

2022年10月23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：盛文字

• 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



弱需求的矛，难一次刺穿强供给的盾

内容提要

上周期现之间分歧显露无疑，盘面随成材单边下挫，大有负反馈预期重来之势，但现实层面，疫情与会议期内保安全的因素影响下双焦供应滑坡，形成了供给侧强支撑，因此即使需求侧出现见顶走弱的信号，也在现货层面被掩盖。不过从中长端来看，亏损威胁下铁水见顶、利润与保供驱动下煤矿复产都是相对确定的事情，而预期提前扭转也会破坏贸易环节信心，使得投机需求退出也会使得需求转弱的问题加快暴露，因此中长期来看驱动依旧向下，目前短期的问题在于盘面超前对预期进行透支，会议之后很容易出现短期的预期差，价格运行波动有加大的风险。

操作建议

综合来看，盘面交易近期需要更加注重仓位管理，前期空单可适当减仓持有，保护利润。

风险提示

终端需求超预期复苏、钢厂维持高强度生产、产区或消费区疫情

一、行情回顾

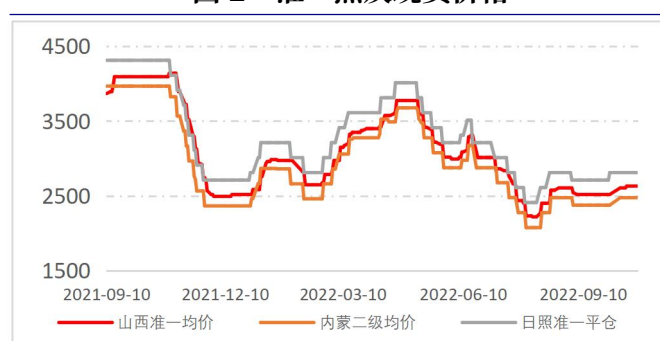
上周 2301 合约焦煤周跌幅 6.41% 报 2030 元/吨, 焦炭周跌幅 7.49% 报 2598.5 元/吨, 虽然盘面在黑链共振的环境下走出单边下挫的行情, 但现货价格依然保持韧性, 焦煤现货大体持稳, 焦炭第二轮提涨仍在博弈, 因此双焦期现基差单边走阔至 300-450 元/吨, 巨大基差下盘面也初步寻到支撑。不过需要注意到上周尾声焦煤竞拍情绪出现明显恶化, 高价使得中下游难以承接, 焦企第二轮提涨也有流产的迹象, 因此现货层面转弱拐点或已迫近。

图 1: 焦煤现货价格



资料来源: Mysteel, 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



图 4: 焦炭期货主力合约走势



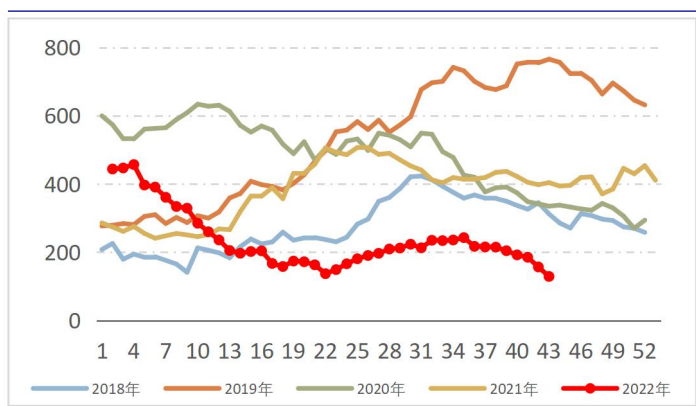
资料来源: iFind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

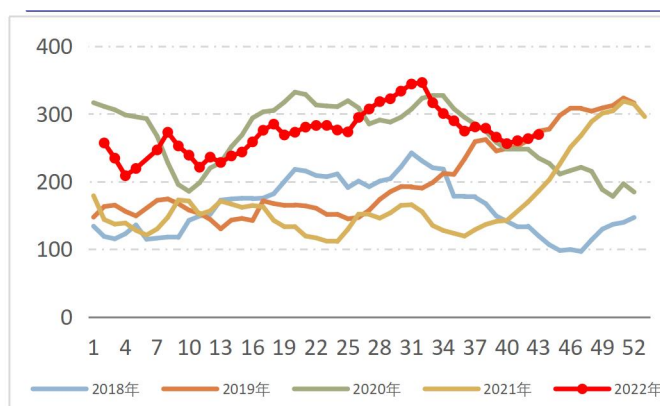
受疫情和保安全等因素影响煤矿端减产明显，但运输效率低下以及需求侧拿货减少导致库存在矿山被动累积。运价稳中微降反应当时运力并没有更进一步的紧张，意味着需求稳中微降。港口侧库存探出新低，推测一方面是长期进口窗口关闭导致进量减少，另一方面是产地疫情加上降成本需要，俄罗斯煤资源变得愈发抢手，这从近期持续走强的俄罗斯煤价可以看出。

图 5：焦煤港口库存



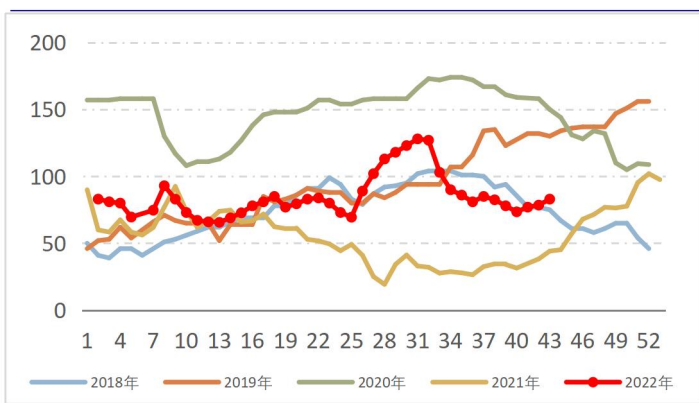
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



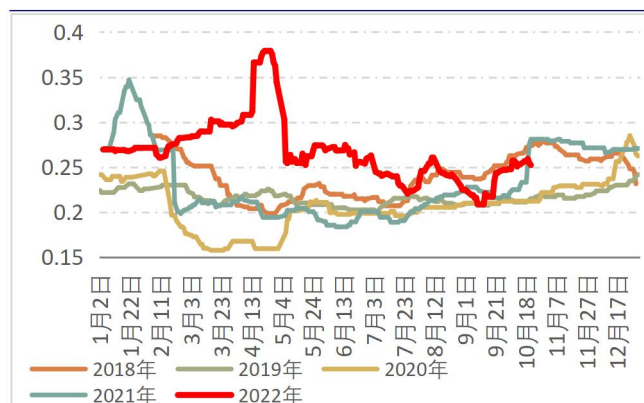
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：山西焦煤煤矿库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：公路单公里运价

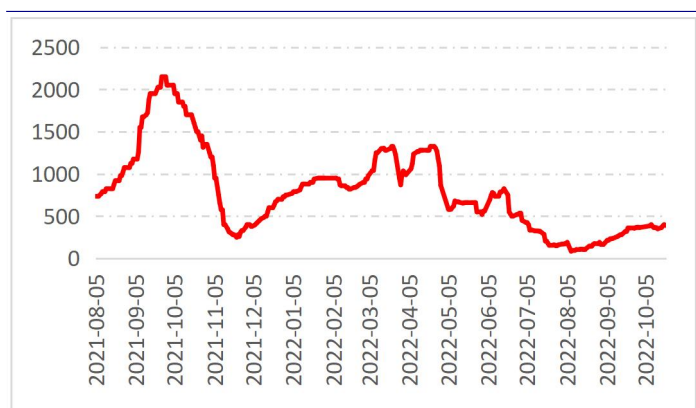


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

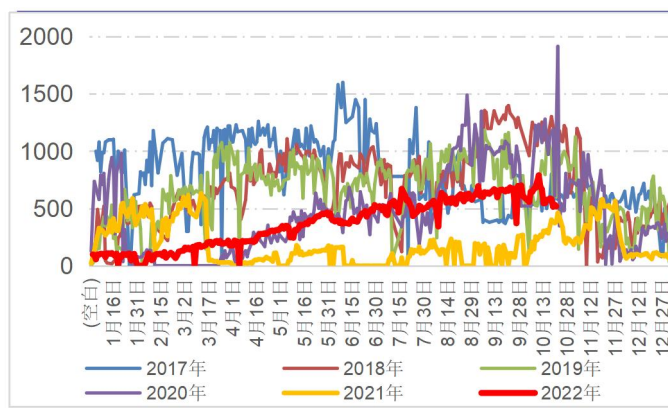
近期蒙煤短盘运费维持高位，主因国内高卡动力煤资源紧张，导致拉运中煤转售动力煤的获利空间持续打开，分流运力的同时推升短盘运费，不过动力煤货值低，利润空间有限，短盘运费短期或见顶。甘其毛都口岸日通车量近期持续维持在 500 车/天的相对低位，主要因为开大会期间对防疫的要求较高，关注下周大会结束后运输管制是否放松。另外需要特别注意虽然口岸外运名义放松，但防疫要求依然严格，导致外运效率极低，口岸库存正被动累积，或形成中期库存压力。

图 9：288 口岸短盘运费



资料来源：钢联，优财研究院

图 10：甘其毛都口岸日通车

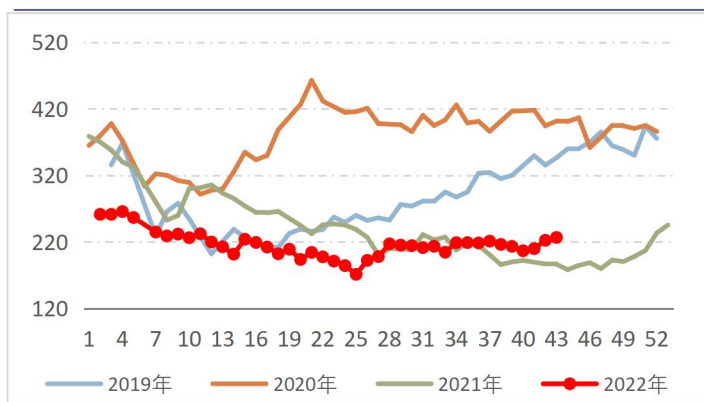


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

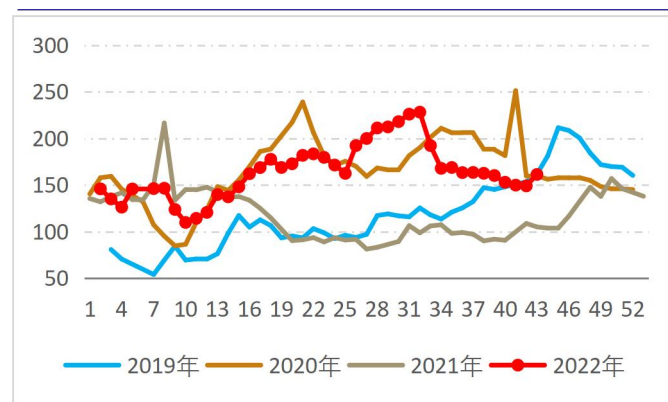
洗煤厂侧库存累积同时生产意愿降低，推测主要是坑口洗煤厂侧出现累库，独立和下游洗煤厂由于拉运效率降低、拿货意愿降低，导致生产开工意愿走弱。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



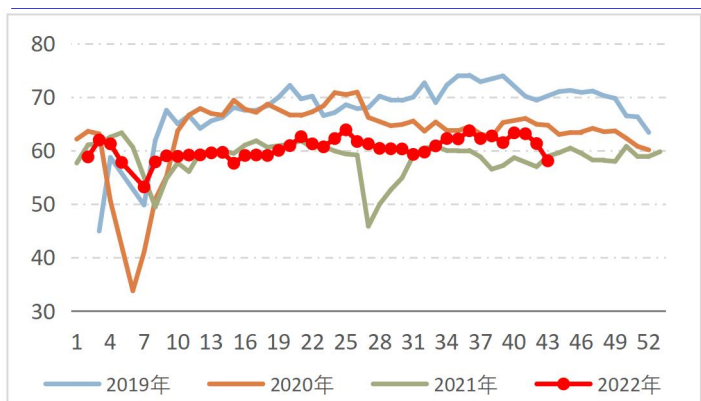
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：110 家洗煤厂精煤库存



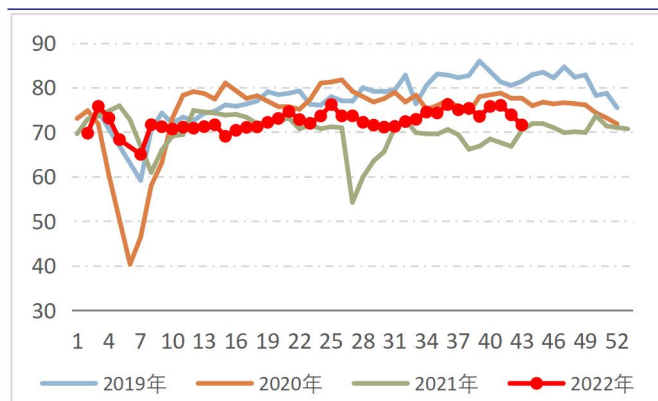
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 13: 110 家洗煤厂日均产量



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 14: 110 家洗煤厂开工率

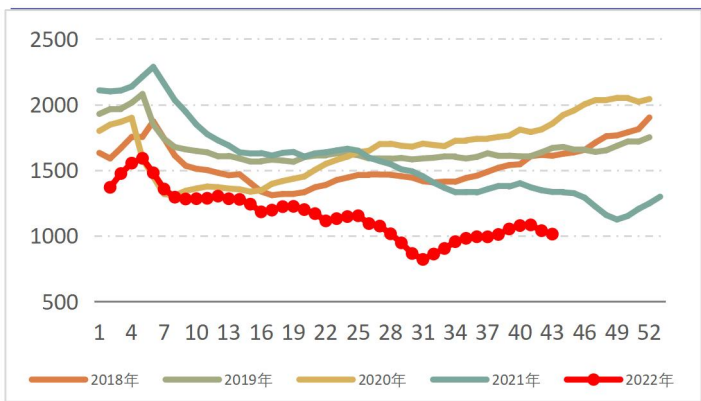


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.4 下游焦煤库存

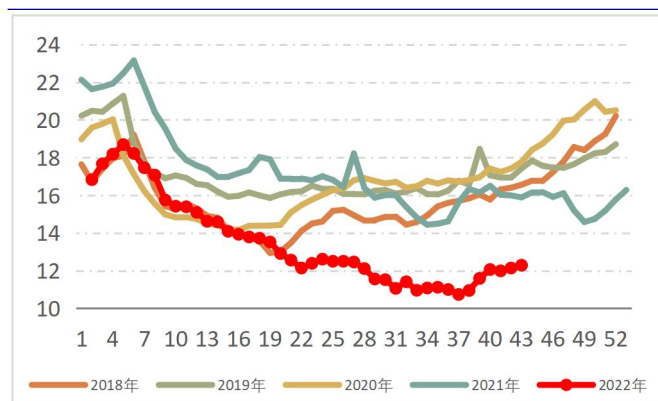
上周下游整体降库明显, 不过需要注意的是可用天数并没有明显降低, 反应当前下游或主动或被动在通过减产来降低需求, 后续疫情管控恢复或有部分低库存导致减产的需求回归, 但旺季将要过去, 可能难以逆转需求走弱的趋势。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存



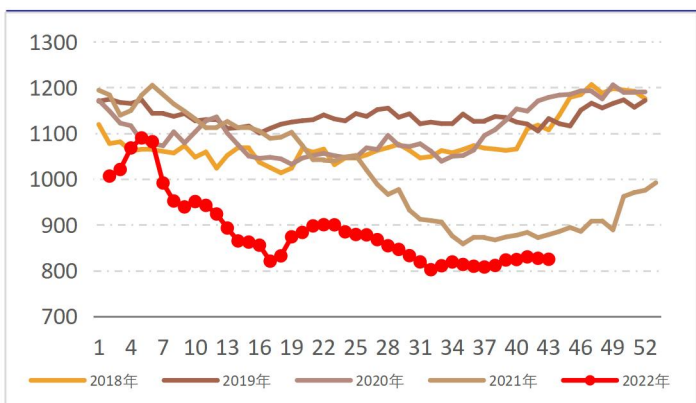
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 焦企存煤可用天数



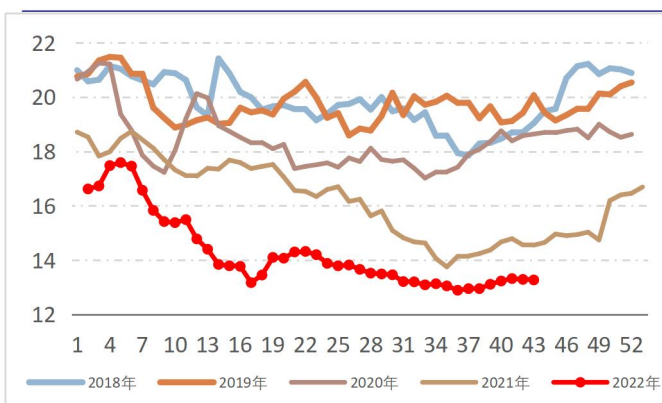
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 17: 247 家钢厂焦煤库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 18: 247 家钢厂存煤可用天数

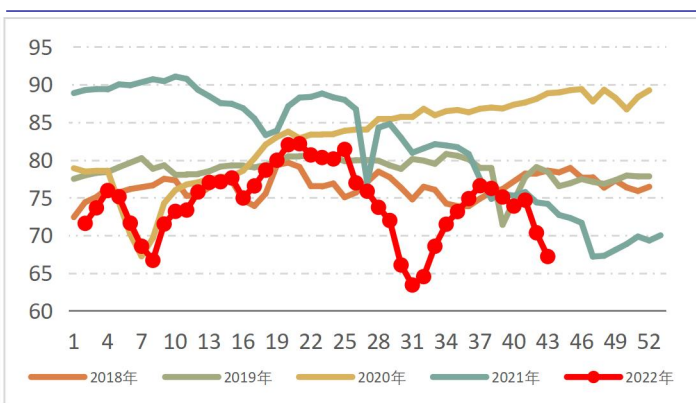


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

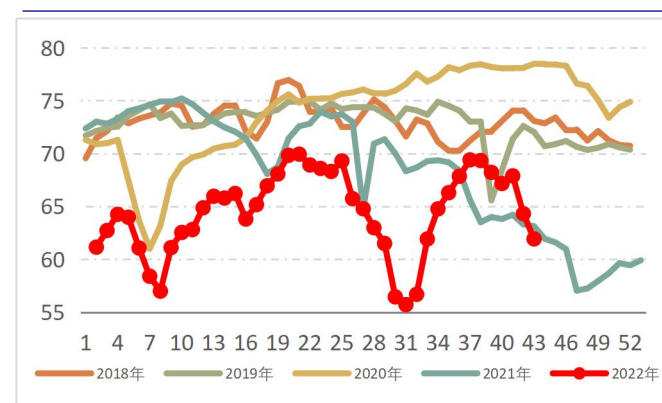
焦化厂开工率滑坡, 若疫情管控仍不放开, 产量或三度探底, 不过由于产能扩张, 此次底部将高于此前。焦企端成品库存仍在被动累计, 不过好在减产之下幅度被压住, 回归往年同期正常水平。焦炭成本稳中有涨, 二轮提涨迟迟未能落地, 焦炭利润再度背离盈亏平衡线, 另外近期需要注意副产品甲醇价格。

图 19: 独立焦企全样本产能利用率 (%)



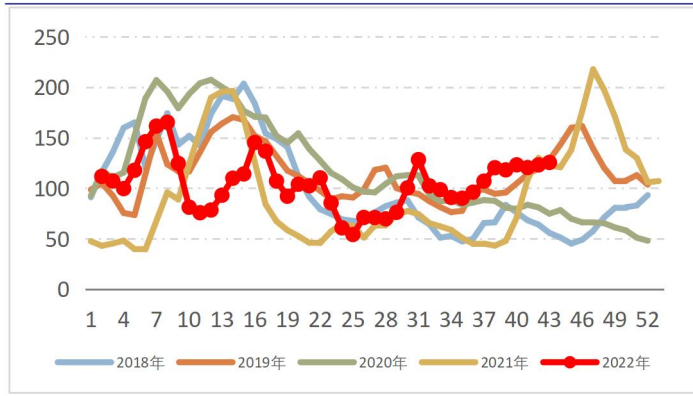
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 20: 独立焦企全样本日均产量



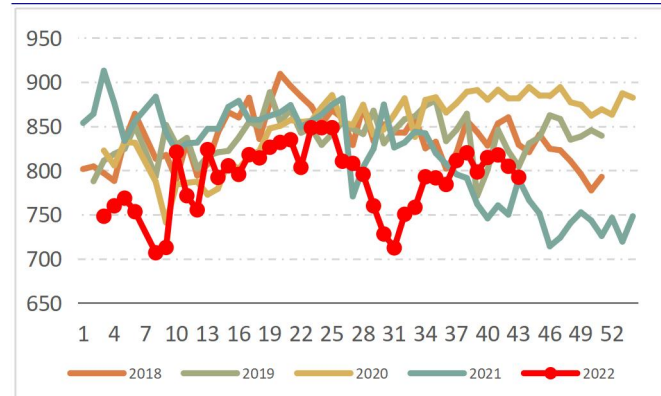
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 21: 全样本焦企焦炭库存



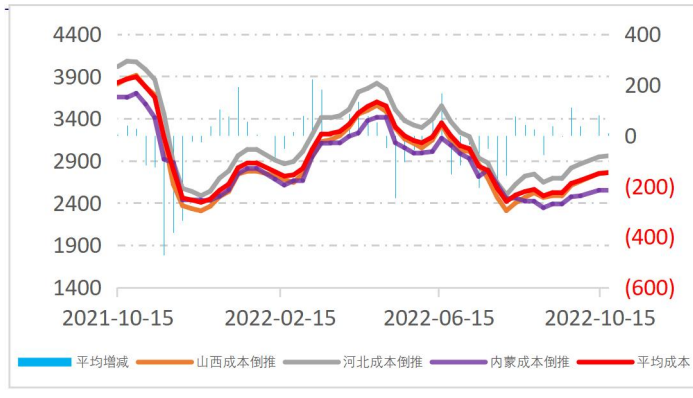
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 22: 焦炭表观需求



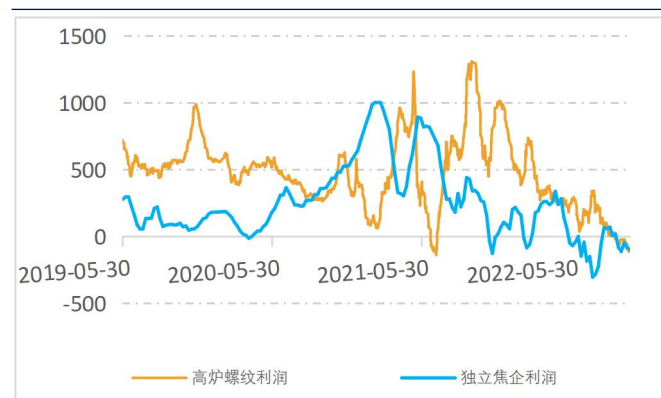
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 23: 焦化成本



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 24: 螺焦利润对比

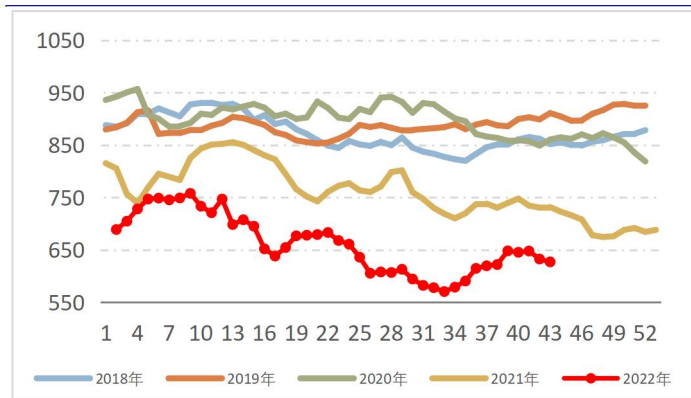


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

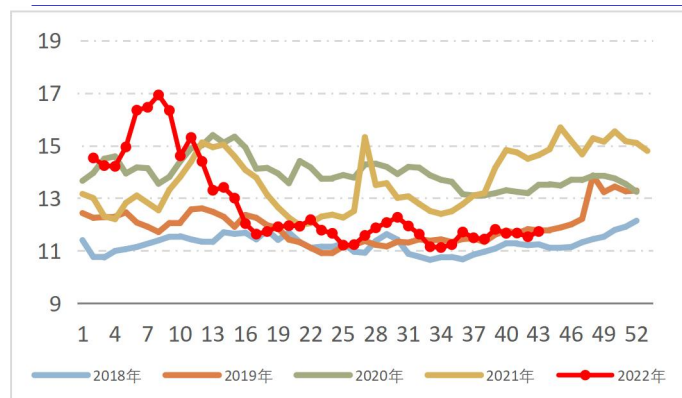
铁水终于跌落 240 这一高位平台, 预计下周还有 2-3 万吨的降幅, 240 或将形成四季度需求顶部平台。目前钢厂利润处于微亏水平, 尚不足以形成大面积减产威胁, 因此除部分区域钢厂过剩明显致明显亏损, 后续环保管控放松或有钢厂复产, 铁水短期可能不会大幅回落, 但需要注意钢厂高产量可能意味着价格坍塌风险加剧。钢厂焦炭库存与可用天数基本走平, 反应当前刚需采购策略下补库问题不大。

图 25: 247 家钢厂焦炭库存



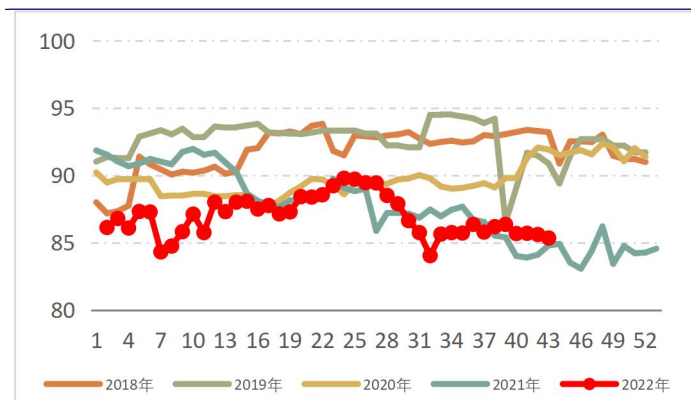
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 26: 247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



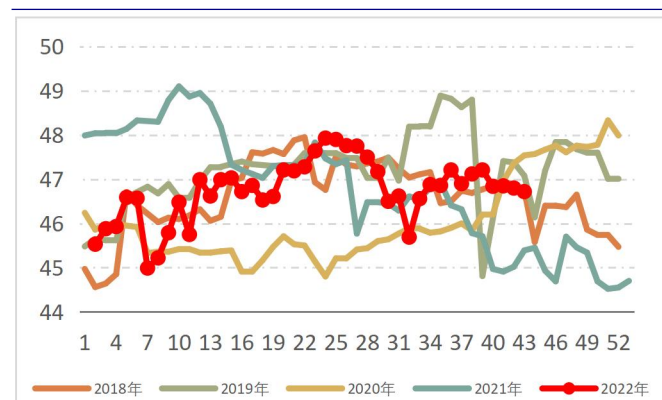
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 27: 247 家钢厂焦化产能利用率



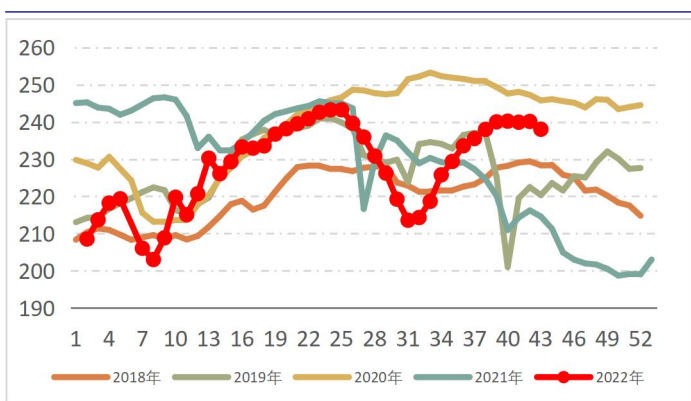
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 28: 247 家钢厂焦炭日均产量



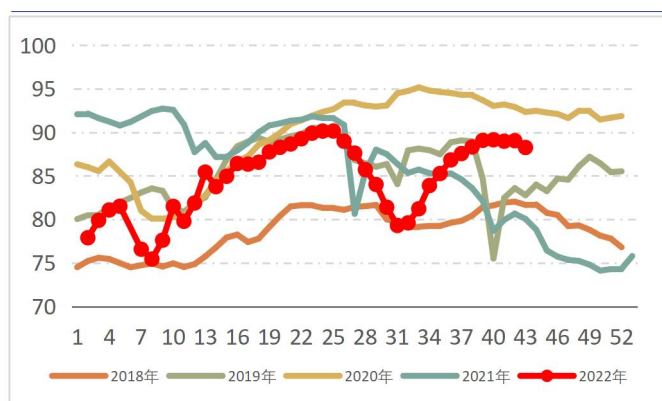
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 29: 铁水日均产量



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 30: 247 家钢厂高炉开工率

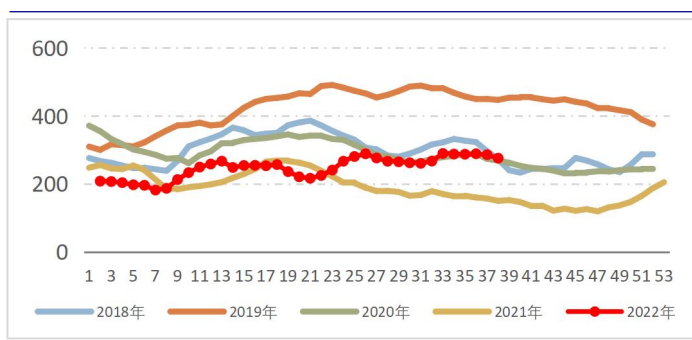


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.7 焦炭贸易商

焦炭港口降库，一方面是预期转变贸易商集港意愿较低，另一方面是市场消息称南方钢厂正在补库。目前港口可售资源有限，不过贸易氛围转冷，价格率先回调。

图 31：焦炭港口库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

上周期现之间分歧显露无疑，盘面随成材单边下挫，大有负反馈预期重来之势，但现实层面，疫情与会议期内保安全的因素影响下双焦供应滑坡，形成了供给侧强支撑，因此即使需求侧出现见顶走弱的信号，也在现货层面被掩盖。不过从中长端来看，亏损威胁下铁水见顶、利润与保供驱动下煤矿复产都是相对确定的事情，而预期提前扭转也会破坏贸易环节信心，使得投机需求退出也会使得需求转弱的问题加快暴露，因此中长期来看驱动依旧向下，目前短期的问题在于盘面超前对预期进行透支，会议之后很容易出现短期的预期差，价格运行波动有加大的风险。综合来看，盘面交易近期需要更加注重仓位管理，前期空单可适当减仓持有，保护利润。

四、风险提示

终端需求超预期复苏、钢厂维持高强度生产、产区或消费区疫情

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/>