

四季度黑色投资策略

黑色研究总监：蒋维波

期货从业证号：F3060712

投资咨询证号：Z0014775

电话：18721162359





目录 CONTENTS

- 01 四季度钢材投资策略
- 02 四季度铁矿石投资策略
- 03 四季度煤焦投资策略

01

四季度钢材投资策略

消费定性分析：地产数据全面下滑 对钢材消费形成最大拖累

图1：房地产销售及其同比增速走势

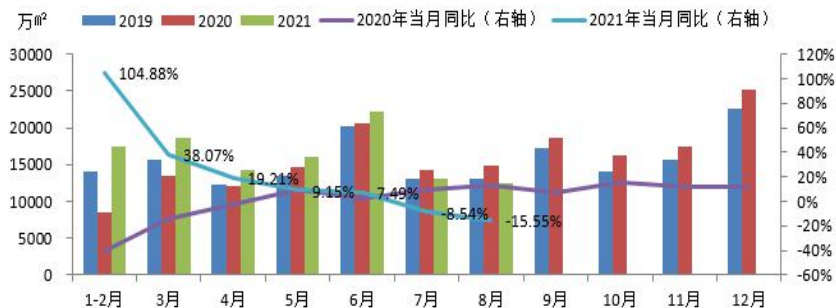


图2：房地产投资增速走势

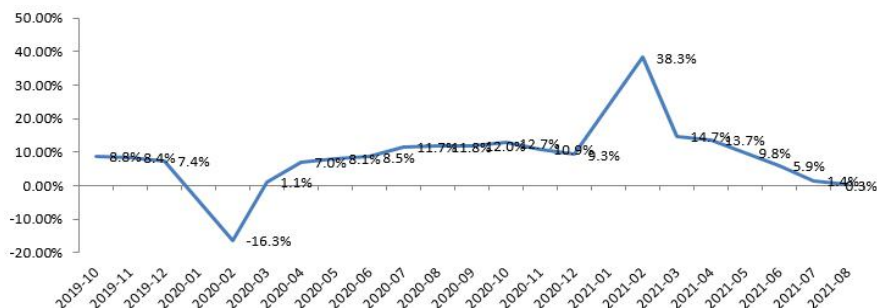


图3：房地产新开工面积及其同比增速走势

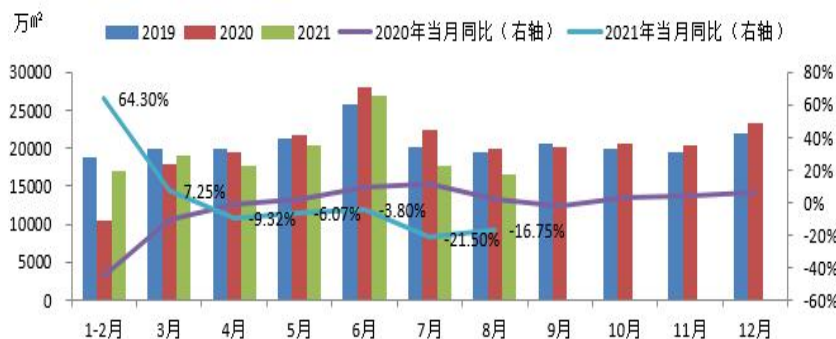
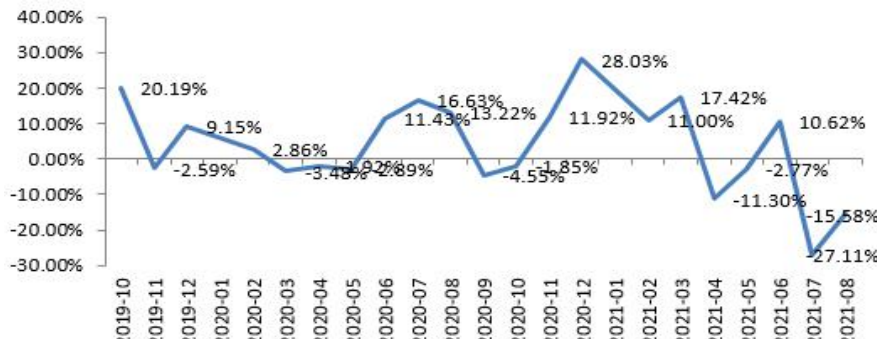


图4：房地产施工面积同比增速走势



消费定性分析：基建投资增速下滑至低位 挖掘机销量持续4个月下降

1-8月基建投资累计同比增加2.9%，增速持续下滑。8月挖掘机销量同比下降13.68%，已持续4个月负增长。8月水泥产量同比下降5.2%，持续4个月负增长。

图5：基建投资累计同比走势



图6：挖掘机当月销量及其同比走势

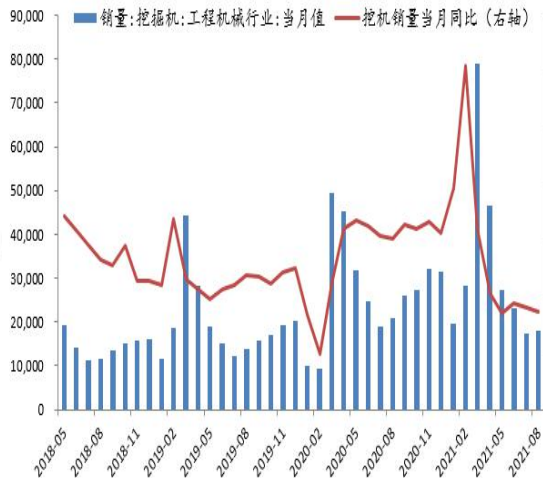
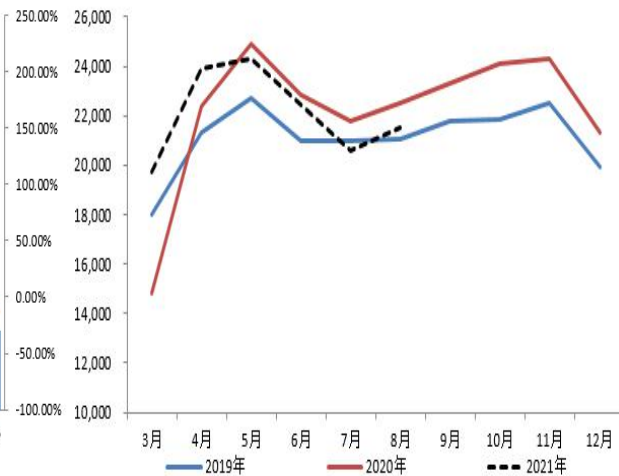


图7：水泥产量季节性走势

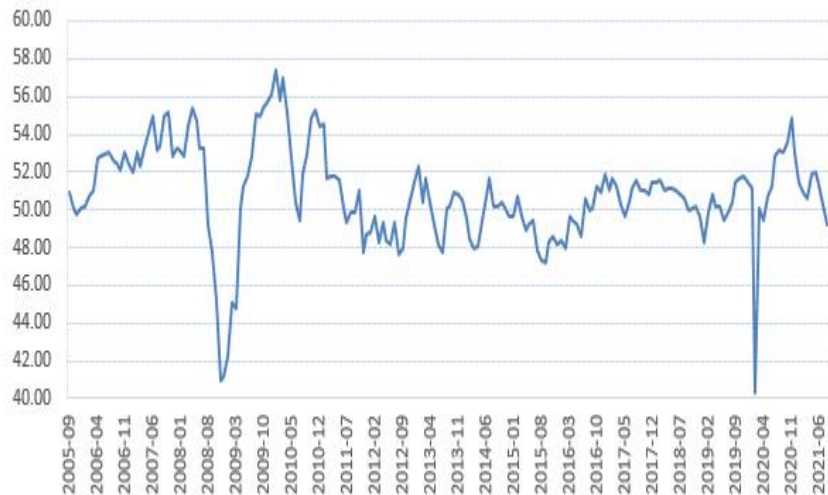


数据来源：钢联数据，中州期货研究所

消费定性分析：制造业景气度降至收缩区间 对钢材消费下降

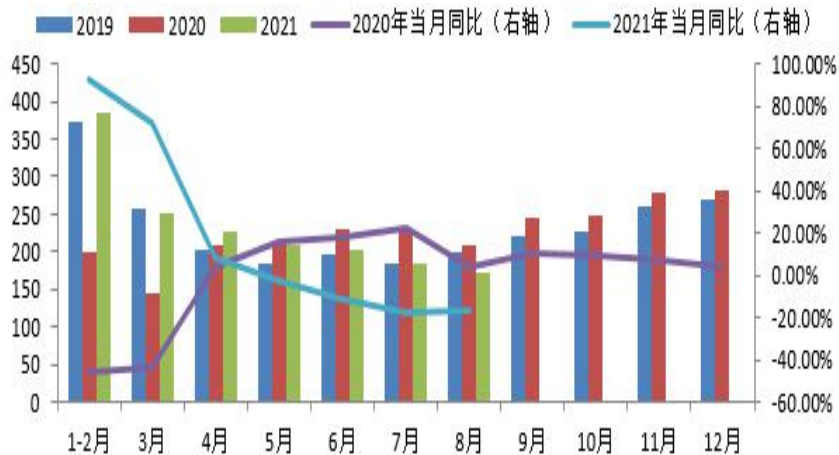
8月制造业 PMI为49.2，环比下降1.1%，为2020年5月以来首次降为收缩区间。5-8月汽车销量和产量均持续负增长，其中8月汽车销量下降17.8%，产量下降17%。

图8：财新制造业PMI走势



数据来源：钢联数据，中州期货研究所

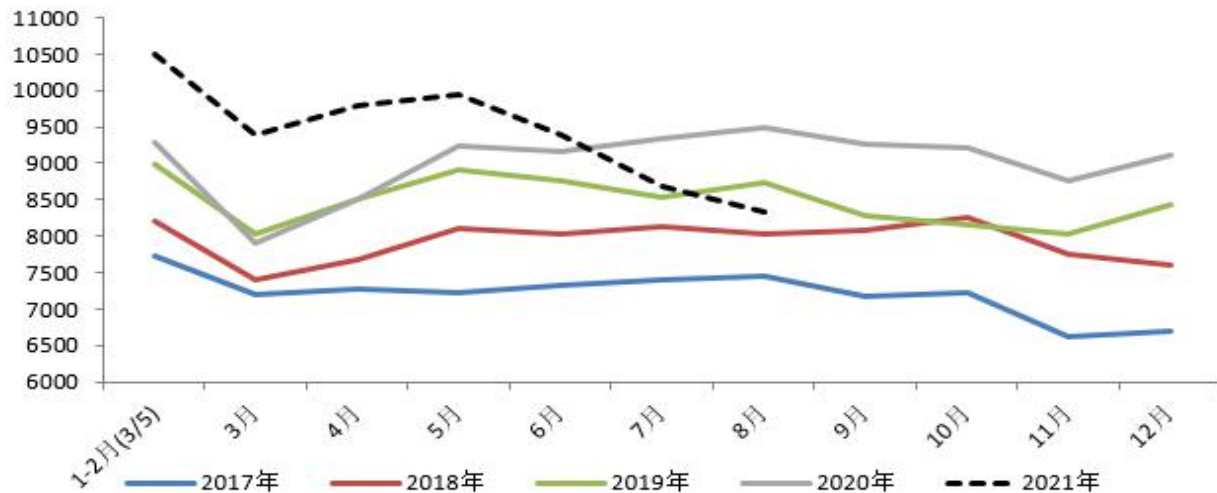
图9：汽车产量及同比走势



粗钢产量：今年9-12月需压减粗钢5483万吨，降幅14.97%

河北今年计划压减粗钢产量2171万吨，其他省份平控，则今年全国需压减2171万吨，去年全国产量10.65亿吨。今年1-8月粗钢产量73022万吨，则9-12月粗钢产量31284万吨，同比下降5483万吨（假定去年统计局修正后的全年产量增量1200万吨，平均分配至每月），降幅14.97%。

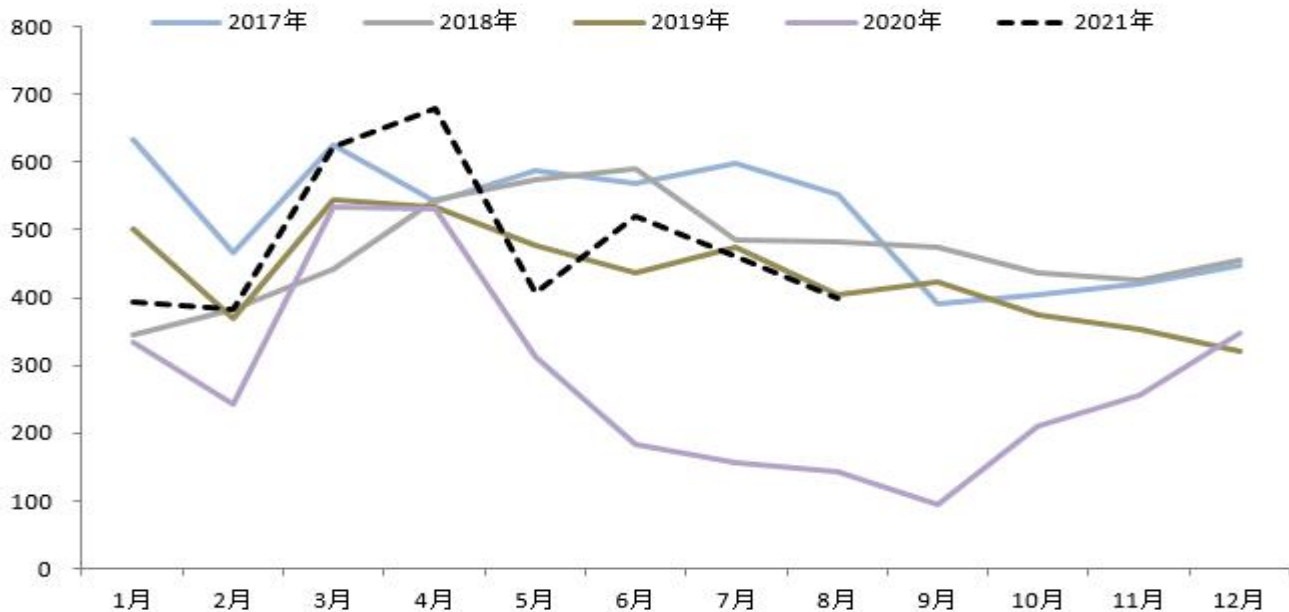
图10：粗钢月度产量季节性走势



净出口：去年基数低 预估四季度钢材净出口同比继续增加

1-8月钢材进口累计同比下降22.4%，出口同比增加31.6%，净出口同比增加58.57%。其中8月进口同比下降52.5%，出口同比增加37.3%。

图11：钢材净出口季节性走势



钢材四季度供需平衡表

7月粗钢消费下降11%，8月粗钢消费下降18%（疫情等因素）。

表1：悲观假设：9-12月粗钢消费同比下降18% 供需基本平衡

| 2021年供需平衡表（月度） 单位：万吨 | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|--------|
| 指标 | 1-2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 1-8月 | 同比 | 9-12月 | 全年 |
| 粗钢产量 | 17499 | 9402 | 9785 | 9945 | 9388 | 8679 | 8324 | 73022 | 3946 | 31284 | 104306 |
| 粗钢消费 | 14292 | 9069 | 9937 | 9875 | 8785 | 8105 | 8046 | 68109 | 2883 | 30033 | 98141 |
| 粗钢净出口 | 752 | 604 | 660 | 394 | 506 | 449 | 387 | 3752 | 1387 | 1200 | 4952 |
| 粗钢供需缺口 | 2455 | -271 | -812 | -324 | 97 | 126 | -109 | | | 51 | |
| 粗钢总库存 | 5040 | 4769 | 3957 | 3633 | 3730 | 3855 | 3746 | | | 3798 | |

表2：中性假设（大概率）：9-12月粗钢消费同比下降14.5% 供给缺口1230万吨

| 2021年供需平衡表（月度） 单位：万吨 | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|--------|
| 指标 | 1-2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 1-8月 | 同比 | 9-12月 | 全年 |
| 粗钢产量 | 17499 | 9402 | 9785 | 9945 | 9388 | 8679 | 8324 | 73022 | 3946 | 31284 | 104306 |
| 粗钢消费 | 14292 | 9069 | 9937 | 9875 | 8785 | 8105 | 8046 | 68109 | 2883 | 31314 | 99423 |
| 粗钢净出口 | 752 | 604 | 660 | 394 | 506 | 449 | 387 | 3752 | 1387 | 1200 | 4952 |
| 粗钢供需缺口 | 2455 | -271 | -812 | -324 | 97 | 126 | -109 | | | -1230 | |
| 粗钢总库存 | 5040 | 4769 | 3957 | 3633 | 3730 | 3855 | 3746 | | | 2516 | |

表3：乐观假设：9-12月粗钢消费同比下降11% 供给缺口2512万吨

| 2021年供需平衡表（月度） 单位：万吨 | | | | | | | | | | | |
|----------------------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|--------|
| 指标 | 1-2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 1-8月 | 同比 | 9-12月 | 全年 |
| 粗钢产量 | 17499 | 9402 | 9785 | 9945 | 9388 | 8679 | 8324 | 73022 | 3946 | 31284 | 104306 |
| 粗钢消费 | 14292 | 9069 | 9937 | 9875 | 8785 | 8105 | 8046 | 68109 | 2883 | 32596 | 100705 |
| 粗钢净出口 | 752 | 604 | 660 | 394 | 506 | 449 | 387 | 3752 | 1387 | 1200 | 4952 |
| 粗钢供需缺口 | 2455 | -271 | -812 | -324 | 97 | 126 | -109 | | | -2512 | |
| 粗钢总库存 | 5040 | 4769 | 3957 | 3633 | 3730 | 3855 | 3746 | | | 1234 | |

数据来源：钢联数据 中州期货研究所

库存：低于去年同期且处于去库阶段

图12：螺纹钢总库存季节性走势

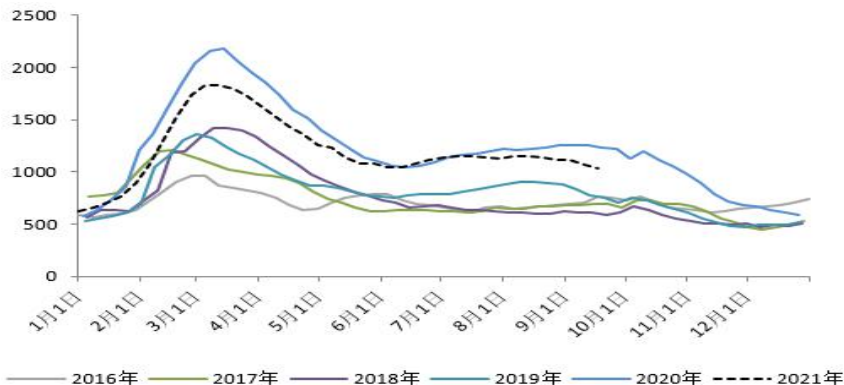


图13：热卷总库存季节性走势

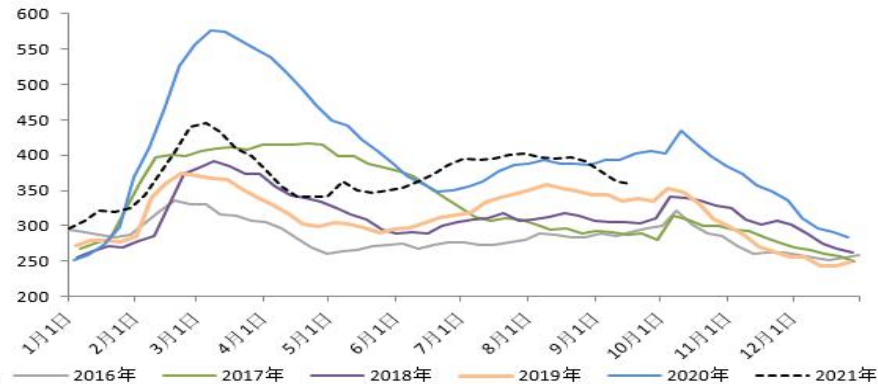
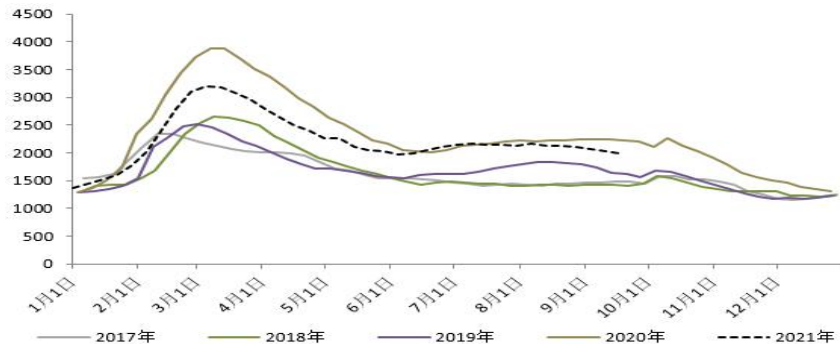


图14：五大钢材品种总库存季节性走势



数据来源：钢联数据 中州期货研究所

钢厂利润：现货和盘面利润均处于历史高位

螺纹钢钢厂高炉即期利润714元/吨，热卷高炉即期利润754元/吨，螺纹钢盘面利润1423元/吨，独立电弧炉利润826元/吨。

图15：螺纹钢高炉即期利润季节性走势

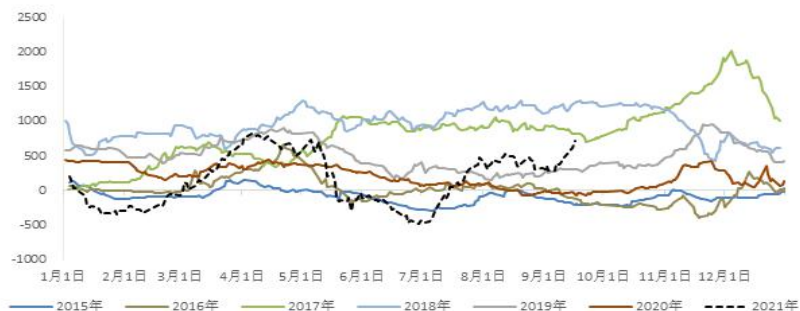


图16：热卷高炉即期利润季节性走势

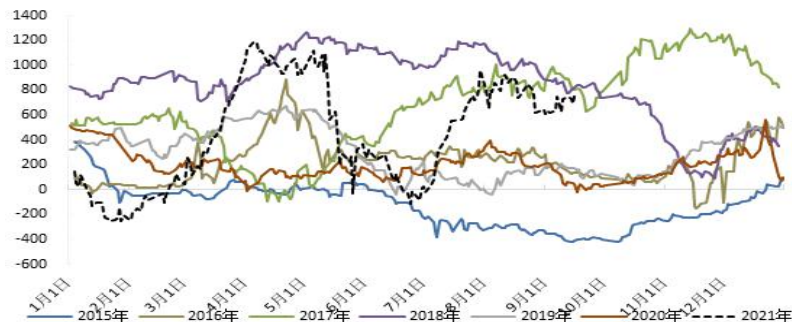
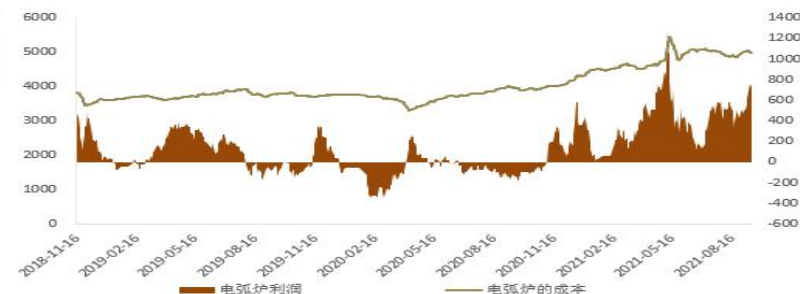


图17：螺纹盘面利润季节性走势



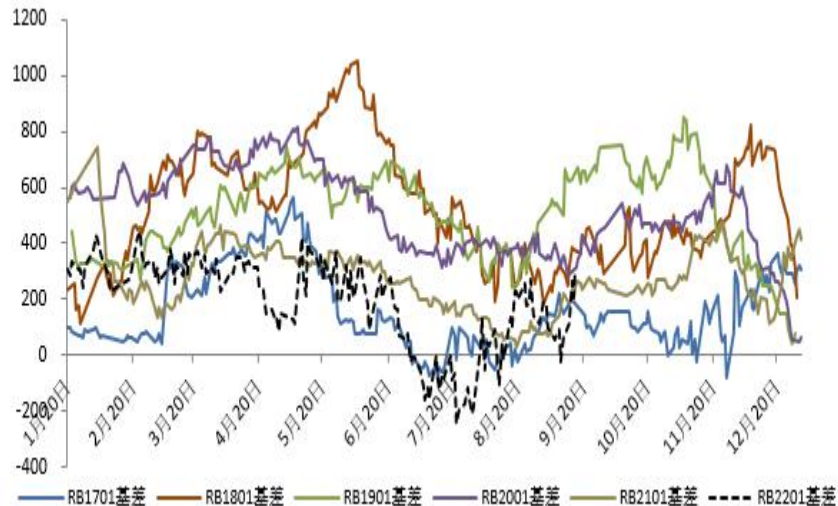
图18：电炉钢利润季节性走势



数据来源：钢联数据 中州期货研究所

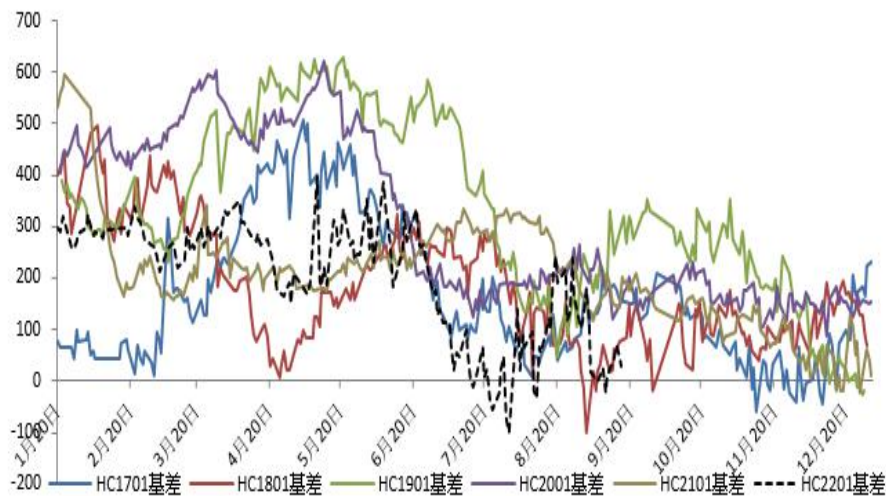
钢材基差：螺纹2201和热卷2201均小幅贴水

图19：螺纹01合约基差季节性走势



数据来源：钢联数据 中州期货研究所

图20：热卷01合约基差季节性走势



一、产销双降下 四季度钢材存缺口 逢低做多2111或者2201合约

主要逻辑：1、终端消费同比下降：地产销售、开工面积和施工面积均同比大幅下降，投资增速下降至0.27%，地产端对钢材消费形成较大拖累。基建投资增速下滑至低位，挖掘机销量持续4个月下降，基建端对钢材消费减少，考虑目前新增专项债发行进度只有50.5%，同时发改委表示将加快全年3.65万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，基建对钢材消费有望边际好转。制造业景气度降至收缩区间，汽车产销持续下降，制造业对钢材消费下降。地产、基建和制造业对钢材消费均下降。

2、9-12月粗钢产量同比下降14.97%：河北今年计划压减粗钢产量2171万吨，其他省份平控，则今年全国需压减2171万吨，去年全国产量10.65亿吨。今年1-8月粗钢产量73022万吨，则9-12月粗钢产量31284万吨，同比下降5483万吨，降幅14.97%。

3、9-12月粗钢净出口同比将保持大幅增加：虽出口退税取消后，钢材出口环比下降，但考虑去年基数较低，今年钢材净出口同比将继续大幅增加。

4、9-12月大概率存缺口：按照7-8月粗钢消费平均增速测算，9-12月供需缺口1230万吨，后期库存将下降。

5、估值偏高：钢厂利润历史高位，期货小幅贴水。

二、逢高做空螺纹2205或者热卷2205

主要逻辑：1、即使明年钢材继续实施平控或者压减产量政策，压减产量可能主要集中在下半年，上半年产量受政策影响较小，高利润驱使钢厂提产动力将大幅增加。

2、地产调控下，明年上半年钢材消费大概同比下降。

三、多螺纹2111空螺纹2205，多热卷2111空热卷2205

主要逻辑：平控利多今年四季度的钢材合约，明年上半年的合约产量不受平控制约。

02

四季度铁矿石投资策略

9-12月四大矿山全球发运同比增加1740万吨

表4：四大矿山9-12月铁矿石发运推算

| 四大矿山2021年9-12月发运推算（万吨） | | | | | | | | | | |
|------------------------|---|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|------------|--------------|-------------|
| | 产销目标 | 预计全年完成 | 21年7-8月销量 | 20年7-8月销量 | 21年1-8月销量 | 20年1-8月销量 | 20年销量 | 20年9-12月销量 | 21年9-12月销量预估 | 同比去年9-12月增加 |
| 淡水河谷 | 维持3.15-3.35亿吨不变 | 31500 | 5174 | 5303 | 19218 | 17346 | 28608 | 11261 | 12283 | 1021 |
| 必和必拓 | 2022财年（2021年7月至2022年6月）目标量2.78-2.88亿吨 | 28400 | 4106 | 4380 | 18080 | 19065 | 28961 | 9896 | 10320 | 424 |
| 力拓 | 目标量3.25-3.4亿吨，力拓宣称只能完成下限 | 32500 | 4276 | 4533 | 19689 | 20532 | 33057 | 12525 | 12811 | 286 |
| FMG | 2021财年（2020年7月至2021年6月）目标1.78-1.82亿吨，完成18220万吨，为历史最高；2022财年（2021年7月至2022年6月）目标量1.8-1.85亿吨 | 18250 | 2725 | 2695 | 11875 | 11664 | 18030 | 6366 | 6375 | 9 |
| 合计 | | 110650 | 16281 | 16911 | 68862 | 68608 | 108656 | 40048 | 41788 | 1740 |

数据来源：钢联数据，上市公司公告，中州期货研究所

非主流矿后期发运将下降

7月加拿大进口矿63万吨，同比下降169万吨。8月印度进口矿同比减少420万吨。南非矿今年整体发运均低于去年。矿价逼近非主流矿成本，非主流矿的发运预计将进一步减量。

图21：进口加拿大矿发运量季节性走势

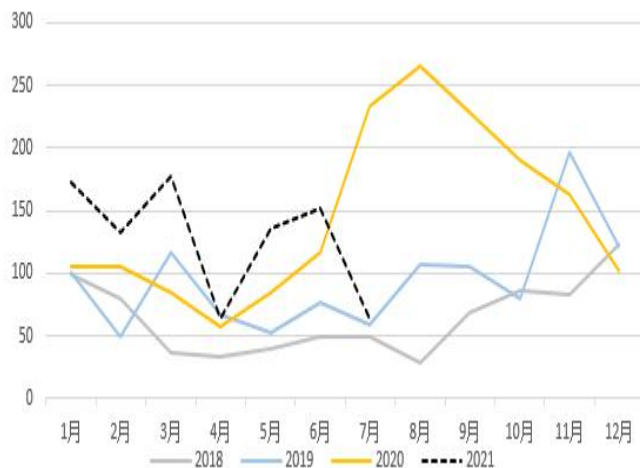


图22：进口印度矿季节性走势

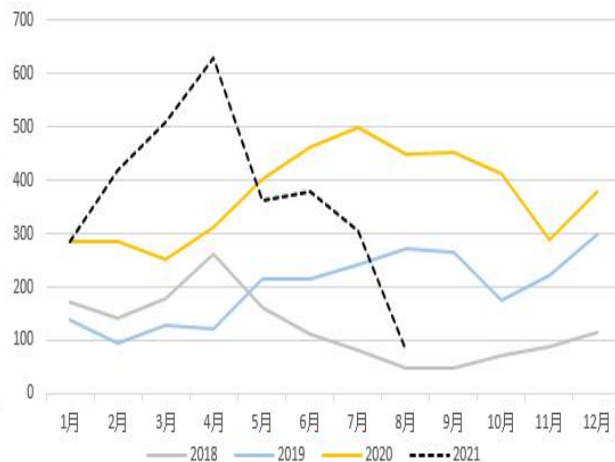
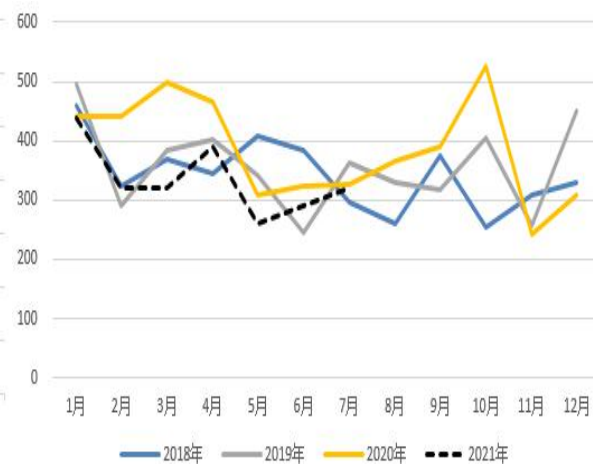


图23：进口南非矿季节性走势



数据来源：钢联数据，中州期货研究所

铁矿石供需平衡表：9-12月供给过剩3384万吨

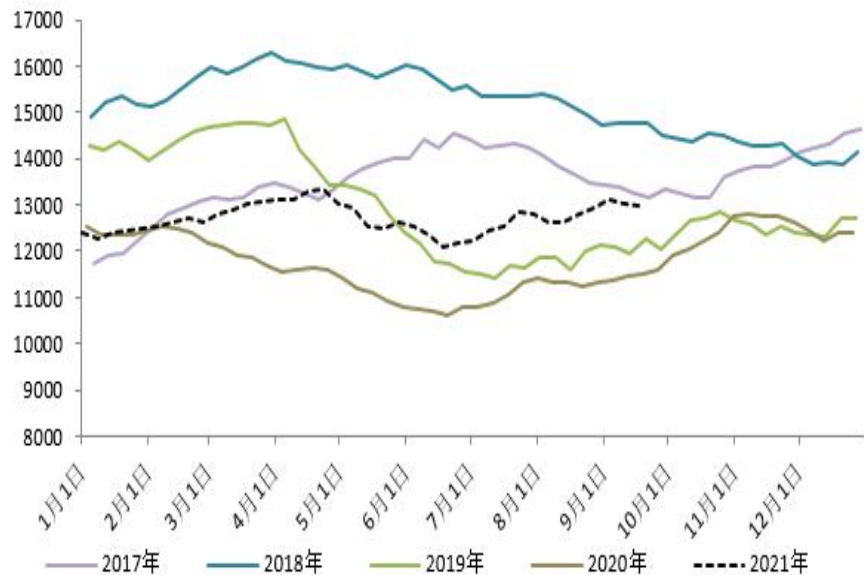
表5：四季度铁矿石供需平衡表

| 时间 | 供应 | | | | | 需求 | | 供需缺口 | 期末库存 |
|------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|
| | 进口矿 | | | | 国产矿 | 生铁产量 | 铁矿需求 | | |
| | 澳洲 | 巴西 | 非主流 | 总进口量 | 铁精粉 | | | | |
| 2021年1月 | 5385 | 1916 | 1799 | 9100 | 2307 | 7615 | 11322 | 85 | 12501 |
| 2021年2月 | 5151 | 2168 | 1732 | 9051 | 2031 | 6860 | 10938 | 144 | 12645 |
| 2021年3月 | 6140 | 2103 | 1968 | 10211 | 2233 | 7475 | 11956 | 488 | 13133 |
| 2021年4月 | 6247 | 1677 | 1933 | 9857 | 2325 | 7597 | 12288 | -106 | 13027 |
| 2021年5月 | 5781 | 1496 | 1702 | 8979 | 2400 | 7815 | 11784 | -405 | 12622 |
| 2021年6月 | 5777 | 1470 | 1694 | 8941 | 2322 | 7578 | 11650 | -387 | 12235 |
| 2021年7月 | 5430 | 1852 | 1569 | 8851 | 2253 | 7285 | 10526 | 578 | 12813 |
| 2021年8月 | 6000 | 2200 | 1549 | 9749 | 2201 | 7153 | 11842 | 108 | 12921 |
| 2021年9-12月 | 24235 | 10320 | 5084 | 39369 | 8825 | 25903 | 45080 | 3384 | 16305 |
| 同比增量 | 504 | 616 | -2500 | -1380 | -560 | -3914 | | | |

数据来源：钢联数据，中州期货研究所

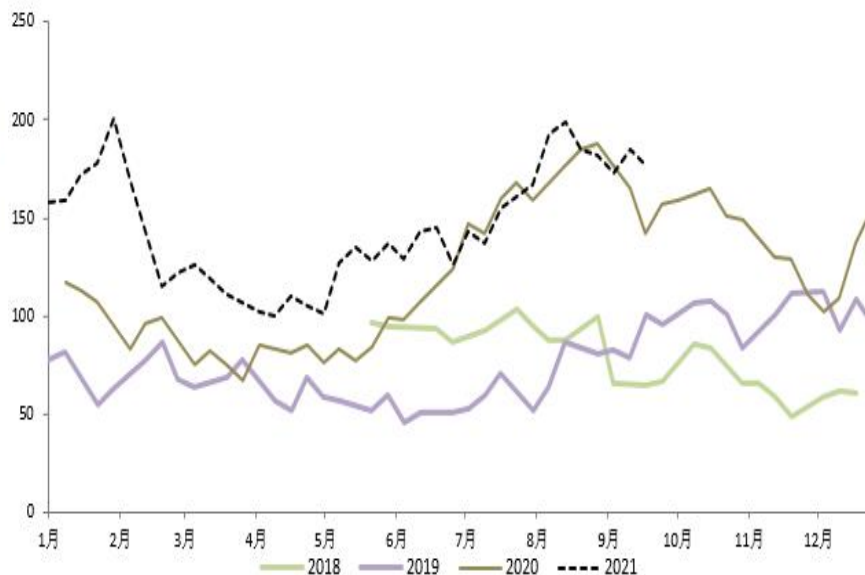
铁矿石港口库存同比增加 港口压港船只较多

图24：港口铁矿石库存1.286亿吨



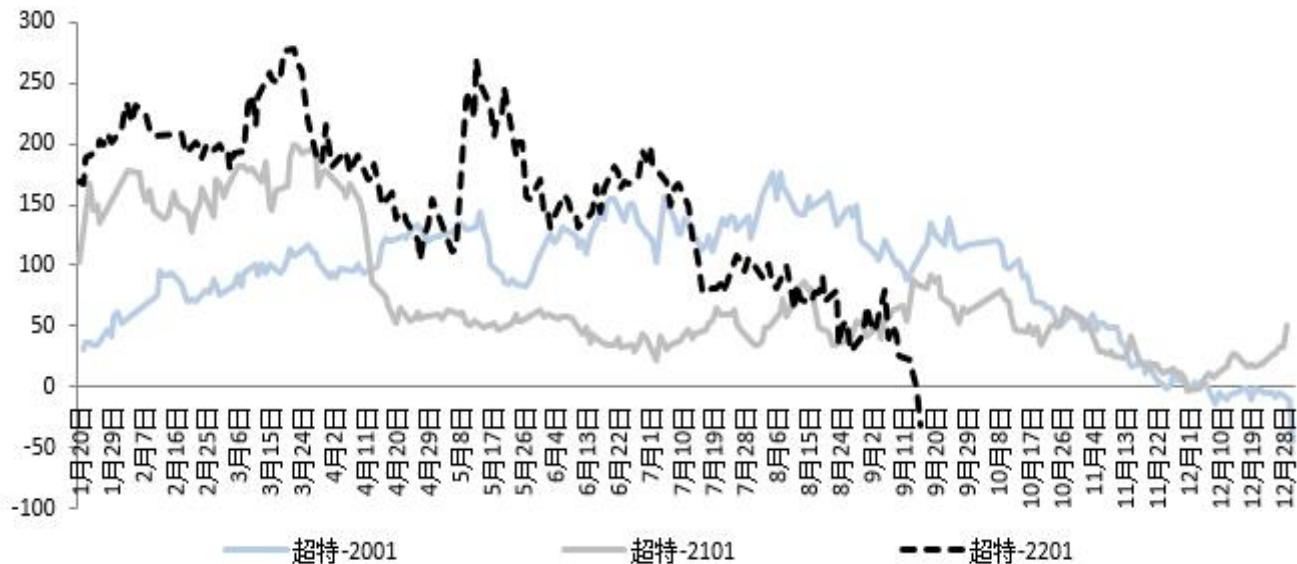
数据来源：钢联数据，中州期货研究所

图25：港口压港船数（条）



基差：考虑品牌贴水，矿石2201合约小幅贴水

图26：铁矿石01合约基差季节性走势（不含品牌贴水）



数据来源：钢联数据，中州期货研究所

进入累库周期 矿价接近非主流成本 逢高（730-760）做空

- 1、9-12月铁矿石总供给48464万吨：**根据四大矿山的发运计划，9-12月全球发运同比增加1740万吨，按照澳洲与巴西矿山发往中国的比例测算，9-12月发运中国的量同比增加1120万吨。非主流矿因接近成本而减量2500万吨左右，国内矿山因安全检查和环保检查严格精粉减量560万吨左右，综合来看9-12月总供给将减少1940万吨，为48464万吨。
- 2、9-12月铁矿石消费为45080万吨：**河北今年计划压减粗钢产量2171万吨，其他省份平控，则今年全国需压减2171万吨，去年全国产量10.65亿吨。今年1-8月粗钢产量73022万吨，则9-12月粗钢产量31284万吨，对应生铁产量25903万吨。9-12月铁矿消费为45080万吨。
- 3、9-12月供给过剩3384万吨：**经测算9-12月铁矿石供给过剩3384万吨，而且压港高位，矿石进入累库周期，价格承压。
- 4、非主流矿成本在70-80美金，对应港口540-613元/吨。**

03

四季度煤焦投资策略

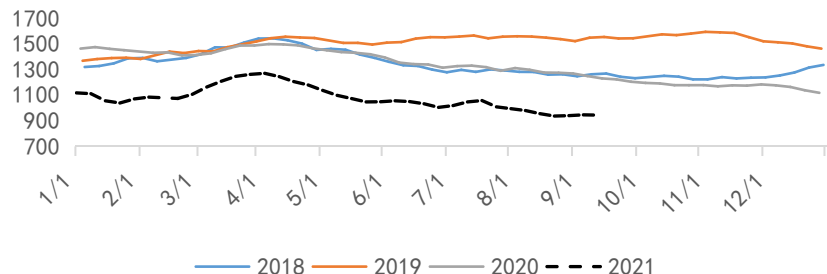
9-12月焦炭供需小幅过剩：焦炭供给过剩+库存回归正常

2021年焦炭供需平衡表（万吨）

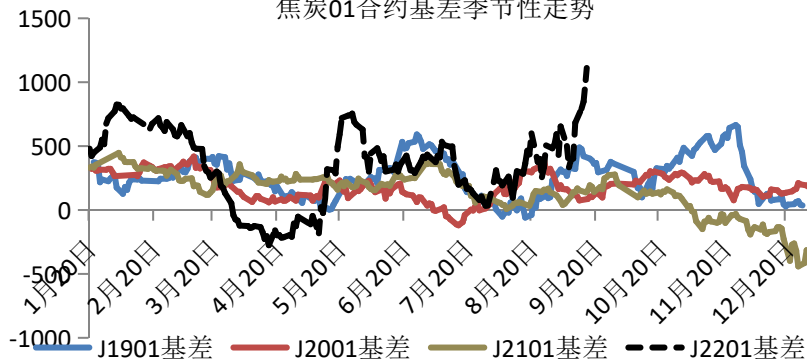
| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 1-8月 | 9-12月 |
|----|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|-------|
| 供给 | 有效供给量 | 4153 | 3758 | 3979 | 3934 | 3915 | 3891 | 3879 | 3967 | 31476 | 15280 |
| | 同比 | 9.3% | 15.1% | 4.6% | 2.0% | 0.2% | -3.1% | -3.0% | -3.9% | 2.3% | -5.0% |
| | 净进口量 | -23 | -10 | -33 | -71 | -54 | -64 | -58 | -50 | -363 | -200 |
| | 同比 | 53.3% | 66.7% | 28.9% | 212.8% | 133.8% | 611.1% | -3000.0% | -300.0% | 387.9% | |
| | 焦炭总供给 | 4130 | 3748 | 3946 | 3863 | 3861 | 3827 | 3821 | 3917 | | |
| | 同比 | 9.1% | 15.1% | 4.5% | 0.8% | -0.6% | -4.5% | -4.5% | -5.7% | | |
| 需求 | 焦炭用量 | 4242 | 3708 | 3943 | 4007 | 4077 | 3997 | 3840 | 3980 | 31794 | 14725 |
| | 同比 | 8.1% | 12.5% | 4.8% | 4.3% | -1.1% | -2.2% | -4.4% | -5.0% | 1.8% | -9.8% |
| 缺口 | 供需对比（供-需） | -112 | 40 | 3 | -144 | -216 | -170 | -19 | -63 | | 355 |

目前焦炭总库存928万吨，2018-2020年四季度焦炭库存均值1320（2020年为1170），需补库242-392万吨。

焦炭总库存（全样本焦化+247钢厂+港口）



焦炭01合约基差季节性走势



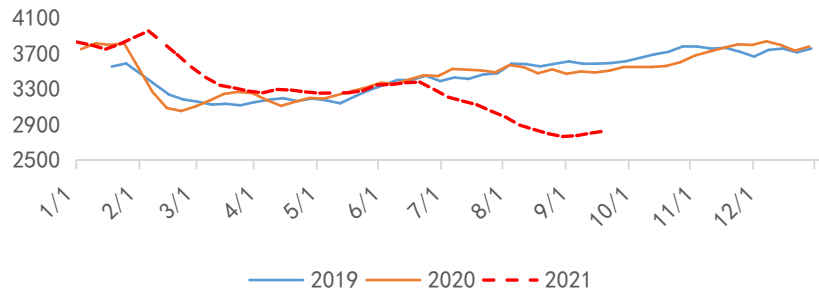
9-12月焦煤供需紧平衡：焦煤供给过剩+库存回归正常

2021年焦煤供需平衡表（万吨）

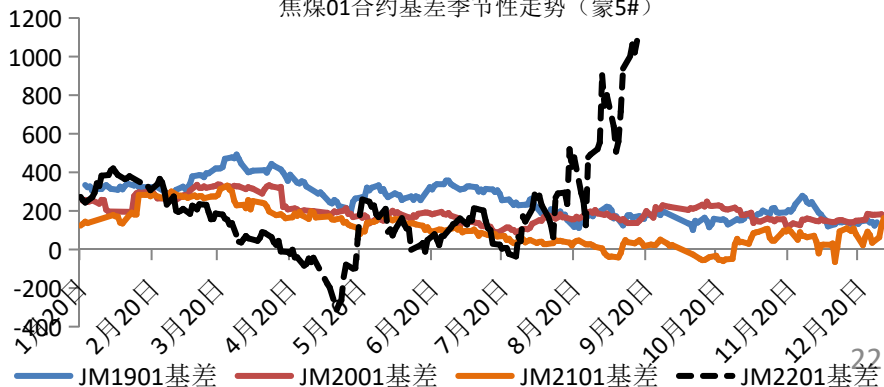
| | | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月E | 1-8月 | 9-12月 |
|----|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 供给 | 有效供给量 | 4263 | 3429 | 4253 | 4019 | 4101 | 4065 | 3860 | 4020 | 32010 | 17153 |
| | 同比 | 27.4% | 17.5% | -2.1% | -1.0% | 2.3% | -4.5% | -6.6% | -5.0% | 2.3% | -0.4% |
| | 净进口量 | 309 | 323 | 491 | 348 | 341 | 407 | 377 | 400 | 2996 | 1800 |
| | 同比 | -68.8% | -38.1% | -11.7% | -43.3% | -28.8% | -34.0% | -48.1% | -44.0% | -42.6% | -8.2% |
| | 炼焦煤总供给 | 4572 | 3752 | 4744 | 4367 | 4442 | 4472 | 4237 | 4420 | | |
| 需求 | 同比 | -27.0% | -28.9% | -26.5% | -33.8% | -31.8% | -34.2% | -38.1% | -36.9% | | |
| | 炼焦煤用量 | 4718 | 4208 | 4783 | 4640 | 4527 | 4514 | 4551 | 4630 | 36571 | 18445 |
| | 同比 | 6.8% | 12.9% | 5.6% | 1.4% | -1.2% | -6.2% | -4.9% | -6.1% | 0.6% | -5.0% |
| 缺口 | 供需对比（供-需） | -146 | -456 | -39 | -273 | -85 | -42 | -314 | -210 | | 508 |

目前焦煤总库存2827万吨，2019-2020年四季度焦煤库存最低点为3548万吨，需补库721万吨。

焦煤总库存（洗煤+独焦+钢焦+港口）



焦煤01合约基差季节性走势（蒙5#）





中州期货有限公司

地 址：上海市浦东新区民生路1299号丁香国际西塔1502室

电 话：400-820-5060 网 址：WWW.ZZFCO.COM

免责声明：本报告的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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。