

加息、贸易战利空之后 黑色静待供需格局好转

内容提要：

- ◆ 3月中下旬，限产仍有余温，钢厂未能如期开工，宏观数据一般，钢材下游也未启动，叠加美联储加息以及中美贸易战的利空，股市、商品齐齐下挫，黑色系大幅下挫。螺纹钢、铁矿石和焦炭重挫近20%，焦煤大跌12%。
- ◆ 由于环保因素以及唐山非采暖季限产因素的影响，高炉开工仍未启动，**我们预计钢材生产复苏的时间比往年要晚至少两周，清明前后，供给端有望逐渐恢复，但全年粗钢产量整体应当同比回落。**
- ◆ 从拉动钢材中长期需求的“三驾马车”来看，首先房地产调控不放松，房屋新开工面积增速显著回落，其次中美两国在3月下旬打响贸易战，预计后续月度出口量将始终维持低位，对钢铁需求的拉动作用趋弱；再之基建投资增速逐月回落。**中长期而言，钢铁需求要弱于2016和2017年。短期我们期待4、5月份季节性旺季的表现。**
- ◆ 四月到来，春风拂面，房地产和基建的开工将逐渐恢复，吨钢利润仍有500元/吨之上，在限产、停产的政策结束后，我们预计钢材的生产和需求将较一季度有所恢复，从而拉动原料端需求，提振铁矿、双焦的价格。
- ◆ 行情预判及操作建议：短期尝试反弹策略，中期逢高卖出策略(五月、六月报再详谈)，做空钢厂利润套利策略。

黑色产业链

石磊

黑色产业链分析师

从业资格证：F0270570

投资咨询证：Z0009331

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学

学计量金融专业理学硕士。

新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究。

近期报告回顾

冬储、补库不及预期 供需淡季震荡为主 20180201

供给需求预期回落 黑色已现阶段拐点 20180103

供需预期双双回落 黑色系现全面下跌 20171001

上有支撑下有压力 多空博弈寻求突破 20170901

产量居高需求不淡 黑色系趋于高位震荡 20170701

第一部 行情回顾

长达 6 个月的采暖季限产政策结束，但 3 月环保限产依然严格，邯郸钢厂在三月下旬的两周内停产，唐山市开始实施 244 天的非采暖季限产，钢厂开工率始终维持低位，粗钢产量显著回落，需求也尚未有效启动，冬储的社会库存激增形成抛压，黑色系整体仍然呈现供需两弱局面。3 月中下旬叠加美联储加息以及中美贸易战的利空，黑色系大幅下挫。螺纹钢、铁矿石和焦炭重挫近 20%，焦煤大跌 12%，自前高一线恐慌下跌。四月到来，春风拂面，房地产和基建的开工将逐渐恢复，吨钢利润仍有 500 元/吨之上，在限产、停产的政策结束后，我们预计钢材的生产和需求将较一季度有所恢复，从而拉动原料端需求，提振铁矿、双焦的价格。

表 1 截至 2018 年 3 月 26 日黑色系列期货主力 1805 合约的表现

合约	开盘价	收盘价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	4017	3363	4062	3333	-16.28%	21.87%
铁矿石	542.5	439.0	548.0	430.5	-19.08%	27.29%
焦炭	2245.5	1833.5	2267.0	1815.0	-18.35%	24.90%
焦煤	1414.0	1243.5	1417.0	1195.0	-12.06%	18.58%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 宏观：中美博弈 氛围偏空

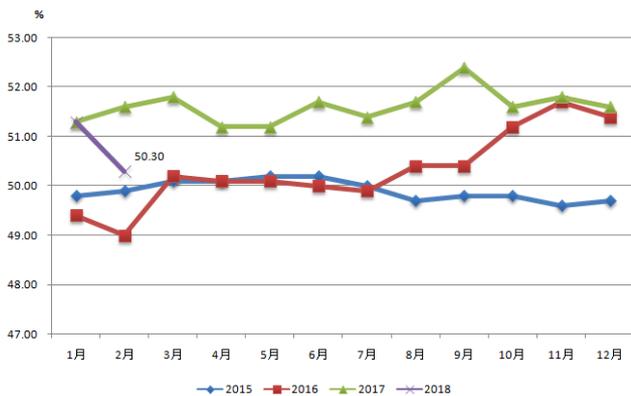
供给侧改革持续推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，企业盈利持续改善，制造业生产持续向好。未来楼市调控政策将进一步收紧，预计 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期，将在一定程度上对经济增长形成拖累，基建投资增速也有所回落。3 月中下旬，美联储宣布加息以及中美打响贸易战对市场形成双重利空，对外贸易将受一定程度的影响。因此整体而言，宏观面对于黑色系商品呈现偏空的影响。

制造业增速有所放缓。2018 年 2 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.3%，PMI 自 2016 年 8 月跃上 50 枯荣分水岭后，已经连续 19 个月延续扩张态势。但 2 月环比回落 1.0 个百分点。其中生产指数和新订单指数分别为 50.7% 和 51.0%，分别较上月回落 2.8 和 1.6 个百分点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均维持临界点之下。春节前后，生产活动减缓，需求增速放慢，生产企业员工多数返乡，因此 2 月份该指数的回落属于正常波动。

CPI 同比回升、PPI 同比继续回落。2018 年 2 月，全国居民消费价格同比增长 2.9%，较 1 月大幅增加 1.4 个百分点；从环比看，CPI 上涨 1.2%，涨幅比 1 月扩大 0.6 个百分点。这主要由于春节“错月”的影响，据国家统计局测算，在 2 月份 2.9% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.1 个百分点，新涨价影响约为 1.8 个百分点。2018 年 2 月工业生产者出厂价格 PPI 报于 3.7%，较上月下降 0.6 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 11.5%，回落 3.6 个百分点；PPI 环比下降 0.1%，较上月下降 0.4 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.7%。总体上看，居民消费价格在 3 月应当有所回落，物价水平保持相对平稳；工业生产者出厂价格连续小幅下降。

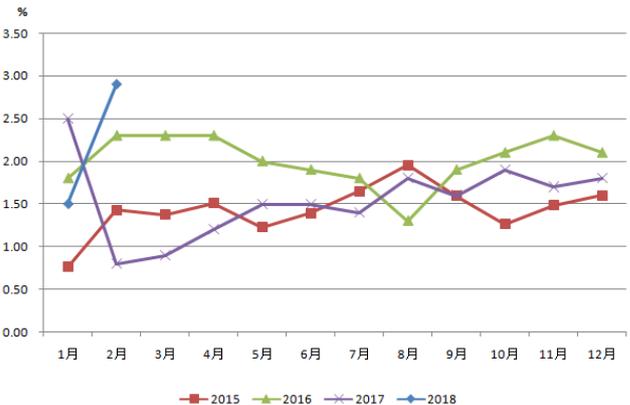
工业生产增速回升，企业盈利能力良好。国家统计局数据显示，2018 年 1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 7.2%，增速比 12 月加快 1.0 个百分点。分三大门类看，1-2 月份，采矿业增加值同比增长 1.6%，制造业增长 7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.3%。其中黑色金属冶炼和压延工业增长 1.7%。1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9689 亿元，同比增长 16.1%，增速较 2017 年下降 4.9 个百分点。

图 1. PMI 小幅回落 1 个百分点 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

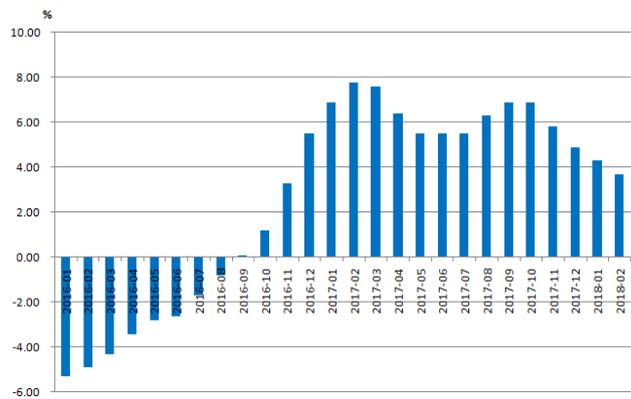
图 2. CPI 当月同比快速回升 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

M1-M2 增速的“剪刀差”连续小幅缩减。央行最新公布的数据显示，2018 年 2 月，人民币贷款新增 8393 亿，同比减少 3264 亿元。2017 年 12 月新增社会融资规模 1.14 万亿元，比上年同期少 4999 亿元。2 月末，广义货币(M2)余额 172.91 万亿元,同比增长 8.8%，增速分别比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 1.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 51.7 万亿元,同比增长 8.5% 增速分别比上月末和上年同期低 6.5 个和 12.9 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.14 万亿元,同比增长 13.5%。M2 与 M1 增速的剪刀差录得-0.3 个百分点，实际上“剪刀差”自 16 年 7 月录得 15.2 个百分点后，基本上呈现出逐月收缩的格局（2017 年 1 月除外）。

图 3. PPI 同比保持正增长但增速回落 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. M1、M2 增速剪刀差大幅收缩 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

美联储 3 月利率决议宣布加息 25 个基点，货币政策声明称，经济活动温和扩张，就业增长强劲，12 个月通胀预计将在未来数月上升。在经济、通胀和就业前景的评估方面，美联储上调了今明两年经济增速预期，并下调了未来三年的失业率预期，上调未来两年核心 PCE 通胀预期；在未来加息的路径方面，点阵图显示 2018 年将

加息三次，与去年12月份预期一致。2019年加息三次，超过去年12月份预计的两次。缩表按原计划进行，将在今年4月扩大规模。受此影响，中外股市、商品集体下挫。

2月17日凌晨，美国商务部长 Ross 建议对钢铁、铝进口实施高额关税、设置进口配额等措施。美国总统特朗普必须分别在4月11日和4月19日前对钢铁和铝的相关建议作出决定。3月23日，美国政府计划对至少500亿美元的中国进口商品征收25%的关税。现代铁路，新能源汽车和高科技等1300个产品类别将受到关税影响。市场恐慌情绪造成3月中下旬商品进一步下行，尤其对于黑色系而言，预计后续月度出口量将始终维持低位。

第三部分 黑色产业链供需格局

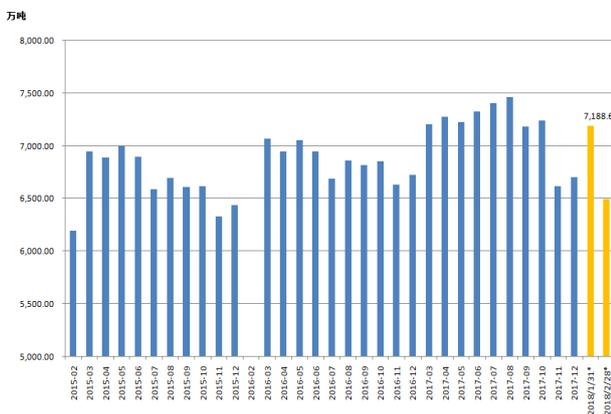
一、 钢材供给有望恢复

2017年10月中旬至2018年3月中旬的冬季限产政策拉下帷幕，横跨整个冬季的大力度限产使得粗钢产量较前期大幅回落，限产结束后，由于环保因素以及唐山非采暖季限产因素的影响，高炉开工仍未启动，我们钢材生产复苏的时间比往年要晚至少两周，清明前后，供给端有望逐渐恢复，但全年粗钢产量整体应当同比回落。而春节前夕的贸易商囤货暂未转化为实际需求流入下游市场，短期形成抛压，对钢材价格带来抑制作用。

1、 限产带来粗钢产量收缩

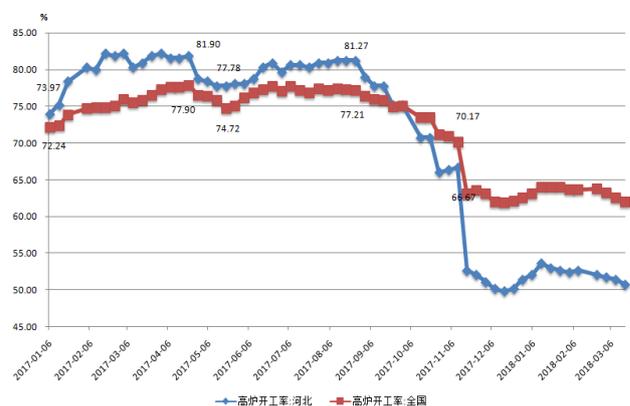
2017年10月中旬至2018年3月中旬的冬季限产政策拉下帷幕，横跨整个冬季的大力度限产使得粗钢产量较前期大幅回落，中国2017年11月粗钢产量为6615.10万吨，较10月的7236.02万吨大幅减少620.92万吨，12月产量为6704.70万吨，较上月微弱回升89.60万吨，整体而言，11月和12月的产量均较2017年前10个月有较大幅度的下挫。2018年1月的数据缺失，我们利用国家统计局公布的1-2月累计产量13681.70万吨进行折算，假设1-2月粗钢日均产量不变，那么1月产量应当为7188.69万吨，2月产量为6493.01万吨，那么除了1月产量超预期外，2月产量维持在相对低位。尽管3月数据未出炉，由于2-3月高炉开工率仍小幅回落，我们预期产量仍将维持在7000万吨之下。

图 5. 全国粗钢产量（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 高炉开工率继续小幅回落（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2、 高炉开工率维持低位 有望逐渐恢复正常生产

高炉开工率自7月初开始下降。截至2018年3月16日当周，全国高炉开工率自77.76%跌至62.02%，

河北高炉开工率自 80.63% 跌至 50.79%，开工率下滑的主要过程集中在 2017 年四季度，而进入 2018 年一季度以来，开工率仍在低位缓慢回落。实际上，7 月初至 9 月底的开工率下降对应着吨钢利润水平自 1000 元/吨回落至 450 元/吨的过程，而后半程则有环保限产政策的助力。“2+26” 冬季限产政策的已经在 3 月中旬结束，但钢材供给端并未如期随即释放，3 月中旬，唐山市发布了非采暖季错峰生产方案，将在 3 月 16 日-11 月 14 日共计 244 天中实施限产，限产比例在 10%-15%，同时邯郸市宣布在 3 月 16 日-3 月 31 日对高炉停产，高炉开工率在 3 月中下旬继续小幅回落。我们预期清明前后，供给端将逐渐恢复，但全年粗钢产量整体应当同比回落。

3、下游需求未有效启动 社会库存创阶段新高

节前螺纹钢现货价格因冬季需求的缩水而大幅下挫，跌幅高达 1000 元/吨之上，与期价的高升水不复存在，相对低位的绝对价格以及低迷的库存量，使得市场对于钢贸商“冬储”的预期大幅升温，春节前夕，螺纹钢社会库存小幅回升，钢厂库存微弱下降，显示钢厂库存正在向社会库存发生转移，期现货价格受到提振，再次冲击前期高点。节后贸易商仍在囤货，螺纹钢社会库存快速拉升，近四周均收于 1000 万吨之上，截至 3 月 23 日当周报于 1036.88 万吨，同时钢厂库存也在小幅回升，截至 3 月 16 日当周报于 352.78 万吨，较 2 月初的 197.64 万吨大幅增加，这说明钢材的下游需求仍未有效启动，大量的社会库存对钢价形成制约。

4、政策方面消息频出，将对钢铁产能形成持续制约

自 2016 年开始，政策面对钢铁产量的影响最为直接。今年年初，工信部发布钢铁产能置换办法，严禁新增产能，京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要继续执行不低于 1.25 : 1 的要求，其他地区由等量置换调整为减量置换。3 月中旬，唐山市发布了非采暖季错峰生产方案，将在 3 月 16 日-11 月 14 日共计 244 天中实施限产，限产比例在 10%-15%，同时邯郸市宣布在 3 月 16 日-3 月 31 日对高炉停产。因此今年钢材生产复苏的时间比往年要晚至少两周，产量也将不及市场在春节前夕的预期。

1) 产能置换

1 月 8 日，工信部发布钢铁、水泥、玻璃行业产能置换实施办法，2018 年严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能，继续做好产能置换工作。京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要继续执行不低于 1.25 : 1 的要求，其他地区由等量置换调整为减量置换。对于被置换的落后产能，实施办法规定，钢铁“新项目备案前必须公告置换方案，新项目投产前必须拆除置换设备”，包括新项目不得点火投产、试生产。水泥、平板玻璃则需在建设项目投产前关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。1 月 25 日河北省十三届人大一次会议政府工作报告中指出，将制定实施去产能三年行动计划。今年将压减钢铁产能 1000 万吨以上、煤炭 1062 万吨、水泥 100 万吨、焦炭 500 万吨、平板玻璃 500 万重量箱、火电 50 万千瓦，钢铁“僵尸企业”全部出清。

2) 非采暖季限产

2018 年 3 月 10 日，唐山市人民政府发布了“唐山市钢铁行业 2018 年非采暖季错峰生产方案”。方案中要求，唐山市钢铁企业错峰生产时间为 2018 年 3 月 16 日-2018 年 11 月 14 日，共计 244 天。

文件中钢铁行业错峰生产原则：

钢铁企业限产比例与其对市主城区空气质量的影响程度直接挂钩，并根据气象条件综合确定限产比例。

未取得排污许可证的钢铁企业全部停产。

采用对高炉实行部分时间段停产的方式实施管控。

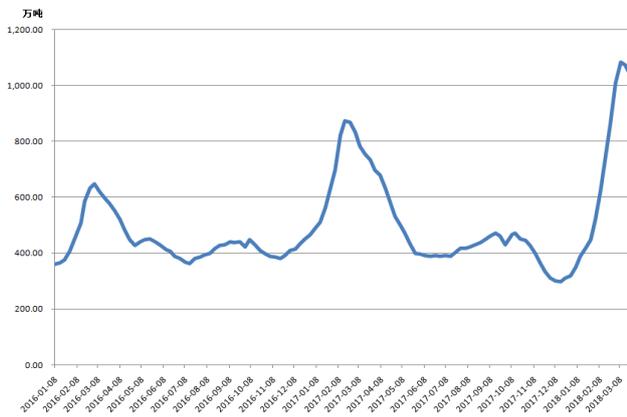
位于市主城区的钢铁企业基础限产比例为 15%，主城区之外的钢铁企业基础限产比例为 10%。

位于市主城区的钢铁企业不再增加动态限产比例;其余各县(市)区钢铁企业在基础限产比例的基础上,根据各月常年主导风向变化情况(依据历史气象统计资料),对位于市主城区上风向的钢铁企业限产比例再增加 5%。

对符合环保标准要求的铁路运输钢铁企业,分解错峰生产任务时可依据企业原燃料铁路运输所占比例予以适当减少(钢铁企业符合环保标准要求的铁路运输是指:原燃料采用铁路运输进厂,铁路线直接进入封闭料场内进行卸车作业,厂内无汽车倒运原燃料),但位于市主城区的钢铁企业限产比例不予减少。

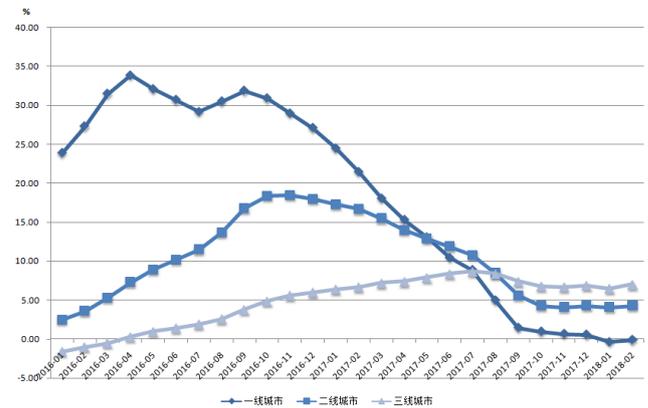
对环保治理提升专项行动进度缓慢的钢铁企业(由环保部门提供名单),限产比例增加到 50%。

图 7. 螺纹钢社会库存快速回升 (万吨)



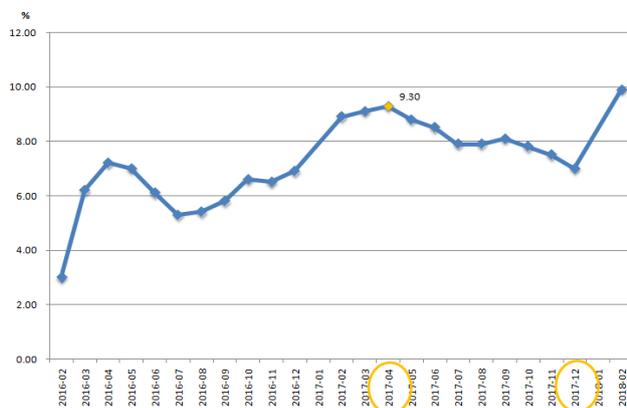
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 8.70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 (%)



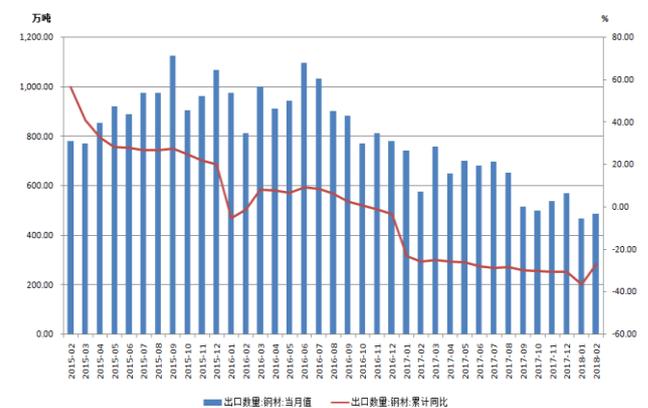
资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 9. 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究所

图 10. 钢材月度出口维持低位 (万吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

二、 钢材需求：短期有望回暖 长期受到抑制

从拉动钢材中长期需求的“三驾马车”来看,首先房地产调控不放松,一、二、三线城市房价增速都在逐步回落,房地产开发投资增速步入下行节奏,但 2018 年 1-2 月增速突然提高,后续仍需观察,1-2 月房屋新开工面积增速显著回落;其次中美两国在 3 月下旬打响贸易战,美国政府计划对至少 500 亿美元的中国进口商品征

收 25%的关税，现代铁路，新能源汽车和高科技等 1300 个产品类别将受到关税影响。针对进口自中国的钢铁，美国可能钢铁征收 24%的关税。贸易战仍在升级中，预计后续月度出口量将始终维持低位，对钢铁需求的拉动作用趋弱；再之基建投资增速逐月回落。中长期而言，钢铁需求要弱于 2016 和 2017 年。短期我们期待 4、5 月份季节性旺季的表现。

1、房地产投资增速回升，房屋新开工面积增速回落

2016 年 9 月开始，房地产政策由宽松转向收紧。就房价而言，一线城市房价增速的拐点出现在 2016 年 9 月，二线城市房价增速稍稍落后 2 个月也开始见顶回落，而三线城市房价严重滞后于一、二线城市，在 2017 年 7 月才开始出现增速下滑。一线城市房价指数同比增速在今年 2 月跌破零点报于-0.3%，3 月报于-0.1%，显示出房价有回落的风险，而二、三线城市的房价增速仍走平。全国房地产投资增速在 2017 年 4 月开始步入下行节奏，截至 12 月，累计同比增长 7.0%，增速较 1-11 月下降 0.5 个百分点，年末出现转折，2018 年 1-2 月，全国房地产开发投资完成额 10831 亿元，同比增长 9.9%，增速比去年全年提高 2.9 个百分点。而 1-2 月房屋新开工面积 17746 万平方米，累计同比增长仅 2.9%，增速比去年回落 4.1 个百分点。1-2 月是传统开工淡季，数据基本符合预期。

2、中美打响贸易战，钢材出口遭抑制

钢材出口热情自 2016 年中旬开始回落，月度出口量自 1100 万吨一线逐步减少，尤其在进入 2017 年以来，出口量逐步回落，截至 2018 年 2 月，海关统计数据显示我国出口钢材 484.70 万吨，同比下降 16%，1-2 月累计出口钢材 949.70 万吨，同比下降 27%，主要受国内钢材价格大幅上扬以及人民币大幅升值等因素的拖累。

2 月 17 日凌晨，美国商务部长 Ross 建议对钢铁、铝进口实施高额关税、设置进口配额等措施。美国总统特朗普必须分别在 4 月 11 日和 4 月 19 日前对钢铁和铝的相关建议作出决定。Ross 在发布会上表示，他建议对钢铁进口征收 24%的关税，并对铝进口征收 7.7%的关税。除了关税，Ross 还提出了以下选项供特朗普参考：

- 1) 对来自巴西、中国、哥斯达黎加、埃及、印度、马来西亚、韩国、俄罗斯、南非、泰国、土耳其和越南的进口钢材征收至少 53%的关税。将其它国家的钢铁进口配额设置为其 2017 年对美出口钢铁规模的 100%。
- 2) 对所有国家设定钢铁进口配额——配额为该国 2017 年对美出口钢铁规模的 63%。
- 3) 对来自中国（包括中国香港地区）、俄罗斯、委内瑞拉和越南的铝进口设置 23.6%的关税
- 4) 对各国设置铝出口配额。配额为该国 2017 年向美出口铝规模的 86.7%。

实际上在 3 月 23 日，美国总统特朗普签署对欧盟、澳大利亚、加拿大、墨西哥、阿根廷、韩国和巴西的钢铝关税豁免，有效期至 5 月 1 日，这充分显示出对钢铝的贸易战剑指中国。与此同时，美国政府计划对至少 500 亿美元的中国进口商品征收 25%的关税。现代铁路，新能源汽车和高科技等 1300 个产品类别将受到关税影响。特朗普表示，这只是许多措施中的第一步。中美的贸易战正式打响，尽管中国第一时间宣布予以反击，但力度一般。就在 3 月 23 日，美国“盟友”日本也紧随其后和中国的钢铁贸易发生摩擦，决定对中国和韩国产的部分钢铁产品征收反倾销关税，征税对象为碳钢焊接接头，3 月 31 日起征，为期 5 年，税率为 41.8-69.2%。日本政府将于 30 日正式公布政令。

贸易战仍在升级中，预计后续月度出口量将始终维持低位，对钢铁需求的拉动作用趋弱。

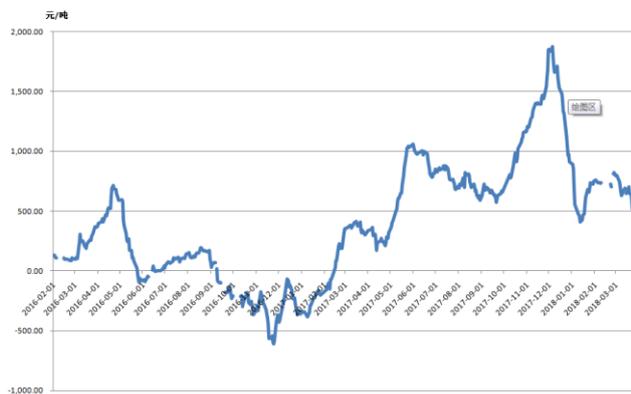
3、基建投资增速不断下滑

进入2017年后，基建投资累计同比增速一度在2月触及27.3%，随后增幅逐月小幅回落，2018年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）44626亿元，同比增长7.9%，增速较2017年1-12月微弱回升0.7个百分点。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）9654亿元，同比增长16.1%，增速比1-12月份回落2.9个百分点。与此同时，基建在固定资产投资中的占比有所回落，2月份占21.6%。房地产投资出现明显的下滑趋势，基建投资增速也小幅下滑，对钢材需求形成制约。

三、钢厂利润正在逐渐收缩

现阶段钢厂开工率仍受政策的严格限制，对炉料的采购也趋于谨慎，黑色系商品在3月中整体重挫，吨钢利润自前期800元/吨的水平逐步回落。截至3月26日，经过估算的吨钢利润为546元/吨，尽管前期所预计的复产并未如期进行，我们对4月黑色系的供需基本面并不十分悲观，高炉开工率将有所回升，进一步压缩钢厂利润，因此买铁矿、焦炭，空螺纹的套利仍可尝试进行。

图 11. 吨钢利润逐步回落（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 固定资产投资、基建投资累计同比同步下滑（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

四、铁矿石：港口库存创新高、下游补库待启动

春节之后，钢厂铁矿石库存消耗较快，自2月初的33.5天可用量回落至3月下旬的22天可用量，但近期环保限产依然严格，叠加唐山非采暖季限产政策的影响，钢厂至今尚未大幅启动开工。随后钢材季节性供需旺季即将到来，钢厂应当对铁矿有所补库，考虑到铁矿石库存量巨大，预期钢厂即便开始补库也不会有很大力度，对铁矿石的采购仍然占据强势地位。

1、铁矿石进口量回落，进口均价回升

海关总署公布的数据显示，2018年2月份我国进口铁矿砂及其精矿8427万吨，同比下降1%，环比1月份的10034万吨大幅减少1607万吨，折16%；2018年全年我国累计进口铁矿砂及其精矿18461万吨，同比增长5.0%。从进口价格来看，2月份铁矿石进口均价为73.55美元/吨，同比减少4.91美元/吨，环比回升4.66

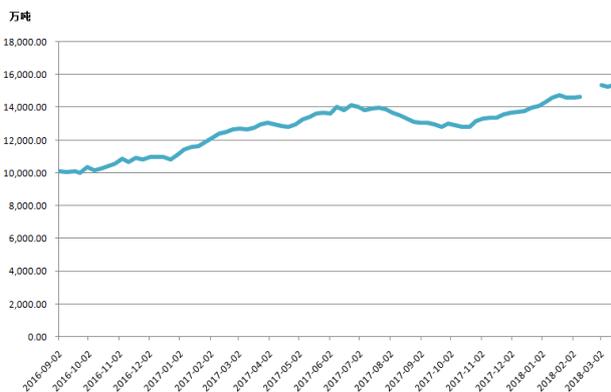
美元/吨。

除此之外，铁矿石高、中、低品位价格在3月集体下跌，价差表现相对平稳。截至3月27日，65%铁矿石报于81.8美元/吨，62%品位铁矿石报于63.45美元/吨，两者价差65%品位Fe-62%品位Fe=18.35美元/吨，较2月末小幅回升1.2美元/吨；58%品位铁矿石报于30.25美元/吨，62%品位Fe-58%品位Fe=33.2美元/吨，较2月末回落1.3美元/吨，从高、中、低品位铁矿石的价差表现可以看出，目前市场暂未出现结构化差异，整体需求水平较差。

2、港口库存维持高位、钢厂补库动力不足

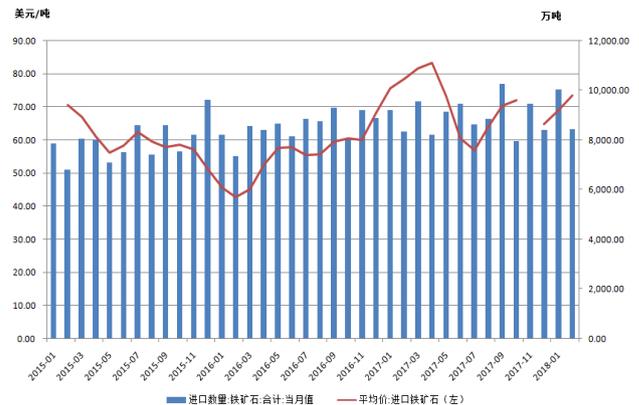
WIND数据显示，截至3月16日当周，铁矿石港口库存报于15412万吨，自10月中旬的相对低位12812万吨大幅增加2600万吨。钢厂对于铁矿石的补库意愿不佳，截至3月16日当周，进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为22天，较2月初的33.5天大幅减少11.5天，重回年初水平。这显示出钢厂复产尚未启动，铁矿石供给充足，钢厂倾向于随行就市采购，从另一方面而言，后续若启动补库，也有一定采购空间。

图 13. 铁矿石港口库存不断攀升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 铁矿石进口量



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

五、双焦：静待钢厂需求启动

焦化企业的冬季限产在三月中旬刚刚结束，但下游需求迟迟未启动，焦企开工热情近两月探低小幅回升，截至3月23日当周，产能>200万吨的大型焦化企业开工率为79.42%，较2月初回升3.49个百分点；产能在100万吨-200万吨的中型焦化企业开工率则探低回升，于2月底相近报于77.81%；产能<100万吨的小型焦化企业开工率报于76.58%，较2月回落3.85个百分点。焦炭月度产量2018年前两个月相对较低，据国家统计局数据显示，2018年1-2月焦炭产量累计6731万吨，同比减少2.7%，1、2月份单月平均产量3365.5万吨，低于2018所有月份，不及我们年报中所预期，但粗钢产量的释放也不及预期，焦炭价格仍不乐观。

前期我们预期3月中旬钢厂将复产，对于炉料端的需求有所提振，但实际上今年钢厂复产之路极度坎坷及迟滞，对焦炭并未有显著的补库动作，截至3月23日当周，钢厂焦炭库存可用天数为10.0天，较2月9日当周的12.0天回落2天，钢厂仍占据采购的主导地位，不断调降焦炭采购价格，仅三月末的一周内就下跌超300元/吨。炼焦煤港口库存在3月逐步回落，而焦炭港口库存小幅回升。双焦未来的表现取决于钢厂的采购和对价格的让步。

图 15. 原材料钢厂库存可用天数 (天)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图 16. 焦化企业开工率: 大型钢厂 (天)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

第四部分 总结与展望

长达 6 个月的采暖季限产政策结束, 但 3 月环保限产依然严格, 邯郸钢厂在三月下旬的两周内停产, 唐山市开始实施 244 天的非采暖季限产, 钢厂开工率始终维持低位, 粗钢产量显著回落, 需求也尚未有效启动, 冬储的社会库存激增形成抛压, 黑色系整体仍然呈现供需两弱局面。

美联储 3 月利率决议宣布加息 25 个基点, 货币政策声明称, 经济活动温和扩张, 就业增长强劲, 12 个月通胀预计将在未来数月上升。在经济、通胀和就业前景的评估方面, 美联储上调了今明两年经济增速预期, 并下调了未来三年的失业率预期, 上调未来两年核心 PCE 通胀预期。受此影响, 中外股市、商品集体下挫。3 月 23 日, 美国政府计划对至少 500 亿美元的中国进口商品征收 25% 的关税, 现代铁路, 新能源汽车和高科技等 1300 个产品类别将受到关税影响。市场恐慌情绪造成 3 月中下旬商品进一步下行, 尤其对于黑色系而言, 预计后续月度出口量将始终维持低位。截至 3 月 26 日, 螺纹钢、铁矿石和焦炭 1805 合约重挫近 20%, 焦煤 1805 合约大跌 12%。

2017 年 10 月中旬至 2018 年 3 月中旬的冬季限产政策拉下帷幕, 横跨整个冬季的大力度限产使得粗钢产量较前期大幅回落, 限产结束后, 由于环保因素以及唐山非采暖季限产因素的影响, 高炉开工仍未启动, **我们预计钢材生产复苏的时间比往年要晚至少两周, 清明前后, 供给端有望逐渐恢复, 但全年粗钢产量整体应当同比回落。**而春节前夕的贸易商囤货暂未转化为实际需求流入下游市场, 短期形成抛压, 对钢材价格带来抑制作用。

从拉动钢材中长期需求的“三驾马车”来看, 首先房地产调控不放松, 一、二、三线城市房价增速都在逐步回落, 房地产开发投资增速步入下行节奏, 但 2018 年 1-2 月增速突然提高, 后续仍需观察, 1-2 月房屋新开工面积增速显著回落; 其次中美两国在 3 月下旬打响贸易战, 美国政府计划对至少 500 亿美元的中国进口商品征收 25% 的关税, 现代铁路, 新能源汽车和高科技等 1300 个产品类别将受到关税影响。针对进口自中国的钢铁, 美国可能钢铁征收 24% 的关税。贸易战仍在升级中, 预计后续月度出口量将始终维持低位, 对钢铁需求的拉动作用趋弱; 再之基建投资增速逐月回落。 **中长期而言, 钢铁需求要弱于 2016 和 2017 年。短期我们期待 4、5 月份季节性旺季的表现。**

现阶段钢厂开工率仍受政策的严格限制，对炉料的采购也趋于谨慎，黑色系商品在3月中整体重挫，吨钢利润自前期800元/吨的水平逐步回落，截至3月26日，经过估算的吨钢利润为546元/吨，尽管前期所预计的复产并未如期进行，我们对4月黑色系的供需基本面并不十分悲观，高炉开工率将有所回升，进一步压缩钢厂利润，因此买铁矿、焦炭，空螺纹的套利仍可尝试进行。

春节之后，钢厂铁矿石库存消耗较快，自2月初的33.5天可用量回落至3月下旬的22天可用量，但近期环保限产依然严格，叠加唐山非采暖季限产政策的影响，钢厂至今尚未大幅启动开工。随后钢材季节性供需旺季即将到来，钢厂应当对铁矿有所补库，考虑到铁矿石库存量巨大，预期钢厂即便开始补库也不会有很大力度，对铁矿石的采购仍然占据强势地位。

前期我们预期3月中旬钢厂将复产，对于炉料端的需求有所提振，但实际上今年钢厂复产之路极度坎坷及迟滞，对焦炭并未有显著的补库动作，截至3月23日当周，钢厂焦炭库存可用天数为10.0天，较2月9日当周的12.0天回落2天，钢厂仍占据采购的主导地位，不断调降焦炭采购价格，仅三月末的一周内就下跌超300元/吨。炼焦煤港口库存在3月逐步回落，而焦炭港口库存小幅回升。双焦未来的表现取决于钢厂的采购和对价格的让步。

四月到来，春风拂面，房地产和基建的开工将逐渐恢复，吨钢利润仍有500元/吨之上，在限产、停产的政策结束后，我们预计钢材的生产和需求将较一季度有所恢复，从而拉动原料端需求，提振铁矿、双焦的价格。

推荐策略：短期尝试反弹策略，中期逢高卖出策略（五月、六月报再详谈），做空钢厂利润套利策略。

螺纹1810合约依托3200点一线逢低尝试短多，突破10日均线 and 3400点一线时分批加仓，目标价位3500-3600点；破3200点短多止损，反弹再次失败将有望回探3000点。

铁矿1809合约在440-460元/吨之间择机尝试多单，突破460点加仓，目标价位500-515元/吨；破430则短多止损，中期支撑位在400元/吨一线。

焦煤1809合约加速下跌之后，3月29日巨幅震荡收长下影中阳线，站上5日线，成为较好的买入时机，建议依托1120元/吨逢低尝试多单。

焦炭1809合约强势站上5日均线，可以布局多单。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025-84787999
传真：025-84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
传真：0519-88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513-55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560998
传真：0512-69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021-61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571-85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号

广州营业部

电话：020-87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号