

信心亟待修复，全年重心下移

——黑色金属 2023 年度策略报告

报告要点

国内地产下行尚未扭转，海外需求弱势将拖累出口需求，2023 粗钢需求总体将承压运行；钢厂利润大幅收缩后，供给将跟随需求，预计 2023 年黑色板块将呈现供需双弱的格局，钢价和原料重心将整体下移。从节奏来看，淡季期间存在预期先行引导的阶段性反弹，但市场信心不足，反弹高度有限，警惕板块冲高后的大幅回调风险黑色金属存在阶段性反弹的机会。

钢材：关注政策力度，预期引导节奏

2023 年，地产方面，商品房销售仍将维持弱势，政策在融资端放松，或可阶段性减小房企资金压力，提升房企的施工、竣工能力，但仍难以对冲新开工下降带来用钢需求下降。基建方面，传统财政政策难维持 2022 年的支持强度，或需依托准财政政策发力，基建增速维持中性增长。制造业与出口方面，受海外需求下滑影响，国内减税、地产销售下滑等因素影响，出口与制造业投资仍将维持下降趋势。供给端看，2023 年粗钢压产的行政性压力较小，钢材市场的自主调节能力较强，产量或跟随需求波动。节奏上，2023 年需求的内生动力仍然较弱，地产和基建需求的强度或主要依托政策的扶持力度。我们认为需求或呈现前低后高的走势，期价或呈现“N”字型走势。

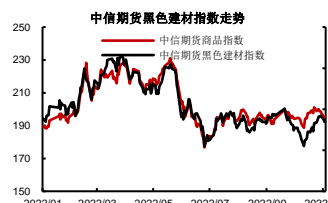
铁矿：供给逐步过剩，价格重心下移

2023 年，国内地产需求依然偏弱、对外出口有下行压力；而海外经济下行，稳通胀政策短时难以见效。在此背景下，若铁矿继续维持当前价格，则铁矿全年将供给过剩，宽松格局难以改变，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。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 2022 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。

焦炭：供需相对平衡，成本拖累向下

2023 年，我们认为焦炭供应仍然会以跟随下游需求走势为主，供需总量相对平衡。成本端，在煤炭保供的政策背景之下，预计焦煤供需趋于宽松，对焦炭的成本支撑减弱；而焦炭作为中间加工环节，焦化利润在中长期内都将维持较低水平。总体来看，焦炭价格变化的主要驱动在于需求端，基于钢材终端需求长期走弱，焦炭的价格中枢仍有下移空间。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



建材研究团队

研究员：

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

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

焦煤：供需趋于宽松，价格重心下移

2023 年，焦煤供应环境进一步改善，而需求下行趋势难改，我国焦煤供需结构将逐步趋于宽松。国内焦煤产量和进口量将配合下游需求，通过供应端的调节实现焦煤供需的动态相对平衡。伴随下游需求整体走弱，煤矿作为当前黑色金属产业链条上利润最为丰厚的一环，向下游让利的压力将逐步显现。此外，下游焦煤低库存已成常态，在高炉复产周期中，焦煤价格仍具备较强的短期向上弹性。

硅铁：供应跟随需求，成本决定价格

2023 年预计硅铁供应跟随需求有所下行，行业维持较低利润，成本决定价格。2023 年国内仍面临扩大内需稳定经济的压力，硅铁供应端扰动相对较小，主要受利润调节。政策对房地产行业有一定托底，但房地产企业拿地和新开工数据仍然较差，2023 年上半年钢材需求仍有压力。在海外衰退压力下，硅铁出口需求难以维持高增速，金属镁的增量需求对硅铁支撑将独木难支。2023 年硅铁价格主要受需求端影响，预计行业维持低利润。

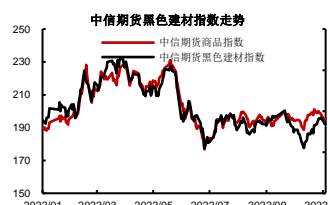
硅锰：需求高度受限，关注成本变动

2023 年预计供应端扰动较小，产量跟随需求变动，主要关注成本利润变动。钢材终端需求仍面临较大下行压力，粗钢产量和硅锰需求受到抑制；供应端扰动较小，经历 2022 年的低利润和亏损后，预计 2023 年硅锰生产企业对利润更加敏感，产量将随利润驱动。锰矿成本已逐步回落，但上涨仍面临高库存的压制，难有趋势性涨跌，成本有望逐步企稳。

废钢：供需格局健康，走势跟随成材

2023 年，我国疫情防控工作已经取得良好进展，疫情管控对社会积蓄钢材报废、回收、运输的影响逐渐消散；同时，地产维稳政策不断推出，“稳楼市”，“稳经济”的政策发展方向明确，废钢将逐渐恢复自然增长，乐观估计，供给端将有 600-1000 万吨增量。需求端来看，2023 年粗钢同比降约 2.0%，按照 17.5%的废钢比估算，废钢需求端将增加约 600 万吨，整体看，2023 年废钢供需紧平衡的格局有望小幅缓解。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



建材研究团队

研究员：

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

目录

第一部分 钢材：关注政策力度，预期引导节奏	8
一、钢材需求：需求依托政策发力，增速降幅收窄	9
1、信用扩张传导不畅，结构性工具突出信贷质量	9
2、地产：房企融资边际改善，或难对冲用钢需求下滑	10
3、基建：依托准财政政策发力，基建维持中性增速	15
4、制造业与出口：国内主动降库，海外需求持续下行	16
二、钢材供给：行政压产压力减小，产量跟随需求波动	18
三、钢材总结：关注政策力度，预期影响节奏	19
第二部分、铁矿：供给逐步过剩，价格重心下移	20
一、2022 年铁矿逻辑总结	20
二、需求端：现实需求及需求预期双弱	20
1、铁矿需求回顾：国内终端需求压制，海外铁水难以修复	20
2、铁矿需求展望：国内铁水延续缩减，海外铁水重心下移	23
三、供应端：产量相对平稳，价格压制总量	23
1、铁矿供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流产出收缩	23
2、铁矿供给展望：矿价承压，逼近部分矿山成本线	26
四、供需平衡预估：供需趋于宽松，价格重心继续下移	28
五、补库驱动与结构矛盾：关注终端需求及预期引导	29
六、总结：供给相对过剩，价格重心下移	31
第三部分 焦炭：供需相对平衡，成本拖累向下	32
一、焦炭需求：终端压力传导，焦炭需求走弱	32
1、国内需求：钢材需求承压，焦炭需求走弱	32
2、焦炭出口：海外需求受限，出口维持中性	33
二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，产量受需求和利润引导	34
1、焦炭产能充足，政策限制减弱	34
2、供应弹性较大，需求及利润引导生产	35
三、供需总结：供需总量相对平衡，下游低库存延续	36
四、市场展望：供需相对平衡，成本拖累向下	36
第四部分 焦煤：供需趋于宽松，价格重心下移	37
一、焦煤需求：钢材需求难有起色，焦煤需求总量趋弱	37
1、国内需求：下游钢厂减产，焦煤需求走弱	37
2、海外需求：海外生铁产量下滑，国际焦煤供应扰动仍存	38
二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口环境相对宽松	39
1、国内：煤炭保供增产，煤矿生产平稳	39
2、进口：进口环境相对宽松，进口量受到国内需求调节	39
三、供需总结：需求逐步下行，供应环境宽松	40
四、市场展望：供需趋于宽松，价格重心下移	41
第五部分 铁合金：供需走向宽松，延续宽幅震荡	42

一、硅铁：供应跟随需求，成本决定价格.....	42
1、硅铁需求：需求重点在钢材，总体需求趋于下降.....	42
2、硅铁供应：政策扰动较小，利润调节产量.....	44
3、硅铁成本：电力成本难降，成本波动增大.....	45
4、硅铁展望：供应跟随需求，成本决定价格.....	45
二、硅锰：需求高度受限，关注成本变化.....	46
1、硅锰需求：粗钢产量下滑，硅锰需求受限.....	46
2、硅锰供应：利润影响产量，供应波动较大.....	47
3、硅锰成本：波动或更频繁，幅度有所减小.....	48
4、硅锰展望：需求高度受限，关注成本利润.....	49
第六部分、废钢：供需格局健康，走势跟随成材.....	50
1、钢厂利润保持低位，废钢涨跌跟随成材.....	50
2、废钢供给展望：自然增长逐年增加，释放节奏跟随经济.....	50
3、废钢需求展望：粗钢产量波动不大，废钢比例稍有增加.....	54
4、废钢展望：供给缓慢增加，走势跟随成材.....	54
免责声明.....	56

图目录

图表 1：居民中长期贷款需求疲弱.....	10
图表 2：内生需求偏弱	10
图表 3：地产延续弱势	10
图表 4：首次置业需求逐步回落.....	11
图表 5：看涨房价预期限制商品房销售.....	11
图表 6：疫情影响持续扩大.....	11
图表 7：未来收入信心提升储蓄比例.....	11
图表 8：商品房期房销售大幅下滑.....	12
图表 9：期房/现房销售笔持续回落	12
图表 10：30 大中城市商品房销售维持低位.....	12
图表 11：土地购置限制新开工面积.....	12
图表 12：月度地产宽松政策出台数量及比例.....	13
图表 13：月度分区域地产宽松政策出台数量及比例.....	13
图表 14：一线城市商品房成交面积仍有韧性.....	14
图表 15：三线城市商品房成交面积处于低位.....	14
图表 16：房企融资改善路径.....	14
图表 17：交运投资增速维持韧性.....	15
图表 18：能源投资维持较高增速.....	15
图表 19：一般公共预算收入较弱.....	15
图表 20：政府性基金收入大幅下降.....	15
图表 21：公共财政支出前高后低.....	16
图表 22：政府性基金支出前高后低.....	16
图表 23：制造业维持相对韧性，缓慢下行.....	17
图表 24：工业企业仍处于主动降库周期.....	17
图表 25：海外需求下行，拖累国内制造业出口	17
图表 26：汽车产量维持高位.....	18
图表 27：家电产销同比回落.....	18
图表 28：钢材利润大幅波动.....	19
图表 29：粗钢产量大幅波动.....	19
图表 30：铁矿价格下跌	20
图表 31：PB 粉现货价格	20
图表 32：终端需求限制铁水产量.....	21
图表 33：247 家钢厂高炉开工率同比大幅下降.....	21
图表 34：全球制造业 PMI 指数	21
图表 35：OER 或将于 2023 年放缓并于下半年出现拐点	22
图表 36：预计后续 CPI 将进一步回落.....	22
图表 37：全球生铁产量高位回落.....	23
图表 38：除中国外生铁产量环比回升	23
图表 39：中国铁水产量预测.....	23
图表 40：全球除中国外铁水产量预测.....	23
图表 41：非主流矿进口与普氏价格背离.....	25

中信期货研究|黑色建材年报（黑色金属）

图表 42：非主流矿进口同比大幅下降.....	25
图表 43：国产矿减量	26
图表 44：黑色金属矿采选业投资高位回落.....	26
图表 45：全球主要铁矿供应商供应预估.....	28
图表 46：2023 年全球铁矿将重新过剩.....	29
图表 47：价格走势与钢厂补库节奏呈正相关.....	30
图表 48：247 家进口矿库存处于历史低位.....	30
图表 49：PB 粉需求回升	30
图表 50：高中低品价差收窄.....	30
图表 51：中品矿具有性价比.....	31
图表 52：PB 粉延续去库	31
图表 53：焦炭现货价格走势.....	32
图表 54：焦炭期货价格走势.....	32
图表 55：国内生铁累计产量及同比.....	33
图表 56：国内生铁产量季节性.....	33
图表 57：焦炭出口季节性.....	34
图表 58：焦炭进口季节性.....	34
图表 59：焦炭累计产量	34
图表 60：焦炭产量季节性.....	34
图表 61：国内焦炭市场产能结构.....	35
图表 62：2022 年焦炭产能淘汰与新增预估	35
图表 63：全样本独立焦企产能利用率.....	35
图表 64：焦炭总库存季节性.....	36
图表 65：247 家钢厂焦炭库存可用天数.....	36
图表 66：焦煤现货价格走势.....	37
图表 67：焦煤期货价格走势.....	37
图表 68：焦炭日均产量季节性.....	38
图表 69：钢厂+焦化厂焦煤库存可用天数.....	38
图表 70：海外日均生铁产量.....	38
图表 71：海外主流焦煤价格走势.....	38
图表 72：国内焦煤累计产量.....	39
图表 73：国内焦煤产量季节性.....	39
图表 74：焦煤进口量季节性.....	40
图表 75：1-10 月我国焦煤进口来源	40
图表 76：产业链利润分配情况.....	41
图表 77：焦煤总库存季节性.....	41
图表 78：日均粗钢产量	43
图表 79：粗钢产量与硅铁产量走势关联度极高.....	43
图表 80：金属镁产量季节性.....	43
图表 81：汽车产量季节性.....	43
图表 82：硅铁月度出口量季节性.....	44
图表 83：硅铁出口价格和利润.....	44
图表 84：硅铁月度产量季节性.....	45

图表 85：136 家硅铁企业开工率.....	45
图表 86：硅铁成本与利润.....	45
图表 87：硅铁主产地电价.....	45
图表 88：硅铁现货价格与钢材利润走势.....	46
图表 89：硅铁期货和现货价格对比.....	46
图表 90：日均粗钢产量	47
图表 91：粗钢月产量与硅锰月产量走势.....	47
图表 92：硅锰月度产量季节性.....	48
图表 93：硅锰周度开工率情况.....	48
图表 94：进口锰矿价格情况.....	49
图表 95：港口锰矿库存维持高位.....	49
图表 96：硅锰现货利润与螺纹利润.....	49
图表 97：硅锰期现价格走势.....	49
图表 98：2022 年废钢价格走势回顾.....	50
图表 99：2022 年折旧废钢自然增长.....	51
图表 100：全国废钢到货量预估.....	51
图表 101：147 家废钢到货量-周度日均	51
图表 102：自上而下预估废钢供给量.....	52
图表 103：废钢供给量差因分析.....	52
图表 104：废钢供给增速与国内经济增速基本吻合	53
图表 105：我国废钢铁进口未见起色	53

2022 年是实施“十四五”规划的关键之年，是北京冬奥会、冬残奥会举办之年，是党的二十大召开之年。“稳经济”、“保交付”、“动态清零”等关键词为 2022 年烙刻了深刻的印记。在完成十年的伟大变革后，新时代新征程的发展和第二个百年奋斗目标被指明了方向，确立了指南。黑色金属市场在奔涌的时代浪潮中，面对产业和宏观的轮番压境，承受了波涛汹涌的急涨急跌，同样也经历了波澜不惊的四平八稳。

随着海外紧缩政策快速推进、国内地产下行趋势难改，终端需求正面临中长期增速走低的压力，将持续压制黑色板块的价格重心；但制造业投资的持续增长和海外地缘政治扰动提振出口，仿佛又让身处暗夜的市场看到短暂光明。另一方面，国内粗钢产量延续平控要求，在钢厂利润持续收缩下，产量被动调整成为 2022 年的主旋律。极低的钢厂利润让钢铁行业提前过冬，市场信心亟待重建。

黑色金属仍面对需求下滑、粗钢平控约束的双鬼拍门，风暴中潜藏的机遇与隐匿的风险并存。骤雨初歇之后，2023 年黑色金属走势将如何演绎？我们从宏观和产业的整体逻辑出发，对 2023 年的黑色市场进行系统性展望，共同见证周期的力量。

第一部分 钢材：关注政策力度，预期引导节奏

2022 年钢材市场整体表现为上行蜿蜒曲折，下行惊心动魄。钢材的现实需求始终处于较弱的状态，淡旺季切换十分不显著。受疫情变化、国内政策、以及海外加息预期等宏观预期的影响，钢材市场波动加剧。

1-3 月，库存较低+稳增长预期较强，推升黑色板块震荡上行。从供给端看，受采暖季、以及冬奥会限产的影响，钢材产量始终处于低位，春节前后钢材库存积累幅度较低，库存结构较为健康。需求端看，现实需求较弱，但两会提出 GDP 增速 5.5% 的目标，同时地产需求端的放松政策频出，稳增长预期推升黑色板块震荡上行。

4-5 月，疫情散发，需求预期证伪，黑色板块震荡下行。上海及其周边疫情持续恶化，经济增速下行。同时受中美利差收窄影响，货币宽松政策受限。地产政策持续放松，但销售仍维持低位，现实需求持续走弱。随着需求步入淡季，需求预期证伪，钢材库存积累至历史同期高位，弱现实+弱预期压制黑色板块震荡下行。

6-7 月中旬，美联储加息预期加剧，断供事件发酵，黑色板块加速下行。6 月美国 CPI 公布大幅超预期，美联储意外加息 75BP，同时表述偏鹰，全球风险资产开启衰退交易。产业基本层面，现实需求仍然维持弱势，钢厂利润恶化、库存压力加大，开启主动减产，高估值的原材料领跌黑色。7 月，断供事件发酵，国内悲观情绪进一步加剧，黑色板块加速下行。

7 月中旬-10 月，“保交楼”预期升温，旺季需求预期推动黑色板块震荡上行。

7月中旬，银保监会提到“保交楼、保民生、保稳定”；7月30日，“保交楼”首次写入政治局文件，旺季需求预期升温。基本面层面，经过6-7月份的大幅减产，钢材库存快速去化至健康水平，随着需求预期的回暖，钢厂利润修复，钢厂开始复产周期，原料需求上升。正向反馈逻辑推动黑色板块震荡上行。

10月-11月上旬，疫情各地散发，需求预期转冷，黑色再度大幅下挫。国庆期间疫情各地散发，市场再度担忧疫情对经济的扰动。同时现实需求始终疲弱，钢厂利润恶化，钢厂陆续开启主动检修，原料需求下行。负向反馈逻辑冲击黑色板块大幅下行，原料跌幅领先。

11月上旬-至今，疫情防控政策优化，地产融资端政策放松，美联储加息预期缓和，黑色板块估值修复。疫情是全年抑制需求的重要因素，疫情防控政策优化，或将最大程度降低疫情的经济干扰。同时，央行发布金融支持房地产“16条”政策，改善房地产融资情况，市场对2023年的需求预期好转。美国CPI环比回落超预期，市场对美联储加息的预期有所缓和，市场情绪修复。在经历过前期的大幅下行后，黑色板块整体估值较低，需求预期好转后，黑色板块估值快速修复。

展望2023年，地产销售能否企稳，地产用钢需求能否改善，基建能否维持高增长？我们将从政策、地产、基建、制造业及出口等方面，对终端需求一一梳理，并对总体用钢需求及供需节奏进行展望。

一、钢材需求：需求依托政策发力，增速降幅收窄

1、信用扩张传导不畅，结构性工具突出信贷质量

信贷需求疲弱，宽货币向信用扩张传导不畅。2022年国内经济面临“需求收缩、供给冲击、预期较弱”三重压力，2021年底，央行通过降准、扩大公开市场的基础货币投放规模、降低再贷款、LPR、回购市场等利率方式“提前发力”。2022年美国通胀率较高，美联储加息预期较强，推动美国市场利率快速上扬，中美利差缩小，资本外流，人民币贬值压力抬升，约束央行货币政策空间。同时，受市场预期、需求状况和政策传导时滞等影响，信贷需求疲弱，货币宽松到信用扩张的传导机制不顺畅。

坚持不大水漫灌的原则，结构性工具突出信贷质量。10月社融数据显示，信贷内生需求仍然偏弱。但一方面，宽信用的梗阻症结已经不在于货币端，而在于居民受疫情影响，储蓄意愿增加；以及房企加速出清，居民持币观望情绪浓重，银行资金投放意愿较低。所以宽信用需要解决的问题在于疫情、地产、以及财政对基建的支持等方面，而不在于总量部分。另一方面，货币政策总量受到中美利差倒挂、以及“隐性债务”的影响，同时央行三季度《货币政策执行报告》中提出防范通胀升温的潜在可能性，坚持“不大水漫灌”的原则。我们预计2023年货币政策将以结构性政策工具与政策性金融工具为主，聚焦划定领域，对需求释放

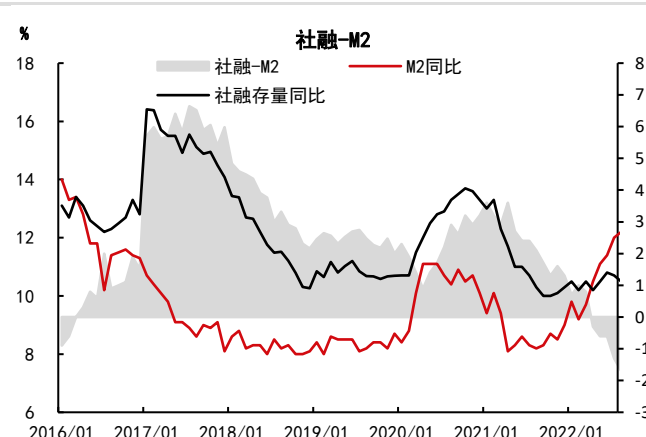
中最薄弱的环节对症下药，突出信贷质量。

图表1：居民中长期贷款需求疲弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表2：内生需求偏弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、地产：房企融资边际改善，或难对冲用钢需求下滑

自去年下半年以来，地产始终延续弱势。资管新规、“三道红线”、房贷集中度、预售资金监管制度限制房企融资，而商品房销售的持续下行，进一步恶化房企资金状况，抑制房企拿地、新开工意愿，限制房企施工、竣工能力。

图表3：地产延续弱势

	房地产开发投资	资金来源	土地购置面积	销售面积	新开工面积	施工面积	竣工面积
2018年	9.5	6.4	14.2	1.3	17.2	5.2	-7.8
2019年	9.9	7.6	-11.4	-0.1	8.5	8.7	2.6
2020年	7.0	8.1	-1.1	2.6	-1.2	3.7	-4.9
2021年	4.4	4.2	-15.5	1.9	-11.4	5.2	11.2
2022年10月	-8.8	-24.7	-53.0	-22.3	-37.8	-5.7	-18.7

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

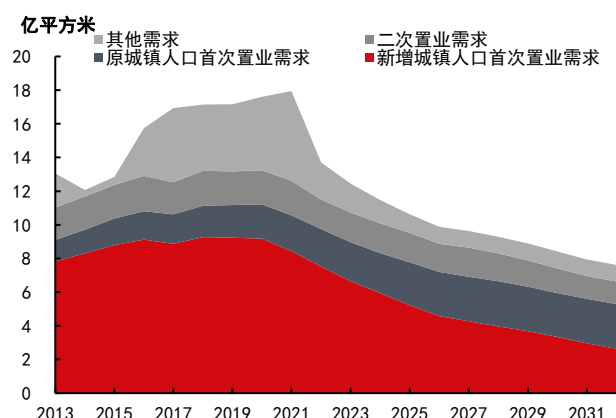
2022年以来，地产需求端的放松政策频出，但对商品房销售的提振作用有限，1-10月，商品房累计销售仍然有-22%的降幅。往年地产销售的下滑主要受政策收紧影响，因此地产政策的放松有较好的提振效果。但2021年至今地产销售的下滑与历次地产周期不同，抑制销售的因素主要有三：

- 1) 在“房住不炒”的大背景下，投资需求大幅减少；
- 2) 疫情各地散发，影响居民的收入预期；
- 3) 对期房交付的担忧，抑制居民购买期房的意愿。

购房适龄人口下降，房价看涨预期扭转，投资需求或仍低迷。长周期讲，我们把购房需求分为4部分：新增城镇人口的首次置业需求、原城镇人口的首次置

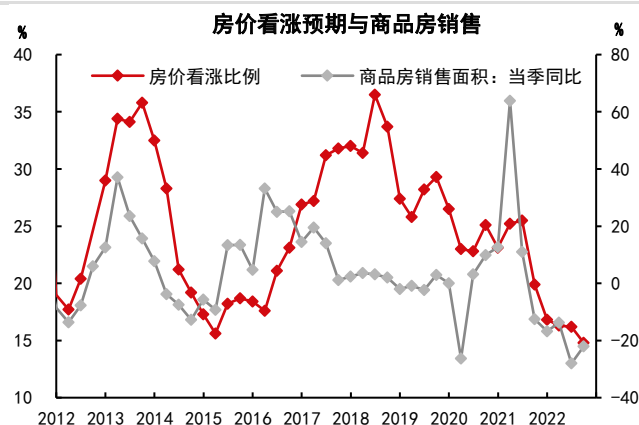
业需求、二次置业需求、以及其他需求。其他需求包括投资需求、提前或者后置的刚性需求、以及刚性需求中大于或者小于平均购房面积的需求等。根据人口周期，刚性需求已经在 2018-2020 年处于磨顶过程，2021 年后进入缓慢回落周期。其他需求在 2021 年达到顶峰，随着房价看涨预期的转变，投资需求锐减。我们测算 2022 年商品房销售面积为 13.7 亿平方米，其中其他需求为 2.2 亿平方米，较 2021 年的 5.33 亿平方米大幅下降。在“房住不炒”的大背景下，房价看涨预期扭转，房价持续下降。投资需求的心理是“买涨不买跌”，我们认为至少 2023 年仍难看到投资需求的回暖。

图表4： 首次置业需求逐步回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

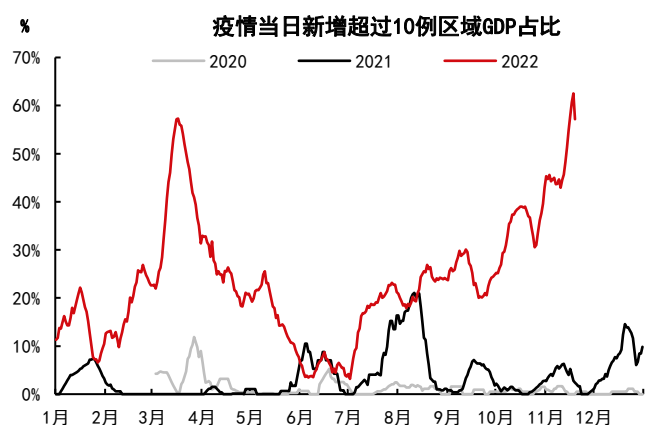
图表5： 看涨房价预期限制商品房销售



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

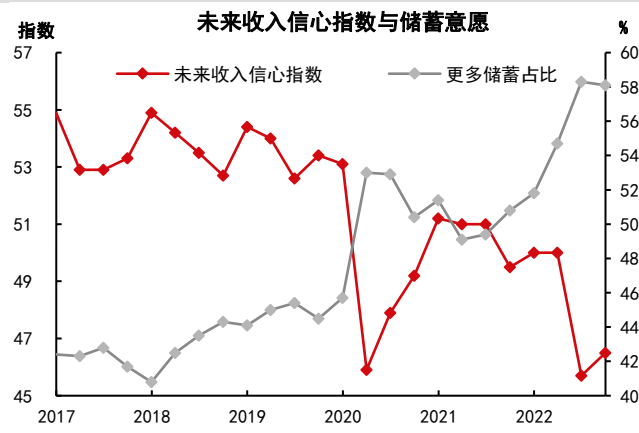
科学精准防控对经济先抑后扬，居民收入预期于二季度有所修复。2022 年疫情对经济的干扰巨大，居民的未来收入信心指数降至 2020 年疫情时期的水平。全国疫情各地散发，增加未来的不确定性，居民的储蓄意愿大幅上升，甚至高于 2020 年疫情时期。11 月疫情管控逐步放开，但根据可参样本，经济将先抑后扬。我们预计居民对未来收入预期将在 2023 年 2 季度有所改善，边际修复购房需求。

图表6： 疫情影响持续扩大



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表7： 未来收入信心提升储蓄比例

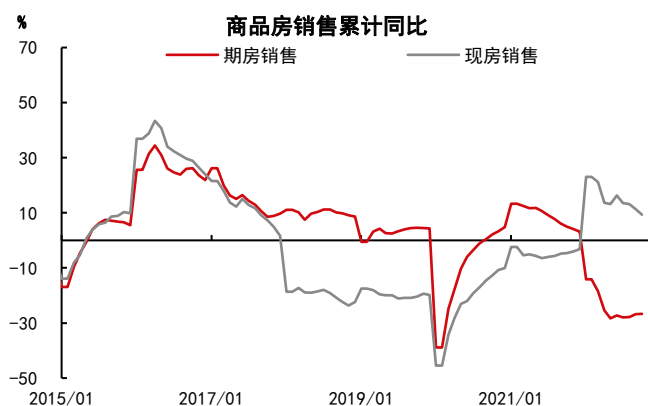


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

信心构建缓慢，居民对期房交付的担忧仍难缓解。去年 6 月份以来，房企违

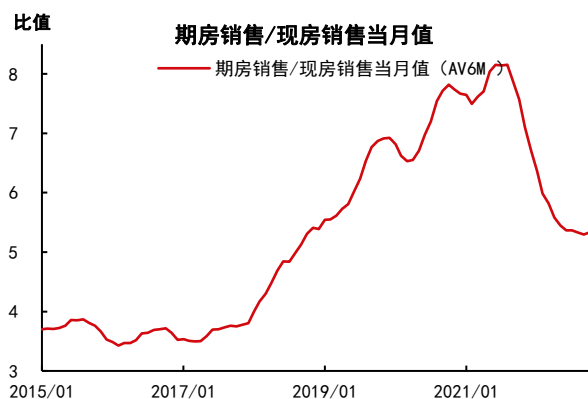
约现象频发，竣工面积大幅下行，引发居民对期房交付的担忧，2022 年 6 月份更是发生断贷风波。居民的刚性购房需求转向现房销售，1-10 月现房销售累计同比增长 9%，而期房销售累计同比下降 27%。2022 年 7 月之后，“保交楼”政策持续推进，但居民对期房交付担忧的缓解需要看到竣工面积的持续上升，以及房企资金的持续改善。我们认为，居民的信心重构是个缓慢的过程，至少 2023 年上半年对期房交付的担忧仍难缓解。

图表8： 商品房期房销售大幅下滑



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

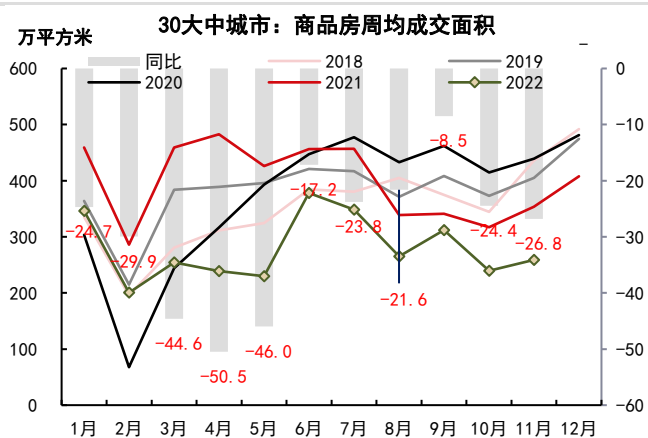
图表9： 期房/现房销售笔持续回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

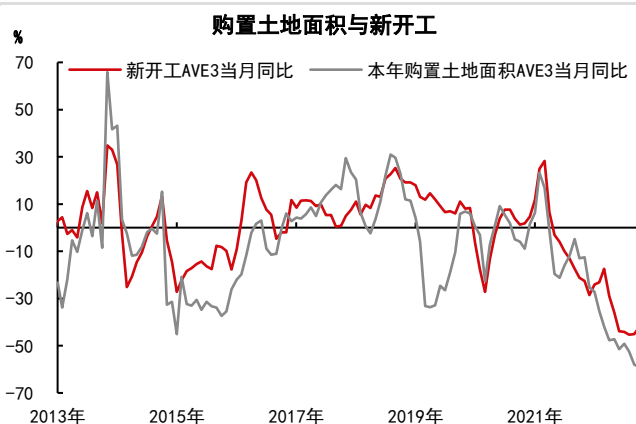
销售难有明显回升，房企拿地、新开工意愿仍然较低。从影响购房需求的三点因素看，投资需求仍将缺席，疫情和期房交付对居民预期的抑制难以缓解，商品房销售在 2023 年明显回升的概率是极小的。2018 年以来，地产供给端调控政策陆续推出，房地产开发资金来源逐步受限，房企主动降低土地库存，并以加快新开工的方式消耗土地库存，提高资金周转率，新开工增速好于购置土地面积增速。我们认为 2023 年，在商品房销售难有明显起色的背景下，随着土地库存的消耗，新开工面积仍将维持负增长。

图表10： 30 大中城市商品房销售维持低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表11： 土地购置限制新开工面积



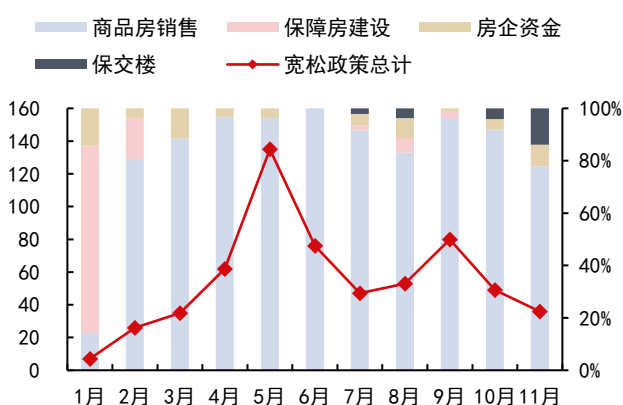
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

房企资金紧张有待缓解，施工、竣工是用钢需求的边际增量。在新开工仍然

维持弱势的背景下，2023 年地产用钢需求的支撑将主要来自于施工、竣工端。去年以来，主要受资金紧张影响，房企的施工、竣工能力也受到较大约束，房地产竣工周期延后，1-10 月施工、竣工面积分别下降 6%和 19%。6 月，烂尾楼问题发酵，出现断贷事件，期房交付已上升为民生事件。要推动“保交楼”进展，必须要解决的是房企资金紧张的问题。通过上文分析，期房交付的担忧是制约地产销售的重要因素，房企资金难以通过销售回款实现。

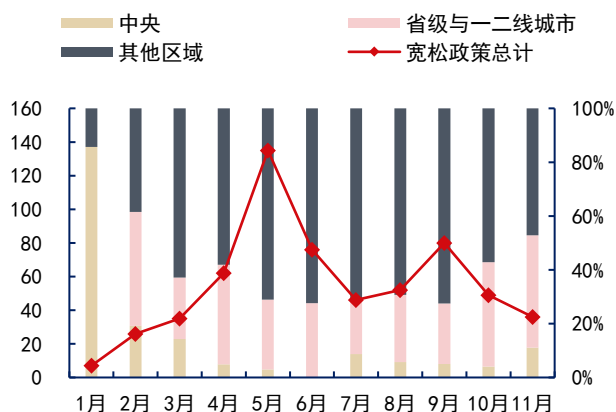
政策出台方向有所转变：从保障住房建设和商品房销售和资金监管的放松转向至确保“保交楼”和房企融资放松的关注。据不完全统计，中央层面，2022 年至今已发布地产宽松政策 60 余条：分类别来看，一季度主要针对保障性租赁住房建设为主，二季度逐步增加对商品房销售和房企资金的放松，三季度开始，保交楼的政策关注度逐步提升。

图表12： 月度地产宽松政策出台数量及比例



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表13： 月度分区域地产宽松政策出台数量及比例

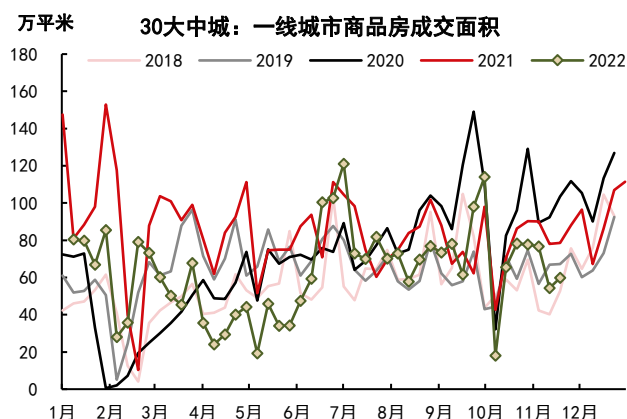


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

汇总全年中央和地方出台的地产相关政策，从发布频次统计来看，宽松政策自年初逐步增加，在 5 月份达到顶峰，随后逐步下降。分类别来看，作用于商品房销售端的地产政策出台数量占绝对多数，手段包括降低房贷利率、增加公积金贷款额度、下调首付比、降低购房门槛、放宽落户条件、增加人才补贴等。

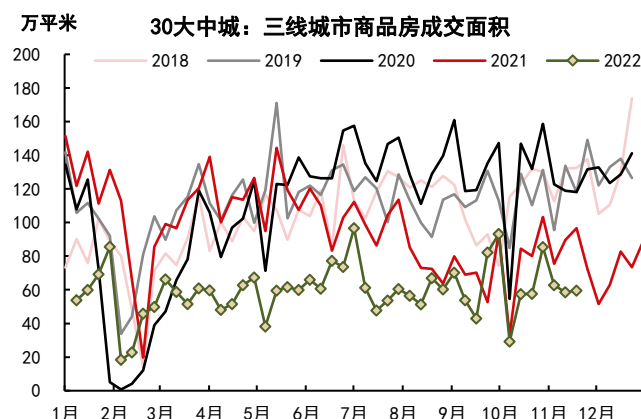
分地区来看，一季度的放松政策的发布主体主要为中央、省级及一二线核心城市，二三季度则转变为非核心城市政府，省级与核心城市的地产放松政策出台数量有所回落；但自四季度开始再次明显回升。不同能级城市放松政策的出台节奏分化在一定程度上反映出：由于三线及以下城市在一二季度的商品房销售面积持续低位，低能级城市政府受制于经济发展和财政压力，率先密集出台宽松政策；进入四季度后，省级和一、二线核心城市也因相关区域的商品房成交下行压力之下，重启对地产销售的松绑进程。近期的中央和高能级城市政府的放松政策密集出台，体现了地产销售压力重新恶化。

图表14： 一线城市商品房成交面积仍有韧性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表15： 三线城市商品房成交面积处于低位

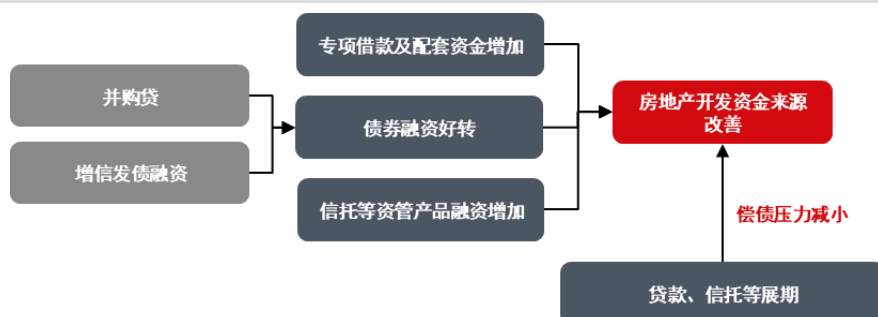


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

“保交楼”效果不显著，纾困政策需进一步放松。7月政治局会议提出“实地方政府责任，保交楼、稳民生”，地方、及全国性纾困基金陆续启动。但7月以来推动的效果并不显著，主要原因有三：1) 政府纾困资金规模较小；2) 金融机构及社会资本参与意愿较低；3) 符合货值充足、符合纾困条件的项目数量较少。11月11日，央行公布金融支持房地产十六条通知，在“保交楼”、房地产融资方面做出进一步放松。在“保交楼”方面支持“保交楼”专项借款、以及金融机构配套融资，11月21日，推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划。但抑制“保交楼”效果的3点因素并未发生明显变化，后续仍需看到更大规模的纾困基金规模，或对纾困项目要求的下降，才能见到更明显政策效果。

房企融资端或有改善，改善房企施工、竣工能力。11月，2500亿元民营企业债券融资、金融十六条、以及保函置换预售监管资金等方式，改善房企近端资金压力的意图意图明显。金融十六条在房企债券融资、信托等资管产品融资方面进行调整，同时允许贷款、信托等展期，减小房企偿债压力，改善房企现金流状况，这或将阶段性改善房企的施工、竣工能力。

图表16： 房企融资改善路径



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

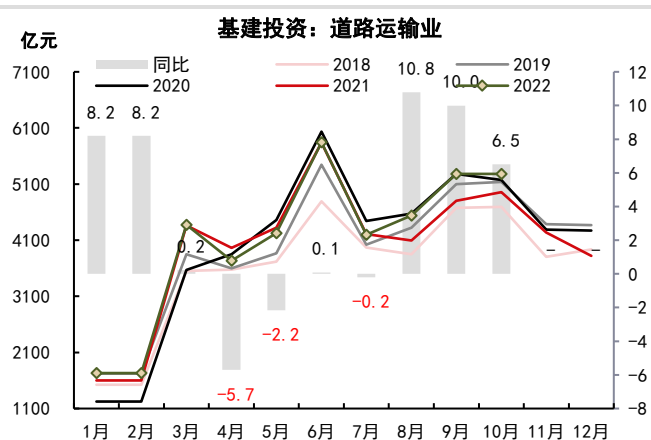
总体来看，房地产处于明显的下行周期，居民购房意愿、资本参与意愿都难有明显提升。通过债券融资、信托融资、置换预售监管资金等方式，或可阶段性

减小房企资金压力，提升房企的施工、竣工能力，但仍难以对冲新开工下降带来用钢需求下降。预计 2023 年的地产用钢需求同比下降 7% 左右，仍将维持负增长的态势。

3、基建： 依托准财政政策发力，基建维持中性增速

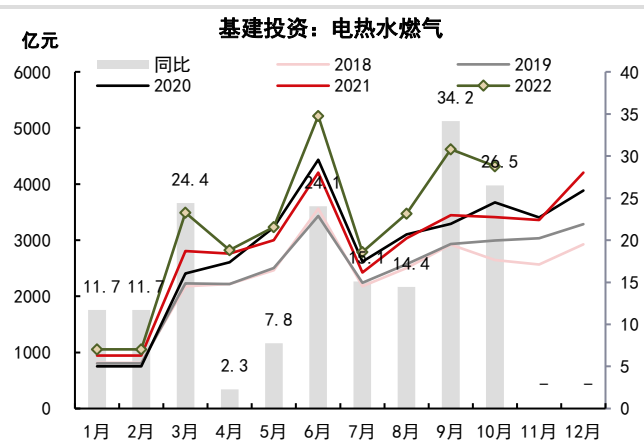
基建是逆周期调节的重要方式，受财政前置、专项债结存限额、以及政策性开发性金融工具的推动，基建全年保持较高增速。与钢材用钢需求高度相关的是道路、铁路、以及能源投资，三者 1-10 月累计同比增速分别为 3%、-1.3%、以及 18.9%。

图表17： 交运投资增速维持韧性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

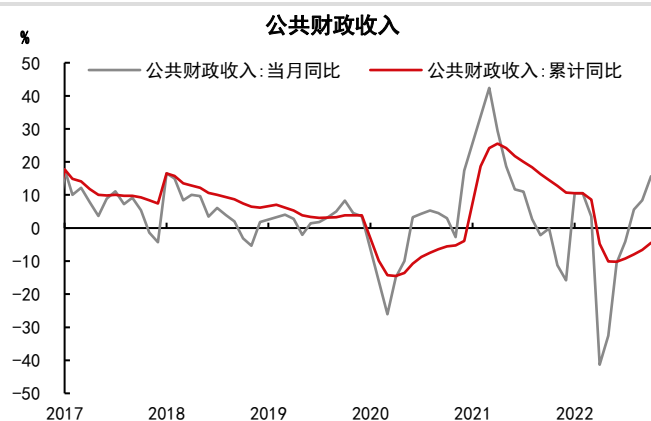
图表18： 能源投资维持较高增速



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

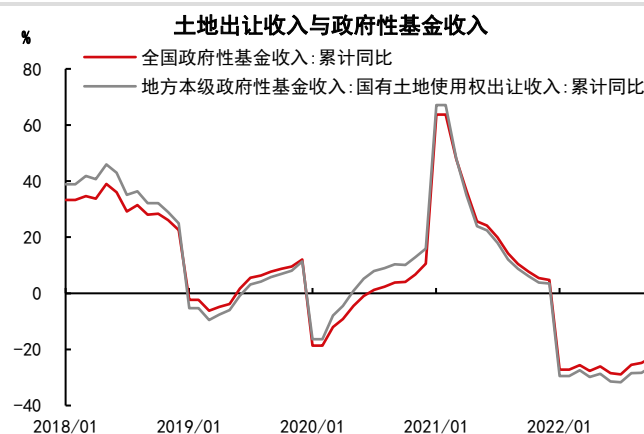
从资金收入看，税收政策支持经济主体，预算收入显著放缓。二季度以来，疫情对经济产生较大冲击，财政政策主要通过减税、退税和缓税等措施，支持经济主体，1-10 月税收收入同比下降 8.9%，拖累一般公共预算收入下降 4.5%。土地成交冷清，政府性基金收入大幅下降。受地产下行影响，房企的拿地意愿降至冰点，土地出让收入大幅下降，对政府性基金收入构成明显拖累。

图表19： 一般公共预算收入较弱



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

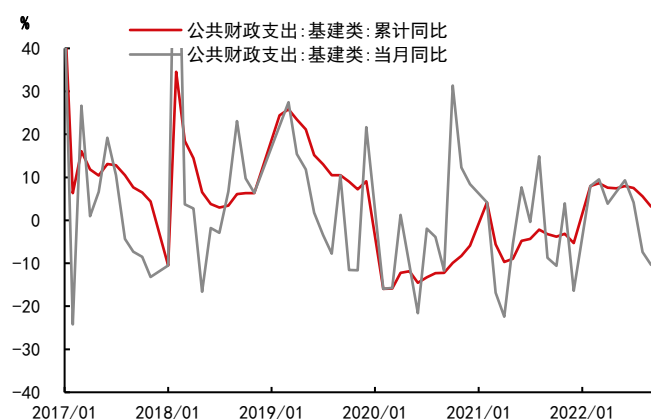
图表20： 政府性基金收入大幅下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

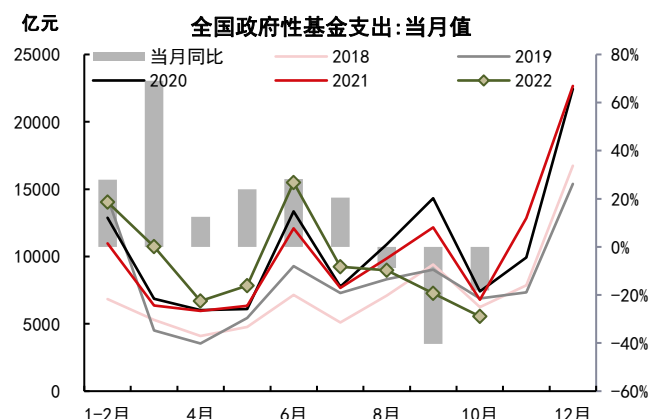
但从资金支出看，财政前置与准财政政策接力，支撑基建高速增长。上半年，财政资金前置，有效支撑基建投资。上半年公共财政支出、以及政府性基金支出（包含专项债）明显前置。下半年，疫情散点多地爆发，疫情防控支出压力加大，公共财政支出中卫生健康支出增加，投向基建的比例下降。同时，专项债于 6 月基本发行完毕，土地出让收入下降对政府性基建支出的拖累开始显现，政府性基建支出开始回落。但准财政政策陆续出台，补充财政收支缺口。一方面，调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，三季度投放政策性开发性金融工具 7400 亿元，用于弥补重大项目资本金。另一方面，部署 5000 亿元专项债结存限额。

图表21： 公共财政支出前高后低



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表22： 政府性基金支出前高后低



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2023 年传统财政政策对基建的支撑力度或有所减弱。一方面，随着留抵退税以及汽车购置税减免等举措的退出，2023 年税收收入有望企稳，一般公共预算收入或有改善。但 2022 年下半年以来，财政支出更侧重于“保民生”：2023 年对疫后社会保障和就业、医疗卫生等方面的支出比例或仍然较大，投向基建类的比例或较难大幅提升。另一方面，2023 年地产销售仍难有起色，压制房企的拿地意愿，预计 2023 年土地出让收入难有改善，政府性基金收入或仍有下降空间。

准财政政策是 2023 年基建发力的重要支撑。一方面，在海内外需求疲弱的背景下，稳增长诉求仍然较强。同时地方财政收支紧张，对项目资本金的支持力度或进一步减弱，基建投资对政策性、开发性金融工具有较强诉求。另一方面，专项债结存限额仍有 1 万亿可供使用，可支撑基建投资的政策空间之一。

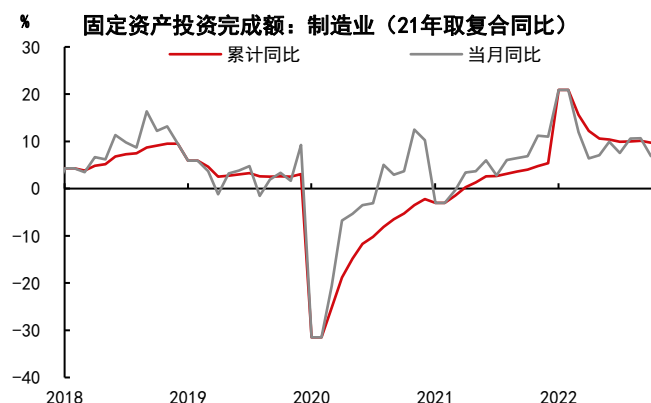
展望 2023 年，财政支出力度或有所减弱，准财政政策或将在一定程度弥补资金欠缺，预计基建类用钢需求增速在 6%左右。

4、制造业与出口： 国内主动降库，海外需求持续下行

2022 年制造业投资维持了一定韧性，缓慢下行。国内方面，从库存周期看，制造业仍处于主动降库存周期。2020 年以来，受海内外需求好转影响，工业企业开启了长达 2 年的补库周期，于 2022 年 3 月进入主动去库周期。当前国内经济

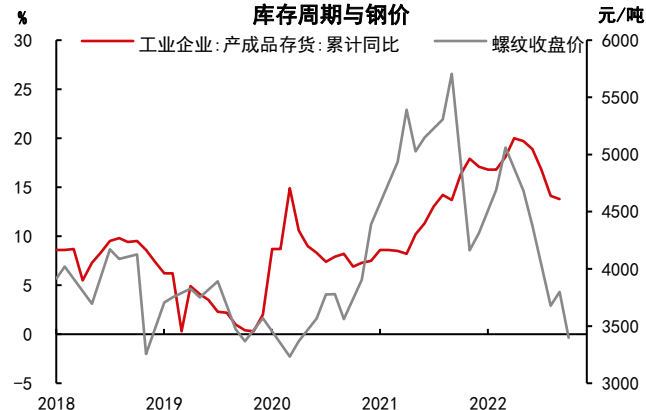
仍处于弱复苏状态，在政策对各行业进行设备更新升级改造的支持下，工业企业利润仍维持下行状态。

图表23： 制造业维持相对韧性，缓慢下行



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

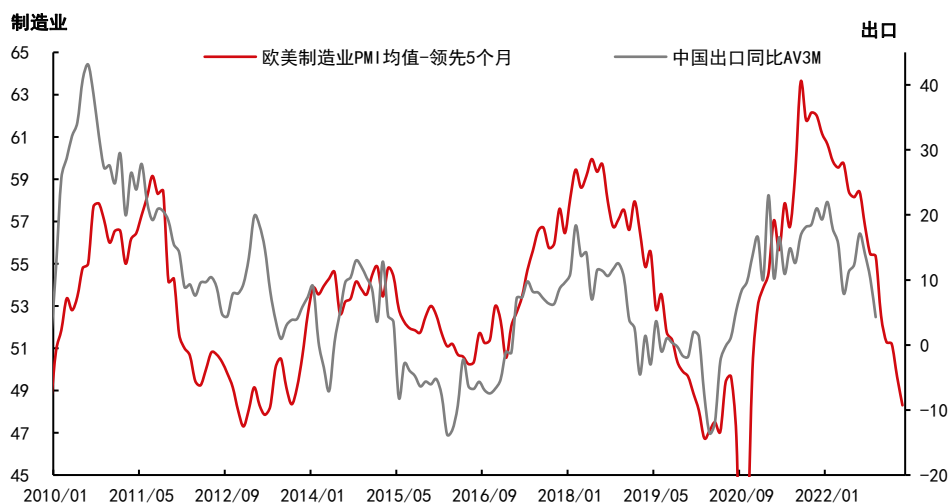
图表24： 工业企业仍处于主动降库周期



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

海外方面，海外需求持续回落，国内出口仍将下一个台阶。全球经济体的制造业 PMI 自 2021 年开始持续回落。海外通胀维持高位，预期美联储 2023 年仍有 2 轮加息，并维持高利率一段时间之后，才将开启降息。这意味着海外需求仍将维持回落的态势，抑制国内出口。

图表25： 海外需求下行，拖累国内制造业出口



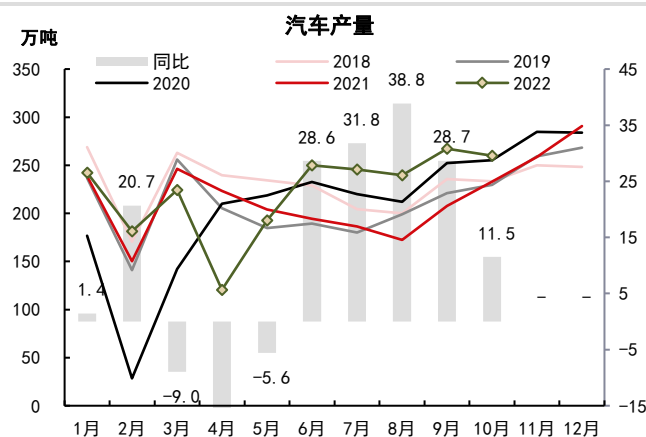
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从汽车产量看，汽车购置税影响消退，汽车销量或有回落。2022 年上半年受疫情影响，汽车销售维持弱势。5 月 31 日，财政部于 6 月开始实行汽车购置税减免至 12 月 31 日，推动汽车产量明显好转。9 月 18 日，财政部延续新能源汽车购置税减免政策。展望 2023 年，一方面，随着汽车购置税减免结束，汽车销量将有所回落。另一方面，新能源汽车的销量将挤占燃油车的市场份额，同时新能源汽

车车身较轻量化，单位耗钢量较低，新能源汽车市场占有率的上升，或边际减少汽车总耗钢量。

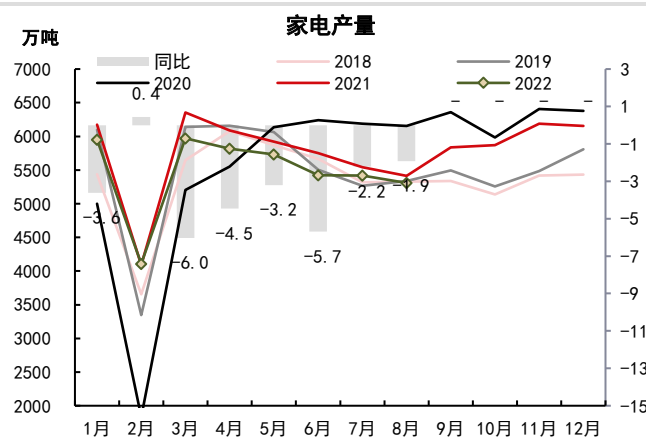
从家电产量看，2022 年家电的内销与出口均明显回落。家电产销与地产销售息息相关，但国内销售在 2023 年仍难有起色；国外经济处于明显的下行周期，随着美联储货币政策的持续收紧，海外成屋销售仍将延续回落。

图表26： 汽车产量维持高位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表27： 家电产销同比回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、钢材供给：行政压产压力减小，产量跟随需求波动

行政性压产压力减小，供给回归需求引导。2021 年受粗钢压产政策对钢厂行为产生较大影响，2022 年 4 月，国家发改委提出确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。但受疫情影响，国内经济下滑压力增加，特别是对钢铁行业依赖较高的省份以保 GDP 为主，对粗钢产量的行政性限制较少，粗钢产量回归需求引导。

钢厂利润对产量具有引导性，钢材市场自主调节功能大大增加。2022 年 1-3 月，受采暖季、以及冬奥会限产的影响，钢材产量受到较大抑制。同时，在稳增长预期下，钢厂利润维持高位。进入到 3 月中下旬，随着冬奥会限产结束，钢厂复产动力较强，钢材产量迅速上升。6-7 月，钢厂复产后，现实需求疲弱，难以承接粗钢产量，钢厂利润大幅回落，开启主动检修。8 月-9 月，钢厂大幅减产后，需求预期好转，钢厂利润回升，钢厂开启缓慢复产。10 月以来，随着钢厂利润下降，钢材产量再次出现下降。钢厂利润对产量具有引导性，钢材市场自主调节功能增加。

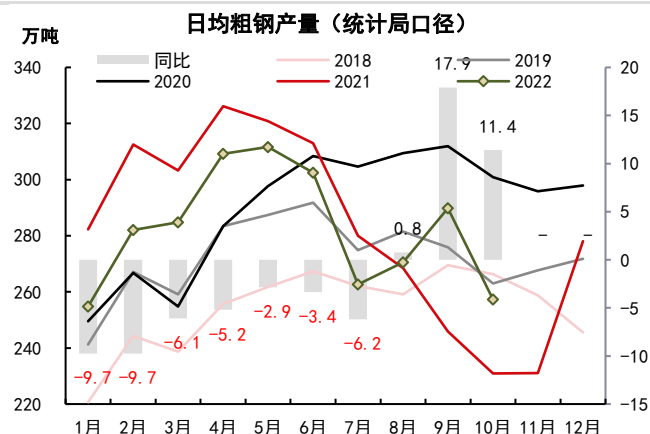
2023 年预计粗钢压产政策压力较小，粗钢产量仍以自主调节为主，跟随需求波动。结合海内外需求情况，我们认为 2023 年粗钢需求仍将维持负增长。同时，经验证明钢厂生产具有较强的自主调节能力，行政性压产的必要性不高。2023 年的粗钢将跟随终端需求波动。

图表28： 钢材利润大幅波动



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表29： 粗钢产量大幅波动



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、钢材总结：关注政策力度，预期影响节奏

总体来看，需求方面，地产角度，商品房销售仍将维持弱势，政策在融资端放松，或可阶段性减小房企资金压力，提升房企的施工、竣工能力，但仍难以对冲新开工下降带来用钢需求下降。基建方面，传统财政政策难维持 2022 年的支持强度，或需依托准财政政策发力，基建增速维持中性增长。制造业与出口方面，受海外需求下滑影响，国内减税、地产销售下滑等因素影响，出口与制造业投资仍将维持下降趋势。供给端看，2023 年粗钢压产的行政性压力较小，钢材市场的自主调节能力较强，产量或跟随需求波动。

节奏上，由于 2023 年需求的内生动力仍然较弱，地产和基建需求的强度将主要依托于政策的扶持力度。我们认为需求或呈现前低后高的走势，期价或呈现“N”字型走势：强预期引导淡季价格上涨，但真实需求难以承接高预期，出现价格承压回落态势，全年钢价或重心继续下降。

2022 年四季度钢厂利润维持较低水平，钢厂复产动力较小，预计春节前后的累库幅度较低，一季度旺季需求来临前的库存压力较小，需求政策频出，需求预期或支撑钢价偏强运行。

但进入到二季度，从宽信用向实体需求的传导看，预计旺季需求仍维持在较低水平，库存去化压力较大。同时海外需求存在进一步下行风险，旺季需求证伪，或拖累钢价出现下跌。

下半年，经过半年的摸索，疫情防控政策更加精准有效，宽信用有望逐步落地至实物工作量，美联储降息时间进入倒计时，我们预计需求预期和现实需求或有共振向上的可能，对钢价形成较强支撑。

风险因素：终端需求加速回升、重启行政性减产（上行风险）；终端需求下滑，供给极端宽松（下行风险）

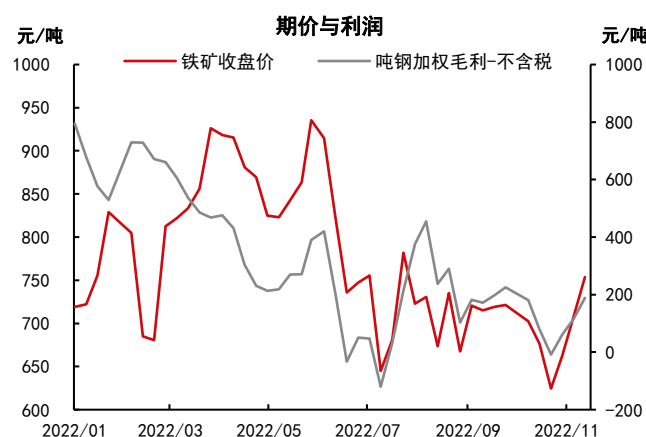
第二部分、铁矿：供给逐步过剩，价格重心下移

一、2022 年铁矿逻辑总结

回顾 2022 年，年初由于稳增长预期较强，钢厂对后市终端需求尚保持乐观预期，使得铁水产量低位回升，钢厂铁矿库存增加至高位；2 月份后各地疫情散发，以及采暖季、冬奥会限产政策，导致需求超预期恶化；虽然随着限产的结束，铁矿需求阶段性好转，但国内疫情扰动延续，政策的加持也难挡弱需求下的负向反馈。

下半年美联储加息预期加剧，海外经济悲观，国内端经济增速放缓，终端需求迟迟未见好转，在利润持续减少的背景下，钢厂开始主动去库，铁矿价格从 935.5 元/吨跌至 645 元/吨；并且基于对后市的悲观预期，无论日耗的高低，钢厂都将持续保持低库存运行模式。

图表30： 铁矿价格下跌



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表31： PB 粉现货价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、需求端：现实需求及需求预期双弱

1、铁矿需求回顾：国内终端需求压制，海外铁水难以修复

回顾 2022 年，疫情缓解后的经济政策刺激铁水产量快速上行，但终端需求的弱现实限制产量高度。

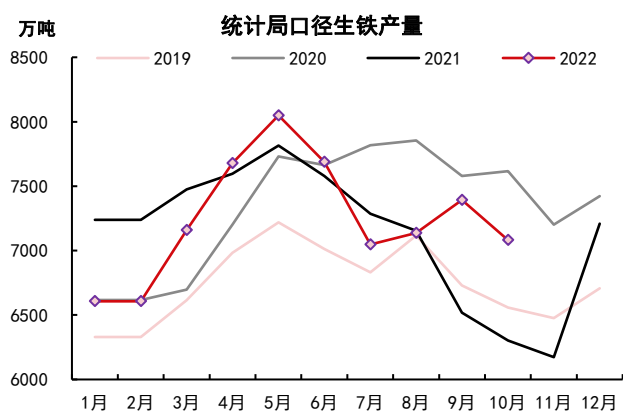
2021 年受“碳达峰、碳中和”政策的影响，各地钢企压减粗钢产量，致使铁水产量明显下滑；后续在稳增长的预期下，铁水产量低位回升。进入 2022 年，全国多地疫情散发，经济受到严重干扰；为确保完成经济目标，二季度钢厂保持高强度生产，周度的日均铁水产量一度达到 260 万吨的历史高位。但由于钢材现实需求仍然疲软，亏损严重的钢厂自 6 月下旬开始主动减产；同时废钢供给出现回升，前期支撑生铁产量的利多因素同步走软，铁水产量高位快速回落。

进入8月后，钢厂长流程利润回升，成材持续去库，高炉稳步复产；在厂内原材料库存持续低位的背景下，钢厂被动增加对原料的采购，铁矿港口库存出现阶段性去化。叠加国内“保交楼”政策持续推出，成材需求有所好转；虽然钢厂利润未出现大幅走强，甚至出现阶段性回落，但钢厂复产积极性依然较高。

进入四季度，钢厂盈利率重新回落至低位，钢材现实需求仍然疲软，钢厂开始主动减产，铁水产量的提升趋势被打断。

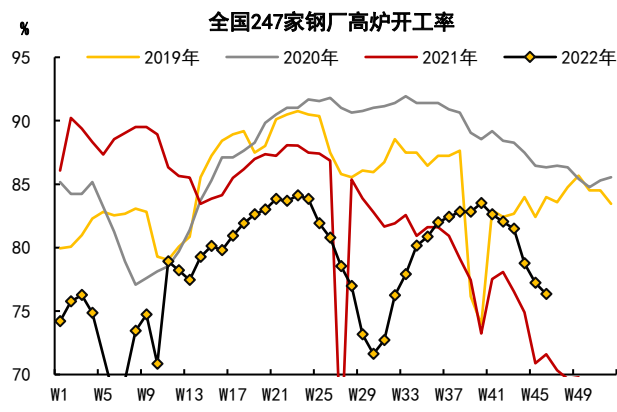
目前，国内疫情管控放松，需求预期向好；叠加钢厂原料库存低位，部分钢厂需进行补库复产以维持现金流。虽然江苏有传出粗钢产量全年平控，部分超产钢厂将逐步减产，以及唐山、山东等地开启烧结机限产政策，但预计对真实需求的影响有限。国内铁矿需求的核心逻辑还是在宏观层面的刺激政策和成材需求。

图表32： 终端需求限制铁水产量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表33： 247家钢厂高炉开工率同比大幅下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

海外方面，全球制造业 PMI 指数自 2022 年以来持续下滑，9 月后更是跌落荣枯线，目前指数显示制造业增速进一步边际回落，海外需求持续放缓。

图表34： 全球制造业 PMI 指数

制造业PMI	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
全球	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3	54.2	54.3
美国	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8
欧元区	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3
德国	45.1	47.8	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4	57.4	57.8
法国	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6	55.9	53.6
意大利	46.5	48.3	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62	62.8	61.1
澳大利亚	49.6	50.2	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4	54.8	50.4
英国	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9	58.1	57.8
日本	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3	54.5	53.2
中国	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2
印度	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5	57.6	55.9
巴西	50.8	51.1	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8	49.8	51.7
俄罗斯	50.7	52	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6	51.8	51.6	51.7	51.6
南非	55	49.5	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7	53.3	51.58588	64.1	58.3
越南	50.6	52.5	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3	53.7	52.5	52.2	52.1

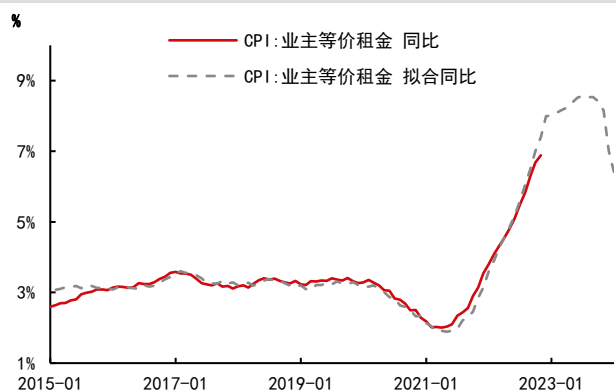
资料来源：Wind 中信期货研究所

与此同时，美国 10 月 CPI 同比约 8.11%，核心 CPI 同比约 6.24%，虽然回落超出市场预期，但目前来看，控制通胀预期，并逐步实现兼顾稳定物价与就业的目标依然较为困难，美国通胀数据的波动仍是影响大宗商品及其他大类资产的核

心。

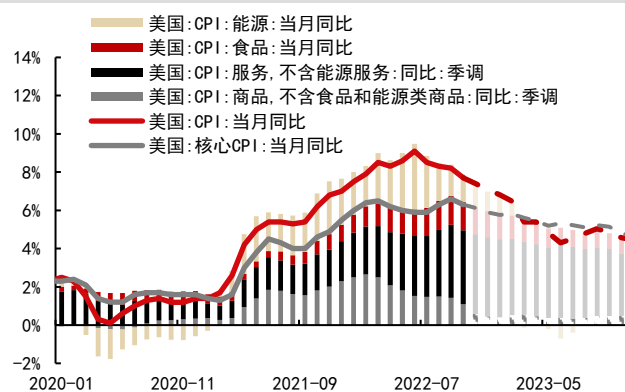
通过假设业主等效租金 CPI 受到美国房价领先关系的指引，核心 CPI 同比增速或于 2023 年逐步回落至 4.3%。若受到完全指引，核心 CPI 同比或将于 2023 年持续上涨至 8%左右；若受到小幅指引，核心 CPI 同比增速或将持续下降至约 3%，两者皆为较极端情形。综上，截至 2023 年年底，美国通胀或仍处于联储目标之上。

图表35： OER 或将于 2023 年放缓并于下半年出现拐点



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表36： 预计后续 CPI 将进一步回落

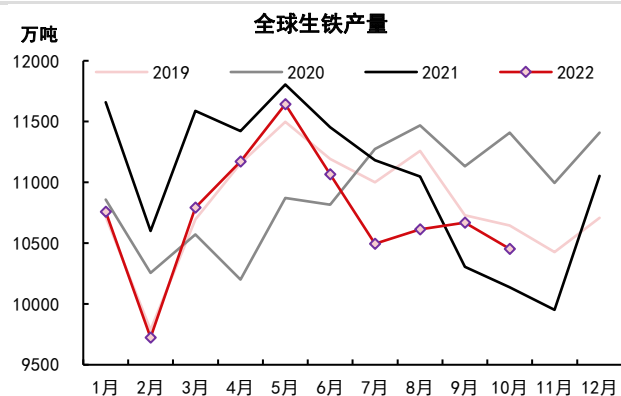


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

在这种情况下，全球工业原料需求难以出现大幅好转，短期内海外铁水产量难有大幅回升。2022 年 1-10 月全球除中国外铁水产量共 3.5 亿吨，累计同比减少 9%。其中，乌克兰地区铁水产量下降最为明显，累计同比大幅下降 67%，减少 1191 万吨；日韩地区虽然累计同比下降不明显，但因体量较大，累计减少 790 万吨。目前海外部分地区出现电炉复产现象，生铁产量环比出现季节性增量，但地缘政治影响尚在，欧美地区通胀高悬，疫情扰动反复，短期内海外铁水产量难有大幅回升。

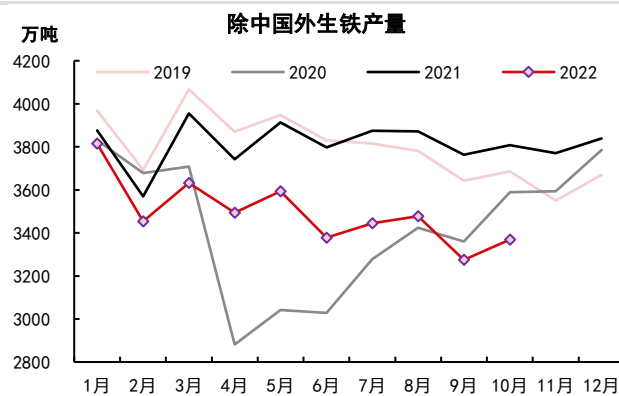
与此同时，虽然终端需求持续减弱，但黑色产业在绿色低碳领域的诉求仍在增加。在我们前期的铁矿资本开支专题报告中指出，目前全球主流矿山的投资方向集中于绿色可持续；若全球经济长期处于悲观，铁矿行业未来的供需两面或都缺乏弹性。

图表37： 全球生铁产量高位回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表38： 除中国外生铁产量环比回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

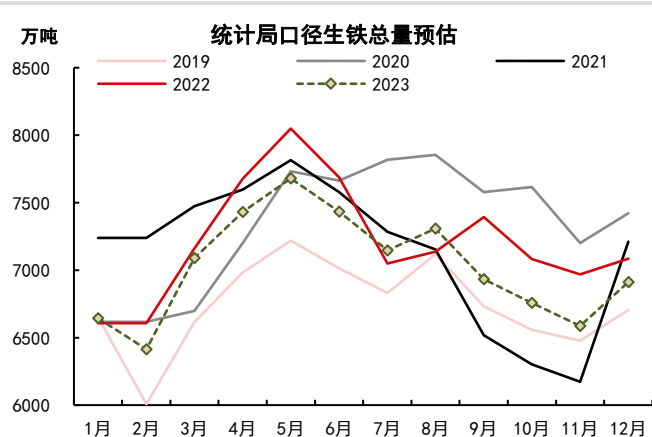
2、铁矿需求展望：国内铁水延续缩减，海外铁水重心下移

国内在地产需求偏弱、出口有下行压力的情况下，我们预估 2023 年粗钢表观消费将收缩 2%左右。假设废钢供给同比增加 600 万吨，体现至铁水端，统计局口径生铁总量约同比减少 2.3%，约下滑 2000 万吨。

而海外端，伴随着各国经济下行，地缘政治风波尚存，短期需求难以修补；我们预计 2023 年全球生铁产量或继续下降 3%，除中国外铁水产量同比将下降 4%左右。

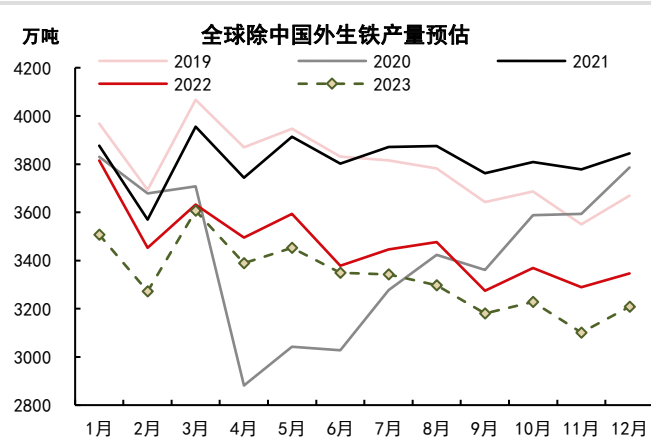
综上，我们认为 2023 年铁矿需求仍将承压下行。

图表39： 中国铁水产量预测



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表40： 全球除中国外铁水产量预测



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、供应端：产量相对平稳，价格压制总量

1、铁矿供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流产出收缩

3.1.1、主流矿山：整体发运平稳，FMG 运营表现强劲

淡水河谷下调全年生产目标。受巴西南部强降雨、北岭（Serra Norte）许可证延期等影响，淡水河谷上半年产销不及预期，并在二季度宣布下调全年生产目标。但随着下半年的产销冲量，以及 S11D 矿区的继续增产，预计仍可低位完成其全年生产目标，预估产量可达到 3.1 亿吨，同比减少 500 万吨。

力拓发运受多重外部因素干扰。铁矿业务经历了强降雨天气、疫情后的劳动力供应受限、以及 Yandicoogina 和 Gudai-Darri 两条铁路意外脱轨，导致力拓的产销皆处于同期低值。但后续随着 Gudai-Darri 矿区的逐步满产，以及 Mesa A 湿选厂的稳定投产，三季度产量同比有小幅增量；若疫情等外部影响不会进一步蔓延，预计全年发运目标低位完成，同比仅增加 0.1% 左右。此外，力拓主流品种 PB 粉发运明显放量，而质量稍差的 SP10 粉矿发运大幅减少。

必和必拓铁矿项目稳步增产。得益于矿区 South Flank 项目的投产，以及翻机车工作效率的提升，必和必拓顺利完成 2022 财年产销目标。但三季度由于矿区设备检修、天气等外部影响较多，产量未有明显增加，预计后续维持正常生产。

FMG 发运明显冲量。同样遭受降雨等外部问题影响，但 FMG 不仅 2022 财年总发运量超全年指导量上限 100 万吨，同时提升 2023 财年目标至 1.87-1.92 亿吨，创历史新高。目前 Iron Bridge 铁桥项目的第一批矿石已被送入加工厂，若一切进展顺利，预计将于 2023 年第一季度开始投产，届时将为 FMG 新增年产能可在 2200 万吨的 67% 铁精粉。此外皮尔巴拉粉（WPF）的发运量也开始放量。

3.1.2、非主流矿：矿价持续回落，进口大幅缩量

非主流矿进口长期来看与普氏价格呈正相关关系，但近两年两者出现背离，根本原因在于疫情影响下海外铁水产量的大幅波动影响了我国的铁矿进口。

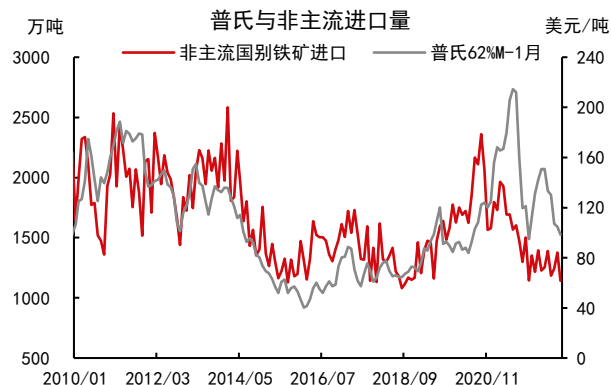
自 2020 年新冠疫情以来，海外铁水产量同比大幅下滑，钢厂开启去库周期，而矿山减产较少，使得海外铁矿大量涌入中国。2021 年随着疫情的恢复，海外铁水产量基本恢复至 2019 年水平，海外钢厂开启了铁矿补库周期，从而使得巴西、乌克兰与俄罗斯等国的铁矿供应被大量分流。

1-10 月非主流矿累积进口同比下降 24%，同比减量 3970 万吨；10 月我国进口印度铁矿数量更是降至 18 吨，同比大幅减少 47 万吨。2022 年以来普氏价格在一季度持续攀升，一度达到 150 美元/吨，但我国非主流矿进口量却没有随之冲量。究其原因主要是由于俄乌冲突、印度增加铁矿石出口关税，导致非主流矿山的发运明显减量；以及随着铁矿整体价格回落，悲观预期下非主流供应减少。

11 月 18 日印度宣布下调铁矿石出口关税，预计印度铁矿石出口将恢复至 5 月前的平均水平，到中国的量预计也将初步增加 200 万吨左右。

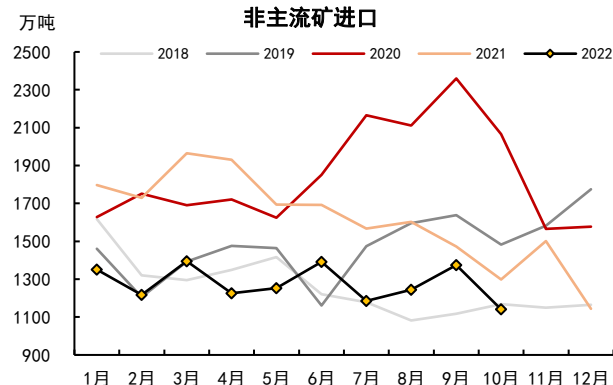
综上，预计 2022 年全年我国非主流矿进口同比将下滑约 4000 万吨。

图表41： 非主流矿进口与普氏价格背离



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表42： 非主流矿进口同比大幅下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

3.1.3、国产矿：环保影响减少，但矿难影响产量

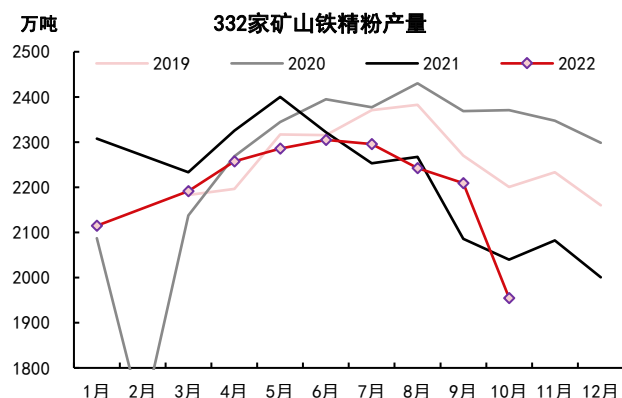
在国家“基石计划”的大背景下，国产铁精粉产能有所增加，但受制于疫情、终端需求、环保限产等外部因素影响，2022 年的国产矿产量难有放量。

去年下半年国产矿产量受制于资源量、环保等因素的影响，产量下滑明显。2022 年上半年以来，产量低位回升；但由于二季度后，全国生产受疫情干扰严重，同比出现较大降幅；以及 9 月河北迁西、山西代县个别矿山发生安全事故，导致区域内矿山采矿全停，10 月份内矿产量大幅下降 254 万吨。本次停产周期较长，目前华北地区已有部分矿山向政府提出复产申请，内矿产量有所增加；但由于疫情管控、环保政策的不确定性，国产矿产量在 2022 年难有大幅增量。我们预计全年内矿产量同比约下降 400 万吨。

由于“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的确定，国产铁矿开采投资自去年 11 月至 2022 年一季度进入“加速期”；但由于国内经济增速交换、以及疫情等外部因素干扰，国内铁矿未见明显增产，采选业投资比例也高位回落。

目前全国最大的单体地下铁矿山——鞍钢西鞍山铁矿项目已正式开工建设，相信在一系列政策的推动下，内矿增产潜力较大；若外部因素干扰较少，国内铁矿生产有望在未来 2-3 年内维持高速增长。

图表43： 国产矿减量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表44： 黑色金属矿采选业投资高位回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、铁矿供给展望：矿价承压，逼近部分矿山成本线

随着对铁矿需求的下行，普氏 62% 价格已从 2021 年的最高点 233 美元/吨一度向下突破 90 美元/吨，矿山成本支撑的研究愈发重要。基于此，我们分成高、中、低品三档来梳理不同矿山的成本支撑能力。

首先是高品矿，以巴西淡水河谷（卡粉）以及乌克兰、俄罗斯、加拿大和中国矿山为代表，成本端的压力尚不凸显。由于铁精粉品质较好，相对于普氏 62% 指数仍存在明显溢价（当前普氏 65% 指数约为 103 美元/吨）。

虽然目前海运费已经回落，且铁矿价格下跌致使资源税成本下移，但由于海外经济滞涨，国内经济增速较缓，钢厂利润的重心下移导致对高品矿的需求逐步减弱。当前预计淡水河谷成本线约为 50 美元/吨，其压力主要来自于外部因素的干扰。淡水河谷自 2019 年发生溃坝以来，生产运营缓慢修复，但 2022 年受疫情、天气等外部因素干扰较多，导致产量不及 2021 年的水平，我们判断淡水河谷 2022 年的铁矿供应约在 3.1 亿吨左右；随着 S11D 矿区、Itabira、以及 Minas Centrais 矿区均有新增产能落地，未来两年有望分别增加 1000 和 1600 万吨左右。

另外以我国、俄罗斯和美国为代表的矿山，自有钢厂较多，成本敏感度较低，即便跌破成本线，也可以通过生产钢材转嫁风险。

剩余高品非主流矿山中，以巴西、瑞典和加拿大为代表，虽然没有自有钢厂，但成本多在 66-85 美元/干吨区间，在铁精粉较高的溢价下成本压力并不大，后续需谨防高低品价差回落的风险。

中品矿以力拓与必和必拓为代表，成本线约为 35 美元/吨，是当前成本压力最小的矿山。

力拓 2022 年发运整体平稳。虽然上半年同样受疫情干扰，但新矿区 Gudai-Darri 产能替换项目顺利完成，Mesa A 湿选厂及火车连接改造工程维持正常生产及运输，我们预计力拓 2023 年的发运目标低位完成；以及随着 Gudai-Darri 的

逐步满产，预估未来两年将分别增加 500 万吨。

由于必和必拓目前没有新增项目，新矿区 South Flank 项目维持正常生产，年产能在 8000 万吨左右。预计未来两年铁矿供应保持平稳，分别增加 350 和 400 万吨左右。

除此之外，罗伊山、Arcelor Mittal 与 CSN（6 号粉）等较为大型的中品矿山成本也普遍不高，仅以 GWR 为代表的小矿山成本线已阶段性跌破普氏价格。GWR 在 2021 年 9 月份铁矿价格持续低迷的背景下，一度停止对外发运，虽然在 2022 年 1 月份已逐步恢复产销，但若铁矿需求持续下行导致铁矿价格回落，GWR 或再次停止供给。

低品矿则以 FMG、澳洲中小矿山以及用于出口的印矿为代表，除 FMG 外，其余矿山的成本压力较大。

FMG 新财年发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨，且 Iron Bridge 项目 2200 万吨铁精粉项目也将于 2023 年一季度投产，预计未来两年将分别增加 400 和 600 万吨左右。另外，FMG 的完全成本距普氏 62% 价格仍有较大空间，其利润水平较高，有较强的投产增产预期。

而其他澳洲低品矿山则不容乐观，像是 Mount Gibson 和 Strike Resources 已开始亏损；近几年的新星 Mineral Resources 目前同样成本压力也较大，若铁矿石价格继续下跌，或将打乱其未来的扩产计划。

印度在前期增加其出口关税后，2022 年的出口量大幅缩减，预计 2022 年同比下滑约 2200 万吨；但随着出口关税的部分取消，未来两年供应或逐步恢复至 2020 年的出口水平。同时由于钢厂利润重心的下移，增加了低品非主流矿的使用比例，随着印矿的发运增加，低品矿的折扣预计也将逐步回升。

综上，若铁矿继续维持当前价格，仅以各矿山目前的销量情况进行预估，未来两年供应将分别增加 5100 和 6700 万吨左右；但若随着铁矿需求难以回补，矿价跌至 80 美元/吨以下，考虑到非主流的跌价风险，未来两年铁矿供应或同比减少 9500 万吨和 7900 万吨左右。

图表45： 全球主要铁矿供应商供应预估

铁矿供应（百万湿吨）							
		是否有钢厂	完全到港成本预估（美元/干吨）	近期售价	2022E	2023E	2024E
高品矿	巴西	淡水河谷	无	49.5	310	320	336
	南非、巴西	英美资源	无	66	59	60	61
	巴西	Bamin	无	-	18	18	19
	澳大利亚	Grange Resource	无	93	2.4	2.6	2.6
	澳大利亚	Champion Iron	无	90	12	13	15
	俄罗斯	Metalloinvest	有	84	45	45	45
	俄罗斯	EVRAZ	有	73%自供	17	17	17
	俄罗斯	Severstal	有	自供为主	19	19	19
	乌克兰	Ferrexpo	无	85	7	7	7
	乌克兰	Metinvest	有	99	20	20	20
	加拿大	Tacora Resources	无	-	8	9	9
	智利	Cap	有	60	17	17	17
	瑞典	LKAB	无	75	27	27	27
	美国	Cliffs	有	自供为主	3.8	3.8	3.8
	伊朗	总出口	有	自供为主	4	4	4
	中国	国产铁精粉	大部分有	85	259	264	267
中品矿	澳大利亚	力拓	无	35	320	325	330
	澳大利亚	必和必拓	无	34	283.5	287	291
	澳大利亚	罗伊山	无	40	65	65	65
	澳大利亚	GWR	无	95	70	70	79
	巴西	CSN	有	48	34	37	40
	欧洲	Arcelor Mittal	有	42	28	28	28
低品矿	澳大利亚	FMG	无	35	190	194	210
	澳大利亚	Mount Gibson	无	110	1.5	1.5	1.5
	澳大利亚	Mineral Resources	无	70	19.2	21	23
	印度	总出口	大部分有	-	30	45	50
合计					1869	1920	1987

资料来源：公司财报 Wind Bloomberg Mysteel 路透 中信期货研究所

我们也由此表格推断铁矿石的成本支撑线：

第一道：以澳洲中小矿为代表，成本在 100 美金以上。目前这类矿山已开始缩减铁矿供应，但由于体量较小，下游认可度较差，尤其是多数澳洲中小矿不足 200 万吨产能，难以影响铁矿整体格局。

第二道：以 Mineral Resources 为代表，成本在 70 美金以上，是当前铁矿价格的主要支撑。若铁矿需求难以企稳，将影响铁矿供给端约 1.3 亿吨的体量。

第三道，力拓、必和必拓和 FMG 超特粉的成本线，约 35 美金。除外部因素外，铁矿价格的波动难以影响其发运。

此外，随着终端需求长周期下行，钢厂利润压缩，铁矿高低品价差收窄，届时也将对高品矿山产生压力。力拓、必和必拓及罗伊山则是成本压力最小的矿山。

四、供需平衡预估：供需趋于宽松，价格重心继续下移

需求端，我们认为在地产需求偏弱、出口有下行压力的情况下，预计 2023 年国内铁水产量同比下滑约 2200 万吨；海外由于经济复苏缓慢，铁水产量继续下降约 1700 万吨，因此 2023 年铁矿需求仍将下滑。

供给端，2022 年铁矿供应受疫情、地缘政治、极端天气的影响较大，全球全

年铁矿供应预计减少 6000 万吨。2023 年随着新增产能的逐步落地，预计四大矿山产量同比增加 2250 万吨，但在铁矿需求未见明显回升，价格重心有所下降的背景下，非主流方面预计同比减产 1800 万吨左右。国产端，若疫情及矿山事故影响逐步缓解，预计 2023 年供应同比增加 500 万吨左右，恢复至 2021 年的水平。

整体来看，若铁矿继续维持当前价格，则铁矿全年将供给过剩，宽松格局难以改变。

展望未来，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；而海外经济缓慢修复后，铁水需求再难有明显增量。从长期来看，全球对铁矿需求或将逐步减少。

供给端，淡水河谷、力拓、FMG 仍有新增产能落地；印度 NMDC 矿山将投入 1.09 亿美金，增加 Kumaraswamy 矿山的铁矿石产量，当前价格下铁矿供应仍有增量预期。铁矿供需将趋于过剩，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。

图表46： 2023 年全球铁矿将重新过剩

生铁产量（百万吨）	2020	2021	2022E （国内铁水同比 +1.1%）	2023E （国内铁水同比 -2.3%）
中国	908	869	879	859
全球除中国外	428	477	427	408
全球	1336	1346	1306	1266
全球同比	54	10	-40	-39
全球直接还原铁	94	105	112	120
全球铁矿需求	2360	2394	2339	2288
铁矿产量（百万吨）	2020	2021	2022E	2023E
四大矿山	1130	1154	1160	1182
非主流矿	1208	1207	1147	1129
全球铁矿产量	2338	2361	2307	2311
同比	-44	23	-54	4
供应-需求	-22	-33	-32	24

资料来源：公司财报 Wind Bloomberg Mysteel 路透 中信期货研究所

五、补库驱动与结构矛盾：关注终端需求及预期引导

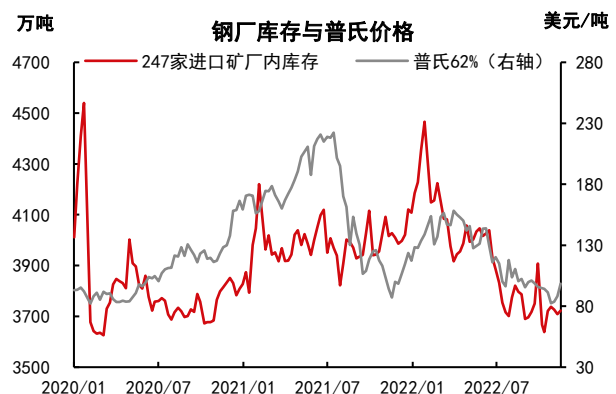
在铁矿宽松格局下，钢厂补库驱动渐渐成为了铁矿市场的主导；而其自身的结构性矛盾在九月后随着中品矿性价比的提升才得以显现。但目前印度下调铁矿出口关税，对低品矿的供给预期增加，叠加钢厂利润重心下移，或使得低品矿需求重新走强。

正如前文所说，海外经济下行，高炉产量持续下降，对于铁矿的需求减弱，导致发往国内的铁矿比例增加；同样，2022 年国内地产疲软，终端需求偏弱，在此背景下，铁矿呈现供需宽松格局。

根据历史复盘，当铁矿石的供应都相对平稳，且供需相对较松时，定价权掌握在钢厂手里，铁矿价格走势也跟钢厂补库节奏呈正相关关系，钢厂补库会带动铁矿阶段性走强。2022 年受疫情、地产下行等因素影响，钢材需求持续疲弱。原料价格相对强势，挤压钢厂利润，钢厂生产一度亏损，维持原料低库存运行。

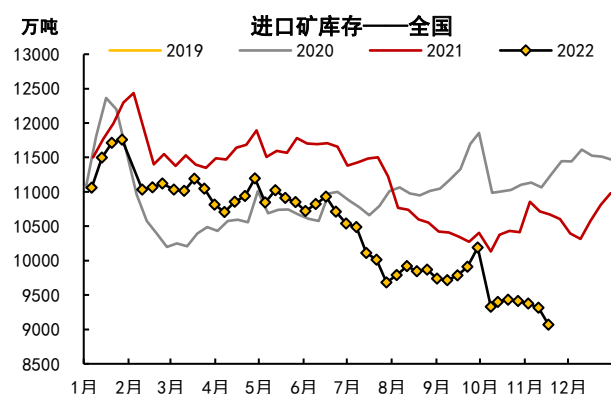
目前，在“保交楼”政策的支持下，远期需求预期好转，但由于终端现实需求依然偏弱，仍需关注终端需求的落地情况。在成材价格保持稳定、终端需求逐渐好转的情况下，2022 年的补库对铁矿石价格仍有提振作用；但由于铁矿日耗仍处于低位，补库幅度将不及往年，钢厂库存预计维持低位。

图表47： 价格走势与钢厂补库节奏呈正相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

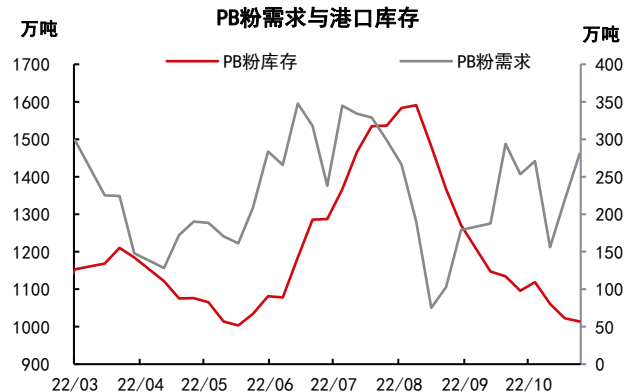
图表48： 247 家进口矿库存处于历史低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

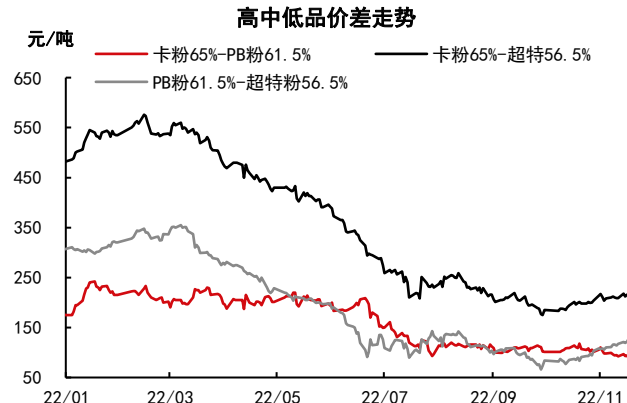
而由于 2022 年供给端整体库存水平较高，在前期高库存和低需求下，铁矿自身的结构性矛盾并不突出。通过观察铁矿石各品种间价差，可以发现自 2022 年以来，铁矿石价格中枢总体下移，高中低品价差呈收窄趋势；同时目前高中品价差继续缩小、中低品价差开始走扩，中品矿性价比有所提升，表征其需求好转驱动价格坚挺，港口开始大幅去库。

图表49： PB 粉需求回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表50： 高中低品价差收窄



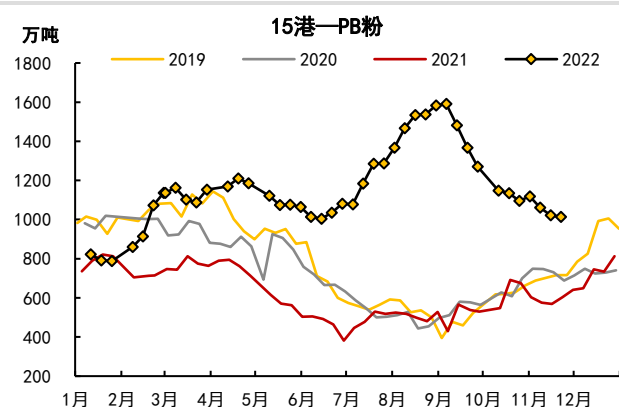
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表51： 中品矿具有性价比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表52： PB 粉延续去库



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，在印度下调铁矿石出口关税后，市场对于低品矿的未来供给预期增量；若钢材终端需求改善较缓，使得钢厂利润持续低位，我们预计**或将促使低品矿需求走强，进而推动中低品价差继续扩大。**

六、总结：供给相对过剩，价格重心下移

正如前文所述，我们认为 2023 年国内地产需求依然偏弱、对外出口有下行压力；而海外经济下行，稳通胀政策短时难以见效。在此背景下，**若铁矿继续维持当前价格，则铁矿全年将供给过剩，宽松格局难以改变，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。**

需求端，我们预估 2023 年粗钢表观消费将收缩 2%左右。假设废钢供给同比持平，体现到铁水端，统计局口径生铁总量约同比减少 2.3%，约下滑 2000 万吨。全球来看，铁水产量预计同比下降 3%左右，除中国外海外铁水产量预计同比下降 4%左右。因此 2023 年铁矿需求仍将下滑。

供给端，2023 年随着新增产能的逐步落地，预计四大矿山产量同比增加 2250 万吨，但由于铁矿价格重心有所下降、以及地缘政治影响依然存在，非主流方面预计同比减产 1800 万吨左右。若内矿方面限产及矿山事故影响逐步解除，预计 2023 年供应同比增加 500 万吨左右，恢复至 2021 年的水平。

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 2023 年即使恢复，铁水产量也难再有明显增量，全球对铁矿需求或将逐步减少。

风险因素：矿山发运大幅减量，终端需求加速落地（上行风险）；国内限产影响加大；需求改善不及预期（下行风险）。

第三部分 焦炭：供需相对平衡，成本拖累向下

回顾 2022 年，上半年，稳增长的政策基调推升焦炭的需求预期，地产销售疲软，疫情不断反复，制约着下游钢材及焦炭的现实需求，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。下半年，海外流动性继续收紧，国内疫情扰动持续，地产端利好政策陆续释放，宏观情绪反复；产业端，钢材现实需求迟迟难有起色，钢厂利润压缩，焦炭价格中枢相较上半年有所下移。

展望 2023 年，地产下行趋势难改，基建发力托底钢材需求，焦炭需求跟随铁水产量，预计总量同比小幅下滑。供应端，焦化产能充足，焦炭供应弹性较大，主要受到下游需求及焦化利润引导。总体来看，焦炭供需矛盾并不突出，成本端炼焦煤价格拖累向下，焦炭行情节奏整体跟随钢材需求的季节性淡旺季规律，同时需关注政策因素对宏观交易情绪的影响。

图表53： 焦炭现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表54： 焦炭期货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

一、焦炭需求：终端压力传导，焦炭需求走弱

1、国内需求：钢材需求承压，焦炭需求走弱

焦炭需求取决于下游生铁产量，2022 年 1-10 月，国内生铁累计产量 7.27 亿吨，同比下降 1.2%。2022 年以来，国内生铁产量整体波动幅度较大。一季度，受冬奥会、两会、冬残奥会等事件影响，政策层面对于北方高炉生产的限制较多，生铁产量低位运行。二季度，随着外部限制弱化，以及稳增长的强预期驱动下，高炉开启大规模复产周期。进入下半年后，高炉生产节奏主要受到钢材需求及利润的引导，生铁产量延续较大波动，直至近期呈季节性回落态势。

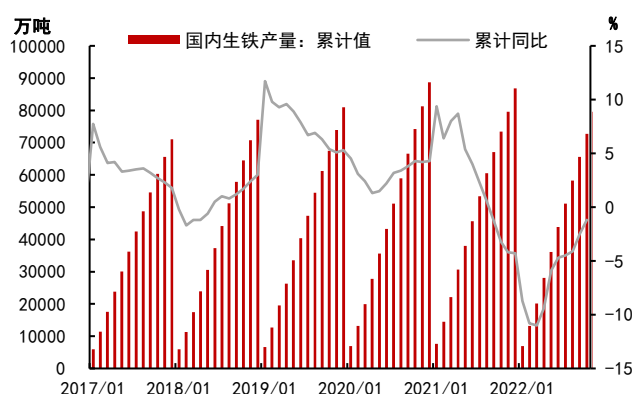
展望 2023 年，影响生铁产量的主要因素仍然是钢材终端需求和限产政策。从钢材需求来看，在全球宽松退潮、国内财政压力增大、地产下行的大背景下，钢材终端需求趋弱的局面难有根本改善。2022 年以来，地产端利好政策频出，但居民信心不足导致销售数据难有起色，基建投资持续发力，则托底钢材需求。总体

来看，我们认为 2023 年钢材需求总量同比下降。

从粗钢压减政策来看，发改委要求确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降，2023 年，预计粗钢产量的“政策顶”仍在，采暖季北方地区环保限产亦将对高炉生产形成阶段性扰动。

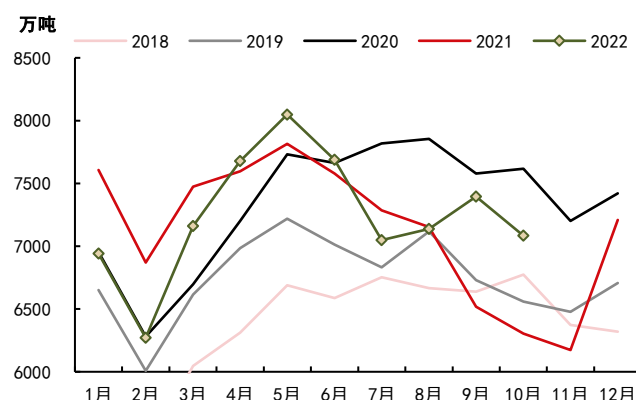
总体来看，2023 年，在终端弱需求和政策压制之下，预计铁水产量总体将有所下降。如上文钢材部分所述，假设粗钢需求同比降幅 2%，铁水产量降幅约为 2000-2500 万吨，国内焦炭需求总量随之走弱，并跟随钢材终端需求呈季节性波动。

图表55： 国内生铁累计产量及同比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表56： 国内生铁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、焦炭出口：海外需求受限，出口维持中性

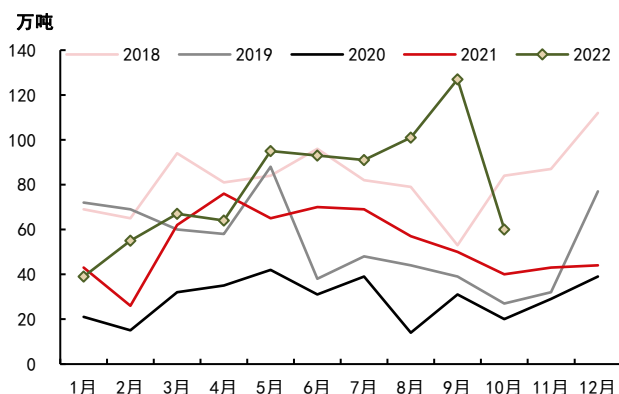
2022 年 1-10 月，焦炭累积出口 780 万吨，同比增长 40.2%。1-9 月，焦炭累计进口 36.4 万吨，同比下降 66.7%。

2022 年以来，我国焦炭出口增量明显。上半年，受到地缘政治问题影响，国际焦煤价格高企，不断推高海外焦炭价格，焦炭国内外价差扩大，出口订单增量明显。下半年以来，人民币贬值较快，刺激焦炭出口较快增长，9 月焦炭出口量创近五年单月新高。

受制于钢材弱需求，2022 年下半年，海外高炉生铁产量同比降幅不断扩大，焦炭需求强度逐步回落。10 月，我国焦炭出口量大幅回落，单月出口 50 万吨，环比下降逾 60%。

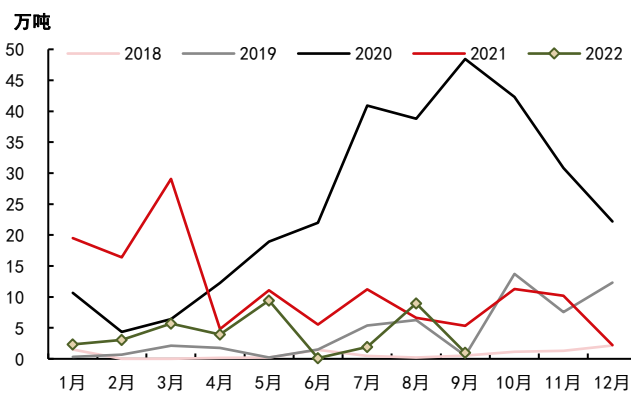
2023 年，在全球流动性延续收紧的大背景下，海外焦炭需求难有明显起色，预计我国焦炭出口总体维持中性偏弱水平。相较于国内焦炭需求，焦炭出口在总需求中占比较小，在焦炭产能较为充足的当下，出口对国内焦炭市场的影响亦相对有限。

图表57： 焦炭出口季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表58： 焦炭进口季节性

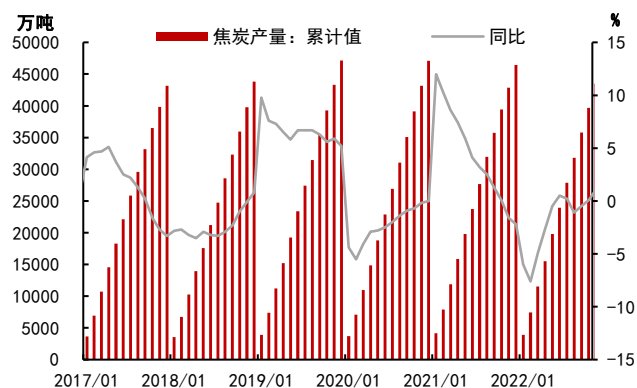


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，产量受需求和利润引导

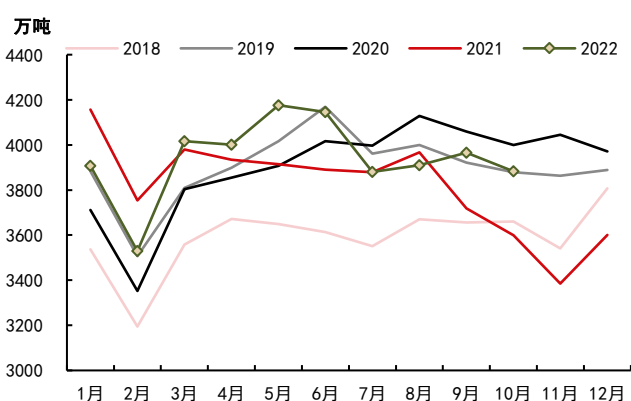
2022 年 1-10 月，全国焦炭累计产量为 3.97 亿吨，同比基本持平。其中，10 月份焦炭产量 3883 万吨，同比增长 6.9%。

图表59： 焦炭累计产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表60： 焦炭产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1、焦炭产能充足，政策限制减弱

近几年来，焦炭产能的变化一直是市场关注的焦点，在落后产能退出的过程中，焦炭产能阶段性紧张的情况时有发生。目前来看，**焦化产能已经不再是制约焦炭生产的核心要素**。近两年是焦炭新产能的集中释放期，2021 年焦炭产能净回补 2500 万吨，据 Mysteel 调研统计，截至 11 月上旬，2022 年已淘汰焦化产能 1320 万吨，新增 3353 万吨，净新增 2033 万吨；预计 2022 年全年淘汰 3144 万吨，新增 5383 万吨，净新增 2239 万吨。

目前，全国冶金焦在产产能 55934 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下产能约 11684 万吨，5.5 米及以上产能约 44310 万吨。当前全行业独立焦企产能利用率平均在 70%以下，焦化产能较为充裕。

图表61： 国内焦炭市场产能结构

产能/万吨	山西	河北	山东	内蒙古	其他	全国
4.3 米及以下焦炉	3575	43	0	2196	5870	11684
5.5 米及以上焦炉	9300	7639	4610	3193	19568	44310
产能合计	12875	7682	4610	5389	25438	55934

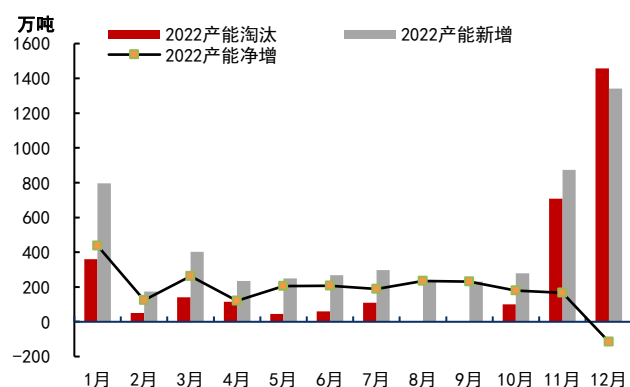
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

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、供应弹性较大，需求及利润引导生产

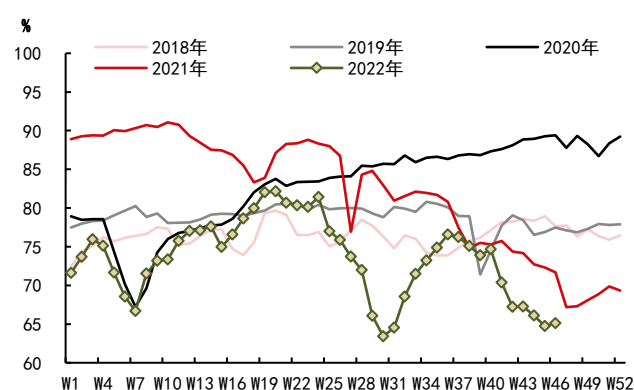
回顾 2022 年的焦炭供应情况，政策性限产、产能约束等外部扰动减弱之后，焦化厂生产主要受到下游需求及焦化利润的引导。一季度，由于冬奥会、两会、冬残奥会及北方传统采暖季等影响，高炉开工受限。二季度，伴随高炉提产，在下游需求刺激下，焦企开工率回升，焦炭产量增速较快。三季度以来，受到钢材利润引导，焦炭产量跟随下游生铁产量波动较大，此外，由于焦化利润持续低位运行，部分小型焦企成本压力较大，焦化行业开工率整体偏低。

图表62： 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

图表63： 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

展望 2023 年，焦化行业产能充足，焦炭供应弹性相对较大。虽然焦炭供应环境偏宽松，但焦炭产量也难以有显著增量，原因在于需求压制下，上游供给将被动减量。基于前文对于需求端的判断，若 2023 年全年铁水产量下降 2000-2500 万吨，考虑到焦炭出口减量，预计焦炭产量随之下降 1000 万吨左右。

三、供需总结：供需总量相对平衡，下游低库存延续

1. 需求方面：2023 年，钢材终端需求难改弱势，同时，压减粗钢产量的“政策顶”仍在。我们总体认为，2023 年粗钢需求同比降幅 2%，由此带来铁水产量降幅约 2000-2500 万吨，焦炭需求总量随之走弱，需求节奏则整体跟随钢材需求季节性规律。此外，预计焦炭出口维持中性，年度出口量 550 万吨左右，对国内焦炭整体需求格局的影响相对有限。

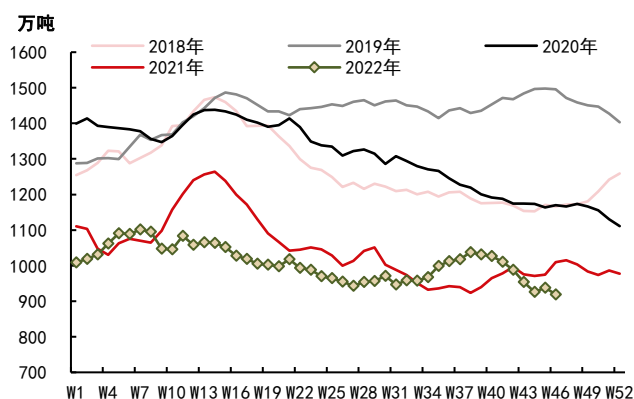
2. 供应方面：焦炭产能相对充裕，环保政策性限产力度较弱，原料端炼焦煤供应平稳，焦炭自身具备较大的供应弹性。2023 年，焦炭供应将主要跟随下游需求，即生铁产量走势，同时受到焦化利润引导。基于前文对于 2023 年下游需求的判断，焦企将面临被动压产，我们预估 2023 年焦炭产量同比 2022 年下降 1000 万吨左右，焦炭供需总量相对宽松。

四、市场展望：供需相对平衡，成本拖累向下

2022 年以来，焦企生产节奏基本配合下游需求，焦炭供需总量矛盾并不突出。受制于钢材终端弱需求和钢厂低利润，2022 年下半年开始，钢厂普遍转变经营策略，对焦炭以按需采购为主，经过持续主动去库，目前钢厂的焦炭库存可用天数已至较低水平，而焦炭全产业链库存也持续去化至近五年绝对低位。库存蓄水池作用的减弱，使得高炉面临季节性集中复产补库时，焦炭的价格弹性被放大。

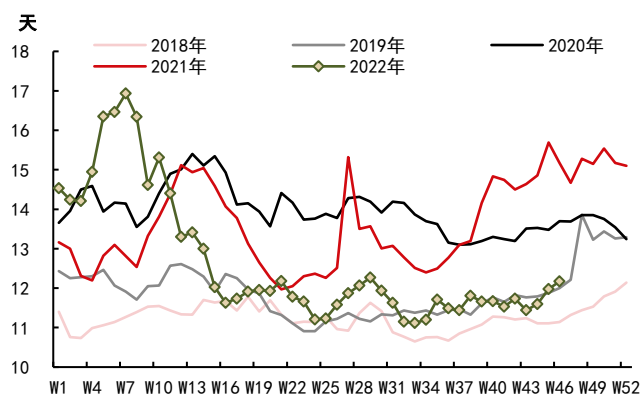
2023 年，我们认为焦炭供应仍然会以跟随下游需求走势为主，供需总量相对平衡。成本端，在煤炭保供的政策背景之下，预计焦煤供需趋于宽松，对焦炭的成本支撑减弱，而焦炭作为中间加工环节，焦化利润在中长期内都将维持较低水平。总体来看，焦炭价格变化的主要驱动在于需求端，基于钢材终端需求长期走弱，焦炭的价格中枢或仍有下移空间。从价格变化的节奏来看，焦炭将主要跟随钢材需求季节性波动，在需求旺季和高炉复产周期，配合下游低库存，焦炭有阶段性反弹机会。

图表64： 焦炭总库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表65： 247 家钢厂焦炭库存可用天数



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

风险因素：钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；焦炭限产，煤矿

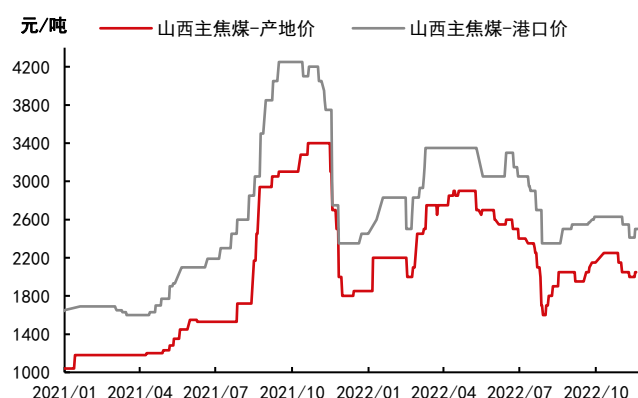
保供增产不及预期（上行风险）。

第四部分 焦煤：供需趋于宽松，价格重心下移

回顾 2022 年，焦煤价格走势整体呈宽幅震荡态势，市场节奏也经历了快速调整。去年四季度以来，政策层面持续强调煤炭“保供稳价”，2022 年春节过后，国内煤矿复产节奏较快。一季度，冬奥会结束后，下游焦钢企业集中复产，补库原料，叠加稳增长政策预期向好，俄乌地缘政治问题推高海外煤价，我国焦煤价格大幅拉涨。二季度，国内焦煤供应继续恢复，钢材终端需求则持续低迷，钢厂利润不断压缩，成本压力向原料端传导，焦煤价格逐步回调。下半年以来，受到终端需求与利润的引导，焦钢企业开工率经历了较大起伏，海内外宏观因素亦牵引着焦煤市场情绪的波动，焦煤价格中枢较上半年有所下移。

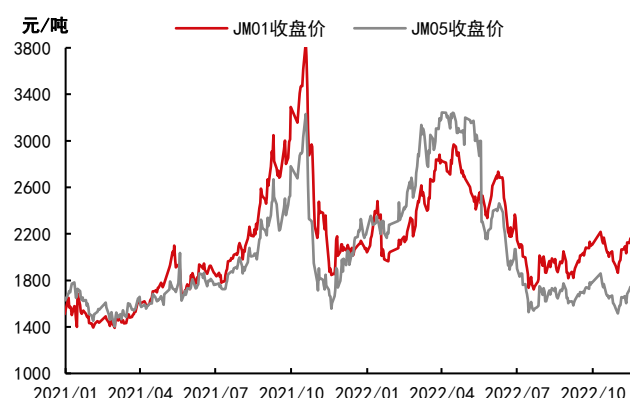
展望 2023 年，基于钢材终端需求下行，焦化利润持续低位，预计焦煤需求总量有所下滑。供应端，煤炭保供政策尚未退出，预计国内焦煤供应相对平稳，进口量稳中有增。总体来看，焦煤供需趋于宽松，价格重心大概率继续下移。

图表66： 焦煤现货价格走势



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表67： 焦煤期货价格走势



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

一、焦煤需求：钢材需求难有起色，焦煤需求总量趋弱

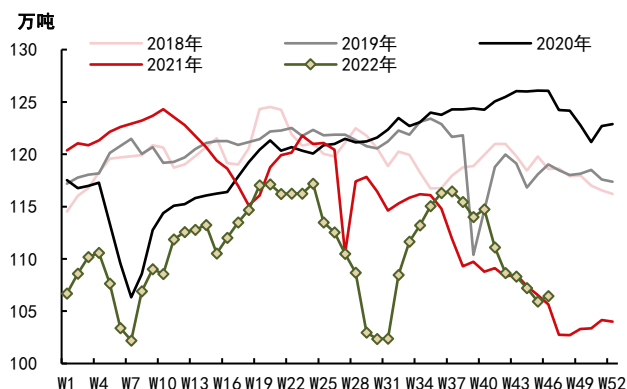
1、国内需求：下游钢厂减产，焦煤需求走弱

2022 年，地产销售下行、房企资金紧张、疫情反复、海外需求下行等因素制约钢材需求，钢厂利润持续收窄，谨慎采购原料，持续压制焦煤现实需求。

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，伴随政策限产弱化，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。下半年以来，焦钢企业开工率整体经历了较大波动，由于焦钢利润持续低位，现金流受限，焦煤库存可用天数持续下降，临近春节，下游冬储补库支撑焦煤短期需求。

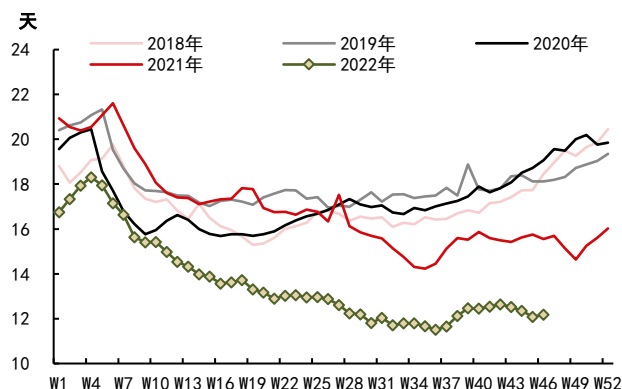
展望 2023 年，基于前文对于钢材需求的分析，我们认为，国内焦炭供应将跟随铁水产量整体下滑，预计焦炭产量同比 2022 年下降 1000 万吨以上，由此带来 1500 万吨左右的焦煤需求减量。从需求节奏来看，基本遵循钢材终端需求的季节性规律，焦钢企业旺季复产补库原料将阶段性支撑焦煤需求。

图表68： 焦炭日均产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表69： 钢厂+焦化厂焦煤库存可用天数



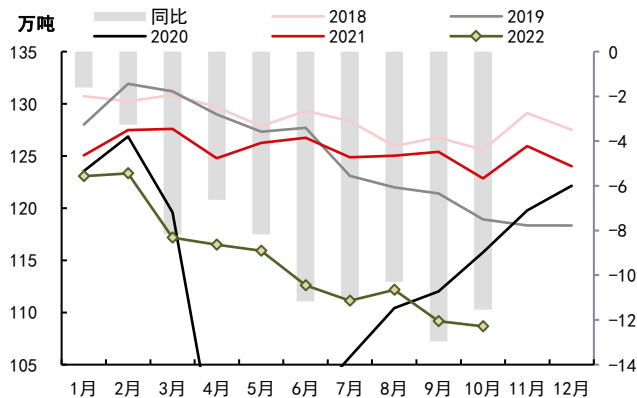
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、海外需求：海外生铁产量下滑，国际焦煤供应扰动仍存

从全球焦煤供需来看，2022 年，海外生铁产量同比降幅不断扩大，6 月以来，海外日均生铁产量单月同比降幅持续在 10%以上。供应端，受俄乌地缘政治问题、澳洲东部拉尼娜天气、工人罢工、疫情等扰动冲击，海外焦煤形成阶段性供需错配局面，加剧焦煤价格波动，我国进口海运煤性价比持续不佳。

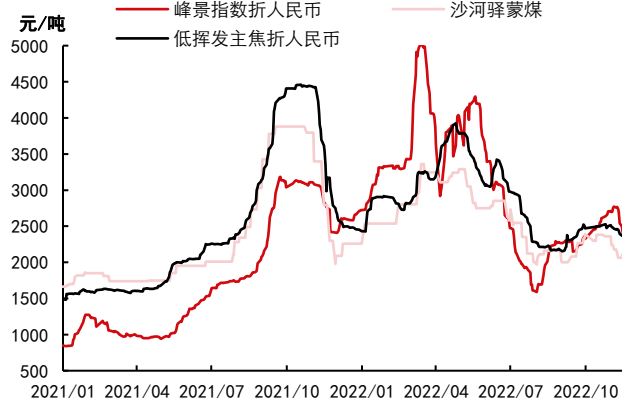
展望 2023 年，受制于流动性收紧、需求整体下行，海外生铁产量大概率将延续下降趋势，焦煤需求总量将维持弱势。澳洲部分新增炼焦煤矿产能投产，地缘政治和劳动力短缺问题对焦煤供应的影响仍然存在，全球焦煤供需总量矛盾缓和，结构性矛盾仍存。

图表70： 海外日均生铁产量



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图表71： 海外主流焦煤价格走势



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口环境相对宽松

1、国内：煤炭保供增产，煤矿生产平稳

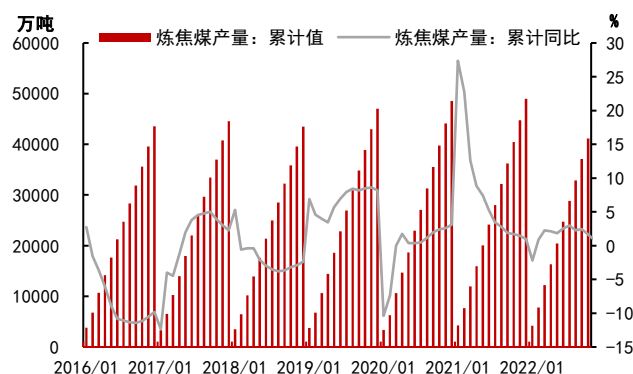
2022 年 1-10 月，我国炼焦煤累计产量 4.11 亿吨，同比增长 1.7%，增速高于下游焦炭产量。

2022 年上半年，伴随煤炭保供政策的持续推进，国内煤矿生产强度普遍较高，焦煤供应同比增量明显。三季度，受到安监、疫情、环保等因素扰动，煤矿生产及发运效率受到影响，国内焦煤产量环比下降。四季度，国庆及二十大会议结束后，煤矿复产较快，目前已恢复正常生产节奏。

2023 年，保证煤炭供应安全的政策基调不改，预计煤矿仍将维持较高的生产强度，国内供应相对平稳，煤矿产量调节能力增强，出现大规模、持续性焦煤供应缺口的可能性较小。

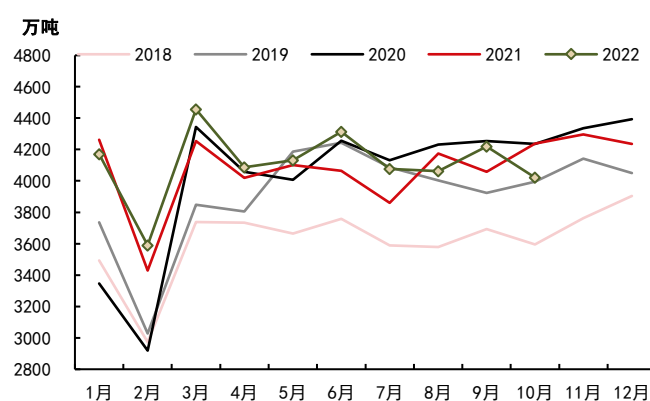
需要注意的是，从焦煤的资源禀赋来看，焦煤产量向山西区域集中，山西焦煤产量在全国的占比从 2016 年的 40% 提升至 2022 年的 47% 左右，全国焦煤洗出率从 2016 年的 40.5% 下降至 2022 年的 37.9%。此外，伴随井下开采深度增加，煤矿安全隐患加剧，将长期制约煤矿生产。此外，国家发改委于近日召开会议，要求将 2023 年电煤中长期合同的签约量由 26 亿吨增至 29 亿吨，电煤挤占配焦煤供应的问题或将长期存在。

图表72： 国内焦煤累计产量



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图表73： 国内焦煤产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

2、进口：进口环境相对宽松，进口量受到国内需求调节

根据海关总署公布的进口数据，2022 年 1-10 月，我国累计进口焦煤 5164 万吨，同比增长 31%。从主要进口来源国来看，1-10 月，蒙古焦煤进口 1913 万吨，占比 37%；俄罗斯焦煤进口 1731 万吨，占比 34%；加拿大焦煤进口 687 万吨，占比 13%；美国焦煤进口 407 万吨，占比 8%；前期滞港通关澳煤 217 万吨，占比 4%。

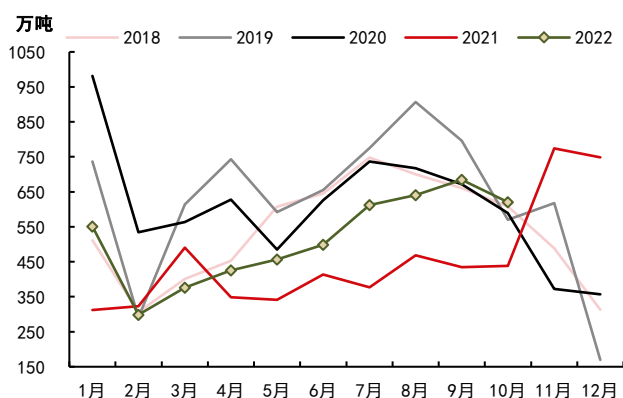
澳煤进口受限后，蒙古现已成为我国第一大焦煤进口国，年内蒙煤口岸通关量持续增长，甘其毛都口岸日度通关量近期维持在 800 车以上。虽然口岸时有零散疫情出现，但对通关量的扰动相对有限，2023 年，预计蒙煤进口稳中有增，对我国焦煤供应形成重要补充。

俄煤方面，受到地缘政治问题影响，俄罗斯煤炭出口更多地转向亚洲市场。截至 2022 年 10 月，我国自俄罗斯进口的焦煤总量同比增幅超一倍。俄罗斯政府宣布 2023 年将进一步提高东部港口及铁路的周转能力，总体认为，2023 年俄罗斯焦煤进口仍有增量可期。需要注意的是，受制于煤炭品质，俄煤无法单独作为主焦煤使用。

以美国、加拿大为代表的海运煤方面，由于 2022 年进口利润较低，运费高，船期长，我国贸易商进口积极性不高，该部分进口对我国焦煤整体供应的补充作用较为有限。2023 年，海外焦煤需求预计总体趋弱，进口性价比或有一定改善。此外，近期市场对于恢复澳煤进口的预期再现，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。若澳煤恢复进口，即便短期内因进口利润较低，对我国焦煤现实供应影响不大，但势必会持续压制焦煤盘面上方估值，加速市场情绪转向悲观。

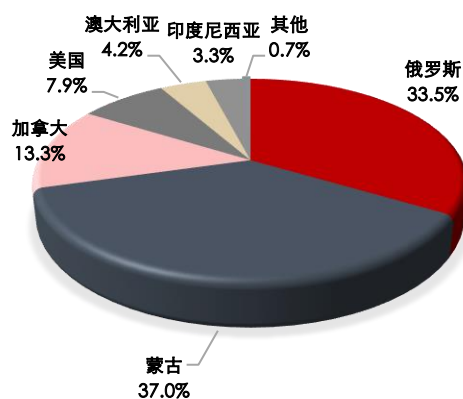
综合来看，我们认为 2023 年焦煤进口环境相对宽松，进口总量上限较高，同时将受到国内现实需求的调节，预计较 2022 年增加 300-1000 万吨。

图表74： 焦煤进口量季节性



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表75： 1-10 月我国焦煤进口来源



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

三、供需总结：需求逐步下行，供应环境宽松

1. 需求方面：2023 年，全球生铁产量难改下行趋势。国内端，基于前文对于钢材需求的分析，我们认为 2023 年国内生铁产量同比减少 2000-2500 万吨，同时考虑到焦炭出口下行，焦炭产量同比减少 1000 万吨左右，由此带来 1300 万吨左右的焦煤需求减量。需求节奏方面，基本遵循钢材终端需求的季节性规律。海外端，基于前文对于海外钢材需求的分析，假设生铁减产 3000 万吨左右，焦煤需求同步减少接近 2000 万吨。

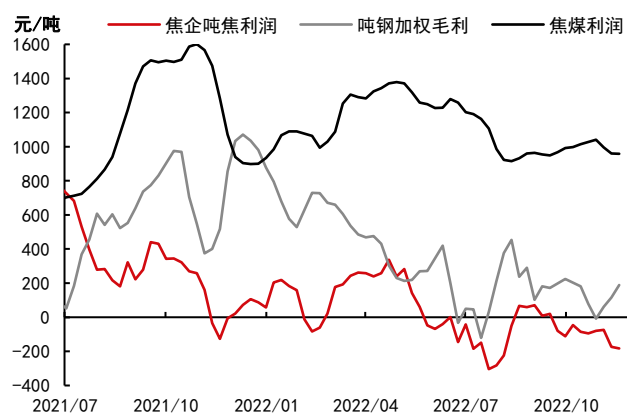
2. 供应方面：长周期下，“双碳”政策及煤矿资源禀赋问题制约国内焦煤增产的持续性，但纵观 2023 年，保证煤炭供应安全仍然是主要政策导向。国内煤矿生产平稳，产量调节能力提高。进口端，蒙煤、俄煤稳中有增，海运煤进口环境预计逐步宽松。

四、市场展望：供需趋于宽松，价格重心下移

2022 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，受制于钢材弱需求与低利润，下游采购焦煤更加谨慎，叠加海内外焦煤供应的持续补充，焦煤供需矛盾逐步缓和，价格下行压力增大。

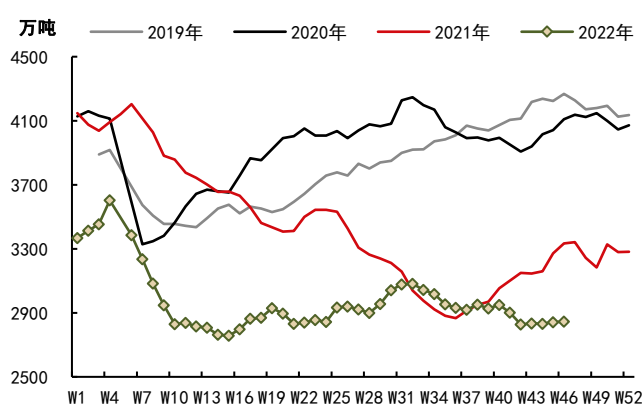
展望 2023 年，焦煤供应环境进一步改善，而需求侧下行趋势难改，我国焦煤供需结构将逐步趋于宽松。在实际经营过程中，国内焦煤产量和进口量将配合下游需求，通过供应端的调节实现焦煤供需的动态相对平衡。伴随下游需求整体走弱，煤矿作为当前黑色金属产业链条上利润最为丰厚的一环，向下游让利的压力将逐步显现。此外，下游焦煤低库存已成常态，在高炉复产周期中，焦煤价格仍具备较强的短期向上弹性。

图表76： 产业链利润分配情况



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表77： 焦煤总库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

风险因素：进口政策放松、需求不及预期（下行风险）；能源紧张、需求超预期（上行风险）。

第五部分 铁合金：供需走向宽松，延续宽幅震荡

一、硅铁：供应跟随需求，成本决定价格

回顾硅铁 2022 年的走势，整体宽幅震荡，波动较大，受钢材需求端扰动明显。一季度黑色系处于预期与现实反复博弈的状态，粗钢产量偏低，但得益于金属镁和出口需求的高增速，硅铁价格波动上行。二季度受疫情影响，强预期无法兑现，叠加海外加息潮，黑色系经历两次大幅下跌，硅铁价格重心下移。下半年房地产行业下行与“保交楼”预期交织，硅铁供需双弱，美联储加息和疫情也扰动不断，硅铁价格震荡运行。

展望 2023 年，需求仍是决定硅铁走势的关键因素。2022 年政策主线为“稳增长”，主产区能耗指标相对宽松，预期 2023 年硅铁供应端扰动仍然相对较小，主要受利润调节。金融支持房地产“16 条”等措施对房地产行业有一定托底作用，但各地区各部门坚持房住不炒的原则不变，房地产企业拿地和新开工数据仍然较差，2023 年上半年钢材需求仍有压力。海外衰退压力下，硅铁出口需求难以维持高增速，金属镁需求独木难支。2023 年硅铁价格主要受需求端影响。

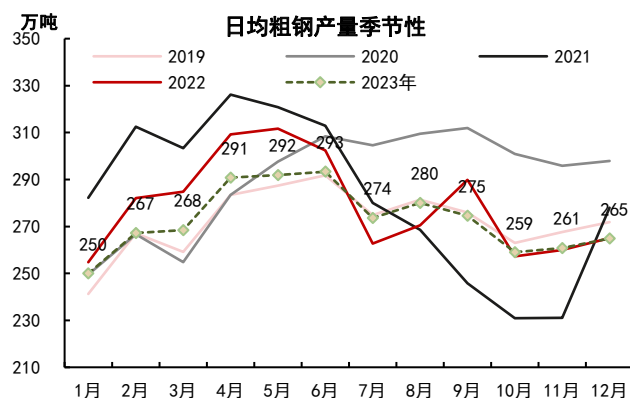
1、硅铁需求：需求重点在钢材，总体需求趋于下降

1.1 炼钢端：终端需求偏弱，炼钢需求有限

硅铁的下游需求中，钢铁行业消费占比近 70%。2022 年 1-10 月份，全国粗钢产量 8.58 亿吨，同比下降 1.96%，其中 10 月份产量 7976 万吨，同比上升 11.4%，10 月同比增速较高主要是去年能耗双控下粗钢产量基数较低。预计 11、12 月产量同比小幅回升，全年完成平控目标。

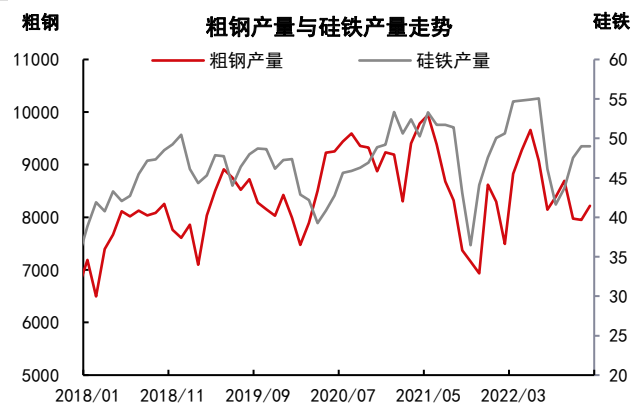
11 月监管部门陆续发布“第二支箭”、金融支持房地产 16 条、保函置换监管资金等房地产金融支持政策，对房地产行业有一定托底作用，但各地区各部门坚持房住不炒的原则不变，中短期以保交楼为主，房地产企业拿地和新开工数据仍然较差，基建和制造业用钢需求有一定支撑，2023 年上半年钢材需求仍有压力，将继续压制粗钢产量和硅铁需求。

图表78： 日均粗钢产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表79： 粗钢产量与硅铁产量走势关联度极高



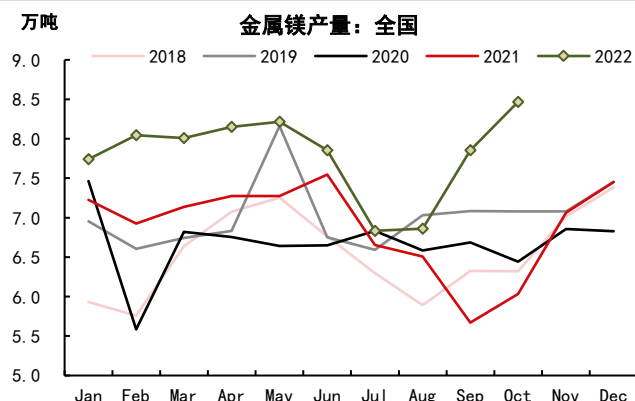
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1.2、金属镁：汽车行业政策加持，硅铁需求仍有韧性

硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在 15%左右。2022 年 1-10 月份，国内金属镁产量 78.04 万吨，同比上升 14.3%，7、8 月镁厂停产检修较多。国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%，多应用于汽车相关行业，5 月国常会推出减征乘用车购置税 600 亿元以来，产销同比快速增长，全年增速回正。1-10 月，汽车产销分别完成 2222 万辆、2196 万辆，同比分别增长 8.1%、4.9%。

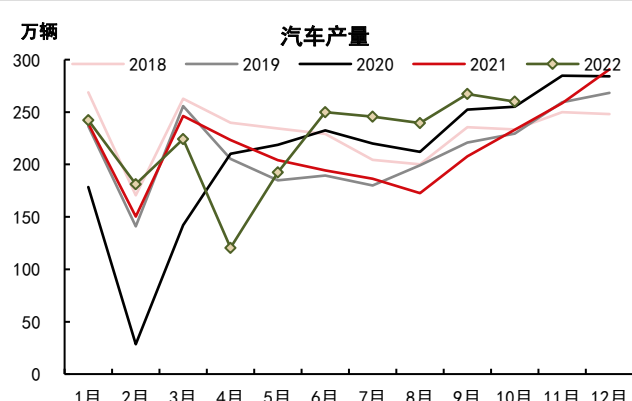
汽车行业拉动下，金属镁产量对硅铁的需求仍有韧性。9 月 18 日财政部、税务总局、工业和信息化部公告延续新能源汽车免征车辆购置税政策，对购置日期在 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间内的新能源汽车免征车辆购置税，支持新能源汽车产业发展促进汽车消费。在扩大内需背景和汽车行业政策加持下，预计 2023 年金属镁产量或有增加，一定程度支撑硅铁需求。

图表80： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表81： 汽车产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

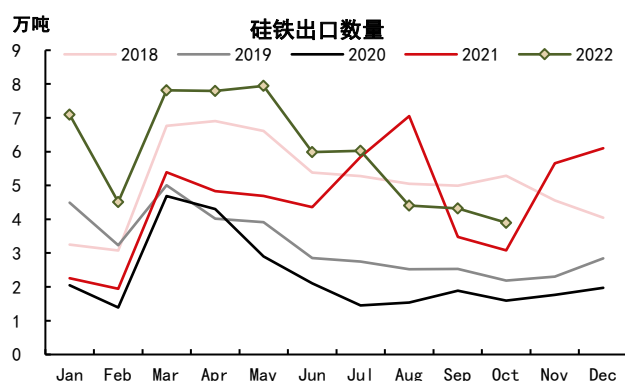
1.3 出口端：海外扰动因素较多，出口高增长难持续

2022 年硅铁出口需求维持高增长。一直以来，我国是硅铁净出口国，2022 年

出口价差一直存在，硅铁出口利润较好，1-10 月份，国内硅铁出口达到 60 万吨，同比增 39.9%。受海外地缘政治影响，国际硅铁贸易再重构，海外对我国硅铁的需求量稳步增加。下半年在美联储加息背景下出口有所回落，但全年我国硅铁出口总体仍然维持较高增速。

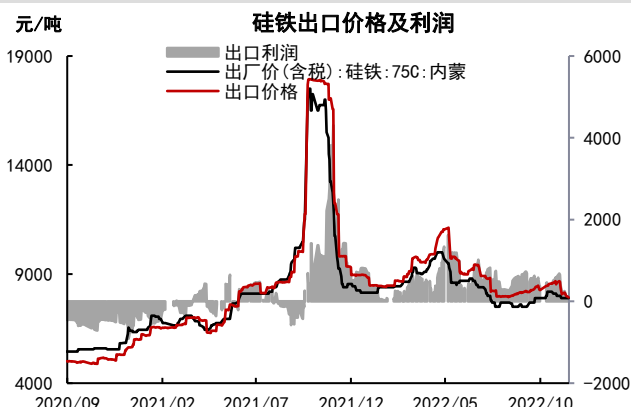
2023 年硅铁出口高增长或难以持续。2023 年美国加息或逐步放缓，但加息周期延长，同时海外钢厂提产空间有限，全球仍面临经济衰退和需求下滑的风险。随着地缘冲突有所缓和，俄罗斯等传统硅铁出口国的供应或逐步恢复。硅铁作为高耗能行业，出口也可能受到政策端的限制，预计硅铁出口需求难以保持高增速。

图表82： 硅铁月度出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表83： 硅铁出口价格和利润



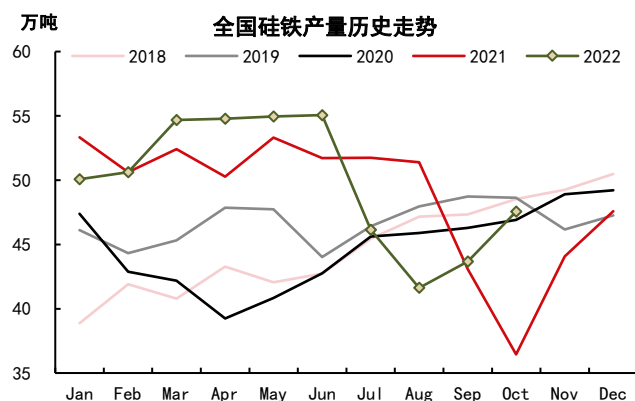
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、硅铁供应：政策扰动较小，利润调节产量

2022 年政策主线为稳增长，主产区能耗指标相对宽松，硅铁供应主要受到利润影响。2022 年 1-10 月份，全国硅铁产量 499 万吨，同比增 1.0%，高于下游粗钢产量增速，得益于金属镁和出口需求维持较高增速，硅铁没有出现供应严重过剩局面。下半年硅铁需求走弱，受疫情扰动和美联储加息影响，黑色系价格整体下跌，硅铁厂陷入亏损，产量大幅下降。随着“保交楼”政策的推进，钢材需求有所恢复，硅铁利润好转，产量逐步恢复。

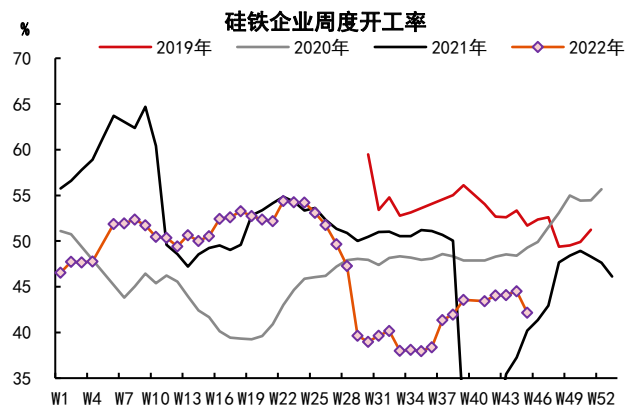
展望 2023 年，硅铁产量主要受利润调节，跟随需求波动。能耗双控政策放松之后，硅铁产能置换逐步推进，但产能利用率仍然较低，供应弹性较大。预计 2023 年对硅铁供应端的政策扰动较小，硅铁产量主要受利润调节，跟随需求波动，寻找新的供需平衡。

图表84： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表85： 136家硅铁企业开工率



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

3、硅铁成本：电力成本难降，成本波动增大

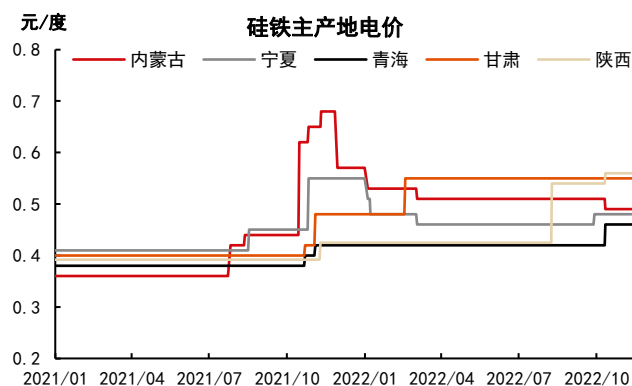
硅铁成本波动或逐渐增大。从硅铁的成本结构来看，电费、焦炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费成本、焦炭，这两项成本占比接近70%。11月14日电联会发布《适应新型电力系统的电价机制研究报告》指出电煤价格长期高企，煤电基准价没有随之调整，上网电价水平难以反映煤电生产的真实成本。相比去年，电价总体有所上涨；随着电价市场化和新能源平价上网的推进，硅铁电力成本波动或逐渐加大。中澳外交关系逐步修复，市场对中澳煤炭贸易恢复的预期升温。若重新开放澳煤通关，或能降低我国进口煤采购成本，缓解国内煤炭紧张和价格高企情况，带动硅铁成本下降。

图表86： 硅铁成本与利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表87： 硅铁主产地电价



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

4、硅铁展望：供应跟随需求，成本决定价格

2023年预计硅铁供应跟随需求有所下行，行业维持较低利润，成本决定价格。2023年国内仍面临扩大内需稳定经济的压力，硅铁供应端扰动相对较小，主要受利润调节。政策对房地产行业有一定托底，但房地产企业拿地和新开工数据仍然

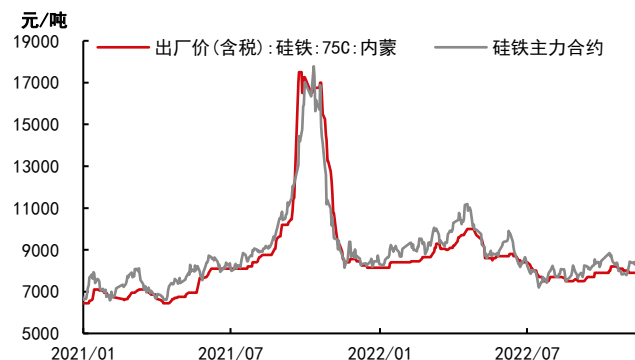
较差，2023 年上半年钢材需求仍有压力。在海外衰退压力下，硅铁出口需求难以维持高增速，金属镁的增量需求对硅铁支撑将独木难支。2023 年硅铁价格主要受需求端影响，预计行业维持低利润。

图表88： 硅铁现货价格与钢材利润走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表89： 硅铁期货和现货价格对比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

风险因素：终端需求加速回升（上行风险）；减产政策加速落地（下行风险）

二、硅锰：需求高度受限，关注成本变化

回顾 2022 年硅锰走势，期现价格震荡运行，产量波动较大，供需相对宽松。一季度在稳增长预期带动下，黑色各品种涨幅较大，硅锰作为炼钢原料，价格也有小幅上涨，但受制于本身产量复产较快、供需格局偏弱，而涨幅弱于其他原材料。二季度受疫情影响强预期无法兑现，叠加海外加息潮，黑色系经历两次大幅下跌，锰矿成本逐步下行，带动硅锰价格重心阶段下移。二季度末三季度初硅锰厂亏损严重，大幅主动减产，保交楼政策提出后硅锰厂跟随钢厂逐步复产，产量缓慢增加。全年来看，硅锰产量波动较大，供需相对宽松，硅锰厂维持较低利润，价格震荡运行。

展望 2023 年，房地产行业下行周期难改，基建和制造业用钢对硅锰需求拉动有限，供应端扰动较小，关注成本利润变动。政策对房地产行业有一定托底作用，但各地区各部门坚持房住不炒的原则不变，房地产企业拿地和新开工数据仍然较差，预计 2023 年螺纹钢产量仍将拖累硅锰需求。行业经历 2022 年的低利润和亏损后，预计 2023 年对利润更加敏感，成本端随着锰矿价格回落逐步企稳，难有趋势性涨跌。

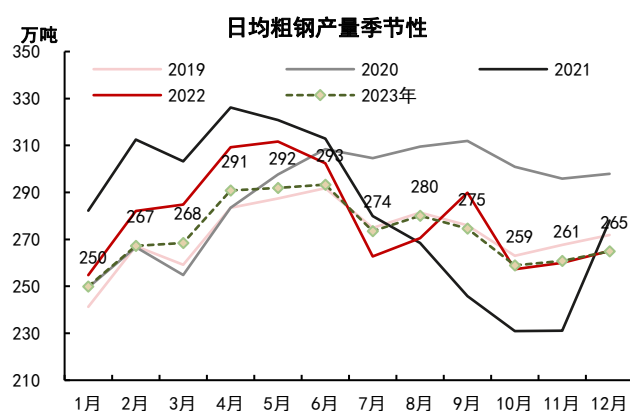
1、硅锰需求：粗钢产量下滑，硅锰需求受限

螺纹钢产量大幅下滑，压制硅锰需求。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。2022 年 1-10 月份，全国粗钢产量 8.58 亿吨，同比下降 1.96%，其中 10 月份产量 7976 万吨，同比上升 11.4%。

10 同比增速较高主要是去年能耗双控下粗钢产量基数较低，预计 11、12 月产量同比小幅回升，全年粗钢完成平控目标。1-10 月螺纹钢产量 1.96 亿吨，同比下降 8.3%，螺纹钢产量相较于粗钢下降幅度更大，限制硅锰需求高度。

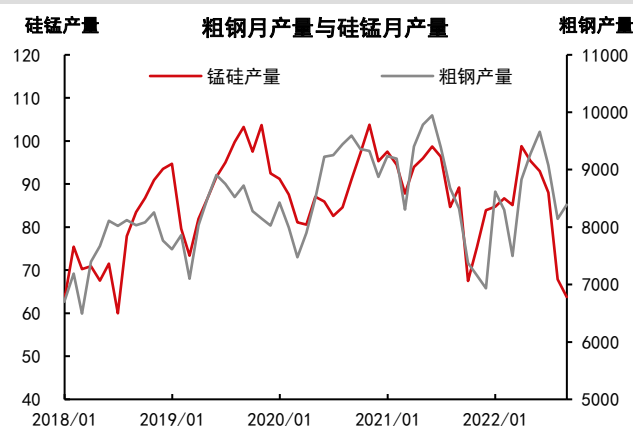
房地产行业下行周期难改，硅锰需求受限。11 月监管部门陆续发布“第二支箭”、金融支持房地产“16 条”、保函置换监管资金等房地产金融支持政策，对房地产行业有一定托底作用，但各地区各部门坚持房住不炒的原则不变，中短期以保交楼为主，房地产企业拿地和新开工数据仍然较差，2023 年上半年钢材需求仍有压力，压制粗钢产量和硅锰需求。基建和制造业用钢对硅锰需求拉动有限，预计 2023 年硅锰需求将有所下滑。

图表90： 日均粗钢产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表91： 粗钢月产量与硅锰月产量走势



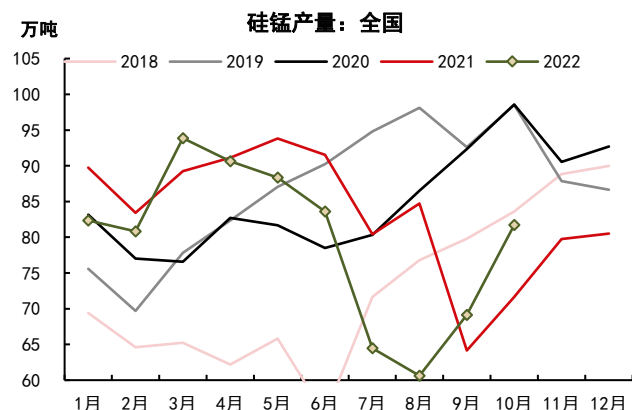
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

2、硅锰供应：利润影响产量，供应波动较大

硅锰供应全年波动较大。2022 年 1-10 月，国内硅锰产量 795.5 万吨，同比下降 5.3%。2022 年在能耗双控放松的背景下，合金厂生产尚未受到政策约束，以主动性减产为主，一季度硅锰产量维持较高位置，自 5 月受硅锰亏损幅度扩大以来，锰系专业委员会两次号召减产，但效果有限。6 月中下旬受终端需求偏弱影响黑色系大跌，铁水产量回落，硅锰亏损加剧，硅锰厂家开始主动减产，硅锰产量和开工率大幅下降。锰矿和焦炭成本相继下移后利润有所恢复，伴随着保交楼政策的推出和钢厂复产，硅锰产量也逐步恢复。硅锰的产量相对集中，主要集中在内蒙、宁夏、广西和贵州，四省产量占比高达 80%以上。2022 年广西地区由于成本较高亏损严重，全年维持低产量低开工率，供应波动主要来自于内蒙古和宁夏地区。

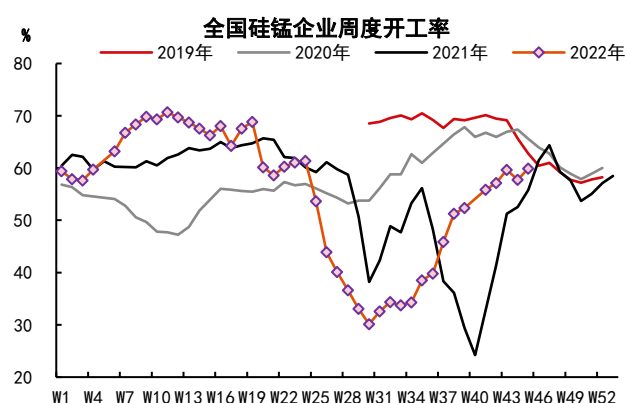
展望 2023 年，硅锰产量或跟随需求有所下降。硅锰产能利用率较低，2022 年在能耗双控政策放松后，供应端没有受到政策限制，预计 2023 年硅锰供应仍偏宽松，产量主要受利润调节，在终端需求偏弱的背景下，跟随钢材产量波动并有所下降，呈现供需双弱偏宽松的格局。

图表92： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究所

图表93： 硅锰周度开工率情况



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

3、硅锰成本：波动或更频繁，幅度有所减小

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，我们认为这三项成本 2023 年或将逐步企稳，波动更频繁但幅度有所减小。

锰矿方面，2022 年锰矿港口库存高位震荡，价格波动较大。2022 年 1-10 月，锰矿累计进口 2489 万吨，同比下降 2.9%。上半年硅锰产量维持高位，但锰矿进口数量相比去年下降，锰矿港口价格上升，1-6 月锰矿累计进口 1411 万吨，同比下降 11.2%。锰矿价格上涨推动锰矿进口量回升，7-10 月锰矿累计进口 1078 万吨，上升 10.5%，港口锰矿库存不断累积，锰矿价格逐步回落。

随着锰矿价格回落到历史中性水平，海外矿山利润也逐步缩减，价格进一步下跌的空间不大。但短期内还没有看到矿山有减产计划，港口库存维持高位，硅锰产量难有增长，对锰矿需求偏弱，锰矿价格上涨也存在较大压力。

电价方面，预计逐步趋稳小幅波动。2022 年电价相比去年总体有所上涨，我国电力供需仍然偏紧，2022 年气候异常状况频发，全国电力供应趋紧、电网超负荷运行，部分地区新兴产业也逐步取消优惠电价。随着煤炭供应逐步宽松，澳煤通关有望恢复，电价或逐步趋稳小幅波动。但硅锰作为高能耗行业，难以回到以前的低电价水平，对硅锰的生产仍有成本支撑。

煤炭端，中澳外交关系逐步修复，市场对中澳煤炭贸易恢复的预期升温。若重新开放澳煤通关，或能降低我国进口煤采购成本，缓解国内煤炭紧张和价格高企情况，带动硅铁成本下降。

图表94： 进口锰矿价格情况



数据来源：Wind 中信期货研究所

图表95： 港口锰矿库存维持高位

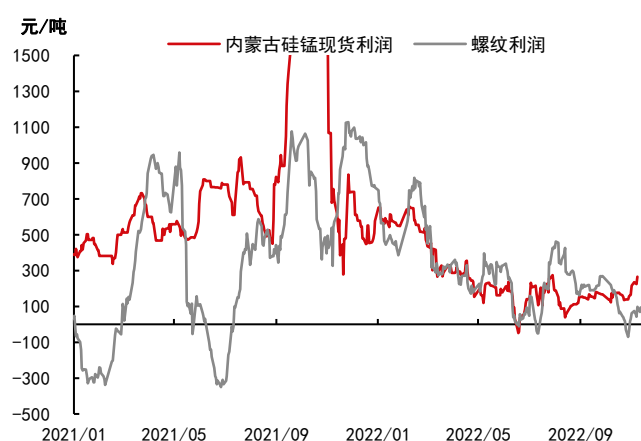


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

4、硅锰展望：需求高度受限，关注成本利润

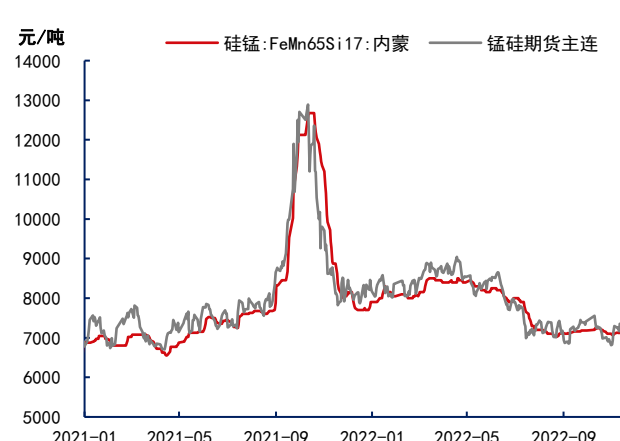
2023 年预计供应端扰动较小，产量跟随需求变动，主要关注成本利润变动。钢材终端需求仍面临较大下行压力，粗钢产量和硅锰需求受到抑制；供应端扰动较小，经历 2022 年的低利润和亏损后，预计 2023 年硅锰生产企业对利润更加敏感，产量将随利润驱动。锰矿成本已逐步回落，但上涨仍面临高库存的压制，难有趋势性涨跌，成本有望逐步企稳。

图表96： 硅锰现货利润与螺纹利润



数据来源：Wind 中信期货研究所

图表97： 硅锰期现价格走势



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

风险因素：终端需求加速回升（上行风险）；锰矿供应超预期，减产政策加速落地（下行风险）

第六部分、废钢：供需格局健康，走势跟随成材

1、钢厂利润保持低位，废钢涨跌跟随成材

废钢价格的运行既受自身供需格局影响，同时又受到成材和高炉料价格波动的影响。整体来看，2022 年废钢全年跌幅接近 20%，与螺纹钢跌幅相当；目前全国废钢均价 2500 元/吨，已经接近疫情前的水平。从供需角度看，废钢自身格局全年偏紧，富宝 255 家钢厂调研数据显示，废钢到货同比减少约 6000 万吨，相较日耗多减少 650 万吨，钢厂库存和基地库存整体维持去化状态。然而，在终端需求承压的背景下，钢厂利润被快速压缩，并持续保持低位。废钢作为炼钢原料，价格被动承压，纵使自身基本面偏紧，价格只能被动跟随成材。

图表98： 2022 年废钢价格走势回顾



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、废钢供给展望：自然增长逐年增加，释放节奏跟随经济

2.1、自下而上预估废钢供给量（自然增长）

自下而上看，废钢供给主要包括三个来源，分别是自产废钢、加工废钢和折旧废钢。自产废钢主要跟随当年粗钢产量，自产废钢率约为 4.7%；加工废钢主要跟随当年的粗钢用量，加工废钢率约为 6.0%；社会折旧废钢主要依赖社会钢材积蓄量，因此一般而言，废钢源头供给增速具有一定刚性、理论上可以根据当年粗钢产量、净出口量、废钢积蓄量以及各行业的废钢折旧年限和回收率进行估算。

自产废钢供给量通过粗钢产量推算得出，2022 年工信部发布粗钢产量全年同比不增的通知，以此为主要依据，分别推算出 2022 年自产废钢量约为 0.48 亿吨，加工废钢量约为 0.61 亿吨。社会折旧废钢通过工业品折旧年限和回收率进行预估，约为 1.62 亿吨。自产废钢、加工废钢和折旧废钢合计计算出废钢自然增长体量巨大，约为 2.70 亿吨。此外，从分项占比可以看出，折旧废钢占比逐年提高，2022 年占比 59.7%，是产废的绝对主导。依照模型，废钢自然产出处于逐年增长

的状态，预计 2023 年，废钢自然产出体量将在 2022 年的基础上进一步增加 1000 万吨。

图表99： 2022 年折旧废钢自然增长

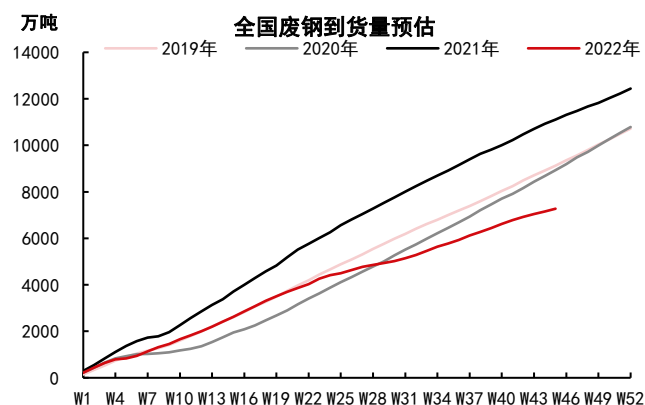
自下而上预估废钢供给量															占比情况		
年份	废钢供给量	自产废钢	加工废钢	社会折旧废钢	建筑	机械	汽车	能源	船舶	家电	铁道	集装箱	其他	自产废钢	加工废钢	折旧废钢	
2016	17539	4430	4850	8259	410	3284	2441	215	161	365	39	235	1110	25.3%	27.7%	47.1%	
2017	18882	4216	4990	9676	421	4058	2700	230	173	451	42	260	1341	22.3%	26.4%	51.2%	
2018	21025	4363	5570	11092	450	4904	2938	244	183	545	44	282	1502	20.8%	26.5%	52.8%	
2019	22993	4683	5978	12332	486	5493	3255	267	200	610	47	313	1661	20.4%	26.0%	53.6%	
2020	24916	5004	6389	13523	532	6075	3513	305	229	675	49	338	1808	20.1%	25.6%	54.3%	
2021	25815	4854	6197	14764	580	6610	3777	367	275	734	54	363	2003	18.8%	24.0%	57.2%	
2022	27117	4806	6135	16176	627	7323	4018	449	337	814	60	386	2162	17.7%	22.6%	59.7%	
2023E	28105	4709	6012	17384	661	7903	4170	561	421	878	65	401	2324	16.8%	21.4%	61.9%	

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 富宝 废钢协 中信期货研究所

2.2、自下而上预估废钢供给量（第三方机构统计）

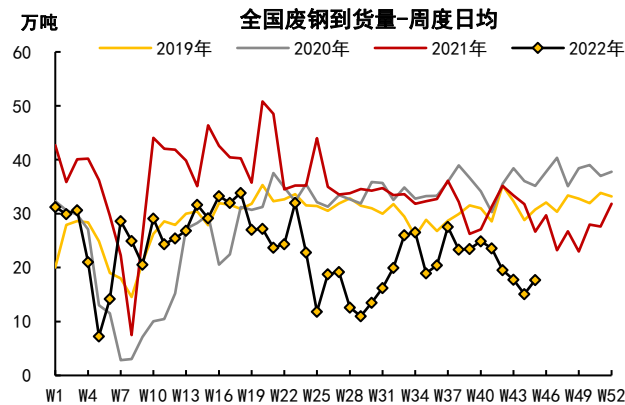
我们选取富宝资讯 147 家钢企样本（样本约占全国废钢消耗量的 55%），因为钢厂自产废钢一般不会进入市场流通，所以样本中仅包含加工废钢和社会折旧废钢。我们分别计算出 2019 年-2021 年每年到货的累计值，分别为 1.95 亿吨、1.96 亿吨、2.26 亿吨（自然增长法中 2019 年-2021 年的数据分别为：1.83 亿吨、1.99 亿吨、2.10 亿吨），此三项数据与自然增长方法预估的废钢供给量吻合性较好。2022 年富宝 147 家样本到货量出现明显回落是从 3 月下旬开始的，因为疫情对社会生产、废钢运输均造成一定冲击，使得废钢实际产出相较自然增长有一定减量。

图表100： 全国废钢到货量预估



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 富宝 中信期货研究所

图表101： 147 家废钢到货量-周度日均



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 富宝 中信期货研究所

2.3、自上而下预估废钢供给量（统计局口径）

自上而下测算方法中，我们以统计局粗钢产量和生铁产量作为主要依据，生铁得水率为 96%，废钢得水率为 94%，同时考虑到 8%左右的废钢资源用于铸造行业，则炼钢废钢需求可以由以下公式计算出： $(\text{粗钢产量} - \text{生铁产量} \times \text{生铁得水率}) / \text{废钢得水率}$ 。废钢总供给量=炼钢废钢需求/(1-铸造行业占比)。据此可以计算出，2022 用于炼钢废钢供给量为 2.05 亿吨，同比降幅约为 2.9%，废钢总供给量为

2.23 亿吨。

图表102：自上而下预估废钢供给量

自上而下预估废钢供给量										
年份	粗钢产量-统计局	生铁产量-统计局	炼钢废钢供给量	同比	废钢比	生铁得水率	废钢得水率	炼钢废钢占比	废钢总供给量	同比
2015	80382	69141	14901		18.5%	96.0%	94%	92%	16196	
2016	80837	70074	14431	-3.1%	17.9%	96.0%	94%	92%	15686	-3.1%
2017	83173	71076	15894	10.1%	19.1%	96.0%	94%	92%	17276	10.1%
2018	92826	77105	20006	25.9%	21.6%	96.0%	94%	92%	21745	25.9%
2019	99634	80937	23335	16.6%	23.4%	96.0%	94%	92%	25364	16.6%
2020	106477	88752	22632	-3.0%	21.3%	96.0%	94%	92%	24600	-3.0%
2021	103279	86857	21166	-6.5%	20.5%	96.0%	94%	92%	23007	-6.5%
2022	102246	86388	20547	-2.9%	16.5%	96.0%	94%	92%	22333	-2.9%
2023	100201	83718	21098	2.7%	17.5%	96.0%	94%	92%	22932	2.7%

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 富宝 废钢协 中信期货研究所

2.4、废钢供给端差值原因分析

图表103：废钢供给量差因分析

废钢供给量				
年份	自上而下	自下而上	差值	比值
2016	15686	17539	1853	10.6%
2017	17276	18882	1607	8.5%
2018	21745	21025	(720)	-3.4%
2019	25364	22993	(2371)	-10.3%
2020	24600	24916	316	1.3%
2021	23007	25815	2808	10.9%
2022	22333	27117	4783	17.6%
2023E	22932	28105	5173	18.4%

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

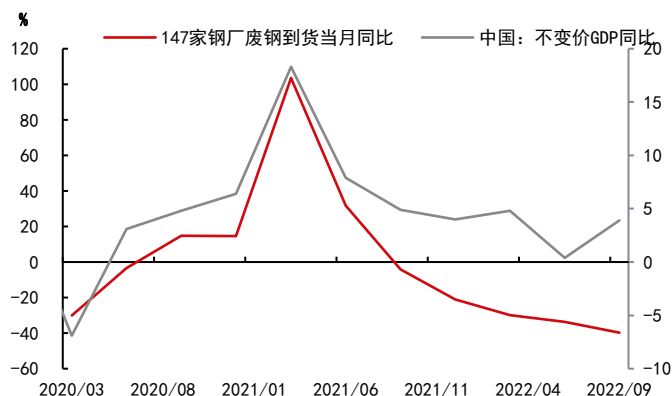
我们分别使用自上而下和自下而上两种方法预估了我国的废钢供给量，虽然出发点和分析角度有所差异，但结果的吻合性依然较好，特别是在疫情发生前和疫情发生之初，两套系统的差异最高仅为 10%。2022 年国内经济增速因为疫情扰动有所放缓，特别是从 3 月下旬开始的，个别城市因为感染人数众多而进入静默，这对社会生产和废钢运输造成了重大冲击。此外，俄乌冲突和海外连续加息等因素也压制了终端需求强度，从而造成国内有关制造企业订单不佳，选择降低开工率主动去库存，因此加工废钢相应减少。制造业投资增速放缓，设备折旧周期相应延长；居民收入下滑，购房意愿转弱，房企新开工同比降幅 30%以上，建筑产废也有所减少。产废、收废、运废等过程的放缓，使得废钢实际产出相较自然增长有一定减量。

2.5、2023 年国内废钢将恢复正常产出

我国的废钢供给增速与国内经济增速吻合性较好：考虑到我国疫情防控工作已经取得卓有成效的进展，疫情对社会积蓄钢材报废、回收、运输的影响基本消散，同时，地产维稳政策不断推出，“稳楼市”，“稳经济”的发展方向明确，因此，自然增长法测算的废钢供给量将逐渐适用。乐观估计，我们沿用对分行业积蓄钢材回收量分别进行测算得到折旧废钢产生总量，约为 1.73 亿吨；另外结合前文对 2023 粗钢产量进行的估算得到自产和加工废钢的大致供给量，预计 2023 年国内

废钢供应总量将达到 2.80 亿吨，相较于 2022 年增加约 1000 万吨，增速达 3.7%。从自上而下的角度看，2023 年粗钢产量同比降约 2%，废钢比小幅增加至 17.5%，则预计 2023 年国内废钢供应总量将达到 2.29 亿吨，较 2022 年增加 600 万吨，增速为 2.7%。

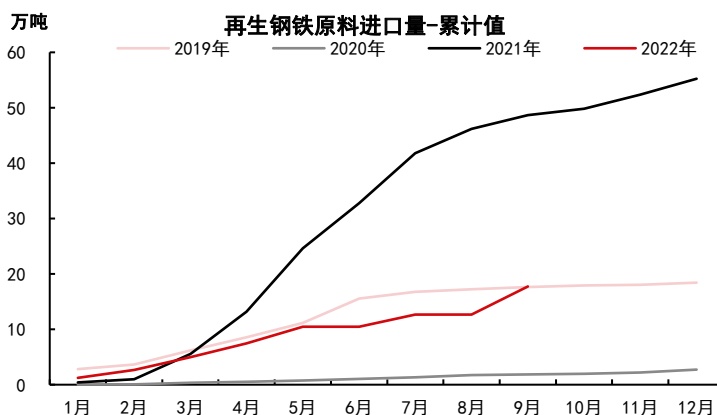
图表104：废钢供给增速与国内经济增速基本吻合



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 富宝资讯 中信期货研究所

2.6、废钢进口难解近渴

图表105：我国废钢铁进口未见起色



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

进口废钢方面，我国自 2021 年 5 月 1 日起，调整部分钢铁产品关税，其中，对生铁、粗钢、再生钢铁原料、铬铁等产品实行零进口暂定税率。此项减税举措大大刺激了进出口贸易商的热情，当年废钢进口量就达到了 55 万吨。但这种势头并未延续至今，有两方面原因，其一：从 2021 年 1 月 1 日实施的《再生钢铁原料标准》来看，国家标准对进口再生钢铁原料的规格、筛检与加工方式、贮存、检测等均做出了严格要求，毛料进口难度较大，且相应的通关检测也会较为复杂，目前进出口贸易的多为品质较好的重废，但数量不多。其二，目前国际废钢贸易格局已经较为平衡，我国周边的韩国、印度、越南、台湾等地区均为废钢进口的

传统大户，周边主要进口国合计年进口量约为 2720 万吨，约占世界废钢贸易总量的 1/3，中国放开进口导致国际资源竞争加剧，抬升国际废钢价格，因此废钢进口的利润窗口期难以维持。综上所述，我们认为在上述两个因素没有得到缓解前，废钢进口量短期难以大幅增加，2023 年的保守估计约为 30-50 万吨。

3、废钢需求展望：粗钢产量波动不大，废钢比例稍有增加

2021 年 4 月，国家发展改革委、工业和信息化部研究所署了 2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作，粗钢平控作为粗钢产量的强约束逐步发挥效能。2022 年 4 月，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局继续开展全国粗钢产量压减工作，明确表示要实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。在当前终端需求不振，钢厂利润低位的背景下，我们预计 2023 年粗钢平控工作将继续开展。粗钢产量整体降幅约 2%，但粗钢的供给结构中，废钢占比有望重新提升。2022 年 2 月，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部联合发布《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，文件中提到力争到 2025 年，将电炉钢产量占粗钢总产量比例提升 15%以上、钢铁工业利用废钢资源量达到 3 亿吨以上。当前的废钢用量和电炉钢占比距离目标还有一定差距，若供给端压力得到缓解，预计废钢用量有望缓慢提升：我们按照全年 17.5%的废钢比计算，废钢需求端将增加约 600 万吨。

4、废钢展望：供给缓慢增加，走势跟随成材

总体来看，预计 2023 年国内废钢供应总量将达到 2.30 亿吨，较 2022 年增加约 600-1000 万吨。废钢进口则受到国内品质严格要求和进口利润偏低两重因素约束，总量短期难以大幅增加，2023 年的废钢进口保守估计与 2022 年相当，约为 30-50 万吨。预计 2023 年废钢资源总供给约为 2.30 亿吨。需求端来看，2023 年大概率延续粗钢平控要求，按照 17.5%的废钢比估算，废钢需求端或增加约 600 万吨，因此 2023 年废钢供需紧平衡的格局有望小幅缓解。疫情防控、地缘政治和海外紧缩等因素改变了全球的供需格局，居民耐用品需求预期转弱，叠加国内粗钢产能过剩，2023 年钢厂或延续低利润。废钢作为炼钢原料，在钢厂利润不佳的约束下，价格难以走出独立行情，即使自身基本面健康，废钢也将被动跟随成材走势。

2022 年，在现实需求不佳、预期需求下滑的背景下，黑色商品整体承压下行，钢厂利润被快速压缩，并持续保持低位；废钢作为炼钢原料，价格被动承压，纵使自身供给偏紧，库存持续去化，废钢价格只能被动跟随成材。展望 2023 年，我国疫情防控工作已经取得良好进展，疫情管控对社会积蓄钢材报废、回收、运输的影响逐渐消散；同时，稳地产政策不断推出，“稳楼市”，“稳经济”的政策发展方向明确，废钢将逐渐恢复自然增长，乐观估计，供给端将有 600-1000 万吨增量。需求端来看，2023 年粗钢同比降约 2.0%，按照 17.5%的废钢比估算，废钢需

求端将增加约 600 万吨，整体看，2023 年废钢供需紧平衡的格局有望小幅缓解。

风险因素：终端需求加速回升、废钢供给持续收缩（上行风险）；终端需求下滑，废钢供给快速释放（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 2021 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>