



黑色产业策略周报

2024年9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

从生产成本的角度看，目前钢厂利润低，产量较低。卷板出口利润继续上升，因此热卷等钢材的出口可能保持偏强的态势。螺纹已经出现缺规格的情况，部分地区库存低，销售较好。钢铁产能置换方案暂停。宏观政策转向，特别国债将发行，股票市场大涨，市场情绪转换。

空头逻辑

人口拐点中长线因素制约，地产的需求下降不可逆。价格上升，钢厂逐步复产，出口价格优势不再。热卷库存仍较高。低利润低产量下，原料无论焦煤还是矿石，供求形势也不乐观。产能置换方案会影响地方的GDP，会有较大阻力。10月交割据传都有较大压力。美国等增关税的政策可能对出口形成压制。期货涨幅快于现货，估值优势不再。

观点

前期观点：“对于黑色市场，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。”本周市场对此做出了诠释，预计后市将长期保持这一观点。本周的上涨虽有外力影响的结果，但若不是逢低买入，守株待兔，坚守价值，又怎能料到市场的风云变换呢。

策略及简析

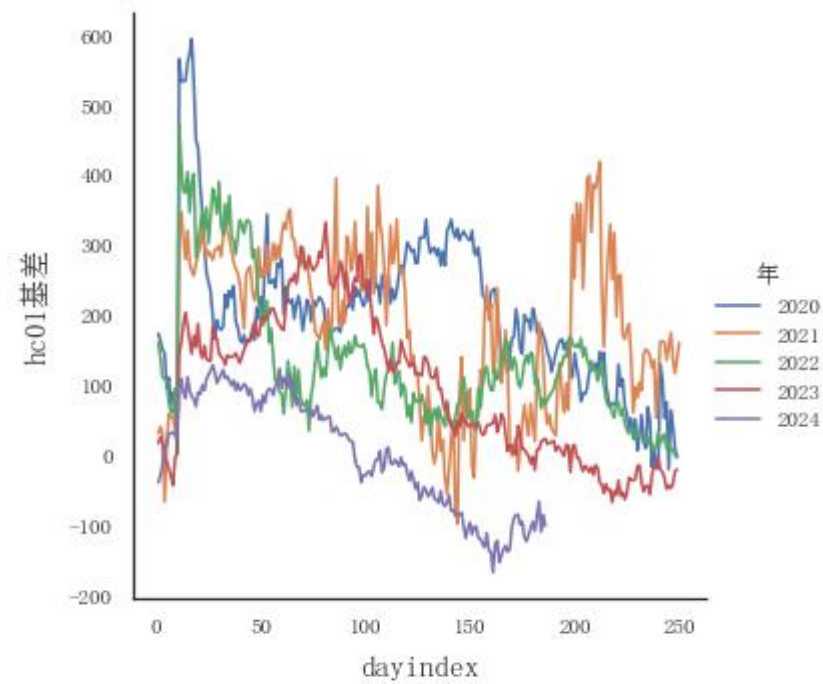
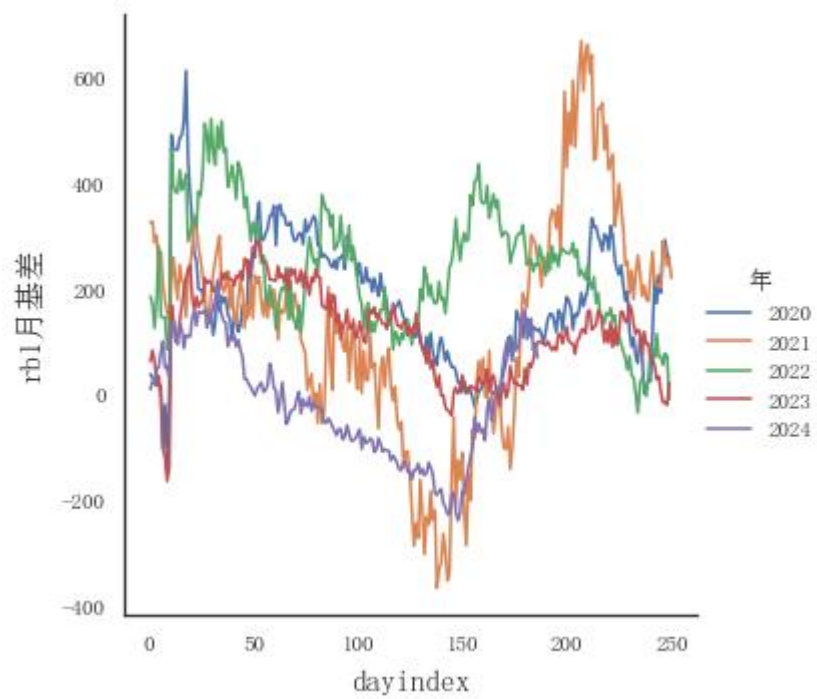
快速大幅上冲时先获利平仓，等待回落后再次出击。由于期货大幅上涨，不少品种期现机会凸显，有现货能力的可根据自己的现货能力，选择品种参与，成材中冷轧、镀锌也可考虑交叉套保。

风险提示

关注政策和现货变化。



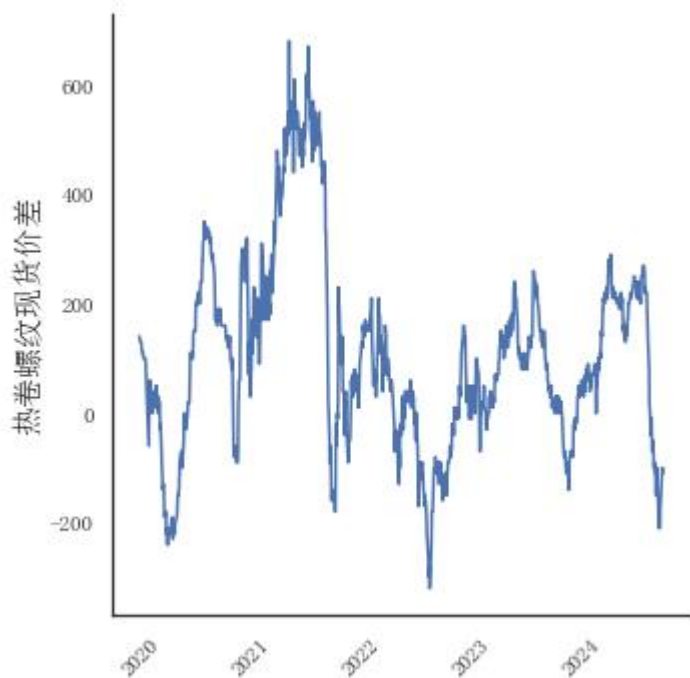
螺纹热卷基差



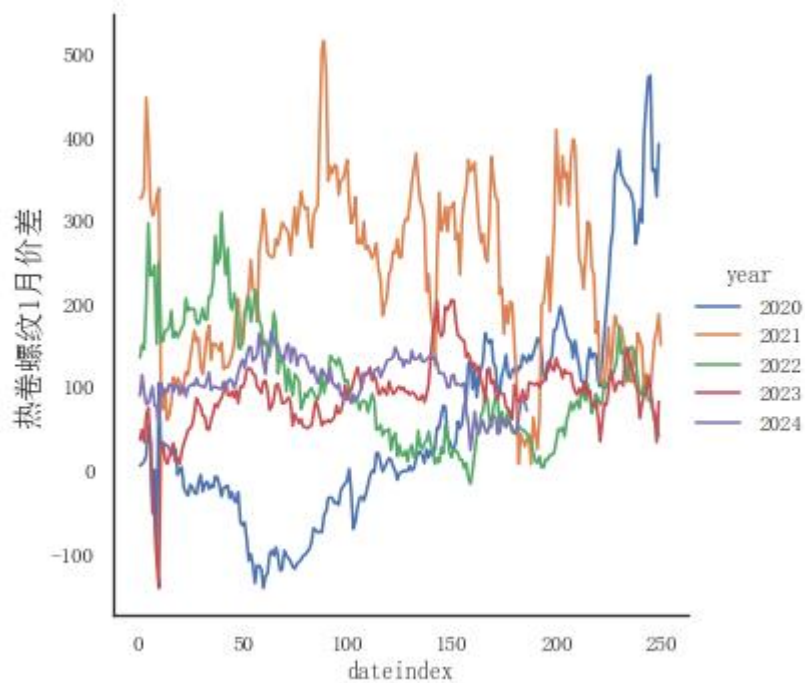
螺纹基差优势基本修复。



螺纹热卷价差

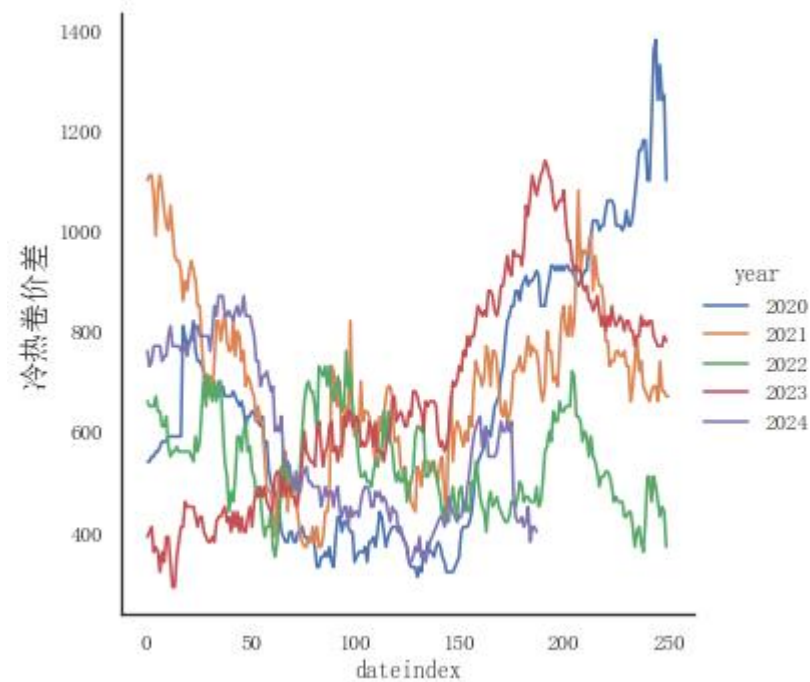
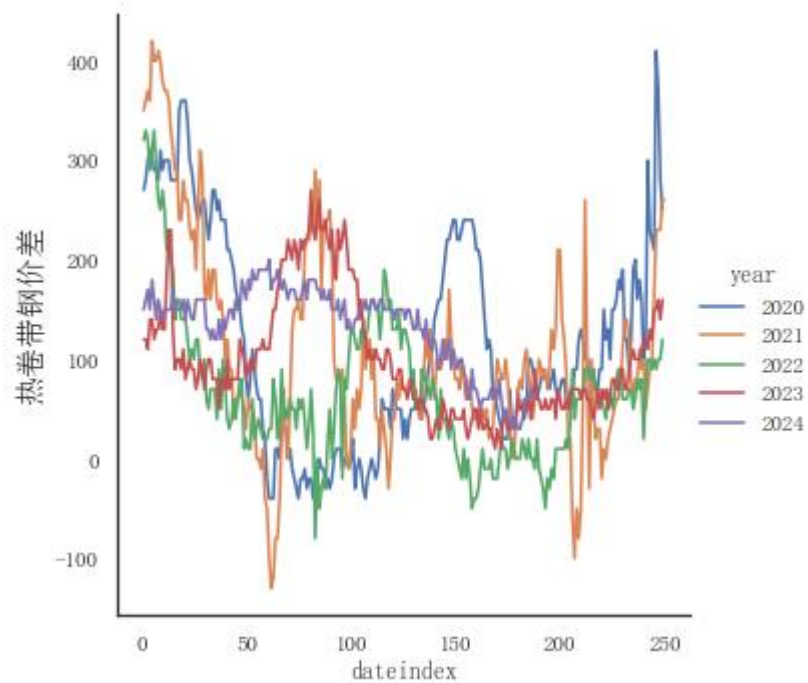


热卷螺纹现货价差处于较低位置。





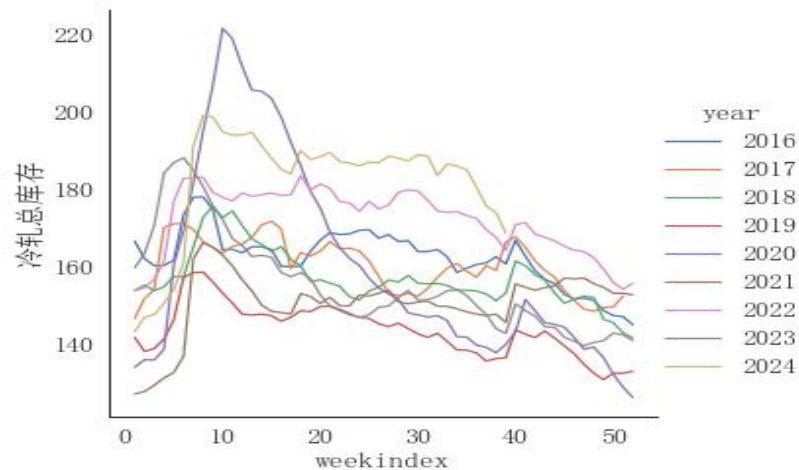
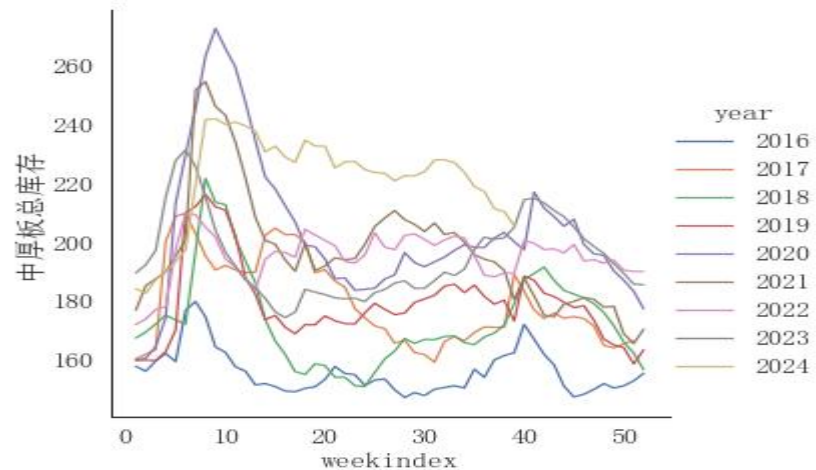
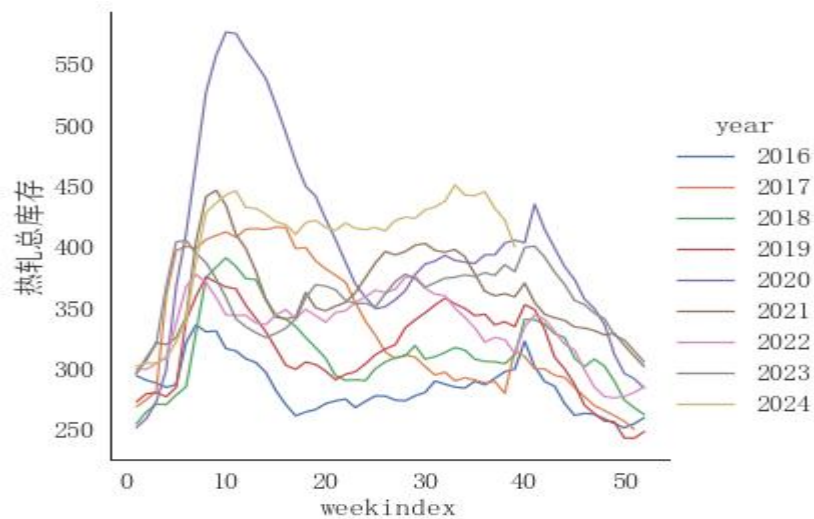
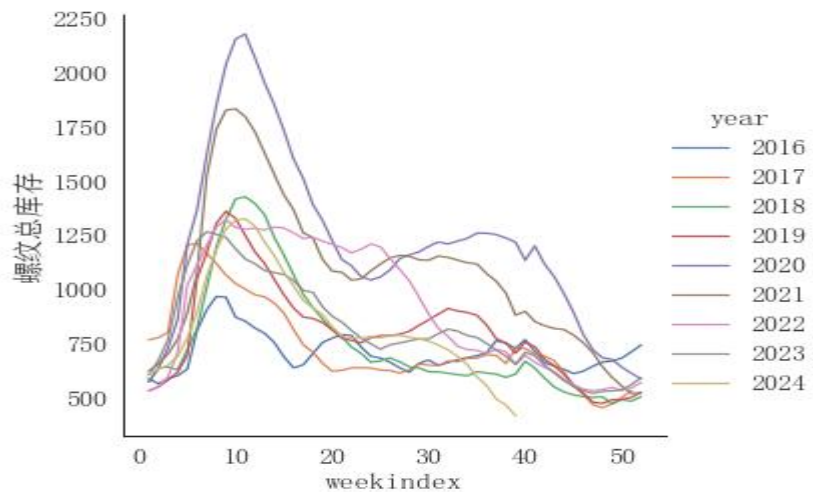
热卷冷轧、带钢价差



冷轧价格跟不上热卷的上涨。

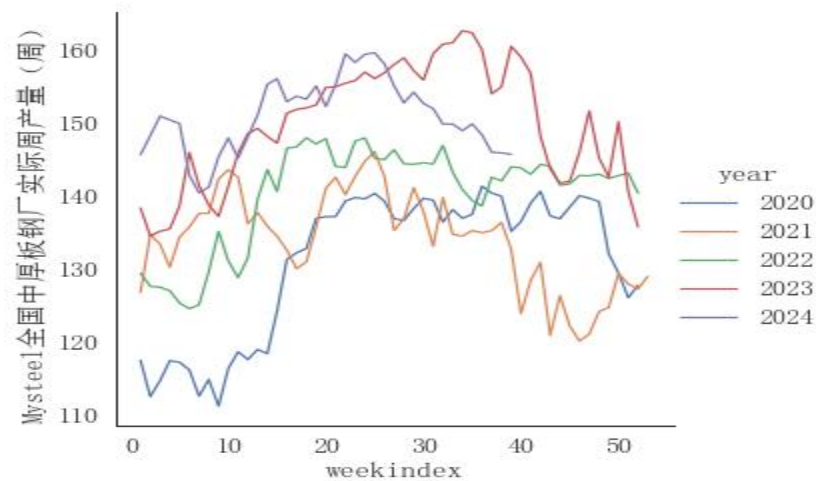
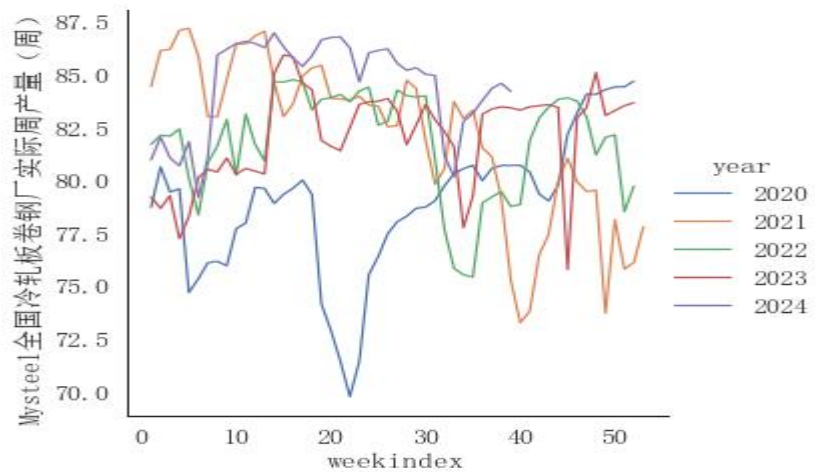
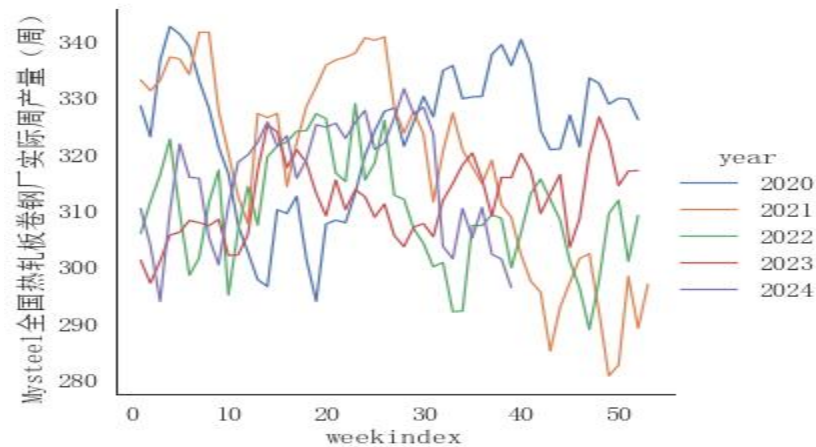
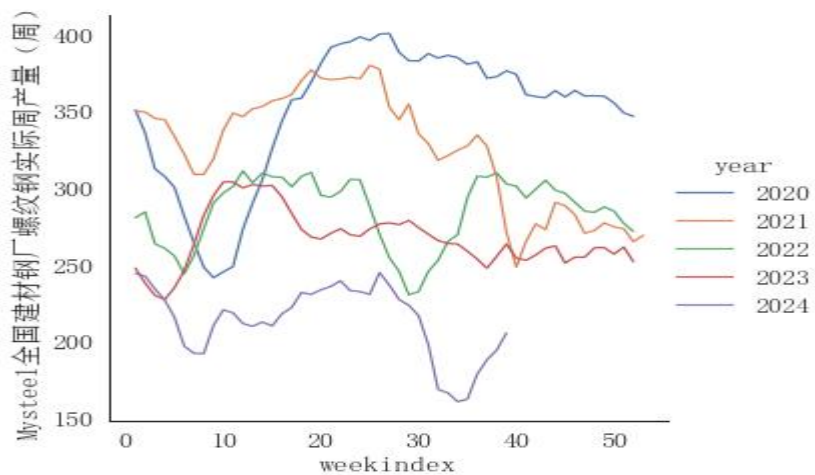


四大材库存





四大材产量





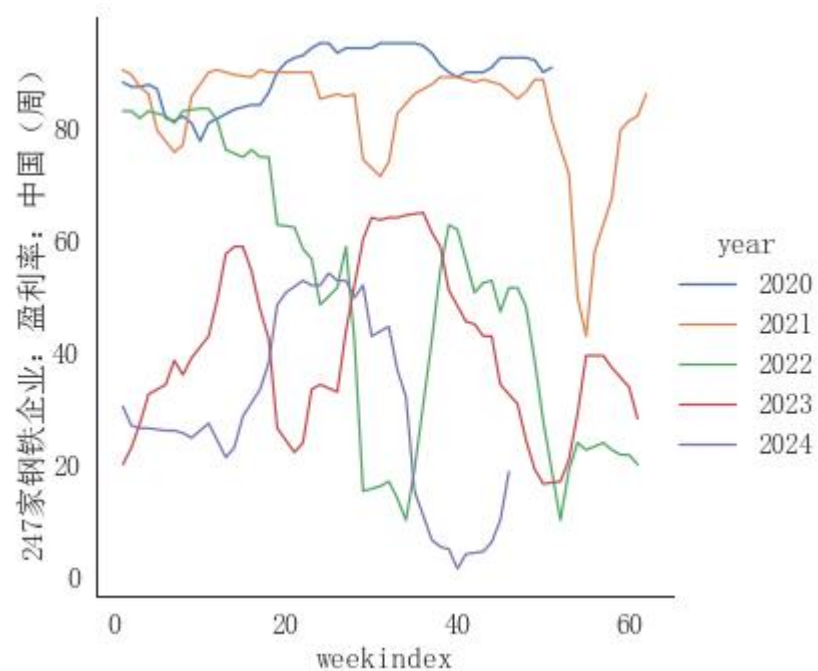
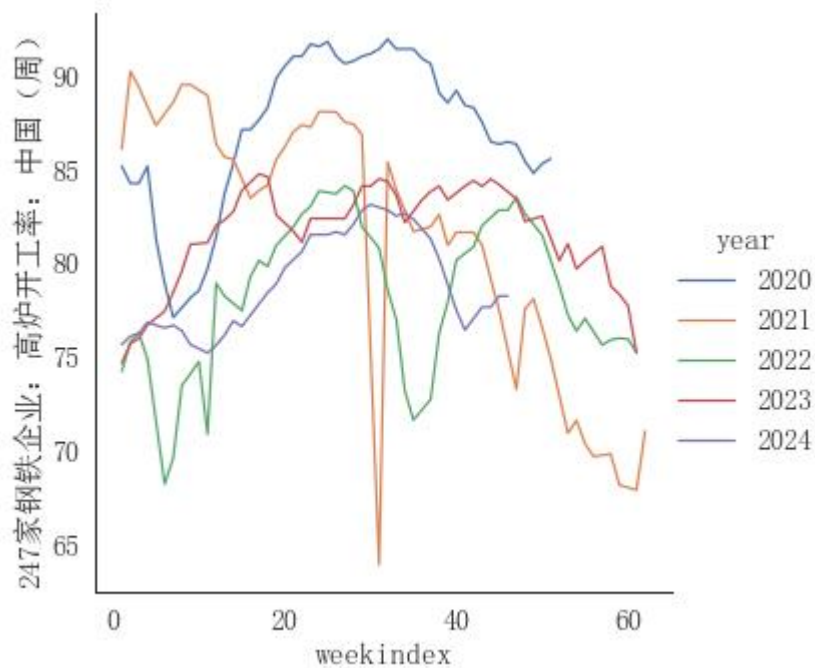
螺纹热卷现货利润



从利润看，估值有所修复，后期复产将加快。



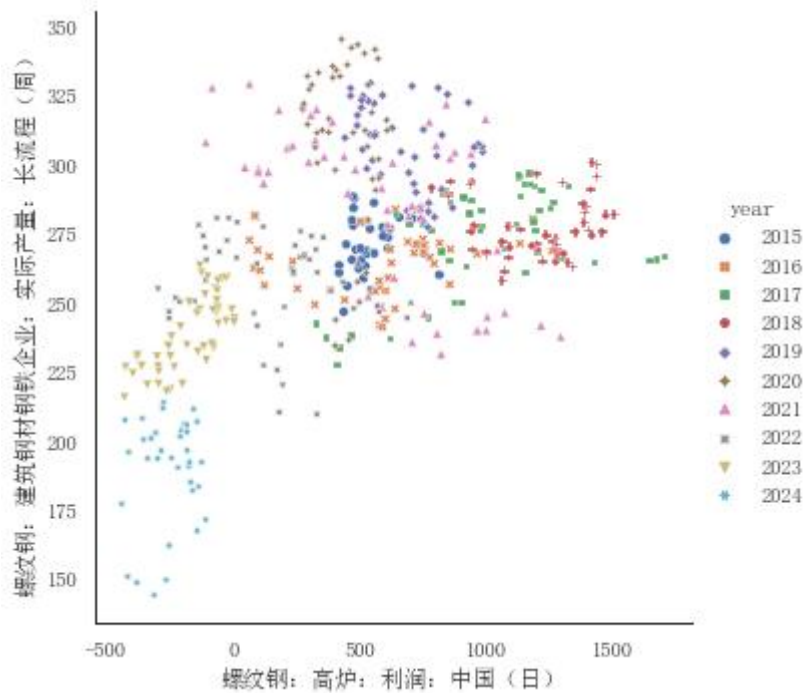
高炉开工率



钢厂盈利率和开工率都有所回升。



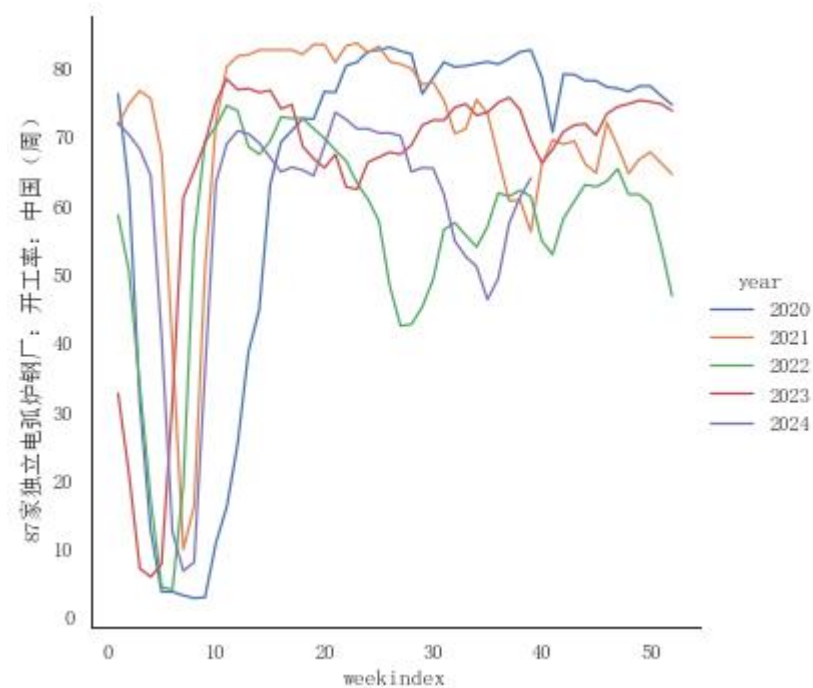
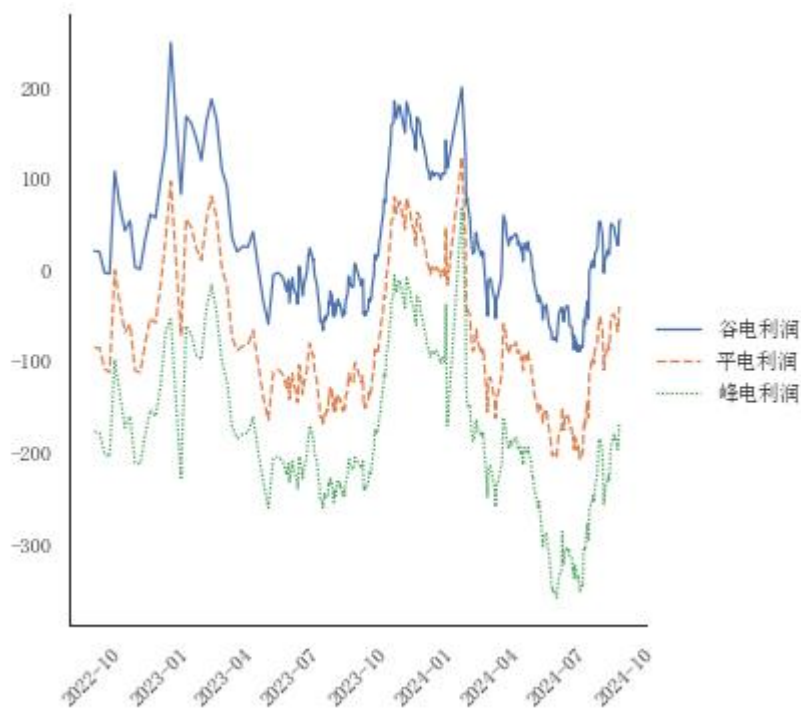
螺纹利润和长流程产量



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。



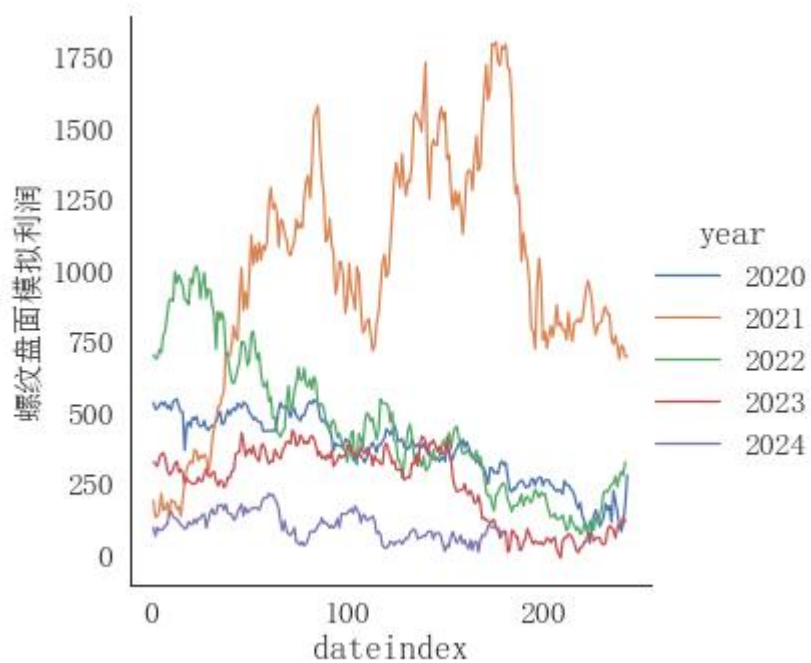
电炉生产利润及开工率



废钢原料下跌，电炉利润有修复，电炉开工明显回升。



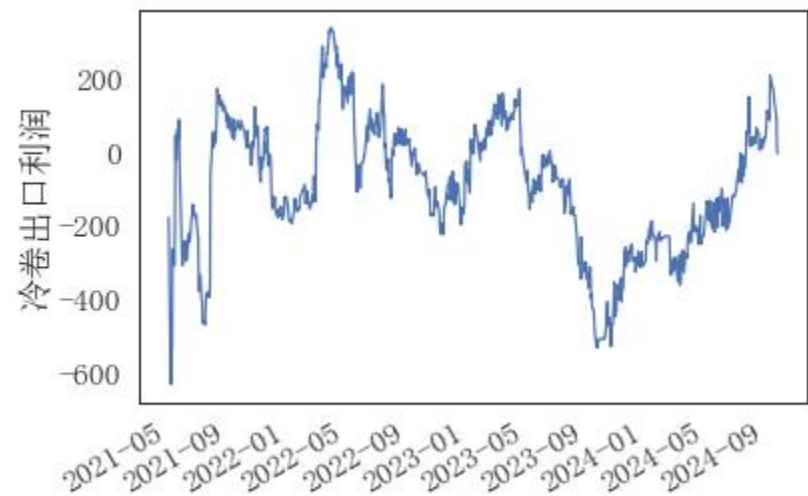
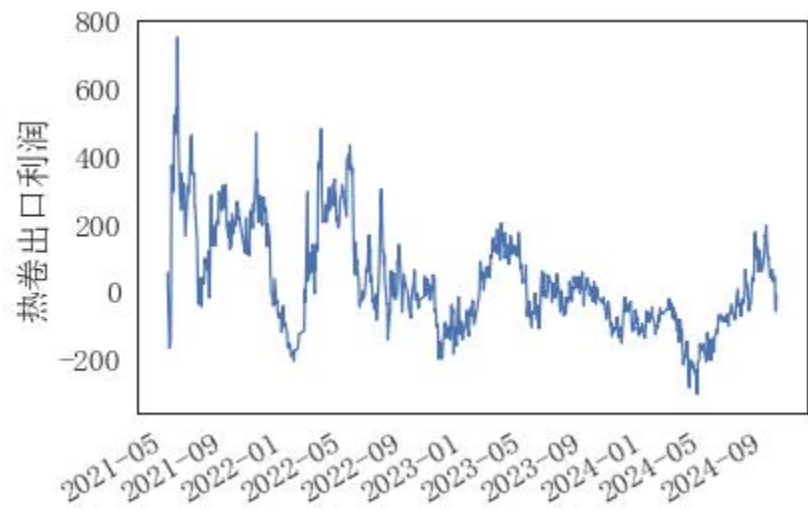
螺纹盘面生产利润



螺纹盘面生产利润也位于历史底部区间，但有所回升，体现了前期减产的效用。



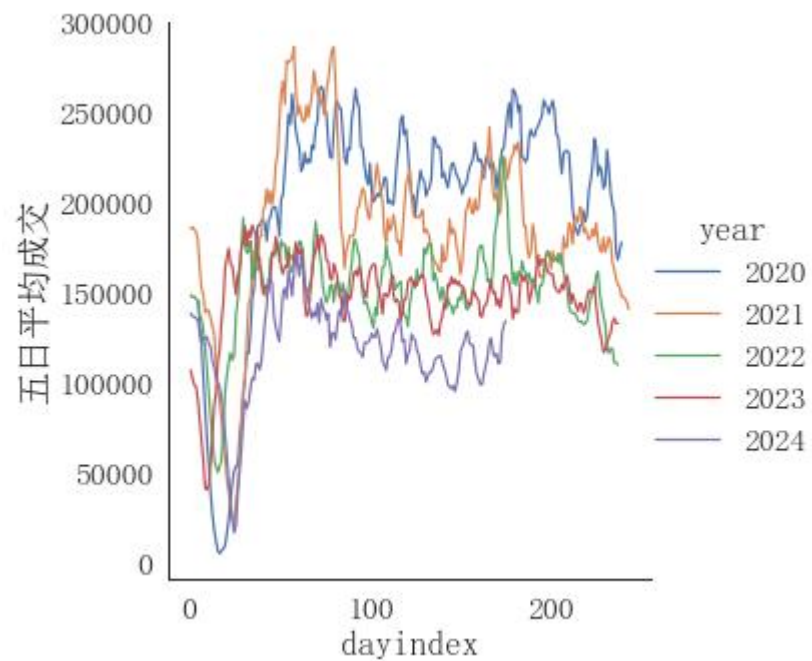
热卷出口利润估算



卷板价格上涨，出口利润下降。



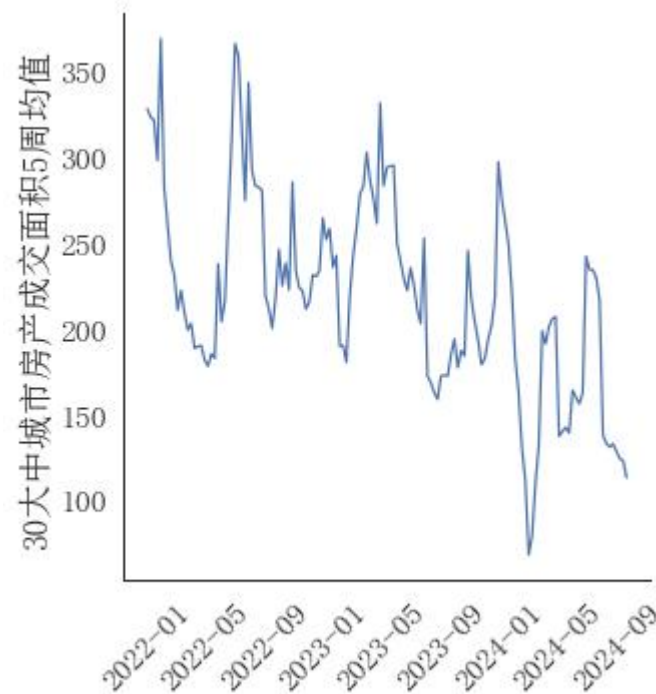
螺纹每日成交



螺纹日均成交好转，但整体依然逊于往年。



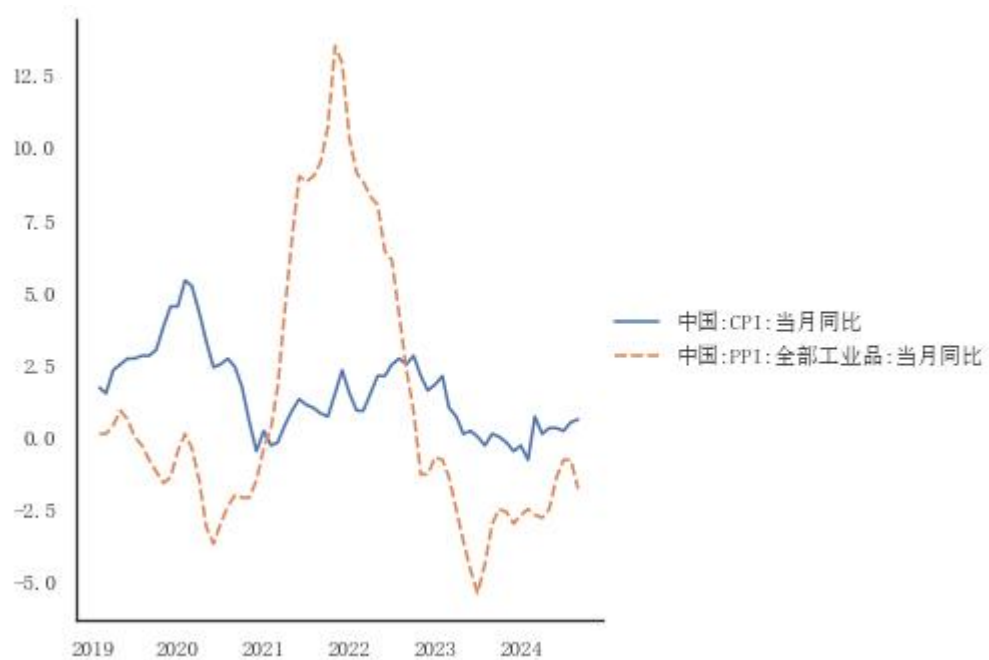
水泥和地产成交



房产销售继续回落，观察政策出台后销售的变化。

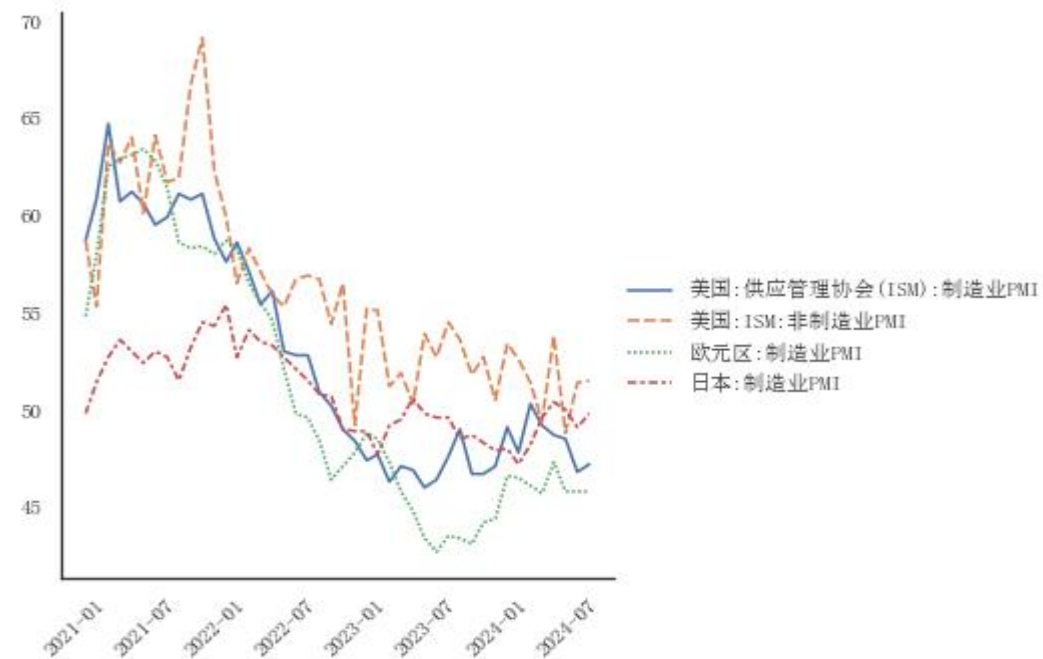
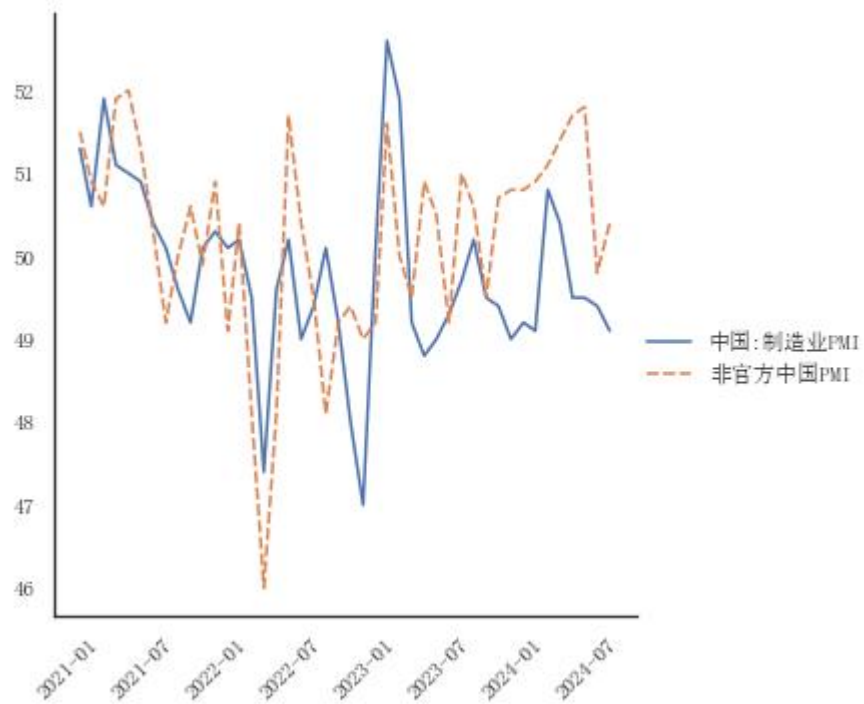


中美物价指数





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。本周政策面明显转向，后续跟踪。



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。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。目前是旺季，利润改善，钢材将逐步复产。矿库存的结构可能也会对多头有利。

空头逻辑

基差及月差远远小于往年，库存高，且可能进一步走高。因为利润差，铁水产量低，矿石需求受限。螺矿比依然处于低位。矿石估值相对高，总体供求形势供过于求。

观点

虽然矿石供过于求，发运没有减少，库存较高，但后期钢材逐步复产，整个格局也比较清晰。

策略及简析

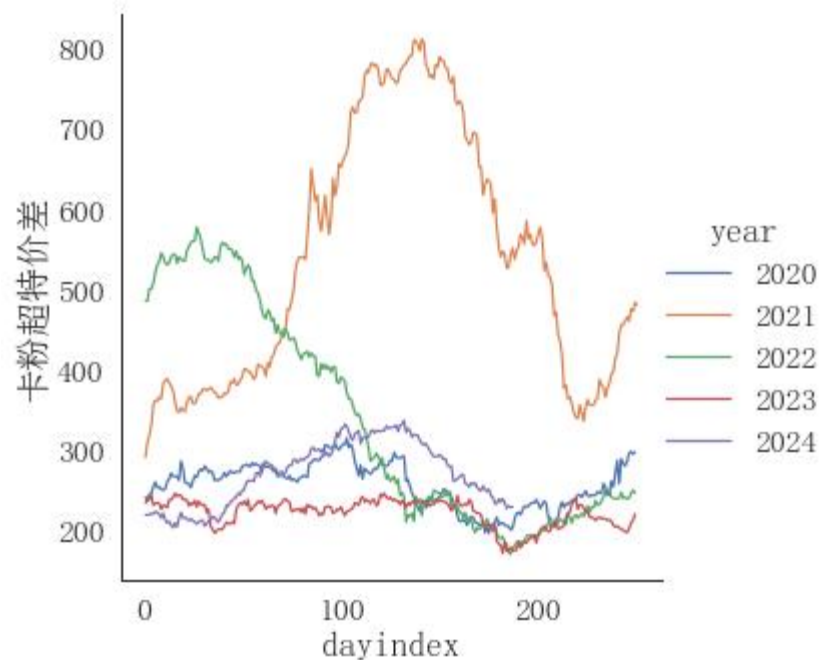
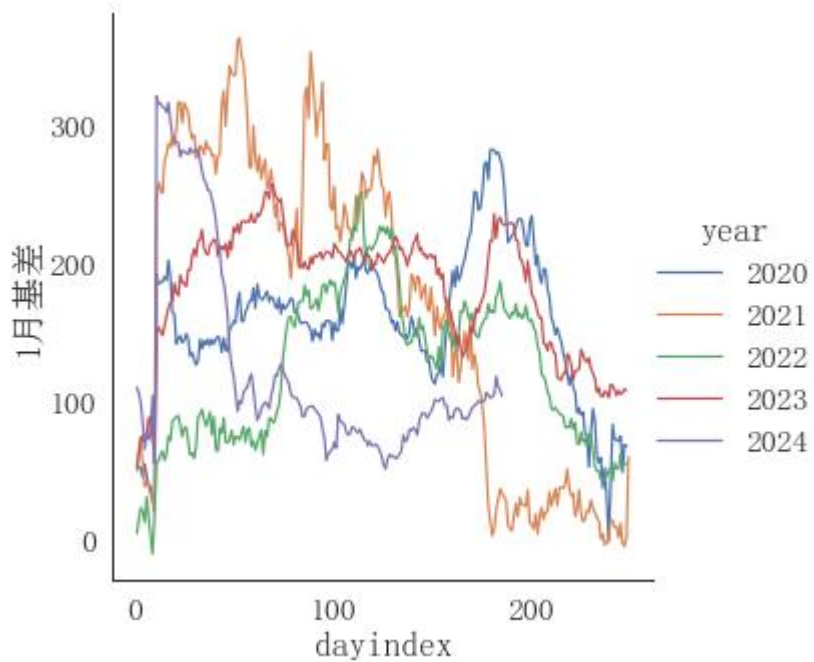
矿石的基差结构相较其它品种还是略好一些，探索买矿抛焦煤的可能性

风险提示

关注现货、库存的情况。



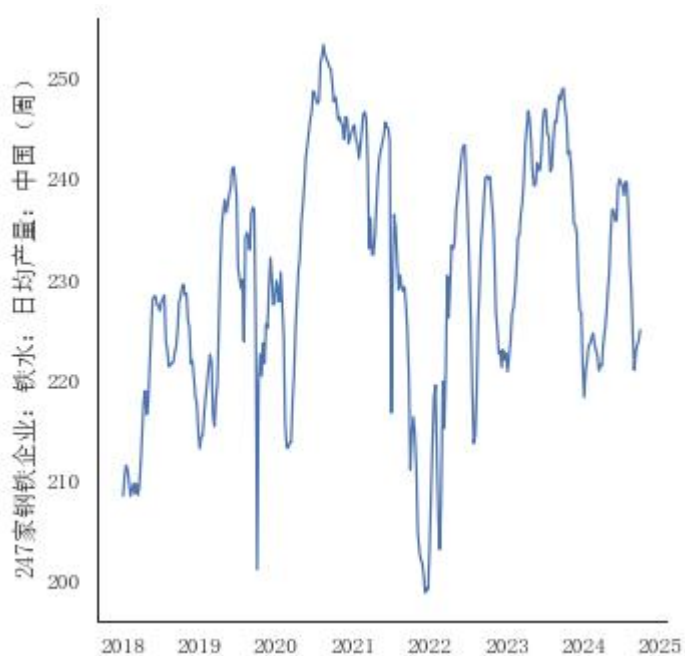
矿石基差及高低品价差



矿石基差处于较低的位置，但仍是正基差。高低品价差也有看点。



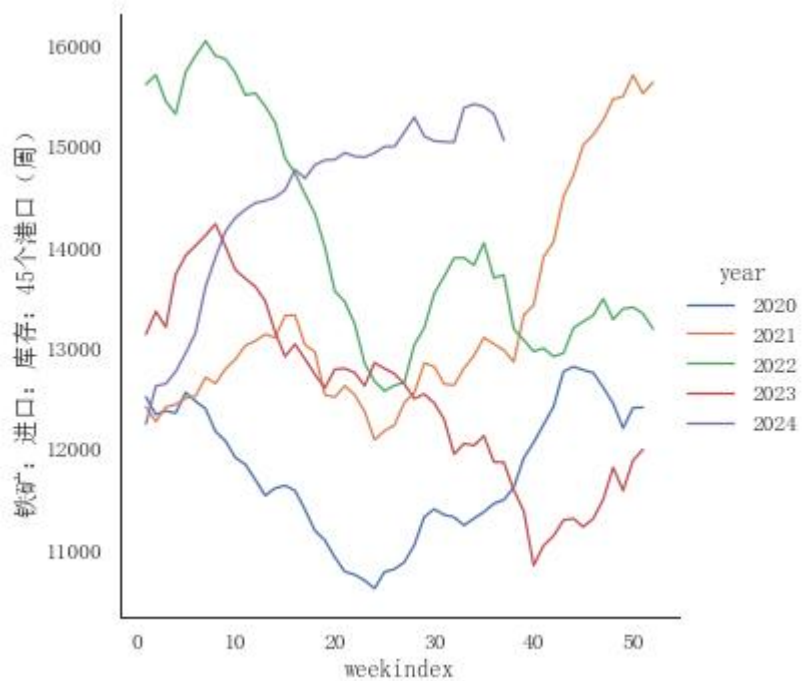
中国铁水产量



铁水产量稳定，市场预计将有小幅上升。



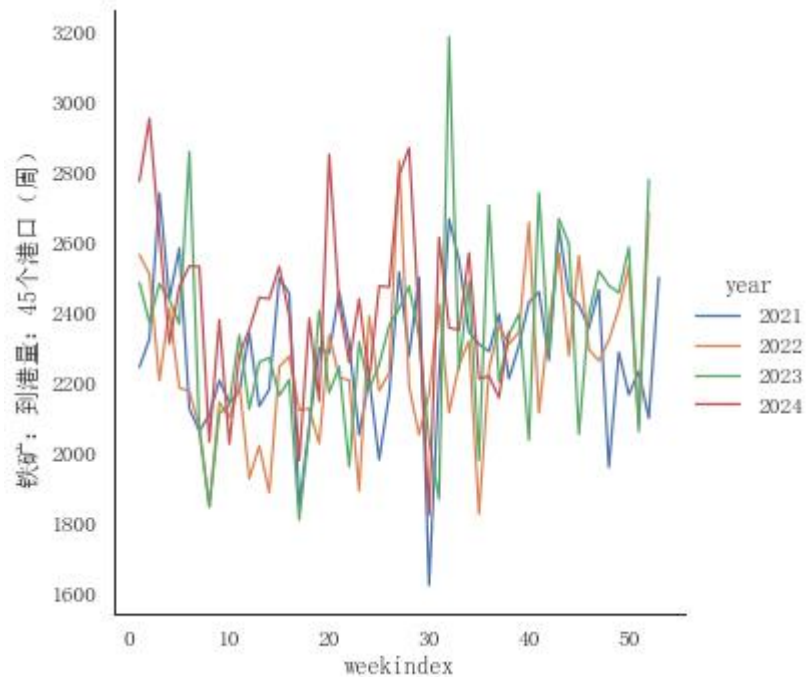
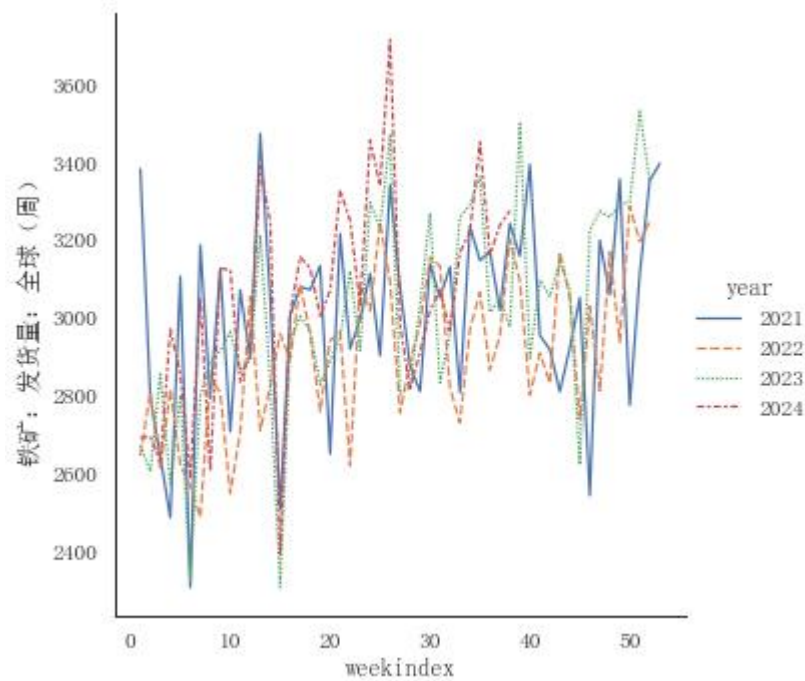
铁矿石库存



矿石库存维持高位，本周下降。



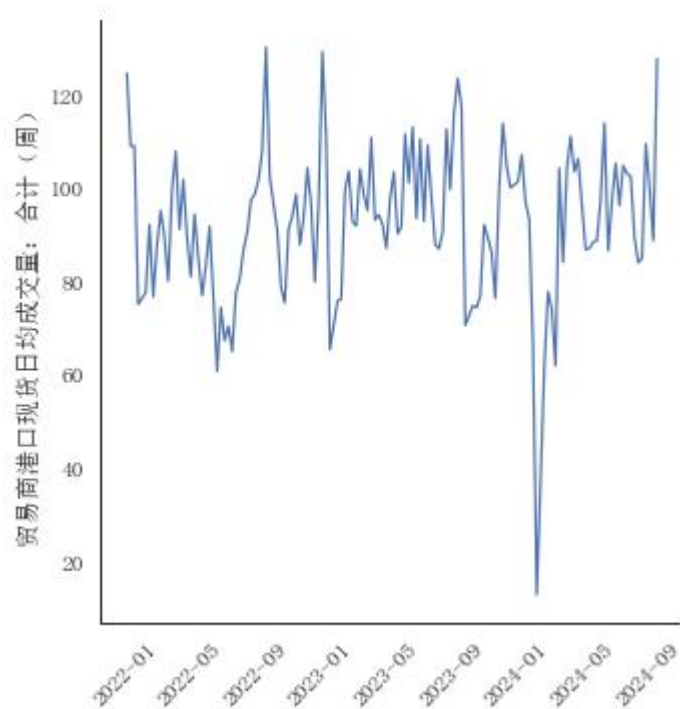
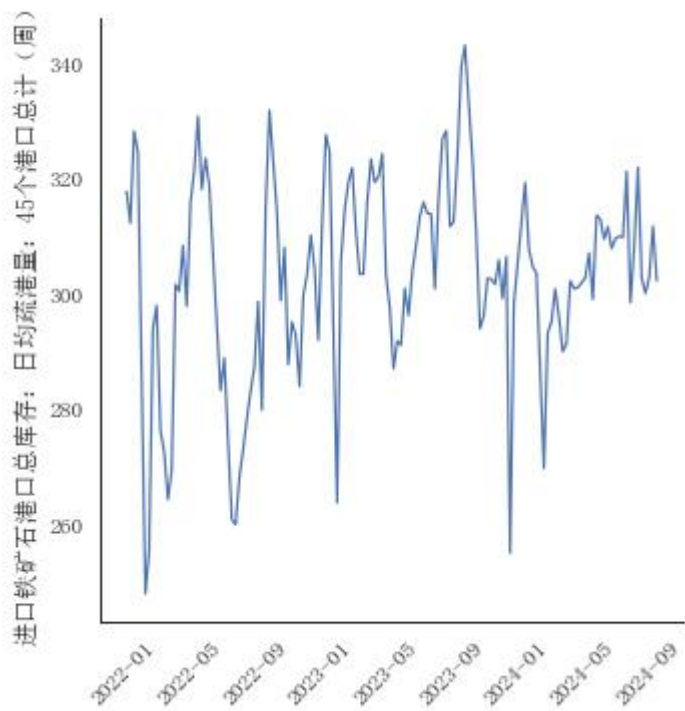
铁矿石发运和到港量



矿石发运到港非常正常。



铁矿石疏港量及成交量





焦煤焦炭

多头逻辑

国内煤炭供给增量有限。蒙古供给端发生些许变化，有挺价意愿，澳煤价格上涨。按动力煤和焦煤的比价看，焦煤下方的空间有限。最低价仓单价格对焦煤底部有支撑，冬季为煤炭的旺季。焦化利润不高，预计复产将提升焦炭的需求。

空头逻辑

目前蒙煤生产和贸易利润都不错，挺价是暂时的。澳煤供应量大增，价格有优势。蒙煤四季度长协价下降，折算盘面价格低。内煤产量也在恢复。

观点

虽然供给端有少许变化，但整体基本面变化不大，总体倾向于焦煤空配品种。

策略及简析

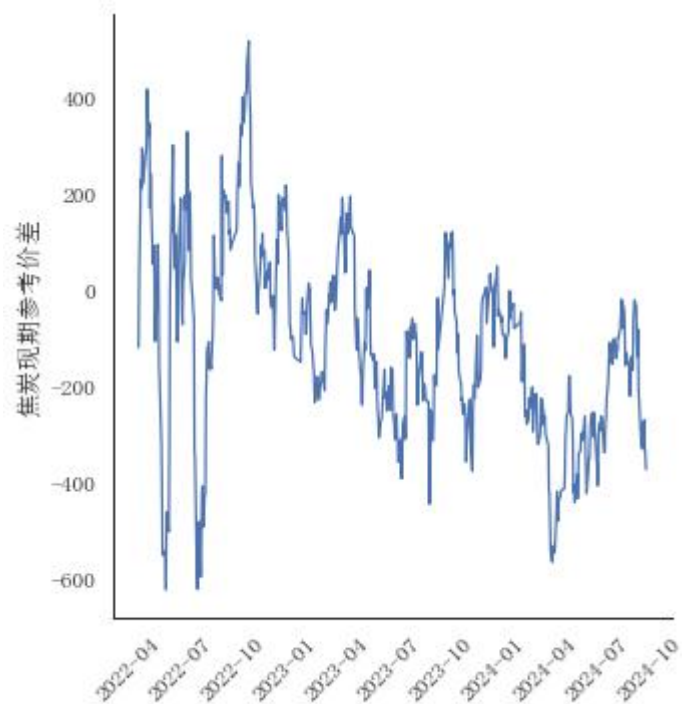
焦煤期现再度出现很好的机会，有条件可积极参与。11月后交割压力将再度出现，到时构建买其它空焦煤的组合。

风险提示

关注基差、仓单和政策的情况。



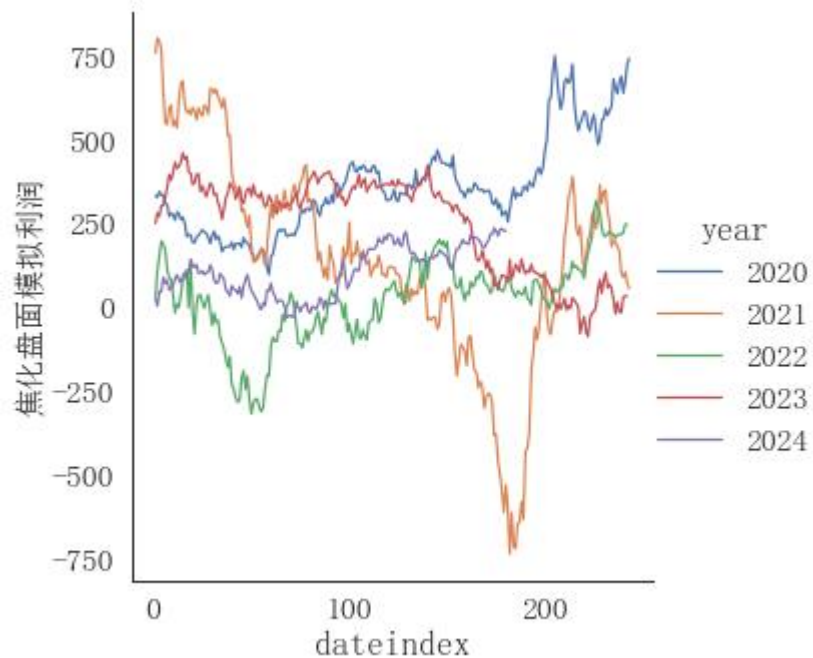
焦炭现期



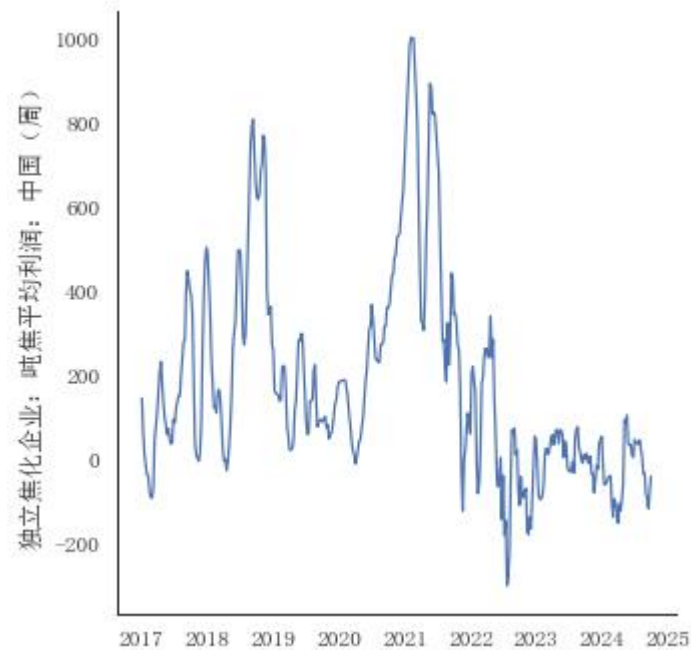
焦炭焦煤的基差图都仅能参考。据说，从基差角度看，还是对空头有利。



焦化利润

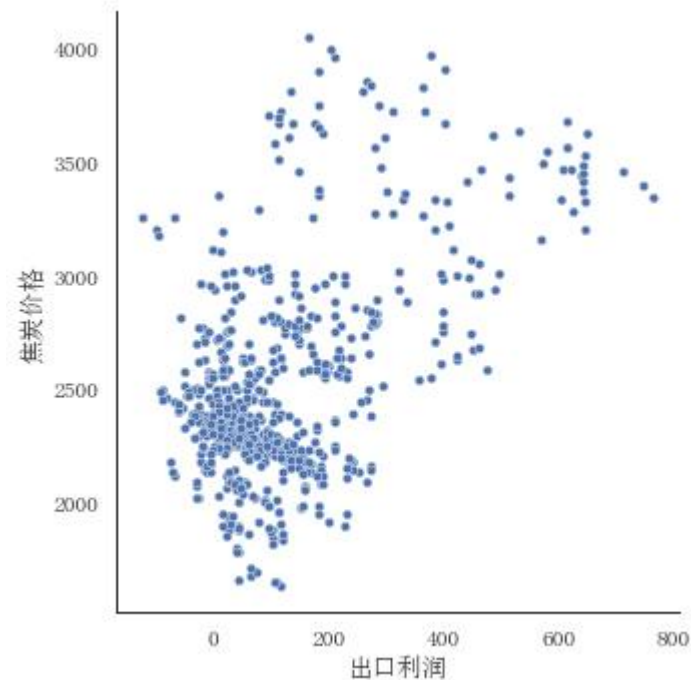
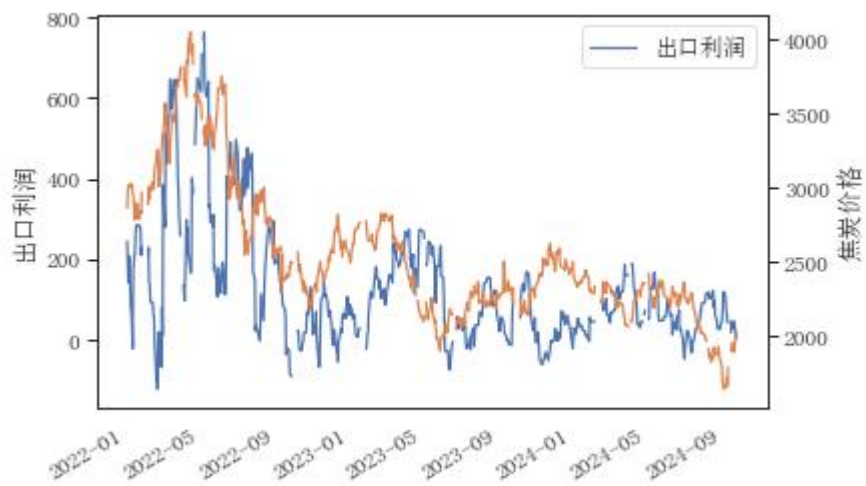


预计期货焦化利润在50-250之间波动。





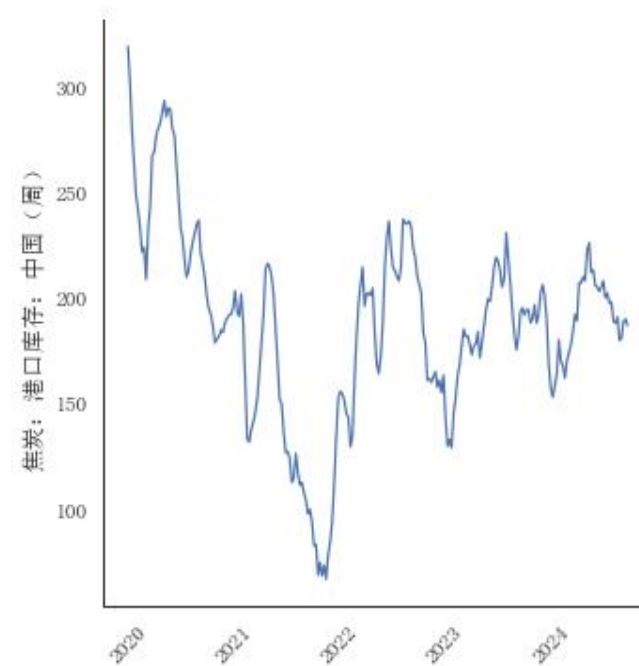
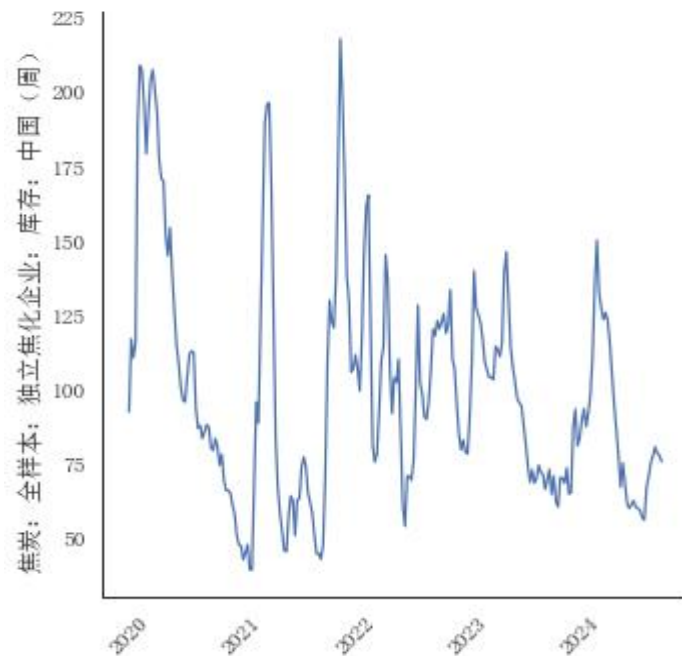
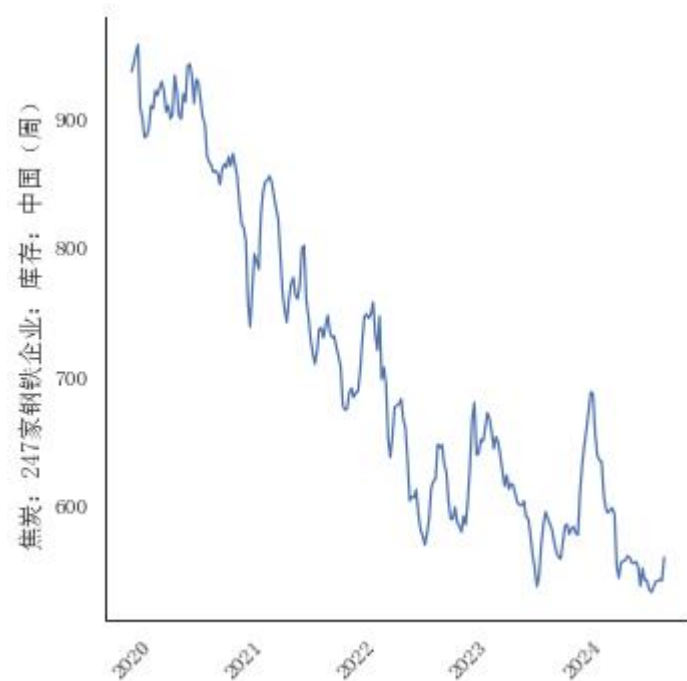
焦炭出口利润和价格



从数据看，焦炭出口利润和焦炭价格拟合还是不错的。



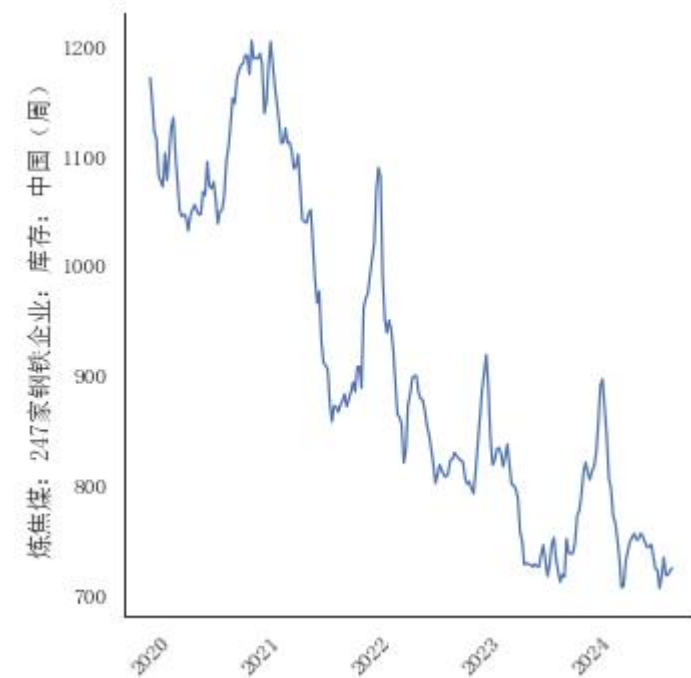
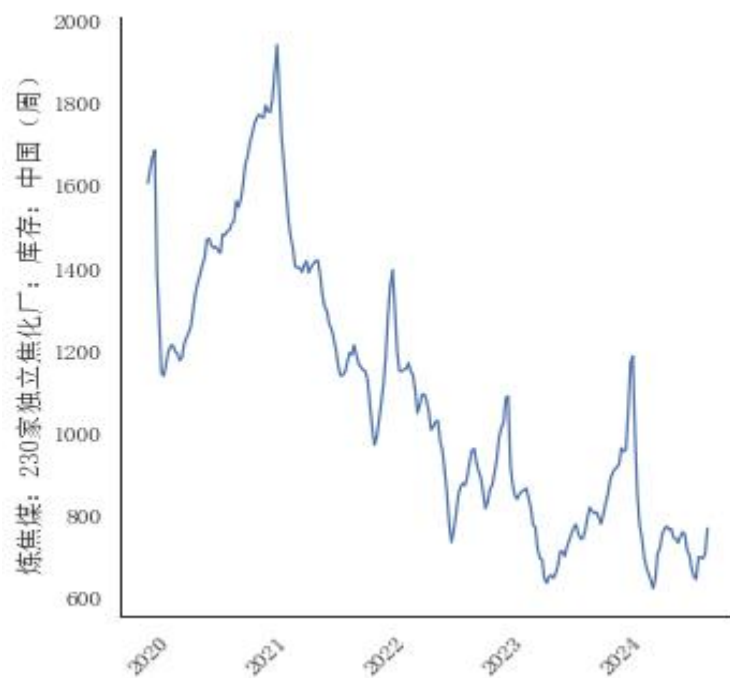
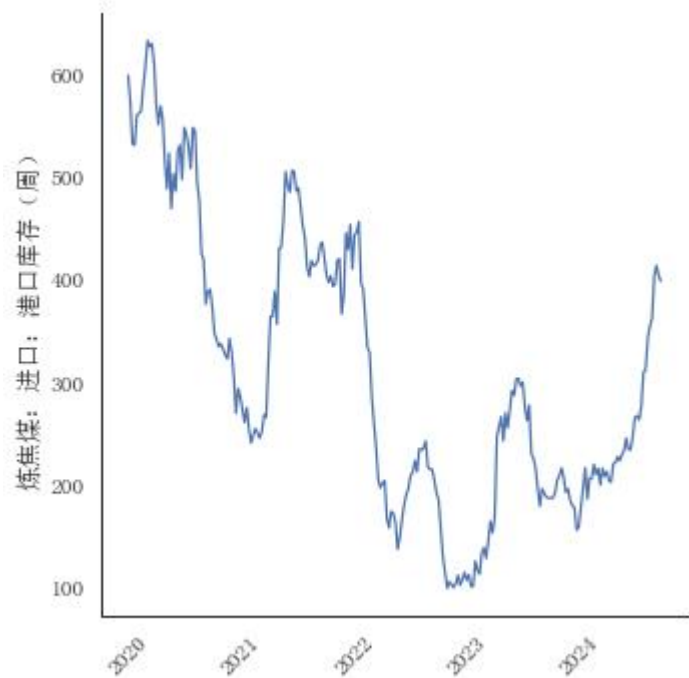
焦炭库存



焦炭库存总体还是比较低的。



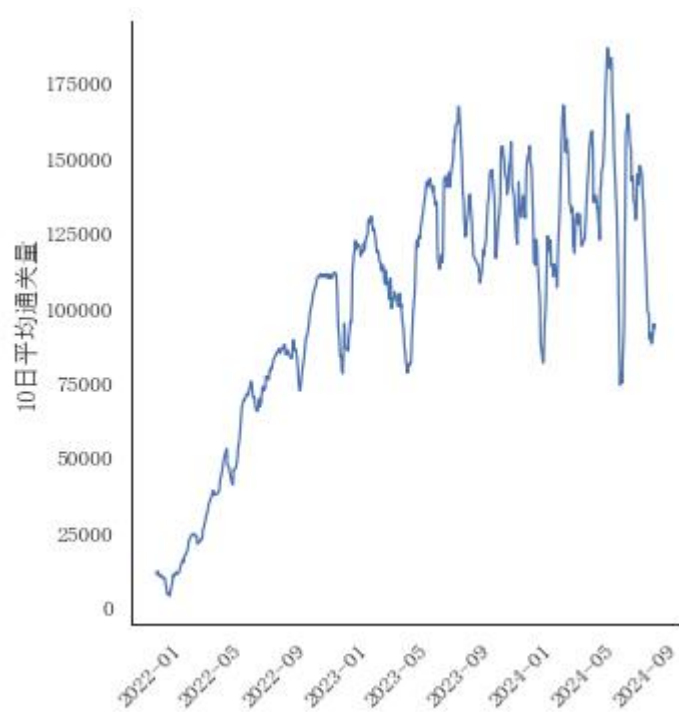
焦煤库存



焦煤港口库存上升快。



蒙煤通关量



蒙煤通关有所下降，据说贸易商有挺价意愿。

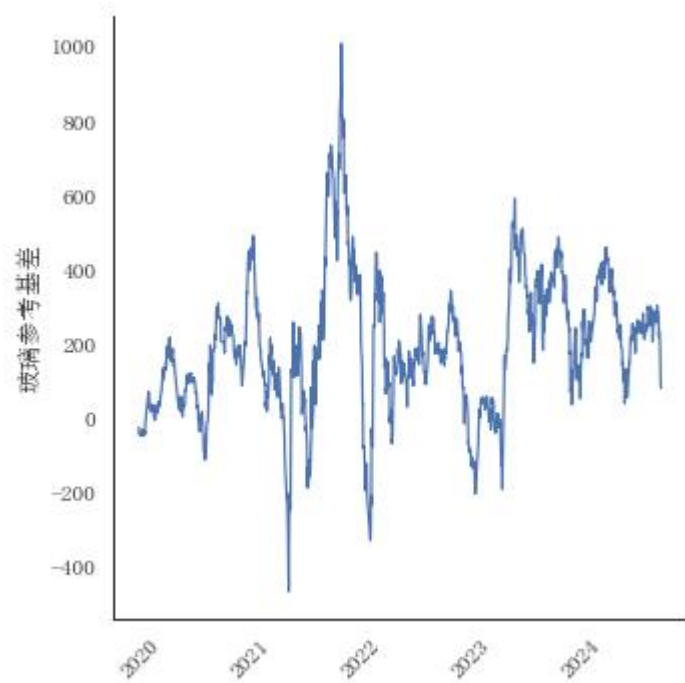


玻璃

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。玻璃的低价区域是有限的。
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。部分地区的库存较高，现货低迷，弱势市场，接货意愿低迷。暂时没有看到大规模减产。
观点	没有产能出清也没有大规模停产，但在宏观预期下，期货价格大幅上涨，因此前两个逻辑分析并不精确。后期等宏观冲动稳定后，再作打算。
策略及简析	还是考虑钢材玻璃的套利，但等相对稳定的时刻为好。
风险提示	关注政策、宏观影响以及现货情况。



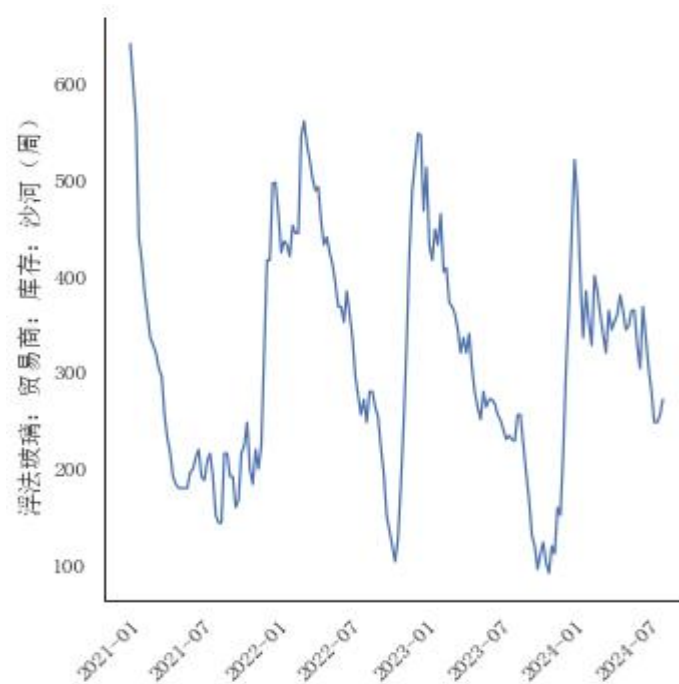
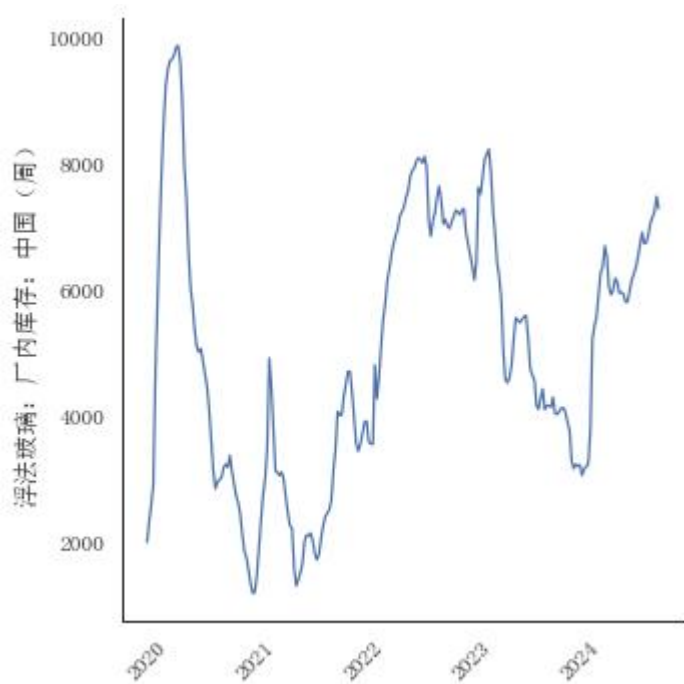
玻璃基差



整体基差中性，但考虑交割品，至少对多头不有利。

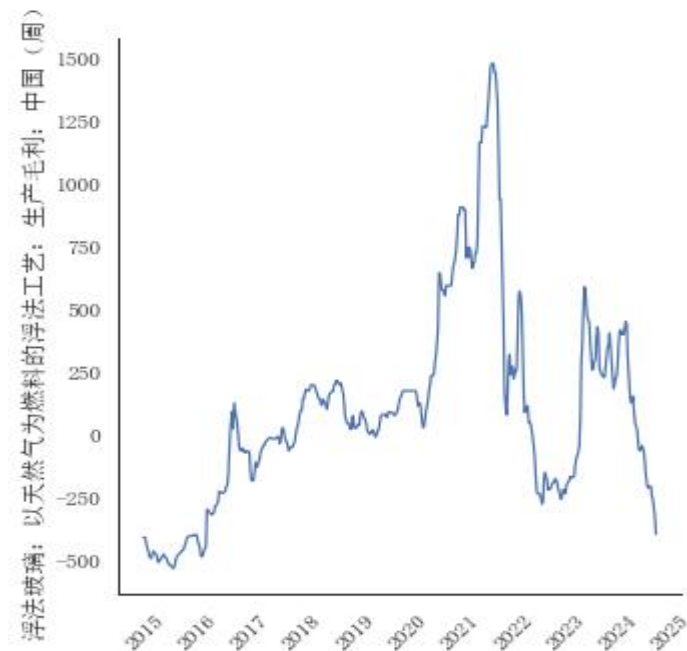
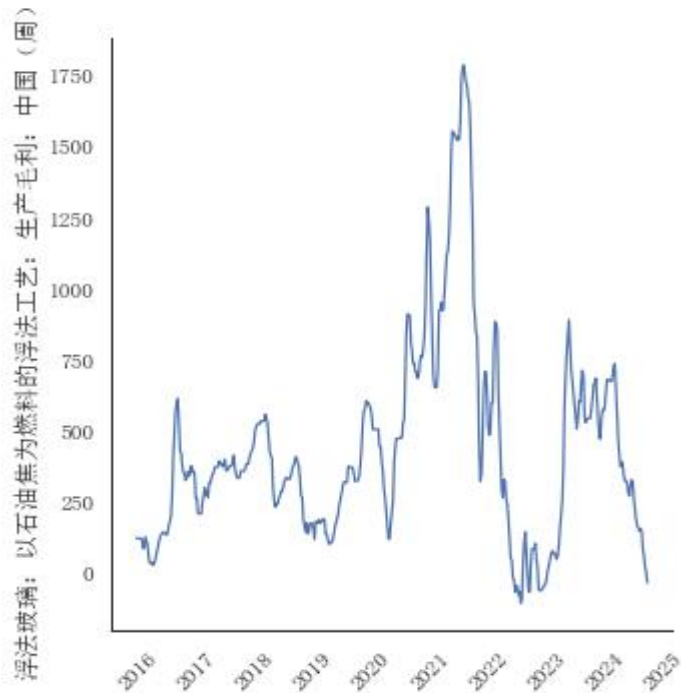
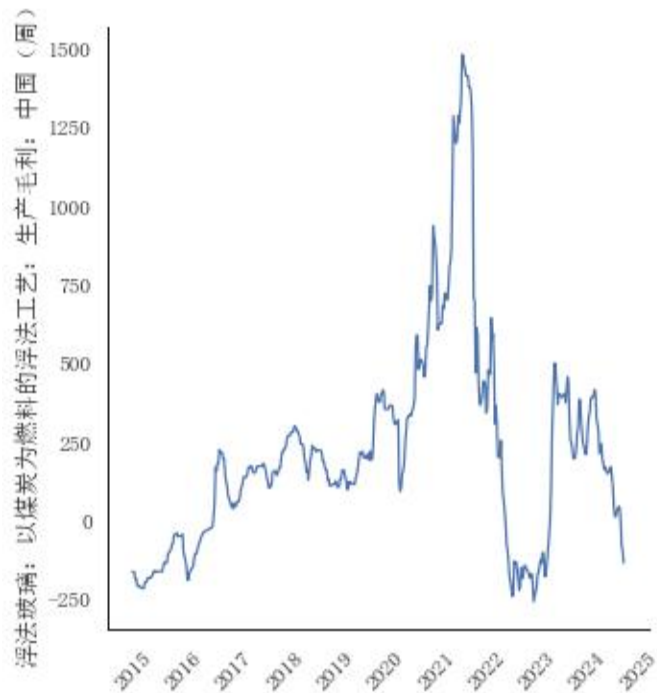


玻璃库存



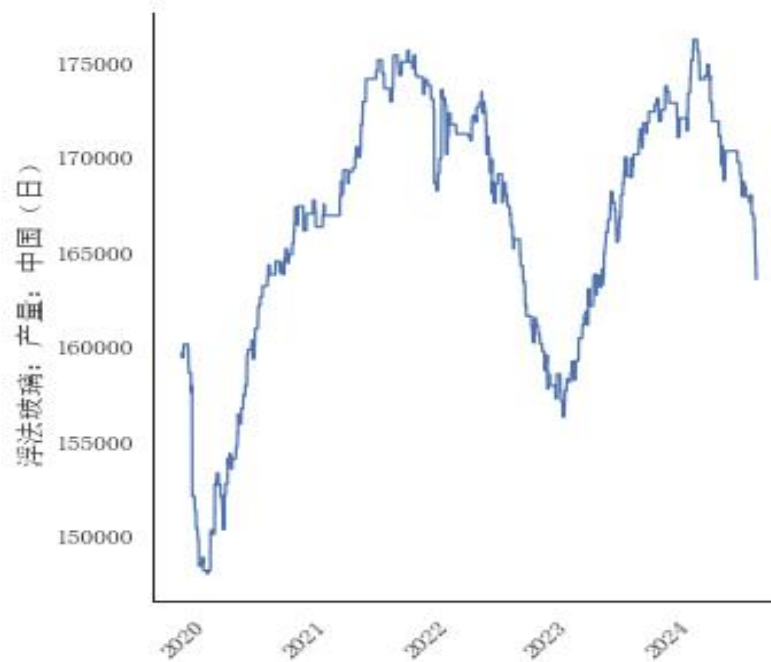
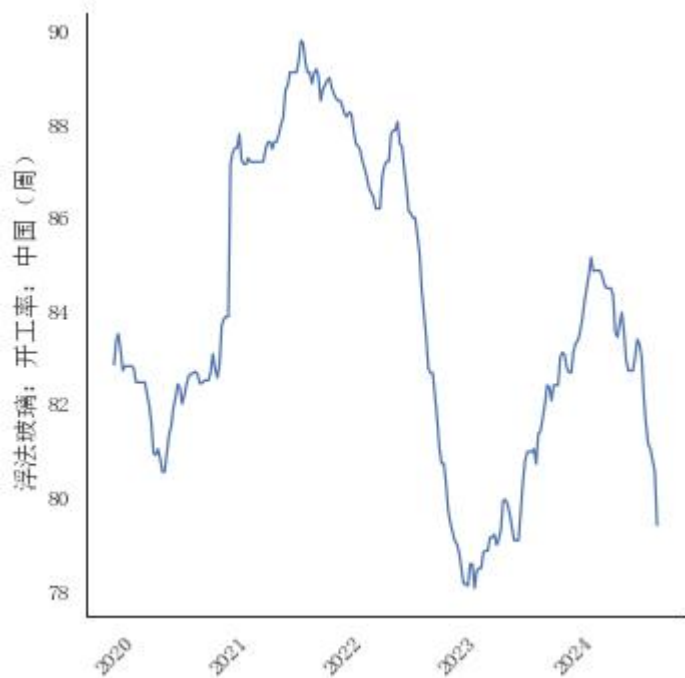


玻璃生产利润





玻璃开工率及日熔量





03

综述



	整体观点
市场	正如上周提示，美国降息50bp，中国随即打出政策组合拳，整体宏观积极。目前的商品市场并不是熊市，而可能是一个宽幅震荡市，预期好一段时间，随后比较低迷的现实，商品市场整体往下走，而低迷的市场持续一段时间，又有政策利好等等，推动市场回拉，预计整体上未来还是这样反反复复。
黑色品种	对于黑色市场，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。本周的上涨对此做了很好的诠释。
黑色策略	在快速上涨时，先获利平仓，待大幅震荡回落时再次买入。期现会再次出现良好的套利机会，根据自己的资源禀赋积极建仓。对冲方面，择机做多钢材利润，多成材矿石空焦煤玻璃。



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