



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货——黑色2023年报核心观点

道阻且长，行则将至



研究咨询部 王静



时间：2022年12月26日

本公司具备期货投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn



核心观点

- **钢材：地产修复决定钢价需求弹性，钢价欲扬先抑。** 2023年基建仍然保持较高增速，房地产行业下半年用钢需求出现实质性好转，制造业和出口受外需影响增速或下滑，上半年仍然呈现弱现实态势，钢价或承压震荡下行，下半年房地产行业修复态势影响钢材需求弹性，房地产行业用钢需求的好转带动钢价重心上移。
- **铁矿：供需趋于宽松，价格中枢下移。** 2023年外矿供给和内矿供给均有增量，但是国内和海外需求均有收缩动力，供需格局趋于宽松，全年价格重心或出现下移。上半年国内实际需求难有好转，海外欧美或仍处于加息周期，加之地缘政治扰动，外需或延续回落，上半年铁矿价格承压下行；下半年国内需求或因地产实质性修复出现好转，且海外加息进程逐渐结束，预期铁矿石价格重心重新回升。但是钢厂低库存背景下，政策方面对于矿价具有较大扰动。

风险点：房地产政策放松超预期、粗钢减产超预期、外矿发运大幅缩减、房地产超预期修复、原料端政策调控、俄乌冲突变化



钢材

地产修复决定需求弹性，钢价欲扬先抑

行情回顾



- **第一阶段：1月至4月上旬。**低供给+高成本+强预期，推动钢材价格震荡上行。春节前钢材库存整体处于低位，受采暖季和冬、残奥会影响，钢材产量也处于较低位置；春节后钢材表需快速上升，稳增长预期下，推动钢价偏强运行。3月份俄乌冲突、国际能源紧张，带动炉料价格上涨，成本上移推动钢材大幅上行。
- **第二阶段：4月中旬至5月下旬。**疫情冲击，旺季特征不明显，钢价震荡下行。4月份国内疫情多点散发，迎来一波反弹，特别是上海和北京地区疫情严重，疫情管控对华东和华北地区的需求带来了较大影响，且地产前后端表现均不佳，钢材旺季特征不明显。随着转入淡季，现实和预期需求双双走弱，钢价承压，震荡下行。
- **第三阶段：5月下旬至7月中旬。**“断贷潮”爆发，钢价加速下行。随着下游转入淡季，加之房地产行业各项指标表现较差，实际需求弱势。6月中旬至7月中旬，房企因资金链断裂，信贷违约多发，在建项目停工加剧，引发“断贷潮”，黑色产业链整体预期悲观，加速钢材价格下挫。

行情回顾

RB.SHF(SHFE螺纹钢) 2022/08/25 收 4052 幅 -0.30%(-12) 开 4089 高 4110 低 4043 结 4081 仓 117万 量 132万 增 -122371 振 1.64%

RB.SHF(SHFE螺纹钢) | HC.SHF(SHFE热轧卷板)

2022/07/18-2022/12/22(108日)



➤ **第四阶段：7月下旬至9月下旬。**旺季预期与现实博弈，钢价震荡反复。7月17日银保监会表示支持地方更加有力推进“保交楼、保民生、保稳定”工作；7月28日中央政治局首提“保交楼、稳民生”，随后多部门出台措施推进，加之转入旺季，市场预期不断升温。但同时受房地产拖累，现货成交不佳，贸易商对后市担忧较多，出货为主，市场投机气氛也较差，现实需求呈现弱势状态，预期与现实的博弈下，钢材宽幅震荡。

➤ **第五阶段：10月份。**疫情多点散发、旺季预期落空，钢价持续下挫。国庆节期间，国内疫情多点散发，加之旺季过半，旺季需求强度一般，引发市场对后市的担忧。同时钢厂利润恶化明显，钢厂盈利率持续下滑，钢厂检修增多，负反馈逻辑下，原料端领跌，带动钢价下挫。

➤ **第六阶段：11月上旬至今。**政策托底明显，宏观情绪偏暖，预期驱动下，钢材价格重心持续上移。国内，11月份房地产行业政策紧锣密鼓、持续出台，房企融资“三箭齐发”，多渠道改善房企融资环境；疫情防控政策优化，放开管控大势所趋，市场需求预期大幅向好。国外，美国10月份通胀数据超预期好转，市场预期加息放缓。整体上看，宏观预期偏暖，在10月份大幅下挫后，黑色系整体反弹。

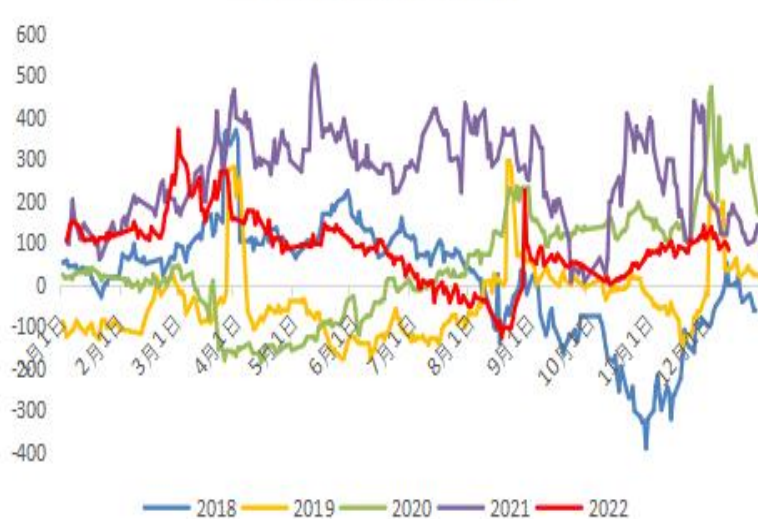
卷螺差：2023年整体上螺强于卷

- 卷螺差前高后低。年初受俄乌冲突影响，乌克兰港口发运受到冲击，欧洲地区板材价格大幅上涨，国内外板材价差拉大，板材出口需求向好，而建材因地产拖累和国内疫情影响，实际需求疲弱，卷螺差走阔；二季度以来，发改委再提粗钢压减，同时钢厂盈利收窄，建材主动减产降库较多，供需格局转好，但是热卷产量下降缓慢，而国内海外经济处于下行周期，制造业需求走弱，热卷供需矛盾开始尖锐，卷螺差收缩；进入三季度，房地产行业逆周期调节政策持续出台，卷螺差一度转负，后续建材旺季表现一般，卷螺差又回归正常区间；11月份，天气逐渐转冷，建筑行业北方施工时间受到影响，建材步入淡季，卷螺差再度扩张。
- 展望2023年，逆周期稳增长调节，房地产、基建仍是重头戏，同时，出口景气降温，制造业需求承压，因此，我们认为2023年大部分时间螺强于卷。

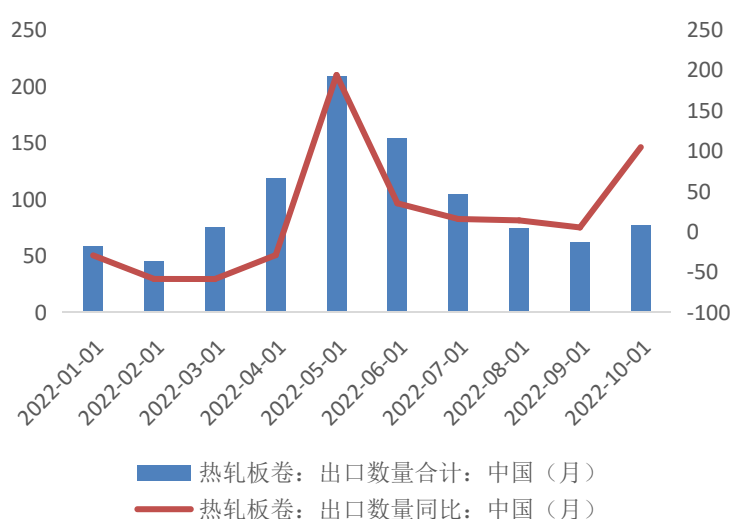
主力合约卷螺差（元/吨）



主力合约卷螺差（元/吨）



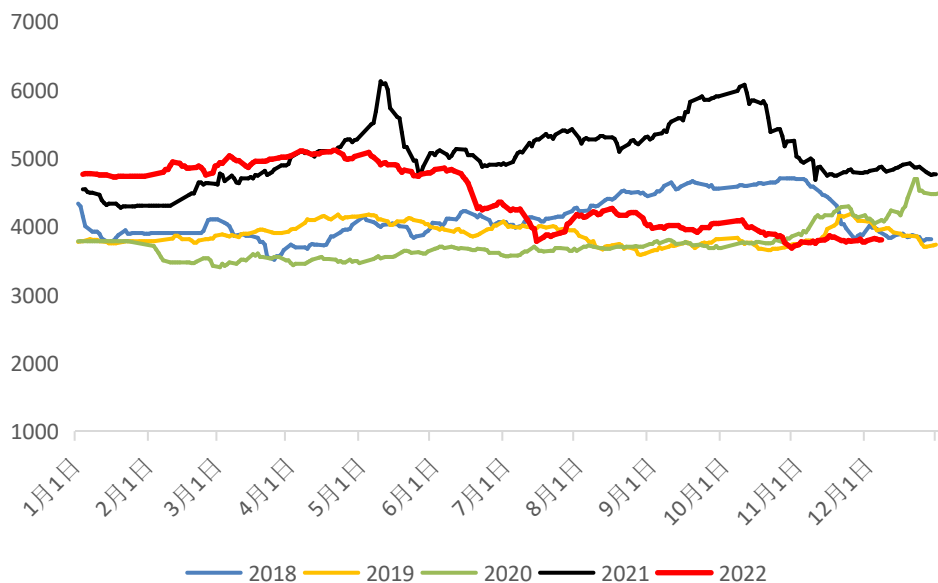
热卷出口及同比（万吨，%）



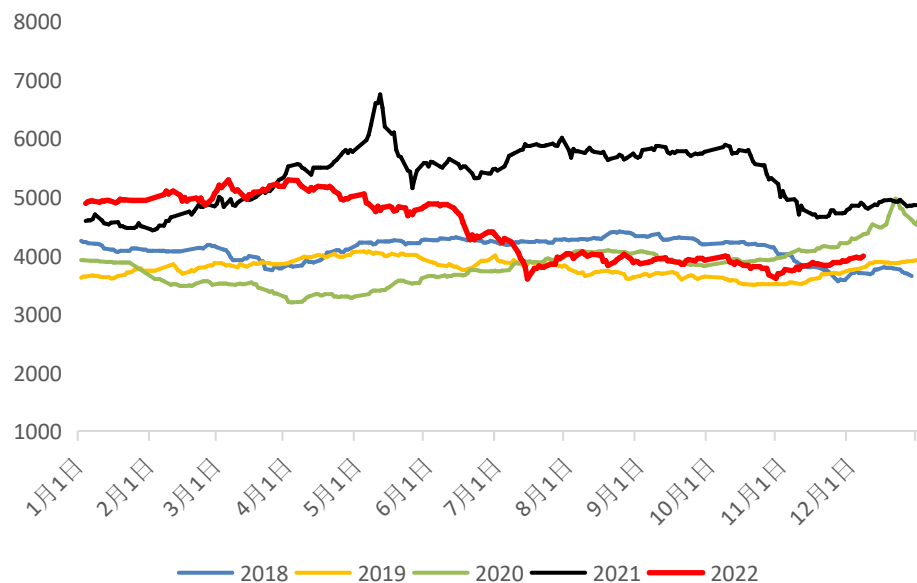
现货：重心下移

- 2022年螺纹钢和热卷现货价格重心均出现下移，截止12月9日，上海螺纹钢现货3950元/吨，距年初下跌910元/吨，跌幅19%；上海热卷现货价格4070元/吨，距年初下跌820元/吨，跌幅16.7%。
- 6、7月份价格急速下挫，房地产行业表现疲软、海外加息、疫情反复等多因素作用下，需求现实和预期均走弱负反馈逻辑下，原料端价格下行，成本支撑走弱，钢价大幅下跌。

螺纹钢现货价格：上海（元/吨）

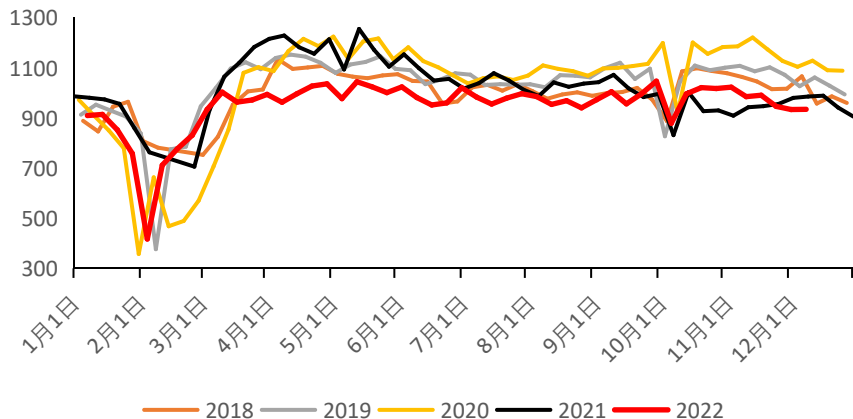


热卷现货价格：上海（元/吨）

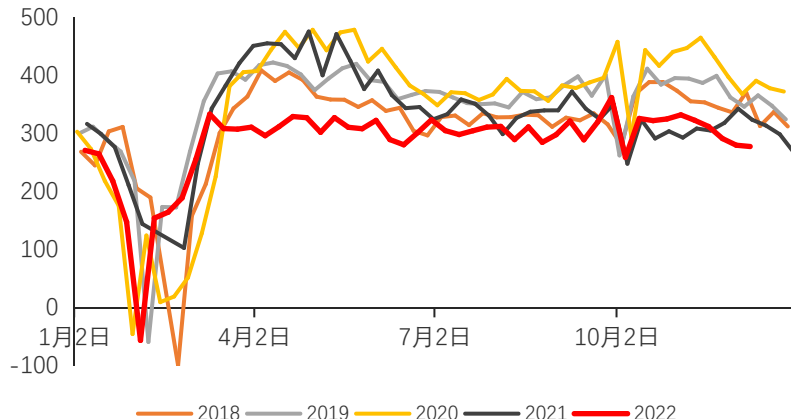


钢材需求下滑明显，建材表现尤其差

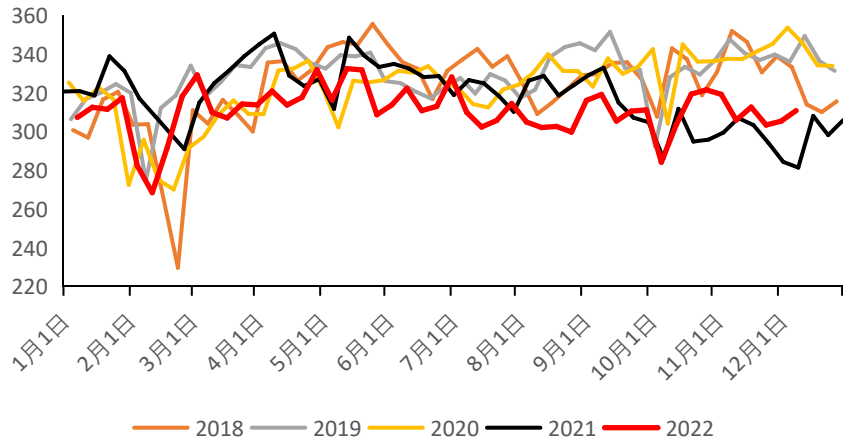
五大钢材表观消费量（万吨）



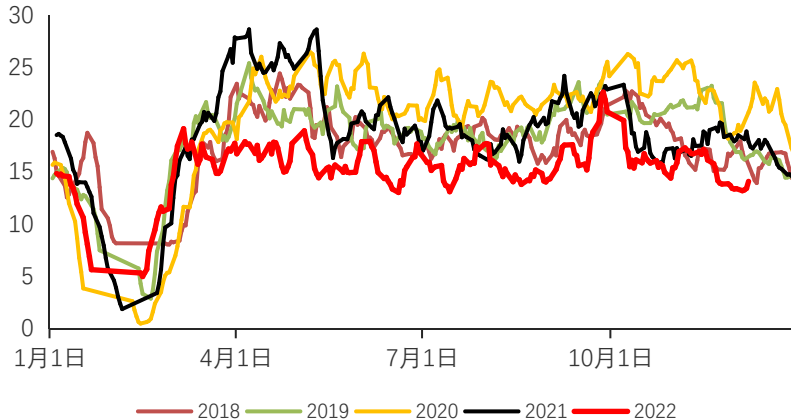
螺纹钢表观消费（万吨）



热轧卷板表观消费（万吨）



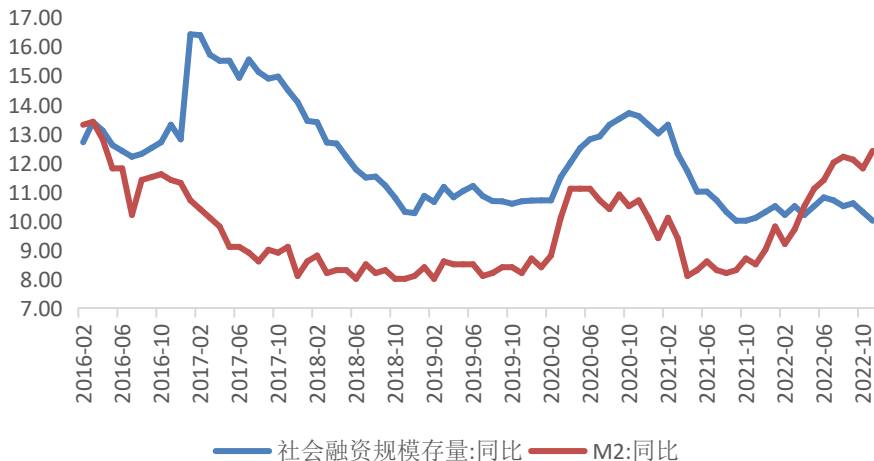
全国建筑钢材成交：万吨（五日均）



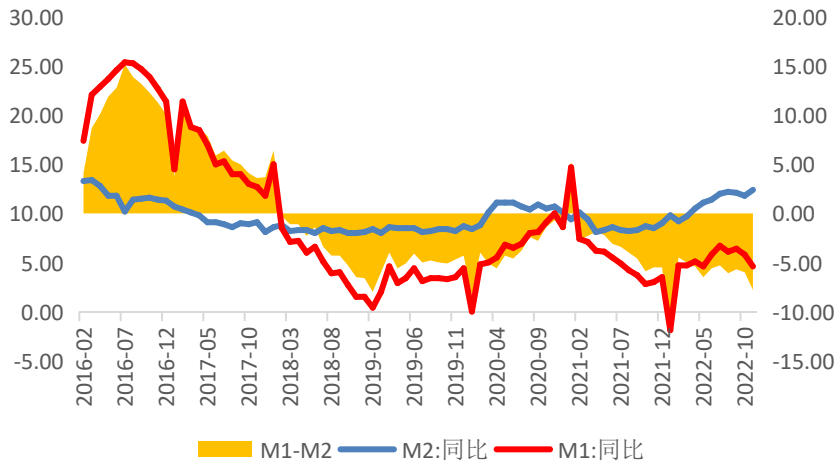
- 2022年钢材需求整体上下滑，特别是螺纹钢需求年内大部分时间处于近五年同期低位。
- 2022年钢材需求旺季特征不明显，主要是因为房地产行业底部运行，螺纹钢需求低迷，旺季不旺。
- 从建材成交表现来看，2022年建材成交量日均值在15.3万吨的水平，与往年相比下滑明显，年内单日成交最大值为27.7万吨。

宏观：货币政策更加精准有力，实体经济有望边际修复

社融增速-M2增速 (%)



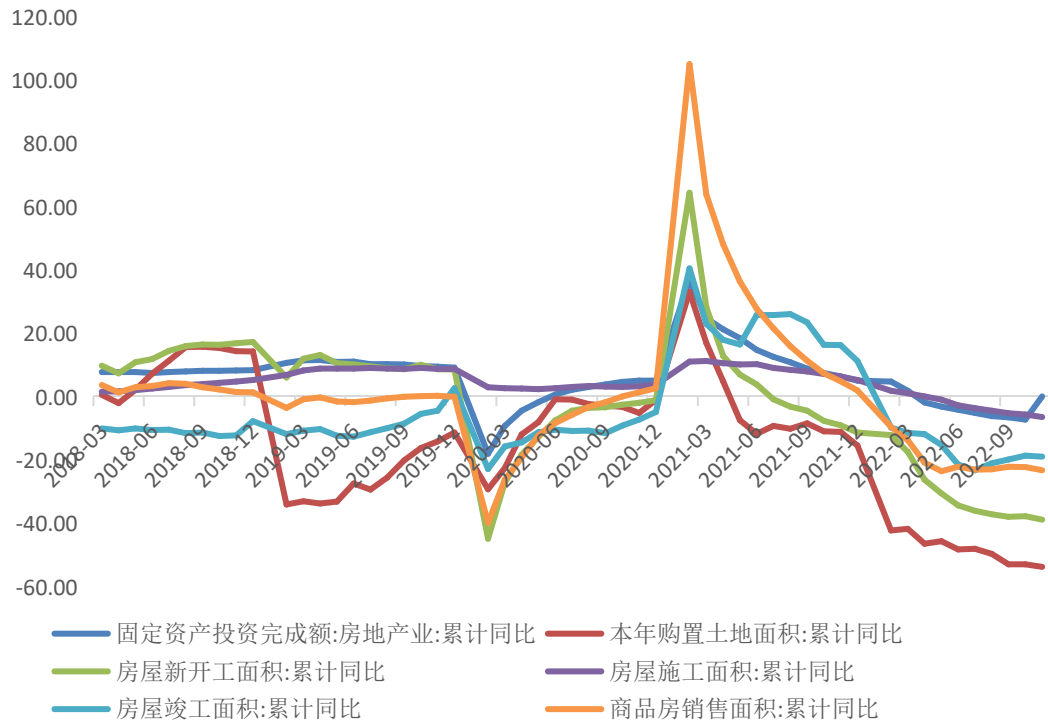
M1-M2



- 2022年，央行采取降准降息、政策性开发工具、结构性金融工具等措施调整货币市场流动性，支持经济发展。但是受新冠疫情国内外经济下行压力较大，市场预期悲观，加之房地产行业持续底部运行，信贷需求疲软，社融-M2剪刀差自2022年4月份转负后缺口进一步扩大。11月份社会融资增速创年内新低，但M2增速创年内新高，反映出货币供应的扩张仍未有效作用于实体经济。
- 从M1-M2增速来看，2022年M1-M2负剪刀差整体上是走阔的态势，反映出市场对经济预期比较悲观，实体经济投资较差，货币供给的增加对货币活化程度的提升并不明显，市场信心需进一步提振。
- 2022年M2增速呈现高速增长的态势，而社会融资规模代表的信贷需求却持续疲弱，且央行表示目前我国通胀率约2%，明年中国的通胀仍然维持在温和区间，在此背景下，12月中旬的中央经济会议也表示“稳健的货币要精准有力”，因此2023年货币政策调控仍然是“稳健”的主基调。“量”的维度上，需要关注明年支撑经济的主要动能房地产和消费行业的表现；重点在于“质”的提升，流动性要由金融市场层面向信贷市场的转变，且“要精准有力”，因此具有针对性的结构性货币政策工具和政策性金融工具将更多地被使用。预计在更加精准有力的货币政策调控下，2022年下半年实体经济有望迎来边际修复。

房地产：房地产处于下行周期，尚未跳出负向循环

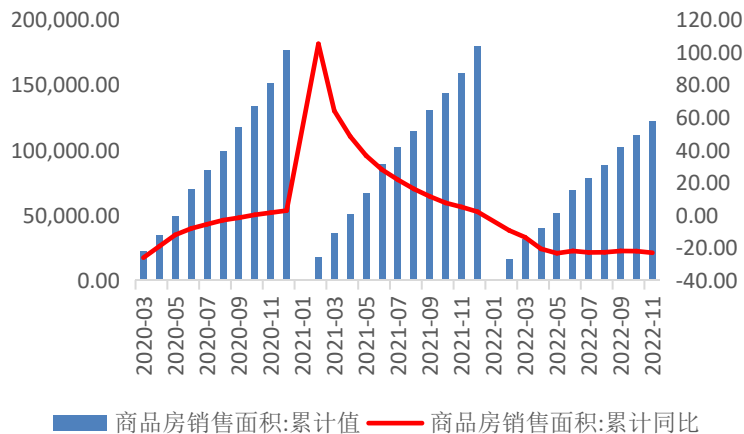
房地产相关指标数据



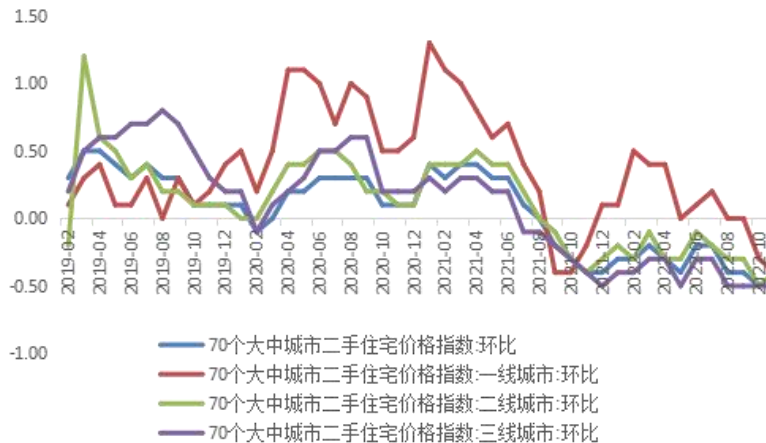
- 2020年8月，房地产行业“三条红线”政策出台，并于2021年1月1日起开始实施，在有效控制房地产杠杆的同时，房地产行业固定资产投资、土地购置面积、新开工、施工以及竣工均出现了明显下滑。销售端走弱后，销售回款下滑，房企资金链进一步紧俏，房企拿地减少，从而新开工下滑，后续施工和竣工也逐渐下滑，同时房地产企业风险逐渐暴露（例如债务违约、烂尾楼），导致行业预期悲观叠加疫情反复，居民购房意愿进一步降低，房地产负向循环形成。今年房地产行业下行加快，各项指标下滑明显，6月中旬至7月中旬，房企因资金链断裂，引发“断贷潮”，房地产行业景气更加低迷。房地产持续处于下行阶段，对经济带来了较大的拖累。今年政策从供需两端持续发力，政策托底意图明显。
- 需求端的政策主要包括房贷利率下调、住房公积金下调、个人所得税退税等，需求端给予了地方政策更大的灵活性，倡导各地“因城施策”，据不完全统计，截止11月中旬，已有115城公积金或商业性个人住房贷款首付比例降至20%，据中指研究院数据，截止11月下旬已有20余城首套房贷利率降至4%以下。供给端政策在11月份集中发布，特别是融资方面“三箭齐发”意义重大，融资端的优化解决房企融资问题的同时，也为产业链上下游打了一剂“强心剂”。但同时政策由发布到实际看到效果仍然需要一段较长的时间，负反馈打破的关键还是要看到销售端明显的回暖。

房地产：销售

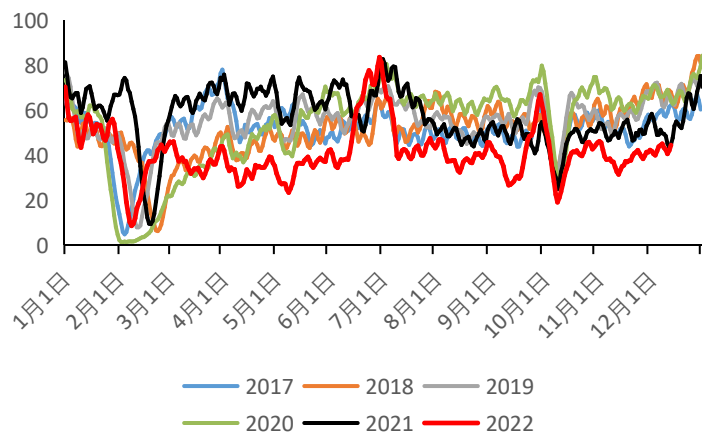
商品房销售累计面积和增速（万平方米，%）



70大中城市二手住宅价格指数（%）



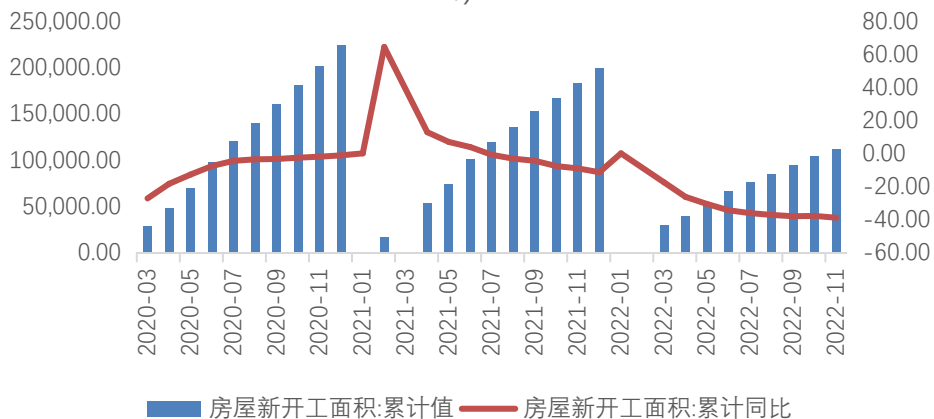
30大中城市：商品房成交面积：万平方米（M10）



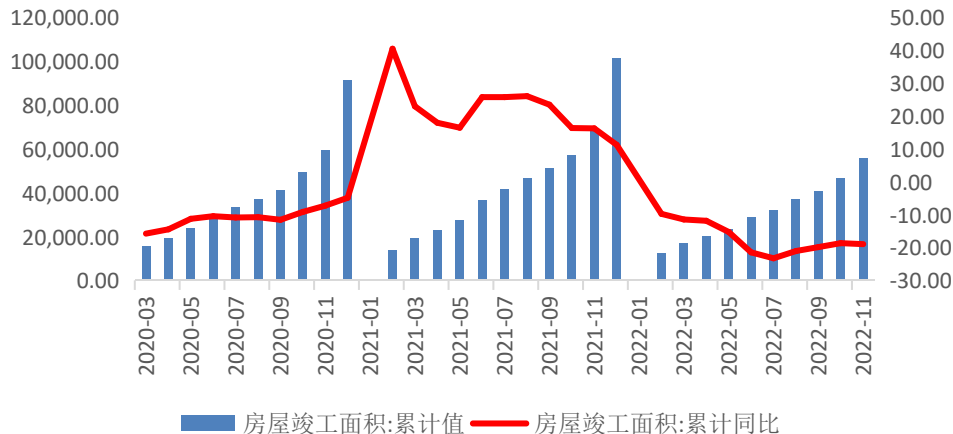
- 11月份商品房销售面积单月值为10071万平方米，环比+3.2%，单月同比-33.3%。1-11月份商品销售面积累计121250万平方米，同比下滑23.30%。2022年以来，商品房销售持续下滑，销售累计面积同比累计增速在后半年基本上维持在-23%附近，从更高频的30大中城市土地成交面积来看，今年商品房成交基本上整体维持在近6年低位，并且截止目前并没有出现明显好转迹象。
- 政策的实施到销售端的改善，一方面需要时间传导；另一方面与消费者意愿也具有较大关系。四季度本就不是传统意义上的房地产消费旺季，前期消费端的政策刺激也未带来较好的效果，随着疫情逐渐管控放开，预计居民收入预期将在明年上半年逐渐转好，购房能力会与所提升，但是居民购房信心恢复需要较长的时间，刚性和改善性需求会随着收入预期的提升而上升，但是投资需求在地产下行阶段难有明显改善，预计消费端在2023年呈现缓慢修复的状态，难有明显的改善。

房地产：新开工

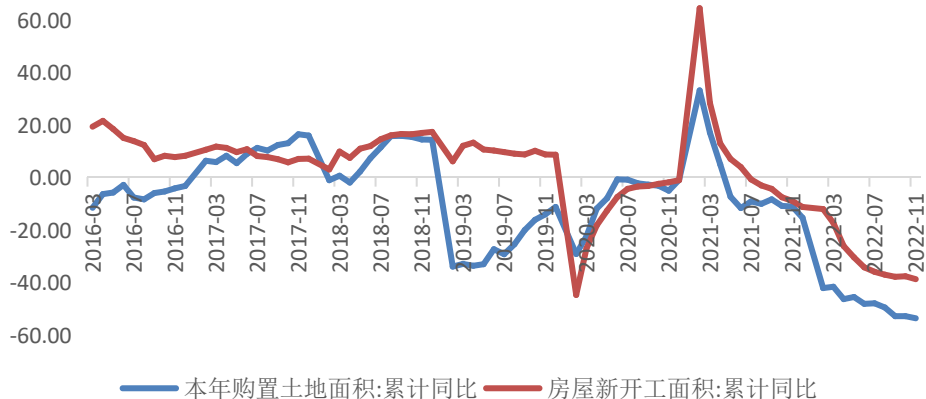
房屋新开工面积及同比：累计值（万平方米，%）



房屋竣工面积及累计同比（万平方米，%）



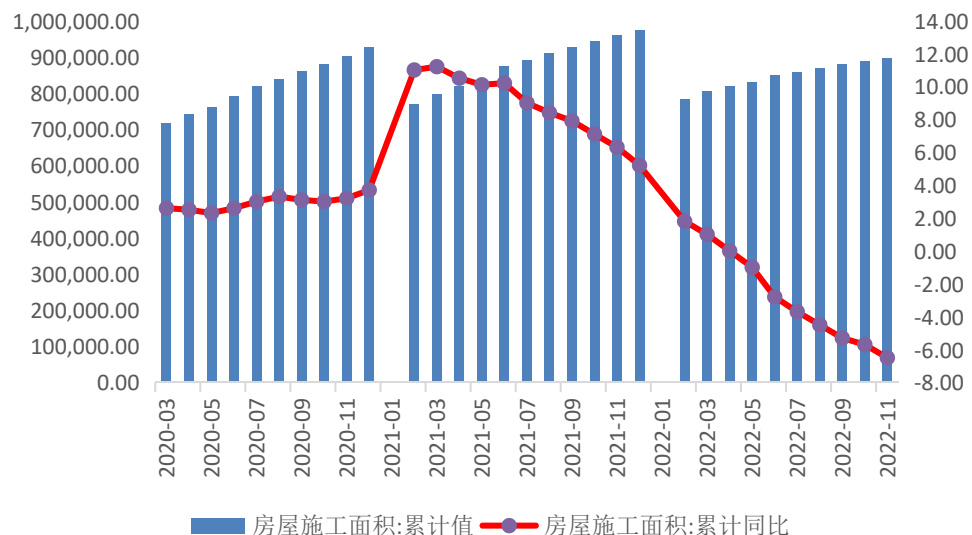
土地购置面积与新开工面积



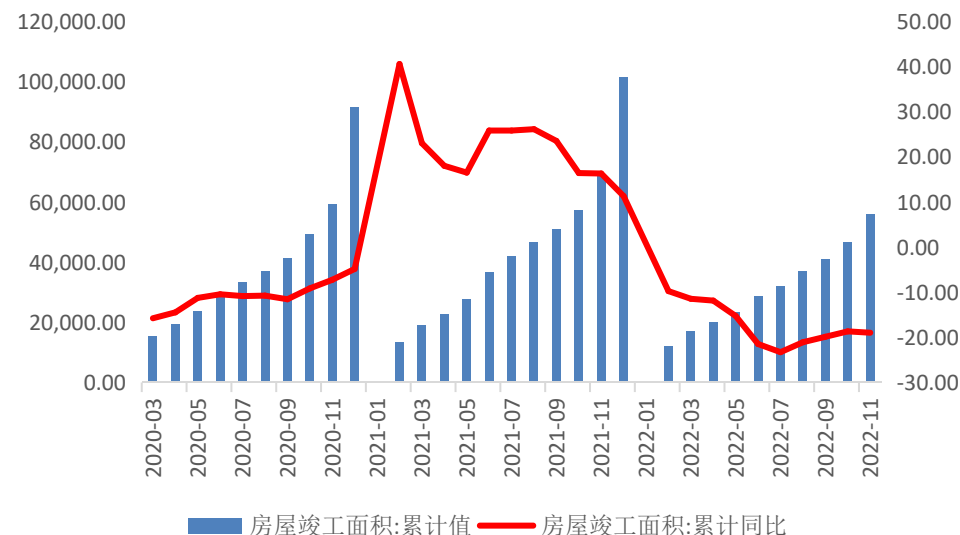
11月份，房屋新开工面积0.79亿平方米，环比-11.7%，单月同比-50.8%；1-11月，房屋新开工面积累计11.16亿平方米，累计同比-38.9%。从拿地面积来看，房企拿地积极性不高，依旧是能力和意愿两方面因素共同决定，目前资金环境方面政策端“三箭齐发”，资金环境改善后，房企拿地能力会有所提升，但同时在看不到销售端明显回暖的迹象前，房企拿地意愿或仍不高。新开工方面，2020年四季度以来，房屋新开工面积增速持续高于土地购置面积增速，房企土地库存降低，且近年来房企停工面积较多，“保交楼”或先于新开工，预计2023年上半年新开工仍难看到明显好转，新开工在房地产行业用钢占比约为60%，短期内房地产行业用钢需求将继续受到新开工拖累。

房地产：施工、竣工

房屋施工面积及累计同比（万平方米，%）



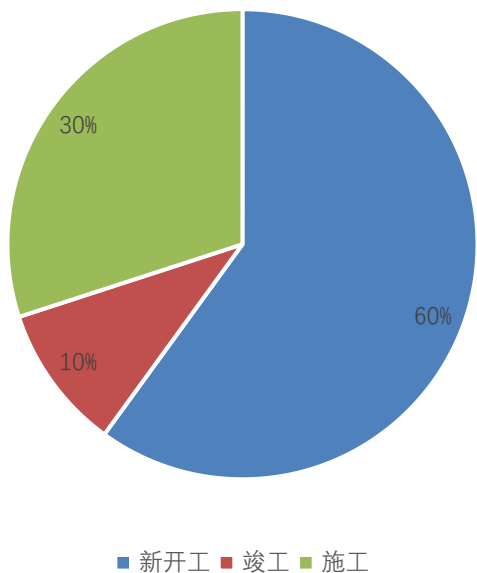
房屋竣工面积及累计同比（万平方米，%）



11月份，房屋施工面积7963万平方米，环比-20.2%，单月同比-52.6%；1-11月，房屋施工面积累计同比-6.5%。11月份，房屋竣工面积9144万平方米，环比+60.8%，单月同比-20.2%；1-11月，房屋竣工面积累计同比-19%。7月首提“保交楼”，纾困基金、专项借款、免息再贷款等“保交楼”政策措施持续推出，促进项目交付，竣工边际修复，房屋竣工面积累计同比降幅有所收窄，加之房地产融资“三箭齐发”，资金状况改善也将促进施工和竣工，但目前处北方冬季施工受限，加之疫情放开后，短期内会出现疫情大面积扩散，影响施工，预计年前施工和竣工进度一般，年后同比降幅将继续收窄。

房地产：预计2023年房地产对于钢材需求难有提升

房地产行业用钢占比

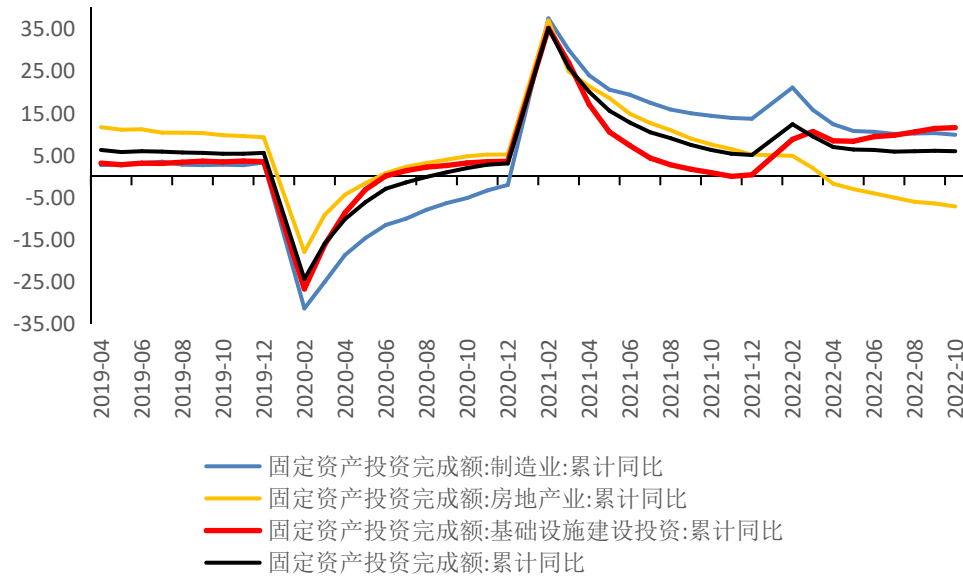


总的来说，2023年国内经济发展离不开内需的修复，而房地产行业修复的重要性不言而喻。2022年房地产供需两端政策密集出台，政策托底意图明显，预计明年房地产行业会出现边际好转，但是房地产行业当前处于仍下行周期，政策对销售恢复作用较为缓慢，融资方面的政策对于房企资金环境将带来改善，有利于前期停工项目尽快施工和竣工，但是受制于资金和销售端的疲软，预计新开工可能会继续维持负向增长。房地产用钢占比中新开工占比大约60%，施工和竣工用钢占比大约40%，预计2023年在新开工面积的拖累下，房地产对于钢材需求难有明显提升。

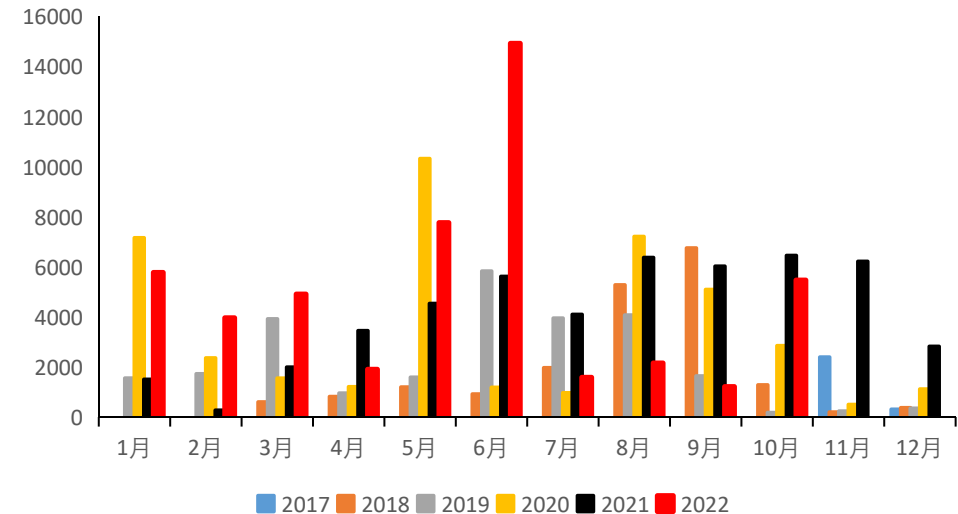


基建

固定资产投资完成额累计同比 (%)



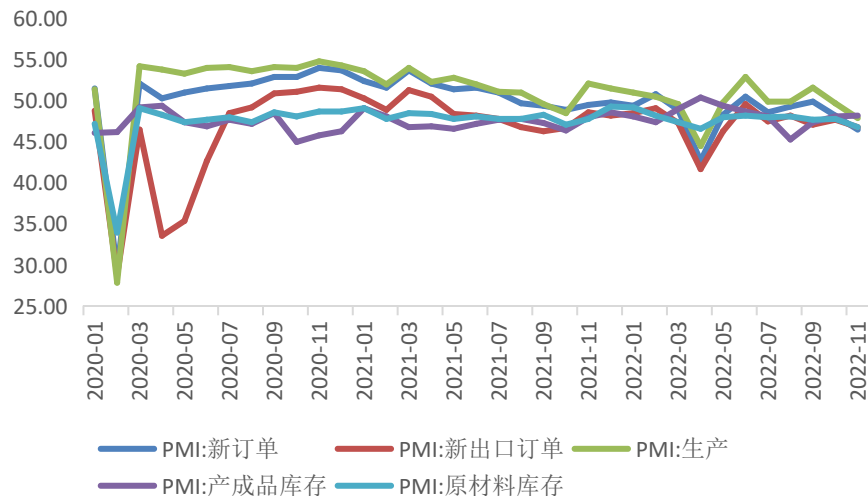
地方政府债券发行额: 专项债券: 当月值: 亿元



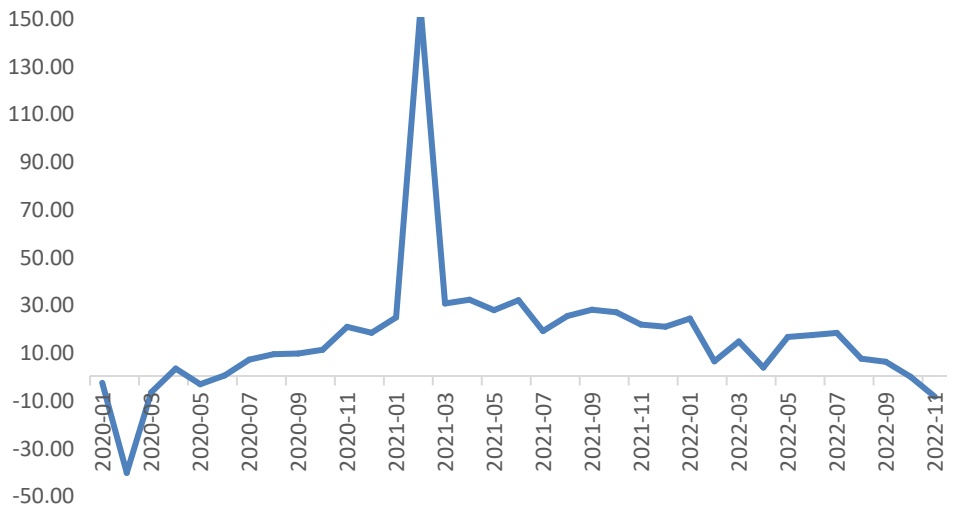
- 1-11月, 基础设施建设投资累计同比达11.65%, 基础设施建设投资逆势上涨。
- 2022年新增专项债限额为3.65万亿元, 与去年持平, 截止6月底已下达的3.45万亿元专项债基本上发行完毕, 并且要求在8月底前使用完毕; 下半年国务院提出用好以前年度结存的5000多亿元专项债结存限额, 并在10月底发行完毕; 此外, 发改委要求, 各地方抓紧申报2023年专项债项目, 2023年的专项债部分额度前置下发。今年前11个月, 全国地方政府发行的新增专项债规模约40286亿元, 创历史新高, 其中超过六成投向基础设施建设领域。
- 12月中旬, 中央经济工作会议表示“明年要坚持稳字当头、稳中求进, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”, 外需对于国内经济的拉动减弱背景下, 2023年经济增长动能将主要依靠内需, “稳增长”目标下, 基建发力仍可期, 预计2023年基建仍然托底钢材需求。

制造业

PMI各分项指数 (%)



出口金额:当月同比 (%)

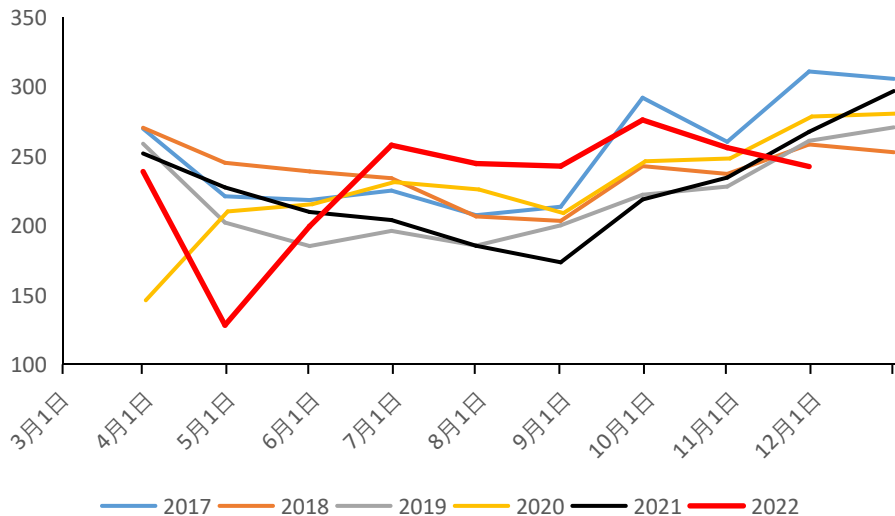


- 11月份制造业PMI指数下滑1.2个百分点至48%，仅高于4月份的水平。从分项指标来看，原材料指数、新订单指数、生产指数以及新出口订单指数分别环比下滑1个百分点、1.7个百分点、1.8个百分点和0.9个百分点，且均处于荣枯线下方，供需两端均放缓，下行压力较大。一方面，11月受国内疫情影响，交通运输不畅，生产和需求两端均受到影响；另一方面，海外经济下行压力也较大，外需下滑，新出口订单指数也回落。
- 欧美制造业PMI指数持续回落，截止11月，欧元区制造业PMI指数已经连续5个月处于荣枯线下方，美国制造业PMI指数在荣枯线维持在荣枯线附近，外需压力或进一步加大。
- 从出口同比数据来看，7月份之后，出口见顶回落，10月份出口同比转负，预计2023年出口景气将继续下滑，制造业需求也将受到影响。

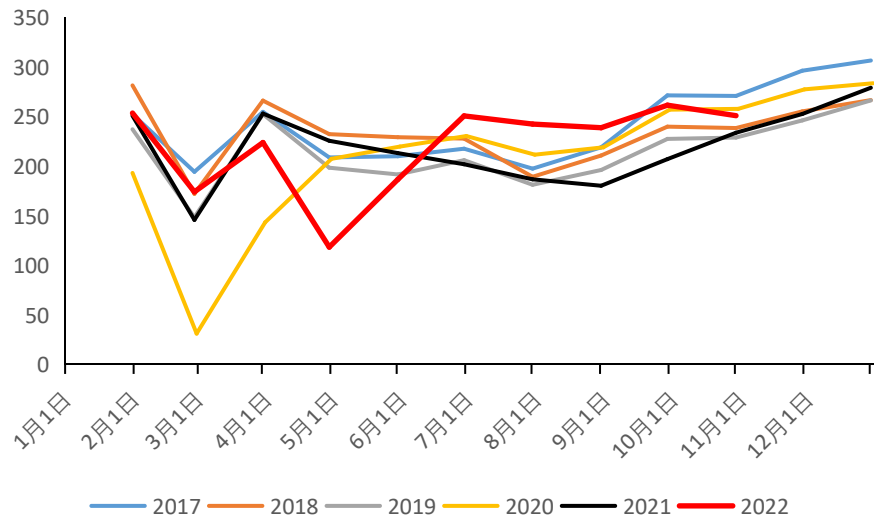
制造业：汽车

- 2022年上半年受汽车“缺芯”、俄乌冲突、国内疫情等因素影响，汽车产销均受到较大影响。6月份之后在汽车购置税减半政策的发力下，汽车生产和销售保持较大活力，但是汽车购置税减半政策截止到2022年年底，政策退出后，燃油车需求或受影响。此外，新能源汽车渗透率已经超过30%，且新能源汽车购置税减免政策延长至2023年底，政策的扶持下，渗透率仍有提升空间，尽管新能源汽车越来越多使用轻量化的铝合金材料，对于钢材使用逐渐降低，但新能源汽车销量的提升能起到一定的对冲。总体上，展望2023年，燃油车销量或有回落，但新能源汽车继续发力，对于钢材的需求形成支撑，预期汽车用钢维持稳定增长。

汽车产量：万辆



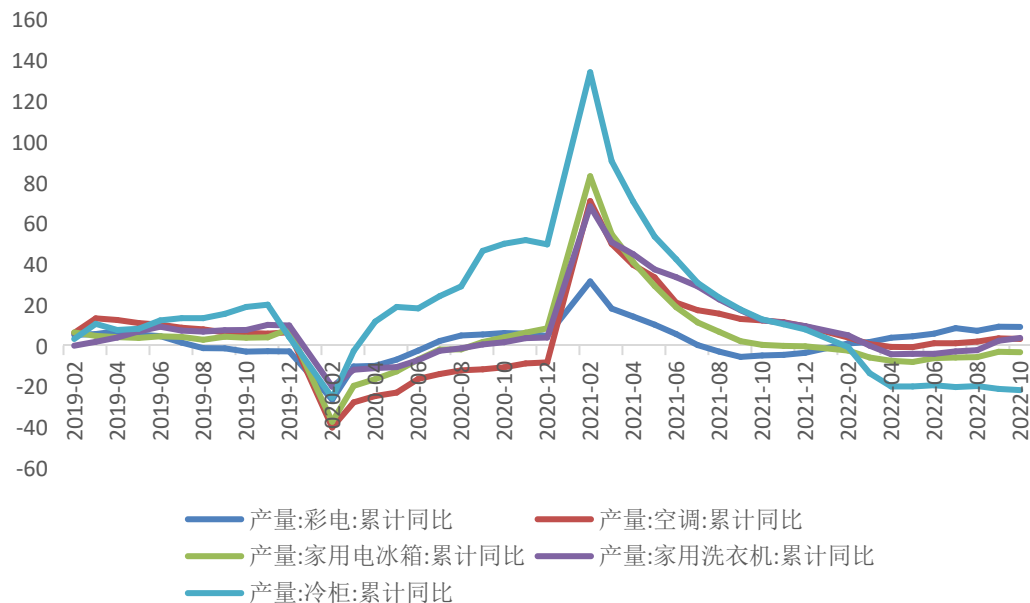
汽车销量：万辆



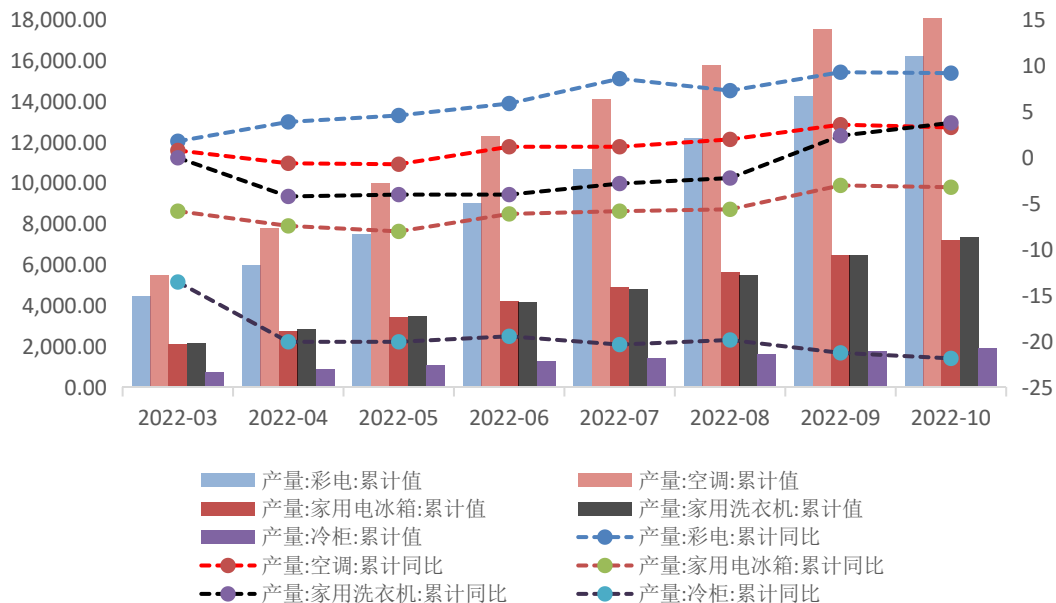
制造业：家电

- 2022年家电行业增速出现了明显回落。1-10月份空调产量18959.5万台，累计同比3.2%；1-10月份家用电冰箱产量7159万台，累计同比-3.3%；1-10月份家用洗衣机产量7318万台，累计同比3.7%；1-10月份彩电产量16139.6万台，累计同比9.1%；1-10月份冷柜产量1879.2万台，累计同比-21.9%。
- 疫情管控“新十条”出台，国内正式迈上结束疫情的道路，随着生活生产逐渐恢复正常，消费信心和消费水平将会逐渐提升，并且房地产行业政策托底力度大，预期2023年随着房地产行业的修复，房屋销售可能出现回暖，也会带动家电行业增长。总体上，预期2023年家电行业有望维持用钢需求。

家电行业产量及累计同比 (%)



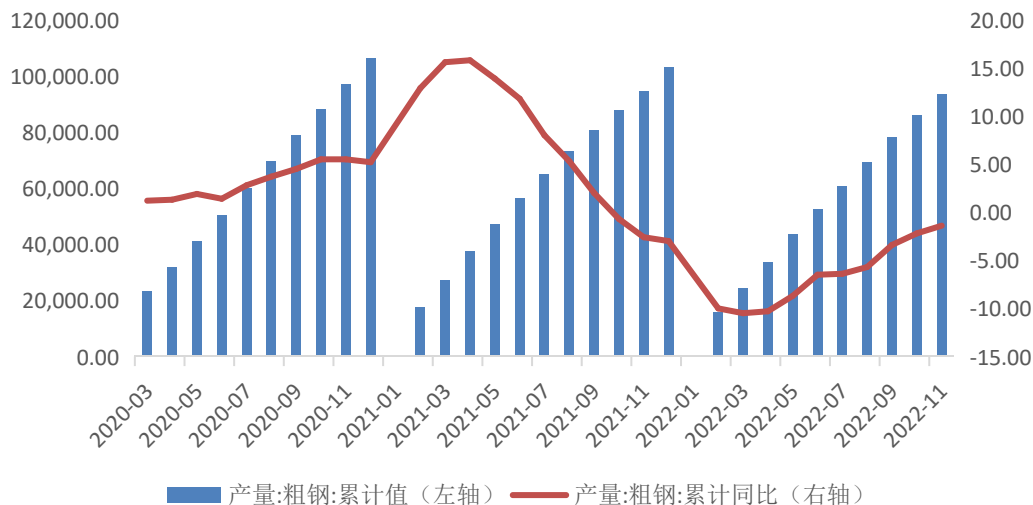
家电行业累计产量及产量同比 (万台, %)



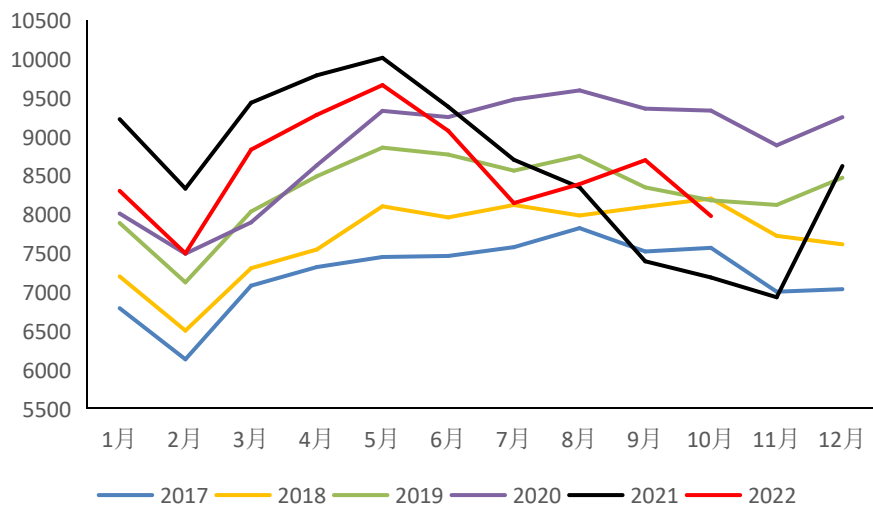
粗钢：2023年供给端政策约束或仍存，但钢厂自主调节为主

- 2022年上半年我国粗钢产量维持较高水平，下半年因房地产行业表现持续疲软，钢材价格下滑幅度较大，钢厂主动降库，粗钢生产放缓。2022年1-11月，我国粗钢产量93511万吨，累计同比-1.4%；2021年下半年粗钢压减力度大，产量下滑较快，2021全年粗钢产量103278.8万吨，2022年11月份国内疫情扰动以及钢厂亏损等因素扰动下，粗钢日产下滑至248.47万吨，12月份按照粗钢日产245-255万吨的水平计算，预计2022年粗钢产量会低于2021年1500-2000万吨的水平。
- 尽管2022年4月份发改委再提粗钢压减，但是疫情给国内经济带来了较大压力，后期并没有强调粗钢减产目标，钢厂更多地是根据盈利状况自主调节产量。
- 展望2023年，粗钢产量持平或小幅下滑。行业需求走弱压力较大背景下，政策方面约束的必要性或较小，粗钢产量将更多根据行业盈利状况和需求状况自主调节，但也不排除粗钢产量较大幅度增加时政策适时的干预。

粗钢累计产量及累计同比（万吨，%）



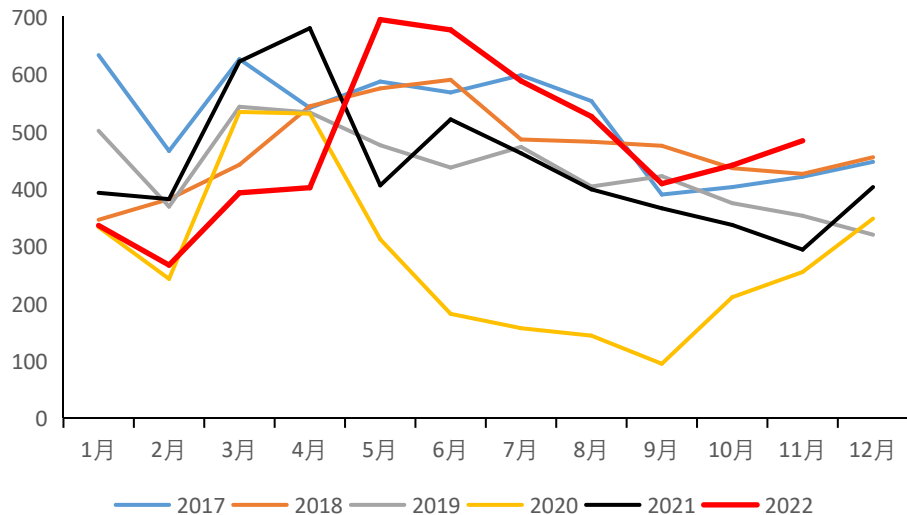
粗钢产量（万吨）



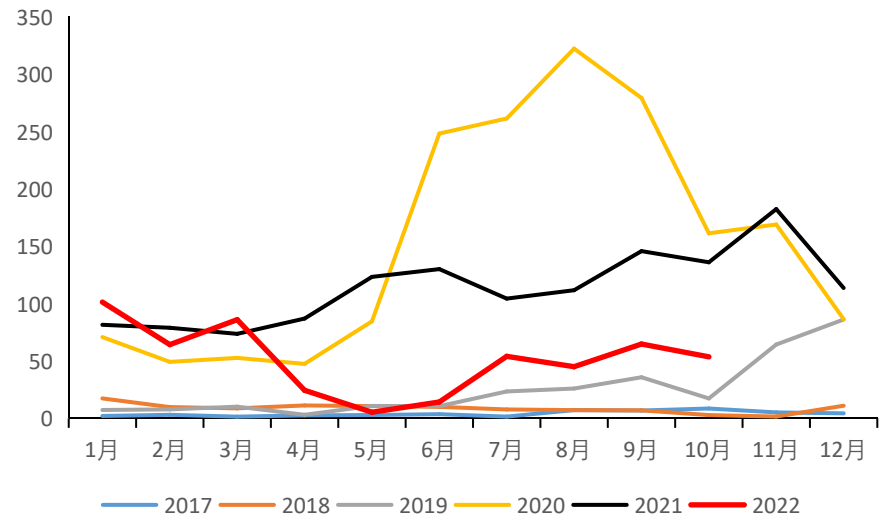
钢材进出口：净出口预期出现回落

- 2022年1-11月，我国钢材出口6194.8万吨，同比增长0.4%；净出口5208.1万吨，同比增长7.1%。预期2022年全年净出口在5700万吨附近，同比增长8%左右。1-11月，钢坯净进口512.2万吨，同比下降59.1%；预期2022年钢材进口在1050万吨的水平，创近几年新低。
- 2月份俄乌冲突导致欧盟区热卷价格快速拉升，而国内需求低迷，国内外价差使得钢材特别是板材订单大幅增加，钢材出口量也在5、6月份达到高峰，后续随着海外钢材供应逐渐恢复，国内外价差恢复稳定，出口量也逐渐回落。但2022年钢坯进口数量下滑非常明显，因此钢材净出口量在下半年仍然保持在往年同期高位。
- 展望2023年，海外经济下行压力较大背景下，出口面临压力，同时，尽管2023年进口出现回升概率较大，但目前国内外价差不明显，预计钢材进口不会出现大幅回升，因此我们认为2023年钢材净出口会出现回落，但是回落幅度有限，净出口有望维持在4500万吨以上水平。

钢材净出口：万吨



钢坯净进口：万吨



钢材小结：2023年钢价或先低后高

- **需求端：**展望2023年，房地产政策预期依旧较好，预期明年房地产行业呈现缓慢修复的态势，下半年随着房地产行业修复，钢材需求也将有所恢复，钢材需求或前低后高。
 - 房地产：政策持续加码，行业具有修复预期，房企融资改善，有利于竣工和施工改善，但是销售端改善受能力和意愿共同作用，预期2023年销售呈现缓慢恢复态势，销售缓慢恢复制约房企拿地和新开工，新开工或继续保持负增长率，但降幅会有所收窄，因此我们认为2023年房地产对于钢材需求难有明显拉动。
 - 基建：2022年基建发力强度较大，2023年“稳字当头，稳中求进”的经济目标下，尽管高基数背景下，基建增速会有所回落，但仍可期，我们认为基建将继续托底钢材需求。
 - 制造业：外需下滑，影响制造业出口；国内随着疫情管控优化，居民收入和消费预期修复，汽车和家电行业用钢需求将有所回升，整体上，制造业用钢需求或有所下滑。
- **供给端：**2023年钢材产量更多是根据需求和钢厂盈利状况自主调节。
- **进出口：**海外经济压力较大，外需走弱，净出口预期出现下滑。

总体上，明年上半年疫情扰动和房地产行业短期内难以出现较为明显的修复，内需依旧疲软，外需下滑，钢价承压，宏观政策方面依旧有较多的预期，“强预期弱现实”的格局或延续，预期影响下，钢价波动幅度或加剧；下半年疫情影响消退、居民消费能力和信心较大提升、房地产行业新开工好转、基建形成更多实物工作量，钢材需求逐渐恢复，预期和现实需求均转好，钢价震荡上行，上行幅度受地产恢复速度影响。

风险因素：房地产行业超预期修复、粗钢压减继续实施、钢厂生产大幅提升



铁矿石

供需趋于宽松，价格中枢下移

铁矿石期货走势回顾

第一阶段：1月至4月上旬。俄乌冲突，国际能源价格上涨，铁矿走强；巴西强降雨扰动供给，而需求端在“稳增长”预期下，铁水较快恢复，供需偏紧，矿价持续上行。

第二阶段：4月中旬至6月上旬。发改委再提粗钢减产；国内疫情严峻，终端需求疲弱；印度提高出口关税；铁水产量持续回升等多因素作用下，矿价震荡。

第三阶段：6月中旬至7月中旬。海外加息预期加剧；地产行业底部运行，终端需求不佳；钢厂亏损加大，检修增多，铁水快速下滑，负反馈逻辑下，矿价大幅下挫。

第四阶段：7月下旬至9月底。下游旺季预期与现实博弈，矿价震荡。

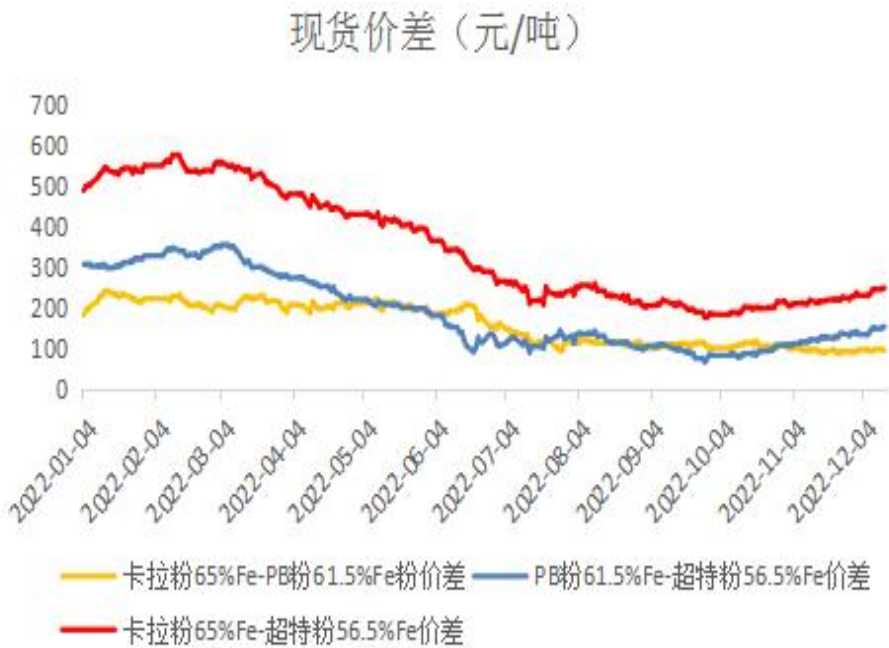
第五阶段：10月份。旺季证伪，负反馈再度形成，矿价下挫。

第六阶段：11月初至今。疫情防控优化、美联储加息放缓、地产行业政策持续释放等宏观利好刺激下，市场情绪偏暖，钢厂低库存背景下，补库预期支撑铁矿强势反弹。



现货：高低品矿价差收窄

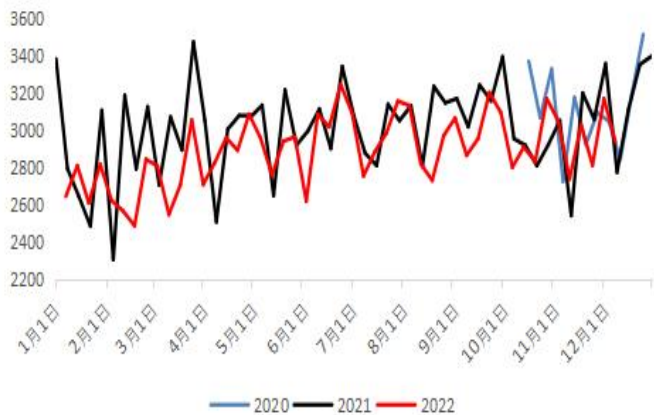
	2021年12月31日	2022年12月14日	年涨跌	年涨跌幅
卡拉加斯粉：65%Fe：青岛港	970	904	-66	-6.80%
纽曼块：63%Fe：青岛港	950	920	-30	-3.16%
罗伊山粉：61%Fe：青岛港	743	793	50	6.73%
巴粗（SSFG）：62%Fe：青岛港	725	785	60	8.28%
PB粉：61.5%Fe：青岛港	793	810	17	2.14%
纽曼粉：62.5%Fe：青岛港	830	820	-10	-1.20%
金布巴粉：60.5%Fe：青岛港	675	770	95	14.07%
FMG混合粉：58.5%Fe：青岛港	605	718	113	18.68%
巴混（BRBF）：62.5%Fe：青岛港	865	820	-45	-5.20%
扬迪粉：57%Fe：青岛港	640	699	59	9.22%



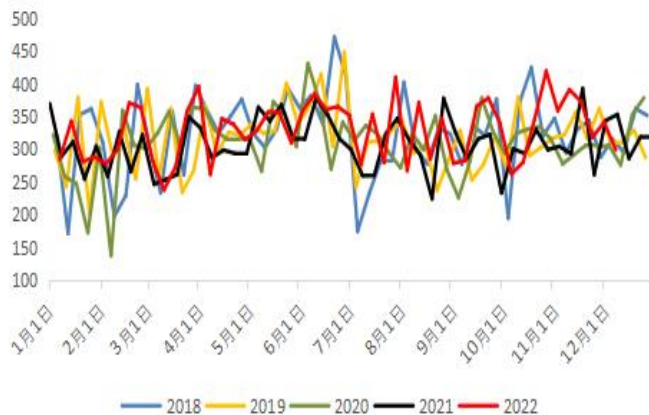
- 从现货价格来看，整体上中高品矿价格重心下移较多，低品矿价格上涨较多。
- 高中低品现货价差收窄。年初受巴西降雨和澳大利亚泊位检修影响，高品矿供应偏紧，而此时国内铁水快速攀升，钢厂盈利状况较好，对于中高品矿需求旺盛，卡粉-超特粉价差维持在500元/吨的水平之上，PB粉-超特粉价差维持在300元/吨之上的水平；后续随着供应恢复，钢厂盈利下滑幅度较大，中低品矿性价比开始凸显，高中品、高低品价差均收窄；11月以来，中低品价差开始走阔，中品矿资源去库加快。我们认为在钢厂利润为发生较为明显的改善前，中低品矿需求相对更好，叠加印度调整铁矿石出口关税，低品矿供应将有所增加，因此，高中、高低品矿价差将继续维持在较低水平。

外矿发运：全球铁矿石发运下滑，四大矿山发运稳中有增

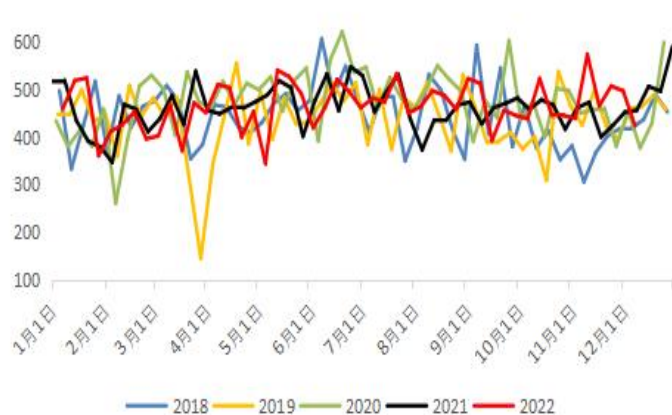
全球铁矿石发运量（万吨）



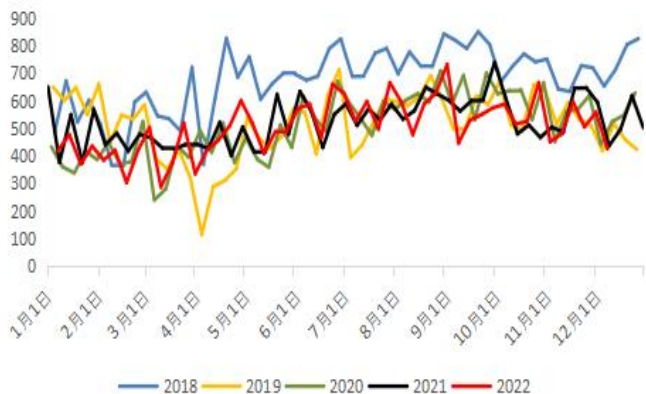
FMG铁矿石发运量（万吨）



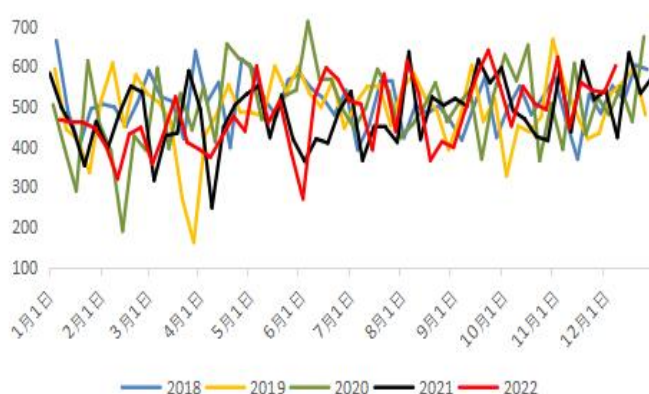
必和必拓铁矿石发运量（万吨）



淡水河谷铁矿石发运量（万吨）



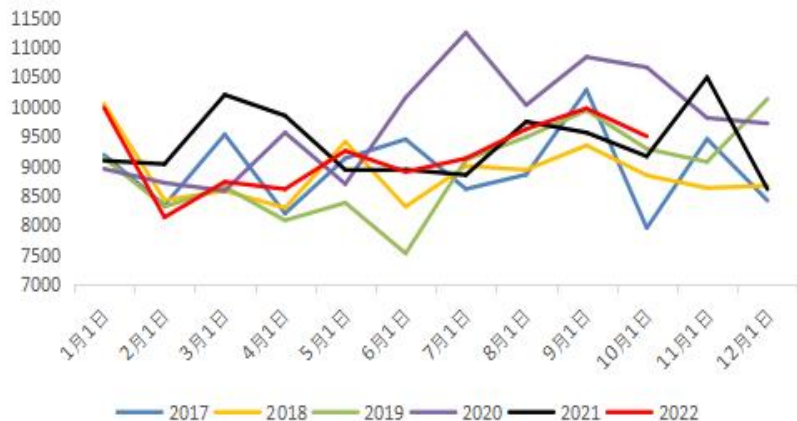
力拓铁矿石发运量（万吨）



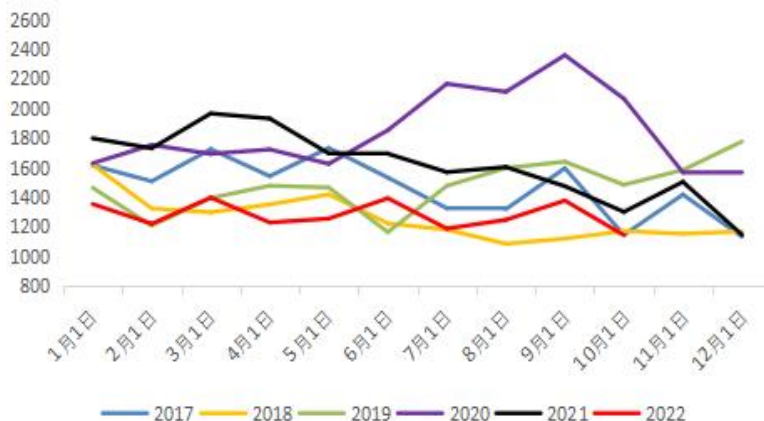
- 截止12月12日，全球铁矿石发运量14.17亿吨，同比下滑4683万吨。
- 四大矿山合计发运量9.9亿吨，同比下滑71万吨，基本上持平；其中FMG表现亮眼，同比上升1122万吨；淡水河谷发运同比下滑738万吨；必和必拓发运量同比下滑520万吨；力拓同比持平。
- 淡水河谷2022年产量目标为3.2-3.35亿吨，三季度产量大幅回升，三季度已经完成产量目标区间的75.4%-78.9%，预计全年完成目标概率较大。
- 力拓皮尔巴拉矿区2022年发运目标为3.2-3.35亿吨，但是力拓上半年受雨季影响、疫情减少劳动力供给，三季度出现两条铁路脱轨，最终力拓预期全年发运在目标区间下沿附近。
- FMG和BHP2023财年（2022年7月1日至2023年6月30日）发运目标1.87-1.92亿吨和权益产量目标2.49-2.60亿吨，FMG的Iron Bridge项目将于2023年一季度投产，产能预计在2200万吨。BHP南坡矿区产能按计划释放，预计后续产出维持稳定。

外矿发运：非主流矿进口大幅下滑

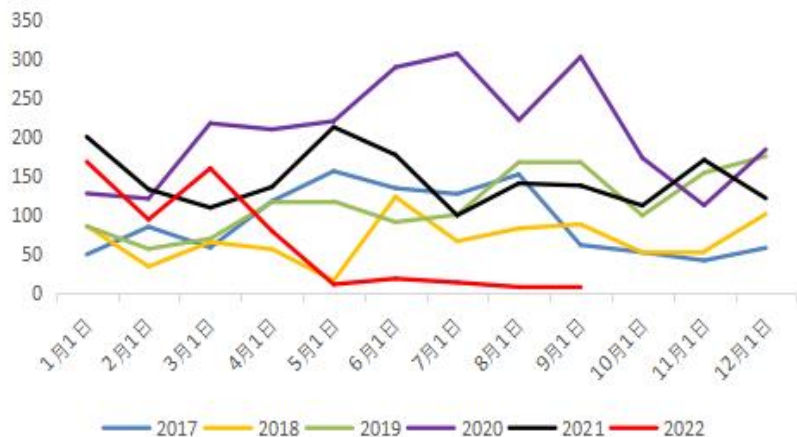
中国铁矿石进口量（万吨）



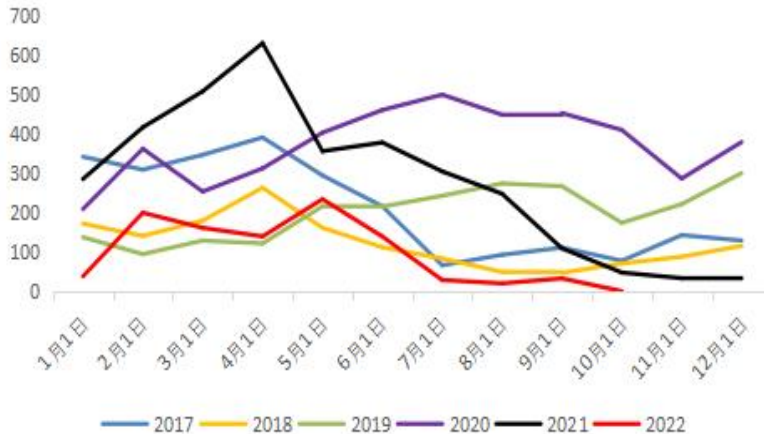
中国从其他国家进口铁矿石数量（万吨）



中国从乌克兰进口铁矿石数量（万吨）



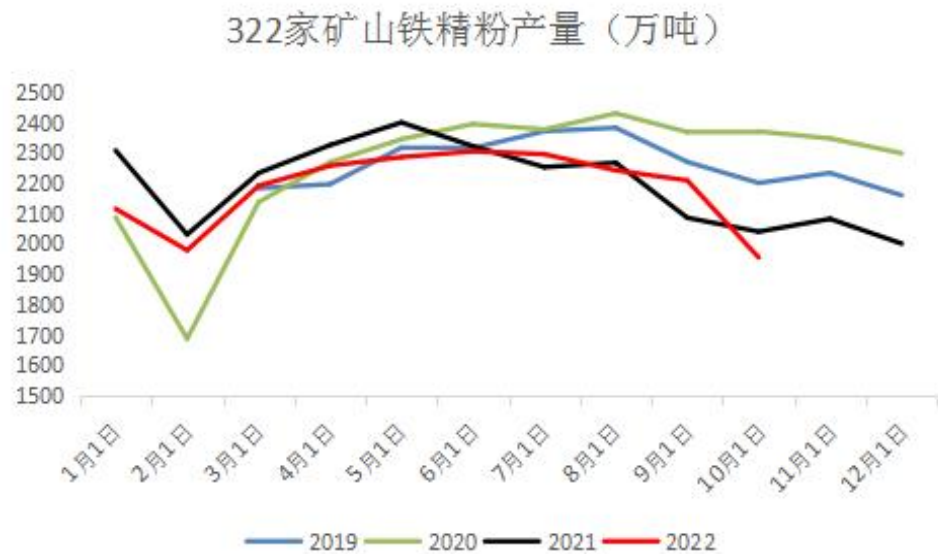
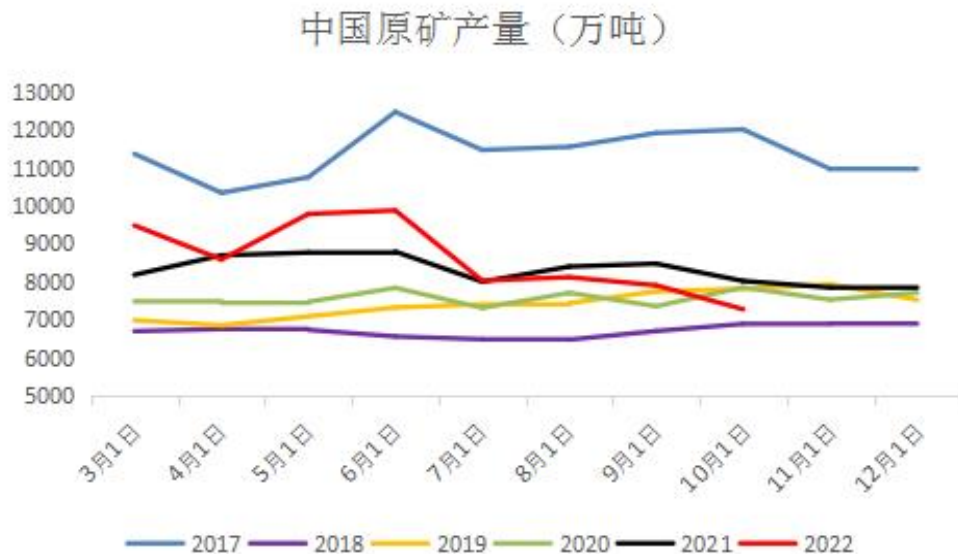
中国从印度进口铁矿石数量（万吨）



- 2022年1-10月，中国铁矿石进口量9.18亿吨，同比下滑1536万吨，跌幅-1.65%；其中，从澳、巴进口铁矿石7.9亿吨，同比上升2433万吨，非主流矿进口量下滑幅度较大。
- 2022年1-10月，非主流矿进口量下滑3969万吨，跌幅-23.7%。一季度俄乌冲突、二季度印度提高铁矿石出口关税，且6月份开始，矿价大幅下挫，触及非主流矿山成本，因此非主流矿山发运大幅下滑，中国从乌克兰和印度进口铁矿石已至个位数水平。
- 11月18日，印度宣布取消对铁品位低于58%的铁矿块矿和粉矿征收的出口关税，铁品位58%以上的粉矿和块矿的出口关税由50%调低至30%，预计进口印度铁矿石将恢复至5月份200万吨左右的水平。

内矿：2023年内矿产量或出现回升

- 2022年1-10月，中国原矿产量8.1亿吨，同比下滑1325万吨，跌幅-1.6%；322家矿山铁精粉产量2.18万吨，同比下滑430万吨，跌幅-1.9%。
- 2022年三季度，河北、山西个别矿山发生安全事故，以及10月份大会期间环保限产，导致三季度矿山产量大幅下滑，目前河北和山西矿山已经申请复产，矿山产能利用率和日均铁精粉产量环比回升，但仍处于近几年同期低位，根据11月和12月的日均铁精粉估算，预计2022年全年铁精粉产量较去年下滑500万吨左右。
- 为了打破铁矿石进口垄断、增加中国自有铁元素资源供给，“基石计划”正在加速推进，提出用2-3个“五年计划”改善我国铁矿石供应情况，其中到2025年，实现国内矿产量3.7亿吨的目标。且全国最大的单体地下铁矿山鞍钢系鞍山铁矿项目开工助力“基石计划”更好更快实现。因此，我们认为2023年在疫情扰动降低以及相关政策支撑背景下，国产矿产量会出现明显回升，回升幅度500-800万吨之间。



铁矿石供给展望：2023年铁矿石供给边际趋松

➤ 外矿方面

▣ 主流矿：预计2023年供给边际增加

- 淡水河谷：2022年产量目标3.2-3.35亿吨，完成目标概率较大，预期2023年Serra Norte和S11D 矿区预计产量会有所恢复，根据淡水河谷最新预计，2023年铁矿石产量将在3.1亿吨至3.2亿吨之间，我们认为淡水河谷2023年产量增加800万吨左右。
- 力拓：2022年发运目标3.2-3.35亿吨，截止12月上旬发运完成目标区间的89.2%-93.4%，预计全年发运完成区间下沿水平，2022年两起火车脱轨事件影响Gudai-Darri 矿区发运，Gudai-Darri 矿区产能正在逐步释放，预期2023年达到满负荷生产，根据力拓预计，2023年发运量依旧在3.2-3.35亿吨，考虑到产能释放，预计2023年发运量会高于2022年800万吨左右。
- FMG：2023财年发运目标1.87-1.92亿吨，Iron Bridge项目预计将于2023年一季度投产，全部产能预计在2200万吨，因此我们认为2023年FMG会增产，增产幅度在300-500万吨之间。
- BHP：Samarco矿区2023 年财年的产量目标依然维持在 300-400 万吨；南坡矿区产能按计划释放，持续发力，预计2023 年BHP增产400万吨左右。

▣ 非主流矿：2022年非主流矿进口减量明显，其中75%以上减量来自于印度和乌克兰，印度于11月18日下调了铁矿石出口关税，预计2023年进口印度矿恢复至月均200万吨水平，即2023年进口印度矿预计增加1500万吨，俄乌冲突依旧处于拉锯状态，暂且估计明年进口乌克兰铁矿保持今年一样的水平。但非主流矿山成本线在70-80美金范围内，如果2023年铁矿石需求大幅下滑，铁矿石价格触及非主流矿山成本线，迫于成本压力，非主流矿山发运或有所下滑，因此，保守估计2023年非主流矿供应增量1200万吨。

➤ 内矿方面

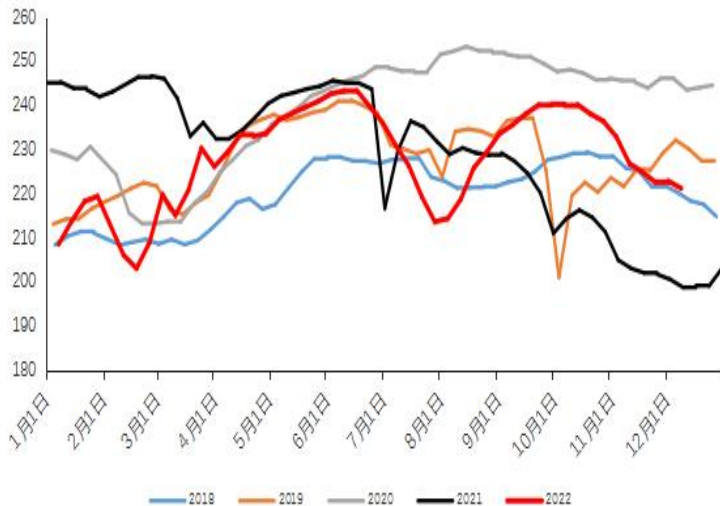
▣ 我们认为2023年内矿产量回升幅度500-800万吨之间。

总体上，预计2023年铁矿石供应增加4000-4500万吨。

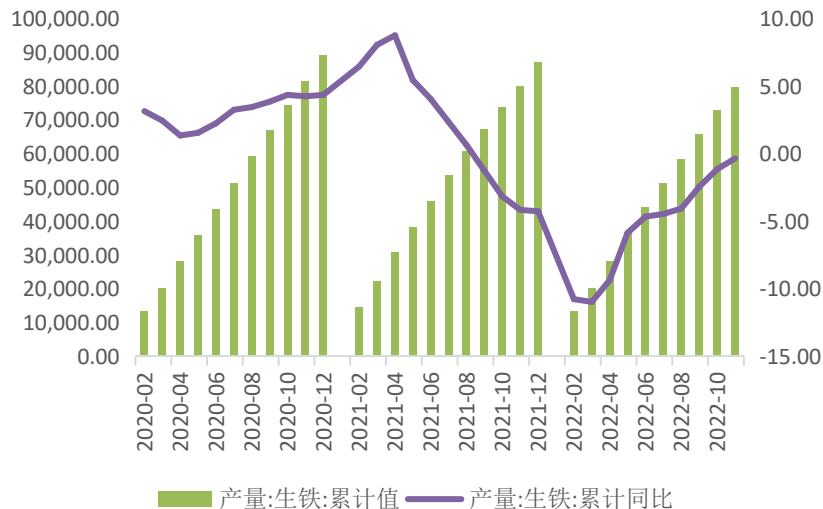
国内需求：2022年生铁产量小幅下滑，铁水波动较大

- 2022年1-11月中国生铁累计产量7.95亿吨，同比-117万吨，累计同比-0.4%；目前日均铁水产量处于中等水平，预计2022年全年生铁产量较去年下滑300万吨左右，同比下滑不到1%。
- 2021年下半年粗钢压减力度较大，日均铁水产量一度下滑至历史低位；进入2022年，一季度稳增长预期引导和北方环保限产退出，铁水产量快速恢复；二季度“金三银四”旺季预期下，铁水继续维持高速增长，最高日均铁水产量达243万吨水平；随后受现实需求疲软限制，加之钢厂亏损面积扩大，钢厂主动减产，铁废差扩大，废钢经济效益凸显，铁水产量快速下滑；8月份以来，高炉利润修复，“保交楼”政策下，旺季预期较好，高炉积极复产，铁水产量快速修复；10月下旬以来，国内疫情扰动，旺季需求不及预期，钢厂盈利率持续下滑，铁水产量再次回落。

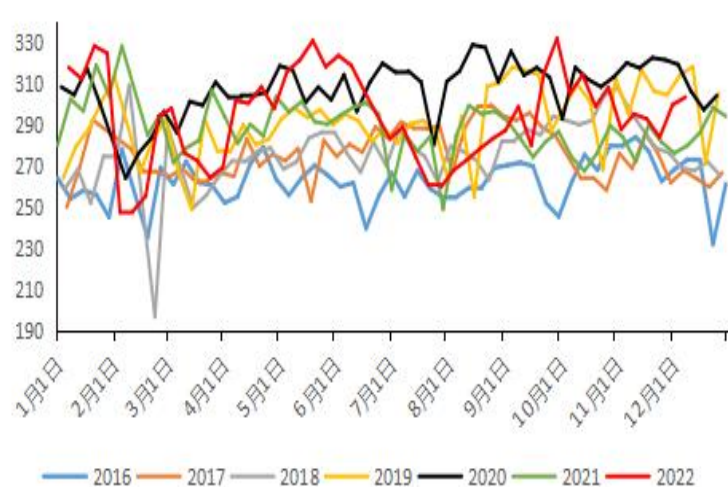
全国247家钢厂日均铁水产量 (万吨)



生铁累计产量及同比 (万吨, %)



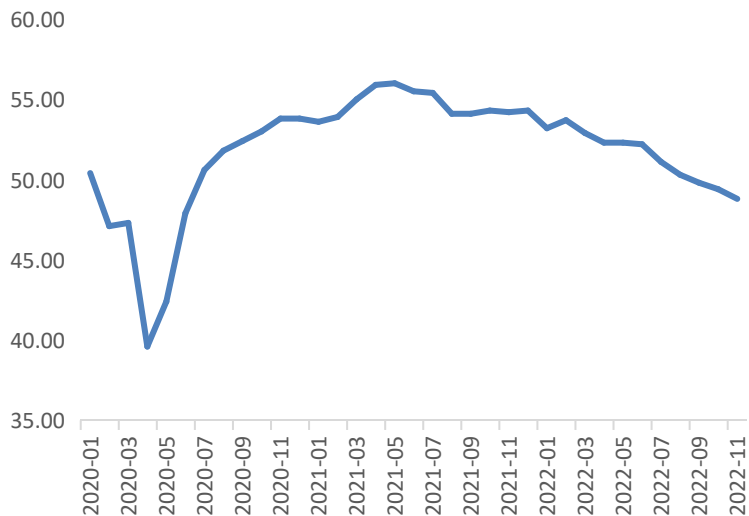
铁矿：进口：日均疏港量合计：45个港口 (周)



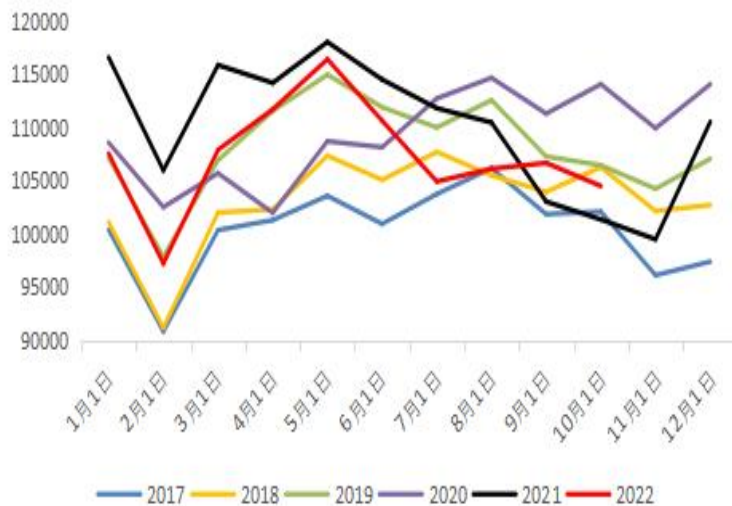
海外需求：2022年海外铁水下滑明显

- 受疫情扰动和海外加息影响，全球制造业PMI指数从2022年初以来持续下滑，截止11月份已经连续3个月处于荣枯线下方，海外经济衰退压力较大，海外生铁产量也持续走弱。
- 2022年1-10月，全球高炉生铁产量10.74亿吨，同比-3819万吨，同比-3.4%；除中国以外全球生铁产量3.49亿吨，同比-3246万吨，同比-8.5%。其中乌克兰因俄乌冲突影响-1191万吨，降幅-67%；欧盟同比-539万吨，降幅-8.2%；日韩合计-790万吨，降幅-8.1%。

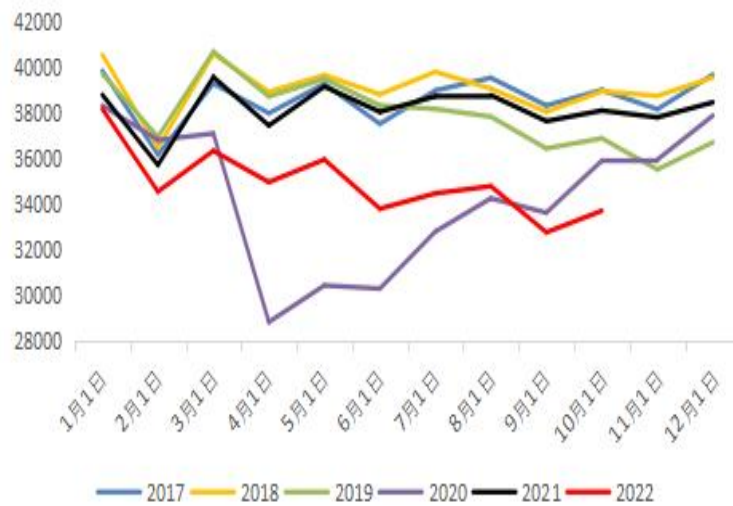
全球:摩根大通全球制造业PMI (%)



全球高炉生铁产量 (千吨)



全球除中国以外生铁产量 (千吨)



铁矿石需求展望：

➤ 国内需求

◆ 房地产方面，2023年国内房地产行业会出现边际修复，但是房地产行业处于下行周期，目前政策托底明显，各地也在积极调整楼市政策，但是房地产行业的修复大概率沿着“竣工-销售-新开工”的路径，钢材现实需求的好转还得依靠新开工好转，新开工将继续拖累用钢需求；基建方面，预计2023年“稳增长”预期下，依旧保持较高增速；制造业和出口方面，因外需回落，预计2023年会出现回落。整体上，预计2023年钢材需求会出现下滑，假定2023年粗钢产量下滑1%，对应到铁水，生铁预计下滑1.2%，但考虑到2023年废钢供给有望恢复，电炉开工率和产能利用率会出现回升，废钢比出现修复，生铁下滑幅度可能会大于1.2%，预计生铁下滑1200-1500万吨。

➤ 海外需求

- ◆ 地缘政治问题仍在，后续发展存在较大不确定性，预计2023年乌克兰生铁产量难见明显好转。
- ◆ 欧美国家尚在加息周期，欧元区制造业PMI已经连续5个月处于荣枯线下方；美联储这一轮的高强度加息取得了一定的成果，加息步伐有所放缓，但是目前还未达到通胀下降到2%的目标，市场预计2023年上半年，才能达到这一水平，因此我们认为欧美2023年铁水产量将继续下滑。
- ◆ 日韩作为出口导向型经济体，在全球经济下行压力较大背景下，出口或继续受到影响，预计2023年铁水产量延续回落。

➤ 总体上，2023年铁矿石国内需求和海外需求存在较大回落风险。

铁矿石供需平衡表

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
供给	进口铁矿石	106,895	117,010	112,432	111,300	113,750
	国产铁矿石	25,715	30,809	29,939	29,439	29,939
	总供应	132,610	147,819	142,371	140,739	143,689
需求	粗钢产量	99,634	106,477	103,279	101,261	100,248
	粗钢同比增幅	7.3%	6.9%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
	废钢消耗比	18.77%	16.65%	15.90%	14.98%	16.00%
	生铁	80,937	88,752	86,857	86,095	84,209
	总需求	129,498	142,004	138,971	137,752	134,734
供需差		3,112	5,816	3,400	2,987	8,956

铁矿石小结:

➤ 供给端

- 外矿方面：主流矿，四大矿山供给增加2300-2500万吨；非主流矿，印度调低铁矿石出口关税，预计供给回升明显，俄乌冲突影响尚存，乌克兰供给暂且维持不变，整体上预计非主流矿供给增量1200万吨左右。
- 内矿方面：随着疫情影响消退，“基石计划”持续推行，预计2023年内矿供给增量500-800万吨。

➤ 需求端

- 国内：地产新开工继续拖累钢材需求，废钢供应偏紧缓解，对铁矿石将产生一定的替代作用，预计2023年生铁下滑1200-1500万吨，铁矿石需求承压。
- 海外：海外经济下行压力较大，预计2023年海外铁水产量延续下滑。

➤ 库存

- 供需格局趋于宽松，港口库存大概率累库；钢厂库存处于低位，继续向下空间较小，钢厂补库以需求为锚，下半年需求好转或带动补库增加。

总体上，我们认为2023年铁矿石供需格局进一步转向宽松，全年价格重心会出现下移。上半年需求难出现实质性改变，价格震荡下行为主；下半年房地产行业用钢需求好转将带动铁矿价格重心上移，但新开工拖累下，实际需求弱势修复大概率，价格上行空间有限。需要注意的是，预计2023年钢厂铁矿石库存依旧低位运行，这对矿价继续有所支撑，同时，政策方面同样也将对矿价带来较多扰动。

风险因素：房地产行业超预期修复、外矿发运大幅回落、废钢供应继续偏紧

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢