

上半年黑色供需好于预期 下半年密切关注政策变化

内容提要：

- ◆ 今年上半年中国宏观数据维持良好水平，国内经济相对平稳运行。下半年经济形势预计较上半年变化不大，基建投资增速或因财政支出的增加而有小幅回升，房地产投资增速仍在固定资产投资中呈现支撑作用。值得关注的是，中美贸易战再起波澜，对市场后期带来不确定性。
- ◆ 2018年上半年，粗钢产量也经历了从收缩到扩张的变化，得益于限产政策结束以及吨钢利润的增加，粗钢产量自3月开始大幅回升。吨钢利润围绕1000元/吨展开震荡整理，钢厂开工热情不减。预计下半年粗钢产量在没有新一轮政策的影响时仍将维持在8000-9000万吨的高位水平。
- ◆ 1-5月房地产开发投资增速维持在10%之上，实际的房屋新开工面积确实有较大回升，对螺纹钢消费形成支撑，从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期；3-5月份钢材出口逐步回升，后续影响不确定性加大；再之基建投资增速再次回落。螺纹钢的消费短期支撑不改，中长期或受到抑制。
- ◆ 推荐策略：黑色系下半年或维持相对高位的宽幅震荡，三季度前期以依托前期高点逢高抛空为宜，三季度末期关注政策变化，大概率需转变思路看好四季度行情。
- ◆ 风险点：中美贸易战、钢材消费的季节性回落、环保限产政策等。

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

环保限产短期提振黑色 警惕供给释放需求回落
20180601

螺纹供需稍显好转 炉料端被动等待补库
20180501

加息、贸易战利空后 黑色静待供需格局好转
20180401

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

第一部 行情回顾

2018 年上半年行情收官在即，黑色系商品主要品种主力合约波动剧烈，表现相对分化，涨跌幅相去甚远。截至 6 月 26 日，焦炭 1809 合约以 6.28% 的涨幅领先，螺纹钢 1810 合约微弱收涨 1.91%，而铁矿石 1809 合约重挫 14.02% 近三个月基本维持低位震荡，焦煤 1809 合约收跌 7.13%。

从基本面的角度来总结黑色系商品之间差异巨大的表现。其实上半年的行情主要分为三个阶段，第一个阶段是年初至春节之前，由于钢厂和焦化厂仍在执行采暖季限产政策，螺纹钢和焦炭价格显著拉涨，铁矿石和焦煤价格则逐渐回落；第二个阶段是春节之后至 3 月末，在春节前夕形成的螺纹钢冬储库存开始形成抛压，采暖季限产结束的复产预期也使得螺纹和焦炭承压，前期快速飙升的吨钢利润有修复需求，黑色系商品价格在这个阶段整体下挫，尤其在 3 月 22 日下行叠加中美贸易战因素的利空，价格进一步深跌之后出现反转；第三个阶段，钢厂开始复产，房地产投资增速回升，房屋新开工面积增加，螺纹钢社会库存及厂库库存显著回落，供需两旺的基本面推动钢材价格率先拉涨，直奔前期高点 3900 元/吨，而焦化企业由环保限产转为主动限产提价，焦炭价格紧随其后快速上升，经过八轮累计 650 元/吨调涨，焦炭价格突破前期高点达到 2200 元/吨，铁矿石受螺纹钢驱动小幅跟涨，但受制于庞大的库存，价格始终承压 500 元/吨一线，焦煤表现相对低迷。

表 1 2018 年 1 月 2 日至 6 月 26 日黑色系列期货主力合约的表现

合约	开盘价	收盘价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	3610	3679	3912	3163	+1.91%	23.68%
铁矿石	535.0	460.0	576.5	432.5	-14.02%	33.29%
焦炭	1911.0	2031.0	2205.0	1692.5	+6.28%	30.28%
焦煤	1262.0	1172.0	1345.0	1091.0	-7.13%	23.28%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

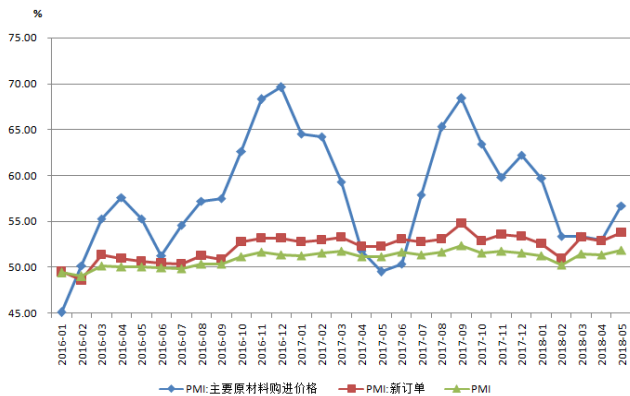
第二部分宏观：国内经济相对平稳 中美贸易扰动市场

今年上半年中国宏观数据维持良好水平，国内经济相对平稳运行。制造业稳步增长，PMI 连续 22 个月保持在枯荣分水岭之上，居民消费价格指数及工业者出场价格指数略有增减，工业生产增速小幅加快，实体经济对货币需求量大，固定资产投资增速下滑，房地产投资增速上半年超预期回升，基建投资增速有所回落。现阶段市场氛围趋于平稳，没有显著扩张态势。下半年经济形势预计较上半年变化不大，其中基建投资或因财政支出的增加而有小幅回升，房地产投资增速仍在固定资产投资中呈现支撑。值得关注的是，国际市场方面，中美贸易战短暂缓和之后纷争再起波澜，对市场后期带来不确定性。

制造业稳步增长。中国制造业采购经理指数 PMI 自 2016 年 8 月跃上 50 枯荣分水岭后，已经连续 22 个月保持在枯荣分水岭之上，2018 年 1-5 月中除 2 月因春节因素 PMI 回探近 50，其余四个月的表现与 2017 年整体相当，其中 2018 年 5 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 报于 51.9%，较 4 月回升 0.5 个百分点，较去年同期高出 0.7 个百分点，制造业继续保持稳步增长的发展态势。其中生产指数为 54.1%，高于上月 1.0 个百分

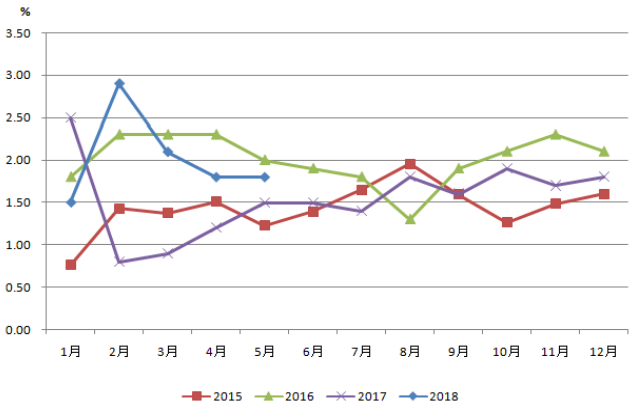
点 ;新订单指数为 53.8% ,较上月回升 0.9 个百分点 ,两者均升至年内高点 ;新出口订单指数和进口指数为 51.2% 和 50.9% ,分别较上月上升 0.5 和 0.7 个百分点 ,均连续三个月位于扩张区间 ;主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 56.7%和 53.2% ,分别比上月上升 3.7 和 3.0 个百分点 ,且高于上年同期 7.2 和 5.6 个百分点 ,其中石油加工及炼焦业、黑色金属冶炼及压延加工业的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均高于 60.0% ,且环比上升幅度较大。

图 1. PMI 环比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

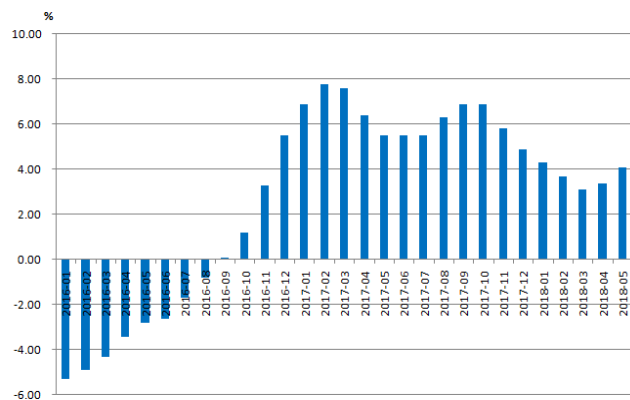
图 2. CPI 当月同比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

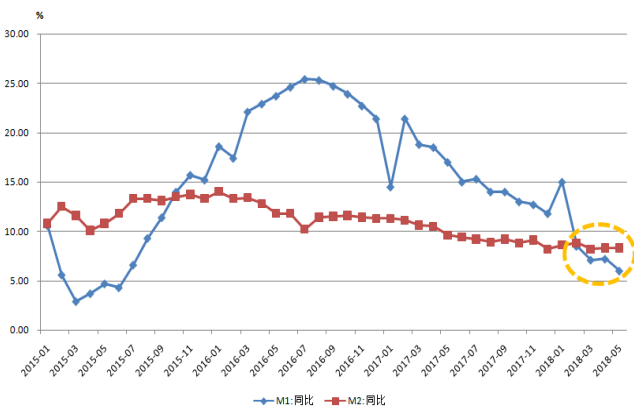
CPI 冲高回落、PPI 探低回升。2018 年前五个月，CPI 和 PPI 的基本呈现此消彼长的状态。全国居民消费价格指数 CPI 同比涨幅在 2 月春节因素的提振下一度逼近 3%，随后小幅回落，截至 5 月 CPI 同比增长 1.8%，与 4 月持平；从环比看，CPI 再次下降 0.2%，降幅也与上月持平。而工业生产者出厂价格 PPI 同比涨幅在 3 月报于 3.1%，为前五个月的低点，此后陆续回升，截至 5 月 PPI 同比增长 4.1%，较上月回升 0.7 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业涨幅扩大；PPI 环比增长 0.4%，由降转升，其中黑色金属冶炼和压延加工业转为上涨 1.3%。

图 3. PPI 同比增速 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. M1、M2 增速剪刀差回归正值 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

工业生产增速波动较大。今年上半年规模以上工业增加值同比增速出现较大波动，1-2 月同比增长 7.2%，较 2017 年加快 1.0 个百分点，3 月增速则下滑 1.2 个百分点至 6.0%，随后两个月增速有所回升，5 月国家统计局数据显示，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%，增速比 4 月微弱下滑 0.2 个百分点。分三大门类看，

2018 年 5 月份，采矿业增加值同比增长 3%，较 4 月扩大 3.2 个百分点；制造业增长 6.6%，较上月小幅回落 0.8 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 12.2%，较 4 月大幅提升 3.4 个百分点。从具体行业来看，黑色金属冶炼和压延工业增长 7.4%，增速较 4 月加快 2.4 个百分点。

M2 增速-M1 增速上半年逐渐回归正值并扩大。央行最新公布的数据显示，2018 年 5 月，人民币贷款新增 1.15 万亿元，同比多增 405 亿元，环比少增 300 亿元。5 月末，广义货币(M2)余额 174.31 万亿元，同比增长 8.3%，增速与上月持平，比去年同期低 0.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 52.63 万亿元，同比增长 6.0%，增速分别比上月末低 1.2 个百分点，比去年同期低 11 个百分点；流通中货币(M0)余额 6.98 万亿元，同比增长 3.6%，增速较上月末下滑 0.9 个百分点。M2 增速-M1 增速录得 2.3 个百分点，较上月的 1.1 个百分点扩大 1.2 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），自 2 月消失并逐渐回归正值，然后呈现走扩格局。

中美贸易战仅短暂缓和，近期紧张情绪再度升温。5 月 20 日，中美经过谈判共同发布中美经贸磋商联合声明，贸易战暂告一段落，市场避险情绪回落，风险偏好回升。但不到十天之后的 5 月 29 日，美国白宫突然宣布，将对对中国 500 亿美元商品征收 25%关税，最终进口商品清单将于 6 月 15 日之前公布，单方面打破前期声明，令紧张情绪再起，目前暂时没有对避险资产构成有效的支撑，美元指数也并未遭受重挫，后期不确定性增强。

第三部分黑色产业链供需格局

一、 钢材供给正在持续增加

黑色系商品价格在 2016 年初开启“熊市”转换，主要得益于国家主导的供给侧改革以及环保限产政策，经过 2016、2017 和 2018 三年时间，供给侧改革基本上能搞超额完成淘汰 1-1.5 亿吨钢铁落后产能的任务，即将默默地退出历史舞台，无法继续拉动黑色系商品价格，而环保限产自 2017 年底开始接棒发力，时间跨度长达半年，蓝天保卫战并未一蹴而就的，预计因环保因素导致黑色系出现限产、停产的情况仍会不定期发生，尤其在四季度初期以及一季度末需要密切关注。

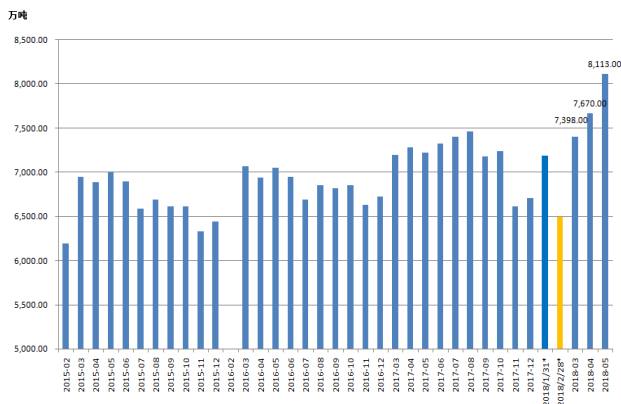
2018 年上半年，粗钢产量也经历了从收缩到扩张的变化，得益于限产政策结束以及吨钢利润的增加，粗钢产量自 3 月开始大幅回升，4 月、5 月屡创新高。尽管 4、5 月间钢厂的环保限产时有发生，4 月中旬徐州钢厂停产——4 月下旬江苏环保督查——5 月下旬常州钢厂减产——青岛上合峰会环保控制，分区域来看各地环保政策对螺纹产量的实际影响并不算大。除政策性因素外，炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润近一个月围绕 1000 元/吨展开震荡整理，对于生产型企业而言仍然具有扩张生产的吸引力，钢厂开工热情不减。预计下半年粗钢产量在没有新一轮政策的影响时仍将维持在 8000-9000 万吨的高位水平。

1、 上半年粗钢产量超预期增长

自一季度末期冬季限产政策结束，高炉开工率逐渐恢复性攀升，粗钢产量自 3 月开始连续三个月放大屡创历史新高。根据国家统计局数据，中国 3 月份粗钢产量报于 7398 万吨，同比增长 4.5%，4 月粗钢产量再上一程，报于 7670 万吨，同比增长 4.8%，增幅较 3 月小幅扩大 0.3 个百分点，5 月份，我国粗钢产量为 8113 万吨，同比增加 8.9%；中国 1-5 月份粗钢产量累计 36986 万吨，同比增长 5.4%。与此同时，全国高炉开工率延续自 3

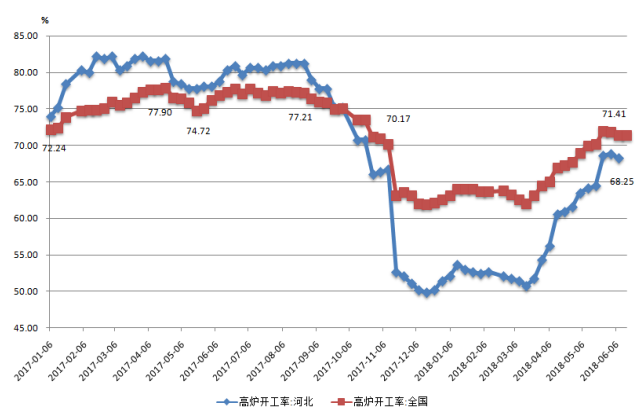
月中旬以来的反弹，开工水平已经基本回升至 2017 年 11 月中旬同期。粗钢产量的增长符合预期，但涨幅却超预期。除政策性因素外，钢材在春节后出货转好，刺激钢价领先炉料端回升，吨钢利润高企也是粗钢产量创新高的主要原因之一，3 月-4 月期间，现货吨钢利润自 500 元/吨迅速上涨至 1100 元/吨，焦炭现货价格经过 5、6 月的多次调涨，大涨 650 元/吨快速回升至 2450 元/吨一线，不仅修复期现贴水，更升水主力期货合约超 200 元/吨，铁矿石现货价格表现一般，基本维持在 490-520 元/吨，而螺纹钢价格在供需两旺的提振下同样维持高位，炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润近一个月围绕 1000 元/吨展开震荡整理，对于生产型企业而言仍然具有扩张生产的吸引力，钢厂开工热情不减。预计下半年粗钢产量在没有新一轮政策的影响时仍将维持在 8000-9000 万吨的高位水平。

图 5. 全国粗钢产量大幅增加 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 高炉开工率探低回升 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2、高炉开工情况受政策影响较大

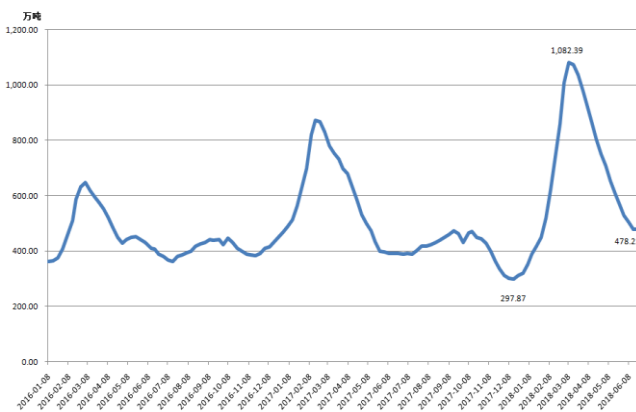
2017 年 8 月，环保部、发展改革委、财政部、能源局和北京、天津、河北、河南、山东、山西 6 省市公布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确了“2+26”城市今年的大气污染防治任务。“2+26”城市是指京津冀大气污染传输通道，包括北京，天津，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸，山西省太原、阳泉、长治、晋城，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳。在水泥、铸造等行业继续全面实施错峰生产的基础上，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产 50%。以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。政策自 2017 年 10 月中旬开始实施直至 2018 年 3 月中旬结束。政策限产对于高炉开工率的抑制作用十分显著，河北高炉开工率在去年 11 月至今年 3 月始终维持 50-55%低位区间，全国高炉开工率在 60-65%区间，直至 3 月中旬限产结束，钢厂迎来全面复产，开工持续回暖。

2 月下旬，在采暖季限产临近结束之时，唐山市出台《唐山市钢铁行业 2018 年非采暖季错峰生产方案》，方案指出自 2018 年 3 月 16 日至 2018 年 11 月 14 日，也就是除采暖季之外，唐山在非采暖季也将实行限产。限产最低比例为 10%，最高比例为 15%。随后，邯郸市发布实施重点行业 2018 年非采暖季错峰生产差别化管控措施，将从 2018 年 4 月 1 日起至 11 月 15 日，对钢铁、焦化等行业限产 25%左右。这意味着“全年限产模式”已正式开启。

值得关注的是，4 月以来部分地区环保限产的号角密集吹响，快速提振钢材市场短期看涨情绪。4 月初，邯

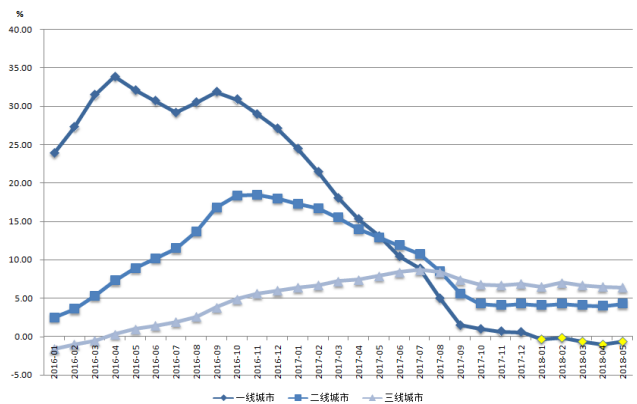
邯郸武安地区全面限产 50%；4 月 10 日开始，徐州钢厂大面积停产，复产时间不定；4 月 24 日，江苏省南京、无锡、常州、苏州、南通、扬州、镇江、泰州等 8 个沿江城市开展为期一个月的环保“交叉执法”专项行动，部分钢厂自 4 月 25 日起将停产一周；伴随青岛上合峰会临近，山东省内要求各市区组织落实减排清单，确保 5 月 30 日至 6 月 12 日期间严格执行到位，同时要求各环保局每日汇总督查结果及减排落实情况；5 月底，常州市政府印发《常州市 2018 年 5-6 月大气污染防治强化管控行动方案》，辖区内 2 家优特钢厂生产临时调整，中天钢铁高炉检修 110 天，影响产量 20 万吨，螺纹生产线检修 110 天，影响产量 8 万吨；东方特钢高炉检修 30 天，影响铁水 8 万吨，棒材 6 万吨。分区域来看各地环保政策对螺纹产量的实际影响并不算大，但叠加起来对市场情绪形成提振。

图 7. 螺纹钢社会库存 (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

3、螺纹钢社会及厂库库存均有阶段见底迹象

从库存的角度来看，可以发现每年的 11 月-2 月，螺纹钢社会库存都有从低位到高位攀升的过程，俗称“冬储”，这是贸易商对春季行情看好的表现，近三年由于钢材价格的快速上行，冬储规模逐渐扩大，2018 年 3 月 9 日当周螺纹钢社会库存高达 1082.39 万吨。受房地产、基建等项目开工的提振，钢材需求自三月下旬开始呈现季节性回升，螺纹钢社会库存连续十四周下降，截至 6 月 15 日当周报于 477.72 万吨，较上月同期回落 174.76 万吨，较 3 月中旬的历史高点大幅减少 604.67 万吨，库存持续回落令螺纹钢前期的抛压解除，价格获得显著提振，目前库存水平基本回归正常水平，6 月 22 日当周出现止跌。再关注螺纹钢厂库库存，2018 年上半年的主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存高点是在 3 月 30 日当周报于 361.92 万吨，随后连续震荡回落，截至 6 月 15 日当周报于 185.36 万吨，而 6 月 22 日当周止跌并小幅回升。后续应当密切关注螺纹钢社会库存以及厂库库存，若双双转向回升，则螺纹钢价格可能出现见顶回落。

二、 钢材需求：短期好于预期 长期存有不不确定性

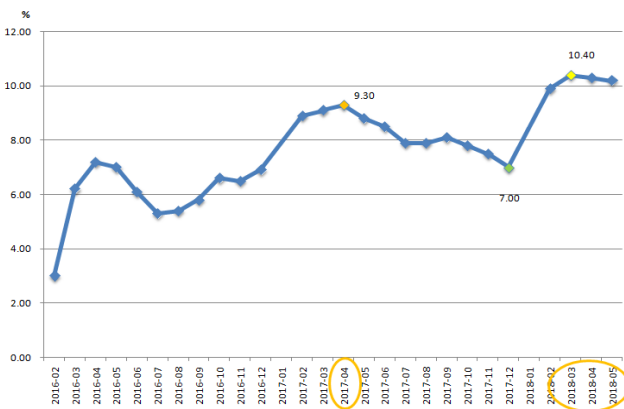
房地产调控不放松，一线城市房价增速连续五个月低于零值，二、三线城市房价增速平稳，1-5 月房地产开发投资增速维持在 10% 之上，主要原因也是土地购置成本涨幅过大，并非土地购置面积显著扩大，但 3-5 月实际的房屋新开工面积确实有较大回升，对螺纹钢消费形成支撑，从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期；中美贸易战之后市场氛围稍稍缓解，3-5 月份钢材出口逐步回升，但在 6 月中旬中美贸易战

再起波澜，后续影响不确定性加大；再之基建投资增速很难有趋势性改变。**螺纹钢的消费短期仍稍好于预期，但中长期存有不不确定性。**

1、房地产投资增速维持高位，房屋新开工面积增速回升

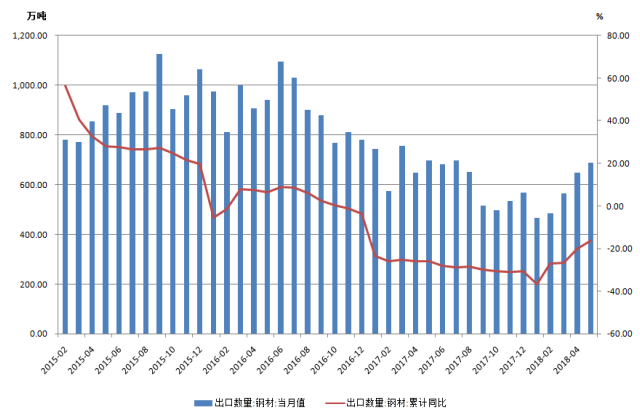
2016 年 9 月开始，房地产政策由宽松转向收紧。就房价而言，一线城市房价增速的拐点出现在 2016 年 9 月，二线城市房价增速稍稍落后 2 个月也开始见顶回落，而三线城市房价严重滞后于一、二线城市，在 2017 年 7 月才开始出现增速下滑。一线城市房价指数同比增速在今年 1 月跌破零点报于-0.3%，5 月报于-0.6%，连续五个月同比增速维持零点之下，并且降幅呈现小幅扩大的态势，显示出房价有持续回落的风险，二、三线城市房价同比增速连续八个月窄幅震荡，重心分别为 4%和 7%。

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.钢材月度出口小幅回升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

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，但年初投资增速出现显著转折，2018 年 1-2 月，全国房地产开发投资同比增长 9.9%，增速较 12 月陡升 2.9 个百分点，随后三个月房地产投资同比增速均维持在 10%之上，远好于市场预期，截至 5 月，全国房地产开发投资 41420 亿元，同比名义增长 10.2%，增速比 1-4 月份回落 0.1 个百分点。房地产开发投资的“逆袭”引发市场对于房地产政策是否转向放松的猜想，实际上，前 5 个月，房地产企业土地购置面积同比增速快速下降至 0.5%-2%左右，而土地成交价款同比增速高达 14%-20%；最新数据显示，1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 7742 万平方米，同比增长 2.1%，1-4 月份为下降 2.1%；土地成交价款 3522 亿元，同比增长 16.0%，土地购置成本的涨幅远超土地购置面积增幅，这是近期房地产投资增速维持高位的主要原因。

从施工情况来看，1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 684991 万平方米，同比增长 2.0%，增速比 1-4 月份提高 0.4 个百分点。房屋新开工面积 72190 万平方米，增长 10.8%，增速提高 3.5 个百分点。经过计算，5 月单月房屋新开工面积为 20411 万平方米，而 4 月房屋新开工面积为 17164 万平方米，3 月则为 16868.67 万平方米，3-5 月房屋新开工好于预期，对于螺纹钢的消费也有显著拉动，也是今年二季度钢材价格快速拉涨的主要原因之一。

2、钢材出口短线回升、长期遇阻

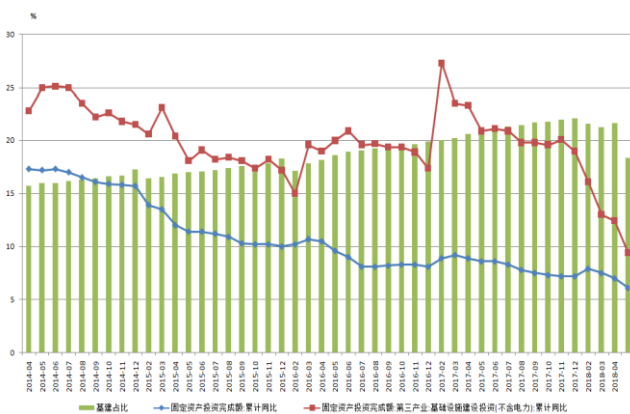
钢材出口热情自 2016 年中旬开始回落,月度出口量自 1100 万吨一线逐步减少,尤其在进入 2017 年以来,受国内钢材价格大幅上扬以及人民币大幅升值等因素的拖累,出口量急转直下,截至 2018 年 2 月,海关统计数据显示我国出口钢材 484.70 万吨,同比下降 16%,1-2 月累计出口钢材 949.70 万吨,同比下降 27%,创近两年单月新低。随后出口自 3 月份开始稍显恢复,4 月中美贸易战升温但并未对出口产生实际打击,钢材出口量有所回升,5 月再创阶段新高,海关数据显示 2018 年 5 月我国出口钢材 688.30 万吨,较上月的 647.6 万吨增加 40.70 万吨,环比涨幅为 6.3%,同比 2017 年则下降 1.0%;1-5 月我国累计出口钢材 2849.30 万吨,同比下降 16.3%,降幅较 1-4 月收窄 3.8 个百分点。短线来看,钢材出口情况有所好转。

六月中旬中美贸易战硝烟再起,尽管中国钢材整体出口量仅占产量的 10%左右,其中向美国出口钢材更仅有 1%,看似美国加征钢铁进口关税对中国钢材出口影响不大,但由于中国的主要出口对象例如韩国、越南、菲律宾、泰国、印尼、印度、加拿大、土耳其、巴西、日本等,这些国家也是向美国出口钢材的主要国家,所以我们的钢材在国外经过一些加工,也会进入到美国,因此中美贸易战从长期的角度仍会对钢材出口带来不利影响,除此之外,中美贸易战也会从汇率、金融的角度对钢材出口产生不确定的影响。

3、基建投资增速不断下滑

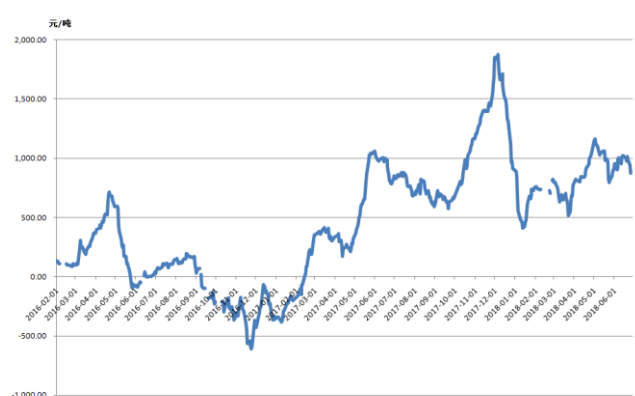
进入 2017 年后,全国固定资产投资就呈现不断下滑之势,期间仅 2018 年 1-2 月固定资产投资增速有所反弹,之后增速再次步入下行。在固定资产投资当中,基建投资累计同比增速也同样自 2017 年开始逐月下滑,仅今年 2 月小幅回升触及 27.3%,随后增幅逐月小幅回落。国家统计局最新数据显示,2018 年 1-5 月份,全国固定资产投资(不含农户) 216043 亿元,同比增长 6.1%,增速比 1-4 月份回落 0.9 个百分点,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 9.4%,增速比 1-4 月份回落 3 个百分点。其中,水利管理业投资增长 3.9%,增速回落 1.9 个百分点;公共设施管理业投资增长 8.6%,增速回落 2.2 个百分点;道路运输业投资增长 14.8%,增速回落 3.4 个百分点;铁路运输业投资下降 11.4%,降幅扩大 2.5 个百分点。**今年下半年,财政支出或有所增加,基建投资增速或有小幅回升的空间,但长期的下滑趋势很难改变,对于钢材需求形成中长期制约。**

图 11. 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

图 12. 吨钢利润高位震荡 (元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、吨钢利润维持高位震荡

3月中旬开始钢厂进入复产节奏，对于原材料端的消费形成显著提振，但由于焦炭、铁矿石的钢厂库存以及港口库存量大，在3、4月份钢厂对原料的采购仍趋于谨慎，同时仍有部分地区钢厂、焦化受环保因素的制约，出现限产或停产，螺纹价格率先反弹而焦炭、铁矿石价格遭到压制，表现远弱于钢材价格，因此整个4月，吨钢利润水平不降反升，截至4月26日吨钢利润再次站上1000元/吨大关。焦化企业陷于亏损，自发限产挺价，5月、6月经过多次调涨，累计涨幅高达650元/吨，焦炭现货价格快速回升至2450一线，不仅修复期现贴水，更升水主力期货合约超200元/吨，铁矿石现货价格表现一般，基本维持在490-520元/吨，而螺纹钢价格在供需两旺的提振下同样维持高位，炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润近一个月围绕1000元/吨展开震荡整理，但仍处于高位，钢厂开工热情不减。

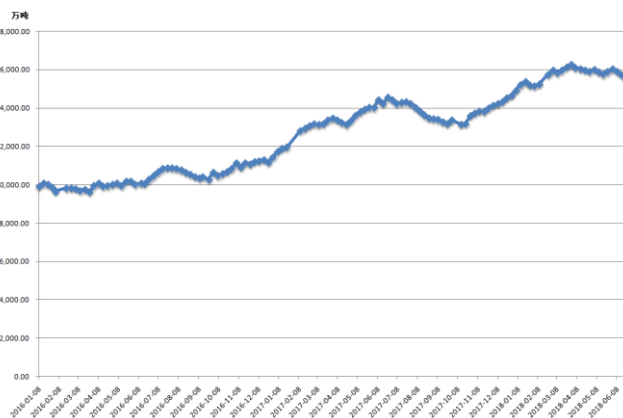
四、炉料端：焦强矿弱

2018年上半年高炉开工率探低回升，粗钢产量自3月开始爆发增长，对于原材料的表观消费量显著增加，但铁矿石和焦炭的供应端有较大分化。铁矿石进口量在2-4月保持8000-8500万吨的水平，5月进口量飙升至9414万吨，港口库存尽管仍维持高位区域，但自1.6亿吨逐渐小幅回落，这说明钢厂对于铁矿石的消费好于预期；钢厂的铁矿石库存可用天数自22天回升至26天，钢厂对铁矿石的补库热情十分一般，供需宽松的格局使得铁矿石价格低位震荡。钢厂的焦炭库存可用天数跌破10天，产量小幅回升，港口库存则自高位回落，尽管钢厂仍占据采购的主导地位，在焦炭供需偏紧的背景下，钢厂逐渐对焦化企业的提涨进行让步，支撑双焦价格维持高位格局。后期梅雨及高温季节即将到来、中美贸易战反复，钢材需求下降预期升温，警惕炉料端的阶段性调整。

1、铁矿石进口量显著回升

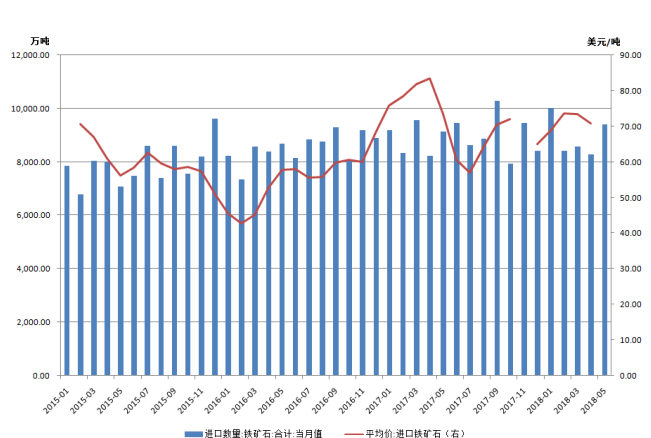
海关总署公布的数据显示，我国5月进口铁矿砂及其精矿9414万吨，较上月大幅增加1122万吨，环比增长13.5%，同比增长14.5%（去年同期为9152万吨）；1-5月我国累计进口铁矿砂及其精矿44750.6万吨，同比增长0.7%，增幅较1-4月提升0.5个百分点，供给进一步增加。

图 13. 铁矿石港口库存微弱回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 铁矿石进口量回升、价平稳（万吨、美元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

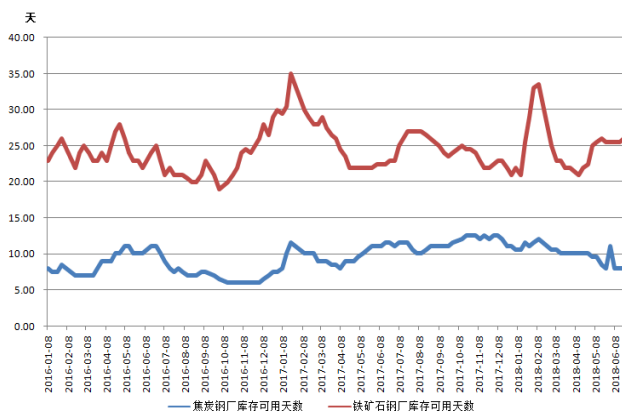
2、铁矿石港口库存高位小幅回落

铁矿石库存自 2016 年中旬突破一亿吨大关后，连续 22 个月维持震荡攀升格局，在 2018 年 3 月 30 日当周报于 16284.80 万吨，刷新历史新高。进入 4 月以来，由于粗钢产量爆发式增长，对于铁矿石消费有所好转，铁矿石港口库存逐渐回落，WIND 数据显示，截至 6 月 22 日当周，铁矿石港口库存报于 15488.41 万吨，较上月末的 15889.44 万吨小幅回落 401.03 万吨，较年内高点下降 793.39 万吨，在进口量激增的背景下，铁矿石港口库存仍有回落迹象，说明二季度铁矿石消费量超预期增长，这与前文所提到的粗钢产量在 3-5 月屡创历史新高相吻合。

3、钢厂补库动力不足

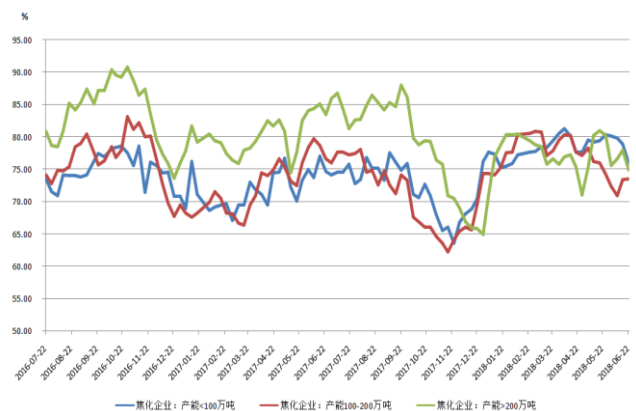
钢厂对于铁矿石的补库意愿一般，截至 6 月 22 日当周进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为 26 天，回到中位水平，从历史数据来看，一般钢厂对铁矿石的库存保持在 20-35 天，目前而言继续补库的动能不强，铁矿石供给充足，钢厂倾向于随行就市采购。

图 15.原材料钢厂库存可用天数分化（天）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16.焦化企业开工率有回升空间（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

4、双焦：高炉开工高涨 焦化供需偏紧

焦化企业的冬季限产在三月中旬刚刚结束，但钢厂对于焦炭的补库热情不佳，经过多次打压焦炭采购价，超 300 元/吨的跌幅令焦化企业陷入亏损，焦企在亏损初期通过向其上游焦煤压价暂获喘息，亏损后期焦企只能通过自发性的限产来对其价格进行支撑，焦化企业开工率在 4 月有显著的回落，黑色系整体供需格局在 5 月逐渐改善，供需两旺使得吨钢利润高企，钢厂逐渐对于焦炭价格作出让步，焦炭现货价格在 5 月-6 月期间陆续八轮调涨，累计涨幅超过 650 元/吨，焦炭现货价格触及 2450 元/吨，焦煤价格也获得提涨机会，这令焦化企业开工率回升，5 月末，各类型焦化企业产能均恢复至前期高位。但 6 月以来焦化企业开工情况有小幅下滑，截至 6 月 22 日当周，产能 < 100 万吨的小型焦化企业开工率为 78.14%，较 5 月末的 80.34% 回落 2.20 个百分点；产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 75.81，环比 5 月末回升 1.54 个百分点；产能 > 200 万吨的大型焦化企业开工率报于 75.56%，与 5 月末相持平。焦炭产量在 2018 年前两个月中相对较低，1、2 月份单月平均

产量 3365.5 万吨，低于 2018 所有月份，3 月焦炭产量小幅回升至 3557.4 万吨，4 月报于 3672.10 万吨，5 月产量为 3648.4 万吨，较 4 月小幅回落但延续扩张趋势，焦炭产量增幅远不及粗钢产量增幅，因此焦炭供需紧平衡的格局尚未改变。

从焦炭库存来看，截至 6 月 22 日当周，全国四大港口焦炭库存量总计 330.0 万吨，较 5 月末的 386.0 万吨大幅减少 56.0 万吨；钢厂焦炭库存可用天数为 8.0 天，与上月末持平，从数据来看钢厂对于焦炭也没有显著的补库动作，但焦炭的库存压力也有所缓解，后续焦炭需求如何就要看粗钢产量能否维持高位。

第四部分 总结与展望

2018 年上半年行情收官在即，黑色系商品主要品种主力合约波动剧烈，表现相对分化，涨跌幅相去甚远。截至 6 月 26 日，焦炭 1809 合约以 6.28% 的涨幅领先，螺纹钢 1810 合约微弱收涨 1.91%，而铁矿石 1809 合约重挫 14.02% 近三个月基本维持低位震荡，焦煤 1809 合约收跌 7.13%。上半年的行情主要分为三个阶段，第一个阶段是年初至春节之前，由于钢厂和焦化厂仍在执行采暖季限产政策，螺纹钢和焦炭价格显著拉涨，铁矿石和焦煤价格则逐渐回落；第二个阶段是春节之后至 3 月末，在春节前夕形成的螺纹钢冬储库存开始形成抛压，采暖季限产结束的复产预期也使得螺纹和焦炭承压，前期快速飙升的吨钢利润有修复需求，黑色系商品价格在这个阶段整体下挫，尤其在 3 月 22 日下行叠加中美贸易战因素的利空，价格进一步深跌之后出现反转；第三个阶段，钢厂开始复产，房地产投资增速回升，房屋新开工面积增加，螺纹钢社会库存及厂库存显著回落，供需两旺的基本面推动钢材价格率先拉涨，直奔前期高点 3900 元/吨，而焦化企业由环保限产转为主动限产提价，焦炭价格紧随其后快速上升，经过八轮累计 650 元/吨调涨，焦炭价格突破前期高点达到 2200 元/吨，铁矿石受螺纹钢驱动小幅跟涨，但受制于庞大的库存，价格始终承压 500 元/吨一线，焦煤表现相对低迷。

今年上半年中国宏观数据维持良好水平，国内经济相对平稳运行。制造业稳步增长，PMI 连续 22 个月保持在枯荣分水岭之上，居民消费价格指数及工业者出场价格指数略有增减，工业生产增速小幅加快，实体经济对货币需求量大，固定资产投资增速下滑，房地产投资增速上半年超预期回升，基建投资增速有所回落。现阶段市场氛围趋于平稳，没有显著扩张态势。下半年经济形势预计较上半年变化不大，其中基建投资或因财政支出的增加而有小幅回升，房地产投资增速仍在固定资产投资中呈现支撑。值得关注的是，国际市场方面，中美贸易战短暂缓和之后纷争再起波澜，对市场后期带来不确定性。

黑色系商品价格在 2016 年初开启“熊牛”转换，主要得益于国家主导的供给侧改革以及环保限产政策，经过 2016、2017 和 2018 三年时间，供给侧改革基本上能搞超额完成淘汰 1-1.5 亿吨钢铁落后产能的任务，即将默默地退出历史舞台，无法继续拉动黑色系商品价格，而环保限产自 2017 年底开始接棒发力，时间跨度长达半年，蓝天保卫战并未一蹴而就的，预计因环保因素导致黑色系出现限产、停产的情况仍会不定期发生，尤其在四季度初期以及一季度末需要密切关注。

2018 年上半年，粗钢产量也经历了从收缩到扩张的变化，得益于限产政策结束以及吨钢利润的增加，粗钢产量自 3 月开始大幅回升，4 月、5 月屡创新高。尽管 4、5 月间钢厂的环保限产时有发生，4 月中旬徐州钢厂停产——4 月下旬江苏环保督查——5 月下旬常州钢厂减产——青岛上合峰会环保控制，分区域来看各地环保政策对螺纹产量的实际影响并不算大。除政策性因素外，炉料和成材的双双补涨使得吨钢利润近一个月围绕 1000

元/吨展开震荡整理，对于生产型企业而言仍然具有扩张生产的吸引力，钢厂开工热情不减。预计下半年粗钢产量在没有新一轮政策的影响时仍将维持在 8000-9000 万吨的高位水平。

房地产调控不放松，一线城市房价增速连续五个月低于零值，二、三线城市房价增速平稳，1-5 月房地产开发投资增速维持在 10% 之上，主要原因也是土地购置成本涨幅过大，并非土地购置面积显著扩大，但 3-5 月实际的房屋新开工面积确实有较大回升，对螺纹钢消费形成支撑，从螺纹钢社会库存和厂库库存的去化效果来看，短期需求好于预期；中美贸易战之后市场氛围稍稍缓解，3-5 月份钢材出口逐步回升，但在 6 月中旬中美贸易战再起波澜，后续影响不确定性加大；再之基建投资增速很难有趋势性改变。螺纹钢的消费短期仍稍好于预期，但中长期存有不确定性。

2018 年上半年高炉开工率探低回升，粗钢产量自 3 月开始爆发增长，对于原材料的表观消费量显著增加，但铁矿石和焦炭的供应端有较大分化。铁矿石进口量在 2-4 月保持 8000-8500 万吨的水平，5 月进口量飙升至 9414 万吨，港口库存尽管仍维持高位区域，但自 1.6 亿吨逐渐小幅回落，这说明钢厂对于铁矿石的消费好于预期；钢厂的铁矿石库存可用天数自 22 天回升至 26 天，钢厂对铁矿石的补库热情十分一般，供需宽松的格局使得铁矿石价格低位震荡。钢厂的焦炭库存可用天数跌破 10 天，产量小幅回升，港口库存则自高位回落，尽管钢厂仍占据采购的主导地位，在焦炭供需偏紧的背景下，钢厂逐渐对焦化企业的提涨进行让步，支撑双焦价格维持高位格局。后期梅雨及高温季节即将到来、中美贸易战反复，钢材需求下降预期升温，警惕炉料端的阶段性调整。

推荐策略：黑色系下半年或维持相对高位的宽幅震荡，三季度前期以依托前期高点逢高抛空为宜，三季度末期关注政策变化，大概率需转变思路看好四季度行情。

风险点：中美贸易战、钢材消费的季节性回落、环保限产政策等。

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