



石磊

分析师

从业资格证： F0270570

☎ 0516-83831165  
✉ shilei19870510@sohu.com  
🌐 www.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。熟悉金融模型和衍生品定价理论，兼顾程序化交易。

## 去库存化价格低位整理 三季度煤焦钢逢低买入

### 内容提要：

- 1、今年上半年宏观经济疲软，6月汇丰PMI采购经理人指数48.3创九个月新低。惠誉下调中国2013、2014年GDP预估。相应的，煤、焦、钢三大产业在2013年二季度普遍收缩，产品价格深度下挫，焦煤、焦炭期货价格创上市以来新低，而螺纹钢期现货价格均回到2008年金融危机时的水平。
- 2、美国经济缓慢复苏，美联储今年下半年或逐步减少资产购买以便在明年合适的时机退出量化宽松政策，美元指数长周期转强将令大宗商品价格承压。中国经济在6月下旬爆发的“钱荒”危机之后，难以逃避下行风险，稳健的货币政策也暗含不会为落后产能提供流动性支持。
- 3、七月正值梅雨季节，钢材需求端仍在低迷期，随着时间窗口的推移，三季度下半段，钢厂减少生产、库存大幅消耗、需求逐步回升都将对钢材价格带来提振，但宏观下行的压力、淘汰落后产能的要求将拉长钢材低位整理的时间，并在后期限制钢价上行的空间。
- 4、焦炭、焦煤供过于求格局未改，两者的港口库存均处高位，煤、焦现货价格持续走低。焦炭企业开工率下降，限产以减少亏损。后期煤、焦价格将主要依靠螺纹的反弹拉动。
- 5、目前煤焦钢均震荡筑底中，短线反弹后仍有下跌机会，螺纹钢价格在三季度中下旬或率先开启中线反弹。

**关键字：**退出QE 淘汰落后产能 震荡筑底 逢低买入

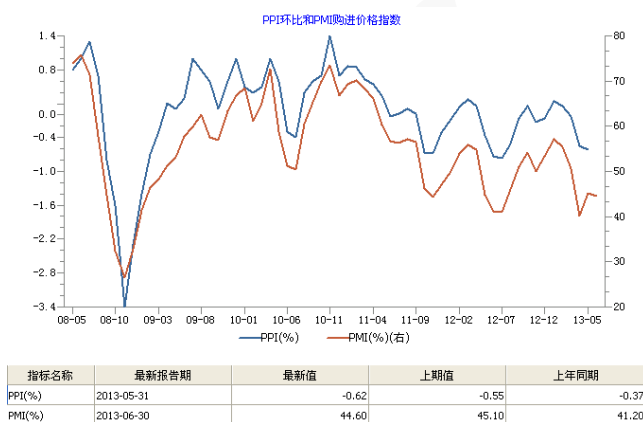
## 第一部分 煤焦钢市场行情回顾

2013年以来中国宏观经济持续疲软，上半年各月CPI涨幅仅维持于2.3%上下窄幅波动，6月汇丰采购经理人指数(PMI)初值为48.3，低于此前预估的49.4以及5月汇丰PMI终值49.2，创下9个月以来的新低。国家颁布“国五条”打压过热的房地产市场，上半年国家统计局发布的国房景气指数呈现冲高回落的态势，5月该值为97.26，较2月的阶段性高点97.92下滑0.66。

建筑钢材市场在今年上半年表现极差，在原材料铁矿石价格下跌、房地产市场需求低迷的拖累之下，螺纹指数连跌四个月，累计跌幅达850点。螺纹钢价格继2012年9月之后，再度回到2008年金融危机时的价格水平。

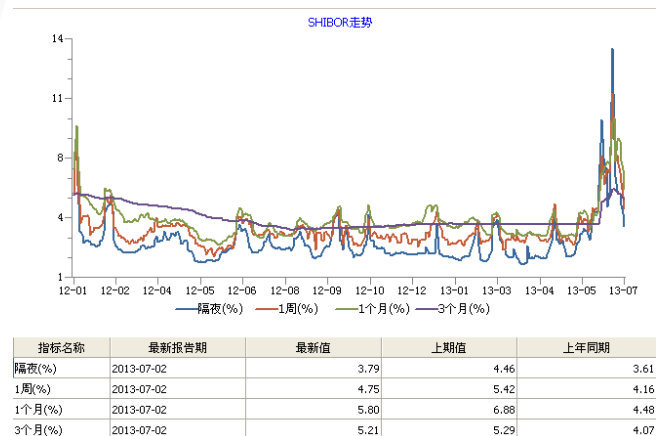
煤炭市场一方面承压于经济下行，另一方面受困于自身供求格局宽松的局面，煤炭价格在2013年上半年大幅回落，其中动力煤、炼焦煤和无烟煤均价同比分别下跌约15%、25%和20%。而相比2012年全年，三个煤种平均下跌幅度分别为12%、20%和10%。期货市场伴随煤焦钢现货的低迷出现深跌。焦炭指数自2月的年内最高点2006元/吨大幅下挫至6月的阶段低点1397元/吨，跌幅达30%。焦煤指数自2013年3月22日上市以来的年内最高价1304元/吨大幅收跌30%至1001元/吨。受需求持续低迷以及进口煤冲击影响，行业供求整体维持平衡略偏松的态势。

图1：中国PPI和PMI购进价格指数



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图2：上海银行间同业拆解利率走势



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

根据国家统计局统计数据显示，2013年1-5月全国原煤累计产量14.70亿吨，累计同比下降2.8%。增速较去年同期的5.1%大幅下滑7.9个百分点。而下游火电、粗钢和水泥产量累计增速分别为2.1%、10.8%和8.9%，增速较去年同期分别下滑2.0个、增长4.5个和增长3.9个百分点。二季度以来，钢材消费量大幅增加，对于焦煤、焦炭需求增速改善较为明显，但由于

当前产业链各环节库存均处于高位，企业采购意愿较低，全行业仍处于去库存阶段。

## 第二部分 国内外宏观经济形势分析

### 一、美联储减少资产购买 美元长周期走强

六月以来国内外宏观经济形势风起云涌，给大宗商品市场带来巨大扰动。国际市场最为关注的是北京时间6月20日凌晨，美联储主席伯南克在议息会议上发表的言论。伯南克的每次“发声”都令市场期待，而此次之所以在短期内引起波澜，主要由于此番言论涉及美联储退出QE的时间窗口和“条件”。伯南克说：“如果美国经济的预测是准确的，那么美联储很可能在今年稍晚放缓资产购买，并于2014年年中结束QE。”“当失业率降低到7%时，意味着就业市场出现实质性改善。当资产购买结束时失业率可能在7%左右。”

美联储在议息会议上还上修了2014年经济增速、下调了失业率和通胀水平预测。2014年的经济增幅预测从2.9-3.4%上修至3-3.5%，表示联储对明年美国经济的增速较为乐观；失业率区间整体下调，2013年为7.2-7.3%，2014年6.5-6.8%、2015年5.8-6.2%，符合预期。政策决议宣布维持当前每月850亿美元的购债规模和0-0.25%的超低利率水平。

从美国近期的宏观数据来看，5月耐用品订单月率增加3.6%；美国4月房价增长12.1%创七年最大同比涨幅；美国5月新屋销售升至47.6万户；美国6月咨商会消费者信心指数81.5创下2008年1月以来新高，种种迹象显示美国经济处在复苏进程中，而美国的复苏需要物价水平的回落来支撑，经济数据好转将有望加快QE的退出步伐，推动美元指数长周期走强从而利空于大宗商品价格。

### 二、国内货币政策稳健 鼓励淘汰落后产能

当前中国经济面临的种种困难和挑战之中，经济下行压力和产能过剩之间的矛盾首当其冲。

国家统计局数据显示，2013年一季度，我国GDP同比增长7.7%，较去年同期回落0.4个百分点，较去年四季度回落0.2个百分点。五月份公布的多项经济数据表现不佳，首先是工业增加值和固定资产投资不及预期，CPI增速放缓和PPI降幅扩大出乎意料。5月，规模以上工业增加值同比实际增长9.2%，比上月回落0.1个百分点；投资累计增速由20.6%继续回落至20.4%；CPI同比增长2.1%，比上月回落0.3个百分点；PPI同比下降2.9%，创下自2012年10月以来8个月新低。

由工业用电量、铁路货运量、银行中长期贷款三大权重构成的“克强指数”5月为4.02%，

降至年内新低。作为更能反映经济现实状况的重要指标，5月用电量、新增贷款等数据的表现低于预期。其中，5月全社会用电量同比增长5.0%，比上月下降1.8个百分点，低于去年同期水平；新增人民币贷款6674亿元，较上月回落1255亿元，远低于此前市场预期。进出口、出口、进口的同比增速，分别从上月的15.7%、14.7%和16.8%，大幅跳水至0.4%、1%和负增长0.3%。表现不佳的经济数据引发市场悲观情绪，多家国内机构和外资投行纷纷调低对今年中国经济增长的预期。国际评级机构惠誉近日也将中国今年经济增长率预期从8%下调至7.5%。调整后的增速符合大多数经济学家的平均预测，也与中国政府的目标一致。而经济学家认为，当前经济虽然出现放缓但仍在合理区间，放缓的主要原因并非短期冲击，而是经济整体进入了新的常态。

“克强指数”中三个指标的走势时时刻刻反应着煤焦钢产业链的运行情况。重点关注全社会用电量来看，国家能源局6月14日发布数据显示，2013年5月份全社会用电量4269亿千瓦时，同比增长5.0%。1至5月，全国全社会用电量累计20573亿千瓦时，同比增长4.9%，较去年同期回落0.9个百分点。其中，火电发电量仅同比增长2.1%，较去年同期大幅回落2个百分点。另一方面，粗钢和水泥产量增速仍处于近10多年来同期较低水平，实际用煤需求增长并不是很快。尽管用电量总体增长放缓，显示出工业经济发展稳中有落，但我国用电结构正出现积极变化，第三产业用电量增速快于第一和第二产业。

流动性紧张的现状也令煤焦钢企业雪上加霜。6月20日，银行间隔夜回购利率最高达到史无前例的30%，7天回购利率最高达到28%，隔夜Shibor利率飙涨至15%。“钱荒”这个名词一时之间不绝于耳，股市、商品闻风纷纷走低。6月27日，按耐不住的“心太软央妈”就流动性问题表示“已向市场提供流动性支持”，7月1日央行增加再贴现额度120亿元扶持小微企业，2日再度暂停使用公开市场操作来调节流动性。央行此次全面暂停央票及正回购的操作，释放了平抑资金波动的信号，以安抚市场紧张情绪，市场利率一直保持总体下降趋势，其中Shibor利率回落至3.786%，隔夜回购利率也回落至3.79%。

实际上，央行表示“对银行的爱是坚硬的爱而不是溺爱”，因此虽放话支持流动性，至今未及时启动逆回购等实际行动。而李克强在近期提出了一系列金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施。稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量，按照有保有压、有扶有控的原则，加大对先进制造业、战略性新兴产业、劳动密集型产业和服务业、传统产业改造升级等的信贷支持。支持调整过剩产能，对整合过剩产能的企业定向开展并购贷款，严禁对产能严重过剩行业违规建设项目提供新增授信。

因此，不管央行是否向银行注入流动性，对煤焦钢产业链上的企业和贸易商来说，都应改变流动性永远宽松的预期，做好资金收紧的准备，响应国家政策积极淘汰落后产能，进行产业重组和升级。在此之前，煤焦钢仍受产能过剩和信贷成本高企的打压，难以出现大行情。

### 第三部分 煤焦钢产业链深陷供过于求

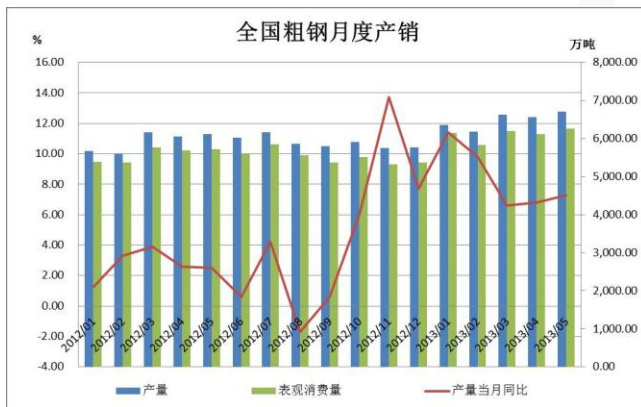
#### 三季度去库存后或重回反弹

##### 一、钢材

##### (一) 库存水平逐步下降 供应过剩趋于缓和

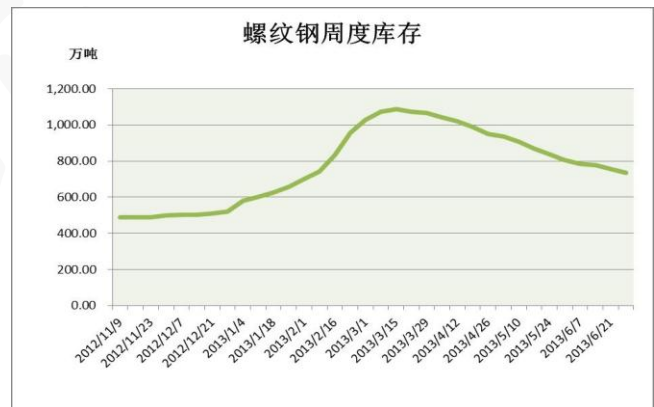
世界钢铁协会 6 月 24 日发布的数据显示，5 月份全球粗钢产量（63 个国家和地区）同比增长 2.6%，达到 1 亿 3630 万吨，创单月历史新高。中国以外的其他国家和地区粗钢产量几乎都出现减产趋势。经济持续低迷的欧盟（EU）同比减少 4.7%，连续 20 个月出现同比下降。住宅建设及汽车销售坚挺的美国也同比减少了 5%。

图 3：全国粗钢月度产销情况



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 4：全国螺纹钢周度库存量



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

中国方面，二季度新增高炉生产渐入正轨，钢厂为摊薄成本、获得合理的边际收益只能加大生产力度，导致国内粗钢产量屡创新高。5 月中国粗钢产量占全球总产量的一半左右，达到 6703 万吨，同比增长 7.3%，创 2012 年以来新高。国内宏观经济弱势运行，钢材下游消费不旺，钢企始终面临供过于求的局面。相应的结果是库存高企，国内螺纹钢周度库存量在 2013 年 3 月 15 日当周录得新高 1088.73 万吨，随后的三个月以来，螺纹库存直线下降，截止 6 月 28 日当周，周度库存仅 736.95 万吨，相当于年初水平。与此同时，5 月全国 22 个城市 5 大钢材库存全部下降。截至 6 月上旬末，重点企业钢材库存为 1284.7 万吨，较上一旬下降 0.9%。

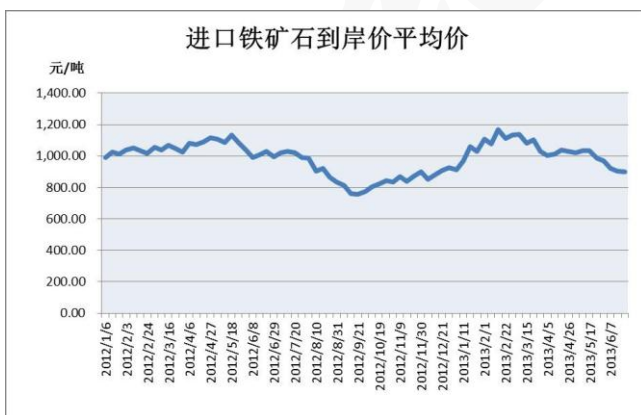
钢材销售价格的不断下跌导致大多数钢企生产变成“赔本生意”，但无奈于更不能停产，因为停产就意味着随时可能被市场淘汰，只能被动维持开工。目前吨钢亏损近300元，钢材价格直逼现金成本，钢厂减产的意愿逐渐增强。七月正值梅雨季节，钢材需求端仍在低迷期，随着时间窗口的推移，三季度下半段，钢厂减少生产、库存大幅消耗、需求逐步回升都将对钢材价格带来提振，(。)但宏观下行的压力、淘汰落后产能的要求将拉长钢材低位整理的时间，并在后期限制钢价上行的空间。

## (二) 铁矿石价格低位运行 港口库存探低小幅回升

自2月中下旬开始，钢价下跌，钢厂开始减少矿石的采购。从粗钢产量数据来看，2-5月粗钢产量持续位于高位，日均产量都在210万吨以上，同期矿石供应增速却出现下滑，矿石进口同比增速小于粗钢产量增速，2013年5月进口铁矿石6856万吨，同比增长7.39%，日均环比下降1.2%。我国铁矿石港口库存自年初的8290万吨下滑至4月26日当周的7450万吨，近两个月库存小幅反弹，6月28日当周的铁矿石港口库存合计为7640万吨，显示钢厂基本已经完成对铁矿石去库存化，部分钢厂已经开始重建库存，对钢价形成阶段性支撑。

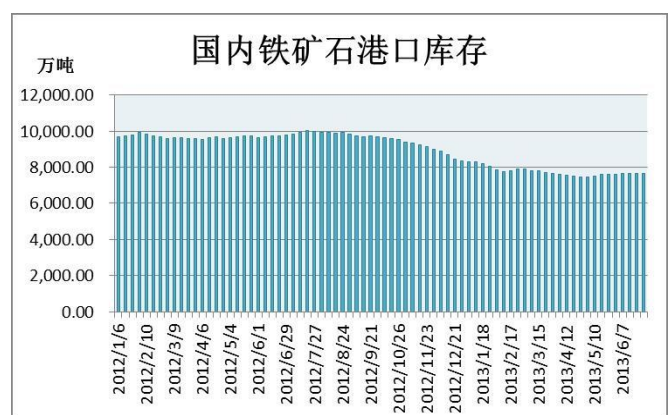
前期在铁矿石贸易中也出现制钢企业将部分铁矿石船货拿回市场兜售的情况。钢企缩减存货以期降低成本，也是由对铁矿石价格感到悲观的情绪引起的。进口铁矿石到岸平均价如期继续下跌，6月下旬报价897.4元/吨。而目前钢企对铁矿石的小幅补库行为，预示着钢企正在重建市场信心，对三季度钢铁市场较为有利。

图5: 进口铁矿石到岸价平均价



数据来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

图6: 国内铁矿石港口库存量



数据来源: 新纪元期货研究所 wind 资讯

## (三) 房地产行业下半年或有好转

2013年2月20日的国务院常务会议上，确定了五项加强房地产市场调控的政策措施（称

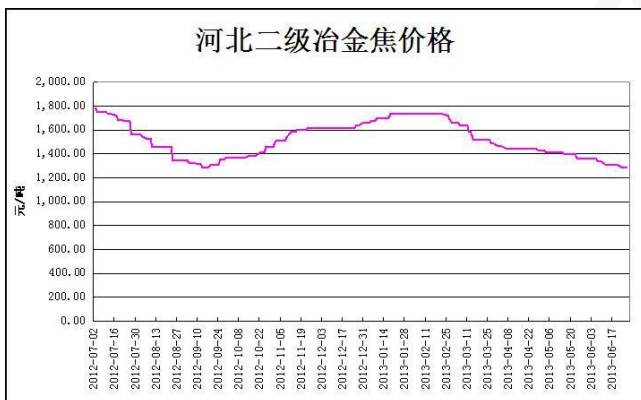
为“国五条”)。不仅再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策,坚决打击投资投机性购房,还在继2011年之后再次提出要求各地公布年度房价控制目标。今年前两个季度,一方面因为国家本身对出售土地面积的限制,另一方面因为国五条等政策对房地产商拿地信心的影响,截至5月,今年相对于去年的累计购置土地面积已经下降约13.1%。虽然今年的房价仍然是远远高于去年,一线城市5月房价同比高于去年12.5%,但是新购置土地面积的减少,将有效限制今年房地产的供应和对钢材的需求。

房地产行业有望将在下半年再次扩张。目前全国销售面积和销售增长额的增速达到房地产行业近10年以来的历史高位,5月商品房新开工面积达73613.29万平方米,处于十年同期的较高水平,房地产企业在全国8个主要城市的存货下降至10个月以下。基建投资将进一步加快。国务院研究部署加快棚户区改造,或成为同时实现稳增长、调结构、护民生的利器,社会资金亦被鼓励进入相关项目。

综上所述,三季度后期,钢材下游需求有望较上半年大幅好转,价格有望筑底回升。

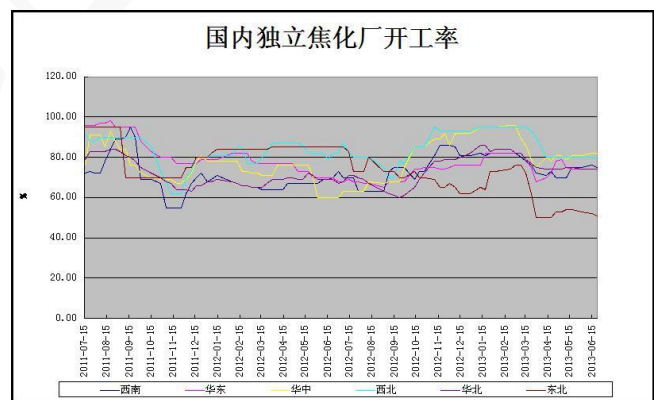
## 二、焦炭

图7:河北二级冶金焦价格



数据来源:新纪元期货研究所 wind 资讯

图8:国内独立焦化厂开工率



数据来源:新纪元期货研究所 wind 资讯

### (一) 夹缝中难生存 现货价仍低迷

作为煤焦钢产业链的中游产品,焦炭价格受原材料焦煤价格和下游钢材价格的同时挤压,又受困于自身供过于求的基本面,上半年大幅下挫,焦化企业利润空间微乎其微。7月初,国内焦炭现货市场以稳为主,个别地区价格小幅下调,市场成交清淡。山西二级主流1050-1080元/吨,一级1200-1230元/吨左右,均为承兑出厂含税价格;河北焦炭市场价格稳,现邯鄲二

级冶金焦 1170-1200 元/吨，邢台准一级焦炭到厂价 1240 元/吨；唐山二级焦炭 1270-1300 元/吨，唐山准一级现到厂含税 1310-1350 元/吨；华东地区焦炭市场价格盘整，现二级冶金焦出厂含税报 1200-1230 元/吨，准一级出厂含税价 1340 元/吨左右。

## （二）焦化企业亏损 限产应对低需求

根据统计局最新统计数据，2013 年 5 月，全国焦炭产量 4032.7 万吨，同比增长 7%。1-5 月份，全国焦炭产量累计 19539.4 万吨，同比增长 8%。由于钢焦市场行情低迷，焦企盈利状况不佳，4 月份焦炭产量明显下滑，5 月份小幅回升，而焦炭表观消费量仅 3990.70 万吨，过剩 42 万吨创 2012 年以来新高。供大于求的现状未改导致焦炭价格也持续下跌。

主流焦炭市场价格从春节后至 6 月下旬，下调幅度已高达到 460 元/吨，其中仅 5 月底至 6 月底短短一个月时间，焦炭价格就下跌 60 元/吨，现货价格已经逼近焦炭生产理论成本，焦炭生产甚至出现亏损，各地焦化厂被迫加大限产力度。六大区域独立焦化厂开工率均较前期有不同程度的下滑，东北地区开工率在今年一季度小幅反弹，围绕近三年的平均水平窄幅波动，而 3 月 15 日以来开工率自 76% 快速回落至 51%。华中和西北地区开工率一般在全国范围内处于较高水平，一季度末最高时达 95%，但进入二季度以来，开工率下滑至八成左右。

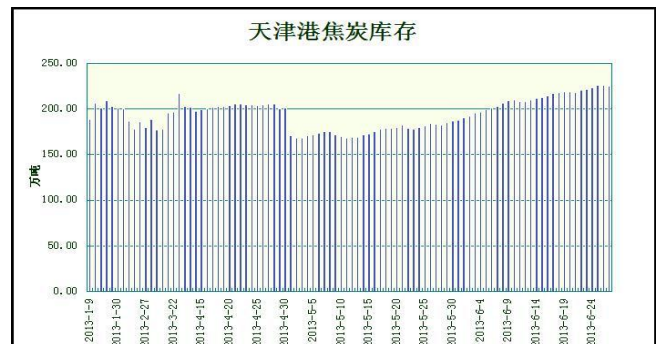
短期来看，现货焦炭市场依然缺乏反弹动力。

图 9：焦炭供需平衡



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 10：天津港焦炭库存



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

## （三）焦炭港口库存攀升 钢厂库存量下降

钢厂逐渐减产，焦炭需求量下降，钢厂的焦炭库存量下降，而港口焦炭库存量则不断反弹。进入 6 月份以来，天津港焦炭库存一直保持在 200 万吨以上，且维持增势。截至 6 月 21 日，天津港共有焦炭库存 236 万吨，较上周增 12 万吨；连云港共有焦炭库存 21.4 万吨，减少 0.6 万



吨；日照港 16 万吨，降低 1.4 万吨。焦炭价格后市何时止跌反弹，且看港口库存何时出现回落迹象。

### 三、焦煤

#### (一) 现货价格下跌 山东兖矿 6 月降价

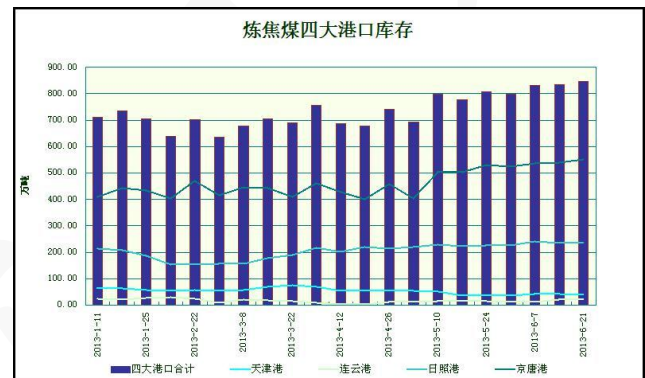
国内炼焦煤市场延续弱势，兖矿挂牌价格下调，山西及其他地区价格无较大波动。大矿方面：山东兖州地区精煤下调 80-90 元/吨，现 1#精煤报 885 元/吨，2#精煤报 830 元/吨，3#报 800 元/吨，出厂含税价。

图 11：炼焦煤供需平衡



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

图 12：四大港口炼焦煤库存



数据来源：新纪元期货研究所 wind 资讯

#### (二) 炼焦煤供需过剩

煤炭产能集中释放，2013年上半年焦煤产量保持较高速的增长，4月份我国炼焦煤产量为 5259.9 万吨，同比增长 17.99%，绝对产量和增幅均创 2012 年以来新高。4 月份我国炼焦煤的消费量仅为 5158 万吨，供应过剩高达 101 万吨。不仅如此，从煤、焦产业链的角度看，焦煤的产量折算到焦炭上，供应压力更为明显。

钢价下跌导致钢厂利润下滑，钢厂减少铁矿石、焦炭和焦煤库存是必然行为。独立焦化厂也因从开工率自高位回落并且没有继续补库而拥有偏少的焦煤库存。从数据来看，截止 6 月 21 日，我国国内样本钢厂和独立焦化厂的焦煤总库存回落至 955.64 万吨，远低于年初的约 1100 万吨的库存量。独立焦化厂焦煤库存自一季度最高的 440.9 万吨回落至 321.74 万吨。而炼焦煤港口库存则不断攀升，截至 6 月 21 日，北方四港炼焦煤总库存高达 846 万吨，较前期平均 700 万吨的库存大幅飙升近 150 万吨。综上可知，对于炼焦煤来说去库存化在中间环节仍未结束。

### （三）全国煤矿安全生产大检查利好煤炭价格

6月17日，国家安全监管总局和国家煤矿安监局联合发文，要求在全国范围内，开展一次彻底的煤矿安全生产大检查，铁腕打击煤矿非法违法和违规违章生产建设行为，做到全覆盖、零容忍、严执法、重实效，依法关闭一批煤矿、处罚一批煤矿、停产整顿一批煤矿、公布一批“黑名单”、曝光一批案例、宣传一批典型，有效防范和坚决遏制煤矿重特大事故。时间范围限定在2013年6月至9月底，对全国所有煤矿进行安全生产大检查，包括生产矿井、建设矿井和停产整顿矿井。对所有矿井、矿井各生产系统、各采掘工作面、各类设备设施、各类生产管理人员进行全面彻底检查。检查横跨二季度末至三季度末，预计将小幅降低焦煤月度产量，从而利好焦煤价格，但不应过分看重这项影响因素。

### （四）现货标杆价遭下调 焦煤较焦炭更为疲弱

澳大利亚焦煤供应商必和必拓三菱联盟（BMA）与日本新日铁住金公司达成协议，2013年3季度优质硬焦煤合同价格为145美元/吨（FOB），相比今年2季度下调了27美元/吨，降幅达15.7%。澳洲至日本和韩国的炼焦煤长协谈判是全球炼焦煤价格的标杆。中国、日本和韩国在全球硬焦煤的主要需求国家中占主导地位。数据显示，2012年日本煤炭进口量为1.85亿吨，同比增长5.7%，仅次于中国，成为世界第二大煤炭进口国。进口炼焦煤价格更为低廉，将冲击国内焦煤价格，但从另一个角度看，进口煤“量大、质优、价低”的特性也逼迫煤焦钢产业链逐步转型和升级，短期焦煤走势较焦炭将更为疲弱。

## 第四部分 总结展望和操作建议

### 一、后市展望

美国经济数据好转，QE将在2014年逐步退出，美元指数将长周期走强从而利空于大宗商品价格。煤焦钢产业链上的企业和贸易商，应改变流动性永远宽松的预期，做好资金收紧的准备，跟随国家政策积极淘汰落后产能，进行产业重组和升级。在此之前，煤焦钢仍受产能过剩和信贷成本高企的打压，难以出现大行情。焦炭作为煤焦钢产业链的中端，钢厂库存已经回落但港口焦炭价格仍维持高位，后期逐步去库存化之后或跟随钢价反弹。焦煤价格不仅受困于供过于求，现货长协价的调低也将迫使煤价弱于炭价。

三季度下半段，钢厂减少生产、库存大幅消耗、需求逐步回升都将对钢材价格带来提振，但宏观下行的压力、淘汰落后产能的要求将拉长钢材低位整理的时间，并在后期限制钢价上行的空间。螺纹、焦炭、焦煤价格将联动依次出现反弹行情。

## 二、期货价格走势研判及操作建议

螺纹钢主力 1401 合约下挫至 3442 元/吨短期反弹至 3635 元/吨，暂不具备向上突破并大涨的动能。暂以震荡筑底对待，短期不建议布局中线多单，短多应在 3650 之上逐步离场。七月份之后价格回落至 3400-3500 元/吨之间，则强烈建议逢低买入。

焦炭 1309 合约价格创新低 1362 元/吨后延续低位整理，新主力 1401 合约维持于相对完美的下行通道，短期难言企稳。操作上短线参考 1480 元/吨逢高抛空。七月份焦炭价格震荡回落至 1400 元/吨及以下的价位是较好的买入时机。

焦煤价格震荡筑底过程中，三季度反弹行情启动或慢于焦炭和钢材。短线焦煤 1401 合约建议在 1060-1080 压力位逢高抛空，但不建议过分看低煤价，1000 元/吨之下是小概率事件，而 1000 元整数平台是布局中线多单的好时机。

值得提醒投资者的是，2013 年整体宏观经济疲软，煤焦钢产业链环环深陷供过于求格局，即使三季度中后期，煤焦钢价格如期出现反弹行情，上行空间也并不看高。