

## 黑色底在何处？

——专题报告 20240819

### 报告要点

近期黑色加速下跌，原因主要在于宏观与微观、预期与现实均实现利空共振。本文梳理了近期下跌主要驱动，并结合后市供需展望，对市场最为关注的估值底部信号和区间作出分析推演。

### 摘要：

此次黑色板块趋势性下跌，原因主要在于宏观与微观、预期与现实均实现利空共振。自上而下角度来看，海外交易衰退逻辑，市场恐慌情绪上升，风险资产被抛售。国内需求持续低迷，政策力度不及预期，房地产竣工端相关商品玻璃纯碱供需过剩格局突显。基建则深受地方化债影响，用钢量不增反降，拖累建材需求，铁水向工业材堆积。工业材尽管上半年需求旺盛，但6月之后多个板块均有快速下滑迹象，与此同时，出口端受到东盟反倾销调查影响，恐后期产能消化难度增加。终端需求弱势向上传导至炉料，今年铁矿和双焦供应较为充裕，成本有向下空间，负反馈加剧。螺纹新老国标切换则加剧了此轮跌势。

展望后市，静态预期下我们认为钢材全年需求减量大致在1900万吨，全年铁水日均产量平衡点约在225-230万吨。若四季度资金落实到实物工作量，或者美联储如期降息之后，海外补库需求增加叠加国内政策力度加大，不排除盘面交易预期层面铁水日均产量有重回240万吨可能。从近期市场表现看，通过供给下降形成再平衡的可能性更高，因此底部主要关注炉料刚性成本。根据铁水产出测算铁矿成本约为90-100美元（以下限参与钢价底部测算），双焦则对标蒙煤长协折盘面1250元，结合钢厂能够承受的亏损水平，钢材价格底部约为2930元。玻璃盘面价格已经接近了湖北外发最低价，近月已经充分计价了当下的需求走弱，价格基本企稳。纯碱趋势上价格下行仍有空间，价格企稳需要看到供应明显减量。

风险因素：需求持续下滑（下行风险）；政策力度超预期，原料供给受限（上行风险）

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号



### 黑色建材研究团队 研究员：

徐轲  
从业资格号 F03123846  
投资咨询号 Z0019914

余典  
从业资格号 F03122523  
投资咨询号 Z0019832

陶存辉  
从业资格号 F03099559  
投资咨询号 Z0020955

### 工业与周期研究团队 研究员：

陈健照  
从业资格号 F03093837  
投资咨询号 Z0020032

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

摘要:	1
一、 宏观与产业、预期与现实共振，黑色板块承压下行	4
(一) 宏观市场风险偏好下降	4
(二) 终端需求下滑速度过快	5
(三) 炉料无独立支撑，受制于负反馈	7
(四) 螺纹新老国标切换加剧跌势	8
(五) 反倾销声音愈演愈烈	8
(六) 需求低迷，玻璃纯碱供给持续过剩	9
二、 阶段性炉料下方空间有限，反弹仍需等待触底信号	10
(一) 钢材全年需求减量大致在 1900 万吨	10
(二) 炉料端估值阶段性有支撑	11
1、铁元素：铁矿石价格下方支撑参考 90-100 美元/吨区间	11
2、碳元素：焦煤价格下方支撑参考 1155-1250 元/吨区间	12
(三) 玻璃价格有望阶段性企稳，纯碱价格下行仍有空间	14
(四) 触底信号重点关注需求回升与供给出清	16
1、钢链触底信号关注负反馈逻辑的结束时点	16
2、玻璃纯碱触底信号关注供给端的出清	16
三、 总结：利空因素与炉料成本刚性支撑共存，等待触底信号	16

## 图目录

图 1:	美国 ISM 制造业、非制造业 PMI	4
图 2:	7 月对欧美出口增速抬升，对东盟出口高位回落	4
图 3:	6 月社融-M2 差值环比延续走扩	4
图 4:	固定资产投资-按大类	4
图 5:	截至目前新增专项债发行约 21427 亿元	5
图 6:	今年 7 月专项债投向基建的比例下滑至 20%左右	5
图 7:	城投债：净融资额	6
图 8:	城投债：净融资额：累计值	6
图 9:	制造业重点指标一览	6
图 10:	美西航线：运价指数	7
图 11:	金属集装箱：产量：中国	7
图 12:	2021 年以来铁水产出变化与矿价走势	7
图 13:	盈利率与产出预估	7
图 14:	焦炭总库存维持低位	8
图 15:	焦煤总库存持续累积	8
图 16:	竣工周期下行已经开始	9
图 17:	玻璃表需和竣工走势基本相同	9
图 18:	纯碱产量累积同比持续上升	9
图 19:	玻璃日熔持续下行	9

图 20:	潜在用钢增量：基建.....	11
图 21:	潜在用钢增量：基建：广义政府债券.....	11
图 22:	钢企旬度检修复产计划.....	12
图 23:	乐观预期下铁水预估.....	12
图 24:	国内进口矿到港预估.....	12
图 25:	乐观预期下进口矿总库存预估.....	12
图 26:	悲观预期下铁水预估.....	12
图 27:	悲观预期下进口矿总库存预估.....	12
图 28:	乐观情景下焦煤库存推演.....	13
图 29:	悲观情景下焦煤库存推演.....	13
图 30:	蒙煤长协仍是短期重要支撑.....	13
图 31:	港口动力煤价格（5500K）以稳为主.....	14
图 32:	焦煤与动力煤比值高位回落.....	14
图 33:	浮法玻璃表需预估.....	15
图 34:	浮法玻璃企业库存预估.....	15
图 35:	纯碱平衡表预估.....	15

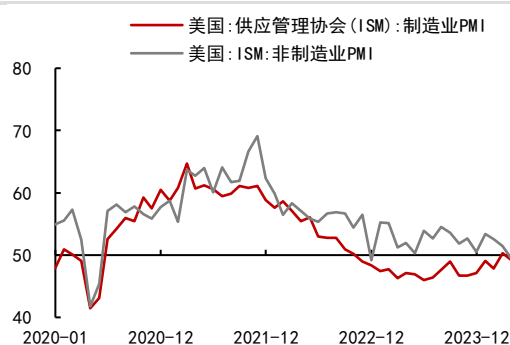
# 一、宏观与产业、预期与现实共振，黑色板块承压下行

## （一）宏观市场风险偏好下降

海外方面，衰退预期渐起，市场情绪一度恐慌。7 月美国新增非农人数不及预期触发萨姆规则，“预防式”降息转换为“衰退式”逻辑。叠加日本央行超预期加息，市场恐慌指数大幅上升，风险资产头寸下降。

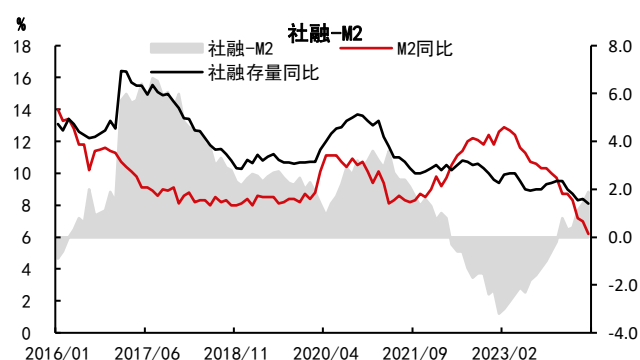
国内方面，内需承压，依靠出口支撑，“稳经济”政策力度不及预期。二季度 GDP 同、环比增长均不及一季度，尽管有天气和海外地缘冲突的影响，但主要利空因素还是在于国内需求疲软、居民和企业部门信心不足。信贷数据方面，新增社融回落主要依靠政府债支撑。社零显著低于预期，仅服务消费尚可，可选和地产消费走弱明显。7 月政治局会议释放稳经济信号，但政策需要同时兼顾稳增长、调结构、防风险三重目标，侧重以改革为动力，预计下半年政策力度超预期的可能性较低。

图 1： 美国 ISM 制造业、非制造业 PMI



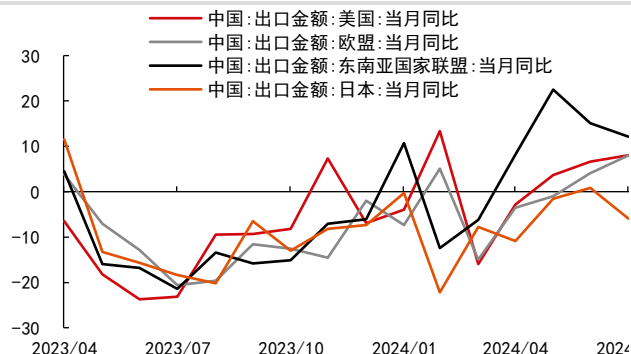
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 3： 6 月社融-M2 差值环比延续走扩



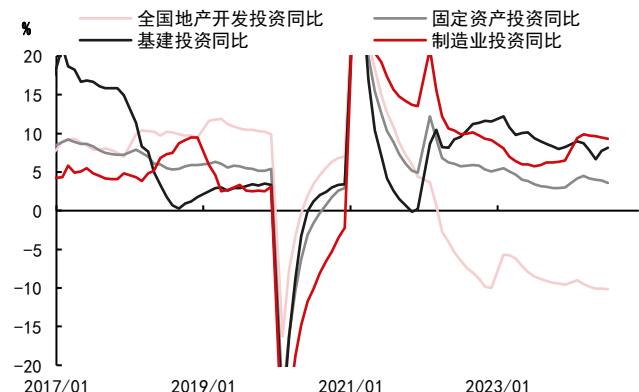
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 2： 7 月对欧美出口增速抬升，对东盟出口高位回落



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 4： 固定资产投资-按大类



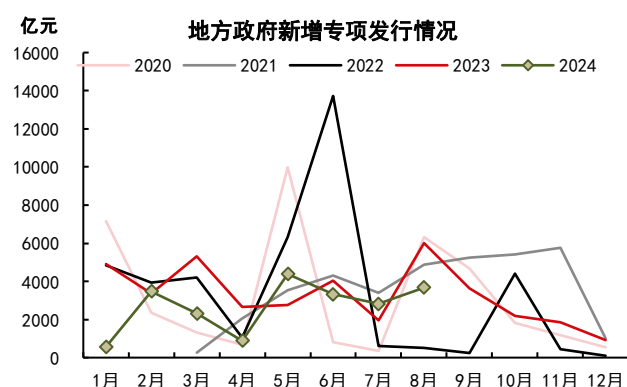
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

## （二）终端需求下滑速度过快

地产基本面尚未修复。2024 年上半年地产领域针对供给需求端均出台了多项政策，包括一线城市也进行了较大力度的宽松，以及近期推出的“以旧换新”政策，从效果来看并未出现明显好转，反映当下市场信心仍然比较脆弱，房市仍面临较大压力。从销售端来看，除了新房成交同比持续在底部以外，二手房环比也出现明显回落，进一步反映需求在当下仍未出现明显修复。投资端方面，新开工面积低基数下跌幅度仍未扭转，竣工端资金紧张下压力偏大。

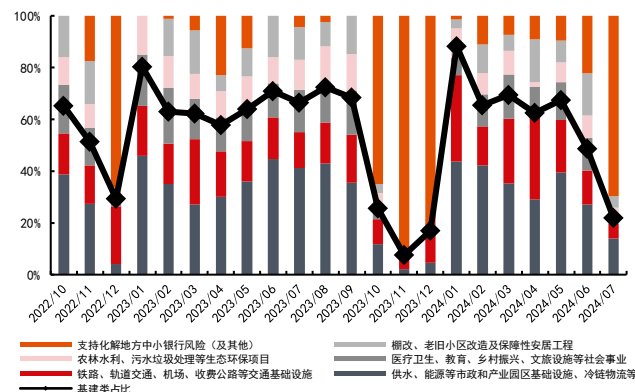
基建耗钢需求大幅弱于预期则是建材承压核心原因。基建项目最为关键的资金增量主要来自中央国债、地方政府债以及城投债等债务融资工具。尽管今年国债发行增量明显，但在化债背景下，地方政府债与城投债始终处于净融资同比负增长的状态。8 月以来专项债虽有加速，但偿债压力下投资反弹空间有限。从资金投向来看，近期专项债投向基建的比例呈现回落趋势，7 月投向基建领域占比仅 20%，8 月目前占比也仅仅在 50%左右，并未修复到往年正常的 60-70%的水平，反映当前专项债仍然存在用于化债的情况。截至 2024 年 7 月下旬，此类“特殊”新增专项债已发行 4177 亿，其中新疆、天津、河南、湖北四省市发行规模位居前列。

图 5： 截至目前新增专项债发行约 21427 亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

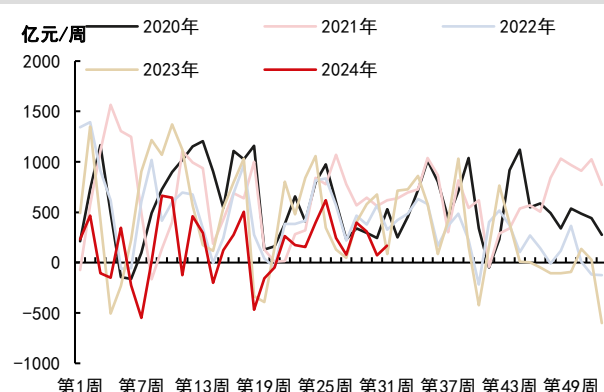
图 6： 今年 7 月专项债投向基建的比例下滑至 20%左右



资料来源：Wind 中信期货研究所

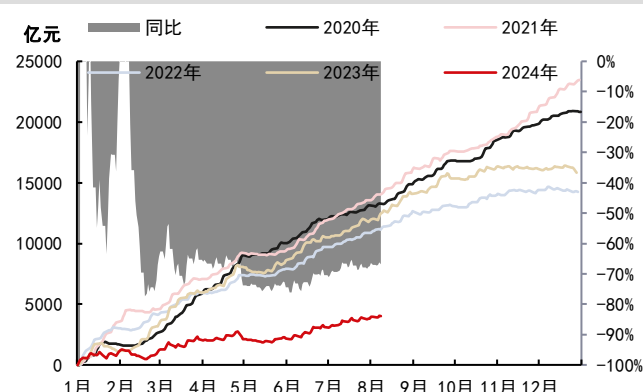
广义范畴的地方财力还包括城投和地方国企，而城投同样在融资端受到较多制约。截止 8 月初，Wind 统计的城投债净融资额全年累计 4041.7 亿元，同比降幅超过 60%，考虑到地方城投平台承担了大量城市、交通建设任务，相关项目耗钢强度更高，因此城投债净融资下滑相较地方债，对钢材基建需求的冲击可能更加显著。

图 7： 城投债：净融资额



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8： 城投债：净融资额：累计值



资料来源：Wind 中信期货研究所

7 月以来，与板材消费密切相关的诸多宏观、中观指标均出现了较为明显的走弱。家电排产下滑，汽车销售疲软导致减产，工程机械延续弱稳，仅船舶制造仍然保持较高强度的生产水平，但受到全球海运多个关键航线报价回调，前景同样有所承压。总体来看，制造业整体边际走弱导致多个行业对板材相关原料的补库需求存在冲击。

图 9： 制造业重点指标一览

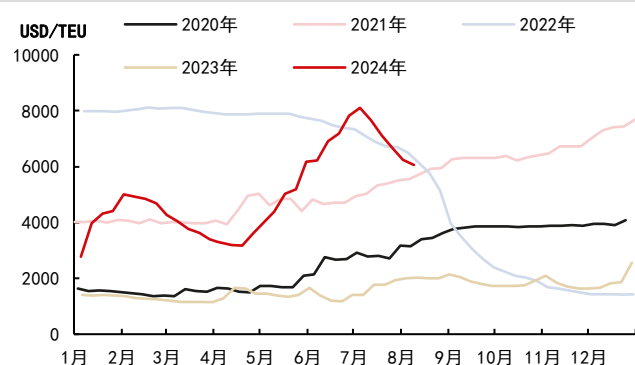
宏观经济趋势	本期	上期	变化	备注
中国制造业 PMI (%)	49.4	49.5	-0.1	更新至 7 月
全球 PMI (%)	49.7	50.8	-1.1	更新至 7 月
工程机械产品供给指数	186.4	178.2	8.2	更新至 6 月
挖掘机产量 (台)	24866.0	23254.0	1612.0	更新至 6 月
金属切削机床产量 (万台)	5.0	5.9	-0.9	更新至 7 月
家电产品供给指数	172.8	178.7	-5.8	更新至 6 月
空调产量 (万台)	2805.3	2905.0	-99.7	更新至 6 月
冰箱产量 (万台)	762.7	823.3	-60.6	更新至 6 月
洗衣机产量 (万台)	871.8	893.2	-21.4	更新至 6 月
汽车产量 (万台)	229.7	261.3	-31.6	更新至 7 月
民用钢质船舶产量 (万载重吨)	404.9	277.8	127.1	更新至 6 月

资料来源：Wind 中信期货研究所

此外，市场可能忽略了一个显著的边际变量——集装箱。去年以来，集装箱市场景气度持续高涨，截止 6 月，国家统计局公布的金属集装箱产量已从 2023 年 2 月的 402.2 万立方米/月飙升至 3,045.6 万立方米/月，增幅接近 7.6 倍。近期航运价格大幅重挫，导致前期紧张的集装箱市场边际转松，且市场预期较为悲观，路透 CAx 指数（集装箱可用性指数）显示，自美西等关键航线价格大幅回调后，上海、宁波、青岛等区域的港口集装箱空箱率大幅反弹。下半年集装箱货量季节性淡季之下，仍有空箱加速回流可能，或对集装箱市场需求造成进一步冲击，进而形成对板材需求的利空预期。

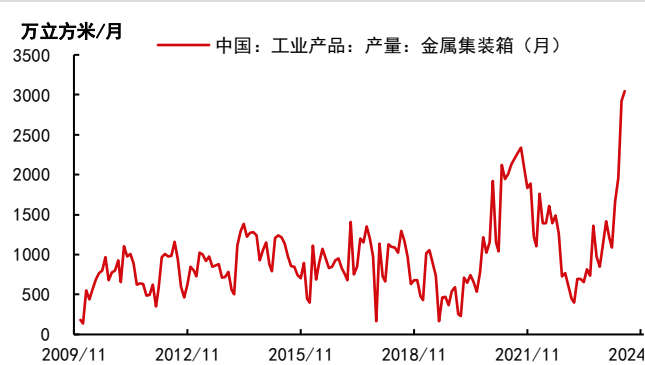


图 10： 美西航线：运价指数



资料来源：SCFI、中信期货研究所

图 11： 金属集装箱：产量：中国



资料来源：Mysteel、中信期货研究所

### （三）炉料无独立支撑，受制于负反馈

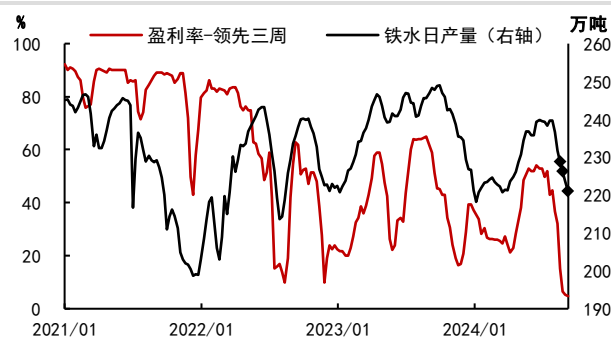
8月铁矿石普氏价格指数跌破二季度以来100-120美元/吨的震荡区间，并且创2022年12月以来新低。核心原因在于7月下半月以来钢企利润快速压缩，进而引发的钢企大幅减产行为。在此之前钢企盈利率在40-60%区间运行长达三个月，此后不足一个月时间便降至5%水平。在此过程中，行业需求未见回暖迹象，倒逼钢企加大检修力度：以铁水产出为例，8月下旬之前铁水产出稳定在240万吨/天水平，之后短短三周时间，铁水产出快速下降至230万吨/天以下水平。通过复盘2021年以来铁水产出与矿价的内在运行逻辑，不难发现，在剔除每年11月至次年2月钢厂的季节性检修因素之后，铁水的减产发生往往带动铁矿石价格的显著回落。

图 12： 2021 年以来铁水产出变化与矿价走势



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图 13： 盈利率与产出预估

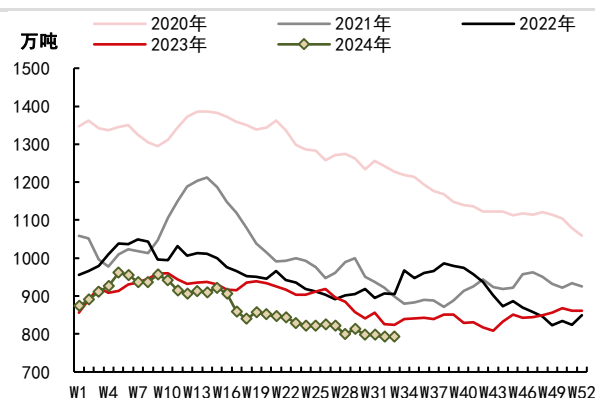


资料来源：Mysteel、中信期货研究所

自7月中下旬开始，双焦盘面突破宽幅震荡区间，开启流畅下行趋势。主要驱动为，螺纹新旧国标切换，现货抛货压力加剧；热卷需求高位下行，淡季成材需求进一步承压。故成材端需求不佳，预期落空，成材大幅下跌，钢厂亏损加剧，钢厂减产预期增强，铁水高位回落，双焦估值高位大幅回落。期间焦炭主力合约跌幅约400元/吨，焦煤主力合约跌幅近300元/吨。

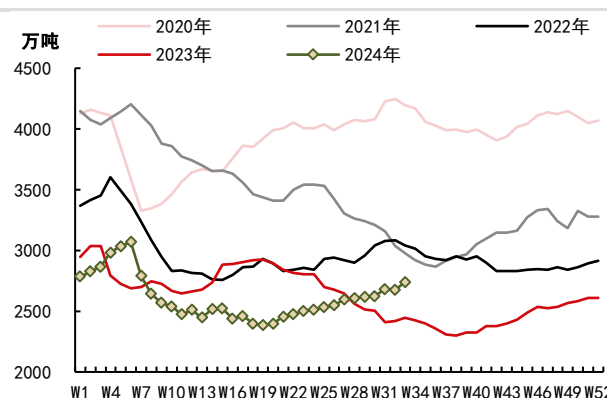
双焦现货价格方面波动则相对有限。7月29日，钢厂亏损加剧背景下，焦炭首轮提降落地，截至8月15日，焦炭4轮提降落地，累计降幅为200-220元/吨，其跌幅远小于盘面，港口基差亦从7月中下旬的-100附近收缩至平水附近。山西中硫主焦则从7月中下旬的1750元/吨跌至目前的1560元/吨，蒙5原煤则从7月中下旬的1320元/吨跌至目前的1200元/吨，现货跌幅小于期货跌幅。

图 14： 焦炭总库存维持低位



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 15： 焦煤总库存持续累积



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

#### （四）螺纹新老国标切换加剧跌势

6月25日新版钢筋国家标准 GB 1499.2-2024《钢筋混凝土用钢第2部分：热轧带肋钢筋》出台，此次从公告发布到实施过渡期仅为3个月，并且从推荐性转化为强制性，引发市场对现有库存流动性的担忧。因担忧交割问题，华东地区贸易商大量抛售现货，RB2410合约基差一度走扩至200以上。新国标生产后，市场价格与老国标相差无几，表明即便老国标资源能够如期消化，新国标价格也依然缺乏支撑，主力合约有交货压力。

#### （五）反倾销声音愈演愈烈

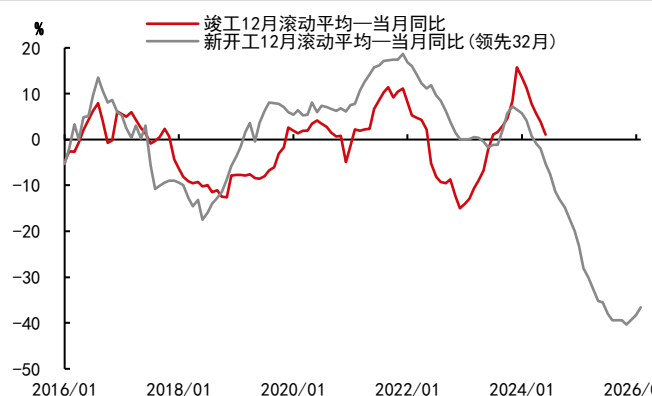
8月，越南工贸部贸易防卫局发布公告表示正式启动对原产与中国和印度的热卷的反倾销调查。从出口数据来看，今年1-6月我国出口到越南钢材总量达637万吨，同比增长80.9%，其中板材类产品占比达到66.9%。作为直接出口最重要的目的地，一旦反倾销调查落地后对中国钢材出口将产生重大影响。除越南外，泰国和马来西亚等东盟国家开始反倾销调查。东南亚的反倾销只是一个缩影，在持续性产能过剩背景下，钢材直接和间接出口面临的压力将越来越大。



## （六）需求低迷，玻璃纯碱供给持续过剩

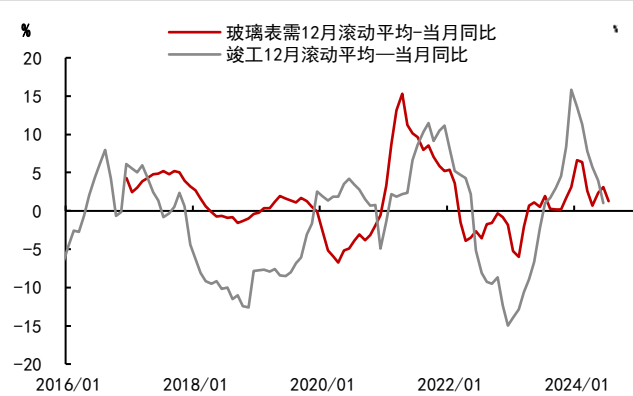
玻璃方面：①房地产保竣工基本结束，竣工周期下行，前期政策频出但实际效果有限，随着地产销售的走弱，政策预期给价格的支撑逐渐走弱。②价格对政策逐渐脱敏的背景下，表需累计同比走弱明显，库存出现逆季节性累积，导致现货下跌。③纯碱、能源等商品价格走弱后进一步降低了玻璃的成本，以及过剩预期下的估值。

图 16：竣工周期下行已经开始



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

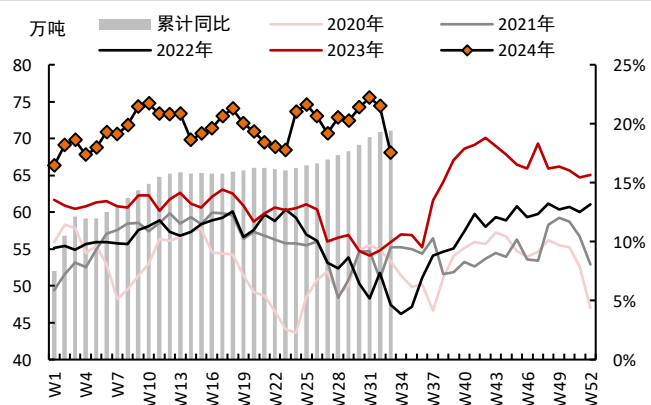
图 17：玻璃表需和竣工走势基本相同



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

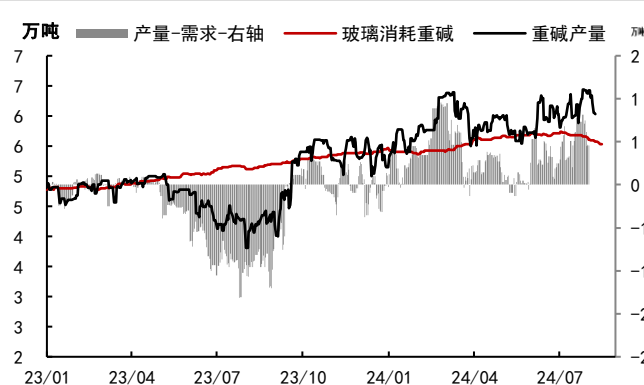
对于纯碱而言，2024 年是大投产后产量兑现的时期，今年以来产量高位运行，基本面过剩较为明显，但由于纯碱供应集中，上半年需求预期仍在向上，库存累积更多的发生在中下游。（玻璃原料库存增加以及交割库库存增加）盘面难以交易供应过剩的基本面，宏观预期转强推动了盘面大幅上涨。但五月底以来：①宏观预期逐渐走弱，流动性溢价收回，盘面难以升水。②产能兑现后，尽管碱厂仍旧正常检修，但产量仍旧在刚需之上，行业库存仍旧累积。③下游浮法玻璃、光伏玻璃均出现一定亏损，一方面日熔降低，减少了纯碱刚需；另一方面在利润受损，中游库存较多的背景下，开始降低自身的纯碱库存，导致纯碱持货、采购意愿下降。直观体现为，纯碱过剩开始在碱厂库存上体现。

图 18：纯碱产量累积同比持续上升



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 19：玻璃日熔持续下行



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

## 二、阶段性炉料下方空间有限，反弹仍需等待触底信号

### （一） 钢材全年需求减量大致在 1900 万吨

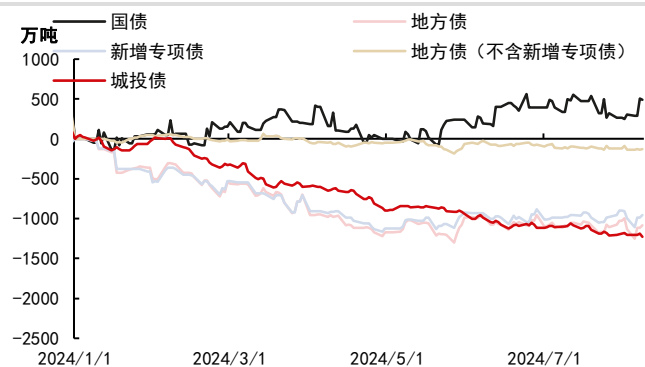
根据新开工及施工面积同比降幅测算，1-6 月房建用钢同比降幅约为 1500 万吨，考虑到下半年低基数，预计全年房建用钢同比减量约为 2000 万吨。基建方面，根据净融资额，我们测算了基建潜在用钢增量的变化。截止目前，国债对用钢增量的贡献为正，而地方政府债与城投债由于净融资较差，用钢增量呈现负增长。其中地方债减量约 1,061.8 万吨，城投债减量约 1,510.0 万吨。综合多个口径下的广义政府债务融资，对基建用钢潜在增量的贡献仍然为负，截止目前总计减量可能达到 1,969.9 万吨。随着专项债提速以及财政开支增加，我们认为下半年基建用钢将环比好转，预计全年减量约为 1500 万吨。

制造业方面，我们重点关注汽车、家电和集装箱对钢材需求产生的压力。汽车产销下滑显著，潜在用钢增量减少可能在 30 万吨/月；家电若后续实际产量与排产计划相差不大，潜在用钢增量降幅可能达到 20 万吨/月。航运指数大幅下挫往往伴随着集装箱市场供需紧张缓解，进而导致集装箱生产积极性下降，对照历史数据，我们认为 7-8 月金属集装箱产量可能存在 20%-30% 左右的下滑，影响板材潜在用钢需求 35-45 万吨/月。板材总体测算，潜在用钢增量减少可能在 85-95 万吨/月，对应下半年合计减量约在 510-570 万吨，对冲部分上半年制造业用钢增量，进而预计全年增量约为 500 万吨。

出口方面，尽管东南亚启动反倾销调查，但据落地还有一定时间，在此之前有需求前置现象。由于海外高炉产能有限，我国钢材价格仍然具备较强优势，因此年底前预计出口将维持高景气度，全年增量约为 1096.3 万吨。

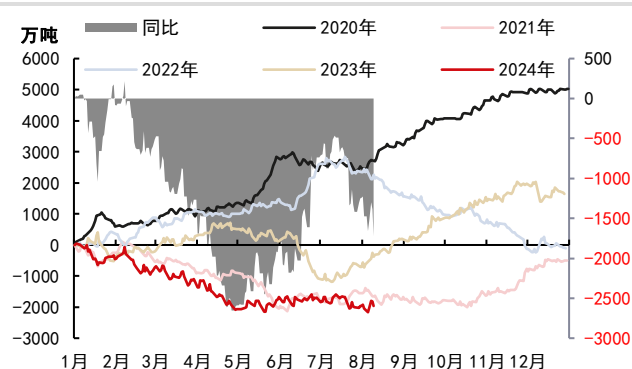
综上所述，静态预期下我们认为钢材全年需求减量大致在 1900 万吨。目前建材对需求孱弱的现状反应较为充分，板材或许存在表需数据低于实际的情况。全年铁水日均产量平衡点约在 225-230 万吨。若四季度资金落实到实物工作量，或者美联储如期降息之后，海外补库需求增加叠加国内政策力度加大，不排除盘面交易预期层面铁水日均产量有重回 240 万吨可能。

图 20：潜在用钢增量：基建



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 21：潜在用钢增量：基建：广义政府债券



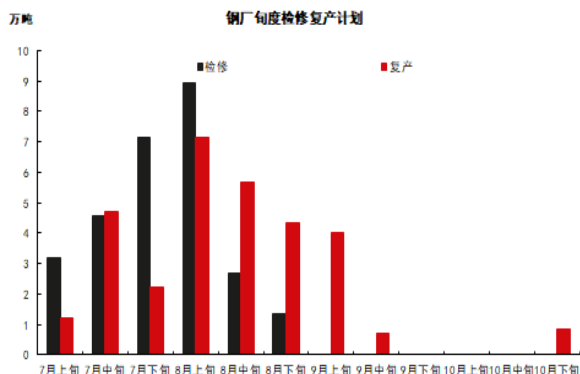
资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）炉料端估值阶段性有支撑

### 1、铁元素：铁矿石价格下方支撑参考 90-100 美元/吨区间

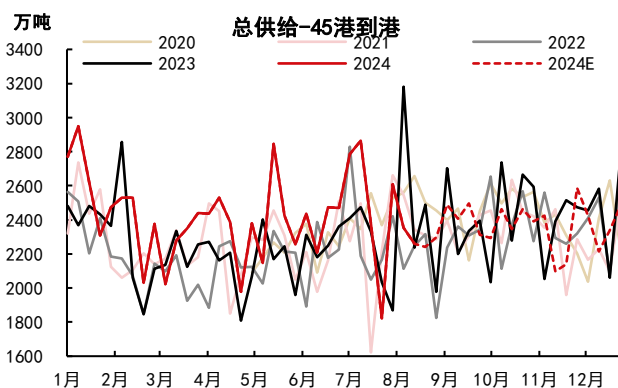
考虑利润变化领先铁水产出变化 3-4 周这一规律性，目前盈利率创新低，则未来 3-4 周铁水产出将继续保持下降，低点锚定上半年利润不佳期间的年内铁水产出低点——220 万吨/天水平，之后考虑旺季需求改善叠加利润修复的预期，预计钢企将开启新一轮的复产周期，乐观预期下，铁水回升高点锚定 7 月下半月以来的钢企检修计划如期复产、对应 10 月中旬铁水产出将恢复至 240 万吨/天水平，11-12 月考虑季节性因素，钢企再度减产，铁水产出参考 2022-2023 年同期水平，整体预计 8-12 月份日均铁水产出在 230 万吨/天水平，即全年日均铁水产出同样保持在 230 万吨/天水平。配合进口矿发运、到港由于海外矿山增量的不足进而回归到同期正常水平，预计进口矿总库存将再度止降回升，至年末库存将从当前 2.00 亿吨增加至 2.11 亿吨水平。这一供需库格局的演绎，将导致矿价在 9 月上旬之前大概率继续保持承压，之后旺季需求启动、钢企再度复产叠加钢企补库启动，共同利好矿石需求进而助推矿石价格，进入 11-12 月份，钢企季节性减产与钢企冬季补库并存，预计矿石价格再度转为承压震荡运行的走势，若参照 4 月至 7 月期间 100-120 美元/吨、总库存水平维持在 2 亿吨作为均衡参考，则 8-12 月份累库的 1100 万吨库存水平对应需要年化约 3000 万吨左右供给减量，对应矿价下行目标大致在 95-100 美元/吨；悲观预期下，利润不佳持续抑制进入旺季后铁水回升高度，大致 9 月末恢复至 230 万吨/天水平，之后基本维持在该水平，11-12 月同样因季节性因素而出现小幅减产，悲观预期下，对应 8-12 月份日均铁水产出在 227 万吨/天水平，即全年日均铁水产出保持在 228 万吨/天水平。进而库存水平将从当前 2.00 亿吨增加至 2.15 亿吨水平。同样以矿价 100-120 美元/吨、总库存水平维持在 2 亿吨作为均衡参考，对应年化供给减量约 4000-5000 万吨，则需要矿价运行至 90-95 美元/吨水平来倒逼供应减量。

图 22: 钢企旬度检修复产计划



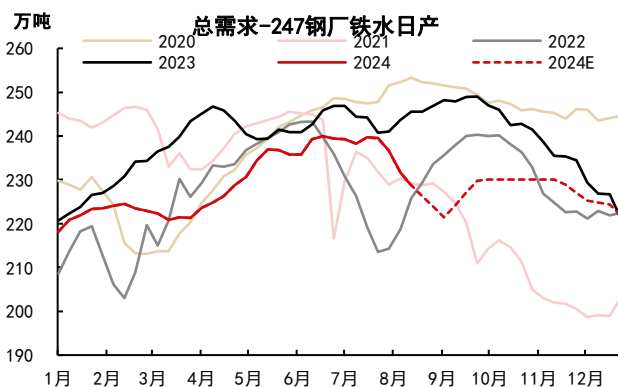
资料来源: Mysteel 中信期货研究所

图 24: 国内进口矿到港预估



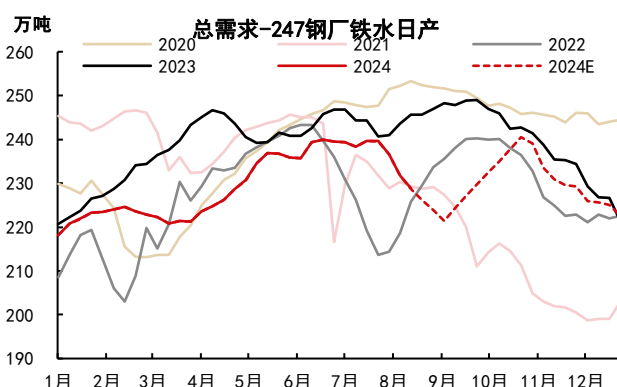
资料来源: Mysteel 中信期货研究所

图 26: 悲观预期下铁水预估



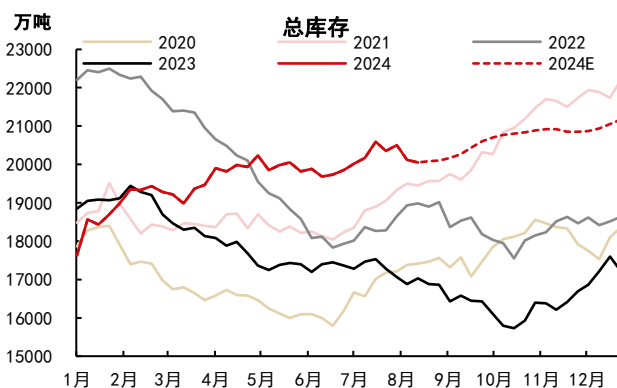
资料来源: Mysteel 中信期货研究所

图 23: 乐观预期下铁水预估



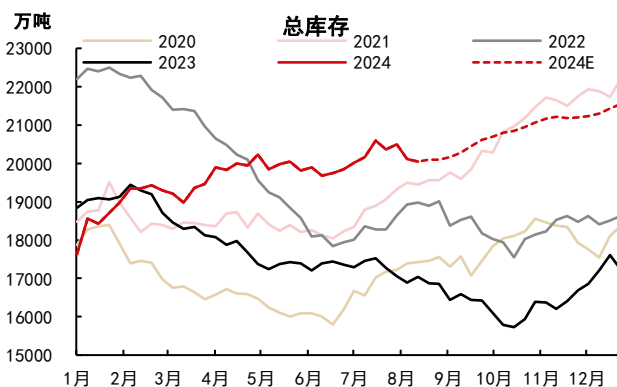
资料来源: Mysteel 中信期货研究所

图 25: 乐观预期下进口矿总库存预估



资料来源: Mysteel 中信期货研究所

图 27: 悲观预期下进口矿总库存预估

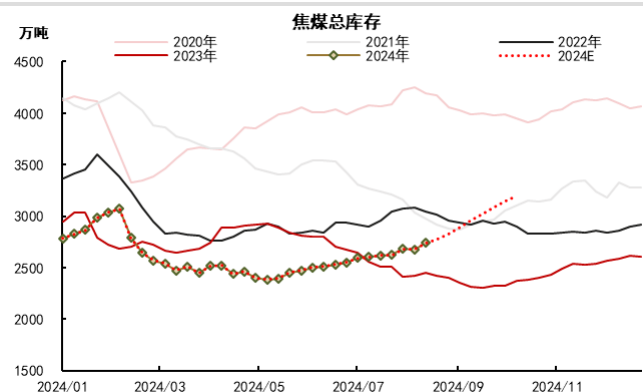


资料来源: Mysteel 中信期货研究所

## 2、碳元素：焦煤价格下方支撑参考 1155-1250 元/吨区间

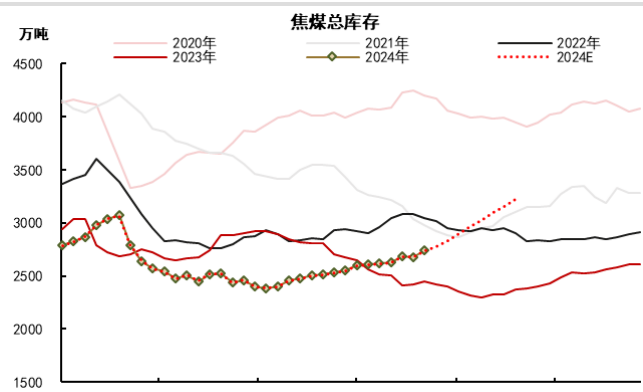
基于成材需求不佳，钢厂盈利率仍为近五年新低，短期铁水仍有继续下行的预期。后期旺季临近，铁水有望触底回升，对于回升高度，乐观情景下回升至 240 万吨水平，悲观情景下回升至 230 万吨水平。国内焦煤供应端仍将处于缓慢恢复的阶段，焦煤进口维持高位，供强需弱的背景下，焦煤仍有累库的预期。但总体库存仍处于历年中性偏低位置，下游焦企钢厂焦煤库存为历年低位，双焦基本面矛盾仍将有限。

图 28： 乐观情景下焦煤库存推演



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 29： 悲观情景下焦煤库存推演



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

在当下双焦现实矛盾有限的背景下，我们从绝对估值和相对估值的角度分析焦煤下方的空间。

2023 年以来，由于疫情影响消除，蒙煤口岸通关效率大幅提升，蒙煤进口量迅速增加，蒙煤贸易半径不断扩大，蒙煤交割有了更多可能性，对盘面定价的影响权重也随之提升。从蒙煤长协贸易成本来看，目前长协坑口价低点大约 85 美元/吨，折盘面价格约 1250 元/吨。故从绝对估值看，在双焦基本面矛盾有限的背景下，蒙煤长协贸易成本仍将是短期盘面的一个重要支撑。

图 30： 蒙煤长协仍是短期重要支撑



资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

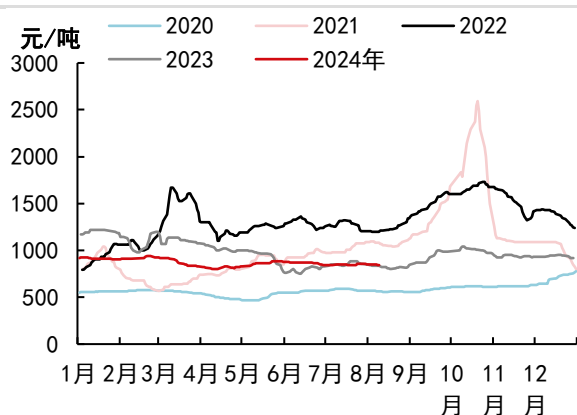
炼焦煤和动力煤之间具备一定的转换和替代关系，据测算，近 5 年来，介休中硫主焦煤与北港动力煤（5500K）比价均值约 2.0。今年国内动力煤供需基本面延续了去年以来的偏宽松格局。安监等因素导致国内产量下滑，但进口煤的大量补充使各环节库存保持高位。需求侧电力耗煤维持较高增长，但清洁能源替代效果持续显现，中国动力煤长协机制影响深远，导致动力煤价格区间震荡为主。目前焦煤/动力煤比价为 1.85，已偏低于均值水平。

按较低焦煤/动力煤比价 1.50 计算，假设北港热值 5500 大卡的动力煤价格降至限价区间下沿，即 770 元/吨，则对应山西中硫主焦煤价格 1155 元/吨。当前北港动力煤价格为 844 元/吨左右，短期动力煤供应预期仍有缓增，多地气温高温持续支撑电厂日耗高位，但高库存及长协作用下，电厂采购难有大起色，涨价动能不足；但考虑进口、疆煤外运等环节成本支撑，价格难以大幅下跌，煤



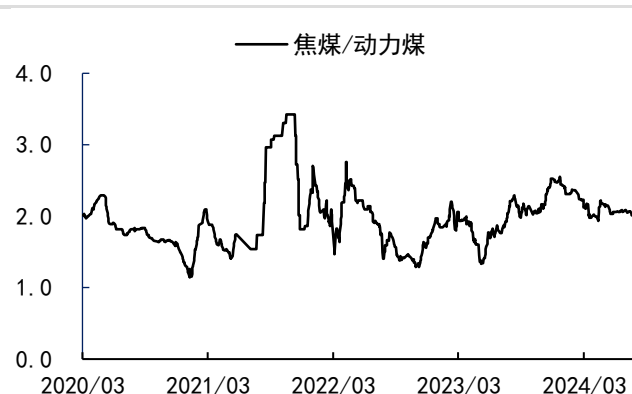
价预期仍以盘整为主，故动力煤价大幅崩塌的概率较低。故从相对估值来说，动力煤价格暂无崩塌风险，焦煤盘面下方仍有一定支撑。

图 31： 港口动力煤价格（5500K）以稳为主



资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 32： 焦煤与动力煤比值高位回落



资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

中长期看，双焦供需逐渐宽松，价格中枢有望继续下移。短期来看，双焦下游库存依旧偏低，估值下方具有一定支撑。若宏观情绪向上，成材需求端出现边际改善，下游低库存下仍有补库空间释放，叠加低估值仍将给到盘面向上弹性。但受制于基本面长期宽松的压制，上方高度或将有限。但若成材端需求维持弱势，钢厂亏损加剧，铁水仍有下降空间，则在焦煤供应缓慢恢复背景下，双焦偏弱趋势不改。

### （三）玻璃价格有望阶段性企稳，纯碱价格下行仍有空间

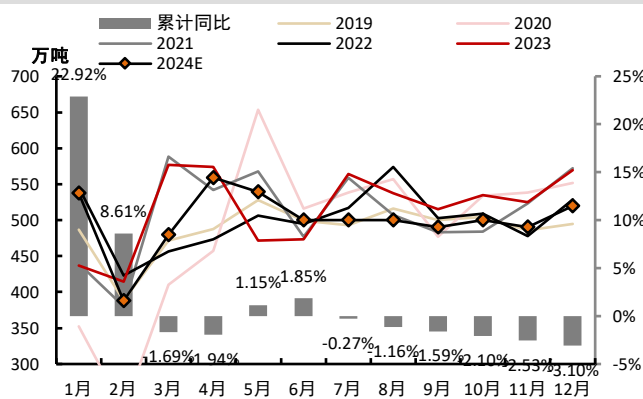
玻璃：下跌交易中的三个因素，其中①竣工周期主要压制玻璃价格上限，宏观预期影响远月玻璃价格升贴水，目前均已充分计价。②基本面端，供应变动较慢，仍旧由需求主导玻璃价格驱动，关注需求累计同比变化。③纯碱成本或仍存下行空间，能源成本下行空间不大，总体来看成本端变量较小，未击破湖北、沙河部分成本，计价未完全，存下行空间。

总体来看，玻璃盘面价格已经接近了湖北外发最低价，近月已经充分计价了当下的需求走弱，库存累积，后续持续下跌需要看到湖北最低价继续下探，而湖北降价需看到全国需求持续偏弱。传统金九银十旺季即将到来，下游库存较低，价格见底需看见需求脉冲现货产销走强，带动厂库去化，期现价格同步企稳。

对于后续展望，悲观预期下，需求保持跟现在同步，依旧是 115 万吨/周的表需，12 月给了年底补库。8 月日熔保持稳定，因为前期复产释放，后续 9 月开始日熔调整至 16.8 万吨，随后 10 月降至 16.6 万吨，11-12 月降至 16.5 万吨。

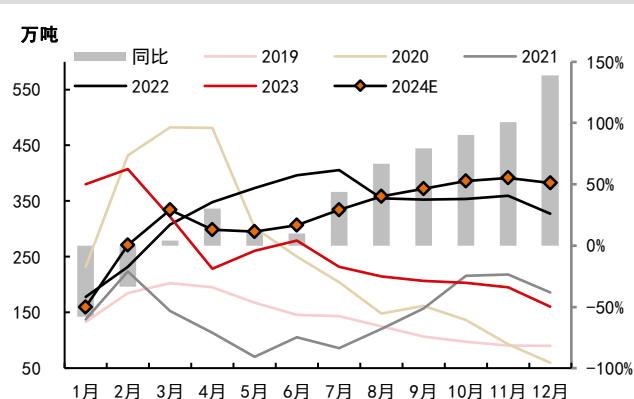


图 33: 浮法玻璃表需预估



资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

图 34: 浮法玻璃企业库存预估



资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

纯碱：下跌交易中的三个因素，其中①宏观预期已经交易完毕，盘面贴水现货，宏观对纯碱基本无进一步利空影响。②产能过剩较多，厂家面临囚徒困境，难以通过短期单一的减产去将供需拉回平衡，产能出清今年势在必行，在产能未有长期出清前，持续利空纯碱价格。③当下浮法和光伏玻璃日熔仍有进一步下降的预期，同时下游持货意愿降低，中游库存无法解决，尚未充分计价，仍旧对纯碱价格有利空影响。

总体来看，当前供应大于刚需，长期供需矛盾积累，累库趋势难改，产能需要出清；趋势上价格下行仍有空间，远月价格仍不乐观，下游利润压缩后，纯碱向上弹性也随之压缩，预计短期仍旧震荡偏弱，价格企稳需要看到供应明显减量。对于后续展望，若碱厂不进行产能出清，则库存累积趋势不改，库存水平将会持续上行。因此，短期需要解决中游库存的矛盾，中期仍旧需要解决产能过剩的矛盾。当产能出现一定出清后，供应集中将使得纯碱恢复向上弹性。

图 35: 纯碱平衡表预估

	纯碱产量	同比	重碱产量	产量同比	进口	总供给	浮法玻璃日熔	浮法纯碱需求	同比	光伏日熔	光伏需求	同比	轻碱需求	重碱需求(含出口)	同比	出口	重碱供需盈余	轻碱产量	同比	轻碱表需	同比	轻碱供需盈余	纯碱整体供需
Jan-24	304	12.7%	173	18.8%	13.76	317.94	17.32	107	9.3%	9.72	60	113.8%	8.2	170	31.5%	6.63	16	132	5.5%	130	10.3%	1	17
Feb-24	297	21.3%	178	32.0%	18.17	315.60	17.21	96	53.1%	9.88	55	117.2%	8.0	154	68.9%	5.17	43	119	8.2%	104	-10.9%	15	58
Mar-24	324	18.4%	189	25.7%	21.55	345.55	17.50	109	10.5%	9.99	62	19.3%	8.0	174	13.8%	9.99	36	135	9.5%	143	14.1%	-8	28
Apr-24	308	16.2%	176	18.4%	6.39	314.14	17.45	105	8.8%	10.66	64	25.3%	10.2	172	14.2%	9.05	10	132	13.4%	122	12.2%	10	20
May-24	312	16.8%	178	19.7%	7.50	319.90	17.29	107	6.4%	11.05	68	27.5%	10.8	179	13.3%	7.39	7	134	13.2%	129	9.2%	5	12
Jun-24	310	19.7%	180	33.0%	7.57	317.91	17.04	102	3.9%	11.44	69	29.9%	11.9	174	13.5%	6.60	14	130	5.2%	134	3.7%	-4	10
Jul-24	324	31.2%	190	43.8%	10.00	334.11	17.03	106	1.9%	11.41	71	25.9%	12.0	182	13.0%	15.00	18	134	16.7%	120	3.9%	14	32
Aug-24	316	14.3%	189	45.1%	10.00	325.66	16.80	104	0.2%	10.90	68	20.8%	12.0	178	10.5%	15.00	22	126	-13.3%	120	-0.3%	6	28
Sep-24	315	21.0%	189	31.3%	10.00	325.00	16.80	101	-0.9%	10.90	65	15.3%	12.0	172	8.3%	15.00	27	126	8.2%	120	2.8%	6	33
Oct-24	326	15.4%	195	14.5%	10.00	335.50	16.60	103	-3.0%	10.90	68	15.3%	12.0	177	6.8%	15.00	29	130	16.8%	120	2.6%	10	39
Nov-24	315	10.0%	189	17.2%	10.00	325.00	16.50	99	-4.2%	10.90	65	13.3%	12.0	170	5.3%	15.00	29	126	0.7%	120	-10.6%	6	35
Dec-24	326	12.5%	195	18.1%	10.00	335.50	16.50	102	-4.5%	10.90	68	11.7%	12.0	176	4.4%	15.00	29	130	5.1%	120	-7.3%	10	40

资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

## （四）触底信号重点关注需求回升与供给出清

### 1、钢链触底信号关注负反馈逻辑的结束时点

基于前文对产业链上下游具体剖析，主要矛盾集中于板材需求超预期下滑导致的供需矛盾激化。价格企稳的两条路径：需求增加、供给减少。从钢材终端需求分析可知，虽然不排除四季度需求有大幅转好可能，但概率偏低。因此从粗钢到炉料各环节供给下降是接下来更可能进行交易的逻辑。

综上所述我们认为钢链触底信号在于：①远月预期形成的升水回归，基差走平。②长流程利润亏损扩大至钢厂大规模检修。③热卷累库速度明显放缓。④工地项目资金到位率增加。⑤铁矿、双焦价格跌至刚性成本支撑区间。

### 2、玻璃纯碱触底信号关注供给端的出清

玻璃：①需求企稳，表需累计同比出现回升。②产能出清较多，日熔下降至（16.5 万吨以下）。③宏观预期修复，政策对地产黑色带来预期支撑。

纯碱：①下游利润出现明显修复。②产能出现长期停产出清，或短期检修大量产能（400 万吨以上）。③宏观预期修复，流动性增加带来流动性溢价。

## 三、总结：利空因素与炉料成本刚性支撑共存，等待触底信号

此次黑色板块趋势性下跌，原因主要在于宏观与微观、预期与现实均实现利空共振。自上而下角度来看，海外交易衰退逻辑，市场恐慌情绪上升，风险资产被抛售。国内需求持续低迷，政策力度不及预期，房地产竣工端相关商品玻璃纯碱供需过剩格局突显。基建则深受地方化债影响，用钢量不增反降，拖累建材需求，铁水向工业材堆积。工业材尽管上半年需求旺盛，但 6 月之后多个板块均有快速下滑迹象，与此同时，出口端受到东盟反倾销调查影响，恐后期产能消化难度增加。终端需求弱势向上传导至炉料，今年铁矿和双焦供应较为充裕，成本有向下空间，负反馈加剧。螺纹新老国标切换则加剧了此轮跌势。

展望后市，静态预期下我们认为钢材全年需求减量大致在 1900 万吨，全年铁水日均产量平衡点约在 225-230 万吨。若四季度资金落实到实物工作量，或者美联储如期降息之后，海外补库需求增加叠加国内政策力度加大，不排除盘面交易预期层面铁水日均产量有重回 240 万吨可能。从近期市场表现看，通过供给下降形成再平衡的可能性更高，因此底部主要关注炉料刚性成本。根据铁水产量测算铁矿成本约为 90-100 美元（以下限参与钢价底部测算），双焦则对标蒙煤长协折

盘面 1250 元，结合钢厂能够承受的亏损水平，钢材价格底部约为 2930 元。玻璃盘面价格已经接近了湖北外发最低价，近月已经充分计价了当下的需求走弱，价格基本企稳。纯碱趋势上价格下行仍有空间，价格企稳需要看到供应明显减量。

**风险因素：**需求持续下滑（下行风险）；政策力度超预期，原料供给受限（上行风险）

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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。

此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>