元/吨，年度涨幅为 7.39%。

图 7、上海地区主要钢材品种价格走势和年度变化



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

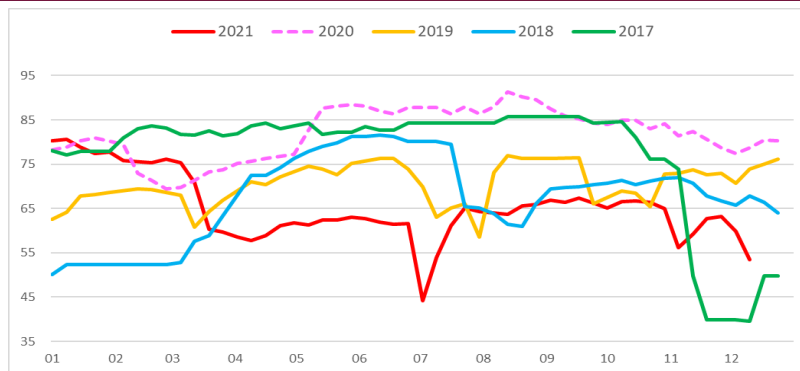
2021 年钢价走势可谓大起大落,波动幅度历史罕见,而市场运行逻辑也是在基本面与政策端来回切换。上半年国内外因素共同驱动钢材期现价格上行,不断刷新历史新高,而高钢价也引发下游生产困难,保供稳价政策陆续出台,政策抑制下钢价 5 月中旬快速下跌。下半年供应利好逐步兑现,供需错配下钢价触底回升,但国庆假期结束后政策风险再袭,煤炭暴跌叠加地产风险爆发,市场恐慌情绪蔓延,钢价再度暴跌,全年涨幅有限。展望 2022 年钢市,双碳目标与能耗双控政策下钢市控产政策会延续,粗钢产量难有增量,低供应继续给予钢价支撑,但因限产政策扰动平稳,供应主导钢价运行逻辑将减弱,市场更加关注需求端,2022 年钢材需求下行且行业延续分化,且板材需求表现会好于建材。整体来看,2022 年钢市延续供需双弱格局,钢价波动收敛,且价格重心会下移,但得益于财政前置和地产边际向好,春季钢材需求或迎来改善,支撑钢价维持相对高位,节奏上钢价会呈现出前高后低。

二、钢材供给分析

1、压减政策效果显现,粗钢产量同比迎减量

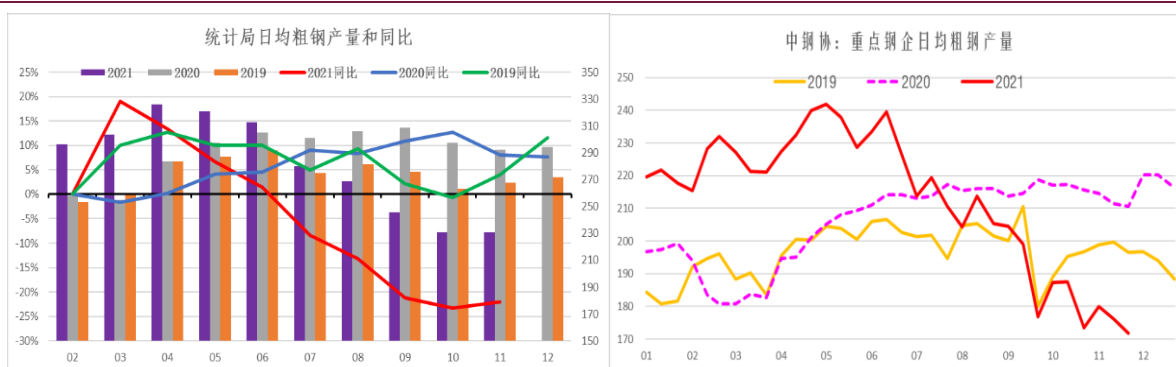
2021 年是“十四五”开局之年,也是双碳政策的元年,钢铁行业属高能耗,高排放行业,减碳调控政策频繁。自从 2020 年 12 月工信部明确要求压减粗钢产量,相关调控政策不断出台,供应扰动贯穿全年,但是纵观全年钢材产量变化,上半年多为区域性限产,尤以唐山钢厂限产最为明显,但并未带来钢材产量下降,相反高利润下非限产区域钢厂积极增产,全国粗钢月度产量更是刷新历史新高,直至下半年江苏、安徽等省陆续出台要求平控全年粗钢产量文件,压减政策在进入实质性阶段,且大型钢厂率先控产,叠加能耗双控影响,国内粗钢产量开始显著下降,压减政策效果显现。

图 8、唐山钢厂生产情况



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

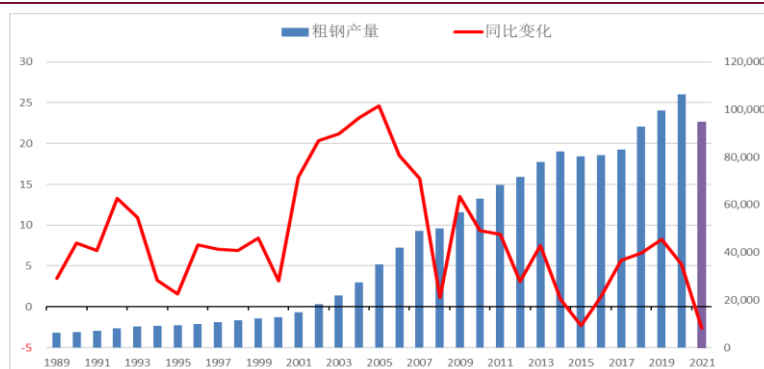
图 9、统计局和中钢协日均粗钢产量



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

压减政策执行严格, 全国粗钢产量迎来同比减量。统计局数据显示, 1-11 月我国粗钢产量为 9.46 亿吨, 同比减量 1479.80 万吨, 降幅为 2.60%, 全年减量超 4500 万吨, 自 2015 年以来粗钢产量再次出现同比下降情况。此外, 2021 年 4 月日均粗钢产量为 326.17 万吨, 刷新单月历史新高, 而 10 月日均粗钢产量降至 203.31 万吨, 则是自 2018 年以来单月新低。中钢协高频数据同样如此, 重点钢企日均粗钢产量不断下降, 可见下半年压减政策执行严格, 全年粗钢产量下降目标得以顺利完成。

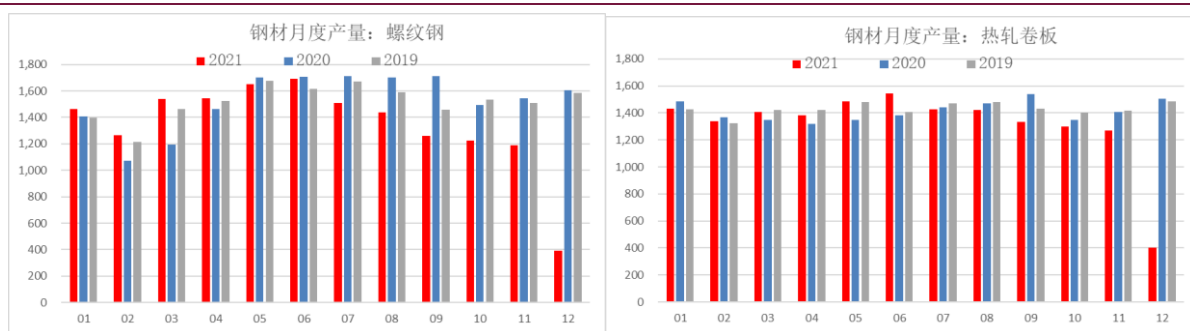
图 10、全国粗钢产量变化



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

细分品种来看，建筑钢材产量降幅要明显高于板材。截至12月10日，钢联五大品种钢材周产量为906.35万吨，全年累计总量为4.99亿吨，同比减量1005万吨，降幅为1.97%；其中建筑钢材（螺纹钢+线材）全年产量为2.35亿吨，同比减量1148万吨，降幅为4.67%，而板材（热轧+冷轧+中厚板）全年产量为2.64亿吨，同比微增0.55%。此外，建筑钢材中减量最大则是螺纹钢，全年累计总产量为1.62亿吨，同比下降1049.62万吨，降幅多发生在下半年，一方面是因平控粗钢产量政策严格执行，另一方面则是能耗双控影响下电炉生产受限，即便利润处于较好水平，也难以激化钢厂全力生产。与此同时，板材中仅热卷产量表现为同比下降，全年累计产量为1.57亿吨，同比减量187万吨，降幅为1.18%，而冷轧和中厚板产量同比分别增长4.67%、2.32%。

图 11、螺纹钢和热轧卷板月度产量



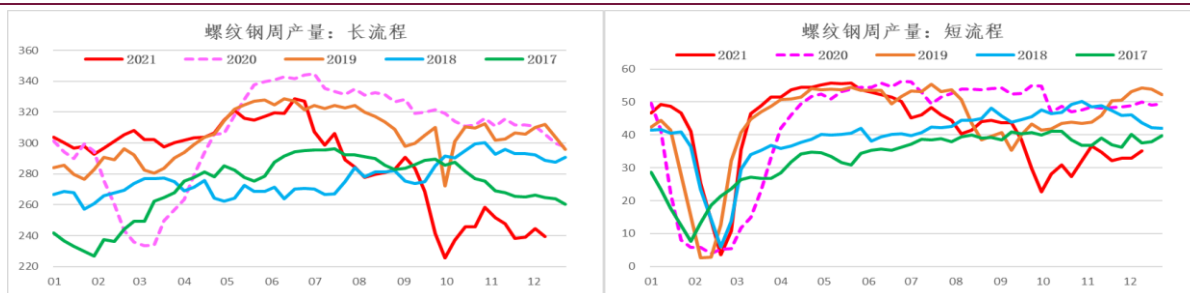
数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 12、钢材五大品种产量同比变化

时间	钢材五大品种产量							
	总量	建材	板材	螺纹钢	线材	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
Jan-21	1.94%	2.60%	1.37%	4.15%	-0.83%	-3.40%	6.64%	11.60%
Feb-21	9.23%	16.88%	3.75%	17.99%	14.37%	-1.89%	7.06%	17.87%
Mar-21	16.72%	27.30%	8.46%	28.73%	24.11%	4.50%	9.64%	17.91%
Apr-21	5.76%	6.95%	4.64%	5.61%	10.08%	5.14%	5.96%	2.63%
May-21	3.88%	-0.79%	8.79%	-2.96%	4.52%	10.08%	16.57%	1.84%
Jun-21	6.92%	2.36%	11.65%	-0.73%	10.10%	11.59%	16.98%	8.88%
Jul-21	-4.49%	-8.71%	-0.25%	-11.92%	-0.88%	-1.29%	5.09%	-0.82%
Aug-21	-7.32%	-12.66%	-2.04%	-15.51%	-5.80%	-3.50%	2.82%	-1.33%
Sep-21	-18.34%	-24.76%	-12.14%	-26.36%	-21.08%	-13.56%	-9.53%	-10.18%
Oct-21	-9.54%	-17.02%	-2.34%	-18.15%	-14.50%	-3.66%	3.33%	-2.52%
Nov-21	-15.43%	-21.48%	-9.71%	-23.04%	-17.97%	-9.93%	-5.31%	-11.86%
Dec-21	-15.03%	-19.72%	-10.57%	-22.90%	-12.61%	-14.39%	-9.00%	-1.93%

数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 13、螺纹钢长、短流程周产量

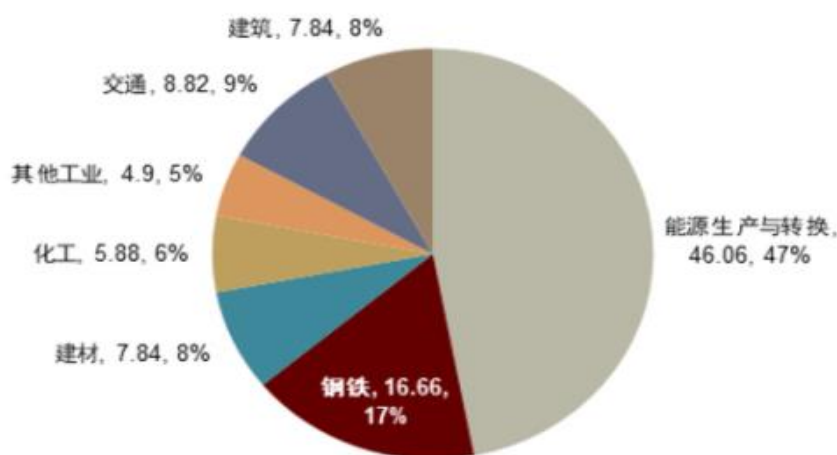


数据来源：wind 宝城期货金融研究所

2、控产政策会延续，供应利好支撑钢价

双碳与能耗双控目标下钢市控产政策将延续，2022 年钢铁行业供给持平或略降。钢铁行业属高能耗，高排放行业，碳减排压力明显，产量削减是最为有效的减排手段。国内主要钢企碳达峰时间点基本控制在 2025 年之前（早于国家目标 5 年），到 2030 年左右实现减碳 30%，2050 年实现碳中和（早于国家目标 10 年），钢铁行业碳减排时间紧，任务重；而从实现碳减排的方式来看，产量削减无疑是目前钢铁行业实现碳减排最为有效的方式，而产量削减将通过产能减量置换以及各地限产政策来实行。

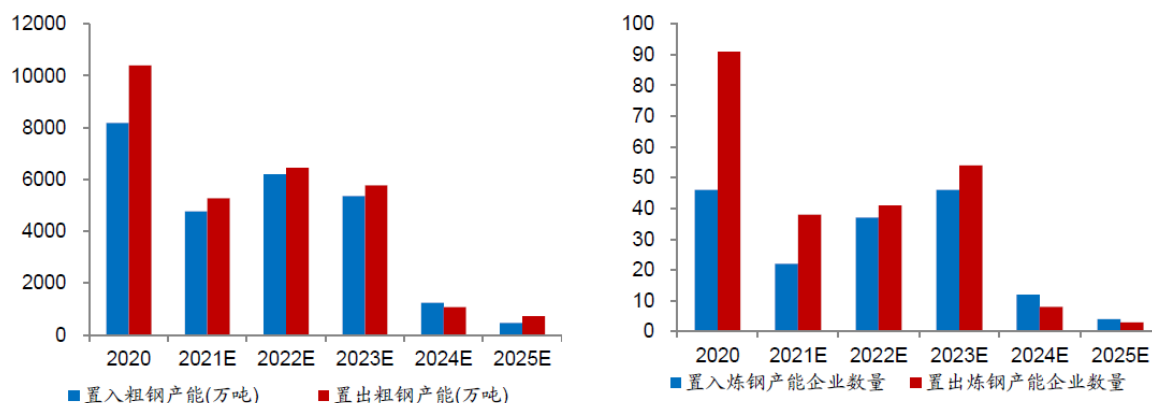
图 14、工业中各行业碳排放情况



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

严控钢铁新增产能，产能置换严格执行减量置换。钢铁行业“十四五”规划期间继续严格执行禁止新增产能的规定，除此之外，我国产能置换政策不断收紧，2021 年版《钢铁产能置换实施办法》正式发布执行，产能置换比例提升、适用区域扩大助钢铁去产能，高质量发展推动兼并重组加速、集中度提升。在严禁新建产能及产能置换政策不断收紧的背景下，我国钢铁行业产能周期已基本见顶，未来难有产能增量。此外，根据各省区工信厅、各市工信局数据，2017-2021 年各地的置换方案中（截至 2021 年 11 月底），拟新建炼铁、炼钢产能分别为 35048、37848 万吨，拟退出炼铁、炼钢产能分别为 40632、42743 万吨。其中 2022 年拟建设粗钢产能 6196 万吨，拟退出粗钢产能 6450 万吨，净减约 253 万吨，2021-2025 年拟净置出粗钢产能约 1267 万吨。行业集中度，2018 年至今，产能置出的企业数量高于产能置入企业，其中炼铁、炼钢企业数量累计分别减少约 188 家、107 家。2021-2025 年，预计置入炼钢产能企业数量均高于置出炼钢产能企业数量，产能置换将助力行业集中度上升。

图 15、2020-2025 年钢铁行业产能置换情况



数据来源：广发证券 宝城期货金融研究所

严控产能同时各地也在例行限产，“2+26”城市继续执行采暖季错峰限产，佐证国内钢铁控产政策将延续。今年 10 月，工业和信息化部 and 生态环境部发布《关于开展京津冀及周边地区 2021—2022 年采暖季钢铁行业错峰生产的通知》，《通知》要求京津冀及周边地区切实做好 2021 年粗钢产量压减工作，并且在 2022 年 1 月 1 日至 3 月 15 日采暖季期间，相关地区的钢铁企业错峰生产比例不低于上一年同期粗钢产量的 30%。根据各省历年粗钢产量数据测算，钢铁采暖季政策将影响粗钢减量 2457 万吨左右，占 2021 年一季度全国粗钢产量 9.08%，若冬奥会期间北方钢厂限产扩大，或者出现重污染天气限产加码，供应减量将更加明显。

图 16、钢铁采暖季限产影响分析

省市	受影响范围	2021 年 1 月 1 日-3 月 15 日 粗钢产量*	2022 年采暖季 压减量
天津	全区域	360	108
河北	全区域	5,120	1,536
山西	太原、长治、晋城三地	1,421	159**
山东	全省 95%以上产能	1,674	502
河南	全省 70%以上产能	719	151
合计		9,294	2,457

*2021 年 1-2 月产量加 3 月产量的 50%；**按太原、长治、晋城三地的年产量进行推算。

测算基于设定的假设条件，假设条件变化将影响测算结果。

数据来源：WIND 东方证券 宝城期货金融研究所

细分品种来看，板材供应增量或高于建筑钢材。根据工信部于 2020 年发布的《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》（征求意见稿），计划到“十四五”末电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至 15%以上，力争达到 20%，废钢比达到 30%。政策端在鼓励发展短流程炼钢，而短流程多以生产建筑钢材产量为主，据富宝资讯数据显示，2021 年 1-11 月份，实际投产电炉 12 座，合计产能为 1037 万吨，其中四川省新投产电炉产能占全国超 30%；而 2021 年共退出电炉 12 座，产能合计 577 万吨，2021 年净新增电炉产能 460 万吨。因技术、政策、

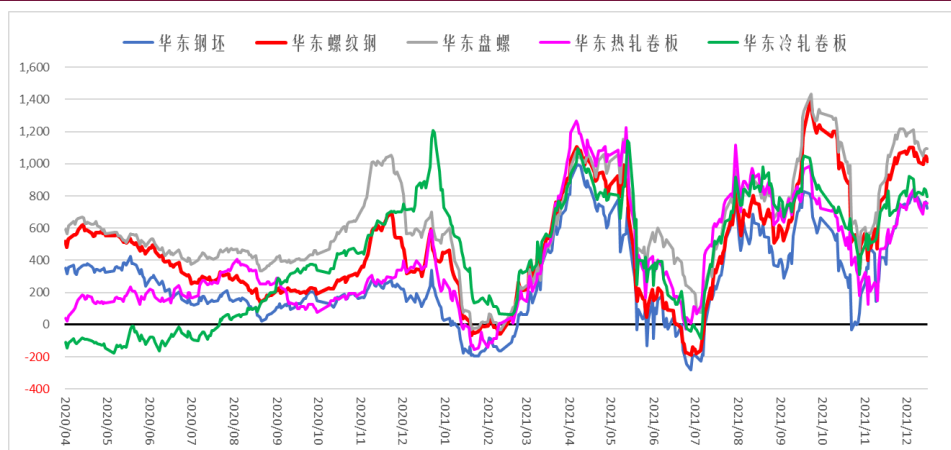
市场等原因，原本计划于 2021 年投产的电炉未能按计划投产，推迟到 2022 年甚至更久，富宝预计 2022 年可能投产的电炉约 38 座，合计产能 2904 万吨，考虑到有一些产能需要退出以及投产时间不确定，明年实际预估电炉净新增 500-1000 万吨之间。相对应，国内热卷新增产能投放多以大型钢厂为主，尤以宝钢湛江项目最为关注，而据钢联不完全统计 2022 年热卷新增轧线产能超过 1000 万吨。不过，在铁水增量受限情况，品种间产量变化依旧会根据品种利润、钢厂订单情况来进行转换，而当前螺纹和热轧卷板吨钢利润均较好，但因建筑钢材为需求淡季，短期来看热卷产量回升幅度会大于螺纹，继而供应压力也相对明显。

图 17、2021 年新增电炉投产明细

2021 年新增电炉产能明细					
省份	钢厂名称	设备规模	座数	产能	投产时间
福建	福州吴航钢铁制品有限公司	105	1	82	2021-02-01
四川	四川德润钢铁集团航达钢铁有限责任公司	100	1	75	2021-05-25
四川	泸州江阳钢铁有限公司	100	2	150	2021-06-01
河北	河北钢铁集团燕山钢铁有限公司	100	1	75	2021-07-01
广西	广西桂鑫钢铁集团有限公司	150	2	240	2021-08-03
福建	福建鼎盛钢铁有限公司	115	1	90	2021-08-08
安徽	安徽长江钢铁股份有限公司	140	1	110	2021-09-24
四川	成都长峰钢铁集团有限公司	100	1	75	2021-09-26
辽宁	辽宁前杜实业发展集团有限公司	70	1	50	2021-11-01
广东	河源德润钢铁有限公司	120	1	90	2021-11-18
	合计		12	1037	

数据来源：富宝资讯 宝城期货金融研究所

图 18、主要钢材品种吨钢利润情况



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

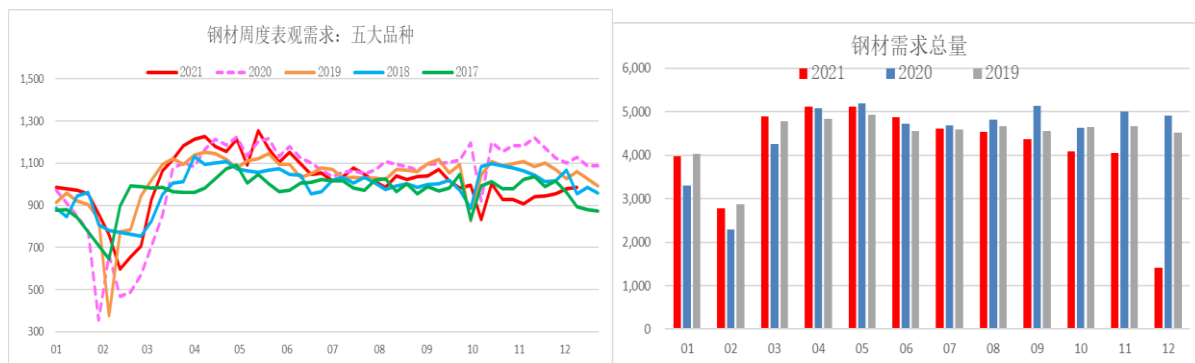
展望 2022 年，双碳目标和能耗双控影响下国内控产政策持续存在，粗钢产量稳中有降，低供应继续给予钢价支撑，但政策端对减产目标的影响更为平稳，供给端的波动幅度降低，难以复制 2021 年下半年极限压减产量情况，未来供应变化多跟随需求节奏来调整，品种间产量增减则是由利润决定。

三、钢铁需求分析

1、钢材需求上、下半年表现迥异

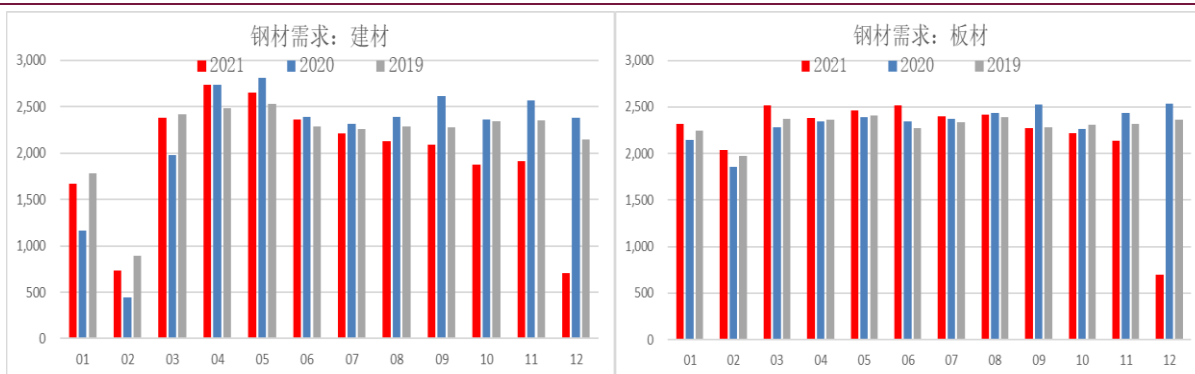
2021 年上半年钢材价格上行另一推动力是需求良好表现。就地过年政策驱动下钢材需求释放明显早于往年，叠加全球经济复苏逻辑下带来需求增量，旺季需求强预期得以兑现，直接体现就是钢材周度表需量同比增量明显，上半年建筑钢材和板材需求同比均增量显著，钢联五大品种 1-6 月表需总量为 2.675 亿吨，同比增 1890 万吨，增幅为 7.6%，其中板材需求增幅为 6.48%，建筑钢材需求增加 8.91%。不过，下半年钢材需求则是超预期下滑，其中尤以建筑钢材最为明显，继而导致全年需求无增量，截至 12 月 10 日当周，五大钢材品种全年需求总量为 4.98 亿吨，同比减量 930 万吨，降幅为 1.83%，而建筑钢材需求同比降幅为 4.41%，板材需求微增 0.58%

图 19、五大钢材品种表观需求量



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 20、建筑钢材和板材月度表需量



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 21、钢联五大钢材品种需求同比变化

时间	钢材五大品种表观需求量							
	需求	建材	板材	螺纹钢	线材	热轧卷板	冷轧卷板	中厚板
Jan-21	20.43%	43.79%	7.81%	52.88%	27.25%	2.44%	13.48%	19.83%
Feb-21	20.82%	67.63%	9.72%	95.70%	37.77%	4.60%	14.50%	21.19%
Mar-21	14.92%	20.41%	10.17%	21.44%	18.15%	7.45%	11.78%	15.71%
Apr-21	0.86%	0.21%	1.61%	-0.43%	1.81%	1.41%	2.38%	1.64%
May-21	-1.64%	-5.72%	3.17%	-8.30%	0.79%	3.90%	7.84%	-1.06%
Jun-21	3.05%	-1.15%	7.34%	-4.09%	5.83%	6.26%	12.72%	6.86%
Jul-21	-1.68%	-4.43%	1.00%	-6.49%	0.33%	0.51%	3.71%	0.55%
Aug-21	-5.91%	-10.98%	-0.93%	-12.40%	-7.76%	-2.19%	1.71%	0.54%
Sep-21	-15.04%	-20.01%	-9.90%	-19.19%	-21.94%	-11.17%	-8.20%	-7.82%
Oct-21	-11.61%	-20.67%	-2.14%	-21.58%	-18.54%	-3.82%	1.19%	-0.01%
Nov-21	-19.08%	-25.58%	-12.22%	-27.14%	-21.70%	-12.58%	-7.51%	-14.19%
Dec-21	-12.05%	-9.50%	-14.49%	-13.67%	0.16%	-19.10%	-11.59%	-4.44%

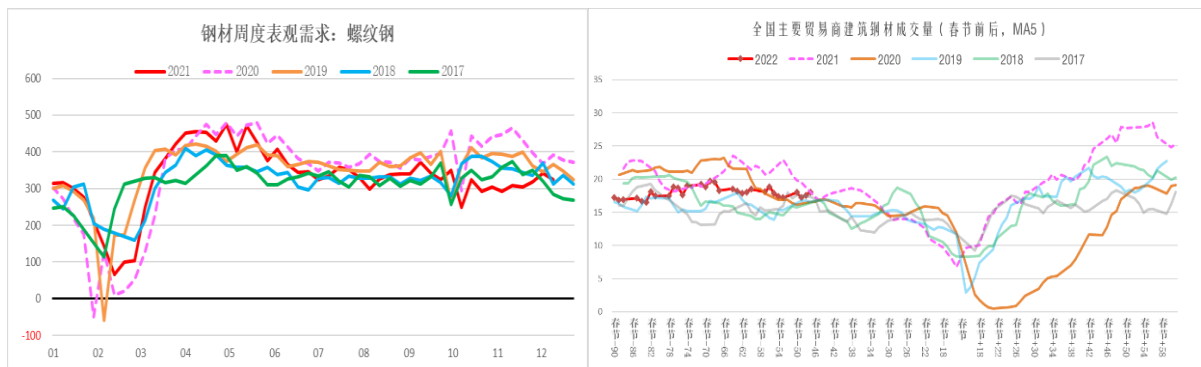
数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

细分品种来看，**螺纹钢需求表现不及预期，但季节性特征相对明显**。与往年类似，就地过年政策下建筑钢材集中释放依旧在元宵节之后，相对利好则是需求释放速度要快于往年，3月中旬螺纹钢周度表需便回升至400万吨上方，而且释放强度较好，期间周度表需量最高为475.36万吨，与去年高点相差不大，上半年螺纹需求表现较好，同比增幅为8.26%。不过，下半年伴随周产量下降，螺纹周度表需同样下行，全年累计需求量为1.62亿吨，同比降幅5.46%，需求表现不及预期，多因地产用钢需求下降，而基建投资不及预期。

值得注意的是建筑钢材需求季节性特征相对明显，3、4月旺季需求表现强劲，周度表需和全国贸易商每日成交量维持高位，一方面源于终端需求确实较好，另一方面则是钢价走强带来投机需求，期间全国贸易商成交量创下单日35.07万吨新高。相对应淡季需求明显走弱，5月螺纹钢价格快速下跌，期间投机需求受限，周度表现和全国贸易商采购量数据均高位显著回落；而进入6月后，梅雨季节加上华南疫情影响，建筑钢材需求主消费区持续下行，相反前期表现较好的北方地区也无亮点，继而使得螺纹淡季需求明显走弱。进入金九银十之后，建筑钢材需求环比迎来改善，9月周度表需总量和全国主要贸易商建筑钢材成交月度均值环比分别增2.15%、17.18%。

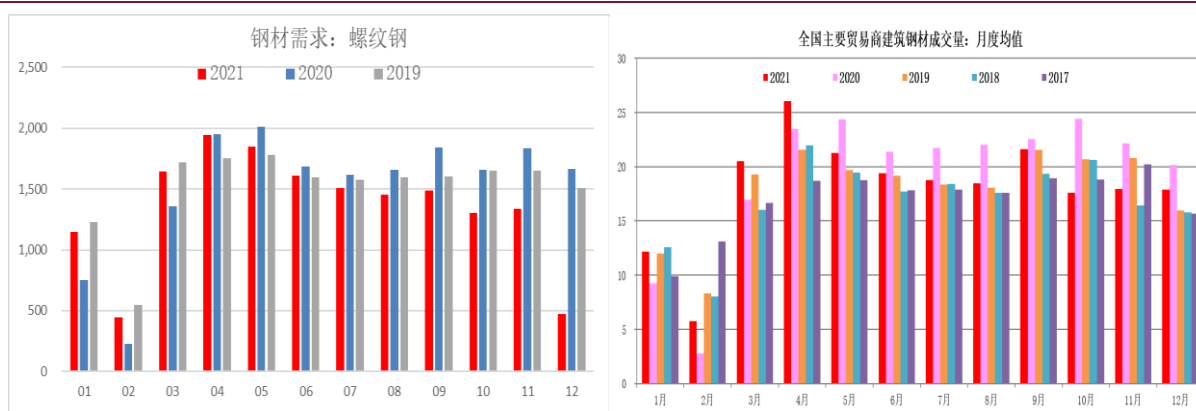
现阶段，建筑钢材再度步入需求淡季，周度表需和每日成交量季节性走弱相对明显，相对利好的是同比降幅要低于产量，因而供需双弱格局下螺纹基本面淡季并未恶化。同时，10月以来地产端利好政策再现，叠加降准、专项债提前发放等利好消息刺激，钢材市场氛围偏乐观，因而强预期支撑下淡季钢材期价走强，但高频土地成交以及销售数据改善有限，地产用钢需求隐忧仍在，春季螺纹需求仍不宜过分乐观。

图 22、螺纹钢周度表需和贸易商建筑钢材成交量



数据来源: Mysteel 宝城期货金融研究所

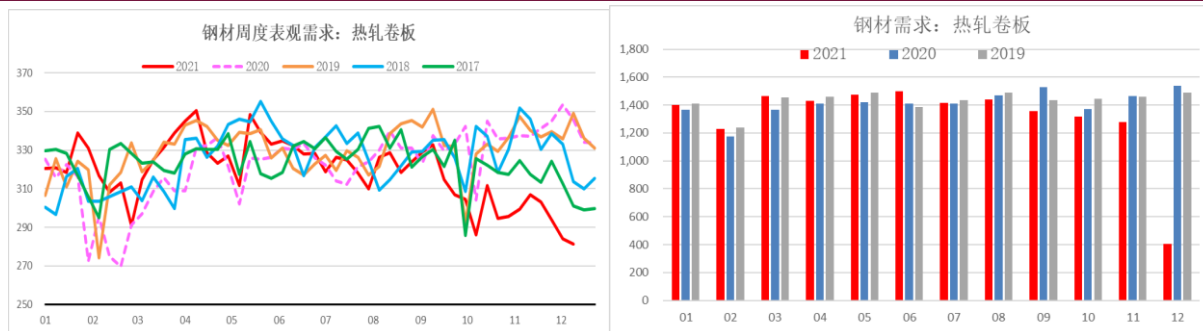
图 23、螺纹钢月度表需和建筑钢材成交月均值



数据来源: Mysteel 宝城期货金融研究所

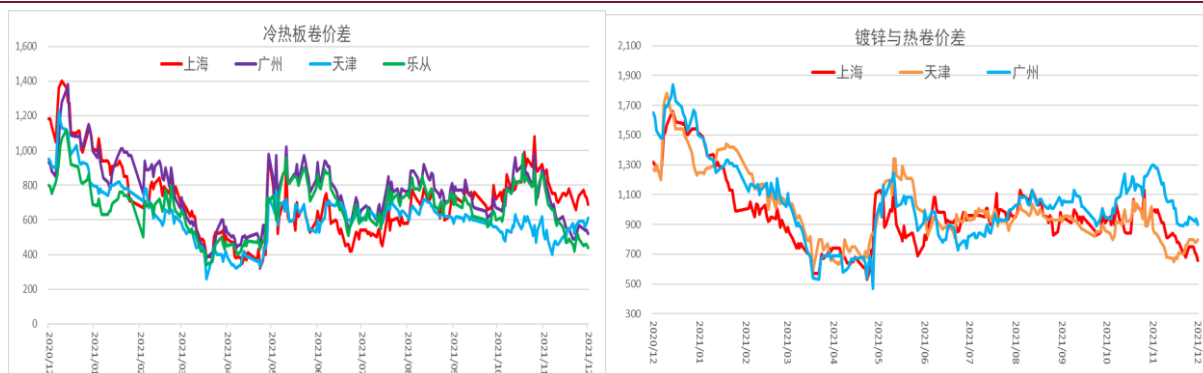
得益于制造业复苏, 板材需求好于建材, 但下半年同样走弱。相较于螺纹, 热卷需求释放更为迅速, 主要是源于就地过年政策下工厂开工较早所致, 期间同口径的热卷周度表需量最高为 350.35 万吨, 低于去年高位水平, 但大样本口径下表需已高出去年高点; 而且月度数据均高于去年同期。不过, 热卷高价导致下游生产困难, 叠加芯片短缺对汽车行业冲击, 5 月中旬伴随价格下行热卷需求同样开始走弱, 金九银十期间虽有所反弹, 但随后再度下行, 不断刷新年内、同期新低, 全年需求总量 1.57 亿吨, 同比下降 1.10%。目前来看, 热卷需求短期难以持续改善, 疲弱需求承压钢价, 一方面主要下游行业依旧低迷, 相关品种价差持续收敛, 后续将拖累热卷价格, 另一方面则是淡季钢价迎来反弹, 而高价抑制投机需求, 贸易商主动冬储意愿不强, 后续重点钢厂库存压力, 长期需求取决于制造业情况, 但明年出口下行压力下难言乐观, 相对利好的是汽车用钢需求存增量预期。

图 24、热轧卷板周度表需



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 25、热轧卷板相关品种价差



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

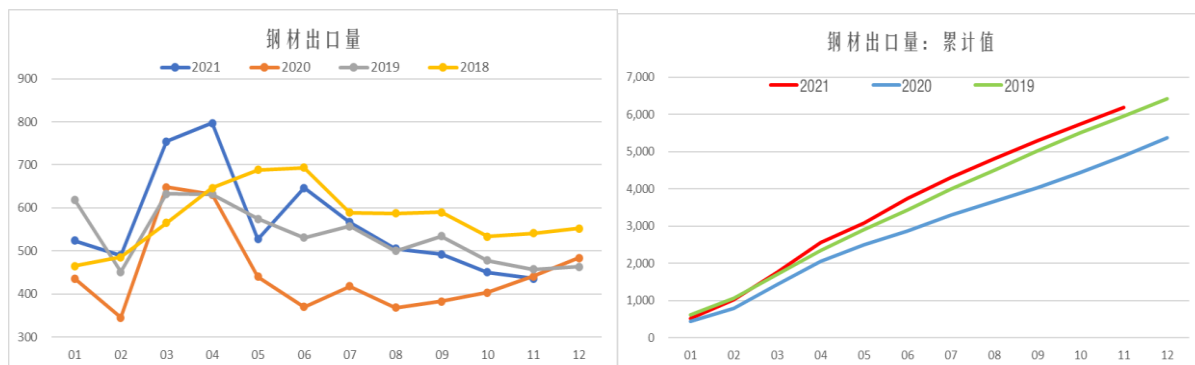
2、钢材出口政策迎调整，未来增量有限

全球经济复苏带动我国钢材直接出口量价齐升，间接出口增长驱动制造业钢需增长。根据海关总署数据，2021 年 1-11 月我国钢材出口量累计同比增长 26.7%至 6187.5 万吨，增速较 2020 年有所扩大，且多发生在上半年。与此同时，钢材间接出口增量同样显著，根据国家统计局、产业在线、海关总署数据，工程机械、汽车行业出口占比不高，但贡献较高增量，挖掘机、汽车出口占比分别为 18.8%、7.6%，出口贡献增量占比分别为 129.2%、68.1%。

不过，国家为了更好保障钢铁资源供应，推动钢铁行业高质量发展，钢材出口政策年内迎来两次调整。其一是 4 月 27 日，国务院关税税则委员会公告称自 2021 年 5 月 1 日起，调整部分钢铁产品关税。其中，对生铁、粗钢、再生钢铁原料、铬铁等产品实行零进口暂定税率；适当提高硅铁、铬铁、高纯生铁等产品的出口关税，调整后分别实行 25%出口税率、20%出口暂定税率、15%出口暂定税率。同时，自 2021 年 5 月 1 日起，取消部分钢铁产品出口退税，市场原先预期出口退税政策终于尘埃落定。其二则是 7 月 29 日，自 2021 年 8 月 1 日起，适当提高铬铁、高纯生铁的出口关税，调整后分别实行 40%和 20%的出口税率，同时取消 23 个钢铁产品出口退税，但当时市场关注热卷出口增税预期并未兑现。

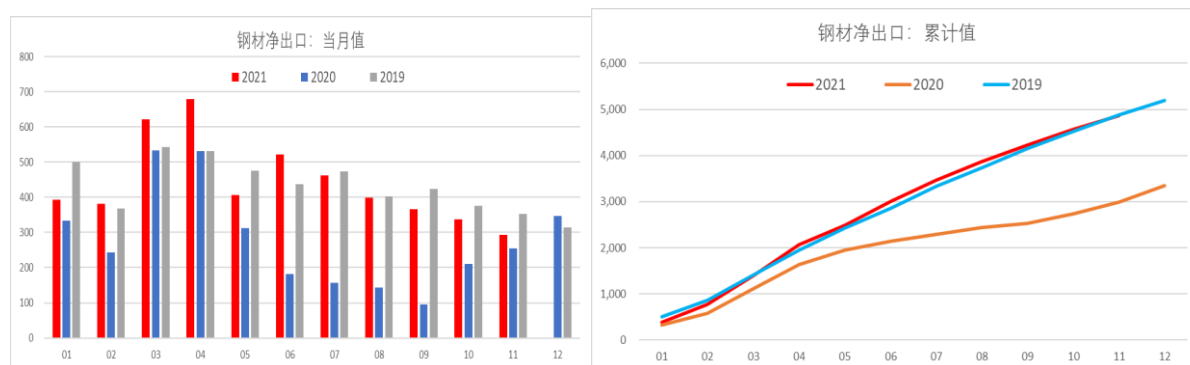
虽然从数据量化分析来看关税调整影响相对有限，但政策导向更为显著，钢铁关税调整进一步彰显当时国家压减粗钢产量意愿。新出台的关税调整措施符合我国钢铁工业“以满足内需为主，不以出口为导向”的行业定位，进一步强化了国家政策导向，也是国内压缩粗钢产量的配套政策，在一定程度上来引导出口资源回流国内，更好满足国内市场需求，有利于钢铁行业向高质量发展转型。展望 2022 年，海外钢铁需求增速回落，而海外钢企供应正常化，我国直接出口、间接出口钢材出口双双下滑。

图 26、钢材出口当月值和累计量



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 27、国内钢材净出口量



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 28、2021 年制造业出口情况

	21M1-11	21M1-10	21M1-10	21M1-10	21M1-10
	挖掘机	汽车	冰箱	空调	洗衣机
出口占比	18.8%	7.6%	51.5%	43.3%	37.4%
出口贡献增量占比	129.2%	68.1%	88.3%	51.0%	70.7%

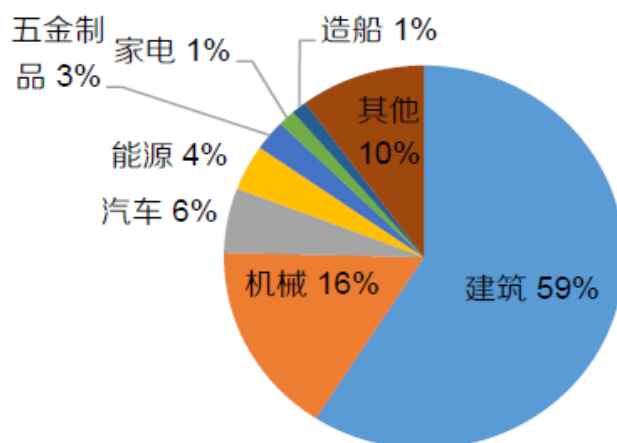
数据来源：WIND 广发证券 宝城期货金融研究所

3、下游需求分化

我国是全球第一大钢铁消费国，近年来保持了良好的增长势头，建筑、机械和汽车行业在钢铁需求结构中占比较大。据中国冶金工业规划院数据，我国

2020 年钢铁需求总量约为 9.71 亿吨，其中建筑行业的钢铁需求占比达 59%，其次是机械行业和汽车行业，占比分别为 16%和 6%。2021 年钢材需求表现同比减量核心原因在于建筑用钢减量，地产严控政策下房企以往“高周转”模式不再适用，而下半年“恒大”事件进一步抑制房企投资意愿，地产用钢需求迎来减量，与此同时财政后置效应以及好项目缺乏情况下基建投资表现同样不及预期，建筑行业用钢需求下行；而上半年“芯片”短缺问题同样抑制汽车生产，汽车用钢需求也受限，相对利好的出口相对紧密机械行业表现较好，但下半年主要品种产销情况迎来变化。总之，2021 年钢材下游行业需求表现分化，预计 2022 年仍将延续，地产政策托底维稳为主，并非刺激地产再度复苏，地产用钢需求隐忧未改，相对利好的是 2022 年财政政策前置，专项债提前发行，基建用钢需求存增量，但难以扭转建筑业钢需下行趋势，而制造业钢需稳中有增、其中汽车需求有望提升，因而板材需求或好于建筑钢材。

图 29、2020 年钢材下游需求占比情况

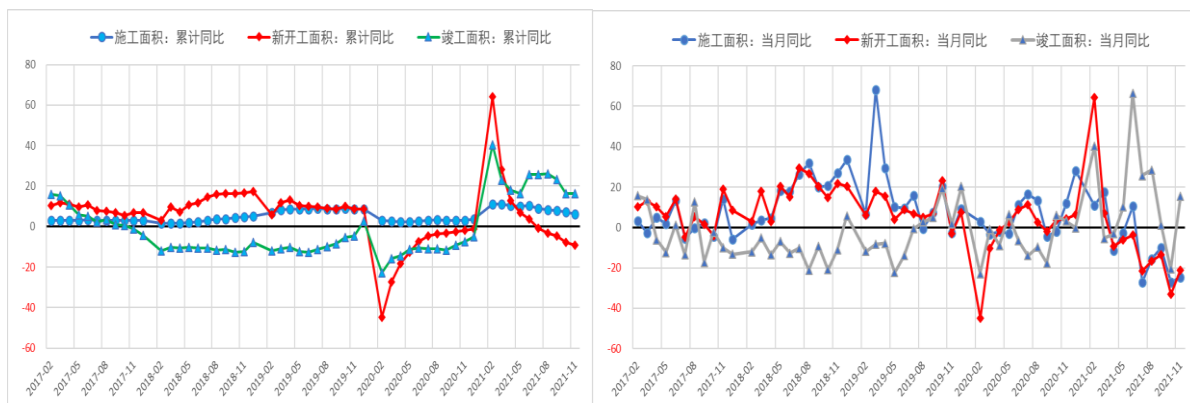


数据来源：冶金规划院 宝城期货金融研究所

3.1、地产用钢需求隐忧未解

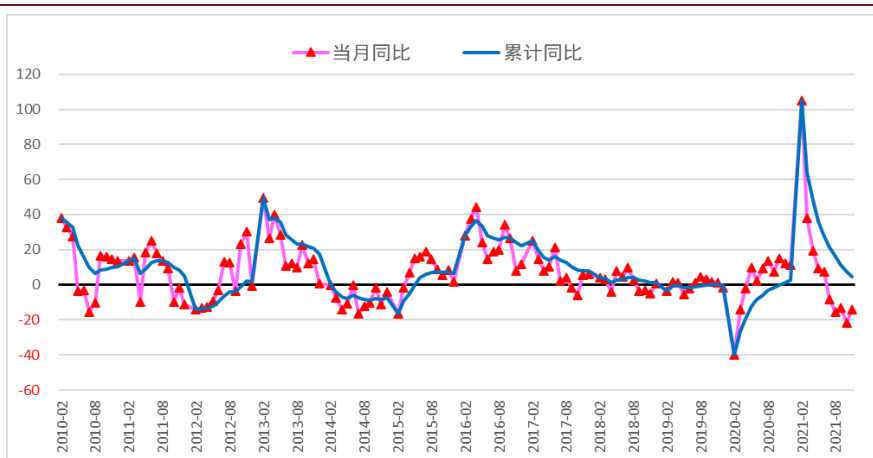
多重因素压制，地产基本面大幅走弱。2021 年上半年楼市始终保持高景气度，而自 7 月份出现回落以来，仅 1 个季度即发生了景气度的方向性扭转，在住房库存处于历史偏低水平、地产政策趋向长期制度性建设的背景下，此轮房地产开发商除须应对市场销售端压力外，还面临信用端风险发酵。与以往不同，此轮因部分房企的信用违约事件导致市场风险偏好大幅下行，部分房企（特别是民营企业）到期债务因无法续期与新发而面临兑付压力，并由此引致可能的流动性风险。多重因素压制下地产主要指标均呈现出大幅下滑，国家统计局数据 2021 年 1-11 月我国房屋新开工面积、商品房销售面积、土地购置面积、房地产开发资金同比增速分别为负 9.1%、4.8%、负 11.0%、7.2%，且高基数下上述指标下半年当月同比均表现为下降。

图 30、房地产开发情况



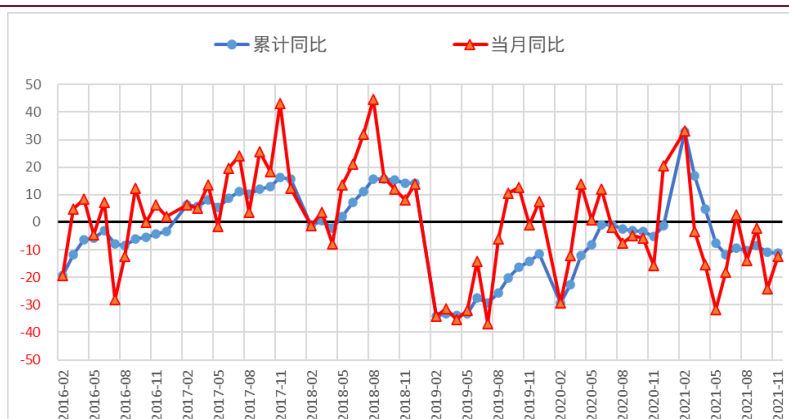
数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 31、商品房销售面积变化



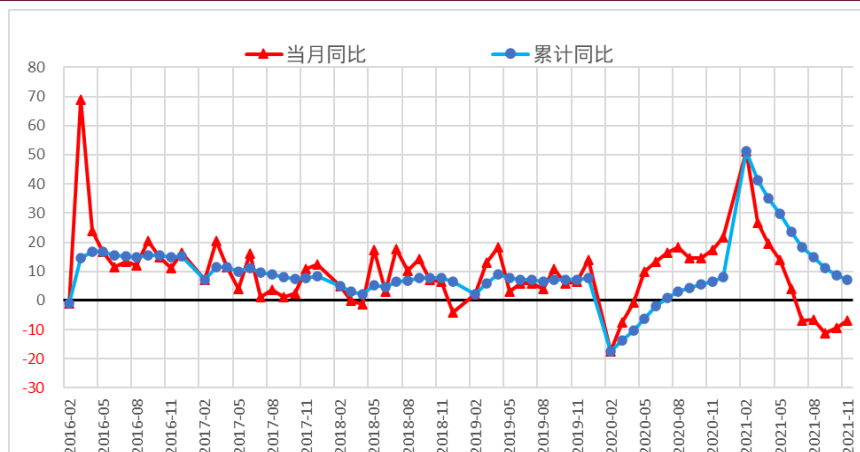
数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 32、土地购置面积变化



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 33、房企开发资金变化

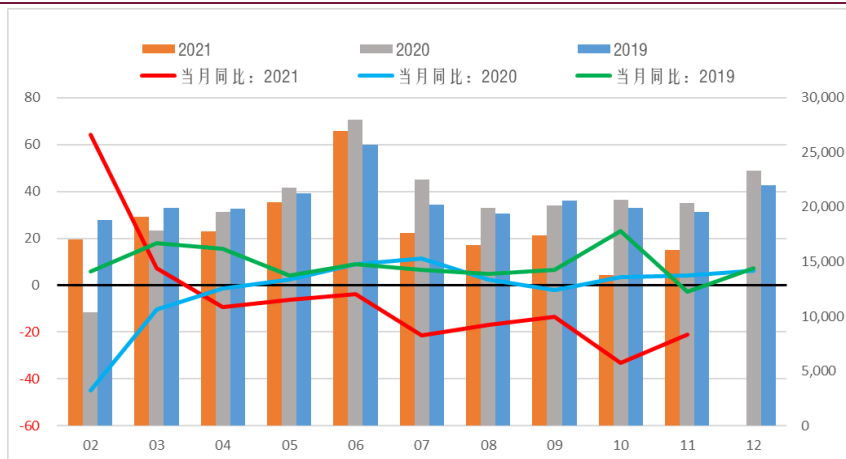


数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

地产政策迎来改善，房地产“政策底”已出现。9 月底央行货币政策委员会提出“两个维护”以来，地产“政策底”开始隐现；10 月经过副总理、银保监会、中国银行间市场交易商协会等多重中央级别的政策调整，以及地方上部分区域涉房信贷调节、三轮土拍政策放松、预售资金监管制度放松等多重确认，“政策底”已经基本夯实。不过，当前的政策改善总体停留在微调层面，从政策的顶层设计来看，供给端的金融去杠杆、化解系统性风险，以及需求端的共同富裕、“房住不炒”均是长期导向，不会出现根本性改变。因此不能指望地产端政策重现 2016 年以前的“大开大合”模式，即通过大幅放松地产政策对经济进行“托举”。虽然当前政策底已现，但地产需求弱势的影响预计还会延续，从政策见底到基本面见底需要时间传导。

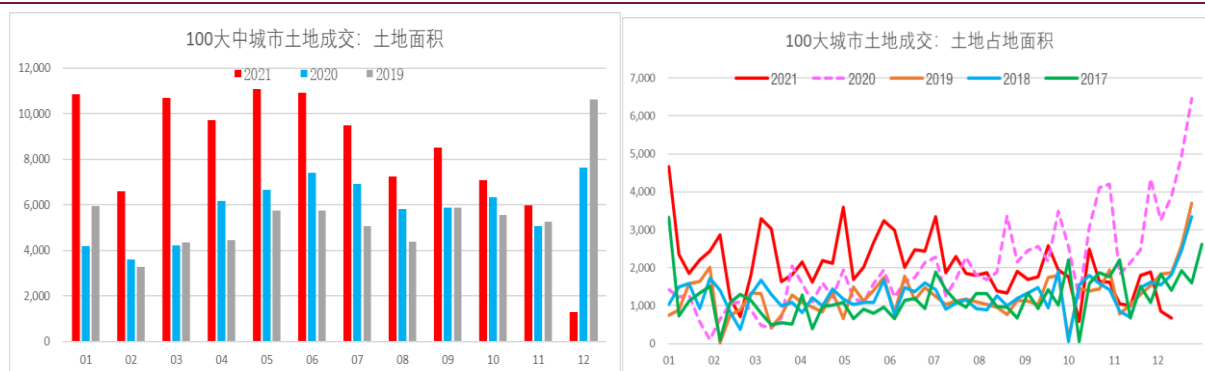
2021 年下半年地产投资趋弱成为拖累钢材需求最重要的因素。地产用钢需求主要体现在螺纹钢的消费量，由于房屋开始建设后首先是建结构，建筑行业的钢铁需求与地产新开工面积相关性程度较高。地产严控政策下 1-11 月我国房屋新开工面积累计同比下降 9.1%，继 2015 年房地产下行后出现的最大降幅；目前地产政策改善集中在终端信贷按揭上，传导至偏前端的耗钢环节存在时滞，即便当前地产库存不搞，但房价下行和房地产税利空下，传导时间至少需要两到三个季度，预计新开工面积仍不乐观。此外，高频土地成交数据来看，房企拿地积极性依旧不搞，多以供保为主。除此之外，地产用钢链条中施工面积对钢材需求影响同样较大，但权重重要显著低于新开工，而存量施工取决于房企资金改善情况，目前销售未见好转情况下，同样难以带来用钢需求大幅改善。

图 34、房屋新开工面积情况



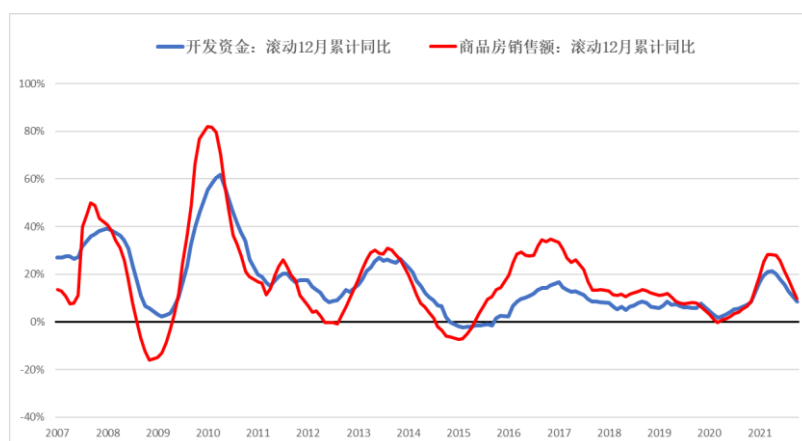
数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 35、100 大城市土地成交情况



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 36、房企开发资金与商品房销售额



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

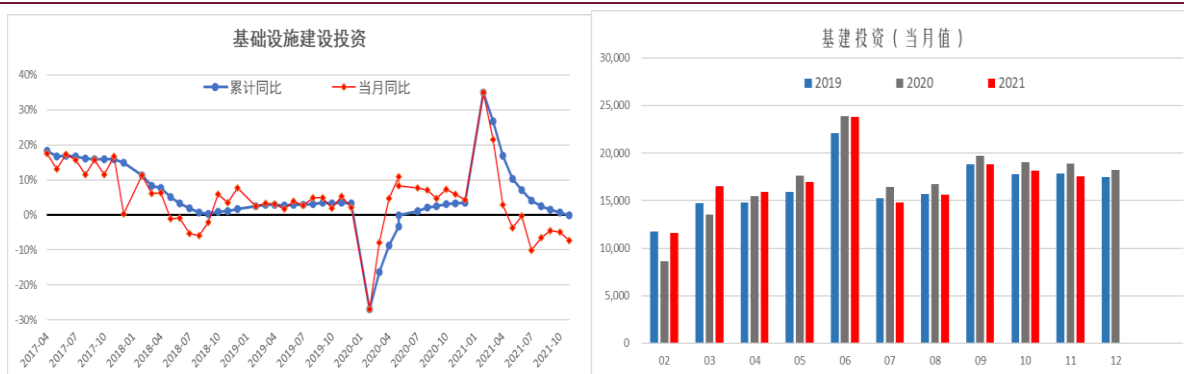
总之，下半年地产走弱是拖累建筑用钢需求最重要因素，而地产景气度走弱多因严控政策所致，随着地产融资端政策放松，房地产至暗时刻已过，“政策底”也已出现，政策边际放松确实易带来市场氛围好转，但仍难扭转地产用钢需求下行趋势。展望 2022 年，地产用钢主要链条仍旧承压，房企保供为主，

新开工面积延续下降，而在房企资金未好转情况下，存量施工带来需求增量有限，地产用钢需求隐忧未缓解。

3.2、稳增长预期下财政将前置，基建用钢投资迎增长

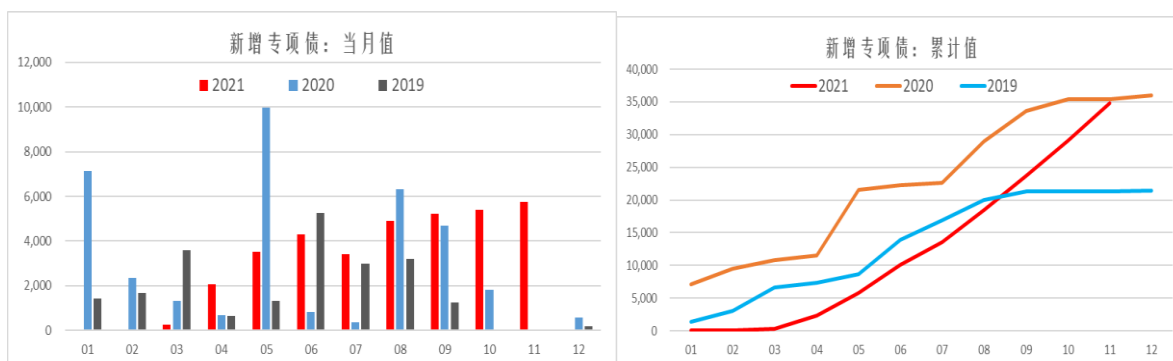
2021 年财政政策后置特征明显，基建投资增速不及市场预期。即便下半年专项债发行加快，资金加快投放，但因项目缺乏、地方政府债务隐忧抑制，全年基建投资增幅有限。统计局数据显示 1-11 月广义基建投资同比下降 0.17%，而狭义基建投资同比微增 0.50%，且下半年各月同比负增长十分显著，细分项来看交运投资同比增 1.10%，水利建设下降 1.30%。导致上半年基建投资不及预期主要原因在于财政资金发放缓慢，今年财政后置特征明显，一季度专项债发放规模和进度要明显低于往年，多数项目因资金问题影响进度，下半年专项债发行速度加快，但并未刺激基建投资回升。

图 37、基建投资情况



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 38、国内专项债发行情况



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

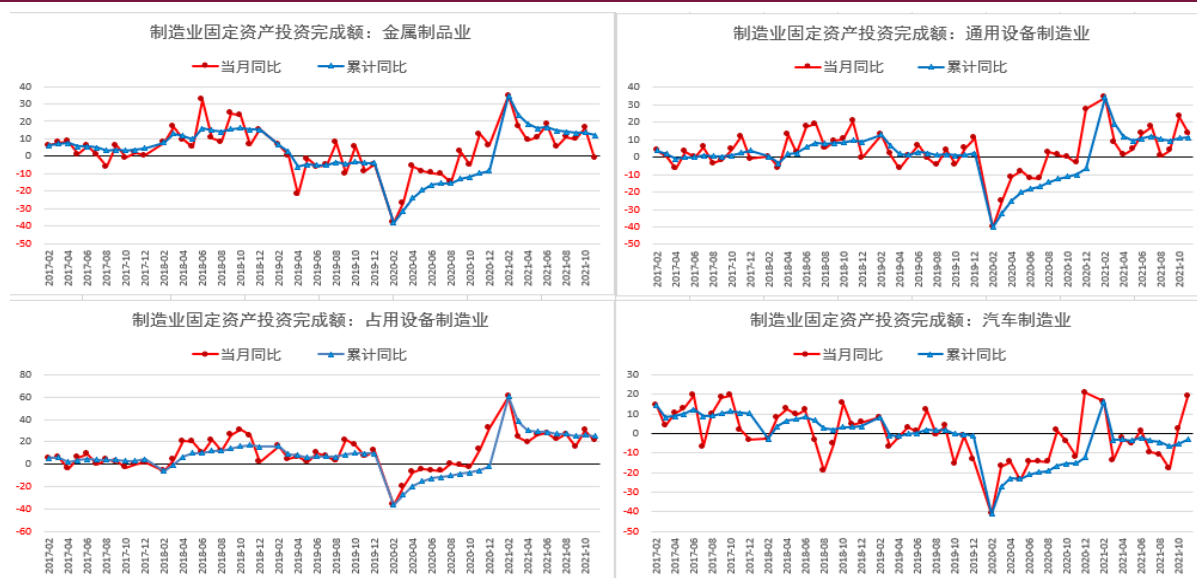
不过，2022 年国内经济稳增长意愿强烈，财政政策前置，专项债也已提前发放，基建投资力度增强。12 月 16 日国务院新闻办公室举行政策例行吹风会，对 2022 年全年的专项债发行节奏，要把握好“早”“准”“快”的原则，一是准备工作要“早”，二是发行时机要“准”，三是资金使用要“快”。其中财政部特别强调明年一季度的发行计划要在今年年底就着手编制，确保一季度有相当数量的专项债可发行使用。此外，发改委在 12 月 16 日新闻发布会中也曾表示“今年专项债券的较大比例是在下半年发行的，其中相当一部分将在明年一

季度使用”。总之，随着“稳增长”信号的明确，2022 年基建投资有望回升，继而带来钢材需求增量。

3.3、国内制造业复苏 VS 出口下滑

国内制造业主要下游需求有望反弹回升。2021 年下半年，制造业主要下游汽车、家电、机械景气度受制于限电限产、原材料涨价缺货有所下滑，但全年制造业投资维持正增长，预计 2022 年各主要制造业下游行业整体景气度有望触底回升，国内制造业用钢需求会迎来边际改善。此外，制造业细分行业中，汽车行业的景气度反转以及新能源汽车销量的持续高增也将成为 2022 年制造业的一个亮点。随着“缺芯”问题缓解，预计 2022 年汽车产销将明显回升，由于汽车是钢材的主要下游行业之一，其景气度回升值得关注。

图 39、制造业主要分项投资情况



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

此外，**海外制造业复苏，2022 年出口存下行压力。**2021 年制造业用钢需求旺盛主要系海外需求强劲。由于海外疫情恢复的滞后，2021 年海外制造业供给疲软，国内制造业得益于率先复苏、出口强势，正如出口内容所示，钢材间接出口较大，而 2021 年制造业出口相关需求增量占粗钢总消费需求增量的比例预计高达 50%。进入 2022 年，随着海外主要国家进入“后疫情”状态，海外供给有望逐步修复，叠加美国库存逐渐由主动累库步入被动累库周期，我们认为 2022 年我国钢铁间接及直接出口将双双下滑。

综上所述，2022 年钢材需求走弱且延续分化，建筑用钢方面，地产托底政策集中在终端，而新开工下行仍会拖累地产用钢需求，相对 利好的是“稳增长”意愿下基建投资增强，对建筑钢材需求有正向拉动，但难以扭转建筑用钢需求下行局面。与此同时，2022 年制造业中汽车景气度预计向好，带来用钢需求正向贡献，但因出口回落影响，家电、工程机械等回落，制造业用钢需求谨慎乐观。

四、后市展望

2021 年钢价走势可谓大起大落，波动幅度历史罕见，而市场运行逻辑也是在基本面与政策端来回切换。上半年国内外因素共同驱动钢材期现价格上行，不断刷新历史新高，而高钢价也引发下游生产困难，保供稳价政策陆续出台，政策抑制下钢价 5 月中旬快速下跌。下半年供应利好逐步兑现，供需错配下钢价触底回升，但国庆假期结束后政策风险再袭，煤炭暴跌叠加地产风险爆发，市场恐慌情绪蔓延，钢价再度暴跌，全年涨幅有限。

展望 2022 年钢市，双碳目标与能耗双控政策下钢市控产政策会延续，粗钢产量难有增量，低供应继续给予钢价支撑，但因限产政策扰动平稳，供应主导钢价运行逻辑将减弱，市场更加关注需求端，2022 年钢材需求下行且行业延续分化，且板材需求表现会好于建材。整体来看，2022 年钢市延续供需双弱格局，钢价波动收敛，且价格重心会下移，但得益于财政前置和地产边际向好，春季钢材需求或迎来改善，支撑钢价维持相对高位，节奏上钢价会呈现出前高后低。

矿石篇：供需过剩 VS 成本支撑，矿价振荡探底

一、2021 年矿价走势回顾

图 40、铁矿石期货指数日 K 线



数据来源：博易大师 宝城期货金融研究所

2021 年铁矿石期价走势一波三折，上半年铁矿石期货走势延续牛市上行行情，期间不断刷新历史价格新高，但国内保供稳价以及钢市控产政策抑制下，铁矿石期货牛市行情终于完结，国内矿石需求持续下行，而供应却稳中有升，供需格局重回过剩，矿价迎来趋势性下跌。

整体来看，2021 年铁矿石期货走势大致可分为四个阶段：

第一阶段：年初-3 月中旬，震荡蓄力阶段。淡季钢厂亏损情况增多，停产检修引发矿石需求减量，驱动铁矿石期价弱势下行，但成材期价节前走强，且港存累库有限，矿价依旧触底回升。不过，3 月唐山限产超预期加严，矿石需求再度受到冲击，铁矿石期价也再度下行寻底。

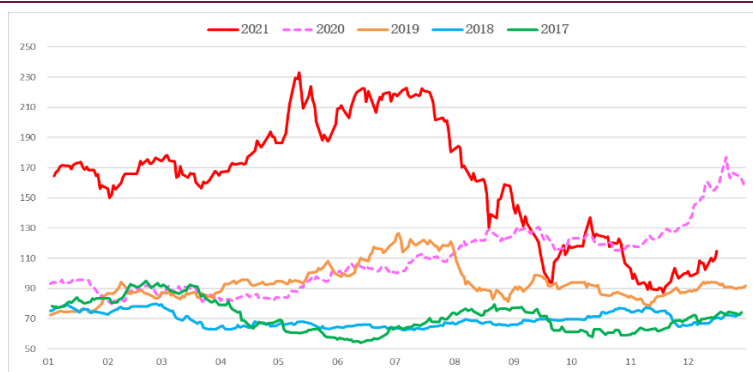
第二阶段：3 月中旬-5 月下旬，牛熊切换，矿价激烈波动。唐山限产加严带来矿价下行，但就地过年政策下钢材春季需求顺利释放，钢价走强带来钢厂利润持续向好，而高例如下非限产区域积极增产，全国铁水产量不断回升，显示矿石需求强劲，而港存中结构性矛盾也存在，矿石基本面良好，叠加全球宏观氛围乐观，多因素共振驱动矿价屡创新高，铁矿石期货最高至 1310.2 元/吨。然而，大宗商品高价冲击国内经济，保供稳价政策持续出台，铁矿石价格开启回调，期货指数最低跌至 934.8 元/吨，近两周回调 26.8%，矿价重回唐山限产前水平。

第三阶段：5 月下旬-7 月中旬，粗钢压减政策判定阶段。国内保供稳价政策利空效应减退，铁矿石期货震荡走高，但因压减政策预期强烈，铁矿石期价走势区间震荡运行为主。

第四阶段：7月中旬-至今，压减政策真正执行，矿价迎来深跌。7月中旬后随着安徽、江苏、山东等地陆续公布限产政策，且大型钢厂率先压减粗钢产量，铁水产量不断下行，可见矿石需求减量显著，矿石供需格局转为过剩，铁矿石港存不断攀升，铁矿石期货开启趋势性下跌，期货指数最低跌至 511.2 元/吨，较 7 月份高点下降 56.7%，较年内高点下跌 61.0%，创下自 2019 年以来价格新低。

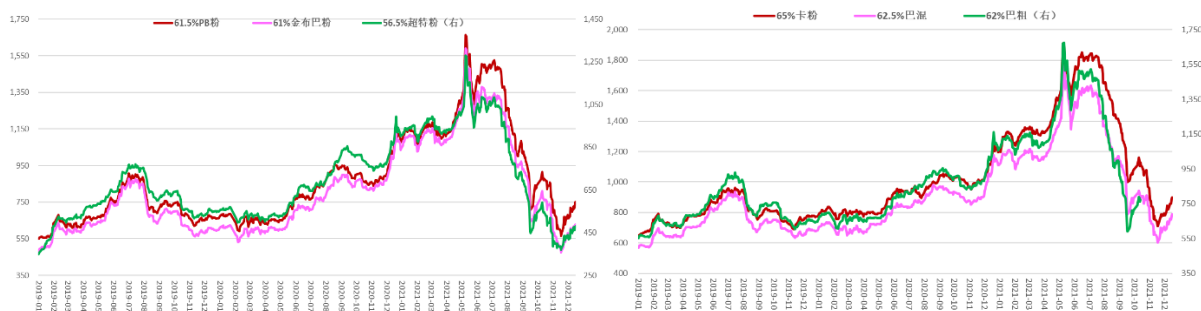
现阶段，受益于宏观利好政策提振，黑色金属市场氛围偏多，同时高利润下钢厂复产预期强烈，需求同样存改善预期，因而产业链估值相对偏低的铁矿石期价触底回升，截至 12 月 17 日，铁矿石期货指数收于 672.7 元/吨，较低点上涨 31.6%，涨幅要高于其他品种，但较上年末值下降 32.4%，全年录得显著下跌。

图 41、普氏铁矿石价格指数（62%FE，CFR）



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 42、青岛港主要澳矿、巴西矿价格走势

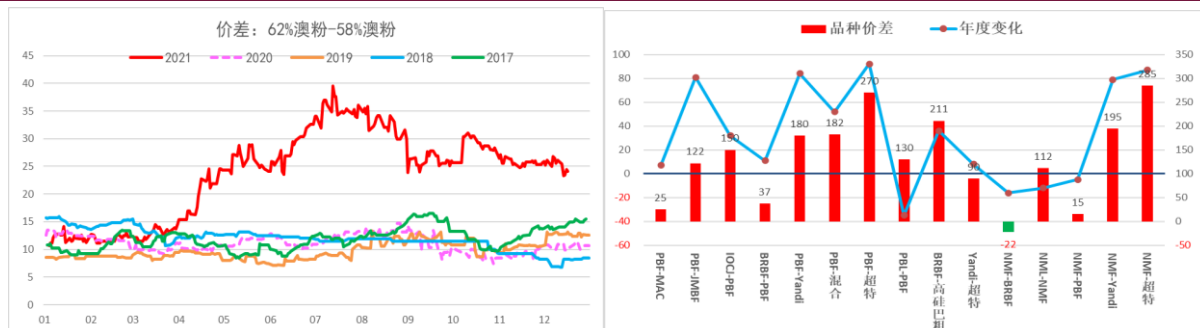


数据来源：wind 宝城期货金融研究所

铁矿石期现联动紧密，现货价格走势与期货类似，5 月中旬之前铁矿石牛市行情延续，但随后政策抑制下现货价格迎来趋势性下跌。具体来看，春节前普氏铁矿石价格指数（62%FE，CFR）最低值为 150.10 美元/吨，但仍显著高于往年同期水平，内外因素共同驱动下矿价强势上涨，期间不断刷新历史数据新高，最高涨至 233.10 美元/吨，较前期低点上涨 55.3%，涨幅显著。不过，5 月中旬后在国内政策抑制下铁矿石走势迎来转向，尤其是国内压减粗钢产量政策对需求冲击较大，普氏铁矿石价格指数（62%FE，CFR）7 月中旬开启趋势性下跌，最低跌至 87.2 美元/吨，相较年内高点下跌 62.6%，近期走势也呈现出触

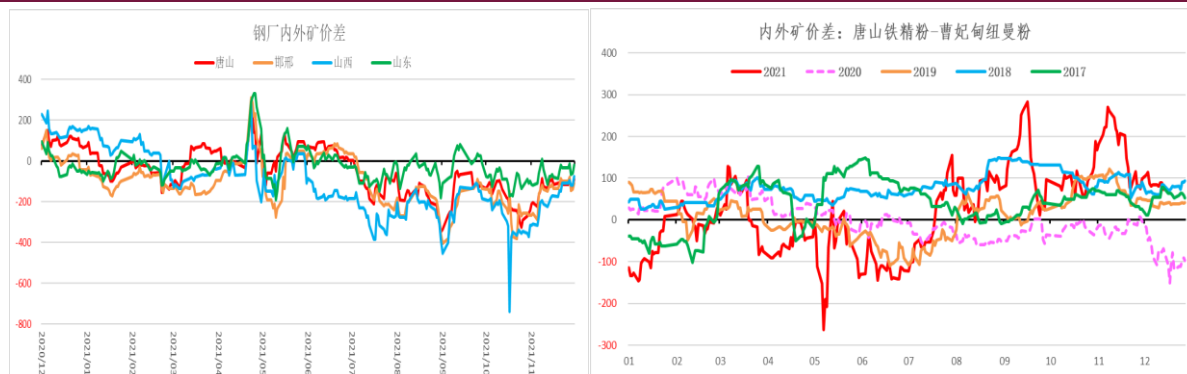
底回升，最新值为 114.70 美元/吨，涨幅为 31.5%，相较上年末值下跌 27.95%，降幅显著。青岛港主流澳矿、巴西矿走势类似，全年也是录得显著下跌，PB 粉、金布巴粉、卡粉年度跌幅分别为 30.88%、39.85%、25.19%。

图 43、铁矿石品种价差



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

图 44、内外矿价差



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

图 45、青岛港最便宜交割品价格走势



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

此外，矿价运行过程中相关价差近期呈现出持续收敛局面。首先高低品位价差大幅修复，澳粉 62%与 58%价差由最高 39.55 美元/吨降至当前 24.15 美元/吨，同比依旧处于高位，而具体品种来看 PB 粉与超特粉价差 270 元/吨，全年增加 92 元，高品位溢价依然存在，但有所收敛。其次内外矿价差同样高位回落，唐山钢厂内外矿采购价差由最高 325 元/吨降至当前 90 元/吨，而唐山内外矿现货价差与往年水平相当。最后则是期价贴水幅度显著低于往年，新标准

下青岛港最便宜交割品折盘面价格为 689 元/吨，主力 2205 合约贴水仅 1.8%，远低于往年同期水平。目前来看，相关价差收缩折射出矿市基本面相应特征，钢厂高利润下高品位和内外矿价差收缩显示钢厂提产受限，多因限产政策扰动，若后续价差走廊则能反应出钢厂开始复产，届时矿石需求将迎来改善，否则矿石疲弱需求格局未变，继续承压矿价；而期现价差和合约价差收敛至低位同样折射出矿市弱预期未变，受制于产业链估值偏低，因而期价下行多以收敛价差为主。

2021 年铁矿石走势可谓一波三折，上半年矿价延续牛市上行行情，期间期现价格不断刷新历史新高，但随后在国内保供稳价以及钢市控产政策抑制下，铁矿石走势迎来转向，历时一年之久牛市行情终结，驱动矿价趋势性下行的主逻辑是国内压减粗钢产量引发矿石需求缩减，而供应稳中有升，供需格局重回过剩，期现价格均高位腰斩、跌幅显著，领跌黑色产业链。不过，矿价下行对非主流矿生产形成冲击，成本支撑显现，同时地产、降准等宏观利好提振黑色，而高利润下钢厂复产预期较强，需求迎来改善预期，临近年底低估值矿价开始触底回升。展望 2022 年矿市，国内钢市控产政策难放松，而海外需求增量有限，2022 年矿石需求存有顶部，相反 VALE 产能在恢复，澳矿供应保有增量，叠加国内矿石库存高位，2022 年矿石供应压力存在，预计矿市延续供需过剩局面，矿价承压运行且震荡寻底、测试非主流矿成本支撑，但若无超预期因素扰动矿价难有趋势性上涨行情。

二、铁矿石需求分析

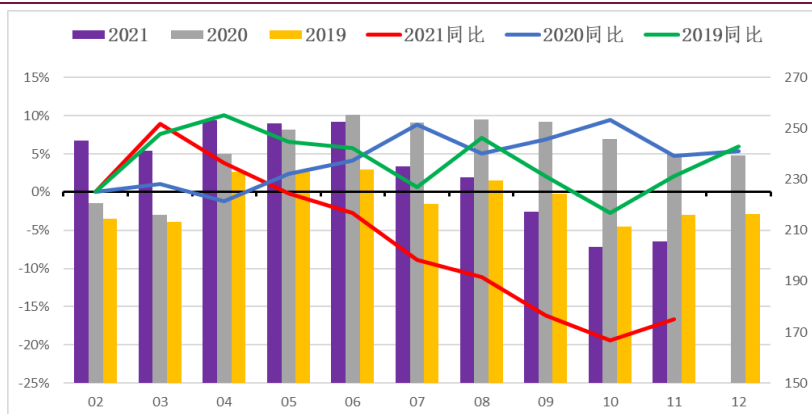
1、压减政策严格执行，矿石内需迎来骤减

国内矿石需求变化主导矿价走势。强劲需求是上半年矿价屡创新高重要助推力，唐山 3 月限产并未导致引发国内铁水大幅下降，相反钢价季节性走强使得钢厂利润向好，因而非限产区域积极提产增效，国内矿石需求反而增量，直接体现就是全国铁水产量居高不下。统计局数据显示上半年我国生铁累计产量为 4.56 亿吨，同比增长 4%，生铁增量为 1755 万吨，对应矿石需求增量为 2800 万吨，虽然存在 2020 年低基数影响，但 4、5、6 月日均生铁产量位于同期高位，相对应同期钢联 247 家钢厂日均铁水产量同样为年内高位。与此同时，疫情影响减弱，海外高炉也在陆续恢复生产，同样带来需求增量，世界钢协数据显示，1-6 月全球生铁产量（扣除中国大陆）同比增长 2785 万吨，且 2 月生铁日均产量为年内最高，内外需求均改善助推矿价上行。

然而，国内压减政策下半年步入执行阶段，各省陆续出台具体政策，且大型钢厂率先压产，继而导致全国铁水产量持续下行，且因政策集中在下半年，降幅、降速超市场预期。统计局显示全国生铁产量 7 月环比下降 6.97%，随后日均产量逐月下降并创下 2019 年以来新低，相对应钢联 247 家钢厂日均铁水产量也由 245.59 万吨高位下行至 198.7 万吨，降幅高达 19.1%。相反，海外高

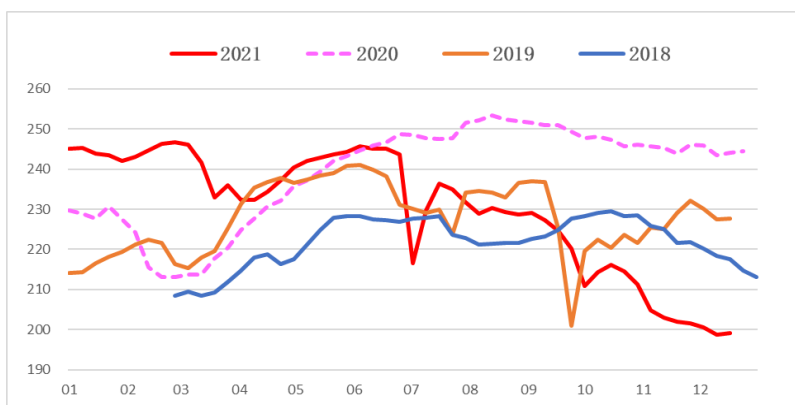
炉复产逐步完成，下半年矿石需求未有增量，维持相对平稳，因而随着国内压减政策执行，矿石需求迎来骤降，需求下行承压矿价，铁矿石开启趋势性下跌。

图 46、全国生铁日均产量和同比变化



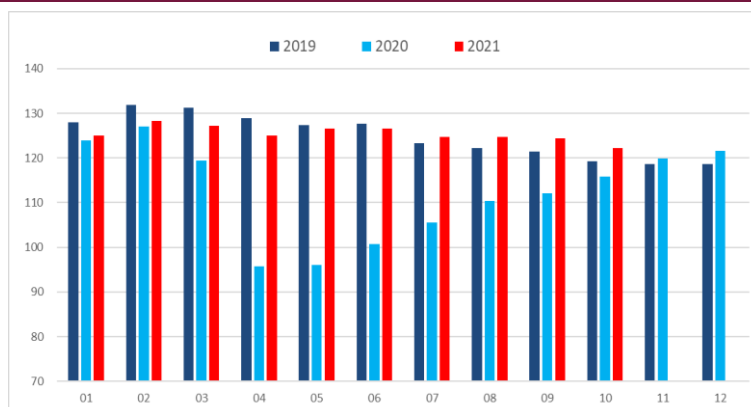
数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 47、钢联 247 家钢厂日均铁水产量



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 48、全球生铁日均产量（剔除中国大陆）



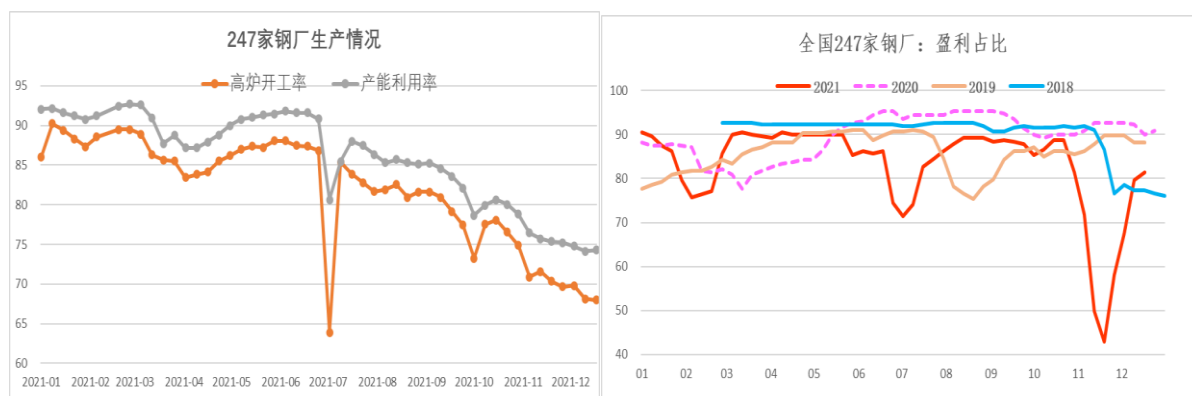
数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

2、短期需求环比改善，但中期由政策主导

全年压减目标完成，高利润下钢厂复产意愿较强，矿石需求存改善预期。10月国内粗钢产量同比不增任务已经完成，期间因前期高价原料钢厂亏损情况增加，钢联247家样本钢厂中盈利钢厂占比一度降至42.86%，创下数据新低，同时限产政策未有变化，钢厂复产相对缓慢，矿石需求依旧疲弱。然而，11月中旬以来，前期抑制黑色金属走势的房地产下行逻辑迎来变化，地产政策调整频现，且稳增长目标下国内开启降准，宏观利好频发彻底扭转黑色悲观氛围，强预期支撑下黑色金属集体上行。与此同时，矿石需求端利好再度发酵，淡季钢价走强，钢厂利润持续向好，盈利钢厂占比显著回升，主要品种吨钢利润重回高位，最为重要的是新年伊始，能耗指标抑制钢厂复产效应减弱，尤其是非限产区域钢厂复，继而带来矿石需求改善。总之，临近年底，宏观面和矿石基本面共振向好，支撑矿价触底回升，因产业链矿石估值相对偏低，本轮上行过程中矿石领涨产业链。

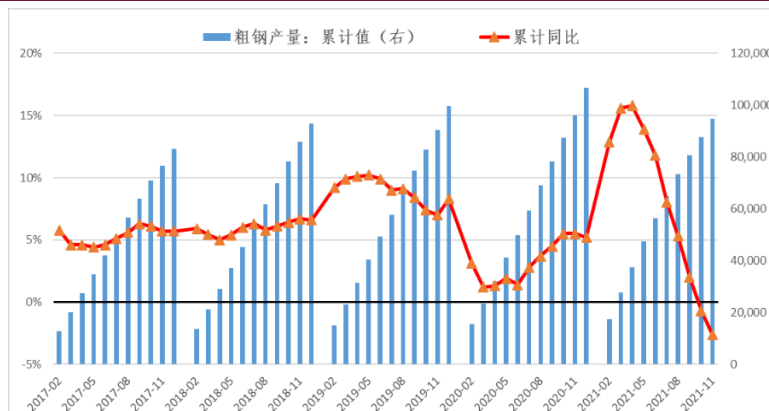
不过，采暖季和冬奥会影响下，矿石需求改善空间不宜过分乐观。北方钢厂继续执行采暖季限产，一季度的限产主要局限于北方2+26城市，按照省份同比减产30%测算，粗钢产量同比减量超过2450万吨，测算下来铁水同比减量在27万吨左右，而2021年一季度日均铁水产量为244万吨，既理论上国内铁水可能回升至217万吨左右。不过，由于北方整体地理特殊的影响，一旦重污染天气出现，有可能牵涉到原本不在限产范围的产能，范围内减产的钢厂也可能会有额外的加严，实际最终影响量仍存在不确定性。此外，由于2022年压减新政并未出台，其他地区暂无明确的限产压力，理论上可以按照去年的水平生产，但能耗双控抑制下超过去年水平可能性不是很大，因而一季度限产影响量可能会更大，矿石需求改善空间不宜过分乐观，重点关注压减政策变化情况。

图 49、钢联 247 家钢厂生产情况



数据来源：Mysteel 宝城期货金融研究所

图 50、统计局粗钢累计产量和同比



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 51、各地能耗双控目标与完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

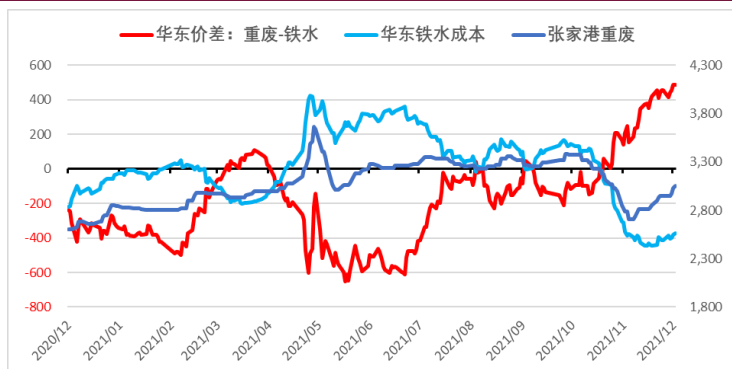
数据来源：发改委 宝城期货金融研究所

双碳目标和能耗双控抑制下，钢市控产政策延续，国内矿石需求存顶部。钢铁行业属高能耗，高排放行业，碳减排压力明显，产量削减是最为有效的减排手段。国内主要钢企碳达峰时间点基本控制在 2025 年之前（早于国家目标 5 年），到 2030 年左右实现减碳 30%，2050 年实现碳中和（早于国家目标 10 年），钢铁行业碳减排时间紧，任务重；而从实现碳减排的方式来看，产量削减无疑是目前钢铁行业实现碳减排最为有效的方式。不过，相较于 2021 年下半年集中压减产量不同，2022 年政策端会相对平稳，矿石需求难现短期骤减局面，各月生铁产量平稳运行为主。

此外，国内鼓励发展短流程炼钢，废钢替代效应在增强。2020 年我国生产粗钢 10.53 亿吨，其中转炉长流程工艺占比 91%，电炉短流程工艺占比 9%。相比较于转炉长流程工艺炼钢，电炉短流程工艺炼钢节能减排效果突出，环保优势明显，因此转炉长流程工艺粗钢或将成为“产量压减”的主要对象。根据工信部在《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》中的目标要求，2025 年我国电炉钢产量占粗钢产量比例提升至 15%以上，力争达到 20%，废钢比达到 30%。现阶段，我国废钢比接近 20%，按当前 10.5 亿吨粗钢产量计算，比例提高至 30%可减少矿石 1.7 亿吨用量。不过，国内废钢供应紧缺情况下废钢价格较高，铁水性价比依旧相对较好，钢厂提高废钢用量积极性受限，但随着政策后续推升以及国内废钢供应增加，废钢替代效应会增强，矿石需求也将承压。

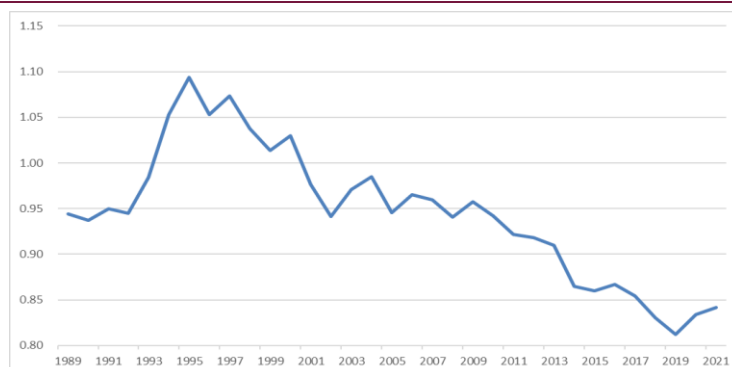
目前来看，国内矿石中期需求仍由政策主导，预计钢市控产政策延续，而地产、出口下行压力下国内粗钢表观需求也将减量，中性假设下 2022 年粗钢减量 5%，鉴于废钢替代效应增强，贡献 50%粗钢减量，则预计国内生铁产量同比下降 2500 万吨左右，对应矿石需求量 4000 万吨。

图 52、废钢与铁水价差



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 53、生铁产量与粗钢产量比值

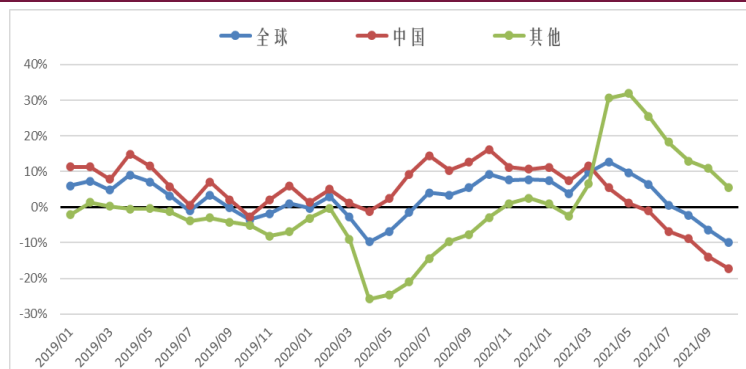


数据来源：wind 宝城期货金融研究所

海外矿石需求复苏明显，未来增量空间有限。世界钢协数据显示，2021 年 1-10 月全球生铁累计产量为 11.03 亿吨，同比增 2.98%，而中国大陆生铁产量为 7.22 亿吨，同比下降 1.63%，其他国家合计产量为 3.81 亿吨，同比增 13.01%，

但增幅多发生在上半年，为 2020 年低基数影响所致。现阶段，疫情对海外钢铁生产影响趋弱，伴随全球经济复苏，海外高炉生产已陆续复产，生铁日均产量运行也平稳，1-10 月日均生铁产量为 125.44 万吨，已高于 2019 年日均 124.82 万吨水平，可见海外矿石需求已处于高位，预计未来增量空间有限，大概率维持当前水平。

图 54、全球生铁产量当月同比变化



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

综上所述，矿石需求变化主导 2021 年矿价走势，上半年国内外矿石需求表现强劲，驱动矿价强势上涨，且创下历史新高；但随着国内压减政策开始执行，国内矿石需求开始骤减，铁水产量不断下行，矿市供需格局彻底扭转，7 月中旬矿价开启趋势性下跌。展望 2022 年，海外矿石需求相对平稳，矿市需求变动在国内，高利润钢厂复产带来需求短期改善，但采暖季限产抑制下不宜过分乐观，而中期需求由政策主导，国内控产政策会延续，同时废钢替代效应增强，矿石需求减量近 4000 万吨。

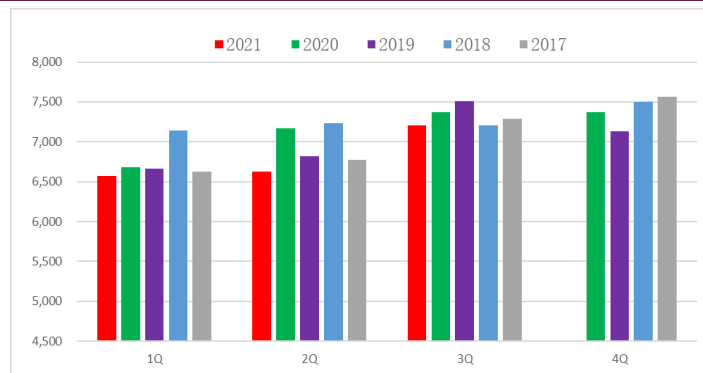
三、铁矿石供给分析

2021 年矿石供应相对平稳，VALE 产能恢复带来供应增量，产量和发运均有所提升，但澳洲矿石发运表现不及预期，其中力拓由于劳工紧张、天气等因素发运减量明显，而下半年矿价下行叠加疫情扰动，非主流矿供应收到冲击，整体发运同样不及预期。

1、澳洲主流矿商：表现各异，未来有增量

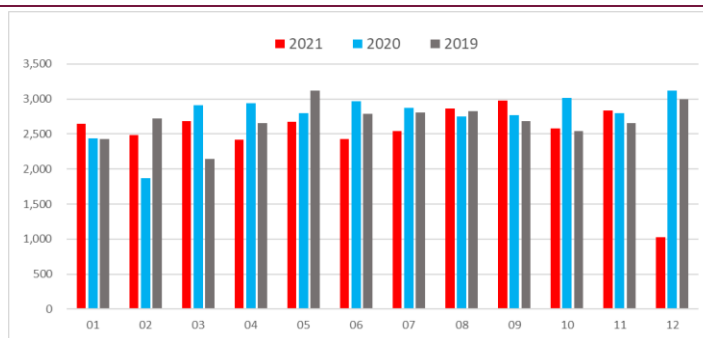
力拓：发运有待回升。最新季报显示力拓皮尔巴拉地区三季度铁矿石产量为 8330 万吨，发运量为 8340 万吨，累计产量为 2.04 亿吨，同比下降 818 万吨，降幅为 3.86%，由于劳工、降雨较多、港口检修等因素导致上半年发运量减量较大，因而目标由此前的 3.25-3.40 亿吨的下限值下调至 3.2-3.25 亿吨区间，而旗下加拿大铁矿石公司（IOC）2021 年球团和精粉目标产量也下调至 950-1050 万吨，减量 100-150 万吨。尽管力拓今年发运不及预期，但新矿区 Gudai-Darri 将于 2022 年第一季度投产，有助于提升运营稳定性，同时降雨影响会减弱，力拓发运会逐步回升，2022 年预计增量 500-1000 万吨。

图 55、力拓铁矿石季度产量



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

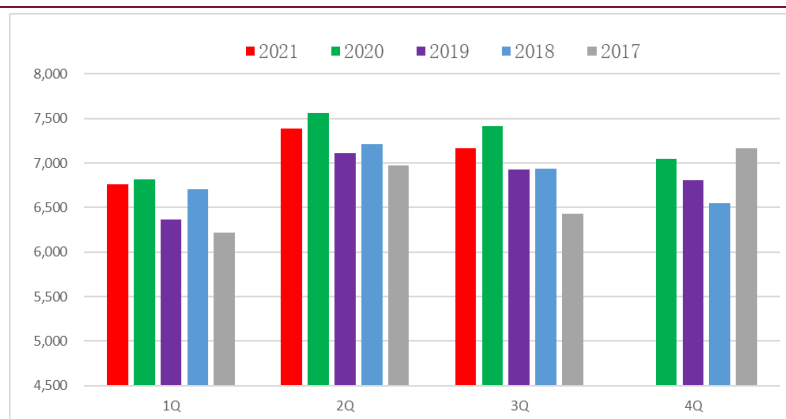
图 56、力拓发运情况



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

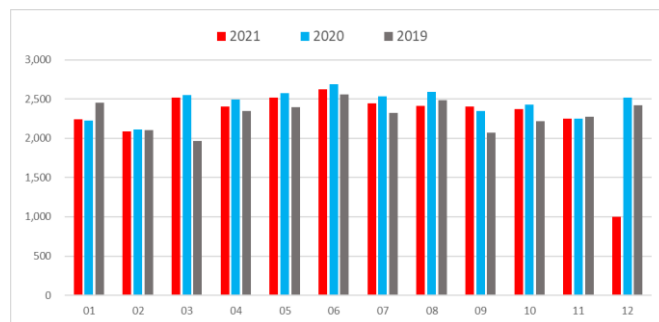
必和必拓：供应平稳，且后续项目替代为主，增量有限。三季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 7059 万吨，同比减少 6.6%，前三季度累计产量为 2.13 亿吨，同比下降 2.22%，而总销量为 2.1 亿吨，同比减少 3.8%，而 2022 财年铁矿石目标指导量 2.78-2.88 亿吨（100%产销计算），保持不变。矿山项目方面，South Flank 矿区 5 月已投入生产，目前持续提产中，并且在调试期间提升破碎机产能，预计该矿区在三年内把产能提升至 8000 万吨，但该项目使用于取代杨迪矿区，贡献增量相对有限。巴西 Samarco 铁矿石项目三季度产量为 105 万吨，2022 财年度该项目年产量达 300 至 400 万吨。

图 57、必和必拓铁矿石季度产量



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

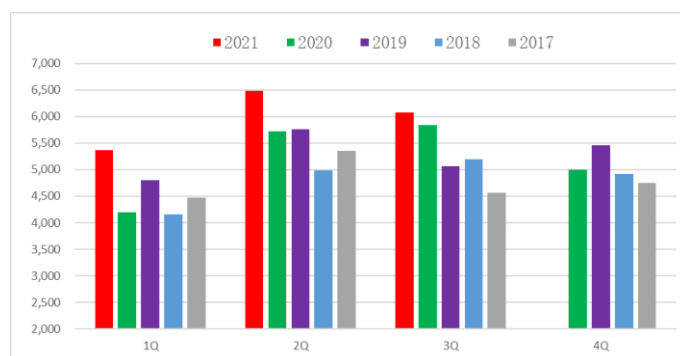
图 58、必和必拓发运情况



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

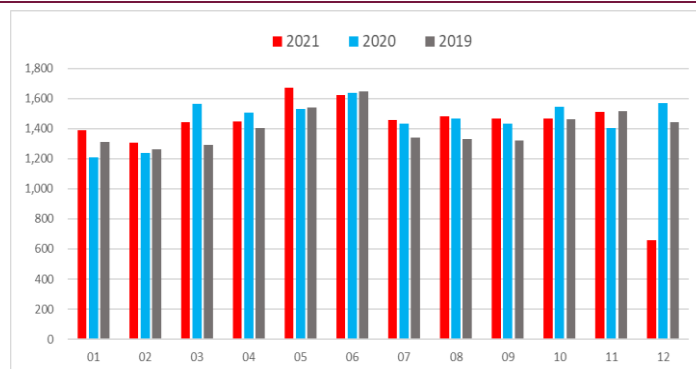
FMG：供应稳中有增。三季度 FMG 铁矿石加工量达 4840 万吨，发运量达 4560 万吨，2021 年财年发运量为 1.82 亿吨，创下历史新高，2022 年财年发运目标提升至 1.8-1.85 亿吨。铁桥项目三季度已经完成第一模块建设以及首个高压研磨机，尾矿储存设备，卸货设备等的安装，将于 2022 年 12 月开始生产，年产量为 2200 万吨，贡献增量 180 万吨，预计 2022 年增量 500 万吨。

图 59、FMG 铁矿石季度产量



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 60、FMG 发运情况



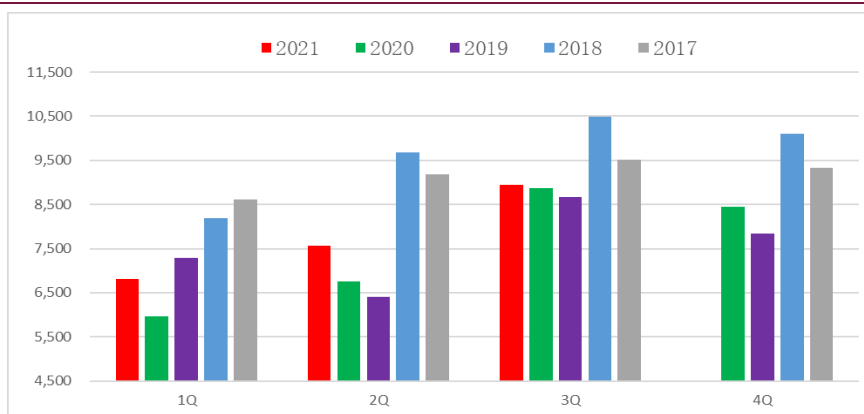
数据来源：wind 宝城期货金融研究所

2、巴西矿商：VALE 产能恢复带来增量

淡水河谷：产能恢复提升产量。三季度铁矿石粉矿产量 8942 万吨，同比增长 0.8%，前三季度累计产量为 2.33 亿吨，同比增加 7.99%，主要得益于：

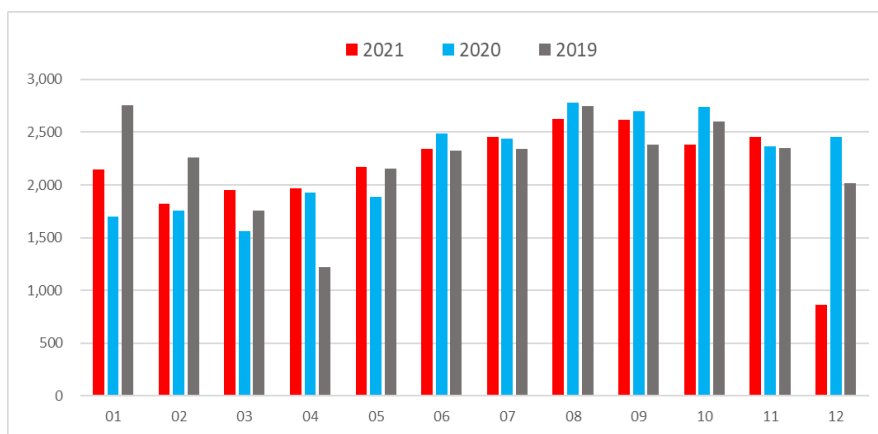
(1) 天气影响因素减少, Serra Norte 和 S11D 矿区生产状况改善。(2) Vargem Grande 矿区的干选生产得到改善。(3) Itabira 综合矿区原矿产量在本季度有所提升。(4) 第三方采购增加。(5) Fábrica 矿区 600 万吨年产能达到满负荷运营状态; 三季度铁矿石粉矿和球团矿的销量总计 7588 万吨, 环比增长 1.4%, 同比增长 2.2%。不过, VALE 下调 2021 年产量指引, 由前期 3.15-3.35 亿吨降至 3.15-3.2 亿吨, 而 2022 年产量目标为 3.2-3.35 亿吨, 长期目标维持 4 亿吨, 2021 年产量预估为产量下沿, 则对应 2022 年矿石供应增量为 500-1500 万吨。

图 61、淡水河谷铁矿石季度产量



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

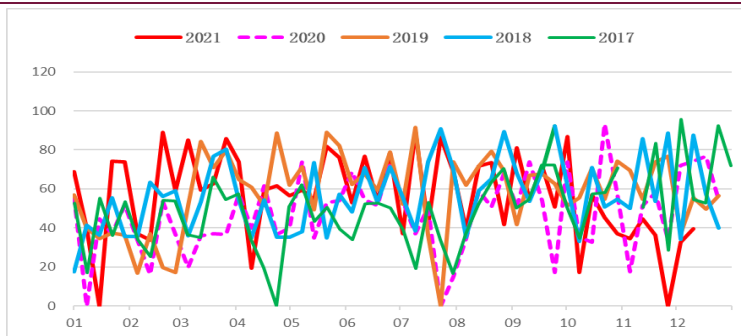
图 62、淡水河谷发运情况



数据来源: wind 宝城期货金融研究所

巴西 CSN 矿业公司: 三季度铁矿石总产量为 1030.9 万吨, 同比增加 6.7%; 销量为 818.3 万吨, 同比减少 10.7%, 其中巴西国内销量为 126.9 万吨同比增加 20.9%, 销往海外市场为 691.4 万吨, 同比减少 14.8%。公司预计在 2022 至 2026 年期间资本支出约 21 亿美元, 以扩张其铁矿石业务, 表示第一阶段的扩张计划包括扩建中央铁矿厂, 修复尾矿坝, 以及扩建 Tecar 码头, 2021 年铁矿石产量 (包含从第三方购买的铁矿石) 达 3600 至 3700 万吨, 2022 年达到 3900 至 4100 万吨。

图 63、CSN 发运情况



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

3、非主流矿：供应减量显现

2020 年由于疫情打击，海外铁水产量同比大幅下滑，钢厂开启去库周期，而矿山减产较少，这就使得海外铁矿以巴西、俄罗斯和乌克兰矿为代表大量涌入中国，全年我国非主流矿进口同比增加约 4300 万吨，远远超过了普氏价格上涨幅度，且主要集中在印度、乌克兰、俄罗斯三国。

2021 年随着疫情的恢复，海外铁水产量基本恢复至 2019 年水平，海外钢厂开启了铁矿补库周期，从而使得巴西、乌克兰与俄罗斯等国的铁矿供应被大量分流。尽管普氏价格一度突破 200 美元/吨，我国非主流矿进口却已不及 2019 年高点。进入下半年后，随着铁矿整体价格的回落，结构性矛盾的凸显，以印粉为代表的低品矿由于溢价低迷，进口利润倒挂，进口大幅缩减。2021 年 1-10 月我国累计进口铁矿石总量为 9.33 亿吨，同比下降 4172 万吨，其中澳洲减量 2282 万吨，巴西矿增加 352 万吨，非澳巴地区减量高达 2242 万吨，而印度、南非分别下降 538 万吨、622 万吨，相对应下半年非澳巴矿发运和国内港口到货呈现出下行态势，2021 年全年供应减量会出现，但空间有限。

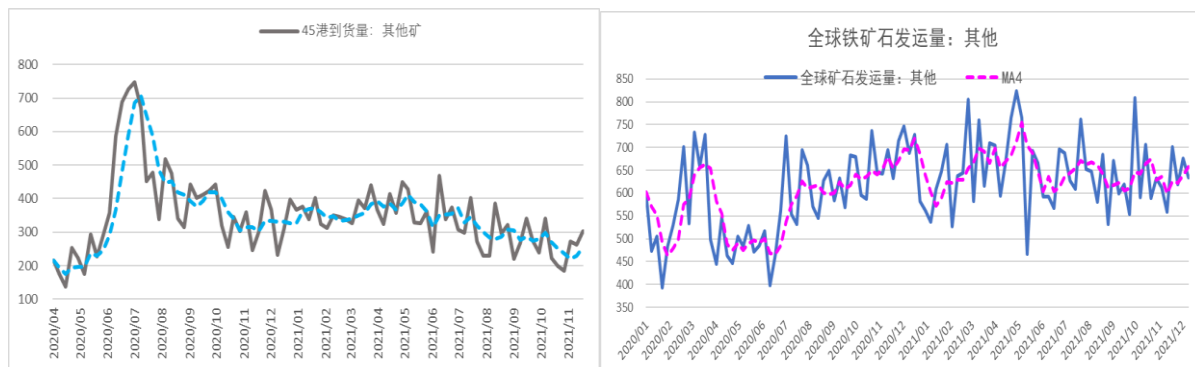
由于非主流矿山数量庞杂，且多无公开数据进行跟踪，只能根据矿价与发运、国内进口进行数据预测。期间 10 月矿价曾跌破 100 美元/吨，确实对非主流矿发行形成冲击，期间发运持续维持低位，若普氏价格指数维持当前水平 110 美金水平，非主流矿减产动能不强，2022 年全年减量近 1000 万吨左右，后续仍待矿价动态跟踪，重点关注疫情对印度矿石供应影响情况。

图 64、我国铁矿石进口量与非澳巴矿占比



数据来源：wind 宝城期货金融研究所

图 65、非澳巴矿到货和发运情况

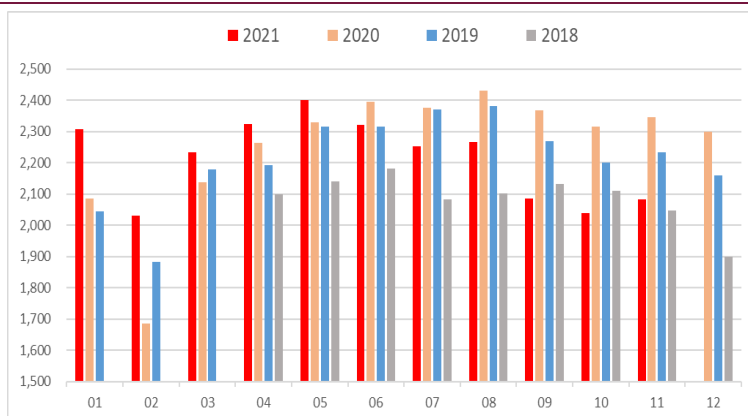


数据来源: MYSTEEL 宝城期货金融研究所

4、国产矿：供应不及预期

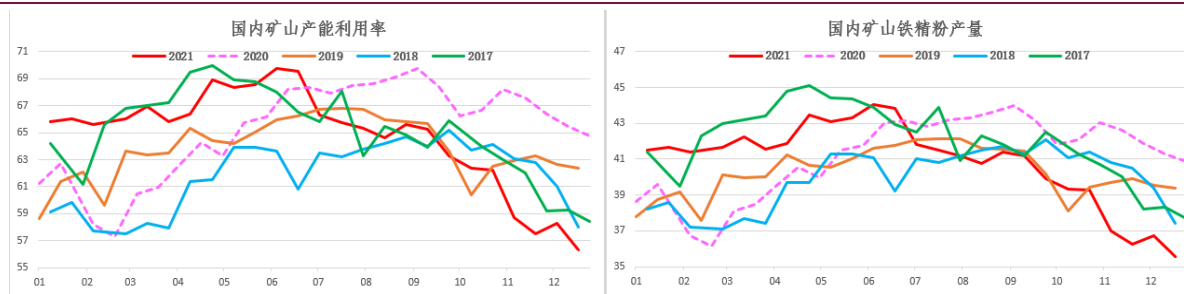
国内矿山生产受限，供应不及预期。统计局数据显示 1-11 月国内原矿产量为 9.01 亿吨，同比增 10.4%，但受制于资源禀赋，国产精粉产量同比迎来下降；钢联统计的 332 家矿山 11 月铁精粉产量为 2082.10 万吨，1-11 月累计产量为 2.43 亿吨，同比下降 395.5 万吨，降幅为 1.60%，其中降幅最大为华北地区，同比下降 462 万吨。此外，高频数据显示矿山生产依旧受限，产能利用率和日均精粉产量未见企稳，双双刷新年内新低，12 月精粉产量仍难提升，2021 年国产矿减量超 600 万吨，增量预期未兑现，政策（百年建党庆典）、资源禀赋、矿价下行等因素所导致。目前来看，国产矿供应仍将面临季节性走弱局面，短周期来看难有增量，但当前矿价水平下，国内矿山生产积极性存在，政策许可下供应仍会恢复。同时，拉长周期看，资源保供目标下国内矿山投资增量明显，未来供应仍有增量空间，但 2022 年国产矿供应以稳为主，全年产量与去年持平。

图 66、全国 332 家矿山企业铁精粉产量



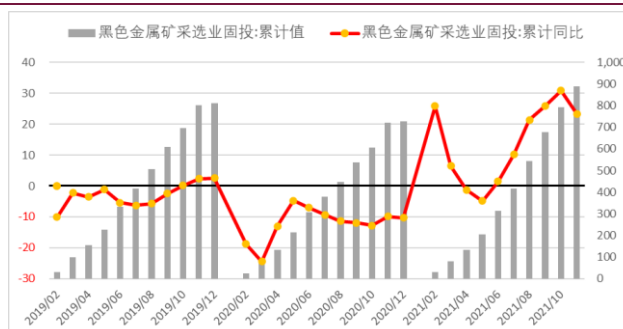
数据来源: MYSTEEL 宝城期货金融研究所

图 67、国内矿山生产情况



数据来源：MYSTEEL 宝城期货金融研究所

图 68、黑色金属矿采选业固定资产投资



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

综上所述，2021 年主流矿商供应表现各异，VALE 产能恢复推升产量，但回升幅度弱于预期，目标也迎来下调，而澳洲矿商中 FMG 和 BHP 表现较好，力拓不及预期，同时非主流矿和国产矿均迎来减量，矿价下行冲击确实存在。展望 2022 年，全球四大矿商仍是供应增量主要贡献着，若增产顺利全年增量近 3500 万吨，非主流矿与国产矿受矿价水平扰动，预估减量 1000 万吨左右，则全年铁矿供应或将增加 2500 万吨左右。

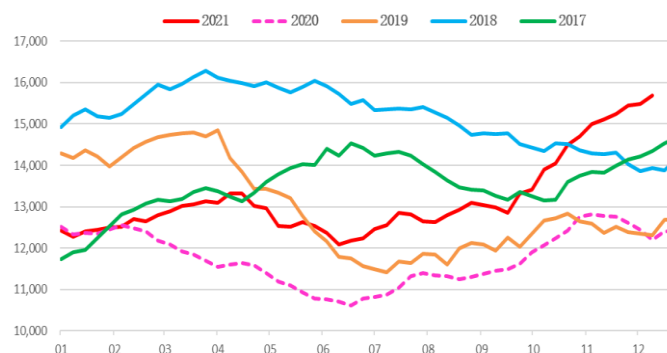
四、矿价下行测试成本支撑

2021 年矿市供需格局再度转为过剩，矿价迎来趋势性下行，一度跌破 90 美金重要关口。展望 2022 年，海外矿石需求相对平稳，矿市需求变动在国内，高利润钢厂复产带来需求短期改善，但采暖季限产抑制下不宜过分乐观，而中期需求由政策主导，国内控产政策会延续，同时废钢替代效应增强，矿石需求减量近 4000 万吨。相对应，全球四大矿商仍会贡献供应增量，若增产顺利增量近 3500 万吨，非主流矿与国产矿受矿价水平扰动，预估减量 1000 万吨左右，则全年铁矿供应或将增加 2500 万吨左右。整体来看，若矿价维持当前价格水平，铁矿供需过剩格局延续，叠加国内库存高位，宽松格局下矿价仍将下行，倒逼非主流矿减产来修正供需格局，因而后续矿价将测试非主流矿成本支撑。

国内矿石成本仍是全球矿石顶端，一旦矿价跌破则成本增强。根据 Government of Western Australia 发布的《WESTERN AUSTRALIA IRON ORE PROFILE - March 2021》和 USGS 统计数据，全球铁矿石成本曲线的 80%和 90%分位集中在中国铁矿石成本位附近，2020 年中国 CFR 现金成本为 82.8 美元/

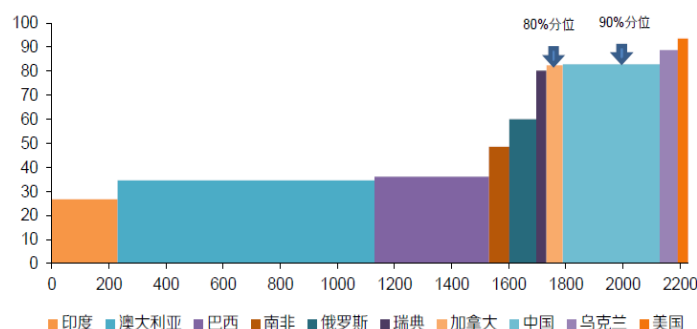
吨，完全成本或近 100 美元/吨。不过，并非矿价跌至非主流矿成本附近价格就会止跌回升，须得看到供应实质性减量，且减量水平能缓解供应过剩格局。相反，值得关注是若矿价逼近主流矿商中 FMG 成本，届时成本支撑效应最强，而目前 FMG 海漂货成本线在 35 美元/吨左右，矿价下行空间较大。此外，近期全球海运市场持续走弱，铁矿石海运费也大幅下行，西澳、巴西图巴朗至中国北方港口铁矿石运费分别为 9.027 美元/吨、22.950 美元/吨，已接近往年同期水平，海运费回落将削弱成本支撑利好效应。

图 69、黑色金属矿采选业固定资产投资



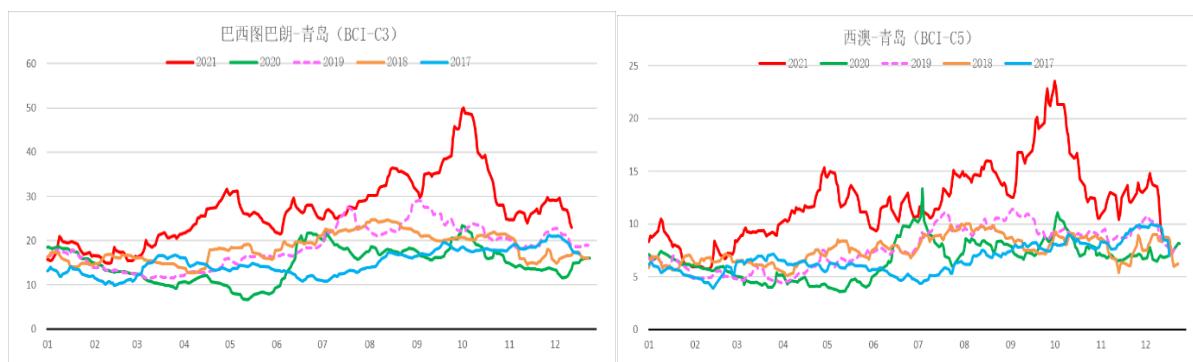
数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

图 70、全球铁矿石成本曲线



数据来源：USGS 宝城期货金融研究所

图 71、铁矿石海运费走势



数据来源：WIND 宝城期货金融研究所

五、后市展望

海外需求平稳，矿石需求变动仍看国内，高利润钢厂复产带来需求短期改善，但采暖季限产抑制下难言乐观，而中期需求由政策主导，国内控产政策会延续，而废钢替代效应增强，预计矿石需求减量近 4000 万吨。相反，全球主流矿商供应存有增量，国产矿产量平稳，而非主流矿迎来减量，全年铁矿供应增加 2500 万吨。总之，当前价格下铁矿供需明显过剩，且国内矿石库存高位，宽松格局下矿价易承压下行，振荡寻底测试成本支撑，直至非主流减产带来供需格局改善。

煤焦篇：供需缺口消弭，煤焦繁华褪却

一、价格走势分析

1、焦煤、焦炭期货价格

民生底线不可触碰，政策调控不容忽视。今年焦煤焦炭期货价格运行趋势较为接近，主要存在两个转折点：其一是 4 月以后蒙古国疫情复燃导致蒙煤进口缩减，加剧国内焦煤供应紧张的局面，而强势焦煤不断给予焦炭成本支撑；其二是 10 月 19 日以后，发改委多措并举大力核增煤矿产能，进而带动焦炭成本端支撑坍塌，焦煤焦炭期价快速回落。事实上，煤矿产能核增带来的政策端风险一直存在，从 730 政治局会议开始，发改委就不断核增煤矿产能，但直到 10 月，焦煤的供应紧缺问题始终没有根本解决，市场参与者逐渐放松警惕，以 10 月 19 日为界，在高频的政策调控下，焦煤焦炭期价连续多日跌停，并在 11、12 月延续震荡偏弱的走势。

中长期来看，焦煤焦炭的下一重要节点位于 2022 年 2 月 4 日的北京冬奥会，目前“2+26”城市采暖季钢铁行业基本确定 30% 的错峰生产比例，因而钢厂即便受利润驱动生产有所恢复，其复产空间也十分有限，焦炭需求疲弱的格局至少应持续至冬奥会结束；而供应端经过发改委大量释放煤矿产能，明年国内焦煤产量依然会较为充足，加之疫情常态化下蒙煤进口探索出了“零接触模式”，预计明年焦煤将延续供应宽松格局。总而言之，冬奥会之前预计焦炭需求较差，且焦煤带来的成本支撑存减弱预期，焦炭 2022 年一季度整体价格重心依然向下，而焦煤同样将延续供应宽松格局，基本面偏差。不过，以冬奥会落幕为另一重要节点，钢厂以及焦化厂的复产预计会给予双焦期价阶段性支撑，而煤矿冬季保供任务的结束也可能是另一个节点，驱动焦煤焦炭价格出现反弹。

图 72、焦炭期货价格走势



数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

图 73、焦煤期货价格走势

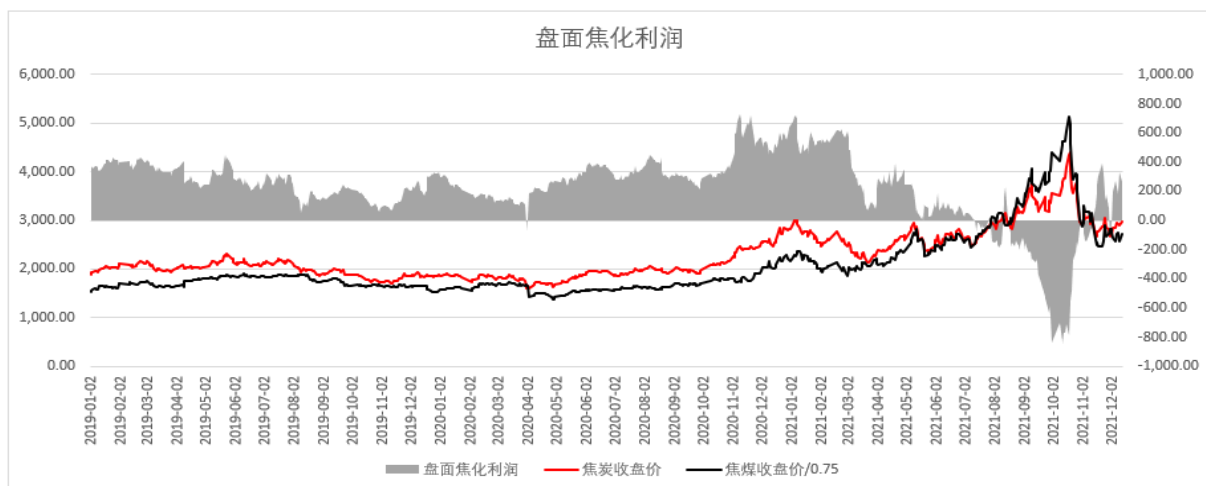


数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

2、盘面焦化利润

盘面焦化利润模拟了焦化厂按期货价格采购焦煤，并销售产成品焦炭所能获取的利润，其本质上是一种品种间价差。根据往年数据显示，按照盘面价格，每消耗 1.33 吨焦煤生产 1 吨焦炭时，吨焦盈利基本落在 100-500 元的区间内，然而从 2021 年三季度开始，盘面焦化利润开始长期接近于零或是负利润，甚至在 10 月 18 日收盘时，盘面焦化利润一度达到-786 元/吨，这也是四季度建议做多焦化利润的依据所在。随着发改委密集核增煤矿产能，焦煤基本面发生转变，最终弱于焦炭，同时盘面焦化利润也逐渐回归合理区间。放眼 2022 年，我们认为焦煤焦炭价格整体将围绕合理水平震荡偏弱运行，焦化利润相关的交易机会将较为少见，主要出现在品种基本面强弱关系转换时，接下来可重点关注煤矿保供结束，或临时产能收回等事件的影响。

图 74、盘面焦化利润



数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

3、焦炭现货价格

全球性能源危机引发雪崩效应。2021 年焦炭现货市场大起大落，刷新了焦企、贸易商，以及期货市场参与者对于焦炭价格的认知。回顾全年，焦炭的现货市场可以概括为 4 段行情。第一段行情是在 2021 年 3 月之前，延续去年疫情后经济重建的势头，国内黑色成材需求较好，焦炭在供应偏紧的环境下价格稳中有涨；第二阶段则是春节至 4 月中旬，由于国家提倡当地过年，许多煤矿在高利润下提前开工，焦煤价格走弱使得焦企配煤成本走弱，焦炭价格开始下行；第三阶段是往后至 10 月 19 日，进入 4 月以后，外煤进口大幅缩减的影响逐渐显现，尤其是当时最为重要的蒙煤进口量较 3 月环比降 71.5%，焦煤紧缺价格上涨给予焦炭价格支撑，引发了此后持续到 10 月的这场声势浩大的上涨行情，当时国内主流的准一级冶金焦价格一度处在 4300-4400 元/吨左右；最后，第四阶段是 10 月 19 日以后，电煤价格过高触及民生底线，发改委政策调控骤然收紧，大力核增煤矿产能，焦炭成本支撑坍塌后价格迅速回落。从 11 月以来，在成本支撑坍塌以及钢厂大幅限产的共同驱动下，焦炭价格迅速回落，短短 1 个月内完成 8 轮提降，累计下调 1600 元/吨。此后，随着钢厂和贸易商采购逐渐恢复，焦炭价格得以持稳运行，并在 12 月以来逐渐呈现稳中有涨的格局。

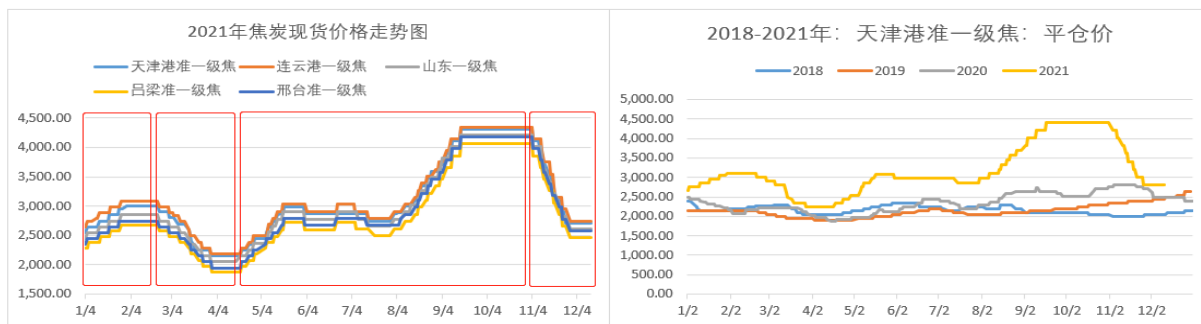
放眼后市，明年焦炭市场的主要矛盾仍在供应侧。我们可以看到，在“碳达峰，碳中和”战略的总体框架下，2021 年中国提出并完成了全年粗钢平控的任务，而 2022 年对于低碳减排的要求同样不会放松，在粗钢减产要求下铁水总产量与今年持平已是乐观估计，焦炭需求难有根本改善。相较于环保限产更严格的钢厂，焦化厂生产自由度更高，主要受利润影响，因此明年焦炭供应将会决定期市走势。

图 75、主要品种焦炭价格概况

	品种	价格属性	价格	周涨跌	月涨跌	年涨跌	年内最高	年内最低
焦炭	准一级焦：天津港	平仓价	2,710.00	0.0%	-37.1%	6.3%	4,310.00	2,150.00
	山西一级焦：连云港	平仓价	2,750.00	0.0%	-36.8%	4.2%	4,350.00	2,190.00
	山东一级焦	市场价	2,620.00	0.0%	-37.9%	6.9%	4,220.00	2,050.00
	吕梁准一级焦	出厂价	2,460.00	0.0%	-39.4%	7.9%	4,060.00	1,880.00
	邢台准一级焦	出厂价	2,580.00	0.0%	-38.3%	9.8%	4,180.00	1,950.00

数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

图 76、焦炭现货价格走势



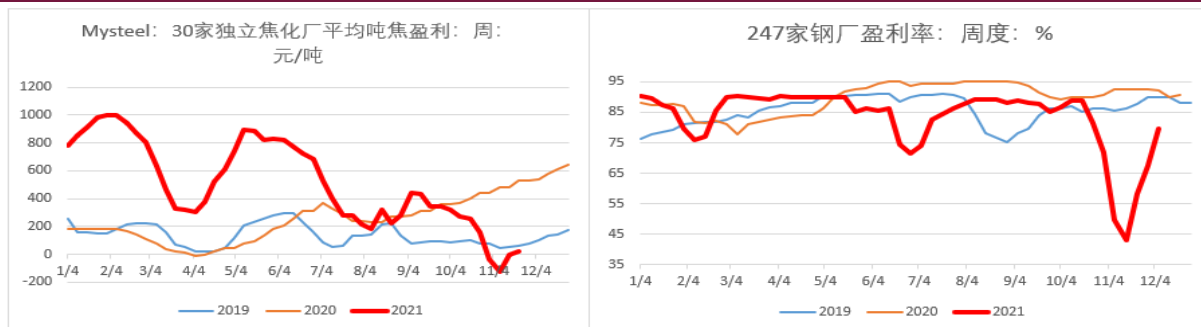
数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

4、焦企生产利润

物极必反，盛极而衰。2021 年焦化企业的生产利润登高回落，其过程在上下游的博弈间可以说是一波三折。由于产业链较为封闭，黑色商品相关企业的生产利润存在分配问题，即煤矿、焦企，和钢厂间互相挤压利润。焦化厂作为中间加工环节，议价能力本就偏弱，加之今年焦煤紧缺，煤矿掌握焦煤定价权，钢厂限产严重，对焦炭定价的主动权更大，焦企可以说夹缝中生存，尤其是 2021 年三、四季度，即便焦炭价格持续上涨至历史最高价时，30 家独立焦化厂吨焦盈利仅维持在 200-400 元/吨左右。此外，11 月 19 日以后，钢厂盈利率开始回升，然而钢厂仰仗限产下采购需求低，继续打压焦炭价格，使得焦企经营状况在 12 月初依然较为糟糕。

配煤成本和成材价格决定焦企利润上限，而议价能力是确定焦化利润的最后一块拼图。从中长期来看，未来焦炭的配煤成本预计将逐渐回落。一方面是蒙煤进口量将在满洲里疫情结束后逐渐恢复，加之今年国内煤矿产能已修复，因此在没有疫情干扰的情况下，明年焦煤供应整体将较为宽松，煤价有下行空间；另一方面，从 2021 年的情况来看，焦企的议价能力偏弱，在焦化产能充足、且限产强度弱于钢厂的情况下，2022 年焦企能持续维持高额利润的可能性不大。整体来看，预计焦企明年利润总体将在 200-600 元/吨的合理区间内运行，下一阶段，冬奥会结束后钢厂复产或将推动焦化利润阶段性走高。

图 77、焦化厂、钢厂盈利情况



数据来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

5、焦煤现货价格

世纪疫情叠加双碳战略，焦煤价格冲高回落。2021年以来，不论是配焦煤还是主焦煤的价格均一路攀升，走出了近十年来难得一见的历史性行情。以京唐港山西主焦煤为例，2021年内最高价格达到过4250元/吨，较2020年末的1650元/吨涨幅达到157.58%，且远远超出2021年以前的最高价1880元/吨。

2021年对于中国是疫情后的经济重建，然而世界上还有许多国家仍深受疫情困扰，此次世纪疫情对全球经济造成巨大冲击，能源产业首当其冲，一场全球性的能源危机悄然而至。而内生因素方面，今年在双碳战略下出现的政策抢跑现象，各省煤矿被严格限产，且许多煤矿陆续关停，导致原煤产量大幅降低，引发国内动力煤、焦煤资源的重大短缺。因此，在国内外因素的共同驱动下，焦煤的现货价格一路疯涨，“煤超疯”行情再现。对于此，7月30日，习近平总书记主持召开中央政治局会议，首次提及要纠偏“运动式减碳”，明确“碳达峰不是碳冲锋”，要坚持“全国一盘棋，不抢跑”。此后发改委就着手核增煤矿产能，并在电煤价格过高后加大了政策干预力度。根据市场上公开的数据整理得，今年共核增2.7亿吨/年的煤矿永久产能，以及9600万吨/年的临时煤矿产能，其中鄂尔多斯市部分露天煤矿临时用地有效期为2年，显示未来一段时间焦煤保供无虞。关于2021年焦煤现货市场的特征，与往年不同，由于澳煤无法通关，今年焦煤现货市场受俄罗斯和蒙古国进口焦煤的影响较大。其中俄罗斯焦煤指标非常优秀，只是强度较低，使得今年8-10月份国内高强度煤价格非常坚挺；而蒙煤因为对国内焦煤有较大的价格优势，在10-11月份蒙煤进口大幅恢复时，山西焦煤价格受到冲击快速回落。

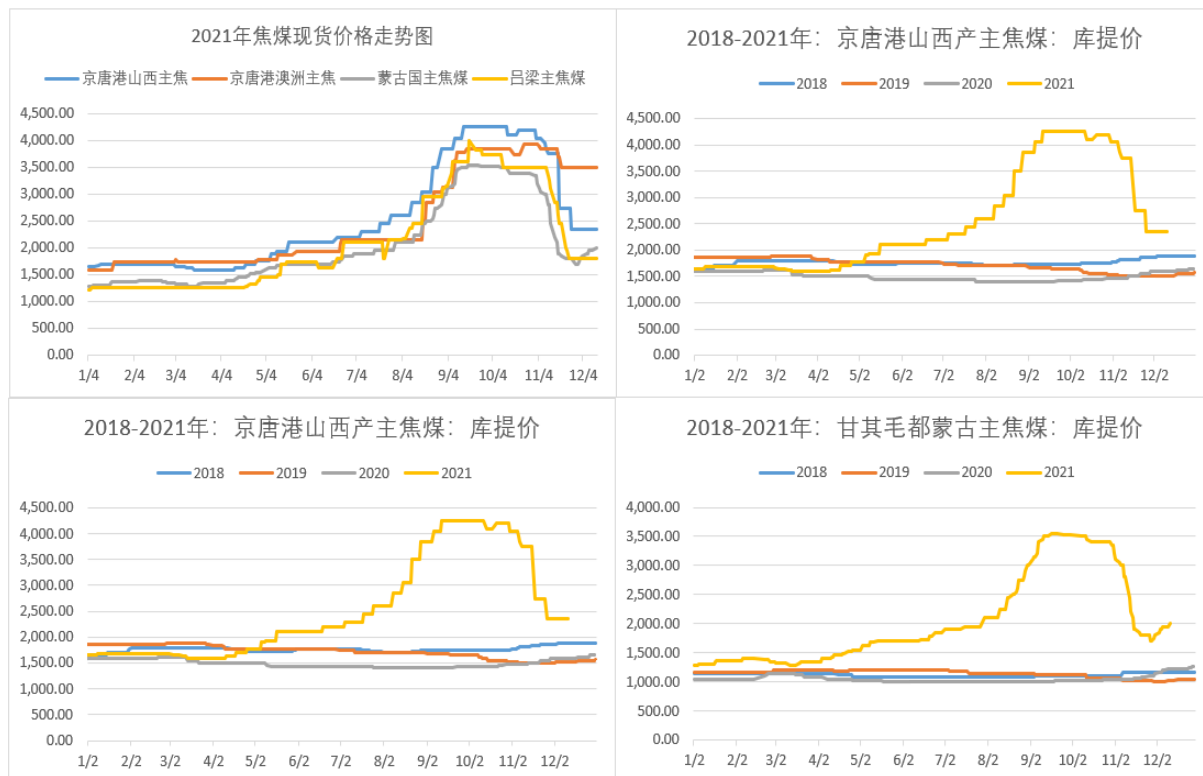
总而言之，今年世纪疫情背景下，叠加国内煤矿限产发力过猛，导致焦煤价格创出历史新高，更深入地来看，今年俄罗斯煤和蒙煤对于国内焦煤价格产生了较大的影响，未来同样需要重点关注主流进口焦煤的动态。展望未来，2021年12月煤矿产能仍在不断释放，且世界各国经历过与疫情的长期共存，逐渐总结出一些经验，例如蒙古国已开始运行的噶顺苏海图集装箱货运站，其采用的零接触式运输在疫情背景下取得了良好的成果，因此整体来看预计焦煤明年的供应仍较为充足，现货价格以维持低位震荡为主，可参考1200-2800元/吨的合理区间范围。

图 78、主要品种焦煤价格概况

	品种	价格属性	价格	周涨跌	月涨跌	年涨跌	年内最高	年内最低
焦煤	山西主焦煤：京唐港	库提价	2,350.00	0.0%	-44.0%	42.4%	4,250.00	1,600.00
	澳大利亚主焦煤：京唐港	库提价	3,490.00	0.0%	-11.4%	119.5%	3,940.00	1,590.00
	蒙古国主焦煤：甘其毛都	库提价	1,950.00	5.4%	-42.6%	53.5%	3,550.00	1,270.00
	吕梁主焦煤	市场价	1800	0.0%	-48.6%	47.5%	4,000.00	1,220.00

数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

图 79、焦煤现货价格走势



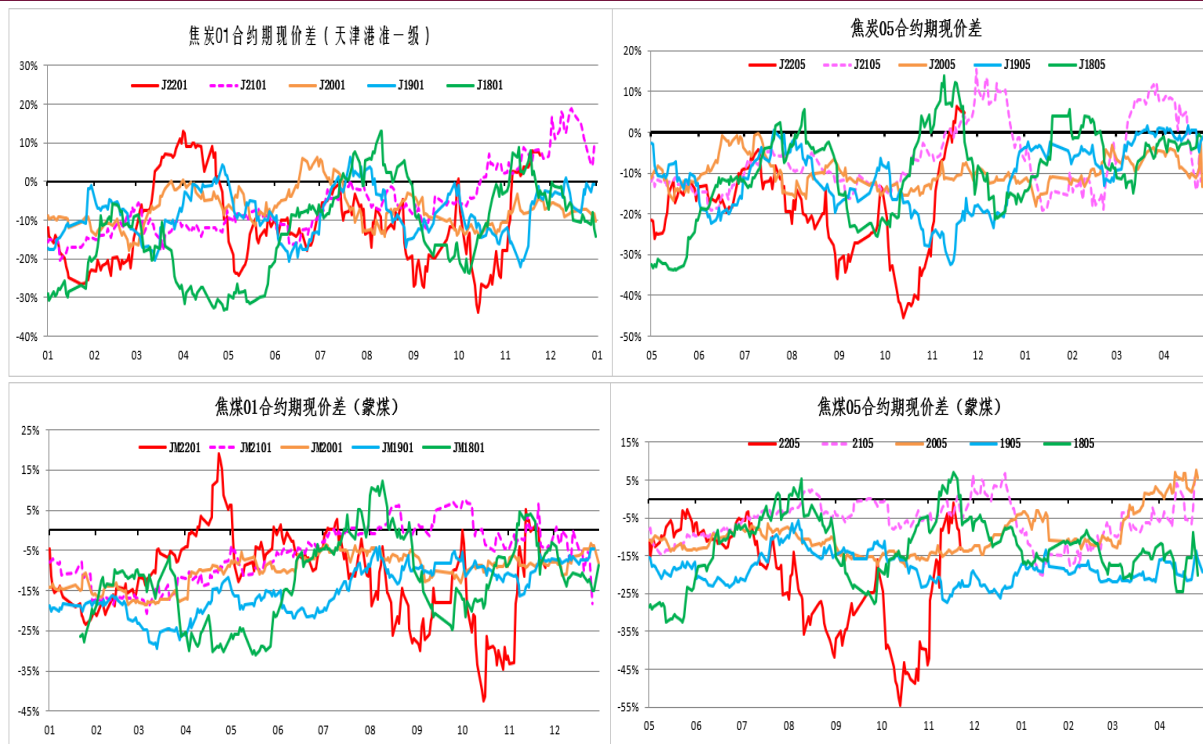
数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

6、焦煤、焦炭基差

回顾 2021 年，焦煤焦炭前三季度的基差总体呈现深度贴水的格局，9 月之前，深度贴水主要反映的是交易者对不断走高的期价存有恐高情绪，担心政策调控的到来，但政策风险迟迟不见兑现也使得市场放松警惕，基差通过期价向上贴近现货价格的方式得以修复。然而，一旦涉及民生问题，政策调控一定会来，随着动力煤价格不断走高，电厂亏损下社会居民用电无法保障，10 月 19 日，发改委终于开始高强度释放煤矿产能，并规定动力煤价格上下浮动基准，增产和限价并举，使得双焦期价迅速回落，此后均多日跌停，焦煤焦炭的期价在两周内分别下挫 1840.5 点和 1765 点，而由于现货价格的反应滞后，基差再次深度贴水。当然，随着焦煤焦炭供应不断修复，现货价格开始补跌，基差也逐渐恢复至平水附近。

从中长期来看，由于焦煤焦炭供需矛盾得到缓解，预计基差也会按照往年季节性规律运行，回归合理区间，下一阶段基差的偏离预计会出现在冬奥会前后一段时间，届时随着钢厂和焦化厂的复产，期价会领先于现货价格上涨，使基差短暂走强。

图 80、焦煤焦炭基差季节性



数据来源：WIND，宝城期货金融研究所

二、库存分析

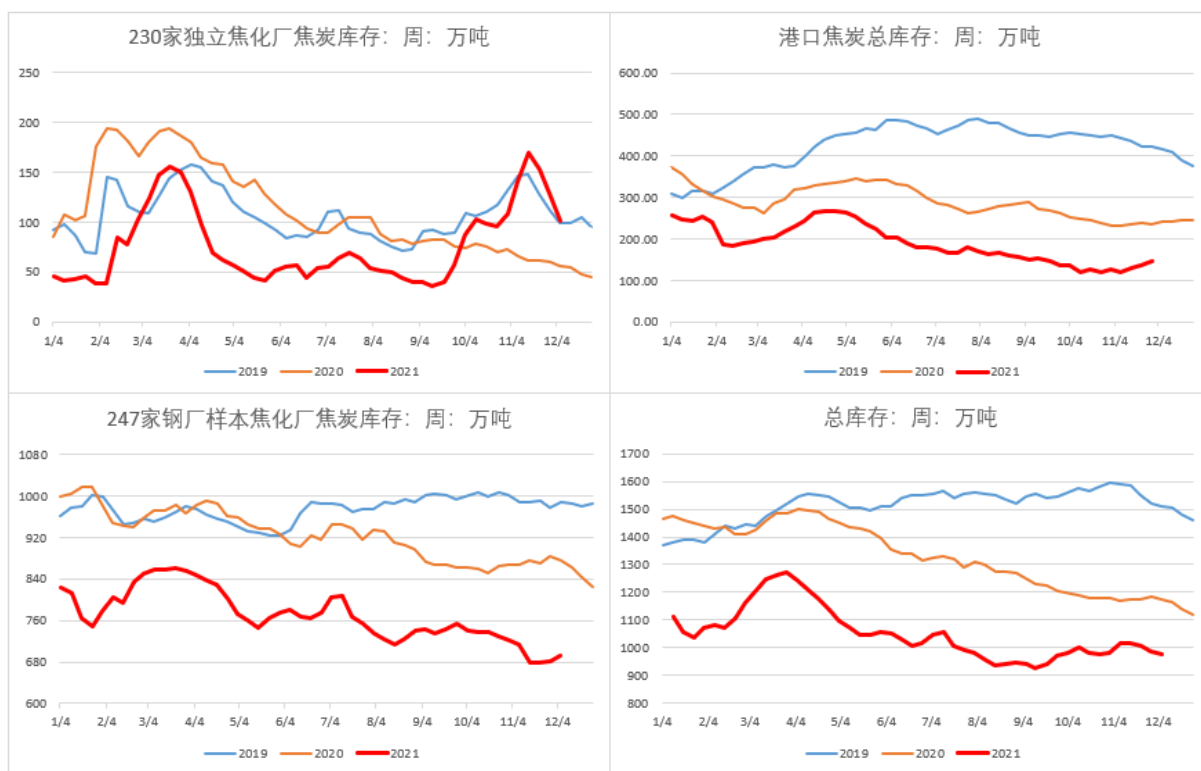
1、焦炭库存

2021 年焦炭总库存远低于往年同期水平，除了春节至 4 月期间，焦企受利润刺激加大生产，曾出现过一段主动累库时期，以及四季度钢厂限产使得焦炭被动累库，2021 年其余时间焦炭均处在不断去库的过程，显示今年焦炭总体供应偏紧的格局。2021 年二季度焦炭之所以供应偏紧，最主要的原因是焦化落后产能的加速退出，随着落后产能不断退出，而新增产能尚未投产，2021 年上半年焦炭产量本就偏低，又恰逢下半年建党 100 周年庆典以及明年 2 月的冬奥会的环保限产，使得焦炭今年整体供应维持低位。

10 月以来，虽然焦炭产量始终维持较低水平，但随着钢厂利开启自主限产，进一步降低了焦炭需求，焦企库存一度出现爆仓情况。此外，由于钢厂在 10 月以后通过延缓采购的方式来打压焦炭价格，也使得四季度焦炭库存结构出现：独立焦化厂库存快速堆积，港口、钢厂焦化厂焦炭库存迅速回落的特征。进入 12 月，焦炭供需双弱格局延续，截至 12 月 10 日当周，铁水日产仅剩 198.7 万吨，同期焦炭日产 104.52 万吨，按炭铁比 0.45 来算焦炭需求端更弱，体现在库存上，截至 12 月 10 日，全样本独立焦化厂库存 138.24 万吨，同比去年增 79.97 万吨；247 家钢厂库存 692.46 万吨，同比去年减 170.4 万吨；四大港口焦炭总库存 147.1 万吨，同比去年减 95.4 万吨。

展望后市，明年粗钢至少需完成平控，而随着废钢利用率的增加，2022年焦炭消费预计仍将有较大的减量，尤其是明年一季度冬奥会以前，焦炭弱需求已成定局，关键在于供应有无增量。从目前的信息来看，山西太原部分焦企已接到通知，2021年12月31日前需维持50%环保限产幅度，若明年冬奥会前北方焦企采取该限产幅度，则2022年一季度供需双弱格局依然不变，焦炭库存大概率维持低位运行。

图 81、焦炭库存情况



资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

2、焦煤库存

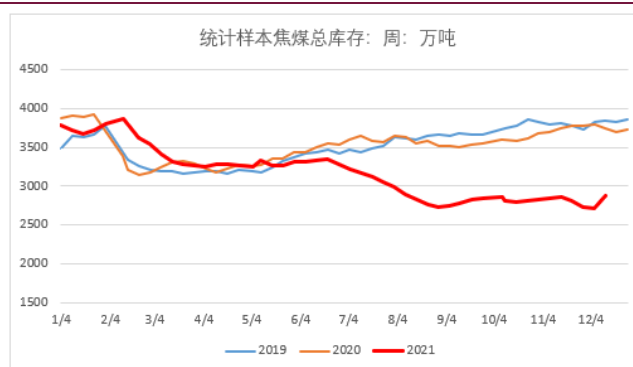
整体来看，2021年焦煤库存持续去化，尤其是在7月以后，库存加速下降，远低于往年同期水平。当时，一方面蒙煤进口量已大幅缩减，另一方面国内煤矿停限产政策开始不断加码，我国焦煤供需缺口不断扩大，最终体现为库存持续去化，并在12月3日同比减量达到年内最大，较2020年同期减少1081.3万吨，今年焦煤紧缺的程度之大可见一斑。

从10月19日发改委政策调控以来，市场情绪急转直下，焦化厂本就持有较强的观望心理，又加上焦炭库存一度爆仓，自身生产意愿较差，使得10月19日以后煤矿焦煤库存不断堆积，而独立焦化厂由于消耗厂库生产，库存持续去化。此后，截至12月10日，根据钢联统计，样本矿山焦煤库存304.26万吨，环比增3.48万吨，同比去年增126.29万吨；全样本独立焦化厂焦煤库存1150.87万吨，环比增27.37万吨，同比减897.32万吨；港口库存合计446万吨，环比增61万吨，同比增140万吨；247家钢厂库存971.98万吨，环比增

72.93 万吨，同比减 235.22 万吨。可以发现，近期焦化厂开工依然偏低，使得产业链各环节焦煤库存均有不同程度的累库，尤其是港口、独立焦化厂，和钢厂焦化厂随着补库预期开始兑现，焦煤库存也开始低位反弹。

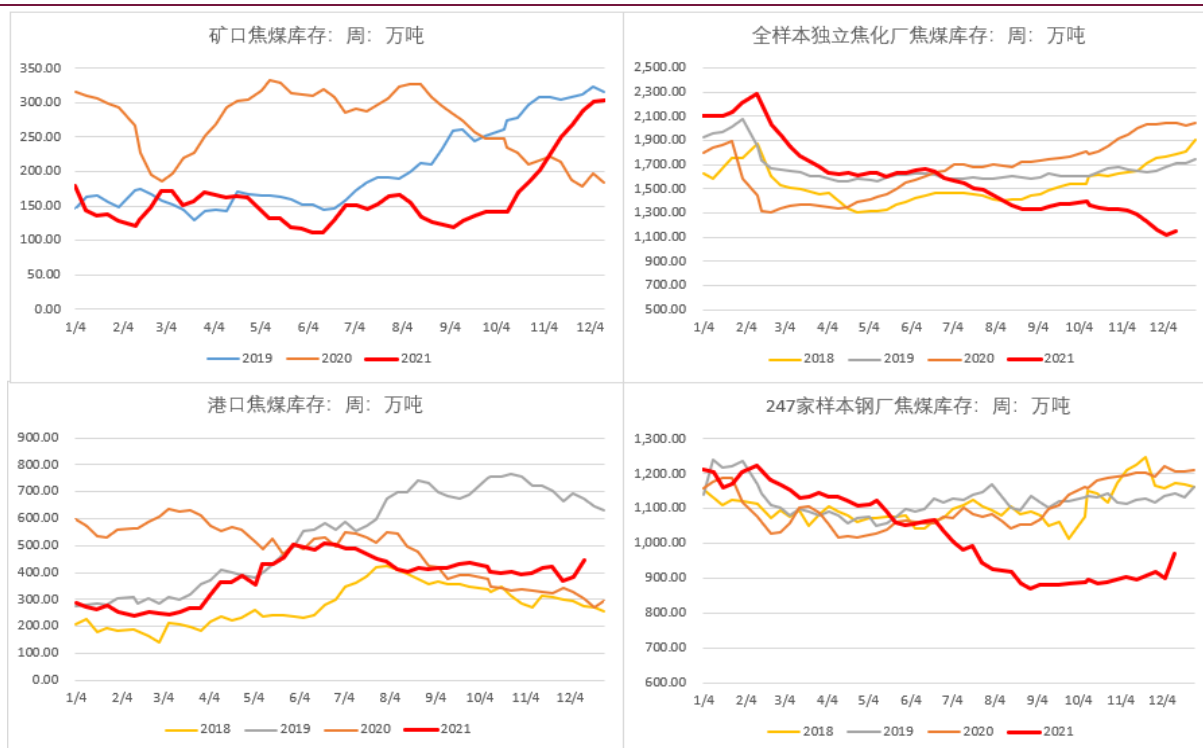
2022 年一季度，由于焦化厂环保限产大概率难以放松，焦煤需求依然偏弱，同时煤矿的保供产能在采暖季结束前仍会积极生产，焦煤产量仍可维持较高水平，此外，待满洲里本轮疫情结束，蒙煤进口量预计仍会迅速恢复。总之，我们认为 2022 年一季度焦煤供应依然会较为宽松，预计焦煤库存也会继续累库，按冬储剩余 6 周，从目前的累库速度来看，至春节前焦煤库存大概率能累至 3200 万吨以上。

图 82、焦煤总库存情况



资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

图 83、产业链各环节焦煤库存情况



资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

三、供应端分析

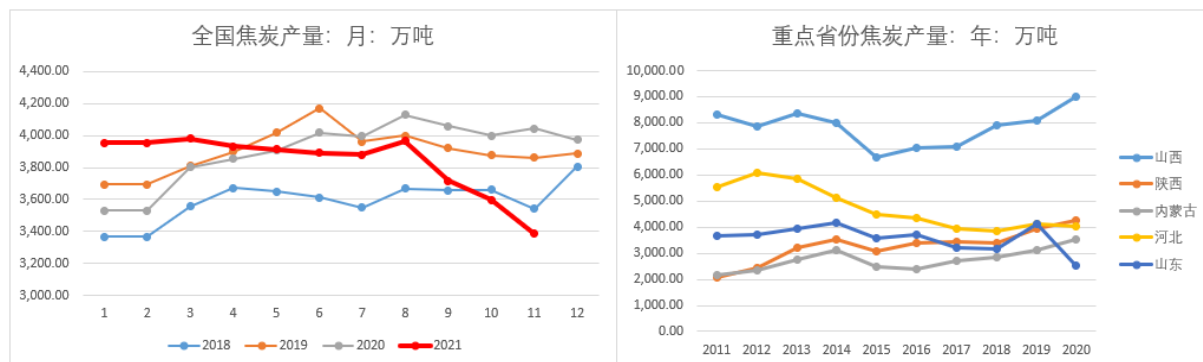
1、焦炭供给分析

2021 年焦炭产量整体在不断走低，其中一、二季度产量走势基本与焦化利润趋势相符，而三、四季度则在利润影响的基础上，受到更多的限产制约。国家统计局数据显示，2021 年 11 月全国焦炭产量 3385 万吨，环比降 5.9%，同比降 17.4%；1-11 月全国焦炭产量累计 42839 万吨，同比降 1.9%。

7 月建党百周年庆典后，焦化厂产量回升不及预期，并就此开始持续下行。三季度焦企面临最大的问题是原材料紧缺，对于焦炭这一中间加工环节来说，煤价上涨后焦企的利润空间也被大幅压缩，生产积极性偏弱且原材料紧缺，又加上环保限产制约，焦炭在产能充足的情况下产量持续走低。进入四季度以后，焦煤短缺的情况逐渐好转，但配煤成本的降低并没有改善焦企的生产利润，11 月中旬部分焦企反映吨焦亏损在 400-800 元/吨左右，当时钢厂采购意愿偏低，且优先消耗厂库，刻意延缓采购，使得焦化厂库存在十一月下旬一度处于爆仓状态，生产的焦炭无处可放，促使焦企也开始自主限产。

进入 12 月，随着焦炭价格企稳运行，钢厂和贸易商采购逐渐好转，焦企利润也略有好转，带动焦炭产量触底反弹，根据钢联数据显示，截至 12 月 10 日，230 家独立焦化厂焦炭日均产量 50.56 万吨，环比增 0.82 万吨；247 家钢厂焦化厂日均产量 46.08 万吨，环比减 0.46 万吨。不过，我们需注意，虽然焦炭产量近期小幅改善，但明年冬奥会以前，焦企的生产都会受到严格的限制，预计焦炭供应会持续偏弱运行，而下一阶段的关注点在于冬奥会结束后，钢厂复产的力度，届时若钢厂生产迅速恢复，焦化利润将迎来阶段性上扬，带动焦炭供应回升。从预测的角度，鉴于 2021 年 11、12 月焦企限产幅度均相对较大，保守估计今年全年焦炭产量 4.62 亿吨，而明年随着先进产能投产以及冬奥会结束后环保限产放宽，预计焦炭产量将小幅增长，达到 4.66 亿吨左右。

图 84、焦炭产量情况

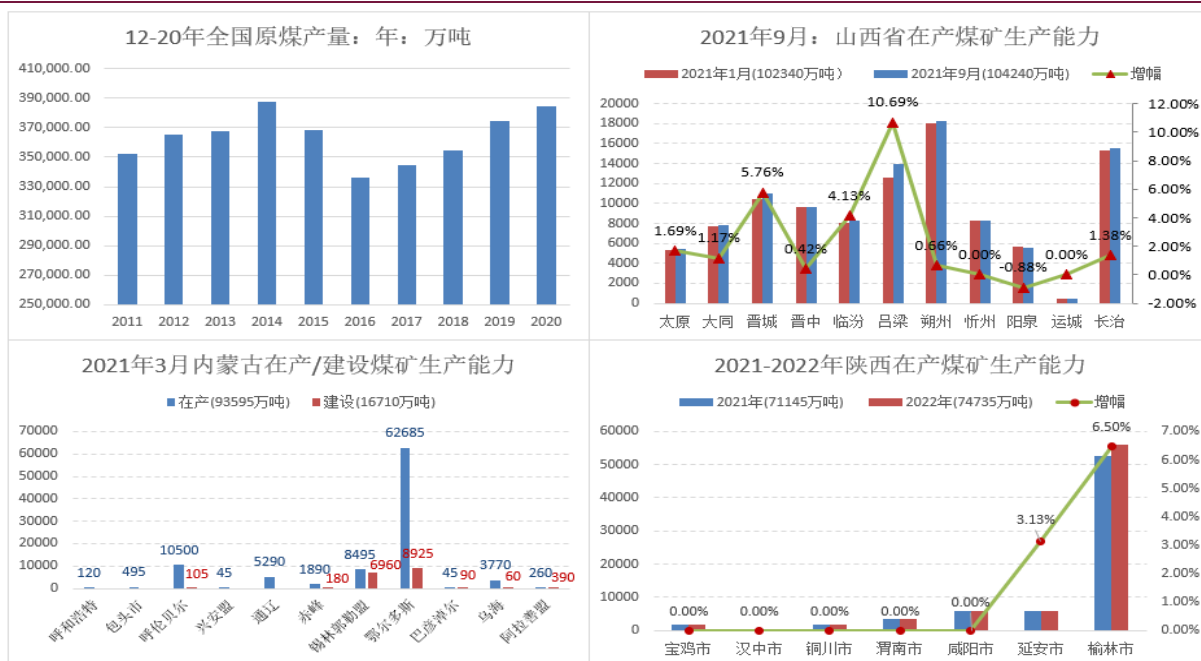


资料来源：国家统计局，宝城期货金融研究所

2、焦煤供应分析

煤矿产能方面，2021 年原煤产能以 10 月 19 日为分界，呈现出先紧后松的格局。根据各地能源局发布的煤矿产能数据显示，今年“三西”地区煤矿在产产能稳步增加，截止 2021 年 9 月，山西在产煤矿产能达 10.4 亿吨/年，较今年年初增加 1900 万吨/年；陕西全年核增 3590 万吨产能；而内蒙古截止今年 3 月仍有 16710 万吨煤矿产能正在建设。此外，煤矿产能释放的速度在 10 月 19 日以后进一步加快，据国家发改委公布信息显示，截止今年年中，我国新建成 9000 万吨/年煤矿产能投产，在产煤矿增产 3000 万吨/年，加上产能核增承诺兑现制出台后，山西核增 5500 万吨/年、内蒙古核增 9800 万吨/年，共计永久核增产能超过 2.7 亿吨/年。临时产能方面，上半年内蒙古批复了露天煤矿临时用地，为期 2 年，恢复产能 1800 万吨/年，加上四季度公布的今冬明春重点保供煤矿名单增产 7800 万吨/年，共计临时产能 9600 万吨/年。此外，根据发改委公布的数据，11 月 10 日当天，全国煤炭调度日产量达 1205 万吨，创下近年来新高，较 9 月中旬日增产 175 万吨，可以看出，今年四季度我国煤炭保供工作取得了显著成效。当然，今冬明春保供主要是针对动力煤，不过随着原煤产量增加，原本被用于电厂发电的两栖煤种可再次投入配煤炼焦，相应地也使得焦煤供应逐步宽松。除了国内产量增加以外，四季度以蒙煤为主的外煤进口也有较大增量，虽然 12 月以来，我国满洲里疫情使得蒙煤通关再次大幅回落，但国内疫情管控机制已较为成熟，预计在本轮疫情影响的持续性有限，在蒙古国方面疫情形势好转，12 月 14 日单日确诊回落至 191 例的情况下，未来蒙煤进口会快速恢复。

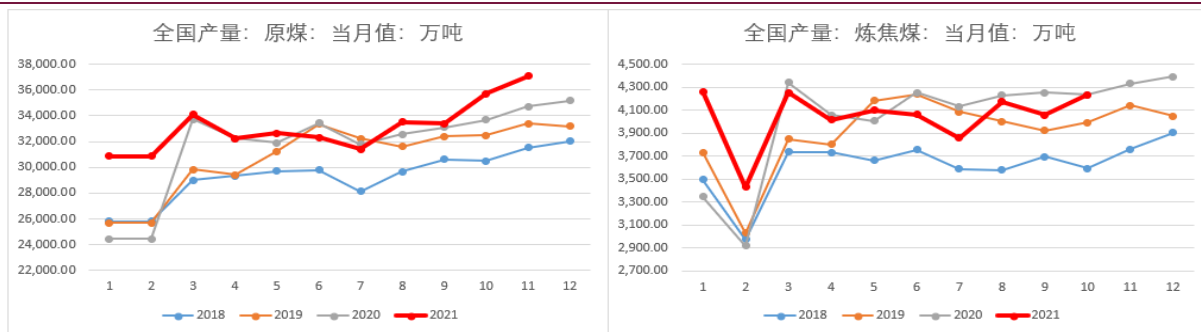
图 85、煤矿产能变化情况



资料来源：国家能源局，宝城期货金融研究所

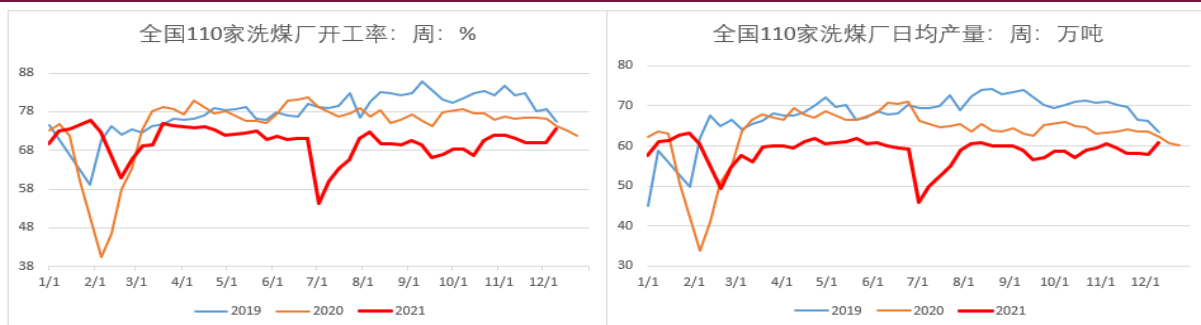
国内产量方面，今年国内二、三季度焦煤产量整体偏低，尤其是低硫、高强度的优质主焦煤缺口很大，其中临汾市安泽县的低硫主焦煤价格于9月13日达到4600元/吨，较前一天上涨500元/吨，刷新市场对于焦煤价格的认知。焦煤价格之所以会在9月中旬达到顶峰，其中一个主要原因就是国内焦煤产量低。从7月开始，建党百周年庆典期间煤矿大面积停产，而节后产能恢复不及预期，虽然730政治局会议提及减碳纠偏，8月焦煤产量也确实有所增加，但9月矿难频发引发安全监察加严，山西严禁超能力生产，再次压低9月份焦煤产量，国内焦煤供需缺口进一步扩大。而随着10月政策调控以来，国内焦煤产量稳步回升，据国家统计局最新数据显示，11月全国原煤产量3.7亿吨，同比增4.6%，1-11月累计原煤产量36.7亿吨，同比增4.2%；10月全国炼焦煤产量4237万吨，与去年基本持平，1-10月累计炼焦煤产量4.05亿吨，同比增1.7%。周频数据方面，截止12月10日，洗煤厂开工率73.7%，环比增3.79%，同比去年减0.62%；洗煤厂日均产量60.79万吨，环比增2.81万吨，同比去年减1.52万吨；洗煤厂原煤库存198.05万吨，环比增7.64万吨，同比减192.3万吨；精煤库存189.1万吨，环比增10.87万吨，同比减46.06万吨。整体来看，国内焦煤产量不断恢复，且双碳战略下的煤矿政策方向已基本稳定，明年焦煤产量仍将较为充分。

图 86、炼焦煤当月产量走势图



资料来源：国家统计局，宝城期货金融研究所

图 87、110 家洗煤厂数据

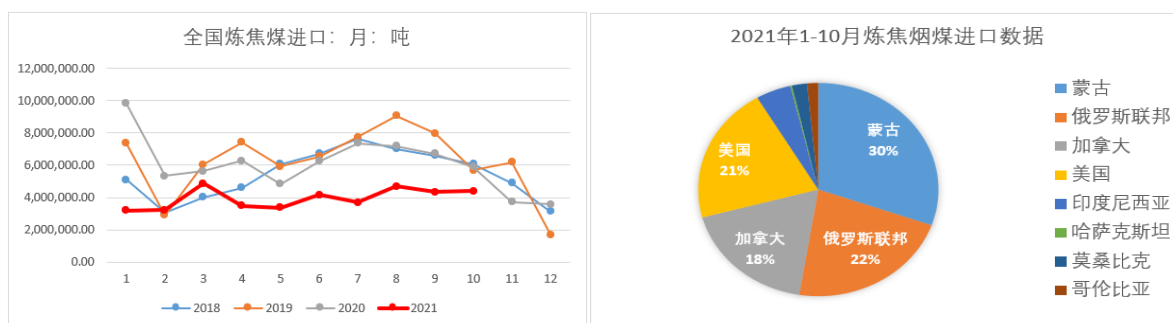


资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

进口煤方面，2021 年澳煤问题延续，其他各国焦煤进口增量难以弥补澳煤缺口，又加上蒙煤因为疫情反复，进口量极不稳定，使得今年外煤进口远低于往年同期水平，据海关数据显示，1-10 月炼焦烟煤总进口 3946.8 万吨，同比

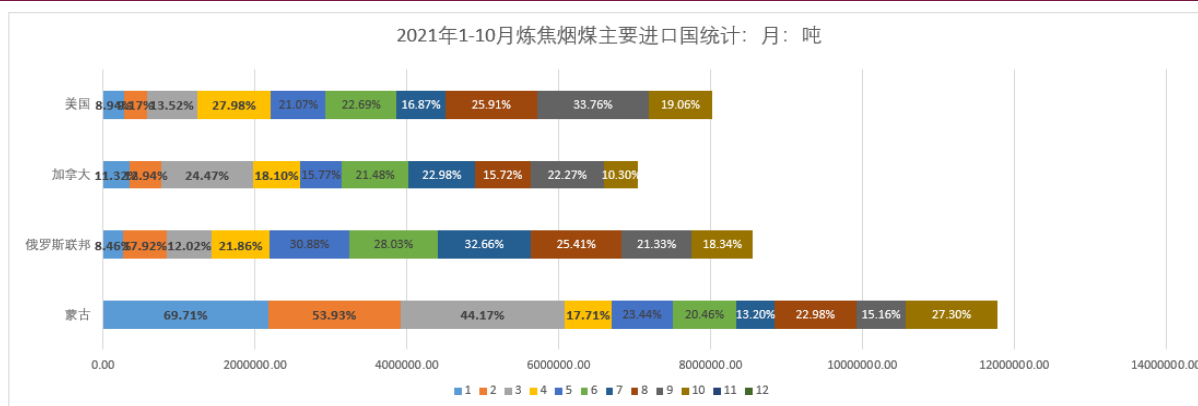
降 39.54%，去年同期值为 6527.7 万吨；10 月我国进口炼焦煤共计 438 万吨，环比增 0.86%，同比去年减 25.66%，10 月进口增量主要来自蒙煤进口增量以及滞留港口的部分澳煤的通关，这也是自去年 12 月以来，首次有澳大利亚煤炭进口库，且目前剩余滞港澳煤正在补办报关手续，后续也将陆续流入市场。根据市场上的最新消息，12 月将有 110 万吨滞港澳煤逐渐卸货，预计可以填补 12 月满洲里疫情所导致的蒙煤减量。目前来看，满洲里的疫情形势已得到良好控制，2022 年 1 月下旬蒙煤或逐渐恢复，那么借着滞港澳煤的填补，近几月外煤进口将持续维持高位。

图 88、全国炼焦煤进口情况



资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

图 89、焦煤 1-10 月主要进口国进口情况



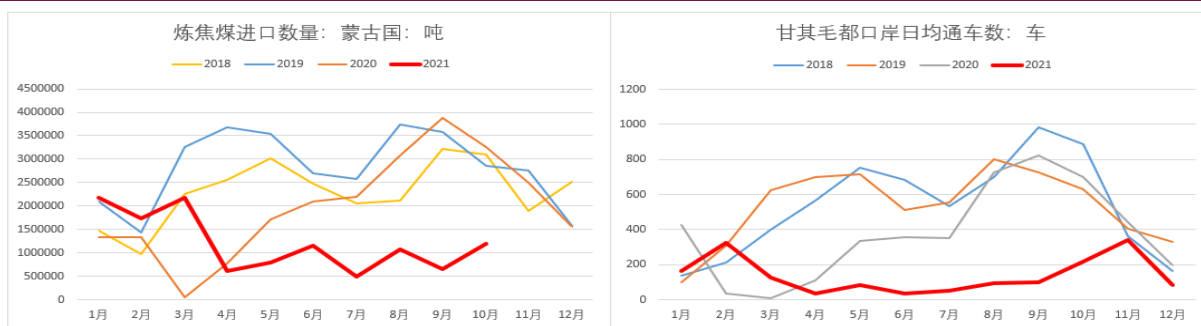
资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

关于蒙古国，作为现阶段我国第一大进口焦煤来源国，蒙煤的通关情况成为今年的热点之一，对期货盘面走势有着重大的影响作用。蒙古国煤炭进入我国主要通过三大口岸，分别是甘其毛都口岸、策克口岸，以及满都拉口岸，其中又以甘其毛都口岸进口效率最高。2021 年 8 月 23 日，市场传出甘其毛都口岸因司机确诊闭关两周的消息，加剧了市场多头情绪，23 日和 24 日两天期价涨幅分别达到了 7.98% 和 5.79%。根据统计，2021 年 8 月，甘其毛都口岸日均通车数 94 车，去年同期为 726 车，足可以看出今年蒙煤短缺的程度之大。不过进入 10 月以后，随着蒙古国疫情管控取得成效，中蒙口岸通关逐渐恢复通畅，10 月、11 月甘其毛都口岸日均通车数分别为 216 车和 317 车。此外，根据海关数据显示，10 月蒙煤进口 120 万吨，环比增长 81.6%，同比降低 63.26%；1-10 月蒙煤累计进口 1208.87 万吨，同比减 38.72%。除了传统的三大口岸以外，

2021 年 9 月投入使用的噶顺苏海图集装箱货运站经过实践证明，取得了巨大的成功，它采取零接触模式，24 小时不间断展开运输工作，预计每年可增加蒙煤出口 1000 万吨。在 11 月 13-16 日间，该集装箱货运站每天定量出口 400-500 车的煤炭，很大程度上缓解了疫情下外煤进口难的问题。借鉴该集装箱货运站的经验，9 家私企目前在西伯库伦口岸建设一个类似的集装箱码头，正式投入使用后也会用于蒙古国煤炭的出口业务。

展望 2022 年，无接触的集装箱货运模式将逐渐普及，蒙煤进口受疫情的影响也会逐渐降低，因此，预计在呼伦贝尔满洲里本轮疫情结束后，蒙煤可以迅速恢复至 2021 年 11 月水平，且随着其他集装箱货运站的建成，蒙煤进口量将会有进一步的增长空间。

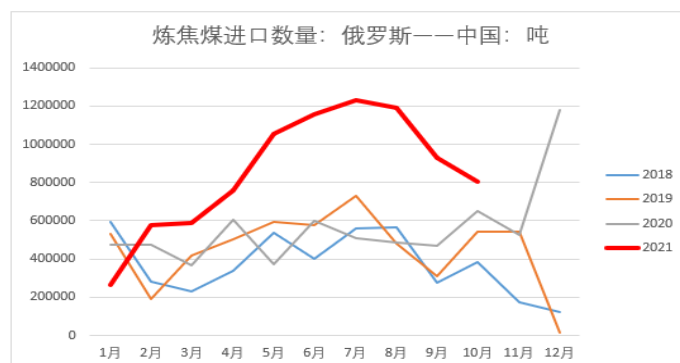
图 90、蒙煤进口情况



资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

关于俄罗斯，海关数据显示，10 月我国进口俄罗斯炼焦烟煤 80.4 万吨，环比减 13.27%，同比增 23.71%；1-10 月累计进口俄罗斯炼焦烟煤 855.9 万吨，同比增 70.44%。可见，2021 年俄罗斯焦煤进口增量较大，成为我国的第二大进口来源国，且俄罗斯焦煤的特征为强度低，这也导致了今年国内高强度煤价格有较强支撑。未来，随着中俄合作的不断深化，俄罗斯焦煤也会成为我国进口焦煤的重要组成部分。

图 91、俄罗斯煤进口情况



资料来源：Mysteel，宝城期货金融研究所

按最新数据显示，10 月我国焦煤供应 4675.4 万吨，根据 11 月蒙煤通车数据和洗煤厂产量数据的增幅来看，预计 11 月焦煤供应至少在 4800 万吨以上，

整体估算 2021 年全年焦煤供应为 5.4 亿吨，若不考虑澳煤通关，则预测 2022 年焦煤供应可达到 5.5-5.65 亿吨左右的水平。

四、需求端分析

1、焦炭需求分析

低碳减排要求下，环保限产是今年黑色产业链绕不开的主题。相较于焦企，钢厂受到更严格的限产要求，2021 年 7 月份起，我国钢铁行业开始执行粗钢平控政策；9 月 2 日，工业和信息化部、生态环境部发布《关于开展京津冀及周边地区 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰生产的通知》，明确“2+26”城市今年要确保完成粗钢平控，并在 2022 年 3 月 15 日前错峰生产比例不低于 30%。因此，今年下半年，钢厂铁水产量持续走低，焦炭需求始终较为疲弱。据钢联统计，截止 12 月 10 日，钢厂盈利率 79.65%，环比增 12.12%，同比去年减 12.56%；247 家钢铁企业高炉产能利用率 74.12%，环比上周减 0.68%，同比去年减 17.35%；高炉开工率 68.14%，环比上周减 1.65%，同比减 16.63%；日均铁水产量 198.7 万吨，环比减 1.81 万吨，同比减 44.77 万吨，这也是近年来铁水日产第一次低于 200 万吨。

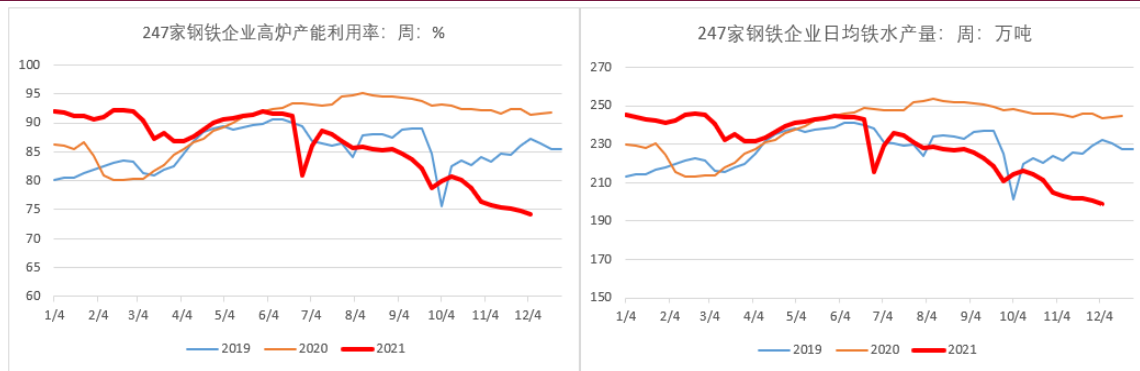
总的来说，进入 12 月以来，虽然钢厂利润不断修复，钢厂生产情况却依然低迷，截止 12 月 15 日，钢厂利润达到 1000 元左右，在可观的利润下，市场对于钢厂依然存在复产预期。当然，在长期的双碳政策，以及中期的冬奥会空气质量要求下，钢厂复产会有较大的限制，预计铁水产量回升幅度有限，焦炭需求偏弱格局大概率将会延续。从 2020 年生铁产量 8.8 亿吨到今年预计不足 8.6 亿吨，若明年生铁产量缩减 2%，则焦炭全年需求减量 930 万吨，按照明年 4.66 亿吨焦炭产量测算，2022 年焦炭将有 1000 万吨左右的宽松。

图 92、2022 年焦炭需求预测

	2020	2021预测	2022预测(缩减2%)	2022预测(缩减3%)	2022预测(缩减4%)
生铁产量	88752	85800	84084	83226	82368
钢铁行业焦炭消费	39939	38610	37838	37452	37066
焦炭需求	48119	46518	45588	45123	44657
焦炭需求减量		1601	930	1396	1861

资料来源：WIND，宝城期货金融研究所

图 93、钢厂当月产量走势图



资料来源: Mysteel, 宝城期货金融研究所

2、焦煤需求分析

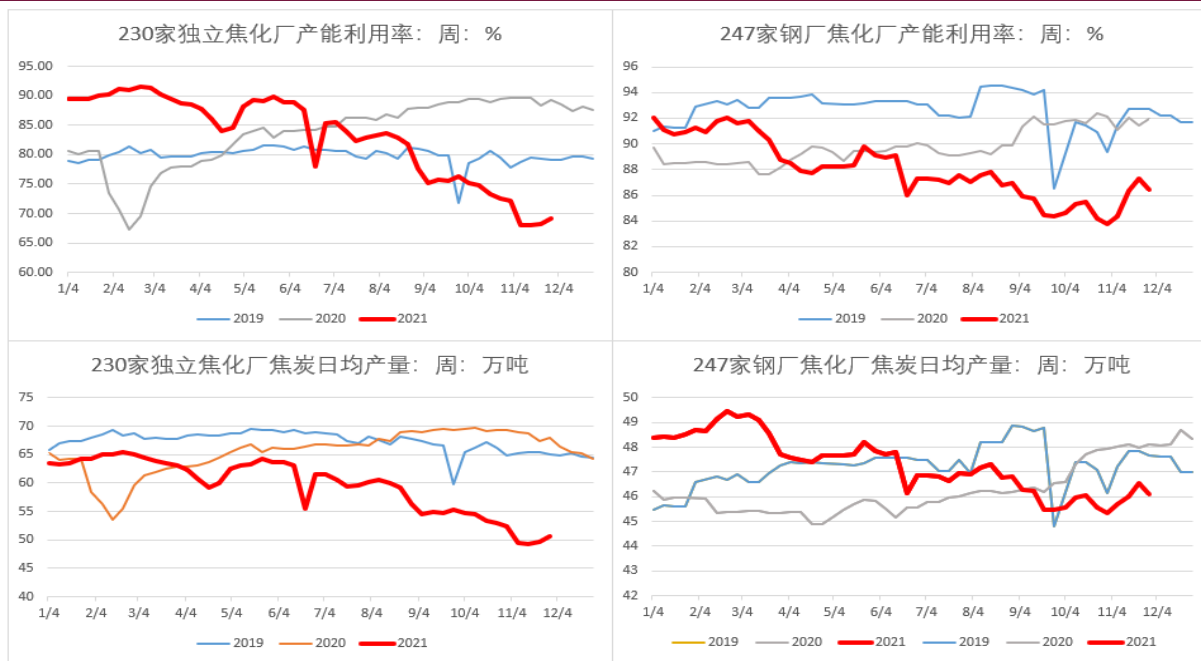
我国焦煤 95%以上用于焦炭生产，在动力煤紧缺时，部分两栖煤种会被用作火力发电的燃料，但其发热量较低，一般只能达到 4000 大卡，并不是优质燃料。随着四季度发改委连续释放煤矿产能，动力煤库存不断恢复，确保民生用电已不成问题，两栖煤种也得以释放，更多用于配煤炼焦。从今年的情况来看，三季度开始随着煤价上涨，准一级冶金焦价格一度达到 4300-4400 元/吨左右，但由于焦煤的稀缺，定价权倾向于煤矿，利润主要集中在上游，焦企大多都只能维持 200-400 元/吨的利润，加上环保限产制约，焦煤需求不旺，但相较于三季度紧缺的焦煤供应，整体而言焦煤依然存有一定的供需缺口。进入 10 月，焦煤供应不断改善，但在钢厂的打压下，焦企开始在环保限产的基础上自主限产，焦煤需求不增反降，供需格局终于逐渐逆转。据最新数据显示，焦化厂焦炭日均产量 104.52 万吨，环比开始回升，仍处较低水平。整体来看，虽然焦煤需求筑底反弹，大概率已度过最疲弱的阶段，但到 2022 年冬奥会结束前，焦煤需求都难有根本性突破，预计会延续低位运行，而后随着冬奥会结束，钢厂、焦化厂复产，焦煤需求将会出现阶段性反弹。虽然我们说焦煤的需求受焦化利润影响，存在较大不确定性，但从全年的视角来看，以今年焦煤消费量预测值 5.41 亿吨来算，明年焦煤需求大约为 5.46 亿吨，全年将有 400-1900 万吨左右的供应宽松。

图 94、2022 年焦煤需求预测

	2020	2021预测	2022预测(低供应)	2022预测(高供应)
焦煤总供应	55772	53907	55000	56500
焦炭产量	47116	46224	46600	46600
焦煤消费量	55859	54137	54637	54637
焦煤供需差	-87	-230	363	1863

资料来源: WIND, 宝城期货金融研究所

图 95、焦化厂开工情况



资料来源: Mysteel, 宝城期货金融研究所

五、后市展望

焦炭方面: 铁水减量预期下焦炭需求偏弱运行, 而明年冬奥会结束后焦企环保限产将有所放松, 预计焦炭供应将小幅改善, 不过在“碳达峰, 碳中和”方针的长期指导下, 供需双弱仍是未来焦炭的主要格局。

焦煤方面: 煤矿核增产能大幅提升焦煤产量, 蒙煤随满洲里疫情结束后将快速恢复至较高水平, 2022 年整体供应将有明显增量, 而需求端的焦炭产量则难有大幅改善。整体来看, 明年焦煤供应较为宽松, 基本面将逐渐转弱。

风险点: 澳煤通关、新冠疫情超预期恶化、冬奥会后钢厂仍持续限产。

■ 分析师简介:



涂伟华

BAOCHENG FUTURES <<<

黑色研究小组·钢材、铁矿石分析师

数量经济学硕士，现任宝城期货研究所黑色分析师，从业 9 年。曾荣获期货日报“最佳工业品分析师”，大连商品交易所优秀铁矿石期货分析师。



阮俊涛

BAOCHENG FUTURES <<<

黑色研究小组·焦炭、焦煤分析师

毕业于悉尼大学，现任宝城期货研究所黑色分析师。

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。