



黑色产业策略周报

2024年8月3日

国联期货研究所

吴剑剑 从业资格证号：F03132084
投资咨询证号：Z0020830



CONTENTS

目录

01

周报思路说明 05

03

策略跟踪及综述 20

02

各品种主要逻辑及观点 9



01

周报思路说明



思路说明

估值

从大宗的分析框架而言，一般来说不外乎估值和驱动两个维度。估值，解决静态的问题，就是一个商品贵不贵。一般而言，贵不贵相对容易解决。对比历史，可以明确的看到，目前这个价格相对于历史而言，是高还是低。对比生产成本，可以了解这个产业目前赚不赚钱，利润高还是低。对比现货，可以了解期货价格是不是高，预期是悲观还是乐观的。对比进口和地区价差，可以了解国内是贵了还是便宜了，国内那个地区高那个地区低，物流走向是怎样的。总而言之，一般来讲有个客观的判断，而且当其非常明确的时候，通常会有较好的机会，也会有较好的策略表达。

驱动

驱动的研究是来解决未来的估值会怎样，也就是权益市场常讲的成长。除去宏观的驱动不讲，这个可以理解为贝塔，最大的驱动来自产业格局的变化，产能的增减，这个从本质上决定了利润在全产业链的分配。当然，这个是非常慢的变量，一般而言，一旦确定，几年可能都不会变，一般半年跟踪更新下，对整个格局就清楚了。再往微观里看，库存的变化是最值得关注的，因为其背后的原因就是近期需求的消长，开工产量的变化，进出口的变化等等。套用一個流行语句，“库存不是供求，但借由库存可以探知供求的世界”。

其他

最终观点的形成，策略的表达，是多种因素共同作用的结果，但估值和驱动给了我们一个分析的基石。有了基础材料，我们有了大概的认知，用考试的比喻，我们大概及格了。要想优秀，或许需要更多的东西，比如“抬头看天”，比如突然间的灵光闪动，这一部分需要一些额外的思考。

思路

周报力求从这三个方面探索黑色产业的投资机会，同时选取核心精要的数据加以佐证。



02

各品种主要逻辑综述



螺纹热卷

多头逻辑

从生产成本的角度看，目前螺纹低利润，电炉开工下降，高炉也有减产，估值较低。出口利润继续上升，因此热卷等钢材的出口可能保持偏强的态势。地产政策落地，发债速度加快，宏观对钢材有托底。在螺纹供求均偏弱的态势，容易出现缺规格及其它交割因素。下半年能耗双控等可能超预期，螺纹10月对应国标新规。

空头逻辑

从基差的角度看，目前依然升水现货，且从近几次的交割定价看，螺纹10月依然偏高一些。虽有政策出台，但地产对螺纹需求的减量扎实，其它方面的增量较难弥补地产需求的下降，且目前为淡季。能耗双控的减量及执行可能影响有限。欧美经济的变化可能导致出口增长不如预期。最重要的是，原料也都有压力，一旦原料价格下跌，将引发向下的正反馈。螺纹国标新规，推动老标现货出库，对现货市场有压力，新标首批仓单注册成功，过渡看起来平稳。

观点

虽然螺纹需求不振概率较大，短期如政策真空，价格可能有所下跌，但目前估值低。只要不能形成向下的正反馈，谷电成本的支撑还是有效的。热卷出口利润上升，出口大概率维持相对较好的态势，这个是未来一阶段观测的重点指标。国标新规突然引起市场关注，但实质影响恐有限。如没有太多人为因素，10月螺纹定价偏高，随着时间推移，有收基差的需求。

策略及简析

因为螺纹减产，本周市场主流开始推荐螺纹正套、买螺空卷的策略，和本文作者观点不同，详见下页分析。

风险提示

螺纹跨月和卷螺差都要关注螺纹的现货、库存和交割预期的情况。

螺纹跨月、卷螺套利的分析

基本思路

月差的决定因素，主要从两个方面分析，一是静态的基差，即现在是未来的投影；第二个即是驱动，也就是未来的变化，从生产利润、进口利润等等，最终形成库存的变化。

基差

目前螺纹基差对标中天仍有150以上，虽有新旧标之分，但估计相差不大，热卷也就50-60的价差，加上交割的因素，静态热卷对螺纹明显有利，这是前期大家普遍一致的看法。

驱动

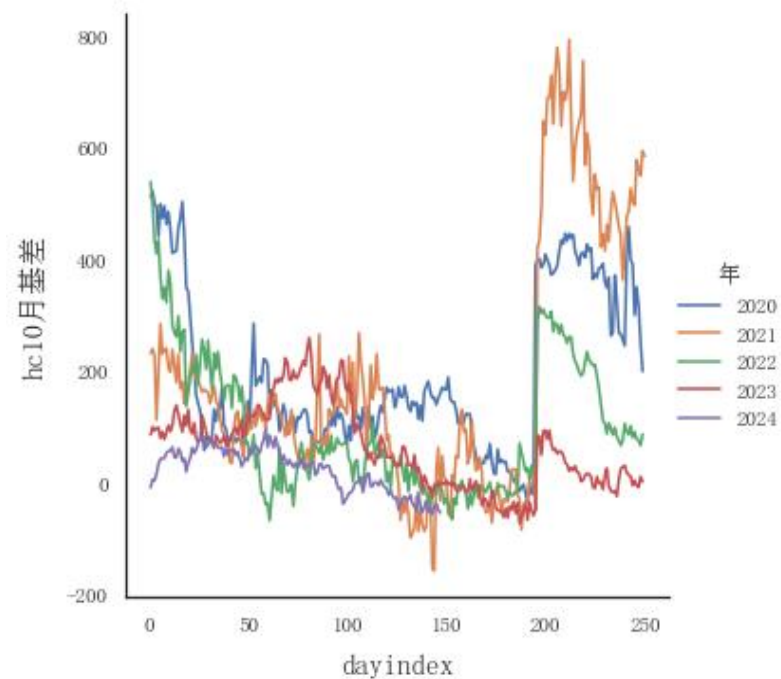
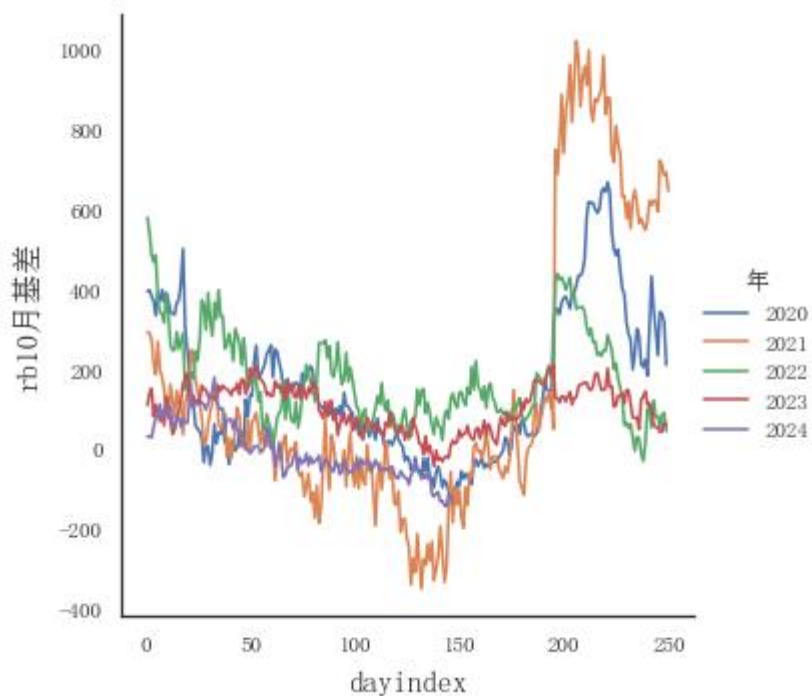
变化的点在于，因为连续的下跌，钢厂生产亏损，进而减产，或者说转产卷板，在盘面的表现就是本周初空头云集热卷。但值得注意的是，热卷螺纹的生产成本差就在150左右。同时，本次建材减产对应的是快速下跌的亏损和新旧标转换之际，市场需要休养生息。而随着热卷的下跌，出口利润和冷热价差都是好转的。因此，展望未来，个人认为转产和减产的力度是存疑的，而向上看螺纹很难有空间，卷板由于出口的旺盛还有些弹性。由此，除非钢材价格再次大跌，对两者价差的驱动很难说谁一定比谁强，大家也可以据此自行判断。

关注点

螺纹、热卷产量、库存和现货价格、交割情况。



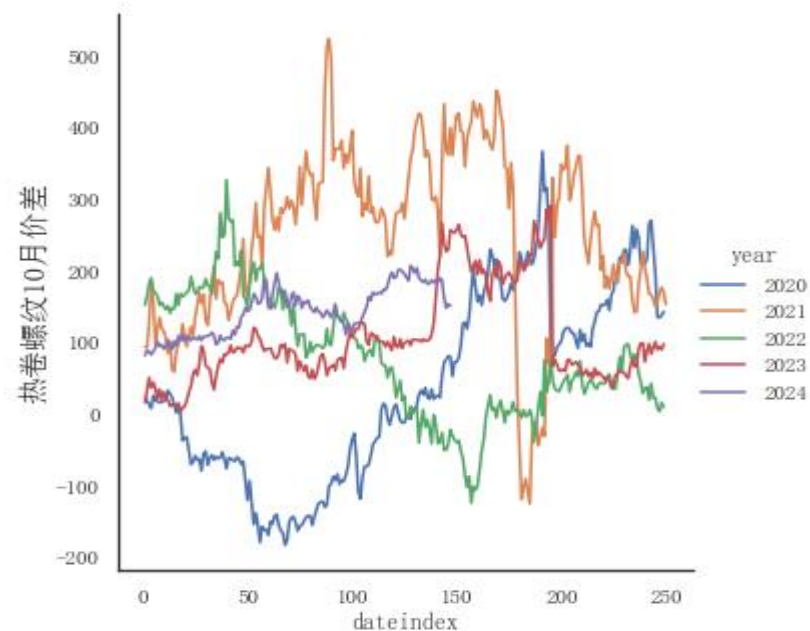
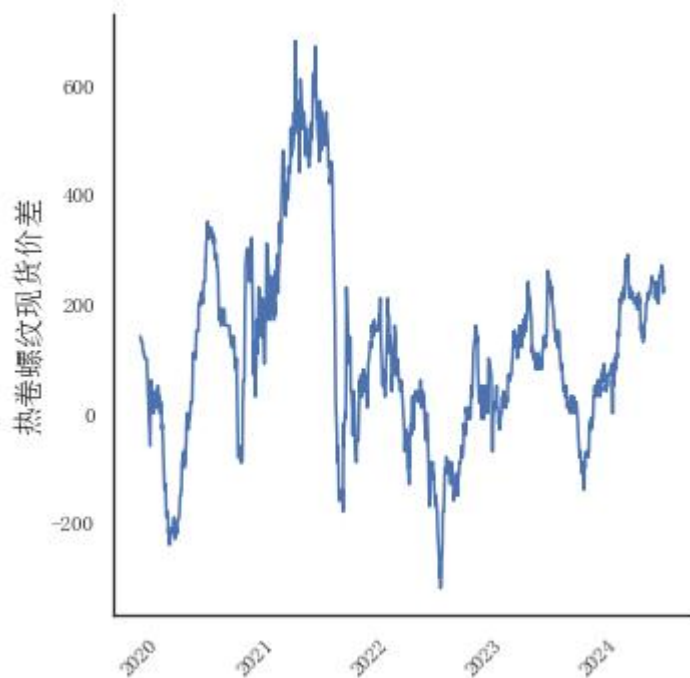
螺纹热卷基差



考虑交割品牌等因素，热卷基差相对正常，但螺纹目前对旧标明显偏高。



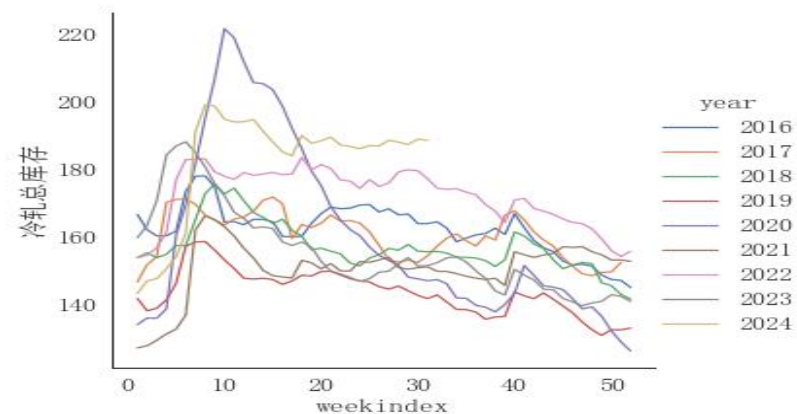
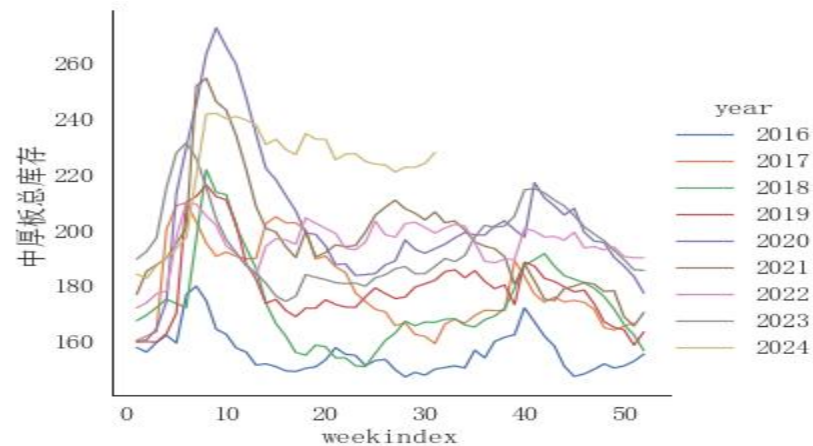
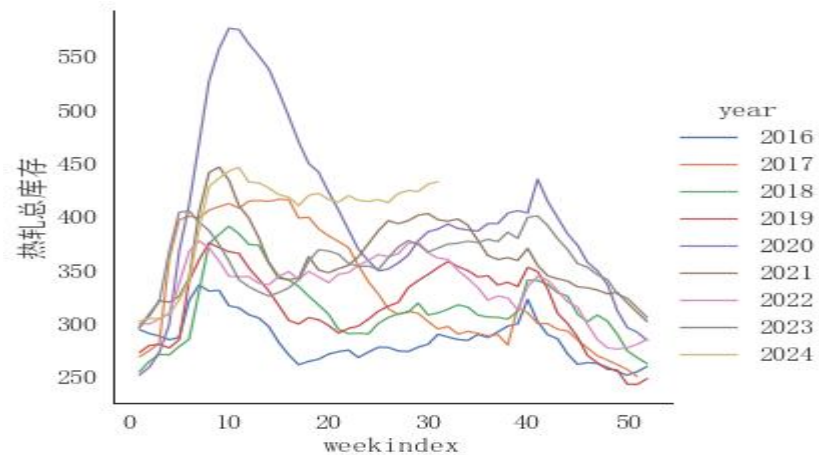
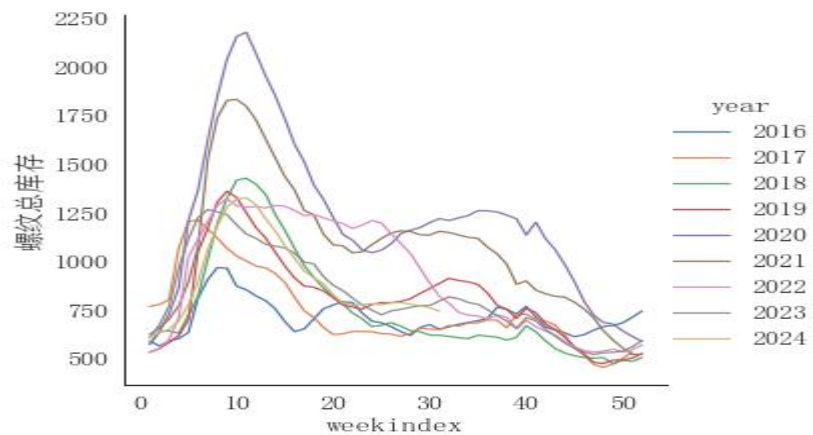
螺纹热卷价差



因螺纹减产较多，空头明显转向热卷，但基差角度螺纹不占优势。

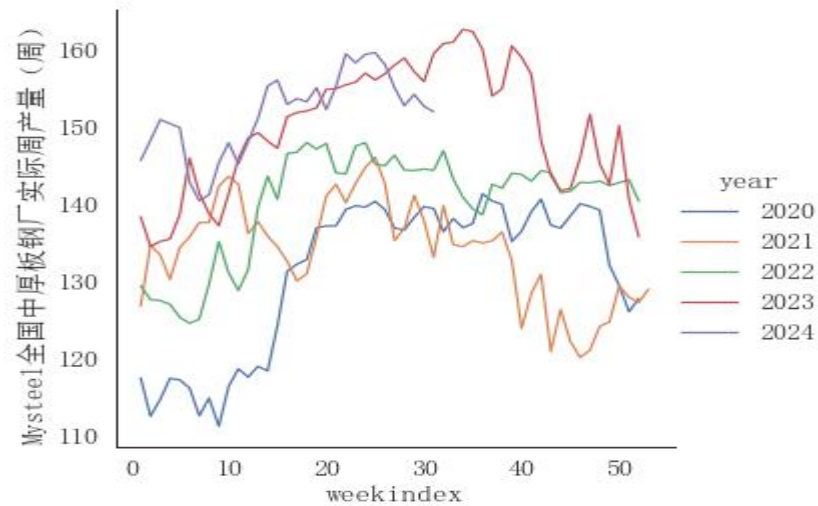
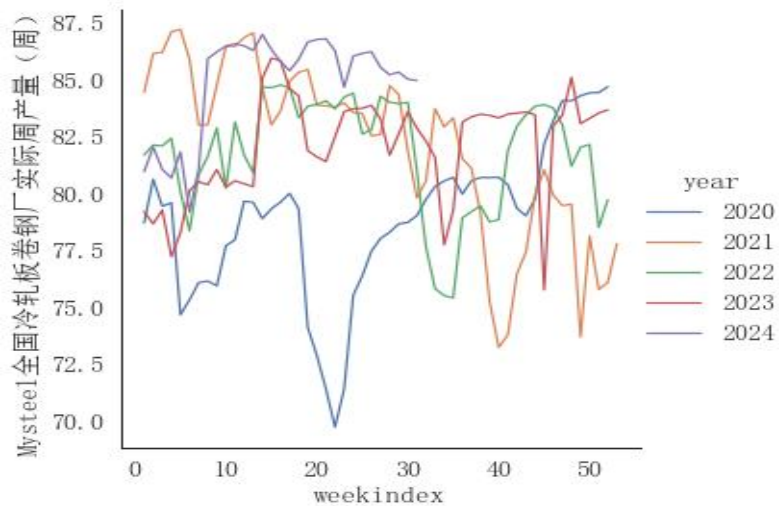
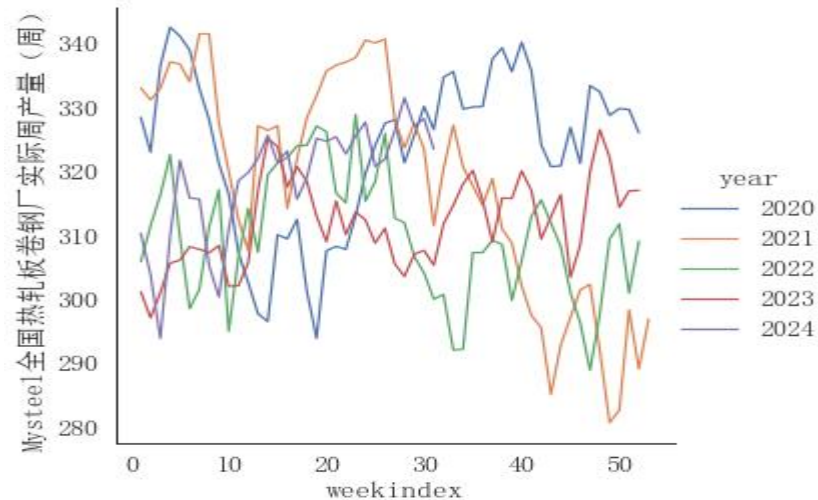
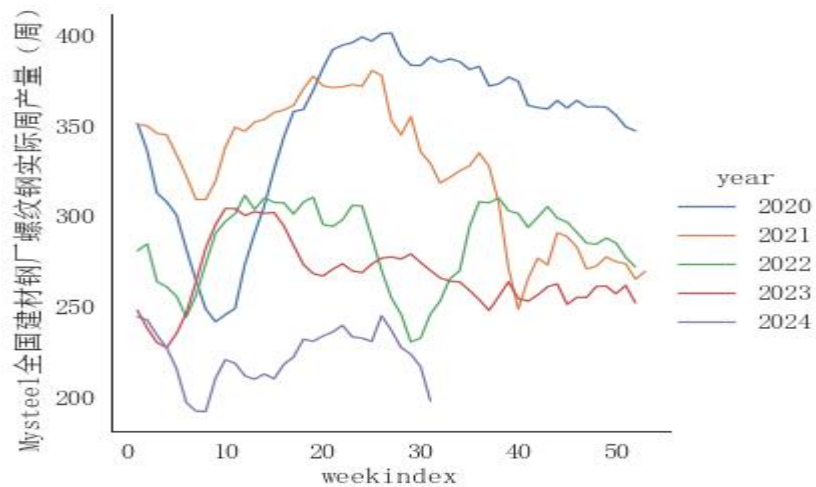


四大材库存



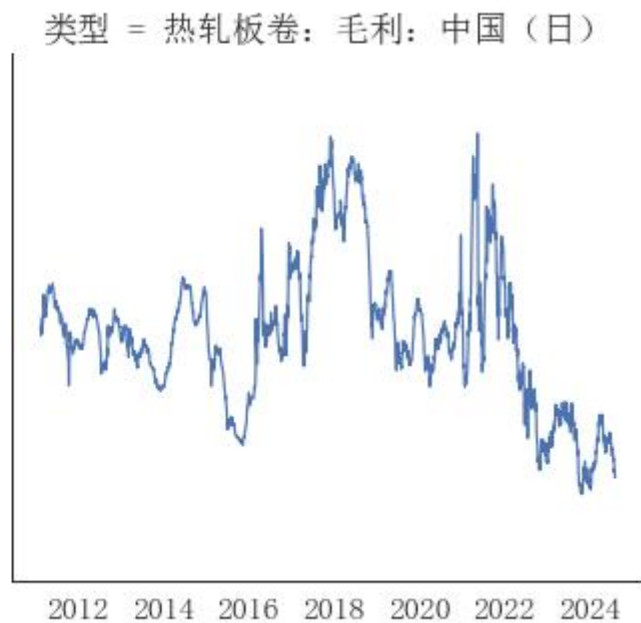
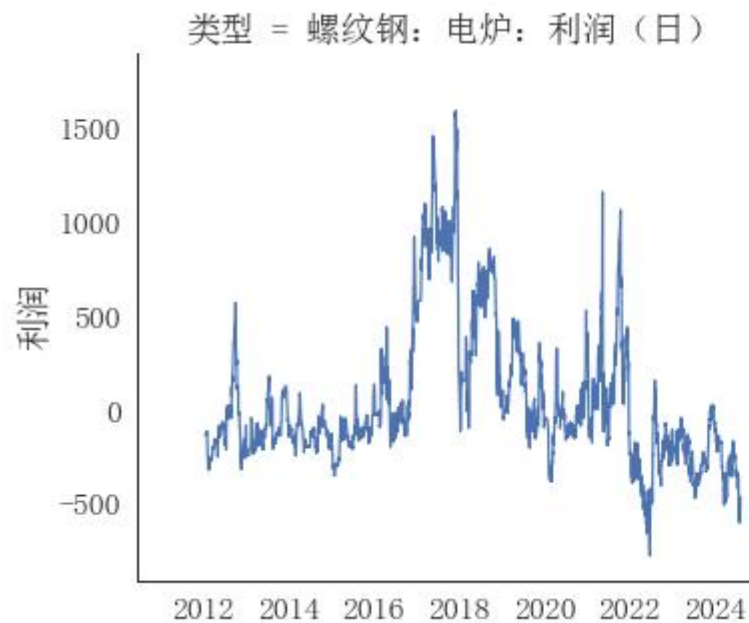


四大材产量





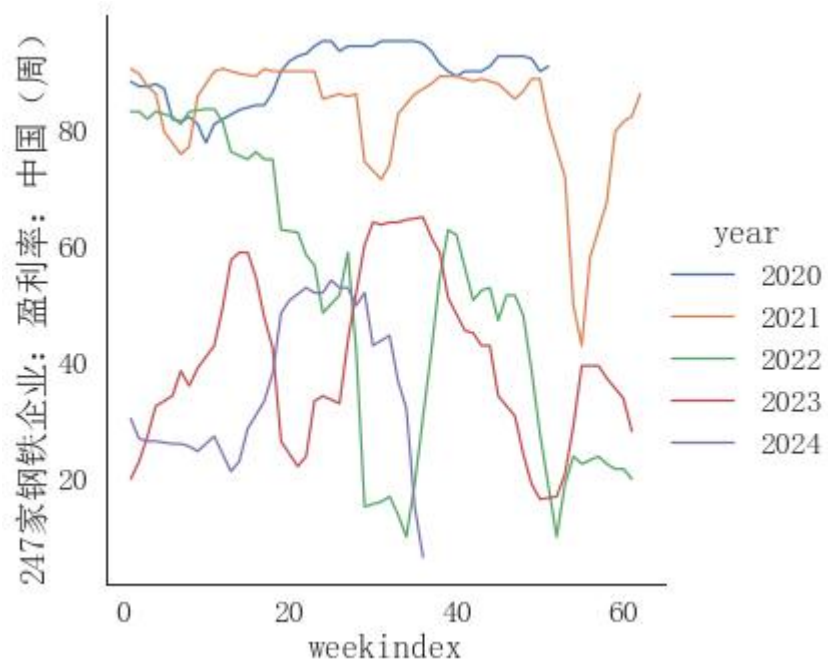
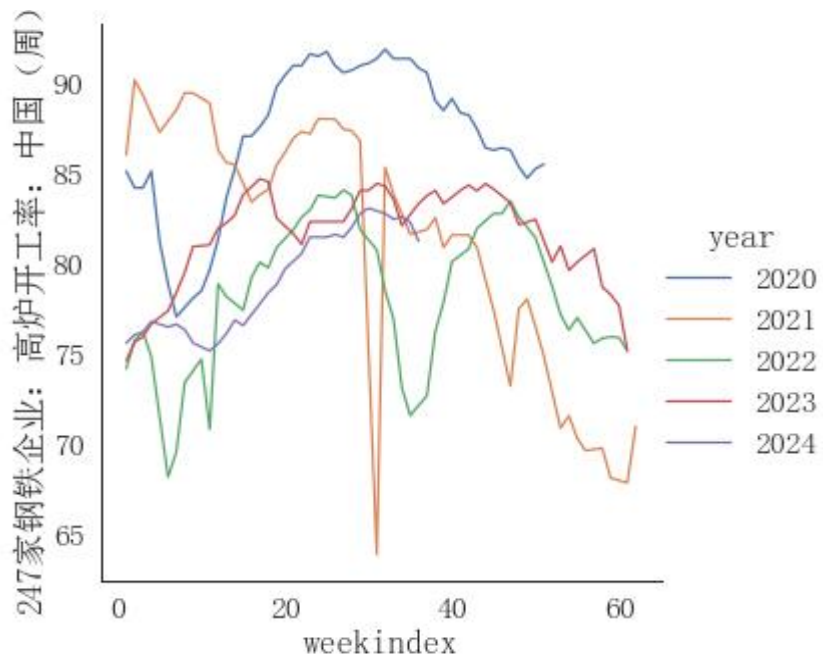
螺纹热卷现货利润



从利润看，估值明显偏低，并引发部分减产。



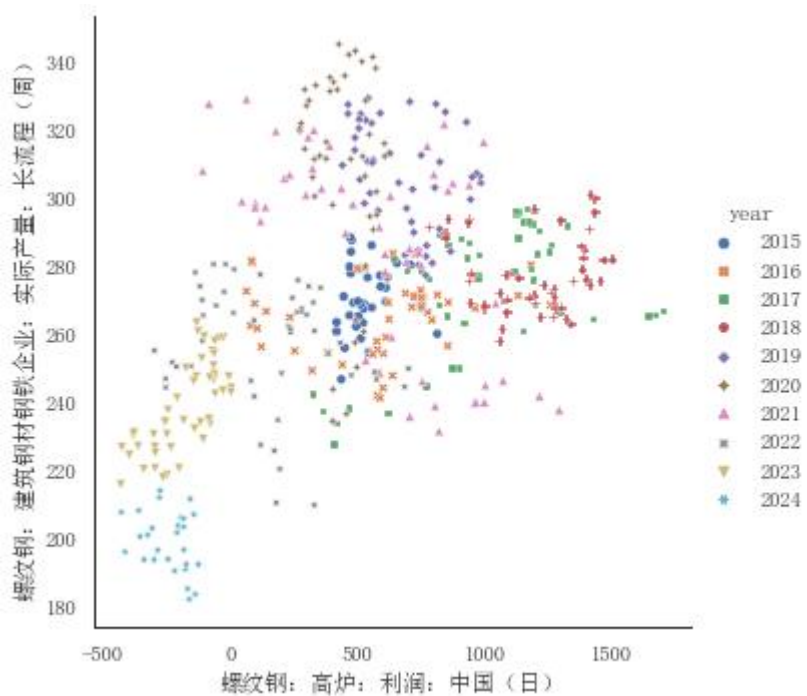
高炉开工率



随着价格下跌，开工下降，关注开工和铁水的变化。



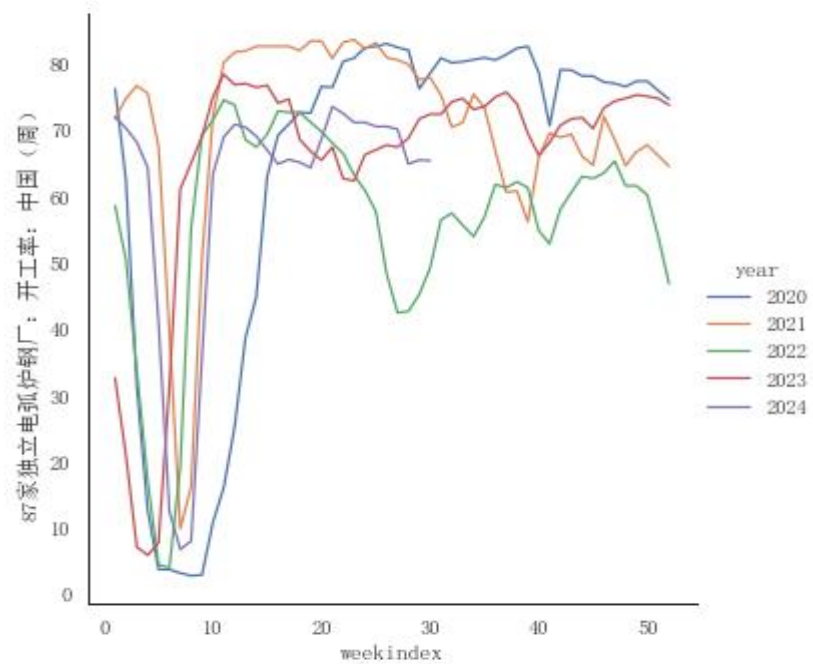
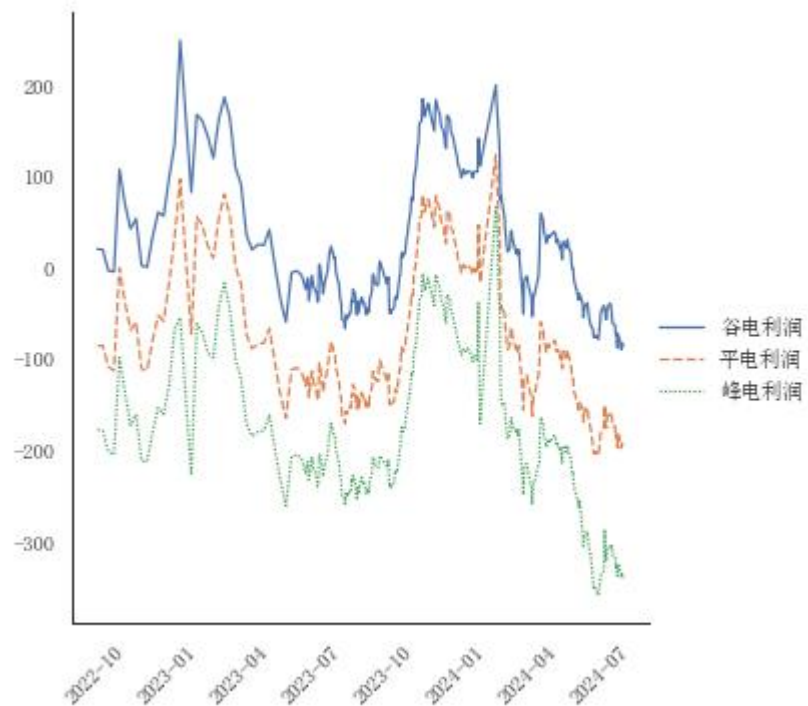
螺纹利润和长流程产量



除去特殊因素的年份，高利润总是倾向于相对高的产量，当前利润较低对应较低的产量。



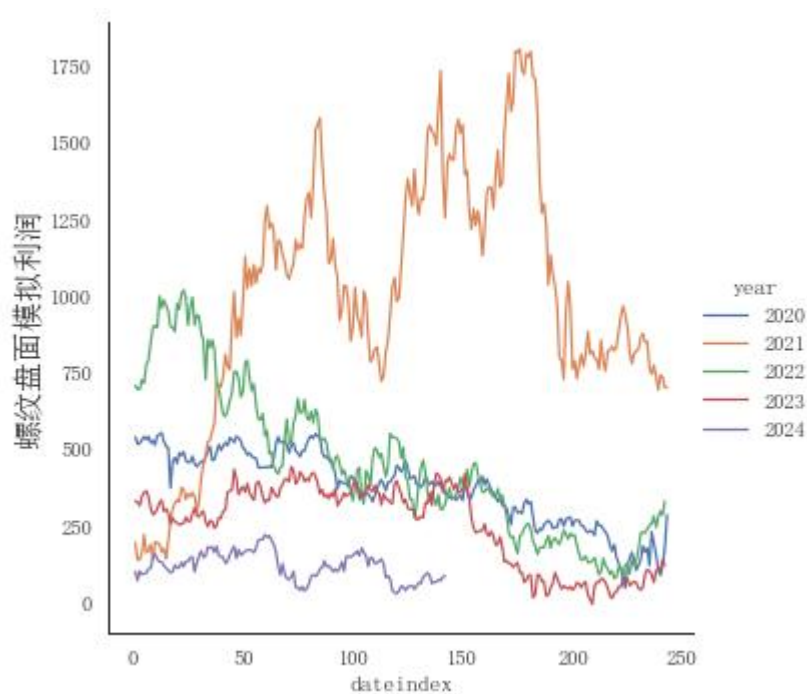
电炉生产利润及开工率



螺纹价格跌破谷电生产利润，电炉开工如逾期下降。



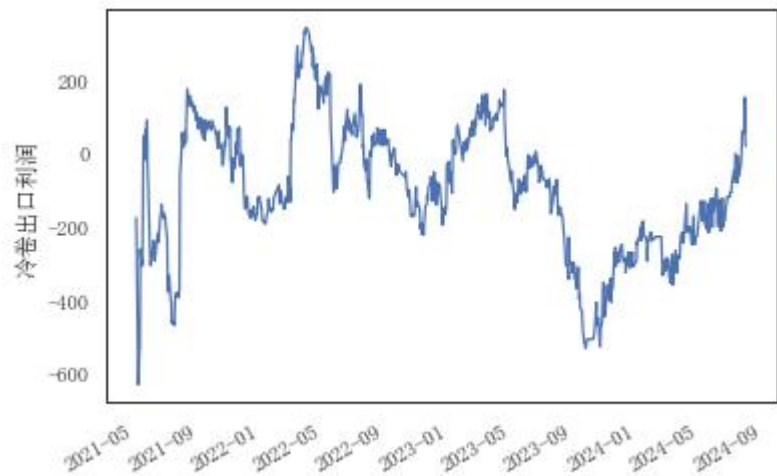
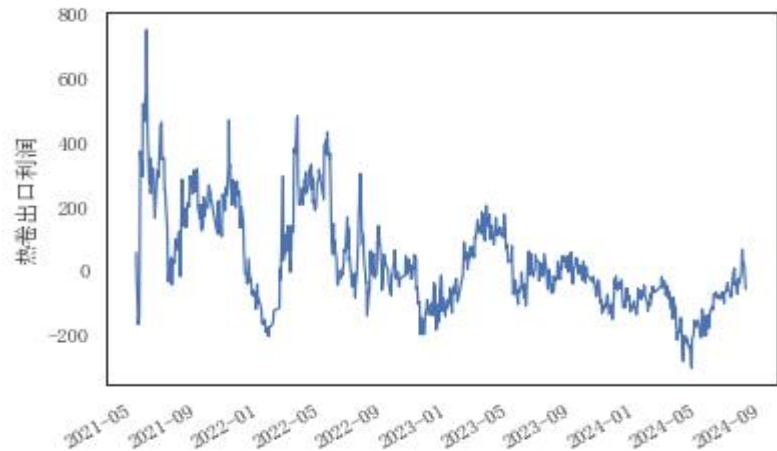
螺纹盘面生产利润



螺纹盘面生产利润也位于历史底部区间，但仍有利润，基差也不利，向上的动力需来自于外力。



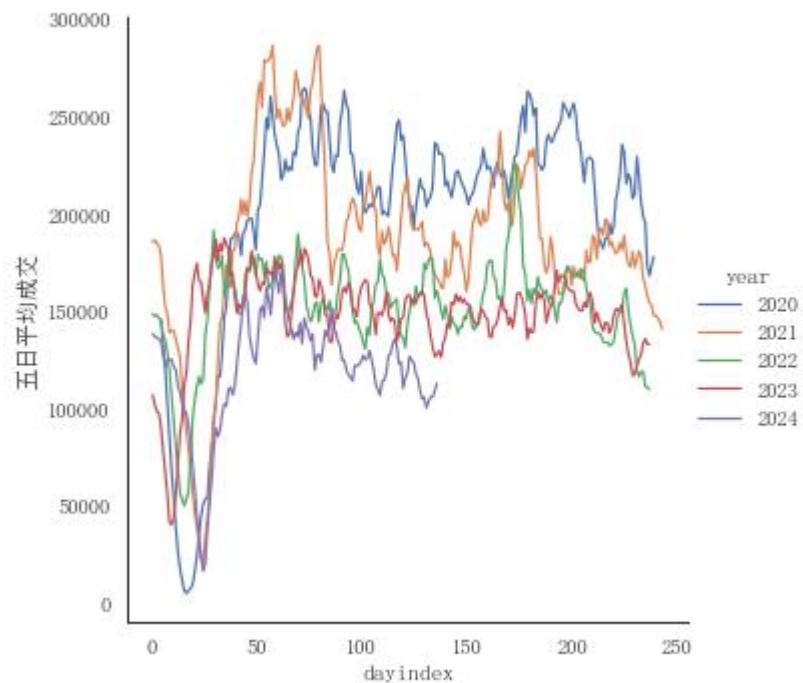
热卷出口利润估算



目前钢材的主要推动力来自出口，因此卷板出口利润的跟踪是现阶段主要的观测点和钢材价格变化的主要动力。预计接下来出口还是偏强。



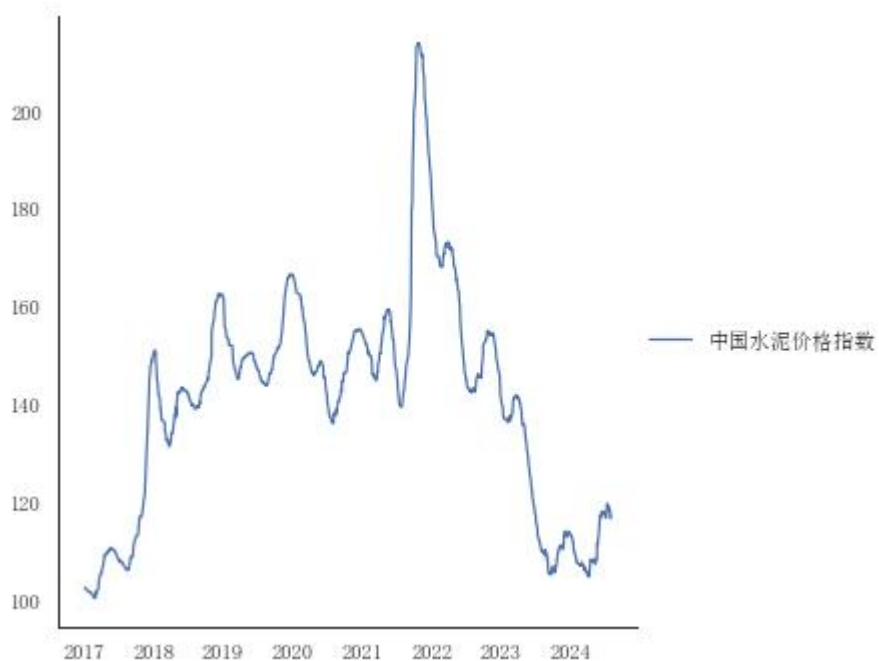
螺纹每日成交



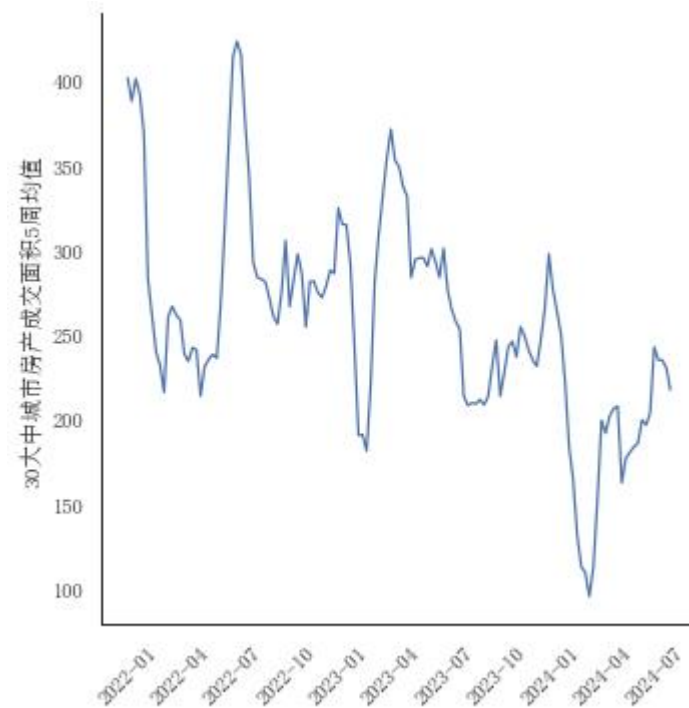
螺纹日均成交逊于往年，显示需求不振。



水泥和地产成交



近期水泥价格有所上涨。





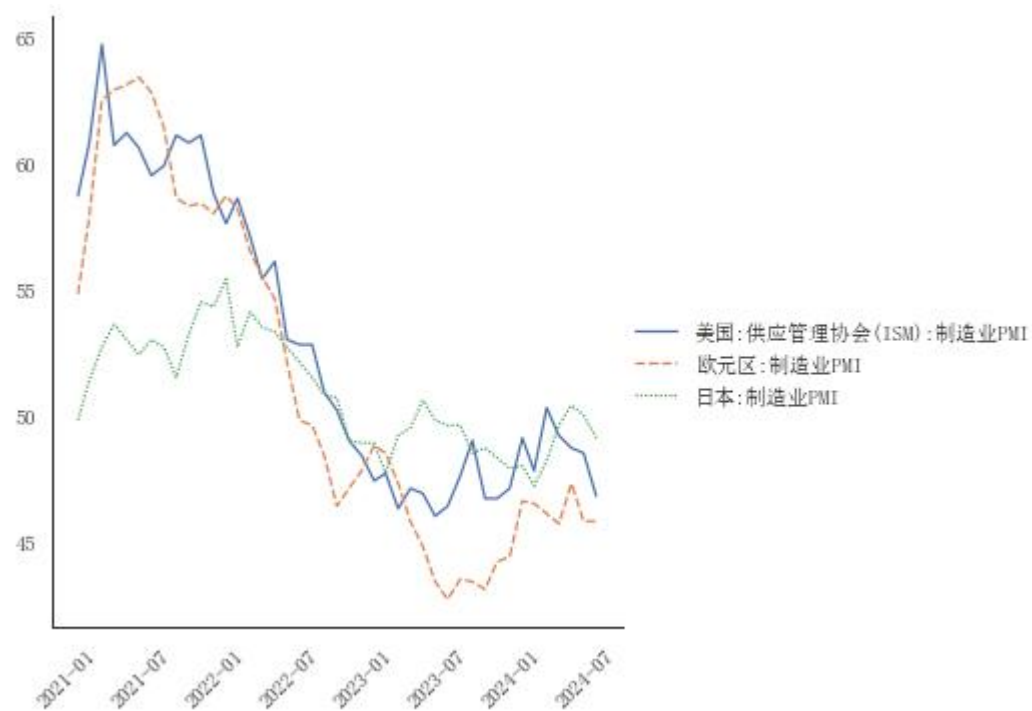
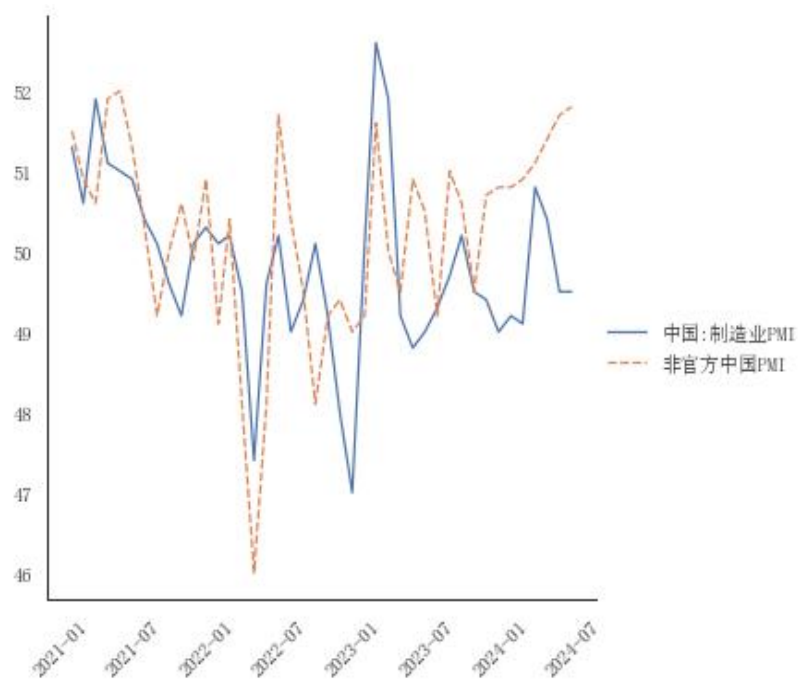
中美物价指数



美国核心CPI持续下降，加8月非农数据不及预期，联储9月降息概率高。



中美PMI





中国M1和螺纹价格



中国M1持续低迷，也比较受关注，从历史看，也有较好的拟合度。



矿石

多头逻辑

从基差看，小幅贴水现货，月差也有利，长期持有依然有优势。近期铁水维持高位，供给上国产矿、乌克兰均有减量，环比有改善。矿石供给的集中度较高，且上游资源容易受到天气等各种意外事件的影响。今年汇率贬值和运费上升提升了人民币价格。由于废钢供应缩减，矿石对废钢比价有优势。

空头逻辑

基差及月差远远小于往年。发运上升，库存上升，较难形成有效去库。螺矿比依然处于低位，钢厂利润低，如果能耗双控超预期，或者铁水减量，矿会相当弱势。

观点

矿静态看起来比较差，但市场看空气氛比较集中，但近期矿石较废钢优势明显，加上基差优势和估值优势（叠加汇率贬值和运费上涨），估计震荡拉锯的概率大。

策略及简析

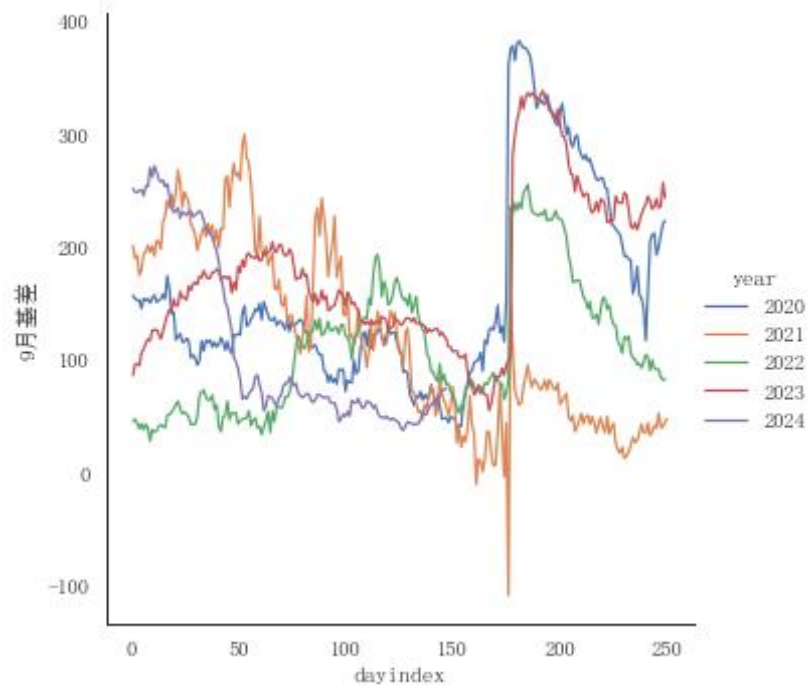
虽然矿石的基本面看起来很难找到出彩的点，但矿石的实际走势远比市场主流空头预期强的多，且距离90美元市场关注的成本挤出线也不是太远，矿石空配还是偏谨慎。

风险提示

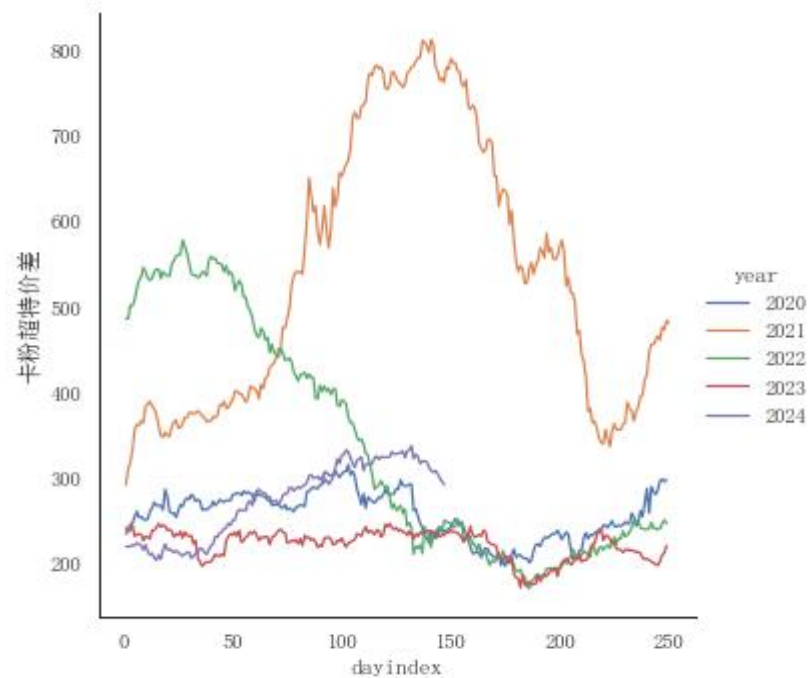
矿石重点关注矿石的库存变化、铁水的变化。



矿石基差及高低品价差

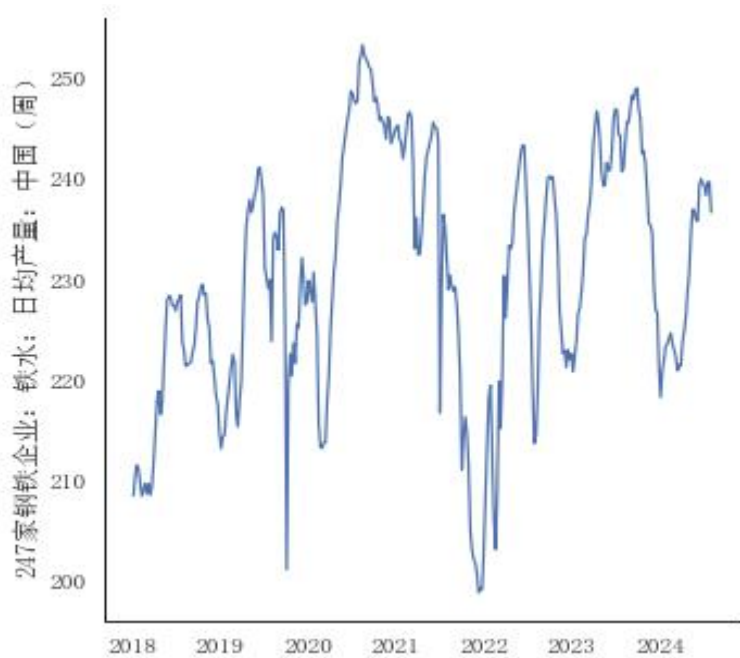


矿石基差处于较低的位置，但仍是正基差。





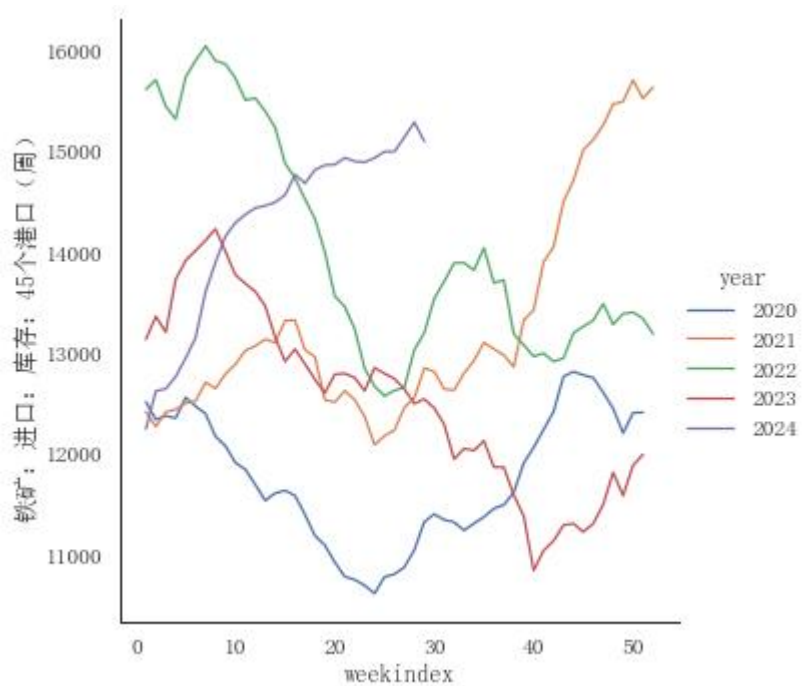
中国铁水产量



四大材产量下降较多，但铁水仍然较高，后期重点观察其中的背离。



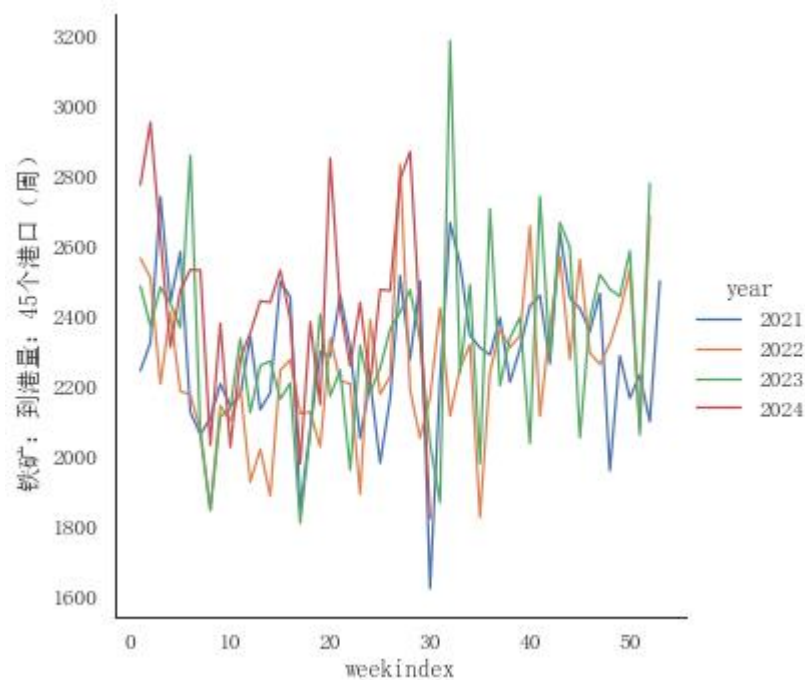
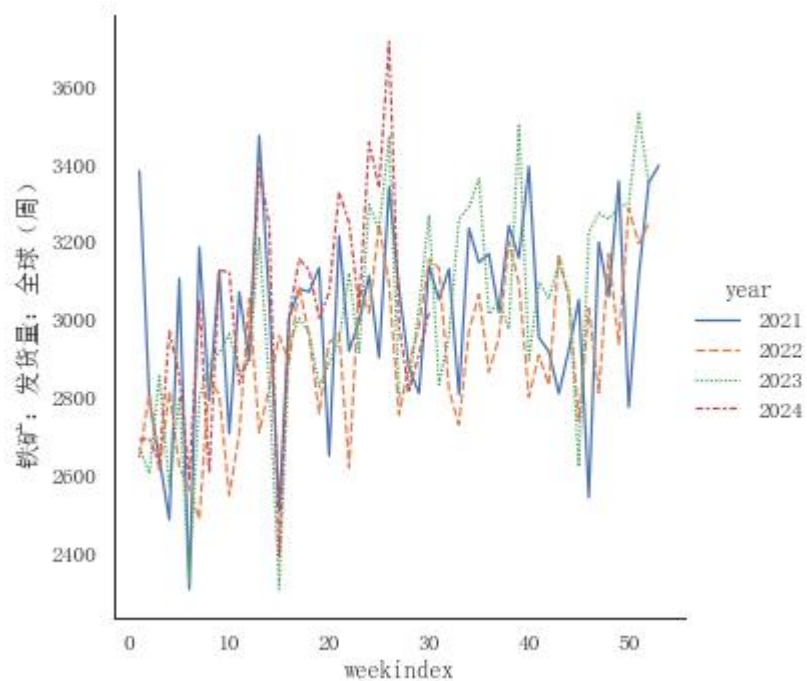
铁矿石库存



从现在市场预期看，矿石库存仍将保持保持高位。



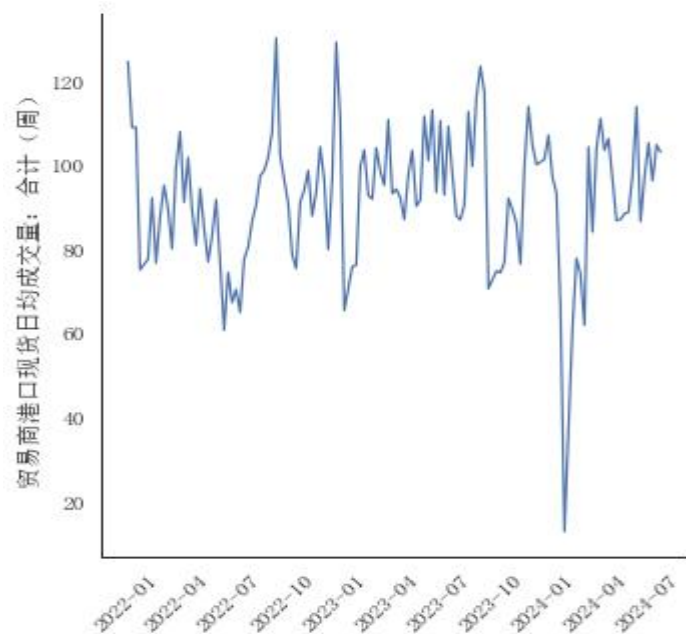
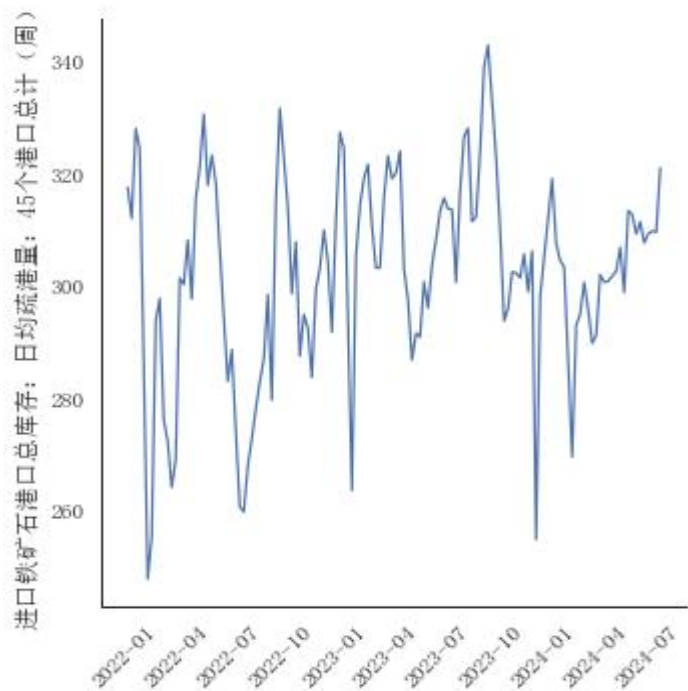
铁矿石发运和到港量



矿石发运上半年显著增加，市场预期下半年到港还是增加的态势。



铁矿石疏港量及成交量





焦煤焦炭

多头逻辑

煤炭供给受到安监安全因素影响，供给恢复缓慢，目前库存也不高。目前正值夏季，处于用电高峰。低价仓单的数量是有限的。焦化利润也不高。

空头逻辑

目前蒙煤通关顺利，供应稳定，长协价低。钢厂利润不高，有压焦炭的动机。

观点

焦炭焦煤总体持仓不大，容易波动较大，常规情况下，钢材还是引领方向。

策略及简析

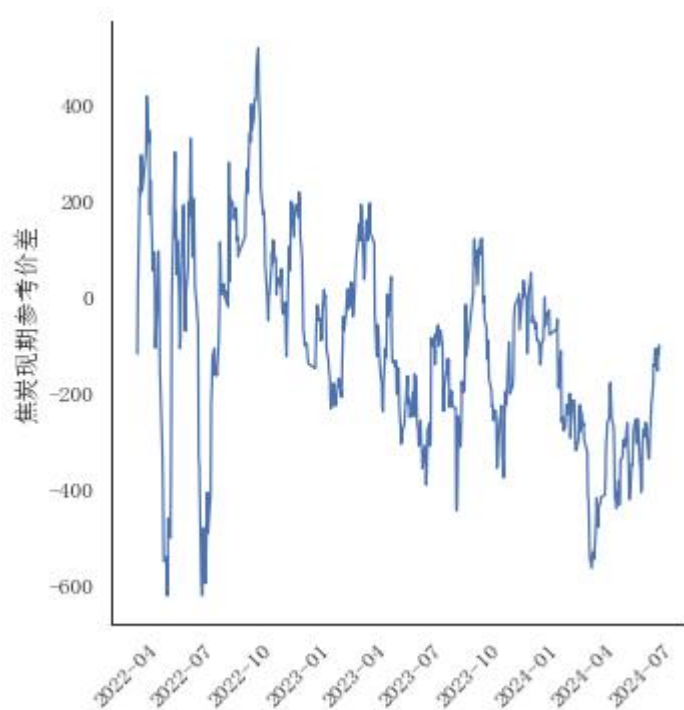
焦炭整体情况略好于期货焦煤，同时可能焦煤远期可能想象力很多些。考虑逢低做多焦化利润和焦煤反套。

风险提示

关注基差和仓单的情况。



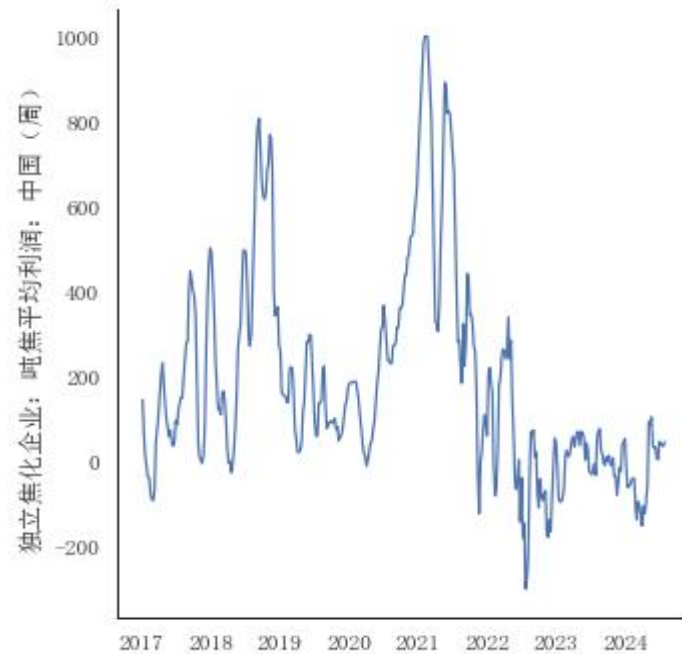
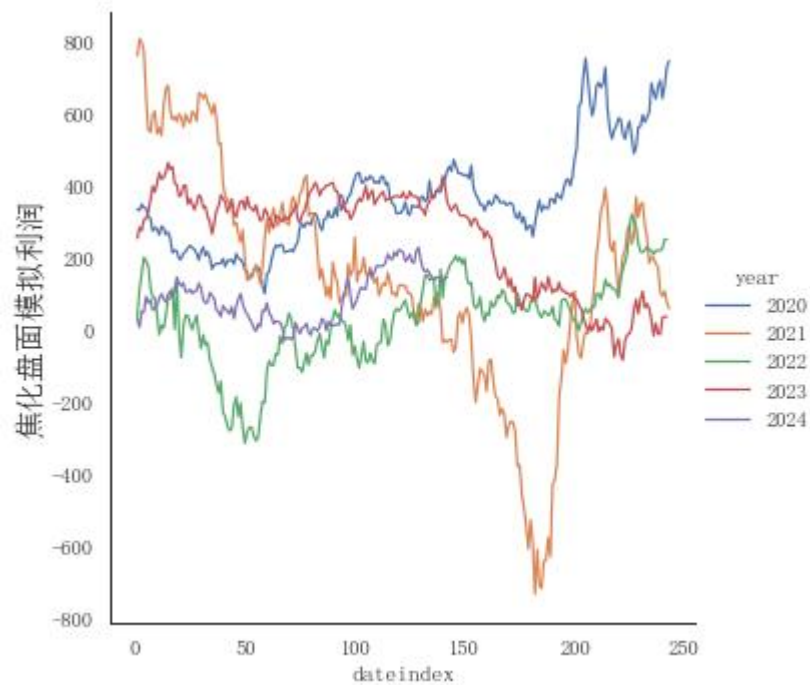
焦炭现期



焦炭焦煤的基差图都仅能参考，据说当前焦煤仓单成本低，期现压力比较大。



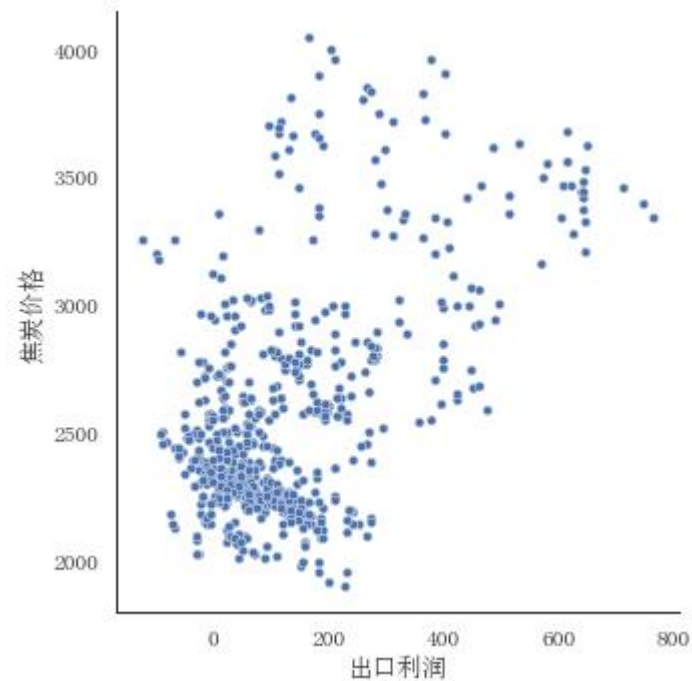
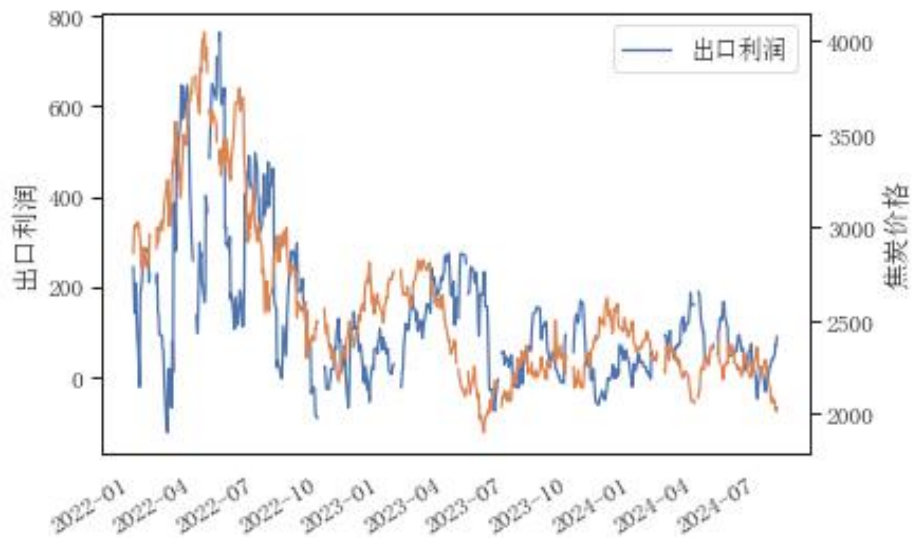
焦化利润



焦化利润处于中性偏低的位置。



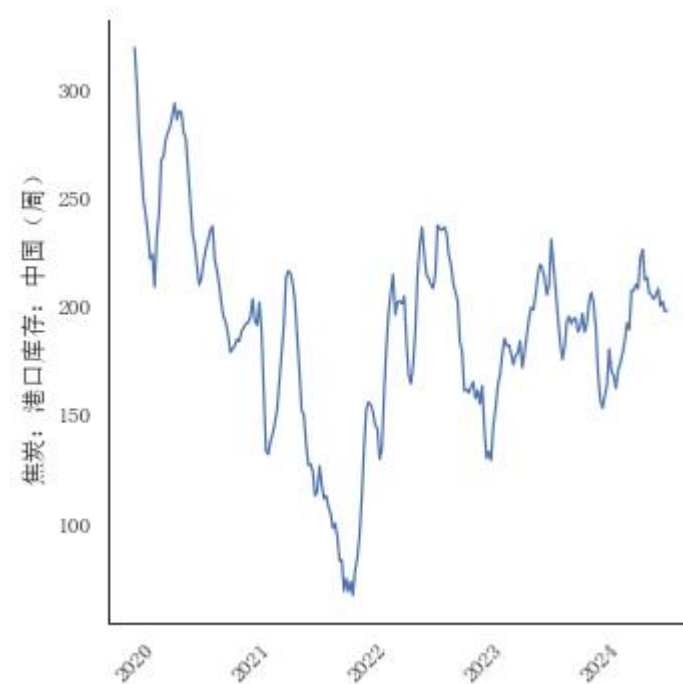
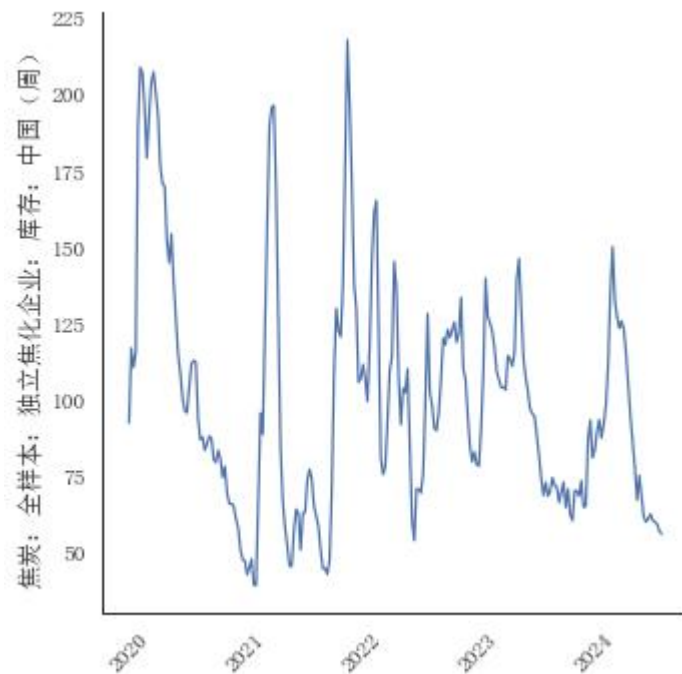
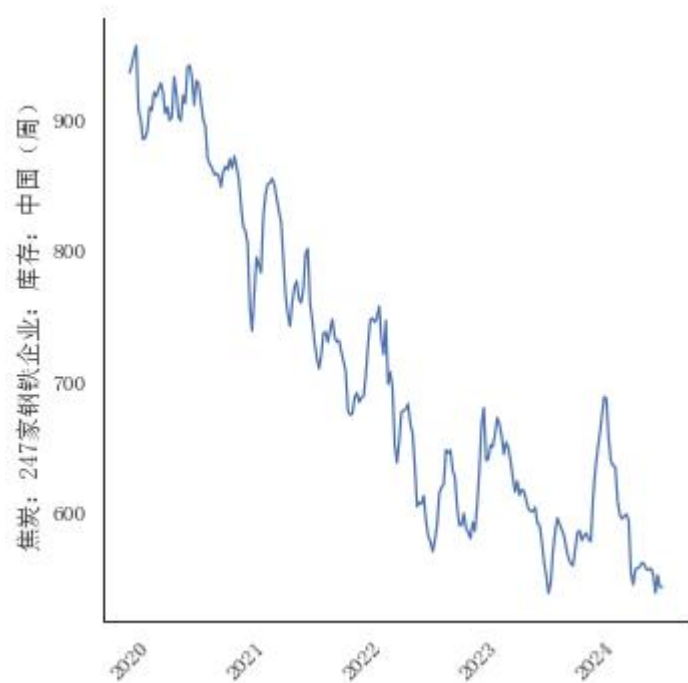
焦炭出口利润和价格



从数据看，焦炭出口利润和焦炭价格拟合还是不错的。



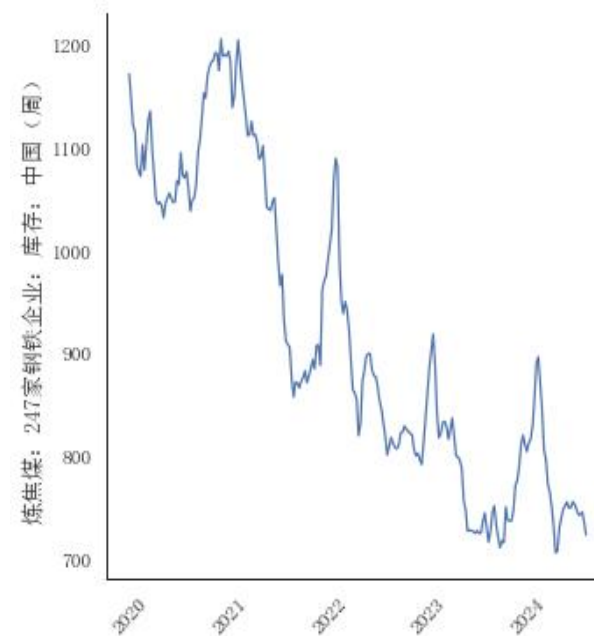
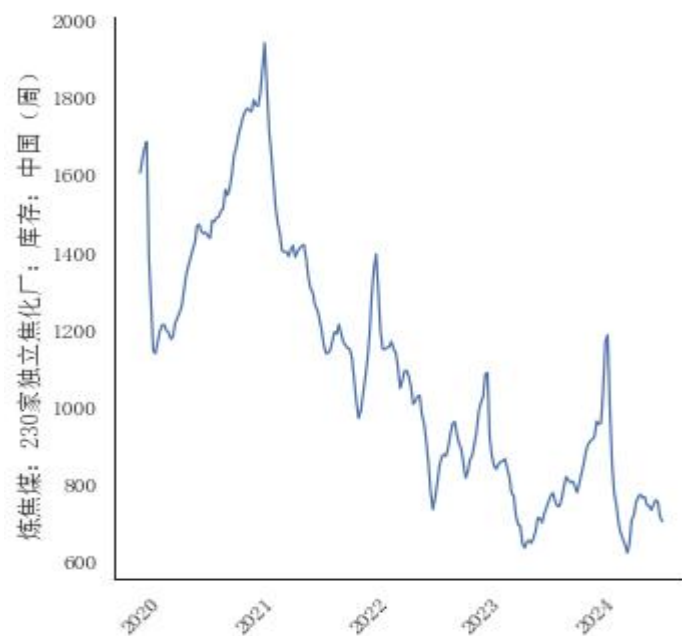
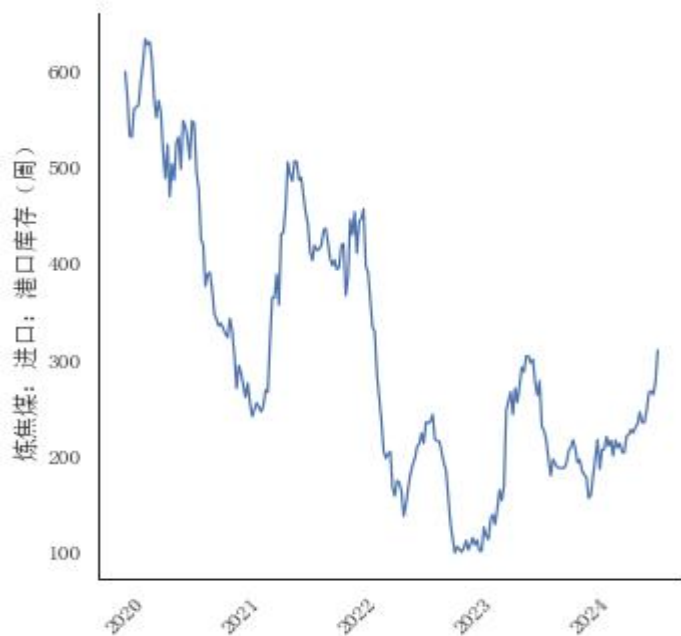
焦炭库存



焦炭库存总体还是比较低的。



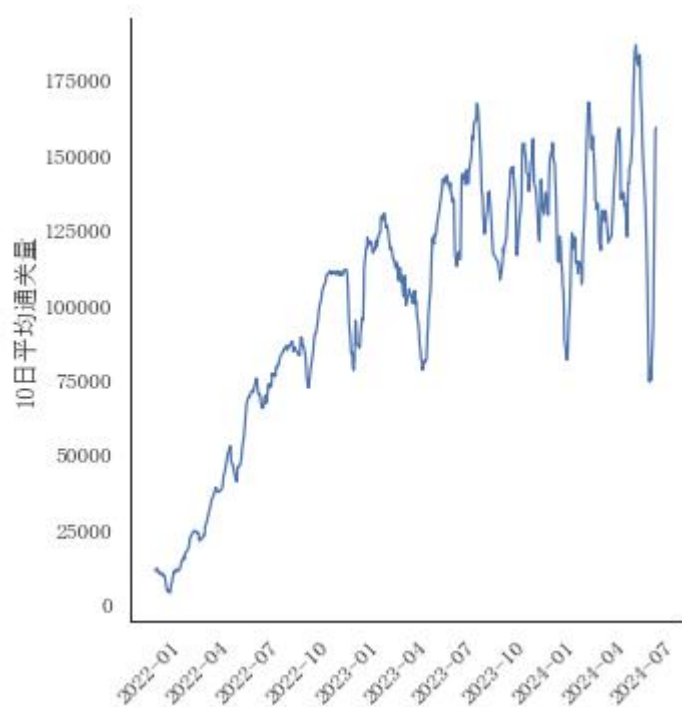
焦煤库存



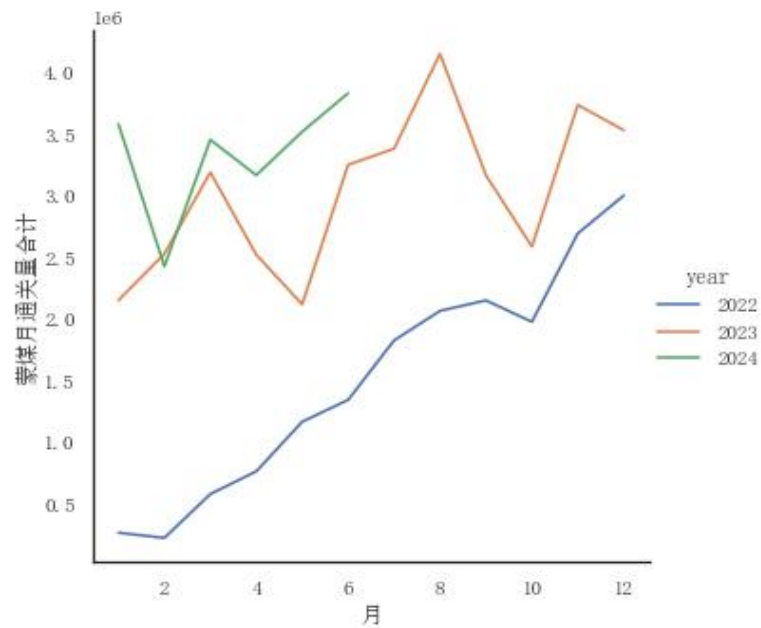
焦煤库存也不高。



蒙煤通关量



最近图表数据下降是因为蒙古假日，
通关暂停所致，最近已经恢复。



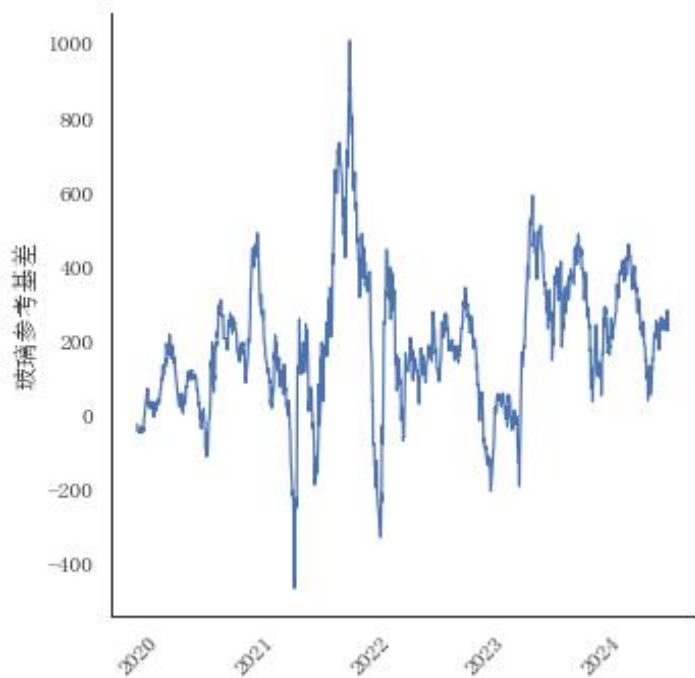


玻璃

多头逻辑	政策持续出台，对地产、玻璃消费或有利好。自身利润、估值不高，长期而言亏损将导致减产。在预期低迷、宏观对多头有利的背景下，单从品种博弈看，多头比空头有利一些。
空头逻辑	需求低迷，竣工面积的下降对玻璃需求会有进一步的压制。总体依然有利润，部分地区的库存较高，期货略有升水，现货较低迷。
观点	靠记忆脉冲、靠波动、靠小作文的博弈终究不过昙花一现，目前价格下跌较多，空配价值下降，但总体依然考虑逢高空配为主。
策略及简析	玻璃考虑以逢高空配为主。
风险提示	关注政策、宏观影响以及博弈层面的因素。



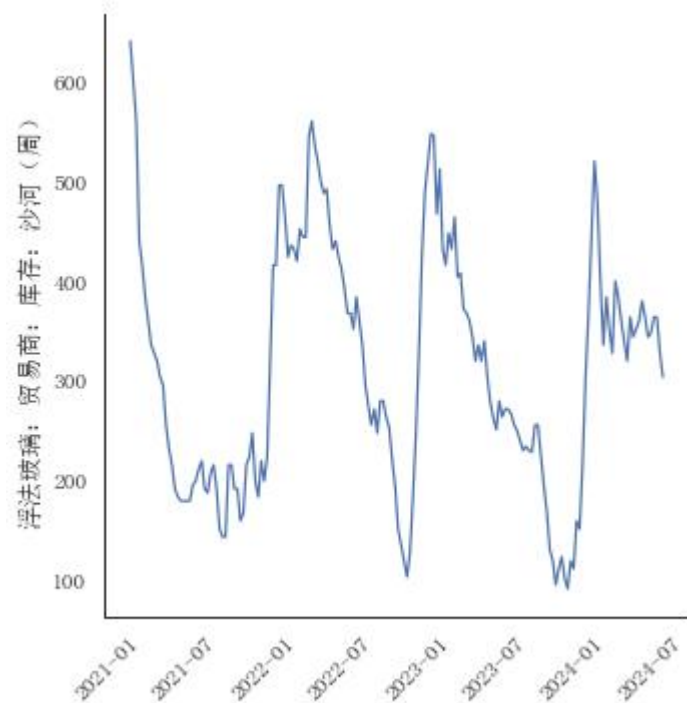
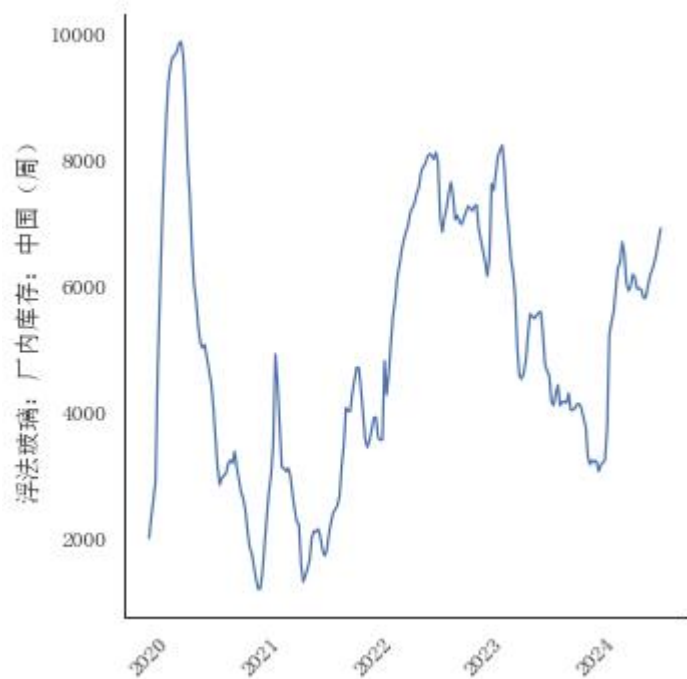
玻璃基差



整体基差中性，但考虑交割品，期货还是略高，且目前现货还是比较弱。

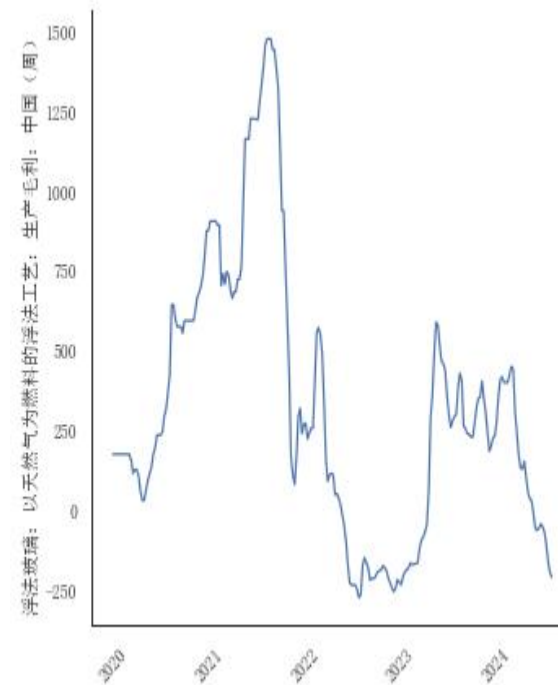
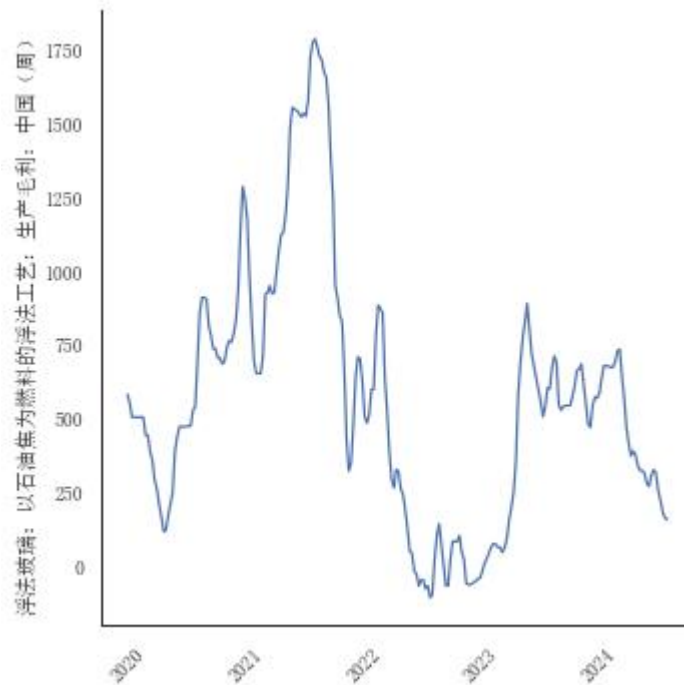
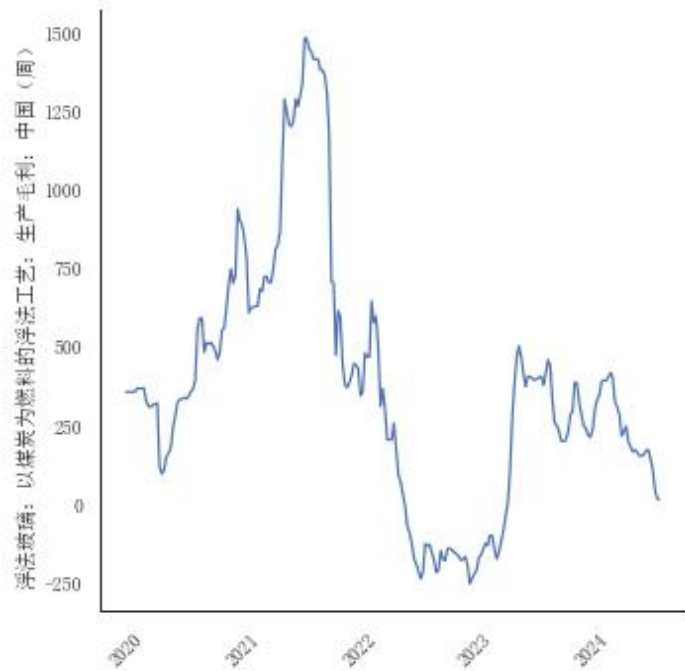


玻璃库存





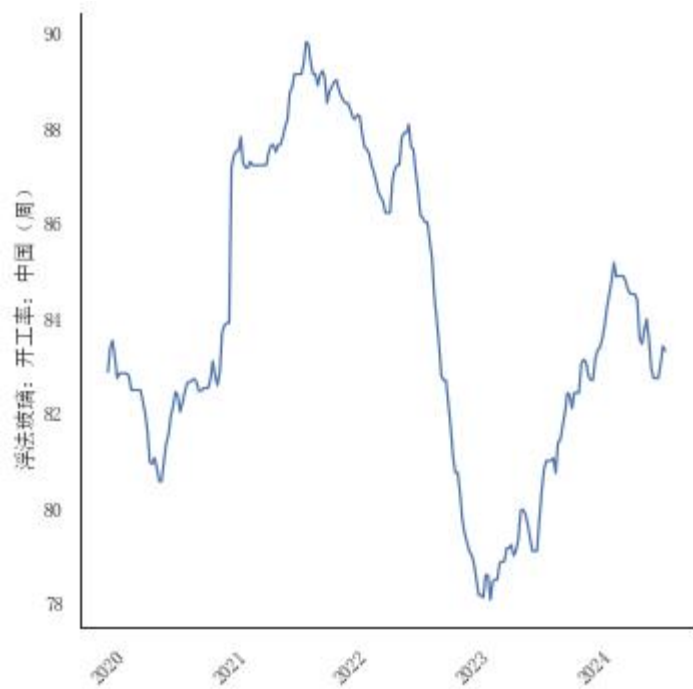
玻璃生产利润



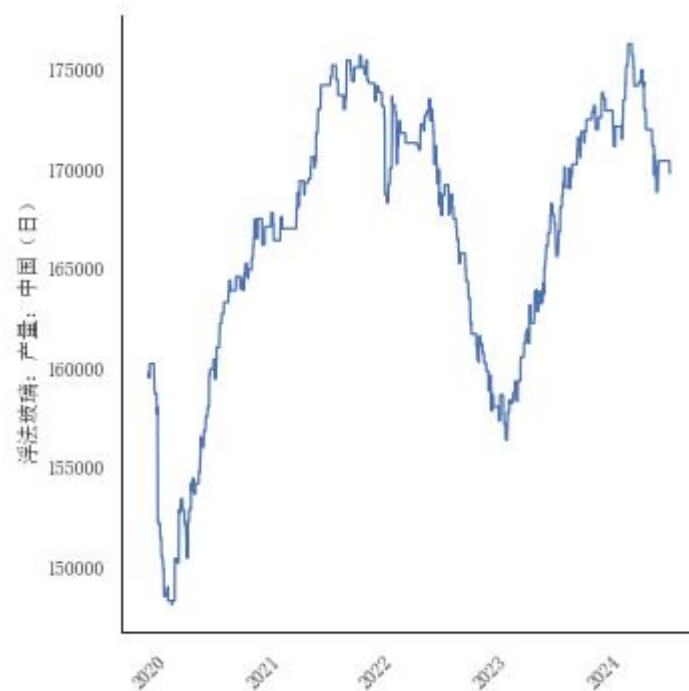
玻璃生产总体仍有利润，还未导致减产。



玻璃开工率及日熔量



对应市场预期，供给也有缩减，但近期有所上升。





03

策略跟踪及综述



综述

	整体观点
市场	总体商品目前都处于需求不足，但是供给有限制的格局，因此大概率商品还是一个大箱体的震荡。对宏观的预期主导了预期的波动，当政策出台、预期较好时，市场出现短暂亢奋，随后因为现实情况不佳，又缓缓回落。当前商品的负面情绪已经比较充分，但在向上缺乏驱动的背景下可能仍需震荡筑底。
黑色品种	黑色品种目前多数利润低，需要供给面的减产，但向上缺乏驱动，还面临交割、收基差的压力，预计仍需在底部震荡，反弹有可能以反套的形式体现。
品种扩展	PVC、玻璃均已大幅下跌，后期如有机会大幅反弹，再考虑逢高空配。



策略跟踪

	评价及后期建议
螺纹反套、 热卷螺纹	这两个头寸本周大幅震荡，但只要逢低建仓，基本还是有所盈利，至少不会亏损。详细分析见前述的网页ppt，个人坚持，虽然评级下降，但只要没有其它变数或者大幅下跌，后期依然看好。
PVC、玻 璃	总体维持偏空的观点，但目前价格较低，宜等待反弹再行定夺。
下周策略	继续持有螺纹反套和热卷螺纹套利。如出现较多的反弹，仍以偏空思路对待。看涨以反套的形式表达。



Thanks 感谢观看

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎