



黑色产业策略周报

2024年9月1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

期货交易咨询业务资格：证监许可[2011] 1773号



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

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。套用一个流行语句，“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，目前钢厂普遍亏损，产量下降。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，发债速度将加快，宏观对钢材有托底。在螺纹供求均偏弱的态势，已经出现缺规格的情况，且目前10月依然有较大持仓。钢铁产能置换方案暂停。

空头逻辑

从基差的角度看，虽然螺纹接近平水，但向上缺乏驱动因素。板卷出口近期不如预期，库存不佳。低利润下，原料有下跌压力，且正在发生，后期利润修复后螺纹又要复产。螺纹国标新规，推动老标现货出库，对现货市场有压力。产能置换方案会影响地方的GDP，会有较大阻力。10月螺纹交割据传有较大压力。

观点

虽然短期的生产亏损不会导致产能出清，向上缺乏驱动因素，但现在整个情况和2011-2015年的背景并不雷同，希望市场走成那几年的熊市并不现实。周末受9月焦煤和玻璃的影响，有所回落，但预计这个位置仍有反复。9月交割博弈基本结束，10月螺纹接下来有可能成为交割博弈的重点。

策略及简析

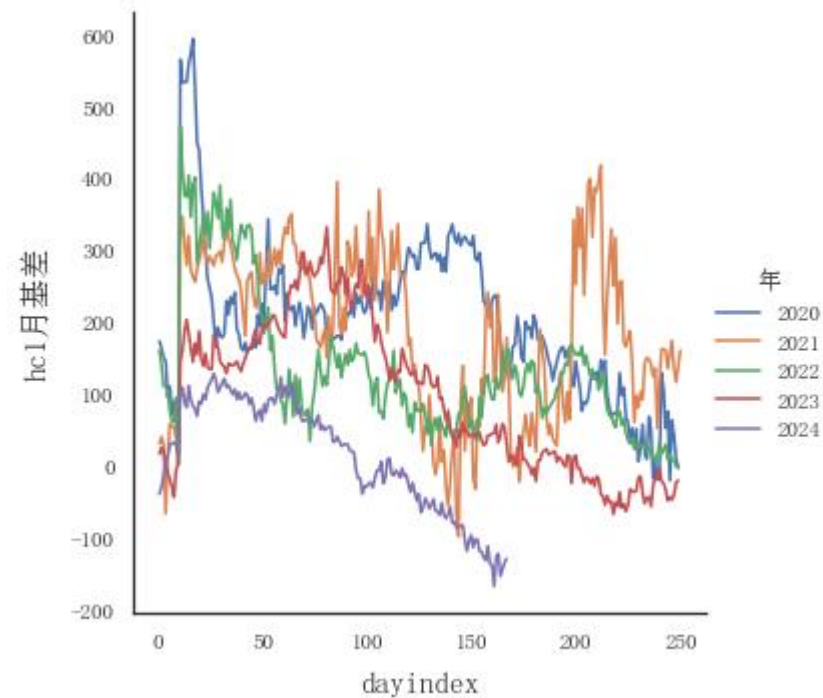
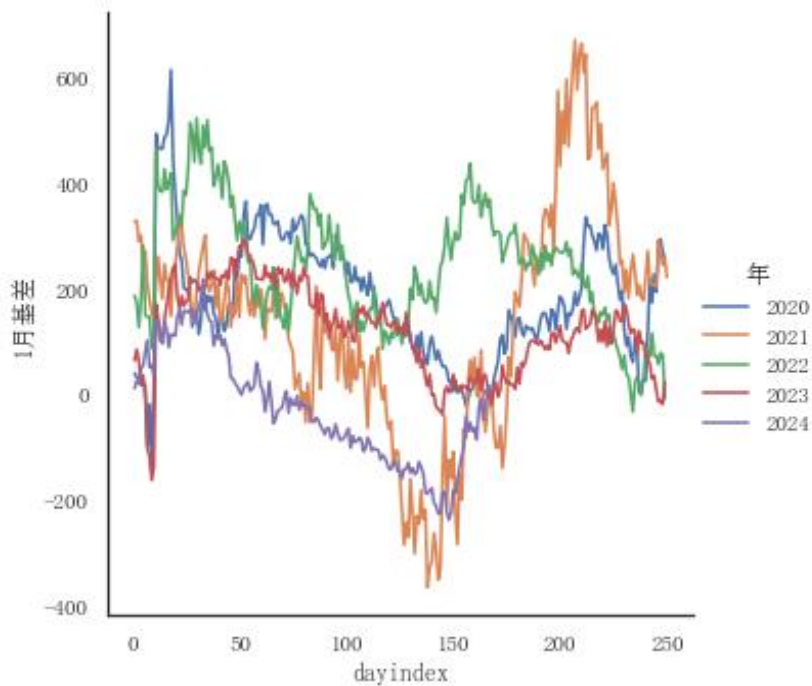
如果1月螺纹能够接近平水，仍倾向逢低买入，重点的变数在热卷库存的变化。

风险提示

基本面关注螺纹的交割和卷板的出口。



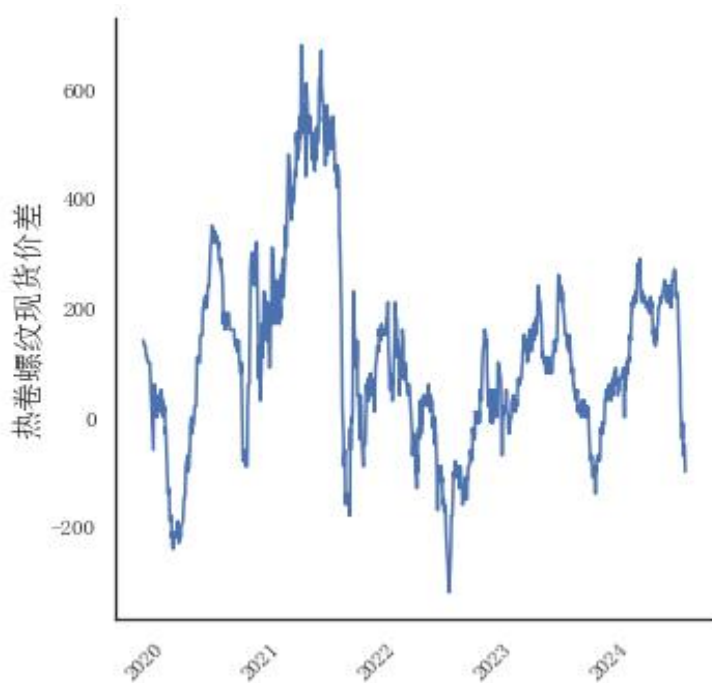
螺纹热卷基差



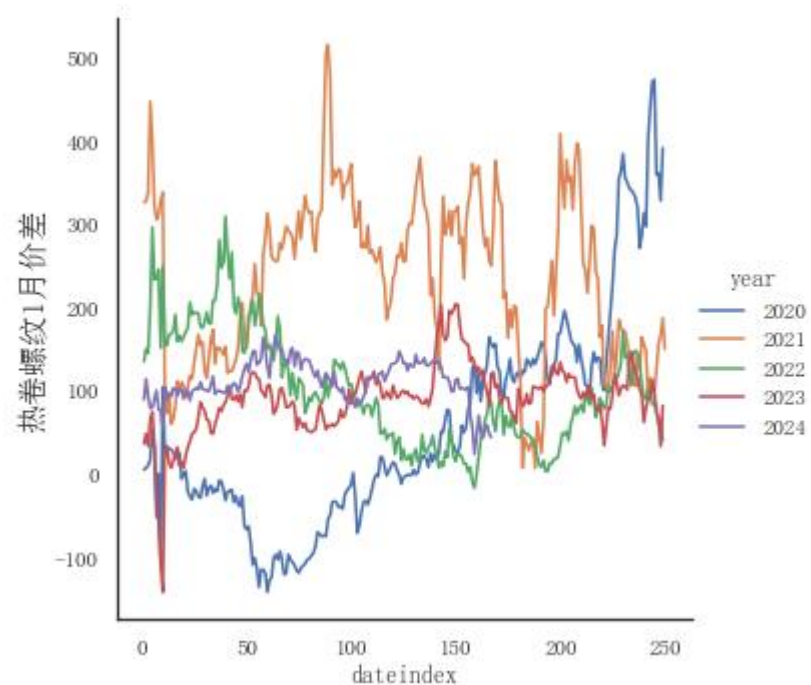
热卷的基差很弱，交割压力很大，但因为螺纹交割制度和热卷不同，买螺空卷不一定好。



螺纹热卷价差

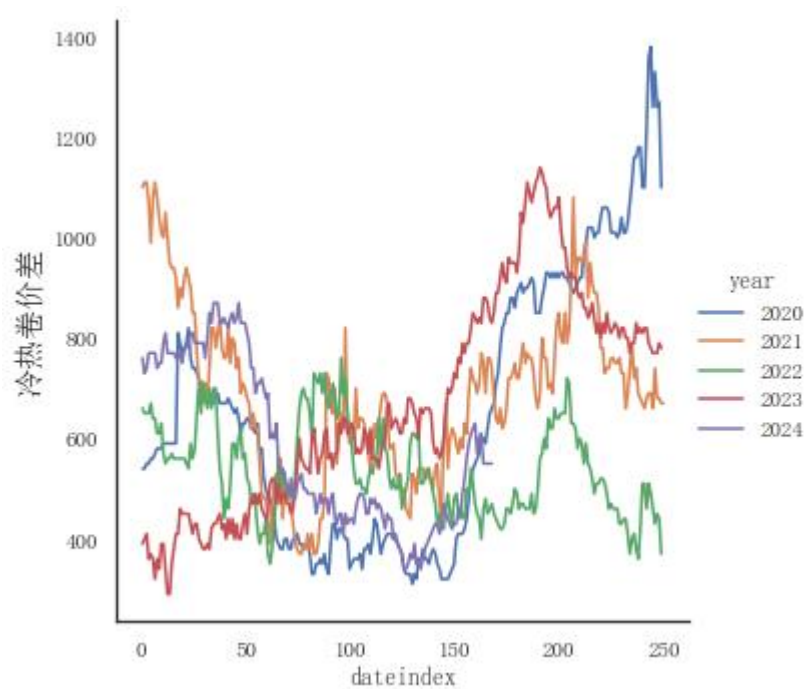


热卷螺纹现货价差快速回落，对应的是螺纹产量的快速下降。





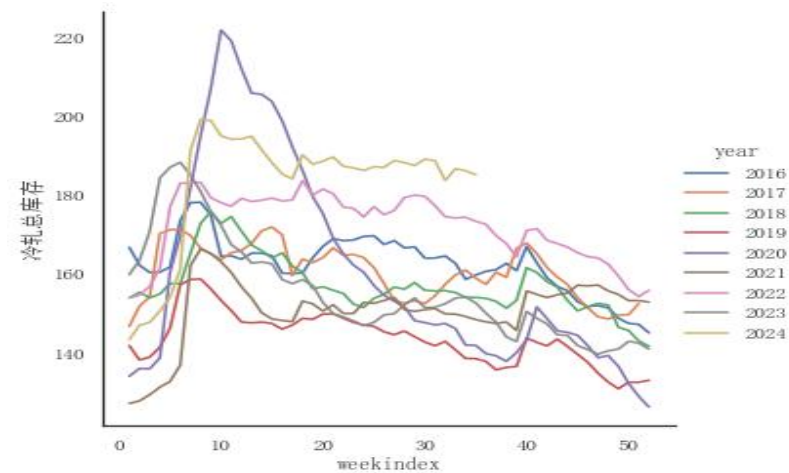
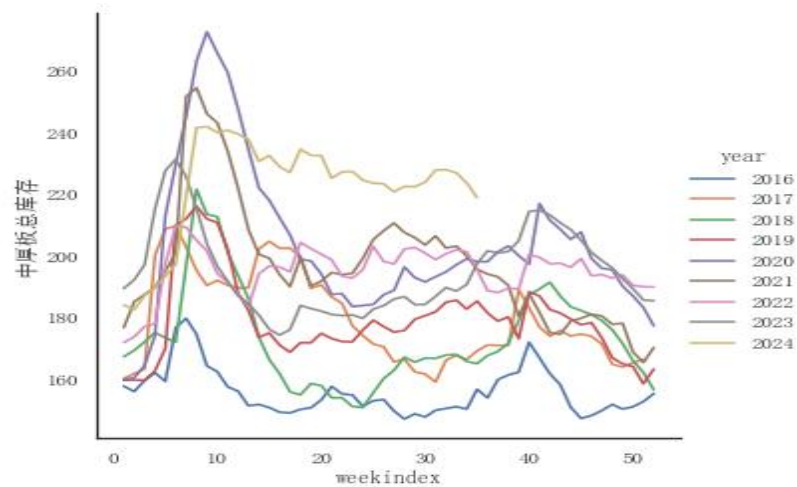
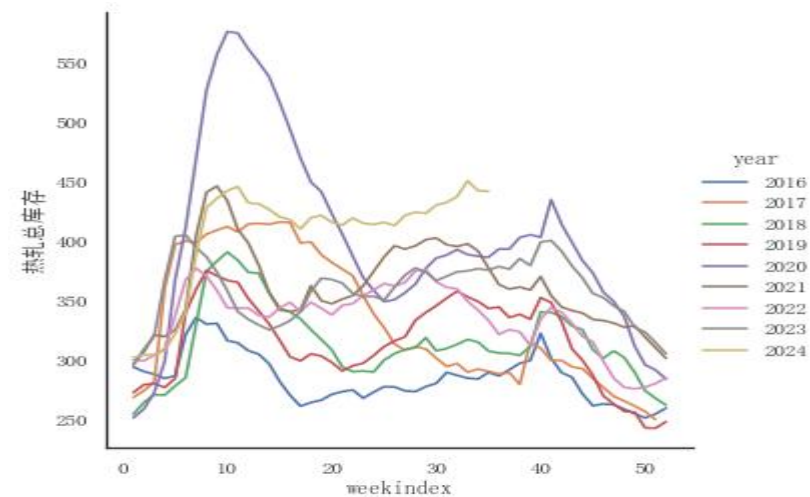
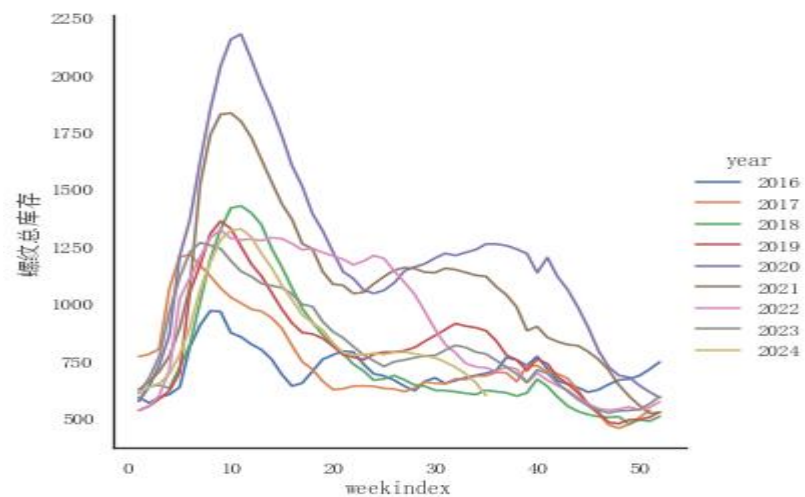
热卷冷轧价差



热卷下游价差明显改善，观察热卷的库存变化。

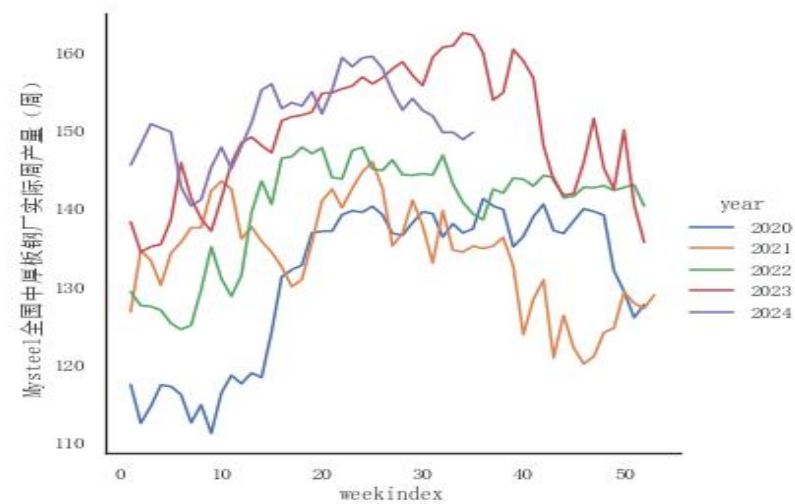
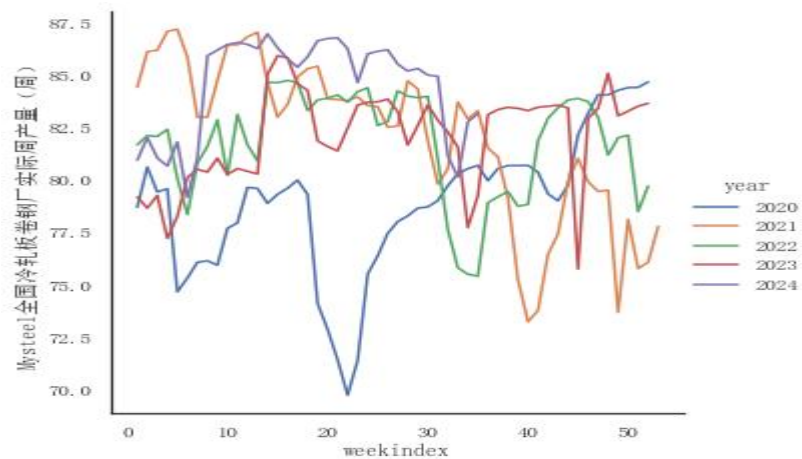
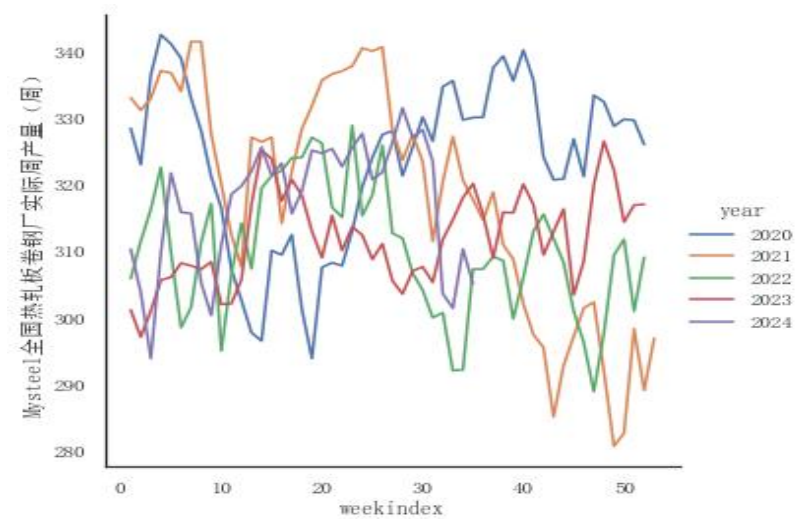
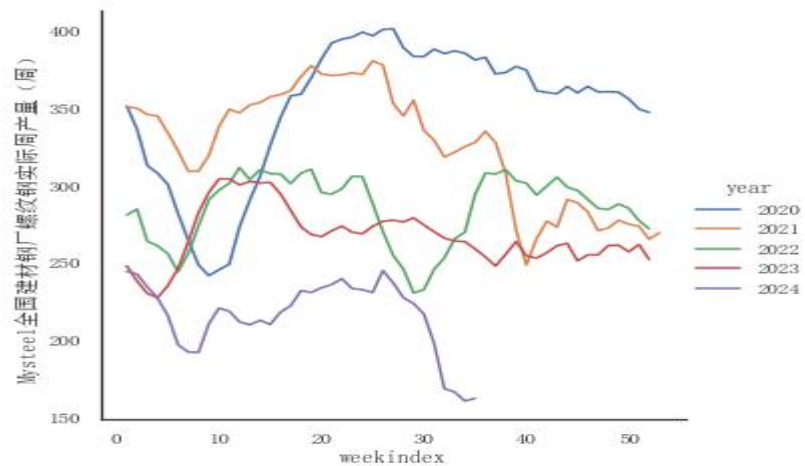


四大材库存



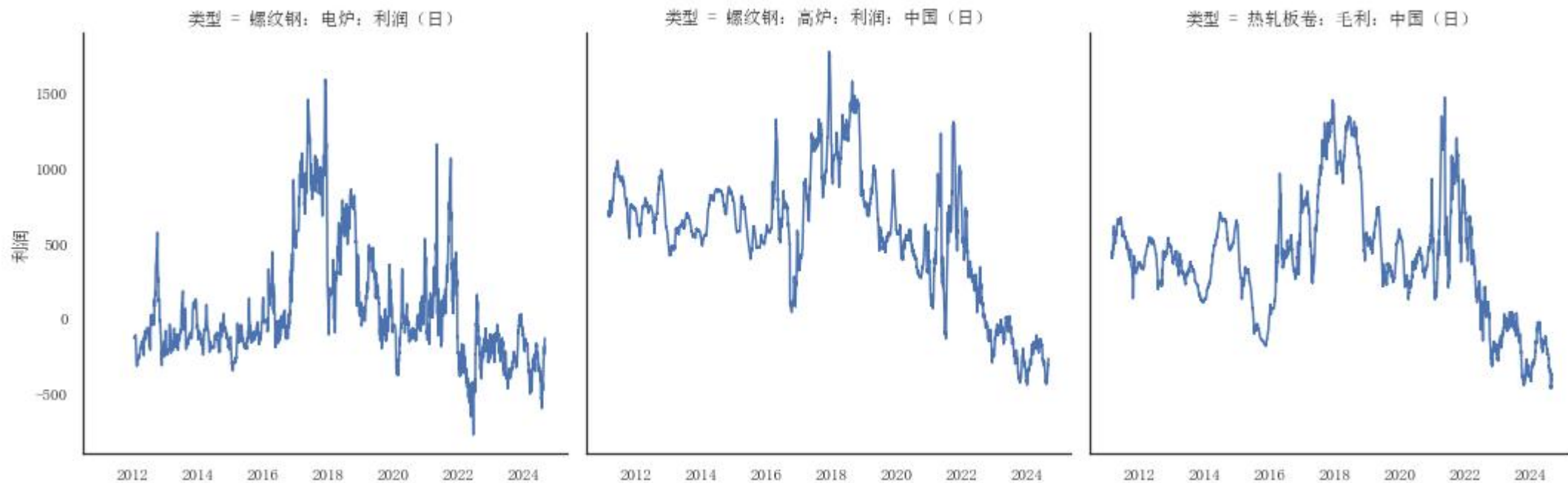


四大材产量





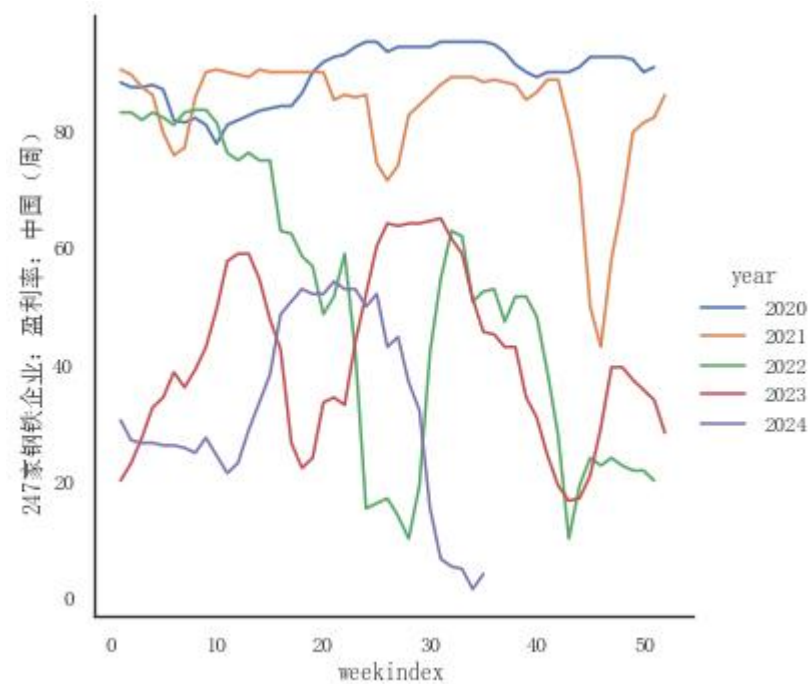
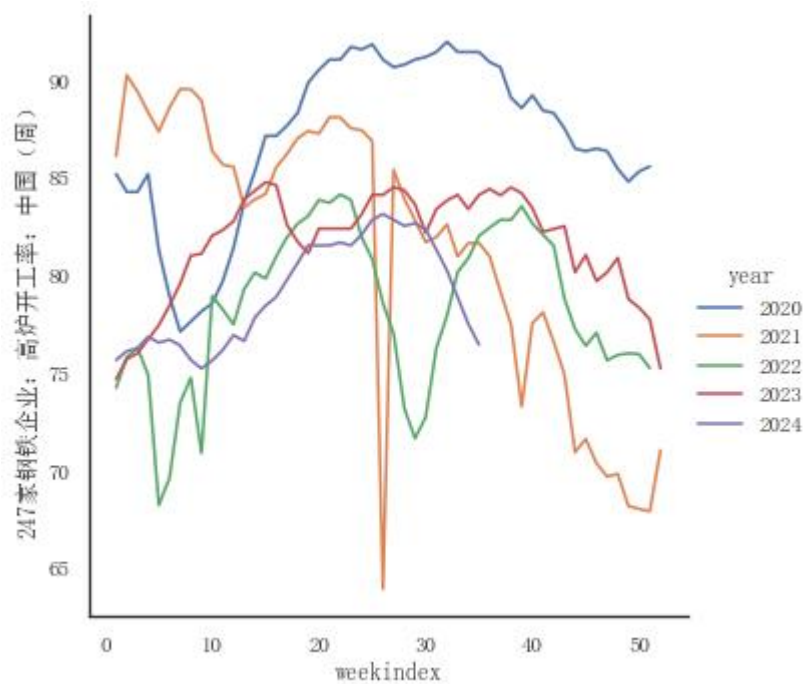
螺纹热卷现货利润



从利润看，估值明显偏低。



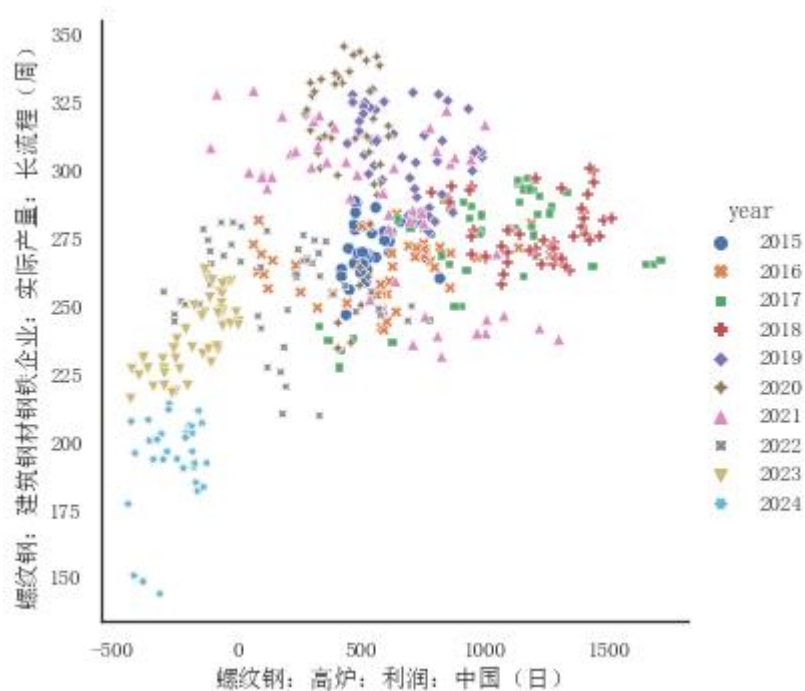
高炉开工率



钢厂盈利率超历史新低。



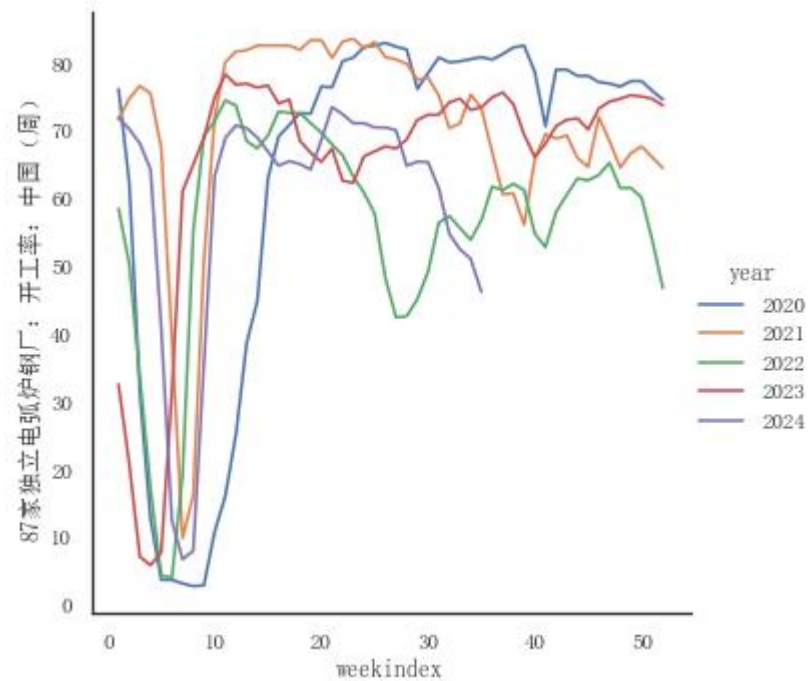
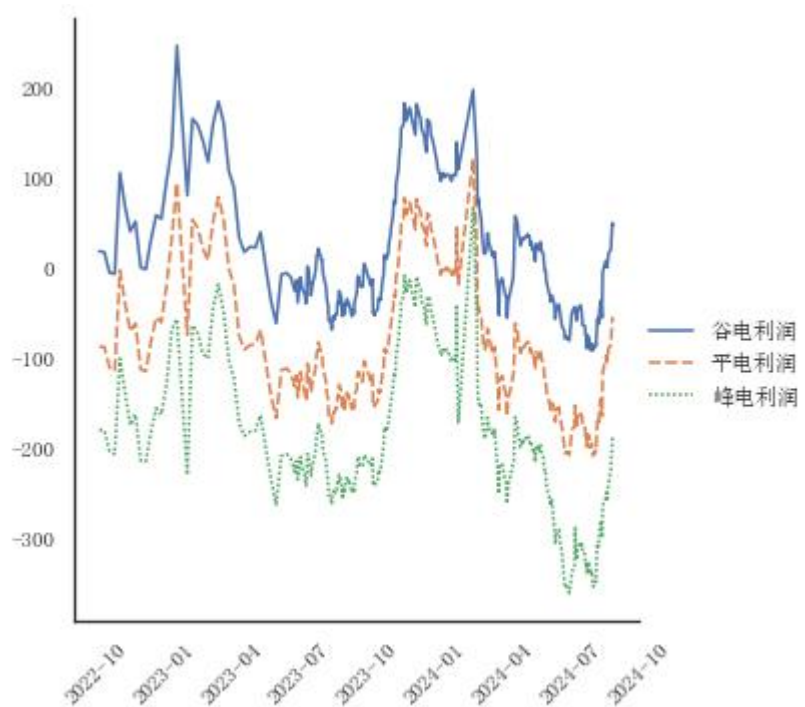
螺纹利润和长流程产量



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。



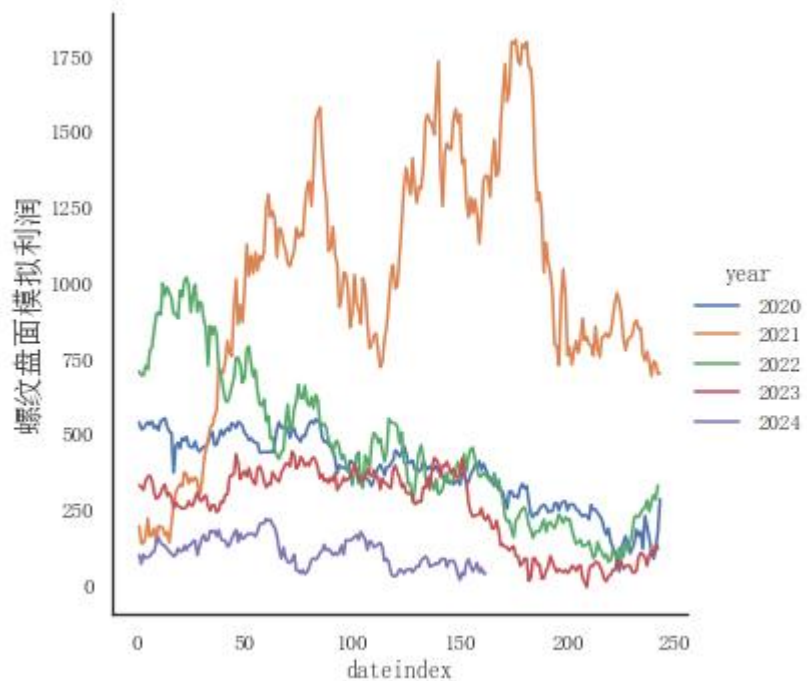
电炉生产利润及开工率



废钢原料下跌，电炉利润有明显修复，预计电炉开工将回升。



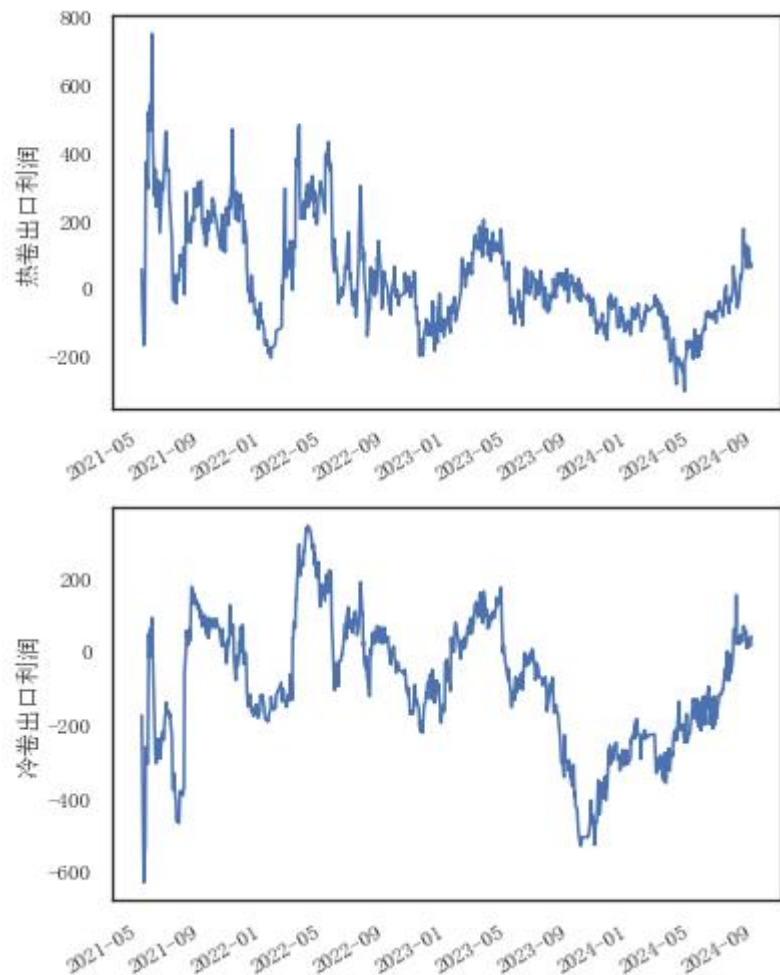
螺纹盘面生产利润



螺纹盘面生产利润也位于历史底部区间，但仍有利润，估计盘面利润将持续低迷。



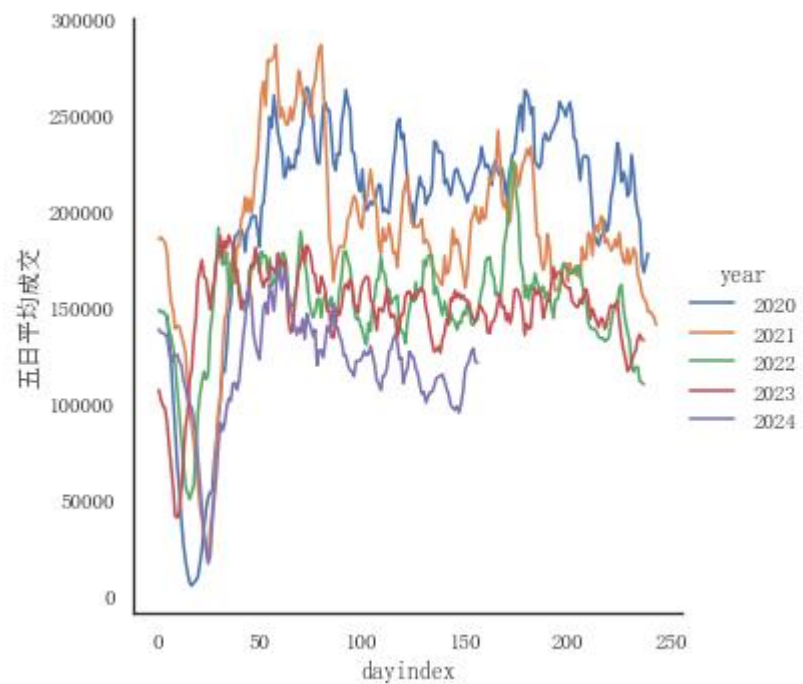
热卷出口利润估算



卷板出口利润在改善，整体出口将保持。



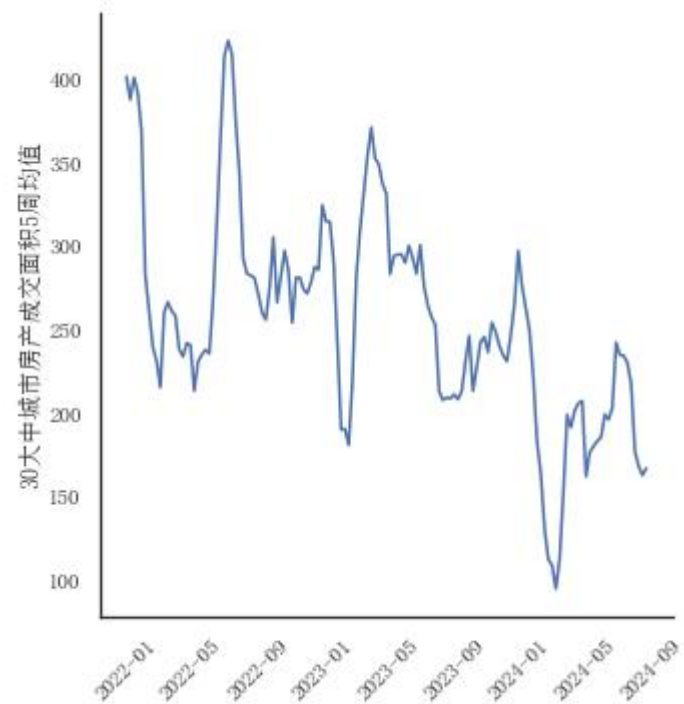
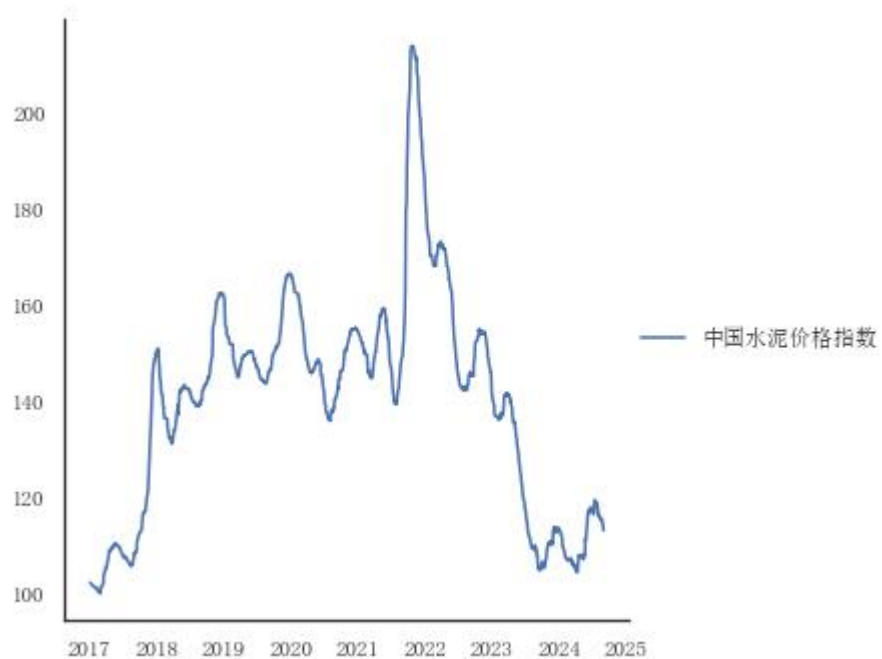
螺纹每日成交



螺纹日均成交逊于往年，显示需求不振。



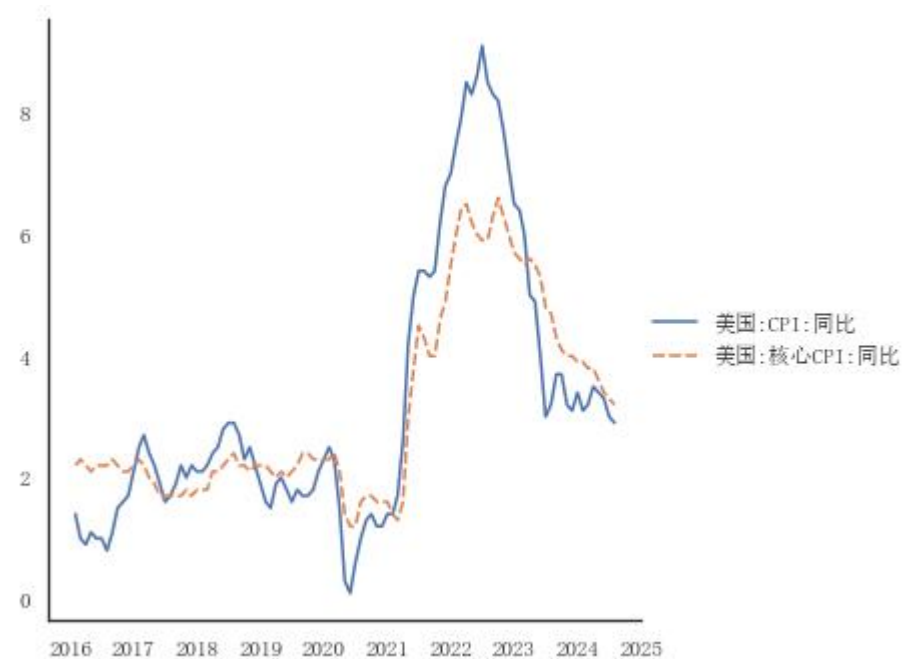
水泥和地产成交



房产销售继续回落。



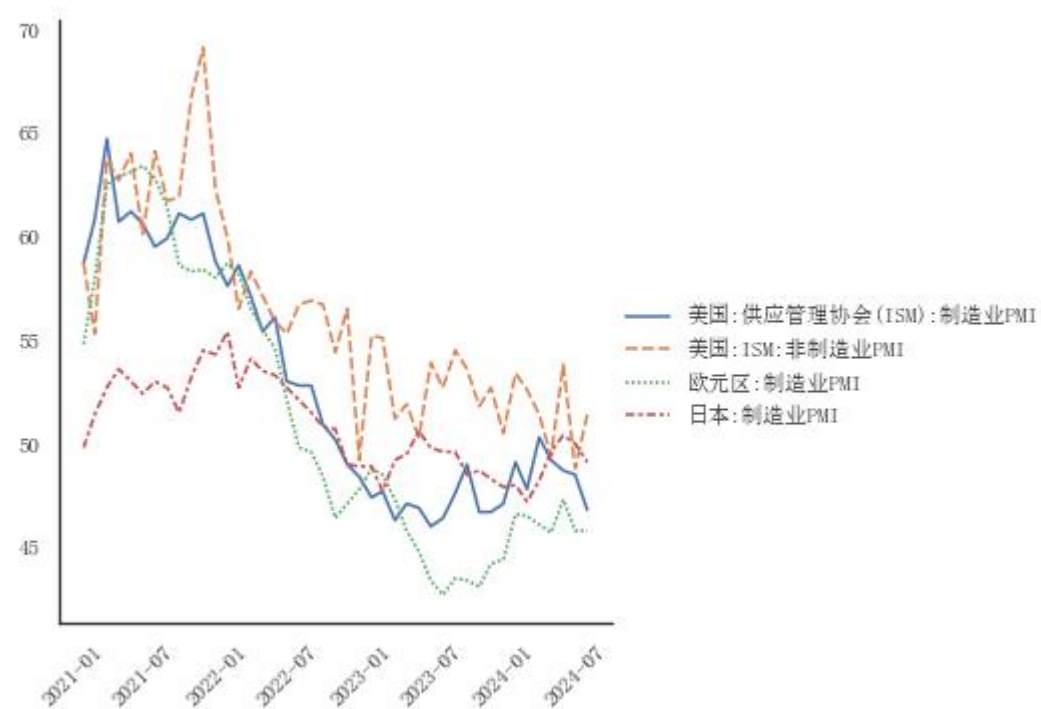
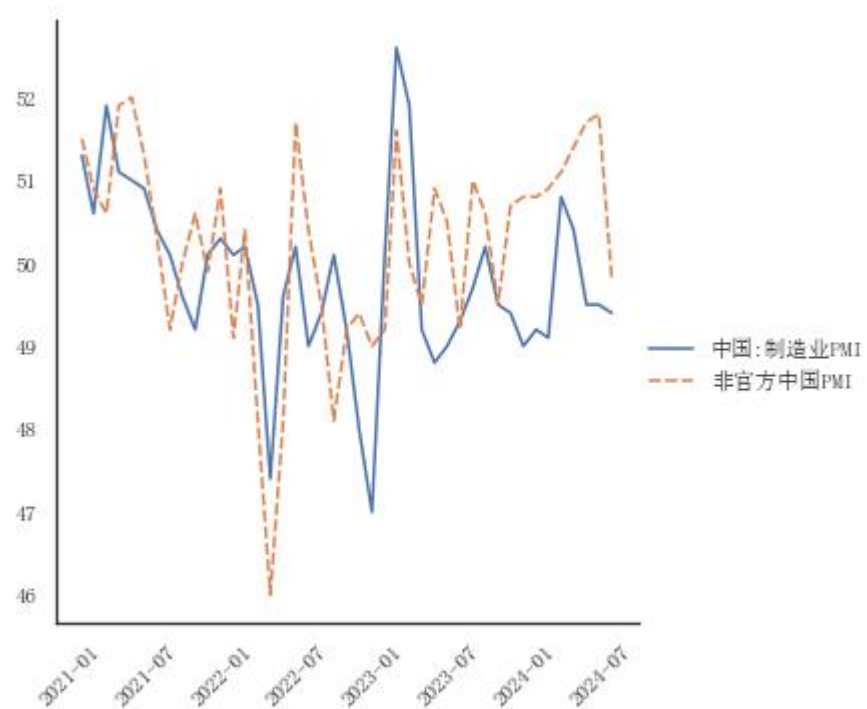
中美物价指数



美国核心CPI持续下降，加上失业数据等，市场预期9月降息25bp概率高。



中美PMI





中国M1和螺纹价格

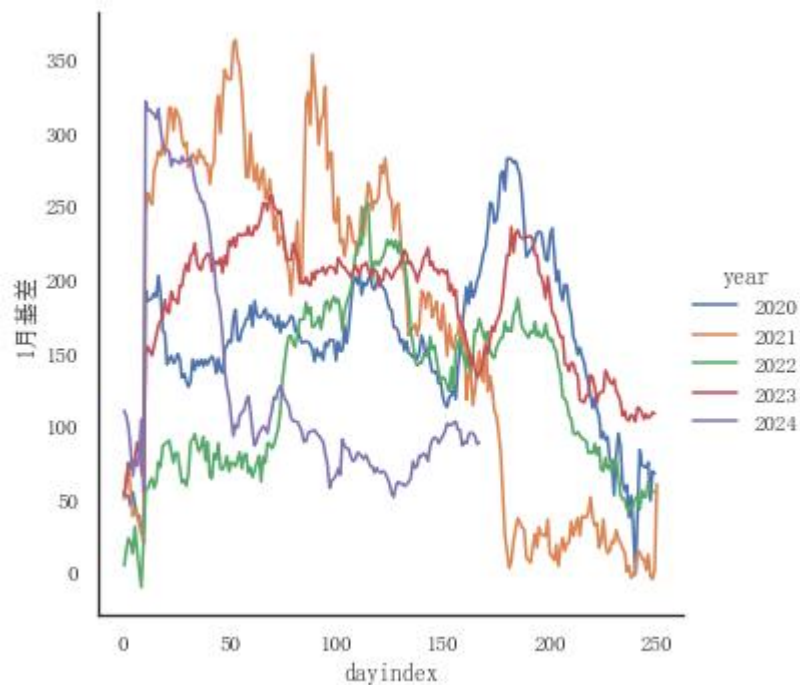


中国M1持续低迷，也比较受关注，从历史看，也有较好的拟合度。

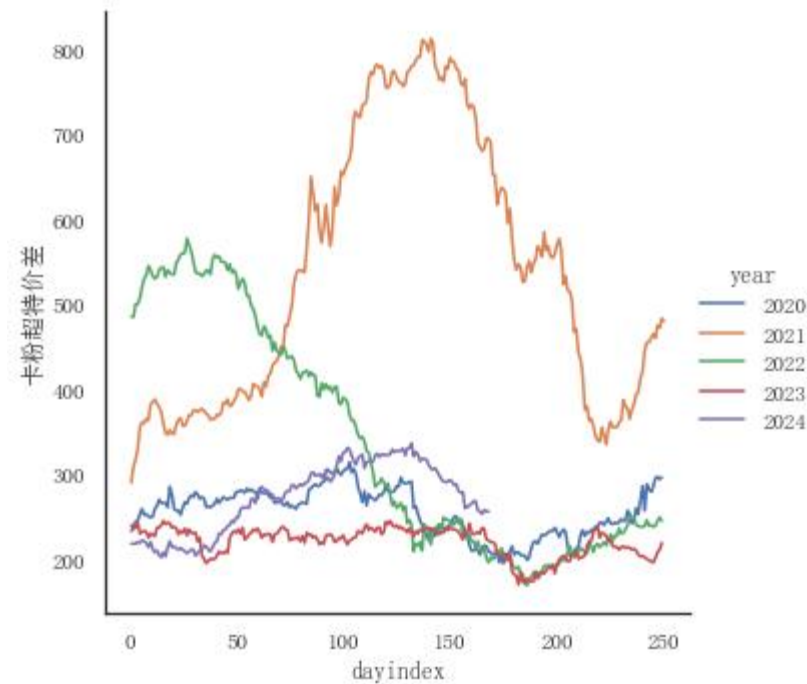
多头逻辑	从基差看，小幅贴水现货，月差也有利，长期持有依然有优势。矿石供给的集中度较高，且上游资源容易受到天气等各种意外事件的影响。今年汇率贬值和运费上升提升了人民币价格。近几年矿山的增量主要来自非主流矿山，成本较高，85-90美元就将挤出4000-5000万吨供应，从而实现平衡。国产矿产量下降。接下来进入旺季，钢材有复产的冲动。
空头逻辑	基差及月差远远小于往年。因为利润差，钢厂减产，铁水下降仍未停止。螺矿比依然处于低位。矿石估值相对高，历史上黑色下跌矿石经常在最后补跌。
观点	矿静态看起来比较差，市场看空气氛比较集中，但实际走势明显强于市场预期。因非主流成本较高，矿石不会再现11-15年的熊市。
策略及简析	矿石的正套还是值得关注，价位比较低，长期统计有优势，当然驱动很迷惘。
风险提示	矿石重点关注矿石的库存变化，现货价格和政策的影响。



矿石基差及高低品价差

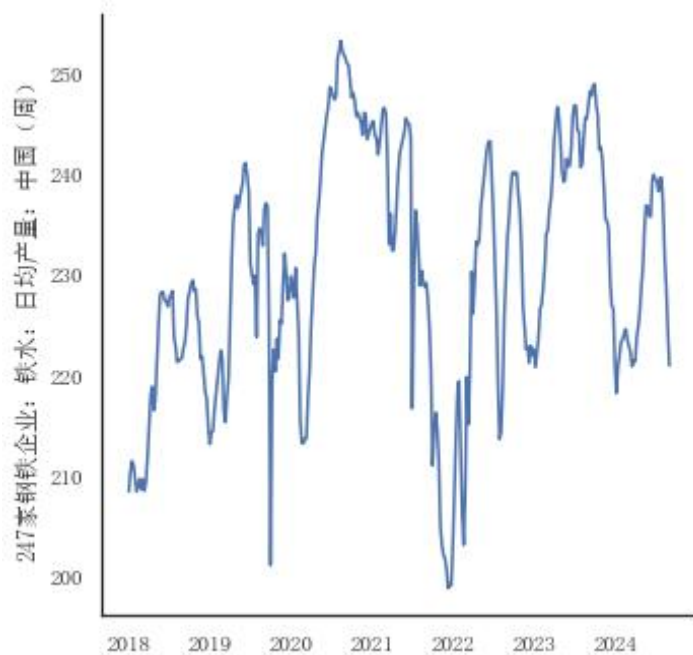


矿石基差处于较低的位置，但仍是正基差。





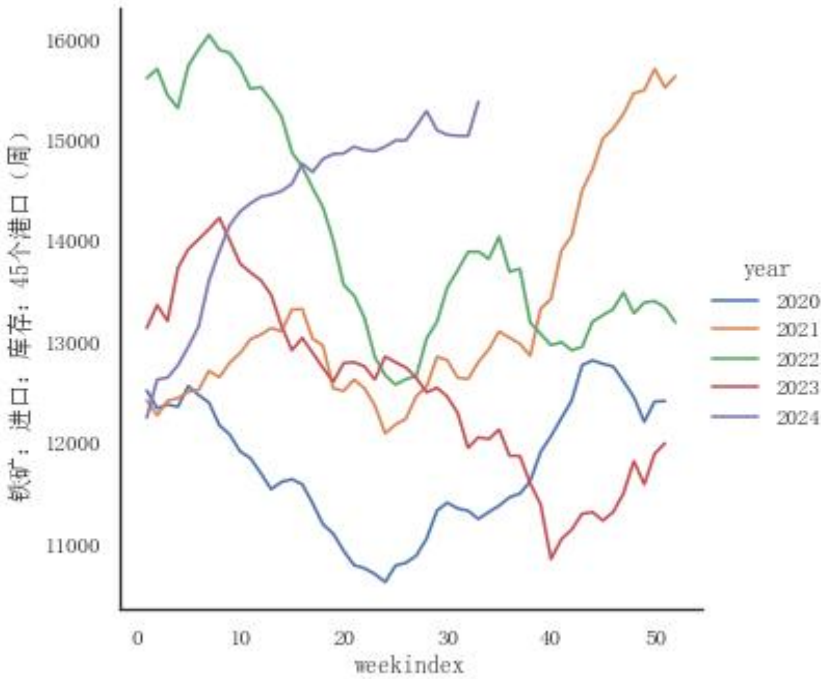
中国铁水产量



铁水产量连续下降，市场
预计有可能即将见底。



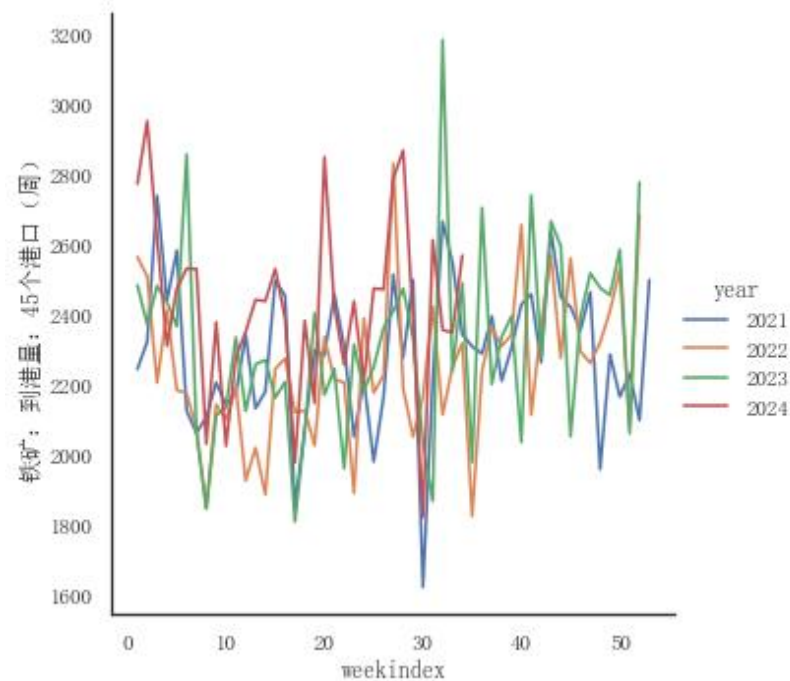
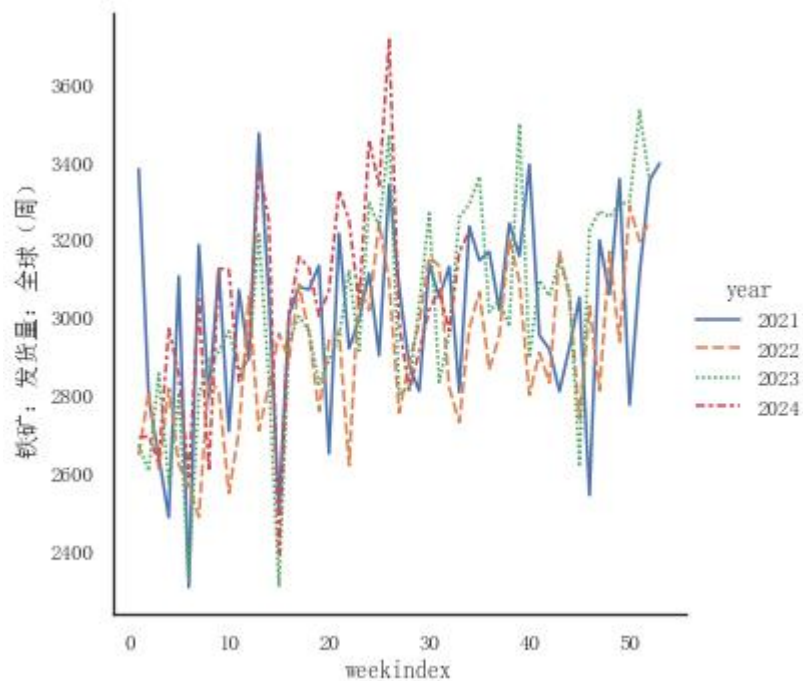
铁矿石库存



矿石库存本周上升明显。



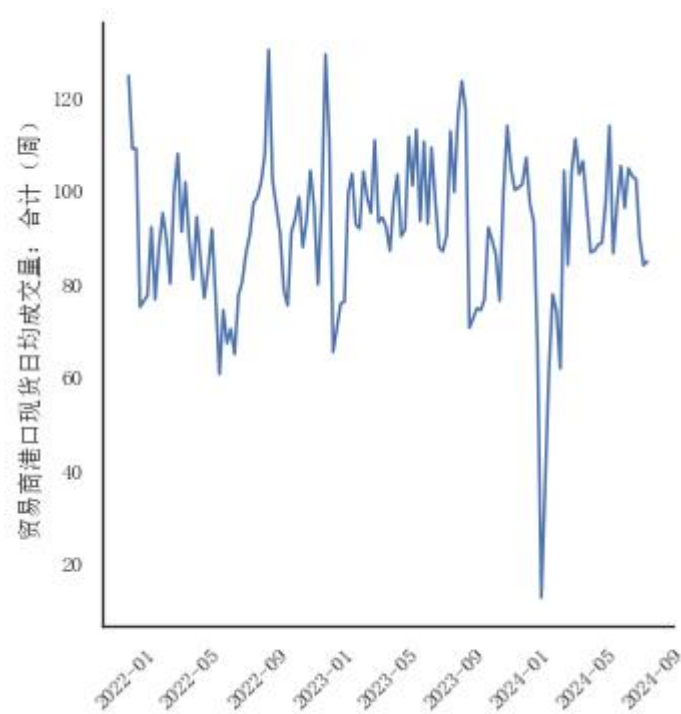
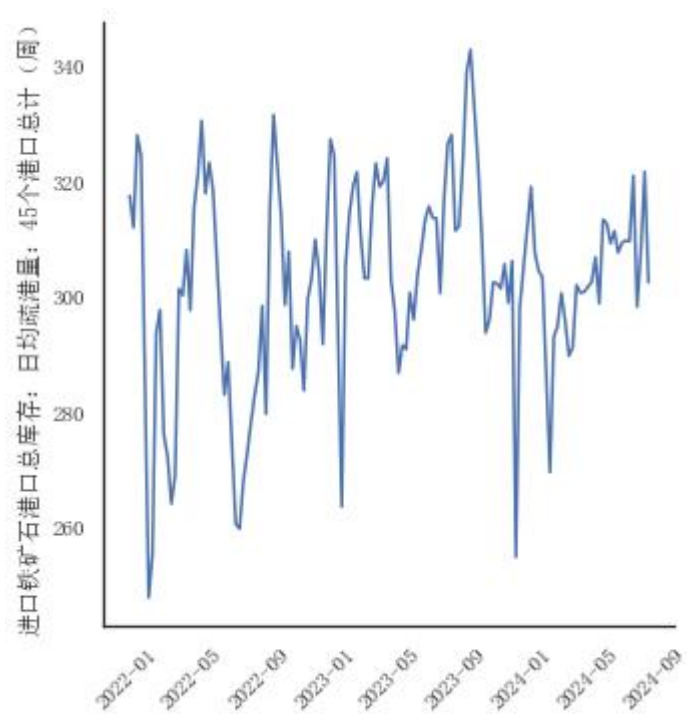
铁矿石发运和到港量



矿石发运到港非常正常。



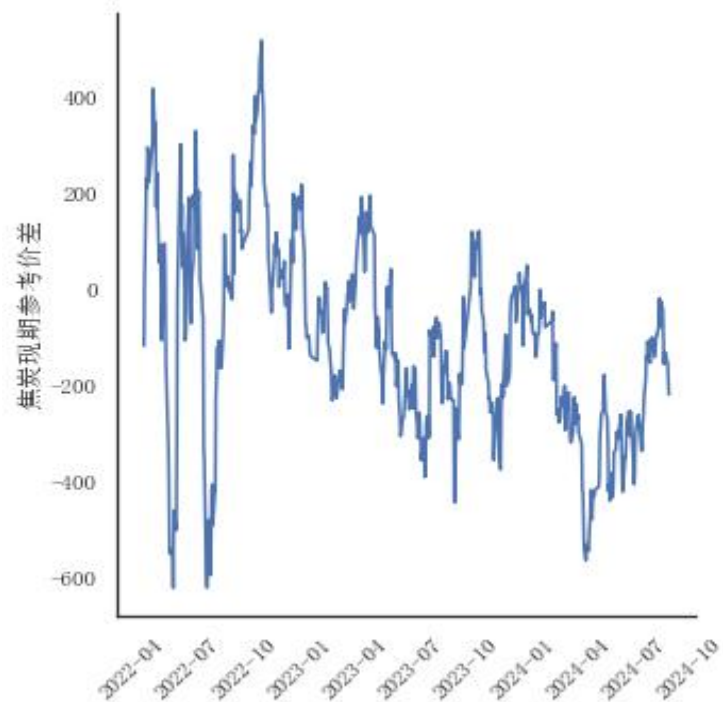
铁矿石疏港量及成交量



多头逻辑	煤炭供给受到安监安全因素影响，供给恢复缓慢。蒙古供给端发生些许变化。按动力煤和焦煤的比价看，焦煤下方的空间有限。低价仓单的数量是有限的。焦化利润不高，预计复产将提升焦炭的需求。
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。蒙煤长协价下降，折算盘面不超过1400。9月近期的下跌，再次表明弱势市场下，带有交割属性的焦煤下跌一马平川。国际市场焦煤供求宽松。
观点	虽然供给端有少许变化，但整体基本面变化不大，重点还是仓单交割的博弈。
策略及简析	前期多次提到的焦煤低价仓单的交割，本周得到了充分的表现。展望未来焦煤焦炭都是高期货升水，重点还是交割的博弈。
风险提示	关注基差和仓单的情况。



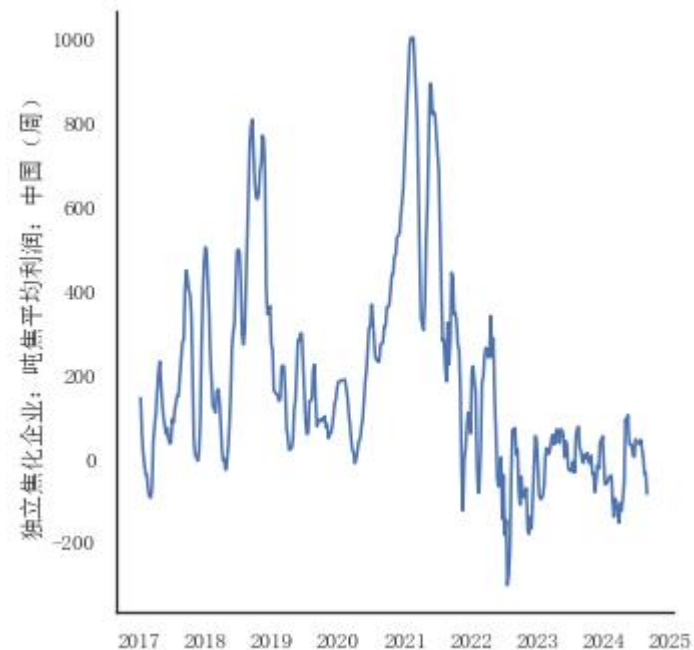
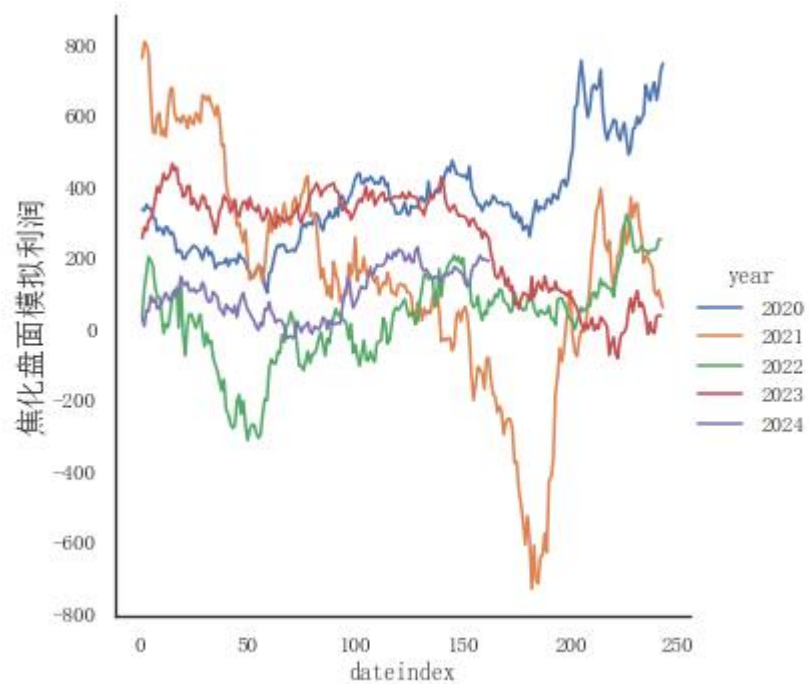
焦炭现期



焦炭焦煤的基差图都仅能参考。9月焦煤生动体现了交割的压力。



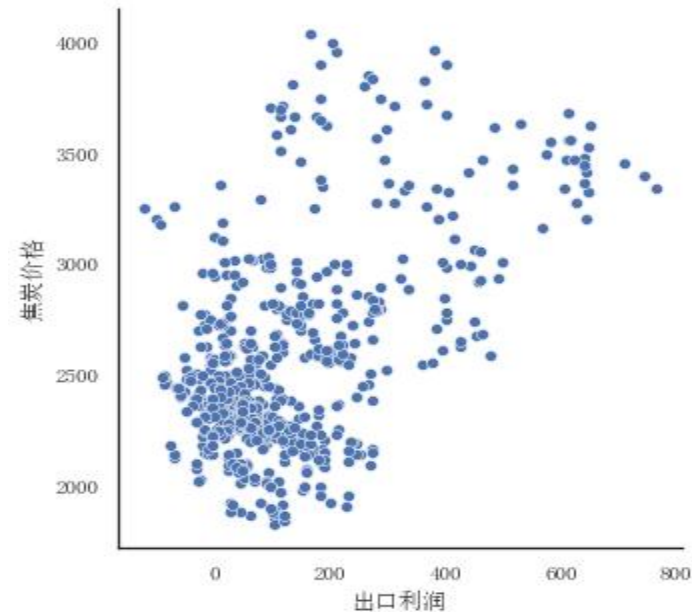
焦化利润



焦化利润正常。



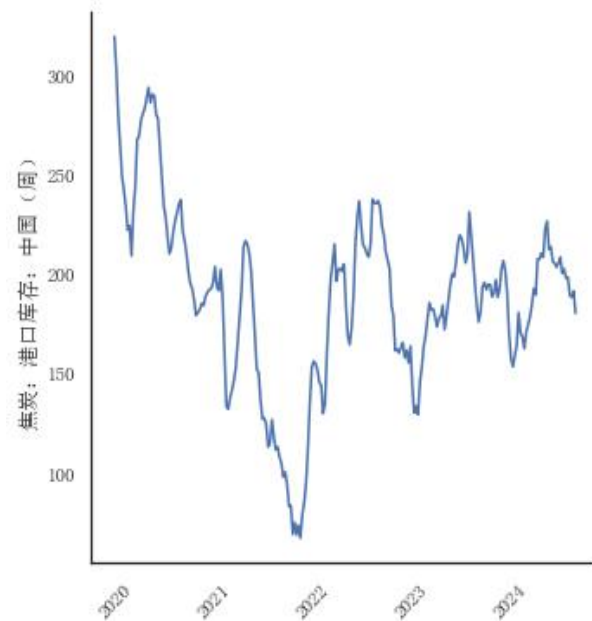
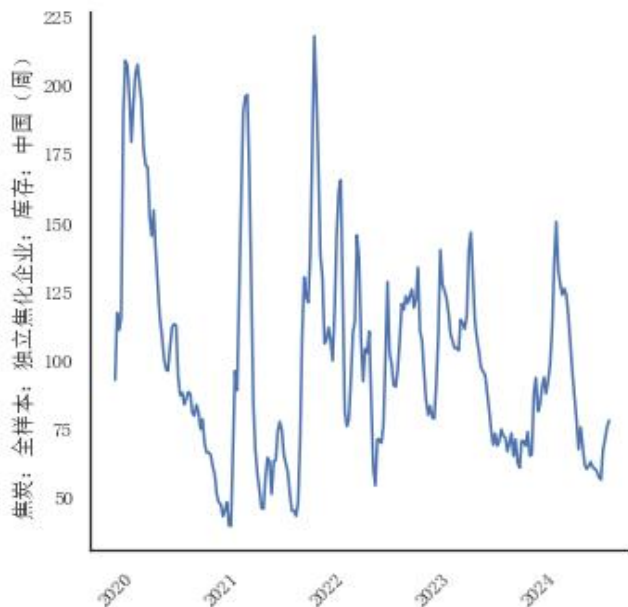
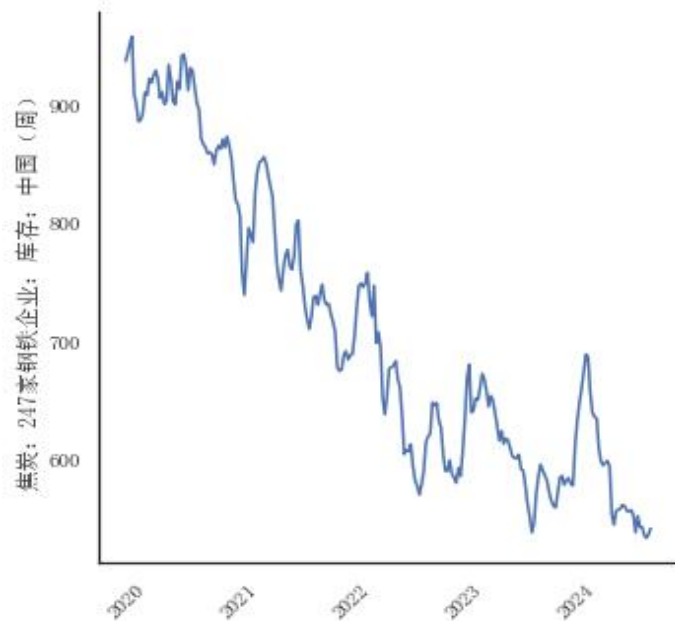
焦炭出口利润和价格



从数据看，焦炭出口利润和焦炭价格拟合还是不错的。



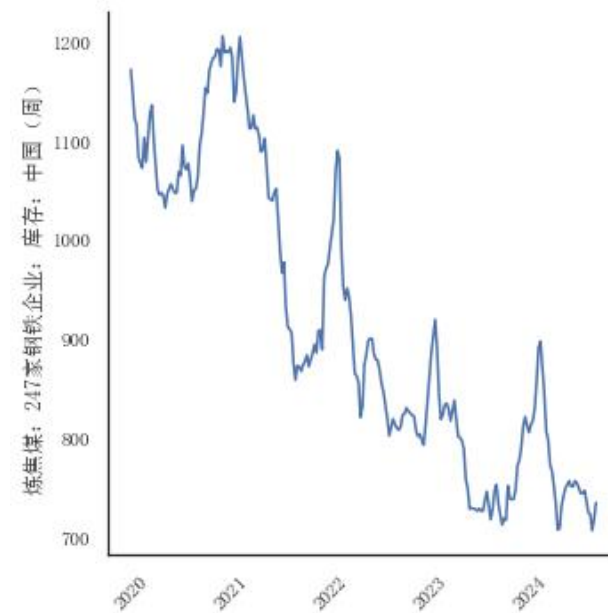
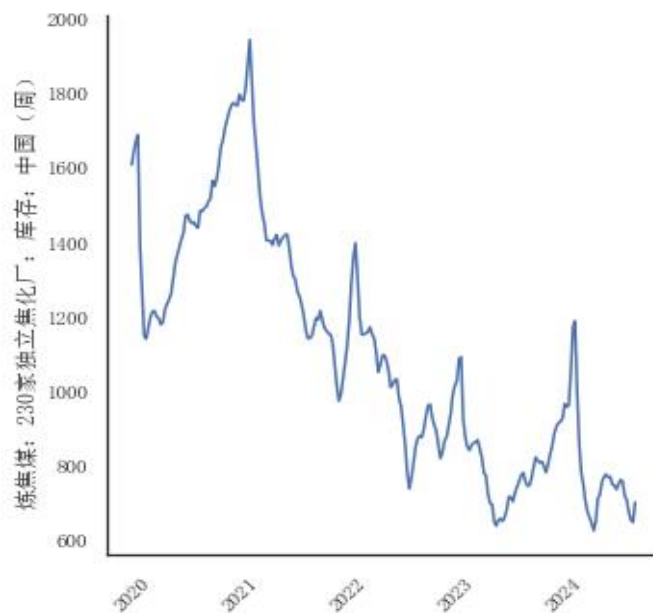
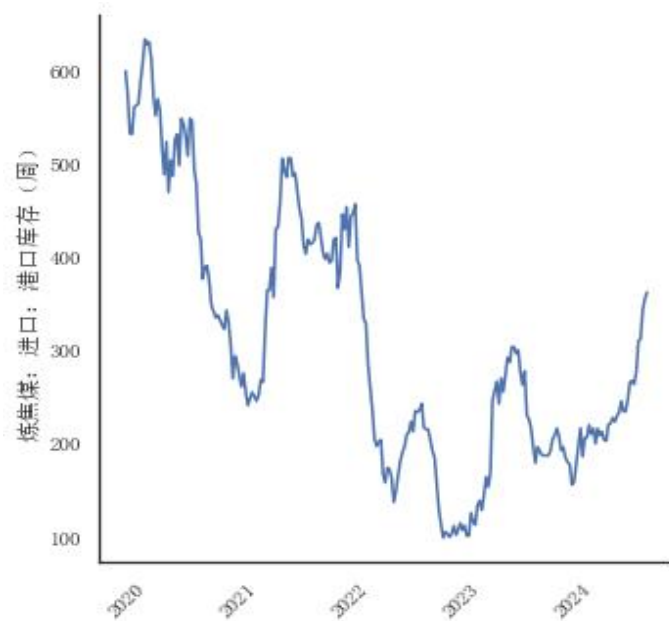
焦炭库存



焦炭库存总体还是比较低的。



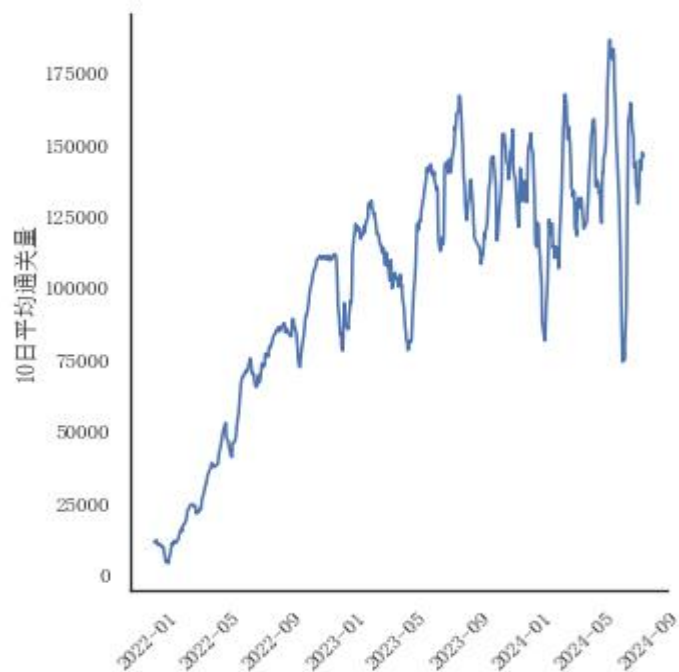
焦煤库存



焦煤港口库存上升快。



蒙煤通关量

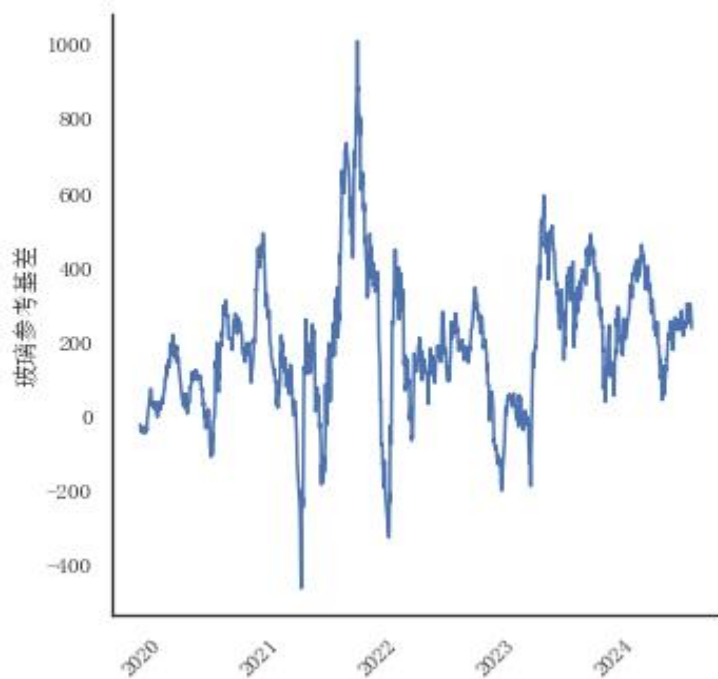


最近图表数据下降是因为蒙古假日，
通关暂停所止，最近已经恢复。

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，现货低迷，弱势市场小，接货意愿低迷。
观点	玻璃生产利润低，但驱动不佳，加上9月价格太低，反弹空间受限，相较其它品种可能更弱。
策略及简析	玻璃考虑以逢高空配为主，可参考天然气生产利润为正作为锚点。
风险提示	关注政策、宏观影响以及博弈层面的因素。



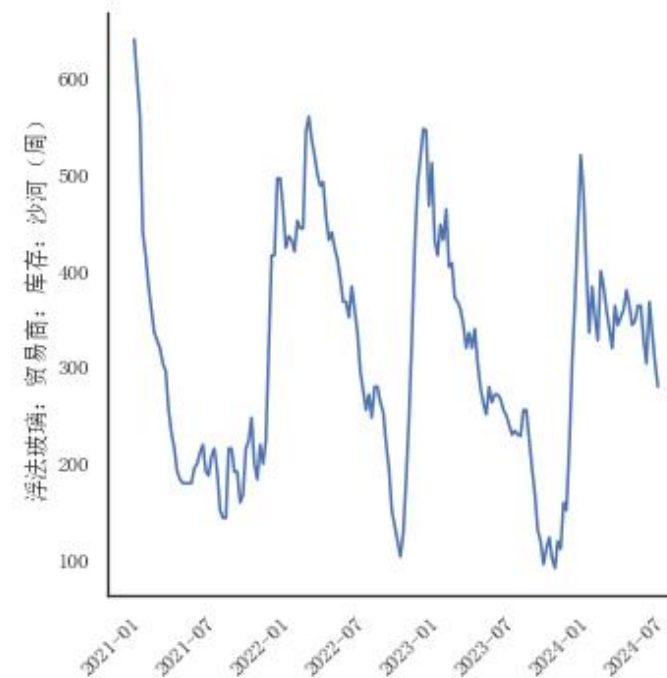
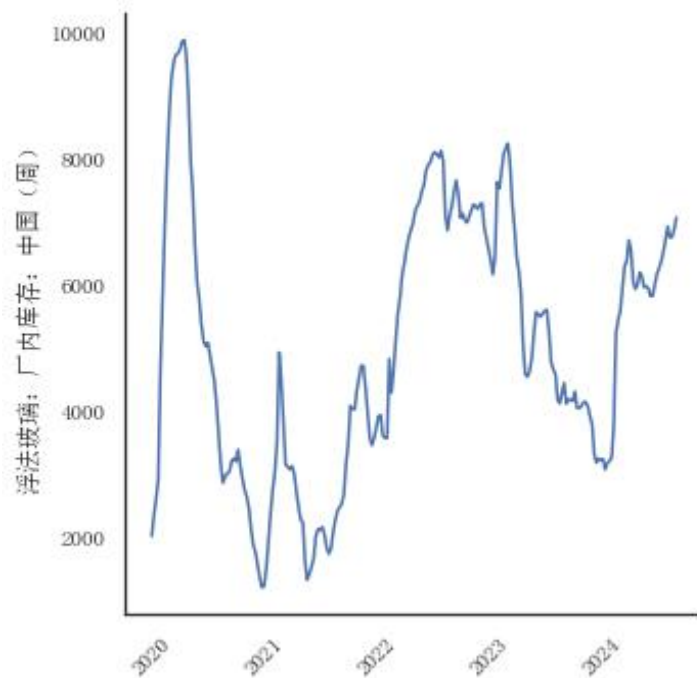
玻璃基差



整体基差中性，但考虑交割品，9-1的弱势尽显无虞。

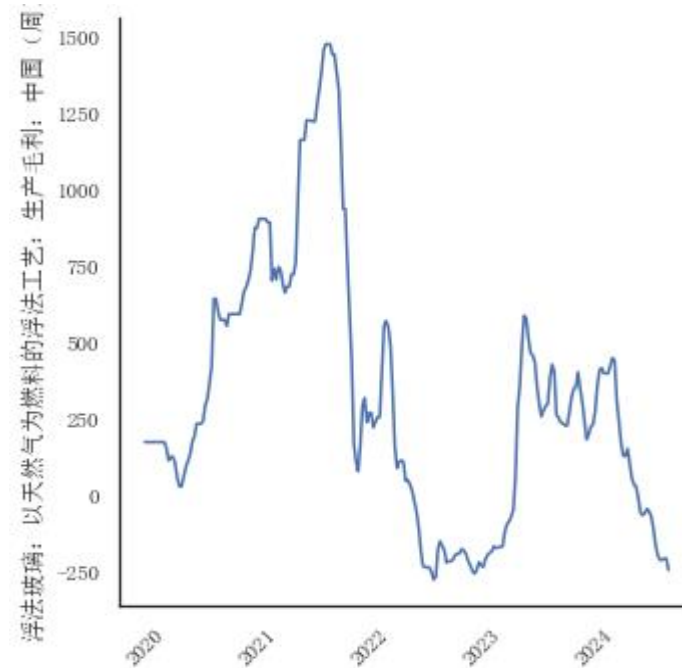
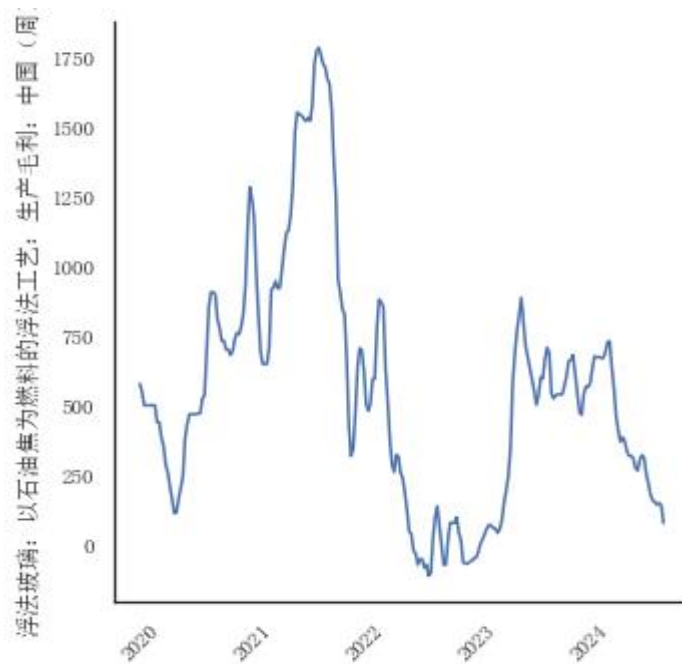
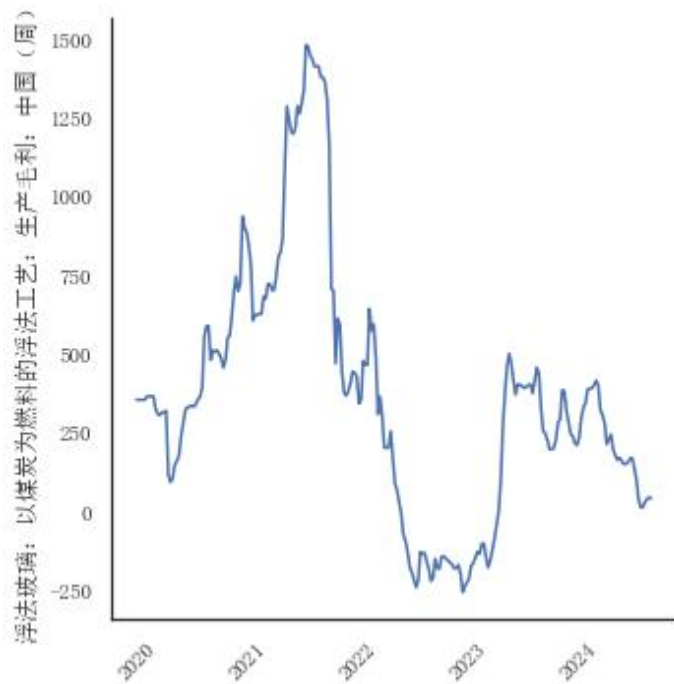


玻璃库存





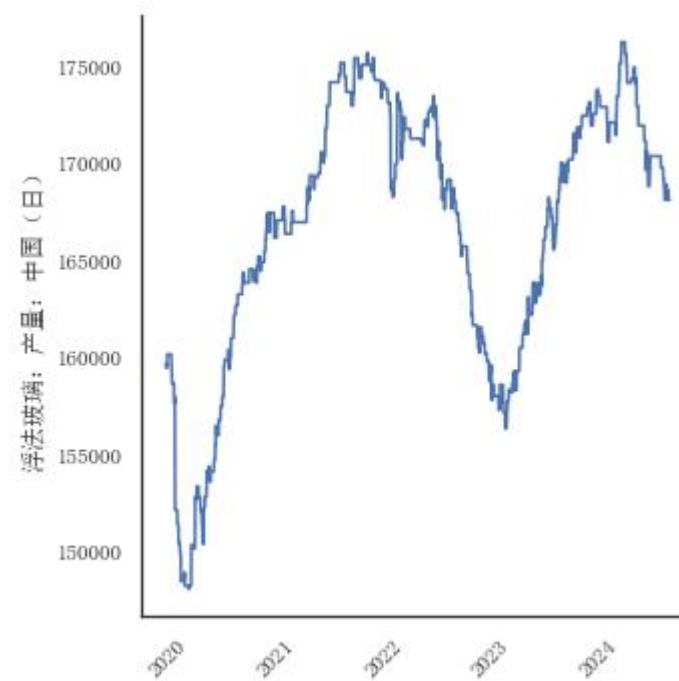
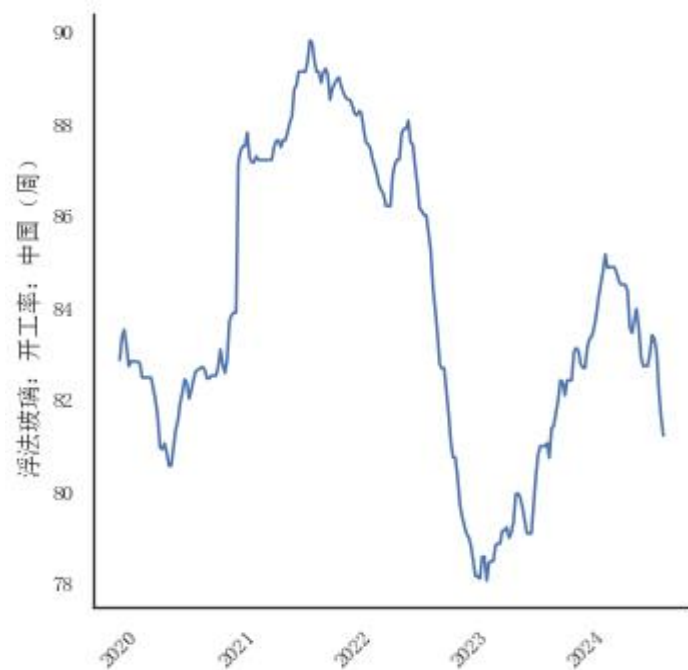
玻璃生产利润



玻璃生产总体仍有利润，还只有少量冷修。



玻璃开工率及日熔量





03

策略跟踪及综述

	整体观点
市场	美国股市创出新高，前期对于衰退的担忧消散，但这种情绪的摆动是常见的。市场预计，美联储将在9月降息25bp，估计在外围相对稳定的背景下，对大宗影响会相对减少。
黑色品种	目前黑色市场的焦点，主要就在于会不会像11-15年那样，不断下跌，不断刷新大家对成本和价格的认知。市场很热的一张图就是把两个周期对照放一起，看起来前面“惊人的相似”。如果真是这样，那么现在才是熊市的初期。我个人看法，目前产能的情况和当时并不相同，平衡市的概率还是偏大，那至少短期可能就处于空头的末端了。当然这种大格局的判断，总是在事后才会明晰。
品种扩展	本周没有发现特别值得提的品种。

	评价及后期建议
螺纹月间、热卷螺纹	目前关注的人非常多，螺纹较热卷有现货优势，但螺纹交割对空头更有利一些。市场传闻10月螺纹和热卷都有大量交割。这两个头寸总体评价没有安全边际。
黑色策略	估计整体是个震荡走势，快速下跌的时候，买入钢材，快速反弹可考虑空玻璃这些。注意热卷和矿石的库存数据、螺纹玻璃现货的情况和交割。
其它策略	关注留意纯碱和玻璃是否存在套利机会。



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