

## 黑色：需求证伪供给收缩 谨慎博弈利润回归

### 内容提要：

- ◆ **供给端：**2022年上半年，全球粗钢产量由增转降，其中仅印度粗钢产量维持增长态势，以中国为首的其他主产国产量均有不同程度的缩减，这与全球经济增速下滑、钢材需求前景不乐观息息相关。2022年下半年，在国内钢铁行业“碳达峰”“碳中和”政策、钢厂二季度亏损面不断扩大、粗钢整体需求难有增量以及粗钢产量压减任务的背景下，粗钢供给或从六月开始小幅回落。
- ◆ **需求端：**钢材需求预期在上半年不断反复。一季度时，地产端延续去年九月以来的边际放松，基建投资增速开局良好，地方政府债券发行大幅前置，俄乌冲突背景下，国内出口订单有望回升。但二季度中，在华东、华北等地疫情反扑的影响下，季节性旺季需求出走，房地产投资各项数据急剧下降远超市场预期，固定资产投资和基建投资增速也有小幅回落，无法冲抵地产端下滑的负面影响。  
2022年进入下半场，三季度为钢材消费的季节性淡季，房地产方面，投资、房价、销售、开工、融资的各个环节均难以从负反馈中扭转，地方政府专项债在六月底前发行完毕，三季度后或仍有余温，但对基建端的驱动将逐渐冷却，8月起出口退税即将取消，下半年钢材出口也将小幅回落。全球市场陷于美联储加息、经济下行的巨大压力中，俄乌局势不明，能源危机并存。整体而言，钢材需求难有起色。
- ◆ **铁矿石：**一季度四大矿山产量大幅缩减，主要因去年下半年中国粗钢产量大幅收缩以及季节性产量淡季，预计二季度和三季度，四大矿山产量将明显回升，今年矿山利润良好，仍有增产需求。国家大力提升矿石保障能力，国产矿产量刷新历史记录。整体而言，三季度铁矿石供应将有增量，需求端则受铁水、生铁、粗钢产量压减预期的影响，下半年难有起色，铁矿石供需缺口的峰值将至，后续供需缺口有望逐渐转松，价格或呈现熊市波动。
- ◆ **总结与展望：**下半年专项债发行的额度和力度将十分有限，对于钢材需求的驱动也将明显减弱，而房地产市场自负反馈中破局的可能性不大，黑色系终端需求仍将制约商品价格。当前市场主要交易逻辑集中在弱需求端，行情下行难改，交易变量或发生在供给端，钢材供给收缩的预期还是升温，炉料供需格局趋于缓和，这将对钢材利润回归带来一定支撑
- ◆ **操作策略：**可尝试博弈做多钢材利润套利。单品种策略方面，黑色系近期暴跌基本均破位上升趋势线和中线颈线支撑，下行走势显著，中期不改逢高偏空思路。螺纹钢波动区间或限于3500-4800元/吨，铁矿石波动重心或下移至500-850元/吨。
- ◆ **风险事件：**俄乌战争的演绎、美联储加息、经济持续下行的风险、价格调控政策、稳增长政策等。

## 黑色产业链

### 石磊

黑色产业链分析师

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0009331

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn  
苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究，中级经济师。

### 近期报告回顾

黑色：“迟到”的需求还会来吗？

2022-06-01

市场扰动因素增多

冲高回落支撑仍存

2022-05-01

风险事件加剧波动

后续机会仍待花开

2022-02-28

供需双弱重心下移

边际好转前高后低

2021-12-10

## 第一部分 行情回顾：刺破泡沫、先扬后抑

2022 年进程过半，商品市场在美联储加息、俄乌战争持续、国内疫情反扑、终端需求证伪的背景下，整体呈现“泡沫化——去泡沫化”的牛熊转换。黑色系的交易逻辑在强预期与弱现实中不断转换，整体走势在前六个月大幅冲高回落、波动剧烈，呈现“先扬后抑”的两个显著阶段：

图 1. 2022 年 1 月 4 日-6 月 22 日黑色系期货指数表现（元/吨）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第一个阶段：年初至 4 月中旬，黑色系商品以单边震荡上扬为主。年初钢厂仍处于限产政策中，但对原料补库的逻辑以及双焦供应偏紧难改，令炉料表现强势，钢价跟随上行。铁矿石的快速暴涨在春节长假后曾引发发改委强力监管，价格一度连续重挫。2 月 24 日俄乌战争打响，避险情绪升温，叠加彼时钢厂限产反复、需求短期不佳，黑色系整体出现短暂的崩落，但随着时间推移，钢厂复产炉料需求向好的逻辑开始驱动黑色系商品，整个三月黑色系价格表现十分抢眼。

表 1. 2022 年 1 月 4 日-6 月 22 日黑色系期货指数表现（元/吨）

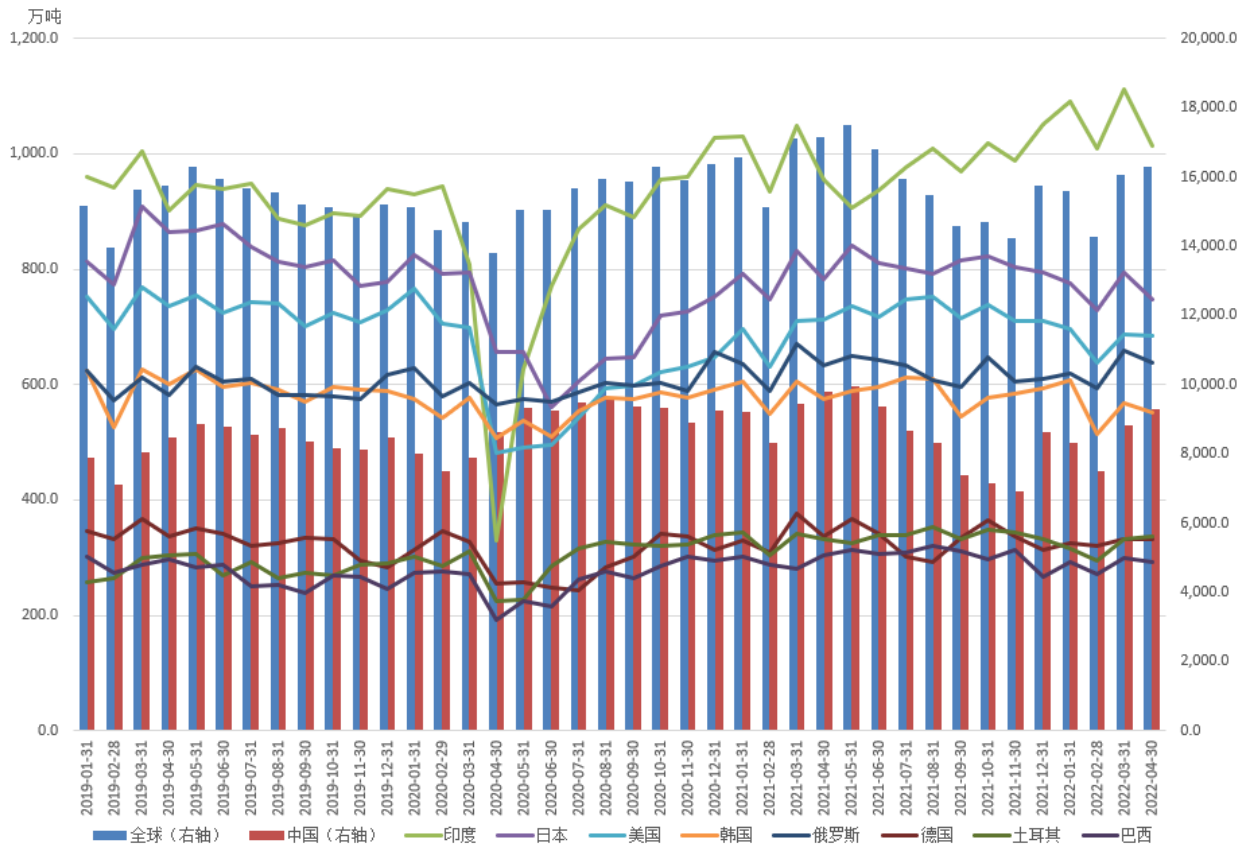
合约	期初价	期末价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	4271	4121	5181	4071	-3.51%	27.27%
铁矿石	676.0	698.5	948.5	651.5	+3.33%	45.59%
焦炭	2947.5	2932.5	4178.5	2842.0	-0.51%	47.03%
焦煤	2277.0	2284.0	3241.0	2147.5	+0.31%	50.92%

资料来源：文华财经 新纪元期货研究

第二阶段：4 月中旬至 6 月末，黑色系商品大幅回落，基本回到年初低点。此前市场的主要逻辑在于钢材供给良好，需求在疫情后或形成回补，但时至年中，钢材产量维持高位，需求回升仍被证伪。炉料端表现分化，双焦价格在 4 月上半月屡刷历史新高后，在发改委多次提及大宗商品“保供稳价”，蒙古国宣称将扩大对中国的

焦煤出口，焦钢利润倒挂，钢厂连续三轮下调焦炭采购价格 200 元/吨，累计下调 600 元/吨后，双焦盘面价格领衔炉料端下挫；钢厂开工率震荡上行，炉料需求较好，铁矿石日耗攀升，钢厂库存和港口库存持续缩减，印度上调铁矿石出口关税也加剧铁矿供需偏紧的预期，因此铁矿石在 6 月中旬之前均维持高位震荡，但随着终端钢材需求被证伪、粗钢产量收缩预期抬升以及四大矿山产量季节性回升，铁矿石供需缺口或达峰值，价格反应出供需转松的预期，展开大幅下挫。

图 2. 全球粗钢产量累计同比逐渐回落（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

表 2. 全球粗钢产量分国别（万吨）

年份	全球	中国	印度	日本	韩国	美国	俄罗斯	德国	土耳其	巴西
2010 年	139331	62468	6750	10960	5833	8060	6720	4382	2888	3276
2011 年	149109	68428	7221	10759	6847	8625	6874	4429	3410	3516
2012 年	151635	71394	7756	10723	6907	8869	7043	4266	3588	3452
2013 年	157808	77458	8121	11057	6601	8695	6940	4264	3465	3418
2014 年	162744	81329	8321	11067	7104	8835	7065	4295	3404	3391
2015 年	159611	80053	8958	10515	6967	7892	7111	4268	3152	3325
2016 年	160527	80480	9548	10478	6858	7848	7045	4208	3316	3128
2017 年	170805	86754	10145	10466	7103	8161	7149	4330	3752	3436
2018 年	178887	92280	10927	10432	7246	8661	7212	4243	3731	3541
2019 年	184405	99576	11135	9928	7141	8776	7173	3963	3374	3257
2020 年	184241	106492	10026	8384	6708	7273	7162	3568	3581	3142
2021 年	190898	103191	11822	9633	7042	8579	7521	4007	4036	3617
同比	+3.61%	-3.10%	+17.91%	+14.90%	+4.98%	+17.96%	+5.01%	+12.30%	+12.71%	+15.15%
21 年 1-4 月	65930	36772	3968	3153	2335	2752	2527	1354	1322	1175
22 年 1-4 月	62201	33904	4226	3048	2241	2707	2509	1313	1280	1155
同比	-5.66%	-7.80%	+6.51%	-3.32%	-4.00%	-1.66%	-0.73%	-3.04%	-3.15%	-1.69%

资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

从具体数据来看，截至6月22日，铁矿石微弱收涨3.33%、螺纹小幅收跌3.51%，双焦则重回起点。从振幅表现来看，炉料端三个商品振幅在45-50%左右，而螺纹钢振幅仅27.27%。

## 第二部分 供给：市场调节叠加政策约束 下半年供给有望收缩

2022年上半年，全球粗钢产量由增转降，其中仅印度粗钢产量维持增长态势，以中国为首的其他主产国产量均有不同程度的缩减，这与全球经济增速下滑、钢材需求前景不乐观息息相关。2022年下半年，在国内钢铁行业“碳达峰”“碳中和”政策、钢厂二季度亏损面不断扩大、粗钢整体需求难有增量以及粗钢产量压减任务的背景下，粗钢供给或从六月开始小幅回落。

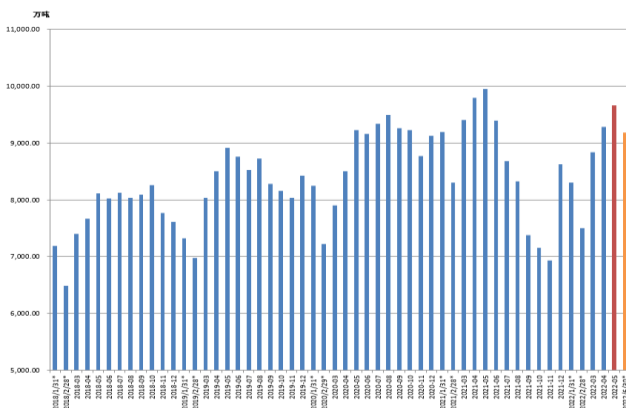
### 一、全球供给：内减外增 增速有所放缓

2022年前四个月，全球粗钢产量累计62200万吨，同比缩减3730万吨，降幅折合5.66%。分国别来看，中国粗钢产量累计报于33904万吨，同比大幅下降7.80%；印度粗钢产量累计4226万吨，同比小增258万吨，折合增幅6.51%；日本粗钢产量累计3048万吨，同比缩减105万吨即3.32%；韩国粗钢产量累计2241万吨，同比下降4.00%；美国粗钢产量累计2707万吨，同比减少46万吨，折合微弱降幅1.66%；俄罗斯粗钢产量累计2509万吨，同比微降0.73%；德国粗钢产量累计1313万吨，同比下降3.04%；土耳其粗钢产量累计1280万吨，同比下滑3.15%；巴西粗钢产量累计1155万吨，同比小幅减少1.69%。

### 二、国内供给：压减产量政策仍有压力 利润低迷制约钢厂开工

在去年11月顺利完成粗钢产量压减工作后，粗钢供给水平出现恢复性增长，今年1-2月因采暖季环保限产以及冬奥会因素，粗钢产量预估值低于2021年末。三月以来，前期约束条件已经阶段性结束，粗钢日均产量和粗钢月度产量均明显回升，国家统计局数据显示，5月中国粗钢产量报于9661.30万吨，较4月环比增加383.80万吨，但较2021年5月仍缩减283.70万吨，折合降幅2.85%；1-5月全国累计生产粗钢43501.60万吨，同比大幅下降3808.40万吨，即下降8.05%。

图3. 中国粗钢产量或阶段回落（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图4. 高炉开工率自高位略有拐头迹象（%）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

今年上半年，高炉开工率也呈现先抑后扬的走势，3月中旬开始，唐山和全国高炉开工率分别自34.92%和70.85%的阶段低点震荡回升，截至6月17日当周，两者分别报于59.52%和83.83%。电炉开工率表现则与高炉

相反，短流程和长流程钢厂电炉产能利用率在近三个月陆续回落，至 6 月 17 日当周分别报于 57.29% 和 55.00%，较 3 月 18 日的阶段高点分别回落 15.63 和 5.00 个百分点。

图 5. 电炉开工率自高位开启震荡回落 (%)



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 6. 粗钢旬度日均产量高位略有拐头迹象 (万吨)



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

粗钢供给的增加也能从旬度日均产量数据得到体现。今年 2 月中旬以来，粗钢日均产量震荡攀升，从 189.89 万吨/天快速攀升至 4 月末的 235.87 万吨/吨，整个五月日均产量维持在 230 万吨/吨左右，预估五月粗钢产量将达到 9700 万吨，与国家统计局官方数据基本相符。

六月上旬开始，粗钢日均产量小幅回落至 228.86 万吨/天，高炉开工率也自高位略有小降。整个二季度吨钢生产陷入亏损局面，期间 4 月中旬至 6 月初，亏损一度自 333.60 元/吨修复至盈亏平衡附近，但近半个月钢厂亏损面在焦炭挺价的驱动下再次快速增加至 354.06 元/吨。随着钢厂亏损的持续，部分钢厂开始主动检修，梅雨季淡季来临，需求端难有起色的背景下，钢厂或进一步主动减产。参考当前高炉开工率和日均产量小幅下滑的表现，我们预计 6 月粗钢产量或较 5 月有所回落，有望降至 9180 万吨，那么今年上半年全国粗钢总产量将达到 52744 万吨，同比减少 3589 万吨，折合降幅 6.37%。

图 7. 螺纹钢周度产量阶段平稳 (万吨)



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 8. 吨钢生产上半年陷于亏损局面 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

2021 年，全国粗钢产量同比减少近 3000 万吨，粗钢产量压减任务全面完成。2022 年 4 月 19 日，国家发改委表示，为保持政策的连续性稳定性，巩固好粗钢产量压减成果，2022 年国家发改委、工信部、生态环境部、国家统计局将继续开展全国粗钢产量压减工作。但二季度以来，粗钢供给不降反增，主要原因有两方面。第一，如前文我们所统计，今年上半年粗钢月度产量虽呈现震荡攀升之势，但累计产量远低于去年同期；第二，今年

粗钢产量压减政策的实施，将避免“一刀切”，以发挥市场机制作为为主。

钢厂近四个月陷于亏损境地，终端需求始终不佳，淡季即将来临，后期或以主动检修、减产为主，三季度粗钢产量压减任务的压力不会太大。但因去年政策落地集中在下半年，粗钢产量自6月开始大幅下降，今年前六个月预计仅同比减少3589万吨，若三季度市场机制对产量的调节作用不显著，那么四季度政策仍将对钢材供给显现压力。整体而言，下半年粗钢供给端，不管是主动减产挺价还是政策施压，都将较上半年显著收缩。

### 第三部分 钢材需求：恢复预期难敌疲弱现实

钢材需求预期在上半年不断反复。一季度时，地产端延续去年九月以来的边际放松，基建投资增速开局良好，地方政府债券发行大幅前置，俄乌冲突背景下，国内出口订单有望回升。但二季度中，在华东、华北等地疫情反扑的影响下，季节性旺季需求出走，房地产投资各项数据急剧下降远超市场预期，固定资产投资和基建投资增速也有小幅回落，无法冲抵地产端下滑的负面影响。

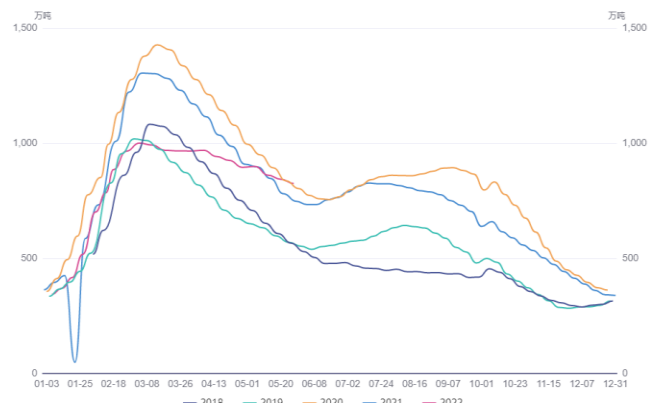
2022年进入下半场，三季度为钢材消费的季节性淡季，房地产方面，投资、房价、销售、开工、融资的各个环节均难以从负反馈中扭转，地方政府专项债在六月底前发行完毕，三季度后或仍有余温，但对基建端的驱动将逐渐冷却，8月起出口退税即将取消，下半年钢材出口也将小幅回落。全球市场陷于美联储加息、经济下行的巨大压力中，俄乌局势不明，能源危机并存。整体而言，钢材需求难有起色。

图9. 螺纹钢钢厂库存高于往年同期（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图10. 螺纹钢社会库存去库节奏缓慢（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

#### 一、 下游需求低迷 去库压力高企

今年贸易商对于后市信心不足，囤货积极性不高，钢材累库高点远低于往年同期，而3月末以来螺纹钢下游需求受国内疫情反扑的制约，钢材去库存力度远弱于往年同期。今年螺纹钢社会库存的峰值于3月4日当周报于1000.44万吨，远低于2021年3月5日当周达到的上一年度冬储高点1304.22万吨，更为近五年冬储的低点，随后震荡回落至6月17日当周报于868.59万吨，较前期低点小幅回落131.85万吨，但由3月初的五年同期低位转变为当前的五年同期高位；螺纹钢钢厂库存于2月11日当周报于325.31万吨，理论上近三个月应逐步消化去库，但厂内库存仅维持了七周的窄幅震荡，随后持续攀升，截至6月17日当周钢厂库存报于340.06万吨，较2月11日当周增加14.75万吨，不降反增至五年同期高位水平。螺纹钢去库存节奏如此缓慢，主要原因在于4-5月国内疫情形势再次升级以及地产端各项数据降幅扩大，同时6月之前钢价估值偏高，下游的消化

能力受限。

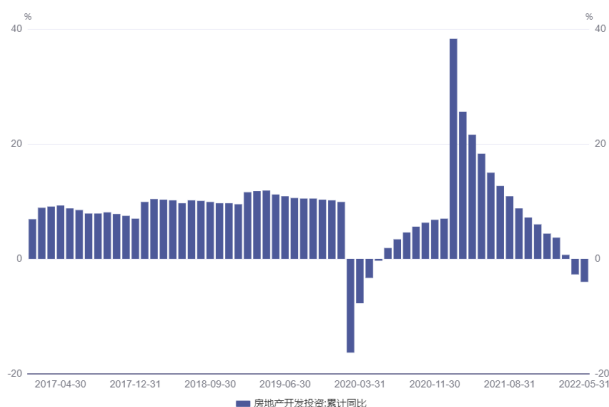
## 二、 地产端深陷负反馈 短期难有破局

### 1、 房地产投资各项数据降幅持续走扩

近两年房地产调控政策频出，在“三道红线”的重压之下，地产端和居民端均处于“去杠杆”的节奏中，资金面明显收紧，形势急转直下，2021年9月以来地产政策虽有边际放松，但难以扭转房地产投资增速持续下滑之势。今年上半年全国房地产开发投资增速持续下滑，1-5月份，全国房地产开发投资52134亿元，同比下降4.0%（前值-2.7%/-1.3个百分点），连续第二个月呈现负增长。

房地产各项数据降幅持续走扩，趋势短期难以改变。2022年1-5月份，房地产开发企业房屋施工面积831525万平方米，同比下降1.0%（前值0.0%/-1.0个百分点）；房屋新开工面积51628万平方米，下降30.6%（前值-26.5%/-4.1个百分点）；房屋竣工面积23362万平方米，下降15.3%（前值-11.9%/-3.4个百分点）。1-5月份，商品房销售面积50738万平方米，同比下降23.6%（前值-20.9%/-2.7个百分点）；商品房销售额48337亿元，下降31.5%（前值-29.5%/-2.0个百分点），商品房销售额降幅远超销售面积降幅，这显示出房价在下降，房企开始“打折促销”。5月末，商品房待售面积55433万平方米，同比增长8.6%（前值8.4%/+0.2个百分点）。

图9. 房地产投资增速快速下滑降至负值区域（%）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图10. 房地产企业土地购置面积同比接近“腰斩”（%）



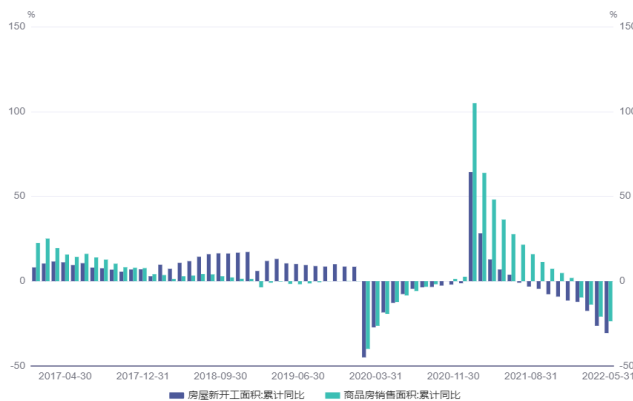
资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

房企对于土地的储备热情明显下滑，2022年1-5月全国土地购置面积2388.99万平方米，同比下降45.7%（前值-46.5%/+0.8个百分点），连续四个月维持-40%之下；土地成交价款累计1388.69亿元，同比下降28.10%（前值-20.6%/-7.5个百分点）。从资金来源看，1-5月份，房地产开发企业到位资金60404亿元，同比下降25.8%（前值23.6%/-2.2个百分点）。其中，国内贷款8045亿元，下降26.0%（前值24.4%/-1.6个百分点）；利用外资51亿元，增长101.0%（前值129.4%/-28.4个百分点）；自筹资金21061亿元，下降7.2%（前值-5.2%/-2.0个百分点）；定金及预收款19141亿元，下降39.7%（前值-37.0%/-2.7个百分点）；个人按揭贷款9785亿元，下降27.0%（前值-25.1%/-1.9个百分点）。可以看出，**房地产融资困难，居民端也在降低杠杆，销售量价齐跌，资金回笼难度加大，因此房企资金不足，投资金额和增速大幅下降，土地储备低迷，深陷负反馈机制。**

从对于钢材消费有直接驱动的单月房屋新开工面积来看，2021年下半年开始，单月房屋新开工面积已经远低于往年同期水平，2022年上半年单月房屋新开工情况可谓再下一级台阶。1-2月房屋新开工面积为14966.74

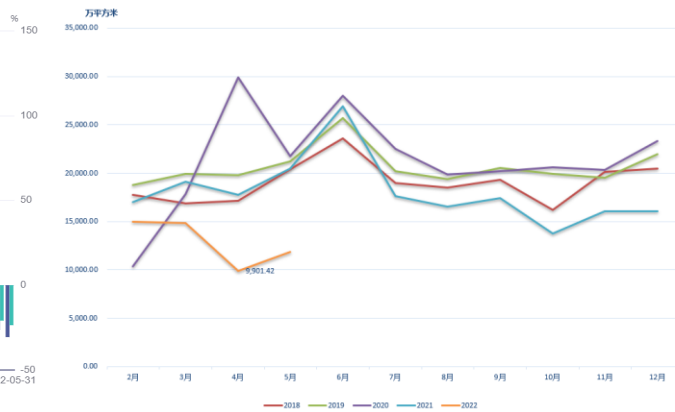
万平方米，3月报于14870.85万平方米，为剔除2020年外的五年低谷，4月单月房屋新开工面积骤降至9901.42万平方米，为2009年11月以来的最低值，5月较4月小幅增加1987.64万平方米至11889.06万平方米，但同比却大幅下降8555.11万平方米。房屋新开工面积呈下降趋势的主要原因在于房企土地购置面积持续回落以及房企融资政策收紧导致资金紧张，而3月下旬以来上海、吉林、江苏、北京、天津等省市疫情反扑、形势严峻，严密的疫情防控措施加剧了4月房屋新开工面积的缩减。

图 11. 房屋新开工面积与商品房销售面积降幅双双走扩（%）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 12. 房屋新开工面积降至绝对低位区域（万平方米）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

## 2、地产政策边际略有放松但作用有限

为防范“硬着陆”的系统性风险，去年9月以来地产政策开始边际放松。今年前四个月，全国各地发布共计上百条地产调控政策，均以稳定市场为主，其中2月21日广州四大行同步下调房地产贷款利率，被解读为地产政策转向的重要信号。

5月15日，央行宣布下调首套房贷款利率下限20个基点。此次央行下调首套房利率下限20个基点，为去年九月以来地产政策边际松动的延续，将小幅减轻购房者贷款压力，利好地产销售，而“官方”指导下调的影响力度会更大、范围更广，对于当前钢材需求恢复的预期将起到积极助力作用。

5月20日贷款市场报价利率（LPR）公布，其中1年期LPR维持在3.7%不变，5年期LPR由4.6%下调至4.45%，此为年内第二次下调。2019年8月20日以来，贷款市场报价利率经历了多次下调，其中1年期LPR累计下调了55个基点，5年期LPR累计下调了40个基点。

值得注意的是，“房住不炒”仍为主基调，后续政策或以“托底缓冲”而非“托高助长”的力度延续。国内社融和信贷数据均远低于预期，地产端和居民端的资金均明显收紧，房地产端进入负反馈机制，投资增速、房价、销售和开工的偏弱局面仍难以在短期获得扭转。

## 三、 钢材出口：取消出口退税 成本增加抑制出口

由于全球经济下行压力加剧、国内钢价估值偏高、国外钢材供给回升等因素，近三年我国粗钢出口均相对低迷，此前我们曾在年报中预判，2022年我国钢材出口仍将维持低位区间运行。

2月俄乌战争爆发，俄罗斯和乌克兰为全球主要钢材净出口国，势必对全球钢铁贸易形成一定扰动。2021年全球粗钢产量为1.58亿吨，其中俄罗斯产量为7600万吨，同比增长6.1%，在全球粗钢产量中占比3.9%，乌克兰产量为2140万吨，同比增长3.6%，在全球供给中仅占1.35%，但两国的钢材出口量占其产量的40-50%，

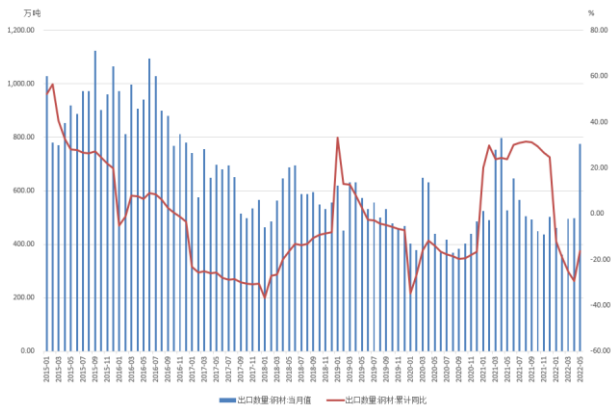


俄乌开战至今已近半年，目前仍未有停战的迹象，俄、乌钢材出口订单遭遇推迟或取消，阶段性抬升国内钢材出口量。国家统计局数据显示，2022 年 5 月钢材出口 775.92 万吨，环比大幅增加 278.21 万吨，折合增幅高达 55.90%，同比也大增 248.82 万吨，增幅报于 47.20%，而 3 月和 4 月出口同比均报收超过 30% 的降幅。整体来看，钢材的直接出口方面，今年 1-5 月钢材出口累计报于 2591 万吨，同比减少 501 万吨，折合降幅 16.20%，降幅较 1-4 月收缩 13.0 个百分点。间接出口方面，据海关统计，2022 年 5 月我国出口机电产品 1.677 亿美元，同比增加 9.38%，增速较 4 月显著提升 9.50 个百分点，但今年上半年机电出口增长的速度远低于 2021 年同期。

从国家钢材出口政策来看，今年 5 月 1 日起财政部正式取消部分钢铁产品出口退税；7 月 29 日，财政部、税务总局联合发布《关于取消钢铁产品出口退税的公告》，8 月 1 日开始实行，意味着我国出口的钢铁产品几乎全部取消出口退税，单税费这一项就会增加 500 元/吨左右的出口成本。

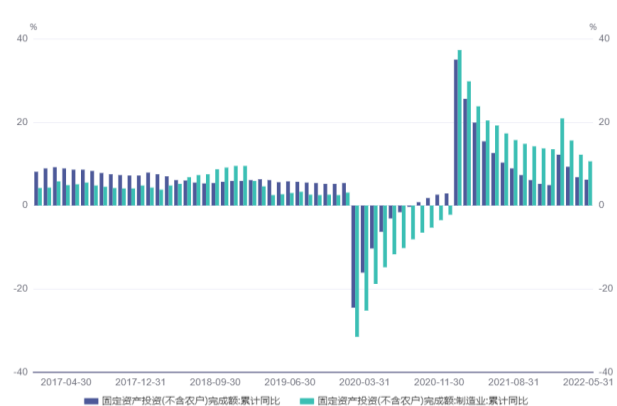
整体而言，今年俄乌冲突背景下，国内钢材出口或出现阶段性回升，但 8 月之后钢材出口取消退税，将对出口形成抑制，两个环节形成部分冲抵后，预计 2022 年钢材出口仍将维持低位区间运行，增速较今年有所放缓。

图 13. 钢材月度出口阶段回升（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 14. 制造业投资增速稳中下降（%）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

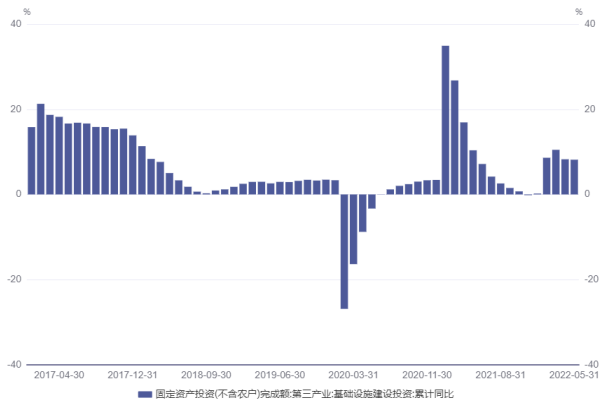
## 四、 地方债集中发行近尾声 基建投资后续缺乏驱动

随着国家“稳增长”预期升温，地方政府债券发行节奏加快，今年前两个月，国内制造业投资增速、基建投资增速以及固定资产投资增速均出现显著回升，但近 3-4 月增速再次回落，并未显著释放对钢材需求的利好。国家统计局数据显示，2022 年 1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）153544 亿元，同比增长 6.8%（前值 9.3%/-2.5 个百分点）。其中工业投资比上年增长 12.7%（前值 16.3%/-3.6 个百分点），包括制造业投资增长 12.2%（前值 15.6%/-3.4 个百分点）；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 13.0%（前值 19.3%/-6.3 个百分点）。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）比上年增长 6.5%（前值 8.5%/-2.0 个百分点）。其中，水利管理业投资增长 12.0%（前值 10.0%/+2.0 个百分点），公共设施管理业投资增长 7.1%（前值 8.1%/-1.0 个百分点），道路运输业投资增长 0.4%（前值 3.6%/-3.2 个百分点），铁路运输业投资下降 7.0%（前值 -2.9%/-4.1 个百分点）。

2021 年地方政府专项债发行节奏明显后置，但去年经济下行压力已经逐渐凸显。2021 年 9 月，国常会陆续释放稳增长信号，强调政策发力适当靠前。11 月 24 日，国务院常务会议部署完善地方政府专项债券管理，优化资金使用，严格资金监管，要“加强跨周期调节”以及“加快今年剩余额度发行，做好资金拨付和支出管理，

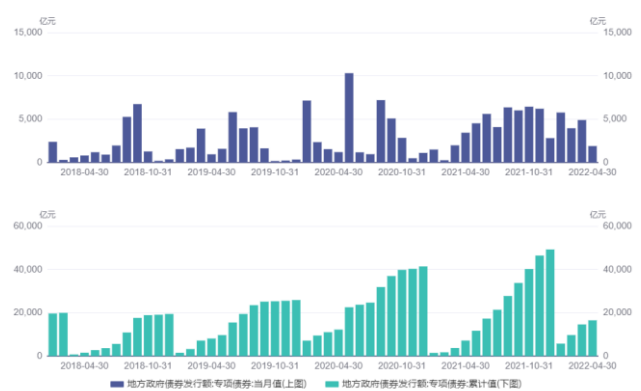
力争在明年初形成更多实物工作量”。今年一季度，全国共计发行新增专项债 12981 亿元，约占提前批额度（14600 亿元）的 89%，占全年发行计划的 36%，为历史上发行进度最快的年份，新增专项债发行和使用加快，可用于基建投资的财政资金较为充足，对基建投资拉动效应已经显现。

图 15. 固定资产投资、基建投资累计同比低位回升（%）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 16. 地方政府债券发行情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

2022 年 3 月 30 日，国务院总理李克强主持国务院常务会议，指出用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措。按照保持宏观杠杆率基本稳定的原则，今年新增地方政府专项债 3.65 万亿元，为加强周期性调节，去年底已依法提前下达 1.46 万亿元。从发行节奏来看，国常会部署“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕。”也就是说今年剩余 64% 的额度要在未来半年内发行完毕，折合每个月 10.67% 即 1907.8 亿元。4 月地方政府专项债发行仅 1898 亿元，勉强达到预期发放的平均值，远低于 3 月的 4901 亿元。随着国内疫情反扑，4 月中旬财政部发文要求加快发行今年专项债发行使用工作，一方面要求各地抓紧分解下达 3 月底下达的新增专项债券额度，原则上在 4 月底前分解下达至市县。另一方面财政部要求加快新增专项债发行进度，6 月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，并于 3 季度完成剩余额度发行扫尾工作，为后续政策实施留出空间。截至 5 月 26 日，年内新增专项债发行规模达 18200.63 亿元，若今年新增专项债在 6 月底前“基本发完”，即达到监管要求的 85%-90%，那么到 6 月底年内新增专项债发行规模需达到 3.1 万亿元-3.3 万亿元，换言之 6 月份发行量将达到 1 万亿元左右。

但今年上半年固定资产投资和基建投资的良好表现，依然未能弥补地产端下行的负面影响。随着时间的推移，地方政府专项债在六月底前发行完毕，三季度后或仍有余温，但对基建端的驱动将逐渐冷却。

## 第四部分 铁矿石：供需缺口峰值将至 价格呈现熊市波动

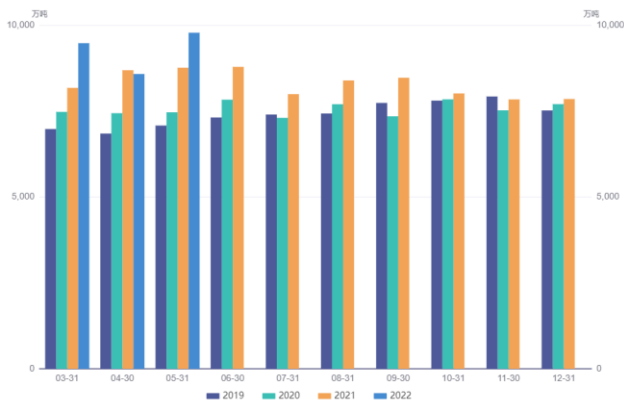
一季度四大矿山产量大幅缩减，主要因去年下半年中国粗钢产量大幅收缩以及季节性产量淡季，预计二季度和三季度，四大矿山产量将明显回升，今年矿山利润良好，仍有增产需求。国家大力提升矿石保障能力，国产矿产量刷新历史记录。整体而言，三季度铁矿石供应将有增量，需求端则受铁水、生铁、粗钢产量压减预期的影响，下半年难有起色，铁矿石供需缺口的峰值将至，后续供需缺口有望逐渐转松，价格或呈现熊市波动。

### 一、供给：内矿产量持续回升 外矿迎季节性增产

#### 1、国内铁矿石产量高企

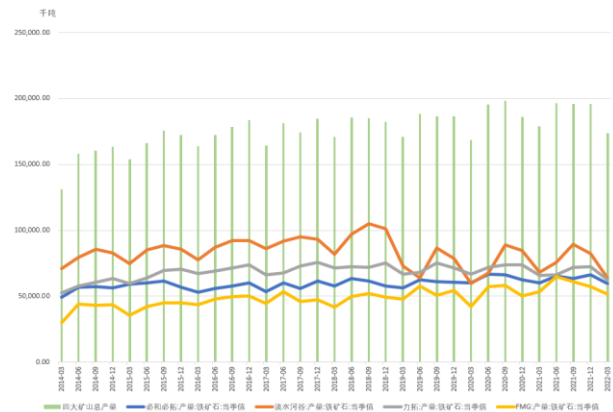
因我国钢铁行业长期依赖进口铁矿石，钢铁企业对海外矿山的议价能力较弱，盈利水平“受制于人”。去年10月中旬和今年春节后，铁矿石两度因缺乏需求支撑的剧烈拉涨引发监管部门关注，国家发改委、市场监管总局等国家有关部委频繁约谈相关企业，调研主要港口、期货交易所以及有关资讯企业，加大对“囤积居奇、哄抬价格”的处罚力度，行情出现阶段调整，但想要真正改变矿石资源缺乏话语权的被动局面，还需从国内铁元素资源的保障能力上着手。

图 17. 国产矿供给放量（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 18. 四大矿山铁矿石产量（千吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

今年全国两会期间，中国钢铁工业协会公开“基石计划”初步拟定的内容。“基石计划”旨在于用10年至15年时间，切实改变我国铁资源来源构成，从根本上补足钢铁产业链资源短板。“基石计划”提出，到2025年，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。4月中旬，国家发改委、工信部联合有关部门出台了《关于促进工业经济平稳增长的若干政策》，其中指出，支持国内铁矿山开发、废钢等再生资源综合利用等政策，将推动钢铁产业链供应链多元化，有利于提高我国钢铁行业原料端的自主保障能力。

今年上半年粗钢产量震荡回升，提振铁矿石需求，而四大矿山在一季度产量大幅下降，国产矿则显著放量。国家统计局数据显示，2022年5月份，我国铁矿石原矿产量9780.5万吨，比上月增加1201.10万吨，环比大增14.00%，同比则增加1019.3万吨，增幅折合11.63%；2022年1-5月累计铁矿石产量42388.30万吨，同比多生产1810.1万吨，即4.46%。在政策的引导下，国产矿产量有望逐步抬升，钢铁行业原料端的保障能力将获得明显提升，这也将有利于降低铁矿石价格无序上涨的风险以及相对平抑铁矿石价格的波动幅度。

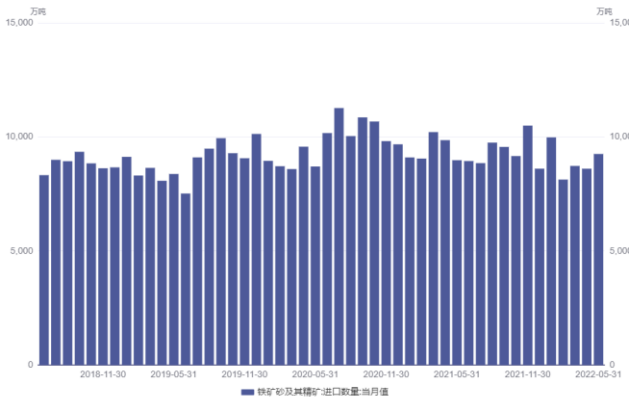
## 2、四大矿山产量有小幅增产预期

四大矿山铁矿石产量通常呈现“一季度低谷、二季度回升、三季度峰值、四季度回落”的季节性规律。2021年四大矿山铁矿石产量也符合这一规律，一季度铁矿石总产量24718.1万吨，高于2020年疫情冲击后的一季度产量22832.2万吨，二季度铁矿石总产量上升到27207.1万吨，也高于去年同期的26321.6万吨，三季度再度攀升至28559.4万吨，稍低于去年三季度的28682.3万吨，四季度小幅回落至27833.6万吨，同比大幅增加7684.9万吨，增幅折合2.84%。2021年全年四大矿山总产量报于10.83亿吨，较2020年增加3416.9万吨，增幅3.26%。

分矿山来看，2021年全年淡水河谷总产量为31561.0万吨，同比增加1522.3万吨，即5.07%；力拓总产量

为 27009.8 万吨，同比小幅下降 1583.4 万吨，降幅约 5.54%；必和必拓全年生产铁矿石 26096.0 万吨，同比小幅增加 576.7 万吨，折合增幅 2.26%；FMG 则大增 13.98% 即 2900.0 万吨至 23650.0 万吨。2021 年全年铁矿石供给的增加主要来自淡水河谷和 FMG。

图 19. 铁矿石进口量略有回升（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 20. 铁矿石港口库存累持续大幅回落（万吨）



资料来源：同花顺 iFind 新纪元期货研究

而 2022 年一季度，四大矿山铁矿石产量以大幅缩减为主，主要因 2021 年下半年中国粗钢压减产量政策压力较大，铁矿石需求前景受到冲击。具体来看，2022 年一季度四大矿山总产量报于 23769.3 万吨，环比大降 4064.3 万吨，折合降幅达 14.60%，同比则小降 947.4 万吨，即 3.83%。分矿山来看，淡水河谷产量为 6392.8 万吨，环比大幅缩减 1854.5 万吨，降幅高达 22.49%，同比则下降 410.3 万吨即 6.03%；力拓产量为 5970.0 万吨，环比下降 1583.4 万吨，降幅约 5.54%；必和必拓全年生产铁矿石 26096.0 万吨，同比小幅增加 576.7 万吨，折合增幅 2.26%；FMG 则大增 13.98% 即 2900.0 万吨至 23650.0 万吨。

对于未来四大矿山的供应，必和必拓维持目标 2.78-2.88 亿吨不变；FMG 新财年目标已提升至 1.82-1.85 亿吨；淡水河谷预计 2021 年底产能恢复至 3.43 亿吨，2022 年底产能恢复至 3.7 亿吨；力拓有新矿区将于 2022 年一季度投产。整体而言，铁矿石价格若维持 80 美元之上，四大矿山仍有利可图，2022 年有望小幅增产超 2000 万吨。

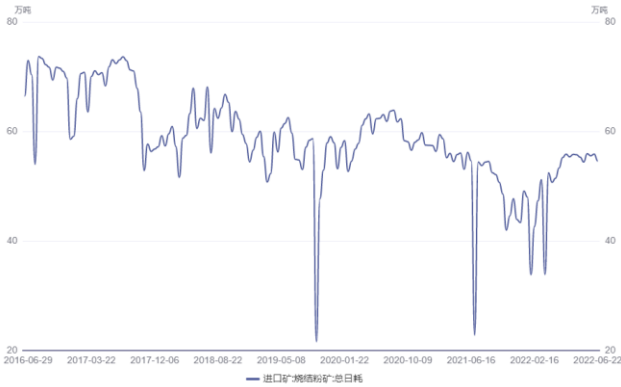
### 3、进口先抑后扬 库存大幅回落

今年上半年我国铁矿石进口量呈现先抑后扬之势。海关总署数据显示，2022 年 5 月全国铁矿砂及其精矿进口量 9250 万吨，同比增加 271 万吨，折合增幅 3.0%；环比减少 122.7 万吨，下降 1.4%；进口额 823.78 亿元人民币，同比下降 18.87%，进口均价 138.9 美元/吨，环比上涨 4.4 美元/吨，涨幅 3.3%，同比减少 35.1 美元/吨，下降 20.2%。2022 年 1-5 月份，全国铁矿砂及其精矿进口量 44685.16 万吨，同比减少 5.28%，进口额 3528.29 亿元人民币。

由于上半年我国钢厂生产缺乏约束，粗钢产量恢复性回升（见前文），钢厂对于铁矿石日耗持续攀升。截至 6 月 22 日当周，钢厂进口矿总日耗报于 54.59 万吨，较 2 月 9 日当周的低点 33.83 万吨大幅增加 20.76 万吨，铁矿石各环节库存均开启下行通道，中国 45 港铁矿石库存自 2 月 18 日当周的 16034.05 万吨，一路震荡回落至 6 月 24 日当周的 12571.57 万吨，累计缩减 3462.48 万吨；钢厂进口矿库存自 1 月 26 日当周的高点 1754.93 万吨，下滑至 1462.52 万吨，累计减少 292.41 万吨；钢厂进口矿库存可用天数自 2 月 9 日当周的 39 天回落至 6

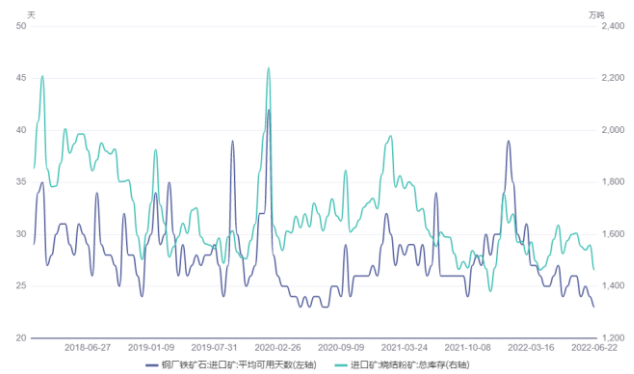
月 24 日当周的 23 天，基本自历史高位区间回落至绝对低位水平。

图 21. 钢厂进口矿日耗高企 (万吨)



资料来源: 同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 22. 钢厂进口矿库存持续下降 (万吨、天)



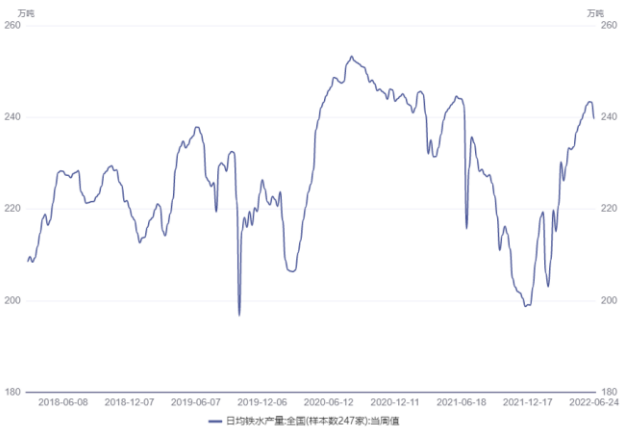
资料来源: 同花顺 iFind 新纪元期货研究

## 二、需求：峰值临近、易降难增

2022 年度投资报告中我们曾经测算，在粗钢整体需求难有增量的背景下，2022 年粗钢供给或维持平减态势。假设铁水和废钢对粗钢的供给各占一半，若 2022 年粗钢维持 2021 年 3.6% 的缩减程度，供给或下降 3654 万吨至 97850 万吨左右，铁水产量将相应下滑 1827 万吨，折合 61% 品位铁矿石需求下降 2995 万吨；若高炉开工率能够维持在全年平均 60% 左右，月度粗钢供给在 8300 万吨左右，那么 2022 年累计粗钢供给将报于 99600 万吨，同比下降 1904 万吨，折合降幅 1.86%，那么铁水产量将相应下滑 952 万吨，折合 61% 品位铁矿石需求减少 1561 万吨。

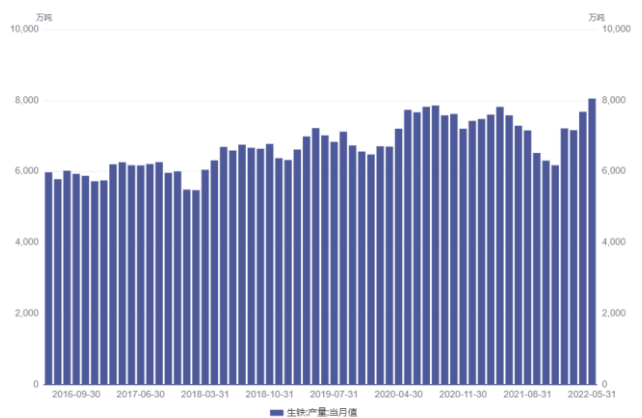
在前文中我们已经估算过，今年 6 月粗钢产量或较 5 月有所回落，有望降至 9180 万吨，那么今年上半年全国粗钢总产量将达到 52744 万吨，同比减少 3589 万吨，折合降幅 6.37%。我国生铁产量今年上半年大幅回升，5 月报于 8048.9 万吨，首次突破 8000 万吨关口，刷新历史记录，环比增加 4.83%，同比增加 3.0%。今年 1-5 月生铁累计产量报于 36086.8 万吨，同比则小幅缩减 5.9%。

图 23. 铁水周度产量高位略有拐头迹象 (万吨)



资料来源: 同花顺 iFind 新纪元期货研究

图 24. 生铁产量刷新纪录 (万吨)



资料来源: 同花顺 iFind 新纪元期货研究

钢厂近四个月陷于亏损境地，终端需求始终不佳，淡季即将来临，后期或以主动检修、减产为主，三季度粗钢产量压减任务的压力不会太大。从铁水周度产量的表现来看，6 月 10 日当周铁水产量报于 243.36 万吨，

较2月18日当周的203.01万吨显著提升40.35万吨，但近两周已经出现小幅回落迹象，6月24日当周报于239.65万吨。预计粗钢产量自6月开始将逐步回落，三季度以市场机制调节为主，粗钢压减产量政策的压力不大，但若市场调节作用不佳，四季度政策有望发力制约钢材供给。整体而言，下半年铁水、生铁、粗钢的供给，不管是主动减产挺价还是政策施压，都将较上半年显著收缩。

## 第五部分 总结与展望

2022年上半年，全球粗钢产量由增转降，其中仅印度粗钢产量维持增长态势，以中国为首的其他主产国产量均有不同程度的缩减，这与全球经济增速下滑、钢材需求前景不乐观息息相关。2022年下半年，在国内钢铁行业“碳达峰”“碳中和”政策、钢厂二季度亏损面不断扩大、粗钢整体需求难有增量以及粗钢产量压减任务的背景下，粗钢供给或从六月开始小幅回落。

钢材需求预期在上半年不断反复。一季度时，地产端延续去年九月以来的边际放松，基建投资增速开局良好，地方政府债券发行大幅前置，俄乌冲突背景下，国内出口订单有望回升。但二季度中，在华东、华北等地疫情反扑的影响下，季节性旺季需求出走，房地产投资各项数据急剧下降远超市场预期，固定资产投资和基建投资增速也有小幅回落，无法冲抵地产端下滑的负面影响。

2022年进入下半场，三季度为钢材消费的季节性淡季，房地产方面，投资、房价、销售、开工、融资的各个环节均难以从负反馈中扭转，地方政府专项债在六月底前发行完毕，三季度后或仍有余温，但对基建端的驱动将逐渐冷却，8月起出口退税即将取消，下半年钢材出口也将小幅回落。全球市场陷于美联储加息、经济下行的巨大压力中，俄乌局势不明，能源危机并存。整体而言，钢材需求难有起色。

一季度四大矿山产量大幅缩减，主要因去年下半年中国粗钢产量大幅收缩以及季节性产量淡季，预计二三季度和三季度，四大矿山产量将明显回升，今年矿山利润良好，仍有增产需求。国家大力提升矿石保障能力，国产矿产量刷新历史记录。整体而言，三季度铁矿石供应将有增量，需求端则受铁水、生铁、粗钢产量压减预期的影响，下半年难有起色，铁矿石供需缺口的峰值将至，后续供需缺口有望逐渐转松，价格或呈现熊市波动。

**总结与展望：**下半年专项债发行的额度和力度将十分有限，对于钢材需求的驱动也将明显减弱，而房地产市场自负反馈中破局的可能性不大，黑色系终端需求仍将制约商品价格。当前市场主要交易逻辑集中在弱需求端，行情下行难改，交易变量或发生在供给端，钢材供给收缩的预期还是升温，炉料供需格局趋于缓和，这将对钢材利润回归带来一定支撑

**操作策略：**可尝试博弈做多钢材利润套利。单品种策略方面，黑色系近期暴跌基本均破位上升趋势线和中线颈线支撑，下行走势显著，中期不改逢高偏空思路。螺纹钢波动区间或限于3500-4800元/吨，铁矿石波动重心或下移至500-850元/吨。

**风险事件：**俄乌战争的演绎、美联储加息、经济持续下行的风险、价格调控政策、稳增长政策等。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 成都分公司

电话：028-68850968  
邮编：610004  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518001  
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 南京分公司

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#