

## 螺纹、焦炭技术调整 后市仍由政策指引

内容提要:

- ◆ 7月份宏观经济数据涨跌互现。房地产投资增速超预期，而基建投资增速持续下滑，经济形势稍显压力。下半年政策边际有所放松，基建投资企稳回升的可能性较大。国际市场方面，中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性。
- ◆ 炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润在7、8月份始终维持在1000元/吨的高位，粗钢产量仍维持8000万吨之上的高位，并刷新单月产量记录。若后续环保限产增多，粗钢产量仍将受到显著的制约，2017年冬季的数据就是实证。2018年采暖季限产政策预期涉及范围更广、时间跨度更长、影响钢铁产能更多，环保限产影响下的供给仍是黑色系价格的主导因素。
- ◆ 钢材需求自3月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入6-7月仍显现出“淡季不淡”的格局。房地产投资增速重回10%之上，超预期增长，随着高温多雨的夏季结束，在房地产开发投资增速不减的背景下，建筑市场的“金九银十”仍可期；随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，预计8-9月份的出口情况仍不乐观。基建投资企稳回升的可能性较大，但基建投资转化为下游实际需求存有时间差，对于钢材的拉动作用难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期，中长期存有不不确定性。
- ◆ 冬季环保限产从严的预期不改，对于焦炭而言，焦化企业开工率将继续下降，焦炭产量有望进一步缩减，同时钢厂高炉开工率也将回落，拖累焦炭消费，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些；对于焦煤也是如此。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，远高于正常时期1.4:1的比值，存在均值回归的需求，因此短线可尝试空焦炭多焦煤的套利。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本上升，将挽救铁矿石摆脱低位区间，自底部抬升并运行进入另一个台阶。
- ◆ **推荐策略:** 黑色系在四季度将迎来采暖季限产，螺纹钢和焦炭仍然为后市主要偏多的品种，8月末随着技术三浪延长浪的完结，螺纹钢和焦炭存有较强的技术调整需求，螺纹钢1901合约调整目标位看向3900-4000元/吨之间，焦炭1901合约则看向2300元/吨一线，操作上以调整到位后结合实际限产消息，布局逢低买入为主。焦煤单边策略不推荐，短线可尝试买焦煤空焦炭的套利。铁矿虽供给充足、需求恐降，但高品位矿石有望在限产期获钢厂追捧，同时进口铁矿石成本高企，期现倒挂对跌势形成限制，具有布局远月长线多单的价值。
- ◆ **风险点:** 中美贸易战升级、基建投资未能好转、环保限产利好提前兑现等。

## 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。

### 近期报告回顾

环保限产为主旋律 黑色上演“强者恒强” 20180801

环保限产短期提振黑色 警惕供给释放需求回落 20180601

螺纹供需稍显好转 炉料端被动等待补库 20180501

加息、贸易战利空后 黑色静待供需格局好转 20180401

冬储、补库不及预期 供需淡季震荡为主 20180201

## 第一部 行情回顾

2018年8月，黑色系商品期货的主力移仓至远月1901合约，主要商品螺纹钢、铁矿石、焦煤、焦炭之间表现依然分化，并且波动幅度再次加剧。四个品种均呈现冲高回落之势，尤其螺纹钢和焦炭，技术三浪延长，突破前期高点，螺纹钢1901合约触及4418元/吨阶段高点，焦炭1901合约则一度飙升至2700元/吨之上，月末“恐高情绪”加剧，螺纹钢和焦炭呈现技术调整，螺纹月度最终收涨3.16%，而焦炭受现货价格不断调增的支撑，月末跳水但仍以9.29%的涨幅领先于黑色系商品；焦煤1901合约跟涨焦炭，但表现始终较弱，铁矿1901合约则收跌1.32%。八月环保督查“回头看”行动进入第二阶段，“2+26”城市及山西汾渭平原的钢厂和焦化企业已经开始受到环保限产的影响。预计下半年环保题材将成为常态，层出不穷，对于螺纹供给端显著利好，焦炭则是供需均受到抑制，要看后续钢厂和焦化企业实际限产的力度博弈，而焦煤和铁矿是受环保限产政策显著利空的品种。

表1 2018年8月1日至8月30日黑色系列期货主力合约的表现

合约	开盘价	收盘价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	3992	4118	4418	3923	+3.16%	12.62%
铁矿石	491.0	484.5	520.0	471.5	-1.32%	10.29%
焦炭	2240.0	2448.0	2720.5	2189.5	+9.29%	24.25%
焦煤	1214.0	1253.5	1362.5	1155.5	+3.25%	17.91%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

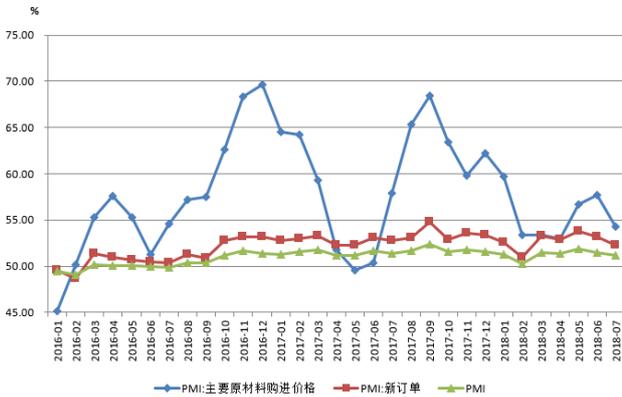
## 第二部分宏观：国内经济稍显压力 基建或将企稳回升

8月份宏观经济数据涨跌互现。制造业稳步增长，PMI连续24个月保持在枯荣分水岭之上，但近3个月稍显回落之势，分项数据也不甚乐观，新订单指数较6月有所下滑，进出口订单指数的增速受贸易战拖累均跌破枯荣分水岭；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出厂价格指数同比涨幅略有回落；固定资产投资增速持续小幅下滑，其中房地产投资增速维持高位，基建投资增速回落则较为显著。经济形势稍显压力，7月23日的国常会释放“积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度”的言论，政策边际有所放松。万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，下半年基建投资企稳回升的可能性较大，将对风险偏好形成支撑。国际市场方面，中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性。

制造业采购经理指数稍显回落。2018年7月份，中国制造业采购经理指数（PMI）报于51.2%，较6月回落0.3个百分点，这是PMI自2016年8月跃上50枯荣分水岭后，连续两年均保持在枯荣分水岭之上，但近三个月稍显回落之势，分项数据也不甚乐观。生产指数7月报于53.0%，低于上月0.6个百分点；新订单指数为52.3%，较上月回落0.9个百分点，两者均自年内相对高位呈现下滑态势；新出口订单指数仍为49.8%，回落至枯荣分水岭之下，与上月持平；进口指数也较6月下滑0.4个百分点，跌落枯荣分水岭报于49.6%，进出口方面主要受中美贸易战不断升级的影响；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为54.3%和50.7%，分别比上月大幅下降3.4和2.8个百分点。

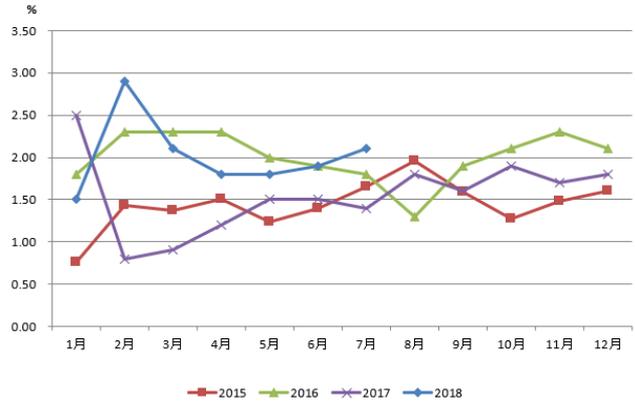
CPI 同比涨幅扩大、PPI 同比涨幅回落。2018年7月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，较6月扩大0.2个百分点；从环比看，CPI小幅上涨0.3%，由降转升。7月工业生产者出厂价格PPI同比涨幅为4.6%，较上月的4.7个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业涨幅回落；PPI环比上涨0.1%，涨幅收窄0.2个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业上涨0.5%，回落0.6个百分点。

图1. PMI 环比近三个月小幅回落 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图2. CPI 当月同比逐步回升 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

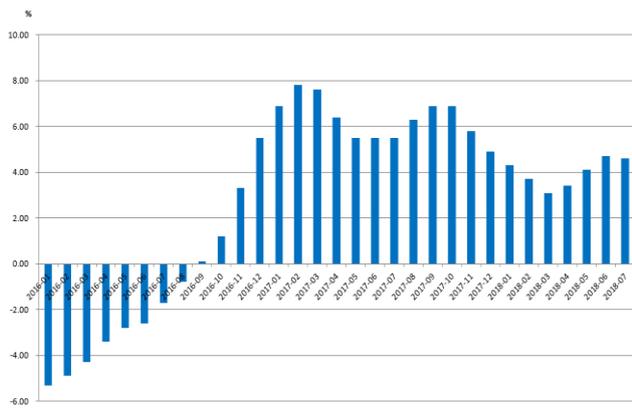
工业生产增速持平。国家统计局数据显示，2018年7月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，增速与6月持平；从环比看，7月份规模以上工业增加值比上月增长0.48%，增幅较上月微弱扩大。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长6.6%，增速较1-6月份回落0.1个百分点。分三大门类看，7月份，采矿业增加值同比增长1.3%，增速较6月份回落1.4个百分点；制造业增长6.2%，加快0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.0%，回落0.2个百分点。从具体行业来看，黑色金属冶炼和压延工业增长6.6%，增速较6月下月下滑1.2个百分点。

M2 增速-M1 增速再次走阔。央行最新公布的数据显示，2018年7月，人民币贷款新增1.45万亿，同比多增6278亿元，环比减少0.39万亿元，远超季节性预期大增。7月末，广义货币(M2)余额177.62万亿元，同比增长8.5%，增速较上月末高0.5个百分点，比上年同期则低0.4个百分点；狭义货币(M1)余额53.66万亿元，同比增长5.1%，增速分别比上月末和上年同期低1.5个和10.2个百分点；流通中货币(M0)余额6.95万亿元，同比增长3.6%。当月净回笼现金59亿元。M2 增速-M1 增速报于3.4个百分点，较上月的1.4个百分点扩大2个百分点。金融去杠杆继续深化，资金回归为实体经济服务，因此广义货币供应量M2 维持低速增长将成为常态。

中美贸易战升级不断，对市场带来更多不确定性。2018年7月6日00:01（北京时间6日12:01），美国开始对第一批清单上818个类别、价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税。作为反击，中国也于同日对同等规模的美国产品加征25%的进口关税。2018年7月10日，美国政府公布进一步对华加征关税清单，拟对约2000亿美元中国产品加征10%的关税，其中包括海产品、农产品、水果、日用品等项目。2018年8月8日，美国贸易代表办公室(USTR)公布第二批对价值160亿美元中国进口商品加征关税的清单，8月23日起生效。最终清单包含了2018年6月15日公布的284个关税项目中的279个，包括摩托车、蒸汽轮机等产品，将征收25%关税。2018年8月23日，美国在301调查项下对自中国进口的160亿美元产品加征25%关税。2018年8月8日，中国为维护自身正当权益和多边贸易体制，不得不做出必要反制，决定对160亿美元自美进口产品加征25%的关税，

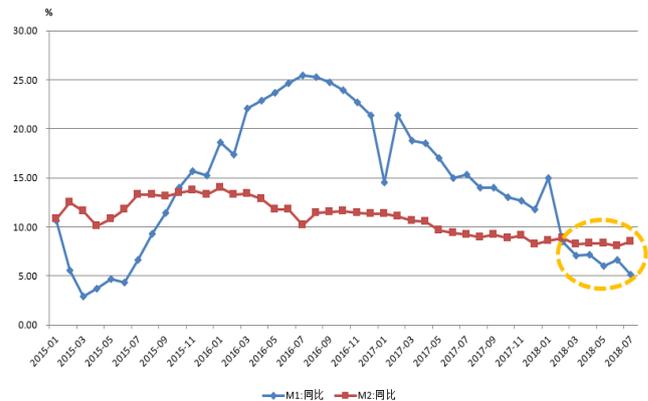
并与美方同步实施。2018年8月23日，中国在世贸组织起诉美国301调查项下对华160亿美元输美产品实施的征税措施。同时自本日12时01分起正式对约160亿美元自美进口产品加征25%的关税。

图 3. PPI 同比增速 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. M1、M2 增速剪刀差回归正值 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第三部分黑色产业链供需格局

### 一、政策影响下的钢材供给仍是钢价的主导因素

2018年上半年，粗钢产量也经历了从收缩到扩张的变化，得益于限产政策结束以及吨钢利润的增加，粗钢产量自3月开始大幅回升，随后屡创新高，8月产量仍维持8000万吨之上的高位，并刷新单月产量记录。炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润在7、8月份始终维持在1000元/吨的高位，对于生产型企业而言仍然具有扩张生产的吸引力，钢厂出货良好，生产热情较高，尽管高炉开工率被迫受到环保限产的一定影响，但钢厂仍可采用高品位矿增加产量。但若后续环保限产增多，粗钢产量仍将受到显著的制约，2017年冬季的数据就是实证。

6月底国家发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，是一项比2017年采暖季限产政策涉及范围更广、时间跨度更长、影响钢铁产能更多的长效计划，意味着环保限产将趋于常态化，自6月末开启的“环保督查回头看”行动已经进入第二阶段，市场预计下半年不定期将有限产政策层出不穷的铺开，势必对钢材的供给端带来抑制作用，因此也对黑色系商品价格整体看高一线。

#### 1、环保限产提前开启 粗钢产量再创新高

自一季度末期冬季限产政策结束，钢铁高炉开工率逐渐恢复性攀升，全国粗钢产量自3月开始快速放大，伴随着吨钢利润维持在千元之上，粗钢产量在5-7月屡创历史新高。国家统计局数据显示，2018年7月我国粗钢产量高达8124万吨，同比增长7.2%，环比增长1.3%，刷新5月份创下的8113万吨记录；1-7月粗钢产量累计53285万吨，同比增长6.3%，增幅较1-6月再次加快0.3个百分点。粗钢产量的增长超预期，除政策性因素外，吨钢利润高企也是主要原因之一，7月和8月的钢材利润都在1000元/吨之上，极具吸引力的利润水平令钢厂开工热情不减，尽管今年的环保限产提前至7月开启，钢厂开工率逐步回落，但钢厂仍可以通过投入高品位矿石或提高废钢配比等方法提高产量。

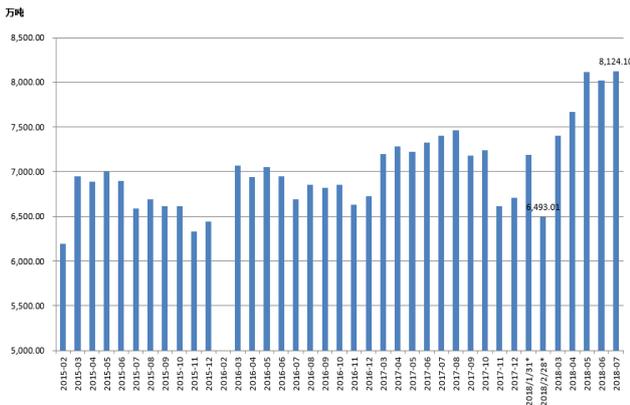
#### 2、环保限产常态化仍将主导黑色系行情

6月27日，国务院公布给各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构公布《打赢蓝天保

卫战三年行动计划》，本计划明确指出了设计区域，负责情况。主要区域设计京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等，持续开展大气污染防治行动，综合运用经济、法律、技术和必要的行政手段，大力调整优化产业结构、能源结构、运输结构和用地结构，强化区域联防联控，狠抓秋冬季污染治理。这是一项比2017年采暖季限产政策涉及范围更广、时间跨度更长、影响钢铁产能更多的长效计划，意味着环保限产将趋于常态化。

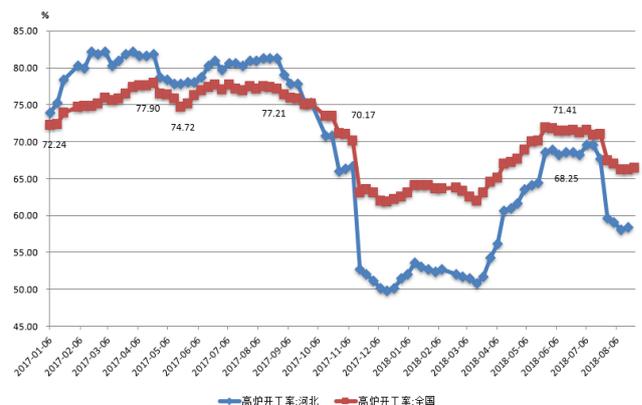
“环保督查回头看”行动自2018年6月11日开始，预计将持续到2019年4月28日，第一阶段：6月11日-8月5日，已经结束，主要对“2+26”城市“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改以及《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》规定的其他措施落实情况开展“回头看”。自8月20日以来进入第二阶段：对“2+26”城市、汾渭平原11城市开展全面督查，预计11月11日结束。第三阶段将紧接着展开，重点督促“2+26”城市、汾渭平原11城市、长三角地区落实秋冬季减排措施，排查错峰生产及重污染天气各项应对措施落实情况。整个环保督查行动不仅涵盖2017年的“2+26”城市，更增加汾渭平原11城以及长三角地区三省一市，时间跨度长达11个月，国家打赢蓝天保卫战之心可见一斑。

图5. 全国粗钢产量维持高位（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图6. 高炉开工率受限产打压逐步回落（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

唐山决定7月10日至31日开展污染减排攻坚行动，全市钢企烧结、竖炉限产50%，完成脱硫提标改造和脱销治理且稳定达标排放除外，唐钢南、北厂区，唐银各保留一座高炉生产，古冶、丰润、丰南、滦县、玉田钢企高炉限产50%，其他县区限产30%，高炉停产方式必须以扒炉停产为唯一执行标准，出焦时间延长至33小时，全市轧钢企业停产，此项举措已经助攻螺纹钢和焦炭价格突破前期高点，

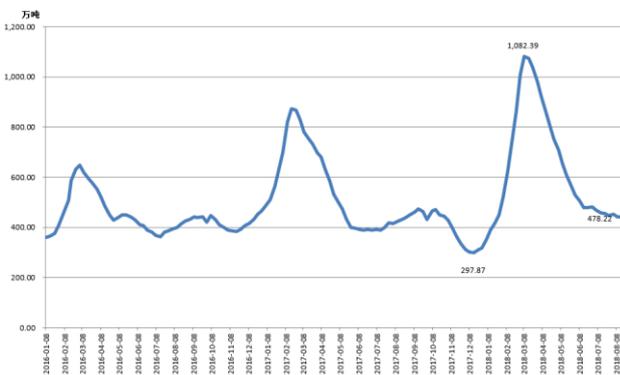
目前各市的采暖季限产政策尚未明确出炉，需要我们后期持续密切的关注。市场预计下半年不定期将有限产政策层出不穷的铺开，势必对钢材和焦炭的供给带来抑制作用，同时也抑制焦煤和铁矿的需求，因此整体而言我们对黑色系商品价格后市仍看高一线，但也应注意此前淡季不淡可能已经透支部分预期，后期黑色系表现还需在限产的实际力度与预期之间博弈，同时要关注需求端的变化。

### 3、螺纹钢社会及厂库库存进一步回落

从库存的角度来看，可以发现每年的11月-2月，螺纹钢社会库存都有从低位到高位攀升的过程，俗称“冬储”，这是贸易商对春季行情看好的表现，近三年由于钢材价格的快速上行，冬储规模逐渐扩大，2018年3月9日当周螺纹钢社会库存高达1082.39万吨。受房地产、基建等项目开工的提振，钢材需求自三月下旬开始呈现季节性回升，螺纹钢社会库存持续回落，截至8月24日当周报于437.38万吨，较上月同期再度减少18.27万吨，

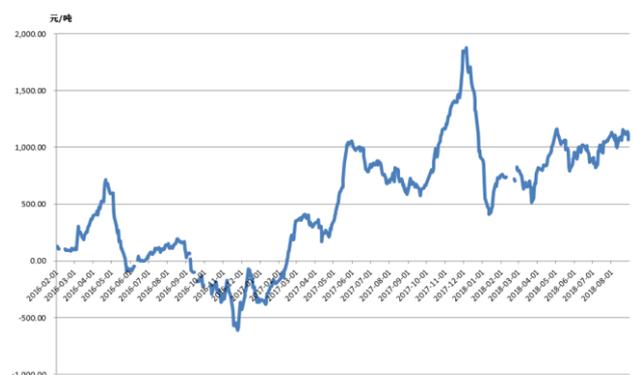
而较3月中旬的高点大幅减少645.01万吨；再关注螺纹钢厂库库存，2018年上半年的主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存在3月30日当周报于361.92万吨，随后连续震荡回落，截至8月24日当周报于163.27万吨，较7月20日当周的181.09万吨减少17.82万吨。由此可见今年传统季节性淡季里钢材表现并不清淡，钢材产量高企，库存却持续下滑，出货良好，价格重心不断抬升。

图7. 螺纹钢社会库存持续小幅回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图8. 吨钢利润维持千元高位（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 二、 钢材需求：地产表现超预期 下半年基建或加码

钢材需求自3月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入6-7月仍显现出“淡季不淡”的格局。7月房地产投资增速重回10%之上，房地产企业土地购置面积增速和成本增速均小幅提升，房屋新开工面积增速也较1-6月有所加快，但7月单月房屋新开工面积较3-6月出现较大幅度的收缩，预计令7月房屋新开工面积下滑的原因是以天气因素为主，随着高温多雨的夏季结束，在房地产开发投资增速不减的背景下，建筑市场的“金九银十”仍可期，对于钢材的消费仍将起到拉动作用；国内钢价自3月以来见底反弹，人民币贬值抵消了部分价格上涨，出口情况尚佳，随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，出口订单在5-6月逐步减少，因此7月实际出口量降至600万吨之下，预计8-9月份的出口情况仍不乐观。固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势，值得关注的是，市场在7月下旬的国常会后普遍认为政策边际或有所放松，近万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，基建投资预期有所好转，基建投资企稳回升的可能性较大，但基建投资转化为下游实际需求存有时间差，对于钢材的拉动作用难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期，中长期存有不不确定性。

### 1、 房地产投资增速维持高位，房屋新开工面积增速回升

2016年9月开始，房地产政策由宽松转向收紧，经过近两年的时间，在平抑房价快速上涨方面取得一定效果。但自今年1月份以来，房地产开发投资完成额同比增速加快，尽管各地仍在坚持因城施策的调控，平稳运行近八个月的70个大中城市房价指数自4月开始小幅回升。一线城市新建商品住宅价格指数同比增速在今年1月跌破零点报于-0.3%，之后连续五个月同比增速维持零点之下，在5月报于-0.6%之后增速有小幅抬升迹象，6月指数同比为0.0%，7月指数同比则回升至0.2%；二、三线城市情况相似，并且新建商品住宅价格指数增速加快更为显著，二线城市7月同比增长7.3%，三线城市同比增长6.7%，涨幅分别较上月扩大1.0和0.7个百分点。

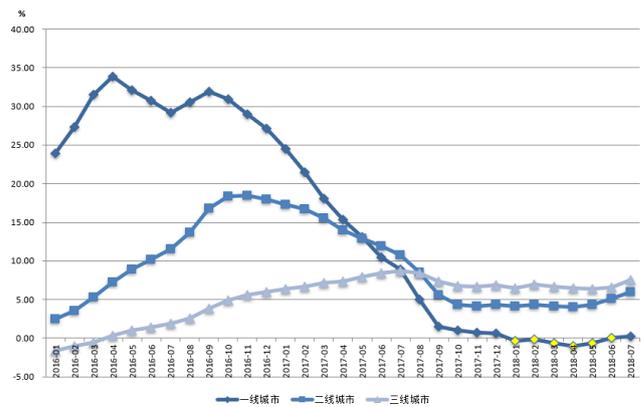
全国房地产投资增速在2017年4月开始步入下行节奏，但2018年初投资增速却突然出现显著转折，3-5月的房地产投资同比增速均维持在10%之上，远好于市场预期，1-6月略有回落，但最新数据显示2018年1-7月份，全国房地产开发投资65886亿元，同比增长10.2%，增速比1-6月份再次提高0.5个百分点。房地产开发投资的“逆袭”的主要原因是土地购置面积与成本的快速增长。1-7月份，房地产开发企业土地购置面积13818万平方米，同比增长11.3%，增速比1-6月份提高4.1个百分点；土地成交价款6619亿元，增长21.9%，增速提高1.6个百分点。今年前7个月房地产市场的表现超预期强劲。

图9. 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究所

图10. 70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

从具体施工情况来看，1-7月份，房地产开发企业房屋施工面积728593万平方米，同比增长3.0%，增速比1-6月份提高0.5个百分点。房屋新开工面积114781万平方米，增长14.4%，增速提高2.6个百分点。但经过计算，7月单月房屋新开工面积为18964万平方米，较6月单月房屋新开工面积高达23627万平方米大幅减少4663万平方米，结束了3-6月节节攀升的局面，预计令7月房屋新开工面积下滑的原因是以天气因素为主，随着高温多雨的夏季结束，在房地产开发投资增速不减的背景下，建筑市场的“金九银十”仍可期，对于钢材的消费仍将起到拉动作用。

## 2、钢价飙涨抑制钢材出口需求

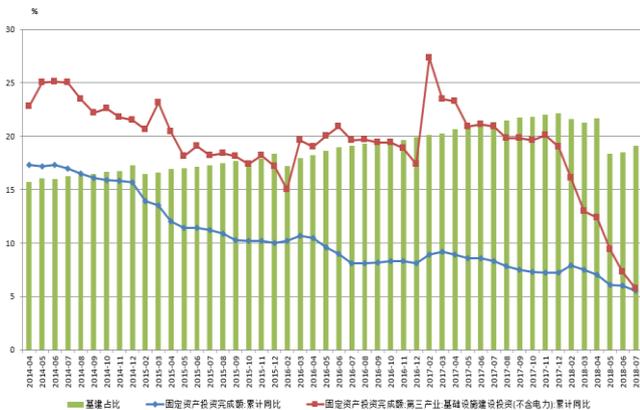
7月钢材出口量下降，结束此前的五月连增。海关统计数据显示，2018年7月我国出口钢材588.6万吨，同比去年同期的696万吨大幅减少107万吨，降幅高达15.4%，环比6月的年内高点694.4万吨下降105.4万吨，降幅达15.2%。今年一季度钢价快速回落，内外盘价差扩大，出口优势明显，钢材出口量自年初开始逐步增加，但国内钢价自3月以来见底反弹，人民币贬值抵消了部分价格上涨，出口情况尚佳，随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，出口订单在5-6月逐步减少，因此7月实际出口量降至600万吨之下，预计8-9月份的出口情况仍不乐观。

## 3、基建投资增速持续下滑 下半年关注财政变化

进入2017年后，全国固定资产投资就呈现不断下滑之势，期间仅2018年1-2月固定资产投资增速有所反弹，随后在去杠杆的作用下，基建投资增速再次下行。在固定资产投资当中，基建投资累计同比增速也同样自2017年开始逐月下滑，仅今年2月小幅回升触及27.3%，随后继续回落。国家统计局最新数据显示，2018年1-7月份，

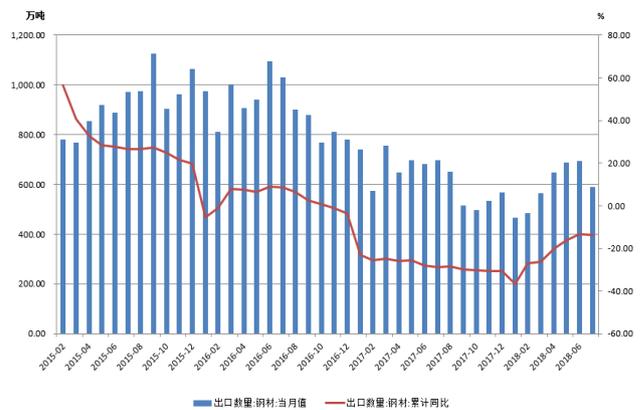
全国固定资产投资（不含农户）355798亿元，同比增长5.5%，增速比1-6月份回落0.5个百分点。从环比速度看，7月份固定资产投资（不含农户）增长0.43%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.7%，增速比1-6月份回落1.6个百分点。其中，水利管理业投资下降0.7%，1-6月份为增长0.4%；公共设施管理业投资增长4.3%，增速回落1.5个百分点；道路运输业投资增长10.5%，增速回落0.4个百分点；铁路运输业投资下降8.7%，降幅收窄1.6个百分点。

图 11. 固定资产投资、基建投资累计同比同步下滑（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 钢材月度出口小幅回升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

今年1-7月份全国一般公共预算收入121791亿元，同比增长10%，与去年同期基本持平；一般公共预算支出为125537亿元，同比增长7.3%，大幅低于去年同期的14.5%。数据表明，上半年财政支出明显放缓，同时也为下半年财政发力留足了空间。今年政府工作报告安排地方专项债发行1.35万亿，1-7月份地方专项债累计发行5632亿（前值3673），数据显示上半年地方债发行规模大幅萎缩，是基建投资下滑的重要原因。财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求合理把握专项债券发行节奏，科学安排今年后几个月特别是8月份、9月份发行计划，加快发行进度。各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。近万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，基建投资企稳回升的可能性较大，将对风险偏好形成支撑。

7月23日的国务院常务会议要求，财政金融政策要协同发力，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，市场普遍认为，政策边际有所放松，下半年基建投资预期有所好转，但整体下滑的趋势不会发生根本改变，同时基建投资转化为下游需求存有时间差，对于钢材的拉动作用难有显著的改善。

### 三、炉料端：焦炭受环保提振 铁矿自底部回升

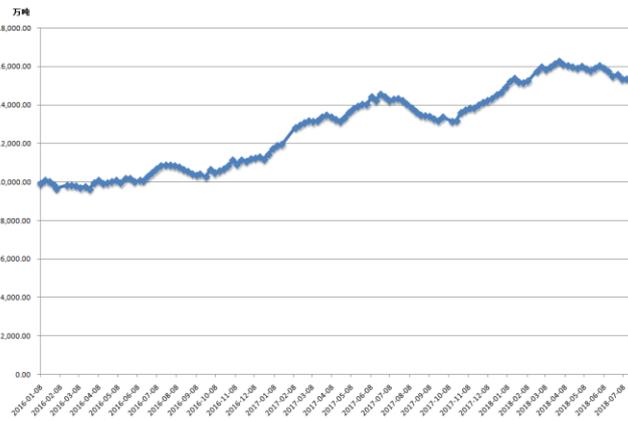
2018年上半年高炉开工率探低回升，粗钢产量自3月开始爆发增长，对于原材料的表观消费量显著增加，但铁矿石和焦炭的表现却有天壤之别。焦炭现货价格在8月再次经过五轮上调逼近2600元/吨，期货价格受资金推动更探至2700点之上，而铁矿石艰难脱离450-480元/吨的低位区间后，反弹仅触及520元/吨便再次回落。这主要由于两者的供给表现显著不同，铁矿石进口量、港口库存量在上半年维持高位，钢厂的库存水平也较高，对于铁矿石的采购热情一般，而焦炭港口库存持续下滑，产量又受环保限产的抑制，钢厂对焦炭采购热情高涨，自然使得现货采购价节节攀升。

我们认为，冬季环保限产从严的预期不改，对于焦炭而言，焦化企业开工率将继续下降，焦炭产量有望进一步缩减，同时钢厂高炉开工率也将回落，拖累焦炭消费，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些；对于焦煤也是如此。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，远高于正常时期1.4:1的比值，存在均值回归的需求，因此短线可尝试空焦炭多焦煤的套利。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本上升，将挽救铁矿石摆脱低位区间，自底部抬升并运行进入另一个台阶。

### 1、铁矿石月度进口量回升

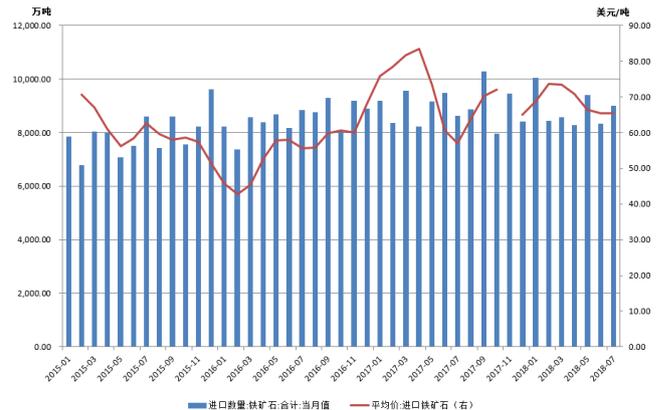
近三个月粗钢产量屡创新高，钢厂对于高品位矿需求较强，7月铁矿石进口量出现明显增加。海关总署公布的数据显示，我国7月铁矿砂及其精矿进口量为8995.9万吨，较6月的8324万吨大幅回升670.1万吨，增幅达8.1%，同比2017年7月的8866万吨也有128.1万吨的增量，增幅为4%；1-7月我国累计进口铁矿砂及其精矿62066万吨，同比2017年1-7月小幅下降1%，降幅较1-6月回升1个百分点。

图 13. 铁矿石港口库存微弱回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 铁矿石进口量回升、价平稳（万吨、美元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 2、铁矿石港口库存延续小幅回落

铁矿石港口库存自2016年中旬突破一亿吨大关后，连续22个月维持震荡攀升格局，在2018年3月30日当周报于16284.80万吨，刷新历史新高。粗钢产量自3月以来逐渐增加，尤其近三个月爆发式增长，对于铁矿石消费有所好转，铁矿石港口库存逐渐回落，WIND数据显示，截至8月24日当周，全国铁矿石港口库存报于14961.91万吨，较上月的15365.23万吨减少403.32万吨，降幅为2.6%，较年内高点则大幅缩减1319.89万吨，降幅达8.1%，铁矿石的供给压力逐步缓解。但从长周期而言，铁矿石库存水平仍然是在历史高位水平。

### 3、钢厂补库动力不足

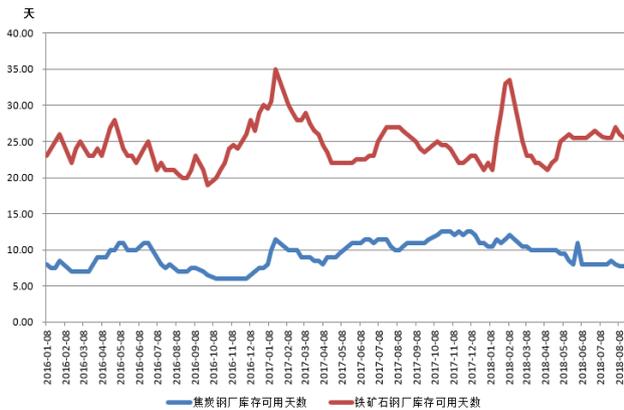
钢厂对于铁矿石的补库意愿一般，截至8月24日当周，进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为25.0天，回到中位水平，连续四个月维持在相对平稳的状态。从历史数据来看，一般钢厂对铁矿石的库存保持在20-35天，目前而言继续补库的动能不强，铁矿石供给充足，钢厂倾向于随行就市采购。

### 4、焦化：环保限产预期不改 焦炭供需仍偏紧

黑色系整体供需格局在5月逐渐改善，供需两旺使得吨钢利润高企，钢厂逐渐对于焦炭价格作出让步，焦炭

现货价格在5月-6月期间陆续八轮调涨，累计涨幅超过650元/吨，七月遭遇四轮累计350元/吨左右的下调，八月又快速上调五轮，第六轮也在酝酿之中，累计涨幅再次高达550-650元/吨，推升焦炭现货价格达到2500-2600元/吨，焦化企业利润得到良好修复，开工率也维持在75-80%。截至8月24日当周，产能<100万吨的小型焦化企业开工率为78.69%；产能在100万吨-200万吨的中型焦化企业开工率报于77.53%；产能>200万吨的大型焦化企业开工率报于77.19%，开工率整体水平较上月略有回落。

图 15. 原材料钢厂库存可用天数分化（天）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 焦化企业开工率（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

焦炭产量在7月再次收缩，国家统计局数据显示，2018年7月全国焦炭产量为3551.00万吨，较6月的3613.20万吨减少62.20万吨，降幅为1.72%，连续三个月小幅下滑；较2017年7月大幅减少177万吨，降幅达4.75%；1-7月焦炭累计产量为24745.80万吨，较2017年前7个月累计缩减1097.20万吨，降幅折合4.25%。从焦炭库存来看，截至8月24日当周，全国四大港口焦炭库存量总计332.0万吨，较7月20日当周的280.0万吨大幅增加52万吨；而钢厂焦炭库存可用天数回落至7.8天，为2017年以来的低位，从数据来看钢厂对于焦炭也没有显著的补库动作。焦炭产量显示出焦炭供需紧平衡的格局尚未改变。

焦化与钢铁类似，产能受政策影响颇深，除前文提及的唐山限产外，山西地区受《蓝天保卫战》的驱动也已经开始省内自查，对于太原、长治、吕梁、临汾等地部分企业限产，但截至8月24日当周，限产的力度较为有限，对产量的实际影响也远未达到2017年冬季的水平，后续仍需密切关注各地的环保限产政策。焦煤方面，由于环保要求的煤棚建设成本较高，导致地方洗煤厂大面积关停，对焦煤供应形成短期制约，也使焦煤价格获得支撑。

我们认为，冬季环保限产从严的预期不改，对于焦炭而言，焦化企业开工率将继续下降，焦炭产量有望进一步缩减，同时钢厂高炉开工率也将回落，拖累焦炭消费，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些；对于焦煤也是如此。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，远高于正常时期1.4:1的比值，存在均值回归的需求，因此短线可尝试空焦炭多焦煤的套利。

## 第四部分 总结与展望

2018年8月，黑色系商品期货的主力移仓至远月1901合约，主要商品螺纹钢、铁矿石、焦煤、焦炭之间表现依然分化，并且波动幅度再次加剧。四个品种均呈现冲高回落之势，尤其螺纹钢和焦炭，技术三浪延长，突破前期高点，螺纹钢1901合约触及4418元/吨阶段高点，焦炭1901合约则一度飙升至2700元/吨之上，月末“恐高情绪”加剧，螺纹钢和焦炭呈现技术调整，螺纹月度最终收涨3.16%，而焦炭受现货价格不断调增的支撑，月末跳水但仍以9.29%的涨幅领先于黑色系商品；焦煤1901合约跟涨焦炭，但表现始终较弱，铁矿1901合约则收跌1.32%。八月环保督查“回头看”行动进入第二阶段，“2+26”城市及山西汾渭平原的钢厂和焦化企业已经开始受到环保限产的影响。预计下半年环保题材将成为常态，层出不穷，对于螺纹供给端显著利好，焦炭则是供需均受到抑制，要看后续钢厂和焦化企业实际限产的力度博弈。

8月份宏观经济数据涨跌互现。制造业稳步增长，PMI连续24个月保持在枯荣分水岭之上，但近3个月稍显回落之势，分项数据也不甚乐观，新订单指数较6月有所下滑，进出口订单指数的增速受贸易战拖累均跌破枯荣分水岭；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出厂价格指数同比涨幅略有回落；固定资产投资增速持续小幅下滑，其中房地产投资增速维持高位，基建投资增速回落则较为显著。经济形势稍显压力，7月23日的国常会释放“积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度”的言论，政策边际有所放松。万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，下半年基建投资企稳回升的可能性较大，将对风险偏好形成支撑。国际市场方面，中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性。

2018年上半年，粗钢产量也经历了从收缩到扩张的变化，得益于限产政策结束以及吨钢利润的增加，粗钢产量自3月开始大幅回升，随后屡创新高，8月产量仍维持8000万吨之上的高位，并刷新单月产量记录。炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润在7、8月份始终维持在1000元/吨的高位，对于生产型企业而言仍然具有扩张生产的吸引力，钢厂出货良好，生产热情较高，尽管高炉开工率被迫受到环保限产的一定影响，但钢厂仍可采用高品位矿增加产量。但若后续环保限产增多，粗钢产量仍将受到显著的制约，2017年冬季的数据就是实证。6月底国家发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，是一项比2017年采暖季限产政策涉及范围更广、时间跨度更长、影响钢铁产能更多的长效计划，意味着环保限产将趋于常态化，自6月末开启的“环保督查回头看”行动已经进入第二阶段，市场预计下半年不定期将有限产政策层出不穷的铺开，势必对钢材的供给端带来抑制作用，因此也对黑色系商品价格整体看高一线。

钢材需求自3月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入6-7月仍显现出“淡季不淡”的格局。7月房地产投资增速重回10%之上，房地产企业土地购置面积增速和成本增速均小幅提升，房屋新开工面积增速也较1-6月有所加快，但7月单月房屋新开工面积较3-6月出现较大幅度的收缩，预计令7月房屋新开工面积下滑的原因是以天气因素为主，随着高温多雨的夏季结束，在房地产开发投资增速不减的背景下，建筑市场的“金九银十”仍可期，对于钢材的消费仍将起到拉动作用；国内钢价自3月以来见底反弹，人民币贬值抵消了部分价格上涨，出口情况尚佳，随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，出口订单在5-6月逐步减少，因此7月实际出口量降至600万吨之下，预计8-9月份的出口情况仍不乐观。固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势，值得关注的是，市场在7月下旬的国常会后普遍认为政策边际或有所放松，近

万亿地方专项债将在未来几个月集中发行，基建投资预期有所好转，基建投资企稳回升的可能性较大，但基建投资转化为下游实际需求存有时间差，对于钢材的拉动作用难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期，中长期存有不确定性。

2018年上半年高炉开工率探低回升，粗钢产量自3月开始爆发增长，对于原材料的表观消费量显著增加，但铁矿石和焦炭的表现却有天壤之别。焦炭现货价格在8月再次经过五轮上调逼近2600元/吨，期货价格受资金推动更探至2700点之上，而铁矿石艰难脱离450-480元/吨的低位区间后，反弹仅触及520元/吨便再次回落。这主要由于两者的供给表现显著不同，铁矿石进口量、港口库存量在上半年维持高位，钢厂的库存水平也较高，对于铁矿石的采购热情一般，而焦炭港口库存持续下滑，产量又受环保限产的抑制，钢厂对焦炭采购热情高涨，自然使得现货采购价节节攀升。我们认为，冬季环保限产从严的预期不改，对于焦炭而言，焦化企业开工率将继续下降，焦炭产量有望进一步缩减，同时钢厂高炉开工率也将回落，拖累焦炭消费，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些；对于焦煤也是如此。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，远高于正常时期1.4:1的比值，存在均值回归的需求，因此短线可尝试空焦炭多焦煤的套利。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本上升，将挽救铁矿石摆脱低位区间，自底部抬升并运行进入另一个台阶。

**推荐策略：**黑色系在四季度将迎来采暖季限产，螺纹钢和焦炭仍然为后市主要偏多的品种，8月末随着技术三浪延长浪的完结，螺纹钢和焦炭存有较强的技术调整需求，螺纹钢1901合约调整目标位看向3900-4000元/吨之间，焦炭1901合约则看向2300元/吨一线，操作上以调整到位后结合实际限产消息，布局逢低买入为主。焦煤单边策略不推荐，短线可尝试买焦煤空焦炭的套利。铁矿虽供给充足、需求恐降，但高品位矿石有望在限产期获钢厂追捧，同时进口铁矿石成本高企，期现倒挂对跌势形成限制，具有布局远月长线多单的价值。

**风险点：**中美贸易战升级、基建投资未能好转、环保限产利好提前兑现等。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，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股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，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。

## 联系我们

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
电话：0516-83831105  
研究所电话：0516-83831185  
传真：0516-83831100  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 管理总部

电话：021-60968860  
传真：021-60968861  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

### 成都分公司

电话：028-68850966  
邮编：610000  
传真：028-68850968  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

### 深圳分公司

电话：0755-33376099  
邮编：518009  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
传真：010-84261675  
邮编：100027  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

### 南京营业部

电话：025-84787999  
传真：025-84787997  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 徐州营业部

电话：0516-83831119  
传真：0516-83831110  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 常州营业部

电话：0519-88059977  
传真：0519-88051000  
邮编：213121  
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
传真：0513-55880517  
邮编：226000  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 苏州营业部

电话：0512-69560998  
传真：0512-69560997  
邮编：215002  
地址：苏州干将西路399号601室

### 上海东方路营业部

电话：021-61017395  
传真：021-61017336  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

### 杭州营业部

电话：0571-85817186  
传真：0571-85817280  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号

### 广州营业部

电话：020-87750826  
传真：020-87750882  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850968-826  
传真：028-68850968  
邮编：610000  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

### 重庆营业部

电话：023-67917658  
传真：023-67901088  
邮编：400020  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号