

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

黑色产业链
策略报告

2024 年 1 月 24 日

分析师

裴红彬

期货从业资格： F0286311

交易咨询资格： Z0010786

联系电话： 18615516873

E-mail: peihb@ztqh.com

客服电话： 400-618-6767

公司网址：

<http://www.ztqh.com>

中泰微投研小程序**中泰期货公众号****报告摘要**

- 从周期和宏观逻辑来看，我们认为明年商品市场面临的周期环境在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年。在经济刺激利好和补库周期下，商品价格容易出现连续数月的反弹。但因为在工业稳增长下商品产能和供给充裕，在需求没有持续有效回升以及产量产能出清前，难以形成大宗商品行情的反转。伴随着企业补库的提前交易或者透支，商品价格经历数月的反弹后，再度回落筑底的可能依然较大。
- 节奏方面，关注市场交易的节奏提前。比如 2023 年的见底相比 2022 年提前 2 个月，并且在冬季淡季的反弹相比往年也有提前。明年春节时间较晚，元宵节后已经到了 2 月底，给“两会”政策预期和旺季预期的时间比较短，所以需要注意旺季前提前回落的可能。
- 从当前原料绝对价格看，焦煤和铁矿石绝对价格在高位，钢材成本甚至已经超过去年同期。如果明年疫情后需求的回补缺失，海外也面临反倾销和出口回落的压力，旧的需求韧性缺失叠加新的有效需求得不到提升，就会造成负反馈的落地风险。
- **趋势判断：**趋势继续保持区间思路，勿在价格高位追涨，关注钢材 4000-4200 区间压力；**节奏判断：**淡季在旺季预期下难以大幅回落，节后旺季回归现实，2024 年交易节奏或将继续提前，值得充分关注。
- **操作建议：**热卷价格在 4100 左右逢高做空或现货保值；或者期现正套操作。
- **风险提示：**地缘摩擦和战争扩大影响；汇率波动及政策强刺激。

把握交易节奏，谨防节后风险

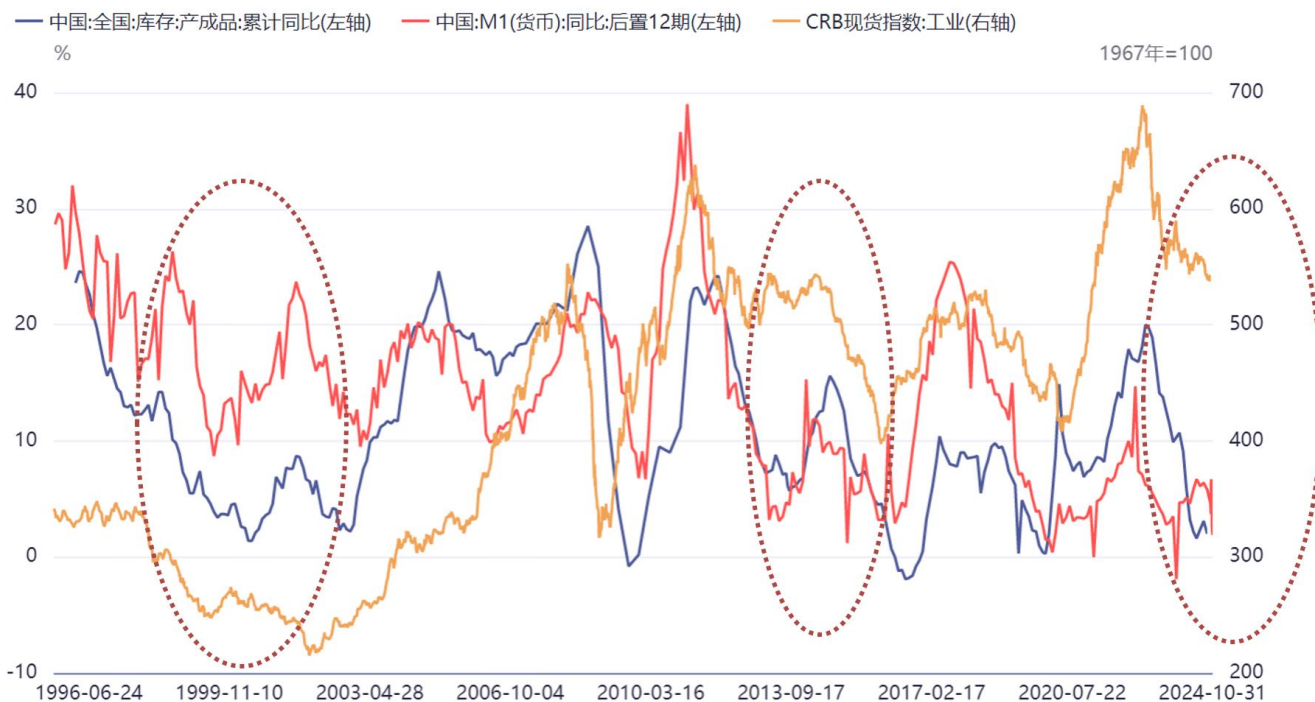
——中泰期货黑色月度策略报告（钢材）

一、趋势：2024 年弱补库下商品反弹后或再筑底

1、周期环境：弱补库商品易反弹但难持久

- 展望 2024 年春节前后黑色行情，首先从全年展望来看，我们认为 2024 年黑色行情因素也更为复杂，不可控因素更多。
- 从周期和宏观逻辑来看，我们认为明年商品市场表现在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年。
- 2024 年预计从被动去库到主动补库，利于大宗商品（预期）价格反弹。但因为人口因素决定下的经济改革转型（新旧动能转化和高质量发展）以及整体产能充裕情况下商品价格水平的回升均需要较长时间；市场投资信心依然不足，企业盈利情况改善持续性仍需观察，2023 年下半年以来黑色商品已经出现了超过半年度的反弹，企业补库已经提前交易或者已经透支，预计商品价格仍将回落探底。

图表 1：2024 年商品市场表现在历史上比较类似上世纪 90 年代末以及 2014 年



数据来源：IFind，中泰期货整理

2、宏观政策：政策刺激预期略强，但不会大水漫灌

- 宏观政策方面，国内政策刺激预期略强于 2023 年，但不会大水漫灌、会量力而行。美联储降息预期会给中国更多的货币政策腾挪空间，相对利好国内政策预期，但全球经济依然面临着较大的风险和不确定性。国内经济有效需求不足、一些行业产能过剩、社会预期偏弱问题依然存在，风险隐患化解和经济的回升仍需要一个过程。所以在交易时，需要注意宏观政策的预期和基本面的现实之间的预期弹性，并需重点留意市场逻

辑和交易节奏的把握。

3、产业政策：政策刺激预期略强，但不会大水漫灌

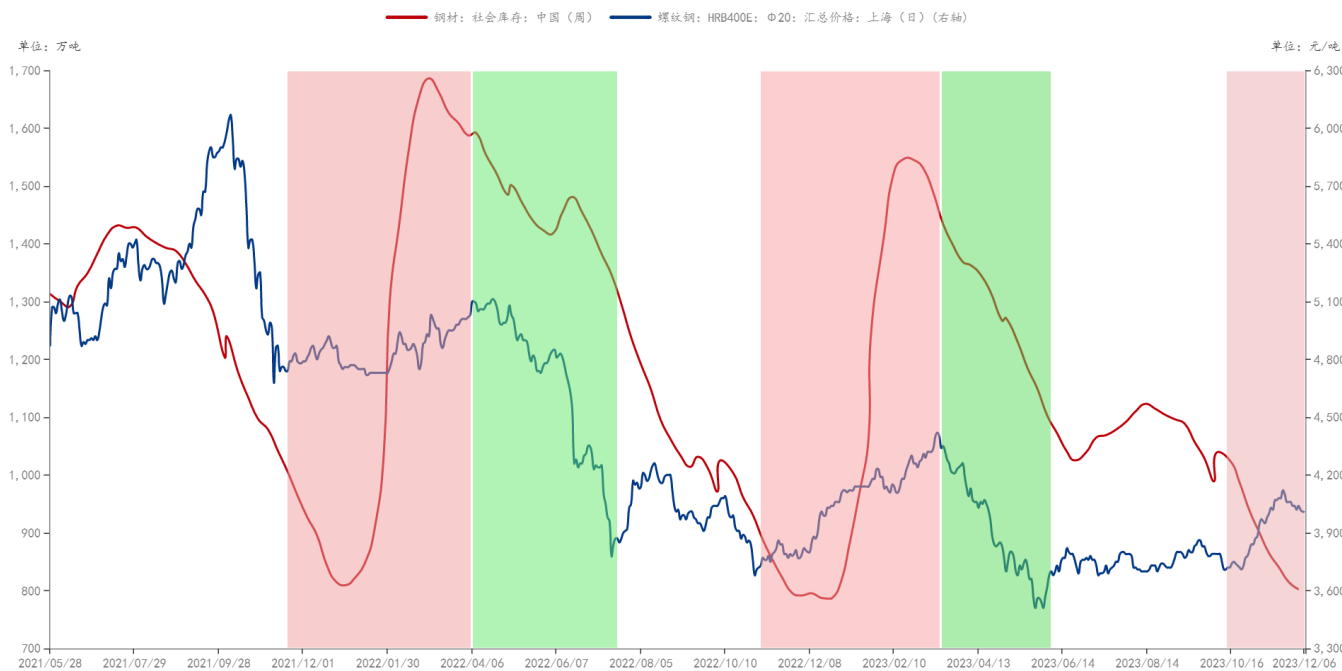
- 供给侧强调了绿色低碳发展，但是要先立后破。工信部年度会议中，工业平稳增长仍是第一个重点任务。所以，供给侧难有大的缩减动作。工业稳增长下供给充裕、加工生产利润难以回升。
- 另外，从产业逻辑来看，我们认为明年负反馈或者累库存的可能较大。熊市不同阶段对应价格及供需因素分别为去泡沫、打利润、降成本和去库存、减产量、去产能，两者之间或有交叉重叠。复盘 2021 年开始的钢铁市场熊市，2021 年重点为去泡沫，2022 年为打利润，2023 年去库存。2024 年假如商品熊市延续，大概率要开启降成本和减产量。

二、节奏：淡季预期乐观、旺季回归现实，交易节奏越发提前

1、相同点：淡季预期引导涨价，旺季现实回归弱势

- 近两年一般价格呈现的是反季节走势，也就是淡季容易涨价，旺季容易跌价。价格之所以呈现反季节性，主要逻辑如下。
- 一是期现深度融合，基差定价已具有较大的市场规模，导致期货盘面引导甚至主导了现货的定价，也就是预期引导现实定价。
- 二是期货市场，资金融资本力量的介入，增大了价格波动的弹性，并且在主力合约换月等时期，往往引领市场进行定价。

图表 2：钢材近年呈现淡季涨价，旺季跌价特征，并且交易节奏逐渐提前



数据来源：钢联数据，中泰期货研究所整理

2、差异点：成材交易节奏可能提前，原料考验节后支撑

- 近几年，市场交易的节奏也越发提前。比如 2023 年的见底相比 2022 年提前 2 个月，并且在冬季淡季的反弹相比往年也有提前。明年春节时间

较晚，元宵节后已经到了2月底，给“两会”政策预期和旺季预期的时间比较短，所以需要注意旺季前提回落的可能。

- **从当前原料绝对价格看，焦煤和铁矿石绝对价格在高位，钢材成本甚至已经超过去年同期。**如果明年疫情后需求的回补缺失，海外也面临反倾销和出口回落的压力，旧的需求韧性缺失叠加新的有效需求得不到提升，就会造成负反馈的落地风险。近期，除了主焦煤以外，多数钢厂原料供给已经转为宽松，动力煤港口库存，铁矿石、焦炭等部分原材料库存已经连续累积，存在冬储结束后原料支撑减弱的可能。

图表 3：螺纹价格和利润成本变化（元/吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

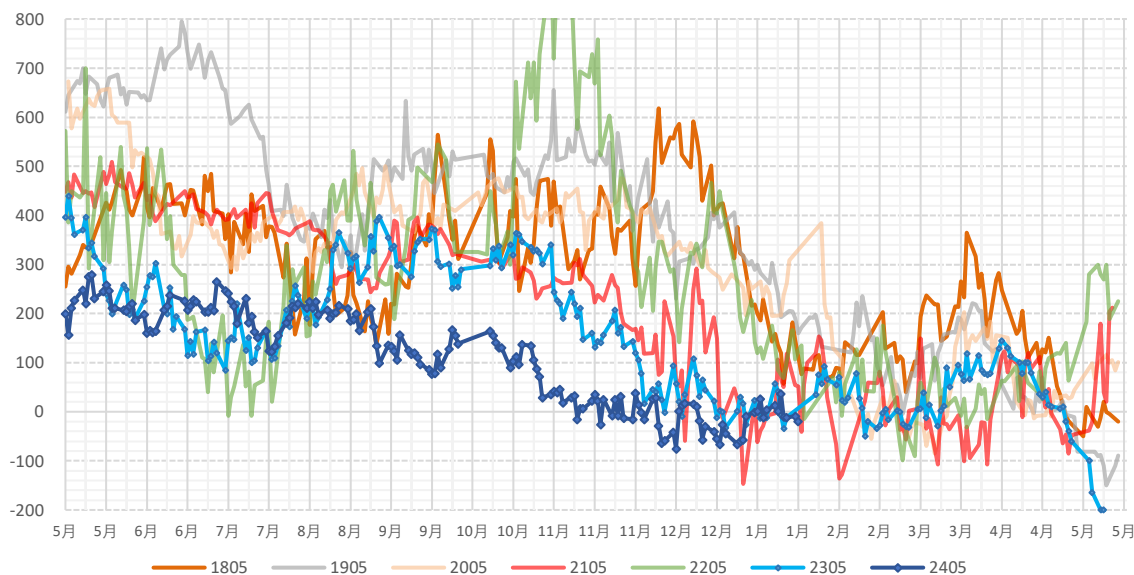
三、结论：黑色负反馈渐进现实，铁矿预计趋势转弱

1、春节前后市场展望：淡季反弹旺季调整，节奏可能提前

- **趋势判断：**趋势继续保持区间思路，勿在价格高位追涨，关注钢材 4000-4200 区间压力。
- **节奏判断：**淡季在旺季预期下难以大幅回落，节后旺季回归现实，2024 年交易节奏或将继续提前，值得充分关注。

2、策略建议和风险提示：趋势偏空操作，关注利润修复

- **趋势：**热卷价格在 4100 左右逢高做空或现货保值；
- **套利：**钢材期现正套参与；
- **风险提示：**双碳约束下产量控制政策加码；地缘冲突影响原料供给。

图表 4：泰安热卷（Q235 网价）和热卷 05 合约基差（元/吨）


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

