



开利财经

【特别关注】

经济结构改善 关注大宗商品“两栖牛”

【开利综合报道】近期起来，与大宗商品关系紧密的资源类股票“牛”气冲天。从现货、期货到股票、基金，本轮大宗商品涨价潮几乎贯穿了整个资本市场。涨势如茶的当前，投资者是激流勇进还是见好就收？同气连枝的基础资源类资产将走向何方？这首先要给大宗商品把个脉。

转眼之间，几乎所有与大宗商品相关的收益类资产身价倍增。分析人士认为，由于供给侧改革去除大量产能的作用，此轮复苏中工业企业、产能过剩行业和房地产业的杠杆率均有所下降，利润逐渐回升。从企业层面看，“煤炭行业和黑色金属加工业 2016 年资产负债率最高分别达到 70.15%和 68%，目前已分别降至 68.64%和 66.63%。”南华期货宏观分析师章睿哲说。

那么问题来了，周期板块涨的逻辑是什么？未来这一波涨势又能否继续呢？与以往原油、黄金“双金”龙头驱动的模式不同，在本轮周期类资产上涨过程中，原油、黄金表现则远远逊色。众所周知，黄金、原油主要看国际市场“脸色”，更多受供需基本面、美联储政策所影响。从国内周期类资产与“双金”龙头背道而驰似乎可以判断，[本轮周期资产行情主要由国内经济基本面主导](#)。

本轮周期当中投资和消费的增长主要是由于经济存量结构有所改善，主要表现在各部门之间杠杆率和分配关系发生了相对变化，企业部门向居民部门的让利，有效地稳住了投资和消费，促使经济增长逐渐回暖。此外，[“一带一路”倡议开辟了新的外围需求市场，该倡议对国内经济将起到刺激增量增长的作用，而且这种作用目前已开始显现](#)：一是出口的地区结构发生了一定变化，新兴市场表现出较大潜力，将改善我国出口受制于发达国家经济的窘境；二是企业海外投资和收入大幅增长。企业杠杆率下降，经济抗风险能力增强。

从经济基本面来看，[下半年，经济的存量结构仍将继续改善，增量刺激效应还将进一步增强，“一带一路”和 PPP 项目将继续发力，民间投资增速有可能进一步回升，消费大概率保持稳定增长](#)，出口增长目前来看仍存不确定性，但大幅下挫的可能性比较低。与此同时，虽然企业杠杆率有所降低，但绝对水平仍较高，目前仍处于降杠杆的过程当中，下半年地方政府债务风险和国有企业杠杆问题将着手解决，同时也需要防止居民部门在商品房购置上过度加杠杆，导致其他消费的挤出，下半年商品房购置和房地产投资增长有可能逐步回落。

从分类资产投资机会来看，在现有的期货、股票标的池子内，有哪些“两栖”资产值得关注？华宝证券分析师宋祖强等认为，近期周期品种涨势继续扩散，化

工板块也开启上涨模式。短期内在低估值和补涨逻辑下，仍可继续关注化工板块。补涨逻辑下，可关注相关基金的投资机会，如天弘中证全指运输和工银瑞信物流产业等。

国信证券分析师王念春表示，由于行业长期底部运行，[市场份额正在向行业内优势公司集中，上市公司所代表的优势公司群体的盈利能力预计将大幅超出行业平均水平](#)。重点推荐关注具有明显行业优势的公司，另外还可以关注所在子行业需求迅速增长的细分领域的优质企业。

“寻找需求改善超预期的强周期子行业，重点看好 PVC。”东兴证券研究认为，2017 年前 5 月份房屋新开工累计增速 9.5%，[地产新开工增长有望持续拉动下半年甚至 2018 年上半年的 PVC 需求](#)。产能自 2014 年以来持续净减少，未来新增产能投放趋于有序，环保压力常态化促供给收缩。

此外，黄金方面，长期来看在全球加息周期下，黄金的上涨不可持续，[短期因素上目前各国的通胀水平也难以支撑金价上涨，且当前美元加息预期的走弱已经基本得到释放，建议投资者警惕短期内金价在经历一波上涨后的回调风险](#)。原油方面，从供给面来看，[油价长期难有系统性机会](#)，但美国和 OPEC 在石油定价权和市场份额上的变动或将带来一些结构性投资机会。

但博时黄金 ETF 基金经理王祥表示，在全球市场波动率与不确定性仍然高企的背景下，黄金长期配置价值不会受到影响，对长期投资者而言，短期调整反而可能是难得的入场机会。

损害国际竞争力 中国钢铁业陷入长期困境

【开利综合报道】最近，上海期货交易所的螺纹钢期货成为全球资本市场的焦点。一方面因为螺纹钢期货合约的持仓创下历史最高水平；另一方面，现货螺纹钢的利润达到在 1000/吨以上，毛利率达到了 30%，过去十多年最高的水平。这对于初级制造业来说，是一个极其夸张的水平。[历史最高的持仓体现市场对此存在极大的分歧：怀疑的一方相信经济的常识和市场的力量，看多的一方相信政府供给侧改革的决心和手段](#)。

中国经济自 2009 年起连续 8 年持续加杠杆之后，在过去的半年多，伴随着利率的大幅上升，以及利率结构上深度的期限倒挂和资产负债倒挂，金融系统的资产负债表增速首次出现明显的下降。对于每一个深刻理解银行和金融本质的人来说，这意味着什么是不言而喻的。[未来的 1-2 年，中国的金融系统显然将面临不小的挑战和调整。即便只从周期性的角度而言，中国经济的若干领先指标也已经拐头](#)。但是，供给侧的一次又一次冲击着市场。去年先是各省分配指标，淘汰钢铁产能（包括部分在产产能）；然后去年年底开始全面取缔关停中频炉（地条钢）；然后今年 5 月的一带一路峰会期间，北方大量钢铁产能停产限产保证空气质量；然后，环保部联合北方若干省市下发文件，提出要求今年冬季取暖季北方几省市钢铁停产一半。

不知是否巧合，每一次危机来临之前，总有一些领域出现看似坚不可摧的泡沫，呈现出最后似乎可以说服所有人的繁荣。但高价格最后总是自我毁灭的。自

我毁灭的途径有 2 个，一方面刺激供应（国内的以及国外的），一方面压制需求。压制需求有两个途径：微观上致使下游购买力下降，引发替代和节省；宏观上引发政策转向流动性紧缩，压制中期需求。在 2008 年的案例中，高商品价格，全球普遍高 CPI，既制约了美联储在货币政策上进行宽松以救助金融机构，也使得中国央行持续紧缩，加剧了经济衰退的到来。

2008 年石油和焦煤最后的结果大家都知道，价格突然拐头，以非常快的速度崩塌，下跌超过一半。从更长的周期来看，石油和焦煤其后都步入了长达 7 年的熊市，一度出现了行业内过半企业严重亏损的格局。繁荣顶部，拐点附近，[短期故事的相似性令人警惕，而行业长期的结果则更值得深思。尤其从焦煤而言，长期的困境并非市场自身不可避免的周期](#)，而是人为干预的结果，人为干预在制造了短期的繁荣后，让整个焦煤产业，整个山西，在更长的时期内饱尝苦果。值得政策制定者们警惕。

长时间的高价格高盈利，刺激了对新产能的投资。虽然国内对资源和项目许可都进行了行政管制，新建产能受到控制，但投资热潮在蒙古国，澳大利亚，加南大，俄罗斯，美国兴起，大量炼焦煤项目开工。高价格和高盈利也推升了国内资源整合的成本，前期山西停产待收购小煤矿的要价大幅上升，作为收购主体的国企，从银行大量融资，资产负债率大幅上升。

其后的结果是，海外焦煤产量持续上升，进口炼焦煤大量进入中国，过多的新增供应加之后续阶段性的经济走弱，焦煤开始了多年的持续下跌，直到全行业深度亏损。而当新一轮周期再起，焦煤价格重新大幅上涨后，进口焦煤的市场份额已经大幅上升，从 2008 年之前的 0% 左右上升到 2013 年的 20% 左右。跨越周期来看，海外焦煤行业享受了山西资源整合的好处，实现了市场份额的扩大。[而中国尤其山西的焦煤产业，承担了资源整合的成本，牺牲了市场份额，却陷入高负债高成本持续亏损的境地。](#)

行政化的去产能并没有以市场竞争力为标准，很大程度只是一种分省的数量摊派，因此，[整个行业的平均成本没有降低](#)。另外，间歇式的行政停产，例如重大会议期间的停产，冬季取暖季的停产，也显著加重了企业负担。而此刻，在高利润的背景下，钢铁生产许可，或者说产能配额的价格已经大幅上升。年产 50 万吨电炉的许可证，价格已经过亿。存量企业并购扩张的成本，如当年的煤炭行业一样大幅上升。

另一方面，高利润的刺激了国外产能复产新建。今年 1-5 月，中国以外的全球粗钢产量上升了 5%，而中国的钢铁净出口下降 1/3，中国的市场份额已经在下降。[由于全球粗钢产能利用率只有 72%，存量产能的复产仍有较大空间，这一趋势仍旧持续。而从更长期的角度，新投产产能降对整个行业带来压力](#)。事实上，国内一些民营钢铁企业，已经在考虑甚至在行动，在东南亚国家投资建设短流程电炉钢厂。

总结一下：[当前以钢铁为代表的供给侧改革，长期将提高中国相关产业的平均成本，损害国际竞争力，或将使整个行业陷入长期熊市和长期困境](#)。行政性的

供给干预已经提高中国钢铁产业的平均成本，降低了产业总体的国际竞争力。参考当年焦煤行业的发展过程，异常的高利润后续还将刺激大量海外产能新建和复产，使得中国钢铁产业在全球的市场份额在长周期下降，并将使全球整个行业从某一时点后转入长期熊市。

热轧卷板下半年展望：四季度将成黑色系最强势品种

【开利综合报道】前期成材端价格的上涨，主要是由于宏观因素的改善和基本面的超预期表现背景之下对之前三季度往后需求上悲观预期的修正。全国钢材库存出现累积，虽然说一次单周数据的变化不能代表螺纹供需矛盾的解决，但是，[大幅减仓回调也代表了市场资金谨慎的态度，回到对市场重新评估的一个过程。](#)

从统计局最新公布的数据上来看二季度 GDP 依然保持一季度的增速水平，同比增速为 6.9% 并处在较高水平，相对今年 6.5% 的保增长目标表现远超预期。市场逆回购利率依然平稳运行，央行对市场持续注入适当流动性，银行安稳度过 MPA 年中考核。[外汇占款逐渐上升，资管新规政策的影响，未来货币政策主要以稳为主，但是由于监管压力依然存在，利率中枢依然难以有较大的下行空间。](#)从工业增加值来看，6 月工业增加值为 7.6%，发电量增速小幅回升至 5.2%，用电量增速大幅回升至 5.39%；从需求看，6 月单月进口、社会消费和出口也在 6 月份得到了明显的改善。

上述结论表明二季度中国经济的实际表现情况远好于我们此前的悲观预期，上半年中国经济的强劲表现主要应归功于内需。一方面来看，6 月份商品房销售增速依然保持两位数增长，累计增速为 21.5%，基于去年高基数原因的影响，商品房销售依然保持相对高位平稳运行；另一方面，上半年制造业投资增速保持低位，基建投资同比去年增速缓慢走低。因而地产仍是经济的中流砥柱，由于棚改货币化政策以及一二线房地产投机资金倒逼，[资金主动流入三四线城市迹象明显，因而由于三四线市场超预期表现，全国总体房地产市场表现平稳，三四线城市在上半年在成交量和价格上开始了补涨的需求。](#)

钢厂粗钢产量高位运行，热轧卷板库存面临季节性下行，总体库存和产量三季度有望迎来拐点。从发布的同口径统计数据上来看，全国粗钢产量维持高位运行，吨钢利润迭创新高，主要在供给侧改革政策下目前钢厂开工率维持在 84.62% 的高位，虽然仍有部分上升空间，但上升空间已经不大。剔除环保因素影响全国粗钢产量日均在 230-235 万吨/日之间平稳运行。从全国钢材总体库存变化节奏来看，库存数据连续下降，[在目前高产能利用率的情况下库存仍然得不到有效累积，说明目前整体粗钢市场仍然呈现出供需紧平衡的局面](#)，前期市场预估的电弧炉所增产能上马进度远不及市场预期，导致钢厂铁水资源较为紧张，造成整体钢材偏强运行并以持续上涨的价格来抑制下游消费，从而避免导致供应缺口的继续扩大。

热轧和冷轧库存同比上月下降 18% 左右，通过历史数据统计，仍然将继续处于中期下降周期之中，并有望在三季度结束之后迎来一波补库存周期；从热轧与冷轧的周产量来看，总体也是在淡季处于产量的下降周期之中。但是由于钢厂铁

水的有限性，生产企业对于品种的利润较为敏感，一般根据成材品种利润来对铁水流向进行主动转化。目前来看，钢厂对高利润的建材利润特别是螺纹钢仍然情有独钟，总体倾向于选择生产螺纹成材，或者生产轧制螺纹所用的普方坯来投放市场。所以，在未来的一到两个月时间内，总体卷板的库存依然得不到有效累积，并有望在三季度结束之后下游的消费旺季进去有效补库周期，可能会由于资源紧张，导致补库周期适当提前。

汽车行业在下半年有望表现强劲，白家电继续强劲运行，船舶制造业新接订单持续上升，集装箱需求有提升空间。汽车 6 月份产量累积同比增速为 6.3%，按照以往历史统计数据的汽车产量周期来看，下半年产量较上半年会有一个较大的提升，并在十一月份左右到达全年峰值。目前来看汽车整体仍然处于去库存周期，三季度之前主要以去库存为主。

经过调研了解，各个随着汽车行业竞争力加大，各个品牌对市场份额的争夺较为激烈，目前主机厂商表现较好的主要以德系日系合资为主，其余表现一般，在当前市场下主机厂商一般“以销定产”保持原料低库存运行，原料方面采取随用随采策略。三季度末尾开始进入汽车销售旺季，会形成主机厂对原材料的集中采购造成卷板市场资源进一步紧张，全国卷板低库存导致价格弹性加大，大概率会导致原材料价格上涨。

从白家电行业来看，白家电行业指数持续徘徊在高位，白色家电行业指数对于热轧卷板呈现出领先走势，领先周期大概为一个月左右。白家电行业指数持续处于高位，而且，从近期白家电中的空调销售数据来看，今年销售数据较往年同期有一个较大的提升。有望在之后的一个月，也就是在八月份迎来一波补库存周期。

从船舶制造业来看，手持船舶订单量逐渐加紧完成，但是新接船舶订单在持续半年低迷期之后迎来拐点，符合之前所判断的“由于船运企业运力资源较为紧张，行业较为景气，在修复负债表之后有进一步对增加运力进行投入的可能”，从目前 BDI 数据来看，剔除季节性因素今年上半年以来，整体海运指数较去年有一个较大的提升，这也在全国沿海主要港口集装箱吞吐量的变化情况上得到了相互印证。全国主要港口集装箱吞吐量持续突破历史新高，这同时伴随着船舶制造业订单完成量的增加也有效带动了金属集装箱的持续性需求。

综合来看：总体宏观环境以及预期较为前期的偏紧状态有所改善。在供给侧改革以及十九大会议即将召开的政治背景下，钢厂新上电弧炉产能大概率不及预期，供应端在中期内变化已然不大，叠加下半年采暖季 26+2 城市的环保限产 50% 产量的政策未来供应降进一步偏紧。中短期来看钢厂铁水资源较为紧张，作为钢厂更倾向于将资源流向利润更大的棒线材产线，而造成卷板资源逐渐紧张。目前整体钢材品种库存持续下降，其中螺纹与热卷下降幅度较大。而在未来需求上，四季度下代表制造业的热卷需求有望领先于代表建筑行业的棒线材。

综上所述，四季度热卷大概率会成为钢材行业最为强势的品种，1801 合约卷螺差会有很好的表现。从技术面短期来看总体黑色板块有回调需求，中长期依

然看涨 HC1801，在对应 HC1710 合约 3470 的价格附近建仓 HC1801 具备一定的安全边际。

【热点聚焦】

“罢工潮”来袭铜价有望继续走高

【开利综合报道】在全球经济出现明显向好迹象以及美元不断走弱的背景下，全球基本金属呈现普涨格局。上周伦铜更是一度突破 6000 美元关口，创近 3 个月以来新高。分析人士表示，[本轮铜价上行的直接原因或是由于风险事件推动，而随着罢工等因素的继续发酵，短期铜价有望继续走高。](#)

从近期不断出炉的经济数据看，全球经济出现向好迹象的信号越来越强烈，市场情绪也在逐渐转好。从全球第一和第二大经济体美国和中国来看，两国的数据也分别显示出制造业仍维持在扩张区间。中国公布的数据更是全面超出预期，特别是上半年 GDP 出现超预期的 6.9% 增速，说明中国经济稳中向好态势更趋明显。这些“靓丽”经济数据也进一步巩固了全球经济回暖态势，全球铜市的供需也在这一背景下出现改善。同时，[作为占全球铜需求“半壁江山”的中国经济数据出现向好迹象，也为铜价在中长期提供了支撑。](#)

分析人士指出，虽然基本面向好为铜市上行提供了支撑，但本轮上涨的背后或与全球范围内铜矿罢工的持续发酵有着较为直接的联系。倍特期货认为，相比基本面，本轮铜价的上行受资金面和市场情绪的影响更大。

年初至今，全球范围内铜矿罢工事件“此起彼伏”，铜矿供应也屡受影响。从稍早的智利 Escondida 矿罢工及随后全球最大铜矿 Grasberg 停产，罢工事件使得全球铜价受到提振，为本轮上涨提供了最初的炒作空间。然而“一波未平，一波又起”，就在上述两矿罢工有望解决。[“越来越多南美铜矿掀起‘罢工潮’，虽料不会对全球铜供应产生实质影响，但其对铜市情绪方面的扰动无疑将是巨大的。](#)因为市场本身就在一直重复上演着‘买预期，卖事实’的戏码。”有期货分析人士表示。

上周铜价的上涨打破了近半年来铜价略显“纠结”的走势。LME 铜价方面，今年的低点和高点也分别位于 5462 美元和 6204 美元。而经过连日反弹，[当前 LME 铜价已位于 6000 美元左右的“关键位置”](#)；一方面，前期高点已“遥遥在望”，如能一鼓作气突破前高，不仅能巩固当前升势，铜价也有望高看一线。另一方面，由于本轮升势背后的情绪因素作用较大，基本面的支撑作用较为有限。因此，若未能站稳 6000 美元关口将很有可能出现回调。

当前，机构间对铜价后市主流的判断是短期内仍将保持上行。中金公司认为，从当前 LME 铜和 SHFE 铜库存情况来看，二者呈现持续下降态势，其中 LME 铜库存下降 1775 吨，而 SHFE 铜库存下降 1233 吨，上述数据表明当前铜的需求总体上较为稳健。因此，当前决定的主要因素是供给方面。而根据当前供给端的实际状况来看，认为铜价继续上涨的概率较大。倍特期货也认为，[当前铜市暂时没有看空气氛，在基本面处于大区间的结构中，铜市的反弹可能还将延续一段时间。](#)

不确定性增加 铝价宽幅运行

【开利综合报道】自新疆昌吉州对违规产能停止新建进程以后，铝行业供给侧改革正式“打响”。改革伊始，市场参考去年黑色与煤炭的供给侧效果，对铝价产生较为乐观的预期，但自二季度以来，市场对于铝价的预期逐渐修正，不再盲目乐观。中短期铝价将维持区间振荡格局，核心运行区域在 13000—15000 元/吨。但是伴随着各生产要素和环保成本的提升，铝价长期重心或上移。与此同时，[由于供应的投放依赖政策的决定，因而在供应不能及时匹配消费时，铝价或出现极端行情。](#)

对 2017 年下半年及 2018 年的境内铝市平衡进行匡算，通过供给侧改革，并不会对铝市造成立竿见影的短缺。自 6 月开始，预计供给侧将会削减 255 万吨/年的产能。与此同时，2017 年下半年至 2018 年，国内存在 350 万吨/年的产能可以投放。通过对该部分产能达产时间的匡算，实际上，2017 年年内并不会出现明显短缺，只在四季度叠加采暖季减产时会出现当期平衡。最后，[按照 2018 年消费 8% 的累计增速，2018 年全年短缺 38 万吨，短缺的主要原因也是由于采暖季的叠加施行。](#)

对此，值得一提的是，采暖季的最终目的在于控制企业污染排放，以求在燃煤高峰期保障京津地区空气质量。由于山东地区本身在采暖季之前已经削减运行产能，因而采暖季实际带来的减量，有可能比预计的要少，尤其是在今年四季度、明年一季度的实际平衡结果有可能比匡算的要更为过剩。

最终，从平衡结果来看，[2017 年下半年，国内仍旧是过剩状态，且未来一年国内电解铝都不会出现深度短缺状态：](#)一方面，未来存在短缺的预期；另一方面，现实情况中的高库存与中期的持续过剩叠加，因而铝价中期将维持区间整理。长远来看，假设未来供应增量的调节不再依赖价格(利润)，而是依赖行政发放指标，当供应自身调节跟不上消费变化的时候，将造成铝价宽幅波动。

上文所得到的结论是假设 350 万吨新合规产能有利润如期达产，假设这部分产能的利润不够，即使有先天的合规优势，这部分产能也不能如期投放，在这样的假设下，[铝市场库存会出现短缺的可能，因而对这部分成本的考虑，即是对铝价下方支撑的考虑。](#)目前现货市场，接近 100% 的运行产能处于现金盈利的状态，但考虑到 2017—2018 年存在 350 万吨的合法合规产能即将投放，需要对这部分产能的成本进行了解。

从现有产能分布情况来看，甘肃、云南、广西、云南等地均为相对高成本地区，以目前生产要素计算，现金成本约分布在 13000 元/吨附近。由于这部分成本产能的投放与否，将改变国内铝平衡结果，因而这部分产能的成本决定了未来运行产能的成本下限，因而将 13000 元/吨看作是铝价运行的相对支撑位。

最终，从平衡结果和指标产能成本来看，中短期内铝价将维持区间振荡格局，核心运行区域在 13000—15000 元/吨。但是伴随着预焙阳极等铝辅料价格的提升，加上环保支出的提升，[铝价长期重心将上移。值得注意的是，由于供应的投放依赖政策的决定，因而在供应不能及时匹配消费时，铝价或出现极端行情。](#)

沪锌近强远弱格局将现 把握买近卖远套利机会

【开利综合报道】当沪锌 1706 合约现货月合约时，锌现货对沪锌期货，以及沪锌期货近月合约对远月合约的升水均出现大幅上涨，同时 1706 合约持仓量明显高于以往的现货月合约持仓量。

目前沪锌跨期价差已回归至合理区间，预计在锌锭供应逐渐回升的逻辑主导下，沪锌近强远弱格局将再度显现：其一，3 月底至 5 月国内冶炼企业集中检修，推动了锌锭加速去库存，社会库存降至较低水平。其二，前期进口锌锭对国内市场补充不足。其三，随着 5 月河北、天津等地环保督查的结束，下游镀锌行业开工率环比上升，补库性需求增加。与此同时，部分贸易商囤货控售，并在期货市场进行买近卖远操作，对沪锌期货的近强远弱格局起到了推波助澜作用。

随着沪锌期货现货月合约转为 1707 合约，锌现货对沪锌期货的升水幅度逐渐收窄，沪锌期货 BACK 结构也明显缓和。主要原因为：其一，5 月国内冶炼企业集中检修结束后，6、7 月整体冶炼开工提升至相对高位，加上锌进口盈利窗口一度打开，6、7 月锌锭进口量环比 5 月有进一步的提升。其二，7 月处于消费淡季，下游采购跟进力度乏力，畏高情绪明显。因此，尽管整体锌锭库存仍处于相对低位，但贸易商并未复制沪锌 1706 合约交割前的操作行为，此阶段锌现货市场也呈现紧而不缺的态势。

从下半年供需格局来看，国内锌锭供应缺口将趋于收窄，并有望转为供需平衡态势。从国内锌锭供应端看，一方面，随着国内锌矿新增产能的释放以及国外矿山的复产，锌矿原料保障度将进一步提升，同时锌矿加工费将维持上涨趋势，这对于下半年冶炼企业高开工形成支撑；另一方面，国内冶炼企业在上半年集中检修后，在锌矿保障度进一步上升的基础上，预计下半年主动性大规模检修的可能性较小。因此，下半年锌锭供应回升趋势较为明确。

从需求端来看，尽管 6 月国内宏观经济表现超出预期，显示出国内经济增长韧性较强，但随着新增信贷增长的下滑，预计下半年国内经济环比将温和放缓。同时，下半年国内基建投资继续扩张的空间较为有限，房地产销售面临同比基数提高的约束。因此，下半年国内锌市场初端消费和终端消费增速均面临逐步放缓的压力。

从沪锌期货合约间价格来看，6 月中旬以来，沪锌期货 BACK 结构大幅放缓后，沪锌期现价差和沪锌跨期价差已回归合理区间。基于前文判断，预计短期该价差将逐渐扩大。操作上，建议近期把握买沪锌 1710 卖沪锌 1712 的跨期操作，价差止损参考位为 60 元/吨。

综上所述，一方面，从未来一两个月来看，国内锌锭库存仍将维持于相对低位，因此，短期偏低的库存水平，对于沪锌近月合约仍形成一定支撑。另一方面，由于未来锌矿和锌锭供应回升的确定性高，加上下半年消费增速或稳中放缓，中长期来看，锌锭库存将逐步累积，从而打压沪锌远月价格。

【股指期货】

A 股市场面临 3300 点套牢区考验 赚钱效应收缩

【开利综合报道】近期，周期股、金融股和白马股形成轮动格局，共同特征就是低估值和景气看好。目前，沪指面临前期 3300 点下方的密集套牢盘，量能不足以支撑进攻格局，大多数个股赚钱效应明显萎缩。业内人士预计，[A 股前期持续上涨格局料转为震荡格局，期间投资者应坚守低估值、滞涨、绩优板块，短线回调之后或有低吸机会。](#)

行业板块方面明显涨少跌多，原本的周期股领跌格局在尾盘发生了改变，“中字头”集中的建筑板块依然处于领跌位置。周期股午后跳水和尾盘收红，显示出周期股的韧性较强，不过，[周期股近期上攻动力明显减弱，对指数上行形成压力。](#)不少周期性个股和板块虽然在周一延续反弹新高秀，但是却收出了长上影线，显示出继续上行压力较大。

申万宏源证券首席策略分析师王胜指出，当前，[周期股已经反映了三种乐观预期：](#)一是周期龙头蓝筹化，二是业绩维持高位和低估值，三是经济数据边际超预期。如果继续买入强周期，本质上是博弈牛市思维扩散，受众有限。

市场人士指出，前期支撑周期股的是半年报因素和涨价因素，当前半年报因素正在逐步兑现。从往年的经历来看，中报行情是早期利好较多，8 月上半月是半年报集中披露期，属于中后期利好兑现时期，而股价已经炒上去了，偏空的业绩消息也逐步曝出，因而迎来调整压力。[参与周期股的主要是中短线资金，由于前期涨幅较高，如果预期扭转、获利回吐，会对大盘形成较大压力。](#)

分析人士指出，指数虽然收出“四连阳”并且屡创新高，但是其成交量明显下降，无量上涨不利于指数的进一步上攻。从沪指周 K 线上看，指数收出长长的下影线红色 K 线，并且周线五连阳，[中线看指数的上行趋势良好，但是毕竟指数将挑战最近两年来构筑的套牢区，资金恐高情绪较为明显，短线或将迎来震荡调整。](#)

尽管创业板已经连续回调，并且将首次出现估值低于纳斯达克的状况，但是当前市场风格仍然是以低估值、景气向好的板块为主。周期股的韧性，也体现出资金风险偏好降低的情况下，对低估值板块仍旧青睐有加。[近期市场除了围绕周期股展开炒作，就是白马股、电力股、交运股等板块，整体以稳健的防御品种为主，说明资金风险偏好降低，采取了非常保守的方式。](#)

自 5 月中旬开始，行情热点开始从“漂亮 50”向广义龙头扩散，包括 MSCI 纳入标的、QFII 重仓股、各行业龙头等强势股均有所演绎。“扩散”、“补涨”、“二线龙头”早已不是新思路。[而低估值的金融和地产，近期兑现了明显涨幅，相对较高的性价比也快速修正；叠加周期股的快速上涨，乐观预期也已部分被透支。](#)

王胜指出，“A 股资产荒”正愈演愈烈。在经济领先指标仍指示经济回落，更乐观的预期难以形成；金融去杠杆推进方向确定，金融体系摩擦增加，利率只能缓慢下行；预计中小创外延业绩 2017 年见到高点，2018 年-2020 年将逐年减少，而商誉减值压力可能在 2017 年和 2018 年延续上行的情况下，风格系统性切

换难的情况下，[A股市场维持窄幅震荡是大概率事件。目前市场接近震荡区间上轨，需警惕赚钱效应小周期收缩在即。](#)

近期，周期龙头、大金融、消费白马呈现出轮动格局，共同特征就是低估值、业绩稳定。[短线来看，经过连续攀升之后，这些板块均难以大幅上涨](#)，短线回调之后，仍需关注低估值板块的低吸机会。赚钱效应收缩过程中，贵州茅台迭创历史新高，工商银行创反弹新高。分析人士指出，这些个股共同的特征就是估值比较低、未来增长有预期。而银行股对指数的贡献突出，由此促使大盘维系强势格局。目前，价值投资越来越深入人心，“消费+金融”缔造的龙马行情不会改变，但是大幅快速上涨难以出现，周期股低估值的情况下，如果增长预期仍在则值得低吸。

当前，王胜建议退守“漂亮 50”。他表示，[赚钱效应收缩的过程，就是市场主线回归“漂亮 50”的过程。赚钱效应小周期收缩，只有持有核心资产才能抵抗波动。](#)业绩确定性最强、估值切换预期最稳定、近期又有所休整的“漂亮 50”资产依然是定海神针。推荐绝对估值低的金融（保险>银行>券商）、地产和建筑，这些行业的防御价值同样值得重视。

天风证券首席策略分析师徐彪认为，纵观蓝筹和上证 50 板块，建筑和券商品种依旧滞涨；风格上来说，在对经济数据预期修复之后，周期股的上行空间已经有限，成长股业绩连续爆发业绩地雷，也难以参与，因此，[建议增加滞涨建筑和券商股的配置。从基金中报来看，建筑和券商均属于低配较多的行业，存在提升配置比例的空间。](#)

二线蓝筹存补涨预期 股指慢牛行情再开启

【开利综合报道】近期市场风格分化明显，上证 50 和沪深 300 指数连续两个多月单边上涨，突破一年来的箱体，然而中证 500 指数始终在低位弱势振荡，创业板更是创下 2015 年以来的新低。[权重股的上涨基本奠定了 A 股上升格局，随着上市公司中报陆续披露，市场风向将转向二线蓝筹，建议重点关注沪深 300 指数期货 IF 合约。](#)

如果用一句话概况今年 A 股市场的特征，那就是价值投资的再次回归。总结原因如下：第一，金融监管环境整体趋严，题材炒作受到极大遏制。今年证监会和交易所重拳整治市场乱象，处罚了多起操纵市场案例，大量公司被立案调查，控盘坐庄讲故事的模式已难以生存。第二，市场氛围整体较弱，资金寻求安全边际。近两年中国宏观经济处于筑底阶段，股市不存在太大的趋势性机会，市场多是存量博弈为主，中小盘股流动性普遍不佳，绩差股一旦遇到突发利空可能出现踩踏式大跌，资金抱团绩优股就不难理解。第三，近几年 A 股 IPO 扩容加速，壳资源价值大幅下跌。2016 年 A 股 IPO 总数为 248 家，而 2017 年上半年已经达到 246 宗，接近去年全年的量，A 股上市公司总数突破 3300 家，加之并购重组新规的影响，小盘股的壳资源溢价受到极大挑战。

上半年漂亮 50 一枝独秀的上升行情，很大程度上是因为其业绩的确定性，中小盘股信息透明度低，业绩不确定性较大。[随着 7—8 月中报集中披露，部分](#)

[二线蓝筹或迎来价值重估机会](#)。一方面，部分行业出现业绩拐点，企业盈利超预期。得益于供给侧改革和环保整顿，化工、钢铁、煤炭、水泥、造纸等传统行业利润爆发式增长，频频超出市场预期，一些公司一跃从绩差股变成动态市盈率低于 10 倍的绩优股，晨鸣纸业、八一钢铁、方大碳素、沧州大化等不胜枚举。

另一方面，漂亮 50 树立了估值标杆，二线蓝筹估值水平必将向其靠拢。以漂亮 50 为代表的一线蓝筹已经处于明显的上升趋势，从政策、资金等多个方面考虑，短期不存在大幅下跌的风险。从最新披露的部分上市业绩情况来看，部分二线蓝筹的预期市盈率水平低于一线标杆，而通常意义上讲，[二三线公司由于体量小，成长空间和增长速度更快，存在很明显的低估](#)。

前期市场风格比较鲜明，上证 50 和中证 500 经常出现背离走势，但后期走势或将逐渐趋同，至少分化态势将得到缓解。今年创业板熊冠市场，很多投资者把中证 500 当做创业板指数的替代，其实是存在很大误区的。分析中证 500 成分股可以发现，它既不能等同于创业板，从严格意义上说也不是一个小盘股指数。根据最新数据，中证 500 成分股中有 234 家来自沪市主板，96 家来自深主板，134 家来自中小板，只有 36 家来自创业板公司，从市值分布来看，七成以上的成分股市值高于 100 亿元，而这个数字在全部 A 股中处于前 1/3 位置，所以中证 500 实际上是一个中盘股指数。过去创业板和中小板、深成指的走势接近，而近期创业板明显脱离其他指数进入单边下跌走势，未来中证 500 和创业板的相关性将减弱。

综合来看，偏重价值是 A 股今年也是未来一段时间的主基调，目前主要权重指数已经确立上涨趋势，慢牛行情将继续演绎。从风格上分析，[在一线蓝筹已经树立标杆的情况下，二线蓝筹或存在补涨机会，从而股指期货三大合约的分化情况预期将得到改善](#)。操作上，相对更看好 IF 合约，建议沿趋势线入场做多。

【市场要闻】

OPEC 会议遗留隐患 后市请警惕这些“冷枪”炸响

【开利综合报道】OPEC 会议为油市带来了诸多利好，油价应声上涨。但是实际上，这次会议并没有解决豁免国的增产问题；俄罗斯也一直是减产协议的隐忧；在影响力下降的情况下，沙特对此也无能为力，未来油市尚不知何去何从。对原油多头而言，乐观言论似乎仍未在市场散去。沙特油长法利赫与俄罗斯能源部长诺瓦克有关支持延长减产的联手表态，正驱散自上月起笼罩在油市上空的阴霾。

或者受到上月原油试探 42 美元低位的“惊吓”，本次欧佩克临时会议可谓是“高规格高质量”。作为减产监督例会，这次会议不但官宣了减产执行率接近 100%，更透露了各产油国在“如有需要将延长减产协议至明年 3 月”的共识。尤其是作为欧佩克领头成员，沙特带头正视了减产豁免成员国“尼日利亚与利比亚”增产过快的现象，提议进行监督。同一时间，[非欧佩克成员、主办方俄罗斯也对沙特方面表态予以高度配合与支持——油市恢复供需平衡的乐观情绪正在蔓延](#)。

但产油国就这样可以高枕无忧了么？结合数据分析，欧佩克实施减产，其产量却在 5、6 月接连录得上升，原油出口更一举超越去年同期水平。加上油价仍处于去年 12 月 2 日宣布减产前的价格水平，欧佩克意图通过减产达到“控量抬价”的目的依然没有任何成功迹象。另一方面，亚洲多国的进口数据也显示美国页岩油正逐步蚕食欧佩克的市场份额。或者原油投资者需要冷静盘点，这次看似乐观的产油国临时会议当中，到底藏有几分凶险。

沙特或许无力回天

在 OPEC 成员中，沙特是全球最大产油国，而其财政收入大部分依靠原油出口，再加上国有石油公司沙特阿美上市前继续改善财务状况，该国对油价上涨有着最迫切的需求。沙特在一系列保油价活动中表现最为积极，试图以其传统的油市霸主地位引导市场走向。这次会议上，沙特也再度表示将加大减产力度，并在 8 月继续降低出口。

事与愿违的是，[美国页岩油的崛起已经动摇了沙特的霸主地位。在 OPEC 减产协议实施后，美国国内原油产量已经逐渐和沙特持平。](#)而随着减产活动的持续，其市场份额也在不断丧失。以全球最大的原油进口国——中国为例，在 2016 年以前，沙特一直是中国最大的原油进口国，然而在这之后，占据这一宝座的成了减产份额更低的俄罗斯。而他们的死敌美国，今年前 5 个月对华原油出口增长至去年的 10 倍。产量和份额的萎缩，使沙特在油市中的话语权越来越弱。其承诺的减产以及降低出口对市场的影响能持续多久，仍是未知之数。

俄罗斯仍是减产隐忧

俄罗斯作为最大的非 OPEC 减产国，同样发表了豪言壮语，要求未来所有成员国的减产执行率达到 100%。但是从过去的表现来看，他们反而是最喜欢出尔反尔的那个，根本没资格这么说。

在自 1998 年以来的 4 次减产协议中，俄罗斯仅在 1998 年的两次中出现实际减产，而在 99 年以及 2002 年的两次中出现实际的大幅增产。在本轮减产中，先是迟迟不表态支持延长减产，之后又分别拒绝进一步减产，以及暗示可能在中途退出减产。[归根结底，俄罗斯从来就没有减产的协议，一旦有利可图，它将会毫不犹豫地退出协议，搭 OPEC 的便车。](#)

中东地缘危机成最后救星

OPEC 容忍豁免国增产，市场能容忍吗？在本次会议上，各国对减产豁免国尼日利亚和利比亚的增产问题进行了讨论，但是最终没有限制两国产量。而尼日利亚和利比亚目标产量为 180 万桶/日和 125 万桶/日，加起来比现在多出 45 万桶/日。这意味着两国今年恢复生产之后，增产总量将达到 185 万桶/日，已经超出了 OPEC 和非 OPEC 国家的减产总额。大会成员国表示可以接受尼日利亚的产量而对利比亚不予置评，但是不知道市场是否能接受这个结果。

作为补救方案，[相关各国提出未来将会监控尼日利亚和利比亚的原油产量，同时监控各产油国的原油以及原油制品出口，改变现行的各自上报产量的制度。](#)如果未来减产执行力度不够，那么其将采取额外的措施。值得注意的是，这一措

施可能包括将减产时间延长至 2018 年 3 月份之后，因为俄罗斯和沙特都提及了这一点。

6 月初的海湾国家外交危机持续至今，仍未得到很好的解决。虽然卡塔尔在国际政治和全球油市中都是小国，但是地区大国伊朗和土耳其都在为其站台，如果危机加剧，不能排除引发地缘冲突的可能。此外，以色列的一系列行动更加剧了地区的紧张情绪。本月 14 日，以色列因两名警察被枪击，在圣殿山入口处加装金属安检门和摄像头，引起包括巴勒斯坦穆斯林群体的强烈不满，后续冲突导致逾 500 人伤亡。巴勒斯坦总统阿巴斯宣布停止与以色列政府在各个级别的联系。而在 23 日，以色列驻约旦使馆内发生一起枪击事件，造成两名约旦人死亡，一名以色列使馆职员受伤，事后以色列撤回了驻约旦大使馆全体人员。

中东地区是全球最重要的产油区之一，也是著名的“世界火药桶”，该地区任何地缘政治关系紧张都可能直接冲击到原油生产领域，从而引发油市波动。[如果在今年 11 月欧佩克大会召开前，卡塔尔、以色列局势仍未有缓和甚至进一步升级，或将是油市除却减产外的另一番意外刺激。](#)

原油下半年有机会上涨 但空间不大

【开利综合报道】国际油价自 6 月底跌破 45 美元/桶的低位后出现两波小反弹，不过反弹力度不大，[两次都在 50 美元/桶位置遭遇强压回落，表明市场对下半年油市的信心依然不足，主要对供应潜在的增长仍然较为担忧。](#)

事实上，欧佩克（OPEC）自减产政策实施以来执行情况是较好的。不过，二季度 OPEC 克的产量有小幅增长之势。OPEC 最新月报数据显示，6 月份整体产量较 5 月份增长 40 万桶/天至 3261 万桶/天，超过该组织限产上线的 3250 万桶/天水平，主要增产来自不受限产制约的利比亚和尼日利亚这两个国家以及沙特、安哥拉和伊拉克。所以，市场有理由担忧下半年 OPEC 是否还能保持上半年较高的减产执行率。

美国原油产量增加也导致 OPEC 减产努力成果大打折扣。美国原油产量较 2016 年中已增加了近 12%至 940 万桶/天。不过，美国能源情报署（EIA）最新月报下调了 2018 年美国的原油产量。该机构预测，[2018 年美国原油产量 990 万桶/天，增幅 57 万桶/天；而该机构 6 月预测 2018 年原油日产量将突破 1000 万桶，同比增长 67 万桶/天。](#)贝克休斯数据显示，美国二叠纪盆地近两个月以来钻机数增速大幅放缓，表明在目前油价水平下，美国页岩油大幅增产的预期过于乐观。因为，二叠纪是美国页岩油 7 大产区中盈亏平衡点最低、开采成本最低的优质油气资源区。

此外，全球原油库存下降的趋势也正在确立。OPEC 月报数据显示，经合组织（OECD）商业库存今年以来持续下降，尽管降幅缓慢，5 月库存环比降 1290 万桶至 30 亿桶。同时，美国商业原油库存目前已经降至 5 亿桶之内，尽管也是降幅缓慢。从欧佩克和 EIA 两个机构的预测来看，[2018 年原油整体需求增长略大于供应增长，虽然欧佩克减产大部分被美国等增产所抵消，不过供需会更趋于平衡，库存降幅的快慢或将主导油价。](#)

总体来看，美国原油产量中长期仍将压制油价的涨幅，如果 OPEC 在 2018 年一季度之后退出减产协议转而增产，油市将再起动荡。不过，[短期来看，只要欧佩克能够继续较好的执行减产协议，下半年供需情况仍将会好转。预计国际油价下半年仍有机会上行，虽然上涨的空间不会太大。](#)因此，在目前油价水平下，仍可继续保持多头思维。

【市场观点】

黄金价格有望继续上行

【开利综合报道】近期以来，黄金多头在基本面和技术面支撑下，高歌猛进。因美元指数持续疲软，作为以美元计价的黄金来说，其受益首当其冲，黄金空头毫无还手之力。美联储将公布政策决议及一系列美国经济数据，这些或将增加市场波动性，投资者需密切关注关键报告，如房屋销售数据、制造业初值、消费者信心指数以及耐用品数据等。

首先，美国方面，美联储将于本周 25 日-26 日召开为期两天的利率决议会议，而结果将在北京时间周四凌晨两点发布。这是美联储今年第五次货币政策会议，美联储在 6 月份选择再次加息之后，市场基本上开始转向聚焦 9 月和 12 月这两个时间点。前者很可能是缩表的时间，而后者很可能是今年最后一次宣布加息的时间。美联储会议不会选择连续加息，那么，市场普遍预计本周美联储会议将宣布其计划于 9 月份开始进行缩表。[由于此前美联储已经基本透露了缩表过程将如何进行，因而这次的利率决议会议并不会放出多少意外信息，这对黄金来说，并不能算得上是什么阻碍。](#)

其次，地缘政治方面，除了美联储会议之后，市场的目光仍然聚焦于美国政坛，上周二特朗普医改方案参议院闯关失败风波尚未平息之际，特朗普“通俄门”事件再次发酵，特朗普似乎又被卷入通俄门的中心。从大趋势上看，“通俄门”事件调查仍在继续，不仅对美元是较为长期的打压，还将使得特朗普税改等财经刺激政策进程缓慢。因此，[本周美元可能会进一步承压下跌，这对黄金来无疑是利好，预计短期内黄金价格将继续走高直至美元指数出现反弹。](#)

最后，供需方面，尽管美元疲软持续为黄金提供利好刺激，但从技术指标上看，黄金的多头动能似乎正受到夏季季节性市场疲软的影响而逐步走弱。由于黄金价格走高，全球第二大黄金消费国印度的黄金需求开始走弱，当地金价出现了 1 美元/盎司左右的贴水，印度的黄金销售商们预计，未来三四周黄金需求都将比较疲软，可能到 8 月下旬才会好转；同时亚洲的需求正在下滑，季节性需求也在减缓；[黄金市场上，无论是期金持仓还是实物需求，当前多头似乎都没有真正占据上风。](#)

综上，环裕金服分析师认为，黄金上周涨势过猛，有可能引发获利盘的回吐。而从消息面来看，尽管短期美元指数触底反弹，对黄金有一定利空影响，但从长期来看，特朗普“通俄门”事件以及医改受阻等因素将拖累美元指数上行，并且市场普遍预计本周美联储料不加息，这对美元的提振有限。因此，[随着特朗普“通](#)

[俄门”事件进一步发酵，黄金价格将进一步走高，同时全球经济风险逼近，市场避险情绪将会升温，长期黄金价格仍旧看涨，投资者可逢低介入。](#)

消费旺季来临 郑糖企稳回升

【开利综合报道】郑糖在下探至 6100 元/吨附近后，出现了短暂反弹，目前在 6150 元/吨附近徘徊振荡。前期内外盘联动下行，导致郑糖积重难返。现货市场受此拖累，报价也出现了下调，且终端备货并不积极，之前传统的夏季囤货需求并没有较好体现，但近期情况有所改观。

近期，美国市场动荡加剧了投资者的不安，美元指数出现下挫，巴西货币雷亚尔被动升值，这是前期原糖暂缓下跌出现调整的重大原因。但从 Unica 公布的数据来看，巴西目前生产状况良好，截至 7 月 1 日，巴西中南部地区蔗料压榨量比往年同期下降 7.81%，但制糖比例高于同期。因为生产原糖的利润高于生产乙醇，产糖量高于同期，达到 1104.6 万吨。巴西目前整体天气较好，降雨适中，有利于甘蔗收榨。但值得注意的是，[越来越低的糖价可能导致蔗农后期改变制糖比例，原油价格逐步攀升或促使糖厂将生产重心转移到乙醇生产上来。](#)

印度方面，预计 2017/2018 榨季，其产糖量将出现新高至 2500 万吨，在满足国内需求后，印度甚至有向国际市场出口上百万吨的原糖。从目前情况来看，2017/2018 榨季无需进口，因此印度政府将原先 40%的进口关税提高到 50%来保证国内市场糖价稳定。此外，欧盟将在新榨季废除原先的生产配额制，2017/2018 榨季原糖生产量将创下新高。总体而言，[原糖反弹之路较为坎坷，巴西制糖比例改变，导致后期原糖生产减少的份额将由其他产糖国的增产来弥补，其上行仍然存在较大压力。](#)

6 月以来，国内糖价一直处于弱势，究其原因在于外盘下跌幅度太大，虽然采取了进口保障措施提高配额外关税到 95%，但进口利润仍然存在。6 月，进口巴西糖配额外成本仅为 4580 元/吨，远低于当时 6000 元/吨以上的现货价格。从进口原糖加工成本构成来计算，国际原糖每提高 1 美分，进口成本增加约 400 元。随着近期外盘价格反弹，目前配额外利润为负值。从 Williams 船报来看，6 月巴西并没有发往中国的待运糖。

从国内糖协发布的数据来看，截至 6 月底，新糖产量为 928.82 万吨，累计销糖量为 603.16 万吨，工业库存量为 325.66 万吨。往年 7—9 月新糖消费量总共在 270 万吨左右，目前的工业库存，若满足接下来 3 个月的消费，则略微偏紧。目前全国进入三伏节气，不少地区出现气温极值，下游相关饮料冷饮的销售情况良好，各生产企业产能开工率较高，食糖采购也出现回温。

目前正值榨季末，可能将出现青黄不接的情况，即新糖还未上市，库存告急。供应短缺的市场格局将支持糖价上行，但短缺的糖将由几部分来补充：国储、进口走私、替代品。国储方面，目前仍没有抛储的消息传出，有传闻说往年直接进国库的 40 万吨古巴糖目前已经交给精炼糖厂分批进入国内市场销售，间接实行了一部分抛储。但是，[国库目前仍然有接近 600 万吨的储备，后期肯定将投放市场，预计将在榨季末实行。](#)替代品方面，F55 和 F42 价格优势仍然明显，也挤占

了一部分食糖消费空间，尤其是在饮料行业，很多企业改变配方来加大果葡糖浆的使用，降低生产成本。

综上所述，目前已到 7 月末，全国各地均出现高温极端天气，冷饮、果汁饮料的消费量较大，下游相关企业开工生产率达到 85% 以上。[后期随着库存量的下降，糖价短期企稳回升的概率较大。](#)

焦炭价格短期已经见顶

【开利综合报道】6 月下旬以来，国内主流地区焦炭现货价格经历了三轮上涨。通过对这波焦炭价格上涨原因以及近期焦炭供需情况等多方面因素进行分析：焦炭现货价格短期已经见顶。

首先，来探讨一下此波焦炭价格反弹回升的原因。[此波焦炭价格反弹回升是在多重微弱利好因素叠加下实现的：一是炼焦煤价格止跌企稳，焦炭成本支撑变强，为焦炭价格反弹回升创造了机会。](#)进入 6 月份之后，受动力煤价格快速回升、龙头焦煤企业公布减产计划等因素影响，国内炼焦煤价格整体止跌企稳。炼焦煤价格止跌企稳意味着彼时已经逼近盈亏平衡点的焦化企业想要获得更多利润，除了提高焦炭价格将别无他途。

[二是面对下游钢厂的高额利润，逼近盈亏平衡点的焦化企业对利润的渴求十分强烈。](#)6 月时，下游钢厂利润动辄都在每吨千元以上，而山西地区部分焦化企业经营利润已经直逼盈亏平衡点，同一产业链的上下游企业，却仿佛存在于两个完全不同的世界。在上游炼焦煤价格短期不在继续下跌的情况下，焦化企业希望通过提价来获取一定利润的渴求十分强烈。

[三是期货市场的拉涨对现货市场氛围的带动功不可没。](#)受动力煤价格止跌回升、炼焦煤价格止跌企稳等因素影响，焦炭 1709 合约在 6 月 6 日最低下探至 1372 元/吨之后经过短暂筑底之后持续回升。一开始是期货走的是贴水修复行情，但是当 6 月 26 日日钢宣布上调焦炭采购价格之后，在现货短期看涨氛围助推下焦炭期价上涨明显加快，直到 7 月上旬后期期货出现升水行情，此后，焦炭现货价格顺势出现了第二轮和第三轮上调。

[四是随着焦炭现货价格回升，钢厂采购积极性有所增加，反过来进一步支撑了焦炭价格。](#)虽然当前钢厂利润丰厚，但买涨不买跌的市场心理同样在钢铁企业身上得到了体现，随着焦炭价格反弹回升，钢厂采购积极性整体提高。最有利的证据便是当前钢厂焦炭库存较 6 月中旬出现小幅回升。

其次，分析一次焦炭现货价格上涨这段时间焦炭供需形势如何。需求和库存的变化可以从整体上反应一段时期商品的供需情况。6 月以来高炉冶金焦实际需求情况。国家统计局数据显示，6 月份，日均粗钢产量 244.1 万吨，创下历史新高；日均生铁产量 205.6 万吨，仅略低于今年 4 月份，位居历史第二高位，较 5 月份增加 6.5 万吨。按照焦比 500kg/t 测算，6 月份高炉冶金焦实际需求量较 5 月份增加 97.5 万吨。中钢协公布的最新数据显示，[7 月上旬重点钢企生铁和粗钢产量虽较 6 月有所回落，但整体仍处于历史相对高位，这意味着冶金焦实际需求量也继续处于历史高位。](#)

各环节焦炭库存变化情况。6月中旬以来，在样本焦化企业库存减少的情况下，中转环节和样本钢厂焦炭库存是增加的，焦企、港口、钢厂整体焦炭库存不仅没有减少反而还略有增加。在6月份以来生铁产量再度回升的情况下，高炉冶金焦供应量也是有所增加的。在需求回升的情况下，因为产量也出现回升，6月份以来冶金焦市场供求实现了基本平衡。

最后，[现货焦炭价格短期已经见顶，理由有以下几点。其一，钢厂采购已经逐步恢复平稳，短期焦炭价格继续抬升的阻力增强](#)。因为近期在焦炭消耗增加的情况下，钢厂焦炭库存不仅没有减少，反而还有所增加，库存维持在了较高水平，钢厂采购心态逐步恢复平稳。这种情况下，焦炭价格若继续抬升无疑会遭遇钢厂更多抵触。

[其二，焦炭价格上涨期间，国内炼焦煤价格并未出现同步上涨，焦炭成本支撑逐步减弱](#)。6月份以来，国内炼焦煤价格只是在止跌企稳后出现小幅回升，上涨幅度远不及焦炭，焦化企业成本支撑减弱。在焦炭供求处于基本平衡的情况下，因为成本支撑的减弱，焦炭价格进一步上升的空间无疑在减小。

[其三，期货已经连续多日高位徘徊，出现见顶迹象](#)。此波上涨的后两轮，焦炭期价的拉动对现货氛围的带动尤其明显。在焦炭现货第三轮上涨之后，期价短期上涨动力已经明显衰竭，7月18日以来，焦炭期价持续处于高位震荡态势。焦炭期价停止上涨，有助于让现货市场恢复冷静。

[其四，焦企利润的恢复有望带动产量进一步回升，导致焦企库存再度积累，这也将是短期制约焦企进一步提价的关键](#)。据了解，因为钢企采购恢复平稳、焦炭产量增加，本周部分焦企库存已经再度出现回升迹象，前期因为种种原因停产的部分焦化企业也在加紧烘炉，希望尽快恢复生产。这意味着，在短期焦炭需求不出现进一步增加的情况下，焦炭市场供需会逐步向宽松转变。综合来看，[在以上多方面因素影响下，如果环保等因素不导致供给出现大幅收缩的话，短期焦炭现货价格应该已经见顶](#)。

【市场动态】

需从宏观角度看待煤炭产能过剩

【开利综合报道】煤炭价格自从2016年初以后经历了一轮快速上涨，之后一直维持在较高位置。近期，由于煤炭供应面趋紧，神华和中煤甚至暂停了现货动力煤的销售，以保证长协合同的执行，这又进一步推高了煤炭价格预期。

煤价的上涨，受影响最大的就是下游的火电企业。此外，煤炭作为基础能源品种，其价格上涨最终也将通过产业链条传导到下游。因此，煤炭价格上涨的原因究竟只是季节性的供应紧张，还是市场需求环境发生的变化，这是诸多市场相关人士共同关心的问题。

应该说，近期煤炭价格维持高位，主要有以下几个方面的原因：去年实施的276天工作日限产制度，极大影响了市场的煤炭供给。276天工作日制度相当于通过行政手段直接将煤炭产能下降了将近20%，对煤炭市场价格形成了有效支

撑。到了 2017 年年初，由于市场需求回暖，[276 天工作日制度虽然已经得到放松，但煤炭企业对于区域市场有一定的市场势力，或许由于煤炭企业已从该制度中尝到了甜头，煤炭企业没有轻易地增产降价。这就造成了一个表面上看起来违背直觉的现象：](#)一方面煤炭价格维持在高位，煤炭生产的利润丰厚；另一方面煤炭“去产能”，煤炭企业似乎有大量的闲置产能而不愿意扩产，导致煤炭供应持续偏紧。

当然，煤炭价格能维持在高位，最主要的支撑在于下游需求的持续回暖。在中国的煤炭消费中，45%用于发电，另外将近 40%用于炼焦、钢铁、化工等工业行业。而 2016 年下半年开始，电力和工业品需求开始出现回升。种种迹象都显示，[能源需求正在复苏，这给煤炭需求和价格带来了基本支撑。](#)此外，煤炭市场上的投机行为，在一定程度上会加快煤炭价格的上涨速度，并造成煤炭价格的波动。即使是短暂的季节性供需偏紧，投机者也会加以利用，并造成较大幅度的市场价格波动。

从中长期上来看，煤炭价格的上涨是否具有可持续性呢？由于能源结构调整和环境治理都针对煤炭，因此答案依然很不确定。首先，从人均能源消费来看，中国还是处于很低的水平。2016 年，中国的人均电力消费量约为 4000 千瓦时，人均能源消费量约 3.1 吨标准煤，均仅相当于美国的三分之一，或是日本、韩国一半的水平。[以目前中国的经济结构，经济增长离不开能源的动力，能源需求还是有增长潜力的。](#)

其次，中国仍处于城市化的发展过程中，城市轨道交通、中西部地区、中小城市、乡镇以及农村的基础设施还有很大的发展空间。如果有政府支持，再形成一个基础设施建设高潮并非不可能。在能源需求较弱的时候，人们往往难以做出乐观的判断。但市场的嗅觉却要比绝大多数人都更为敏锐。而用电量、铁路货运量、企业利润等硬性的指标，也往往能给出更为直接且准确的预判。综合来看，[这轮煤炭价格上涨有短期季节性的原因，但更多的是能源电力需求提升导致的。](#)

决策者可能也需要准备好应对措施。相关的政策建议有以下几点：第一，需要考虑放开对煤炭生产的行政管制。以行政的手段简单地对产能进行控制常常有悖初衷。合理的煤炭产能应该是动态的，需要根据市场的现实情况进行不断调整。考虑到煤炭企业市场势力的存在，以及监管部门无法准确掌握实际的产量情况，行政调控措施应该减少到最低限度，不能简单划定一个产能比例。这样做的好处是市场能够形成一个稳定的预期，以避免出现煤炭价格大起大落。当然，[由于经济增长和能源需求的波动，煤炭需求和价格波动难以避免，但能源供需会有一个自我平衡的过程。](#)

第二，需要从宏观角度来对待煤炭的产能过剩。以中国经济的增长潜力和增长速度，过剩产能的消化速度也可能是很快的。在过去的 20 多年中，煤炭在短期内也曾出现了数次需求增速与经济增长不同步的现象。虽然长期而言煤炭有逐渐被替代的趋势，但在相当长时间内其依然是中国最主要的能源品种，经济增长与煤炭需求依然是正相关关系。经济在处于调整的时候，政府看到需求没有增长，

而大量的产能又不断投产(这些产能大多是基于先前需求的快速增长而规划的),很自然地就会想到要用行政的手段压制产能。但从历史上看,这样做的后果常常会导致短缺:比如 2004 年的电荒。[决策者如果无法掌握市场变化,则应该避免由于政策措施而加剧供需失衡。](#)

第三,由于经济新常态和雾霾治理,中国的经济结构调整和节能减排会加快速度。即使如此,[经济结构调整和能源结构调整还将是一个渐进的过程](#),经济增长与能源电力需求增长会逐渐回到稳定的、比较高的比例。对于煤炭比例短期大幅度下降的预期,可能比较乐观。

动力煤需求依然强劲 现货价格强势上行

【开利综合报道】7 月以来,动力煤现货价格持续强势上行,短期来看,主产区供应紧张形势难以缓解,[需求旺季背景下,期货价格将高位运行。](#)

近期,由于现货价格快速上行,引发政策监控力度加大,国家发改委促进长协合同兑现率提高,神华以及中煤等大型央企纷纷响应,全力保证长协合同执行,暂停现货销售。从进口市场来看,澳洲纽卡斯尔动力煤价格大幅上涨,进口成本抬高,并且二类港口限制煤炭业务开展,海关通关时间延长,进口量受限。

陕西地区煤管票制度依然严格,并且榆林地区特大暴雨来袭,部分煤矿被迫停产抗灾清淤,露天矿复工启动困难。不仅如此,交通中断,不管是汽运还是铁路运输都受到很大影响,天气预报显示,雨水会延续到月底煤矿领煤管票的时间。此外,内蒙古安全检查升级,禁止煤矿夜间作业,山西环保检查依然继续。

持续的高温天气导致电厂发电负荷加大,火电发电快速攀升,截至 7 月 24 日,6 大发电集团日均耗煤 78.80 万吨,按照当前日耗,煤炭库存可用天数为 16 天,部分地区库存告急,刚性需求下,动力煤价格强势上涨。并且,中期天气预报显示,未来 10 天,西北地区东部、黄淮西部,江淮、汉水流域,江南、四川盆地东部及华南北部等地高温天气仍将持续,部分地区日最高气温在 38℃—40℃,局地还将超过历史同期极值。从水电市场来看,三峡水库水头以及入库流量已经有所下降,[水电发电出力将由前期的高位回落,并且,未来一周,长江流域降水量较少,水电发电或力有不逮。](#)

综合来看,[短期供应偏紧仍将对动力煤价格产生支撑。](#)此外,自 2017 年 1 月份交割新规实行以来,动力煤期货交割标准抬升,与现货价格走势更为趋近,2017 年 1 月与 5 月交割结算价格略高于同期现货价格,而截至 7 月 24 日,1709 合约期价贴水扩大至 30 元/吨。因此,在现货价格依旧强势的背景下,动力煤期价将高位运行。

价格创年内新高 铁矿石进口每吨逾 70 美元

【开利综合报道】“疯狂的石头”回来了。上周,铁矿石进口价格突破 70 美元/吨大关,创下年内新高。事实上,铁矿石价格半年来同比大涨了 55%,仅 6 月份就增长了 23.6%。不仅价格持续上涨,铁矿石进口量也大幅增长。继 5 月份进口 9150 万吨,6 月份进口量高位增长,达 9470 万吨,这也是今年第 4 个进口

量超 9000 万吨的月份。据统计，上半年我国铁矿石进口总量约 5.4 亿吨，同比增长 9.3%。照此速度，[全年铁矿石进口量将轻松突破 10 亿吨](#)。

铁矿石量价齐升，让全球三大矿业巨头淡水河谷、必和必拓与力拓笑开颜，普遍加快生产线运行速度。报告显示，二季度淡水河谷铁矿石产量达 9180 万吨，较去年同期增长 5.8%，为历史同期最高水平。火爆的国内钢铁市场，是支撑铁矿石强劲进口的重要因素之一。今年以来，钢材价格震荡走高，市场淡季不淡。各地钢厂生产热情持续高涨，导致铁矿石需求居高不下，刺激了铁矿石进口。

业内人士指出，钢铁市场此轮行情与钢铁业去产能力度加大紧密相关。截至 6 月底，全国钢铁去产能完成了全年目标，作为市场“顽疾”之一的“地条钢”，已按计划全部出清。同时，[随着国内环保政策收紧，地区资源约束进一步加大，使得冶金矿山固定资产投资已连续 37 个月大幅下降，这对铁矿石进口及价格形成了实质性支撑](#)。

值得关注的是，在铁矿石大量进口的同时，我国废钢出口却呈激增态势。受市场出清等因素影响，废钢作为“地条钢”的主要原料之一，其出口加剧短期内有一定合理成分，但更多地暴露出当前国内废钢资源供需上的失衡。

从节能环保角度看，废钢在再利用过程中可大幅减少废水废渣的排放，与采用铁矿石、焦煤的传统工艺生产钢铁相比，具有更大的节能与排放优势。目前，我国废钢使用率尚不及欧美等发达经济体的 1/6，资源再利用市场空间潜力巨大。不仅如此，加大对废钢的资源再利用，总体上还可以减少对海外铁矿石的依赖。因此，有关机构应利用好当前行业好转带来的时间窗口，抓住过剩产能淘汰、废钢资源再利用等关键领域改革时机，为行业转型升级打下坚实基础。

（ 内 部 传 阅 ， 请 勿 外 传 ）



我司非证券投资咨询机构，所有信息产品都是站在第三者立场的行业性中立采编，所有分析判断仅代表一家之言，不作为投资依据，亦不暗示任何投资建议，仅为满足投资者知情权。敬请注册使用“开利财经”网页版 网址：web.huijuzx.com

QQ: 519033021 邮箱: shshibo168@163.net
微信公众号: [kailicaijing](#) 客服微信: [kqjhq2](#)

二维码扫一扫关注

全国统一客户服务电话: 021-56661808