

黑色产业年报

2022年11月30日

中银期货研究部

吕肖华

投资咨询号：Z0002867

从业资格号：F0311809

联系方式：02161088063

联系人：

章星昊

从业资格号：F3082641

联系方式：02161088063

供大于求，成本拖累黑色整体走低

摘要：

◆ 钢材

2023年，房地产市场在重磅利好政策下有望企稳，与此同时疫情对经济的不利影响将逐步淡化，我们估算全年钢材消费有望微幅增长。从供应上来看，2023年粗钢产量将继续维持稳定但钢材出口可能下滑500-1000万吨。全年来看国内供需基本平衡，但原料成本下滑明显，钢材均价下移。

◆ 铁矿石

2023年，全球铁矿石供应预计增加4000万吨左右，国内供应预计增加2000万吨以上；与此同时粗钢产量0增长叠加废钢使用比例的增加会进一步对铁矿石形成替代。铁矿石市场供大于求，进入熊市。

◆ 焦炭

焦煤价格预期回落，焦化利润有望修复。但终端需求疲弱且焦煤价格下移使得焦炭均价依旧下挫。部分焦化产能将退出市场竞争，海外焦化产量占比将逐步增多。

◆ 焦煤

中澳关系的缓和、自俄罗斯进口焦煤的增加及自内蒙进口焦煤的恢复使得2023年焦煤供给端日益宽松，而终端需求没有增量，预计焦煤中枢价格下移。

预期与现实交错，钢价走势呈现“M”型

一、行情观点

2022年，俄乌冲突对大宗商品市场造成了非常严重的冲击，它改变了全球贸易、生产和消费模式。俄罗斯和乌克兰是许多商品的主要出口国，冲突扰乱了这些商品的生产 and 贸易，大宗商品的边际生产成本在上升。一些国家实施了进口禁令，俄罗斯的能源出口受到限制，导致国际能源价格飙升。能源价格和粮食价格的持续上涨使得全球经济步入通胀，美联储已经连续加息5次，美元作为全球货币锚，其大幅升值对大宗商品价格带来较大的下行压力。与此同时，国内疫情多地散点爆发，中国经济受疫情拖累较为明显。其中房地产市场的疲弱使得钢材消费大幅下挫，1-9月我国商品房销售面积累计同比下滑22.2%，新开工面积累计同比下滑38%。“住房不炒”预示着地产行业高速增长时代的结束，未来房地产市场从“增量市场”转变为“存量市场”，这使得钢材消费总量大幅下降。

2023年，随着各项“保交楼”、“降低首付”以及“取消限购”等政策的实施，我们预计房地产市场的销售将逐步企稳，全年累计销售面积可能在13.5-14.5亿平米之间，而新开工面积全年累计下滑6%-8%左右。基建行业投资增速则因“财政收入”和“卖地收入”的减少而缺乏资金无力维持，我们预计基建投资增速在4%-8%。与此同时，制造业投资预计维持在7-9%。目前来看由于成本抬升叠加消费疲弱，工业企业的利润下滑，企业对未来预期不佳，这些都是不利影响。但是随着防疫政策的优化，如果新冠疫情能够逐步平稳，我们预计制造业投资热情会出现改善。综上，我们预估2023年钢材消费增速将微幅上升0.5-1%。从供应上来看，钢铁行业从“淘汰落后产能”到鼓励“兼并重组”和“产品升级”，供给侧改革在持续推进，随着行业集中度的提高和粗钢产量平控的要求，我们预计2023年粗钢的产量将保持稳定，短流程电炉钢产量占比将有所上升，而国内钢材供应受出口量下降及废钢用量增加的影响也将上升1%。整体来看，预计2023年钢材市场供需微增，钢厂盈利水平有所改善，但均价受2022年上半年高基数的影响环比下滑。

从具体走势来看，3-4月，消费淡季的下跌压力已经释放，而消费旺季的需求预期尚存，在黑色金属全行业低库存的情况下，一旦下游需求超预期或利多政策超预期，则容易出现短期供需失衡导致的快速拉涨局面。全年来看，我们预计钢价在二季度和四季度是高点。以上海地区16-25mmHRB400的螺纹钢价格为例，我们预计2023年均价维持在3700元/吨附近，考虑到大宗商品及期货交易的金融属性，价格波动区间（3500,4200）。

二、市场回顾

从钢材现货市场来看，2022年钢材市场走势分为二个阶段：

第一个阶段：1-4月，国内供应缩减超预期叠加国际市场短期出口上升、以及对消费旺季的良好预期，钢价持续拉涨。2022年1-3月，由于取暖季限产及冬奥会和残奥会的影响，我国粗钢产量持续低位，日均生铁产量仅有214.1万吨，比2021年同期的241.7万吨下滑11.5%。与此同时，国际市场由于俄乌冲突导致通胀高企，欧美经济体的钢材成本由于原料和人工成本高涨而持

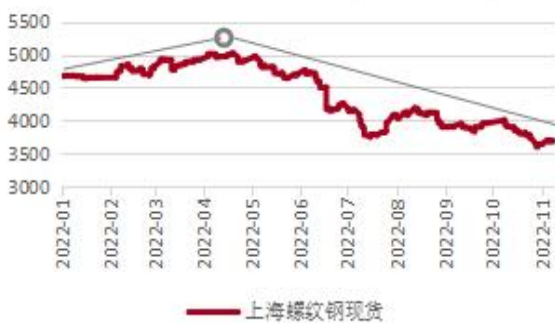
续拉升，这使得我国钢材出口盈利持续好转，尤其是在3月和4月，热卷的国内外价差最高拉至近1000元。出口市场火热叠加消费旺季的良好预期，市场比较乐观，钢价持续上涨，螺纹最大涨幅达8.2%，吨钢上涨380元/吨。

第二个阶段：4-12月，国内市场消费“旺季不旺”叠加国际市场“联储持续加息”，钢价围绕着原料价格螺旋式下跌。4月中旬开始，国内外价差环比缩小，国际钢价持续下行，这说明高钢价对欧美经济体造成了伤害，市场需求在高价下锐减。无独有偶，那时已进入传统旺季，但国内钢材消费迟迟不来，4-5月钢材月均消费同比下滑14%以上。与此同时，美联储分别在3月、5月、6月、7月、9月和12月六次加息：3月加息上调25个基点，基准利率升至0.25%至0.5%的水平；5月加息上调50个基点，基准利率升至0.75%至1%的水平；6、7、9月，连续上调基准利率75个基点，基准利率升至3%-3.25%的水平。预计12月将继续加息100-125个基点。根据美联储统计，美联储每提升1%利率，新兴国家GDP增速平均会掉0.3%左右。至2022年9月，美联储一共加息300基点，对全球经济造成较大的下行压力。在这个阶段，钢价快速下挫，螺纹钢最大跌幅达27%，吨钢下跌1300元/吨。

整体来看，2022年钢价“由强预期，弱供应”的上涨阶段过渡到“强供应，弱需求”的下跌阶段。市场在对未来悲观预期下形成一个负反馈，需求下滑导致钢价下跌，钢价下跌带动原料走低，原料走低使得钢材成本下移，钢价进一步下挫，钢价与原料价格呈现螺旋式下跌行情。

图表 1：上海地区新兴铸管 18-25mmHRB400（单位：元）

图表 2：上海地区 4.75mm 热卷价格（单位：元）



资料来源：钢联数据，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

三、逻辑分析

目前全国生铁产量维持在230万吨/日，“年底赶工”终端需求尚可，库存依旧维持跌势，钢价在利好地产政策和防疫政策的影响下出现反弹，但随着需求的季节性消失和冬储的意愿降低，钢价在低基差下将趋弱震荡。2023年，钢材市场供需都将有所恢复，但需求预期和供应节奏的变化可能导致钢价呈现“M”型波动。同时由于钢市产能过剩而吨钢盈利处于相对低位，钢价的波动区间缩小，均价下移。

3.1 预计明年粗钢产量维持稳定，产量增速大概率前高后低

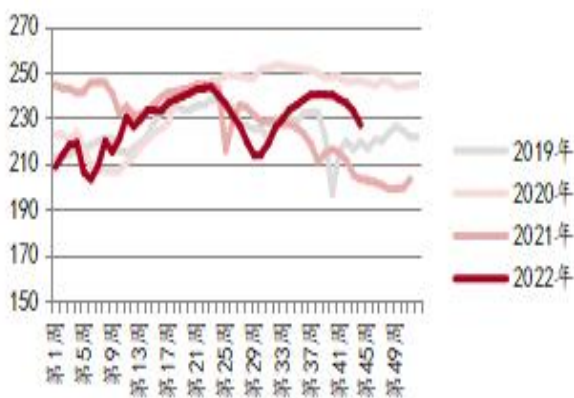
我们估计 2023 年粗钢产量的基本维持稳定，主要依据是国务院印发的《2030 年前碳达峰行动方案》中指出“产达峰”将是钢铁行业碳达峰的基础，钢铁产能产量“双控”是整个行业运行的基调。随着严格执行产能置换、严禁新增产能、推进存量优化、淘汰落后产能等政策的落地实施，“产达峰”将是钢铁行业碳达峰的基础。钢铁生产的资源变革、工艺变革，是钢铁行业“碳达峰”的活力因素。

2022 年，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部联合印发的《工业领域碳达峰实施方案》，提出：到 2025 年，规模以上工业单位增加值能耗较 2020 年下降 13.5%，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。为实现碳达峰碳中和目标，2022 年 10 月以来，江苏、湖南、江西、天津、重庆、宁夏等省市陆续印发碳达峰实施方案。多地重申：坚决严禁新增钢铁新增产能；新建、扩建钢铁等高耗能高排放项目严格落实产能等量或减量置换；合理控制粗钢产量规模；谋划钢铁企业的兼并重组和转型升级；鼓励有条件的长流程企业改造为短流程炼钢，努力达峰削峰，进行绿色低碳转型发展，推动全行业综合能耗下降。

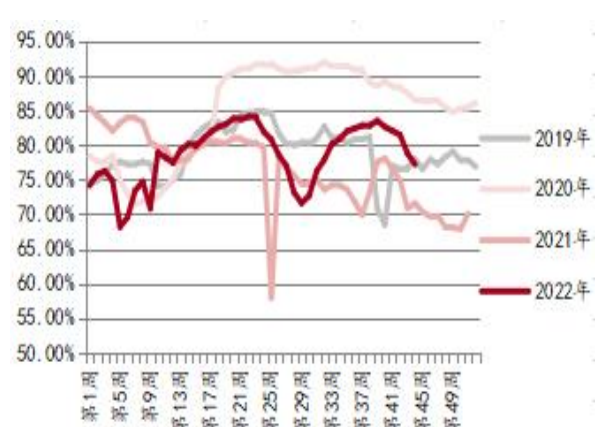
由此看到，不论是“碳达峰”这个中长期目标，还是“环保达标”这个年度目标，以及“重污染天气环保限产”这个短期目标，都促进粗钢产量持平甚至是环比下滑。2022 年 1-10 月，我国粗钢产量累计 85837 万吨，与去年同比下滑 2%。按照高频的产量数据以及各地区产量平控情况来估算，2022 年全年粗钢产量预计在 10.1 亿吨-10.2 亿吨，环比 2021 年的 10.3 亿吨产量下滑 1000-2000 万吨。2023 年，我们预计消费微幅上升 0.5-1%，行业利润很难出现大幅改观，在“环保达标”的硬性条件下，粗钢产量可能持平。与此同时，钢厂利润的好转可能使得短流程电炉钢的产量上升 1000 万吨。

2023 年 1-3 月，受冬季环保限产及疫情影响，预计粗钢月均产量在 8700 万吨左右，同比 2022 年的 8200 万吨增长 6%。进入 2 季度，随着限产的放松及下游需求的季节性回暖，粗钢月均产量将可能环比上升至 9200 万吨左右，假设全年产量 0 增长，则 7-12 月粗钢月均产量在 8600 万吨左右，同比增速达到 2%。从季度同比增速来看，1 季度受低基数的影响，增速最高，4 季度受高基数的影响增速最低。

图表 3：历年同期生铁产量（单位：万吨）



图表 4：历年高炉钢厂产能利用率（单位：百分比）



资料来源：钢联数据，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

3.2 钢材消费微幅上升, 消费增速前低后高

从钢材的终端消费来看, 房地产行业、基建行业和制造业大概分别占比 25%、25%和 30%, 但是从对钢价的影响力来看, 房地产行业影响最为明显。一来是因为地产行业的需求年度间变化较大, 再者地产行业涉及的行业众多, 它通过财富效应对汽车等耐用品的需求造成较大影响, 而且地产开工和施工建设也会使得挖机、拖车、叉车等工程机械的需求上升, 地产竣工又会增加家装行业及家电行业的有效需求。与此同时, “卖地收入”是地方政府主要财政收入来源。因此, 房地产行业从需求和资金等方方面面影响着制造业和基建行业。

收入的下降、人口的老齡化以及房地产投资属性的消失, 使得房地产由增量市场变为存量市场。2002 年-2022 年, 我国商品房销售面积累计达 220 亿平米, 按照 20 年折旧期, 预计未来地产市场平均每年要新建 11 亿平米左右的商品房。从资产配置来看, 我国居民家庭资产的 7 成集中在房地产, 而欧美只有 3 成。2016 年“住房不炒”政策的提出意味着房地产市场作为重要资产的情况已悄然发生改变。2018 年-2021 年, 我国地产销售面积已经连续 4 年超过 17 亿平方米, 并在 2021 年达到 17.9 亿平方米的峰值。

地产行业吸引了大量资金和人力, 高位房价拉大贫富差距并削弱居民消费, 天量资金追逐短期利益不进入实体, 经济增长受到抑制。2020 年限制房地产企业融资的“三道红线”和银行业对房地产贷款集中度管理的“两道红线”限制了房地产行业对信贷资源的挤占, 并降低了居民部门的杠杆率, 房地产市场的销售和新开工应声而落。根据统计局数据, 1-10 月我国累计商品房销售面积是 11.1 亿平米, 同比下滑 22.3%, 预计全年销售面积在 13.5 亿平米左右; 1-10 月累计房屋新开工面积是 10.4 亿平米, 同比下滑 37.8%, 预计全年新开工面积在 12.3 亿平米左右; 1-10 月土地购置面积是 7432 万平方米, 累计同比下滑 53%。根据目前地产新政以及土地购置面积来推算, 我们估计 2023 年商品房销售面积将维持在 13-14 亿平米左右, 而新开工面积可能下滑 5%-7%至 11 亿平米左右。

我们知道与地产用钢量相关性最大的数据是“新开工面积”和“房屋销售面积”这两个数据。从地产行业具体的用钢节奏来看, 房地产不同的开发建设阶段对应着不同的钢材消耗量: 一般房地产新开工 2-3 个月是地下至正负零阶段, 这时候用钢量较多, 其次是主体结构达到预售条件至封顶阶段; 再其次地面施工也会消耗钢材, 这个阶段要看房地产资金回笼情况, 如果开发商缩短开工到期房预售时间, 可以缩短资金回笼周期缓解开发商资金压力, 同时施工周期的缩短也加快了钢材的消耗, 当然后期房地产销售面积情况表现也会影响资金回笼情况和刺激新开工, 从而影响着钢材的消耗。由于“地产销售”领先“新开工”3-6 个月, 高频数据显示 11 月的销售数据不佳, 预计未来 3-6 个月的钢材消费很疲弱。11 月的房地产资金来源中“定金及预收款”的累计同比增速和“个人按揭贷款”增速之差依旧为负值, 这显示人们的购房欲望较差。而 2022 年房地产销售和新开工数据都是前高后低, 基数的因素会导致 2023 年消费增速前低后高。另外, 房地产利好政策降低了地产市场资金链断裂风险, 人们对房地产市场的信心有所恢复。为了“保交付”和保障居民刚性消费和改善型消费, 房地产利多政策频出, 从降低贷款利率、降低首付比例、取消限购到允许地产企业发债并对到期债务进行展期、优化预售资金监管等稳市场、托信用、保交楼的政策组合拳持续发力。与此同时, 我国疫情管控政策也有所松动, 这些政策的转变对消费利多, 但短期很难奏效。这也从侧面佐证了 2023 年钢材消费可能前低后高。

2023 年, 基建投资增速可能下滑至 4%-8%。2022 年三季度末累计发行专项债约 3.65 万亿元, 同时第四季度有望提前下达部分明年新增专项债额度。根据目前房地产市场现况, 预计 2023 年国有土地使用权出让收入在 7.5 万亿至 8 万亿区间, 较 2022 年有所增长, 但卖地收入仍然

不足。因此新增专项债预计与 2022 年基本持平至 3.65 万亿元左右。10 月底，财政部提前下达 2023 年民航发展基金用于民航基础设施建设和机场航线补贴资金预算。根据我们的预测，2023 年全国基建投资在今年基础上稳步增长，预计增速 4%-8%。

根据人民银行数据，企业中长期贷款同比增速在 7 月触底反弹，但是从绝对值上看，依旧处于相对较低的位置，这说明企业投资信心有所改善但情况依旧不佳。随着地产市场的企稳以及防疫政策的优化，我们预计企业信心可能进一步改善，预计 2023 年制造业投资增速可达 7%-9%。

图表 5：地产新开工、销售及土地购置累计同比



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 6：房地产、制造业和基建投资累计同比



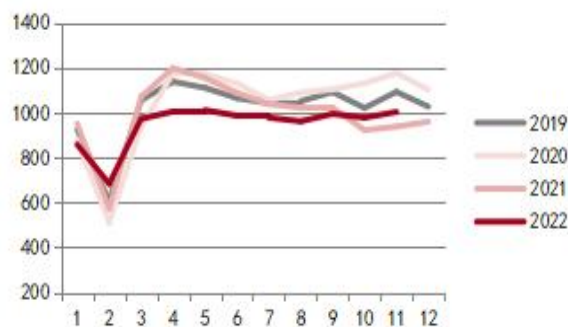
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 7：购房欲望指数与新开工面积累计同比



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 8：钢材月度周均表观消费（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 9：地方政府土地使用权出让金收入累计同比



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 10：钢材月度周均表观消费（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

3.3 钢材出口总量下滑

2018年-2020年，我国钢材出口量逐年下降，分别为6955万吨、6435万吨、和5369万吨。出口量下滑一方面是因为供给侧改革后我国国内钢材价格较高，出口盈利下降；另一方面，全球贸易保护主义抬头，各国反倾销政策频出，不利于出口。2021年，尽管出口退税政策取消，限产政策依旧，但钢材出口量上升至6694万吨，比2020年增长了1325万吨，增幅达25%。2021年出口增长的主要原因是欧美经济体自新冠疫情中快速恢复，海外需求超预期，但是海外供应却因为人力短缺及原料价格高涨等原因恢复缓慢，因此导致海内外价差逐步拉大，刺激了国内钢材出口。2022年，俄乌冲突对全球供应链造成了破坏，一度导致国际钢价高涨并带动4-5月的出口上升，但是欧美经济体的高通胀对经济的负面作用快速显现，高价格抑制了需求，国际钢价自4月高点开始持续下滑。另外，从欧美耐用品的库存来看，也处于高位，这也不利于我国钢材出口。2022年1-9月我国钢材出口累计5127万吨，同比下滑3.3%。10月-12月均出口预计维持在500万吨左右，全年出口量6600万吨左右，与2021年基本持平。

2023年，随着联储加息节奏放缓，美元触顶的概率增加，人民币兑美元有升值空间，这不利于钢材出口。另外，从海外需求来看，随着利率的抬升，欧美经济体增速逐步下滑，需求下滑。从国内市场来看，我国供给侧改革持续，供应没有增量，钢材边际成本抬升，出口盈利缩小，不利于出口。因此，预计2023年出口量将下滑10%至6000万吨左右。

图表 11：热卷国内外价差



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 12：国际热卷价格



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 13：全球制造业 PMI 及制造业新订单

图表 14：中国及国外粗钢产量同比



资料来源：钢联数据，中银期货



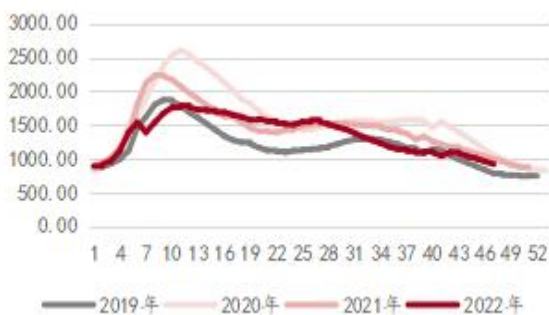
资料来源：钢联数据，中银期货

3.4 钢材库存处于低位

2022年，全国范围内多地疫情爆发，如上海、广州、海南、新疆、四川、以及西安和内蒙古等，对经济造成较大的拖累。与此同时，我国房地产行业由于高负债和高杠杆导致的房企破产事件频出，而国际市场欧美经济体又在持续加息，钢材市场一片萧条，人们对后市较为悲观，主动清库，整个产业链的库存都偏低，这导致钢材合计库存绝对水平处于低位。

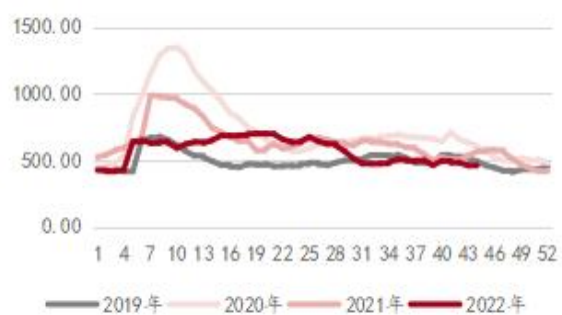
以贸易商库存来说，截止上周，2022年钢材周均库存是1365万吨，比2021年1479万吨下滑8%，其中螺纹钢库存同比下滑12%，热轧库存同比下滑5%。与此同时，钢厂周均库存为572.96万吨，比2021年的658.38万吨下滑13%。较低的库存一方面显示市场对未来的消费预期较差，另一方面来说，如果终端消费超预期好转，则钢材市场短期会出现现货短缺，快速拉涨的局面。

图表 15: 历年同期钢材贸易商库存



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 16: 历年同期钢厂库存



资料来源：钢联数据，中银期货

3.5 供求平衡表

由于今年钢厂平控目标已经完成，取暖季限产幅度不大，2023年1季度供应与2022年4季度相比变化不大，全年供应在2季度达到高点，由于受到基数影响，供应增速前高后低。消费受到地方债发放节奏的影响和地产施工季节性影响，预计2季度出现年内高点。

根据终端消费，我们预计 2023 年钢材需求环比上升 0.5-1%：地产市场在利多政策下会逐步企稳，但很难看到增量。一些在建工程完工后，我们会看到施工面积下降，新开工面积也下降，预计地产消费下滑 6%左右；而基建投资受财政收入下降的影响难以保持大幅上升；制造业投资随着市场信心的恢复会有所提高。整体来看，2 季度月和 4 季度的需求旺季容易出现上涨行情，再考虑 1 季度是铁矿石的发运淡季，成本因素更加支撑 3-4 月出现高点。从季度变化来看，1 季度由于供应增大于需求，钢材库存出现累库；2 季度由于钢材消费季节性回暖，钢市可能出现阶段性供需失衡，钢价容易出现反弹；3 季度，需求小于供应，可能出现过剩；4 季度由于平控供应同比会出现负增长，而消费同比变化不大，届时钢市平衡可能再度收紧。

从供应来看，2023 年影响供应的因素主要是钢厂盈利情况及环保限产的节奏，在吨钢盈利不佳的情况下，钢厂在 2 季度高排产是大概率事件，而 4 季度由于天气和节假日的因素，产量往往受到一定影响。在供应变化不大的情况下，需求的释放节奏对钢价的影响较大，因此 2 季度需求旺季的预期及 4 季度供应缩减的预期都有望引导一波上涨行情，但由于钢市产能过剩，上涨的行情很难长期持续。

从价格上来看，2023 年钢材市场产能过剩，供需基本平衡，均价下移。以上海地区 16-25mmHRB400 的螺纹钢价格为例，我们预计 2023 年均价维持在 3700 元/吨附近。

图表 17：钢材年度供求平衡表

	粗钢产能	产能利用率	粗钢产量	同比	净出口	贸易商库存	钢厂库存	需求	供应	供应/需求
2011年	85000.00	0.81	68428.00		3336	1314	2892.95		65092.00	
2012年	99519.00	0.72	71300.00	0.04	4203	1195	3110.15	66998.80	67097.00	100.15%
2013年	107519.00	0.72	77457.00	0.09	4375	1349	3973.61	72064.54	73082.00	101.41%
2014年	110229.00	0.74	81330.00	0.05	7083	1000	1516.00	77053.61	74247.00	96.36%
2015年	112029.00	0.71	80052.00	-0.02	9974	920	1500.00	70174.00	70078.00	99.86%
2016年	109030.00	0.74	80697.00	0.01	9752	980	1262.00	71123.00	70945.00	99.75%
2017年	105929.00	0.80	85000.00	0.05	6233	880	1280.00	78849.00	78767.00	99.90%
2018年	103420.00	0.89	92000.00	0.08	5700	800	1270.00	86390.00	86300.00	99.90%
2019年	103312.00	0.96	99400.00	0.08	5500	750	1240.00	93980.00	93900.00	99.91%
2020年	103200.00	1.02	105442.00	0.06	3346	990	1390.00	101706.00	102096.00	100.38%
2021E	106200.00	0.97	103105.00	-0.02	5265	875	1274.00	98071.00	97840.00	99.76%
2022E	106200.00	0.96	101775.00	-0.01	5000	1300	1500.00	96124.00	96775.00	100.68%

资料来源：统计局，钢联，中银期货

图表 18：钢材季度供求平衡表

单位：万吨	2021年				2022年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
粗钢日均产量	241.73	240.15	226.02	208.5	212	243	239	225
同比增长	13.09%	1.49%	-9.73%	-15.09%	-12.30%	1.19%	5.74%	7.91%
统计局供应	26901	29117	24378.00	22709	21475	29000	27000.00	24300
同比增长	15.12%	8.29%	-13.17%	-16.24%	-20.17%	-0.40%	10.76%	7.01%
净出口	1990	2607	1781	1202	1200	1200	1100.00	1000.00
表观消费	24911	26510	22597	21507	20275	27800	25900	23300
同比增长	13.29%	3.34%	-22.54%	-18.65%	-18.61%	4.87%	14.62%	8.34%
需求	24382	26853	22694	21293	19561	28682	25918	22804
同比增长	25.61%	-1.37%	-22.46%	-21.39%	-19.77%	6.81%	14.21%	7.09%
钢厂库存	1471	1377	1195	1390	1670	1271	1247	1500
贸易商库存	1146	897	981	1000	1434	951	957	1200
供应/需求	102.17%	98.72%	99.57%	101.00%	103.65%	96.92%	99.93%	102.18%

资料来源：统计局，钢联，中银期货

四、行情前瞻

长期来看，钢铁长流程供应将持续受限。国务院印发 2030 年前碳达峰行动方案，其中推动钢铁行业碳达峰的具体内容包括：以京津冀及周边地区为重点，继续压减钢铁产能。促进钢铁行业结构优化和清洁能源替代，大力推进非高炉炼铁技术示范，提升废钢资源回收利用水平，推行全废钢电炉工艺等。钢铁行业从“淘汰落后产能”到鼓励“兼并重组”和“产品升级”，供给侧改革在持续推进，随着行业集中度的提高和电炉钢比例的增加，我们预计我国吨钢边际成本在抬升。

中短期来看，市场在重磅地产利好政策和防疫政策边际宽松的刺激下，信心有所恢复。供应上来看，钢厂盈利情况不佳，部分钢厂有平控需求，预计短期钢材供应稳定。但是步入 12 月后，“年底赶工”基本完成，随着消费的季节性下滑，北材南下会对现货市场形成一定压力。而基差目前已经基本收敛，预计钢材价格震荡趋弱。

五、策略建议

2023 年 1 季度通过防疫政策和地产政策变化预测终端消费变化，在低利润高基差下建议逢低买入，选择 2305 合约逢低做多钢材，入场条件是库存累库结束，现货开始反弹；2023 年 2 季度，关注钢材产量的释放及真实消费的释放节奏，准备逢高做空，入场条件是供应环比上升，钢材开始累库；2023 年 4 季度，关注环保限产政策的变化，准备逢低做多，入场条件是供应环比下降，钢材库存开始下降；全年来看，可以逢低做多钢厂利润，入场条件是吨钢亏损 300 元左右。

六、风险提示

疫情对经济的影响继续扩大、或者钢厂产量超预期以及房地产销售情况继续恶化等其它不利因素出现导致的结论变化。

供增需降,铁矿石价格重心下移

一、行情观点

2022年,俄乌危机撕裂了全球大宗商品贸易链,乌克兰出口中国的铁矿石受到很大影响,叠加1季度是澳巴铁矿石发运淡季,铁矿石的供应低于预期,铁矿石价格在6月中旬前持续处于高位。下半年,随着四大矿山发运量的上升以及消费的下滑,矿价持续下跌,全年价格前高后低。2023年,主流矿山和非主流矿山供应预计增加4000万吨以上,而生铁产量基本稳定,与此同时废钢的使用比例可能增加,这就使得生铁对铁矿石的需求进一步下降。整体来看,铁矿石市场供增需降,铁矿石价格重心将继续下移。长期来看,在低碳转型大背景下,“产达峰”是钢铁行业碳达峰的基础,推行全废钢电炉工艺势在必行,铁矿石的需求将逐步被替代而供应基本稳定增长,铁矿石市场进入长期熊市。

以青岛港FE含量61.5%PB粉价格为例,2021年均价在1100元/湿吨,2022年均价维持在830元/湿吨附近,我们预计2023年均价将下跌至750元/湿吨附近,考虑到大宗商品及期货交易的金融属性,铁矿价格波动区间(650,900)。

二、市场回顾

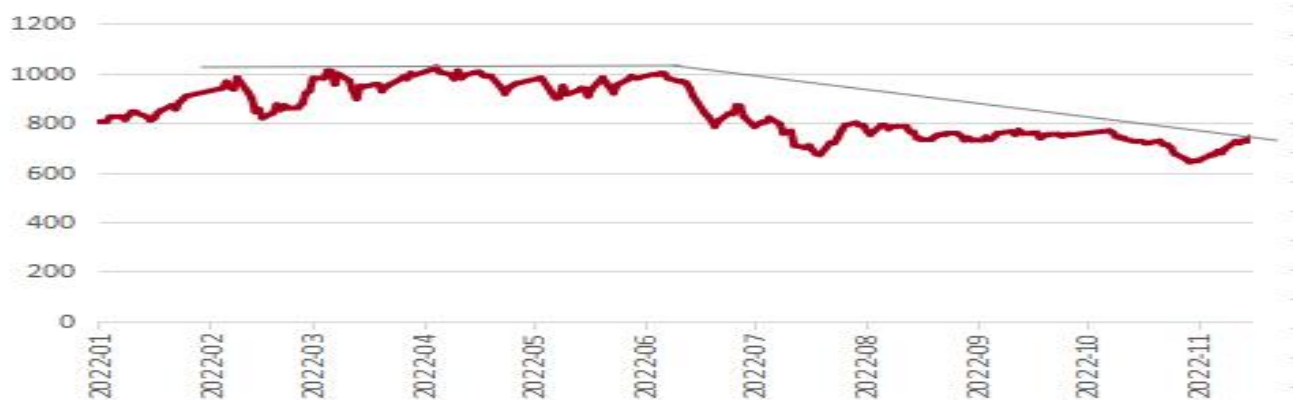
从铁矿石现货市场来看,2022年矿石市场走势分为二个阶段:

第一个阶段:1-6月中旬,铁矿石价格维持强势。1-5月澳巴铁矿石发运量持续低于预期,比2021年同期下滑3.6%。与此同时,钢厂由于利润不佳而减少了废钢的使用比例,进一步增加了矿石的消费,这使得铁矿石港口库存由2月高点的1.64亿吨下滑至6月的1.25亿吨,随着港口库存持续下降,铁矿石价格保持强势,铁含量61.5的PB粉最高上涨至1005元/湿吨。

第二个阶段:6月中旬至今,铁矿石价格维持跌势。主要原因是房地产市场需求疲弱叠加多地疫情爆发使得钢材需求疲弱,钢厂亏损严重进而限产,这导致铁矿石的需求下滑,与此同时,澳巴铁矿石发货量同比环比都出现上升,港口库存止跌企稳。而美联储的持续加息对铁矿市场来说更是雪上加霜,以青岛港FE含量61.5%的PB粉为例,由6月中旬的最高价1005元/湿吨最低跌至11月的640元/湿吨,最大跌幅达36%。

图表 1: 青岛港 61.5%FE 含量的 PB 粉价格

单位: 元/湿吨



资料来源：钢联，中银期货

三、逻辑分析

长期看，在“碳达峰、碳中和”的大背景下，我国钢铁需求逐步见顶，国内粗钢压减任务或逐步常态化；同时废钢对铁水的替代效应逐步显现；而海外经济在2021年得到恢复后，铁矿需求或难再有明显增量，全球铁矿需求预计将逐步减少。

供给端，淡水河谷与力拓尚有产量恢复预期；必和必拓与FMG仍在扩张产能；部分非主流矿也有扩产计划；同时由于国内钢铁行业长期受制于铁资源短缺、极度依赖进口等因素，中钢协高度关注铁矿石资源保障，于今年提出“基石”计划。“基石计划”已初步明确将提升国内矿产量、支持国内废钢回收和利用、在防风险前提下加快海外矿开发三大举措。将2025、2030及2035年作为三个重要时间节点，分阶段达成供给目标：首先至2025年，实现国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到3.7亿吨、3亿吨和2.2亿吨的要求，分别比2020年增加1亿吨、0.7亿吨和1亿吨。因此拉长周期来看，铁矿市场供增需降，过剩将逐步显现。

3.1 四大矿山供应增加，全年供应增量大概增加1000万吨

自2019年以来，由于铁矿石价格企稳反弹，四大矿山的资本支出也明显上升。根据统计，淡水河谷自2019年始资本开支持续增加，总量保持在50亿美元以内；力拓资本开支逐年增长，主要用于产能置换；FMG自2020年后保持着较高资本投资规模，2022财年计划资本支出计划30-34亿美元，预计后期稳中有升；必和必拓铁矿资本开支相对平稳，2022年铁矿计划开支为21亿美元，略低于2021年的21.88亿美元，但整体处于高位。伴随着资本开支的上升，矿山的产量稳步增长。根据四大矿山财报统计，2023年四大矿山铁矿石供应量可能增加1000万吨左右，其中增量主要来自VALE和RioTinto、FMG和BHP，根据预计2024年铁矿石的供应将继续增加。

2021年VALE公司的指导产量为3.15亿吨-3.35亿吨，实际产量为3.156亿吨。2022年VALE公司的指导产量为3.1亿吨-3.2亿吨，随着北部系统的S11D的增产以及南部系统Vargem Grande矿区的物流运输瓶颈问题的逐步解决，前3季度已完成2.28亿吨，目前看来全年完成3.18亿吨的产量是大概率事件。2023年VALE有望增产至3.2亿吨以上。

RioTinto 公司是澳大利亚第一大、全球第二大的铁矿石生产商，其 2021 年发运指导目标为 3.25-3.4 亿吨，实际发运量 3.216 亿吨。2022 年 RioTinto 公司发运指导目标为 3.2-3.35 亿吨，前 3 季度已完成 2.34 亿吨，产量增长主要是来源于 Gudai-Darri 和 Robe Valley 矿区产量持续增加，预计全年完成量在年度目标底部。预计 2023 年有望增产至 3.23 亿吨。

BHP 是澳大利亚第二大、全球第三大的铁矿石生产商。2021 财年，必和必拓铁矿石实现产量：权益产量为 2.535 亿吨（其中 WAIO 为 2.516 亿吨，Samarco 190 万吨）。2022 财年，必和必拓铁矿石产量的指导目标：WAIO 总产量（100%基础）的区间为 2.78 至 2.88 亿吨（WAIO 权益产量的区间为 2.46 至 2.55 亿吨，Samarco 权益产量的区间为 300-400 万吨）。随国内疫情趋缓，港口去瓶颈项目（PDP1）及南坡项目持续发力，2022 年前三季度权益产量为 2.2 亿吨（其中 WAIO 为 1.89，Samarco 310 万吨），预期全年可以完成目标。2023 年有望增产至 2.87 亿吨。

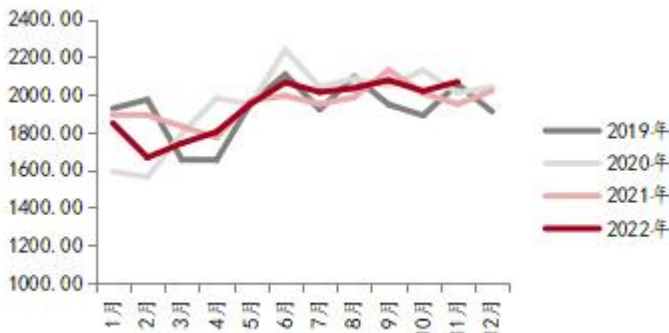
从 2020 年开始，FMG 的资本开支再次开始放量，其铁矿石产量也稳步增长。2021 财年，FMG 铁矿总出货量（Total Shipments）为 1.822 亿吨，同比增长 2.2%。2022 财年 FMG 的铁矿出货量指导目标为 1.8-1.85 亿吨，实际出货量 1.89 亿吨左右。2023 财年 FMG 铁矿出货量目标是 1.87-1.92 亿吨，2024 财年有望达到 2 亿吨。

图表 1：四大矿山产量预估表

单位：亿吨	VALE	力拓	BHP	FMG	合计	增量
2021年	3.00	3.21	2.84	1.82	10.87	
2022年	3.10	3.22	2.85	1.85	11.02	0.15
2023年	3.15	3.23	2.87	1.87	11.12	0.10

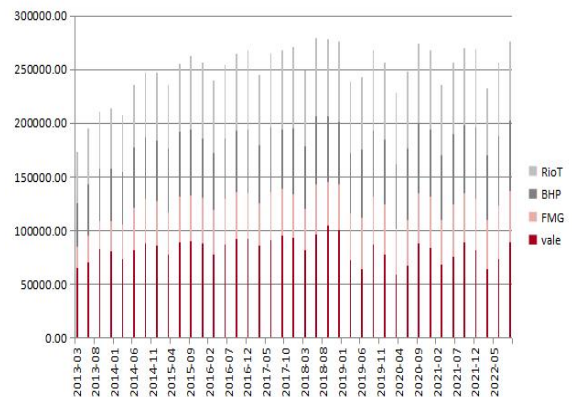
资料来源：VALE、BHP、FMG 和力拓财报，中银期货

图表 2：历年同期澳巴月均发货量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 3：四大矿山季度供应量（单位：千吨）



资料来源：矿山财报，钢联数据，中银期货

3.2 非主流矿供应增加，国产矿山增产明显

印度时间 11 月 18 日印度财政部下调铁矿石出口关税，部分钢铁产品也相应调整。其中铁品位 58% 以上矿石关税由 50% 下调到 30%，58% 及以下矿石、球团恢复 0% 关税。调整自印度时间 11 月 19 日生效。这是本年度印度国内第二次调整关于铁矿石出口关税的举措，第一次调整时间为 2022 年 5 月 22 日，当时是印度为了控制国内工业品价格，进而降低进口税率，提高出口税率。

印度矿曾是我国铁矿石的重要来源之一，此次关税调整对国内、全球矿市供需格局均会产生相应影响。2021 年我国进口印度矿 3342 万吨，由于 5 月底上调出口关税，2022 年 1-9 月我国自印度矿石进口量仅 989 万吨，同比下滑 2240 万吨。如果仅从关税的影响来看，6-9 月自印度进口矿石同比下滑 818 万吨，也就是月均 200 万吨的影响量，年化 2400 万吨。

虽然总量上来看，我国印度矿进口占比虽然不高，但在关税的影响下变化量较高，因而此次下调关税后印度出口将迎来回升，届时会推升国内矿石到货量。同时，当前国内钢厂利润偏低，对低品矿需求增加，印度矿后续进口成本的下降或将提振国内对印度低品粉矿的需求，海外其他低品矿的折扣或将增大。对全球市场来说，此次印度矿石出口关税再度下调导致出口成本降低，全球矿石供应将面临印度矿的潜在增量。

综上，印度关税下调将使得国内、海外矿石供应增加，而市场目前主流预期增量 1500-2000 万吨左右，但印度矿对价格敏感性较高，当前低矿价下供应释放相对受限，因而短期看仅存利空预期，实际效果不大，但长期来看则是矿价上行顶部将受限，一旦矿价反弹至印度矿盈亏平衡时则其供应压力会迎来释放。

图表 4：印度铁矿石进口量

万吨	进口					自印度进口				
	总计	烧结	块矿	球团	精粉	总计	烧结	块矿	球团	精粉
2021年	112643	79760	18433	2251	12199	3342	2426	219	692	5
2021年1-9月	84380	59401	14069	1833	9077	3229	2362	203	659	5
2022年1-9月	82307	58493	13985	1228	8601	989	526	38	415	10
	-2073	-908	-84	-605	-476	-2240	-1836	-165	-244	5
2021年1-5月	47242	32976	8076	1057	5133	2191	1649	160	377	5
2022年1-5月	44693	31840	7308	841	4704	770	352	24	384	10
	-2549	-1136	-768	-216	-429	-1421	-1297	-136	7	5
2021年6-9月	37138	26425	5993	776	3944	1037	713	43	281	0
2022年6-9月	37614	26653	6677	387	3897	219	174	14	31	0
	476	228	684	-389	47	-818	-539	-29	-250	0

资料来源：钢联数据，中银期货

2022 年俄乌危机撕裂了全球商品供应链。由于俄乌是众多大宗商品的生产国，包括铁矿石、煤炭、钢坯、钢材等黑色产品，俄乌战争改变了全球商品流向，导致区域间商品价格波动加大。对于乌克兰而言，出口的难度主要在于战争对生产和贸易的损毁和中断，以及黑海被俄方军队控制，乌克兰仅能通过铁路出口货物。对于俄罗斯，则重点在于其受到西方国家制裁程度以及出口商品支付受到的影响。目前来看，其他国家从俄罗斯进口商品所需信用证等也受到了影响。另外黑海地区的运输情况也不乐观，仅能从远东港出口部分商品。2022 年 1-10 月，中国自俄罗斯进口铁矿石 743 万吨，与去年同期相比持平，而自乌克兰进口量出现大幅下滑。2021 年，中国自乌

克兰进口铁矿石 1744 万吨，2022 年 1-10 月进口量为 555 万吨，比去年同期的 1453 万吨减少了近 900 万吨，年化 1000 万吨。2023 年，如果俄乌危机解除，则中国自乌克兰进口铁矿量将出现回升。

除去澳洲和巴西的主流矿山，非主流矿山的印度和乌克兰之外，2023 年不含中国全球产量总计增加 400 万吨左右，其中加拿大的产量将上升 200 万吨，智利产量上升 100 万吨，南非产量上升 100 万吨。

与此同时，我国铁矿石供应量也逐年增长。自 2019 年以来，铁矿石价格在巴西矿难后持续拉涨，高矿价刺激国内矿山投资上升，国产矿增产明显。根据统计局数据 2019 年我国矿石产量 8.6 亿吨，同比上升 8.6%。2020 年，我国矿石产量 8.7 亿吨，同比上升 1%。2021 年全年国产矿达 9.6 亿吨左右，同比上升 10.55%。2022 年 1-10 月铁矿石产量 8.5 亿吨，预计全年产量 10.1 亿吨，同比增长 5% 左右。2022 年 1-10 月我国黑色金属矿采选业固定资产投资累计同比增长 33.2%，这预示着 2023 年国产矿产量将继续上升。根据钢联统计，2023 年铁矿石项目新增产能 416 万吨。预计 2023 年国产铁精粉将增加 500-700 万吨左右。

图表 5：中国近两年预计新投产的铁矿项目（单位：万吨）

项目编号	省份	进展阶段	建设末期/理论投产时间	新增原矿年产能	新增铁精粉年产能	2022 年新增量	2023 年新增量
1	安徽	已投产	2022/6/1	95	56	20	36
2	山西	已投产	2022/7/1	120	27	10	17
3	山东	已投产	2022/9/1	100	20	16	4
4	山东	在建	2022/11/1	110	30	30	0
5	山东	在建	2022/11/1	80	27	20	7
6	安徽	在建	2022/12/1	200	77		77
7	云南	在建	2022/12/1	100	25	20	5
8	山东	规划	2023/9/1	100	20		20
9	河北	在建	2023	2000	300		50
10	辽宁	在建	2023	2850	262		50
11	辽宁	在建	2023	250	110		30
12	辽宁	已建成、待投产	2023	750	300		100
13	陕西	已建成、待投产	2023	1100	50		20
合计				7855	1304	116	416

资料来源：钢联数据，中银期货

图表 6：2023 年全球矿山供应量（单位：万吨）

矿山	2022 年产量预计	2023 年	同比
----	------------	--------	----

		产量预计	
澳洲	9.28	9.4	0.12
RioTinto	3.2	3.23	0.03
BHP	2.85	2.87	0.02
FMG	1.85	1.87	0.02
Roy Hill	0.6	0.61	0.01
澳洲其他矿山	0.78	0.82	0.04
巴西总量	4.16	4.23	0.07
Vale	3.1	3.15	0.05
CSN	0.39	0.4	0.01
ERG	0.01	0.01	0
巴西其他矿山	0.66	0.66	0
加拿大	0.76	0.78	0.02
智利	0.12	0.13	0.01
印度	2.47	2.66	0.19
南非	0.69	0.7	0.01
其他国家	2.43	2.42	0
全球总计（不含中国）	19.91	20.31	0.4

资料来源：钢联数据，中银期货

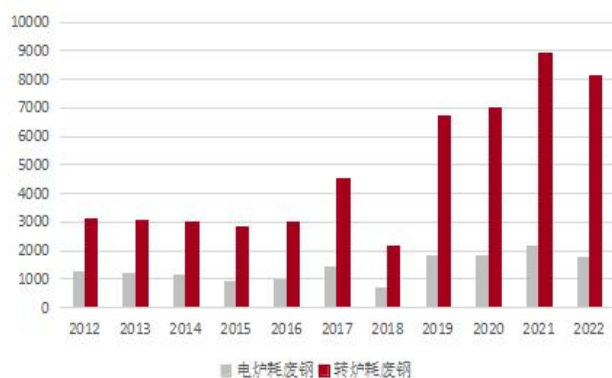
3.3 政策鼓励短流程，2023 年废钢替代将出现上升

《2030 年前碳达峰行动方案》中指出“产达峰”将是钢铁行业碳达峰的基础，减量提质，大力推进非高炉炼铁技术示范，推行全废钢电炉工艺等都是未来钢铁行业的新特征。《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》中重申：低碳转型大背景下，将废钢资源的开发利用放在了突出位置，提出了钢铁工业利用废钢资源量达到 3 亿吨以上的目标，目前我国废钢资源供应量 2.6 亿吨左右。到 2030 年，再生钢铁原料资源量将占到钢铁量的 40%—50%。2022 年 7 月工业和信息化部、发改委与生态环境部《工业领域碳达峰实施方案》中对钢铁行业的方针是：鼓励适度稳步提高钢铁先进电炉短流程发展，2020 年中国废钢资源总量约 2.6 亿吨，预计 2025 年中国废钢资源产生量将达到 3.38 亿吨。到 2025 年，废钢铁加工准入企业年加工能力超过 1.8 亿吨，短流程炼钢占比达 15%—20%，废钢比将达到 30%。到 2030 年，富氢碳循环高炉冶炼、氢基竖炉直接还原铁、碳捕集利用封存等技术取得突破应用，短流程炼钢占比达 20%以上。钢铁行业低碳发展一定程度上会加快流程结构调整，提升电炉钢比例。我国钢铁行业低碳发展将使国内铁矿石供需格局发生变化，有望降低对进口铁矿石依赖。

鼓励短流程钢厂发展的政策频频出台，中长期废钢使用比例必定上升。但是短期来看，废钢的使用比例与钢厂的盈利水平以及废钢资源的供应量息息相关。2022 年，废钢使用比例大幅下降。其主要的原因有两个，首先是钢厂盈利情况恶化，钢厂持续亏损的情况下，不仅电炉钢开工率下降，由于铁水和废钢的价差持续处于低位导致长流程钢厂中废钢添加比例也由 2021 年的 16%下降至 2022 年的 14%。其次，2022 年，由于我国多地爆发疫情，部分地区的废旧金属回收、拆卸及运输受到了影响，消费的疲弱叠加供应的中断使得废钢使用不经济，而持续下跌的行情也使得废钢收购商减少收购并降低库存。2023 年，我们预计钢厂盈利情况有所好转，而不论是电炉钢消耗

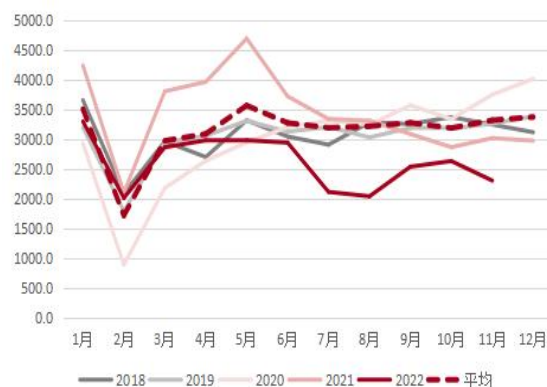
废钢比还是高炉消耗废钢比都处于低位，因此我们预判废钢的消耗将环比上升 1000 万吨左右。

图表 7：电炉及转炉废钢消耗量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 8：历年同期废钢日均到货量（单位：吨）



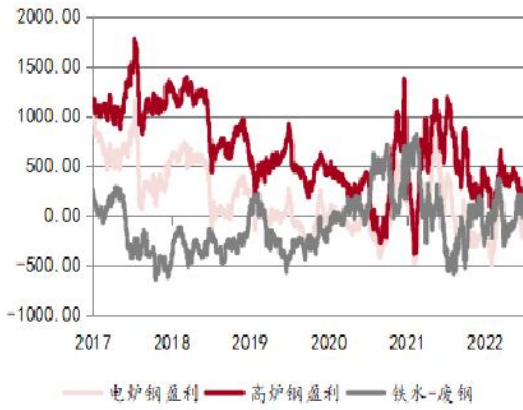
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 9：历年废钢消耗量（单位：万吨）

万吨	电炉耗废钢	转炉耗废钢	合计耗废钢	电炉耗废钢比
2012	1270	3114	4384	28.97%
2013	1195	3031	4226	28.28%
2014	1107	3019	4126	26.83%
2015	918	2818	3736	24.57%
2016	964	3015	3979	24.23%
2017	1421	4522	5943	23.91%
2018	692	2120	2812	24.61%
2019	1820	6686	8506	21.40%
2020	1833	7001	8834	20.75%
2021	2120	8900	11020	19.24%
2022	1738	8148	9886	17.58%

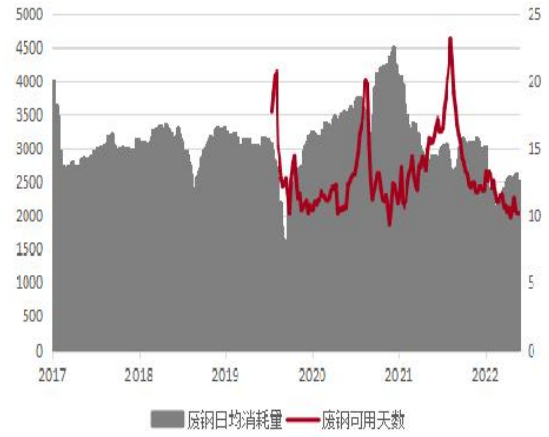
资料来源：钢联数据，中银期货

图表 10: 高炉及电炉钢盈利情况



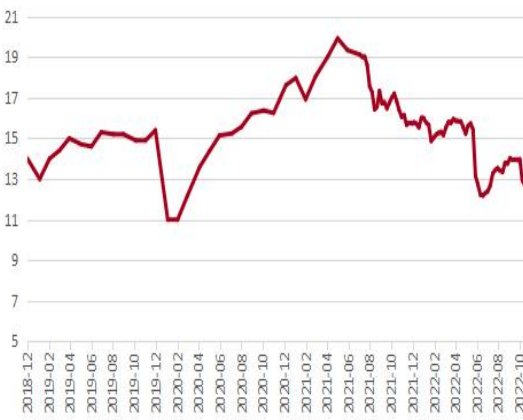
资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 11: 废钢日均消耗量及可用天数 (单位: 吨)



资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 12: 高炉废钢消耗占比



资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 13: 国际废钢价格



资料来源: 钢联数据, 中银期货

3.4 需求负增长，港口库存出现累计

“产达峰”是钢铁行业碳达峰的基础，2023年，在平控的要求下我们预计粗钢产量将维持在10.1-10.2亿吨。对铁矿石来说，生铁的产量决定铁矿石的需求。根据历年统计数据来看，粗钢和生铁产量的差值在2019年达到峰值1.85亿吨后，连续3年下降至2022年的1.52亿吨，这说明这几年废钢使用比例在下降。2023年钢厂的盈利情况改善的概率较大（近期一度出现9成钢厂亏损），则废钢的使用比例可能出现上升。另外，疫情管控的缓解以及废钢价格跌势暂缓都有利于废钢市场的恢复。最后，从政策面来看，越靠近2025年，政策对废钢市场的支持会越强烈。综上所述，我们预测2023年生铁市场的产量可能由于废钢替代而下滑1000万吨左右，这将降低近2000万吨左右的铁矿石需求。

从短期市场来看，7月钢厂由于亏损严重而出现大幅减产，后来随着利好政策频出，钢厂盈利出现好转，吨钢亏损由-300元/吨左右开始缩小，与此同时，我们看到，电炉钢的产量出现上升，废钢替代发生。与此同时，港口铁矿石的库存也由7月初的1.26亿吨上升至目前的1.35亿吨，这也从侧面佐证了我们对2023年废钢替代上升的逻辑的假设。

图表 14：粗钢产量、生铁产量及废钢消耗量（单位：万吨）

万吨	粗钢产量	同比	生铁产量	同比	废钢	废钢/粗钢	生铁/粗钢
2014	81330.00		71159.90		10170.10	12.50%	87.50%
2015	80052.00	-1.57%	69141.50	-2.84%	10910.50	13.63%	86.37%
2016	80697.00	0.81%	70073.60	1.35%	10623.40	13.16%	86.84%
2017	85000.00	5.33%	71075.90	1.43%	13924.10	16.38%	83.62%
2018	92000.00	8.24%	77105.40	8.48%	14894.60	16.19%	83.81%
2019	99400.00	8.04%	80936.50	4.97%	18463.50	18.57%	81.43%
2020	105442.00	6.08%	88752.40	9.66%	16689.60	15.83%	84.17%
2021	103105.00	-2.22%	86856.80	-2.14%	16248.20	15.76%	84.24%
2022	101750.00	-1.31%	86500.00	-0.41%	15250.00	14.99%	85.01%
2023E	101750.00	0.00%	85500.00	-1.16%	16250.00	15.97%	84.03%

资料来源：钢联数据，中银期货

图表 15：吨钢盈利



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 16：历年同期日均电炉钢产量（单位：万吨）



资料来源：钢联数据，中银期货

3.5 供求平衡表

“碳达峰”和“碳中和”作为中长期国策，要求我们在做到“产达峰”的同时要提高资源效率优化产业结构。高炉的吨钢碳排放量在 2.0 吨左右，电弧炉的吨钢碳排放量在 0.8 吨左右，因此大力发展电炉炼钢是钢铁行业“碳中和”的必经之路。随着短流程钢厂的增加和废钢使用的增加，钢厂对铁矿石的需求将逐步下降，废钢对铁矿石的替代是长期趋势。从供应来看，2019 年以来，由于矿价持续高位，国际矿产商资本支出稳定增长，主流矿山供应稳步增长。与此同时，我国也提出资源保障的“基石计划”，大力开发海外权益矿，并力争到 2025 年新增国产矿 1 亿吨。从需求来看，“住房不炒”使得房地产行业由增量市场变为存量市场，钢材消费增速稳步下台阶。

2023 年来看，矿石供应增长 4000 万吨左右，预计国内增加供应 2000 万吨以上，而生铁产量却可能下降 1000 万吨左右。我们按照季节性和钢厂盈利情况估算了季度生铁产量以及进口矿量，发现港口铁矿石库存可能在二季度和三季度出现下滑。由于 1 季度是矿石进口季节性淡季，而 2 季度是钢材消费旺季，所以 3-4 月份钢矿价格在需求回暖、成本支撑及旺季预期等因素的支撑下容易出现阶段性高点。

从价格上来看，2023 年铁矿石市场供大于求，均价下移。以青岛港 61.5Fe 含量的 PB 粉价格为例，我们预计 2023 年均价维持在 650 元/湿吨附近。

图表 17: 铁矿石年度供求平衡表

单位:万吨	国产矿	增速	进口矿	增速	矿供应	增速	生铁	增速	港口库存	矿需求	供求平衡
2015年	138128.90		95270.12		129802.35		69141		9321	113438	16364
2016年	128089.28	-7.27%	102400.49	7.48%	134422.81	3.56%	70074	1.35%	11165	112377	22046
2017年	122937.30	-4.02%	106974.54	4.47%	137708.87	2.44%	71076	1.43%	14655	112364	25345
2018年	76337.40	-37.91%	105348.64	-1.52%	130539.99	-5.21%	77105	8.48%	14156	126181	4359
2019年	84435.60	10.61%	105565.26	0.21%	133429.01	2.21%	80937	4.97%	12696	133386	43
2020年	86671.70	2.65%	115617.31	9.52%	144218.97	8.09%	88752	9.66%	12416	144946	(727)
2021年	98052.80	13.13%	110254.68	-4.64%	142612.11	-1.11%	86857	-2.14%	15626	138367	4246
2022年E	98500.00	0.46%	108923.81	-1.21%	141428.81	-0.83%	86700	-0.18%	12944	144003	(2574)

资料来源: 统计局, 钢联, 中银期货

图表 18: 铁矿石季度供求平衡表

单位: 万吨	2022年				2023年			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
粗钢日均产量	214.1	237.36	228.24	233.48	229	236	228	220
同比增速	-11.43%	-1.16%	0.98%	13.52%	6.96%	-0.57%	-0.11%	-5.77%
生铁产量	20373	23414	21580.00	21300	21791	23280	21557	20070
同比增速	-7.18%	1.84%	2.97%	8.20%	6.96%	-0.57%	-0.11%	-5.77%
港口库存	15518	12572	13076	13000	14000	12570	13000	14500
需求	33316	41111	34671	34795	34519	39376	34708	31214
同比增速					3.61%	-4.22%	0.11%	-10.29%
表观消费	33099	33813	34725	33938	33863	37058	37240	36731
同比增速					2.31%	9.60%	7.24%	8.23%
进口矿	26836	26755	28716	28500	27600	30000	31200	31200
国产矿	25052	28231	24034	21750	25052	28231	24159	22125
供应/需求	99.35%	82.25%	100.15%	97.54%	98.10%	94.11%	107.29%	117.67%

资料来源: 统计局, 钢联, 中银期货

四、行情前瞻

从终端需求来看, 虽然地产利多政策频出, 但“住房不炒”预示着钢材需求的拐点来临。从政策来看, 为了“增强国内资源保障能力”, 我国提出“基石计划”, 该计划提出到 2025 年, 实现国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨, 分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。随着废钢使用比例的上升、国产矿产量的增长以及国际矿山供应的稳步上升, 铁矿石市场供大于求, 均价下移。

中短期来看, 由于钢厂利润好转, 预计 2023 年 1 季度钢厂高炉铁水产量维持相对高位, 而澳巴发运量处于季节性淡季, 这导致港口矿石出现降库。预计 3-4 月, 下游需求开始季节性回暖, 钢材价格在低库存高成本和高预期下易走出上涨行情, 钢价的上涨会引发钢厂对原料的备库, 矿石价格也会出现上涨行情。而下半年, 随着铁矿发运量的上升和我国对粗钢产量“平控”的要求, 钢厂的停减产会增加, 矿石价格容易重新步入跌势。

五、策略建议

2023年1-4月通过防疫政策和地产政策变化预测终端消费变化，在低利润高基差下建议逢低买入，选择2305合约逢低做多铁矿石，入场条件是库存累库结束，现货开始反弹；2023年5-7月，关注钢材产量及利润的变化，准备逢高做空，入场条件是吨钢亏损上升，港口库存开始累库；2023年4季度，关注环保限产政策的变化，准备做多钢厂利润，入场条件是钢厂产量环比下滑，港口铁矿库存再次累计；全年来看，可以逢低做多钢厂利润，入场条件是吨钢亏损300元左右。

六、风险提示

疫情对经济的影响继续扩大、或者钢厂产量超预期以及房地产销售情况继续恶化等其它不利因素出现导致的结论变化。

焦煤价格回落，焦企利润有望微幅改善

一、行情观点

在 2022 年黑色年报中我们给出焦煤焦炭市场供需双弱，均价下移的观点。其中，房地产对于双焦需求的冲击以及黑色产业周期性景气度的下降等预期均在 2022 年内得到不同程度的兑现。对于 2023 年，我们认为这一趋势仍将延续，但相较于 2021-2022 年大幅回落调整的背景，2023 年焦煤焦炭供需下行将更加温和。

首先从价格矛盾方面来看，我们认为焦煤的价格的回调将会凸显，同时焦煤的超额利润在 2023 将会向下游做分配。其中，支撑焦煤的超额利润主要来源：焦煤供给的结构性短缺以及下游需求的扩张情况已明显弱化。叠加国内煤炭保供政策以及有关进口限制持续调整，焦煤价格继续回落预期较强。从利润分配的角度，焦煤的降价也将改善下游钢焦企业的亏损情况，有利于产业长期发展。

供需方面，我们认为双焦供需双弱格局将延续，但下行斜率较 2022 年更为平缓。

供应端方面，焦煤在保供政策背景下安全生产影响较小。同时煤矿利润较高，国内产量预计持稳。除此以外，进口焦煤将带来增量空间。自 2021 年起，我国进口煤增量主要集中在蒙煤和俄罗斯煤，蒙煤进口 2022 年年内持续扩增。2023 年预计也将继续增加。俄煤受乌战争影响，出口至欧盟及日韩的量也部分转向我国。在不考虑澳煤恢复通关的背景下，俄煤以及新增蒙煤已可以基本满足我国的进口焦煤需求。若 2023 年澳煤解禁，在不考虑价格因素下，焦煤可能会出现供大于求的情况。而不同于焦煤，2022 年焦炭生产环节则受制于高昂的焦煤价格以及下游钢厂需求的类所。在钢材平控背景下，基本排除因产能不足原因导致的供给不足问题。除却因产能置换导致的短期供应短缺因素外，焦炭供应基本跟随上游原料成本及下游钢厂需求。

在需求方面，钢材产量及利润预计仍将处于相对疲软状态。首先，除政府新，老基建投资带动钢材需求外，房地产市场在 2023 年依旧较为悲观。尽管中央出台“金融十六条”防控房地产市场系统性风险以及维持房地产市场稳定健康发展，房地产属性的改变对于钢材需求的冲击未有减弱。其次，进出口方面，海外钢材需求在面临全球央行加息周期下也将快速回落。全球市场风险偏好下降降低长期资本支出，钢材表观消费也同步下移。预计平均日均铁水产量年内在 215-220 万吨/日。另外，“优化疫情防控二十条措施”的出台降低了市场对于疫情防控的担忧，一定程度提振了市场对于 2023 年能恢复经济活动的预期。

二、双焦市场回顾

回顾 2022 年，以焦煤焦炭现货为脉络主要分为两个阶段：

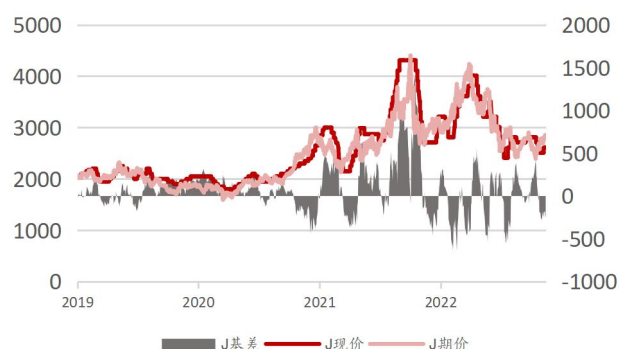
第一个阶段：1-4 月，国内焦煤焦炭供应供应受奥运以及安全生产约束，以及对消费旺季的良好预期，钢价上涨带动原料价格同步上行。期间，随着春节长假以及冬奥会结束，钢厂开工率提高，焦煤焦炭刚需释放。盘面的价格反馈考虑到需求释放预期，因而焦煤焦炭主力合约自 2 月下旬开始一路上行。另外，从需求端来看，期间俄乌冲突的发生以及全球通胀的影响致使我国钢

材出口盈利持续好转，进而带动焦煤焦炭的盈利空间获得明显增强。在此阶段，焦煤焦炭价格来到年内的偏高水位。

第二个阶段：4-11月，国内市场遭遇疫情冲击，4-5月表观消费受影响严重。海外方面，美联储开启超预期大幅度加息，原料价格正式进入下行通道。传统钢材旺季无法兑现，钢价持续下跌，进而向上游传导原料成本。国内房地产受全球融资成本大幅攀升影响，信用违约情况频发。房地产市场的违约加剧了市场对于房地产的产业的担忧也进一步恶化了有关行业的钢材消费。作为结果，上游焦化，及焦煤原料价格大幅下滑。

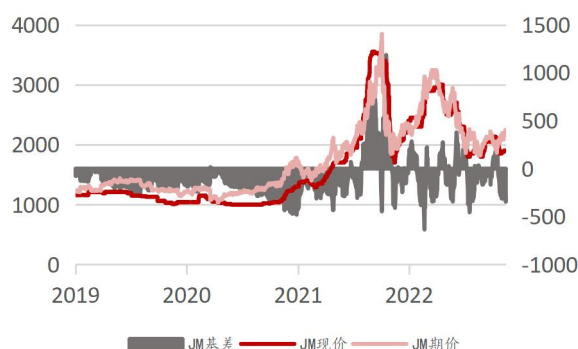
整体来看，2022年焦煤焦炭价格自身逻辑偏弱，受下游需求端影响较大。涨跌跟随钢材价格从“由强预期，弱供应”的上涨阶段过渡到“预期破位，弱需求负反馈”的下跌阶段。而期间5月及10月旺季阶段连续的预期破位导致市场在对未来形成一个负反馈螺旋，需求下滑导致钢价下跌，钢价下跌带动原料走低，原料走低使得钢材成本下移，钢价进一步下挫，钢价与原料价格呈现螺旋式下跌行情。

图表 1：焦炭连续合约结算价/基差



资料来源：WIND，中银期货整理

图表 2：焦煤连续合约结算价/基差



资料来源：WIND，中银期货整理

三、焦炭逻辑分析

3.1 落后产能持续退出，2023 焦炭难有增量

我们认为 2023 年焦炭供应将延续 2022 年基本稳定格局。焦炭供应端预期不会存在明显增量。相较而言，焦化产能结构的调整，以及落后产能对的退出将是 2023 年焦炭供给端主要的核心，焦化企业吨焦的盈利能力预计将较 2022 年有所好转。

从 2022 年至今焦炭供给端的表现可以看到三个主要特点，一是疫情叠加环保限产因素致使焦化生产受到阶段性阻碍；二是焦炭长期总体需求下滑，需求总量持续下行致使焦炭生产主动收缩；三是焦煤高成本制约焦化生产积极性。相较于 2022 年，我们认为焦煤成本端的压力在 2023 年将得到改善，但“双碳”政策所带来的新增产能投产不确定性以及钢材需求的下滑仍将是 2023 年焦炭生产的主要考量因素。

首先，“双碳”政策下，落后产能的淘汰在 2021 年全面大范围推行，而 2023 年将会是关键一年。以焦煤焦炭的主要生产的大省山西为例，2021 年山西出台《关于推动焦化行业高质量发展的意见》，计划将在 2023 年全面淘汰 4.3 米及以下落后焦化产能。截止 2021 年，山西焦炭产

量占到全国总产量的 21.2%。全省配套干熄焦焦炉的产能约为 6100 万吨，4.3 米焦炉产能 3666 万吨，占比约 32%。山西要在 2023 年底前全面实现干法熄焦，将剩余 38% 的湿熄焦焦炉全面完成超低排放改造，并全面关停占比达 32% 的 4.3 米焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉。根据估算，约有 1/3 以上的山西焦化产能需要进行改造升级。考虑到 2022 年因疫情等诸多因素掣肘，2023 年预计将会有大量落后产能需要在当年完成产能淘汰升级。与此同时，内蒙古乌海也立项了 2022-2024 淘汰落后产能的计划，2023 年单年计划淘汰 583 万吨焦化落后产能，2022-2024 累计将淘汰 1500 万吨焦化产能。而新增产能方面，根据数据显示，2022 年 1-10 月，2022 年已淘汰焦化产能 940 万吨，新增 3168 万吨，净新增 2228 万吨；预计 2022 年全年淘汰 2804 万吨，新增 5328 万吨，净新增 2524 万吨，2022 年年底焦炭产能达到 5.65 亿吨左右。但新增的具体产能能否落实仍受到有关政策的制约。

自 2021 年 5 月底生态环境部下发的《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》后对于新增焦化厂能及产能置换项目的要求有大幅度提升。各省份环保安全要求下，预计 2023 年新增产能投产立项数量将有所减少。

其次，我们认为焦化厂将继续延续主动减产以适配未来长期总体需求下滑的影响。这对于近两年来净新增投产的市场格局带来不利影响。从目前来看，焦化企业与钢厂对于黑色产业链条里的存量利润的竞争仍将在 2023 年继续演绎。在存量博弈下，低利润将致使部分落后产能的焦化厂预计将退出市场竞争。焦化产业链内的竞争格局改变也是 2023 年我们值得期待的点。从目前开工来看，截止 2022 年 11 月，独立焦化厂月度开工率已降至 70%，近五年最低水位，日均产量降至 60 万吨/日上下，较 2020 年同期减少近 18 万吨。不同于 2021 年因环保因素被动限产，亏损影响是独立焦企主动限产的主要诱因。2022 年三至四季度螺纹钢价格一度跌至 3500-3700 元/吨区间，较 2021 年同期跌幅超 70%。而焦化企业受制于上游焦煤以及下游钢厂两端挤压，2022 年表观利润情况基本处于亏损或亏损区间运行。我们认为 2023 年在基建与房地产拖底背景下，经济环境预计呈现环比小幅改善，焦化企业利润情况预计将在年内会有触底反弹的空间。但存量利润的博弈的大背景下，焦化企业增产空间将是非常有限的。

3.2 铁水产量窄幅下修，焦炭需求受到抑制

从需求端来看，在“钢材平控”下，我们预计焦炭 2023 年表观消费较 2022 年仍将呈现环比窄幅走弱。年平均日均铁水产量预计将下降至 220 万吨以下。

首先，纵观 2022 年，自 2021 年粗钢压减任务完成之后，2022 年上半年国内长流程钢厂产量快速回升。247 家钢厂高炉日均铁水产量也自 2021 年的 12 月上旬持续回升至 2022 年的 6 月上旬。期间除因冬奥会期间限产有小幅回落，铁水日产量峰值为 243.29 万吨。而下半年尽管经历疫情扰动，铁水十月日均产量也一度突破 240 万吨/日，实现两季突破 240 万吨/日。其中，支撑铁水维持高位的主要原因是电炉钢本身的性价比缺失，从而长流程获取了电炉钢的份额。2022 年全面短流程电炉钢平均表观利润均处于盈亏线以下，废钢则主要应用在长流程的添加料。需求端整体的“蛋糕”并未较 2021 年有所增加。与之相对，“平控”的影响已确实在钢材产量上得到反馈，因此我们预期 2023 年焦炭需求整体规模不会大于 2022。在此基础上，考虑到环保因素，“碳成本”以及电炉钢产量和利润的适当修复，我们认为 2023 年长流程比重将相对小于 2022 年，进而焦炭的需求将进一步小幅减少。

其次，分季度来看，我们认为焦炭的表观消费在 2023 年一季度将略好于 2022 年同期，但后市存在继续下性风险。结合焦炭 2022 年四季度数据来看，焦炭表观需求呈现触底反弹趋势。伴随冬储的临近以及 11 月防疫政策传递出放宽信号，包括央行和银保监会联合发布金融十六条措施，一定程度反映出监管层对于房地产市场平稳健康发展的意图，这加大了后市冬储以及一季度钢材消费反弹的条件。而对于二三四季度，我们认为系统性风险仍将制约铁水的主要因素。疫

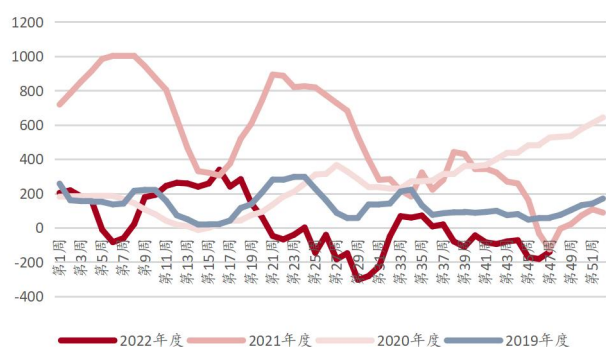
情的反复，海外进入衰退周期，美联储加息虽有放缓但整体趋势延续，诸多风险因素仍将持续困扰市场对于中长期贷款与投资的信心。

图表 3：新增淘汰焦化产能(截止 10 月底)

时间	新增/淘汰	产能 (万吨)	净新增 (万吨)
2022 年一季度	淘汰	550	823
	新增	1373	
2022 年二季度	淘汰	180	573
	新增	753	
2022 年三季度	淘汰	110	654
	新增	764	
2022 年四季度	淘汰	1964	345
	新增	2309	
合计	淘汰	2804	2395
	新增	5199	

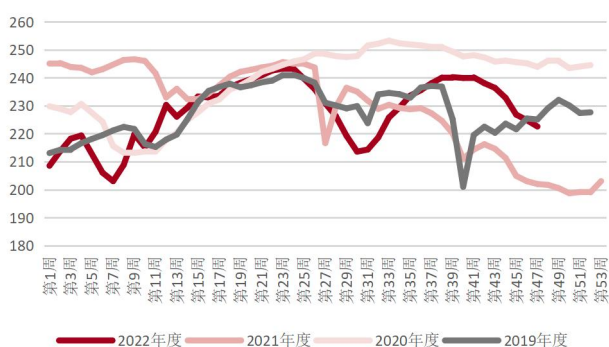
资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 4：独立焦化厂月平均吨焦利润 (元/吨)



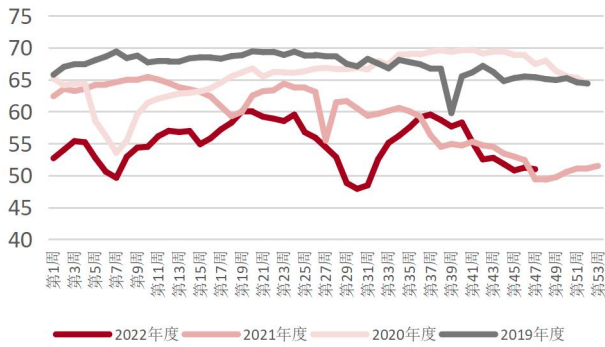
资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 5：247 家钢企日均铁水产量 (万吨)

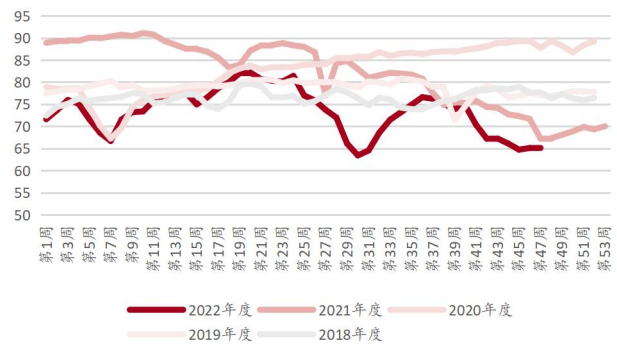


资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 6: 230 独立焦化厂日均产量 (万吨)



图表 7: 独立焦化厂剔除淘汰产能利用率 (%)



资料来源: 钢联数据, 中银期货整理

资料来源: 钢联数据, 中银期货整理

3.3 2022 焦炭出口增长, 2023 年预计回落

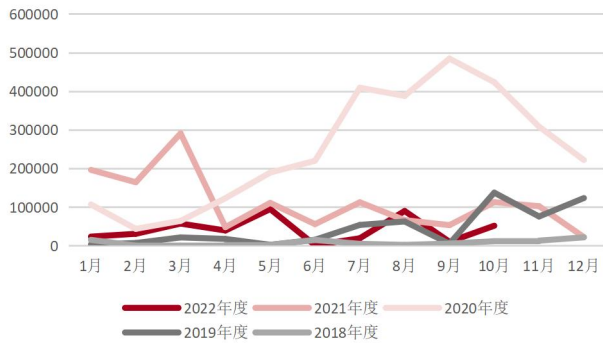
我国焦炭出口占生产消费总量整体较小, 近些年持续维持净出口状态。2022 年 1-10 月中国累计焦炭进口量为 41.6 万吨, 同比减少 79.3 万吨, 同比降幅 66%。1-10 月焦炭出口量为 781.6 万吨, 比去年同期增长 40%。2022 年全年进口量占我国表观消费量的 0.08%。从往年进出口对我国供需的占比来看, 进出口整体对我国焦炭供需及价格影响程度非常有限, 但 2022 年俄乌危机导致国际煤炭价格一度大幅飙涨, 阶段性刺激我国焦炭出口量上升。

从出口国家来看, 1-10 月我国主要出口国家为印度、印尼、巴西等。分国家看, 我国向印度出口 128.5 万吨, 占比 16.4%; 向印尼出口 123.7 万吨, 占比 15.8%; 向巴西出口 104.4 万吨, 占比 13.4%。

对于 2023 年来看, 我们认为焦炭出口预计同比回落。首先海外焦炭供给自疫情后有明显上升, 其中也包括我们部分焦化企业向海外逐步转移产能。其中, 2022 年 10 月 31 日南钢印尼金瑞公司 1#焦炉顺利推出首炉焦炭。另外, 据不完全统计, 东南亚海外新建焦化项目大约 3000 万吨, 其中 1700 万吨左右集中于印尼苏拉威西省青山工业园区。海外新产能的布局与投产, 这对于我国 2023 年焦炭出口带来冲击。

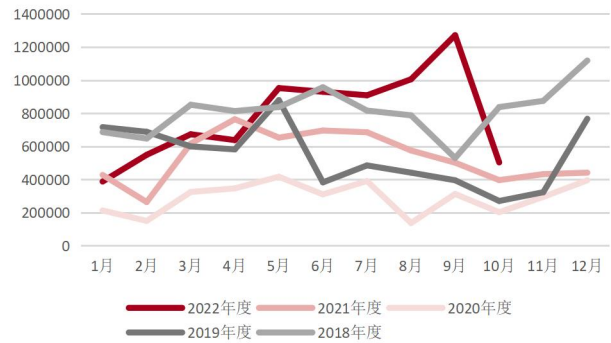
其次, IMF11 月最新《世界经济展望》对明年全球经济增长的预测值下调至 2.7%并预计占全球产出三分之一以上的国家的经济将在明年的部分时间出现收缩。海外需求的下滑也加剧了我国海外出口的压力。叠加海外钢厂在经济衰退影响下, 开工率维持低位, 整体出口竞争格局预计将持续恶化。

图表 8：焦炭及半焦炭进口量（吨）



资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 9：焦炭及半焦炭出口量（吨）



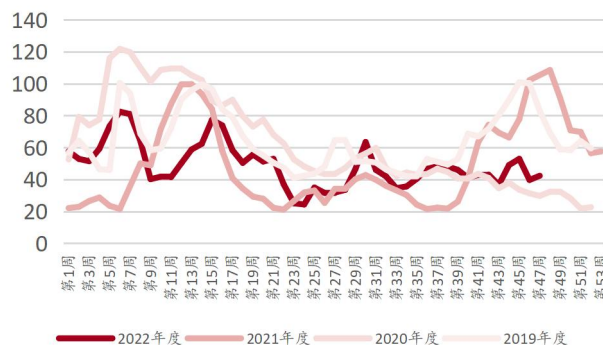
资料来源：钢联数据，中银期货整理

3.4 总需求下降背景下，2023 低库存策略延续

2022 年全年焦化厂，钢厂库存较近四年同期均相对低位。分季度来看，除一季度外，二三四季度焦炭库存均处于近五年绝对低位。同时年内的补库去库周期较往年同期均有不同幅度的偏离或平抑。以钢联口径 230 家独立焦化厂库存数据可以看到，2022 年 5 月-7 月库存较 2020 年同期减少近 50-70 万吨，同比减少近 50%。除去 5 月，10 月焦化厂库存水位也处于较往年高库存水位背离。库存偏离度超 80%。若结合焦化厂利润情况以及生产来看，2022 的独立焦化厂利润自 5 月以后基本处于亏损区间，与下游钢厂对于利润分配的博弈一直持续至 11 月。期间中焦协多次开会发表“加大限产力度至 50%以上”以及“当前亏损情况下除维持焦炉基本运转用煤外停止煤炭采购”等表述，一定程度反映出焦化企业与钢厂在产业景气度下行背景下的矛盾。

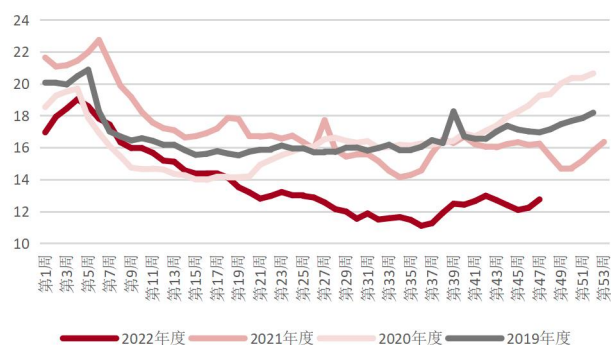
对于 2023 年，从博弈的角度出发，我们认为除下游钢材销售和利润有明显好转情况下，钢厂与焦化厂对于利润竞争的格局仍将继续延烧。基于我们对于下游需求并不乐观的预期，同时考虑到由于 2023 年加快去除过剩产能以及新投产产能的潜在延后，2023 焦炭库存预计较 2022 年会遇到更加严峻的挑战。低库存可能会对 2023 年焦炭价格的波动带来方大影响。

图表 10：230 家独立焦化厂月平均库存（万吨）



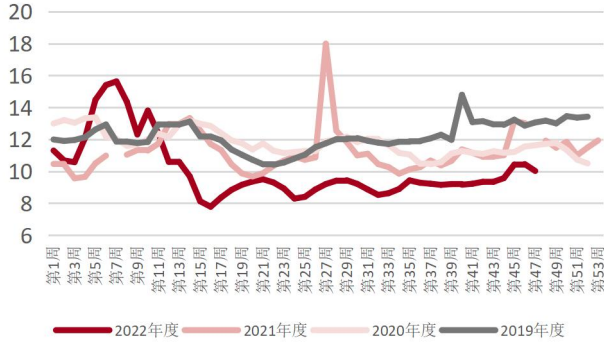
资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 11：230 家独立焦化厂库存可用天数（天）



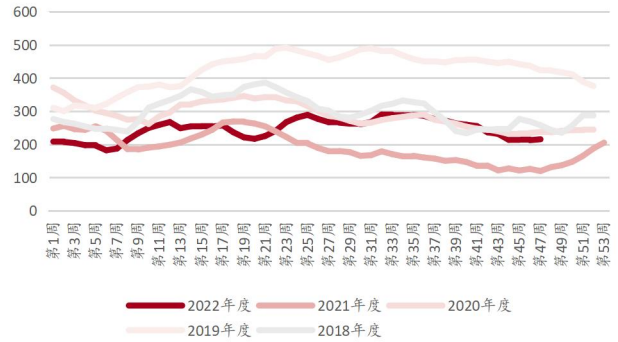
资料来源：钢联数据，中银期货整理

图表 12: 钢厂焦化厂焦炭库存可用天数 (天)



资料来源: 钢联数据, 中银期货整理

图表 13: 焦炭合计港口库存 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 中银期货整理

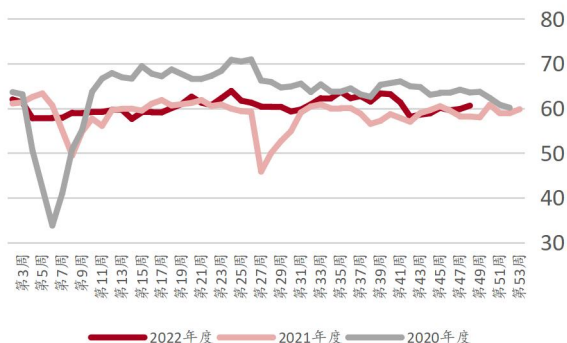
四、焦煤逻辑分析

4.1 国内供给释放有限, 外部因素持续扰动

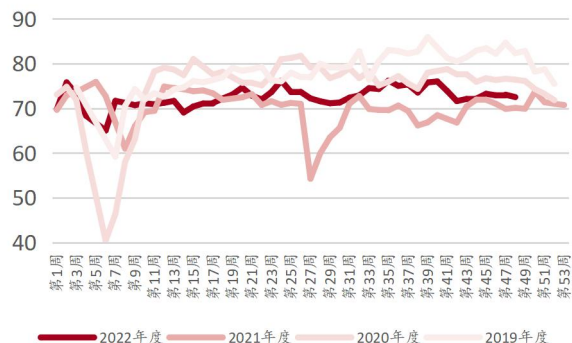
相较于 2021 年的阶段性矛盾, 在国务院发改委对煤炭价格管控, 增产保供, 以及稳定煤炭价格等措施后, 2022 年焦煤供应短缺的问题得到部分改善。统计数据显示, 2021 年前三季度我国焦煤产量 37107 万吨, 同比 2021 年前三季度同比上升 2.4%, 国内供应呈现小幅改善格局。尽管 2022 年期间受疫情以及安全生产等因素扰动, 国产焦煤在增产保供措施下仍实现小幅正增长。不过四季度整体供应受到诸多因素约束, 低于 2020 年同期。根据我的钢铁网数样本洗煤厂数据显示, 2022 年四季度精焦煤日均产量平均维持在 59-65 万吨/天区间, 较 2020 年同期减少 6.3%。全年来看, 国内焦煤供应基本处于稳定状态, 考虑到受环保限产以及煤矿开采限制, 国内提供的增量较为有限。

对于 2023 年, 我们认为焦煤供给大幅度增加产量空间不大。与之相对, 疫情, “双碳”政策以及安全限产等因素仍约束国内供应的空间。我们预估 2023 年国产焦煤供给量预计同比 2022 年增加 1-2%。

图表 14: 110 洗煤厂日均精煤产量 (万吨)

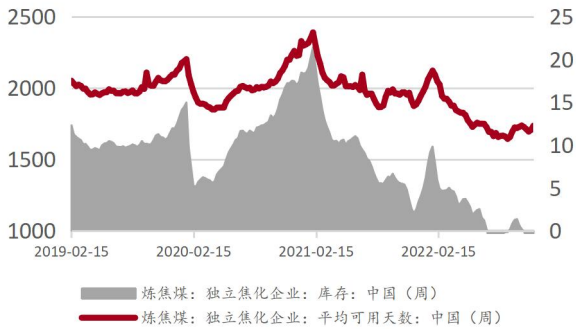


图表 15: 110 洗煤厂开工率



资料来源：钢联数据，中银期货

图表 16: 110 洗煤厂库存与可用天数



资料来源：钢联数据，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

图表 17: 焦煤供需 (万吨)



资料来源：钢联数据，中银期货

4.2 进口量预计增加，澳煤有望通关

我国尽管不缺少煤炭资源，但对于优质主焦煤，我国仍一部分需要依赖进口，近年来每年焦煤的进口量都基本维持在 5000-7000 万吨左右，基本占我国焦煤消费量的 10%，其中曾经主要的进口来源是澳大利亚，内蒙古以及俄罗斯。在 2021 年之前澳大利亚焦煤是我国最主要的进口焦煤，基本占我国年消费量的 8-10%。2021 澳煤的暂停导致 2021 年我国焦煤供给端一度全面紧张。不过经历 2022 年一年进口结构不断调整，焦煤进口短缺问题得到明显修复，进口增量主要集中在蒙古国与俄罗斯。统计局数据显示，2022 年 1-10 月累计进口炼焦煤 5164.1 万吨，同比增长 30.8%，进口总量由多到少分别依次是蒙古、俄罗斯、加拿大、美国、印尼、莫桑比克，分别占比 37.1%、33.4%、13.3%、7.9%、3.3%和 0.4%。其中，蒙煤在进口炼焦煤中居于首位，同比增幅达 62.5%，俄罗斯位居第二，同比增幅超 100%。四季度预估蒙煤仍有小幅增量空间，预计年内蒙煤进口量将超过 6000 万吨。

对于 2023 年来看，我们认为焦煤进口将延续大幅增长势头。其中，中蒙，中俄多条铁路预计 2023 年将能实现满负荷通车。其中，以宗巴彦—杭吉铁路为例，将于 2023 提供约 2000 万吨运能。同时，2022 年九月，蒙古国首条重载铁路塔旺陶勒盖煤矿 (TT 矿) 至嘎舒苏海图口岸 233.6 公里铁路线建成通车。预计将从原本的 1000 万吨运量提升到 3000 万吨到 5000 万吨区间。

俄煤方面，自 2022 年俄乌危机发生后，中国大幅度进口俄煤。俄罗斯煤炭出口的主要通过铁路运输至港口，再通过海运出口；另一种则是铁路直接出口。目前俄罗斯海运港口分为东部—远东港口、西北部—波罗的海港口、南部—黑海港口。俄罗斯远东港口主要针对中国、日韩、东南亚以及印度市场出口。其中，中国从俄罗斯进口煤炭的势头呈现稳步上升的趋势，特别是 2022 年 5 月 1 日中国取消煤炭进口关税以后，中国进口煤来自俄罗斯的占比从 2019 年的 11%，2020 年的 13%，2021 年的 18%，直至 2022 年的 24%，供应占比显著提高。而对于 2023 年，我们认为俄煤通关量将继续维持高位。但受限于铁路运力，俄罗斯焦煤供应增速预计将较 2022 年有所回落，但整体运量预计仍将高位。

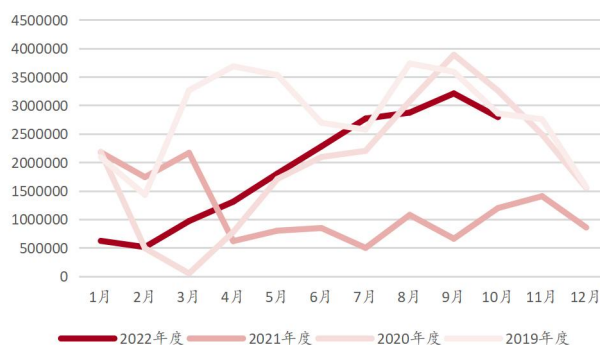
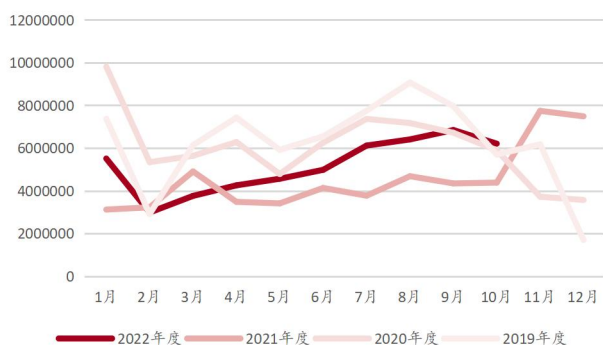
除蒙煤，俄煤外，澳煤供应可能会在 2023 年逐步打开。从目前中澳关系来看，11 月 G20 会议释放出中澳关系破冰势头。澳洲新任总理安东尼也向中国释放善意信息，加强了未来澳煤开启

通关的预期。不过考虑到澳煤价格高于国内近 200-300 元/吨，若澳煤禁令解除，对于国内焦煤价格也很难起到足够影响，最多可以作为短缺情况下的补充。

对于 2023 年，蒙煤与俄煤仍是焦煤供给端增量的主要来源。我们预估 2023 年总体焦煤供给将进一步弱化焦煤供应的短缺问题。特别是在考虑到需求存在回落预期下，焦煤将出现供大于求的情况。不过疫情与全球地缘政治格局的变化仍会对未来焦煤供应带来较大的变数。

图表 18: 我国进口焦煤量 (吨)

图表 19: 蒙煤进口量



资料来源：钢联数据，中银期货

资料来源：钢联数据，中银期货

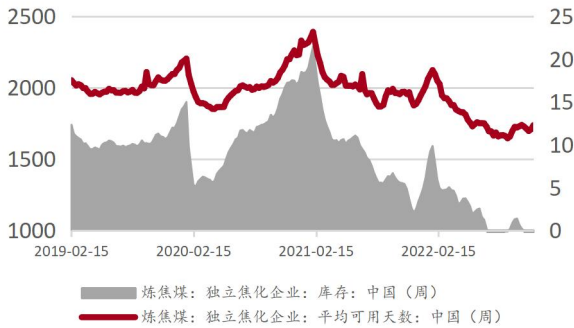
4.3 低利润致使下游谨慎采购，焦煤低库存延续

2022 年全年焦煤上下游库存格局出现明显分化。其中以上游库存来看，矿山企业焦煤库存较 2021 年有明显改善，年平均库存在 240-270 万吨，处于近 5 年来较高水位。与之相对，下游独立焦化厂，钢厂焦煤库存均处于近五年来绝对低位，特别是进入 2022 年下半年，独立焦化厂焦煤库存降至近五年来最低水位。钢联口径 230 家独立焦化厂库存显示，7 月 230 家独立焦化厂周度库存降至 735.27 万吨，而 2021，2020 年同期分别为 1252.34 万吨及 1449.34 万吨。而钢厂焦化厂方面，1-10 月平均库存较 2021，2020 年降低 14.7%，27%。下游补库意愿降至近些年最低水位。

下游普遍较低的利润是制约 2022 年焦煤库存的主要因素。全年来看，独立焦化厂表观利润除 2022 年二季度外均处于盈亏线以下，1-10 月平均焦化利润为 20.2 元/吨。特别是四季度一度跌破 -100 元/吨，焦化厂因此大幅度限产。而焦煤价格尽管较 2021 年均价有明显回落，但煤焦比平均低于 1.3。这对于焦化企业补库带来极大困难。

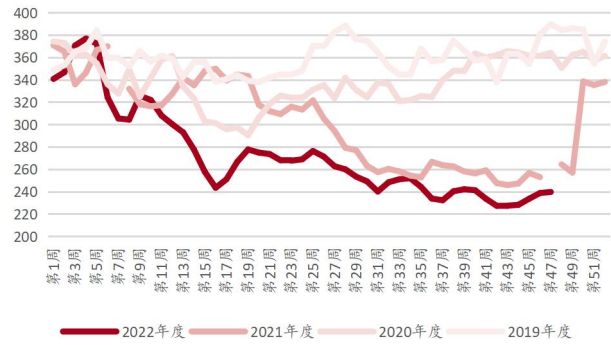
除去低利润的考量，我们认为焦煤库存预计将较 2022 年有所好转但低库存格局仍将是未来主旋律。进口焦煤持续放量，以及下游实际需求的减少，2023 年焦煤价格预计也将继续下调回落。但焦煤价格的下调并不意味着下游焦化厂采购量将会有明显好转。相较于 2022 年利润制约焦化厂备库的逻辑，焦炭需求的回落将是长期制约焦煤备库的主要因素。

图表 20: 110 洗煤厂库存与可用天数 (天)



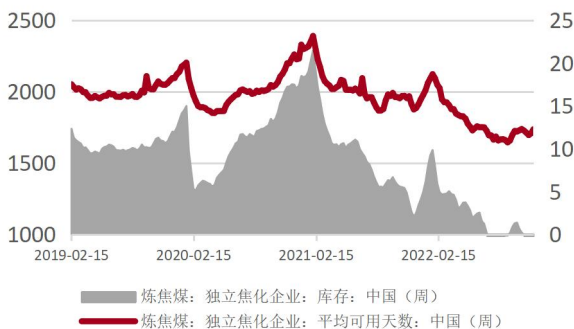
资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 21: 钢厂焦化厂炼焦煤库存 (万吨)



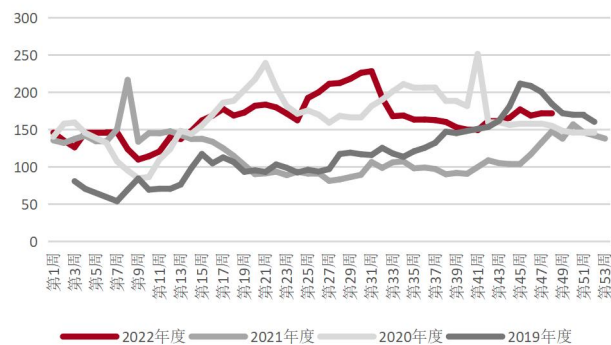
资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 22: 独立焦化厂焦煤可用天数及库存



资料来源: 钢联数据, 中银期货

图表 23: 110 洗煤厂焦煤库存 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 中银期货

五、焦煤焦炭行情前瞻

展望 2023 年, 国内炼焦煤供应大概率平稳, 进口炼焦煤存在显著增量, 而需求方面基本见顶, 炼焦煤供需格局趋于宽松。在此基础上, 疫情, 安全生产等因素预计将持续影响焦煤供应, 短期阶段性扰动仍将存在。结合供需, 我们认为主焦煤中枢价格预计下移至 1800-2000 元/吨区间。

焦炭方面, 焦化厂利润预估较 2022 年小幅修复, 产量较 2022 年进一步收缩, 需求见顶。低库存逻辑延续, 钢焦博弈仍将激烈。整体供需较 2022 年进一步下移, 中枢价格预计回落至 2200-2400 元/吨区间。

长期来看，焦煤焦炭自身的逻辑将持续弱化。趋势上，粗钢消费的减少的影响将大于供给端减少的影响，进而对于焦煤焦炭的需求带来利空。进出口方面，焦煤进口将持续增加，焦炭出口预计回落。在国内生产越来越严苛，利润低迷，越来越多的焦炭产能将逐步移除海外，焦炭的海外进口占比预估持续攀升。

图表 24：焦煤供需平衡表

	焦煤产量	同比	净进口	表观需求	同比	焦煤库存	消费	焦炭产量	同比
2015	48333		4702.14	53035		791	47542	44668	
2016	43575	-9.84%	5809.71	48385	-8.77%	884	42691	44764	0.21%
2017	44557	2.25%	6746.36	51303	6.03%	933	43624	43556	-2.70%
2018	43486	-2.40%	6617	50103	-2.34%	896	42590	42910	-1.48%
2019	47046	8.19%	7326	54372	8.52%	820	46226	46853	9.19%
2020	47911	1.84%	7341	54210	-0.30%	870	47121	47116	0.56%
2021	47100	-1.69%	5384	52484	-3.18%	450	46650	44760	-5.00%
2022	48042	2.00%	6730	53534	2.00%	320	45250.5	46102.8	3.00%
2023E	49003	2.00%	7739.5	51392	-4.00%	350	44798	45641.8	-1.00%

资料来源：钢联数据，WIND，中银期货整理

图表 25：焦炭供需平衡表

	焦炭产量	同比	出口	表观需求	同比	港口库存	消费	供应/需求	生铁产量
2015	44668		985.2	43683		245	42698	1.028	69328
2016	44764	0.21%	1016	43748	0.15%	254	42732	1.029	69518
2017	43556	-2.70%	809	42747	-2.29%	283	41938	1.026	71543
2018	42910	-1.48%	943	41967	-1.82%	243	41024	1.028	76550
2019	46853	9.19%	652	46201	10.09%	400	45549	1.023	81270
2020	47116	0.56%	349	47065	1.87%	244	46716	1.006	88000
2021	44760	-5.00%	620	47365	0.64%	185	46745	0.949	86400
2022	46103	3.00%	550	45418	-4.11%	224	44868	1.020	85944
2023E	45642	-1.00%	458	43967	-3.20%	236	43509	1.043	83270

资料来源：钢联数据，WIND，中银期货整理

七、策略建议

我们预期 2023 年焦炭利润将适当获得修复，焦煤价格中枢预计回落。叠加国内焦煤价格标准于 2304 合约开启调整，可交割品价格预计下调 200-300 元/吨。在钢材中枢价格下移，需求下滑背景下，建议逢高做空 JM2305。跨品种建议做多焦化利润，多 J2305 空 JM2305。

八、风险提示

蒙煤暂停通关，美联储超预期加息，中澳关系再度紧张或者矿难事故致使供应进一步收紧以及焦化产能淘汰慢于预期等不利于行情发展的因素。

免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513