

## 双焦：支撑因素渐显，看空须谨慎

大有期货投研中心 黄科

进入2月份，双焦期货价格延续了春节长假之后偏弱态势，虽然期间也曾出现过短暂反弹，但盘面价格重心整体不断走低，截至2月14日夜盘收盘，2月焦煤、焦炭主力合约分别累计下跌2.52%和6.18%。笔者在1月末曾提出“双焦上方空间有限，可逢高沽空或开展期现正套”的观点，随着价格下跌，笔者认为接下来双焦盘面或转入震荡阶段，前期的空单及期现正套应离场观望。从当下来看，限制盘面继续下行的因素主要有以下三点：

### 一、基于宏观层面的强预期仍在，对黑色系价格有所支撑

春节期间，在国内疫情影响明显消退的情况下，假期旅游出行、电影票房等消费数据同比明显回升，推高了市场对于节后需求的预期。也许是由于预期过于乐观，在终端需求还未恢复常态的情况下，出于对后期需求可能不及预期的担忧，节后的黑色系期货价格表现均较为疲弱。宏观层面，近期仍有不少积极的信号，1月份中国制造业PMI重新回到荣枯线之上；1月国内的社融、信贷、货币数据均超预期，其中企业中长期贷款同比大幅增长可能预示着基建、制造业的有力修复，加上全国“两会”之后更多促进经济增长政策出台仍然可期。综合来看，此前预期过于乐观累积的风险随着价格回调有所释放，强预期对于接下来的黑色系价格仍有一定支撑。

### 二、焦企多有亏损，低库存、需求向好的背景下现货难深跌

根据Mysteel调研统计数据，截至2月10日，全国30家样本焦企的平均吨利润为-66元/吨，不具备炼焦资源优势的部分区域焦企亏损幅度更大。虽然焦化产能在过去两年连续净增长的情况下整体趋于过剩，

但从 2022 年情况来看，在当前焦企普遍陷入亏损的情况下低利润对于产能释放将形成强力限制，焦企提产动力不足。在产量提升受限之后，双焦低库存的问题显得更加突出。今年春节前，下游对于焦煤、焦炭的备货补库力度较弱，节前库存处于历史同期低位，节后下游又进入了季节性去库阶段，库存继续低位下探，当前焦炭总库存同比来看低了 11% 左右，焦煤总库存同比降幅更是达到了 27%。

而需求端来看，随着 1 月份结束检修的高炉陆续出铁，铁水产量自 1 月以来稳步上升，截至 2 月 10 日，Mysteel 的 247 家钢厂日均产量接近 229 万吨，为近 5 年中等偏高水平，较 2022 年同期铁水产量增加了约 11%。可以看到，随着铁水产量回升，同时考虑到行业利润低迷、库存历史低位的现状，焦炭现货第三轮提降遇到较强阻力，预计现货市场进入阶段性底部区间，下行空间较小。

### 三、双焦盘面恢复贴水，基差走扩暂告一段落

春节前，受强预期推动，黑色系多个品种期货价格走出升水现货的行情，焦煤主力小幅升水，焦炭主力接近平水。节后首个交易日大幅高开之后，双焦全面升水现货价格，吸引了空头及期现套利资金入场，由此开启了一轮下跌，以近期低点来看，焦炭主力合约价格较高点下跌了 300 元/吨。在期货价格较快回落之后，当前焦煤主力贴水现货 60 元/吨，焦炭主力贴水现货约 170 元/吨。笔者认为，当前盘面已恢复贴水状态，而双焦现货继续下跌空间较小，盘面有可能按照“惯例”领先现货市场反弹，因此空单持有须谨慎。

综合以上分析，盘面继续下行的动力已然不足，那么如何看待双焦后续反弹的潜力？

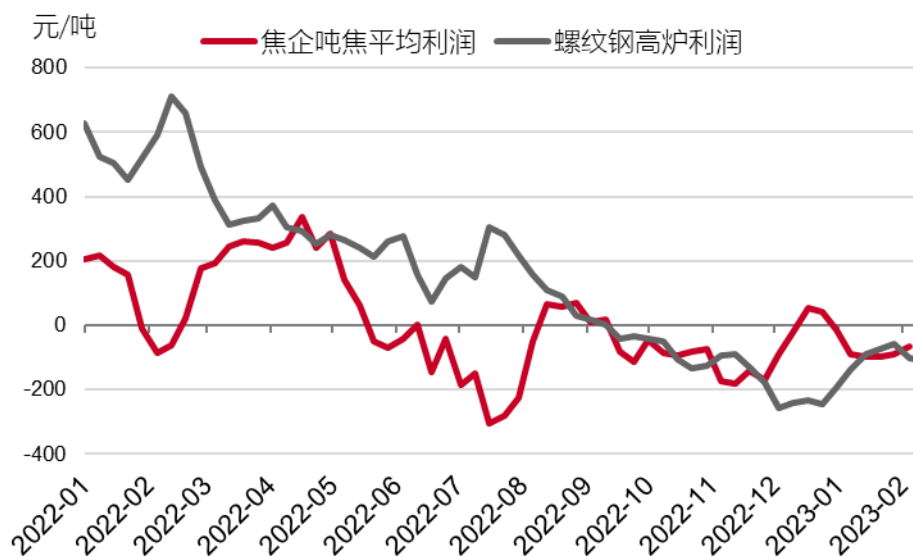
一方面，节后国产焦煤供应恢复速度较快，当前全国样本焦煤矿加

权开工率已高于节前水平，与去年同期基本相当；进口方面，近期 288 口岸蒙煤日均通关车数已维持在 900 车以上，节后单日通关数量多次突破 1000 车，同时，在中澳高层频繁对话之后，澳煤进口已经重启。虽然短期内澳焦因价格较高、量较小对供应影响不大，但在中澳关系整体向好的情况下，后续有放量预期，再将蒙煤增量考虑在内，国内焦煤供应转为宽松的可能性增大，持续施压焦煤价格。此外，随着国内煤矿产能持续释放，国内港口动力煤库存累至历年高位，也引发了近期动力煤价格大幅下挫，双焦也面临成本支撑弱化的问题。

另一方面，在钢材期、现货在节后全面回调之后，钢厂的盈利水平再度转弱，部分地区钢厂已经亏损。当前终端需求还未恢复至正常水平，市场处于强预期支撑与终端需求证伪担忧来回拉锯的状态。因此，从短期来看，钢厂的利润水平难以扩大，加上成本端铁矿这一环又相当强势，导致双焦持续面临来自钢厂的压力。对于多头业说，双焦价格主要的下行风险点在于：一旦后期需求强度大幅弱于预期，成材与原料负反馈启动，届时双焦即便低库存也将被动调降。

总体而言，结合煤炭成本支持弱化及钢厂低利润难走扩的行业现状来看，双焦盘面上涨空间可能也有限。

图表 1：2022 年以来焦企利润及螺纹钢高炉利润走势



数据来源：大有期货投研中心，Wind

图表 2：CCI 山西低硫焦煤价格指数与秦皇岛港 5500 动力煤价格趋势



数据来源：大有期货投研中心，中国煤炭资源网