

2022年11月30日

## 石以砥焉，化钝为利

——2023年黑色金属年度投资策略

## 分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-68757089

邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

## 联系人

吴思伶

从业资格证号：F3079398

电话：021-68758771

邮箱 wusl@qh168.com.cn

## 相关研究

## 投资要点：

- **供给：总量控制政策延续，供应继续下滑：**2023年产能、产量调节和行业兼并重组的均会有所加大，粗钢产量预计仍将呈现下行趋势。供应结构上面，电炉钢占比有望回到2016。
- **需求：继续收缩，但降幅或收窄：**需求整体还会呈现下行趋势，但降幅会有所放缓，行业继续呈现基建对冲地产的格局，制造业投资仍能维持正增长，但增幅会有所放缓。来看，2023年地产用钢可能会继续下降8%-9%，基建用钢可能会有5%左右的增长，制用钢增长约2%左右，若在考虑出口下降，预计2023年全年钢材总需求继续下降1.5%-2%降幅略大于钢材供应。
- **钢材结论：**需求降幅略大于钢材供应。全年来看，钢材价格重心仍会下移，需求仍是价格的主驱动因素。从节奏上看，一季度市场焦点更多偏向强预期，二季度之后存在不及预期风险，价格有回调可能。三季度之后随着稳增长政策逐步落地，联储政策也转向可能，钢材价格有望重新走强，全年看钢材价格走势可能呈N型。
- **铁矿石：**2023年，国内粗钢减量更多要靠铁水完成，海外生铁产量也会继续下行，全铁矿石需求走弱的大方向不会改变。供应方面，主流矿和国产矿仍有一定增量。非主流矿给延续下降，但考虑因素下调出口关税影响，降幅有所放缓。全年来看，铁矿石将由年阶段性短缺再度转为过剩。但这部分过剩量仍以挤出非主流矿为主。该部分成本在7美元附近，折合大商所盘面价格在630-670元/吨之间。若铁水产量不出现大幅下滑，置处支撑较强。短期行情的话，考虑当下钢厂矿石库存处于历史低位，且一季度为铁统的阶段供需时段，补库预期和一季度的钢厂复产预期将支撑短期矿价。
- **操作建议：**钢材全年价格运行区间3100-4300之间，铁矿石在630-910之间，一季度考虑逢低买入05合约策略。
- **风险因素：**稳增长政策力度低于预期，钢材供应极度宽松，矿山发运量明显缩减。

## 正文目录

1. 2022 年黑色板块走势回顾.....	4
2. 供给：总量控制政策延续，供应或继续下滑 .....	5
2.1. “双碳”背景下，产能的优化和调整仍将继续 .....	6
2.2. 原料替代趋势延续，电炉钢占比稳步提升。 .....	7
3. 需求：继续收缩，但降幅或有所放缓 .....	8
3.1. 房地产：下行趋势延续，销售、竣工或有所好转 .....	9
3.2. 基建：政策拉动下，继续维持中高速增长 .....	11
3.3. 制造业：外需放缓&国内主动去库，投资增速或有所放缓 .....	12
4. 进出口：海外需求放缓，钢材出口或延续下行。 .....	13
5. 钢材市场小结 .....	14
6. 铁矿石：供应相对平稳，需求仍是主驱动 .....	15
6.1. 需求：国内外减量格局将继续延续。 .....	15
6.2. 供给：相对平稳，非主流及国产矿仍有减量 .....	16
6.3. 库存：关注钢厂阶段性补库的机会 .....	18
6.4. 铁矿石市场小结 .....	18
7. 结论及操作建议 .....	19
7.1. 主要结论 .....	19
7.2. 操作建议 .....	19

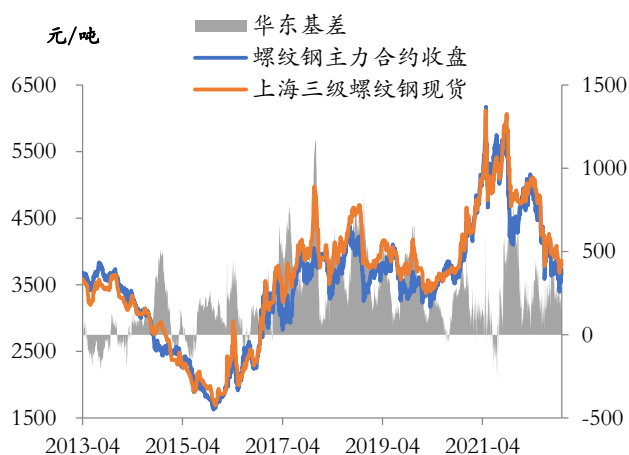
## 图表目录

图 1 螺纹钢期现价差走势 .....	4
图 2 热卷期现价差走势 .....	4
图 3 铁矿石期现价差走势 .....	5
图 4 长流程螺纹钢利润季节性走势 .....	5
图 5 粗钢日均产量季节性走势 .....	5
图 6 钢铁行业固定资产投资和制造业投资增速对比 .....	5
图 7 铁水成本与废钢价格走势变化 .....	7
图 8 国内电炉钢占比情况 .....	7
图 9 短流程螺纹钢周产量季节性走势 .....	8
图 10 废钢日均到货量季节性走势 .....	8
图 11 粗钢表观消费量历年走势变化 .....	8
图 12 钢材主要下游行业投资增速变化 .....	8
图 13 新开工和土地购置面积增速变化 .....	9
图 14 地产投资与企业资金来源增速变化 .....	9
图 15 商品房销售面积和十年期国债收益率走势 .....	10
图 16 贷款加权利率和个人住房贷款加权利率走势 .....	10
图 17 螺纹钢表观消费与地产新开工面积走势 .....	10
图 18 期房销售面积与地产竣工面积走势对比 .....	10
图 19 基建投资增速及其资金来源对比 .....	11
图 20 2022 年地方专项债发行进度情况 .....	11
图 21 地方政府基金收入和土地出让金收入增速对比 .....	12
图 22 主要建筑企业新签合同情况 .....	12
图 23 工业企业利润和制造业投资增速对比 .....	12
图 24 发达经济体 PMI 与机电产品出口增速变化 .....	12
图 25 宁波集装箱运价综合指数走势 .....	13
图 26 企业中长期贷款和制造业投资增速对比 .....	13
图 27 全球制造业 PMI 和粗钢净出口走势 .....	14
图 28 国内外热卷价差走势 .....	14
图 29 生铁日均产量与高炉产能利用率变化情况 .....	15
图 30 生铁日均产量季节性走势 .....	15
图 31 铁水和废钢应用比例走势变化 .....	16
图 32 海外生铁产量季节性走势 .....	16
图 33 四大矿山资本开支与产量变化情况 .....	16
图 34 四大矿山产量及同比变化情况 .....	16
图 35 普氏指数与非主流矿进口量走势变化 .....	17
图 36 铁矿石进口分区域情况变化 .....	17
图 37 国内铁精粉产量季节性走势 .....	18
图 38 黑色金属采选矿业固定资产投资 .....	18
图 39 钢厂矿石库存季节性走势 .....	18
图 40 高炉日均铁水产量和钢厂矿石库存走势情况 .....	18
表 1 部分 2023 年投产产能置换项目 .....	6
表 2 历史上库存周期各阶段时长 .....	13

## 1. 2022 年黑色板块走势回顾

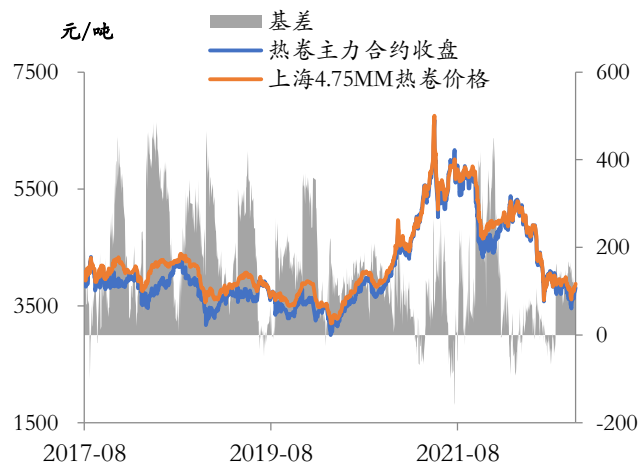
2022 年，国内钢材市场供需格局从之前的政策主导重回市场主导，需求成为影响价格的核心因素。纵观全年价格走势基本在需求的现实和预期之间反复博弈。因去年 12 月中央经济工作会议将稳增长作为 2022 年经济工作的主要任务，导致市场预期明显好转，加之当时成材盘面价格已经跌至钢厂冬储结算价附近，故 1 月份之后，钢材价格呈现震荡上行走势，且期货走势强于现货。春节过后，因发改委对矿石价格调控、且节后需求不及预期，导致价格出现短暂回调。2 月底之后，俄乌冲突爆发，全球通胀预期加剧，故虽然 3-5 月国内钢材需求因疫情影响下滑明显，但钢材期现货价格基本都呈现上行走势。4 月下旬之后，随着美联储加息进程的加快，市场对于经济衰退的预期开始加剧，同时钢材需求的下滑导致整个产业链负反馈效应显现，5-10 月钢材价格呈现了震荡下行走势。11 月份之后，受益于美联储加息进程放缓和国内出台进一步稳增长政策两大预期影响，钢材价格开始触底反弹。

图1 螺纹钢期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图2 热卷期现价差走势

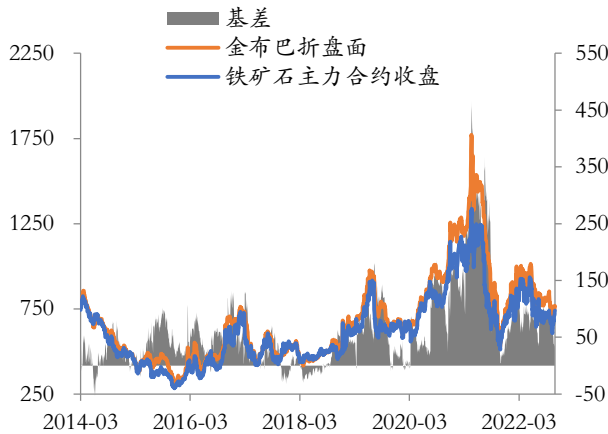


资料来源：东海期货研究所、ifind

铁矿石也是国内需求主导，全年来看，其价格走势的大方向与国内铁水日产量有比较好的正相关行。因粗钢压减任务完成以及钢厂利润处于中高位，1月份之后，铁水产量触底回升，铁矿石价格呈现震荡上行走势；之后虽因冬奥会的阶段性限产以及2月份发改委对矿石价格的调控有阶段性下跌，但并未改变上行趋势。4月下旬之后，因经济衰退预期加剧和钢材价格的下跌，矿石价格也跟随下跌。但5月下旬印度上调铁矿石出口关税的消息使得矿石价格再度冲高。直到6月初，钢厂亏损加剧，减产正式启动，矿石开启单边下行走势。到7月底随着铁水产量的回升，矿石价格再度触底反弹，但因三季度钢材一直呈现低利润、低需求的格局，所以矿石价格上方压力也比较大，呈现区间震荡走势。10月之后，钢厂年内第二轮减产启动，矿石也随即转入下跌，并在11月初接近前低。11月之后，因宏观预期好转，叠加冬储补库预期，矿石价格重回上涨。

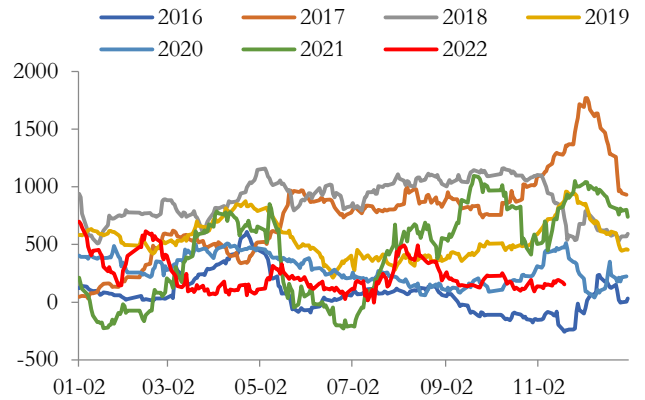
受制于钢材下游的低需求以及上游原材料、能源供应瓶颈的双重压力，今年钢厂利润基本处于中等偏低水平，以长流程螺纹钢为例，其利润基本在0-500之间波动，相比于去年下半年的500-100下了一个台阶。另外，其盈利的阶段性改善多取决于需求的边际修复，相比去年供给收缩的支撑有所不同。

图3 铁矿石期现价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图4 长流程螺纹钢利润季节性走势

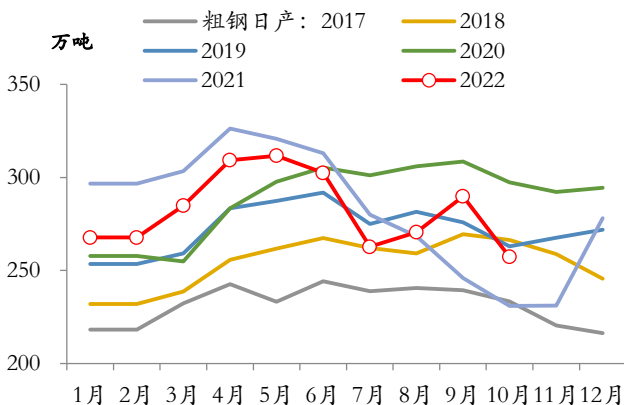


资料来源：东海期货研究所、ifind

## 2. 供给：总量控制政策延续，供应或继续下滑

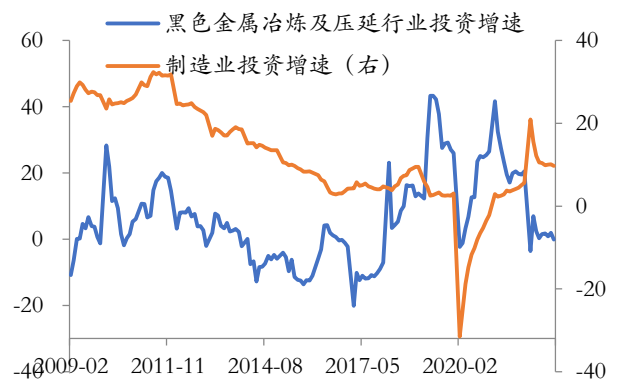
2022年，国内粗钢产量呈现两头低中间高的态势，前10个月国内粗钢产量为8.61亿吨，同比下降2.2%或1935万吨。春节过后，得益于钢厂的高利润以及粗钢压减政策的结束，粗钢日均产量触底回升，至5月达到311.62万吨的年内高位。之后因需求持续下滑叠加成本高企，钢厂亏损幅度扩大，开始主动减产检修，粗钢日均产量6-7月份出现明显下滑；8月之后钢厂利润阶段性恢复，产量亦随之反弹，但并未超过5月份高点。10月之后，由于需求下滑和盈利状况的恶化，粗钢日产量再次出现下滑，并创出年内低点，为257.29万吨。考虑到11月粗钢产量基数较低，目前仍面临一定平控压力，所以11月中旬之后河北、山东、江苏部分地区限产政策又有收紧迹象。我们以全年粗钢压减1000万吨估算，则11-12月月均产量8110万吨，可完成压产任务。

图5 粗钢日均产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图6 钢铁行业固定资产投资和制造业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

另外，在低利润、低需求的影响下，钢铁行业资本开始有明显放缓，且改变了疫情之后钢铁行业固定资产投资增速一直高于制造业投资增速的现状。今年1-10月钢铁行业固定资产投资同比下降了0.1%，而同期制造业投资则同比增长了9.7%。钢铁行业的产能投放周期一般在2年左右，2018年到2020年钢铁行业固定资产投资的高速增长，刚好对应2020年-2022年国内粗钢产能和产量的高位。若以2022年粗钢产量10.23亿吨，并以统计局和Mysteel公布的行业产能利用率均值进行估算的话，2022年粗钢产能将达到12.68亿吨，较

2021 年增加约 1400 万吨。但考虑到 18 年之后，行业固定资产投资用于产能置换和环保改造方面较多，所以实际产能可能并未出现净增加。

## 2.1. “双碳”背景下，产能的优化和调整仍将继续

党的二十大报告明确提出积极稳妥推进碳达峰碳中和，表明“双碳”政策将作为一项长期的国策继续延续。钢铁行业作为碳排放大户，产能的优化和调整以及行业的绿色转型将是未来工作的重点。2022 年 2 月初，三部委发布了《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》，确立了创新发展、总量控制、绿色低碳和统筹协调四大原则。其中对于总量控制则明确提出，严禁新增钢铁产能，严格落实产能置换以及推进企业兼并重组等。中钢协也表示，产能治理、兼并重组是下一步行业稳定局面、跨越周期的两大关键举措。

自 2021 年公布新的《钢铁行业产能置换实施办法》之后，钢铁产能的减量置换一直在稳步推进之中。根据钢谷网的不完全统计，2022 年前 10 个月发布的产能置换方案中，涉及新建炼铁产能 5041.92 万吨，炼钢产能 3584.16 万吨；涉及淘汰炼铁产能 5059.94 万吨，炼钢产能 5113.86 万吨。其中 2023 年投产的炼铁产能 960.6 万吨，炼钢产能 1096.83 万吨；淘汰的；炼铁产能 1407.8 万吨，炼钢产能 1447.9 万吨。另外，新的文件除了减少产能置换比例之外，还规定了建设项目投产前产能出让方必须拆除置换设备，使其不具备生产条件，堵住了利用产能新旧交替时段新增产能的漏洞。

表1 部分 2023 年投产产能置换项目

企业名称	淘汰产能		新建产能		投产时间
	炼铁	炼钢	炼铁	炼钢	
河北永洋特钢集团有限公司	274	103	116	41	2022 年底
内蒙古包钢钢联集团有限公司		283.5		210	2023 年 6 月
江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司	382.5		255		2023 年 5 月
衢州市元立金属制品有限公司	214.5	420	143	345	2023 年
安徽泾县隆鑫钢铁有限公司		50		50	2022 年 12 月
福建福华新材料集团		86		82.5	2023 年 6 月
安钢集团信阳钢铁有限公司	286		228.8		2023 年 12 月
大冶华鑫实业有限公司		165		143.33	2023 年 5 月
广东南方东海钢铁有限公司		231.4		120	2023 年 3 月
广西翅翼钢铁有限公司	250.8		217.8		2023 年 2 月
陕西龙门钢铁有限责任公司		109		105	2023 年 10 月
<b>合计</b>	<b>1407.8</b>	<b>1447.9</b>	<b>960.6</b>	<b>1096.83</b>	

资料来源：东海期货研究所、钢谷网

另外，针对兼并重组，年初三部委发布的文件中提到，鼓励钢铁企业跨区域，跨所有制兼并重组，改变部分地区钢铁产业“小散乱”局面。根据 Mysteel 的统计，今年共有 9 家钢铁企业公布了兼并重组计划，其中大部分集中于下半年。至于产量的压减，今年主要是依靠钢厂亏损幅度扩大之后的自发减产，政策性限产力度相比 2021 有所减弱。鉴于 2022 年粗钢产量基数较低，且在稳增长政策的作用下，2023 年钢材需求边际上会有所好转，而钢材供应的弹性是明显大于需求的，所以明年政策对于产能、产量的调节，包括兼并重组的力度相比今年均会有所加大。

## 2.2. 原料替代趋势延续，电炉钢占比稳步提升。

在之前的分析报告中我们提到过，实现“双碳目标”长期（5-10年）靠技术改进，中期（3-5年）靠原料替代，短期则靠产量的直接压减。所以电炉钢的发展、废钢资源的应用也将是十四五期间行业发展的一个主要方向。2月初，三部委发布的《关于促进钢铁行业高质量发展的指导意见》中明确要求，到2025年，电炉钢占粗钢产量的比重要提升到15%以上。根据WSA数据，2021年中国电炉钢粗钢产量1.18亿吨，占比11.43%，较2020年回升了2.2个百分点，但仍明显低于28.9%的全球平均水平。

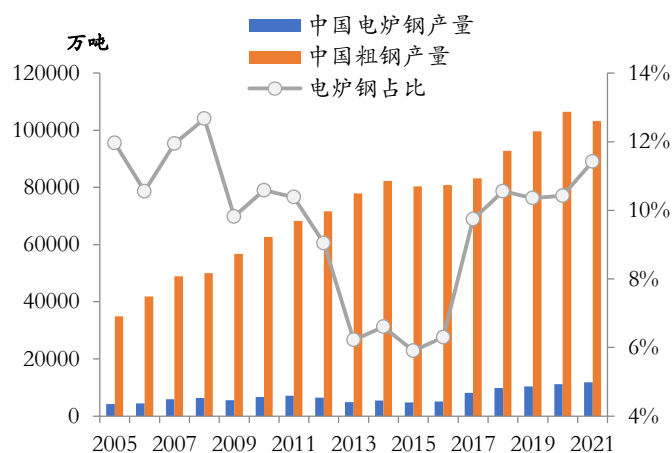
按照冶金规划院的测算，2025年国内废钢资源产出量将会达到3.3-3.4亿吨之间，在考虑粗钢压减政策的持续推行，理论上到十四五末，电炉钢占比达到15%以上应该是可以实现的。

图7 铁水成本与废钢价格走势变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

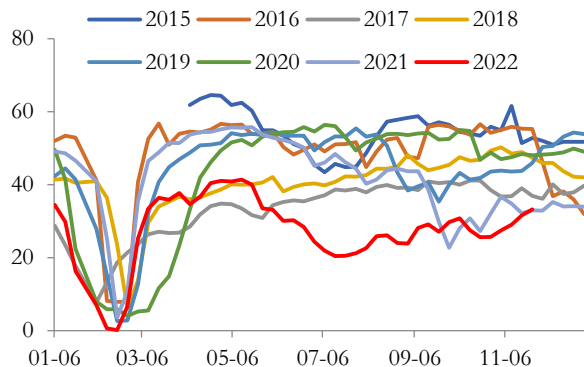
图8 国内电炉钢占比情况



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

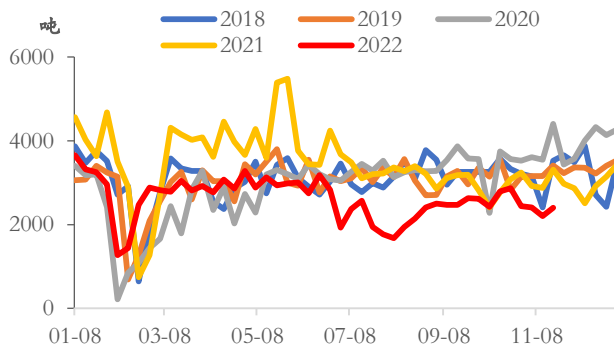
但目前电炉钢的应用也存在一些制约因素，一方面，2018年之后，随着电炉钢产能陆续投产，废钢需求量持续增加。且在成本效益比较好的情况下，又面临长流程钢厂“抢夺”废钢资源的问题。同时，近两年因为疫情的原因，废钢的生产、运输受到一定影响，供应整体呈现偏紧格局。以2022年为例，截止到11月中旬的废钢日均到货量相比2021年下降近30%。另一方面，废钢供应偏紧的格局，加上2021年以来能源以及电价的高企，导致电炉钢的成本持续高于高炉，那么一旦需求收缩，电炉钢企业一般会率先陷入亏损。这也导致了电炉钢的开工率难以出现大幅提升。2022年电炉钢亏损持续的时间和幅度均强于长流程企业，大部分时间只有在“谷电”时段才能正常生产。截止到11月中旬的短流程螺纹钢周均产量相比2021年下降约33%。所以提升电炉钢占比除了提升废钢资源供应之外，降低电炉钢企业的成本也是一个关键因素。

图9 短流程螺纹钢周产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图10 废钢日均到货量季节性走势



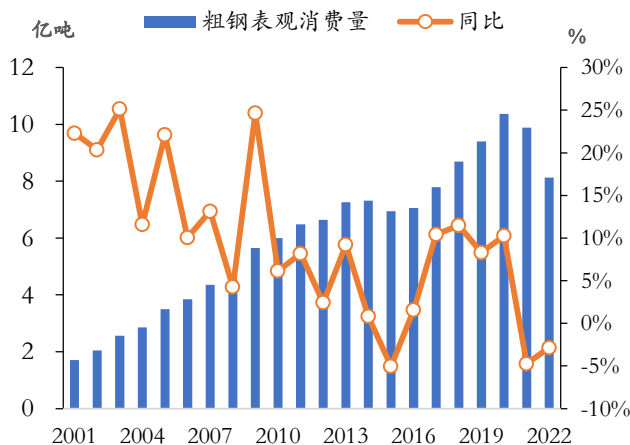
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

综合来看，考虑到 2022 年粗钢产量基数较低，且没有政策扰动的前提下，钢材供应的弹性远大于需求。所以，2023 年产能、产量调节和行业兼并重组的力度均会有所加大，粗钢产量预计仍将呈现下行趋势。我们通过固定资产投资法自上而下预测和枚举法自下而上预测结果显示，2023 年粗钢产量可能会在 10.13 亿吨左右，相比 2022 年下降 1000 万吨或 0.96%。另外，供应结构上面，随着物流的缓解以及废钢生产的恢复，2023 年电炉钢占比有望在 2022 年的基础上回升两个百分点至 9.6%-9.8%，为 2016 年以来的平均水平。

### 3. 需求：继续收缩，但降幅或有所放缓

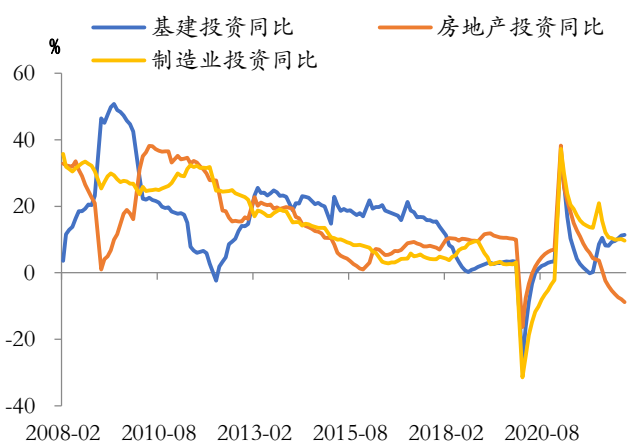
2022 年，国内钢材需求面临较大的压力，根据我们测算，1-10 月份国内粗钢表观消费量 8.13 亿吨，同比下降 2.85%；月度来看，前 8 个月消费一直呈现负增长态势，9-10 月则因基数原因出现了连续两个月的增长，增速分别为 16.73%和 9%。分行业看，地产需求的下行是拖累钢材消费的主因，基建投资部分对冲了地产下滑的影响，制造业投资全年看则呈现了一定的韧性。11 月之后为传统的钢材需求淡季，叠加疫情的反弹影响，年底之前需求将继续走弱，预计 2022 年粗钢表观消费量为 9.6 亿吨，同比下降约 3.2%。

图11 粗钢表观消费量历年走势变化



资料来源：东海期货研究所 注：2022 年为 1-10 月数据

图12 钢材主要下游行业投资增速变化



资料来源：东海期货研究所、ifind

对于 2023 年钢材需求，我们认为，地产下行趋势难改，但在政策作用下，前端的销售和后端的竣工情况可能会有所好转；基建投资作为稳增长的主要抓手，将继续维持中高速增长

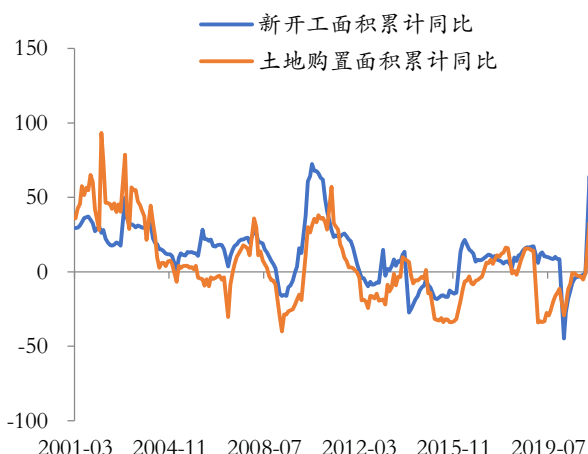


长趋势；制造业将会受到工业企业利润以及出口下滑的双重压制，但政策的支持、地产后端数据的改善以及汽车、工程机械数据的回升也会制造业形成支撑，预计总体维持相对平稳的态势。

### 3.1. 房地产：下行趋势延续，销售、竣工或有所好转

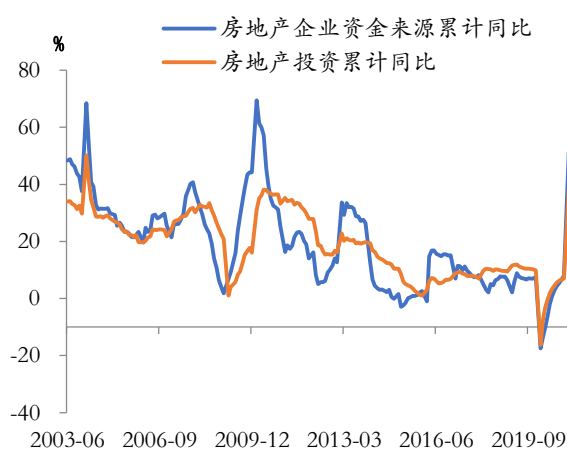
2022年钢材需求的下滑很大程度上是受到了地产的拖累。2020年年中之后，针对地产企业融资的政策持续收紧，先是“三线四档”政策，从需求端控制地产企业融资，之后12月出台的贷款集中管理制度从供应端控制银行对地产企业放贷，2021年的预售资金监管则控制了地产企业最主要的无息负债来源。一系列政策的收紧使得地产行业自2021年年中开始进入下行周期，进入2022年之后呈现加速下行的趋势，4月之后土地购置面积的单月降幅基本在50%，新开工面积降幅基本在40%以上，商品房销售面积降幅基本在20%以上，且目前尚未有企稳迹象。同时，地产的持续下行也导致了房企信用风险的上升，并在7月初引发了“停工潮”以及部分项目的“断供断贷”问题。

图13 新开工和土地购置面积增速变化



资料来源：东海期货研究所、ifind

图14 地产投资与企业资金来源增速变化

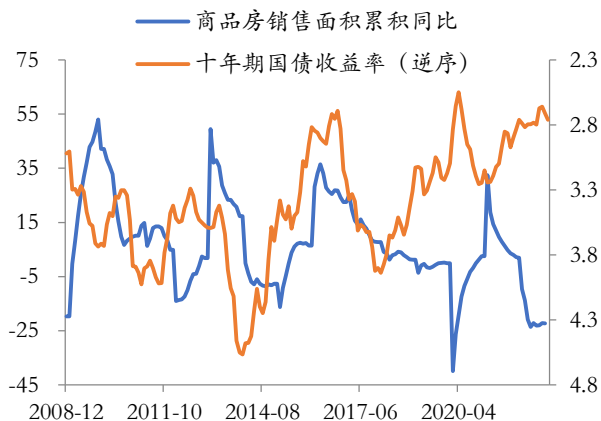


资料来源：东海期货研究所、ifind

鉴于2021年下半年开始经济下行压力加大，年底中央经济工作会议将稳增长确定为2022年经济工作的主要任务。故2022年的房地产政策基本面延续了2021年四季度以来的放松趋势。前期的政策重心主要集中在需求端，包括下调房贷利率、放松限购限贷、下调首付比例、税费优惠等等。自2022年二季度开始，个人住房贷款的加权平均利率开始低于一般贷款的平均利率。不过，政策的调整并未扭转房地产市场的颓势，前10个月商品房销售面积降幅仍在20%以上。主要是因为，当前地产市场的低迷，除了经济下行的因素之外，居民信心不足也是一个主要原因，主要体现在对于期房的交付风险的担忧。

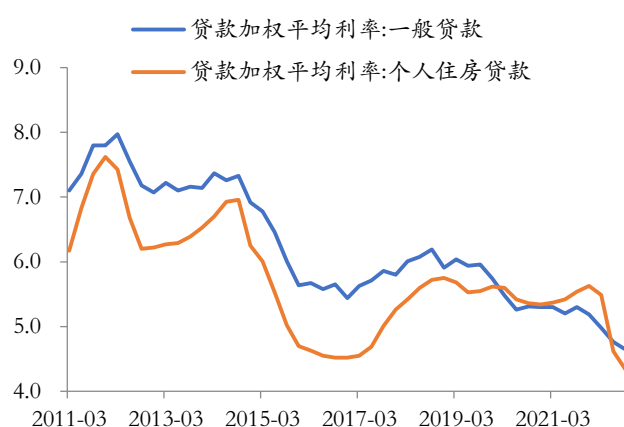
因此，针对7月出现的“停工潮”和部分项目的“断供断贷”问题，7月底中央政治局会议在明确房住不炒的基础上，又提出压实地方政府责任、保交楼、稳民生。8月住建部、财政部和央行推出了通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目的建设交付，规模在2000亿左右。政策出台之后，竣工数据有所好转，8-10月地产竣工面积降幅收窄至个位数。但由于全行业的谨慎预期，拿地和新开工数据仍没有明显好转。

图15 商品房销售面积和十年期国债收益率走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

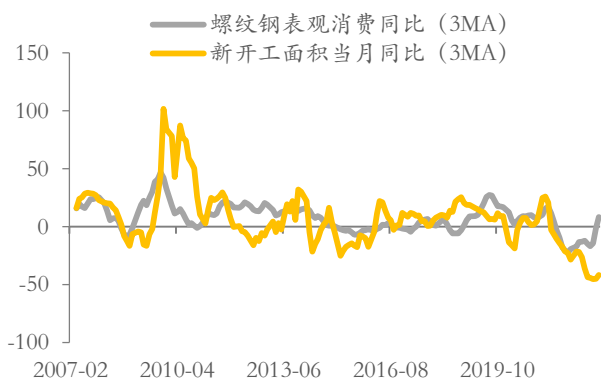
图16 贷款加权利率和个人住房贷款加权利率走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

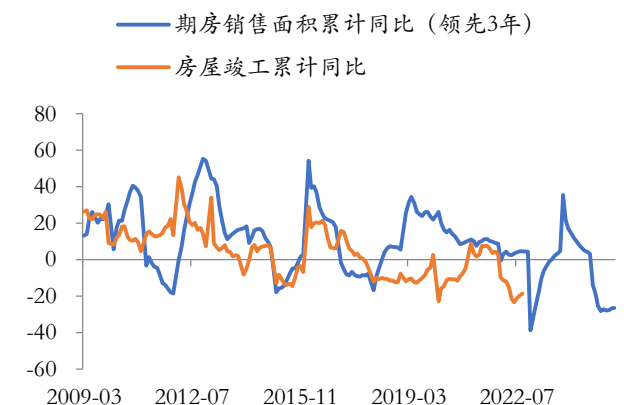
基于上述情况，11月下旬央行、银保监会发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》，内容包括6大部分，16条。其中最主要的是提到，稳定地产开发贷款投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资和信托融资等资管产品的稳定。标志着地产政策调整的重心开始从需求端转向供应端。随着政策的落地，地产企业流动性紧张的状况将有所缓解，整个产业链条在边际上可能也会有所修复。但是有几点也需要我们注意：一是，根据我们之前做的专题研究，一般从政策的宽松到传导到拿地和新开工需要6-9个月的时间。二是，按照传统的地产行业复苏链条一般是拿地-新开工-预售-施工-竣工。但从图18中，我们可以看出，由于本轮地产去杠杆始于18年，在这一过程中积累了大量的施工项目，所以一旦市场需求和企业流动性状况有所改善，可能会首先迎来销售和竣工端的修复，这也意味着本轮的政策放松传导到拿地和新开工需要更长的时间。而新开工面积则是与螺纹钢消费关系最为紧密的指标。三是，本轮政策的调整过程中，一线城市的限购政策目前没有明显放松，这也就决定了后期地产链条的即使有所复苏，其力度也会弱于14-15年的那一轮。

图17 螺纹钢表观消费与地产新开工面积走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图18 期房销售面积与地产竣工面积走势对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

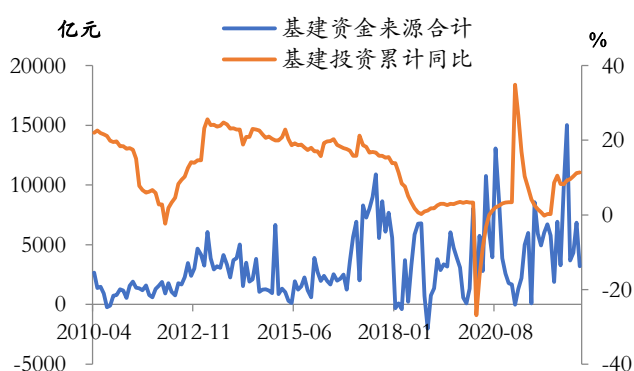
考虑到人口因素的影响，国内地产长周期的下行趋势已经确立。但在政策从供需两端都有所放松的情况下，随着居民购房信心的恢复，可能会带来销售以及竣工端的阶段性改善。

但拿地、新开工以及投资数据全年仍会维持负增长，对钢材需求形成拖累。预计 2023 年地 产用钢需求可能还会有 8%-9%左右的降幅。

### 3.2. 基建：政策拉动下，继续维持中高速增长

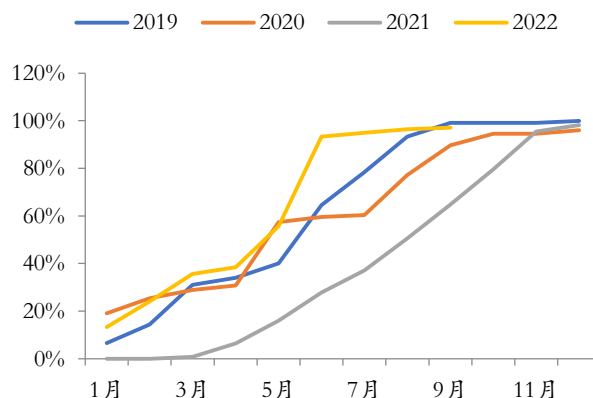
2022 年，国内经济下行压力较大，政策托底意愿强烈，而基建投资则是稳增长的主要 重要抓手。2022 年前 10 个月，国内广义基建投资同比增长 11.39%，单月数据来看，4 月以 前地方专项债发行进度较慢，基建投资增速也在低位运行，4 月当月基建投资增速一度降至 4.35%。之后，地方政府专项债发行进程明显加快，到 9 月底已经完成 97%的发放。其他的 政策支持力度也逐渐加大，6 月的国常会决定调增 8000 亿元政策性银行信贷额度，并发行 3000 亿元金融债券；8 月 24 日国常会要求在增加 3000 亿元政策开发性金融工具，并用好 5000 亿元地方专项债结存限额；9 月 28 日的稳定经济大盘电视电话会议，提到要在四季度 形成更多的实物工作量，并提前下达 2023 部分专项债限额。受以上因素影响，5 月份之后， 基建投资增速明显加快，单月增速到 9 月最高回升至 16.29%，10 月份则小幅回落了 3.48 个 百分点至 12.81%。考虑到专项债已经基本发行完毕，且 10 月之后疫情的多点散发会对生产 活动形成一定的抑制，所以 11-12 月基建投资增速可能会继续放缓，但全年保持 10%左右的 增速仍是大概率事件。

图19 基建投资增速及其资金来源对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

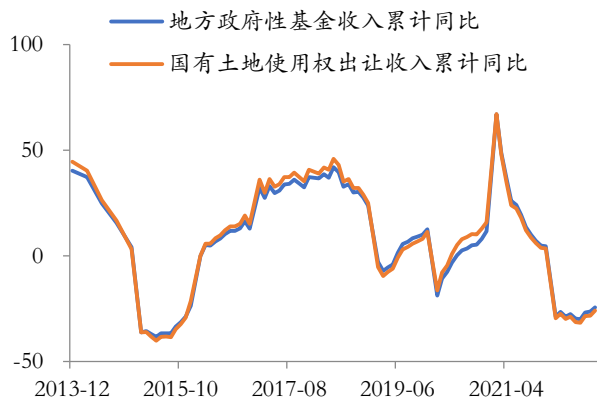
图20 2022 年地方专项债发行进度情况



资料来源：东海期货研究所、ifind

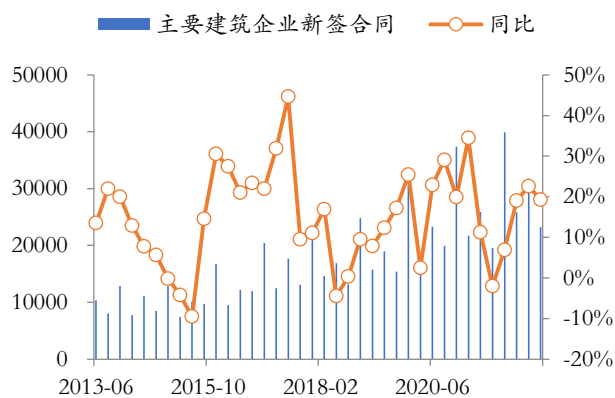
对于 2023 年基建投资，我们认为可能会继续维持中高速增长，但相比今年增速可能有 所放缓。一方面，经济下行压力较大的背景下，稳增长诉求依然较强，明年宽财政的政策依 然会继续持续，专项债限额、政策性金融工具等广义财政工具预计仍可能会扩大规模。财政 收入降幅的放缓也会增加基建投资的腾挪空间。另一方面，今年的存量项目也会在明年上半 年继续形成实物工作量。根据我们的统计，全国 5 大建筑企业新签订单同比增速在 2022 年 前三季度基本都维持在 20%附近。不过，前文我们曾经提到过，目前地产行业依旧比较低 迷，即使在一系列宽松政策的提振下，明年有所企稳，但是传导到拿地可能比前几轮周期相 比需要更长的时间。这会导致 2023 年的土地出让收入继续延续下行趋势，进而压制基建投 资的增长空间。综合两方面因素考虑，2023 年基建投资增幅在 7%-8%之间，带动钢材需求 约 5%左右的增长。

图21 地方政府基金收入和土地出让金收入增速对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

图22 主要建筑企业新签合同情况



资料来源：东海期货研究所、ifind

### 3.3. 制造业：外需放缓&国内主动去库，投资增速或有所放缓

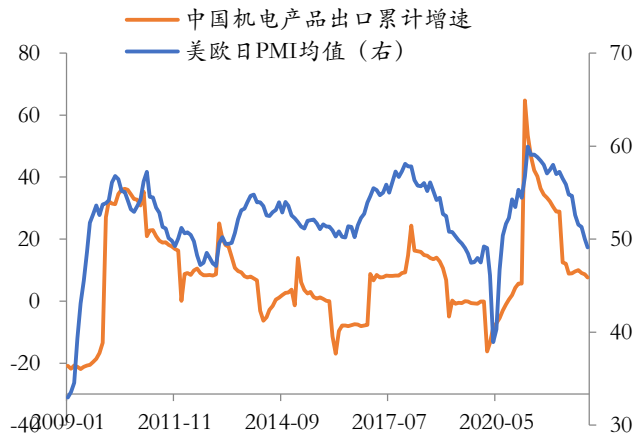
2022年，国内制造业投资虽然缓慢下行，但还是维持了一定的韧性，1-10月份国内制造业投资同比增长9.7%，较2021年全年回落3.9个百分点，但仍明显高于建筑业投资增速。制造业投资的韧性一方面得益于2021年工业企业利润的高速增长，另一方面则有赖于出口韧性的支撑，2022年前10个月机电产品出口依然保持了7.6%的增速。

图23 工业企业利润和制造业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

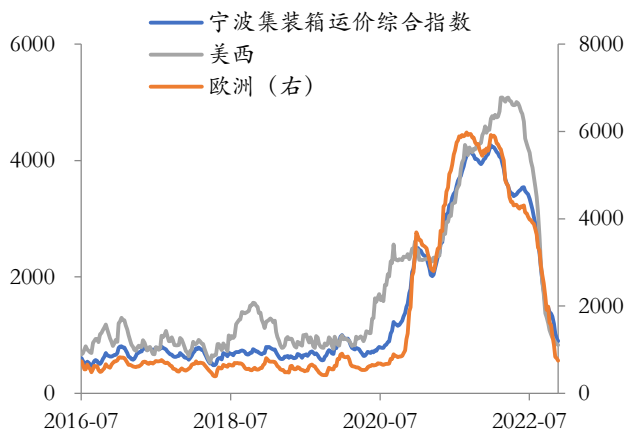
图24 发达经济体PMI与机电产品出口增速变化



资料来源：东海期货研究所、ifind

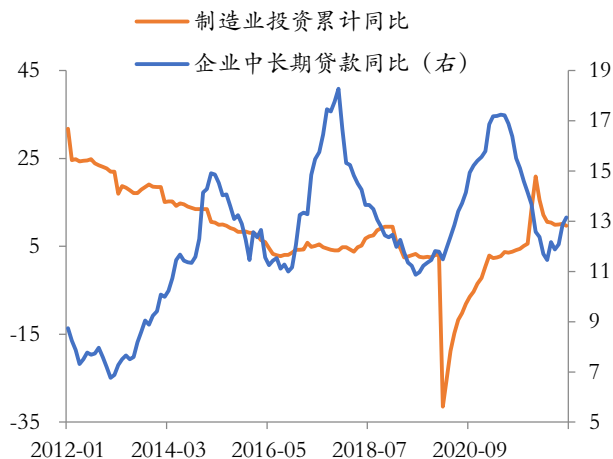
展望2023年，一些支撑制造业投资的利多因素在逐渐弱化。受制于疫情和经济下行因素影响，国内制造业需求整体呈现放缓趋势，加上能源价格上涨，导致工业企业利润增速自3月份之后开始放缓，7月之后开始转入负增长，2022年前10个月工业企业利润累计增速为-3%。由于工业企业利润增速一般会领先制造业投资8-12个月左右，这会对2023年制造业投资增速形成压制。出口方面，鉴于海外通胀持续高位，市场普遍预计美国联邦基金目标利率可能要到5%，且高利率可能会维持一段时间。所以海外经济放缓的趋势还会延续，我们看到，全球主要发达经济体制造业PMI自2021年4季度就已经见顶回落，到2022年10月跌至荣枯分界线以下。而另一出口领先指标宁波集装箱出口货运指数，自2022年中开始见顶，之后也是出现了大幅回落，截止到11月末，该指标相比年中高点已经下调近75%。

图25 宁波集装箱运价综合指数走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图26 企业中长期贷款和制造业投资增速对比



资料来源：东海期货研究所、ifind

不过，2023 年制造业也还是存在一些利多因素的。其中最主要的是政策层面的支撑，2022 年以来，出于稳增长的需要，政策对于制造业的支持力度不断加大，企业中长期贷款增速自 5 月见底之后回升，到 10 月份已经回升至 13.15%；同时，9 月 28 日央行又设立了 2000 亿元以上的设备改造专项再贷款，利率为 1.75%。其次，国内 PPI 增速 10 月已经转为负增长，作为反映中下游行业利润的 PPI-PPIRM、CPI-PPI 均触底回升，未来中下游成本压力的缓解亦会提振其投资积极性。第三，从库存周期的角度来看，2022 年 5 月国内开始进入主动去库周期，目前已经有 7 个月左右。历史上 6 轮库存周期来看，主动去库阶段一般为 7-19 个月，平均在 12.67 个月左右。若未来在政策的提振下，经济有所企稳，2023 年年中左右可能会开启新一轮的库存周期。

表2 历史上库存周期各阶段时长

单位：月	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存	总计
1998.12-2002.2	14	6	12	7	39
2002.3-2006.4	8	24	3	15	50
2006.5-2009.8	5	23	2	10	40
2009.9-2012.9	2	17	7	11	37
2012.10-2016.4	11	11	2	19	43
2016.5-2019.12	4	8	18	14	44
2020.6-?	5	14	5	7	31

资料来源：东海期货研究所

所以，总的来说，我们认为，2023 年制造业投资依然会保持正增长趋势，但增速相比 2022 年可能会继续放缓，增速可能会维持在 4%-5% 左右，趋势上两头高中间低。

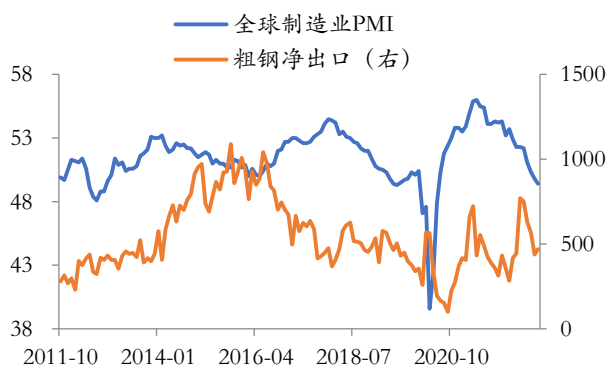
## 4. 进出口：海外需求放缓，钢材出口或延续下行。

2022 年 1-10 月，国内钢材出口 5636 万吨，同比下降 2%；钢材进口量 911 万吨，同比下降 23%。考虑钢坯进出口影响的粗钢净出口为 5128.68 万吨，占前 10 个月粗钢产量的比重为 5.96%，相比 2021 年回升 0.53 个百分点。从单月数据看，粗钢净出口量自 2 月份开始回升，到 5 月达到年内高点 770 万吨，之后基本呈现逐月回落的态势。上半年钢材出口的回升，主要是因俄乌冲突爆发导致的海外钢材价格高溢价所致。下半年随着海外通胀情况的进

一步恶化和美联储加息进程的加快，海外经济衰退预期渐强，国内外钢材价差大幅回落，钢材出口亦随之进入下行通道。

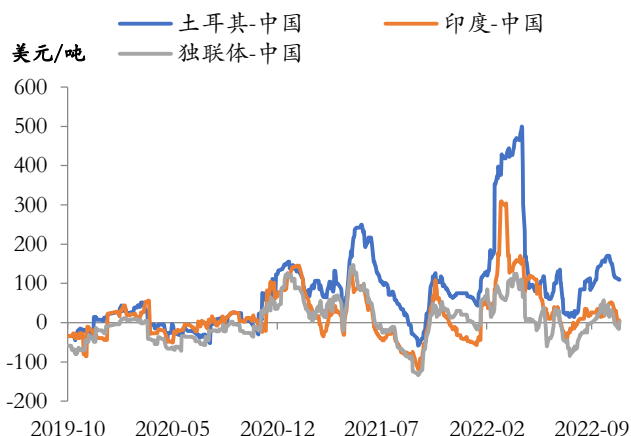
对于 2023 年的钢材出口，我们认为可能会延续 2022 年下半年的下行趋势，但降幅可能不会很大。说出口会继续延续下行趋势，主要是因为当下海外通胀仍有一定的韧性，紧缩政策短期内难以退出，海外经济衰退预期依然偏强。根据 IMF 预测，2023 年全球经济增速为 2.7%，较 2022 年回落 0.5 个百分点，其中欧美等发达经济体降幅比较明显。国际钢协预测的钢材消费数据也显示，欧盟将延续负增长，美国的增速有所放缓。说降幅可能不会很大则主要是因为，根据 IMF 和国际钢协的预测东盟 5 国等新兴经济体的经济增速将继续回升，钢材消费也将呈现回升态势。另外，考虑到中国能源成本相较海外具有一定优势，所以对海外钢材产品的替代也会在一定程度上对冲国内钢材出口的下滑。综合预判，2023 年国内粗钢净出口预计为 5234 万吨，较 2022 年下降 1.5%。

图27 全球制造业 PMI 和粗钢净出口走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图28 国内外热卷价差走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

## 5. 钢材市场小结

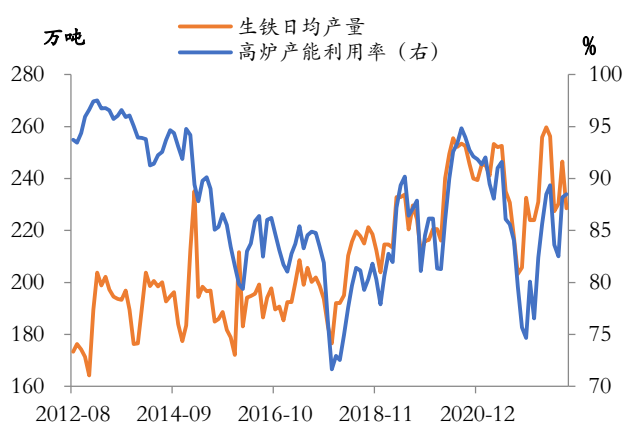
根据上面三部分的分析，考虑到 2022 年的低基数以及行业供应弹性大于需求的特点，2023 年国内钢铁行业产能、产量调节和兼并重组力度均会有所加大，预计全年粗钢产量下降 1000 万吨或 0.96%至 10.13 亿吨。供应结构上面的，电炉钢占比可能会回升 9.6%-9.8% 的近 5 年平均水平，相比 2022 年提升约 2 个百分点。需求整体还会呈现下行趋势，但降幅会有所放缓，建筑业继续呈现基建对冲地产的格局，制造业投资仍能维持正增长，但增幅会有所放缓。具体来看，2023 年地产用钢可能会继续下降 8%-9%，基建用钢可能会有 5%左右的增长，制造业用钢增长约 2%左右，若在考虑出口下降，预计 2023 年全年钢材总需求继续下降 1.5%-2%，降幅略大于钢材供应。

## 6. 铁矿石：供应相对平稳，需求仍是主驱动

### 6.1. 需求：国内外减量格局将继续延续。

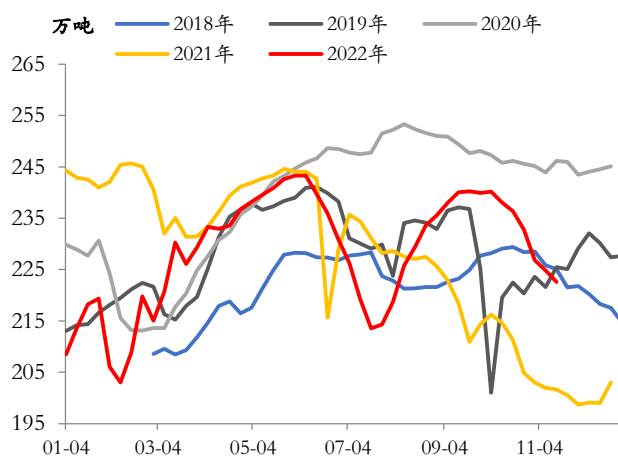
2022 年铁矿石供应是相对平稳的，而需求特别是国内需求成为了影响矿石价格的主驱动因素。由于受到去年双碳以及能耗双控政策影响，2021 年 4 季度钢厂利润处在比较高的水平，所以 2022 年上半年尽管有冬奥会限产，疫情反复等因素影响，但铁水产量基本一直呈现回升趋势，高频的日均铁水产量从 2 月中旬最低的 203 万吨回升至 243.29 万吨。进入 6 月份之后，在低需求、高成本的双重压力下，钢厂开启自主性减产，铁水产量自 243.29 万吨下降至 7 月底的 213 万吨。同时疫情缓解之后，废钢到货量的增加废钢性价比抬升，这从原料替代的角度进一步压低了铁矿石的需求。7 月底之后，随着铁矿石价格跌至 100 美元以下，焦炭现货价格 5 轮下调，钢厂利润有所恢复，铁水产量也随即触底回升。四季度之后，钢材现实需求再度走弱，利润持续压缩，钢厂随即开始年内第二轮减产。从我们测算的供需平衡表也可以看出，2022 年上半年铁矿石基本呈现供小于求的格局，三季度之后则转为供过于求，10 月份之后，随着铁水产量回升至高位，铁矿石再度出现供小于求格局。若以今年粗钢产量压减 1000 万吨，11-12 月铁钢比与前 10 个月均值持平估算，则 2022 年生铁产量预计为 8.63 亿吨，同比下降 0.62%。

图29 生铁日均产量与高炉产能利用率变化情况



资料来源：东海期货研究所、ifind

图30 生铁日均产量季节性走势

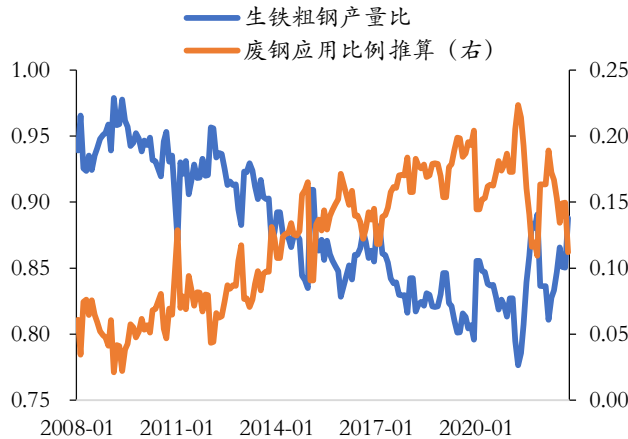


资料来源：东海期货研究所、ifind

我们前文曾经提到过，2023 年粗钢产量仍将延续下行趋势，且废钢应用比例也会有所提升，所以不论是从总量还是从原料替代来讲，铁矿需求大的下行趋势不会改变。我们按照钢材供应部分预测的粗钢产量下降 1000 万吨，整体废钢应用比例相比今年在提高 1 个百分点，则 2023 年生铁产量将达到 8.42 亿吨，同比下降 2.5% 或 2148 万吨。

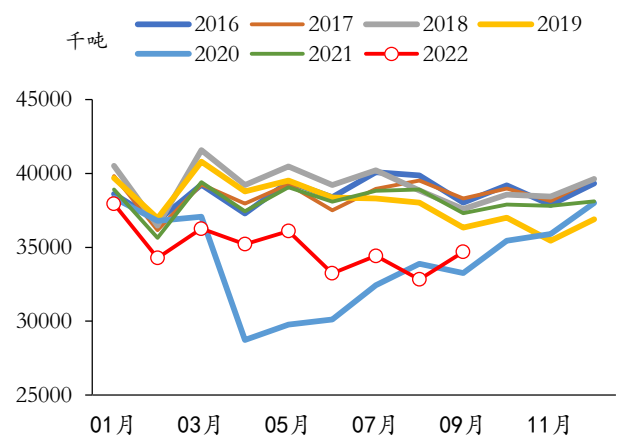
在海外需求持续放缓，美联储加息以及地缘冲突导致的能源价格高企等多重因素影响下，海外生铁产量 2022 年也呈现持续下滑趋势，1-10 月份，除中国之外的其他的地区生铁产量 3.49 亿吨，同比下降 8.28%。目前制约海外铁水产量释放的因素依然存在，2022 年 9 月开始，安赛乐米塔尔欧洲地区的钢厂陆续有关停、检修消息报出，预计 2023 年除中国之外的其他地区铁水产量可能还要下降 5% 左右，至 3.96 亿吨。

图31 铁水和废钢应用比例走势变化



资料来源：东海期货研究所、ifind

图32 海外生铁产量季节性走势

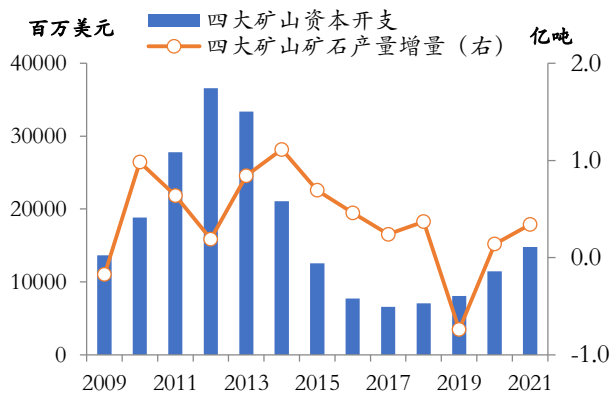


资料来源：东海期货研究所、ifind

## 6.2. 供给：相对平稳，非主流及国产矿仍有减量

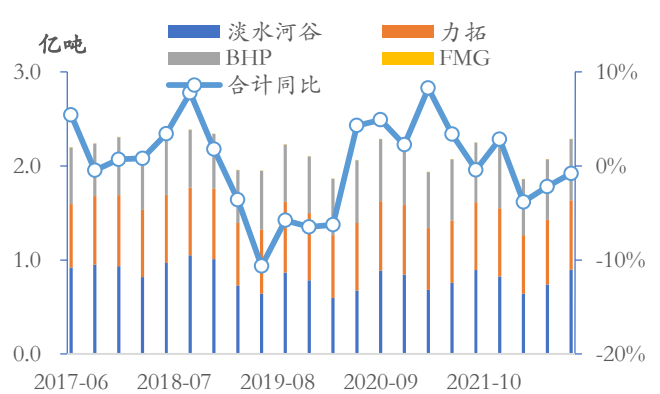
受到一季度极端恶劣天气，全球需求放缓等诸多因素影响，2022 年主流矿供应整体低于预期，前三季度主流四大矿山产量为 7.87 亿吨，同比下降 2.1%。不过，二季度之后随着矿山的投产，天气扰动因素的减弱，二季度之后四大矿山产量环比回升的趋势，分季度看，三个季度的产量同比降幅分别为-3.84%，-2.89%，-0.8%。国内铁矿石进口量的走势与海外主流矿供应的变化走势也基本一致，一季度铁矿石进口量呈现逐月扩大趋势，5 月份之后降幅开始逐月收窄，前 10 个月的进口量为 9.17 亿吨，同比下降 1.84%。其中，非主流矿进口量同比下降了 4007 万吨，或 23.87%，表明今年铁矿石供应的减量主要为非主流矿所贡献。

图33 四大矿山资本开支与产量变化情况



资料来源：东海期货研究所、ifind、矿山财报

图34 四大矿山产量及同比变化情况



资料来源：东海期货研究所 ifind、矿山财报

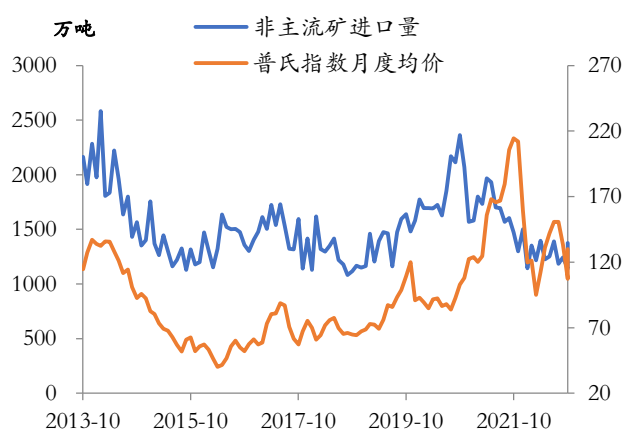
对于 2023 年铁矿石供应，我们先来看一下主流矿山的资本开支数据，该数据一般领先铁矿石产量增量约 2-4 年。从图 33 中可以看出，四大矿山资本开支数据是从 2017 年见底，此后逐年回升，相应四大矿山铁矿石产量的增量则在 2019 年左右见底；2021 年四大矿山资本开支数据为 148 亿美元，较 2020 年增加 34 亿美元，从这个角度说 2023 年四大矿山的供应依然还是有增量的。



目前四大矿山当中，BHP 和 FMG 公布了 2023 财年的产量目标，FMG 的产量目标为 1.87-1.92 亿吨，与 2022 财年产量 1.89 亿吨基本持平。不过考虑到年产能 Iron Bridge 二期项目将在 2023 年一季度投产，预计为 2023 财年贡献产量 100 万吨，且 FMG 完全成本与普氏指数仍有较大空间，所以 2023 财年实现产量目标上限的可能性较大，相比 2022 财年增产约 300 万吨。BHP 产量目标定在 2.78-2.9 亿吨，2022 财年产量为 2.84 亿吨，也基本持平。目前 BHP 的 South Frank 项目（年产能 8000 万吨）在持续提升产量，但主要以替换杨迪矿为主，所以 2023 年 BHP 预计没有增量。力拓年产能 4300 万吨的 Gudai-Darri 铁矿石也在逐步接近满产状态，同时年底前与原住民就遗址毁坏问题达成协议，预计其 2023 年可能会有 800-1000 万吨左右的增量。淡水河谷经历了 19 年溃坝之后，生产是在逐步恢复的，但是 2022 年因南部强降雨以及疫情等因素的影响，其产量水平预计与 2021 年接近，甚至可能出现小幅下降。2023 年之后，随着这些影响因素的消退，预计可能会有 1000-1500 万吨的增量。

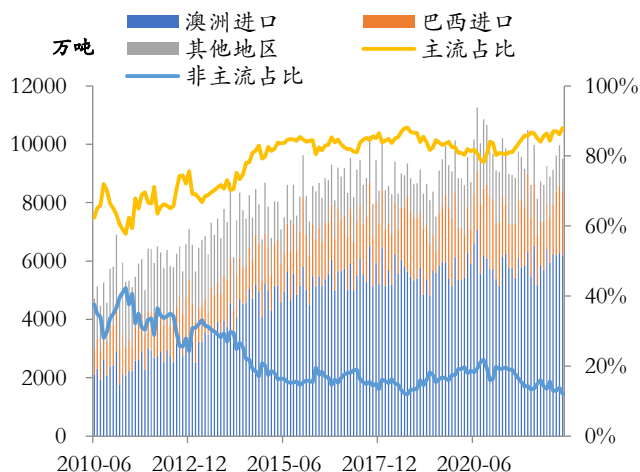
非主流矿供应长期来看和普氏指数走势有非常好的正相关性，但近两年出现了一些背离的情况，主要是因为俄乌冲突、印度上调出口关税以及南非罢工等因素所导致非主流矿供应收缩所致。2022 年 10 个月，国内从乌克兰进口的铁矿石同比下降了 898 万吨或 62%，从印度进口的铁矿石同比下降了 2300 万吨或 70%。2023 年除了印度出口关税已经下调之外，其他导致非主流矿供应减量的因素依然存在，预计印度矿 2023 年进口量可能逐步回升到 200 万吨/月的水平，全年预计相比今年回升 800-1000 万吨，非主流矿整体进口量仍将减少 1300-1500 万吨左右。虽然 2023 年澳洲中小矿山投产项目较多，但考虑成本因素影响，未来能否如期投产有很大不确定性。

图35 普氏指数与非主流矿进口量走势变化



资料来源：东海期货研究所、ifind

图36 铁矿石进口分区域情况变化

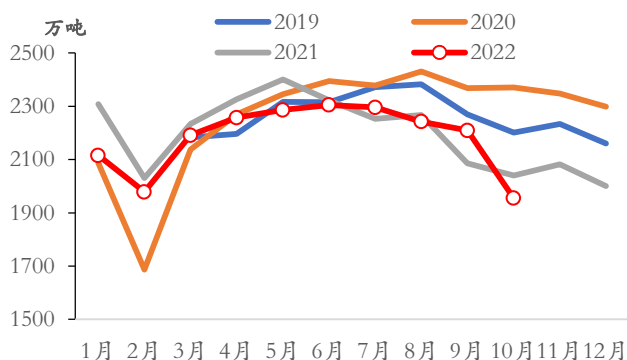


资料来源：东海期货研究所、ifind

国产矿方面，今年受到疫情、矿山事故以及高成本影响，2022 年国内铁精粉产量呈现下降趋势，按照 Mysteel 统计，2022 年前 10 个月，全国 332 家矿山铁精粉产量 2.18 亿吨，同比下降 1.93% 或 429.75 万吨。近两年来，处于能源和供应链安全的考虑，国内铁矿投资进程明显加快，从图表 38 中可以看出，2021 年之后黑色金属采选矿业投资出现大幅增长，2022 年前 10 个月增速达到 33.2%。另外，根据 Mysteel 不完全统计，2022 年截止到 11 月，

国内已经有 100 多个铁矿项目获批。因此若 2023 年疫情和矿山事故的影响有所消退的话，国内铁精粉产量也是会有一定增量的，我们预计在 600-700 万吨之间。

图37 国内铁精粉产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、ifind

图38 黑色金属采选矿业固定资产投资

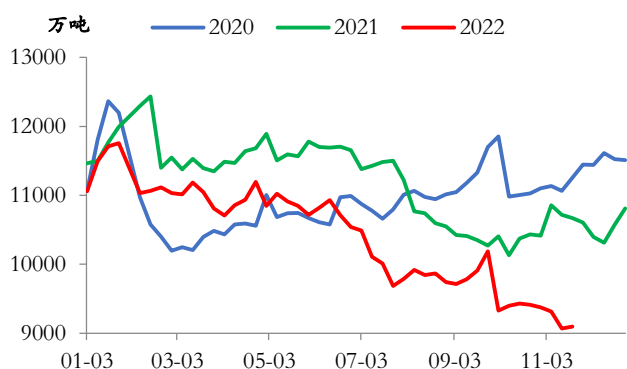


资料来源：东海期货研究所、ifind

### 6.3. 库存：关注钢厂阶段性补库的机会

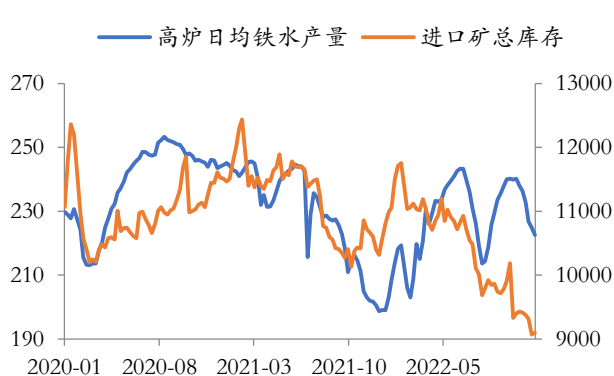
2022 年 6 月之后，因钢材需求持续走弱，钢厂亏损幅度扩大，故对原料一直采取了库存策略；截止到 2022 年 11 月末，全国 247 家钢厂矿石库存为 9097.97 万吨，而年初的话这一水平为 1.17 亿吨。前文曾经提到过，目前稳经济、稳地产的政策力度还是比较大的，市场对于明年上半年钢材需求存有一定乐观预期。同时，每年春之前，钢厂一般都会经历一轮补库，且四季度结束后，明年一季度钢厂复产是比较确定的事件。在这种低库存的背景下，一旦钢材需求有边际上的好转，钢厂补库启动，那么对于矿石价格的支撑力度还是比较强的。事实上，从今年的情况中也可以看出，当铁矿石供应相对稳定的时候，铁水产量的变化或者说钢厂的补库节奏与矿石价格的正相关性是比较强的。

图39 钢厂矿石库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所

图40 高炉日均铁水产量和钢厂矿石库存走势情况



资料来源：东海期货研究所

### 6.4. 铁矿石市场小结

2022 年粗钢减量更多是由废钢减量完成，2023 年将更多的由铁水减量完成，按照国内生铁产量下降 2.5% 预计，全年矿石需求将减量约 3436 万吨。供应方面主流矿增量预计在 2450 万吨，非主流矿除印度下调出口关税外，其他导致减量的因素依然存在，2023 年预计将下

降 1300 万吨到 1500 万吨之间；国产矿导致 2022 年减量的因素可能有所消退，预计全年增量在 600-700 万吨。若按外矿增量 75%-80%发往中国估算，则 2023 年铁矿石供需格局将由 2022 年的阶段性短缺重新转为过剩，过剩幅度在 4500 万吨左右，占可供应总量比例在 3.5% 左右。预计这部分量仍以挤出非主流矿为主。该部分成本在 75-80 美元附近，折合大商所盘面价格在 630-670 元/吨之间，10 月上一轮下跌过程中，盘面曾一度下探至该价格以下，后期除非铁水产量再度出现大幅下滑，否则在此位置处继续下探的空间不大。

## 7. 结论及操作建议

### 7.1. 主要结论

**钢材：**2023 年国内钢铁行业产能、产量调节以及兼并重组的政策力度相比 2022 年均会有所加大，粗钢产量全年预计为 10.13 亿吨，相比 2022 年下降 0.96%。结构上看电炉钢占比会有所提升。需求方面。稳地产政策频出，但更多是影响销售和竣工端，传导到拿地和重新开工需要更长时间，地产仍会拖累 2023 年钢材消费。基建投资在宽财政政策的影响下，将继续保持中高速增长，但也存在一些制约因素，预计增幅将慢于 2022 年。制造业投资面临海外需求放缓压制，亦有政策托底支持，预计增速也会有所放缓，但仍能维持正增长。综合考虑的话，2023 年全年钢材总需求继续下降 1.5%-2%，降幅略大于钢材供应。故全年来看，钢材价格重心仍会下移，需求仍是主导价格的主驱动因素。从节奏上看，一季度市场焦点更多偏向强预期，二季度之后存在需求不及预期风险，价格有回调可能。三季度之后随着稳增长政策逐步落地，联储政策也存在转向可能，钢材价格有望重新走强，全年看钢材价格走势可能呈 N 型。

**铁矿石：**2023 年，国内粗钢减量更多要靠铁水完成，海外生铁产量也会继续下行，全年铁矿石需求走弱的大方向不会改变。供应方面，主流矿和国产矿仍有一定增量。非主流矿供给延续下降，但考虑因素下调出口关税影响，降幅有所放缓。全年来看，铁矿石将由 2022 年阶段性短缺再度转为过剩。但这部分过剩量仍以挤出非主流矿为主。该部分成本在 75-80 美元附近，折合大商所盘面价格在 630-670 元/吨之间。若铁水产量不出现大幅下滑，该位置处支撑较强。短期行情的话，考虑当下钢厂矿石库存处于历史低位，且一季度为铁矿传统的阶段性供需时段，补库预期和一季度的钢厂复产预期将支撑短期矿价。

### 7.2. 操作建议

螺纹、热卷全年价格运行区间预计在 3100-4300 之间，建议以宽幅震荡思路对待，一季度可以考虑 3500 附近买入 05 合约。

铁矿石全年价格运行区间 75-110 美金，折合盘面 630-910 元/吨，一季度亦可考虑 650 以下买入 05 合约

## 风险提示

本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明

本报告内容所涉及信息或数据主要来源第三方信息提供商或者其他公开信息，东海期货不对该类信息或者数据的准确性及完整性做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其他附属公司的立场，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn