

供给高位、需求不佳 黑色系维持高位震荡

内容提要:

- ◆ 9月份宏观经济数据表现不佳。制造业采购经理指数再次回落，分项数据也不甚乐观，其中生产指数略有回落，进出口订单指数在枯荣分水岭之下并且进一步下滑；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出场价格指数同比涨幅持续回落；固定资产投资增速持续走低，其中房地产投资增速维持相对高位，而基建投资增速则延续下滑之势。
- ◆ 近五个月中国粗钢产量均维持在8000万吨左右的高位，这得益于吨钢利润长期保持在1000元极具生产吸引力的水平。近两年钢铁的供给端在秋冬季主要受限产政策打压而快速收缩，这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑，但2018年的限产政策与2017年相比，启动早、范围广但力度减弱，整体而言今年限产逻辑对钢材价格的驱动能力要弱于去年。
- ◆ 8-9月拉动钢材需求的“三驾马车”稍显动力不足。9月房地产投资增速仍维持近10%的高位，单月房屋新开工面积较8月略有回升，但远低于去年同期水平，这令建筑市场“金九银十”的预期打折；7-9月的钢材出口量均降至600万吨之下；固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势。
- ◆ 今年秋冬季环保限产的力度虽较2017年有所放松，对于焦炭而言，焦化企业开工率仍有下降空间，焦炭产量或将小幅收缩，但钢厂限产同样减弱，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，截至10月29日焦炭与焦煤比值已经小幅回落至1.71:1，仍然远高于正常时期1.4:1的比值；焦化利润也自8月下旬830元/吨的历史高位逐步回落至10月末的427元/吨，煤焦比和盘面焦化利润均仍然均值回归的需求，套利方面可继续尝试空焦炭多焦煤的策略。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，铁矿石期货主力合约摆脱低位区间，自底部抬升并偏多运行。
- ◆ **行情展望：**黑色系产业链供给端主要受限产的影响，10月份天气良好，限产并不严格，粗钢产量仍然维持高位，对炉料端的需求量也尚未收缩，地产端对钢材的消费良好，螺纹钢社会库存持续回落，供需格局偏紧。预期11月限产将相对从严，粗钢产量和焦炭产量或受到小幅抑制，同时钢材的下游消费陆续回落，冬储行情恐也不及去年，因此供需边际都将有所回落，令黑色系商品价格或呈现高位震荡，尤其螺纹钢和焦炭难以逾越前期高点。铁矿虽供给充足、需求良好、库存小幅下滑，高品位矿石有望在限产期获钢厂追捧，同时进口铁矿石成本高企，期现倒挂对跌势形成限制，具有布局远月长线多单的价值。
- ◆ **风险点：**国内宏观经济下滑、中美贸易战升级、国际油价剧烈波动

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

秋冬季错峰生产开启 黑色系维持高位震荡 20181001

螺纹、焦炭技术调整 后市仍由政策指引 20180901

环保限产为主旋律 黑色上演“强者恒强” 20180801

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

第一部 行情回顾

黑色系商品在十月份的表现以上涨为主，涨幅主要来自于国庆假期之后一周的发力拉升，一方面螺纹钢和焦炭对前期技术调整的深跌进行修复，另一方面焦煤和铁矿石在限产尚未严格开始的背景下出现补涨，从表现来看，焦煤、铁矿石以超8%的涨幅领先，螺纹钢和焦炭则收涨逾5%。进入十月中下旬，消息面缺乏进一步有利的提振，黑色系商品震荡加剧，涨跌两难。后期需密切观察限产的具体实施情况以及钢材供需两端的边际变化，但整体而言，黑色系商品期货价格仍处于严重贴水现货价格的状态，下行空间有限。

表1 2018年10月8日至10月30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	3947	4172	4244	3904	+5.70%	8.71%
铁矿石	498.0	539.0	546.5	490.5	+8.23%	11.42%
焦炭	2280.0	2402.5	2553.5	2260.0	+5.37%	12.99%
焦煤	1281.0	1394.0	1433.0	1280.0	+8.82%	11.95%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分宏观：国内经济稍显压力

9月份宏观经济数据表现不佳。制造业采购经理指数再次回落，分项数据也不甚乐观，其中生产指数略有回落，进出口订单指数在枯荣分水岭之下并且进一步下滑；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出场价格指数同比涨幅持续回落；固定资产投资增速持续走低，其中房地产投资增速维持相对高位，而基建投资增速则延续下滑之势。

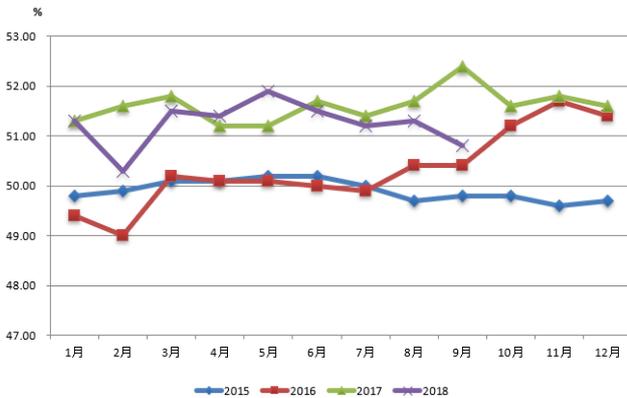
制造业采购经理指数回落，分项数据表现不佳。2018年9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月回落0.5个百分点，连续第26个月运行于景气区间，制造业总体延续扩张态势，增速有所放缓。从分项数据来看，9月生产指数为53.0%，比上月回落0.3个百分点；新订单指数为52.0%，比上月回落0.2个百分点，两者均延续自年内相对高位以来的下滑态势；新出口订单指数仍为48.0%，较8月再次缩减1.4个百分点，连续四个月维持在枯荣分水岭之下；进口指数也较8月下月下滑0.6个百分点报于48.5%，进出口方面主要受中美贸易战不断升级的影响；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为59.85%和54.3%，分别较上月扩大1.1个百分点和与上月持平。

CPI 同比涨幅持续扩大、PPI 同比涨幅持续回落。2018年9月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.5%，较8月再次加快0.2个百分点，已经连续四个月回升；9月CPI环比小幅上涨0.7%，涨幅与上月持平。9月工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨3.6%，较上月的4.1%下滑0.5个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业同比增长7.2%，涨幅较上月的9.5%下降2.2个百分点；PPI环比上涨0.6%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业上涨1.5%，较上月回落0.6个百分点。

工业生产增速小幅回落，黑色金属冶炼和压延加工业增速加快。国家统计局数据显示，2018年9月份，规

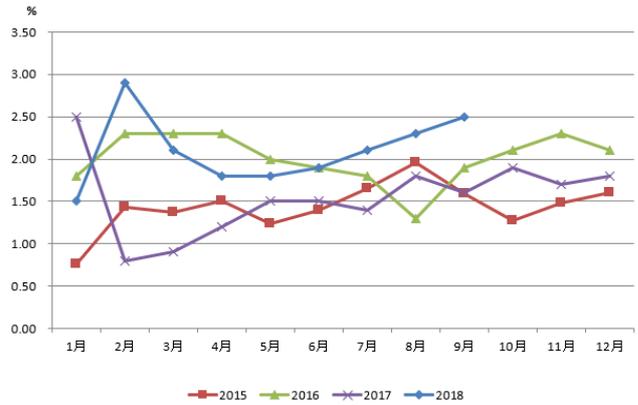
规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，比 8 月份回落 0.3 个百分点；从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.50%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增速较 1-8 份回落 0.1 个百分点。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较 8 月份加快 0.2 个百分点；制造业增长 5.7%，回落 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.0%，加快 1.1 个百分点。从具体行业来看，黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.1%，增速较上月大幅增加 4.2 个百分点，主要得益于黑色系商品价格的强势表现。

图 1. PMI (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

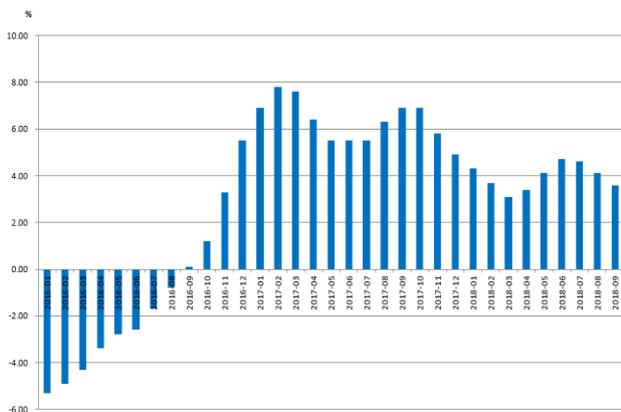
图 2. CPI 当月同比逐步回升 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

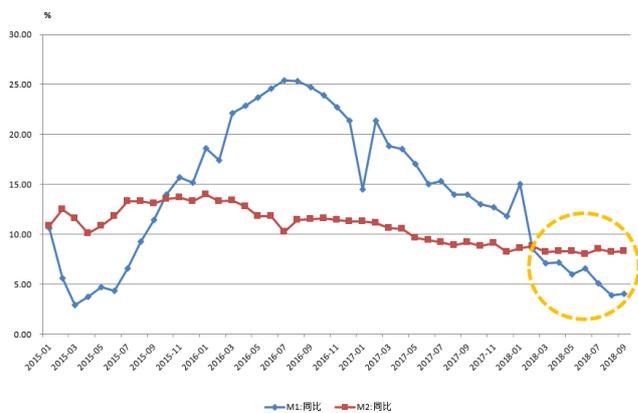
M2 增速-M1 增速的差额与上月持平。央行最新公布的数据显示，9 月社会融资增量为 2.21 万亿元，比上年同期减少 397 亿元，比上月多 2768 亿元；新增人民币贷款 1.38 万亿元，预期 1.27 万亿元，前值 1.28 万亿元。央行调整了社会融资规模统计口径，自今年 8 月份以来，地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应，为将该接替效应返还到社会融资规模中，2018 年 9 月起央行将地方政府专项债券纳入社会融资规模。9 月末，广义货币 (M2) 余额 180.17 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 0.7 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 53.86 万亿元，同比增长 4%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 10 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 7.13 万亿元，同比增长 2.2%，前三季度净投放现金 609 亿元。M2 增速-M1 增速的差额本月仍报于 4.3 个百分点。

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 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

第三部分 钢材上下游供需格局

一、政策影响下的钢材供给仍是钢价的主导因素

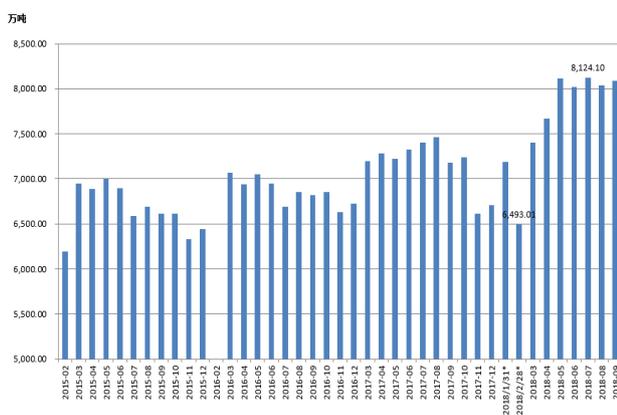
近五个月中国粗钢产量均维持在8000万吨左右的高位，这得益于吨钢利润长期保持在1000元极具生产吸引力的水平。近两年钢铁的供给端在秋冬季主要受限产政策打压而快速收缩，这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑，但2018年的限产政策与2017年相比，启动早、范围广但力度减弱，整体而言今年限产逻辑对钢材价格的驱动能力要弱于去年。

1、环保限产常态化仍将主导黑色系行情

影响黑色系供给端的因素主要为利润和政策，其中政策通常在秋冬季发挥主导作用。今年以来对黑色系供给端有直接影响的政策有“环保督查回头看”行动以及《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。具体来看：

“环保督查回头看”行动自2018年6月11日开始，预计将持续到2019年4月28日，第一阶段：6月11日-8月5日，已经结束，主要对“2+26”城市“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改以及《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》规定的其他措施落实情况开展“回头看”。自8月20日以来进入第二阶段：对“2+26”城市、汾渭平原11城市开展全面督查，预计11月11日结束。第三阶段将紧接着展开，重点督促“2+26”城市、汾渭平原11城市、长三角地区落实秋冬季减排措施，排查错峰生产及重污染天气各项应对措施落实情况。整个环保督查行动不仅涵盖2017年的“2+26”城市，更增加汾渭平原11城以及长三角地区三省一市，时间跨度长达11个月，国家打赢蓝天保卫战之心可见一斑。

图5. 全国粗钢产量维持高位（万吨）

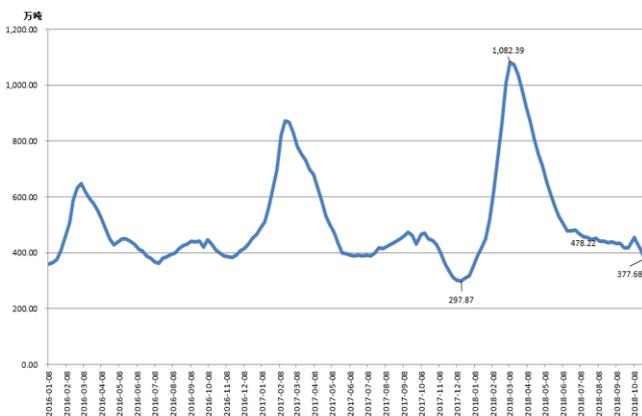


平均浓度同比下降 3%左右，重度及以上污染天数同比减少 3%左右。同时今年“2+26”各城市在开展秋冬季大气污染综合治理行动中，基本上都取消了“一刀切”的限产模式，为钢铁行业和焦化行业等制定差异化指标，根据指标将钢铁企业与焦化企业进行分类，对企业进行不同程度的限产要求，减排标杆企业甚至可以不限产。10月初秋冬季大气污染综合治理攻坚行动已经逐步启动，但今年的限产政策与 2017 年相比，启动时间早、涉及范围广但限产力度减弱，因此对钢材价格的驱动能力也不及预期，恐制约钢材和焦炭价格的上行高度。

2、利润居高不下，粗钢产量维持高位

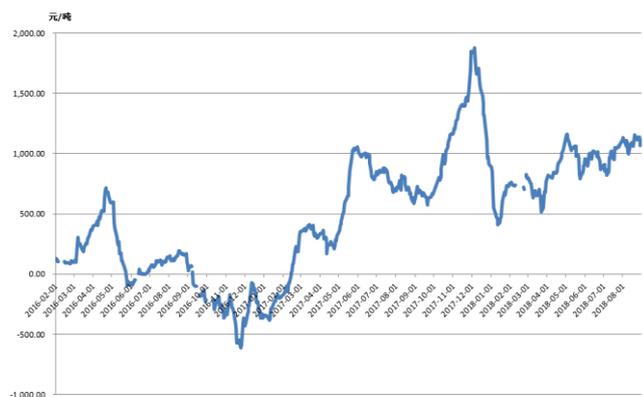
自一季度末期冬季限产政策结束，钢铁高炉开工率逐渐恢复性攀升，全国粗钢产量自 3 月开始快速放大，伴随着吨钢利润维持在千元之上，粗钢产量自 5 月跃升至 8000 万吨之上，国家统计局数据显示，2018 年 9 月全国粗钢产量为 8084.5 万吨，同比增长 7.5%，增速较 8 月大幅加快 4.8 个百分点，环比增加 51.9 万吨，增幅为 6.5%；2018 年 1-9 月全国粗钢产量为 69824.3 万吨，同比增长 6.1%，增幅较 1-8 月再度加快 0.3 个百分点。粗钢产量的超预期增长主要受高企的利润水平所驱动，近三个月的钢材利润均维持在 1000 元/吨之上，极具吸引力的利润水平令钢厂开工热情不减。10 月 1 日开始“2+26”城市将陆续进入秋冬季差异化错峰生产中，但目前空气质量良好，限产力度一般，政策对粗钢产量的实际影响要在未来的 1-2 个月里逐步显现，同时如前文所述，今年的限产力度弱于预期，对粗钢产量的制约效果可能并不理想。

图 7. 螺纹钢社会库存持续小幅回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 吨钢利润维持千元高位（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

3、螺纹钢社会及厂库库存进一步回落

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，螺纹钢社会库存自 3 月 9 日当周的 1082.39 万吨快速回落，至 6 月初已经跌破 500 万吨大关，近四个月维持小幅震荡回落之势，仅国庆假期前后短暂回升，截至 10 月 26 日当周，全国螺纹钢社会库存报于 377.68 万吨，跌破 400 万吨关口，较上月同期下降 39.39 万吨，较年内高点缩减 704.71 万吨，降幅高达 65.1%；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在 3 月 30 日当周报于 361.92 万吨，随后连续震荡回落，截至 10 月 26 日当周报于 172.14 万吨。钢材产量高企，但社会库存和厂库库存持续走低，价格重心不断抬升，说明目前钢材下游消费情况良好，钢厂出货较为顺畅，后续需密切观察库存的积累情况。同时由于螺纹钢价格在 2017-2018 年度冬储季（11 月-2 月）大幅冲高回落，令贸易商承受了较大亏损，预期将抑制今年的冬储热情。

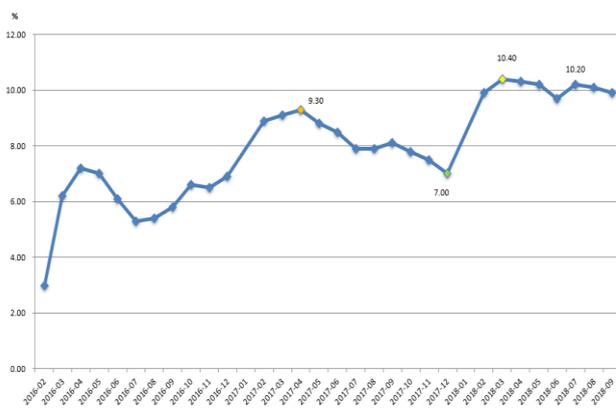
二、 钢材需求：地产表现良好 出口和基建不佳

钢材需求自3月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入6-7月仍显现出“淡季不淡”的格局，8-9月拉动钢材需求的“三驾马车”稍显动力不足。9月房地产投资增速仍维持近10%的高位，房地产企业土地购置面积增速和成本增速均小幅提升，房屋新开工面积增速也较1-8月进一步加快，9月单月房屋新开工面积较8月略有回升，但远低于去年同期水平，这令建筑市场“金九银十”的预期打折；国内钢材价格高企，出口优势全无，出口订单逐步减少，7-9月的钢材出口量均降至600万吨之下；固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势。目前螺纹钢社会库存持续下滑、厂库库存低迷，钢厂出货良好，不排除四季度后两个月地产需求转弱令钢材库存回升的可能。

1、 房地产投资增速维持高位，单月房屋新开工面积小幅回升

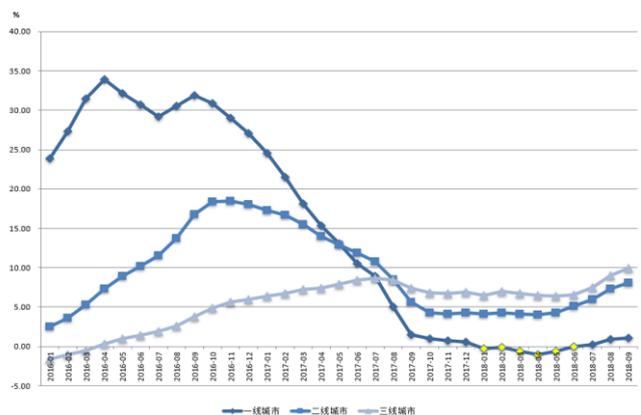
自今年1月份以来，房地产开发投资完成额同比增速加快，尽管各地仍在坚持因城施策的调控，70个大中城市房价指数自4月开始小幅回升。一线城市新建商品住宅价格指数同比增速在今年1-5月均报于零点之下，随后连续四个月小幅回升，9月指数同比增长1.1%，较8月小幅回升0.2个百分点；二、三线城市情况相似，并且新建商品住宅价格指数增速加快更为显著，二线城市9月同比增长9.6%，三线城市同比增长9.1%，涨幅分别较上月扩大2.3和0.1个百分点。

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. 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

全国房地产开发投资完成额增速自今年3月跃升至10%之上，随后均维持高位波动，2018年1-9月份，全国房地产开发投资88665亿元，同比增长9.9%，增速比1-8月份回落0.2个百分点。房地产开发投资的“逆袭”的主要原因是土地购置面积与成本的快速增长，1-9月份，房地产开发企业土地购置面积19366万平方米，同比增长15.7%，增速比1-8月份提高0.1个百分点；土地成交价款10002亿元，增长22.7%，增速回落1个百分点。

从具体施工情况来看，1-9月份，房地产开发企业房屋施工面积767218万平方米，同比增长3.9%，增速比1-8月份提高0.3个百分点。其中，住宅施工面积530251万平方米，增长4.9%。房屋新开工面积152583万平方米，增长16.4%，增速提高0.5个百分点。经过计算，9月单月房屋新开工面积为19289.57万平方米，较8月的18512.53万平方米增加777.04万平方米。前期我们猜测7-8月房屋新开工面积回落可能是季节性因素，9月应

当有所回升，从实际数据上看9月确实比7、8月份有所增加，但远不及5-6月的表现。

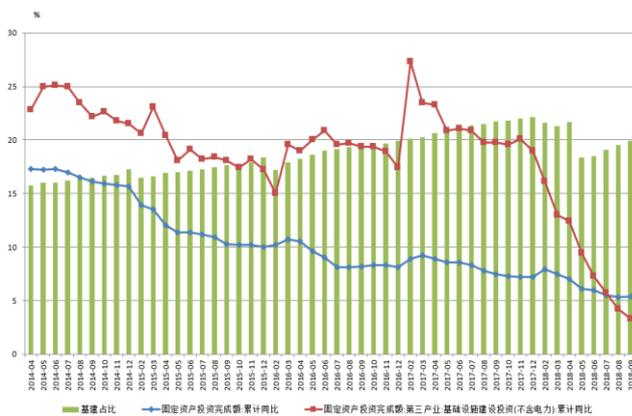
2、出口优势不再 订单逐步减少

9月钢材出口略有回升，但出口量仍维持全年相对低位水平。海关统计数据显示，2018年9月我国出口钢材595万吨，较8月微弱增加7万吨，增幅仅1.3%；较去年同期的514万吨增加81万吨，增幅高达15.76%。今年一季度钢价快速回落，内外盘价差扩大，出口优势明显，钢材出口量自年初开始逐步增加，但国内钢价自3月以来见底反弹，人民币贬值抵消了部分价格上涨，出口情况尚佳，随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，出口订单自5、6月逐步减少，预计后续出口情况仍不乐观。

3、基建投资增速持续下滑

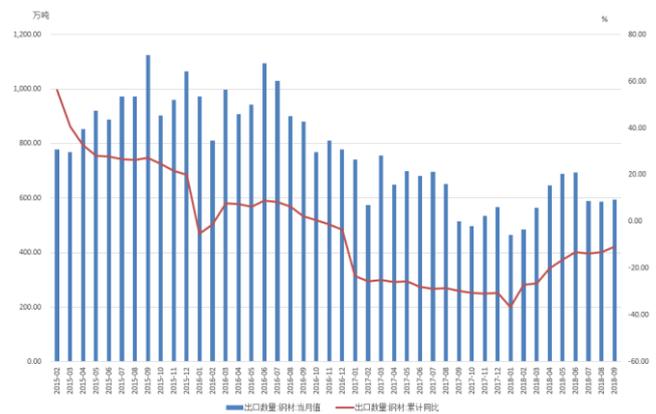
进入2017年后，全国固定资产投资就呈现不断下滑之势，期间仅2018年1-2月固定资产投资增速有所反弹，随后在去杠杆的作用下，基建投资增速再次下行。国家统计局最新数据显示，2018年1-9月份，全国固定资产投资（不含农户）483442亿元，同比增长5.4%，增速比1-8月份小幅回升0.1个百分点。从环比速度看，9月份固定资产投资（不含农户）增长0.43%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.3%，增速比1-8月份回落0.9个百分点。其中，水利管理业投资下降4.7%，降幅扩大1.1个百分点；公共设施管理业投资增长1.7%，增速回落1.3个百分点；道路运输业投资增长8.9%，增速回落0.4个百分点；铁路运输业投资下降10.5%，降幅收窄0.1个百分点。

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. 钢材月度出口回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

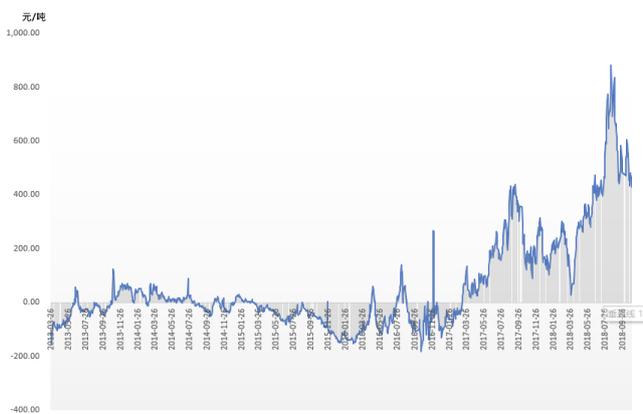
7月23日的国务院常务会议要求，财政金融政策要协同发力，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，市场普遍认为，政策边际有所放松，近万亿地方专项债将在未来三个月集中发行，基建投资企稳回升的可能性较大，短期提升钢材消费预期。但基建投资增速长期下滑的趋势难以发生逆转，同时基建投资转化为下游需求存有时间差，对于钢材的长期拉动作用难有显著改善。

第四部分 炉料系商品价格相对坚挺

今年秋冬季环保限产的力度虽较2017年有所放松，对于焦炭而言，焦化企业开工率仍有下降空间，焦炭产量或将小幅收缩，但钢厂限产同样减弱，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些。同

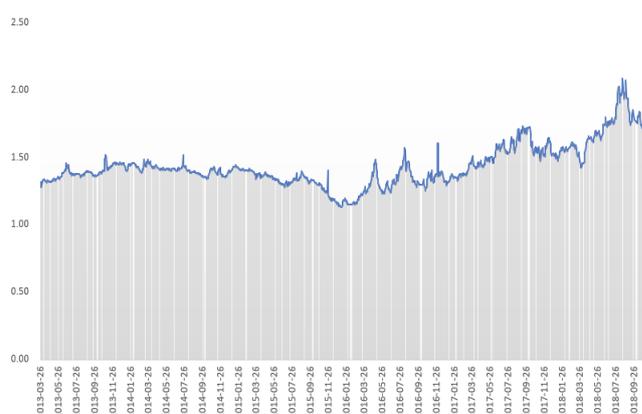
时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，截至10月29日焦炭与焦煤比值已经小幅回落至1.71:1，仍然远高于正常时期1.4:1的比值；焦化利润也自8月下旬830元/吨的历史高位逐步回落至10月末的427元/吨，煤焦比和盘面焦化利润均仍然均值回归的需求，套利方面可继续尝试空焦炭多焦煤的策略。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，铁矿石期货主力合约摆脱低位区间，自底部抬升并偏多运行。

图 13. 盘面焦化毛利润估算（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 焦炭与焦煤比值



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

一、秋冬季限产在即，焦炭供给仍有收缩空间

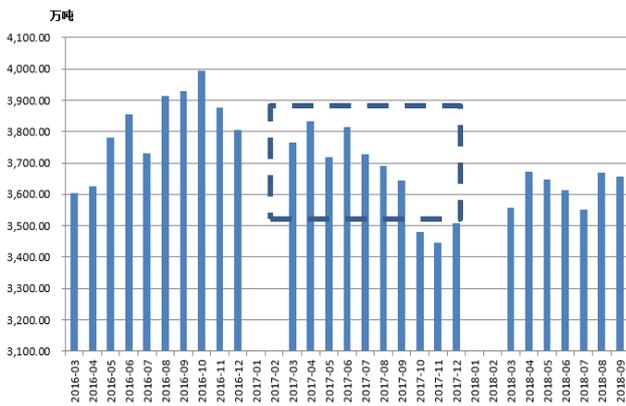
黑色系整体供需格局在5月逐渐改善，供需两旺使得吨钢利润高企，钢厂逐渐对于焦炭价格作出让步，焦炭现货价格在5月-6月期间陆续八轮调涨，累计涨幅超过650元/吨，7月遭遇四轮累计350元/吨左右的下调，9月又快速上调六轮价格，累计涨幅再次高达650元/吨，推升焦炭现货价格达到2500-2600元/吨，焦化企业利润得到良好修复，自三月下旬开始，盘面焦化毛利润（粗略估算）自零点快速回升，至8月17日冲高至880元/吨，焦炭与焦煤的比值也从1.4:1的正常水平飙升至2.0:1，存在巨大的做空焦化利润即做空煤焦比的套利机会。

8月中旬开始焦炭期货价格领衔现货展开调整，近一个月的时间回撤近17%，现货价格也在9月中下旬有两-三轮累计200-300元/吨的下跌，焦煤价格自1200点止跌反弹，焦化毛利润截至10月29日已经回落至427元/吨，煤焦比也下降至1.71:1。

由于利润创历史新高，焦化企业开工热情高涨，但同时受环保因素的制约，焦化企业开工率今年以来基本维持在75-80%。截至10月26日当周，产能<100万吨的小型焦化企业开工率报为79.26%；产能在100万吨-200万吨的中型焦化企业开工率报于78.74%；产能>200万吨的大型焦化企业开工率报于77.63%，整体较9月下旬略有小幅回升。2017年10月下旬，产能<100万吨的小型焦化企业开工率为70.91%；产能在100万吨-200万吨的中型焦化企业开工率报于66.08%；产能>200万吨的大型焦化企业开工率报于79.32%，已经较9月下旬有8-10个百分点的显著下挫，在11月-12月更进一步下滑至65%左右的水平。但由于今年限产力度不及预期，焦炭开工率下降的空间相对有限。

图 15. 焦炭产量小幅回升（万吨）

图 16. 焦化企业开工率仍有缩减空间（%）



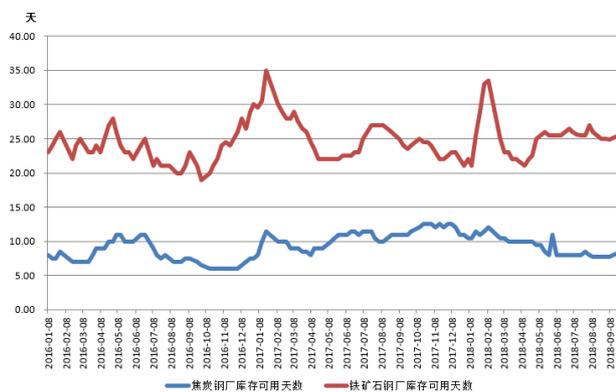
资料来源：WIND 新纪元期货研究所



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

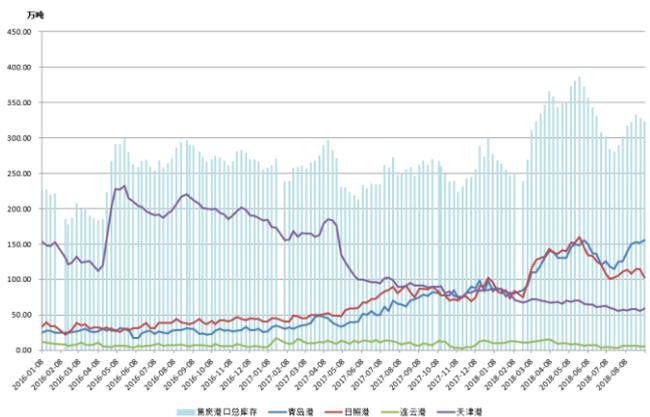
焦炭8月产量显著回升。国家统计局数据显示,2018年9月全国焦炭产量为3655.40万吨,较8月的3670.10万吨小幅下降14.70万吨,环比下降0.40%;同比2017年9月微弱增加11.4万吨,增幅仅0.31%;1-9月焦炭累计产量为32290.60万吨,较2017年1-9月的33180.90万吨减少890.30万吨,降幅折合2.68%。去年焦炭产量在1-9月都维持在较高水平,直到限产开启后的10-12月迅速收缩至3500万吨左右。同时河北、山西省全面启动炭化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉淘汰工作,两省淘汰的焦炉共涉及到19家企业合计产能2433.94万吨(今日智库)。在进入秋冬季,差异化错峰生产执行后,焦炭的产量仍有一定下降空间。

图 17. 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 18. 焦炭港口库存(%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

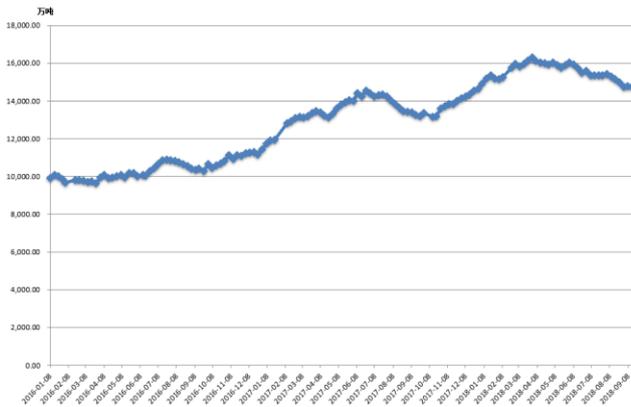
从焦炭库存来看,截至10月26日当周,全国四大港口焦炭库存量总计246.2万吨,连续五周维持震荡之势,整体库存水平较5月25日的年内高点386万吨大幅缩减139.8万吨,与去年同期水平基本相当;焦炭厂库存在9月中旬至10月初略有回升,但随后便陆续回落,截至10月26日当周共计21.05万吨,较4月下旬104万吨的高点缩减82.95万吨,十分低迷,显示出近期焦炭生产企业出货情况仍然较好;钢厂焦炭库存平均可用天数至10月19日报于8.0天,自5月以来基本均维持低位水平。总体而言,通过焦炭库存水平可以看出目前焦炭供需仍然偏紧,但仍需继续追踪边际变化。

二、铁矿石进口成本显著上移

1、铁矿石月度进口量回升

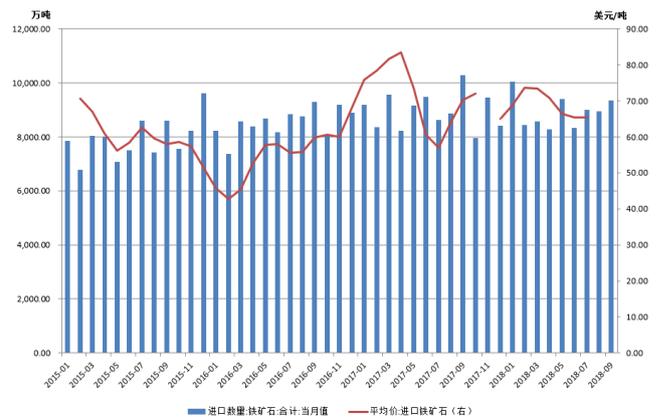
粗钢产量屡创新高，钢厂对于铁矿石需求较强，近三个月铁矿石进口量显著回升。海关总署公布的数据显示，我国9月铁矿砂及其精矿进口量为9347万吨，较上月的8935万吨大幅回升412万吨，增幅达4.61%，同比2017年9月的10283万吨则大幅减少936万吨，降幅高达9.10%；1-9月我国累计进口铁矿砂及其精矿80348万吨，同比2017年1-9月减少1376万吨，降幅折合1.68%。

图 19. 铁矿石港口库存自高位回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 20. 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、铁矿石港口库存延续小幅回落

铁矿石港口库存自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。粗钢产量自3月以来逐渐增加，尤其近三个月爆发式增长，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10月26日当周，全国铁矿石港口库存报于14518.64万吨，较9月28日当周的14516.54万吨基本持平，较3月30日当周的年内高点则大幅缩减1763.16万吨，降幅达10.83%，与此同时铁矿石月度进口量较8月显著攀升，从库存的角度而言，铁矿石的供给压力阶段性缓解，供需格局阶段趋紧。但从长周期看，铁矿石库存水平仍然是在历史高位水平。

3、钢厂补库动力不足

钢厂对于铁矿石的补库意愿略有回升，截至10月26日当周，进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为25.5天，连续五个月维持在相对平稳的状态。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一般，铁矿石供给充足，钢厂倾向于随行就市采购。

4、成本显著上移、支撑期价

根据铁矿石进口成本的计算公式，进口成本=（铁矿石美元价格+海运费）*0.92（普氏指数转换）*1.17（增值税）*汇率+港杂费，截止10月29日，62%品位铁矿石进口到岸价为74.83美元/吨，较9月28日上涨6.95美元/吨，折合人民币后，干基粉矿到岸含税价为597.29元/吨，较9月28日大涨61.53元/吨。而铁矿石期货主力合约价格也在成本显著上移的支撑下，交投重心逐步抬升。

第五部分 总结与展望

黑色系商品在十月份的表现以上涨为主，涨幅主要来自于国庆假期之后一周的发力拉升，一方面螺纹钢和焦炭对前期技术调整的深跌进行修复，另一方面焦煤和铁矿石在限产尚未严格开始的背景下出现补涨，从表现来看，焦煤、铁矿石以超8%的涨幅领先，螺纹钢和焦炭则收涨逾5%。进入十月中下旬，消息面缺乏进一步有利的提振，黑色系商品震荡加剧，涨跌两难。后期需密切观察限产的具体实施情况以及钢材供需两端的边际变化，但整体而言，黑色系商品期货价格仍处于严重贴水现货价格的状态，下行空间有限。

9月份宏观经济数据表现不佳。制造业采购经理指数再次回落，分项数据也不甚乐观，其中生产指数略有回落，进出口订单指数在枯荣分水岭之下并且进一步下滑；居民消费价格指数同比涨幅扩大，工业者出场价格指数同比涨幅持续回落；固定资产投资增速持续走低，其中房地产投资增速维持相对高位，而基建投资增速则延续下滑之势。

近五个月中国粗钢产量均维持在8000万吨左右的高位，这得益于吨钢利润长期保持在1000元极具生产吸引力的水平。近两年钢铁的供给端在秋冬季主要受限产政策打压而快速收缩，这也是钢材价格在采暖季预期看涨的主要逻辑，但2018年的限产政策与2017年相比，启动早、范围广但力度减弱，整体而言今年限产逻辑对钢材价格的驱动能力要弱于去年。

钢材需求自3月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入6-7月仍显现出“淡季不淡”的格局，8-9月拉动钢材需求的“三驾马车”稍显动力不足。9月房地产投资增速仍维持近10%的高位，房地产企业土地购置面积增速和成本增速均小幅提升，房屋新开工面积增速也较1-8月进一步加快，9月单月房屋新开工面积较8月略有回升，但远低于去年同期水平，这令建筑市场“金九银十”的预期打折；国内钢材价格高企，出口优势全无，出口订单逐步减少，7-9月的钢材出口量均降至600万吨之下；固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势。目前螺纹钢社会库存持续下滑、厂库库存低迷，钢厂出货良好，不排除四季度后两个月地产需求转弱令钢材库存回升的可能。

今年秋冬季环保限产的力度虽较2017年有所放松，对于焦炭而言，焦化企业开工率仍有下降空间，焦炭产量或将小幅收缩，但钢厂限产同样减弱，因此焦炭价格的表现取决于供给端和需求端谁的限产力度更大一些。同时值得注意的是，期货盘面焦炭与焦煤的比值在8月末一度高达2:1，截至10月29日焦炭与焦煤比值已经小幅回落至1.71:1，仍然远高于正常时期1.4:1的比值；焦化利润也自8月下旬830元/吨的历史高位逐步回落至10月末的427元/吨，煤焦比和盘面焦化利润均仍然均值回归的需求，套利方面可继续尝试空焦炭多焦煤的策略。铁矿石的供给端有小幅收缩迹象，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，铁矿石期货主力合约摆脱低位区间，自底部抬升并偏多运行。

行情展望：黑色系产业链供给端主要受限产的影响，10月份天气良好，限产并不严格，粗钢产量仍然维持高位，对炉料端的需求量也尚未收缩，地产端对钢材的消费良好，螺纹钢社会库存持续回落，供需格局偏紧。预期11月限产将相对从严，粗钢产量和焦炭产量或受到小幅抑制，同时钢材的下游消费陆续回落，冬储行情恐也不及去年，因此供需边际都将有所回落，令黑色系商品价格或呈现高位震荡，尤其螺纹钢和焦炭难以逾越前期高点。铁矿虽供给充足、需求良好、库存小幅下滑，高品位矿石有望在限产期获钢厂追捧，同时进口铁矿石成本高企，期现倒挂对跌势形成限制，具有布局远月长线多单的价值。

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