

负重前行，道阻且长

——黑色金属 2022 年半年度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

下半年，随着国内稳增长落地，需求将环比改善，供给端也有产量压减，供需将由宽松转向相对平衡，带动黑色阶段性反弹。但由于地产仍处在下行周期，基建、制造业对用钢需求的改善是有限的，压产政策力度有不确定性，铁矿、煤焦等原材料供给也在改善，成本中枢趋于下移，黑色反弹后仍面临较大下行压力。

摘要：

钢材：需求环比改善，抵抗式下跌延续

需求方面，下半年地产销售将边际好转，在房企信用问题难解的背景下，地产新开工、竣工仍将维持低位。基建投资或在三季度呈较高增速，边际改善用钢需求。制造业出口与国内消费呈此消彼长的关系，对下半年需求表现我们持中性态度。

供给方面，粗钢压产政策的量级和执行时间，仍有不确定性。若粗钢压产力度较大，或将支撑钢材价格及利润。但若粗钢压产力度较小，将难以改善钢材的宽松环境。

总体来看：当前钢材供需宽松，随着国内稳增长落地、压产政策执行，下半年需求将环比改善，供需转向相对平衡，带动钢材反弹。但由于地产仍处在下行周期，基建、制造业对用钢需求的改善是有限的，若粗钢压产政策力度不足，钢材仍将面临较大的下行压力。未来需持续关注粗钢压产政策及地产销售回暖的持续性。

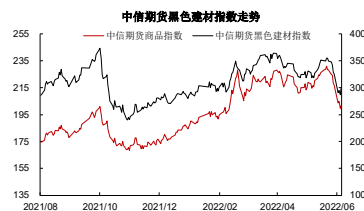
风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产政策进一步放松（上行风险）

铁矿：供需趋于宽松，矿价承压下跌

下半年，主流矿山发运有望缓解，海外经济下行，发往中国的比例预计增加；国内铁精粉的稳定供应，供给总量或环比增加 2400 万吨。需求方面，低利润下钢厂减产检修增多，采购谨慎；此外全年压产政策有望出台，铁矿供需平衡难改转弱趋势。

总体来看，海外经济滞涨难以修复，市场风险降低，叠加铁矿基本面转松的趋势下，价格将延续弱势，粗钢压产落地缓慢，节奏可能反复。长期展望，随着“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的达成，国内外新投产项目落地，我国铁矿的对外依存度将逐渐转弱；叠加海外矿山的产能增加，铁矿供需平衡将进一步转松。

风险因素：矿山发运减量，终端需求加速回升（上行风险）；需求改善不及预期，减产政策加速落地（下行风险）



黑色建材研究团队

研究员：
辛修令
021-80401749
从业资格号 F3051600
投询资格号 Z0015754

俞尘泥
021-61051109
从业资格号 F03093484
投资资格号 Z0017179

焦炭：供需矛盾趋缓，成本支撑转弱

展望下半年，伴随铁水减量逐渐兑现，焦炭供需偏紧情况将持续缓解，焦煤供需结构亦逐步趋向宽松，成本支撑逻辑转弱，下半年焦炭价格中枢或将整体下移。需重点关注钢材终端需求、钢厂利润和粗钢压产政策对焦炭需求及产业链利润分配的影响。节奏上来看，伴随钢材淡季压力逐步显现，高炉减产现实落地，焦炭价格驱动向下。当稳增长政策效果逐步兑现，钢材需求旺季来临时，焦炭低库存水平下，其价格或将阶段性受到钢材带动。

焦煤：供需趋于宽松，下行压力渐显

今年上半年，焦煤价格上涨的主要逻辑在于，稳增长预期下，生铁产量持续增长，焦煤供需结构整体偏紧，主焦煤结构性矛盾催化盘面超涨，焦煤低库存水平则进一步放大了价格波动。下半年，预计国内焦煤供应高位持稳，需求则逐步见顶回落，海外焦煤市场运行将趋于平稳，我国焦煤供需结构将由偏紧状态趋向宽松，焦煤逐步进入累库周期，价格重心或将趋势性下移。此外，预计下半年全产业链焦煤库存仍将延续低位，若高炉减产节奏慢于市场预期，焦煤低库存水平或阶段性支撑价格。

硅铁展望：需求或将下行，重心继续下移

6月中旬以来，硅铁价格大幅下跌，目前已跌至成本附近，期货也处于贴水状态。下半年，终端需求将逐步回升，改善空间有限，由于钢厂在盈亏附近，压产预期较强，硅铁需求受到抑制，而实际的减产节奏和幅度还有不确定性，因此下半年硅铁需求将高位见顶。硅铁的供给调节较快，硅铁厂在亏损后也有同步减产，硅铁成本主要取决于能源，随着煤炭供给的缓解，成本趋于缓慢下行，而本身硅铁社会库存不高，价格弹性较大，可能有阶段性反弹，预计下半年价格保持高位波动，重心继续下移。

硅锰：总体供需宽松，硅锰承压运行

需求端，3季度终端需求或有边际改善，粗钢压产政策将降低硅锰需求，但实际减量节奏有不确定性。供给端，政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，6月大跌后，多数合金厂已处于亏损状态，产量也将受到抑制，硅锰供需总体处于相对宽松的状态，难以大幅过剩。成本端，由于锰矿供给短期难以放量，电力等成本也将保持高位波动，硅锰成本难以崩塌，硅锰价格在工厂亏损扩大、期货大幅贴水后有所支撑，下半年硅锰或阶段性反弹。由于终端需求难以明显改善，钢厂、合金厂供给弹性较大，硅锰反弹高度有限，或继续保持区间震荡，重心下移的状态。

风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产政策进一步放松（上行风险）

目录

摘要：.....	1
第一部分 钢材：需求修复力度有限，压产决定供需能否平衡.....	5
一、钢材需求：基建支持需求修复，地产决定需求高度.....	5
1、社融总量回升，结构仍待修复.....	5
2、地产：地产销售或将企稳，但地产开发难有改善.....	6
3、基建：政策支持力度较大，三季度或表现亮眼.....	9
4、制造业与出口：制造业或将保持韧性，出口或难改下行趋势.....	11
二、钢材供给：主动减产富有弹性，粗钢压产仍存不确定性.....	12
三、钢材总结：需求修复有限，粗钢压产可期.....	14
第二部分 铁矿：供需趋于宽松，矿价承压下跌.....	15
一、铁矿供应：主流矿山稳中有增，非主流干扰严重.....	15
1、主流矿山：巴西生产受干扰，澳洲稳步增产.....	18
2、国产矿：疫情影响生产，下半年有望回补.....	20
3、非主流矿：干扰因素较多，后续难有增量.....	20
4、铁矿供应小结：主流矿山恢复发运，环保政策限制内矿.....	21
二、铁矿需求：全球经济加速放缓，铁水产量易减难增.....	22
1、国内：铁水产量高位见顶，压减政策加快落地.....	22
2、海外：全球经济压力加大，铁水产量难以修复.....	23
三、港口库存预估：三季度开始累库，供需平衡转松.....	24
四、结构矛盾：低利润驱动中低价差快速收缩.....	25
五、铁矿总结：供需趋于宽松，矿价震荡下跌.....	26
第三部分 焦炭：供需矛盾趋缓，成本支撑转弱.....	27
一、焦炭需求：铁水产量见顶回落，焦炭需求边际走弱.....	27
1、国内需求：高炉减产逐步兑现，国内需求逐步回落.....	27
2、焦炭出口：海外需求受限，出口相对中性.....	28
二、焦炭供应：供应弹性较大，产量跟随需求.....	28
1、焦炭产能充足，政策扰动减弱.....	29
2、焦煤供需趋松，原料制约弱化.....	30
3、焦炭进口：内外价差倒挂，进口影响微弱.....	30
三、焦炭市场展望：供需矛盾趋缓，成本支撑转弱.....	30
第四部分 焦煤：供需趋于宽松，下行压力渐显.....	31
一、焦煤需求：焦钢企业减产，焦煤需求走弱.....	32
1、国内需求：粗钢压产推进，焦煤需求转弱.....	32
2、海外需求：海外生铁产量下滑，国际焦煤需求回落.....	32
二、焦煤供给：国内供应高位持稳，焦煤进口环比改善.....	33
1、国内：煤炭保供延续，供应高位持稳.....	33
2、进口：蒙煤通关持续回升，焦煤进口环比改善.....	34
三、焦煤市场展望：供需趋于宽松，下行压力渐显.....	36
第五部分 铁合金：需求趋于走弱，合金承压运行.....	37

一、硅铁： 供需趋于宽松，成本下行缓慢.....	37
1、硅铁需求：关注粗钢压产力度，金属镁需求独木难支.....	38
2、硅铁供应：政策暂无限制，利润驱动产量	39
3、硅铁成本：能源成本下移有限，硅铁成本高位.....	40
4、硅铁展望：需求或将下行，硅铁供需宽松	40
二、硅锰：供需相对宽松，硅锰承压运行.....	41
1、硅锰需求：粗钢压产，硅锰需求下行.....	41
2、硅锰供应：低利润倒逼减产，供给弹性较大.....	42
3、硅锰成本：成本短期存支撑，中长期支撑减弱.....	42
4、硅锰市场展望：总体供需宽松，硅锰承压运行.....	43
免责声明.....	45

第一部分 钢材：需求修复力度有限，压产决定供需能否平衡

回顾 2022 年钢材市场，一直处于预期与现实反复博弈的状态。一季度在低产量、低库存及稳增长强预期的多重影响下，钢材震荡上行，强预期主导市场。

二季度，钢材剧烈震荡，整体重心下移。4-5 月，上海及其周边疫情持续恶化，钢材需求旺季不旺，库存去化缓慢，需求预期逐步转弱，钢材震荡下挫。5 月末，全国疫情明显好转，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，会议提出努力确保二季度经济合理增长，受疫后需求回补预期提振，钢价小幅反弹。

进入 6 月后，美国通胀超预期，美联储加息强度增强，全球流动性及经济受到抑制。同时国内现实需求持续偏弱，需求预期证伪，钢厂受低利润影响，陆续增加检修减产计划，钢材和原材料螺旋下跌。

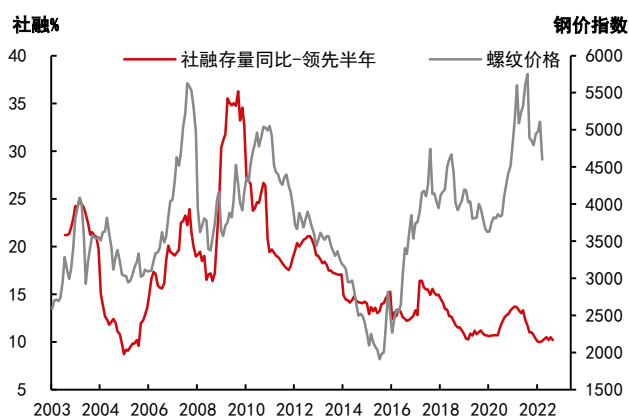
展望下半年，在稳增长、政策大力支持基建的背景下，地产需求如何回补和粗钢压产政策或将是影响供需平衡表的最大变量，我们通过高频数据 30 城商品房成交面积及销售向施工的传导路径分析地产需求，并结合情景分析推演粗钢压产政策对钢材供需平衡表的影响。

一、钢材需求：基建支持需求修复，地产决定需求高度

1、社融总量回升，结构仍待修复

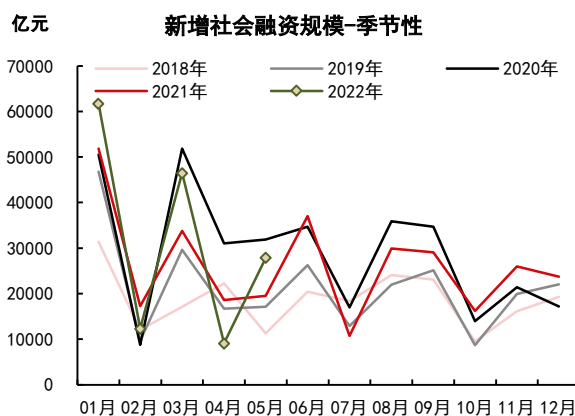
从金融数据看，5 月社融总量回升，但结构仍有待修复。5 月社融同比增速 10.50%，较 4 月上升 0.3 个百分点，保持较高增速。但从结构看，社融主要增量仍然是与政府推动较为相关的科目：地方政府专项债、票据融资、企业短贷。但与实体自主融资意愿的科目，企业中长期贷款、居民贷款仍然表现疲软。

图 1： 广义社融显示钢价压力较大



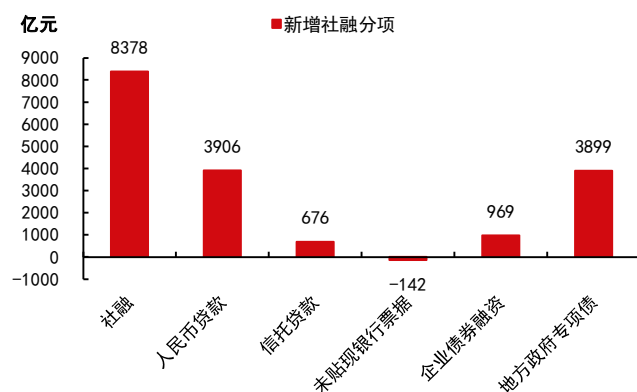
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 2： 社融总量回升



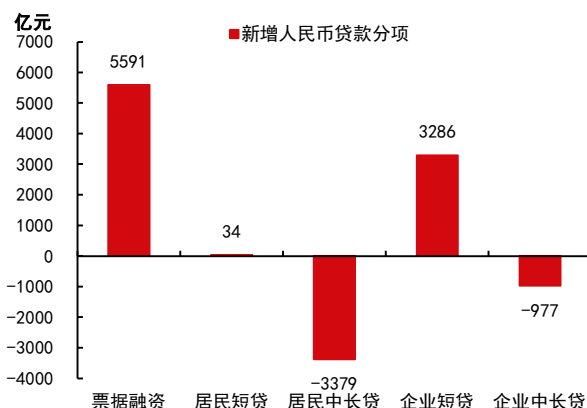
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 1： 政府推动科目高增，但自主融资意愿较差



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 2： 新增人民币贷款分项数据

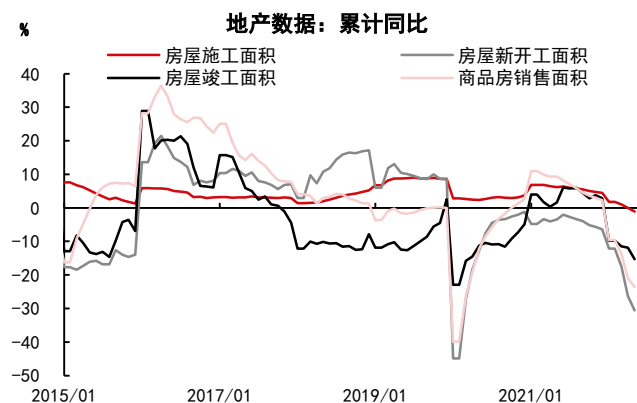


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、地产：地产销售或将企稳，但地产开发难有改善

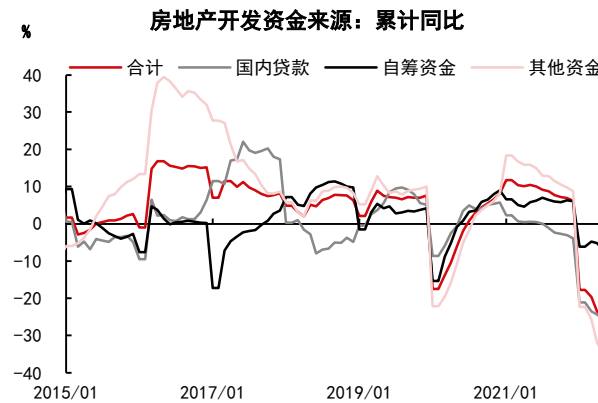
二季度以来，地产数据降幅扩大，1-5 月商品房销售面积、房屋新开工面积、房屋竣工面积累计同比分别为-23.6%，-30.6%、-15.3%。房企资金持续紧张，始终限制着房企的开发意愿能力和施工竣工能力。6 月以来，30 城地产销售显现出企稳迹象，那么下半年地产销售、房企资金及地产用钢强度会有多大改善空间呢？

图 3： 地产数据降幅扩大



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 4： 房企资金持续紧张



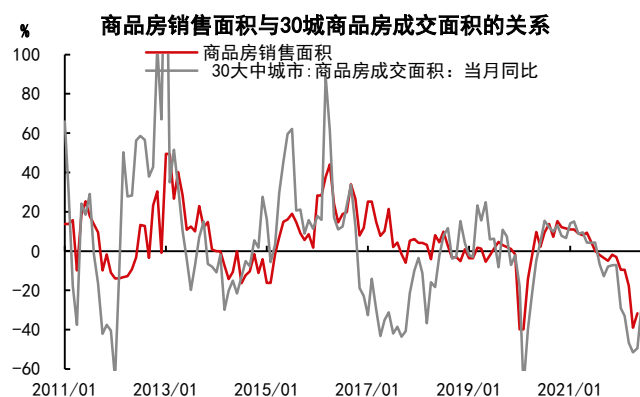
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

30 城商品房成交有所改善，但持续性有待观察。30 城商品房成交更多表征着一二线城市的销售面积，是地产销售见底的领先指标。6 月，剔除青岛的异常值后，30 城商品房周均成交面积同比降幅收窄至-38.7%（前值-53.0%），环比增长 36.5%，增幅强于季节性。我们认为地产销售改善的原因有三：

- 1) 疫情期间部分受抑制的购房需求，在疫情缓解后有一部分需求回补；
- 2) 一二线地产放松政策发挥一定政策效果；
- 3) 6 月是房企冲业绩的时间段，本轮促销力度强于往年。

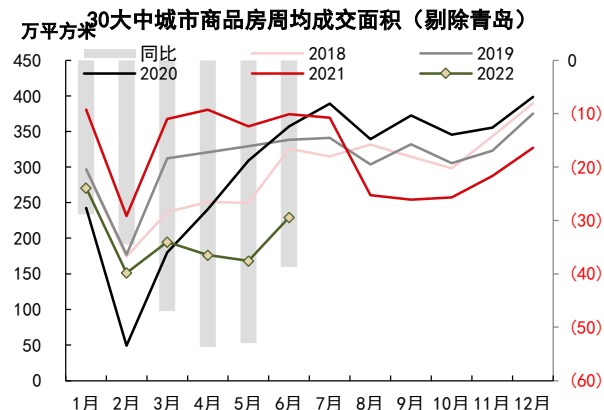
参考 2020 年疫情，我们认为需求回补将持续 2 个月，回补需求及促销结束后，未来商品房成交回暖的持续性仍有待观察。

图 5： 30 城商品房成交领先商品房销售面积见底



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 6： 竣工持续小于新开工，房企交付压力较大



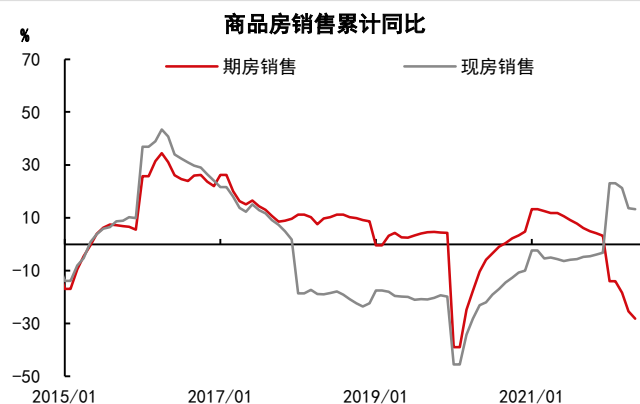
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

当前制约商品房销售的问题仍然是地产需求端政策松绑不足和居民对房企交付能力的担忧。

1) 传统地产需求端政策尚有余力，实际效果尚待验证。今年 1-2 季度，各地陆续放松地产政策，但限购限售的放松范围以及房贷利率等方面仍有下降空间。三线及以下城市地产需求在棚改货币化期间存在消费透支，本轮销售的回暖需要房贷利率的进一步下调和更有力的地产政策加持。

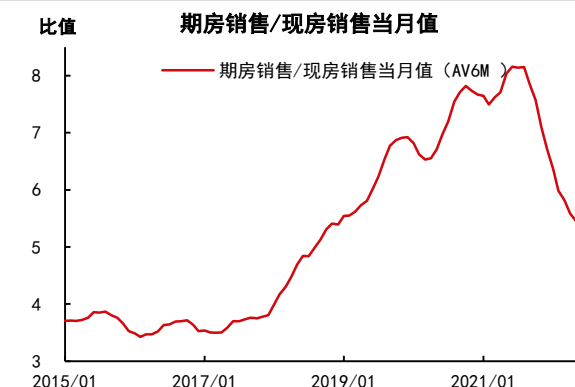
2) 期房销售难有明显改善。5 月期房销售同比延续走弱，期房/现房销售比持续下降。期房销售的改善需求两个条件：（1）房企交付能力的保障。但当前房企债务违约仍然频发，房屋竣工面积同比降幅扩大，居民对房企交付能力的担忧难有缓解。（2）房价上涨的潜力凸显。但 5 月住宅价格仍环比下降，购房收益率较低。在“住房不炒”的大背景下，仍难看到房价上涨的潜力。

图 7： 期房销售累积同比延续回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 8： 期房/现房销售比值持续下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

考虑到销售回补需求及部分一二线城市的销售回暖，我们认为商品房销售将

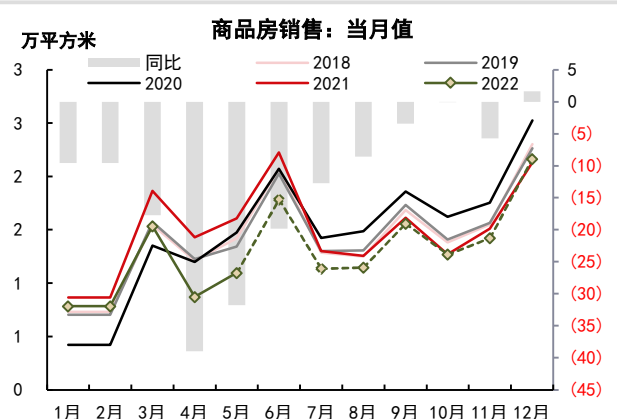
有所改善，但三线及以下城市在三四季度期间或仍难有起色。不过受去年低基数影响，三季度商品房销售同比降幅将有望收窄至-10%左右，或在一定程度上提振市场信心。

图 9： 房价环比下降，地产销售尚未企稳



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

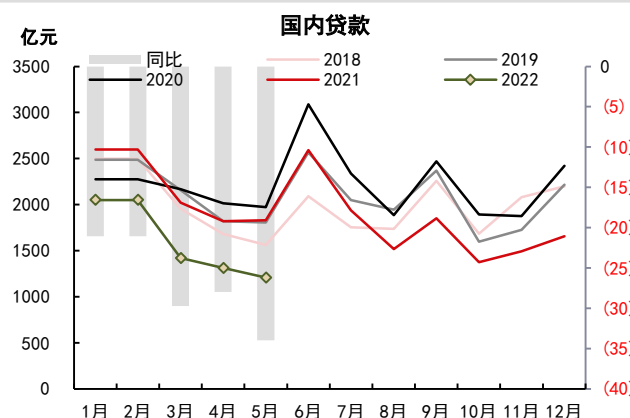
图 10： 商品房销售同比改善，环比改善幅度有限



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

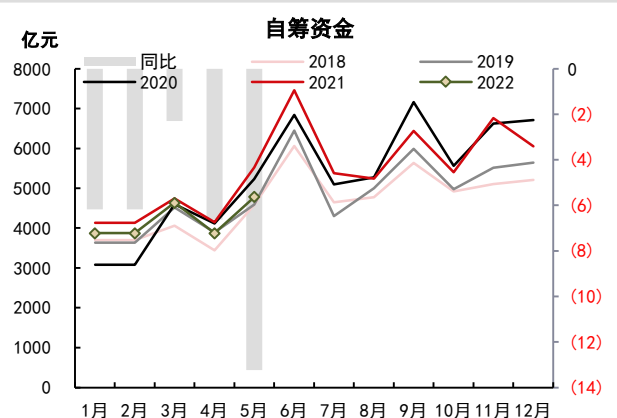
地产销售的边际好转或难以带来房企资金的明显改善，新开工面积仍将维持低位。国内贷款及自筹资金是受疫情影响较小的资金来源，但在 5 月疫情好转的背景下，同比增速仍大幅下行。这表明银行房地产贷款集中制度，及房企信用问题对房企融资能力的限制难以缓解，销售回款的边际好转或难明显改善房企的资金状况。受去年 3 季度低基数影响，我们认为房地产开发资金来源同比降幅将在 -20% 左右。在销售未持续好转的背景下，房企资金的改善将主要用于偿还债务和保交付工作，我们预计新开工仍将维持低位，受下半年低基数影响，全年累计同比有望收窄至 -20%。

图 11： 国内贷款降幅扩大



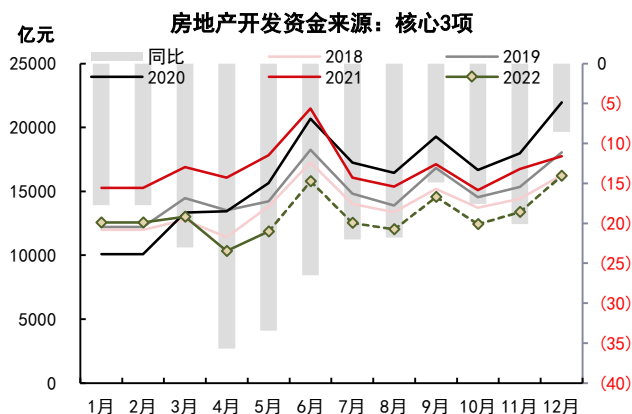
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 12： 自筹资金同比大幅下降



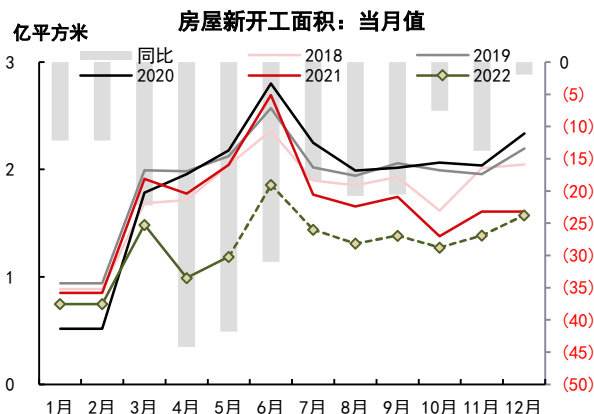
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 13： 房地产资金来源改善有限



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 14： 房屋新开工或将让维持低位

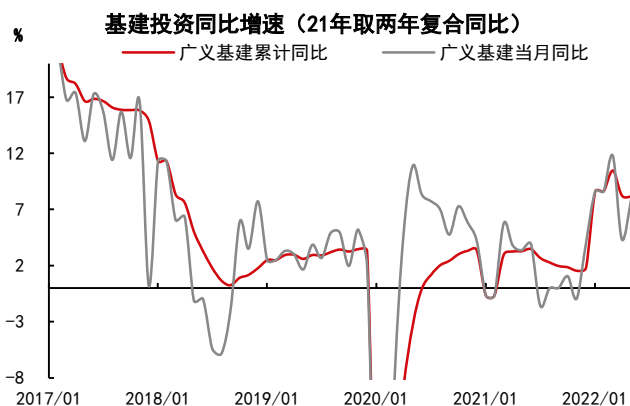


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

3、基建：政策支持力度较大，三季度或表现亮眼

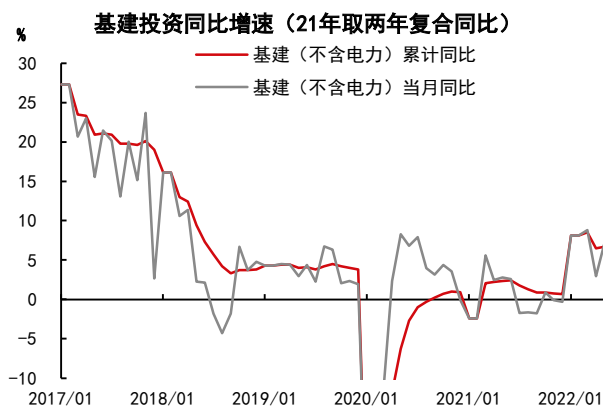
基建作为逆周期调节的重要工具，对我国经济增长起着至关重要的作用。1-5 月基建投资（含电力）同比增长 8.2%，基建投资（不含电力）同比增长 6.7%。

图 15： 广义基建投资维持较高增速



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

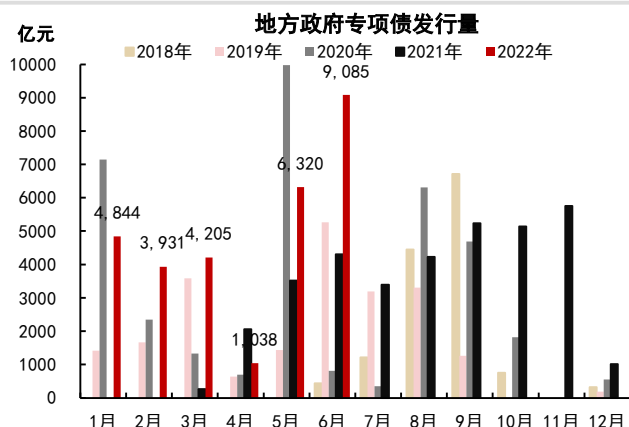
图 16： 狭义基建投资维持较高增速



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

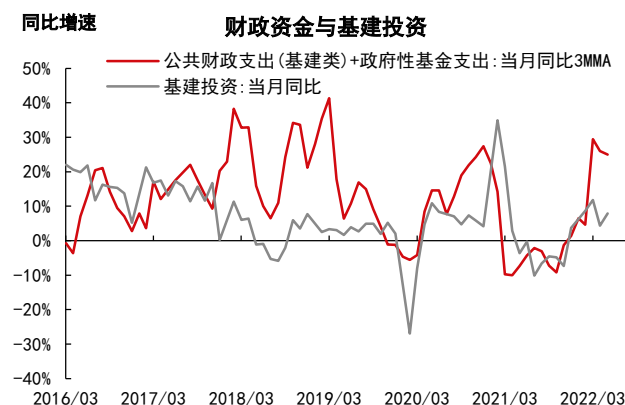
资金端看，专项债集中发行将支撑三季度基建的资金需求。公共财政支出方面，2022 年全国公共财政预算支出安排 26.7 亿元，同比增长 5.75%，1-5 月公共财政同比增长 5.90%，公共财政支出中投向基建 1.91 亿元，同比增长 7.41%。专项债方面，6 月初财政部要求今年新增专项债券 6 月底前基本发行完毕，力争 8 月底前基本使用完毕。截至 6 月 20 日，6 月新增专项债券 9084.5 亿元，发行进度达到 81%。鉴于专项债从发行向完成基建投资的传导需要 2-3 个月的时间以及国务院在 5 月 23 日的常务会议中提出确保今年新增专项债券力争在 8 月底前基本使用完毕，因此我们预计在 3 季度期间，基建投资将呈较高增速。

图 17： 专项债集中发行



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

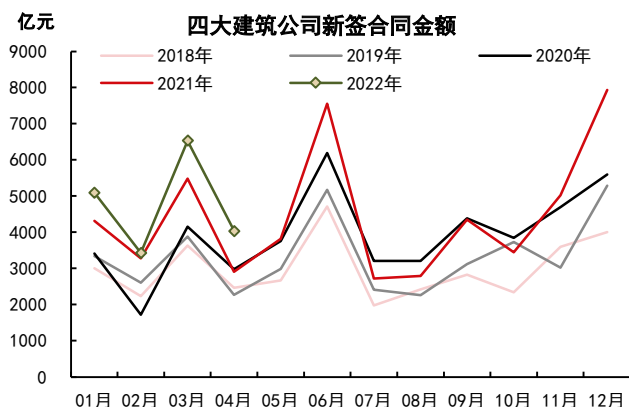
图 18： 财政前置推动基建投资较快增长



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

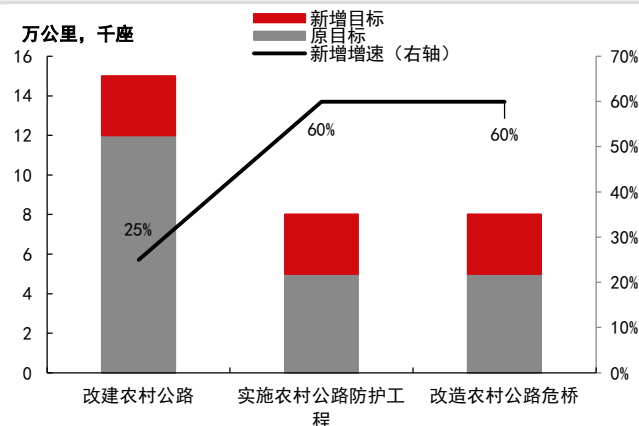
项目端看，项目储备充足，政策定调全面加强基础设施建设。4 月 26 日，中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。5 月 23 日，国常会推出 6 方面 33 项新增稳增长举措，明确鼓励水利、交通、地下管廊及老旧小区改造等重点领域建设。从跟踪指标看，四大基建公司新签订单显示基建项目充足。1-4 月新签合同额累计同比增长 19.4%，与基建投资增速保持一致。为缓解疫情对经济的冲击，交通运输部安排在今年原定目标基础上进一步增加改建农村公路等目标，这或将在 3 季度形成一定用钢需求。

图 19： 订单同比回升反应基建项目充足



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

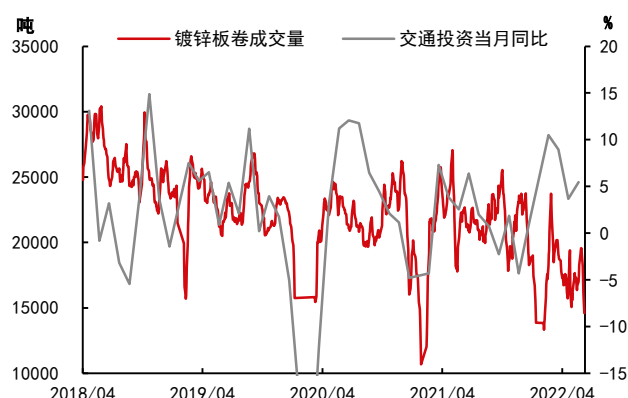
图 20： 交通运输部新增目标



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

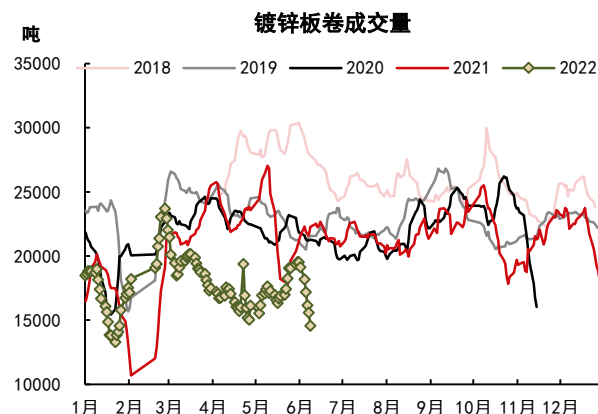
施工端看，交运实物工作量受到疫情冲击，3 季度有望形成赶工需求。锌的基建端消费占比为 33%，用于跟踪交通运输、仓储和邮政业需求。受疫情影响，镀锌板卷成交量仍处于历史低位，与交运仓储业基建投资有一定背离。我们认为，资金紧张问题有望在 3 季度缓解，交运投资一定程度上支撑用钢需求。

图 21： 施工强度尚未恢复



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 22： 受疫情影响施工较弱



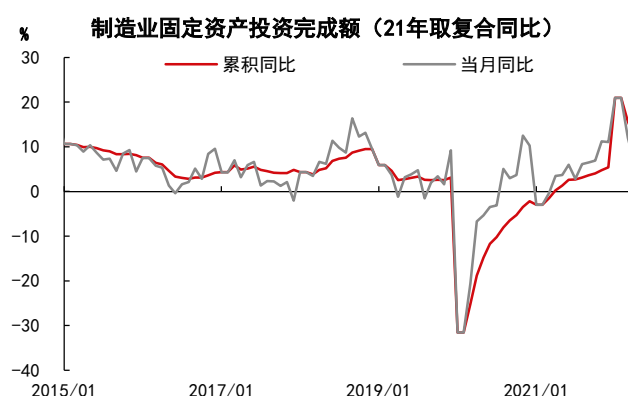
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

4、制造业与出口：制造业或将保持韧性，出口或难改下行趋势

制造业作为经济的三大支柱之一和“十四五”期间重点发展的领域，是稳增长的重要抓手。5 月 23 日，国常会推出 6 方面 33 项新增稳增长举措，通过扩大退税、延长缓交社保费等举措减轻生产企业短期财税负担，新增财政支持近 4600 亿元；减征乘用车购置税 600 亿元，6 月 23 日国常会进一步加大汽车消费支持力度，政府实施预测今年增加汽车及相关消费大约 2000 亿元。回顾 2015 年汽车购置税减半的政策，政策效果将集中显现在前 3 个月。同时，汽车销量存在 6-7 月份疫情后回补的情况，我们预计 3 季度汽车产销增速有望回升至 5-10%。

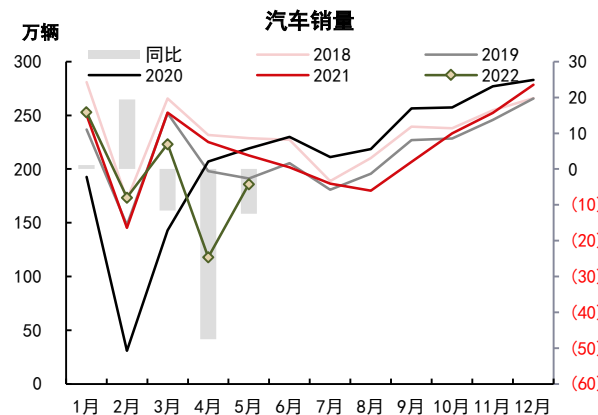
但另一方面，海外经济步入下降周期，海外 PMI 持续下行，美国制造业处于被动补库和主动去库的边界。随着美联储及欧洲部分国家开启加息周期，海外流动性收紧，海外消费的下行将拖累中国出口。我们认为 3 季度出口和制造业将是此消彼长的态势，总体变化不大。

图 23： 制造业投资或难改下行趋势



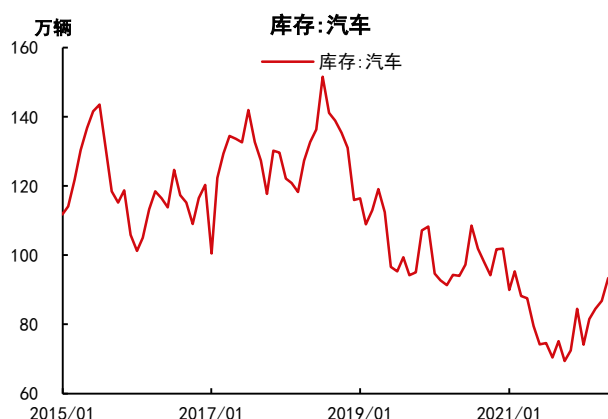
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 24： 汽车销量同比回升较多



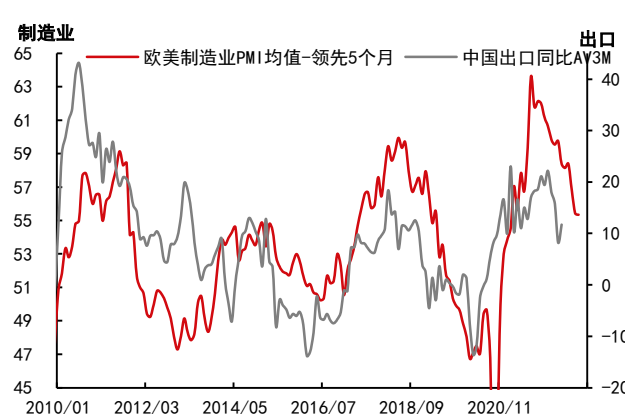
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 25： 汽车低库存支撑车企持续补库



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 26： 海外经济下行或拖累中国出口



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

综上，我们认为地产销售能否回暖仍需观察，在房企信用问题难解的背景下，销售好转对房企资金的改善是有限的，地产新开工、竣工仍将维持低位。基建投资或在三季度呈较高增速，边际改善用钢需求。制造业出口与国内消费呈此消彼长的关系，我们持中性态度。1-6 月螺纹表需同比下降 20.6%，五大品种表需同比下降 10.6%，我们认为下半年需求或将边际修复，同比降幅有所收窄。

从粗钢需求看，新开工面积、竣工面积、铁路和道路基建投资、制造业投资的累计同比预计分别在-20%、-5%、5%、和 8%左右，预估粗钢需求同比下降 5%左右，若下半年稳增长见效加快，需求降幅也将收窄。从螺纹需求看，由于地产拖累较大，预计螺纹全年表需将同比下降 10-15%。

二、钢材供给：主动减产富有弹性，粗钢压产仍存不确定性

统计局口径，1-5 月粗钢产量 4.35 亿吨，同比增长-8.05%；生铁产量 3.61 亿吨，同比增长-5.01%。3-4 月国内疫情多点爆发，汽运运输梗阻，钢厂受制于原材料紧张而有焖炉停产现象。5-6 月钢材主产地疫情出现缓和，原材料运力恢复，粗钢产量有所回升。

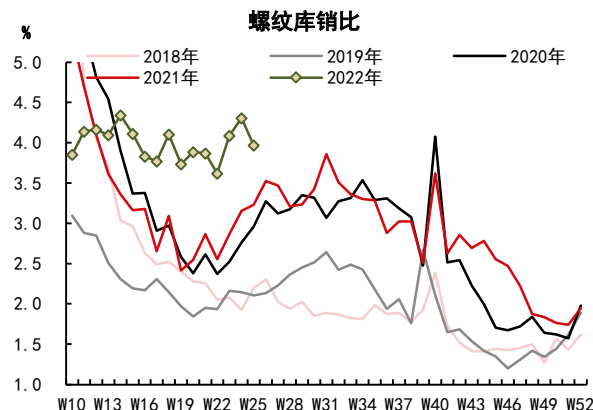
从利润来看，由于终端需求在 6 月以来未出现明显提升，现实利润大幅下滑，大部分钢厂均出现亏损，因此钢厂主动开启减产；但若利润好转，产量短期仍有较高弹性。二季度钢厂整体呈低利润状态，6 月中旬随着焦炭提涨及疫情后需求回补预期落空，钢厂进行降价销售，钢厂利润大幅恶化。在需求低迷、库存压力较大及持续亏损的背景下，钢厂陆续计划检修减产，但多以临时性检修和提前年休为主。据我们跟踪的检修信息显示，7 月中上旬日均铁水产量或将下降 10 万吨左右。但自主性检修导致的供给弹性较大，若钢厂利润有所好转，供给将有所回升，对钢材基本面中期影响有限。

图 27： 钢材即时利润为负



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

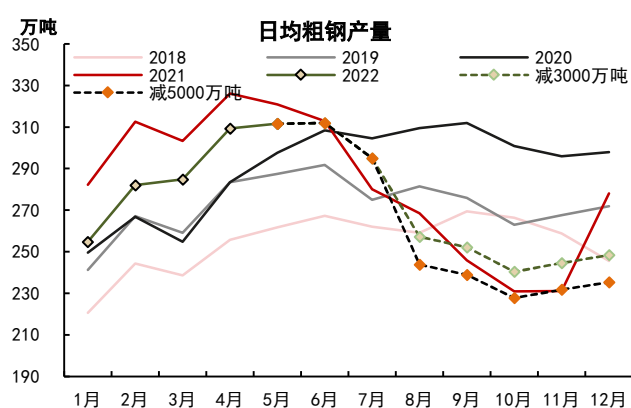
图 28： 低需求、高库存，钢厂主动减产



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

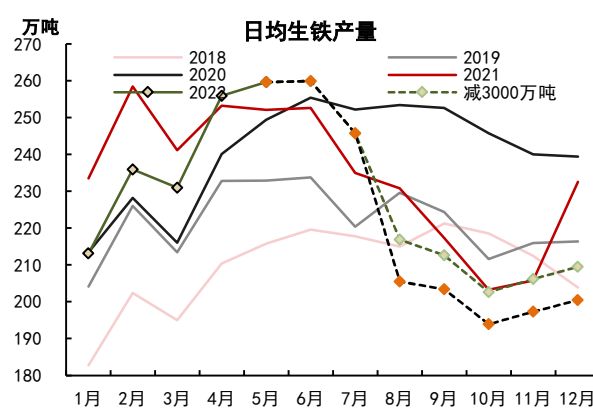
产量要保持低位运行或需依托粗钢压产政策的落实。根据我们对需求的测算，供需平衡难以通过钢厂自发性减产实现，或需依托粗钢压产政策的落实。4 月 19 日国家发改委在新闻发布会上表示国家发改委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作，确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。近期调研显示，部分省份及钢厂表示已经接到减产通知，但减产时间未定。我们将分减产 3000 万吨和 5000 万吨两种情况讨论，并假设减产将于 7 月中下旬开始落实。根据我们测算，若粗钢压产 3000 万吨，日均粗钢将下降至 259 万吨，日均生铁产量将下降至 214 万吨，较 1-6 月环比下降 12% 左右；若粗钢压产 5000 万吨，日均粗钢将下降至 245 万吨，日均生铁产量将下降至 204 万吨，较 1-6 月环比下降 16% 左右。

图 29： 日均粗钢产量预估



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

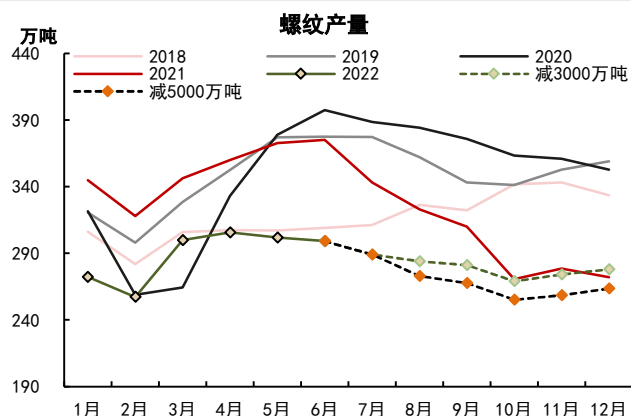
图 30： 日均生铁产量预估



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

考虑到螺纹短流程产量已经降至历史低位，我们预计螺纹产量的下降幅度将小于粗钢。若粗钢压产 3000 万吨，螺纹周均产量或将下降至 279 万吨，较 1-6 月环比下降 3.5%；若粗钢压产 5000 万吨，螺纹周均产量或将下降至 268 万吨，较 1-6 月环比下降 7.3%。

图 31： 未来螺纹产量或将保持低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 32： 粗钢压产政策效果预估

	1-6月E	7-12月日均产量	
		减产3000万吨	减产5000万吨
日均粗钢产量	292	256	245
日均生铁产量	243	216	208
生铁/粗钢	0.83	0.84	0.85
螺纹周均产量	289	279	268

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、钢材总结：需求修复有限，粗钢压产可期

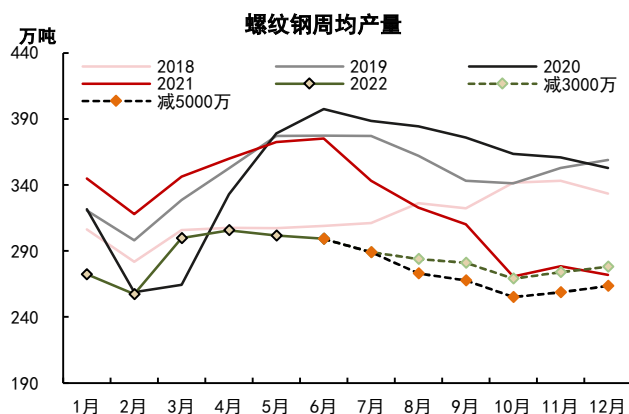
需求端，我们认为地产销售能否回暖仍需观察，在房企信用问题难解的背景下，销售好转对房企资金的改善是有限的，地产新开工、竣工仍将维持低位。基建投资或在三季度呈较高增速，边际改善用钢需求。制造业出口与国内消费呈此消彼长的关系，我们持中性态度。

7-8 月份受高温降雨、地产销售尚未向终端传导、及基建资金紧张影响，螺纹表需或难明显回升，我们预计平均在 289-295 万吨左右，较去年 7、8 月份同比下降 12% 左右，库存压力能否缓解将取决于产量能否进一步下降。进入到 9 月份之后将是检验地产和基建需求的关键时期。若交运投资如期上升，地产销售持续好转，我们将在乐观预期下给予螺纹表需 320-330 万吨的强度，较去年 9-12 月同比上升 1% 左右。但我们更倾向于地产难以持续好转，若交运投资不及预期，我们认为需求将旺季不旺，维持在 310 万吨左右的水平，较去年 9-12 月同比下降 5% 左右。

供给端，下半年最大的变量将是粗钢压产政策的量级和执行时间。若粗钢压产力度较大，或将支撑钢材价格及利润。但若粗钢压产力度较小，或将难以改善钢材的供需平衡表。

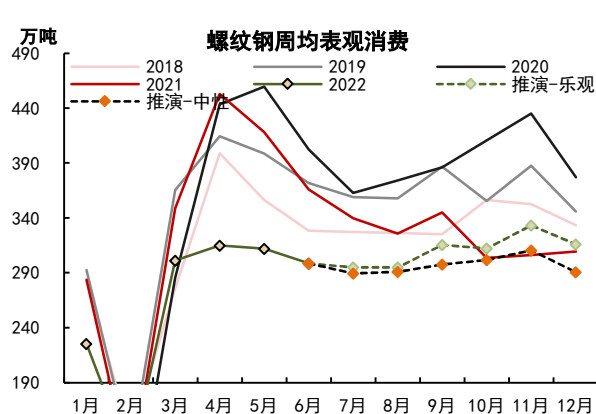
从库存推演中可以看出，若粗钢压产 3000 万吨以下，地产需求下降的幅度仍难以完全对冲；需求达到乐观情况才能保证库存格局得到改善。但若粗钢压产达到 5000 万吨，钢材的供需平衡表将大幅改善。

图 33： 螺纹周均产量推演



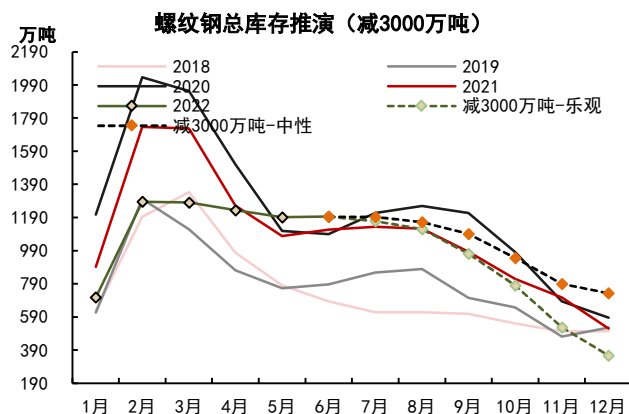
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 34： 中性情况下，螺纹需求或将旺季不旺



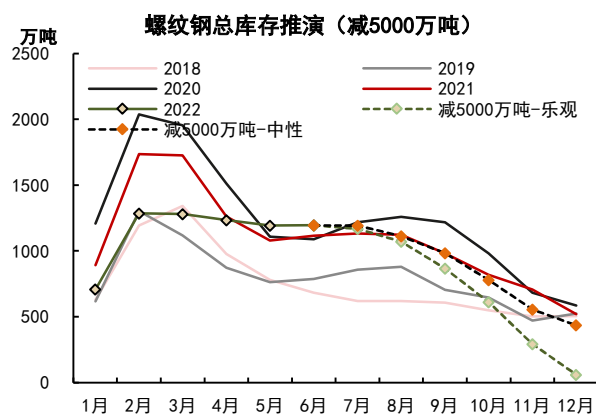
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 35： 若压产 2000 万吨，螺纹下半年仍有去库压力



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 36： 若压产 5000 万吨，螺纹将大幅去库



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

总体来看，我们认为地产仍处在下行周期，基建、制造业对用钢需求的改善是有限的，若粗钢压产政策力度较大，钢材供需平衡表将有所改善；但若粗钢压产政策力度不足，钢材仍将面临较大的下行压力。未来需持续关注粗钢压产政策及地产销售回暖的持续性。

风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产政策进一步放松（上行风险）

第二部分 铁矿： 供需趋于宽松，矿价承压下跌

一、铁矿供应：主流矿山稳中有增，非主流干扰严重

2022 年上半年，全球铁矿发运同比明显下滑，截至五月份，累计同比下降 3582 万吨，但随着海外矿山运行逐步回升，5 月以来铁矿产量开始季节性走强，下半年铁矿供应有望出现同环比双增，继续补充铁元素供给。

2022 年全年四大矿山预计增产约 1400 万吨，主要因主流矿山多在产能修复阶段，虽有淡水河谷 S11D 矿区的产能提升和力拓 Gudai-Darri 的项目开始出第一批矿石；但整体增量不大，发运基本持稳。

非主流矿山方面，第一种情况以英美资源、Ferrexpo、Metinvest 等为代表，受当地天气以及疫情的影响，铁矿业务严重受限；乌克兰地区的地缘政治问题则持续干扰铁矿生产。第二种情况是澳大利亚和巴西的非主流矿山——MRL 和 CSN 为代表，现阶段多投资于新产能扩张项目，力图在铁矿行业中进一步提升市占率，预计未来两到三年内此类矿山仍有增量空间。整体而言，全球通胀延续叠加经济增速放缓，钢材需求见顶，以及地缘政治扰动等问题，铁矿价格存在下行风险，2022 年非主流矿预计跟随价格，或将减少约 4000 万吨的铁矿产量。

我国国产矿上半年受制于环保政策、疫情反复等因素的影响，1-5 月份累计产量同比下降 4%，复工复产效率不及预期；下半年，华北地区仍将受到环保政策的影响，产量难以有大的增幅。虽然思山岭铁矿计划在 9 月投产，但现实不利因素较多，我们预计全年产量与去年持稳。后续还需关注“基石”计划的进一步落地情况。

综上所述，2022 年全年铁矿供给有减量风险，全球经济放缓，外部干扰较多，预计共减量 2600 万吨；若铁矿价格进一步下降，非主流矿山的减产幅度将扩大。

图 37： 2022 年铁矿供应预估（万吨）

国家	矿山	产量（万吨）			备注
		2022 年	2021 年	增量	
澳大利亚	力拓	32200	31972	228	年度目标预计在 3.20-3.35 亿吨；新产能落地
澳大利亚	必和必拓	28750	28350	400	2023 财年目标预计提升至 2.9 亿吨
澳大利亚	FMG	18800	18470	330	2023 财年目标预计提升至 1.85-1.90 亿吨
巴西	淡水河谷	32000	31500	500	年度目标预计在 3.20-3.35 亿吨下限
澳大利亚	罗伊山	6000	6000	0	产能不变
澳大利亚	MRL	2400	2080	320	产能扩张
澳大利亚	GWR	55	77	-22	跌价风险
巴西	托克	2000	2310	-310	跌价风险
巴西	CSN	3850	3616	234	产能扩张
巴西、南非	英美资源	6200	6380	-180	南非降雨以及疫情；超细粉末项目落地
乌克兰	Ferrexpo	500	1145	-645	超细粉末项目落地
乌克兰	Ferrexpo	500	1145	-645	地缘政治
乌克兰	Metinvest	1500	3134	-1634	地缘政治
印度	NMDC	4200	4060	140	产能扩张
中国	总产量	27821	27821	0	消除能源及环保影响
	合计			-2589	

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2022 年 1-5 月份，我国共进口铁矿 4.46 亿吨，同比减少 2399 万吨，其中澳矿累计同比增加 13%，巴西矿累计同比减少 8%，印度矿进口持续大幅下降，累计同比下降 65%；除澳巴外，其他非主流矿则累计同比增加 1%，整体出现明显减少，但自 5 月开始，进口量出现企稳回升。

图 38： 铁矿月度进口数据（万吨）

铁矿进口	时间	总进口	同比	澳大利亚	同比	巴西铁矿	同比	印度	同比	非主流国	同比
累计值	2022/01	9978	10%	6522	21%	2105	10%	208	-27%	1351	-25%
	2022/02	18108	0%	11691	11%	3848	-6%	570	-19%	2569	-27%
	2022/03	26837	-5%	17543	5%	5330	-14%	822	-32%	3964	-28%
	2022/04	35442	-7%	23236	2%	7016	-11%	614	-67%	5190	-30%
	2022/05	44694	-5%	29650	3%	8601	-8%	770	-65%	6443	-29%
当月值	2022/01	9978	10%	6522	21%	2105	10%	208	-27%	1351	-25%
	2022/02	8130	-10%	5169	1%	1743	-19%	361	-13%	1218	-30%
	2022/03	8728	-14%	5852	-5%	1482	-29%	253	-50%	1395	-29%
	2022/04	8606	-13%	5693	-9%	1687	1%	312	-50%	1226	-36%
	2022/05	9252	4%	6414	11%	1585	7%	234	-34%	1253	-26%

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1、主流矿山：巴西生产受干扰，澳洲稳步增产

截至 6 月 20 日，四大矿山共发运 51754 万吨，同比去年下降 813 万吨；下半年预计环比上升 8243 万吨，同比增加 2585 万吨。

巴西方面，2022 年我们预计淡水河谷产量约为 3.2 亿吨，处在年度产量目标 3.20-3.35 亿吨的下沿，同比去年增加 500 万吨。

上半年巴西受南部强降雨及大范围检修的影响，产量下滑显著；进入下半年后，淡水河谷供应将出现季节性增加，预计产销维持高位可以完成全年目标。全年的小幅增量主要集中在 S11D 矿区，一季度已新增 4 台破碎机，还有两台即将投产；其他矿区则维持正常生产。虽然淡水河谷 4 月份宣布正在就中西部的 Corumba 矿区对外出售进行谈判，但该矿区仅占总产能的 0.85%，影响相对有限。

总的来看，今年淡水河谷各矿区新增产能较少，主要以维持现有产能为主，新的投产项目都处于初步阶段，小部分将于 2022 年末投入使用，预计未来 2-3 年内，随着各项目落地投产，产量才会有明显增幅。

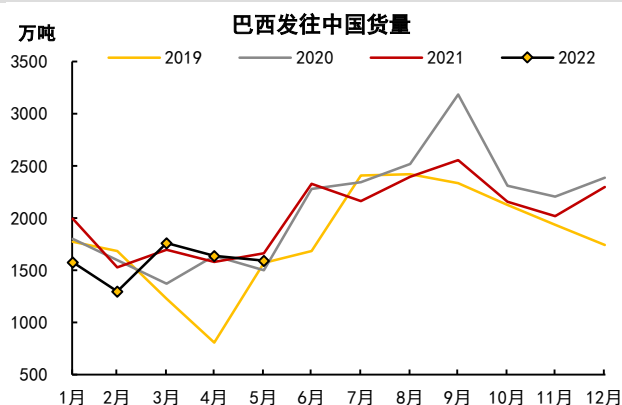
图 39： 淡水河谷矿区现状

矿区	财报预期
S11D	2022 年有望持续增产，新增的破碎机设备将支撑全年产量达 8000 万吨
Serra Norte and Serra Leste	Serra Norte 矿区许可证延期，预计影响 10% 产能
Vargem Grande Complex	正常生产
Fabrica	2021Q2 后湿处理能力的恢复，维持正常生产
Brucutu	四月投产尾矿过滤厂，预计将在 2022 年底投入使用
Timbopeba	增加的三条选矿线表现良好，生产效率好于预期
Itabira	四月开展大坝的提升工程，第一阶段将在四季度完成，届时将提高区域内的球团产量
Corumba	四月宣布对外出售，后续将减少约 270 万吨/年

资料来源：公司公告 中信期货研究所

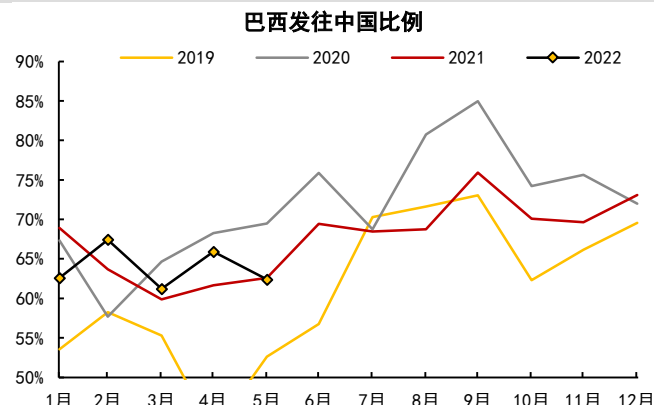
由于海外经济滞涨，以及地缘政治问题难以解决，海外铁水产量或延续下行趋势。2022 年 5 月巴西发往中国地区比例降至 62.4%，同比减少 0.2%。下半年巴西发运总量季节性增加，且海外预计难以消化其增量，将使得巴西发往中国比例增加。

图 40： 巴西发往中国货量（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 41： 巴西发往中国比例（%）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

澳洲方面，三大主流矿山上半年均受到疫情及大范围检修的影响，尤其是力拓的皮尔巴拉地区，五月份受西澳强降雨影响，发运大幅下降；叠加一季度产销均不及预期，力拓下半年的发运压力较大；但下半年力拓仍有季节性增产，且 Gudai-Darri 矿区已落地投产，我们预计力拓仍然有望完成财年发运目标。

必和必拓和 FMG 同样受到外在因素影响，但由于其上半财年发运基本维持同期水平，下半财年发运压力相对较小，能完成其 2022 财年目标。特别是 FMG 在财年第三季度后，将 2022 全财年发运目标增至 1.85-1.88 亿吨，发运表现强劲，我们预估下一财年仍会有小幅增量。

根据我们对矿山新一年目标的预估以及上半年的发运完成情况，预计力拓下半年发运同比将增加 440 万吨，以确保完成全年发运目标的下限；而必和必拓和 FMG 进入新财年后，总目标将有所提升，但考虑到在去年高基数效应下难有增量，以及仅有 FMG 的新增产能将在 12 月投产，总体目标增幅不大。

综上，各大矿山维持年度目标不变，则下半年发运预计环比增加 8243 万吨，同比增加约 2585 万吨，其中发往中国环比增加 5813 万吨，同比增加 1845 万吨。

四大矿山下半年供应预估（万吨）

单位：万吨	2022H2 E	2022H1 E	环比	2021H2	同比	预计发至中国环比	预计发至中国同比	财年目标
力拓皮尔巴拉	17186	15014	2172	16760	426	1672	328	2022 年运量目标 3.20-3.35 亿吨
必和必拓	14900	13850	1050	14404	496	903	427	2023 财年产量目标预计提升至 2.87 亿吨
FMG	9348	9452	-104	9310	38	-94	34	2023 财年运量预计提升至 1.85-1.90 亿吨
淡水河谷	18562	13438	5125	16938	1625	3331	1056	2022 年产量目标 3.20-3.35 亿吨

合计	59996	51754	8243	57412	2585	5813	1845
----	-------	-------	------	-------	------	------	------

资料来源：公司公告 中信期货研究所

2、国产矿：疫情影响生产，下半年有望回补

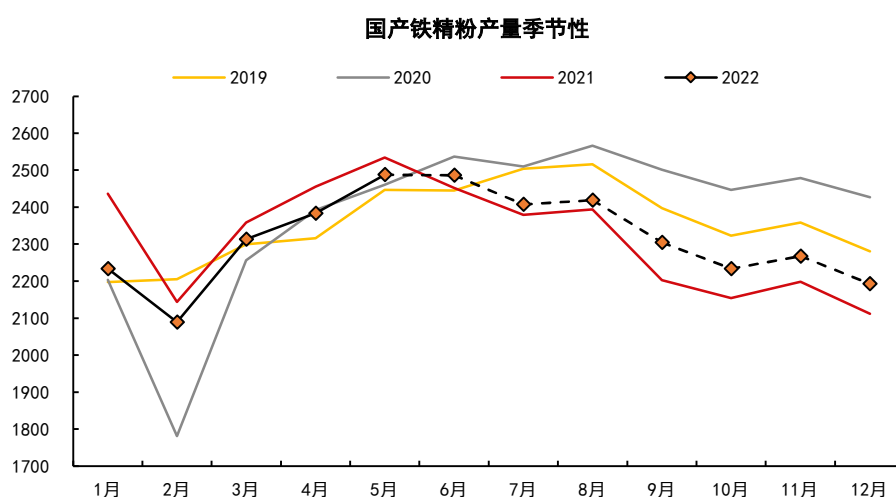
根据钢联数据，2022 年 1-5 月份全国 332 家矿山企业月度铁精粉累计产量 10828 万吨，累计同比减少 469 万吨，降幅 4%。分地区来看，华北地区减量明显，同比下降 11%，主要因唐山的疫情影响，及华北全区域生态修复对生产强度的限制。西北地区受疫情干扰较少，新矿山投产积极性极高，同比增加 26%。

去年下半年国产矿产量受制于资源量、环保等因素的影响，全年产量下滑；今年以来，内蒙环保检查限制产量回升，尤其是进入二季度后，全国生产受疫情干扰严重，同比出现较大降幅。

随着疫情转好，国内矿山逐渐复工复产，但 5 月份产量仍不及预期；以及唐山等地区称将大力开展生态环境修复举措，下半年产量增幅相对有限。9 月辽宁本溪思山岭铁矿（520 万吨）一期计划投产，预期产能约能达到 50%，给予国产矿带来进一步的增量。综上所述，我们按 5-6 月周度产量预估，并参考 2019 年的季节性变化推演，预计全年内矿产量基本与同期持平，下半年环比降幅 1.2%。

中长期来看，国家“基石计划”逐步落地，2025 年计划实现国内矿产量达到 3.7 亿吨；若外部因素干扰较少，国内铁矿生产有望在未来 4 年内维持高速增长。

图 42： 国产矿山铁精粉产量预估（万吨）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

3、非主流矿：干扰因素较多，后续难有增量

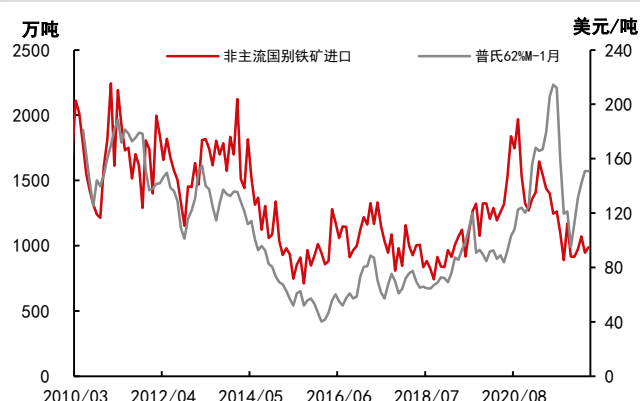
正常意义上来说，非主流矿进口总量与普氏价格成正比，今年上半年以来铁

矿价格止跌回升，但由于疫情及地缘政策的影响，进口量波动较大。

1-5 月份非主流矿进口同比减少 2672 万吨，且主要集中在印度地区，占比 53%；亚洲其他国家进口到中国的量也有大幅减少，尤其是蒙古和马来西亚地区，同比降幅均超过 50%。在上半年负面干扰较多的背景下，仅瑞典和秘鲁国家同比增量，但体量较小，对整体进口量提振效果不大。

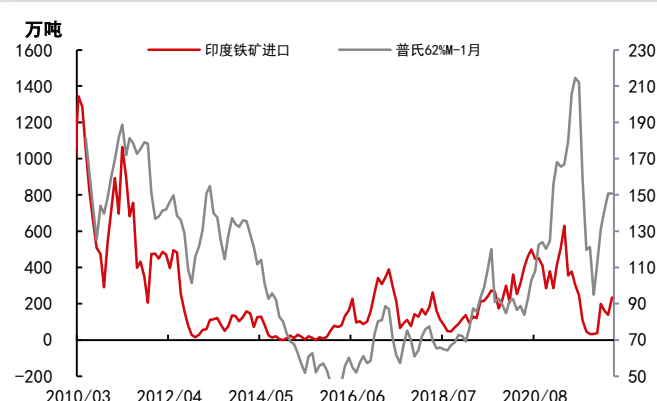
由于疫情、海外经济滞涨、地缘问题的影响，非主流矿山的产能难有增加；叠加海外央行收紧进程加速，铁矿价格仍有下降风险，下半年非主流矿山出口量或随价格继续减少。

图 43： 非主流国别铁矿进口与普氏价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 44： 印度铁矿进口与普氏价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

4、铁矿供应小结：主流矿山恢复发运，环保政策限制内矿

2022 年，铁矿的海外供应主要来自于四大矿山的发运增量。以淡水河谷 S11D 矿区的产能增加，和力拓 Gudai-Darri 的项目落地为主，整体保持稳中有增。但由于主流矿山多在产能修复阶段，新项目投产较少，叠加上半年受降雨或检修影响，发运较为疲软，上半年发运预计同比减少月 800 万吨，为了完成年初制定的全年产销目标，四大矿下半年预计环比增加 8243 万吨的发运，同比上升 2585 万吨。

对于非主流矿，一方面地缘政治的影响，使得非主流矿发运减少，另一方面海外经济滞涨，使得很多矿山担忧跌价风险。我们预计下半年非主流进口量还会有大的降幅。

国内环保限产政策延续，影响矿山生产效率，但随着“基石”计划逐步落地，以及稳经济的，预计全年内矿产量与去年持稳。

总的来说，下半年铁矿供应预计出现较大改善，主要增量来自于四大矿山，非主流矿山产量或继续下滑。预计下半年国内铁矿进口量环比增加 2300 万吨，同比减少 300 万吨；国产矿产量与去年持稳。

二、铁矿需求：全球经济加速放缓，铁水产量易减难增

1、国内：铁水产量高位见顶，压减政策加快落地

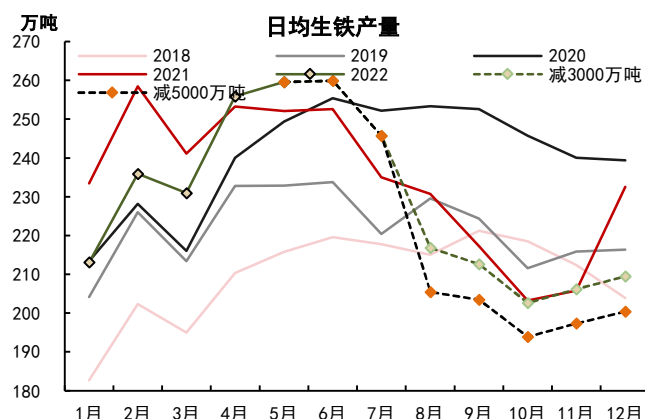
回顾上半年，疫情缓解后的经济刺激政策对我国铁水产量影响较大。由于 2021 年的粗钢压减和环保政策，大幅压减了铁水产量，叠加今年 1 月 30 日至 2 月 20 日的冬奥会期间限产力度加严，使得在统计局口径下，二月份的日均生铁产量降至 224 万吨。但由于钢厂为降低吨钢固定成本，全国压减粗钢产量政策尚未落地执行，高炉生产强度维持高位。此外，全国多地疫情散发后，经济受到严重干扰，国家为确保二季度经济目标完成，6 月钢厂生产强度保持，6 月以来日均铁水产量或已突破达到 264 万吨的历史高位。

但由于当前钢材现实需求仍然疲软，亏损持续严重的钢厂开启主动减产、限产政策或将在 7 月开始逐步落地；同时废钢供给出现回升，前期支撑生铁产量的利多因素走软，我们预计日均铁水产量已基本见顶，下半年将开启减产通道。

2022 年 1-5 月，国内生铁累计产量 3.61 亿吨，同比下降 5.9%；5 月生铁产量 8048.9 万吨，日均铁水产量 259.6 万吨。当前国内部分高炉钢厂开启减产，叠加钢厂亏损面积扩大、废钢的替代效应，均将限制下半年的铁水产量，铁水生产强度高点已现。预计全年粗钢减产政策落地后，同时按江苏地区减产 500 万吨估算，全国或减产超过 3000 万吨的粗钢总量。若后期废钢供应稳步回升至往年 95% 水平，预计全年生铁减产或贡献 3000 万吨粗钢减产中的 60%，即约 2000 万吨生铁。

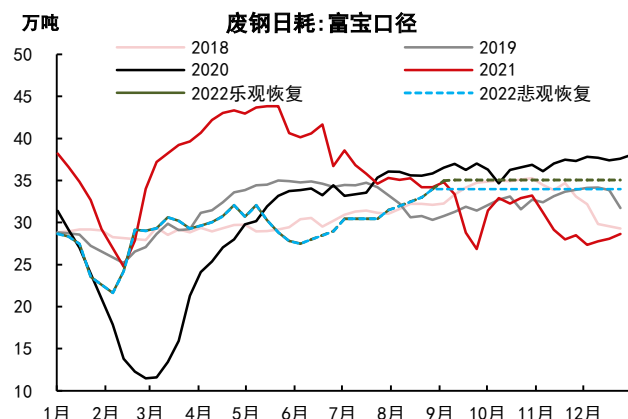
综上所述，我们预估下半年国内生铁产量 41132 万吨，环比下降 3084 万吨，同比减少 87 万吨；对应于 66223 万吨的铁矿需求，同比下降 140 万吨。

图 45： 生铁产量预估（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 46： 废钢日耗预期



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、海外：全球经济压力加大，铁水产量难以修复

当下海外需求出现持续放缓迹象，全球制造业 PMI 连续 3 个月下滑；同时 5 月份美国 CPI 同比增速创 8.6% 新高，美联储加息进程或进一步加快。在这种情况下，全球工业原料需求或已见顶，下半年海外铁水产量难有大幅回升动能。

图 47： 全球制造业 PMI 指数

制造业 PMI	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05
全球	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.30	52.40
美国	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20	57.00
欧元区	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50	54.60
德国	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60	54.80
法国	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70	54.60
意大利	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50	51.90
英国	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80	54.60
澳大利亚	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50	52.40
日本	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50	53.30
中国	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60
印度	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70	54.60
巴西	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80	54.20
俄罗斯	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20	50.80
南非	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30	50.70
越南	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70	54.70

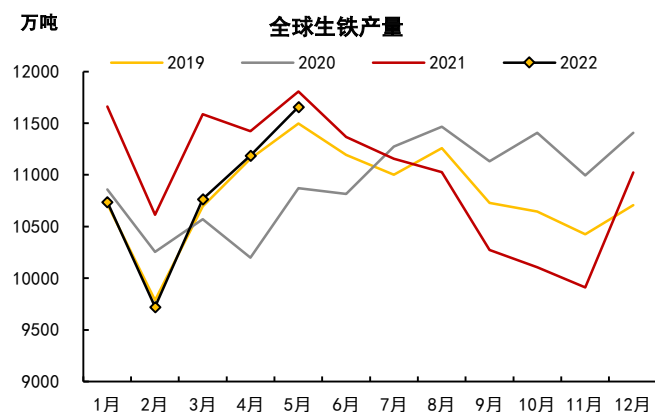
资料来源：wind 中信期货研究所

由于海外高炉部分暂时或永久性关停，以及疫情反弹、地缘政治所带来的影响，2022 年 1-5 月海外铁水产量共 1.8 亿吨，同比减少 1108 万吨。

考虑到下半年海外经济以及地缘政策的影响，当前铁水产量难以恢复至往年正常水平，再叠加下半年可能出现的能源危机、粮食危机、难民危机等，我们预估 2022 年全年，海外生铁产量同比约下降 2628 万吨，降幅约在 5.5% 左右。

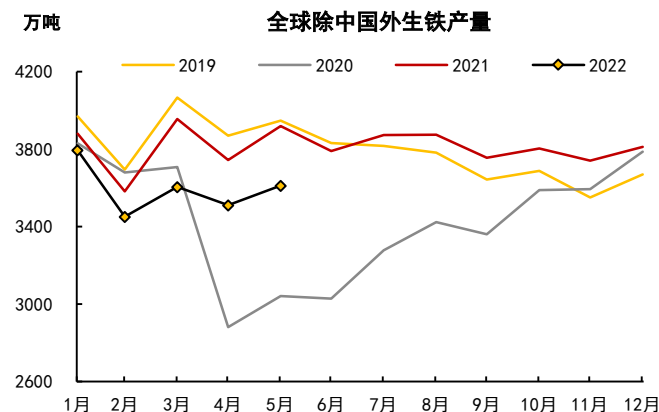
整体来看，全球生铁产量预计同比减少 4128 万吨，折合铁矿约减少 6646 万吨，需求进一步下降，呈前高后低的趋势。

图 48： 全球生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 49： 全球除中国外生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、港口库存预估：三季度开始累库，供需平衡转松

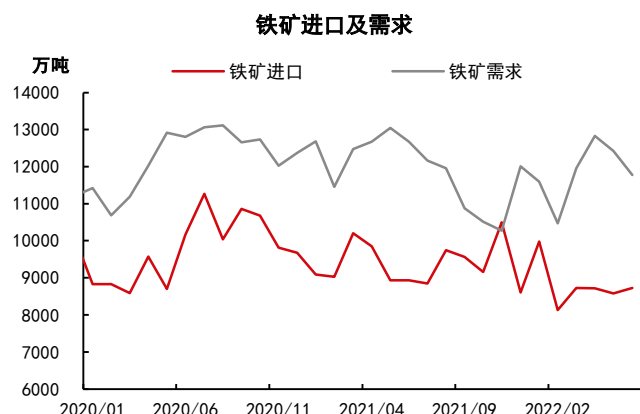
上半年国内铁水产量明显增加，钢厂补库需求强劲，但进口量表现不佳，累计同比减少 5%。尤其是自三月份以来，港口库存持续去化，疏港量一度高达 331 万吨，港口总库存（含疏港）更是已低于同期水平，降至 13742 万吨。

近期由于钢厂长时间的亏损，钢材需求难以回补，钢厂采购和向厂内运输铁矿的积极性明显下降，根据 6 月的高频数据显示，港口疏港量出现下滑，铁矿需求大幅减弱，环比降幅约在 5.2%。

随着淡水河谷和力拓运营的恢复，铁矿供应逐渐增量。我们预估下半年，我国铁矿进口量约在 56100 万吨，环比将增加 2400 万吨；而国内铁水因前期的高产量和全年的减产政策，下半年铁矿需求环比下降约 5000 万吨，供需关系逐渐转松，将压制矿价。

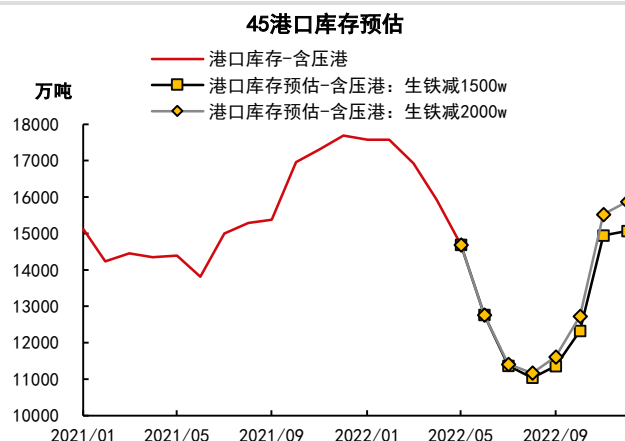
目前来看，港口铁矿库存虽然持续去化，但降幅出现收窄，后期随着进口矿到港的增加以及国内减产在现实层面落地，铁矿需求将加速见顶，港口库存最快或在 7 月出现阶段性累库。

图 50： 铁矿进口及需求（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 51： 45 港口库存预估（万吨）



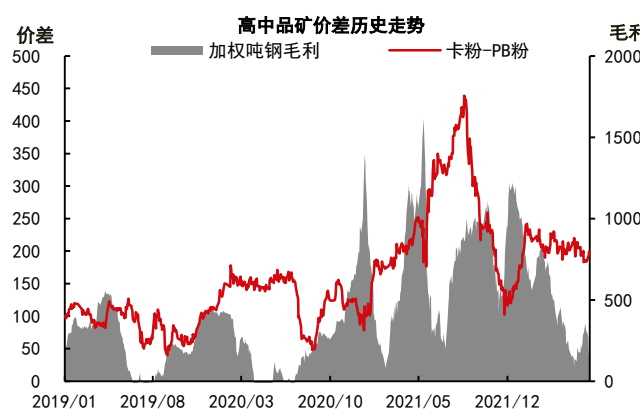
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

四、结构矛盾：低利润驱动中低价差快速收缩

前期由于压减政策及冬奥会限产政策的影响，钢厂青睐更高品质的铁矿石，且低品矿之间可替代性较强，供需相对宽松，从而造成中低品矿价差一度明显走扩。

4 月以来由于终端需求大幅下滑，钢材利润长期维持低位，成材库存持续高位，压制了钢厂对于中高品矿的需求，倾向于使用性价比更高的低品矿，中低品矿的价差大幅回落。

图 52： 硅元素罚扣与钢材利润



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 53： 中低品价差与钢材利润



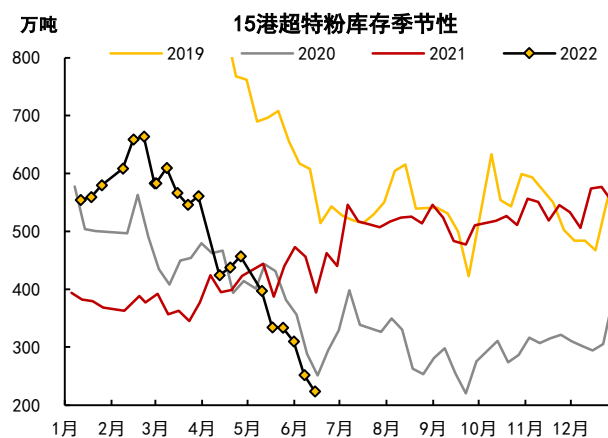
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

虽然今年以来 FMG 发运较好，且一季报中提高财年发运目标 5000 万吨，高硅低品的超特粉供应较为充足。但在钢厂低利润之下用矿偏好持续倾向于低品粉矿，导致超特粉的库存去化速度明显加快。

此外，由于力拓发运的低迷，且一季度 PB 粉供应比例也从去年的 92%降至 79%，其相对于金布巴粉的低硅品特性也不利于自身需求，使得同为中品矿的 PB

粉和金步巴的价差也持续走跌。

15 港超特粉库存（万吨）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 54： 中品矿价差（元/吨）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，随着澳巴港口检修的结束，以及力拓及淡水河谷的产能落地，PB粉和卡粉等低硅高品矿供应增加，或将重新提升高中品矿的性价比；同时下半年钢厂减产逐步落地，钢材利润有望重新回升，将继续缓解现阶段高中品矿的结构性紧缺矛盾。

五、铁矿总结：供需趋于宽松，矿价震荡下跌

2022 年上半年，由于疫情、天气、政策的影响，全球铁矿供给总量远不及预期，在对原材料强预期的背景下，矿价呈上行趋势。二季度后期，国内各地疫情转好，国家为刺激经济，铁水产量持续攀升维持高位，市场也对钢材需求的预期转强。但随着钢厂长期的低利润，成材需求也无明显好转，叠加海外美联储加息政策，减产预期发酵，需求的强预期与弱现实博弈，矿价震荡走弱。

下半年，主流矿山发运继续缓解，海外经济滞涨，铁矿到中国的进口量开始增加，以及国内铁精粉的正常供应，供给总量或环比增加 2433 万吨。而需求方面，钢厂采购积极性降低，低利润下部分钢厂已准备开启减产进程；全年粗钢压减政策细则也将出台，供需平衡难改转弱趋势。

总的来说，美国高通胀影响持续发酵，海外经济滞涨难以修复，市场风险偏好出现降低，抑制黑色板块走势，叠加原材料在基本面转松的趋势下，铁矿价格将延续弱势。

长期展望，随着“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的达成，国内外新投产项目落地，我国铁矿的对外依存度将逐渐转弱；叠加海外矿山的产能增加，铁矿供需平衡将进一步转松。

风险因素：矿山发运减量，终端需求加速回升（上行风险）；需求改善不及预期，减产政策加速落地（下行风险）

第三部分 焦炭：供需矛盾趋缓，成本支撑转弱

回顾 2022 年上半年，稳增长政策推升焦炭需求预期，疫情多点散发抑制终端现实需求，在强预期与弱现实的不断博弈当中，焦炭价格呈现宽幅震荡态势。

一季度，政策对高炉生产的扰动较大，冬奥会、两会、冬残奥会以及北方采暖季等因素限制北方高炉生产，生铁产量低位运行。然而，在稳增长的政策基调下，终端需求预期向好，叠加采暖季结束后北方高炉集中补库，焦炭价格大幅上行，4 月中旬，J2205 合约突破 4200 元/吨，创下历史新高。4 月中下旬开始，全国疫情不断发酵，频繁扰动终端需求、焦钢企业生产以及物流运输，对市场情绪产生抑制。钢材需求持续低迷，钢厂利润不断压缩，倒逼焦炭价格重心逐步下移。

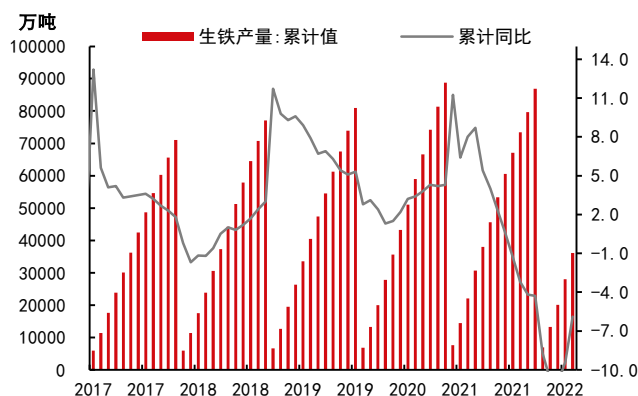
展望下半年，压减粗钢产量政策逐步兑现，焦炭供应则保持较大弹性，供需矛盾趋于缓解，焦煤成本支撑较弱，焦炭价格中枢或将面临进一步向下压力。

一、焦炭需求：铁水产量见顶回落，焦炭需求边际走弱

1、国内需求：高炉减产逐步兑现，国内需求逐步回落

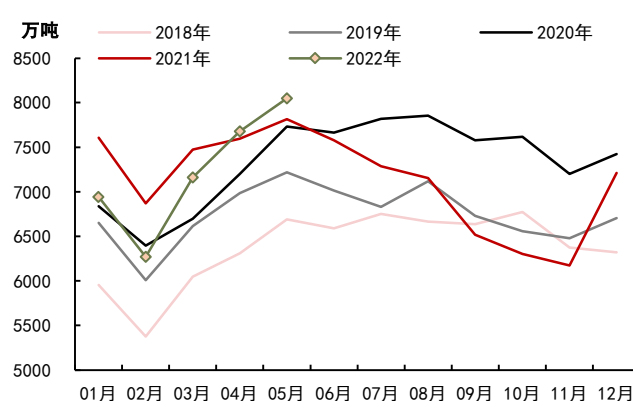
焦炭需求取决于下游生铁产量，今年一季度，由于冬奥会、两会期间政策限产，加之疫情频繁扰动，铁水产量累计同比减量明显。4 月开始，伴随外部扰动弱化，生铁产量稳步回升。2022 年 1-5 月，国内生铁累计产量 3.6 亿吨，同比下降 5.9%（按产量累计值计算），累计同比减量 1900 万吨。其中，5 月份生铁产量 8049 万吨，环比增 371 万吨。今年下半年，生铁产量将主要受到终端需求和限产政策的影响。

生铁累计产量及同比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

生铁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从终端需求来看，6 月以来，全国疫情整体迎来好转，对经济运行的扰动逐步弱化。政策持续发力，基建投资托底钢材需求，5 月地产销售数据略显回暖，

但房屋新开工及施工的修复仍需时间。6-7 月，华东华南等地相继步入雨季，终端现实需求或将延续弱势。伴随时间推移，稳增长政策逐步落地，总体认为，下半年钢材需求具备一定韧性，环比将逐步修复，但需求回升效率及高度仍面临较大压力。

政策方面，发改委要求确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降，近期，各省粗钢压产政策信号频出，下半年高炉减产预期将逐步兑现。结合钢厂自身生产节奏来看，当前钢材终端需求疲软，钢厂库存压力较大，利润受到极大挤压，已有部分高炉因亏损开启被动检修。

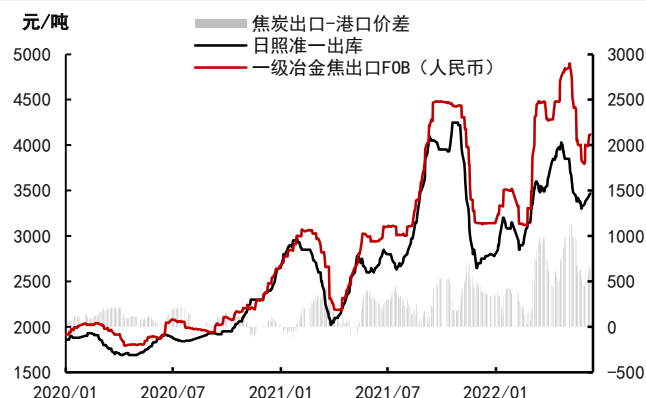
根据 Mysteel 数据，近期日均铁水产量维持 240 万吨以上高位，在需求和政策的双重作用下，生铁产量逐步见顶回落，下半年生铁产量同比仍有减量预期，国内焦炭需求整体呈现边际走弱态势。

2、焦炭出口：海外需求受限，出口相对中性

2022 年 1-5 月，我国焦炭累计出口 320 万吨，同比增幅 17.6%。其中，5 月焦炭出口 95 万吨，环比增加 31 万吨。

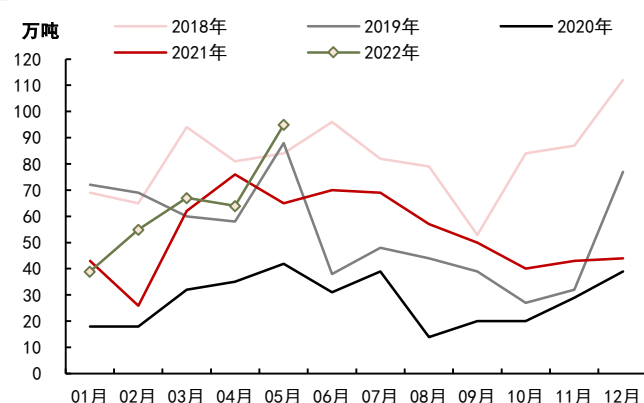
今年一季度，受地缘政治问题影响，国际焦煤价格高企，不断推高焦炭价格，焦炭国内外价差扩大，出口订单增量明显，给焦炭整体需求带来边际增量。4 月以来，伴随国际焦煤市场情绪回调，焦炭出口利润大幅收窄，出口成交随之回落。此外，由于海外高炉生产整体呈回落态势，焦炭需求有所下降，制约我国焦炭出口。下半年，在需求限制下，预计我国焦炭出口将维持相对中性水平，对整体需求的带动幅度相对有限。

焦炭出口-港口价差



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

焦炭出口季节性



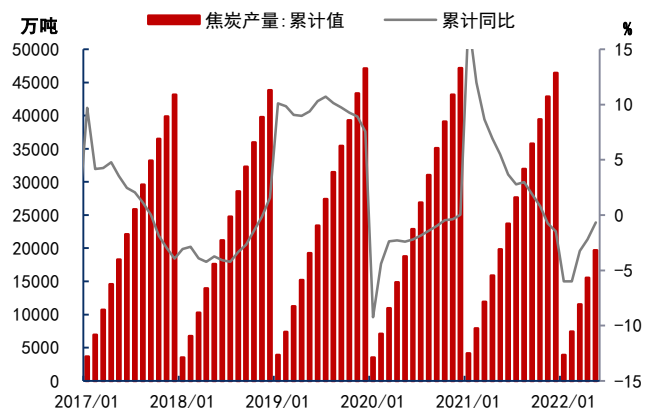
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、焦炭供应：供应弹性较大，产量跟随需求

2022 年 1-5 月，全国焦炭累计产量为 1.97 亿吨，同比减量 130 万吨。5 月，焦炭产量 4176 万吨，环比增量 175 万吨，同比增量 261 万吨。一季度，由于冬奥

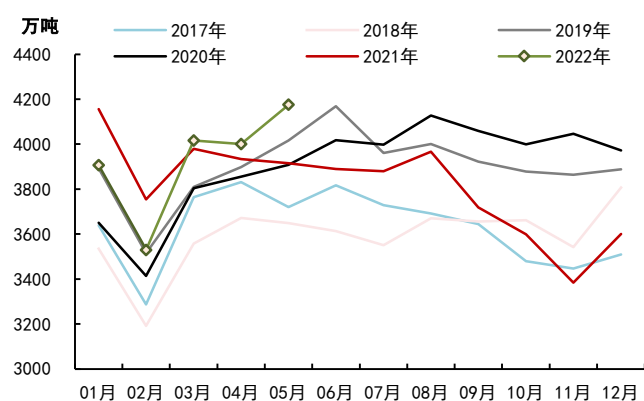
会、两会、冬残奥会及北方传统采暖季等影响，高炉及焦化厂开工受限。4 月以来，伴随高炉提产，在下游需求刺激下，焦炭开工率回升，焦炭产量整体呈增长态势。

焦炭月度累计产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

焦炭月度产量季节性



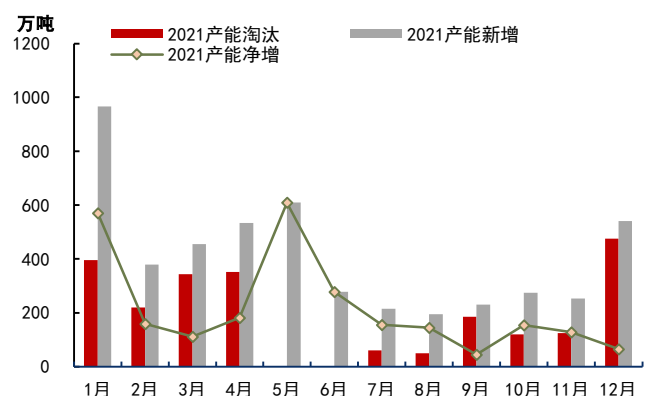
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1、焦炭产能充足，政策扰动减弱

近几年，焦炭产能的变化一直是市场关注的焦点，在落后产能集中退出的过程中，焦炭产能阶段性紧张的情况时有发生。根据 Mysteel 统计，当前全国冶金焦在产产能 5.51 亿吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 1.27 亿吨，5.5 米及以上产能约 4.24 亿吨。截至 6 月初，全国已淘汰焦化产能 555 万吨，新增 1871 万吨，净新增 1316 万吨；预计 2022 年全年淘汰 5108 万吨，新增 6555 万吨，净新增 1447 万吨。

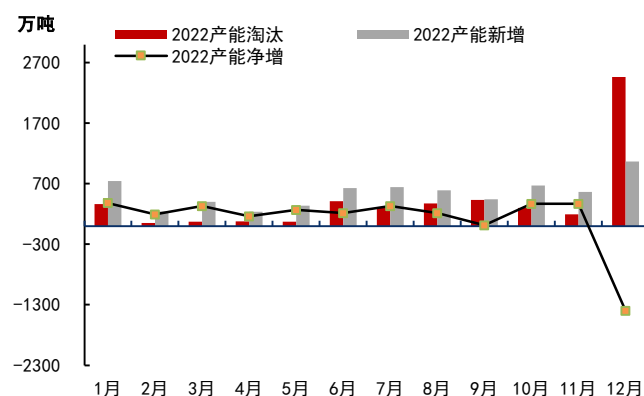
2021 年，新增焦化产能集中释放，产能净增约 2600 万吨。今年上半年，焦化行业产能置换节奏较为平稳，行业内产能充足，平均产能利用率为 75%-80%。下半年，焦化产能新增与淘汰并行，行业内产能充足，较难对焦炭供应形成明显扰动。

2021 年焦炭产能淘汰与新增



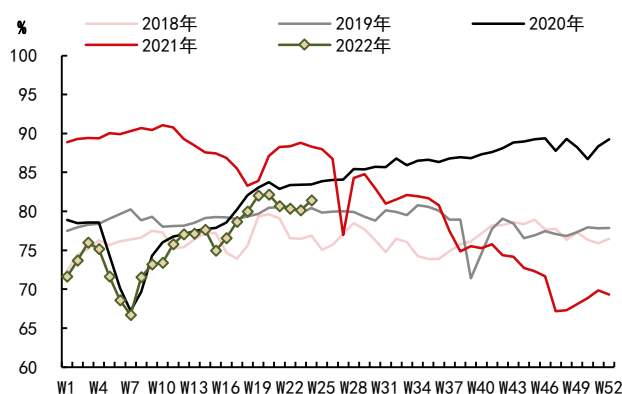
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2022 年焦炭产能淘汰与新增预估



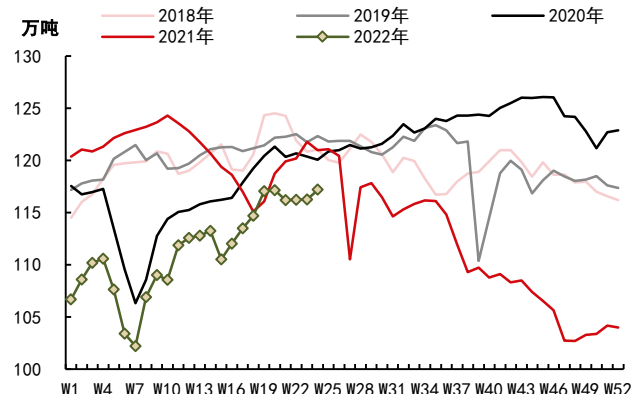
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

全样本独立焦企产能利用率



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

焦炭日均产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从政策层面来看，山西省工业和信息化厅在《关于推动焦化行业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》中提出，2023 年底前，全省焦化企业全面实现干法熄焦，全面完成超低排放改造，全面关停 4.3 米焦炉以及不达超低排放标准的 5.5 米及以上焦炉。《2022 年山东省焦炭产量控制工作方案》要求山东全省焦炭年度产量不得超 3200 万吨。据测算，按照两省当前的产能置换节奏及生产强度，政策对焦企正常生产的影响不大，“能耗双控”已经成为伴随焦化行业高质量发展的长期目标和常态化要求，对焦化生产的集中性限制弱化。

2、焦煤供需趋松，原料制约弱化

2021 年，由于煤矿生产安全检查严格，叠加进口资源减量较大，我国焦煤整体处于供需偏紧状态，对焦炭生产形成阶段性制约。去年四季度以来，在煤炭保供政策的指引下，国内煤矿生产有序恢复，焦煤供应已至相对高位。下半年，伴随铁水减量逐步兑现，焦煤供需矛盾将逐步缓解（后文焦煤部分将展开介绍），较难出现因原料端焦煤短缺导致焦炭产量受限的情况。

3、焦炭进口：内外价差倒挂，进口影响微弱

2022 年 1-5 月，我国焦炭累计进口 24 万吨。正如前文所述，今年上半年，海外焦煤价格高企，推升焦炭价格中枢，带动我国焦炭出口。预计下半年我国焦炭外贸仍以出口为主，进口对我国焦炭整体供应格局影响微弱。

综合来看，供应方面，下半年，焦化产能充足，政策端对于焦炭生产的影响弱化，原料供应充足，焦炭供应弹性较大，产量整体跟随下游需求波动。伴随铁水减产逐步兑现，预计焦炭供应亦呈环比回落态势。

三、焦炭市场展望：供需矛盾趋缓，成本支撑转弱

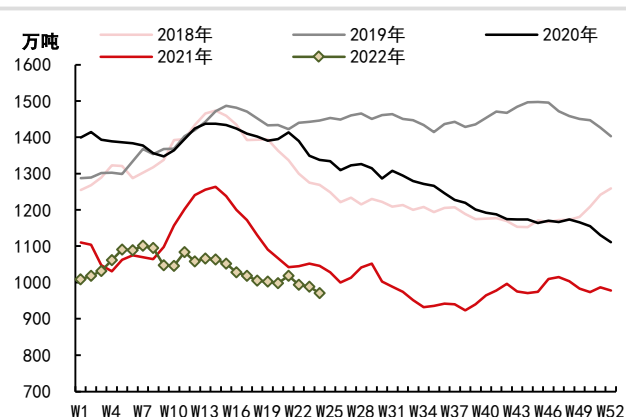
总结焦炭的供需两侧，需求方面，稳增长政策持续发力，基建投资托底钢材

需求，但地产端修复仍待时间检验，下半年钢材需求具备一定韧性，预计环比逐步修复，但需求回升效率及高度仍面临较大压力。结合政策端粗钢压产信号频出，利润压缩加速钢厂检修减产，下半年生铁减量或超预期，焦炭需求整体呈走弱态势。焦炭供应弹性较大，产量变化将主要取决于下游需求，阶段性受到焦化利润扰动。

今年春节过后，伴随生铁产量逐步回升，焦炭总库存整体呈现低位去化态势，加之焦炭价格中枢上移，钢厂对焦炭多保持即用即买，维持低库存生产，焦炭总库存处于近五年同期低位水平。下半年，焦炭供需偏紧情况将逐步缓解，预计焦炭库存将延续低位，逐步呈现小幅累库趋势。成本端，炼焦煤矛盾趋缓，价格变化趋势整体跟随焦炭，对焦炭的成本支撑逻辑转弱。

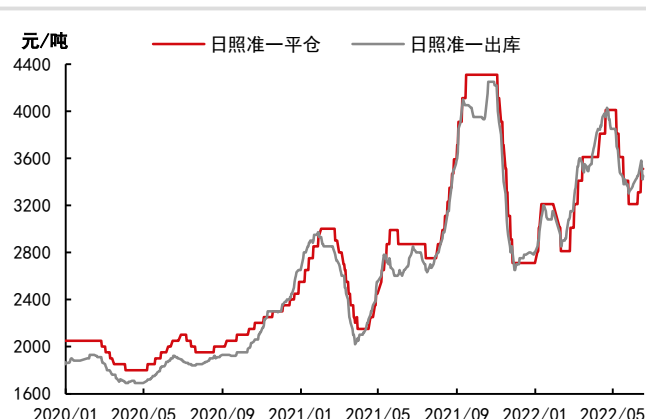
综上所述，下半年，伴随铁水减量逐渐兑现，焦炭价格亦将逐步承压，相较于上半年，焦炭价格中枢下移的可能性更大，需重点关注钢材终端需求、钢厂利润和粗钢压产政策对焦炭需求及产业链利润分配的影响。节奏上来看，伴随钢材淡季压力逐步显现，高炉减产现实落地，焦炭价格驱动向下。当稳增长政策效果逐步兑现，钢材需求旺季来临时，焦炭低库存水平下，其价格或将阶段性受到钢材带动。

图 55： 焦炭总库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 56： 港口焦炭现货价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

风险因素：终端需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；铁水减量不及预期、焦企限产加严（上行风险）。

第四部分 焦煤：供需趋于宽松，下行压力渐显

2022 年上半年，焦煤市场经历了较大的行情波动。经历过 2021 年的煤炭阶段性紧缺，去年四季度以来，政策层面持续强调煤炭“保供稳价”，在此背景下，国内煤矿生产有序恢复，焦煤产量同比增长。反观海外，一季度，国际煤炭市场面临诸多扰动，澳洲雨季焦煤发运下降，地缘政治问题引发焦煤国际贸易再平衡，海外煤价一路走强，我国海运焦煤进口缩量明显，叠加采暖季后下游旺盛的补库需求，焦煤阶段性供需紧张重现，价格大幅拉涨。二季度，国内焦煤供应继续恢

复，钢材终端需求持续低迷，钢厂利润不断压缩，对原料形成负反馈压力，焦煤价格回调明显。

展望下半年，我们认为，在煤炭保供的政策基调之下，国内焦煤产量将延续高位，伴随粗钢压产政策的推进，焦煤需求将环比走弱，供需结构将由偏紧趋于宽松，价格下行压力将逐步显现。

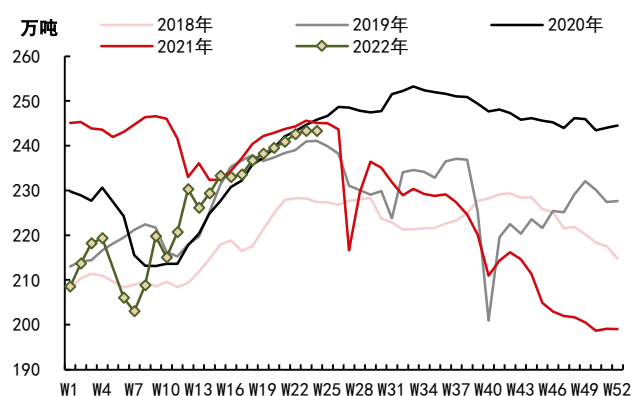
一、焦煤需求：焦钢企业减产，焦煤需求走弱

1、国内需求：粗钢压产推进，焦煤需求转弱

国内焦煤需求取决于焦炭的产量水平，而焦炭产量则主要跟随下游生铁产量。2022 年一季度，受冬奥会、两会及采暖季影响，北方焦钢企业生产受限，焦炭产量持续低位，抑制焦煤需求。二季度以来，伴随政策限制弱化，疫情影响逐步缓解，生铁产量持续增长，焦企开工率随之提升，带动焦煤需求走强。今年 1-5 月，全国焦炭累计产量为 1.97 亿吨，同比减量 130 万吨。5 月，焦炭产量 4176 万吨，环比增量 175 万吨，同比增量 261 万吨。

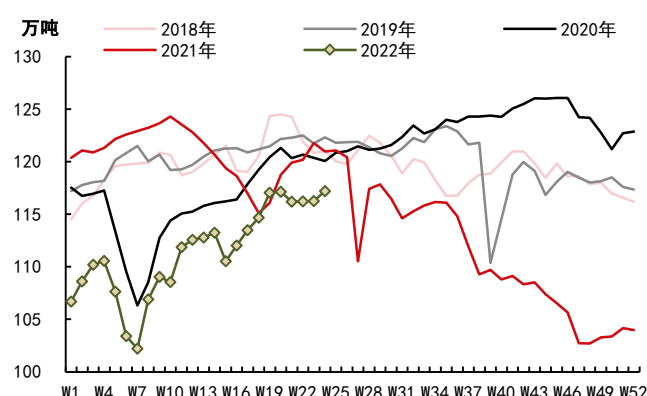
展望下半年，正如前文“焦炭国内需求”部分的分析，下半年钢材需求具备一定韧性，预计环比将逐步修复，但需求回升效率及高度仍面临较大压力，叠加粗钢压产政策推进，利润下滑导致高炉检修，总体认为，当前全国生铁产量已步入见顶回落阶段，下半年生铁减量或超预期，焦炭产量则跟随生铁产量，呈环比回落态势，焦煤需求强度随之转弱。

图 57： 247 家钢厂日均铁水产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 58： 焦化厂+钢厂焦炭日产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、海外需求：海外生铁产量下滑，国际焦煤需求回落

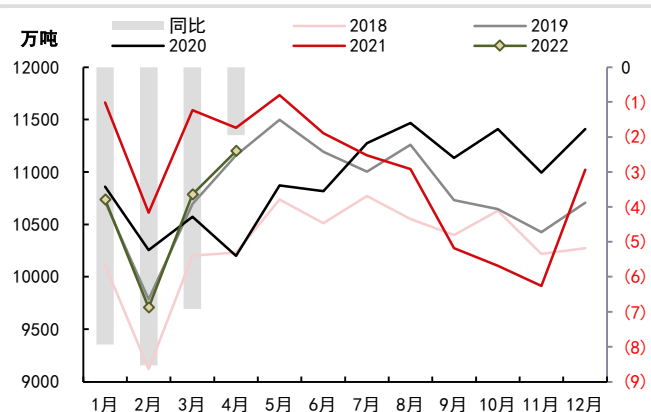
从全球焦煤供需来看，2021 年，伴随海外经济复苏，生铁产量逐渐恢复，海外焦煤供需偏紧，焦煤价格中枢整体上移。2022 年 1-4 月，全球生铁产量 4.24 亿吨，同比降幅 6.3%，除中国外海外生铁产量 1.44 亿吨，同比降幅 5.1%。今年

以来，全球生铁产量同比下滑，海外焦煤需求总量有所回落。

今年一季度，地缘政治问题引发国际市场对焦煤供应的担忧，推升焦煤抢购情绪。5 月以来，伴随焦煤贸易格局逐步完成再平衡，恐慌性采购情绪回落，叠加海外生铁产量回落，海外焦煤供需紧张缓解，价格重心整体下移。

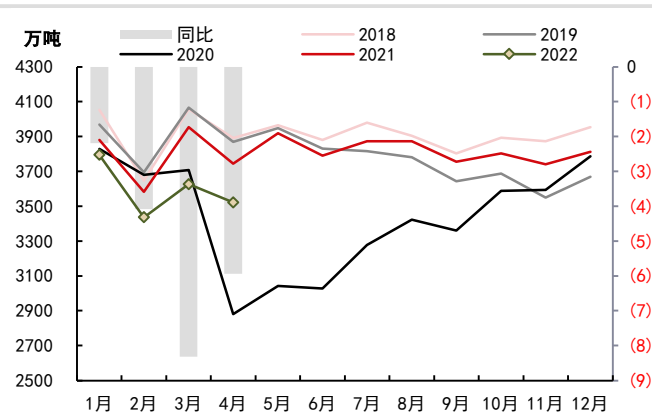
展望下半年，在全球宽松退潮、海外需求下行的大背景下，海外生铁产量或将同比下降，焦煤需求同比走弱，而从海外主流矿山的生产计划来看，今年海外焦煤供应预计稳中有增，相较于今年上半年，下半年国际焦煤供需紧张局面或将有所缓解。

图 59： 全球生铁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 60： 全球生铁产量季节性（除中国）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

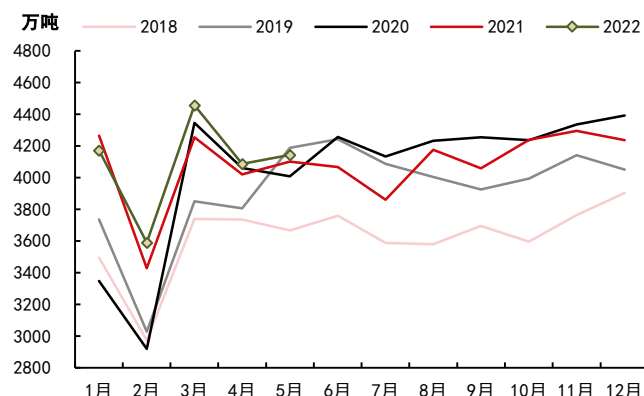
二、焦煤供给：国内供应高位持稳，焦煤进口环比改善

1、国内：煤炭保供延续，供应高位持稳

2022 年 1-5 月，我国炼焦煤累计产量 2.04 亿吨，同比增长 1.8%。今年一季度，在煤炭保供稳价政策的指引下，国内煤矿生产有序恢复，焦煤产量持续增长，3 月焦煤产量达到近五年同期高位。4-5 月，山西煤矿的生产和发运受到疫情影响，内蒙地区部分煤矿因环保检查停产整改，国内焦煤供应环比有所回落，但仍处在相对高位。6 月，煤矿进入安全生产月，但根据汾渭数据的周度样本统计，煤矿生产暂未受到明显制约。

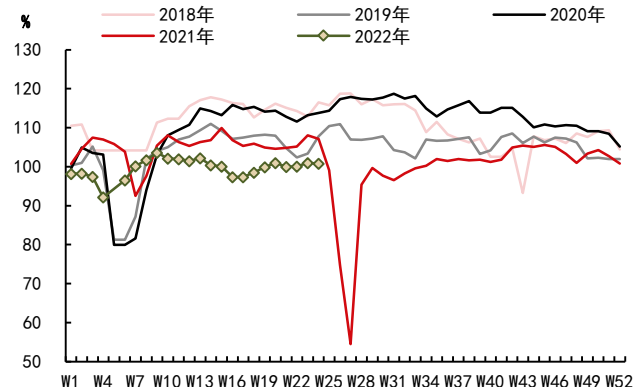
展望下半年，煤炭保供政策延续，预计政策端对于国内煤矿生产的扰动较弱，焦煤供应高位持稳，较难出现明显的供应缺口。

图 61： 国内焦煤产量-月度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图 62： 国内焦煤矿权重开工率-周度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

2、进口：蒙煤通关持续回升，焦煤进口环比改善

根据海关总署公布的进口数据，2022 年 1-5 月，我国累计进口焦煤 2108 万吨，同比增长 16%，2 月以来，焦煤进口量环比持续增长。从进口来源国来看，1-5 月，俄煤进口 675 万吨，占比 32%，成为我国第一大焦煤进口来源国；蒙煤进口 521 万吨，占比 25%；美国加拿大合计 597 万吨，占比 28%；前期滞港通关澳煤 200 万吨，占比 10%。

蒙古方面，今年以来，由于蒙古疫情防控成效良好，中蒙两国共同推进蒙煤进口。春节过后，蒙煤通关量持续回升，5 月以来，甘其毛都口岸通关量快速增长，当前日均通关 450 车左右，策克及满都拉口岸通关亦呈增长态势，后续视疫情防控效果，蒙煤通关或仍有一定增量空间。

以美国、加拿大为代表的海运煤方面，今年一季度，国际焦煤市场面临诸多扰动因素。澳大利亚焦煤主产区北昆士兰降水激增，焦煤生产和运输阶段性受阻；由于地缘政治争端，煤炭大国俄罗斯的出口不确定性增加，引发国际市场焦煤抢购热潮。全球煤价持续走强，我国进口海运焦煤价格倒挂，成交冷淡。近期，伴随海外焦煤市场情绪回落，国际焦煤价格整体下调，内外价差收窄。今年下半年，需重点跟踪海外焦煤价格走势，若美加海运煤进口窗口再度开启，将会对国内焦煤供应带来边际增量。

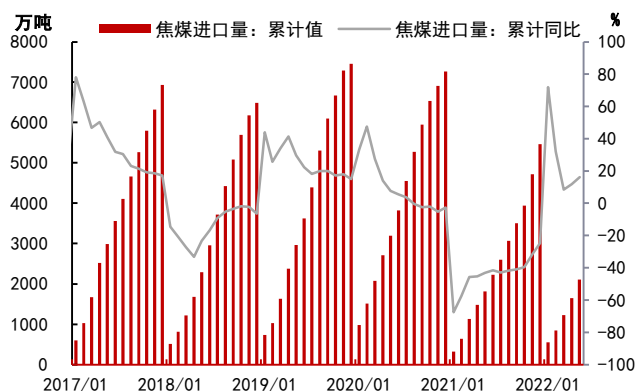
俄罗斯方面，3 月以来，俄罗斯焦煤出口更多地转向中国和印度，今年 1-5 月，我国的俄罗斯焦煤进口量同比增长超过一倍。根据路透煤炭发运数据，近期俄煤发运至中国数量高位震荡，预计下半年视性价比，仍维持常态化进口。

澳大利亚方面，中澳关系释放回暖信号，再度引发市场对于澳煤进口的广泛关注。在澳煤进口禁令之前，我国每年进口澳煤 3000 万吨以上，对国内焦煤供应的影响举足轻重。若澳煤有望恢复进口，即便短期内对焦煤现实供应影响不大，但或将加速市场情绪转向悲观。近日，澳大利亚出台限制煤炭出口政策，或对国际焦煤价格产生一定冲击，然在海外焦煤需求走弱背景下，该项政策对焦煤价格

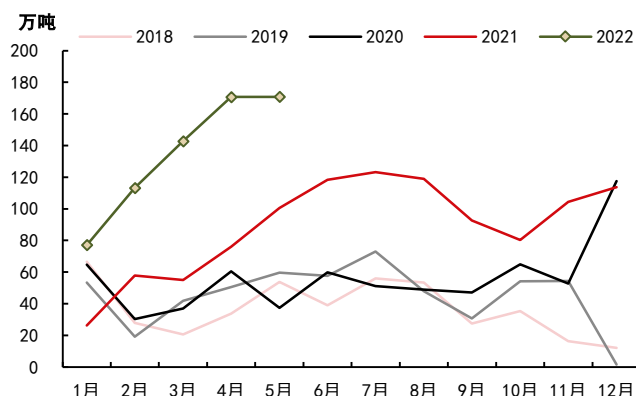
的抬升作用或相对有限。

综合来看，下半年焦煤进口相对平稳，若口岸疫情防控效果良好，蒙煤进口仍有部分增量预期，海运煤方面则需持续跟踪内外价差，预计总体持稳，环比或有一定改善。若按照当前的进口节奏推演，今年全年焦煤进口量与去年基本持平，若蒙煤顺利增加，叠加海运煤可能的进口窗口，全年进口量将增加。

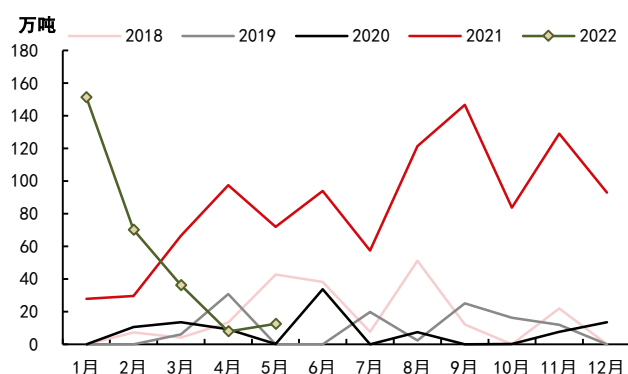
焦煤进口累计量及同比



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所
图 63: 月度焦煤进口情况-俄罗斯

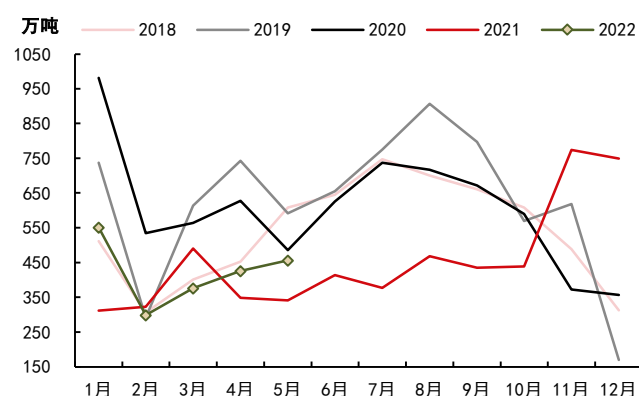


数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所
图 65: 月度焦煤进口情况-美国

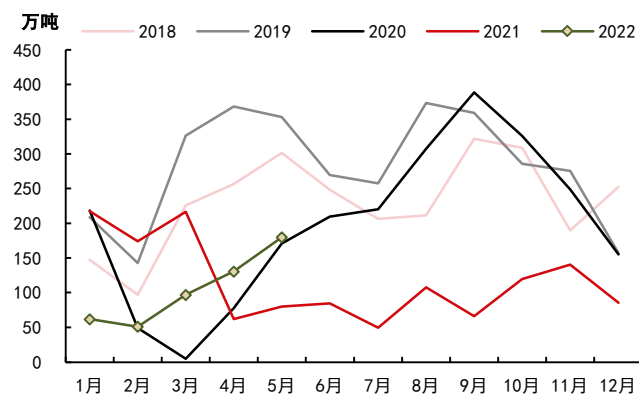


数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

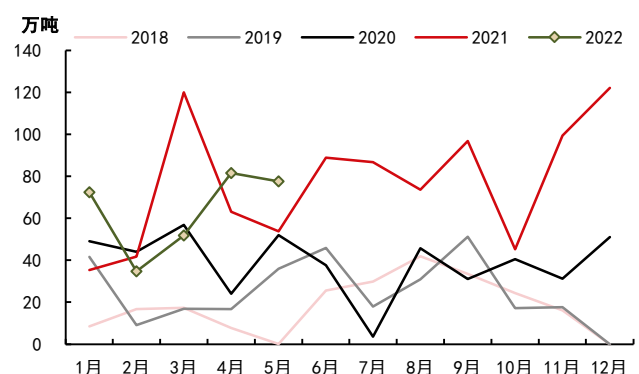
焦煤进口量季节性



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所
图 64: 月度焦煤进口情况-蒙古



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所
图 66: 月度焦煤进口情况-加拿大



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

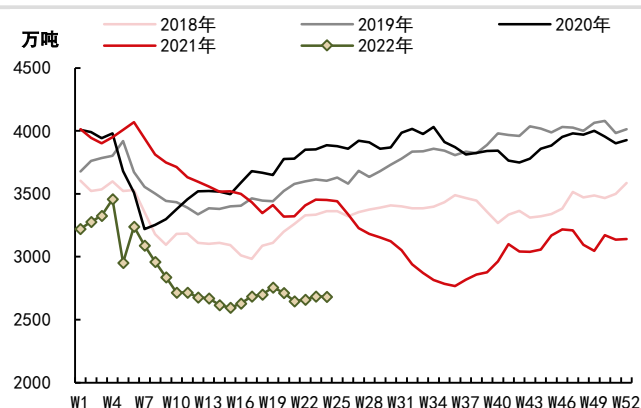
三、焦煤市场展望：供需趋于宽松，下行压力渐显

需求方面，国内钢材终端需求修复缓慢，在压减粗钢产量的政策背景下，下半年生铁减产逐步兑现，焦炭产量则呈跟随态势，国内焦煤需求逐步走弱。海外方面，全球宽松退潮制约用钢需求，预计下半年海外生铁产量同比下降，全球焦煤紧张局面将有明显缓解。

供应方面，长周期下，“双碳”政策及煤矿资源禀赋问题制约国内焦煤产量增长，但纵观今年全年，煤炭保供稳价仍为煤炭行业的主要政策导向，国内煤矿生产的外部限制较弱，上半年，国内焦煤产量逐步增长，预计下半年将延续高位，供应波动较小。海外方面，主流矿山的生产及发运计划基本保持平稳，利润刺激下，中小矿山生产积极性较高，此前受到地缘政治冲击的国际焦煤贸易格局亦逐步完成再平衡。

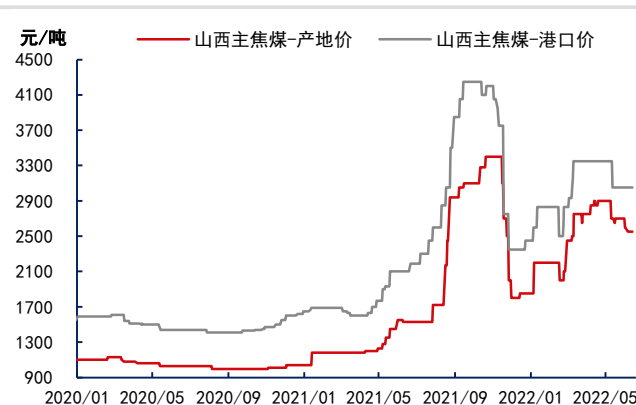
今年上半年，焦煤价格上涨的主要逻辑在于，稳增长预期下，生铁产量持续增长，焦煤供需结构整体偏紧，主焦煤结构性矛盾催化盘面超涨，焦煤低库存水平则进一步放大了价格波动。下半年，预计国内焦煤供应高位持稳，需求则逐步见顶回落，海外焦煤市场运行将趋于平稳，我国焦煤供需结构将由偏紧状态趋向宽松，焦煤逐步进入累库周期，价格重心或将趋势性下移。此外，预计下半年全产业链焦煤库存仍将延续低位，若高炉减产节奏慢于市场预期，焦煤低库存水平或阶段性支撑价格。

图 67： 焦煤总库存-煤矿（推算）+焦企+钢厂+港口



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图 68： 焦煤现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

风险因素：进口政策放松、煤矿增产超预期、生铁减产超预期（下行风险）；终端需求超预期、煤炭保供不及预期、进口资源持续紧张（上行风险）。

第五部分 铁合金：需求趋于走弱，合金承压运行

一、硅铁： 供需趋于宽松，成本下行缓慢

今年二季度黑色整体呈震荡下行，硅铁作为炼钢原料，在终端需求萎靡，钢厂减产的背景下，跌幅较大。硅铁在能耗双控减弱的背景下，供给始终处于高位，

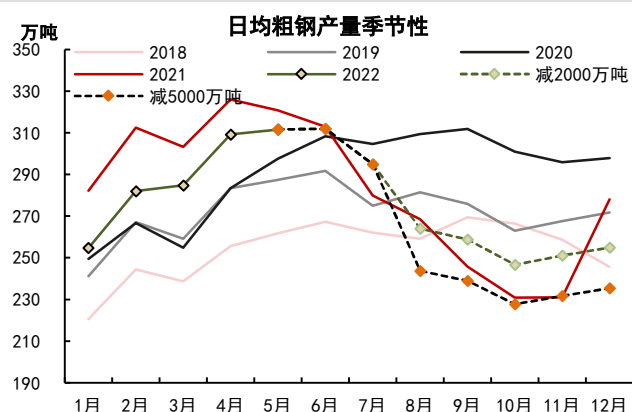
需求在下半年呈下降趋势，硅铁将呈供需宽松的格局。

1、硅铁需求：关注粗钢压产力度，金属镁需求独木难支

1.1 炼钢端：粗钢压产政策或将实施，硅铁需求下降

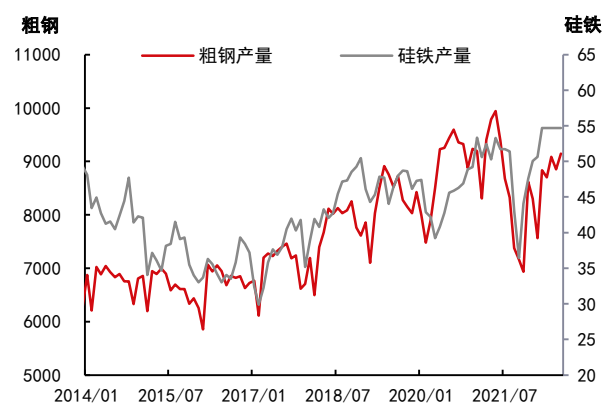
硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过 72%。由于终端需求偏弱，当前粗钢产量偏低，1-5 月份统计局口径粗钢日产 289 万吨，其中 4-5 月产量维持高位。但终端需求较为低迷，钢厂利润较低，库存压力较大的背景下，6 月中下旬钢厂减产范围有所扩大。粗钢压产政策预期较强，粗钢产量在下半年或降幅扩大，制约硅铁需求。

图 69： 月度粗钢产量预估



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 70： 粗钢产量与硅铁产量走势

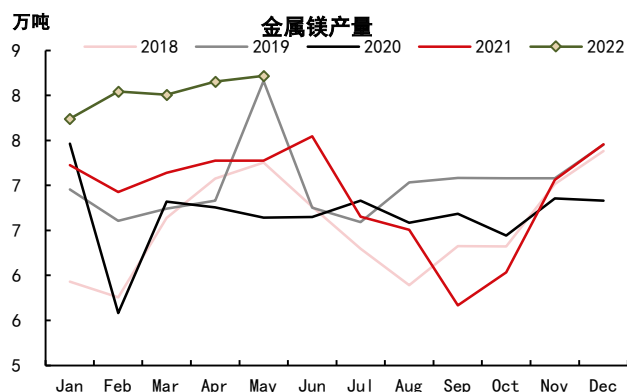


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.2、金属镁：汽车行业政策加持，硅铁需求增多

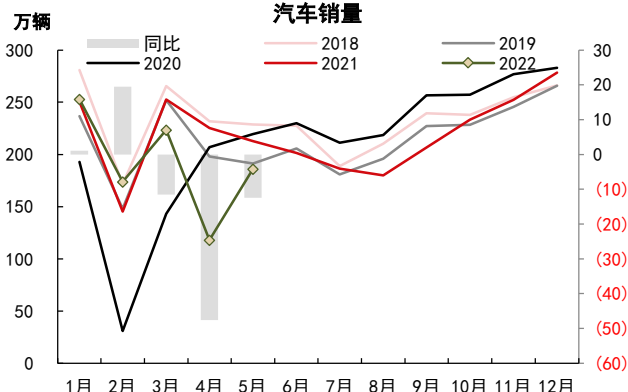
硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在 15% 左右。2022 年 1-5 月份，国内金属镁产量 40.1 万吨，同比上升 12.06%。由于国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%，多应用于汽车行业，5 月国常会推出 6 方面 33 项新增稳增长措施，减征乘用车购置税 600 亿元，6 月国常会进一步加大汽车消费支持力度，我们预计 3 季度汽车产销或将有 5-10% 的增速，一定程度上支撑硅铁需求。

图 71： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 72： 汽车产销回升

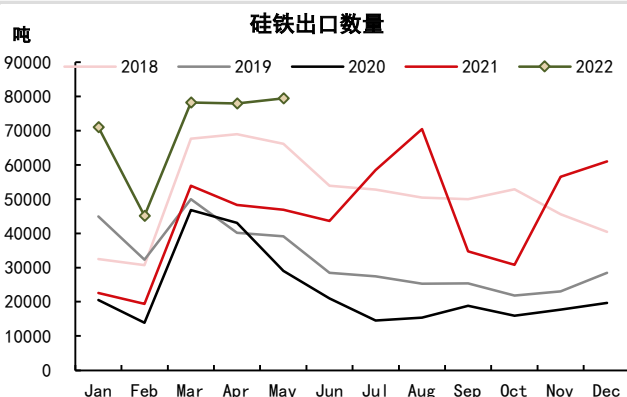


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.3 出口端：海外地缘政治有所缓和，出口或小幅回落

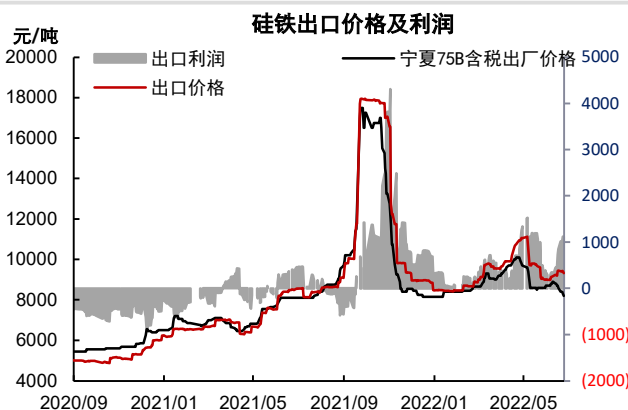
一直以来，我国是硅铁净出口国，1-4 月国内硅铁出口 27.2 万吨，同比增长 88.8%，增幅较大。3-4 月受海外地缘政治影响，俄罗斯等国为传统硅铁出口国，国际硅铁贸易再重构，硅铁出口有所增加。但随着地缘冲突有所缓和，硅铁出口难以全年保持高增，5 月份出口量较多，更多为 3-4 月份出口订单的滞后，后期或将小幅下降。

图 73： 硅铁月度出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 74： 硅铁出口价格

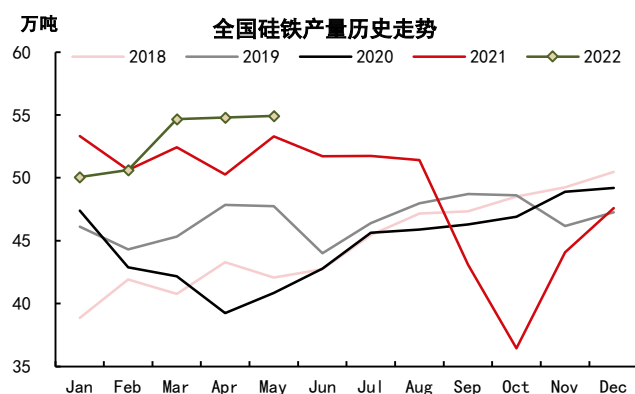


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、硅铁供应：政策暂无限制，利润驱动产量

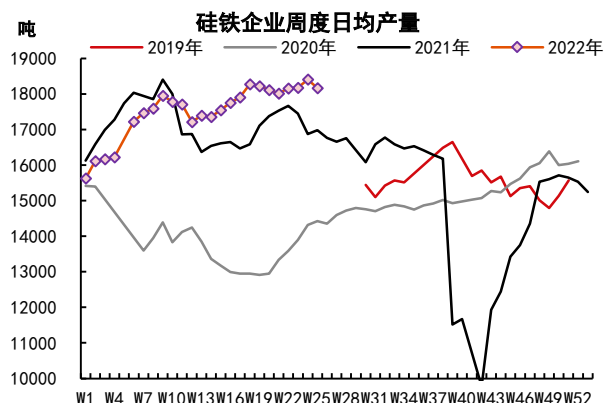
硅铁作为典型的高耗能品种，去年双碳环境下，受到的供给扰动较多，一度也导致供给紧张、价格大涨。但 2022 年政策主线为稳增长，主产区能耗指标相对宽松，2 季度硅铁受神木兰炭整治的预期影响，实际生产暂无限制，硅铁企业利润丰厚，产量始终处于高位。Mysteel 数据显示，3-5 月硅铁月均产量维持在 54 万吨以上，1-5 月累计同比增长 2%。近期硅铁价格下跌较多，但硅铁企业仍未陷入亏损区间，预计下半年硅铁产量主要受利润调节，产量或将维持高位。

图 75： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 76： 136 家硅铁企业日均产量

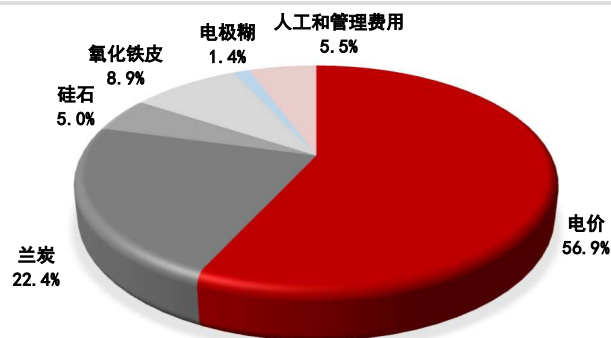


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、硅铁成本：能源成本下移有限，硅铁成本高位

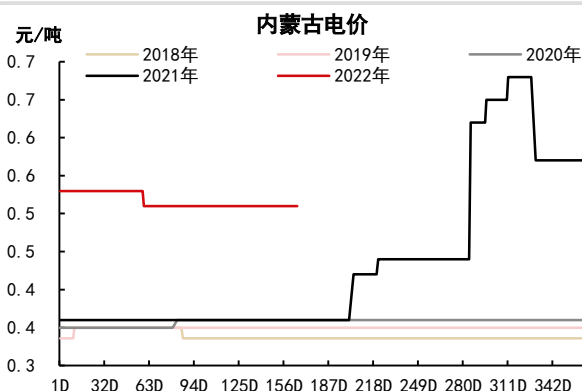
从硅铁的成本结构来看，电费、焦炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费成本、焦炭，这两项成本占比接近 70%。电费、焦炭，属于能源品种的衍生，近期煤炭经历海外供应后，价格虽理性回调，但煤焦仍相对偏紧，且从煤炭供给宽松，到电力成本下调，相对滞后，总体下半年成本下跌的空间有限。

图 77： 硅铁各项成本占比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 78： 主产区电费情况跟踪



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

4、硅铁展望：需求或将下行，硅铁供需宽松

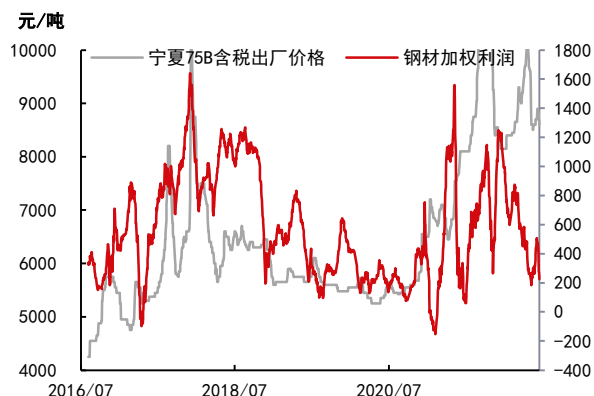
6 月中旬以来，在终端需求回补缓慢，钢厂减产预期影响下，硅铁价格大幅下跌，目前已跌至硅铁厂成本线附近，期货也处于贴水状态。

随着国内疫情的控制，下半年终端需求将逐步回升，改善空间有限，由于钢厂成品库存压力较大，炼钢利润多数亏损，压产预期较强，硅铁需求受到抑制，而实际钢厂的减产节奏和幅度还有不确定性，因此下半年硅铁需求将高位见顶。

硅铁的供给调节较快，硅铁厂在亏损后也有同步减产，而硅铁成本主要取决

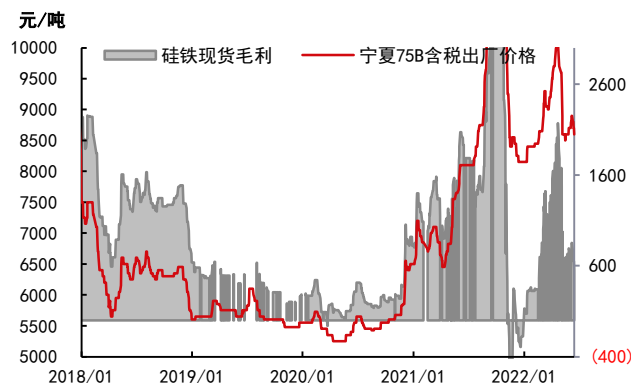
于能源，随着煤焦供给的缓解，预计下半年小幅下跌，总体较为缓慢，本身硅铁社会库存不高，价格弹性较大，预计在下半年保持高位波动，价格重心继续下移。

图 79： 硅铁现货价格与钢材利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 80： 硅铁现货价格与利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

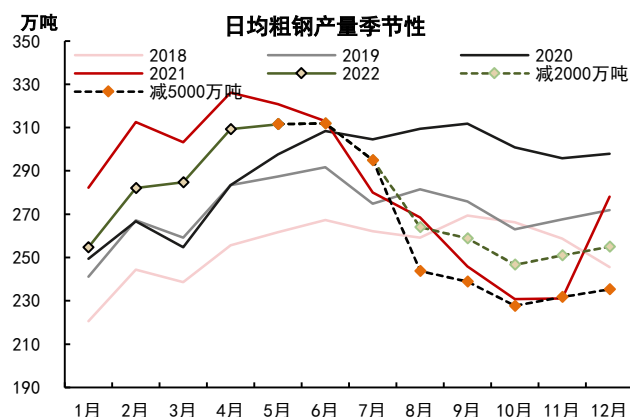
二、硅锰：供需相对宽松，硅锰承压运行

今年二季度黑色整体呈震荡下行，硅铁作为炼钢原料，在终端需求萎靡，钢厂减产的背景下，跌幅较大。供给始终处于高位，需求在下半年呈下降趋势，硅铁将呈供需宽松的格局，而成本端变动缓慢，难以出现坍塌，硅锰价格仍将保持承压区间震荡的状态。

1、硅锰需求：粗钢压产，硅锰需求下行

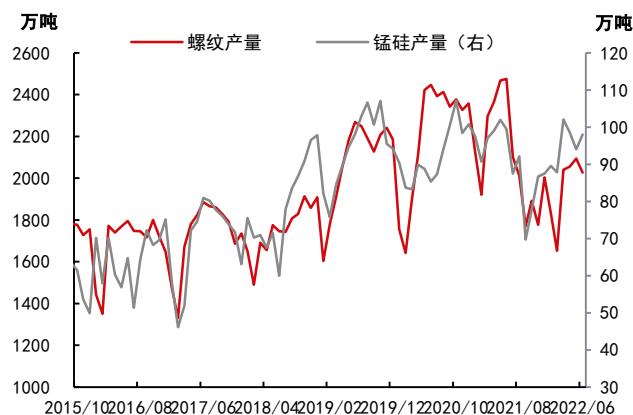
硅锰的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产。2 季度随着疫情缓解，原材料供给约束解除，粗钢产量整体维持高位。但 6 月下旬开始，钢厂受低利润、高库存、低需求等因素影响，陆续开启检修。粗钢压产政策将在下半年落地实施，或显著制约硅锰需求。

图 81： 月度粗钢产量预估



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 82： 螺纹产量预硅锰产量走势

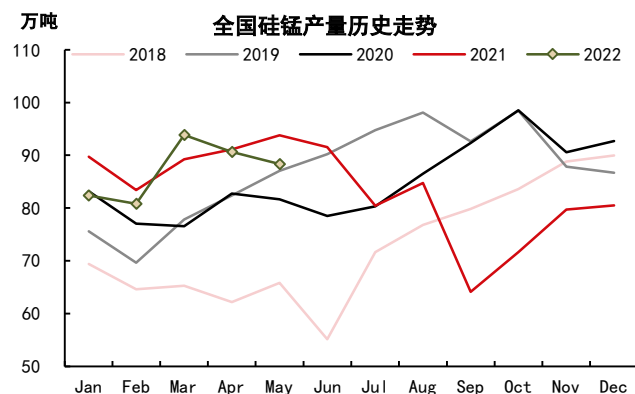


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、硅锰供应：低利润倒逼减产，供给弹性较大

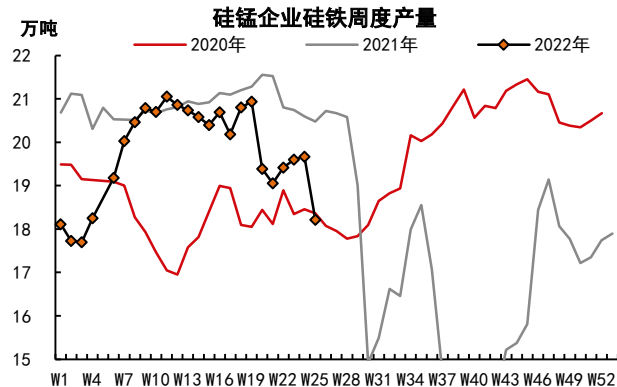
二季度硅锰供给整体保持高位，5 月受硅锰亏损幅度扩大影响，锰系专业委员会号召减产 50%，但效果有限。在能耗双控解除的背景下，合金厂生产尚未受到政策段约束。6 月初广西取消限制类电价，当地工厂开工情绪好转，但 6 月中下旬硅锰大幅下跌后，硅锰再度转入亏损，若继续下跌，宁夏等地工厂也转入错峰生产，由于今年的政策主线为稳增长，预计下半年硅锰行政端限产偏少，产量主要受行业利润调节，总体较为灵活，产量也将保持在相对高位。

图 83： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 84： 硅锰周度产量情况



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3、硅锰成本：成本短期存支撑，中长期支撑减弱

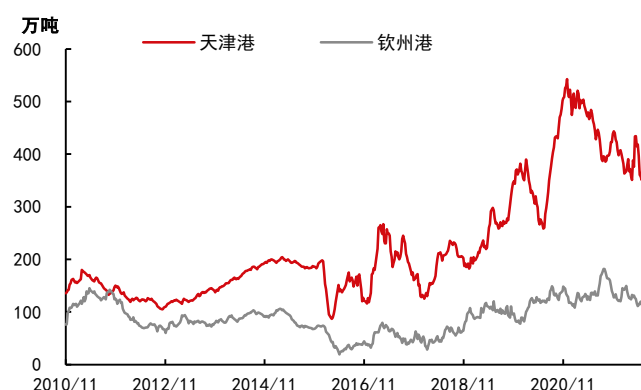
从硅锰的成本结构来看，锰矿、电力、焦炭是最大的三个成本项目，在钢厂低利润，减产倒逼下，硅锰成本也有下行压力，但我们认为硅锰三项成本下行或较为缓慢。分项来看，锰矿方面，2022 年 1-5 月，锰矿累计进口 1331 万吨，同比减少 162 万吨，其中澳洲矿减量最大，澳块价格从年初的 44 元/吨度上涨至 62 元/吨度，近日在硅锰工厂亏损后，锰矿也受到需求端压力，但由于港口锰矿

库存下降、货权集中、到港成本也较高，三季度价格或僵持不下，待锰矿供给充分缓解后，锰矿价格才有充分的下跌动能，因此我们认为下半年锰矿难以坍塌。

电力方面，煤炭供应逐步恢复，但需求同样向上恢复，煤价仍高位运行，虽然长期煤炭资源紧张问题或将缓解，电价或有部分下降空间，但从煤炭价格下跌到电力成本下调，较为缓慢。

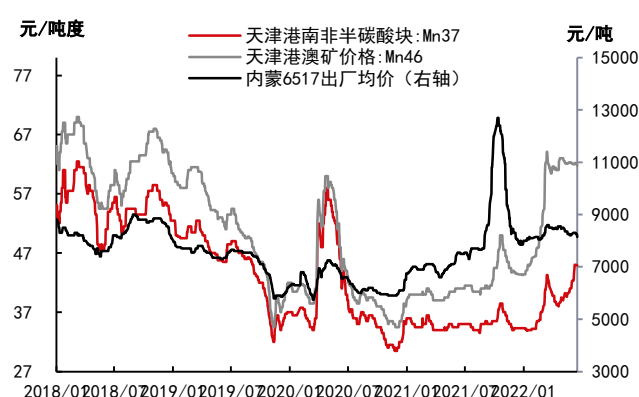
综合来看，锰矿及电力成本仍在一定程度上支撑硅锰价格。但后期随着煤炭资源紧张问题缓解，硅锰成本或将有所下降。

图 85： 进口锰矿库存持续去化



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 86： 锰矿价格坚挺

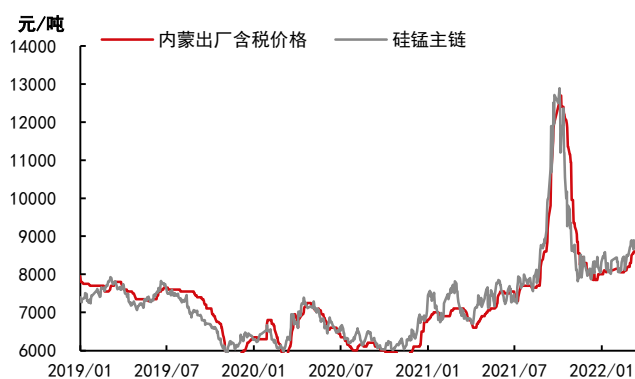


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

4、硅锰市场展望：总体供需宽松，硅锰承压运行

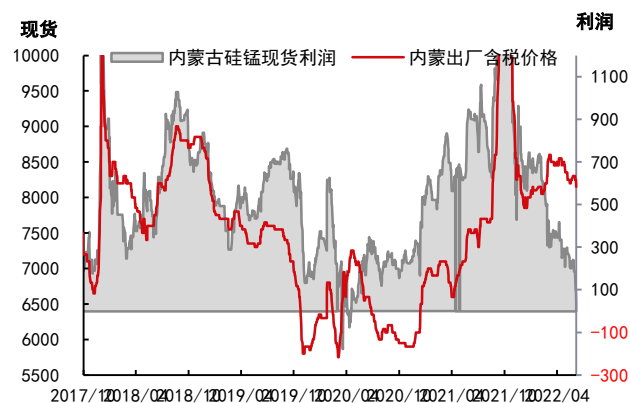
需求端，3 季度终端需求或有边际改善，粗钢压产政策将降低硅锰需求，但实际减量节奏有不确定性。供给端，政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，6 月大跌后，多数合金厂已处于亏损状态，产量也将受到抑制，硅锰供需总体处于相对宽松的状态，难以大幅过剩。成本端，由于锰矿供给短期难以放量，电力等成本也将保持高位波动，硅锰成本难以崩塌，硅锰价格在工厂亏损扩大、期货大幅贴水后有所支撑，下半年硅锰或阶段性反弹。由于终端需求难以明显改善，钢厂、合金厂供给弹性较大，硅锰反弹高度有限，或继续保持区间震荡，重心下移的状态。

图 87： 硅锰期现价格



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 88： 硅锰现货利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

风险因素：终端需求加速回升（上行风险）；需求改善不及预期，减产政策加速落地（下行风险）

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>