

兴证期货·研发中心

2018年12月1日 星期六

黑色研究团队

李文婧

投资咨询编号: Z0010649

从业资格编号: F3024409

021-20370977

liwj@xzfutures.com

韩 惊

投资咨询编号: Z0012908

从业资格编号: F3010931

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

联系人

蒋馥蔚

期货从业资格编号:

F3048894

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

## 内容提要

2018年11月28-29日由钢联数据、中国炼焦行业协会以及大连商品交易所联合主办的第一届钢材原料峰会于西安顺利召开。本次会议主要回顾了2018年煤焦钢走势,分析当前环保限产形势,进而展望2019年煤焦钢产业链走向以及宏观经济的走势。本次会议部分嘉宾观点如下:

1. **2019年我国宏观经济不容乐观。**中美贸易战冲击中国进出口贸易,影响我国GDP增速。基建放缓,我国融资环境较差,消费端压力骤现。民企盈利较国企走弱,民营投资信心较差。房产明年存在可期待空间。
2. 今年煤焦行情可以概括为,焦炭产量下降,焦煤供需紧平衡,消费端弱势。钢材利润传导仍然对原料端价格发挥最大影响。
3. 对于2019年的行业展望:**焦化整合大型化是总体趋势,环保是关键影响因素。**我国焦化市场供需还将处于总体基本平衡,但部分时间段偏紧的局面。焦化利润仍由钢厂利润传导决定。

# 1. 五矿经易煤焦产业逻辑与策略分析

黑色产业分析师 陈炳琨

## 1.1 煤焦产业供求现状与趋势

2018年煤焦走势的压力主要是来自需求端递减的压力。2018年国家政策多着力于房地产调控，虽然房屋开工量、施工量数据增多，但竣工量数据不大，可以看出今年对于房地产行业的调控压制。8月至10月房地产行业赶工较多，截止目前季节性需求转淡，钢材成交量下降较快，因此钢材价格大跌。在钢材利润急速压缩下降后，逐渐向上游炉料压缩利润，倒逼焦炭价格下降。

2018年环保设备进入升级改造阶段，从环保治理角度来看，目前对于二氧化硫等排放的限制，基本都是针对焦炭生产，如果今年天气继续恶化，环保部后续再出政策，焦炭限产首当其冲。

**未来煤焦需求下降将较为明显。**下游需求大部分来自于钢铁行业，而钢铁行业目前正处于供给侧结构优化改革进程中。钢铁供给侧改革的核心目标在于产能集中计划，按照工信部计划，未来中国前十大钢铁集团产能应当达到60%以上，目前仅为37%，未来有产能整合的趋势。2019年钢铁行业的变化主要来自于两方面，一是小高炉置换成大高炉，大高炉对于焦炭质量要求较高，因此一级焦价格有望上升。二是长流程置换成短流程，使用短流程炼钢对于炉料的需求整体是压缩的。

**未来煤焦供给端将进入重组整合阶段。**焦化最大的问题在于环保减排，最直接的方式是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。淘汰4.3米以下焦炉产能置换成大焦炉，将会增加焦化企业运营成本。目前我国有5亿多吨焦炭产能，其中3.67亿产能属于独立焦化厂，能够投入成本完成置换的焦化厂为少数，最终的趋势只能是焦化厂重组整合，因此煤焦行情应该关注供应重组的政策引导。

对于焦煤来说，水污染治理是最直接影响洗煤程序的，会影响焦煤供应，能够支撑焦煤价格相对强势。但目前大气污染是治理的重点，影响焦煤需求大于焦煤供给的影响，因此预计焦煤走势震荡下行。

## 1.2 双焦价格行情走势分析

研究双焦价格主要从两个维度来分析，第一个维度是产业供求，第二个维度是市场情绪与价格联动。从产业供求维度来讲，行情上涨的核心是需求，需求指标包括：日耗，用多买多、库存投机、采购难易程度以及市场的情绪。当终端需求下降，导致钢铁日耗下降，不存在库存投机需求时，便不存在上涨行情。市场情绪上，期货题材炒作的关键点在于当一段行情被

下游采购推动上来，投机需求会增加，但目前市场的采购动力已经下降，前期上涨行情的支撑点已经被改变。

从环保差异化政策角度来说，差异化政策的起源是环保升级改造，执行形式是有些企业多产，有些企业少产，多产企业在前期采购规模一般较大，一旦多产企业的采购需求被满足，后继需求是不够的，容易出现极端价格行情，而且时间持续性不强。目前行情是钢铁下跌对钢厂利润压缩非常重，8月份需求开始赶工，透支了需求，在利润压缩情况下，钢铁主导煤焦短期不会改变。当焦炭下跌的时候，焦煤价格也支撑不住，对于焦煤来说维持强势难度较大，目前双焦主方向是偏空，没有看到行情见底的题材。

### 1.3 后市看法

目前整个钢铁端压力存在，至十二月中旬需求下跌将到一定程度，之后会进入被动增库周期，钢铁弱势下行目前没有看到终结迹象。市场恐慌情绪已经在蔓延，十二月上旬或有拐点出现。

目前钢材震荡偏空，重点关注 1905 见底信号。焦炭方面要关注焦化与钢厂价格联动，短期偏空，整体维持大区间震荡。焦煤方面受 1901 合约压力较大，产业链价格倒逼，压制焦煤价格，焦煤震荡偏空。

表 1: 后市产业链驱动及策略

产业链/细项	驱动	现状	走向	策略
焦煤	1. 水污染刺激高位 2. 焦炭强势烘托	1. 下游环保承压 2. 产业链价格联动	1. 大气污染升温 2. 市场情绪恐慌	12月中旬前偏空
焦炭	1. 库存炒作 2. 高炉环保差异化	1. 钢厂采购下滑 2. 钢厂利润倒逼	1. 环保排名扰动 2. 价格联动	震荡操作短期偏空
钢材	1. 需求递减 2. 差异化+采暖季	1. 需求递减+被动增库 2. 恐慌释放+基差驱动	1. 需求趋底+环保 2. 钢厂停产 3. 悲观情绪兑现	震荡偏空关注 1905 见底信号

数据来源：西安峰会、兴证期货研发部

## 2. 钢联关于双焦走势分析的分析

### 2.1 2018 年双焦走势

今年焦炭供给非常缺乏，第四季度价格回落与下游钢材需求有关。除一季度跌幅较大，二三季度全部涨回。目前市场心态较差，焦炭现货已经下跌三轮，第四轮下跌也在推进当中。焦化开工水平全年高位震荡，由于环保限产严格，开工率主要降在二三季度。目前钢厂利润减少，电炉钢基本已经跌破成本线，12月份可能会出现减产情况。

焦煤今年整个价格较稳，大矿走长协价格不变。焦化厂对高品质需求越来越多，低硫煤需求高。供应上，煤炭产量同比有所增加，但低硫主焦非常紧缺，受查超政策影响，供应量受限，洗煤厂库存较低。据了解，煤矿有下调价格打算，但由于供需失衡基本面支撑以及长协价格维稳，下调空间有限。

### 2.2 2019 年行情看法

从焦化生产角度来说，焦化整合大型化是整体趋势，环保是关键影响因素，但整合过程并不是通畅无阻，由于资金投入问题以及产能整合手续方面的问题，整合大型化过程较长。焦炭明年压力更多来自下游需求。从最近调价来看，焦化供应紧张，相反价格下跌，可以看出价格话语权仍掌握在钢厂手里。预计焦炭价格明年波动较大，焦煤偏稳。

2019 年的价格主逻辑是宏观消费压力显现，焦化钢铁企业利润回调，环保趋于常态化，价格重心下移。

## 3. 2019 中国宏观经济预测分析

莫尼塔研究宏观分析师 张璐

### 3.1 中美贸易战对中国的影响

第一是加剧中国出口优势的退化，我国贸易在 GDP 中占比从 2015 年开始回落，这与发达国家的技术进步有关。第二是中国劳动力成本上升很快，已经高于印尼越南，发达国家从外包转向内包。第三，德国和日本在 GDP 占比超过 10%后就出现了贸易战，中国目前占比达到 14%，已经触碰到了出口在全球占比天花板的位置，中国分饼能力下降。第四，拖累中国转型升级步伐，中国出口产品增速从 2017 年开始高技术产品增长非常快，而传统型在下降，2018 年贸易战后高技术产品出口又开始回落，我国固定资产投资在高技术产业中增速远超制造业，这也是美国遏制我国出口的原因。第五，中美贸易战将影响中国宏观的稳定性。过去我国经常项目（经常

项目=储蓄-投资)保持顺差,而今年第一季度出现了经常项目逆差,目前我国投资下降很快,如果变成逆差则意味着储蓄率下降更快。我们之前我们GDP高投资是因为高储蓄率,而现在储蓄率下降较快,要继续支持高GDP投资,就需要外债,不稳定的资金流入意味着宏观经济稳定性受到威胁。

### **3.2 消费能否撑起中国的明天?**

中美贸易战对于我国消费的影响较小。首先从外部宏观环境来看,欧洲经济并不差。2016年对欧洲市场非常悲观,货币贬值,但2017年欧洲经济表现非常好,2018年又进入欧洲悲观市场,欧元这一次贬值又会对明年欧洲经济增长有支撑作用。这对于中国出口是一个正的支撑。其次,我国企业自发调整能力较强。最后,贸易战能够带来进出口重配效应,例如过去阿根廷和美国都是大豆出口国,目前阿根廷变成大豆进口国,阿根廷把大豆出口到中国,阿根廷从美国进口大豆。

从中国消费端来看,短期消费端面临四个压制瓶颈:一是中国经济短期放缓,居民收入增长减速,消费增长受到拖累。居民就业形势表现较为平稳,GDP减速中,就业感受指数平稳且有扩大趋势,中美贸易战一旦上调到25%,许多企业面临生存问题,将带来失业问题。第二个是汽车消费负增长是拖累消费增速不断走低的关键,前两年汽车购置优惠非常大,透支消费,现在优惠取消对消费影响非常大。第三个拖累是目前最主要的房地产,居民借贷购房,对于居民的消费也是有压制的,有挤出效应。第四个拖累是金融去杠杆。消费贷款超速增长的纠偏,以及棚改货币化安置的逐渐退出,也对短期消费构成一定负面影响。

从今年着力扩大民间投资,支持民营经济的政策效果来看,民营经济的发展存在阻力。首先,中国经济不确定性指数与民间投资额是呈负相关的,今年的指数受政策影响不确定指数飙升,在这种情况下,民营企业对于投资的信心减少。其次,民企盈利在弱化,上市公司中民营企业ROE第一次低于国有企业,投资回报率下降使得民企融资环境难的问题加剧,民企借贷可得性明显下降。如何从宽货币走向宽信用成为了一个问题。最后,我国新增长点匮乏,经济转型不充分。从国际经验来看,从1984年美国去产能加速出清,企业产能利用率提高,但投资并没有跟上,之后产能出清充分,融资效率提高,恰逢90年代美国爆发互联网革命,带来设备更新换代的需求。而中国目前还没有看到这样的一个新增长点,因此明年民间投资发挥作用有限。

### **3.3 社会关注热点: 基建与地产**

2018年广义财政资金增速并不弱,城投债融资环境相对改善,今年基建下滑主要源于表外非标融资首先造成的资金缺口,表外非标融资去年曾大幅扩容,今年财政和金融整顿后,这部分资金需要回到表内,按照70%能够通过回表解决的乐观估计,今年基建增长也只能达到8%。此外,目前

金融环境较为严格，例如加大财政约束力度，严禁违法融资担保行为等政策要求，以及财政收支差额迅速扩大带来的压力，这意味着未来基建投资回升的空间有限。

房地产行业相对乐观，存在一些支撑点，支撑一：土地供应充足，今年房地产投资平稳增长，待开发土地面积是超速增长的，意味着后续房地产新开工可以维持相对较好增速。支撑二：大型房企资金来源有支撑。总体上资金来源较广。棚改货币化退出后引发担忧，但信用环境放松，下半年主打宽信用的财政政策，一、二线城市利率松动，对房地产销售冲击可能不如预期强烈。房地产行业经过一轮去库存，房地产库存水平在低位，并不会断崖式下跌。

### 3.4 中国经济面临滞胀么？

目前经济环境并不支持通胀大幅攀上。明年需要关注的几个风险：首先，猪价需要关注，受非洲猪瘟的影响，加速生猪产能淘汰出清，猪价上涨，而猪价在CPI占比较大，可能带来通胀风险。其次，油价上涨也是潜在风险，从目前来看明年不存在大幅蹿升的情形。最后，CPI对房租的统计可能存在系统低估，所以房租大幅上涨在通胀里体现并不强。

今年六月底以来人民币汇率快速贬值，在很大程度上是由于中美博弈恶化后，对此前人民币贬值压力的一次集中释放。中美利差也在不断走低，人民币与中美利差是高度正相关，对人民币压制较大。现在人民币贬值压力释放的比较充分，跟随美元波动，不存在额外贬值压力要释放的问题。

## 4. 2019 煤炭市场运行几政策预测分析

冀中能源邯郸矿业集团副总经济师 钞玉科

### 4.1 近期煤炭市场运行情况

煤炭产量稳步增长，供应好于预期。统计局数据，10月份全国原煤产量完成30513万吨，同比增长8%，1-10月累计产量289889万吨，同比增长5.4%。

**煤炭旺季不旺。**截止11月25日，环渤海重要港口库存同比依然偏高，水路中间环节库存充足，稳定供应。沿海六大电厂库存1761万吨，日耗54万吨，同比少10万吨，可用32天，同比增加12天。此外近期国家能源焦炭、中煤集团与各大电厂签订年度长协合同，市场愈加稳定。库存基本可以覆盖需求增幅。

**限制进口不及预期，市场情绪缓和。**有供热需求的电厂可以向国家发改委申请，预期落空，对于紧张需求情绪缓解，煤炭进口同比上升，1-10月累计进口同比增加2593.3万吨，其中了进口动力煤同比增长15.4%，炼焦煤同比下降1.6%。

**长协增加，市场分化。**由于动力煤和炼焦煤长协货源大幅增加，大大减少了煤炭市场波动，同时也降低了市场的活跃度。比如焦煤现货价格 8 月之前，以平稳为主，波幅有限，直到 9 月长协价格上调，价格中枢上移。焦煤市场围绕焦炭变动，一般情况下滞后焦炭市场之后 30 天左右。加上长协价格现有调整，焦煤价格出现少有的稳定。但长协抑制了活跃性，近期优质焦煤价格坚挺，对现货商来讲有亏损。

## **4.2 2019 年煤炭市场分析与展望**

预计 2019 年煤炭市场在宏观经济趋弱、煤炭产量增加、消费弱势平稳，铁路运力增长、能源需求下滑等综合因素的作用下，由紧平衡向宽松转变。煤炭品种分化。

**宏观经济预期回落的。基建投资持续下滑，**2019 年国家启动了高铁和基建投资，下滑势头可能有所减缓。

**运力增长，缓解煤炭紧张趋势。**2019 年运输瓶颈缓解，新建多条线路，特别是蒙华线、瓦日线对华南华东区域市场动力和炼焦煤消费，产生较大影响。

**长协定价机制，稳定市场。**目前炼焦煤要出长协机制，此次长协签订了 8900 万吨。焦煤在线发布的指数以后是炼焦煤的重要指数。

**今年淘汰 4.3 米以下焦炉产能，必将抑制未来焦煤需求。**

## **4.3 2019 年分煤种价格分析**

一是动力煤供应充足，三西地区增产潜能较大，平均价格较上年度有所回落。二是炼焦煤难有增量，长协价相对稳定，市场价波动，低灰低硫优质主焦煤价格坚挺。低硫主焦主要集中在吕梁、孝义等，其他地方资源紧缺，大型焦炉对强粘结炼焦煤是刚需，只依靠进口煤满足不了国内需求。三是焦炭价格在淘汰 4.3 米以下焦炉的前提下价格仍有大幅起落。

## **5. 2018 年钢材行情回顾及 2019 年展望**

### **钢联分析师 魏迎松**

2018 年 1-10 月根据 Mysteel 统计 1-10 月粗钢产量同比减少 620 万吨，1-10 月生铁产量同比减 3530 万吨。产量减少主要是消费端力度不够，2018 年不及 2017 年，因此 2018 年供应是钢材价格主导因素。

基础建设增幅从 20% 以上降到 3.3%，如果剔除货币贬值的因素，能用来投入建设的数量非常少。如果想要基础建设不拖后腿，至少要达到 8% 才能与国家齐步。房地产因为季节性需求，已经转淡。今年钢材进出口较为稳定，7000 万吨钢材出口问题不大，进口基本维持在 1330 万吨左右，不会出现去年断崖式出口锐减。库存除了 2018 年年初时异常高，其他时间都维持较低水平，到目前为止价格下跌更多的是因为信心崩溃而不是基本面崩

溃。

铁矿石价格变动不大。铁矿石库存从年初 1.6 亿到现在 1.4 亿，港口库存压力减轻。铁矿石结构性矛盾较为突出，高品矿和低品矿价差一直较高，最近有收缩趋势。

对于 2019 年，影响明年市场的因素有四个方面。一、去产能，2018 年完成了 3000 万去产能目标，去产能可能成为托底工具，未来可以采取的措施是减量置换。二、环保：环保政策日趋严格，不定期敏感区域限产举动影响市场供应，进而改变阶段钢价走势。三、需求是关键，下游能否持续维持较好的用钢量决定未来钢市的基本方向。四、贸易战，要警惕中美贸易战带来的钢材出口影响。如果抛开美国的因素，中国的钢材出口问题应当不大。国内钢材出口价格优势有所显现，2019 年出口应当有增长，增量要依据需求的恶化程度，由市场进行调节。2019 年中国钢材主要下游行业出现疲软迹象，2019 年消费会有一定下降。

## 6. 煤焦论坛讨论

### 6.1 当下市场无论是螺纹钢还是热卷下跌远超市场预期，对市场信息形成比较大的氛围，炉料合金都在下跌。何时见底？今年是“公转铁”的元年，对采购供给有没有影响？

11 月初时测算，钢厂利润已经减少到 500 多元，当时钢材并没有大跌，随后原油带动商品暴跌，市场恐慌性崩盘，价格才下跌超过预期。目前整个焦化行业库存较低，但受钢厂利润影响，现货价格开始下跌。如果钢材现货不见拐点，焦化将持续下跌。暂时还未看到市场见底题材。

转为铁路运输，运费是下降的。唯一影响的是短途运输，短途现在严查超载，平均每车载量仅为二三十吨，短途采购成本增加，对利润有压制。

### 6.2 焦炭下跌空间取决于下游钢厂利润，这一轮黑色和钢材价格止跌，钢材限产是不够的，停产才可以，这轮下跌跌到何时才会出现供应段的调整？您认为今年冬储目标位是多少？

从最近的行情看，焦炭下跌应该这是由于钢材下跌，焦炭下跌已经 450 元/吨左右，但并未达到钢厂要求，钢厂如果用现在焦炭价格和矿推算，已经



在盈亏点，焦炭价格应该还有 100-150 元的下跌空间。

西北地区与河北山东市场都不一样，现在价格基础上在下跌 50 元钱就可以考虑冬储。

### 6.3 这一轮下跌市场上出现一个误解，说供给侧结束，供给侧究竟结束没有？

并没有结束，贸易战之后注重去杠杆情况下去成本，需要钢价下跌，从重组角度来看，河北重组已经开始了，长三角也要有政策雏形要出，对于汾渭平原来说，集中度已经很高，山西重组难度较大，可能通过产能置换的形式，转变为较大规模的钢厂、焦化厂，但集中度可能不太看好。

### 6.4 西北煤焦企业在接下来市场中有什么较好的机遇和挑战？

相对于华东贸易来说，西北市场相对封闭，西北焦炭贸易氛围不是很浓。明年进口煤将有一定变化，包括柳林高硫主焦复产不定，绝大部分焦化厂焦煤配比应当有所调整，会有新的贸易机会。

冬储：关键在于储的动机，今年冬储市场更加理性，看的最多的不是价格，而是看预期。

煤焦见底：价格是很重要的部分，但不是核心的，一定要看趋势有没有完全释放，第二个是趋势整体形势有没有扭转的迹象，如果还是焦化盲目扩产，还有侥幸心理，远远不会见底。见底是需要某一方力量的调配，像螺纹钢一样，钢厂没利润，钢厂亏损，是由市场决定的，一定要看到钢厂实实在在的限产或停产，否则此轮下跌就不会结束。

期现操作策略上，四季度空动力煤多焦煤。从供应收缩上看好焦煤，看空动力煤是基于电厂几年来重大策略调整，淡季加大煤炭库存量而做出的策略。对于后期策略，12月中旬准备观望，05 合约多空的逻辑还不是很清晰，01 合约的产量增需求减这种主逻辑会不会在 05 上延续或者调整都需要观察。

### 6.5 大家统一观点是价格还没有压到位，产业链倒逼利润，行情走到现在，焦化面临最大的问题是下游倒逼，对 12 月份行情做一下预判。

12 月上旬是下行为主，中旬以后可能要小幅抬头，一直在春节前维持住。焦煤后续现货可能加速下跌，价格传导，非主流品种被传的会更快。

钢厂实质性停产要出来，如果出现这种现象，见底概率较大。钢材 1905

合约价格已经兑现全部利空逻辑，因此盘面价格偏低。按照正常的产业逻辑驱动，要让钢厂出现停产成为一个事实，情绪继续发酵将会兑现一轮市场见底。

以上观点为与会嘉宾观点，仅供参考。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。