

## 供给压力打压钢材价格 炉料调整不宜过分看空

### 内容提要:

- ◆ 4月宏观数据涨跌互现，二季度经济能否继续增长仍具有不确定性。制造业采购经理指数勉强维持枯荣分水岭之上，分项数据均较上月下滑；全国居民消费价格和工业品出厂价格指数增速双双回升；1-4月固定资产投资增速略有回落，其中基建投资增速与上月持平、房地产投资增速再次攀升。
- ◆ 4-5月环保限产并不严格，高炉开工率持续回升，4月粗钢产量更突破8500万吨，创下历史新高水平，预期5月粗钢供给易增难减。但炉料端商品价格快速走强令吨钢利润大幅收缩，若生产利润持续维持低位，钢厂开工热情将逐渐降温，随着时间的推移供给压力或将有望缓解。
- ◆ 房地产投资增速维持高位震荡，国内钢材价格的冲高回落以及人民币贬值因素，短期或利好钢材出口。2019年已公布投资计划的省市重点项目总投资额达37.89万亿，其中年内计划投资完成额5.82万亿，去年下半年至今年一季度已经批复的项目将逐渐进入密集开工期。整体来看，2019年前4个月，地产、出口、基建方面对钢材的拉动作用良好，但短期增量可能不足。
- ◆ 铁矿石表现强势因全年供给确定性缩减，叠加铁矿国内需求回升、全国港口库存7周连降至近两年新低、资金炒作以及人民币贬值的共同提振。现阶段技术角度短线存有调整需求。
- ◆ 焦炭价格在4-5月连续三轮提涨，令焦化利润恢复至300元/吨的正常水平。现阶段前期利好支撑作用减弱，港口焦炭库存形成一定供给压力，钢材价格和利润双双回落令焦炭价格承压，加之钢厂仍有环保限产、阶段检修的可能，焦炭价格已经开启调整。
- ◆ **行情展望：**螺纹钢供给大概率维持高位，需求端难现增量，1910合约承压4000关口展开回落，短线有望回踩3650元/吨一线，若吨钢利润继续收缩以致于开工下滑或环保限产从严，或令螺纹出现反弹；铁矿石因全年供给确定性缺口，1909合约中长期看涨不改，短线出现超买后的技术修正，破730元/吨可尝试短空，目标空间或在50-80元/吨，不宜过分看空；港口焦炭库存形成一定供给压力，钢材价格和利润双双回落令焦炭价格承压，加之钢厂仍有环保限产、阶段检修的可能，焦炭1909合约下行目标为在2050-2080元/吨，由于焦化及煤炭行业环保因素，不宜过分看空。
- ◆ **风险点：**钢厂环保限产、高炉检修；铁矿石供给再出变化；焦化限产趋严；天气因素等。

## 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

钢材上下游短期供需良好

非采暖季限产或形成扰动

20190430

供需均有回升预期

调整或现买入机会

20190331

供需两端均将启动

黑色震荡酝酿反弹

20190228

节后需求预期有所好转

螺纹钢逢调整布局多单

20190130

## 第一部分 前言

5月黑色系商品走势急剧分化，高炉开工率回升，钢材供给显现压力，令螺纹相对承压，铁矿石和焦炭获得需求提振，而巴西淡水河谷供给忧虑再起，加剧铁矿石看涨情绪，主力合约单边飙涨 19.49%；而焦炭在现货三轮挺价的支撑下，收涨 9.46%；螺纹钢则出现冲高回落，截至 29 日仅收涨 1.73%，而振幅报于 8.14%；焦煤小涨 3.23%，暂维持于 1400 元/吨一线震荡。

供给方面，黑色系采暖季错峰生产结束，钢厂生产节奏逐步加快，粗钢产量屡创新高。宏观数据涨跌互现，经济形势并不稳定，但二季度前半阶段，钢材下游需求相对较好，房地产投资增速维持高位、基建投资增速平稳、出口良好，螺纹钢社会库存显著回落，这一方面提振钢材价格，也相应的驱动铁矿石和焦炭的下游需求，从而推升两者价格，焦炭现货价格连续三轮调涨至 2150-2200 元/吨，焦化利润修复至 300 元/吨左右，而巴西淡水河谷事件不断升级，令铁矿石面临确定性供给缺口，助推铁矿石现货价格冲高至 830 元/吨一线，炉料端的强势拉涨，令吨钢利润从 600 元/吨的高位快速回吐至 200 元/吨一线。

随着钢材需求端难现增量，边际存有下滑预期，阶段性环保限产也并不严格，产量有增无减，供给压凸显，螺纹钢价格逐渐回落，铁矿石和焦炭价格受到抑制，跟随螺纹阶段回落，预期仍有调整空间。

表 1. 2019 年 5 月 6 日-29 日黑色系期货主力合约表现（元/吨）

合约	开盘价	收盘价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	3760	3825	3947	3650	+1.73%	8.14%
铁矿石	626.0	748.0	774.5	622.5	+19.49%	24.42%
焦炭	2030.0	2022.0	2362.0	2017.5	+9.46%	17.08%
焦煤	1348.0	1391.5	1433.0	1332.0	+3.23%	7.58%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

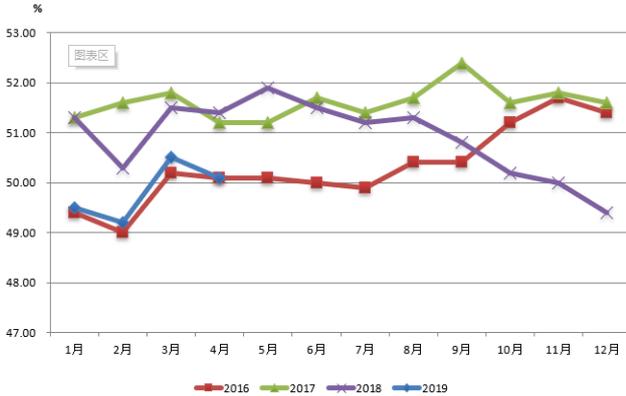
## 第二部分 宏观：二季度经济仍具有不确定性

4月宏观数据涨跌互现。制造业采购经理指数报于 50.1%，勉强维持枯荣分水岭之上，但较上月回落 0.4 个百分点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数均较上月下滑；全国居民消费价格和工业品出厂价格指数增速双双回升；1-4 月固定资产投资增速略有回落，其中基建投资增速与上月持平、房地产投资增速再次攀升。货币政策在二季度或进入观察期，边际宽松的预期下降，短期内央行降准的可能性微乎其微。中美贸易战形势仍有反复的可能。整体而言，二季度经济能否继续增长仍具有不确定性。

**制造业采购经理指数小幅回落。**2019 年 4 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月回落 0.4 个百分点，继续保持在扩张区间。从分项数据来看，生产指数为 52.1%，比上月回落 0.6 个百分点，位于临界点之上，表明制造业生产扩张步伐有所放缓；新订单指数为 51.4%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，位于临界点之上，表明制造业市场需求总体稳定；原材料库存指数为 47.2%，比上月下降 1.2 个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量有所回落。其他相关指标中新出口订单指数报于 49.2%，较 3 月提升 2.1 个百分点，

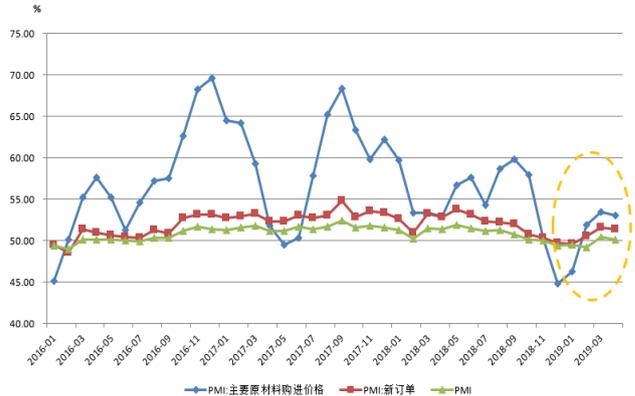
连续 11 个月维持在枯荣分水岭之下；进口指数较 3 月增加 1.0 个百分点至 49.7%；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数依次为 53.1% 和 52.0%，分别较上月回落 0.4 个百分点和提升 0.6 个百分点。

图 1. PMI 较上月小幅回落 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

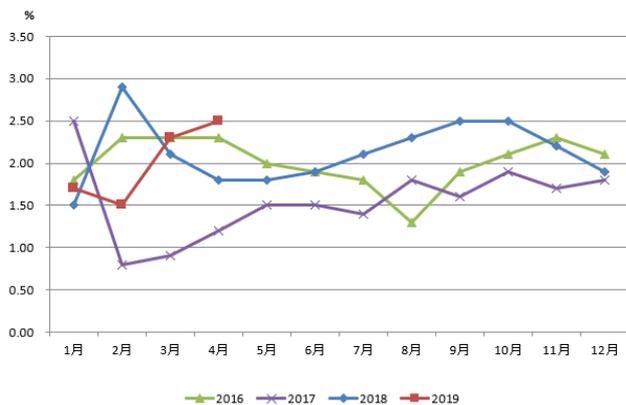
图 2. PMI 分项指数略有下滑 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

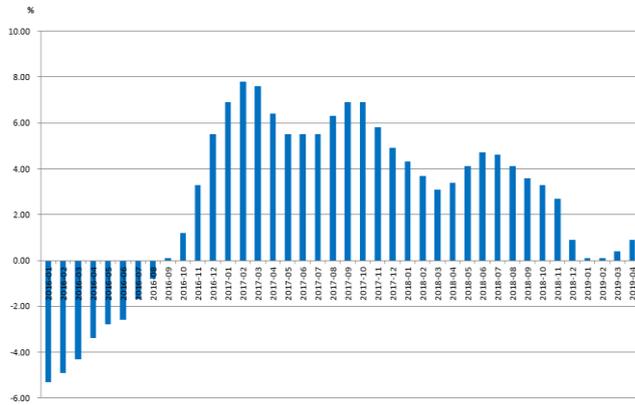
**CPI、PPI 同比涨幅双双回升。**2019 年 4 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 2.5%，较上月回升 0.2 个百分点；环比小幅上涨 0.1%。2019 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 0.9%，增速较上月增加 0.5 个百分点；环比上涨 0.3%，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格同比上涨 2.4%，较上月提高 3.9 个百分点；环比增长 2.1%，较 3 月回升 1.0 个百分点。

图 3. CPI 同比持续回升 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. PPI 同比增速小幅提高 (%)



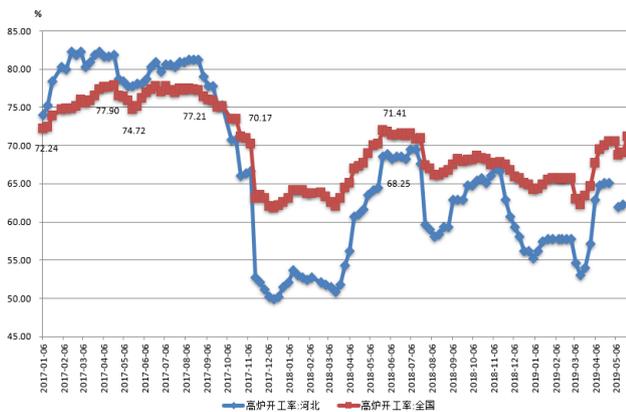
资料来源：WIND 新纪元期货研究

**货币政策松紧适度，宽松预期下降。**央行 2019 年一季度货币政策执行报告指出，要继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调，适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕。随着稳增长政策的逐步落实，一季度经济初步好转，市场悲观预期扭转，央行货币政策将进入观察期，进一步宽松的预期下降。

### 第三部分 钢材供给：环保不严、产量再增

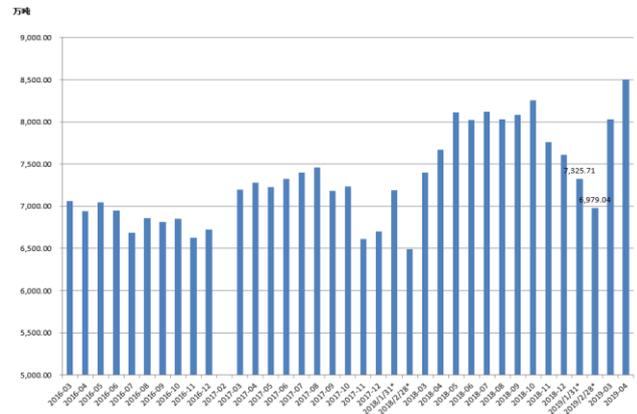
2018/19年度采暖季错峰生产自3月末结束，吨钢利润有所修复，钢厂开工率自3月逐步回升，以致全国粗钢产量于3月重回8000万吨之上，尽管唐山等地制订了非采暖季限产方案，但从实际效果来看，4-5月环保限产并不严格，高炉开工率持续回升，4月粗钢产量更突破8500万吨，创下历史新高水平，预期5月粗钢供给易增难减。但炉料端商品价格快速走强令吨钢利润大幅收缩，若生产利润持续维持低位，钢厂开工热情将逐渐降温，随着时间的推移供给压力或将有望缓解。

图 5. 采暖季结束后高炉开工率显著回升 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 中国 3 月粗钢产量激增 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 一、非采暖季环保不严 粗钢产量易增难减

随着钢价及吨钢利润的回升，钢厂开工热情回暖，4月以来高炉开工率明显提速，截至4月19日当周，河北高炉开工率报于65.08%，为2018年11月23日当周以来的阶段新高，全国高炉开工率报于70.03%，为2018年7月27日以来首次回升至70%之上，两者分别较3月末提升7.94和5.94个百分点，国家统计局数据显示4月全国粗钢产量报于8503.20万吨，创下历史新高，同比2018年4月大增833.20万吨，增幅折合10.86%；环比3月则增加470.60万吨，增幅约为5.86%。钢厂开工存有惯性，进入5月后，由于吨钢利润良好，非采暖季限产实施不严，河北高炉开工率稍有回落但全国高炉整体开工热情较高，截至5月24日当周，全国高炉开工率报于71.13%，较4月26日当周提升0.55个百分点，预期5月粗钢供给仍将维持8500万吨左右的相对高位，供给边际快速回升的预期令钢材价格稍显承压。

## 二、吨钢毛利润大幅下挫 或令钢厂生产热情回落

4月吨钢利润进一步扩大，主要因钢材下游需求回暖令现货价格获提振直奔4100大关之上，而铁矿石价格高位震荡略有下滑、焦炭供给充足价格承压，4月中旬吨钢毛利润一度高达663.80元/吨，较3月末的476.46元/吨大增187.34元/吨，利润的回升助推钢厂在4-5月的生产热情，也将佐证4-5月粗钢产量有望再创新高。

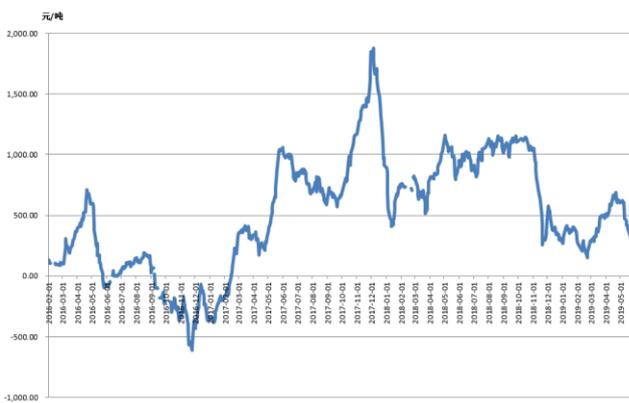
值得关注的是，3月份开始钢厂吨钢毛利润不断抬升，严重挤压焦化企业利润，焦炭价格经过三轮下调之后触及1850-1900元/吨的低点，焦化企业濒临亏损，4月下旬开始，随着高炉开工热情高涨，钢厂对焦炭需求回升，较高的吨钢利润与低迷的焦化利润均开启修复，焦炭价格陆续出现三轮调涨，累计涨幅达250-300元/吨，价格报于2100-2200元/吨，与此同时，铁矿石供给忧虑再起，现货价格持续攀升超百点报于830元/吨一线，严

重挤压吨钢利润，截至5月28日，吨钢毛利润经过估算报于197.74元/吨，较4月末的606.05元/吨大幅下挫408.31元/吨，若吨钢毛利润继续下滑或始终维持低位，将制约钢厂开工从而减轻供给压力。

### 三、去库存速度减缓 显示出需求忧虑

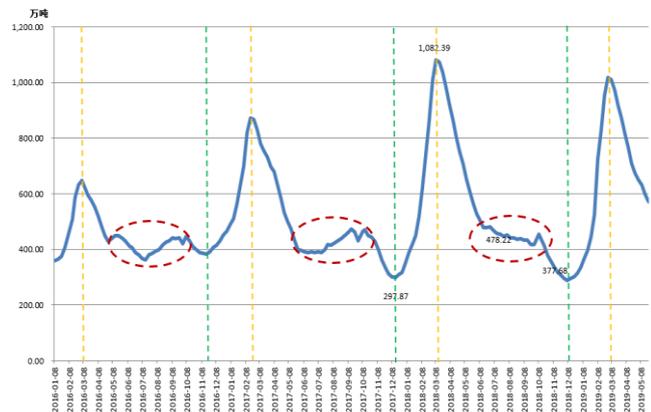
钢贸商对螺纹钢的补库存推动着钢价在冬季的上涨，随着时间的推移，冬储库存开始向下游市场转移，螺纹钢社会库存自3月1日当周开始连续回落，截至4月26日当周报于673.27万吨，较前高1018.66万吨大幅缩减345.39万吨，春季消费旺季驱动，库存去化的速度逐渐加快，钢材从社会库存向下游的出货演变为价格的驱动力。但进入5月以来，去库存速度明显减缓，截至5月24日当周，螺纹钢社会库存报于569.83万吨，较4月末仅减少103.44万吨，这显示出市场对需求边际下滑的忧虑。

图7. 吨钢毛利润快速下挫（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8. 去库存速度稍有减缓（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第四部分 钢材需求：地产增速维持高位 基建投资增速平稳

房地产投资增速自2018年初跃升至10%后，始终维持高位震荡，1-4月增速报于11.9%，较1-3月再加快0.1个百分点，房屋新开工供给增速和商品房销售面积增速拐头向上，仅房地产企业土地购置面积增速和资金到位增速闪电下挫，从中长期而言，房地产投资增速难以维持高速增长，单月房屋新开工面积较3月小幅回落。出口方面，4月我国出口钢材633.00万吨，与上月持平，随着国内钢材价格的冲高回落以及人民币贬值因素，短期或利好钢材出口。基建方面，1-4月基建投资增速与1-3月持平，2019年已公布投资计划的省市重点项目总投资额达37.89万亿，其中年内计划投资完成额5.82万亿，基建投资是各省市2019年投资计划中的重要组成部分，二季度以来，发改委项目批复的数量和计划投资金额较一季度有所下降，但去年下半年至今年一季度已经批复的项目将逐渐进入密集开工期，有望对二季度以后的基建投资增速带来支撑。整体来看，2019年前4个月，地产、出口、基建方面对钢材的拉动作用良好，短期增量可能不足。

### 一、 房地产投资暂维持高位

#### 1、 房地产投资增速再次回升但企业购地热情下降

国家统计局数据显示，2019年1-4月份，全国房地产开发投资34217亿元，同比增长11.9%，增速比1-3

月份提高0.1个百分点。其中，住宅投资24925亿元，增长16.8%，增速回落0.5个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为72.8%。与此同时，1-4月份，房地产开发企业土地购置面积3582万平方米，同比下降33.8%，降幅比1-3月份扩大0.7个百分点；土地成交价款1590亿元，下降33.5%，降幅扩大6.5个百分点，这显示出房地产企业购地热情降温，拿地趋于谨慎，房屋新开工面积增速在不久的将来将受到显著的制约。

图9. 房地产开发投资完成额累计同比再度攀升(%)

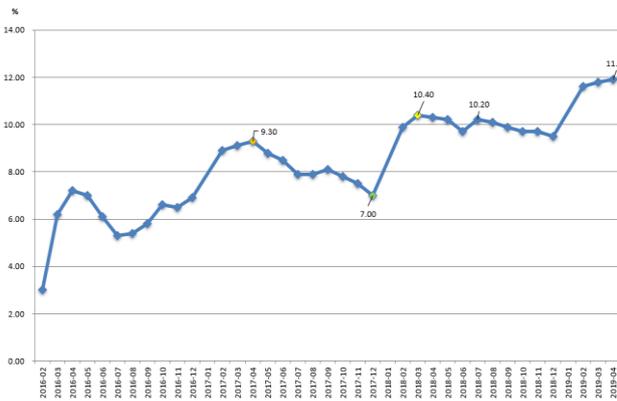


图10. 房地产企业土地购置面积增速回落(%)



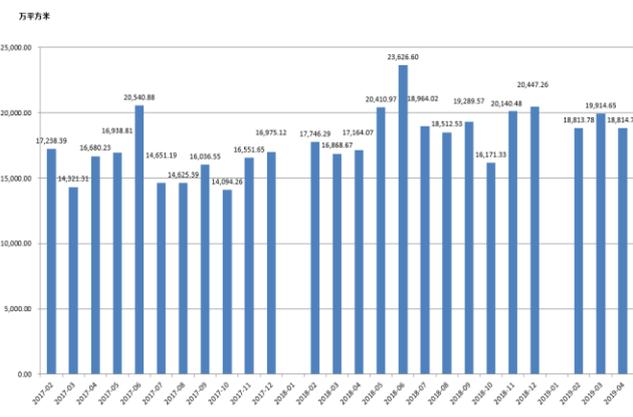
来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

## 2、房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速略有回升

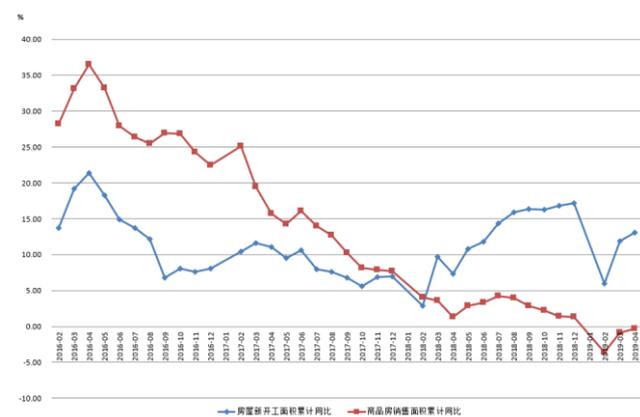
从具体施工情况来看，1-4月份，房地产开发企业房屋施工面积722569万平方米，同比增长8.8%，增速比1-3月份提高0.6个百分点。房屋新开工面积58552万平方米，增长13.1%，增速提高1.2个百分点。1-4月份，商品房销售面积42085万平方米，同比下降0.3%，降幅比1-3月份收窄0.6个百分点。今年2-4月房屋新开工面积增速和商品房销售面积均有显著回升，主要因建筑市场春季赶工。但从单月房屋新开工面积来看，4月报于18814.78万平方米，较3月单月大幅缩减1099.87万平方米，降幅约为5.52%；同比2018年4月则增加1650.71万平方米，增幅达9.79%。

图11. 房屋新开工面积单月环比下降(万平方米)



来源: WIND 新纪元期货研究

图12. 房屋新开工面积与商品房销售面积增速双回升(%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

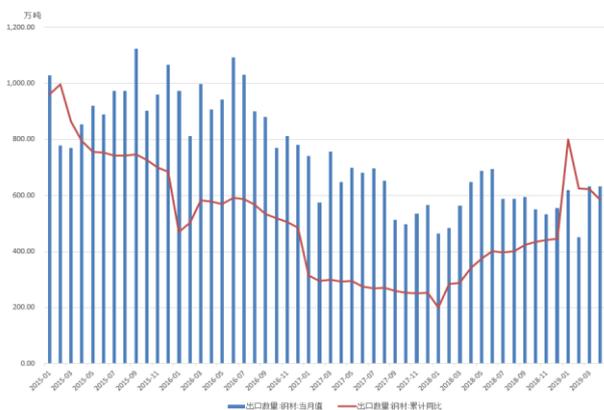
## 二、 钢材出口阶段回暖

2019年1月我国钢材出口量意外回升至618.8万吨，为2018年7月以来的新高，主要得益于年末钢材价格的大幅调整，令出口价格优势再现。随着钢价自12月初见底回升，出口利润再次收缩，加之春节长假因素，海关数据显示，2月钢材出口再次下滑，仅451.2万吨，环比减少167.6万吨，同比下降7.0%。3月中美贸易战经过七轮磋商后趋于缓和，有利于钢材出口，海关数据显示3月我国出口钢材633.0万吨，为2018年7月以来新高，4月钢材出口量再度报于633.0万吨，与3月持平，1-4月累计出口2335.0万吨钢材，同比增长8.3%，增幅较1-3月下滑4.3个百分点。随着国内钢材价格的冲高回落以及人民币贬值因素，短期或利好钢材出口。

## 三、 基建投资增速持续平稳回升

2019年一季度，全国固定资产投资增速延续去年6月以来的稳步回升，为经济增长发挥关键作用。这其中除房地产投资的高位增长贡献较大力量外，地方基建投资增速企稳回升对固定资产投资的贡献也起到承接作用。但整体而言，固定资产投资增速近半年来近维持相对平稳状态，未出现显著抬升，而2019年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）155747亿元，同比增长6.1%，增速比1-3月份回落0.2个百分点。与此同时，房地产投资增速仍维持高位运行，而基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.4%，增速与1-3月份持平，这以表现并不如市场预期，但基础设施建设投资在固定资产投资中的占比，由2018年5月的低点18.4%逐渐提升至2019年4月的20.6%。

图 13. 钢材月度出口回暖（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. 固定资产投资、基建投资累计同比平稳（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2019 年一季度国家发改委已经审批核准固定资产投资项目 50 个，总投资 3703 亿元，近日湖南、青海、浙江等多地发布最新一批重大建设项目清单，截至目前，2019 年已公布投资计划的省市重点项目总投资额达 37.89 万亿，其中年内计划投资完成额 5.82 万亿。从当中已披露具体投资计划的省份来看，基建投资都是各省市 2019 年投资计划中的重要组成部分，部分省份基建投资计划完成额甚至占全省计划总投资额的一半以上。

二季度以来，发改委项目批复的数量和计划投资金额较一季度有所下降，但去年下半年至今年一季度已经批复的项目将逐渐进入密集开工期，有望对二季度以后的基建投资增速带来支撑。

## 第五部分 炉料：铁矿震荡中枢上移 焦化利润恢复正常

### 一、铁矿石：长期供给收缩、价格中枢上移

铁矿石 1909 合约自去年 11 月末触及 438.5 元/吨的阶段低点后，开启长达半年的上行之路，截至 5 月 27 日累计收涨 73.70%，月线报收六连阳，创历史记录。本轮上涨目前来看可分为三个阶段：

第一阶段为 2018 年 11 月 27 日-2019 年 2 月 11 日，共 48 个交易日，上涨主要因超跌反弹叠加 1 月末巴西淡水河谷尾矿坝决堤导致减产忧虑；

随后进入震荡整体期，即 2019 年 2 月 12 日-2019 年 4 月 1 日，共 36 个交易日，交投始终运行于 550.0-610.0 元/吨区间，期间有淡水河谷暂停生产的矿区恢复生产带来的利空。（注：第一阶段和第二阶段的“故事”，详情可参阅此前淡水河谷专题报告）

第三阶段，铁矿石主力合约自 2019 年 4 月 2 日突破 610 元/吨区间上沿至 5 月 28 日，共 37 个交易日，累计上涨 25.66%。期间自 665.0 元/吨一线遇阻回落有所反复，自 5 月 15 日开始九连阳上攻，再次突破 665.0 元/吨一线强势上攻至 774.5 元/吨阶段高点。前半程因铁矿石供给确定性缩减，后半程则又叠加巴西其他矿区有决堤风险、铁矿国内需求回升、全国港口库存 7 周连降至近两年新低、资金炒作以及人民币贬值的共同提振。新闻称淡水河谷 (Vale) 近期向巴西米纳斯吉拉斯州减产人员报告，旗下在该邦 Barao de Cocais 镇上的尾矿坝有发生溃坝的风险，这座淡水河谷旗下 Gongo Soco 矿场的尾矿坝距离 Brumadinho 大约 40 英里，此前在 1 月底 Brumadinho 地区的一座尾矿坝崩塌释放出大量有毒泥浆，造成逾两百人死亡。Brumadinho 矿坝灾难以及随之而来的矿场关闭促使淡水河谷调降今年铁矿石销售量预估，成为近四个月来铁矿石价格攀升至阶段高位的主要原因。其次，自 3 月中旬以来，高炉开工率逐渐回升，中国粗钢月度产量也相应增加，在采暖季差异化错峰生产结束后的 4 月达到 8503.2 万吨的历史高位，这促进了钢厂对原材料铁矿石、焦炭的消费，而因阶段环保不严，高炉开工率进入 5 月之后不降反升，截至 5 月 24 日当周报于 71.13%，预计 5 月粗钢产量有望再创新高，进一步驱动铁矿石消费。铁矿石国内港口库存自 4 月 4 日当周开始回落，截至 5 月 24 日当周报于 12767.82 万吨，呈现 7 周连降，近两年首次回落至 13000 万吨之下。美元兑人民币的汇率逼近 7.0 大关，人民币持续贬值也助力铁矿石进口价走高。

图 15. 四大矿山铁矿石一季度产量大幅回落（千吨）

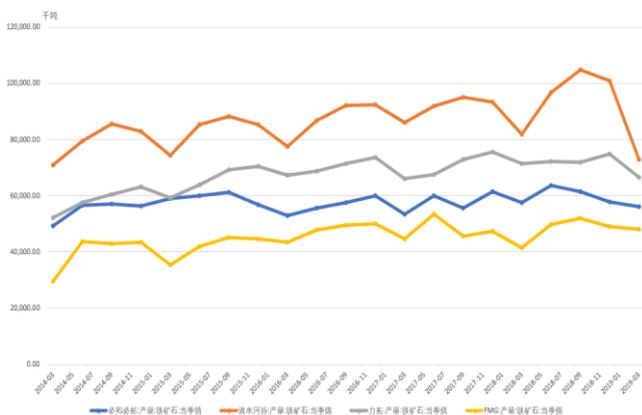


图 16. 铁矿石港口库存快速下降至两年低位（万吨）

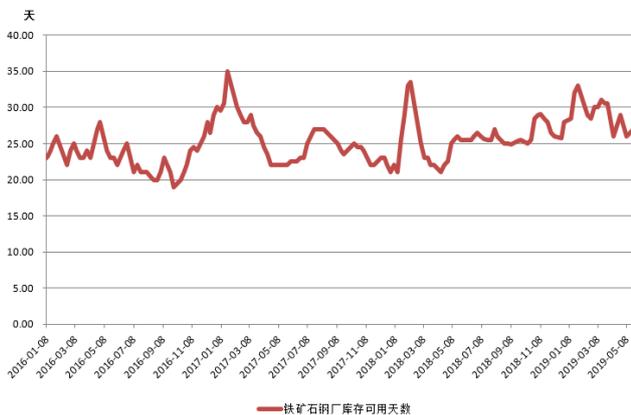


来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

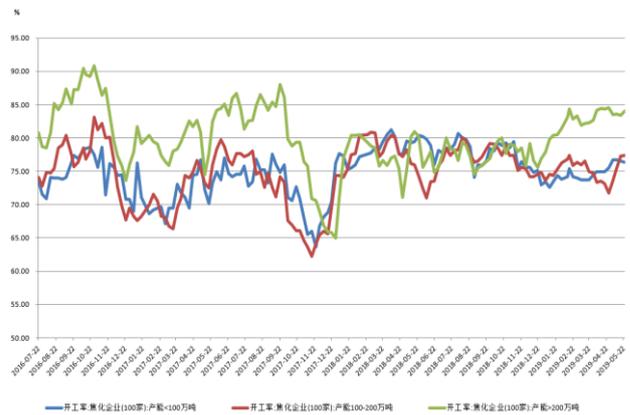
现阶段，铁矿石基本面当中的利多因素仍在发挥主导，普氏铁矿石指数突破 100 美元，国内进口铁矿石 62% 品位价格触及 830 元/吨，主力资金做多热情不减，期货合约呈现反向市场、整体攀升的格局，除了情绪因素外，目前还不具备抄顶的条件，但技术角度短线存有调整需求。随着铁矿石、焦炭价格的不断走高，螺纹钢价格受制于需求端的乏力，吨钢利润快速收敛，近一个月已经从 600 元/吨的高位回落至 200 元/吨左右，若吨钢利润持续下滑或环保政策收紧，高炉开工率将受到一定抑制，从而影响铁矿石和焦炭的消费，除此之外还应关注二季度铁矿石到港量以及国内铁矿石供给的变化，铁矿石的供给或因价格攀升而出现额外的增长，这些都是对铁矿石价格存有不利的风险点。

图 17. 钢厂原材料库存可用天数（天）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 焦化企业开工率出现分化（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 二、 焦炭：供给充足需求良好 利润恢复正常区间

在 3 月末钢厂利润高企而焦化利润处于盈亏平衡线后，钢厂逐渐让利于焦化企业，随后钢厂开工率回升，对焦炭的需求进一步驱动焦炭价格上涨，叠加山西焦化环保督查以及五月唐山钢厂高炉限产不及预期，焦炭价格在 4-5 月连续三轮提涨，令焦化利润恢复至 300 元/吨的正常水平。现阶段前期利好支撑作用减弱，港口焦炭库存形成一定供给压力，钢材价格和利润双双回落令焦炭价格承压，加之钢厂仍有环保限产、阶段检修的可能，焦炭价格已经开启调整。

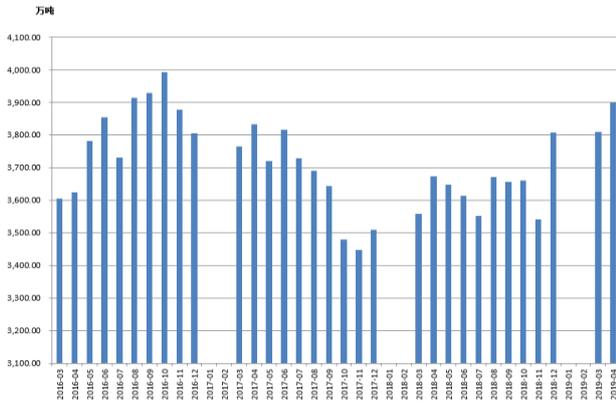
### 1、焦炭产量回升

在经过采暖季差异化错峰生产之后，大中小型焦化企业开工整体显著回升，但表现相对分化。截至 5 月 24 日当周，产能 > 200 万吨的焦化企业开工率报于 84.07%，较 4 月末小幅回落 0.45 个百分点，但较 2018 年末增加 7.18 个百分点；而产能在 100-200 万吨水平的焦化企业开工率报于 77.34%，较 4 月末大幅提升 5.57 个百分点；产能 < 100 万吨的焦化企业开工率则报于 76.36%，较 4 月末小幅增加 0.91 个百分点。而在 4 月我国焦炭产量已经达到 3898.7 万吨万吨，同比增长 3.4%，创下 2016 年 11 月以来的新高，2019 年 1-4 月累计生产焦炭 15184.4 万吨，同比大幅增长 6.5%。5 月开工率较 4 月几乎有增无减，预计产量有望突破 3900 万吨。

从库存情况来看，截至 5 月 24 日当周，焦化企业焦炭总库存报于 46.54 万吨，较 4 月末减少 21.92 万吨，与去年同期相差无几；110 家钢厂焦炭库存报于 439.56 万吨，较 4 月 26 日当周减少 14.66 万吨；焦炭四大港口

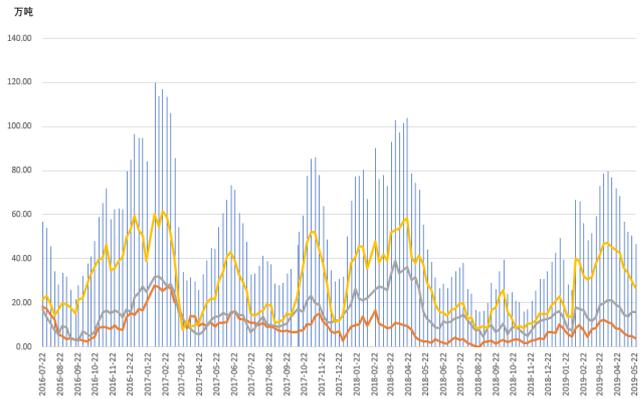
库存则自去年10月以来持续增加，截至5月24日当周报于464.5万吨，较4月26日当周再度增长14.5万吨，而较2018年10月初的233万吨几近翻倍，为历史高位。目前的库存结构为焦化企业库存、钢厂焦炭库存持续小降，但出于同期正常水平，港口焦炭库存持续攀升，处于历史高位，这将对焦炭形成出货压力。

图 19. 焦炭产量有所增加（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 焦炭厂库存持续回落（万吨）

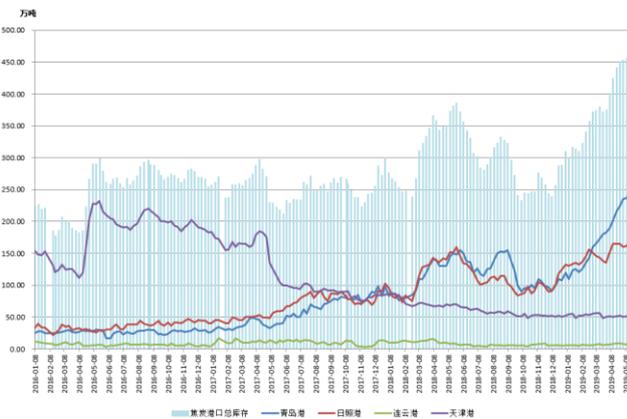


资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 2、焦化利润恢复正常水平

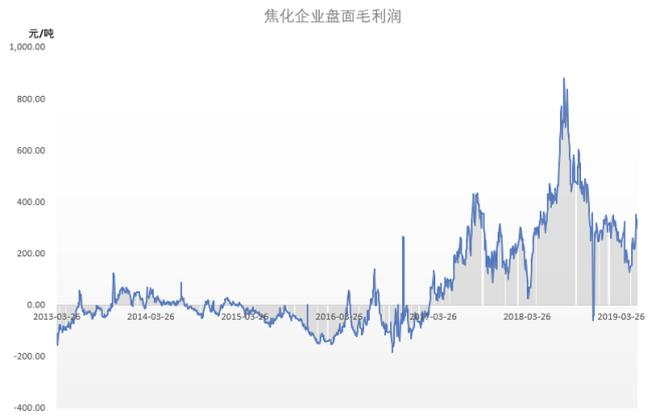
焦炭价格此前从去年高点一路下跌 850 元/吨（山西出厂价从年前 2550 元/吨一度跌至 1700 元/吨），焦企利润也从 700-800 元/吨跌至盈亏水平线，而煤矿与钢厂的利润却一直维持相对高位。在 5 月报中我们曾判断，4 月高炉开工回升，钢厂对焦炭需求良好，煤炭价格因安全生产等支撑相对稳定，4-5 月是焦企向钢厂要利润的较好时机。焦炭现货价格自 3 月下旬至 5 月初陆续出现三轮调涨，累计涨幅在 250-300 元/吨，使得焦化利润回升至 5 月末 300 元/吨左右的正常水平，与此同时，前期高企的吨钢利润自 600 元/吨快速缩减至 200 元/吨一线。

图 21. 焦炭港口库存持续攀升创历史新高（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 22. 焦化企业盘面毛利润快速下降（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第六部分 总结与展望

4 月宏观数据涨跌互现。制造业采购经理指数报于 50.1%，勉强维持枯荣分水岭之上，但较上月回落 0.4 个

百分点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数均较上月下滑；全国居民消费价格和工业品出厂价格指数增速双双回升；1-4月固定资产投资增速略有回落，其中基建投资增速与上月持平、房地产投资增速再次攀升。货币政策在二季度或进入观察期，边际宽松的预期下降，短期内央行降准的可能性微乎其微。中美贸易战形势仍有反复的可能。整体而言，二季度经济能否继续增长仍具有不确定性。

2018/19年度采暖季错峰生产自3月末结束，吨钢利润有所修复，钢厂开工率自3月逐步回升，以致全国粗钢产量于3月重回8000万吨之上，尽管唐山等地制订了非采暖季限产方案，但从实际效果来看，4-5月环保限产并不严格，高炉开工率持续回升，4月粗钢产量更突破8500万吨，创下历史新高水平，预期5月粗钢供给易增难减。但炉料端商品价格快速走强令吨钢利润大幅收缩，若生产利润持续维持低位，钢厂开工热情将逐渐降温，随着时间的推移供给压力或将有望缓解。

房地产投资增速自2018年初跃升至10%后，始终维持高位震荡，房屋新开工供给增速和商品房销售面积增速拐头向上，房地产企业土地购置面积增速和资金到位增速闪电下挫，从中长期而言，房地产投资增速难以维持高速增长。4月我国出口钢材633.00万吨与上月持平，随着国内钢材价格的冲高回落以及人民币贬值因素，短期或利好钢材出口。1-4月基建投资增速与1-3月持平，2019年已公布投资计划的省市重点项目总投资额达37.89万亿，其中年内计划投资完成额5.82万亿，基建投资是各省市2019年投资计划中的重要组成部分，去年下半年至今年一季度已经批复的项目将逐渐进入密集开工期，有望对二季度以后的基建投资增速带来支撑。整体来看，2019年前4个月，地产、出口、基建方面对钢材的拉动作用良好，短期增量可能不足。

铁矿石表现强势因全年供给确定性缩减，叠加铁矿国内需求回升、全国港口库存7周连降至近两年新低、资金炒作以及人民币贬值的共同提振。现阶段，铁矿石基本面当中的利多因素仍在发挥主导，除情绪因素外，目前还不具备抄顶的条件，但技术角度短线存有调整需求。若吨钢利润持续下滑或环保政策收紧，高炉开工率将受到一定抑制，从而影响铁矿石和焦炭的消费。除此之外还应关注二季度铁矿石到港量以及国内铁矿石供给的变化，铁矿石的供给或因价格攀升而出现额外的增长，这些都是对铁矿石价格存有不利的风险点。

在3月末钢厂利润高企而焦化利润处于盈亏平衡线后，钢厂逐渐让利于焦化企业，随后钢厂开工率回升，对焦炭的需求进一步驱动焦炭价格上涨，叠加山西焦化环保督查以及五月唐山钢厂高炉限产不及预期，焦炭价格在4-5月连续三轮提涨，令焦化利润恢复至300元/吨的正常水平。现阶段前期利好支撑作用减弱，港口焦炭库存形成一定供给压力，钢材价格和利润双双回落令焦炭价格承压，加之钢厂仍有环保限产、阶段检修的可能，焦炭价格已经开启调整。

#### 行情展望：

螺纹钢供给大概率维持高位，需求端难现增量，1910合约承压4000关口展开回落，短线有望回踩3650元/吨一线，若吨钢利润继续收缩以致于开工下滑或环保限产从严，或令螺纹出现反弹；铁矿石因全年供给确定性缺口，1909合约中长期看涨不改，短线出现超买后的技术修正，破730元/吨可尝试短空，目标空间或在50-80元/吨，不宜过分看空；港口焦炭库存形成一定供给压力，钢材价格和利润双双回落令焦炭价格承压，加之钢厂仍有环保限产、阶段检修的可能，焦炭1909合约下行目标为在2050-2080元/吨，由于焦化及煤炭行业环保因素，不宜过分看空。

**风险点：**钢厂环保限产、高炉检修；铁矿石供给再出变化；焦化限产趋严；天气因素等。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

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

### 管理总部

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

### 成都分公司

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 上海分公司

电话：021-61017395  
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2103室

### 南京分公司

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

### 徐州营业部

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

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

### 南通营业部

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

### 苏州营业部

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

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 杭州营业部

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850216  
邮编：610041  
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：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#