

2022年9月4日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com

## 产业内部再平衡，旺季成色待验证

### 内容提要

短期来看，供给的大踏步回归导致需求缺口消失，利润收缩再度形成压力，不过由于终端需求仍有韧性，供应的增量还未突破形成质变的临界点，因此短期还不会导致产业再度进入大幅亏损的状态，大概率通关产业内部的利润调整完成本轮平衡，而这预期已经在盘面计价，中期来看，旺季未至，随有疫情影响，但预期尚存，预计后续小幅修复后走稳。

### 操作建议

前空考虑退出观望，反弹抛空思路不变。

### 风险提示

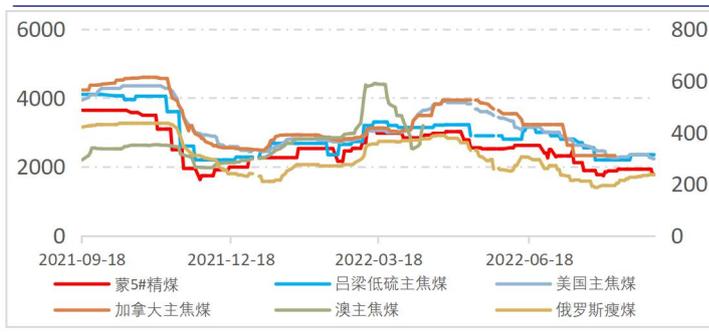
蒙煤通车量超预期增长、钢厂力度复产超预期、终端需求旺季不显



## 一、行情回顾

8月前半段市场得到难得的喘息时机，价格波动收敛整体表现为修复后的横盘整理，焦炭在完成2轮合计400元的提涨后止步，焦煤市场价格向长协的水平修复，竞拍市场也恢复活力。但下半段，由于需求未见起色、疫情多点散发、供给快速回归等因素影响，预期率先转弱，盘面带动现在情绪转弱，蒙煤价格与焦炭价格下调，焦炭第一轮提降100元/吨于近期落地。

图 1：焦煤现货价格



资料来源：wind，优财研究院

图 2：准一焦炭现货价格



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 3：焦煤期货主力合约走势



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



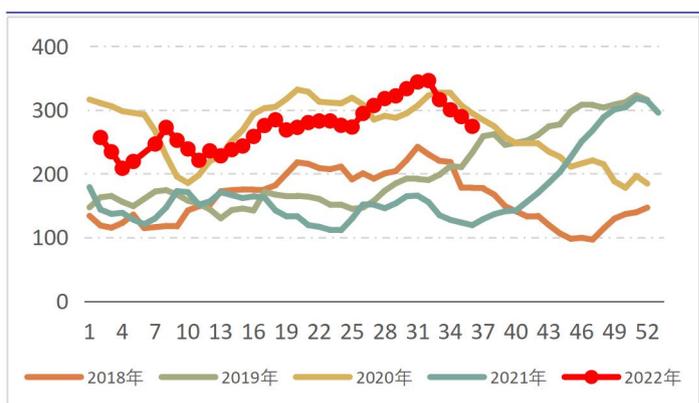
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、基本面分析

### 2.1 库存结构优化

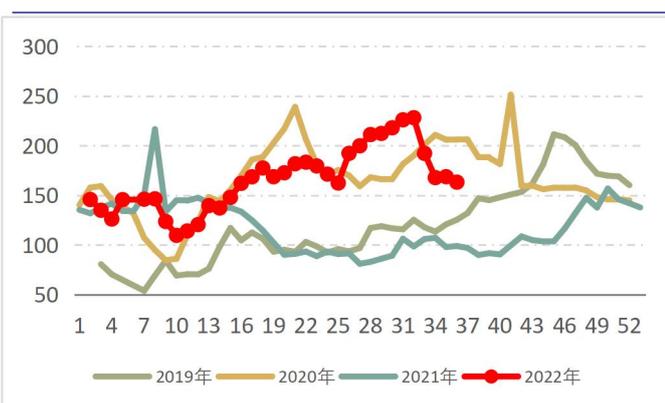
8月从数据上可以看到，库存从上游向下游转移的趋势走出，拆分来看，煤矿与洗煤厂库存得到去化高位回落，意味着焦煤供给侧得到了宝贵的库存周转空间，在有充分利润的情况下煤矿不会轻易停产，在库存再度形成逼仓条件之前也有一定稳价、挺价的能力，这有利提升焦煤价格的稳定性，后续需要注意虽然焦煤供给侧库存回落至上轮累库起点，但仍在高位，而去库趋势已然再度放缓，后续累库趋势再起需要注意速率。焦化厂环节原料库存随产量回补，没有过量做库存，随采随用，但需要注意本轮焦炭库存一部分由焦化厂转移至贸易环节，而这部分环节并没有能够及时去库，随着贸易利润消失价格转弱，贸易需求边际退出的同时这一环节库存变现需求在增强，将形成供应竞争。下游钢厂焦炭库存同样延续的刚需补库的思路，基本匹配产量，可用天数持稳，后续要看到钢厂进一步做高库存，必要条件之一是终端需求进一步放量打开获利空间，以此进一步强化钢厂生产意愿，带动双焦刚需提升，但目前这一趋势有反向运行的迹象。

图 5：焦煤煤矿库存



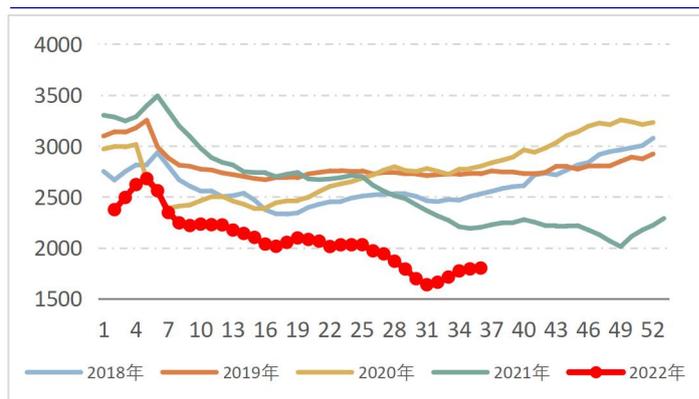
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：洗煤厂精煤库存



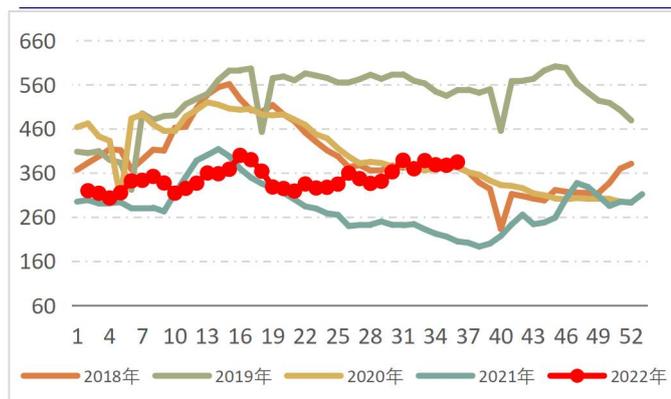
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：焦煤下游库存



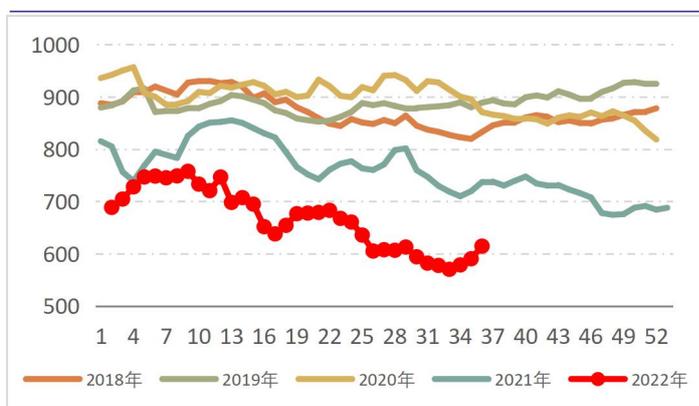
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：上游焦炭库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 9：钢厂焦炭库存



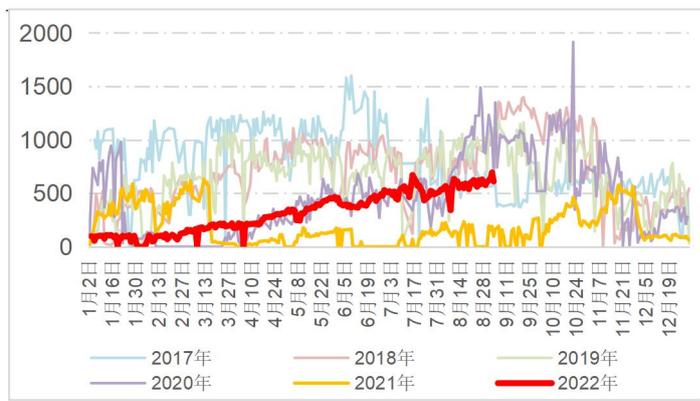
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

## 2.2 蒙煤压力与日俱增

时间进入 9 月，对于蒙煤持货者来说压力将与日俱增，首先是从蒙煤供应的角度来看，中蒙双方政府已经达成协议，从已知的计划来测算，后续每日需要将通关量维持在 700 车/日上方，而实际情况看，近几日高点已经达到 694 车，后续通车量进一步增长达到目标是大概率事件，意味着 9 月后蒙煤供应将有 100 车/日的边际增量；其次库存的角度，当前监管库尚有 200 万吨左右的库存仍未得到消化，这部分的库存成本以第三季度长协定价，但是如果时间向四季度推移，考虑到当前市场疲弱海内外煤价较高点均已明显回落，四季度长协回落的概率较大，届时一旦出现低价货源背刺，将对价格稳定形成冲击。因此 9 月蒙煤的价格强度需要持续进行追踪，一个是关注压力测试下蒙煤通关可以达到的高点，如果后续在 700 的高度表现出超预期的增量和稳定性，将形成新的压力，

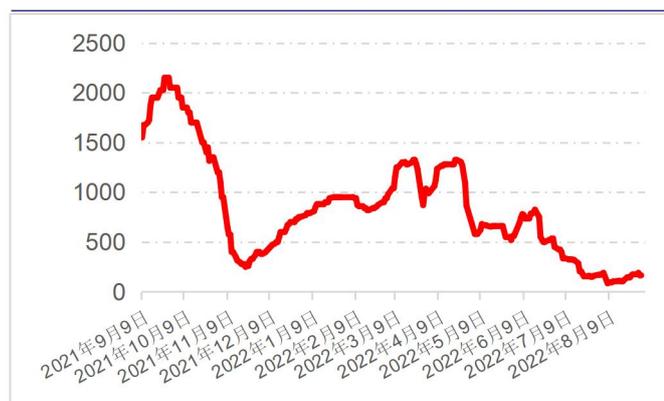
另一个要关注高供给下监管库库存的去化节奏，若带着高库存进入四季度，则低价货源背刺的风险将增大。

图 10：甘其毛都日通车



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 11：短盘运费

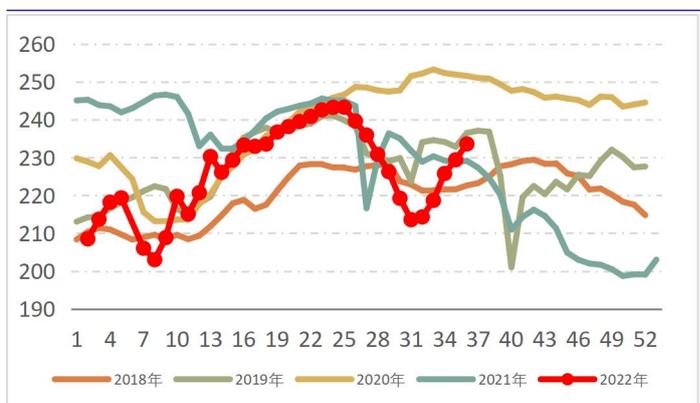


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

### 2.3 需求有韧性，但重在增量在何方

前期由于亏损驱动导致产量过度压减，但终端需求呈现出明显韧性，也就导致短期出现供需缺口进而带来一波利润修复，促使供应回升，但近期可以明显看到，在旺季预期驱使供应的回升步子过快，这就导致钢厂利润、焦化利润再度消失，那么当利润驱动消失，短期内提产的速率必然逐步放缓，进入平稳。而盈亏平衡或小亏并不足以形成减产驱动，因此接下来就是需求侧暂稳，等待今年的最后一个旺季的到来，接下来一是看旺季到来的时点，大概率仍是9月底10月初启动，二是看旺季最终的成色，注意疫情散发的影响。

图 15：日均铁水产量



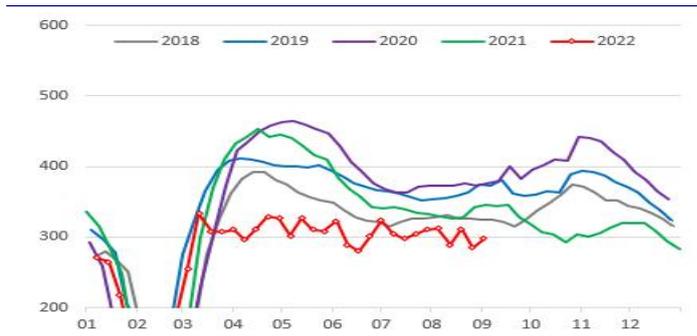
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16：钢焦利润



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 17：螺纹表需



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

### 三、逻辑总结与策略建议

短期来看，供给的大踏步回归导致需求缺口消失，利润收缩再度形成压力，不过由于终端需求仍有韧性，供应的增量还未突破形成质变的临界点，因此短期还不会导致产业再度进入大幅亏损的状态，大概率通关产业内部的利润调整完成本轮平衡，而这预期已经在盘面计价，中期来看，旺季未至，随有疫情影响，但预期尚存，预计后续小幅修复后走稳。

### 四、风险提示

蒙煤通车量超预期增长、钢厂力度复产超预期、终端需求旺季不显

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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/>