



需求复苏波折，政策依然可期

——下半年黑色金属产业链市场研判

曹颖 Z0012043

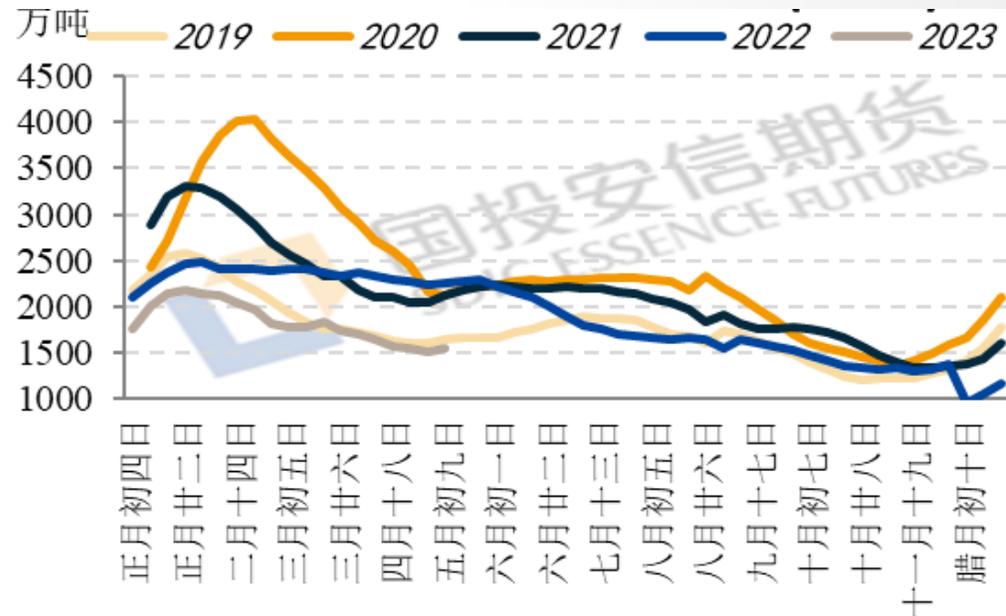
今年随着春节后需求复苏预期的启动及落空，叠加煤系成本的坍塌，钢价有了一个中枢的快速下移。随后以螺纹为代表的钢材表需和去年同期基本持平，得益于（尤其电弧炉）钢厂减产，五大品种材的库存持续下降，库存压力整体较舒缓。下半年，预计钢材市场仍在强预期&弱现实中反复博弈，炉料成本进一步让利空间已不大。如排除粗钢平控的影响，预计钢价仍会在阶段性底部区间较窄幅震荡。

钢价2023年上半年表现



数据来源: mysteel

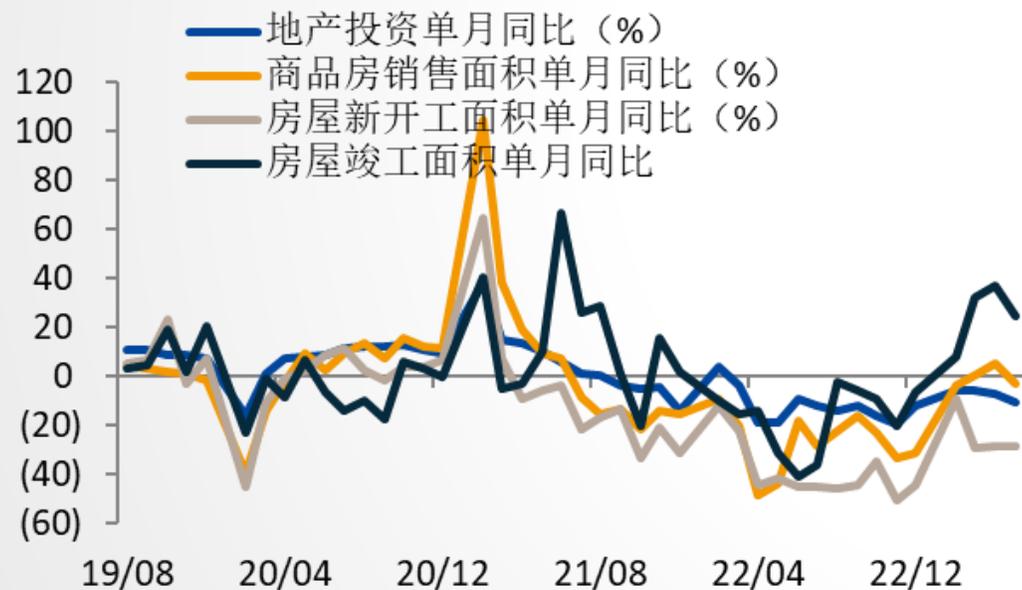
五大材总库存 (样本厂库+35城社库)



数据来源: mysteel, 国投安信期货整理

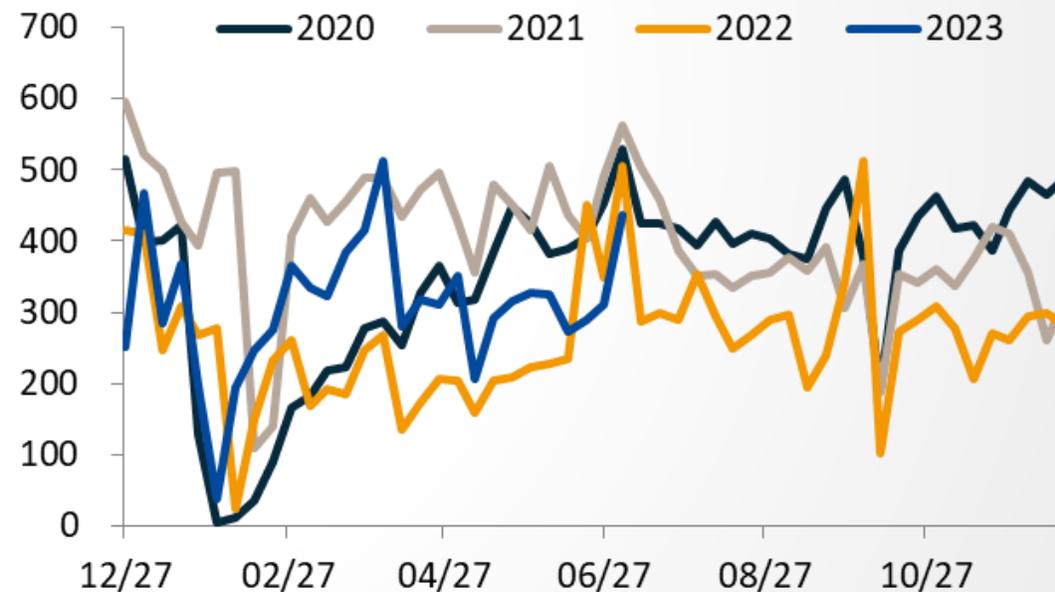
从地产方面看，今年竣工表现亮眼，1-5月同比增长19.6%。销售复苏节奏波折，3-4月脉冲式回暖，随着疫情积压需求快速释放，5月以来环比明显回落，1-5月同比下降0.9%。销售回款不畅叠加融资受限，房企资金面紧张，投资端依然疲弱，1-5月新开工同比下降22.6%，修复尚需时间。

房地产主要指标分化



数据来源：wind，国投安信期货整理

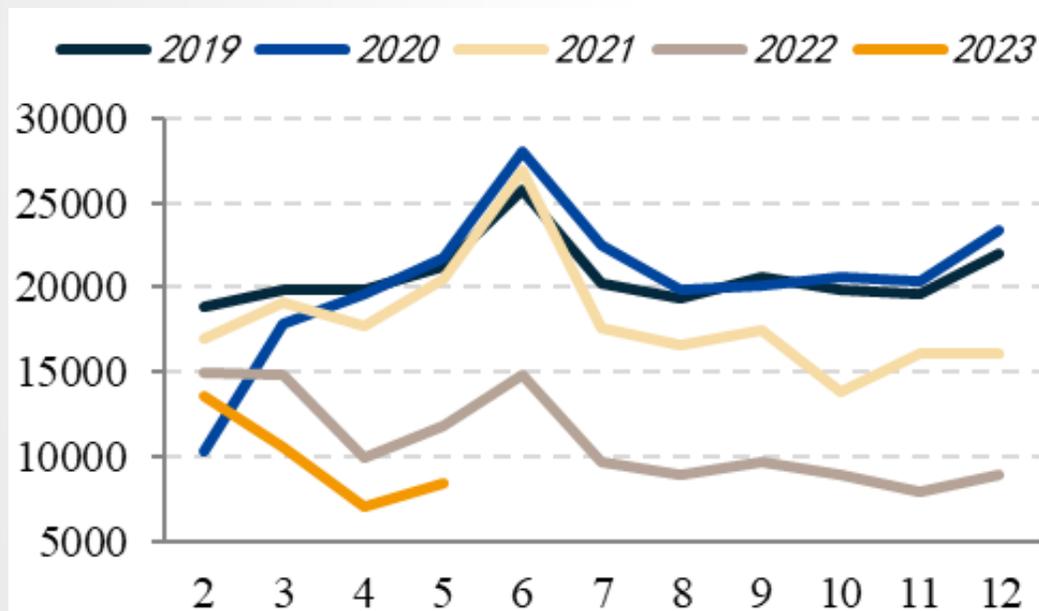
30大中城市商品房成交面积（周度，万平方米）



数据来源：同花顺ifind，国投安信期货整理

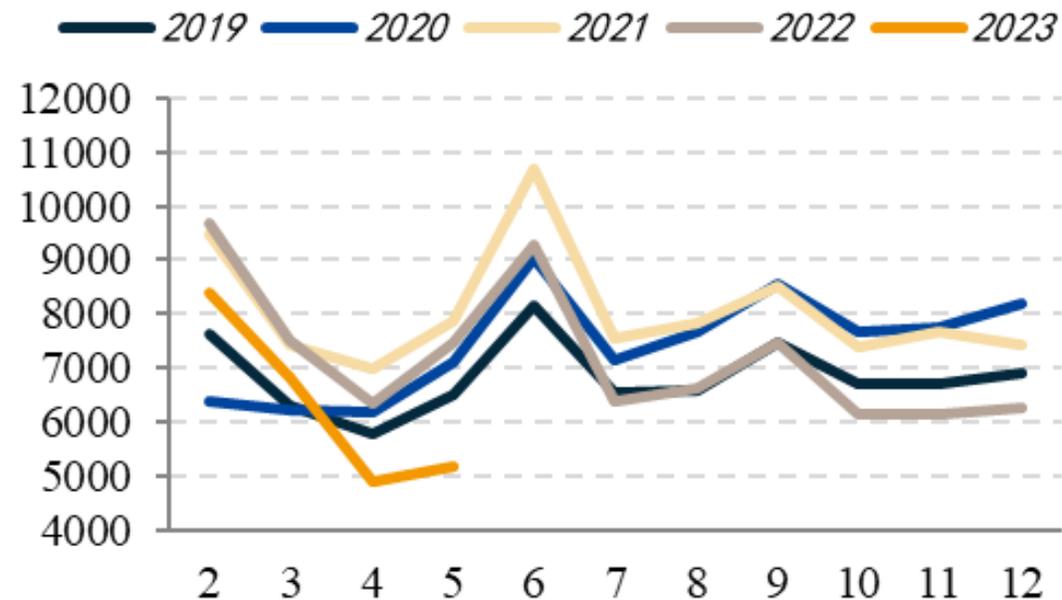
展望下半年，稳地产仍是稳经济的关键，政策刺激有望加码，市场信心恢复尚需时间。但投资端目前依然疲弱，资金情况依然掣肘，拿地情况仍无显著改善。因此预计下半年新开工同比-5%左右，环比改善幅度有限，全年同比下滑10%左右。政策支持合理住房需求，保交楼背景下，施工、竣工仍有支撑，预计全年地产用钢需求下降5%，下半年-3%左右。

房屋新开工面积（当月值，万平米）



数据来源：wind，国投安信期货整理

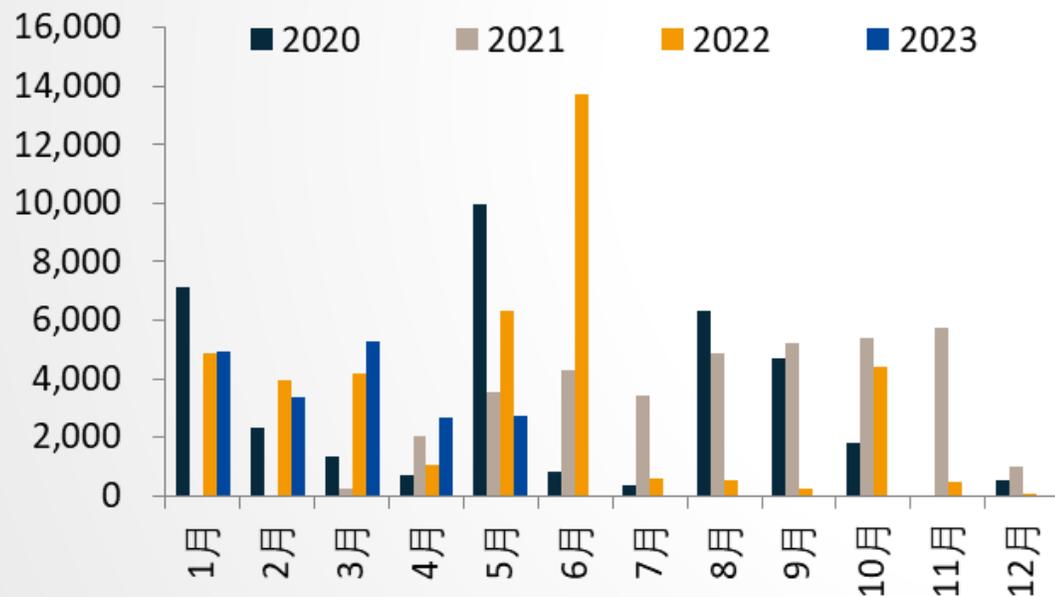
房地产建筑工程投资额



数据来源：wind

今年GDP增长目标5%，强刺激可能性不大，经济复苏基础薄弱，外部环境复杂，基建继续发挥托底作用，专项债规模提高1500亿至3.8万亿（1-5月已发行新增专项债券1.9万亿）。不过随着土地出让金继续大幅下滑，地方政府资金压力明显增大，叠加去年基数较高，下半年基建增速将继续回落，全年用钢需求增长4%左右。

新增专项债发行额（当月值，亿元）



数据来源：wind，国投安信期货整理

土地出让金继续大幅下滑

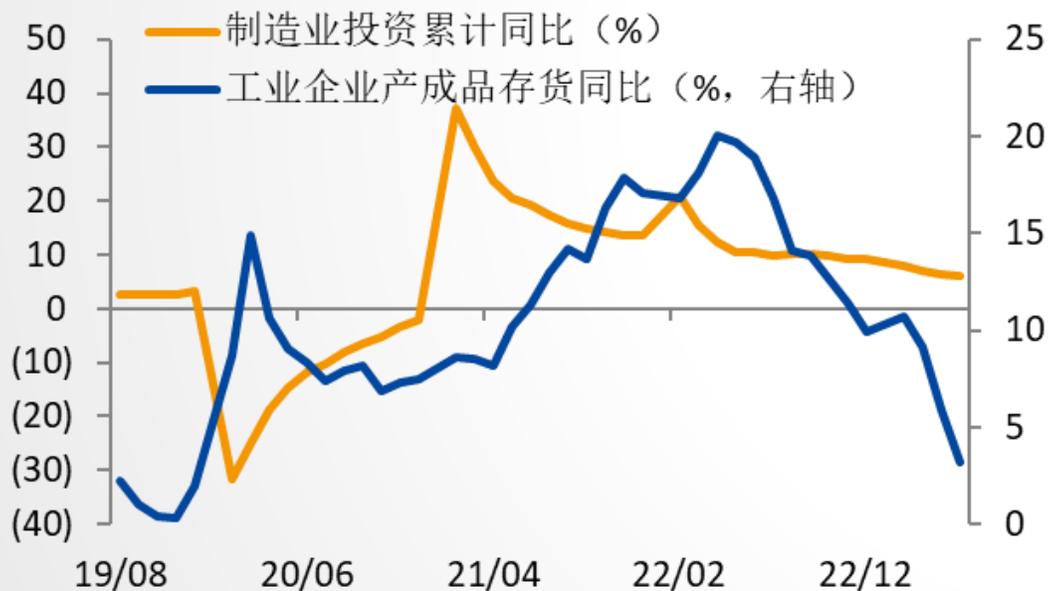


数据来源：wind，国投安信期货整理

制造业整体承压，分化态势延续

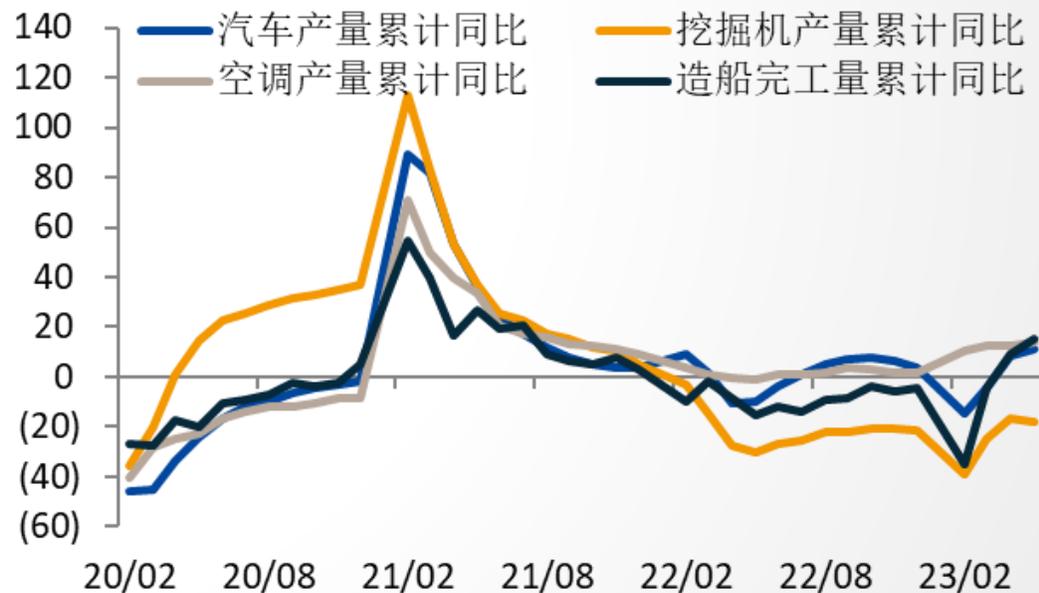
工业企业利润大幅下滑，出口逐渐走弱，制造业整体承压，投资增速回落。行业间分化态势延续，受益于新能源车投放加快，汽车行业维持弱复苏态势。地产竣工、销售好转，家电行业有所改善，新开工依然疲弱，工程机械等继续大幅下滑。预计制造业全年用钢需求增长3%，下半年同比增长2%左右。

制造业投资增速逐渐回落



数据来源：wind，国投安信期货整理

主要工业品产量增速 (%)

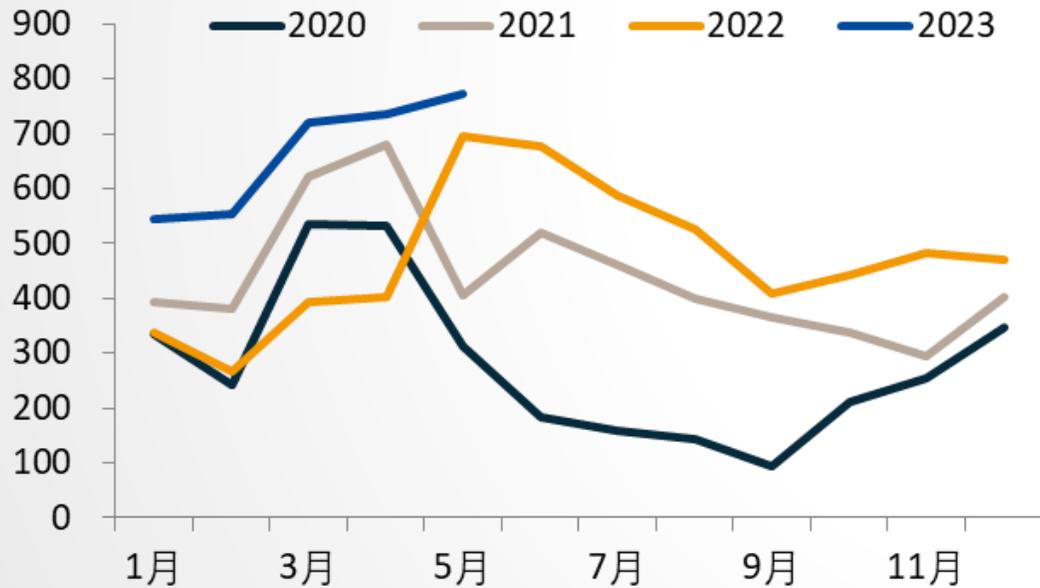


数据来源：wind，国投安信期货整理

出口高位有回落压力，价差优势形成支撑

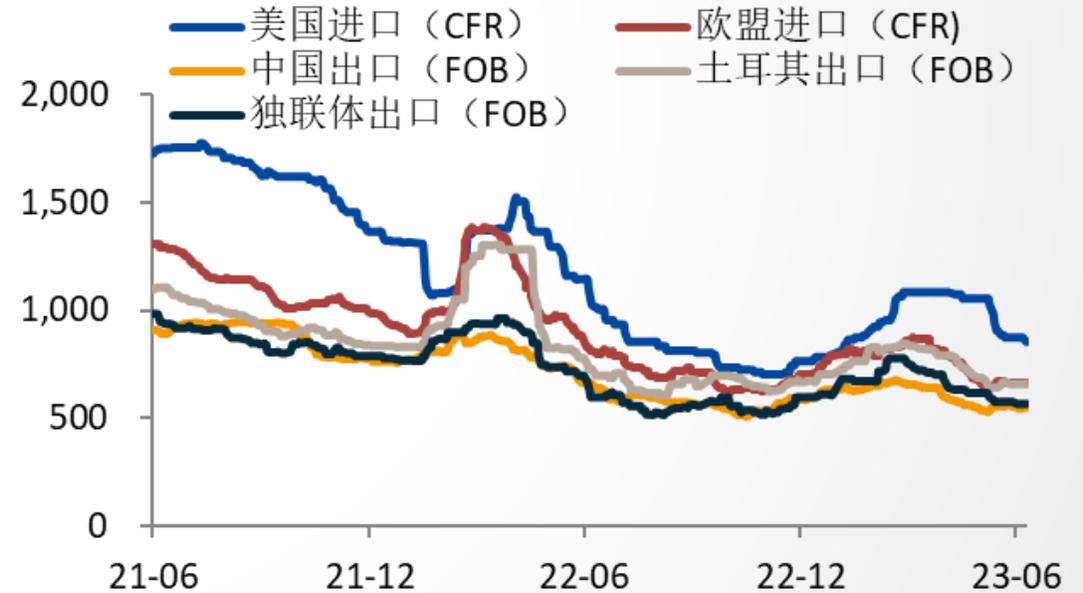
1-5月，我国钢材净出口3324万吨，同比增长58.8%/1230万吨，叠加钢坯等半成品净进口减少，净出口大增支撑国内粗钢产量维持高位。随着海外需求下滑以及自身供应恢复，后期出口面临回落压力，不过在内外价差优势支撑下，韧性依然较强，预计全年粗钢净出口增长20%，下半年同比降15%左右。

钢材当月净出口 (万吨)



数据来源: mysteel, 国投安信期货整理

全球主要地区热卷价格 (美元/吨)

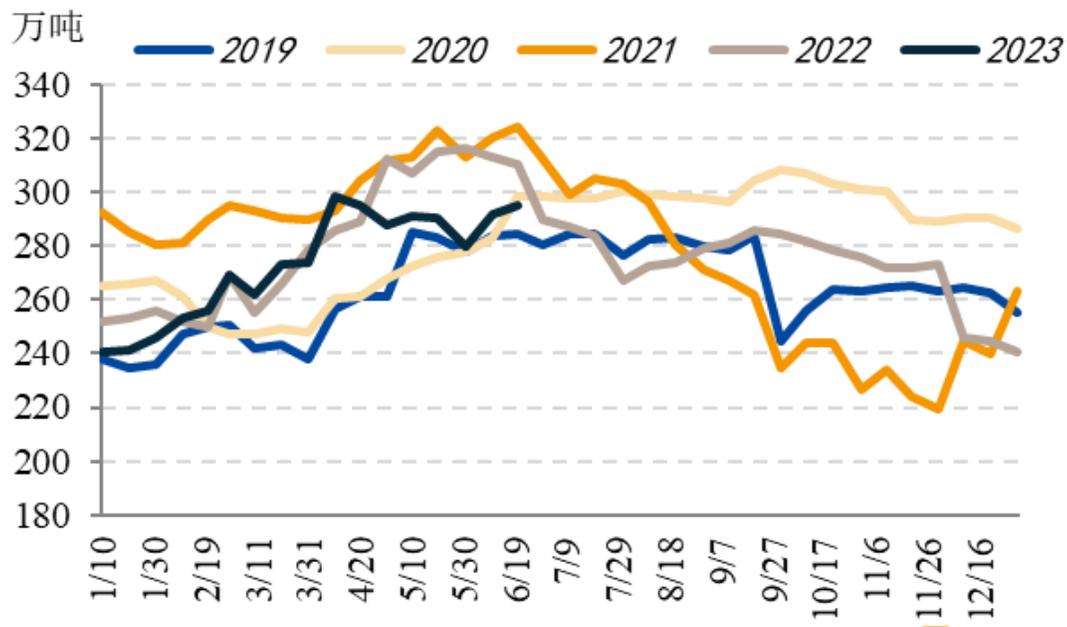


数据来源: mysteel, 国投安信期货整理

利润调节产量，主动减产持续性不足

粗钢产量基本跟随需求波动，节奏上受利润调节。4月份以来，得益于煤炭系成本的让利，长流程相对短流程而言尚有一定利润优势，铁水产量保持高位，减量主要来自于电炉。由于钢厂主动减产力度有限，持续性相对不足，钢价基本在高炉维利和谷电电炉成本间波动。

全国旬度粗钢产量



数据来源：mysteel，国投安信期货整理

华东地区较有代表性的长、短流程利润情况

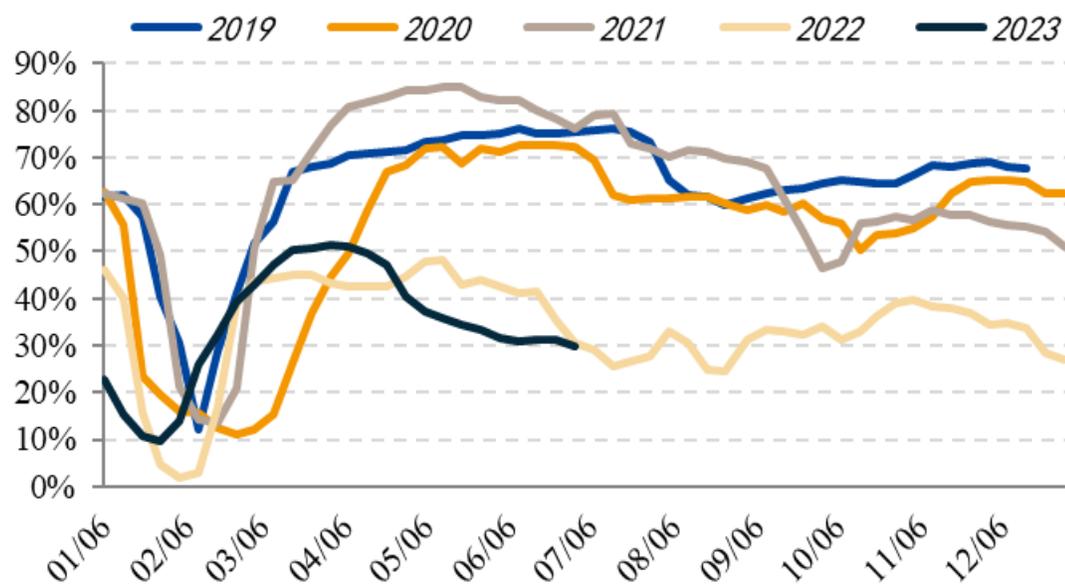


数据来源：mysteel，国投安信期货整理

粗钢平控预期仍存，H2压产需要高炉配合

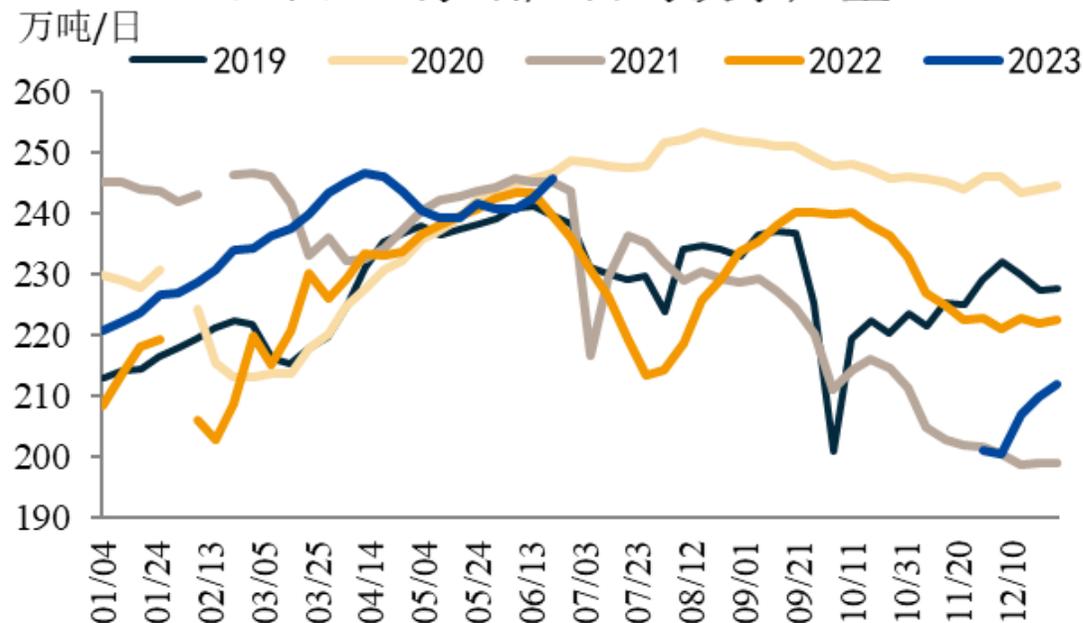
从政策层面看，今年仍有粗钢平控预期。1-5月粗钢产量4.45亿吨（+900万吨）。如要全年平控，6-12月粗钢产量同比需下降1.6%，而电炉钢已经面临低基数。不过由于需求复苏偏弱，完成该目标难度并不算太高，稳增长背景下，政策目标及执行力度有待观察。

92家独立电炉产能利用率



数据来源：鑫椏资讯，国投安信期货整理

全国247家钢厂日均铁水产量



数据来源：mysteel，国投安信期货整理

需求方面，房屋新开工依然疲弱，降幅有望收窄。基建、制造业增速放缓，出口面临回落压力，整体仍有韧性，预计全年需求约增长0.5%。供应端产量跟随需求波动，全年增长1%左右，如粗钢继续平控，矛盾将阶段性激化，不过完成难度不算太大，关注政策推进情况。

相比前两年，今年供需矛盾不算太突出，价格整体以区间震荡为主，波动幅度下降，基差和跨月价格也都窄幅波动。从节奏上看，市场先交易复苏预期，再交易复苏不及预期，近期转向交易政策稳增长加码预期，弱现实和强预期反复博弈。期价大体上呈现淡季相对较强，旺季相对偏弱的格局，重点关注房地产修复力度。

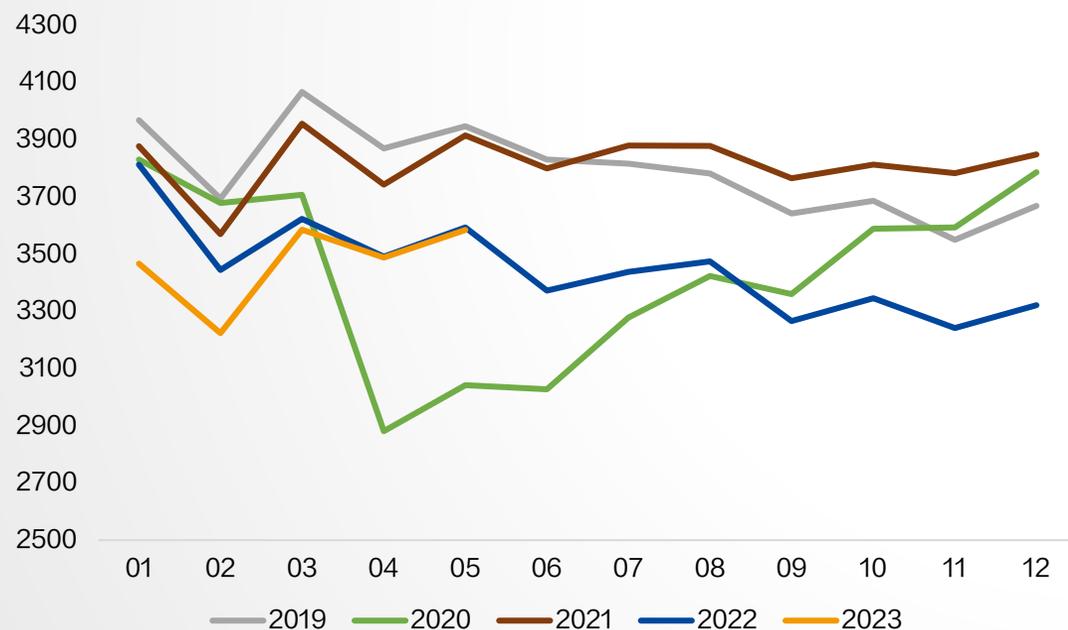
粗钢供需平衡表预估

单位：亿吨	产量	产量同比	净出口	需求	需求同比	库存变化
2023Q1	2.62	7.8%	0.18	2.29	6.9%	0.15
2023Q2	2.68	-5.5%	0.20	2.57	-4.2%	-0.09
2023Q3E	2.56	0.8%	0.12	2.46	-3.4%	-0.02
2023Q4E	2.37	2.2%	0.10	2.30	3.4%	-0.04

数据来源：wind, mysteel, 国投安信期货整理

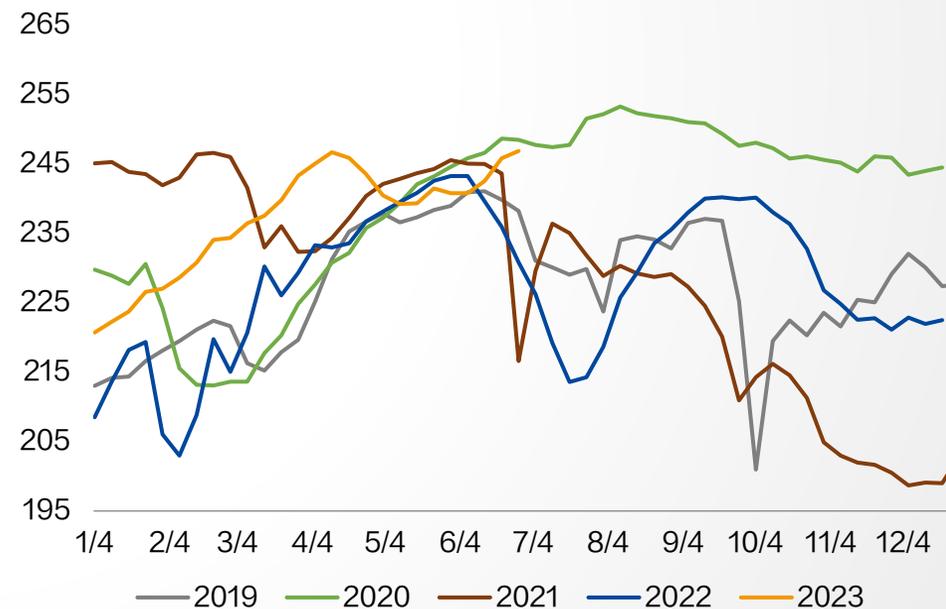
- 海外铁水产量有一定底部企稳的迹象，但目前产量仍然处于近年来的低位并且同比增速为负，预计下半年海外需求或难有明显改观。
- 随着强复苏预期的落空和粗钢平控政策可能在下半年带来影响，未来铁水产量存在下降空间，我们预计下半年铁水产量环比下降2000万吨左右。

全球除中国外高炉生铁产量季节图（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

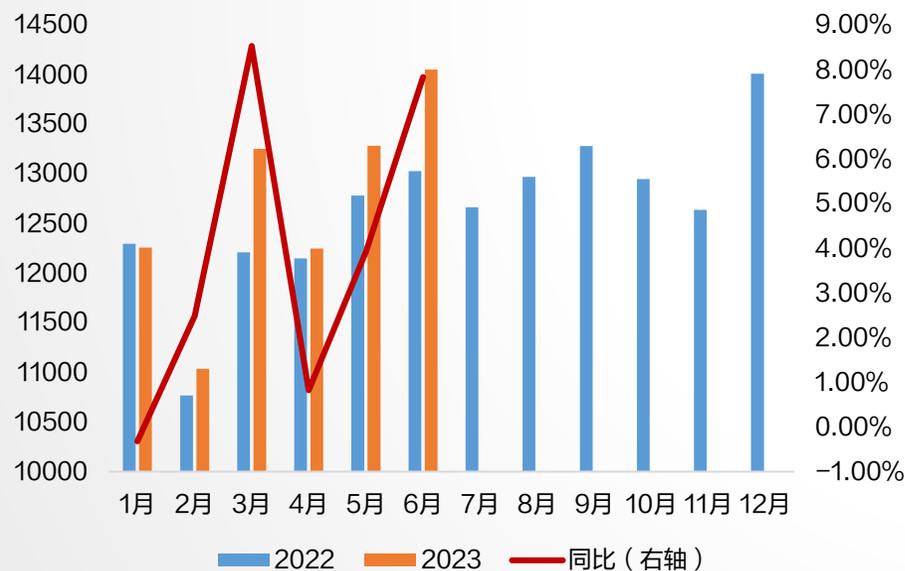
247家钢铁企业日均铁水产量（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

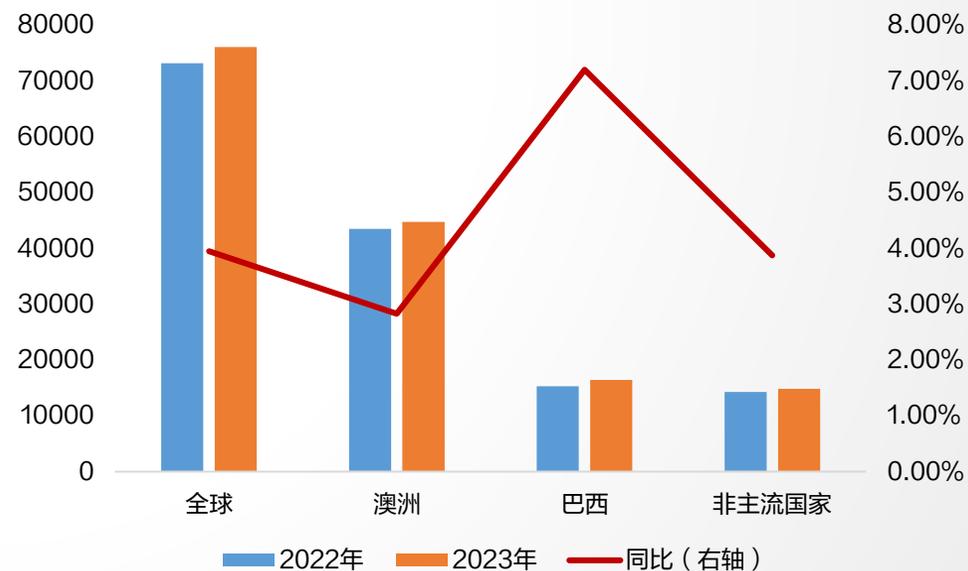
- 全球铁矿供应出现明显增长，上半年全球发运相比去年同期增加接近2900万吨。除了澳洲巴西外，今年非主流国家的发运量增长也较为明显。
- 我们预计下半年海外铁矿发运将继续走高，整体供应端的增量将进一步释放。未来继续关注非主流发运能否持续增长。

全球铁矿月度发运量（万吨）



数据来源：路透，国投安信期货整理

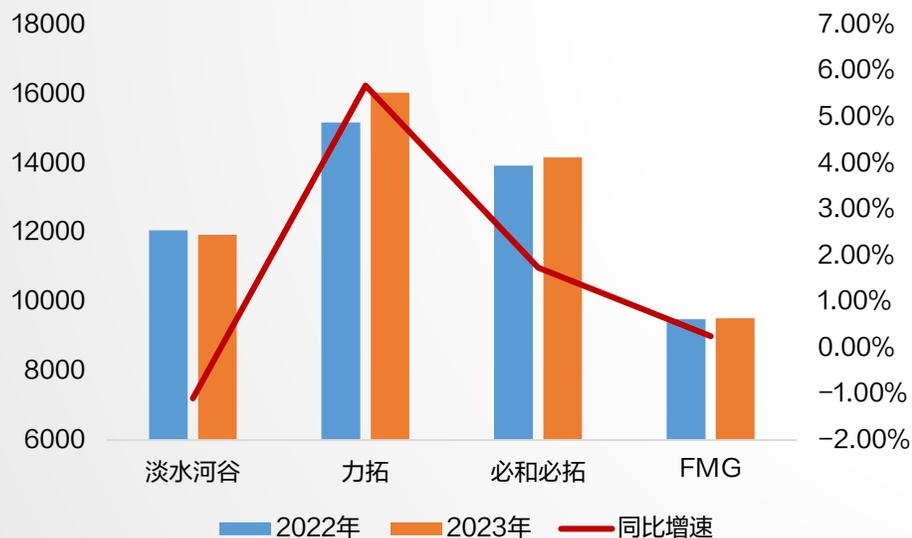
上半年主要国家铁矿发运量（万吨）



数据来源：路透，国投安信期货整理

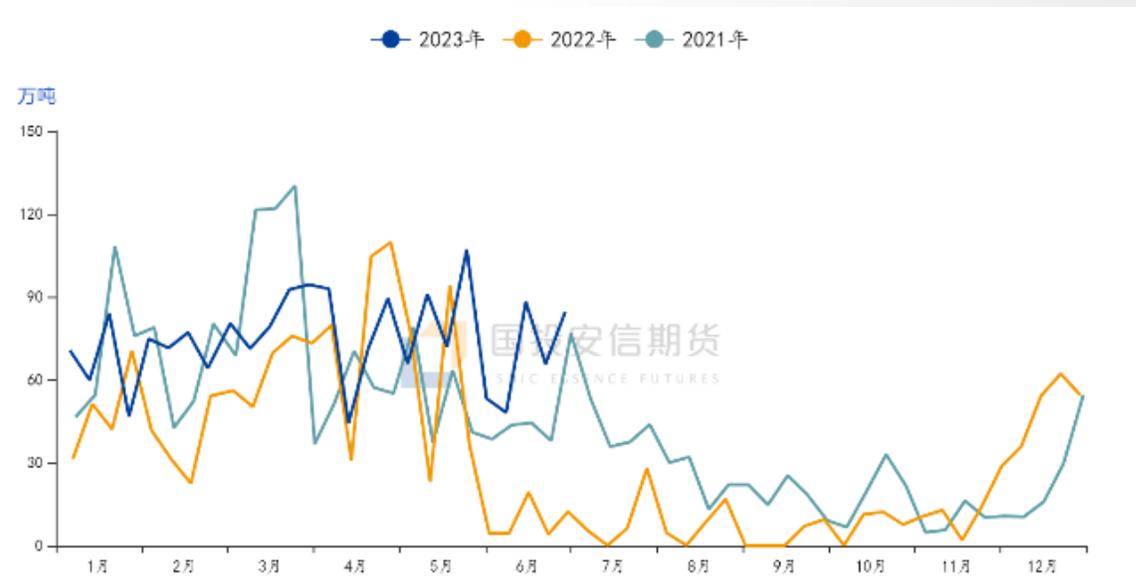
- 四大矿山整体供应偏强，整体表现符合预期，上半年发运增量接近千万吨，其中力拓增量明显。我们预计下半年四大矿山产量进一步增长，全年发运增量在1500万吨左右。
- 非主流国家里印度发运较强，而由于去年基数较低，我们预计今年下半年供应将保持较快增速，全年增量或在2000万吨左右。

上半年四大矿山发运量（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

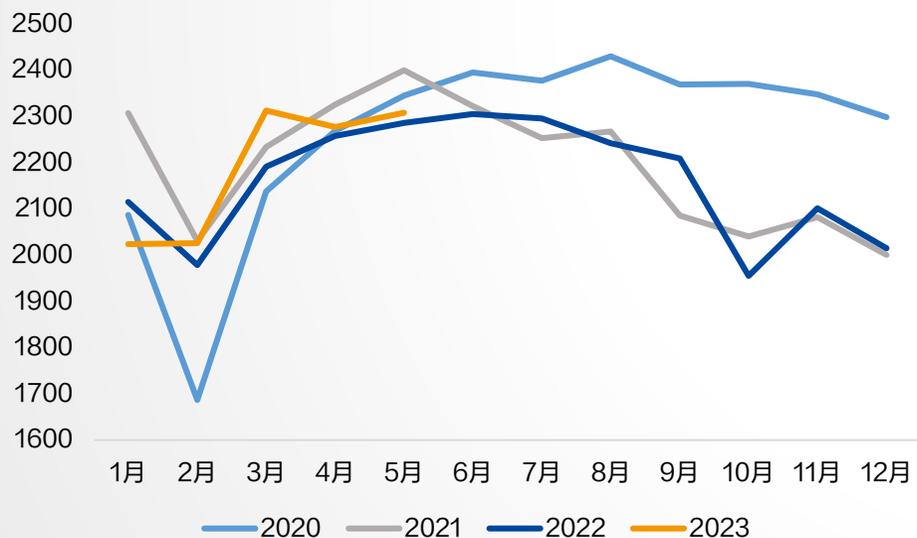
印度周度发运量季节图（万吨）



数据来源：路透，国投安信期货整理

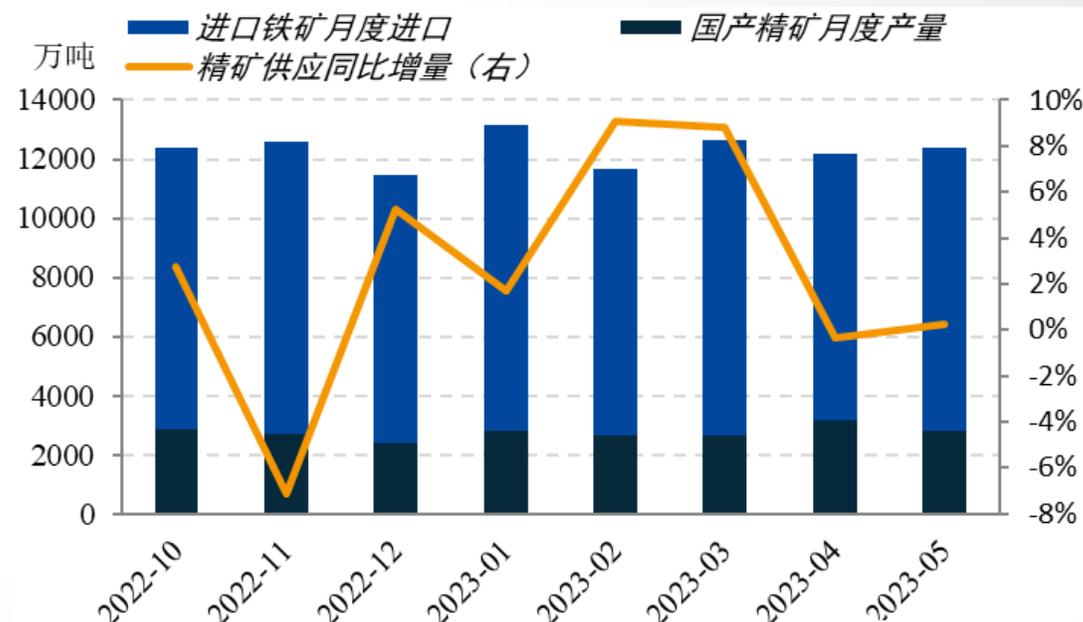
- 上半年国产矿产量恢复偏慢，钢厂利润水平偏低和球团入炉比例下降对整体的供应有一定抑制，下半年预计同比小增2.5%左右。
- 今年国内铁矿的供应增量主要来自进口。从统计局数据来看，今年1-5月铁矿石进口量累计增加达3390万吨，澳巴以外国家的进口量增长达23%。

332家矿山企业铁精粉月度产量（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

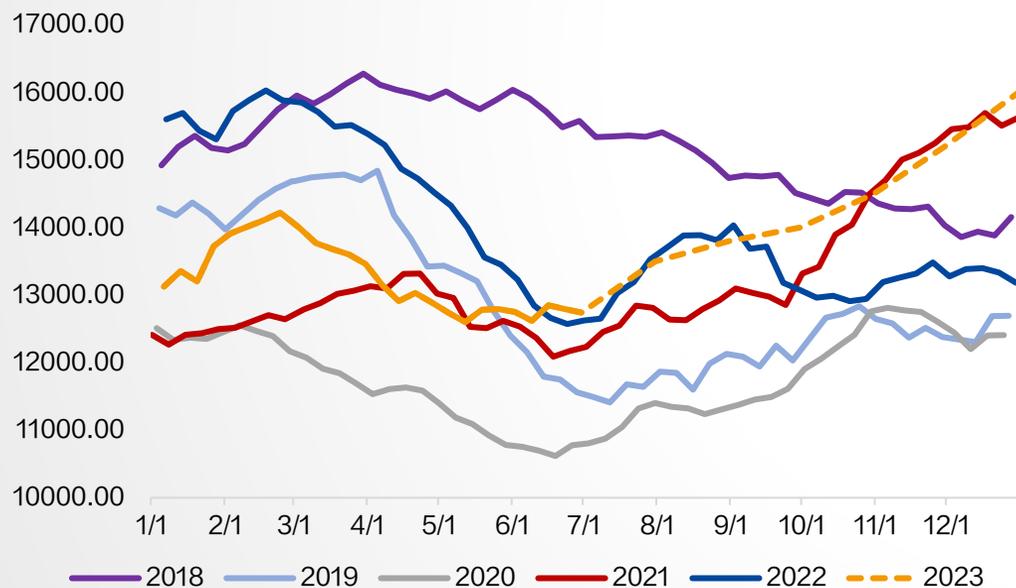
我国铁矿供应量及结构回顾（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

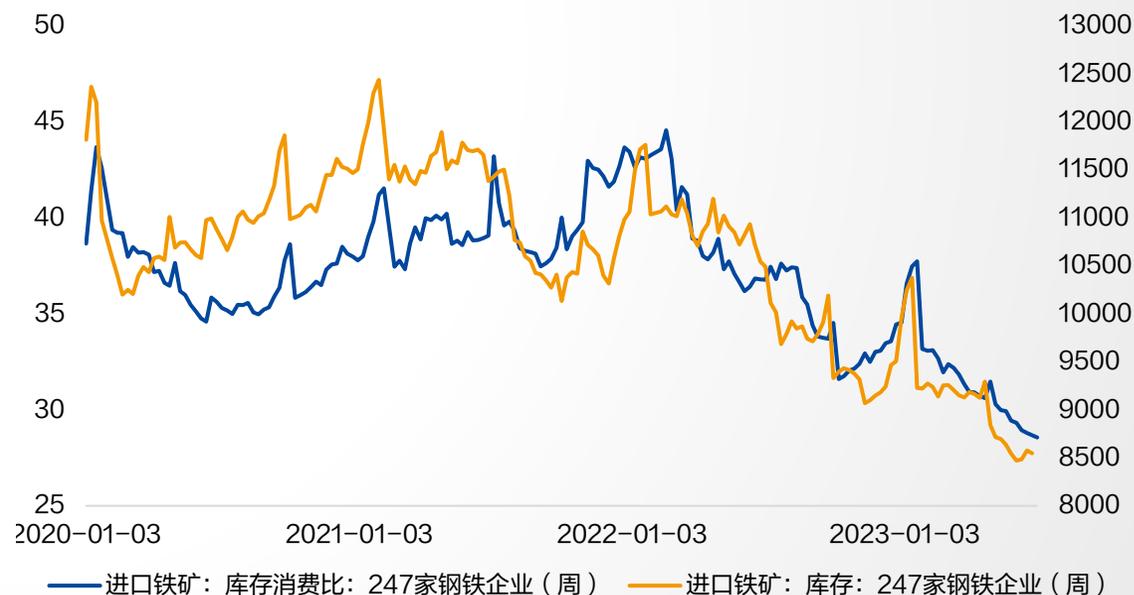
- 今年铁矿港口库存拐点出现的时间相对更早，而考虑到进口铁矿增量较大，钢厂补库意愿偏低，我们预计下半年港存累积幅度或接近3000万吨。
- 钢厂进口矿库存及消费比均维持在极低位置，虽然说进一步下滑的空间已经不大，但在整体终端需求偏弱和仍有减产预期的情况下，整体补库意愿不高。

全国45港铁矿库存（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

247家钢厂铁矿库存及消费比（万吨）



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理

- 整体来看由于终端需求复苏力度较弱，加上供应增量的逐步释放，铁矿下半年供需逐步转向宽松，港口累库压力较大。铁矿自5月下旬以来反弹幅度较大，主要原因在于淡季铁水减产幅度不及预期并且市场对于宏观政策预期加强。我们预计铁矿下半年以震荡为主，短期铁矿在估值得到修复后继续反弹的空间有限，中期存在向下压力。

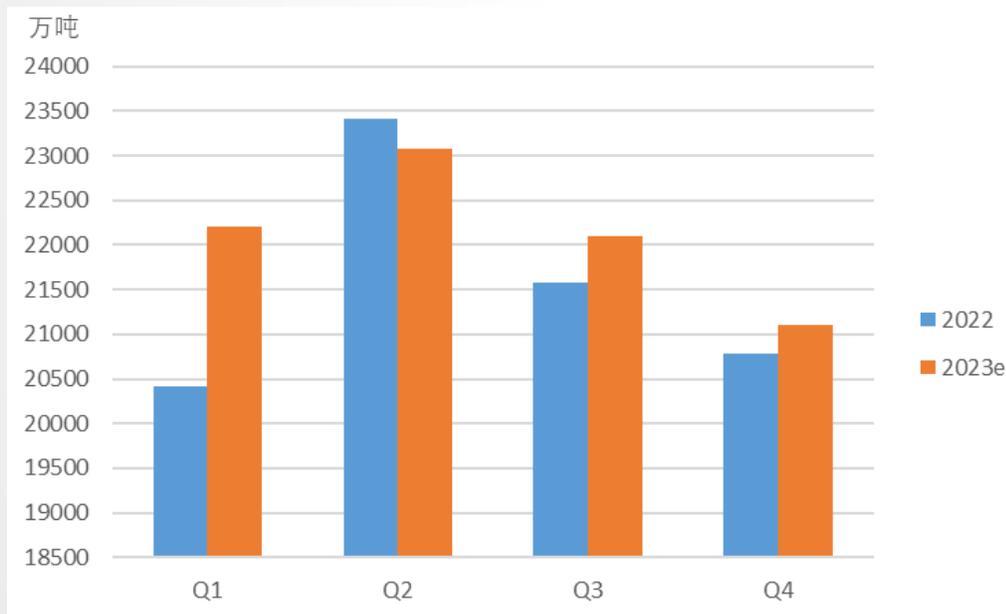
铁矿供需平衡表

单位：亿吨	进口量	国产供应	供应同比	需求	需求同比	港口库存	供需差
2023Q1	2.94	0.72	7.83%	3.52	9.45%	1.35	0.14
2023Q2E	2.75	0.78	2.08%	3.70	-2.94%	1.28	-0.17
2023Q3E	2.92	0.77	1.47%	3.54	1.84%	1.4	0.15
2023Q4E	2.9	0.71	1.98%	3.38	1.44%	1.6	0.23

数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

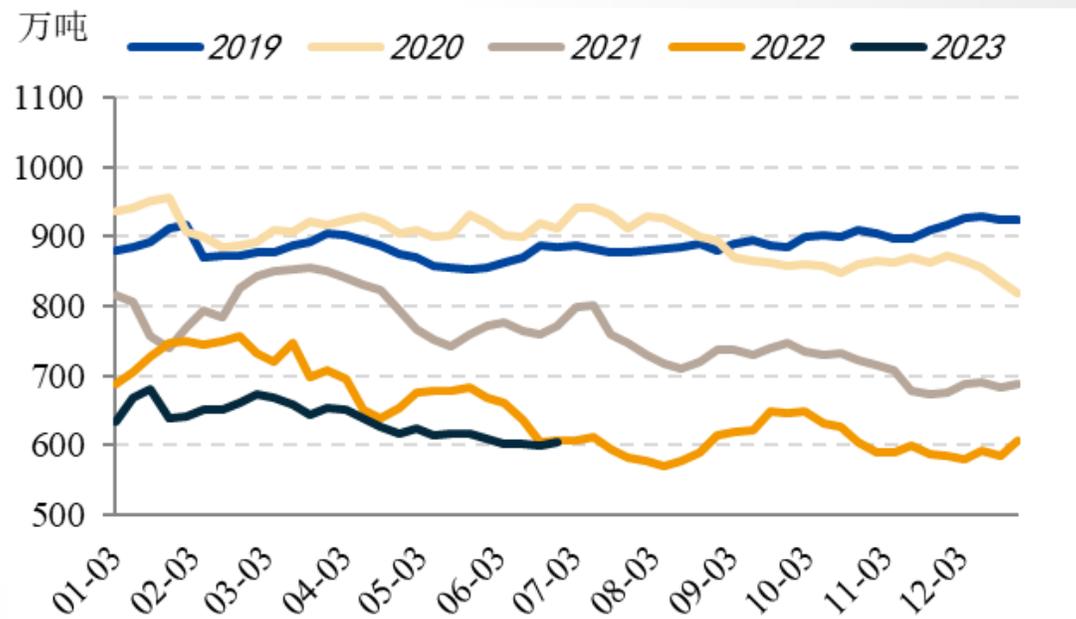
- 从生产需求来看，二、三季度的铁水产量的环比下行空间，因此焦炭受此牵制还需要进一步减产去匹配。
- 从补库需求来看，虽然钢厂的焦炭库存整体处于低位，但考虑到订单预期及利润资金情况，预计仍将维持低位库存为主，预计基本参照去年库存节奏。

全国生铁产量季度预测



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理预测

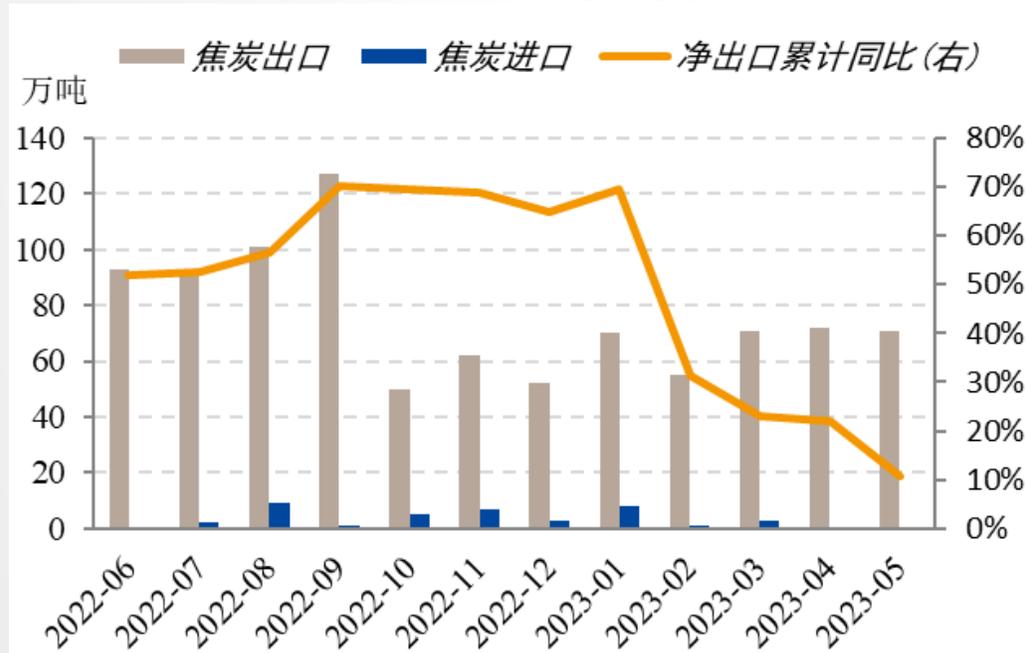
全国247家钢厂焦炭库存



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理

- 考虑到东南亚焦化产能的陆续投放，上半年我国焦炭出口的实际情况已经好于预期，应该主要得益于我国焦炭出口价格的相对弱势，基本与澳煤跌幅一致才保持了相对价格优势，预计下半年出口基本持稳。

我国焦炭进出口情况



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理预测

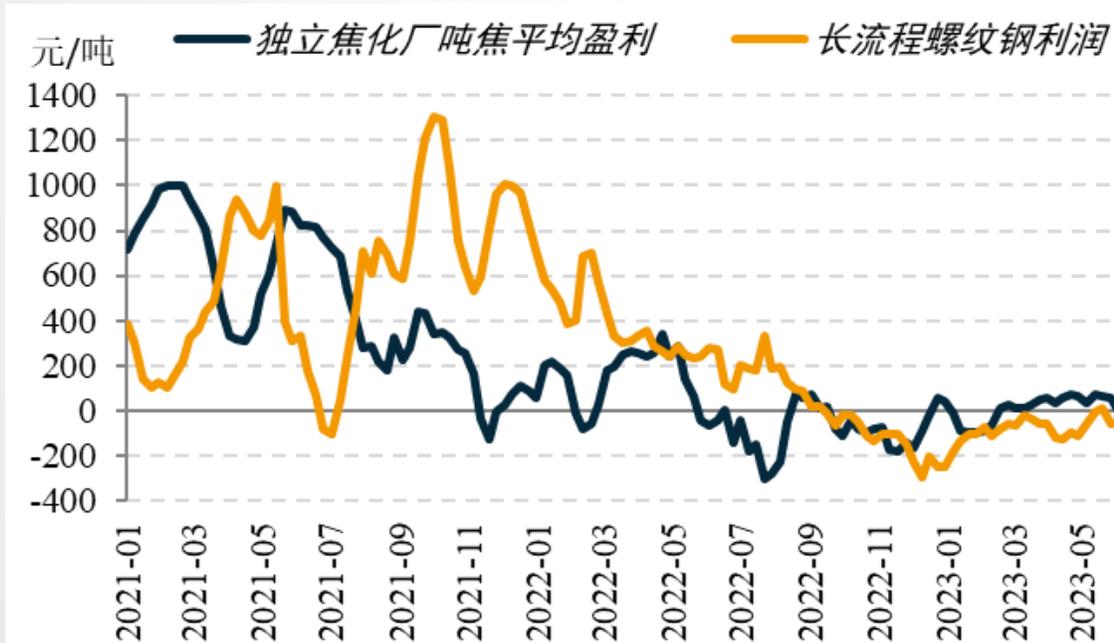
我国冶金焦出口价与澳煤价格跌幅一致



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理

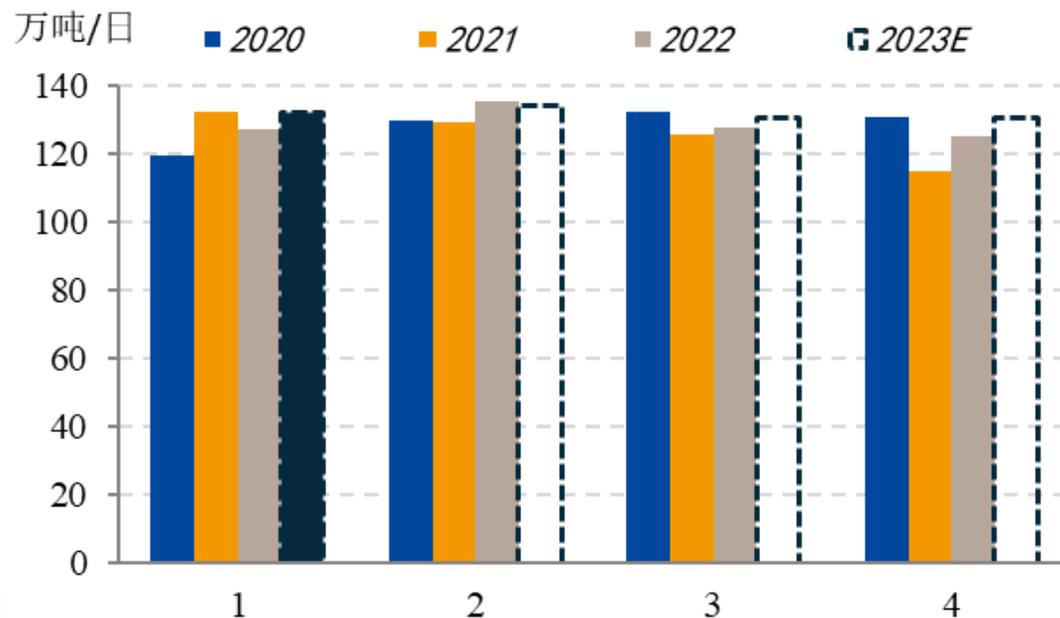
- 由于供应能力对应疲弱需求是长期过剩的，因此焦化行业和铁水环节一样不应拥有显著的加工利润，这一状态将至少延续到四季度。
- 在低利润的基础上，下半年焦炭行业的供应仍将继续根据需求节奏来运行，供需矛盾整体不算突出。

供应过剩格局下持续无加工利润



数据来源: mysteel, 国投安信期货整理

2020-2023焦炭季度日均产量

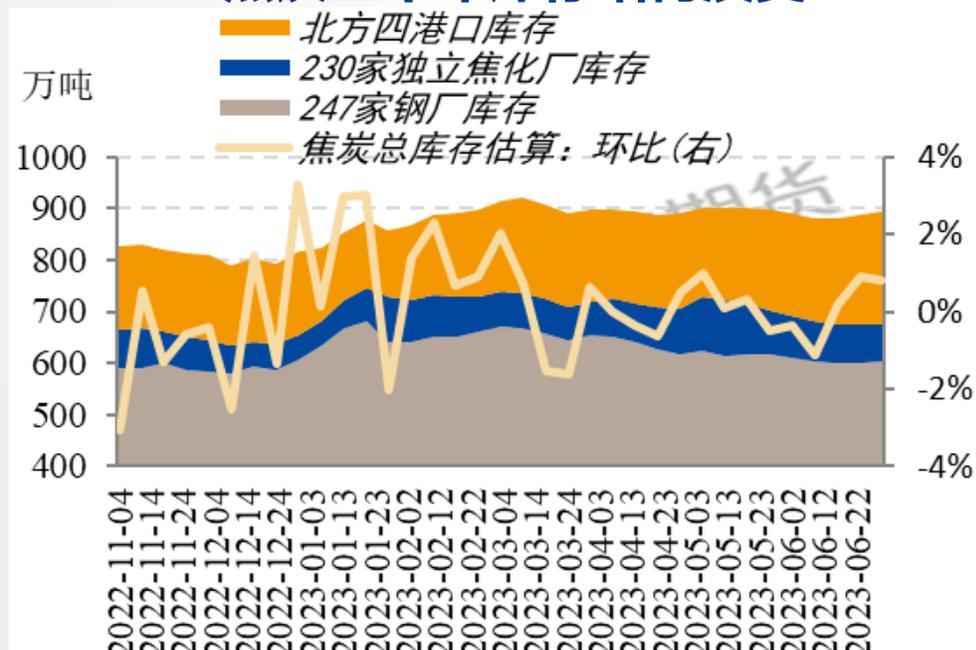


数据来源: wind, 国投安信期货整理预测

焦炭整体库存不高，但仍存累库压力

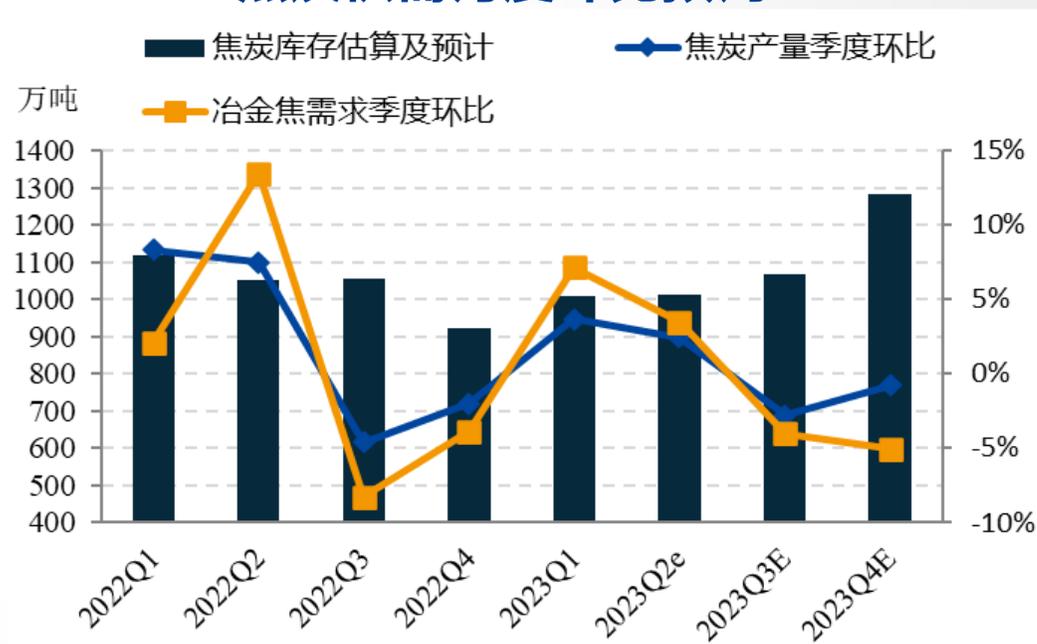
- 考虑到下半年需求仍有下滑空间，供应能力过剩，靠低利润控制产量被动匹配，因此我们预计焦炭仍未走出被动累库周期。
- 预计三季度焦炭累库压力尚可，四季度会随着铁水的进一步减产产生一些或被动或主动的累库（主要取决于炼钢利润空间及4.3米焦炉退出情况）。

焦炭上半年库存结构演变



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

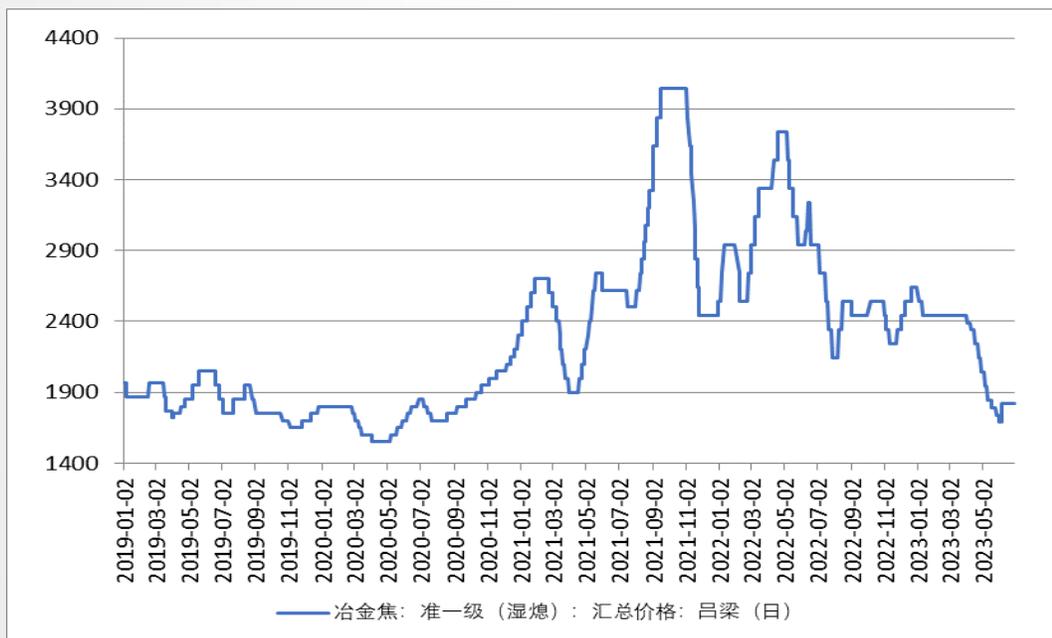
焦炭供需月度环比预判



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

- 焦炭现货市场在跌完9轮后目前仍处于首轮提涨的博弈中，湿熄焦累计跌幅600元/吨左右，估值很可能已位处阶段性底部区间。三季度只能期待阶段性反弹，四季度虽然是累库格局但仍可期待是否存在集中性去产能操作所带来的阶段性机会。

2019年以来山西冶金焦价格走势



数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

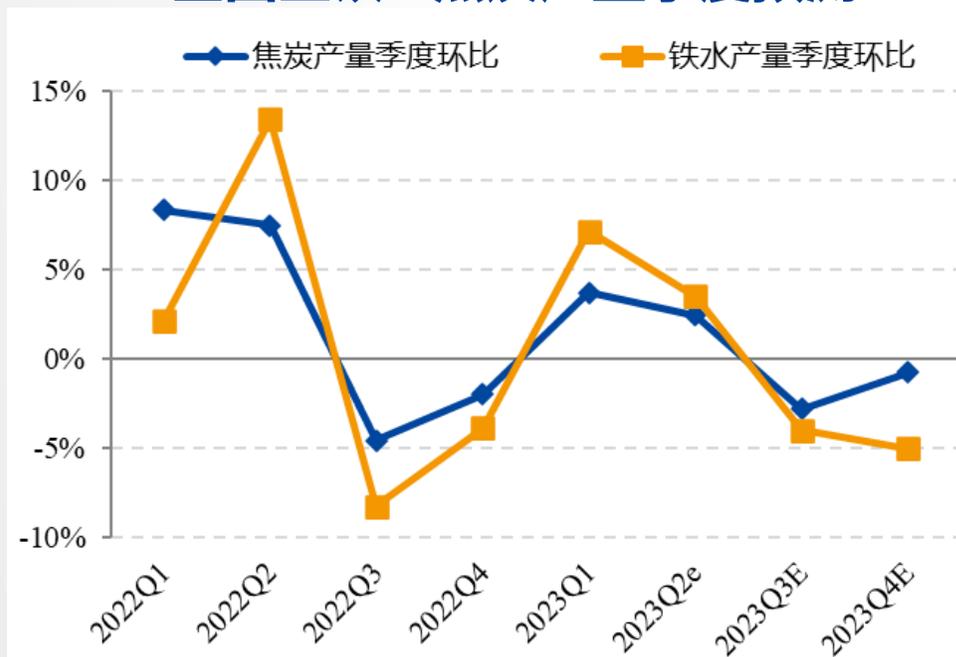
焦炭季度供需平衡表

同比增速	焦炭供应	焦炭总需求	库存变动
2023Q1	+4.2%	+7.2%	+
2023Q2	-0.7%	-2.2%	-
2023Q3	+1.2%	+2.3%	-
2023Q4	+2.5%	+1.1%	++

数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

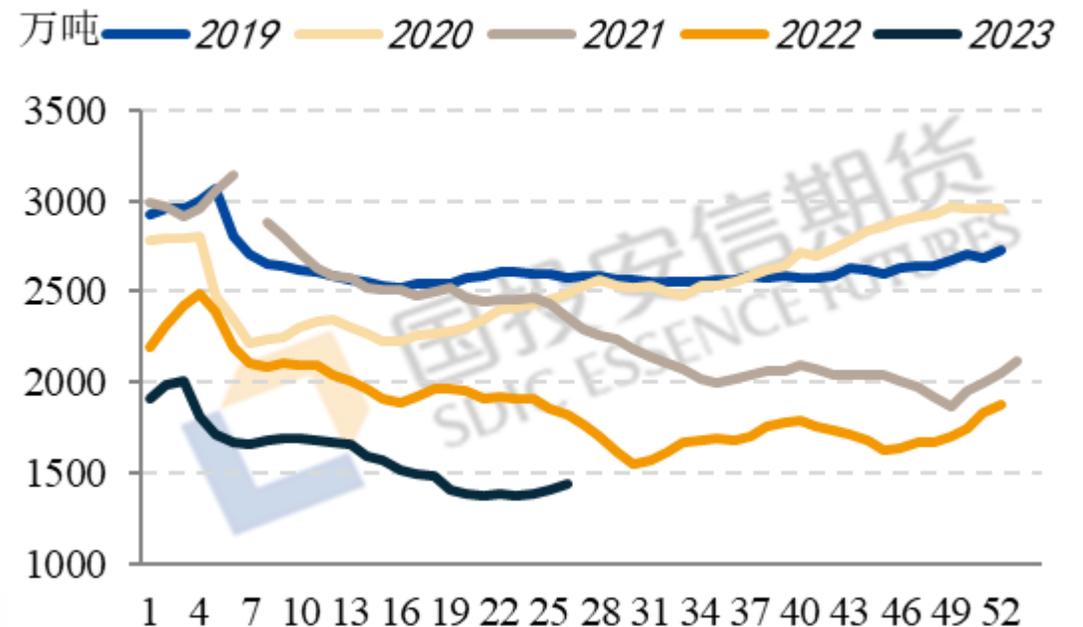
- 由于我们预计三、四季度铁水及焦炭产量都还有下降的空间，因此对炼焦煤的生产性需求仍承压，跨界煤种的需求拖累仍将持续存在。
- 不过炼焦煤的整体终端（钢厂+焦化厂）库存过低，下半年还是存在一些或被动或主动的累库空间的，有助于实现焦煤库存的结构化转移。

全国生铁&焦炭产量季度预测



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理预测

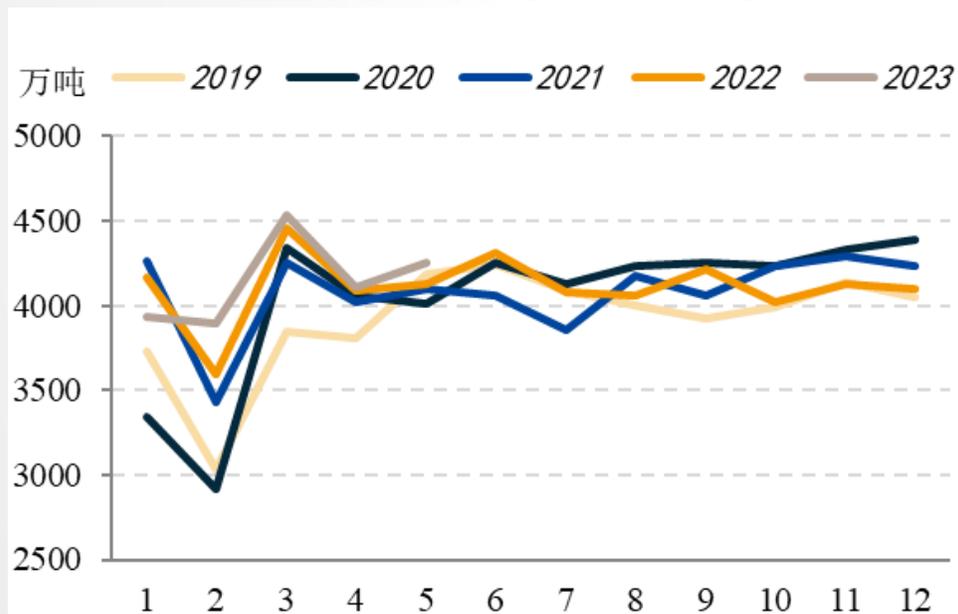
炼焦煤终端总库存



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理

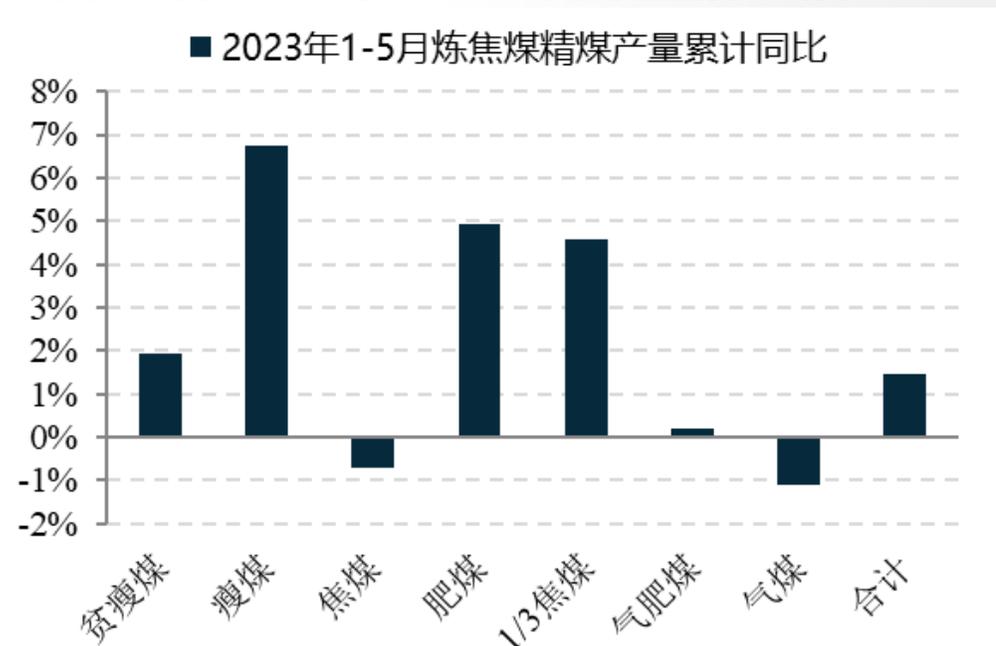
- 在煤炭保供的整体大政策导向下，预计下半年国产炼焦煤供应仍将基本保持高位稳定输出。预计三、四季度在不出大的煤矿事故基础上，国产炼焦煤供应环比分别增加1.3%和减少1.7%。
- 分煤种来看，主焦煤受进口直接冲击最大，保持小幅减产态势。

全国炼焦精煤产量测算



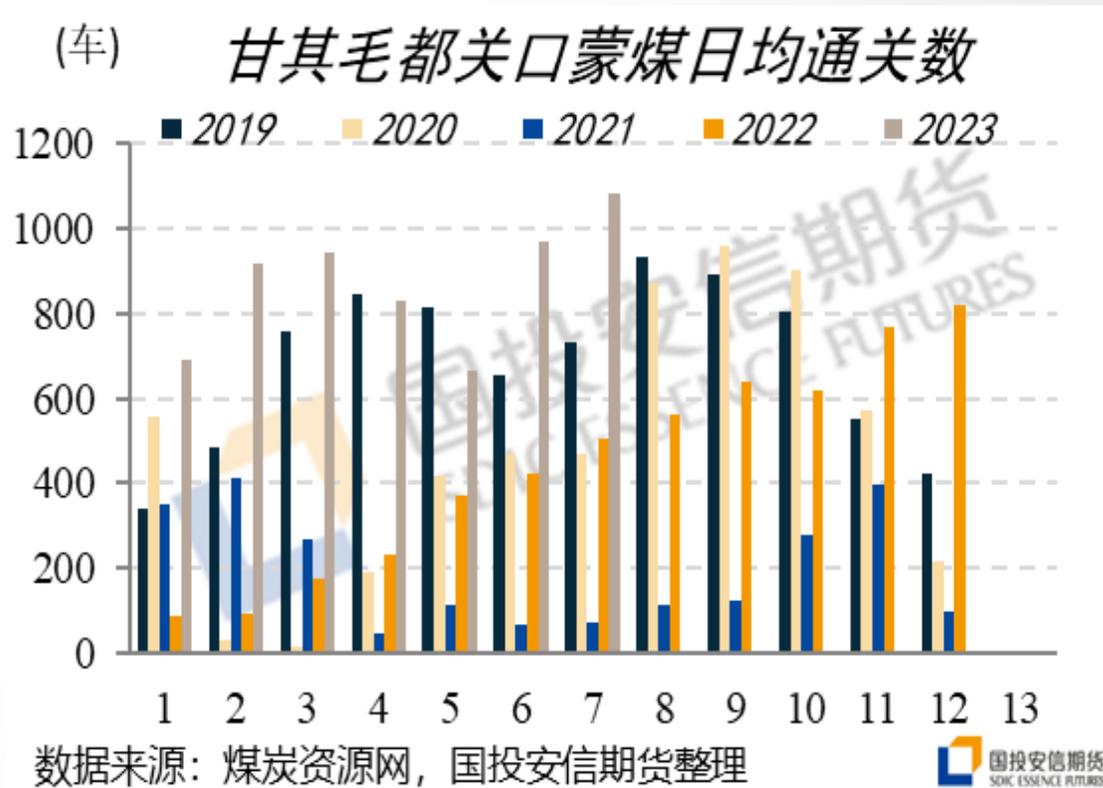
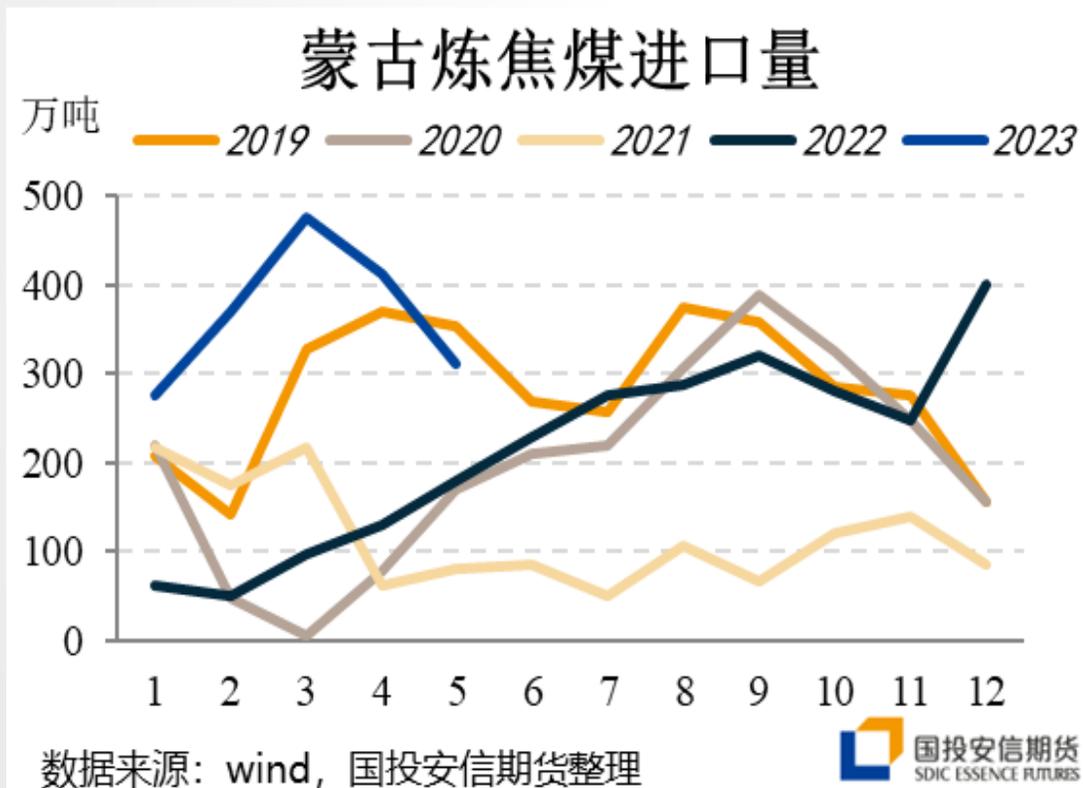
数据来源：煤炭资源网

我国冶金焦出口价与澳煤价格跌幅一致



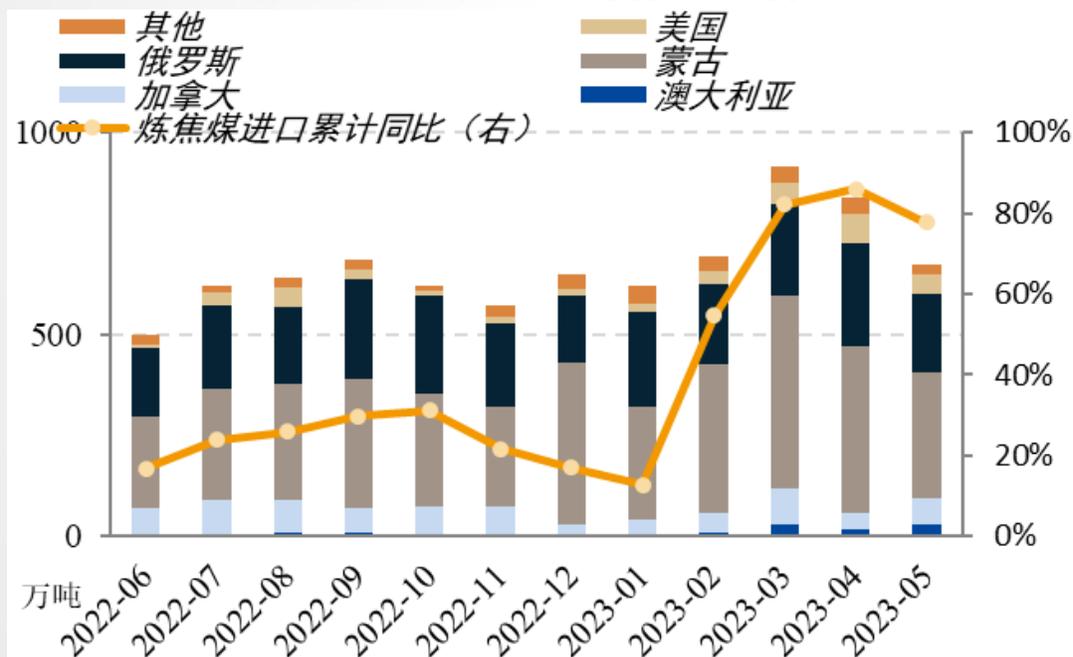
数据来源：煤炭资源网，国投安信期货整理

- 按照1-5月份我国进口蒙煤增量已经达到1324万吨，预计上半年将增长1560万吨左右。下半年随着煤价维持偏弱运行，蒙煤季度长协稍有让利，其输出节奏将在上半年高点基础上继续维持，全年进口增量在2200万吨左右。



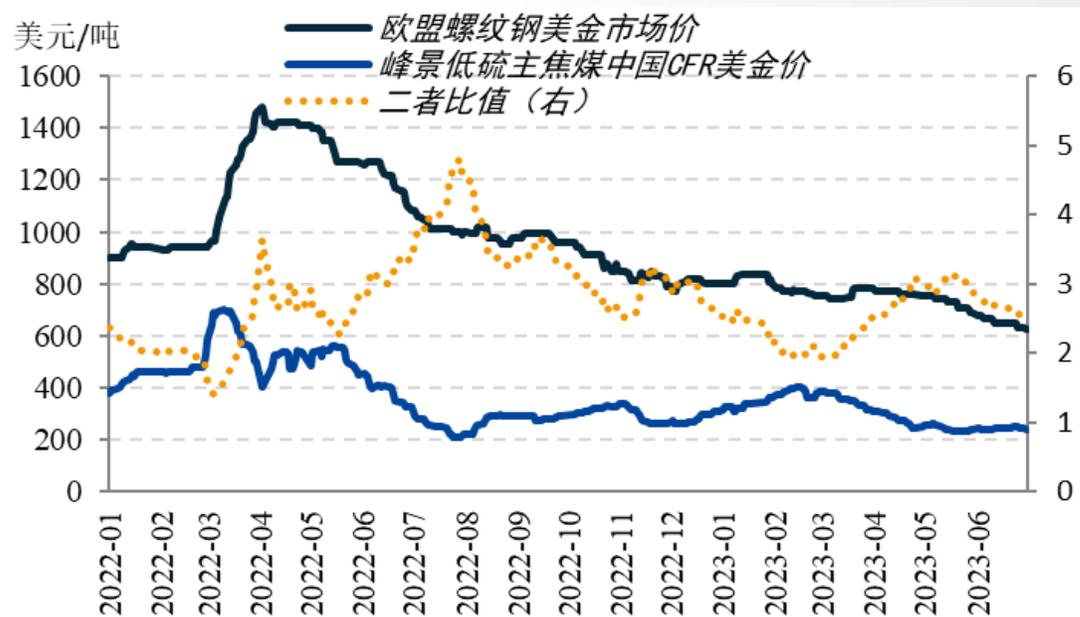
- 考虑到海外钢材市场的弱衰退格局，其缓跌的钢价相对澳大利亚优质主焦煤价格来说仍然偏高，因此还是具备一定的买单能力，尤其印度高炉生产仍然保持旺盛态势。因此预计海运煤仍相对国产煤和蒙煤处于跟跌状态，下半年进口增长压力不大，预计增量在500-600万吨，主要为俄罗斯煤。

我国炼焦煤进口结构及增长



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理

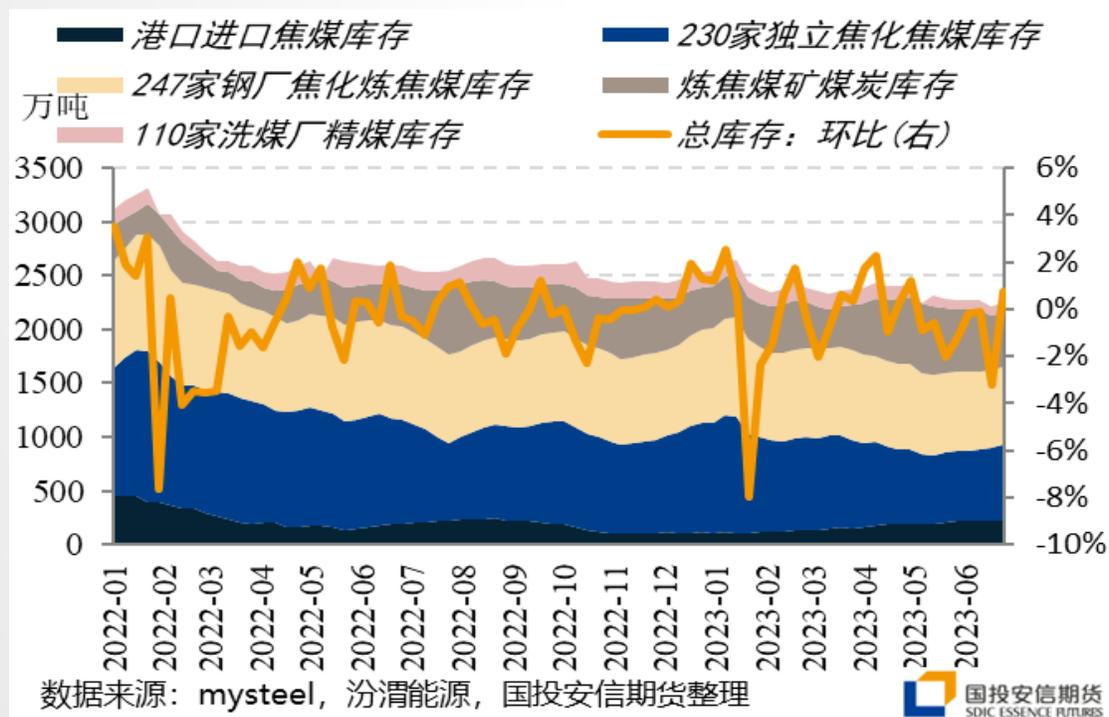
周边市场的钢/煤比价仍较高



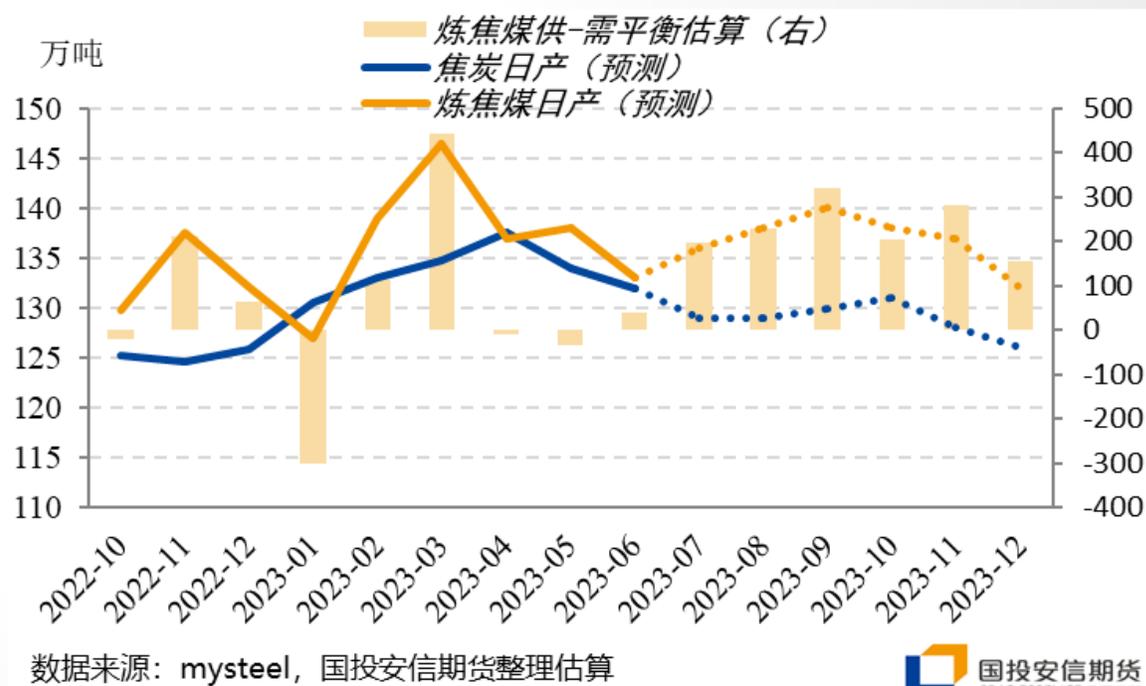
数据来源: mysteel, 国投安信期货整理

- 考虑到下半年生产性需求仍有下滑空间，而供应端基本稳定高位输出，因此炼焦煤整体累库格局未变，但中下游库存超低位为结构性累库留出了空间。
- 预计三季度炼焦煤累库压力仍大，四季度是否显著累库取决于年底焦化去产能的执行与否。

焦煤上半年库存结构演变



炼焦煤供需月度预判



- 上半年实现了快速下跌行情后，主焦煤为首的煤价已经进入2019年的价格区间。虽然基本面仍不能摆脱过剩累库格局，但估值处于相对低位，且库存结构性存在由产端向终端转移的阶段性机会。
- 下半年预计焦煤价格弱稳，阶段性可能存在小幅反弹机会，关注年底焦化去产能的具体影响。

2019年以来山西主焦煤价格走势



数据来源：汾渭能源，国投安信期货整理



炼焦煤季度供需平衡表

同比增速	国产炼焦煤	进口炼焦煤	炼焦煤需求
2023Q1	1.24%	87.07%	5.89%
2023Q2	-0.93%	67.11%	2.71%
2023Q3	2.70%	23.97%	2.14%
2023Q4	1.94%	33.70%	1.98%

数据来源：Mysteel，国投安信期货整理预测

- 预计产地库存将大幅累增，价格仍承压，锰矿继续让利；
- 需求同比微增，供应保持高位，难改供应过剩格局。

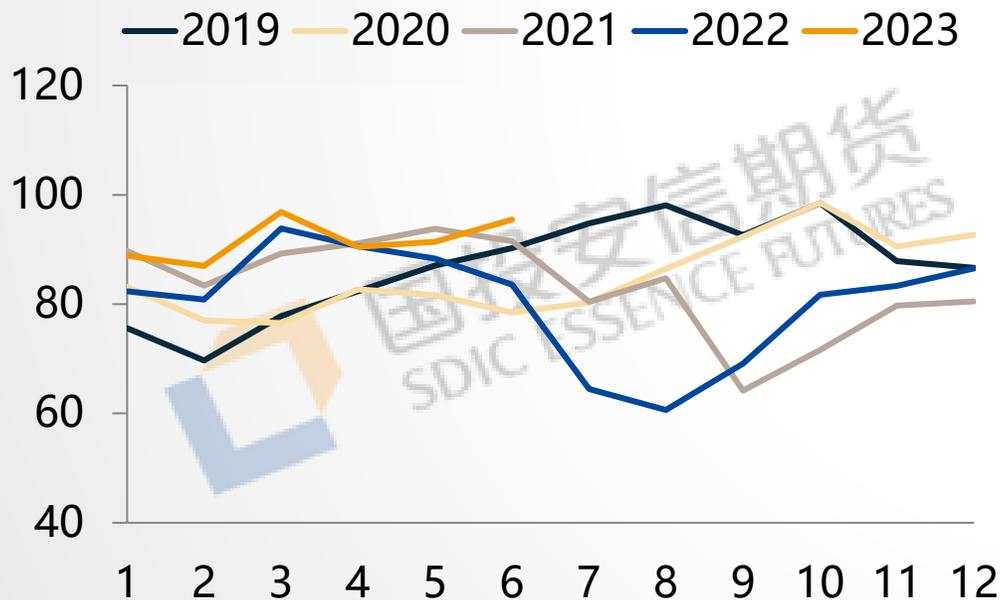
硅锰季度供需预判

单位：万吨	产量	产量同比	需求	需求同比	供-需平衡
2023Q1	272.78	6.12%	239.12	11.46%	28.21
2023Q2E	277.41	5.67%	234.96	-3.98%	36.90
2023Q3E	280.00	44.17%	223.60	0.09%	50.80
2023Q4E	285.00	13.26%	209.52	0.18%	69.78

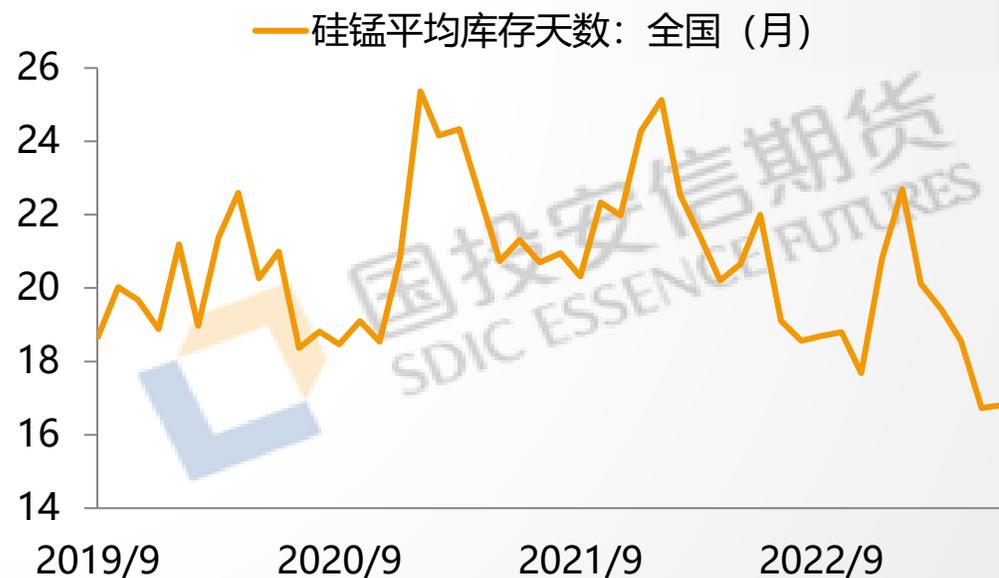
硅锰：供应水平持续抬升，钢厂库存水平较低

- 南方硅锰工厂利润较差，停产较多，北方工厂开工率又有上行，弥补南方供给缺口；
- 钢厂可用库存天数仍在低位，钢厂补库概率逐渐抬升。

硅锰月度产量 (万吨)



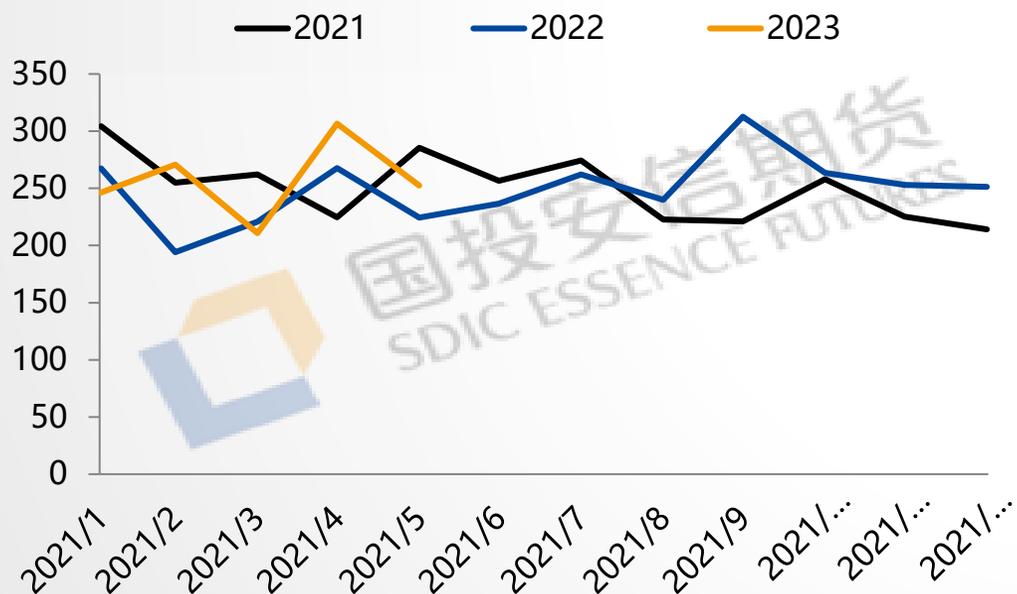
全国钢厂硅锰月度可用库存 (天)



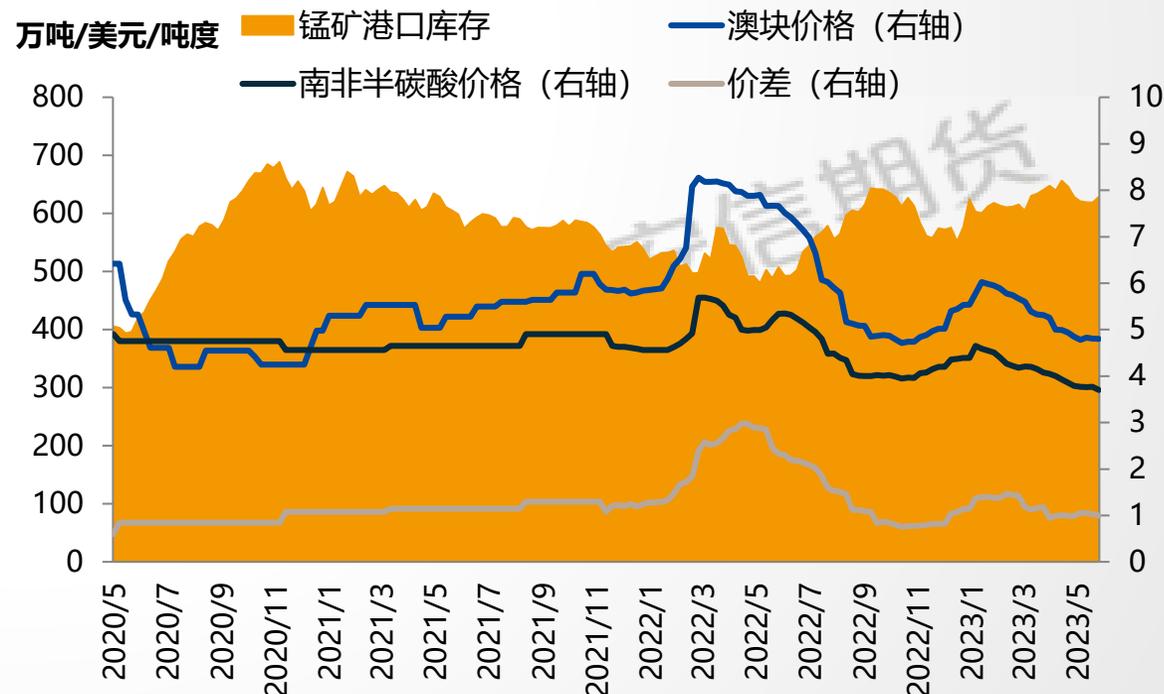
锰矿：进口同比增加，库存高位波动

- 锰矿需求同比抬升，供应亦有增量，从库存来看维持累库状态；
- 锰矿山降价意愿逐渐减弱，不过我们预计在锰矿供应过剩的背景下，价格难改下行大趋势。

锰矿月度进口量 (万吨)



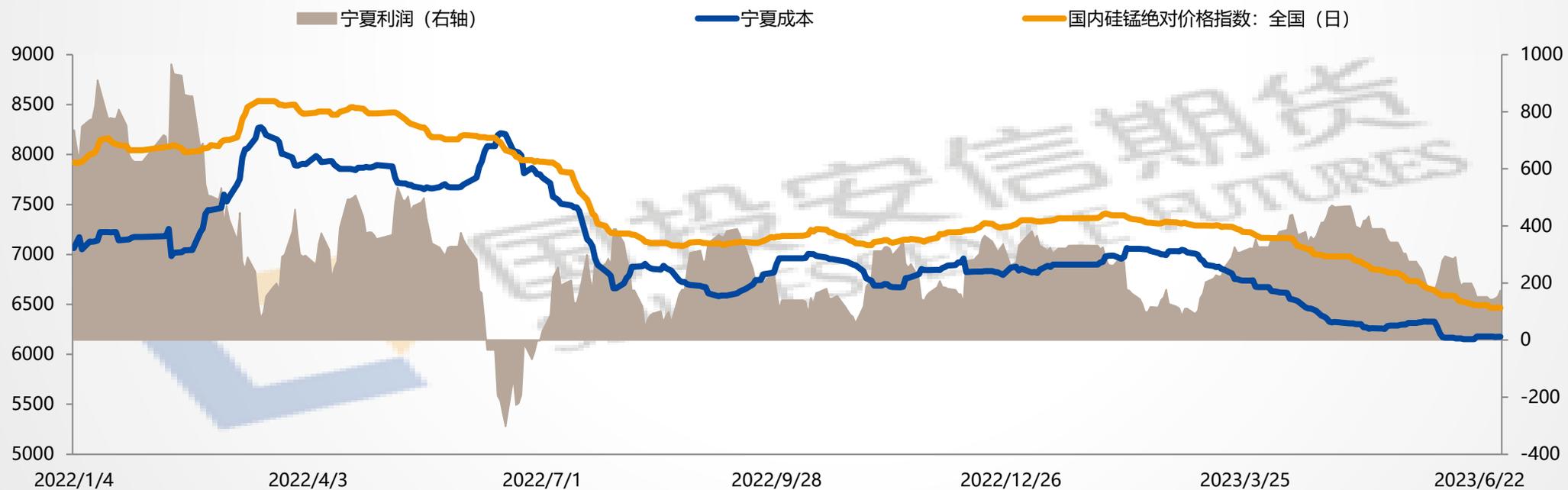
锰矿港口库存及主要矿种价差



数据来源: Mysteel, 国投安信期货整理计算

- 由于锰矿远期报价承压下行，国内现货矿持续倒挂；
- 主要原材料价格下行为硅锰企业带来了稳定可观的冶炼利润；
- 我们判断，远期锰矿报价仍有下调空间，硅锰企业利润有所收窄。

硅锰宁夏冶炼利润（元/吨）

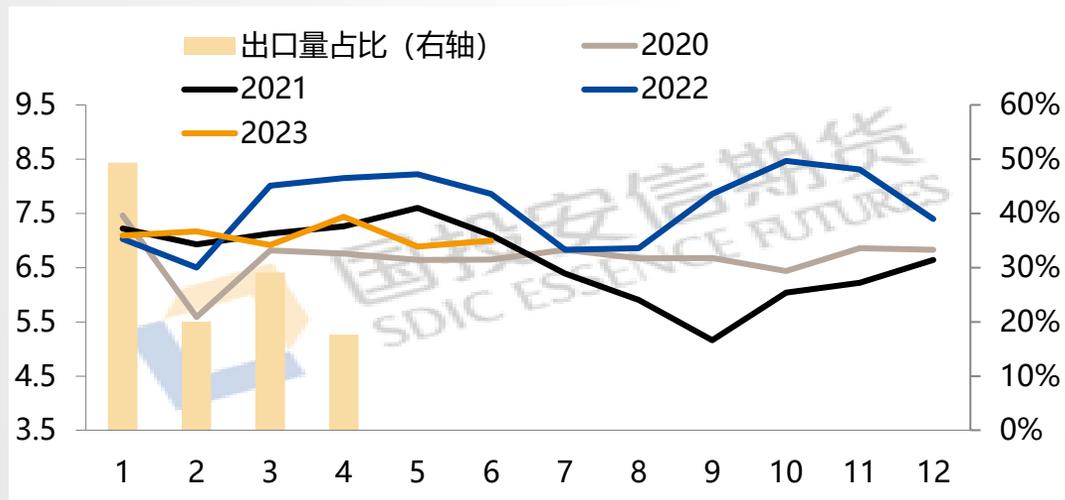


- 供应端，因亏损导致的主动减产确有成效，对于供应过剩格局边际上有所改善；
- 需求端，粗钢需求变动较为温和；金属镁价格波动较大，由于出口需求疲弱，产量维持同比略降；硅铁出口需求基本上维持月均4万吨的水平，如果国际冲突情况进一步升级，出口量则会继续抬升。

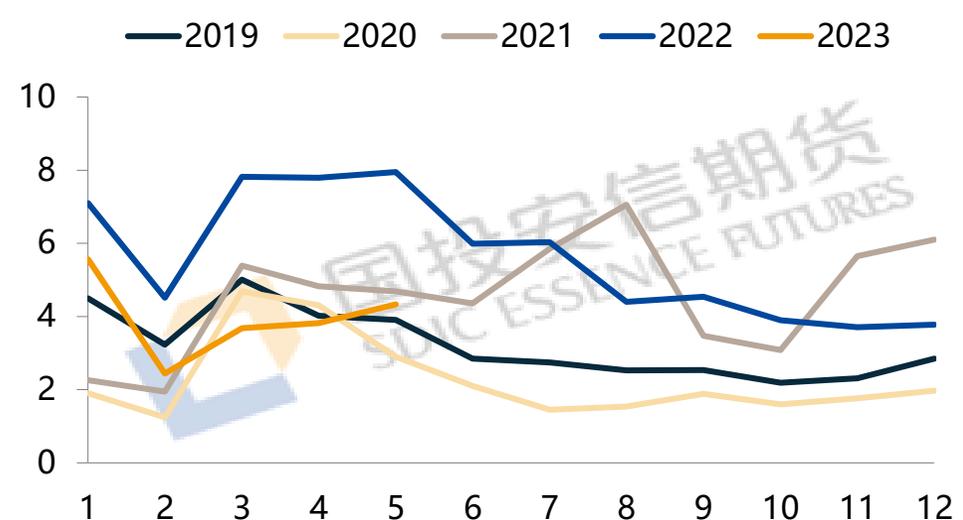
单位：万吨	产量	产量同比	需求	需求同比	供-需平衡
2023Q1	145.69	-6.23%	141.90	-0.54%	-1.31
2023Q2E	123.13	-25.28%	144.94	-10.10%	-26.13
2023Q3E	140.00	6.52%	139.30	-0.87%	-4.20
2023Q4E	145.00	-0.17%	131.40	-0.28%	8.53

- 金属镁受到政策对兰炭或产生影响的预期，价格波动较大，但是环保压力较大，产量并未得到较大的提升，预计产量同比略降，出口订单有所减量；
- 硅铁出口关税仍为25%，从政策角度来看，并不鼓励硅铁出口。在国际冲突的影响下，仍有部分海外订单溢出至我国。日韩制造业数据波动也较大，预计硅铁出口量不会有太亮眼的表现，月均出口量大概4万吨，基本维持同比下降水平。

金属镁产量&出口水平 (万吨)

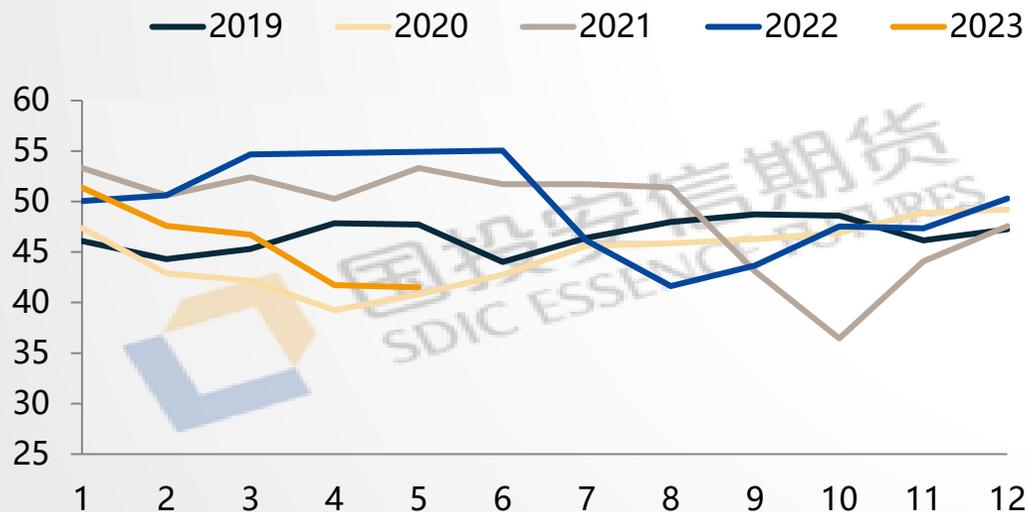


硅铁月度出口量 (万吨)



- 硅铁供应减量速度较快，不过复产也很迅速，目前宁夏产区对于利润影响极其敏感，如果短期内利润转好，我们判断开工率将会快速抬升；
- 钢厂利润相对好转，补库概率或有抬升。

硅铁月度产量 (万吨)

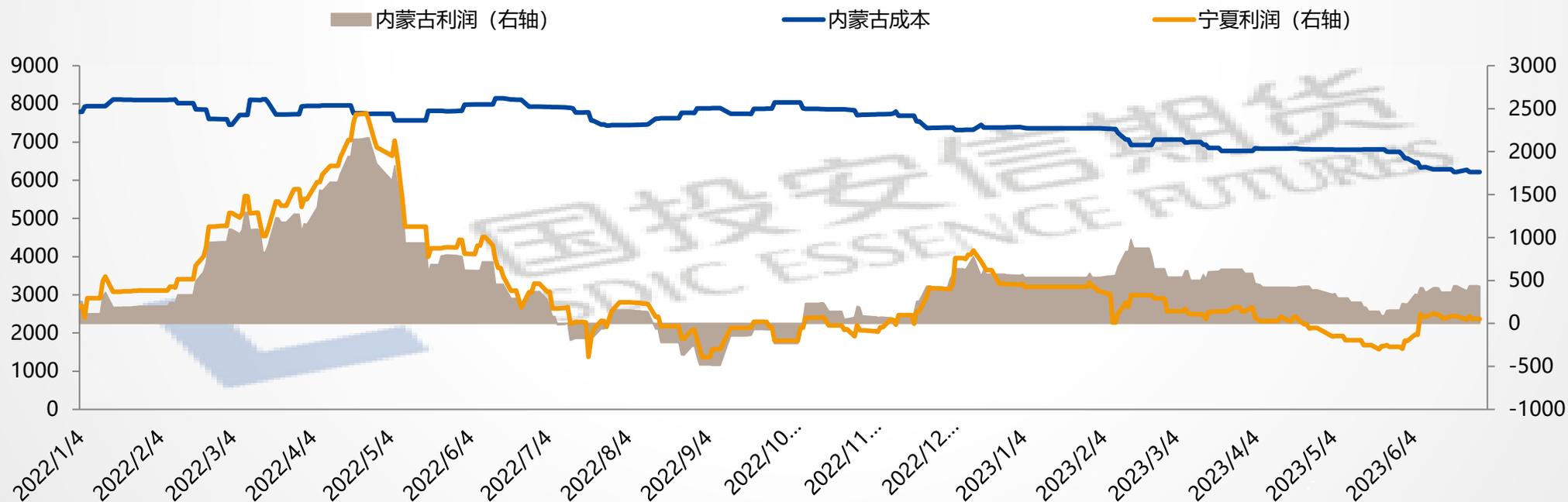


全国钢厂硅铁月度可用库存 (天)



- 硅铁利润有所上行，主要系售价上行所致，成本端变动除了电价略微下调外，兰炭下调幅度较大；
- 随着兰炭价格补跌，距离上个月高点下降390元/吨，降幅达到30%以上，宁夏产区运营成本有所下调，利润微薄不利于大幅扩产。
- 预计下半年硅铁价格偏弱震荡。

硅铁利润（元/吨）



国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。**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。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责任。**

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

谢谢观看



国投安信期货APP



国投安信期货微信

安如泰山 信守承诺