

# 焦煤焦炭 2023 年度报告：需求主导方向，产业链利润再平衡

## 核心逻辑

宏观方面：2023 年将是市场修养生息、蓄力启航的一年

- 海外衰退风险加深，出口或面临深度下行，若国内对明年经济有增长诉求，光靠基建显然独木支撑，还需要地产和消费迎来大幅改善；
- 近期国内防疫政策持续优化，央行降准、地产政策加码等措施表明政府扩内需、稳增长的取向较为明确；
- 不过，市场底部的形成是需要时间的，上半年中国经济或将继续筑底，疫情的冲击还没过去，地产政策传导也需要时间，海外高利率对需求的伤害依然存在；下半年若能看到宏观与产业、经济与地产等几个拐点的多重共振，则可以更加乐观。

双焦方面：供需趋向宽松，但也不能忽视低库存下的炉料阶段性上涨机会

- 对于双焦来说，产业链利润再平衡将是市场长期的主题，随着供应端弹性逐渐恢复，双焦供需趋向宽松，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；
- 但同时，我们也不能忽视基钦周期尾端，全产业链保持低库存的情况下，下游阶段性补库带来的强势上涨机会，若再叠加终端需求好转，2023 年甚至有可能成为新库存周期的开启之年。

身处百年未有之大变局，我们深感情形研判难度之大，对未来的判断应该更加谨慎，边走边验证，而不是过于乐观或者悲观；放到交易上，就是要重仓位管理，轻观点方向。

策略建议：中长期偏空配，关注集中补库周期低库存炉料的阶段性反弹

- 2023 年宏观定调偏多，国内政策积极，但上半年现实需求可能仍要筑底，下半年会更加乐观，市场继续“买预期卖现实”交易，而上半年“弱现实强预期”的格局，也可能导致反套思路盛行；
- 双焦供需偏向宽松，产业链利润再平衡逻辑下，中长期双焦在黑色系中偏向空配，多 Fe 空 C 可能会成为明年的主要头寸；
- 在下游季节性集中补库周期，低库存炉料仍可考虑多配。

黑色金属 · 年度报告

2022 年 12 月 22 日 星期四

国贸期货 · 研究院  
黑色金属研究中心

张宝慧

联系方式：0592-5863255

从业资格号：F0286636

投资咨询号：Z0010820

董子勳

从业资格号：F03094002

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



## 一、行情回顾

### 1. 期现货走势

#### 1.1. 单边走势回顾

2022 年，大宗商品冲高回落，宏观冲击主导盘面，黑色系内部走势趋同，强弱关系以炉料强于成材，上游资源强于下游产品为主，下游利润长期处于低位。节奏上看，资金将“买预期卖现实”交易到了极致，淡季交易政策预期持续上涨，旺季交易预期证伪反而下跌，预计 2023 年市场会继续这种交易节奏，预期与现实的博弈可能会加剧。

接下来，我们具体回顾今年四个季度的行情：

**一季度（上涨），内外合力，大幅拉涨。**外：俄乌冲突加剧海外能源价格上涨，内：国内进口煤数量锐减，加上国内政策稳增长预期，高炉铁水产量增加，低库存下双焦生产性需求和补库性需求旺盛，供需偏紧对价格有强支撑。

**二季度（下跌），行情拐点，冲高回落。**4 月 19 日市场出现了拐点性事件：发改委表示 22 年将继续执行粗钢产量压减政策。加上上海疫情对市场信心的拖累，全年经济增速下修预期逐渐升温，终端需求不佳，成材出货困难，钢厂亏损倒逼市场预期铁水产量将逐步减少，正好彼时蒙古疫情也得到了控制，蒙煤通关快速回升，供增需减格局下，双焦价格高位见顶。

**三季度（震荡），估值修复，盘整为主。**7 月中旬以来，随着钢厂过度压降产量造成淡季去库，钢厂复产预期较强，市场重新交易正反馈，低库存炉料迎来超跌反弹机会；8 月中旬以后，市场预期再次转弱，终端需求承接不利，加上蒙煤通关强化预期，成本端焦煤坍塌，盘面率先打出双焦低点；9 月以后，市场发现焦煤供给问题还没有解决，铁水产量不断攀升，加上节前补库带动，双焦盘面先通过上涨修复基差，之后逐渐与现货共振上涨。

**四季度（震荡），超跌反弹，以梦为马。**10 月，黑色系主要品种大幅下跌，Wind 煤焦钢指数创出 2020 年疫情以来新低，我们倾向于将这轮下跌看做资金行为，资金利用市场的悲观情绪，在基本面并无问题的情况下，测试出了冬储炉料的极限成本；11 月以后，宏观情绪好转，地产和防疫制度优化等利好政策不断出台，终端需求预期好转，市场淡季交易“强预期”，黑色系共振向上，其中低库存炉料在钢厂节前补库助力下，向上弹性较好。

图表 1：Wind 煤焦钢矿指数



数据来源：Wind

图表 2：焦炭主力合约



数据来源：Wind

图表 3：焦煤主力合约



数据来源：Wind

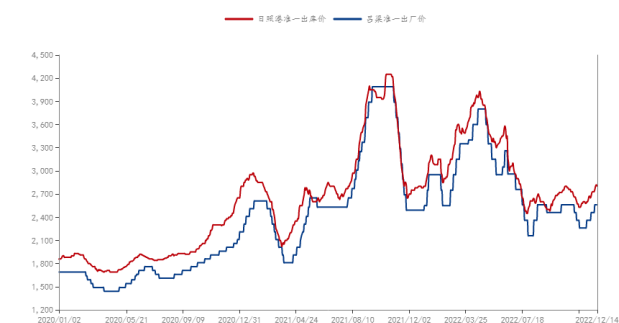
焦煤焦炭现货价格跟随盘面，波动率相对放缓，尤其是 9 月份以后，焦炭提涨提降幅度由 200 元减少到 100 元，虽然盘面受预期影响波动较大，但现货整体依然维持平稳，随着 11 月下旬钢厂开始集中性冬储炉料，焦煤焦炭现货价格才开始大幅上涨。

图表 4：2022 年焦煤焦炭提涨提降价格走势

日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一级焦	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	吕梁准一出厂价	日钢仓单	集港成本仓单
2021/12/10	提涨1轮	100	500	下游接受	2860	2670	1888.2	2260	2550	2906	2992
2022/1/6	提涨2轮	200		下游接受	3060	2870	2012.7	2530	2750	3121	3207
2022/1/10	提涨3轮	200		下游接受	3260	3070	2035.9	2570	2950	3336	3422
2022/1/14	提涨4轮	200		暂未落地	3260	3070	2205.5	2670	2950	3336	3422
2022/1/30	提降1轮	-200	-400	下游接受	3060	2870	2332.9	2740	2750	3121	3207
2022/2/9	提降2轮	-200		下游接受	2860	2670	2236.5	2740	2550	2906	2992
2022/2/15	提降3轮	-200		暂未落地	2860	2670	2093	2740	2550	2906	2992
2022/2/24	提涨1轮	200		下游接受	3060	2870	2132.2	2740	2750	3121	3207
2022/3/2	提涨2轮	200	1200	下游接受	3260	3070	2290.5	2850	2950	3336	3422
2022/3/8	提涨3轮	200		下游接受	3460	3270	2415.1	3100	3150	3551	3637
2022/3/15	提涨4轮	200		下游接受	3660	3470	2587.5	3335	3350	3766	3852
2022/4/10	提涨5轮	200		下游接受	3860	3670	2713.3	3390	3550	3981	4067
2022/4/20	提涨6轮	200	-800	下游接受	4060	3870	2815	3420	3750	4196	4282
2022/5/7	提降1轮	-200		下游接受	3860	3670	2798.9	3250	3550	3981	4067
2022/5/11	提降2轮	-200		下游接受	3660	3470	2764.5	3000	3350	3766	3852
2022/5/18	提降3轮	-200		下游接受	3460	3270	2629.4	2820	3150	3551	3637
2022/5/26	提降4轮	-200	300	下游接受	3260	3070	2551.3	2720	2950	3336	3422
2022/6/9	提涨1轮	100		下游接受	3360	3170	2590.1	2965	3050	3444	3530
2022/6/14	提涨2轮	200		下游接受	3560	3370	2693.3	2965	3250	3659	3745
2022/6/20	提降1轮	-300		下游接受	3260	3070	2706.9	2950	2950	3336	3422
2022/7/5	提降2轮	-200	-1100	下游接受	3060	2870	2427	2600	2750	3121	3207
2022/7/15	提降3轮	-200		下游接受	2860	2670	2309.7	2600	2550	2906	2992
2022/7/21	提降4轮	-200		下游接受	2660	2470	2149.7	2250	2350	2691	2777
2022/7/28	提降5轮	-200		下游接受	2460	2270	1755.1	2050	2150	2476	2562
2022/8/9	提涨1轮	200	400	下游接受	2660	2470	1874.4	2130	2350	2691	2777
2022/8/16	提涨2轮	200		下游接受	2860	2670	1964.2	2130	2550	2906	2992
2022/9/2	提降1轮	-100		下游接受	2760	2570	2067.5	2100	2450	2798	2884
2022/9/9	提降2轮	-100		暂未落地	2760	2570	2036.9	2070	2450	2798	2884
2022/9/22	提涨1轮	100	100	下游接受	2860	2670	2168.4	2265	2550	2906	2992
2022/10/12	提涨2轮	100		暂未落地	2860	2670	2275.7	2300	2550	2906	2992
2022/11/1	提降1轮	-100		下游接受	2760	2570	2085.1	2240	2450	2798	2884
2022/11/4	提降2轮	-100		下游接受	2660	2470	2055.4	2180	2350	2691	2777
2022/11/10	提降3轮	-100	-300	下游接受	2560	2370	1971.7	2065	2250	2583	2669
2022/11/24	提涨1轮	100		下游接受	2660	2470	2122.2	2200	2350	2691	2777
2022/12/2	提涨2轮	100		下游接受	2760	2570	2177	2270	2450	2798	2884
2022/12/9	提涨3轮	100		下游接受	2860	2670	2257.3	2265	2550	2906	2992
2022/12/19	提涨4轮	100		部分落地	2960	2770	2308	2355	2650	3013	3100

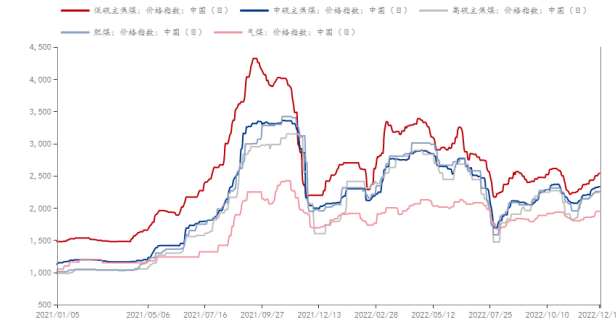
数据来源：国贸期货跟踪整理

图表 5：焦炭现货价格



数据来源：钢联数据

图表 6：炼焦煤现货价格



数据来源：钢联数据

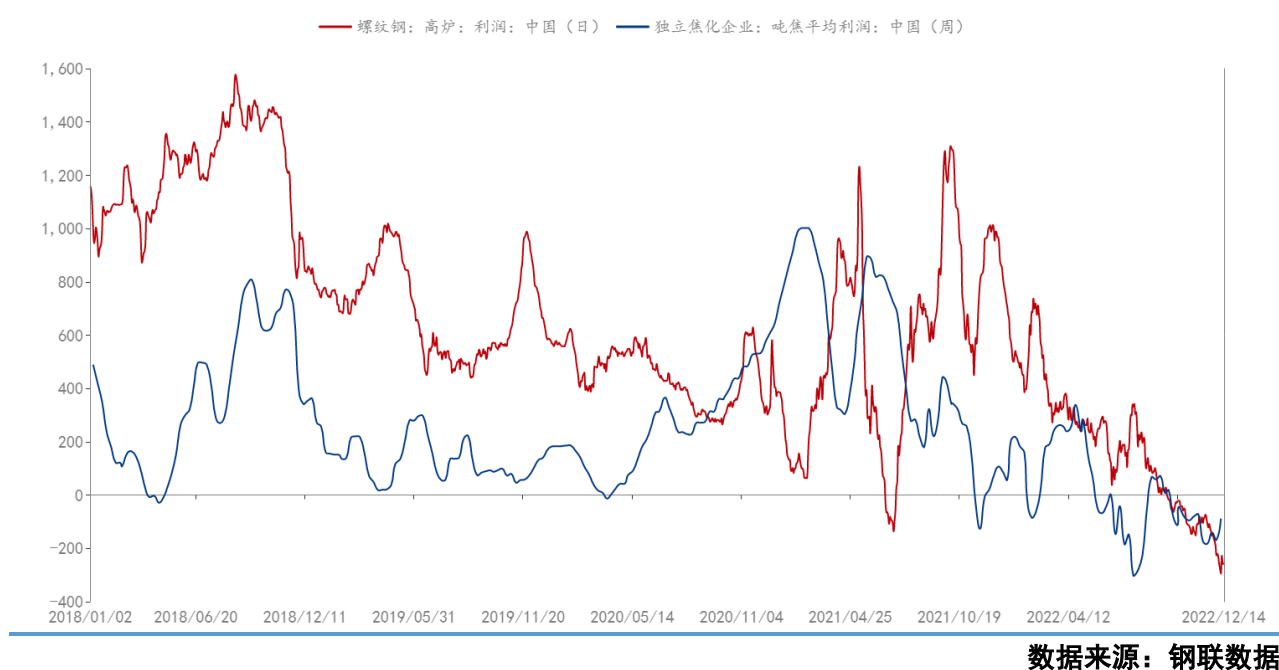
## 1.2. 主要套利回顾

跨品种套利方面，2022 年现实终端需求受疫情、地产走弱等负面因素冲击出现萎缩，钢铁和焦化产能过剩，加上政府稳增长压力较大，没有出台全国性行政限产政策，反而部分地区为保证经济增长，要求钢厂保持高强度生产，产业链下游亏损严重，煤焦钢产业链汇总利润集中在煤矿端，钢厂利润和焦化利润维持低位。反映在盘面上，螺焦比和焦炭/焦煤维持低位波动，全年在 1.35 和 1.30 附近。受焦煤 2305 修改合约影响，近期焦炭/焦煤上升至 1.48

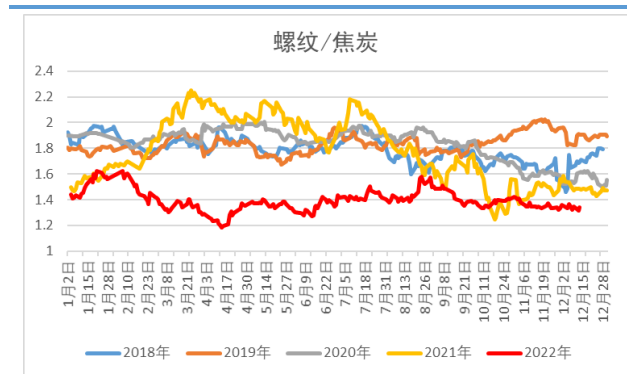
附近，复权后变化不大，焦化利润继续维持低位。

跨月套利方面，受限仓影响，焦煤焦炭期货合约持仓量较少，非主力合约流动性较差，跨月套利机会并不明显，不过由于焦煤 2305 修改合约标准，盘面也给出做多焦煤 1-5 价差的无风险套利机会，按蒙煤交割计算，新合约仓单成本降低 290 元，我们在 9 月初的专题报告《【ITF-双焦】关注焦煤 1-5 正套交易机会》中提示了相关机会，当时盘面焦煤 1-5 价差仅为 240 元，后期焦煤 1-5 价差一度走阔到 500 元以上。

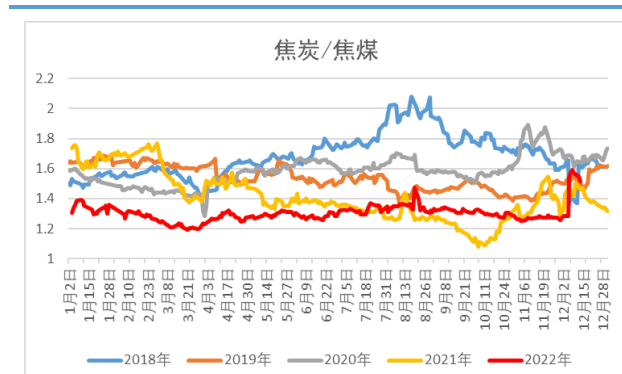
图表 7：高炉利润 vs 焦化利润



图表 8：螺纹/焦炭



图表 9：焦炭/焦煤



## 2. 行情特点

整体来看，2022 年双焦期货盘面表现出以下特点。

(1) 焦化产能过剩格局未改，靠焦炭驱动的独立行情不复存在，双焦基本同涨同跌，行情难有分化，盘面完全没有给出焦化利润。

（2）上涨驱动主要来自焦煤供给的缺口无法快速弥补，下跌压力主要来自终端（钢材）需求疲软。

（3）受限仓和现货独特的价格机制影响，期货的价格发现功能更加明显，期现走势常常分化，具体表现在：

- 价格发现：盘面领先现货 1-2 周，提降周期内盘面贴水带领现货下跌，提涨周期内盘面升水带领现货上涨；
- 拐点信号：期货先于现货出现拐点，最后一轮提涨/提降落地往往会成为盘面拐头的信号，这其实可以作为我们判断市场拐点的依据，当盘面对提涨/提降消息没有反应，期货与现货出现劈叉时，市场拐点可能到来。





## 二、需求端

### 1. 宏观环境：海外衰退风险加深，国内政策引导弱复苏

#### 1.1. 海外衰退风险加深，出口或迎来深度下行

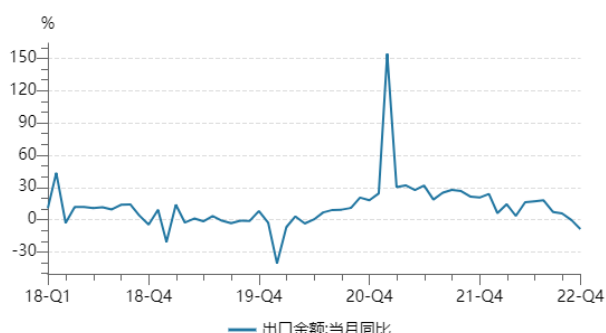
受美联储加息等因素影响，全球主要国家 PMI 下降，海外衰退风险加深，外需有进一步走弱的压力，2023 年出口或迎来深度下行。

2022 年 11 月，海关总署公布出口数据，按美元计价，11 月出口同比-8.7%，较前值（-0.3%）下降 8.4 个百分点，下行幅度较大，低于市场预期。我国出口同比增速自 2022 年 7 月开始连续回落，至 10 月转为下降，11 月降幅明显扩大。从高频数据来看，CCFI 指数和 SCFI 指数均在 7 月后出现较大幅度的下行，与出口数据相互印证，表明随着海外经济逐步下行，外需正在持续放缓。

往后看，11 月摩根大通全球综合 PMI 为 48%，较 10 月下降 1 个百分点，海外经济体尤其是西方经济体由“胀”到“滞”的趋势明显，大幅加息的负面冲击也将滞后显现，外需有进一步走弱的压力。尽管人民币贬值和一揽子稳外贸政策有助于减缓压力，但难以改变出口下行的趋势。

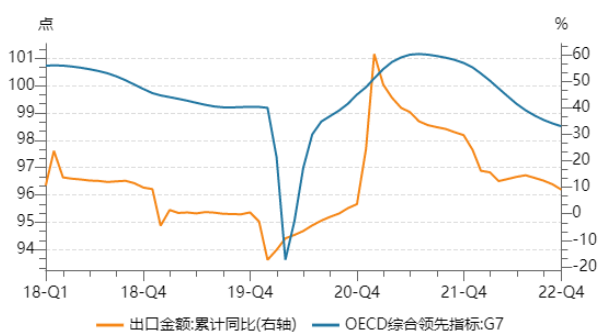
2023 年，我们预计海外经济由“胀”到“滞”的趋势渐强，大幅加息的负面冲击也将显现，全球经济步入衰退，中国出口或迎来深度下行。

图表 10：出口增速加速回落



数据来源：Wind

图表 11：出口仍面临长期压力



数据来源：Wind

#### 1.2. 扩内需成为政策必选项，地产改善迫在眉睫

目前，市场基本对 2023 年出口下行形成一致预期，虽然下降幅度尚存分歧，但势必对我国经济增长造成较大拖累。

从政治角度看，新一届领导班子上任，叠加 2022 年 5.5% 增速目标难以实现，2023 年政策稳增长的诉求将更加强烈。12 月 6 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2023 年经济



工作，重点是“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，“推动经济运行整体好转”，“大力提振市场信心”，“优化疫情防控措施”。

面对出口深度下行，光靠基建显然独木支撑，要实现合理的 GDP 增长目标，还需要地产和消费迎来大幅改善，这便是市场强调的“出口越冷，政策越暖”逻辑。

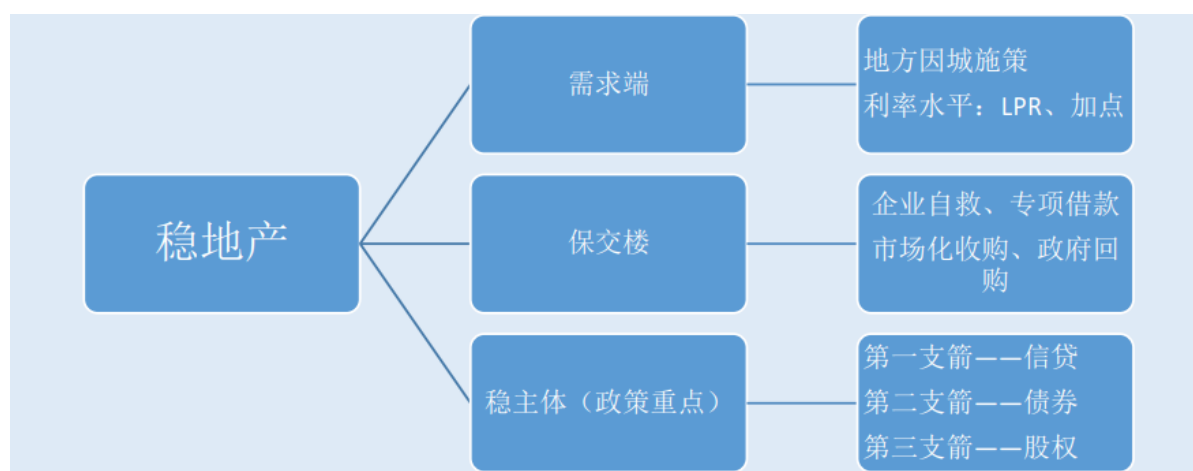
2022 年 11 月以来，地产纾困和防疫优化政策持续推进，站在当下的时间节点，防疫政策的优化方向已经明确无疑，我们具体看地产端的政策：

需求端的发力体现在地产放松政策首次在一线城市推出，北京、上海两座核心城市迎来限购政策的边际松绑，信号意义较强，标志着政策松绑或将进一步延续和深入，后续政策或将密集推出，从首付比例认定、限购范围调整等多个维度继续发力。

供给端的重点发力方向在于“保主体”，11 月 11 日的“金融 16 条”和 11 月 28 日证监会地产融资“新五条”奠定了地产融资“三箭齐发”的基础：第一支箭——信贷方面，截至 11 月 30 日，已经有近 30 家房企获得银行授信总额超过 2 万亿元，包括万科、美的置业、碧桂园、龙湖等房企；第二支箭——债券融资方面，继 11 月 8 日交易商协会发布“第二支箭”延期并扩容政策后，龙湖集团、美的置业、新城控股等三家民营房企已合计注册中期票据金额达到 500 亿元；第三支箭——股权方面，是本次稳地产政策中超预期的一环，也是补足政策组合拳的最后一环，11 月 15-16 日，碧桂园和雅居乐分别发出公告，将分别公开配售约为 38.72 亿港元、7.83 亿港元的股份，开启了房企股权融资的进程。

2023 年，在政治局会议“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”指引下，新的地产政策周期将来临，政策加持下，房企暴雷潮已告一段落，地产行业信用风险将得到极大降低，地产金融属性有望企稳。

图表 12：稳地产政策组合拳



数据来源：国贸期货跟踪整理

## 2. 钢材需求：依托政策发力，地产需求有望修复



## 2.1. 外需下行压力加大，基建继续发挥托底作用

钢材需求主要关注三个方面——地产、基建和制造业，其中以地产和基建为代表的建筑行业在钢材需求占比约为 50%左右，其次机械、汽车、家电等制造业占比分别约为 16%、5%、1.4%。

2022 年，钢材需求表现不佳，钢联的周度螺纹钢表需维持在 300 附近，每日建材成交维持地量，仅国庆节前出现了一轮备货高峰，淡旺季差距不明显。

从三大门类固定资产投资数据来看，2022 年钢材需求不佳主要源于地产需求的大幅走弱，基建托底意愿虽然强烈仍难以弥补地产投资迅速收缩带来的需求缺口。1-10 月制造业投资增长 9.70%，比 1-9 月回落 0.4 个百分点；房地产开发投资下降 8.8%，降幅比 1-9 月扩大 0.8 个百分点；基础设施投资同比增长 8.7%，比 1-9 月份加快 0.1 个百分点，其中水利管理业投资增长 14.8%，公共设施管理业投资增长 12.7%，道路运输业投资增长 3.0%，铁路运输业投资下降 1.3%。

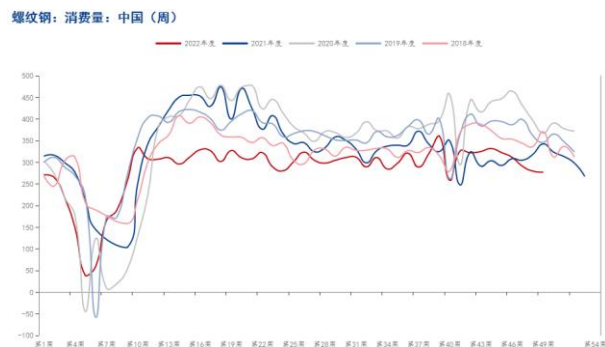
2023 年，我们预计基建将继续发挥托底作用，宏观政策将保持稳定性，财政发力依然可期，但考虑到基数效应和刺激边际效果下降，基建增速将有所回落，整体维持中性增长；而对于制造业，受海外需求下滑影响，相关需求恐将承压。

图表 13：每日建材成交量（5 日平均）



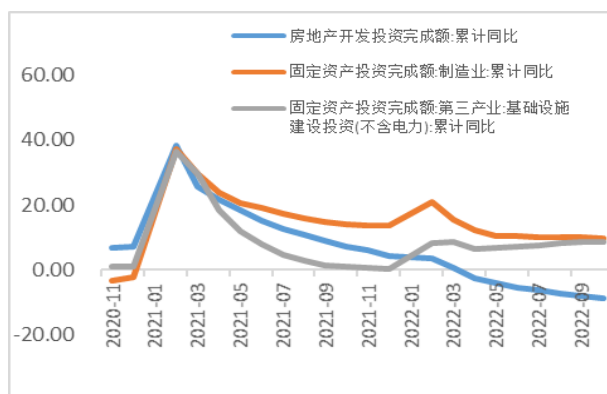
数据来源：钢联数据

图表 14：螺纹钢表观需求

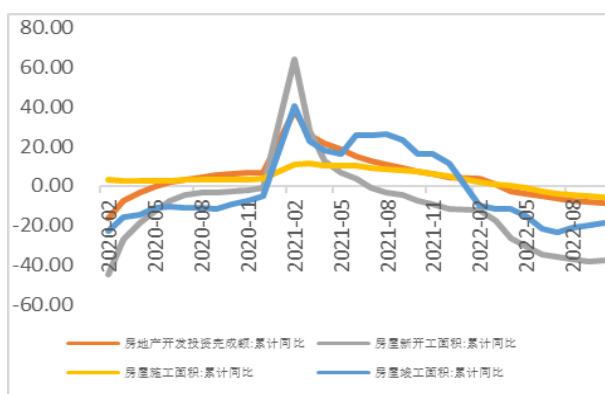


数据来源：钢联数据

图表 15：三大类投资增速



图表 16：地产投资增速持续回落



## 2.2. 政策输血下地产需求有望修复

近一年以来,地产行业始终处于弱势,行业信用危机蔓延。“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。

2022 年 1-10 月份,商品房销售面积累计同比下降 22.3%,降幅扩大 0.1 个百分点,其中住宅销售面积下降 25.5%,降幅收窄 0.2 个百分点。商品房销售额累计下降 26.1%,降幅收窄 0.2 个百分点,其中住宅销售额下降 28.2%,降幅收窄 0.4 个百分点。

1-10 月份,房屋新开工面积累计同比下降 37.8%,降幅收窄 0.2 个百分点。房地产开发企业房屋施工面积累计同比下降 5.7%,降幅扩大 0.4 个百分点。房屋竣工面积累计同比下降 18.7%,降幅收窄 1.2 个百分点。

1-10 月份,房地产开发企业到位资金 125480 亿元,同比下降 24.7%。其中,国内贷款 14786 亿元,下降 26.6%;利用外资 62 亿元,下降 13.5%;自筹资金 44856 亿元,下降 14.8%;定金及预收款 41041 亿元,下降 33.8%;个人按揭贷款 20150 亿元,下降 24.5%。

可以看出,受房企资金紧张影响,本轮地产下行周期呈现出,房企端开工能力下降幅度大于居民端购买能力的特征,而房企开工能力不足,导致商品房烂尾严重,又加深了对居民端购买能力的抑制,进一步限制了房企的融资渠道,形成负反馈。因此,通过政策性输血缓解地产供给端问题,促进房企开工能力改善的政策思路,是有望中断负反馈,修复地产需求的。

从地产各分项表现来看,房企现金流改善后,大概率会优先解决保交楼问题,使得施工和竣工强度得到改善,而拿地和新开工还将经历一段磨底时期。

具体来说,我们认为房企在现金流得到改善之后,会优先处理一些临期债务和保交楼事项,这将带来施工强度和竣工面积的改善,而新一轮的扩张还为时尚早,因此在销售得到改善前,房企拿地和新开工恐还将维持低位运行,这个时间可能要维持半年以上。

虽然市场一般认为,新开工面积对钢材需求影响较大,但其实在新开工低迷的时候,施工数据往往能够表现出对钢材需求的托底作用,例如 2013-2015 年和 2020 上半年期间,新开工面积增速降至负值,但施工面积增速却处于相对高位,最终粗钢产量并未出现大幅回落的情况,如图 17。

2023 年,我们认为,政策性输血将改善房企施工强度和竣工面积,表现出对钢材需求的托底作用;而拿地和新开工修复还需要时间,从节奏上看,需要销售端先出现改善,房企才

会有继续扩张的意愿，因此上半年拿地和新开工大概率还是维持低位运行，这将拖累全年的钢材需求。整体来看，2023 年钢材需求可能是持平或同比小幅下降的表现。

图表 17：房企新开工和施工面积 vs 粗钢产量



数据来源：Wind

### 3. 焦炭需求：粗钢产量跟随需求，废钢部分替代双焦需求

#### 3.1. 行政限产压力减小，粗钢产量跟随需求波动

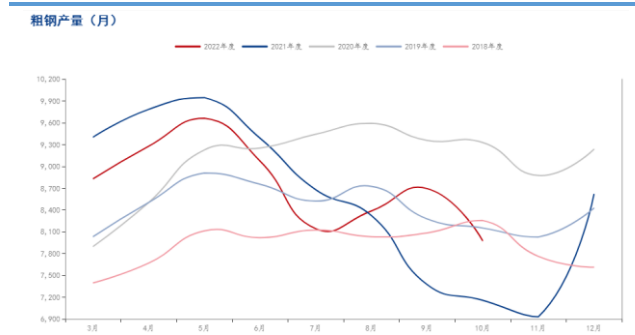
焦炭需求主要分为内需（国内钢厂需求）和外需（出口需求）两部分，其中内需占据主导地位，主要取决于钢厂生产情况，而外需占比较少，仅占我国焦炭年产量的 1.5-2%，起到边际作用。

内需方面，2022 年全国各地疫情散发，各地方政府稳增长压力较大，虽然上半年多有限产传闻，但为确保完成经济目标，实际政策并未出台，反而部分地区为保证经济增长，要求钢厂保持高强度生产，据统计局数据显示，5 月份全国日均粗钢产量达到 311.65 万吨，仅次于去年同期；下半年，由于钢材现实需求疲软，加上行政性限产命令始终没有发布，亏损严重的钢厂开始主动减产。

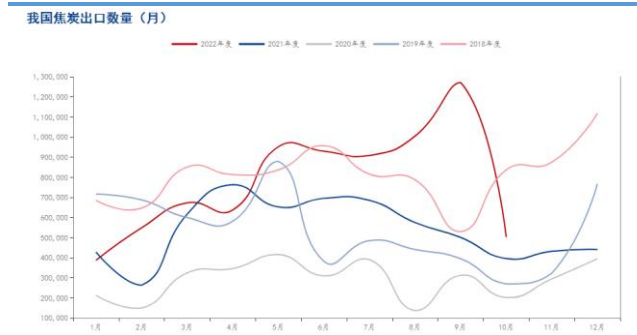
外需方面，2022 年受地缘政治事件影响，国外炼焦煤价格高企，焦炭国内外价差不断扩大，加上人民币贬值较快，刺激焦炭出口快速增长，1-10 月我国焦炭累计出口 780 万吨，同比增长 40.2%。不过，随着年底国外衰退风险加剧，钢材需求萎缩较快，海外高炉产量不断下降，焦炭需求逐渐转弱，10 月焦炭出口数量仅 50 万吨，环比下降逾 60%，预计 2023 年焦炭出口需求仍将继续回落。

2023 年，考虑到中央促进经济增长意愿强烈，各地方政府财政压力也比较大，预计行政性限产压力仍会较小，粗钢产量继续以自主调节为主，跟随需求波动，结合前文对钢材需求的判断，再考虑海外需求萎缩的预计，预计 2023 年粗钢产量将同比小幅下降。

图表 18：粗钢产量（月）



图表 19：我国焦炭出口数量（月）



### 3.2. 废钢供给有望增加，部分替代焦炭需求

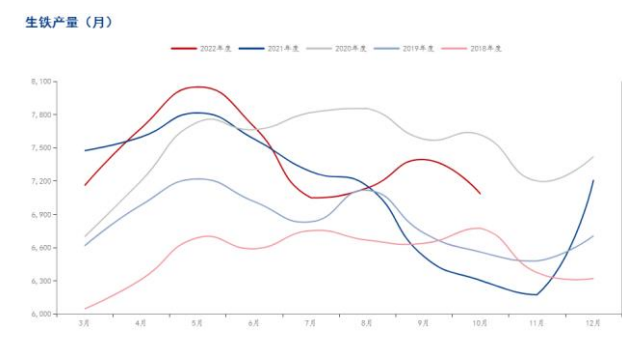
粗钢产量中铁元素的来源有废钢和铁水两大类，其中只有铁水产量增长才能带动焦炭需求，因此对于焦炭需求的推导路径为：宏观环境→钢材需求→粗钢产量→铁水产量→焦炭需求，其中粗钢产量到焦炭需求之间，需要扣除掉废钢的替代作用。

从统计局数据来看，2022 年 1-10 月，中国粗钢产量 86057 万吨，同比下降 2.2%；生铁产量 72689 万吨，同比下降 1.2%，生铁产量下降幅度大于粗钢产量，说明 2022 年废钢对焦炭需求的替代作用是有明显收缩，如果我们简单的把（粗钢产量-生铁产量）视为废钢消耗量的话，2022 年 1-10 月废钢消耗量同比下降幅度达到 6.5%。

2022 年废钢替代作用下降的原因，包括终端消费不振导致加工废钢资源量下滑，地产行业低迷导致施工拆旧减少和多地疫情爆发导致废钢生产和运输环节受到明显影响：据 Mysteel 调研，2022 年 4-5 月疫情期间，房建产废和制造业产废同比都出现了 30%-40%的降幅。

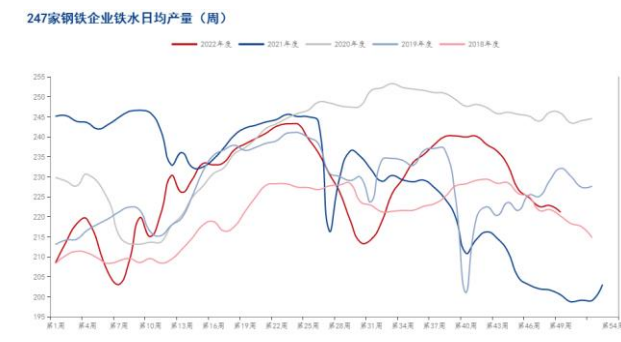
2023 年，制约废钢替代作用的几大因素有望得到缓解，在经历一轮冲击之后，疫情对废钢生产运输的影响逐渐消散，加上地产刺激政策不断推出，废钢供给有望恢复到正常水平，废钢替代作用将重新显现，导致焦炭需求进一步下降。

图表 20：生铁产量（月）



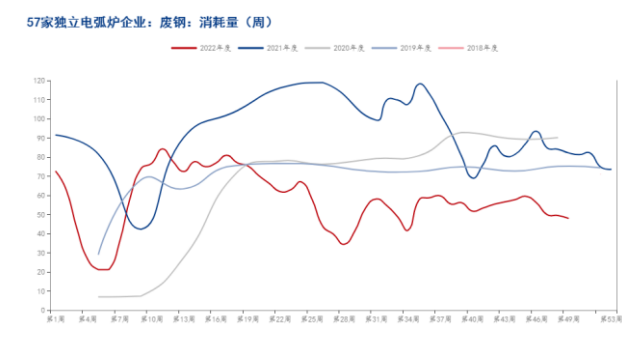
数据来源：钢联数据

图表 21：247 家钢厂铁水日均产量



数据来源：钢联数据

图表 22：57 家独立电炉厂废钢消耗量



数据来源：钢联数据

图表 23：211 家钢厂废钢消耗量



数据来源：钢联数据

## 4. 需求端小结

整体来看，2023 年国内钢材需求预计内强外弱，前低后高，考虑到废钢替代作用和焦炭出口需求走弱，全年焦炭需求预计同比小幅下降。具体来说，上半年中国经济或继续筑底，疫情的冲击还没过去，地产政策传导也需要时间，海外高利率对需求的伤害依然存在；下半年若能看到宏观与产业、经济与地产等几个拐点的多重共振，则可以更加乐观。



### 三、供给端

#### 1. 焦煤供给：保证能源安全政策基调不变，供给弹性有所修复

##### 1.1. 保证能源安全政策基调不变，内煤维持小幅增长态势

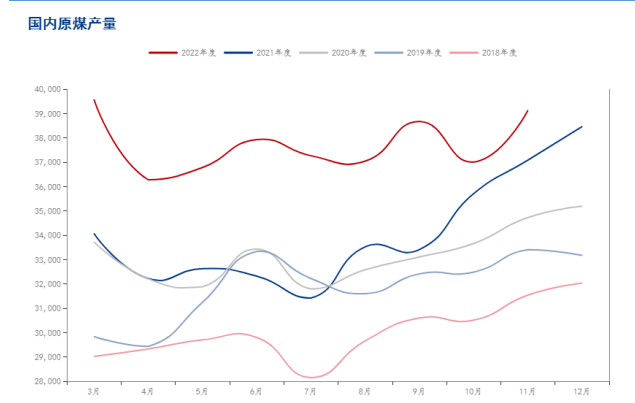
自 2021 年保供以来，能源安全问题上升到政策层面，国内煤炭核增产能较多，供给端维持高位，但在实际感受中，市场煤表现依然紧张，主要原因是保供煤部分挤占市场供应，加之社会库存蓄水池下降，突发因素对供给端扰动较大。

2022 年，炼焦煤供应受突发因素冲击较大，一是俄乌冲突导致国际能源危机蔓延，国际煤炭价格维持高位，国内输入性通胀压力加大；二是国内夏季受异常天气影响，南方持续高温和水电出力不足导致电煤保供对炼焦煤资源挤占作用较强；三是主产地二十大前恰逢强降雨天气，安全检查加严，加上疫情管控政策导致物流运输不畅，下游补库难度较大。考虑到 2023 年这些因素都将有所缓解，我们预计 2023 年国内炼焦煤产量将维持高位。

但从增长潜力来看，国内炼焦煤资源经过长期开发，已相对稀缺，增产空间有限。2022 年 1-10 月份，我国炼焦煤累计产量 41128 万吨，同比增长 1.7%，增速远低于国内原煤产量，表明近两年国内煤矿新增产能以动力煤为主，炼焦煤新增产能相对有限。据 CCTD 调研显示，晋陕蒙疆甘煤矿核增基本在近两年完成，后续增量空间相对有限，预计 2023 年煤炭产能净增 6000-7000 万吨，炼焦煤产能占比较少，而且剩余核增产能受基础设施等客观因素阻碍，完全释放难度较大。因此，我们预计国内炼焦煤产能虽有继续增长可能，但向上空间有限。

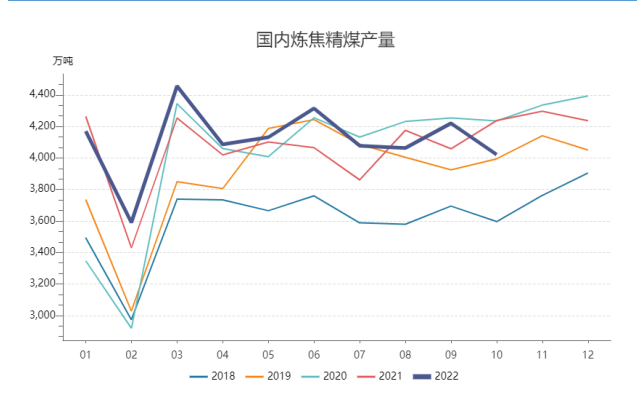
2023 年，国内保证能源安全的政策基调不变，在山西省委“决不能让国家为煤发愁”定调之下，一些限制煤矿产能释放的因素有望进一步缓解，预计煤矿仍将维持较高的生产强度，疫情管控对物流运输的影响将消退，电煤价格对炼焦煤的支撑也将减弱，预计国内炼焦煤供应整体高位持稳，维持小幅增长态势。

图表 24：国内原煤产量



数据来源：钢联数据

图表 25：国内炼焦精煤产量



数据来源：Wind

## 1.2. 蒙煤增量，澳煤放开仍不确定，进口增量值得期待

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%。

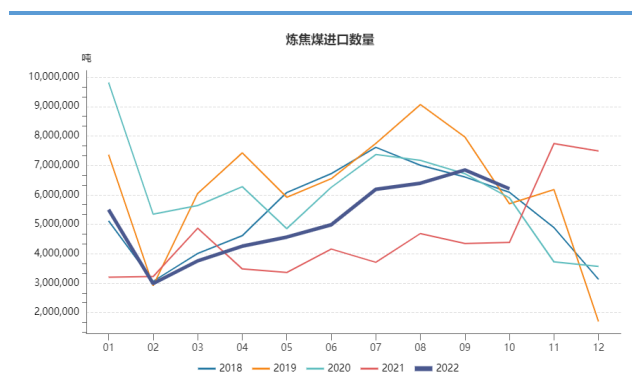
蒙煤方面，澳煤限制进口以后，蒙煤弥补了优质主焦煤的结构性缺口，同时蒙煤又是盘面最合适的交割标的，对期货价格影响大。2021 年到 2022 年上半年，疫情对蒙煤运输影响较大，但随着中蒙两国政府自上而下地推动，蒙煤通关数量逐渐恢复。11 月，中蒙两国领导人会晤，指出要扩大两国煤炭贸易，支持签订煤炭中长期贸易协议，叠加国内疫情政策转向，明年中蒙口岸通关效率有望进一步提升，在甘其毛都、策克和满都拉三大口岸的共同努力下，2023 年蒙煤进口有望突破 2019 年高位，后期随着中蒙铁路进一步联通，未来蒙煤进口数量有望进一步增加。

俄煤方面，受地缘政治事件影响，2022 年俄罗斯煤出口转向亚洲市场，2022 年 1-10 月我国自俄罗斯进口炼焦煤达到 1730.93 万吨，同比增长 103.77%，2023 年俄煤进口预计将高位持稳。

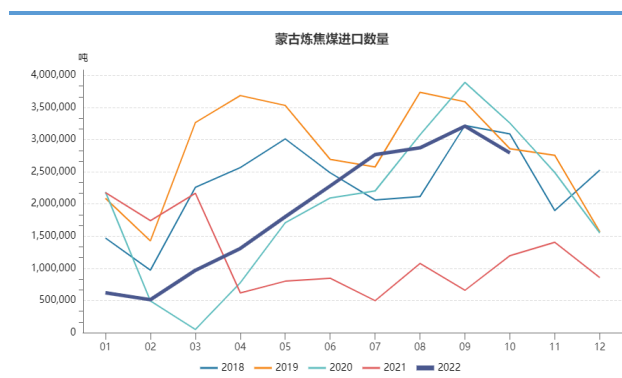
以美国和加拿大为主的海运煤，2022 年受进口利润限制，加上海运费高，船期长，我国自美国和加拿大海运煤进口数量有限，主要起补充作用，2022 年 1-10 月我国自美国和加拿大进口炼焦煤 700.5 万吨，同比下降 11.17%。考虑到海外需求预计不佳，预计 2023 年美加海运煤将对我国炼焦煤价格向上空间形成压制。

2023 年，预计我国炼焦煤进口环境将保持宽松，增量空间可观，确定性增量主要来自蒙煤，近期市场有澳煤放开传闻，若明年澳煤恢复进口，考虑全球贸易格局已经重塑，澳煤已经找到了新的买家，我国对澳煤的依赖度也有限，暂时比较难评估放开后澳煤进口的数量，但势必会打压市场预期，对盘面焦煤估值形成压力。

图表 26：炼焦煤进口数量

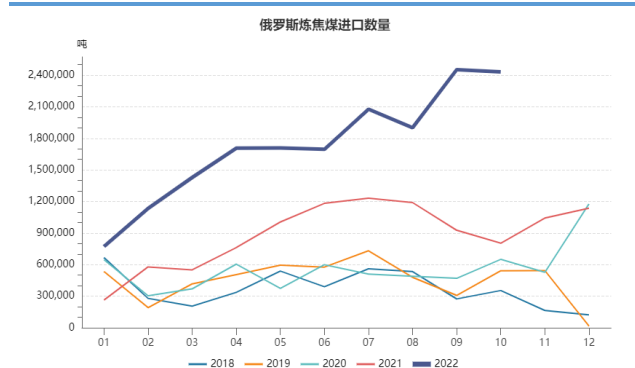


图表 27：蒙古炼焦煤进口数量



数据来源：Wind

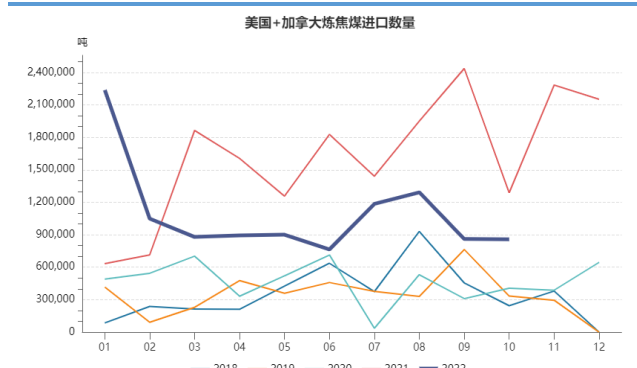
图表 28：俄罗斯炼焦煤进口数量



数据来源：Wind

数据来源：Wind

图表 29：美加炼焦煤进口数量



数据来源：Wind

## 2. 焦炭供给：整体产能过剩，根据利润自主调节为主

2022 年焦化产能过剩，焦化利润维持低位，焦炭供给主要根据利润自主调节，2023 年虽然部分地方仍有去 4.3 米焦炉题材，但整体焦化产能仍维持过剩。

自 2020 年四季度集中淘汰 4.3 米焦炉之后，焦化产能的调节开始放缓，近两年新增产能逐步缓解了淘汰落后产能所带来的瓶颈。当前在产焦炭产能约 5.6 亿吨，据 Mysteel 统计，2023 年淘汰焦化产能约 3000 万吨，新增焦化产能约 5000 万吨，预计 2023 年年底产能在 5.8 亿吨左右，继续保持净新增。不过，虽然 2023 年焦化产能整体依然处于过剩状态，但依然要关注山西、内蒙两地淘汰 4.3 米以下焦炉政策的推进情况，不排除由于地方政策推进过快，部分地区出现阶段性的焦炭供给紧张问题。

以去产能任务较重的山西省为例，《关于推动焦化行业高质量发展的意见》中，要求山西 4.3 米焦炉在 2023 年底前全部关停，全省焦化总产能控制在 14372.4 万吨以内，不再新增焦化产能。据 Mysteel 调研，目前山西省在产焦化产能 12514 万吨，其中 4.3 米焦炉涉及产能共计 3176 万吨，在建（含拟建）产能 4683 万吨；届时淘汰落后产能，并新增新建产能后，总产能为 14021 万吨，属于政府下达的 14372.4 万吨目标以内。可以看到，虽然山西省 4.3 米焦炉涉及产能不小，但基本有备案新增产能，若完全淘汰落后产能，则可顺利完成政府下达焦化控制的总产能，只要地方政府保持焦化产能化解节奏，对焦炭供需格局造成影响较小。

2023 年，焦化行业仍处于投产周期，焦化产能充足，焦炭供给主要由焦企根据利润自主调节，跟随需求波动，基于前文对焦炭需求的判断，预计 2023 年焦炭供给将同比小幅下降。

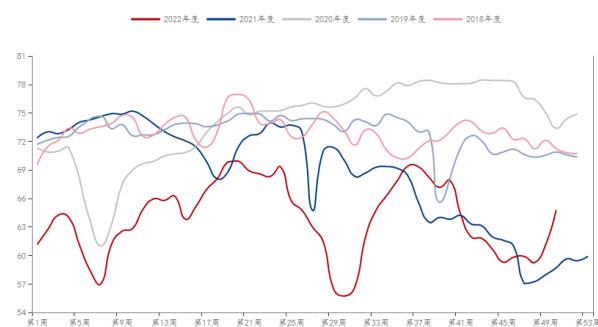
图表 30: Mysteel 山西产能调研情况

Mysteel山西产能调研情况			
市	在产焦化产能	在产4.3米焦炉产能	计划新增产能
晋城	109	/	/
晋中	1180	500	1535
临汾	1725	900	933
吕梁	3301	852	1085
太原	1525	/	/
忻州	594	260	120
阳泉	30	30	/
运城	1751	270	106
长治	2299	364	904
总计	12514	3176	4683

数据来源: Mysteel

图表 31: 独立焦企焦炭产量 (周)

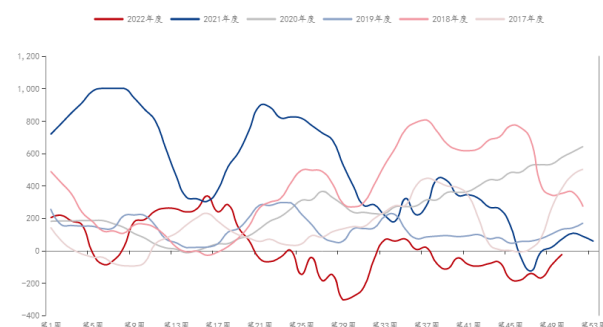
全样本独立焦化企业焦炭产量 (周)



数据来源: 钢联数据

图表 32: 吨焦利润 (周)

独立焦化企业吨焦平均利润 (周)



数据来源: 钢联数据

### 3. 供给端小结

整体来看, 2023 年双焦供给端弹性将有所修复, 全年焦煤供给预计同比增加。具体来说, 焦化产能维持过剩状态, 焦炭供给主要根据利润调节, 跟随需求波动; 近两年供给端瓶颈主要在焦煤, 考虑到明年国内保证能源安全政策基调不变, 国内焦煤供给高位持稳, 而进口煤供给环境将逐步宽松, 预计进口炼焦煤增量会相对可观。

## 四、库存端：全产业链采取低库存策略

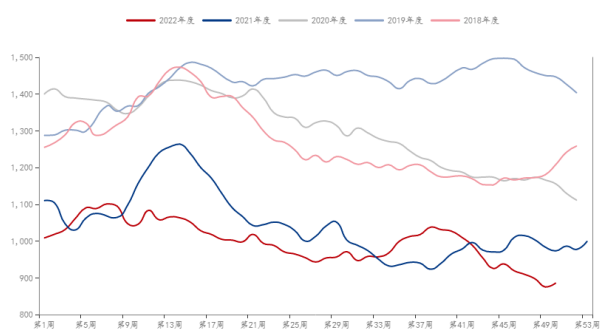
下游采取低库存策略，双焦低库存更多是结果，不能简单作为看多的理由，但在一些节假日的必要补库节点，低库存很容易带来强势上涨行情。

2022 年，煤焦钢产业链进入库存（基钦）周期尾端的主动去库存阶段，全产业链采取低库存策略，通过主动承担一些价格波动风险，来换取经营风险的降低。截至 2022 年 12 月 8 日，钢联口径焦炭总库存降至 908.3 万吨，创下历史新低，焦煤总库存 2626.3 万吨，也在历史低位水平。随着全产业链双焦库降至近五年绝对低位，库存的蓄水池作用减弱，在钢厂季节性集中补库周期，低库存双焦的价格上涨弹性会被放大，带来较强的阶段性做多机会。

2023 年，预计上半年全产业链预计仍将保持谨慎，继续采取低库存策略，降低经营风险，这使得正常时段内低库存对价格的支撑明显减弱，但在一些钢厂季节性集中补库的节点，低库存双焦的价格上涨弹性会被放大，带来较强的阶段性做多机会；下半年，若能看终端需求切实好转，产业链有可能开启新的补库周期。

图表 33：钢联焦炭总库存

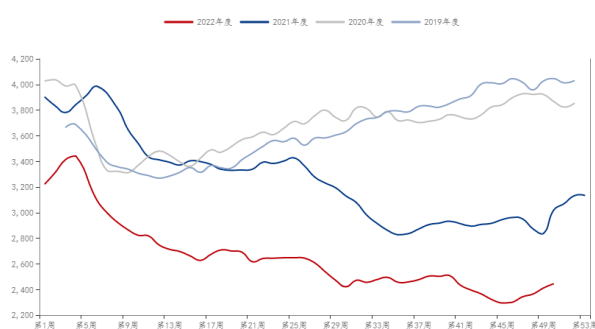
钢联焦炭总库存



数据来源：钢联数据

图表 34：钢联炼焦煤总库存

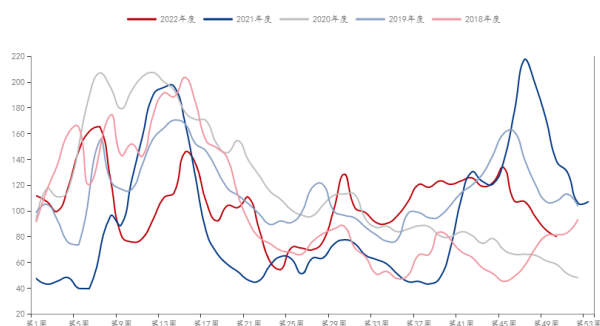
钢联炼焦煤总库存



数据来源：钢联数据

图表 35：独立焦化企业焦炭库存

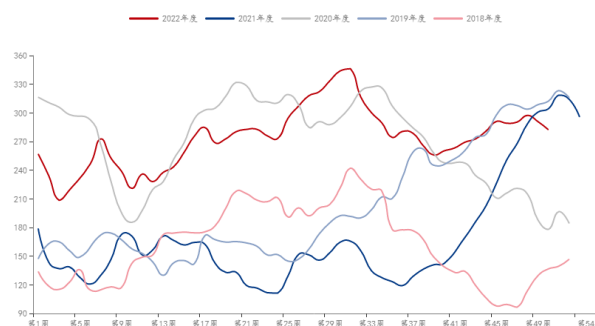
独立焦化企业焦炭库存



数据来源：钢联数据

图表 36：矿山企业炼焦煤库存

矿山企业炼焦煤库存



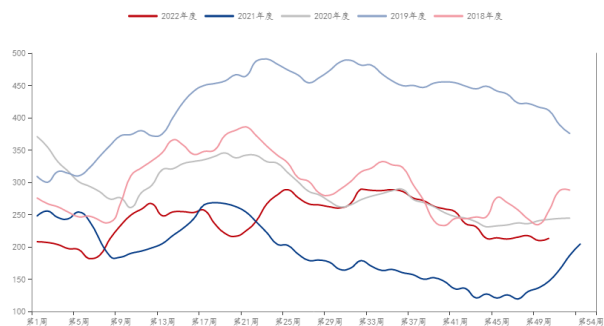
数据来源：钢联数据

图表 37：港口焦炭库存

图表 38：港口炼焦煤库存



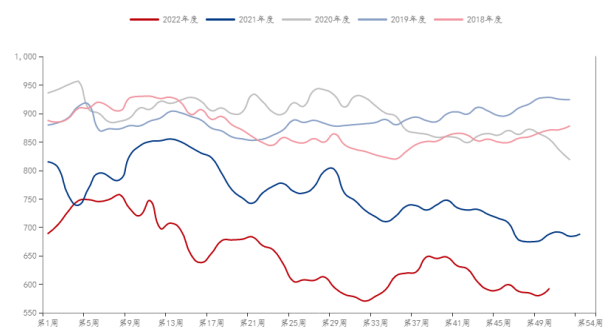
港口焦炭库存



数据来源：钢联数据

图表 39：钢厂焦炭库存

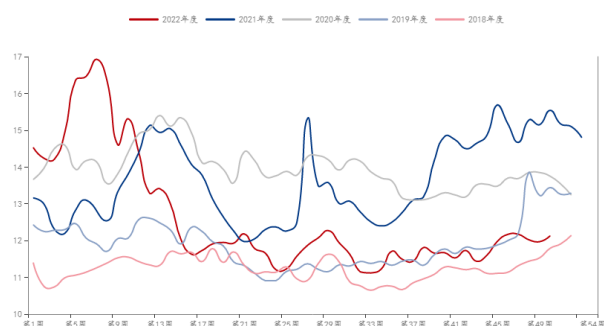
钢厂焦炭库存



数据来源：钢联数据

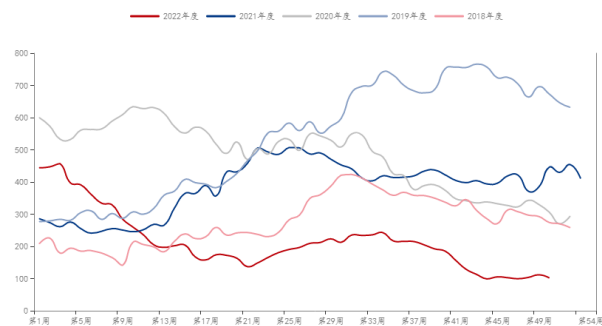
图表 41：钢厂焦炭可用天数

钢厂焦炭可用天数



数据来源：钢联数据

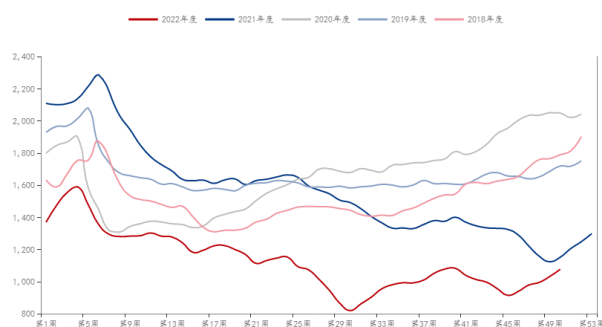
港口炼焦煤库存



数据来源：钢联数据

图表 40：独立焦化企业炼焦煤库存

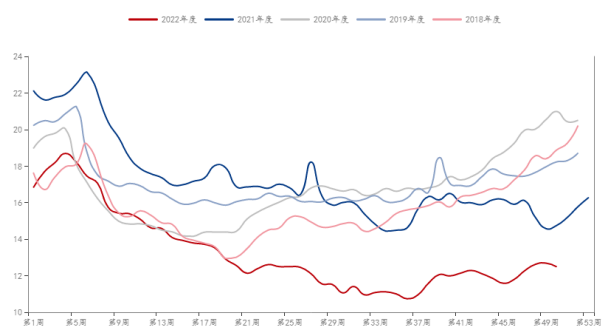
独立焦化企业炼焦煤库存



数据来源：钢联数据

图表 42：独立焦化企业炼焦煤可用天数

独立焦化企业炼焦煤可用天数



数据来源：钢联数据

## 五、双焦总结

展望 2023 年，将是市场修养生息、蓄力启航的一年，国内防疫政策持续优化，央行降准、地产政策加码等措施表明政府扩内需、稳增长的取向较为明确，国外美联储加息也接近尾声，市场对未来经济复苏的信心开始重建。不过，市场底部的形成是需要时间的，上半年中国经济或将继续筑底，疫情的冲击还没过去，地产政策传导也需要时间，海外高利率对需求的伤害依然存在；下半年若能看到宏观与产业、经济与地产等几个拐点的多重共振，则可以更加乐观。

对于双焦来说，产业链利润再平衡将是市场长期的主题，随着供应端弹性逐渐恢复，双焦供需趋向宽松，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。但同时，我们也不能忽视基钦周期尾端，全产业链保持低库存的情况下，下游阶段性补库带来的强势上涨机会，若再叠加终端需求好转，2023 年甚至有可能成为新库存周期的开启之年。

最后，身处百年未有之大变局，我们深感行情研判难度之大，对未来的判断应该更加谨慎，边走边验证，而不是过于乐观或者悲观；放到交易上，就是要重仓位管理，轻观点方向。

### 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎