

黑色商品的趋势与节奏

专题报告摘要:

从分析的角度来说,商品价格高低不止要看绝对价格的高低,更要看所处的基本面情况,比如供需是否紧张、该商品利润如何等。目前来看,不管是螺纹钢还是热卷都处于亏损状态,因此很难说其价格高估。

从中长周期来看,随着海外经济的恢复以及货币的宽松,2021年全球钢材需求会大幅增长,且海外的增速大概率高于国内。按照2020年中国粗钢消费10%左右的较高水平,同时考虑到目前所看到的各项经济指标:括挖机销量、房地产销售面积、重卡销量、二产用电量等等,保守预计2021年中国粗钢消费增速在2-4%之间。而海外经济在逐渐恢复,11-12月份的粗钢生产、消费、生铁产量等均已转正。疫情导致2020年,海外粗钢同比减少7476万吨,同时多往中国出口了3700万吨粗钢(钢材+钢坯),全铁(生铁+直接还原铁)产量减少了4860万吨。

假设2021年中国粗钢消费增3%,同期,全球其他地区粗钢消费同比增7%,全球其他地区粗钢消费仍比2019年下降6%,2020年11和12月份海外粗钢消费已经同比转正,因此该预测仍算比较保守。则2021年全球粗钢消费增8705万吨,考虑到中国废钢增量大概在2000万吨左右,则全球铁矿需求新增1亿吨左右,焦炭需求新增2682万吨。而供给的增量仍低于需求增量,基于以上判断,我们认为2021年总体趋势是做多。

但影响盘面的因素较多,比如春节前的疫情,影响到节前的螺纹钢消费,而节后建筑工人复工的速度也会影响节后螺纹钢消费的爆发。另外,资金层面、中美/中澳关系、海外疫情/疫苗进展等等也会对盘面短期造成影响。但在未来钢材消费判断不变的情况下,趋势不变。所以做多趋势,做空节奏,这也符合目前黑色商品合约的back结构。除此以外,中长周期的平衡表也并非一程不变的,也要根据经济恢复状况、货币政策等进行调整。

策略: 逢低做多螺纹、热卷;根据限产政策变化:阶段性做多铁矿、焦炭

风险: 节后复工偏晚,货币过度收紧,海外疫情恶化

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 黑色及建材组

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人:

王英武

☎ 010-64405663

✉ 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

彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

前言

近期不管对于钢材品种螺纹钢、热卷还是对于铁矿和焦炭都有估值过高的看法，如何看待这几个商品目前的估值成为后期行情走势研判的重要参考。从基本面分析的角度来说，只有看到后续平衡表恶化，或者推导未来库存开始增加，才能够判定价格拐点出现。同时，高价格是否对下游企业利润造成了较大的影响，价格/成本会不会顺利的往下游传导，不会对消费形成压制也是值得思考的。高价格、高利润对基本面的要求也非常高，任何不利的因素（比如预期未来供给增加，需求减少等）都可能造成盘面的下跌。

从基本面的角度来看，商品供不应求→价格/利润上涨→刺激高成本产能释放→增加供给→重新达到供需平衡，或者是商品供不应求→价格/利润上涨→下游寻求产品替代，或者减少消费→需求下降→重新达到供需平衡。以上是两种商品供求关系和价格的演变路径，前一种更适合黑色产业链，毕竟在大多数下游领域，钢材是无法大规模替代的，而铁矿、焦炭原料更是一样的。在这一路径中，可见或者可以预测的是供给是否能够快速增加，而需求的变化是难以预判的，要通过多个方面、不同层次进行分析预判，并且要实时调整。

价格的上涨和利润的增加能否刺激产能的投放，以及产能投放的速度、效率和弹性成为影响价格上涨空间和幅度的重要因素。对于部分产能足够，或者产能利用率可以快速提高的商品来说，价格和利润上涨后供给的增加会很快在盘面上进行交易，即压制价格/利润上涨幅度。而对于产能受限品种（比如有产能指标或者在政府去产能名单内的商品），或者产能建设需要较长时间（比如铁矿）的商品来说，价格的上涨幅度会比较大，但价格顶点很难从基本上进行预判。其价格的下跌大多是通过需求下滑来实现。

对于黑色系商品来说，原料中的铁矿、焦炭，其供给弹性相对较小，产能相对固定，同时新建产能需要周期较长。大型铁矿项目的设计、施工、投产、达产大概需要3-5年的时间。而焦炭产能的新建需要大概1年，但从点火烘炉到达产需要5-6个月的时间。而在需求大幅增长的情况下，产能迟迟不能释放使得价格的涨幅要高于其他品种，也就是经济学中的“长鞭效应”。因此，对于原料的估值很难判断其高还是低，在需求增长，但产能迟迟不能投放的情况下，即短期的供需错配下，价格的高度有较高的想象空间。对于焦炭来说，很难说2700的焦炭贵还是便宜。但从利润的角度来说，焦炭已经有较高的利润了，对基本面的要求也会比较苛刻，即不要出现能见的供给大幅增加。铁矿亦然，四大矿山的到岸成本仅30-40美金左右，目前150-170美金的价格绝对是高价格、高利润，但同样，也要看到未来能否有潜在的产能增加，产能增加后能否满足市不断增长的需求。另外，还要考虑高价格下，高成本铁矿的边际支撑。

对于中游的钢材品种来说，供给弹性相对较高，企业可以通过添加废钢、提高入炉品位、缩短转炉/电炉冶炼周期等手段提高产量。同时，螺纹钢和热卷之间的转产，也会增加利润

较高品种的产量。对于钢材品种的估值，除了考虑其绝对价格外，更要考虑其利润情况。特别是在消费同比增长，原料价格相对坚挺的情况下，钢材利润成为影响其估值的重要因素。相反，如果钢材消费下滑，钢铁企业减产/停产，也会造成原料需求下降，导致原料价格下跌，成本塌陷。

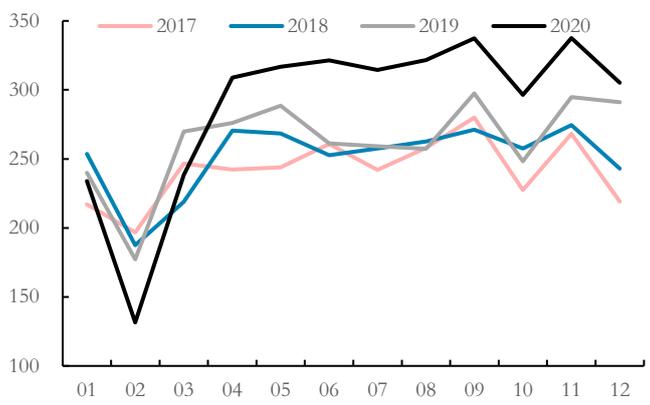
本文将通过钢材消费、成本、利润等角度来分析黑色商品的估值。

消费决定方向，供给决定幅度

钢材的消费增速基本决定了整个产业链从上游的铁矿、双焦到下游的螺纹钢和热卷的价格走向，而供给端的扰动则决定了那个商品价格涨幅/跌幅最高。

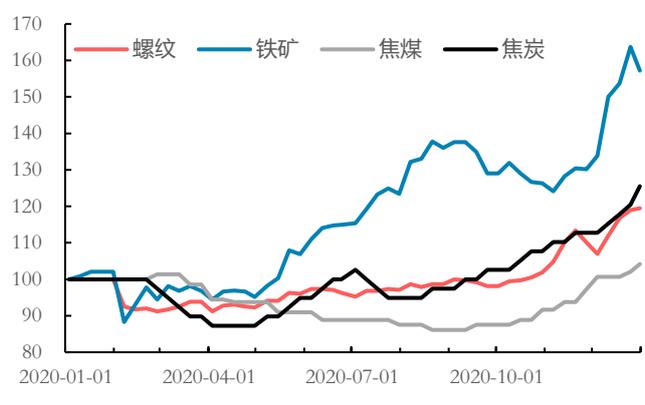
以2020年为例，当年粗钢消费增速在10%左右，黑色系商品总体上涨，其中铁矿和焦炭涨幅最高，也是产能遇到瓶颈，或者处于去产能阶段的商品。所以2020年钢材的供需两旺，对原料的消费和价格拉动是最明显的。

图1：中国粗钢月度日均消费 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究所

图2：2020年四大黑色商品价格走势



数据来源：华泰期货研究所

2021年国内粗钢消费有望稳定增长

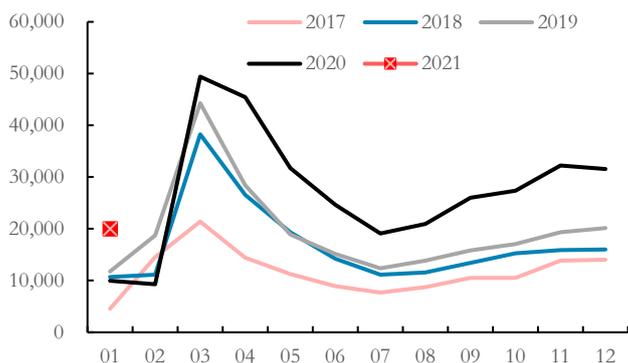
2021年，从各项数据来看，钢材消费仍将保持一定的增长，并且海外钢材消费的恢复已经逐步体现。

国内钢材下游行业的各项指标均运行良好：

- 1) 1月份，国家铁路货运量再创历史新高，货物发送量完成3.24亿吨，同比增加3410万吨，增长11.8%；日均装车17.3万车，同比增加1.94万车，增长12.7%。其中，电煤运量增长强劲，完成运量1.2亿吨，同比增长23%。反应了经济活动活跃程度较高。

- 2) 中电联预测：2021 年全社会用电量增长 6%-7%。2020 年全社会用电量同比增 3.1%，其中 12 月份同比增 17.26%；2020 年二产用电量累计同比增 2.5%，12 月同比增 18.07%。从用电情况来看，经济活动，特别是制造业的活动非常活跃。
- 3) CME 预计 2021 年 1 月挖掘销量约 20500 台，同比增长 106%。可见工程项目较多。
- 4) 1 月份中国制造业 PMI 为 51.3，环比略有回落，但仍在荣枯线之上。
- 5) 1 月份房地产百强企业全口径销售同比增速 70.9%，比 2019 年同期增 49.2%；12 月份房地产单月新开工面积同比增 6.3%，销售当月同比增 11.5%。
- 6) 重卡：2020 年我国重卡销量同比增长 38%。2021 年 1 月，我国重卡市场预计销售各类车型超过 18 万辆，同比大幅增长 54%。

图 3：挖掘机销量 单位：台



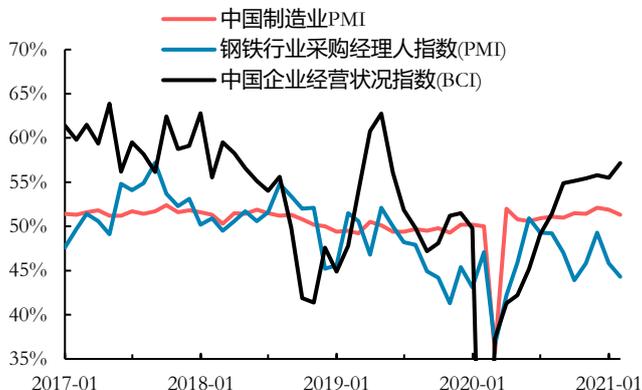
数据来源：国家统计局，华泰期货研究所

图 4：第二产业用电量同比 单位：%



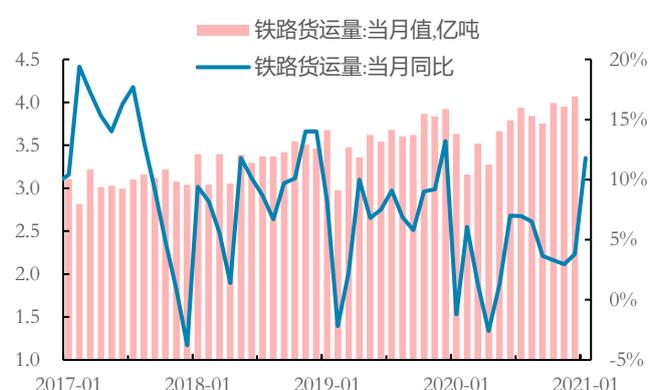
数据来源：国家统计局，华泰期货研究所

图 5：中国制造业 PMI



数据来源：Wind，华泰期货研究所

图 6：铁路货运量 单位：亿吨



数据来源：Wind，华泰期货研究所

同时，仍有潜在的利空，比如在国内经济恢复正常后，资金收紧会不会提速。房地产三条红线政策会不会对房地产开发造成影响，进而拖累钢材消费。上述问题存在一定的不确定性，但总的来看，政府多次提出在货币问题上不会急转弯，而房地产销售的快速增长也确保了房地产企业的开工和施工进度。

基于以上判断，以及2020年中国粗钢消费仍在10%左右的较高水平，保守预计2021年中国粗钢消费增速在2-4%之间。

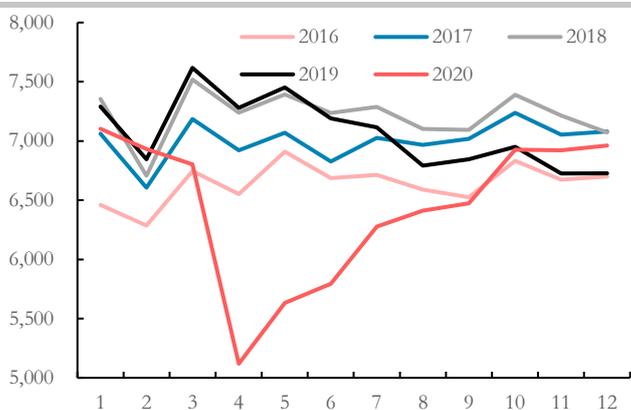
同时，还要考虑到2020年由于国内钢材增速高，价格高，钢材和钢坯合计进口量增加了3700万吨。

海外粗钢产销不断恢复

2021年国内风险并不大，而海外粗钢产销情况尤为重要。特别是海外经历了2020年的产销大幅下滑后，2021年的表现将会在较大幅度上影响全球钢材、铁矿和焦炭市场。

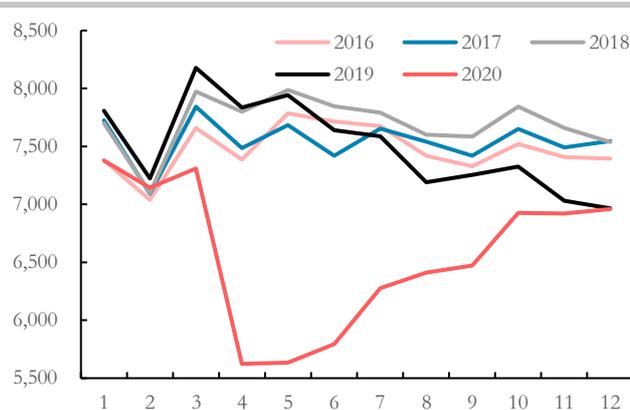
目前拿到的最新数据来看，海外粗钢产销不断恢复，其中12月份全球除中国外其他地区粗钢产量同比增长3.5%，已经连续两个月保持了同比正增长，且增速继续提高。同时，全球其他地区粗钢消费同样实现了正增长。

图 7：全球粗钢月度产量(除中国)： 单位：万吨



数据来源：国际钢协，华泰期货研究所

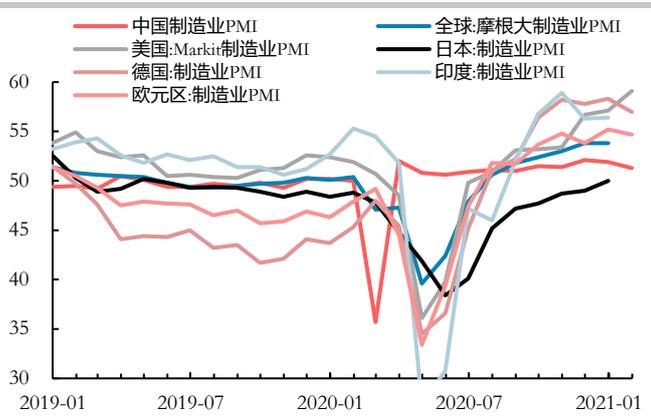
图 8：全球粗钢月度消费(除中国)



数据来源：国际钢协，华泰期货研究所

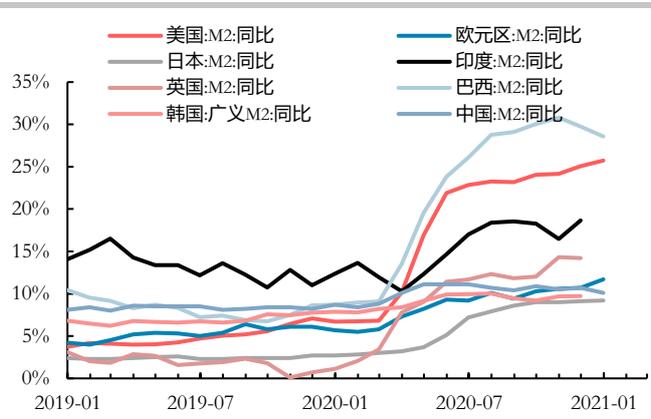
并且从海外疫情、PMI、M2 增速等数据来看，海外疫情基本得到控制，经济也逐渐恢复。

图 9: 全球主要经济体 PMI



数据来源: Wind, 华泰期货研究所

图 10: 全球主要经济体 M2 同比增速



数据来源: Wind, 华泰期货研究所

2020 年海外疫情导致全年粗钢产量同比减少 7476 万吨, 同时多往中国出口了 3700 万吨粗钢 (钢材+钢坯), 全铁 (生铁+直接还原铁) 产量减少了 4860 万吨。

2021 年如果恢复到 2019 年水平, 则要多生产 4860 万吨全铁, 对应多需要 7800 万吨铁矿和 1944 万吨焦炭。

所以我们做一个简单的假设, 2021 年中国粗钢消费增 3%。同期, 全球其他地区粗钢消费同比增 7%, 全球其他地区粗钢消费仅回到 2019 年 94% 左右的水平, 而 11 和 12 月份粗钢消费已经同比转正, 因此该预测仍算比较保守。则 2021 年全球粗钢消费增 8705 万吨, 考虑到中国废钢增量大概在 2000 万吨左右, 则全球铁矿需求新增 1 亿吨, 焦炭需求新增 2682 万吨。

不同机构对 2021 年铁矿供给也做了分析, 总的来看在 5000-8000 万吨左右 (可参考华泰期货铁矿石年报), 这里不再赘述。同样, 焦炭经历过中国去产能后, 新增产能仍然未能完全释放产能。2020 年, 中国焦炭进口量同比增加了 550 万吨, 随着海外高炉复产, 预计中国仍将成为净出口国, 也会影响国内焦炭的供给。

根据上述分析, 2021 年如果全球钢铁生产能力足够的话, 则两大原料供求关系依然紧张, 不排除价格会继续创新高。而如果钢铁产能不足, 或者部分地区严格限产的情况下, 则会出现钢材供不应求, 产业链的利润更多流向钢铁企业。

另外, 从全球粗钢产能利用率来看, 仍处于偏低水平, 往上仍有较大的空间。根据 OECD 分析, 截止到 2019 年底全球粗钢产能 23.6 亿吨, 2020-2022 年期间在建产能 5800 万吨, 计划新建产能 2000 万吨。所以从目前来看, 全球粗钢产能依然足够。

表 1 2021 年全球钢材、铁矿和焦炭需求预判

单位：万吨

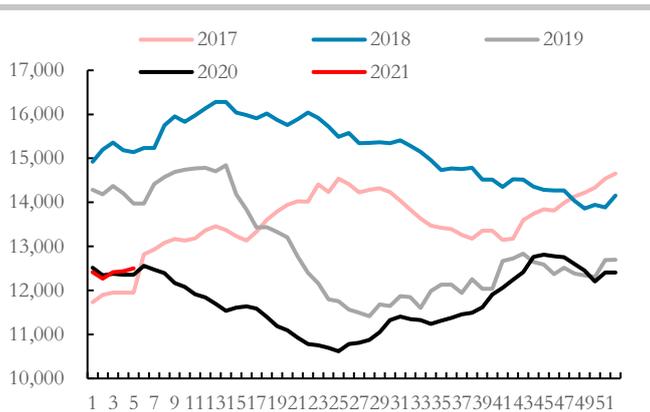
地区	项目	2019	2020	2020/2019 增量	2020/2019 增速	2021	2021/2020 增量	2021/2020 增速
中国	生铁产量	84117	89553	5436	6.5%			
	铁矿消费	134046	142960	8914	6.6%			
	粗钢产量	101164	107858	6694	6.6%			
	粗钢消费	96320	105792	9472	9.8%	108966	3174	3.0%
	焦炭消费	33647	35821	2174	6.5%			
全球其他	全铁产量	54727	49867	-4860	-8.9%			
	铁矿消费	87563	79787	-7776	-8.9%			
	粗钢产量	84829	77353	-7476	-8.8%			
	粗钢消费	89982	79021	-10961	-12.2%	84552	5531	7.0%
	焦炭消费	21891	19947	-1944	-8.9%			
合计	粗钢消费增量						8705	
	生铁产量增量						6705	
	铁矿消费增量						10728	
	焦炭消费增量						2682	

数据来源：华泰期货研究院

目前来看，原料库存均处于低位，盘面均处于较高的贴水，现货坚挺，切大幅让利的可能性较低。节后随着钢铁企业高炉的复产，原料需求旺盛，更支撑了其价格。

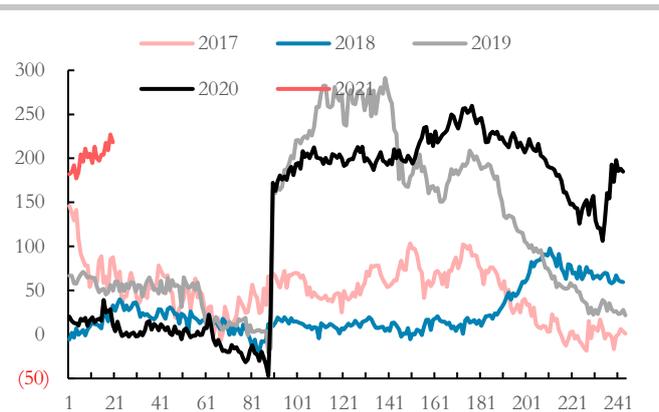
截止到春节前，铁矿港口库存 1.25 亿吨，最便宜的交割粉为超特，和 05 合约的基差仍在 120 元左右。

图 11： 铁矿石港口库存 单位：万吨



数据来源：Wind，华泰期货研究所（横坐标为周度）

图 12： 金布巴对铁矿 05 合约基差 单位：元/吨



数据来源：Wind，华泰期货研究所（横坐标为交易日）

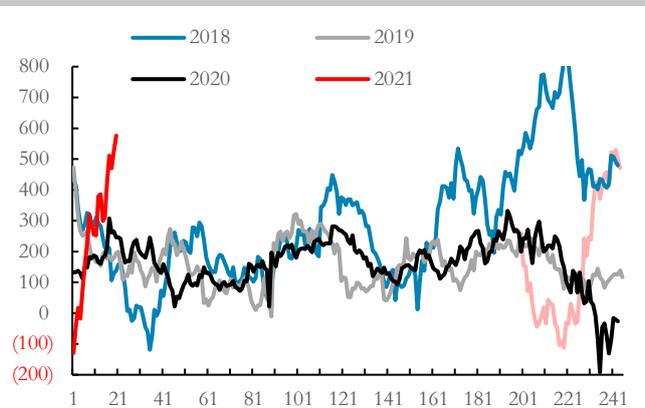
焦炭同样，低库存、高基差，很难趋势做空。

图 13: 焦炭总库存 VS 唐山准一到厂价格 吨



数据来源: Wind, 华泰期货研究所

图 14: 焦炭港口准一级 VS 5月焦炭基差 元/吨



数据来源: Wind, 华泰期货研究所 (横坐标为交易日)

绝对价格和利润来衡量估值

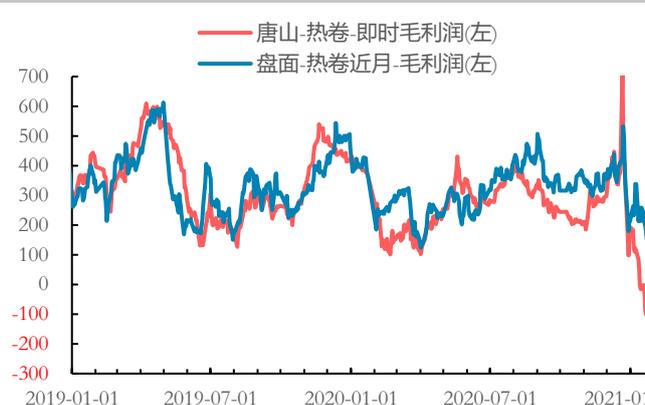
商品价格高低,一方面从历史价格来看,但更多的要从该商品的利润以及成本支撑强度来看。目前,测算螺纹钢和热卷的即期利润和实际利润均处于亏损状态,在成本不让利的情况下,价格很难下跌。当然,钢材的利润情况也反应了目前所处的淡季以及较高的库存和较低的投机需求。

图 15: 唐山地区螺纹钢即期利润和盘面利润, 元/吨



数据来源: 华泰期货研究所

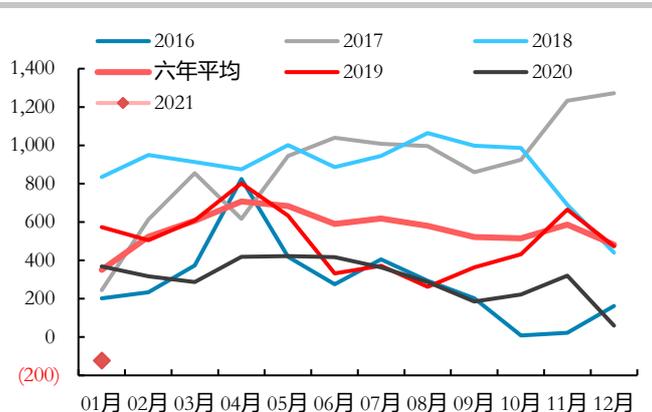
图 16: 唐山地区热卷即期利润和盘面利润, 元/吨



数据来源: 华泰期货研究所

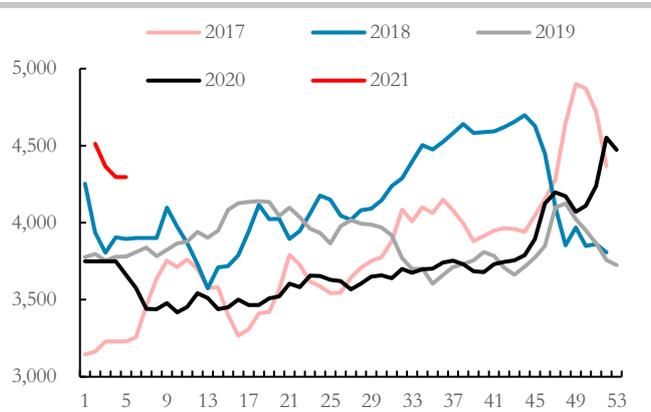
而从月度利润数据来看,目前唐山地区螺纹钢利润已经达到了6年来的最低水平,并且大幅低于往年同期。

图 17: 唐山螺纹毛利润月度走势, 元/吨



数据来源: 华泰期货研究所

图 18: 上海螺纹现货价格季节性走势, 元/吨

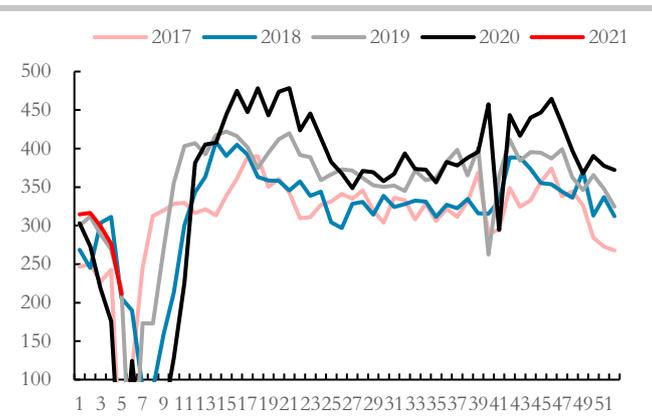


数据来源: Wind, 华泰期货研究所

趋势与节奏, 年度与月度

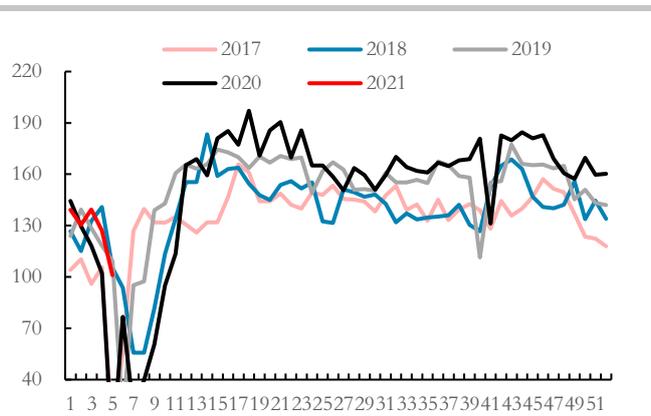
上述主要分析了中长期黑色商品的供求关系, 而紧张格局将会由于钢材需求的好转而继续紧张。对于黑色商品来说, 节奏同样重要, 一般来说钢材有明显的淡旺季, 即便是现货交易也会在淡季买入做投机, 在旺季卖出做收益。期货同样, 一般来说有“淡季不做空, 旺季不做多”的说法。钢材消费淡季主要集中在春节期间和 6-8 月份雨季、夏收和天气炎热引起的消费环比下滑。由于春节是全国性的假期, 期间的螺纹钢消费下滑深度要大大高于 6-8 月份的淡季。春节前会有冬储的故事, 而春节后的工地复工, 对消费又是比较大的考验。所以一般元宵节前对螺纹钢消费要求不高, 但旺季到来后对螺纹钢的消费比较高, 稍微不及预期就会引起下跌, 金九银十亦然。

图 19: 螺纹钢周度消费量 单位: 万吨



数据来源: 上海钢联, 华泰期货研究所

图 20: 线材周度消费量 单位: 万吨



数据来源: 上海钢联, 华泰期货研究所

以 2012-2020 年螺纹钢 01/05 合约为例, 3 月份和 9 月份对应消费旺季时, 下跌的概率更大。
(1/5 月份分别为换合约, 价格下跌可以忽略)

图 21: 螺纹钢合约季节性走势

(螺纹钢 05 合约)													
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	-1.93%	-4.71%	2.13%	3.46%	-6.61%	0.79%	5.76%	5.02%	-5.32%	1.86%	5.94%	16.58%	2020
2019	8.90%	1.16%	0.21%	11.52%	-20.02%	7.07%	-2.40%	-8.22%	2.05%	-1.92%	6.49%	4.14%	2019
2018	3.19%	2.68%	-10.65%	10.08%	-13.71%	1.93%	10.06%	-0.24%	-2.62%	0.03%	-12.47%	4.55%	2018
2017	17.51%	3.03%	-1.84%	0.06%	-19.71%	11.29%	13.72%	9.73%	-6.92%	3.22%	9.26%	-4.91%	2017
2016	1.68%	8.54%	14.78%	23.32%	-29.53%	16.50%	2.58%	1.15%	-3.79%	15.11%	14.11%	-4.43%	2016
2015	-3.70%	-1.36%	-2.92%	-8.11%	12.97%	-7.77%	-7.77%	-7.01%	-5.91%	-2.87%	-9.42%	9.72%	2015
2014	-3.22%	-3.97%	-1.66%	1.90%	-6.86%	0.26%	-0.39%	-4.33%	-13.59%	0.31%	-0.66%	1.81%	2014
2013	3.49%	-3.56%	-5.48%	-6.96%	1.63%	1.66%	2.02%	3.66%	-3.48%	-1.49%	0.94%	-2.72%	2013
2012	1.46%	0.07%	0.14%	-2.81%	-1.39%	-0.90%	-7.41%	-7.87%	4.16%	0.00%	-3.82%	14.11%	2012
均值	3.04%	0.21%	-0.59%	3.61%	-9.25%	3.43%	1.80%	-0.90%	-3.93%	1.58%	1.15%	4.31%	均值

(螺纹钢 01 合约)													
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	-13.75%	0.15%	-3.86%	2.45%	5.81%	0.73%	5.74%	4.19%	-5.80%	3.99%	5.51%	7.86%	2020
2019	-13.73%	1.32%	-2.26%	7.66%	-1.41%	7.79%	-2.87%	-8.39%	3.58%	-2.97%	7.51%	4.48%	2019
2018	-13.70%	3.14%	-12.56%	3.72%	2.42%	2.96%	10.54%	2.23%	-3.48%	4.64%	-13.08%	7.39%	2018
2017	9.99%	0.50%	-6.53%	-1.69%	-4.21%	9.81%	15.15%	9.20%	-5.91%	-1.81%	17.06%	0.02%	2017
2016	-0.81%	5.03%	6.92%	20.92%	-21.41%	16.64%	4.08%	0.89%	-5.81%	15.40%	11.81%	0.55%	2016
2015	-2.39%	1.11%	-4.14%	-2.28%	1.75%	-9.18%	-5.50%	-6.83%	-6.71%	-2.14%	-9.32%	14.17%	2015
2014	6.81%	-2.52%	-3.30%	-4.75%	-4.42%	0.16%	-0.13%	-4.20%	-13.88%	4.82%	-0.60%	-1.63%	2014
2013	8.76%	-2.88%	-5.74%	-4.42%	-5.36%	1.70%	3.08%	2.99%	-4.42%	-2.26%	1.25%	-5.72%	2013
2012	0.14%	-0.62%	-0.56%	-0.86%	-3.77%	-1.32%	-6.52%	-9.57%	5.45%	0.81%	-1.82%	8.43%	2012
均值	-2.08%	0.58%	-3.56%	2.31%	-3.40%	3.26%	2.62%	-1.06%	-4.11%	2.27%	2.04%	3.95%	均值

数据来源: Wind 华泰期货研究院

除此以外, 春节前钢铁企业的原料补库对原料价格有较大的支撑作用。这也从 2 月份螺纹钢 05/铁矿 05 合约的季节性比值也可以看出来, 2 月份是比值下降概率较高的月份。

图 22: 螺纹钢 05/铁矿 05 比值季节性走势

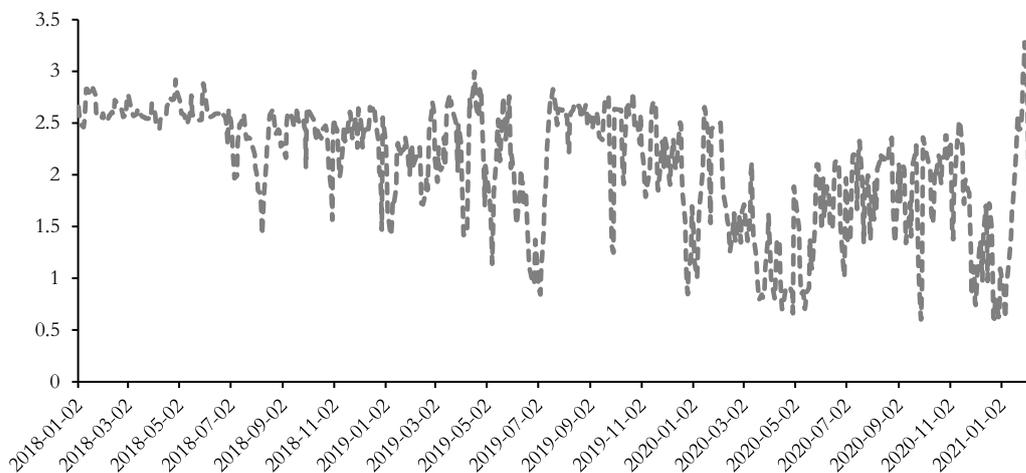
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2020	-2.08%	0.39%	-3.21%	-2.67%	2.67%	1.27%	-6.29%	-4.57%	-1.78%	3.73%	-7.62%	-1.21%	2020
2019	-8.49%	-2.33%	-3.28%	-2.46%	-7.09%	0.29%	-2.62%	8.70%	-0.69%	0.16%	0.96%	-4.29%	2019
2018	7.54%	-3.56%	9.40%	7.65%	-14.27%	-2.55%	6.60%	0.17%	-4.18%	-4.10%	0.13%	-3.81%	2018
2017	-2.43%	-1.52%	7.67%	20.09%	4.62%	-1.77%	-2.06%	6.12%	14.52%	1.51%	-4.93%	-6.97%	2017
2016	2.00%	-5.70%	2.57%	-5.92%	22.22%	-4.20%	-0.43%	2.19%	-1.63%	-5.78%	-4.98%	-3.04%	2016
2015	3.41%	-3.60%	16.54%	-19.38%	22.55%	-0.13%	1.98%	-10.05%	3.25%	-2.14%	2.31%	0.01%	2015
2014	1.57%	2.03%	-1.54%	0.18%	14.70%	-2.91%	2.87%	3.33%	2.71%	-1.01%	8.96%	-2.99%	2014
2013	2.82%	-3.46%	-5.38%	-6.87%	1.73%	1.76%	2.12%	3.77%	-3.38%	4.49%	-0.89%	0.27%	2013
均值	0.54%	-2.22%	2.85%	-1.17%	5.89%	-1.03%	0.27%	1.21%	1.10%	-0.39%	-0.76%	-2.75%	均值

数据来源: Wind 华泰期货研究院

总的来说, 趋势用年度平衡表来做, 而节奏可以用淡旺季的规律来进行分析。

但影响盘面的因素较多, 比如春节前的疫情, 影响到节前的螺纹钢消费, 而节后建筑工人复工的速度也会影响节后螺纹钢消费的爆发。另外, 资金层面、中美/中澳关系、海外疫情等等也会对盘面短期造成影响。但在未来钢材消费判断不变的情况下, 趋势不变。所以做多是趋势, 做空是节奏, 这也符合目前黑色商品 back 结构。除此以外, 长周期的平衡表也并非一程不变的, 也要根据经济恢复状况、货币政策等进行调整。

图 23：上海 Shibor 隔夜利率



数据来源：Wind，华泰期货研究院

结论

从分析的角度来说，商品价格高低不止要看绝对价格的高低，更要看所处的基本面情况，比如供需是否紧张、该商品利润如何等。目前来看，不管是螺纹钢还是热卷都处于亏损状态，因此很难说其价格高估。

从中长周期来看，随着海外经济的恢复以及货币的宽松，2021 年全球钢材需求会大幅增长，且海外的增速大概率高于国内。按照 2020 年中国粗钢消费 10%左右的较高水平，同时考虑到目前所看到的各项经济指标：括挖机销量、房地产销售面积、重卡销量、二产用电量等等，保守预计 2021 年中国粗钢消费增速在 2-4%之间。而海外经济在逐渐恢复，11-12 月份的粗钢生产、消费、生铁产量等均已转正。疫情导致 2020 年，海外粗钢同比减少 7476 万吨，同时多往中国出口了 3700 万吨粗钢（钢材+钢坯），全铁（生铁+直接还原铁）产量减少了 4860 万吨。

假设 2021 年中国粗钢消费增 3%，同期，全球其他地区粗钢消费同比增 7%，全球其他地区粗钢消费仍比 2019 年下降 6%，2020 年 11 和 12 月份海外粗钢消费已经同比转正，因此该预测仍算比较保守。则 2021 年全球粗钢消费增 8705 万吨，考虑到中国废钢增量大概在 2000 万吨左右，则全球铁矿需求新增 1 亿吨左右，焦炭需求新增 2682 万吨。而供给的增量仍低于需求增量，基于以上判断，我们认为 2021 年总体趋势是做多。

但影响盘面的因素较多，比如春节前的疫情，影响到节前的螺纹钢消费，而节后建筑工人复工的速度也会影响节后螺纹钢消费的爆发。另外，资金层面、中美/中澳关系、海外疫情

/疫苗进展等等也会对盘面短期造成影响。但在未来钢材消费判断不变的情况下，趋势不变。所以做多趋势，做空节奏，这也符合目前黑色商品合约的back结构。除此以外，中长期的平衡表也并非一程不变的，也要根据经济恢复状况、货币政策等进行调整。

策略：逢低做多螺纹、热卷；根据限产政策变化：阶段性做多铁矿、焦炭

风险：节后复工偏晚，货币过度收紧，海外疫情恶化

● 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