

# 莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行

## ——钢材重心整体下移，上半年存修复预期

### 摘要：

**走势回顾：**今年钢铁行业有两条主线：供应端是压减粗钢产量，需求端是地产下滑。供需两端都是前高后低的状态，但中间不断又有错配和预期差。上半年，我们更多是在交易供应端，而到了四季度，切换到交易需求端的问题。弱需求导致整个产业链的估值下移，从而进一步带来产业链上各个品种利润压缩。回顾这一年钢价驱动，不同阶段市场交易的逻辑，以及价差结构并不一样，我们把今年的市场分为三个阶段。

**宏观因素：**政策重心由防风险转向稳增长；宽信用预期加码，实体经济边际修复；货币政策“以我为主”，边际宽松；能耗双控影响减弱，仍有局部影响；国内PPI进入下行周期；国际货币政策面临收紧，美国将进入债务收缩周期。

**基本面分析：**静态看2022年钢材的供需面，将维持供需双弱格局，价格重心将会下移。从供给来看，碳中和框架下，钢铁行业全年产量将保持下降趋势。在地产及出口均处于下行周期，而基建需求同比上升的背景下，总体需求预计稳中有降。但从节奏上来看，我们预计2022年上半年需求有边际修复预期。

**趋势展望：**2022年需要更多关注供需错配的结构性的机会。采暖季限产将导致淡季累库压力缓解，同时因信贷宽松，流动性缓解，地产和基建的存量项目需求有望延迟释放，形成修复性增长，现货继续下跌空间不大，期货贴水背景下，更容易上涨修复基差。在采暖季之后，行政层面的放松会引发大量的复产出现，但从需求上，在1季度仍难见到快速的回升与之匹配，因此会带来阶段性的供需错配，进而通过市场化方式再调节。全年螺纹钢价格中枢前高后低，主要波动区间在3200~5200元/吨。

宁证期货投资咨询中心

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1775号

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 第1章 2021年钢材走势回顾.....               | 4  |
| 第2章 宏观因素分析.....                    | 5  |
| 2.1 政策重心由防风险转向稳增长.....             | 5  |
| 2.2 宽信用预期加码，实体经济边际修复.....          | 5  |
| 2.3 货币政策“以我为主”，边际宽松.....           | 6  |
| 2.4 能耗双控影响减弱，仍有局部影响.....           | 6  |
| 2.5 国内 PPI 进入下行周期.....             | 6  |
| 2.6 国际货币政策面临收紧，美国将进入债务收缩周期.....    | 7  |
| 第3章 钢材基本面分析.....                   | 7  |
| 3.1 需求前高后低，建筑是主要拖累.....            | 7  |
| 3.1.1 房地产：处于下滑周期，政策纠偏缓和悲观预期.....   | 7  |
| 3.1.2 基建：今年表现偏弱，明年有望发力.....        | 8  |
| 3.1.3 制造业：今年表现亮眼，将回落至常态.....       | 9  |
| 3.2 铁元素和碳元素供给充足，价格存在回落空间.....      | 10 |
| 3.2.1 铁元素供给长期趋于宽松.....             | 10 |
| 3.2.2 碳元素的供应取决于内煤释放程度以及转化能力.....   | 10 |
| 3.3 政策主导的供给波动减弱，跟随需求运行的步伐节奏为主..... | 11 |
| 3.3.1 碳中和框架下，钢厂生产将受到常态化抑制.....     | 11 |
| 3.3.2 需求萎缩需要时间修复，库存波动幅度下降.....     | 13 |
| 3.3.3 出口退税全部取消，明年出口或下降900万吨.....   | 13 |
| 3.3.4 供应波动收窄，利润回归常态.....           | 14 |
| 第4章 2022年钢材价格运行趋势展望.....           | 15 |
| 免责声明.....                          | 16 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1：螺纹主连2021年走势.....          | 4  |
| 图 2：2021年螺纹基差走势.....          | 4  |
| 图 3：中国：社会融资规模增量同比（月）.....     | 5  |
| 图 4：地方政府专项债发行额：当月值.....       | 5  |
| 图 5：PPI：当月同比.....             | 6  |
| 图 6：工业企业产成品存货：同比.....         | 6  |
| 图 7：美联储加息预测.....              | 7  |
| 图 8：美元指数走势图.....              | 7  |
| 图 9：房屋新开工面积增速.....            | 7  |
| 图 10：商品房销售面积增速.....           | 7  |
| 图 11：房地产投资增速.....             | 8  |
| 图 12：土地购置面积增速.....            | 8  |
| 图 13：基建投资增速.....              | 8  |
| 图 14：地方政府专项债发行情况.....         | 8  |
| 图 15：制造业投资增速.....             | 9  |
| 图 16：官方制造业PMI.....            | 9  |
| 图 17：PMI新出口订单.....            | 9  |
| 图 18：美国&欧元区制造业PMI.....        | 9  |
| 图 19：110家洗煤厂日均产量（万吨）.....     | 11 |
| 图 20：钢厂&独立焦化厂炼焦煤库存（万吨）.....   | 11 |
| 图 21：独立焦企产能利用率.....           | 11 |
| 图 22：独立焦企吨焦利润.....            | 11 |
| 图 23：粗钢日均产量（万吨）.....          | 12 |
| 图 24：247家钢厂高炉开工率.....         | 12 |
| 图 25：日均铁水产量（万吨）.....          | 12 |
| 图 26：螺纹周度产量（万吨）.....          | 12 |
| 图 27：全国建材日成交量（吨）.....         | 13 |
| 图 28：螺纹周度产量与表需（万吨）.....       | 13 |
| 图 29：螺纹钢厂库存（万吨）.....          | 13 |
| 图 30：螺纹社会库存（万吨）.....          | 13 |
| 图 31：钢材出口数量（万吨）.....          | 14 |
| 图 32：中国、美国、欧盟螺纹市场价（美元/吨）..... | 14 |
| 图 33：螺纹高炉利润.....              | 14 |
| 图 34：钢铁板块上市公司归母净利润增速.....     | 14 |

## 第1章 2021年钢材走势回顾

2021年注定是载入钢铁行业甚至大宗商品史册的一年，在改革的远景目标之下，政策顶层设计以及发展导向均出现诸多变化。黑色金属市场在激荡的时代浪潮中，在海内外共振复苏，国内供需两端政策推波助澜之下，经历了扶摇直上的大起，同样也承受了急转直下的大落。

今年钢铁行业有两条主线：供应端是压减粗钢产量，需求端是地产下滑。供需两端都是前高后低的状态，但中间不断又有错配和预期差。上半年，我们更多是在交易供应端，而到了四季度，切换到交易需求端的问题。弱需求导致整个产业链的估值下移，从而进一步带来产业链上各个品种利润压缩。回顾这一年钢价驱动，不同阶段市场交易的逻辑，以及价差结构并不一样，我们把今年的市场分为三个阶段。

第一阶段是年初至5月中旬，内外复苏与减产预期共振，螺纹钢主力合约从4300元每吨上涨至6200元每吨。3月唐山限产发酵，减产方案及执行力度均大超预期，在工信部要求压减粗钢产量的背景下，供给收缩预期不断发酵。同时海外复苏延续，出口需求持续强劲；国内处于疫情后恢复阶段的尾声，叠加就地过年加持，上半年地产韧性犹存。期间价差呈现收敛趋势，包括期现基差和跨期价差都处于较低水平，期货甚至出现升水结构。利润跟随价格上涨而走阔，吨钢利润最高升至1400元每吨。

第二阶段是5月中旬至10月中旬，减产与地产趋弱交织，螺纹钢主力合约在5月12日见顶下跌，在4800-5800区间宽幅震荡。钢价过快上涨导致下游企业成本明显上升，国常会要求大宗商品保供稳价，释放减产政策短期难以落地的信号。经过6月震荡筑底后，7月各地压减粗钢产量政策开始逐步落地，供给快速收缩推动钢价持续反弹。8月减产推进有所放缓，同时地产销售开始大幅回落，房企资金紧张对用钢需求的拖累开始显现。9月多地减产政策陆续落地，钢材供给加速收缩，再度推升钢价。期间价差呈现期货强于现货，远月强于近月的状态，实质是市场对金九银十的旺季需求抱有较高期待。期间吨钢利润呈现V型走势。

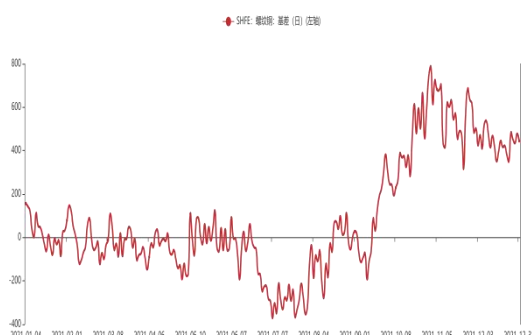
第三阶段是10月中旬至今，需求季节性下滑与地产长周期需求下滑产生共振，螺纹从5800元每吨下跌至4000元每吨，在年末进入震荡行情。10月以来，供给端驱动因素逐渐出尽，政策减产加码空间有限，能耗双控季度考核后有所放松。供给端支撑减弱后，市场交易重心重新转向需求。在国内地产强监管的背景下，建材需求表现较为疲弱，旺季需求被证伪，估值整体下跌。期间价差走扩，期货贴水现货，远月贴水近月。吨钢利润趋势性下滑，一度跌至亏损，后因原料价格补跌，吨钢利润有所修复。

图 1：螺纹主连2021年走势



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

图 2：2021年螺纹基差走势



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

疾风骤雨之后，2022年钢材走势将如何演绎？我们从宏观和产业的整体逻辑出发，对2022年进行系统性展望。

## 第2章 宏观因素分析

### 2.1 政策重心由防风险转向稳增长

国内2021年政策重心在于防范风险，主要是化解房地产和地方债务风险。风险防范措施以供给收缩为主，通过限制房地产企业和居民银行贷款来抑制资金持续流向房地产的趋势，通过控制基建项目来抑制地方政府盲目举债，房地产和基建均面临资金供给约束，成为经济下行最主要驱动。政策的收缩导致2021年经济先扬后抑，信用进入紧缩阶段。

中央经济工作会议首次以“三重压力”描述中国当前的经济现状，充分表达了政策层对短期稳增长的重视。一方面，会议强调逆周期政策要加力稳增长，另一方面部分跨周期的调结构政策将做出相应调整、纠正前期遇到的问题。

从逆周期视角来看，重点关注以下两点：“保证财政支出强度，加快财政支出力度”，明年财政政策的逆周期调节作用将加大并适度前置；货币政策总量保持充裕，结构性支持重点仍在。

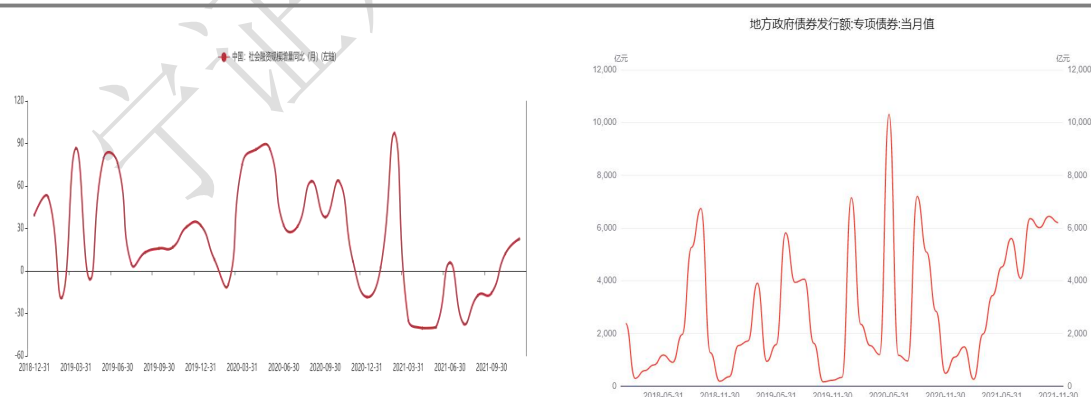
在跨周期政策方面，政策更多地是立足于调结构过程中遇到的问题、进行针对性改进，为经济增长创造更加有力的环境，同时兼顾中长期改革目标：房住不炒背景下也要因城施策、保证良性循环；风险化解要有充足资源；对于双碳，要避免长期目标短期化；监管政策与稳增长政策协调配合；共同富裕要做大做好蛋糕，通过合理的制度安排来切好分好蛋糕。

总体来看，本次中央经济工作会议传递出清晰的稳增长信号。本轮稳增长政策的最大特点，就是要将逆周期政策（稳增长）与跨周期政策（调结构）进行有机结合，明年一季度或是政策密集发力期，届时可能将看到财政政策、货币政策、行业政策的协调配合，共同推进稳增长目标落地。

### 2.2 宽信用预期加码，实体经济边际修复

2021年社融增速在6月见顶后趋势性下移，市场预期的宽信用迟迟未至。原因主要是在地产强监管和地方隐性债务高企的压力下，地产和基建两端的融资需求持续偏弱。

图 3：中国：社会融资规模增量同比（月） 图 4：地方政府专项债发行额：当月值



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

而在今年四季度，宽信用出现一些转机。首先，地产投资下移已经成为经济的拖累项，为了防范房企信用危机引发系统性风险，从9月底的央行货币政策会议开始，地产逐步迎来了“政策底”，近期对房企融资和居民的涉房贷款均出现边际松绑。其次，地方政府专项债加速发行，8-11月专项



债发行量均在5000亿以上，相较于上半年明显加速，成为近期社融重要增量；且明年财政前置预期较强，预计2022年专项债发行也将较今年提前。

2021年9-11月份社融增速触底后出现企稳迹象，基于前述逻辑我们认为社融增速有望开始逐步转升。考虑到信用见底到实体经济见底一般有半年左右的传导期，预计作用将在2022年3-4月份开始逐步显现，实体经济有望迎来边际修复，从而对用钢需求产生支撑。

## 2.3 货币政策“以我为主”，边际宽松

2021年最后一期贷款市场报价利率（LPR）以降息定格。1年期LPR下调有助于降低实体经济融资成本，释放出货币政策正在加大逆周期调控力度的信号；而5年期以上LPR并未变动，表明“房住不炒”的房地产调控主基调未变。基于2022年稳增长政策将适度靠前发力的预期，预计明年上半年可能有货币政策进一步宽松的窗口期，降准或将延续，亦有通过降低MLF操作利率实现进一步降息的可能性，LPR还有下调的空间。

## 2.4 能耗双控影响减弱，仍有局部影响

今年是“双碳”进入落实阶段的元年，但因缺乏系统性和协同性，各市场主体的认知出现偏差，引发先破后立现象，导致煤炭和电力供给紧张的局面，“运动式减碳”、“一刀切拉闸限电”和能耗双控多因素叠加，上游供给收缩导致PPI高企，下游利润预期逐步恶化，使得今年的能耗双控对大宗商品供给产生了前所未有的影响。但随着能源紧张的缓解，以及能耗双控政策的优化，继续大范围限产限电影响大宗商品供应的概率不大，但局部省份降低能耗的压力仍然会较大，对相关商品的供给仍然存在局部影响。

2021年国内整体格局并非传统的衰退，而是呈现“滞胀”特征，破局首先是对供给收缩进行修正。上游供给政策修正主要是针对双碳政策的理解和执行，双碳是长期战略，这个趋势不会改变，在限制出口的大背景下，控制产量增速有望成为常态。下游供给收缩修正主要是修正地产端的资金供给收缩，保障合理的资金供给，避免房地产硬着陆。

## 2.5 国内PPI进入下行周期

2021年PPI整体呈现上行趋势，但上涨幅度远大于本轮信用扩张幅度，这主要和上游供给收缩有关。从库存周期也能侧面反映，本轮补库周期从金额的角度增速创近十年高位，补库周期之所以持续这么久，是因为供应收缩，而非是需求大幅扩张所致。展望2022年，根据信用周期的领先性，PPI将面临下行压力，工业品整体面临下行压力。

图 5：PPI：当月同比



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

图 6：工业企业产成品存货：同比



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

## 2.6 国际货币政策面临收紧，美国将进入债务收缩周期

随着通胀压力不断走高，进入四季度后美国国债短端利率和LIBOR利率都出现了比较明显的拉升，而美国短端利率往往领先美联储加息节奏，市场对美联储加息预期在不断强化。目前期货市场下跌已经部分交易了该预期，但在靴子未落地之前，仍有大幅下行的可能。

根据美国未来十年的预算计划，经过2020年和2021年的债务周期加速扩张，2022年美国将进入债务收缩周期，财政支出预算和财政赤字额都将有比较明显的收缩。在债务收缩期，往往对应的是货币发行增量的降速和美元的走强。

图 7：美联储加息预测



数据来源：CME“美联储观察”

图 8：美元指数走势图



数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

## 第3章 钢材基本面分析

### 3.1 需求前高后低，建筑是主要拖累

2021年需求整体呈现内需弱，外需强的态势，其中内需主要受政策影响。对比2021年需求的实际表现和我们在2020年报中对需求的预估，房屋新开工和建筑新开工面积是明显弱于预估的；出口需求则是明显高于预估的；制造业相关需求虽然年内走势波动较大，但整体与预估偏离不大。2021年房地产和基建投资同步回落较为少见，在控制房地产的同时，基建未能起到稳定经济的作用。

#### 3.1.1 房地产：处于下滑周期，政策纠偏缓和悲观预期

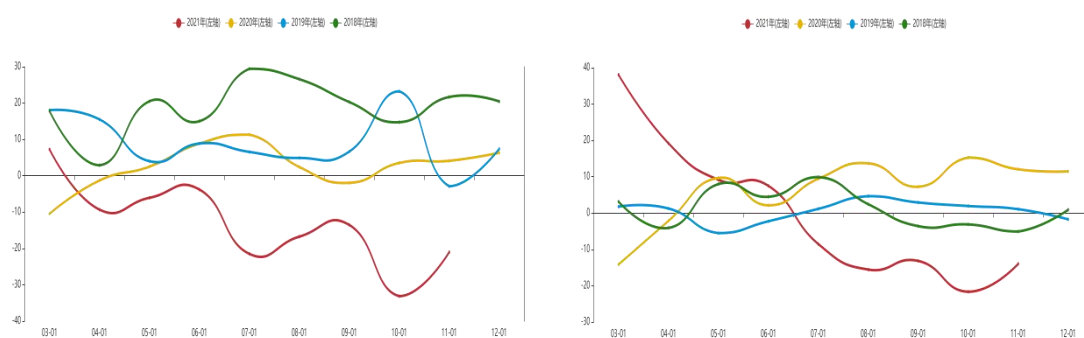
房地产行业今年下滑核心原因是流动性问题，自“三道红线”政策对地产融资收紧，以及银行对房贷额度收紧以后，地产融资和销售回款均受到限制，流动性紧张，导致地产新开工面积和拿地持续下滑。

但年底，监管层对房地产行业政策有放松迹象：11月以来地产调控政策边际放松，多地银行个人住房按揭贷款放款提速，房企直接融资渠道环境改善，地产资金紧张情况得以缓解；在中央政治局会议以及中央经济工作会议中，对地产的定调相对积极，强调“房地产业良性循环和健康发展”。

反映到11月地产数据中，我们可以发现相关重要指标均较10月有明显改善，11月地产投资当月同比回升至-4.3%（前值-5.4%），销售面积当月同比回升至-14%（前值-21.7%），新开工面积当月同比回升至-21%（前值-33.1%）。

图 9：房屋新开工面积增速

图 10：商品房销售面积增速

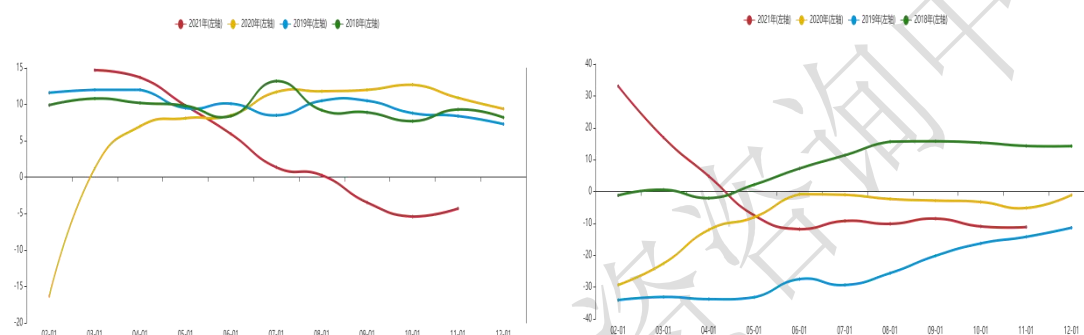


数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

图 11：房地产投资增速

数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

图 12：土地购置面积增速



数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

从历史经验来看，地产销售、开工数据指标的边际好转可能要到2022年3月之后，而在2021年上半年的高基数下，其增速的修复也不容乐观。因此预计2022年地产对钢材需求总体将呈现负向影响。长期来看，我们认为房地产行业维持下滑趋势，只是在流动性边际宽松的背景下，地产存量项目复工将带动用钢需求向上修复。房地产行业总量放松的概率低，维稳是为防地产行业风险和对冲经济下滑压力，实现经济软着陆。

### 3.1.2 基建：今年表现偏弱，明年有望发力

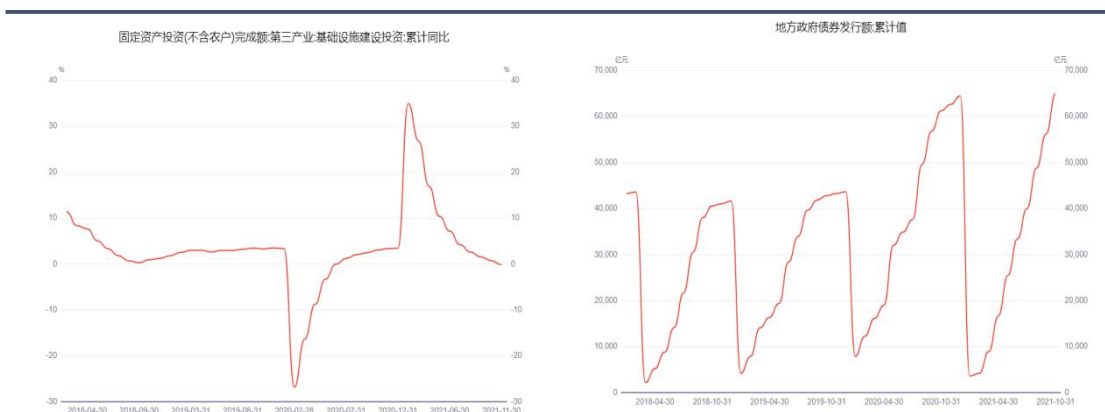
今年基建投资呈现前低后高特征。一方面受限于地方财政收入，城投平台融资受限叠加今年卖地收入下降。另一方面，在上半年外需强劲支撑国内出口以及大宗商品价格高企助推通胀的背景下，财政支出呈现出明显的“后置”特征，专项债发行进度大幅低于往年同期水平，导致基建投资偏弱。此外，2021年优质项目不足，亦是基建迟迟没有发力的重要影响因素。

2021年1-10月广义基建投资增速仅为0.7%，两年平均增速为1.9%。11月基建投资表现仍相对偏弱，当月同比-7%（前值-5%），两年复合同比-1%（前值1.1%）。实际上，从资金的角度来看，基建投资应有所反弹，9月以来专项债就开始放量发行，11月底完成了95%的发行量，基本完成全年任务。

图 13：基建投资增速

图 14：地方政府专项债发行情况





数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

2022年基建将是向上修复的一年。首先，在中央经济工作会议中提及“适度超前开展基础设施投资建设”，在“稳增长”诉求下，明年上半年基建发力较为确定；其次，从资金的角度，近期财政部已经下达2022年提前批专项债和一般债额度，并且考虑到资金的传导时滞，今年四季度发行的专项债资金也将为明年年初的基建投资带来提振；最后，从项目的角度，明年是二十大开局之年，根据项目梳理，2022年发改委重大项目投资增速将回升。

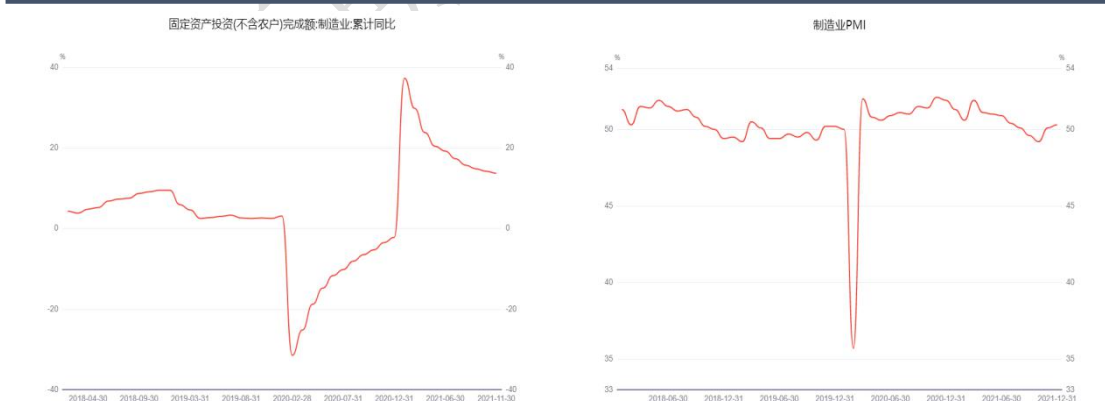
### 3.1.3 制造业：今年表现亮眼，将回落至常态

11月制造业投资表现仍亮眼，当月复合同比11.2%（前值6.9%），主要原因在于国内出口仍相对较强，支撑制造业景气度，另外随着大宗商品价格的回落，上游原材料价格走弱，提振中下游的企业利润，利好企业的投资预期。

制造业行业关注两个方面：一是企业利润，利润上升企业有扩张意愿；另一方面是设备周期，设备更换周期带来的刚性补库。如2018年补库带来的制造业增长。2020-2021年，中国制造业投资增幅明显，原因是疫情后货币政策宽松带来的全球经济复苏，叠加欧美补库，对中国出口的拉动。从中国和美国的库存周期看，2021年是补库年份，2022年进入补库尾声。后期随着美联储的缩表和供应链问题的解决，中国出口见顶概率较大。

图 15：制造业投资增速

图 16：官方制造业PMI

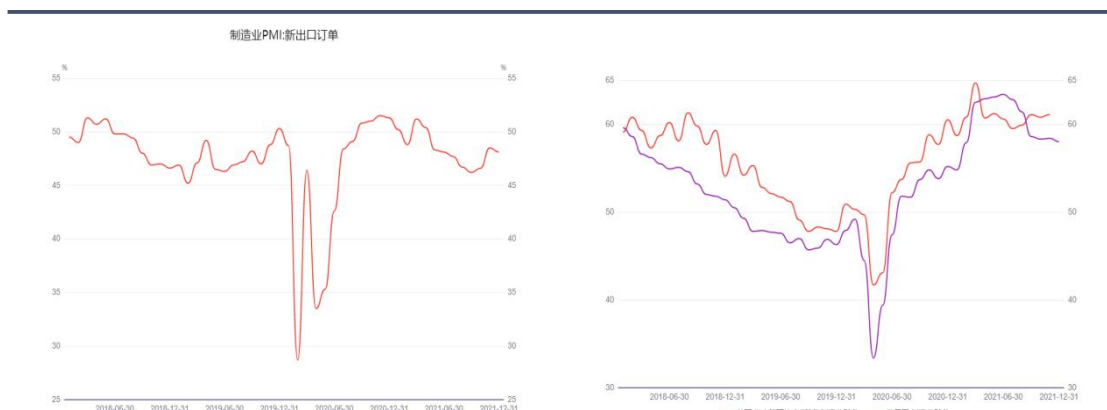


数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

图 17：PMI新出口订单

图 18：美国&欧元区制造业PMI



数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFinD, Mysteel, 宁证研究

2022年制造业投资展望：驱动2021年制造业投资持续复苏的两个要素，即利润传导和出口高增，预计在2022年缓慢回落。具体来看，欧美制造业PMI开始见顶回落，预示着全球需求扩张迎来拐点，中国PMI出口新订单指数也趋于下行，因此2022年出口将缓慢回落，增速将回归常态。

## 3.2 铁元素和碳元素供给充足，价格存在回落空间

### 3.2.1 铁元素供给长期趋于宽松

供给端：2022年铁矿供应以四大矿山为主力，增产约2800万吨；国产矿基本持平；低品非主流矿预计供应下滑约400万吨，全年铁矿供应预计增加约2400万吨。

需求端：预计2022年国内铁水产量同比下滑约2500万吨，而海外铁水产量随着经济复苏接近尾声预计基本持平，2022年铁矿需求仍将下滑。但在2022年上半年的传统旺季中钢材需求预计将边际修复，且“2+26”城市采暖季结束后钢厂有复产预期，上半年在房地产政策改善预期下，需求或有短暂支撑，届时有望短暂重新提振铁矿需求，同时促使钢厂重新增加中高品矿需求并提升自身铁矿库存，进而支撑矿价阶段性触底反弹。

长期看，在“碳达峰、碳中和”的大背景下，随着我国钢铁需求逐步见顶，同时废钢对铁水的替代效应逐步显现；而海外经济在今年得到恢复后，铁水需求也难再有明显增量，全球对铁矿需求或将逐步减少。供给端，淡水河谷与力拓尚有产量恢复预期；必和必拓与FMG仍在扩张产能；非主流矿亦有扩产计划。整体来看，铁矿未来将趋于过剩，需要通过价格重心继续下移进一步压制非主流矿产量来保持供需平衡。

2022年我们大方向看空铁矿石，预计盘面波动区间500-800元，指数80-160美元。

2022年废钢的供需关系仍将受到政策的扰动，预计2022年上半年终端需求不佳，废钢受性价比影响单边过剩，长流程钢厂以库存去化为主，短流程钢厂受废钢资源过剩影响，利润可期。2022年下半年随着前期库存消耗+稳增长发力，废钢需求有望回升。

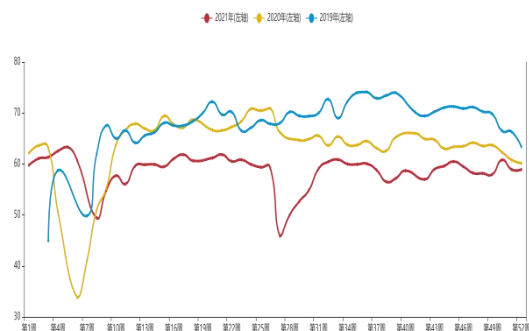
### 3.2.2 碳元素的供应取决于内煤释放程度以及转化能力

我们以碳元素这个概念，来对煤焦供需情况进行梳理。焦煤提供原始的碳元素，而焦化企业则转换这些碳元素供钢厂使用。因此2022年碳的供应能否满足钢厂需求，一是考虑煤矿提供的碳元素是否充足；二是焦企能否转换这些碳元素成为焦炭供钢厂使用。

焦煤供需宽松，对焦炭的制约减弱。2021年上半年对于表外焦煤产量的打压较为明显，10月份以来煤炭价格的过快上涨，引发政策调控加码，煤炭产能释放后，预计明年上半年煤炭转入宽松环

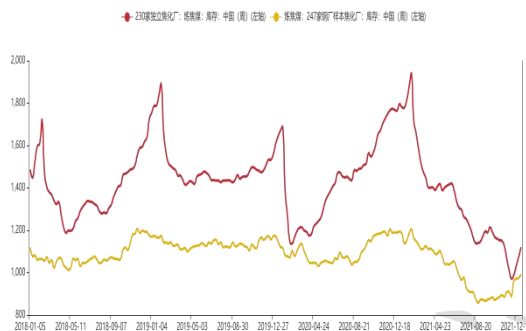
境，不再对焦炭的供应有制约。

图 19：110家洗煤厂日均产量（万吨）



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

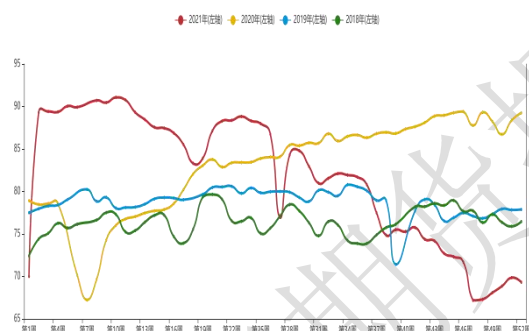
图 20：钢厂&独立焦化厂炼焦煤库存（万吨）



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

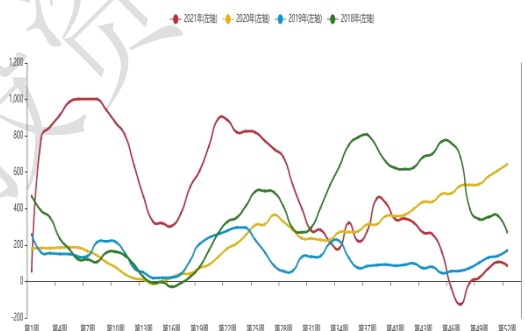
2021年1-11月份，国内焦炭累计产量42839万吨，全年预估焦炭产量约在45784万吨，较去年减少2-3%。主要由于今年下游粗钢产量平控政策，导致需求端明显回落。焦炭产能仍呈增长趋势。根据调研统计，预计2021年全年淘汰焦化产能2321万吨，新增4949.25万吨，净新增2628.25万吨；预计2022年将净增焦化产能1000万吨。新增产能全年分布较为平均，但淘汰产能大多集中于年末，因此2022年年底国内焦化产能仍将以净增为主，焦炭产能充足。

图 21：独立焦企产能利用率



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

图 22：独立焦企吨焦利润



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

宽松格局施压煤焦价格：随着明年铁水价格中枢的回落，以及成本端压力的释放，焦炭价格重心也将下移，预计全年焦炭价格中枢在2800附近，波动区间在2200-3500之间。全年焦煤价格中枢在2000附近，波动区间预计在1500-2500之间。

### 3.3 政策主导的供给波动减弱，跟随需求运行的步伐节奏为主

#### 3.3.1 碳中和框架下，钢厂生产将受到常态化抑制

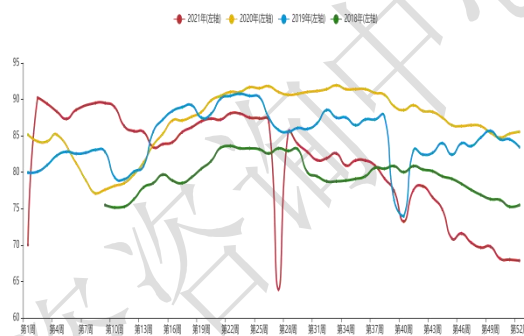
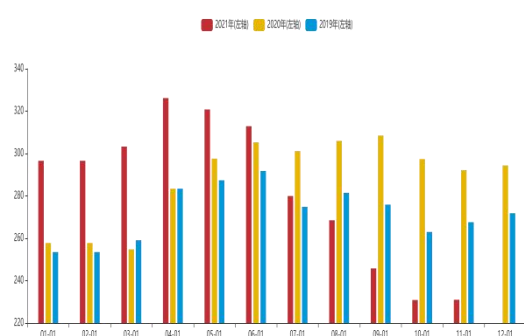
2021年是“碳中和”国策落地元年，工信部要求压减粗钢产量的政策贯穿全年，成为供给端最大的影响因素。纵观全年，上半年压减粗钢产量的政策更多停留在预期层面，上半年粗钢产量在需求和利润的拉动下，产量创下新高，日均粗钢产量最高达到324万吨。7月份，全国执行粗钢产量平控政策，以粗钢产量为单一指标的减产才开始正式落地。产量在7月份开始持续下降，日均粗钢产量最低下降至227万吨。

2021年下半年，粗钢产量平控政策、能耗双控政策和缺煤导致的拉闸限电三条主线抑制钢厂生产。这三条主线的背后原因各不相同，其中拉闸限电随着动力煤的供应增加，对生产的影响已经结束。而碳中和框架下的能耗双控和限产政策成为常态，将持续影响未来几年的钢厂生产。粗钢产量快速收缩，从供给端对钢价产生了较强支撑。但我们发现，随着需求的持续趋弱，政策对供给端的影响正在逐步转弱，粗钢生产在2021年10月中旬之后逐步回归到需求主导的市场化调节。2021年的粗钢供给在政策影响下呈现出非常明显的前高后低的走势。

2021年前11月，统计局数据：中国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.96亿吨、9.46亿吨和12.23亿吨，同比-4.2%、-2.6%和+1.0%。预计全年粗钢产量同比降约3500万吨。考虑到今年低基数，结合2022年1-3月北方减产目标，预计2022年粗钢产量同比下降3000万吨-1500万吨。结合终端需求的情况，预计2022年日均粗钢产量呈前高后低走势。

图 23：粗钢日均产量（万吨）

图 24：247家钢厂高炉开工率

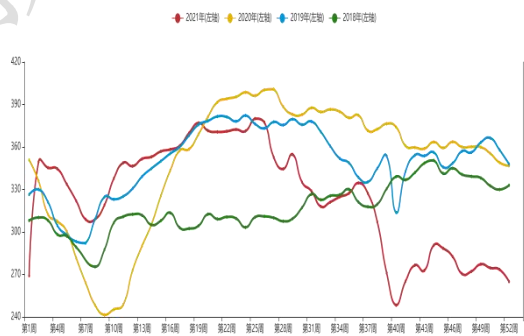
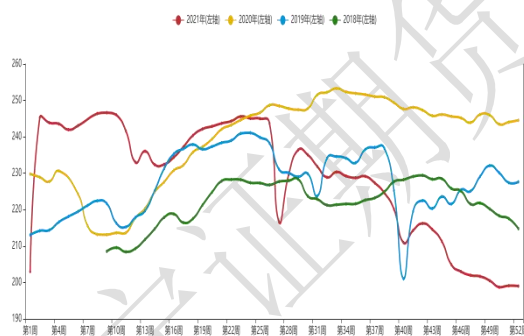


数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

图 25：日均铁水产量（万吨）

图 26：螺纹周度产量（万吨）



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

高炉产能方面，截至2021年11月19日，Mysteel调研统计，2021年已新增生铁产能4795.6万吨，已淘汰生铁产能5653.7万吨，生铁产能净淘汰858.1万吨。预计2021年全国新增生铁产能6763.6万吨，淘汰生铁产能8149.2万吨，全年净淘汰1385.6万吨。根据工信部“十四五”原材料工业发展规划：到2025年，粗钢、水泥等重点原材料大宗产品产能只减不增，产能利用率保持在合理水平。

2022年仍会有行政压产的政策管控。明年我国钢铁产能仍旧过剩，靠技术完成减碳、降耗，就需要大规模的超低排放改造。但按照现在的建设情况，要达到6亿吨超低排放改造完成量仍需2-3年时间，所以压减产量成为减碳最主要、最直接的方法。今年阶段性错配使价格波动巨大，也给实体企业带来一些不利影响，因此预计2022年的压产方式会较2021年相对温和，在避免“运动式减碳”



的修正背景下，将会以全年压产叠加利润导向的行政+市场双重调节方式完成。在政策对供给端波动的影响减弱后，粗钢供给将更多跟随需求的节奏。

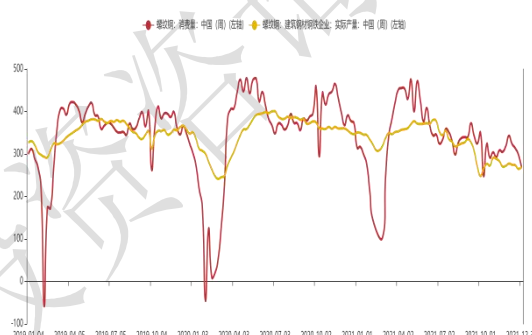
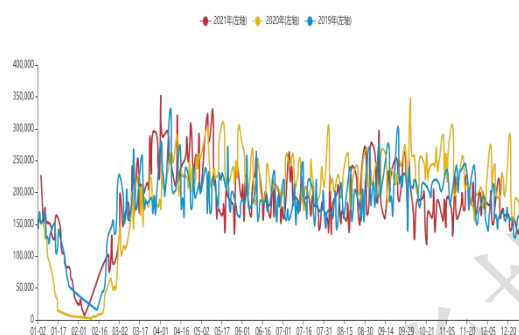
### 3.3.2 需求萎缩需要时间修复，库存波动幅度下降

对于需求为何萎缩的问题，有三个主要原因：其一，国家对房地产调控政策力度空前且意志坚决，房地产三道红线制约了地产投资扩张，同时房屋销售面积大幅下滑，房企回款压力及偿债压力增加，新开工及在建工程进度缓慢，导致建筑用钢需求下滑明显；其二，国内PPI指数与CPI指数长期背离也反应了高价原材料难以向下游消费品传导，对于加工制造企业而言，原料成本抬升导致利润压缩甚至亏损，下游企业生产积极性不高，部分企业经营困难，从而循环影响到消费市场；其三，钢材价格持续位于历史高位对消费形成长期制约，投机需求较差，刚需也受到季节性影响。

需求分为刚性需求和投机需求，刚性需求水平是影响钢价涨跌的根本因素，而投机需求往往反映市场对未来的预期。钢材市场刚性需求疲软，投机需求冷清，产量低、库存低、需求差是目前钢铁市场的真实写照。铁矿供应过剩、焦炭供给改善、钢材产量收缩，这些趋势难以改变，而打破这一平衡的唯有需求这个变量，市场风险偏好由空转多一时难以完成，下游需求修复需要一定的时间。

图 27：全国建材日成交量（吨）

图 28：螺纹周度产量与表需（万吨）

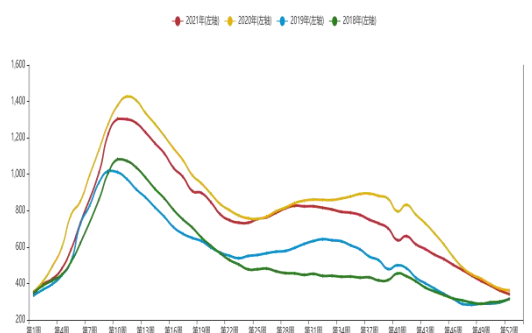
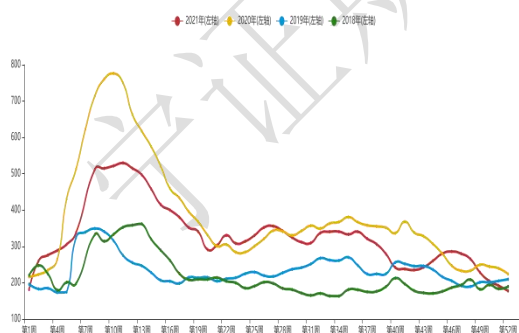


数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

图 29：螺纹钢厂库存（万吨）

图 30：螺纹社会库存（万吨）



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

通过前文分析，我们认为在地产需求偏弱、出口有下行压力的情况下，2022年粗钢表观消费静态预估将继续收缩3%左右。而由政策主导的供给波动减弱后，库存的波动幅度亦会回落。

### 3.3.3 出口退税全部取消，明年出口或下降900万吨



年内两次调降钢材出口退税。4月28日，财政部发布，5月1日起取消部分钢铁产品出口退税。7月29日，财政部、税务总局联合发布《关于取消钢铁产品出口退税的公告》，8月1日开始实行。至此，我国出口的钢铁产品几乎全部取消出口退税，直接影响提高出口成本大概500元/吨。

9月6日，中国有色金属工业协会表示，将“减少出口增加进口的降碳”作为重要的降碳路径，“要鼓励出口转变为限制出口，乃至鼓励进口”。

图 31：钢材出口数量（万吨）

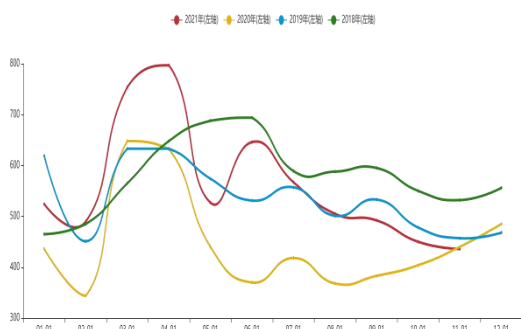
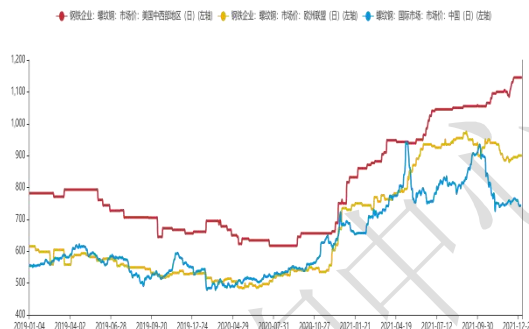


图 32：中国、美国、欧盟螺纹市场价（美元/吨）



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

内外价差收敛预期对出口形成负面冲击。2021年出口大幅增长主要与内外价差过高有关，因此即便出台了限制出口的政策，对出口也暂未形成明显冲击，出口限制政策对出口的冲击会在海外转入过剩周期后才真正体现。2022年海外耐用品进入下行周期概率较大，海外供需缺口近期也有闭合趋势，内外价差在2022年有望收敛，对出口意愿会形成打压。钢材出口逐渐下降，进口量逐渐上升，2022年出口量或下降900万吨。

### 3.3.4 供应波动收窄，利润回归常态

去年年末提出的“双碳”目标以及压减粗钢产量的任务在年内持续发酵，多因素推动下，钢材价格突飞猛进，连创新高。去年国外矿山可谓是赚得盆满钵满，今年是矿企、钢企和煤焦企业均赚得盆满钵满，从钢企的三季度财报来看，盈利水平完全不亚于供给侧改革期间的2017年-2018年。

A股市场三季报数据显示，前三季度钢铁板块38家上市公司合计实现归属于母公司股东的净利润1106.71亿元，同比增长176.66%。其中，有32家上市公司盈利同比增长，占比达84.21%。今年行业利润总额和年度销售利润率均创下历史新高。

图 33：螺纹高炉利润

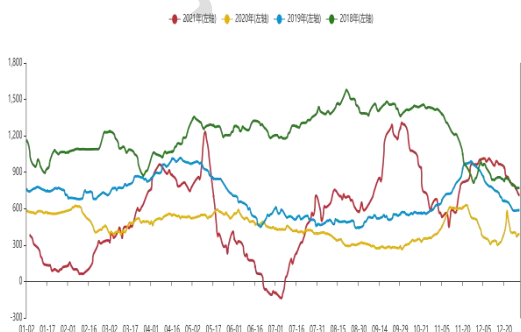
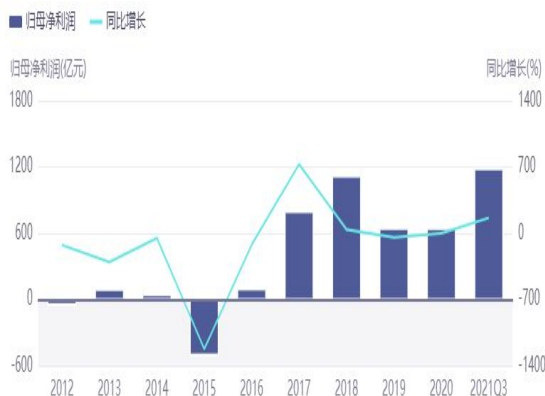


图 34：钢铁板块上市公司归母净利润增速



数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

数据来源：iFind, Mysteel, 宁证研究

明年上半年，钢厂依然会维持偏高的利润水平，主要逻辑在于上半年仍然有限产政策，且地产政策边际放松也将体现在明年上半年的钢材需求上。考虑到地产已经进入下行周期，并且今年下半年土地购置面积非常低，将大幅影响明年下半年的新开工情况，因此明年下半年利润存在大幅下滑的风险。整体在供需双弱格局下，2022年钢企生产利润预计在100-600元/吨波动。

## 第4章 2022年钢材价格运行趋势展望

静态看2022年钢材的供需面，将维持供需双弱格局，价格重心将会下移。从供给来看，碳中和框架下，钢铁行业全年产量将保持下降趋势。在地产及出口均处于下行周期，而基建需求同比上升的背景下，总体需求预计稳中有降。但从节奏上来看，我们预计2022年上半年需求有边际修复预期。

2022年需要更多关注供需错配的结构性机会。采暖季限产将导致淡季累库压力缓解，同时因信贷宽松，流动性缓解，地产和基建的存量项目需求有望延迟释放，形成修复性增长，现货继续下跌空间不大，期货贴水背景下，更容易上涨修复基差。在采暖季之后，行政层面的放松会引发大量的复产出现，但从需求上，在1季度仍难见到快速的回升与之匹配，因此会带来阶段性的供需错配，进而通过市场化方式再调节。

全年螺纹钢价格中枢前高后低，主要波动区间在3200~5200元/吨。

风险因素：

**国内地产失速风险：**2021年地产走弱有主动调控因素，但市场认为也有内生性问题，即因人口等因素迎来拐点，地产将进入下行周期。目前地产政策是以修正前期供给收缩为主，保障地产合理资金需求，但若销售不能启动，地产失速风险仍然存在。

**海外负反馈冲击：**海外股市和楼市均处于历史高位，低利率环境对发达国家经济形成正反馈，但若高通胀问题迟迟无法解决，加息节奏和力度可能超预期，进而由正反馈转入负反馈，海外需求有失速风险。

**疫情反复风险：**疫情仍有不确定性，虽然疫情控制经验逐步提升，对经济影响力度也在逐步转弱，但海外集体免疫并未随着疫苗接种率的提升达到理想效果，同时疫情再次迎来新变异，疫情传播将面临新的风险，进而可能对全球经济形成新一轮冲击。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与宁证期货有限责任公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了宁证期货有限责任公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映宁证期货有限责任公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经宁证期货有限责任公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“宁证期货有限责任公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：南京市秦淮区长乐路226号长乐花园01幢01号

全国统一客服热线：400-822-1758，025-52865008

网址：[www.nzfc.com](http://www.nzfc.com)

