

# 产业矛盾积聚，静待涅槃重生

——黑色金属 2023 年下半年策略报告

## 报告要点

我们认为下半年黑色板块或呈现“N”字型走势：7月中上旬，钢材延续反弹。随着现实需求进一步回落，政策预期支撑愈强。同时钢厂持续复产，原料价格抬升，黑色板块共振上行。7月中下旬至三季度末，钢材压力逐步凸显。三季度是政策实际出台以及检验政策效果的阶段。一方面，今年政策着重高质量发展以及精准有力，7月末政治局会议不及预期的可能性较大。同时，随着钢厂复产，钢材供需转为过剩，钢厂减产压力逐步凸显。四季度，政策预期或再度提升价格。随着经济持续下行，政策加码迫切性提升。同时，随着时间推移，市场对明年经济的期待愈发强烈，政策需求或拉动期货价格再度上行。



## 黑色建材研究团队

研究员：

俞尘湜

从业资格号 F03093484

投资资格号 Z0017179

yuchenmin@citicsf.com

唐运

从业资格号 F3069311

投资咨询号 Z0015916

tangyun@citicsf.com

## 钢材：需求或延续回落，供给压力逐步凸显

总体来看，我国经济下行压力加大，后续政策或陆续出台，结构性货币政策、以及基建相关增量工具或值得期待。需求方面，地产角度，商品房销售进一步回落，房企资金越发紧张，施工、新开工用钢需求或进一步回落，竣工对地产用钢需求拉动有限。基建方面，财政支出不足，基建发力更加依托增量工具的使用。制造业与出口方面，制造业整体呈下行趋势，企业延续主动去库；海外经济下行，出口或持续回落。供给端看，随着钢厂持续复产，钢材供需预计再度转为过剩，三季度钢厂或需主动减产，间接实现粗钢平控目标。进入到四季度，政策或再次加码，钢材产量或根据现实需求情况，以销定产。

**风险因素：需求不及预期（下行风险）；需求超预期（上行风险）**

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

### 铁矿：成本下移，总量过剩

2023 年全球铁矿供需重新过剩，成本下降导致宽松格局难以改变；国内基于粗钢政策的预期，下半年铁矿需求也将快速下行，导致矿价失去支撑。在铁矿价格中枢下行的背景下，关注政策预期及实际政策效果对钢材需求的指引，或带动矿价阶段性走强。

**风险因素：**终端需求超预期，非主流发运减量（上行风险）；发改委加强价格监管，粗钢平控政策（下行风险）

### 焦炭：供需矛盾弱化，关注成材表现

展望下半年，短阶段来看，钢材淡季需求回落斜率低于市场预期，市场对于宏观政策刺激的预期亦在加强，铁水产量高位回升，支撑原料需求强度。然而，二季度地产销售数据疲软，基建投资亦呈回落态势，钢材现实需求能否匹配强预期仍面临较大的不确定性。此外，下半年粗钢压产的政策预期持续存在，一旦政策落地，高炉将面临较大的减产压力，届时煤焦供需过剩将进一步加剧。

**风险因素：**钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；政策刺激超预期，煤矿限产加严（上行风险）。

### 焦煤：供需过剩压力持续，低库存放大价格弹性

进入三季度，下游钢材需求季节性回落，近期钢材现货市场已初见疲态，若市场期待的刺激政策落空，预期与现实双弱，黑色板块淡季下行压力将加剧。从焦煤自身来看，下半年焦煤供需过剩趋势不改，将持续压制其上方估值。近期频传三季度焦煤长协价格大幅下调，市场信心再度走弱。同时，动力煤高库存压制，旺季价格上涨乏力，亦对焦煤形成拖累。需要注意的是，虽然年内焦煤累库相对确定，但库存结构性矛盾持续，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。

**风险因素：**动力煤需求不及预期、进口增量过快（下行风险）；政策刺激超预期、煤矿限产加严（上行风险）。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



### 黑色建材研究团队

研究员：  
俞尘湜  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179  
yuchenmin@citicsf.com

唐运  
从业资格号 F3069311  
投资咨询号 Z0015916  
tangyun@citicsf.com

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



### 硅铁：能源成本下行，供需格局双弱

硅铁下半年需求具备阶段性回升可能，成本支撑或有进一步下行空间。三季度电力与煤炭消费处于旺季，硅铁能源成本具备支撑，下游钢材现实需求偏弱，但宏观预期整体有所企稳；进入四季度，若电煤供应宽松难以缓解，钢材需求在政策刺激下有所支撑，但金属镁难以大幅走强，硅铁价格或将面临来自供需两方面的压力。预计下半年硅铁震荡运行，关注钢厂需求和成本变化。

**风险因素：**限产执行超预期、环保限产（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

### 硅锰：供需相对过剩，价格跟随成本

硅锰下半年需求具备阶段性回升可能，成本支撑或有进一步下行空间。下半年锰矿发运预计依旧较为宽松，锰矿现货价格难以走强，电力成本稳定，焦炭成本或将存在下行空间；进入四季度，若锰矿供应宽松难以缓解，钢材需求在政策刺激下有所支撑，但硅锰价格仍将面临供应方面的压力。硅锰价格走势取决于钢厂需求节奏和成本变化，预计下半年震荡运行。

**风险因素：**限产执行超预期、锰元素收储（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）。

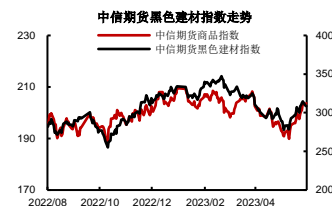
### 废钢：供给同比或有减量，价格跟随钢材波动

供给方面：上半年粗钢产量同比增量明显，下半年或面临减产压力，而废钢作为高成本铁元素将首当其冲，参考富宝 255 家钢厂样本，废钢全年供给量介于同比持平与减 1000 万吨之间，下半年介于同比增 1000 万吨与持平之间。价格方面：钢厂对废钢较强的调节能力使得废钢供需能始终保持紧平衡状态，所以趋势上，废钢价格始终跟随成材波动。差异性上，在弱需求的背景下，废钢价格动态波动区间介于电炉谷电亏损和峰电盈利之间。

### 风险管理：利润收窄，节奏加快，风险管理正当时

2023 年下半年，黑色产业链风险的不确定性较强。一方面，经过大幅下跌后，焦煤端的超额利润已经大幅回落，产业链利润让渡的难度加大，下游焦化企业和钢铁企业自身原料库存也已经压缩到极低的水平了，低库存策略的边际贡献将下降，需要更为灵活和相对高频的风险管理策略。另一方面，政策的不确定性较强。上半年一季度的政策预期是粗钢产量压减政策，2 季度的政策预期是经济刺激政策，但截止目前上述政策均未出台，政策预期与现实端的博弈仍将持续。海外方面，虽然美国加息暂告段落，但是欧洲和美国经济数据下滑，导致市场依然存在衰退预期。叠加通胀仍处于高位，降息时间存在争议。故我们认为 2023 年下半年，黑色产业链利润收窄，节奏加快，风险管理正当时。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号



### 黑色建材研究团队

研究员：  
俞尘泯  
021-61051109  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179

唐运  
从业资格号 F3069311  
投资咨询号 Z0015916  
tangyun@citicsf.com

## 目录

第一部分 钢材：产业矛盾压制近月价格，政策预期登高望远.....	9
一、钢材需求：现实需求维持弱势，改善依托政策发力.....	9
1、总量货币政策维持宽松，结构性货币政策或陆续出台.....	9
2、基建：财政资金支出不足，投资依托增量工具.....	11
2、地产：销售同比降幅扩大，地产投资或延续下行.....	15
3、制造业：企业利润持续下降，主动去库周期延续.....	18
二、钢材供给：供需逐步过剩，钢厂减产压力渐强.....	19
三、钢材总结：产业矛盾压制近月价格，政策预期登高望远.....	21
第二部分 铁矿：成本下移，总量过剩.....	22
一、2023 上半年铁矿行情总结.....	22
二、需求端：现实需求及需求预期双弱.....	23
1、国内：终端需求压制，铁水产量回落.....	23
2、海外：经济压力依然较大，铁水产量难以修复.....	23
3、需求展望：国内铁水延续缩减，海外铁水重心下移.....	25
三、供应端：主流矿山产量平稳，矿价决定非主流增量.....	25
1、供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流进口同比回升.....	25
3.1.1、主流矿山：年度目标不变，FMG 表现强劲.....	25
3.1.2、非主流矿：普氏指数回升，进口量同比增加.....	26
3.1.3、国产矿：环保影响减少，产量稳步回升.....	26
2、供给展望：能源价格回落，铁矿成本下移.....	27
四、供需平衡预估：供需重新过剩，价格重心继续下移.....	29
五、总结：成本下移，总量过剩.....	30
第三部分 焦炭：供需矛盾弱化，关注成材表现.....	31
一、焦炭需求：钢材需求修复缓慢，焦炭需求高度受限.....	32
1、国内需求：钢材需求高度受限，高炉面临减产压力.....	32
2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持中性.....	32
二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，供应受到需求调节.....	33
1、焦炭产能充足，政策限制减弱.....	33
2、供应弹性较大，需求及利润引导生产.....	34
三、市场展望：供需相对平衡，等待钢材指引.....	35
第四部分 焦煤：供需过剩压力持续，低库存放大价格弹性.....	37
一、焦煤需求：钢材需求高度受限，关注产量政策约束.....	37
二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口环境相对宽松.....	38
1、国内：煤矿开工维持高位，关注煤矿安监影响.....	38
2、进口：蒙煤进口高位震荡，澳煤进口性价比比较低.....	39
三、市场展望：供需过剩压力持续，低库存放大价格弹性.....	40
第五部分 铁合金：需求或有反弹，成本难言乐观.....	42
一、硅铁：能源成本下行，供需格局双弱.....	42

## 中信期货研究|黑色建材半年度报告（黑色金属）

1、硅铁需求：炼钢需求前高后低，制镁、出口需求偏弱.....	42
2、硅铁供应：需求疲软利润承压，产量开工低位运行.....	44
3、硅铁成本：原煤成本大幅下移，电价、兰炭调降为主.....	45
4、硅铁库存与展望：库存结构矛盾凸显，成本决定价格支撑.....	47
二、硅锰：供需相对过剩，价格跟随成本.....	49
1、硅锰需求：地产销售开工疲软，基建、房建需求下行.....	49
2、硅锰供应：收储需求支撑利润，产量维持高位运行.....	50
3、硅锰成本：锰矿价格阴跌为主，能源成本中枢下移.....	51
4、硅锰库存与展望：库存结构矛盾凸显，后市关注成本变化.....	53
第六部分 废钢：供给同比或有减量，价格跟随钢材波动.....	55
一、废钢供应：供给同比或有减量.....	55
二、废钢价格：价格跟随钢材波动.....	57
第七部分 风险管理：利润收窄，节奏加快，风险管理正当时.....	59
一、焦煤：供需逐步宽松，超额利润回吐.....	59
二、焦炭：产能仍然过剩，利润分配能力改善有限.....	60
三、铁矿：钢厂利润回落，进口利润下降.....	61
四、钢材：利润空间有限，节奏先缩后扩.....	62
五、总结：利润收窄，节奏加快，风险管理正当时.....	64
免责声明.....	65



## 图目录

图表 1:	消费维持韧性.....	10
图表 2:	固定资产投资同比降幅扩大.....	10
图表 3:	三大投资不同程度下降.....	10
图表 4:	5 月出口转为同比下降.....	10
图表 5:	6 月以来政策陆续出台.....	10
图表 6:	贷款利率已处于 2009 年以来最低水平.....	11
图表 7:	商业银行净息差压力较大.....	11
图表 8:	基建投资增速持续下滑.....	12
图表 9:	道路、铁路投资小幅回升.....	12
图表 10:	财政实际支出与预算支出相匹配.....	12
图表 11:	投向基建类财政支出占比较小.....	12
图表 12:	5 月投向基建类财政支出同比转负.....	13
图表 13:	5 月投向交运类财政支出降幅扩大.....	13
图表 14:	卖地收入维持弱势.....	13
图表 15:	政府性基金收入持续负增长.....	13
图表 16:	政府性基金支出乏力.....	13
图表 17:	全年预算安排面临无法完成风险.....	13
图表 18:	5 月专项债发行进度偏慢.....	14
图表 19:	5 月专项债发行进度偏慢.....	14
图表 20:	计划发行量不及预期.....	14
图表 21:	预估专项债发行.....	14
图表 22:	2022 年国常会提出政策性金融工具时间及内容.....	15
图表 23:	4 月全国商品房销售同比降幅扩大.....	15
图表 24:	6 月 30 城商品房成交同比转负.....	15
图表 25:	居民收入、就业预期弱于往年.....	16
图表 26:	居民中长期贷款维持弱势.....	16
图表 27:	房价看涨意愿扭转.....	16
图表 28:	中长期购房需求趋于下行.....	16
图表 29:	竣工面积明显好转.....	17
图表 30:	居民对期房交付的担忧仍较严重.....	17
图表 31:	房企拿地意愿仍然偏弱.....	17
图表 32:	房企新开工意愿仍然偏弱.....	17
图表 33:	制造业投资维持韧性.....	18

图表 34:	主动去库周期延续.....	18
图表 35:	海外需求下行，拖累国内制造业出口.....	18
图表 36:	汽车产量维持高位.....	19
图表 37:	家电产销同比正增长.....	19
图表 38:	竣工拉动家电内销好转.....	19
图表 39:	美国成屋销售同比降幅收窄.....	19
图表 40:	日均粗钢产量.....	20
图表 41:	日均生铁产量.....	20
图表 42:	电炉利润维持低位.....	20
图表 43:	长流程利润有所修复.....	20
图表 44:	短流程产量持续回升.....	20
图表 45:	铁水产量持续回升.....	20
图表 54:	非主流矿进口与普氏价格呈正相关.....	26
图表 55:	非主流矿进口同比大幅回升.....	26
图表 56:	国产矿稳步增量.....	27
图表 57:	分区域产量占比.....	27
图表 58:	原油价格回落.....	28
图表 59:	能源价格回落导致海运费下降.....	28
图表 60:	铁矿石成本下移.....	29
图表 61:	2023 年全球铁矿石重新过剩.....	30
图表 62:	焦炭现货价格走势.....	31
图表 63:	焦炭期货价格走势.....	31
图表 64:	国内生铁累计产量及同比.....	32
图表 65:	247 家钢厂焦炭库存可用天数.....	32
图表 66:	焦炭出口季节性.....	33
图表 67:	海外日均生铁产量.....	33
图表 68:	焦炭累计产量.....	33
图表 69:	焦炭产量季节性.....	33
图表 70:	2022 年焦炭产能淘汰与新增统计.....	34
图表 71:	2023 年焦炭产能淘汰与新增预估.....	34
图表 72:	全样本独立焦企产能利用率.....	35
图表 73:	煤焦钢利润分配.....	35
图表 78:	焦煤现货价格走势.....	37
图表 79:	焦煤期货价格走势.....	37

**中信期货研究|黑色建材半年度报告（黑色金属）**

图表 82:	国内焦煤产量季节性-月度 .....	39
图表 83:	煤矿权重开工率季节性-周度 .....	39
图表 144:	焦煤现货价格走势.....	60
图表 145:	全国煤矿利润.....	60
图表 146:	煤矿精煤库存.....	60
图表 147:	焦钢企业焦煤库存平均可用天数.....	60
图表 148:	全样本独立焦企产能利用率.....	61
图表 149:	全国 247 家钢厂高炉产能利用率.....	61
图表 150:	煤焦钢利润分配.....	61
图表 151:	247 家钢厂焦炭库存.....	61
图表 156:	粗钢年产能.....	63
图表 157:	247 家钢厂盈利率.....	63
图表 158:	黑色产业链风险管理策略概览.....	64



## 第一部分 钢材：产业矛盾压制近月价格，政策预期登高望远

回顾 2023 年上半年，钢材市场由稳增长预期，转向预期证伪的负向反馈：

**一季度，旺季需求预期带动钢材价格先抑后扬。**春节后，复工复产不及预期，旺季需求担忧引发黑色板块整体回调。但随着旺季来临，表观需求超预期，同时地产销售逐步回暖，基建投资及项目开工维持韧性，旺季需求预期带动钢材价格再度上行。

**二季度，海外衰退风险加剧，国内需求环比下降，钢厂主动减产，钢材价格一泻千里。**一方面，3 月中下旬，海外银行暴雷，海外衰退担忧加剧。另一方面，国内地产、基建投资同步转弱，在 GDP 目标增速 5% 的背景下，政策预期转向弱复苏。钢厂利润持续下行，开启主动减产，黑色板块进入长达两个月的负向反馈周期。

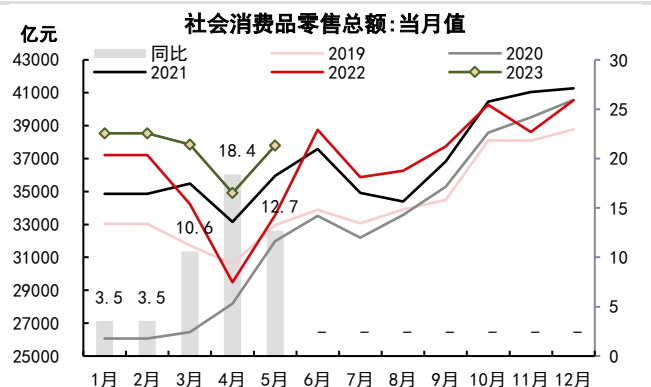
展望下半年，我们认为黑色板块价格将在政策预期与现实需求之间博弈，钢厂行为将导致钢材市场阶段性供需过剩或紧张，影响价格节奏。下文我们将从政策预期、基建、地产、制造业等方面出发，对钢材下半年供需情况，以及价格表现进行分析与展望。

### 一、钢材需求：现实需求维持弱势，改善依托政策发力

#### 1、总量货币政策维持宽松，结构性货币政策或陆续出台

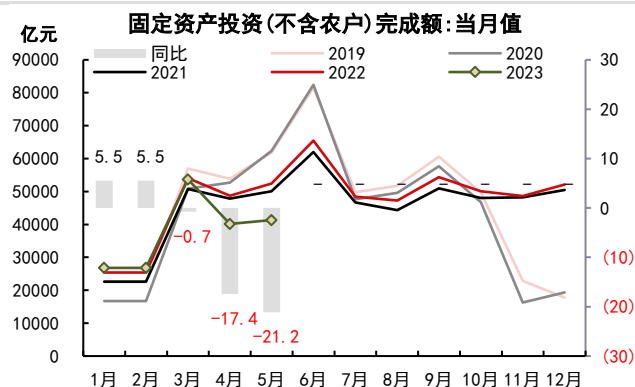
4-5 月以来，消费维持一定韧性，地产、基建、制造业投资，以及出口不同程度回落，加大全年 GDP 增速 5% 目标的实现难度。从消费看，5 月社零同比增长 12.7%，居民收入及收入预期恢复偏慢，中长期投资意愿下降，餐饮等小额消费意愿增强，同时受疫情后消费回补因素、以及低基数影响，社零维持韧性。从投资看，5 月固定资产投资同比下降 21.2%，同比降幅扩大：其中基建、制造业增速均维持下降趋势，房地产同比维持较大降幅。从出口看，随着海外需求进一步走弱，以及前期补库订单透支，出口总量于 5 月同比转为负增长。投资与出口均呈下行趋势：线性推演下，全年 GDP 增速 5% 目标的存在一定难度，市场对政策出台的预期愈加强烈。

图表1： 消费维持韧性



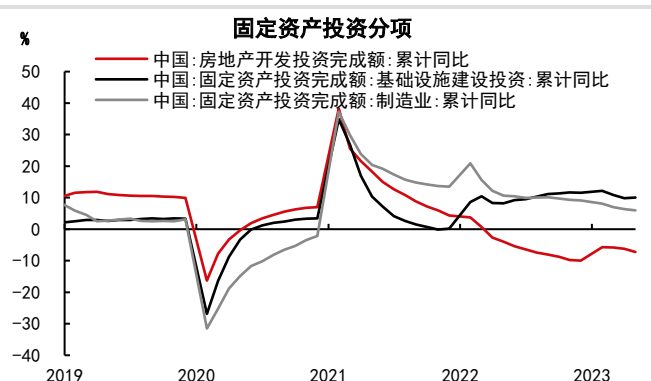
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表2： 固定资产投资同比降幅扩大



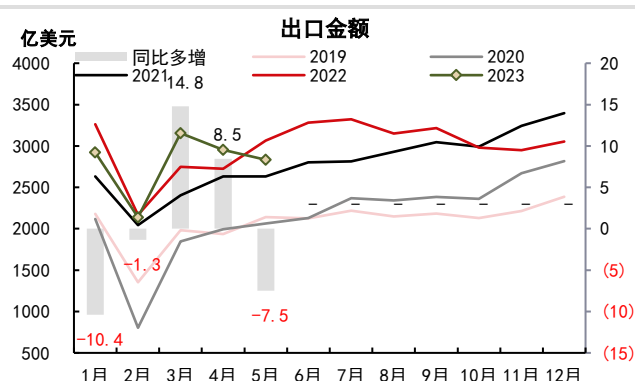
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表3： 三大投资不同程度下降



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表4： 5月出口转为同比下降



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

进入到6月，新一轮逆周期调节开启，一批政策措施正在路上。面对市场需求不足的压力和挑战，人民银行调降OMO利率，开启新一轮逆周期调节。6月16日国常会提出“重点围绕‘加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四方面’，研究提出一批政策措施”，政策预期逐渐加强。本文将从货币、财政、基建、地产等方面梳理政策出台的可能性，并对潜在政策效果进行展望。

图表5： 6月以来政策陆续出台

时间	发布出处及政策	具体内容
2023/6/13	人民银行	先后对OMO、SLF、MLF、LPR降息
2023/6/13	发改委等部门	《关于做好2023年降成本重点工作的通知》
2023/6/15	工信部等五部门	关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知
2023/6/16	国常会	重点围绕“加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四方面”，研究提出一批政策措施。
2023/6/16	发改委新闻发布会	后续稳经济6大发力点：抓紧制定出台恢复和扩大消费政策、加快实施“十四五”规划102项重大工程、加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系、扎实推动重点领域改革、强化就业优先导向、抓好粮食生产和重要农产品供应保障

数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

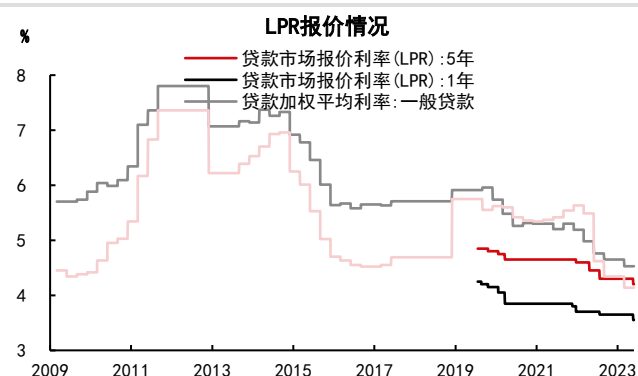
从货币政策看，总量进一步宽松概率较低，结构性货币政策或陆续出台。去年以来，为应对我国面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，货币政策持续宽松，LPR连续3次调降，引导贷款利率大幅下降，个人住房贷款利率、一般贷款利率均已经低于2009年以来最低水平。展望下半年，我们认为货币政

策将维持宽松，但进一步总量放松的概率较低，后续货币政策或以结构性货币政策为主，原因主要有二：

（1）宽货币向宽信用传导受阻，货币政策效果有限。M2 增速连续 11 个月维持在 11% 以上，而社融增速始终低于 11%，M1 增速低于 7%，宽货币向宽信用传导不顺畅。从居民部门看，居民资产负债表受损，疤痕效应下，信心修复缓慢，在低利率环境下选择提前偿还放贷，或进行利率置换；同时储蓄率仍维持高位，投资、消费意愿薄弱。从企业部门看，当前国际环境严峻复杂，国内总需求不足：5 月工业企业利润同比下降 17.7%，企业投资意愿偏弱，资金空转现象明显。宽货币已经为实体经济提供了较低的融资成本，进一步下降的边际作用较为有限。

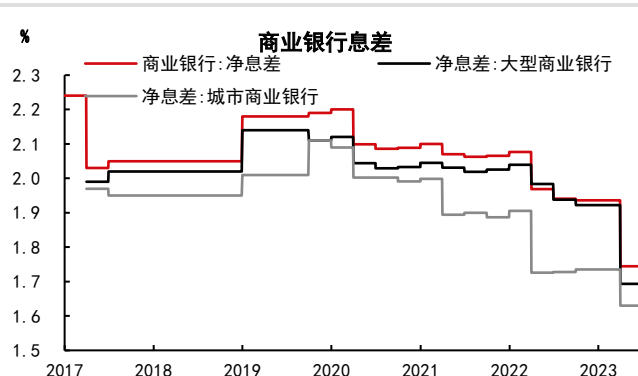
（2）商业银行净息差压力较大，降息将进一步加剧银行负债端成本压力。宽货币政策持续降低贷款利率，一季度银行业净息差 1.74%，根据利率自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（202 年修订版）》，银行净息差的监管标准是 1.8%，目前银行业净息差已经低于警戒线，银行经营压力较大。考虑到银行净息差压力，5 月存款利率、存款挂牌利率等相继下调，随后 LPR 对称下调。后续若要进一步贷款利率，存款利率则需要率先下调。

图表6： 贷款利率已处于 2009 年以来最低水平



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表7： 商业银行净息差压力较大

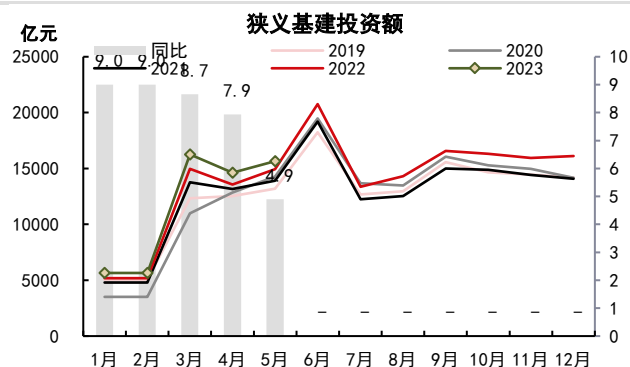


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

## 2、基建：财政资金支出不足，投资依托增量工具

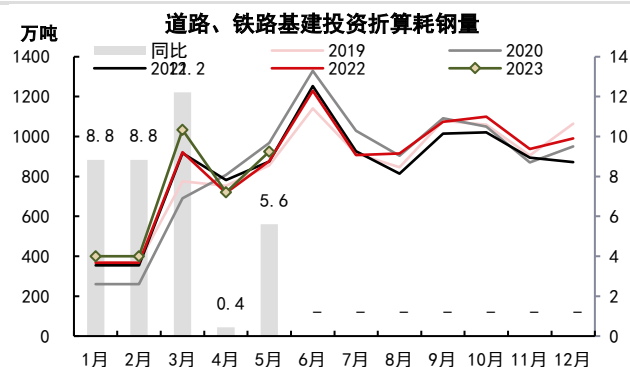
5 月，狭义基建投资进一步下滑，道路、铁路投资增速小幅回升。5 月狭义基建投资（不含电力）同比增长 4.9%，同比增幅继续收窄；道路、铁路投资增幅小幅回升，折算耗钢量同比增长 5.6%。

图表8： 基建投资增速持续下滑



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表9： 道路、铁路投资小幅回升

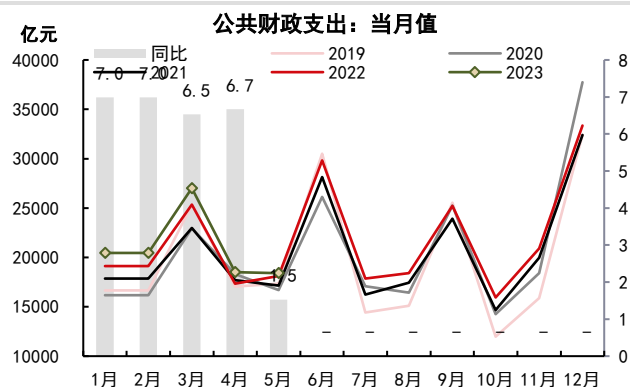


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

**基建投资增速资金端面临三重压力。**国内经济下行压力加大，基建应当作为逆周期调节的工具，维持较高增速。但基建资金来源受到财政资金不足的三重压力：

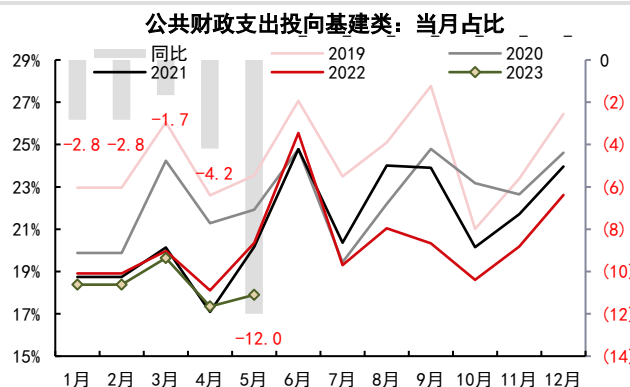
（1）从一般公共预算看，基建类支出不足，投向交通运输类资金持续负增长。2023 年一般公共预算计划支出同比增长 6%，1-5 月一般公共预算支出维持韧性，累计同比增长 5.8%，支出进度与预算支出相匹配。但一般公共预算支出向民生领域倾斜，主要投向社保、就业等方面，投向基建领域资金占比持续下降，5 月投向基建部分占总支出比例 17.9%，为近 5 年最低水平。5 月投向基建领域资金同比下降 10.7%，而在交运领域投向上更显不足，1-5 月公共财政支出投向交通运输部分资金同比持续负增长，5 月当月同比降幅扩大至-34.0%。

图表10： 财政实际支出与预算支出相匹配



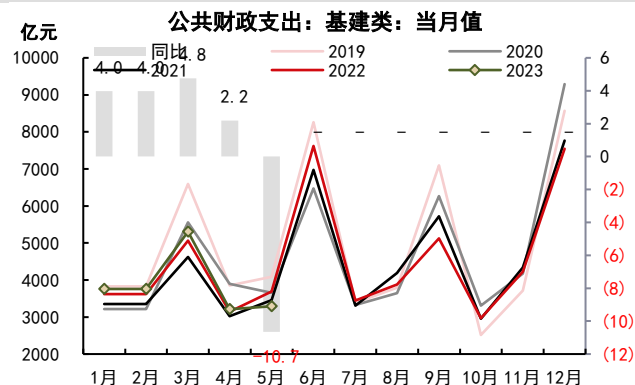
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表11： 投向基建类财政支出占比比较小



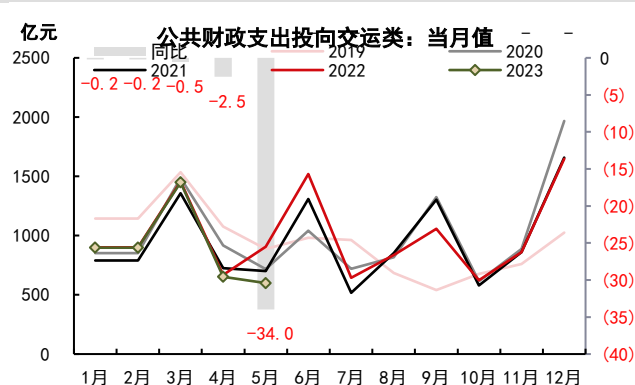
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表12： 5月投向基建类财政支出同比转负



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

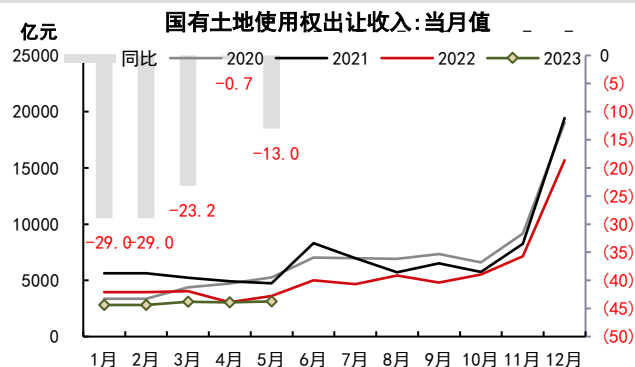
图表13： 5月投向交运类财政支出降幅扩大



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

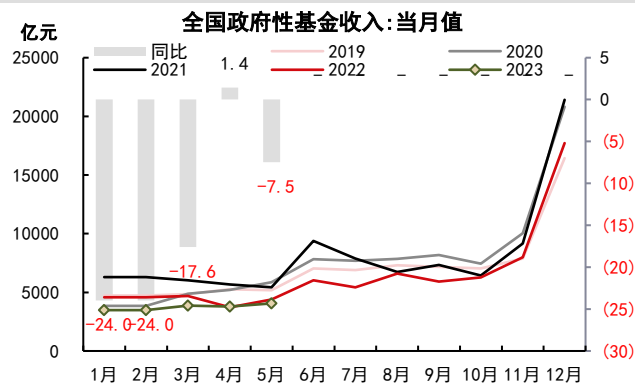
(2) 从政府性基金支出看，支出维持弱势，全年支出不达目标风险较高。1-5月国有土地出让金收入同比下降20.0%，卖地收入持续弱势，拖累政府性基金收入累计同比下降15.0%。2023年全国政府性基金预算收入安排7.8亿元，较去年同比增长0.4%，但占比90%的卖地收入同比降幅明显，政府性基金收入进度缓慢，完成预算目标难度较大，或拖累基建资金的到位情况。

图表14： 卖地收入维持弱势



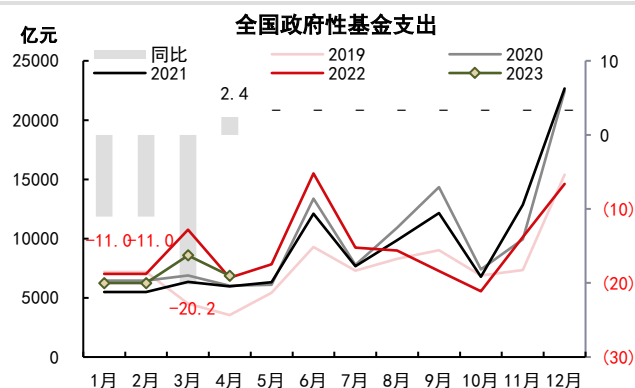
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表15： 政府性基金收入持续负增长



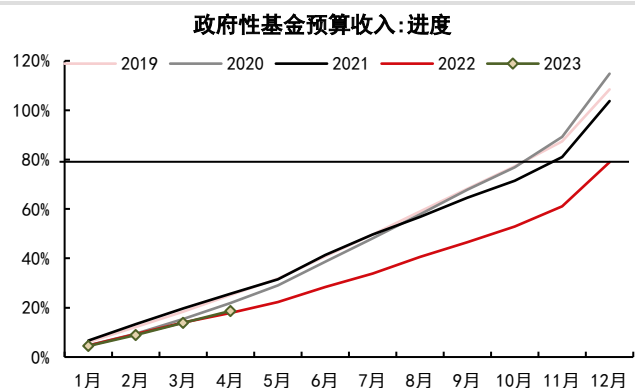
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表16： 政府性基金支出乏力



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表17： 全年预算安排面临无法完成风险



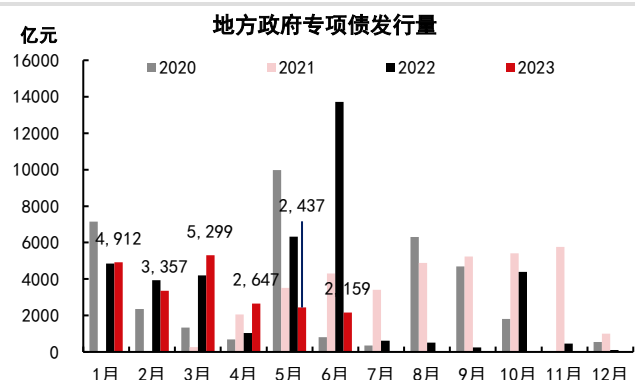
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

(3) 从专项债看，1-6月专项债发行进度缓慢，三季度专项债计划发行量不及预期。1-6月累计发行专项债券20811亿元，同比下降13252亿元，同比降幅



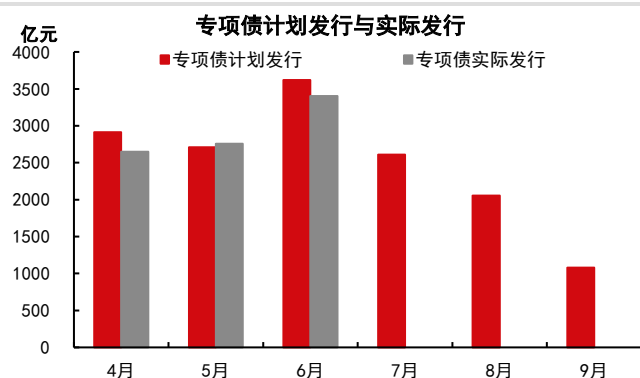
达 38.9%。3 月两会确定新增专项债额度 38000 亿元，6 月发行进度 55%，进度慢于 2019、2020 和 2022 年。2022 年 11 月下达提前批额度 21900 亿元，6 月基本发行完成；2023 年 5 月中下旬新一批新增地方债务限额下达，新增专项债 16100 亿元，因新下达额度涉及省市间额度分配以及项目审批问题，一般间隔 1-2 个月之后达到发行高峰。但根据各地区已公布发行计划看，7-9 月共计划发行 5742 亿元，占下达额度的 36%，计划发行量不及预期。

图表18： 5 月专项债发行进度偏慢



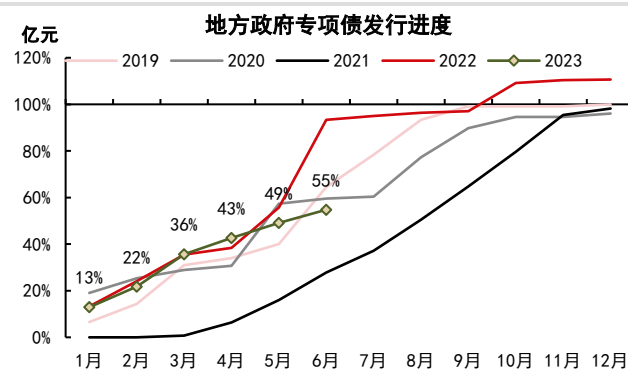
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表20： 计划发行量不及预期



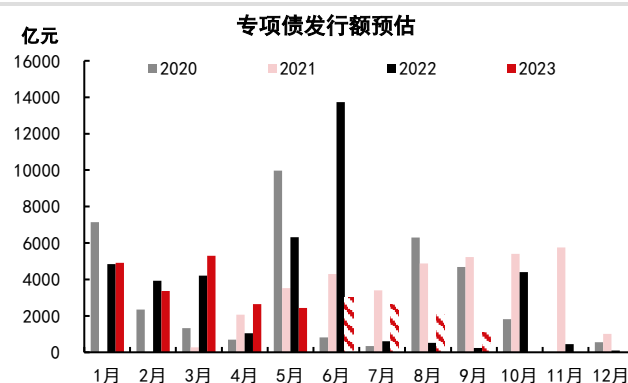
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表19： 5 月专项债发行进度偏慢



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表21： 预估专项债发行



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

**财政支出不及预期可能性加大，增量工具使用的必要性增加。**从三大资金来源看，一般公共预算支出投向基建领域资金不足，政府性基金支出受卖地收入拖累或无法完成全年支出目标，专项债发行进度偏慢，无法支撑基建明显回升。财政资金不足，基建投资同比增速下降，加大了今年 GDP 增速 5% 目标实现的难度，市场对政策银行信贷额度，以及政策性、开发性金融工具的使用预期愈发强烈。那么今年何时开始使用金融工具呢？

首先，金融工具的使用是为补充专项债额度发行后的资金空缺：回顾去年，2022 年 5 月末全国财政支持稳住经济大盘工作会议提出“确保今年新增专项债券在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕”。2022 年 6 月末专项债发行进度达到 93.3% 后，6 月 28 日国常会首次提出政策性、开发性金融工具，用以补充专项债后续不足的问题。今年，根据各地专项债发行计划，专项



债发行进度偏慢，金融工具出台时间或相对较晚。但考虑到今年稳增长压力较大，预计政策性、开发性金融工具以及专项债地方结存限额等增量工具最早或于7月末政治局会议首次提出，并于8-10月开始陆续发行使用。

图表22： 2022 年国常会提出政策性金融工具时间及内容

时间	会议	相关内容	工具和规模
2022/6/1	国常会	对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。	政策性银行信贷额度：8000亿元
2022/6/30	国常会	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。	政策性、开发性金融工具：3000亿元
2022/8/24	国常会	在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。	政策性、开发性金融工具：3000亿元 专项债地方结存限额：5000多亿元

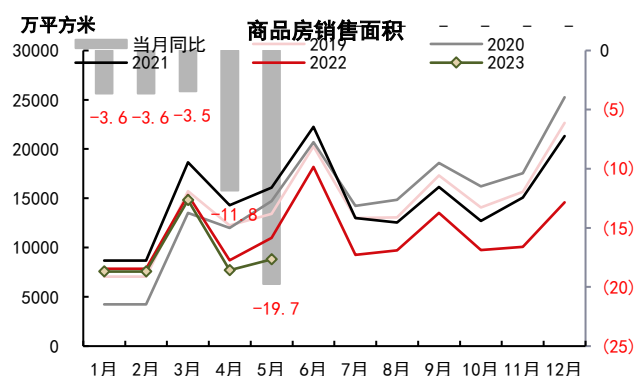
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望下半年，我们认为财政资金向基建方面支出仍显不足，制约三季度施工单位的资金到位情况，基建投资增速或仍维持下降趋势，道路、铁路投资增速甚至可能转为负增长。若增量工具发行使用，四季度基建资金或有缓解，基建增速存在回升的可能。

## 2、地产：销售同比降幅扩大，地产投资或延续下行

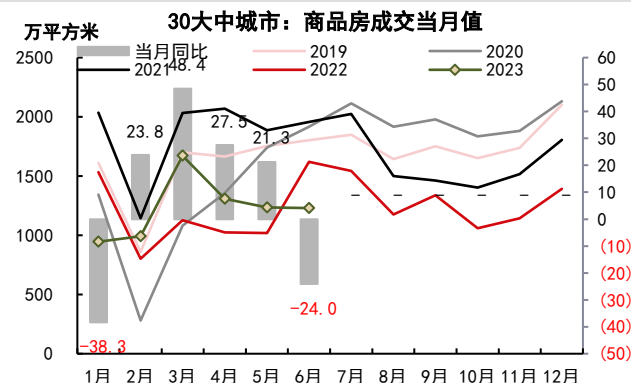
5-6月，全国商品房销售降幅扩大。5月，统计局口径商品房销售同比-19.7%，同比降幅扩大。从高频数据看，6月，30城商品房成交走弱更加明显，同比增速由5月的21.3%骤降至-24.0%。去年受疫情抑制的地产需求在今年2-3月份出现集中回补，回补结束后，4-6月商品房成交同比持续回落。

图表23： 4月全国商品房销售同比降幅扩大



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表24： 6月30城商品房成交同比转负



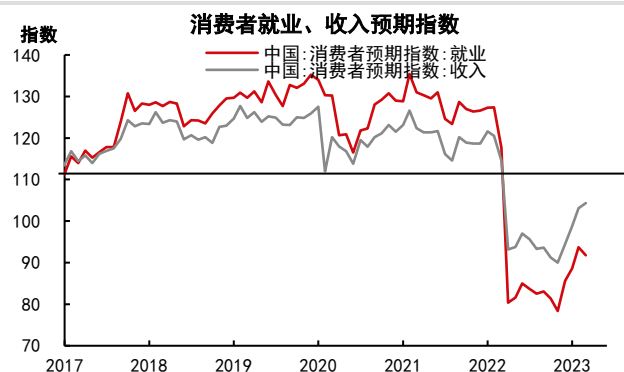
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

地产政策有一定效果，但销售回暖需要更长时间。去年以来，市场对商品房销售大幅回落的原因达成共识，即收入预期下降、房价看涨预期回落、以及对期房交付的担忧，那么要看到商品房销售的回暖，需要这三点制约因素出现缓解。

(1) 从收入预期看，居民就业和收入预期仍偏悲观，改善需要较长时间。去年年末疫情放开后，居民对就业以及收入的预期有所提升，但预期仍显著低于往

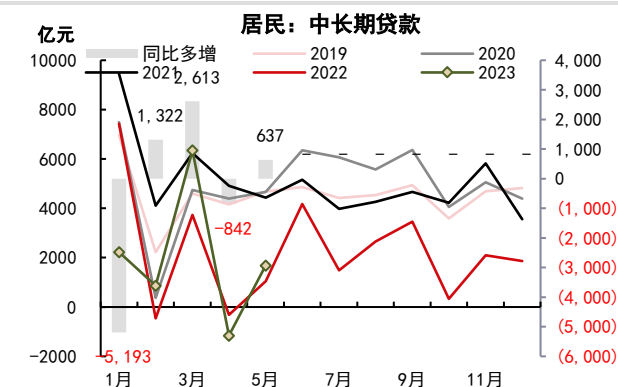
年水平。同时，今年二季度经济超预期走弱，就业形势严峻，居民收入持续下行趋势，居民风险偏好下降，储蓄率居高不下，中长期贷款持续弱势。居民信心的修复是个缓慢过程，考虑目前正处于新一轮逆周期调节初期，政策-经济-信心的传导仍需时间，三季度居民收入预期或仍难改善。

图表25：居民收入、就业预期弱于往年



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

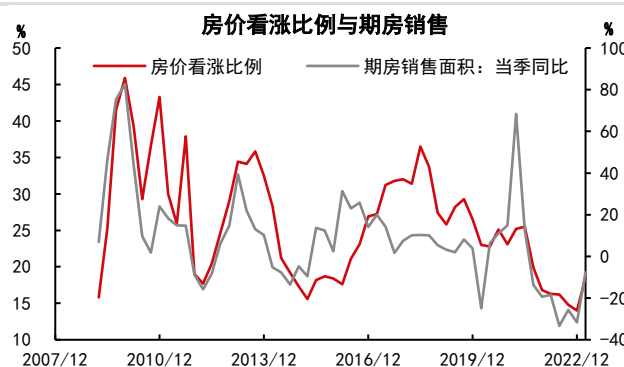
图表26：居民中长期贷款维持弱势



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

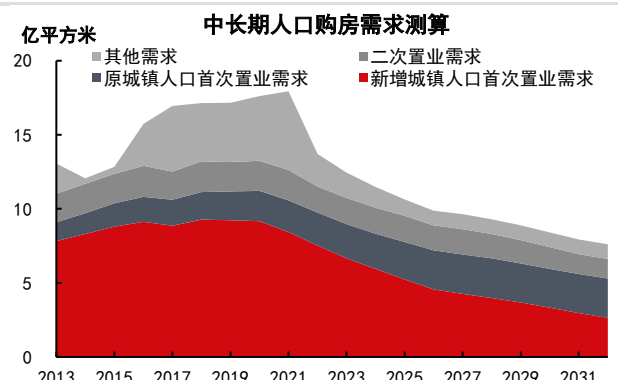
**(2) 从房价看涨预期看，购房适龄人口下降，房价看涨预期扭转，投资需求或仍低迷。**我们把购房需求分为4部分：新增城镇人口的首次置业需求、原城镇人口的首次置业需求、二次置业需求、以及其他需求。其他需求包括投资需求、提前或者后置的刚性需求、以及刚性需求中大于或者小于平均购房面积的需求等。根据人口周期，刚性需求已经在2018-2020年逐步见顶，2021年后进入缓慢回落周期；其他需求在2021年达到顶峰，随着房价看涨预期的转变，投资需求锐减。在“房住不炒”的大背景下，房价看涨预期扭转，房价持续下降。投资需求的心理是“买涨不买跌”，我们认为下半年或仍难看到投资需求的回暖。

图表27：房价看涨意愿扭转



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表28：中长期购房需求趋于下行

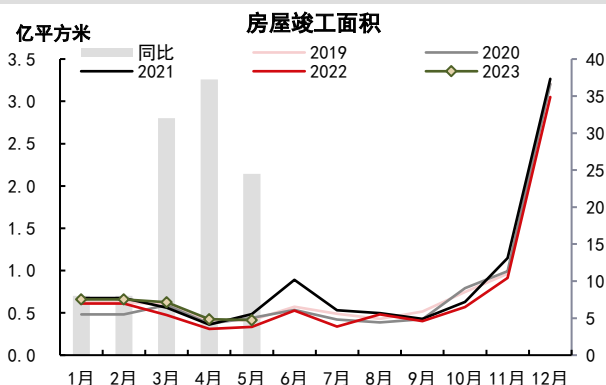


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

**(3) 从期房交付的担忧看，信心构建缓慢，担忧仍存。**2021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。2022年7月之后，“保交楼”政策持续推进，竣工面积出现明显回升，但房企资金仍然紧张，违约现象仍存，居民对期房交付的信心恢复较为缓慢。我们认为，居民的信心重构是

个缓慢的过程，短期对期房交付的担忧仍较为严重。

图表29：竣工面积明显好转



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表30：居民对期房交付的担忧仍较严重

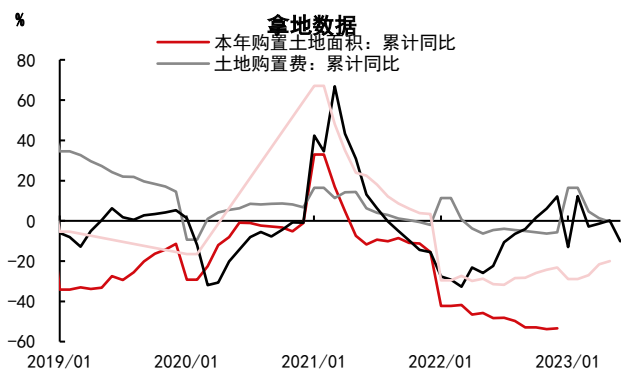


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

5-6月，房企拿地、新开工同比维持较大降幅。5月地方政府国有土地使用权出让收入同比下降13.0%，新开工面积同比下降28.5%；6月百城土地成交面积同比下降30.2%，降幅扩大。房企拿地、新开工意愿仍然偏低，原因主要有二：

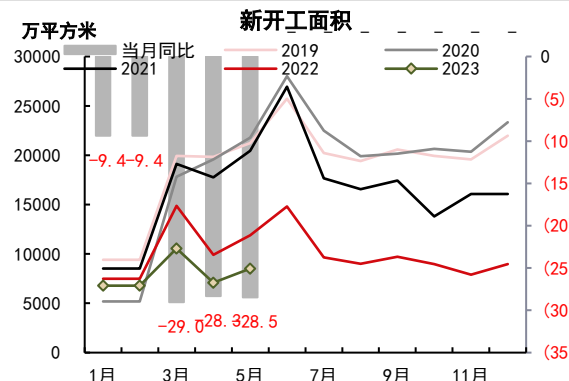
(1) 全国范围商品房销售仍然较差，房企对未来前景仍偏谨慎。回顾历轮周期，商品房销售的持续好转才能提振房企信心，但当前商品房销售同比仍在大幅下降，房企仍处于出动去库阶段。

图表31：房企拿地意愿仍然偏弱



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表32：房企新开工意愿仍然偏弱



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

(2) 受预售资金监管制度、以及“保交楼”政策影响，房企资金主要流向竣工端。房企主要资金来源为商品房销售，占比在53%左右，受预售资金监管制度影响，商品房销售额存放在预售资金监管账户中，随着施工进度一一提取，房企可用于拿地、新开工的资金仍然有限。

竣工项目主要处于封顶阶段，对钢材需求拉动有限。受“保交楼”政策驱动，房企优先保竣工。在资金有限的背景下，封顶阶段项目竣工所需成本最低，房企以优先完工此类阶段项目为主。

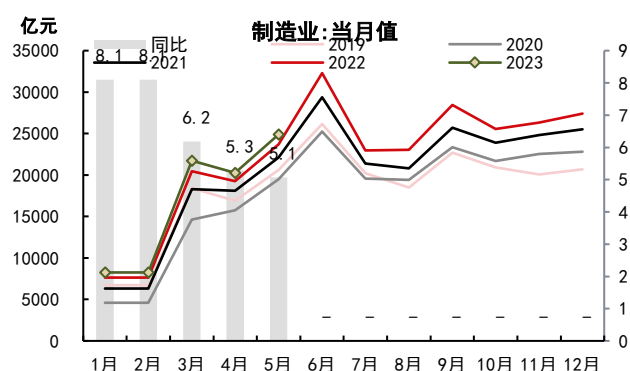
展望下半年，我们认为地产用钢需求难有改善。一方面，商品房销售降幅扩

大，房企拿地、新开工的能力和意愿均看不到改善的希望。另一方面，有限资金流向竣工端，而短期竣工端用钢强度有限。

### 3、制造业：企业利润持续下降，主动去库周期延续

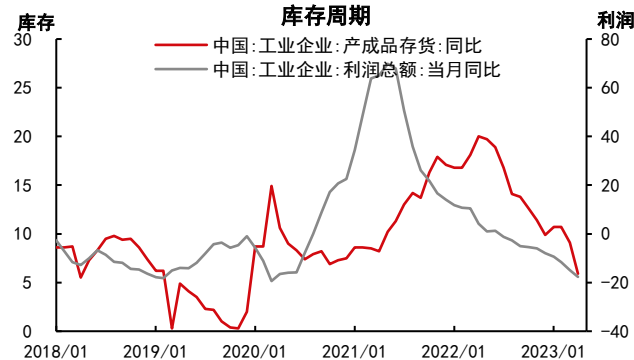
从国内需求看，工业企业仍处于主动去库周期，补库需求较差。5月制造业投资同比增长5.1%，制造业仍维持韧性。但从库存周期看，工业企业利润同比降幅扩大，5月同比下降17.7%，工业企业仍处于主动去库周期。

图表33： 制造业投资维持韧性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

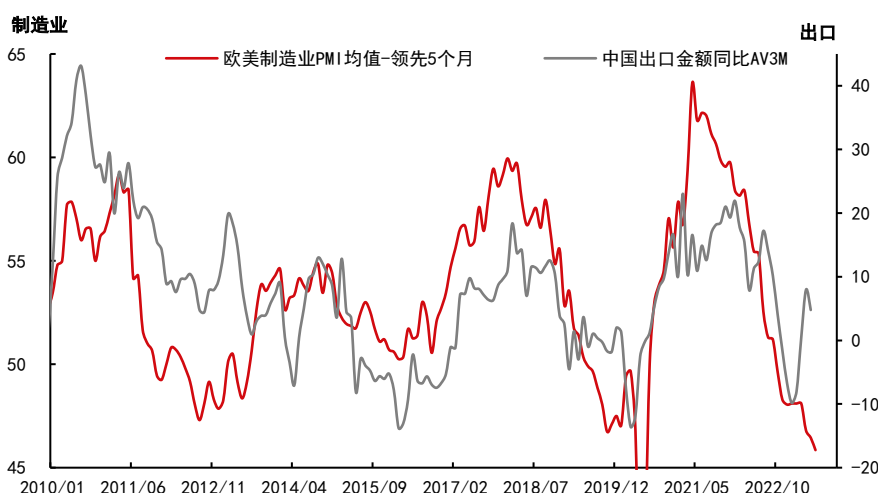
图表34： 主动去库周期延续



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

从海外需求看，海外需求持续回落，国内出口呈下降态势。全球经济体的制造业 PMI 自 2021 年开始持续回落。同时海外通胀维持高位，美联储致力于通胀 2% 的目标，短期内或难降息。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35： 海外需求下行，拖累国内制造业出口



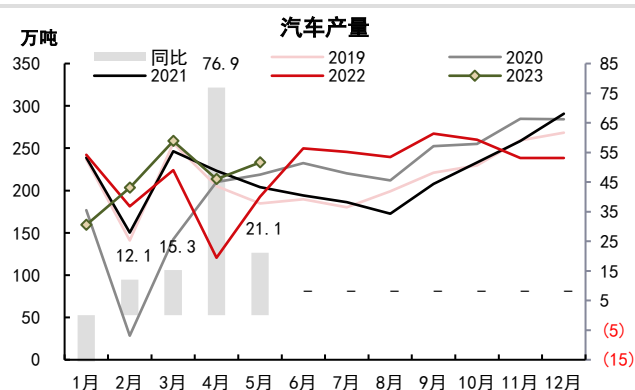
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

从汽车产量看，汽车企业促销费结束，汽车产销或转为负增长。财政部于 2022

年6月开始实行汽车购置税减免至12月31日，推动去年下半年汽车产量明显好转。今年受车企降价促销降库存，以及去年同期低基数影响，上半年汽车产销表现较为韧性。6月中旬，工信部等五部门发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》，支持新能源汽车消费。但新能源汽车消费与燃油车消费呈替代关系，通知或对汽车总产销的拉动效果有限。随着车企降价促销结束，我们认为下半年汽车产销将转为负增长。

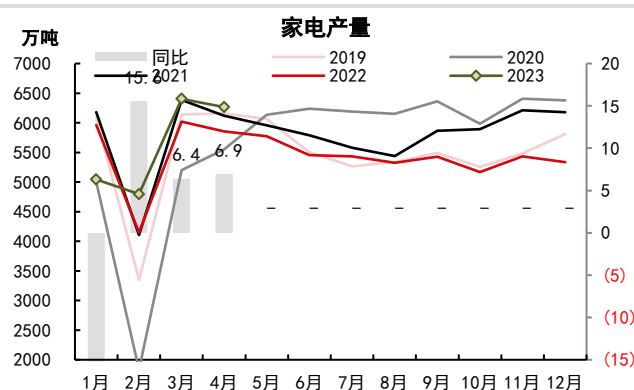
从家电产量看，内销同比正增长，外销同比降幅收窄。家电产销与地产销售息息相关，受竣工面积的好转，以及二手房成交较好影响，家电内销表现为正增长；国外经济处于明显的下行周期，但海外房屋销售阶段性回暖，拉动家电外销同比降幅收窄。

图表36：汽车产量维持高位



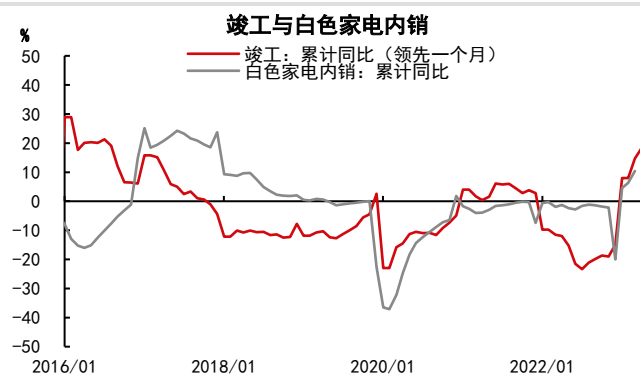
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表37：家电产销同比正增长



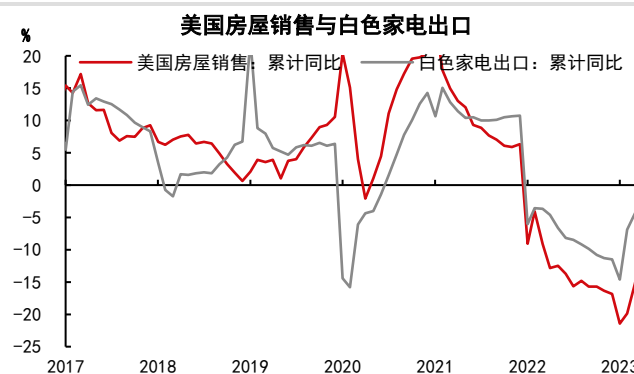
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表38：竣工拉动家电内销好转



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表39：美国成屋销售同比降幅收窄



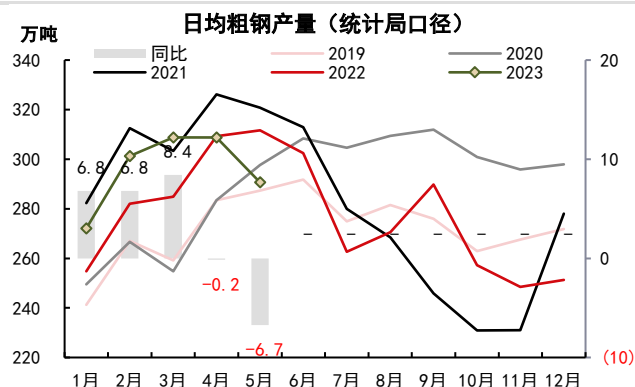
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 二、钢材供给：供需逐步过剩，钢厂减产压力渐强

回顾上半年，1-3月受钢厂利润修复、以及需求预期好转影响，钢厂持续复产，粗钢产量同比维持高位。但4月后，海外衰退风险加剧，国内需求亦环比转差，钢厂利润持续下行，开启持续两个月的减产周期，粗钢产量同比转负。

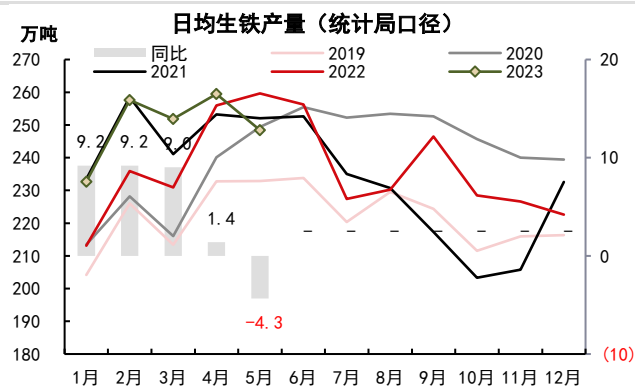


图表40： 日均粗钢产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

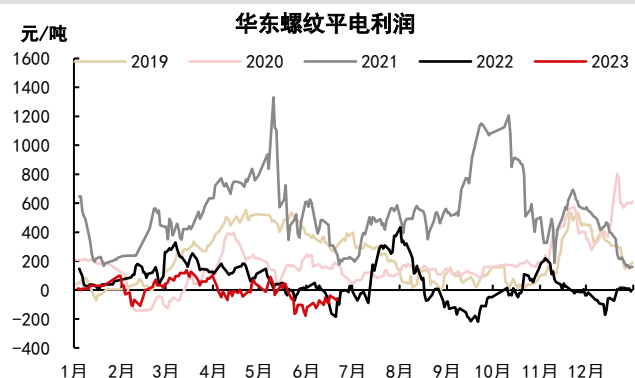
图表41： 日均生铁产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

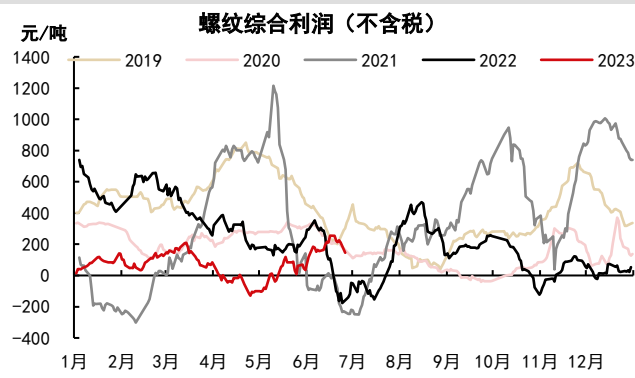
进入到6月，从高频数据看，钢厂陆续复产。3月中下旬至5月初，钢厂利润持续下降，长短流程逐步减产。受现实需求疲弱，以及海外衰退等因素影响，钢价继续下行，钢厂长短流程利润均持续下降，甚至陷入亏损，钢厂主要以电炉、以及减少长流程废钢添加量的方式减产。5月，受焦炭连续提降，以及宏观预期有所反复影响，钢厂利润开始修复。进入到6月，钢厂利润回升至今年以来较高水平，复产意愿逐步提升，铁水产量回升至高位。

图表42： 电炉利润维持低位



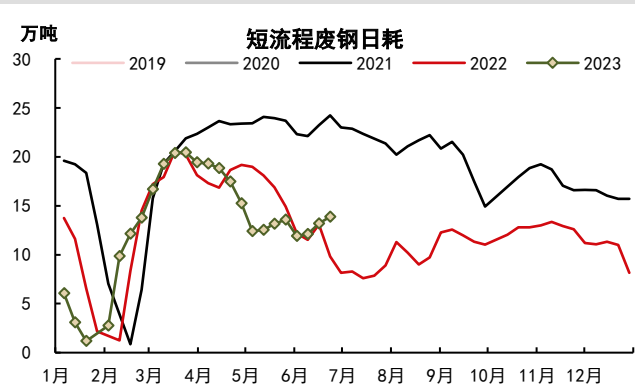
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表43： 长流程利润有所修复



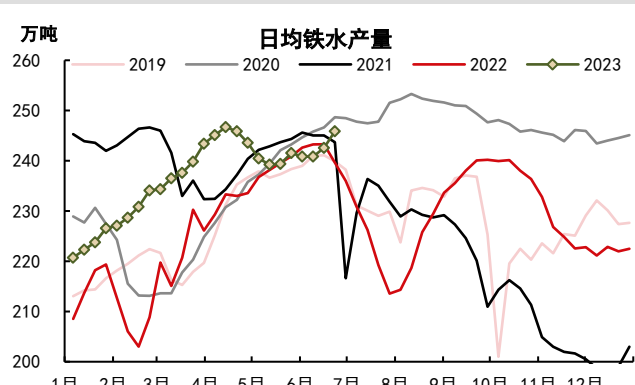
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表44： 短流程产量持续回升



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表45： 铁水产量持续回升



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所



**展望下半年，三季度钢厂或主动减产，四季度以销定产。**受经济下行压力加大影响，我们认为三季度粗钢平控政策短期或难落地。但随着钢厂持续复产，钢材供需再度转为过剩，三季度钢厂或需主动减产，间接实现粗钢平控目标。进入到四季度，政策或再次加码，钢材产量或根据现实需求情况，以销定产。

### 三、钢材总结：产业矛盾压制近月价格，政策预期登高望远

总体来看，我国经济下行压力加大，后续政策或陆续出台，结构性货币政策、以及基建相关增量工具或值得期待。需求方面，地产角度，商品房销售进一步回落，房企资金越发紧张，施工、新开工用钢需求或进一步回落，竣工对地产用钢需求拉动有限。基建方面，财政支出不足，基建发力更加依托增量工具的使用。制造业与出口方面，制造业整体呈下行趋势，企业延续主动去库；海外经济下行，出口或持续回落。供给端看，随着钢厂持续复产，钢材供需再度转为过剩，三季度钢厂或需主动减产，间接实现粗钢平控目标。进入到四季度，政策或再次加码，钢材产量或根据现实需求情况，以销定产。

**节奏上，我们认为下半年期价或呈现“N”字型走势：**

**7月中上旬，钢材延续反弹。**随着现实需求进一步回落，政策预期支撑愈强。同时钢厂持续复产，原料价格抬升，黑色板块共振上行。

**7月中下旬至三季度末，钢材压力逐步凸显。**三季度是政策实际出台以及检验政策效果的阶段。一方面，今年政策着重高质量发展以及精准有力，7月末政治局会议不及预期的可能性较大。同时，随着钢厂复产，钢材供需转为过剩，钢厂减产压力逐步凸显。

**四季度，政策预期或再度提升价格。**随着经济持续下行，政策加码迫切性提升。同时，随着时间推移，市场对明年经济的期待愈发强烈，政策需求或拉动期货价格再度上行。

**风险因素：需求不及预期（下行风险）；需求超预期（上行风险）**

## 第二部分 铁矿：成本下移，总量过剩

### 一、2023 上半年铁矿行情总结

**总结 2023 上半年的铁矿石市场走势，疫情开放稳增长预期先行，但终端需求依旧疲软，市场开始期待刺激经济政策。**

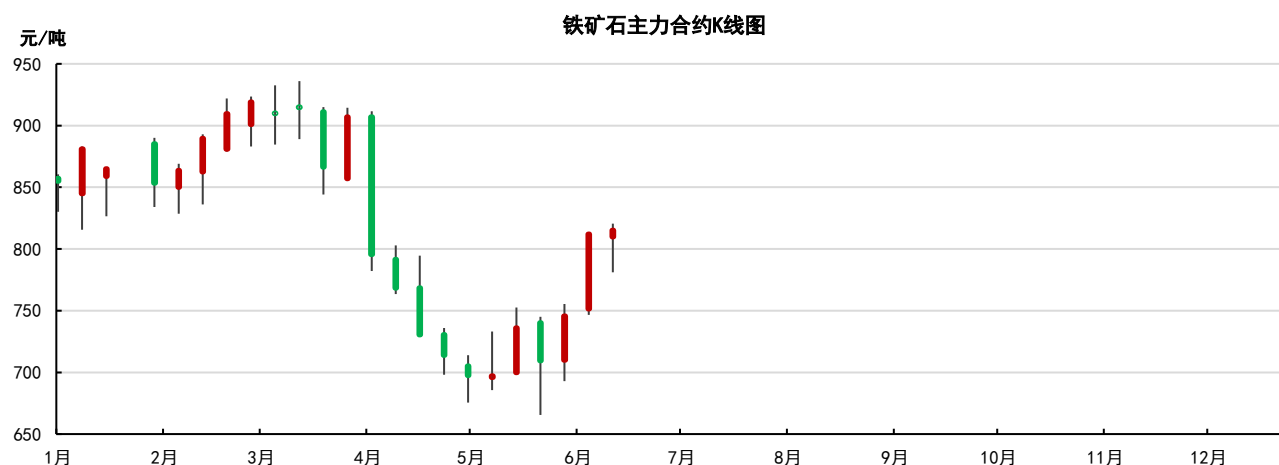
自 2022 年 11 月疫情开放以来，连铁主力合约价格从最低点 599.5 元/吨，涨至今年以来的最高点 936 元/吨，涨幅 56%。主要由于疫情管控放开后稳增长预期较强，市场对后续的终端需求保持乐观预期，使得钢厂铁水产量低位回升，高炉的持续复产支撑铁矿需求。

预期层面的上涨行情在三月中旬被打断，核心原因是海外黑天鹅事件的冲击，硅谷、瑞信、第一共和银行接连暴雷。并且金三银四虽是钢材的传统旺季，终端需求却迟迟未见好转，在钢厂利润持续减少的背景下，高炉开始停产检修，铁水的减量导致矿价失去支撑。

原料的持续下跌重新打开钢厂利润，尤其是煤炭市场情绪悲观，动力煤跌幅扩大压制焦煤价格。盈利率的回升导致高炉继续复产，铁水产量维持高位；叠加钢厂铁矿库存低位继续下降，矿价触底反弹。

当下钢材需求维持韧性、铁水产量未见明显减少；叠加钢厂原料库存低位，铁矿基本面紧平衡。但后续随着海外供给的增加，及粗钢平控政策的现实落地，铁矿港口累库压力加大，下半年铁矿仍将偏弱运行。

图表46： 连铁合约价格冲高回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、需求端：现实需求及需求预期双弱

### 1、国内：终端需求压制，铁水产量回落

回顾上半年，疫情开放后的稳增长预期刺激铁水产量快速上行，但终端需求的弱现实导致钢厂盈利率见顶回落，限制产量高度。

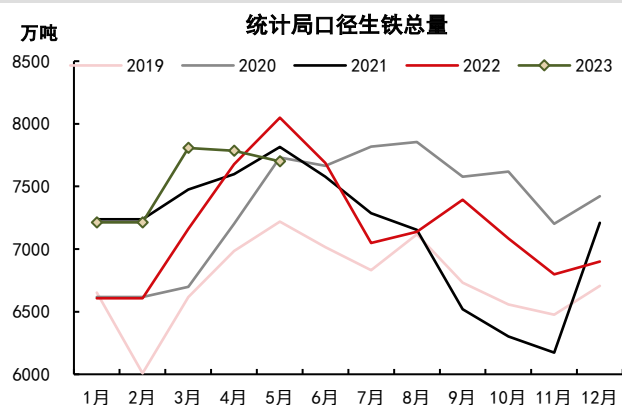
自 2022 年 11 月份疫情开放以来，宏观预期向好、钢厂盈利率持续回升，现实层面与预期共振，导致铁水产量快速上行。虽然当时的终端需求还没有明显好转，但市场依然期待金三银四的需求情况，钢厂高炉继续复产。

预期层面的铁水增产在三月中旬被打断，由于旺季需求依旧疲软，钢厂亏损并开启主动检修。五月中下旬动力煤跌幅扩大，对焦煤价格形成压制，原料端的让利重新打开钢厂利润，铁水产量止降企稳。目前根据钢厂高炉的检修数据来看，短期铁水产量依旧维持相对高位。

从中长期的角度来看，能实质性改善地产需求的政策，刺激压力依然较大，我们对于全年的钢材需求也并不乐观；若后续粗钢政策逐步落地，铁水产量会呈现快速回落的趋势，下半年国内铁矿需求的下行压力依然存在。

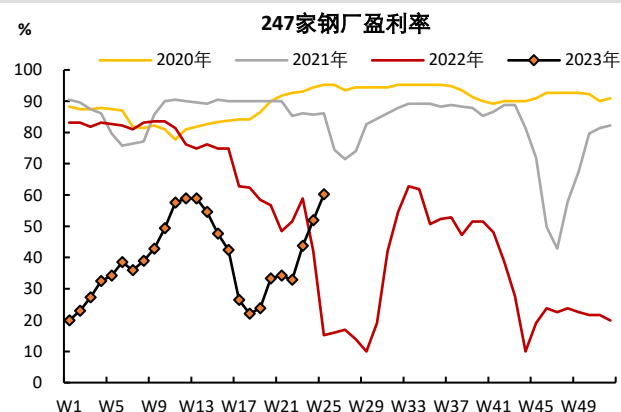
国内铁矿需求的核心逻辑还是在宏观层面的经济刺激政策和粗钢压减情况。

图表47： 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48： 247 家钢厂盈利率低位回升

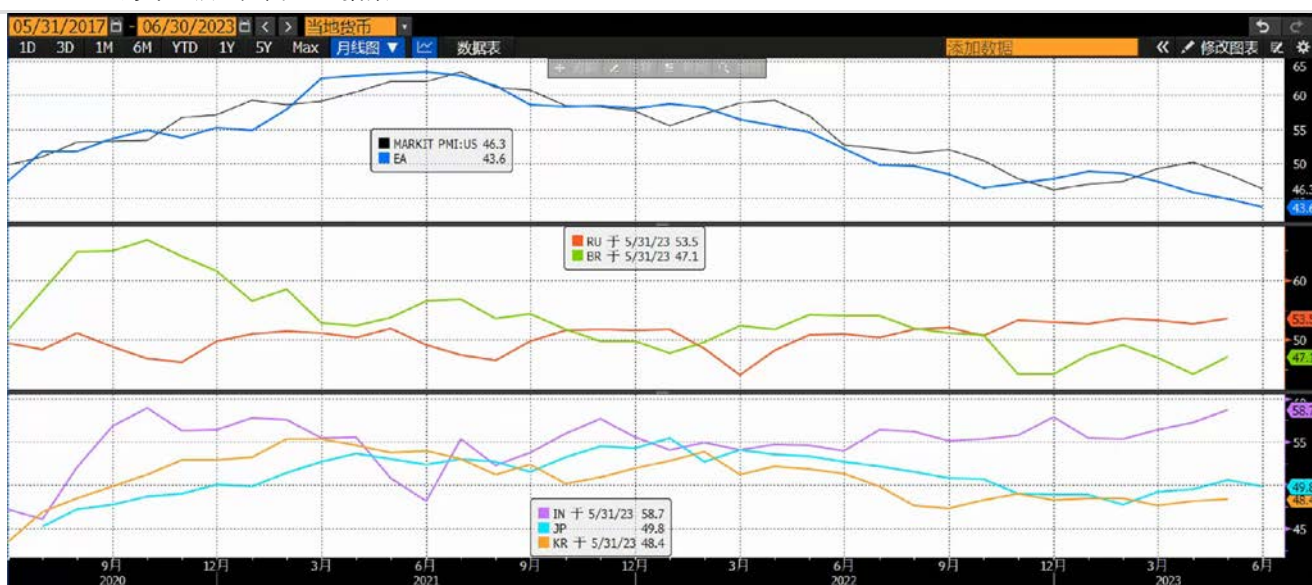


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

### 2、海外：经济压力依然较大，铁水产量难以修复

从海外铁水主产国的 PMI 数据来看，除印度及日本的 PMI 指数是处于荣枯线以上并维持上升趋势的以外，其余国家的经济压力依然较大。

图表49： 海外生铁主产国 PMI 指数

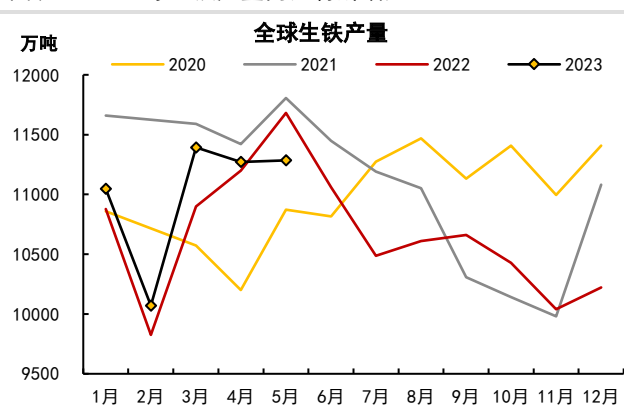


资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

因此在这种情况下，全球工业原料需求难以出现大幅好转，短期海外铁水产量依旧维持相对低位。2023 年 1-5 月全球除中国外铁水产量共 1.7 亿吨，累计同比减少 3.4%。其中，乌克兰、土耳其、法国等国家铁水产量降幅皆在 20% 以上；日本虽然累计同比下降不明显，但因体量较大，累计减少 1447 万吨。高炉复产主要集中在印度、俄罗斯及韩国，累计生铁产量同比分别增加 1793 万吨、863 万吨及 389 万吨，这与我们从 PMI 数据上所得出的结论相印证。

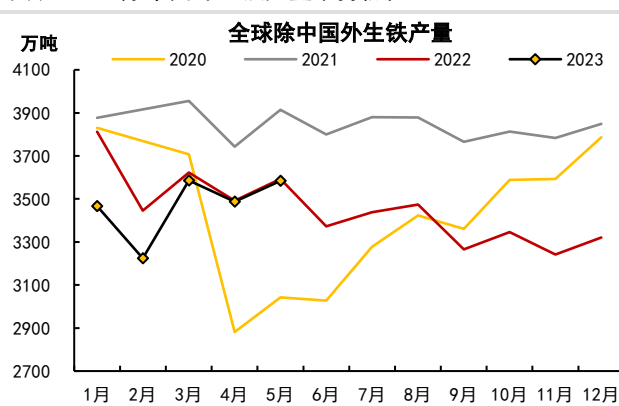
从更长周期的角度来看，伴随着需求的减弱，黑色产业绿色低碳的诉求仍在增加。在前期的《铁矿资本开支专题报告》里也指出，目前全球主流矿山的投资方向集中于绿色可持续，新增的铁矿项目较少；若全球经济长期处于悲观，铁矿行业未来的供需两面或都缺乏弹性。

图表50： 全球生铁产量同比有所增加



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表51： 除中国外生铁产量维持低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

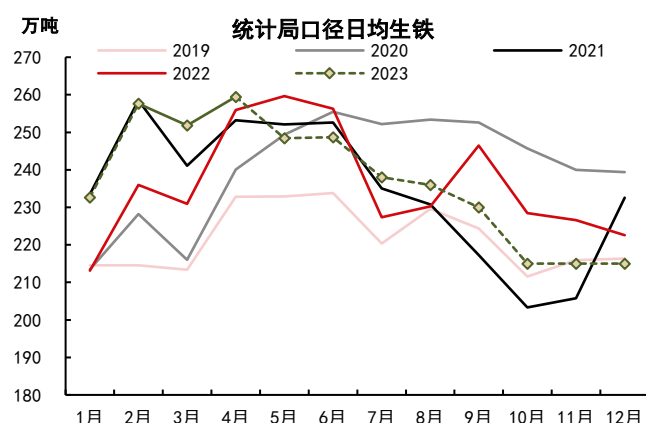
### 3、需求展望：国内铁水延续缩减，海外铁水重心下移

国内端，由于粗钢全年同比不增的这一政策依然存在，叠加我们预计废钢供应同比持平或减少，体现到铁水端，统计局口径生铁总量约同比持平或小幅增加。

全球来看，铁水产量预计同比下降 0.3% 左右，除中国外海外铁水产量预计同比下降 1.1%。

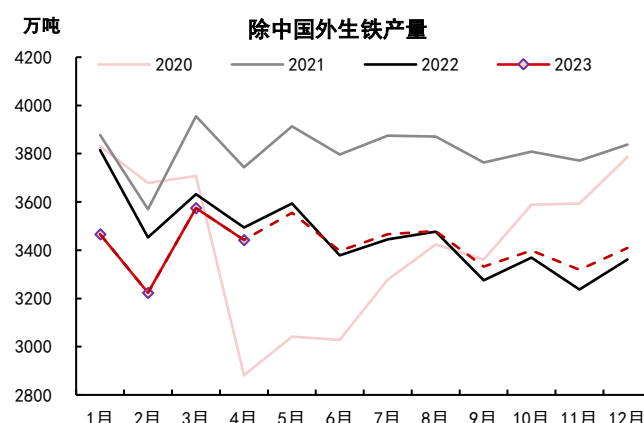
因此我们认为，在粗钢政策落地的前提下，2023 下半年铁矿需求将快速下行。

图表52： 中国铁水产量预测



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表53： 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：主流矿山产量平稳，矿价决定非主流增量

#### 1、供给回顾：主流矿山发运持稳，非主流进口同比回升

##### 3.1.1、主流矿山：年度目标不变，FMG 表现强劲

淡水河谷产销缺口扩大。一季度由于 S11D 矿区的强劲表现和米纳斯吉拉斯州更好的天气条件，淡水河谷铁矿产量同比增加 5.8%；但受 PDM 港口雨季装载限制、以及 22 年第四季度强劲销售后的供应链再平衡，铁矿石粉粒和颗粒的销售额同比下降了 6.6%，产销缺口明显扩大。预计随着天气影响的减弱，一季度的发运缺口将在下半年逐步抵消。

力拓销量创同期新高。虽是铁矿业务的传统淡季，但得益于中国市场的强劲需求，一季度皮尔巴拉地区的铁矿石发运量 8254 万吨，环比下降 5.5%，同比增加 15.5%，创历年来发运新高。随着 Gudai-Darri 项目的逐步满产，PB 粉发运比例明显增加，预计该项目将在 2023 年达到其设计产能，力拓公司有望高位完成其发运目标。

必和必拓 South Flank 替代项目继续推进。一季度因黑德兰港去瓶颈项目、



铁路站场发生事故、及天气等因素影响，产销环比大幅下降，同比基本保持不变。四月份虽然受热带气旋“伊尔莎”的影响，暂停了黑德兰港的业务，但必和必拓财报中表示，其影响量将逐渐回补。预计随着财报季的冲量，有望顺利完成总产量目标。

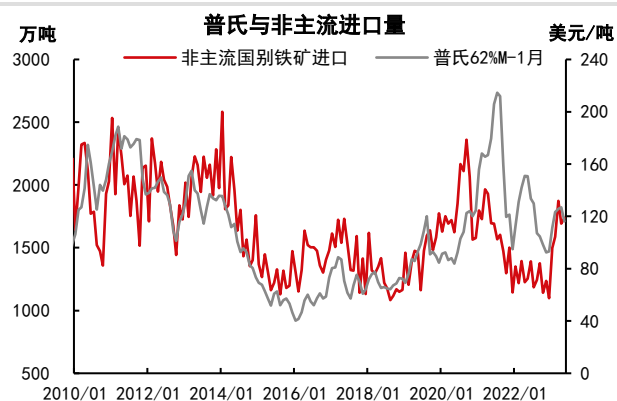
**FMG 铁桥项目顺利投产。**一季度 FMG 产销环比皆有所回落，但鉴于上一季度的强劲发运表现，累计铁矿石发运创往年同期新高。目前 Iron Bridge 铁桥项目的第一批矿石已于 4 月 21 日顺利生产，将并在 12-18 个月后达到满产运行，届时将为 FMG 新增年产能在 2200 万吨的 67%铁精粉。铁桥项目代表了 FMG 已成功进入高品位铁矿市场。

### 3.1.2、非主流矿：普氏指数回升，进口量同比增加

**1-5 月非主流矿累计进口 8392 万吨，累计同比回升 30%。**非主流矿进口长期来看与普氏价格呈正相关关系，前两年受疫情、俄乌冲突、及印度出口关税影响发生了一定的背离。目前外部因素影响减弱，二者走势重回正相关关系。

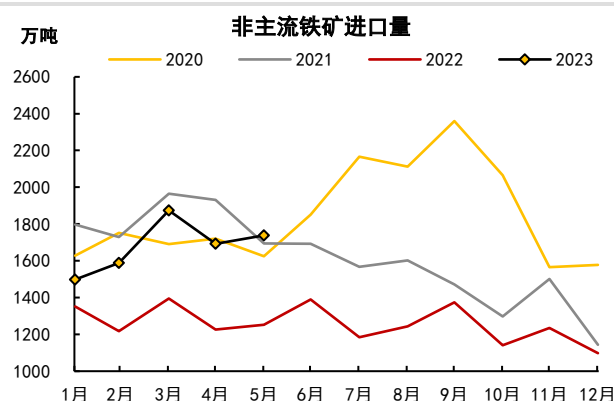
今年以来普氏价格指数在一季度持续攀升，3 月均值为 127 美元/吨；但由于海外黑天鹅事件的影响及中国铁矿需求的下降，普氏价格指数冲高回落。目前国内终端需求依然疲软，叠加下半年的粗钢平控政策预期，若铁矿需求大幅下行导致价格中枢下移，悲观预期下非主流供应将逐步减少，**预计 2023 全年我国非主流矿进口同比增速为 22%左右。**

图表54： 非主流矿进口与普氏价格呈正相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表55： 非主流矿进口同比大幅回升



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，产量稳步回升

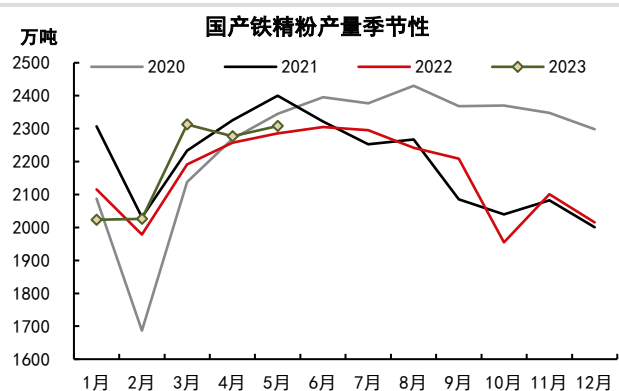
在国家“基石计划”的大背景下，国产铁精粉产能有所增加，但受制于矿山安全事故、终端需求、及环保限产等外部影响，目前国产矿增产较缓；下半年若干干扰因素减少，我们预计内矿产量约同比增加 500 万吨左右，恢复至 2021 年前的水平。



去年国内受制于疫情、环保、矿山安全事故等因素影响，国内铁精粉产量下滑 397 万吨。目前国产铁精粉产量缓慢提升，从 332 家矿山数据来看，1-5 月产量合计 1.1 亿吨，累计同比增加 118 万吨。

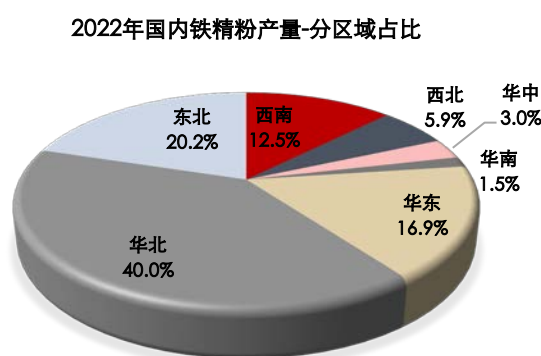
由于“基石计划”提出，到 2025 年国内矿产量达到 3.7 亿吨。根据最新的新闻报道，鞍山市陈台沟铁矿项目作为国内特大型黑色地下深井矿山之一，目前开发已进入实质性推进阶段；并且去年年底沙河市白涧铁矿勘探项目也已圆满收官，进入探转采阶段。预计在一系列政策推动下，国内铁矿的增产潜力有望进一步释放，在未来 2-3 年内维持高速增长。

图表56： 国产矿稳步增量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表57： 分区域产量占比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 2、供给展望：能源价格回落，铁矿成本下移

随着铁矿需求的下降，普氏 62%价格指数从今年 3 月中旬以来的最高点 133.1 美元/吨跌至低点 97.35 美元/吨；并且由于目前终端需求依旧疲软、以及对下半年粗钢政策的预期，铁矿需求的下行压力依然存在，因此海外矿山的成本支撑显得愈发重要。

海外铁矿的成本主要由矿山的离岸成本以及到中国的海运费组成。目前可以看到，海运费自去年五月份开始高位回落，并维持低位震荡的状态。我国铁矿的需求情况会影响运费阶段性的强弱，但更为核心的因素是国际能源价格的回落。

自 2022 年年初俄乌冲突以来，原油价格快速上行。二月末俄乌冲突爆发，布伦特一度冲高至将近 140 美元/桶，随后对俄制裁的预期使油价一直维持 100 美元以上。而随着通胀连创新高，欧美央行纷纷开启加息周期，金融压力导致油价回落至近 80 美元。虽然 OPEC+ 新一轮减产成功推动油价小幅反弹，但由于海外衰退压力依然较大，叠加俄油减量低于预期，油价再次回落至 80 美元左右震荡。

目前 C3 航线的价格维持在 20 美元上下、C5 在 8 美元左右，较 2022 年均值皆下降 18%，使得铁矿成本也有所下移。

图表58： 原油价格回落



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表59： 能源价格回落导致海运费下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

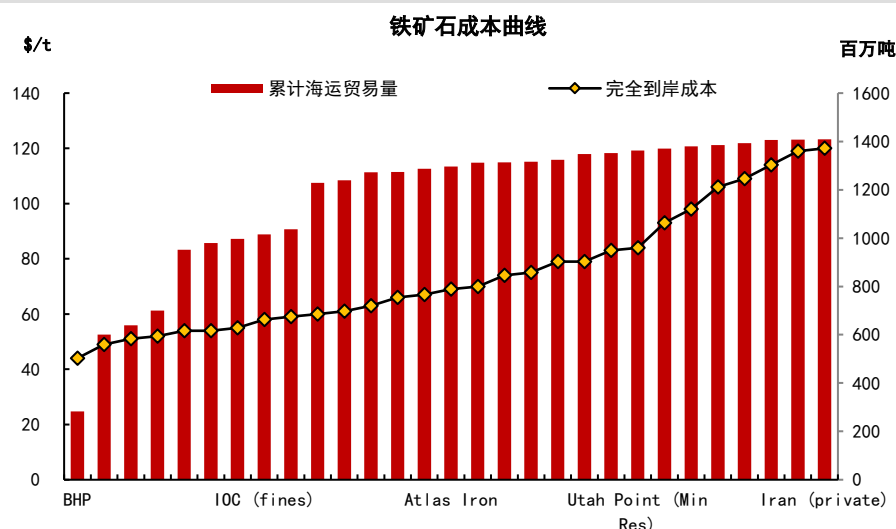
我们通过铁矿石的铁品位分成高、中、低三档来梳理不同的矿山成本支撑。此样本约占全球铁矿贸易流的 94%左右，并且根据其发往国内海运费，计算其完全到岸成本。

首先是高品矿（65%以上），以巴西淡水河谷的球团、加拿大矿山、印度球团及卡拉拉精粉为代表；与近期普氏 65%指数（118 美元/吨）比较，印度球团的成本压力逐步显现。除印度球团以外，卡拉拉铁精粉的完全到岸成本也相对较高，接近 100 美元/吨，剩余的高品矿成本多在 60-80 美元/干吨之前，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（60%以上）以力拓与必和必拓为代表，成本线约为 45 美元/吨，是当前成本压力最小的矿山。除此之外，罗伊山、淡水河谷的粉矿与 CSN（6 号粉）等较为大型的中品矿山成本也普遍不高，仅乌克兰的铁矿成本跌破普氏 62%价格指数。

低品矿则以 FMG、澳洲中小矿山以及用于出口的印粉为代表，除 FMG 及部分南非矿以外，其余矿山的成本压力较大。像是近几年的新星 Mineral Resources 目前成本也处于 80 美金以上，若铁矿石价格继续下跌，或将打乱其未来的扩产计划。

图表60： 铁矿石成本下移



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

基于此，我们推断出若普氏价格指数下跌至 80 美金，约影响 5%左右的铁矿石供应，难以影响铁矿整体格局。但若价格下跌至 60 美金，将会触及 FMG 的完全成本，届时将会影响 20%的铁矿贸易量。

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，四大矿山 2023 年进口增量约在 1600 万吨左右，非主流方面进口同比增量 4500 万吨；至中国的总进口同比约增加 6100 万吨左右。若铁矿需求下降导致矿价跌至 60 美元/吨以下，未来铁矿供应将继续下滑。目前 1-5 月国内进口量同比已增加 3400 万吨左右，下半年铁矿石的供给增量相对有限。

#### 四、供需平衡预估：供需重新过剩，价格重心继续下移

结合以上的供需情况，2023 年全球铁矿将重新过剩。

需求端，基于粗钢平控政策，预计 2023 年国内铁水产量同比持平或小幅增加；海外由于经济压力依然存在，铁水产量预计同比-1.1%。

供给端，预计四大矿山产量同比增加 2000 万吨；非主流方面印度、乌克兰产量恢复，但在需求及价格的下行压力下供给增量有限，预计增量 7100 万吨。

国产端，预计 2023 年供应同比增加 500 万吨左右，恢复至 2021 年前的水平。

从更长周期来看，随着我国钢铁需求逐步见顶，同时在环保政策的约束下，废钢对铁水的替代效应将逐步显现；海外经济缓慢修复后，铁水需求再难有明显增量。全球对铁矿需求或将逐步减少。而供应端，绿色发展可持续的目标依然存在，新增的铁矿项目相对有限。整体来看，铁矿未来将趋于过剩，需要通过价格重心继续下移，压制非主流矿的产量来保持供需平衡。

图表61： 2023 年全球铁矿石重新过剩

生铁产量（百万吨） 口径：WSA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
中国	714	780	808	889	869	864	864
全球除中国外	472	481	473	431	483	438	434
全球	1186	1261	1281	1320	1352	1302	1298
全球直接还原铁	93	107	112	106	119	124	125
全球铁矿需求	2110	2257	2298	2353	2427	2353	2347
同差		147	41	54	74	-74	-6
铁矿产量（百万吨）	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
四大矿山	1096	1132	1052	1064	1081	1077	1097
非主流+内矿	1286	1230	1324	1259	1396	1230	1301
全球铁矿产量	2382	2362	2376	2323	2477	2307	2398
同差		-20	14	-53	154	-170	91
供应-需求	272	105	78	-30	50	-46	51

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

## 五、总结：成本下移，总量过剩

正如前文所述，我们认为下半年国内用钢需求依然偏弱、海外经济压力较大，海内外铁矿需求皆有下行趋势；并且由于能源价格的回落，进口矿成本下移，全球铁矿供需过剩的格局明确。

需求端，国内基于“粗钢平控政策”得出 2023 年粗钢产量同比持平的假设，若废钢供给同比持平，提现到铁水端，统计局口径生铁总量全年同比持平；1-5 月累计产量已达 3.8 亿吨，同比增加 4.5%。全球来看，全年铁水产量预计同比下降 0.3% 左右，除中国外海外铁水产量预计同比下降 1.1%；1-5 月海外铁水产量共 1.7 亿吨，累计同比减少 3.4%。因此 2023 年下半年铁矿需求仍将下行。

供给端，随着新增产能逐步落地，预计四大矿山产量同比增加 2000 万吨；非主流方面同比增产 7100 万吨左右。体现到国内端，海外供应全年合计约增加 4900 万吨左右，1-5 月进口增量已达 3400 万吨，因此下半年铁矿供给增量较上半年也有所下降。

总的来说，2023 年全球铁矿供需重新过剩，成本下降导致宽松格局难以改变；国内基于粗钢政策的预期，下半年铁矿需求也将快速下行，导致矿价失去支撑。在铁矿价格中枢下行的背景下，关注政策预期及实际政策效果对钢材需求的指引，或带动矿价阶段性走强。

风险因素：终端需求超预期，非主流发运减量（上行风险）；发改委加强价格监管，粗钢平控政策（下行风险）。

### 第三部分 焦炭：供需矛盾弱化，关注成材表现

回顾 2023 年上半年，受到宏观经济预期转向和碳元素供应增量释放的双重影响，国内焦炭价格急转直下。

一季度，对于旺季需求的博弈成为黑色板块的交易主线。春节后，地产销售逐步回暖，2 月制造业 PMI 指数超预期，基建投资及项目开工维持韧性，海外制造业补库带动钢材出口，整体抬升钢材旺季需求预期，支撑黑色板块估值。加之煤矿事故及两会安全生产造成焦煤短阶段供需错配，抬升焦炭成本，焦炭价格整体呈现高位震荡态势。

而后，两会确定 5% 的 GDP 增速目标，使得国内宏观预期逐步转向弱复苏。二季度，地产销售及居民中长期贷款走弱，资金周转问题限制钢材旺季需求的释放，海外制造业阶段性补库结束后，钢材出口需求随之回落。黑色板块“负反馈”由预期过渡为现实；低利润下，高炉主动减产，叠加粗钢压产的政策预期，原料需求预期向下。与此同时，海内外焦煤供应逐步增加，碳元素供需过剩压力加剧，双焦价格大幅下挫，焦炭现货价格连续提降 10 轮，降幅 800-900 元/吨。

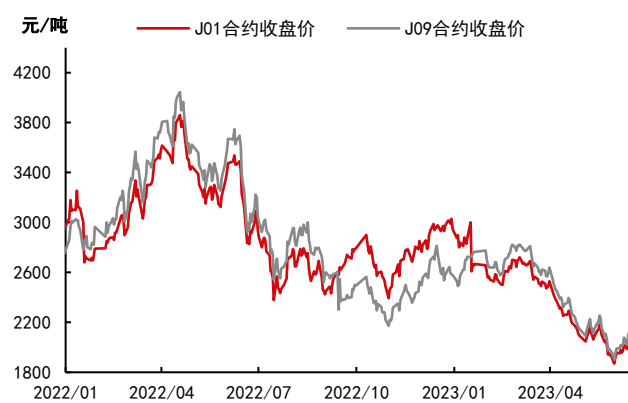
展望下半年，预计焦炭供应受到需求调节，供需总量相对平衡。下游钢厂将维持原料低库存运转策略，焦炭产业链库存转移节奏相对平稳，**影响价格走势的关键在于下游成材表现和炼焦成本**。钢材端，弱复苏预期延续，商品房销售同比延续回落，房企拿地意愿较弱，新开工降幅较大，地产用钢需求承压，基建投资大幅回落，终端项目面临回款压力，加之直接出口下行，钢材上方压力持续。成本端，若煤炭保供及进口政策无显著调整，炼焦煤供需过剩压力将进一步加剧，进而对焦炭形成拖累。

图表62： 焦炭现货价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表63： 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：钢材需求修复缓慢，焦炭需求高度受限

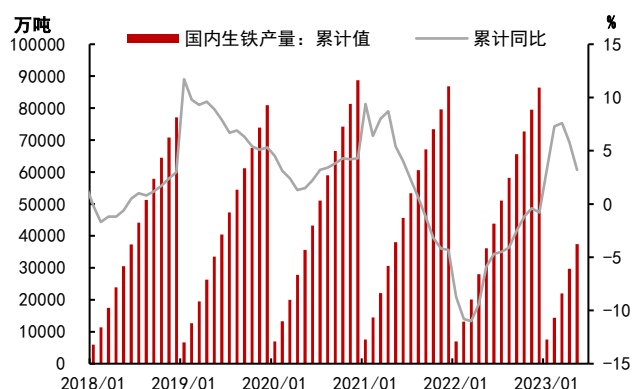
### 1、国内需求：钢材需求高度受限，高炉面临减产压力

焦炭需求取决于下游生铁产量，2023 年 1-5 月，国内生铁累计产量 3.75 亿吨，同比增长 3.2%。其中，5 月生铁产量 7700 万吨，环比下降 1.1%，同比下降 4.3%。

上半年，在焦煤供需过剩压力之下，焦炭现货连续提降，上游原料端向钢厂让利，高炉生产积极性较高，铁水产量总体维持偏高水平，焦炭刚需韧性较强。从下游采购节奏来看，去年下半年以来，钢厂对于焦炭普遍采取低库存运转策略，采购相对谨慎，目前钢厂焦炭库存可用天数持续偏低。

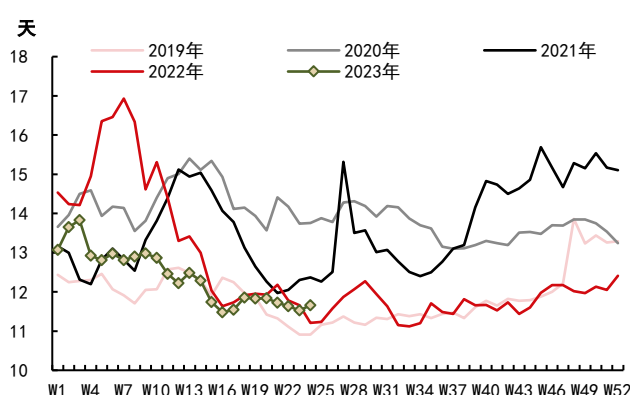
展望下半年，地产修复节奏曲折，基建投资回落，终端资金掣肘持续，钢材需求恐难有实质性改善。当前，钢材需求逐步进入季节性淡季，需求压制下，高炉逐步面临减产压力，叠加粗钢压产的政策预期仍在，下半年铁水产量或将逐步下行，进而压制国内焦炭需求。此外，需要注意的是，由于钢厂焦炭库存可用天数持续偏低，一旦钢材需求预期有所改善，或利润引导高炉复产，焦炭短期集中补库需求弹性较大。

图表64： 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

### 2、焦炭出口：出口利润偏低，出口维持中性

2023 年 1-5 月，我国累计出口焦炭 339 万吨，同比增长 6.4%。其中，5 月出口 71 万吨，环比持稳，同比下降 25.3%。

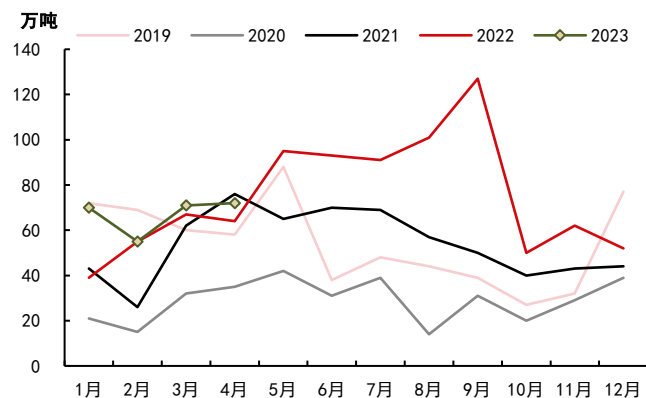
今年一季度，海外日均生铁产量环比修复，同比降幅亦有所收窄。受到海外制造业阶段性补库带动，欧洲、印度等地高炉复产持续，进而带动焦炭需求。

5 月，海外日均生铁产量环比小幅下降。目前，我国焦炭出口利润较低，港口外贸成交维持中性水平。今年东南亚地区有大批新增焦化产能陆续投产，挤占



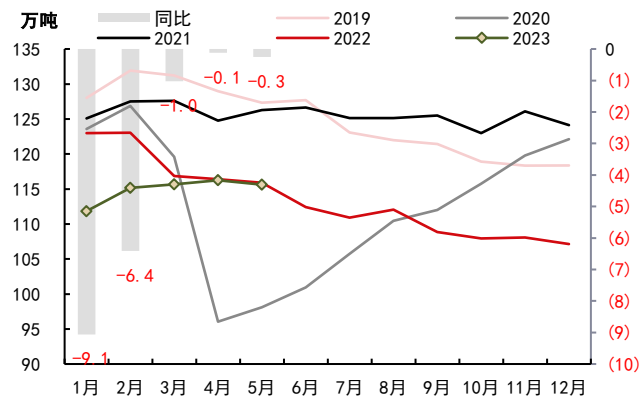
我国焦炭出口市场，预计下半年焦炭出口难有显著增量，出口需求在总需求中占比较小，对国内焦炭市场的影响亦相对有限。

图表66： 焦炭出口季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表67： 海外日均生铁产量



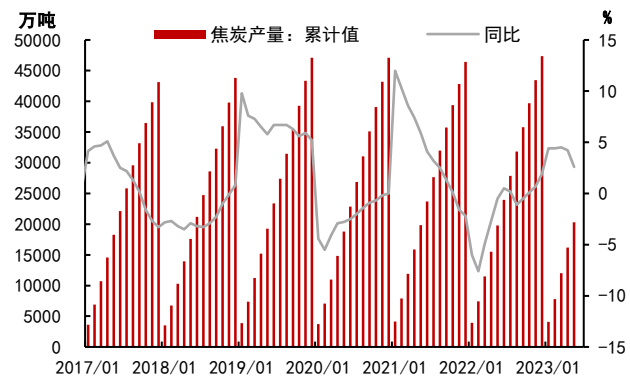
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 二、焦炭供应：焦化产能相对充裕，供应受到需求调节

2023年1-5月，全国焦炭累计产量为2.03亿吨，同比增加2.6%，与下游生铁产量增速基本相匹配。其中，5月焦炭产量4150万吨，环比增加0.5%，同比下降0.6%。

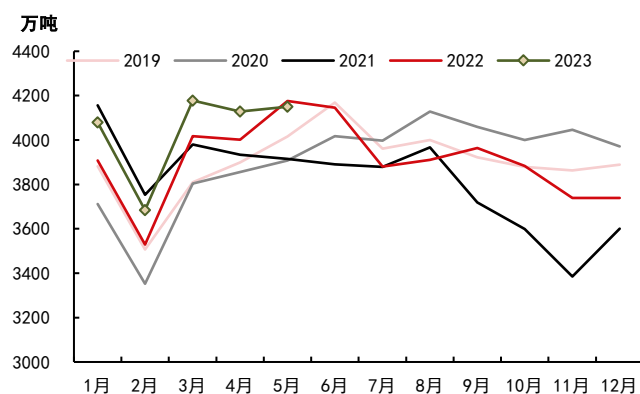
一季度，从焦企开工率的高频数据来看，行业平均产能利用率中性偏低，焦化利润偏低，成为制约焦企开工积极性的重要因素。二季度，伴随焦煤价格下跌，焦化利润有所修复，焦炭供应主要受到下游需求引导。

图表68： 焦炭累计产量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表69： 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

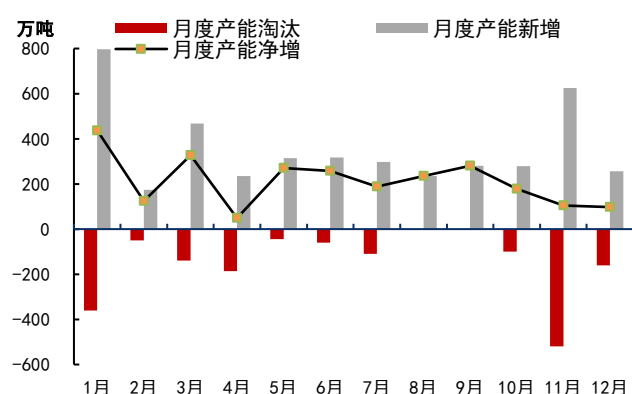
焦化行业供给侧改革以来，焦炭产能的变化一直是市场关注的焦点，在落后产能退出的过程中，焦炭产能阶段性紧张的情况时有发生。目前来看，焦炭产能

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，2022 年焦炭产能净增约 2500 万吨，根据 Mysteel 统计，截至 6 月初，2023 年已淘汰焦化产能 1143 万吨，新增 1308 万吨，净新增 165 万吨；预计 2023 年淘汰焦化产能 4838 万吨，新增 4971 万吨，净新增 133 万吨。目前，全国冶金焦在产产能 55953 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下产能约 10333 万吨，5.5 米及以上产能约 45620 万吨。当前全行业独立焦企产能利用率平均在 75%左右，焦化产能较为充裕。

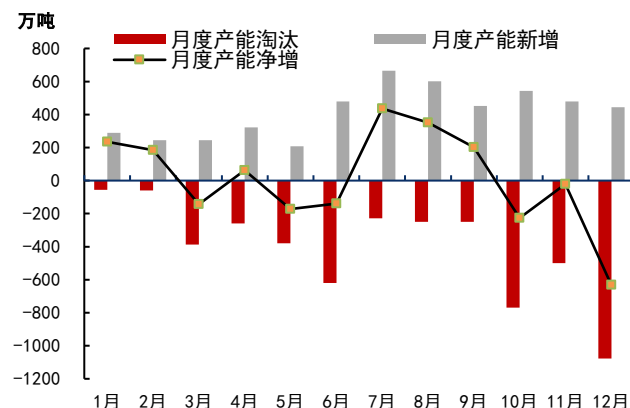
山西省工信厅要求，山西今年将全面关停退出碳化室高度 4.3 米及以下焦炉，当前全省涉及相关产能 2443 万吨，正处于有序置换当中，对于焦炭行业的正常供应暂未产生集中性影响。

图表70： 2022 年焦炭产能淘汰与新增统计



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表71： 2023 年焦炭产能淘汰与新增预估



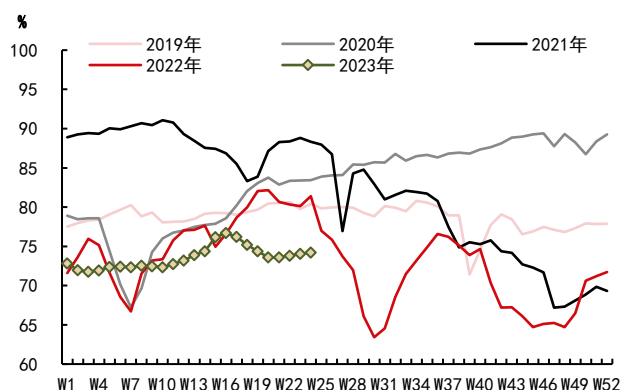
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 2、供应弹性较大，需求及利润引导生产

回顾近年焦化行业的生产情况，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。2022 年四季度以来，由于下游钢厂利润持续偏低，成本压力向上游转移，焦化利润长期受到抑制，焦企提产积极性有限。今年春节过后，与下游高炉如火如荼的复产节奏形成鲜明对比，独立焦企产能利用率维持中性偏低水平。

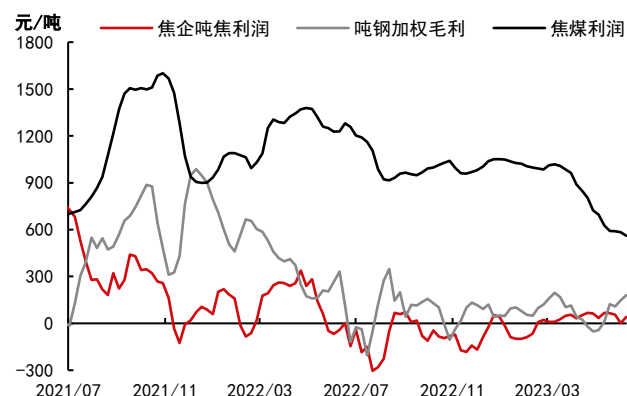
展望下半年，炼焦煤供需过剩压力持续，焦化成本下移，焦化利润或将小幅修复，然而在全行业产能充裕的前提下，焦化利润仍然受到上下游压制，难有大幅走扩空间。预计焦企生产节奏总体平稳，跟随下游需求，实现焦炭供需两侧的动态平衡。

图表72： 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

图表73： 煤焦钢利润分配



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

### 三、市场展望：供需相对平衡，等待钢材指引

2023 年上半年，在钢材利润及需求驱动之下，高炉经历了复产、负反馈减产、而后再复产的过程。期间，钢厂对于焦炭的采购策略较为谨慎，基本维持按需采购节奏，厂内焦炭库存处于中性偏低水平。焦化行业产能置换节奏平稳，焦炭供应弹性较大，产量整体跟随下游需求节奏，并受到焦化利润调节。

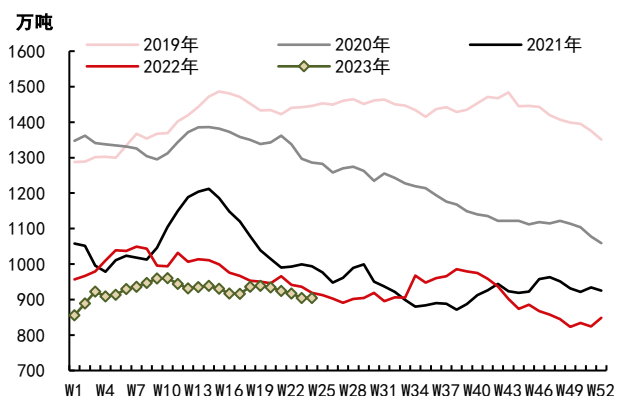
利润方面，自 3 月开始，焦煤价格一路下跌，焦企利润逐步修复，目前 Mysteel 测算行业平均吨焦利润-25 元/吨，处于中性偏低水平，不同区域、不同炉型焦化企业利润分化严重，尤其西北地区的焦化企业持续面临亏损压力。

库存方面，由于焦炭供需两侧相对匹配，总库存波动幅度较小。从库存结构来看，基于下游采购积极性有限，上游焦企库存同比偏高，但目前库存压力尚可，且短阶段高炉仍在复产，刚需支撑之下，焦企出货较为顺畅，全产业链库存自上而下平稳转移，焦化厂与钢厂的博弈再度进入胶着状态。

展望下半年，短阶段来看，钢材淡季需求回落斜率低于市场预期，市场对于宏观政策刺激的预期亦在加强，铁水产量高位回升，支撑原料需求强度。然而，我们同时也看到，二季度地产销售数据疲软，基建投资亦呈回落态势，钢材现实需求能否匹配强预期仍面临较大的不确定性，由钢材引领的板块反弹持续性缺乏有力支撑。此外，下半年粗钢压产的政策预期持续存在，一旦政策落地或钢材需求难以承接当前的高产量，高炉将面临较大的减产压力，届时煤焦供需过剩将进一步加剧。

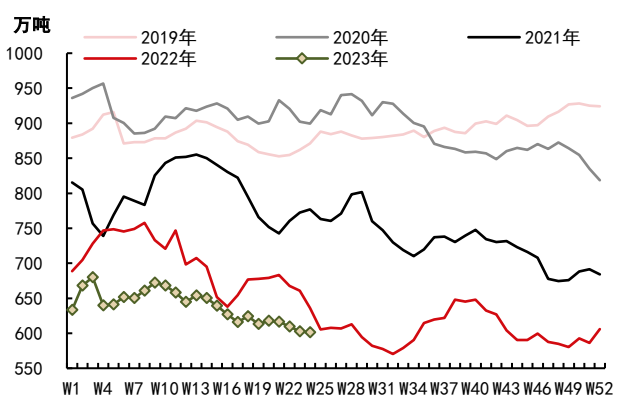
总体来看，下半年焦炭自身供需矛盾仍然偏弱，一方面，需要重点关注钢材需求修复的节奏，近期钢材需求步入淡季，宏观情绪对于需求预期的影响权重在加大。另一方面，炼焦煤中期供需过剩格局不改，将持续从成本角度拖累焦炭估值。

图表74：焦炭总库存季节性



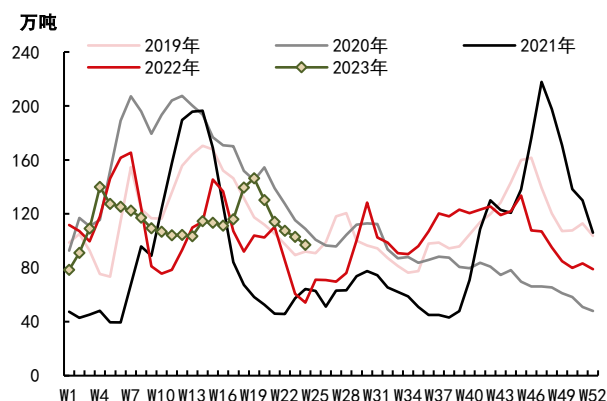
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表76：247家钢厂焦炭库存季节性



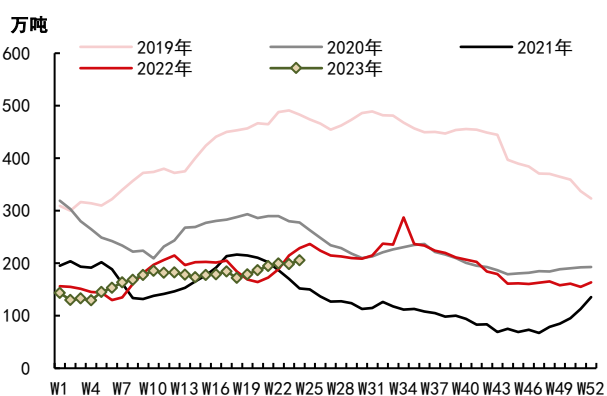
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表75：全样本独立焦企焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表77：港口焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

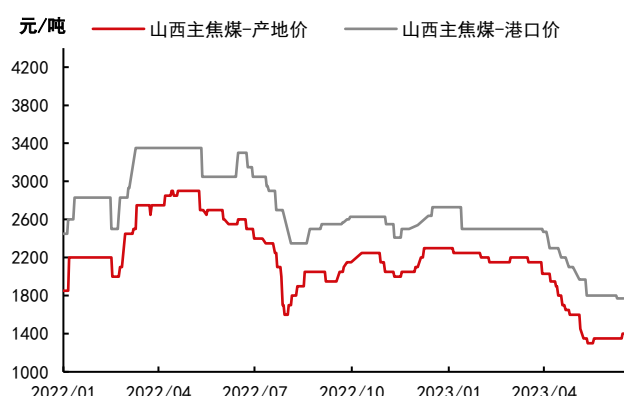
**风险因素：**钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；政策刺激超预期，煤矿限产加严（上行风险）。

## 第四部分 焦煤：供需过剩压力持续，低库存放大价格弹性

2022 年，在煤炭保供稳价的政策背景之下，国内炼焦煤产量及进口量显著增长，我国焦煤供需结构由紧平衡过渡为相对平衡。2023 年 1-2 月，黑色板块需求预期向好，高炉持续复产，加之煤矿事故带来供应扰动，焦煤阶段性供需错配，焦煤期现共振上涨。3 月以来，伴随焦煤供应逐步恢复，焦煤供需过剩压力加剧，使得焦煤成为黑色板块中相对偏弱的一环，加之宏观预期向“弱复苏”转向，焦煤价格大幅下挫，直至 6 月有所缓和。

展望下半年，供应端，我们认为煤炭保供稳价的主基调不变，国内焦煤供应相对平稳，进口方面，煤炭进口实施零关税政策延续，蒙煤、俄煤进口补充可观。需求端，短阶段，钢材需求步入淡季，铁水产量或将逐步面临下行压力，下半年需关注粗钢压产的政策预期能否落地，若政策落实，铁水减量压力较大，焦煤需求将进一步走弱。总体来看，我们认为焦煤中期过剩压力持续，但需要注意的是，由于当前焦煤产业链下游库存已至极低位置，库存的蓄水池作用弱化之后，焦煤的价格弹性也随之放大。

图表78： 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79： 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：钢材需求高度受限，关注产量政策约束

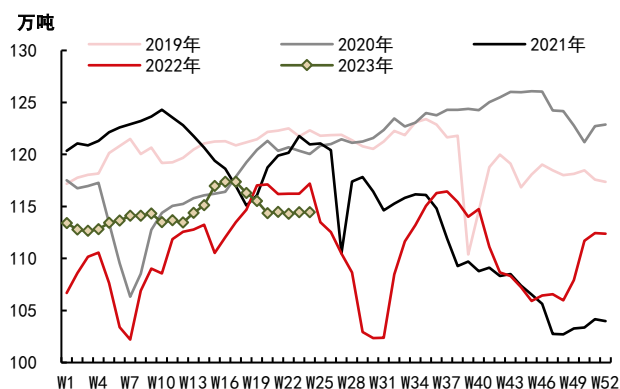
焦煤需求取决于国内焦炭产量，进而取决于高炉生铁产量，最终由国内钢材需求决定。今年一季度，稳增长政策抬升国内钢材需求预期，叠加海外制造业阶段性补库，钢材需求预期向好，带动高炉复产，提升焦煤日耗。二季度以来，宏观预期逐步过渡为“弱复苏”，产业端，资金问题持续制约钢材需求放量，黑色板块“负反馈”由预期过渡为现实，高炉减产，焦煤需求加速走弱。直至近期，由于原料大幅度让利，在利润驱动下，高炉逐步复产，铁水产量淡季不淡，加之焦煤产业链下游库存较低，刚需支撑再度走强。

展望下半年，正如前文“焦炭国内需求”部分所提及，考虑到地产复苏节奏曲折，基建投资回落，下半年实际用钢需求或难有实质性改善，进而制约焦煤需



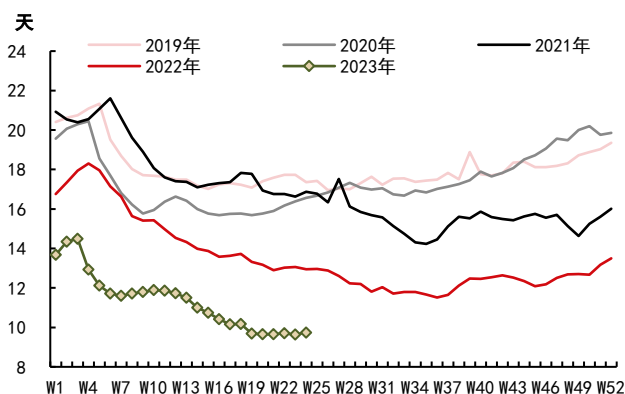
求高度。此外，需重点关注粗钢压产的政策预期能否落地，若政策限产落地，高炉将面临较大的减产压力，届时焦煤需求将进一步走弱。

图表80： 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81： 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

## 二、焦煤供给：国内供应总体平稳，进口环境相对宽松

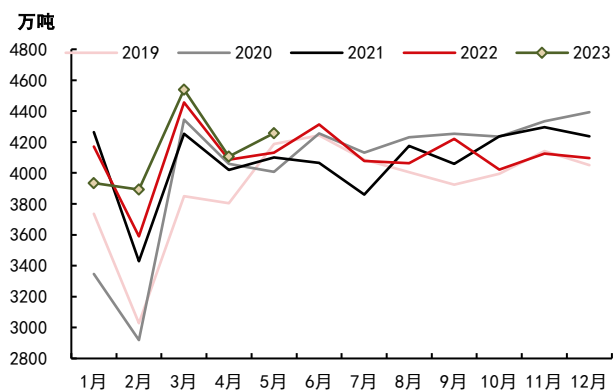
### 1、国内：煤矿开工维持高位，关注煤矿安监影响

焦煤的长期供给情况与国家煤炭产业政策息息相关。近两年，在煤炭保供稳价的政策背景下，国内煤炭供应能力总体提升，炼焦煤供应相对平稳。

2023年1-5月，国内炼焦精煤累计产量2.07亿吨，同比增长1.5%。上半年，煤矿生产受到两会、煤矿事故、顶库等因素扰动，但总体开工相对平稳。伴随动力煤供需矛盾缓解，部分中间煤种回流至配焦煤供应，加之保供新增产能陆续释放，今年国内焦煤供应同比或有一定改善。

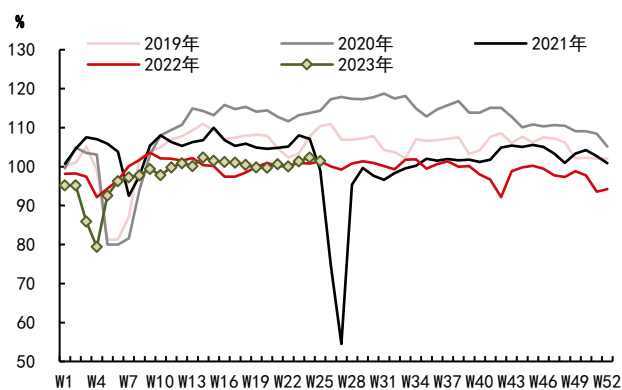
近期，受到“615”煤矿事故影响，正值安全生产月，山西省开展煤矿行业安全专项整治工作，国内煤矿安监整体有所加严，产地供应短期有小幅回落。展望后市，马上将迎来迎峰度夏的关键时期，加强燃料保供仍是重中之重，预计国内煤炭供应难有明显收紧。

图表82： 国内焦煤产量季节性-月度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

图表83： 煤矿权重开工率季节性-周度



数据来源：Wind Bloomberg 汾渭数据 中信期货研究所

## 2、进口：蒙煤进口高位震荡，澳煤进口性价比较低

根据海关总署公布的进口数据，2023 年 1-5 月，我国累计进口焦煤 3787 万吨，同比增长 80%。其中 5 月焦煤进口数据为 673 万吨，环比下降 20%，同比增长 47%。

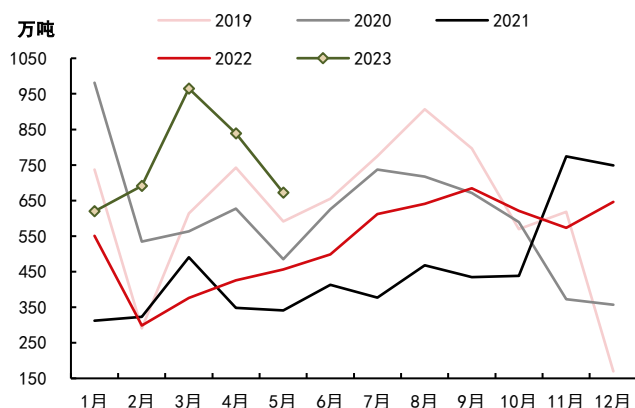
从主要进口来源国来看，蒙古焦煤进口 1844 万吨，占比 48.7%；俄罗斯焦煤进口 1164 万吨，占比 30.7%；加拿大焦煤进口 288 万吨，占比 7.6%；美国焦煤进口 224 万吨，占比 5.9%；印尼焦煤进口 154 万吨，占比 4.1%；澳大利亚焦煤进口 81 万吨，占比 2.1%。

蒙煤方面，由于前 4 个月进口增速过快，叠加国内焦煤市场需求疲软，5 月蒙煤通关量有所下滑；6 月，伴随国内焦煤补库需求释放，蒙煤通关量快速回升，288 口岸单日通关量达 1000 车左右。从全年角度来讲，疫情后蒙煤进口能力大幅提升，结合口岸制定的过货量目标，今年蒙煤进口量同比将增加 1500 万吨以上。

考虑到政治因素，今年俄煤出口至中国的量预计将延续高位。以澳洲、美国、加拿大焦煤为代表的海运煤方面，近期海外焦煤市场疲软，国内焦煤市场亦跟随下游钢材逐步进入淡季，海运煤进口性价比较低。

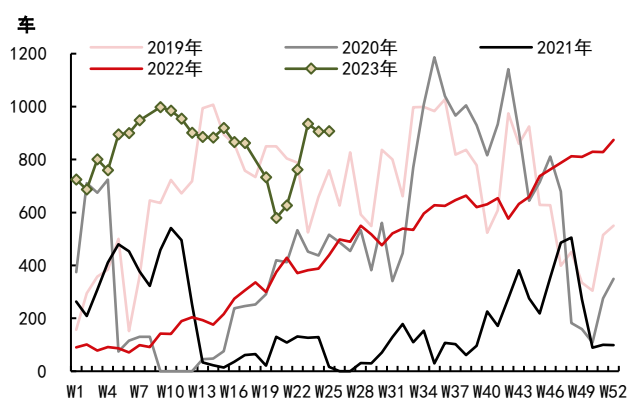
总体来看，今年我国焦煤进口能力的上限较高，但实际进口量会受到国内需求的调节。

图表84：焦煤进口量季节性



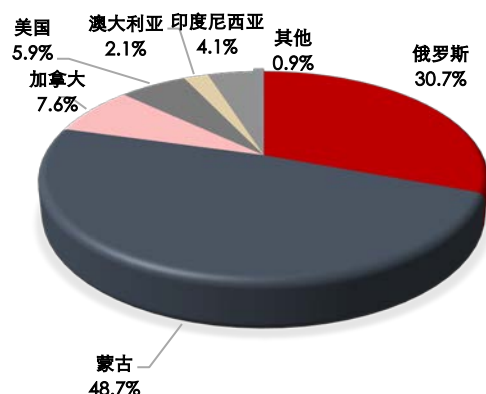
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表86：288口岸蒙煤日均通关量



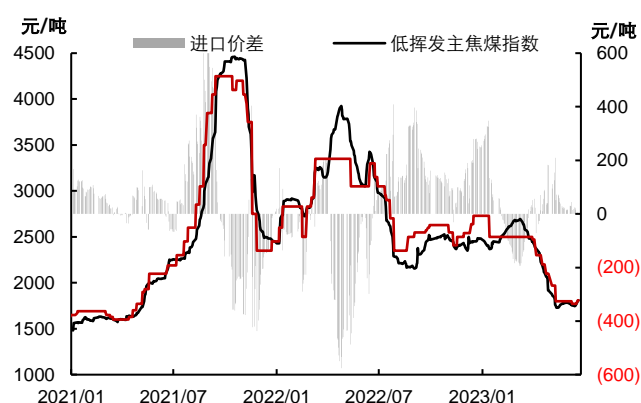
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表85：2023年1-5月我国焦煤进口来源及占比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表87：海运煤进口价差



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

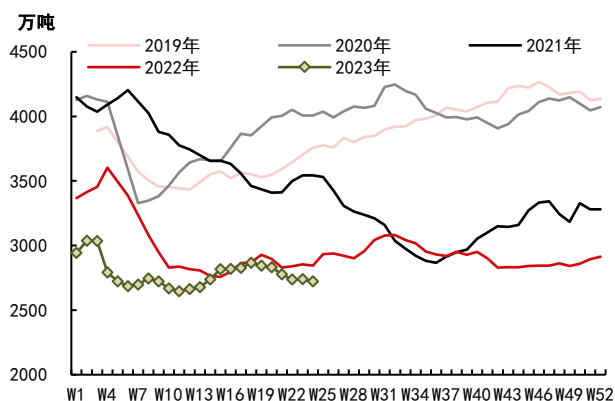
### 三、市场展望：供需过剩压力持续，低库存放大价格弹性

今年上半年，伴随焦煤供应增长，以及国内宏观预期转向“弱复苏”，市场对于国内焦煤供需过剩的预期趋于一致。经过3-5月的连续下跌，市场风险部分释放，6月焦煤进入震荡调整期。

从短期基本面来看，铁水产量延续高位，焦钢企业焦煤库存持续偏低，焦煤刚性需求仍有一定支撑。然而，进入三季度，下游钢材需求季节性回落，近期钢材现货市场已初见疲态，若市场期待的刺激政策落空，预期与现实双弱，黑色板块淡季下行压力将加剧。从焦煤自身来看，下半年焦煤供需过剩趋势不改，将持续压制其上方估值。近期频传三季度焦煤长协价格大幅下调，市场信心再度走弱。同时，动力煤高库存压制，旺季价格上涨乏力，亦对焦煤形成拖累。

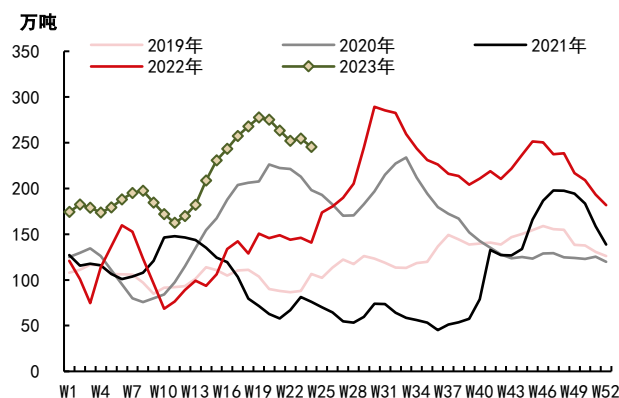
但需要注意的是，虽然年内焦煤累库相对确定，但库存结构性矛盾持续，下游焦煤低库存已成常态，在高炉复产周期中，焦煤价格仍具备较强的短期向上弹性。

图表88：焦煤总库存



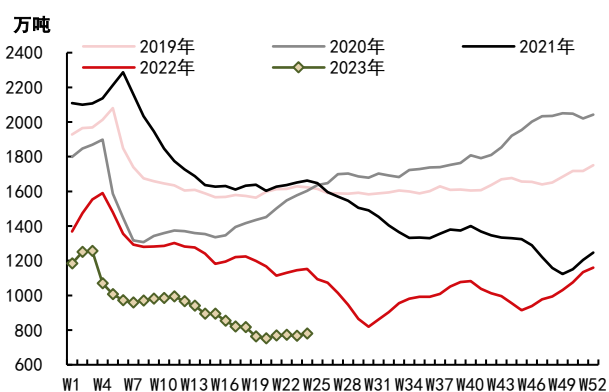
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表89：煤矿精煤库存



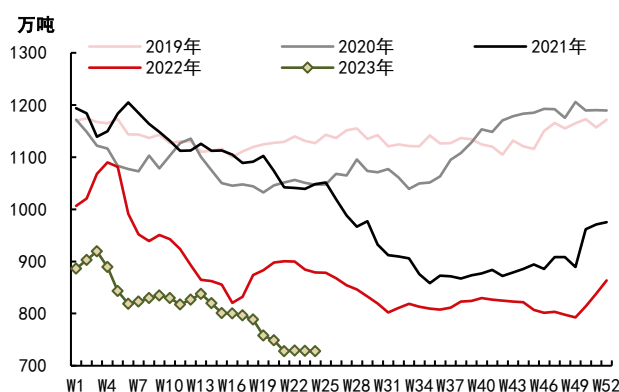
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表90：全样本焦化厂焦煤库存



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图表91：247家钢厂焦煤库存



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

**风险因素：**动力煤需求不及预期、进口增量过快（下行风险）；政策刺激超预期、煤矿限产加严（上行风险）。

## 第五部分 铁合金：需求或有反弹，成本难言乐观

### 一、硅铁：能源成本下行，供需格局双弱

一季度，节后黑色系强预期持续，终端需求回升较慢；随着宏观经济各项指标复苏，下游开工逐步推进，钢材端支撑显现，市场情绪于3月份达到高峰；铁合金供应回升速度显著快于需求，利润难以扩张，工厂逐步开启停产检修。

二季度，宏观经济复苏势头衰减，旺季需求落空后，黑色板块跌幅较大；尽管硅铁供给前期减产较为充分，但由于成本端持续下移，利润无法支撑行情企稳，硅铁价格跟随能源成本一路下行；进入6月，板块利空整体缓和。

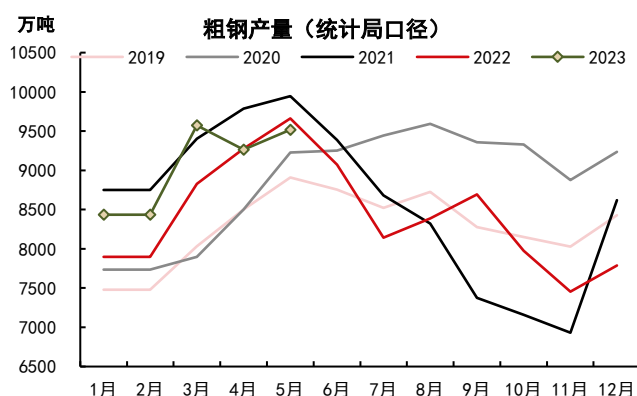
对于硅铁而言，成本支撑薄弱是上半年行情承压的核心。近期硅铁现实供需双弱，在主产区电价下调、兰炭提降后，硅铁利空因素大幅释放。

#### 1、硅铁需求：炼钢需求前高后低，制镁、出口需求偏弱

##### 1.1、钢材：经济复苏不稳，产量先升后降

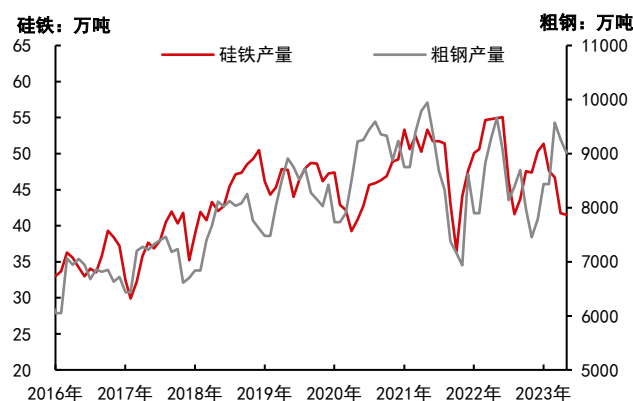
硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过70%。2023年1-5月，粗钢累计产量44,718万吨，较去年同期增加1,154万吨，同比增幅2.6%；其中5月粗钢产量9,012万吨，环比减少252万吨，降幅2.7%。上半年宏观经济复苏整体呈现前高后低态势，一季度制造业PMI扩张较好，社融总量数据和房地产成交数据出现较大幅度环比改善，终端钢材需求推动钢厂复产，支撑硅铁需求；二季度，海内外宏观扰动明显，钢材旺季需求不及预期，钢厂减产负反馈施压硅铁炼钢需求。

图表92：月度粗钢产量季节性（统计局口径）



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表93：硅铁产量与粗钢产量走势对比



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

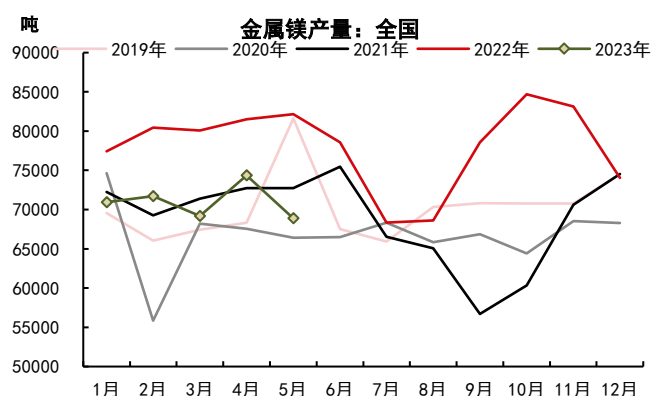
展望后市，钢材现实需求疲软，但市场对政策发力存在较多期待，硅铁炼钢需求仍有阶段性回升空间。若后续政策落地效果良好，三季度钢材需求环比回落，高产量将难以被承接，硅铁需求预计降低；四季度钢材需求或在政策刺激下得到支撑，届时硅铁需求或有所增加。



## 1.2、金属镁：兰炭停炉整改，汽车产销疲软

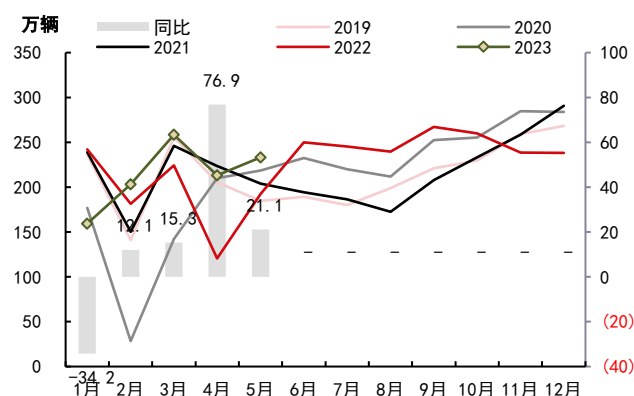
硅铁的下游消费中，金属镁消费占比在 15%左右，国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%，多应用于汽车相关行业。2023 年 1-5 月，金属镁累计产量 35.51 万吨，较去年同期减少 4.65 万吨，同比降幅 11.6%；其中 5 月份产量为 6.89 万吨，环比减少 0.55 万吨，降幅 8.0%。进入 2023 年，受国内汽车消费补贴退坡影响，汽车前端销售弱势，汽车现车市场库存压力较大，车企多选择降价促销；进入二季度，汽车消费政策有所加码，但前景难言乐观。

图表94： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表95： 汽车产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

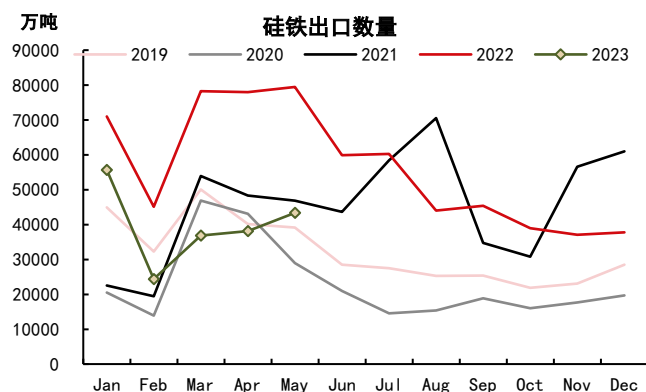
除此之外，二季度榆林市府谷县对当地兰炭产能进行了整顿改造，影响部分金属镁产能。由于榆林地区金属镁企业主要采用兰炭尾气炼镁，若兰炭停炉，金属镁产线将无法继续生产。涉及整改的 22 家企业，其中 14 家兰炭启动拆除，金属镁停产。

展望后市，需关注下半年汽车消费相关政策的推出及落地情况。在汽车前端消费市场回暖之前，金属镁需求难有明显提振；且兰炭整改停炉后，直接导致部分金属镁产能受限，制约硅铁需求。

## 1.3、出口：加息预期压制，出口维持弱势

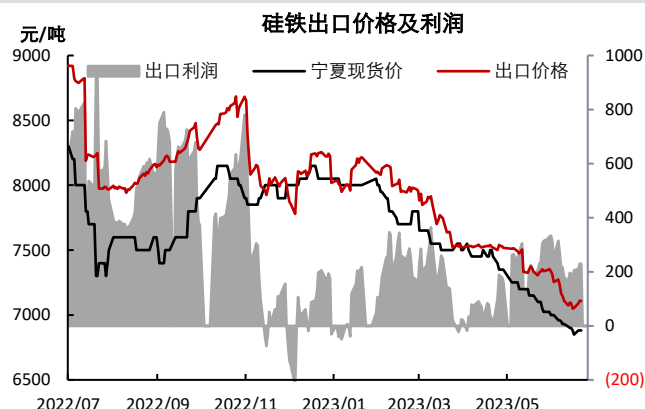
一直以来，我国是硅铁净出口国。海关数据显示，2023 年 1-5 月硅铁出口总量 19.83 万吨，较去年同期减少 15.34 万吨，同比降幅 43.6%，其中 5 月硅铁出口总量 4.33 万吨，环比增加 0.51 万吨，增幅 13.4%。上半年硅铁出口同比下降较多，主要存在两方面原因，首先去年俄罗斯等传统硅铁出口国受海外地缘政治影响出口受限，国内硅铁出口大幅增加导致基数较高，其次上半年海外货币政策环境始终偏鹰，实际需求受到制约。

图表96：硅铁出口量月度季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表97：硅铁出口利润



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，美联储货币政策转向尚需时日，海外主要经济体发生实质性衰退概率仍存，预期出口或将延续弱势运行。

## 2、硅铁供应：需求疲软利润承压，产量开工低位运行

### 2.1、利润：供应扰动较少，利润整体承压

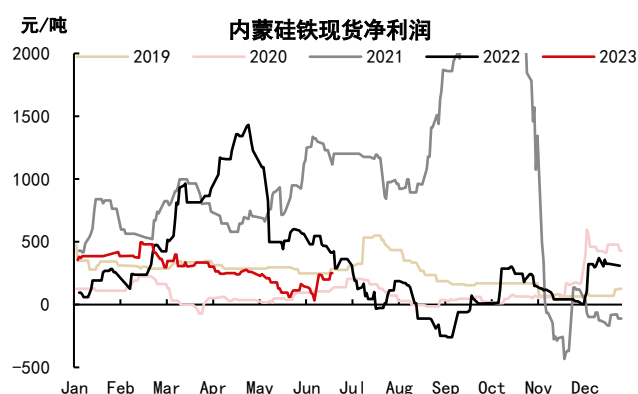
作为典型的高耗能品种，硅铁供应主要受利润和政策调节。硅铁行业开工率长期偏低，产能较为宽松，在供给端没有扰动的情况下利润空间有限。上半年硅铁生产情况整体平稳，一季度下游钢材需求可观，工厂生产利润具备支撑；进入二季度，黑色板块出现减产“负反馈”，导致行业利润急剧收缩，近期有所企稳。

图表98：硅铁现货利润



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表99：硅铁现货利润季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

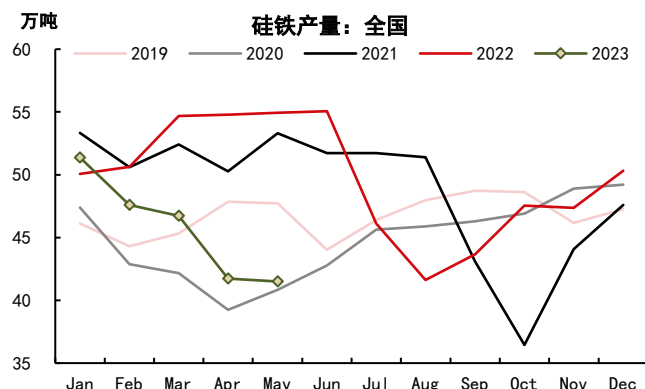
展望后市，硅铁生产利润难以大幅扩张。下游需求修复性反弹或将使得利润出现回升，但上方空间有限；供给层面，经历2021年“能耗双控”导致价格大幅波动后，政策对能耗管控的力度审慎，较难看到大规模限产。

### 2.1、生产：上游检修积极，产量持续低位

2023年1-5月，硅铁产量228.93万吨，较去年同期减少36.17万吨，同比

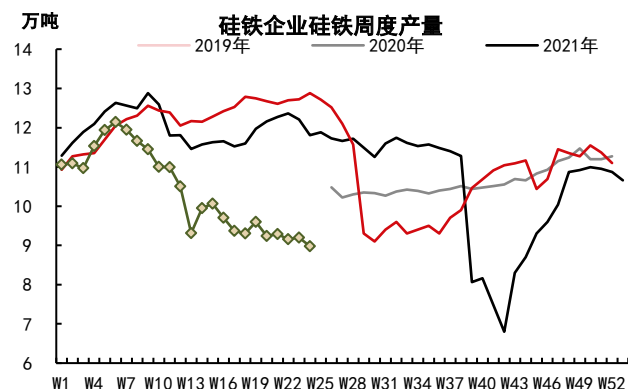
降幅 13.6%，其中 5 月份产量 41.50 万吨，环比下降 0.24 万吨，降幅 0.6%。上半年硅铁产能利用率整体呈现一路下行的态势。节后合金厂复产至高位，供给相对需求过于宽松，随后逐步开启检修，周度产量降至 9-10 万吨水平后盘整运行。

图表100： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表101： 136 家硅铁企业日均产量



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，硅铁产量或有阶段性回升空间。随着下游需求预期逐步改善，硅铁现实低产量可能存在供应缺口；除此之外，三季度若出现极端高温天气，不排除用电高峰期间，合金厂会受到低级别的能耗预警限制。

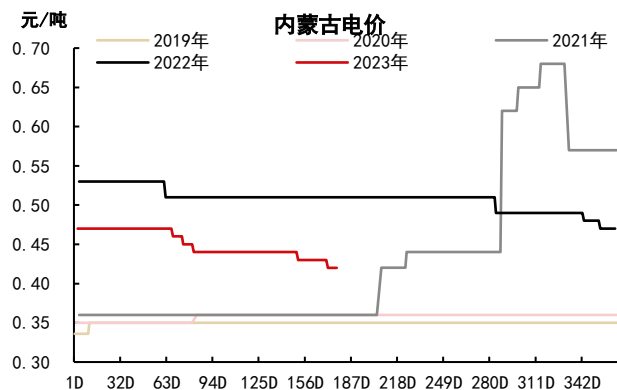
### 3、硅铁成本：原煤成本大幅下移，电价、兰炭调降为主

#### 3.1、总览：能源价格弱势，成本整体下移

从硅铁的成本结构来看，电费、兰炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费和兰炭，这两项成本占比接近 80%。

上半年，硅铁主产区成本整体降幅明显。原煤供应持续宽松，带动兰炭价格震荡下行；内蒙等主产区电费下调，成本整体下移较多。截止 6 月下旬，主产区硅铁成本约 6320-6580 元/吨左右。

图表102： 主产区电费情况跟踪



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表103： 宁夏成本利润变化



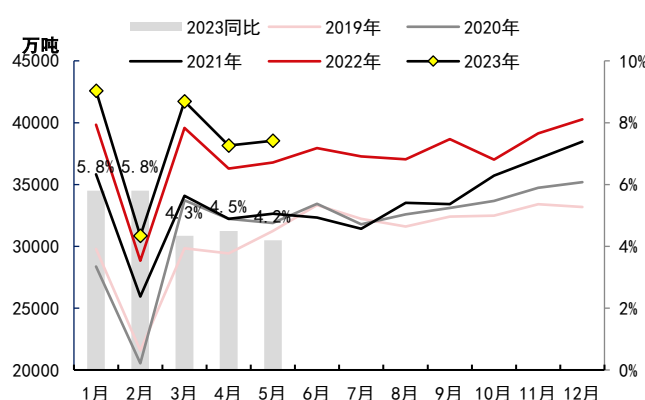
数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，由于现阶段能源供应仍以保供稳价为主，兰炭和电力价格难以大幅调涨，预计下半年硅铁成本上升空间有限，中枢或将进一步下移。

### 3.2、电价与动力煤：煤炭增产保供，火电抬升平稳

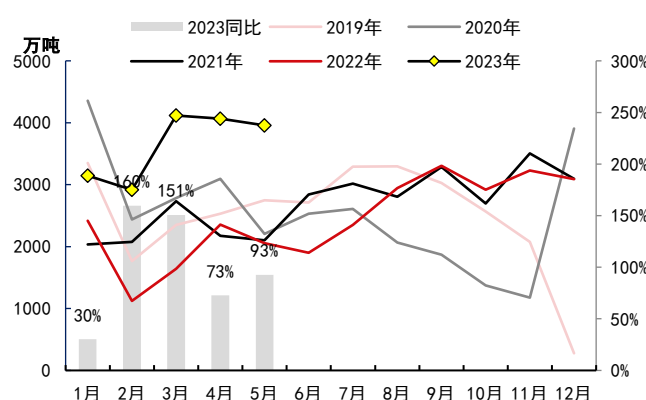
能源保供常态化，供应维持高水平。增产保供持续，新增产能维持高位，产能产量维持增长。2023 年 1-5 月份，全国生产原煤 19.1 亿吨，同比增长 4.8%；进口方面，1-5 月进口 1.82 亿吨，同比增加 89.6%。

图表104： 全国原煤产量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

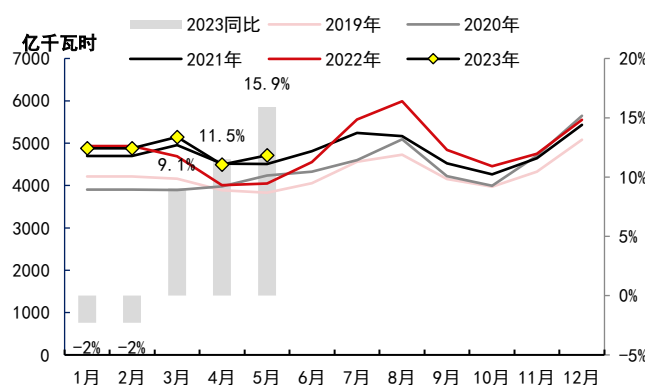
图表105： 煤及褐煤进口量维持高位



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

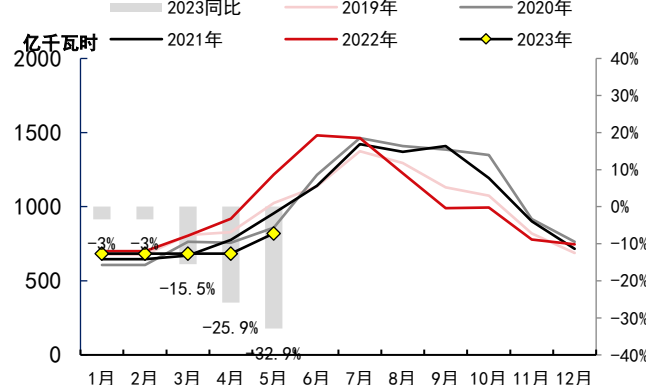
电力方面，用电增速维持高位，中下游库存显著偏高。水力发电依旧低迷，火电补充作用凸显。2023 年 1-5 月份全国发电 34216 亿千瓦时，同比+3.9%，其中，火电同比+6.2%，水电-19.2%。在长协保障、进口煤大量补充的情况下，以及电厂补库节奏前置，环渤海港口以及电厂库存显著偏高。

图表106： 火电发电量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表107： 水电发电量



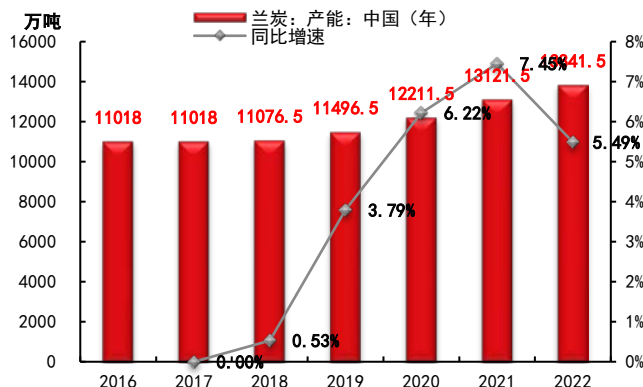
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

展望下半年，旺季预期支撑，全年供需宽松格局明显。在夏季旺季期间，火电负荷整体上升，煤价支撑仍存，需关注水电改善对火电需求的挤压。在长协可靠保障、进口大量补充的情况下，中下游库存高企的局面短期难以改变，煤价承压运行，预计下半年煤价中枢将进一步下移。

### 3.3、兰炭：府谷产能淘汰，开工整体平稳

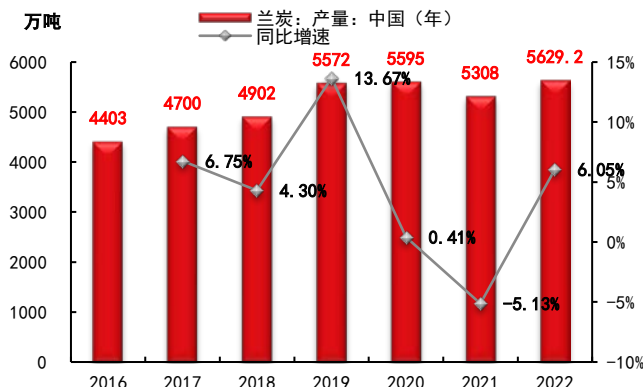
兰炭行业产能格局较为宽松，行业生产利润常年维持在盈亏平衡线，在没有环保限产情况下，开工率较为稳定。去年6月份以来，兰炭生产环节亏损较为严重，但由于上游煤矿利润依旧较好，行业主动停产意愿不强。

图表108： 兰炭历年产能



数据来源：Wind 隆众石化 Mysteel 中信期货研究所

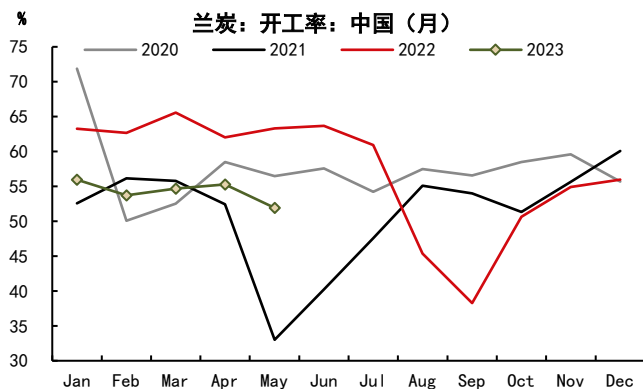
图表109： 兰炭历年产量



数据来源：Wind 隆众石化 Mysteel 中信期货研究所

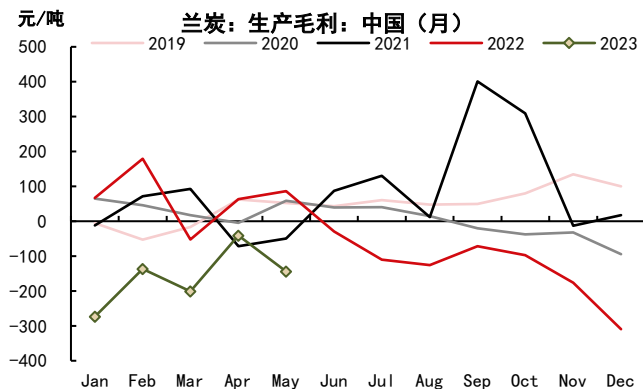
上半年，兰炭生产受到一定程度扰动。2023年1-5月，根据隆众石化调研，兰炭开工率从56.0%降至51.9%，生产成本从2174元/吨降至1689元/吨，生产毛利维持低位。二季度榆林市府谷县对当地兰炭产能进行了整顿改造，涉及产能1039万吨，年产7.5万吨以下兰炭炉整改拆除，行业开工率有所下滑。

图表110： 兰炭月度开工率



数据来源：Wind 隆众石化 Mysteel 中信期货研究所

图表111： 兰炭月度生产毛利



数据来源：Wind 隆众石化 Mysteel 中信期货研究所

展望后市，兰炭产能格局仍然较为宽松，价格主要取决于原煤成本。府谷兰炭整改落地后，将淘汰部分落后产能，但行业开工率预计继续维持中低位。

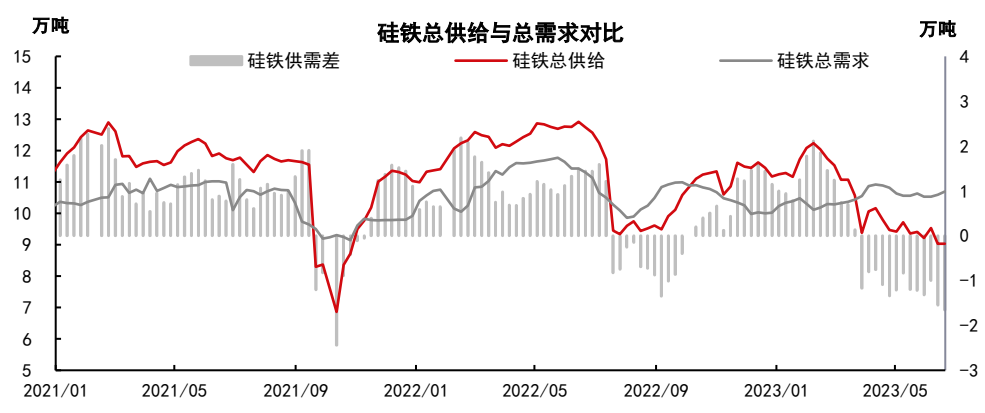
### 4、硅铁库存与展望：库存结构矛盾凸显，成本决定价格支撑

上半年，硅铁库存整体存在累库压力。前期供应回升速度显著快于需求，合金厂厂内库存快速攀升，显著高于往年同期；在过剩压力下，合金厂开启减产，但由于未来需求预期不稳，钢厂普遍采用低库存策略，压低原料采购，中上游库



存去化不明显。

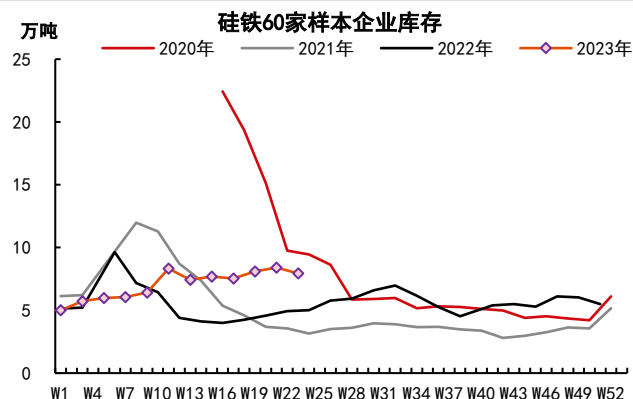
图表112： 硅铁周度供需跟踪



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

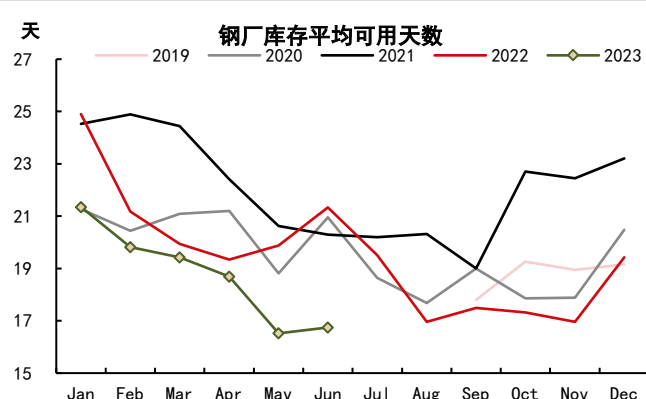
当前硅铁上下游结构性矛盾较为突出。上游合金厂库存持续高位运行，6月钢厂硅铁库存平均可用天数16.4天，较去年同期减少4.9天。

图表113： 硅铁上游库存情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表114： 硅铁下游库存情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，硅铁下半年需求具备阶段性回升可能，成本支撑或有进一步下行空间。三季度电力与煤炭消费处于旺季，硅铁能源成本具备支撑，下游钢材现实需求偏弱，但宏观预期整体有所企稳；进入四季度，若电煤供应宽松难以缓解，钢材需求或在政策刺激下得到支撑，但金属镁难以大幅走强，硅铁价格或将面临来自供需两方面的压力。预计下半年硅铁震荡运行，关注钢厂需求和成本变化。

**风险因素：**限产执行超预期、环保限产（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

## 二、硅锰：供需相对过剩，价格跟随成本

一季度，节后黑色系强预期持续，终端需求回升较慢；随着宏观经济各项指标复苏，下游开工逐步推进，钢材端支撑显现，市场情绪于3月份达到高潮；铁合金供应回升速度显著快于需求，利润难以扩张，工厂逐步开启停产检修。

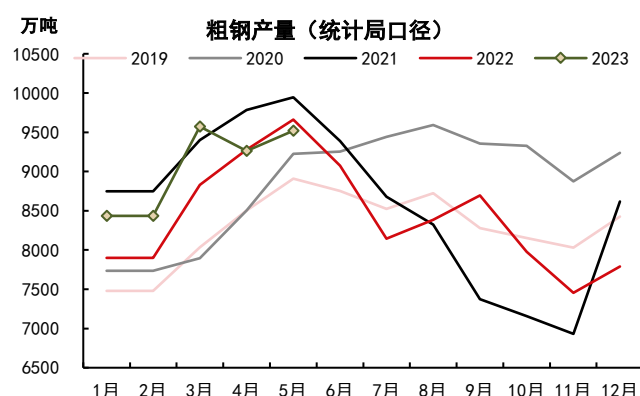
二季度，宏观经济复苏势头衰减，旺季需求落空后，黑色板块跌幅较大；硅锰产量高位下行，随后触底反弹；进入6月，板块利空整体缓和，硅锰产量再度回升至高位。

对于硅锰而言，成本支撑薄弱是上半年行情承压的核心。近期硅锰现实供需相对过剩，锰矿港口库存持续高位，远月报盘有所下调，价格承压运行。

### 1、硅锰需求：地产销售开工疲软，基建、房建需求下行

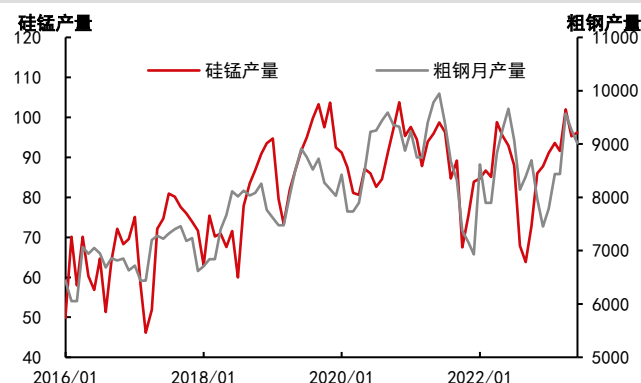
硅锰的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产。

图表115： 月度粗钢产量（统计局口径）



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表116： 粗钢产量与硅锰产量走势



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

2023年1-5月，粗钢累计产量44,718万吨，较去年同期增加1,154万吨，同比增幅2.6%；其中5月粗钢产量9,012万吨，环比减少252万吨，降幅2.7%。上半年宏观经济复苏整体呈现前高后低态势，一季度制造业PMI扩张较好，社融总量数据和房地产成交数据出现较大幅度环比改善，终端钢材需求推动钢厂复产，支撑硅锰需求；二季度，海内外宏观扰动明显，钢材旺季需求不及预期，钢厂减产负反馈施压硅锰炼钢需求；除此之外，锰元素上半年收储采购，支撑了部分硅锰需求。

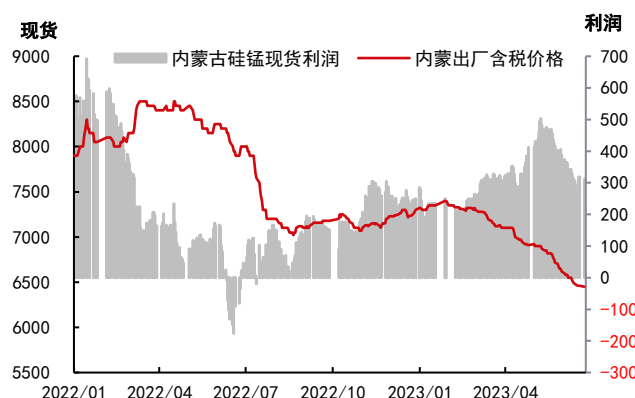
展望后市，钢材现实需求疲软，但市场对政策发力存在较多期待，硅锰炼钢需求仍有阶段性回升空间。若后续政策落地效果良好，三季度钢材下游需求预计环比回落，高产量或难以被需求承接，硅锰需求将下滑；四季度钢材需求预计在政策刺激下有所回升，硅锰需求有望得到支撑。

## 2、硅锰供应：收储需求支撑利润，产量维持高位运行

### 2.1、利润：供应扰动较少，利润高位运行

硅锰生产主要受利润和政策的调节。硅锰行业开工率长期偏低，产能较为宽松，在供给端没有扰动的情况下利润空间有限。上半年硅锰生产情况整体平稳，一季度下游钢材需求可观，工厂生产利润具备支撑；进入二季度，黑色板块出现减产“负反馈”，但锰矿和焦炭跌幅较深，硅锰利润继续扩大，近期有所回落。

图表117： 硅锰现货利润



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表118： 硅锰现货利润季节性



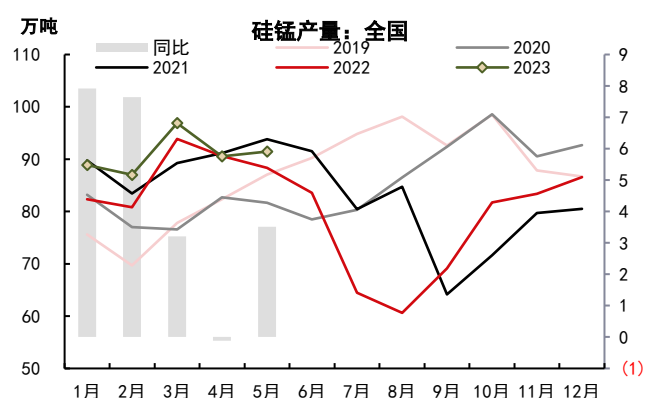
数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，硅锰生产利润难以继续扩张。下游需求修复性反弹或将使得利润出现回升，但上方空间有限；供给层面，经历 2021 年“能耗双控”导致价格大幅波动后，政策对能耗管控的力度审慎，较难看到大规模限产。

### 2.2、生产：工厂开工火热，产量同期偏高

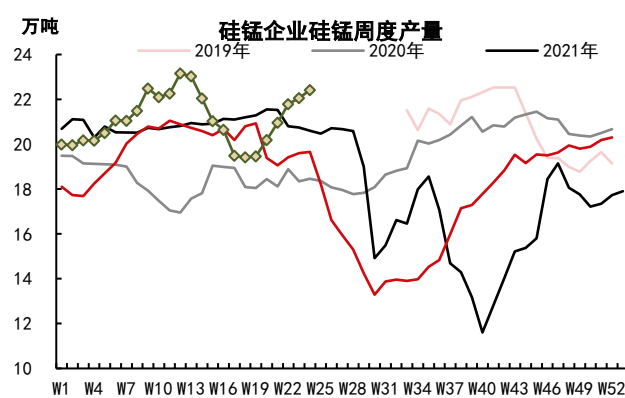
2023 年 1-5 月，硅锰累计产量 454.73 万吨，较去年同期增加 18.72 万吨，同比增幅 4.3%，其中 5 月产量 91.44 万吨，环比增加 0.93 万吨，增幅 1.0%。上半年国内硅锰生产整体呈现较强态势，5 月份以来，硅锰产量达到近年来历史同期高位。

图表119： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表120： 硅锰周度产量情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，硅锰产量或难以继续提升。目前硅锰供给端较为宽松，若下游需求出现超预期走弱，硅锰减产压力较大。除此之外，三季度若出现极端高温天气，不排除用电高峰期间，合金厂会受到低级别的能耗预警限制。

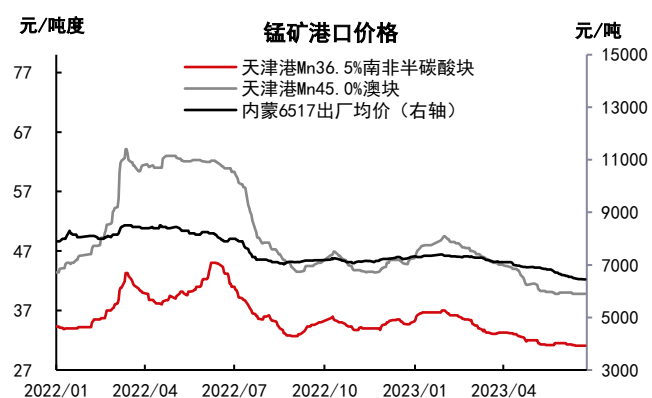
### 3、硅锰成本：锰矿价格阴跌为主，能源成本中枢下移

#### 3.1、总览：锰矿报盘走低，成本支撑偏弱

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。

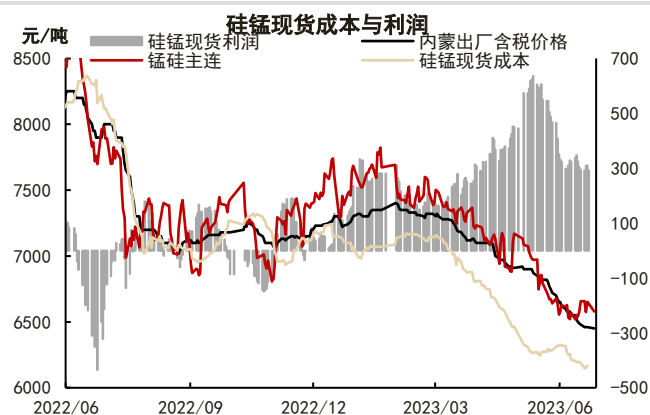
上半年，硅锰主产区成本整体降幅明显。锰矿港口库存持续高位运行，远月报价下移。截止6月下旬，主产区硅锰成本约6150-6300元/吨左右。

图表121： 锰矿港口现货报价



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表122： 内蒙成本利润变化



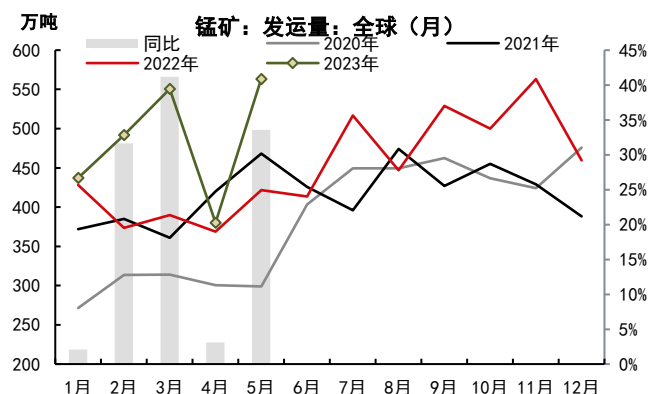
数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，锰矿发运或将维持高位，能源成本难以大幅上行，预计下半年硅锰成本上升空间有限，中枢或将进一步下移。

#### 3.2、锰矿：全球发运宽松，港存持续高位

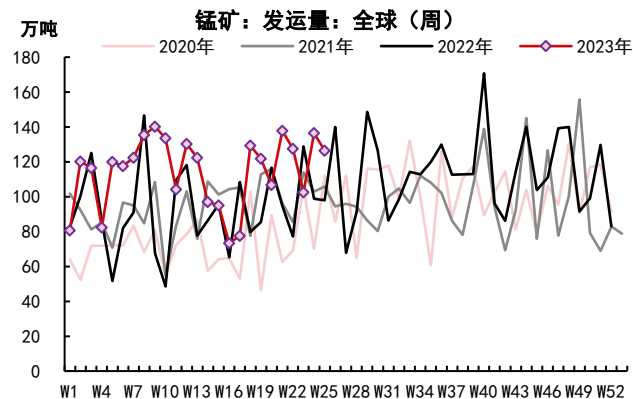
锰矿发运方面，根据钢联空间数据，2023年1-5月锰矿全球发运量2423万吨，较去年同期增加441万吨，同比增幅22.3%，其中5月发运量563万吨，环比增加0.93万吨，增幅48.2%。上半年锰矿发运持续高位，4月份南非、加蓬等产地出现铁路罢工和检修等情况，导致发运受到影响，随后快速回升。

图表123： 锰矿全球发运月度季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

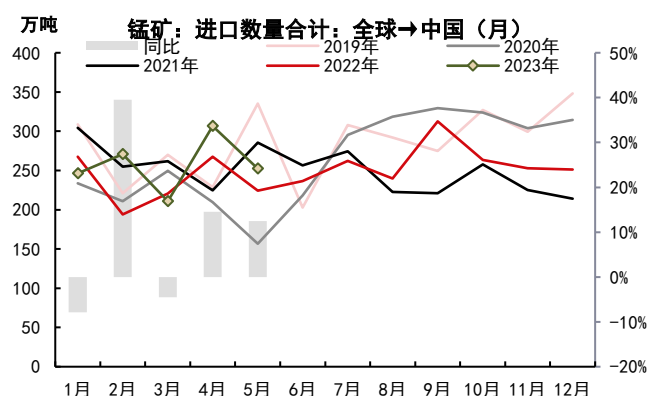
图表124： 锰矿全球发运周度情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

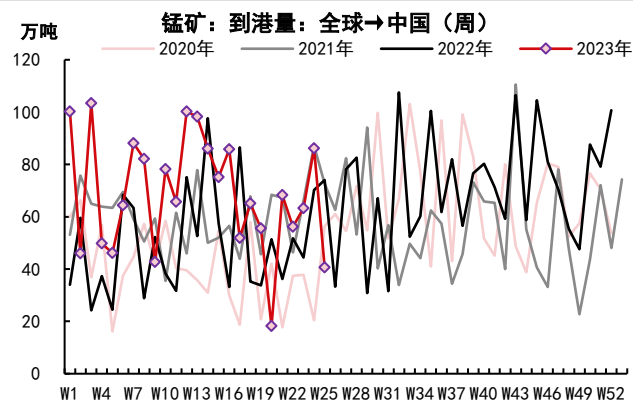
发往中国到港方面，根据海关数据，2023 年 1-5 月中国锰矿进口数量 1287 万吨，较去年同期增加 113 万吨，同比增幅 9.6%，其中 5 月进口数量 252 万吨，环比减少 55 万吨，降幅 17.9%。上半年国内锰矿进口较为宽松，在南非加蓬铁路恢复运输后，近期南非块到港冲量，高品矿到港数量偏少。

图表125： 锰矿中国进口月度季节性



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表126： 锰矿中国到港周度情况

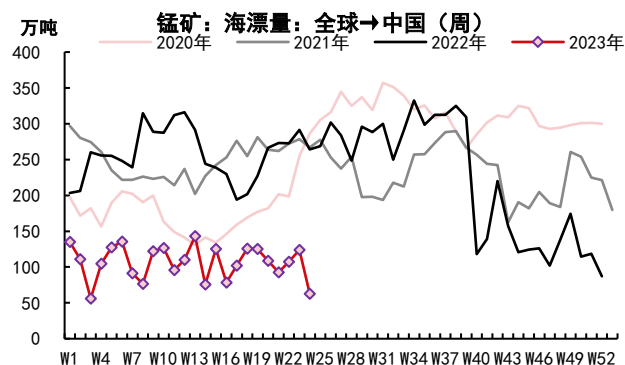


数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

库存方面，上半年锰矿港口库存持续高位，降库不及预期。海飘量相较往年同期偏少，港口下游采购持谨慎观望态度。

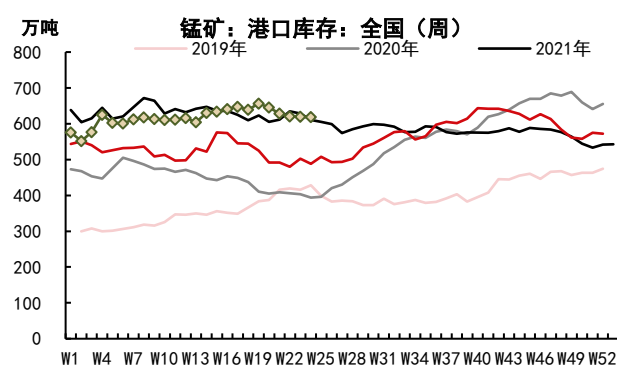


图表127： 锰矿海漂量



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表128： 锰矿港口库存



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，锰矿发运或将维持宽松状态。目前主流矿山锰矿产品财务成本线多维持在 2.7-3.5 美元/吨度水平，目前锰矿远月报价距离成本线较远，在没有天气或运输扰动的情况下，高发运将成为常态。

### 3.3、电力与焦炭：火电抬升平稳，水电依旧低迷

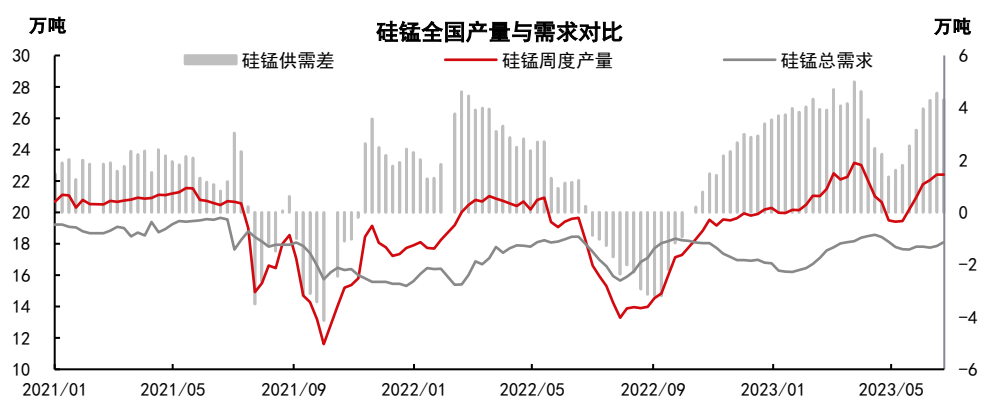
电力方面，用电增速维持高位，中下游库存显著偏高。水力发电依旧低迷，火电补充作用凸显。在长协保障、进口煤大量补充的情况下，以及电厂补库节奏前置，环渤海港口以及电厂库存显著偏高。

焦炭方面，上半年焦煤供应较为宽松，与此同时焦煤进口增量显著，带动焦化厂成本下移。中长期来看，上游焦煤供应宽松格局难改，后续焦炭价格或将偏弱运行。

### 4、硅锰库存与展望：库存结构矛盾凸显，后市关注成本变化

上半年，硅锰库存整体存在累库压力。前期供应回升速度显著快于需求，合金厂厂内库存快速攀升，显著高于往年同期，但硅锰减产力度较弱，且钢厂普遍采用低库存策略，压低原料采购，中上游库存去化不明显。

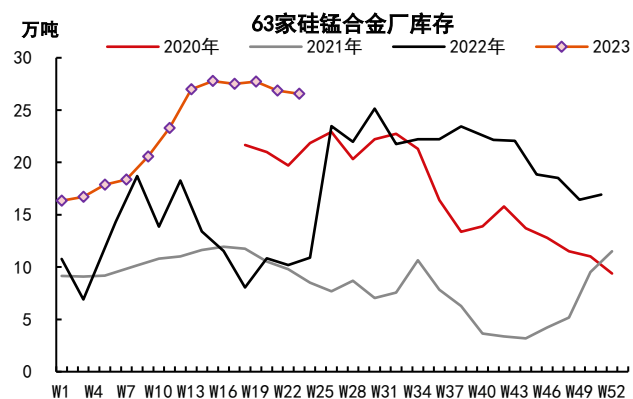
图表129： 硅锰周度供需跟踪



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

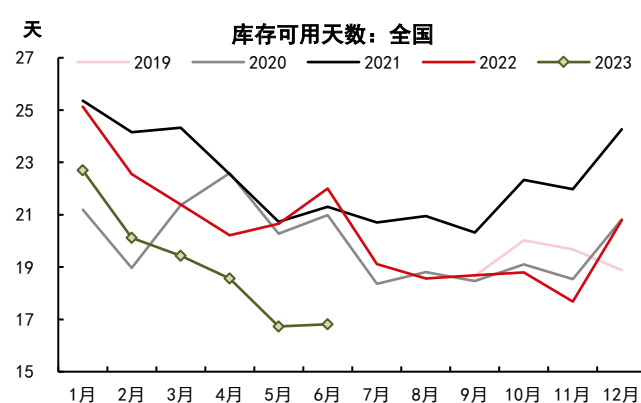
当前硅锰上下游结构性矛盾较为突出。上游合金厂库存持续高位运行，6月钢厂硅锰库存平均可用天数16.8天，较去年同期减少5.2天。

图表130： 硅锰上游库存情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

图表131： 硅锰下游库存情况



数据来源：Wind Mysteel 铁合金在线 中信期货研究所

展望后市，硅锰下半年需求具备阶段性回升可能，成本支撑或有进一步下行空间。下半年锰矿发运预计依旧较为宽松，锰矿现货价格难以走强，电力成本稳定，焦炭成本或将存在下行空间；进入四季度，若锰矿供应宽松难以缓解，钢材需求有望在政策刺激下逐步回升，硅锰价格或将面临供应端的压力。硅锰价格走势取决于钢厂需求节奏和成本变化，预计下半年震荡运行。

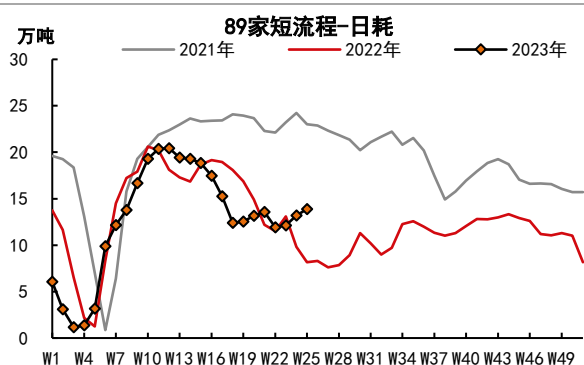
**风险因素：**限产执行超预期、锰元素收储（上行风险）；终端需求不及预期、粗钢压产超预期（下行风险）

## 第六部分 废钢：供给同比或有减量，价格跟随钢材波动

### 一、废钢供应：供给同比或有减量

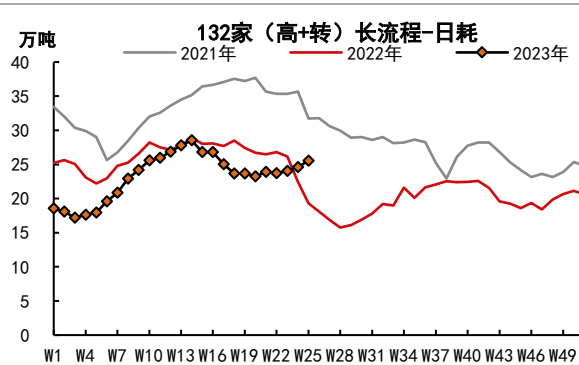
**视角一：高炉电炉竞争，废钢率先减产。**高炉和电炉是竞争关系，而废钢相对于铁水是高成本铁元素，在利润不佳的背景之下，钢厂减产的顺序是：电炉废钢、高炉废钢、高炉铁水。上半年终端需求不佳，钢厂利润压缩后主动减产，废钢作为高成本铁元素减量明显。此外，上半年粗钢产量同比增量明显，下半年或面临减产压力，而废钢减量将首当其冲。

图表132： 短流程钢厂日耗



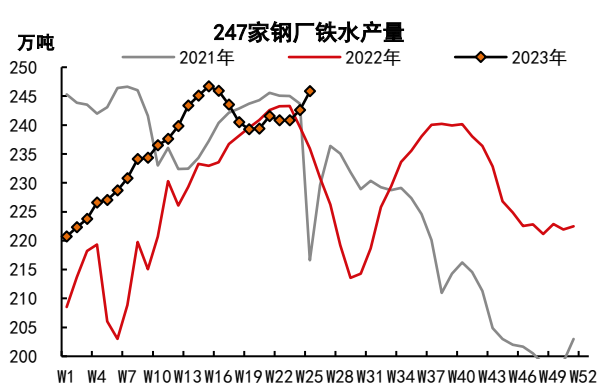
资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表133： 长流程钢厂日耗



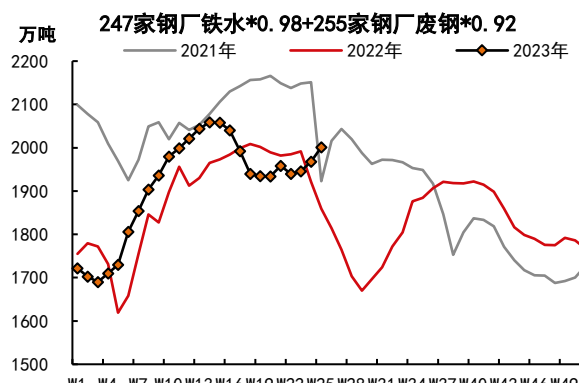
资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表134： 长流程钢厂铁水产量



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表135： 粗钢=铁水+废钢



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

**视角二：终端需求不佳，废钢到货减少。**废钢产业链中，钢厂对废钢具有定价权，废钢到货的决定性因素是钢厂生产积极性。而中国钢铁产能过剩，钢厂生产利润微薄，钢厂更多是以销定产。废钢供给量由钢厂生产决定，钢厂生产是由终端需求决定，逻辑整合后，废钢供给量由终端需求决定，为了方便量化，我们

用五大材表需代替终端需求，拟合之后发现两者走势一致。

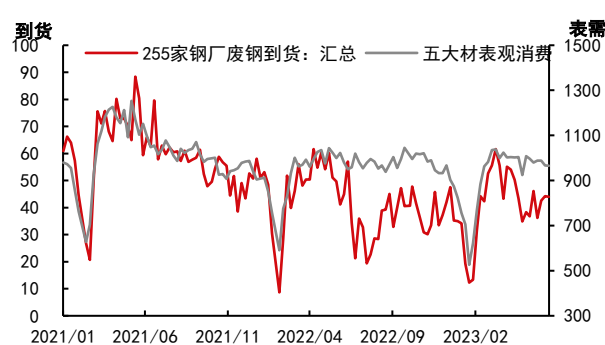
废钢供给问题转化为对终端需求的判断。钢材需求传统特征是“金三银四”和“金九银十”，2022 年经济形势不佳，但是因为基建逆周期调节，钢材表现出“淡季不淡，旺季不旺”特征。今年经济形势依然不佳，“旺季不旺”特征已经得到体现，后续最理想的状态就是淡季不淡。对应于废钢供给最理想的状态是同比持平，如果淡季需求减弱，废钢供给仍将出现减量。

图表136： 日耗引领到货



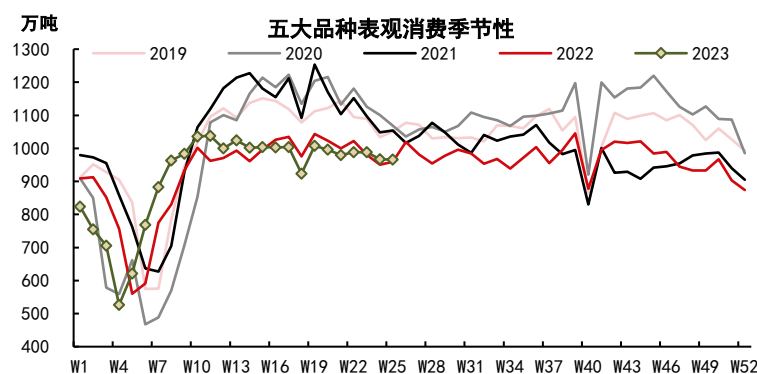
资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表137： 五大材表观消费与废钢到货



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表138： 五大品种表观消费季节性

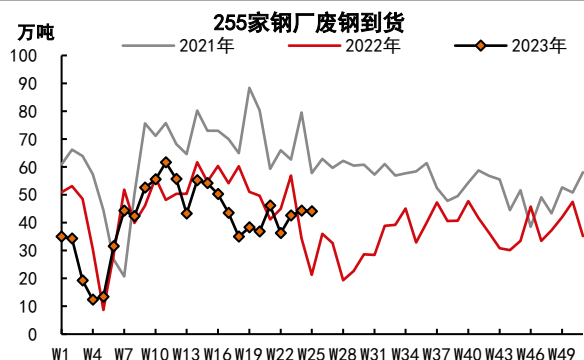


资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

**视角三：主动去库提前，到货率先减少。**2022 年 6 月上旬-8 月中旬，终端需求崩塌，钢厂利润压缩后主动去库存，废钢减量约 1000 万吨（与 2022 年 4 季度相比）。2023 年 3 月中旬-5 月下旬，钢厂主动去库存提前发生，截止到本周富宝资讯 255 家钢厂废钢日耗和到货相比于去年同期均减少约 1000 万吨。合理预估，若钢厂利润维持，废钢到货走平后将能弥补去年到货缺口，整体表现出，下半年废钢到货同比增 1000 万吨，全年同比持平。若钢厂利润不佳，产业链负反馈延

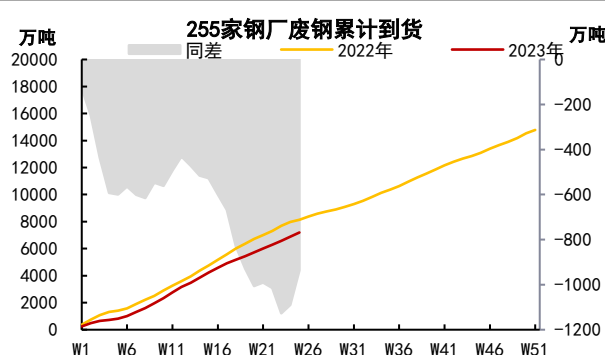
续，钢厂再次主动减产去库，整体将表现出，下半年同比持平，全年同比减 1000 万吨。综上所述：废钢全年供给介于同比持平与减 1000 万吨之间，下半年介于同比增 1000 万吨与持平之间。

图表139： 钢厂废钢到货-季节性



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表140： 钢厂废钢到货-累计值



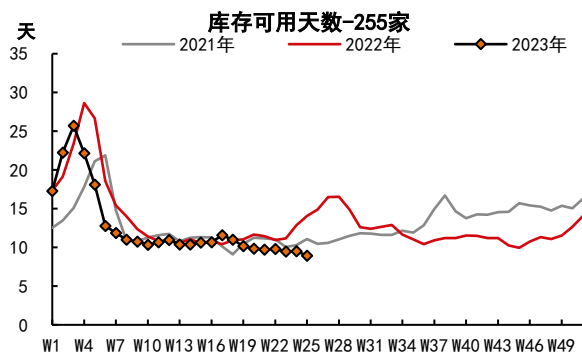
资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

## 二、废钢价格：价格跟随钢材波动

废钢产业链中（终端产废-基地收废-钢厂耗废），钢厂议价能力最强，所以钢厂对废钢具有较强的调节能力，而这种强调节能力恰恰使得废钢供需能始终保持紧平衡状态（钢厂以销定产，维持低库存运营，所以废钢日耗引领到货）。具体表现为：尽管行情波动很大，但钢厂库存可用天数基本稳定在 10 天以内。所以趋势上看，废钢价格始终跟随成材波动。

从差异性角度看，在弱需求的背景之下，废钢价格动态波动区间对应于电炉谷电亏损和峰电盈利之间。当电炉谷电面临亏损时，电炉钢厂会选择减产，减产后的钢材供需格局将逐步从过剩转入平衡或紧张，进而带动价格上涨。当电炉峰电盈利时，电炉钢厂会全天候生产，供给的快速增加将使得原本供需紧张的格局趋于宽松，进而带动价格下跌。

图表141： 钢厂废钢库存可用天数



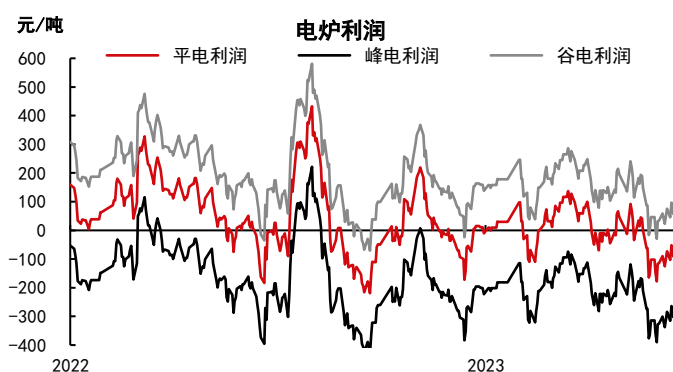
资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表142： 废钢价格跟随成材波动



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所

图表143： 电炉利润介于谷电亏损和峰电盈利之间



资料来源：富宝资讯 Mysteel 中信期货研究所



## 第七部分 风险管理：利润收窄，节奏加快，风险管理正当时

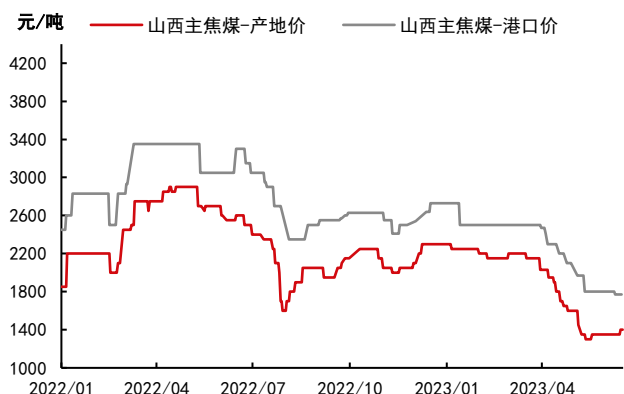
### 一、焦煤：供需逐步宽松，超额利润回吐

对于焦煤而言，上半年的主旋律一定是超额利润回吐。我们认为焦煤价格下跌的主要驱动来自三个方面。首先，动力煤供应偏宽松，1月至5月，我国生产原煤19.1亿吨，同比增长4.8%；进口煤炭1.8亿吨，同比增长89.6%。动力煤价格从1400元/吨下跌到770元/吨，接近腰斩。因为部分煤种重叠，动力煤价格直接影响配焦煤价格。其次，蒙煤进口回升，1月至5月，进口蒙古焦煤1844万吨，填补国内主焦煤缺口。最后，钢材需求较弱，钢厂和焦化厂主动去焦煤库存，导致焦煤价格持续下跌。倒逼煤矿让利，目前煤矿平均利润已由年初时的1000元/吨降至700元/吨以下。当前焦煤价格距离成本线较远，假设利润回归至2021年之前的平均水平400元/吨。对应双焦现货还有至少200元/吨的调降。

展望下半年从供需基本面来看，供给端，煤炭保供稳价的主基调不变，国内焦煤供应相对平稳。进口端，煤炭进口实施零关税政策延续，蒙煤、俄煤进口补充可观下半年大概率将持续过剩，价格中枢整体下移。我们认为导致焦煤让渡产业链利润的驱动依然存在，但与上半年较为流畅的下跌行情将有所不同。由于焦煤超额利润已经大幅去化，后续的节奏将更为重要。从产业链行为来看，目前焦化产能和钢铁产能均处于过剩周期，导致行业盈利率下降。而短期内钢厂利润较高，刺激钢材产量在淡季回升，供需矛盾再度累积后钢厂利润或将再度回落。即下游主动囤货意愿较弱，大概率仍将维持低库存运转，故上涨驱动多为极限库存下的被动补库。同时，由于库存可用天数已经处于较低水平，钢焦企业库存可用天数不足10天，远低于过去4年均值15.7天，故主动去库空间较小，对价格的下行驱动减弱。故我们认为，下半年焦煤价格将震荡下跌，决定焦煤价格节奏的是下游钢厂和焦化厂对焦煤库存的调节。

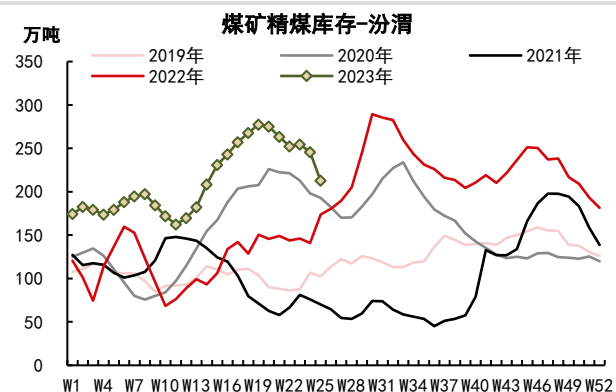
风险管理策略：对于焦煤生产企业而言，当下游企业焦煤库存可用天数低于9.7天时，焦煤库存易从上游向下游流转，同时价格上涨。若可用库存超过11.7天，则面临一定的主动去库压力。此时为焦煤有利的保值时机。对于焦煤需求企业而言，依然维持按需采购，低库存运转。当价格低于进口焦煤成本，且焦煤进口通关量下滑后，可考虑在期货盘面逢低买入保值。估值边界方面，参考下边界参考国内焦煤较高成本，约800~1000元/吨，蒙煤大贸易商长协仓单成本等。上边界参考澳洲景峰煤进口仓单成本。

图表144：焦煤现货价格走势



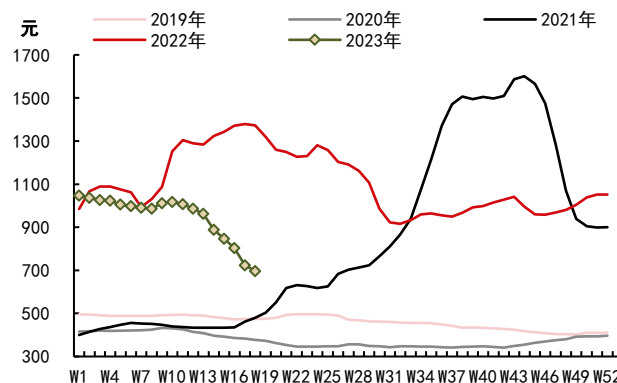
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表146：煤矿精煤库存



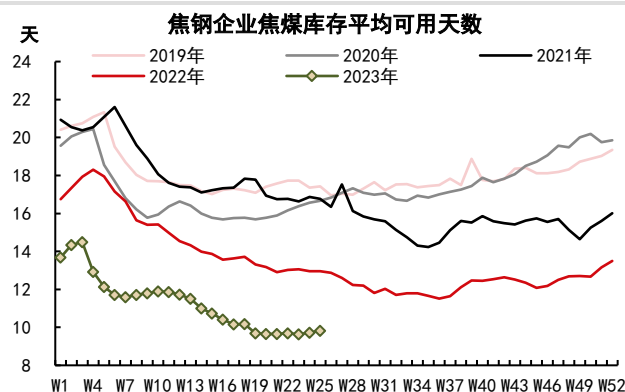
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表145：全国煤矿利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表147：焦钢企业焦煤库存平均可用天数



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 二、焦炭：产能仍然过剩，利润分配能力改善有限

根据钢联统计，预计 2023 年二季度焦炭产能净新增 397 万吨左右，焦化在产产能到达 5.63 亿吨；全年焦化产能新增产能约 850 万吨左右，年底焦炭在产产能将达到 5.66 亿吨，到达 2017 年水平，2023 年焦化产能相对过剩。2023 年上半年独立焦企产能利用率维持在 70%到 76%的范围内，较为稳定。同期高炉产能利用率从 82%上升至最高 92%，表明相对于下游钢铁企业，焦化产能过剩更为严重，在钢焦产业利润分配中的话语权较弱。

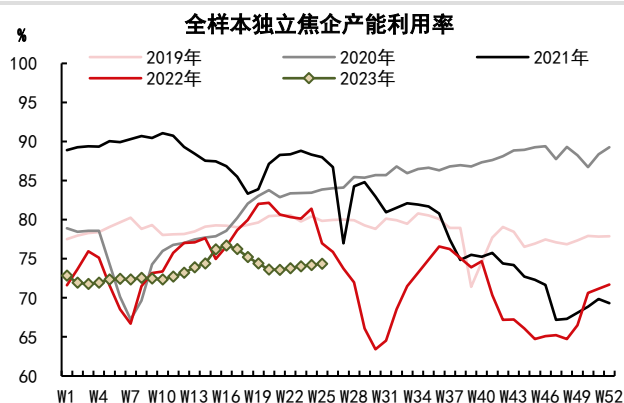
从黑色产业链利润分配的情况也可见一斑。3 月起，焦炭价格持续回落，焦炭现货价格连续提降 10 轮，降幅 800-900 元/吨。但在此过程中焦化利润基本处于正值。在此过程中，焦化利润的主要来源为焦煤端让利。即焦化企业只需维持低原料库存运转，即可获得正常的生产利润。

展望下半年，焦化产能过剩未改，焦化企业议价能力难有改善。上游焦煤过剩，但由于超额利润已经大幅去化，价格下降空间将较上半年明显下滑。故焦化企业利润将较上半年中枢小幅下移。与焦煤较为类似，焦炭价格改善的主要驱动力来自于下移的被动补库。焦炭价格下行的驱动主要来自下游钢厂主动去焦炭库存，

以及焦煤端过剩所导致的成本下移。

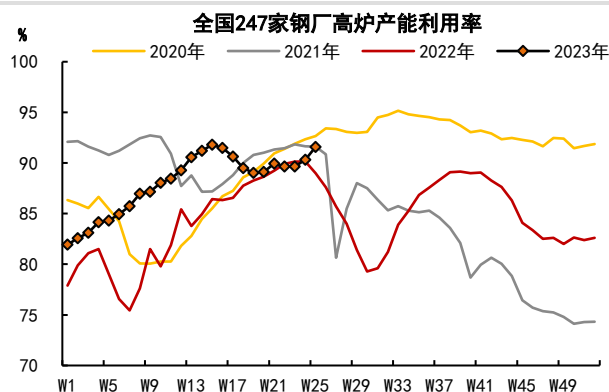
风险管理策略：对于焦炭生产企业而言，难有较高利润，应当抓住下游钢厂补库的时机提涨，提前采购煤炭防止煤炭价格上涨侵蚀利润。同时利用焦炭期货价格发现的特性，在期货盘面提前锁定销售价格，提涨落地后再进行平仓操作。对于焦炭需求企业而言，当前库存可用天数较低，但区域性重点钢厂的库存偏高，压制焦炭价格上涨动能。故依然维持按需采购和低库存运转策略即可。估值边界可参考焦煤估值边界作为原料成本所计算出的生产成本。

图表148：全样本独立焦企产能利用率



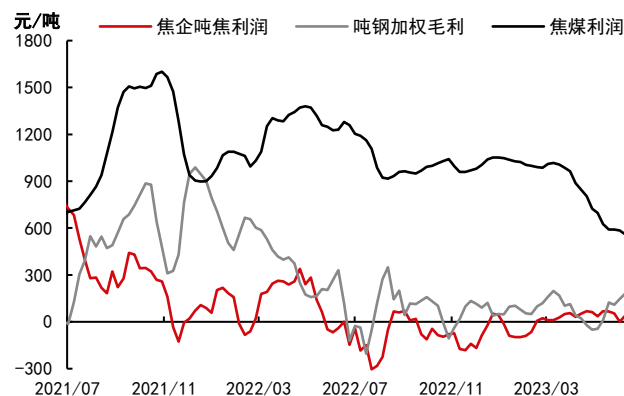
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表149：全国 247 家钢厂高炉产能利用率



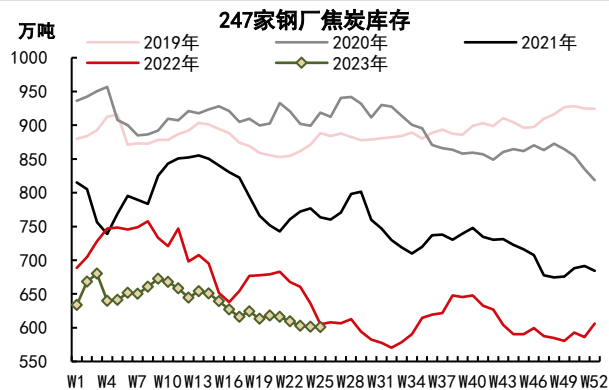
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表150：煤焦钢利润分配



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表151：247 家钢厂焦炭库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

### 三、铁矿：钢厂利润回落，进口利润下降

从价格的角度看，2023 年 H1 铁矿石现货市场价格呈“N”字型走势，即第一阶段 1 季度铁矿石价格上涨，第二阶段 4-5 月份价格下行，第三阶段 6 月份开启反弹。从即期进口利润（PB 粉）角度来看。今年上半年，铁矿石落地利润表现为 1-5 月持续回升，之后震荡走弱，近期有小幅反弹的趋势，其中 1-3 月进口利润为负，3 月中下旬以来，受之前内外倒挂的影响，市场交投情绪转差，远期现货日均成交从之前的 80 万吨以上下滑至 50 万吨左右，二级市场上中高品溢价随之下滑，使得铁矿石美金价格指数下移速度加快。而在此期间受国内钢厂复产、铁

水产量快速攀升支撑，铁矿石刚需偏强，国内港口价格降幅明显小于指数，铁矿进口落地利润快速修复。五月上半月，由钢厂减产、铁水产量下滑影响，国内炉料端负反馈发酵，叠加五一假期后对钢厂铁矿石补库预期落空，铁矿石港口现货价快速下跌。而同期美金价格指数则表现相对坚挺，主要原因在于矿山收缩五月部分产品折扣水平，市场流动性较好的 PB 粉溢价保持相对韧性，很大程度上减缓了美金价格指数的跌幅，内外价差快速收缩，叠加人民币汇率大幅回调，铁矿石进口利润震荡走弱。

展望下半年，我们认为下半年国内用钢需求依然偏弱、海外经济压力较大，海内外铁矿需求皆有下行趋势；并且由于能源价格的回落，进口矿成本下移，全球铁矿供需过剩的格局明确，价格将有所承压。从进口利润角度看，海外铁水产量存修复预期，人民币贬值压力依然存在。目前钢厂的高利润主要来自焦煤的让渡，而钢材需求对利润的贡献较弱。粗钢产能过剩的背景下，预计钢厂利润将窄幅波动。故下半年铁矿进口利润仍将维持偏低水平（品种间存在差异，低品粉利润好于中高品）。

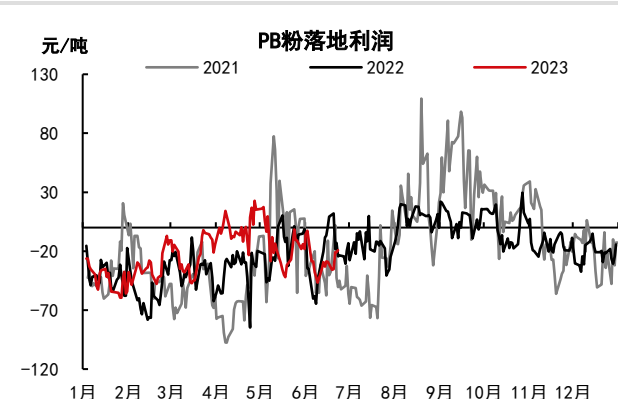
风险管理策略：对于铁矿石生产和贸易企业，建议尽量缩短船货敞口存续期。或利用衍生品工具，及时锁定进口利润或者销售价格。对于铁矿石需求企业而言，下半年供需偏宽松的情况下，价格整体下移，维持按需采购即可。但由于目前大连铁矿石期货合约价格贴水现货价格较多，故可以根据基差变化进行期现轮库操作，降低采购成本。估值边界方面，若普氏价格指数下跌至 80 美金，约影响 5% 左右的铁矿石供应，仍然难改过剩格局。但若价格下跌至 60 美金，将会触及 FMG 的完全成本，届时将会影响 20% 的铁矿贸易量。故 60 美金将是较强的成本支撑。

图表152： 普氏价格指数



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表153： PB 粉落地利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

#### 四、钢材：利润空间有限，节奏先缩后扩

从价格角度来看，2023H1 钢材价格主要经历了 3 个阶段，第一阶段 1-3 月高位震荡上涨，第二阶段 4-5 月快速下跌，第三阶段 6 月以来的底部反弹行情。整体而言和原料走势相同。从利润角度来看，基本与钢材价格波动较为一致。整体

在-200~300 元/吨的区间波动。较 2022 年同期的波动区间有所收窄。

展望下半年，钢材需求变化和供给变化是影响钢厂利润的两大关键因素，对应宏观经济托底和粗钢产量压减两大政策的变化。当前时点下，上述政策的具体情况还不得而知，故下半年钢材利润的博弈还存在较大的不确定性。目前来看，国内粗钢产能过剩的大格局未改，若无行政性限产政策出台，预计钢厂利润空间较为有限。钢厂利润受产能过剩影响，处于历史偏低水平，由于各地区成本差异较大，钢厂盈利比更能体现出未来的供应压力。2023 年上半年，247 家钢厂盈利比例整体在 20%~60%范围内波动。

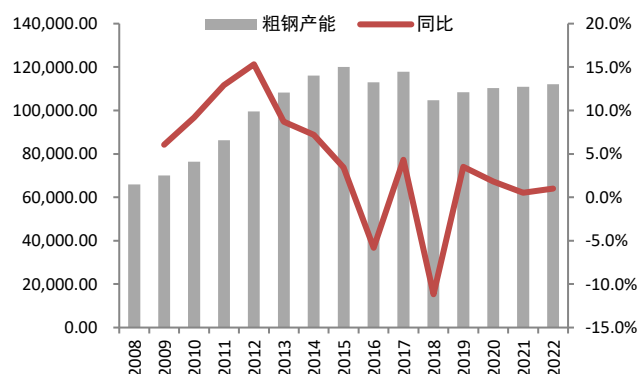
风险管理策略：对于钢材生产企业而言，下半年仍可以参照上述盈利率区间，进行风险管理，在利润高企区间卖出保值提前锁定销售价格，原料端考虑低库存运转或主动去库以降低原料成本。对于钢材需求企业而言，也可以根据钢厂盈利比例来做趋势性的买入保值，锁定未来 1 个季度左右的原料成本，关注粗钢压减政策影响。估值边界可参考焦炭和铁矿的成本边界。

图表154： 螺纹、热卷现货价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表156： 粗钢年产能



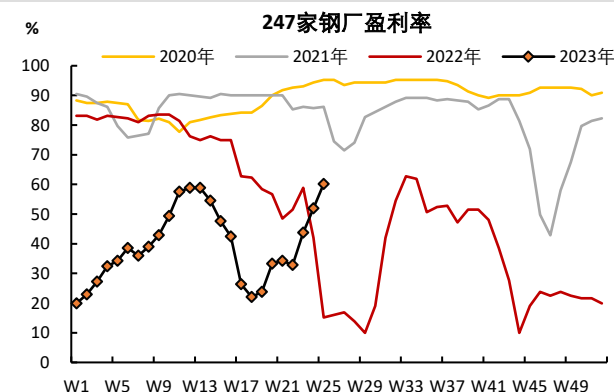
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图表155： 钢材综合毛利



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图表157： 247 家钢厂盈利率



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所



## 五、总结：利润收窄，节奏加快，风险管理正当时

黑色产业链风险回顾：2023 年上半年，黑色产业链经历了一轮完整的上涨和下跌周期。特点为产品价格和产业链利润快速波动。但 2023 年上半年黑色产业风险管理难度较小，一方面是由于产业链内部利润再分配的逻辑较为清晰——焦煤供给恢复后让渡超额利润，除了焦煤生产企业外的黑色产业链各个参与者，只要保持低原料库存和低产成品库存运转，基本均可获得正常的生产加工利润。另一方面，行情趋势性较强，对企业参与风险管理策略的容错性较强。

黑色产业链风险展望：2023 年下半年，黑色产业链风险的不确定性较强。一方面，经过大幅下跌后，焦煤端的超额利润已经大幅回落，产业链利润让渡的难度加大，下游焦化企业和钢铁企业自身原料库存也已经压缩到极低的水平了，低库存策略的边际贡献将下降，需要更为灵活和相对高频的风险管理策略。另一方面，政策的不确定性较强。上半年一季度的政策预期是粗钢产量压减政策，2 季度的政策预期是经济刺激政策，但截止目前上述政策均未出台，政策预期与现实端的博弈仍将持续。海外方面，虽然美国加息暂告段落，但是欧洲和美国经济数据下滑，导致市场依然存在衰退预期。叠加通胀仍处于高位，降息时间存在争议。故我们认为 2023 年下半年，黑色产业链利润收窄，节奏加快，风险管理正当时。

图表158：黑色产业链风险管理策略概览

品种	全年平衡	下半年平衡	企业类型	现货或套保建议
铁矿	全年偏过剩	2023 年全球铁矿供需重新过剩，成本下降导致宽松格局难以改变	需求企业	下半年供需偏宽松的情况下，价格整体下移，维持按需采购即可。但由于目前大连铁矿石期货合约价格贴水现货价格较多，故可以根据基差变化进行期现轮库操作，降低采购成本。
			贸易类企业	下半年铁矿进口利润仍将维持偏低水平（品种间存在差异，低品粉利润好于中高品）。建议尽量缩短船货敞口存续期。或利用衍生品工具，及时锁定进口利润。
焦煤	全年偏过剩	国内煤炭保供变，进口补充可观。若粗钢压产政策落实，焦煤过剩	需求企业	焦煤供应逐步宽松，价格存下行压力，焦煤需求企业应控制采购节奏，保持偏低库存运转。
			生产企业	当下游企业焦煤库存可用天数低于 9.7 天时，焦煤库存易从上游向下游流转，同时价格上涨。若可用库存超过 11.7 天，则面临一定的主动去库压力。此时为焦煤有利的保值时机。
焦炭	产能过剩	焦炭供需矛盾弱化，关注成本和需求。	需求企业	当前库存可用天数较低，但区域性重点钢厂的库存偏高，压制焦炭价格上涨动能。故依然维持按需采购和低库存运转策略即可
			生产企业	应当抓住下游补库的时机提涨，提前采购煤炭防止煤炭价格上涨侵蚀利润。同时利用焦炭期货价格发现的特性，在期货盘面提前锁定销售价格，提涨落地后再进行平仓操作。
钢材	产能过剩，关注限产政策	三季度淡季需求走弱，供应压力凸显。四季度在经济刺激政策的引导下需求或带动价格上行。	需求企业	也可以根据钢厂盈利比例来做趋势性的买入保值，锁定未来 1 个季度左右的原料成本。关注粗钢压减政策影响。
			生产企业	下半年仍可以参照钢厂盈利率区间，进行风险管理，在利润高企区间卖出保值提前锁定销售价格，原料端考虑低库存运转或主动去库以降低原料成本。

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



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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>