

熊市基调难以逆转 阶段反弹机会可期

内容提要：

- 1、黑色产业链各品种价格自年初开始“跌跌不休”，仅三月份出现小幅且短暂的反弹，期价屡创新低，截至 6 月 20 日，焦煤主力合约跌破 800 元/吨，焦炭主力合约在 1130 元/吨一线震荡，铁矿石在 660 元/吨附近，螺纹钢在 3000 点附近，均以低位震荡为主。对于黑色产业链来说，整体氛围仍较悲观，熊市基调不改。
- 2、2014 年以来，中国经济增速在调结构、促改革的节奏中平稳回落。5 月份以来“微刺激”政策频出，宏观环境有所好转。
- 3、炼焦煤供需紧平衡的格局仅短短两个月，目前重回供过于求。焦化企业对炼焦煤的采购积极性将有所下降，三季度进口量仍将维持高位，对于焦煤价格极其不利，预计国内炼焦煤市场仍将延续弱势格局。
- 4、铁矿石港口库存和钢厂库存均维持居高不下之势，后期将经历“去库存”过程，不利于铁矿石价格。青岛港融资风波的发酵将以铁矿石为首的进口大宗商品推上风口浪尖，后期铁矿风险点仍在贸易商资金链上。
- 5、钢材产量增速放缓，出口增加，社会库存持续回落至 2010 年以来（剔除 2011 年）同期最低水平。预计下半年宏观面略微好转将令房地产市场稍有喘息之机，传导至钢材市场则是存在阶段性反弹机会。钢材价格有望超跌反弹。
- 6、率先做多螺纹 1410 合约，背靠 3050 点入场持有，目标位 3300 点。需密切关注宏观信息。铁矿石仍存去库存要求，有望再度探低，短期逢高抛空看向 670 元/吨。中线在 670 点之下逢低入多，并持有看向 800 点。煤焦近期仍维持低位震荡整理，直到港口库存大幅下降，钢厂重建库存时，再入场中线多单。或滞后钢价一个月的时间。

分析师

石磊

从业资格号：F0270570

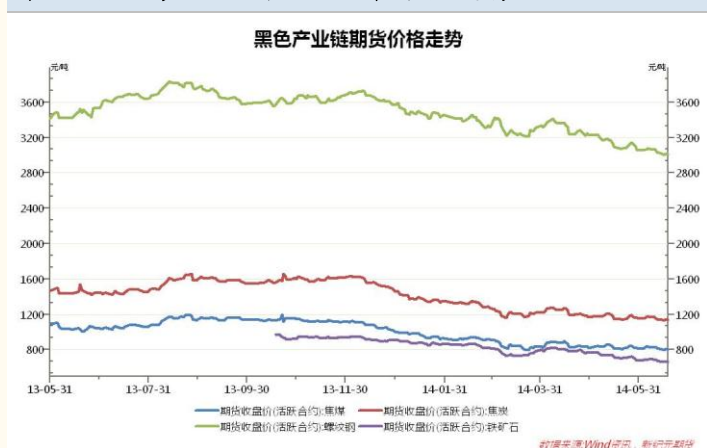
电子邮箱：

catherine.shilei@gmail.com

一、行情回顾——上半年“跌跌不休”

黑色产业链相关品种主要包括上游焦煤、铁矿石，中游焦炭以及下游钢材（由于卷板上市时间较短，暂只考虑螺纹钢）。黑色产业链涉及的煤炭、焦化、矿石和钢铁行业，均在过剩行业黑名单前列。2014 年宏观经济的主题就是“调结构”，上述行业在淘汰落后产能、优化产业结构的进程中首当其冲。黄金十年中积累而来的大量煤炭、焦化、钢铁产能，遭遇经济下行、需求下滑时，自然挤压出环环高企的库存。焦煤、铁矿、焦炭和螺纹钢期货价格在上半年的表现，就是最有力的证据。从图 1 可以看出，四个品种自年初开始“跌跌不休”，仅三月份出现小幅且短暂的反弹，期价屡创新低，截至 6 月 20 日，焦煤主力合约跌破 800 元/吨，焦炭主力合约在 1130 元/吨一线震荡，铁矿石在 660 元/吨附近，螺纹钢在 3000 点附近，均以低位震荡为主。

图 1：黑色产业链相关品种价格走势



来源：新纪元期货研究所

图 2：CPI 和 PPI 同比与环比增速



二、宏观背景——上半年偏紧、下半年微松

2014 年以来，中国经济增速在调结构、促改革的节奏中平稳回落。从宏观经济数据来看，1-5 月份 CPI 当月同比基本维持于 2.5% 一下，甚至在 4 月探至 1.8%，创 2012 年 10 月以来新低。工业生产者出厂价格指数（PPI）当月同比自 2012 年 2 月以来均为负值，而环比连续五个月走低。一季度 GDP 初值为 7.4%，已经回落至全年目标值 7.5% 以下。二季度以来，政府频出“微刺激”政策，5 月 CPI 当月同比回升至 2.5%，PPI 环比跌幅连续两个月收窄，煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼、非金属矿物制品等行业出厂价格环比有所下降，但环比降幅与 4 月份持平或略有收窄，调节效果虽然并不十分显著，仍显示出工业品市场需求略微回暖。中国官方 PMI 和汇丰 PMI 双双加速回升，新订单指数、生产指数、购进价格指数、采购量指数等主要分项指数涨幅明显。整体上从 5 月份的来看数据来看，宏观环境有所好转。

在中国经济进入“新常态”后的今年上半年，央行两次实施“定向降准”措施，李克强总理也在 6 月 6 日和 6 月 10 日两次提到“定向调控”新思路，至此市场对于央行“全面降准”的幻想破灭。央行已经采用逆回购、再贷款、定向降准调控基础货币，市场预期，央行将用简称 PSL（抵押补充贷款）的新型基础货币投放工具为市场特定领域注入流动性。投资资金来源有所改善，基建投资加速回升，但地产投资仍疲弱。中国 1-5 月房地产投资同比增长 14.7%，较前 1-4 月 16.4% 的同比增速明显回落，且房地产投资增速为连续第四个月回落。房地产市场遇冷，投资、销售持续下滑，开工持续负增长使得房地产成为影响今年经济走势最大的不确定因素。

对于黑色产业链来说，整体氛围仍较悲观。钢铁行业虽然符合实体经济的条件，但是在淘汰落后产能及环保等政策的高压下，行业盈利能力大打折扣，使得融资能力减弱，今年上半年，钢材融资过度向上游传导至铁矿石融资过度，青岛港的一系列风波引发市场对于后期铁矿石贸易商资金链的担忧。

三、原材料市场——焦煤、铁矿感染“去库存”

（一）焦煤

根据国家发改委的规划，至 2015 年我国煤炭产能将达 41 亿吨，实际上 2013 年煤炭产能预估值已经超过 41 亿吨，提前完成目标。目前国内煤炭在产和在建产能约为 55 亿吨，但煤炭需求增长空间不大，使得煤炭总体过剩局面难以改变。2014 年 5 月全国原煤产量 3 亿吨，较 4 月产量小幅下滑 100 万吨，整体上看，上半年除 2 月份产量因春节因素触底，自 3 月以来煤炭产量逐步小幅下降。4 月份全国炼焦煤产量 4749.65 万吨，较 3 月份的 5340.39 万吨减少 4.55%，但较去年同比上涨 3.99%。随着国内焦煤价格的一路下跌，进口煤的价格优势逐渐消失，一季度炼焦煤进口量仅 1296.82 万吨，但随着进口煤价格的回落，质优的吸引力逐步回归，4 月炼焦煤进口量大幅回升至 646.98 万吨。1-4 月份我国进口炼焦煤总量 1943.78 万吨，同比下降 19.5%，其中从澳大利亚进口炼焦煤 960.63 万吨，同比下降 3.46%，进口均价 132.76 美元/吨，从蒙古国进口炼焦煤 408.38 万吨，同比增长 1.28%，进口均价 62.42 美元/吨。今年澳大利亚炼焦煤产能大量释放，出口均价逐月下降，预计 6 月份澳大利亚进口炼焦煤进口量仍将维持高位。1-4 月国内炼焦煤消费呈现出低位小幅回升的格局，4 月份消费量为 5217.17 万吨，较 1 月的 4868 万吨消费量增加 348.17 万吨，但环比增幅平缓，与去年同期相差无几。

图 3: 炼焦煤供需平衡图



来源: 新纪元期货研究所

图 4: 炼焦煤各环节库存



5 月份下游补库量开始减弱, 5 月下旬港口炼焦煤库存总量由降转升, 港口炼焦煤成交情况不甚理想, 库存或继续上升。截至 6 月 13 日, 京唐港、日照港、连云港、天津港这四大主要港口炼焦煤库存总量为 725.4 万吨, 较 5 月 16 日当周的低点 585.8 万吨增加 139.6 万吨。钢厂及独立焦化厂库存先抑后扬, 自 4 月 18 日的低点 980.29 万吨反弹至 6 月 13 日当周的 1024.01 万吨, 同时, 炼焦煤平均库存可用天数由 16.01 天回升至 16.33 天。

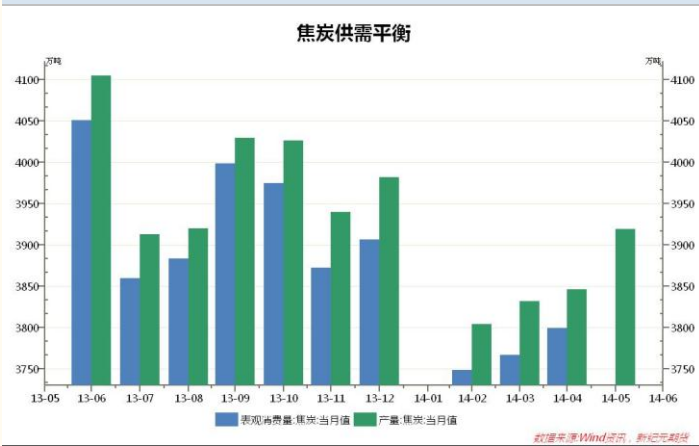
整体上看, 供需紧平衡的格局仅短短两个月, 目前重回供过于求格局。由于下游焦炭市场反弹动力不足, 焦化企业对炼焦煤的采购积极性将有所下降, 三季度进口量仍将维持高位, 对于焦煤价格极其不利, 预计国内炼焦煤市场仍将延续弱势格局。

(二) 铁矿石

2014 年初至今, 铁矿石市场面临低价、资金紧、高库存等多方面的压力, 国内外价格一路下跌。截至 6 月 16 日, 华北和东北地区钢厂 66%铁精粉采购价较月初下调 30 元/吨左右; 华东地区 64%铁精粉钢厂采购价下调 20 元/吨-60 元/吨不等。普氏 62%品味铁矿石价格指数自 5 月 23 日跌破 100 美元大关, 目前徘徊在 90 美元关口, 进口铁矿石到岸平均价折合人民币 6 月 18 日为 662.25 元/吨, 与期货主力合约收盘价相当。

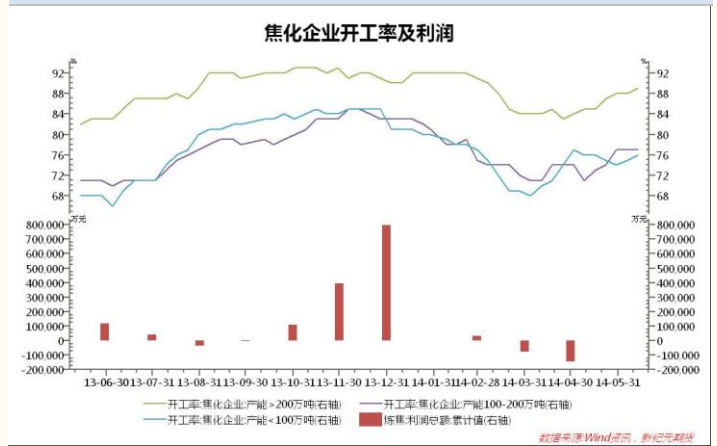
供给增加, 库存高居不下。据国家统计局数据显示, 5 月铁矿石产量达 13194.39 万吨, 同比增长 12.67%; 1-5 月铁矿石产量则为 56848.18 万吨, 同比增 10.67%。据海关总署公布, 中国 5 月份进口铁矿砂及其精矿 7738 万吨, 较 4 月的 8338 万吨有所下降。1-5 月份铁矿砂及其精矿进口总量为 38266 万吨, 去年同期累计为 32151 万吨, 同比增长 19%。铁矿石港口库存方面, 截至 6 月 13 日, 全国 44 个主要港口铁矿石库存量为 11570 万吨, 较年初的 8930 万吨大幅增加 2640 万吨, 增幅近 30%。根据当前全国钢厂的生产情况, 港口铁矿石库存可满足 34.51 天生产需求。铁矿石港口库存和钢厂库存均

图 7：焦炭供需平衡



来源：新纪元期货研究所

图 8：焦化企业开工率及利润



来源：新纪元期货研究所

维持居高不下之势，后期将经历“去库存”过程，不利于铁矿石价格。青岛港融资风波的发酵将以铁矿石为首的进口大宗商品推上风口浪尖，后期铁矿风险点仍在贸易商资金链上。

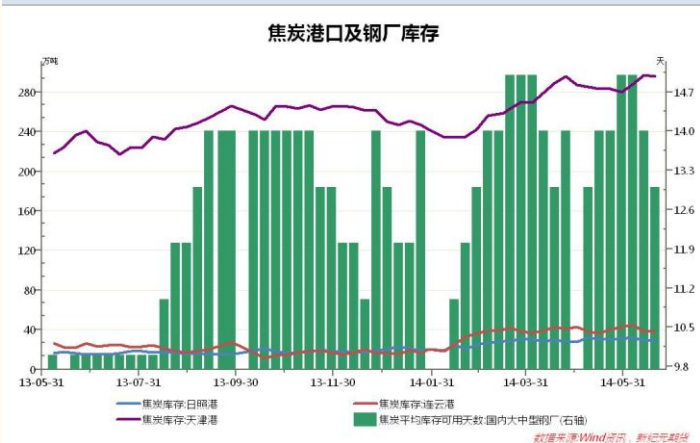
四、中游市场——焦炭

2014 年上半年，焦炭产量维持单边增长，供过于求不改。统计局公布的数据显示，4 月全国焦炭产量 3846 万吨，同比下降 3.2%，1-4 月焦炭产量 15255 万吨，同比下降 1.1%。表观消费量增幅远不及产量，产销差扩大。焦炭价格跌幅超 30% 破 1100 元/吨大关，逼近成本线，近两个月维持低位震荡整理。

尽管 4 月份焦炭价格止跌企稳，但是由于独立焦化企业偏低的产能利用率增加了单位生产成本，4 月份全国炼焦行业依然没能扭亏为盈，共亏损 6.7 亿元，行业亏损面首次超过 50%。截至 4 月份，炼焦行业亏损企业总数高达 332 人，较 2013 年下半年大幅增加，亏损企业亏损总额 58.8 亿元，同比增加 35.8%。但由于原材料市场焦煤价格的持续回落，以及副产品甲醇价格的暴涨，焦化企业仍然能在主营产品产销亏损的状态下找到一条生路。企业也需要通过持续产出制造现金流，以获得银行贷款。中小型焦化厂的开工率在一季度持续回落至 3 月份触及低点后，持续回升，截至 6 月 13 日当周，大型焦化企业开工率高达 89%，中、小型焦化企业开工率分别为 77% 和 76%。

从焦炭港口库存来看，截至 6 月 20 日，天津港焦炭总库存在 296 万吨左右，连云港库存 38 万吨，日照港库存 28.5 万吨，总计 362.5 万吨，较年初 287 万吨的总港口库存增幅高达 14.5%。国内大中型钢厂焦炭平均库存可用天数下降至 13 天，一来由于钢厂资金周转不足，对焦炭采购谨慎，二来钢厂开工率不足，对焦炭需求下滑。焦化企业焦炭库存向库存港口转移，或是贸易商看好焦炭后期行情，加大采购力度所致，焦炭库存压力仍有待消化。

图 9：焦炭港口及钢厂库存



来源：新纪元期货研究所

图 10：全国高炉开工率

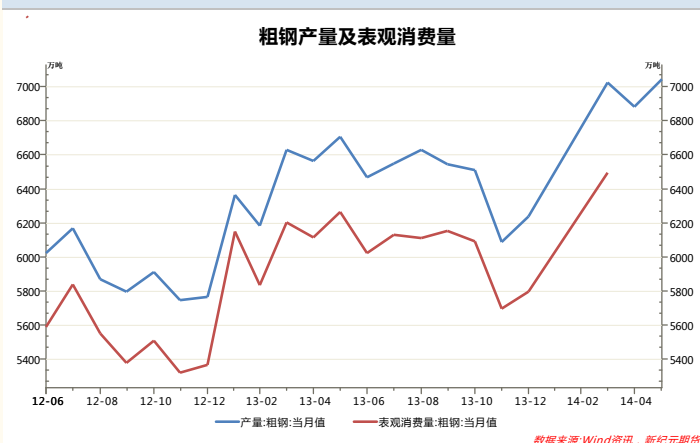


数据来源：Wind 资讯，新纪元期货

五、下游市场——钢材库存低位、存超跌反弹之机

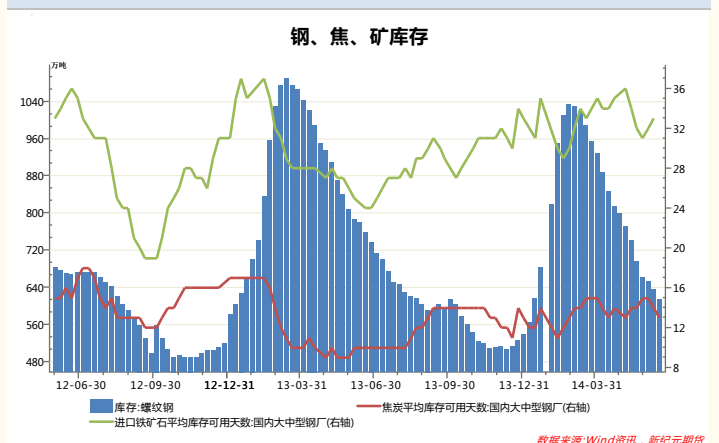
2014 年上半年全国粗钢产量呈现震荡攀升格局，主要由于高炉产能仍有小幅新增，以及原材料铁矿石和焦炭价格大幅下跌，企业生产利润扭负为正，故增加开工以减少亏损。钢材产品销售利润率也由 2 月份的低点 0.02% 回升至 4 月的 0.32%，全国高炉开工率自二季度以来的 86.6% 回升至 6 月 20 日当周的 88.67%。从月度粗钢产量数据上看，5 月全国粗钢产量 7043.24 万吨，同比增长 2.56%，1-5 月粗钢产量 34252 万吨，同比增长 2.7%，而去年同期产量增速高达 9.6%，对比之下增速已经出现放缓。中国钢铁工业协会最新数据显示，5 月中旬钢协重点钢企粗钢日均产量 180.05 万吨，旬环比下降 1.29%。

图 11：粗钢产量及表观消费量



来源：新纪元期货研究所

图 12：煤、焦、矿库存情况

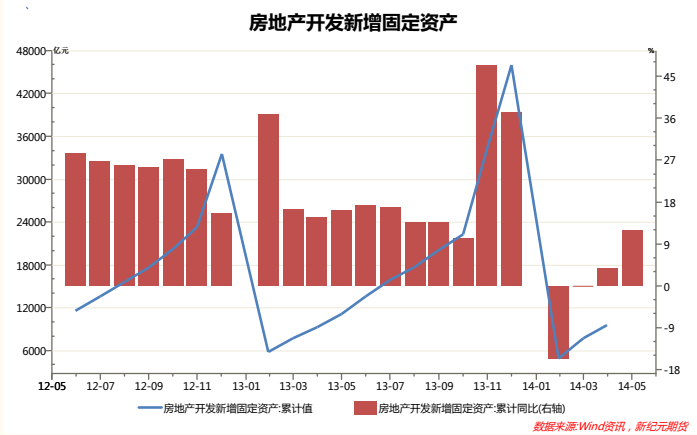


数据来源：Wind 资讯，新纪元期货

钢材消费端来看，房地产和基建消费占钢材需求一半以上，由于两个端口上半年表现不佳，钢材表观消费量增速不及产量增速，供需差扩大。统计局数据显示，5 月份粗钢表观消费量仅 6277.42 万吨，供过于求 765.82 万吨。由于国内钢材价格下跌促使出

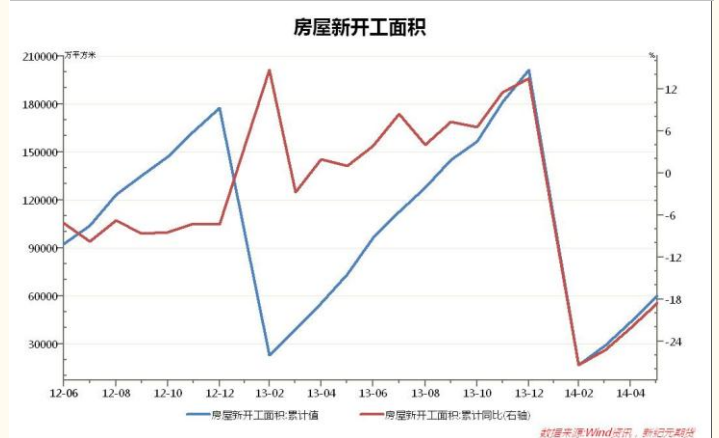
口量逐渐增加，钢材社会库存处于下降通道。截至 6 月上旬，重点企业钢材库存为 1452.94 万吨，较 3 月中旬的 1703.88 万吨大幅减少 250.94 万吨。螺纹钢周度库存自 3 月中旬以来持续回落，截至 6 月 20 日当周近 614.31 万吨，为 2010 年以来（剔除 2011 年）同期最低水平。从库存周期的角度来看，钢材价格有望超跌反弹。

图 13: 房地产开发新增固定资产



来源：新纪元期货研究所

图 14: 房屋新开工面积



今年上半年在宏观政策收紧的作用下，房地产市场出现调整。1 月份房地产开发新增固定资产投资累计值同比下跌 15.6%，二季度以来小幅好转，截至 5 月份房地产开发新增固定资产投资额仅 12463.74 亿元，累计同比增加 11.8%，仍远低于平均水平。1-5 月全国房屋新开工面积累计值仅 59912.47 万平方米，同比大减 18.6%。大中城市房屋库存高企，各地降价促销屡见不鲜，房企拿地热情锐减。预计下半年宏观面略微好转将令房地产市场稍有喘息之机，传导至钢材市场则是存在阶段性反弹机会。

六、行情展望及操作建议

2014 年以来，中国经济增速在调结构、促改革的节奏中平稳回落。5 月份以来“微刺激”政策频出，宏观环境有所好转，从各项经济数据来看，尤其是 PMI 指数连续回升，显示出市场需求回暖。尽管煤矿焦钢产业链整体氛围较悲观，熊市基调不改，三季度仍有超跌后阶段性反弹的机会。

炼焦煤供需紧平衡的格局仅短短两个月，目前重回供过于求。焦化企业对炼焦煤的采购积极性将有所下降，三季度进口量仍将维持高位，对于焦煤价格极其不利，预计国内炼焦煤市场仍将延续弱势格局。

铁矿石港口库存和钢厂库存均维持居高不下之势，后期将经历“去库存”过程，不利于铁矿石价格。青岛港融资风波的发酵将以铁矿石为首的进口大宗商品推上风口浪尖，后期铁矿风险点仍在贸易商资金链上。

钢材产量增速放缓，出口增加，社会库存持续回落至 2010 年以来（剔除 2011 年）同期最低水平。预计下半年宏观面略微好转将令房地产市场稍有喘息之机，传导至钢材市场则是存在阶段性反弹机会。

目前钢材率先开启反弹，但市场上缺少政策支撑，同时煤焦库存仍维持高位，反弹动能并未有效向上传导。考虑到钢价是煤焦价格的先行指标，在三季度中后期，煤焦价格或出现反弹。铁矿石近期反弹属于跟涨钢材，并非基本面发生变化，近期仍有回落风险，真正的反弹应在库存回落之后才会启动。

操作建议：

- 1、率先做多螺纹 1410 合约，背靠 3050 点入场持有，目标位 3300 点。需密切关注宏观信息。
- 2、铁矿石仍存去库存要求，有望再度探低，短期逢高抛空看向 670 元/吨。中线在 670 点之下逢低入多，并持有看向 800 点。
- 3、煤焦近期仍维持低位震荡整理，直到港口库存大幅下降，钢厂重建库存时，再入场中线多单，或滞后钢价一个月的时间。

特别声明：

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构：

总部	北京东四十条营业部	南京营业部
电话：0516 - 83831105	电话：010 - 84261653	电话：025 - 84787997
传真：0516 - 83831100	传真：010 - 84261675	传真：025- 84787997
地址：江苏省徐州市淮海东路153号 新纪元期货大厦（221005）	地址：北京市东城区东四十条68号 平安发展大厦4层403、407室 （100027）	地址：南京市玄武区珠江路63-1号南 京交通大厦9楼5-11房（210008）
广州营业部	苏州营业部	常州营业部
电话：020 - 87750882	电话：0512 - 69560998	电话：0519 - 88059972
地址：广州市越秀区东风东路703号 粤剧院文化大楼11（510080）	传真：0512 - 69560997	传真：0519 - 88051000
	地址：苏州工业园区苏州大道西2号1 幢国际大厦602-604单（215021）	地址：常州市武进区延政中路2号 世贸中心B栋2008-200（213121）
杭州营业部	上海浦东南路营业部	重庆营业部
电话：0571 - 56282608	电话：021 - 61017393	电话：023 - 67917658
传真：0571 - 56282601	传真：021 - 61017396	传真：023 - 67901088
地址：杭州市上城区江城路889号 香榭商务大厦7-E（310009）	地址：上海市浦东新区浦东南路 256号1905B室（200125）	地址：重庆市江北区西环路8号B幢 8-2、8-3、8-3A（400020）
无锡营业部	南通营业部	
电话：0510 - 82827006	电话：0513-55880598	
地址：无锡市南长区槐古豪庭15号 7楼（214000）	地址：南通市环城西路16号6层603- 2、604室	