



大有期货投研中心
黑色产业链研究组

弱现实或更突出，关注双焦高位沽空机会

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

双焦：国内焦煤供需缺口将随时间推移而趋于弥合，加上钢厂利润自低位走扩驱动，双焦现货价格重心下行，但考虑到双焦产业链超低库存现状，价格整体回调压力亦不突出。近期焦炭盘面回落提前反映了后期现货价格2-3轮的回调预期，盘面快速下跌且大幅贴水现货，超跌后或有一定幅度反弹。如果节后政策乐观预期推高价格修复贴水，但终端需求又无明显改善，钢价或面临下行压力，届时焦炭让利的幅度或超出预期，盘面有可能迎来逢高沽空机会。

动力煤：煤炭保供稳价政策持续发力，加上终端需求走弱，动力煤前期供需紧张局面得到明显缓解，在大秦检修结束后，港口库存整体有望继续回升；在政策的指引之下，现货市场价格或随供需而宽松而向进一步向合理区间靠拢。当前动力煤因限仓政策严格、保证金水平高导致盘面流动性日益萎缩，建议保持离场观望。

风险提示：成材旺季需求延后释放，支撑钢价及钢厂利润走高；钢厂复产力度不及预期，焦炭需求回升受限；国内稳增长政策加码发力，推升大宗商品价格；海外货币政策及国际政治关系变化，引发金融资产价格大幅波动。



全国客服热线

4006-365-058

您身边的财富管理专家

一、4 月行情回顾

1、焦煤、焦炭

4 月份，铁水产量已回升到 230 万吨/日附近，焦炭库存持续去化，现货市场延续涨势，当月现货第 6 轮提涨落地执行。焦煤国内供应无明显改善，蒙煤进口通关在虽持续改善，但焦煤库存继续下降趋势没有停止，支撑焦煤价格整体偏强运行。焦炭、铁矿等原料价格高企，加上上海等疫情冲击需求，钢厂利润持续走低，部分地区钢厂已出现小幅亏损，市场普遍预期煤焦价格将面临钢厂提降压力，导致期货价格在 4 月份快速冲顶后又出现大幅下跌。截至 4 月 28 日收盘，日照港准一级现货报 4010 元/吨，月环比上涨 400 元/吨，焦炭期货价格整体冲高回落，大幅波动，4 月 28 日报收 3560 元/吨，当月累计下跌 4.98%；焦煤方面，CCI 低硫指数 4 月累计上涨 225 元/吨，CCI 高硫指数上涨 123 元/吨，焦煤期货价格亦快速冲高后回落，4 月 28 日报收 2843 元/吨，当月累计下跌 6.23%。

图表 1：国内、进口炼焦煤价格走势



数据来源：大有期货投研中心，Ifind

图表 2：日照港准一级冶金焦价格走势



数据来源：大有期货投研中心，Ifind

2、动力煤

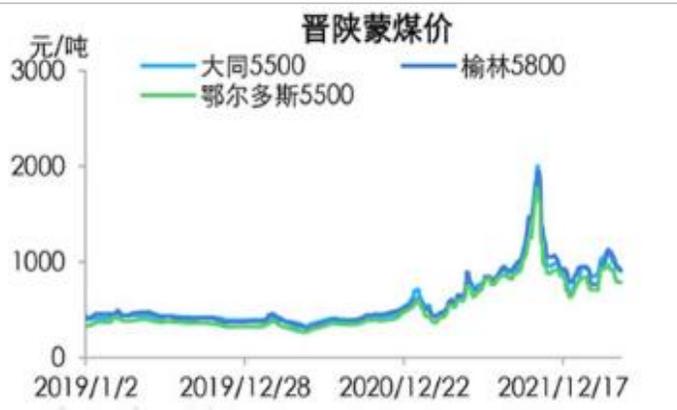
动力煤供需面紧张显著缓解，加上政策压制，环渤海港口 5500 动力煤现货价格继震荡下行，最近接近 1100 元/吨，随后又因大秦线事故影响调入，港口库存再次去化的情况下价格有所反弹。截至 4 月 28 日收盘，动力煤主力合约价格报 819.2 元/吨，当月累计上涨 1.76%，4 月主力合约价格振幅为 6.46%，环比显著下降；秦皇岛港口 5500 大卡动力煤现货成交价格报 1160 元/吨，月环比下跌 140 元/吨。

图表 3：动力煤主力合约及港口现货价格走势



数据来源：大有期货投研中心，Ifind

图表 4：动力煤产地价格走势



数据来源：大有期货投研中心，Ifind

二、宏观及产业环境分析

今年以来，黑色系多空双方主要是围绕强预期和弱现实来回博弈。弱现实体现为地产行业下行势头还未停止，加疫情影响持续不断，钢材需求低迷。强预期主要来自于宏观层面，包括国际地缘政治冲突对全球大宗商品供应链的冲击以及国内稳增长政策加码发力。在 4 月下旬黑色系出现集团调整，表明了利多预期支撑的交易逻辑明显弱化。最近预期转弱来自于国际和国内两方面：海外主要央行货币政策已经转向，特别美联储 5 月有较大可能加息 50 个基点来遏制高通胀，美元指数及美国国债收益走高，资本回流美国对人民币汇率形成较大贬值压力，有可能成为接下来国内货币政策宽松的限制因素之一。早在 3 月末市场各方就普遍预期 4 月货币政策将迎来“双降”，4 月份央行虽然下调了存款准备金率，但 0.25% 的降幅应该来说是及不及市场预期的，MLF 中标利率及 LPR 则是继续按兵不动。加上 4 月 22 日央行行长易纲强调国内货币政策首要任务是维护物价稳定，导致市场各方对于国内货币政宽松的乐观预期有所动摇。

当然，现在就断言黑色系交易逻辑完全回归现实需求层面还为时过早。以上海为中心的华东地区疫情爆发后，当前经济稳增长压力较大，市场普遍预期接下政策端将更加刺激力度。因此，须高度关注 4 月末的中央政治局会议之后，利好政策的落地情况。对于 5 月黑色系走势，笔者认为需求低迷的现实情况难有明显改观，如果政策端再次释放利好，预期继续把价格推高之后，有可能再次上演冲高回落行情。

三、焦煤、焦炭基本面分析

1、粗钢产量压减叠加钢厂低利润，双焦价格或将承压

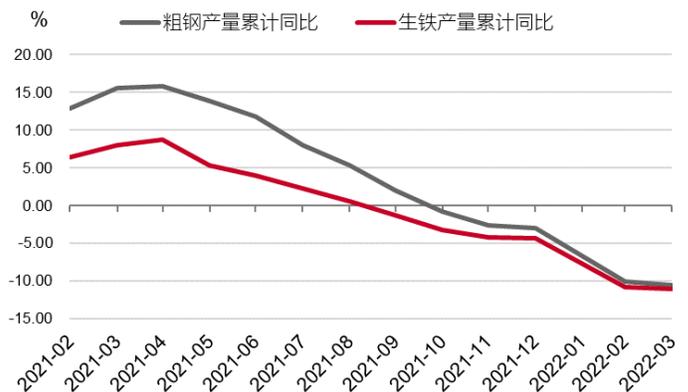
4月19日，国家发改委提出今年将继续开展全国粗钢产量压减工作，但没有提出具体的压减数量目标。一季度，国内粗钢产量同比下降10.5%，生铁产量同比下降11%。按照2022年粗钢产量同比不增的保守估计来看，在一季度产量同比大幅下降情况下，全年平控压力不大，但预计铁水日均产量在当前230万吨基础上已基本没有增量，原料的需求整体将受制挤压。与之相对应，在当前钢厂利润低迷、上游原料利润丰厚的情况下，产业利润将从原料端转移至成材端，导致双焦价格承压调整。

图表 5: 样本钢厂及焦化厂生产利润情况



数据来源：大有期货投研中心，Mysteel

图表 6: 焦炭周度供需平衡情况

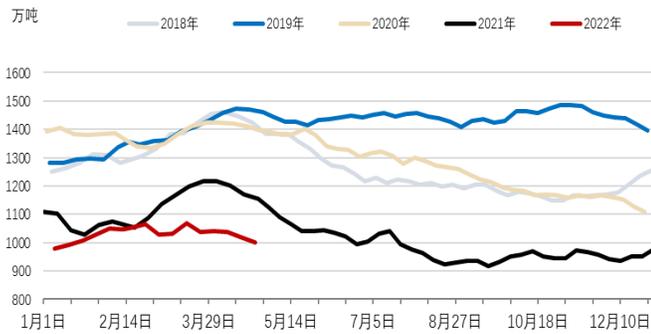


数据来源：大有期货投研中心，Ifind

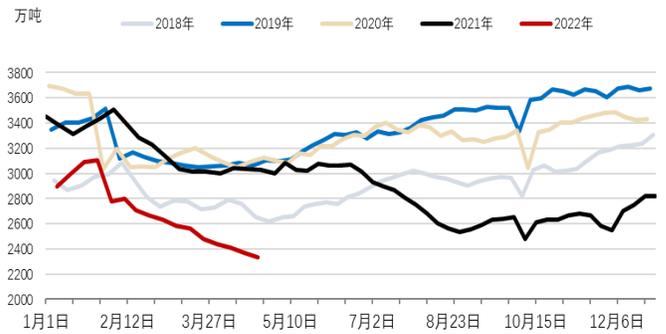
2、双焦低库存格局限制价格下跌空间

根据Mysteel调研数据，今年以来双焦产业链仍未脱离去库阶段，当前焦煤、焦炭各环节加总库存均处于近5年低位，焦炭总库存同比降13.5%，焦煤总库存同比降23%。往后来看，随着粗钢产量压减工作推进，双焦需求提升空间有限，库存有望自底部抬升，价格有所回调，但由于库存处于超低位置，库存低位回补的过程中，现货价格可能不出现顺畅下跌。从品种自身基本面来说，当前做空双焦最大风险点或阻力便是超低库存水平对价格支撑。

图表 7: 焦炭总库存走势



图表 8: 焦煤总库存走势



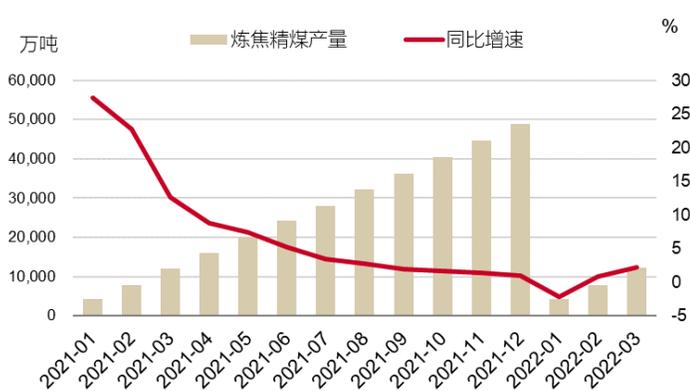
数据来源: 大有期货投研中心, Mysteel

数据来源: 大有期货投研中心, Mysteel

3、焦煤供应稳中向好，供需缺口或趋于弥合

一季度，国内原煤产量同比增长 10%左右，炼焦精煤产量同比增 2.7%，且同期的焦炭产量也即焦煤需求同比降 4.9%。产量稳中有增、需求下滑明显与焦煤库存大幅去化存在矛盾之处，资讯机构数据真实性及合理性有待商榷，但在煤炭保供稳价政策继续执行的背景下，国内焦煤供应稳中有增的趋势确定性较强。蒙煤进口方面近期也有积极改善，自去年 10 月份起便关闭的策克口岸于本周恢复煤炭进口通关，加上甘其毛都口岸近期煤炭通关数量抬升至近年同期偏高水平。此外，近日财政部表示，自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对煤炭实施税率为零的进口暂定税率，根据现有煤炭进口关税征收安排，本次取消关税主要受益国俄罗斯和蒙古国。综合来看，后期蒙俄两国的煤炭进口增量值得期待。

图表 9: 国内炼焦精煤产量及增速



数据来源: 大有期货投研中心, 汾渭能源

图表 10: 蒙煤 288 口岸煤炭通关数量



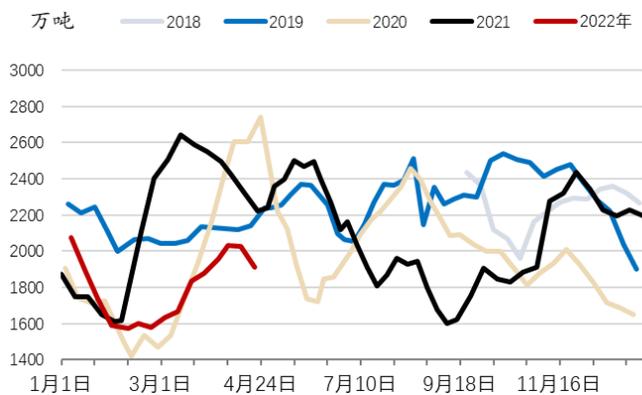
数据来源: 大有期货投研中心

四、动力煤基本面分析

1、煤炭供需格局趋于宽松，价格偏弱运行

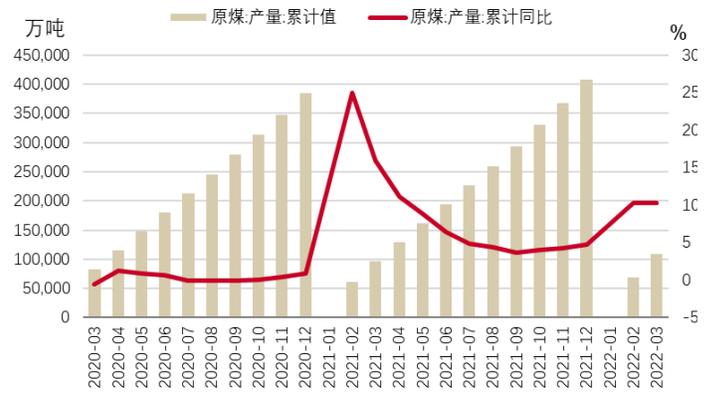
在国内煤炭需求稳定增长、外部供应冲击不断的情况下，国内煤炭保供稳价工作有可能贯穿全年。一季度，全国原煤产量 6.87 亿吨，同比大增 10.3%，而同期全国火力发电量同比仅增 1.3%。随着国内需求因天气回暖及疫情冲击而短期走弱，动力煤供需面整体趋于宽松，环渤海港口库存自 2 月低位快速反弹。价格方面，供需面转向宽松之后，下游对于高价市场煤的接受程度不高，加上 5 月 1 日起煤炭市场价格形成机制开始执行，预计在夏季用电高峰到来之前，价格整体将偏弱运行。

图表 11：环渤海港口煤炭库存



数据来源：大有期货投研中心，Ifind

图表 12：全国煤炭月度产量及增速

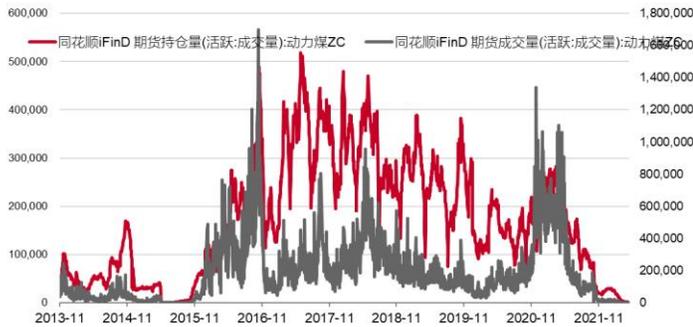


数据来源：大有期货投研中心，Ifind

2、动力煤期货缺乏交易价值，维持观望

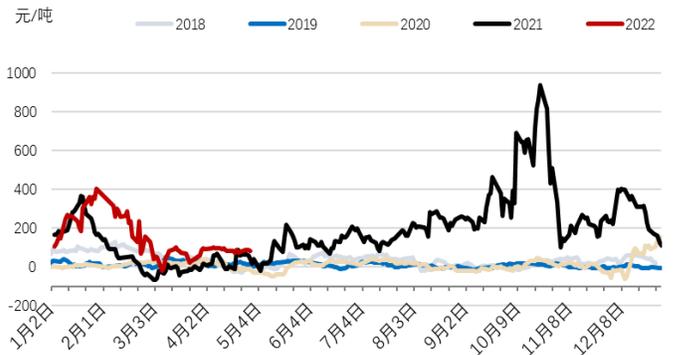
截至 4 月 29 日收盘，动力煤期货所有合约持仓量已降至 117 手，当日仅成交 358 手，动力煤期货交易已基本处于名存实亡状态，为规避流动性不足风险，强烈建议普通投资者继续保持观望，而对于产业客户来说，虽然交易所方面没有禁止动力煤现货交割，但因为一些政策层面的因素，自 2021 年 10 月最后一笔交割后，期货合约再无交割产生，期现货价差不回归有可能导致套期保值操作面临巨大基差风险，因此亦建议产业客户谨慎参与套保。

图表 14: 动力煤期货持仓量及成交量



数据来源: 大有期货投研中心, Ifind

图表 15: 动力煤主力合约基差走势



数据来源: 大有期货投研中心, Ifind

五、5月价格走势展望

双焦：国内焦煤供需缺口将随时间推移而趋于弥合，加上钢厂利润自低位走扩驱动，双焦现货价格重心下行，但考虑到双焦产业链超低库存现状，价格整体回调压力亦不突出。近期焦炭盘面回落提前反映了后期现货价格 2-3 轮的回调预期，盘面快速下跌且大幅贴水现货，超跌后或有一定幅度反弹。如果节后政策乐观预期推高价格修复贴水，但终端需求又无明显改善，钢价或面临下行压力，届时焦炭让利的幅度或超出预期，盘面有可能迎来逢高沽空机会。

动力煤：煤炭保供稳价政策持续发力，加上终端需求走弱，动力煤前期供需紧张局面得到明显缓解，在大秦检修结束后，港口库存整体有望继续回升；在政策的指引之下，现货市场价格或随供需而宽松而向进一步向合理区间靠拢。当前动力煤因限仓政策严格、保证金水平高导致盘面流动性日益萎缩，建议保持离场观望。

六、风险提示

成材旺季需求延后释放，支撑钢价及钢厂利润走高；钢厂复产力度不及预期，焦炭需求回升受限；国内稳增长政策加码发力，推升大宗商品价格；海外货币政策及国际政治关系变化，引发金融资产价格大幅波动。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表述的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点及见解以及分析方法，如与大有期货公司发布的其它信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大有期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映大有期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经大有期货公司允许批准，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处“大有期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

湖南省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：湖南省长沙市芙蓉南路二段 128 号现代广场三、四楼

全国统一客服热线：4006-365-058

电话：0731-84409000

网址：_