

原料端支撑增强，黑色持续偏强

摘要：

- 宏观层面，全球经济增长或逐渐放缓，叠加中国经济在结构转型期不可避免的阵痛式下行，全球主要经济体均面临较大的挑战，大宗商品整体还将继续承压运行。
- 焦煤：下游需求维持稳定，总体需求平稳。焦煤总体供给呈现小幅增加的趋势，而下游需求短期难见增量，叠加由进口煤作为价格“调节器”，预计下半年焦煤整体将呈现震荡的走势。焦煤期货建议在 1300 至 1500 区间内高抛低吸。
- 焦炭：2019 年下半年焦炭行业依旧面临环保倒逼行业升级的压力，还将有淘汰一部分落后产能。山西等地虽有产能增加，但因淘汰产能存在，总体产量还将维持稳中略降趋势。站在年中来看，下游钢厂有限产措施，但焦化企业限产力度大概率强于钢厂，叠加下半年基建带来的需求释放，因此焦炭大概率将会呈现震荡偏多走势。焦炭期货建议 2150 一线逢低做多。
- 铁矿石：铁矿石全球供给收紧，库存处于低位，需求保持强劲。预计 2019 年下半年铁矿石价格主要运行区间可能维持在 700-900 的高位。
- 铁合金：目前尚有成本支撑，硅铁在 5700 附近建立多单安全边际较高；硅锰产能释放延后，螺纹钢新标替代旧标或回补需求增量，建议在 7000 一线布局多单。
- 钢材：2019 年宏观经济仍然严峻，但限产放松的背景下，供给不弱，供强需弱的格局仍在维持；短期限产炒作只能引发短期行为，钢价最有力的支撑还是取决于需求端，需求增量仍将是 2019 年下半年的关注重点。

黑色产业链研究

作者姓名：江露

邮箱：jianglu@csc.com.cn

电话：023-81157287

投资咨询从业证书号：Z0012916

发布日期：2019 年 7 月 1 日

目 录

一、行情回顾	3
二、宏观经济形势	6
1、国际宏观	6
1.1 全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现	6
1.2 美国经济不再强劲，驱动因素逐渐减弱	7
1.3 欧洲内部矛盾未决，经济增速持续下滑	9
1.4 美联储由鹰转鸽，欧央行尚未加息或又宽松	11
2、国内宏观	11
2.1 经济下行压力大，投资担维稳重任	12
2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现	14
2.3 服务高质量成货币政策新主线	15
2.4 外汇储备与汇率稳定可期	17
三、原料供需形势分析	18
3.1 焦煤供需形势分析	18
3.1.1 蒙煤贡献主要增量，企业利润进入稳定状态	18
3.2 焦炭供需形势分析	19
3.2.1 焦炭产量增量超预期，产业升级效果明显	19
3.3 铁矿石供需形势分析	20
3.3.1 巴西事故影响，全球供给收紧	20
3.3.2 国产矿实现正增长	20
3.3.3 进口同比回落	21
3.3.4 开工维持高位，需求支撑较强	22
3.4 铁合金供需形势及成本分析	22
3.4.1 产能充分释放，双硅维持高产	22
3.4.2 国内需求稳中向好，出口增速有望扩大	23
3.4.3 主产区电价上调，成本支撑有所增强	24
四、钢铁供需形式分析	26
4.1 国内钢材生产热情高涨	26
4.2 钢材库存消化时间缩短	27
4.3 需求增速难以维持	28
五、钢厂成本及利润分析	30
六、原料端库存情况	30
6.1 库存概况	30
6.1.1 港口库存短暂压制焦煤上行空间	30
6.1.3 环保限产稍松，铁矿石库存持续走低	32
七、结论与行情展望	32
7.1 结论	32

7.2 行情展望	33
----------------	----

一、行情回顾

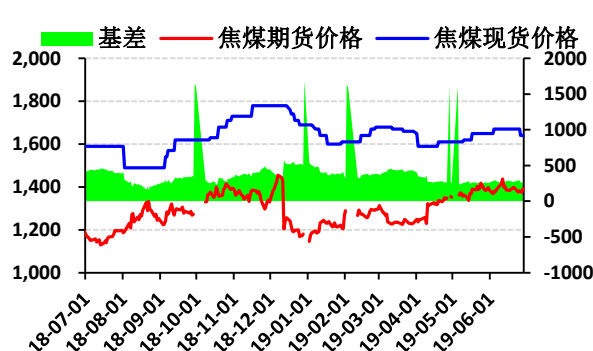
2019 年上半年，黑色产业链的各个品种整体呈现探底回升的走势。1 月份急速反弹后不久便迎来了 2、3、4 月份的宽幅震荡，最终 5、6 月份出现回调并在 6 月下旬再次反弹，上半年总体呈现震荡偏强的走势，且部分品种上涨的幅度较大。下半年“金九银十”旺季预期的影响下，下游需求有望持续放量，产业链的整体需求情况都将可能有较大程度的改善，所以 2019 年价格的高点出现在下半年的概率更大。

图 1：焦煤盘面价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 2：焦煤期现价差图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年上半年焦煤期货整体呈现震荡上行走势，震荡区间维持在 1100 至 1450 内，而考虑到 09 合约新交割标准使得其价值本身高于之前交割品 100-150 元/吨，因此焦煤实际震荡幅度在 200 左右。2018 年我们发现焦煤波动区间呈逐年缩减的趋势，一方面是因为国内煤矿市场进入成熟期，参与企业逐渐规模化、大型化，使得焦煤市场供给逐年稳定。另一方面，国家进出口政策严控劣质煤流入我国，进口煤指标成为国内煤价调节器，使得焦煤价格进一步稳定。

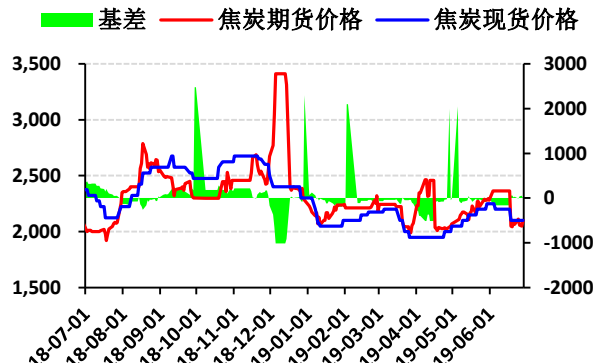
2019 年已经过半，我们对今年下半年行情进行展望，预计下半年焦煤价格将维持小幅度震荡下行趋势。随着国内矿场规模化、大型化后，煤炭开采成本逐年降低，像焦煤这样用途单一、产量逐年稳定品种，价格波动更多跟随焦炭波动。而焦企今年产能置换任务依旧沉重，山西、陕西地区焦化厂产能置换以及企业搬迁计划还在实施当中，焦煤需求将会收到压制。

图 3：焦炭盘面价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 4：焦炭期现价差图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

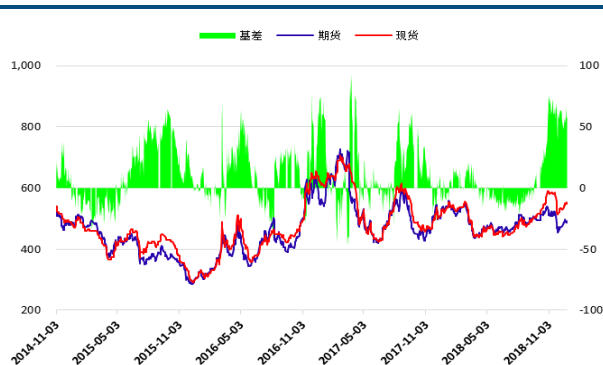
焦炭 2019 年上半年平均价格较往年同期基本持平，焦炭呈现的季节性走势同样和往年吻合，但整体震荡区间有收敛趋势。从盘面走势和产业集中度来看，我们判断随着 2018 年对焦化企业进行环保限产整治取得阶段性成果以来，焦化行业正加速走向成熟期。但不及预期的是，上年大型焦化企业开工率整体维持高位，焦化企业限产并未加大力度，焦炭产量较往年同期还有增长趋势。但从开工率上来看，焦炭产量增量贡献主要来自大型焦化企业。大型焦企上半年维持 80% 以上的高开工率，相较中小型焦企，平均高出了 10% 左右。因此我们判断，焦化产业还处于加速洗牌过程中，大型产业市场份额还将扩大。而在报告发布前期，山西地区发布“环保回头看”文件，山西地区具体整改政策或将出台。因此，我们判断下半年政策端将会加速焦化行业完成最后转型，焦炭下半年或将维持震荡上行趋势。

图 5：铁矿石盘面价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 6：铁矿石期现价差图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年上半年铁矿石走出了一波基本流畅的单边上涨行情，截至 6 月 28 日收盘，铁矿石触及 2014 年初以来的新高 838.5。上半年价格上涨过程大体可分为三个阶段。第一阶段为 1-2 月份，1 月 25 日淡水河谷位于巴西 Minas Gerais 州的一座尾矿坝发生垮塌，事件加速了铁矿石价格的上涨，盘面主力合约从 490 附近一路上涨至 650 的位置。第二阶段为 3-4 月份，事件过后市场有所平复，铁矿石价格在区间平稳震荡，中间虽然冲高一次，但又迅速回落。第三阶段为 5-6 月份，巴西事故不断发酵，库存持续大幅下降，供给趋紧局面凸显，铁矿石再度上扬，创下五年多以来的高位。

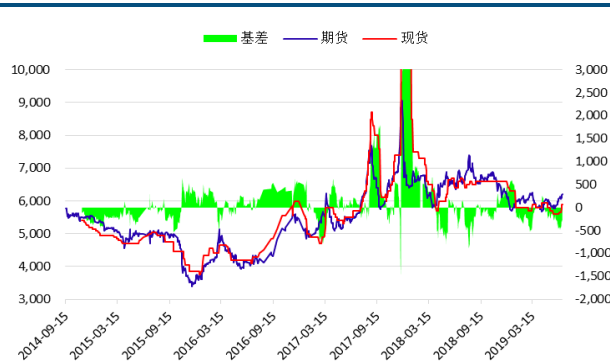
2019 年上半年，双硅基本处于宽幅震荡走势，硅铁的运行区间在 5600-6200，硅锰的运行区间为 6800-7800，基本处于厂商盈亏线附近上下浮动。

图 7：硅铁盘面价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 8：硅铁期现价差图（元/吨）



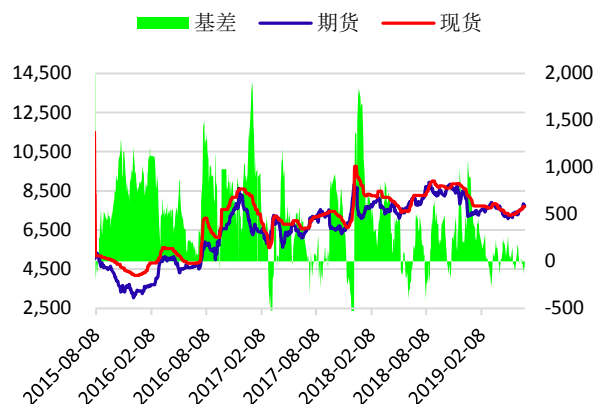
数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：硅锰盘面价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 10：硅锰期现价差图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

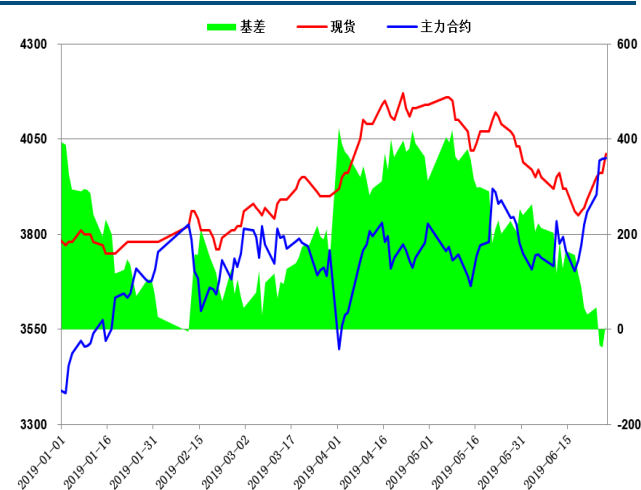
截至 6 月 28 日，螺纹钢主力合约的收盘价格为 4065 元/吨，较年初上涨 683 元/吨，涨幅为 20.20%。螺纹钢期货价格进入 2019 年以后呈现急速反弹的趋势，并在 2 月份中旬曾一度冲高至整个一季度的高点 3908 元/吨，随后便在 3600-3850 的价格区间来回震荡。二季度因为受第一季度房地产投资数据的提振，螺纹钢期货价格有一个短期的反弹，到达 3947 元/吨的高位，但最后还是因为淡季需求不足以及房地产企业资金回笼较慢难以维持再投资等问题，螺纹主力合约的价格出现回落，供应维持高位的背景下，现货价格也持续走低。近期环保限产的炒作又使得行情急速发生反转，若下游开始主动抢货补库，螺纹主力合约价格下半年极有可能到达一个新的高位。

图 11：螺纹钢主力合约价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

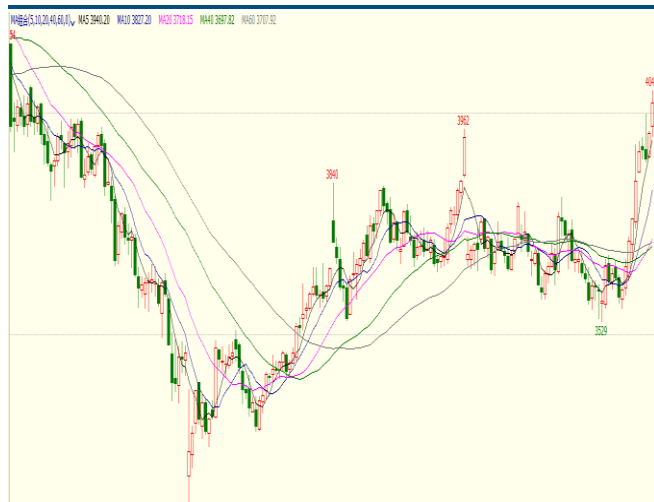
图 12：螺纹钢期现价格（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

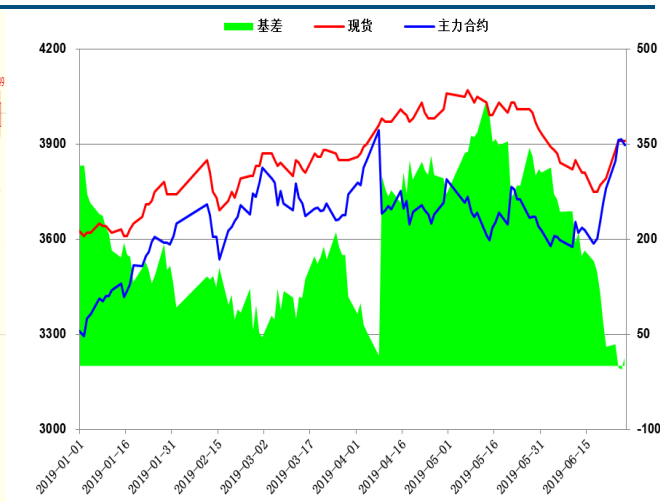
热卷上半年走势和螺纹大体上相似，但也有些区别。截至 6 月 28 日，热卷主力合约的收盘价格为 3953 元/吨，相较年初上涨 659 元/吨，涨幅为 20.01%。1-3 月份热卷期货主力合约的收盘价格一直呈现震荡偏强的运行趋势，3 月份上旬到达整个一季度的高点 3835 元/吨，之后便一直维持在 3650-3800 的价格区间震荡。进入二季度不久，热卷主力合约价格再次触及半年内的价格高点 3849 元/吨后，继续维持区间震荡的走势。目前热卷价格相对于螺纹仍然偏弱，螺卷价差也继续往负值区间扩大。

图 13：热轧卷板主力合约价格（元/吨）



数据来源：博易大师，中信建投期货

图 14：热轧卷板期现价差图（元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

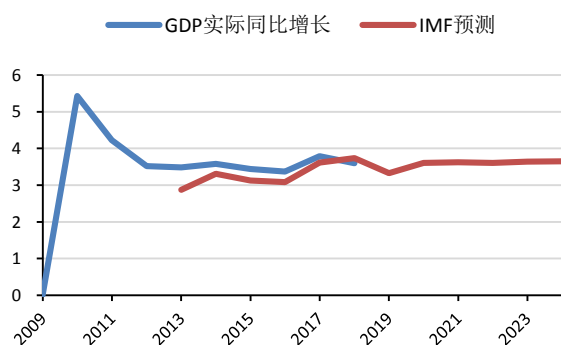
二、宏观经济形势

1、国际宏观

1.1 全球经济增长乏力，下行压力逐渐显现

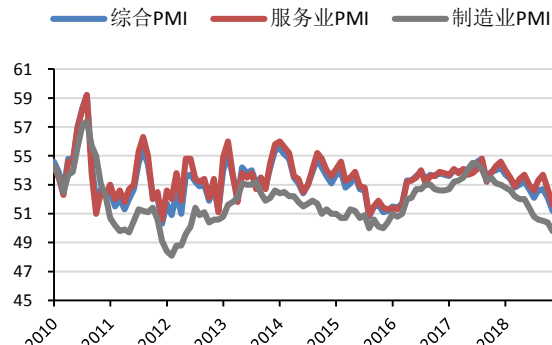
全球经济自 2018 年开始增长乏力，随着美国财政刺激效果减弱，贸易摩擦影响开始显现，今明两年全球经济或面临较大的下行风险。IMF 在 2019 年 4 月的《世界经济展望》中指出，受全球贸易紧张、金融环境收紧、政策不确定性上升以及商业信心疲软等多重因素影响，全球经济活动自 2018 年下半年起显著放缓，并下调对 2019 年世界经济增速的预期至 3.3%，这相比于 2019 年 1 月的预测下调了 0.2 个百分点。

图 15：全球 GDP 实际增速及预测



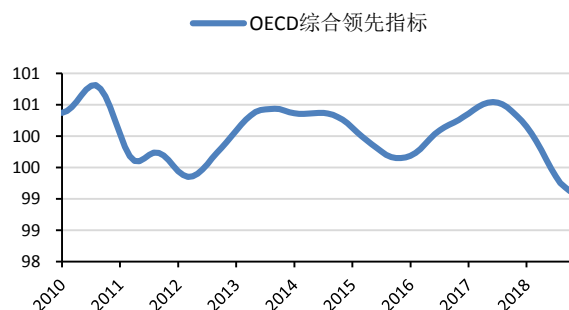
数据来源：Wind，IMF，中信建投期货

图 16：摩根大通全球采购经理人指数



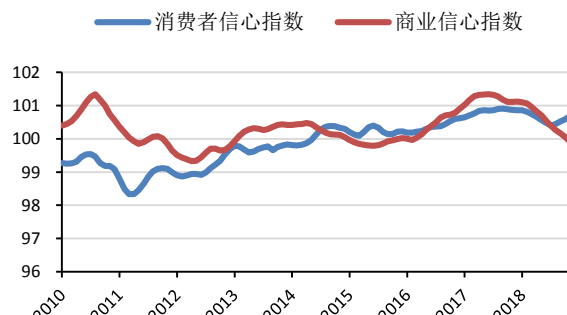
数据来源：Wind，中信建投期货

图 17：经合组织综合领先指标



数据来源：Wind，中信建投期货

图 18：经合组织商业及消费者信心指数



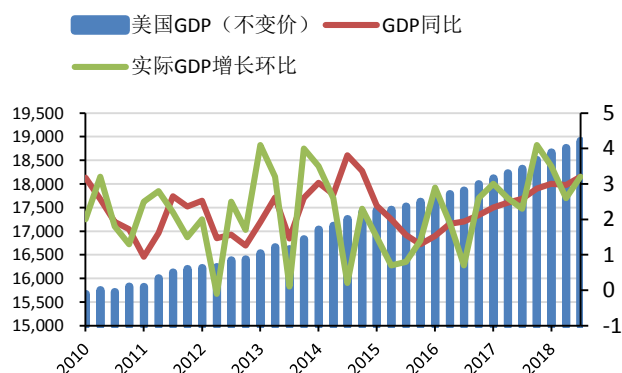
数据来源：Wind，中信建投期货

2018 年初以来，全球经济见顶回落，经济扩张减速、市场景气程度不断下滑、消费信心也开始走弱。摩根大通全球 PMI 指数显示，自 2018 年 1 月前后，综合 PMI 指数、服务业 PMI 指数和制造业 PMI 指数纷纷在触顶后逐步下行，其中全球制造业 PMI 指数回落最快，从 2018 年初时的 54.4 的水平持续下滑至 2019 年 5 月的 49.8，表明全球制造业已进入收缩区间，全球经济增长乏力。在全球制造业扩张步伐放缓的背景下，消费者信心也逐渐下滑。经合组织统计数据显示，2019 年 5 月份，商业和消费者信心指数分别为 99.9184 点和 100.6877 点，分别较 2018 年同期低 1.1915 点和 0.1973 点，呈现下降的趋势，且商业信心指数下降速度明显快于消费者信心指数，表明企业对未来的经济形势表现出更不乐观的情绪。

1.2 美国经济不再强劲，驱动因素逐渐减弱

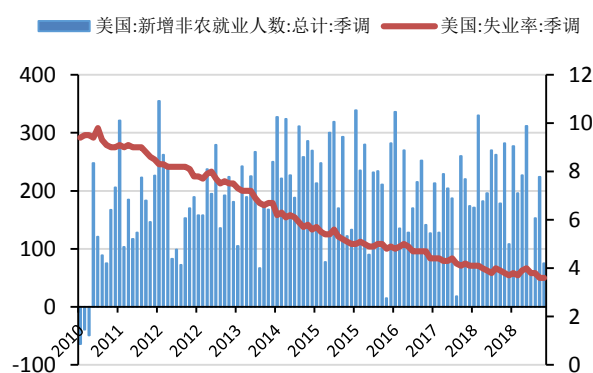
2018 年下半年以来，美国经济强劲的增长势头放缓，虽然劳动力市场仍然保持紧张的局面，但制造业扩张程度逐渐见顶回落，通胀也呈现逐步疲软的态势，美国消费者的信心逐渐下滑，美国经济的驱动力开始转弱。

图 19：美国国内生产总值及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

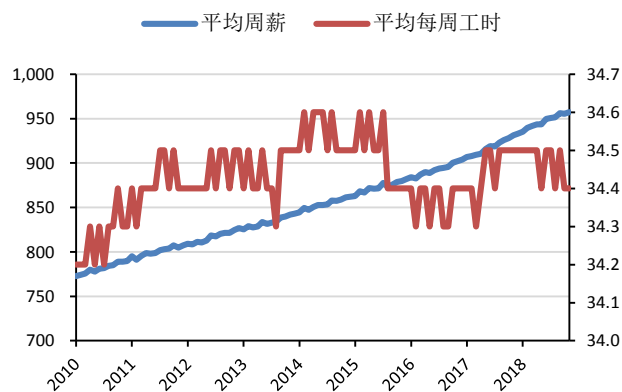
图 20：美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

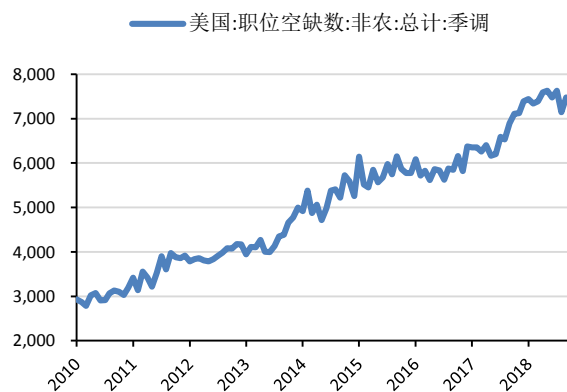
美国经济分析局公布的统计数据显示，2019 年美国第一季度 GDP（不变价）达到 18.91 万亿美元，同比增长 3.20%，增速较 2018 年同期高 0.62 个百分点，保持着较快的增长速度，但从环比增速来看，美国经济有见顶回落的风险。

图 21：美国非农企业薪酬及工作时长



数据来源：Wind，中信建投期货

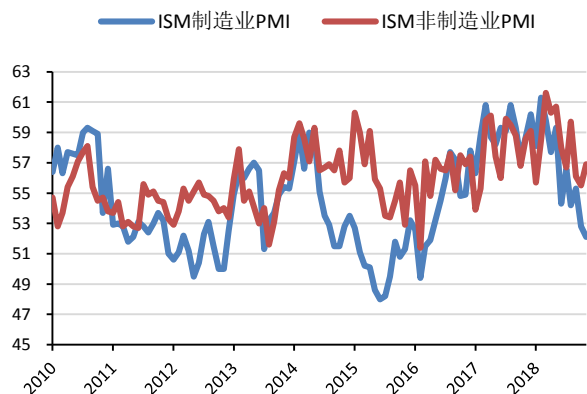
图 22：美国非农职位空缺数



数据来源：Wind，中信建投期货

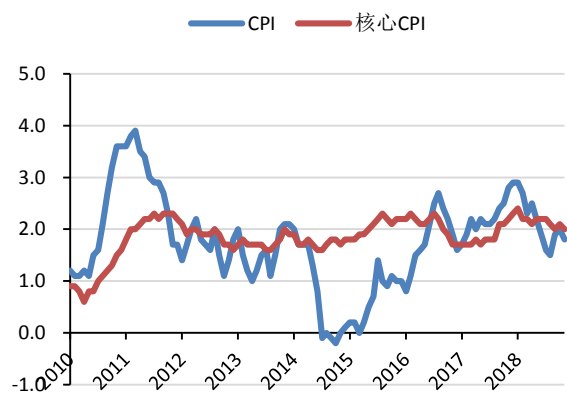
美国就业形势持续改善，但前景隐忧逐渐显现。美国劳工部最新统计数据显示，2019 年 5 月份新增非农就业人数达 7.5 万人，较此前数据有较大幅度下滑；经季节性调整后的失业率进一步降至 3.6%，相比于 2018 年同期低 0.2 个百分点，为 50 年来的低位。美国失业率的降低，伴随着薪资的增长和职位空缺数的增加，且非农企业员工工作时长保持在稳定区间，这意味着美国就业市场仍保持较好的状态。美国劳工部公布的最新统计数据显示，2019 年 5 月份美国非农企业员工平均周薪达到 957.35 美元，较 2018 年同期增加 26.19 美元，延续着持续增加的趋势；5 月份美国非农企业员工平均每周工作时长为 34.4 小时，与 2018 年同期持平，平均每周工时继续保持在 34.4—34.6 小时区间；唯一值得担忧的是，美联储关心的职位空缺数有见顶的可能，2019 年 4 月经季节性调整后的职位空缺数达到 744.9 万人，而在 2019 年 1 月与 2018 年 11 月此数据均超过 762 万。

图 23：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：美国物价指数变动情况

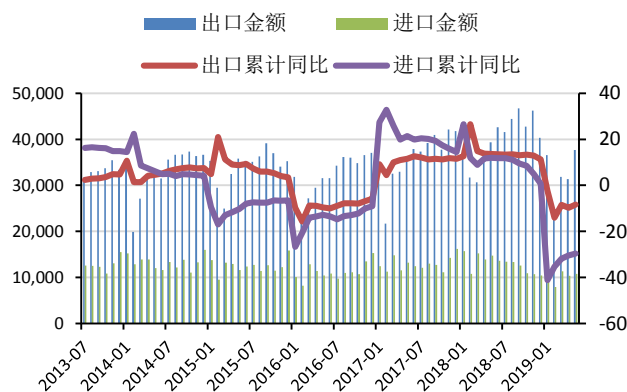


数据来源：Wind，中信建投期货

制造业及非制造业扩张程度持续放缓从另一个侧面反映出美国经济不复此前的强劲势头。美国供应管理协会公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1 和 59.6，较 2018 年同期分别低 6.60 和 1.70。

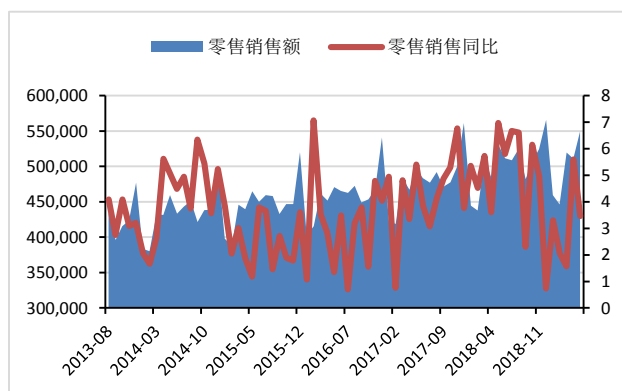
制造业和非制造业放缓的状况下，美国物价水平难以维持较高的增长。美国劳工部公布的统计数据显示，2019 年 5 月份美国经季节性调整后的核心 CPI 同比增长 2.0%，较去年同期增速低 0.2%，这从侧面显示民众的消费动力正在减退。

图 25：美国国际贸易及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 26：美国国内消费及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

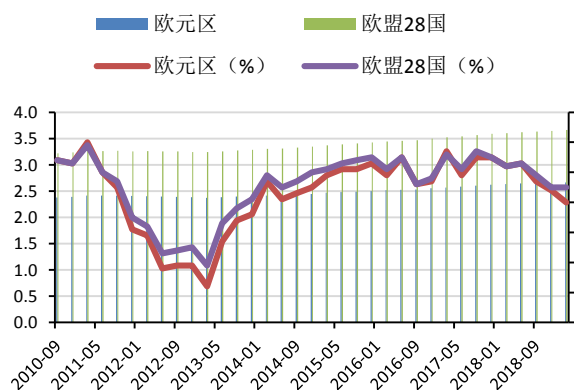
此外，贸易摩擦问题也逐渐显现其后果，美国外贸及消费增速均出现不同程度的下滑，美国经济驱动力正在减弱。美国经济分析局最新的统计数据显示，2019 年 5 月份美国出口和进口同比减少 8.40% 和 29.60%，增速较 2018 年同期降低 22.0 和 41.5 个百分点，贸易摩擦对美国进出口影响巨大，其中进口影响更加明显；5 月份美国零售销售总额同比增长 3.46%，增速较 2018 年同期低 3.51 个百分点，增速显现出回落的倾向。

总之，美国经济仍保持着增长的势头，但经济增长下行压力逐渐显现。

1.3 欧洲内部矛盾未决，经济增速持续下滑

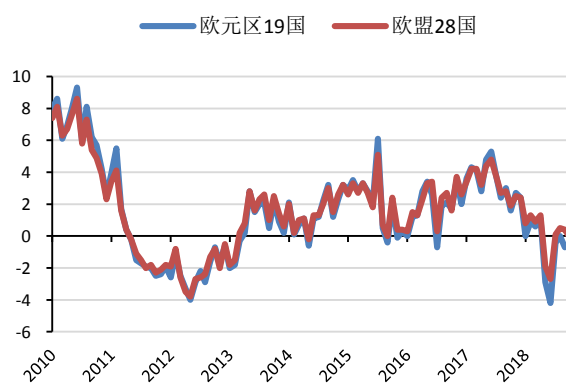
欧元区内部矛盾仍未解决，英国脱欧前景难测，而债务问题再度浮现，欧洲经济增速持续下滑。

图 27：欧元区和欧盟 GDP（不变价、季调）及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

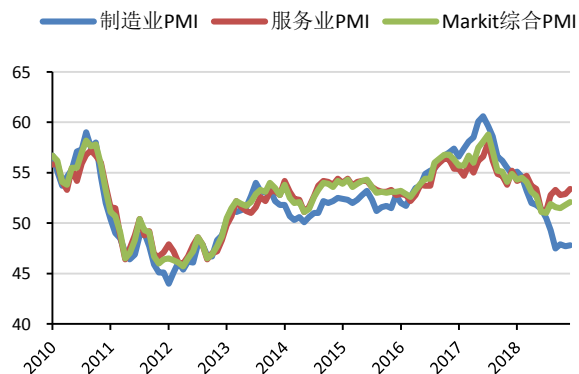
图 28：欧元区和欧盟区工业生产指数增速变化



数据来源：Wind，中信建投期货

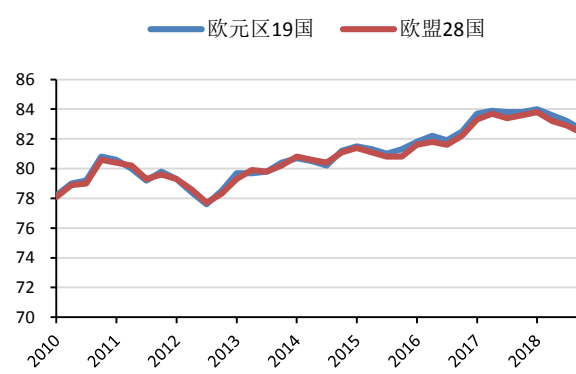
欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年第一季度，欧元区国内生产总值（季调、不变价）达到 2.66 万亿欧元，同比增长 1.0%，增速较 2018 年同期降低 1.2 个百分点；欧盟 28 国国内生产总值（季调、不变价）达到 3.66 万亿欧元，同比增长 1.5%，增速较 2018 年同期低 0.7 个百分点。随着英国脱欧问题持续拖延，以及欧元区国家与欧盟关于预算赤字争端等问题，欧元区和经济增速不断下滑，欧洲经济前景难言乐观。

图 29：欧元区采购经理人指数



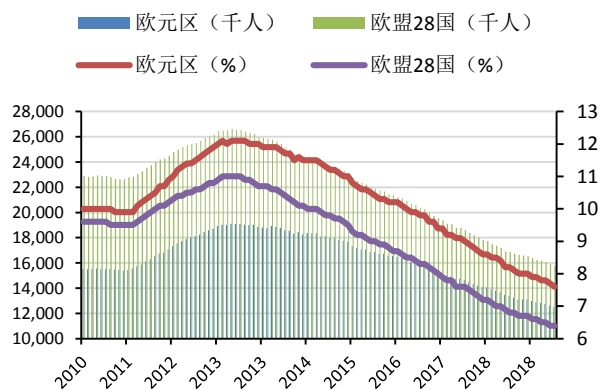
数据来源：Wind，中信建投期货

图 30：欧盟和欧元区制造业产能利用率



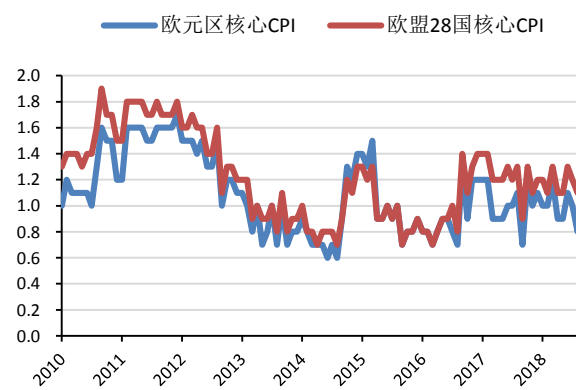
数据来源：Wind，中信建投期货

图 31：欧盟 28 国失业人数及失业率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 32：欧盟及欧元区核心 CPI



数据来源：Wind，中信建投期货

工业生产、制造业及服务业扩张速度不断放缓，也佐证了欧洲经济正经历下行周期。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月份，欧元区 19 国和欧盟 28 国工业生产指数同比下降 0.4% 和 0.1%，增速均较 2018 年同期低 2.0 个百分点，且增速延续着震荡下行的态势；此外，制造业产能利用率也呈见顶回落的态势，2019 年第二季度欧元区 19 国和欧盟 28 国制造业产能利用率分别达到 82.6% 和 82.4%，均较 2018 年同期下降 1.2 个百分点。制造业产能利用率高位回落也使欧盟未来的经济增长蒙上一层阴影，面临内部问题以及外部压力，欧盟未来产能利用率或继续下降。

从采购经理人指数角度看，欧洲市场景气程度不断回落，制造业、非制造业扩张速度持续下滑。数据统计机构最新的统计数据显示，2019 年 6 月欧元区 Markit 综合、制造业和非制造业 PMI 指数分别报 52.1、47.8 和

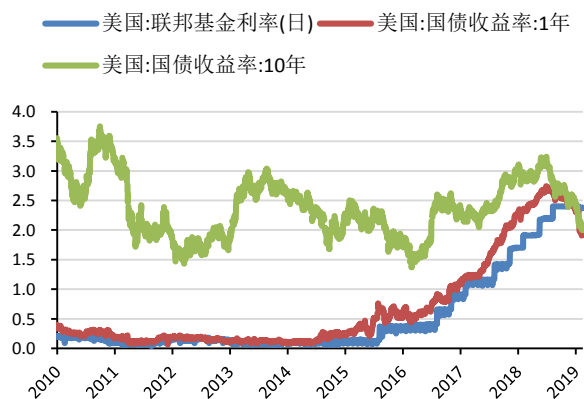
53.4，分别较 2018 年同期下降 2.8、7.1 和 1.8，制造业 PMI 已低于枯荣线。

虽然经济增长面临困难，但欧洲就业形势仍在不断改善。欧盟统计局最新的统计数据显示，2019 年 4 月份欧盟 28 国失业人数为 1580.2 万人，较 2018 年同期减少 139.4 万人；失业率已经降至 6.4%，较 2018 年同期低 0.6 个百分点。虽然欧盟就业形势在不断改善，失业人数也持续性减少，但欧元区的消费却持续低迷，令欧洲的物价水平持续处于低位。欧盟统计局最新统计数据显示，2019 年 5 月欧元区和欧盟经过季节性调整后的核心 CPI 同比增长 0.8% 和 1.1%，增速分别较 2018 年同期低 0.4 和 0.2 个百分点，仍然徘徊于 1% 附近，未能摆脱长期低迷的状态。

1.4 美联储由鹰转鸽，欧央行尚未加息或又宽松

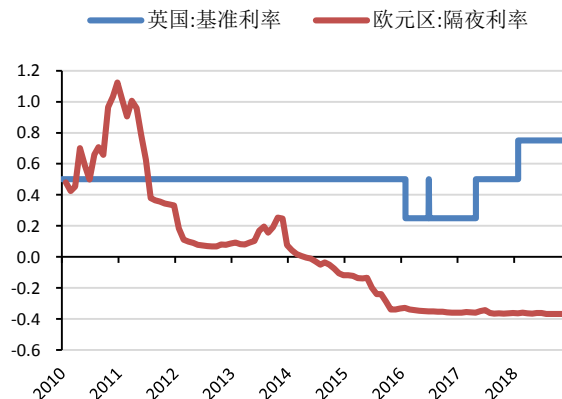
在经济前景持续转弱，通胀转向低迷的背景下，美联储的态度今年以来发生了较大幅度的转变。此前，美联储预计年内仍可能加息，但在美联储 6 月会议以后，市场对美联储的降息预期大幅增加。美联储在 2019 年 6 月的会议声明中表示，经济的不确定性增加，总体和核心通胀都将低于 2%；密切关注经济指标的变动，将采取正确行动维持经济的扩张；在政策声明中删除“耐心”一词。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，对政策声明作出重大调整，将采取适当措施维持扩张；商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化；坚定实现 2% 的通胀目标，预计回升至 2% 的步伐放缓。美联储态度转鸽将使得全球经济下行压力得到一定程度的释放，各国央行也有更灵活的货币政策操作空间。

图 33：美国基准利率及债券收益率



数据来源：Wind，中信建投期货

图 34：英国及欧元区利率



数据来源：Wind，中信建投期货

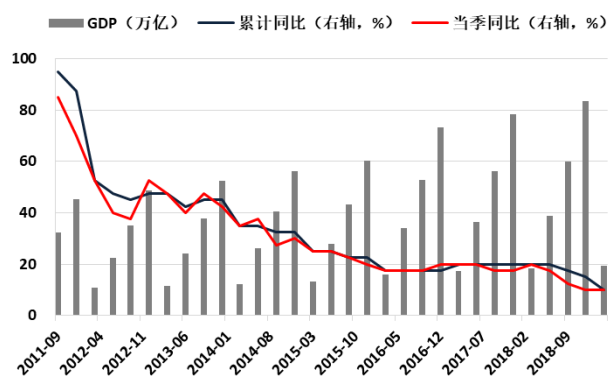
欧洲方面，由于欧元区经济复苏乏力，欧央行不断推迟加息时间点，从目前来看，很可能加息尚未进行，又将进行新一轮的宽松。在 2019 年 6 月欧央行政策利率会议声明中，欧央行表示，预计将保持现有关键利率水平不变至少到 2020 年上半年，这一时间点在近半年会议中不断推迟；并决定第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）主要利率为 0.1%。欧央行行长德拉吉表示，适度的货币宽松政策是必要的；距离政策正常化仍旧遥远，部分委员提出降息或重启 QE 的可能性；欧洲央行必要时可以降息，如果降息则有可能使用利率分级制度；已经开始考虑财政政策。

2、国内宏观

2.1 经济下行压力大，投资担维稳重任

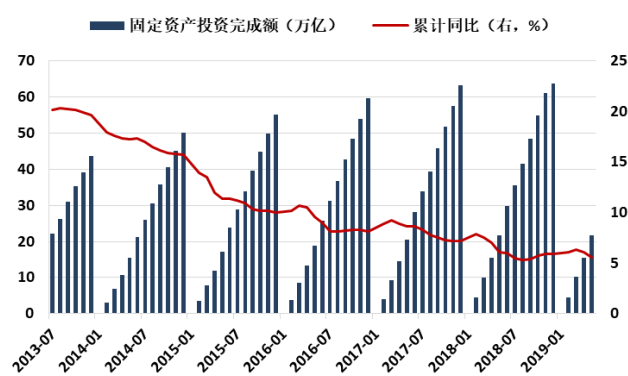
2019 年上半年，受到自身经济结构调整和国际形势的挑战，经济增长放缓。国家统计局数据显示，2019 年第一季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.4%，环比 2018 年四季度持平，较 2018 年同期低 0.4pct，出现较明显的下滑。在经济下行压力增大的情况下，消费和进出口等正反馈因素同步走弱，投资则再度承担起“维稳”任务。2018 年 1-5 月，社会消费品零售总额为 16.1 万亿元，同比增长 8.1%，较去年同期下降 1.4 个百分点；出口 9583 亿美元，同比增长 0.4%，较去年同期大幅下降 12.52 个百分点；而固定资产投资完成额 21.76 万亿元，同比增长 5.6%，较去年同期下降 0.5 个百分点。消费的下滑除了受高杠杆影响外，还反映出经济活动的减少和消费者对于未来预期的悲观倾向。出口方面，2017-2018 年受国际经济形势转好及抢出口影响，基数较大。2019 年，随着中美贸易摩擦进一步加剧，及全球经济增长的放缓，出口增速大幅下滑。投资方面，尽管今年投资增速并未大幅上涨，但投资仍对稳定经济增长起到了非常重要的作用。在经济转型换挡时期，投资的维稳作用不再如以往一般是为了保持经济高速增长，而是为了保证经济下滑的速度不至于过快，保证经济结构的平稳过渡。因此，2019 年上半年，我们仍能看到投资在维持经济稳定增长方面起到的重要作用。

图 35：中国国内生产总值及其增速



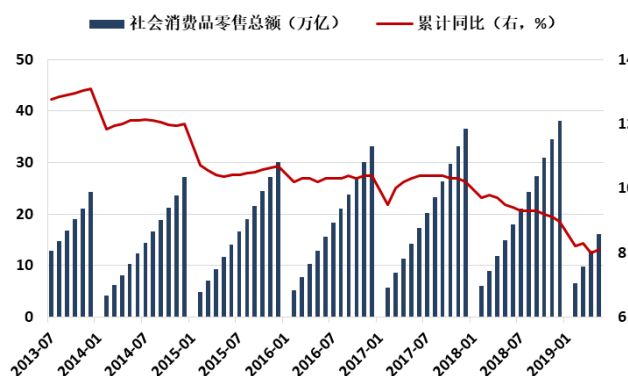
数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：中国固定资产投资及其增速



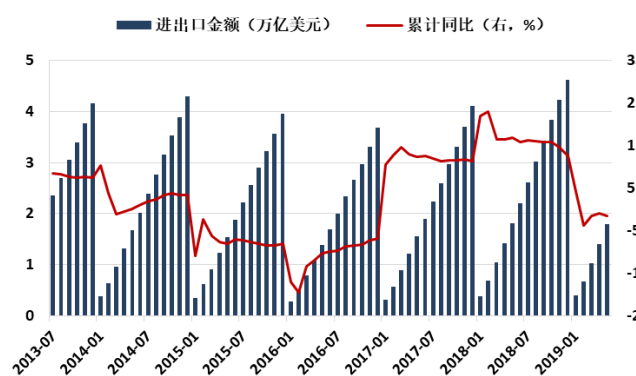
数据来源：Wind，中信建投期货

图 37：中国社会消费品零售总额及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：中国进出口贸易额及其增速



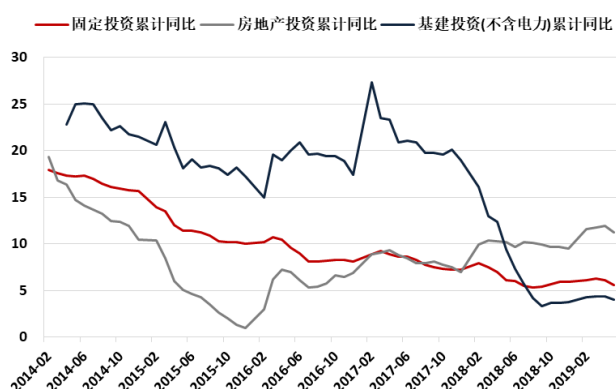
数据来源：Wind，中信建投期货

尽管我国经济正从投资拉动型转向消费拉动型，但短期内，投资仍然是经济增长的最大拉动力量，其次则为消费，最后才是出口。因此，预测未来经济走势仍需从投资、消费、进出口三方面入手。

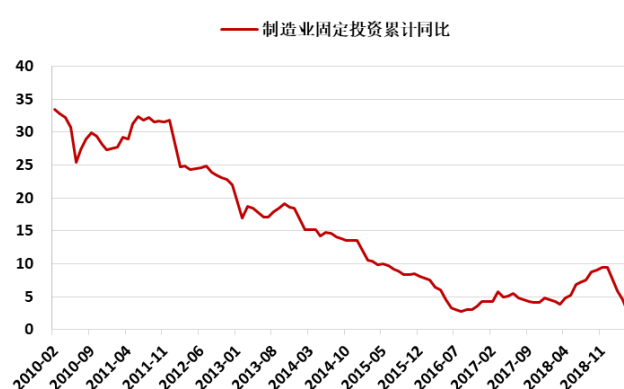
投资有所侧重，维稳和促转型两不误。固定资产投资增速整体仍保持在低位，但其中涉及转型升级的投资则保持高速增长，比如制造业中的技术改革投资增长 15%、生态保护和环境治理增长 41.5%、信息传输投资增长 14.9%、高技术产业投资增长 11.9%。各种迹象表明，未来投资的重点将由“铁公基”转向高新技术行业，其经济维稳的效果或许相对较差，但将对我国经济发展和转型带来更深远的影响。

房地产方面，在经济增长压力增大的背景下，房地产投资大概率维持平稳。国家统计局数据显示，2018 年 1-5 月份，房地产投资同比增长 11.2%，增速较 2018 年同期提高 1pct。尽管房地产投资保持高速增长，但其中蕴藏的风险不可忽视。2019 年 1-5 月，商品房销售面积减少 1.6%，销售额增长 6.1%，商品房市场面临着量缩价涨的怪象。我们认为，后期房地产市场或面临销售压力，房企回款效率降低，并进一步影响房地产投资。

基建方面，受制于地方债务的影响，投资增速难以持续回升。2019 年 1-5 月，基建投资（不含电力）增速仅为 4%，较去年同期显著降低，但较去年下半年有所回升。但是，我们需要注意的是，地方债务仍处于高位，其对基建投资的增长更显“有心无力”。后期，随着专项债的提前释放，基建投资的增长可能进一步下滑。

图 39：固定资产投资增速


数据来源：Wind，中信建投期货

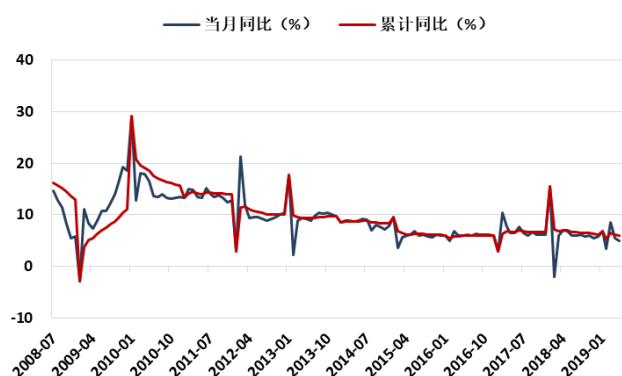
图 40：制造业投资增速


数据来源：Wind，中信建投期货

消费方面，短期内仍难有较大改善。我们认为消费取决于两点，一是有钱，二是愿意消费。针对第一点，受前期房价大幅上涨影响，居民杠杆快速上升，财富集中进入部分富人阶层和房地产企业中，而富人和房地产企业消费增量有限，另一部分居民消费能力则大幅下降，导致居民整体消费潜力不足。尽管有个税抵扣、减税等措施增加居民可支配收入，但目前来看，效果并不显著，仍需关注政策的长尾效应，以及后期更有力刺激政策。针对第二点，在经济下行期，居民避险情绪上升，消费意愿将明显下降。因此，我们认为 2019 年下半年总体消费增速或延续上半年缓慢下滑的趋势。

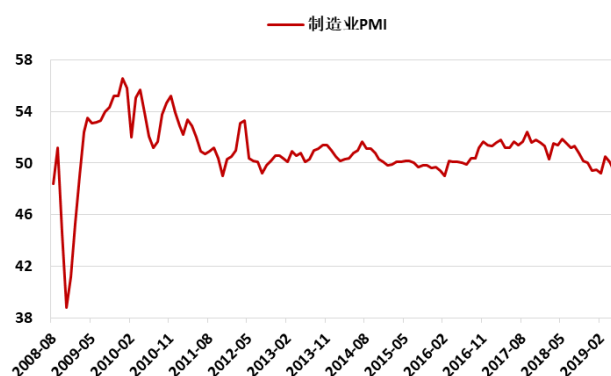
出口方面，全球经济增长放缓叠加中美贸易摩擦，出口继续承压。今年以来，欧美经济均显现出一定的颓势，对我国出口带来较大不利影响。此外，中美贸易摩擦仍未解决，并且不排除进一步加剧的可能，亦对我国出口不利。事实上，我国 PMI 新出口订单指数已连续一年处于 50 荣枯线下方，表明出口正处于持续的收缩状态。2019 年下半年，全球经济增长大概率持续放缓，中美贸易摩擦仍将持久化，出口预计仍难见到显著的改善。

图 41：中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：中国制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年 1-5 月，国内经济增长放缓的压力仍在，工业增加值同比增速维持低位，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。2019 年 1-5 月，中国工业增加值累计同比增长 6%，较去年同期降低 0.9pct，仍保持向下趋势。从制造业 PMI 看，多数时间仍处于荣枯线下方。截至 6 月，PMI 为 49.4，经济增长仍面临压力。

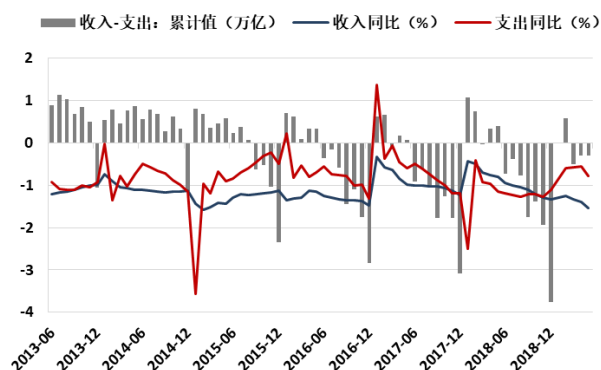
整体来看，投资不高“大水漫灌”，而是精挑细选，短期效果不显，长远影响显著；消费则面临双重影响，短期内增速将进一步放缓；出口方面，受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦影响，下半年料难有显著改善。因此，2019 年下半年经济或延续上半年的弱势。

2.2 积极财政政策加力提效效果正逐步显现

2019 年上半年，积极地财政政策主要延续 2018 年减税降费的定调。中华人民共和国国务院令 707 号第四次修订的《中华人民共和国个人所得税法实施条例》自 2019 年 1 月 1 日起施行。4 月 1 日期，制造业等行业原有 16% 增值税税率降为 13%，交通运输、建筑、房地产等行业现行 10% 税率降为 9%，保持 6% 一档税率不变。5 月 1 日起，城镇职工基本养老保险单位缴费比例可从 20% 降到 16%，切实减轻企业社保缴费比例。

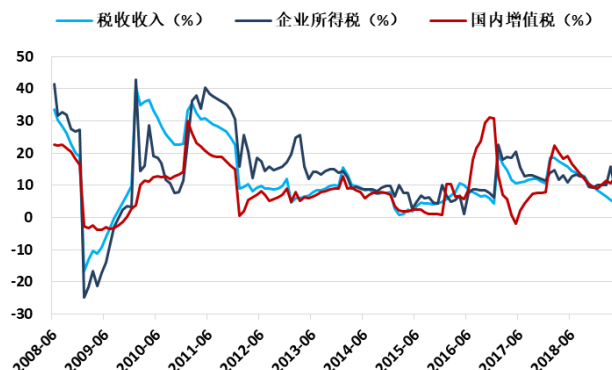
受财政政策调整的影响，上半年财政收入增速继续下滑，财政支出增速回升。财政部公布的统计数据显示，2019 年 1-5 月份，全国公共财政收入同比增长 3.8%，增速较去年同期大幅下降 8.4pcts，且是近 5 年最低值。具体看，1-3 月增值税增长 1900 亿元，4-5 月则与去年同期持平；1-5 月，个人所得税 4800 亿元，较去年同期大幅减少 30%。过去两年，财政收入在上半年均取得高速增长，而今年上半年则基本延续去年的下降趋势。我们认为，伴随着减税降费的进一步推进，财政收入增速或将继续放缓。经济下行压力下，财政支出仍然保持较快增速。1-5 月，财政支出同比增长 12.5%，增速较去年同期上升 4.36 个百分点。从组合效应来看，财政政策一方面在降低企业和个人的税费负担，另一方面又在加大支出，利用宏观杠杆效应，盘活存量。尽管财政政策的刺激并不能快速见效，但随着积极政策的深化推行，经济增长终将受到极大助益。

图 43：中国公共财政收入和支出及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：中国税收收入累计增速



数据来源：Wind，中信建投期货

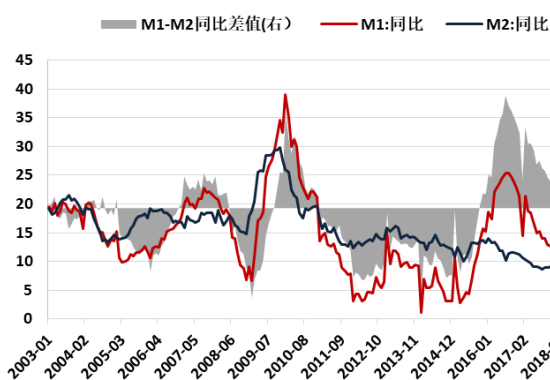
2.3 服务高质量成货币政策新主线

2018 年底，央行四季度会议的表述中，对稳健货币政策的表述删除了“保持中性”，删除了“管好货币供给总闸门”，货币信贷及社会融资规模合理增长从“引导”改为“保持”，“推动形成经济金融良性循环”修改为“推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环”，扩大金融对外开放前增加修饰词“进一步”。2019 年一季度，央行例会强调要保持战略定力，坚持逆周期调节，把好货币供给总闸门，坚持不搞“大水漫灌”。而央行二季度例会中，关于货币政策的表述有所调整，一是强调外部不确定不稳定因素增多（一季度为不确定性仍然较多）；二是将“坚持逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，并提出加大对高质量发展的支持力度。

从近三个季度央行货币决策委员会例行会议的决策表述看，货币政策似有“边际收紧”的趋势。事实上，我们从 1-5 月的货币的供应走势亦能够看出些许迹象。1-3 月，新增社融 8.18 万亿，较去年同期多增 3.32 万亿，占去年全年新增社融的 42.47%，而 4-5 月仅新增 2.78 万亿，仅较去年同期多增 600 亿元。这种明显的下滑，除了“额度”和融资需求等方面的限制外，还反映出央行关于货币供应态度的微小转变。

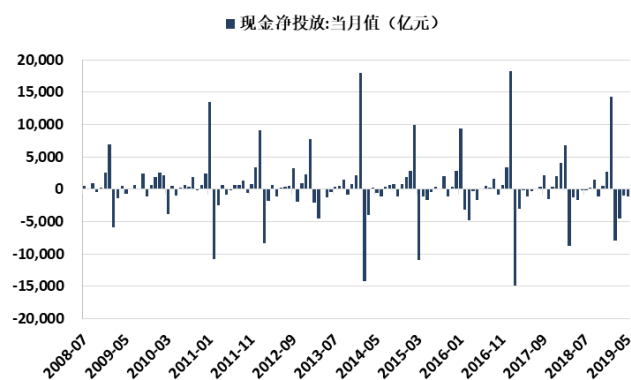
应该理解的是，央行的这种转变并不意味着货币政策的宽松状态将要结束，我们的观点是，货币政策的宽松将以定向为准，重点服务高质量行业。事实上，经过一系列的“开闸”手段，国内货币供应已经出现的明显的好转，M1 增速从年初的 0.4% 升至 3.4%，M2 增速从去年底的 8.1% 升至 8.5%，M1-M2 剪刀差明显收窄。从利率端看，10 年期国债收益率处于区间下沿，Shibor 隔夜拆解利率一度跌破 1%，创 08 年金融危机以来的新低，表明货币市场的流动性相当充裕。

图 45：中国货币供应增速及剪刀差变动



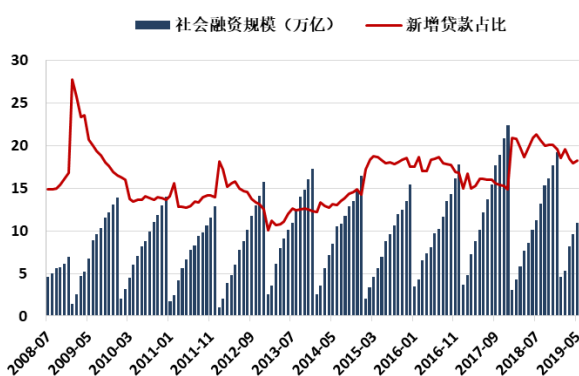
数据来源：Wind，中信建投期货

图 46：中国人民银行现金净投放



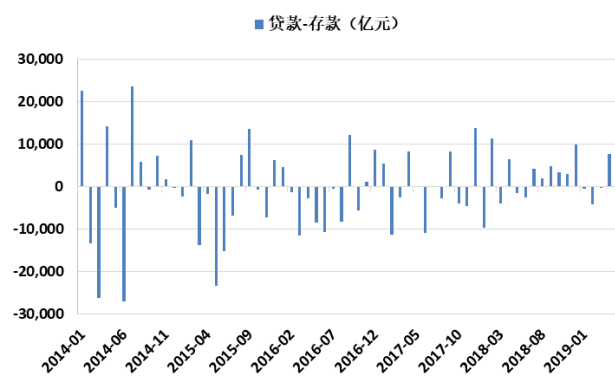
数据来源：Wind，中信建投期货

图 47：中国社会融资规模及新增信贷占比



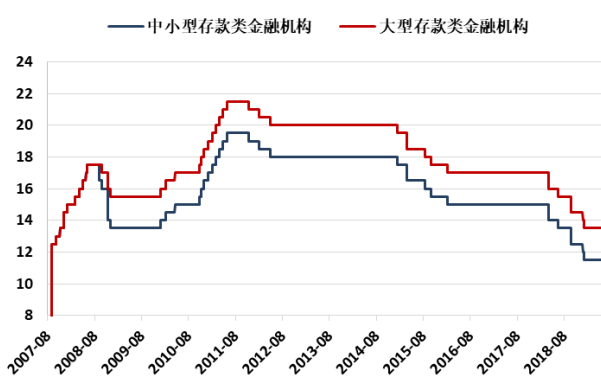
数据来源：Wind，中信建投期货

图 48：中国存贷差额



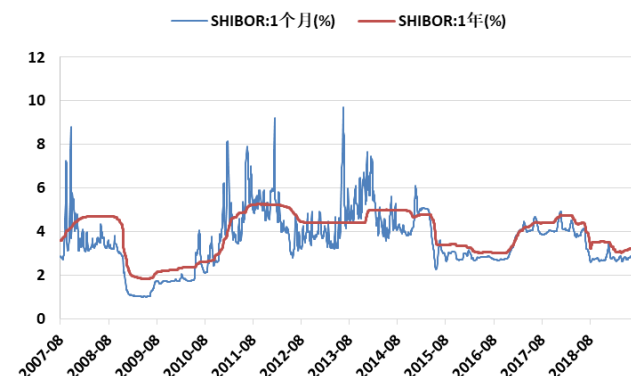
数据来源：Wind，中信建投期货

图 49：中国人民银行存款准备金率



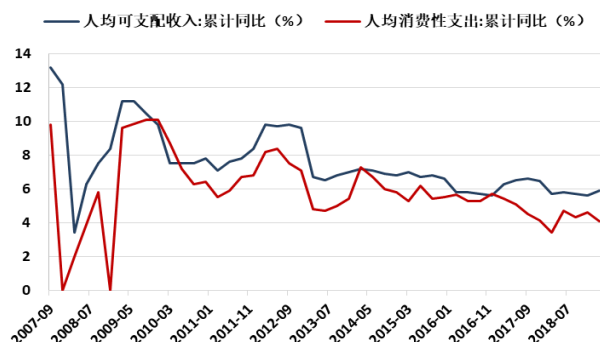
数据来源：Wind，中信建投期货

图 50：上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）



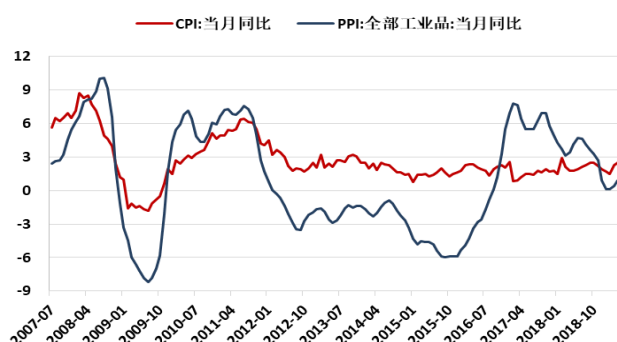
数据来源：Wind，中信建投期货

图 51：城镇居民人均可支配收入和消费性支出实际增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 52：中国物价变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

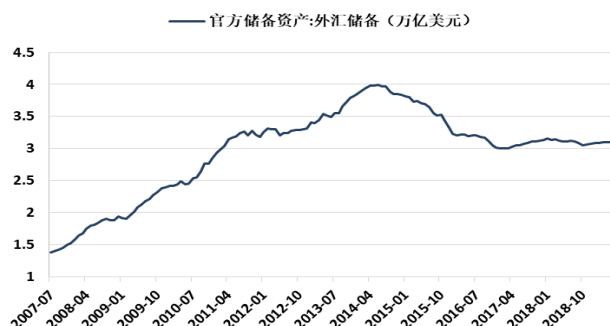
结合二季度的央行会议表述，我们认为，后续货币政策的全面宽松概率不大，仍是以定向宽松为主要手段，尤其关注高质量行业。原因主要是以下两点：一是货币市场流动性已经相当充裕，在货币传导机制出现问题的情况下，全面的宽松只会酿造更大的灾难；二是我国正在面临经济转型的关键期和阵痛期，货币政策的扶持重点理应有所偏重，促进转型更快更好的完成。因此，我们判断下半年货币政策的放松空间相对有限，重点将是扶持高科技企业。

2.4 外汇储备与汇率稳定可期

2019 年，受贸易摩擦、国内经济变化等影响，人民币汇率波动性上升，外汇储备则重回升势。年初，随着中美贸易摩擦的缓和，以及国内经济出现触底反弹的迹象，人民币走强，美元兑人民币一度跌至 6.67。但是，随着特朗普新一轮关税实施，中美贸易摩擦再度升温，叠加国内经济数据回落，人民币贬值，最高至 6.9366。与此同时，外汇管理局统计数据显示，中国外汇储备从去年底的 3.07 万亿美元升至 3.1 万亿。

2019 年下半年，人民币进一步贬值的空间不大，外汇储备亦能够保持稳定。首先，随着美国经济后续增长动力减弱，加息进程结束，降息预期逐渐升温，人民币贬值的压力大幅减轻；再者，国内经济下行风险对汇率的影响已经得到足够的释放，但中国作为全球最大的新兴市场，仍然极具投资价值，随着对外开放的加速，能够吸引大量资本流入。因此，下半年人民币汇率将维持相对稳定，不具备进一步大幅贬值的空间，外汇储备亦能够维持相对稳定。

图 53：中国外汇储备变动情况



数据来源：Wind，中信建投期货

图 54：美元和欧元兑人民币汇率中间价



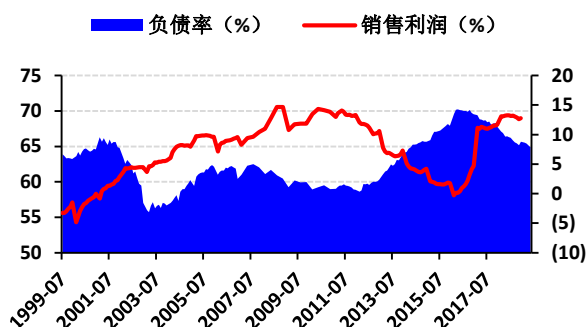
数据来源：Wind，中信建投期货

三、原料供需形势分析

3.1 焦煤供需形势分析

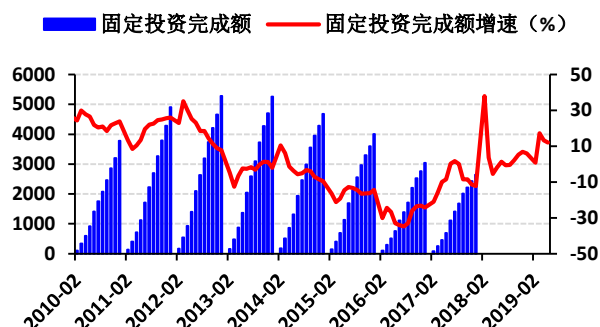
3.1.1 蒙煤贡献主要增量，企业利润进入稳定状态

图 55：煤炭开采和洗选业企业效益指标（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 56：煤炭开采和洗选业固定资产投资及其增速

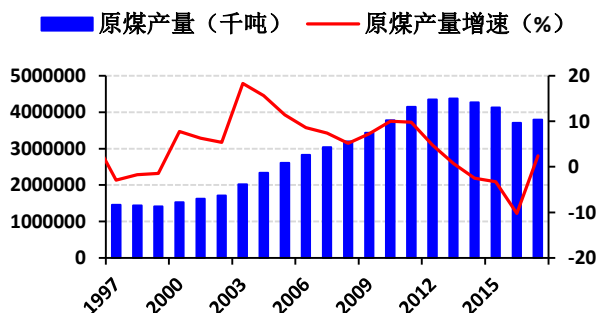


数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年 1 至 4 月，国内炼焦煤总供给同期增长 7.63%，其中国内产量增长贡献 40.15%，进口炼焦煤增长贡献 59.85%。随着国内煤炭行业逐年成熟，进口煤调节煤炭价格成为常态。2019 年 1 至 5 月，受地缘政治影响，澳大利亚进口炼焦煤呈下降趋势，与往年同比下降 33.78%；蒙古煤进口量较往年同期增长 36.16%。蒙古因其地理位置更靠近我国北方，目前已经成为我国进口炼焦煤的主要来源地。而蒙古进口炼焦煤作为国内炼焦煤价格调节器的作用越来越显著。

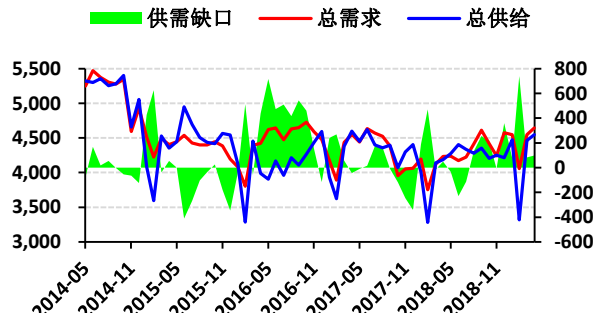
伴随煤炭行业走向产业成熟期，炼焦煤销售利润也相对稳定，从煤炭开采和洗选行业平均资产负债率可以看出，该行业已经远离 70% 警戒线，负债率稳定在 65 左右，处于重资产企业健康财政区间。从固定资产投资完成额来看，2019 年上半年煤炭企业固定资产投资情况好于往年同期。在 2018 年煤炭开采行业投资主要面对的是环保设施的修建，新增产能不多。整体行业在政策的催动下，将继续加速向规模化、产业化的成熟期发展。因此，我们判断下半年矿场利润将稳定在目前区间，炼焦煤价格波动也将继续收敛。

图 57：中国原煤产量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

图 58：中国焦煤供给图（万吨）



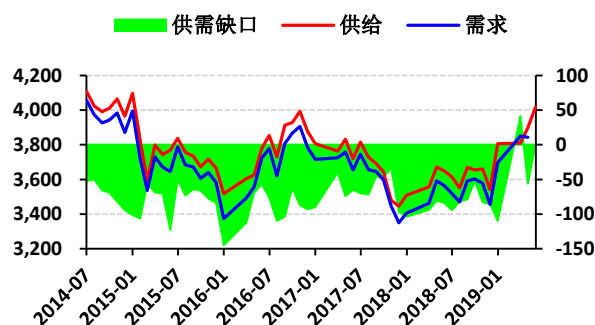
数据来源：Wind，中信建投期货

3.2 焦炭供需形势分析

3.2.1 焦炭产量增量超预期，产业升级效果明显

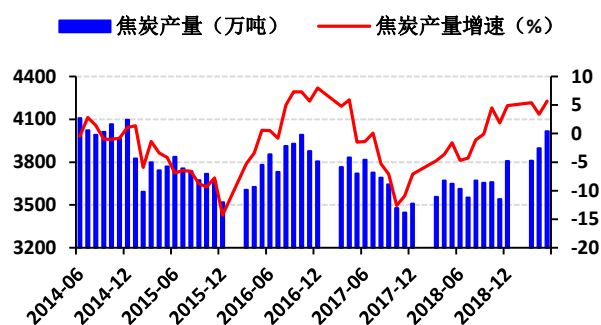
2018 年焦企开启环保限产大年，河北、山东等焦炭生产大省同时开展环保限产与优质产能置换，加速产业转型。而相比焦化产业上下游，焦化行业因行业集中度低、产能分散以及民企参与度高等特点，产业升级速度慢于钢铁行业与矿业。经历了 2018 年，环保限产政策已经取得阶段性胜利，而焦化企业相较其他行业依旧有较大强度的产能置换任务，像徐州地区焦化企业产业搬迁计划将持续到 2020 年完成。而今年上半年环保话题相对冷清，主因去年下半年政府提出环保不能“一刀切”，以及“一厂一策”等相关政策后，企业等待具体环保政策出台以及具体实施的时间。因此，焦炭产量在今年上半年超出市场“预期”的增长了 7.78%，但产量增长的主要贡献来自大型焦化企业。产量的意外增加并不表示环保政策的放松，相反，表明环保限产政策激发了产业的规模效应。因为大型焦企转型升级动力更强，有能力快速筹集资金完善环保设施，产量释放也在情理之中。

图 59：焦炭供需平衡图



数据来源：Wind，中信建投期货

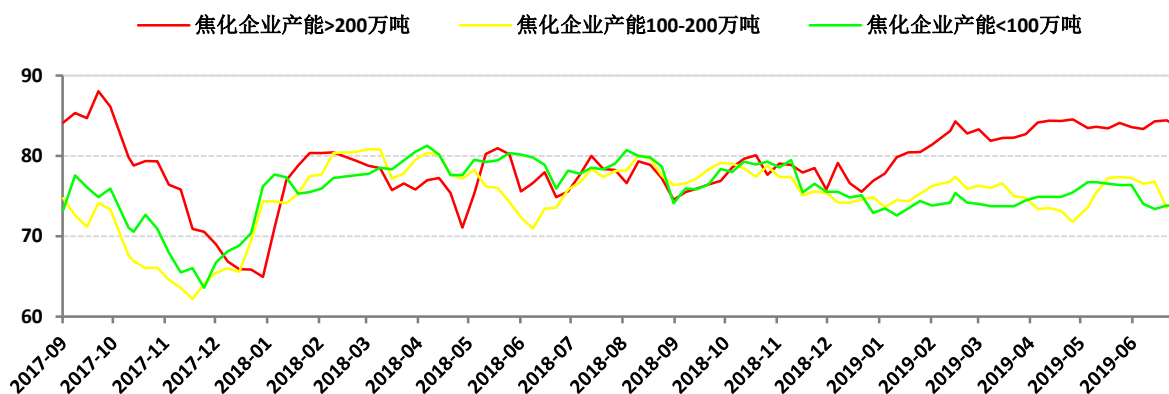
图 60：焦炭累计产量及其增速



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年上半年焦炭产量“意外”增加，一方面是下游钢厂粗钢产量超预期增加刺激焦炭需求，另一方面是环保政策升级细化，使得焦化行业优质产能释放。而随着山西、陕西地区环保政策将在近期出台，焦化行业环保措施大概率将会在下半年落实，因此我们预计焦炭产能在今年下半年将会出现一定的下滑趋势，焦炭供给有收紧的趋势。

图 61：焦化企业（100 家）开工率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

数据来源：Wind，中信建投期货

从 2019 年 1 月开始，大型焦化企业与中小型焦化企业开工率“分叉”越发明显。2019 年 1 月至 6 月，大型焦企平均开工率 82.82%；中型焦化厂平均开工率 75.28%；小型焦化厂开工率 74.57%。焦化产业产能集中度进一步向“规模化”企业集中。可以预见的是，随着产能向大型焦化产能越来越集中，焦炭的制造成本有望降。

3.3 铁矿石供需形势分析

3.3.1 巴西事故影响，全球供给收紧

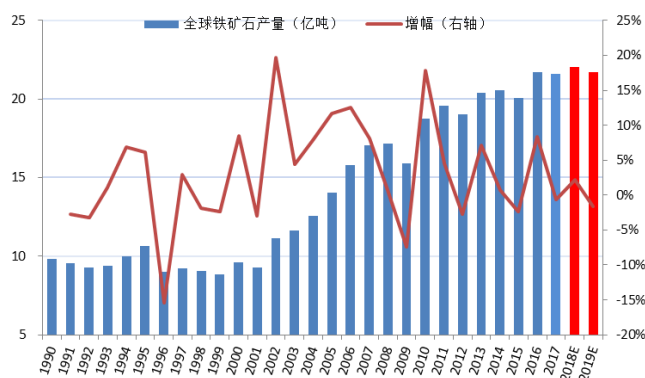
2019 年 1 月 25 日，淡水河谷位于巴西 Minas Gerais 州的一座尾矿坝发生垮塌，春节期间淡水河谷官方决定关停位于 Brucutu 矿区的 Laranjeiras 大坝和 Vargem Grande 项目，累计受影响产量在 4000 万吨左右。而最新消息，巴西 Minas Gerais 州公诉人表示，目前淡水河谷位于当地关键的 Brucutu 铁矿石矿场将保持关闭状态。由于矿场尚未招聘外部审计机构来评估各方对矿场的安全担忧，该矿场不会迅速恢复完全的产能。

此前淡水河谷官方发布会表示 2019 年其产量将从 3.72 亿吨降到 2.97 亿吨，同时矿山将增加 1000 万吨的三方采购，这势必导致巴西小矿山的出口量下降，最终预计淡水河谷总销售量为 3.07 亿吨。截至目前淡水河谷方面表示还没有增加北方产量的能力或计划，所以即使在 Brucutu 能复产的情况下，其总产量仍然会降到 3.32 亿吨，降幅至少 5000 万吨。

澳洲铁矿石巨头必和必拓也发布过减产声明，受热带气旋维罗妮卡(Veronica)影响，预计将会造成铁矿石减产大约 600-800 万吨。力拓方面削减了澳大利亚皮尔巴拉(Pilbara)地区 2019 年铁矿石的出货量预期，原因同样是袭击西澳大利亚的热带气旋造成生产中断和破坏。力拓表示预计皮尔巴拉铁矿石 2019 年的出货量将处于此前 3.38-3.5 亿吨的预估区间低端。加上前期飓风造成破坏，以及 1 月份港口设施发生火灾，这些因素综合下来将导致 2019 年约 1400 万吨的产量损失。

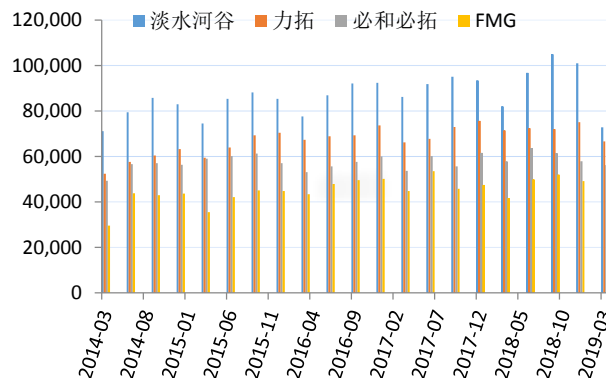
综合来看，三大矿山减产预期在 7000 万吨，而三大矿山几乎一直是全球铁矿石增量的主要来源，同时宣布减产的预期，意味着 2019 年整个供给端将呈现偏紧状态。

图 62：全球铁矿石产量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 63：四大矿山季度产量（千吨）



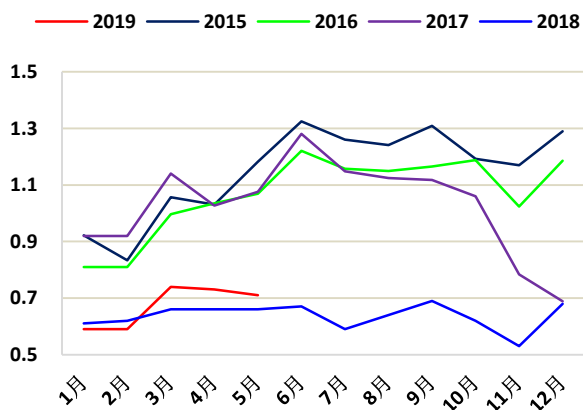
数据来源：Wind，中信建投期货

3.3.2 国产矿实现正增长

根据中国联合钢铁网与中国冶金矿山企业协会联合推出的中国铁精粉产量统计，2019 年 5 月产量为 2097.33

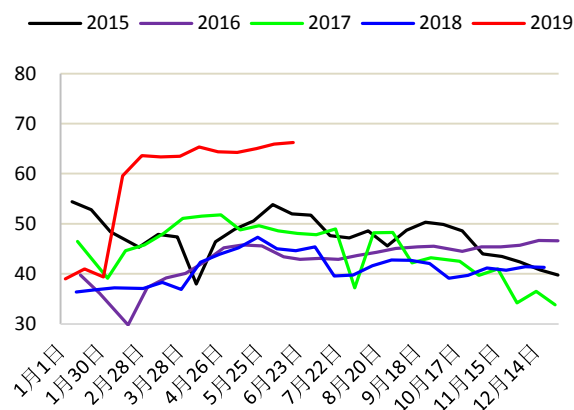
万吨，比 4 月份的 1985.10 万吨增加 112.23 万吨，增幅为 5.65%。5 月份日均产量为 67.66 万吨，环比增加 1.49 万吨，增幅为 2.25%。5 月份全国铁精粉产量同比增加 98.99 万吨，增幅为 4.95%。5 月累计同比增加 53.27 万吨，同比增长率为 0.55%，首次转正。我们认为下半年国产矿仍将保持正增长，全年同比增产 500-1000 万吨。

图 64：中国铁矿石原矿产量



数据来源：Wind，中信建投期货

图 65：国内矿山开工率（%）

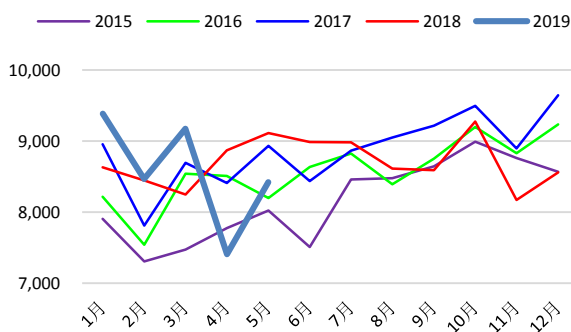


数据来源：Wind，中信建投期货

3.3.3 进口同比回落

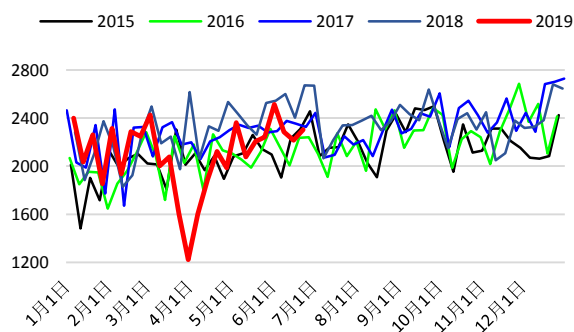
中国铁矿石进口量同比下滑，国家统计局数据显示，2019 年前 5 个月，中国进口铁矿砂及其精矿累计 4.24 亿吨，同比减少 5.3%。分进口国来看，2019 年前 5 个月，中国从两大主要铁矿石进口国澳大利亚和巴西分别进口铁矿石 2.64 亿吨和 0.9 亿吨，同比分别减少 8%和持平。

图 66：国内铁矿石到港量（万吨）



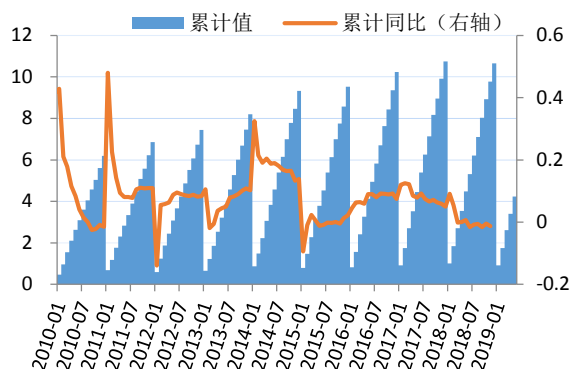
数据来源：Wind，中信建投期货

图 67：澳大利亚和巴西发货量（万吨）



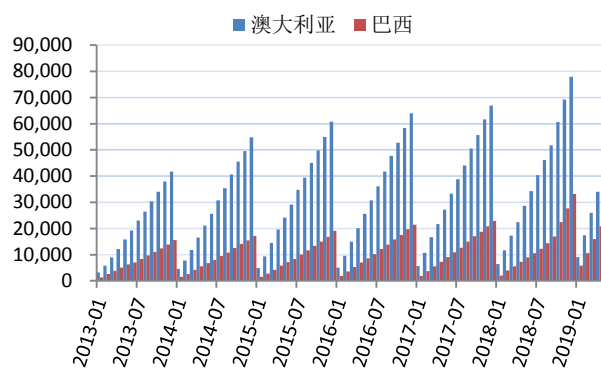
数据来源：Wind，中信建投期货

图 68：进口铁矿砂及其精矿累计值（亿吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 69：中国从巴西和澳洲进口铁矿石累计值（万吨）

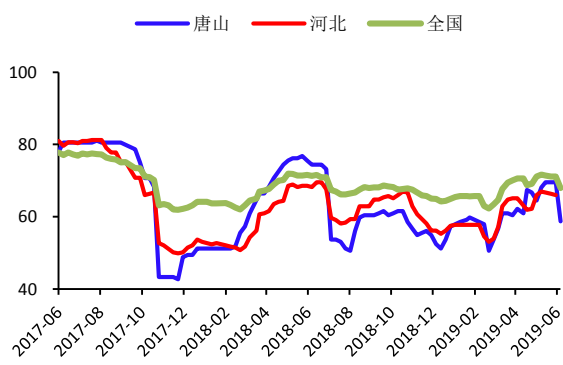


数据来源：Wind，中信建投期货

3.3.4 钢厂维持高位，需求支撑增强

环保限产放弃“一刀切”后，钢厂基本维持高开工状态，因此粗钢产量屡创新高。目前在执行的限产政策有《唐山市重点行业 2019 年第二至第三季度错峰生产实施方案》及唐山市《6 月份大气污染防治强化管控措施实施方案》，此外，6 月 22 日，唐山市政府环保会议决定，高炉均限产 20%-50%至七月底。由于本次限产政策要求比较严格，分别从高炉利用系数、废钢加入量、高炉扩炉、高炉闷炉/扒炉方面做了严格要求，因此预计结果影响较大。在假设原来限产 20%的情况下，限产 40 天将影响炼铁产量 406.4 万吨，影响铁矿消费 650.2 万吨。下半年鉴于贸易摩擦的影响和经济具有下行的压力，我们认为后期的环保限产对产量影响会边际减弱。

图 70：高炉开工率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 71：高炉检修量（万吨）



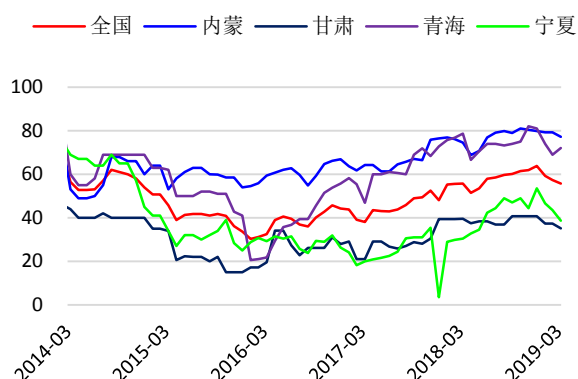
数据来源：Wind，中信建投期货

3.4 铁合金供需形势及成本分析

3.4.1 产能充分释放，双硅维持高产

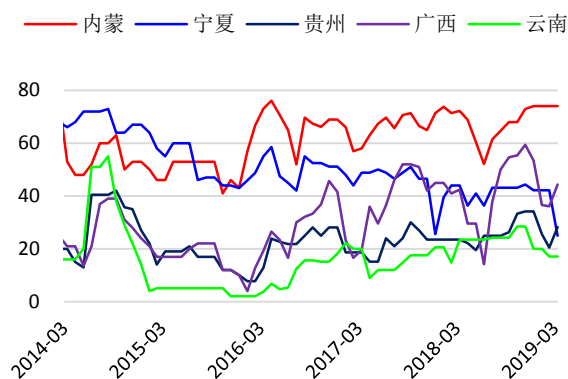
2019 年以来，双硅各主产区开工率同比有所上升，从 4 月底我们的调研情况看，即使厂商处于盈亏边缘，也维持着较高的开工。2019 年 1-5 月硅铁和硅锰累计产量为 231 和 250 万吨，同比分别增加 27 和 13 万吨。

图 72：硅铁主产区开工率（%）



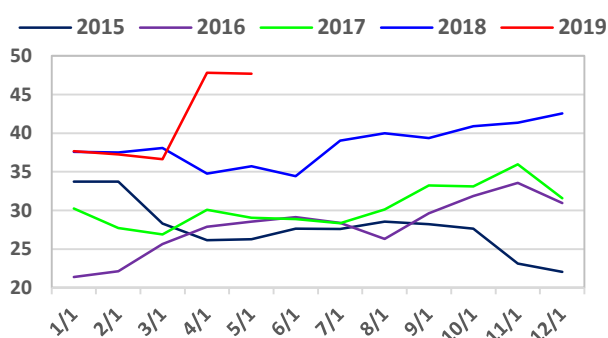
数据来源：Wind，中信建投期货

图 73：锰硅主产区开工率（%）



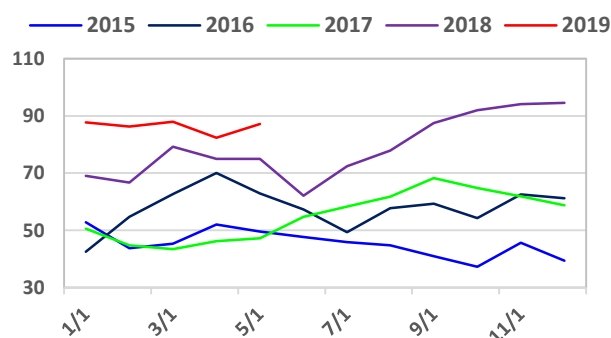
数据来源：Wind，中信建投期货

图 74：全国硅铁季节性月产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 75：全国锰硅季节性月产量（万吨）



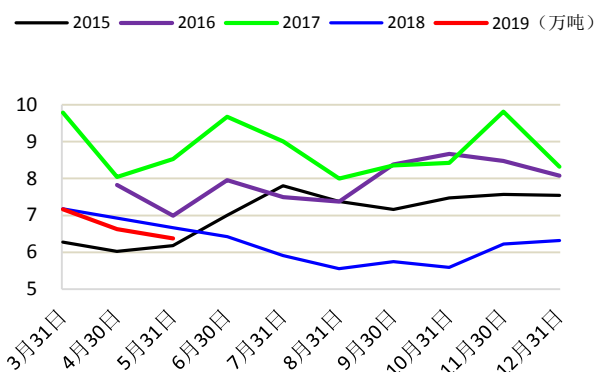
数据来源：Wind，中信建投期货

3.4.2 国内需求稳中向好，出口增速有望扩大

铁合金的用途主要是作为炼钢时的脱氧剂与合金剂，用以消除钢水中过量的氧及硫，改善钢的质量和性能。螺纹钢新国标已于 2018 年 11 月 1 日起正式实施。新标准的执行将倒逼“穿水工艺”等钢铁生产企业添加锰、钒等微量元素，进而引发硅锰合金的需求端增加。目前新标准尚未广泛推行，新标准替代旧标准还需要一定的周期，未来以新替旧的过程也将是硅锰需求回补的过程。

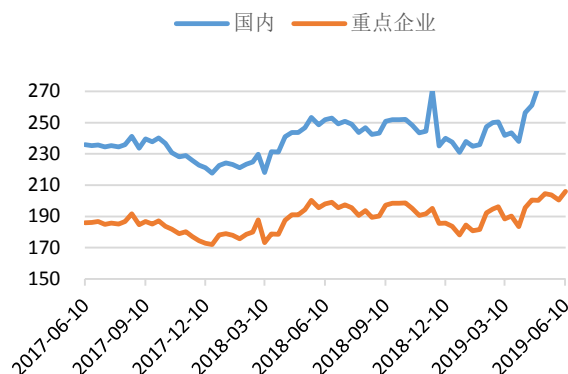
影响金属镁产量的主要因素是主产区的环保政策及企业生产利润。铁合金在线数据显示，2019 年 1-5 月金属镁累计产量为 32.8 万吨，同比增长 0.74%。如果按照生产 1 吨金属镁约消耗 1.1 吨 75#（硅含量 75%，国标牌号为 FeSi75-A）计算，2019 前 5 个月消耗硅铁共 36 万吨。近年来金属镁企业的利润持续攀升，已达到近 5 年以来的高水平，预计 2019 年下半年在利润的驱动下金属镁生产对硅铁的需求量将呈现稳步增长态势。

图 76：金属镁产量



数据来源：Wind，中信建投期货

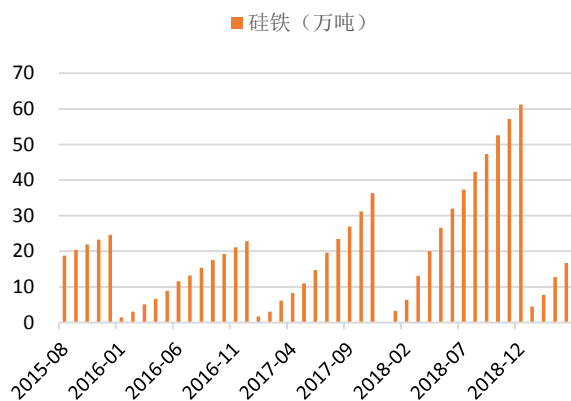
图 77：日均粗钢产量（万吨/天）



数据来源：Wind，中信建投期货

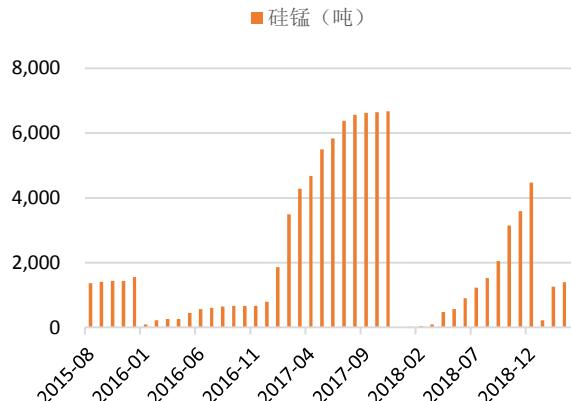
2019 年硅铁出口有所回落，据 wind 数据显示，2019 年 1-4 月硅铁累计出口量为 16.75 万吨，同比减少 16.3%。1-4 月硅锰铁累计出口仅 1476 吨，同比增长超过 210%。但随着印尼等东南亚国家的新增钢铁产能的相继落地，预计 2019 年对我国的硅铁和硅锰铁的采购量将呈平稳增长态势。

图 78：硅铁出口量累计值（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 79：硅锰铁出口量累计值（吨）

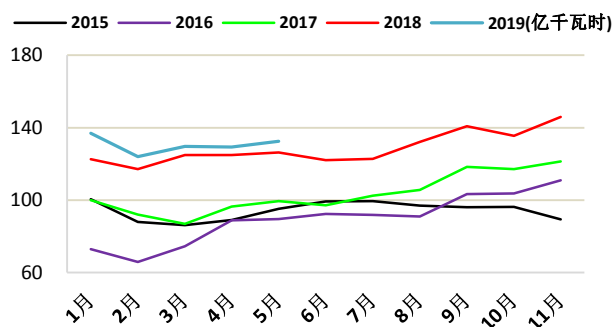


数据来源：Wind，中信建投期货

3.4.3 主产区电价上调，成本支撑有所增强

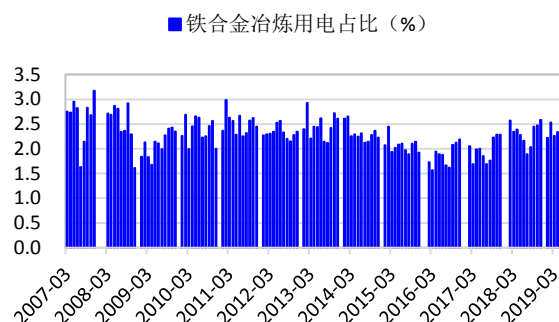
铁合金冶炼是高耗电行业，冶炼硅铁所需电费占成本的 60%-70%，冶炼锰硅则需电费占成本 20%-25%，Wind 数据显示，2019 年 1-5 月，全国铁合金冶炼累计用电约 652 亿千瓦时，同比增长 5.8%；铁合金用电占比平均为 2.34%，同比下降了 0.6 个百分点。限电以及电费上调直接影响铁合金冶炼成本，2019 年铁合金电力成本支撑将有所增强。

图 80：铁合金冶炼用电量（亿千瓦时）



数据来源：Wind，中信建投期货

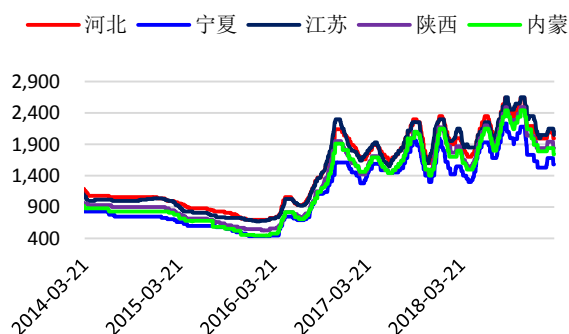
图 81：铁合金冶炼用电占比（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

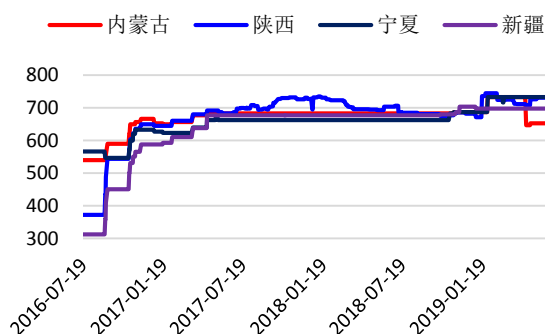
2019 年以来，铁合金冶炼重要原料焦炭和兰炭价格维持在高位震荡，全年主产区焦炭和兰炭均价分别为 1856 和 710 元/吨，同比分别上涨 5 和 30 元/吨。另外港口锰矿库存持续走高，因此价格有所回落。

图 82：焦炭主要地区现货价（元/吨）



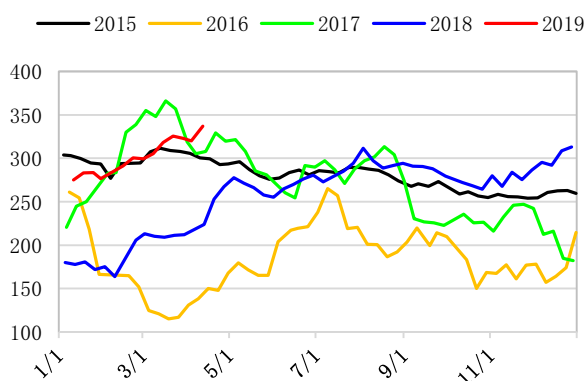
数据来源：Wind，中信建投期货

图 83：兰炭主产地现货价（元/吨）



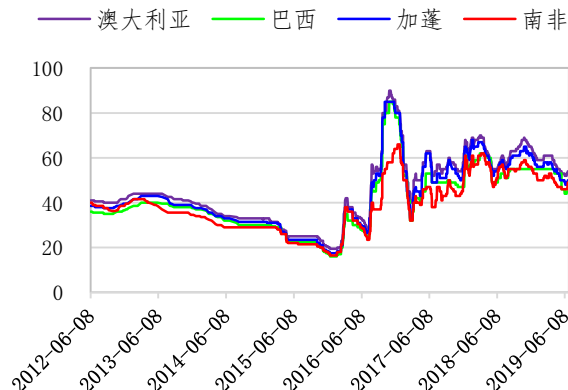
数据来源：Wind，中信建投期货

图 84：锰矿港口周库存量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 85：锰矿天津港口价（元/吨度）



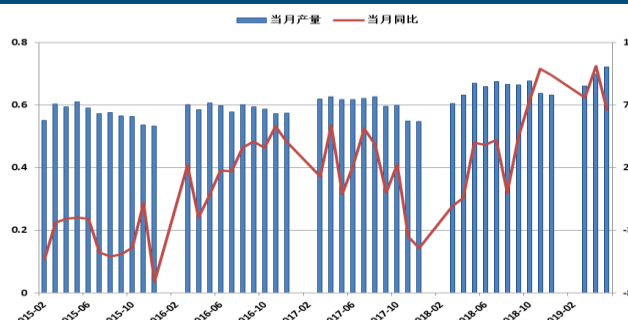
数据来源：Wind，中信建投期货

四、钢铁供需形式分析

4.1 国内钢材生产热情高涨

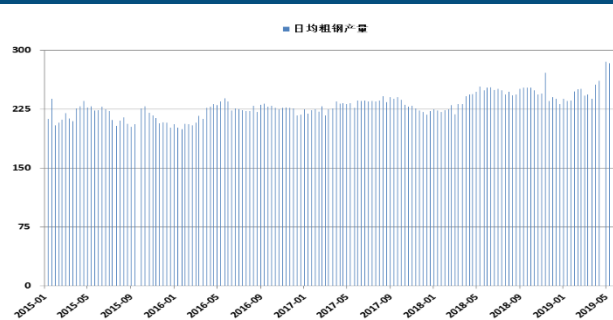
截至 2019 年 5 月，国内生铁当月产量高达 7219.0 万吨，和去年同期相比增加了 530.4 万吨，产量增长幅高达 7.93%，2019 年 1-5 月份生铁总产量为 33535.0 万吨，同比增长 8.9%。粗钢的生产也是居高不下，截至 5 月 31 日，全国钢厂日均粗钢总产量高达 277.85 万吨，相较于去年同期有 11.77% 的涨幅，并且仍有继续扩大的趋势。近几年由于钢厂环保改造工作的快速推进，2019 年采暖季的限产影响相较于 2018 年已经明显放松，部分钢厂在过去一段时间盈利的情况下已经增加了新增产能的投产，因此，2019 年 1-5 月份的生铁和粗钢产量达到了历史新高。

图 86：全国生铁当月产量及同比（亿吨，%）



数据来源：Wind，中信建投期货

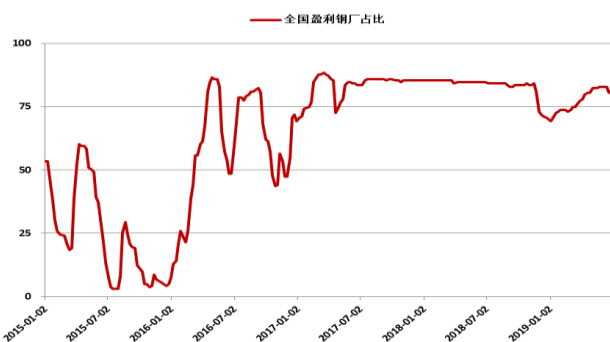
图 87：全国日均粗钢产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

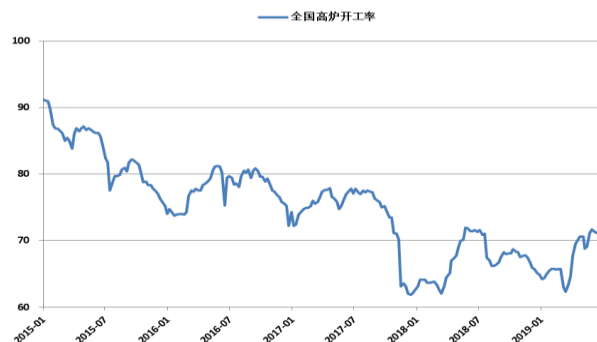
截至 6 月 28 日，全国高炉开工率为 67.96%，较年初上涨 3.73%，相较去年同期下滑 3.31%，当前钢厂高炉开工率依然受钢厂利润的影响较大，依然处于高位。虽然 5、6 月份段钢利润大幅缩水之后，高炉开工率同比有所下滑，但总体而言，钢厂的生产仍在正常维持，铁矿石价格持续冲高的背景下，转炉添加废钢已经成为钢厂的常规操作，炼钢效率也因此有了明显的提升。回顾 2019 年上半年，巴西矿难持续推升铁矿石的价格，钢材利润受到侵蚀，相较于去年同期有较大幅度的下滑，尤其是在 6 月以后，随着钢铁生产原料再度冲高以及钢材库存累积导致的钢材价格回落，大部分的钢材生产利润已经回落至零值以下。资本逐利的性质决定了钢厂炼钢利润难以长期维持在零值以下，因此钢价短期受到成本支撑的作用较强。

图 88：全国盈利钢厂占比（%）



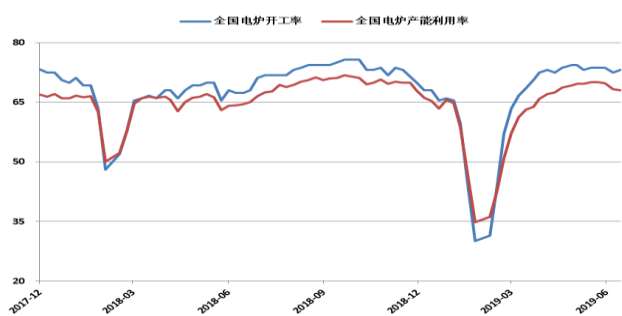
数据来源：Wind，中信建投期货

图 89：全国高炉开工率（%）



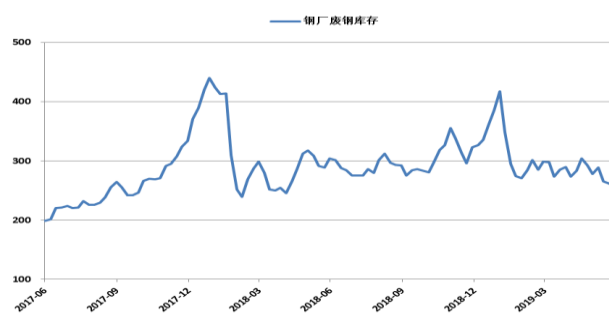
数据来源：Wind，中信建投期货

图 90：电炉开工、产能利用率（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 91：钢厂废钢库存（万吨）



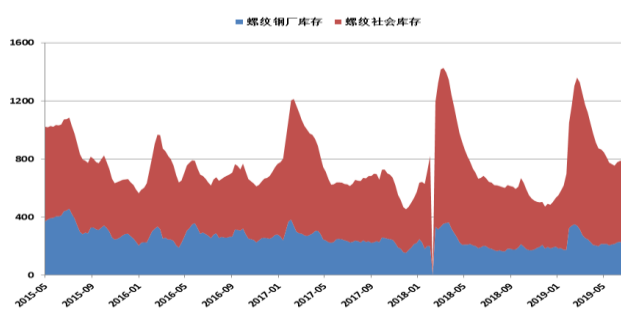
数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年上半年，电炉钢利润波动的幅度较大，3 月以前一直受制于高企的废钢价格，电炉生产一段时间处于亏损区域，但之后随着废钢价格的回落和建材价格的快速反弹，电炉钢的利润逐渐扩大，曾一度到 300 元/吨的最高点附近。由于电炉生产更具有灵活性的优势，电炉钢利润对建材产量的调控迅速，电炉钢利润的波动会直接影响到电炉的开工率和产能利用率，从而在短时间内改变钢材供应。另外，废钢价格也是制约电炉开工和产能利用率的重要因素，2019 年春节以后，随着废钢价格的持续回落，电炉开工率呈现出急速反弹的趋势，在 5 月份到达高点之后小幅回落，主要原因还是因为钢材价格的回落造成利润缩水，导致开工率掉头向下，但是随着近期的限产炒作，钢价逐渐重归强势，电炉开工率有“花开二度”，再创新高的趋势。根据部分机构估计，2019 年仍有将近 1500 万吨的电炉产能释放，下半年的供应压力仍然较大。

4.2 钢材库存消化时间缩短

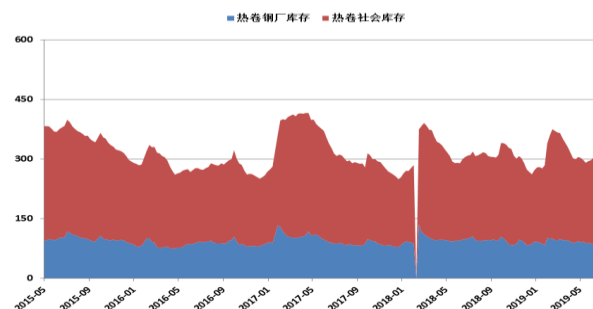
截至 2019 年 5 月末，全国钢厂钢材库存总量达到 1135.44 万吨，较年初增加 1.34 万吨，钢厂库存持续偏低，相较于去年同期减少 47.01 万吨。其中，3、4 月份终端需求集中爆发以后，有大量的钢材资源由钢厂流向贸易商，所以在厂内库存可控的情况下，2019 年下半年钢厂的挺价能力相较于往年更强。另外，2019 年钢材市场社会库存的变化也是和往年有所区别，库存消化的时间更加短暂。2、3、4 月份的下游需求超预期，限产放松的大环境下导致产量持续扩张，但进入 5 月份以后需求因受天气的影响开始持续回落，现货成交惨淡，但库存消耗持续减速，最终在 6 月中旬出现反弹。“拐点”的出现和以往相比提前将近一个月，截至 2019 年 6 月中旬，全国主要钢材品种社会库存总量达到 1120.39 万吨，较年初增加 323.89 万吨，上涨幅度达到 40.7%。从具体的各个品种来分析，螺纹钢库存为 551.24 万吨，环比增加 12.23 万吨，热卷库存为 218.38 万吨，环比上升 9.56 万吨。

图 92：螺纹库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 93：热卷库存（万吨）

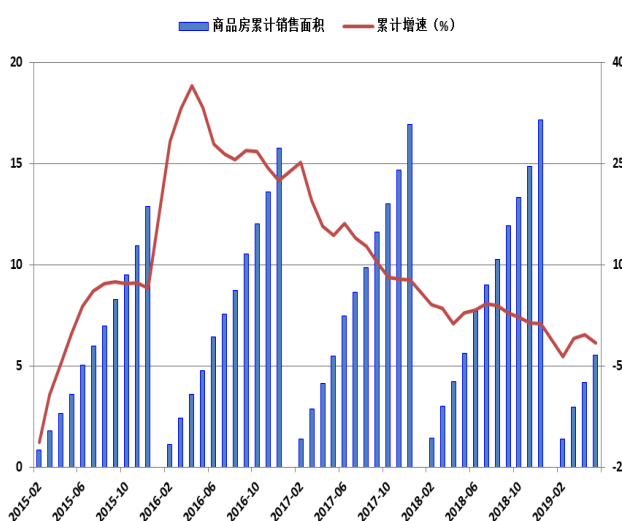


数据来源：Wind，中信建投期货

4.3 需求增速难以维持

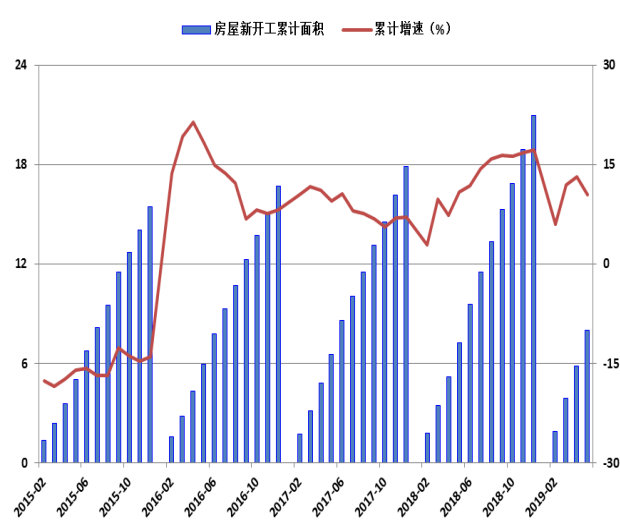
国家统计局数据显示，2019 年 1-5 月份新房屋开工面积为 79783 万平方米，同比增长 10.5%，相较于 1-4 月份最高增速下滑 2.6%。2019 年上半年，房地产新开工面积增速维持在高位的重要原因还是在于部分城市房地产销售的回暖，主要表现在一、二线城市，叠加当前可销售房产持续处于低位的现状，这也刺激了房地产企业的开工意愿。进入 5 月份以后，随着全国大范围降雨和高温天气的到来，下游施工已经受到了严重的影响，工地赶工不足，销售出现下滑，最终也导致了新开工增速的回落。另外，新开工面积加速攀升原本可以为上半年的钢材需求提供足够的利好，但是土地购置面积和房屋竣工面积增速下滑又抑制了整个行业对于钢材需求的扩张。

图 94：商品房销售面积（亿平方米）



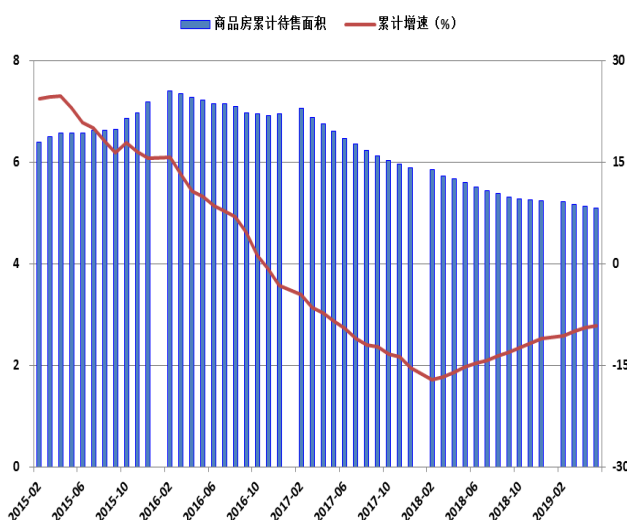
数据来源：Wind，中信建投期货

图 95：房屋新开工面积（亿平方米）



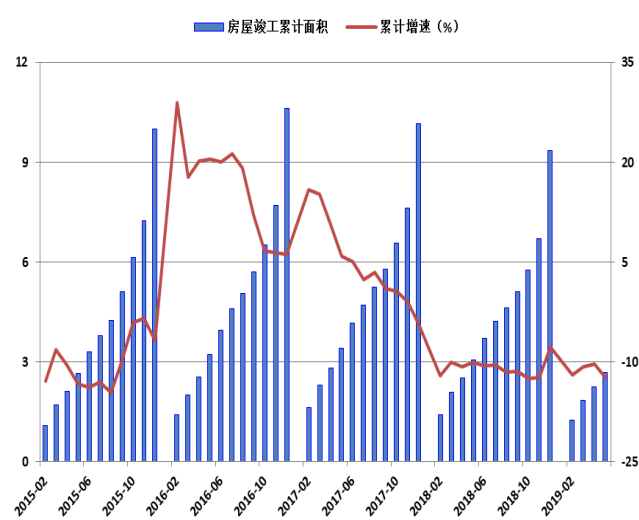
数据来源：Wind，中信建投期货

图 96：商品房待售面积（亿平方米）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 97：房屋竣工面积（亿平方米）



数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年 1-5 月房屋销售面积为 55518 万平方米，同比下滑 1.60%，在年初 2 月份的回落速度的基础上上升

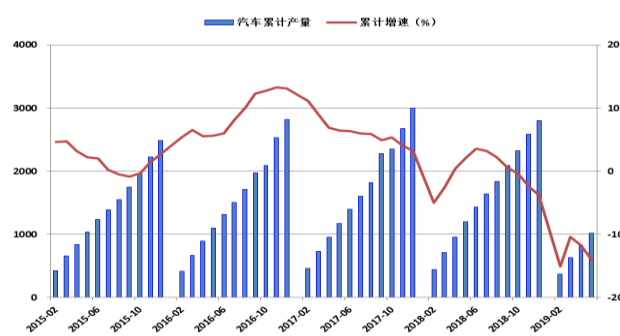
2%；上半年房屋竣工面积为 36706.9 万平方米，同比下降 12.4%，已经连续 17 个月呈现下滑态势，相较于房屋新开工面积的蓬勃发展，竣工面积维持长期的颓废。新开工面积持续走高，竣工面积一直下滑，其实可以说明行业当前可能面临招工困难、前期的资金流动性不佳等原因，房地产企业手中积压了大量的在建工程，但随着交房期现的限制，房地产企业仍然必须完成必要的竣工来减少违约。从上半年房屋新开工面积增长的情况来看，2019 年下半年的房屋竣工情况可能将有所好转，届时可能会大规模补充房地产供给。同时，这也是对当前全国所倡导的“住房不炒”政策的响应，短时间内需求难有 2017 年的盛况。房地产市场供求的背离也将在下半年在成交和价格上体现，继而向房屋开发的一端传导，可能会削弱对钢材需求的支撑。

图 98：基建投资增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

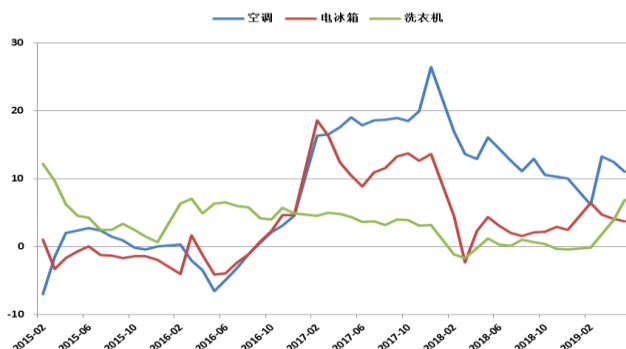
图 99：汽车产量（万辆）



数据来源：Wind，中信建投期货

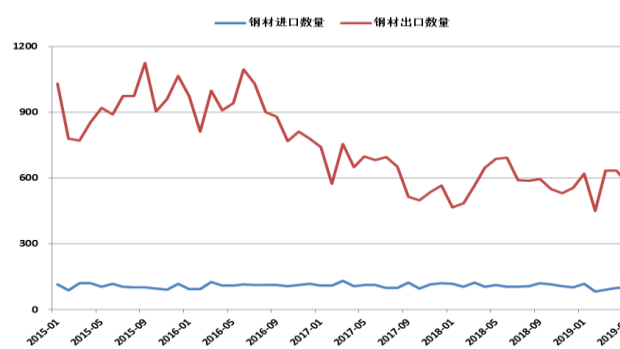
2019 年原本以为是基建投资的重头戏，但实际上仍然是“雷大雨小”，1-5 月基建投资完成额明显落后于房地产行业。虽然 2018 年下半年全国各地都在积极推进基建投资，但从实际的备案到最终的落实还是需要将近半年的时间，这也是 2019 年上半年的基建投资完成额仅有 48134 万亿元的重要原因，同比仅增长 4%，明显低于往年的同期水平。但是，从时间规律来看 2018 年下半年集中炒作的基建投资很有可能在 2019 年下半年才能够完全释放，届时基建消耗可能会在一定程度上托底钢材需求，但由于本身体量的原因，可能难以弥补房地产行业对钢材需求的回落。另外，2019 年上半年制造业的表现也仍然不改之前的颓废。1-5 月份全国累计汽车产量 1017.9 万辆，同比下降 14.1%，汽车累计销量 1026.59 万辆，同比下降 12.95%。虽然销售市场已经给出了足够的折扣优惠，但受整体宏观经济形势的影响，产销降速依然维持在两位数，加上政策刺激有限，对上半年板材需求形成较大的压制。然而，随着全国部分区域提前实施国六排放标准，必将大力推广使用达到国六排放标准的燃油车辆，预计在上半年受到抑制的汽车消费需求极有可能在下半年集中释放，提振热卷下游需求。

图 100：主要白色家电产量增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 101：钢材进出口数量（万吨）



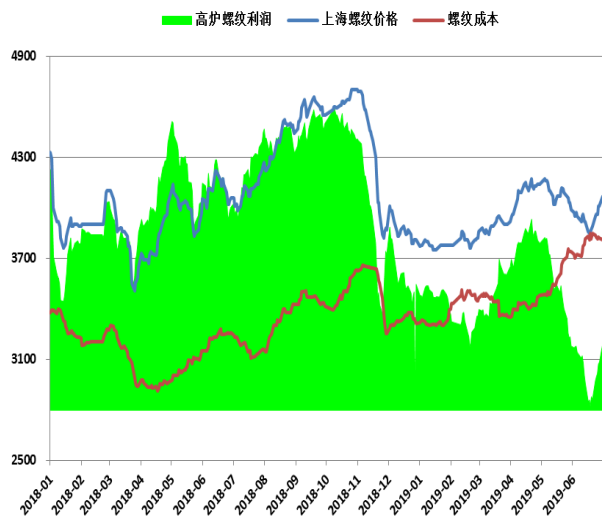
数据来源：Wind，中信建投期货

同汽车行业的下滑情况相比，白色家电市场却呈现出另一种景象。Wind 数据显示，2019 年 1-5 月份，全国空调累计产量同比上升 11.0%，电冰箱累计产量同比增加 3.7%，洗衣机累计产量同比上升 6.9%，家电产业上半年生产数据总体呈现回升的趋势。在此我们可以根据相应的测算模型估计，2019 年上半年全国家电用钢量大致在 400 多万吨，同比增速维持在 7.5% 左右。当前宏观经济形势仍然严峻，在求稳的基础上继续扩大内需还是重要的手段，预计白色家电的产量将继续维持增势，对板材的需求形成有力的支撑。出口方面，随着国内钢材价格的持续上扬，出口优势已经被削弱。2019 年上半年，全国出口钢材一共 2910.3 万吨，相较于去年同期下滑 14.9%，其中仍以板材出口为主。5 月份当月钢材出口 574.3 万吨，同比下降 16.5%，还有一个原因是受制于当前中美贸易摩擦的升级，2019 年上半年的钢材出口呈现明显下滑趋势，预计中长期难有好转，下半年的钢材出口大概率将继续维持在较低位置。

五、钢厂成本及利润分析

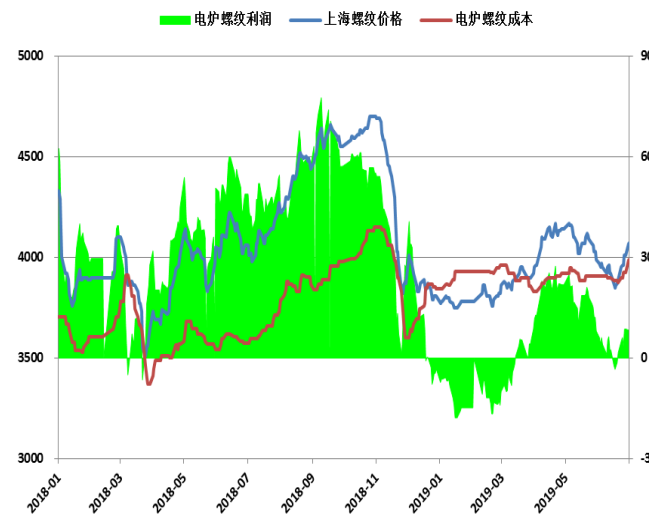
自 2018 年下半年环保限产放松以来，随着钢材价格的一路下行，吨钢利润大幅缩水，高炉螺纹利润曾一度被打压至零值附近，电炉螺纹利润更是被打到负值。但是，电炉螺纹利润的回升早于高炉螺纹，其重要的原因还是重要原料废钢的价格持续低位，与之相反的是电炉螺纹，因为巴西矿难的影响，铁矿石的价格屡创新高，原料成本持续挤压钢厂利润，直到近期钢价在限产炒作下的反弹。2019 年下半年即将迎来“金九银十”的旺季，所以借助限产的炒作，下游极有可能进入主动补库的阶段，并且钢厂利润长期维持在较低的位置很可能会影响到未来的供给，所以我们预测下半年螺纹的利润大概率将持续增长。

图 102：高炉螺纹利润（元）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 103：电炉螺纹利润（元）



数据来源：Wind，中信建投期货

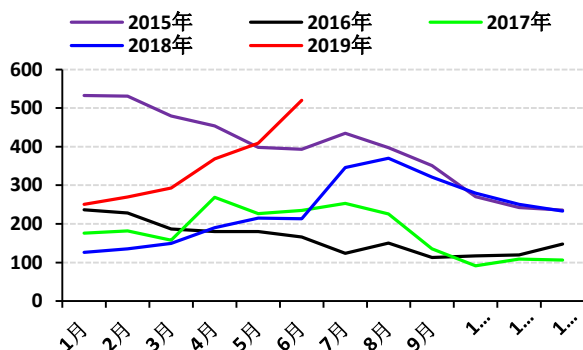
六、原料端库存情况

6.1 库存概况

6.1.1 港口库存短暂压制焦煤上行空间

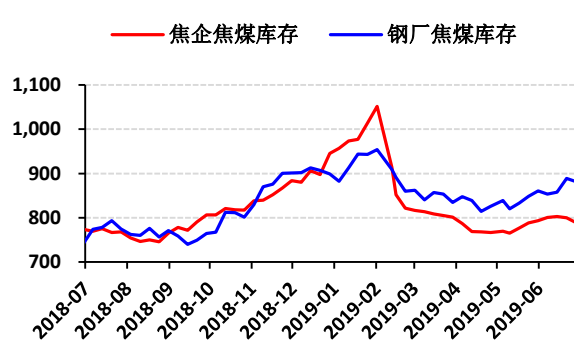
截止 2019 年 6 月底，北方四个主要港口（京唐港、日照港、连云港和青岛港）四港合计焦煤 521 万吨，高于往年农历同期 198.2 万吨，库存水平处于四年内同期最高。经过研究我们发现，焦煤库存今年累积有两个原因，一方面进口焦煤量上涨，累积至港口。另一方面，北方地区洗煤厂受环保所致，大量小型洗煤厂关闭，因此往年散放的焦煤今年集中到了港口成为显性库存。综合上述原因，我们判断当前港口库存水平应该处于正常偏高水平，并不如数据显示的高于往年太多。

图 104：炼焦煤港口库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 105：样本钢厂及独立焦化厂炼焦煤库存（万吨）



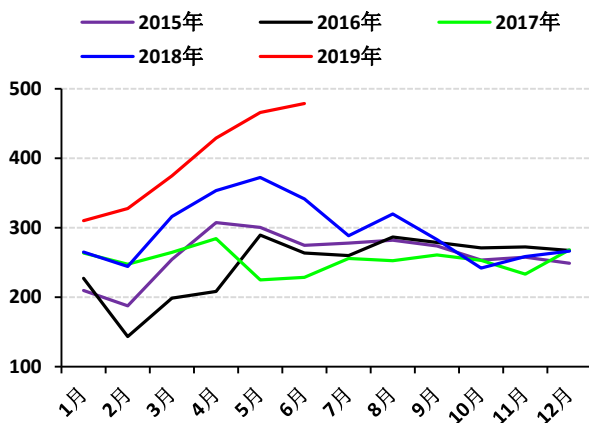
数据来源：Wind，中信建投期货

2019 年上半年，钢厂焦煤库存水平明显高于往年同期。2019 年 1 至 6 月，钢厂平均焦煤可用天数为 17.28 天，2018 年同期为 15.22 天。截止 6 月底，据 Wind 数据显示，国内 110 家样本钢厂炼焦煤库存为 881.84 万吨，高于往年同期 108 万吨。正如我们在 2018 年年报中所说的，今年钢厂大概率将提高焦煤库存以对冲焦煤稀缺的可能。焦化企业呈现出同样的情况，2019 年 1 至 6 月，焦化企业焦煤平均库存 837.79 万吨，高于往年同期 64.94 万吨。目前来看，去年焦煤紧俏行情加剧了市场对焦煤投机属性的预期，间接导致港口库存起高。

综合来看，焦煤下游企业维持平均偏高库存水平，焦煤中间库存维持高位，但港口库存偏高存在“泡沫”。从去库存周期来看，短期内去库存速度相对较慢，叠加下游企业相继出台限产政策，因此预计焦煤现货将会维持震荡偏空的走势。

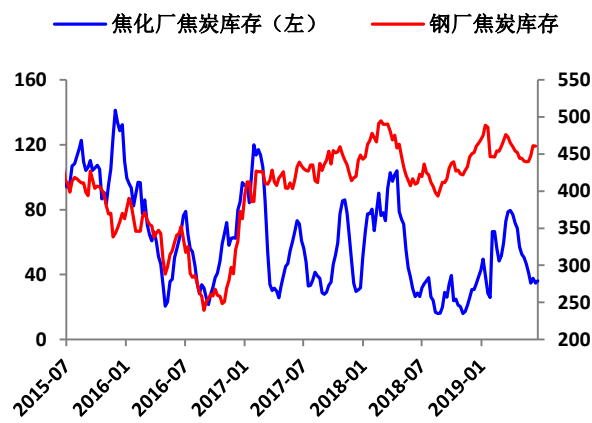
6.1.2 焦化厂低库存运行，投机属性增强

图 106：焦炭港口库存量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 107：国内大中型钢厂与焦企：焦炭平均库存



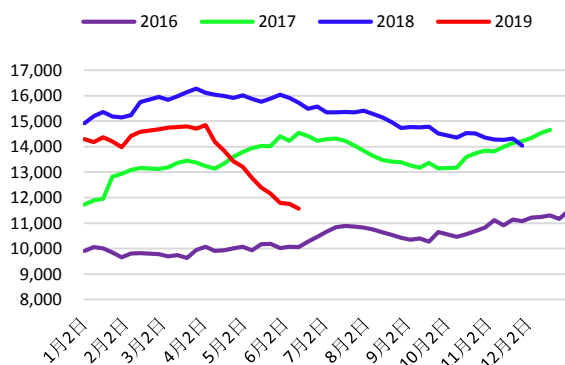
数据来源：Wind，中信建投期货

如焦煤一样，焦炭港口库存同样突破历史高位。2019 年 6 月底，据 Mysteel 数据显示，北方四港焦炭库存为 466 万吨，高于往年同期 186 万吨。但正如焦煤港口库存存在“泡沫”同理，焦炭港口库存同样存在周边散乱存放点因环保要求被取缔的情况，但焦炭港口库存高企的归因上述原因只占一小部分。2018 年下半年，江苏徐州地区焦化厂搬迁计划至今已在计划实施，同时 2019 年上半年山西、陕西地区焦化厂环保整改传闻就不断发酵。因此，从开工率上来看，焦化厂上半年有赶开工，同时向中间商抛货的情况发生。因此，在环保政策传闻的烘托下，中间贸易商乐于收货投机，致使今年港口库存达到新高度。

综合来看，焦炭港口库存高企主要由贸易商投机所致，也正如市场预期一样，山西地区焦化环保限产传闻不断发酵。但从目前港口库存水平来看，如果山西地区限产不如预期那样严厉，短期内去库存速度不会太快。然而，考虑到从今年初就不断开工的大型基础设施项目对黑色系需求的支撑，叠加焦化企业环保任务较重，下半年焦炭供给收缩将会支撑焦炭价格难以下跌，甚至出现去年 7 月价格疯涨的行情。

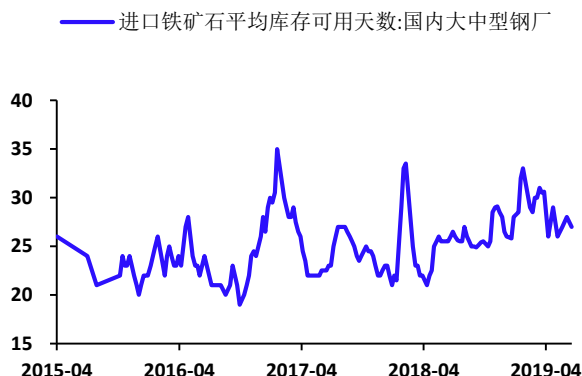
6.1.3 环保限产稍松，铁矿石库存持续走低

图 108：全国主要港口铁矿石库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 109：大型钢厂铁矿石平均可用天数（天）



数据来源：Wind，中信建投期货

虽然钢厂利润不断收缩，但是这并没有影响到钢厂的生产情绪，粗钢产量不断创新高，铁矿石需求端处于相对旺盛阶段，所以现货成交较好，港口库存持续大幅下降，截至 6 月 28 日当周，Mysteel 统计全国 45 个港口铁矿石库存为 11,565 万吨，连续 9 周平均周度降幅 200 万吨，已低于 2018 年同期超过 4000 万吨，创 2017 年 1 月以来新低水平。目前库存低位加上外矿供应收缩，因此预计 2019 年铁矿石港口库存或难大幅增加。

七、结论与行情展望

7.1 结论

宏观层面，伴随着贸易摩擦带来的负面效应，目前主要经济体均表现出经济增长放缓的迹象，而全球经济在下半年或将继续经历下行的阵痛。美国在经历了财政刺激带来的经济复苏后，目前也逐渐显露出疲态。面对经济下滑的风险，美联储的态度也相应由鹰转鸽，给市场一定的降息预期，这将在一定程度上减缓经济下滑的忧虑，同时也使得其他经济体有更灵活的货币政策空间。

2019 年下半年，出口和消费仍难出现显著的回暖；投资亦不会“大水漫灌”般全面铺开，而是重点产业重点

投资；财政政策仍以减税降费为主，同时加大支出，盘活存量；货币政策兼顾逆周期调节与促进经济结构的转型升级。比较明显的是，当前国内各项政策并未将维稳放在绝对首要的位置上，而是要保持战略定力，不误经济结构的转型升级。因此，我们认为 2019 年下半年经济增速将稳中小幅下滑，但经济的质量将更上一层楼。

终端需求因为经济承压下行增速放缓，但从总体来看投资总量仍然保持稳步增长的态势，整个黑色产业链不宜过分悲观。原料端因基本面改善重心将继续上移，继续推升炼钢成本支撑钢价。

7.2 行情展望

焦煤：下游需求维持稳定，总体需求平稳。焦煤总体供给呈现小幅增加的趋势，而下游需求短期难见增量，叠加由进口煤作为价格“调节器”，预计下半年焦煤整体将呈现震荡的走势。焦煤期货建议在 1300 至 1500 区间内高抛低吸。

焦炭：2019 年下半年焦炭行业依旧面临环保倒逼行业升级的压力，还将有淘汰一部分落后产能。山西等地虽有产能增加，但因淘汰产能存在，总体产量还将维持稳中略降趋势。站在年中来看，下游钢厂有限产措施，但焦化企业限产力度大概率强于钢厂，叠加下半年基建带来的需求释放，因此焦炭大概率将会呈现震荡偏多走势。焦炭期货建议 2150 一线逢低做多。

铁矿石：铁矿石全球供给收紧，库存处于低位，需求保持强劲。预计 2019 年下半年铁矿石价格主要运行区间可能维持在 700-900 的高位。

铁合金：目前尚有成本支撑，硅铁在 5700 附近建立多单安全边际较高；硅锰产能释放延后，螺纹钢新标替代旧标或回补需求增量，建议在 7000 一线布局多单。

钢材：2019 年下半年，螺纹价格主要运行区间在 3800-4300，最低或将下探 3600，最高挑战 4500 上方；热卷价格主要运行区间在 3700-4100，最低或将下探 3500，最高挑战 4300 上方。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C
电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元
电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室
电话：0791-82082702

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I
电话：0755-33378759

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号
电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G
电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室
电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912
电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼
电话：027-59909521

杭州分公司

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室
电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室
电话：0351-8366898

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室
电话：021-68597013

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室
电话：0531-85180636

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室
电话：0411-84806316

河南分公司

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房
电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房
电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1
电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号
电话：028-62818701

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室
电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座
电话：025-86951881

宁波分公司

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号
电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室
电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406
电话：020-22922102

河北分公司

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017
电话：0316-2326908

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com