

需求阶段性修复，整体供需宽松

——黑色金属 2022 年四季度策略报告

报告要点

海外经济衰退下行，国内稳增长助力经济弱复苏，地产弱势拖累黑色需求承压，四季度边际改善有限。产量已恢复至较高水平，总体供需处于紧平衡向宽松转变的状态。10 月份供需双向恢复，且需求预期仍存，价格可能宽幅震荡。若钢材需求走弱，将加剧原料向宽松转变，四季度后期，钢价下行风险仍较大。

摘要：

钢材：需求改善有限，成材供需偏宽松

需求端，地产销售及新开工难有显著改善，“保交楼”对四季度用钢需求的拉动效果或有限。基建投资预计在四季度维持较高增速，边际改善用钢需求。制造业较为韧性，出口延续下行。预估四季度粗钢需求同比持平，可能阶段性转正。

供给端，当前钢材产量已经处于较高水平，废钢资源紧缺有所缓解，长流程钢厂维持微利，产量调节或更多取决于需求端的变化。

总体来看，四季度需求的绝对水平较低，边际改善有限。产量已恢复至较高水平，总体供需处于平衡向宽松转变的状态。节奏上来看，10 月份供需双向恢复，且需求预期仍存，价格可能呈宽幅震荡走势，建议谨慎对待。由于预期和现实持续博弈，建议结合真实需求走弱的状态，逢高沽空。若钢材需求走弱，钢厂减产后，将加剧原料宽松转变，成本支撑减弱，预计四季度后期，钢价下行风险仍较大。

风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产宽松政策有效落地（上行风险）

铁矿：供需双降，矿价承压

需求端：目前钢厂高炉开工高位，盈利情况或承压，预计铁水产量即将见顶。预估四季度国内生铁产量 2.1 亿吨，环比下降 390 万吨，同比增加 1300 万吨。

供给端：四季度，主流矿山发运有望提升，环比增加 21%；但由于海外经济下行，矿价易跌难涨，非主流发运或面临缩减风险。国内铁精粉受矿难等外部影响严重，四季度供给总量或环比下降 1%。全年来看，铁矿预计供给同比减量 5700 万吨。

铁矿库存：国内“保交楼”政策落地较缓，且高炉利润持续下滑，铁水产量基本见顶，铁矿需求在四季度环比或下降 350 万吨，预估年底港口库存在 1.49 亿吨左右。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：
辛修令
021-80401749
从业资格号 F3051600
投询资格号 Z0015754

俞尘泥
021-61051109
从业资格号 F03093484
投资资格号 Z0017179

总体来看，海外发运减量，内矿产量受限；终端需求仍然承压，铁矿需求难有改善；钢厂维持按需补库，结构性矛盾弱化；在基本面转松的趋势下，价格或延续弱势。长期展望来看，由于“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的确定，国内外新投产项目将加速推进，我国铁矿的对外依存度或逐渐转弱；叠加海外矿山的产能增加，铁矿供需平衡将进一步转松，矿价仍有下行空间。

风险提示：矿山发运大幅减量，终端需求加速落地（上行风险）；国内限产影响加大；需求改善不及预期（下行风险）。

焦炭：自身矛盾较小，成本推动与需求制约

需求端：焦炭需求取决于钢材及铁水产量，10 月铁水产量下降空间相对有限，焦炭需求仍存支撑。冬季低温影响终端施工，焦炭需求随铁水产量迎来季节性回落。

供给端：当前焦化行业产能充足，政策性生产限制较弱，原料端炼焦煤供应平稳。下游需求及焦化利润是影响焦炭产量的核心要素。整体跟随下游需求波动。

总体来看：焦炭价格一方面受到下游钢厂挤压，一方面受到成本端炼焦煤支撑，价格驱动更多地集中在钢材端，最终取决于钢材需求高度与钢材利润水平。10 月钢材需求边际改善，铁水产量高位，焦煤成本支撑较强，焦炭价格也将相对坚挺；四季度后期，需求可能延续下行，同时焦煤限产预期减弱，成本趋于弱化，焦炭将再度下跌。

风险因素：钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；焦炭限产，煤矿保供增产不及预期（上行风险）。

焦煤：库存低位支撑，关注供需错配风险

需求端，当前钢焦产量较高，焦煤日耗高位延续，下游库存偏低，冬储补库需求仍存。

供给端：20 大临近，国内煤矿安全检查整体呈加严态势，10 月焦煤产量或有收紧。能源保供环境下，煤矿产量将总体保持高位。当前蒙煤日通关 600-700 车；海运煤价差中性，国内进口积极性不高，四季度进口量大概率环比走平，主要变量在于国内。

总体来看：当前下游库存较低，需求高位、供给减量预期推升市场抢购情绪，焦煤短期反弹驱动良好，而反弹高度则取决于钢材需求情况。此外，冬季，下游冬储、国内电煤保供、全球能源紧张等因素均不同程度上扰动焦煤市场。

风险因素：进口放松、需求不及预期（下行风险）；煤矿安检加严（上行风险）。

硅铁：成本较为刚性，利润驱动供需缺口填补

需求端：稳增长预期驱动，旺季或有边际改善，但四季度终端需求难有大幅好转，整体限制硅铁需求高度，但钢厂产量维持高位，短期需求又较高，钢厂库存也较低。

供应端：硅铁虽属于高耗能行业，暂时无政策限制，产能利用率较低，供应弹性较大，四季度产量主要受利润驱动，若持续盈利，将刺激硅铁厂开工，行业再度宽松。

总体来看：硅铁成本中能源占比近80%，成本较为刚性，7月份行业亏损较大，产量下降后，工厂尚未复产，供需存在部分缺口，当前亏损程度减弱，产量逐步恢复，硅铁社会库存不高，价格弹性较大，预计在四季度保持宽幅震荡，利润和钢厂需求是主要影响变量，预计价格波动区间在7500-9000。

风险因素：终端需求加速回升、能源紧张再现（上行风险）；需不及预期，钢厂减产加速落地（下行风险）

硅锰：供需相对宽松，硅锰宽幅震荡

需求端：稳增长预期驱动，旺季或有边际改善，但四季度终端需求难有大幅好转，整体限制硅铁需求高度，但钢厂产量维持高位，短期需求又较高，钢厂库存也较低。

供给端：政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，当前北方合金厂利润有所恢复，南方亏损减小，硅锰产能相对过剩，产量又受到低利润约束。

成本端：电力成本相对稳定，锰矿受制于高库存，叠加四季度到货成本下移，价格仍有压力。但需求弱恢复、锰矿大跌后临近成本、人民币汇率贬值，四季度港口锰矿价格跌幅将趋缓，焦炭成本受到焦煤支撑及钢材终端需求的影响。四季度硅锰成本下降空间不大，预计产地成本低点在6800-7000波动。

总体来看：终端需求难以明显改善，钢厂、合金厂供给弹性较大，硅锰价格走势取决于相对复产的节奏和程度，四季度期价或保持震荡走势，震荡区间在7000-8000。

风险因素：终端需求加速回升（上行风险）；需求改善不及预期，减产政策加速落地（下行风险）

目录

摘要：.....	1
第一部分 钢材：需求改善有限，成材供需偏宽松.....	6
一、钢材需求：基建需求边际改善，地产决定需求高度.....	6
1、地产：保交楼政策逐步推进，但地产需求或难有改善.....	6
2、基建：资金到位情况好转，基建或保持较高增速.....	7
3、制造业与出口：制造业保持韧性，出口或难改下行趋势.....	9
二、钢材供给：钢厂维持利润，需求决定产量.....	11
三、钢材总结：需求改善有限，钢厂供需偏宽松.....	14
第二部分 铁矿：供需双降，矿价承压.....	16
一、铁矿供应：主流矿山发运企稳，非主流干扰严重.....	16
1、主流矿山：四大矿山有望持续发力，有望完成全年发运目标.....	17
2、国产矿：矿难影响发酵，内矿产量受限.....	20
3、非主流矿：干扰因素较多，面临跌价风险.....	21
二、铁矿需求：全球经济加速放缓，铁水产量易减难增.....	22
1、国内：铁水产量已达高位，真实需求仍需观察.....	22
2、海外：全球经济压力加大，铁水产量难以修复.....	22
三、港口库存预估：供需双降，静态库存逐步累积.....	23
四、结构矛盾：需求边际走弱，结构矛盾弱化.....	24
五、铁矿总结：供需双降，矿价承压.....	25
第三部分 焦炭：供需相对平衡，利润低位运行.....	26
一、焦炭需求：国内需求支撑仍在，高出口恐难持续.....	27
1、国内需求：钢材需求季节性修复，焦炭刚需支撑较强.....	27
2、焦炭出口：海外焦炭需求受限，出口持续性存疑.....	27
二、焦炭供应：焦化利润维持低位，焦企生产跟随需求节奏.....	28
三、库存与价格展望：库存延续低位，价格跟随钢材震荡.....	29
第四部分 焦煤：库存低位支撑，关注供需错配风险.....	30
一、焦煤需求：钢材需求季节性改善，焦煤需求韧性较强.....	31
二、焦煤供给：国内供应有所收紧，进口资源高位震荡.....	31
1、国内：煤矿安全检查加严，焦煤产量阶段性收紧.....	31
2、进口：蒙俄进口高位震荡，海运煤进口空间有限.....	32
三、库存与价格展望：存在供需错配风险，低库存放大价格弹性.....	33
第五部分 铁合金：终端需求偏弱，合金震荡运行.....	34
一、硅铁：成本变动有限，利润驱动硅铁产量.....	34
1、硅铁需求：钢厂持续复产，需求高位运行.....	34
2、硅铁供应：政策暂无限制，利润驱动产量.....	36
3、硅铁成本：变动空间有限，硅铁成本稳定.....	37
4、硅铁展望：成本变动有限，利润驱动硅铁产量.....	37

二、硅锰：供需相对宽松，硅锰宽幅震荡.....	38
1、硅锰需求：终端需求偏弱，硅锰需求增量有限.....	38
2、硅锰供应：低利润倒逼减产，供给弹性较大.....	39
3、硅锰成本：锰矿下行趋缓，电力焦炭成本刚性.....	39
4、硅锰市场展望：总体供需宽松，硅锰宽幅震荡.....	41
免责声明.....	42

第一部分 钢材：需求改善有限，成材供需偏宽松

回顾三季度钢材市场，7-8月份，全球通胀超预期，美联储加息强度增强，全球流动性及经济表现受到抑制。同时国内现实需求持续偏弱，需求预期被证伪，钢厂受低利润影响，陆续增加检修减产计划，钢材和原材料螺旋下跌。8月以来钢厂库存去化至较低水平，“保交楼”政策逐步推进，需求预期好转。钢厂逐步复产，钢材和原料震荡前行。

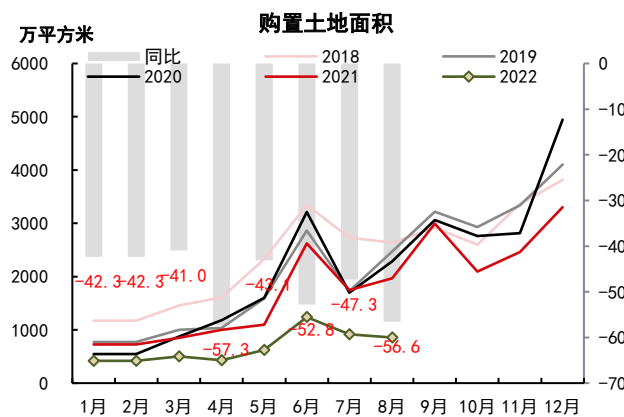
进入四季度后，“保交楼”政策、基建持续发力对用钢需求的拉动效果，将是影响钢材供需的核心变量，我们将通过对政策的难点堵点分析，进而分析展望四季度钢材供需结构的变化。

一、钢材需求：基建需求边际改善，地产决定需求高度

1、地产：保交楼政策逐步推进，但地产需求或难有改善

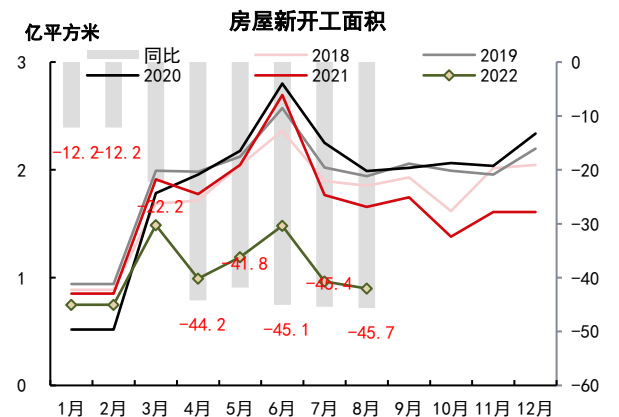
地产销售低迷，新开工面积难有起色。今年以来，地产销售低迷，房企资金持续紧张，始终限制着房企的拿地和新开工意愿，8月土地购置面积同比-56.6%，降幅进一步扩大，房屋新开工面积同比-45.7%，维持弱势。在地产销售大幅回升之前，预计新开工面积难有边际改善，地产前端开发的用钢需求或维持弱势。

图 1： 土地购置面积同比降幅扩大



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 2： 房屋新开工面积同比维持弱势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

“保交楼”政策持续推进，全国及地方纾困基金陆续出台。7月政治局会议提出“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，明确地产主体责任在地方政府。目前，范围较大，效果较为显著的是纾困方式是纾困基金。近期地方与全国性纾困基金陆续出台：1、**全国层面**：8月29日据财新报道，2000亿元全国性专项借款近期启动，以城市为单位，地方政府借入，使用及偿还，并计入地方政府债务。2、**地方层面**：郑州、江苏、南宁、杭州、湖北等地纾困基金陆续出台。

图 3：地方纾困基金整理

时间	省市	发起主体	基金规模	资金来源
8月8日	河南郑州	郑州市人民政府	专项基金母基金100亿	郑州地产集团 河南资产管理有限公司 社会资本
8月10日	江苏	江苏省资产管理有限公司	20亿	苏州资产或其指定主体（90%） 中南控股或其指定主体（10%）
8月19日	广西南宁	地方政府相关部门	基金首期30亿	南宁轨道地产集团有限公司 南宁交通投资集团有限公司 南宁威宁房地产开发有限公司
8月23日	浙江杭州	杭州市房地产开发集团有限公司	首期融资规模20亿	
8月23日	湖北	湖北省资产管理有限公司 浙商资产管理有限公司	纾困基金50亿	湖北省资产管理有限公司 浙商资产管理有限公司

资料来源：各地政府官网、中信期货研究所

纾困基金困难重重，或难拉动旺季用钢需求。尽管全国性政策出台，地方政策也逐步推进，但“保交楼”政策对4季度的用钢需求边际拉动有限，主要原因有二：

(1) 优质项目较少，资金或无法充分运用。纾困基金的资金构成为地方政府和社会资本，其救助将以优质项目优先。对于地方政府而言，土地出让金的大幅下行使地方财政吃紧，无力兜底低回报率甚至无回报率的烂尾楼项目。对于社会资本而言，其投资主要考虑收益率和安全性，对于烂尾楼项目的投资意愿较低。当前大部分烂尾楼为已经完成预售的项目，完工竣工的回报率较低，地方政府的保障能力不足，社会资本投资意愿有限，基金额度将无法充分运用。

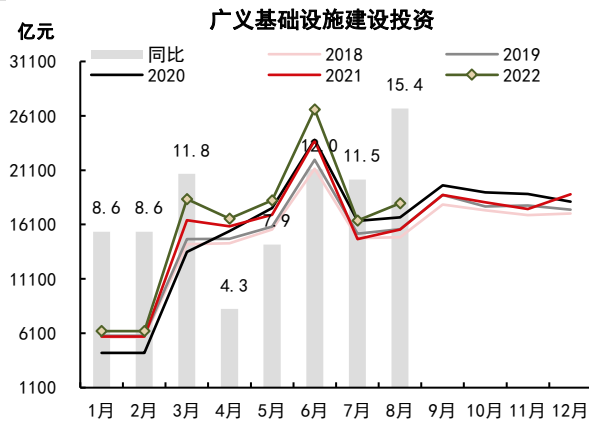
(2) 耗时较长，短期难以推升钢材需求：第一，纾困基金的规模和范围较小，短期对施工存量的拉动效果有限。目前，全国范围的纾困基金资金量仅有2000亿元，地方纾困基金的范围仅限目前少数省市，对施工存量的拉动效果有限，未来需要更多省市的有效政策出台执行。**第二，项目进行尽调评估耗时较长，纾困基金投向项目亦需较长时间。**项目股权、债券关系复杂，项目评估耗时较长，或难在4季度拉动用钢需求。

综上所述，地产销售低迷，新开工面积难有起色。“保交楼”政策虽然持续推进，但在四季度内对地产用钢需求的拉动效果将极为有限。

2、基建：资金到位情况好转，基建或保持较高增速

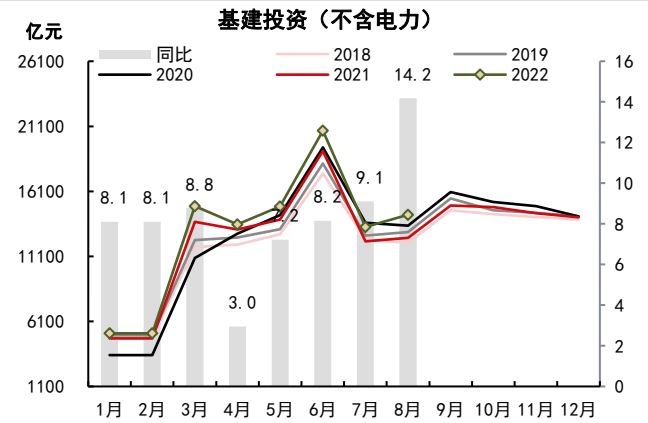
基建是对冲地产用钢需求下滑的重要部分，三季度以来基建投资实现较快增速，1-8月广义基建投资累计同比10.4%，狭义基建投资（不含电力）累计同比8.3%。通常专项债从发行到完成基建投资约相隔2-3个月，随着5-6月发行的大量专项债逐步落实，8月基建投资保持较高增速。

图 4： 广义基建投资增速较快



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 5： 狭义基建投资增速较快



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

上半年施工单位普遍反映资金到位情况较差，主要原因有二：

(1) **项目审批支付流程复杂，资金支出进度滞后。** 建设项目前期手续复杂、后期支付繁琐，工程款无法按时支付，资金支出进度严重滞后。

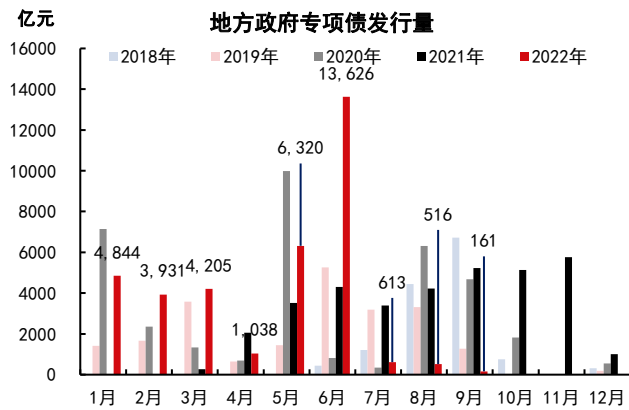
(2) **资本金不足。** 地方财政收入的大幅回落，部分项目因缺少资本金而不能及时落地。

展望四季度，以上两个问题均有缓解：

一方面，国常会派出三批督导组赴各省份解决政策落实困难，特别是主动服务重点项目建设。8月24日国常会派出第一批稳住经济大盘督导和服务工作组，用“放管服”改革等办法提高审批效率，压实地方责任，加快政策举措落实。8月31日国常会派出第二批督导组，9月8日国务院专题会议提出将派出第三批督导组。督导组或有助于加快项目的审批支付流程，推进资金支出进度。

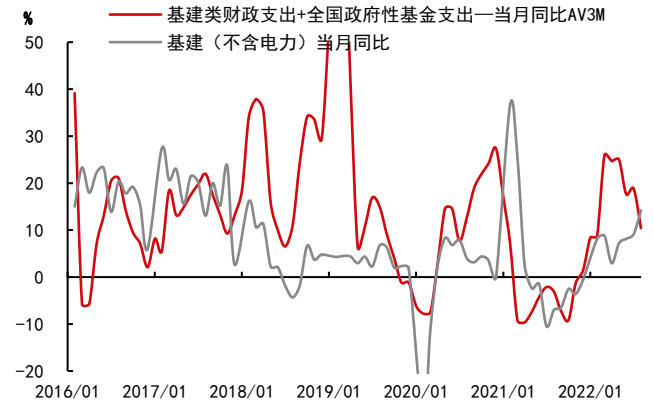
另一方面，6000亿金融工具将补充资本金不足，推动项目落地。8月24日国常会明确提出后续地方可以发使用5000多亿元专项债结存限额，并于10月底发行完毕；会议同时提出在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度。9月8日国常会决定，依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜。各地要在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。金融工具可作为资本金使用，或可部分缓解地方财政收入大幅回落导致的资本金紧张问题。

图 6： 专项债基本发行完毕



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 7： 财政资金存支撑，基建投资保持较高增速



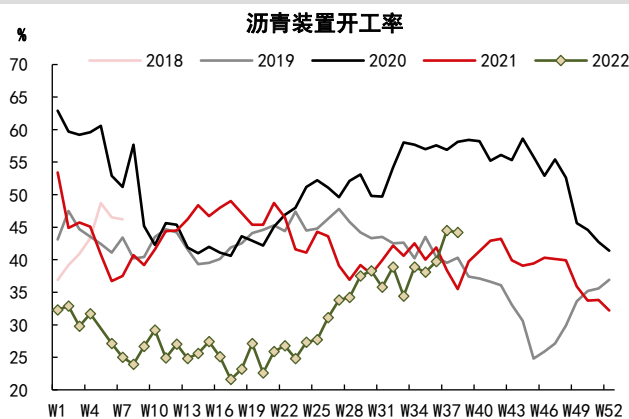
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

施工端看，金融工具补充资本金，基建用钢需求或保持高位。沥青的基建端消费占比为 80%，石油沥青开工率用于跟踪交通运输、仓储和邮政业需求。7 月以来，随着专项债到位资金好转，沥青装置开工率在 7 月持续回升，9 月已经恢复至较高水平，与道路铁路投资增速基本匹配。

今年二季度开始，道路与铁路投资增速出现明显回落：其中铁路运输业单月投资增速连续 4 个月同比下滑，道路投资增速也表现疲软。但进入 8 月后，随着资金逐步好转，道路与铁路投资同比增速大幅转正，单月增速均超过 10%，创 2020 年 7 月以来单月新高。虽然今年的专项债发行已基本完成，但后续金融工具作为补充资本金的持续流入，将继续托举国内基建层面的实物投资量稳定发力。

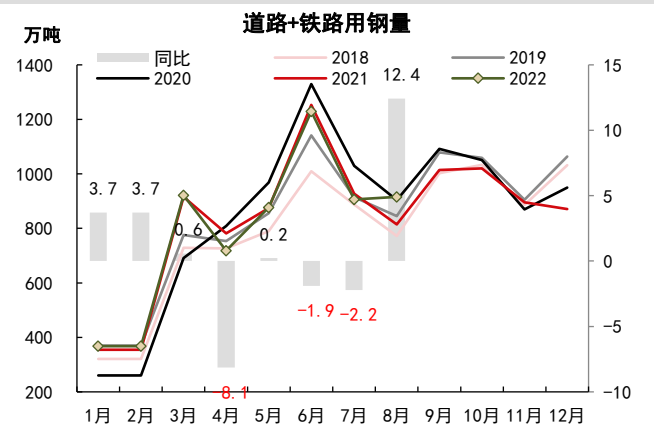
我们认为，随着基建到位资金逐步好转，基建投资或可保持较高增速，形成较高实物工作量。

图 8： 沥青开工率大幅回升



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 9： 基建用钢需求再度转强



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

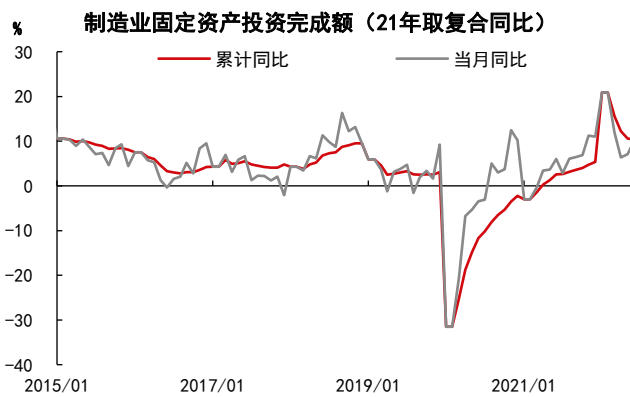
3、制造业与出口：制造业保持韧性，出口或难改下行趋势

制造业作为“十四五”期间重点发展的领域和经济的三大支柱之一，是今年

国内稳增长的重要抓手。虽然制造业投资增速从年初开始呈现下滑之势，但整体好于全国 GDP 增速，单月增速在 8 月重回 9.9%，接近两位数的较快增速范围。但从 PMI 指数来看，受制于全国经济下行，PMI 和新订单表现相对疲软，连续两个月均处于低于 50 荣枯线以下的水平。展望四季度，预计制造业增速仍有韧性，但大幅扩张的可能性仍然有限。

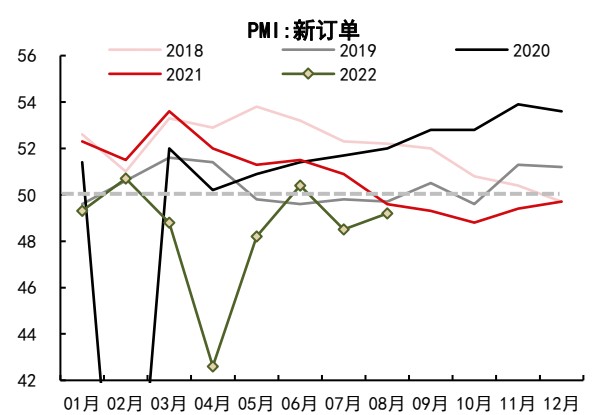
不过在今天的制造业需求中，汽车产销得益于政策扶持以及缺芯和供应链扰动逐步解决，整体呈现欣欣向荣之势，我们预计向好态势将延续至四季度的旺季。5 月 23 日，国常会推出减征乘用车购置税 600 亿元。6 月随着燃油车购置税减半（对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税）及各地区汽车消费刺激政策的出台，三季度汽车销量同比大幅回升；叠加经过上半年疫情对华东地区物流的冲击，目前整车市场的库存相对偏低，仍有补库需求，因此我们预计四季度汽车产销增速或仍将保持较高增速。

图 10： 制造业投资或难改下行趋势



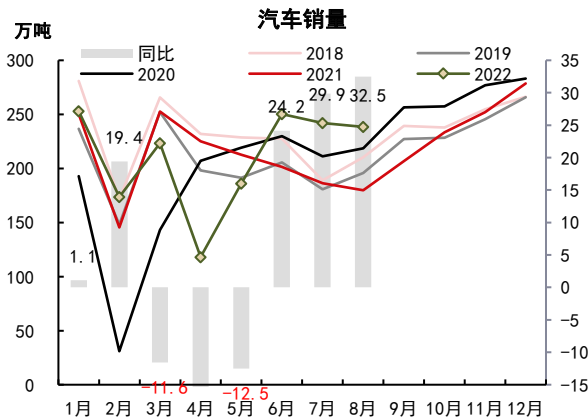
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 11： PMI 新订单复苏力度有限



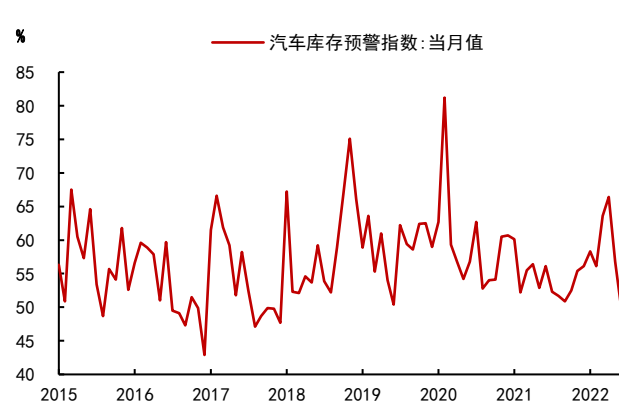
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 12： 汽车销量同比回升较多



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 13： 汽车低库存支撑车企持续补库

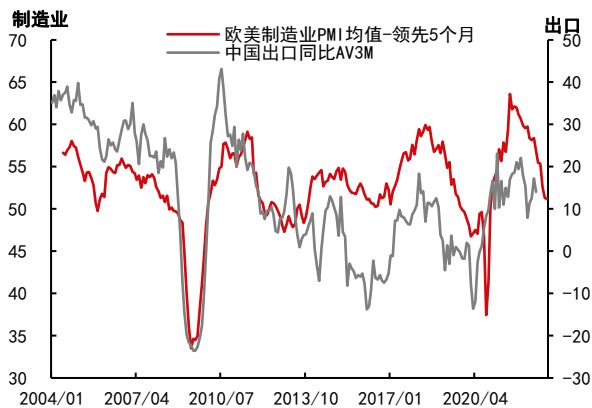


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

另一方面，海外经济步入下降周期，海外 PMI 持续下行，美国制造业处于被动补库和主动去库的边界。随着美联储及欧洲国家的加息周期延续甚至进一步延长，海外流动性收紧进程年内不会终止，耐用品消费需求的下行将拖累中国出口。不过由于近期国内钢价的弱势，全球范围来看，国内钢价仍有一定出口性价比，钢材出口或仍将存在一定韧性。

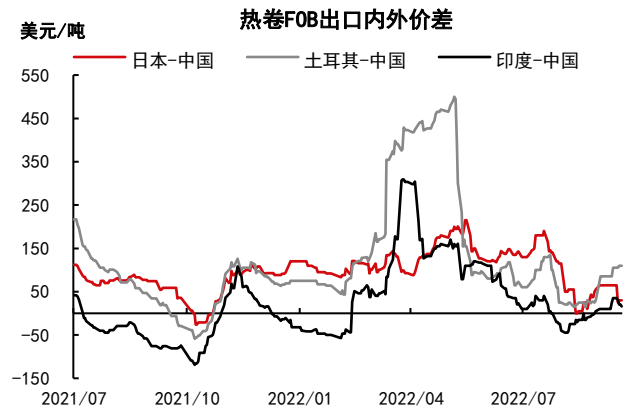
因此我们认为四季度出口和制造业将是此消彼长的态势，总体变化不大。

图 14： 海外经济下行或拖累中国出口



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 15： 国内钢价仍具有一定性价比优势



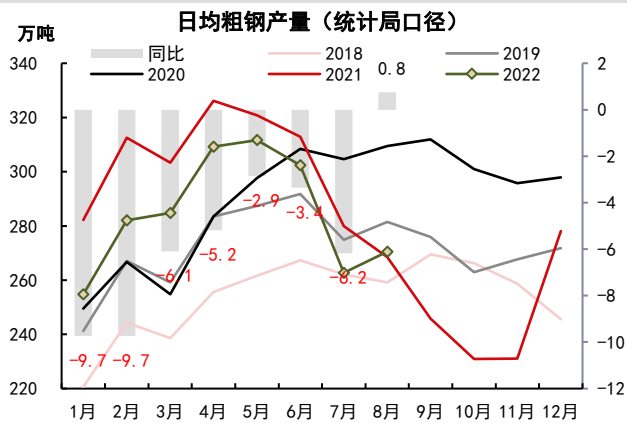
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

综上，我们认为年底前地产销售及新开工或难有改善，“保交楼”对四季度用钢需求的拉动效果或较为有限。基建投资或在四季度维持较高增速，边际改善用钢需求。制造业出口与国内消费呈此消彼长的关系，我们持中性态度。

二、钢材供给：钢厂维持利润，需求决定产量

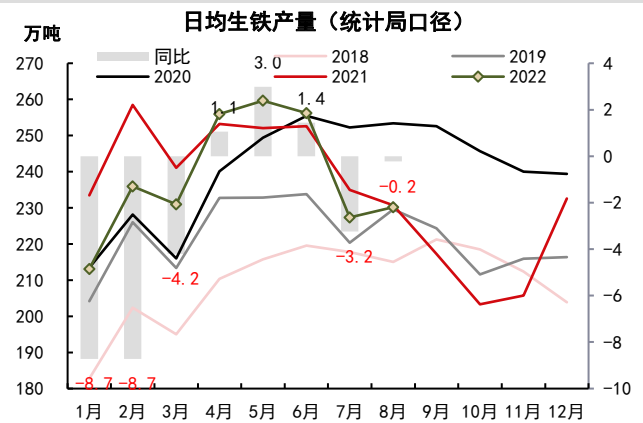
统计局口径，1-8 月粗钢产量 6.93 亿吨，同比增长-5.4%；生铁产量 5.82 亿吨，同比增长-3.8%。6-7 月在需求低迷、库存压力较大、及持续亏损的背景下，钢厂陆续计划检修减产，7 月粗钢产量同比下降 8.2%。7 月末开始钢厂利润逐步修复，钢厂陆续复产，钢材产量持续回升。

图 16: 日均粗钢产量



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

图 17: 日均生铁产量



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

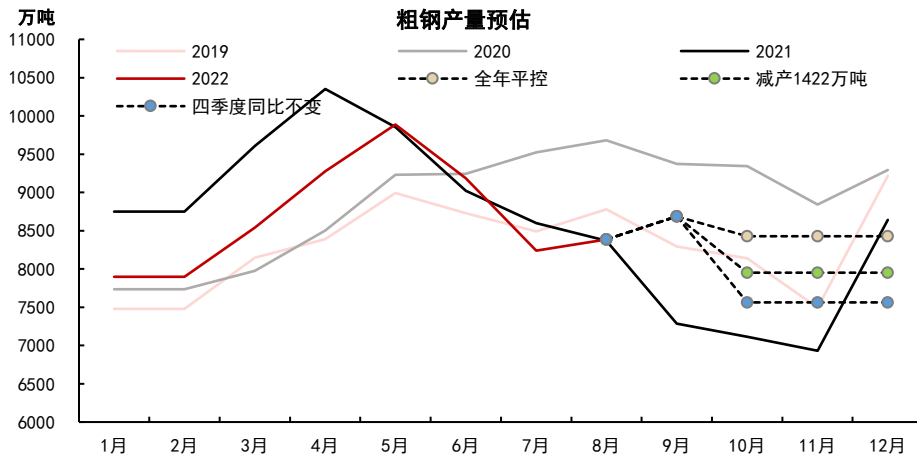
由于目前长流程钢厂仍有微利，在钢材整体库存中性以及部分钢厂已完成检修的背景下，短期快速减产的可能性较低。因此针对四季度产量我们认为将更受制于终端需求的表现，但针对目前已有的压产目标，我们进行假设模拟最高成材产量情景：4月19日，国家发展改革委、工业和信息化部等部门就2022年粗钢产量压减工作进行研究部署，将继续开展全国粗钢产量压减工作，引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式，促进钢铁行业高质量发展；7月29日，在中国钢铁工业协会第六届会员大会中，国家发改委产业司一级巡视员夏农表示下半年，**钢铁行业要继续压减粗钢产量**。目前已有公布或传闻全年压减的省市地区包括江苏的5%减产目标和唐山压减826万吨。据此，我们进行底线假设，按照1、全年平控；2、仅江苏、唐山完成减产，其余地区平控以及3、四季度产量同比不变的情景进行四季度粗钢产量测算。

图 18: 平控目标评估

时间	粗钢	同比	河北	同比	山东	同比	江苏
2021年1季度	27104	16	6206	8	4320	11	2938
2021年2季度	29228	8	5949	-8	2497	22	3192
2021年3季度	24256	-15	5301	-21	1621	-24	2769
2021年4季度	22690	-17	5040	-16	1502	-25	2798
2022年1季度	29228	16	6835	-25	4058	-18	2295
2022年2季度	24256	-7	6152	-9	3101	-19	1904
2022年8月日产（地区为7月）	271	0	60	1	32	-7	18
2022年1-8月	69315	-6	12987	-7	4199	-19	7159
2022年剩余——全年平控	25277	11	日产	275	环比上半年变化	-21	环比8月变化
2022年剩余——全年减产1422万吨	23855	5		259		-36	
2022年剩余——四季度同比不变	22690	0		247		-49	

资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

图 19： 粗钢产量推演

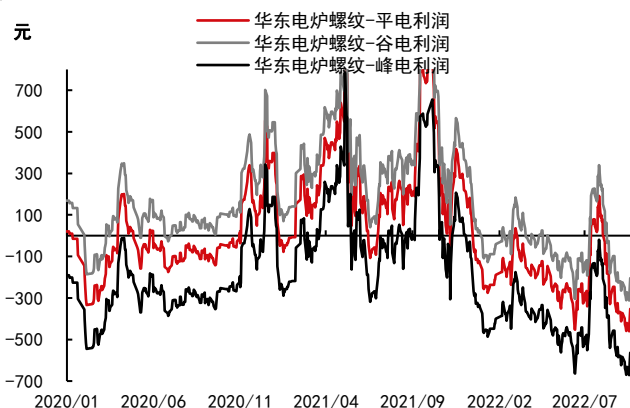


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

根据假设，我们发现为完成全年平控目标，四季度平均粗钢产量约为 275 万吨，将环比 8 月继续增加 4 万吨/天，供给压力较大，将导致钢材库存大幅累积，此种路径可能性较低；若按全年减产 1422 万吨推演，平均日产 259 万吨，环比 8 月下降 11 万吨，同比去年同期上升 5%，钢材累库压力仍然较大。若按照四季度产量同比不变，与需求相对平衡，那么环比 8 月仍有 24 万吨的减产空间，成材库存有望阶段性去化。

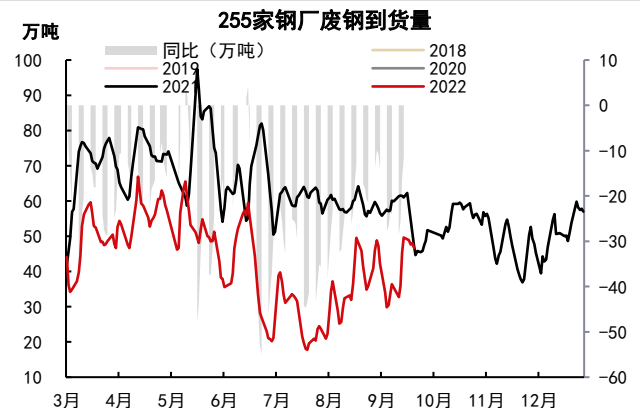
从利润角度来看，目前长流程钢厂维持低利润，短流程钢厂普遍亏损。废钢资源紧张逐步缓解，整体到货量快速回升，目前已与去年同期持平：最新一周的 255 家钢厂日均到货 47 万吨，高于去年同期约 2 万吨。随着制造业进入旺季，工业及折旧废钢供应或有望进一步回升，无法对钢厂稳定生产形成显著约束。同时当前粗钢产量已经回升至较高水平，钢联口径五大材周度产量为 977 万吨，同比超过去年 6.7%，产量的变动或更取决于需求的变化。

图 20： 电炉利润水平较低



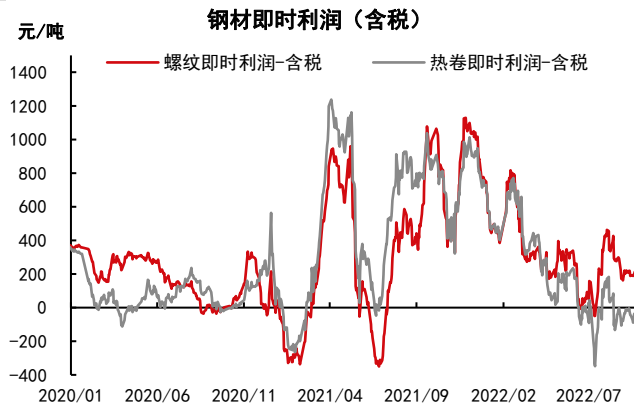
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 21： 废钢资源量逐步增加



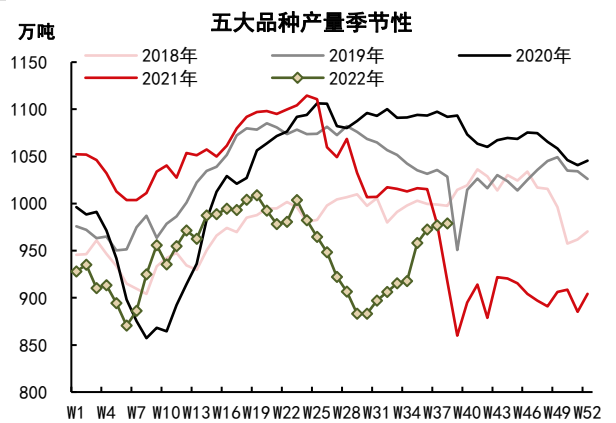
数据来源：富宝咨询 中信期货研究所

图 22： 长流程生产维持利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 23： 五大钢材产量重回高位

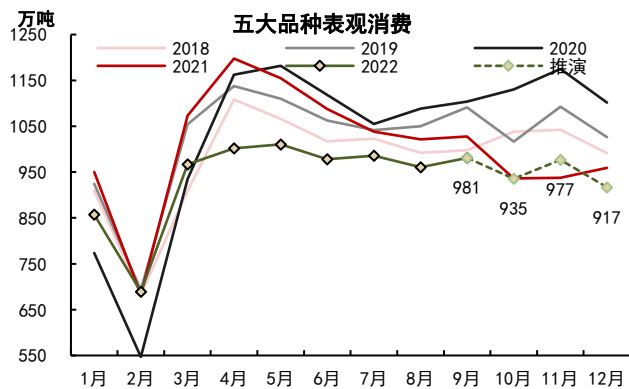


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

三、钢材总结：需求改善有限，钢厂供需偏宽松

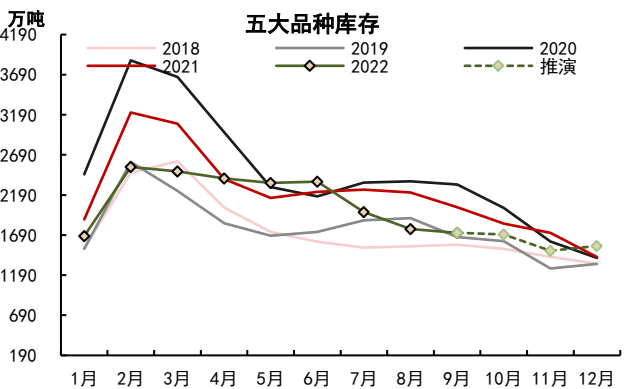
需求端，地产销售及新开工难有显著改善，“保交楼”对四季度用钢需求的拉动效果或较为有限。基建投资预计在四季度维持较高增速，边际改善用钢需求。制造业出口与国内消费呈此消彼长的关系，我们持中性态度。预估四季度粗钢需求同比持平，可能阶段性转正，螺纹钢表需将同比下降 2%左右。

图 24： 粗钢需求提升有限



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 25： 粗钢库存进入 4 季度后将缓慢累积

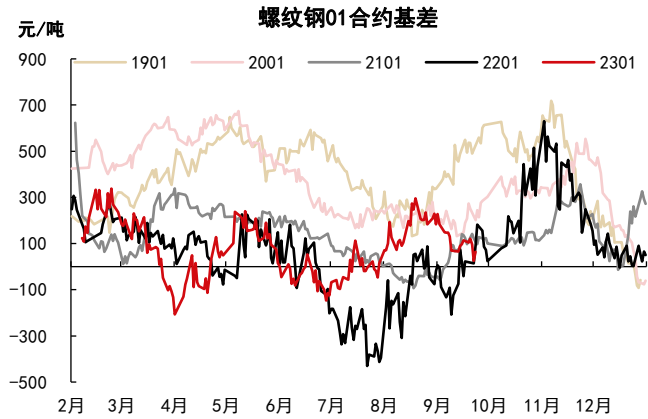


数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

供给端，当前钢材产量已经处于较高水平，废钢资源紧缺有所缓解，长流程钢厂维持利润，产量的变化或更多取决于需求端的变化。

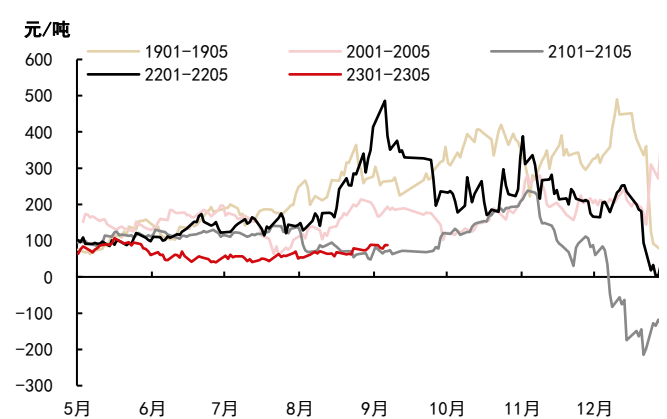
根据以上论述，我们对四季度钢材的产销及库存进行简单推演，发现进入四季度后，钢材需求预计与去年同比基本持平，但由于产量弹性不及需求，整体下滑速度较慢，四季度后期，成材库存仍有累库压力。

图 26： 钢材基差处在较低水平



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 27： 需求预期不佳，近远月价差较窄



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

从期现结构来看，当前螺纹钢 2301 合约基差处在相对较低水平，盘面对后市的需求预期相对谨慎；同时远期价差也未明显拉开，反映针对四季度的需求回升幅度以及基本面改善效力没有很强期待。但政策预期和改善方向较为确定，同时随着国际形势逐步稳定，经济增速有望重回正常轨道。需要持续观察月差变化，建议在月差高点介入反套持仓。

总体来看，我们认为四季度需求的绝对水平仍将处于较低水平，边际改善有限。产量已经处于较高水平，预计四季度钢材供需处于平衡偏宽松的状态。节奏上来看，10 月份供需双向恢复，且需求预期仍存，价格可能呈宽幅震荡走势，建议谨慎对待。由于预期和现实持续博弈，建议结合真实需求走弱的状态，逢高沽空为主。同时若钢材需求走弱，钢厂减产后，将加剧原料供需向宽松转变，成本支撑减弱的风险，预计四季度后期，钢价下行风险仍较大。

风险提示：终端需求不及预期（下行风险）；地产政策有效落地（上行风险）

第二部分 铁矿：供需双降，矿价承压

一、铁矿供应：主流矿山发运企稳，非主流干扰严重

四季度，主流矿山发运有望提升，环比增加 21%；但由于海外经济下行，矿价易跌难涨，非主流发运或面临缩减风险。国内铁精粉受矿难等外部影响严重，四季度供给总量或环比下降 1%。全年来看，铁矿预计供给同比减量 5700 万吨。

截至 9 月 16 日，四大矿山共发运 7.36 亿吨，同比减少 3.9%；预计四季度发运约为 3.31 亿吨，环比上升 21%，同比下降 2.9%，我们认为四大矿山有望持续发力，以完成全年发运目标。

巴西方面，2022 年我们预计淡水河谷产量约为 3.1 亿吨，处在年度产量目标 3.1-3.2 亿吨的下沿；前三季度产量目标已完成 70.3%，随着降雨影响的结束，淡水河谷全年的新生产目标完成概率较大。

澳洲方面，三大矿山中仅 FMG 累计发运高于同期水平：同比增加 4.9%，强劲的发运表现使其新财年发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨；但必和必拓和力拓上半年受疫情及强降雨影响，以及三季度有较多港口检修，整体发运量不及去年同期。若四季度发运能出现季节性企稳增量，各矿山的全年发运目标仍能实现。

国产矿受终端需求及疫情等外部影响，1-8 月铁精粉累计产量同比减少 468 万吨，9 月初，河北迁西、山西代县个别国内铁矿石矿山发生安全事故，导致区域内矿山采矿全停，内矿产量将在 10 月环比大幅下降，叠加前三季度产量同比负增，我们预计全年内矿产量同比下降 400 万吨。

非主流矿山四季度的产能难有增加，叠加铁矿价格的下降风险，下半年非主流矿的出口量或随价格继续减少。全年来看，我们预计铁矿非主流进口同比或减少 5000 万吨。

图 28： 铁矿年度产量数据（万吨）

国家	矿山	产量（万吨）			原因
		2022E	2021	增量	
澳大利亚	力拓	32000	31972	28	年度目标预计在 3.20-3.35 亿吨下限
澳大利亚	必和必拓	28350	28350	0	新财年产量目标 2.78-2.90 亿吨
澳大利亚	FMG	19000	18470	530	新财年发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨
巴西	淡水河谷	31000	31500	-500	年度目标下调为 3.1-3.2 亿吨
澳大利亚	罗伊山	6500	6000	500	产能扩张

澳大利亚	MRL	2200	2080	120	产能扩张
澳大利亚	GWR	70	79	-9	跌价风险
巴西	托克	2000	2310	-310	跌价风险
巴西	CSN	4000	3616	384	产能扩张
巴西、南非	英美资源	6080	6380	-300	南非降雨以及疫情 (Q1 减量 300 万吨)
乌克兰	Ferrexpo	900	1149	-249	地缘政治
乌克兰	Metinvest	2500	3134	-634	地缘政治
印度	NMDC	4200	4062	138	产能扩张
中国	总产量	25950	26350	-400	消除能源及环保影响
	其他非主流			-5000	发运已累计同比减量 4300 万吨
	合计			-5702	

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

1、主流矿山：四大矿山有望持续发力，有望完成全年发运目标

截至 9 月 16 日，四大矿山共发运 7.36 亿吨，同比减少 3.9%；预计四季度发运约为 3.31 亿吨，环比上升 21%，同比下降 2.9%。

巴西方面，2022 年我们预计淡水河谷产量约为 3.1 亿吨，处在年度产量目标 3.1-3.2 亿吨的下沿；前三季度产量目标已完成 70.3%，随着降雨影响的结束，淡水河谷全年新生产目标完成概率较大。

上半年巴西受南部强降雨及大范围检修的影响，产量下滑明显；进入下半年后，淡水河谷供应将出现季节性增加，预计可以完成全年产销目标。全年的增产主要集中在 S11D 矿区，目前已安装 4 台移动式破碎机和 4 台初级破碎机；其他矿区则维持正常生产。虽然淡水河谷在半年报中宣布已完成对中西部 Corumba 矿区的出售，但该矿区仅占总产能的 0.85%，影响相对有限。

进入四季度后，淡水河谷的 Itabira 大坝提升工程有望完工，同时 Brucutu 的尾矿选厂预计能投入使用；但总体而言，今年淡水河谷各矿区新增产能较少，主要以维持现有产能为主，新的投产项目都处于初步阶段，预计未来 2-3 年，产量才会有明显增幅。

在半年报中，淡水河谷将其年度产量目标从之前的 3.2-3.25 亿吨下调至 3.1-3.2 亿吨的生产区间，下调幅度 500-1000 万吨。全年来看，一季度受强降雨影响较大，而二季度淡水河谷又将其中西部系统出售，上半年整体产销情况不及预期。但若以新的产量目标下限 3.1 亿吨计算，淡水河谷 1-9 月的产量完成率约为 70.3%；四季度随着巴西降雨影响解除，生产及发运季节性企稳，淡水河谷完成全年新生产目标的概率较大。

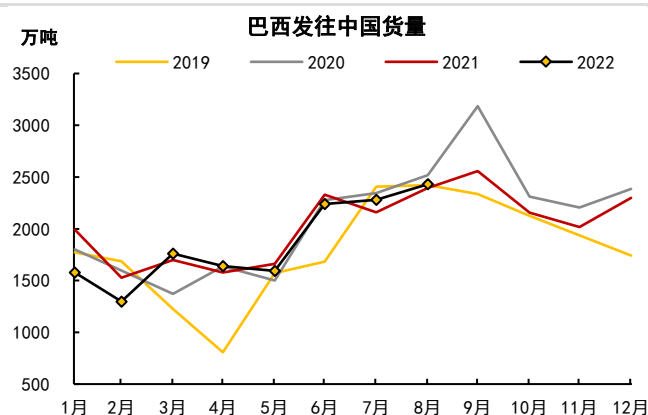
图 29： 淡水河谷矿区现状

矿区	财报预期
S11D	2022 下半年年有望继续增产，新增的破碎机设备或支撑全年产量达到 8000-8500 万吨。
Serra Norte、Serra Leste	Serra Norte 矿区的许可证继续延期，预计影响 10%年产能。
Itabira	四月开展 Itabira 大坝提升工程，第一阶段或在四季度完成，届时将继续提高区域内的球团产量。
Minas Centrais	四月投产 Brucutu 矿区的尾矿选厂，预计同样将在 2022 年底投入使用。
Mariana	旱季恢复正常生产。
Paraopeba	旱季恢复正常生产。
Vargem Grande	工厂的球团原料利用率提高。

资料来源：公司公告 中信期货研究所

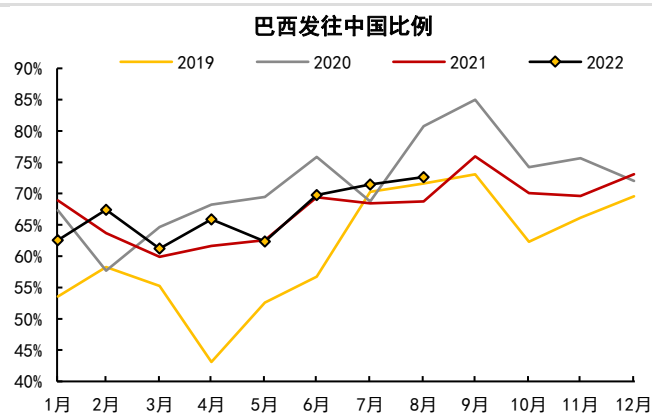
随着海外钢铁需求的回落，主流矿山往国内的发运比例逐步上升：2022 年 8 月巴西发往中国地区比例约 73%，环比增加 1.2%，同比上升 3.9%；由于海外钢铁需求下滑，往国内比例上升至今年以来新高。前期因为海外地缘政治逐渐缓和，欧洲国家对巴西粉矿的需求下降，巴西发往中国货量持续增加。目前海外经济处在下行周期中，海外铁水产量延续疲软趋势；叠加矿山在年末财报季的发运冲量预计四季度巴西矿的到货量仍有增加空间，巴西发往中国比例或维持在 70%左右。

图 30： 巴西发往中国货量（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 31： 巴西发往中国比例（%）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

澳洲方面，三大矿山中仅 FMG 累计发运高于同期水平，同比增加 4.9%，强劲的发运表现使其将新财年的发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨；但必和必拓和力拓上半年受疫情及强降雨影响，以及三季度仍有较多的港口检修，整体发运量不及去年同期。若四季度发运能出现季节性企稳增量，各矿山全年发运目标仍能实现。

力拓的皮尔巴拉地区，2022 年发运目标保持 3.20-3.35 亿吨不变，我们以全年发运目标的下限预估，目前力拓的发运情况已完成 72.2%，与同期基本持平。一季度力拓受降雨影响产销均不及预期，二三季度发运虽有企稳，但四季度发运压力仍然较大，若 Mesa A 湿选厂后续整改工作顺利完成，力拓有望完成全年目

标。

必和必拓新财年产量目标为 2.78-2.90 亿吨，按照同期产量水平 2.84 亿吨预估，新财年已完成 25.6%，略低于同期完成额。目前矿区 South Flank 项目的投产帮助产量快速提升；Samarco 矿区（必和必拓拥有其铁矿石项目 50%的股权）延续满产；新冠疫情及检修情况好转，必和必拓四季度产销环比有望提升。

FMG 发运方面表现强劲，发运环比及同比皆有所增加，新的 Iron Bridge 磁铁矿项目有望在 2023 年一季度开始生产，新财年（2022 年 7 月-2023 年 6 月）发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨，创历史新高。按照财年发运目标中值 1.9 万吨预估，新财年已完成 24.3%，发运进程基本符合目标。FMG 目前的 Iron Bridge 磁铁矿项目已完成初级破碎机的安装，并开始调试从初级破碎机到粗矿堆的干式回路。同时位于黑德兰港的精矿处理设施建设已经取得较大进展，此磁铁矿项目有望在 2023 年一季度落地；该矿区意在 2023 年一季度开始生产品位为 67%的铁精粉，预计年产能将在 12-18 月后达到 2200 万吨。

图 32： 澳大利亚矿山在建项目

矿山	项目	财报预期
力拓	Gudai-Darri 矿区	预计将在 2023 年达到满负荷生产，年产能可达 4300 万吨。
	Mesa A 湿选厂	后续整改工作有望在第三季度完成，未来仍有增量。
必和必拓	South Flank 项目	二季度平均产能已达 6700 万吨，其计划产能在 8000 万吨。
FMG	铁桥项目	2200 万吨的磁铁矿项目，有望在 2023 年一季度开始生产 67%的铁精粉。

资料来源：公司公告 中信期货研究所

综上，澳洲三大矿山目前均有新投产项目在持续推进，未来产量仍有提升空间。截至二季报发布，四大矿山中仅淡水河谷下调其全年发运目标；根据公司季报披露信息，我们预估四大矿山四季度铁矿供给有较大增量，预计环比提升 11%，同比上升 6%。

由于海外钢铁需求的持续下滑，发往国内的铁矿比例维持高位，我们预计四季度四大矿山发至中国环比增加 2474 万吨，同比增加 1375 万吨。

图 33： 四大矿山四季度供应预估（万吨）

单位：万吨	2022Q4 E	2022Q3 E	Q4 环比	2021Q4	2021Q3	Q4 同比	预计发至 中国环比	预计发至 中国同比	财年目标
力拓皮尔巴拉	8818	8045	773	8410	8336	408	657	347	2022 年目标不变 3.20-3.35 亿吨
必和必拓	7247	7270	-23	7385	7059	-138	-21	-124	新财年产量目标 2.78-2.90 亿吨
FMG	4787	4613	174	4750	4560	37	165	35	新财年目标提升至 1.87-1.92 亿吨
淡水河谷	9643	7553	2090	8247	8942	1396	1672	1117	2022 年目标下调至 3.10-3.20 亿吨
合计	30495	27481	3014	28792	28897	1703	2474	1375	

资料来源：公司公告 中信期货研究所

备注：假设必和必拓、淡水河谷产量=发运量

2、国产矿：矿难影响发酵，内矿产量受限

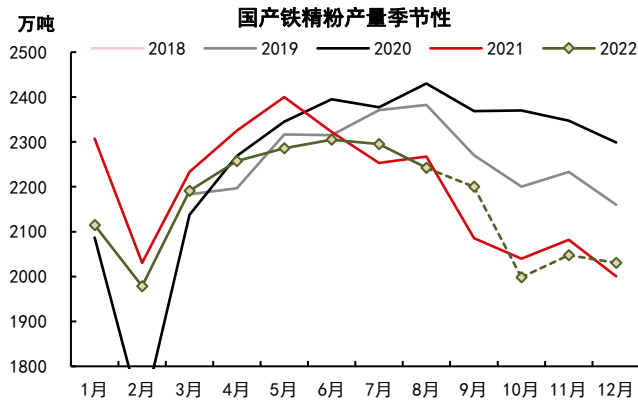
受终端需求及疫情等外部影响，1-8 月铁精粉累计产量同比减少 468 万吨，9 月初，河北迁西、山西代县个别国内铁矿石矿山发生安全事故，导致区域内矿山采矿全停，内矿产量在 10 月将出现大幅减量，叠加前三季度产量偏低，我们预计全年内矿产量同比下降 400 万吨。

根据钢联数据，2022 年 1-8 月份全国 332 家矿山企业月度铁精粉累计产量 1.77 亿吨，累计同比减少 468 万吨，降幅 3%。分地区来看，降幅主要集中在华中地区，累计同比下降 13%，除疫情及高温影响生产外，终端需求的下降也导致矿山出货量减少；华北全区域生态修复对生产强度的限制，累计同比下降 370 万吨。西北地区受疫情干扰较少，新矿山投产积极性极高，累计同比增加 19%。

去年下半年国产矿产量受制于资源量、环保等因素的影响，产量下滑明显。今年以来，内蒙环保检查限制产量回升；以及二季度后，全国生产受疫情干扰严重，同比出现较大降幅；9 月河北迁西、山西代县个别矿山发生安全事故，导致区域内矿山采矿全停，本次停产周期预计较长，国产矿产量在四季度环比难有增量。我们预计全年内矿产量同比下降 400 万吨。

但中长期来看，由于“基石”计划在 2025 年国产矿 3.7 亿吨目标的确定；以及在一系列政策推动下，国产铁矿开采投资进入“加速期”，国内铁矿的增产的潜力有望初步释放。若外部因素干扰较少，国内铁矿生产有望在未来 2-3 年内维持高速增长。

图 34： 国产矿山铁精粉产量预估（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 35： 黑色金属矿选业投资维持高位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

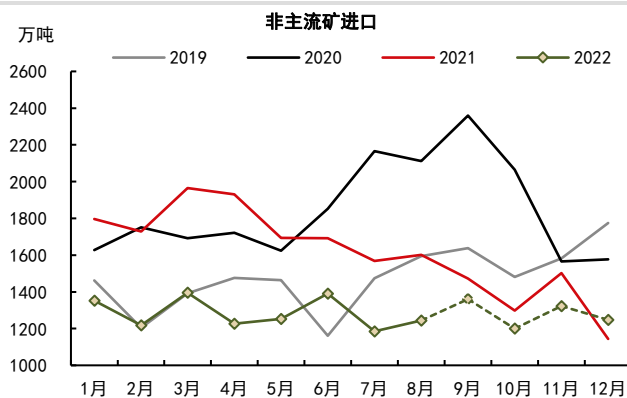
3、非主流矿：干扰因素较多，面临跌价风险

进入四季度，非主流矿山的产能难有增加；叠加铁矿价格的下降风险，下半年非主流矿山出口量或随价格继续减少。全年来看，我们预计铁矿非主流进口同比或减少 5000 万吨。

在通常情况下，非主流矿的进口与普氏价格成正比。今年上半年以来铁矿价格止跌回升，但自六月份以来，海外通胀加速，全球铁水产量见顶，普氏价格持续下降，同时带弱非主力矿对国内的进口量。

根据海关总署数据显示，自今年以来，非主流每月进口量整体维持在 1200 万吨左右，1-8 月份非主流矿进口累计 10263 万吨，同比减少 27%。由于疫情、海外经济滞涨、地缘问题等影响，印度及乌克兰地区的累计进口减量最为明显：分别下降 69%和 56%；亚洲其他国家进口到中国的量也有大幅减少，尤其是老挝、缅甸、马来西亚等国，累计同比降幅均超过 30%。

图 36： 非主流国进口量预估



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 37： 印度铁矿进口与普氏价格



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、铁矿需求：全球经济加速放缓，铁水产量易减难增

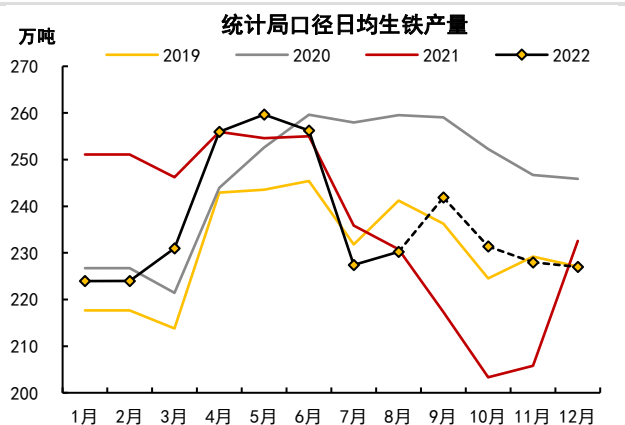
1、国内：铁水产量已达高位，真实需求仍需观察

2022年1-8月，统计局口径生铁累计产量5.8亿吨，同比下降2%。进入四季度，钢厂盈利率重新回落，高炉已逐渐满产；长流程钢厂盈利情况或承压，预计铁水产量即将见顶。我们预估四季度国内生铁产量2.1亿吨，环比三季度下降390万吨，同比增加1300万吨。

回顾上半年，疫情缓解后的经济刺激政策对我国铁水产量影响较大。全国多地疫情散发，经济受到严重干扰；为确保完成经济目标，二季度钢厂保持高强度生产，日均铁水产量一度达到260万吨的历史高位。但由于钢材现实需求仍然疲软，亏损严重的钢厂自6月下旬开始主动减产；同时废钢供给出现回升，前期支撑生铁产量的利多因素同步走软，日均铁水产量高位回落。

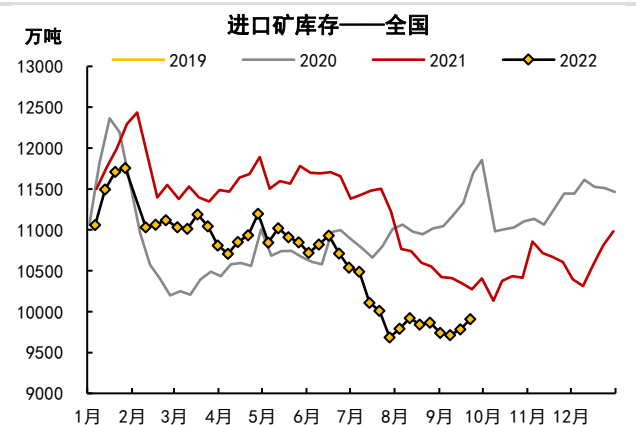
进入8月后，钢厂长流程利润回升，成材持续去库，高炉稳步复产；在厂内原材料库存持续低位的背景下，钢厂被动增加对原料的采购，铁矿港口库存出现阶段性去化。国内“保交楼”政策持续推出，成材需求大幅好转；虽然钢厂利润未出现大幅走强，甚至出现阶段性回落，但钢厂复产积极性依然较高。目前，国内稳地产政策的落地效果仍需观察，钢材旺季需求提升有限；叠加目前钢厂盈利率回落，预计铁水产量即将见顶。我们预估四季度国内生铁产量2.1亿吨，环比下降390万吨，同比增加1300万吨。

图 38： 生铁产量预估（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 39： 钢厂进口矿库存



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、海外：全球经济压力加大，铁水产量难以修复

当下海外需求出现持续放缓迹象，全球制造业 PMI 连续 6 个月下滑；同时美国 8 月 CPI 同比上涨 8.3%，美联储加息进程加快。在这种情况下，全球工业原料需求或已见顶，下半年海外铁水产量难有大幅回升，全球生铁产量预计同比减少 3760 万吨，降幅约为 8.2%；折合铁矿约减少 6000 万吨，需求进一步下降。

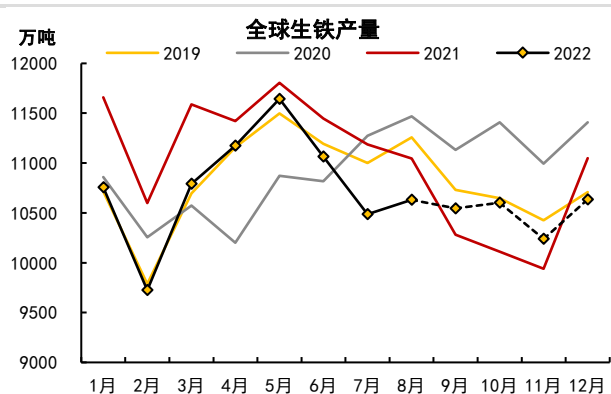
图 40： 全球制造业 PMI 指数

制造业PMI	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
全球	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3	54.2	54.3	54.1	54.1
美国	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9
欧元区	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4
德国	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4	57.4	57.8	58.4	62.6
法国	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6	55.9	53.6	55	57.5
意大利	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62	62.8	61.1	59.7	60.9
澳大利亚	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4	54.8	50.4	51.2	51.6
英国	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9	58.1	57.8	57.1	60.3
日本	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3	54.5	53.2	51.5	52.7
中国	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1
印度	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5	57.6	55.9	53.7	52.3
巴西	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8	49.8	51.7	54.4	53.6
俄罗斯	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6	51.8	51.6	51.7	51.6	49.8	46.5
南非	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7	53.3	51.6	64.1	58.3	56.7	56.2
越南	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3	53.7	52.5	52.2	52.1	40.2	40.2

资料来源：Wind 中信期货研究所

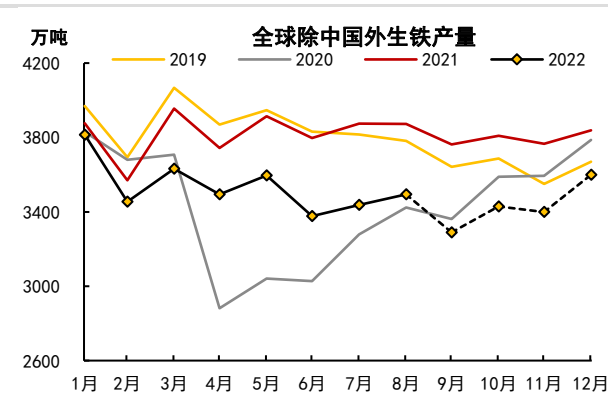
目前海外经济下行严重，部分高炉暂时或永久性关停，以及疫情反弹、地缘政治所带来的影响，2022年1-8月全球除中国外铁水产量共2.83亿吨，同比减少7.5%。其中，乌克兰地区铁水产量下降明显，累计同比大幅下降62%；南非铁水产量也有累计同比30%的降幅。四季度考虑到海外经济以及地缘政策的影响，钢厂生产强度预计维持低位，我们预估2022年海外生铁产量同比约下降3760万吨，降幅约为8.2%；折合铁矿约减少6000万吨，需求进一步下降。

图 41： 全球生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 42： 全球除中国外生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

三、港口库存预估：供需双降，静态库存逐步累积

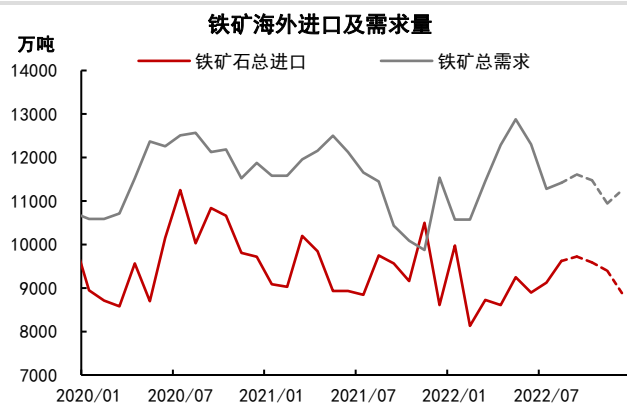
国内稳地产政策落地较缓，且钢厂高炉利润持续下滑，铁水产量基本见顶，铁矿需求在四季度环比或下降350万吨，预估年底港口库存在1.49亿吨左右。

上半年国内铁水产量明显增加，钢厂补库需求强劲，疏港量一度高达331万吨，叠加进口量表现不佳，港口库存持续去化，港口库存在6月下降至12760万吨的低位。

进入三季度后，钢厂长时间的亏损导致铁矿需求减少，钢厂采购和向厂内运输铁矿的积极性明显下降。但随着国内疫情影响减少，稳地产、稳经济政策的不断出台，钢厂长流程生产重回盈利区间，高炉复产开始加速，驱动钢厂补充原料库存；且澳洲三季度持续港口检修、巴西发运受天气影响下降，导致港口铁矿库存在9月的累库速度放缓。

目前来看，四大矿山在四季度发运环比企稳，但海外经济滞涨，非主流发运环比同比皆有所下降，海外供应整体环比下降2.2%，同比下降1.5%。而国内端因稳地产政策未能明显改善钢材需求，且目前钢厂高炉利润持续下滑，铁水产量基本见顶，铁矿需求在四季度环比或下降350万吨，所以铁矿石大格局上是供需双降的局面。由于铁矿进口量仍处于中性偏高的位置，且钢厂维持厂内低库存，疏港量难以维持高位，所以四季度能基本确定港口会趋势性累积的，预估年底港口库存在1.49亿吨左右。

图 43： 国内铁矿进口及需求（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 44： 45 港口库存预估（万吨）



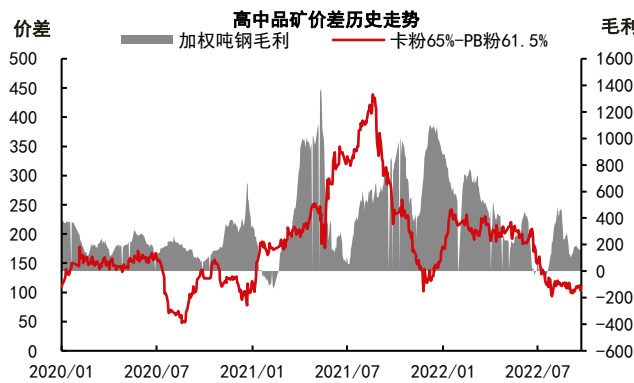
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

四、结构矛盾：需求边际走弱，结构矛盾弱化

回顾一季度，压减政策及冬奥会限产政策的影响，钢厂青睐更高品质的铁矿石，且低品矿之间可替代性较强，供需相对宽松，从而造成中低品矿价差一度明显走扩。但进入二季度后由于终端需求大幅下滑，钢材利润长期维持低位，成材库存持续高位，压制了钢厂对于中高品矿的需求，倾向于使用性价比更高的低品矿，中低品矿的价差大幅回落。

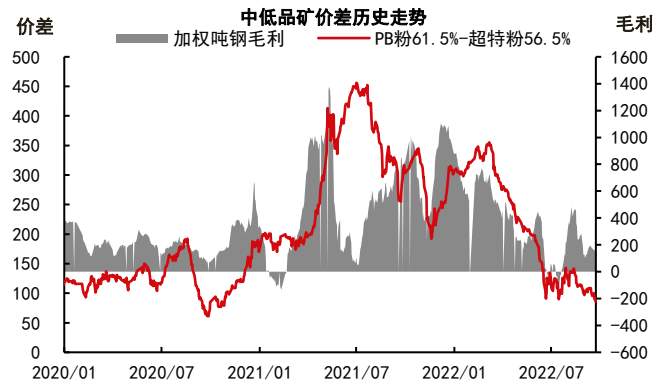
目前，由于终端需求迟迟未见好转，铁矿需求边际走弱，钢厂维持按需补库，铁矿的结构性矛盾并不突出，各品位价差维持在100元/吨上下波动。

图 45： 高中品价差与钢材利润



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

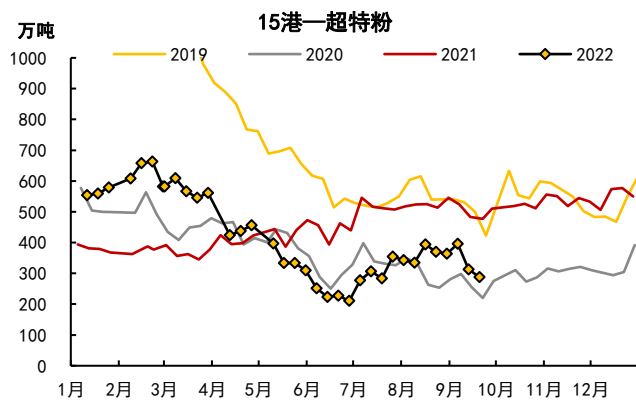
图 46： 中低品价差与钢材利润



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

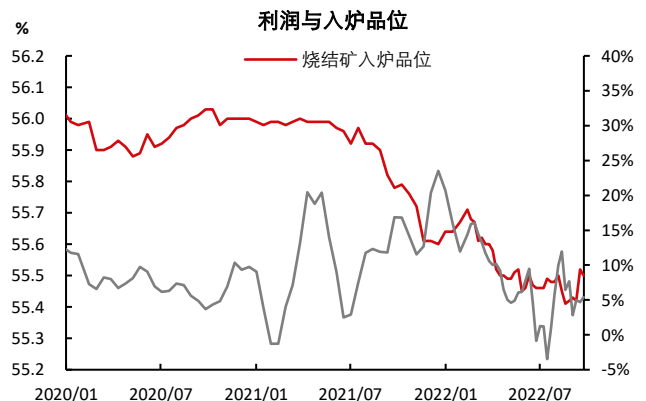
今年以来 FMG 发运冲量，且新财年发运目标提升至 1.87-1.92 亿吨，高硅低品的超特粉（Fe 56.5%）供应较为充足。当前钢厂低利润之下用矿偏好持续倾向于低品粉矿，导致超特粉的库存去化速度明显加快，进一步压缩品种间价差，预计四季度铁矿石不会出现品种间矛盾。

图 47： 15 港超特粉库存（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 48： 钢厂利润与入炉品位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

五、铁矿总结：供需双降，矿价承压

供给：四季度，主流矿山发运有望提升，环比增加 21%；但由于海外经济下行，矿价易跌难涨，非主流发运或面临缩减风险。国内铁精粉受矿难等外部影响严重，四季度供给总量或环比下降 1%。全年来看，铁矿预计供给同比减量 5700 万吨。

需求：目前钢厂盈利率重新回落，高炉已逐渐满产；长流程钢厂盈利情况或承压，预计铁水产量即将见顶。预估四季度国内生铁产量 2.1 亿吨，环比下降 390 万吨，同比增加 1300 万吨。

库存：国内“保交楼”政策落地较缓，且高炉利润持续下滑，铁水产量基本见顶，铁矿需求在四季度环比或下降 350 万吨，预估年底港口库存在 1.49 亿吨

左右。

总体来看，海外发运减量，内矿产量受限；终端需求仍然承压，铁矿需求难有改善；钢厂维持按需补库，结构性矛盾弱化；在基本面转松的趋势下，价格或延续弱势。长期展望来看，由于“基石”计划在2025年国产矿3.7亿吨目标的确定，国内外新投产项目将加速推进，我国铁矿的对外依存度或逐渐转弱；叠加海外矿山的产能增加，铁矿供需平衡将进一步转松，矿价仍有下行空间。

风险提示：矿山发运大幅减量，终端需求加速落地（上行风险）；国内限产影响加大；需求改善不及预期（下行风险）。

第三部分 焦炭：供需相对平衡，利润低位运行

回顾2022年三季度，焦炭市场跟随黑色板块，在预期与现实的剧烈博弈当中震荡前行。7月，海外衰退预期加剧，国内宏观情绪转弱，产业端，钢材现实需求低迷，低利润倒逼高炉大面积减产。伴随需求回落，焦炭承压回调，现货提降五轮，累计降幅1100元/吨。8月，低产量下钢材持续去库，钢厂利润修复，高炉复产带动原料补库需求，焦炭再度反弹，现货提涨400元/吨。

进入9月，疫情、假期和台风天气等因素制约钢材现实需求回升效率，“保交楼”政策逐步推进，落地效果仍有待观察。焦炭现货价格僵持，盘面总体跟随黑色板块震荡运行，等待验证钢材旺季需求。

展望四季度，钢材需求大概率环比修复，焦炭刚性需求较为可观，叠加钢厂焦炭库存普遍偏低，焦炭需求韧性较强，供应则主要跟随需求波动，自身供需矛盾不大，价格变化的主要驱动在于钢材端，需持续关注钢材需求及钢厂利润情况。

图 49： 焦炭现货价格走势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 50： 焦炭期货价格走势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

一、焦炭需求：国内需求支撑仍在，高出口恐难持续

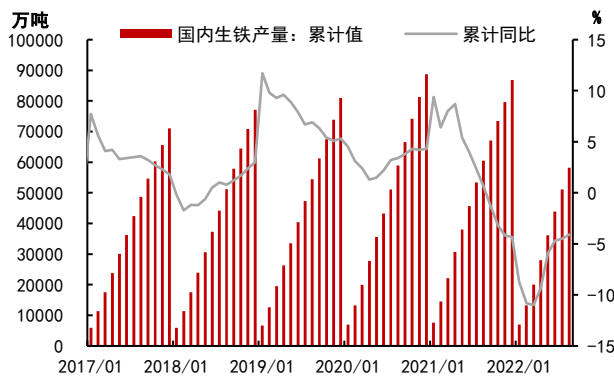
1、国内需求：钢材需求季节性修复，焦炭刚需支撑较强

焦炭需求取决于下游生铁产量，2022年1-8月，国内生铁累计产量5.8亿吨，同比下降3.8%（按产量累计值计算）。其中，8月份生铁产量7137万吨，同比下降0.5%，环比增加1.3%。

三季度，受钢材需求及钢厂利润引导，国内生铁产量整体波动较大。7月，钢材终端需求持续低迷，钢厂亏损倒逼高炉检修范围不断扩大，Mysteel口径日均铁水产量由6月高点243万吨降至215万吨以下。8月初，伴随焦炭五轮提降落地，钢厂利润逐步修复，高炉加速复产。9月以来，Mysteel口径日均铁水产量稳定在235万吨以上，焦炭日耗高位延续，叠加下游低库存，国庆节前钢厂有小幅补库需求，焦炭需求支撑相对较强。

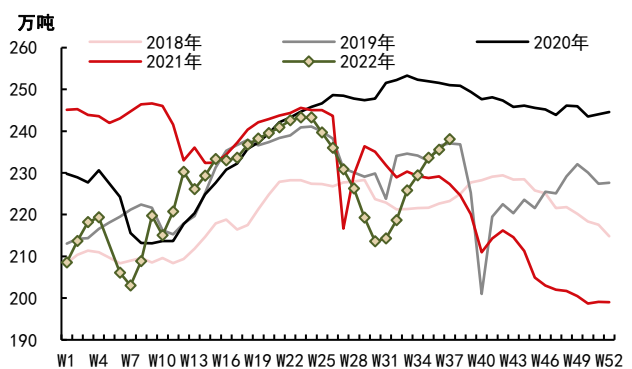
步入10月，预计钢材终端需求迎来季节性修复，地产端“保交楼”等政策效果或将逐步显现，前期基建投资托底钢材需求，加之当前钢厂仍有利润，暂不具备大范围减产驱动，预计10月铁水产量下降空间相对有限，焦炭国内需求仍存支撑。待冬季低温影响终端施工，焦炭日耗强度降跟随铁水产量迎来季节性回落。

图 51： 生铁累计产量及同比



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 52： 247家钢厂铁水产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、焦炭出口：海外焦炭需求受限，出口持续性存疑

2022年1-8月，焦炭出口603万吨，同比增长29.2%。其中，8月出口101万吨，同比增长77.2%。

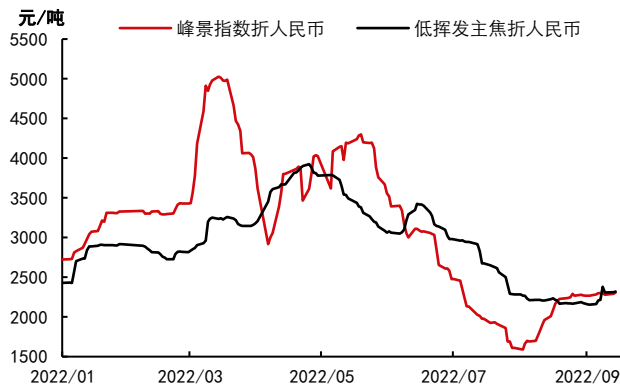
8月，印度、日本等国家高炉生产季节性回升，煤焦采购需求有一定增加，海外焦煤价格反弹，推高海外焦炭成本，叠加人民币较快贬值，我国港口焦炭出口成交回暖，带动港口焦炭贸易价格回升，库存去化。

然而，受制于钢材需求，海外高炉生铁产量同比降幅较大，焦炭需求强度有

限，四季度我国焦炭高出口恐难持续。近期我国部分钢厂开始从日本等地进口焦炭，后期海外过剩的焦炭资源或将逐步流向我国。

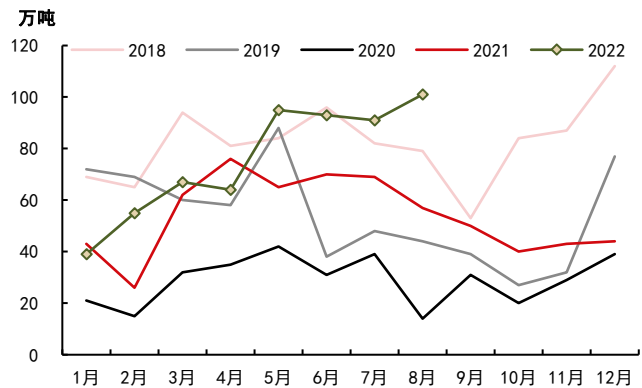
总体来看，相较于国内焦炭需求，焦炭出口在总需求中占比较小，在焦炭资源相对充足的当下，出口对国内焦炭市场的影响亦较为有限。

图 53： 海外焦煤价格走势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 54： 焦炭出口季节性



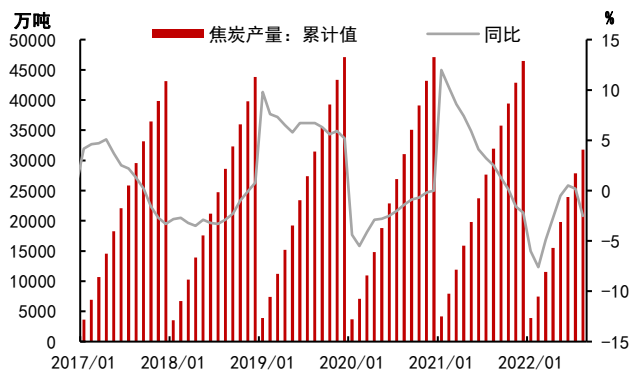
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、焦炭供应：焦化利润维持低位，焦企生产跟随需求节奏

2022年1-8月，全国焦炭累计产量为3.18亿吨，同比下降1.1%。8月，焦炭产量3911万吨，同比下降2.5%，环比增加0.8%。

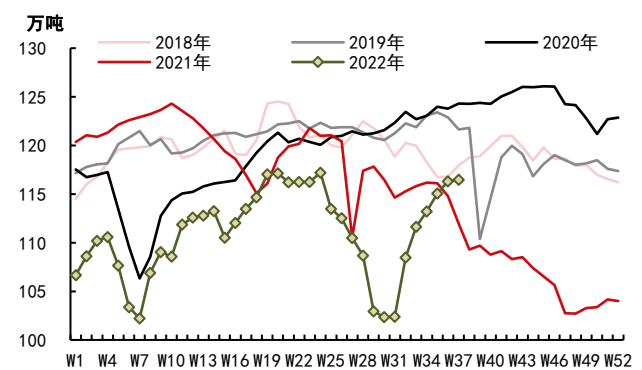
三季度，焦炭现货价格及焦化利润经历了较大波动，焦炭产量整体跟随铁水产量，呈先减后增的趋势。7月，钢厂利润恶化，焦炭价格承压，焦化厂普遍亏损，叠加下游需求回落，焦企生产整体收紧。8月，伴随焦炭两轮提涨完成，焦化利润修复，提产积极性较高，焦炭产量迅速回升。步入9月，焦化厂及钢厂利润均低位运行，焦企生产相对平稳。

图 55： 焦炭月度累计产量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 56： 焦炭周度产量季节性



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

当前焦化行业产能充足，政策性生产限制较弱，原料端炼焦煤供应平稳。外部因素对焦化生产的影响较弱，焦炭供应弹性相对较大，下游需求及焦化利润是影响焦炭产量的核心要素。展望四季度，钢材终端需求环比或有一定修复，11月之前，铁水产量难有显著回落，预计焦钢企业均维持较低利润，焦炭供应整体跟随下游需求，短期性波动幅度相对较小。

图 57： 焦钢企业利润走势

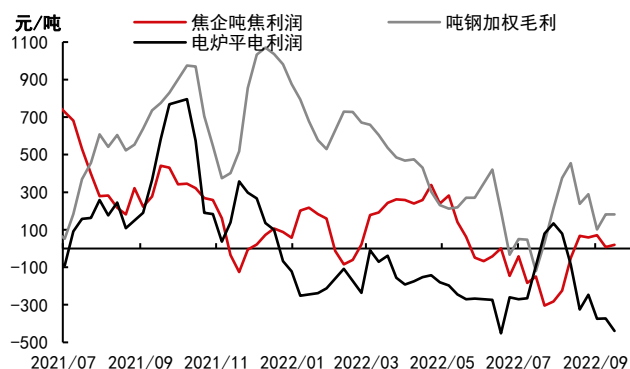
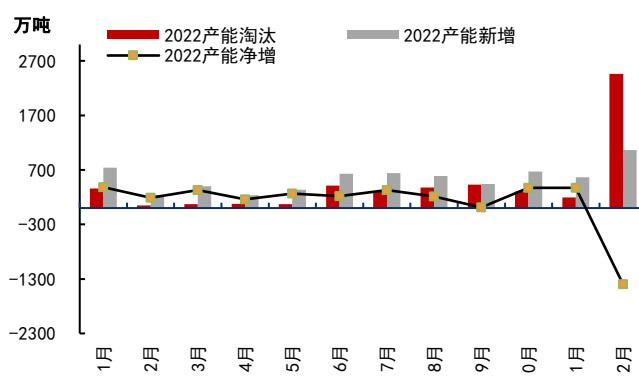


图 58： 2022 年焦炭产能淘汰与新增预估



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

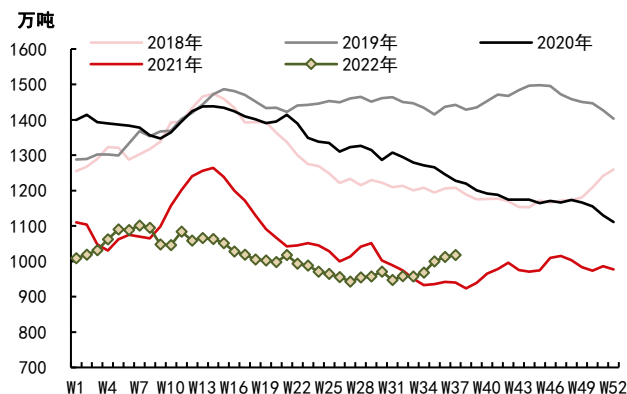
三、库存与价格展望：库存延续低位，价格跟随钢材震荡

回顾三季度，焦炭供需两侧均经历了较大起伏，而全产业链焦炭库存始终维持在较低位置。从库存结构上来看，上游焦企库存同比偏高，钢厂库存则持续低位，库存可用天数同比降幅逾 15%。钢厂现金流受限，加之焦炭现货价格变化节奏较快，钢厂普遍转变经营策略，对焦炭以按需采购为主，较少出现大规模囤货补库行为。临近国庆节，除部分焦炭库存极低的钢厂外，多数钢厂并未进行集中补库。

展望四季度，焦企生产节奏以配合下游需求为主，焦炭自身供需矛盾并不突出，预计总库存仍将延续低位水平。11月下旬至12月，冬季低温影响物流运输效率，为保证安全生产，传统上钢厂对原料有集中补库需求。今年，受制于低利润，预计钢厂焦炭补库强度将有所下降，焦炭下游低库存或将成为常态。

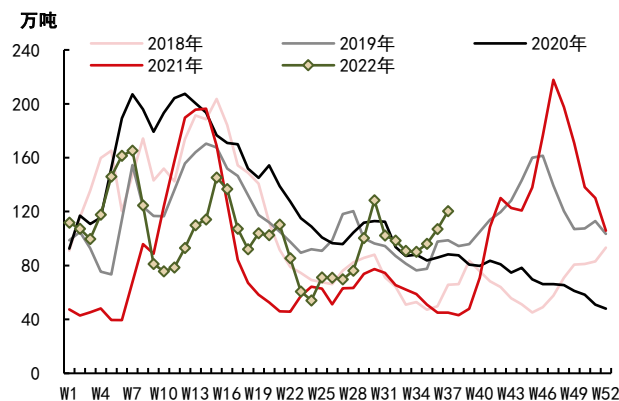
价格方面，焦化产能充裕，焦炭价格一方面受到下游钢厂挤压，一方面受到成本端炼焦煤支撑，价格驱动更多地集中在钢材端，最终取决于钢材需求高度与钢材利润水平。正如前文所言，四季度基建项目托底钢材需求，“保交楼”政策效果有待观察，钢材旺季需求环比或有一定修复，但高度或相对有限。10月是验证四季度钢材需求成色的关键阶段，若钢材需求不及预期，无法承接供给增量，钢厂利润压缩，将倒逼焦炭降价让利；反之，若钢材旺季需求修复，则将带动焦炭阶段性反弹。此外，需关注四季度是否会再度出现能源紧张，进而导致焦煤成本抬升，推高焦炭价格。

图 59： 焦炭总库存季节性



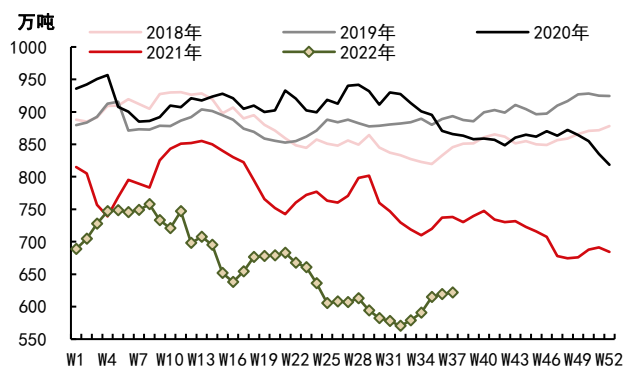
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 60： 全样本独立焦企焦炭库存季节性



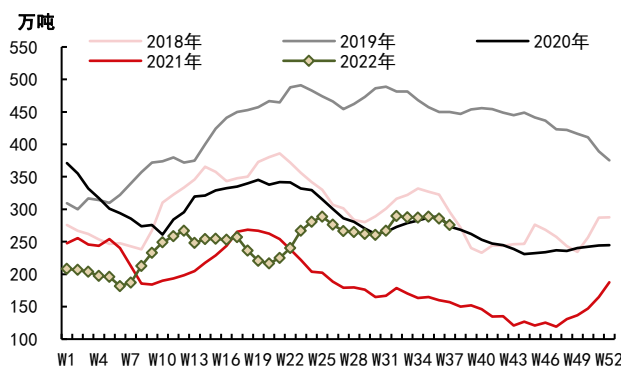
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 61： 247 家钢厂焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 62： 港口焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

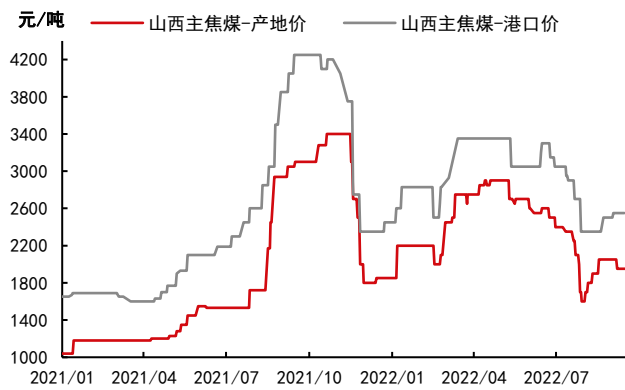
风险因素：钢材需求不及预期，焦煤成本坍塌（下行风险）；焦炭限产，煤矿保供增产不及预期（上行风险）。

第四部分 焦煤：库存低位支撑，关注供需错配风险

回顾三季度，焦煤价格整体处于宽幅震荡当中，市场节奏调整较快。7月，钢材需求现实与预期双弱，黑色板块大幅回调，焦煤价格随之承压，产地主焦煤普遍降价400-900元/吨。8月，钢厂利润有所修复，铁水产量快速回升，焦炭加速提产，在下游复产补库带动下，焦煤震荡反弹。直至8月末，市场对于钢材旺季需求的博弈加剧，焦钢企业对原料的采购态度愈发谨慎，焦煤市场情绪有所转弱。步入9月，钢材旺季需求尚待验证，焦煤供应对行情的扰动加剧。煤矿安全检查加严，焦煤供应存在减量预期，叠加国庆节前焦企补库，焦煤再现偏强走势。

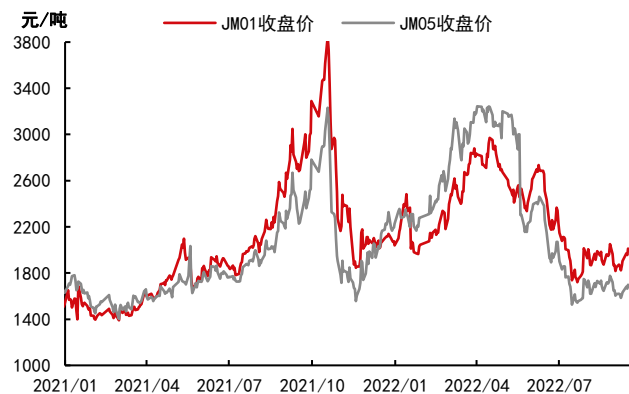
展望四季度，近期煤矿安全检查制约内煤产量释放，冬季动力煤保供或挤占部分配焦煤资源，焦煤供应面临阶段性收紧。需求端，钢材终端需求有望环比回升，加之焦煤全产业链低库存，需求韧性较强。总体来看，四季度焦煤需求底部支撑仍在，存在供需错配风险，低库存放大价格弹性，上方高度取决于钢材利润。

图 63： 焦煤现货价格走势



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 64： 焦煤期货价格走势



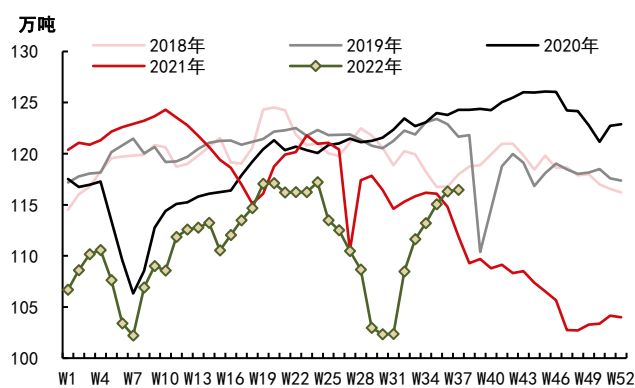
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

一、焦煤需求：钢材需求季节性改善，焦煤需求韧性较强

三季度，焦炭产量受到铁水产量及焦化利润引导，整体呈先减后增态势。7月，焦炭需求回落，焦化亏损严重，焦企对原料煤的采购较为谨慎，焦煤现货需求疲软，下游焦煤库存持续去化至近五年低位。8月以来，焦企大范围提产，焦煤高日耗叠加低库存，需求整体回暖。

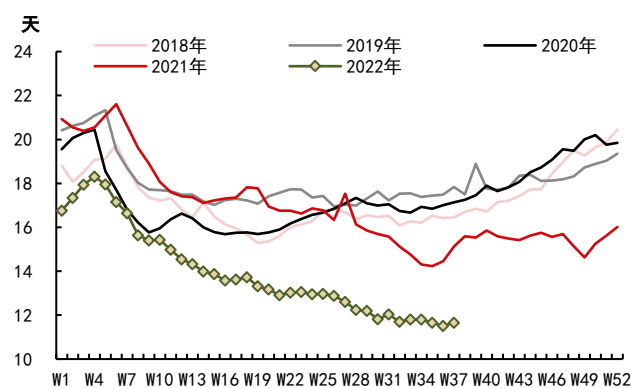
展望四季度，钢材需求迎来季节性改善，焦钢企业维持低利润运行，焦企开工相对平稳，按需采购焦煤，焦煤刚需强度尚可。此外，伴随冬季来临，北方低温影响物流运输效率，相较于夏秋季节，下游对焦煤库存天数的要求将有所提高，焦钢企业冬储补库需求增加。

图 65： 焦炭日均产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 66： 钢厂+焦化厂焦煤库存可用天数



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

二、焦煤供给：国内供应有所收紧，进口资源高位震荡

1、国内：煤矿安全检查加严，焦煤产量阶段性收紧

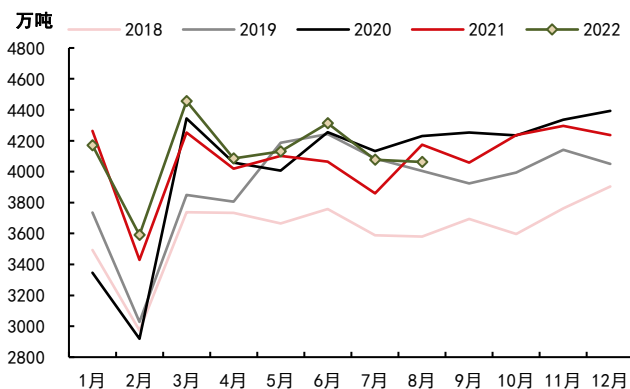
2022年1-8月，我国炼焦煤累计产量3.29亿吨，同比增长2.2%。其中，8

月焦煤产量 4063 万吨，同比下降 2.7%，环比下降 0.3%。

今年上半年，伴随煤炭保供政策的持续推进，国内煤矿生产强度普遍较高，焦煤供应同比增量明显。三季度，山西等焦煤产区进入汛期，疫情阶段性扰动，煤矿生产及发运效率受到影响，国内焦煤产量环比下降。

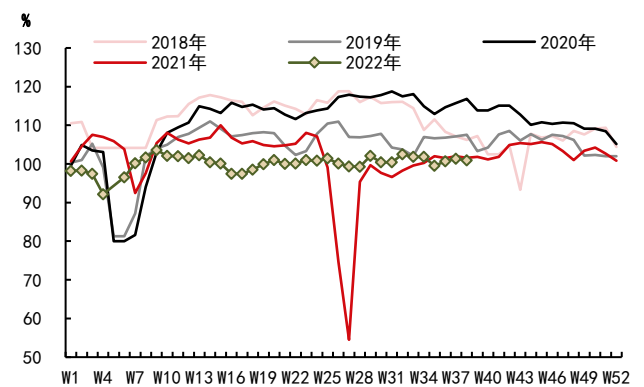
9 月以来，煤矿安全事故多发，国内煤矿安全检查有所加严，加之部分煤矿有设备检修需求，山西焦煤生产边际收紧。二十大结束前，国内焦煤产量难有增量，国内焦煤供应紧张的预期加强。此外，在能源紧张的大背景下，采暖季电煤需求或将挤占部分配焦煤资源。总体来看，四季度国内焦煤供应或阶段性收紧。

图 67： 国内焦煤月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 68： 国内焦煤矿权重开工率季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

2、进口：蒙俄进口高位震荡，海运煤进口空间有限

根据海关总署公布的进口数据，2022 年 1-8 月，我国累计进口焦煤 3857 万吨，同比增长 26%。其中，8 月进口量 641 万吨，环比增幅 5%，同比增幅 31%。从进口来源国来看，1-8 月，蒙煤进口 1313 万吨，占比 34%；俄煤进口 1235 万吨，占比 32%；加拿大焦煤进口 554 万吨，占比 15%；美国焦煤进口 368 万吨，占比 10%；前期滞港通关澳煤 209 万吨，占比 5%。

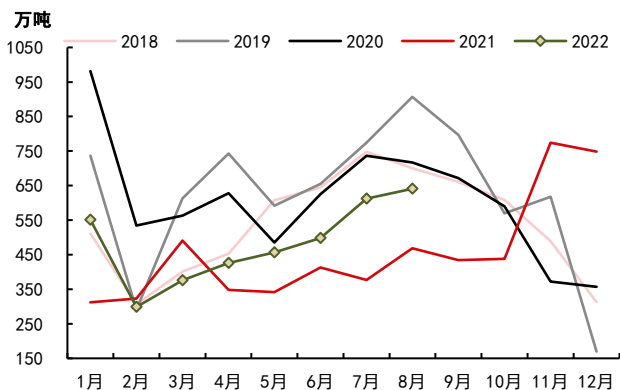
今年 3 月以来，我国焦煤进口总量持续增长，增量主要体现在蒙煤和俄罗斯煤进口。蒙煤方面，中蒙政府为甘其毛都口岸制定了 2022 年通关 1700 万吨煤炭的目标。三季度，蒙煤通关量持续回升，甘其毛都口岸通关量围绕 600 车上下波动，策克及满都拉口岸通关量亦呈现增长态势。虽然口岸有零散疫情出现，但对通关量的扰动相对有限，预计四季度蒙煤通关量保持相对高位，需要注意的是，冬季低温冷冻天气或对汽运效率形成一定限制。

俄煤方面，欧盟对俄罗斯的煤炭禁令生效后，俄煤更多地转向亚洲市场，四季度俄煤进口量大概率高位震荡，但受制于煤炭品质，俄煤无法单独作为主焦煤使用。以美国、加拿大为代表的海运煤方面，由于进口利润较低，运费高，船期长，我国贸易商进口积极性不高，该部分进口对我国焦煤整体供应的补充作用较

为有限。

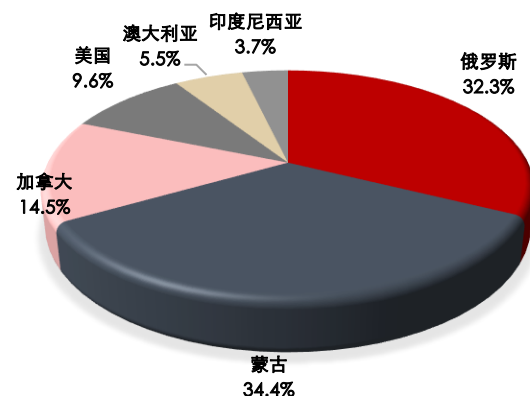
综合来看，四季度焦煤进口量大概率与三季度环比持平，焦煤供应端的主要变量在于国内焦煤产量。

图 69: 焦煤月度进口量季节性



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 70: 1-8 月各国焦煤进口量占比



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

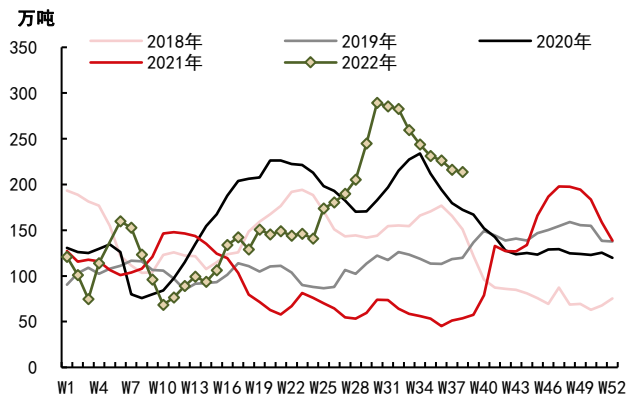
三、库存与价格展望：存在供需错配风险，低库存放大价格弹性

回顾三季度，受到安检、降雨、疫情等因素扰动，国内焦煤供应环比回落，进口焦煤则呈增长态势，相较于二季度末，焦煤供应总量有所收紧。需求端，铁水产量起伏较大，焦钢企业对焦煤的采购态度较为谨慎，经历过 7 月份的主动去库，下游焦煤已至极低位置。近期，伴随铁水产量回升，高日耗低库存对焦煤价格起到较强的支撑作用。

展望四季度，10 月份，钢材需求季节性回暖，焦煤日耗高位延续。与此同时，国内煤矿安全检查整体呈加严态势，10 月焦煤产量或有一定收紧。届时焦煤或将面临阶段性供需错配，加之下游低库存进一步推升市场抢购情绪，焦煤具备一定的反弹驱动，而反弹高度则取决于钢材需求情况，若钢厂利润难有起色，原料反弹空间亦较为有限。此外，步入冬季，下游冬储、国内电煤保供、全球能源紧张等因素均不同程度上扰动焦煤市场。

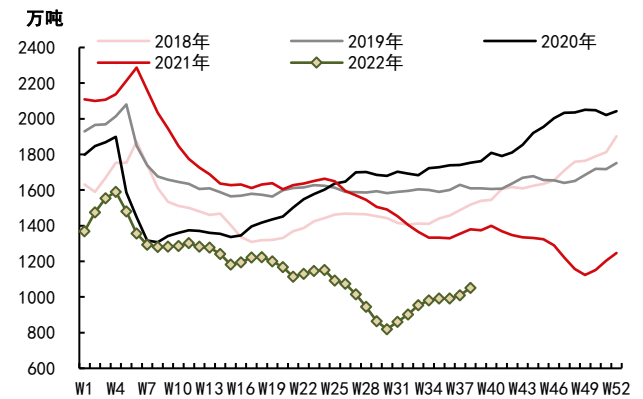
总体来看，高需求及低库存支撑下，四季度焦煤深跌空间有限，预计整体呈震荡走势，阶段性供需错配驱动反弹行情。需要注意的是，若下游高炉大范围压产，焦煤静态平衡将被打破，供需宽松背景下，下方空间将再度打开。

图 71： 煤矿精煤库存季节性



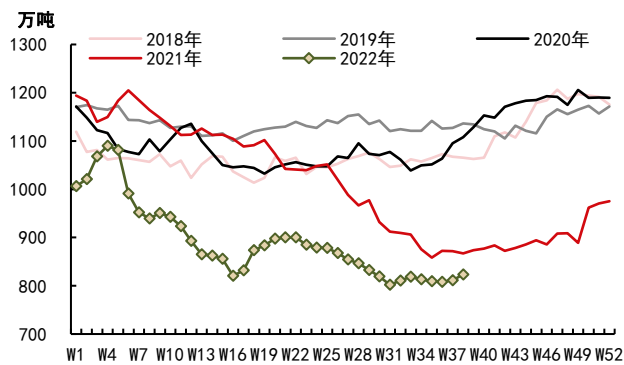
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图 72： 全样本独立焦企焦煤库存季节性



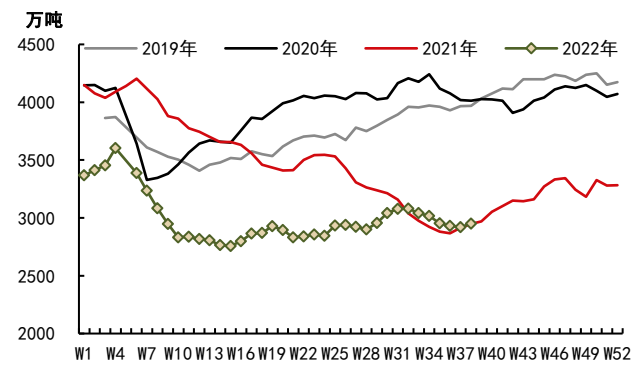
数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图 73： 247 家钢厂焦煤库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

图 74： 焦煤总库存季节性



数据来源：Wind 汾渭数据 Mysteel 中信期货研究所

风险因素：进口政策放松、需求不及预期（下行风险）；煤矿安检加严（上行风险）。

第五部分 铁合金：终端需求偏弱，合金震荡运行

一、硅铁：成本变动有限，利润驱动硅铁产量

今年三季度黑色整体呈震荡走势，硅铁在亏损下主动减产维持低开工率，9月在旺季需求预期下亏损有所收窄，复产速度相比钢厂偏慢，当前供应暂无政策限制，低开工率低产量下供应弹性较大。四季度需求难有明显好转，硅铁库存压力较小，产量主要受需求情况和利润水平驱动，价格走势取决于合金厂和钢厂相对复产的节奏和程度，预计保持区间震荡的状态。

1、硅铁需求：钢厂持续复产，需求高位运行

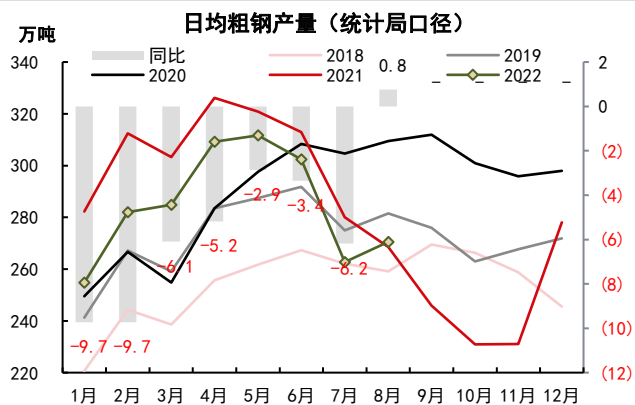
1.1 炼钢端：终端需求偏弱，硅铁需求增量有限

硅铁的下游中，钢铁行业消费占比超过 72%。由于终端需求偏弱，当前粗钢

产量偏低,1-8 月份统计局口径粗钢产量 69314 万吨,同比减少 3987 万吨(-5.4%)。7 月末开始钢厂利润逐步修复,钢厂陆续复产,钢材产量回升。但 8 月中下旬,受高温影响,安徽、四川、浙江等地进行不同程度限电,电炉厂复产进度受到影响。8 月铁水产量环比减少 3.14 万吨/日至 222 万吨/吨,同比下降 3.2%;9 月高温限电逐渐缓解,在金九银十需求旺季预期下长短流程复产持续。

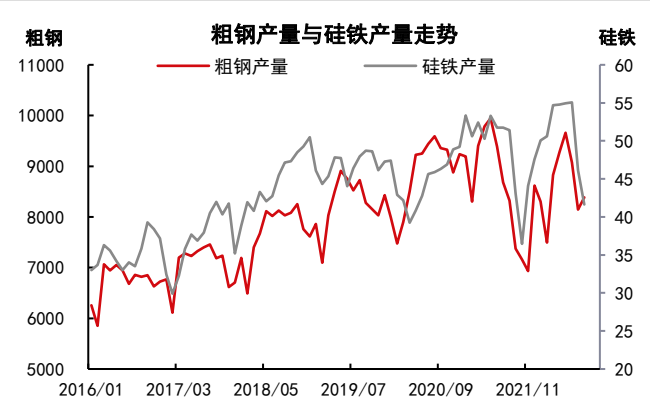
金九银十旺季需求难有超预期表现,保交楼背景下对粗钢产量有一定支撑,但房企资金持续紧张,施工、竣工能力受限,四季度新开工难有好转,在需求较为低迷,钢厂利润较低背景下,四季度政策性粗钢减产的压力不大,年底或以季节性减产为主,粗钢产量跟随终端需求变化。当前钢厂持续复产,带动硅铁需求高位运行,但硅铁需求受制于粗钢产量,增量空间有限。

图 75: 日均粗钢产量季节性



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 76: 粗钢产量与硅铁产量走势



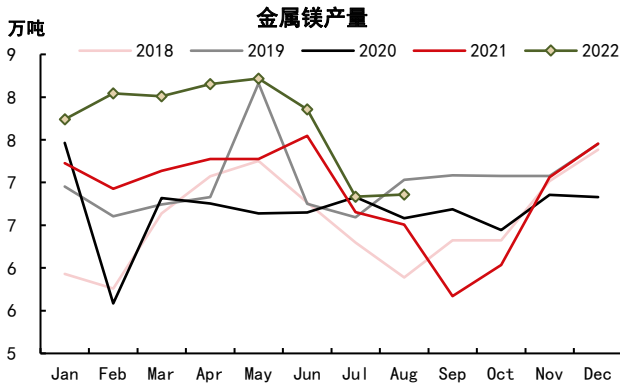
资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.2、金属镁：汽车行业政策加持，硅铁需求或有支撑

硅铁的下游消费中,金属镁消费占比在 15%左右。2022 年 8 月中国金属镁产量为 6.86 万吨,环比增加 0.44%,同比增加 5.38%,1-8 月份,国内金属镁累计产量为 61.71 吨,同比增加 9.12%。国内金属镁产量在世界的占比超过了 80%,多应用于汽车相关行业,5 月国常会推出 6 方面 33 项新增稳增长措施,减征购车购置税 600 亿元,6 月国常会进一步加大汽车消费支持力度,购置税优惠等促进消费政策持续发力,三季度产销同比快速增长全年增速回正。1-8 月,汽车产销分别完成 1696.7 万辆和 1686 万辆,同比分别增长 4.8%和 1.7%。

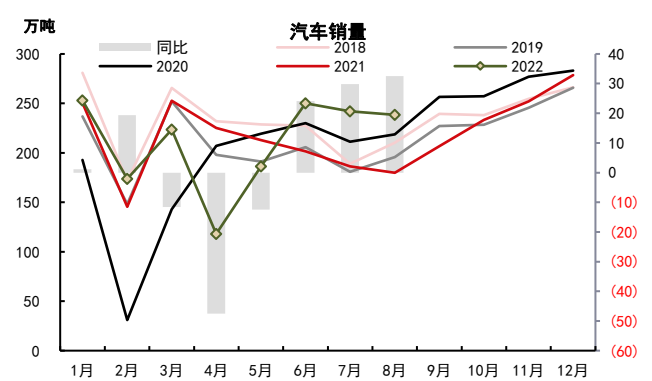
7-8 月份以来,下游需求不佳,金属镁价格下行,镁厂利润下滑,检修停产增多,9 月份以来,镁厂夏季检修基本结束,终端需求也有小幅改善,镁价止跌企稳,带动镁开工率回升。在稳经济、稳就业的背景下,政策刺激效应或将在四季度进一步发酵,带动镁产量回升,一定程度上支撑硅铁需求。

图 77： 金属镁产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 78： 汽车产销回升

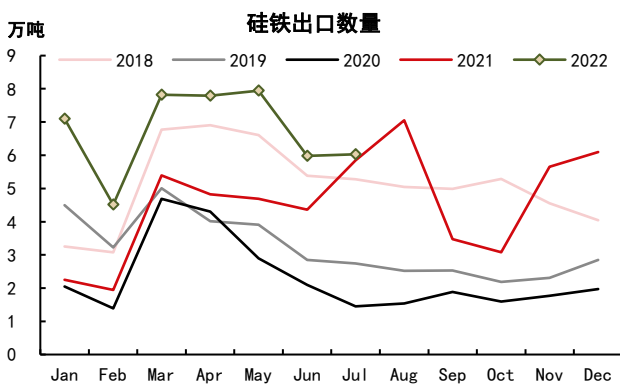


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

1.3 出口端：通胀加息延续，出口或将回落

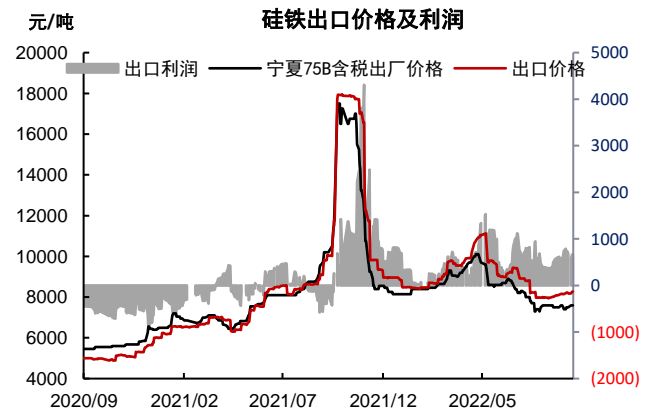
一直以来，我国是硅铁净出口国，海关数据 2022 年 1-7 月国内硅铁出口 45.8 万吨，同比增长 156.2%，增幅较大。俄罗斯等国为传统硅铁出口国，受海外地缘政治影响，国际硅铁贸易再重构，硅铁出口大幅增加。随着地缘冲突有所缓和，硅铁出口难以全年保持高增，美国和欧洲通胀超预期，海外加息潮对出口也会有所抑制。

图 79： 硅铁月度出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 80： 硅铁出口价格



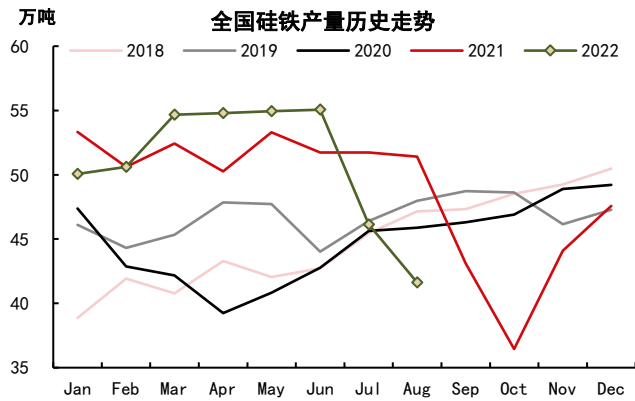
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、硅铁供应：政策暂无限制，利润驱动产量

硅铁作为典型的高耗能品种，去年双碳环境下，受到的供给扰动较多，一度也导致供给紧张、价格大涨。但 2022 年政策主线为稳增长，主产区能耗指标相对宽松，硅铁供应主要受到利润和需求端的影响。7 月受终端需求偏弱影响黑色系大跌，铁水产量回落，硅铁产量和开工率大幅下降；8 月兰炭价格上行，叠加钢厂维持低库存按需采购原材料，硅铁厂家陷入亏损维持主动减产。7-8 月硅铁产量 87.7 万吨，同比 2021 年下降 15%，1-8 月累计产量 407.9 万吨，同比 2021 年下降 1.7%。9 月在旺季需求预期下亏损有所收窄，但复产速度相比钢厂偏慢，当

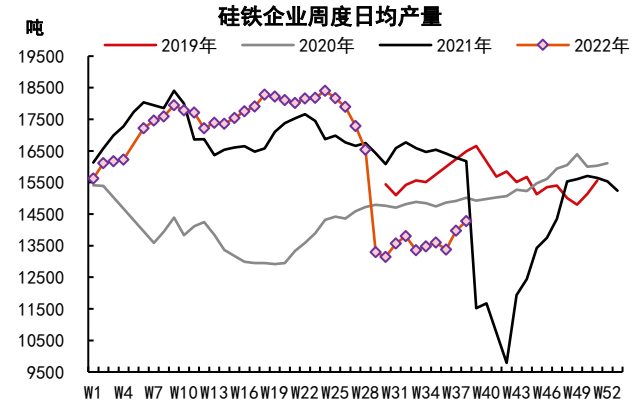
前供应暂无政策限制，低开工率低产量下供应弹性较大，四季度产量主要受利润水平驱动，虽行业产能相对过剩，若无法恢复盈利，硅铁产量可能仍偏低。

图 81： 硅铁月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 82： 136 家硅铁企业开工率

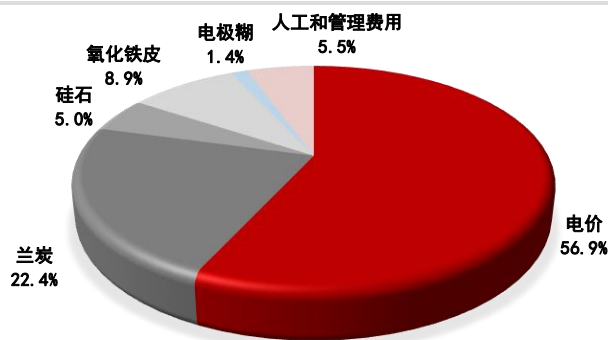


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、硅铁成本：变动空间有限，硅铁成本稳定

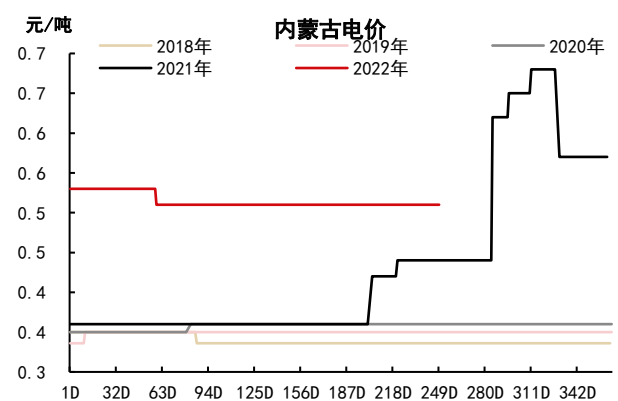
从硅铁的成本结构来看，电费、兰炭、硅石、氧化铁是主要的几个成本项，特别是电费成本、兰炭，这两项成本占比接近 80%。今年气候异常状况频发，全国电力供应趋紧、电网超负荷运行，部分地区新兴产业也逐步取消优惠电价，电价大趋势上行，四季度电价易涨难跌。虽然今年增大了煤炭保供的力度，但从煤炭供给宽松到电力成本下调，相对滞后，电力部分成本下跌的空间有限。8 月份兰炭价格有所上行，价格已处在相对高位。总体而言，预计四季度硅铁成本变化空间不大，成本相对稳定。

图 83： 硅铁各项成本占比



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 84： 主产区电费情况跟踪



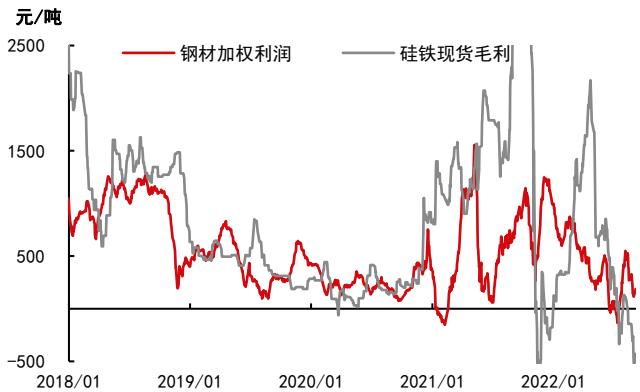
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

4、硅铁展望：成本变动有限，利润驱动硅铁产量

需求端，金九银十旺季有边际改善，但四季度终端需求难有明显好转，整体限制硅铁需求高度。供应端当前暂无政策限制，低开工率低产量下供应弹性较大，

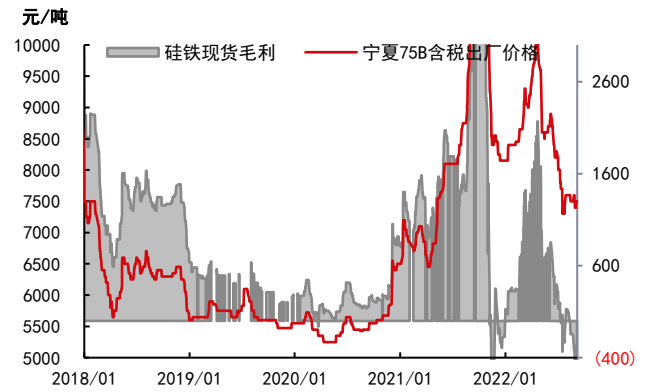
四季度产量主要受利润水平驱动。硅铁成本相对稳定，当前亏损程度减弱，产量逐步恢复，硅铁社会库存不高，价格弹性较大，预计在四季度保持宽幅震荡，利润和钢厂需求是主要影响变量。

图 85： 硅铁现货价格与钢材利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 86： 硅铁现货价格与利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

风险因素：终端需求加速回升、能源紧张再现（上行风险）；需不及预期，钢厂减产加速落地（下行风险）

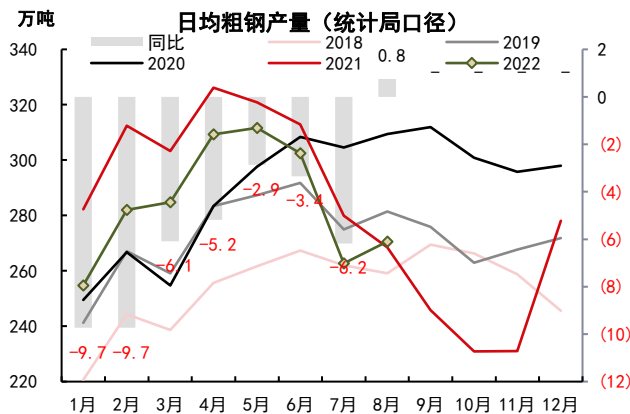
二、硅锰：供需相对宽松，硅锰宽幅震荡

今年三季度黑色整体震荡运行，硅锰供需宽松，成本跟随锰矿价格逐步下移，利润有所修复。四季度需求难有明显好转，供需宽松的格局或将持续，价格走势取决于合金厂和钢厂相对复产的节奏和程度，预计保持承压区间震荡的状态。

1、硅锰需求：终端需求偏弱，硅锰需求增量有限

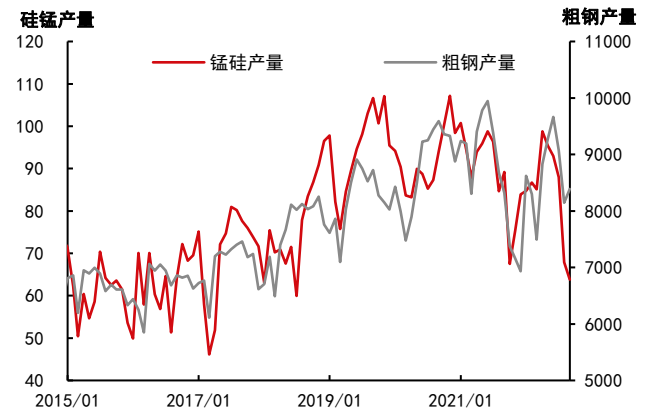
硅锰的下游较为单一，全部消费集中在钢铁行业，近一半的产量用于下游螺纹钢生产。由于终端需求偏弱，当前粗钢产量偏低，1-8 月份统计局口径粗钢产量 69314 万吨，同比减少 3987 万吨（-5.4%）。1-8 月螺纹产量 15542 万吨，同比减 2220 万吨（-12.5%）。当前国内经济弱复苏，地产拖累建筑用钢需求，金九银十旺季难有超预期表现，保交楼背景下对粗钢产量有一定支撑，房企资金持续紧张，施工、竣工能力受限，四季度新开工难有好转，在需求较为低迷，钢厂利润较低背景下，四季度政策性粗钢减产的政策压力不大，年底或以主动性减产为主，粗钢产量跟随终端需求变化。需求受制于粗钢产量，增量有限。

图 87： 月度粗钢产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 88： 螺纹产量与硅锰产量走势



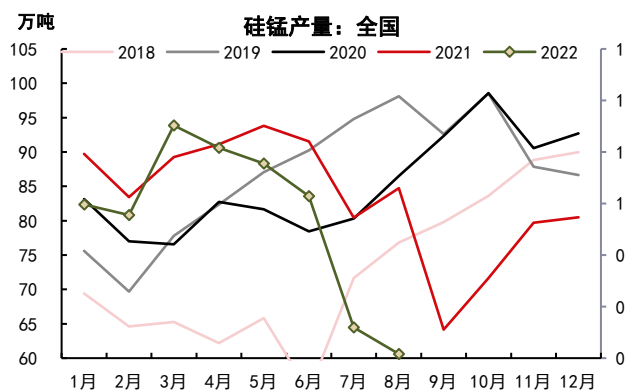
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、硅锰供应：低利润倒逼减产，供给弹性较大

自5月受硅锰亏损幅度扩大以来，锰系专业委员会两次号召减产，但效果有限。6月中下旬受终端需求偏弱影响黑色系大跌，铁水产量回落，硅锰再度转入亏损，硅锰厂家主动减产，硅锰产量和开工率大幅下降。7月28日中共中央政治局会议提出保交楼政策，硅锰跟随钢厂逐步复产，产量缓慢增加。7-8月硅锰产量125.1万吨，同比2021年下降24.2%。

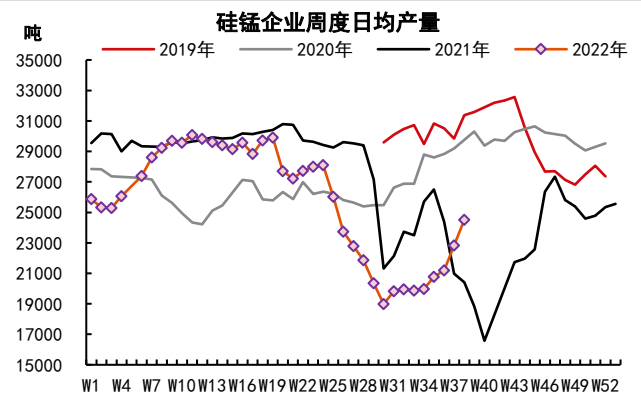
在能耗双控解除的背景下，合金厂生产尚未受到政策段约束，以主动性减产为主，开工率较低供给弹性较大。在高库存、低利润、需求偏弱的背景下，四季度硅锰产量或难以回到年初水平。

图 89： 硅锰月度产量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 90： 硅锰周度产量情况



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3、硅锰成本：锰矿下行趋缓，电力焦炭成本刚性

从硅锰的成本结构来看，锰矿、电力、焦炭是最大的三个成本项目，在钢厂低利润，减产倒逼下，硅锰成本仍有下行压力，硅锰三项成本走势有所分化。

锰矿方面，2022年1-7月，锰矿累计进口1673万吨，同比减少189万吨，下降10.17%，其中澳洲矿减量最大达到79.3万吨，南非和巴西分别减少42.5、16.4万吨。三季度硅锰产量大幅下滑，锰矿港口库存转向累积，澳矿价格由二季度高点63元/吨度下降到45.6元/吨度。锰矿价格下跌带动硅锰成本下降，亏损程度减小，北方有小幅盈利。

锰矿不确定性增加。到港的锰矿石一般是1-2个月前从海外港口装船的矿石，用现在锰矿的市场价减去1.5月前的海外矿山锰矿的人民币报价，可以大致拟出锰矿商的贸易利润。当前港口锰矿到货成本较高，锰矿价格基本回到了年初的水平，部分贸易商亏损，价格僵持不下，挺价情绪较强；受制于当前较高库存，叠加四季度到货成本或随着矿山报价逐步下移，锰矿价格仍有压力。

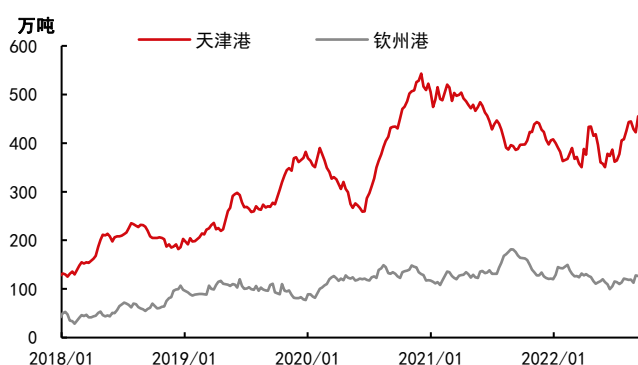
但终端需求弱恢复、锰矿大跌后临近成本、人民币汇率贬值，海运费价格回升，总体来看，预计四季度港口锰矿价格跌幅将趋缓，难有坍塌式下跌。

电力方面，今年气候异常状况频发，全国电力供应趋紧、电网超负荷运行，部分地区新兴产业也逐步取消优惠电价，虽然今年增大了煤炭保供的力度，但经济需求恢复、气候异常，煤价从煤炭供给宽松到电力成本下调相对滞后，电力部分成本下跌的空间有限，四季度电价难有下跌。

焦炭方面，自身供需相对平衡，成本端焦煤安检影响产量、叠加冬储补库，价格支撑较强，四季度焦炭价格走势更多地受到焦煤支撑及钢材终端需求的影响。焦炭在硅锰成本中占比相对较小，对焦炭成本持中性观点。

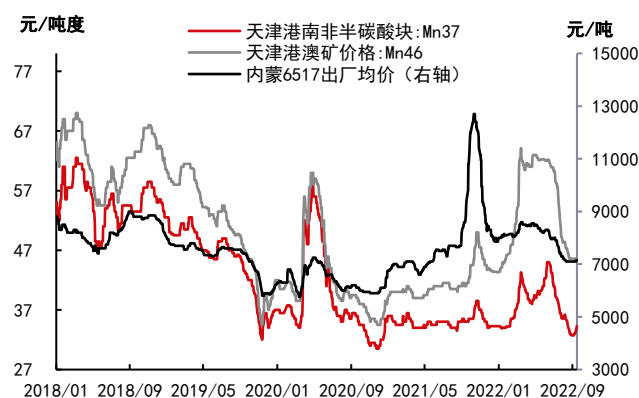
综合来看，锰矿成本不确定性增加，电力焦炭成本持稳，对终端需求保持谨慎的态度下四季度硅锰成本下降空间不大，预计产地成本低点在6800-7000波动。

图 91： 进口锰矿库存维持高位



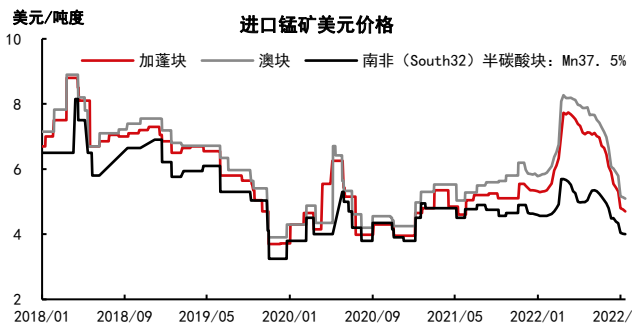
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 92： 锰矿价格回落



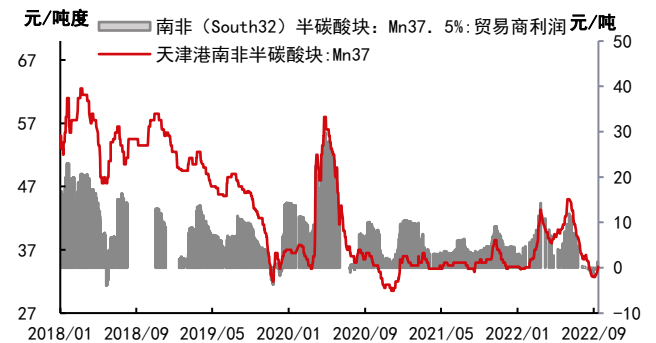
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 93： 进口锰矿美元报价



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 94： 锰矿港口贸易利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

4、硅锰市场展望：总体供需宽松，硅锰宽幅震荡

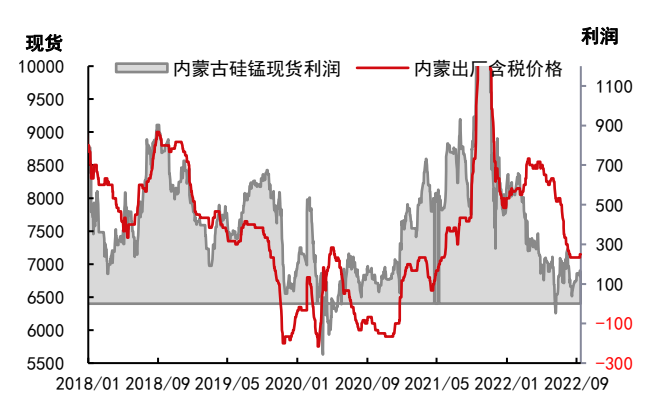
需求端，金九银十需求或有边际改善，但四季度终端需求难有超预期好转，限制硅锰需求高度。供给端，政策尚未有供给约束，硅锰产量将主要受行业利润调节，当前北方合金厂利润有所恢复，南方亏损减小，硅锰供需产能相对相对宽松，产量又受到低利润约束，暂未大幅过剩。成本端，电力等成本相对稳定，锰矿成本面临较大不确定性，但短期或难以崩塌，成本跟随港口锰矿价格动态变化。由于终端需求难以明显改善，钢厂、合金厂供给弹性较大，硅锰价格走势取决于相对复产的节奏和程度，四季度或继续保持区间震荡，震荡区间在 7000-8000。

图 95： 硅锰期现价格



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 96： 硅锰现货利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

风险因素：终端需求加速回升（上行风险）；需求改善不及预期，减产政策加速落地（下行风险）

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>