



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获





双焦：远月供应过剩逻辑延续

成文日期：2023 年 5 月 29 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
工业品部金属团队

陈晓波 工业品分析师
从业资格号：F3039124
投资咨询号：Z0014944

摘要

1. 3 月以来，在宏观压力及黑色系触发负反馈背景下，焦煤焦炭期货主力合约开启一波下行走势。需求端有韧性但无亮点，成本端估值承压向下决定了黑色系行情整体仍处于筑底行情之中。

2. 双焦产业链的上游供应端全年将持续过剩，短周期内的供应波动并不改变整体供需格局。后续行情的核心驱动仍应持续关注上游煤炭供应是否持续受安全生产等监管的影响出现更多实质性减量以及用电高峰到来后实际需求的情况。

风险提示：海外宏观风险不确定性、用电高峰的煤炭需求恢复情况、下游改善超预期

一、行情回顾

(一) 期货盘面

3月以来,在宏观压力及黑色系触发负反馈背景下,焦煤焦炭期货主力合约开启一波下行走势;而近期市场传闻颇多,从情绪上也对行情形成扰动。其中,五月初《国家矿山安全监察局关于对问题严重露天煤矿处置决定的函》,提到撤销内蒙30处问题严重煤矿产能核增程序并退回至原有产能,共计2475万吨;近期也有蒙煤通关量下降的消息传出,对市场情绪形成一定的托底作用。截至5月29日,JM2309合约收于1253元/吨, J2309合约收于1955元/吨。

图1: 双焦期货主力合约走势



数据来源: 文华财经、徽商期货研究所

(二) 基差与价差

现货方面,焦煤及焦炭价格持续下行。根据Mysteel数据,截至5月26日山西吕梁产主焦煤价格1450元/吨,天津港准一级冶金焦含税价2040元/吨。基差方面,随着现货价格快速补跌跟上期货盘面跌幅,双焦基差目前在平水附近窄幅波动。

图 2：焦煤基差走势

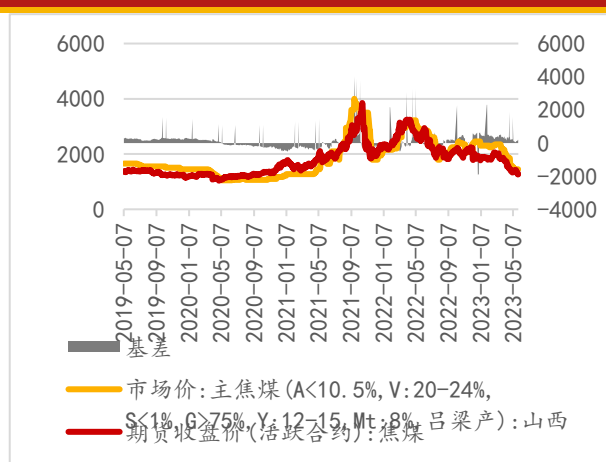
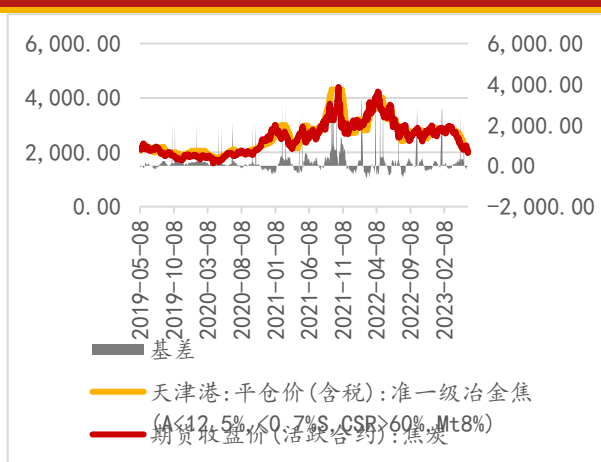


图 3：焦炭基差走势



数据来源：Mysteel、徽商期货研究所

二、宏观及产业链分析

（一）宏观环境

美国劳工部数据显示，4月CPI同比上涨4.9%，环比上涨0.4%。4月核心CPI同比涨幅为5.5%，环比上涨0.4%。5月初美联储加息25个基点，决议声明删除关于“适宜进一步加息”的措辞，暗示未来将暂停加息。

美国现阶段面临高通胀及经济走弱两重压力。在通胀及就业数据没有大幅超预期强劲的情况下，6月大概率将暂停加息，不过降息时间具有较大不确定性，或将维持一段时间的高利率水平以应对通胀压力。因此，宏观压力在加息停止的预期下有所缓和，但需要关注后续降息可能存在的预期差，以及近期美国银行业危机重燃和美国债务上限问题带来的经济衰退担忧。

根据最新消息，美国总统拜登当地时间28日晚对媒体表示，民主党与共和党就提高债务上限达成的最终协议正在提交给国会。该协议同意限制联邦政府2024年和2025年的支出，换取暂停债务上限问题至2025年年初的解决方案，避免该议题在2024年总统选举前节外生枝。另外，双方还就提高申领联邦政府救济的门槛、简化能源项目联邦许可等议题达成一致。宏观上的最大黑天鹅风险基本消解，由政府停摆导致的经济衰退风险大幅下降，后续持续关注参众两院的投票情况。短期内，协议的达成可能使市场风险偏好重新回升，美元指数升势放缓。

图 4：美国 CPI、PPI 数据

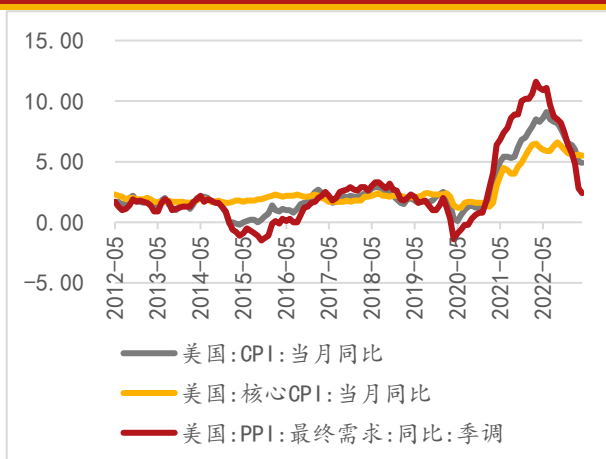
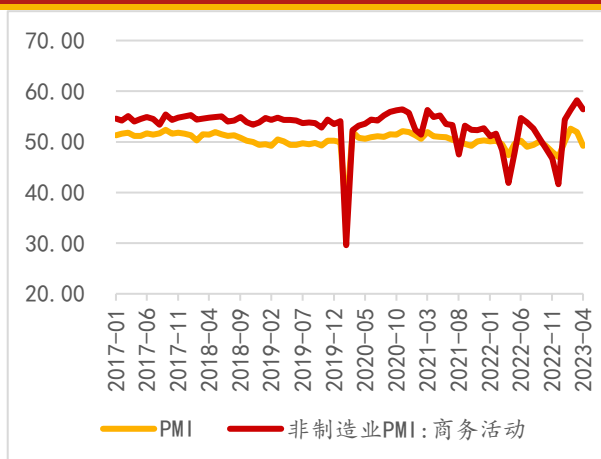


图 5：制造业 PMI 与非制造业 PMI 同比走势



数据来源：iFind、徽商期货研究所

国内方面，一季度经济开局良好，但 4 月之后经济复苏逐渐表现出一些存在结构性问题，主要表现为服务业偏强、制造业偏弱，消费端表现好于投资端，地产后端数据较前端偏强、地产开发投资还需要等待销售端的进一步改善来支撑和刺激。国内经济内生动力有待增强，政策力度中性偏宽松。

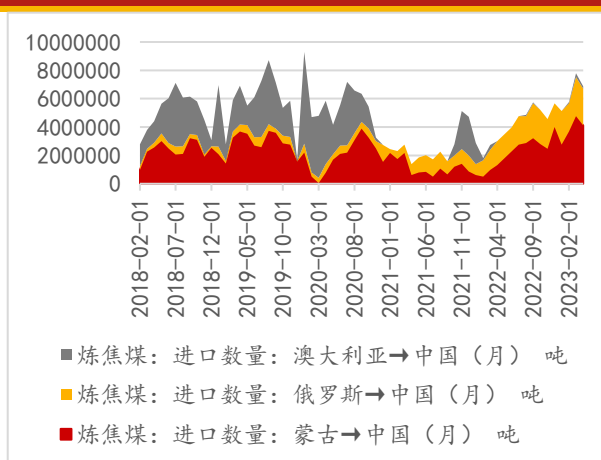
综合来看，国外宏观不确定性减弱，国内经济复苏偏弱，宏观指向中性偏弱。

（二）上游——焦煤

图 6：国内原煤产量累计值走势



图 7：炼焦煤主要来源国月度进口量



数据来源：Mysteel、徽商期货研究所

今年以来，受保供政策影响，国内原煤供应稳定增长，进口方面则受益于澳煤恢复及蒙煤增量亦出现大幅增长。国家统计局数据显示，今年一季度国内原煤产量共计 15.27 亿

吨，同比增长 5.45%；1-4 月进口煤炭 8519.74 万吨，同比增长 95.02%。Mysteel 数据显示，截至 5 月 26 日全国 110 家洗煤厂开工率 74.48%，日均产量 62.9 万吨，除了在 3 月两会期间，煤矿安全监管较为严格外，洗煤厂生产积极性及产出均较去年同期明显增长。

炼焦煤方面，1-4 月炼焦煤进口共计 3114.38 万吨，同比增长 85.62%。1 月初发改委宣布恢复澳煤进口，但由于澳煤价格迅速拉高，实际澳煤进口增量有限，进口增量主要由蒙煤体现。1-4 月自蒙古进口炼焦煤 1533.76 万吨，而去年同期仅 340.95 万吨；同时俄罗斯炼焦煤进口量同比也有近 1 倍的增量。由于原煤和炼焦煤供应的大幅增长，焦煤成本快速下探。仓单配煤成本一降再降，自年初的 2000 元/吨左右降至现已不足 1500 元/吨，是前期双焦期货价格下行的直接原因。

展望后期，澳煤增量短期内仍较难完全释放，但长周期来看是在往逐步释放的趋势去走。而蒙煤增量在一季度就已达到顶峰，后续难以维持高增速，即使国内煤矿安全监管趋严也无法改变总供应过剩的态势，但会对行情形成短期内的扰动。

（三）中游——焦炭

国家统计局数据显示，一季度全国焦炭产量 1.6 亿吨，同比增长 3.7%。从独立焦企日均焦炭产量看，从年初开始就明显高于去年，主要由于当时市场交易的是看好今年需求恢复的预期，在此背景下钢材和铁水保持较高产量，同时焦企吨焦利润也有所回暖。但从 4 月需求被逐步证伪，市场又开始交易钢厂减产预期，焦炭开工和产量开始出现回落趋势，这一点从日均铁水产量上能得到较为清晰的验证。

图 8：独立焦企焦炭日均产量季节性走势

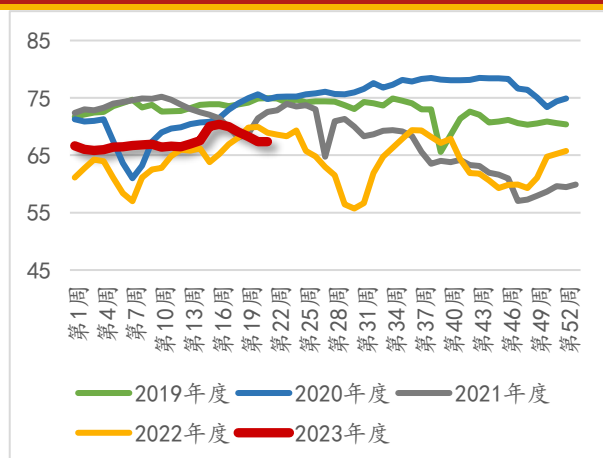
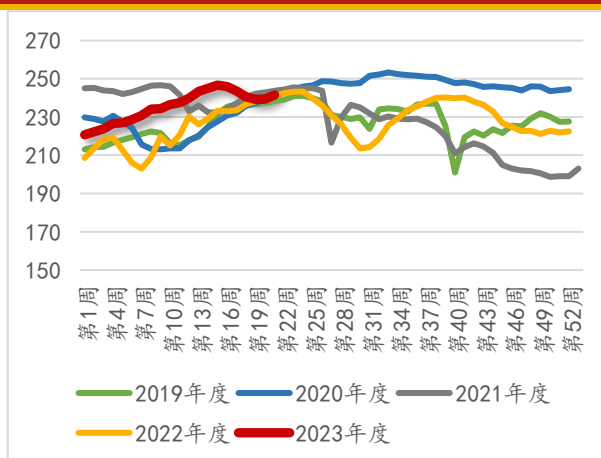


图 9：247 家钢厂日均铁水产量



数据来源：Mysteel、徽商期货研究所

日均铁水产量从一季度初 220.72 万吨上升到 4 月中旬（第十五周）最高 246.7 万吨，随即在需求走弱预期下开始出现拐点，而日均焦炭产量的拐点也同样出现在第十五周。Mysteel 数据显示，截至 5 月 26 日当周，247 家钢厂日均铁水产量为 241.52 万吨，短期来看，随着高炉钢厂利润恢复，钢厂持续复产，使铁矿及焦炭需求短期内有所支撑。但市场普遍预期后期随着需求淡季钢厂减产，日均铁水将再度回到 230 万吨左右的水平，对焦炭需求产生明显利空。

此外，虽然粗钢压减最终的结果是产量较去年平控，但 5-12 月粗钢产量仍需减产。Mysteel 数据显示，1-4 月全国粗钢产量为 34365 万吨；而去年全国粗钢总产量 10.17 亿吨，去年 1-4 月粗钢产量 31473.4 万吨。由此可得今年 1-4 月相比去年同期已增产 2891.6 万吨，5-12 月粗钢产量应合计需减产至 65804.9 万吨才能完成平控任务，考虑到今年三四季度北方秋冬采暖季限产的影响，粗钢减产或将会在三四季度发生。此外，随着原料价格不断下行（尤其是双焦端的让利），高炉利润持续走高，导致高炉钢厂减产意愿并不强，从这个角度来看钢厂粗钢产量短期内也较难有大幅减量。因此，炉料需求仍将形成较大的坍塌压力，只不过并不反映在当下。

（四）下游需求

图 10：螺纹表观需求量季节性走势

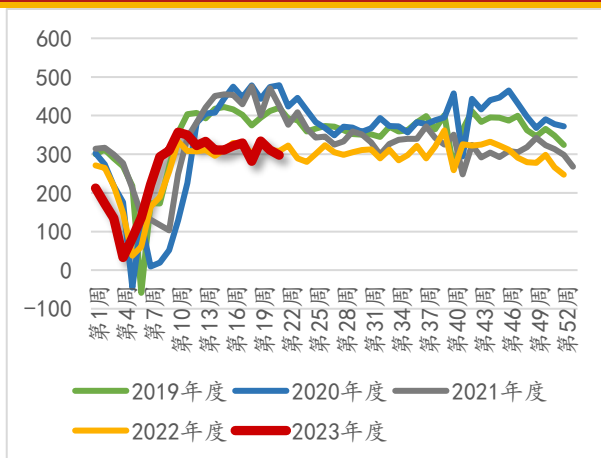
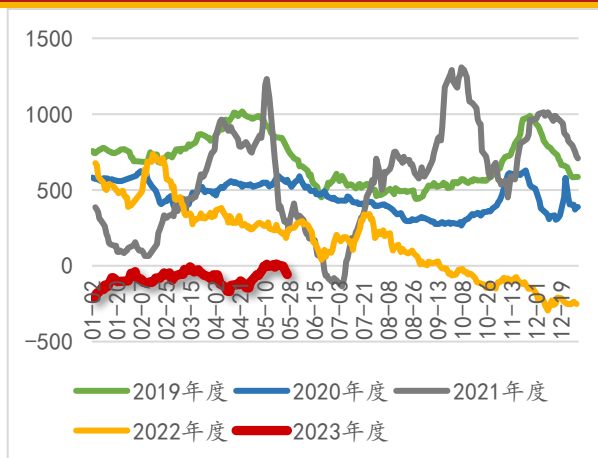


图 11：螺纹钢利润（高炉）季节性走势



数据来源：Mysteel、徽商期货研究所

4 月以来，受降雨天气及房地产新开工疲弱等因素影响，钢材需求持续走弱，金三银四旺季螺纹表需与去年相比并未有明显增长，甚至四月的表需与去年华东疫情期间的表需差不多，对市场信心打击较大，后期还会面临天气转热和雨季增多的压力，海外出口也看不

到好转的迹象，黑色系因此开始呈现负反馈式行情走势。进入5月以来，终端消费开始逐步步入淡季，螺纹周度需求稳定在300万吨水平，相较往年偏弱，成材端对炉料无法形成有效的带动。

不过，随着黑色系价格的持续回调，钢厂高炉利润持续修复。从近期的螺纹产量上看，高炉钢厂主动减产意愿较弱，后续应持续关注日均铁水产量及钢厂排产情况，来对炉料需求的预期进行适时调整。

终端方面，房地产方面数据尚未好转，房屋施工面积、新开工面积、竣工面积及商品房销售面积等数据环比降幅环比缩窄，融资环境边际有所改善但地产销售和土地成交未见实质性好转，房地产整体好转的程度离预期仍有一定的距离。

（五）库存

截至5月26日当周，独立焦化企业炼焦煤库存769.31万吨，247家钢厂炼焦煤库存727.9万吨，港口进口炼焦煤库存209.91万吨。焦钢企业总库存整体上小幅走低，而港口库存则一直在累库。独立焦化企业焦炭库存114.13万吨，247家钢厂焦炭库存616.18万吨，港口焦炭库存194.4万吨。焦钢企业库存和港口库存均相对保持稳定。综合来看，今年随着供应过剩趋势明显，低库存对行情提供的支撑有限。

图 12：焦钢企业炼焦煤总库存

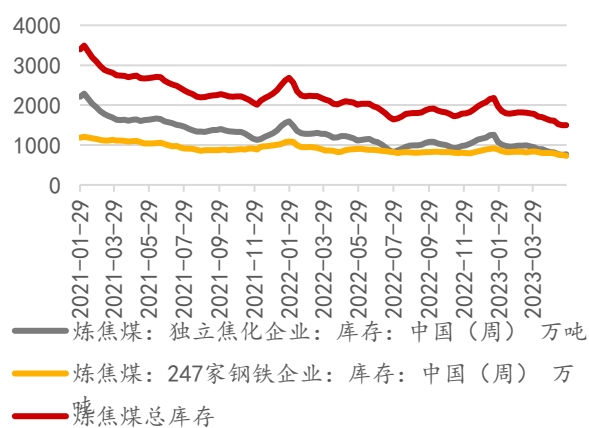
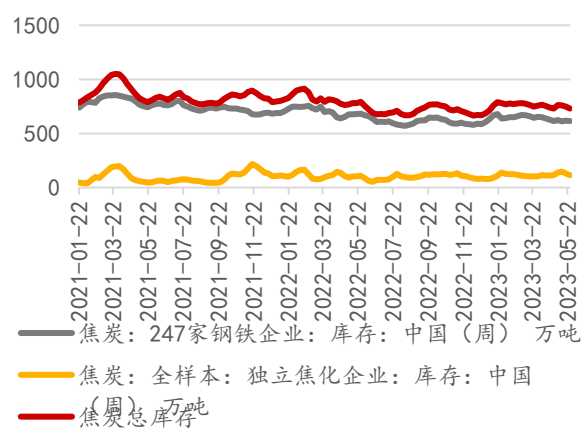


图 13：焦钢企业焦炭总库存



数据来源：Mysteel、徽商期货研究所

三、总结与展望

总体来看，需求端有韧性但无亮点，成本端估值承压向下决定了黑色系行情整体仍处



于筑底行情之中。在这个过程中实现了黑色产业链利润从上游向下游让渡的过程，事实上有利于钢厂的生产经营，也符合价格调控的核心理念。

综上所述，双焦产业链的上游供应端全年将持续过剩，并在一季度就由蒙煤端得到体现，致使一季度双焦估值开始下移；而4月开始的终端需求走弱预期则进一步加剧了这一过程。其中焦煤由于供应端的问题相对较弱，焦炭则供需矛盾不十分明显，受到钢材走势及焦煤成本坍塌的影响为主。近期的消息面刺激使市场对短期供应发生的变动较为敏感，况且随着夏季用电高峰到来，煤炭整体需求或可出现一定好转；黑色系负反馈行情驱动的溢价调整又相对到位，钢厂减产幅度有限也使得炉料深跌的空间相对有限。但短周期内的供应波动并不改变整体供需走弱的格局，后续行情的核心驱动仍应持续关注上游煤炭供应是否持续受安全生产等监管的影响出现更多实质性减量以及下游需求的实际情况。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

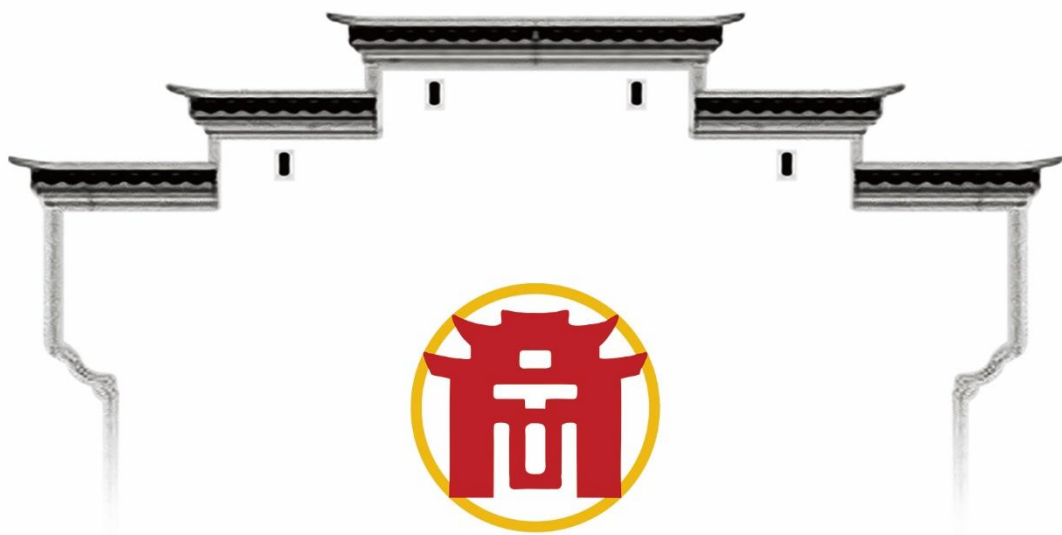
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信