



2023年3月5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：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱 yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



从预期到现实，为跃起而蹲

内容提要

三月是各种预期的验证窗口期，两会之后复苏的前景更加明确、务实，远端依旧乐观，不过近端政策的发力强度与此前的高度乐观情绪可能存在一定的预期差，市场或有调整空间。基本上，旺季已至，需求强压出现，是放量消化各环节加速释放的供给形成更强劲的情绪还是止增缩利施压原料还有待观察，不过强需求韧性低供给弹性各环节低库存储备的组合下价格底部抬升。综合来看，短期建议仍以区间震荡的思路看待双焦行情，阶段性压力出现，上旬或有回调，中下旬关注终端需求变化。

操作建议

整体操作思路建议以回调低多为主，参考焦煤，关注1870-1900一线支撑。

风险提示

政策力度不及预期、终端需求超预期差、中澳关系变化

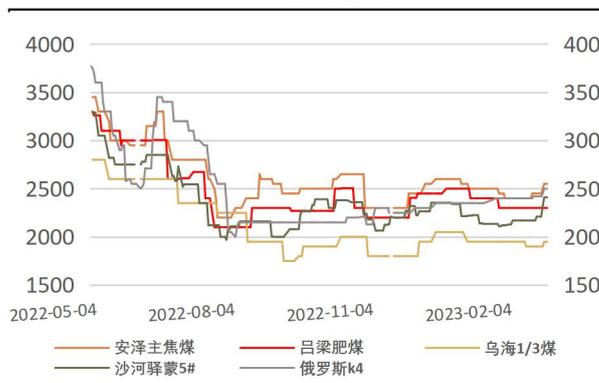
一、行情回顾

二月的市场是政策、数据、需求三方真空的加总，行情的演绎多表达预期、信心的变化，宏观因素依然在引导市场的运行，基本面逻辑只在阶段性占据主导作用。从大方向上看，市场对国内经济强复苏的预期在二月内得到数据强化，市场对旺季需求爆发、两会后政策发力抱有期待，黑链走出一轮共振上行行情。不过行情表达中，品种间强弱出现分化，焦煤因为供给增量的确定性，被做为空配选择，虽然中间因为矿难形成短期供给减量预期支撑价格阶段转强，但炒作过后再次转弱，焦炭由于自身基本面没有特别的故事，因此多以跟随为主。

二月焦煤竞拍市场逐步恢复热度，尤其是矿难之后，拿货需求有阶段性的释放，价格也从弱稳到局部探涨再演变到最后的整体上浮 50-150 元/吨不等。蒙煤市场则经历了高热度逐渐冷却的过程，前期与山西煤价差拉开形成性价比优势，刺激需求转移，后随着价格快速拉高，观望情绪再次升温。海外焦煤价格在印度高强度采购、中国买家回归、澳大利亚天气灾害等多因素扰动下价格暴涨至 400 美金以上（峰景），后随着天气扰动退出，价格有所回落，但目前仍在高位运行（377.4 美金/吨，3 月 2 日），因此虽然国内价格上涨，但仍未打开进口窗口，后续澳煤流入持续性还有待观察。

二月焦炭现货市场的价格博弈可以用一个俗语形容，那就是雷声大雨点小。前期市场在第三轮提降与第一轮提涨的预期不断摇摆，但始终未能有个定调，终于二月下旬在成本抬头后产地焦化厂发声提涨第一轮 100 元/吨，而钢厂持较强抵触心态，目前仍未接受，博弈还在继续，议价能力强弱还有待观察。

图一：焦煤现货价格



资料来源：Mysteel，优财研究院

图二：焦炭现货价格



资料来源：Mysteel，优财研究院

图三：焦煤主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图四：焦炭主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

二、 要点分析

2.1 矿难对供给短期有影响，但有限

2月22日内蒙新井煤业特大矿难牵动了各方神经，内蒙、山西等主产地迅速开展安全生产隐患排查工作，工作时间也从以往的两会后结束延展到了3-5月，可以想见今年安全生产检查势必要更加严格，更加频繁。矿难之后根据市场消息，乌海、棋盘井等区域陆续有煤矿停产检查，不过目前来看，影响多控制在1-2周，对供给的直接冲击短且有限，考虑到焦煤矿目前以井工矿为主，且近年高强度的安全检查压力下煤矿在安全生产工作上预计不会要太大问题，因此当前事故对于煤矿供给端而言，主要影响笔者认为在于压住了煤矿供给的弹性，直接的供给减量有限，再结合矿难后库存顺利的从上游向下游需求端转移的结果来看，当下供给是稳定且运输通畅的，只要不发生新的风险事件，这一状态有望得到保持。

2.2 进口煤供给增长有潜力，但兑现仍有阻力

蒙古煤方面，二月除白月节口岸放假三天，其余时间均保持平稳通关，目前甘其毛都口岸日通车水平来到千车关口附近震荡，截止 2 月 28 日该口岸累计进口煤炭 448.8 万吨（去年 56.83 万吨），实现了良好开局。不过由于蒙方在积极推进贸易模式的改革，即由原来的长协坑口拉运制切换至后续长协、竞拍双轨+边境价交货的模式，带来了新的不确定性。

一是新的模式意味着各的利益调整，势必会遇到各方阻力，目前执行时间已经从 2 月初延期到 4 月开始执行，ett 矿已经暂不接受新的打款。据了解，原先中盘、短盘运输很多车队是中方大贸易自有车队，改为边境价模式后，中盘、短盘均改为煤矿超标，会影响拥有自有车队的贸易商利益，后续具体执行或还有博弈。二是由于未来塔矿 30% 的供给量要转移到竞拍市场，这一模式可以降低中小贸易商的参与门槛，不过从近期几次竞拍结果来看，该模式尚不成熟（例如：到货时间不稳定，目前为结束后的 1-6 周），近期修订了部分条款，后续还有进一步优化空间。

因此虽然甘其毛都口岸通车到 1500 车并没有运力上的瓶颈，但贸易模式的调整以及蒙煤的性价比都使得供给潜力无法在短期得到有效释放。

澳煤方面，近期虽然因为澳大利亚恶劣天气逐渐缓和供给扰动减弱，价格有一定回调，但海外需求目前仍然旺盛，价格依然维持高位运行，峰景 CFR377.4 美金的价格换算后 2900 元左右，仍然大幅倒挂国内同级煤种，性价比不足使得即使进口管制放开，从目前的节奏上看，至少近半个月内澳煤对国内煤市的冲击微弱，短期难以看到澳煤出现规模性流入。

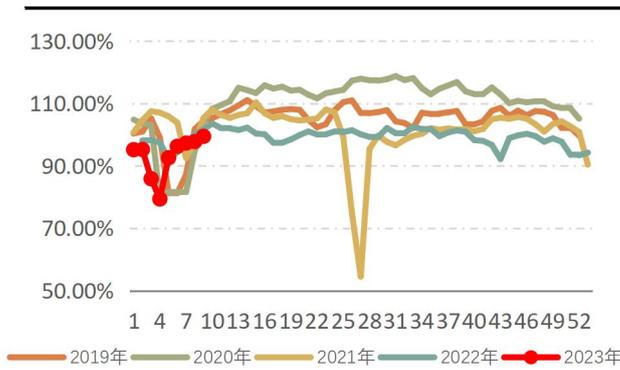
2.3 需求启动尚需时间

关于需求和预期，还需要从宏观谈起。从 2023 年政府工作报告中可以得知，今年我国 GDP 增长目标在 5%，该水平显然无法与此前的强预期匹配，同时意味着政策未来的发力或许要弱于市场预期，不过今年替换了房住不炒的提法，同时强调基建重大工程实施加速，这样的组合或许意味着今年政府对于地产的态度更加缓和，可以强化市场对地产行业的元气恢复以及基建工程实际发力形成实际需求量的期待。综合来看，经济复苏的前景依然明确，不过政府发力强度的下限以及节奏可能出现预期差。

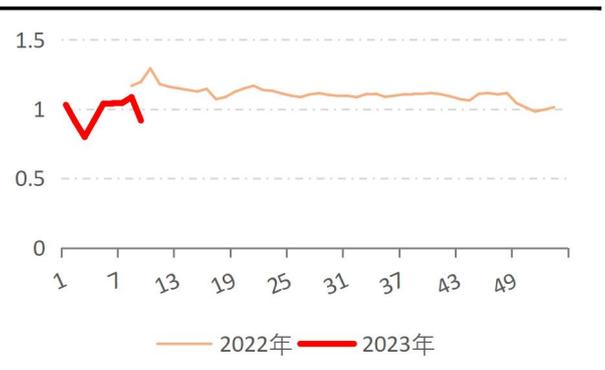
聚焦到黑色，当下成材到了表需触及强压，供给恢复提速的阶段，3月旺季，中旬开始将是非常重要的需求验证窗口，旺盛的需求预期若能落地，则有望带领黑链开启新一波行情。当下铁水已经来到了煤-铁平衡的位置，根据钢联预计预计3月铁水日产将逐步增至238左右，这一水平意味着双焦供给在增量潜力兑现前仍将维持偏紧的状态，对于双焦来说，后续需求的韧性结合供给的刚性（煤矿安全生产、焦企低利润）将对价格形成较强的支撑，但随着需求增长边际放缓，上行驱动也将逐步减弱，因此需要观察下游成材需求能否放量形成更强的增长预期，进而给双焦带来新驱动。

2.4 周度数据图表更新

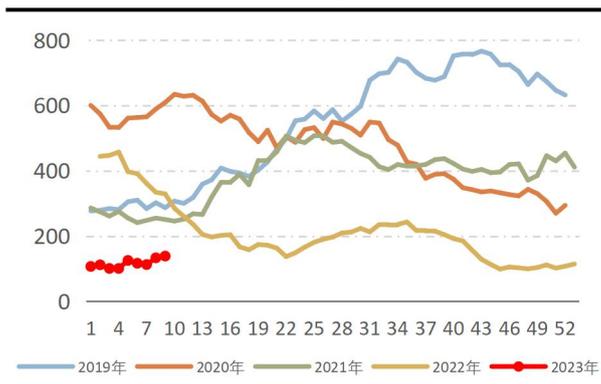
图五：煤矿开工（小样本无内蒙）



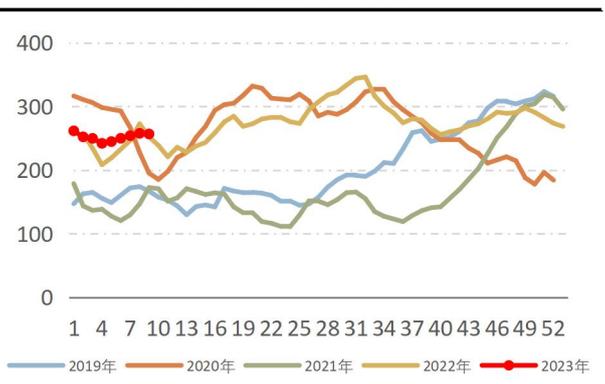
图六：内蒙煤矿产能利用率



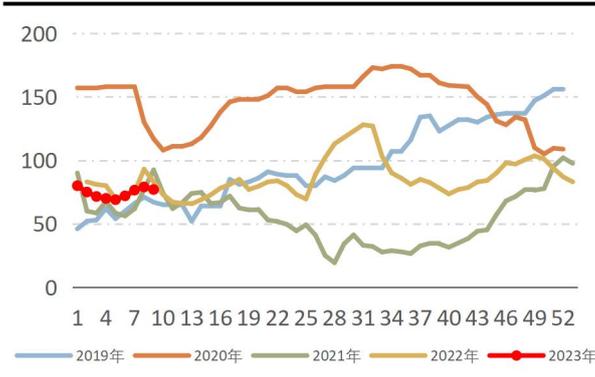
图七：焦煤港口库存



图八：焦煤矿山库存

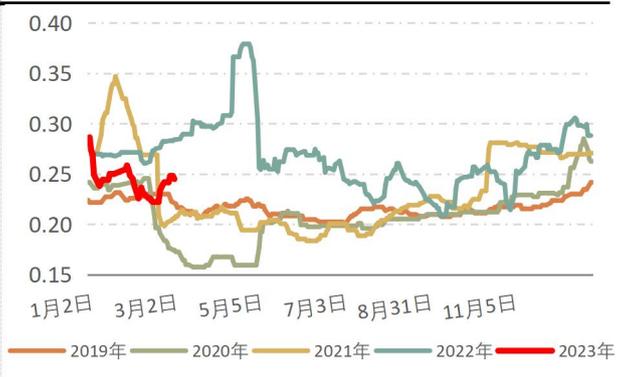


图九：山西煤矿库存



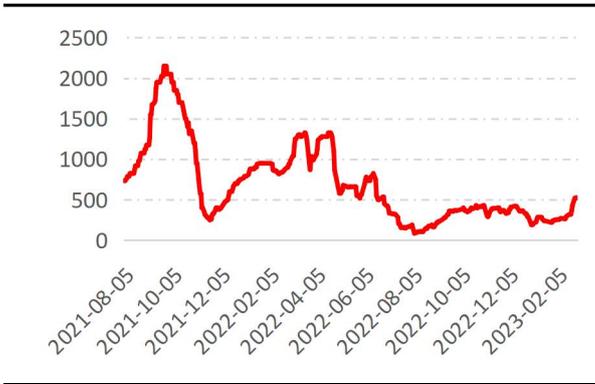
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十：公路运价平均



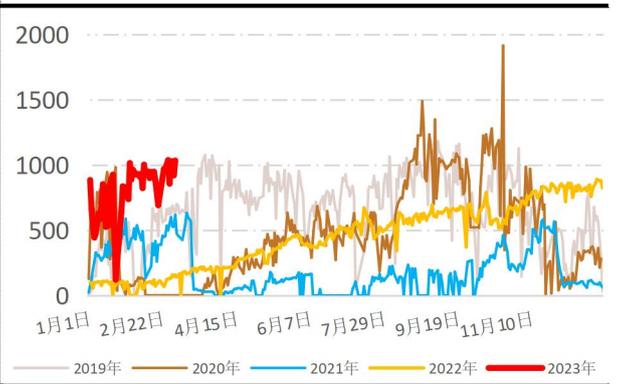
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十一：288 口岸短盘运费



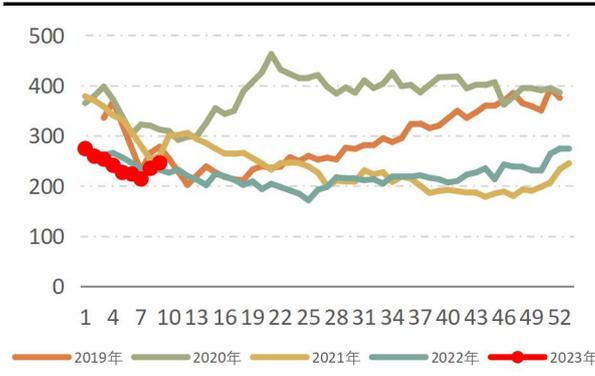
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十二：甘其毛都口岸日通车



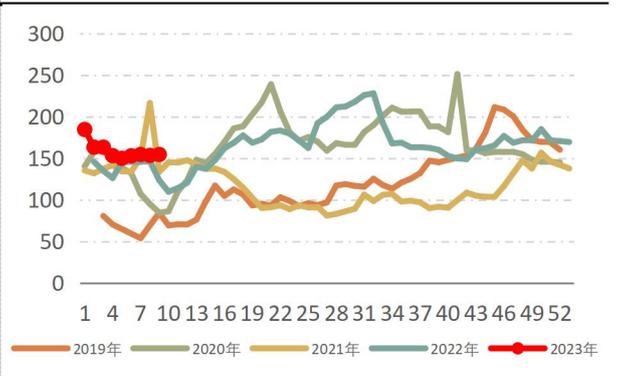
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十三：洗煤厂原煤库存



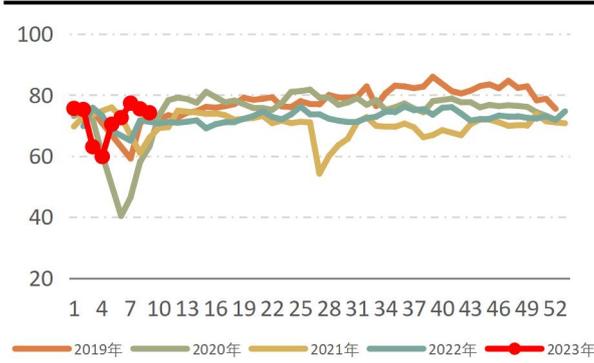
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十四：洗煤厂精煤库存



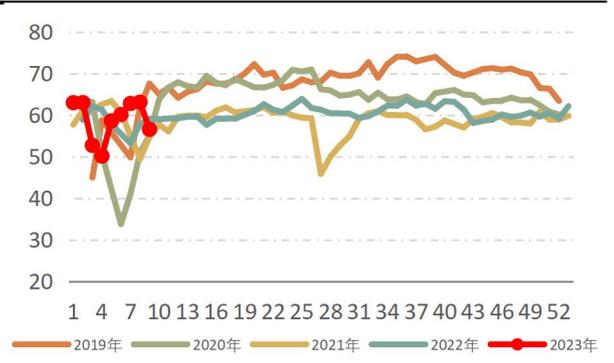
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十五：洗煤厂开工率



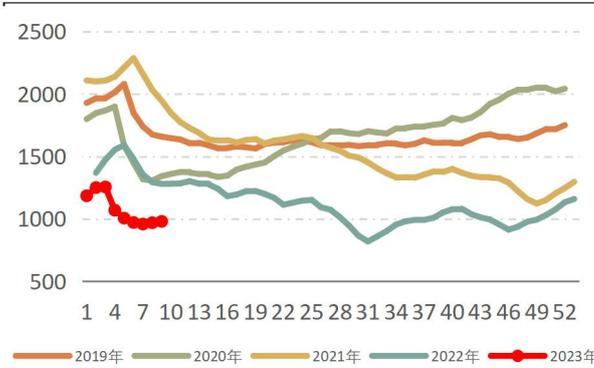
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十六：洗煤厂产量



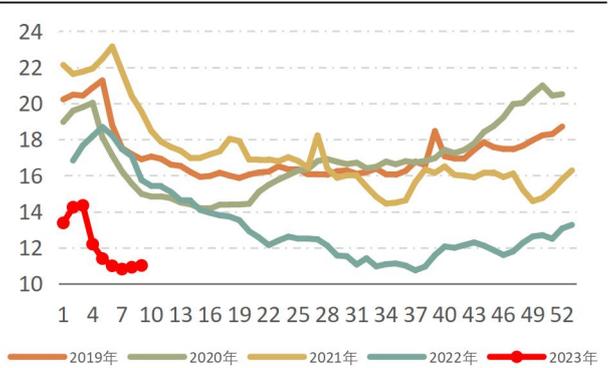
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十七：独立焦企焦煤库存



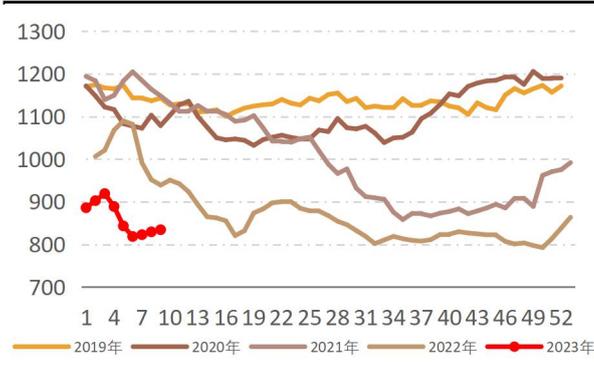
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十八：独立焦企存煤可用天数



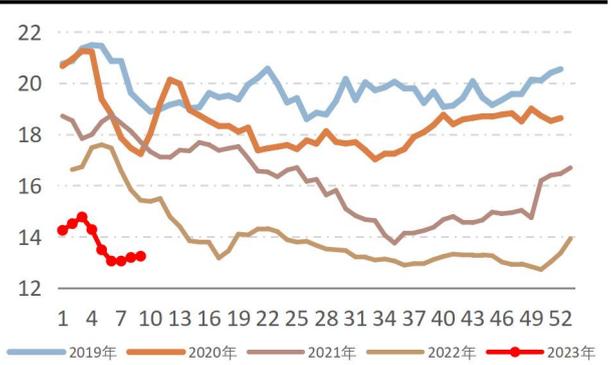
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十九：钢厂焦煤库存



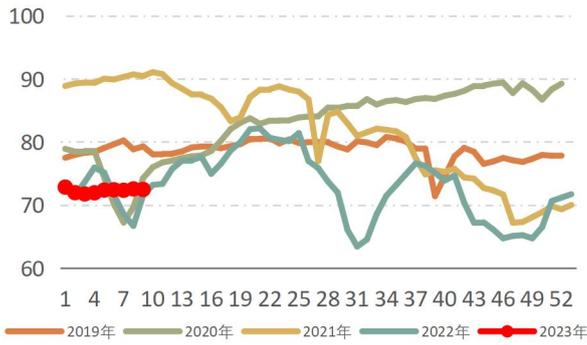
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十：钢厂存煤可用天数



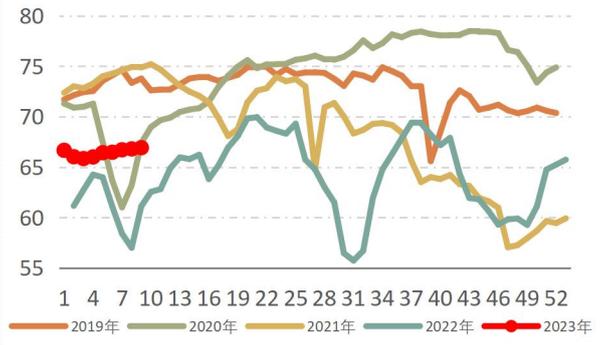
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一：独立焦企产能利用率



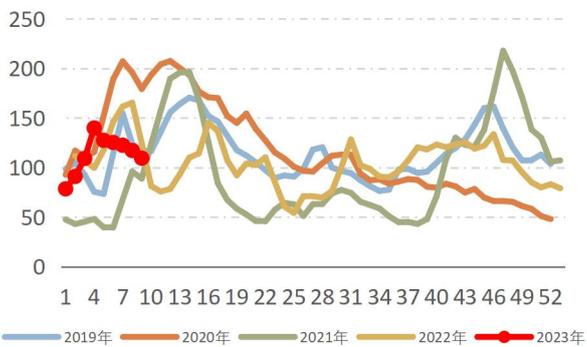
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十二：独立焦企日产量



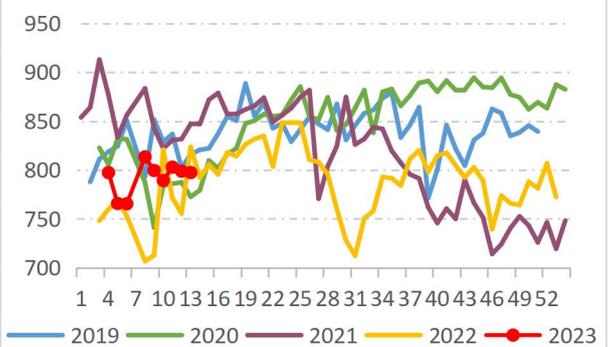
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十三：焦企焦炭库存



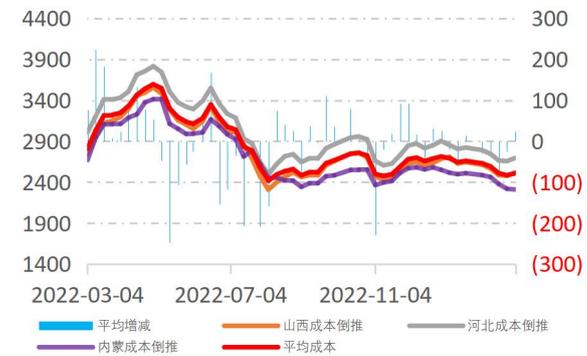
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十四：焦炭表需



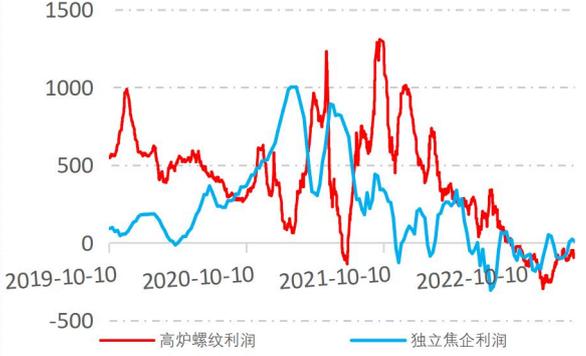
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十五：焦化成本



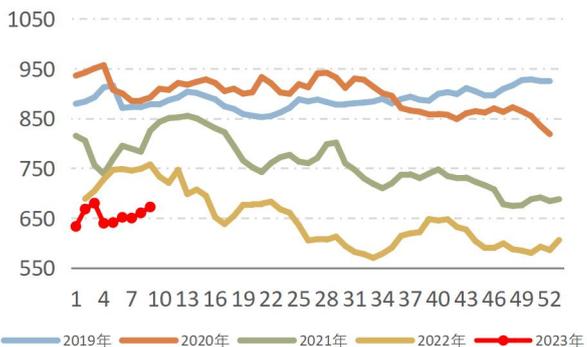
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六：螺焦利润对比



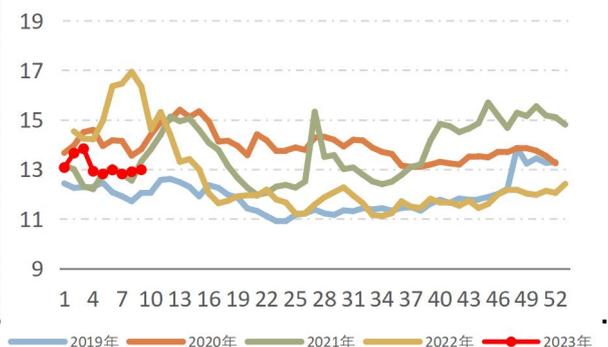
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十七：钢厂焦炭库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

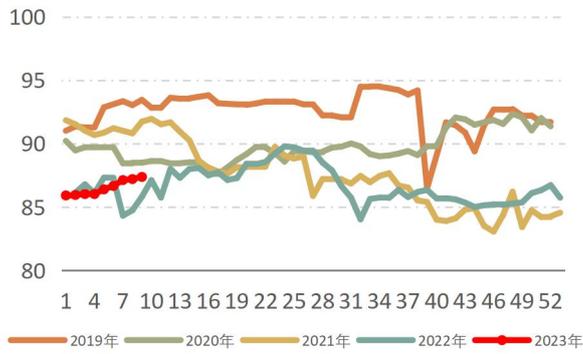
图二十八：钢厂焦炭可用天数



资料来源: Mysteel, 优财研究院

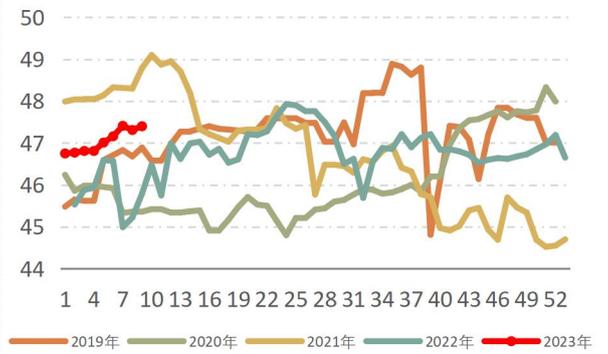
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十九: 钢厂焦化产能利用率



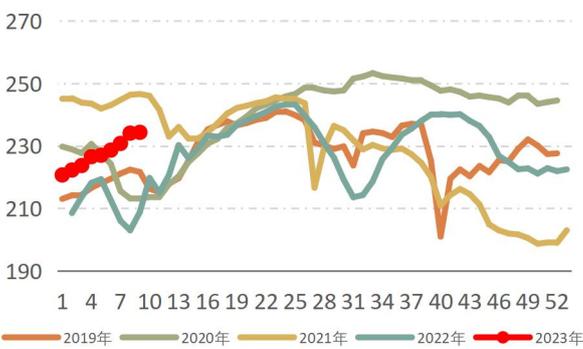
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十: 钢厂焦炭日产量



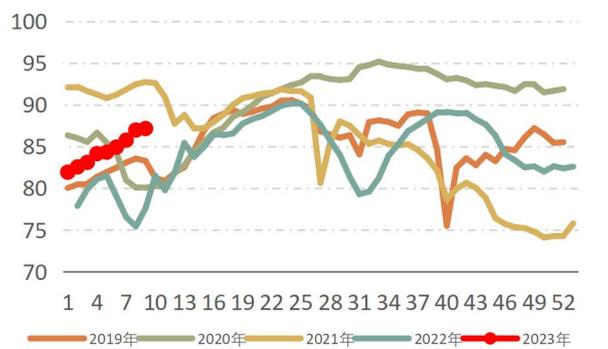
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十一: 铁水日产量



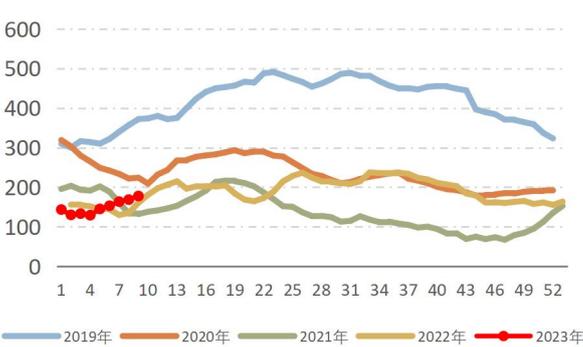
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十二: 钢厂高炉开工率



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十三: 焦炭港口库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

三月是各种预期的验证窗口期，两会之后复苏的前景更加明确、务实，远端依旧乐观，不过近端政策的发力强度与此前的高度乐观情绪可能存在一定的预期差，市场或有调整空间。基本上，旺季已至，需求强压出现，是放量消化各环节加速释放的供给形成更强劲的情绪还是止增缩利施压原料还有待观察，不过强需求韧性低供给弹性各环节低库存储备的组合下价格底部抬升。综合来看，短期建议仍以区间震荡的思路看待双焦行情，阶段性压力出现，上旬或有回调，中下旬关注终端需求变化，整体操作思路建议以回调低多为主，参考焦煤，关注 1870-1900 一线支撑。

四、风险提示

政策力度不及预期、终端需求超预期差、中澳关系变化

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/>