



进口收窄优化供需 十月黑色建材有望染红色

【核心提示】

1、强消费依然是当前行业运行的主逻辑，并且维持了半年时间。4-8 月份国内粗钢消费同比增速连续维持在 15% 之上，9 月份增速有所下滑，但，预计也将维持在 8% 左右的同比增长。形成强消费的核心，依然是疫情后全球的“大水漫灌”，由此引发的经济强劲复苏。在这个过程中，中国承担了绝对的领导角色。

2、形成钢材强消费的微观表现为：中国国内地产行业的超预期复苏、中国政府主导的基建投资持续发力、海外疫情后经济复苏带来的中国出口不断增长，带动中国制造业强劲复苏。钢材消费三架马车齐发力。

3、展望四季度，钢材消费的强增长依然可期：地产韧性不减，地产行业降杠杆的大前提下，赶工成为一种必然/无奈选择；海外经济复苏仍处于 U 型的右侧，且已画满 U 型的右边，由此仍将带动本国本地区及中国出口导向性的制造业持续复苏；基建继续承担锦上添花的效果。

4、微观层面：持续半年高增长的挖掘机，预计 10 月份销售增速仍在 50% 之上，甚至继续触及 60% 的高位；重卡等反映经济活跃度的各项指标均表现优秀，淡季过后，挖掘机开工率持续攀升；地产销售有望继续维持两位数增长；美国、德国、印度等经济体的 PMI 指标，连创新高。

5、引起 9 月份价格回调的因素，除了季节性因素之外，钢材的高供给是价格回调的主因。而钢材的高供给来自于两个方面，一个是国内产量的持续高增长（无任何生产端的干扰，且持续给出生产利润）；另一个是进口资源的大幅增加：5-8 月份的四个月时间，中国净进口钢材坯同比增量超过 2000 万吨。

6、进口资源的高增长，有效补充了国内供给不足的同时，也使得钢材去库出现了明显不畅，从而在旺季来临之时，价格出现了全面回调。价格回调的目的有二：一个是适当压缩产业利润，抑制国内产量的增长，同时降低进口利润，抑制进口资源增量；第二个是消化连续 5 个月的价格连续上涨。应该说，这两个目的，在 9 月份都得到了较为充分的释放。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 黑色及建材组

研究院

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

联系人：

王英武

✉wangyingwu@htfc.com

从业资格号：F3054463

王海涛

✉wanghaitao@htfc.com

从业资格号：F3057899

申永刚

✉shenyonggang@htfc.com

从业资格号：F3063990

王淼

✉wangmiao@htfc.com

从业资格号：F3063336

彭鑫

✉pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

7、通过对进口订单的跟踪，自 9 月份开始，进口资源已经明显下降，尤其是进口量较大的钢坯，到港量已经明显下降。我们预判，钢坯进口量将由 8 月份的 320 万吨，9 月份降至 200 万吨以下，10 月份降至 100 万吨以下，11 月份降至 50 万吨以下。与此同时，进口钢材数量，也将同步下降。随着进口资源的快速回落，国内钢材供给将得到充分、明显、大幅的优化。其中 9 月下旬的钢材快速大幅去库，已经在体现进口资源减量形成的供给优化效果。

8、如果按月均价来看，自 4 月份开始，黑色建材商品持续表现为涨势，也包括已经过去的 9 月。但这期间，价格也表现出明显的分化，一个是品种间的分化，另一个是期现的分化。前期由于预期较为乐观，期货价格持续强于现货价格，形成较窄的期现贴水。进入 9 月份，随着预期转为悲观，期货价格开始明显贴水现货价格，这也将是四季度期货投资最大的亮点。

9、虽然钢材供需开始出现明显改善，但高库存的现实不能忽视，高库存将始终压制成材的价格弹性。但由于成材去库不畅造成的原料期货回调后，产生的超额期现贴水，无疑增加了原料期货价格的修复弹性，也是四季度的投资重点关注。

10、国内的铁矿高消费、海外消费的复苏、铁矿供给端的品种结构恶化（粉矿短缺）均支撑铁矿现货价格仍将继续维持高位运行。超额的铁矿石期货合约的期现贴水结构，仍有利于期货价格的上行，进行期现贴水修复。

11、焦炭的供需紧平衡依然未打破，由于大量进口资源的补充，有力的保证了过去几个月，国内焦炭供给未出现大幅短缺的情况发生。然后，随着进口资源的减量，以及四季度各省焦化去产能的临近，焦炭随时都具有发动新一波上涨行情的可能。

12、所以，整个黑色产业链的演化路径为：成材消费韧性足，且持续高位；进口资源回落，优化国内钢材供需；钢材不再需要大范围减产，所以价格不能长期成本线下方运行，但高库存依然压制成材上涨高度；钢厂高产量带动原料高消费，原料绝对价格上涨，期货深贴水成为最亮的星。

13、玻璃：作为年度内的明星工业品种，玻璃的供需缺口明显，四季度，仍有进一步加剧的可能。从我们对玻璃供需的推演，即便后四个月消费端给出 5% 的消费增长（4-8 月份平均消费增速 9%），玻璃库存也将在年底降低到较低水平。玻璃仍为年度最佳的多头配置品种，尤其是在这个高消费的四季度。

14、内蒙的反腐行动，山西的安全与超采检查，仍在进一步降低“三西”地区的煤炭供给。虽然节前，内蒙召开了保供座谈会，但增产仍需过程。进口额度被提前透支，四季度进口煤将面临无煤可用的地步。期现较大的期现贴水，对于 01 合约来讲，仍具备较高的多单投资机会。

15、从套利角度，目前螺纹的基本面明显在优化过程中，尤其是随着进口钢坯资源的降低，将大幅降低螺纹等建筑材的供需。反观板卷，由于持续的高利润（相比建筑材），废钢和铁水均向板卷倾斜。考虑当前期货 01 合约卷螺价差明显升水现货卷螺价差，所以做空卷螺价差，仍是趋势套利策略。另外，随着钢材库存的快速去化，成材 01-05 合约的价差扩，也是不错的套利策略。而考虑成材与原料的库存水平和价格弹性，多矿空卷的套利组合，套利收益可能更佳。

风险因素：宏观数据对短期行情的冲击、地产相关政策对预期的干扰、ZZJ 会议对经济政策作出新的部署、中美贸易摩擦对抗对风险偏好的降低、疫情下海外经济的恢复状况、美国大选的不确定性对全球投机风险的扰动。

一、 钢材高消费的形成与延续

上半年钢材消费 V 型反转。

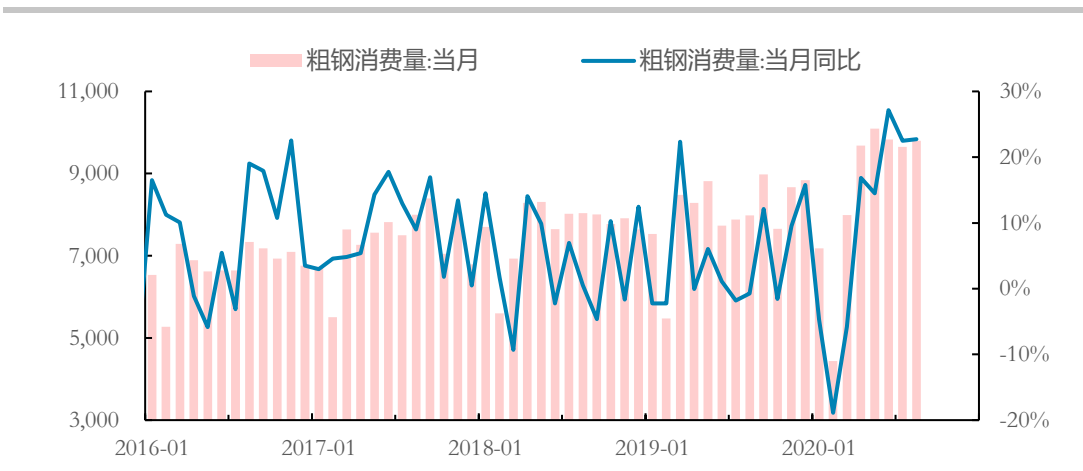
一季度钢材消费下降 8.7%；而二季度平均消费增速高达 18.6%；7-8 月份消费增速 20+%。

上半年钢材累积消费高达 5%，前 8 个月 10%。

疫情没有降低消费强度，而是带来了新的消费增量。

图 1：中国粗钢月度消费量及同比增速

单位：万吨，%



数据来源：华泰期货研究院

3 月份社融 5.2 万亿（3.0 万亿）；4 月份 3.1 万亿（1.7 万亿）；5 月份 3.2 万亿（1.7 万亿）；6 月份 3.4 万亿（2.6 万亿）；7 月份 1.7 万亿（0.4 万亿）；8 月份预计 3.6 万亿（1.4 万亿）。

前八个月社融 26.1 万亿（18.1 万亿），差值 6.0 万亿。M2 增速连续 10+% 增长。

最关键，全球流动性宽松：美国、欧洲、日本。

钢材消费重要领先指标：工程机械的销量，也代表着建筑项目的多寡。

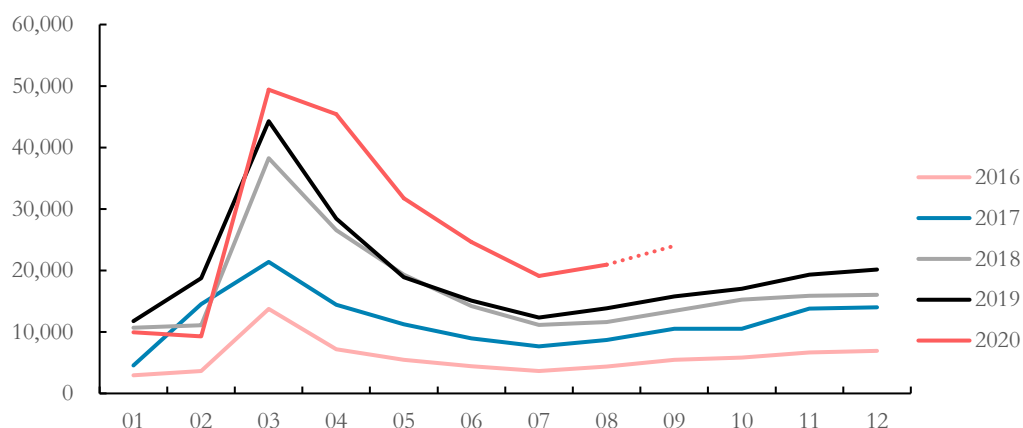
挖机销量：3 月 12%；4 月 60%；5 月 68%；6 月 63%；7 月 55%；8 月份 51%；9 月预计 50%。

起重机销量：3 月 -4%；4 月 32%；5 月 41%；6 月 79%，7 月份 69%。

装载机销量：3 月 -17%；4 月 31%；5 月 15%；6 月 17%，7 月份 19%。

图 2：挖掘机月度销售量季节性走势

单位：台



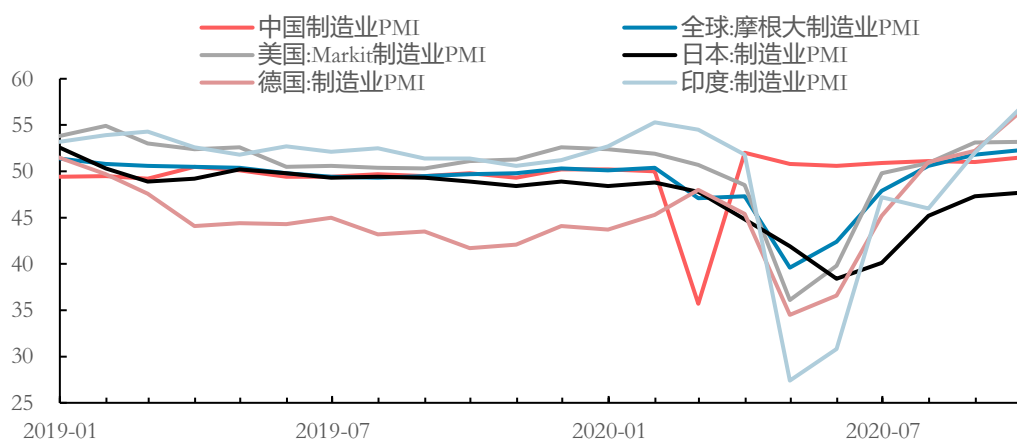
数据来源：机械工业协会、华泰期货研究院

建筑业与制造业齐飞引领大宗商品消费：中国制造业 V 型回升领先全球、震惊全球。

建筑业与制造业共同拉升了钢材消费：逆周期调节下，地产和基建形成的投资内需，是支撑和托起钢材消费的最核心行业。强大的内需与出口，也使得中国制造业得以快速复苏，从而形成了钢材消费的另一极。缺少任何一极，都难以形成如此高强消费水平，而形成全面消费提升的核心，就在于全球的宽松流动性。

作为全球制造业大国，中国制造业的复苏，与全球制造业的复苏密不可分。除了国内的消费 V 型反转之外，海外的钢材消费也处于 U 型复苏的右侧，9 月份美国和德国 PMI 均拉升至新高，达到了近几年的绝对高位水平。

图 3：全球主要经济体制造业 PMI 指数走势



数据来源：Wind、华泰期货研究院

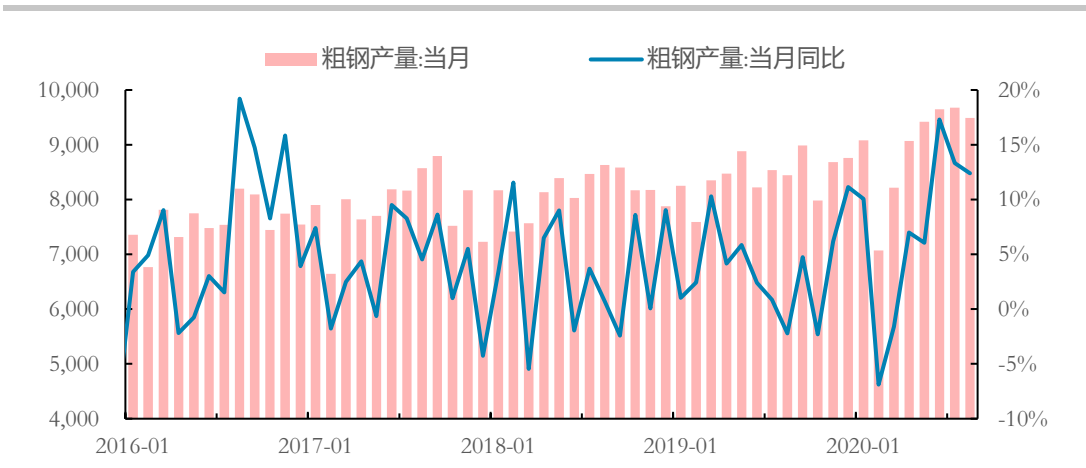
投资与制造业构成钢材消费的核心，各项领先指标，依然处于 V 型的右侧，也提示钢材的整体消费，强势不减。海外钢铁消费的改善，有利于改善国内过大的进口钢材坯的资源冲击；同时也有利于改善国内铁矿石进口的过快增长局面。

二、 四季度钢材高供给有望得到较大程度缓解

引起 9 月份价格回调的因素，除了季节性因素之外，钢材的高供给是价格回调的主因。而钢材的高供给来自于两个方面，一个是国内产量的持续高增长（无任何生产端的干扰，且持续给出生产利润）；另一个是进口资源的大幅增加：5-8 月份的四个月时间，中国净进口钢材坯同比增量超过 2000 万吨。

图 4：中国粗钢月度产量及同比增速

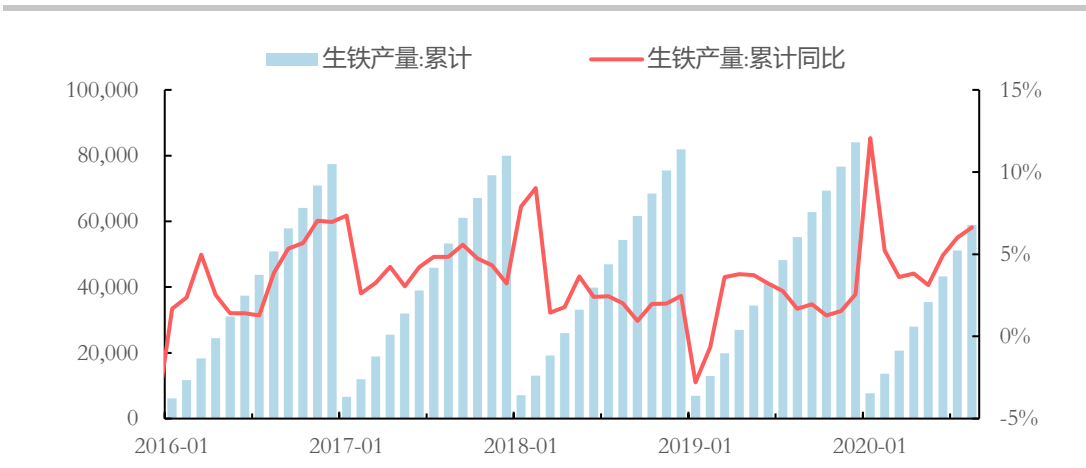
单位：万吨，%



数据来源：华泰期货研究院

图 5：中国生铁累计产量及同比增速

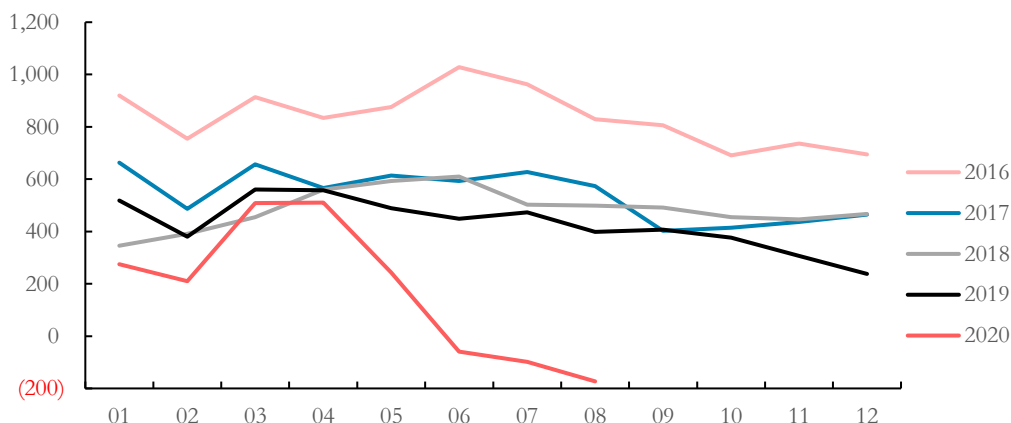
单位：万吨，%



数据来源：华泰期货研究院

图 6：中国粗钢（钢材坯）净出口

单位：万吨



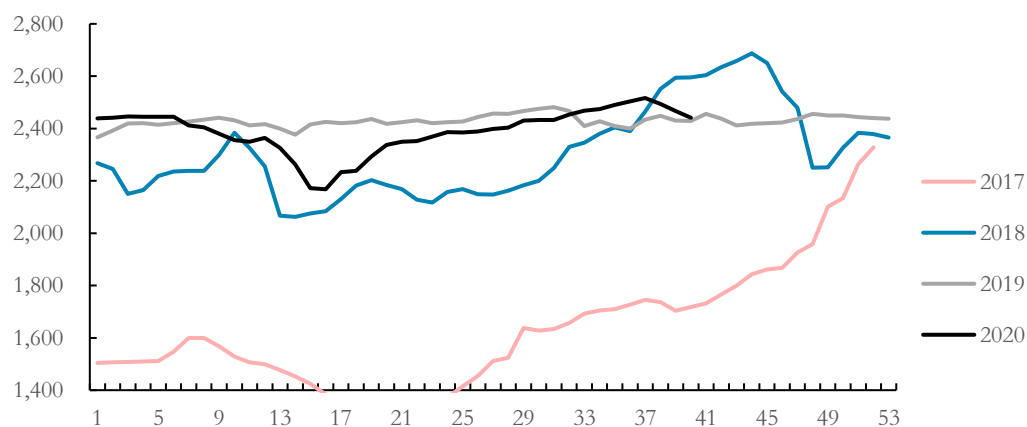
数据来源：中国海关、华泰期货研究院

通过对进口订单的跟踪，自 9 月份开始，进口资源已经明显下降，尤其是进口量较大的钢坯，到港量已经明显下降。我们预判，钢坯进口量将由 8 月份的 320 万吨，9 月份降至 200 万吨以下，10 月份降至 100 万吨以下，11 月份降至 50 万吨以下。与此同时，进口钢材数量，也将同步下降。随着进口资源的快速回落，国内钢材供给将得到充分、明显、大幅的优化。其中 9 月下旬的钢材快速大幅去库，已经在体现进口资源减量形成的供给优化效果。

供给侧改革给予的稳定供给，特指长流程；非极端情况下，长流程难以独立匹配钢材总需求；短流程成为调节供给矛盾快速、有效的手段。钢材消费淡旺季轮动，带来库存淡旺季变化；库存变化需要短流程调节供给，从而带来钢价的涨跌。由于已经累积的高库存，势必降低成材，尤其是螺纹的价格弹性；同时，由于短流程的供给调剂能力和成本支撑有效性，也使得钢价的底部逐步抬升。

图 7：废钢价格指数（全国）

单位：元/吨



数据来源：富宝资讯、华泰期货研究院

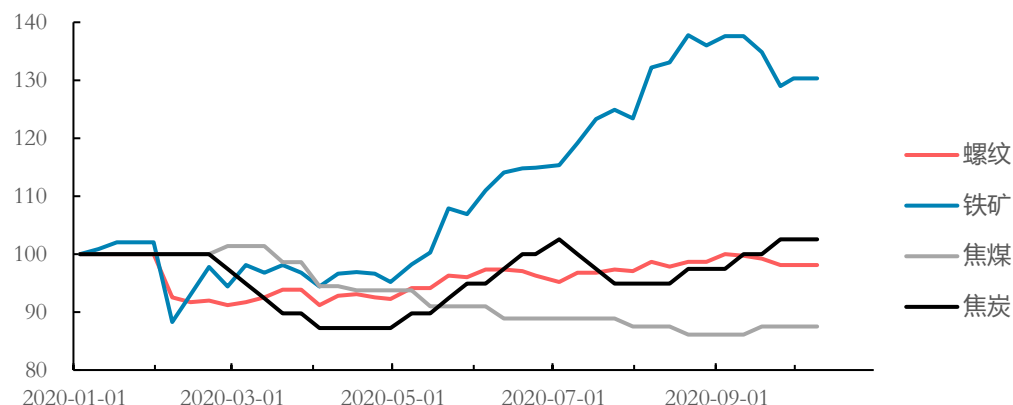
废钢价格的强势表现，支撑了短流程的生产成本，也对螺纹为代表的钢价形成了强力的底部支撑。

三、高消费将支撑原料价格高位运行，贴水修复成关注点

前 8 个月生铁产量增加 6.7%，或 3700 万吨，相当于增加铁矿消费 6000 万吨，增加焦炭消费 1500 万吨。正是国内的生铁高产量，高炉高开工，形成了对钢铁原料的绝对高消费，和高消费增量。

期现货最大的差异，在于升贴水的变化，过去 5 年的历史，无数次证明，大贴水就意味着大收益。再伴随着各个商品的供需结构，低库存和高贴水，收益潜力巨大。

图 8：2020 年四大黑色商品现货价格走势



数据来源：Wind、华泰期货研究院

焦炭供需形势继续向好

上半年焦化产能净去化 500+万吨；三季度新增产能 700 万吨，四季度将带来产量增量；四季度新增产能 1000 万吨，明年一季度带来产量增量。

给予中性的钢材消费，则下半年的生铁产量依然需要维持较高水平，来匹配钢材需求，则钢铁原料的消费强度，将持续处于高位（或言：当前的钢铁供需形势，难以看到需要长流程大范围降产的地步）。

随着海外消费的改善，焦炭进口四季度将会明显收敛。

后期需要关注焦化行业的大事件：山东以煤定焦、河南的 4.3 焦炉限产、山西 2000 万吨产能大限、河北 1200 万吨产能大限。每一个事件的落地，都有可能加剧焦炭本已紧张的供需形势。

不追求绝对价格上涨 但贴水修复已经构成一波大行情

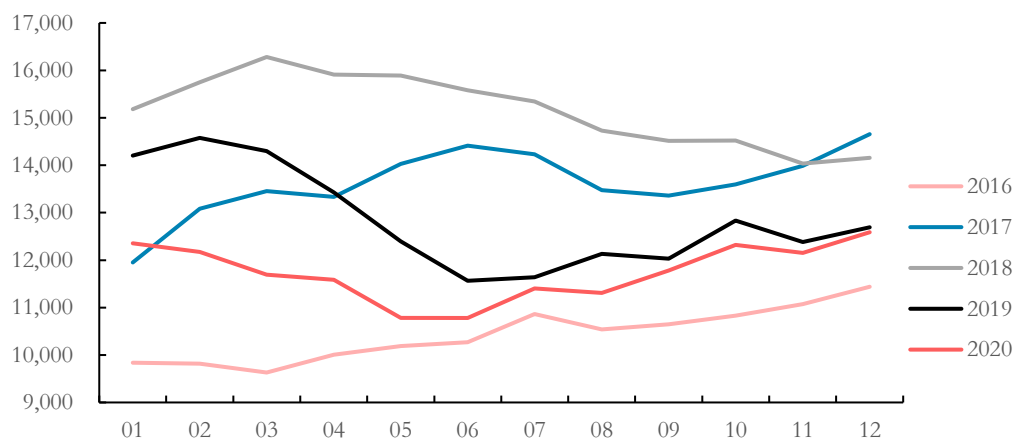
国内铁矿供给的增量主要来自于海外转口，上半年四大矿山铁矿发运增加了 300 万吨，但中国进口增加了 4700 万吨，进口的增量主要来自于日韩欧地区的高炉减产形成的铁矿转口。

假设：全年进口增 10%，或 10800 万吨（前八个月 7400 万吨）；全年粗钢消费增加 10%，带来铁矿消费增加 9900 万吨（前 8 个月 6600 万吨）；则，铁矿港存到年底增加到 1.25-1.3 亿吨左右。

另外，海外钢铁消费的改善，也有利于改善国内铁矿石进口的过快增长局面。所以，铁矿库存是否能如期增至 1.25 亿吨之上，存在着一个很大的不确定性因素，就是海外的消费回升程度。

图 9：铁矿港口库存季节性走势及预判

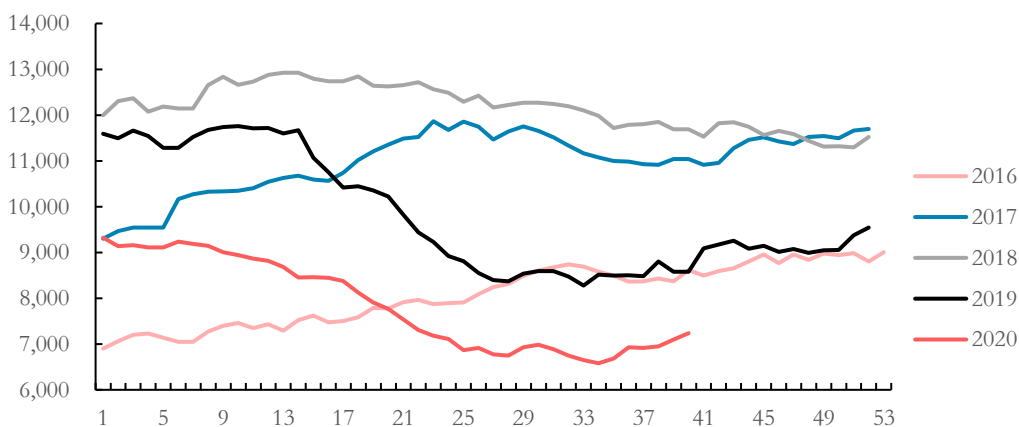
单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 10：粉矿港口库存季节性走势及预判

单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

铁矿价格的核心矛盾，重要矛盾，是其结构性的矛盾，矛盾有二：一个是粉矿供给的结构性矛盾，无论是普氏的指数定价，还是连铁所交易的期货合约，锚定的标的均为 62 为基准的粉矿，而恰恰当前粉矿的供给出现了明显的问题。

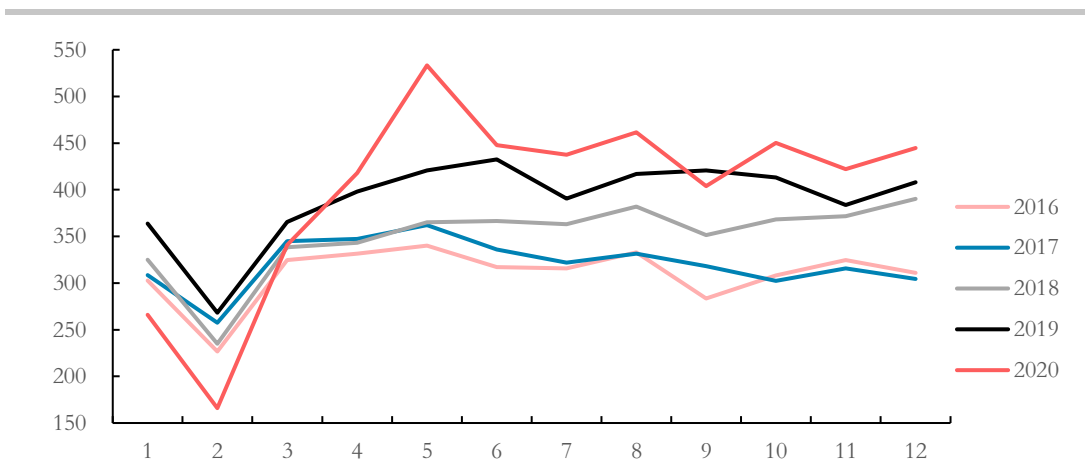
第二个矛盾在于巨大的期现价差，无论是近月合约还是远月合约，长期维持较大的期货贴水，这样必然带来两大问题：一个问题是无法让实货交割走入期货市场，交割就等于亏损；第二个是长期面临着贴水修复的行情，而期货的贴水修复，通常都会伴随着期价价格的共振上行。

四、玻璃供需缺口明显，四季度延续涨势

玻璃：作为年度内的明星工业品种，玻璃的供需缺口异常明显，并且在四季度，仍有进一步加剧的可能。从我们对玻璃供需的推演，即便后四个月消费端给出 5% 的消费增长（4-8 月份平均消费增速 9%），玻璃库存也将在年底降低到极低的水平。玻璃仍为年度最佳的多头配置品种。

图 11：玻璃表观消费量及消费预判

单位：万吨

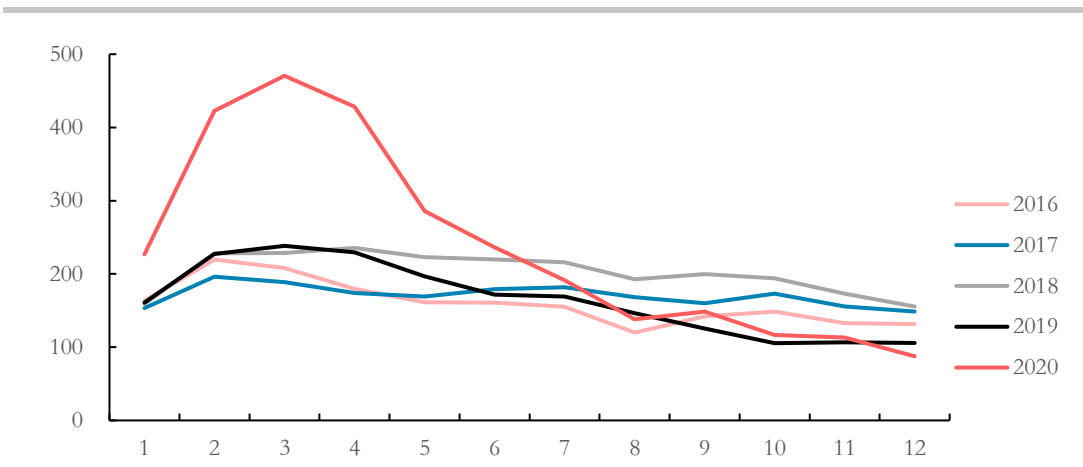


数据来源：统计局、隆众资讯、华泰期货研究院（9-12 月份为消费预判）

4 月以来，随着地产集中复工复产，以及资金流动性宽裕的大环境，地产销售开始快速回升，从而形成对建材轮番拉动，玻璃消费表现同步，维持旺盛消费水平，在地产销售和竣工双双走强的大背景下，玻璃消费非常值得期待。

图 12：玻璃企业库存及库存预判

单位：万吨



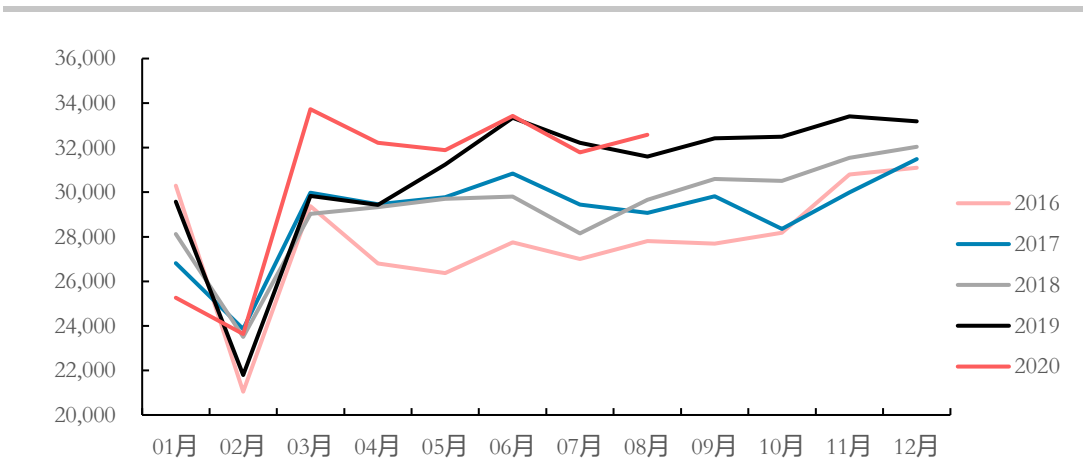
数据来源：隆众资讯、华泰期货研究院（9-12 月份为预存预判）

五、 动煤面临内外供给同步收缩的风险

内蒙涉煤反腐之后，对煤炭供给持续产生影响，产量同比持续大降。山东和新疆降幅也较大。澳洲进口煤自 5 月份开始呈现收紧态势，一直未有放松迹象，进口降幅不断扩大，进口平抑起到了积极的作用，并且由于外盘煤炭价格过低，已经使得印尼煤矿出现了停减产，远端发运明显下降。由于港口倒挂产地，动煤下水量持续低位，从而大幅降低了沿海地区动煤的供给。

图 13：中国原煤月度产量

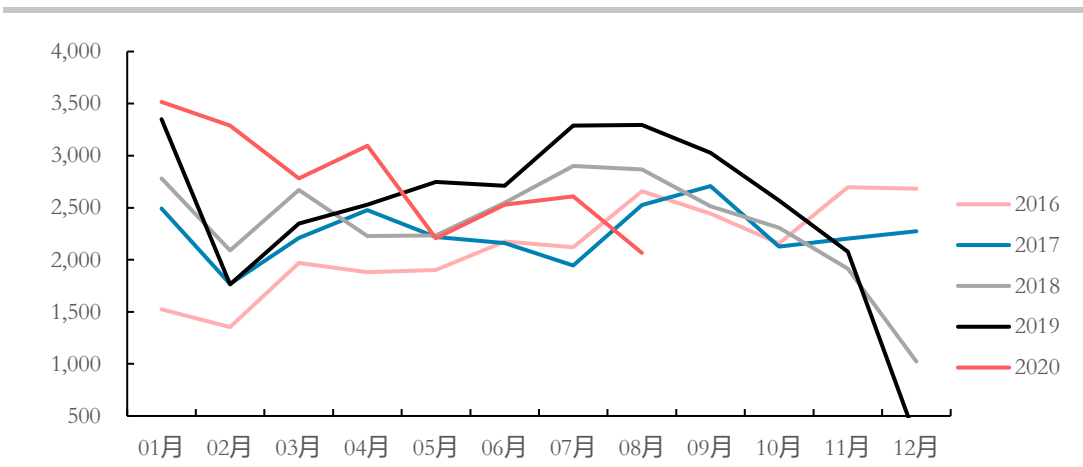
单位：万吨



数据来源：统计局、煤炭运销协会、Wind、华泰期货研究院

图 14：中国煤炭进口量

单位：万吨



数据来源：中国海关、华泰期货研究院

8 月份以来，电厂库存得到了快速消化，终端去库明显。而港口受调入量持续下滑，库存得到了连续快速去化，整体库存利多沿海动煤价格，目前矿端、港口、电厂均已处于低库存状态。

内蒙的反腐行动，山西的安全与超采检查，仍在进一步降低“三西”地区的煤炭供给。虽然节前，内蒙召开了保供座谈会，但增产仍需过程。进口额度被提前透支，四季度进口煤将面临无煤可用的地步。期现较大的期现贴水，对于 01 合约来讲，仍具备较高的多单投资机会。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com