

IT F F U T U R E S

采暖季叠加安全敏感期，供给仍有扰动

——双焦2023年四季度投资报告

汇报时间：2023年10月

张宝慧

投资咨询号：Z0010820

从业资格号：F0286636

01

行情回顾

PART ONE



黑链指数中枢下移，9月冲高触碰A区间下边界后回落



- **1-3月：**黑链指数于A区间[152, 165]高位盘整，自去年11月以来，市场预期防疫制度优化将带来强劲复苏，黑链指数底部反转向。1季度，市场进入预期验证期，期间疫情期间挤压的需求确实得到释放，带来了经济的修复，加上基建发力前置，强预期得到部分兑现，黑链指数维持高位震荡格局。
- **4月：**疫后需求脉冲式的修复开始减弱，国内经济内生动力不足的问题开始暴露，同时海外风险增加，产业亦开始感受到一些压力，伴随终端需求下行，叠加碳元素成本崩塌，黑链指数4月承压下行，跌幅达14.48%。
- **5月：**黑链指数出现企稳迹象，伴随产业各方主动减产去库，产业面压力有所缓解，此时市场估值已经相对合理，不过下旬国内信用风险爆发，在恐慌情绪推动下，指数还是完成了最后一跌。
- **6-8月：**整个商品市场氛围急转弯，前期过度去库的商品开始展现出超预期的向上弹性，商品市场在汇率、流动性和低库存三重因素推动下，跟随原油和煤炭不断走出新高，黑链指数受产业因素影响，节奏稍有差异，但整体是在震荡走强的。具体来说，伴随7-8月铁水超季节性上升，市场意识到黑色产业结构已经发生了变化，在出口支撑下，钢厂高开工可持续，炉料估值率先修复，随后在粗钢平控和稳增长政策刺激下，钢材也开始上涨，市场进入联动上涨态势。
- **9月：**整个商品市场在月初已有转弱迹象，农产品和有色率先拐头，煤化工和黑色在节前补库逻辑推动下，依然有走强动力，但从整个市场板块轮动的逻辑来看，商品已经进入最后一轮上涨，且脱离基本面的溢价让风险逐渐积累，部分品种价格也进入政策敏感区，商品市场在高位随时可能出现多杀多式下跌。截至节前，伴随钢厂补库完成，炉料上涨推力减弱，黑链指数也终于在冲高触碰到年初震荡区间A的下边界152后，跟随文华商品开始回调。

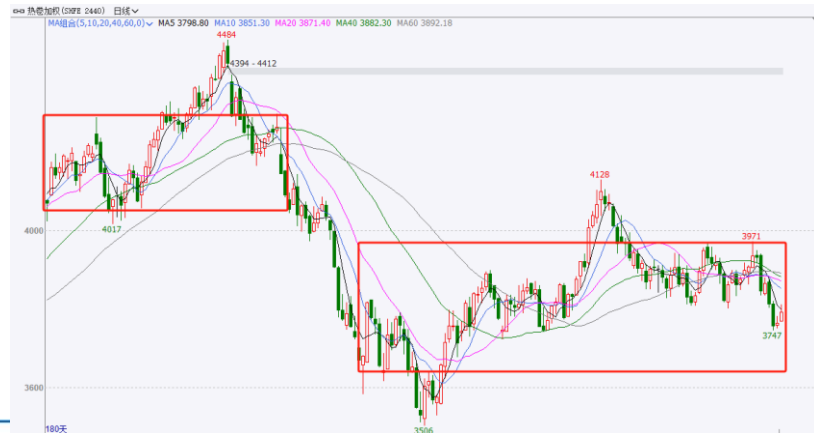
铁矿中枢稳定，焦煤超额利润回吐后重新走强（按旧交割标准，焦煤已经回到2200） ITG 国贸期货

- 如果说上半年黑链指数重心下移主要来源于碳元素让利的话，那么三季度就是碳元素强势回归；
- 6月以后，煤炭产业政策发生重大变化，重心向安监倾斜，导致国内煤炭供给下降（尤其对表外产量影响重大），碳元素强势回归，重新开始攫取超额利润，伴随国庆节前补库，板块中两个初级品种铁矿和焦煤都已经回到年初水平。



冶炼厂产成品估值下移，利润进一步被挤压

- ▶ 与矿端品种的强势不同，板块中越接近终端的品种表现越弱，其中成材端热卷和螺纹钢估值都确定性下移，即使在“金九”、节前补库和炉料推涨的共同驱动下也始终没有突破震荡走势；
- ▶ 焦炭受焦煤影响更大，加上钢厂高开工支撑，表现强于材，节前受10月去产能政策影响大幅跳涨，但暂时未突破上方阻力；
- ▶ 越接近终端的品种表现越弱，显示出产业链中原料成本增长难以向下游传导，冶炼厂产能过剩，在控产政策没有落地的情况下，钢厂“内卷”严重，利润被严重侵蚀。



双焦现货：焦炭进入提涨周期

ITG 国贸期货

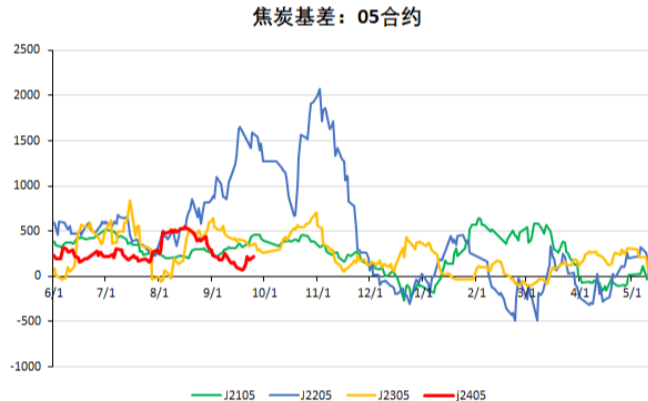
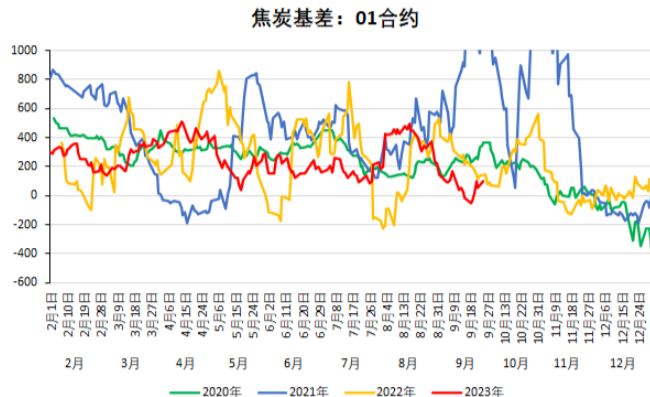
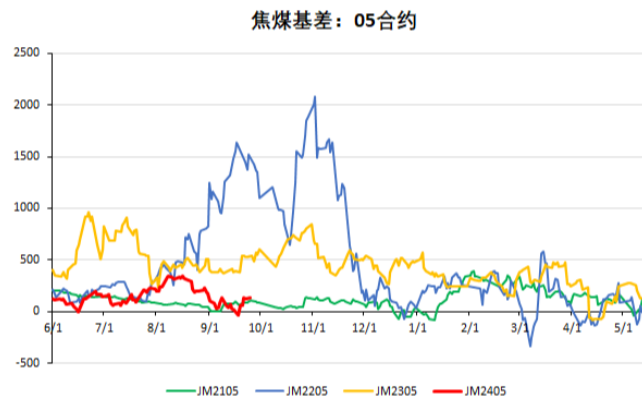
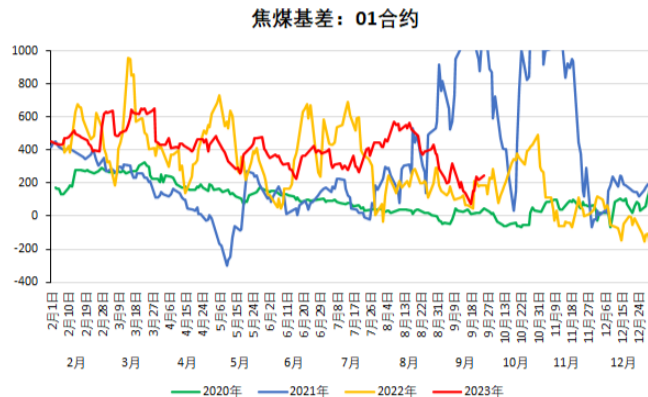
日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一焦	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	吕梁准一出厂价	日钢仓单	集港成本仓单
2022/11/24	提涨1轮	100	400	下游接受	2660	2470	2122.2	2200	2360	2691	2788
2022/12/2	提涨2轮	100		下游接受	2760	2570	2177	2270	2460	2798	2895
2022/12/9	提涨3轮	100		下游接受	2860	2670	2257.3	2265	2560	2906	3003
2022/12/22	提涨4轮	100		下游接受	2960	2770	2294	2355	2660	3013	3110
2023/1/1	提降1轮	-100	-200	下游接受	2860	2670	2275.7	2340	2560	2906	3003
2023/1/10	提降2轮	-100		下游接受	2760	2570	2230.5	2220	2460	2798	2895
2023/1/29	提降3轮	100		暂未落地	2760	2570	2181.7	2220	2460	2798	2895
2023/2/27	提涨1轮	100	0	暂未落地	2760	2570	2124.2	2210	2460	2798	2895
2023/4/1	提降1轮	-50	-750	下游接受	2710	2480	1990.5	2100	2410	2702	2820
2023/4/10	提降2轮	-50		下游接受	2660	2430	1847.5	1930	2360	2648	2766
2023/4/17	提降3轮	-100		下游接受	2560	2330	1745.8	1910	2260	2540	2659
2023/4/23	提降4轮	-100		下游接受	2460	2230	1696.9	1900	2160	2433	2551
2023/4/28	提降5轮	-100		下游接受	2360	2130	1564.7	1780	2060	2325	2444
2023/5/5	提降6轮	-100		下游接受	2260	2030	1480.5	1780	1960	2218	2336
2023/5/10	提降7轮	-100		下游接受	2160	1930	1380.5	1690	1860	2110	2229
2023/5/18	提降8轮	-50		下游接受	2110	1880	1374.8	1645	1810	2057	2175
2023/5/26	提降9轮	-50		下游接受	2060	1830	1389.6	1715	1760	2003	2121
2023/6/1	提降10轮	-50		下游接受	2010	1780	1308.9	1610	1710	1949	2067
2023/7/7	提涨1轮	50	300	下游接受	2060	1830	1458.1	1605	1760	2003	2121
2023/7/18	提涨2轮	50		下游接受	2110	1880	1563.6	1730	1810	2057	2175
2023/7/28	提涨3轮	100		下游接受	2210	1980	1715.9	1820	1910	2164	2282
2023/8/3	提涨4轮	100		下游接受	2310	2080	1738.3	1840	2010	2272	2390
2023/8/7	提涨5轮	100		暂未落地	2310	2080	1749.5	1930	2010	2272	2390
2023/8/22	提降1轮	-100	-100	下游接受	2210	1980	1676.8	1890	1910	2164	2282
2023/9/20	提涨1轮	100	200	下游接受	2310	2080	1846.1	2080	2010	2272	2390
2023/9/27	提涨2轮	100		下游接受	2410	2180	1918.6	2270	2110	2379	2497



ITF RESEARCH INSTITUTE

数据来源：国贸期货自行整理

- 双焦基差波动规律与之前类似，期货引领现货涨跌，并没有向版块中其他品种那样拥有长期升水或贴水的特征；
- 上涨初期，双焦期货率先见底，期货引领现货上涨，基差缩小，上涨进入尾声后，期货率先见顶回落，现货可能仍在上涨，基差扩大。



02

需求端

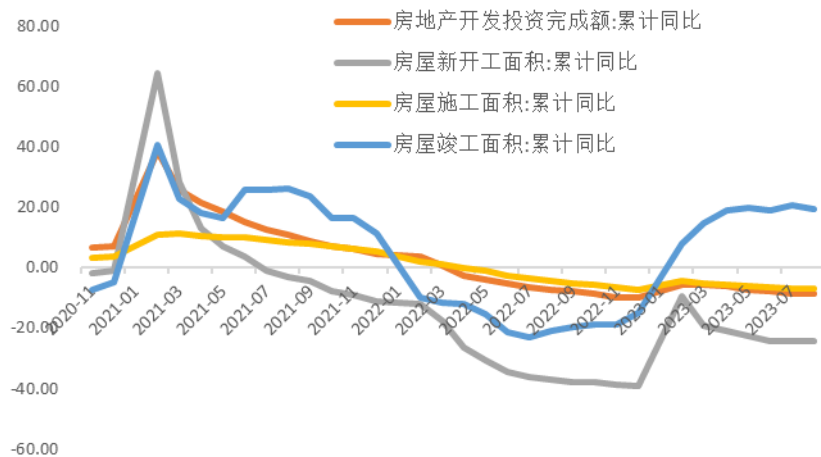
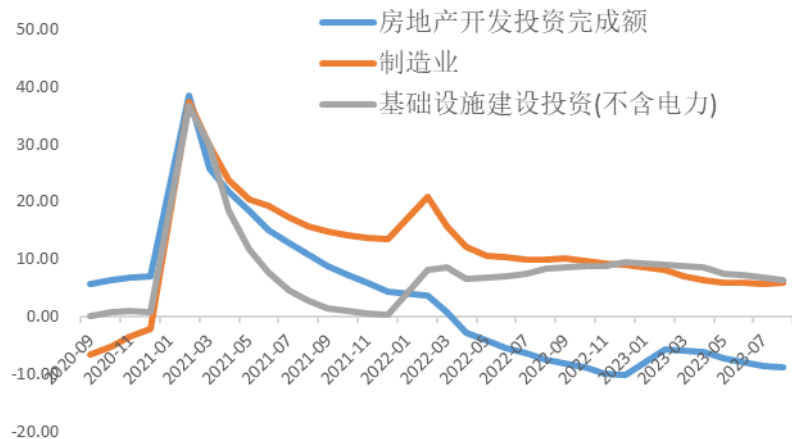
PART TWO



宏观方面：国内经济见底回升，但地产仍是拖累项，海外风险扰动

ITG 国贸期货

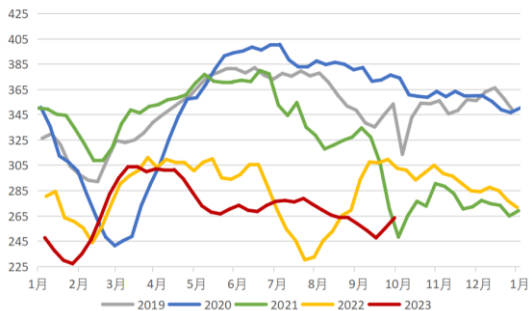
- ▶ 从8月国内经济数据来看，除地产还在寻底外，其余部分有企稳迹象，9月制造业PMI回升至50.2%，超出市场预期，PMI经过4个月的爬升后，再度回到荣枯线上，国内经济向好趋势越发确定，不过短期内由于改善幅度不大，加上外围风险爆发，市场风险偏好一直起不来；
- ▶ 国庆双节期间海外风险频发，美债收益率飙升，美国经济衰退担忧再起，前期基本面坚挺的原油也开始出现大幅回落，之前国内商品在汇率、流动性和低库存三重因素推动下，跟随原油和煤炭不断走出新高，但是脱离基本面的溢价会让风险快速积累，部分品种价格也进入政策敏感区，而伴随海外原油回落，国内商品市场或在高位出现多杀多式下跌。



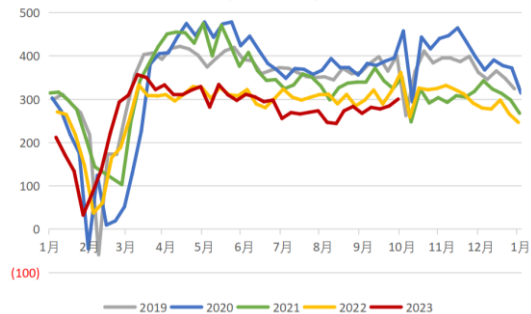
钢材需求：建材延续弱势，板材高供给压力下也难以支撑

▶ 受地产下行影响，建材需求依然延续弱势，在节前补库影响下，9月28日螺纹钢表需上涨15.96至300.55，有一定好转，但幅度不大，而常态表需基本稳定在270-280之间，表现出旺季不旺的特征。

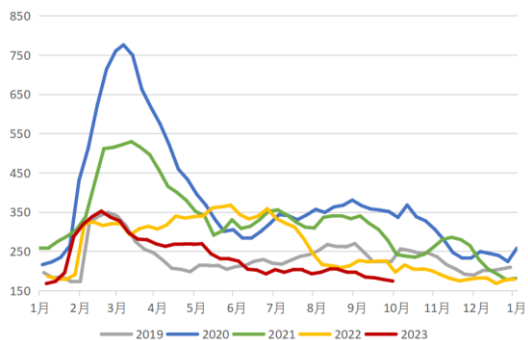
螺纹小样本周产量



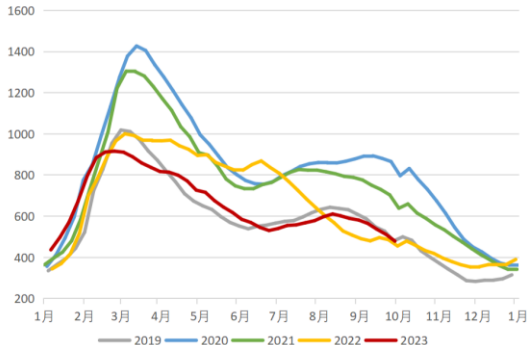
螺纹表需



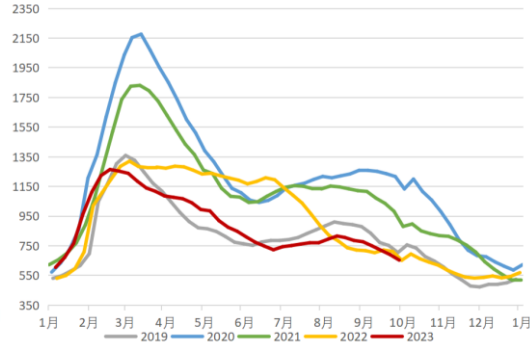
螺纹钢厂库存



螺纹社会库存



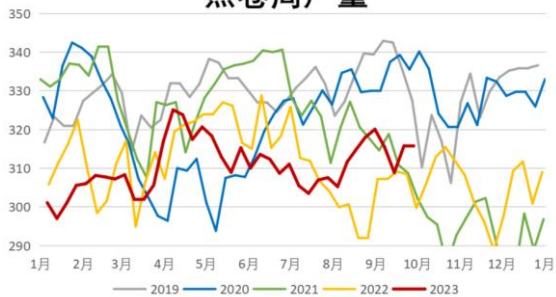
螺纹总库存



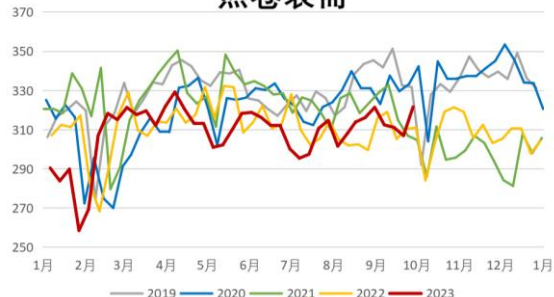
钢材需求：建材延续弱势，板材高供给压力下也难以支撑

▶ 板材需求则在出口支撑下表现出超预期的韧性，不过由于钢厂开工维持高位，铁水向有利润的板材流动，高供给下板材库存较往年偏高，且持续累库（主要为热卷和厚板，另外钢坯和带钢库存压力也明显增加），对价格形成压制。

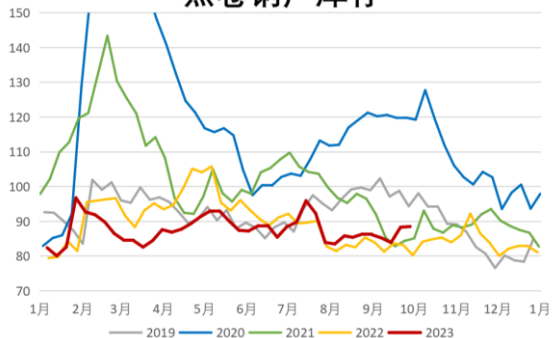
热卷周产量



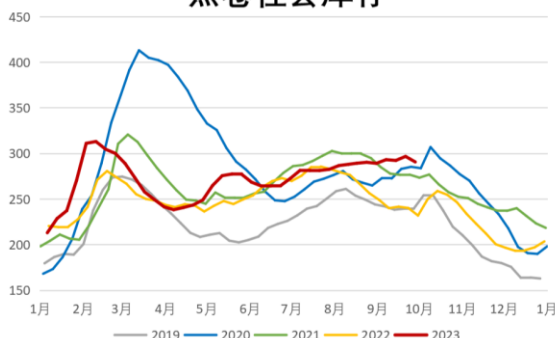
热卷表需



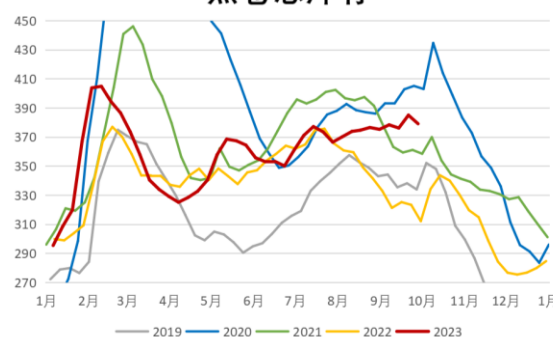
热卷钢厂库存



热卷社会库存



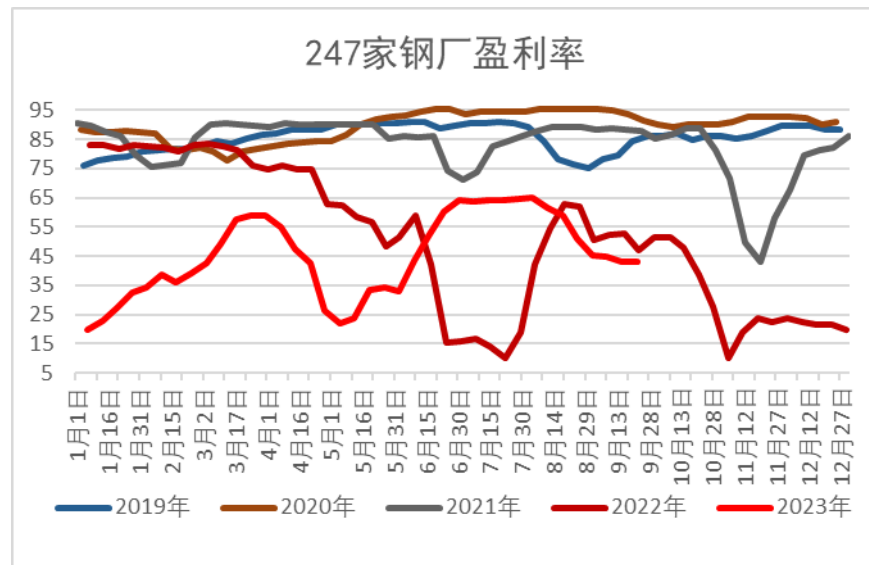
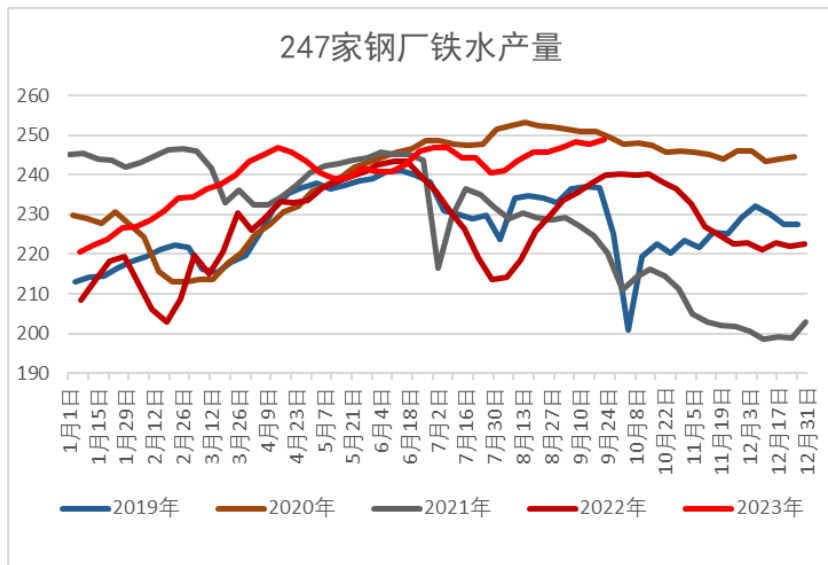
热卷总库存



铁水产量：钢厂开工维持高位，炉料需求旺盛

ITG 国贸期货

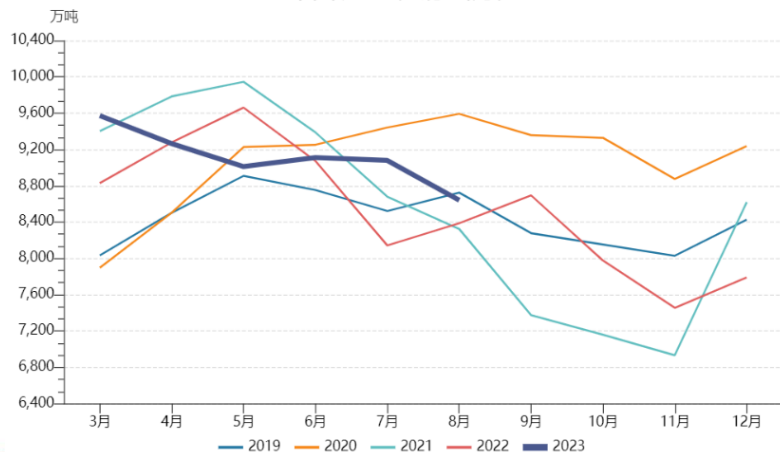
- ▶ 三季度炉料表现强势，钢材却表现不佳，导致钢厂利润持续低位，主要原因便是铁水产量超预期维持高位，截至9月21日，247家钢厂样本日均铁水产量创年内新高至248.85，钢厂盈利率42.86，铁水产量高位继续攀升，不过随着焦炭首轮提涨落地，全国钢厂几乎都开始亏损了，节前山西钢厂已经发布减产计划，预计铁水很快要开始下降了。



铁水产量：限产政策落地困难，铁水行政性减产压力不明显

- 7月以来，各省接连传出粗钢产量平控政策要求，市场也交易了一段时间做多钢厂利润的头寸，但限产政策实际执行力度有限，8-9月钢厂排产计划没有体现出来，铁水也未见下降。限产政策落地不理想的原因，一方面是今年平控政策更加注重精细化，“一刀切”的情况明显减少，由各厂自行安排，另一方面是今年地方政府保经济诉求比较强，粗钢压减没有作为政策重心。
- 另外，从统计局口径来看，8月份粗钢产量已有明显下降，与其他机构统计的周度铁水数据形成分化，也减轻了粗钢平控政策执行的压力。

中国:产量:粗钢:当月值



粗钢	1-8月		9-12月		按照2022年平控	
	产量	日均产量	产量	日均产量	产量	日均产量
2022	69314.90	288.81	31985.40	266.55	101300.30	281.39
2023	71292.70	297.05	30007.60	250.06	101300.30	281.39
同比	2.85%		-6.18%		-	

- 虽然建材需求受地产拖累严重，但在出口和制造业支撑下，前三季度钢材需求整体表现不错，建材对市场的影响缩小，非五大材需求引起市场重视，出口成为消化高铁水的重要渠道，表现出地产下行大背景下钢铁产业结构的变迁；
- 而且在保经济的诉求下，限产政策落地困难，预计四季度铁水行政性减产压力不明显，铁水产量变化还是要依靠市场自身调节；
- 展望未来，在没有明显的行政性限产压力下，四季度钢材市场还是要以需求定产，虽然我们看到今年钢材需求在出口和制造业支撑下仍有韧性，钢厂开工维持高位，较大级别的负反馈难以酝酿，但目前市场还是担心钢材带着高铁水、高板材库存进入四季度，同时01合约作为一个季节性冬储合约，在贸易融资受限的大背景下，预计今年钢材冬储氛围不会很旺，因此预计四季度产业大概率还要有一波预期走弱打钢厂减产进而主动去库的下跌行情。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/378030075014006024>