



供需失衡，二季度逢高做空黑色品种

煤焦钢矿品种：策略报告摘要

1、后市展望：3月中旬-4月初北方2+26城市钢厂将陆续复产，粗钢产量将进一步增加，虽然短期来看3月份延迟的一部分需求有望集中释放，但在房地产下行大背景下不足以扭转黑色品种下行趋势。目前无论成品还是原材料库存均偏高，这也是市场无法组织起像样反弹的主要原因，后期只有当钢材社会库存被市场消化，贸易商信心才有可能恢复，之前钢材价格很难大幅反弹。

近期市场对原料品种相对乐观，主要有两方面原因：1、钢厂复产后原料需求增加、2、铁水成本相对于废钢有一定优势。但是，我们认为原料端产能过剩较成品端更为严重，钢厂对上游有着较强话语权，如果钢厂利润大幅收窄，钢厂势必打压原材料价格，届时原材料跌幅可能更大，因此仅适合在钢厂复产逻辑下做空钢厂利润。此外，环保趋严背景下焦炭可能走出独立上涨行情，但前期是国家针对焦化行业出台严厉的环保改造政策，比如淘汰4米3焦炉或者强制要求焦化厂配置干熄焦设备。

2、二季度策略：1、建议择机对螺纹1810合约、铁矿石、焦煤1809合约逢高做空。2、短期可考虑做空螺纹钢1810合约虚拟炼钢利润。3、当10-5价差或者1-10价差缩小时可以把握正套机会。

3、风险点：新出台限制政策影响；房地产调控及环保限产的执行情况；房地产市场好于市场预期，汽车、机械等行业需求好于预期。

华泰期货研究院 黑色及建材组

尉俊毅

黑色及建材研究员

☎ 021-68758689

✉ weijunyi@htfc.com

从业资格号：F0290682

投资咨询号：Z0011124

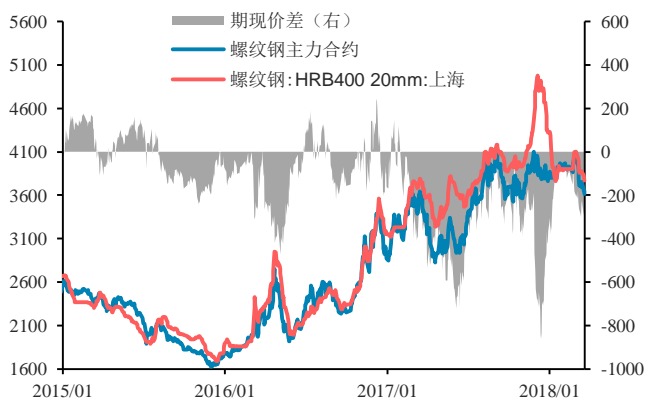
2018 年一季度行情回顾

2018 年一季度黑色金属品种总体上呈现先扬后抑格局，在供给压力下铁矿石领跌黑色，铁矿石 1805 合约跌幅达到 13%，而煤焦因供给收缩相对抗跌。春节前钢材社会库存低于往年同期水平，在 2+26 城市钢厂取暖季限产以及对北方城市春季需求有望环比大增的乐观情绪驱动下，螺纹钢 1805 合约一度站上 4000 元/吨整数位。元宵节前后钢材社会库存意外大幅增加，钢厂通过提高废钢比例以增加钢产量的逻辑被市场所认同，加上黑色品种期现价差收窄后企业套保盘有所增加，于是引发了一轮暴跌行情。此后一周终端需求大幅弱于市场预期，钢材社会库存接近 2014 年水平，虽然存在工地复工延迟以及天气因素等影响，但是在取暖季钢产量大增接近 6% 的情况下，市场对钢厂复产后的供给增加充满恐惧。在高利润刺激下钢厂拼命生产，等金三银四需求旺季结束后钢材供大于求形势将变成愈发严峻，因此以螺纹钢为首的黑色品种的此轮调整似乎不会轻易结束。

表格 1：一季度黑色金属主力合约涨跌幅统计

合约	一季度涨跌幅	1 月涨跌幅	2 月涨跌幅	3 月涨跌幅
螺纹钢 1805	-4.4	3.01	2.61	-10.02
热轧卷板 1805	-2.72	2.15	3.74	-8.61
铁矿石 1805	-12.61	-3.95	6.08	-14.73
焦炭 1805	-1	1.23	10.38	-12.61
焦煤 1805	-1.52	-1.38	8.42	-8.57

图 1：螺纹钢主力合约期现价差



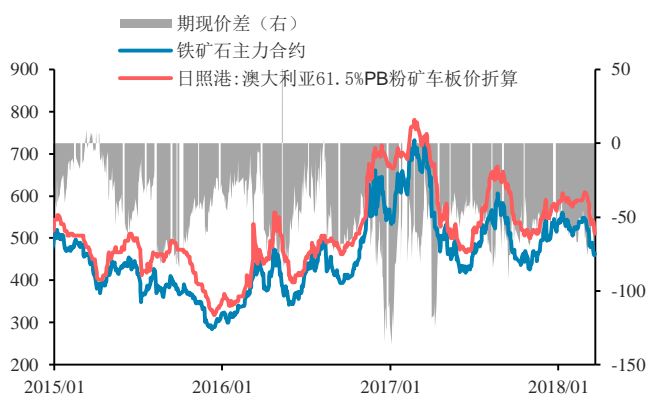
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：热轧卷板主力合约期现价差



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：铁矿石主力合约期现价差



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：焦炭主力合约期现价差



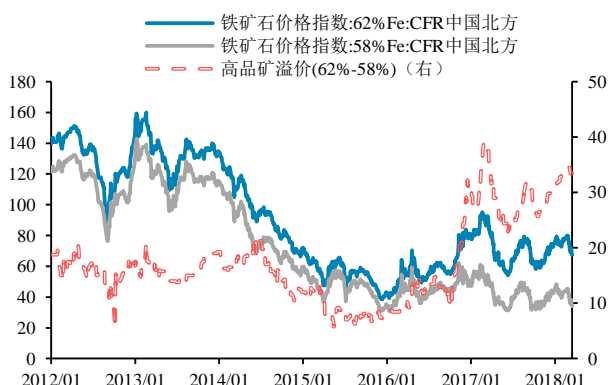
数据来源：Wind 华泰期货研究院

从现货来看，1 月份螺纹现货延续了此前的下跌趋势，上海螺纹钢最低跌至 3760 元/吨，跌幅明显大于热轧卷板，主要原因是 11 月份螺纹钢涨幅过大，且今年冬季北方工地受到环保影响较大，开工不足，而热轧需求相对稳定。随着 1 月现货价格的大幅回落，期货贴水大幅收窄，不过无论螺纹钢还是热轧卷板，期货始终贴水于现货，显示卖出套保压力承重。春节前后贸易商因看好春节需求积极囤货，春节后受唐山地区非取暖季钢厂实施错峰限产 10-15% 影响钢材价格有所上涨。不过贸易商库存过高，尤其螺纹钢库存大幅高于前几年平均水平，市场担忧情绪加重，螺纹钢期货开启下跌模式。3 月份需求延迟，部分贸易商无法承受资金压力，开始甩货，螺纹钢、热轧卷板期货跌幅相对更大，期现价差均有所扩大。

原材料方面，铁矿石以及煤焦走势明显分化。铁矿石方面，由于我国铁矿石供给大部分来自海外，因此取暖季海外矿山发货量仍有所增长。尽管钢厂维持高利润，对高品矿的需求处于高位，但是港口铁矿石库存居高不下，尤其高品矿供应大幅增加，造成铁矿石价格一季度大幅下降。煤焦方面，由于利润维持在 150-200 元/吨，独立焦化企业生产积极性有所提高，样本独立焦化企业开工率升至 80% 水平。前期贸易商因看好钢厂复产补库，大量囤货，3 月份钢材价格大幅下跌导致贸易商高价抛货希望破灭，随着贸易商悲观情绪加重，焦炭价格经历了 2 轮下跌，预计后期焦炭价格仍有一定下跌压力。一季度焦煤基本面在黑色品种中最强，蒙古炼焦煤通关受限、春节以及两会期间部分煤矿停产，再加上上下游企业利润情况较好，采购积极性较高，共同决定了炼焦煤偏紧的供需格局，因此焦煤期货在下跌行情中最为抗跌。

图 5：铁矿石高低品位价差

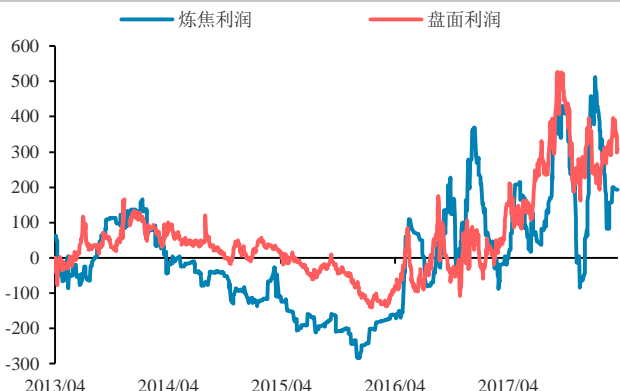
单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 6：炼焦利润

单位：元/吨

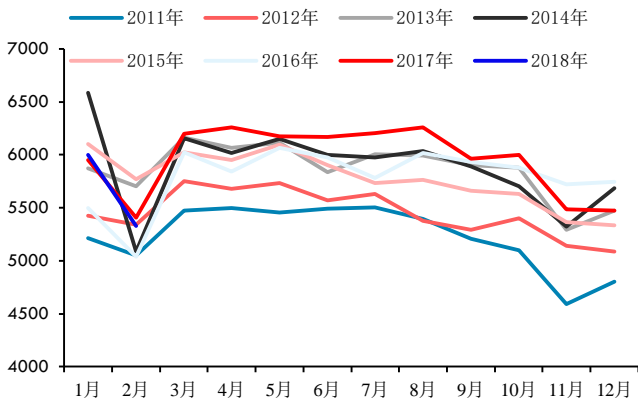


数据来源：Wind 华泰期货研究所

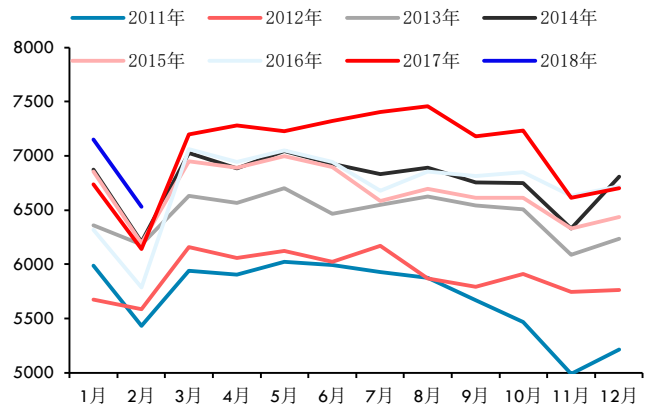
2018 年二季度看空黑色品种主要逻辑

1、取暖季钢厂通过各种手段提高钢产量

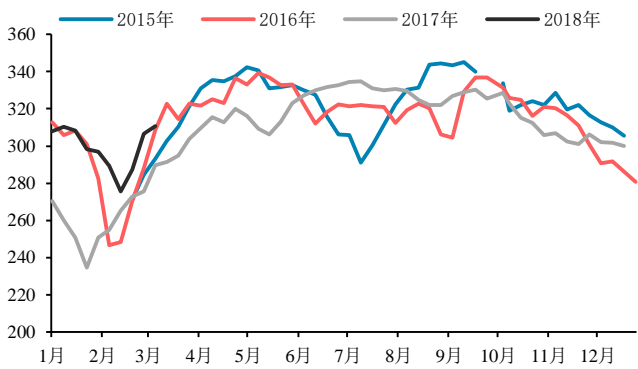
2017 年全国钢铁行业废钢消耗量超过 1.6 亿吨，快速增长的废钢消耗解释了 2017 年我国粗钢产量增长 5.7%，生铁产量只增长 1.8%。从统计局公布的 1-2 月份数据来看，2018 年 1-2 月全国生铁产量为 11331 万吨，同比下降 1.7%，1-2 月份粗钢产量为 13682 万吨，同比增长 5.9%。钢厂虽然取暖季北方 2+26 城市钢厂不少高炉被迫关停，生铁产量同比下降，但是高利润驱使钢厂不断提高转炉废钢比、使用高品矿来提高钢产量，粗钢产量反而大幅增长，这从我们在唐山调研的情况可以得到印证，据了解，大部分钢厂废钢添加比例均有 25% 左右，少数钢厂废钢添加比例甚至从以往不到 15% 提高至 35%。此外，从废钢相对于铁水成本的大幅上涨也可以看出废钢的需求量得到了大幅增长，以杭州地区废钢为例，当前杭州废钢（不含税）价格为 2200 元/吨，较 2017 年同期上涨约 45%。今年螺纹钢产量也明显高于去年同期水平，一季度螺纹钢利润高于其他钢材品种以及工艺技术改造是螺纹钢产量提高的主要原因。

图 7: 生铁产量季节性 单位: 万吨


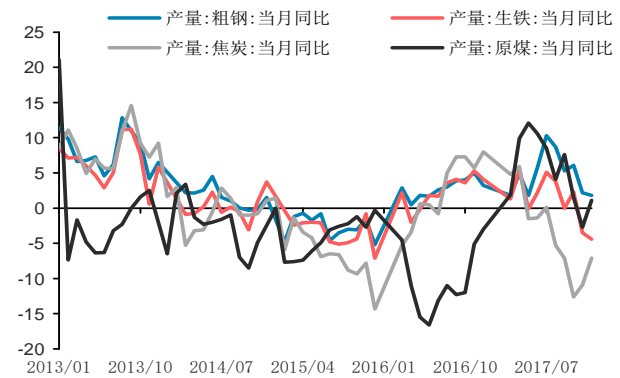
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 8: 粗钢产量季节性 单位: 万吨


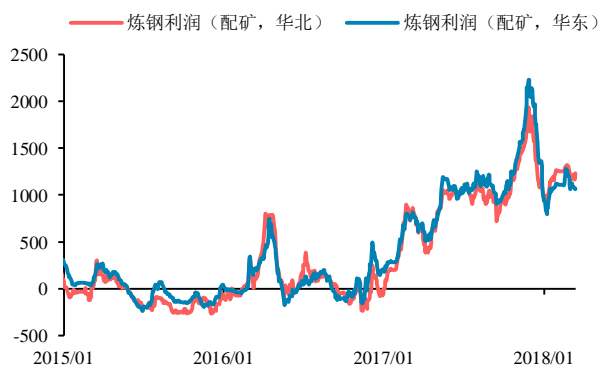
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 9: 螺纹钢产量季节性 单位: 万吨


数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 10: 煤炭钢铁产量增速变化 单位: %


数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 11: 螺纹钢实际炼钢利润 单位: 元/吨


数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 热轧卷板实际炼钢利润 单位: 元/吨


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2、房地产调控将维持，地产增速或将继续下行

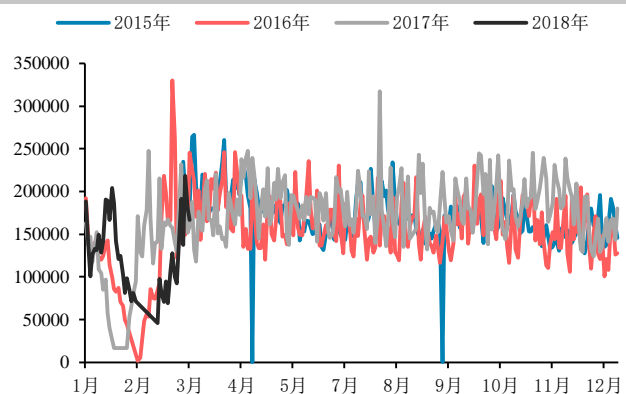
2018年1-2月份，房屋新开工面积17746万平方米，增长2.9%，增速回落4.1%。1-2月份，商品房销售面积14633万平方米，同比增长4.1%，增速比去年全年回落3.6%。2017年以来，从中央到地方出台的“打压、收紧”为基调的调控政策已成为常态，李克强总理政府工作报告表示，坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实地方主体责任，继续差别调控，支持自住需求，并要求加强金融机构风险内控。在房地产调控不放松背景下，1-2月份房地产新开工及销售增速下降速度加快。从3月份建材主流贸易商成交量看，建材需求明显弱于往年，需求弱于今年春节较晚、工地资金紧张、天气因素以及两会召开等因素影响，但不可否认的是房屋新开工大幅下滑这一事实。虽然1-2月份全国房地产开发投资同比名义增长9.9%，增速比去年全年提高2.9%，但考虑到投资数据的口径可能会有调整，而且去年国内城市地价大涨，因此实际投资量增幅可能并不乐观。

图 13: 房屋销售及新开工面积累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 主流贸易商成交量 单位: 吨



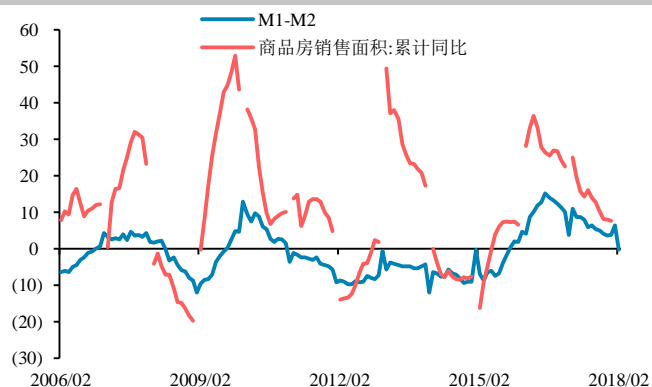
数据来源: Wind 华泰期货研究院

3、去杠杆导致资金紧张

政府提出“三去一降一补”，目前去产能、去库存完成较好，去杠杆正当其时，金融收紧的同时抑制了部分需求，抑制居民加杠杆和抑制地方政府债务扩张使得部分房地产需求和基建需求无法如期释放。3月22日美联储加息后市场预期年内美联储可能还有二次加息，我国加息压力也有所增加。根据最新数据，全国2018年2月全国首套房贷款平均利率为5.46%，相当于基准利率1.114倍，环比上月上升0.55%，居民购房成本的上升将压制购房需求。此外，今年1-2月份M1增速大幅下降，由于M1是企业存款，企业资金下降后经济的活跃性将明显下降，1-2月份M1-M2差值回落至零轴下方，从过去经验来看这意味着商品价格下跌趋势可

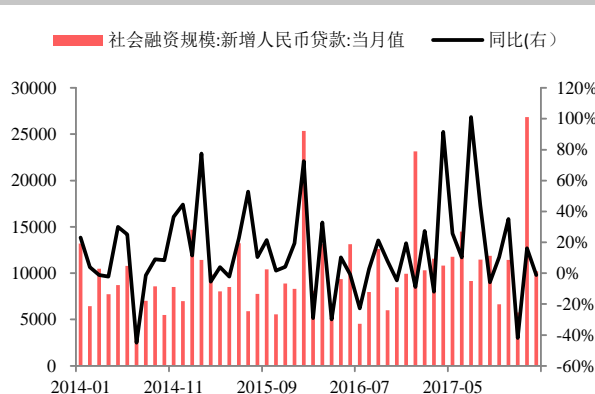
能已经形成。PS：更多宏观经济分析请参考公司宏观专题报告：宏观看商品系列（四）现阶段我们怎么看螺纹。

图 15: M1-M2 差值转负 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 社会融资规模以及增速走势 单位: 亿元, %

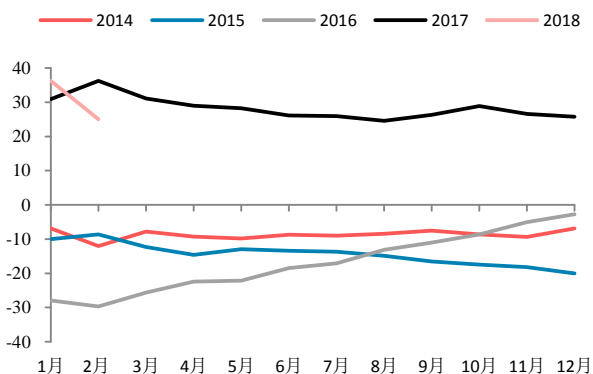


数据来源: Wind 华泰期货研究院

4、购置税优惠政策取消，汽车产销两弱

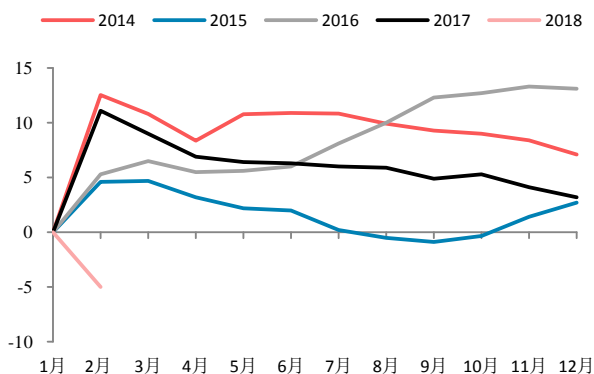
2018 年 2 月汽车产销分别为 170.6 万辆和 171.8 万辆，分别同比减少 21.0%和 11.41%，今年累计生产汽车 441.80 万辆，同比下降 5.0%，今年累计销售汽车 452.67 万辆，同比增长 1.72%。2 月产销情况整体处于低位，2018 年汽车购置税优惠政策结束，使得汽车产销两弱。此外，人民币升值以及汽车生产成本抬升削弱了我国汽车出口竞争力，汽车出口同比增速下滑。

图 17: 出口数量:汽车:累计同比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 产量:汽车:累计同比 单位: %

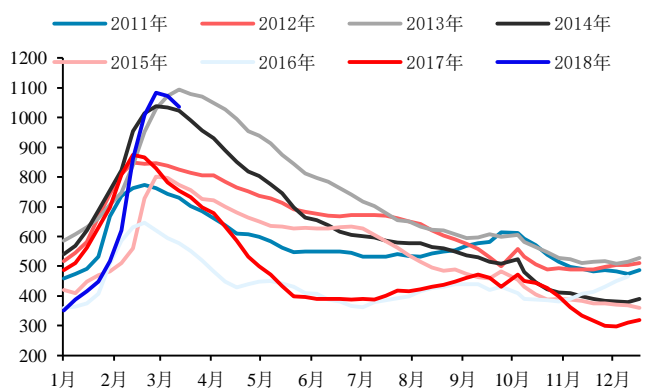


数据来源: Wind 华泰期货研究院

5、钢材高库存引发黑色品种暴跌行情

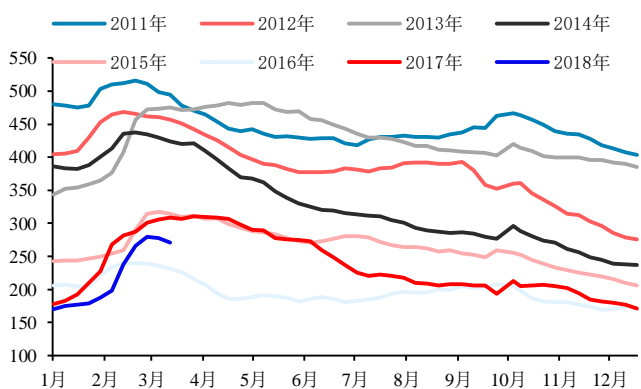
本周钢材社会库存下降 36.36 万吨，为年内连续第二次下降，考虑到 3-4 月份是钢材需求传统旺季，且今年延后的需求将迎来恢复，预计社会库存以及进入到下降期，这可能会刺激钢材价格出现反弹。不过目前钢材社会库存绝对量为 1877.11 万吨，其中螺纹钢社会库存为 1036.88 万吨，二者的绝对量均处于 2014 年以来的高位。另外，从库存结构上看，库存传导渠道不畅，整个产业链库存呈现向上游转移趋势。根据中钢协数据，3 月上旬重点钢铁企业库存量为 1468.13 万吨，已经超过了前两年同期水平。此外，本周螺纹钢厂内库存为 358.46 万吨，较前一周增加 5.68 万吨，钢厂持续高利润，自有资金宽裕是钢厂能够承受高库存的主要原因。后期需重点关注钢材整体库存去化速度，只有当钢材库存被消化后钢材价格才有望迎来大幅反弹。

图 19: 螺纹钢社会库存 单位: 万吨



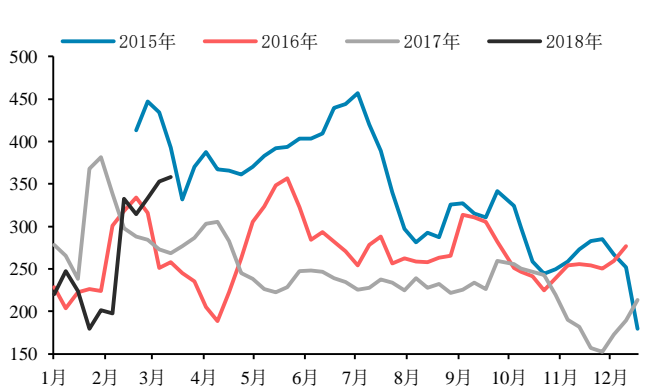
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 热轧卷板社会库存 单位: 万吨



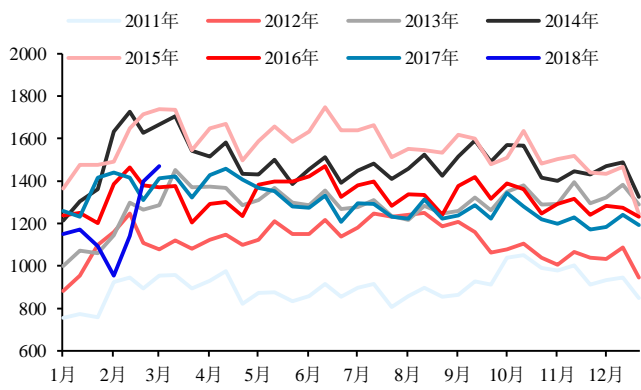
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 螺纹钢厂内库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 钢厂钢材旬度库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

6、铁矿石高品矿供应压力增大

全球范围来看铁矿石2018年依然保持高增产,预计全年铁矿石产量21.08亿吨,同比增长2%,力拓增产500-600万吨,必和必拓增产600-800万吨,FMG产量与去年持平,淡水河谷增产1500万吨,英美资源增产100万吨。根据淡水河谷S11D项目产量计划显示,今年预计生产5000万吨,产量逐渐增产至2020年达到9000万吨,可见铁矿总量高供应及高品矿充裕将成为市场常态。

四大矿山中,今年增量主要集中在中高品矿上,如淡水河谷S11D项目含铁量高达66%。矿山增加高品矿开采,原因仍是逐利驱动,去年我国钢厂面临环保限产以及利润高企时普遍采取提高入炉铁矿石品位等手段增加钢产量,使得高品矿溢价持续拉大,引发矿山增加高品矿开采。由此可见,中高品矿石结构短缺的矛盾在今年大概率不会再现。

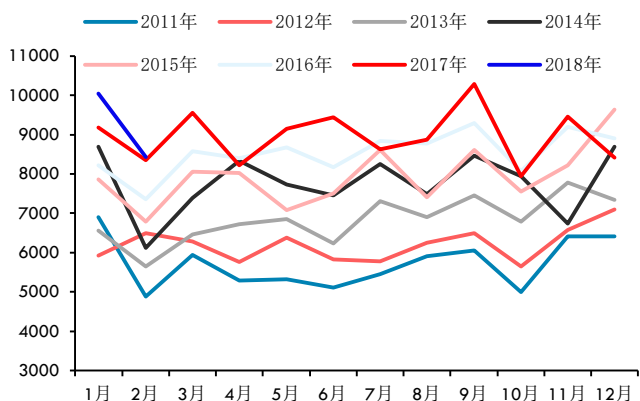
2018年1-2月铁矿石累计进口量18474.30万吨,比去年增长5.40%。根据季节性规律,一季度一般是年内发运量的低点,二季度外矿发运量会有一个大幅增长,因此后期铁矿石供应将进一步增加。

表2: 四大矿山产量预估(亿吨)

	2014	2015	2016	2017	2018(E)
RIO-Pilbara	2.88	3.25	3.35	3.28	3.35
BHP-WAIO	2.04	2.33	2.27	2.68	2.76
FMG	1.24	1.65	1.65	1.7	1.7
Vale	3.32	3.4	3.45	3.67	3.82
合计	9.48	10.63	10.72	11.33	11.63
增量%		12.13%	0.85%	5.69%	2.65%

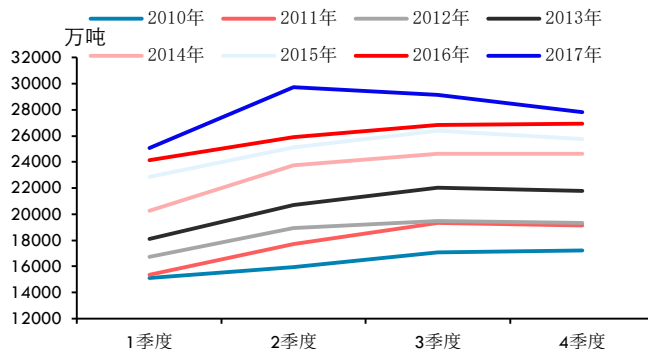
数据来源: 华泰期货研究院

图 23: 铁矿石月度进口量 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 四大矿山产量季节性 单位: 万吨

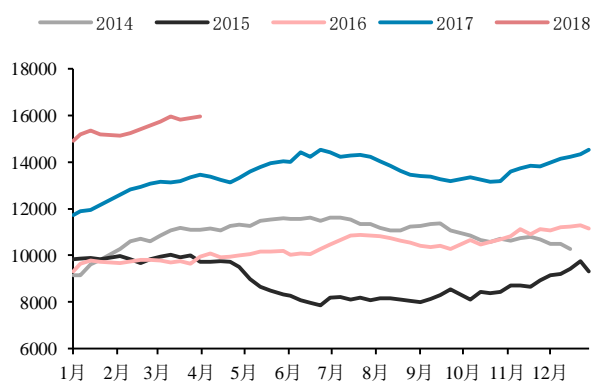


数据来源: Wind 华泰期货研究院

7、废钢替代增加导致铁矿石及焦炭需求下降，钢厂集中补库不复存在

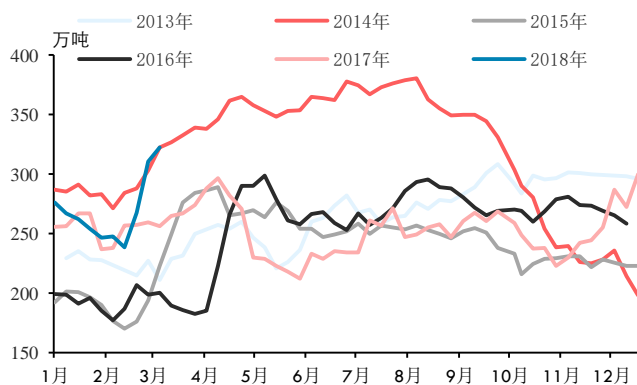
政府在两会上再次彰显了淘汰落后、高污染产能，发展先进环保产能的决心，对于钢铁冶炼行业而言，电炉相对高炉炼钢有环保优势，被政策所扶持和鼓励引导，电炉的主要原料是废钢，配比可达 70-100%，直接取代了铁矿的用量。政府工作报告中提出，2018 年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，但考虑到 2018 年电炉钢投产或超过 2500 万吨，高炉炼钢量下降趋势仍将延续。在环保限产背景下，由于废钢及电炉的使用，预计 2018 年钢厂铁矿石及焦炭需求将小幅下降。从原材料库存情况来看，港口铁矿石库存增至 1.6 亿吨，港口焦炭库存大幅增加，钢厂及焦化厂炼焦煤库存高于往年同期水平，钢厂焦炭以及铁矿石库存也处于合理水平，原材料库存偏高意味着 3 月份钢厂集中补库不复存在。

图 25: 铁矿石港口库存居高不下 单位: 万吨



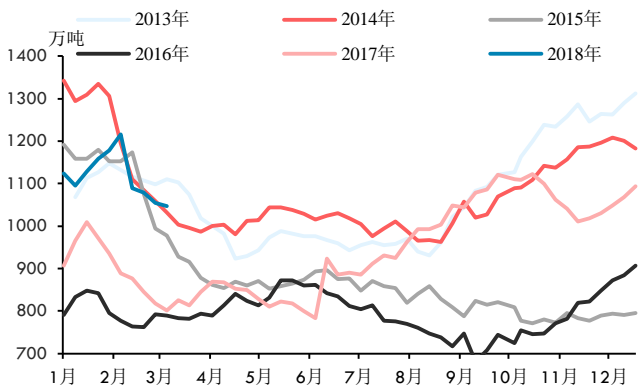
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 焦炭港口库存大幅上升 单位: 万吨



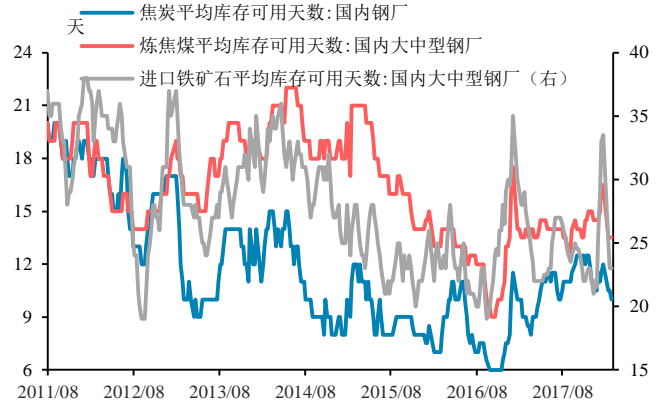
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 钢厂及焦化厂炼焦煤库存偏高 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 钢厂原料库存可用天数处于合理水 单位: 天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

后市展望、策略及风险点

1、后市展望：3 月中旬-4 月初北方 2+26 城市钢厂将陆续复产，粗钢产量将进一步增加，虽然短期来看 3 月份延迟的一部分需求有望集中释放，但在房地产下行大背景下不足以扭转黑色品种下行趋势。目前无论成品还是原材料库存均偏高，这也是市场无法组织起像样反弹的主要原因，后期只有当钢材社会库存被市场消化，贸易商信心才有可能恢复，之前钢材价格很难大幅反弹。

近期市场对原料品种相对乐观，主要有两方面原因：1、钢厂复产后原料需求增加、2、铁水成本相对于废钢有一定优势。但是，我们认为原料端产能过剩较成品端更为严重，钢厂对上游有着较强话语权，如果钢厂利润大幅收窄，钢厂势必打压原材料价格，届时原材料跌幅可能更大，因此仅适合在钢厂复产逻辑下做空钢厂利润。此外，环保趋严背景下焦炭可能走出独立上涨行情，但前期是国家针对焦化行业出台严厉的环保改造政策，比如淘汰 4 米 3 焦炉或者强制要求焦化厂配置干熄焦设备。

2、二季度策略：1、建议择机对螺纹 1810 合约、铁矿石、焦煤 1809 合约逢高做空。2、短期可考虑做空螺纹钢 1810 合约虚拟炼钢利润。3、当 10-5 价差或者 1-10 价差缩小时可以把握正套机会。

3、风险点：新出台限制政策影响；房地产调控及环保限产的执行情况；房地产市场好于市场预期，汽车、机械等行业需求好于预期。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com