

## 旺季近在眼前，板块强势能否延续？

——中信期货 黑色·月谈 第41期 会议纪要

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

2月24日，由中信期货主办的黑色·月谈第41期在线上举行，来自宏观及煤焦钢矿领域的几位嘉宾为大家呈现了最核心的逻辑和观点，以下为本次会议纪要。



### 摘要：

黑色月谈会议是每月一次，每次我们会邀请宏观以及煤焦钢矿各领域的几位嘉宾，每位嘉宾用15分钟左右的时间跟大家呈现最核心的逻辑和观点，希望各位参会的领导后期持续关注我们黑色月谈会议系列，我们的观点也会通过这个会议平台持续发布和跟踪。

### 发言嘉宾：

### 黑色建材研究团队

研究员：

俞尘泥  
021-61051109  
从业资格号 F03093484  
投询资格号 Z0017179



## 旺季近在眼前，板块强势能否延续？

——中信期货 黑色·月谈第41期（2月24日）

主持人 李亚飞 中信期货研究所 黑色组钢材研究员

### 发言嘉宾：

|          |     |         |           |
|----------|-----|---------|-----------|
| 1、黑色市场分析 | 李亚飞 | 中信期货研究所 | 钢材研究员     |
| 2、黑色市场展望 | 周涛  | 某券商自营   | 固收投资经理    |
| 3、铁矿市场展望 | 应鹏飞 | 中融鼎投资   | 黑色研究员     |
| 4、玻璃市场分析 | 薛原  | 中信期货研究所 | 玻璃纯碱研究员   |
| 5、煤焦市场展望 | 龙佳新 | 某投资机构   | 研究部副经理    |
| 6、钢铁市场展望 | 耿浩博 | 南京钢铁证券部 | 期限风险管理室主任 |

各位投资者，大家下午好，我是中信期货李亚飞，欢迎参加中信期货黑色月谈，很高兴有机会与大家共同探讨黑色，黑色月谈聚焦于黑色市场展望，已举办至第 41 期，在此也感谢投资者的持续关注和众多嘉宾的干货分享。今天，我们邀请了数位资深嘉宾，为您全面展望 3 月黑色走势：

作为主办方，我还是先抛砖引玉，简单谈一下我们对黑色市场的理解，接下来各位嘉宾还有更精彩的分享解读。

### 发言嘉宾 1：李亚飞 中信期货研究所 黑色组钢材研究员

黑色商品强预期弱现实的基本格局没有变化，但是预期和现实的权重，节前和节后变化很大。节前钢材处于传统淡季，叠加政策利好的层层助推，强预期占据主动权，黑色商品一路反弹向上。节后现实的权重越来越大，节后第一周工人复工偏慢，黑色商品出现了 10%左右的回调，后期随着工人复工加快，特别是螺纹钢表需超预期向好，带动黑色迅速反弹。

钢材价格短期依然维持震荡运行，底部由三个因素支撑。1、成本支撑：电炉处于盈亏平衡线，高炉利润同样不佳；钢厂处于复产周期，原料库存偏低，原料自身基本面偏紧，不具备大跌基础。2、冬储价格支撑：螺纹钢期货下跌到 3950 元/吨，钢厂和贸易商挺价。3、负反馈引发钢厂主动去库存，进而导致钢价大幅下跌没有现实基础。当下的钢材已经触及到了成本支撑，达到了部分资金的买点，如果现实需求不及预期，钢材发生了负反馈，必然触及其他资金的买点，因为在全年稳增长背景之下，预期向好的格局不会改变。

顶部空间由旺季需求决定。地产端：虽然房企融资端政策逐步落地，但商品房总体销售持续弱势，房企资金紧张，拿地意愿依然较弱，复工率和劳务到位率同比依然偏弱。基建端的需求具备韧性，一方面政策支撑力度加大，另一方面资金到位情况较好。制造业情况有所分化，汽车、集装箱订单不佳，中小型制造业活力在回升，此外海外订单也有所回落。整体看，需求仍处于缓慢修复的状态中，但无论是地产还是制造业，都没有看到快速回暖的信号。所以钢材需求大概率会表现出旺季需求高度和持续性不佳的状态。

铁矿市场，继宏观预期及钢材现实需求好转后，铁矿跟随钢材呈上涨趋势。铁矿前期低发运逐步体现在港口的到港量上，以及钢厂疏港量维持高位，铁矿供需有所收紧，基本面向好。但由于目前钢厂利润偏低，原料维持按需补库，补库预期难以打开矿价向上空间；叠加 05 合约基差深贴水已从 60 修复至 30 元/吨的水平，后续向上空间有限，预计短期矿价延续高位震荡。后续关注两会前的高炉、烧结矿限产，以及两会后的政策出台情况。

双焦市场，目前市场的关注焦点在于阿拉善露天煤矿坍塌事故，这个矿坑属于在建矿区，生产 1/3 焦煤，也就是焦化原料中的配煤，年核定产能 90 万吨，事故自身造成的产量影响非常有限。但由于事故影响大，导致内蒙古、山西等地区都在要求煤矿自查，至于会不会出现“一刀切”安检，我们认为可能性虽然比较

低，但两会前后煤矿生产肯定会相对谨慎。比较巧合的是该事故正好出现在中下游提产补库阶段，本来焦煤全面供应宽松的局面是相对确定的，焦钢企业大多保持低库存策略防范跌价风险，但最近终端需求复苏良好，中下游本就存在较强的补库诉求，该事故极大刺激了焦钢企业，导致市场出现了一波抢货潮，期货现货均出现较大涨幅。

展望后市，中长期来看事故影响较小，预计春储补库接近尾声后，焦煤又将面临相对宽松的供应局面，因此现阶段不建议激进操作追涨。

废钢市场，2022 年江浙沪地区废钢到货大幅下跌的原因有四个：疫情防控，运输不畅；价格短期大幅下跌；钢厂利润不佳，拿货不积极；对未来不确定，基地不愿大量收废。废钢供给端：江浙沪地区废钢到货同比稍有减量，但环比 4 季度明显好转。与此同时，基地普遍反馈市场并不缺废钢，若价格合适废钢能持续释放。库存结构看：基地库存，节前废钢涨价基地看涨情绪浓厚，多数基地提高库存。当前库存水平中位偏高，基地废钢进少出多，降库为主。钢厂废钢库存，钢厂利润不佳，以销定产，废钢按需采购，自主维持低库存运行，此外废钢库存可用天数维持正常水平。所以综合判断，废钢自身矛盾点不大，预计涨跌跟随成材。

#### 发言嘉宾 2：周涛 某券商自营 固收投资经理

我们看到，春节之前整个黑色金属市场在国内防疫政策的调整、地产刺激和海外加息预期放缓等多重宏观利好的带动下，从底部到现在有比较大的一个涨幅。现在到了验证实际需求的阶段，刚才刘老师说过，得益于百年建筑网的调研，大家对于节后返工的节奏有一个比较好的把握。由于今年是防疫政策调整后第一个春节，很多人返岗偏晚，节后一两周工地复工节奏偏慢，盘面也出现了一定调整。但这个幅度并不深，因为大家也知道返岗时间偏慢是短期因素，所以数据转好后，螺纹的库存和表需改善的情况都挺不错的。

然后从需求的结构上来看，微观调研的反馈普遍来讲比较一致，就是基建的需求很强，地产暂时比较一般。这和今年地方政府的工作目标也是相吻合的。去年的目标是多重的，经济要稳住，疫情要管住，防疫和经济都要抓。今年在防疫政策调整后，核心目标只剩下了稳住和提振国内需求。这里我跟大家做一个微观的、独家的观察分享，我的家属在某家大型股份制商业银行的理财子公司，从春节后上班到现在，她每周都在出差，湖南、广东、这周在江苏，跑了个遍，都是在跟当地的政府、城投去对接一些基建项目的资金需求。所以说地方政府的稳增长决心可见一斑。

地产这块我们刚才说整体上数据有一些分化，现状是二手房的销售，特别是一二线有明显的好转，甚至于火爆。新房的销售速度恢复偏慢。我们觉得新房要起来，二手房的活跃是必不可少的前提条件，中间需要一个传导的过程。另外我们看到有部分民营房企重新开始拿地了，这些也都是一些积极的信号，虽然大部分还是杭州这样的高能级城市。

从周期来看，这都是一些比较积极的信号。不过考虑到拿地到实际开工这个滞后期有两到三个月的时间，接下来从周度数据的反映上，新开工可能还是会偏弱。我觉得这是需要注意的点，因为可能对情绪上有影响，需求的支撑我们认为还是来自基建。

供应方面目前的利润整体偏低，所以节后复产节奏偏慢。但最近随着价格走强反弹，我们能看到螺纹产量加速回升，包括铁水的产量重新回到了 234 万吨，是一个中性偏高的区间。目前表需还在回升的阶段，我个人认为这种产量的上升实际上提供了与原料端品种正反馈的基础，所以目前不算是特别明显的利空。需要强调的是当表需回到一个高位平台后，供应如果还在增加，值得大家去警惕。需求在环比回升，恢复的速度好于季节性，原料端品种的供应方面，铁矿处于季节性地位，焦煤最近出了重大安全事故，又临近重要会议，因此原料供应没有特别大的利空，因此我觉得整体还是正反馈阶段。

后续思路大致还是持有前期多单，或者回调买入的思路，3 月份重点关注 3 月中旬的时间点。如果表需不再增长，供应还在增加就比较危险，从季节性上来看，一般在 3 月中旬前后表需会出现高点，需要警惕负反馈发生的条件。这是对 3 月的看法。

操作上，其实从昨天开始价格整体已经有调整，事实上，如果没有突发煤矿事故，可能周三就会进入调整期，包括今天利空传闻也比较多。个人建议是去尊重事实，少去提前猜测趋势是否扭转，螺纹在 4270 这样的前期高点可以建仓或移动止盈。

另外建议大家可以去关注国债期货的对冲作用，买远月 06 个月的国债期货进行对冲保护。因为今年宽信用和经济复苏的预期强，都是利空国债的，所以 06 合约的基差比较大。我们看到今天收盘 06 和 03 个月差了接近一块钱，09 和 06 又差了七毛多，也就是说 3 月到 9 月六个月的时间有一块七的月差，因此做多国债 06 合约可以对冲经济复苏的落空，同时长期持有在基差上不吃亏。比在板块内找其他商品空更合适。相关的比如玻璃纯碱都是正基差，去空贴水不如买有基差收益的股债，安全性更好。

### 发言嘉宾 3：应鹏飞 中融鼎投资 黑色研究员

铁矿在今年的前 7 周，全球发运中国周均 2109 万吨，同比去年+86；澳洲发运中国周均 1473 万吨，同比去年+107；巴西发运中马新周均 366 万吨，同比去年+16；除澳巴之外发运中国周均 270 万吨，同比-37。直观来说，澳洲今年的发运情况是比较好的，巴西、除澳巴之外的非主流相对一般。

澳洲细分一下，澳洲同比增加+107 万吨中，来自三大矿山的贡献为 RT+56，BHP+13，FMG+12，澳洲非主流同比+26，也就是说今年 RT 的发运情况明显好于去年，去年 2 月之后力拓发运中国量在 420 万吨左右徘徊，而今年得益于天气不错、以及生产较为顺利，这个量在 480 万吨。

从发运比例来看，前 7 周澳洲发运中国平均比例为 85.4%，同比+3%，换句话说，澳洲发运中国之所以能同比多 107 万吨，并不单单是澳洲发运本身发运提量的影响，也有发运比例向中国倾斜的因素，这个比例拆分一下，同比+107 万吨中，同比+62 万吨是澳洲提量的影响，同比+45 是发运比例倾斜的影响，日韩比例下滑。巴西发运中平均比例为 72%，同比+2.6%。而巴西这边因为总量同比增加不明显，所以发运比例的倾斜影响也比较小。所以往后展望的话，后续 1 个月预计澳洲发运中国仍会同比+100 万吨，巴西预计同比+10 万吨。

我们再来说一下非主流的发运情况，因为非主流没有发运中国高频数据，所以接下来发运全球的情况：南非周均发运全球 110，同比去年-20；印度周均发运全球 41，同比-43；加拿大周均发运全球 84，同比+16；乌克兰周均发运全球 8，同比-52；所以目前非主流同比有减量原因主要是印度、乌克兰发运是低于往年的。但是往后看，目前印度的单周发运已经达到 80 万吨和去年同期水平相当，乌克兰去年 3 月份发运量因为战争快速下降，所以往后展望 1-2 个月，印度和乌克兰的发运将同比持平。

2023 年前 7 周平均到港 2435 万吨，而去年同期是 2302 万吨，同比增加 133 万吨，除了发运船期的影响，也有部分海漂兑现到港的影响，像之前 2 月 10 日 2800 万吨那期的到港数据，到港环比+500，发运环比-300，就造成了海漂 1000 万吨的剧烈下滑，当然海漂降幅更大也有海漂转口欧洲的因素。

126 家国产矿日均产量 36.2 万吨，环比+1.1，其中华北+0.6，东北+0.2，西南+0.1、华南+0.1。华北目前日产 11 万吨，虽有复产，但距离往年 13-15 万吨仍有差距，主要是两会前炸药管控，预计国产矿更多增量集中在两会之后。

目前铁水 234 万吨，环比+3 增的比较快。我们今年前 8 周的平均值铁水是 226 万吨，去年同期的均值为 211 万吨，也就是说目前铁水平均每周比去年高 15 万吨，相当于一周比去年多消耗 130 万吨矿石，所以对照去年到港和铁水两方面的情况，总库存的变化应该对应的上，总库存=厂内+压港+港口三者之和，去年前 7 周总库存累计 400 万吨，今年前 8 周累库 500 万吨，可以一一对应。

后续铁水展望，最近一周钢厂利润得益于成材涨价，利润普遍恢复 80 元左右，目前山东、江苏点对点利润几十元左右，河北部分钢厂可能利润在盈亏线附近，所以整体看下来利润尚可的背景下铁水还未见顶，这波复产铁水高点可能在 240 附近。但如果后续出现上午山西厂库压力大，但是需要注意近期的需求以贸易商投机为主，如果后续刚需偏弱压制钢厂利润，预计铁水可能也会受到一定压制。

展望后续情况，去年 3 月份总库存-600 万吨，4 月份-1100 万吨，总计降库 1700 万吨，而今年铁水比去年提升速度快，所以预计后续三月份降库速度更快，预计三月份降库 1000 万吨，4 月份降库 500 万吨，整体降库幅度小于去年，但今年 3 月降库更快。也就是说目前港存 1.42 亿吨，预计 4 月末库存下降至 1.27 亿吨。

另外今年铁水比去年日均高 15 万吨，但是因为废钢较为紧缺，今年前 8 周废钢日耗为 41 万吨，去年同期为 44 万吨，也就是说废钢抵消了铁水 3 万吨，合计下来，今年粗钢比去年日均多 12 万吨。但我们看五大材的情况，把五大材折算日度产量后，今年前 8 周平均产量 203，去年同期为 209，也就是说今年粗钢日产比去年高 12 万吨情况下，五大材还比去年少 6 万吨，我们认为这个差异主要在于钢坯、工角槽和一些型钢上。所以后续的工角槽和钢坯的需求如何，将决定了钢坯的库存压力，需要后续持续关注。

因此，整体评估下来，铁矿石的基本面应该是黑色里面最强品种，但是从去年 600 到目前 900 元的 50% 的涨幅也把估值体现的比较充分了，另外 1 月份船期的货目前算下来也有 20-40 元的利润，后续有部分兑现利润出货的压力；还有就是，前两天开仓从 2000 手降到 1000 手之后，我们发现盘面成交量和外资持仓量均出现一定下滑，短期资金角度盘面难以上冲，两会前偏震荡，整体可以期待一下铁矿的回调机会。

#### 发言嘉宾 4：薛原 中信期货研究所 玻璃纯碱研究员

**玻璃：**需求端，从最终端地产来看，部分地区复工率仍不乐观地产资金问题短期仍未缓解，且根据地产资金来源指标领先玻璃表需两个月来印证，短期资金问题仍旧会影响到玻璃表需的修复。再上一层玻璃深加工企业来看，目前调研结果显示，普遍的深加工企业回款较差，平均可能 30%-60%，好一点的可能有 70%。深加工订单同比往年节后也是处于同比偏弱的水平，尽管深加工厂自身原片库存水平偏低，但是在没看到回款以及订单改善的情况下，大概率会保持随用随采的策略，维持自身原片的低库存，也就是说深加工的补库动力暂时不足。贸易商方面也存在一定分化，沙河地区贸易商交投氛围较好，认为今年价格不会像去年那么悲观，整体补库情绪较好，年后也有一定出库和补库，当前库存水平可能有一半左右。但部分地区贸易商仍旧处于低库存水平，总体来看贸易商库存水平仍然不高，存在一定的补库能力，主要受盘面或者预期的驱动。

总结来看，需求终端的修复短期不太看好，但是中下游深加工以及贸易商是有一定的补库需求以及能力的，但是大幅的补库更多可能还是得看到终端预期好转，因此短期需求不具备持续性大幅好转可能，更多的可能随着预期以及中下游补库形成一轮一轮的脉冲需求。

供应端，当前可能更多预期供应有一定下行，但是下行幅度应该有限。一方面去年冷修的大量产线在今年面临着复产，尽管短期可能由于需求暂未启动而放缓，但下半年随着需求的启动复产的概率仍然是比较大的。另一方面，由于今年国内复苏的预期较好，以及对地产竣工预期的回暖，一定程度上降低了企业今年的冷修意愿。总体来看，供应端一季度或在库存以及需求不及预期的压力下，仍有部分冷修，但全年来看供应或稳中有升。

总结：短期来看由于基本面较差，国内地产复苏偏慢，低位震荡格局维持。中长期价格向好，国内今年政策预期以及复苏预期较强，竣工端需求今年仍有一定韧性，且今年的供应远低于去年，尽管今年有一定复产预期，但供应弹性远不及需求弹性，只要需求修复，价格向上空间较大，谨慎乐观。

**纯碱：**需求端重碱需求是比较明朗的，重碱这块浮法刚需不会少，尽管疫情结束后，玻璃厂有意压减纯碱库存天数，但是 15 天左右的库存天数是需要的，后续仍旧会持续补库备货。光伏端目前计划投产的大概有个 2.9 万日熔，保守估计可能能投个 1 万日熔左右，预计总日熔能到 9 万左右。但以终端装机需求 350GW 来看，当前日熔已经能够满足，再继续投产光伏玻璃会持续过剩，预计日熔越往上投产难度越大，投产可能更多集中在上半年。重碱需求稳中有升。轻碱需求随着消费的恢复，我们认为应该不会弱于去年，尽管当前高价纯碱一定程度上抑制了部分需求，但随着下游开工率的回升，预计后续轻碱需求能有一定修复，且今年碳酸锂有一定放量预期。全年来看，需求仍旧处于上升通道中。

供应端 5 月前基本没有产能增加，5 月后核心在于远兴能源的投产，官方目前公布的第一条线出产品的时间是 6 月份，实际时间可能会往后延，但年内投产完毕的概率较大。考虑到 7-10 月份基本是碱厂集中检修的时期，且远兴投产后碱厂检修的概率大幅增加，若远兴投产延后或出产品延后，09 或有一定的反转，不应太过悲观。

总结：纯碱在远兴投产之前，基本面仍旧偏紧，尽管进口增加出口减少，但考虑到浮法下行有限，光伏仍有增量，轻碱端需求变动不大的情况下，仍旧是紧平衡状态。远兴投产后供需逐步宽松，碱厂间竞争加剧，价格会逐步回落。短期对于纯碱基本面仍旧比较看好，05 合约难以大跌，以逢低偏多的区间操作为主，进一步趋势性上涨更多的需要看到基本面进一步偏紧，碱厂现货上涨以及玻璃下游好转的共振。09 合约前期由于 05 大涨带动，近期由于碱厂套保计划以及远兴投产计划大幅下行，但不宜过分悲观。

#### 发言嘉宾 5：龙佳新 某投资机构 研究部副经理

近期观点：看多双焦，成本支撑和需求增长驱动焦炭开启上涨行情。

近期市场行情：海内外煤焦共振上涨，焦煤触底反弹行情已经开启；焦炭贸易价格上涨，焦炭出厂价格提涨指日可待。

焦炭库存：库存仍处于历史低位，同比仍低 100 万吨左右，焦化厂去库明显，钢厂积极补库，但累库不明显，港口库存极低，贸易商产地抢货，下游仍有较强补库需求，焦炭逐步呈偏紧格局。

焦煤库存：焦煤库存仍处与历史极低水平，同比下降 400 万吨左右，煤矿库存中性水平，港口和口岸库存快速下降，焦化厂和钢厂库存低位，库存效果较差，仍有较强补库需求，焦煤呈明显偏紧格局。

**焦煤供给：**焦煤供给近期有一定回升，但是考虑到矿难影响，可能近期直至两会结束，将强化煤矿安全大检查工作，将较大程度上影响煤矿开工，造成焦煤供给明显下降，价格上涨。就全年来看，今年国内焦煤增量也极为有限，或仅为300-400万吨水平。

**焦炭供给：**考虑到焦煤供给偏紧，以及原料库存低位，焦煤大涨再次造成焦化厂普遍亏损，焦炭产量预计将受到影响出现开工降低，产量下滑，焦炭将向平衡偏紧转变。

**下游需求：**铁水产量快速增加，钢厂利润逐步恢复后提产积极，煤焦需求增长明显，在需求支撑下双焦缺口将进一步扩大，呈现供减需增格局，产业链利润仍将转移到上游。

**蒙煤变数：**尽管今年以来蒙煤通过明显增长，日通关车数保持在900车，但需要注意的是，由于蒙方取消中盘，拿出50%以上资源进行拍卖，将严重影响中方利益，并且相关企业已经采取反制措施，预计今年蒙煤通关量不大可能保持更高通关量，进口增量将会明显低于市场预期，预计全年进口总量或较22年增长30%左右，增量800万吨左右，不大可能超过1000万吨。

**澳煤进口：**首先，澳煤在中国放开通关后并非能够改善国内焦煤供需平衡，反而由于中国买家参与竞买，将持续推升国际焦煤价格，出现海外钢厂买焦煤不如买焦炭，甚至焦煤比焦炭贵的情况，将利多中国及全球的焦炭出口，中国焦炭出口3月份或恢复到100万吨左右水平，造成国内焦炭供给进一步紧张。

**阿拉善盟露天煤矿矿难影响：**出现事故的露天煤矿产能90万吨，阿拉善盟产能600万吨左右，在习主席批示下，煤矿安全生产将成为近期重点工作，如果全国露天煤矿或者内蒙古自治区整顿检查，将严重影响煤炭供给。2022年内蒙古11.74亿吨，全国约为45亿吨，占比超过26%。内蒙古露天煤矿占比45-50%，也就是约5-6亿吨产量是露天煤矿。

两会即将，煤矿安检加严，2月22日，鄂尔多斯市安全生产委员会下发《关于开展岁末年初安全生产督导检查的通知》；2月23日，鄂尔多斯市能源局下发《全是能源行业安全生产大检查工作方案》。预计此次事故将造成内蒙短期内产量下滑10%左右。

**价格预判：**预计主焦煤将在目前价格基础上仍有100-200元/吨左右涨幅，焦炭将开启提涨行情，预计2-3轮提涨空间（100元/吨一轮）。

**宏观风险：**俄乌冲突或将进一步升级，将利多能源、商品（如原油、天然气、煤炭、焦炭、钢铁等），双焦或将阶段性复制2022年上半年行情。

#### **发言嘉宾6：耿浩博 南京钢铁证券部 期限风险管理室主任**

**先说结论：**上半年做一个乐观者。我觉得黑色的矛盾开始积累了，但只是回调的矛盾，还没有累积出像去年那种500以上的大级别矛盾，我觉得现在目前累

积是不够的。目前市场仍然在强预期、弱现实的框架下，我觉得还是按时间窗口来交易相对来说更好一点，两会之前延续逢低买入的策略，等3月上旬结束之后再评估能否出现大的回调，但即使出现大级别的回调，我总体还是会去买多的。

从大的思路解释下为什么要做一个乐观者。**第一**，今年是新班子的首年，应该往积极的方向去交易。虽然经济压力较大，现实需求较差，但在全面证伪之前，我觉得对空头的交易都是挺不利的。政府摆明要给居民信心，当前地方政府、中央财政吃紧，但居民储蓄率较高，政府要给市场信心。**第二**，我觉得上半年地产不是核心的交易点，因为地产即使销售转好，向新开工的传导时间也是较长的。而且民营房企正处于降杠杆的过程，销售转好之后，会去偿还债务，降低负债，而不是采取高周转方式，扩张规模。**第三**，我对今年基建还是抱有很高希望的。因为今年没有疫情了，政府节约了疫情开支，今年流向基建的资金增加了。至于地方债问题，我觉得在出现系统性风险之前，它不是市场的交易点。美联储加息对美元指数影响，2月以来，我认为是对过度乐观预期的修正，但大的方向是不会变的。如果美债超过了去年11月的高点，可能市场会有压力，但我觉得近期已经修正的比较好了。

从产业细节点来看，制造业好于基建好于房建，建筑工程最大的障碍在于资金。其实这段时间聊下来，包括这次出去调研的感觉，地域性差异较为显著。华东很偏乐观，西北偏悲观一点。近期价格上涨，但真实需求没有好那么多，至少绝对没有价格反映出来的这么多。其实期现正套可以把弱需求解决掉，因此弱需求不是太大问题。现在这个时间点，就要看产量的上升速度，需求能否接得住了。现在基本周一、周二的时候，机构能推出表需的大概范围，市场就会在前几天往上推价格，price in 需求预期之后，就要看产量上升的速度，要是很快，那基本就开始往下走一波回调，

对于双焦，下半年要关注印尼的增量问题，可能部分产量要往国内回流，但我觉得上半年不至于恐慌，我对下半年偏谨慎一点，焦煤的安全检查，我觉得短期要观察检查结束后，坑口的复产力度有多大，这可能是后面交易的博弈点。要是下周一、周二坑口产量环比变化不太好，我觉得可以短期多配，不然多配的意义不太大。

我总体的交易思路是这样，上半年做一个偏乐观者，如果底仓不是很好，我觉得3月中下旬结束之后稍微变得谨慎一点。在此之前基本上是一个做逢低买的动作，比较稳妥一点，就是买阴黑，不追高。大级别的回调看华东谷电的成本支撑。

**免责声明**

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

**深圳总部**

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>