



# 黑色产业策略周报

2024年8月10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，且库存出现下降。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

虽然钢厂盈利面小，生产亏损问题较为严重，并且减产和降库同时发生，但是由于需求低迷，且前期螺纹期货一直定价偏高，从而导致价格持续下跌。后期不排除价格将进一步探底，出现现货平水或升水的格局。

策略及简析

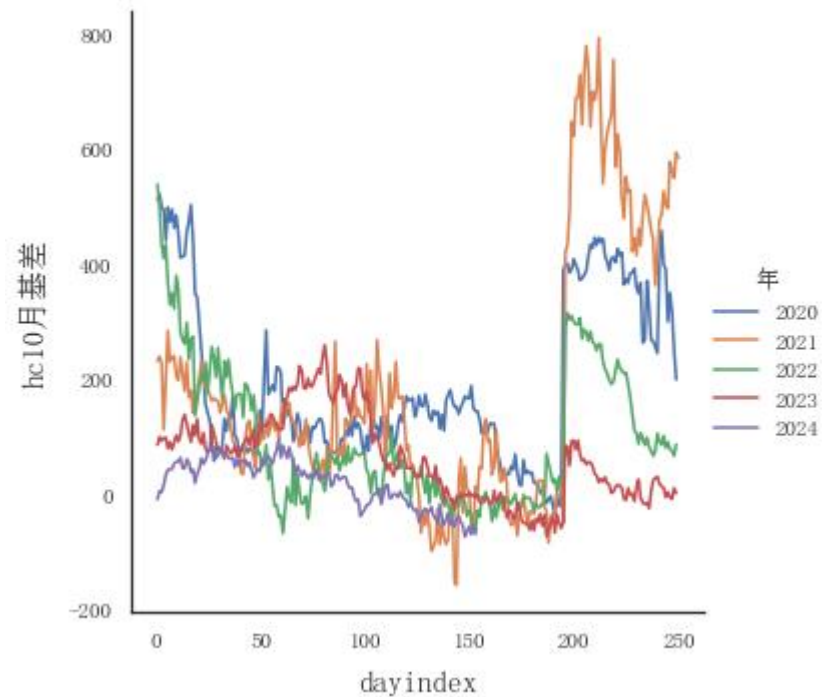
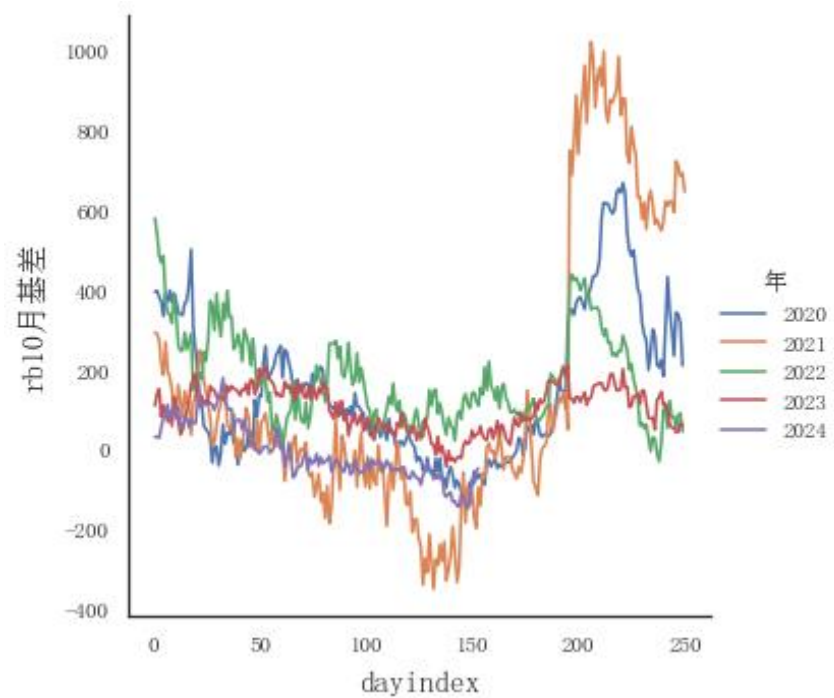
虽然螺纹产量大减，库存也下降，但螺纹反套和热卷螺纹套利如逢低参与，再次盈利，后期随着评级持续下降，不易过分恋战。前期的螺纹期现套利预计下周可能迎来黄金期。

风险提示

随着评级下降，持续两个月的螺纹反套和热卷螺纹套利根据现货表现和市场走势积极应对。



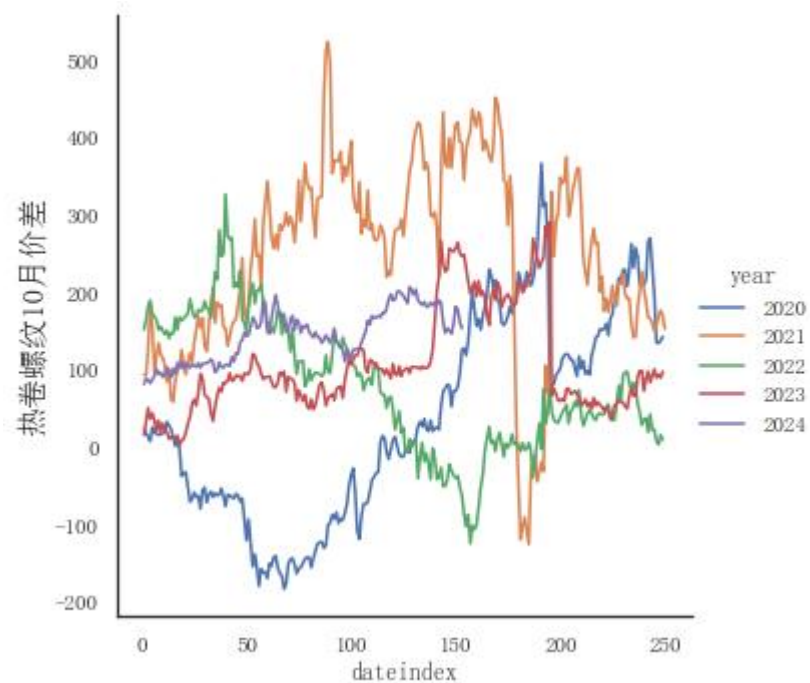
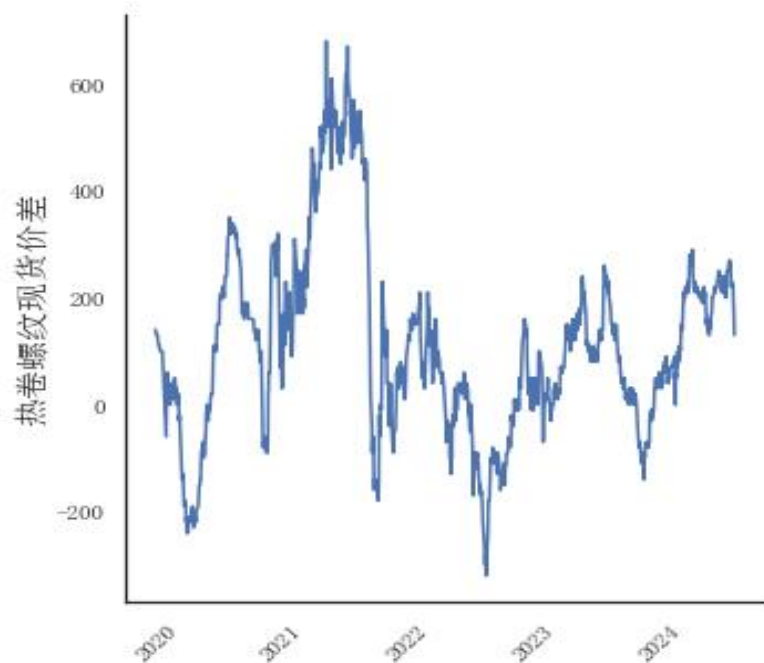
# 螺纹热卷基差



周五晚间螺纹大跌，关注周一基差的变化。



# 螺纹热卷价差

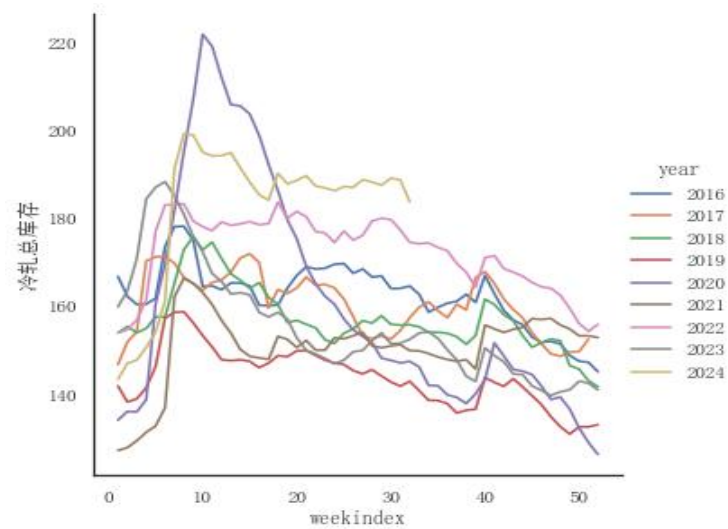
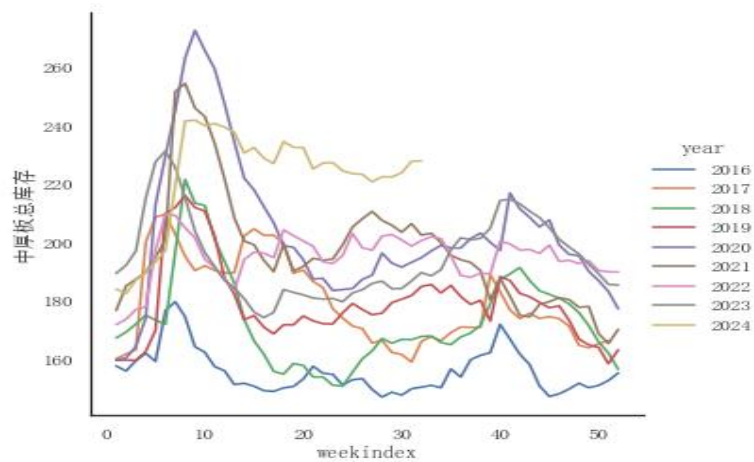
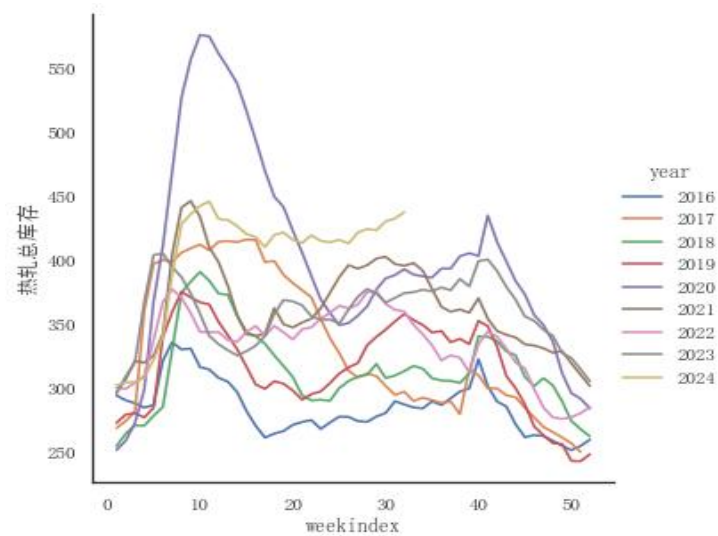
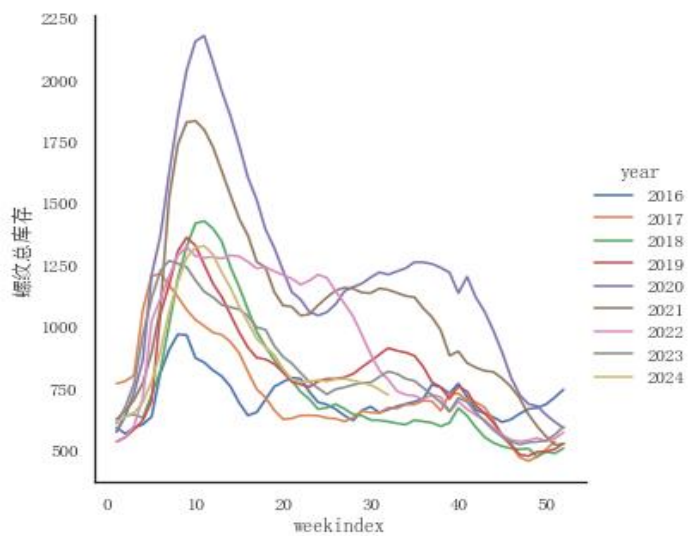


因螺纹减产力度更大，现货价差回落。



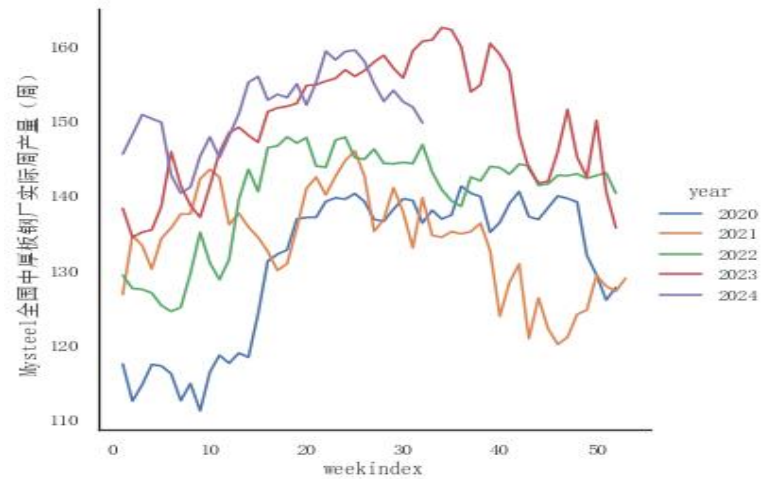
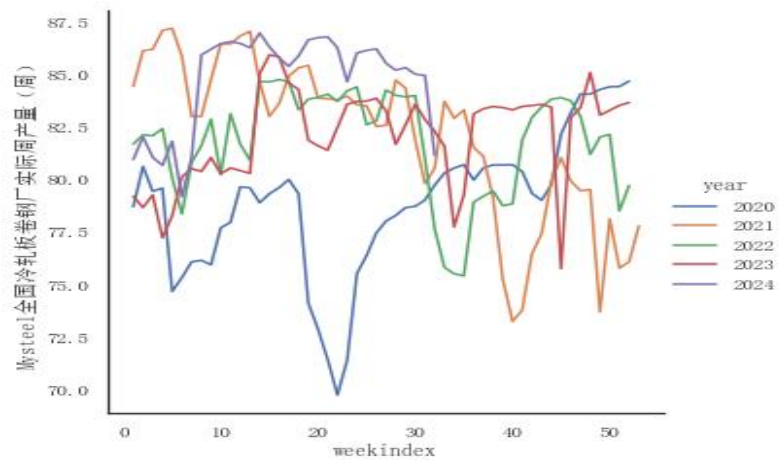
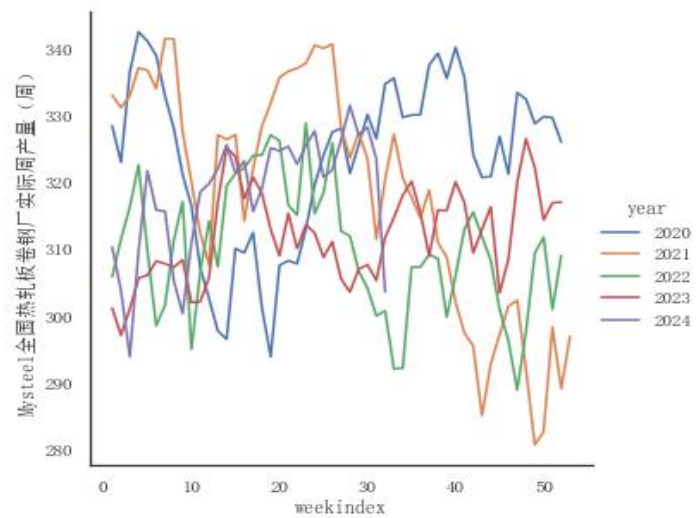
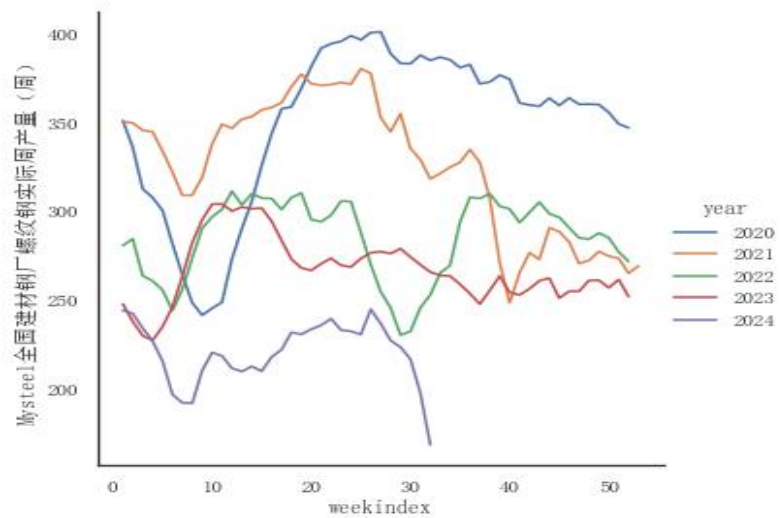


# 四大材库存



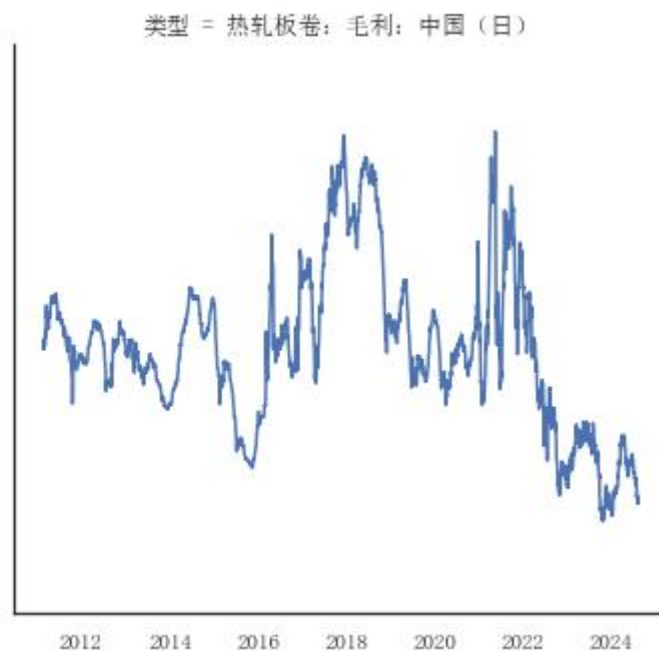
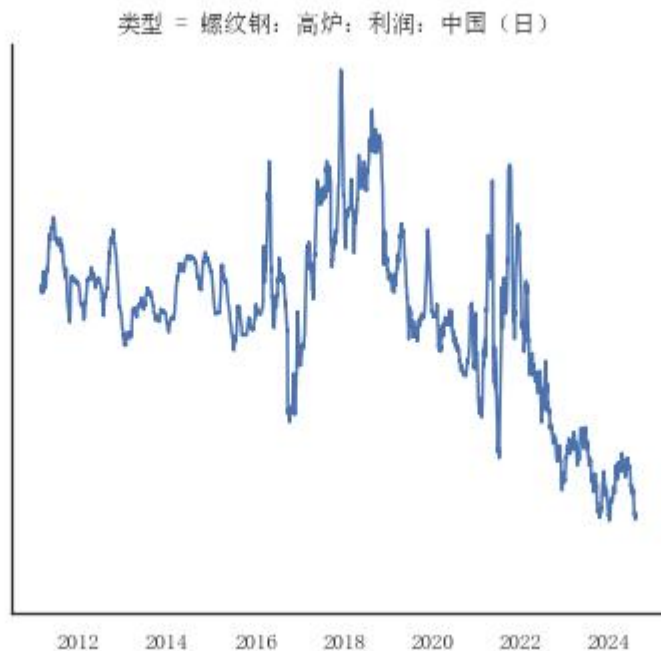


# 四大材产量





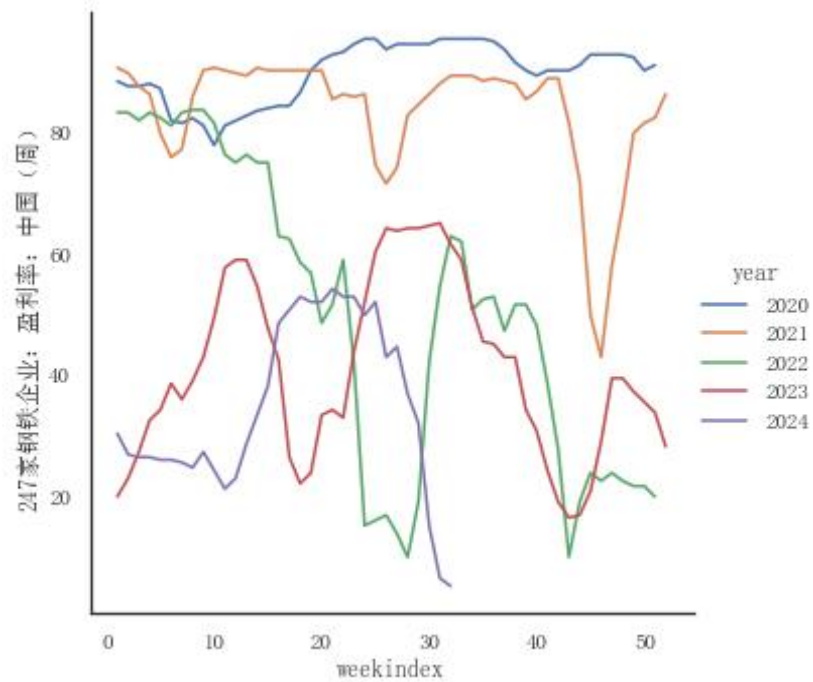
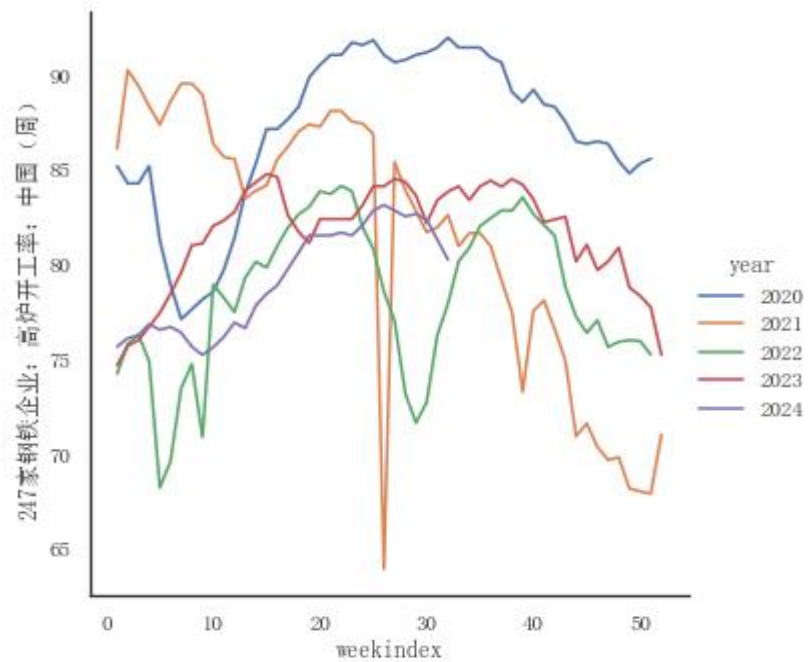
# 螺纹热卷现货利润



从利润看，估值明显偏低。



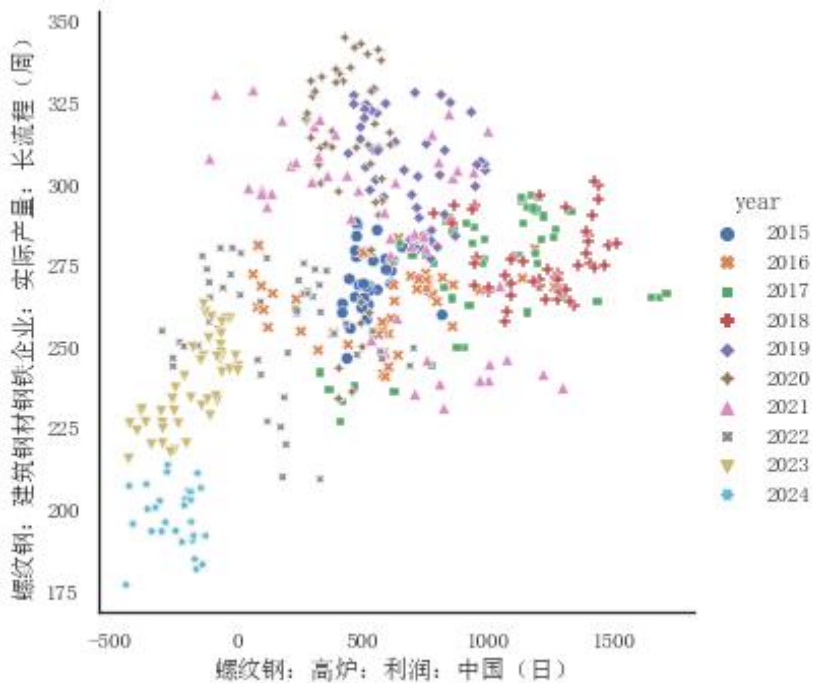
# 高炉开工率



随着价格下跌，开工下降，关注开工和铁水的变化。



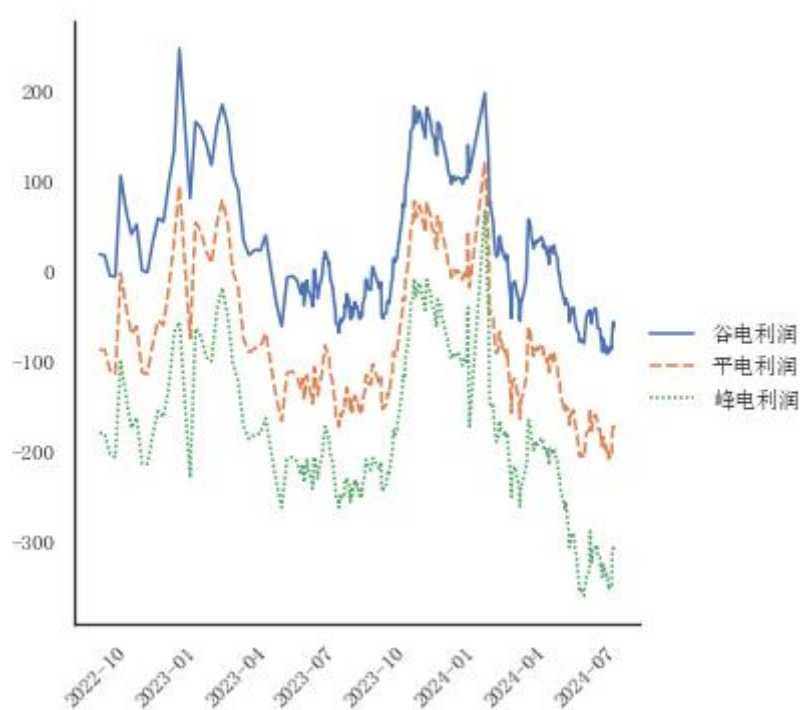
# 螺纹利润和长流程产量



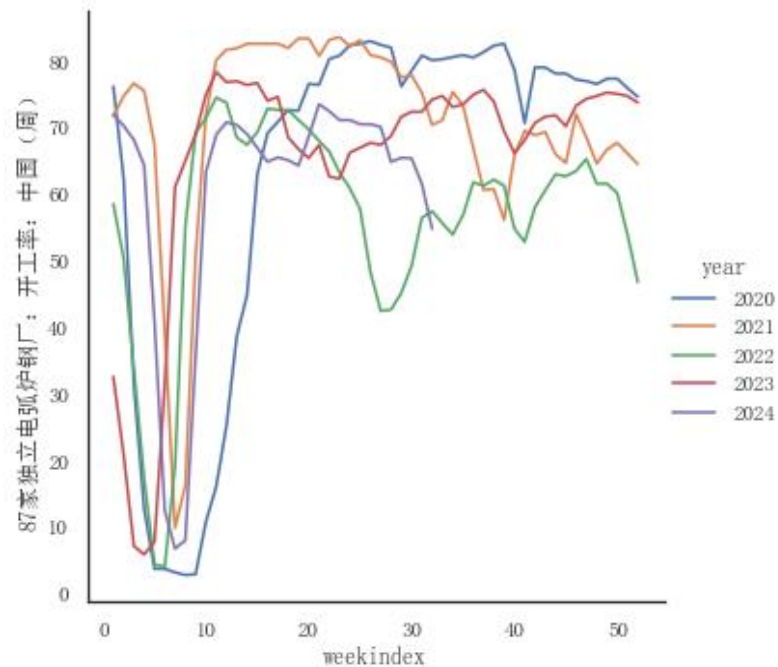
除去特殊因素的年份，高利润总是倾向于相对高的产量，当前利润较低对应较低的产量。



# 电炉生产利润及开工率



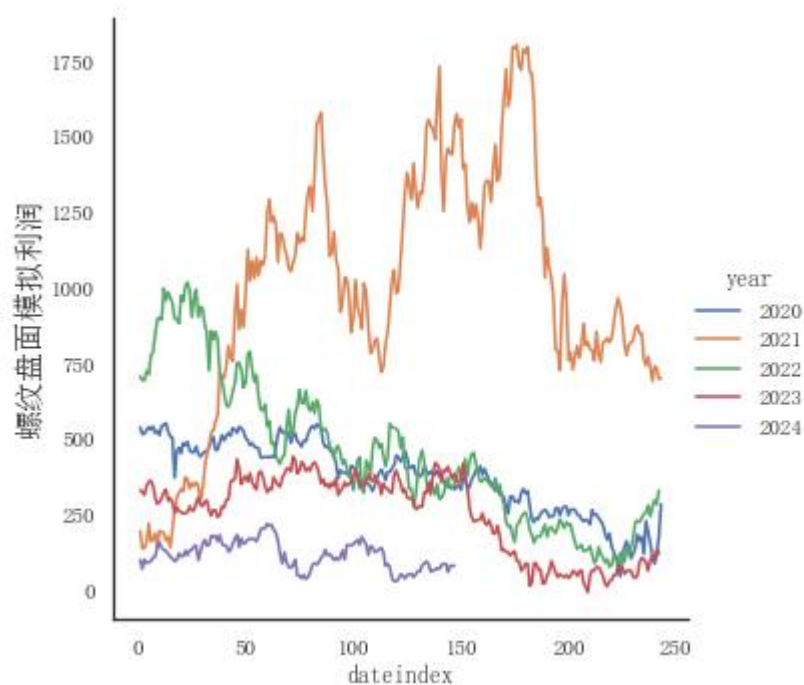
螺纹价格跌破谷电生产利润，电炉开工如逾期下降，产量上也有所反映。







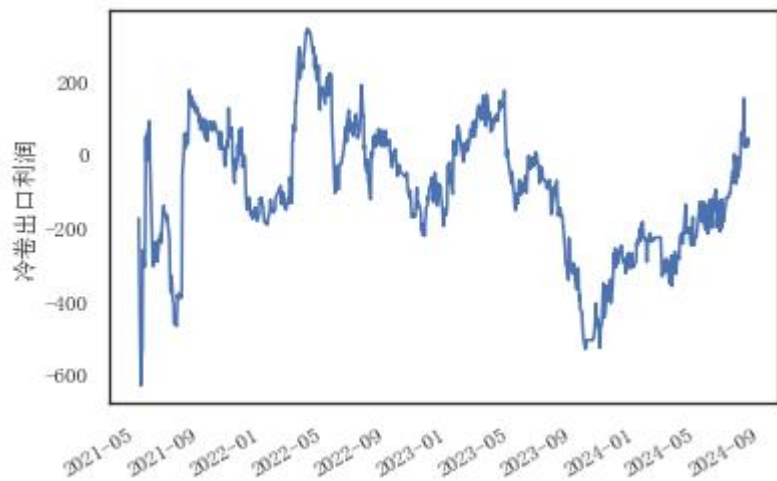
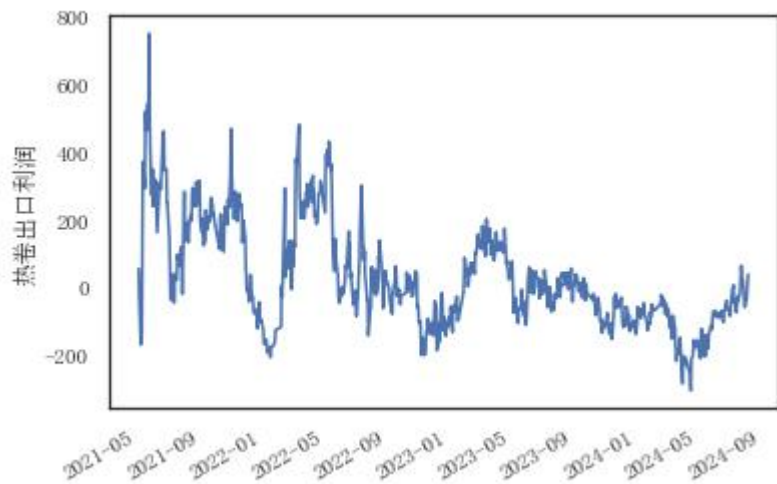
## 螺纹盘面生产利润



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

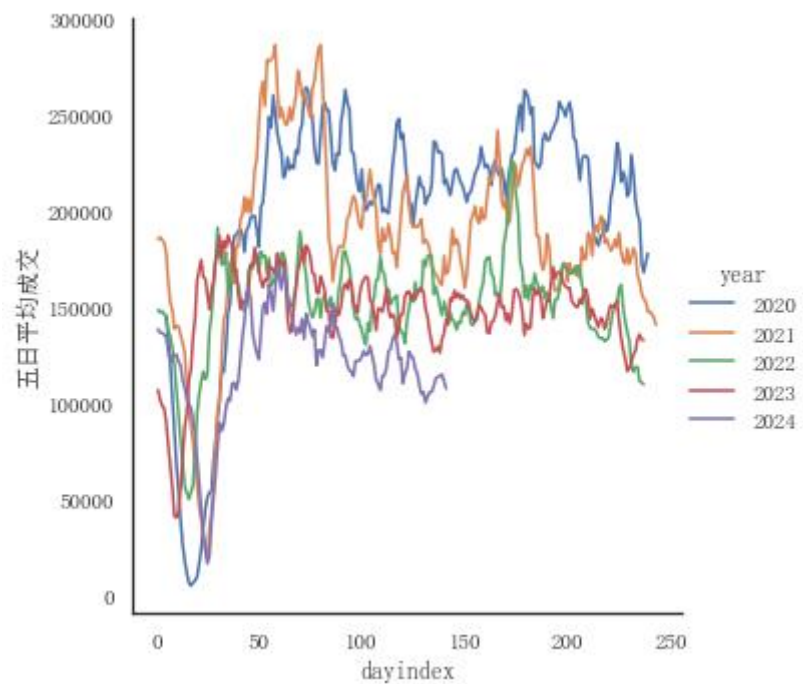


目前钢材的主要推动力来自出口，因此卷板出口利润的跟踪是现阶段主要的观测点和钢材价格变化的主要动力。预计接下来出口还是偏强。





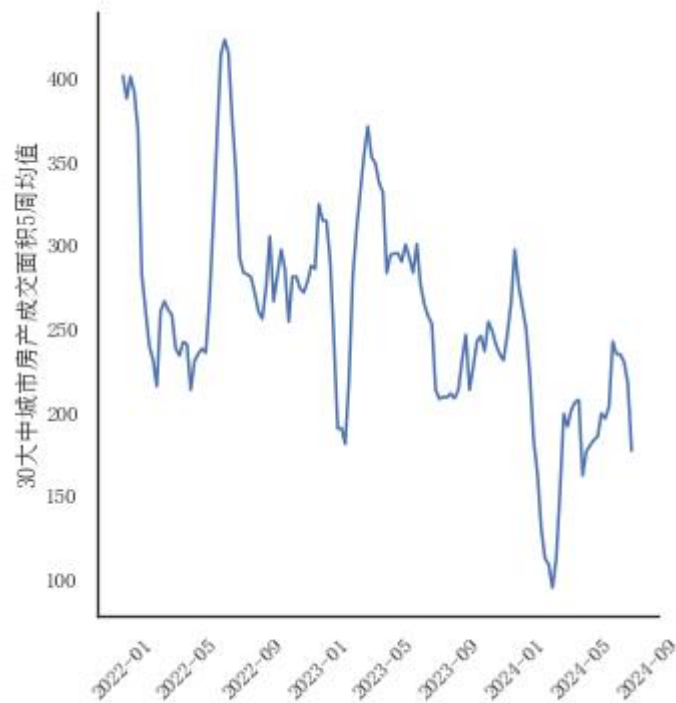
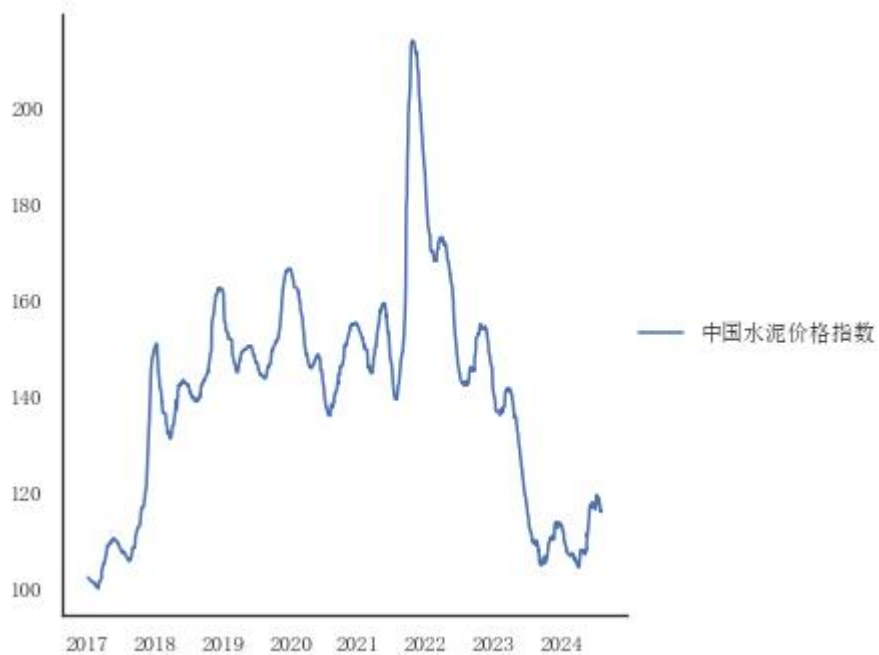
# 螺纹每日成交



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。



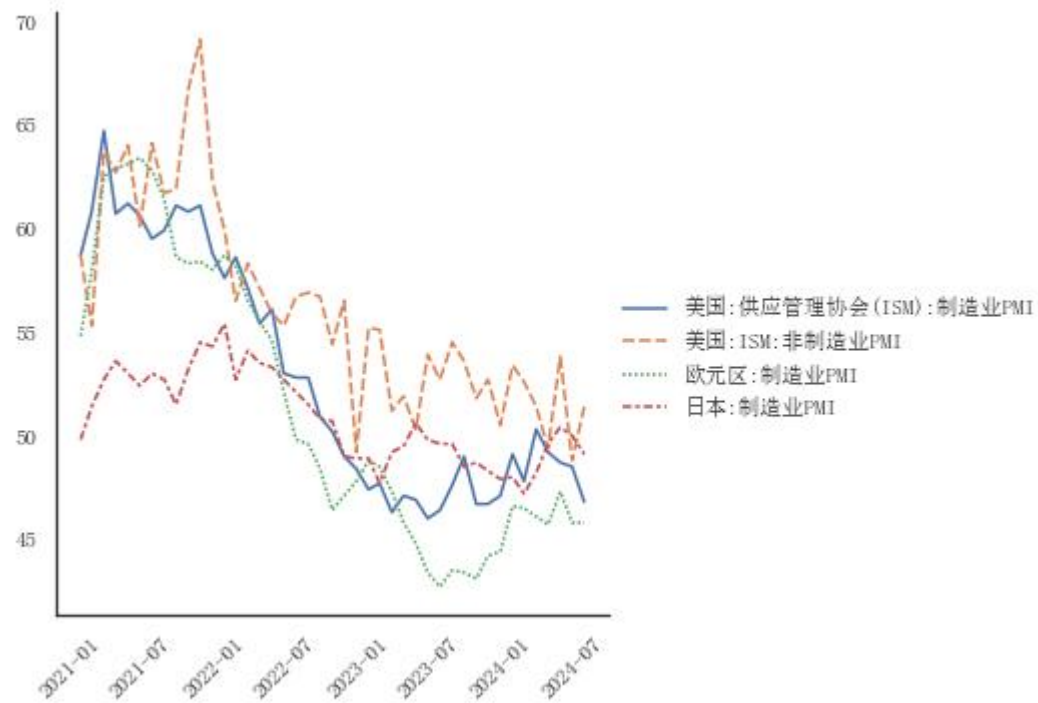
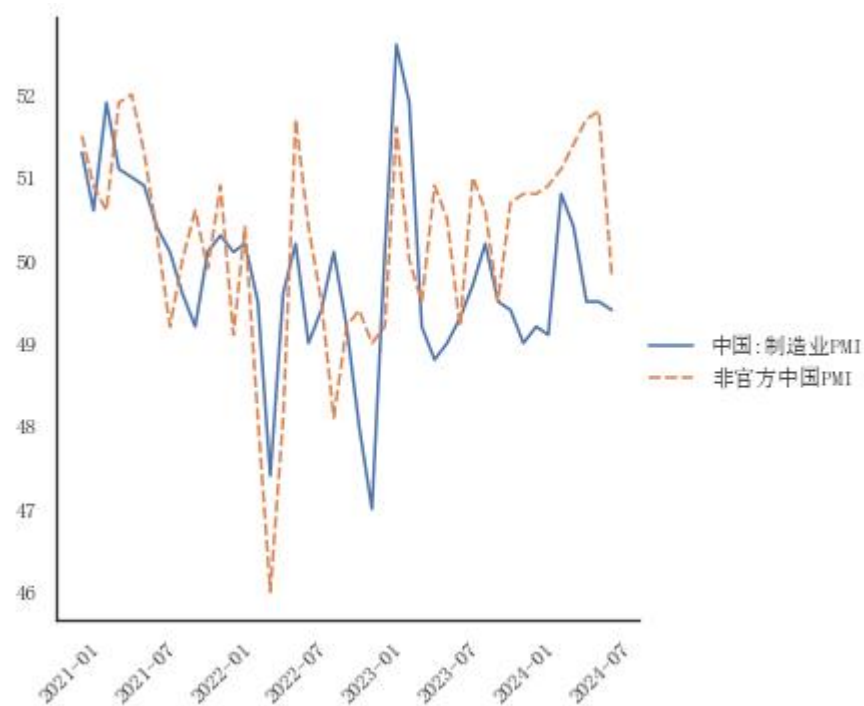
# 中美物价指数



美国核心CPI持续下降，加上鲍威尔的讲话，及非农数据低于预期，市场预期降息。



# 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。虽然五大材普遍减产，但铁水表现好于五大材，且矿石库存连续两周下降。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，供给上除乌克兰未见明显减少，库存高位，五大材普遍减产。螺矿比依然处于低位，钢材减产抑制了矿石需求。

## 观点

矿静态看起来比较差，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），市场走势明显较普遍预期更强。铁水数据强于五大材数据，矿石库存更强于铁水，本周市场对此质疑较多，预计下周数据会有所调整。

## 策略及简析

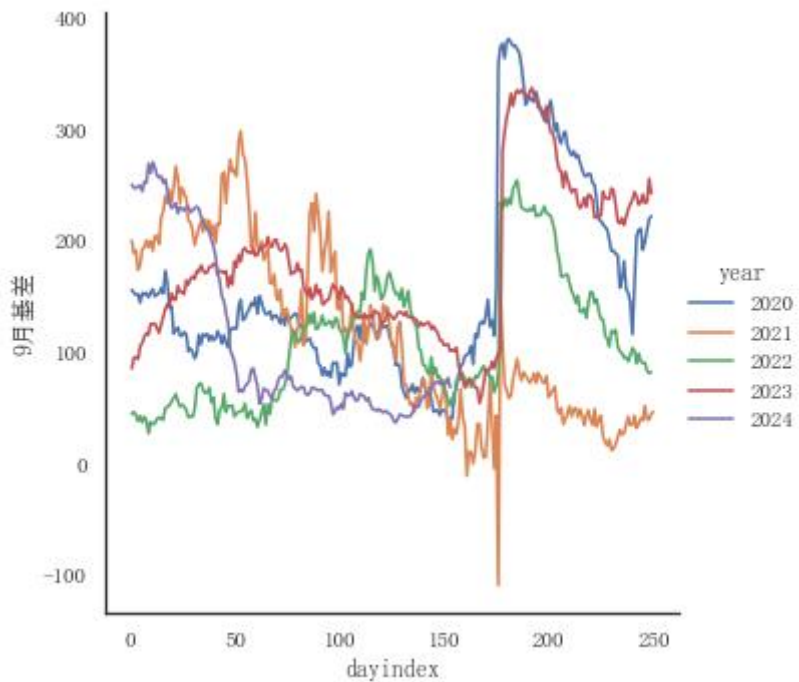
矿石的正套，目前处于历史低位，而且从长期历史回测看，矿石正套正期望还是比较明显的。如果后期能够出现有效驱动的因素，可能是盈亏比比较好的机会，暂时观测。钢厂利润可重点留意，暂时看不到太高的空间。

## 风险提示

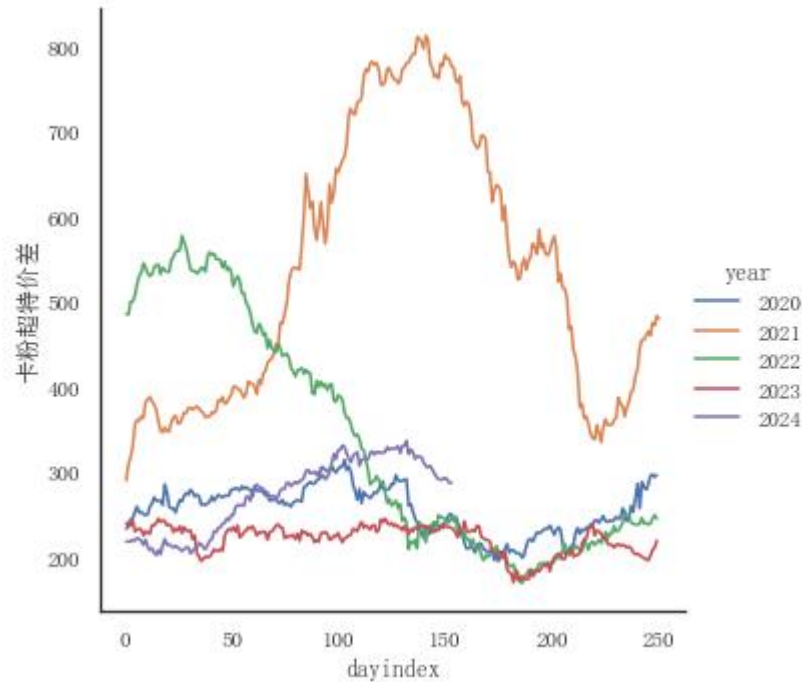
矿石重点关注矿石的库存变化。钢厂利润重点关注政策动向。



# 矿石基差及高低品价差

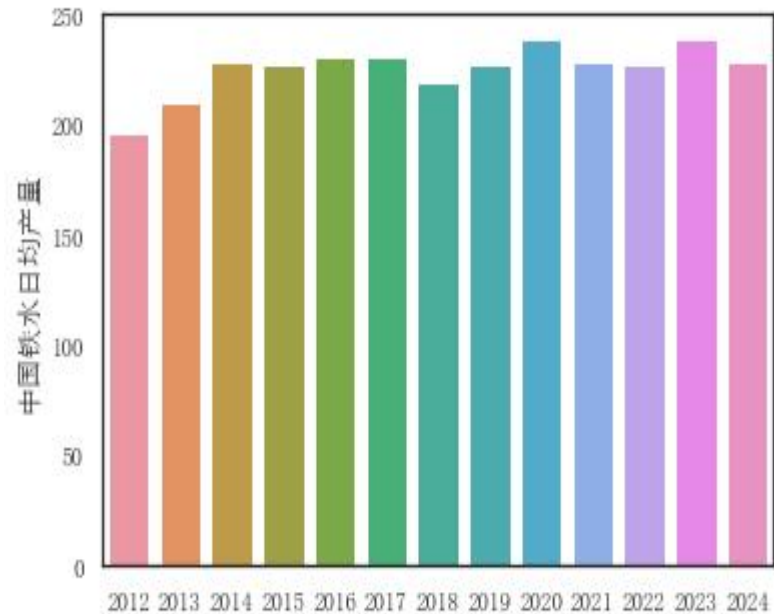
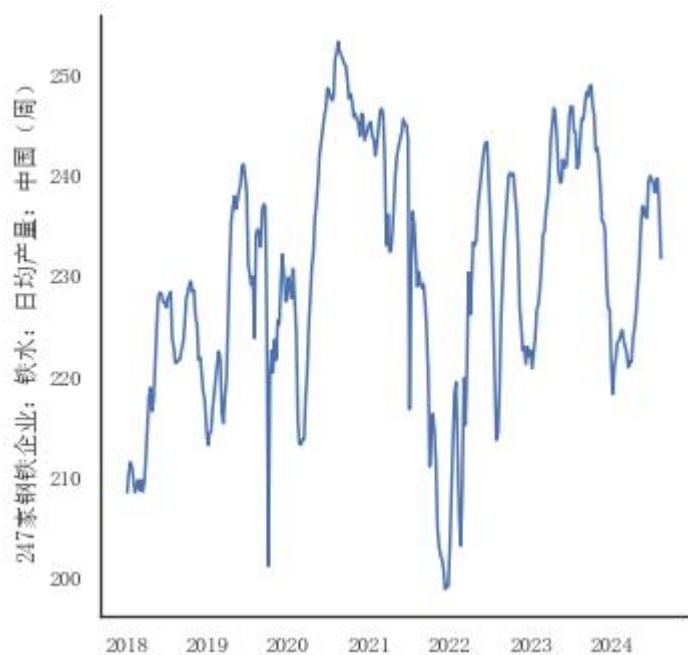


矿石基差处于较低的位置，但仍是正基差。





# 中国铁水产量

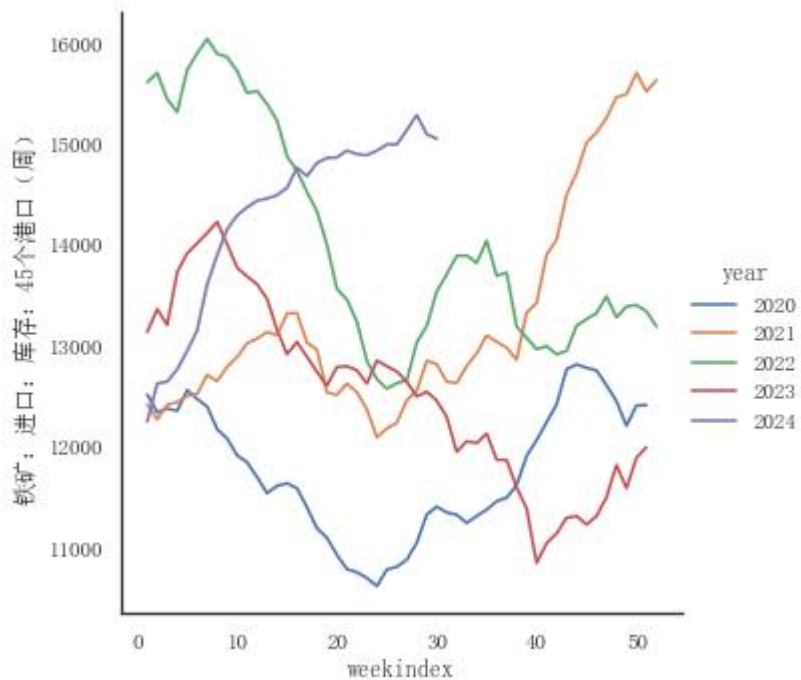


铁水产量小幅回落，比五大材强。





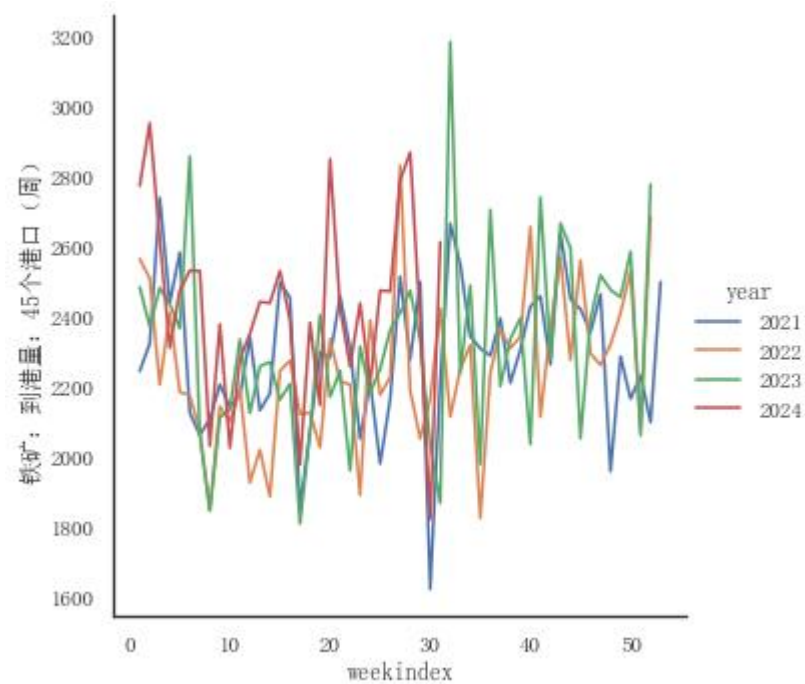
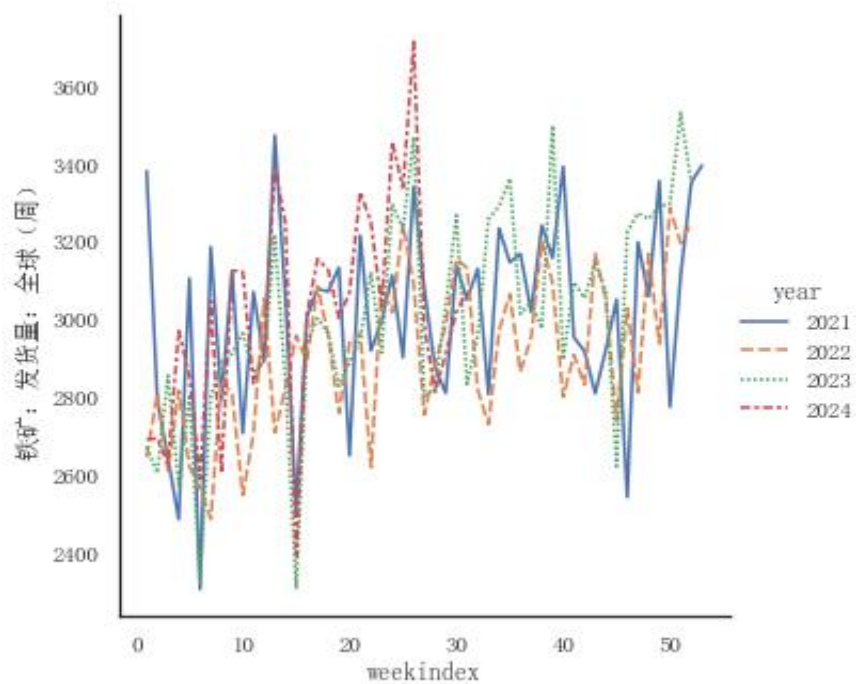
# 铁矿石库存



从现在市场预期看，矿石库存仍将保持保持高位。连续两周库存下降，比较意外。



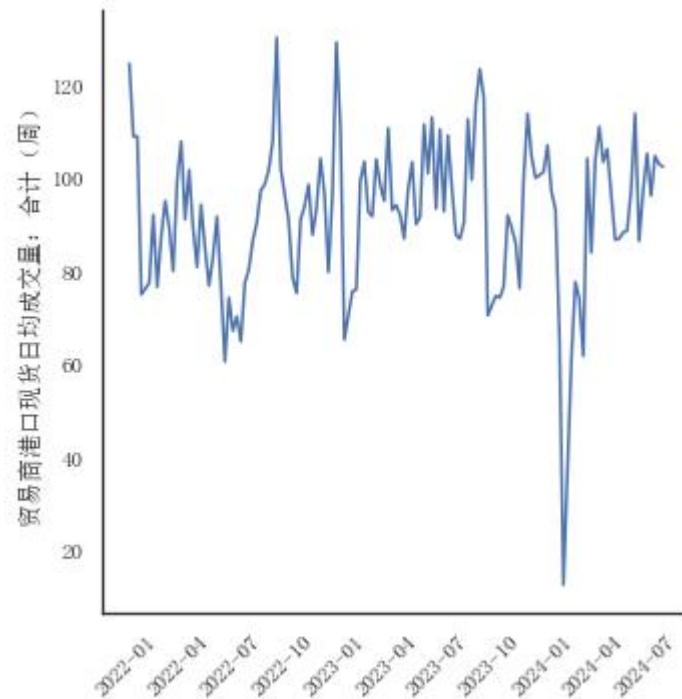
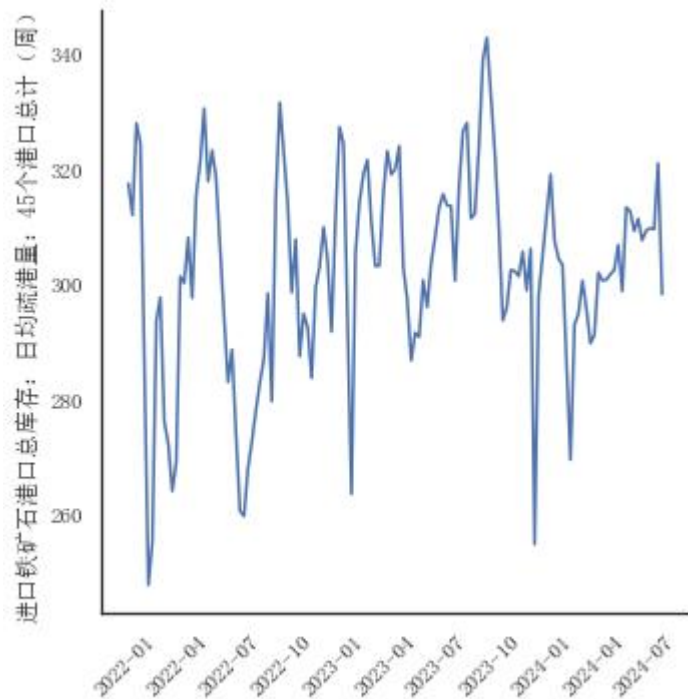
# 铁矿石发运和到港量



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



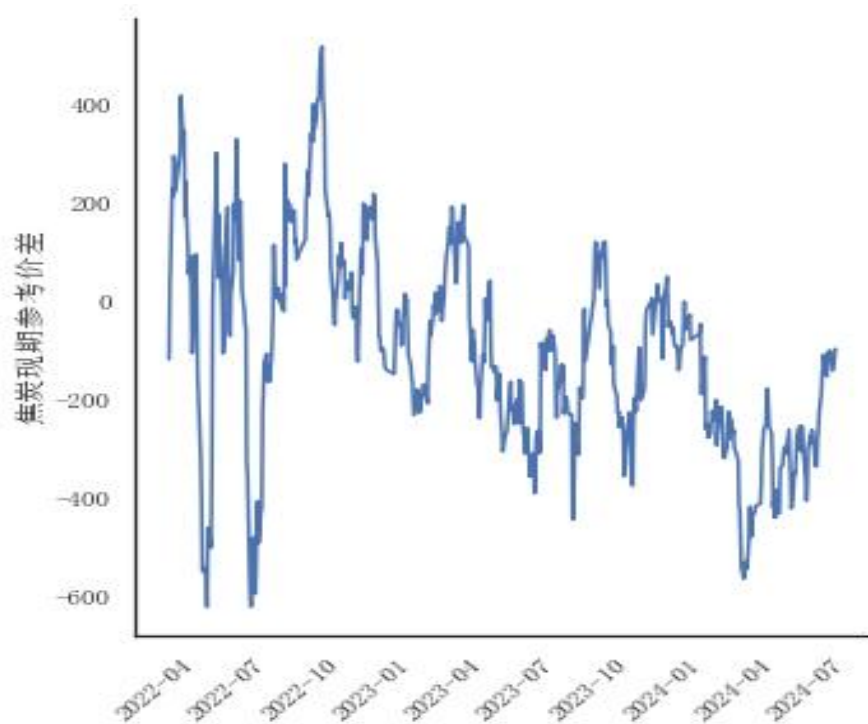


# 焦煤焦炭

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。连续下跌后，仓单经济性受限。焦化利润也不高。
空头逻辑	仓单价很低，特别是混煤仓单价低。目前蒙煤通关顺利，供应稳定。钢厂利润不高，有压焦炭的动机。今年水电供应良好。蒙煤长协价下降，折算盘面不超过1400。
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	焦化利润预计暂时在100-200之间波动，波段操作。
风险提示	关注基差和仓单的情况。



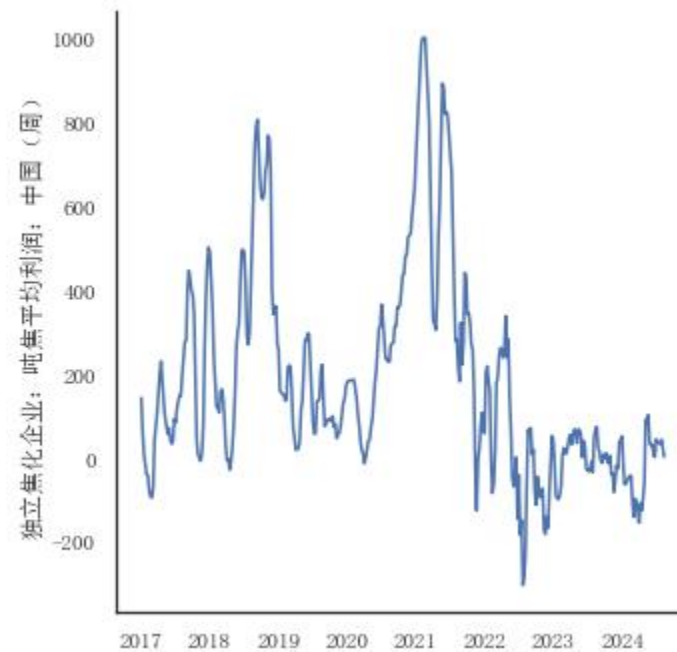
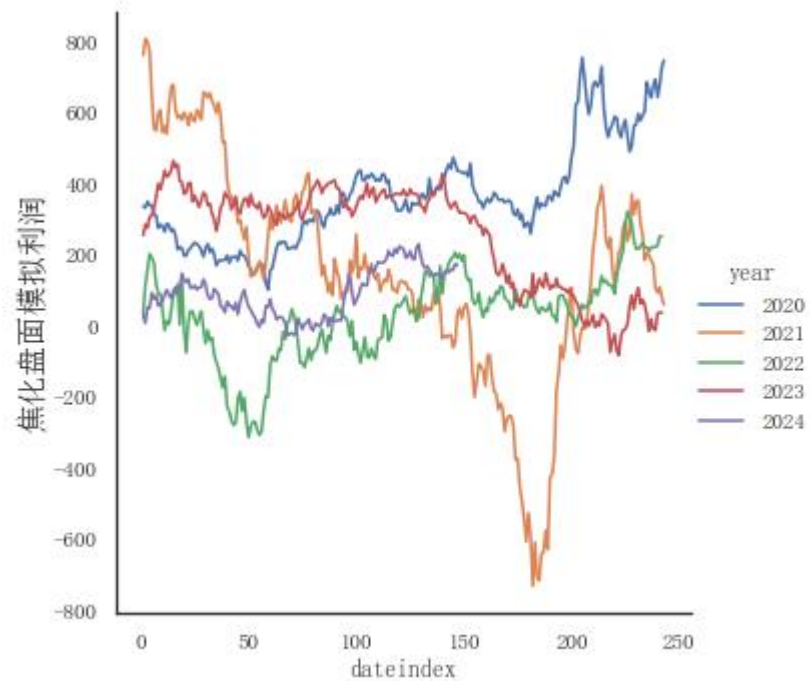
# 焦炭现期



焦炭焦煤的基差图都仅能参考。

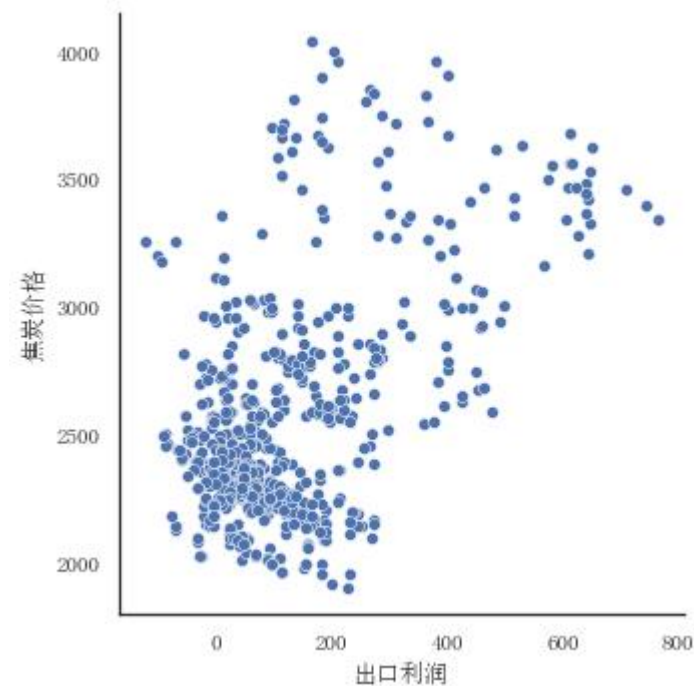
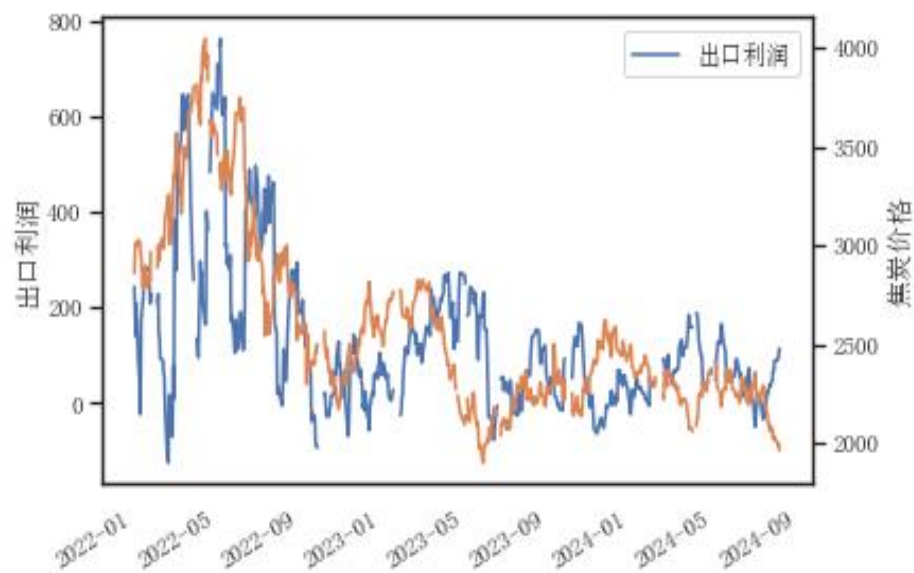


# 焦化利润





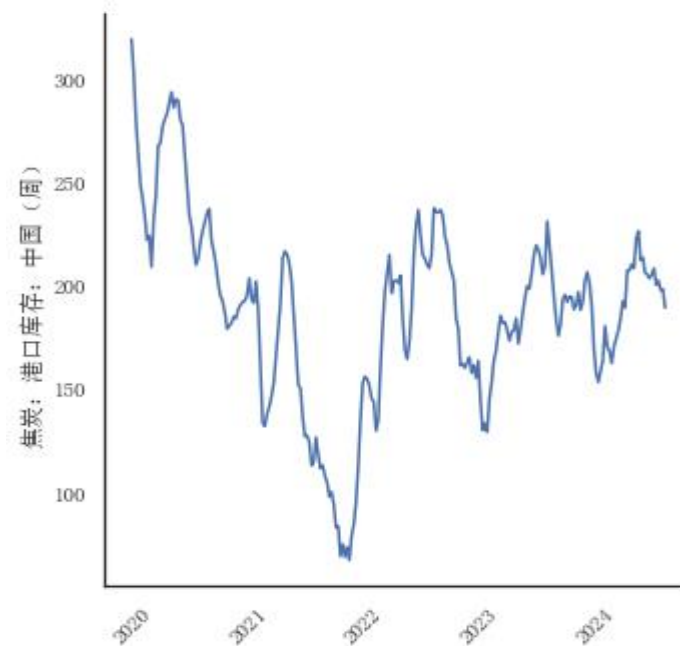
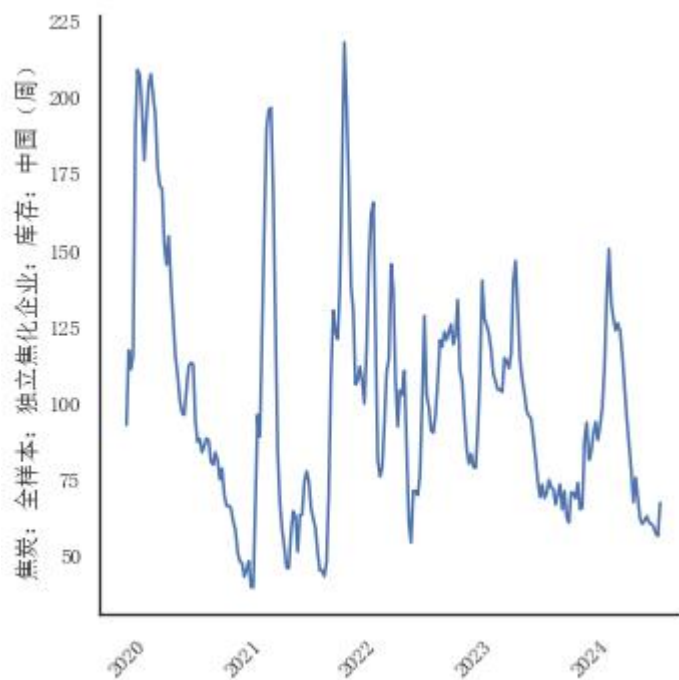
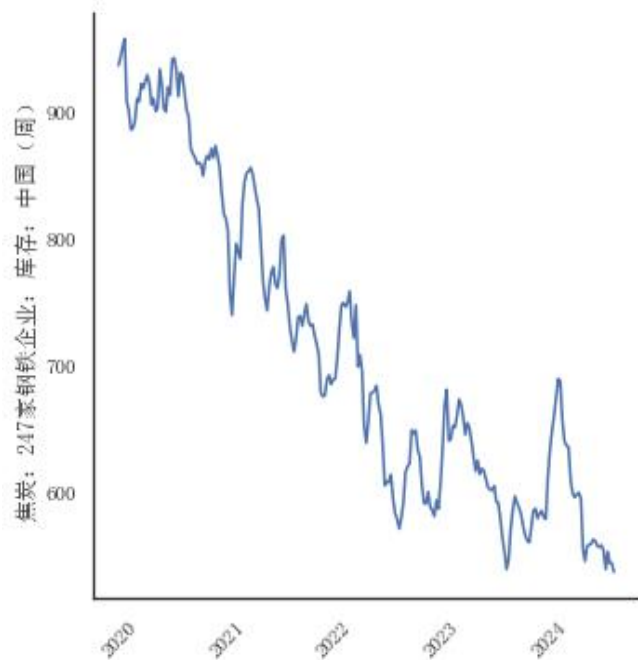
# 焦炭出口利润和价格



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

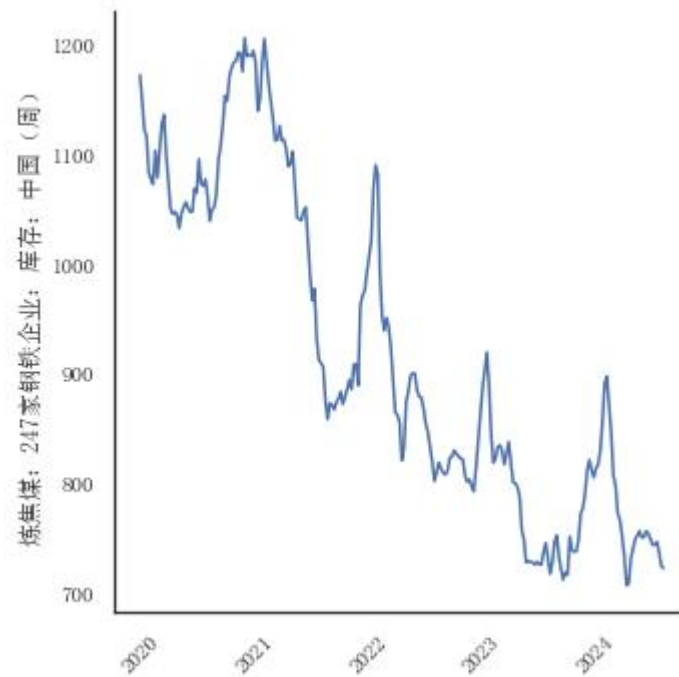
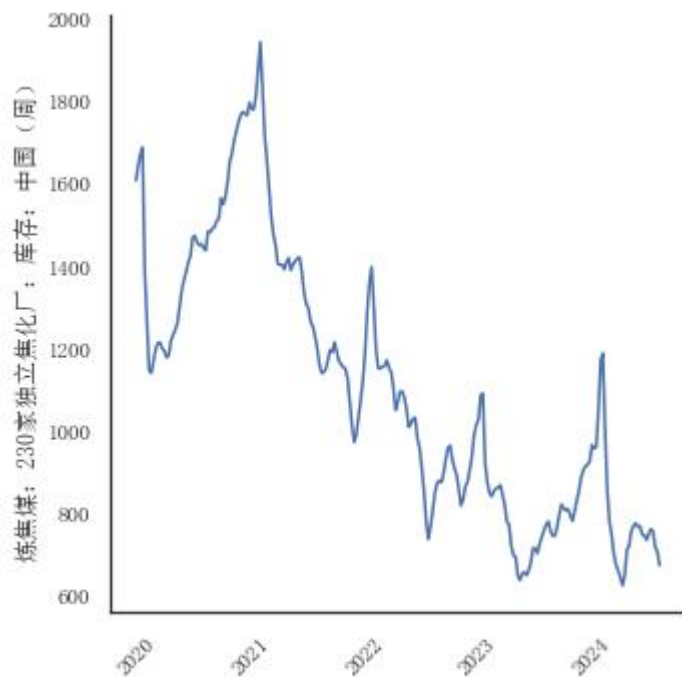
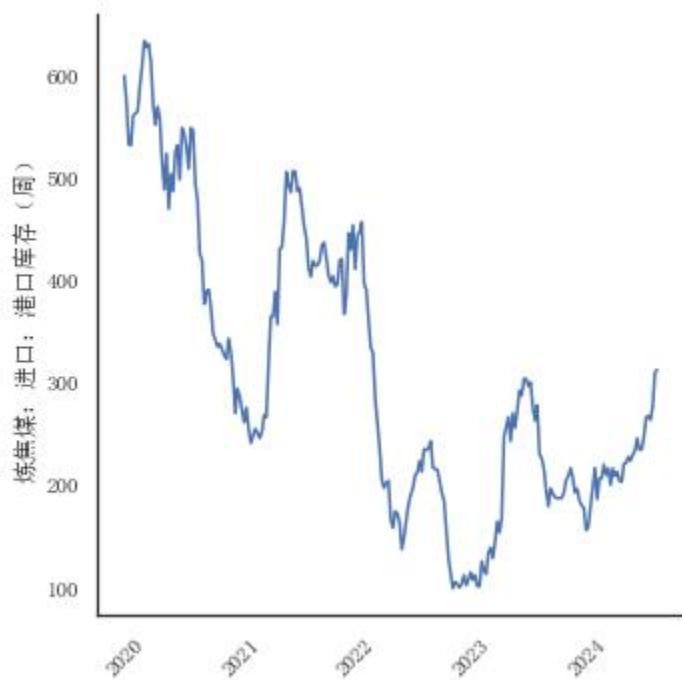


焦炭库存总体还是比较低的。





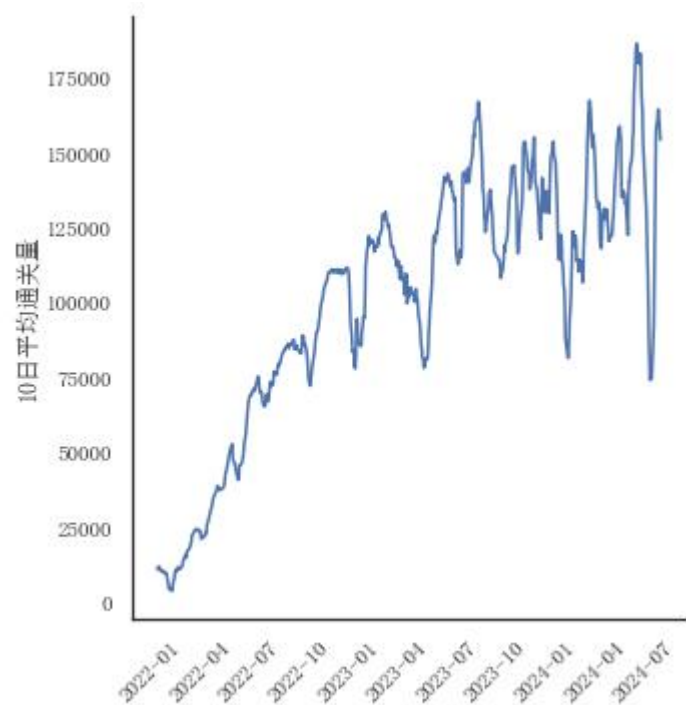
# 焦煤库存



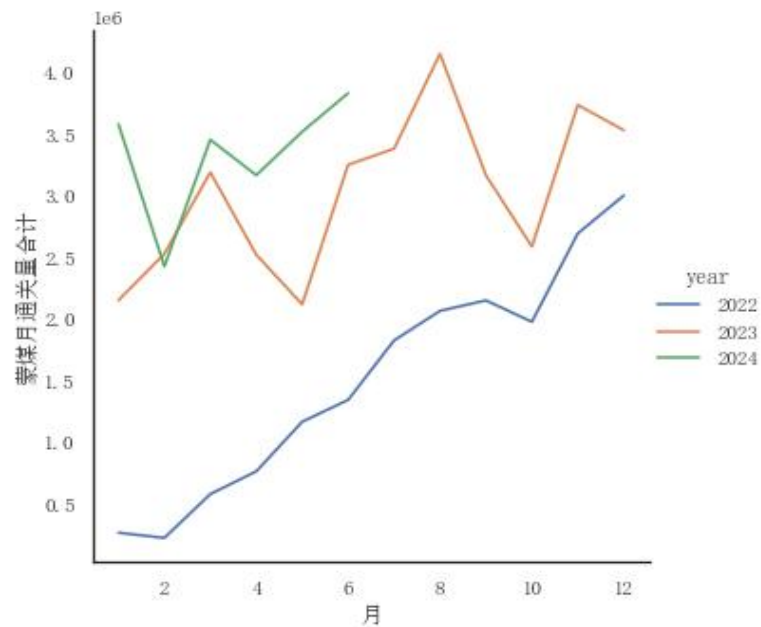
焦煤库存也不高。



# 蒙煤通关量



前期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，专项债发行加快。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，期货有升水，现货较低迷，有仓单注册。

## 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

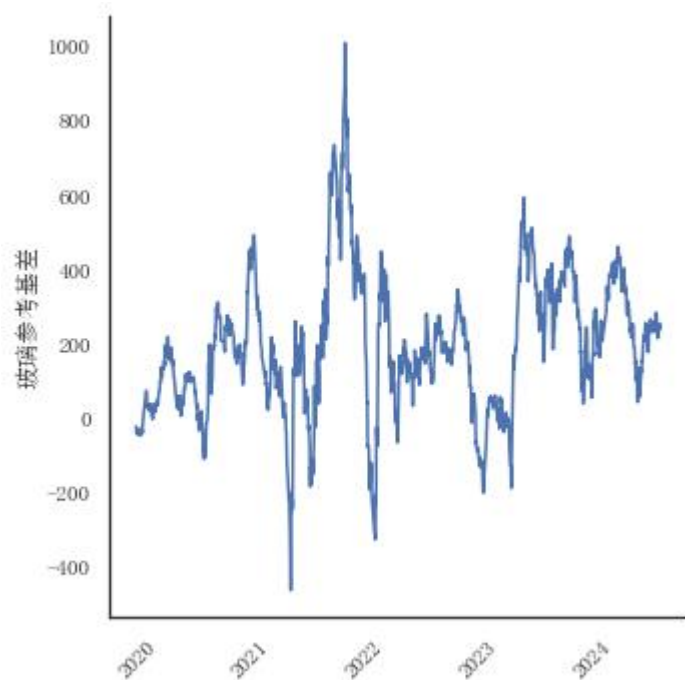
玻璃考虑以逢高空配为主。

## 风险提示

关注政策、宏观影响以及博弈层面的因素。



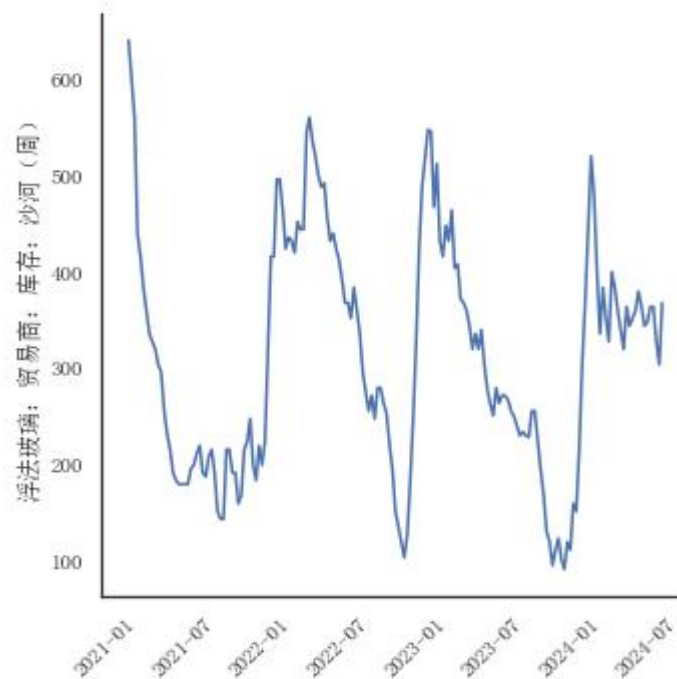
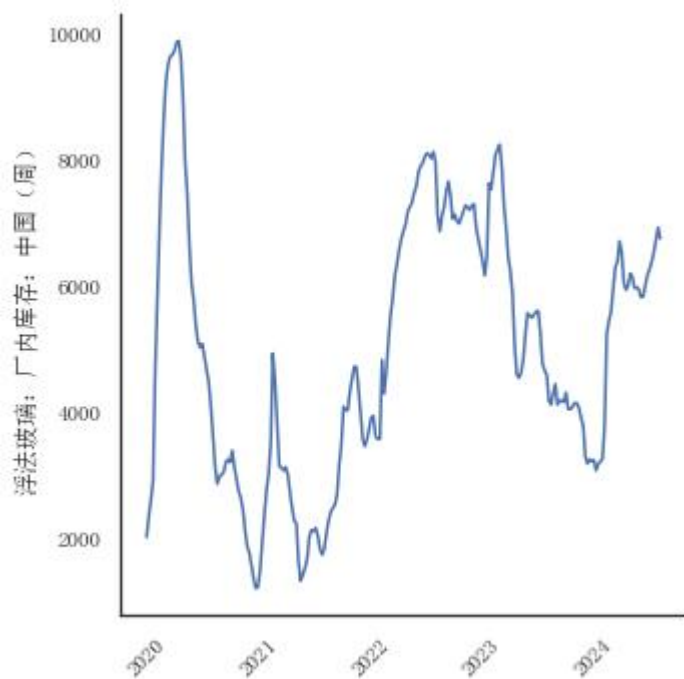
# 玻璃基差



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。

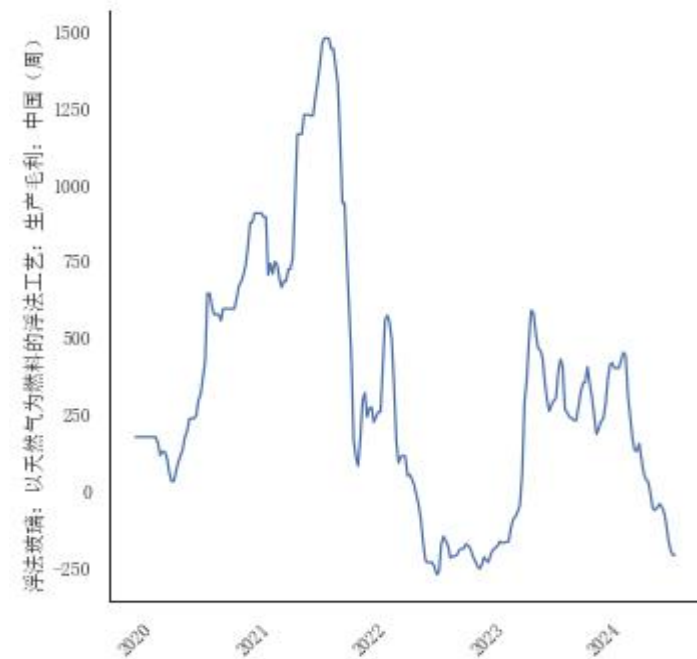
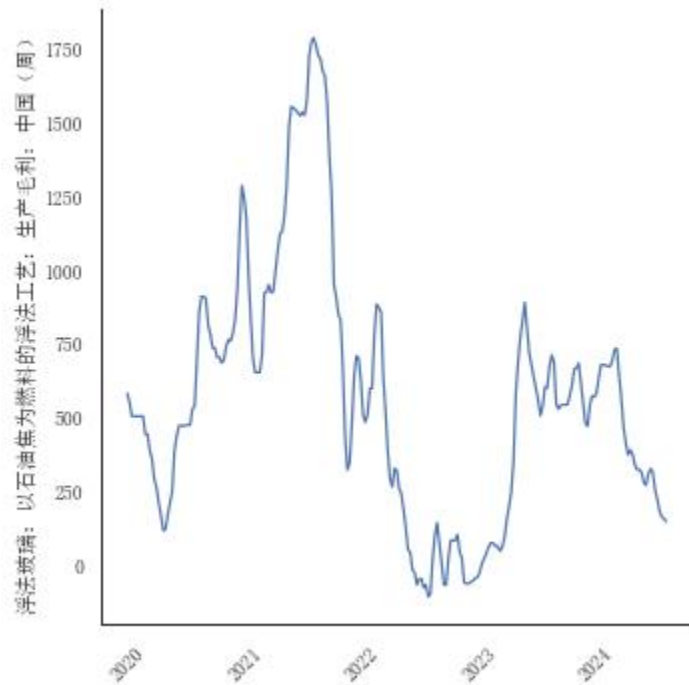
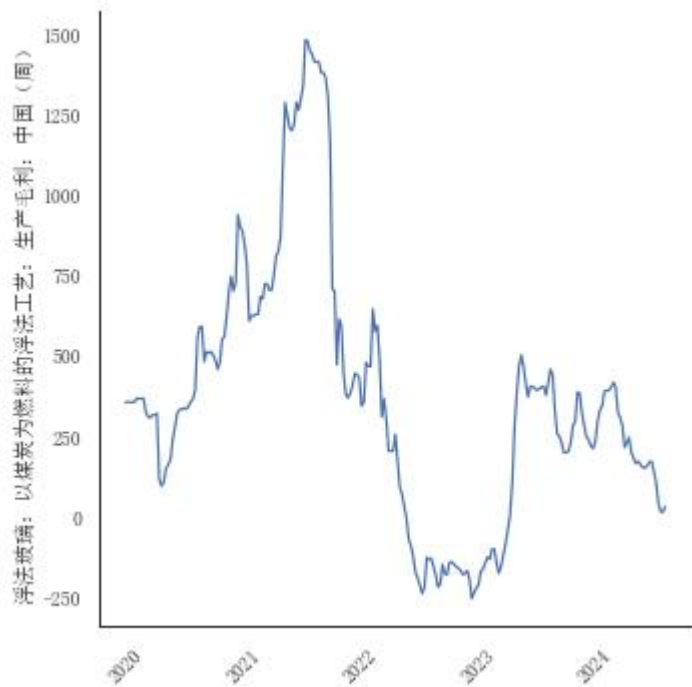


# 玻璃库存





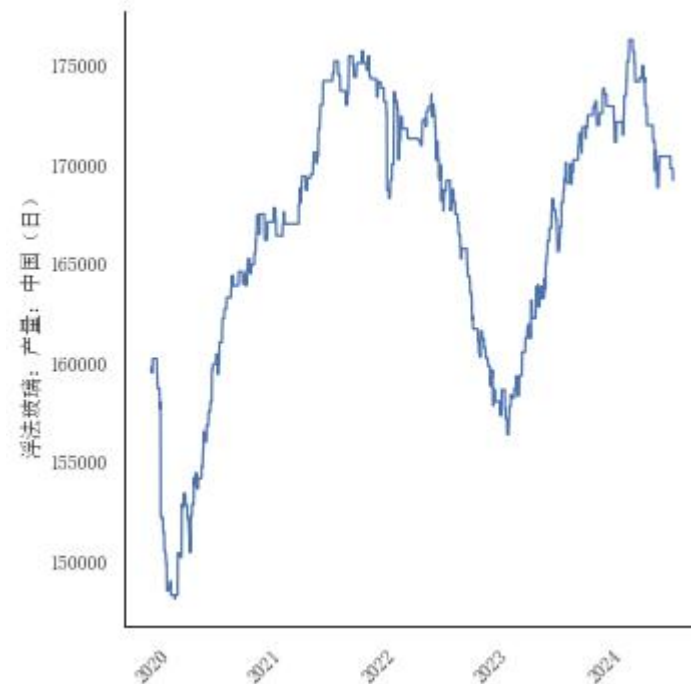
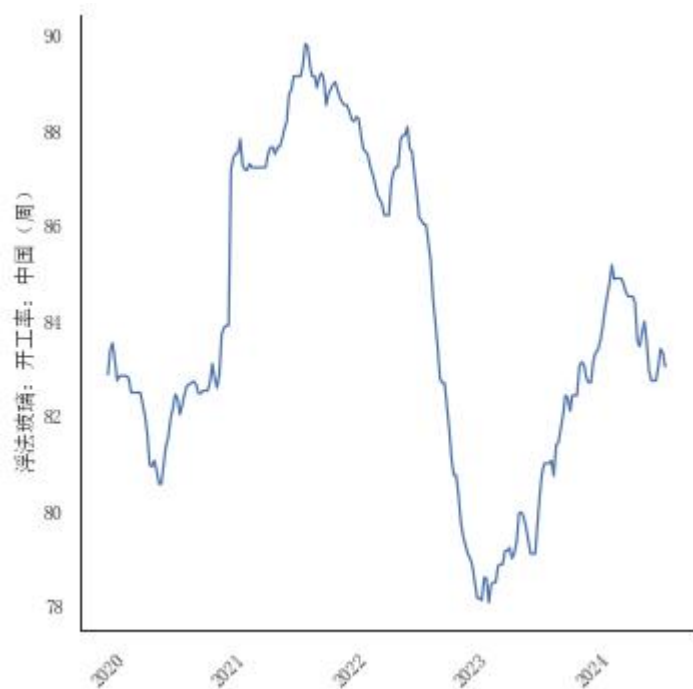
# 玻璃生产利润



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。和国外联系紧密的产品在上周衰退预期交易后，估计已经基本到位，而国内主导的商品负面情绪也开始发酵，有可能进入冲刺阶段。
黑色品种	黑色品种目前多数利润低，五大材都出现减产，库存开始下降。但铁水数据下降较缓，矿石库存下降。螺纹面临交割、收基差的压力，向上空间受限，估计当前下跌格局还将延续。
品种扩展	PVC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	这两个头寸经受了螺纹大幅减产的压力，评级有所下降，下周如价格继续下跌，要根据市场情况，积极调整，盲猜下周有可能这两个策略将告一段落。前期如有期现正套建仓，下周也可能进入收获期。
PVC、玻 璃	总体维持偏空的观点。
下周策略	螺纹反套和热卷螺纹套利根据现货价和价差考虑择机平仓。钢厂利润和矿石正套继续观察。如价格跌破现货价格，出现现货升水，多个策略的思维需要重新考虑。



# 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**