



焦炭期价影响因素浅析

联系人 王工建
电子邮箱 wang.gj@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

今年以来焦炭需求与供给差额走势与期货价格保持了较高的一致性，基本反应了期价影响因素。不过当预期主导市场时，期货价格走势可能会与供需关系相左。焦炭库存和焦化利润在反应期货价格走势时具有滞后性，但能稳定反应市场的供需状态，对中长期投资有很高的参考价值。现货价格与期货价格长期趋势一致，但节奏相差较大，过度依赖焦钢行业的提涨与提降信息，不利于把握期货的节奏变化。

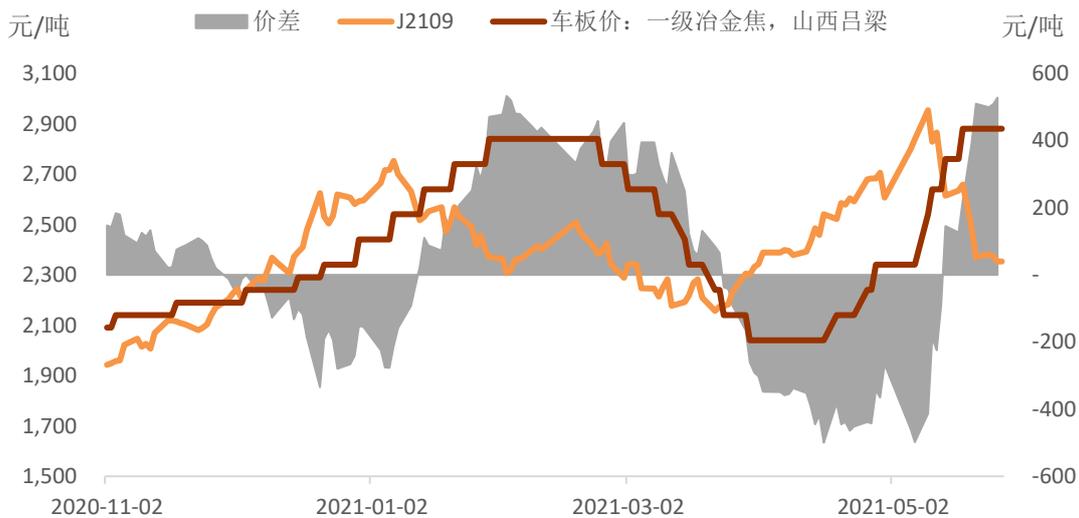
焦炭是黑色产业链里偏中上游的品种，与铁矿石同属于钢厂的成本原料。由于上游钢厂和下游煤矿端市场集中度均较高，而全国焦企众多，规模偏小，因此焦企议价能力处于弱势地位。焦炭价格属性上虽然受黑色系其他品种的影响较大，但上市以来却多次走出独立行情。因此我们对焦炭的供需端多项指标进行分析，尝试发现影响焦炭期货价格的关键因素。

一、焦炭现货价格基本滞后于期货

从大的趋势来看，焦炭期货价格与现货价格走势基本一致，市场景气时焦炭期货和现货价格同时处于上升状态，不景气时同时处于下降状态，但从节奏的角度看，焦炭期货与现货价格走势有很大的区别，基本上现货价格滞后于期货。以 2021 年焦炭市场为例，期货价格在 1-3 月处于下降通道，从年初最高的 3000 点附近回落至 2100 点附近，而现货价格从 2 月下旬开始降价，最低至 4 月初，现货滞后期货大概一个半月。期货自 3 月下旬企稳回升，最高至 3000 点附近，现货的上涨大约滞后三周时间。近日期货大幅下跌，累计超过 700 点，但现货市场价格并未提降。从价差上看，今年不论上涨行情还是下跌行情，期货与现货的价差都能走出 500-600 点的幅度，即期货最大领先现货五到六轮的提涨或提降。

现货相对期货的滞后性较大，套利商在进行期现货业务时存在较大风险敞口，因此会减少甚至回避焦炭期货和现货的套利业务，由于套利资金减少，投机资金在行情中的作用增加，反过来增加了期现货价格的不一致性。在做期货分析时，焦炭现货价格变化对期货的指引作用减弱，同时由现货价格衍生出的相关指标对焦炭期货的指引也同样减弱。

图表 1 焦炭现货与期货价格及价差走势图



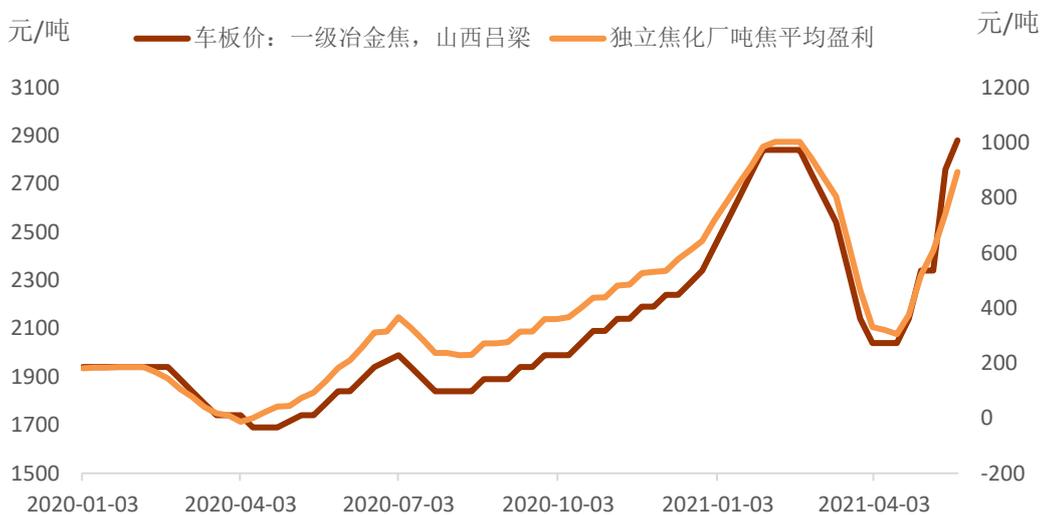
数据来源: Wind, 铜冠金源期货

二、焦化利润与现货价格走势高度一致

按生产流程来说，1.3吨左右的炼焦煤通过焦炉加工生产出1吨焦炭，由于炼焦煤种类多达4-7种，我国焦企炼焦工艺普遍采用多种煤的配煤技术，例如焦煤占50%，肥煤占25%，瘦煤占5%，1/3焦煤占20%。大商所的焦煤合约交易单位为60吨/手，焦炭合约交易单位为100吨/手，充分考虑了焦企的配煤生产工艺。焦化成本主要包括：1. 焦煤成本，即各种焦煤的加权成本，2. 燃料动力成本，包括风、水、电、气等，3. 辅助材料，即生产所消耗的药剂、药品、化工原料等，4. 制造费用，5. 人工支出，6. 副产品收入，一般来说副产品收入可抵扣大部分非主要成本，因此焦化利润的公式可简化为：焦化利润=焦炭价格-1.3*炼焦煤加权成本。而上游焦煤价格的弹性相对较小，所以焦化利润与焦炭现货价格的走势趋于一致，进而焦化利润一般滞后与期货价格走势。

焦化利润是行业供需关系的重要指标，从价的角度反应供需状态，虽然具有滞后性，但是具有相对稳定性。当行业利润持续扩张时，均是行业供需持续偏紧时，造成的原因可能是需求边际改善供给出现缺口，或供给边际减少不能满足正常的需求，或需求边际增加同时供给边际减少。行业利润大幅扩张是供需偏紧的一种表现结果，而不是原因，因此通过观察利润变化我们会发现当前市场的供需状态。2020年焦化行业去产能执行严格，供给缩减，同时下游需求较快增长，焦化利润持续走强，焦炭期现货价格持续偏强表现。

图表2 焦炭现货价格与全国焦企平均利润走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

三、焦炭库存与价格具有负相关关系

库存是供需关系的另一重要指标，从量的角度反应供需关系。一般来说，库存与价格走势是负相关关系。从历年焦炭数据看，当库存处于低位或处于下降状态时，焦炭价格支撑相

对偏强，当处于高位或上升状态时，焦炭价格压力较大。例如 2019 年焦炭库存持续高位，去库慢于往期，焦炭价格年内呈现偏弱走势，2020 年焦炭库存高位回落持续偏低，焦炭价格年内偏强走势。

焦炭库存由上游焦企库存、中游港口库存、下游钢厂库存三部分构成，焦企库存的高低直接反映出市场的购销状态，供需偏紧时，焦企库存基本处于偏低水平，而供需宽松时焦企销售较慢，库存会积压；中游港口库存情况反应出贸易商的投机需求，当市场预期好时，贸易商囤货意愿较强，预期差时囤货意愿偏低，但港口库存水平高低也受到贸易商盈利情况影响，例如 2019 年贸易商囤货亏损严重，影响了 2020 年贸易情绪，虽然市场预期逐渐走强，但港口货量基本处于平均水平以下；下游钢厂库存水平高低反应钢厂的采购策略积极与否，钢厂高炉开工率偏高时一般采购积极，焦炭库存偏高，开工率下降或偏低时一般采购策略中性或保守，焦炭场内库存偏低，同时也受钢厂生产利润和预期的影响。

图表 3 焦炭价格与总库存走势图



图表 4 焦炭价格与港口库存走势图

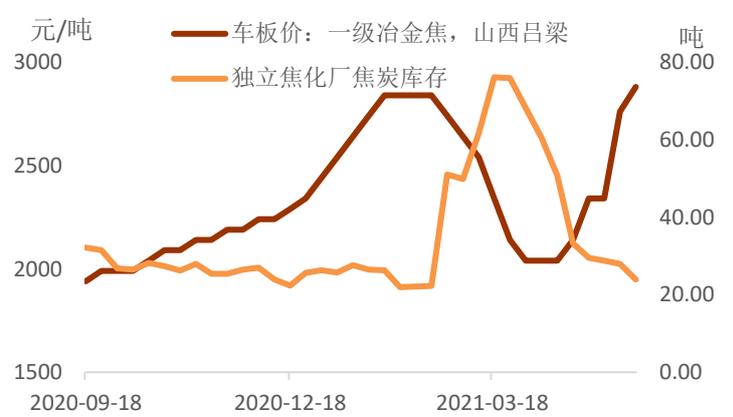


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 5 焦炭价格与钢厂库存走势图



图表 6 焦炭价格与焦企库存走势图



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

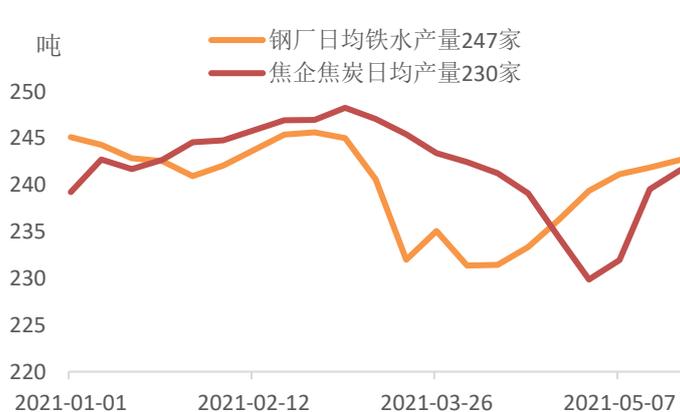
四、焦炭供需差与期货价格

焦炭的产业链相对简单，上下游集中，上游产品为焦煤，下游主要集中在钢铁冶炼行业，占比大概在 85% 左右，还用于冲天炉铸造、铁合金冶炼、有色冶炼等领域。因此，焦炭的需求分析重点着眼重点领域，即钢铁冶炼。统计局每月会公布全国生铁和焦炭的产量，但相对滞后，第三方机构会公布周度高频数据，铁水样本数据基本覆盖全国钢厂，与实际数据较为接近，而焦炭生产企业较多，市场集中度较低，样本数据有一定的偏差。根据样本数据所占权重进行调整，我们可以估算日均焦炭消费量和日均焦炭产量，两者的差额变化基本上可以反应出焦炭的供需情况，当供需差走势向上时，焦炭需求持续好于供给，供给偏紧，价格支撑偏强，反之，价格支撑变弱。

从今年数据看，焦炭日均消费与产量差向上时，焦炭价格基本上走强，而焦炭日均消费与产量差向下时，焦炭价格基本走弱，保持了较好的一致性。今年 3 月焦炭价格持偏弱运行，上游保价和挺价意愿增强，进入 4 月主产区进行为期一个月的环保限产，焦炭日均产量受到较大影响，从 63 万吨上方下降至 59 万吨，同时下游高炉环保限产开始松动，日均铁水产量增加，焦炭日均消费与产量差触底回升，焦炭价格几乎同步触底回升。

虽然通过分析供需关系变化对焦炭价格有较好的预测，但当市场预期主导、系统性因素主导市场时，焦炭价格也会走出与供需关系不一致的行情。2020 年初新冠疫情爆发，下游钢厂开工明显好于上游焦企开工情况，供需差走强，但市场预期偏弱，焦炭价格选择向下。

图表 7 焦炭产量与铁水日均产量走势图



图表 8 焦炭价格与焦炭供需差走势图



数据来源：我的钢铁，Wind，铜冠金源期货

五、总结

综上，今年以来焦炭需求与供给差额走势与期货价格保持了较高的一致性，基本反应了期价影响因素。不过当预期主导市场时，期货价格走势可能会与供需关系相左。焦炭库存和焦化利润在反应期货价格走势时具有滞后性，但能稳定反应市场的供需状态，对中长期投资有很高的参考价值。现货价格与期货价格长期趋势一致，但节奏相差较大，过度依赖焦钢行业的提涨与提降信息，不利于把握期货的节奏变化。

风险提示：期现货市场环境和期货规则的变化对价格分析有较大影响

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。