

兴证期货·研发中心

2018年7月4日 星期一

黑色研究团队

韩惊

投资咨询编号：Z0012908

从业资格编号：F3010931

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

整体黑色产业链商品 2018 年上半年走势探底回升。在 1、2 月的平稳过渡之后，3 月出现大幅下降，随后 4、5、6 月价格回升。总体上半年走势略有回落为主，但幅度不大。我们之前的年报认为 2018 年走势大幅震荡，重心下移，目前来看走势基本符合判断。

● 后市展望及策略建议

总体来说，原料依然会跟随成材的走势。

铁矿石：铁矿石下半年或以弱势震荡为主。

双焦：下半年预计焦煤随着蒙煤进口增加，供应会出现回升。焦化仍然受到环保政策的限制，主要山东及江苏地区如果环保松弛，则供应也会得到恢复，但仍然会维持一定的利润。

钢材：总体而言我们认为目前钢材市场仍然会面临现实尚可，但预期较差的情况。

季节性来看 7 月市场会倾向基差收敛，两者走势会趋于一致。我们认为，在淡季供需如果不继续拉紧，短期的现实对上梅雨季，略转弱。市场或许会就跟随预期的走势，期现价格出现双双回落的情况。

8 月期螺换月以后，实际现货不一定走强，但是贴水的换月可能带来一波价格回暖。9 月市场可能面临预期走差，价格再度下行。10 月后基于季节性的好转和实际经济下行的矛盾走势并不确定。11、12 月的矛盾会在于供需受到政策面事件的影响。总体我们对下半年的走势仍然是大幅震荡为主，很难有趋势性行情，钢价重心略有下移。

1. 黑色产业链上半年走势回顾

整体黑色产业链商品 2018 年上半年走势探底回升。在 1、2 月的平稳过渡之后，3 月出现大幅下降，随后 4、5、6 月价格回升。总体上半年走势略有回落为主，但幅度不大。我们之前的年报认为 2018 年走势大幅震荡，重心下移，目前来看走势基本符合判断。

具体品种来看。

截止 6 月 28 日，螺纹钢主力合约 RB1810 为 3744 元/吨，较年初下跌 130 元/吨，跌幅为 3.35%。2018 年螺纹钢期货价格 3 月 1 日达到最高点为 4032 元/吨，3 月底跌至上半年最低点位 3212 元/吨。进入四月份，螺纹钢主力合约价格略有上涨，第二季度价格高点出现在 6 月 15 日，价格为 3902 元/吨。六月中旬以后，中美贸易战持续影响，而需求端受梅雨及高温影响，行情下跌。

截至 6 月 25 日热轧卷板主力合约价格冲高后回落，收盘价为 3849 元/吨，较年初下跌 78 元/吨，跌幅为 1.98%。1-3 月热轧卷板期货收盘价逐渐走高，3 月 2 日达到最高价格为 4120 元/吨，第一季度末价格持续走低，四月中旬热卷合约价格触底反弹，4 月 16 日，价格为 3459 元/吨。第二季度整体呈现上行趋势，价格高点出现在 6 月 14 日，3979 元/吨。

6 月 25 日，铁矿石主力合约期货收盘价为 464 元/吨，较年初下跌 79.5 元/吨，跌幅为 14.6%。2018 年一季度，铁矿石期货价格整体呈现下行走势，开年收盘价最高点为 1 月 9 日 560.5 元/吨，3 月 23 日收盘价跌至最低 437.5 元/吨。近期铁矿石主力合约价格较前期低点略有回升，但由于供给端依然压力较大，同时需求端也受到环保限产的影响，铁矿石整体供需面依然较弱，价格难有持续上涨的动力。

焦炭主力合约收盘价为 2080.5 元/吨，较年初上涨 66 元/吨，涨幅为 3.27%。第一季度价格前高后低，价格最高点出现在 3 月 1 日，2258.5 元/吨，第二季度价格整体上行，4 月中旬触底反弹，最低价格为 4 月 12 日 1731.5 元/吨。

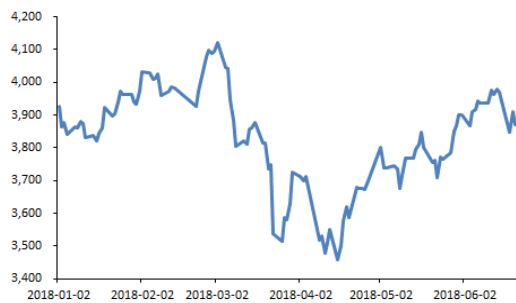
焦煤主力合约收盘价为 1194 元/吨，较年初下跌 144 元/吨，跌幅为 10.76%。上半年焦煤主力合约价格走势震荡，最高价格为 2 月 27 号 1428.5 元/吨，最低价为 4 月 16 日 1102 元/吨。

图 1：螺纹钢主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：热轧卷板主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 铁矿石主力合约价格走势



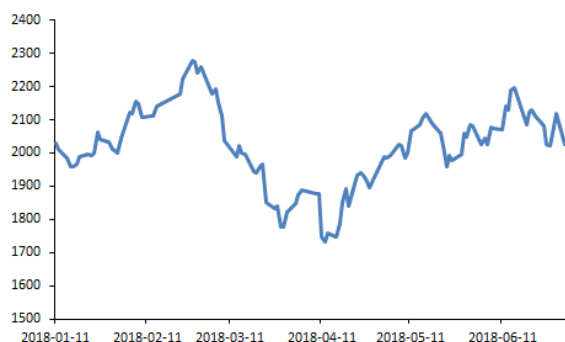
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 焦煤主力合约价格走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 焦炭主力合约价格走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 25 日, 螺纹钢 HRB400 20mm 上海现货价格为 4090 元/吨, 年初即为上半年价格高位 4330 元/吨, 较年初下跌 240 元/吨, 跌幅为 5.5%。上半年整体较为震荡, 3 月 26 日出现价格最低位 3510 元/吨。热轧板卷 4.75mm 现货价格为 4230 元/吨, 较年初下跌 20 元/吨, 跌幅为 0.47%。热卷价格高位出现在 6 月 14 日, 4290 元/吨, 价格低位出现在 3 月 23 日, 3770 元/吨

图 6：螺纹钢现货与热轧板卷现货价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

铁矿石指数（62%）6月25日收于64.6美元/吨，较年初下降10.6美元/吨，跌幅14.6%，一直在低位震荡。

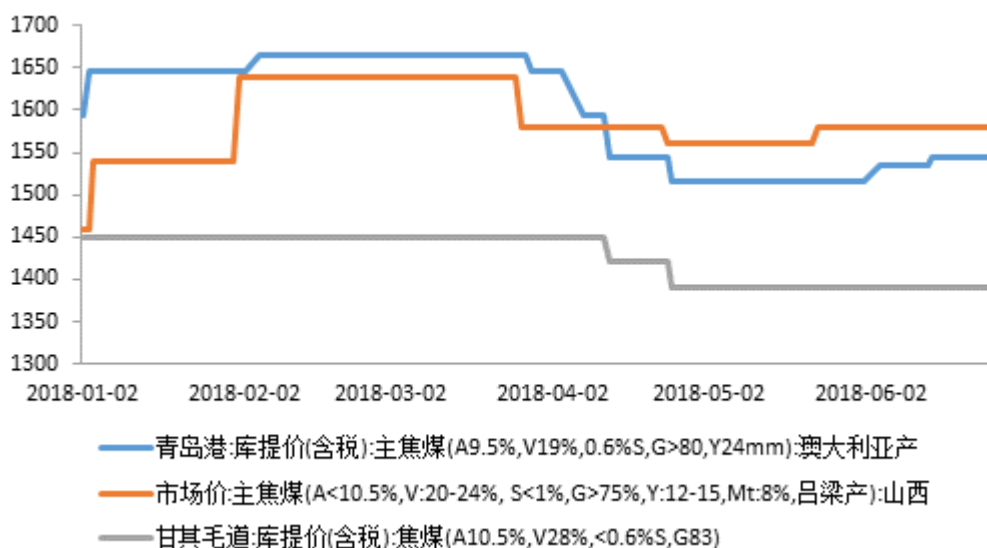
图 7：铁矿石价格指数（62%Fe:CFR 中国北方）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至6月25日，青岛港澳煤价格为1545元/吨（含升水50元/吨），较年初下跌50元/吨。山西主焦煤价格为1580元/吨（含升水20元/吨），较年初下跌120元/吨。蒙古煤现货价格为1390元/吨（含升水300元/吨），较年初下跌60元/吨。

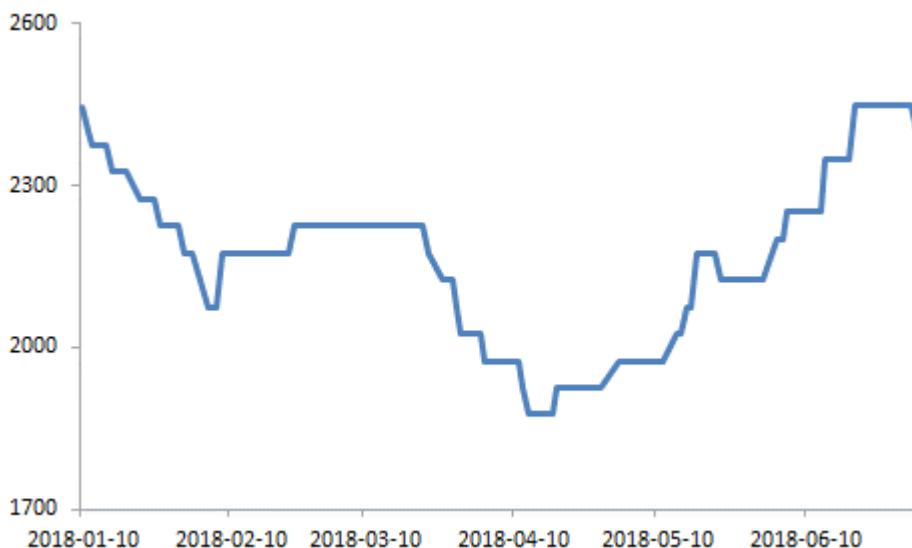
图 8：焦煤现货（青岛港澳煤/山西煤/蒙古煤）价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭现货价格年初即位高点,目前价格较年初下跌 45 元每吨,4 月中旬最低价格为 1870 元/吨。进入第二季度,焦炭现货价格大幅上涨,6 月 25 日天津港一级冶金焦现货价格为 2450 元/吨,受环保限产政策影响,焦炭供给仍然趋紧,价格形成一定的支撑。

图 9：天津港一级冶金焦现货价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 本年度走势逻辑及关键因素

本年度黑色市场的走势的主要逻辑仍然在于钢材生产与需求的配合。目前利润仍然集中在高炉冶炼的环节和焦化环节。

钢材的生产受到两个相反的变量影响，第一是高利润刺激的增产，目前高炉高利润已经维持了一年有余，对于产能增长有较强的正向刺激。第二是政策对生产的制约。政府严控新增产能，又对于在产产能经常实行环保限产。

钢材的需求则也是受到两方面的影响。第一是基建的塌陷以及货币的紧缩，这使得需求有回落的预期。第二则是房地产的韧性，房地产对整个产业链起到支撑作用。

我们认为目前由于地产政策逐渐趋严。市场可能面临的是需求短期尚可，长期预期较差的状态。而供应方面，目前电炉产能释放不如预期，加上受到政策制约，市场供应增速仍然没能大幅扩张。供需没有矛盾累积，也很难形成单边下跌的格局。而且即使电炉增产够多，市场的下跌也会面临电炉的成本支撑，因此现货低点会以电炉成本作为重要支撑。

双焦方面上半年受到环保政策的影响，双焦产量双降。其中焦化受到环保影响最大，导致焦炭价格较强势，焦化分得一部分产业链利润。但焦炭整体走势仍然不能主导产业。仍然会是跟随品种。

铁矿石上半年的走势受需求端的影响较大，供应端由于外矿发货整体平稳，影响有限。年初铁矿石偏强运行，主要原因在于钢厂需求较好，春节前出现了积极的集中补库，同时非取暖季限产等环保因素也对市场短期产生一定支撑。到了3月份，由于下游需求启动较晚，加上两会及其他环保限产因素的影响，钢厂整体复产进度缓慢，同时中美爆发贸易冲突，铁矿石价格出现快速下跌。此后随着下游需求的逐渐启动以及钢厂对铁矿石开始补库，铁矿石价格开始企稳反弹；但由于澳洲巴西供应发货回暖，港口库存高企，铁矿石在供大于求的大背景下，整体反弹动力也较弱，总体维持震荡运行。

同时上半年受国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因，低铝的巴西矿作为替代品受到市场追捧，溢价一路走高。国产矿减产的主要原因为，首先今年春节较晚，同时“两会”在节后不多久便召开，部分地区的炸药供应受到影响，采矿和选矿受到限制；其次，今年环保和安全部门对矿山企业的生产提出了更高的要求，加上环保攻坚战的推进使得“散乱污”企业的治理政策在全国推广深化，使得矿山开采生产门槛提高，同时较多不符合要求的小矿山停产。而巴西矿低铝的特性使得其作为国内精粉的替代品受到了市场的追捧。这使得巴西矿今年以来在港口的库存占比以及绝对量都出现明显下滑，同时溢价也随之走高。以青岛港为例，巴西卡粉与PB粉年初的价差为120元/湿吨左右，而到6月底已经扩大到200元/湿吨以上。

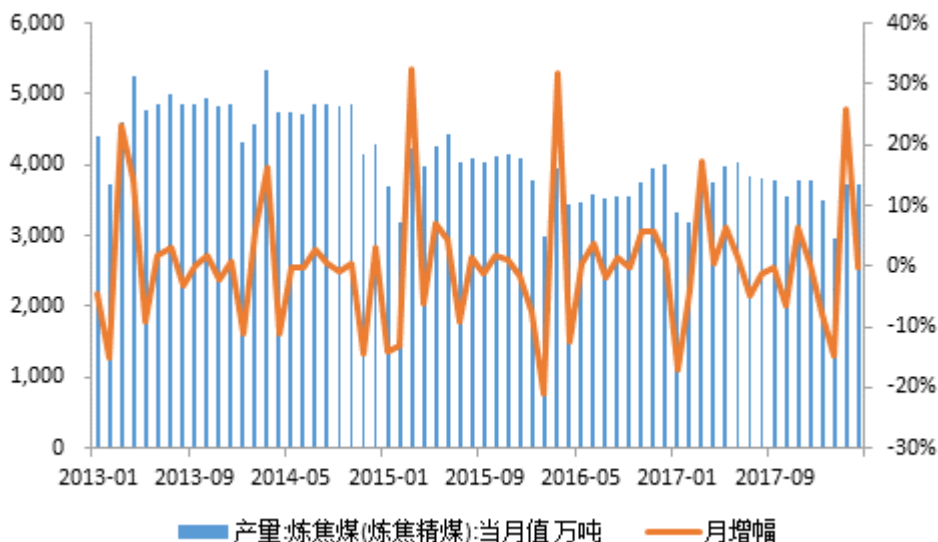
3. 供应数据

3.1 双焦供应数据

双焦总体供应不乐观。但是也没有明显短缺。焦煤进口在下半年随着蒙煤口岸的放开有望得到明显恢复。焦化污染大，本年度受到政策影响非常大，生产受到抑制，在产产能分得产业链利润。

2018年1-5月炼焦煤累计产量为17604万吨，较去年同期下降2.1%。从增幅来看，3月份为一般产量爆发月，其中2015年3月增幅最高可达32.38%，而1月2月一般为产量低迷期，2016年2月最大跌幅为21.0%。

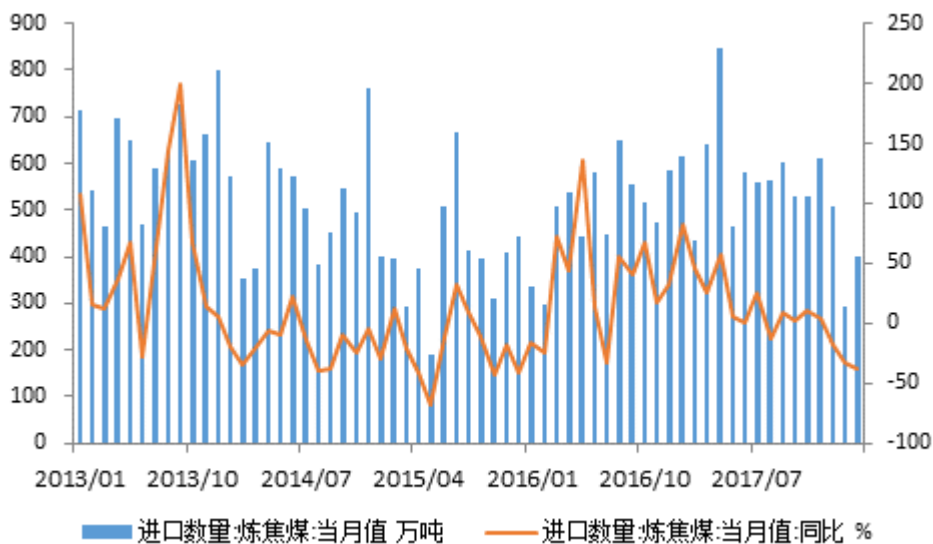
图 10：2013-2018 年焦煤当月产量及增幅图



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年 1-5 月我国累计进口焦煤 2261 万吨，同比下降 24.7%。预计随着蒙古煤口岸海关通道的改建工程于 2018 年下半年完成。届时，蒙古煤的通关效率将再上一个台阶，使得进口增速恢复。

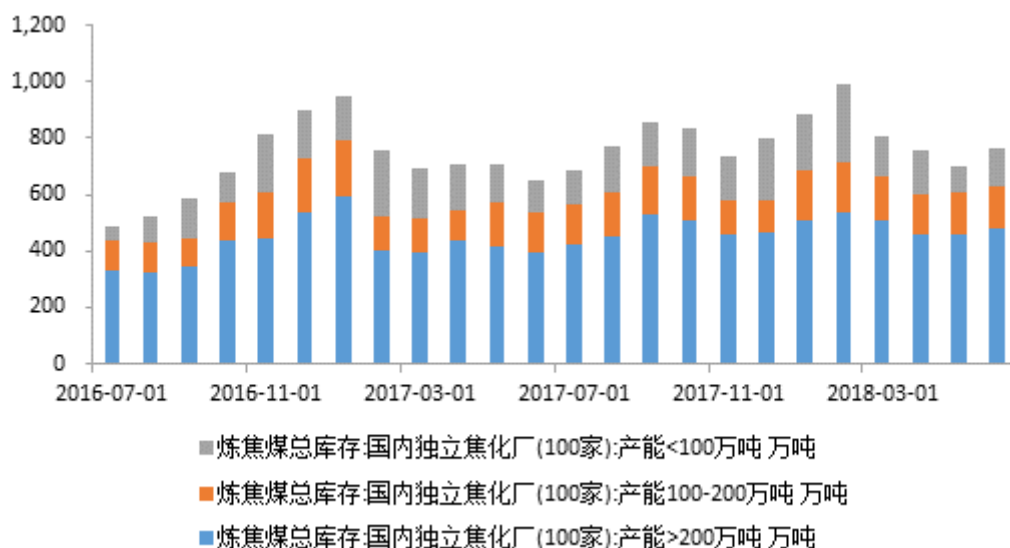
图 11：2013-2018 年焦煤进口当月值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 22 日，国内独立焦化厂（产能 < 100 万吨）炼焦煤库存为 518.9 万吨，产能 100-200 万吨焦化厂炼焦煤库存为 160.1 万吨，产能 > 200 万吨焦化厂炼焦煤库存为 86.9 万吨，共计 742.19 万吨。2018 年 1 月 5 日炼焦煤库存总量最高为 820 万吨，目前较年初库存总量下降 77.95 万吨。

图 12: 炼焦煤焦化厂总库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截止 6 月 22 日, 三港口合计炼焦煤库存为 185.8 万吨, 六港口合计炼焦煤库存为 282.4 万吨, 受钢厂利润影响, 均有补库需求, 因此 6 月份港口库存有小幅上涨。

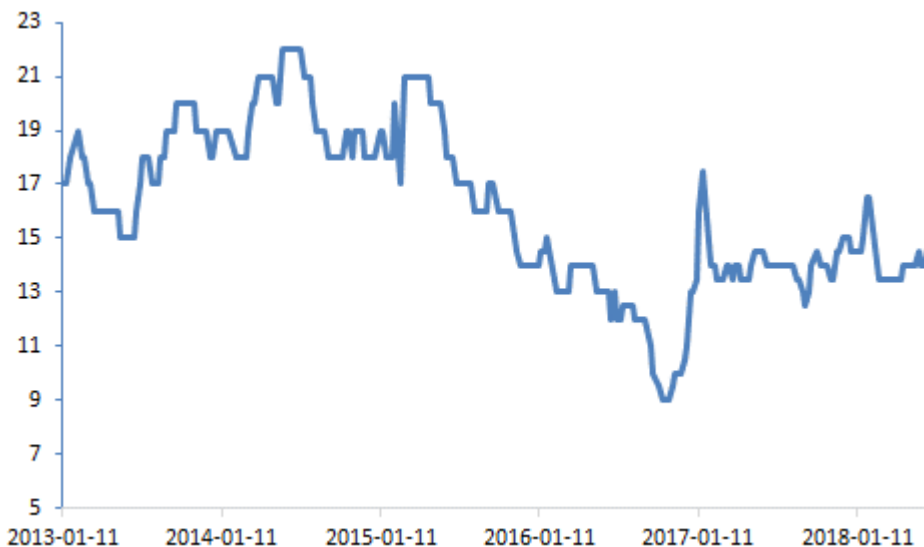
图 13: 炼焦煤港口库存合计



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6 月 22 日炼焦煤国内大中型钢厂平均库存可用天数为 14.5 天, 较第一季度末增加 1 天。

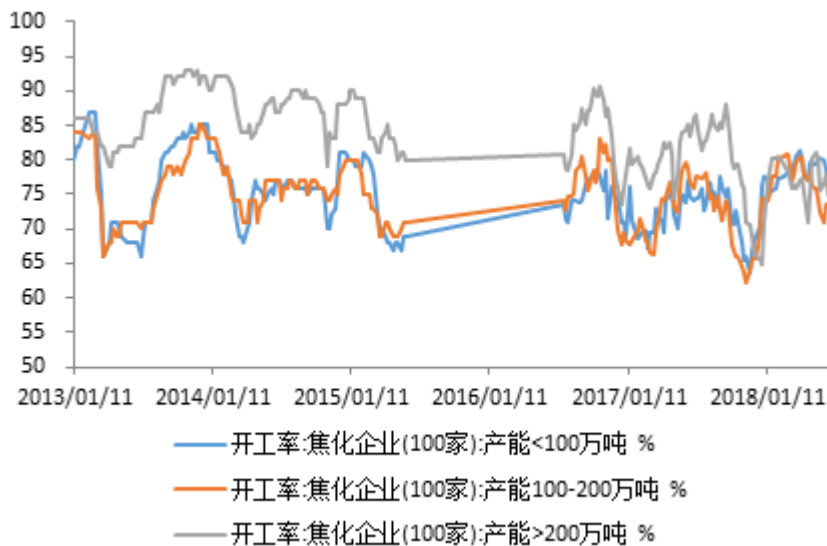
图 14: 炼焦煤钢厂可用天数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 22 日, 产能 < 100 万吨的一百家焦化企业开工率统计为 75.93%, 产能 100-200 万吨焦化企业开工率为 73.55%, 产能 > 200 万吨焦化企业开工率为 74.87%。受环保限产影响, 目前焦化厂开工率低于往年水平。

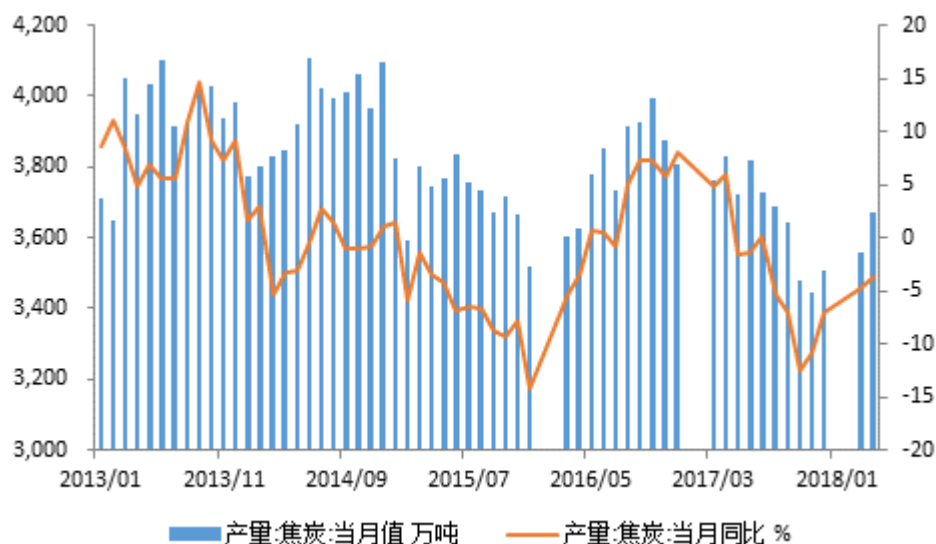
图 15: 焦化厂开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年 5 月焦炭产量为 3648.4 万吨。2018 年 1 月-5 月全国焦炭产量为 17596.1 万吨, 同比下降 2.9%。2018 年焦化企业受到环保政策的影响明显增加。

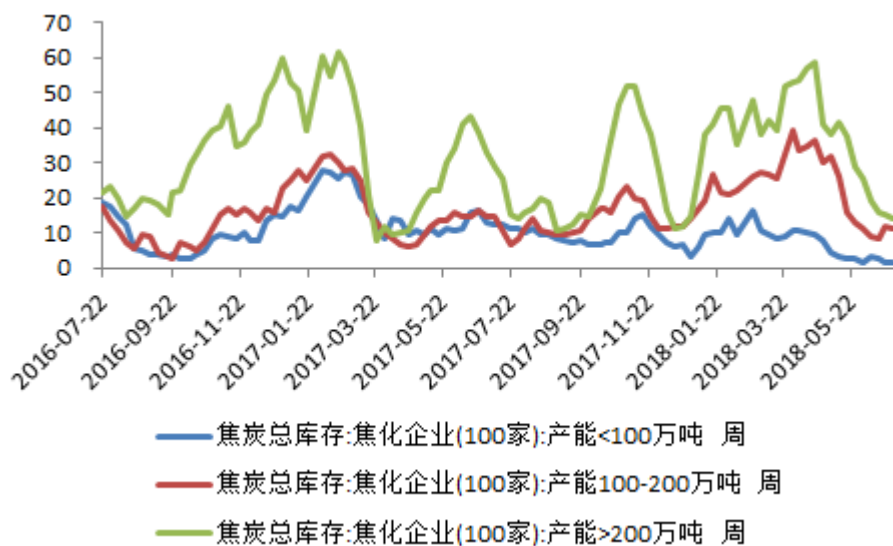
图 16: 2013 年-2018 年焦炭当月产量及增幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦化厂利润目前较好，企业积极出货，因此企业内部库存较低。

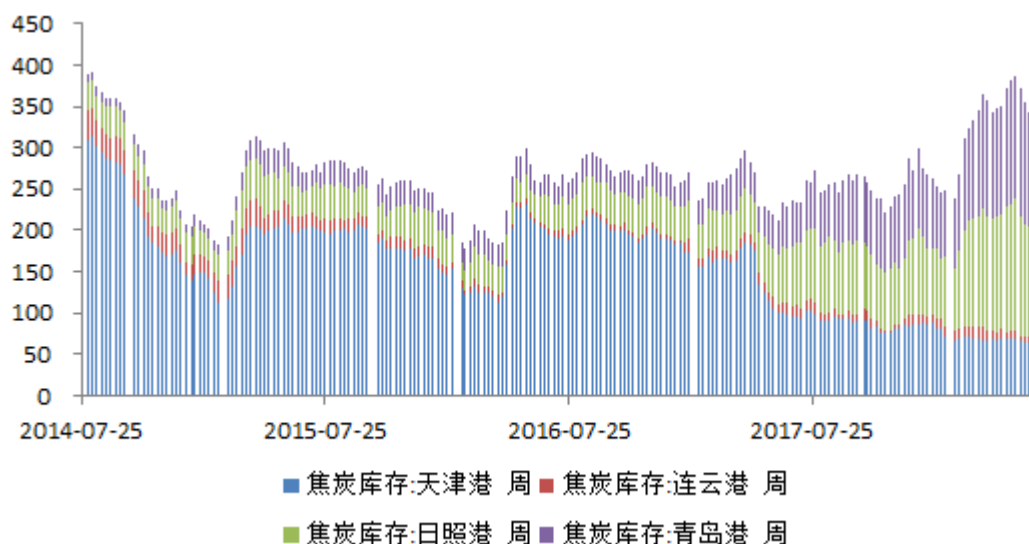
图 17: 焦化厂库存偏低



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭港口库存从天津港转移至日照港，原因在于天津港的限流问题，总体来说目前维持合理范围。

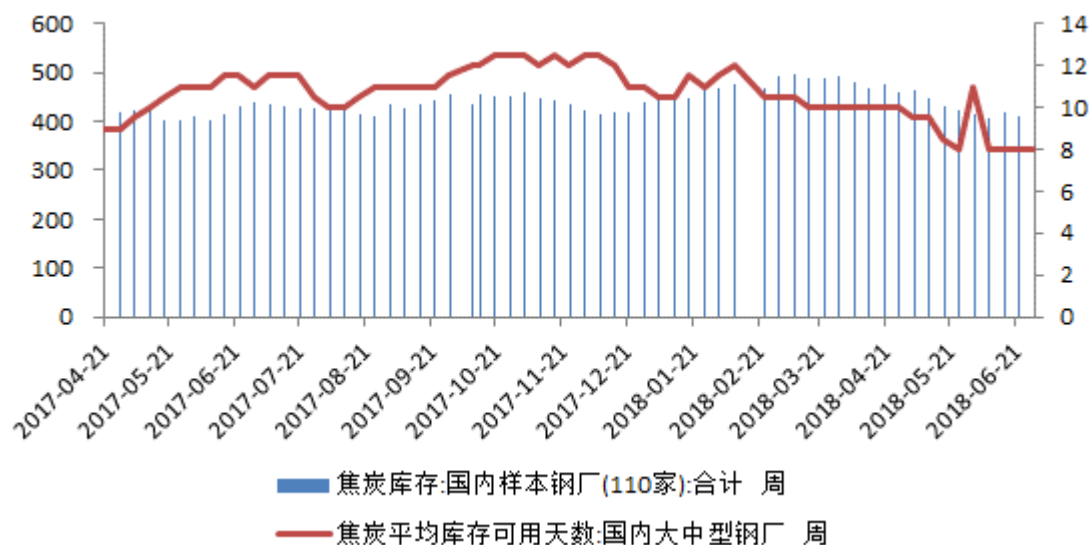
图 18: 港口库存正常



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

焦炭的钢厂可用天数近期维持在 8 天, 偏紧一些但也没有短缺。

图 19: 钢厂焦炭库存偏紧

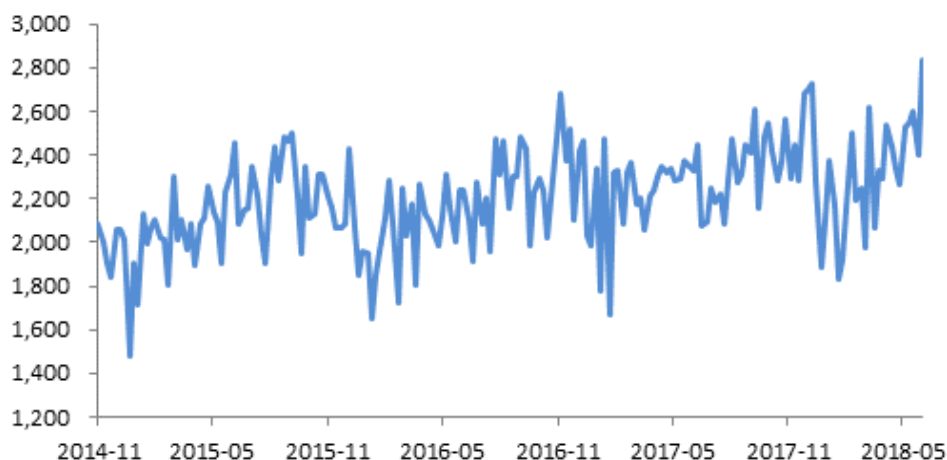


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 铁矿供应数据

2018 年上半年外矿发货先抑后扬, 与去年上半年相比小幅上升约 4%。一季度澳大利亚巴西发货总量均值与去年相比略有下降, 主要是受到了天气的影响, 特别是巴西的暴雨显著拖累了淡水河谷的生产; 而二季度外矿发货则明显提速, 6 月 24 日当周的巴西澳大利亚发货总量创下周历史新高 2831.6 万吨。

图 20：巴西澳洲发货总量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

受环保和安全检查等因素的影响，上半年国内矿山企业复产不及预期，国产矿产量下跌幅度较大。截止 2018 年 5 月，铁矿石今年原矿累计产量为 32125.8 万吨，较去年同期下跌 18726.9 万吨。

图 21：铁矿石原矿产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年上半年铁矿石港口库存继续上升，一度维持在 1.6 亿吨以上的历史高位；进入二季度后，港口库存出现小幅下滑，但库存总量仍超过 1.5 亿吨，压力依然较大。截至 6 月 22 日，我国国内铁矿石港口库存量为 15489 万吨，较年初上涨 559 万吨，增幅 3.74%。3 月 30 日库存量最高为 16282 万吨。

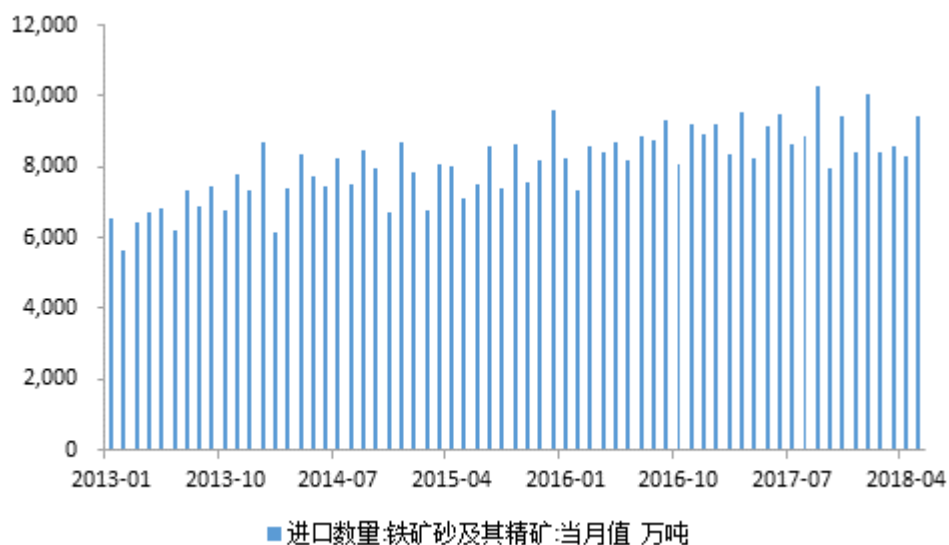
图 22: 国内铁矿石港口库存量 总计 (45 港口)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 2018 年 5 月我国上半年累计共进口铁矿砂及其精矿 44751 万吨, 较去年同期增加 294 万吨, 增幅为 0.7%, 整体保持平稳。

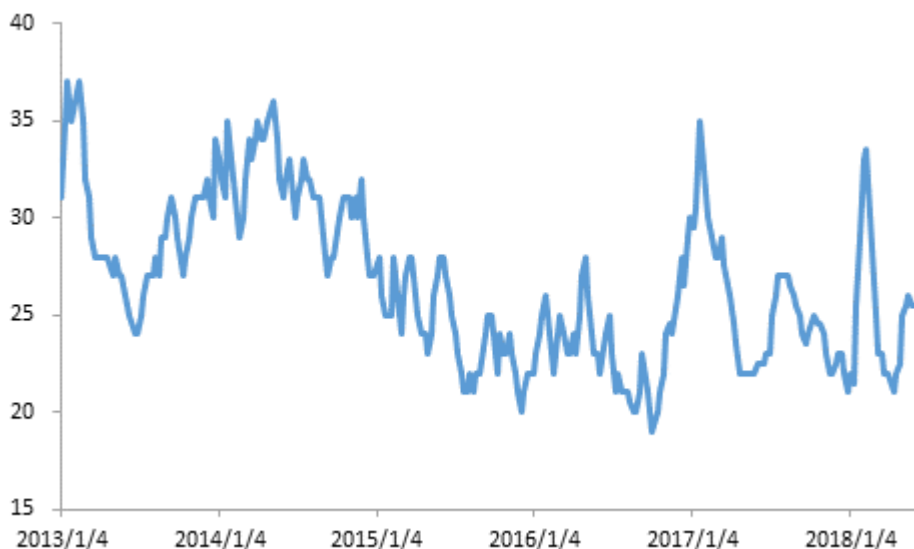
图 23: 铁矿进口数量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

由于港口库存处于高位以及环保限产等因素, 上半年钢厂整体依然维持低库存策略, 补库意愿不强, 近期进口铁矿石平均库存可用天数维持在 25 天附近。后期随着高炉开工率继续上升的空间有限以及环保检查的趋严, 预计钢厂难有大规模的补库, 仍将维持低库存策略。

图 24：进口铁矿石钢厂平均可用天数

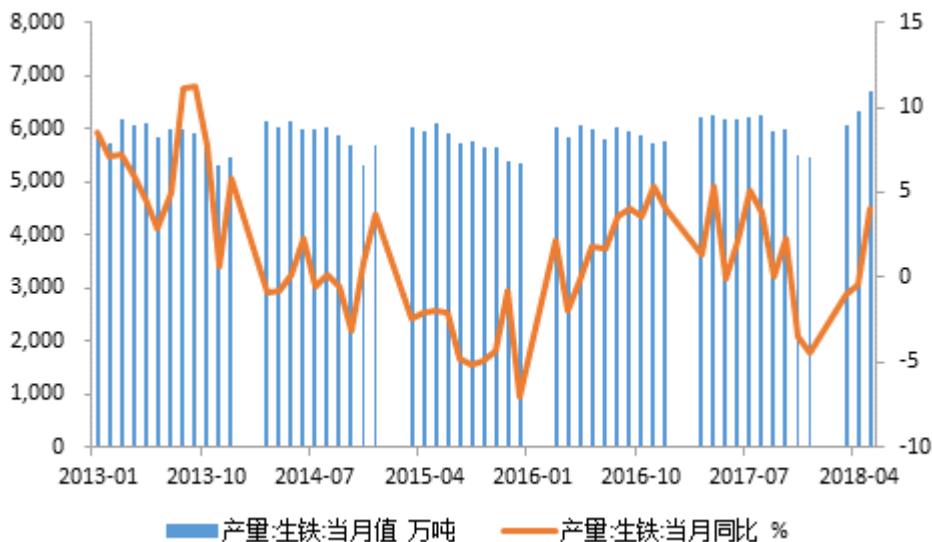


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 生铁供应数据

2018 年 5 月我国生铁当月产量为 6688.6 万吨，与去年同期相比增加 515.3 万吨，生铁产量增幅达 4%。2018 年上半年（1-5 月）生铁总产量为 30558.6 万吨，同比下降 0.6%。2018 年开年生铁产量受到取暖季限产的影响有所减少，随着取暖季限产结束，生铁产量得到恢复。

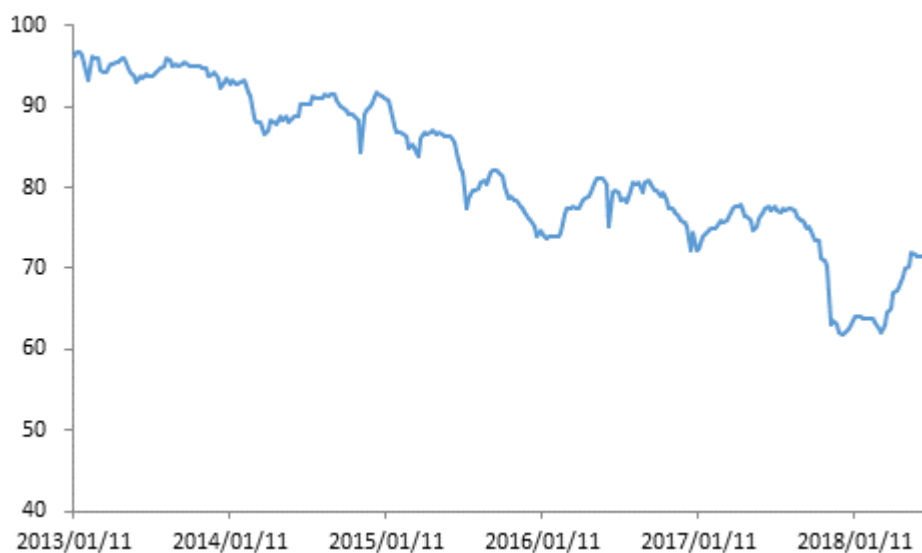
图 25：我国生铁当月产量及增幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 22 日，我国高炉开工率为 71.55%，较年初上涨 8.34%，当前高炉开工率受钢厂利润影响，已处于高位。

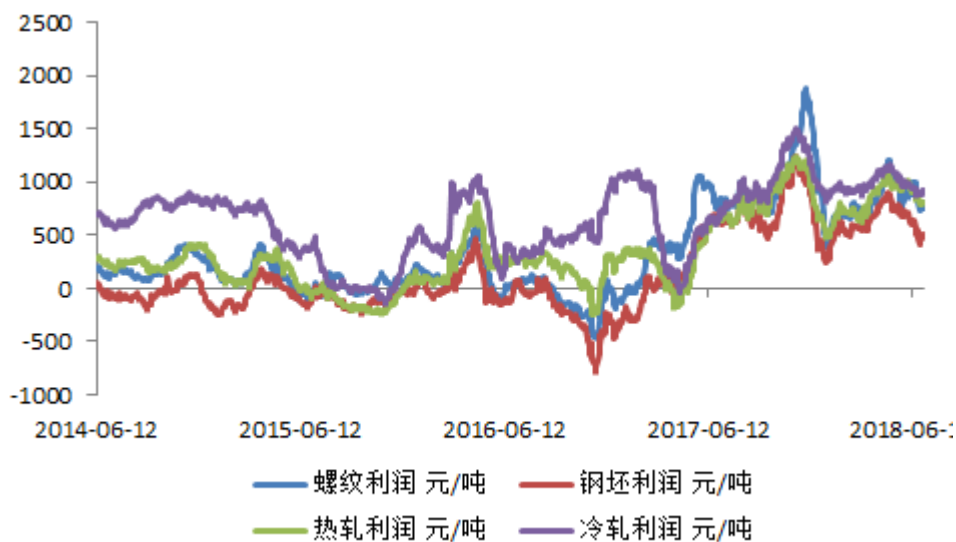
图 26: 我国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年后高炉钢材利润一直维持在高位。

图 27: 高炉钢材利润



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

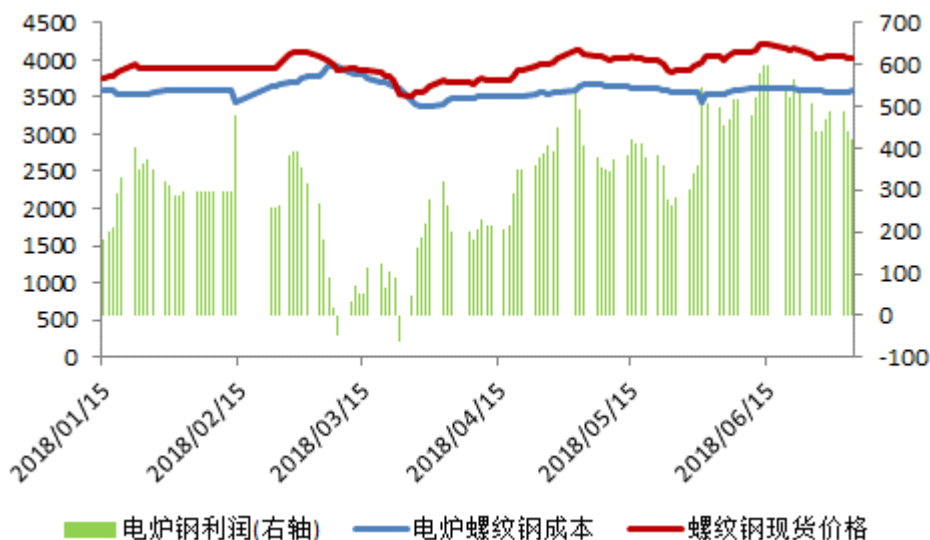
3.4 电炉钢生产情况

3.4.1 电炉利润及开工率

电炉钢今年上半年一直维持较为不错的利润，仅一天跌至电炉钢成本下面，说明电炉产能

释放还未形成气候。近期电炉利润在 500 元/吨附近。我们认为电炉产能释放的标记在于电炉钢利润的减少，直至 0 元附近。目前还未出现这一情况。电炉产能仍然在增加中，也有较大潜力继续增加。

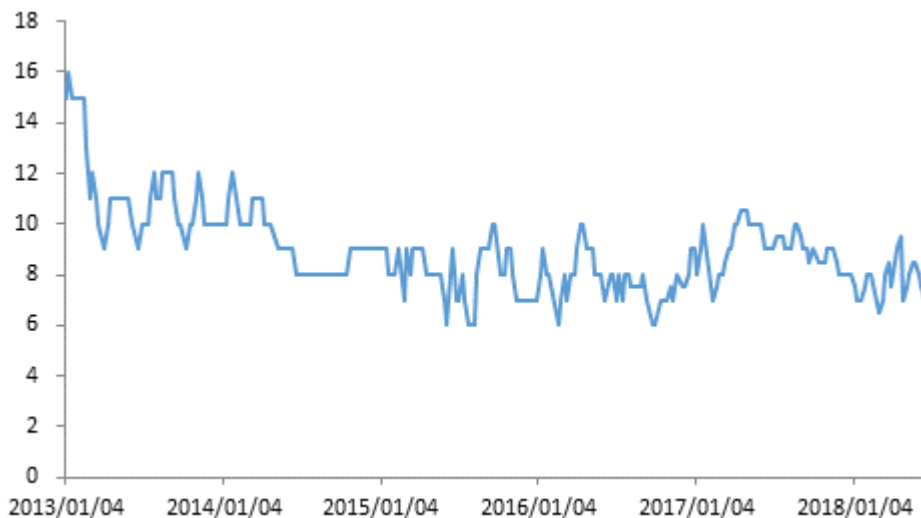
图 28：电炉钢利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 22 日，我国废钢平均库存可用天数为 6.9 天，处于 2018 年上半年较低水平。2018 年上半年最高库存可用天数为 4 月 20 日 9.5 天，最低可用天数为 6.5 天。

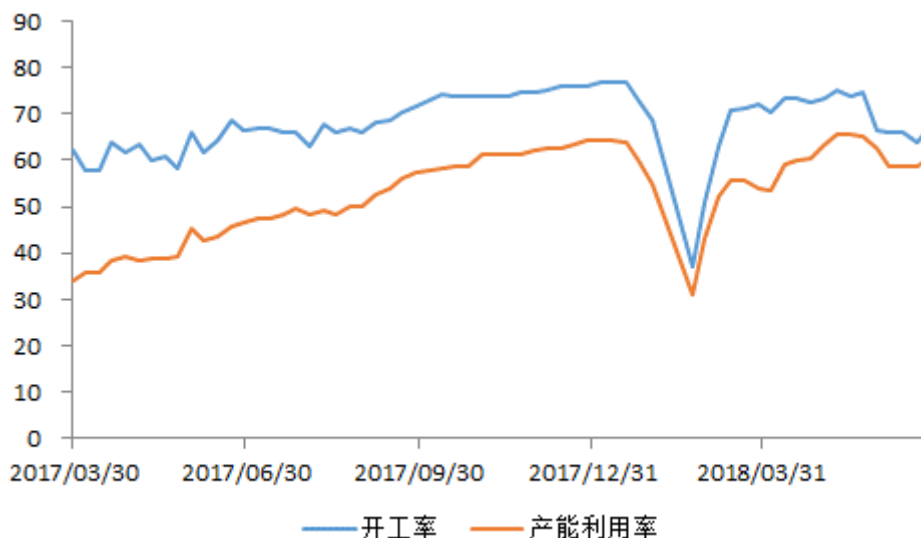
图 29：废钢钢厂平均库存可用天数情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

电炉钢开工率在春节期间有所下滑后迅速反弹，在 5 月达到高点，随后略有回落。目前电炉利润不错，开工率近期受到西南地区氧气供应不足的问题略有影响。但总体接近满产状态。

图 30: 电炉开工率及产能利用率



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

3.4.2 电炉产能

电炉产能根据工信部登记来看,有 1.5 亿吨左右,根据 Mysteel 统计在 1.34 亿吨。据 Mysteel 统计显示,2017 年电弧炉累计投复产 2581 万吨粗钢产能,实际年化增量为 912 万吨;其中纯新增产能占比 70%;从生产品种来看,90%左右的投复产电炉均以生产螺纹、线材为主,仅有小部分生产特钢类产品。2018 年,预计将有 2190 万吨电弧炉粗钢产能投产(这部分电炉的 84%产能将用于生产建材类产品),年化增量为 1122 万吨,同比 2017 年预计将增加 2500 万吨粗钢产量。

统计内,电炉上半年新增产量 700 万吨,低于预期。下半年还有 1490 万吨投产。

图 31: 电炉新开工

区域	炉子数量	粗钢产能 (万吨)	产品1	投产时间
华东	1	70	螺纹钢	2018年3月
华东	2	140	螺纹钢	2018年1月
华东	1	70	螺纹钢	2018年4月
西南	1	120	螺纹钢	2018年1月
西南	2	70	螺纹钢	2018年5月
西南	1	100	螺纹钢	2018年3月
华南	2	100	螺纹、盘螺	2018年3月
华中	1	100	螺纹钢	2018年5月
华北	1	70	带钢	2018年3月

资料来源：Myteel，兴证期货研发部

3.5 粗钢供应数据

2018年5月粗钢产量为8112.7万吨，同比增加886.8万吨，创历史新高，1-5月粗钢总产量为23180.49万吨，同比增加1477.39万吨，涨幅7%。

图 32：我国粗钢月产量

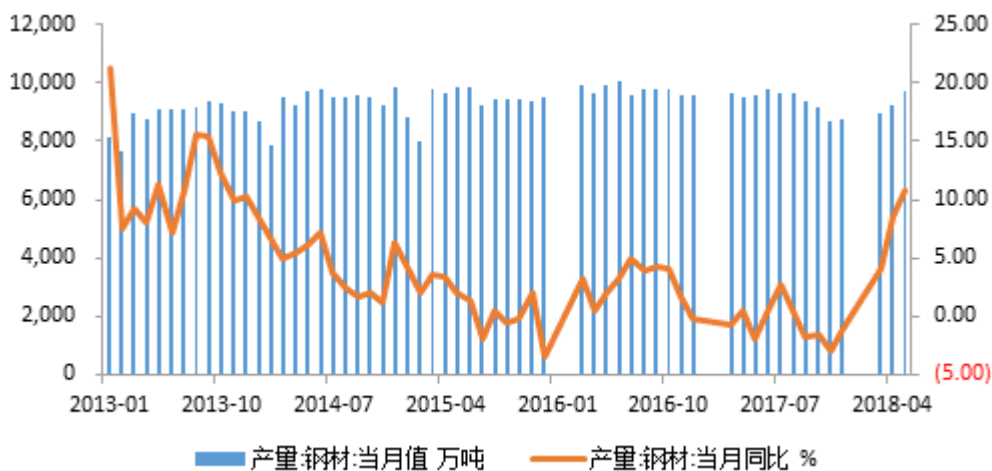


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.6 钢材供应数据

2018年上半年我国钢材总产量为27910.05万吨，同比减少834万吨，跌幅为2.9%。

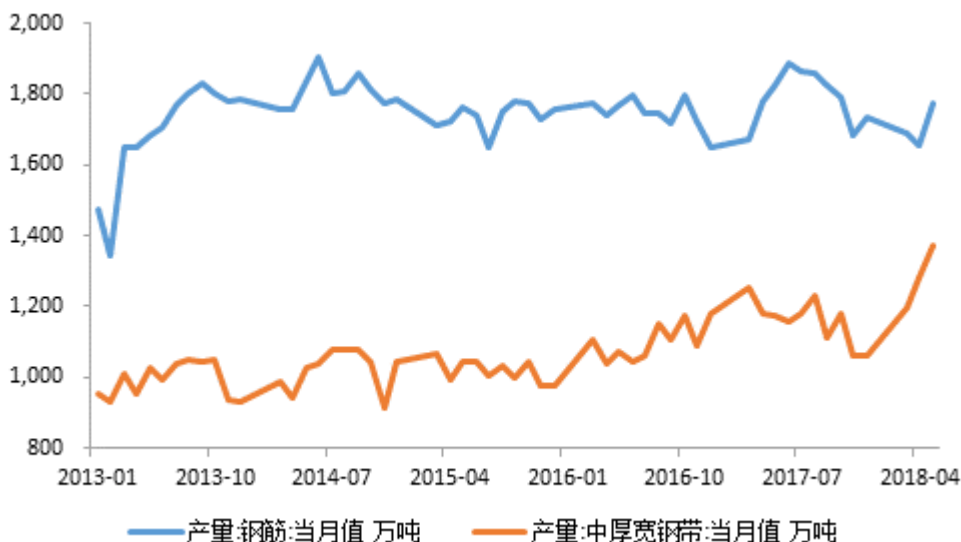
图 33：我国钢材产量当月值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年1-5月，钢筋产量为8147万吨，同比上升1.0%。同期中厚宽钢带产量6061万吨，同比上升1.9%。

图 34: 螺纹钢（钢筋）、热轧卷板（中厚宽钢带）产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年 5 月末, 我国钢厂库存为 1183.05 万吨, 较年初增加 34.54 万吨。钢厂库存仍然不算大的情况。所以钢厂压力较小, 仍然有较强挺价能力。

图 35: 钢厂库存 (万吨)

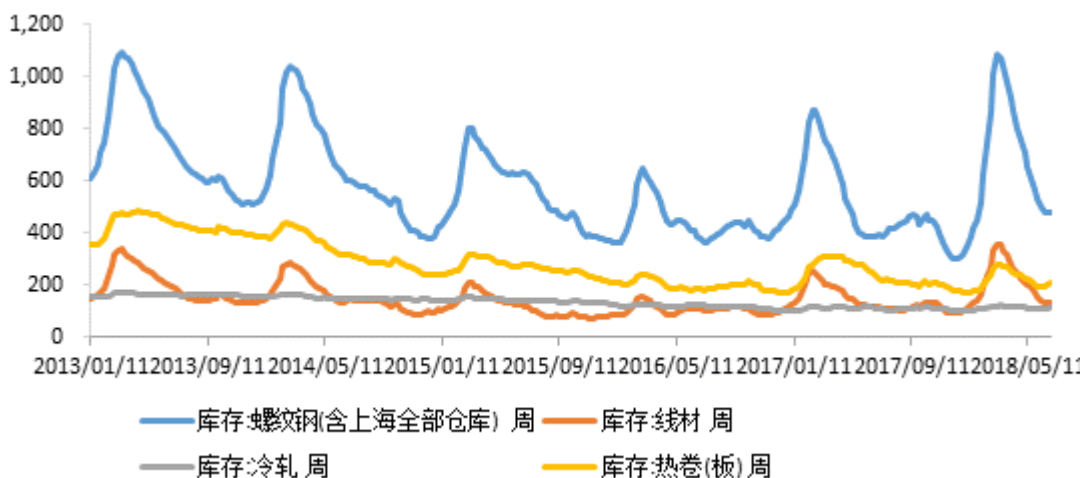


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

今年钢材市场的社会库存变动异于往年。呈现波动较大的状态。我们认为这是因为失去了中频炉钢材的边际调节的原因, 这样淡季库存会因为利润累积, 旺季会因为无法增产迅速下降。近期钢材社会库存经过连续几周的持续下降, 需求方面受梅雨季节及高温等因素影响, 库存出现拐点首次回升, 截至 2018 年 6 月 22 日, 全国主要钢材品种库存总量为 1009.71 万吨, 较年初上涨 174.61 万吨, 涨幅 20.9%。分品种来看, 螺纹钢库存为 478.22 万吨, 环比下降 0.51 万吨,

热卷库存为 201.17 万吨，环比上升 5.72 万吨，线材库存 131.74 万吨，环比下降 0.27 万吨。

图 36: 钢材社会库存 (含螺纹钢, 线材, 热轧卷板, 冷轧)



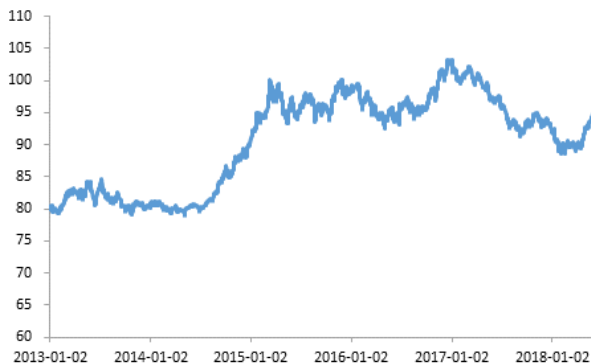
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 需求数据

4.1 宏观数据

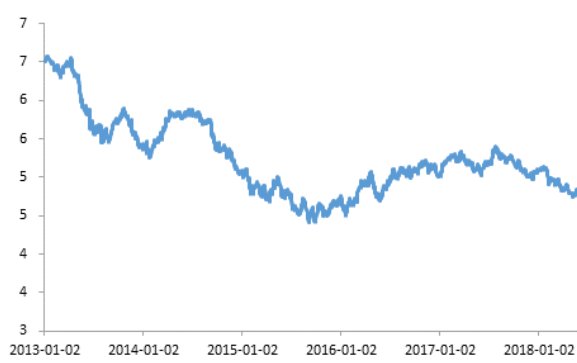
截至 6 月 26 日, 美元指数为 94.6765, 自 4 月至 6 月美元指数有小幅上涨, 涨幅约为 5.22%。美元指数预示全球商品市场变化。目前强势美元对钢价利空。

图 37: 美元指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 38: 澳元走势



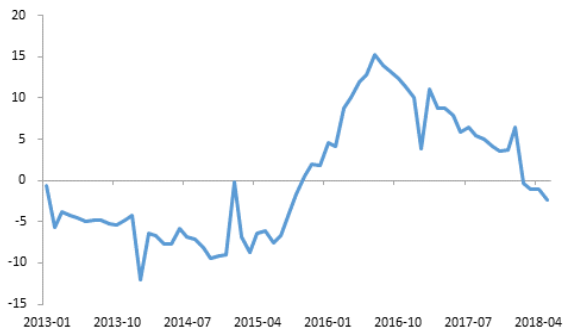
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6 月 26 日, 澳元兑人民币的即期汇率为 4.8558, 较年初下跌 4.52%, 2018 年上半年澳元整体趋势走弱。澳元走弱整体

2018 年 5 月 M1 同比为 6%, M2 同比为 8.3%, M1-M2 剪刀差为 -2.3%, 2018 年上半年剪刀差逐渐缩小, 自 3 月份以来剪刀差连续为负, 表明资金定期化程度加深, 用于流动经营的资金减少, 经济增速放缓。虽然定向降准可以预期一个流动性宽松的资金市场, 但去杠杆政策目标不变, 资金市场仍然趋紧。

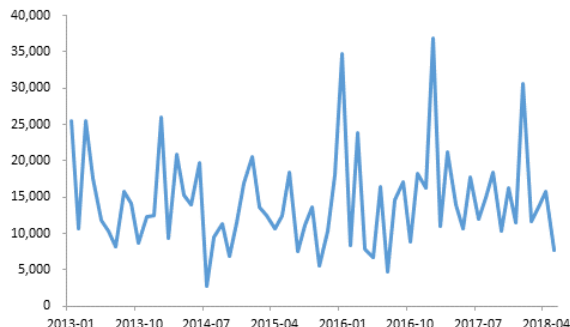
2018年5月我国社会融资规模为7608.21亿元，较年初下跌23002亿元，跌幅达75%，同比下跌28%，创下22个月来新低水平。今年上半年，金融监管加强，约束了金融体系的流动能力，社会融资增速也在不断走低，实体经济受到了政策压制。

图 39:国内 M1-M2



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 40: 社会融资规模

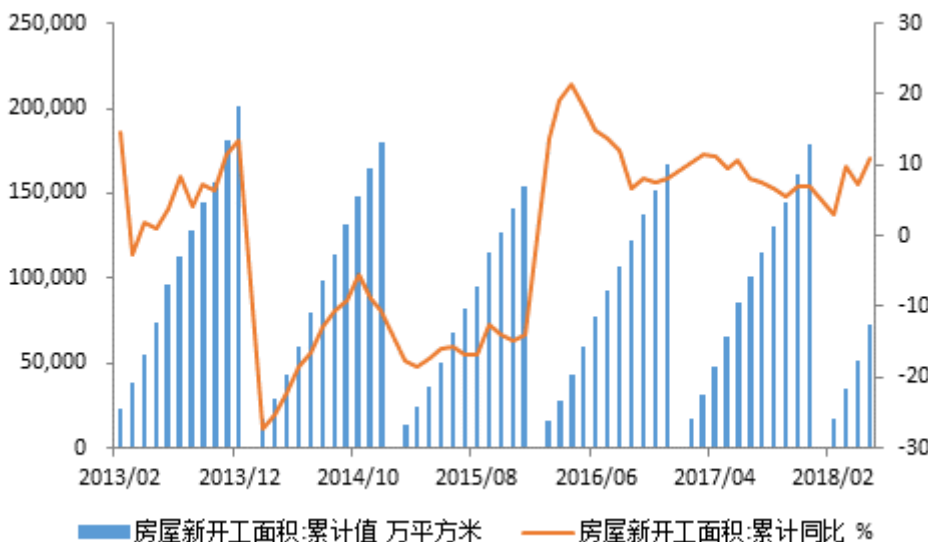


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.2 行业数据

2018年上半年房屋新开工面积为72190万平方米,同比增长10.8%,较年初增速上涨7.9%。房地产新开工速度加快原因可能是因为五月份进入梅雨及高温天气,房地产商有赶工的计划,再者房地产市场资金面偏紧,为资金回笼缓解现金流压力,房地产商也加快开工速度。新开工速度及面积的上升也为钢材市场需求端提供了利好因素。

图 41:房屋新开工面积

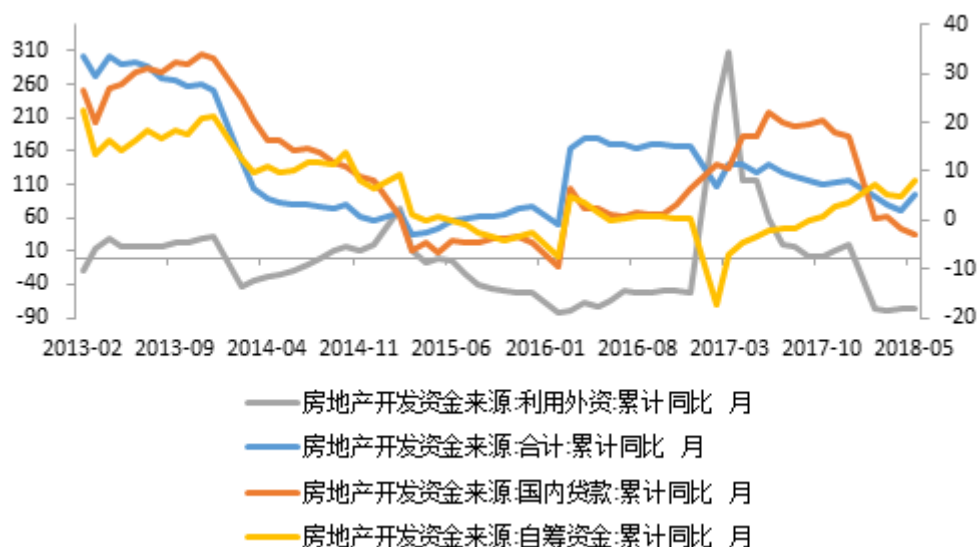


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018年5月,房地产开发资金来源国内贷款累计同比下跌2.8%,来自自筹资金同比上涨8.1%,开发资金来源外资累计同比下跌76.2%,开发资金合计同比上涨5.1%。2018年上半年,国内贷款资金来源累计同比下降幅度较大,差值达17%,自筹资金累计同比上涨较为稳定,自

2017 年年初起，利用外资累计同比逐月下跌，2017 年 3 月最高值为 308%。房地产的融资环境并不宽松，只有自筹资金一项保持上涨态势，利用外资与国内贷款均有下行状态。

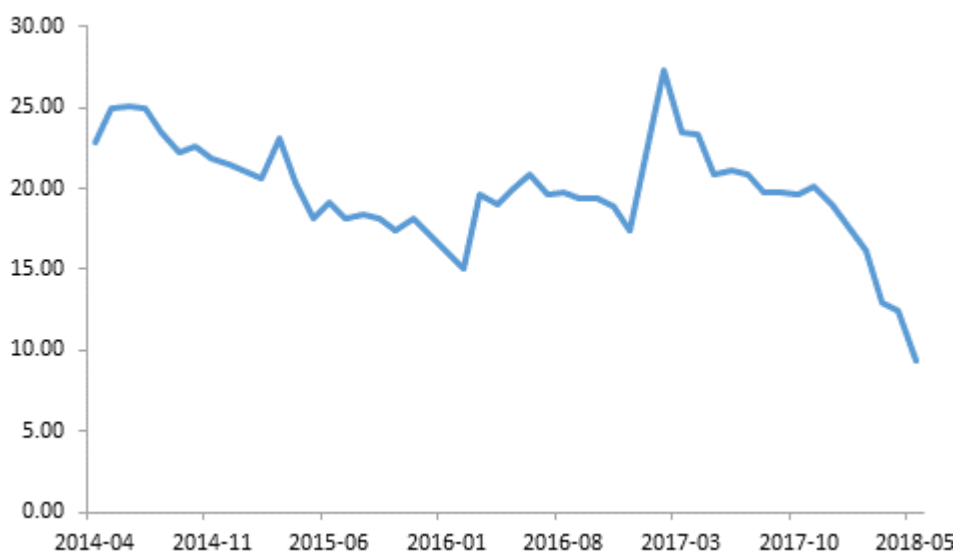
图 42:房地产商资金来源



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年 5 月基础设施建设投资完成额累计同比 9.4%，而 1-4 月累计同比为 12.4%，增幅回落 3%。当前去杠杆仍旧是政府工作的重点，在严防信用风险的政策背景下，预计基建投资增速将继续放缓。

图 43:基建投资完成额（累计同比）

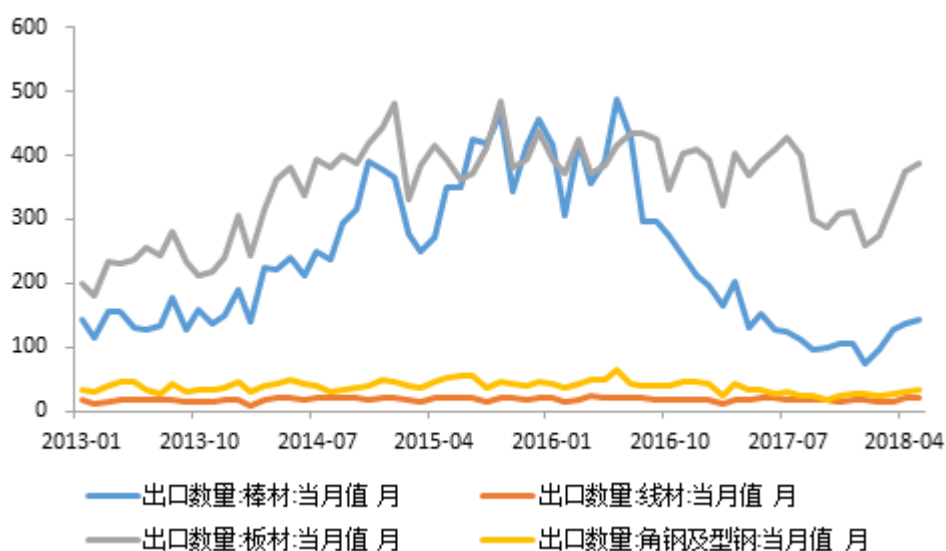


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.3 出口

2018 年上半年我国共出口钢材 2849 万吨，其中板材出口量最多 1623 万吨，棒材出口 578 万吨，线材出口 87 万吨，角钢及型钢出口 145 万吨。5 月份当月出口钢材 648 万吨，同比下降 0.15%。

图 44:我国钢材产品出口值



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 本年度政策面影响

5.1 事件性影响

5.1.1 上半年的影响

政策性事件本年度较大影响了钢材以及焦炭的生产。主要事件性影响为: 环保回头看, 上合峰会停产, 徐州停产, 唐山天气限产, 严控“地条钢”死灰复燃。

第一批中央环境保护督察“回头看”全面启动。已组建 6 个中央环境保护督察组, 采取“一托一”或者“一托二”的方式, 分别负责对河北、河南, 内蒙古、宁夏, 黑龙江, 江苏、江西, 广东、广西, 云南等省(自治区)开展“回头看”督察进驻工作。

上合峰会限产。为迎接上合组织峰会, 青岛市明确建筑工地等管控工地按期全部停工, 停工时间为 5 月 26 日至 7 月 12 日。停工范围为: 以主场馆为中心, 按 50 公里、100 公里、300 公里为参考半径, 划分为核心区、严控区、管控区。同时, 上述三个区域内的涉及污染的企业将即将停产和限产。涉及石化、钢铁、化工、焦化、水泥等重点行业采取限产、限污或停产措施, 期限为 5 月 25 日至 6 月 15 日。对焦化影响大过钢材, 直接导致焦化利润扩大。

江苏徐州: 依法停产整治钢铁、焦化、水泥等行业。为打赢蓝天保卫战、推进产业转型升级, 徐州市将对钢铁、焦化、水泥三大行业以及不合规的电力企业, 依法实施停产整治, 待完成

整治并验收合格后再复产。徐州有 11 家焦化厂，产能 1500 万吨/年，四家高炉一家电炉一家轧材产能 1100 万吨/年。

唐山：唐山会根据生态环境部预测污染情况不定期发布应急减排措施。唐山年产量 9000 万吨左右。不定期影响产量。

5.1.2 下半年的重要变量

国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》国务院常务会议部署实施蓝天保卫战三年行动计划，持续改善空气质量，顺应群众期盼和高质量发展要求。要紧紧扭住“四个重点”，即重点防控污染因子是 PM2.5，重点区域是京津冀及周边、长三角和汾渭平原，重点时段是秋冬季和初春，重点行业和领域是钢铁、火电、建材等行业以及“散乱污”企业、散煤、柴油货车、扬尘治理等领域。

发改委发布关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见。意见提出，全面清理取消对高耗能行业的优待类电价以及其他各种不合理价格优惠政策。严格落实铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼等 7 个行业的差别电价政策，对淘汰类和限制类企业用电（含市场化交易电量）实行更高价格。

2018 年冬季取暖限产政策还会延续，并新增汾渭平原的环保限产计划（5000 万吨左右产能）。

江苏限产与环保督察继续的“回头看”。

中国将从 2018 年起举办中国国际进口博览会。首届中国国际进口博览会将于 2018 年 11 月 5 日至 10 日举行。地点在上海。不排除对周边进行限产，影响钢材需求与供给。

5.2 经济调控

5.2.1 棚户区改造货币化安置可能减少

三四线城市房地产启动是本轮房地产周期的新现象，主要原因在于棚户区改造的货币化安置。居民用棚户区改造的钱，使用杠杆帮助三四线城市去库存，使得三四线的新增需求稳定了市场。2018 年的政府工作报告中关于棚户区改造提到，更好解决群众住房问题。启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。

但是随着三四线城市库存去化差不多，市场面积较大房价上涨的风险。后期国开行上收资金审批权可能使得未来这部分新增需求出现减少。

5.2.2 结构化去杠杆

习总书记主持召开中央财经委员会第一次会议提出“要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来、努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降”。

结构性去杠杆去的是国有企业和地方政府，这两者都是基建投资的主力。而前几年一直出现的国进民退的现象近期稍有缓解。

5.2.3 中美贸易战问题

中国对美国直接出口钢材不多，仅为 100 多万吨，但是间接出口量我们仅从贱金属及其制品来看，就有 3500 万吨左右。再加上其他类别的含钢量。如果中美贸易战加剧会使得需求受损。

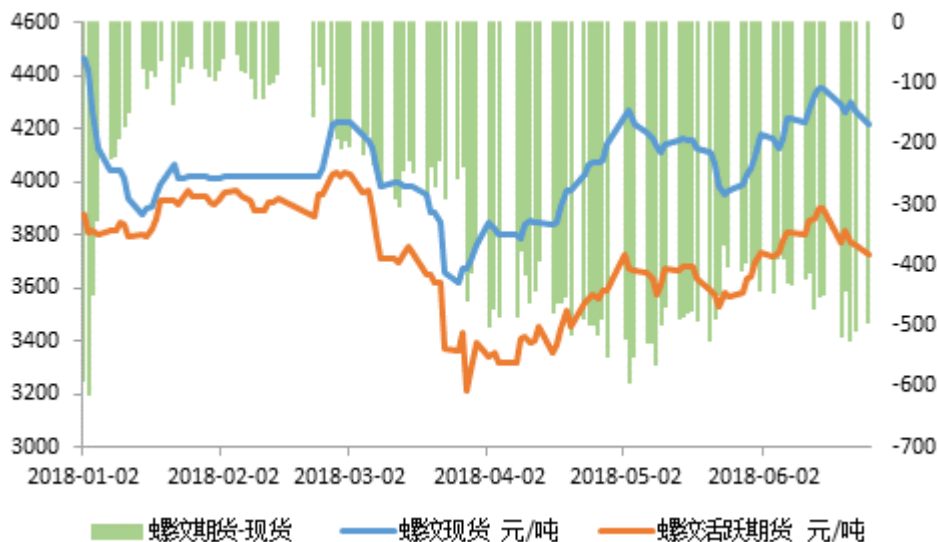
5.2.4 政策延续性与托底市场

上半年修宪，政治局会议同提五大市场，“推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展”，点了五个市场的名字，这在之前从来没有过。预计政府执政能力强，会托底市场。

6. 期现价差

本年度期现价差总体表现仍然为期货贴水现货为主。

图 45:螺纹钢期现价差

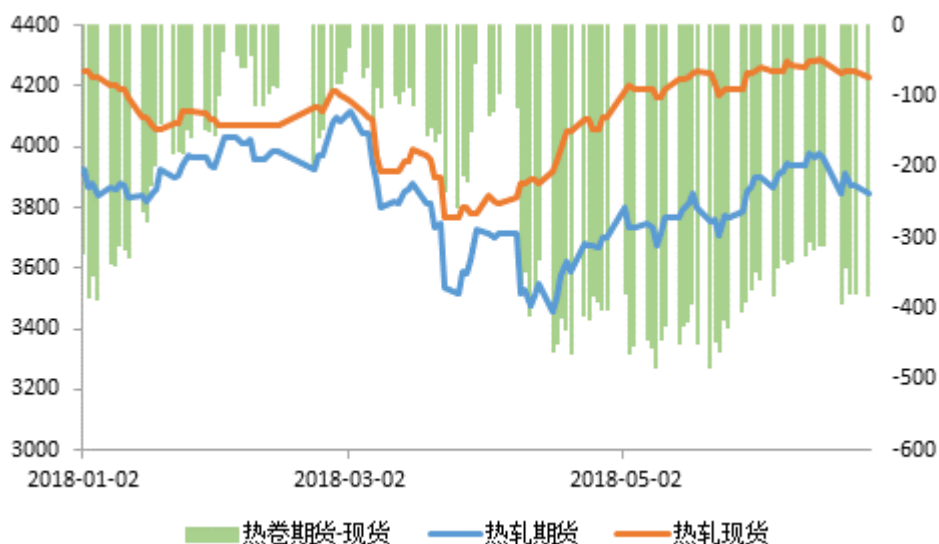


数据来源：Wind，兴证期货研发部

第一季度螺纹钢期货与现货价格下跌，第二季度价格开始上涨，截至 6 月 25 日，螺纹钢期货与现货价差为-493.49 元/吨，较年初价差扩大，5 月 30 日螺纹钢期货与现货价差最大达-595 元/吨。

截至 6 月 25 日，热卷期货与现货价差为-381 元/吨，较年初缩小 18 元/吨。2018 年第一季度热卷期现价差呈缩小趋势，进入第二季度价差不断扩大。上半年热卷期现价差最大为-485 元/吨，最小为-37 元/吨。

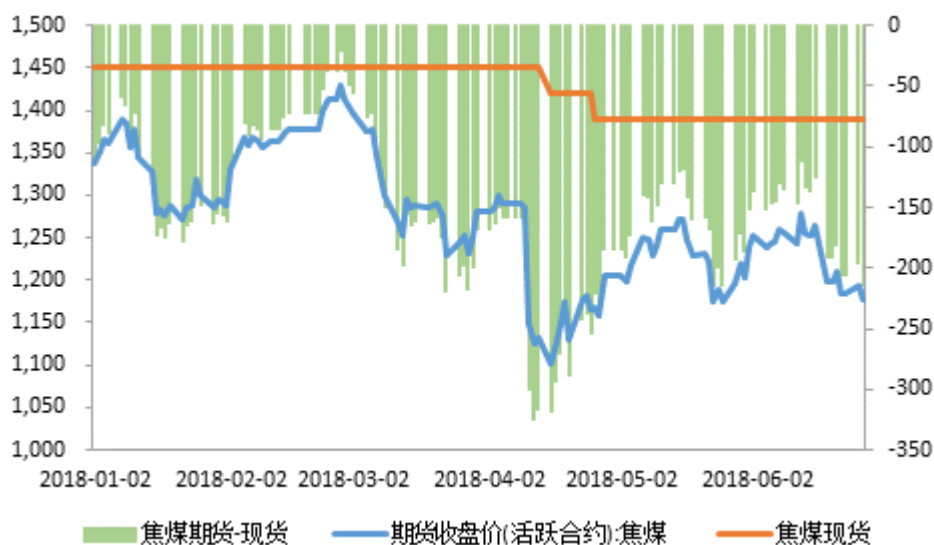
图 46:热轧卷板期现价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 25 日, 焦煤期现价差为-196 元/吨, 较年初价差扩大 84 元/吨。上半年焦煤期货价格较为平稳, 略有下降, 期现价差呈现先扩大后缩小趋势。

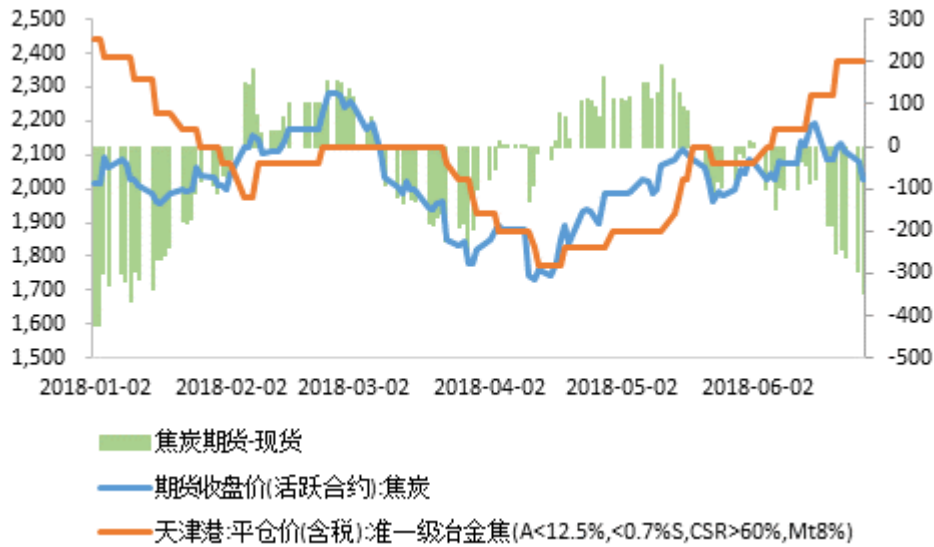
图 47:焦煤期现价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 26 日焦炭期现价差为-349.5 元/吨, 最大价差为 1 月 2 日, -425 元/吨。2018 年上半年焦炭期现价差变化不大, 自 6 月中旬起, 价差逐渐扩大。

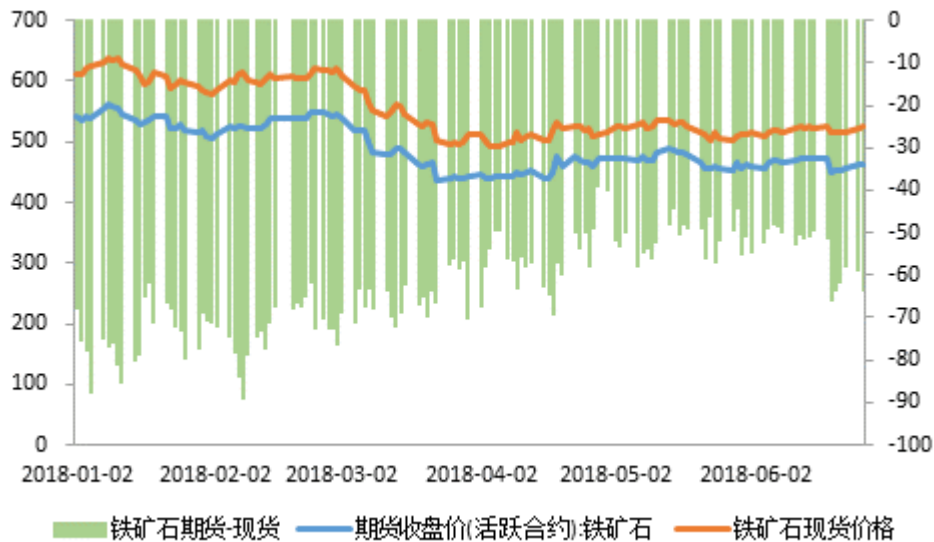
图 48:焦炭期现价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

6月26日，铁矿石期货与现货价差为-63.39元/吨，2018年上半年铁矿石期现价差相对稳定，有缩小趋势。

图 49:铁矿石期现价差

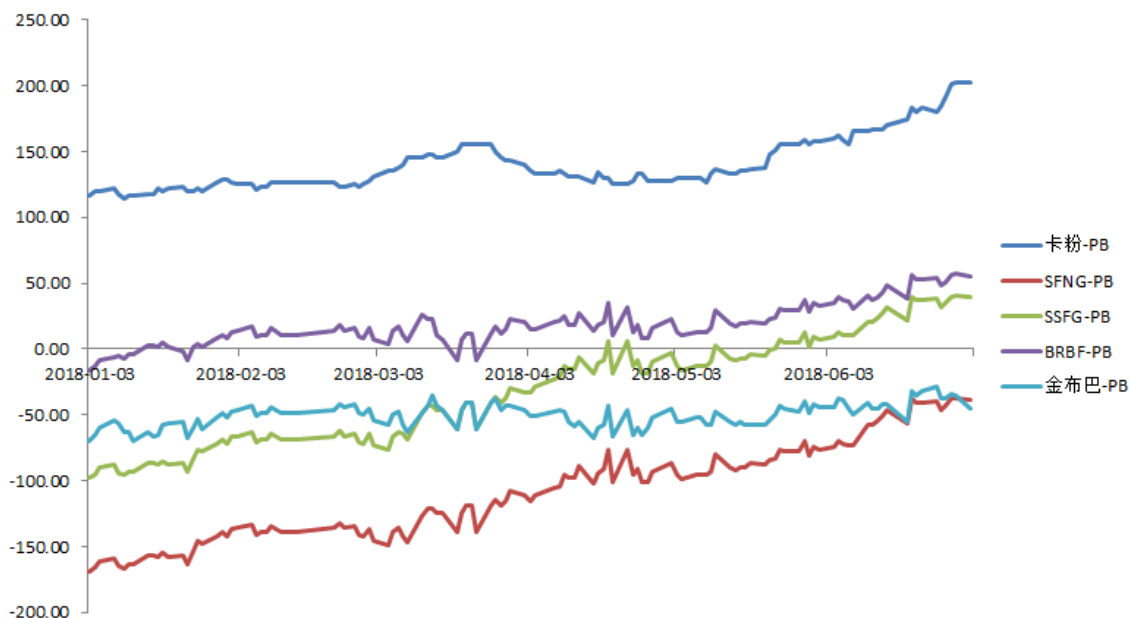


数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年受国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因，低铝的巴西矿作为替代品受到市场追捧，溢价一路走高。以青岛港为例，巴西卡粉与PB粉年初的价差为120元/湿吨左右，而到6月底已经扩大到200元/湿吨以上，SFNG与PB粉的价差由-160元/湿吨缩窄到-40元/湿吨，SSFG与PB粉的价差由-90元/湿吨变为40元/湿吨，BRBF与PB粉的价差由-5元/湿吨变为60元/湿吨左右，另一方面，金布巴粉与PB粉的价差仍然保持平稳。这也使得年初1月份大

商所铁矿石的交割还是以巴粗及少量金布巴粉为主；而到 5 月份时，由于巴西矿溢价的走高，以及市场资源偏紧，巴粗已经没有进入交割的驱动力，交割转为以金布巴及部分印粉为主。

图 50：铁矿石主流可交割品与 PB 粉价差走势



数据来源：Wind，钢联数据，兴证期货研发部

7. 未来行情展望

铁矿石：从供给方面来看，虽然四大矿山一季度由于天气、检修等因素，导致产量及发货量一度受到影响，但二季度已经恢复正常，预计全年仍将维持小幅增长，同时高品矿的发货量将会增加；而国内矿受制于环保因素的影响，预计恢复生产的难度依然较大，全年产量将出现下滑，但由于产量较小以及市场已经存在这方面的预期，预计整体影响有限。总体来看下半年铁矿石整体供应依然宽松，港口库存压力有进一步加大的可能。需求方面，由于非取暖季限产以及环保检查等因素，钢厂高炉开工率目前已经达到瓶颈，后期继续上升的空间有限，再加上废钢的替代作用和基建增速的低迷，铁矿石下半年的需求依然堪忧。但另一方面，铁矿石在经历了年初的下跌后，目前已经处于较低位置，下方逼近 FMG 的盈亏成本线，再加上近期人民币对美元出现贬值的趋势，这些因素对国内人民币计价的铁矿石期货价格产生一定支撑，故我们认为铁矿石下跌的空间也较为有限。总体来看，铁矿石下半年或以弱势震荡为主。

同时我们认为巴西矿的高溢价现象下半年还将持续，但溢价难以继续走高。目前国产矿因为环保等因素，复产进程缓慢，钢厂对于巴西矿的需求依然较好，同时目前钢厂利润依然处于高位，对于使用高品矿增加铁水产量的动力依然存在；但另一方面，由于目前巴西矿溢价已经较高，性价比逐渐减弱，我们认为钢厂继续提升巴西矿用量比例的空间有限；同时下半年又是外矿发货的旺季，巴西矿港口库存占比偏低的问题或得到缓解，故我们认为巴西矿高溢价虽然或将持续，但溢价后期继续走高的空间较小。

双焦：本年度双焦供应受限。下半年预计焦煤随着蒙煤进口增加，供应会出现回升。焦化仍然受到环保政策的限制，主要山东及江苏地区如果环保松弛，则供应也会得到恢复，但仍然会

维持一定的利润。

但总体来说，原料依然会跟随成材的走势。

钢材：从可以见到的现实情况来看，钢材的供需仍然是相对紧的，走势仍然是强劲的。

从一些数据来看，今年的生产是稳中有升的，今年 1-5 月粗钢产量 3.7 亿吨，同比增加 7%。钢筋 1-5 月累计产量 8147 万吨，同比增加 1%；中厚宽钢带累计产量 6061 万吨，累计增加 2%。从日均粗钢产量来看，今年到 6 月上旬，平均日均粗钢产量 234.8 万吨，比去年同期增长了 3.3%。

从需求的角度来说，由于需求很多不可观测，目前可见的需求数据略矛盾。我们从三个数据来跟踪今年 1-6 月的需求情况。第一个是我的钢铁网公布的全国主流贸易商成交情况的数据，今年上半年日均成交 172526 吨，同比去年同期增长 6%。我们认为贸易商成交不会全部是建筑和加工企业，应该存在一些重复统计，但消费有所增长不假。第二个是水泥的产量，1-5 月我国水泥产量 79884 万吨，绝对数据看下降 10%，但是同口径企业的累计增速仅下降 0.8%。我们认为今年上半年用水泥来衡量钢材需求可能不如往年贴切，因为水泥受到环保影响了产量，价格高企，产能不足，且 1 月后进出口数据不再海关公布，实际供应量未知。第三是房地产的数据，1-5 月房地产新开工面积累计增长 11%，施工面积增长 2%；均有不错的增长。

2018 年钢厂利润一直维持比较高的水平，高炉吨钢利润动则大几百上千，电炉钢也大多又不错的利润，在 3 月的恐慌性下跌中，最多也只是一天现货低于电炉钢的生产成本。高利润能够刺激持续的开工，也就是说绝大多数时间上，钢材生产中，能开的产能全开了，也未见明显的过剩，也能够维持目前高企的利润。

现实层面的乐观还有一个重要因素在于环保引起的一波一波停产。我们认为从边际变化上 2018 年的供给侧改革导致的减产影响肯定小于 2017 年退出地条钢的影响。但是上半年徐州停产、青岛上合峰会减产都集中在华东地区，华东是螺纹钢期货主要对标的现货区域，对盘面以及交易者心理的影响较大。近期沙钢环保时间直接对市场产生了较大的影响，市场恐惧沙钢生产可能受到影响，导致钢材价格上涨。

从预期的角度，则没那么乐观了。

首先是供应方面的预期，高利润刺激的复产到底如何。我们从两次调研的情况来看，一半企业说产量无法增长已经到上限，但是也有一半企业表示仍然有增产计划。目前吨钢利润在高位已经保持了近一年，电炉企业陆续投产，根据资讯网站统计本年度约 2200 万吨产能电炉投产。废钢价格相对坚挺，也表示对废钢的利用至少接近之前中频炉存续期的情况。粗钢日均产量新高，高炉开工率持续回升。从预期来看，资本总是逐利的，高利润必然刺激高生产和高产能，短期和局部能被限制，但长期和大面积来看，很难抑制。今年环保供给侧改革对钢厂生产的影响仍然很大，但是我们认为边际影响已经有所减弱。全球来看，美国钢企复产，外媒报道中国钢企往东南亚转移的产能开始投产，高利润的溢出效应会造成全球产能的增加。

需求方面，受到去杠杆的影响，主要去的是地方政府与国企杠杆，两者是基建的主要力量，导致基建回落超过预期。市场普遍认为 5 月经济数据中，房地产数据一直独秀能够支撑钢价走势，但是上周国家开发银行表示，棚改项目的审批权限部分收回总行，这会导致房地产未来的驱动减弱。市场此前普遍认为 16、17 年棚改的货币化安置在三四线城市去库存过程中发挥了重要作用，从全国范围内看，总体基本告别了大规模库存积压情况。地产多地限购，但发展势头仍然良好。但棚改政策货币化安置的收紧可能使得唯一有支撑的需求受到严厉的打压。

外需方面，随着中美贸易争端加剧，如果双方都对对方征收高额关税，可能会打击国内的

出口。我国目前出口美国钢材的量很少，仅为 100 多万吨，但是如果按照出口类别的贱金属及其加工制品的类别来看，出口量会上升到 3500 万吨。外需如果下降，对国内影响也会偏空。

总体而言我们认为目前钢材市场仍然会面临现实尚可，但预期较差的情况。但季节性来看 7 月市场会倾向基差收敛，两者走势会趋于一致。我们认为，在淡季供需如果不继续拉紧，短期的现实对上梅雨季，略转弱。市场或许会就跟随预期的走势，期现价格出现双双回落的情况。

8 月期螺换月以后，实际现货不一定走强，但是贴水的换月可能带来一波价格回暖。9 月市场可能面临预期走差，价格再度下行。10 月后基于季节性的好转和实际经济下行的矛盾走势并不确定。11、12 月的矛盾会在于供需受到政策面事件的影响。总体我们对下半年的走势仍然是大幅震荡为主，很难有趋势性行情，钢价重心略有下移。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。