

黑色2024年 期货市场展望



上海中期期货股份有限公司

黑色产业链品种年度展望报告

观点汇总

钢材：从大类品种上看，2024 年钢材需求或呈现一定程度的结构性分化，预计板材市场表现继续优于建材市场。供给端，压产政策压力较小，2024 年产量或将与今年的产量持平，随着高炉产能置换的进行，产量结构分化也将日益明显，从而继续支撑炉料价格。我们预计 2024 年钢材市场供需矛盾并不明显，钢材价格整体呈宽幅震荡运行，价格重心或继续小幅抬升。

铁矿石：上半年铁矿石或维持当前紧平衡的状态，钢厂生产支撑原料刚需，海外矿山增产空间不大，矿价易涨难跌。下半年需关注成材端下游房地产行业能否有效企稳，以及钢厂是否会发生政策性限产问题，随着国内钢厂的季节性减产，以及海外的供应增量，港口库存总量在下半年逐步转松。整体来看，铁矿石价格或维持偏强运行，相对于成材端依然表现抗跌。

焦煤：煤矿增产保供将加大对炼焦原煤供应的保障效应，蒙古焦煤进口量仍将保持一定的增长。但钢铁供应结构的变化将进一步强化低硫主焦煤的稀缺属性，优质主焦煤需求总量增长的确定性较大。预计 2024 年炼焦煤市场供需关系继续维持稳中偏紧的格局，期货合约价格中枢不至于有太大幅度的下移。

焦炭：接下来的较长时期内，焦炭总产能以净增加为主。焦炭生产成本居高不下，焦企经营利润很难改善，焦化企业生产开工率的变化对市场格局的影响或更为直接。预计 2024 年钢铁产业链负向反馈的机制或转变为钢焦合力向煤矿要效益。

动力煤：建立社会煤炭库存储备机制和煤矿产能储备机制后，煤炭需求旺季的阶段供需失衡现象将明显减少甚至不再发生。进口煤补充供应缺口的作用明显削弱，主要从性价比优势的角度赢取部分市场份额。2024 年国内煤炭供需关系有望继续朝着偏松的方向发展，保供机制将继续平抑动力煤市场价格的波动。

2023 年 12 月 22 日

上海中期期货研究所

黑色建材板块研发团队

黄慧雯
F0256596
Z0010132

李吉龙
F3038265



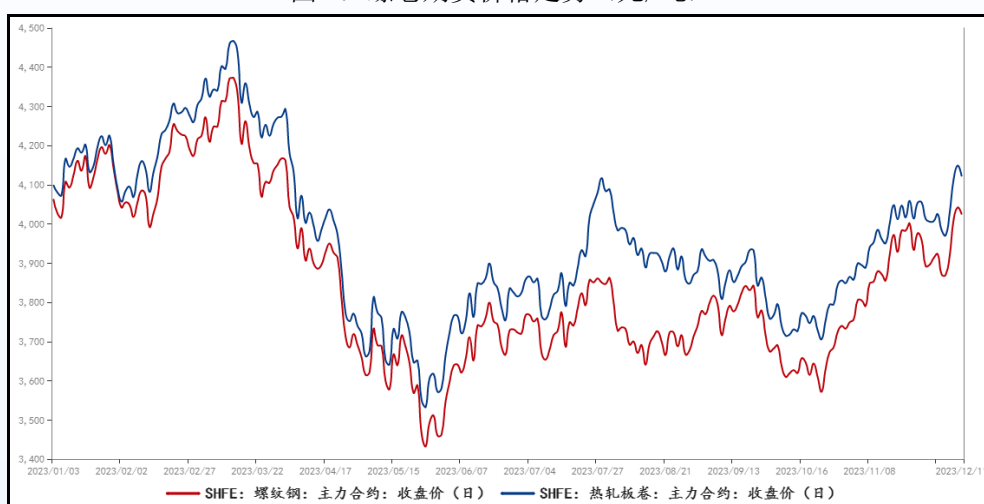
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

钢材：需求支撑，底部抬升

2023 年钢材价格重心下移，整体波动较为剧烈。年初市场对春节后市场需求寄予厚望，钢价出现小幅反弹；而二季度房地产数据表现均低于预期，钢价开启单边下跌行情，盘面主力合约的跌幅超过 1000 元/吨。随着行业亏损的不断加剧，钢厂主动减产后，钢价在下半年企稳反弹，螺纹钢主力合约在 3600-3900 元/吨区间内宽幅震荡长达 4 个月的时间。10 月下旬，宏观面出现增发万亿国债等政策利好，同时铁水下行缓慢，炉料库存偏低带动原料价格走强，钢价成本支撑明显，带动钢价出现一波反弹，但螺卷期价均未能重回年初高点。

图 1：螺卷期货价格走势（元/吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

整体来看，2023 年钢材的供需关系偏弱运行，尤其是在地产表现不及预期的影响下，下游需求端难以消化高产量带来的压力，板材主要依靠出口调节，为了保持出口优势导致热卷价格压力较大，而原料价格强势抬升成本，全年钢厂利润都难以回升至 2022 年的同期水平。而钢厂产量的高企给原料需求带来较强的提振，导致了成本价格的震荡上涨，钢厂利润进一步压缩。目前市场对四季度和 2024 年春季的预期再度好转，钢价处于阶段性升势，而强预期能否兑现，未来长线的关键因素仍在于钢厂减产的落实情况，以及下游地产的恢复情况。

从价差来看，今年以来，热轧卷板的价格整体高于螺纹钢价格，两者年均价差维持在 100 元/吨左右，尤其是今年三季度走出了板材价格上涨、建材价格下跌的分化行情，反映出需求端出现结构性变化。随着我国工业化和城镇化步入后半程，以建筑钢为代表的长材消费逐渐走弱，而板材在制造业规模扩大和结构升级、以及新兴产业快速发展的推动下，需求具有长线支撑。

一、供应端：新局面，新结构

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

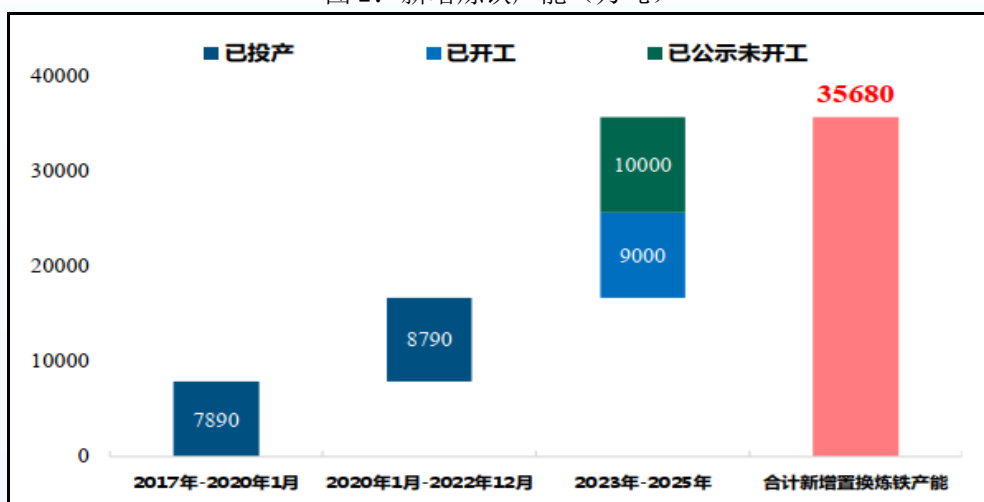
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

1、产能置换将加剧原料的结构性问题

据冶金工业信息标准研究院跟踪整理数据，2017 年至 2023 年 4 月底，全国已公告的置换项目建设炼铁产能约 3.6 亿吨、炼钢产能约 4 亿吨，退出炼铁产能约 4.1 亿吨、炼钢产能约 4.5 亿吨。

从炼铁置换产能看，“退小上大”趋势明显，退出的高炉 75%为 1200 立方米以下的小高炉，产能合计约 3 亿吨，新建置换高炉炉容主要分布在 1200-2000 立方米和 2001-3000 立方米，产能约 2 亿吨和 9000 万吨，超过 3000 立方米的高炉产能也达到 4500 万吨，占比分别为 58%、25%、15%。高炉大型化在带来能效提升的同时，也推高了优质炉料需求，大型高炉以精料为主，要求炉料具有高、熟、稳、均、小、净、少、好等品质，尤其是焦炭的强度和质量对高炉生产至关重要。因此，伴随着高炉大型化，钢企被迫去追逐本就稀缺的高品铁矿和优质焦煤，使得原料结构性短缺问题日益突出。

图 2：新增炼铁产能（万吨）



资料来源：冶金工业信息标准研究院，上海中期

从 2023 年 1 月至 2025 年 12 月，全国仍将投产炼铁产能约 1.9 亿吨，其中约 9000 万吨炼铁产能已开工，2024-2025 年期间，新投产的炼铁产能仍有 1 亿吨。由于高炉沉没和开停成本较大，生产偏刚性，虽然相应的旧产能将退出，但新产能在效率上的提升无疑将加重钢材市场的供需失衡和推高原料需求，这也使得铁矿石价格易涨难跌将成为常态。

2、限产政策趋于缓和，2024 年产量持平

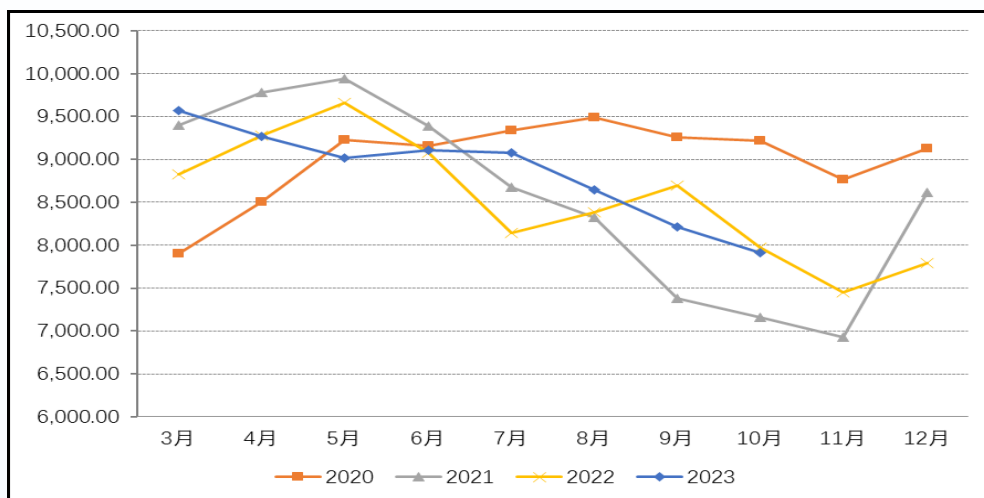
2023 年 8 月 24 日，工信部、国家发改委等七部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案》，方案指出，展望今明两年，钢铁行业稳增长的主要目标是：2023 年，钢铁行业供需保持动态平衡，全行业固定资产投资保持稳定增长，经济效益显著提升，行业研发投入力争达到 1.5%，工业增加值增长 3.5% 左右；2024 年，行业发展环境、产业结构进一步优化，高端化、智能化、绿色化水平不断提升，工业增加值增长 4% 以上。可以看出，在今年钢铁行业普遍亏损的情况下，国家对钢铁行业的政策或从严控产量转变至限产与扶持相结合，因此 2023 年钢厂的限产政策力度趋于缓和。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

自 2021 年以来，钢铁行业已连续三年调控粗钢产量，每年同比保持不增，供给保持刚性有望成为常态。2023 年我国粗钢产量调控政策定调为平控。前三季度粗钢已超产 1425 万吨，四季度面临一定的减产压力，预计全年粗钢产量或者 10.17 亿吨，同比下降 100 万吨。

图 3：粗钢产量当月值（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

考虑到政策的延续性，但在需求不足和生铁高增长的背景下，2024 年粗钢压产政策压力较小，粗钢产量仍以自主调节为主，整体跟随需求波动，供给将动态适配需求，预计 2024 年全年粗钢产量约 10.2 亿吨，同比 2023 年持平。

3、产量结构将发生进一步变化

2023 年我国钢铁产量的走势具有两个特点：

1) **生铁产量增幅大于粗钢**。2023 年 1-10 月，我国粗钢产量 87470 万吨，同比增长 1.4%；1-10 月，我国生铁产量 74475 万吨，同比增长 2.3%，可以看出生铁产量的增幅大于粗钢产量的增幅。由于粗钢中铁元素几乎全部来源生铁和废钢，由此，可以推算今年前 10 月废钢消耗量同比减少 481 万吨。我们认为电炉减产+转炉废钢添加下滑以及新建置换高炉投产是造成废钢消耗量下降和生铁产量增长强于粗钢的主要原因。2024 年随着高炉置换投产的进行，生铁产量将继续超过粗钢产量的增幅；

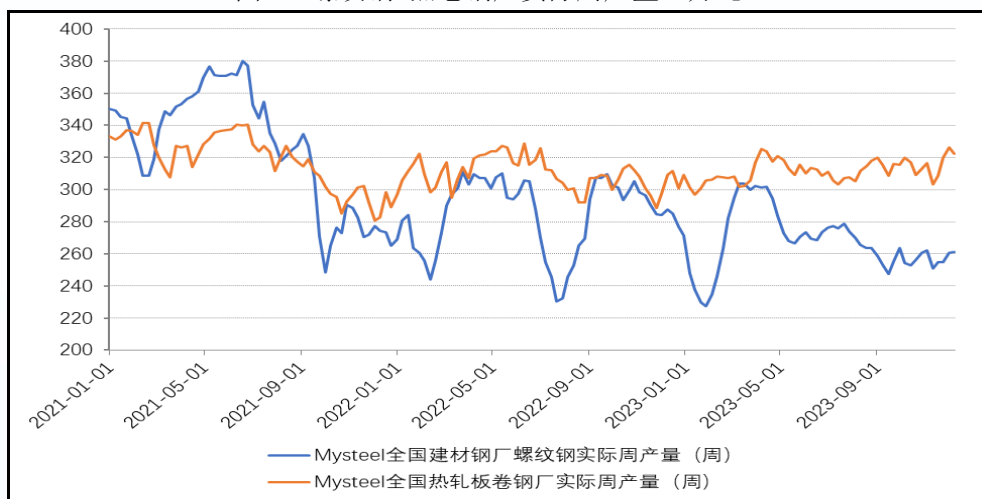
2) **板材供给强于长材**。受房地产表现弱势下行的影响，今年以来，以建筑钢为主的长材需求低迷；而板材在制造业的支撑下，加之出口表现亮眼，供给端铁水匹配需求端，导致板材产量同比增长明显，而长材产量则同比转负。1-10 月钢筋产量 1.93 亿吨，同比下降 1.2%，中厚宽钢带 1.73 亿吨，同比增长 13.2%。预估 2023 年螺纹钢产量约 2.2-2.4 亿吨，同比持平或者同比下降；中厚宽钢带年产量约 2 亿吨左右，同比增幅 10%左右。另外，板材在钢企产品结构占比提升至 54.2%，较去年同期上升 2.2%，较 2020 年同期（长材需求高峰）上升 4.7%。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

板强长弱也充分反映了我国经济结构正加速调整、制造业和新兴产业蓬勃发展，下游需求呈现多元化和去地产化趋势，而钢材产量结构性变化是企业积极应变的结果。

图 4：螺纹钢&热卷钢厂实际周产量（万吨）

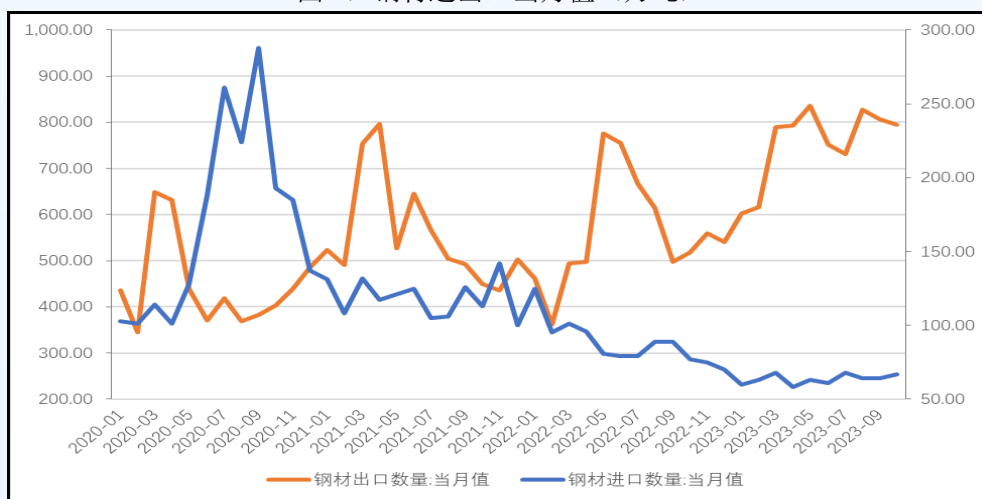


资料来源：钢联数据, 上海中期

二、进出口：维持高位，增幅有限

2023 年 1-10 月中国累计出口钢材 7473.2 万吨，同比增长 34.8%。10 月中国出口钢材 793.9 万吨，仍维持在较高水平。若按照 11-12 月钢材月均出口 750 万吨测算，则 2023 年钢材出口有望达到近 9000 万吨，接近 2014 年较高水平。

图 5：钢材进出口当月值（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

1、出口有突破，但难以大幅增长

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

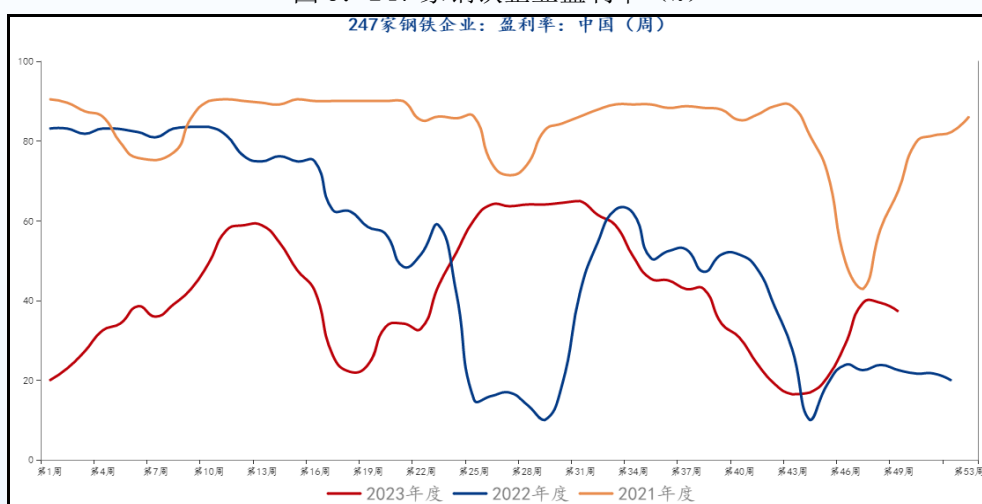
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

出口激增的主要原因在于海外钢材供应下降以及我国出口价格优势，出口量大幅增长，填补海外空缺。一方面，受到俄乌冲突的影响，欧洲电价飙升，能源成本抬高使得欧洲钢铁企业生产成本较高，生产积极性较低；另外，突发性自然灾害，导致作为欧洲最大产钢国的土耳其粗钢供应受限，板材供给缺口凸显，土耳其对进口板材资源的需求明显增多。加之今年以来，我国钢材出口价格呈现下跌走势，目前已跌至近四年偏低水平，价格优势带动今年出口量表现亮眼。

2、出口量的大幅增长难以有效提振钢价。

2023 年钢材出口量虽然大幅增长约 35%，但出口均价也大幅下降 27%，出口量的激增并未带动钢铁企业出口效益的相应提升。今年下半年，随着钢价的大幅下挫，钢企生产企业陷入大面积亏损。另外，粗钢产量增加、人民币贬值等因素加大了进口铁矿石成本，产业端利润被上游获得，导致出口的增加并没有给钢企带来实际的利好。

图 6：247 家钢铁企业盈利率（%）



资料来源：钢联数据, 上海中期

3、2024 年出口高位运行，但难以大幅增长。

据世界钢铁协会测算，全球钢铁需求在 2022 年下降 3.3%后，2023 年将恢复性增长 1.8%，达到 18.145 亿吨。2024 年将继续保持增长 1.9%，达到 18.491 亿吨。其中，发达经济体钢铁需求将缓慢复苏，新兴经济体钢铁需求依然保持较快增速。

目前来看，我国钢材价格仍具较为明显的出口优势，叠加东南亚等主要出口地经济增长较为强劲，但海外受工业体系等因素制约，供给弹性不大，海外市场空间仍然较大。但从国内供给角度看，国内粗钢供应仍以减量发展为路线，且钢材出口收益较低，预计 2024 年我国钢材出口量仍然会高位运行，但难有大幅增加的空间。后续主要关注本币汇率的变动对钢材出口优势带来的影响。

三、需求端：地产弱势，但有边际改善的迹象

1、房地产仍处筑底周期，2024 年上半年或难以改善

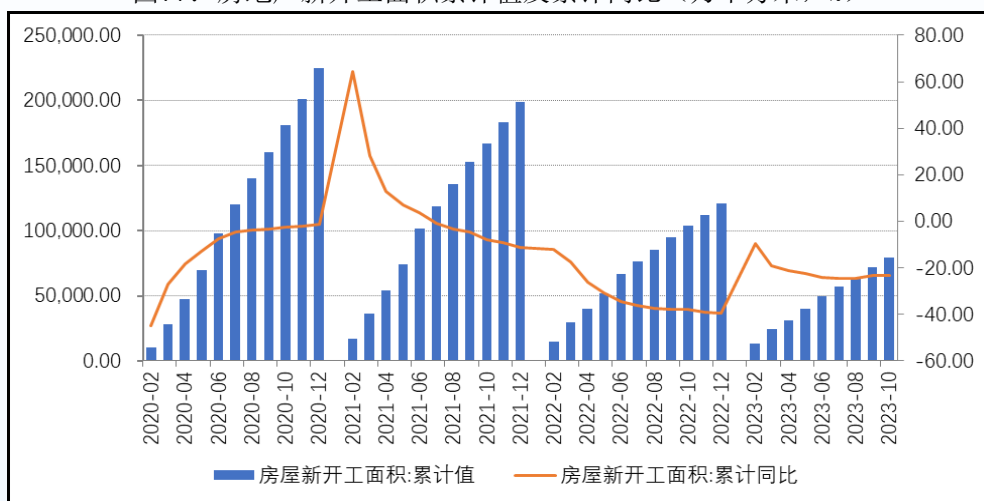
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

房地产作为钢铁消费的一大支柱领域，其行业动态对钢铁需求未来走向有着重要指引。今年以来，中央明确房地产行业支柱地位，做好保交楼、保民生、保稳定工作，各部委积极响应中央要求，“稳支柱”“促需求”“防风险”的各项举措逐步落位。

从投资及开工数据来看，房地产行业各项指标呈现下跌趋势。2023 年 1-10 月地产投资同比增速整体呈现探底状态；1-10 月全国房地产开发投资 95921.78 亿元，同比下降 9.30%；其中，住宅投资 72799.20 亿元，下降 8.8%。房屋新开工面积、施工面积同比持续负增长，竣工面积受到今年保交楼工作的推进，同比增速较高。但在房地产项目建设周期内，前段工程往往用钢量较大，因此 2023 年地产新开工面积、施工面积同比负增长对钢材需求有着明显的压制作用。

图:7: 房地产新开工面积累计值及累计同比（万平方米，%）



资料来源：钢联数据, 上海中期

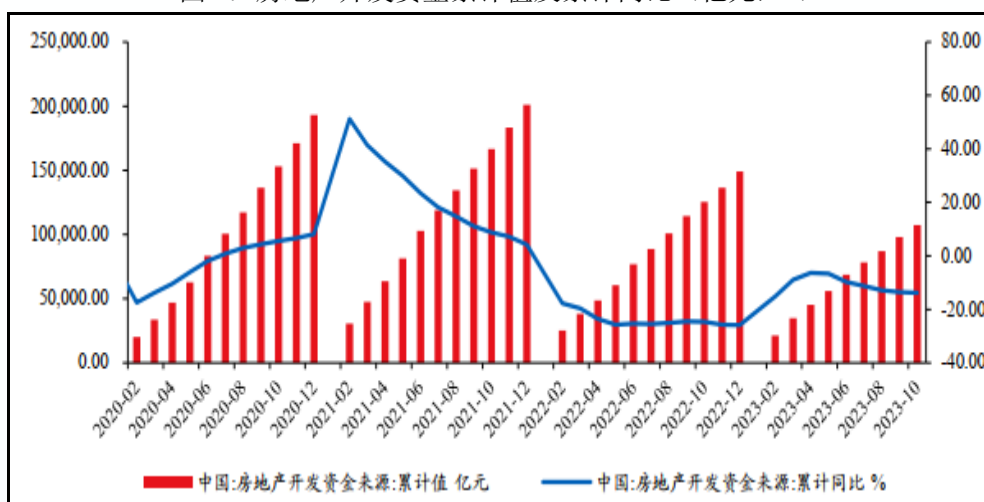
当前地产行业困境源于地产行业进入高周转状态后对预售资金的依赖程度加剧。2023 年 1-10 月份，房地产开发企业到位资金为 107334.98 亿元，同比下降 13.8%，这表明开发商的资金状况有所恶化。2021 年始，资金监管逐步收紧，房企总体资金工作压力仍然处在过度紧张，房产开发到位资金增长速度逐月下降，房企资金开始进入全面紧张状态，销售端迟迟未能改善，房企资金处于偏紧局面。2023 年，虽然住宅市场的投资和销售相对稳定，但是开发商的投资热情和购房者的购房意愿都有所降低。而解决当前困境的关键，在于进一步**供给侧资金支持，同时给予居民需求侧足够预期**。

虽然政策支持的预期下，房地产企业资金情况或可改善，但在资金分配使用上，我们仍倾向于“保竣工”和“保交楼”，而用于**拿地和新开工的资金依然比较有限**。此外，2018 年以来，房地产开发资金来源逐步受限，房企以加快新开工的方式消耗土地库存，提高资金周转率，经过 5 年左右去库存，当下房企土地库存水平已经不高。而从地产建设周期看，土地成交领先新开工半年左右，那么若想看到新开工回升，也必须要先看到土地成交回升，当下百城土地成交建筑面积同比仍在大幅转负，则意味着**新开工在明年上半年也难有亮眼表现**。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 8：房地产开发资金累计值及累计同比（亿元，%）



资料来源：钢联数据, 上海中期

总体来看，目前房地产处于下行筑底周期，尽管居民购房意愿和资本参与意愿均偏低，但不宜过分悲观，政策性指引依然值得期待。一方面，地产“三支箭”等融资手段放松阶段性减小房企资金压力，提升房企的施工和竣工能力。另一方面，政策支持保障房建设，城中村改造以及“平急两用”设施建设，超大特大城市正积极稳步推进。住建部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。超大特大城市城中村改造人口众多，提高供给质量可以促进拉动有效需求，随着政策不断加力，城中村改造有望带来一定需求增量。

2、基建仍能起到支撑作用

2023 年 1-10 月，基础设施投资（不含电力）同比增长 5.9%，保持较快增长。其中，铁路运输业投资增长 24.80%，水利管理业投资增长 5.70%，道路运输业投资同比持平，公共设施管理业投资增长-2.2%。

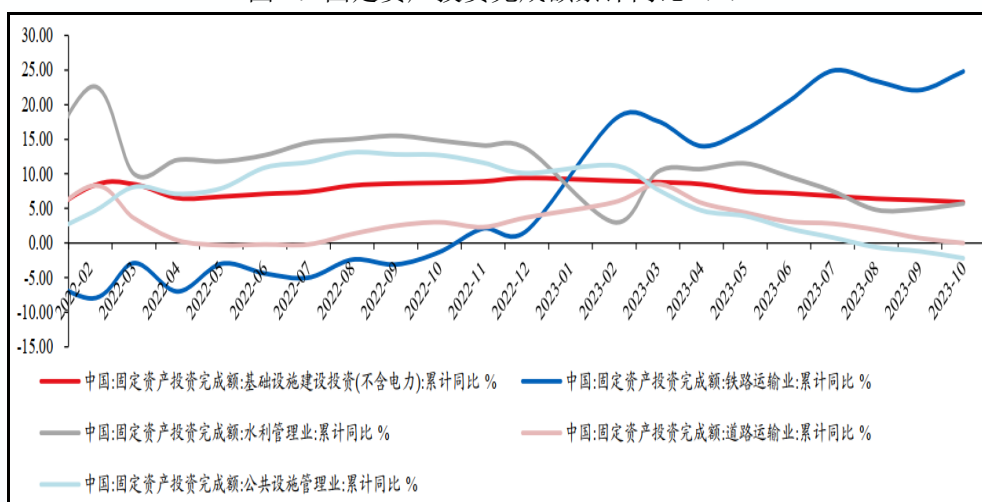
资金是制约基建投资增速的核心因素，专项债有助于缓解部分地区在推进地方基建项目时资本金不足带来的困境。第三季度的投资增速下降，但基建投资增速仍维持在中等中枢水平。同时，万亿国债的发行对基建资金形成了较为有力的支持，有望助力推动第四季度以及 2024 年基建投资增速的提升。

2022 年预算安排新增专项债限额 1.46 万亿元，截止 2023 年 10 月末已累计发行专项债约 3.46 万亿元，同时有望第四季度提前下达部分 2024 年新增专项债额度。由此可见，今年以来国家已加大专项债的支持力度以确保经济平稳运行。另一方面，随着专项债的大规模发行，基建投资依然维持高增长。截至 10 月底，基建投资累计同比增速达 8.27%。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 9：固定资产投资完成额累计同比（%）



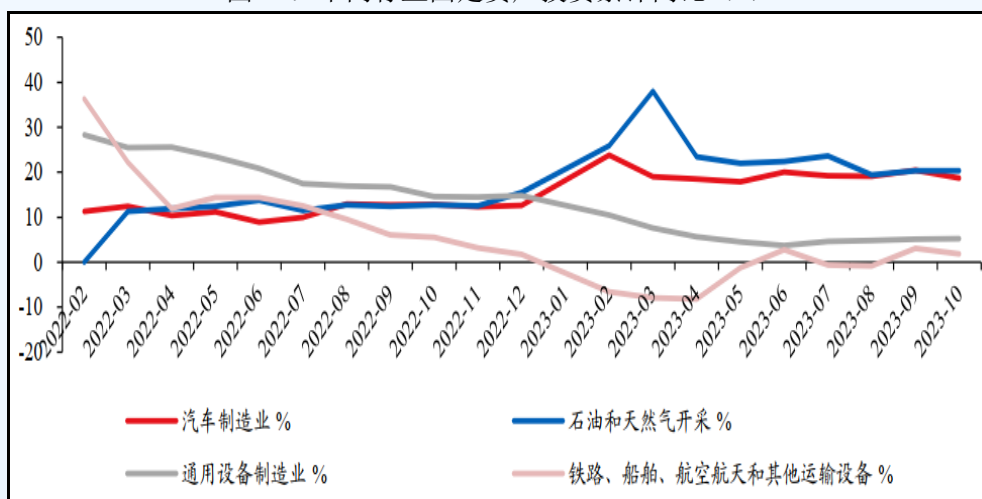
资料来源：钢联数据, 上海中期

综合来看，2023 年下半年财政政策陆续发力，平急两用工程、特别国债项目有望在 2024 年形成更多的实物工作量。中央财政资金将有力支撑重大项目建设，地方债务化解也有望改善地方基建项目资金压力，随着政策加大支持力度，预计 2024 年基建投资有望继续保持增长，从而支撑用钢需求。

3、制造业需求向好，汽车用钢稳中有升

整体来看，2023 年制造业的稳定对钢材需求起到了支撑作用。2023 年 1-10 月制造业固定资产投资完成额累计同比增长 6.2%，增速较前 9 个月持平。与钢铁需求相关密切的汽车、油气开采、设备制造行业保持一定韧劲。

图 10：不同行业固定资产投资累计同比（%）



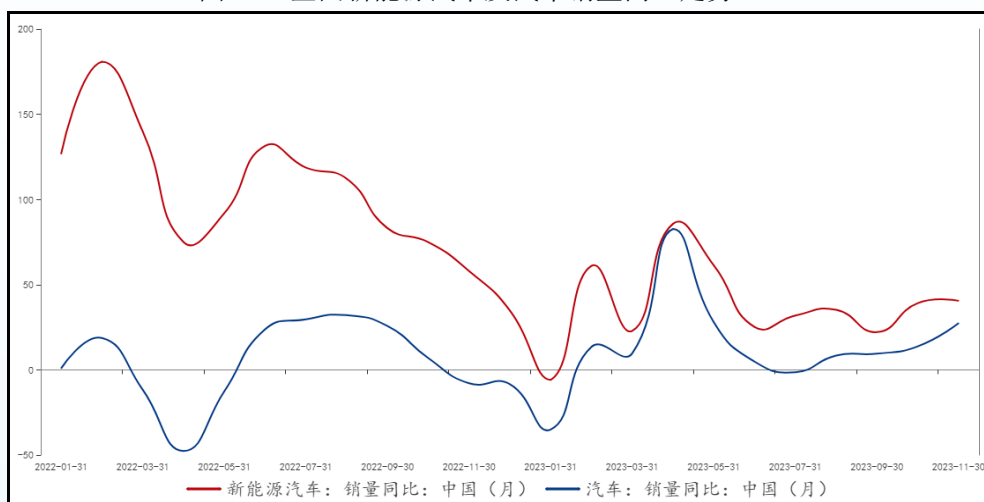
资料来源：钢联数据, 上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

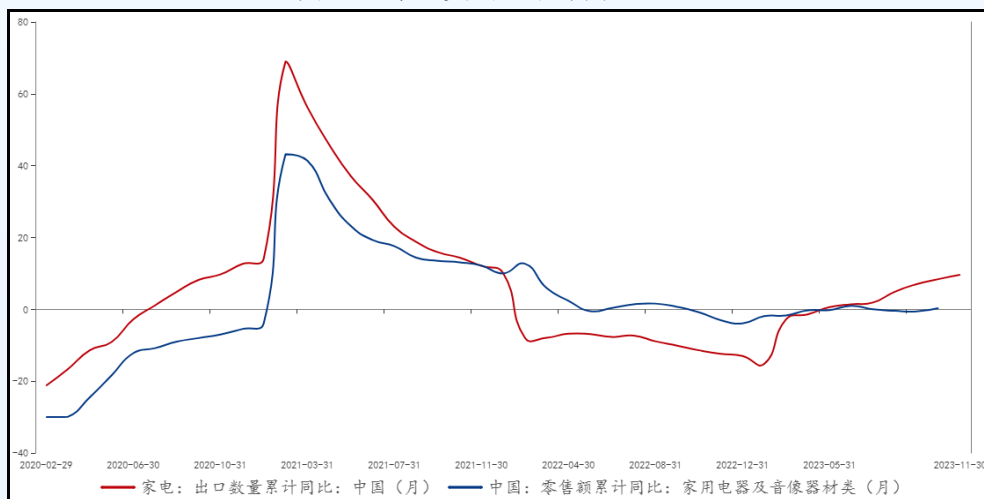
1) 分行业来看, 汽车行业在今年的需求表现较为平稳。2023 年 1-10 月汽车累计产量为 2401.60 万辆, 同比增长 7.98%; 累计销量为 2396.70 万辆, 同比增长 9.06%。同时, 由于国常会提出延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策, 促进新能源汽车销量大幅增长, 1-10 月累计销量达 728 万辆, 同比增长 37.88%。新能源汽车景气度持续, 在促消费政策的带领下, 或将缓解传统油车的需求下滑, 稳定汽车市场需求。汽车作为居民消费开支中数额较大的项目, 促进汽车消费有助于稳定经济, 2023 年汽车产销得益于购置税减免延续以及新能源和出口需求增加, 整体呈现欣欣向荣之势, 预计向好态势将延续至明年。

图 11: 全国新能源汽车及汽车销量同比走势 (%)



资料来源: 钢联数据, 上海中期

图 12: 家电类出口累计同比 (%)



资料来源: 钢联数据, 上海中期

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

2) 家电方面，地产竣工高增速对家电用钢有所拉动。我国家电用钢约占总消费的 2%，发达经济体如欧盟占比为 3%，虽然占比不高，但所涉及的品种多为高附加值产品，对钢厂的品种结构、盈利能力、以及品牌效应均有较大影响。2023 年随着疫后国内消费复苏，地产竣工加快，叠加极端天气催化，家电市场整体表现好于预期。据国家统计局数据，2023 年 1-10 月家用电器和音像器材类零售总额为 7026 亿元，同比增长 0.3%，其中 10 月份同比 9.6%，呈加速回暖态势。

另外，发改委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》中明确要促进家庭装修消费，推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，更好满足消费升级需求。部分省份也出台了相关配套政策，随着政策支持力度加大和居民消费意愿提升，家电内销有望稳中向好。外销方面，中国家电企业竞争优势明显，全球市场份额持续提升，美联储货币政策有望在 2024 年“转舵”，未来利率高位回落将加速海外需求释放。整体来看，预计 2024 年家电用钢需求将维稳运行。

四、小结与风险提示

需求端，尽管房地产仍然处于筑底周期，但是政策端支持保障房建设和城中村改造，地产用钢需求降幅或将有限；基建耗钢对地产端将起到一定的弥补作用，万亿国债等刺激政策将在资金端给与支撑；制造业需求良好运行，尤其是汽车用钢的表现将继续支持板材需求。从大类品种上看，2024 年钢材需求或呈现一定程度的结构性分化，预计板材市场表现继续优于建材市场。供给端，压产政策压力较小，2024 年产量或将与今年的产量持平，随着高炉产能置换的进行，产量结构分化也将日益明显，从而继续支撑炉料价格。我们预计 2024 年钢材市场供需矛盾并不明显，钢材价格整体呈宽幅震荡运行，价格重心或继续小幅抬升。

从节奏上来看，目前市场对四季度和 2024 年春季的预期再度好转，钢价处于阶段性升势，但产量的高位运行以及地产端的弱势在上半年难以得到根本性扭转，需求增量难以承接持续的高供给，供需矛盾积累导致上半年的钢价将维持偏弱表现；下半年，随着积极财政效力的逐步释放，钢材下游需求将得到利好，供需矛盾将有所缓解，钢价有走强预期。因此预计 2024 年钢价或呈现前低后高的表现。

风险点：

- 1、政策风险。政策性限产力度超预期，供给端压缩明显（钢价反弹风险）。
- 2、需求不及预期。地产、基建投资以及制造业等下游需求有推迟或者下行风险（钢价走弱风险）。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

铁矿石：供需两旺，偏强运行

2023 年铁矿石市场供需双旺，矿价呈现先抑后扬的格局。一季度市场对春节后下游需求预期强烈，铁矿石价格整体偏强震荡运行；而即将进入二季度时，钢材下游需求迟迟没有释放，成材价格的下跌带动矿石价格出现调整，此外，钢厂利润下滑，钢企主动检修减产，对铁矿石需求也有较强的打压，矿价走出一波下跌行情。进入 6 月份，市场博弈旺季需求，铁水产量延续高位，支撑原料需求；而铁矿石持续的低库存高基差状态支撑矿价，铁矿石价格开启一路震荡上行走势。展望 2024 年，铁矿库存水平较低，基本面偏紧的格局能够支撑矿价走势强于成材；铁矿石供需两旺的格局或将延续，但矿价大幅上涨后铁矿石价格的市场监管值得关注。

图 1：铁矿石期现价格走势及基差（元/吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

一、供应端：主流矿山温和增长，非主流矿山贡献主要增量

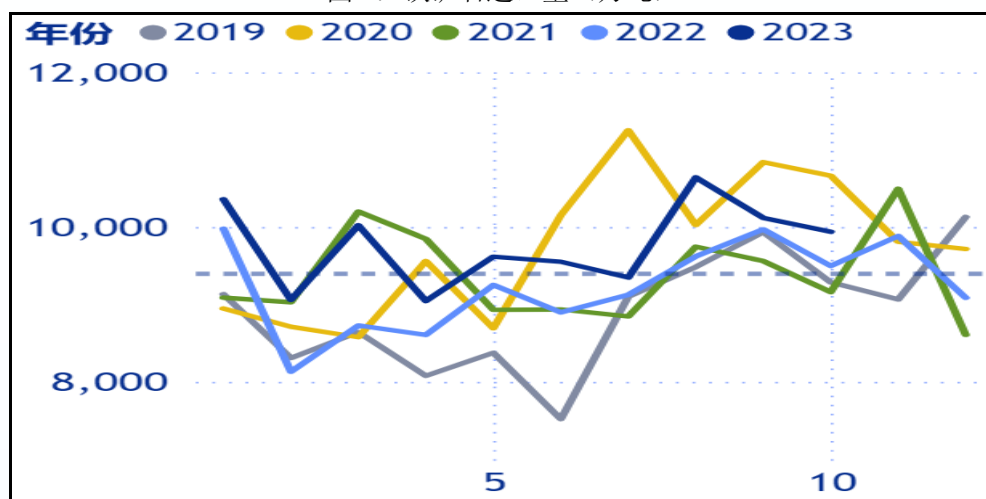
2023 年 1-10 月中国累计铁矿砂及其精矿进口 97584.2 万吨，同比增加 5919 万吨，增幅 6.5%，废钢供应受限，国内高炉产能过剩，铁水产量保持高位，对应铁矿进口量明显增加，非主流矿进口同比大增，主要是受益于印度关税的取消。

全球供应来看，1-11 月全球铁矿石发运 14.29 亿吨，同比增加 4124 万吨，其中来自于四大矿山的增量约 600 万吨，四大矿山发运不及预期，全球铁矿的发运增量主要还是依靠非主流矿供应。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 2：铁矿石进口量（万吨）

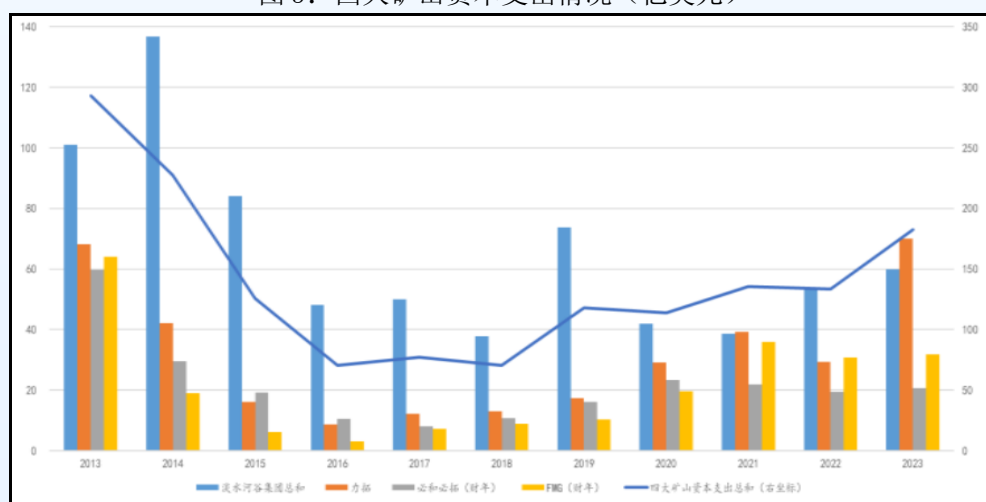


资料来源：钢联数据, 上海中期

1、主流矿山发运预期温和增长

从产能周期来看，全球四大矿资本开支自 2013 年高峰之后，全球矿山资本开支进入低位维持阶段，而产能端资本开支到产量释放的高点 2018 年来看，投产周期大概在 5 年左右。四大矿山资本开支自 2015 年至 2020 年一直处于低位，全球四大矿山资本支出基本维持不变，因此导致近三年以来主流矿山的产能难有增量。2019 年开始主流矿山资本开支的总和小幅抬升，主要贡献来自于淡水河谷，但整体仍处相对低位，由此预计 2024 年新增产能也将有限。另外，自 2019 年起，四大矿山总产量受淡水河谷矿难事件拖累明显，叠加产能集中投放周期结束，投产项目以产能置换为主，产量维持在 11.34-11.64 亿吨的区间。

图 3：四大矿山资本支出情况（亿美元）



资料来源：钢联数据, 上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

表 1：四大矿山新增产能项目和年度产能目标与实际产量（亿吨）

矿山	产能增量	2022 实际产量	2023 产量目标	2023 实际产量	2024 产量目标	变动（预测值）
Vale 淡水河谷	2024 年释放 600 万吨产能	3.08	3.1-3.2	2.317（前 3 季度）	暂未公布	+100 万吨
Rio Tinto 力拓	到 2023 年达到满产 4300 万吨	3.241	3.2-3.35	2.455（前 3 季度）	3.23-3.38	+400 万吨
BHP 必和必拓	南坡项目 2024 年 2H 释放全部产能	2.84	2.78-2.90	2.853	2.82-2.94	+200 万吨
FMG	加蓬贝林加项目新增 3000 万吨产能	1.9	1.87-1.92	1.92	1.92-1.97	+300 万吨

资料来源：矿山财报, 上海中期

1) 淡水河谷

淡水河谷 2019 年-2022 年平均产量 3.06 亿吨，远低于 2015 年-2018 年平均产量 3.6 亿吨，2019 年东南系统尾矿坝事故后 VALE 的产量始终徘徊在 2015 年以前水平。目前虽已陆续复产，但复产并未带来产量的恢复，**2019 年后季度产量峰值仍未突破前期，VALE 产量或遇到中长期瓶颈。**

分区域来看，北部系统原矿产量持续受到许可证延迟影响，产量同比下滑 1.9%至 12411.6 万吨；南部生产系统产量小幅上升，同比增加 1.4%至 4689.2 万吨，产量扰动因素主要来源于尾矿管道三季度检修；东南系统产量增幅明显，球团原料产量上升与产品结构的调整，同比增加 12%至 6074.9 万吨。

2023 年 VALE 产销目标设定在 3.10-3.20 亿吨，四季度产量达到 7900 万吨即可完成目标下限，难度不大。虽然北部系统计划提高 S11D 矿山 2000 万吨/年的产能并计划在 2024 年上半年投产，但鉴于 VALE 实际复产、增产节奏缓慢，北部系统易受不可抗力影响，预计 **2024 年淡水河谷或维持产销目标不变，若提升项目能顺利释放产能，目标上限亦能达到，谨慎预测增量 100 万吨。**

2) 力拓

力拓 2023 年供应端受加拿大林火影响，2024 年产销目标上调近 400 万吨。随着近期加拿大产区运营逐步恢复，目前力拓全年产销目标上调近 400 万吨。其中，西澳发运目标上调 300 万吨至 3.23-3.38 亿吨，加拿大产区 IOC 产量目标上调 50-170 万吨至 980-1150 万吨。2023 年前三季度皮尔巴拉地区产量进一步提高，季度均值仅次于峰值 2018 年，完成当期财年目标中值问题已不大。展望后市，西芒杜项目进展顺利，力拓子公司与几内亚政府及西芒杜众赢联盟就项目基础设施建设达成关键协议，主要涉及长度约 600 公里的铁路与港口设施的建设计划。**基于发运量 3.23-3.38 亿吨目标，乐观预测增量 400 万吨。**

3) 必和必拓

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

前三季度必和必拓产量共计 21182.8 万吨，同比下滑 0.8%，主要原因在于皮尔巴拉中部铁路枢纽轨道更新维护工作影响，涉及南坡项目与 C 矿区的运输。其中南坡项目于 2021 年 5 月开始生产，至 2022 年 Q2 产能已达到 6700 万吨，预计 2024 财年末（2024 年中）产能提高至满产 8000 万吨，即 2025 财年产量将能提高 1300 万吨，对应 2024 年下半年增 650 万吨。展望 2024 年，港口 PDP1 项目对接工作持续进行，并有望于 2024 财年投入使用，届时将进一步提高公司矿石出口效率。**必和必拓预计仍在供给恢复周期内，维持 WIOA 产量指导目标 2.82-2.94 亿吨（100%基准）不变，中性预测增量 200 万吨。**

4) FMG

根据三季度报告显示，FMG 前三季度产销均有所下降，前三季度产量同比下滑 5.5%至 15700 万吨，发货量同比减少 1.7%至 14110 万吨，产销下降主要受到设备检修与港口库存减少影响。目前 FMG 已接近增产的极限，只要铁桥项目延期，则难出现超预期产量，整体产量进入瓶颈期。

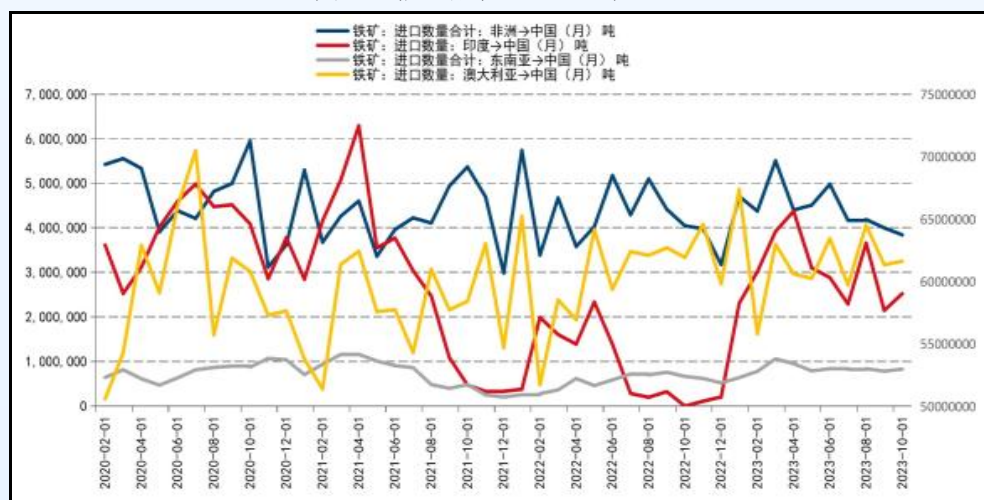
展望后市，一方面，澳洲境内项目投产顺利，铁桥项目于 2024 财年一季度（自然年三季度）正式过渡至运营阶段，随着产能逐步释放，后期产销有望提升。不过铁桥项目受管道线路工程和工厂整改影响，2023 年三季度表现显著低于预期，精粉产量仅 4 万吨，产量释放预期再次延后，预计 2024 财年铁桥项目的增量较为有限；另一方面，加蓬贝林加矿石开采项目于近日完成第一批矿石出口的准备工作，预计明年将为公司带来 3000 万吨的新增产能，但同样面临产销速度能否达到预期的问题。

整体来看，FMG 目标指导量较 2023 财年目标提高 1.92-1.97 亿吨，考虑到铁桥项目可能在年中达产，上半年以回补供给为主，下半年体现增量，中性预测增量 300 万吨。

综合以上四大矿山的预测情况，我们基于力拓明年的产销目标以及公司的实际运行情况，给与乐观预测增加 400 万吨；必和必拓与 FMG 两家矿企分别贡献 200 万吨的增量；淡水河谷产量增幅谨慎预测为 100 万吨，**2024 年四大矿山产量预计同比增加 1000 万吨，整体温和增长。**

2、非主流矿继续贡献主要增量

图 4：非主流矿进口量（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

1-10 月非主流矿进口增量明显，累计进口非主流矿 15993 万吨，同比增加 3588 万吨，进口增幅远高于澳巴矿。其中，伊朗、印度、加拿大及俄罗斯等国家增幅明显，增幅分别为 316%、206%、31%、11%。

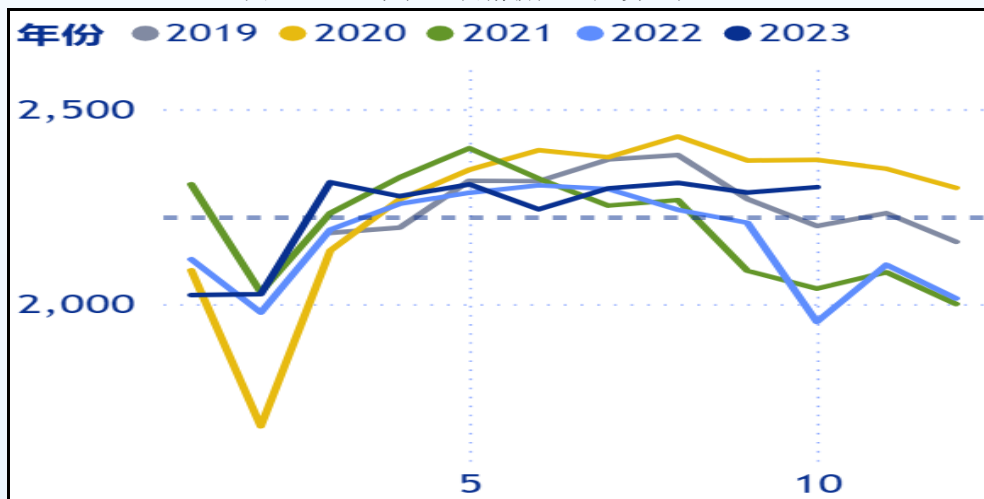
非主流矿的增量主要来自于印度，受益于印度下调出口关税。印度主要矿山仍在增产，未来 4-5 年均值在 1000 万吨附近，考虑到印度国内本身需求比较旺盛，以及印度国内统计数据的偏差性，预计 2024 年进口印度铁矿同比或持平。

除了印度非主流矿的增量外，澳洲非主流矿山有望投放产能 970 万吨的新产能，2024 财年供应目标上调 20 万吨；巴西其他矿山 2024 年主要投产时间主要集中在下半年，主要矿山新增产能共计近 550 万吨；预计 2024 全年非主流矿发运约为 1500 万吨，按照发往中国 70%的发运比例，预计澳巴非主流矿全年供给到中国的增量或在 1000 万吨左右。

3、国产矿供应稳步回升

根据 Mysteel 的统计，口径下全国 433 家矿山 1-10 月铁精粉累计产量为 24010.24 万吨，同比增加 3%至 706.42 万吨。2024 年国产矿新投产产能约 1200 万吨，其中首钢马城铁矿项目投产后将新增精矿产能 700 万吨，太钢扩产项目达效后将增产精矿 500 万吨。但国内主要矿山的增产受到外部因素影响较多，可能会出现增产慢于预期的情况，而小矿山产量通常较低，只能缓解区域性矛盾，对总量影响不大。预计 2024 年国产精粉产量区间为 1800-1900 万吨，中性预测同比增量 500 万吨。

图 5：332 家矿企铁精粉产量走势（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

二、需求端：国内强劲对冲海外弱势

1、国内需求仍处高峰时期

正如开篇成材端报告里提到的，中国置换炼铁产能释放将加剧原料的结构性问题，推高铁矿需求。2017 年至 2022 年中国新建置换高炉产能 16680 万吨，按照 2-3 年的建设周期，近几年陆续投产，2023 年又有 9000 万吨开工，另有近 1 亿吨已公示未开工，预计未来几年仍是新建高炉投产高

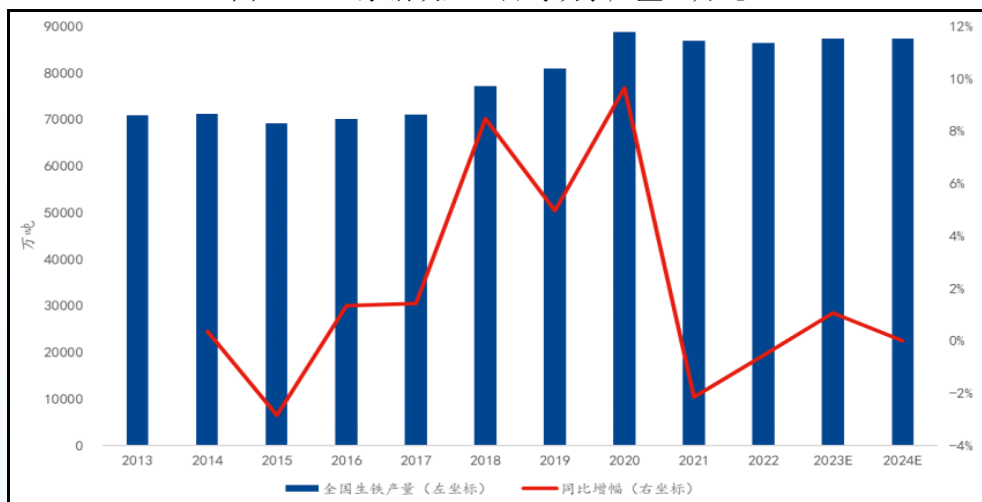
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

峰。虽然是拆旧换新的置换产能，但由于新设备在效率上提升和一些“僵尸产能”易地复活，使得铁水产量居高不下，铁矿需求水涨船高。

从数据来看，今年铁水产量增幅明显，统计局口径下，11月生铁累计产量81031万吨，同比增长1.9%。按照高频铁水增速计算，预估12月生铁产量6276.51万吨，2023年生铁产量同比上升1.1%至87307.51万吨。2024年随着产能置换的进行，统计局口径生铁总量约同比增加1%，折铁矿需求同比增加1650万吨。

图6：247家钢铁企业日均铁水产量（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

2、海外需求依然偏弱运行

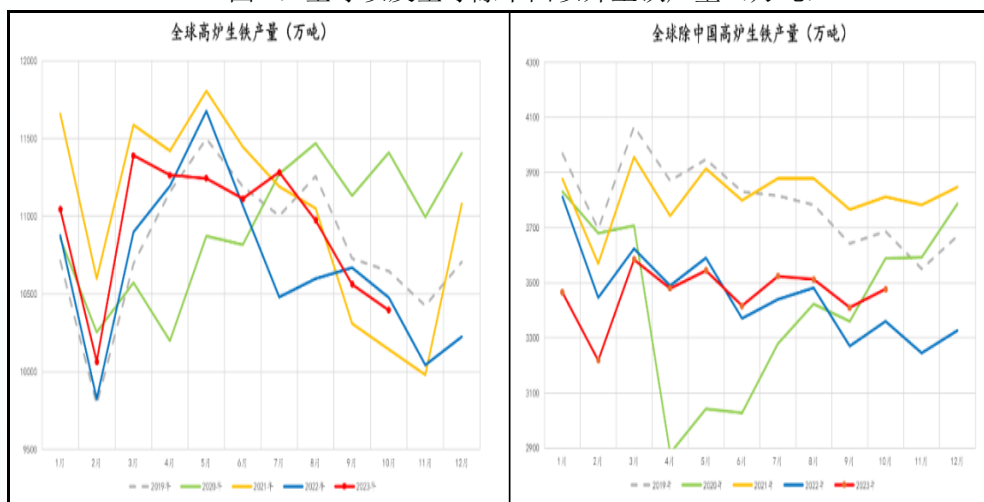
从经济数据来看，目前美国经济韧性较强，俄罗斯、印度等铁水大国 PMI 数据缓慢回升，月度的铁水产量同样验证这两个国家的经济恢复情况较好；但其余国家经济压力依然较大，铁水产量未见明显回升。根据国际钢铁协会数据显示，2023年1-10月全球高炉生铁产量109340.3万吨，同比上升1.5%；全球除中国外累计产量同比下滑0.7%至34630.3万吨。目前全球的生铁产量集中于中国，海外国家对于铁矿的需求依然承压。

虽然全球需求表现一般，但亚洲需求增幅明显，主要由印度、韩国、中国贡献。亚洲生铁产量91894.8万吨，同比回升2.6%。其中，在全球经济面临下行压力背景下，印度基建、建筑及制造业的资本投入稳步增长，钢铁下游需求预期好转提振铁矿石需求，其1-10月生铁产量同比回升8.1%至7137万吨；韩国紧随其后，同比上升5.2%至3729.7万吨，主因去年基数偏低影响，总体产量水平较近几年并未有较大增量；中国同比回升2.5%至74710万吨；日本需求同比下滑1.9%至5294.1万吨。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

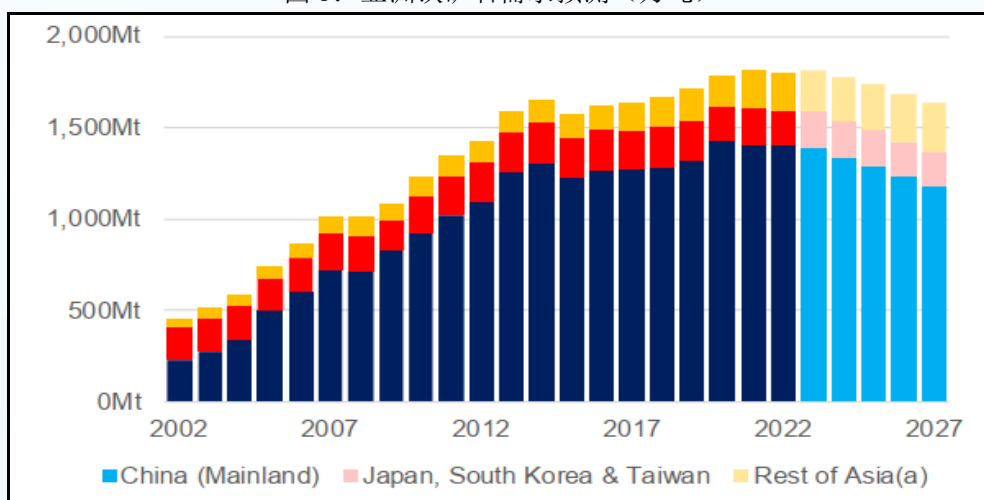
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 7：全球以及全球除中国以外生铁产量（万吨）



资料来源：钢联数据, 上海中期

图 8：亚洲铁矿石需求预测（万吨）



资料来源：CRU, 上海中期

展望 2024 年，由于各国经济压力依然较大，地缘政治风波尚存，短期需求难以修补；我们预计 2024 年全球生铁产量或同比回升 1%，除中国外铁水产量预计同比持平。

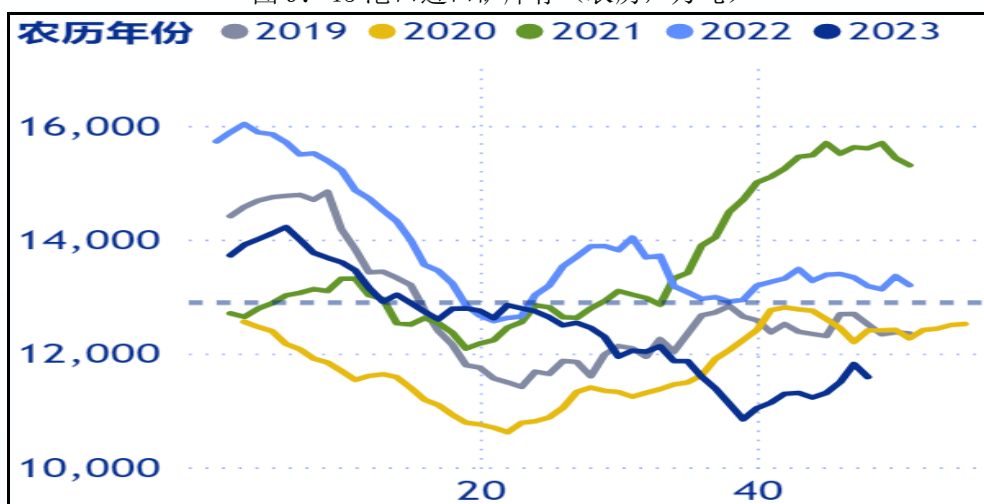
三、库存：低水平将延续

港口库存出现大幅累库的可能性不大：今年以来，铁矿石港口库存呈现前高后低态势，一季度港口库存处于年内高位，高点在 2 月下旬的 1.41 亿吨，进入二季度便出现震荡下降态势，自 8 月份降 1.2 亿吨以下，此后便持续减少，低点 10 月中旬的 1.08 亿吨，逼近 2020 年以来的最低水平。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

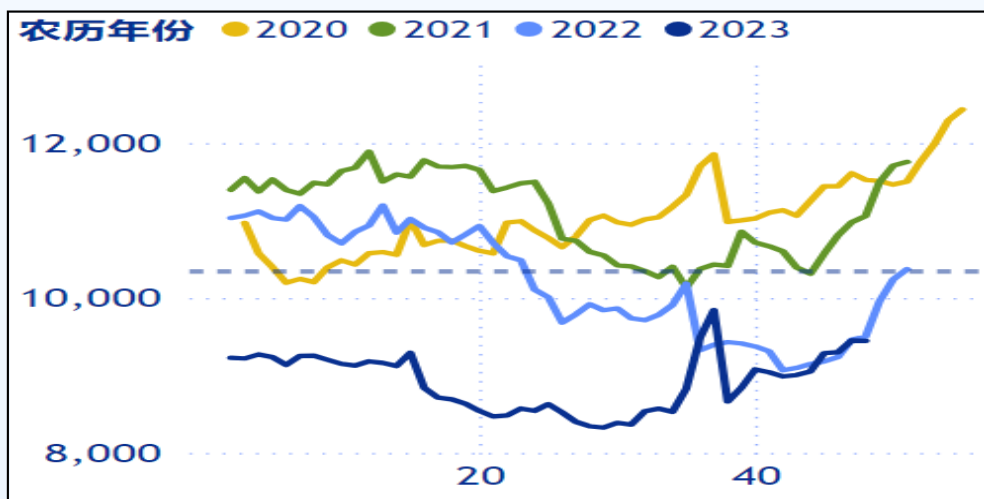
图 9：45 港口进口矿库存（农历，万吨）



资料来源：钢联数据，上海中期

钢厂库存方面，由于钢厂利润较低，并且钢材现实需求疲软，钢厂原料库存大幅低于同期水平，经营策略也转变为刚需补库。2023 年钢厂铁矿石库存水平和可用天数均处于历史偏低水平，与去年相比明显回落。铁矿石整体库存偏低，钢厂利润不佳，低库存策略将延续。整体来看，港口库存以及钢厂库存均处于近五年最低水平，2024 年将延续低库存状态，库存对价格的支撑依然有效。

图 10：247 家钢厂进口矿库存（农历，万吨）



资料来源：钢联数据，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

四、小结与风险提示

综合来看，供给端，2024 年预计四大矿山发运同比增加 1000 万吨左右，按历史发运比例计算，折至中国量约为 800 万吨。非主流方面，预计供应同比增加 1000 万吨左右，折至中国约 700 万吨。国产矿方面，若外部干扰因素较少，预计 2024 年供应同比回升 500 万吨。**排除自然灾害、地缘政治等因素的影响，我们乐观估计供给端增量约为 2000 万吨。**

需求端，2024 年产能置换仍在进行中，内需有所回暖，国内铁水产量同比增加 1000 万吨，折铁矿需求约 1650 万吨；但海外由于经济复苏缓慢，海外铁水产量预计难以明显回升。**全球铁矿石需求增量为 1650 万吨左右。**

展望 2024 年，铁矿石市场供需两旺格局或将持续，供需两端表现相对平稳，没有突出矛盾。节奏上来看，上半年铁矿石或维持当前紧平衡的状态，钢厂生产支撑原料刚需，海外矿山增产空间不大，矿价易涨难跌。下半年需关注成材端下游房地产行业能否有效企稳，以及钢厂是否会发生政策性限产问题，随着国内钢厂的季节性减产，以及海外的供应增量，港口库存总量在下半年逐步转松。整体来看，**铁矿石价格或维持偏强运行，相对于成材端依然表现抗跌。**

风险点：

- 1、钢厂原料加速补库（利多风险）；
- 2、国内平控政策力度加大；需求改善不及预期。（利空风险）；
- 3、发改委的价格监管驱严（利空风险）。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

焦煤焦炭：供应形势偏稳，关注需求波动

近年来，焦煤、焦炭两个期货品种行情波动幅度较大，既有“史诗级”的单边走势，又有频繁且灵活的价格趋势反转，行情打破季节性规律运行的情况也相对增多。此外，传统的产业链利润均衡分配的思想在面对炼焦煤资源的稀缺属性时屡屡败阵，使得基本面分析方法对于双焦期货点位的判断变得尤为困难。我们认为，出现上述现象的原因，一方面在于全链条库存长时期超低位运行；另一方面则在于双焦品种的市场化程度高、产业资本参与积极性强。预计相关因素在今后较长一段时间内不会有根本性改变，由此确定了分析未来双焦行情走势的基础和前提。

一、国内炼焦煤供应形势分析

1.1 原煤产量增长，从多方面利好焦煤供应

前一阶段的煤炭增产保供政策以快速提高我国电力煤炭自给能力、确保基础能源供应安全为目标。因此，绝大部分保供措施都围绕动力煤增产展开，包括核增产能以内蒙古露天煤矿为主、降低原煤入选比例等。2023 年国内煤炭总体供需关系明显改善，煤炭增产保供压力稍有降低，部分资源流向炼焦煤等附加值高的特殊煤种市场。

国家统计局数据显示，2023 年 1—10 月全国原煤产量 38.3 亿吨，同比增长 3.1%；同期全国炼焦精煤累计产量 4.2 亿吨，同比增长 3%，二者增幅基本相当。同样的计算口径下，2022 年 1—10 月全国原煤累计产量较 2021 年同比增长 11.78%，但炼焦精煤累计产量仅增长 1.65%。通过以上两组数据可以发现，2023 年原煤产量的增长已经能够更加显著的利好炼焦煤供应。预计 2024 年全年原煤产量增幅在 4% 左右，其中的焦煤增幅或超过 4%。

值得一提的是，2023 年下半年焦煤主产区煤矿安全生产事故频发，出于供应缩减的担忧，炼焦煤市场行情多次异动。停、限产期间，相关需求方被迫改变采购渠道，容易造成区域性供应紧张的现象，进而营造并放大了供应偏紧的情绪。不过在保供机制下，安全事故对煤炭供应的影响周期普遍较短，对实际产量的影响也往往低于预期。

我们认为，全链条焦煤库存低位是导致供应预期被过度解读的主要原因。国务院安委会对山西矿山安全生产的帮扶指导将为下一阶段煤矿生产形势好转打下基础。

1.2 利润滞留上游，洗煤厂产量表现一般

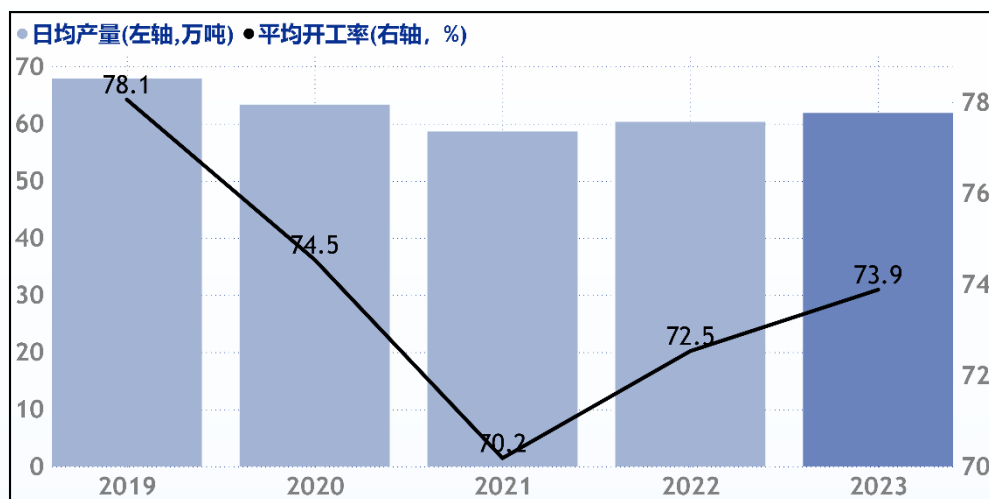
2023 年洗煤厂生产所受到的行政方面阻力并不突出，但全年生产开工率及产量表现一般。统计显示，2023 年全年(统计到 12 月中旬) 110 家样本洗煤厂平均开工率为 73.9%，日均产量 61.88 万吨，较前几年的水平并不突出。

我们认为，影响洗煤厂生产的主要原因在于产业链利润过于向煤矿倾斜，导致洗煤厂利润水平长期偏低。在市场平稳时期，洗煤厂的经营利润主要来自于洗选过程的加工费。但在 2023 年的市场环境下，炼焦原煤连连涨价，而下游却通过消极采购来压低精煤价格。在此过程中，洗煤厂过多承担了行情波动的风险，组织原料储备和生产开工的积极性长期偏低。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 1: Mysteel 调研 110 家样本洗煤厂生产情况



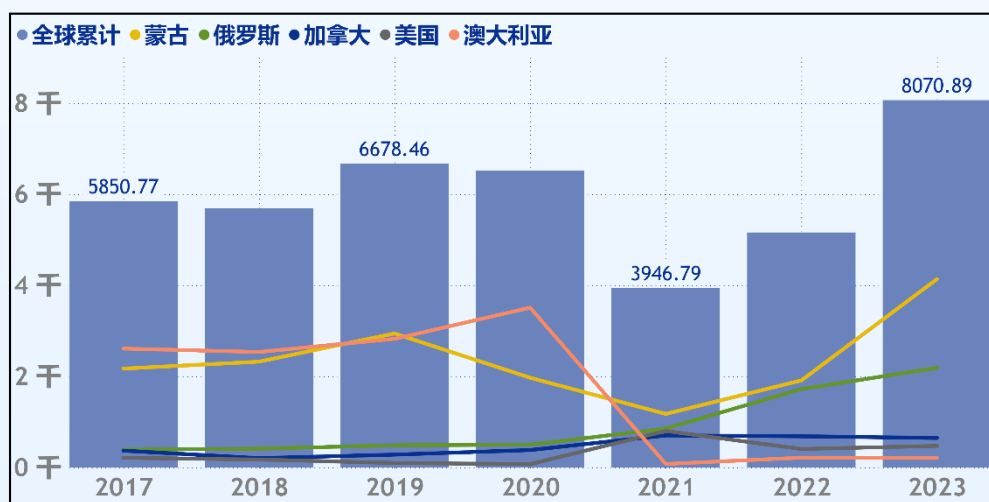
资料来源：上海中期，钢联数据

考虑到当前炼焦煤价格已经处于相对较高的位置，下一阶段炼焦煤价格可能很难呈现出持续上涨的走势。同时，炼焦原煤供应量的回升也将迫使煤矿逐渐向下游让渡部分利润。预计 2024 年国内洗煤厂生产形势有好转的可能。但毕竟洗煤行业产能相对稳定，预计国内炼焦精煤产量增幅在 5% 左右。

二、进口炼焦煤供应形势分析

海关总署公布的数据显示，2023 年 1—10 月我国累计进口焦煤 8070.89 万吨，较 2022 年同比增长 56.29%。其中，8、9 月份进口数量连续刷新近年来新高，而其余月份的进口量也高于历年平均水平。

图 2: 历年 1—10 月炼焦煤进口数量统计



资料来源：上海中期，钢联数据

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

从进口来源看，进口总量由多到少分别依次是蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、印尼和澳大利亚，占比分别是 51.28%、27.12%、8.04%、5.88%、3.79%、2.59%。对主要几个炼焦煤进口来源情况简要分析如下：

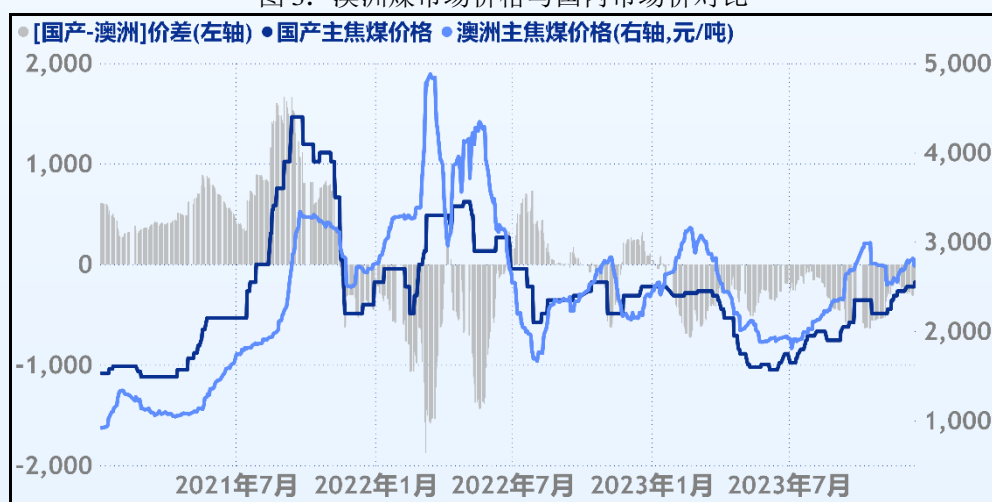
(1) 蒙古焦煤进口量全年高稳运行，2023 年前 10 个月累计进口量 4138.63 万吨，同比增长了 116.28%。我们注意到，近几年三大口岸持续优化蒙古焦煤通关措施，为相关资源进口创造了较好的政策环境。

同时，蒙古国自身也加大了煤炭开采行业的投资。据蒙古国国家统计局数据，今年的前 9 个月蒙古国煤炭产量累计为 5553.0 万吨，比上年同期增加 3618.2 万吨，同比增长 172.9%。统计数据还显示，2022 年 1—9 月份，蒙古国煤炭出口量累计为 4892.41 万吨，比去年同期增加 2987.68 万吨，同比增长 156.9%。此外，蒙古向中国出口的物流条件也在持续改善，逐渐打破了该国煤炭外运困难的瓶颈。考虑到中蒙关系稳定，加之国内焦化厂配煤方案对于蒙古焦煤的偏好不改，下一阶段蒙古焦煤进口数量还有进一步增长的可能。

(2) 俄罗斯炼焦煤数量增幅明显，1—10 月累计进口 2188.69 万吨，同比增长 26.96%。受俄乌冲突影响，俄罗斯煤炭出口遭遇欧盟禁运并被迫调整出口目的地，2023 年中国增加接纳了其中相当一部分资源。但随着新的出口渠道建立，不排除俄煤降低向中国出口的占比。此外，考虑到俄罗斯煤炭生产能力以及铁路和港口运力的限制，未来俄罗斯煤进口数量的基数基本稳定。

(3) 澳大利亚炼焦煤恢复通关，但前 10 个月仅进口 209.22 万吨，与市场预期相差甚远。在进口焦煤的来源结构中，澳大利亚焦煤所占的比重远不如前几年。我们认为，澳大利亚焦煤进口数量低位，一方面与中国进口焦煤市场格局基本稳固，蒙古焦煤性价比优势更为显著并有能力在数量上填补空缺；另一方面也与澳洲煤出口目的地逐渐转移至印度、日本、韩国、中国台湾和越南等地有关。预计 2024 年澳洲焦煤与国内市场价格倒挂的情况依然普遍，进口数量增幅有限。

图 3：澳洲煤市场价格与国内市场价对比



资料来源：上海中期，钢联数据

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

预计 2024 年蒙古焦煤进口量保持一定的增长，而澳大利亚、加拿大等海运方式进口的焦煤数量增幅有限，俄罗斯焦煤进口量存在下降的风险。结合国内炼焦精煤供应能力提升的预期，**全年炼焦煤进口总量或略低于 2023 年水平。**

三、下游库存回升，平抑价格波动的能力增强

受下游高炉开工率持续高位和国内煤矿受安全生产因素扰动较大的影响，2023 年炼焦煤市场全链条长期以极低库存水平运行，而这也是导致炼焦煤行情频繁异动的根源。通过全年库存结构的变化进行分析可以发现，2023 年炼焦煤市场库存存在以下显著规律：

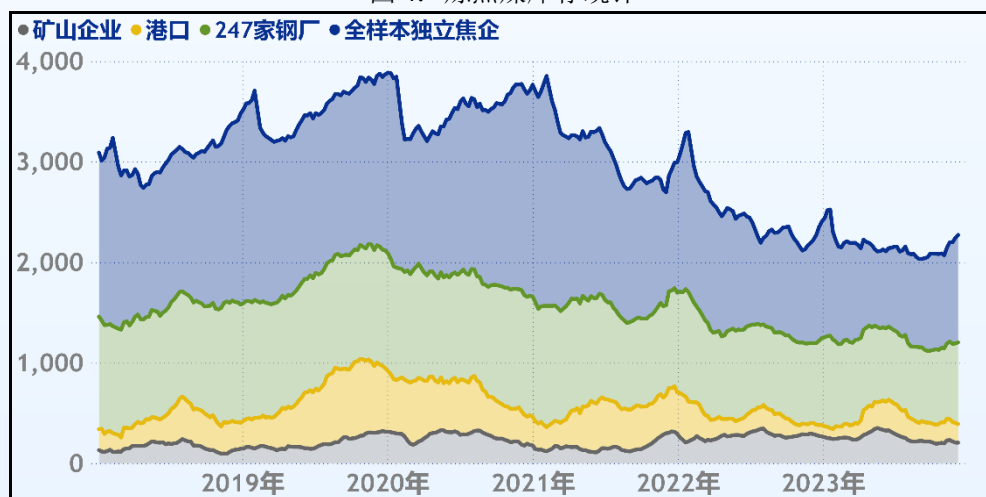
(1) 上游煤矿库存与下游焦化厂（含钢厂焦化厂）库存此消彼长，二者在 5 月中旬均有一个明显的转折点。结合市场价格行情，可以将上述现象解释为：前一阶段下游通过消极采购的方式有效维持了价格的长期跌势，煤矿销售不畅快导致了库存向上游累积；后一阶段受安全事故频发的影响，煤价连续上涨，市场库存逐渐向下游转移。

(2) 港口焦炭库存也出现了类似于煤矿的“两段式”形态，但港口焦煤库存始终处于绝对低位，这与海运进口焦煤市场不活跃有直接关系。

(3) 下游焦煤库存可用天数较前几年有了更为显著的下降。这既与焦化厂对价格趋势的长期判断有关，也在一定程度上说明了市场货物流转机制变得更加高效。

截止到 12 月下旬，炼焦煤总库存(矿山样本+港口+独立焦企+钢厂)数量为 2273.15 万吨，总体水平相对正常。在 2023 年高炉铁水产量持续高位的背景下，以上库存数据证明了前一阶段炼焦煤市场对于供应端出现的情况过度担忧、过分解读。

图 4：炼焦煤库存统计



资料来源：上海中期，钢联数据

随着下游库存的回升，投资者对于炼焦煤市场供需关系的判断将更加符合实际。届时，供应端的短期扰动对市场心态的影响减弱，加之下游对价格的话语权也相应增加，行情长时期单边上行的机会或减少。

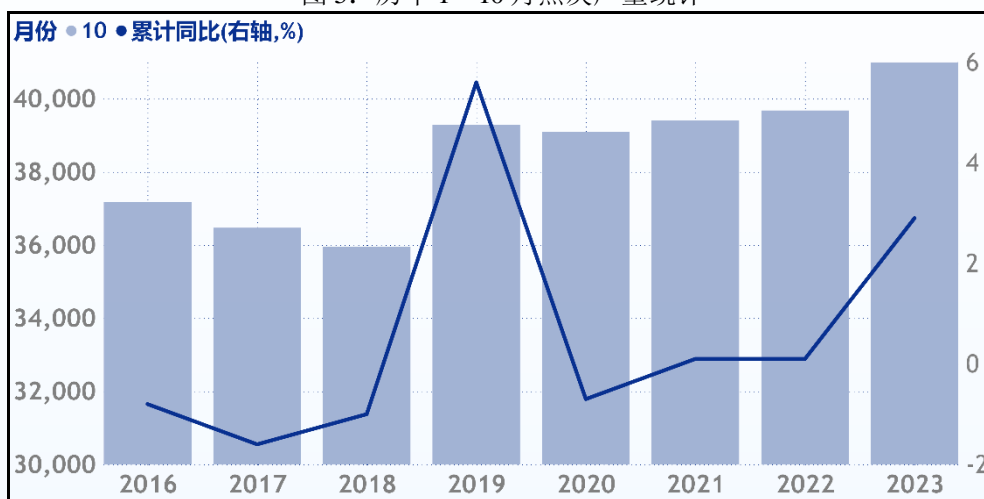
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

四、淘汰落后焦炭产能，总产能过剩的情况依旧

2023 年 10 月份以来，主产区淘汰落后焦炭产能的动作相对较大，但相关因素似乎并未影响焦炭供应格局，最终月度产量表现为稳中有增。国家统计局数据显示，2023 年 10 月份中国焦炭产量为 4153.7 万吨，同比增长 5.8%；1—10 月累计产量 41001.1 万吨，同比增长 2.9%。

图 5：历年 1—10 月焦炭产量统计



资料来源：上海中期，钢联数据

9 月底山西省推动焦化行业高质量发展领导小组办公室下发《关于做好 4.3 米焦炉关停工作的紧急通知》，随后当地焦企迅速落实到位，关停落后产能的相关工作如期完成。据 Mysteel 调研，山西在产焦化产能约 1 亿吨，10 月份淘汰 4.3 米焦炉产能 1530 万吨。分析认为，随着山西淘汰落后焦化产能的告一段落，2023 年剩余时间焦炭产能将以新增为主，所以产能变化对供应的影响将转为积极的一面。截止 2023 年 9 月底调研，Mysteel 调研统计全国冶金焦在产产能 56498 万吨，高炉生铁产能约 10 亿吨，从焦炭下游产能需求来看，按照焦比 0.45 计算，冶金焦产能过剩 1.15 亿吨；按照焦比 0.5 计算，冶金焦产能过剩 0.65 亿吨，即使关停 1824 万吨，焦化产能仍处于过剩阶段。

根据 Mysteel 调研统计的数据，预计 2024 年淘汰落后焦化产能 1585 万吨，新增 2563 万吨，净新增产能达到 978 万吨。同时，行政因素对焦企生产的影响也会减少。届时，焦化企业自身利润情况将会再次成为主导焦企开工、影响焦炭产出的主要驱动力。

表 1：Mysteel 统计 2024 年焦化产能变动

增减	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰	-	55	65	65	-	200	60	96	-	96	194	754	1585
新增	828	465	719	-	122.5	72	84	150	122.5	-	-	-	2563
净新增	828	410	654	-65	123	-128	24	54	123	-96	-194	-754	978

资料来源：上海中期，钢联数据

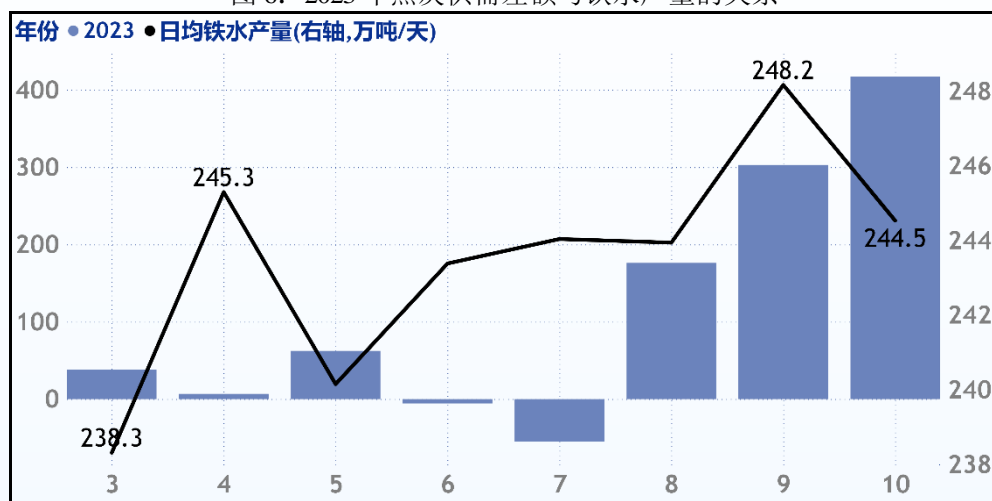
风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

五、焦炭供应能力充足，需求因素对市场影响有限

根据图 6 统计的数据，2023 年的 3—7 月焦炭市场供需关系基本平衡。其中，7 月份出现了小幅度的供应缺口，其原因主要是焦化厂受利润亏损和河北避暑季限产有关。进入 8 月份后，焦炭市场供需关系明显趋于宽松，供应量与需求量的差额逐渐拉大。

图 6：2023 年焦炭供需差额与铁水产量的关系



资料来源：上海中期，钢联数据

需求方面，钢铁行业完成供给侧结构性改革后，近年来钢铁总产能和粗钢年产量已经稳定在一个相对确定的区间内。当前，市场普遍认可将 247 家钢铁企业日均铁水产量 240 万吨/天作为判断高炉生产开工率的上限参考范围。一般情况下，当日均铁水产量高于 240 万吨/天时，钢厂高炉开工率回落的预期将会逐渐加大并在随后的一两周内即可得到印证。然而，2023 年 5 月份以来，钢厂日均铁水产量在 240 万吨上方的位置持续了长达 5 个多月的时间。然而，尽管需求持续高位增长，但焦炭供应宽松的局面反而更加显著。由此可见，在产能过剩的背景下，需求因素对焦炭市场供需关系的影响有限。

六、经营利润偏差，独立焦企开工率继续下降

焦炭产能过剩对行业经营状况造成不利影响，与至于焦化企业主动调低生产开工率的情况多次发生。尤其是 9 月份之后，受炼焦煤价格快速上涨和下游钢厂对高价焦炭接受能力有限的夹击，焦企在盈亏线上挣扎数月后，终于在 11 月中旬因吕梁煤矿火灾事故诱发焦煤价格大涨而陷入实质性亏损。统计显示，截止到 12 月中旬，2023 年全样本独立焦化企业年平均产能利用率 74.51%，日均焦炭产量的均值为 68.08 万吨/天。

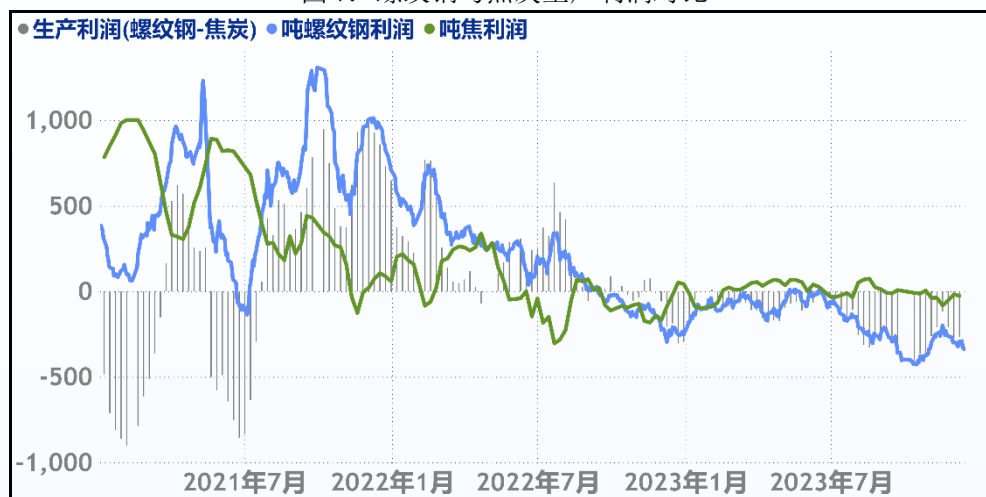
钢厂焦化厂方面，由于平控政策在 2023 年未能得到严格落实，加之环保限产等各种行政因素对钢厂生产的影响也明显减少，全年钢厂高炉开工率在高位偏稳波动。在此背景下，钢厂焦炭产能利用率也窄幅波动，与当期需求情况基本匹配。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

考虑到 2024 年焦炭产能过剩的局面不改，届时独立焦化企业生产开工率偏低的情况仍将存在，全年平均水平预计在 75% 左右。

图 7：螺纹钢与焦炭生产利润对比



资料来源：上海中期，钢联数据

七、钢铁供应结构变化，或继续利好双焦需求

2023 年行政因素对钢铁产业的干预明显减少，延续多年的粗钢平控政策及秋冬季环保限产等因素均未对钢铁企业及焦化厂生产造成过多限制。我们认为，产业调控思路的变化与三方面因素有关：一是当前我国面临的经济下行压力过大，钢铁企业亏损的情况也较为普遍，不限制钢厂生产在一定程度上是对行业的扶持；二是钢铁企业自身合规水平提升，能够正常响应监管部门的调控指示，使得行政干预无需过于强硬；三是成品钢材的需求承载能力仍在，国内消费与出口能够在正常周期内消化产出，不至于出现因库存异常而影响资金链的运转。

下一阶段，行政因素对钢厂的调控力度将继续趋于缓和。此外，钢厂产能置换的过程中，长流程钢厂对钢铁产量的贡献度提升，相关情况继续利好双焦需求：

(1) 2023 年 1—10 月，我国累计粗钢产量 87470 万吨，同比增长 1.4%；同期生铁产量增长 2.3%，说明钢铁产能置换的过程中，长流程钢厂所占的比重有所增加。这一情况使得焦炭因钢铁供应结构的变化而提升了需求。预计 2024 年这一趋势将愈加明显，对焦炭需求总量的提升起到支撑作用。

(2) 近年来新建的高炉炉容普遍在 1200-3000 立方米，炉内料层厚度较小高炉有了较大程度提升，这对焦炭透气性和冷、热态强度等指标都有了更高的要求。为了适应这些要求，焦化厂在配煤方案中，就必须加大结焦性能更好的优质主焦煤配比。这一变化将放大低硫主焦煤的稀缺性，同时不利于 1/3 焦煤、气肥煤、贫瘦煤等炼焦配煤的销售。

预计 2024 年钢铁产业内部结构的变化将对双焦需求及市场价格起到一定的支撑作用。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

八、小结与风险提示

焦煤：在较好的实现了对电力煤炭保供的目标之后，下一阶段**国内煤矿增产将加大对炼焦原煤供应的保障效应**。在此过程中，煤矿将逐渐向下游让渡部分利润，从而提升洗煤厂的生产积极性。进口方面，2024 年蒙古焦煤进口量仍将保持一定的增长，而澳大利亚、加拿大等海运方式进口的焦煤数量增幅有限，俄罗斯焦煤进口量存在下降的风险。需求方面，钢铁供应结构的变化将进一步强化低硫主焦煤的稀缺属性，且**产业调控政策对钢厂生产组织的影响趋于缓和，主焦煤需求总量增长的确性较大**。随着近月来下游库存的回升，投资者对于炼焦煤市场供需关系的判断将更加符合实际。届时，供应端的短期扰动对市场心态的影响减弱。加之下游对价格的话语权也相应增加，行情长时期单边上行的机会或减少。预计 **2024 年炼焦煤市场供需关系继续维持稳中偏紧的格局，期货合约价格中枢不至于有太大幅度的下移**。建议投资者结合成材市场情绪，以偏多思路看待为主。

焦炭：随着 10 月份山西淘汰落后焦化产能的计划如期完成，预计接下来的较长时期内，焦炭总产能以净增加为主。在产能明确过剩的背景下，需求因素对焦炭市场供需关系的影响较为有限，**焦化企业生产开工率的变化对市场格局的影响或更为直接**。考虑到未来炼焦煤价格中枢有较强支撑，焦炭生产成本居高不下，焦企经营利润很难改善。因此，下一阶段焦企开工率偏低的情况成为常态。钢焦博弈方面，由于焦企利润微薄甚至亏损，**钢厂通过消极采购的方式来打压焦炭价格显得更加难**。预计 **2024 年钢铁产业链负向反馈的机制或转变为钢焦合力向煤矿要效益**。结合 2024 年钢价前低后高的观点，我们认为冬储对年初焦炭行情的利好较为有限。尤其是春节过后，焦煤市场供需关系阶段性偏松的背景下，焦炭行情可能形成一波下行走势。此后，焦企经营利润缩减，焦企开工率成为市场关注的焦点。届时，需结合成材市场情绪和上、下游开工相关指标展开对焦炭行情的预判。

需要关注的风险点：（1）国内焦煤供应形势；（2）地缘政治因素对炼焦煤进口的影响；（3）宏观经济下行压力对黑色市场的影响。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

煤炭品种走势展望

动力煤：保供措施逐渐完善，价格中枢继续下移

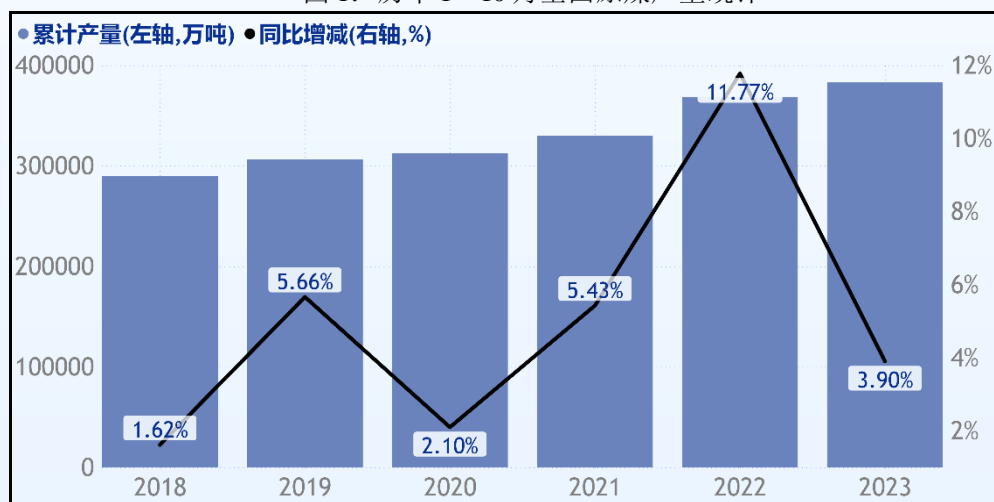
2023 年煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用继续得到巩固，煤炭增产保供政策始终被放在重要高度并得到了持续完善。顶层设计上，除了对上游煤矿进行产能核增和扩产以提升自身供应能力外，还在一定程度上放宽了煤炭进口限制，实现了需求旺季供应的快速增长。此外，还重点推进了电煤中长期合同的签订并督促供应商与电力企业严格履约，并在铁路运输、港口储备、区域储备上做出具体部署。总体而言，2023 年煤炭保供工作取得了较为理想的效果，从容应对了夏季旺季用煤高峰，全年尚未发生区域性“电荒”事件。国家发展改革委 12 月初的信息显示，当前全国能源供应总体平稳，煤炭生产供应平稳有序，预计今冬用煤高峰也可轻松渡过。

根据当前国内煤炭市场形势，我们认为 2024 年我国煤炭保供体系仍将在扩大优势产能、均衡市场供需、完善物流体系、稳定市场价格、促进均衡发展方面起到重要作用。届时，需求端变化的不确定性相对偏大，将会是分析行情走向的关键点。

一、国内煤矿供应形势分析

国家统计局数据显示，1—10 月份我国累计生产原煤 38.3 亿吨，同比增长 3.1%。其中，传统的“三西(山西、陕西、内蒙古)”主产区累计原煤产量为 27.58 亿吨，较去年同期增加 1.03 亿吨，同比增幅达到 3.88%。预计 2023 年全年原煤产量在 46.1 亿吨左右，较 2022 年增加约 2.5%。

图 1：历年 1—10 月全国原煤产量统计



资料来源：上海中期，国家统计局

1、全年安全事故频发，但对产量的影响有限

2023 年国内煤矿安全生产事故频发。2 月 22 日内蒙古阿拉善新井煤业露天煤矿特别重大坍塌事故引起了国务院的高度重视。随后内蒙古各煤矿立即开展自查，有安全隐患的煤矿立即停止生产。该起

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

事故不但对内蒙古当地煤矿产能释放形成了长达 3 个多月的压制，还一度因全国范围的矿山安全生产大整治影响了其他主要产区的煤矿生产。随后的 6 月、7 月煤矿复产形势逐渐好转，但 8 月下旬后，山西、陕西接连发展煤矿安全事故，煤矿供应端受到的扰动随之加剧。尤其是 11 月 16 日山西吕梁市永聚煤矿办公室火灾事故引起了政府的高度重视，国务院安委会随即提出《山西省矿山安全生产帮扶指导工作方案》。该方案的公开对其他几个主要煤炭产区也产生了较为明显的警示作用，安全自查限制煤炭产能释放的预期进一步加强。总体而言，笔者感知到 2023 年重大节日及公共活动对煤矿产能释放的相对有限，但频繁发生的煤矿安全生产事故以及随后的拉闸式安全检查对煤矿生产的扰动较为明显。

图 2: Mysteel 统计 462 家样本煤矿生产及产量情况统计



资料来源：上海中期，钢联数据

不过从原煤产量的数据表现来看，频繁发生的安全事故对原煤产量的影响相对有限。结合图 2 统计的 11 月、12 月样本煤矿生产形势推测，2023 年全年原煤产量约在 46.1 亿吨左右，较 2022 年增加 1.14 亿吨，增幅约 2.5%。尽管这一结果距离全年增产 3 亿吨的目标有一定的差距，但能够实现环比增长已经是超出市场预期的结果。

2、疆煤外运翻番，是煤炭保供的重要增长点

随着国家煤炭布局逐步向“晋陕蒙新”等西部地区的转移，“疆煤外运”已成为新疆煤炭工业发展战略的重要环节。统计显示，2023 年 1—10 月，新疆原煤产量达到 3.49 亿吨，较去年同期增加 0.21 亿吨，同比增幅达到 6.65%，产量贡献度（占全国总产量比例）由 8.88% 提升至 9.11%。

2023 年是新疆签订长协保供的第一年，疆内站台全部优先用于长协发运。但即便如此，由于新疆煤矿增产进度较快，铁路满发仍无法完全满足新疆煤炭向华东、华南保供运输的需求。新疆维吾尔自治区统计局数据显示，前三季度疆煤外运量 5833.1 万吨，同比增长 1.08 倍，为缓解西北地区煤炭保供压力起到了积极作用。考虑到“三西”地区煤炭供应增长空间有限，在国内煤炭产能布局继续西移的

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

进程中，新疆逐步成为接续煤炭保供的重要地区。预计新疆每年可新增约 1900 万吨煤炭用于外运出疆，这将对内地煤炭市场形成直接有效的供应。

3、煤炭行业重组加快，智能化水平日益提升

除安全生产监管以及煤矿产能核增的影响因素外，煤炭行业自身经营状况的变化也在一定程度上利好国内原煤的高水平供应。

近年来，煤炭企业战略性重组步伐明显加快。随着头部煤炭开采企业的兼并重组，煤炭产业集中度大幅提升。未来，国家将持续推进煤炭上大压小、增优汰劣，合理有序释放先进产能，实现煤炭新旧动能有序接替和有效转换。到“十四五”末期，我国将培育 3-5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业，推动企业兼并重组，组建 10 家亿吨级煤炭企业。

此外，近年来国家发改委还大力推动了智能化技术与煤炭产业融合发展。得益于煤炭产业重组后的规模化提升，不少煤炭企业已经在智能化生产上做出探索。通过推进机械化、自动化、智能化，实现“机械化换人，自动化减人”的目标，既可以提升生产效率，又能促进煤矿安全生产。

总体而言，以上情况将在未来几年为国内原煤产量高产、稳产创造更加有利的条件。

4、建立产能储备制度，继续巩固煤炭高产

为深入贯彻落实党中央、国务院关于促进初级产品供给保障和价格稳定的决策部署，建立健全煤矿产能储备制度，保障煤炭稳定供应，国家发改委研究起草了《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见》的征求意见稿。意见指出，产能储备煤矿的设计产能由常规产能和储备产能两部分组成。要求突出重点、合理裕度，到 2030 年煤矿产能储备制度更加健全，力争形成 3 亿吨/年的可调度产能储备。通读该项政策，我们认为相关举措是在国内煤炭供应基本格局稳定前提下，进一步对五大煤炭供应保障基地（山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆）进行统筹管理以实现巩固煤炭高产的目的，能够直接有效的提升我国煤炭供应安全。

综合以上分析，我们认为 2024 年在煤炭增产保供后延措施不断完善的背景下，我国煤炭产能将得到一定程度的增长。不过 2021 年和 2022 年煤炭产能已经实现了较大幅度的增加，预计未来数年国内煤炭产能增幅放缓。而产量方面，2023 年煤矿安全风险排查较为频繁且细致，这将为 2024 年安全生产打下一定的基础。此外，煤炭行业集团化重组和智能化水平的提升也有利于煤矿产能的释放。预计 2024 年全年煤炭产量增幅在 4% 左右，全年实现原煤累计产量 48 亿吨以上。

二、动力煤进口形势分析

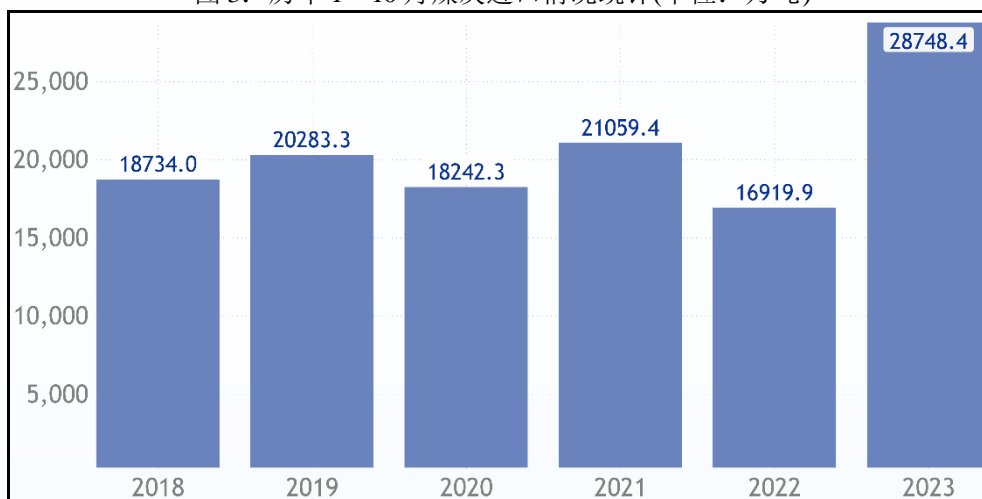
海关总署统计的数据显示，2023 年 1—10 月份，我国累计进口煤炭 3.8 亿吨，同比增长 66.8%。同期，广义动力煤累计进口 28748.41 万吨，同比增幅 69.9%；狭义动力煤累计进口 11823.13 万吨，同比增幅 205.9%。

尽管国内煤炭增产效果明显，但 2023 年煤炭进口数量依然实现了较大幅度的增长。我们认为，相关情况与政府“匹配供需、适应市场”的调控思路有直接关系。在国内供应压力尚不十分显著的情况下，进口煤持续补充供应，由此夯实了煤炭库存储备基础，为避免旺季“煤荒”添上了关键一笔。当然，进口煤在大部分时期都保持着一定性价比优势，这是促使全年煤炭进口量大幅增长的前提条件。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 3：历年 1—10 月煤炭进口情况统计(单位：万吨)



资料来源：上海中期，钢联数据

从进口来源方面看，1—10 月份中国动力煤进口主要来源国为印尼、澳大利亚、俄罗斯、蒙古国和菲律宾。具体的，1—10 月累计进口印尼动力煤 17770.59 万吨，同比增加 4633.46 万吨；进口俄罗斯动力煤 5040.36 万吨，同比增加 2235.72 万吨；进口澳大利亚煤炭 3712.27 万吨，同比增加 3643.69 万吨；进口蒙古动力煤 1250.42 万吨，同比增加 937.55 万吨。

图 4：广州港印尼煤与国产煤价差（均换算为 Q4700Kcal/Kg 单价）



资料来源：上海中期，钢联数据

(1) 印尼依然是最主要的进口动力煤来源国，2023 年增长幅度较大。据印尼政府有关部门消息，2023 年煤炭产量目标为 6.945 亿吨。据此，政府制定的国内市场义务（DMO）分配计划为 1.768

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

亿吨，出口计划目标为 4.573 亿吨。截止到 2023 年 12 月 6 日，印尼煤炭产量已达到 7.0673 亿吨，预计全年煤炭产量将达 7.6 亿吨以上。印尼煤在进口煤市场如此受欢迎，一方面与华东和华南沿海、沿江电厂使用相关资源的物流成本低、运输周期短、炉型适配好直接相关，另一方面则与印尼煤炭开采行业放宽外资持股限制使得产能快速扩增，并在国际市场中展现出突出的性价比优势有关。而以上两项因素在未来较长一段时间内不会发生根本性变化，印尼煤将继续作为最主要的动力煤进口资源补充国内供应。不过值得注意的是，印尼政府对 DMO 以及补偿低价向国有电力企业供煤的生产商方面或有新政策出台，相关事件或对市场形成短期冲击，但不至于对相关资源的出口造成过大的影响。

(2) 俄罗斯煤方面，当前俄罗斯煤炭出口遭遇欧盟禁运并被迫调整出口目的地，以中国为主的亚太地区成为接纳相关资源的重要下游市场。但目前俄罗斯仍深陷俄乌冲突的泥淖之中，煤炭开采行业停滞不前。据俄罗斯联邦统计局消息，2023 年 1—10 月该国累计煤炭产量仅 3.35 亿吨，较上年同期增长 0.7%，其中褐煤（主要的动力煤品种）累计产量 7360 万吨，同比增长 4.9%。预计全年煤炭产量 4.4 亿吨，比上年减少 350 万吨，同比下降 0.7%。我们认为，受生产能力以及铁路和港口运力的限制未来俄罗斯煤进口数量的基数基本稳定。考虑到欧盟禁运一年有余，新的出口渠道将逐渐建立，不排除降低向中国出口的占比。

(3) 澳大利亚煤方面，2020 年底中国海关拒绝澳大利亚煤炭通关，开启了长达 2 年的澳煤禁令。在此期间，澳大利亚出口商被迫调整煤炭出口目的地。但受政治和战争因素的影响，澳大利亚不仅通过印度、日本、韩国、越南等市场填补了我们的市场份额，而且还在大宗商品涨价的情况下实现了销售价格的成倍提高。2023 年 3 月中旬起，中国开始调整澳煤进口政策，宣告澳煤禁令终结。从近几个月观察的情况来看，影响澳洲煤进口的关键仍然在于性价比优势。

图 5：广州港澳洲煤远期现货与国产煤价差



资料来源：上海中期，钢联数据

统计显示，除 10 月中旬国内、国际煤价背向运行导致价格倒挂外，其余月份澳洲煤始终展现出较好的价格优势。2023 年 1—10 月，广州港山西产 Q5500 大卡动力煤与澳洲煤平均价差达到 58.79 元/吨。较为稳定且丰厚的利润有效促进了澳洲煤的进口。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

考虑到 2023 年起中澳关系回暖迹象明显，行政手段限制澳煤进口的情况大概率不会发生。预计 2024 年澳洲煤继续维持良好的进口势头。但同时，前几年在澳煤缺失的情况下，进口煤市场格局已基本稳定，加之我国煤炭产能和产量的有效提升，澳洲煤进口数量或难回升至前几年的水平。

从长期看，随着我国煤炭自给能力不断增强，对进口煤的需求将逐渐减少。尤其是煤矿产能储备机制和地方煤炭现货储备政策的建立，将有效平抑淡旺季市场失衡的情况发生。届时，进口煤补充国内煤炭需求的作用将会快速削弱。由此推测，2024 年进口煤的旺季刚性需求将有一定程度下降，预计全年动力煤进口总量环比小幅回落。

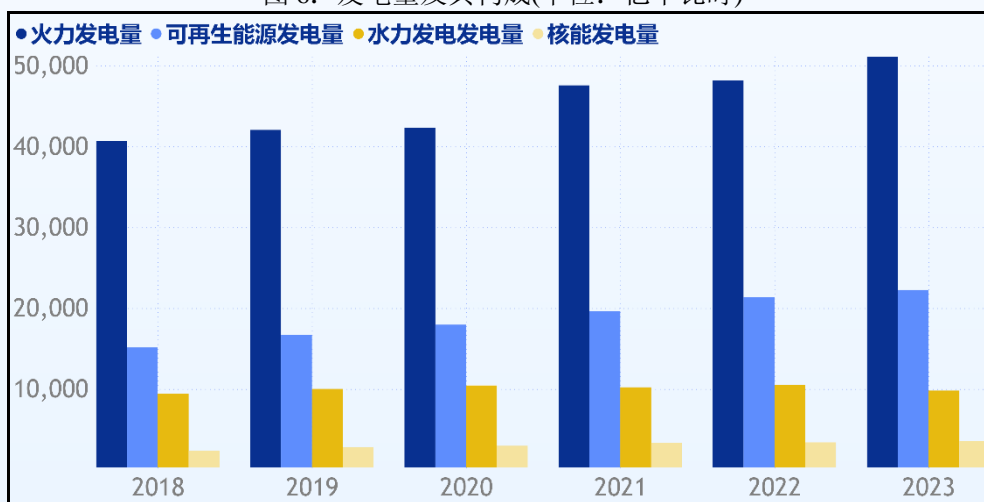
三、动力煤下游需求分析

2023 年动力煤现货市场下行一个大台阶后总体保持稳中有涨的格局。行情走势的形成，一方面受到市场总体供应形势的变化；另一方面则与需求端的动态变化有关。尤其是第四季度起，市场需求不振的是影响煤炭价格走势的关键。

（1）火电煤炭需求平稳释放，对行情的影响力不足

国家统计局数据显示，2023 年 1—10 月我国火力发电量累计达到 51077.10 亿千瓦时，较 2022 年同比增长了约 6%，这一增幅显然将大于全年 GDP 增速。用电量方面，1—10 月，全社会用电量累计 76059 亿千瓦时，同比增长 5.8%。分产业看，第一产业用电量 1076 亿千瓦时，同比增长 11.4%；第二产业用电量 49912 亿千瓦时，同比增长 5.8%；第三产业用电量 13800 亿千瓦时，同比增长 10.4%；城乡居民生活用电量 11271 亿千瓦时，同比增长 0.4%。

图 6：发电量及其构成(单位：亿千瓦时)



资料来源：上海中期，钢联数据

水力发电方面，2023 年 1—10 月累计水力发电 9804.90 亿千瓦时，较 2022 年同比下降了 6.62%。我们观察到，今年水电大省夏季降水明显减少是导致水力发电量下降的重要原因。从电力行业投资数据来看，2023 年 1—10 月火力发电新增装机容量 4372 亿千瓦时，而水力发电新增装机容量则大幅降至 844 亿千瓦时。二者此消彼长，这将在下一阶段体现出水力发电对火电的挤占效应减弱上来。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

我们认为，已经足够完善的电煤保供机制确保了旺季煤炭的均衡供应，电力煤炭需求平稳释放从而有效遏制了极端行情的发生。预计 2024 年火电煤炭需求将保持较好的增速，这在国内原煤产量确定性增长的背景下，使得供需关系不至于明显向宽松的方向倾斜。

（2）非电行业煤炭需求增长，但不足以支撑行情上涨

煤炭增产保供政策主要惠及电力企业及大型非电企业，长协合同基本做到 100% 覆盖上述企业消费需求。在目前的市场结构中，非电企业贸煤炭易量虽然基数不大，但对市场行情的影响较为明显。

以水泥为代表的建材行业，占据动力煤总消费量的 10% 左右。受房地产及基建行业进一步走弱的影响，2023 年 1—10 月全国水泥累计产量 16.86 亿吨，同比下降 1.1%。考虑到后续水泥消费增长的潜力不足，预计 2024 年该行业煤炭消耗量将延续偏低的水平。

煤化工方面，该行业占据动力煤总消费量的 20%—30%，对市场行情的影响最大。2023 年煤制甲醇和煤头尿素企业产能利用率较往年有所提升。1—11 月全国甲醇累计产量 7662.41 万吨，同比增长 3.84%；尿素累计产量 5587.9 万吨，同比增长 7.78%。

我们认为，得益于煤炭社会库存储备的相关政策，预计非电行业对煤炭市场价格的影响力较前几年将有所减弱。此外，经济下行压力仍在加大，相关产业盈利前景或无法支撑煤炭价格的上涨。

四、总结与建议

随着国内煤炭保供体系的不断完善，动力煤市场供应能力随之增强。尤其是建立社会煤炭库存储备机制和煤矿产能储备机制后，煤炭需求旺季的阶段供需失衡现象将明显减少甚至不再发生。此外，煤炭开采行业的兼并重组和智能化转型将有效降低安全生产风险，进一步确保煤矿高产、稳产。预计 2024 年全年原煤产量增至 48 亿吨左右。在此情况下，进口煤补充供应缺口的作用明显削弱，主要从性价比优势的角度赢取部分市场份额。当然，目前我国煤炭市场总体供需关系偏稳，短时期内进口煤市场格局不至于发生明显变动。需求方面，煤炭在能源供应结构中的地位继续提升，尤其是火电投资持续增长确保了电力煤炭需求的增长空间。但经济下行压力继续增大，非电行业煤炭需求仍具有较大的不确定性。我们认为，2024 年国内煤炭供需关系有望继续朝着偏松的方向发展，保供机制将继续平抑动力煤市场价格的波动。预计 2024 年动力煤市场以稳中有涨的形势开局，而后在需求回落的过程中缓慢下跌，并在二季度供应增长的时期创下年内价格低位。全年供需关系进一步改善，北方港口内蒙古产 5500 大卡动力煤价格中枢或将下移至 850—900 元/吨区间内。

需要注意的风险点：（1）煤矿安全生产形势；（2）宏观经济运行情况以及市场整体情绪；（3）国际地缘政治对能源商品价格的影响。

（执笔：上海中期研究所）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。