

双焦：供给高位持稳，关注铁水产量变化情况

核心逻辑

宏观方面，政策基调偏向保守，下半年“强刺激”概率较低：

- 上半年，政策基调偏向保守，在一个比较稳健的 GDP 增长目标下，市场期待的强刺激并没出台，同时针对地产基建等传统项目，高层更是在政府工作报告中强调了防范风险。
- 4 月以来，国内经济修复速度持续放缓，内外需同步走弱，面对“弱现实”，市场再次开始期待“强刺激”政策出台，但 6 月 30 日 ZZJ 会议上，高层在“雄安新区”这种最高级别的建设项目上，用了“稳步有序、量力而行”这样的表态，这意味着“强刺激”的预期大概率是落空的。

产业方面，焦煤供需过剩格局难改，下半年价格中枢或继续下移：

- 上半年，受废钢减量等因素影响，铁水产量维持高位，对炉料需求形成支撑，但考虑到下半年低基数条件下废钢供给增量难度较小，叠加粗钢平控或延续，预计高铁水难以维持，对于炉料来说，下半年仍需面临铁水产量高位下滑带来的需求减量冲击。
- 国内能源保供已经常态化，煤矿生产稳定，进口高位，下半年焦煤供给或继续维持高位，结合铁水产量高位下滑带来的冲击，下半年焦煤供需或维持过剩格局，价格中枢或继续下移，向下关注蒙煤长协支撑，市场预期三季度长协下调 20-30 美元，对应焦煤盘面 1100 左右。
- 考虑双焦主动去库已接近尾声，下半年双焦价格在低位条件下继续急跌可能性较小，但下游也不会轻易开始重建库存，这意味着在冬储前，下游对双焦的补库大概率是阶段性的，带来的上涨空间也相对有限，下半年双焦整体波动幅度或收窄。

黑色金属 · 半年度报告

2023 年 7 月 2 日 星期日

国贸期货 · 研究院
黑色金属研究中心

张宝慧

联系方式：0592-5863255

从业资格号：F0286636

投资咨询号：Z0010820

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



1 行情回顾：终端需求不佳，煤炭成本崩塌，黑链指数下移

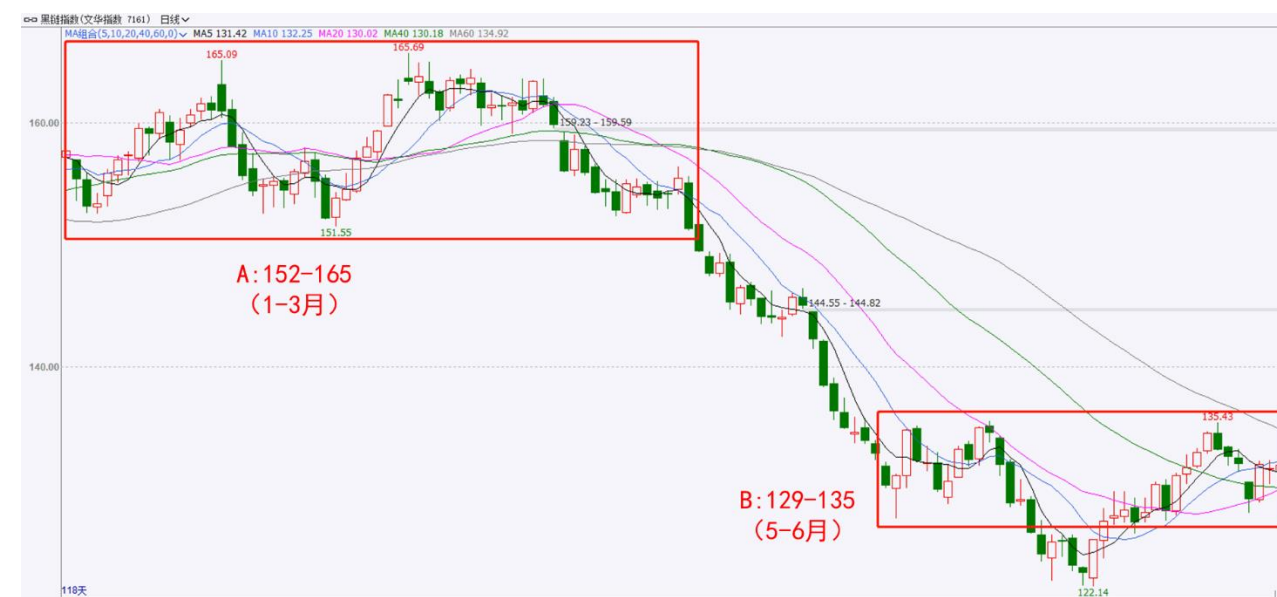
如图表 1 所示，上半年黑链指数整体由 A 区间[152, 165]下移至 B 区间[129, 135]，指数回落至 2021 年以前水平。

1-3 月：黑链指数于 A 区间[152, 165]高位盘整，自去年 11 月以来，市场预期防疫制度优化将带来强劲复苏，黑链指数底部反转向上。1 季度，市场进入预期验证期，疫情期间挤压的需求确实得到释放，带来了经济的修复，加上基建发力前置，强预期得到部分兑现，黑链指数维持高位震荡格局。

4 月：疫后需求脉冲式的修复开始减弱，国内经济内生动力不足的问题开始暴露，同时海外风险增加，产业亦开始感受到一些压力，黑链指数开始下跌，伴随碳元素的崩塌，黑链指数 4 月跌幅 14.48%。

5-6 月：进入 5 月后，伴随着各方主动减产降库，产业层面压力有所缓解，黑链指数企稳，两个月来基本维持在 B 区间[129, 135]震荡运行，5 月下旬市场受一些宏观事件冲击场情绪快速恶化，指数急跌，但这部分超跌空间很快在 6 月上旬被修复。6 月中下旬，黑链指数再次回到 B[129, 135]区间震荡运行，等待向上或向下突破的动力。

图表 1 文华黑链指数



数据来源：文华财经

双焦期货走势与黑链指数大体类似，作为供需明确过剩且高利润的品种，双焦成为板块中空配首选，自年初以来，焦煤期货加权指数下跌幅度超过 28%，焦炭期货加权指数下跌幅度超过 21%，对比螺纹钢加权跌逾 9%，铁矿加权跌 6%，双焦领跌板块。

图表 2 焦煤加权

图表 3 焦炭加权

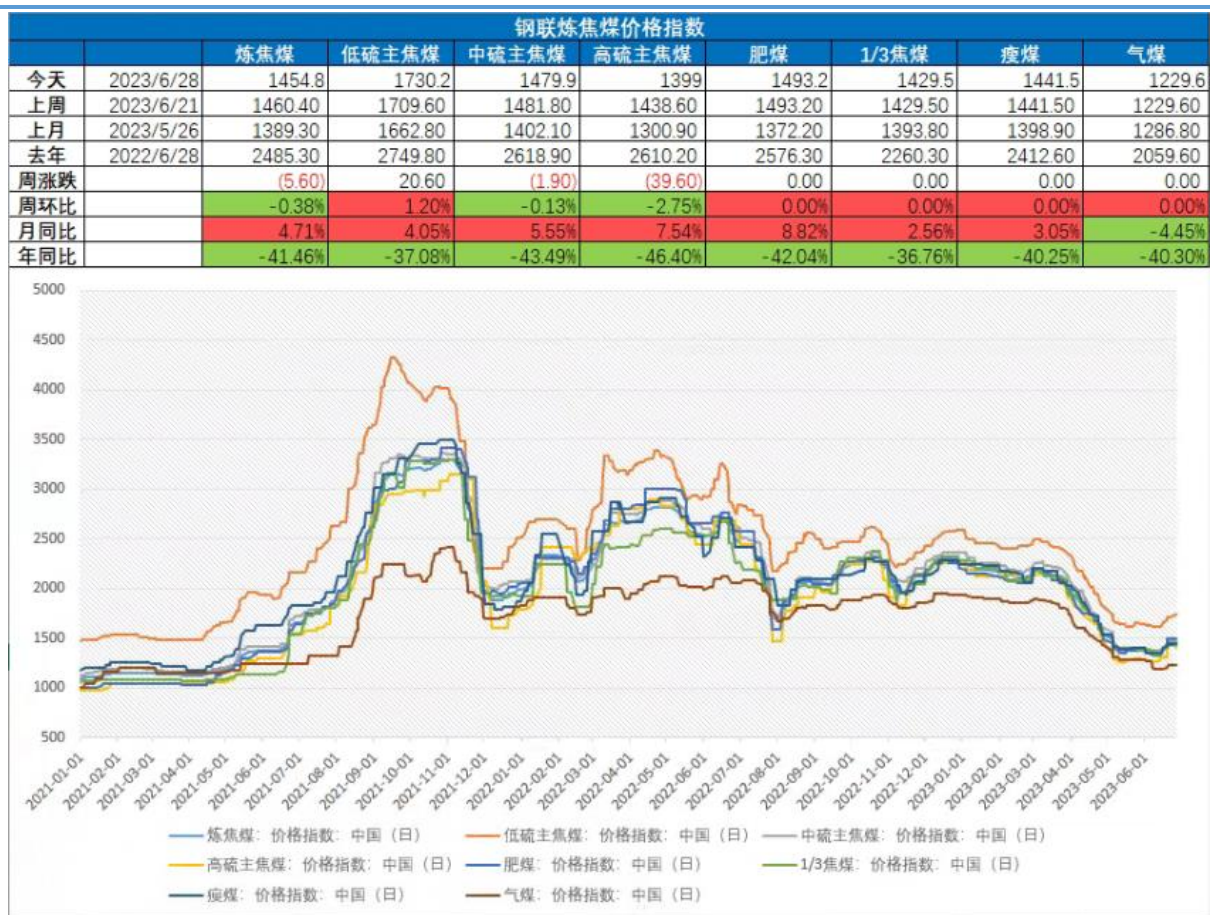


数据来源：文华财经

期货引领现货走势，上半年焦炭累计落实提降 12 轮，期间受阶段性补库影响，焦企有提涨，但落地都比较困难，钢厂以按需采购为主，维持低库存策略，贸易商操作也比较谨慎，市场投机情绪较弱，部分贸易商出局。

图表 4：双焦现货价格走势

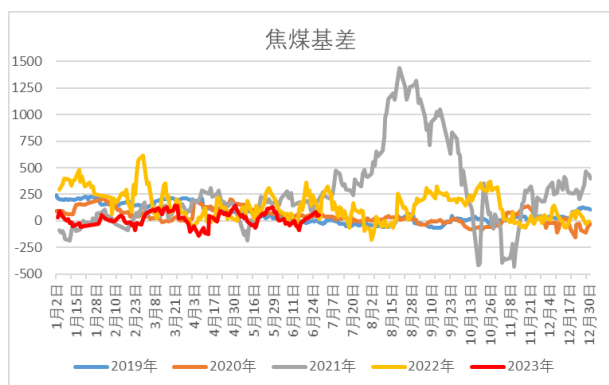
日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一级焦	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	吕梁准一出厂价	吕梁准一出厂价	日钢仓单	集港成本仓单
2022/8/9	提涨1轮	200	400	下游接受	2660	2470	1874.4	2130	2350	2360	2691	2788
2022/8/16	提涨2轮	200		下游接受	2860	2670	1964.2	2130	2550	2560	2906	3003
2022/9/2	提降1轮	-100	-100	下游接受	2760	2570	2067.5	2100	2450	2460	2798	2895
2022/9/9	提降2轮	-100		暂未落地	2760	2570	2036.9	2070	2450	2460	2798	2895
2022/9/22	提涨1轮	100	100	下游接受	2860	2670	2168.4	2265	2550	2460	2906	2895
2022/10/12	提涨2轮	100		暂未落地	2860	2670	2275.7	2300	2550	2560	2906	3003
2022/11/1	提降1轮	-100	-300	下游接受	2760	2570	2085.1	2240	2450	2460	2798	2895
2022/11/4	提降2轮	-100		下游接受	2660	2470	2055.4	2180	2350	2360	2691	2788
2022/11/10	提降3轮	-100	400	下游接受	2560	2370	1971.7	2065	2250	2260	2583	2680
2022/11/24	提涨1轮	100		下游接受	2660	2470	2122.2	2200	2350	2360	2691	2788
2022/12/2	提涨2轮	100	400	下游接受	2760	2570	2177	2270	2450	2460	2798	2895
2022/12/9	提涨3轮	100		下游接受	2860	2670	2257.3	2265	2550	2560	2906	3003
2022/12/22	提涨4轮	100	-200	下游接受	2960	2770	2294	2355	2650	2660	3013	3110
2023/1/1	提降1轮	-100		下游接受	2860	2670	2275.7	2340	2550	2560	2906	3003
2023/1/10	提降2轮	-100	0	下游接受	2760	2570	2230.5	2220	2450	2460	2798	2895
2023/1/29	提降3轮	100		暂未落地	2760	2570	2181.7	2220	2450	2460	2798	2895
2023/2/27	提涨1轮	100	-750	暂未落地	2760	2570	2124.2	2210	2450	2460	2798	2895
2023/4/1	提降1轮	-50		下游接受	2710	2480	1990.5	2100	2400	2410	2702	2820
2023/4/10	提降2轮	-50	-750	下游接受	2660	2430	1847.5	1930	2350	2360	2648	2766
2023/4/17	提降3轮	-100		下游接受	2560	2330	1745.8	1910	2250	2260	2540	2659
2023/4/23	提降4轮	-100	-750	下游接受	2460	2230	1696.9	1900	2150	2160	2433	2551
2023/4/28	提降5轮	-100		下游接受	2360	2130	1564.7	1780	2050	2060	2325	2444
2023/5/5	提降6轮	-100	-750	下游接受	2260	2030	1480.5	1780	1950	1960	2218	2336
2023/5/10	提降7轮	-100		下游接受	2160	1930	1380.5	1690	1850	1860	2110	2229
2023/5/18	提降8轮	-50	-750	下游接受	2110	1880	1374.8	1645	1800	1810	2057	2175
2023/5/26	提降9轮	-50		下游接受	2060	1830	1389.6	1715	1750	1760	2003	2121
2023/6/1	提降10轮	-50	50	下游接受	2010	1780	1308.9	1610	1700	1710	1949	2067
2023/6/20	提涨1轮	50		暂未落地	2060	1830	1439.4	1695	1750	1760	2003	2121



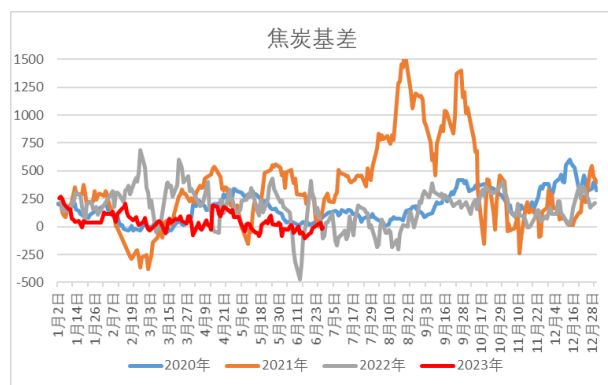
数据来源：由国贸期货整理

基差方面，上半年双焦基差波动幅度明显收窄，期现商操作难度更高，维持短平快操作或是最佳选择。

图表 5：焦煤基差



图表 6：焦炭基差



数据来源：Wind

2 宏观方面：政策博弈继续，高层定调高质量发展

上半年政策基调偏保守，对于前期市场期待的强刺激政策，官方并没有给出强烈的回应。

从 2023 年政府工作报告中可以看出，中央政府在经济刺激政策上保持了克制，报告提出 5% 左右的 GDP 目标增速位于市场预测区间偏下沿，在低基数的条件下，实现难度或不大，这可能也意味着今年不会采取强刺激政策。

具体到与黑色板块密切相关的地产和基建上，报告的表述是以“稳”为主，淡化短期需求刺激政策，强调防范风险。

- **地产定调较往年积极，但仍是“稳”为主：**政府工作报告在展望未来工作时没有再提“房住不炒”，增加了“支持改善性住房需求”的表述，定调较往年更积极。但报告也没有过度强调地产在稳增长中的作用，而是强调要有效防范化解房地产领域的重大经济金融风险，要“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。
- **基建定调较为收敛，注重防范风险：**政府工作报告指出，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿，低于 2022 年的 4.76 万亿，也低于市场预期的 4 万亿，而且从文字表述来看，今年两会对基建的诉求较去年明显走弱，更强调防范化解地方政府债务风险。

4 月以来国内经济修复速度持续放缓，内外需同步走弱的压力加大。其中，房地产投资在经过一季度的反弹后再度转弱，仍是经济最大的拖累；基建和制造业投资保持高增长但增速双双回落；社零在低基数下保持高增长，但剔除基数影响后的实际增长改善有限，背后是居民消费能力和消费信心均未完全恢复。

现阶段经济复苏主要是疫情后的自然修复，内生动力不强，还存在一些不均衡的问题，一是，尽管固定资产投资保持高位，但民营企业的投资意愿仍然不足；二是，社会消费出现明显改善，但可以看到受疫情影响较大的服务类恢复较好而商品恢复偏慢。实际上，4 月以来国内经济环比增速快速回落，总需求不足仍是当前面临的最大问题。

面对经济脉冲走弱，市场又开始期待“强刺激”政策出台。对于这种期待能否被回应，或许可以从 6 月 30 日召开的中央政治局会议中窥得一二，会议在“雄安新区”这种最高级别的建设项目上，用了“稳步有序、量力而行”这样的表态，再次表现了高层坚持高质量发展的政策定力，这意味着“强刺激”的预期大概率是要落空的。

3 产业方面：高位铁水恐难持续，下半年双焦供需仍有压力

3.1 钢材需求：地产难有起色，下半年或迎基建和出口需求下滑

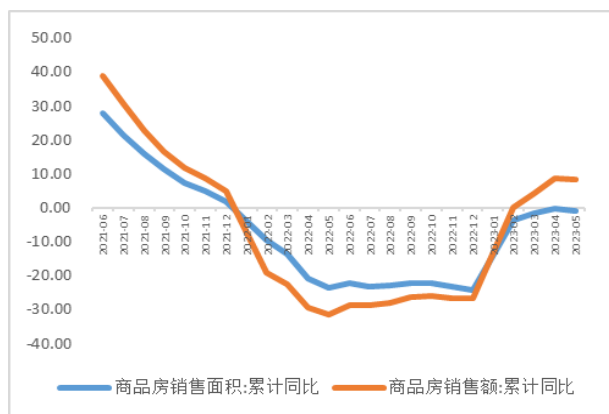
受地产下行影响，上半年钢材需求表现不及预期，但在基建发力前置和出口需求支撑下，表现仍有韧性。

一季度，地产销售和竣工都有不错的表现，这给了市场一定的信心，但与商品需求直接相关的地产开工和投资却始终没有起色，而伴随着经济脉冲减弱，5月地产销售和竣工数据也开始不同程度地走弱，1-5月商品房销售面积同比降幅扩大0.5个百分点至-0.9%，单月销售面积同比-3.0%。

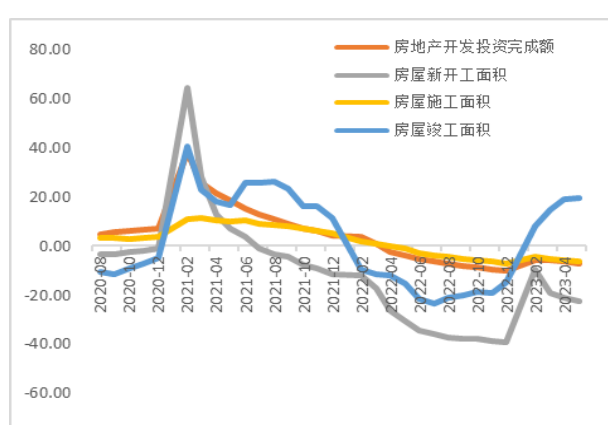
展望未来，我们认为房地产的支持性政策可能还会加码，包括放宽购房条件、降低首付比例、下调居民房贷利率等，但在“房住不炒”的大基调下，市场期待的“强刺激”或较难出现。

而即使这些政策逐渐对房地产销售端起到支撑作用，受房企资产负债表修复缓慢，从地产销售反弹到地产投资企稳到钢材需求恢复或面临更长的时滞，加上上半年基建发力前置，下半年基建需求大概率下降，同时前期表现亮眼的出口需求难以维持，下半年钢材需求可能依然难有明显起色。

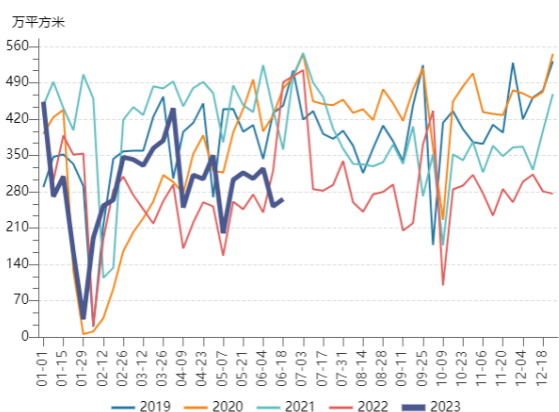
图表 7：商品房销售再度转弱



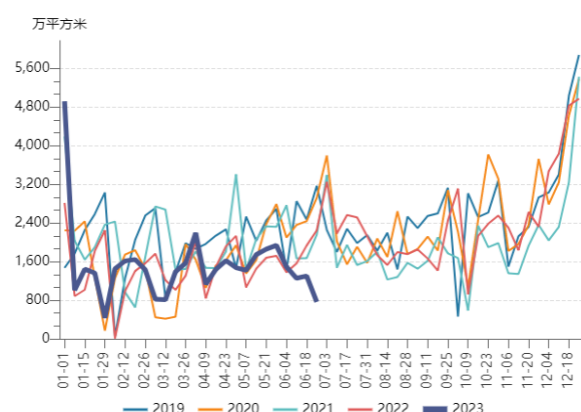
图表 8：地产投资分化



图表 9：30 城商品房成交面积



图表 10：100 大中城市成交土地面积



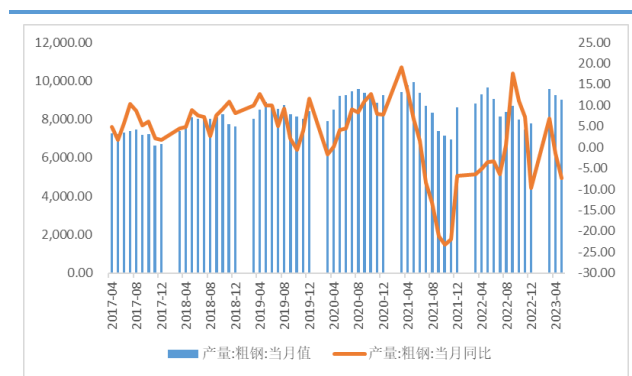
3.2 铁水产量：低基数下废钢增量难度较小，铁水大概率高位回落

2023 年 1-5 月份全国粗钢产量 44463 万吨；生铁产量 37474 万吨，同比增长 3.2%。

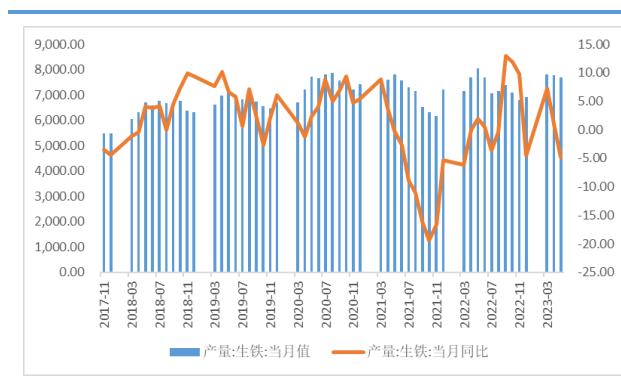
铁水（生铁）产量直接对应炉料需求，是判断炉料价格的重要因素。上半年市场在对铁水产量的判断上遭遇了两个预期差，导致铁水产量高于之前的预期，这也是 5 月下旬以来铁矿石快速上涨的重要原因。

第一个预期差是粗钢增量超预期，1-5 月全国粗钢产量 44463 万吨，同比增长 1.6%，比去年 1-5 月粗钢产量增加了 961.4 万吨，原因有两点，一是市场对粗钢产量的消化能力超预期，主要是非五大材和出口需求的增量，同时随着焦煤让利，钢厂利润一直保持在一个不错的位置，这使得钢材主动减产意愿不强；二是粗钢压减政策迟迟没有落地，在保 GDP 的诉求下，政府对此也多有纠结。

图表 11：粗钢产量



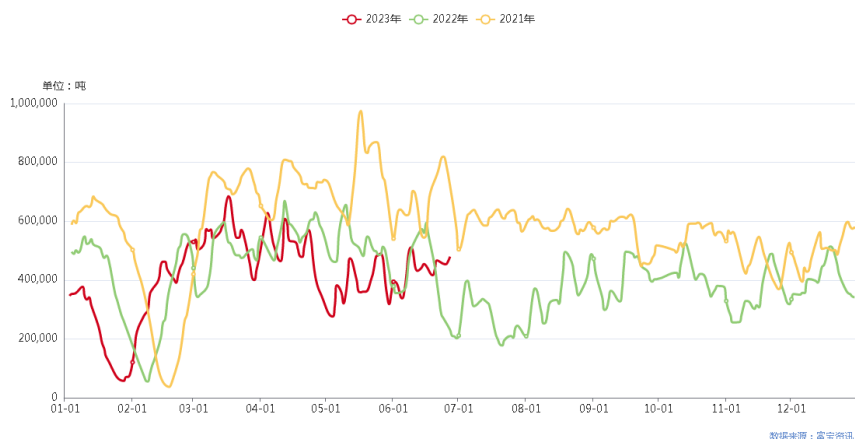
图表 12：生铁产量



数据来源：Wind

第二个预期差是废钢减量超预期，年初市场对废钢的判断大致是同比增加 1000-3000 万吨，但从富宝的数据来看，1-6 月份 255 家钢厂废钢到货量同比下降 9% 左右，减量约 800-900 万吨，远低于预期。原因一是近年来地产周期下滑，拆迁场景快速减少，带来这部分废钢供给减量，导致基地收废难度加大；二是上半年行情持续走弱，钢厂用废需求减少，价格趋势性下跌，导致基地不敢高价收货和囤货，压制了废钢资源的释放。

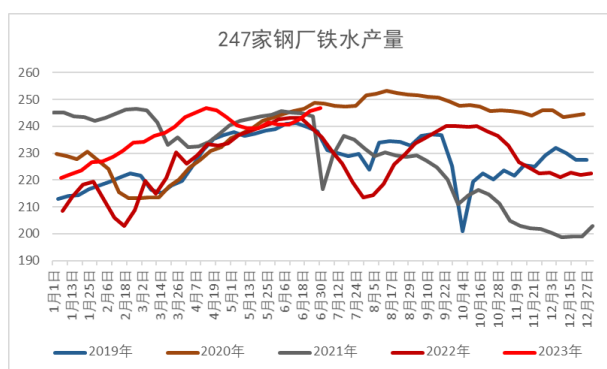
图表 13：废钢到货量



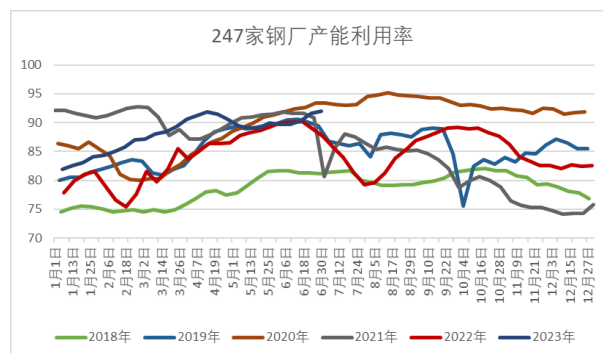
数据来源：富宝资讯

粗钢产量超预期，废钢超预期减量，导致高炉铁水产量一直维持在一个较高的水平，3月下旬以后，钢联铁水日均产量长期维持在 240 万吨以上水平，并没有如 4 月市场交易负反馈时预期的那样快速下降。

图表 14：钢厂铁水日均产量



图表 15：钢厂盈利率



数据来源：钢联数据

往后看，我们认为 2023 年钢铁产量平控政策大概率会延续，但在执行和监督方面还存在很大的不确定性，而废钢方面，在产废源头减少和钢厂需求减少的共同作用下，铁水成本可能会持续低于废钢，钢厂倾向于多用铁水的趋势难以改变，当市场环境不好时，短流程的产量会先被打掉，这将缓和铁水的减产压力。

但同时，废钢还是会继续压制黑色板块的向上压力，一旦螺纹钢价格突破平电成本，就可能迎来短流程产量的放量，据富宝资讯统计，2022 年下半年废钢到货量均值仅为 36.4 万吨，当前废钢到货量在 45 万吨以上，下半年废钢到货同比增量的难度较小。

若按照全年粗钢产量与 2022 年持平来计算，在下半年废钢同比去年持平，废钢全年减量 1000 万吨的情况下，6-12 月生铁产量预计会同比下降 0.77%，折算下半年钢联 247 家钢厂铁水日均产量在 225-230 万吨，那么从上半年的焦煤库存表现来看，若双焦供给端没有出现超预期的减量，双焦供需宽松格局难改。

图表 16：下半年粗钢生铁产量预测

粗钢	1-5月		6-12月		全年	
	产量	日均产量	产量	日均产量	产量	日均产量
2022	43501.60	290.01	57798.70	275.23	101300.30	281.39
2023	44462.93	296.42	56837.37	270.65	101300.30	281.39
同比	2.21%		-1.66%		-	

生铁	1-5月		6-12月		全年	
	产量	日均产量	产量	日均产量	产量	日均产量
2022	36086.80	240.58	50296.00	239.50	86382.80	239.95
2023	37474.39	249.83	49908.41	237.66	87382.80	242.73
同比	3.85%		-0.77%		1.16%	

数据来源：由国贸期货整理

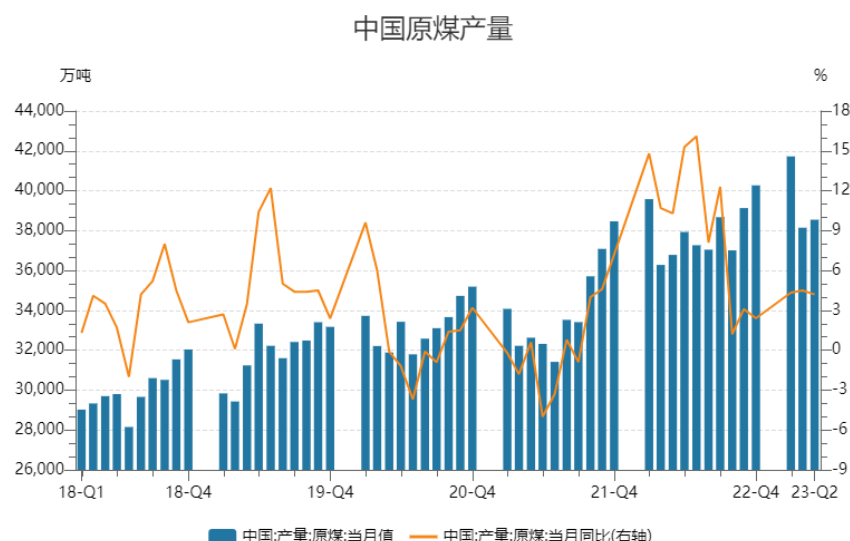
3.3 焦煤供给：能源保供常态化，供给维持高位

保供：能源保供常态化，煤矿稳定生产

1-5 月全国累计原煤产量 19.12 亿吨，同比增长 4.8%；1-4 月全国炼焦煤累计产量 1.65 亿吨，同比增加 1.05%。

从全国原煤产量和各级政策口径来看，国内能源保供已经常态化，煤矿以稳定生产为主，期间虽然有因为安全检查、煤矿库存顶仓等问题出现过部分时间减产，但整体供给的影响都相当有限，预计下半年国内煤炭供给会继续维持当前节奏，难有明显减量。

图表 17：中国原煤产量



数据来源：Wind

进口：下半年进口高位持稳，关注蒙煤定价对盘面的影响

2023 年 1-5 月中国累计进口炼焦煤 3786.84 万吨，同比增幅 79.63%，占比由多到少依次是蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、印尼、澳大利亚等。

其中蒙古国进口增量尤为明显，1-5 月蒙古国进口炼焦煤 1844.06 万吨，同比增幅达 253.84%，增量约 1323 万吨，占进口增量的 8 成，其余增量主要由俄罗斯贡献。

往后看，下半年进口预计高位持稳，全年进口炼焦煤增量在 2000 万吨以上，按照统计局测算，6-12 月炼焦煤日均进口量还将环比增加 3.58%，同比增加 8.55%，各国炼焦煤进口情况如下：

图表 18：下半年进口炼焦煤数量预测

进口焦煤	1-5月		6-12月		全年	
	产量	日均进口	产量	日均产量	产量	日均产量
2022	2105.23	14.03	4281.63	20.39	6386.86	17.74
2023	3739.29	24.93	4647.57	22.13	8386.86	23.30
同比	77.62%		8.55%		31.31%	

数据来源：由国贸期货整理

蒙煤方面，5 月蒙煤进口出现环比下降，主要是受需求减量和一些非市场因素冲击，口岸通关减量，但随着中蒙高层联系加深，6 月甘其毛都口岸通关再创历史新高，6 月 27 日下午，国家主席习近平会见蒙古国总理，双方均有加深合作的意愿，在中蒙高层的共同努力下，根据上半年数据线性外推，预计全年蒙古国炼焦煤进口将达到 4500 万吨，同比增量 2000 万吨，且中长期在铁路计划等举措支撑下，蒙煤进口仍会逐步放量。

另外，当前蒙煤仍以季度长协定价为主，虽然蒙方意图采取边境价竞拍的模式，但相关事宜仍在协商和博弈，由于今年的合同已经签署完毕，加上蒙煤对于增加进口量也有比较高的诉求，结算价格的改变对市场的影响暂时有限。

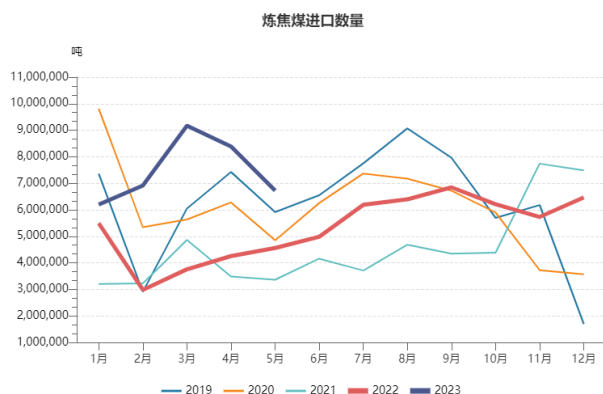
7 月份为蒙古国三季度长协价的调价窗口，目前市场普遍预期三季度长协价会下调 20-30 美元，对应焦煤盘面 1150 元左右。

澳煤方面，1-5 月我国从澳大利亚进口炼焦煤数量为 80.9 万吨，5 月进口量仅为 28 万吨，放量不及预期，目前国内澳煤进口通道已经放开，但由于澳洲炼焦煤性价比较低，实际进口有限，据 Mysteel 消息，目前澳洲并无过多资源发往中国，仅有少数国际贸易商报价，且价格常常超出预期。

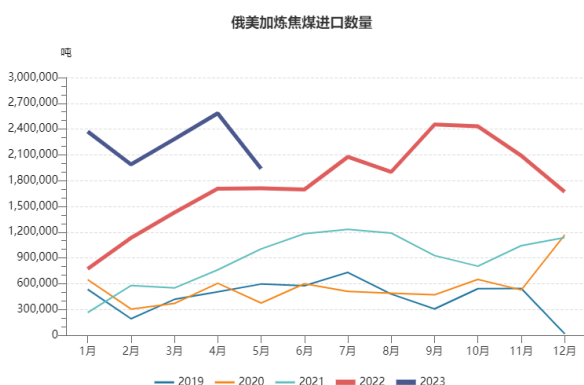
不过，澳煤的减量这并没有对国内造成太多影响，随着蒙古国炼焦煤的大量进口，我国已经拜托了对澳洲主焦煤的依赖，按照当下情形线性外推，预计全年澳煤进口量将同比小幅下降，需要注意的是，若后期进口利润打开，或者钢厂与澳洲矿山采取点对点采购，不排除澳煤会有超预期的增量。

俄美加煤方面，煤炭进口关税优惠持续，俄煤继续维持高增量，同时美煤和加煤亦保持稳定，1-5月俄美加炼焦煤进口数量为1628.59万吨，同比增加357.68万吨，全部由俄煤贡献，5月份，受需求走弱影响，俄罗斯炼焦煤进口数量环比下降，若后期俄罗斯煤继续维持5月份进口强度，预计全年俄煤进口增量在500万吨左右，美加煤同比小降。

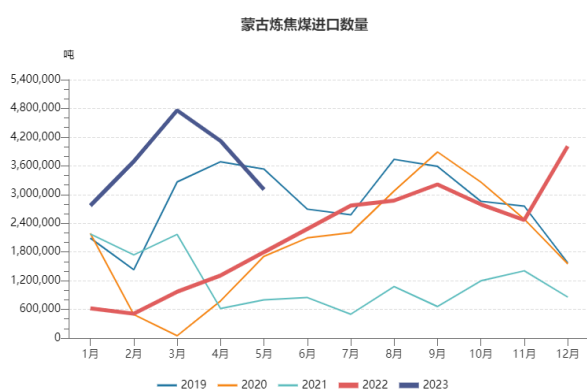
图表 19：炼焦煤进口数量



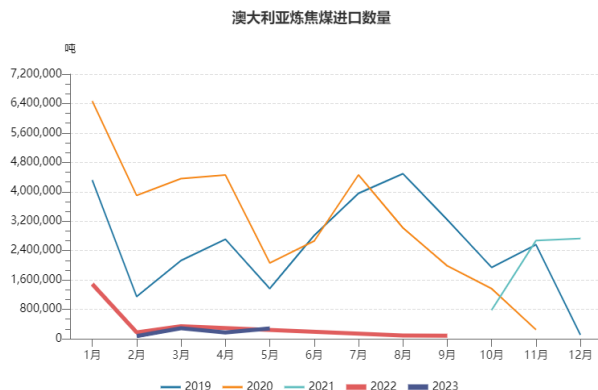
图表 21：俄美加炼焦煤进口数量



图表 20：蒙古炼焦煤进口数量



图表 22：澳大利亚炼焦煤进口数量



数据来源：Wind

3.4 焦炭供给：虽有去产能政策，但产能仍维持过剩

受下游需求影响，2023年部分新建焦化产能投产时间延期，导致全年焦化产能或由增转降。据Mysteel调研，2023年已淘汰焦化产能1238万吨，新增1308万吨，净新增70万吨；预计2023年淘汰焦化产能4838万吨，新增4227万吨，净淘汰611万吨。对比年初的结果为焦化产能净新增328万吨。

6月下旬，山西省工信厅再次提到，为推动焦化行业高质量绿色发展，山西今年将全面关停退出炭化室高度4.3米焦炉，推动全行业节能降耗，延伸产业链条，全面建设国家绿色焦化产业基地。

据 Mysteel 调研，全国冶金焦在产产能 55953 万吨，4.3 米及以下焦炉产能约 10333 万吨，预计四季度淘汰焦化产能 2347 万吨（其中山西 1560 万吨），年底焦化在产产能约 5.5 亿吨，较年初减少约 600 万吨。

图表 23：2023 年焦化产能新增淘汰统计

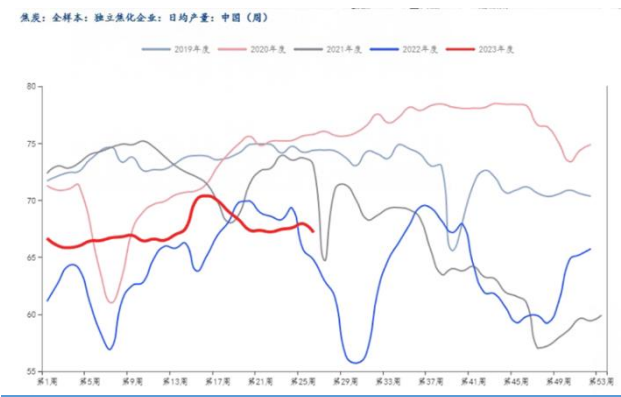
新增/淘汰	01月	02月	03月	4月	05月	06月 (1-6日)	06月 (16-30日)	07月	08月	09月	10月	11月	12月	总计
淘汰	55	60	388	260	380	95	340	413	250	250	770	500	1077	4838
新增	289	245	245	322	207	0	250	400	350	451	543	480	445	4227
净新增	234	185	-143	62	-173	-95	-90	-13	100	201	-227	-20	-633	-611

数据来源：钢联数据

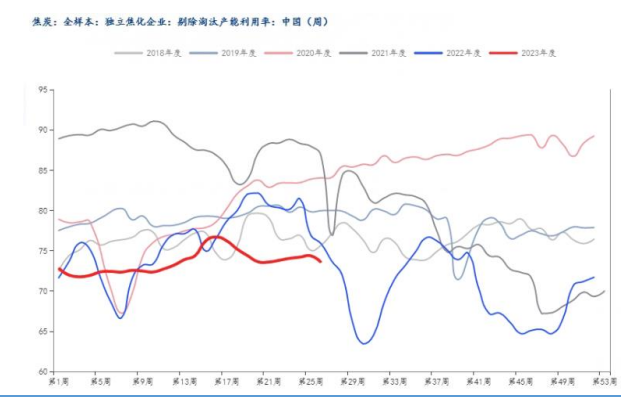
截至 6 月 29 日，独立焦企产能利用率为 73.54%，为近 5 年同期最低水平，对应 245 万吨以上的同期高位铁水产量，即使山西等地 4.3 米以下焦炉退出严格执行，焦化产能总量上仍处于过剩状态。

因此，对待去产能政策不应过度乐观，后期仍需观察政策执行节奏等情况，判断是否会出现阶段性供需错配行情。

图表 24：独立焦企日均产量



图表 25：独立焦企产能利用率



数据来源：钢联数据

3.5 双焦库存：大周期仍在主动去库，双焦库存维持低位

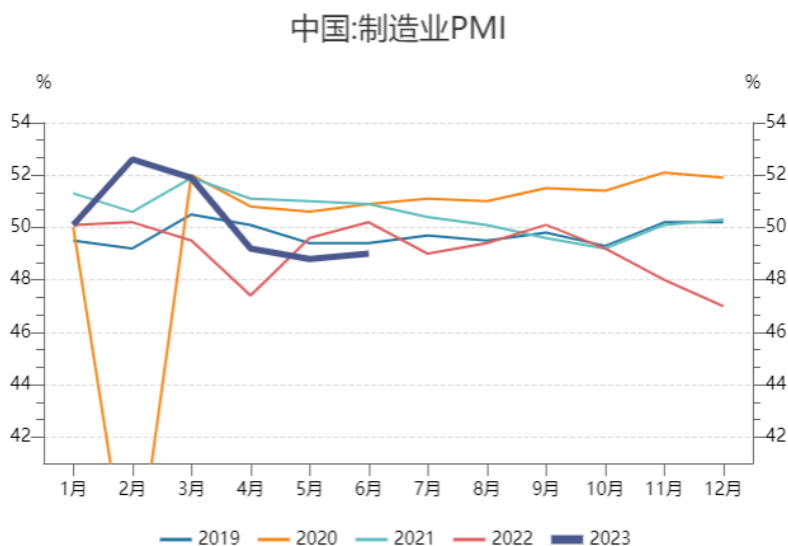
周期：企业仍处于主动去库存阶段

6 月官方制造业 PMI 指数低位回升至 49%，仍处于荣枯线下方，内需新订单小幅回升至 48.6%，但在手订单、出口订单等分项表现依然较弱，反映需求有见底迹象，但改善仍需等待。

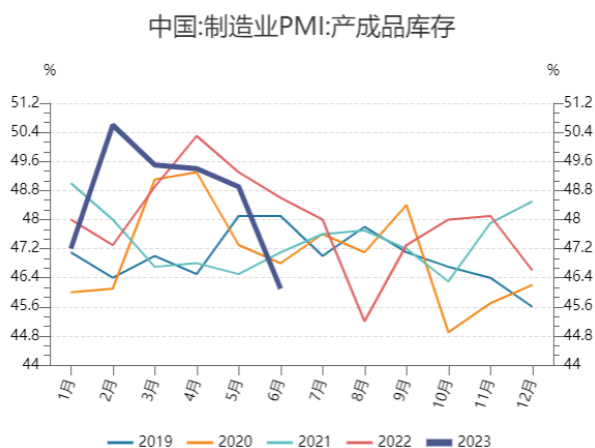
企业预期依然不佳，主动去库快速推进，6 月产成品库存指数加速回落至 46.1%，原材料库存指数也继续下降，在需求没有改善预期的情况下，企业扩产意愿不佳。

从大的库存周期角度看，企业仍处于主动去库存周期，虽然需求有见底想，但企业并没有看到明确改善信号，排产依然谨慎，意味着下半年大宗商品上涨仍有天花板，不宜过度乐观。

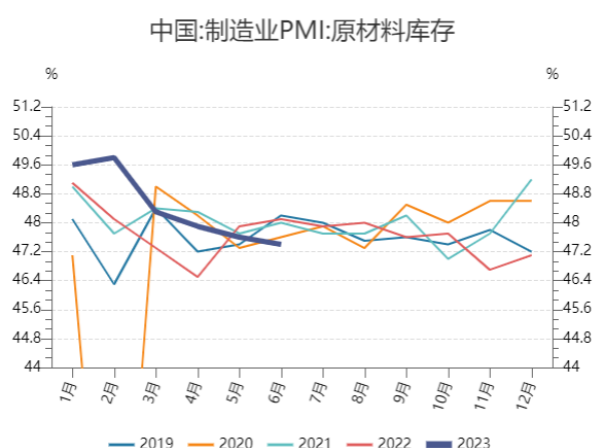
图表 26：中国官方制造业 PMI



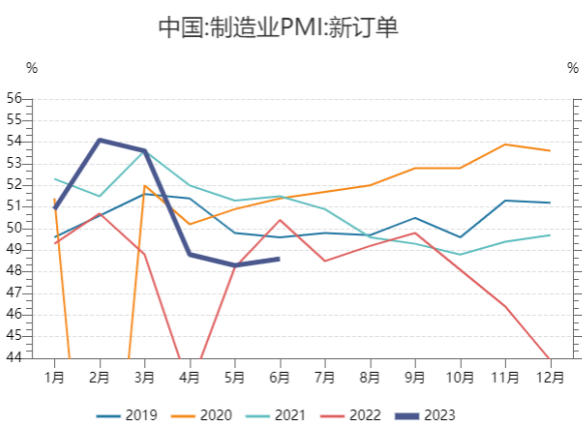
图表 27：制造业 PMI 产成品库存指数



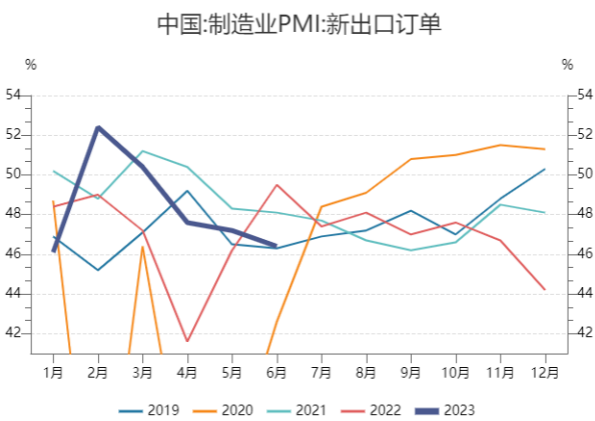
图表 28：制造业 PMI 原材料库存指数



图表 29：制造业 PMI 新订单指数



图表 30：制造业 PMI 出口订单



数据来源：Wind

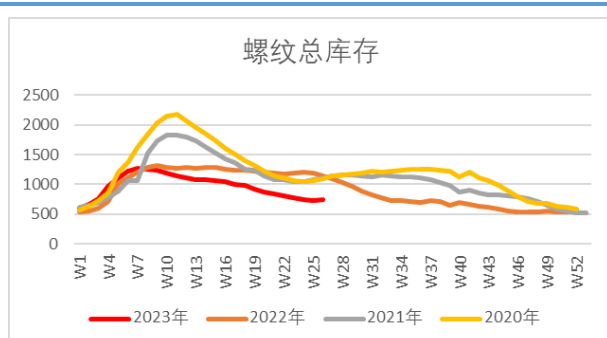
产业：预期偏弱，下游保持低库存策略

受淡旺季影响，黑色板块库存具有很强的季节性，从钢材库存来看，三季度处于“金九银十”之前的库存重建阶段。

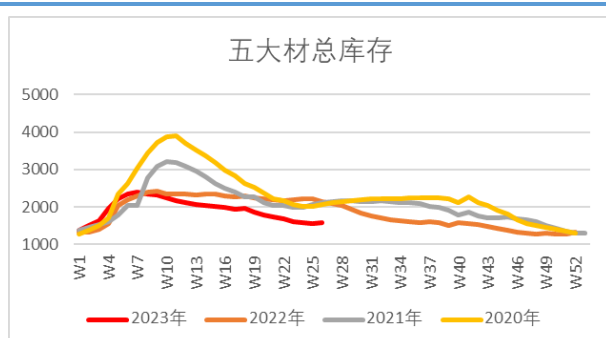
与一般认知不同的是，这一阶段虽然是需求淡季，但如果产业链库存低位，结合预期转强，市场开始主动做库存，钢材价格是比较容易上涨的，进而带动煤焦钢全产业链价格重心上移。相反进入需求旺季后，上游和贸易商开始卖货，这时如果市场消化库存的能力不及预期，钢材价格是比较容易下跌的。

因此，我们虽然不看好下半年整体供需格局，但出于对黑色板块季节性的认识，我们并不看空板块当前的价格走势。

图表 31：螺纹钢总库存



图表 32：五大材总库存



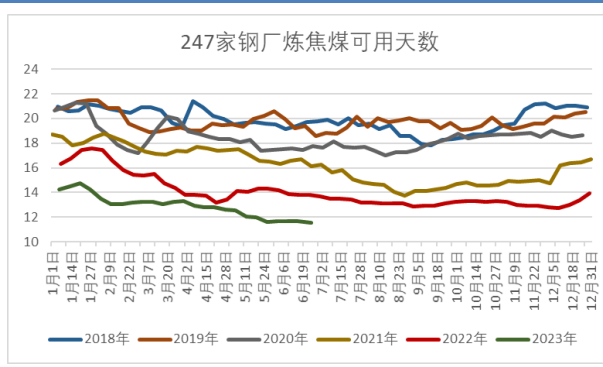
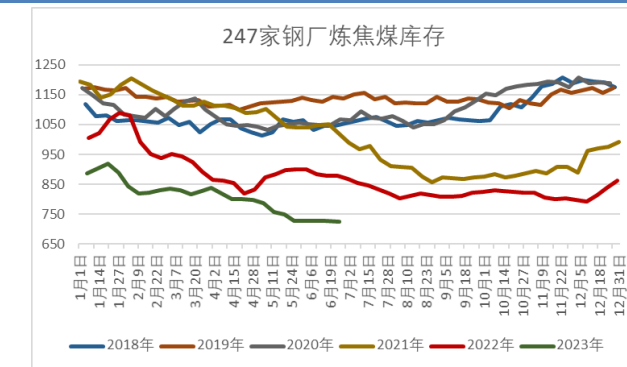
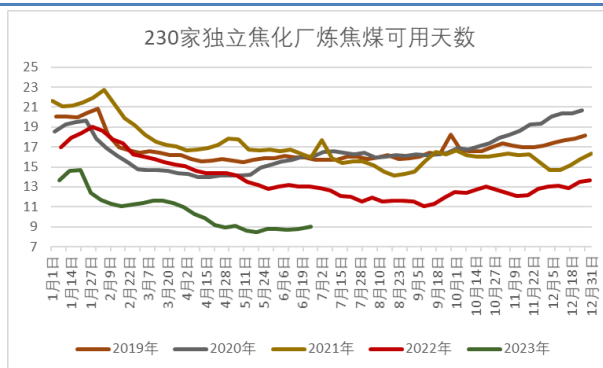
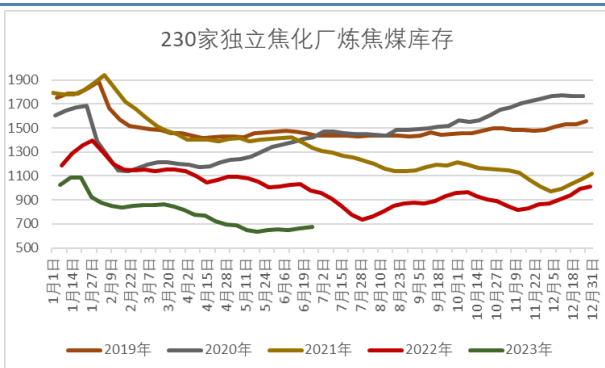
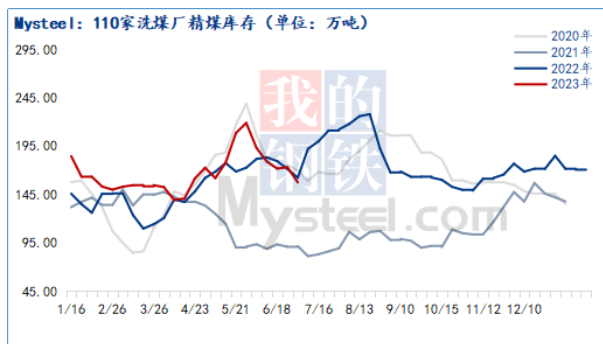
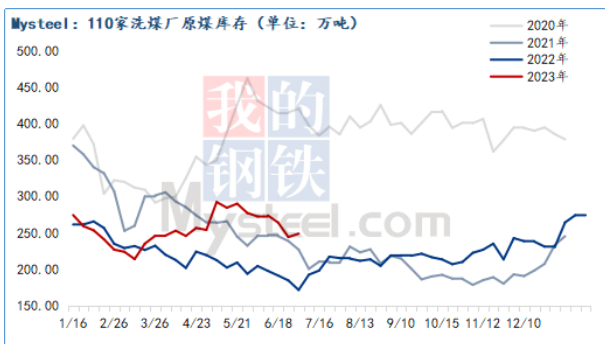
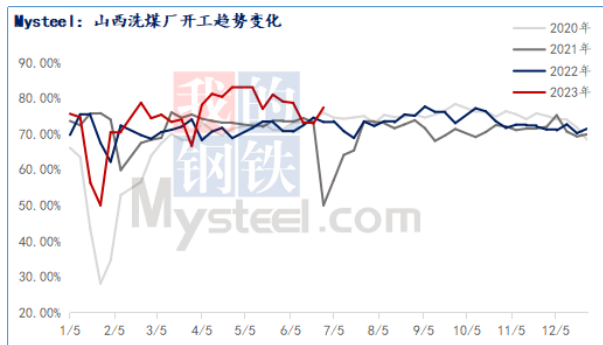
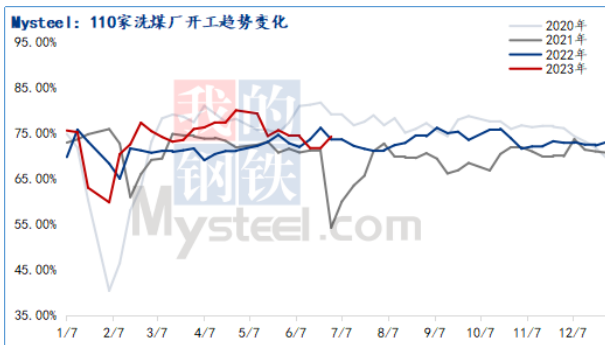
数据来源：钢联数据

上半年双焦库存维持低位，产业看空预期比较一致，全产业链主动去库，释放出大量供给，导致高铁水情况下双焦价格大幅下跌。

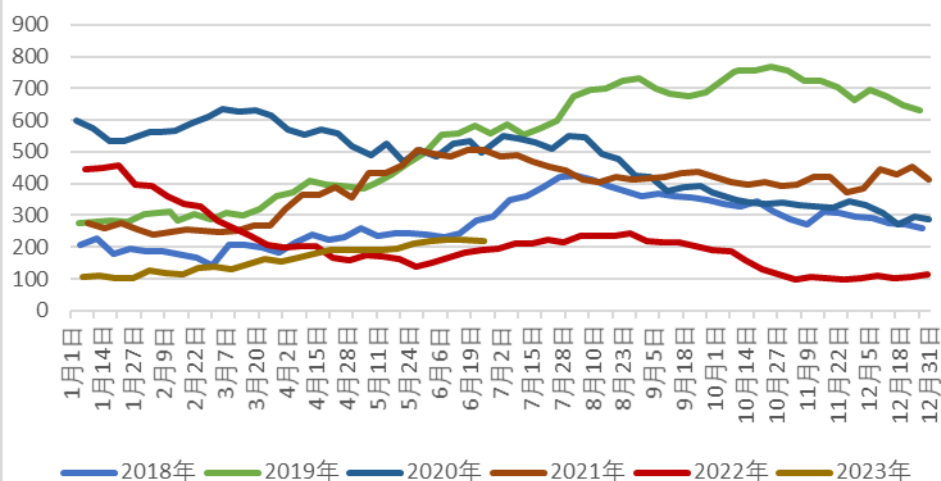
截至 6 月 29 日，钢联焦炭总库存 952.9 万吨，其中上游焦企库存 94.6 万吨，18 港口库存 254.1 万吨，钢厂库存 604.2 万吨，可用天数 11.5 天；汾渭 88 家煤矿库存 254.78 万吨，钢联偏下游的炼焦煤总库存 2673.6 万吨，其中洗煤厂库存 264.2 万吨，16 港库存 650.7 万吨，甘其毛都口岸库存 197.6 万吨，独立焦企库存 832.7 万吨，可用天数 9.3 天，钢厂焦化库存 728.5 万吨，可用天数 11.6 天。

往后看，全产业链主动去库已经接近尾声，这意味着产业压力最大的一段时间已经过去了，下半年产业链可能继续会维持谨慎态度，保持低库存策略，并不急于重建原材料库存，这意味着在冬储之前，市场补库可能更多是阶段性的，带来的上涨空间有限，往后还是要注意铁水产量高位下滑带来的需求减量。

图表 33-41：焦煤库存

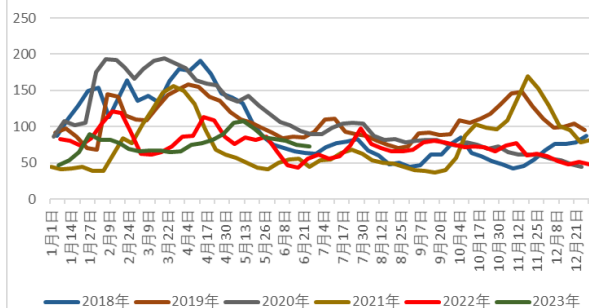


六港炼焦煤库存

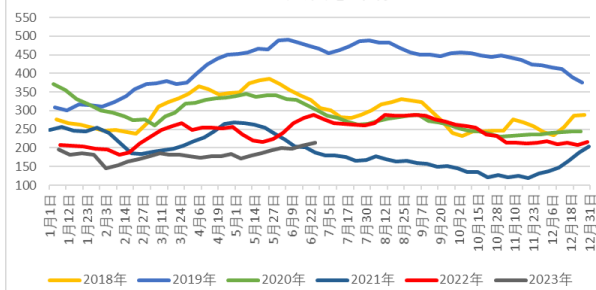


图表 42-46：焦炭库存

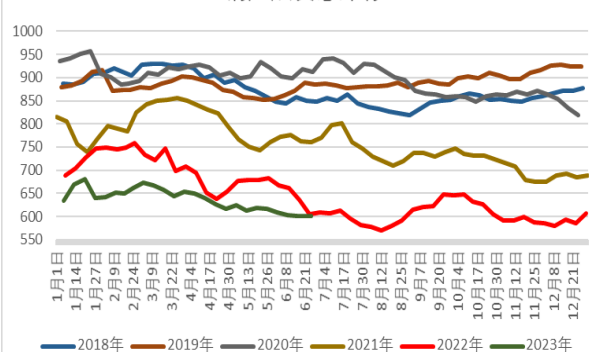
230家独立焦化厂焦炭总库存



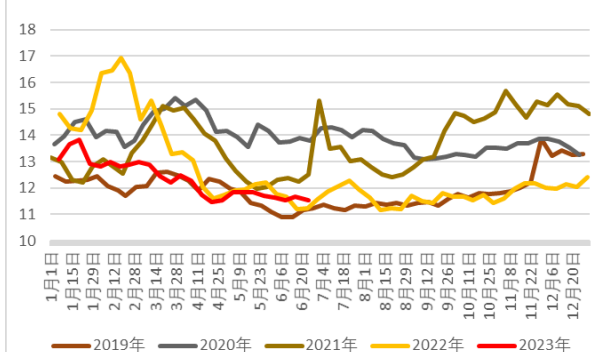
四港口焦炭总库存

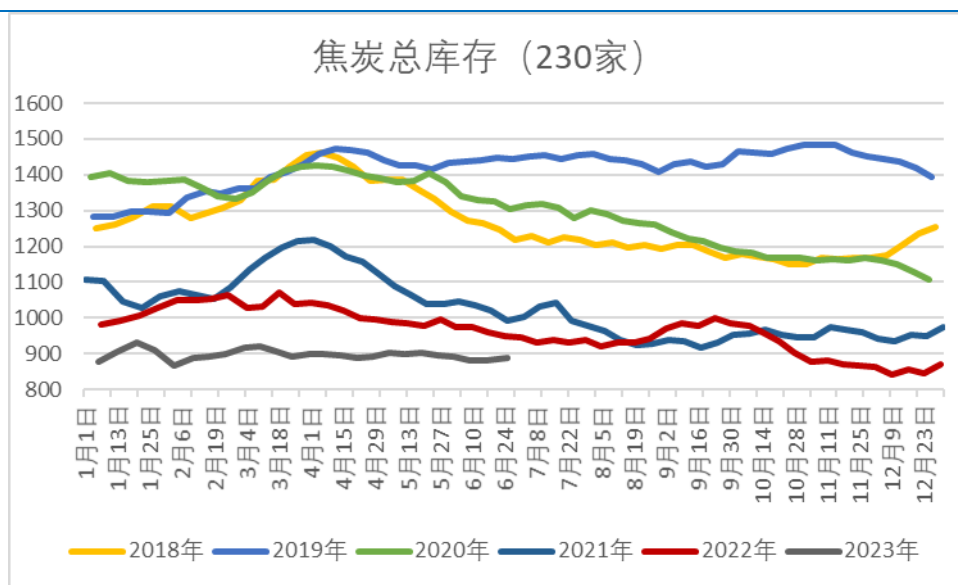


钢厂焦炭总库存



247家钢厂焦炭可用天数





图表来源：钢联数据

4 总结

宏观方面，政策基调偏向保守，下半年“强刺激”概率较低：

上半年，政策基调偏向保守，在一个比较稳健的 GDP 增长目标下，市场期待的强刺激并没出台，同时针对地产基建等传统项目，高层更是在政府工作报告中强调了防范风险。

4 月以来，国内经济修复速度持续放缓，内外需同步走弱的压力加大，面对“弱现实”，市场再次开始期待“强刺激”政策出台，但在 6 月 30 日 ZZJ 会议上，高层在“雄安新区”这种最高级别的建设项目上，用了“稳步有序、量力而行”的表态，这意味着“强刺激”的预期大概率是落空的。

产业方面，焦煤供需过剩格局难改，下半年价格中枢或继续下移：

上半年，受废钢减量等因素影响，铁水产量维持高位，对炉料需求形成支撑，但考虑到下半年低基数条件下废钢供给增量难度较小，叠加粗钢平控或延续，预计高铁水难以维持，对于炉料来说，下半年仍需面临铁水产量高位下滑带来的需求减量冲击。

国内能源保供已经常态化，煤矿生产稳定，进口高位，下半年焦煤供给或继续维持高位，结合铁水产量高位下滑带来的冲击，下半年焦煤供需或维持过剩格局，价格中枢或继续下移，向下关注蒙煤长协支撑，市场预期三季度长协下调 20-30 美元，对应焦煤盘面 1100 左右。

考虑双焦主动去库已接近尾声，下半年双焦价格在低位条件下继续急跌可能性较小，但下游也不会轻易开始重建库存，这意味着在冬储前，下游对双焦的补库大概率是阶段性的，带来的上涨空间也相对有限，下半年双焦整体波动幅度或收窄。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎

