



大有期货投研中心
黑色产业链研究组

现货上涨预期兑现，远月或可逢高沽空

摘要：

黄科

从业资格证号：F3067764

投资咨询证号：Z0014875

Tel: 0731-84409090

E-mail: huangke@dayouf.com

11 月以来，国内宏观氛围整体偏暖：美联储继续强力加息预期走弱，美元指数明显回落；国内央行全面降准与地产融资支持政策陆续出台。产业方面，钢厂减产效果显现，在需求逐步转入淡季的情况下，减产带动钢材库存低位下探。宏观乐观情绪及产业基本面坚持支撑黑色系期货整体偏强运行，双焦期货在 11 月强劲反弹，随着盘面所反应的现货涨价预期在下旬兑现，现货价格滞后提涨。

展望后市，随着钢材需求淡季到来以及海外无风险利率持续上升，应谨慎看待大宗商品等风险资产的上行空间，在宏观利多情绪及原料冬储补库预期交易完毕后，双焦远月合约或有回落风险，而近月在交割月临近的情况下涨跌空间较小。



全国客服热线

4006-365-058

您身边的财富管理专家

一、近期行情回顾

1、焦煤、焦炭

双焦期货价格在 10 月末见底后，在 11 月份延续反弹之势，但随着焦炭盘面价格短期快速上涨并且对现货形成一定升水之后，价格涨势整体趋缓。现货价格走势滞后期期货市场大约三周左右，11 月下旬在焦化企业普遍亏损的情况下，现货首轮提涨得以落地执行，11 月末，个别焦化企业又发起了现货第二轮提涨，钢厂方面暂未接受。截至 11 月 30 日，日照港准一级冶金焦现货报 2610 元/吨，虽然首轮提涨 100 元/吨已落地，但月环比来看仍下跌 200 元/吨，焦炭主力合约报收 2809 元/吨，当月累计上涨 15.48%；焦煤方面，随着期货价格持续走高以及焦发现货市场转强，焦煤现货市场情绪亦得到明显提振，产地焦煤价格在 11 月先跌后涨，11 月 CCI 低硫指数月环比降 85 元/吨，高硫指数月环比上涨 133 元/吨，焦煤期货主力合约 11 月 25 日报收 2233 元/吨，当月累计大幅上涨 17.77%。

2、动力煤

进入 11 月份，随着天气转冷，电厂日耗有所回升，但因今年秋季以来全国多地气温偏高，电厂日耗在 10 月末之后一直在底部区域震荡。大秦线秋季检修结束后，北方港口煤炭调入持续恢复，在煤价前期已涨至高位的情况下，近期港口市场畏高观望情绪较为普遍，下游采购积极性较差，北方港口动力煤库存自低位较快反弹。11 月 30 日，环渤海港口 5500 动力煤现货价格报 1278 元/吨，月环比大降 317 元/吨。受制交易所政策，国内动力煤期货持仓量及成交量基本归零，期货价格亦失去参考价值。

二、宏观及产业环境分析

宏观方面，11 月的美联储议息会议最终宣布加息 75 个基点，符合市场预期，虽然美联储释放出未来可能放缓加息的信号，但同时也表明货币政策不会很快转向，并抬升了本轮加息终值预期。而美国 10 月份 CPI 同比上涨 7.7%，低于预期值 8%及前值 8.2%，随着通胀有回落迹象以及美国经济下行压力加大，市场对于美联储 12 月继续加息 75 个基点的预期明显降温，根据最近 CME “美联储观察”：美联储 12 月加息 50 个基点至 4.25%-4.50%区间的概率为 67.5%，加息 75 个基点的概率为 32.5%。受此影响，近期美元指数跌至 110 下方，为大宗商品整体偏强反弹提供了有利条件。

国内方面，10 月份新开工、施工面积等地产数据当月环比出现改善，但先行指标销售数据增速同比来看差距仍然显著，表明地产端用钢需求在较长时间内难见明显提升。制造业方面，11 月官方 PMI 为 48，已连续两个月位于荣枯线之下，在疫情影响持续的情况下，制造业用钢需求也受到不小冲击。经济数据层面虽不太乐观，但 11 月国内政策暖风不断，宏观利多情绪持续支撑黑色系价格：11 月 25 日，央行宣布将于 12 月 5 日全面降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿元；近期政策层面也加大了对地产行业的支持力度，信贷融资、债券融资和股权融资“三箭齐发”为地产企业解决资金问题。

产业方面，随着淡季临近，钢材需求逐步走弱，但前期钢厂亏损减产的效果开始显现，产量下降带动钢材库存自低位进一步去化，在此情况之下，钢价并未随着终端需求回落而下跌。

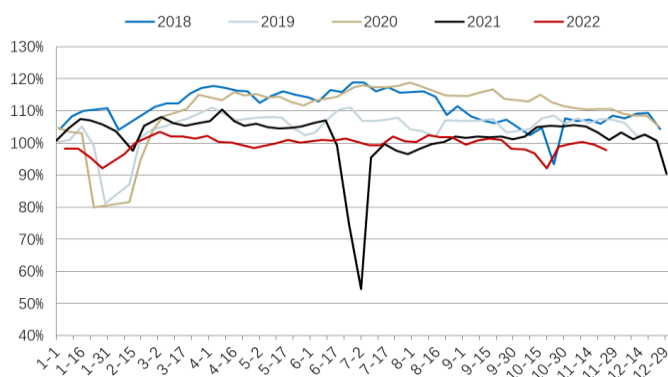
总体而言，虽然 12 月美联储加息幅度可能放缓至 50 个基点，但随着加息落地，无风险利率继续抬升之后，风险资产价格进一步反弹的动能或将转弱，加上欧美经济下行压力日益明显，大宗商品交易的关注点或从加息利空冲击转移至终端需求衰退。国内宏观、地产利好政策频出，提振了市场信心及情绪，但难以扭转短、中期钢材需求持续低位运行的态势，随着淡季到来、钢材库存止跌回升，黑色系在利多情绪交易完毕后，转弱的压力在不断累积。

三、双焦、动力煤基本面分析

1、蒙煤供应延续高位，但国产焦煤难见增量

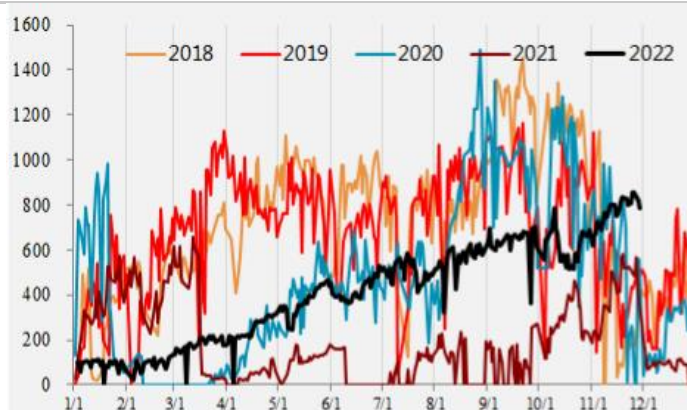
进口方面，本轮国内疫情对于中蒙边境口岸煤炭通关影响较小，288 口岸每日通关数量及进煤数量在 11 月仍然维持上行趋势，其中，11 月 19 日 288 口岸通关量达到 839 车，再创年内新高，且此后的通关量基本维持在 800 车/天左右。国内方面，因临近年底，山西地区部分国有大矿因本年生产任务已基本完成，为保安全生产，有意控制产量，减产及检修增多导致国内煤矿开工 11 月份再度出现回落，另外，本轮国内疫情发生后，山西多地区采取静默措施，对焦煤的生产及运输也造成一定影响。整体来看，虽然蒙煤进口维持高位对焦煤价格上涨有所抑制，但国内产地焦煤供应在年末易减难增，对焦煤价格又有所支撑。

图表 1: 国内样本煤矿加权开率



数据来源: 大有期货投研中心, 汾渭能源

图表 2: 甘其毛都口岸通关情况 (车)

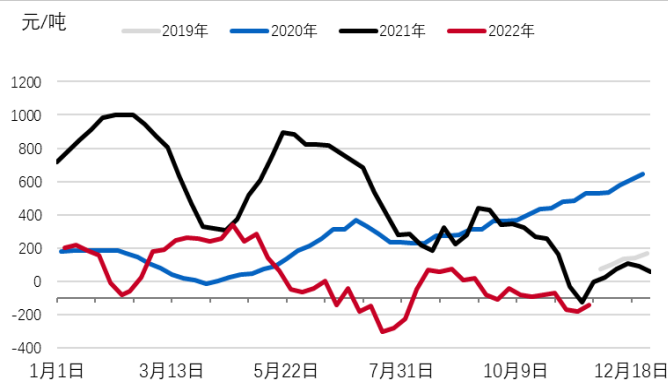


数据来源: 大有期货投研中心根据网络数据整理

2、焦企仍普遍亏损，冬储补库支撑双焦现货价格

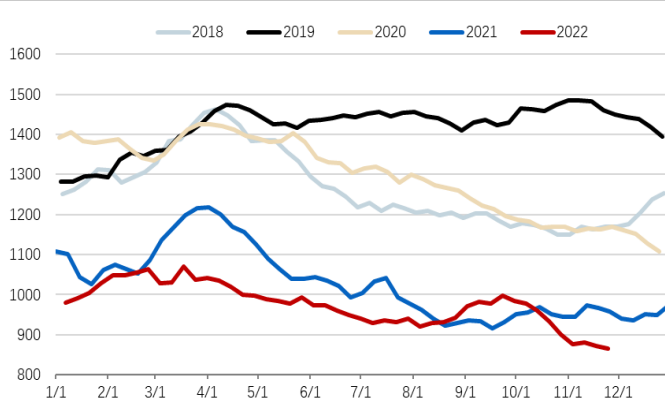
虽然焦炭现货首轮提涨 100 元/吨已于 11 月下旬落地，但因成本端焦煤现货价格亦同步反弹，焦化企业在现货反弹过程中仍普遍亏损，当前全国样本焦化企业平均吨焦利润为-140 元/吨。钢厂方面，因钢材价格迎来阶段性反弹及原料端铁矿、焦炭在前期有一定调降让利，钢厂生产利润在 11 月整体得到恢复，当前长流程螺纹维持盈亏平衡，而热轧尚有微利。考虑到 2023 年春节放假偏早，钢厂方面在 12 月就将启动原料冬储备货，而当前焦炭、焦煤总库存均处于历年新低，随着下游焦化厂、钢厂原料补库需求释放，双焦现货价格或许仍有一定回升空间。

图表 3: 焦企平均吨焦利润



数据来源: 大有期货投研中心, Mysteel

图表 4: 焦炭各环节加总库存走势 (万吨)

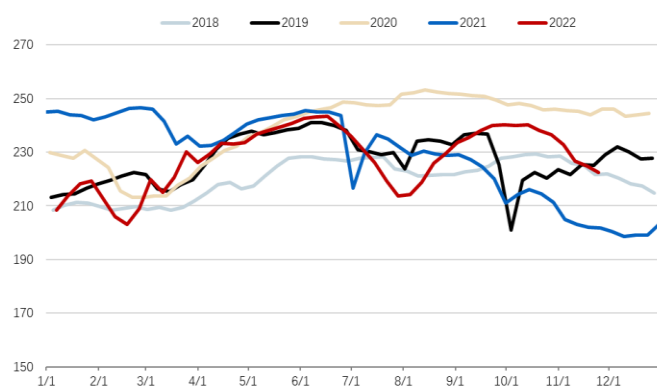


数据来源: 大有期货投研中心, Mysteel

3、铁水降幅趋缓，双焦需求或进入底部区域

自 10 月份下旬钢厂因亏损加剧自发减产之后,全国高炉铁水产量持续走低,但近期产量下降速率明显放缓,当前 247 家样本钢厂日均铁水产量已降至 222 万吨左右。按照今年铁水产量不超过去年的平控要求来看,今年铁水产量理论均值应在 228 万吨,又考虑到今年前 10 个月的铁水产量已实现同比下降,因此从粗钢产量压减角度来看,当前铁水产量继续下降的空间已然不大,对应的双焦需求或将进入寻底阶段。当然,如果在接下的淡季,钢价及钢厂利润出现超预期恶化,导致钢厂复产意愿降低或减产进一步扩大,那么双焦需求仍将维持低位乃至继续下探。

图表 5: 247 家钢厂日均铁水产量走势 (万吨)



数据来源: 大有期货投研中心, Mysteel

图表 6: 长流程螺纹、热轧生产毛利润测算



数据来源: 大有期货投研中心

4、港口库存快速反弹,旺季需求有待启动,保供压力仍存

下游电厂煤炭库存在 9-10 月份的需求淡季中得到明显回补,引发环渤海港口煤炭库存大幅下滑,也推动了港口现货市场价格刷新了年内高点。随着近期产地价格冲高后大幅回落,加上大秦线运力恢复,产地至港口发运量明显增多,而下游对于高煤价的观望心态明显,环渤海港口库存在 11 月触底后快速回升,但当前库存水平与去年同期仍有一定差距。展望后市,虽然当前需求并未走出旺季水平,但随着寒冷天气到来,全国范围内气温进一步下降,电厂日耗将再度上扬,港口库存继续累积的动力或将减弱,市场煤价格也可能随之止跌。整体来看,因当前中游港口库存水平并不算高,年末国内煤炭产量又有收缩预期,在需求旺季来临的背景下,国内动力煤稳价保供的压力仍然不小。

四、未来价格走势展望

双焦：蒙煤进口持续高位压制焦煤期货价格的上行空间，但国内焦煤供应在年底前后整体有可能出现收缩，对双焦价格有一定支撑作用。当前铁水产量已低于粗钢产量压减目标的均值水平，除非钢厂利润再度明显恶化导致减产扩大化，铁水产量及其对应的双焦需求继续下降的空间较小，或进入底部区间。2023 年春节前钢厂原料冬储补库在即，在双焦库存处于历年同期低位的情况下，下游补库需求释放或支撑双焦现货价格有所反弹。11 月以来，国内外宏观氛围明显偏暖，乐观情绪支撑黑色系价格反弹，随着需求淡季到来以及海外无风险利率进一步上行，应谨慎看待大宗商品等风险资产的上行空间，双焦在宏观利多情绪及原料冬储补库预期交易完毕后，远月合约或有回落风险，而近月在交割月临近的情况下涨跌空间较小。

动力煤：随着大秦线运力恢复以及坑口价格下跌拉低发运成本，产地至港口发运量明显恢复，北方港口库存迅速止跌回升，叠加下游库存在淡季得到明显回补，港口现货市场价格同步出现大幅下跌。当前电厂日耗暂未走出旺季水平，但随着气温进一步下降，需求旺季到来之后，港口库存累积或将放缓，价格亦将止跌。整体来看，今冬国内动力煤保供稳价压力仍然不小。当前动力煤盘面基本没有流动性，建议回避观望。

五、风险提示

宏观利多政策继续支撑市场看涨情绪（上行风险）；钢厂亏损加剧，供应继续收缩，钢材库存持续下降（上行风险）；海外通胀居高不下，海外主流央行继续强力加息（下行风险）；钢材终端需求持续低迷（下行风险）。