



黑色产业策略周报

2025年3月29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

宏观政策托底，预计降准降息，有温和供给侧改革的猜想。季节性进入旺季去库阶段。螺纹库存低，产量低，两者利润均不高。铁水产量稳定上升，有助于原料稳定，形成正循环。

空头逻辑

依然有利润，产量稳定且将增加，旺季降库不如预期。虽然预期有所改善，但经济结构性问题依然存在，房地产基建的时代已然过去，需求较难有起色。螺纹交割品定价低，关税等国际形势多变。原料供求形势不乐观。供给侧改革预计力度有限，更多是依靠市场的力量。

观点

螺纹估值不低，如需求没有起色，仍有修复估值的压力。

策略及简析

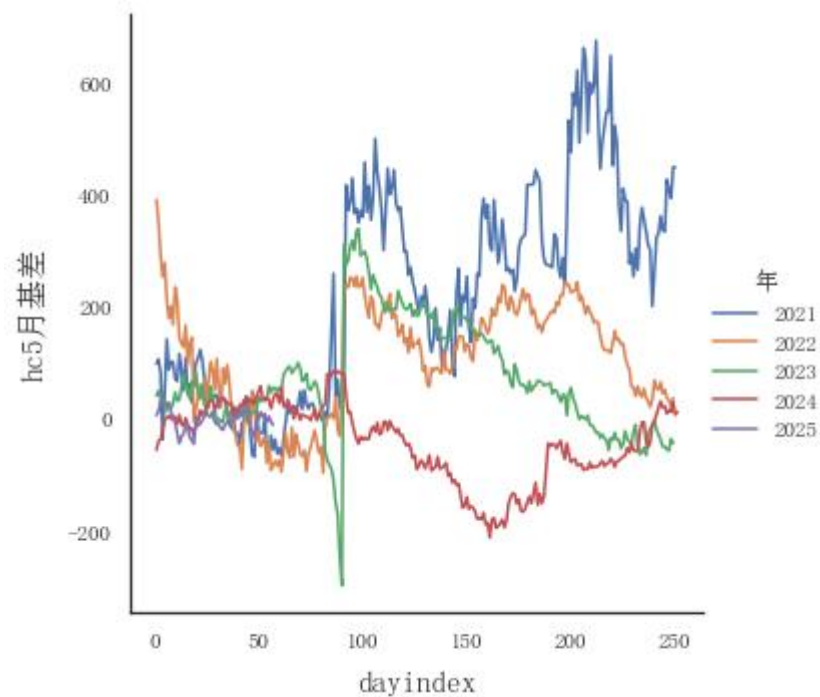
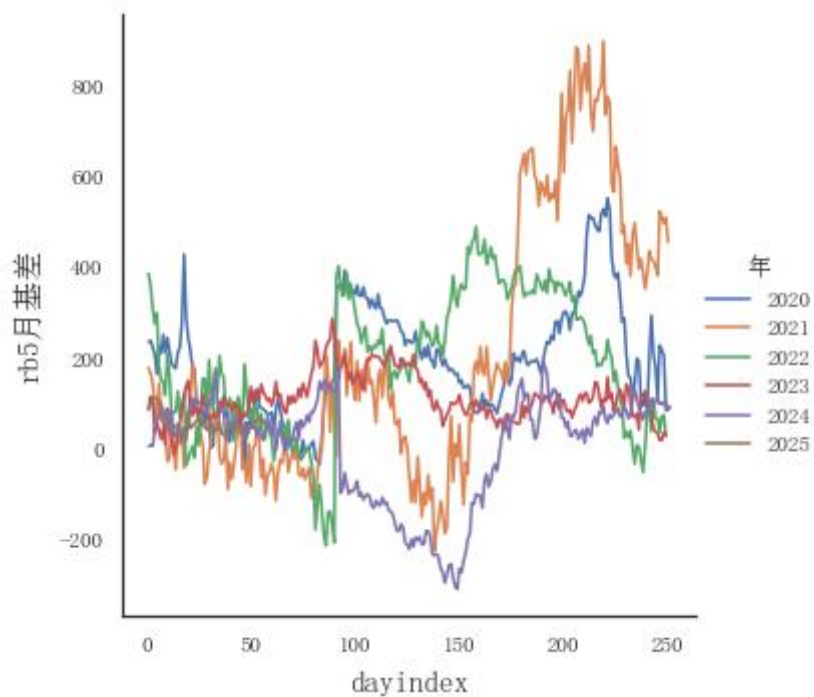
考虑寻找机会参与螺纹期现套利及跨月套利。

风险提示

关注产量、库存和现货变化。



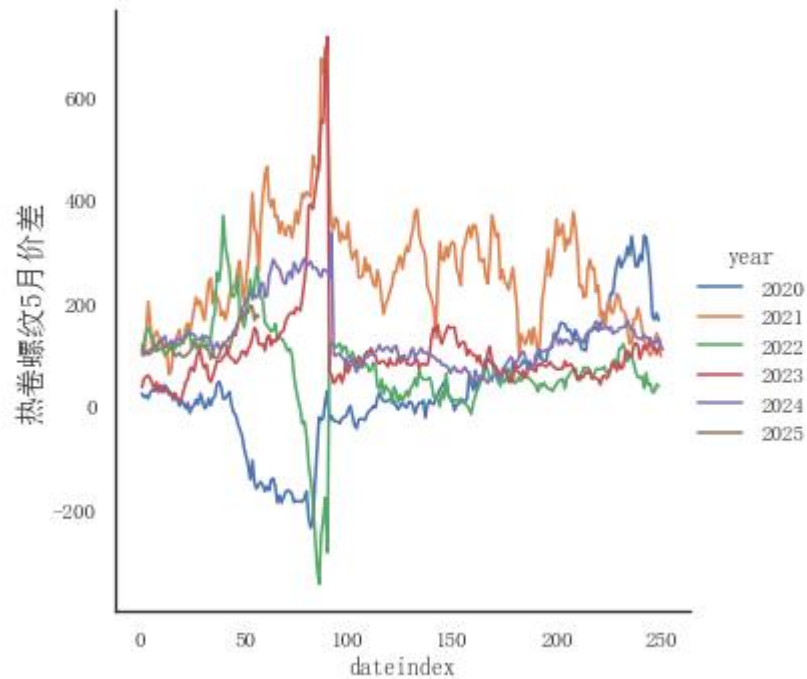
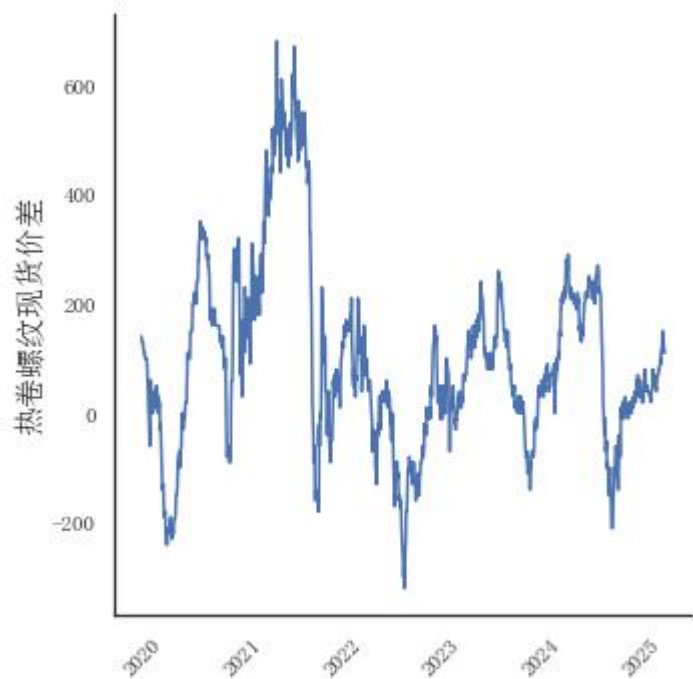
螺纹热卷基差



螺纹相对估值依然偏高。



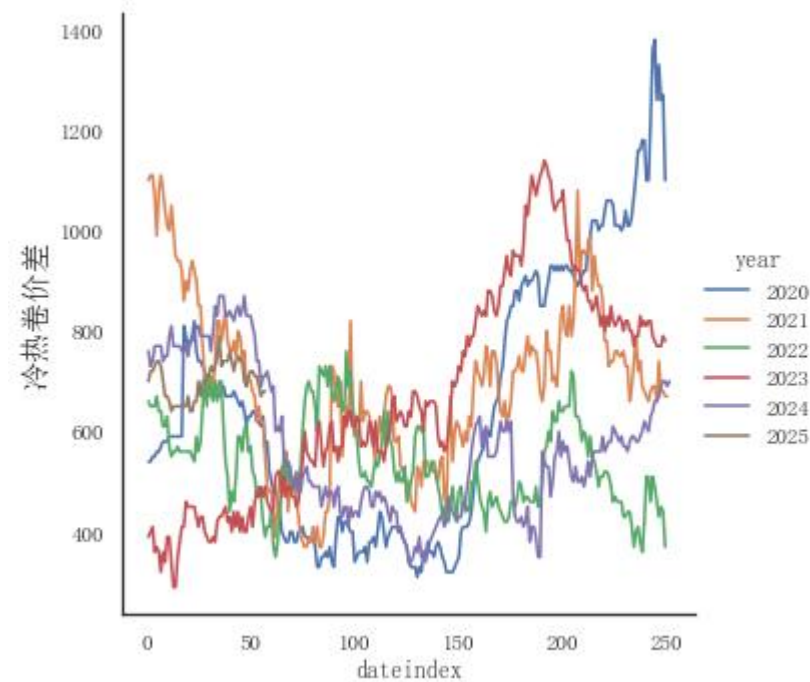
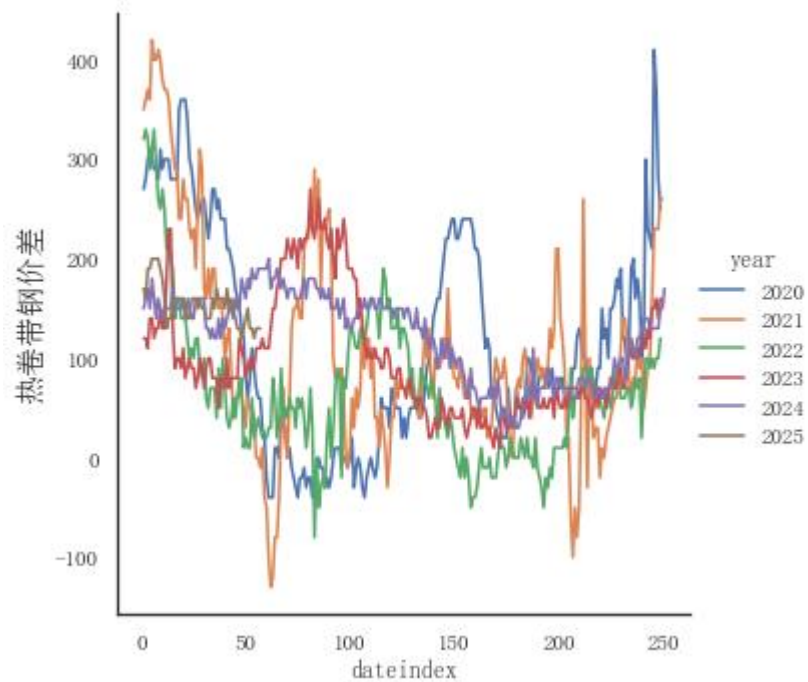
螺纹热卷价差



虽然有反倾销等，但当前热卷出港数据依然偏好。



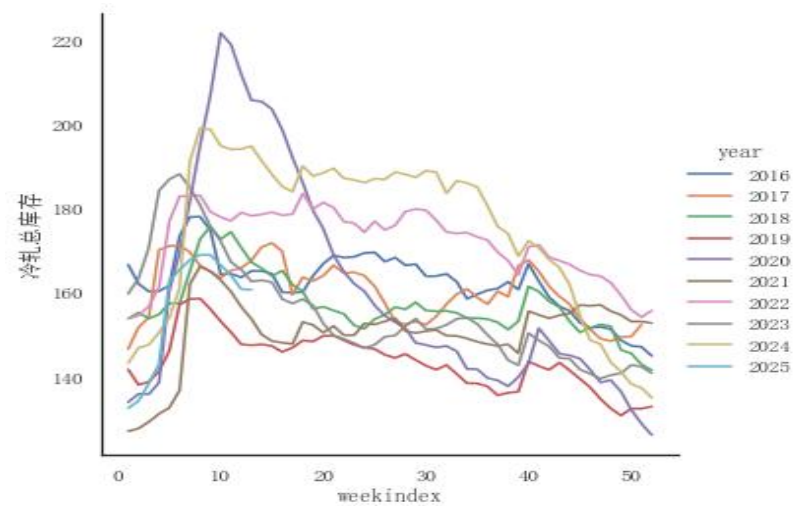
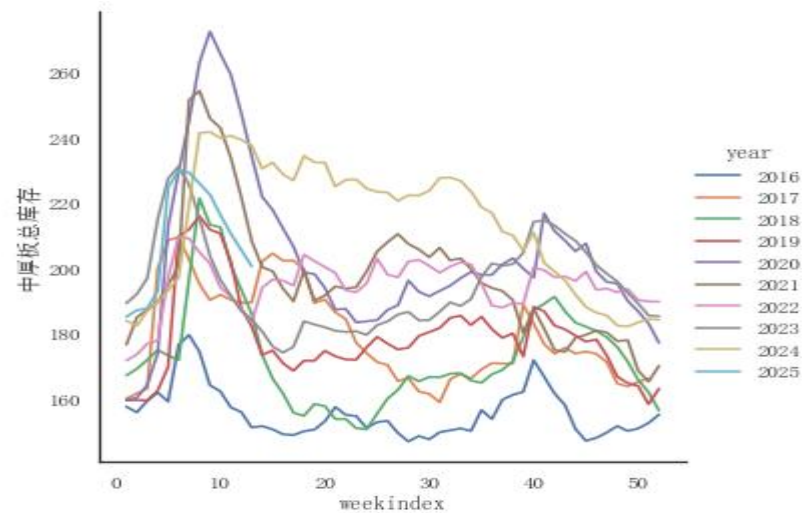
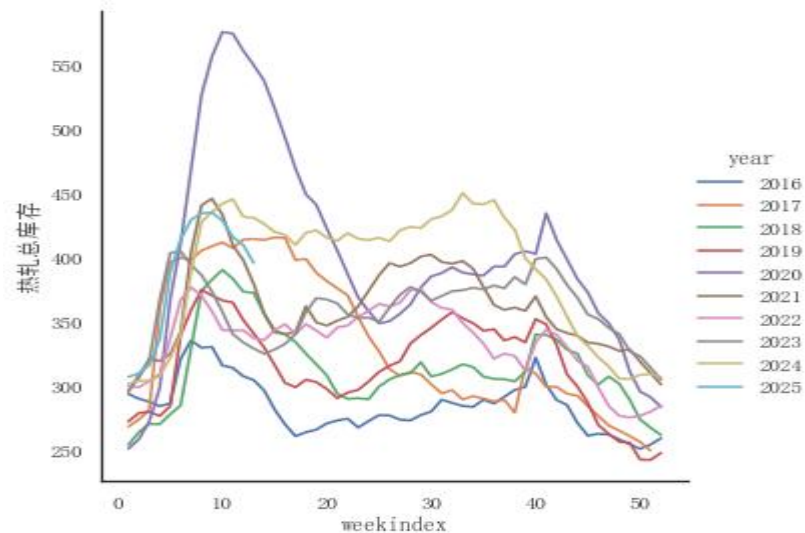
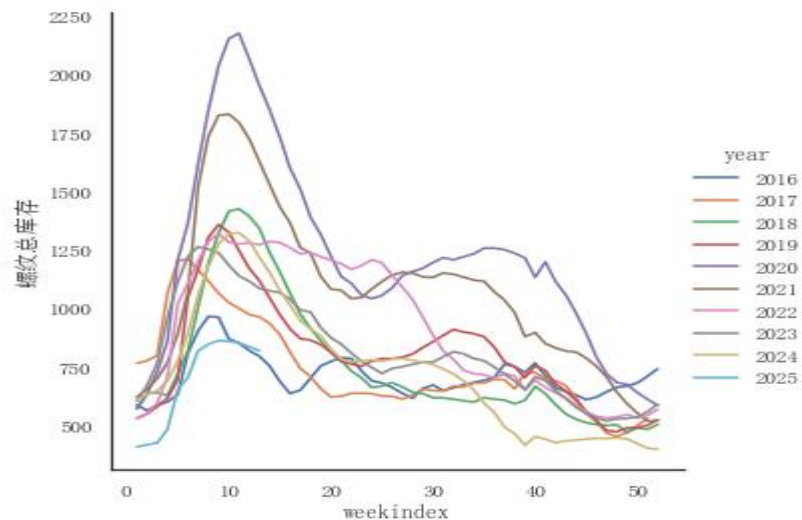
热卷冷轧、带钢价差



热卷价格结构合理。

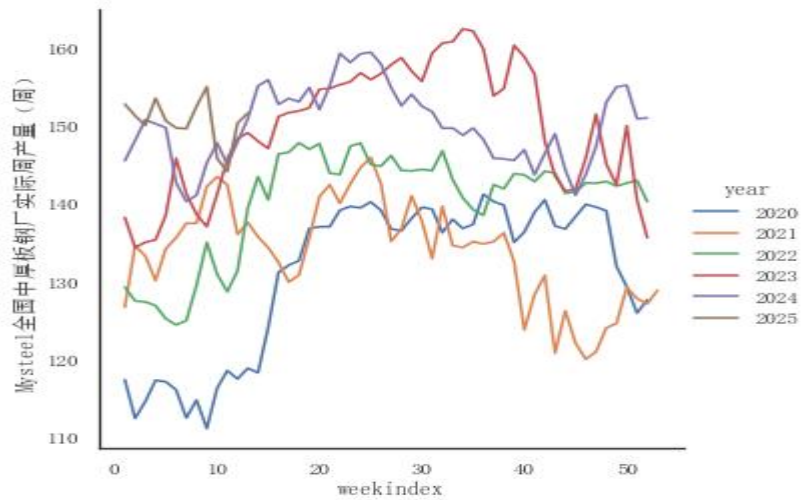
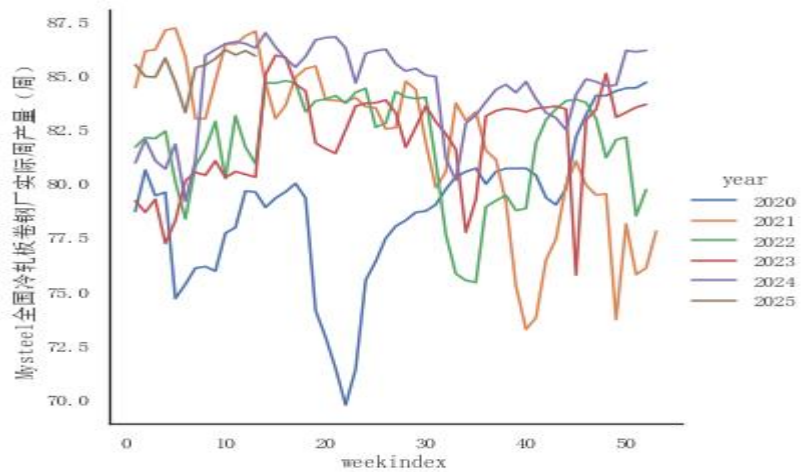
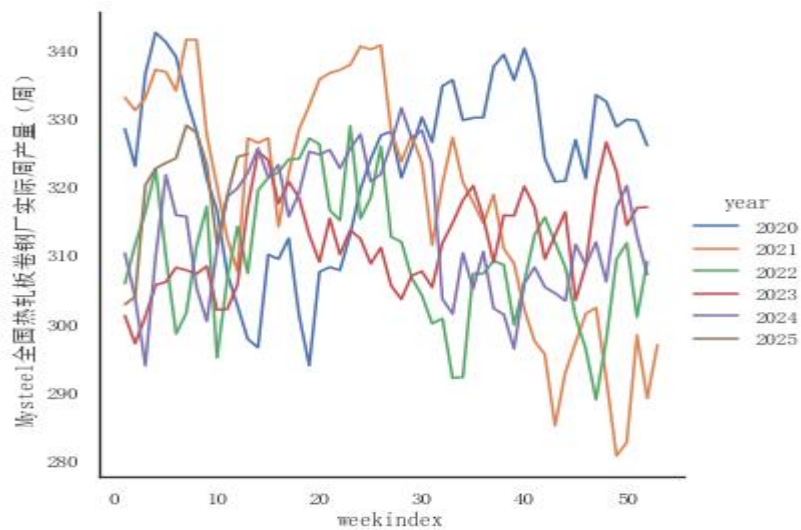
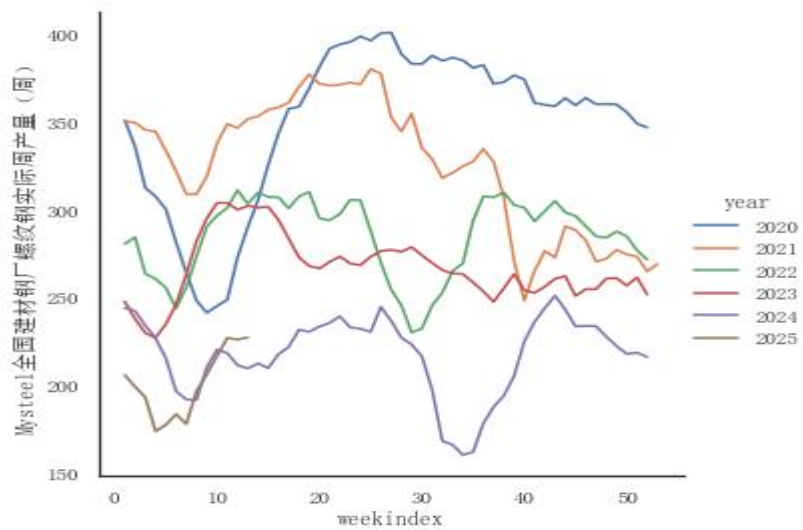


四大材库存



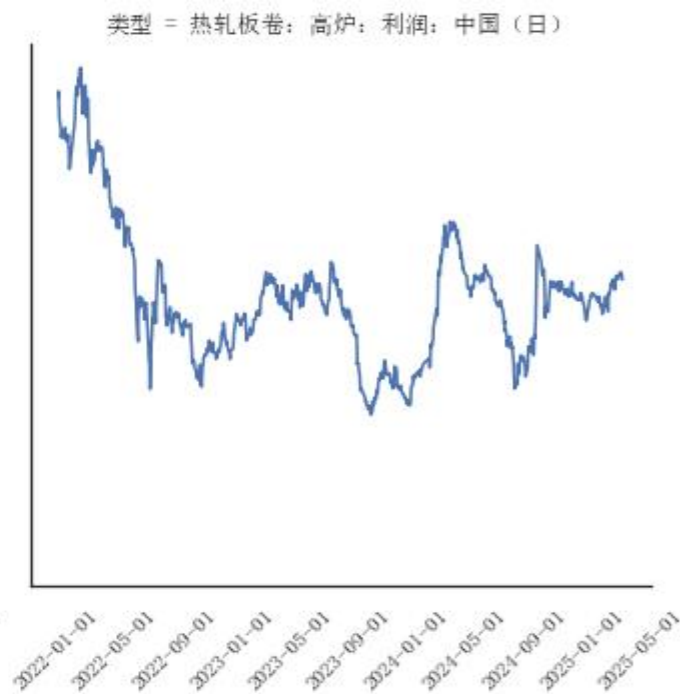
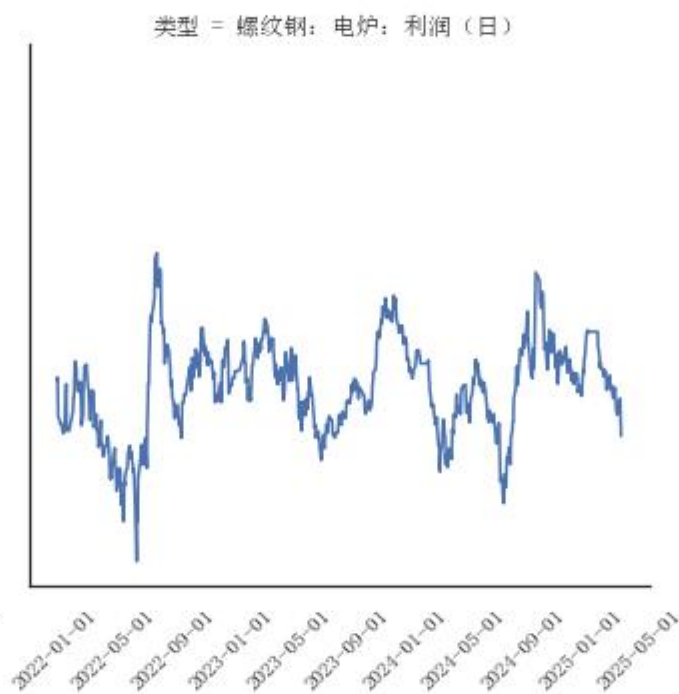
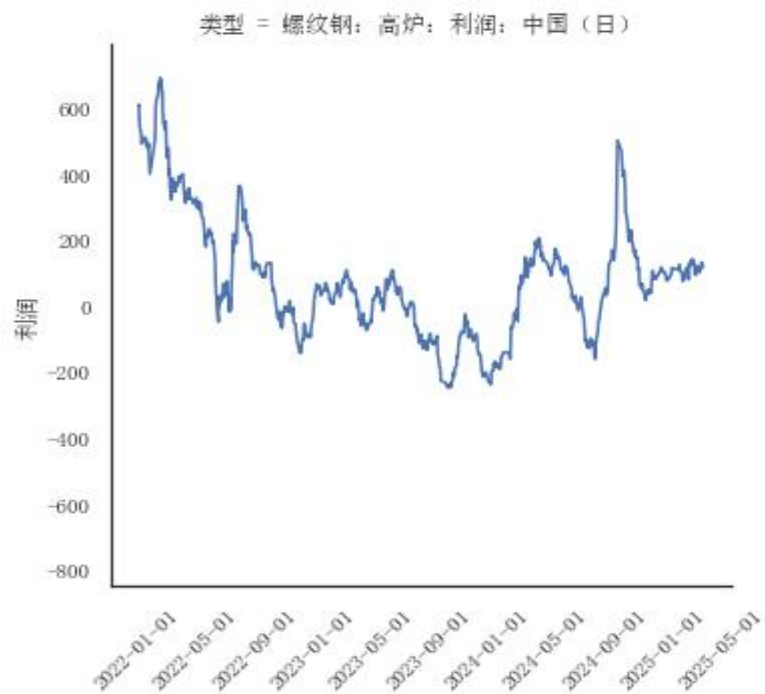


四大材产量





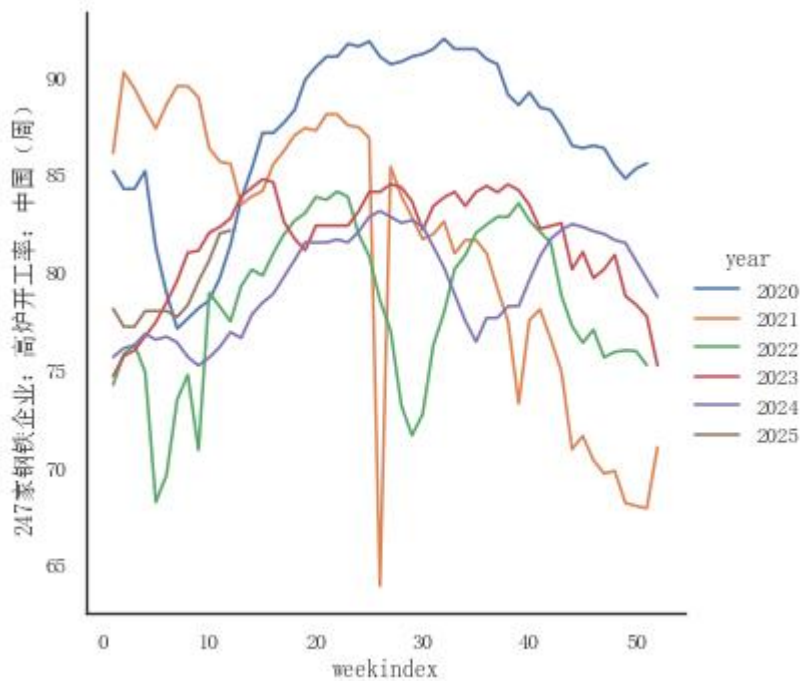
螺纹热卷现货利润



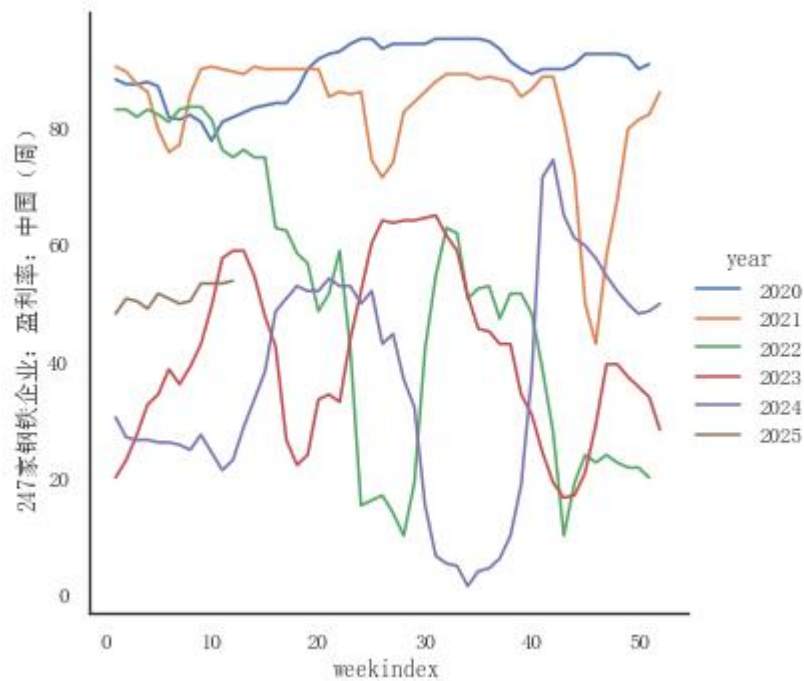
电炉利润下降，接近谷电成本。



高炉开工率

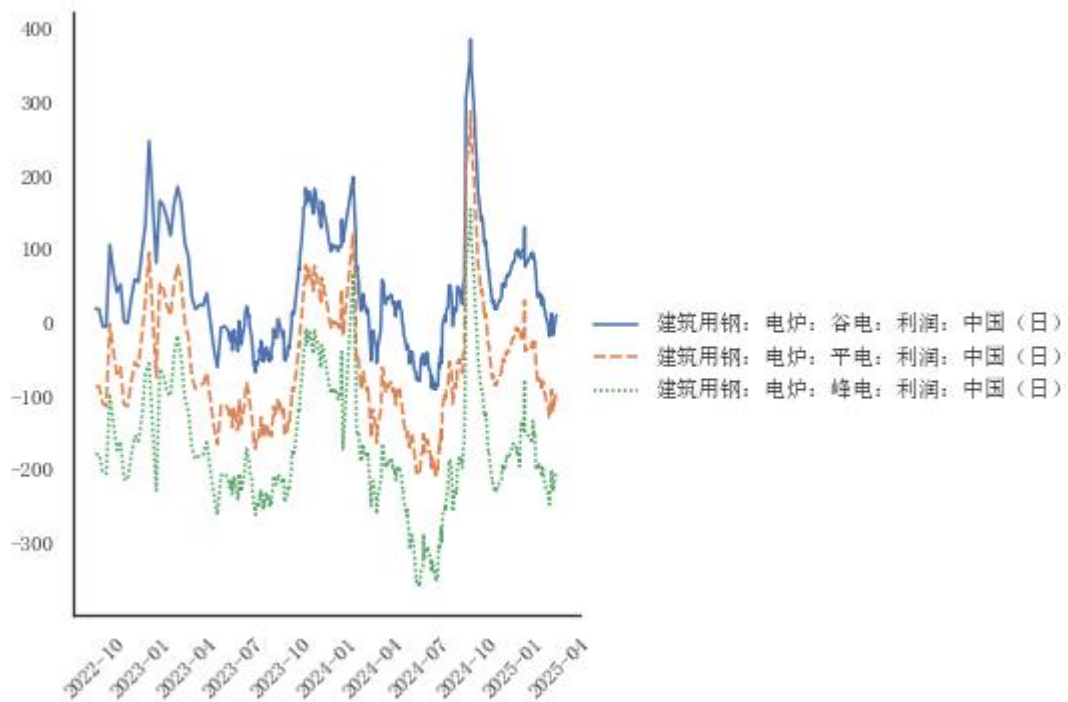


开工率仍有小幅上升。

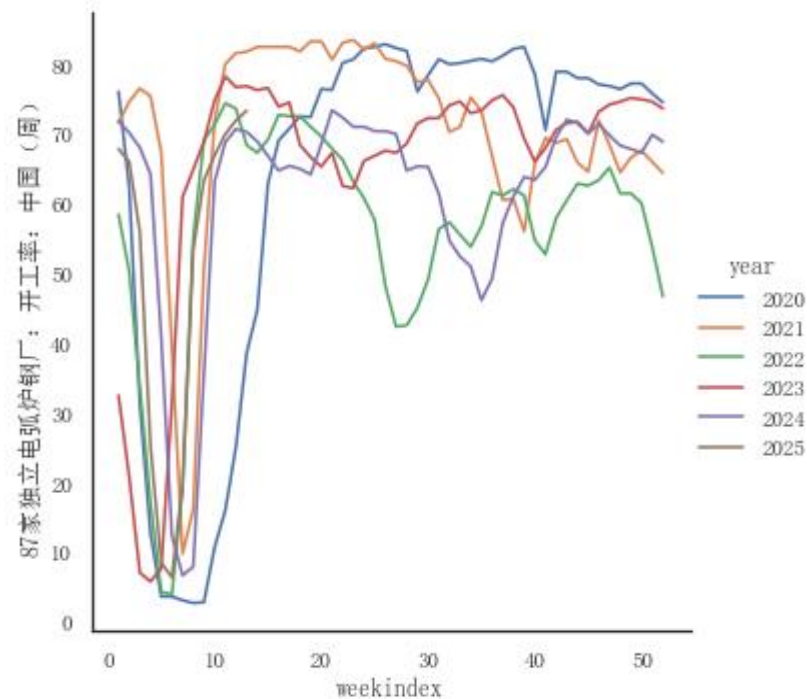




电炉生产利润及开工率

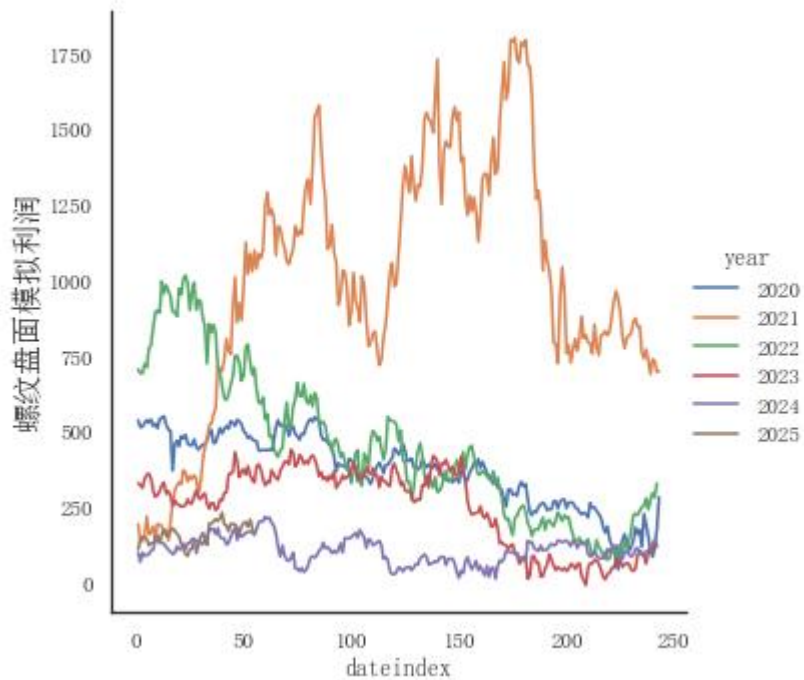


电炉利润较小，接近谷电成本。





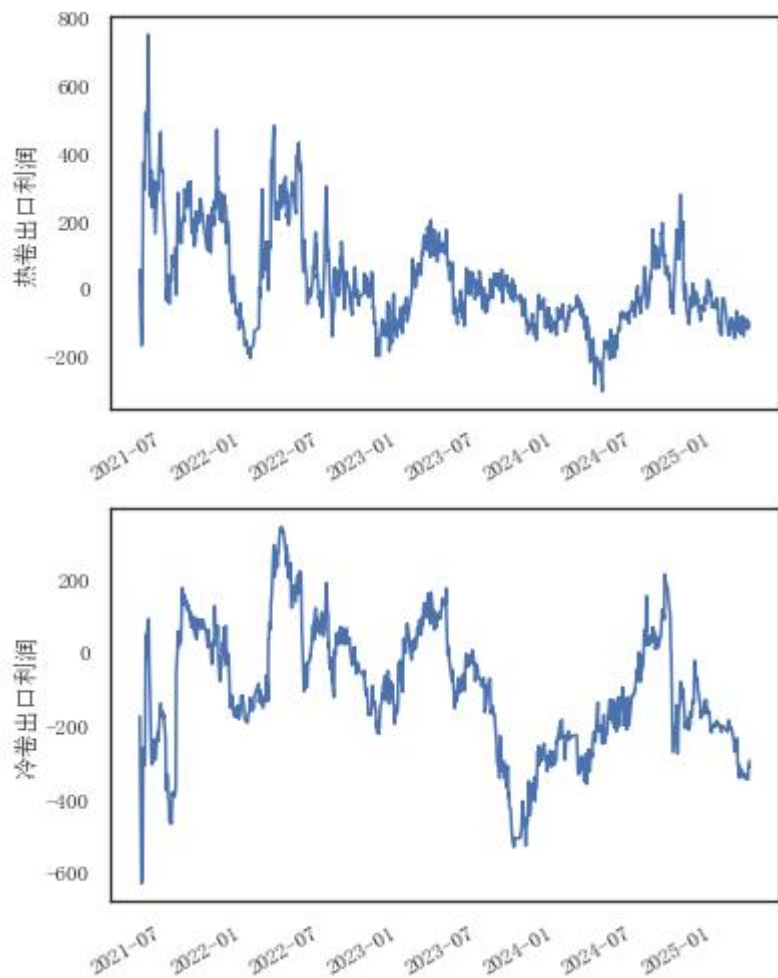
螺纹盘面生产利润



螺纹盘面利润区间波动。



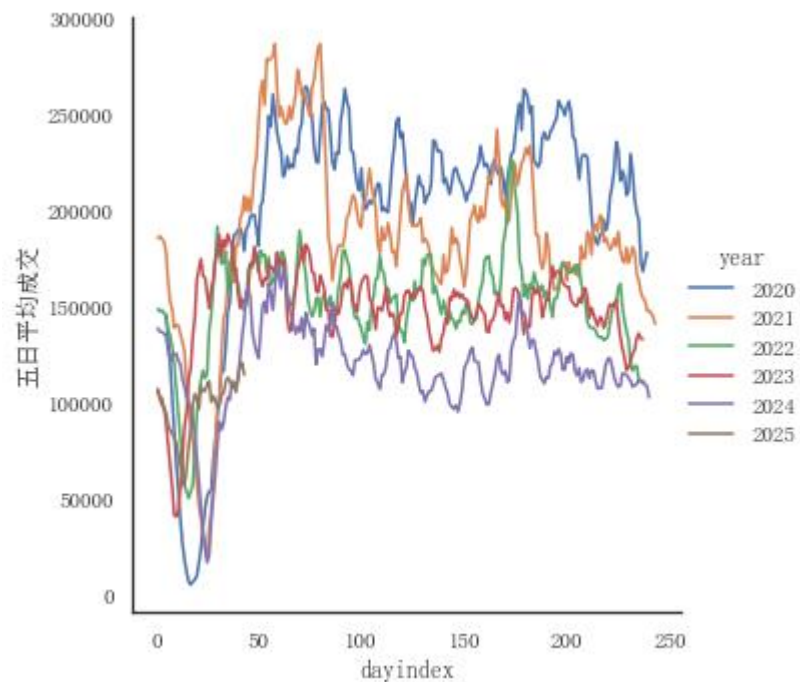
热卷出口利润估算



卷板当前出口仍然较好。



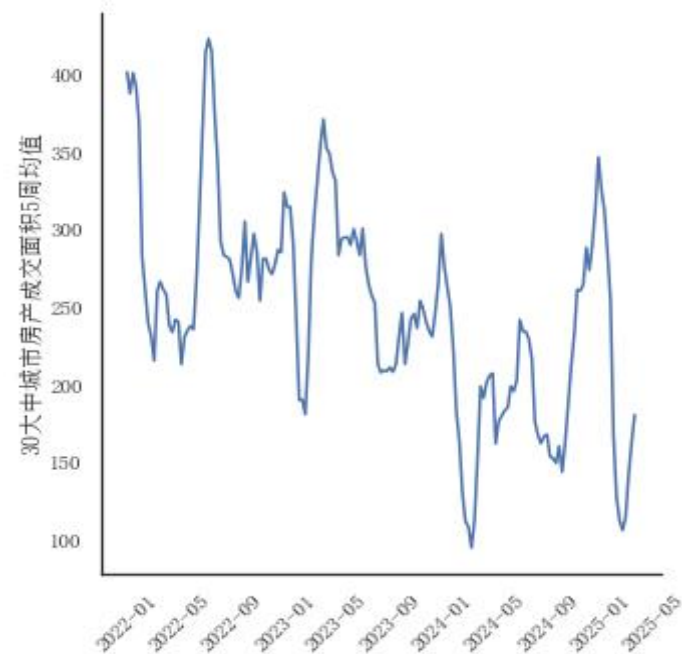
螺纹每日成交



螺纹近期成交尚可。



水泥和地产成交



季节性恢复。

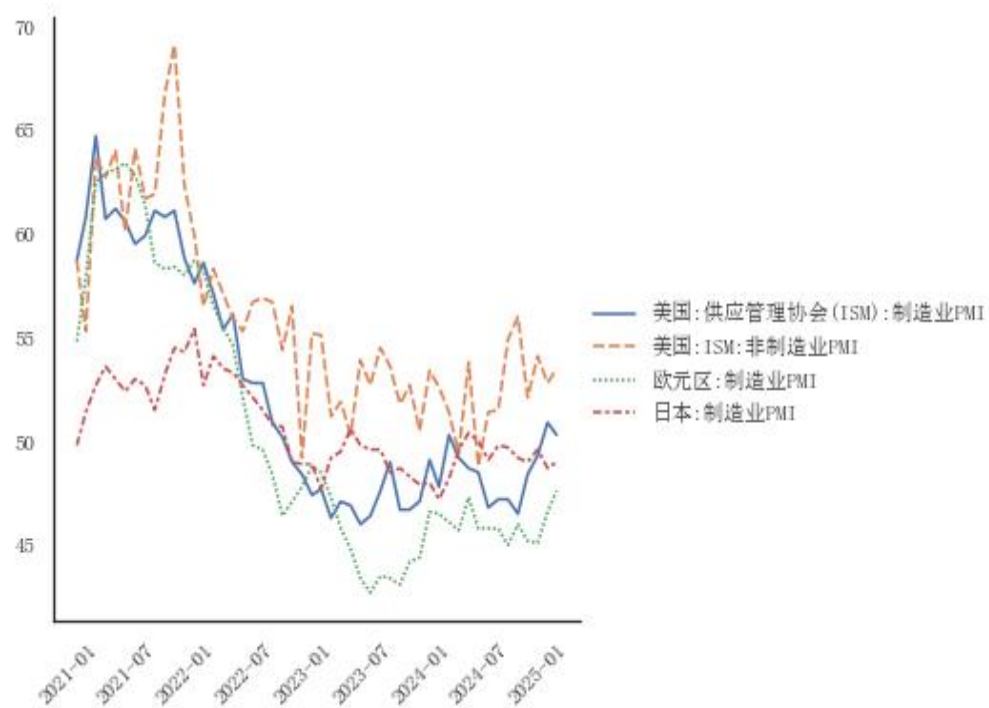
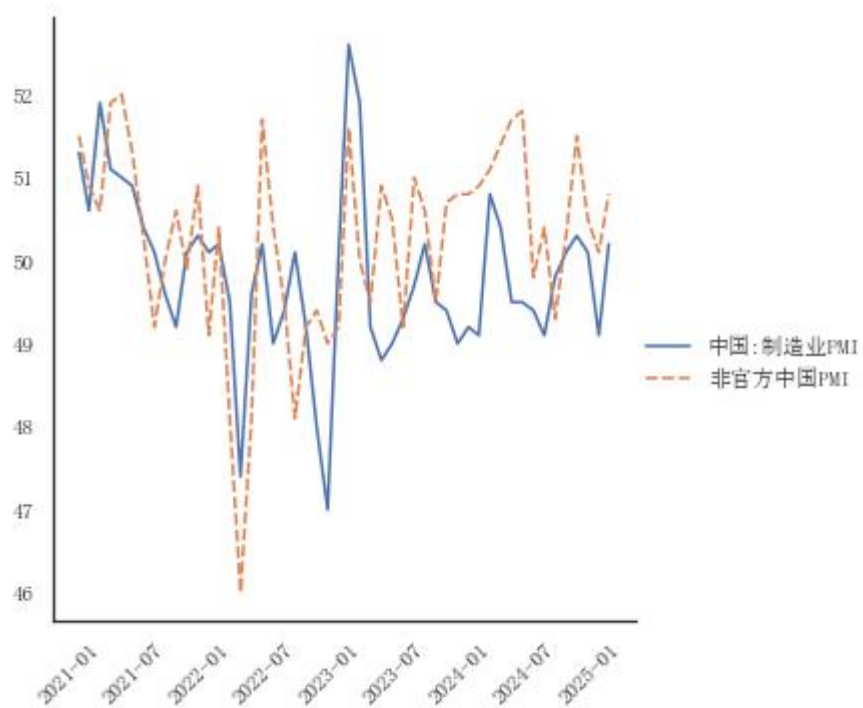


中美物价指数





中美PMI





中国M1和螺纹价格



中国M1继续低迷，关注接下来M2-M1的关系。



矿石

多头逻辑

从基差看，小幅贴水现货，月差也略有利，长期持有依然有优势。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。汇率贬值提升了人民币价格。近几年矿山的增量主要来自非主流矿山，成本较高，85-90美元就将挤出4000-5000万吨供应，从而实现平衡。铁水稳定，原料需求前景略改善。

空头逻辑

基差及月差远远小于往年，总体库存高。铁矿今年供求形势将进一步宽松，特别是下半年更明显。粗钢产量总体下降也将抑制矿石的需求。

观点

矿石供增需减是市场共识，随着时间推移压力会加大，且对煤炭钢材的比价不低，但上半年相对平衡。

策略及简析

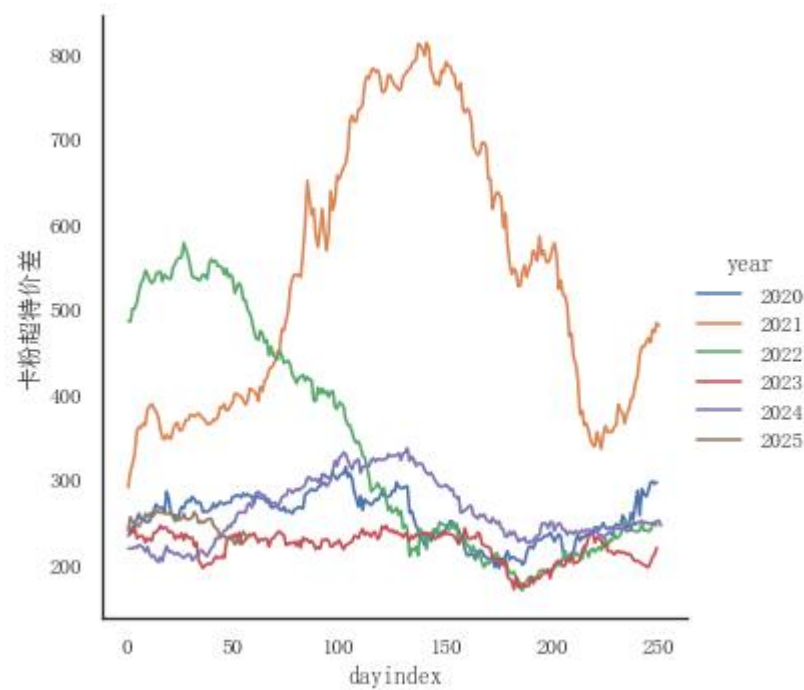
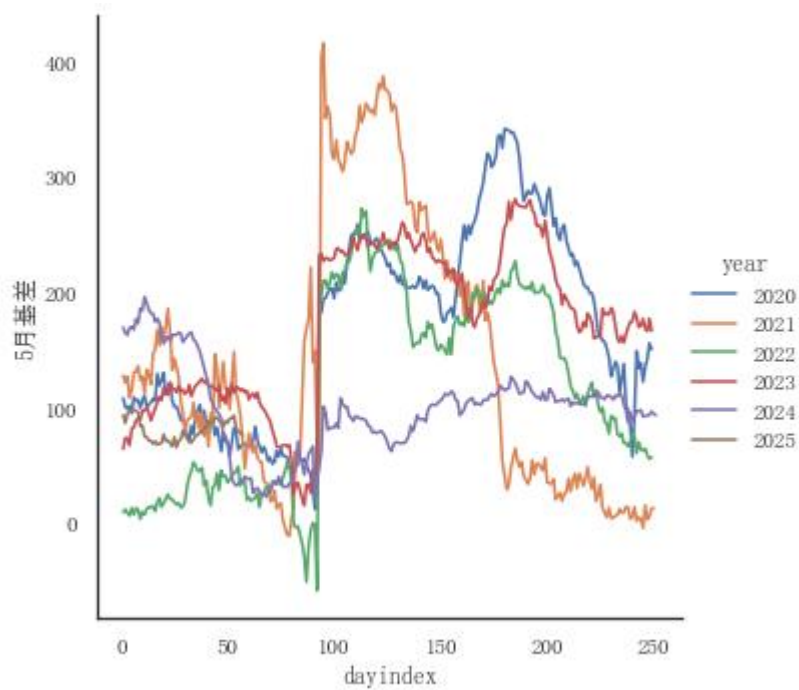
暂时观望为主。

风险提示

关注现货、库存的情况。



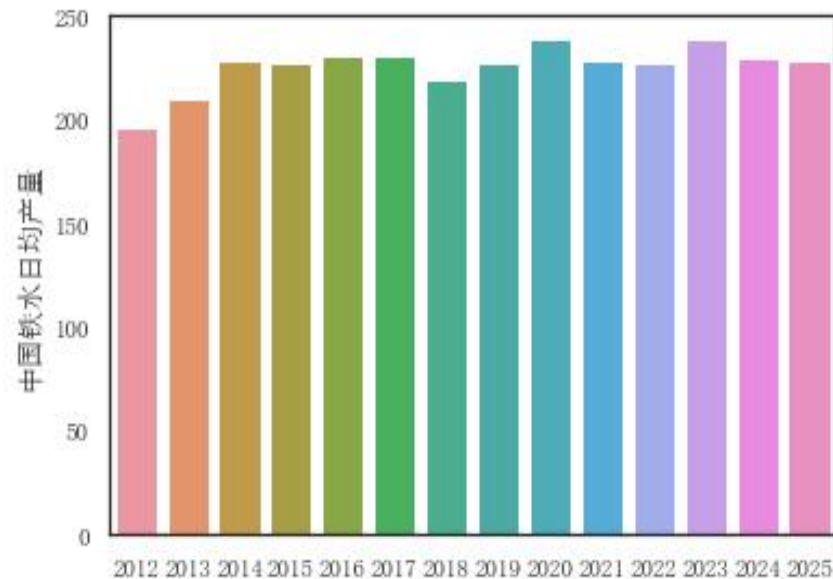
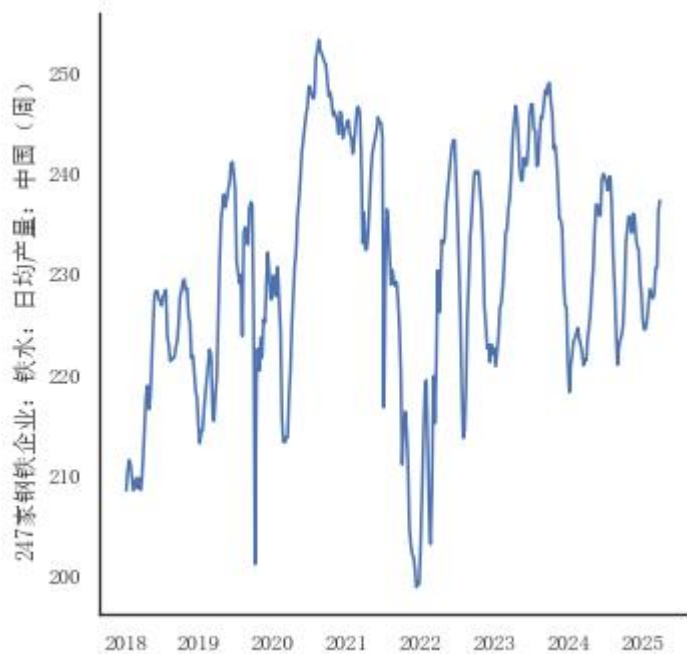
矿石基差及高低品价差



矿石仍是正基差。



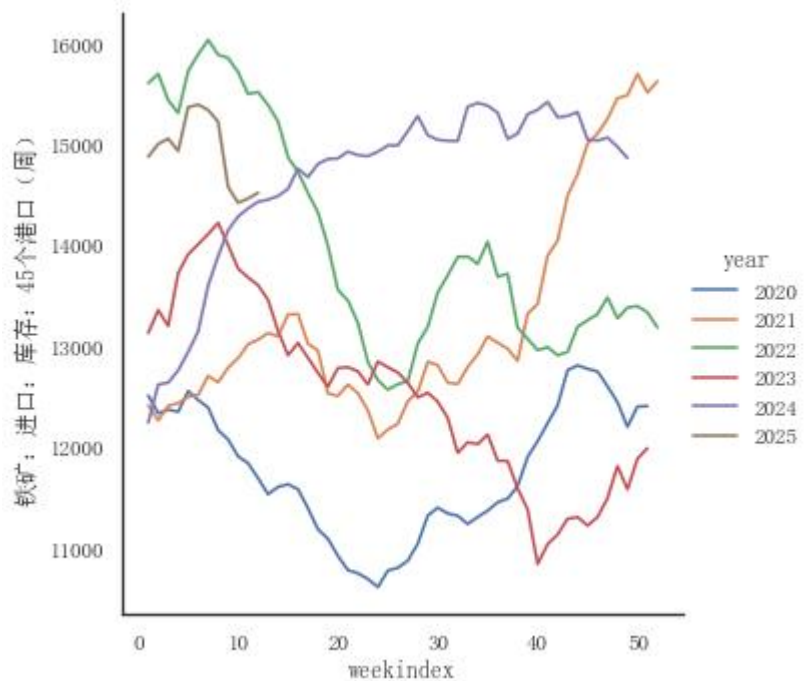
中国铁水产量



铁水产量继续小幅上升。



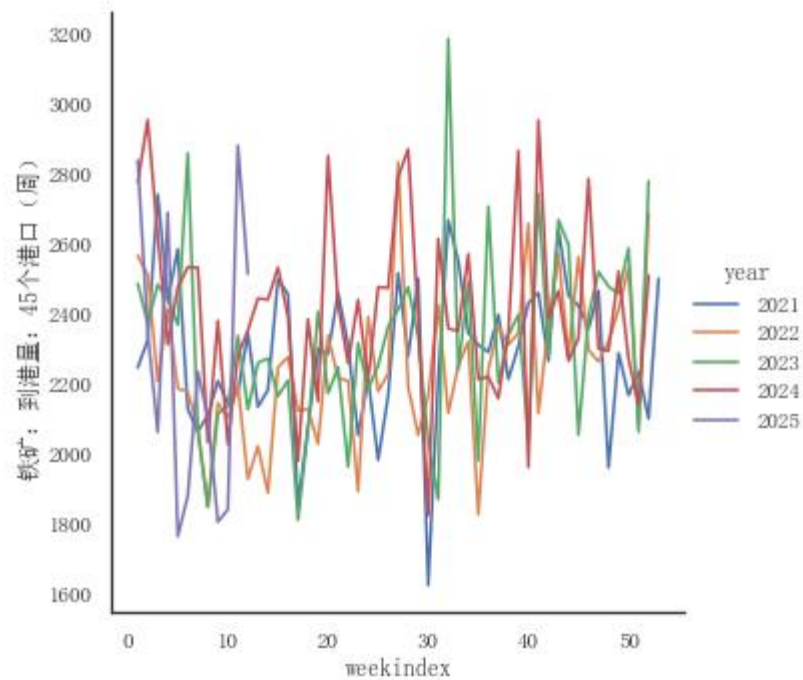
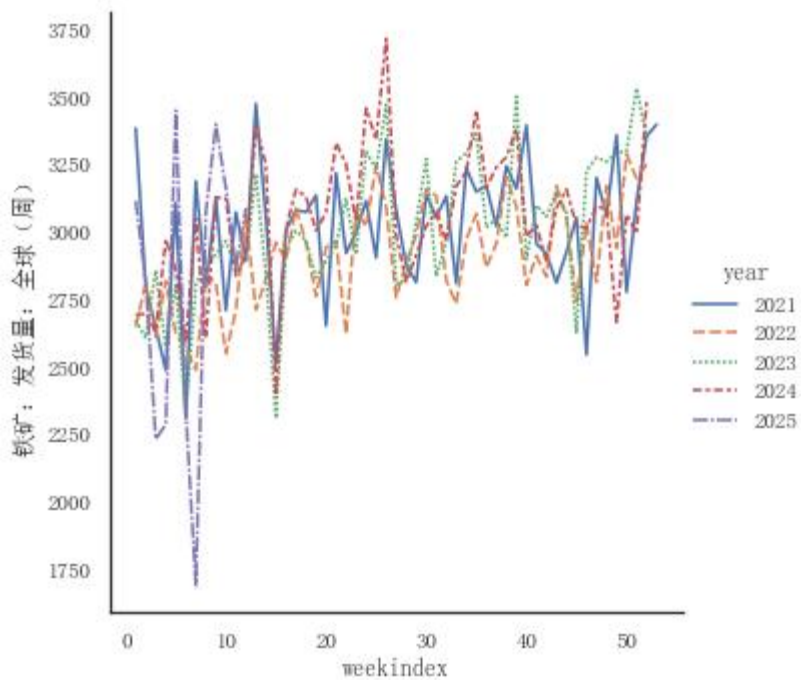
铁矿石库存



矿石库存受前期天气发运影响，库存下降，目前恢复正常。



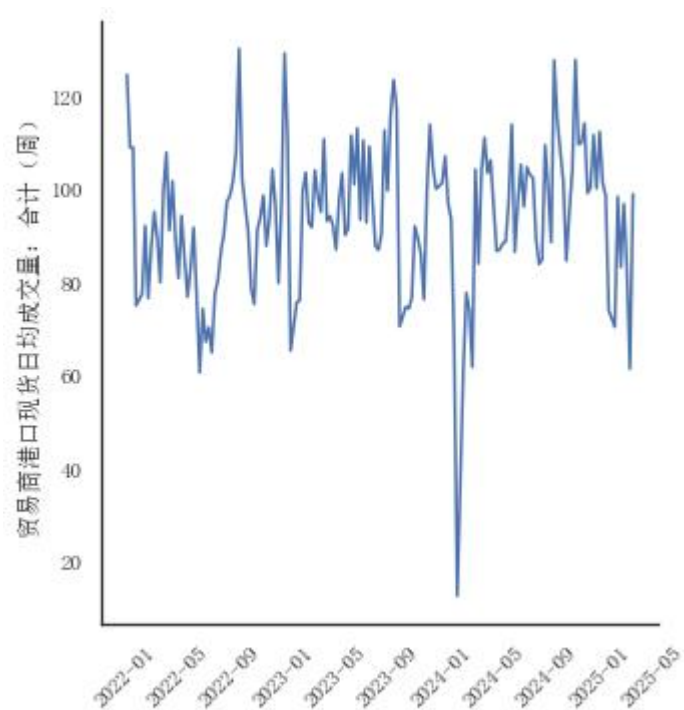
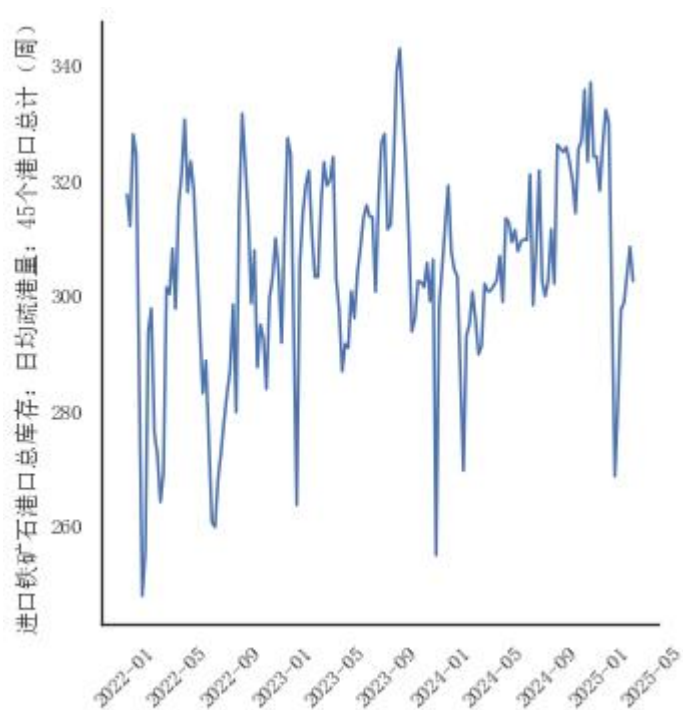
铁矿石发运和到港量



矿石发运到港恢复正常。



铁矿石疏港量及成交量





焦煤焦炭

多头逻辑

相对于其它品种，焦煤价格较低，动力煤跌破长协价。最低价仓单价格对焦煤底部有支撑，焦化利润差。中国对美国煤炭加征15%关税，继续下跌将遏制澳煤进口。供给干扰的因素开始出现，蒙煤通关下降，市场博弈的氛围增加。

空头逻辑

国内煤炭产量不减，蒙煤运输条件改善，二季度长协价将下降，2025年焦煤进口将保持高位，整体供应宽松。焦炭产能增加，供求形势宽松。

观点

焦煤仓单质量差仍然会困扰5月焦煤。

策略及简
析

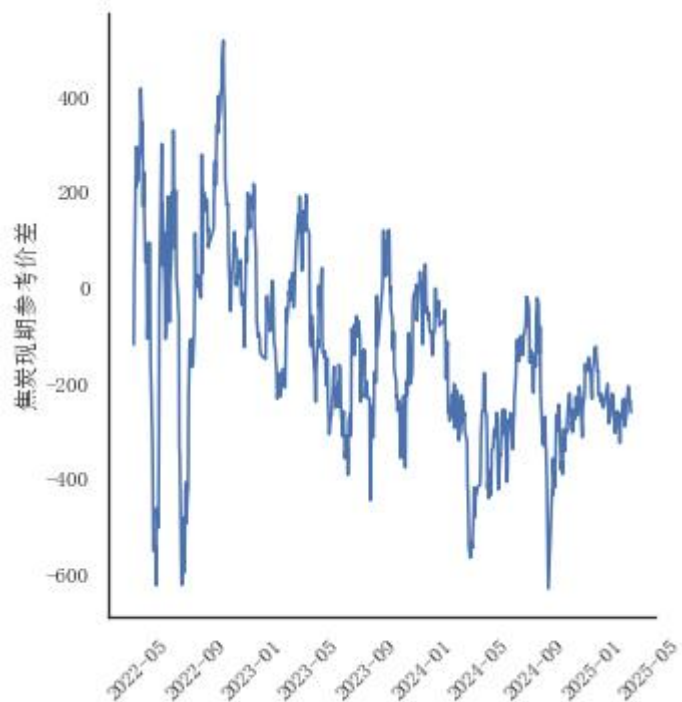
价格较低，博弈氛围重，不宜大仓位参与，但总体仍然偏空配。

风险提示

关注基差、仓单和政策的情况。



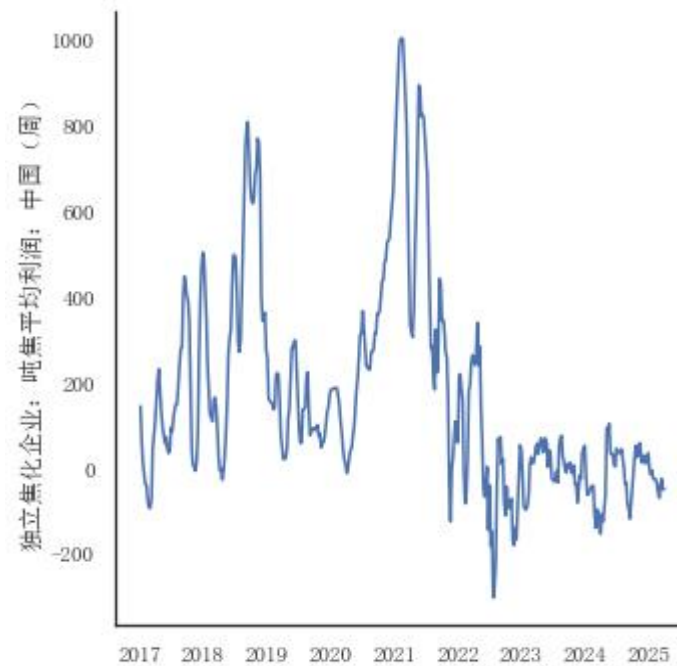
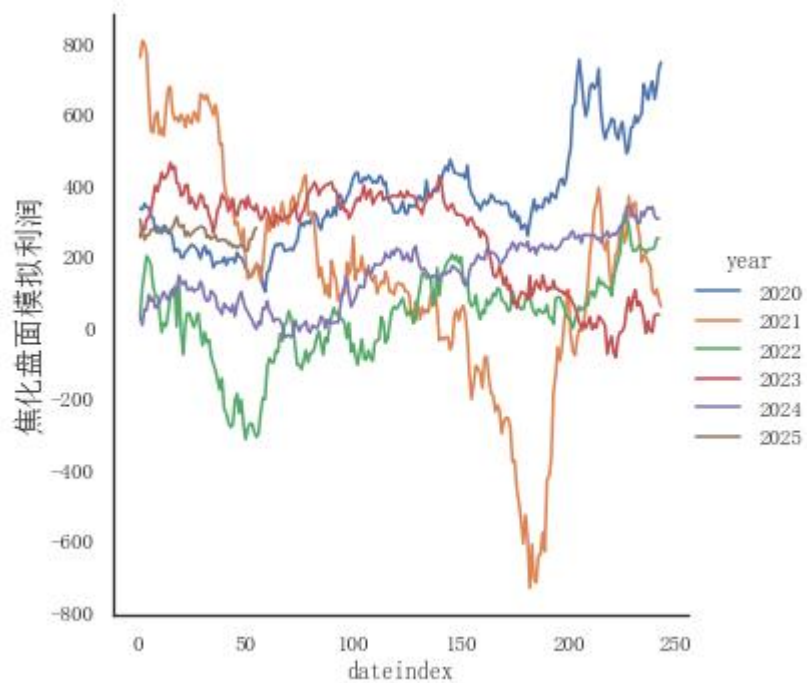
焦炭现期



焦炭焦煤的基差图都仅参考，仓单基差并不有利。



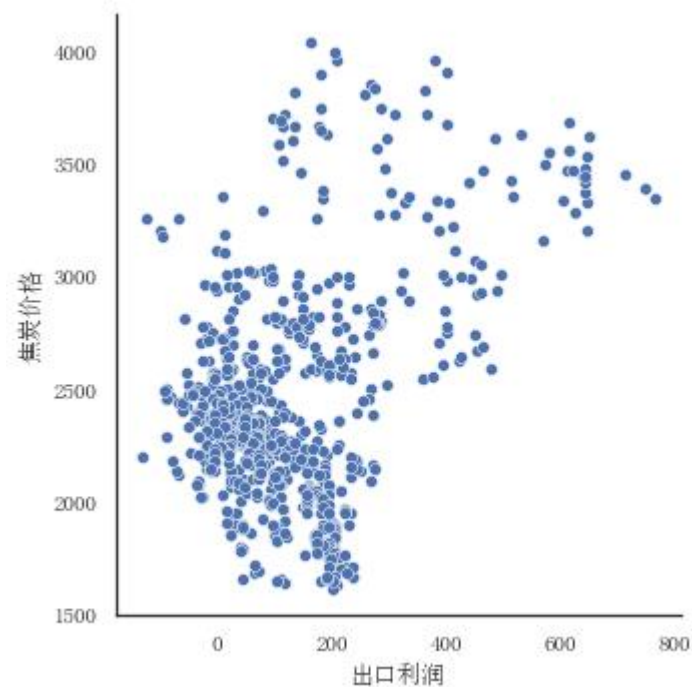
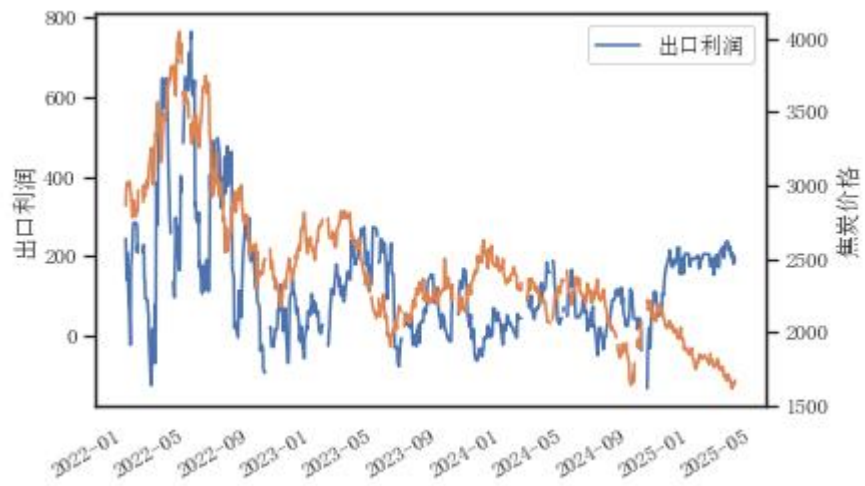
焦化利润



现货焦化利润不好。



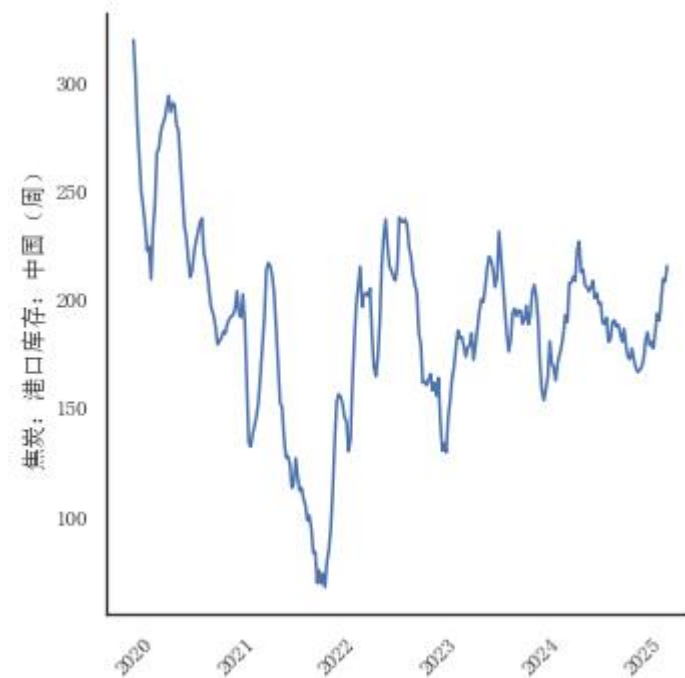
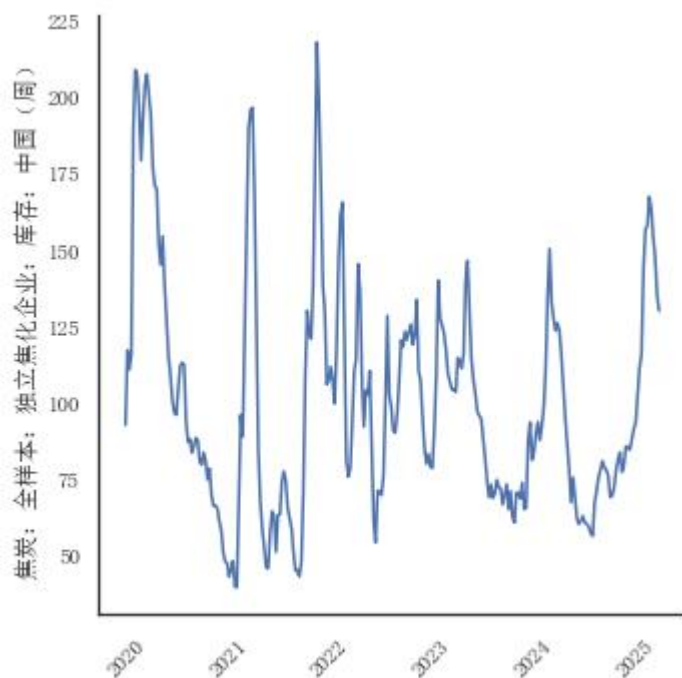
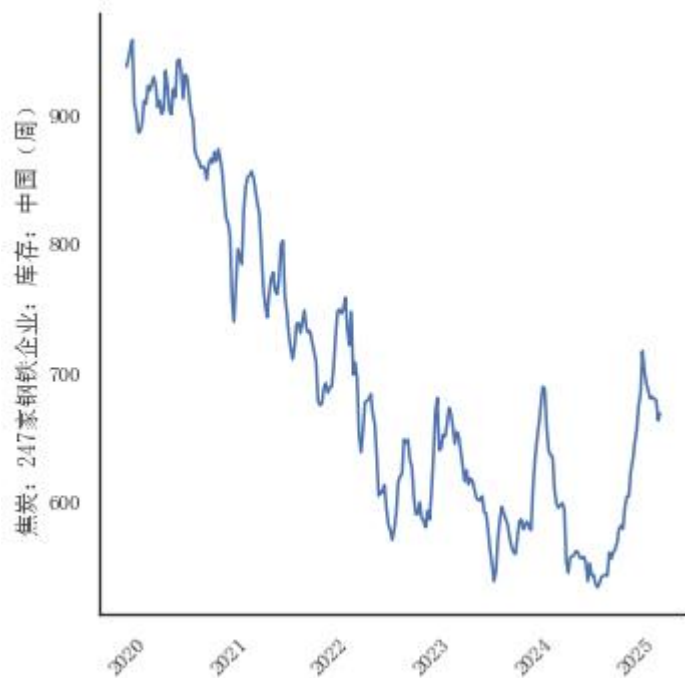
焦炭出口利润和价格



因为印尼青山项目等，焦炭出口难有大起色。



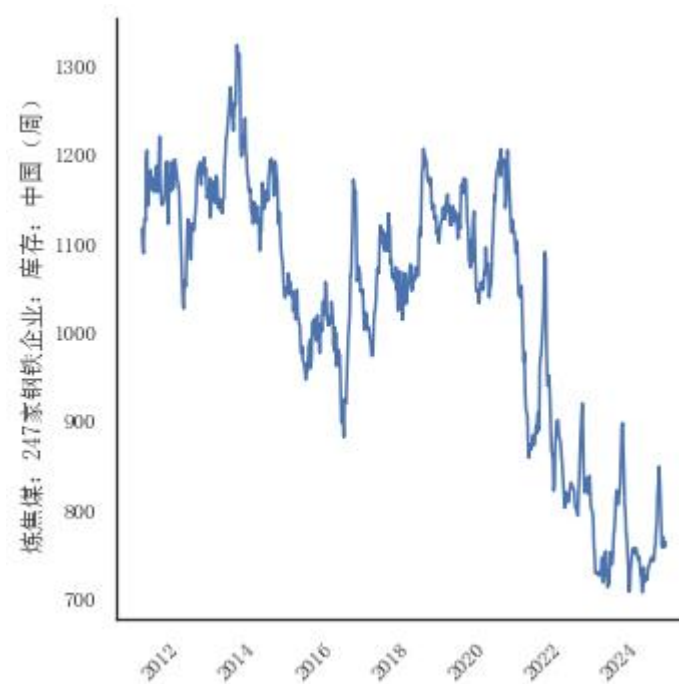
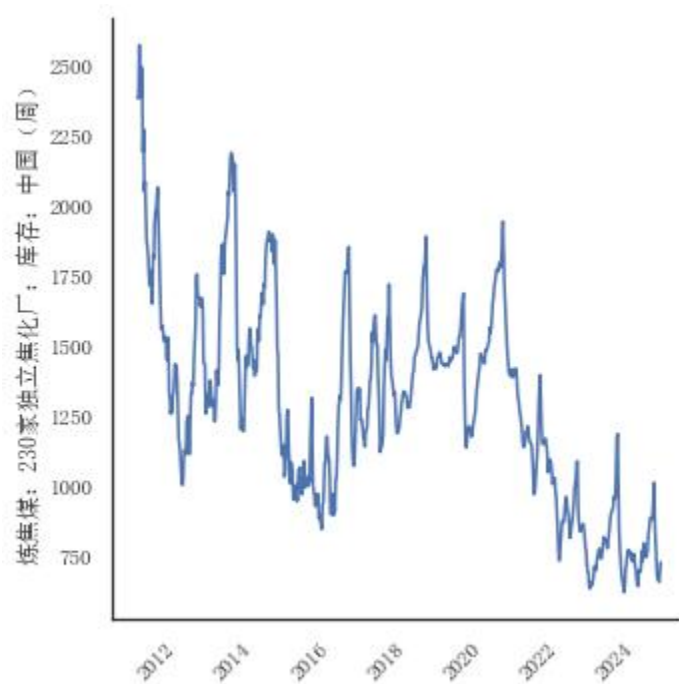
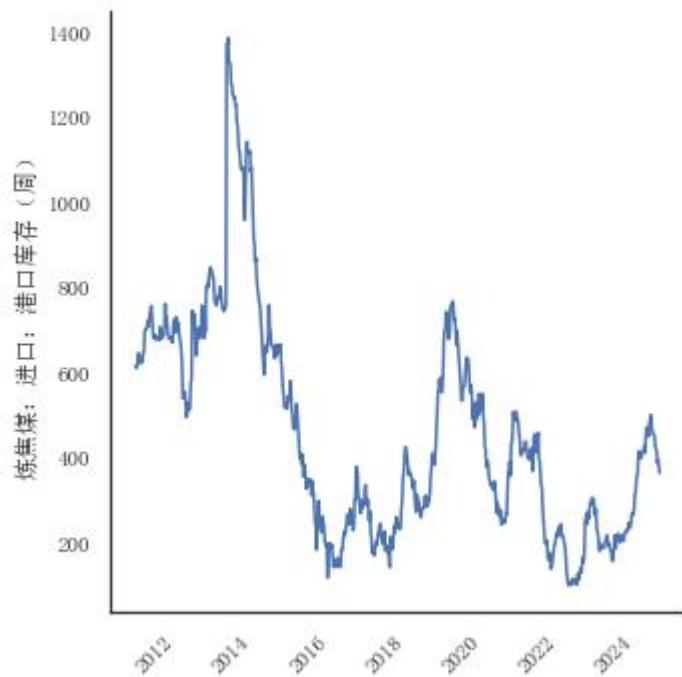
焦炭库存



焦炭库存较高。



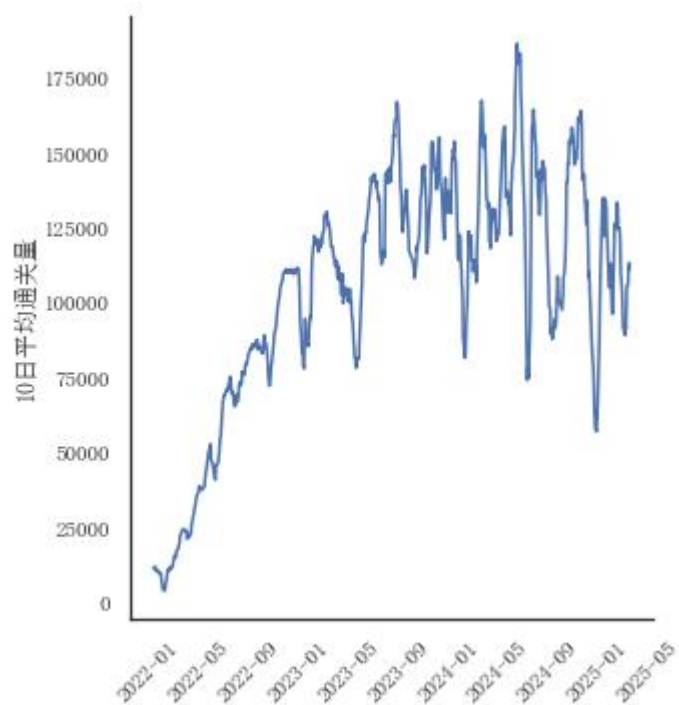
焦煤库存



焦煤港口库存较高。



蒙煤通关量



蒙煤通关有所回落。



玻璃

多头逻辑

政策总体有预期，对地产、玻璃消费或有利好。自身利润、估值不高。单从品种博弈看，多头比空头有利一些。玻璃的低价区域是有限的，玻璃1月在1200下方的稳定，探明了静态估值的下限区域。

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。玻璃月差依然很大。

观点

玻璃走势正常，区间波动。

策略及简析

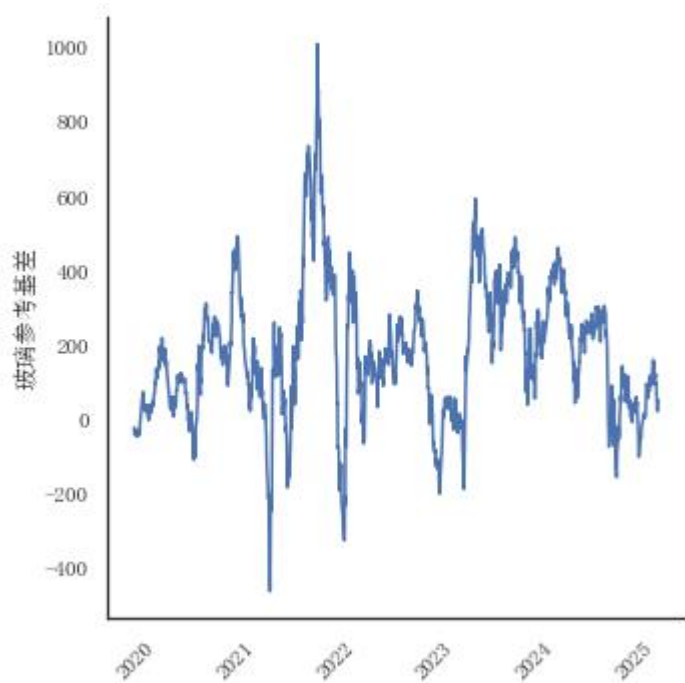
区间对待。

风险提示

关注政策、宏观影响以及博弈层面的因素。



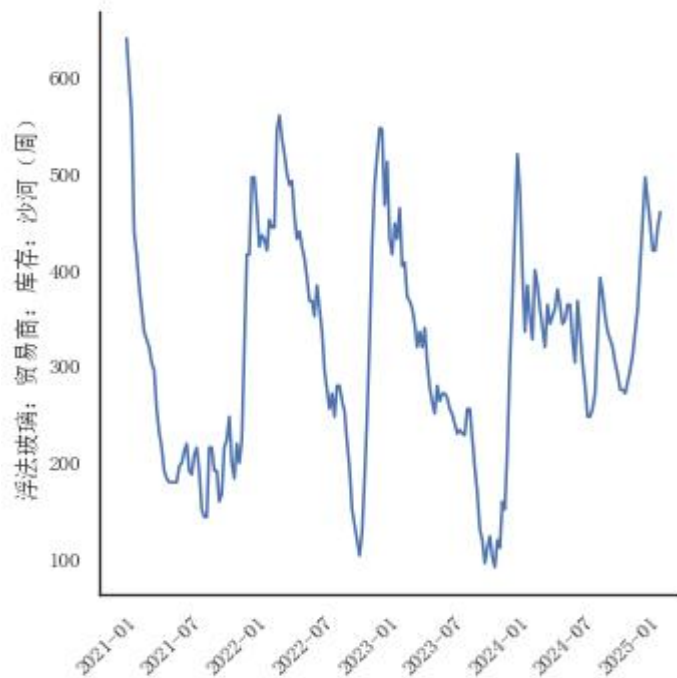
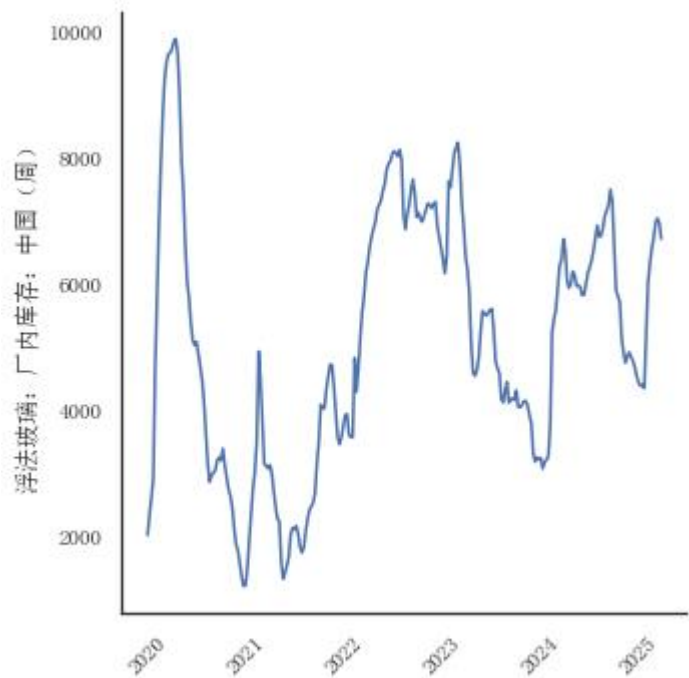
玻璃基差



整体基差中性，但盘面需对标湖北。

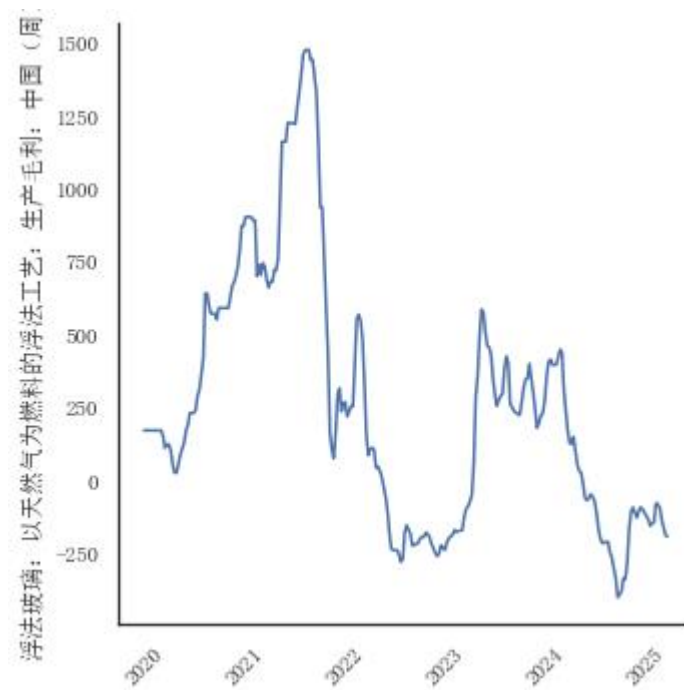
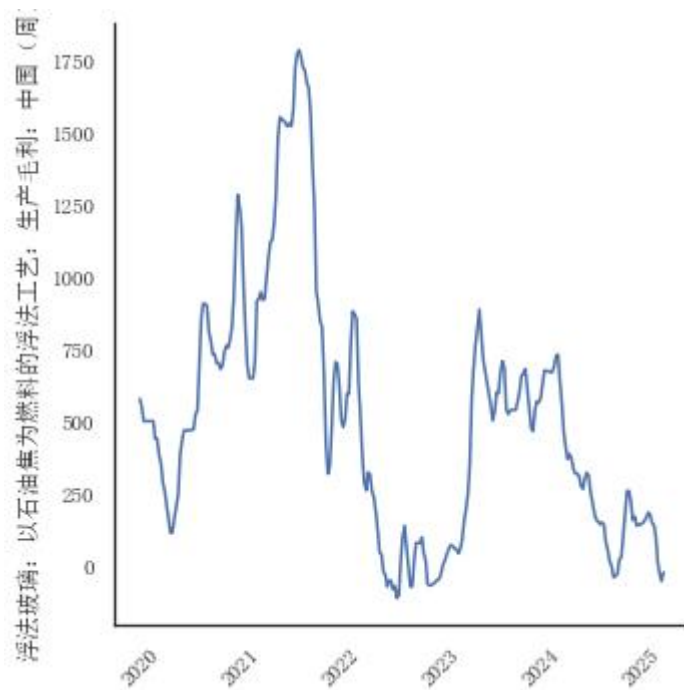
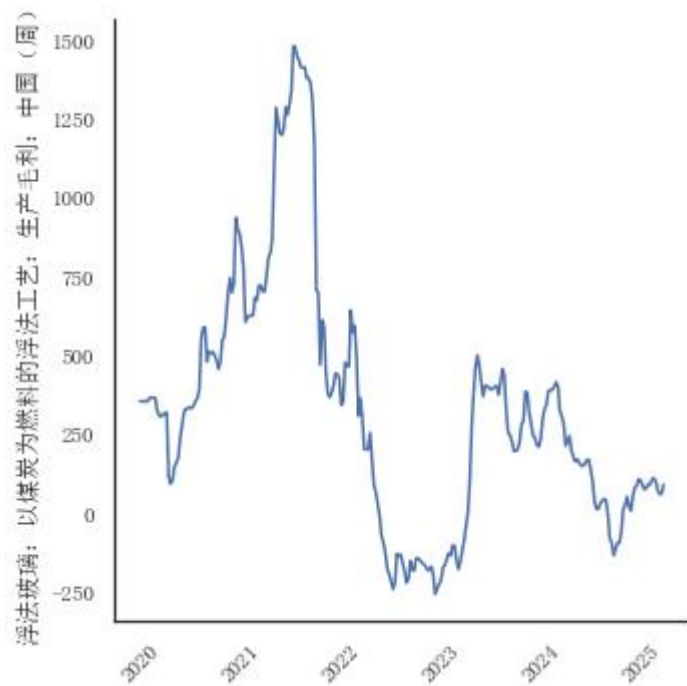


玻璃库存



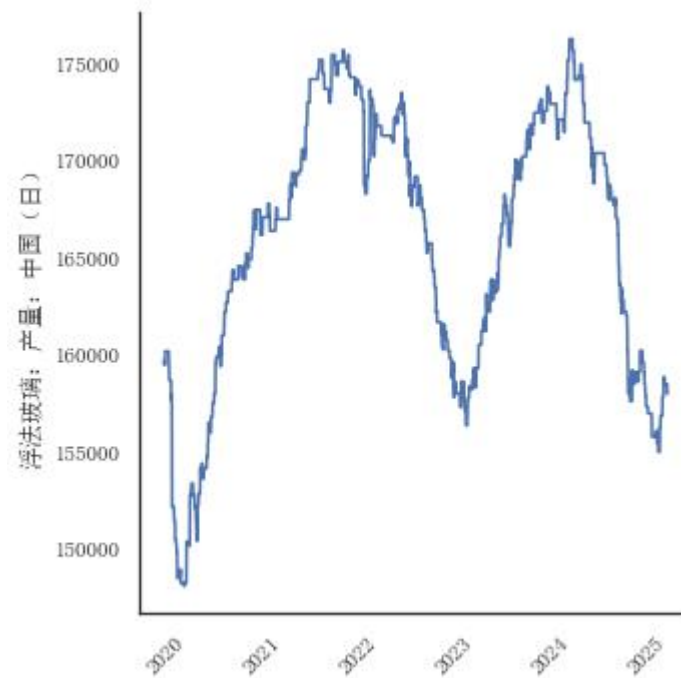
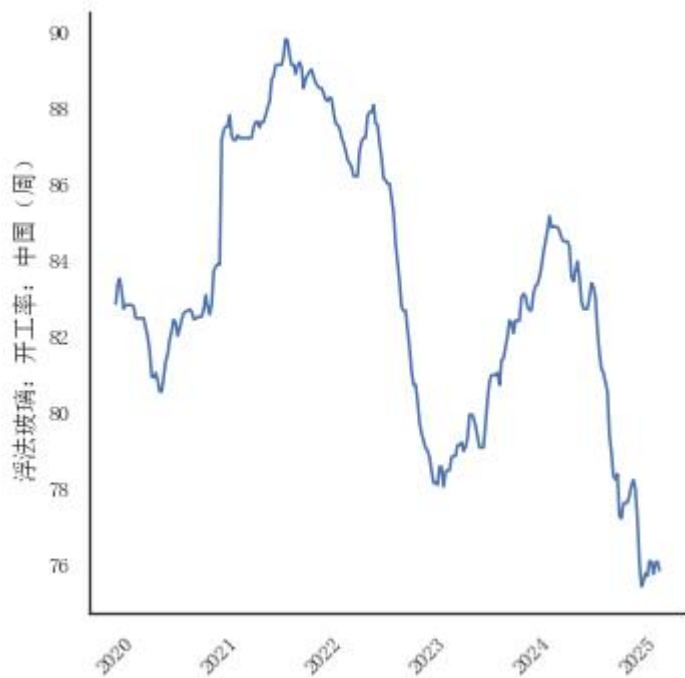


玻璃生产利润





玻璃开工率及日熔量





03

策略跟踪及综述



综述

| | 整体观点 |
|------|---|
| 总体市场 | 权益果然如预期调整，但整体观点不变，未来仍可低吸。进入三月后，商品市场面临交割的压力，交割逻辑可能发挥更大的作用。 |
| 单边策略 | 螺纹焦煤焦炭均面临交割压力，逢反弹仍可考虑空头思路。 |
| 套利策略 | 长周期买权益空黑色，注意节奏，等待时机。等价格合适，螺纹仍可参与期现套利和跨月套利。 |



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