2021 年 10 月 13 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

写在商品大幅波动之后

内容提要

当能耗双控成为主体逻辑之后，工业品板块加速上行，然而商品期货市场今日大幅波动，盘中硅铁、锰硅、LPG、PVC、乙二醇、短纤、甲醇、尿素等品种主力合约均触及跌停，随后又集体反弹，部分品种大幅拉升收复失地。

昨日国家发改委出台《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，我们认为本次“缺煤缺电”事件造成的影响已经不仅是短期的供需错配，而将催生未来电力资源的市场化争夺。改革通知中最值得关注的是，“高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制”，预计会对高耗能企业的生产经营产生重大影响。拥有更高生产利润的行业能够接受更高的电价，同时提升产能利用水平，而相对低利润的行业在电力资源争夺中占劣势，产能利用率提升空间有限。

由于基础能源价格的大幅上涨，海外天然气价格延续高位、美原油期货价格上破 80 美元/桶以及国内动力煤期货价格三个交易日两次涨停，在此背景下下游能源化工相关商品价格也水涨船高。四季度来看，能源紧缺的情况尚难完全缓解，煤、油、气三者相互影响的因素更加复杂。

配置建议

黑色板块相对看好双焦，动力煤；看弱铁合金、螺纹钢、铁矿石；

化工板块相对看好甲醇、LPG、燃料油、ta；相对看弱纯碱；

农产品看弱棉花；

风险提示

1、 电力紧缺持续时间超预期

2、 行政性或环保引发的减产

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

盛文宇

- 从业资格编号 F3074487
- 投资咨询编号 Z0015486

能耗双控的影响由短期错配促成长期变化

从国家发改委吹风到国务院常务会议定调，再到 10 月 12 日国家发改委出台《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制，高耗能行业电价的“天花板”就此被打开。

在电力总量紧缺局面缓解过后，若行政性的能耗限制力度放松各高耗能行业之间的利润水平将决定各自可承受电价上浮幅度的水平。简而言之，拥有更高生产利润的行业能够接受更高的电价，同时提升产能利用水平，而相对低利润的行业在电力资源争夺中占劣势，产能利用率提升空间有限。

1、黑色板块

黑色板块相对看好双焦，动力煤；看弱铁合金、螺纹钢、铁矿石；

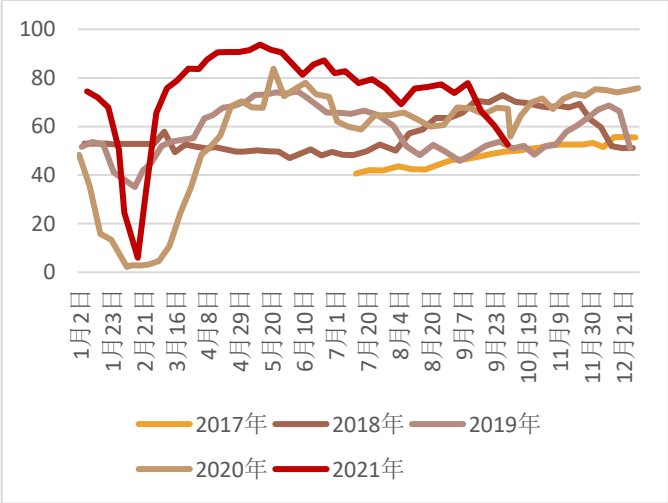
动力煤以及焦煤紧缺的情况在四季度依然较难缓解，同时盘面贴水幅度较高，01 合约维持高位的确定性较高。动力煤社库同比去年有 6000 万吨缺口，而陕西、山西地区受开采条件、安全生产等因素制约大概率无法实现大规模增产，而内蒙古地区虽然露天矿较多增产潜力较大，但从批地到开土挖煤仍需 1 个半月到 2 月的时间，这也意味着四季度的保供更大程度上依赖于市场资源的再分配，那么随着电厂长协覆盖率不断提升，市场可售资源则愈发紧张，势必导致其他用煤下游直接的竞争加剧，使得动力煤价格易涨难跌。

焦煤：部分配煤资源转供电煤参与保供，骨架煤持续紧张，海外进口煤价格向国内看齐性价比下降，整体供应在四季度仍维持紧张；需求端下游钢厂限产有放松迹象，需求四季度有反弹空间，另外冬储在即，整体低库存状态下补库需求较强。电煤价格持续飙涨，低价的配煤价格若不跟涨就会转供电煤，因此在电煤持续强势的情况下，各煤种价格也会水涨船高。

焦炭供应目前依然受到压制，同时成本位于高位，总库存消费比依然处于历史低位。虽然高炉需求弱势，但十月后高炉也有复产趋势，焦炭与焦煤同质化的情况短期难以改变。此外焦炭 2201 合约改为干基交割，仓单成本在绝对价格高位之下除水后显著抬升，

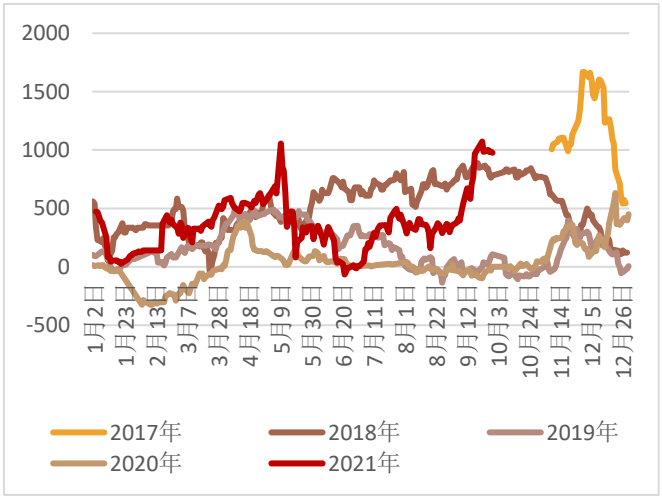
焦炭贴水幅度也十分大。

图 1：49 家独立电炉产能利用率（%）



资料来源：富宝资讯，优财研究院

图 2：华东电炉生产利润（元/吨）



资料来源：富宝资讯，优财研究院

钢材生产方面，若电力分配进入市场化竞争时代，则单位耗电短流程钢厂有望提升自身产量，因其利润处于绝对高位。高炉生产情况可能相对偏弱，近期仍有国企钢厂出现中期高炉检修，长流程的行政性减产压力相对更大。铁合金因单位耗电巨大而最为受益本轮限电行情，进入市场化时代后，价格回调的动力也最强。

钢材需求方面，目前地产需求下滑的态势已经非常的明显，市场普遍预期地产需求下滑的幅度较大，根据我们测算，悲观预期下若四季度地产新开工单月增速维持在-14%左右，10-12 月的地产需求或分别下降达到-10.2%，-11.2%以及-12.5%。制造业方面，今年机械、家电等汽车等需求都表现不振，仅有造船业的需求因订单爆发而上行。基建方面，目前市场普遍预期四季度在专项债发行提速的背景下，基建的增速将有所上行，但是根据国家长远的规划来看，未来基建主要投向的方向更多是新基建方面，而传统修路造桥的需求，预计提振的空间比较有限。

整体而言，钢材生产目前利润处于绝对高位，需求持续走弱一致性预期仍在，此前供应的大幅削减支撑了钢价，然而目前看供应将见底回升，供需错配的格局将再度显现。

铁矿：预估四季度海外同比增量 800 万吨左右，全年粗钢平控预期之下，中国预计减量 1752 万吨左右，造成 952 万吨左右的需求下降，预计造成铁矿石四季度需求下滑

1523 万吨。约占全球供应 7%左右。根据成本曲线预估减产比例，则对应国际矿价 85 美元，折 650 元/吨左右，目前期货价格仍然偏高。

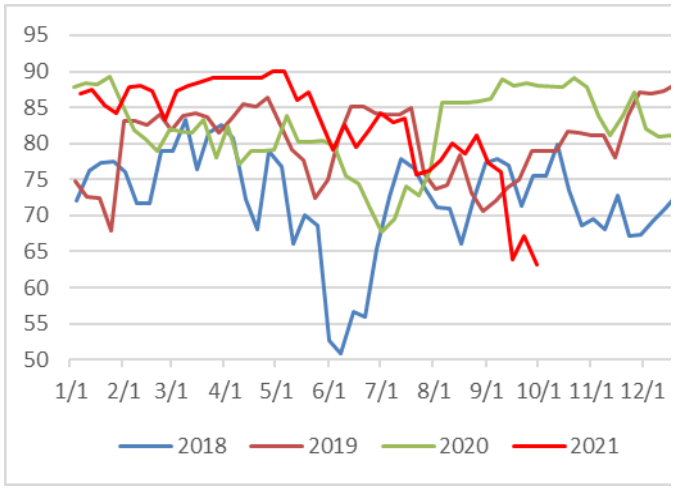
2、化工板块

化工板块相对看好甲醇、LPG、燃料油、ta；相对看弱纯碱；

由于基础能源价格的大幅上涨，海外天然气价格延续高位、美原油期货价格上破 80 美元/桶以及国内动力煤期货价格三个交易日两次涨停，在此背景下下游能源化工相关商品价格也水涨船高。四季度来看，能源紧缺的情况尚难完全缓解，煤、油、气三者相互影响的因素更加复杂。

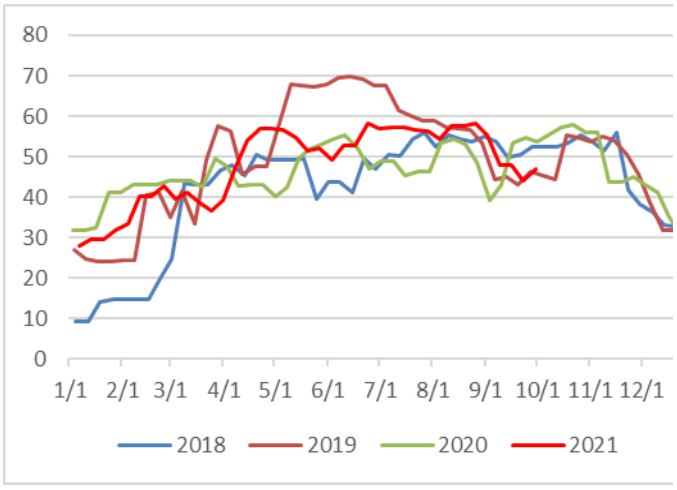
甲醇：能源紧缺问题暂未出现明显缓解的迹象，甲醇作为天然气和煤的下游，原料段价格的大幅上涨对于甲醇作用明显，近期甲醇期现货价格也是随着原料端价格的上涨出现大幅拉升。另外市场预期的冷冬若是兑现，这将会加剧天然气和煤的紧缺程度，气制甲醇装置或提前进入检修，煤制甲醇装置开工也将继续下滑，这都会推动甲醇价格继续上行。

图 3：煤制甲醇装置开工率（%）



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 4：天然气制甲醇装置开工率（%）

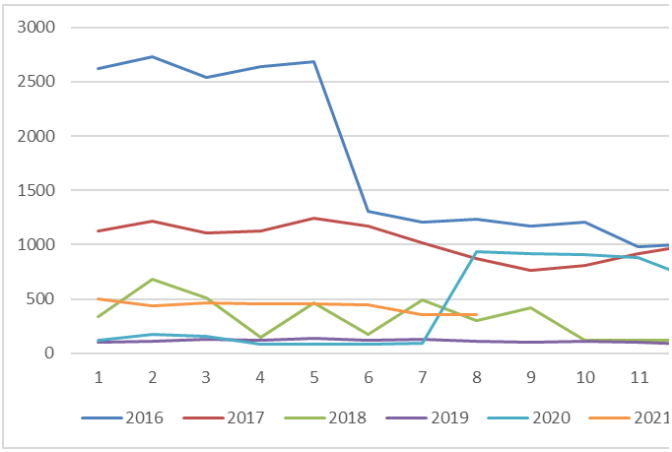


资料来源：卓创资讯，优财研究院

燃料油：10 月初 OPEC+会议决定延续此前的增产决议，刺激原油价格继续走高，同时近期发电需求旺盛支撑下，燃料油价格进一步上涨。中长期来看，随着天然气供需缺

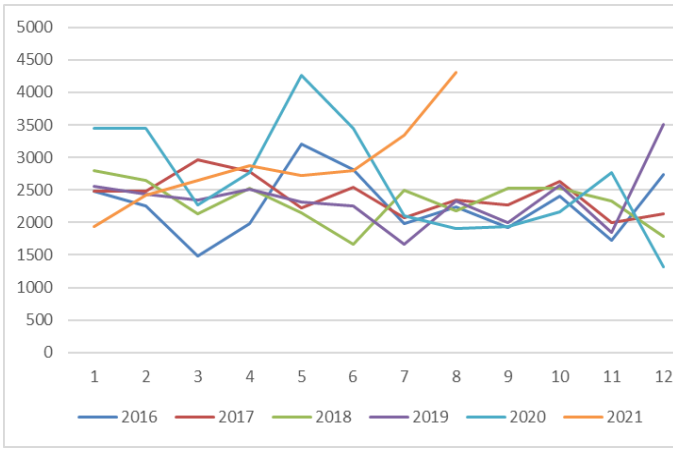
口持续维持，发电端高硫燃料油代替液化天然气的需求大幅抬升，燃料油相对天然气的经济性优势预计在今年冬季延续，使得燃料油需求持续坚挺，燃料油中线还将迎来上涨可能。

图 5：中国燃料油月度社会库存（千吨）



资料来源：卓创资讯，优财研究院

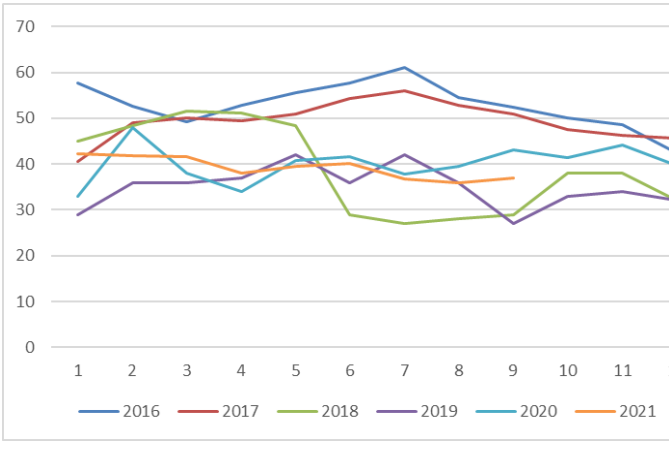
图 6：中国燃料油月度表观消费量（千吨）



资料来源：卓创资讯，优财研究院

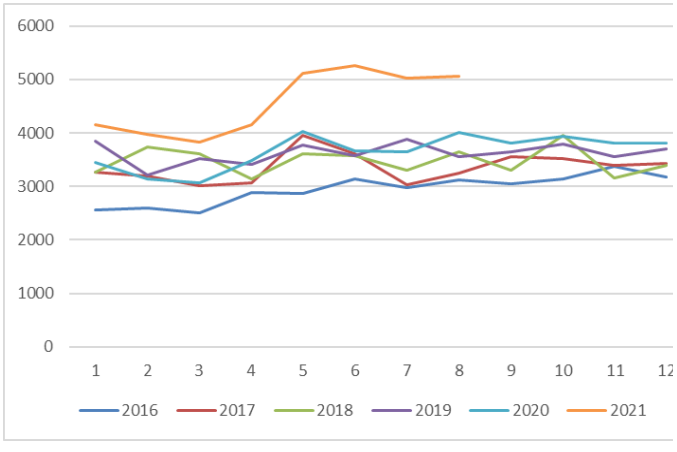
LPG：原油和天然气价格的强势是支撑 LPG 价格上涨的主要因素，短期能源趋紧张的局面或将延续，这将继续支撑 LPG 价格。而随着冬季的到来，LPG 也将迎来消费旺季，LPG 燃料需求在天然气紧张的背景下或更加亮眼，化工需求则体现调油需求增加、现有装置结束检修以及新装置的投产。中线来看，LPG 价格仍有上行动力。

图 7：中国液化石油气月度库容率（%）



资料来源：卓创资讯，优财研究院

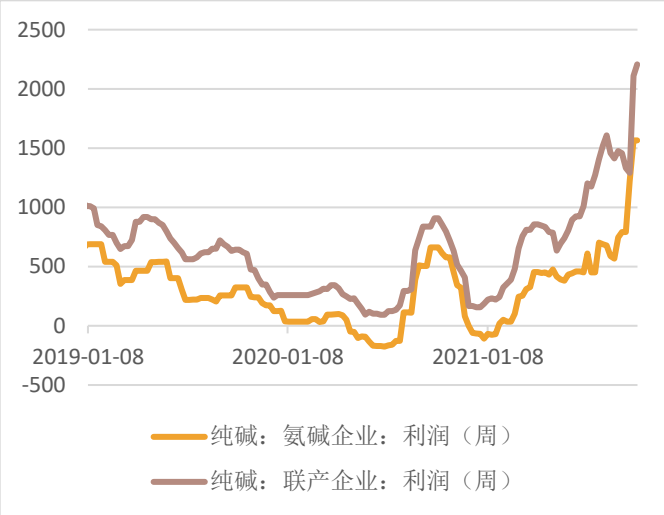
图 8：中国液化石油气月度表观消费量（千吨）



资料来源：卓创资讯，优财研究院

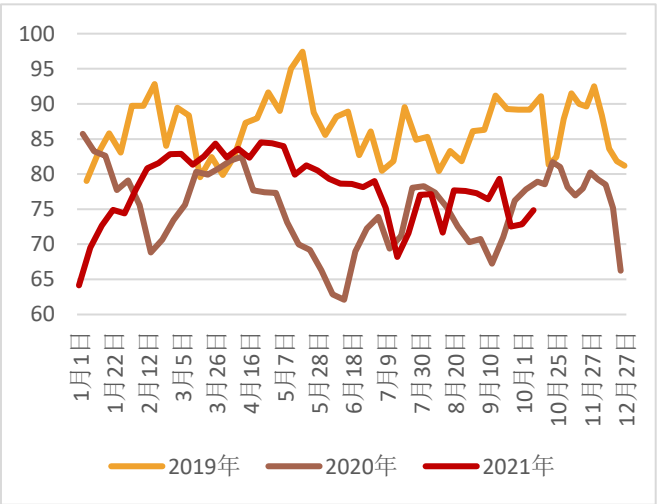
纯碱生产单吨耗电分别仅有 100-200 度，占 GDP 比例也非常之低。9 月江苏因限电而停产的三家企业已经重新开工。青海地区限电目前仅造成一家企业负荷减量。同样的逻辑，进入市场化电力分配时代后，目前高昂的生产利润预计将显著抬升纯碱开工率。而纯碱中下游的库存目前依然处于高位，进一步补库的动力十分有限。纯碱目前的繁荣景象建立在脆弱的供应减少基础之上，但产业链库存极高，贸易商已经出现逢高卖货的情况，一旦价格走弱便将形成强烈负反馈。

图 9：纯碱利润（元/吨）



资料来源：隆众资讯，优财研究院

图 10：纯碱开工率（%）

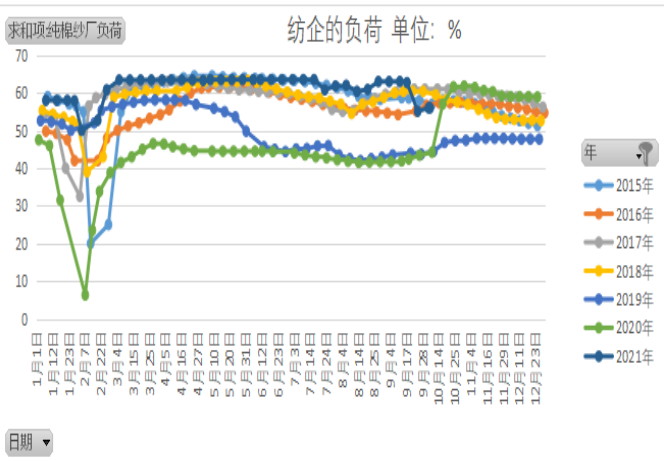


资料来源：隆众资讯，优财研究院

3、农产品板块

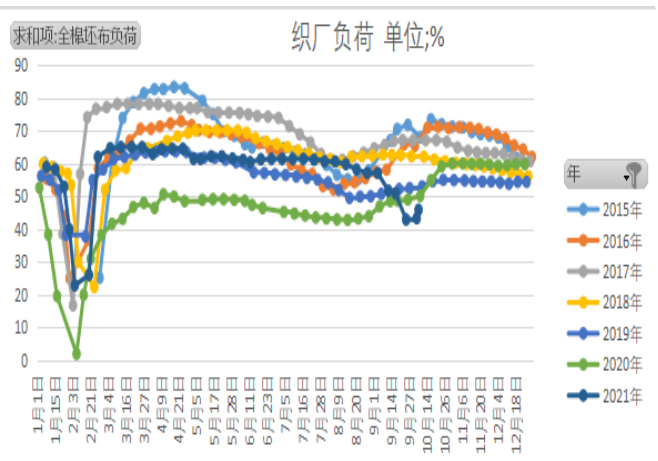
农产品板块看弱棉花。

图 11：纺企负荷（%）



资料来源：wind，优财研究院

图 12：织厂负荷（%）



资料来源：wind，优财研究院

棉花：

1、USDA10 月供需报告意外上调全球产量，主要来自巴基斯坦大幅增产，同时下调中国消费，导致全球新作棉花结转库存上升，报告较为利空。

2、国内当前由于新作集中上市叠加国储投放力度加大，短期抢收热情有所降温，现货止涨。国内供需平衡表整体供应较为宽松，目前终端成品库存开始上升，下游纺织企业开机负荷下滑，终端消费前景并不乐观。

3、冬季存在限电预期，此外宏观面利空的概率加大（如美联储年内预期缩减购债等），当前国内棉花的风险正在积累，存在高位回落的可能。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 优财研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：https://www.jinxinqh.com/