

# 双焦：供给有趋势性增量，碳元素估值继续下移

## 核心逻辑

**宏观方面，海外风险扰动，国内复苏方向确定，但强度定位“弱复苏”：**

- 海外银行危机爆发，美联储仍处加息周期，市场具备高度不确定性，资金风险偏好降低，使得坚定的预期难以持续，**重建信心可能需要更多实际利好**；
- 国内经济温和复苏，一季度基建发力较快，地产销售好转，但与商品需求高度相关的地产投资反弹较慢，这意味着房企资产负债表修复还需要时间，**从销售反弹到地产投资企稳甚至形成商品需求，或面临更长时滞。**

**产业方面，钢材日耗见顶，炉料供给趋向宽松，上半年黑色板块见顶概率增大：**

- 3月份螺纹钢周度表需 334.4，同比增加 7%，清明后表需可能还有增长空间，但在“弱复苏”框架下，市场或难以重现“357”那周的乐观景象；
- **钢材日耗见顶，炉料供给趋向宽松，上半年黑色板块见顶概率增大**，伴随主力移仓远月，多空双方针对需求强度的博弈可能会暂告一段落，**远期炉料供给增加可能会成为新的博弈焦点**；
- 煤炭供给有趋势性增量，焦煤成为板块中空配首选，短期内高铁水对炉料价格还有一定支撑，但从历史经验来看，日均 240-245 万吨铁水产量属于顶部区间，持续时间 1-2 个月，**预计 5 月初铁水转向概率较大，届时高铁水对炉料价格的支撑将减弱，炉料或迎来趋势性做空机会。**

**基于上述判断，我们对二季度策略做出如下展望：**

	策略描述
单边做空	煤炭供给有趋势性增量，焦煤成为板块中空配首选，焦炭跟随走弱。
多铁空碳	铁元素基本面全年强于碳元素，但短期内碳元素估值先被打压，铁元素估值仍在高位，待铁元素估值下杀后再逢低介入。
做多冶炼利润	焦煤让利下游是长期趋势，相关头寸有两个，一是做多钢厂利润，在粗钢压减政策和炉料宽松预期下，可逢低介入；二是做多焦化利润，主要等待 4.3 米焦炉淘汰政策实施，目前远月估值合适，但驱动可能要到四季度，后期可考虑在 2401 合约上介入。
期现滚动正套	今年可能是煤焦贸易“小年”，钢厂提涨提降更加谨慎，以按需补库为主，这种采购策略将会挤压投机需求，平抑现货波动，建议贸易商把握好盘面给出的卖出套保机会。

黑色金属·季度报告

2023 年 4 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

**研究助理：董子勤**

从业资格号：F03094002

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

**一季度，黑色板块震荡运行，多空双方博弈国内“复苏强度”。**

自去年 11 月以来，国内预期经济复苏，文华黑链指数开启单边上涨行情，至 12 月中旬在 165 附近遇到压力后开始回调，向下又在 152 附近遇到支撑，此后整个一季度都在[152, 165]的区间内震荡运行。

从多空博弈的角度看，在国内“**复苏**”方向明确的情况下，一季度黑色板块以博弈“**复苏强度**”为主，多空双方根据微观数据，对“**强复苏**” or “**弱复苏**”进行定价，根据市场的博弈情况，春节后行情可以分为三个阶段：

- **第一阶段（弱复苏）**：年后企业复工复产不及预期，同时在返乡高峰背景下，春节期间 30 城房地产成交同比下滑至-40%，100 城土地成交面积同比掉落-10%以下，引发市场对地产链复苏情况的担忧，文华黑链指数年后冲高回落，2 月中旬跌至最低点 151.55，螺纹钢主力合约跌至最低点 3961，铁矿主力合约最低点 828.5，焦炭主力合约最低点 2665.5，焦煤主力合约最低点 1772。
- **第二阶段（强复苏）**：节后第三周开始，企业开工率同比转正，同时地产销售回暖，财政状况较好的地方基建开始发力，随着钢联周度表需超预期录得 356.85，行情加速上冲，2 月底文华黑链指数创年内新高 165.69，螺纹钢主力合约创年内新高 3961，铁矿主力合约创年内新高 936，焦炭主力合约创年内新高 2995，焦煤主力合约创年内新高 2101.5。
- **第三阶段（弱复苏）**：在经历了一轮政策和经济数据脉冲后，受华东雨季影响，钢材表需和成交走弱，而地产销售虽然延续回暖，但 100 城土地成交缩量，房企资金面紧张情况未得到实际改善，或影响未来一段时间需求，市场下调旺季预期，同时煤炭供给端有增量预期，钢材成本或下移，黑色板块迎来共振下跌，3 月下旬文华黑链指数创下近期低点 152.37，螺纹钢主力合约创近期低点 4055，铁矿主力合约创年内新高 936，焦炭主力合约跌破 2700，焦煤主力合约跌至 1800 附近。

图表 1 文华黑链指数



图表 2 焦炭主力合约



图表 3 焦煤主力合约



数据来源：文华财经

**煤炭供给增加预期强烈，碳元素估值下移，焦炭现货波动趋于平缓。**

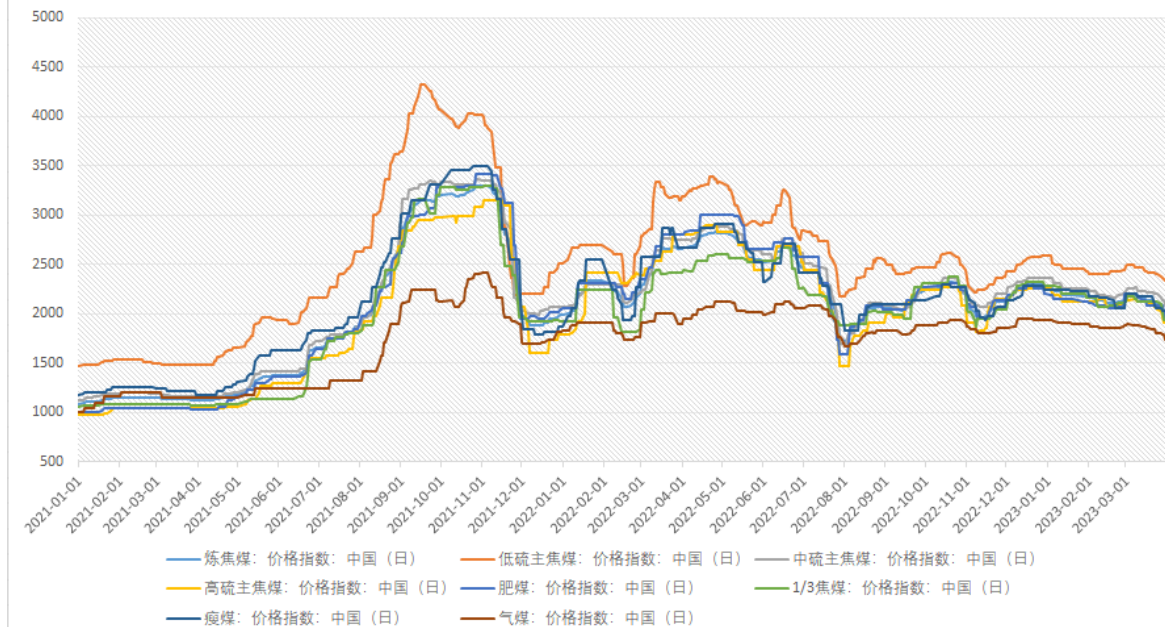
焦炭现货已横盘两月有余，创历史新高，4月1日钢厂提降第一轮，主流钢厂之间幅度有些分化，山东市场主流钢厂对焦炭采购价下调90/100元，河北某大型钢厂对焦炭采购价下调50/100元。

第一轮提降幅度略不及预期，但这并非利好，因为从焦化利润来看，焦炭后续仍有提降空间，焦煤也有可能继续让利，降价速度较慢会挤出投机需求，形成阴跌的格局，使得产业矛盾继续积累。

图表 4：焦煤焦炭提涨提降价格走势

日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一焦	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	吕梁准一出厂价	日钢仓单	集港仓单
2022/5/7	提降1轮	-200	-800	下游接受	3860	3670	2798.9	3250	3600	3981	4121
2022/5/11	提降2轮	-200		下游接受	3660	3470	2764.5	3000	3350	3766	3852
2022/5/18	提降3轮	-200		下游接受	3460	3270	2629.4	2820	3150	3551	3637
2022/5/26	提降4轮	-200	300	下游接受	3260	3070	2551.3	2720	2950	3336	3422
2022/6/9	提涨1轮	100		下游接受	3360	3170	2590.1	2965	3050	3444	3530
2022/6/14	提涨2轮	200		下游接受	3560	3370	2693.3	2965	3260	3659	3755
2022/6/20	提降1轮	-300	-1100	下游接受	3260	3070	2706.9	2950	2960	3336	3433
2022/7/5	提降2轮	-200		下游接受	3060	2870	2427	2600	2760	3121	3218
2022/7/15	提降3轮	-200		下游接受	2860	2670	2309.7	2600	2760	2906	3218
2022/7/21	提降4轮	-200	400	下游接受	2660	2470	2149.7	2250	2360	2691	2788
2022/7/28	提降5轮	-200		下游接受	2460	2270	1755.1	2050	2160	2476	2573
2022/8/9	提涨1轮	200		下游接受	2660	2470	1874.4	2130	2360	2691	2788
2022/8/16	提涨2轮	200	-100	下游接受	2860	2670	1964.2	2130	2560	2906	3003
2022/9/2	提降1轮	-100		下游接受	2760	2570	2067.5	2100	2460	2798	2895
2022/9/9	提降2轮	-100		暂未落地	2760	2570	2036.9	2070	2460	2798	2895
2022/9/22	提涨1轮	100	100	暂未落地	2860	2670	2168.4	2265	2460	2906	2895
2022/10/12	提涨2轮	100		暂未落地	2860	2670	2275.7	2300	2560	2906	3003
2022/11/1	提降1轮	-100	-300	下游接受	2760	2570	2085.1	2240	2460	2798	2895
2022/11/4	提降2轮	-100		下游接受	2660	2470	2055.4	2180	2360	2691	2788
2022/11/10	提降3轮	-100		下游接受	2560	2370	1971.7	2065	2260	2583	2680
2022/11/24	提涨1轮	100	400	下游接受	2660	2470	2122.2	2200	2360	2691	2788
2022/12/2	提涨2轮	100		下游接受	2760	2570	2177	2270	2460	2798	2895
2022/12/9	提涨3轮	100		下游接受	2860	2670	2257.3	2265	2560	2906	3003
2022/12/22	提涨4轮	100	-200	下游接受	2960	2770	2294	2355	2660	3013	3110
2023/1/1	提降1轮	-100		下游接受	2860	2670	2275.7	2340	2560	2906	3003
2023/1/10	提降2轮	-100		下游接受	2760	2570	2230.5	2220	2460	2798	2895
2023/1/29	提降3轮	100	0	暂未落地	2760	2570	2181.7	2220	2460	2798	2895
2023/2/27	提涨1轮	100		暂未落地	2760	2570	2124.2	2210	2460	2798	2895
2023/4/1	提降1轮	-50/-90	-50/-90	暂未落地	2710	2480	1990.5	2100	2360	2702	2788

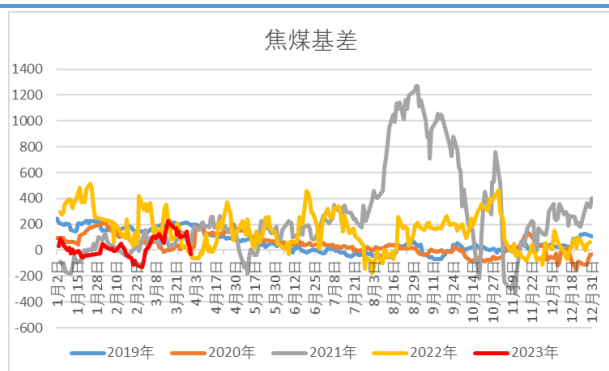
钢联炼焦煤价格指数									
		炼焦煤	低硫主焦煤	中硫主焦煤	高硫主焦煤	肥煤	1/3焦煤	瘦煤	气煤
今天	2023/3/31	1990.5	2335.7	2088.2	1907.8	1956.3	1941.4	2032	1733
上周	2023/3/24	2107.10	2409.50	2197.00	2039.80	2078.20	2119.80	2058.60	1808.50
上月	2023/2/28	2158.00	2448.60	2214.40	2127.10	2201.10	2128.10	2057.50	1878.40
去年	2022/12/30	2275.70	2595.50	2366.40	2253.20	2208.90	2281.40	2246.40	1941.40
周涨跌		(116.60)	(73.80)	(108.80)	(132.00)	(121.90)	(178.40)	(26.60)	(75.50)
周环比		-5.53%	-3.06%	-4.95%	-6.47%	-5.87%	-8.42%	-1.29%	-4.17%
月同比		-7.76%	-4.61%	-5.70%	-10.31%	-11.12%	-8.77%	-1.24%	-7.74%
年同比		-12.53%	-10.01%	-11.76%	-15.33%	-11.44%	-14.90%	-9.54%	-10.73%



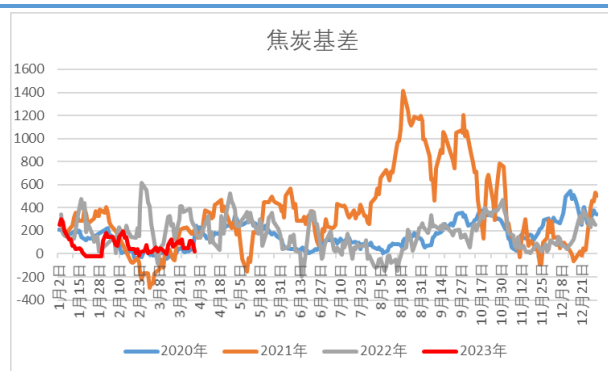
数据来源：由国贸期货整理

基差方面，双焦处于平水状态，第一轮提降落地后，焦炭价格在 2750 附近，盘面在周五反弹后已经基本平水，建议现货商关注套保机会，蒙 5 仓单成本 1850 元，盘面也处于平水状态。

图表 5：焦煤基差



图表 6：焦炭基差



数据来源：Wind



## 2 需求端

### 2.1 宏观环境：海外银行危机仍有外溢风险，国内政策稳增长立足长远

**海外银行危机仍有外溢风险，资金风险偏好收敛，信心的重建可能需要更多实际利好来提振。**

高利率环境下欧美金融行业暴露出系统脆弱性风险，海外重复上演“每周杀死一家银行”的戏码，前两周美联储联手五大央行通过常设美元流动性互换额度安排加强流动性供应，在一定程度上遏制了银行危机外溢，海外市场恐慌情绪稍缓，相关风险资产暂获喘息。

但是，市场其实已经进入一个高度不确定性的阶段，资金风险偏好快速收敛，上周德意志银行大跌同时 CDS 飙升，市场对欧洲银行的担忧再起，表明银行危机仍有较大外溢风险。

当市场进入一个高度不确定的阶段时，资金很难纯粹地去根据乐观预期来交易经济增长了，信心的重建需要更多实际的利好来提振。

**政府工作报告基调相对保守，政策稳增长立足长远，淡化短期需求刺激目标。**

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。

政府对地产和基建的定调仍是以“稳”为主，淡化短期需求刺激政策，强调防范风险，具体来看：

- **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。

图表 7：政府工作报告

指标	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
GDP增速	5%左右	5.5%左右	6%以上	-	6-6.5%	6.5%左右	6.5%左右
CPI增速	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右
M2增速和社会融资规模增速	与名义经济增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	GDP名义增速基本匹配	明显高于去年	GDP名义增速相匹配	合理增长，维护流动性合理稳定	12%
							12%
宏观杠杆率	-	基本稳定	基本稳定	-	基本稳定	基本稳定	控制总杠杆，降企业杠杆
城镇新增就业	1200万左右	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上	1100万以上	1100万以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内	-
地方专项债	3.8万亿	3.65万亿	3.65万亿	3.75万亿	2.15万亿	1.35万亿	0.8万亿
赤字率	3.00%	2.8%左右	3.2%左右	3.60%	2.8%	2.6%	3.0%
减税降费规模	-	2.5万亿	-	超过2.5万亿	2万亿左右	8000亿	7500亿
单位GDP能耗降低	继续下降	统筹考核	3%左右	继续下降	3%左右	3%以上	3.4%以上
特别国债	-	-	-	1万亿	-	-	-
重点工作	(一)着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费。实施城市更新行动。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。						
	(二)加快建设现代化产业体系。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。加快传统产业和中小企业数字化转型。完善现代物流体系。大力发展数字经济，提升常态化监管水，支持平台经济发展。						
	(三)切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革。坚持分类改革方向。依法保护民营企业产权和企业权益，鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，支持中小微企业和个体工商户发展。						
	(四)更大力度吸引和利用外资。扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入CPTPP等高标准经贸协议。继续发挥进出口对经济的支撑作用。						
	(五)有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。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。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。						
	(六)稳定粮食生产和推进乡村振兴。稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。国家关于土地承包期再延长30年的政策，务必通过细致工作落实到位。						
	(七)推动发展方式绿色转型。加强城乡环境基础设施建设。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳。						
	(八)保障基本民生和发展社会事业。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求。推进义务教育优质均衡发展和城乡一体化，大力发展职业教育，推进高等教育创新。推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，加强养老服务保障，完善生育支持政策体系。						
解读	今年政府工作报告提出的各项经济工作目标基本符合市场在会前的预期，5%左右的GDP目标增速属于市场预测（大多数预测集中在5-5.5%）的偏下沿，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。今年正值政府换届，一些政策的实施细节有待新任政府上台后才会更加明朗。后续可以关注全国人大会议闭幕后的总理记者见面会上新任总理的讲话以及会议期间各部位领导的采访。						

数据来源：央视新闻、政府工作报告，由国贸期货整理

## 2.2 钢材需求：基建发力前置，地产销售反弹到投资恢复或面临更长时滞

从各项经济数据来看，中国正在温和复苏的路上，在“形成实物工作量”导向下基建发力前置，但地产修复可能仍需时间，房企资产负债表修复缓慢，从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。

1-2月固定资产投资同比增长5.5%，其中基建投资同比增长12.2%，基建表现一枝独秀，早发、快发特点明显。

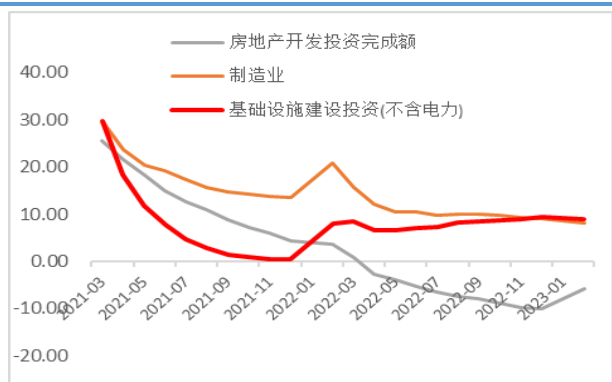
但从地产数据来看，表现就相对分化了，虽然整体确实在复苏，但并没有对商品需求产生太大推动作用。

地产销售和竣工两端表现不错，1-2月份房地产销售面积同比下降3.6%较去年全年大幅收窄20.7个百分点，竣工面积同比增长8%较前值大幅走高14.6个百分点。

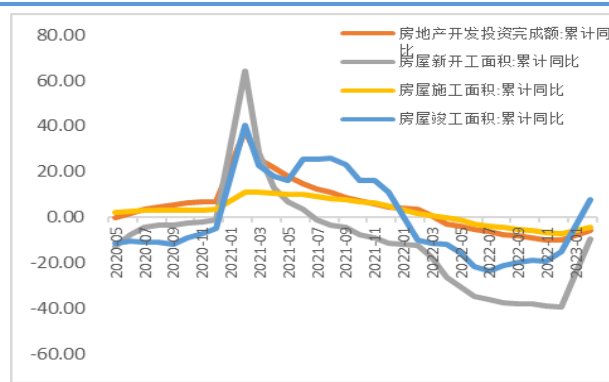
1-2 月房地产开发投资下降 5.7%，降幅较去年全年仅收窄 4.3 个百分点， 反弹幅度远低于销售数据，房企开工和拿地情况也表现不佳，1-2 月新开工面积同比下降 9.4%，1.35 亿平方米的绝对数额创 2010 年来新低，同时 100 城土地成交数据显示房企拿地并未改善。

这意味着地产复苏目前还停留在销售环节，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。

图表 8：三大投资增速



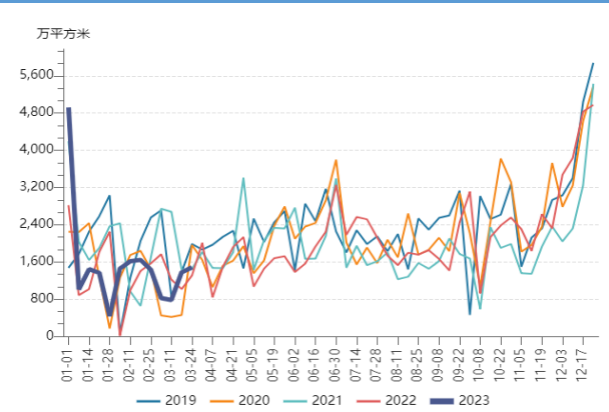
图表 9：地产建设数据



图表 10：30 城商品房成交面积



图表 11：100 大中城市成交土地面积



数据来源：Wind

从微观数据来看，钢联表观需求波动较大，3 月份均值 334.4，依然定义在“弱复苏”一档。

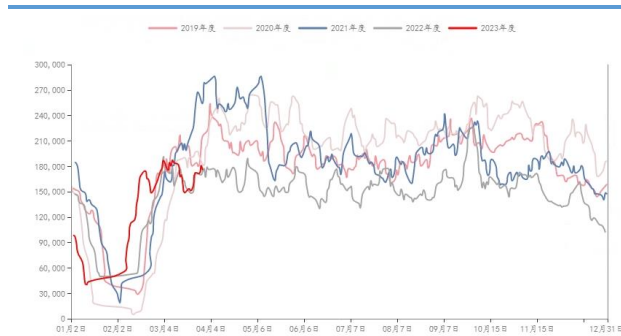
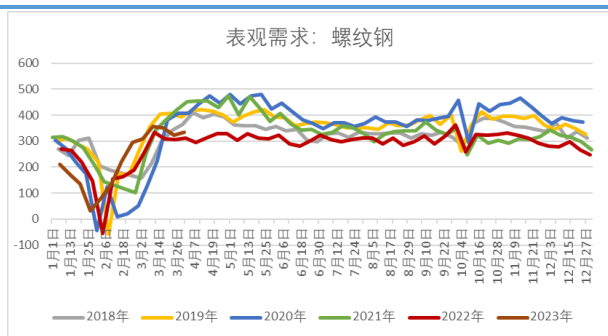
从每周数据来看，今年表观需求波动较大，导致市场对旺季预期多有变化，整体来看，3 月钢联表观需求均值 334.4，同比去年增加 7%（按农历计算），定位在“弱复苏”一档，在高供给支撑下，库存去化速度并不快，供需缺口有限，产业驱动偏中性。

近期受天气影响，表需和成交都有所走弱，从季节性角度看，清明过后表需可能还会有一些增长，但幅度有待观察，倾向于还是会被定义在“弱复苏”的级别。

图表 12：螺纹钢表观需求

图表 13：建材 5 日平均成交





数据来源：钢联数据

## 2.3 焦炭需求：粗钢压减政策或继续执行，高铁水难以持续

**23年粗钢压减政策或仍会出台，高铁水难以持续，焦炭需求见顶预期强烈。**

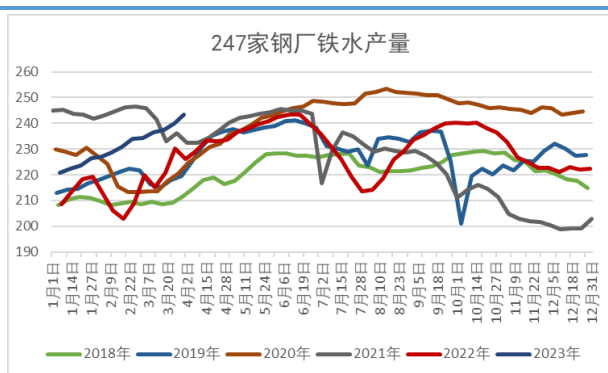
从市场各方口径来看，今年还有可能继续粗钢产量压减政策，实施方案预计在4月正式发布，市场对此多有猜测，但即使是按照最宽松的粗钢平控来计算，扣除废钢的增量，下半年铁水也是要同比下降的，对应焦炭需求是下降的。

目前，Mysteel 统计 247 家钢厂样本 3 月铁水产量 7422 万吨，全年累计同比上升 1483 万吨，增幅 7.65%，日均铁水产量环比上升 7.7 万吨/天至 239.4 万吨/天，增幅 3.3%。

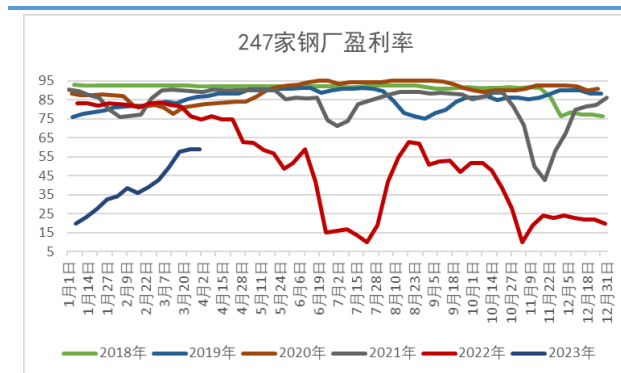
截至 3 月 30 日，周度日均铁水产量已经达到 243.35 万吨，超过去年最高水平，根据钢厂目前的停复产计划来看，4 月日均铁水产量或达 244.4 万吨。

从过去几年的经验来看，240-245 万吨属于日均铁水产量顶部区间，持续时间一般在 1-2 月，结合目前的钢材需求考虑，高铁水很难持续更长时间，预计 5 月初铁水转向概率较大，届时高铁水对炉料的价格支撑将减弱。

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

### 3 供给端

#### 3.1 焦煤供给：国内政策强调能源安全，进口端仍有趋势性增量

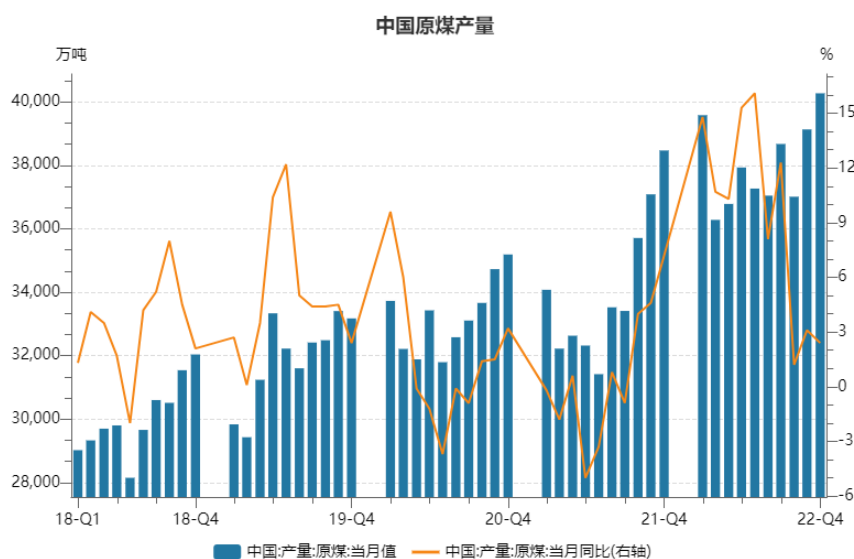
政策强调能源安全，供给扰动减少，国内焦煤供给趋向宽松。

2023 年 1-2 月份，全国原煤产量 73423 万吨，同比增长 5.8%，增幅较 2022 年 12 月扩大 3.4 个百分点，日均产量 1244 万吨，较 2022 年 12 月份的 1299 万吨减少 55 万吨。

2 月内蒙煤矿事故短暂引爆市场情绪，但实际影响有限，表明产业格局已经发生了变化，能源保供仍会是今年政策的重点，环保限产对煤炭供给边际扰动减弱，煤矿生产节奏相对自由。

今年山西、内蒙等地还会有焦煤新增产量，预计在 1000 万吨水平，其中主焦煤增量不少，今年电煤供需也趋向宽松，之前保供挤占市场份额的情况会减少，将有更多跨界煤种回流炼焦煤领域，国内煤炭供给趋向宽松。

图表 16：中国原煤产量



数据来源：Wind

进口端增量更加亮眼，澳煤蒙煤都值得期待，虽然一季度澳煤进口较少，但随着海外需求下降，进口窗口打开，后期澳煤或逐步放量。

2023 年 1-2 月份，我国进口焦煤 1311 万吨，同比大幅增长 54.3%。从进口国来看，蒙古国和俄罗斯进口占比依然较大，分别达 35.9%和 10.8%。

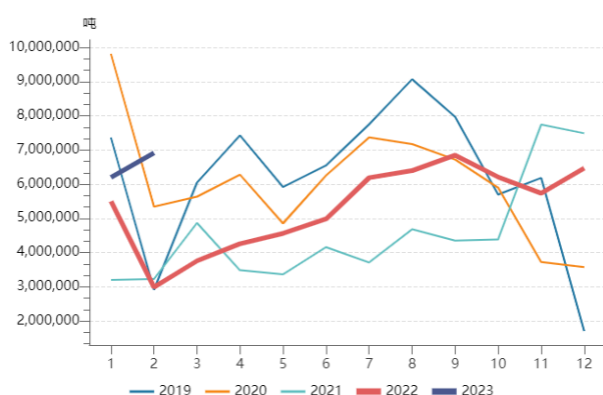
往后看，我国炼焦煤进口端仍有增量值得期待，主要来自蒙煤和澳煤两个方面：

蒙煤方面，中蒙高层持续推动煤炭贸易，1-2 月我国进口蒙古国炼焦煤 645.8 万吨，同步增幅达 470%。据了解，2023 年官方的蒙煤进口目标是，甘其毛都口岸进口 3000 万吨，其他口岸进口 2000 万吨，整体进口 5000 万吨。

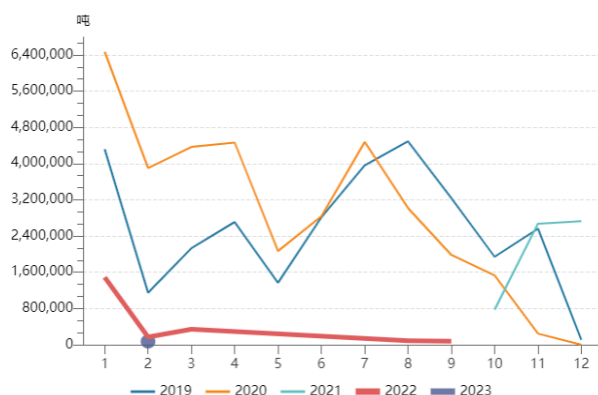
澳煤方面，1-2 月份澳洲炼焦煤进口虽然仅有 7.3 万吨，但随着澳煤进口通道开放，预计国内进口澳煤将逐渐放量。据了解，澳洲一线主焦价格大幅回落后，中国买方开始寻找机会采购，近期已有中国买方以 FOB302 美金成交。同时，后期可能会有新的澳煤长协合同谈判，矿方可能还会根据新的合同增加澳煤供给。

澳煤进口将极大地缓解煤炭结构性矛盾，同时进口煤来源可选择性增加，也有助于提升下游企业采购议价权，打压焦煤估值

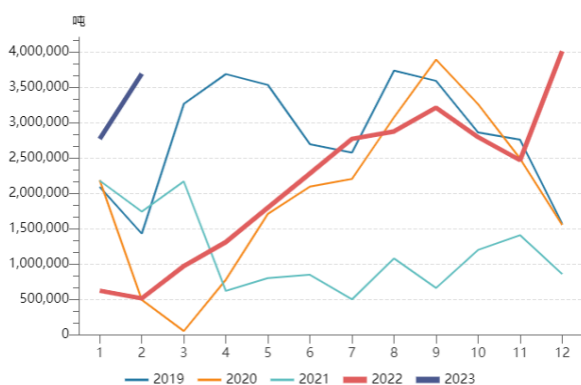
图表 17：炼焦煤进口数量



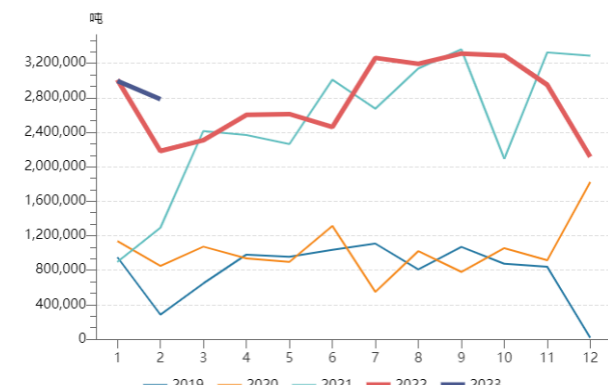
图表 18：澳洲炼焦煤进口数量



图表 19：蒙古炼焦煤进口数量



图表 20：海运炼焦煤进口数量（美加俄）



数据来源：Wind

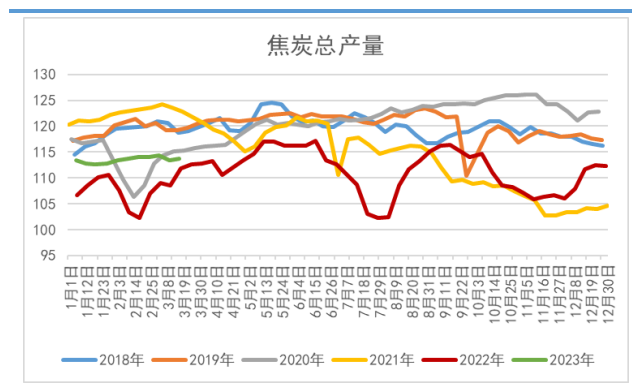
### 3.2 焦炭供给：焦化产能过剩，根据利润自主调节为主

焦化产能过剩，去产能政策有可能带来供需错配行情，出现做多焦化利润的机会，但可能要等到四季度。

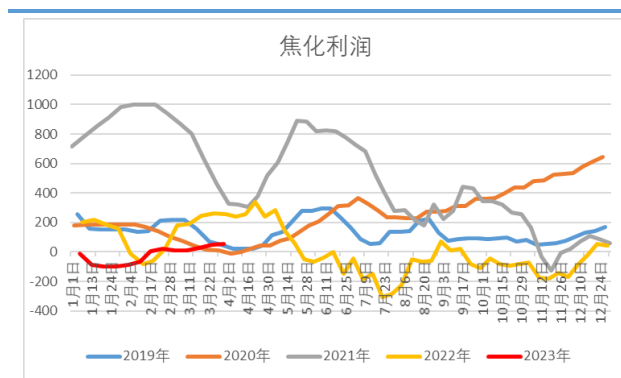
2022 年焦化产能过剩，焦炭供给主要根据利润自主调节，Mysteel 调研统计，2023 年已淘汰焦化产能 503 万吨，新增 654 万吨，净新增 151 万吨；预计 2023 年淘汰焦化产能 4984 万吨，新增 5312 万吨，净新增 328 万吨。

目前，市场比较关注山西、内蒙两地淘汰 4.3 米以下焦炉政策的推进情况，不排除由于地方政策推进过快，导致部分地区出现阶段性的供需错配的问题，带来焦化利润的扩张，但这一情况可能要在第四季度才会发酵，体现在 01 合约上。

图表 21：焦炭日均产量



图表 22：吨焦利润



图表来源：Mysteel

### 3.3 双焦库存：市场预期偏空，下游继续采取低库存策略

**市场预期偏空，下游继续采取低库存策略，控制成本。**

双焦库存继续维持低位，一方面，钢厂已经习惯了低库存策略，以控制成本为首要任务，并不急于重建原材料库存；另一方面，双焦供需趋于宽松，市场看空情绪浓厚，钢厂也不愿意补库。

根据中物联钢铁物流专业委员会发布的 3 月钢铁行业 PMI 显示，3 月企业采购量指数为 45.2%，环比下降 10 个百分点，由于 3 月市场需求恢复不及预期，加上钢厂对后市预期偏谨慎，钢厂对后期生产所需的原材料采购活动略显犹豫。

**高铁水下库存也未见明显去化，或意味着双焦供需已经趋于宽松，焦煤铁水平衡点可能已经来到 240 万吨以上。**

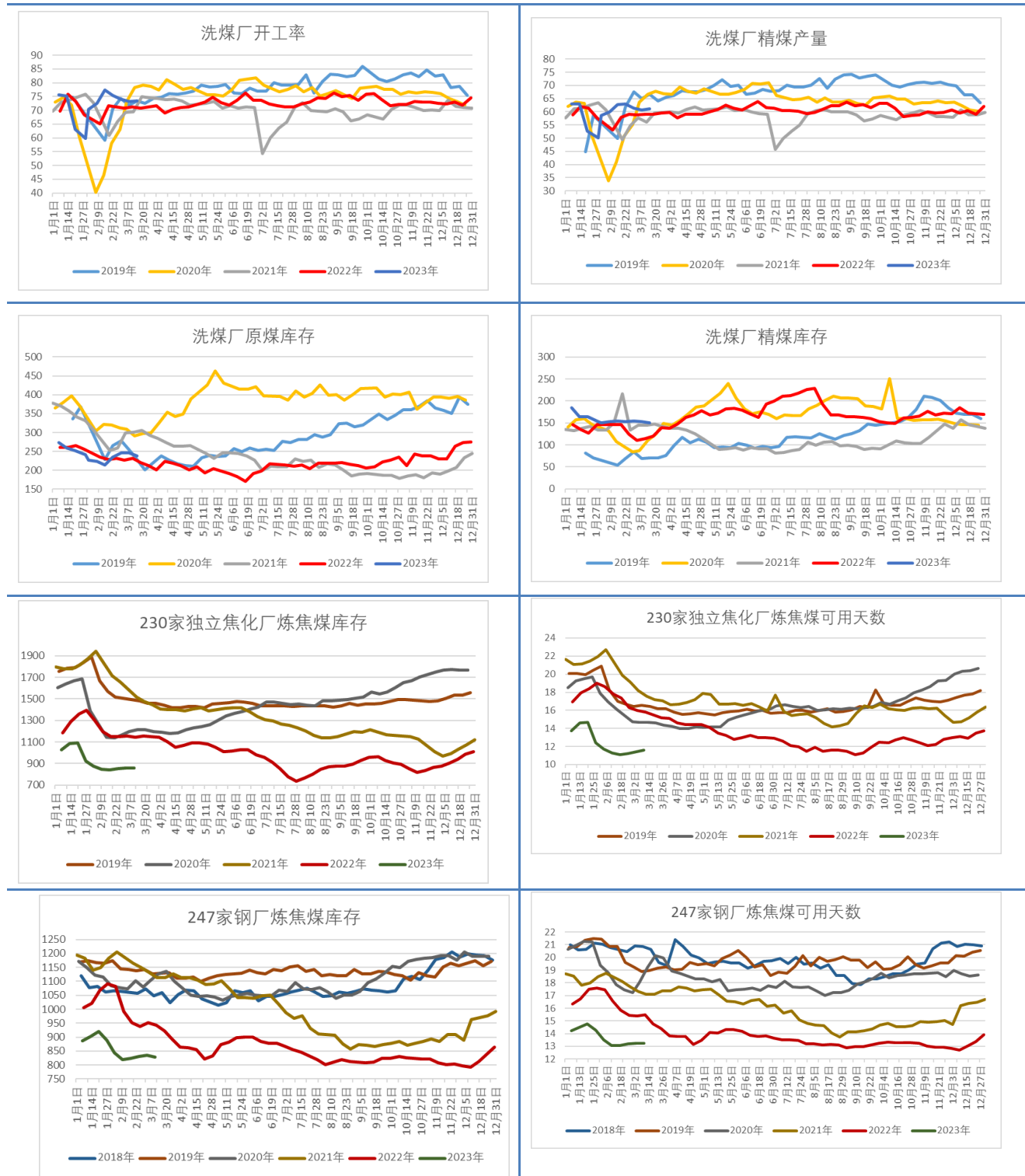
247 家钢厂日均铁水产量达到 243 万吨，双焦库存也未见明显去化，意味着焦煤的供需已经趋于宽松，焦煤的铁水平衡点可能已经来到 240 万吨以上。

截至 3 月 30 日，钢联统计焦炭总库存增加 2.4 万吨至 985.3 万吨，其中焦企降库 0.9 万吨，18 港口降库 5.8 万吨，钢厂增库 9.2 万吨，可用天数增 0.3 天；

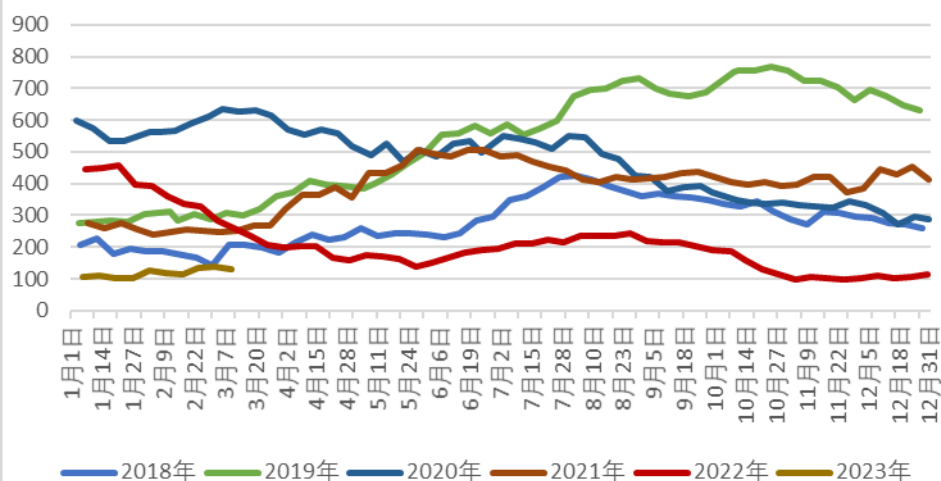


炼焦煤总库存也在增加，煤矿整体出货不佳，部分矿点库存压力明显，汾渭监测本周样本煤矿原煤库存周环比增加 25.27 万吨至 278.19 万吨，精煤库存周环比增加 18.23 万吨至 230.96 万吨。钢联偏下游的炼焦煤库存整体增库 40.1 万吨至 2700.9 万吨，其中洗煤厂降库 3.0 万吨，独立焦企降库 26.4 万吨，可用天数降 0.4 天，16 港口增库 54.7 万吨，甘其毛都库存增库 3.6 万吨，钢厂增库 11.0 万吨。

图表 23-31：焦煤库存

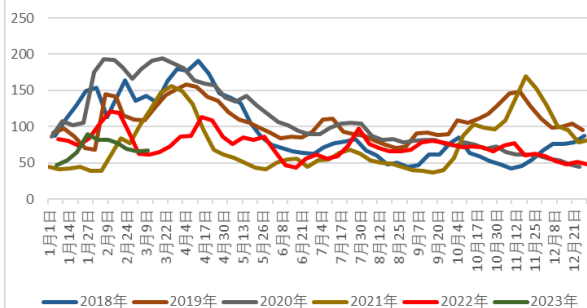


### 六港炼焦煤库存

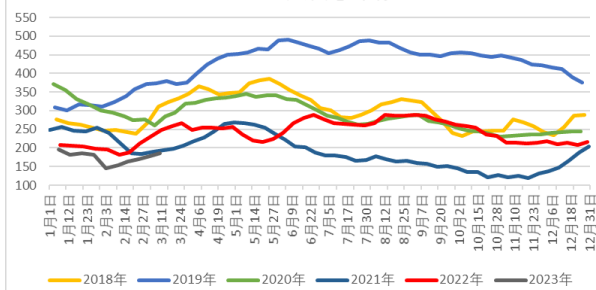


### 图表 32-36：焦炭库存

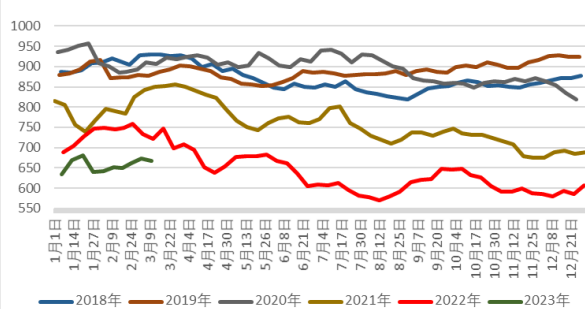
#### 230家独立焦化厂焦炭总库存



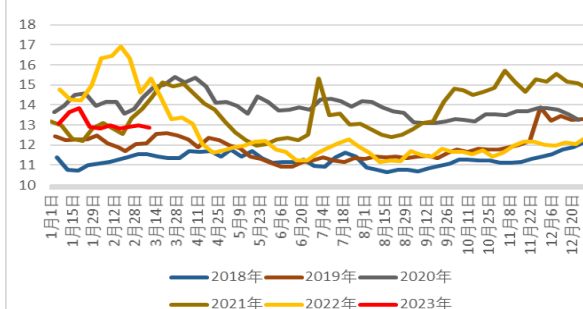
#### 四港口焦炭总库存

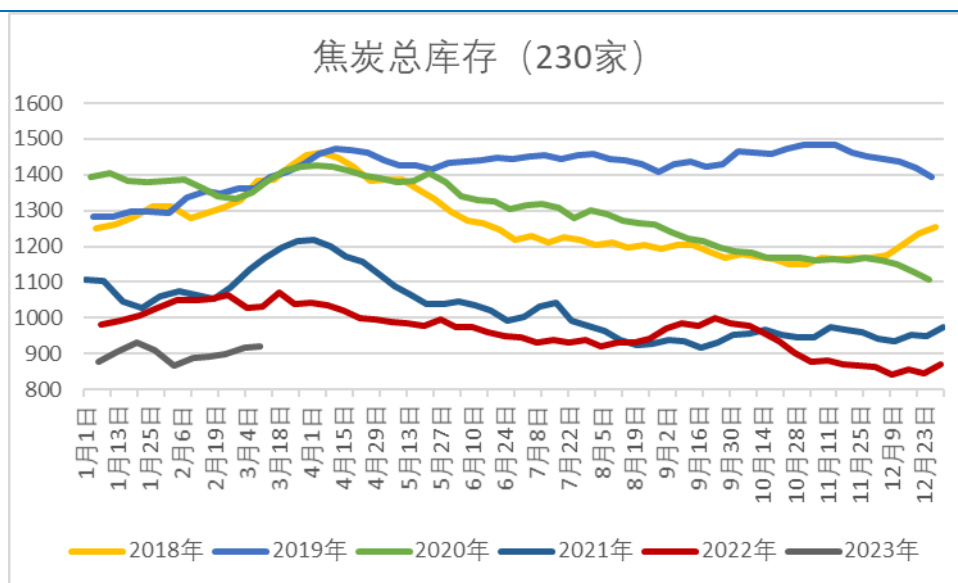


#### 钢厂焦炭总库存



#### 247家钢厂焦炭可用天数





图表来源: Mysteel

## 4 总结

**宏观方面，海外风险扰动，国内复苏方向确定，但强度定位“弱复苏”：**

海外银行危机爆发，美联储仍处于加息周期，市场具备高度不确定性，资金风险偏好降低，使得坚定的预期难以持续，重建信心可能需要更多实际利好；

国内经济温和复苏，一季度基建发力较快，地产销售好转，但与商品需求高度相关的地产投资反弹较慢，这意味着房企资产负债表修复还需要时间，从销售反弹到地产投资企稳甚至形成商品需求，或面临更长时滞。

**产业方面，钢材日耗见顶，炉料供给趋向宽松，上半年黑色板块见顶概率增大：**

3 月份，螺纹钢周度表需 334.4，同比去年增加 7%，清明后表需可能会有增长空间，但在“弱复苏”框架下，倾向于市场难以重现“357”那周的乐观景象；

钢材日耗见顶，炉料供给趋向宽松，上半年黑色板块见顶概率增大，伴随主力移仓远月，多空双方针对需求强度的博弈可能会暂告一段落，远期炉料供给增加可能会成为新的博弈焦点；

煤炭供给有趋势性增量，焦煤成为板块中空配首选，短期内高铁水对炉料价格还有一定支撑，但从历史经验来看，日均 240-245 万吨铁水产量属于顶部区间，持续时间 1-2 个月，预计 5 月初铁水转向概率较大，届时高铁水对炉料价格的支撑将减弱，炉料或迎来趋势性做空机会。

**基于上述判断，我们对二季度策略做出如下展望：**

	策略描述
单边做空	煤炭供给有趋势性增量，焦煤成为板块中空配首选，焦炭跟随走弱。
多铁空碳	铁元素基本面全年强于碳元素，但短期内碳元素估值先被打压，铁元素仍在高位，最好等铁元素估值下杀后再考虑介入。
做多冶炼利润	焦煤让利下游是长期趋势，相关头寸有两个，一是做多钢厂利润，在粗钢压减政策和炉料宽松预期下，可逢低做多钢厂利润；二是做多焦化利润，主要等待 4.3 米焦炉淘汰政策实施，目前远月估值合适，但驱动可能要到四季度，可以下半年再考虑在 2401 合约上介入。
期现滚动正套	今年煤焦贸易可能“小年”，钢厂提涨提降更加谨慎，以按需补库为主，这种采购策略将会挤压投机需求，平抑现货波动，建议贸易商做好风险管理，把握盘面给出的卖出套保机会。



## 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