

矛盾消减，估值回归

走势评级： 螺纹钢/热轧卷板:震荡
报告日期： 2021 年 12 月 27 日

★需求：稳增长政策托底，需求温和复苏：

2022 年国内宏观政策重心转向稳增长，市场对需求的悲观预期已经明显缓和。地产端政策边际放松、信贷回升，但防风险底线仍存，对后周期和销售的拉动更为明显，前端投资短期内难有改善。保障性住房建设加速预计对冲新开工下滑 2.5-3% 左右，预计新开工整体同比降幅约 7-7.5%。基于今年的财政后置和明年赤字率的提升，传统基建投资增速预计在 4-5%。制造业景气度有所回升，但共振上行驱动不足，行业间存分化。2022 年相对看好乘用车及船舶需求，机械、家电等需求中性。随着海外钢铁供应的恢复，内外价差空间预计收窄，钢材外需仍将回落。我们预计 2022 年粗钢需求同比下降 4% 左右。

★供应：政策扰动下降，估值锚重回成本区间：

2022 年政策端对钢铁供应的影响减弱，除了一季度的冬奥会限产外，目前并没有明确的减产指引，能耗双控压力预计也有所减弱。基于“双碳”目标的长期性，对粗钢生产的控制依然存在，但预计 2022 年不会给出明确的减产目标。即便考虑降碳要求，隐含的减产规模也低于需求的减量。因此，钢材期价的估值锚重新回归到长流程和电炉成本之间。

★2022 年钢材市场展望：

2022 年钢材供需宽平衡，由于没有明确的减产政策要求，产量的下降主要源于市场化的利润压缩。因此，现货和盘面利润重心的下移仍是大概率事件。基于合理成本区间的预期，我们认为螺纹和热卷期价主要运行区间为 3500-4800 元/吨，波动率下降，更多关注需求节奏和预期差带来的结构性机会。

★风险提示：

钢价上行风险主要来自经济托底力度超预期，地产出现进一步放松，开发商再度加杠杆回归高周转。



顾萌 资深分析师(黑色产业)
从业资格号： F3018879
投资咨询号： Z0013479
Tel: 8621-63325888-1596
Email: mcng.gu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（螺纹钢）



主力合约行情走势图（热轧卷板）



目录

1、2021 年钢材市场回顾.....	5
1.1、2021 年钢材市场逻辑切换——从供应驱动到需求主导.....	5
1.2、2021 年钢材市场的主要特点及变化.....	6
2、需求：稳增长政策托底，需求温和复苏.....	8
2.1、稳增长重要性显著提升，悲观预期修复.....	8
2.2、地产放松尚存底线，后周期改善好于前端.....	9
2.3、保障房建设进度加速，预计对冲新开工降幅 2.5-3%.....	12
2.4、稳增长作用显现，传统基建增速相对温和.....	14
2.5、制造业需求结构分化，乘用车及船舶需求相对乐观.....	16
2.6、海外供应逐渐恢复，外需仍将萎缩.....	20
3、供应：政策扰动下降，估值锚重回成本区间.....	23
3.1、“双碳”目标更趋长期，政策扰动有所下降.....	23
3.2、估值锚重回成本区间，波动率预计下降.....	27
4、2022 年钢材市场展望.....	28
4.1、2022 年钢材供需转向宽平衡，利润整体下移.....	28
4.2、驱动重回需求，关注节奏和预期差.....	29
5、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 2021 年螺纹现货价格大幅波动	5
图表 2: 2021 年热卷现货价格波动加剧	5
图表 3: 预期和现实逻辑的切换导致基差波动较大	6
图表 4: 下半年卷螺价差高位回落	6
图表 5: 下半年淡季累库和旺季去库速度都偏慢	7
图表 6: 螺纹远期曲线整体较为平坦	7
图表 7: 螺纹盘面利润曲线整体较为平坦	7
图表 8: 2017 年螺纹盘面利润曲线较陡	7
图表 9: 中央政治局及中央经济工作会议部分要点归纳	8
图表 10: 地产新开工回落先于销售端	9
图表 11: 土地购置与新开工均大幅同比下降	9
图表 12: 下半年开发商到位资金快速回落	10
图表 13: 期房销售占比开始出现小幅下降	10
图表 14: 房地产显性库存仍处于较低的水平	11
图表 15: 累计在建项目依然在持续增长	11
图表 16: 11 月以来一二线城市商品房成交略有改善	11
图表 17: 三线城市商品房成交仍趋于弱势	11
图表 18: “十四五”期间全国重点 40 城保障性租赁住房规模估算	12
图表 19: 主要基建行业固投增速处于近年来低位	14
图表 20: 铁路及道路运输业固定资产投资仍负增长	14
图表 21: 公共财政收入的增速大幅高于支出	15
图表 22: 交通运输占公共财政支出比例在 4.5-5% 之间	15
图表 23: 政府性基金收支受土地市场萎靡拖累	15
图表 24: 2021 年专项债发行节奏偏晚 (12 月预估)	15
图表 25: 11 月制造业 PMI 小幅回升	16
图表 26: 制造业补库存驱动并不强	16
图表 27: 芯片缓和后乘用车销量明显回升	17
图表 28: 商用车销量表现依然疲弱	17
图表 29: 乘用车库存偏低, 商用车库存中性	17
图表 30: 乘用车与现房销售的周期比较接近	17
图表 31: 下半年三大白家电产量较 2019 年小幅回落	18

图表 32: 空调产量下降是主要的拖累项	18
图表 33: 下半年仅有冰箱库存同比回落	18
图表 34: 家电出口逐渐边际回落	18
图表 35: 新接船舶订单量大幅增加	19
图表 36: 下半年挖机销量大幅回落	19
图表 37: 挖机产量受新开工影响较大	20
图表 38: 上游行业固投增速逐渐回落	20
图表 39: 二季度以来钢材出口量逐渐回落	20
图表 40: 钢坯进口量维持在稳定水平	20
图表 41: 下半年热卷出口量大幅回落	21
图表 42: 热卷内外价差优势并不稳定	21
图表 43: 今年镀锌依然具有出口价格优势	21
图表 44: 钢坯进口价格优势开始有所显现	21
图表 45: 东南亚制造业 PMI 受二次疫情影响较大	22
图表 46: 发达经济体制造业 PMI 整体维持在高位	22
图表 47: 除中国全球粗钢产量基本维持在 2018 年水平	22
图表 48: 发达经济体粗钢生产恢复到正常水平	22
图表 49: 印度粗钢产量维持高位	23
图表 50: 美国进口热卷的高溢价在逐渐回落	23
图表 51: 2021 年粗钢产量降幅大幅超过平控要求	24
图表 52: 减产压力导致钢厂废钢日耗也明显回落	24
图表 53: 疫情后第二产业对 GDP 同比贡献率上升	25
图表 54: 2021 年出口金额占总量比重超过 1% 的省份	25
图表 55: 多数上半年能耗双一级预警省份用电量较正常年份增长明显	25
图表 56: 降碳要求下粗钢产量推演 (1)	26
图表 57: 降碳要求下粗钢产量推演 (2)	26
图表 58: 螺纹主力合约 VS 长流程成本	27
图表 59: 螺纹主力合约 VS 华东电炉成本	27
图表 60: 热卷主力合约 VS 出口成本、生产成本	28
图表 61: 铁水成本预计回归到废钢价格之下	28
图表 62: 2022 年钢材供需平衡表预测 (单位: 百万吨)	29
图表 63: 2022 年粗钢产量变化预估	30

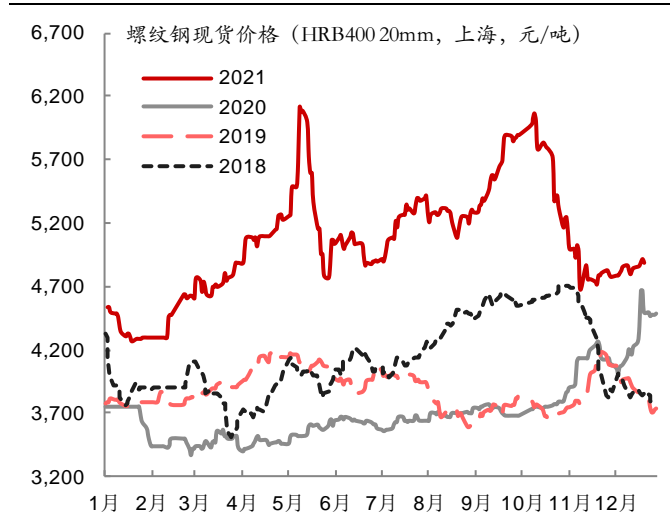
1、2021 年钢材市场回顾

1.1、2021 年钢材市场逻辑切换——从供应驱动到需求主导

2021 年钢材价格先扬后抑，波动区间明显放大，市场的主要交易逻辑也经过了几轮变化。概括起来主要分为四个阶段：

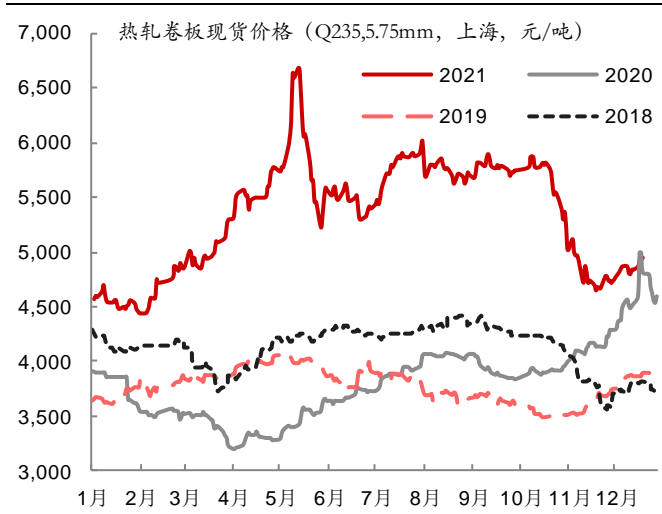
- 1) 年初至 5 月初，市场核心逻辑在于需求韧性下政策性的减产预期。虽然地产新开工等数据较 2019 年同期已经开始回落，但钢材实际需求仍维持增长，且外需强劲。市场对全年粗钢“产量平控”落地执行后的缺口预期强烈，因此在产量和库存双高的情况下，期价依然带动现货上涨，基差走弱。盘面估值锚上移至出口成本附近，受海外强势钢价的影响更大。钢材现货和盘面利润均再度回升至千元以上。
- 2) 5-6 月，“产量平控”预期的消退加上国常会的连续发声引发市场恐慌情绪。从市场化角度看，高钢价也对下游形成了明显的成本压力，导致部分制造业下游被动停工。钢价一度下跌至静态生产成本附近，但市场并未进一步交易原料端的负反馈，仅在静态成本附近略有震荡盘整。
- 3) 6 月下旬到 9 月，市场核心逻辑在于钢材供应的快速下降。在钢价下跌和下游成本压力释放后，粗钢“产量平控”预期再起。而央企和各省也开始明确落实平控要求。尤其是 9 月，能耗双控的压力增加，产量同比降幅已经接近 20%，市场也不断提高对需求下滑的容忍程度。这一阶段由于钢材供需双降，产业链出现了少有的钢矿价格背离的现象，成材利润再度回升至高位。
- 4) 10 月份以来，市场的主导逻辑切换至需求，也是由于需求的降幅超过了市场容忍的阈值，而供应端的边际降幅有限，期价受预期带动率先向动态生产成本滑落。而在预期反应相对充分后，地产政策的边际放松和稳增长预期又带动了基差修复和现货的反弹。

图表 1：2021 年螺纹现货价格大幅波动



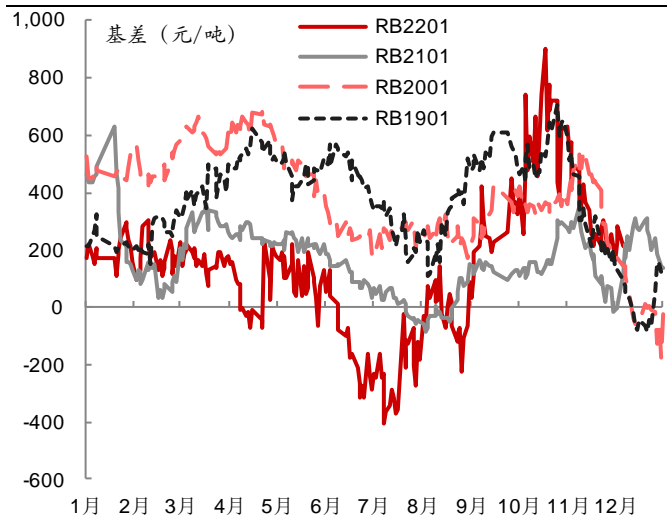
资料来源：Wind（数据截至 2021/12/20）

图表 2：2021 年热卷现货价格波动加剧



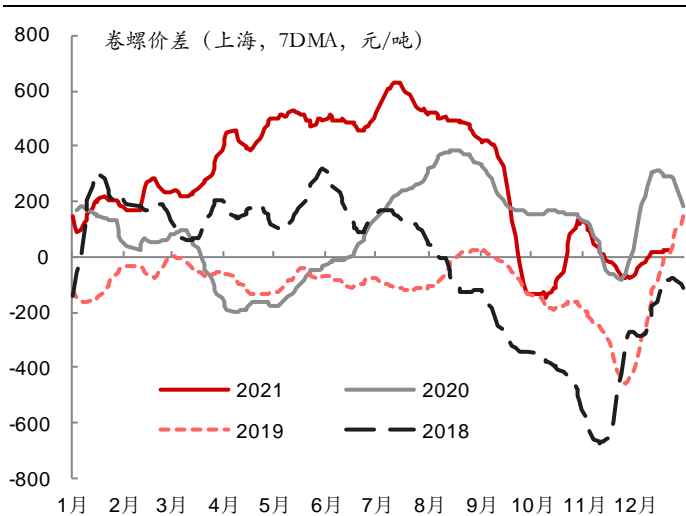
资料来源：Wind（数据截至 2021/12/20）

图表 3: 预期和现实逻辑的切换导致基差波动较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/20)

图表 4: 下半年卷螺价差高位回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/20)

1.2、2021 年钢材市场的主要特点及变化

总结来看, 2021 年市场的基准预期是供应端的“产量平控”和全年需求正增长。而政策性减产的幅度和需求的下降都大幅超出了市场基准预期。这也使得钢价在估值上下限之间切换, 震荡区间扩大——在市场还普遍预期全年需求正增长的阶段, 期价趋向估值上限即出口成本, 核心逻辑是在国内产量“平控”背景下, 需要压缩内外价差、挤出出口来满足国内需求; 而在减产预期减弱和需求超预期下滑阶段, 期价趋于估值下限即动态高炉成本, 在预期最为悲观的时段, 也交易了原料的负反馈, 探及成材的动态生产成本。

从基本面来看, 2021 年钢材供需较此前几年发生了很大的变化, 明显的转折点也发生在年中左右, 即从过去几年的供需双强转向供需双弱。虽然供应的快速回落很大程度上源于“产量平控”以及 9 月份开始的能耗双控, 但即便没有政策的影响, 需求的下降也将带来供应端的萎缩, 只不过是逐渐压缩利润的方式。而由于政策对供应的压制, 三季度钢矿价格走势出现分化, 成材保有千元之上的吨钢毛利。一旦市场发现需求的降幅超过供应, 高利润缺乏支撑, 成材利润也被快速压缩, 盘面价格甚至趋向动态成本。也可以说, 政策性的减产导致四季度钢价回归合理区间的速度和烈度被明显放大。

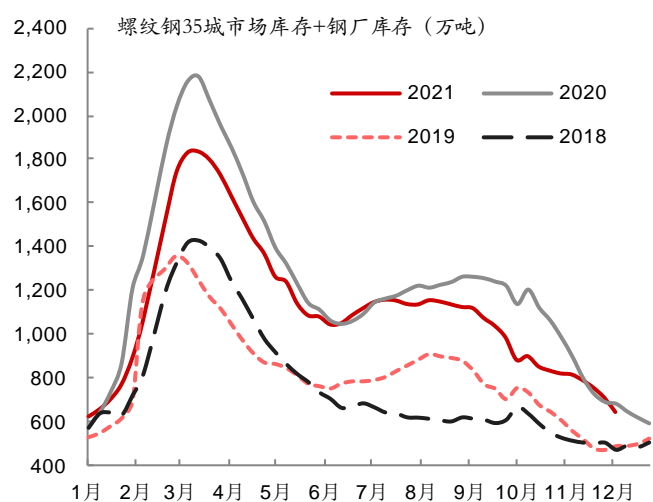
在下半年的弱需求和低供应下, 钢材库存的季节性规律与以往几年也略有差异, 体现为淡季不累库而旺季去库慢。这与过去几年供需双增下淡季累库较快而旺季加速去库形成了鲜明的对比, 这种季节性规律的变化也引发下半年市场出现了两波预期差。

此外, 从结构上看, 虽然 2021 年的大部分时段钢价都处于上涨的格局中, 但除了 9 月份能耗双控加严期间导致钢材供应快速下降, 现实的低供应和远期的复产预期带动远期曲线短期走陡外, 其他大部分时段钢材的远期曲线仍比较扁平化, 甚至部分时段呈小幅 contango。这并非是典型的牛市环境下的曲线结构, 也从侧面说明了, 带动今年钢价两

波上涨的核心逻辑并不在于需求和现货的强势，第一波主要源于供应下降的预期，第二波则是源于政策性供应下降的现实。

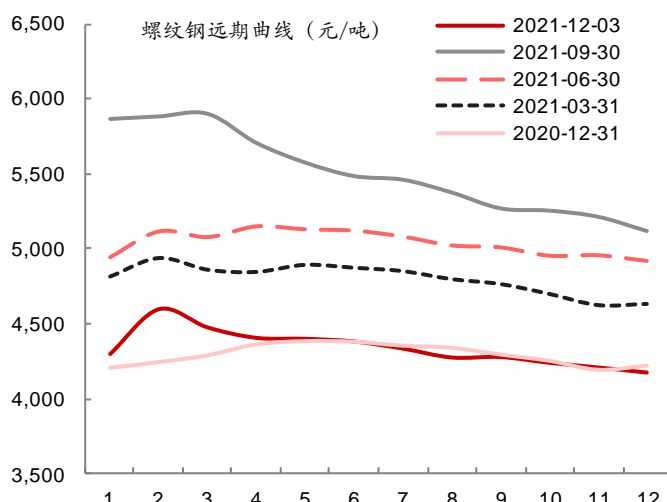
同时，今年成材的盘面利润曲线在整体有所上移的同时，同样呈现比较扁平化的特点，这也与上一轮即 2017-18 年吨钢毛利破千的时段有差异。在上一轮利润扩张的阶段，利润曲线则比较陡峭。利润曲线结构的不同则反映了在当前“双碳”目标的大背景下，市场基于供应的持续受压，对远月利润的持续性也比较乐观，而这也会成为明年利润和绝对价格的博弈点。

图表 5：下半年淡季累库和旺季去库速度都偏慢



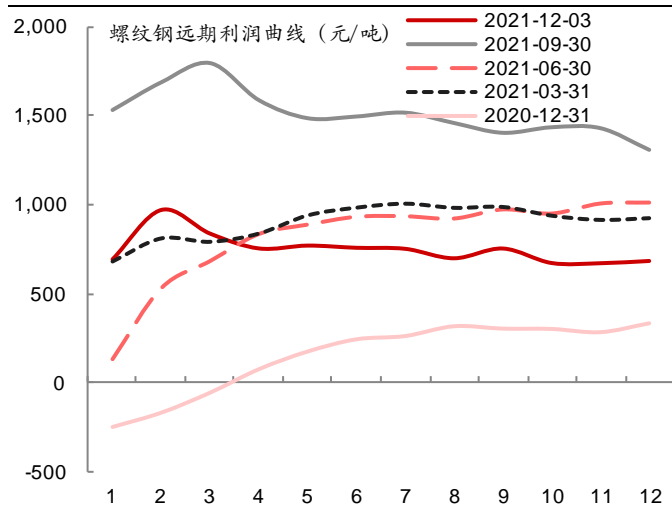
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 6：螺纹远期曲线整体较为平坦



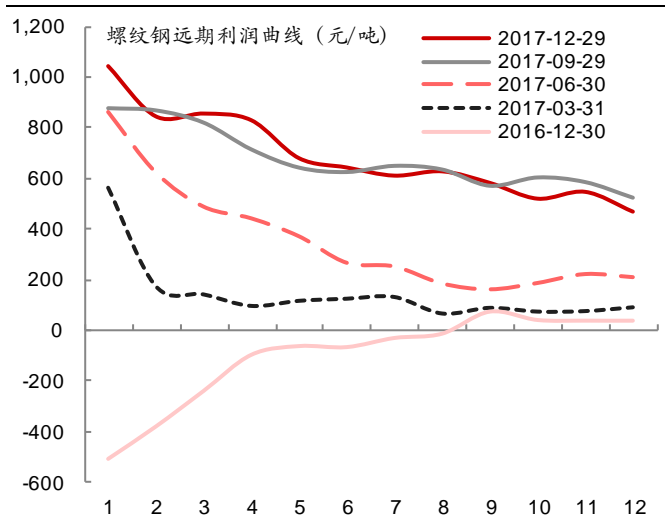
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：螺纹盘面利润曲线整体较为平坦



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：2017 年螺纹盘面利润曲线较陡



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、需求：稳增长政策托底，需求温和复苏

2.1、稳增长重要性显著提升，悲观预期修复

在 2021Q4 需求全面回落，经济下行压力凸显后，政策端也开始出现纠偏。尤其是地产方面，在销售快速回落、开发商信用风险频发的情况下，针对房贷额度控制、开发贷以及第三批集中供地要求等条件都出现了放松。在明年上半年的基数压力下，12 月中央政治局会议精神也主要聚焦“稳增长”，地产调控以及金融防风险都有所淡化。

12 月上旬的中央经济工作会议则对政治局会议的总体精神和方向进行了进一步的细化。一方面更加明确了稳增长的重要性，包括强调“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任”，在财政政策方面也明确了要“适度超前开展基础设施投资”。而同时也再度强调了不发生系统性风险的政策底线，包括“坚决遏制新增地方政府隐性债务”和“房住不炒”等。总的来说，在防风险的前提下首要目标是稳增长，对各地区经济增长的考核要求可能也有所提升，对于 2021 年地产调控以及“双碳”目标的重心有一定纠偏，也带动了市场对于需求下行悲观程度的修正。

图表 9：中央政治局及中央经济工作会议部分要点归纳

	中央政治局会议	中央经济工作会议
总体要求	坚持 稳中求进 工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。	
		各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任 ，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。
财政货币政策	宏观政策要 稳健有效 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要 提升效能 ，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕。	
		财政政策 ：要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度， 适度超前开展基础设施投资 。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。 货币政策 ：引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。 财政政策和货币政策要 协调联动 ，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。

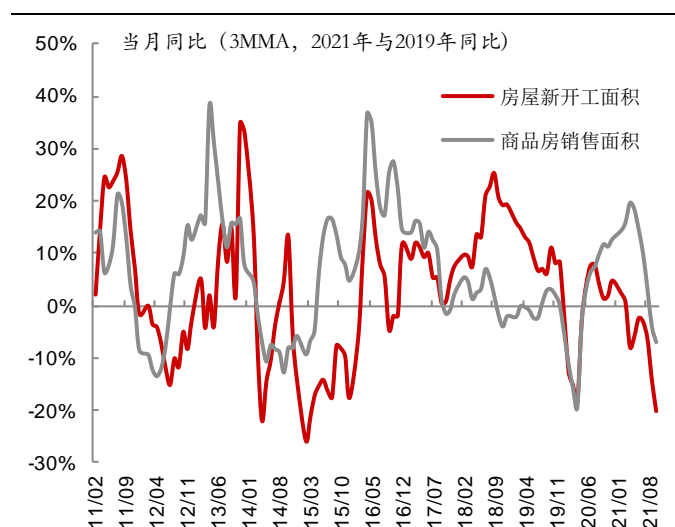
房地产	推进 保障性住房建设 ，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求， 因城施策 促进房地产业良性循环和健康发展。
制造业	结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。	要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目，激发涌现一大批“专精特新”企业。加快形成内外联通、安全高效的物流网络。加快数字化改造，促进传统产业升级。
碳达峰、碳中和		实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。 创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变。

资料来源：新华社，东证衍生品研究院

2.2、地产放松尚存底线，后周期改善好于前端

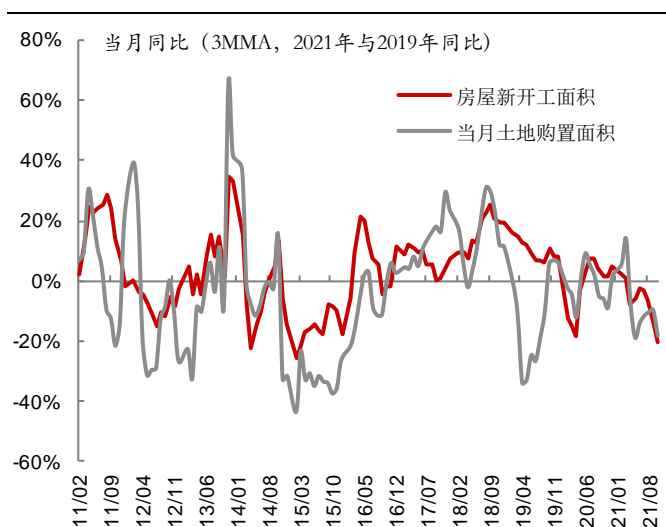
2021年地产开发商的高周转模式被打破，并且出现了从前端投资向后周期和销售回款的负反馈。上半年，开发商降杠杆已经开始导致前端投资出现回落。而这一阶段，由于2020年下半年新开工高存量可转化的期房销售规模依然比较大，上半年地产销售仍呈现较高的同比增速，期房销售所占权重也还在上升，并在5月达到峰值。而下半年，随着信贷额度的进一步收紧，加上新开工的持续回落，地产销售出现快速下滑。销售端的转弱也引发了更加明显的连锁反应，开发商的资金状况进一步恶化，加上下半年爆雷事件的发生，对前端投资形成拖累，土地购置和新开工也呈现更大幅度的同比下滑。

图表 10：地产新开工回落先于销售端



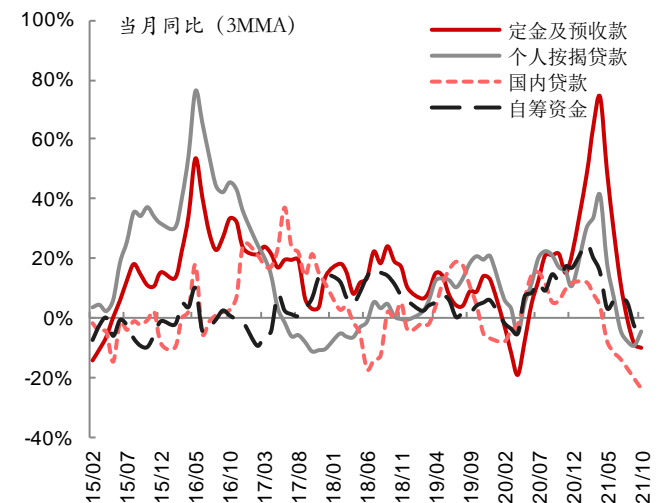
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2021/10）

图表 11：土地购置与新开工均大幅同比下降



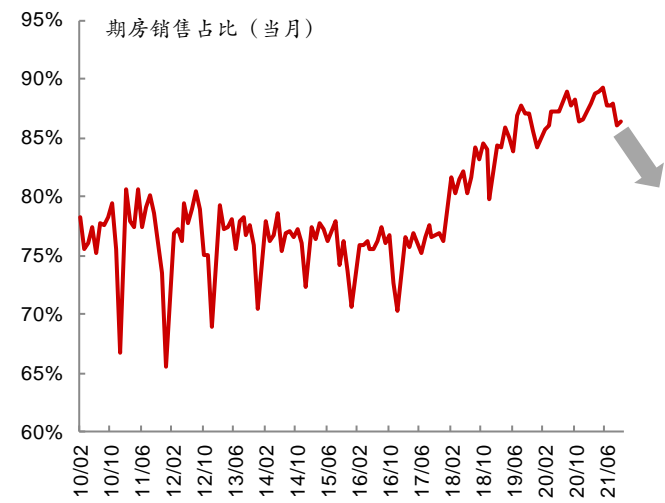
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2021/10）

图表 12: 下半年开发商到位资金快速回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

图表 13: 期房销售占比开始出现小幅下降

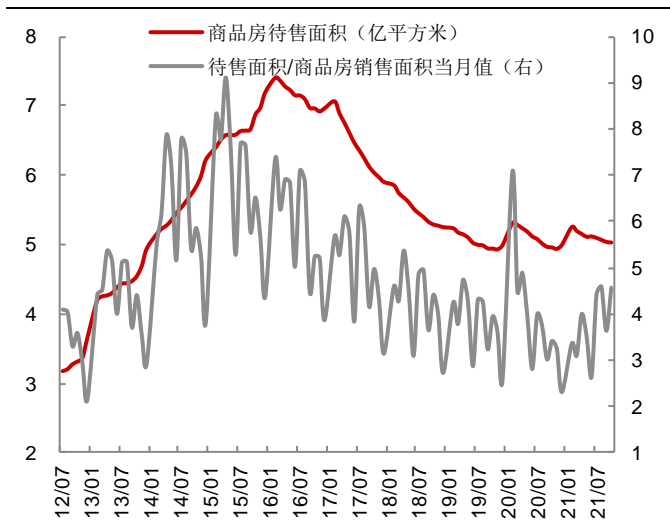


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

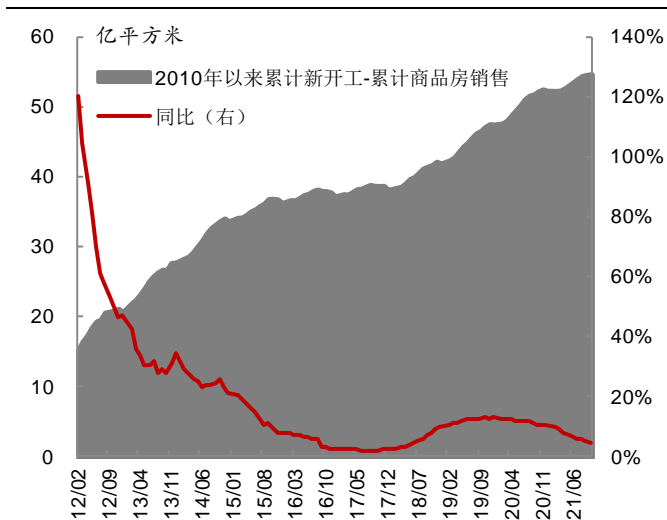
随着地产政策的转暖,最先出现改善的应当是地产后周期和销售。本轮地产下行与 2014 年以来的下行周期相比,差异之一在于显性库存并不高,即市场普遍认为的低库存与低去化共存的情况。而实际上,如果考虑尚未结转竣工的在建项目,隐性库存并不算低。但当前预售资金监管和“三道红线”并未全面放松,开发商很难回归前一轮加杠杆高周转的时期,地方政府出于防风险的考虑也更加注重存量项目交付,因此今年下半年期房销售占比开始小幅回落,预计未来会维持继续下降的格局。在低显性库存的情况下,开发商若要促进销售和资金回笼也会加快现房销售和在建项目结转的速度。

销售端对房贷利率和额度的变化最为敏感。11 月以来,银行房贷额度开始出现松动,部分城市房贷利率也有所下调,但从高频数据看,全国商品房成交的改善情况还比较有限。11 月中旬以来,一二线城市的成交略有改善,但持续性也不强,三线城市仍在走弱。这一方面由于在房价整体仍在环比回落的情况下,市场对于房地产市场能否企稳持有谨慎的态度,另外当前贷款额度的放松和加速审批很有可能只是针对此前放慢的存量部分,整体按揭额度的释放还需要等待新一年度。

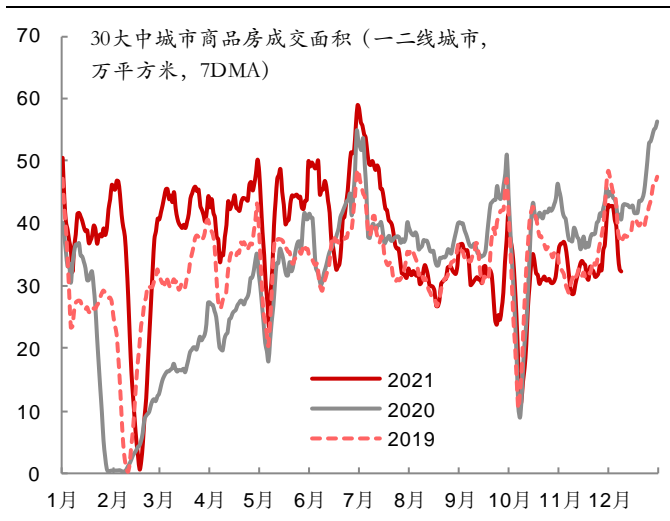
由于当前房地产行业对中国经济增长仍起着相当重要的作用,我们认为 2022 年对于开发商的信贷政策、银行按揭额度等维持偏松的概率还是比较大的,因此对地产后周期和销售的改善还相对乐观。但前端投资能否有明显的边际回升存在比较大的不确定性,核心在于“房住不炒”和“三道红线”的政策底线依然存在。在开发商已经开始频繁“爆雷”的情况下,如果经济下行压力没有到很严峻的程度,也难期待放松防风险的政策底线,让开发商再度回归此前加杠杆的环境中。因此,新开工和拿地短期内回升的概率比较低。即便在乐观情况下,销售 and 资金的好转能够带动正向循环,逐渐改善前端投资,这也需要比较长的时间周期进行传导。

图表 14：房地产显性库存仍处于较低的水平


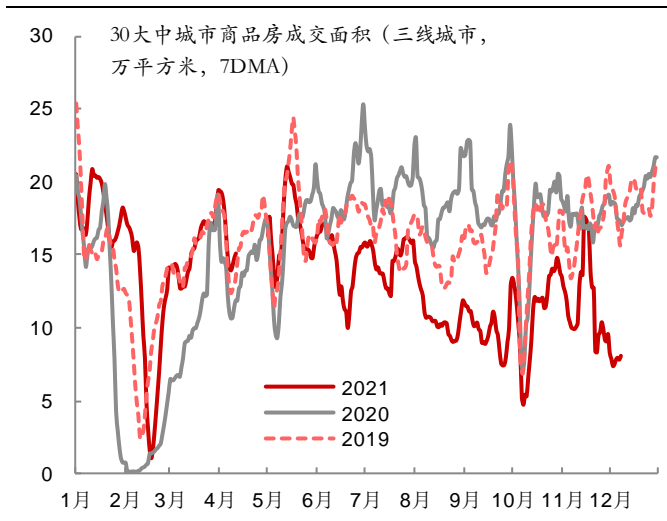
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/10）

图表 15：累计在建项目依然在持续增长


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/10）

图表 16：11 月以来一二线城市商品房成交略有改善


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/12/8）

图表 17：三线城市商品房成交仍趋于弱势


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/12）

总体来看，我们认为随着政策的回暖，地产用钢需求降幅最大的时段以及市场预期最差的时段基本已经过去了。从边际角度来看，明年上半年将面临着存量项目施工强度回升和新开工项目用钢需求下降两方角力的问题，而存量项目的施工进度，能够增加的用钢强度是目前难以观测的。我们认为明年上半年即使地产用钢需求边际回升，幅度也会比较有限，且预计同比还将处于较大幅度负增长的状态。

需要注意的是，在 2018 年以来高周转模式带来的高基数下，能够根本上拉动地产用钢需求增长的因素仍是前端投资的回升。因此，即便有政策的回暖，若看不到前端投资转

好的迹象，我们在中性预期下依然给予地产用钢需求较大幅度的负增长。若出现更为乐观情况可能存在于两种情况下：一是上半年销售和开发商资金情况有非常明显的改善，带动正向反馈，支持新开工和拿地的回升；二是在没有放松地产政策底线的情况下，一季度经济下行压力依然非常明显，稳增长压力下政策进一步放松，尤其是预售资金监管出现更加明显的放松。

2.3、保障房建设进度加速，预计对冲新开工降幅 2.5-3%

中央经济工作会议中着力强调了“推进保障性住房建设”，“十四五”期间保障性租赁住房也是政策鼓励发展的方向。在房地产市场不突破防风险底线的前提下，保障房的建设也将逐渐成为商品房供应的补充，对于建筑用钢需求而言，也会一定程度上对冲商品房端开工建设需求的下滑。

根据住建部统计，2021 年全国开工建设保障性租赁住房 93.6 万套。由于保障房要求建筑面积不超过 70 平米，我们以平均 60 平米估算，合建筑面积 5616 万平方米。2021 全年房屋新开工面积预计在 20 亿平方米左右，即占比约为 2.8%。根据我们的统计，在“十四五”期间重点建设保障房的 40 个城市中，有 28 个已经公布了保障房建设的计划规模，合计套数在 530 万套左右，另有 12 个城市尚未明确公布计划。我们以两种方法来估算 40 城“十四五”保障房建设套数：1) 按照 28 城占 40 城的比例即 70%来折算整体的套数，这样测算的规模约为 750 万套。但由于尚未公布计划的城市以东北和西部地区为主，这样测算大概率会高估整体的规模。2) 估算其他 12 城的保障房规模，基本原则是：直辖市 30 万套、华北华中省会城市 20 万套、东北省会城市 10 万套、西部城市 2 万套，合计 670 万套左右。我们整体折中估算，预计“十四五”期间重点城市保障房合计建设规模 700 万套，合 4.2 亿平方米。

根据已有城市公布的计划开工数折算，我们预计 2022 年开工规模占“十四五”整体规模的 25%，即 175 万套，合 1.05 亿平方米，较 2021 年开工的规模同比增长 87%。我们预估除保障房外，其他商品房新开工面积同比下降 10%左右。保障房建设进度的加速预计将对冲新开工降幅 2.5-3%，即房屋新开工面积降幅预计在 7-7.5%左右。

图表 18：“十四五”期间全国重点 40 城保障性租赁住房规模估算

省份	重点城市	十四五规划总量（万套）	
		重点城市计划	全省公布计划
北京		40	
上海		47	
重庆		30	
山东	济南	15	40
	青岛	20	
江苏	苏州	15	40
	南京	12.5	
	无锡	2	

浙江	宁波	20	120
	杭州	30	
	温州	13	
安徽	合肥	15	
江西	南昌	8	
福建	厦门	25	
	福州	15	
广东	广州	60	129.7
	深圳	40	
海南	海口	5	5
	三亚		
辽宁	大连	4.1	
内蒙古	呼和浩特	0.6	
湖北	武汉	25	
湖南	长沙	15	
陕西	西安	30	
宁夏	银川	1.5	
四川	成都	25	
云南	昆明	6	
贵州	贵阳	10	
天津		30	
河北	石家庄	20	
河南	郑州	20	
山西	太原	20	
辽宁	沈阳	10	
吉林	长春	10	
黑龙江	哈尔滨	10	
广西	南宁	10	
	北海	5	
甘肃	兰州	2	
青海	西宁	2	
新疆	乌鲁木齐	2	
28 城合计		529.7	
40 城合计 1 (以 28 城除以 0.7 估算)		756.7	
40 城合计 2 (其余 12 城以预估值计算)		670.7	

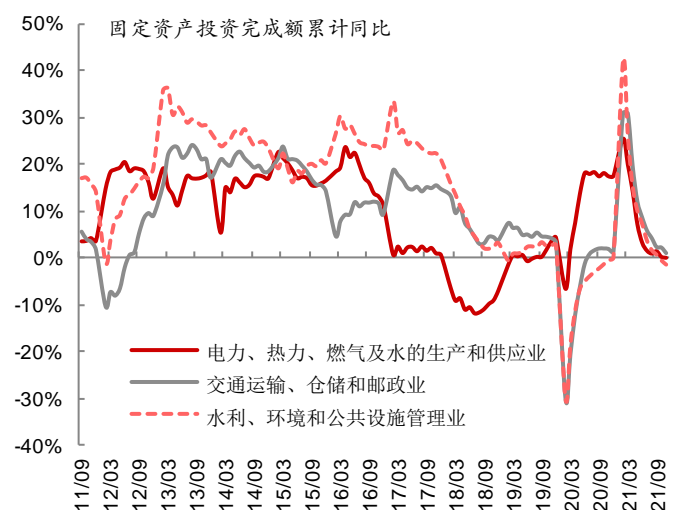
资料来源：公开新闻，住建部，各省住建委，东证衍生品研究院（粉红底城市尚未公布规划数量，对应数量为估算值）

2.4、稳增长作用显现，传统基建增速相对温和

2021 年由于经济增长压力不大，基建增速也快速下滑，1-11 月除电力外的基建投资增速累计同比仅为 0.5%。分项来看，虽然 1-11 月交通运输、仓储和邮政业整体累计固投完成额有 1.1% 的正增速，与用钢需求相关性最大的领域即铁路运输业和道路运输业的固投增速仍处于负增长。

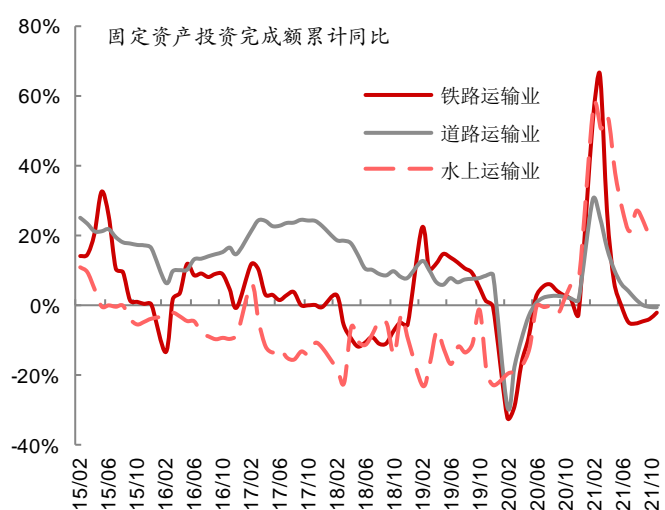
作为主要的经济对冲手段之一，2022 年基建回升基本上已经是市场的一致预期。不过从基建资金投向来看，在结构转型的大环境下，对新基建的需求拉动幅度也应当明显高于传统基建项目。对于传统基建领域来看，我们尝试通过测算资金增量的方式来大致测算拉动的投资规模。从资金来源看，基建投资回升主要源于两个方面：一是 2021 年公共财政呈现超收歉支的特点，一部分收入结转 2022 年以及财政赤字的扩大预计将会对基建投资形成拉动；二是 2021 年地方政府专项债发行节点偏晚，四季度发行的部分大概率将用于明年的项目，加上明年新增专项债额度还有可能有一定增加，也会带来额外的资金增量。但同时，由于土地市场的萎靡，政府性基金收入的下降则会对广义财政收入形成拖累。

图表 19：主要基建行业固投增速处于近年来低位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/10）

图表 20：铁路及道路运输业固定资产投资仍负增长



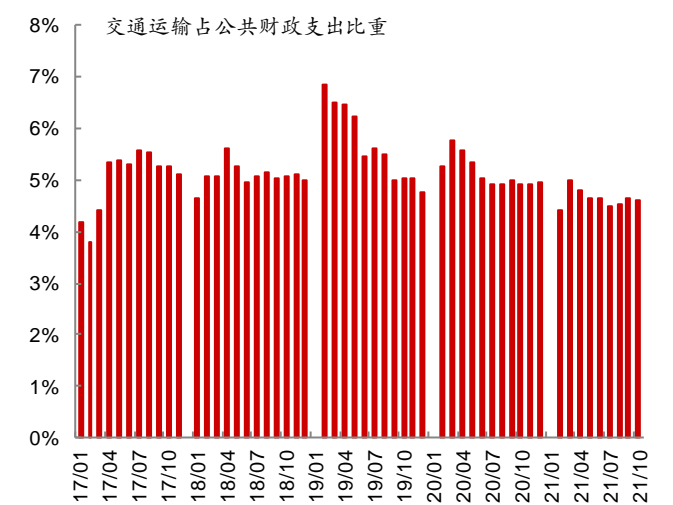
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 21: 公共财政收入的增速大幅高于支出



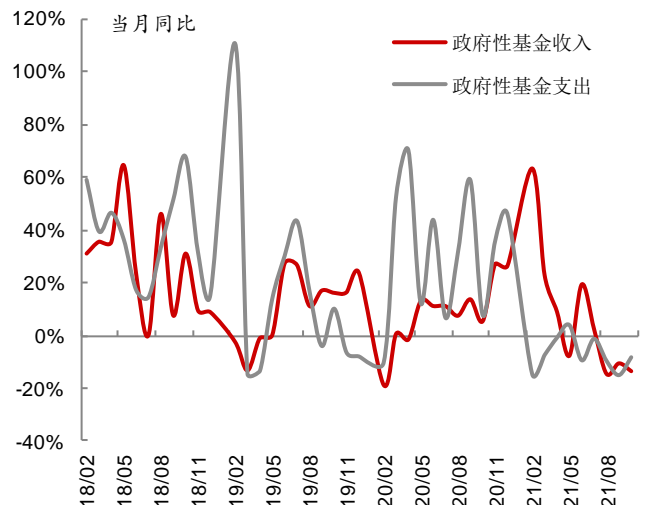
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

图表 22: 交通运输占公共财政支出比例在 4.5-5%之间



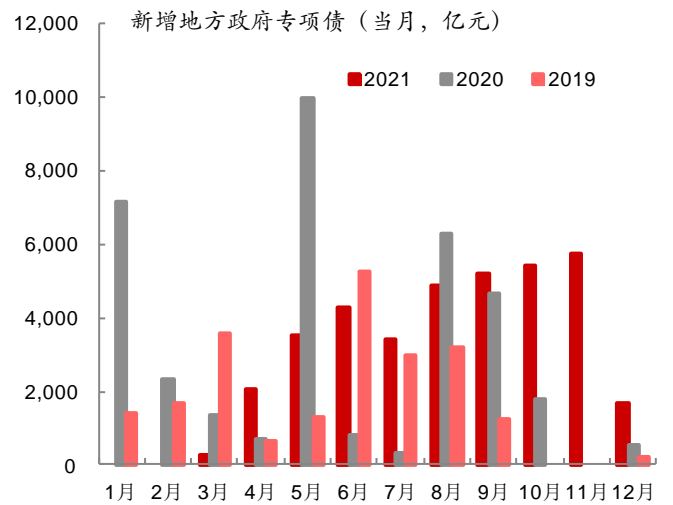
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

图表 23: 政府性基金收支受土地市场萎靡拖累



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

图表 24: 2021 年专项债发行节奏偏晚 (12 月预估)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

我们通过测算资金增量对明年与用钢需求相关度较高领域的投资增量进行测算, 主要是交通运输领域。根据交通运输部 1-10 月的固投数据推算, 2021 年全年铁路、公路水路以及民航的固定资产投资完成总额约为 4.59 万亿元。从明年潜在的资金增量来看: 1) 参考目前部分主流卖方宏观的预测, 基于财政收入的结转和赤字率的提升, 2022 年一般预算内支出增加 2 万亿左右, 以 2021 年的分配比例看, 约有 4.6% 用于交通运输领域, 即能够带来 920 亿元的增量。2) 地方政府专项债方面, 预计 2022 年新增发行额度在 3.7 亿元左右, 将 2021Q4 发行部分也转至 2022 年使用, 即增加 2.57 万亿。根据 2021 年项

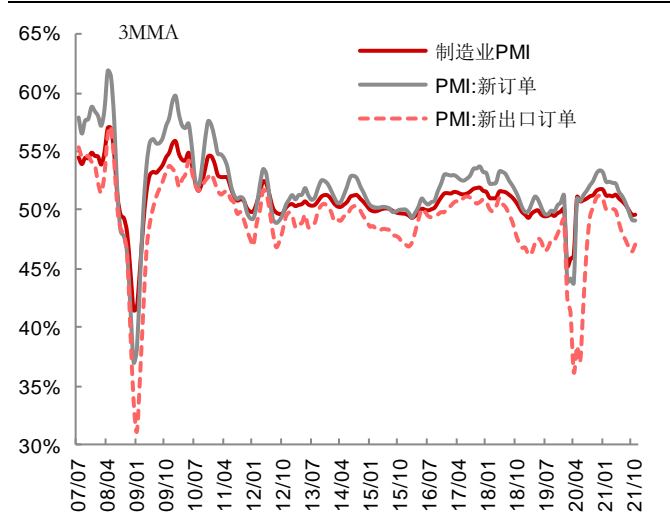
目用途比例的拆解，约有 12% 的专项债比较明确用于偏交通运输领域，即增加 3341 亿元左右投资增量。另外，在资金减量方面。考虑到土地市场的萎缩，我们假设政府性基金支出同比下降 10-15%。由于近年政府性基金支出投向缺乏明确的数据，从财政部 2014 年公布的资金流向看，约有 14% 左右的比例用于基建领域，对应带来 1500-2200 亿的支出减量。综合以上三方面测算，预计交运类投资增加 1750-2500 亿元，同比增速在 3.8-5.4% 的水平。不过需要说明的是，由于财政支出和专项债每年的投向比例都会有一定差异，以历史比例测算会出现误差。

2.5、制造业需求结构分化，乘用车及船舶需求相对乐观

从国内制造业 PMI 看，顶点基本在 2020 年 11-12 月已经出现，一季度在高位运行后，从二季度开始逐渐回落，9-10 月受能耗双控影响，各分项基本都有大幅的回落。11 月 PMI 开始出现回升的迹象。从稳增长的目标来看，2022 年制造业需求预计将会企稳回升，但目前对于消费型制造业而言，并没有出台明确刺激消费的政策。同时，对于地产链条而言，若新开工为代表的前端投资回升速度较慢，也会压制一部分工业型制造业的需求，因此需求预计更多呈现弱反弹的格局。

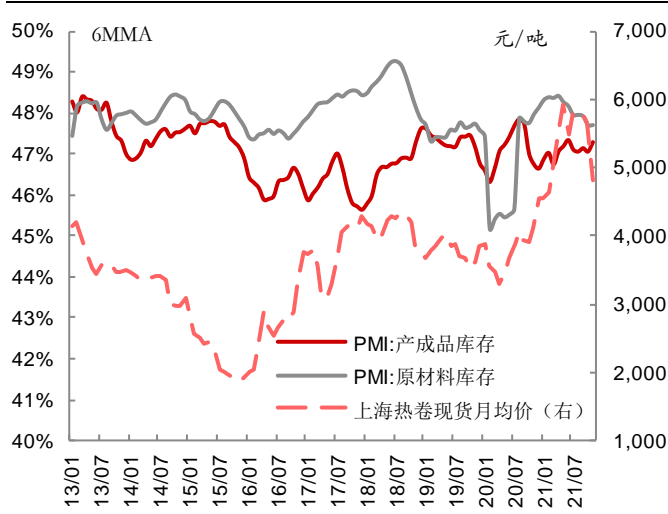
另外，从 PMI 原材料和产成品库存的对比来看，2021 年基本处于制造业企业去原材料库存的周期。而当前不管是产成品还是原材料都没有看到明确的进入补库周期的信号，整体来看，制造业共振上行的驱动不足，不同行业之间可能会呈现分化的格局。

图表 25：11 月制造业 PMI 小幅回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 26：制造业补库存驱动并不强

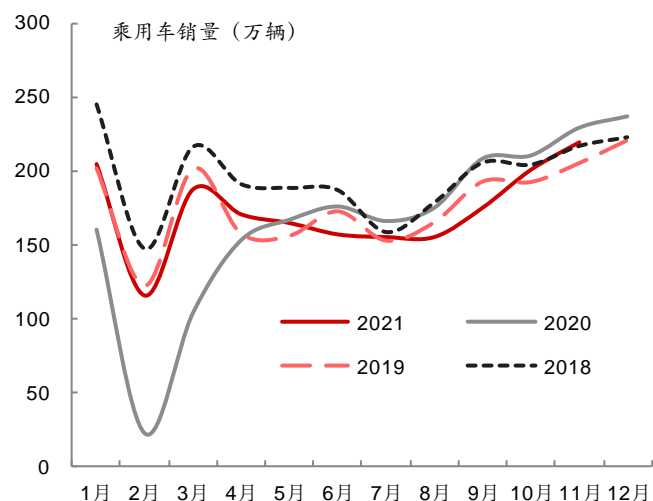


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

从主要制造业下游看，我们对 2022 年乘用车市场抱有相对乐观的态度，主要也是基于当前市场的低库存和芯片供应的逐渐恢复。另外地产销售尤其是现房销售若有回升，对于乘用车消费也会形成一定的带动作用。但由于目前并没有明确针对乘用车的刺激消费

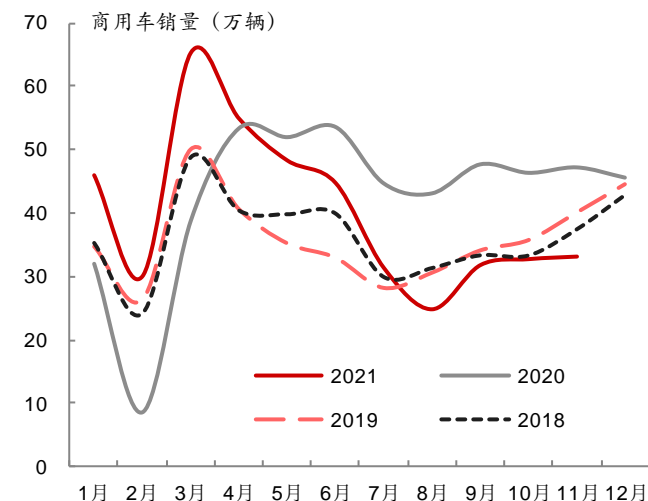
政策出台，对需求的提振相对有限。因此我们认为乘用车销量回升到 2018-19 年区间中枢的水平，对应销量同比增加 5-6%。但商用车需求相对不乐观，2021 年上半年的高基数也明显透支了后续需求，下半年商用车销量整体已经低于 2018 年水平，重卡销量的下降则更为明显。我们整体预期商用车销量同样回归到 2018-2019 年的平台水平，较 2021 年销量下降 7-8%。综合来看，我们预计 2022 年汽车用钢需求同比微增 0.94%。

图表 27：芯片缓和后乘用车销量明显回升



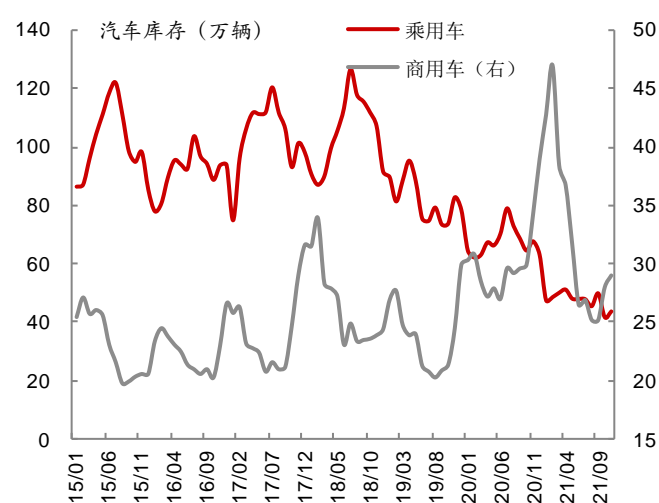
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 28：商用车销量表现依然疲弱



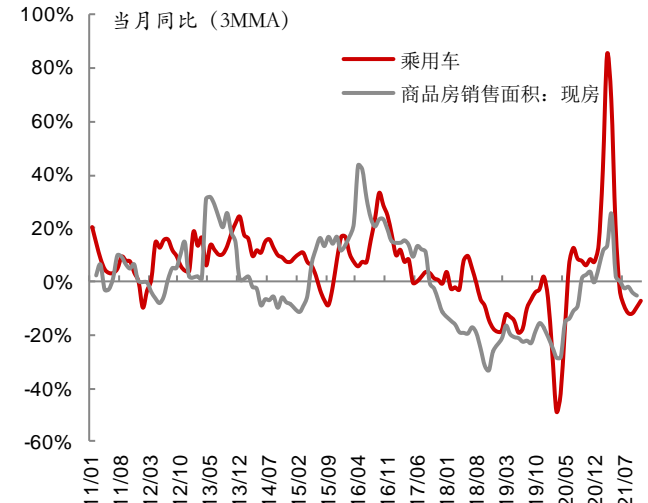
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 29：乘用车库存偏低，商用车库存中性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 30：乘用车与现房销售的周期比较接近

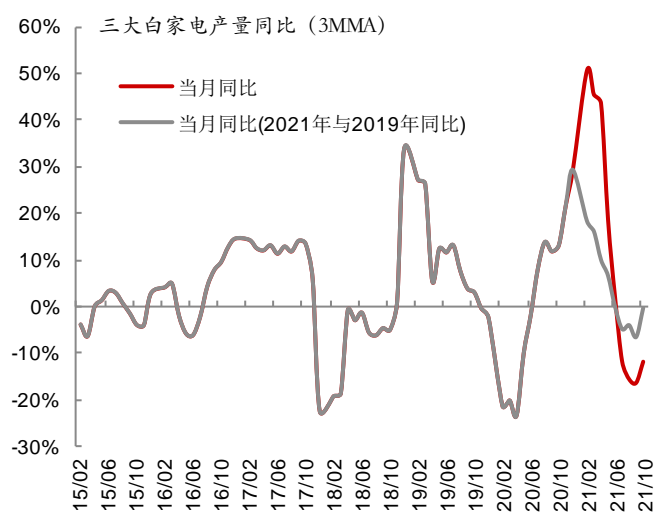


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

家电方面，预计 2022 年将呈现内需边际回升、外需回落的状态。2021 年下半年，三大白家电产销量同样出现了较大幅度的同比回落。不过如果将 2021 年产量与 2019 年同比

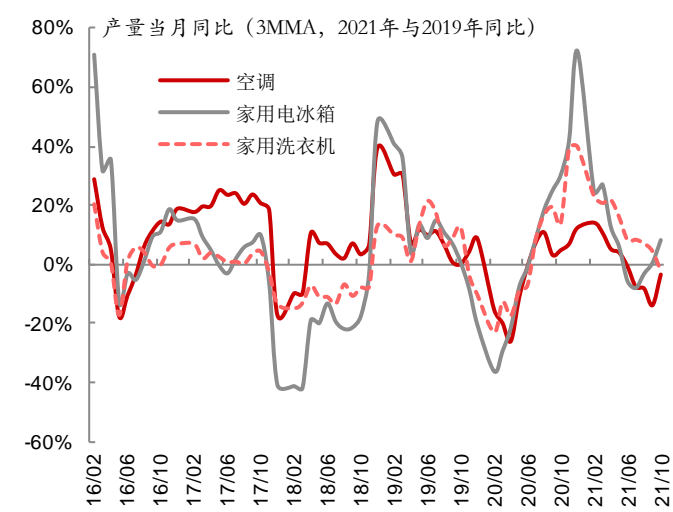
看，家电实际增速最高的时段是在 2020 年四季度，2021 年下半年更多体现为疫情扰动结束后，产销向正常水平的回归。考虑到 2022 年地产销售端预计将逐渐边际回升，家电需求边际上也会有所好转。另外，空调是 2021 年下半年产量降幅较大的品种，而单位耗钢量相对更大的冰箱和洗衣机产量同比回落的幅度有限。从产业在线的库存来看，空调和洗衣机的渠道库存压力还相对较大，冰箱库存则相对较低。整体来看，家电内需仍会维持韧性，且随着地产销售有边际转好。而考虑到去年的高基数，2022 年也同样比较难出现总量的增长。同时，外需方面随着海外需求的回落，和订单的回流，预计会出现同比的回落。整体而言，我们预计 2022 年家电耗钢量小幅回落。

图表 31：下半年三大白家电产量较 2019 年小幅回落



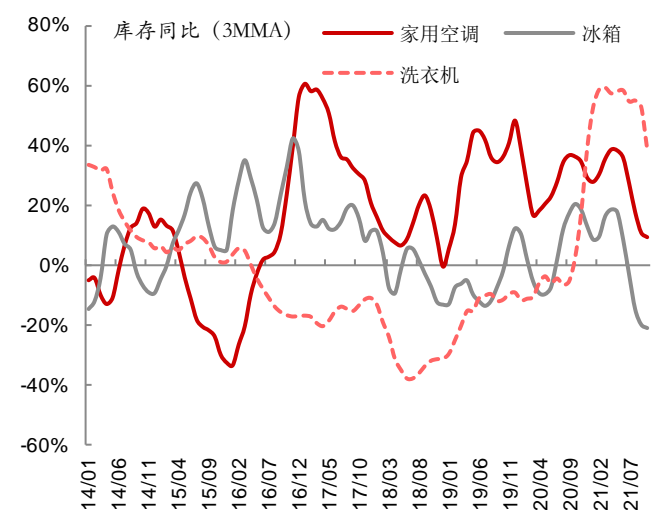
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 32：空调产量下降是主要的拖累项



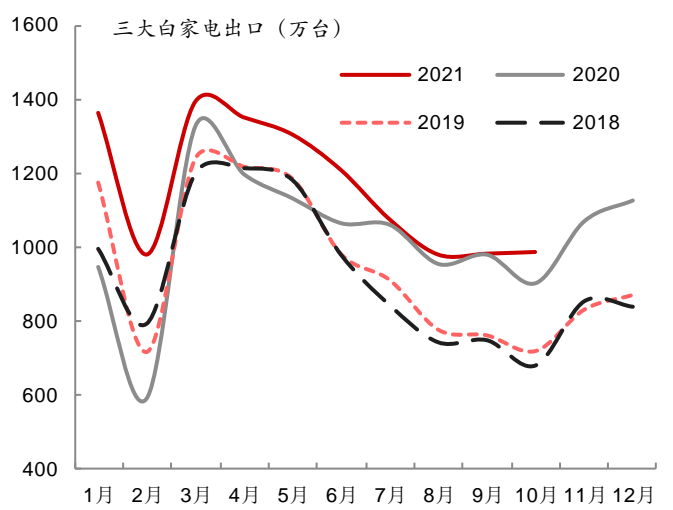
资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 33：下半年仅有冰箱库存同比回落



资料来源：产业在线，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 34：家电出口逐渐边际回落



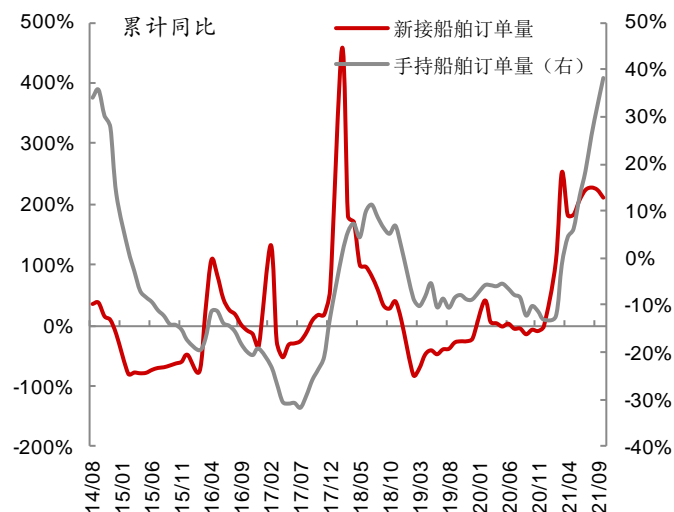
资料来源：产业在线，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

在主要的工业型制造业方面，2022 年是造船需求比较明确会爆发的一年。根据工信部统计，截至 10 月，新接船舶订单量已经是 2019 和 2020 年同期的两倍以上，手持船舶订单量同比增速也在接近 40% 的水平。由于订单的饱满，预计 2022 年船舶用钢需求将有大幅的增长。

机械需求的亮点有限。虽然基建投资的回升将会拉动一部分工程机械需求，但整体上看工程机械的需求受新开工影响更大，加上 2021 年的高基数，大概率会呈现较大的同比降幅，而由于上游行业固投增速也普遍开始出现回落，与之相关的矿山、石化机械的需求也有边际回落的风险。相对乐观一些的是偏中游加工制造环节的机床类机械等，预计会受益于制造业景气度整体的回升。总体来看，2022 年机械行业需求与 2020H2-2021H1 的上中下游景气度共振提升的环境还是有很大差别的。

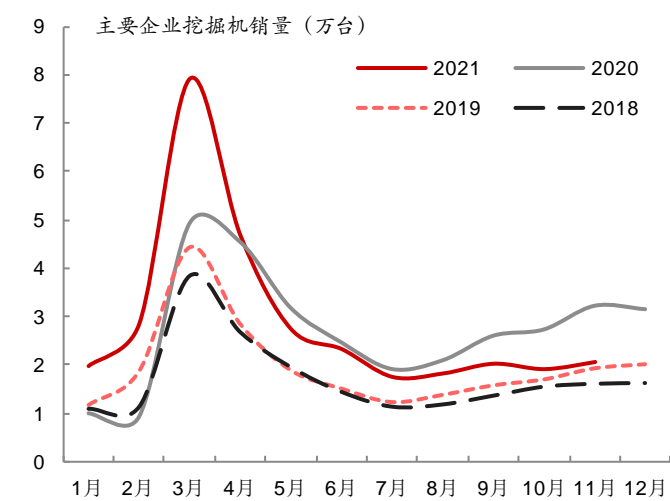
总结来看，2022 年制造业需求较 2021 年三季度中后期的状况会有景气度的边际提升，但目前并没有看到共振上行的驱动，预计各行业间会呈现比较明显的结构分化。我们相对看好乘用车、船舶需求的提升，但对其他主要制造业持有比较中性的看法，用钢需求较 2021 年全年呈同比下降的状态，但降幅较 2021 年下半年收窄。

图表 35：新接船舶订单量大幅增加



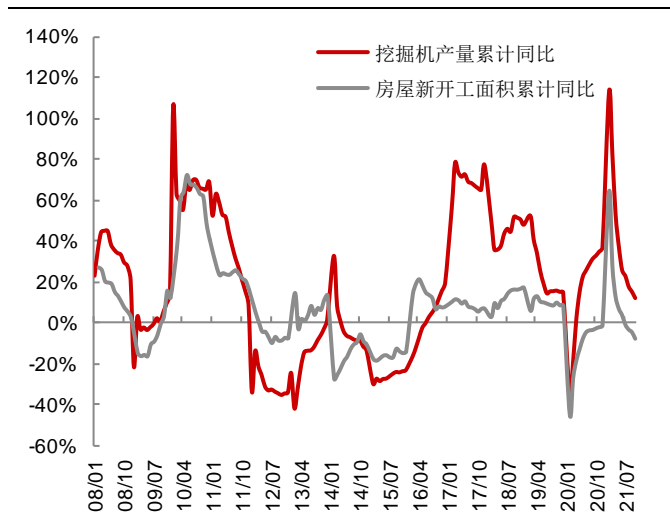
资料来源：工信部，东证衍生品研究院（数据截至 2021/10）

图表 36：下半年挖机销量大幅回落



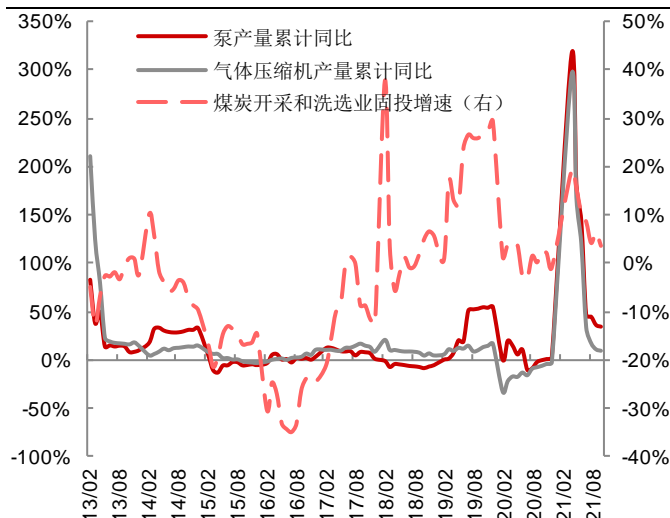
资料来源：产业在线，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 37: 挖机产量受新开工影响较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/11)

图表 38: 上游行业固投增速逐渐回落

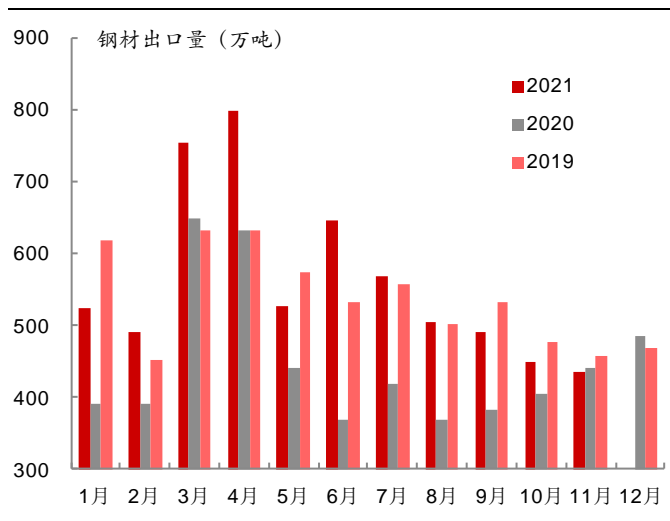


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/11)

2.6、海外供应逐渐恢复，外需仍将萎缩

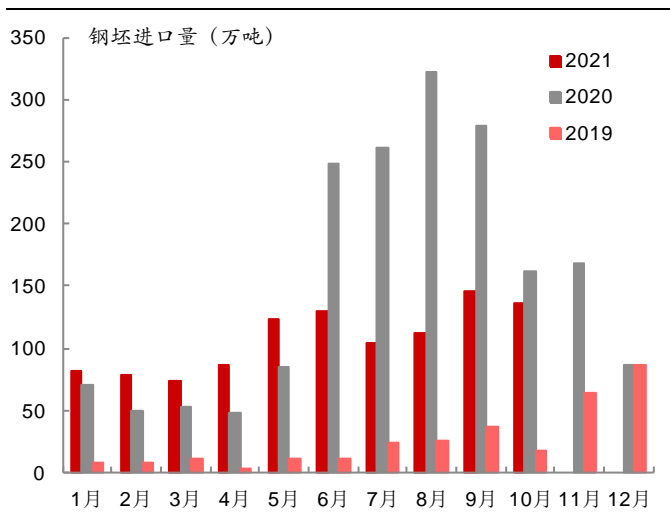
外需方面，2021 年中国钢材出口同样呈现前高后低的格局，此外 5 月后钢坯进口量略有回升。导致净出口逐渐回落的原因除了下半年外需开始走弱外，还有政策层面的因素。在 5 月份对热卷等品种取消了出口退税后，内外价差开始出现持续性的倒挂，直到 10 月国内价格下跌后价差才出现明显的修复。下半年冷卷等品种的出口退税取消后，价差也有比较明显的回落，但倒挂的时段并不多。因此从品种结构看，下半年热卷出口量同比有明显回落，冷卷和涂镀出口还维持在较好的水平。

图表 39: 二季度以来钢材出口量逐渐回落



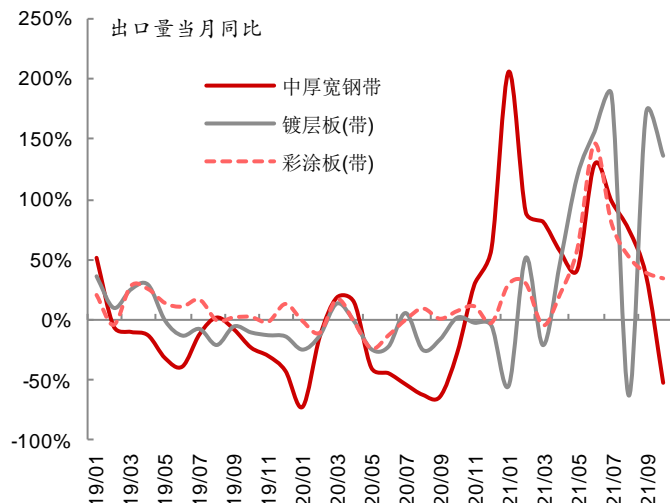
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 40: 钢坯进口量维持在稳定水平



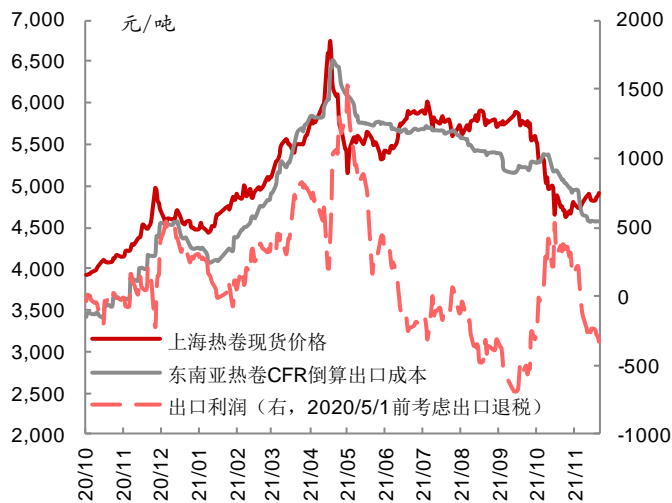
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 41: 下半年热卷出口量大幅回落



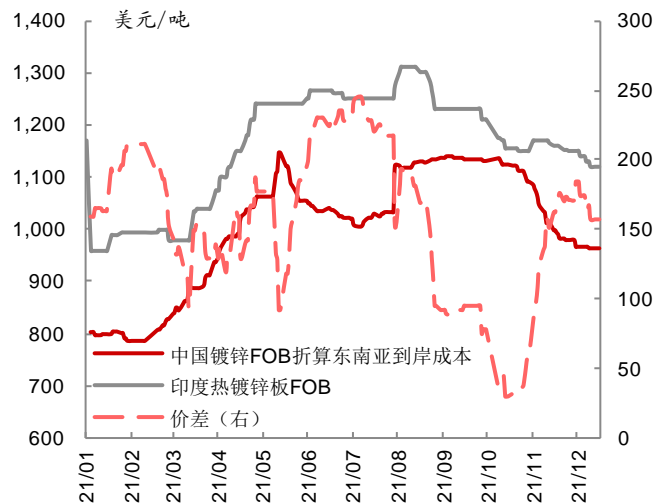
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/10)

图表 42: 热卷内外价差优势并不稳定



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/16)

图表 43: 今年镀锌依然具有出口价格优势



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/16)

图表 44: 钢坯进口价格优势开始有所显现



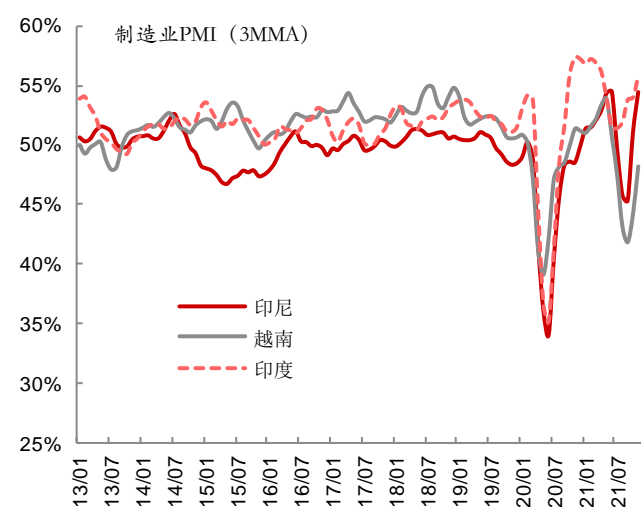
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/16)

2021 年钢坯进口虽没有达到 2020 年中的水平，但每月均保持有 100 万吨左右的进口量。而从价格结构来看，进口钢坯的即时进口利润并不明显，且海外依然受到疫情的影响，供应的增量和物流也并不稳定。这也可以从侧面反映，在国内鼓励进口钢铁初级制成品的政策导向下，加上出口市场整体萎缩，传统的出口贸易商也在发掘更多的进口机会，预计未来钢坯进口相对稳定甚至会有进一步增量。

从海外需求来看，东南亚作为中国钢材的直接出口地，在 2021Q2-Q3 受德尔塔病毒影响

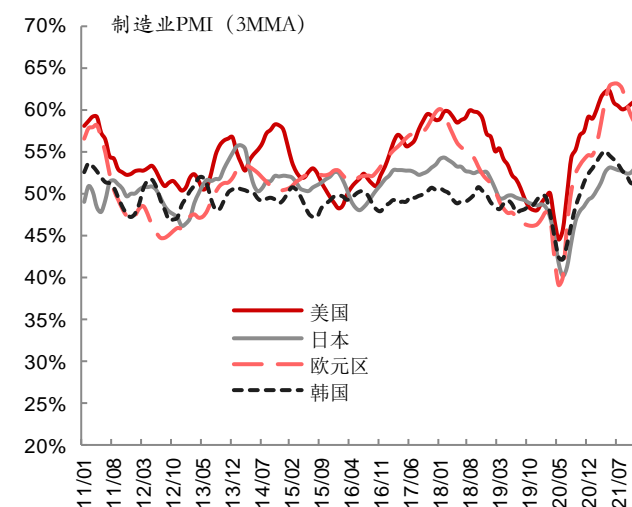
较大，制造业需求快速回落，但本土钢铁生产受到的影响并不明显。四季度以来虽然制造业 PMI 明显反弹，但由于供应充足，对价格的刺激也比较有限。此外，2021 年上半年带动全球钢价共振上行的因素之一也源于欧美地区的错配，即需求强势反弹而供应恢复较慢，造成阶段性的缺口。而从下半年来看，虽然发达经济体的制造业景气度受德尔塔影响有限，但随着供应恢复，欧美地区的高钢价以及高区域溢价均明显回落。除中国外全球的粗钢产量基本维持着 2018 年同期的水平。随着海外逐渐开始货币政策正常化，外需进一步上行的难度也在加大，也意味着钢材内外价差整体将呈收窄格局。加上近年来印度产量的快速增长，中国在东南亚市场上也会面临着更大的价格竞争压力。因此，我们认为 2022 年钢材（包括钢坯）净出口将会呈继续萎缩的状态。

图表 45：东南亚制造业 PMI 受二次疫情影响较大



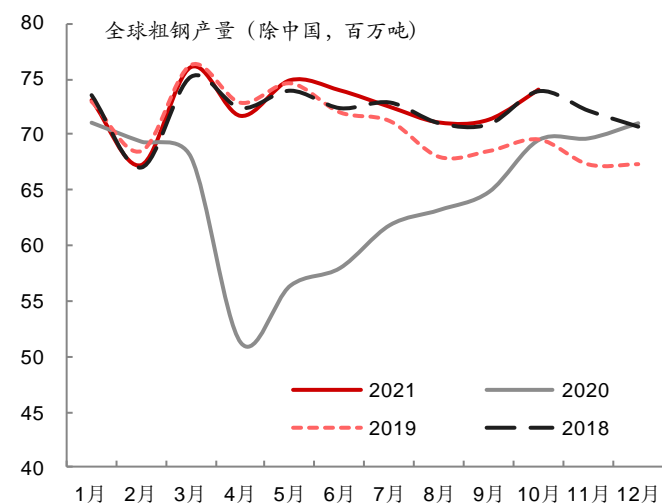
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 46：发达经济体制造业 PMI 整体维持在高位



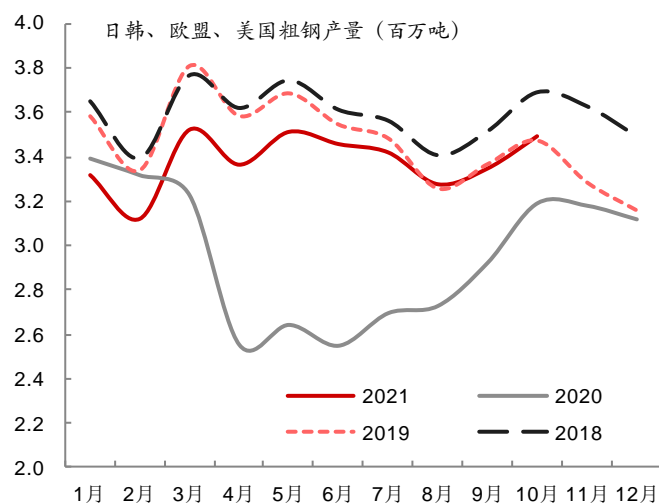
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/11）

图表 47：除中国全球粗钢产量基本维持在 2018 年水平



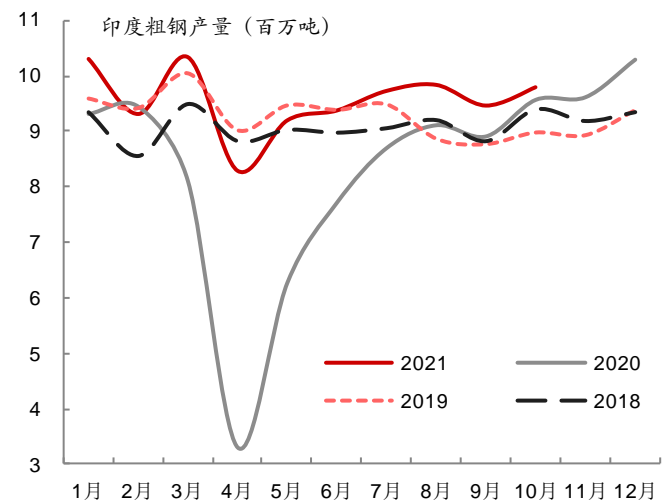
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 48：发达经济体粗钢生产恢复到正常水平



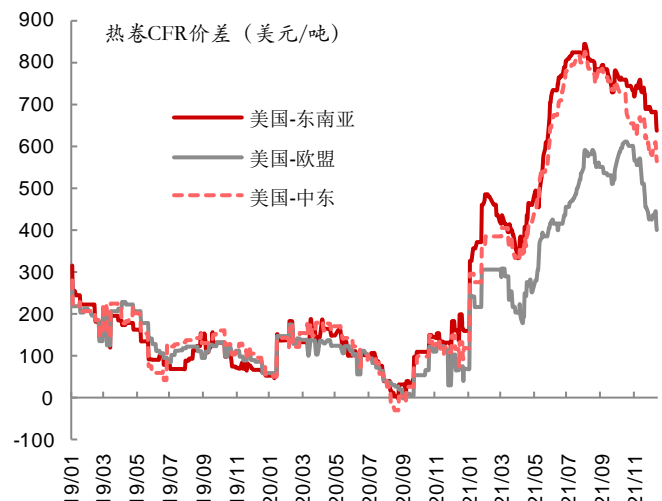
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 49: 印度粗钢产量维持高位



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 50: 美国进口热卷的高溢价在逐渐回落



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/12/16)

3、供应：政策扰动下降，估值锚重回成本区间

3.1、“双碳”目标更趋长期，政策扰动有所下降

从 12 月中央经济工作会议来看，2022 年政策端对钢铁供应的影响将有所减弱。会议更加强调了“双碳”目标的长期性，同时要求加快从能耗双控向碳排放双控的过渡。而从实际政策导向看，“双碳”目标依然是影响钢铁行业的重要长期目标，即在此目标下很难去放任钢材供应的无序增长，但政策扰动的程度和频率会有明显的下降。尤其是在 2022 年需求大概率同比下降的情况下，很有可能不提出具体的控产量要求。

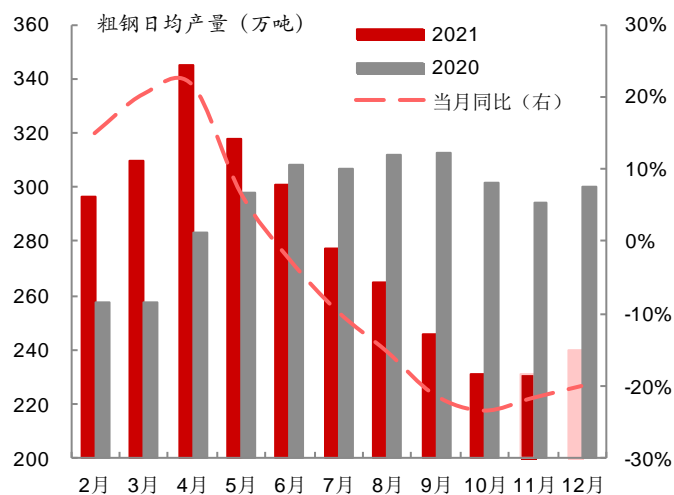
2021 年粗钢产量的降幅已经非常确定性的超过年初的要求，按 12 月粗钢日产 240 万吨进行估算，全年产量的同比降幅已经超过 4400 万吨。对照钢厂利润来看，7-9 月的减产主要源于产量“平控”的要求（考虑河北的主动减产，实际目标全年同比降 2000 万吨）和能耗双控的影响，到 10 月叠加了钢厂利润压缩后的主动降负荷，但由于钢厂实际亏损时间并不长，低利润对供应的影响比较有限。整体来看，2021 年能耗双控压力的增加使得政策性减产的力度远超过年初“平控”的目标。

就 2022 年来看，对钢铁生产潜在的政策性影响主要包括三方面：1) 一季度冬奥会限产的影响幅度；2) 能耗双控压力如何，是否会再度对供应带来明显的压制；3) 是否会给出比较明确的粗钢控产量或减产要求。

首先，冬奥会限产方面，在 10 月发布的《两部门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》中，要求 2022 年 1 月 1 日到 3 月 15 日“钢铁企业错峰生产比例不低于上一年同期粗钢产量的 30%”。但 11 月份发布的《2021-2022 年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚方案》中，并没有再明确限产的要求。因此，实际减产的幅度还有一定不确定，以京津冀及周边同比减产 30%来测算，对应全国粗钢同比减量在

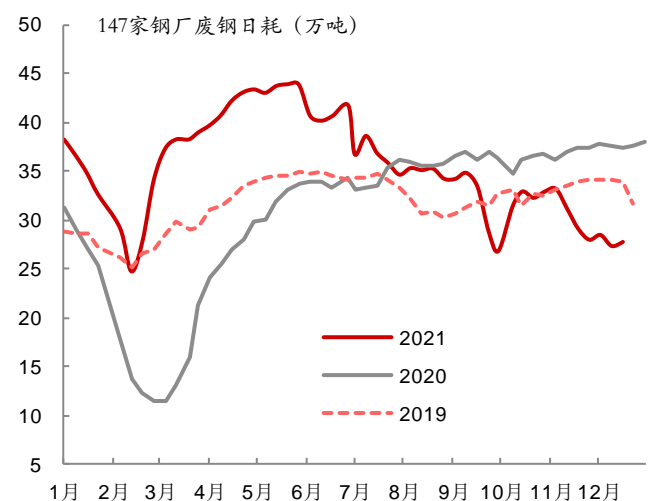
13-15%的水平。

图表 51：2021 年粗钢产量降幅大幅超过平控要求



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院（12 月为预估值）

图表 52：减产压力导致钢厂废钢日耗也明显回落

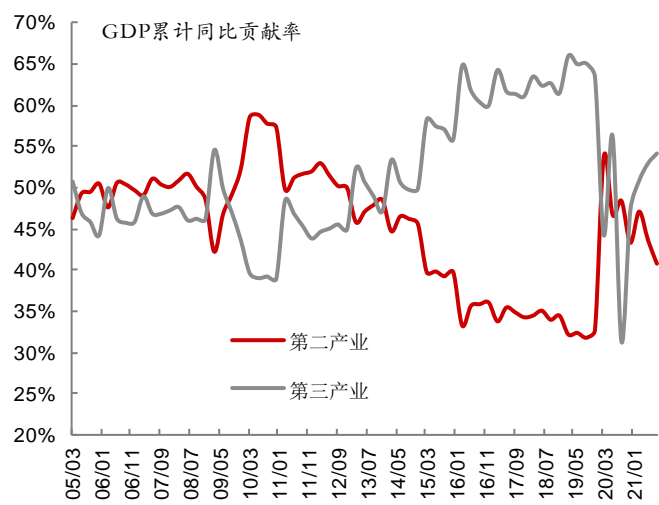


资料来源：富宝资讯（数据截至 2021/12/17）

其次，在能耗双控方面，能耗双控要求实则由来已久，“十三五”阶段对各省就有能耗总量和能耗强度控制的要求，但只有在 2021 年双控的压力特别突出，2020 年之前并未由于能耗双控预警而导致出现大范围的限电限产现象。我们认为 2021 年双控压力大具有一定的特殊性。一方面，由于疫情的影响，尤其是 2021 上半年，诸多省份都面临着经济和能耗的低基数压力。而随着经济和能耗基数的回升，能耗的压力也将逐渐缓解。另外，从区域结构上看，由于海外疫情对出口需求的拉动，东部沿海外贸导向型省份的能耗压力也有明显的增加，这也与主要的电炉生产省份相重合，导致 9 月以来能耗双控对钢铁冶炼尤其是电炉和轧制环节的影响加剧。

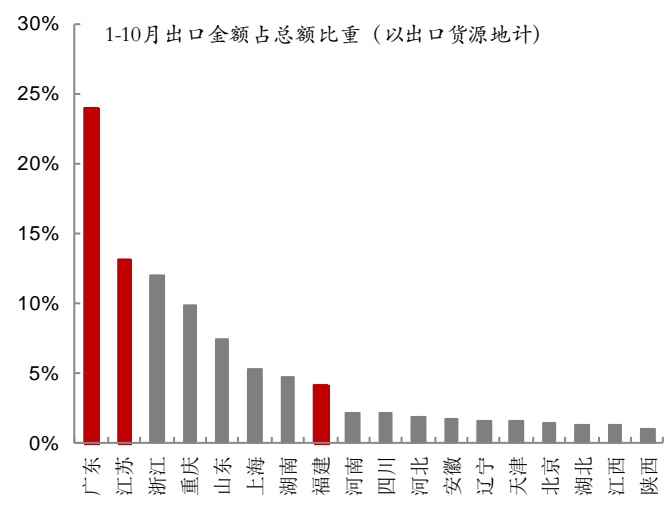
而就 2022 年看，随着能耗基数的提升和经济下行压力的出现，能耗双控的压力大概率会有比较明显的缓解。同时，随着疫情防控的常态化和精准化，疫情对第三产业的影响也将逐渐弱化，经济增长的结构也会逐渐向历史常态化水平回归。随着海外疫苗接种率的提升和外需走弱风险增加，外贸回流的概率也在提升。整体上我们判断 2022 年双控压力对钢铁生产的影响将会较 2021 年有明显的下降，很难再如 2021 年下半年这样，对钢铁生产造成明显的政策扰动。

图表 53: 疫情后第二产业对 GDP 同比贡献率上升



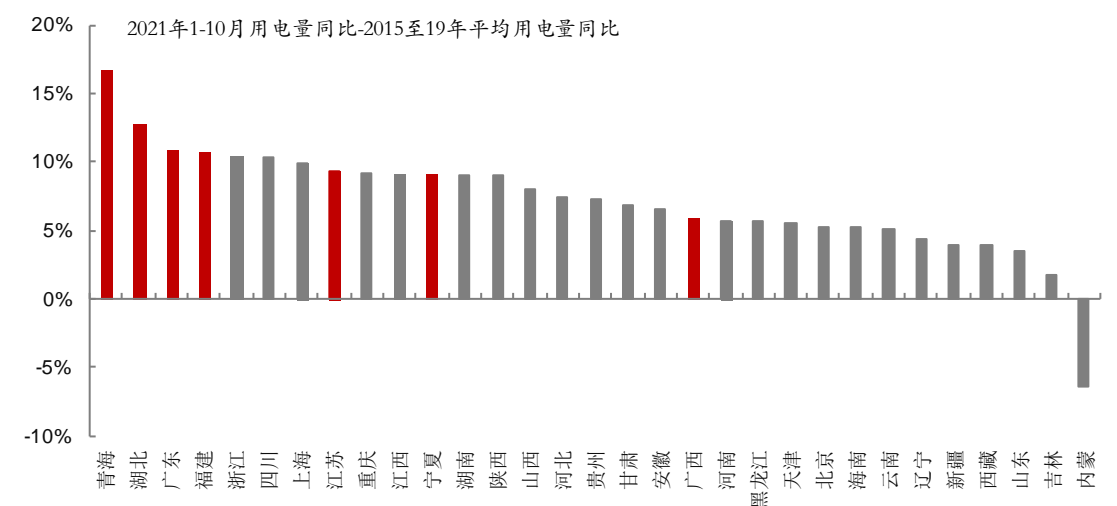
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 54: 2021 年出口金额占总量比重超过 1% 的省份



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 55: 多数上半年能耗双一级预警省份用电量较正常年份增长明显



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

最后, 如前文所述, 基于中央经济工作会议上对“双碳”目标的长期性表述, 2022 年对钢铁减产的要求可能有所弱化。而在这里, 我们再进行一步, 考虑长期减碳目标下对供应可能带来的潜在影响。

在碳中和“1+N”政策框架中, 作为总纲领的《2030 年前碳达峰行动方案》已经发布, 但各个领域和行业的具体方案尚未对外公布, 《钢铁行业碳达峰及降碳行动方案》也还在修订中。按照中钢协在 2021 年初的表态, 钢铁行业到 2025 年实现“碳达峰”, 到 2030 年碳排放较峰值下降 30%。目前来看, 钢铁行业实现“碳达峰”基本已经没有压力, 只

要维持粗钢产量不增长。后续的政策变量在于，何时加入降碳目标的考量。

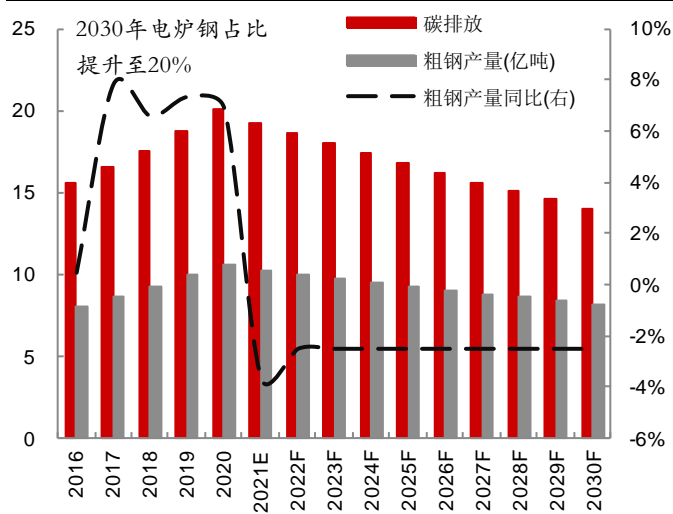
因此，在当前时点，我们做两个方向的考虑：

1) 最严格的方向是基于降碳目标，设定减产规划。从钢铁行业的碳减排路径来看，一是通过减产来降碳；二是通过原料结构的调整以及碳捕捉等技术进步来实现降碳。由于碳捕捉和氢能冶炼等技术革新需要较长的时间，我们暂不考虑这类技术进步的影响。在此前专题报告《从海外经验，看“碳达峰”背景下粗钢原料发展路径》中，我们测算过通过降低焦比到海外较为领先的水平，以及部分球团矿替代烧结，大约可以带来 0.5 亿吨左右的碳减排。另外，基于十四五期间对于电炉钢产量占比提升的要求，假设在 2030 年电炉钢产量占比达到粗钢产量的 20% 和 30% 两种情况，若要实现 2030 年碳排放较峰值下降 30% 的目标，2022-2030 年粗钢产量的年化降幅分别为 2.5% 和 1.8%。

2) 只考虑“碳达峰”目标，暂不明确降碳要求。对 2022 年来说，只需要延续产量“平控”的要求。或者出于需求下行的情况下产业将会自发调节产量的考虑，不设置产量控制要求。

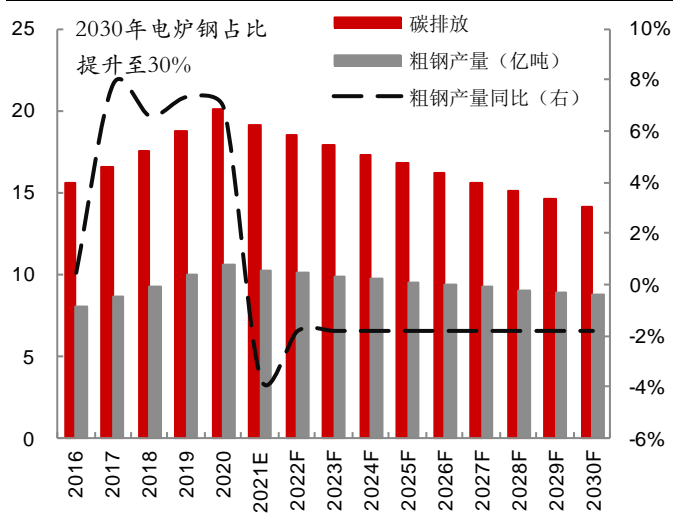
总结来看，由于“双碳”目标的长期性，产业政策对于钢铁行业供应的控制依然存在，但政策扰动会大幅下降。单纯考虑政策因素，即便是加入了最为严格的降碳目标，政策端对于钢铁供应的约束以及减产幅度不会高于年化 2.5% 的水平，对应全年平均粗钢日产在 272 万吨左右，同样大幅高于目前的水平。那么在一季度冬奥会限产结束后，二季度开始，政策对于钢铁供应的约束将进一步减弱。若需求和利润能够承接，钢厂的复产进程也会加速。供应若有进一步的下降则将主要源于需求下行、利润压缩带来的减产。

图表 56：降碳要求下粗钢产量推演（1）



资料来源：Wind，世界钢协，东证衍生品研究院

图表 57：降碳要求下粗钢产量推演（2）



资料来源：Wind，世界钢协，东证衍生品研究院

3.2、估值锚重回成本区间，波动率预计下降

从估值角度来看，2021 年钢价大区间波动很大程度上也源于估值锚的频繁切换。整体估值锚的区间从出口成本到动态的长流程生产成本。

从钢材盘面的估值逻辑来看，基于钢材的现实缺口和市场对缺口的预期，大致可以观察三重估值锚定参考，包括长流程成本、电炉成本以及热卷的出口成本。在现实缺口和缺口预期都比较强的阶段，电炉与高炉成本中偏高的一方往往是盘面的支撑。这在 2016 年下半年到 2018 年上半年都比较普遍的出现，盘面价格跌破华东电炉成本往往意味着价格的低估。另外，2021 年是市场缺口预期比较强的阶段，同时长流程和电炉成本出现了倒挂，这一阶段盘面也基本高于电炉成本，整体以偏高的高炉成本和出口成本为锚。

但在 2018 年下半年到 2019 年，伴随着钢铁产能缺口逐渐补足，市场从缺口转向宽平衡的阶段，钢材期价基本上运行在高炉和电炉成本之间。如果期价突破了峰时段电炉成本，意味着几乎所有的产能都应当给利润，而如果跌破了高炉成本，则意味着需求降幅不断扩大，甚至需要不断的挤出高炉供应带来负反馈。我们看到即便是在 2014-15 年产能明显过剩的阶段，期价也都位于长短流程成本之间，只是原料端同样处于扩产阶段，导致成本持续的下移引发负反馈。

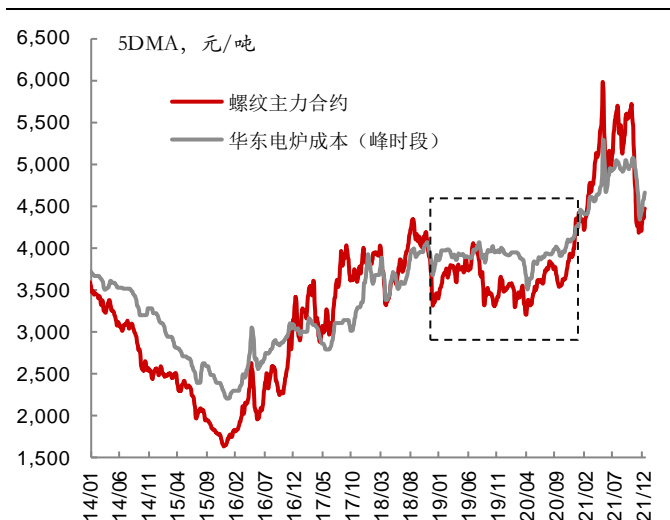
2022 年，由于我们判断政策性减产力度有限，而需求大概率全年呈同比负增长，成材盘面和现货端都不应当给予很高的利润。钢材盘面估值的合理区间应当在高炉和电炉成本之间的水平。因此，2022 年大概率钢价会出现波动率的下降和波动区间的收窄。考虑到 2021 年 10 月份，市场一度试探了终端需求同比下行 20% 以上情况下，原料估值的下移。即便 2022 年个别月份依然可能出现需求同比 15% 左右甚至以上的降幅，预计原料端的低点也比较难突破此前的水平。而同时，由于需求整体的负增长，高炉炉料已经转至平衡到宽松，即预计废钢价格会恢复到高于铁水成本的状态，盘面高点也会更多锚定电炉成本的合理水平。

图表 58：螺纹主力合约 VS 长流程成本



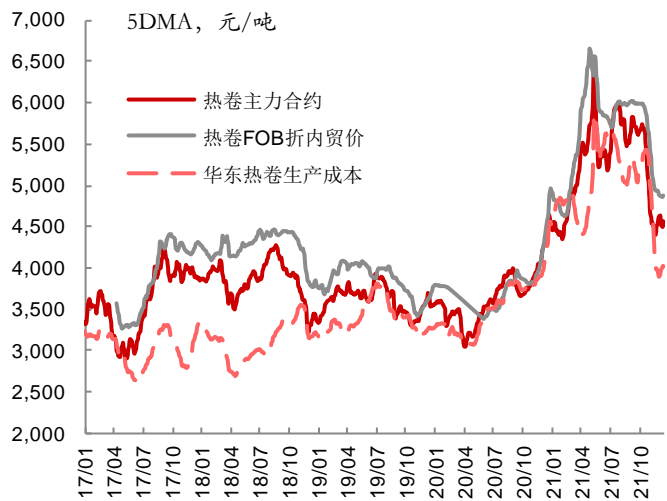
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/12/16）

图表 59：螺纹主力合约 VS 华东电炉成本



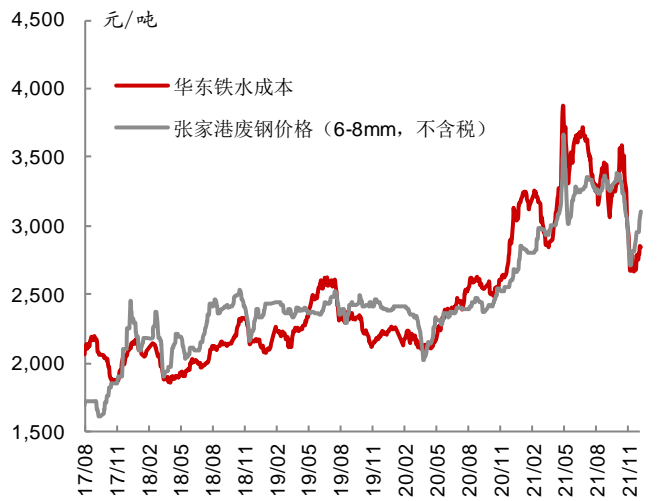
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/12/16）

图表 60: 热卷主力合约 VS 出口成本、生产成本



资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 61: 铁水成本预计回归到废钢价格之下



资料来源: Wind, 富宝资讯, 东证衍生品研究院

4、2022 年钢材市场展望

4.1、2022 年钢材供需转向宽平衡，利润整体下移

基于我们上文对于 2022 年钢材供需的分析，我们对年度供需平衡也进行了预测。在中性预期下，钢材终端需求同比下降 4% 左右，建材需求的降幅整体高于制造业。其中，地产用钢需求的回落是主要的拖累项，在主要用钢行业中，家电和机械需求也将呈现负增长。另外由于集装箱供应已经基本恢复到位，缺箱问题已有很大好转。预计 2022 年需求也会有一定下降。净出口的规模也会较 2021 年有所下降。不过从边际角度来看，需求的降幅预计都不会超过 2021 年 10-11 月的水平。需求增量的部分主要来源于基建和船舶用钢需求的增长。

基于对终端需求的预期，我们认为 2022 年粗钢供应会延续下降的格局，产量下降主要由于需求回落带来的利润压缩和市场化减产。除了一季度冬奥会限产外，目前来看政策性减产力度有限。

由于供需转至宽平衡，加之需要利润的压缩带来市场化减产，我们认为 2022 年钢材价格整体运行的重心下移，期价的估值区间应当在电炉和高炉成本的合理运行区间之内，波动率下降。而基于对原料价格合理区间的预测，我们认为螺纹、热卷期价的主要运行区间应当在 3500-4800 元/吨。

另外，从供需宽平衡和政策对供应影响下降的角度看，我们也认为盘面利润的压缩尚未完成。虽然从“双碳”目标看，钢厂应当保有合理利润来进行技术改造，但目前尚未出现相关的支持政策。且合理利润应当更多由头部企业享有，给边际产能的利润空间有限。因此，我们认为当前的高现货利润也比较难以持续。

图表 62：2022 年钢材供需平衡表预测（单位：百万吨）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022F
需求	房地产	283	298	330	370	385	360	335
	基建	212	220	224	231	243	238	248
	汽车	58	62	60	56	58	59	59
	家电	19	19	17	18	19	19	18
	机械	145	153	137	135	143	162	150
	造船	18	18	16	14	15	16	22
	集装箱	5	5	6	4	5	12	11
	能源	44	44	44	45	48	49	50
	净出口(含钢坯)	95	62	55	49	15	38	20
需求合计		900	902	937	974	1039	1026	986
国内产量		808	832	928	996	1065	1025	985
表观消费量		713	770	873	947	1050	987	960
库存变动		-91	-70	-9	22	26	-1	-1
需求同比	房地产		5.30%	10.74%	12.12%	4.05%	-6.49%	-6.94%
	基建		3.90%	1.62%	3.50%	4.94%	-2.03%	4.20%
	汽车		5.41%	-3.20%	-5.44%	3.19%	0.53%	0.94%
	家电		1.42%	-10.00%	5.73%	6.84%	0.05%	-6.86%
	机械		5.41%	-10.39%	-1.26%	5.94%	13.00%	-7.19%
	造船		0.00%	-11.11%	-12.50%	7.14%	6.67%	37.50%
	集装箱		3.63%	7.99%	-35.25%	36.31%	138.59%	-6.52%
	能源		0.00%	0.00%	2.27%	6.67%	2.08%	2.04%
	合计		0.24%	3.90%	3.97%	6.62%	-1.19%	-3.94%
产量同比			2.89%	11.61%	7.33%	6.87%	-3.73%	-3.90%

资料来源：Wind，Mysteel，东证衍生品研究院

4.2、驱动重回需求，关注节奏和预期差

从节奏上来看，我们倾向于一季度钢材供需仍会维持较大幅度的同比下降，需求方面由于托底政策需要一定时间才能反映到实际需求上，供应方面主要由于冬奥会限产的影响。由于钢厂即时利润水平仍较好，预计 1 月份开始，非限产区域的钢厂就将开始复产进程。不过一季度全国范围内复产的力度可能相对有限，二季度预计能够达到产量的峰值。随后大概率伴随着利润空间的压缩，产量逐渐下行。

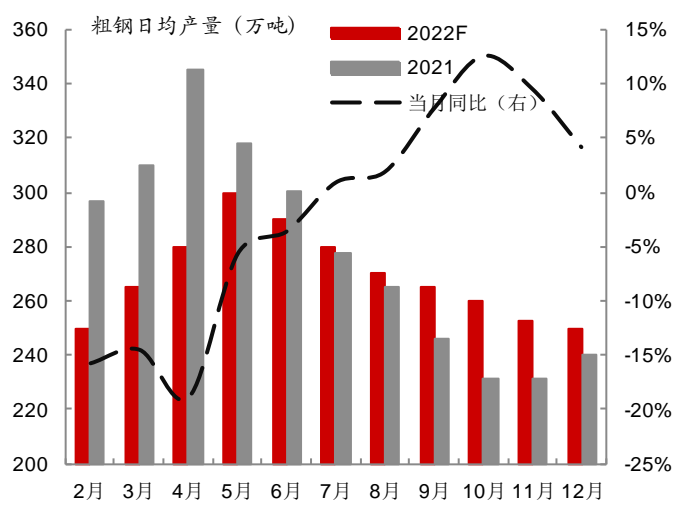
因此，即便一季度钢厂实际复产进程比较慢，但复产预期难以消除，成材的盘面利润还将趋于下降，现货利润可能还维持在相对较高的水平。同时，原料端在复产的带动下或将处于估值区间的偏上沿，也使得钢价受到支撑。因此春节前预计钢价整体偏震荡，位

于估值区间偏上沿概率较大，趋势性有限。二季度开始，需要关注需求回暖从预期向现实的确认。若开春后需求低于供应的降幅，去库速度偏慢，钢价还处在电炉成本附偏估值上沿的位置，在复产预期交易充分后可能会出现成材和原料共振下行的格局，再度去试探成本支撑的水平。而若开春后需求比较好，降库速度较快，钢价可能阶段性突破电炉成本，但炉料表现预计依然强于成材。目前主观判断，第二种情况发生的概率偏低。

对于 2022 年来说，虽然钢材供需整体宽平衡，但决定价格运行节奏的核心仍在于需求的变化和预期差。全年最主要的需求逻辑主线在于保证经济运行在合理区间，也意味着如果开局压力比较大，经济不及预期，后续托底政策可能还会加码；而如果开局较好，则后续不会再有进一步刺激政策出台，地产防风险主线还会延续。因此，在确认了春季需求后，可能需要一定的逆向思维。即若春季需求不及预期带动成材向原料负反馈，那么后续预计还会存在托底做多的机会；而若明年开局较好，则预计钢价的波动率会进一步下降，在乐观预期兑现后，更多跟随原料和成本端变化。

另外，虽然我们认为 2022 年制造业需求整体仍好于建材，但在偏成本定价的格局下，螺纹存在电炉成本安全垫，卷螺差趋势性机会也比较有限，更多关注供需恢复的节奏性。

图表 63：2022 年粗钢产量变化预估



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

5、风险提示

钢价上行风险主要来自经济托底力度超预期，地产出现进一步放松，开发商再度加杠杆回归高周转。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

顾萌

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com