

【回·望】黑色：争雄角力转坤轴

原创 刘佳良 中粮期货研究中心 2023-01-25 10:19 发表于辽宁

收录于合集
#回望三年 9 #黑色 26



摘要

2020年以来的三年时间，黑色市场经历了五次大方向上的变盘，形成了六个趋势运行的时间段。每次变盘都经历了国内与海外、政策与市场的争雄角力。



2020.01-2020.05: 低价震荡。库存天量，利润从常态下行。疫情突发，需求预期转弱。
 2020.05-2021.05: 一年牛市。顺利去库，利润回升至高位。美联储降息，疫情放开；国内限制澳煤进口、减污降碳、产量平控、超产入刑。
 2021.05-2021.11: 调整暴跌。库存低位，利润巨变。严查投机，能耗双控，恒大爆雷。

2021.12-2022.05: 半年牛市。库存回升，利润下行。经济下行压力大，政策积极主动。
 2022.05-2022.10: 半年熊市。库存下行，利润下行。美联储激进加息，市场担忧衰退，国内疫情散发、房地产爆雷。期间弱现实倒逼钢厂减产。
 2022.11至今: 牛市初现。库存下行至低位，利润转负。防疫优化，地产预期转暖。



数据来源: Refinitiv Reuters、中粮期货研究院整理

2020年以来的三年时间，黑色市场经历了五次大方向上的变盘，形成了六个趋势运行的时间段。每次变盘都经历了国内与海外、政策与市场的争雄角力。新冠疫情及政府的应对是贯穿三年行情的连续主线，这使得宏观环境的影响力相比以往更加突显，供需情况与价格之间的相互反馈关系被打乱。

一 2020.01-2020.05：低价震荡

2020年初，新冠疫情开始蔓延，此时市场处于相对恐慌的阶段。春节之前，钢厂仍维持着中高位水平的利润，例如螺纹利润维持在240元到400元之间，产量因而维持在高位。钢贸商对新冠的影响估计不足，资金宽松的背景下积极囤货，导致钢材库存大幅累积，螺纹库存达到历史最高水平2177万吨。春节后，在疫情影响下，建筑行业复工进度较慢，市场恐慌情绪不断扩散。需求预期由强转弱。

从价格表现来看，这一阶段的黑色市场价格表现为低价震荡，基本方向是脉冲式的下探。虽然疫情影响下市场陷入恐慌，但是黑色市场的跌幅相对较小。黑色跌幅较小的主要原因是人们对政府刺激措施的期待。美联储在3月大幅降息作为应对手段。而中国政府在出现经济下行压力时，一般会通过刺激投资来稳经济，从而缓解了市场对黑色需求下行的担忧。除了期待政策之外，黑色价格处于低位区间也是阻止市场大幅下行的核心因素。以螺纹钢为例，螺纹期货指数在这一阶段处于3600元以下的低位区间，市场对于价格下方空间的想象力有限。因此，本阶段是价格矛盾的反向积累过程。

二 2020.05-2021.05：一年牛市

第一次大方向上的变盘发生在2020年5月，此后黑色市场经历了大约一年的牛市。其间，2020的10月、2021年3月和2021年4月都发生了助推黑色牛市持续的核心因素，主导涨势的品种由铁矿切换至焦炭，再切换到螺纹。相应地，变盘过程中钢材利润先是由中高位逐渐降至低位，然后又快速拉升至高位，例如螺纹利润就由400元降至0元附近，并在本阶段的尾声站上了1000元。在这个阶段，钢材的高库存最终都得以顺利消化，从基本面的角度加强了市场信心。

2020年5月之前，为了应对新冠疫情的冲击，美联储快速反应，连续两次大幅降息。这为5月份铁矿的向上突破埋下了伏笔。疫情带来的恐慌情绪加剧之后，黑色市场中最大的向下压力集中体现在对钢材高库存的担忧，螺纹库存历史性地突破2000万吨，达到2177万吨。到了5月之后，下游房建和基建的开工提速，市场认识到需求虽然迟到但是没有消失。钢材库存开始快速的下行，价格向下压力得以缓解。美联储降息之后，其它西方国家也接连追随降息。国内来说，人们对加大刺激政策力度的期待越来越强，对疫情的恐慌情绪被掩盖，市场上做多的投机情绪上升。铁矿作为与海外市场联动最紧密的黑色品种，先于螺纹和焦炭向上突破。此时螺纹仍在低位区间徘徊。

2020年10月，新的核心因素再度出现。在中美博弈升级的大背景下，中澳关系也降至冰点。受澳大利亚个别政客的不当言行影响，中国政府开始通过限制进口澳煤对澳施压。10月份，超出配额的澳煤已经无法顺利通关，人们意识到了煤炭的短期紧缺无法避免。煤炭市场开始领涨黑色。此后，市场逐渐担心铁矿的进口也会受到牵连。在这个大环境影响下，铁矿跟随焦炭开始快速走强。10月之后钢材下游需求也顺利启动，钢材库存再次快速下行。螺纹价格在成本和需求的双重核心因素推动下也突破3600元的低位区间，非常流畅地到达了4200元以上的中高区位。

2021年3月，两会召开前后，工信部在年初发布的产能平控政策持续加码，环保督察的过程中同时检查减污降碳和产能平控的进度。这个阶段的钢铁产量却不降反升，产量平控严格执行的话影响将会非常之大。螺纹利润在铁矿和焦炭的接连上涨过程中回落到盈亏平衡附近。产量平控和低利润的组合影响下，螺纹价格有快速补涨的需求。两会前后政策上的积极因素被放大，中国共产党成立100周年、全面建设社会主义现代化国家新征程开启之年、实施第十四个五年规划第一年，这三大重要节点叠加之下，市场对需求非常乐观。供减需增形势，令现货市场中的投机情绪也受到了提振，涨价积极性更甚于期货市场。螺纹也于此时一改被动局面，从2021年3月开始领涨黑色，并最终顺利涨至4800元之上，进入高位区间。

2021年4月，国内煤矿超产入刑的新产能政策在山西推进执行，煤炭企业生产积极性持续低迷。焦煤产量和进口都无法有效应对需求的季节性波动，焦炭库存也同步大幅波动。这种情况令市场感受到极强的短缺感，焦炭价格快速上行。这进一步助推了钢材价格的上涨情绪，市场投机行为达到高峰。螺纹指数价格最终达到了5959元的三年最高点。

三 2021.05-2021.11：调整暴跌

第二次大方向上的变盘发生在2021年5月，此后黑色市场经历了一轮大调整，然后以一轮快速的普跌结束。2021年8月和2021年10月，在新的核心因素推动下，市场出现了两次大的节奏变化。这个阶段，炼钢和焦化利润都出现了巨大的波动。半年左右的时间，螺纹钢的利润从1000元之上快速回落到0元之下，又回升至1000元之上的极端高位。这个过程中，受粗钢产量平控影响，铁钢产量快速下滑，钢材库存低位去库存。

2021年5月之前，市场投机情绪过度推升钢材价格，直接导致了下游加工制造业和建筑承包商的停产停工。这引起了国务院的高度重视，在5月12日和5月19日的两次国常会上，出台了直接针对钢材和煤炭涨价的应对方针，明确要依法严厉打击囤积居奇等过度投机行为。短期的市场情绪急转直下，大量的钢贸商被套。虽然情绪受到政策的抑制，但是粗钢的产能平控和煤炭的超产入刑等产业政策仍在推进执行，市场

中的短缺感仍然存在。在这种复杂的状态下，投机者对挺住价格仍有信心。没有多头踩踏的发生，令市场价格的下跌幅度有限。螺纹价格仍维持在高位区间，没有跌破4800元。

2021年8月，市场出现了两个新的核心因素。一个核心因素是发改委公布各省的能耗双控半年成绩单，在很多省份进度较慢的情况下，明确要求今年必须完成年初目标。这使得各省开始加速赶作业，强力控制高能耗行业的用能。在一电难求的环境中，市场对煤炭的短缺感更加强烈。对煤炭的补库快速推升了焦炭的价格。另一个核心因素是恒大债务问题曝光。恒大债务暴雷令国内对钢铁需求下行的担忧与日俱增，焦炭涨价令螺纹利润转负。这种环境中，钢厂对铁矿价格的打压不遗余力。铁矿价格开始出现连续走弱。此时螺纹仍受高成本的支撑，且库存连续下降。这种状态下，螺纹价格依旧维持在高位区间，没有跌破4800元。

2021年10月，政府打击囤积居奇的力度不断加大，发改委连发三文表明从严处理的立场，并赴郑商所调研动力煤期货市场的情况。市场多头感受到了政府强硬举措的威胁，开始出现踩踏式的下跌。与此同时，新一轮房地产税试点获批展开，加剧了市场对房地产投资下行的担忧。在种种强力政策的压迫下，焦炭和螺纹跳水下行，铁矿开始新一轮的补跌。此时的市场跌势极快，螺纹钢轻松跌破4800元，并进一步跌至中低区间，到达4200元之下。

四 2021.12-2022.05：半年牛市

第三次大方向上的变盘发生在2021年12月，中央经济工作会议上政府提出经济面临三重压力，并提出专项债等刺激政策要适度提前。此后市场经历了一轮持续半年的牛市。这个阶段，炼钢利润阶段性回升至高位，春节后开始掉头向下，最终积重难返，持续下行至今。在产量平控影响下，钢材库存在春节后处于近三年较低水平，但此后的去库速度过慢，对价格压力不断增强。

2021年12月之前，房地产市场的调控思路已经发生转变，市场暖意初现。11月底的中央政治局会议开始提出全力稳经济的定调，并在此后的中央经济工作会议上发出超预期的刺激信号。在2022年3月的两会上，政府工作报告明确提出全年GDP增长5.5%左右的目标，再度提振市场信心。此外，始于2月底的俄乌冲突推升了国际能源价格，铁矿价格也受到了提振。这种情况之下，虽然上海等地出现新一轮的疫情，但是市场相信政府仍会以稳经济为先。连续的积极因素刺激下，库存下降速度慢和利润持续下行的弱现实被忽视。情绪支撑之下，螺纹钢价格脉冲式上涨，最终再度涨至高位区间，达到4800元以上。

五 2022.05-2022.10：半年熊市

第四次大方向上的变盘发生在2022年5月，多地疫情散发冲击之后，政治局常委会明确要求从政治站位出发，要坚持从严防疫。此后2022年6月、2022年7月和2022年10月，分别出现新的核心因素对行情形成压力。接连的利空因素影响下，黑色市场经历了半年熊市。这个阶段炼钢利润继续下行，最终进入亏损区

间。这个阶段是个明显的钢厂主动去库存的过程。受钢厂主动控产量的影响，钢材库存也持续下行，到达520万吨左右的历年低位。

2022年5月之前，在通胀高启的影响下，美联储已经开始有进入激进加息模式的迹象。在这一前提之下，5月假期后中央再次强调要始终坚持动态清零的防疫方针，冲击了此前稳经济政策带来的市场信心。上海从严防疫对经济的冲击还历历在目，市场多头出现了新一轮的恐慌。黑色市场快速下行，螺纹钢价格跌破高位区间，到达4800元之下。虽然此后国务院召开了稳经济的万人大会，并强力督导稳经济措施的落地，但是最终还是没能令螺纹钢的价格重新站上4800元。

2022年6月，美联储超预期加息75个基点，激进加息对国内商品市场的影响进一步加大。在这个阶段，房地产投资数据开始连续地急转直下，市场预期进入极端悲观的状态。淡季的压力在悲观情绪中也被放大，螺纹的表现消费量持续处于历史同期低位。这一轮下跌中，螺纹钢价格由中高位区间向中低位区间运动，跌至4200元之下。

2022年7月，国内的房地产市场出现多地烂尾断贷事件，市场对钢材需求走弱的担忧加剧。房地产投资数据的持续低迷更是加剧了这一市场情绪。与此同时，美联储继续激进加息75个基点，对商品市场形成了持续性的压制，黑色市场也难以避免。内忧外患之下，螺纹钢价格快速跌低位区间附近，考验3600元的支撑力度。

2022年10月，市场对新一轮稳经济政策的期待很高，但是人民日报连发三文强调要坚持动态清零的防疫总方针不变。市场中出现了较大的预期差，对钢材需求走弱的担忧空前高涨。此时多头开始出现踩踏式出场，螺纹钢价格快速跌破3600元，进入入低位区间。

六 2022.11至今：牛市初现

第五次大方向上的变盘发生在2022年11月，政府防疫政策开始纠偏和优化，房地产市场连发三支箭稳定市场预期。此时市场情绪开始出现回暖，牛市开启的迹象显现。牛市之初，炼钢利润仍保持在盈亏线之下，钢厂生产意愿不强。库存也在钢厂的主动去库存策略影响下保持在同期低位水平。

2022年11月之前，稳房地产的迹象已经开启，连续出台政策支持优质房企融资，同时央行开启降准呵护流动性。这个阶段，房地产支持政策可以说是应出尽出，调控方针也从稳地价、稳房价、稳预期转变为保交楼、保民生、保稳定。这说明了政府的调控思路已经从防上行风险全面过渡到了防下行风险，后面所出政策还会更加积极。另外，在疫情防控政策优化之后，市场对短期需求的预期也开始回暖。此时，由于钢厂的持续减产，产业链中的原料和钢材库存都在低位，市场矛盾较小。钢厂主动减产缓解了弱需求矛盾，钢厂从囚徒困境式的博弈转向为价格联盟的合作。弱需求的现状在11月份被消化了，基本面不显得弱。临近年末，原燃料也开始涨价逼钢厂补库，预计会持续到春节之后。这种情况下，螺纹钢价格重新从低位区间回升至中低位区间，站上3600元。预计牛市仍将持续。

总结来看，黑色市场受到宏观经济和政策环境的影响越来越大，利润和库存驱动的供需平衡机制屡屡被打断。近三年大方向的变盘都是由宏观和政策层面主导的，供需平衡也被动地受到了冲击。在这种情形之下，外推行情的核心因素要先放在宏观经济和政策环境的评判上，再辅以供需矛盾对行情的加剧或平抑作用。

作者简介

刘佳良

黑色资深研究员

投资咨询资格证号：Z0013540

风险提示

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。



收录于合集 #回望三年 9

上一篇
【回·望】美豆：虎啸龙吟凌云志

下一篇
【回·望】白糖：虚负凌云万丈才

喜欢此内容的人还喜欢

【稀土】镨钕高位强势开局，金属难有低价报出
百川盈孚



【中粮视点】铝：宏观情绪修复+低库存 铝价上涨
中粮期货研究中心



【中粮视点】油脂油料：台阶
中粮期货研究中心



