

双焦：反弹空间小，下跌潜力大

大有期货投研中心 黄科

在经历了一段时长近一个半月、不断刷新年内价格低点的下跌行情之后，双焦期货在7月下旬迎来强反弹，截至8月9日收盘，双焦主力合约较前期低点反弹将近19%，明显强于黑色系其他品种。近期双焦现货开始涨价，在现货走强预期已逐步兑现的情况下，期货价格的反弹动能如何以及后续走势成为市场关注的重点，也是本文分析讨论的焦点。

焦炭居于黑色产业链中游，行业集中度不高，议价能力不强，可谓“两头受气”，在今年黑色系集体回落过程中这一劣势更加明显：钢价大幅调降后钢厂大力打压焦炭价格导致焦企亏损严重，近期虽然焦炭现货首轮提涨落地，但因焦煤同步反弹，焦企仍普遍亏损。从过往经验来看，钢厂在产业链中处于强势地位，钢厂利润高低是决定焦炭上涨空间的主导因素，而双焦基本上是同涨同跌，因此，本轮双焦反弹空间主要取决于钢厂利润回升的持续性。

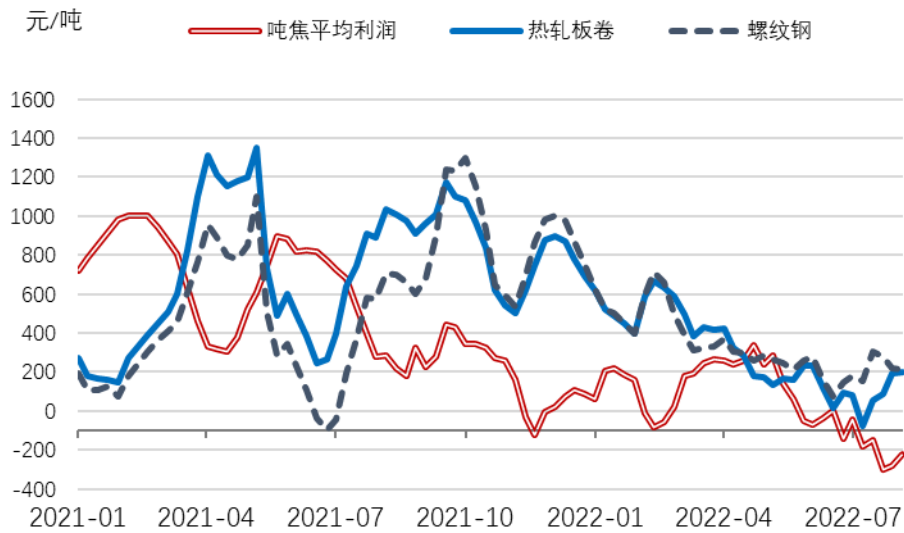
回顾本轮钢价及钢厂利润回升，主要驱动因素在于：宏观方面，美联7月加息落地后进入政策空窗期，美元指数冲高回落，加上国内保交楼等政策出台稳住房地产市场预期，国内外宏观政策氛围整体偏暖是黑色系反弹的重要前提条件；产业方面，因钢价前期下跌过快，钢厂亏损加剧从而加大了检修力度，钢材产量快速下降，库存在淡季降至偏低水平，叠加下半年需求传统旺季临近，钢价应声上涨。然而，同样是基于上述分析框架，钢价持续上涨的基础并不牢固。一方面，根据加息点阵图，美联储年内还要加息100个基点，在9月议息会议大概率会继续采取行动，大宗商品在短暂喘息之后又将迎来利空扰动。另一方面，随着钢价反弹，近期钢厂利润得到明显修复，钢厂在检修结束后复产已在路

上，近期钢材产量见底回升，如果产量持续回升，钢材供需格局又将发生新变化。显然，在需求难有超预期回升的背景下，钢厂利润扩大带来的产量回升将是钢价进一步上涨的主要限制因素。

由于钢价及钢厂利润反弹缺乏持续性，即便当前焦企仍大面积亏损，焦炭后续提涨空间仍然有限，市场上有较多观点便认为本次焦炭现货仅提涨两轮左右。如果9月份钢产量快速反弹、美联储加息来袭导致黑色系再度走弱，双焦的下跌空间如何？笔者认为其主要取决于焦煤让利情况，而从焦煤行业现状来看，调降压力不小。在焦钢企业利润大幅萎缩的情况下，今年国内焦煤生产企业仍利润丰厚，例如龙头企业山西焦煤上半年净利润同比大增约193%，焦煤无疑已成为“众矢之的”。供需层面，国内煤炭保供稳价政策贯穿全年，国产焦煤产量稳中有增；今年蒙煤进口通关摆脱疫情影响回升至高位，近期外交部长王毅访问蒙古宽蒙古煤炭等矿产品长期稳定输入中国创造了条件，蒙煤加上因俄乌冲突而大量流入的俄煤，上半年炼焦煤进口同比大增近17%；焦煤需求则受制于终端需求下滑及粗钢产量压减，上半年供需缺口逐渐收缩且边际上转向小幅过剩。

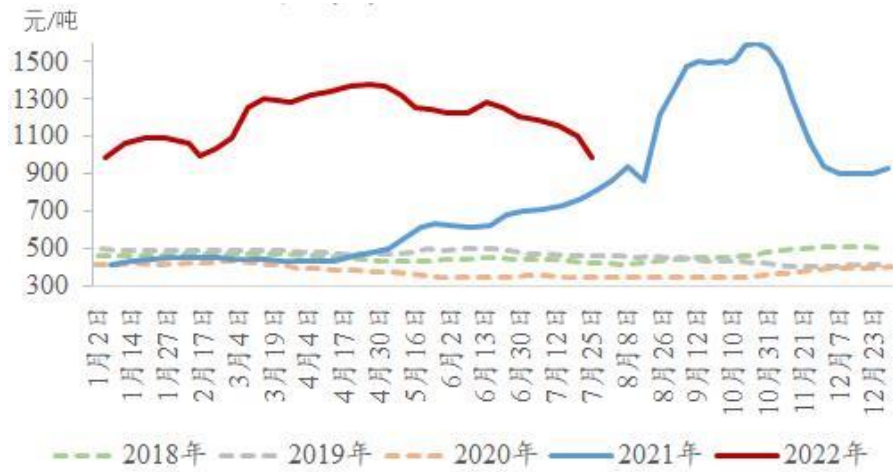
总的来说，基于当前的产业现状，笔者认为后期双焦走势往上看要看成材利润高低，往下则看焦煤让利幅度。成材价格及利润近期反弹为双焦上涨打开一定空间，但钢厂利润中期来看仍有不小压力，对应的双焦反弹空间有限。而一旦成材结束本轮反弹并转弱，利润高企、供应趋于过剩的焦煤深度调降让利的可能性较大，焦炭价格也将随之下行。

图表 1：样本焦企业平均利润及长流程钢厂毛利走势



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 2：焦煤煤矿生产利润



数据来源：大有期货投研中心，汾渭能源