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

负反馈 2.0 演绎，后续看煤价抗压

内容提要

本周市场情绪明显缓和，大幅减产下成材价格终于寻到一定支撑有了企稳迹象，这也意味着产业利润收缩引发的负反馈逻辑运行终止，而随着成材即期利润走阔，钢厂出现复产意愿，原料端整体压力减轻进而得到修整空间。就盘面而言，此前大幅杀跌形成的贴水在反弹中已经得到了足够的修复，从估值的角度看修复贴水的驱动正在减弱，而后续是否能够形成升水驱动，一是看焦煤现货价格不发生实质大坍塌，二是看铁水见底回升，三是钢厂复产后终端需求仍能承载价格不崩，目前来看整体压力仍大，因此对本轮行情依然可以定义为超跌后为估值修复做的反弹，短期或逐步接近反弹顶部区间。后续操作上，由于已经进入移仓换月阶段，同时由于焦煤持仓量问题，不建议正套，建议逐步建空焦煤 01 合约持有，另外焦化利润有阶段性修复机会，持续性有问题，短周期操作为主。

操作建议

后续操作上，由于已经进入移仓换月阶段，同时由于焦煤持仓量问题，不建议正套，建议逐步建空焦煤 01 合约持有，另外焦化利润有阶段性修复机会，持续性有问题，短周期操作为主。

风险提示

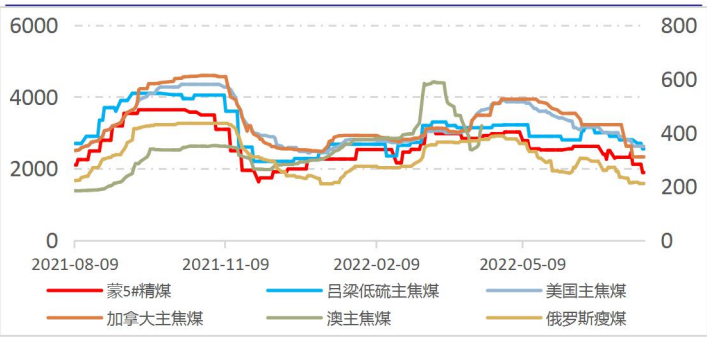
终端需求超预期复苏、煤矿意外减产、蒙煤成本坍塌

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 行情回顾

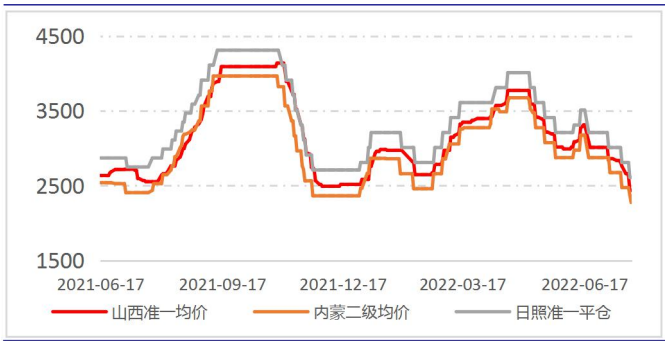
本周双焦现货依然难言乐观，主要问题还是买盘的缺失，需求侧持续减产导致刚需走弱，而投机需求或受伤或买涨不买跌多观望为主，因而价格重心仍在持续下移，焦炭第四轮提降落地，累降 900 元/吨。本周盘面进入震荡阶段，2209 合约焦煤收跌 2.04%报 1924.5 元/吨，焦炭收涨 3.34%报 2628 吨，虽然周内焦煤因供需失衡出现闪崩，但整体来看双焦的大贴水也都在后半周通过现货下行同时盘面震荡反弹得到了收敛。

图 1：焦煤现货价格



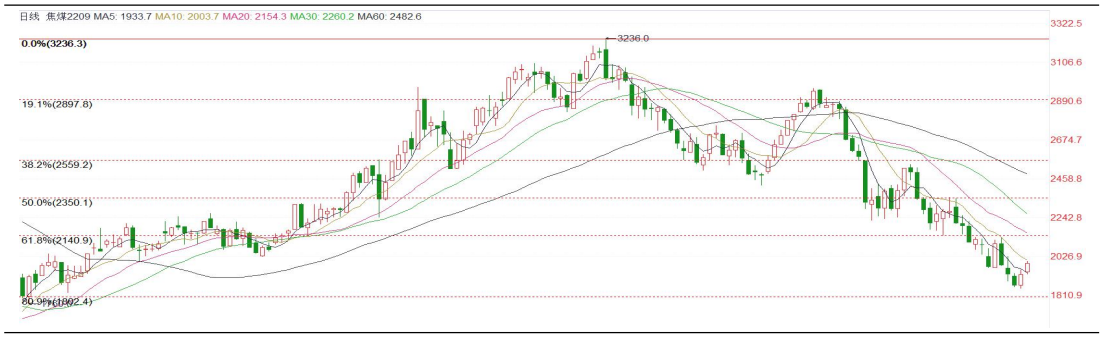
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 2：准一焦炭现货价格



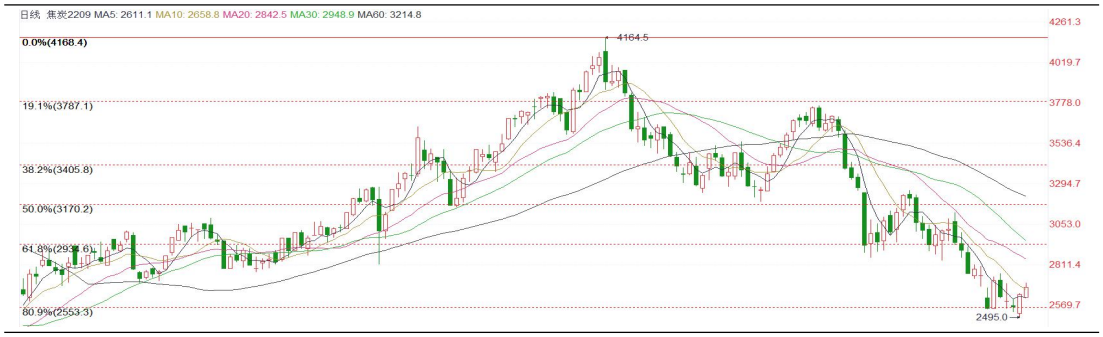
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 3：焦煤期货主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

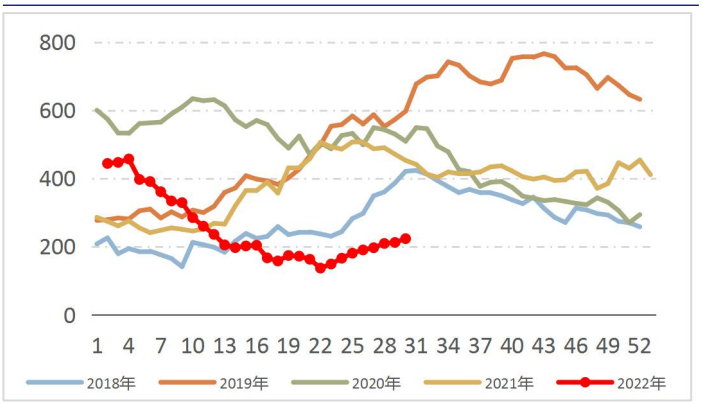
请务必仔细阅读正文之后的声明

二、 基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

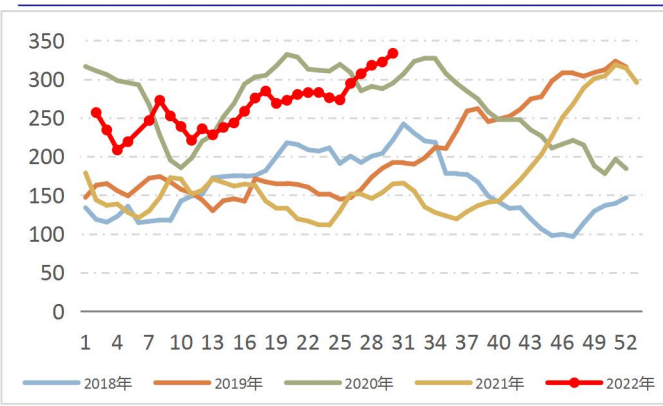
供给侧库存仍在持续积压，目前市场悲观情绪蔓延海运煤不见买盘，俄罗斯煤到货也难销售，加美资源进口也没有足够的窗口，澳煤资源有利润但进不来也就无意义，短期来说市场距离澳煤通关正常化还有一段时间要走，中澳关系本质还是中美关系，不是短期可以解决的，因此 01 比 09 更有机会交易这个预期。国内本周焦煤矿仍是增产的，一方面是目前煤矿利润尚可因此没有太强的减产的动力，另一方面是目前还是存在保产量的需求的，尤其是一些有保供需求的配煤资源矿，因此煤矿端很难如下游一般快速掉头减产，因而看到库存压力正在煤矿端形成。

图 5：焦煤港口库存



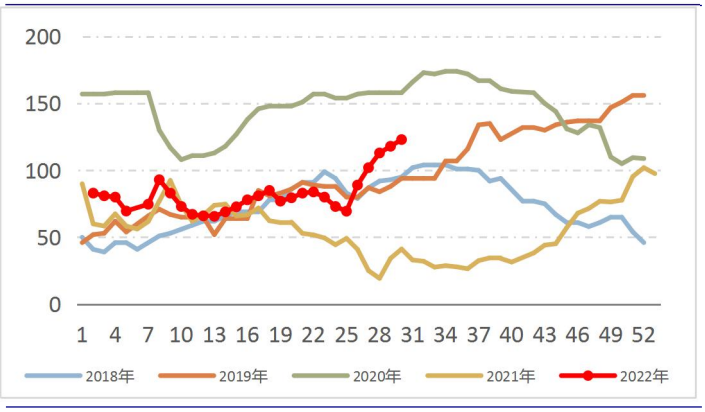
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



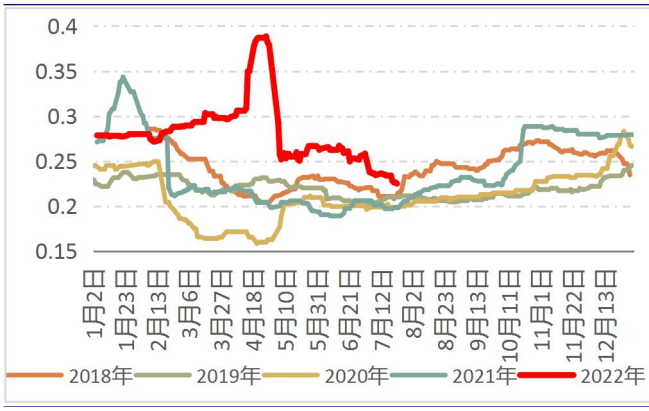
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

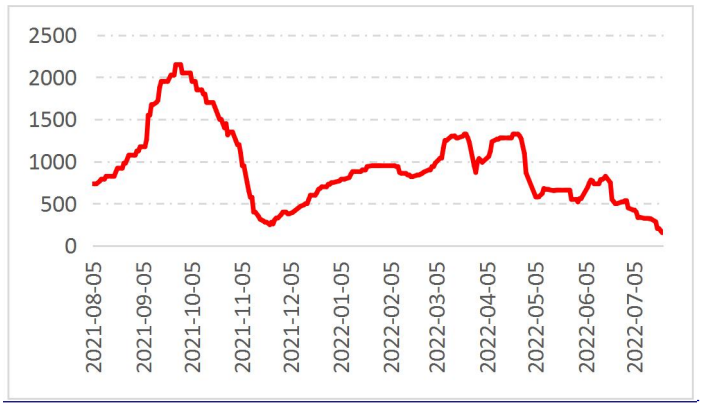


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

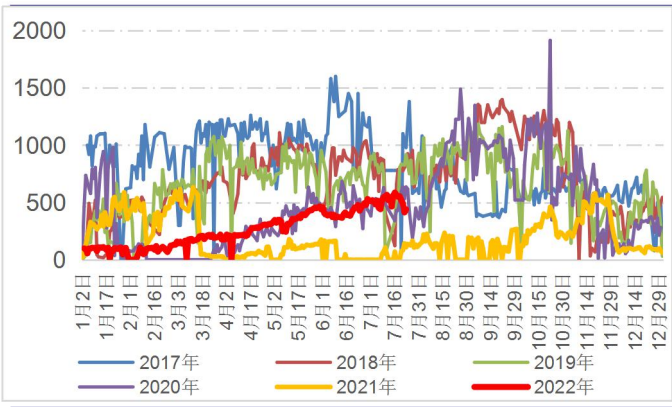
随着口岸通车稳定到 500 车附近后短盘运费逐步理性回归，但到这个位置也意味着蒙煤成本要从短盘运费来压空间也已经不大了。那么近期也发现甘其毛都口岸日通车出现了一个明显的回落，最新是回落至 410-450 区间内，主要原因还是蒙古方面爆发了新一轮的疫情，主要毒株也是奥密克戎 BA.4 和 BA.5，那么参考以往蒙古的防疫成果已经现有的对奥密克戎新毒株的了解，蒙古本轮疫情有较大概率要经历 1-2 个月大爆发阶段，那么接下来一段时间甘其毛都口岸通车是否能够稳定在 400 车以上就需要持续的跟踪，另外也意味着 600 车的位置将是未来这个阶段的通关高点了。蒙煤方面接下来一个是通关稳定性的问题，另一个就是关注此前由于内蒙疫情中断了的监管库蒙煤库存外运在上周得到了恢复，而两周的时间积累了 160 万吨左右的库存在短期得到释放，将在市场上形成较大的抛压。

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

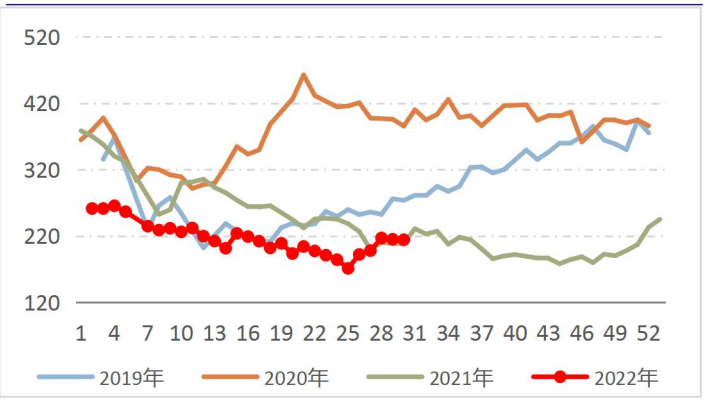


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

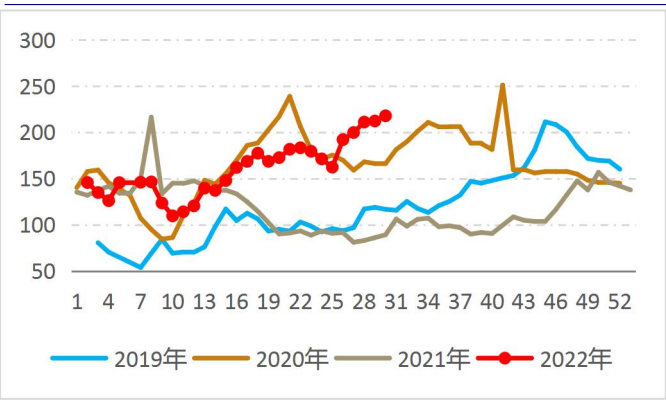
洗煤厂方面维持平稳生产，当前市场需求不振导致洗煤厂精煤库存在持续积压，这也是压力在供给侧聚集的另一表现，而洗煤厂这一环节较与煤矿更为薄弱，需要关注洗煤厂压力释放的节点，另外也需要注意当前焦煤中间贸易环节都是比较难过，此前有贸易商投机囤货的，目前都面临巨大的压力，这部分资源何时被挤出也是需要特别关注的。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



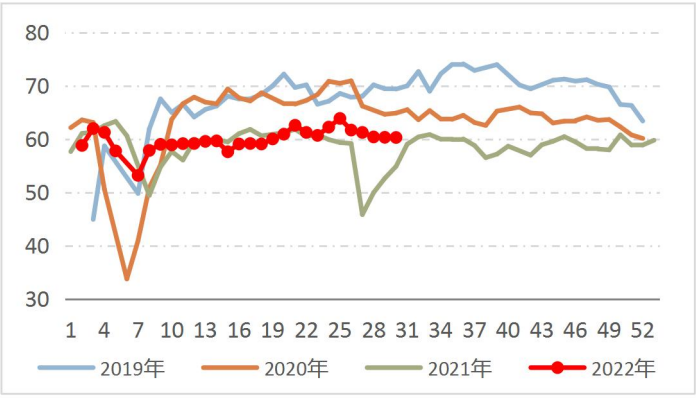
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：110 家洗煤厂精煤库存



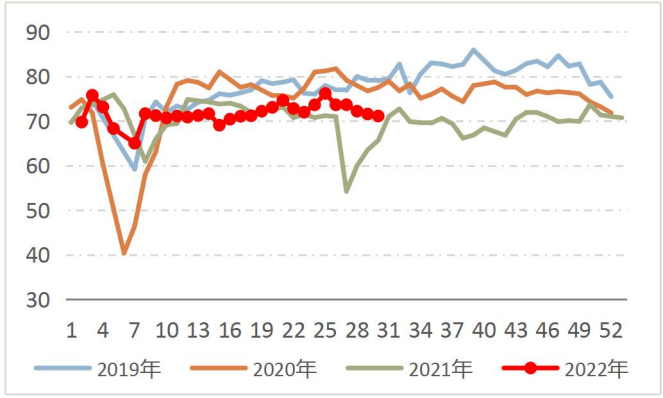
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

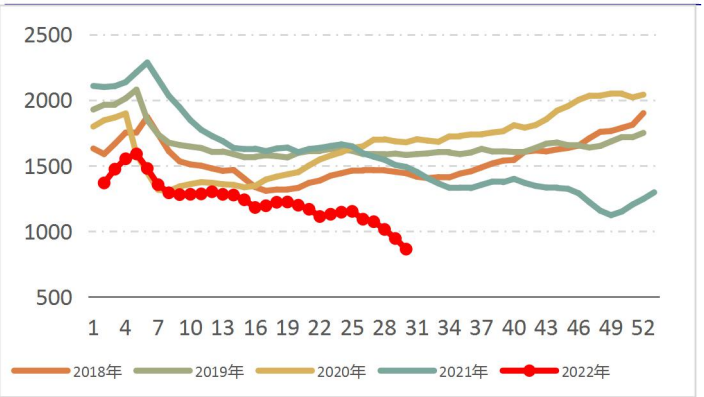


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.4 下游焦煤库存

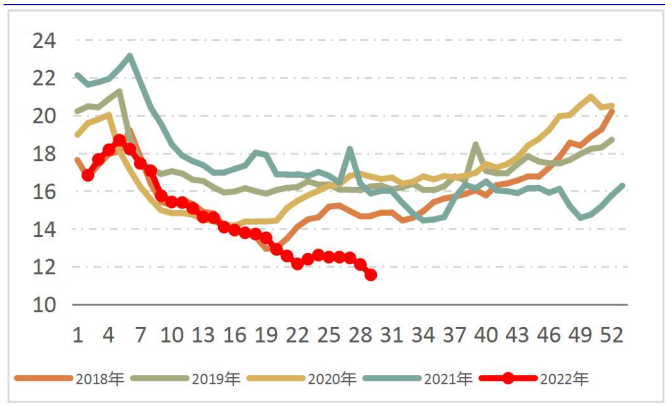
焦、钢企业焦煤库存进一步去化，焦企可用天数见新低，钢厂存煤可用天数持平，主要还是运距问题，独立焦企多靠近焦煤产区，在焦煤供过于求的时段焦煤可以快速补库，因此不需要维持较高的安全的库存，而降价周期内降低库存可以更好的避免成本折损，同时目前焦企端整体亏损幅度较大，也导致目前焦企侧生产意愿一降再降，自然也就没有意愿采购。

图 15：独立焦企全样本焦煤库存



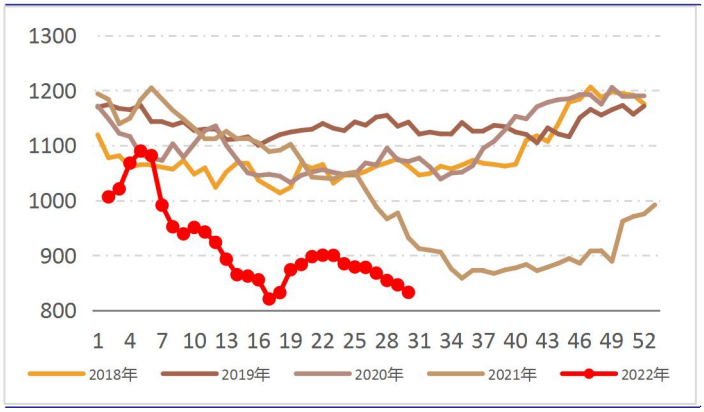
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16：焦企存煤可用天数



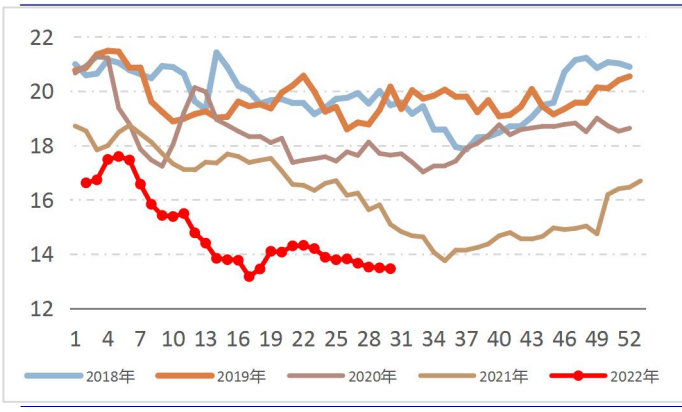
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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



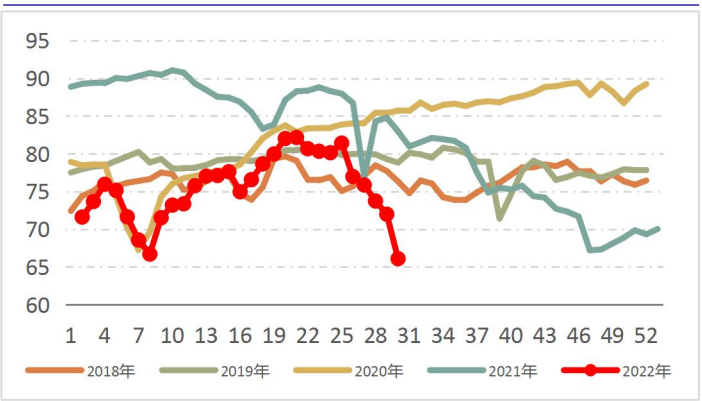
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

伴随第四轮提降落地而来的是焦企大面积、大幅度的亏损，因而焦企整体开工意愿进一步降低，同时山西部分区域因环保有政策减产，本周可谓暴力减产，独立焦企日产刷新去年四季度低点。不过也不难发现，当前需求侧的降幅也是不容忽视的，表观需求测算下来已经回落至去年四季度低点的水平，焦企侧的减产无法覆盖需求的减量，导致焦炭库存在焦企侧出现明显积压的势头，因此目前焦企属于亏损压力大，库存压力正在形成的过程中，后续可能还会有进一步的减产。不过对于第五轮焦炭提降的评估，焦企侧需要注意的是，库存压力仍未实质形成而焦企减产仍可预期，成本的坍塌也未实际发生，大幅亏损叠加大幅减产将为焦企提供实质的抵抗能力，如同本轮负反馈行情的钢厂，

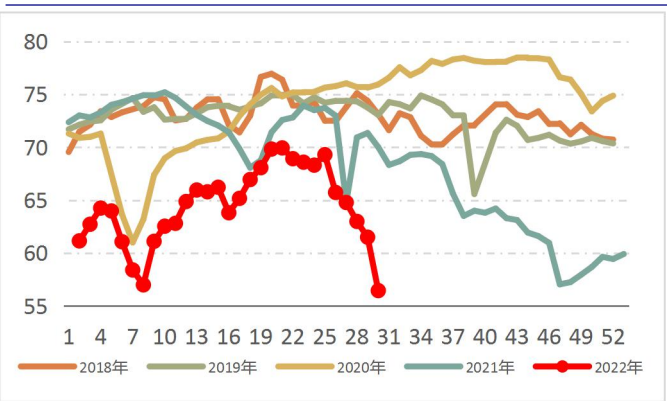
因此如果仍未看见焦煤价格出现实质性的坍塌，焦企第五轮的提降周期将会大幅拉长，但对于提振预期来说目前还看不到足够的条件。

图 19：独立焦企全样本产能利用率（%）



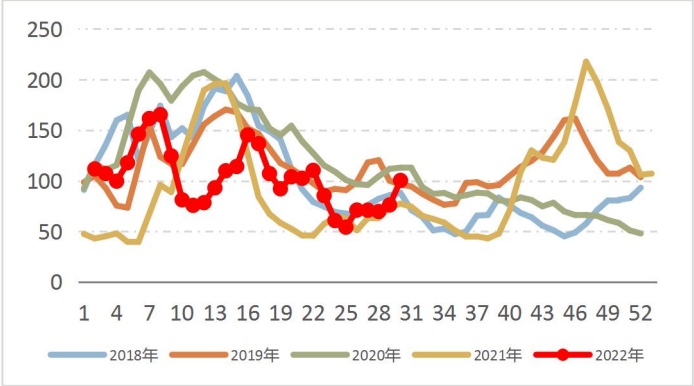
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：独立焦企全样本日均产量



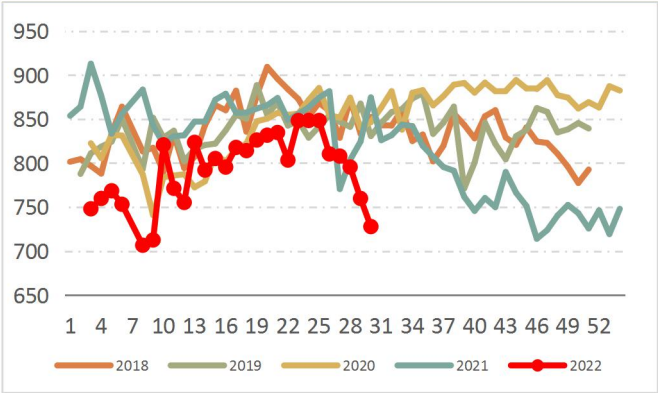
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：全样本焦企焦炭库存



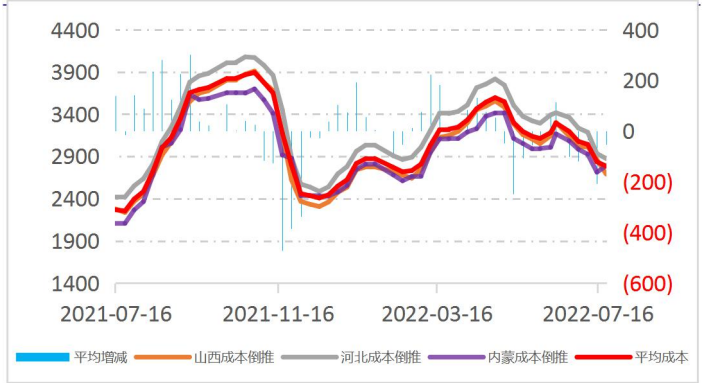
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：焦炭表观需求



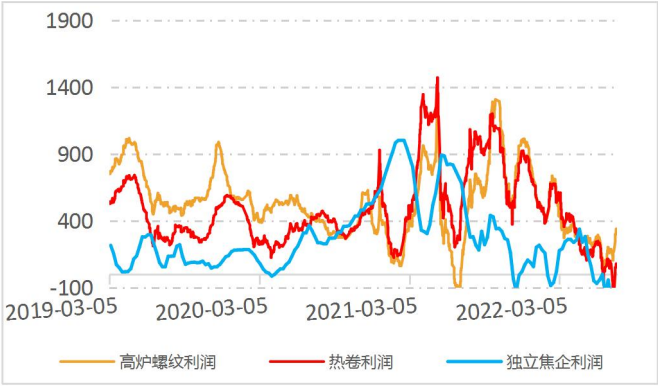
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

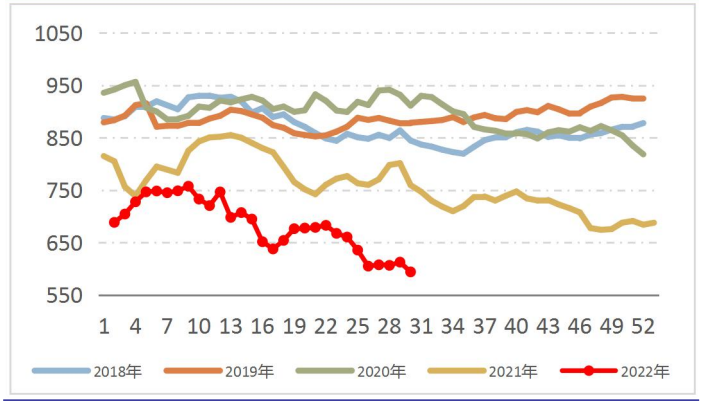


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

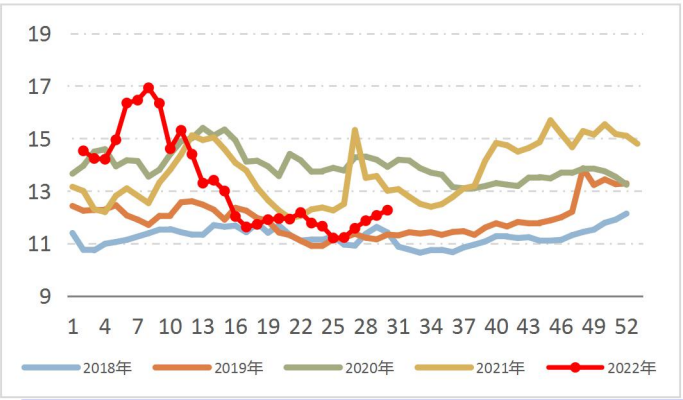
本周看到比较的好的一个点就是成材端出现了明显的企稳迹象，反应出来的就是成材的即期利润修复，因而本周看到钢厂亏损减产与利润修复复产的情况交杂出现，因此这样意味着由于亏损而出现的被动联合减产实质是松散不坚定的，那么铁水在回落至目前 220 附近之后是否还有动力进一步去主动压减就成了一个不确定的事情，那么如果铁水在这个位置阶段见底，那么需求侧的走弱对原料的压制也将被削弱，即焦企仍可通过减产来实现焦炭的平衡已等待市场好转或成本重心下移，因此后续观察的重点一是目前的终端需求是否能够维持目前生产水平下的成材价格，二是看焦煤价格坍塌的速度快还是复产来的速度快，三是一旦开始复产成材价格是否还能绷得住。

图 25：247 家钢厂焦炭库存



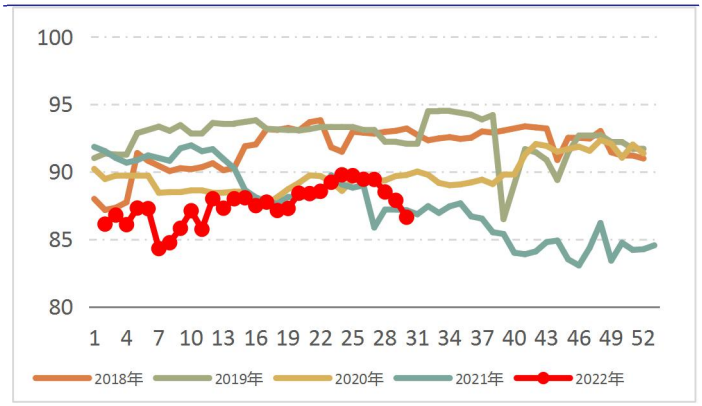
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 26：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



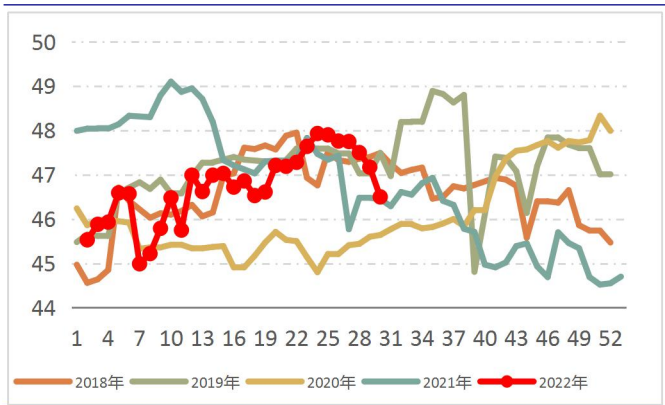
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

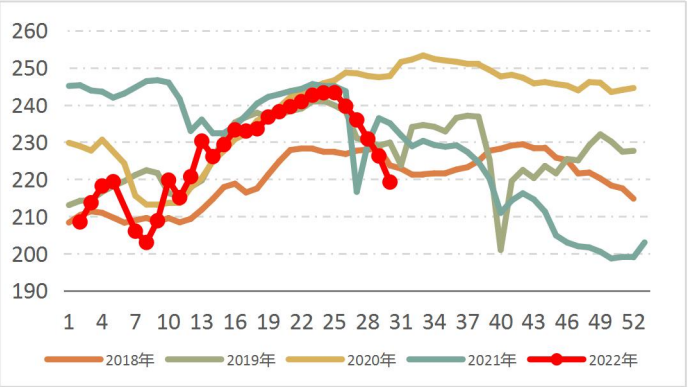
图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



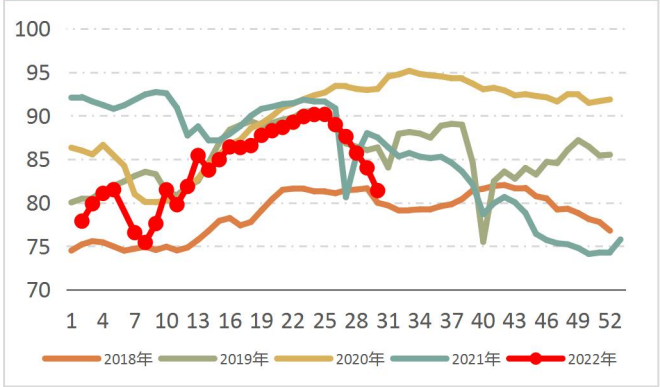
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 29：铁水日均产量

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

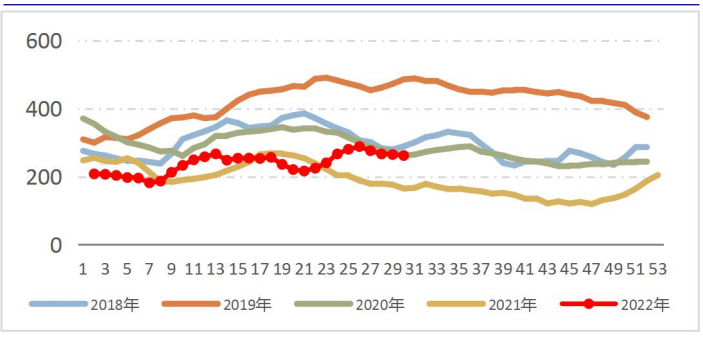


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

港口库存走稳，虽然出口仍有利润，但无订单支撑，悲观情绪下投机需求也未显现。

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

本周市场情绪明显缓和，大幅减产下成材价格终于寻到一定支撑有了企稳迹象，这也意味着产业利润收缩引发的负反馈逻辑运行终止，而随着成材即期利润走阔，钢厂出现复产意愿，原料端整体压力减轻进而得到修整空间。就盘面而言，此前大幅杀跌形成的贴水在反弹中已经得到了足够的修复，从估值的角度看修复贴水的驱动正在减弱，而后续是否能够形成升水驱动，一是看焦煤现货价格不发生实质大坍塌，二是看铁水见底回升，三是钢厂复产后终端需求仍能承载价格不崩，目前来看整体压力仍大，因此对本

轮行情依然可以定义为超跌后为估值修复做的反弹，短期或逐步接近反弹顶部区间，后续操作上，由于已经进入移仓换月阶段，同时由于焦煤持仓量问题，不建议正套，建议逐步建空焦煤 01 合约持有，另外焦化利润有阶段性修复机会，持续性有问题，短周期操作为主。

四、 风险提示

终端需求超预期复苏、煤矿意外减产、蒙煤成本坍塌

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、修改或以其他任何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/