

秋冬季错峰生产开启 黑色系维持高位震荡

内容提要:

- ◆ 8月国内宏观数据涨跌互现,后期密切关注房地产投资增速能否维持高位,基建投资增速在四季度能否如期有所回升。国际市场方面,中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性,美联储在9月末的议息会议上如期加息25个基点,基本符合市场预期,对市场扰动有限。
- ◆ 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。若后续开启环保限产,粗钢产量仍将受到显著的制约,这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑。但2018年的限产政策与2017年相比,启动早、范围广但力度减弱,因此对钢材价格的驱动能力也不及预期。
- ◆ 从8月数据来看,拉动钢材需求的“三驾马车”表现稍显动力不足。8月房地产投资增速维持10%之上,但8月单月房屋新开工面积较7月进一步收缩,这令建筑市场的“金九银十”预期大打折扣;7月、8月的实际出口量均降至600万吨之下,预计9月份的出口情况仍不乐观;基建投资预期在四季度有望好转,但对于钢材的短期需求难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看,若9月28日当周的小幅反弹是止跌迹象,那钢材短期需求可能恶化,仍需密切观察。
- ◆ **行情展望:** 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,在9月的最后一周,螺纹钢1901合约下探至3900元/吨一线,焦炭1901合约则回踩2200元/吨一线,均为3月以来的上升趋势线位置,若形成破位则上涨行情彻底结束,反之有望获支撑再次启动上升格局。钢铁行业和焦化行业将在10月1日开启秋冬季差异化错峰生产,即便今年力度不及预期,螺纹钢和焦炭的供给仍将较前期有所收缩,同时若基建如期好转、房地产投资增速维持高位,结合螺纹钢1901合约贴水现货超600元/吨,焦炭1901合约贴水现货逾300元/吨,期价已经提前反应出现货调整的预期,后市期现货基差有望收缩,则行情延续上升通道的可能性较大,但螺纹钢和焦炭的前期高点难以逾越。铁矿虽供给充足、需求良好、库存小幅下滑,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、房屋新开工面积持续下滑、环保限产实际力度不及预期等。

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

螺纹、焦炭技术调整 后市仍

由政策指引 20180901

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

第一部 行情回顾

九月市场关于采暖季错峰生产方案的消息纷至沓来，对黑色系商品行情带来扰动。由于 2018 年度的限产政策取消了“一刀切”，对钢铁和焦化企业按照环保达标情况进行分类限产，因此整体而言限产力度要弱于 2017 年。此前螺纹钢 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，已经体现并透支了限产以及需求“淡季不淡”的影响，自 8 月末开始螺纹钢和焦炭“恐高情绪”加剧，呈现技术调整，9 月随着焦炭现货价格的三轮调降，焦炭 1901 合约小幅冲高回落，以 7.23% 的跌幅领先于黑色系商品。而焦煤和铁矿石是预期将受环保限产政策显著利空的品种，在限产不及预期的背景下，9 月相对平稳。

表 1 2018 年 9 月 3 日至 9 月 27 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	4080	4008	4299	3993	-1.76%	7.66%
铁矿石	485.0	497.5	514.0	478.0	+2.58%	7.53%
焦炭	2429.0	2253.5	2452.0	2220.0	-7.23%	10.45%
焦煤	1250.0	1268.5	1322.0	1211.5	+1.48%	9.12%

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

8 月份宏观经济数据涨跌互现。制造业稳步增长，PMI 连续 25 个月保持在枯荣分水岭之上，但分项数据不甚乐观，生产指数略有回升，进出口订单指数同比增速仍承压枯荣分水岭，并且增速稍显放缓；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出场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，基建投资增速则进一步回落。

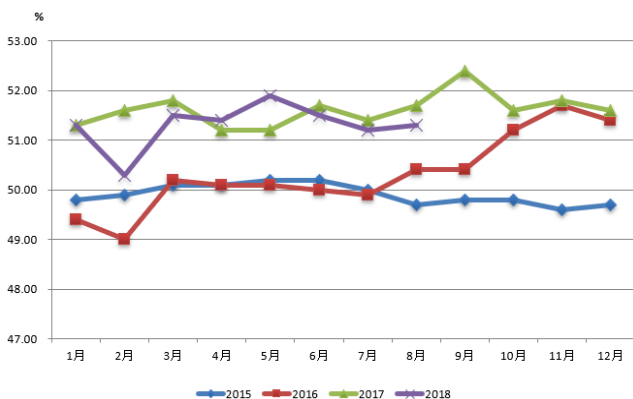
国际市场方面，中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性，美联储在 9 月末的议息会议上如期加息 25 个基点，基本符合市场预期。

制造业采购经理指数微弱回升，分项数据仍不乐观。2018 年 8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）报于 51.3%，较 7 月微弱回升 0.1 个百分点，连续 25 个月维持在枯荣分水岭之上，但表现并不十分乐观。从分项数据来看，生产指数 8 月报于 53.3%，比上月高出 0.3 个百分点；新订单指数为 52.2%，较上月回落 0.1 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 49.4%，较 7 月下滑 0.4 个百分点，连续第三个月维持在枯荣分水岭之下；进口指数也较 7 月下滑 0.5 个百分点报于 49.1%，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 58.7% 和 54.3%，分别比上月大幅增加 4.4 和 3.8 个百分点。

CPI 同比涨幅扩大、PPI 同比涨幅回落。2018 年 8 月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.3%，较 7 月再次扩大 0.2 个百分点；8 月 CPI 环比小幅上涨 0.7%，涨幅较上月增加 0.4 个百分点。8 月工业生产者出厂价格 PPI 同比上涨 4.1%，较上月的 4.6% 回落 0.5 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 9.5%，涨幅较上月下降 2.8 个百分点；PPI 环比上涨 0.4%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业上涨

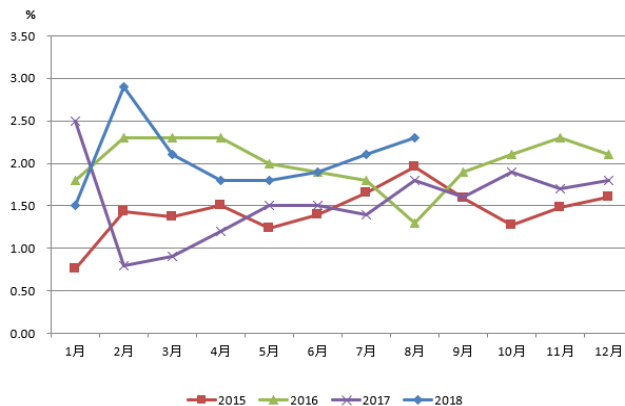
2.1%，较上月扩大 1.6 个百分点。

图 1. PMI (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 2. CPI 当月同比逐步回升 (%)

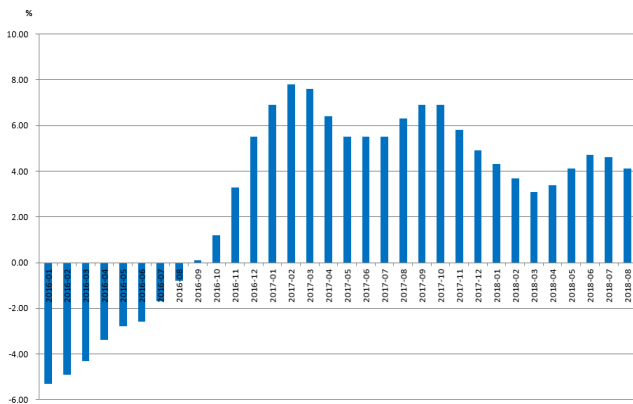


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

工业生产增速小幅加快，黑色金属冶炼和压延加工业表现不佳。国家统计局数据显示，2018 年 8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%，增速比 7 月加快 0.1 个百分点；从环比看，8 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.52%。1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较 1-7 月份回落 0.1 个百分点。分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 2.0%，增速较 7 月份加快 0.7 个百分点；制造业增长 6.1%，回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%，加快 0.9 个百分点。从具体行业来看，黑色金属冶炼和压延加工业增长 5.9%，增速较上月下滑 0.7 个百分点。

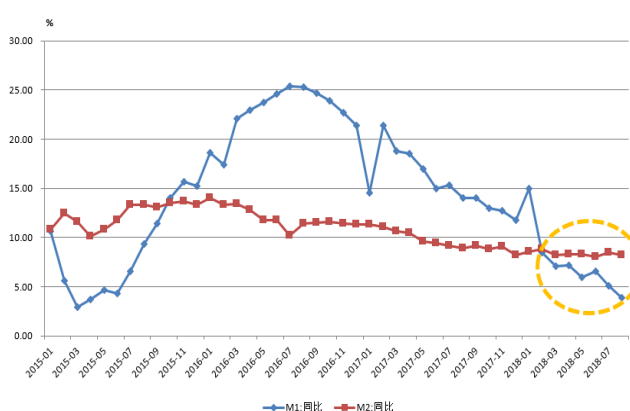
M2 增速-M1 增速再次走阔。央行最新公布的数据显示，2018 年 8 月，社会融资规模 1.52 万亿，同比减少 376 亿元；人民币贷款新增 1.28 万亿元，同比多增 1834 亿元。8 月末，广义货币 (M2) 余额 178.87 万亿元，同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.4 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 53.83 万亿元，同比增长 3.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 10.1 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 6.98 万亿元，同比增长 3.3%。当月净投放现金 245 亿元。M2 增速-M1 增速的差额本月报于 4.3 个百分点，较上月 3.4 个百分点再次扩大 0.9 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。

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

美联储加息符合预期，对市场冲击力一般。北京时间 9 月 27 日凌晨，美联储在议息会议上宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 2%-2.25% 的目标区间。这是美联储今年以来第三次加息，也是 2015 年 12 月本轮加息周期开启以来第 8 次上调利率，符合市场前期普遍预期，对市场冲击力一般。同时 12 月再次加息的预期概率也超过 50%。

第三部分 钢材上下游供需格局

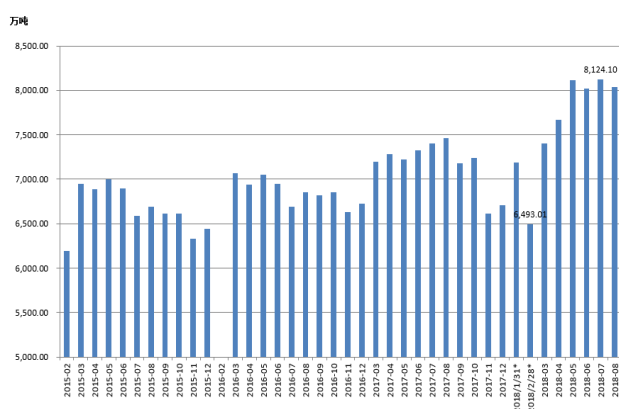
一、政策影响下的钢材供给仍是钢价的主导因素

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。1000 元左右的吨钢利润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。若后续开启环保限产，粗钢产量仍将受到显著的制约，这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑。但 2018 年的限产政策与 2017 年相比，启动早、范围广但力度减弱，因此对钢材价格的驱动能力也不及预期。

1、环保限产常态化仍将主导黑色系行情

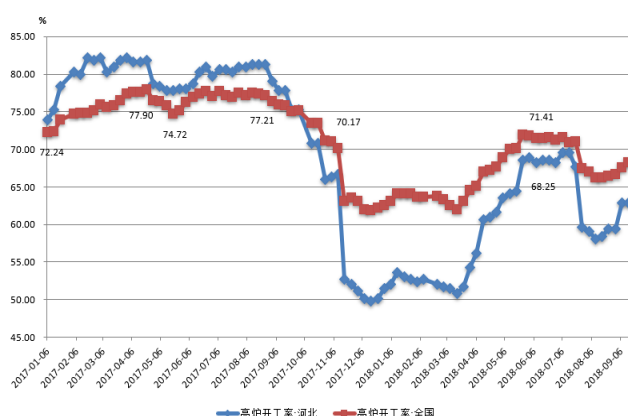
“环保督查回头看”行动自 2018 年 6 月 11 日开始，预计将持续到 2019 年 4 月 28 日，第一阶段：6 月 11 日-8 月 5 日，已经结束，主要对“2+26”城市“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改以及《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》规定的其他措施落实情况开展“回头看”。自 8 月 20 日以来进入第二阶段：对“2+26”城市、汾渭平原 11 城市开展全面督查，预计 11 月 11 日结束。第三阶段将紧接着展开，重点督促“2+26”城市、汾渭平原 11 城市、长三角地区落实秋冬季减排措施，排查错峰生产及重污染天气各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

生态环境部 8 月例行新闻发布会披露，8 月 29 日的专题工作会议审议通过了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。文件要求 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，京津冀及周边地区细颗粒物 (PM_{2.5}) 平均浓度同比下降 3% 左右，重度及以上污染天数同比减少 3% 左右。方案的实施范围为京津冀及周边地区共“2+26”城市。2018 年的行动目标较前期的征求意见稿有所放宽，此前的目标为京津冀及周边地

区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降 5%左右, 重度及以上污染天数同比减少 5%左右。

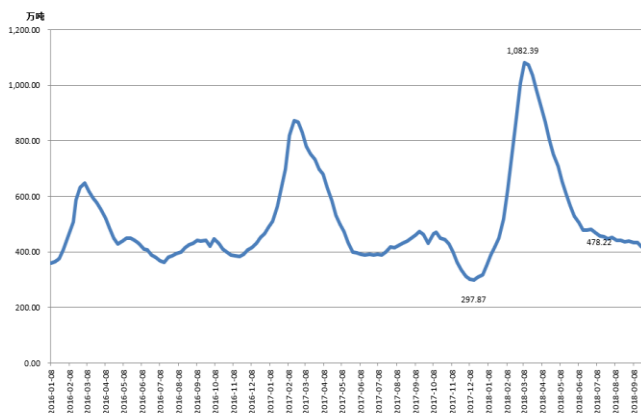
9 月 16 日, 国家层面的政策尚未出台, 唐山市已经率先印发《唐山市重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见》, 取消“一刀切”的限产模式, 为钢铁行业和焦化行业等制定差异化指标, 钢铁行业的差异化指标主要分为排放标准、外部运输结构、产品附加值三个方面, 而焦化行业的差异化指标主要分为排放水平、熄焦方式、运输结构三个方面, 根据指标将钢铁企业与焦化企业进行分类, 坚持质量导向、分类实施、因地制宜和错峰生产与重污染应急响应相结合的四项原则, 对企业进行不同程度的限产要求, 减排标杆企业甚至可以不限产。

10 月初秋冬季大气污染综合治理攻坚行动将全面启动, 但 2018 年的限产政策与 2017 年相比, 启动时间早、涉及范围广但限产力度减弱, 因此对钢材价格的驱动能力也不及预期, 恐制约钢材和焦炭价格的上行高度。

2、利润居高不下, 粗钢产量维持高位

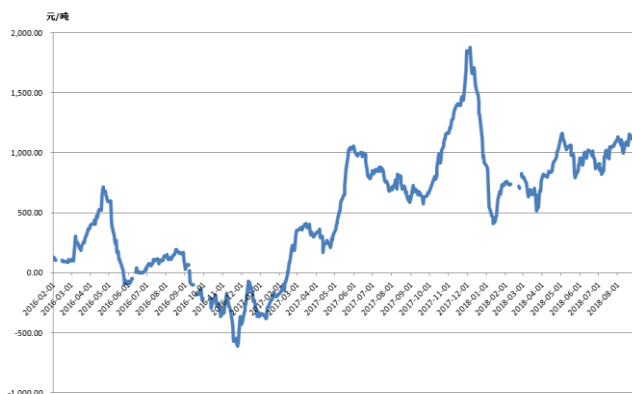
自一季度末期冬季限产政策结束, 钢铁高炉开工率逐渐恢复性攀升, 全国粗钢产量自 3 月开始快速放大, 伴随着吨钢利润维持在千元之上, 粗钢产量自 5 月跃升至 8000 万吨之上, 国家统计局数据显示, 2018 年 8 月我国粗钢产量达 8033 万吨, 同比增长 2.7%, 增速较 7 月大幅缩减 4.5 个百分点, 产量环比 7 月减少 91 万吨, 降幅约 1.1%; 1-8 月份我国粗钢产量为 61740 万吨, 同比增加 5.8%, 增幅较 1-7 月下降 0.5 个百分点。粗钢产量的增长超预期, 除政策性因素外, 吨钢利润高企也是主要原因之一, 7 月和 8 月的钢材利润都在 1000 元/吨之上, 极具吸引力的利润水平令钢厂开工热情不减。随着 10 月的到来, “2+26”城市将陆续进入秋冬季差异化错峰生产中, 尽管今年的限产力度较 2017 年有所减弱, 粗钢产量仍将受到阶段影响, 有望小幅缩减。

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

3、螺纹钢社会及厂库库存进一步回落

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 9 月 21 日当周报于 417.07 万吨, 较上月同期再度减少 20.31 万吨, 而较 3 月中旬的高点大幅减少 665.32 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 9 月 21 日当周报于 176.21 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。但最新数据显示, 9 月 28 日当周螺纹钢社会库存小幅回升, 这是库存近半年难得出现的止跌迹象, 这令黑色系商品承压下挫。后续需密切观察库存的积累情况。同时由于螺纹钢价格在 2017-2018 年度冬储季 (11 月-2 月) 大幅冲高回落, 令贸易商承受了较大亏

损，预期将抑制今年的冬储热情。

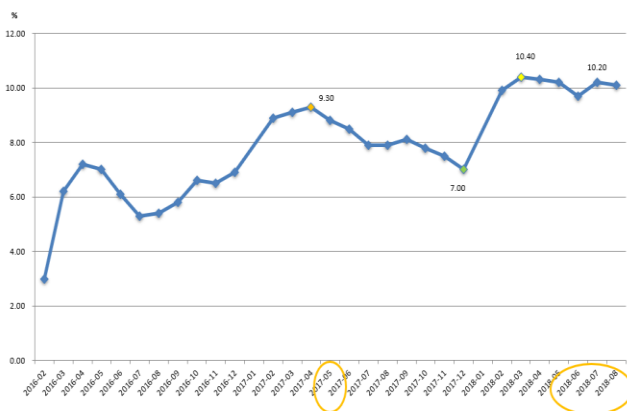
二、 钢材需求：地产表现超预期 下半年基建或加码

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，但从 8 月数据来看，拉动钢材需求的“三驾马车”表现稍显动力不足。8 月房地产投资增速维持 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 1-7 月进一步加快，但 8 月单月房屋新开工面积较 7 月进一步收缩，这令建筑市场的“金九银十”预期大打折扣；国内钢材价格高企，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，7 月、8 月的实际出口量均降至 600 万吨之下，预计 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，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，但转化为下游实际需求仍是漫长的过程，对于钢材的短期需求难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，若 9 月 28 日当周的小幅反弹是止跌迹象，那钢材短期需求可能恶化。

1、房地产投资增速维持高位，单月房屋新开工面积回落

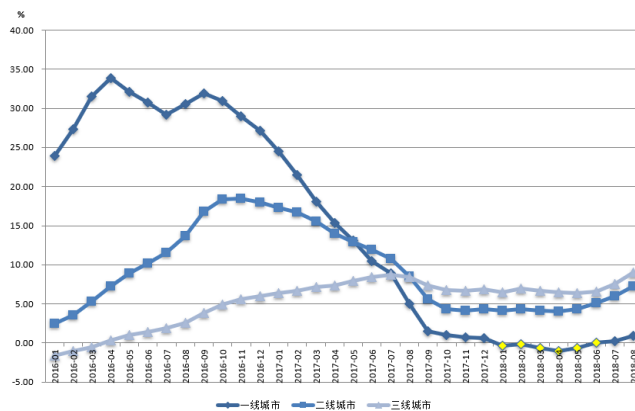
自今年 1 月份以来，房地产开发投资完成额同比增速加快，尽管各地仍在坚持因城施策的调控，平稳运行近八个月的 70 个大中城市房价指数自 4 月开始小幅回升。一线城市新建商品住宅价格指数同比增速在今年 1-5 月均报于零点之下，随后连续三个月小幅回升，8 月指数同比增长 0.9%，较 7 月加快 0.7 个百分点；二、三线城市情况相似，并且新建商品住宅价格指数增速加快更为显著，二线城市 8 月同比增长 7.3%，三线城市同比增长 9.0%，涨幅分别较上月扩大 1.3 和 1.5 个百分点。

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

全国房地产开发投资完成额增速自今年 3 月跃升至 10% 之上，随后均维持高位波动，2018 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 76519 亿元，同比增长 10.1%，增速比 1-7 月份小幅回落 0.1 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。1-8 月份，房地产开发企业土地购置面积 16451 万平方米，同比增长 15.6%，增速比 1-7 月份提高 4.3 个百分点；土地成交价款 8177 亿元，增长 23.7%，增速提高 1.8 个百分点。

从具体施工情况来看，1-8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 747658 万平方米，同比增长 3.6%，增速比

1-7 月份提高 0.6 个百分点。房屋新开工面积 133293 万平方米，增长 15.9%，增速提高 1.5 个百分点。经过计算，8 月单月房屋新开工面积为 18513 万平方米，较 7 月的 18964 万平方米减少 451 万平方米，较 6 月单月房屋新开工面积高点的 23627 万平方米大幅减少 5114 万平方米。需警惕房地产单月开工的放缓可能令钢材传统的“金九银十”旺季难旺。

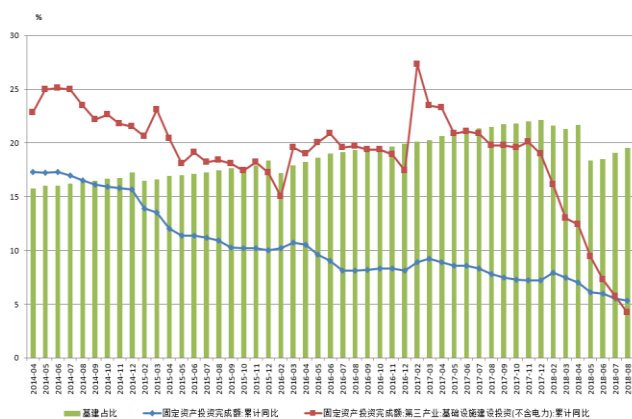
2、钢价飙涨抑制钢材出口需求

继 7 月钢材出口量下降结束此前的五连增后，8 月钢材出口量仍小幅缩减。海关统计数据显示，2018 年 8 月我国出口钢材 588 万吨，几乎与 7 月持平，同比去年同期的 652 万吨减少 64 万吨，降幅 9.8%，环比 6 月的年内高点 694.4 万吨下降 106.4 万吨，降幅达 15.3%。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。预计 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

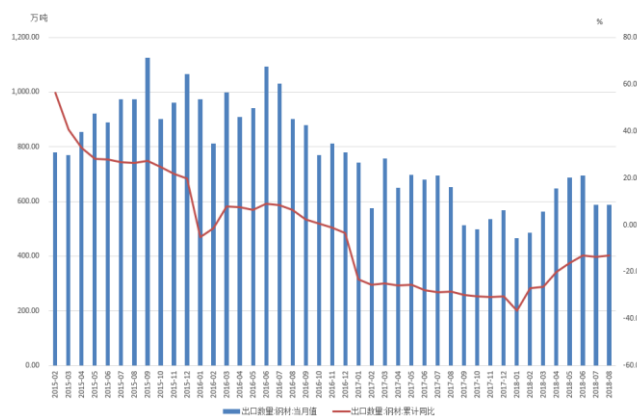
进入 2017 年后，全国固定资产投资就呈现不断下滑之势，期间仅 2018 年 1-2 月固定资产投资增速有所反弹，随后在去杠杆的作用下，基建投资增速再次下行。国家统计局最新数据显示，2018 年 1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）415158 亿元，同比增长 5.3%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点，回落幅度比 1-7 月份的 0.5 个百分点收窄。从环比速度看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.44%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速比 1-7 月份回落 1.5 个百分点。其中，水利管理业投资下降 3.6%，降幅扩大 2.9 个百分点；公共设施管理业投资增长 3.0%，增速回落 1.3 个百分点；道路运输业投资增长 9.3%，增速回落 1.2 个百分点；铁路运输业投资下降 10.6%，降幅扩大 1.9 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. 钢材月度出口回落（万吨）



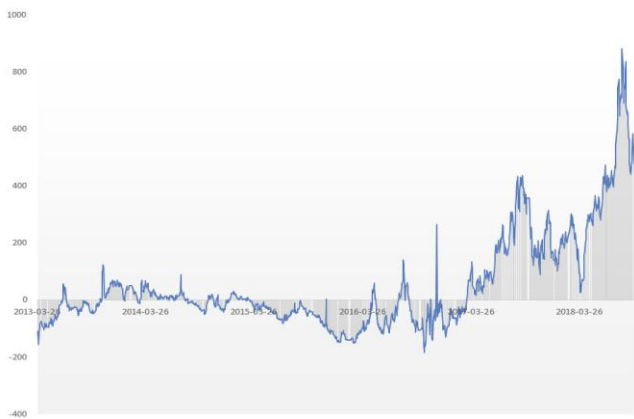
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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，近万亿地方专项债将在未来三个月集中发行，基建投资企稳回升的可能性较大，短期提升钢材消费预期。但基建投资增速长期下滑的趋势难以发生逆转，同时基建投资转化为下游需求存有时间差，对于钢材的长期拉动作用难有显著改善。

第四部分 炉料系商品供给表现分化

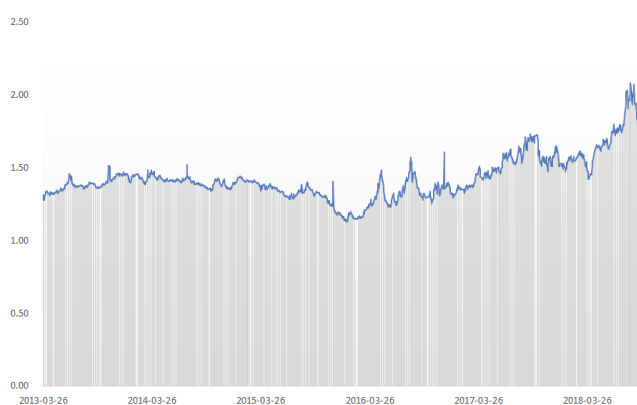
今年秋冬季环保限产的力度虽较 2017 年有所放松，对于焦炭而言，焦化企业开工率仍有下降空间，焦炭产量或将小幅收缩，但钢厂限产同样减弱，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在 8 月末一度高达 2:1，截至 9 月 27 日焦炭与焦煤比值已经小幅回落至 1.77:1，仍然远高于正常时期 1.4:1 的比值；焦化利润也自 8 月下旬 830 元/吨的历史高位逐步回落至 9 月末的 477 元/吨，煤焦比和盘面焦化利润均存在均值回归的需求，套利方面可尝试空焦炭多焦煤的策略。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本上升，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。

图 13. 盘面焦化毛利润估算（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 焦炭与焦煤比值



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

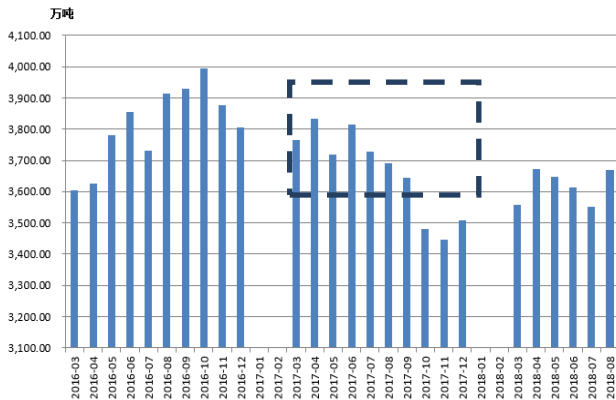
一、秋冬季限产在即，焦炭供给仍有收缩空间

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，八月又快速上调六轮价格，累计涨幅再次高达 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，自三月下旬开始，盘面焦化毛利润（粗略估算）自零点快速回升，至 8 月 17 日冲高至 880 元/吨，焦炭与焦煤的比值也从 1.4:1 的正常水平飙升至 2.0:1，存在巨大的做空焦化利润即做空煤焦比的套利机会。8 月中旬开始焦炭期货价格领衔现货展开调整，近一个月的时间回撤近 17%，焦煤价格自 1200 点止跌反弹，焦化毛利润截至 9 月 27 日已经回落至 477 元/吨，煤焦比也小幅下降至 1.77:1。

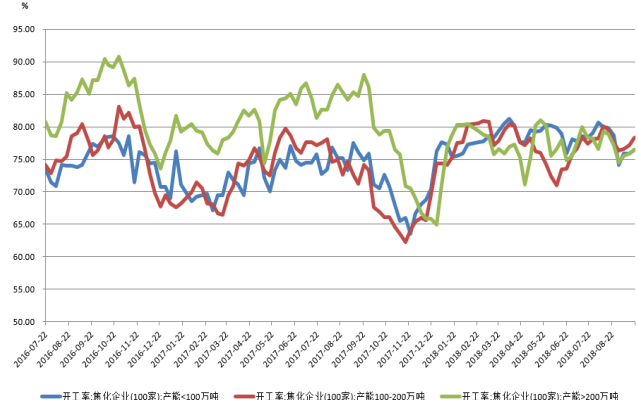
由于利润创历史新高，焦化企业开工热情高涨，但同时受环保因素的制约，焦化企业开工率今年以来基本维持在 75-80%。截至 9 月 21 日当周，产能<100 万吨的小型焦化企业开工率报为 76.48%；产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 78.35%；产能>200 万吨的大型焦化企业开工率报于 76.93%，整体较 9 月初有小幅回升，仍不及 8 月的开工情况。

图 15. 焦炭产量小幅回升（万吨）

图 16. 焦化企业开工率仍有缩减空间（%）



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

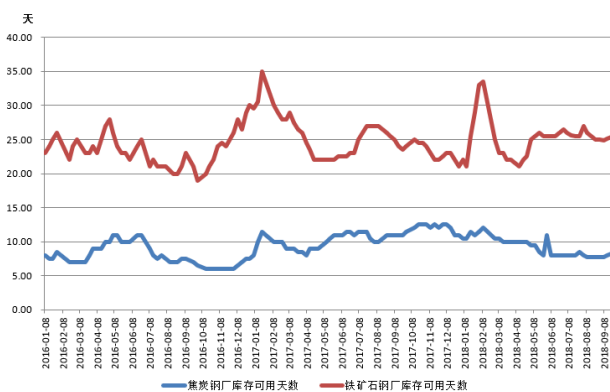


资料来源: WIND 新纪元期货研究所

去年同期, 产能<100 万吨的小型焦化企业开工率为 74.84%; 产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 74.13%; 产能>200 万吨的大型焦化企业开工率报于 88.03%, 而在 2017 年 10 月开始焦化进入采暖季限产后, 焦化企业开工率迅速回落至 70% 左右, 在 11 月-12 月进一步下滑至 65% 左右的水平。但由于今年限产力度不及预期, 焦炭开工率下降的空间相对有限。

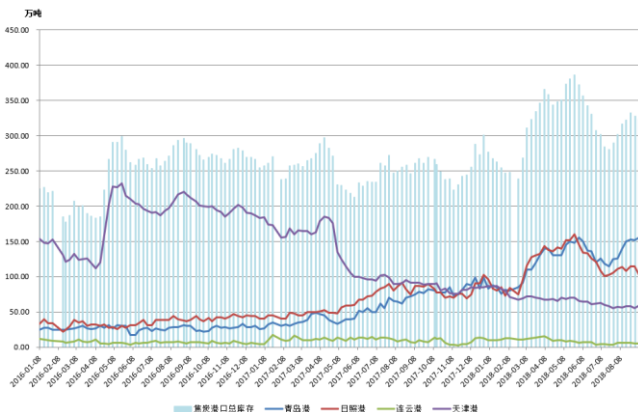
焦炭 8 月产量显著回升。国家统计局数据显示, 2018 年 8 月全国焦炭产量为 3670.1 万吨, 较 7 月的 3551.00 万吨回升 119.1 万吨, 环比增加 3.35%; 同比 2017 年 8 月小幅减少 20.90 万吨, 降幅仅 0.56%; 1-8 月焦炭累计产量为 28581.30 万吨, 较 2017 年前 8 个月累计缩减 987.70 万吨, 降幅折合 3.82%。而去年焦炭产量在 1-9 月都维持在较高水平, 直到限产开启后的 10-12 月迅速收缩至 3500 万吨左右。同时河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作, 两省淘汰的焦炉共涉及到 19 家企业合计产能 2433.94 万吨 (今日智库)。在进入秋冬季, 差异化错峰生产执行后, 焦炭的产量仍有一定下降空间。

图 17. 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 18. 焦炭港口库存 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

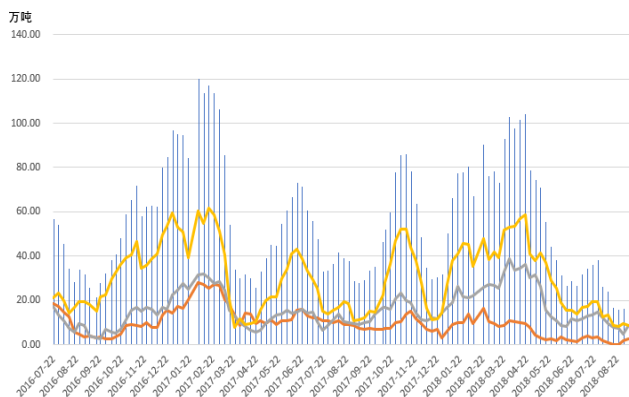
从焦炭库存来看, 截至 9 月 21 日当周, 全国四大港口焦炭库存量总计 272.0 万吨, 连续四周回落, 库存水平较 5 月 25 日的年内高点 386 万吨大幅缩减 114 万吨; 焦炭厂库截至 9 月 7 日当周共计 19.9 万吨, 较 4 月下旬 104 万吨的高点缩减 84.1 万吨, 几近空虚, 但随后两周止跌小幅回升, 显示出近期焦炭生产企业出货速度减缓; 钢厂焦炭库存平均可用天数至 9 月 21 日报于 8.2 天, 自 8 月下旬逐步小幅回升, 钢厂对焦炭有补库动作。总体

而言，通过焦炭库存水平可以看出目前焦炭供需仍然偏紧，但近期的边际变化值得继续追踪。

二、炼焦煤供需整体偏松、阶段趋紧

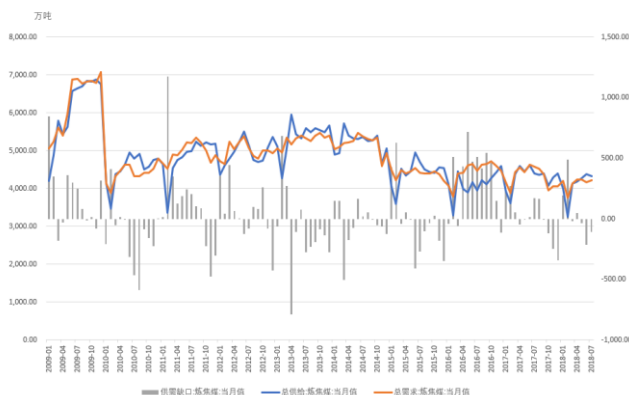
今年 3 月-6 月，我国炼焦煤产量较为平稳地维持在 3700 万吨左右，而 7 月数据显示炼焦煤产量下滑至 3588 万吨，同比 2017 年 7 月减少 252.67 万吨，降幅达 6.58%，环比 6 月也有 171 万吨的缩减，降幅约 4.55%。与此同时我国炼焦煤进口量快速增加，2018 年 7 月进口炼焦煤 744 万吨，同比大幅增加 186.17 万吨，环比也有 119 万吨的增幅。因此进口量的增长与产量的下降形成一部分抵消效应，炼焦煤的实际总供给量为 4332 万吨，较去年同期小幅下降 66.5 万吨，环比也仅收缩 52 万吨。

图 19. 焦炭厂库存持续缩减（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 20. 炼焦煤供需平衡表（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

炼焦煤的需求主要是焦炭生产，Wind 数据显示 7 月炼焦煤消费量为 4223 万吨，相较去年 7 月大幅下降 349.06 万吨，降幅高达 7.63%，而环比微弱回升 50 万吨。整体而言，炼焦煤 7 月呈现供过于求 109 万吨的格局，较年初 486.85 万吨的供需缺口而言，焦煤的供需整体偏松。

焦煤的库存水平也从侧面印证整体偏松的格局，9 月 7 日当周焦煤港口库存报于 367.86 万吨，钢厂库存为 778.13 万吨，独立焦化厂库存为 759.02 万吨，共计 1905 万吨，较去年同期 1746 万吨增长 159.1 万吨。阶段性来看，焦煤库存自 7 月 27 日当周触及 1964.0 万吨年内高点后呈现小幅回落之势。

对炼焦煤阶段性供给带来影响的主要是政策方面。1、“公转铁”，运输成本上移、运力紧张，对焦煤供给端存有长效影响。自 2017 年 3 月发布的政府工作报告中提出“蓝天保卫战”后，在强化机动车尾气治理之外，通过绿色清洁的铁路运输替代排放高企的公路货运成为优先选项，天津港以及河北省诸港陆续禁止煤炭、焦炭和矿石等大宗物资的公路货运集疏港；2018 年 2 月全国环境保护工作会议上提出推动大宗物流由公路运输转向铁路运输，交通运输减排被提升到与产业结构、能源结构减排同等重要的地位。6 月，国务院常务会议原则通过推进运输结构调整三年行动计划，提出以推进大宗货物运输“公转铁”为主攻方向，力争到 2020 年大宗货物年运量在 150 万吨以上的工矿企业和新建物流园区接入铁路专用线比例达到 80%以上、沿海重要港区铁路进港率达到 60%以上、提高沿海港口集装箱铁路集疏港比例。2、突发安全检查，对焦煤供给的影响趋于阶段性，并且即将结束。8 月下旬至 9 月下旬，国家煤矿安监局按照应急管理部部署将派出 6 个督查组，对山西、内蒙古、云南、四川、

安徽、江西、陕西、重庆、贵州、河北、湖南、河南等 12 个省份开展煤矿安全生产督查，督促防范煤矿系统性安全风险，遏制重特事故发生。3、第二阶段环保督查对煤矿供应带来阶段性制约，预期将持续到 11 月中旬。环保督查回头看行动自 2018 年 8 月 20 日进入第二阶段，持续至 2018 年 11 月 11 日。目标对“2+26”城市、汾渭平原 11 城市开展全面督查，排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、“公转铁”落实、扬尘治理及秸秆焚烧等方面存在的问题，以问题为导向督促各项任务及措施落实到位。

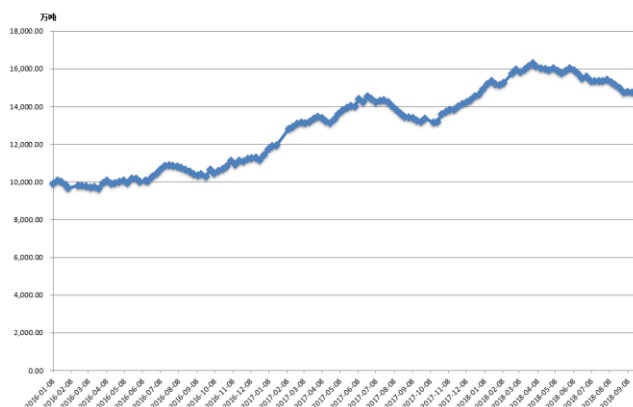
焦煤的需求端即为焦炭的生产，此处不赘述。

三、铁矿石供需阶段偏紧、成本上移

1、铁矿石月度进口量回升

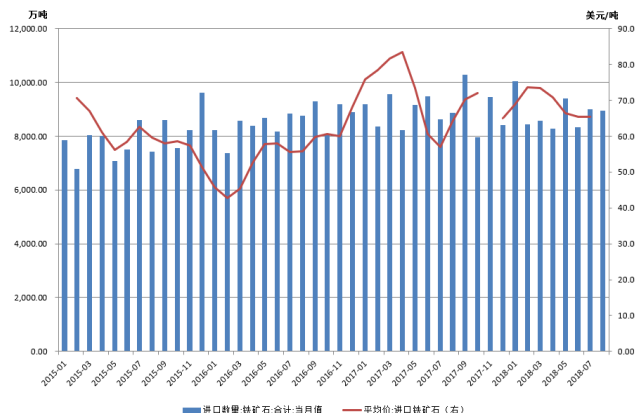
近三个月粗钢产量屡创新高，钢厂对于高品位矿需求较强，7 月铁矿石进口量出现明显增加。海关总署公布的数据显示，我国 7 月铁矿砂及其精矿进口量为 8995.9 万吨，较 6 月的 8324 万吨大幅回升 670.1 万吨，增幅达 8.1%，同比 2017 年 7 月的 8866 万吨也有 128.1 万吨的增量，增幅为 4%；1-7 月我国累计进口铁矿砂及其精矿 62066 万吨，同比 2017 年 1-7 月小幅下降 1%，降幅较 1-6 月回升 1 个百分点。

图 21. 铁矿石港口库存自高位回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 22. 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 9 月 21 日当周，全国铁矿石港口库存报于 14784.43 万吨，较上月的 14961.91 万吨减少 177.48 万吨，降幅为 1.19%，较年内高点则大幅缩减 1497.37 万吨，降幅达 9.37%，与此同时铁矿石月度进口量环比小幅回落，从库存的角度而言，铁矿石的供给压力阶段性缓解，供需格局阶段趋紧。但从长周期看，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略有回升，截至 9 月 21 日当周，进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为 25.4 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一般，铁矿石供给充足，钢厂倾向于随行就市采购。

4、成本显著上移、支撑期价

根据铁矿石进口成本的计算公式，进口成本=（铁矿石美元价格+海运费）*0.92（普氏指数转换）*1.17（增值税）*汇率+港杂费

（1）截止 9 月 27 日，中国铁矿石进口到岸价为 68.27 美元/吨，即铁矿石美元价格+海运费；

（2）截止 9 月 27 日，离岸人民币汇率为 6.89 元；

（3）港杂费在 28-35 元/每吨左右，我们按 30 元/每吨计算，铁矿石进口成本
=68.27*0.92*1.17*6.89+30=536.3 元/吨

而中国进口铁矿石 62%品位干基粉矿含税价自 7 月中旬开始跃升至 500 元/吨之上之后持续小幅回升，截至 9 月 21 日报于 539.08 元/吨。无论如何测算，今年铁矿石进口成本已经较上半年有 50 元/吨左右的上移，同时铁矿石期货主力合约价格始终远低于成本价，交投重心应当逐步小幅上移。

第五部分 总结与展望

九月市场关于采暖季错峰生产方案的消息纷至沓来，对黑色系商品行情带来扰动。由于 2018 年度的限产政策取消了“一刀切”，对钢铁和焦化企业按照环保达标情况进行分类限产，因此整体而言限产力度要弱于 2017 年。此前螺纹钢 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，已经体现并透支了限产以及需求“淡季不淡”的影响，自 8 月末开始螺纹钢和焦炭“恐高情绪”加剧，呈现技术调整，9 月随着焦炭现货价格的三轮调降，焦炭 1901 合约小幅冲高回落，以 7.23%的跌幅领先于黑色系商品。而焦煤和铁矿石是预期将受环保限产政策显著利空的品种，在限产不及预期的背景下，9 月相对平稳。

8 月份宏观经济数据涨跌互现。制造业稳步增长，PMI 连续 25 个月保持在枯荣分水岭之上，但分项数据不甚乐观，生产指数略有回升，进出口订单指数同比增速仍承压枯荣分水岭，并且增速稍显放缓；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，基建投资增速则进一步回落。国际市场方面，中美贸易战仍将对市场后期带来不确定性，美联储在 9 月末的议息会议上如期加息 25 个基点，基本符合市场预期。

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。1000 元左右的吨钢利润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。若后续开启环保限产，粗钢产量仍将受到显著的制约，这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑。但 2018 年的限产政策与 2017 年相比，启动早、范围广但力度减弱，因此对钢材价格的驱动能力也不及预期。

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，但从 8 月数据来看，拉动钢材需求的“三驾马车”表现稍显动力不足。8 月房地产投资增速维持 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 1-7 月进一步加快，但 8 月单月房屋新开工面积较 7 月进一步收缩，这令建筑市场的“金九银十”预期大打折扣；国内钢材价格高企，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，7 月、8 月的实际出口量均降至 600 万吨之下，预计 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，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，但转化为下游实际需求仍是漫长的过程，对于钢材的短期需求难有显著的改善。从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，若 9 月 28 日当周的小幅反弹是止跌迹象，那钢材短期需求可能恶化。

今年秋冬季环保限产的力度虽较 2017 年有所放松，对于焦炭而言，焦化企业开工率仍有下降空间，焦炭产量或将小幅收缩，但钢厂限产同样减弱，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。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，截至 9 月 27 日焦炭与焦煤比值已经小幅回落至 1.77:1，仍然远高于正常时期 1.4:1 的比值；焦化利润也自 8 月下旬 830 元/吨的历史高位逐步回落至 9 月末的 477 元/吨，煤焦比和盘面焦化利润均存在均值回归的需求，套利方面可尝试空焦炭多焦煤的策略。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。

行情展望：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，在 9 月的最后一周，螺纹钢 1901 合约下探至 3900 元/吨一线，焦炭 1901 合约则回踩 2200 元/吨一线，均为 3 月以来的上升趋势线位置，若形成破位则上涨行情彻底结束，反之有望获支撑再次启动上升格局。钢铁行业和焦化行业将在 10 月 1 日开启秋冬季差异化错峰生产，即便今年力度不及预期，螺纹和焦炭的供给仍将较前期有所收缩，同时若基建如期好转、房地产投资增速维持高位，结合螺纹钢 1901 合约贴水现货超 600 元/吨，焦炭 1901 合约贴水现货逾 300 元/吨，期价已经提前反应出现货调整的预期，后市期现货基差有望收缩，则行情延续上升通道的可能性较大，但螺纹钢和焦炭的前期高点难以逾越。铁矿虽供给充足、需求良好、库存小幅下滑，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、房屋新开工面积持续下滑、环保限产实际力度不及预期等。

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