



2022年4月25日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



高估值下强需求预期还能否顺利接棒

——黑金五一策略

内容提要

易纲行长上周五提出，中国货币政策首要任务是维护物价稳定。基本可以确认大规模刺激的政策预期落空。所以周五开始黑色板块的集体下跌，应该是修正了觉得会有大规模刺激、一定保 5.5GDP 目标的乐观预期。

钢材利润目前被挤压严重，在这种情况下，铁矿与双焦之间的跷跷板效应将愈发明显。而从基本面的情况看，铁矿供需并不如焦煤焦炭紧张，铁矿上涨空间会受到一定压制。同时政策压力也始终存在，今年粗钢产量继续压减，铁矿下半年的需求预期有所转弱。

疫情导致双焦供需矛盾在短时间内被激化，但进入高估值区间后则需要验证需求承载能力，伴随需求预期下修以及中下游利润收缩，阶段性压力已经显现。

操作建议

策略 1：建议做多螺矿比，五一之后观察成材需求，如果不及预期，可以把螺纹的多配撤掉。废钢供应目前看仍有瓶颈，盘面螺纹来到电炉谷电的支撑位置。铁矿不如焦煤紧张，且未来供应有增加的预期。

策略 2：2800 附近焦煤可考虑轻仓多配，疫情影响缓和后焦化利润难长期维持。关注需求预期变化，黑色产业利润收缩背景下，价格压力下移，市场情绪反复，单边需谨慎。

风险提示

国内疫情反复、蒙古和俄罗斯煤通关正常化、终端需求不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、宏观面

2.1 国内宏观

易纲行长上周五提出，中国货币政策首要任务是维护物价稳定。基本可以确认大规模刺激的政策预期落空。所以周五开始黑色板块的集体下跌，应该是修正了觉得会有大规模刺激、一定保 5.5GDP 目标的乐观预期。而且从目前的情况看，市场流动性并不缺。央行在降准 25bp 的表述中也说了现在流动性是充裕的，目前市场缺的是信心。

2.2 国际宏观

美联储 5 月初就要继续加息以及确定缩表的节奏，虽然从过往的经验上看，美联储加息并不会马上造成大宗商品的下跌，但是这次的加息节奏会更紧凑，美国面临的通胀压力也非常高。俄乌的冲突目前还是被市场理解为利多黑色的，影响了两国铁矿和钢材的出口，但是实际影响量有多少还不太好确定，而且战争持续，不光是冲击供应，也会对全球经济产生负面影响，从而拖累需求。

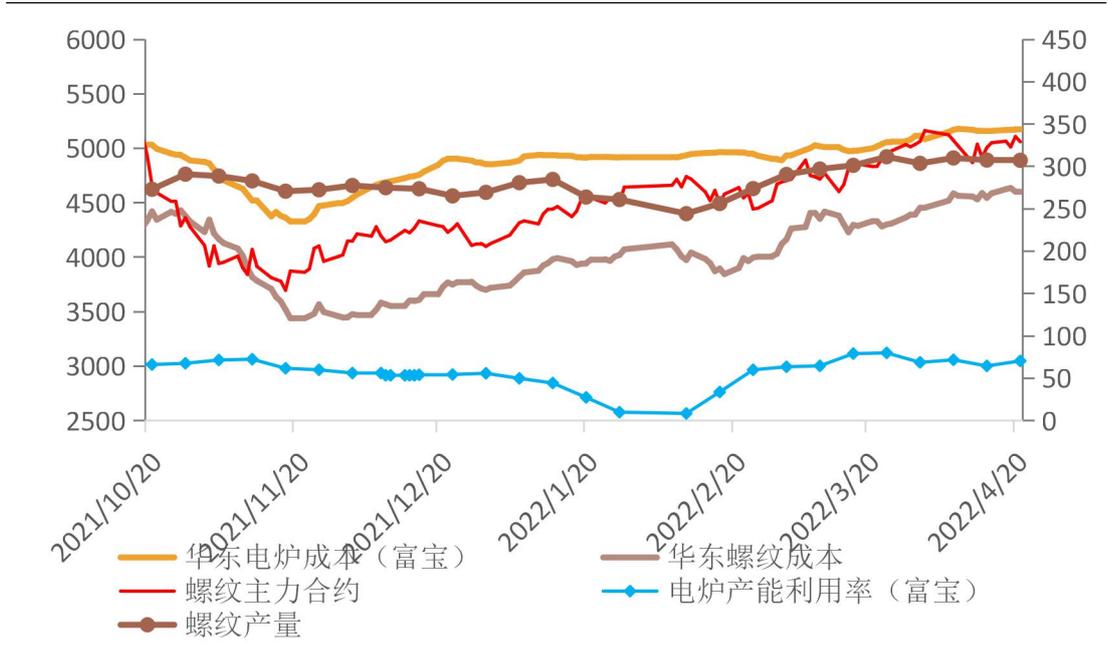
二、黑链情况

3.1 螺纹和铁矿

钢材强预期弱现实的情况和 2020 年夏季的时候非常类似。但今年和 2020 年的宏观背景天差地别，2020 年刚刚开始全球大放水，同时中国的地产还是维持着非常好的韧性。然而去年至今房地产已经明确地进入下行周期，虽然地产政策在放松，但是从目前的覆盖面来看，还是集中在一些弱二线和三四线的城市。居民的购买力度下降是不争的事实，限购限售以及房贷利率下调能否转换成销售的增长，再到施工以及竣工的增长，还需要时间去传导。短期来看，钢材需求在五一节后有需要去验证预期的可能，如果不能兑现强预期，那么黑色板块会像 20 年 9 月一样迎来一波调整。

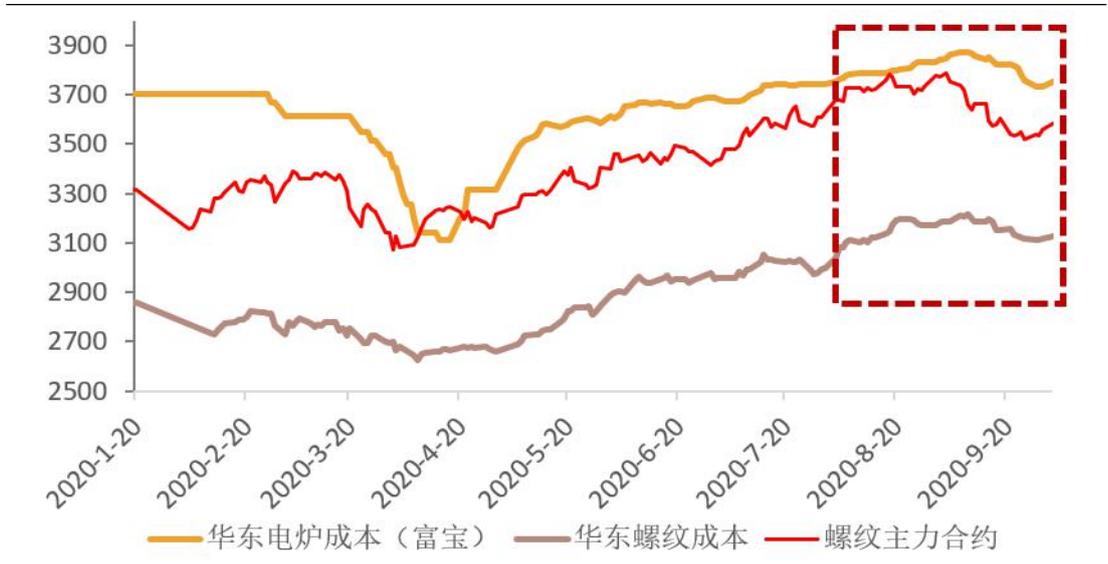


图：螺纹估值与产量



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

图：历史类似行情



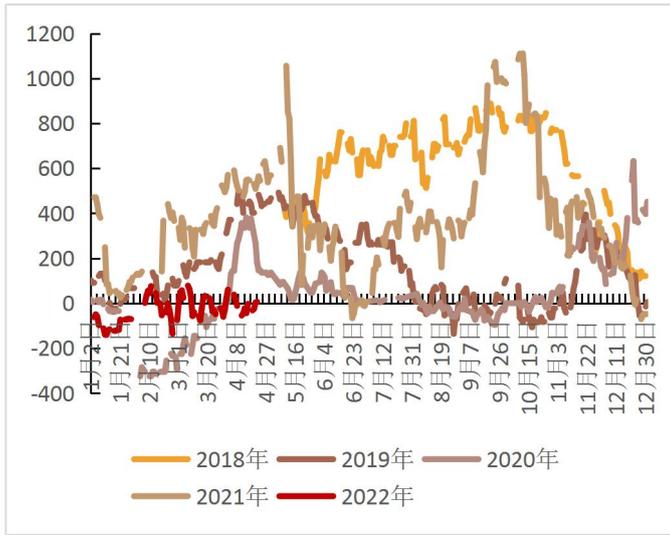
资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

铁矿供应端值得关注的是力拓集团的产能置换项目是否能够在上半年如期投产。此外，目前高矿价背景下，非主流矿的产量复苏是大概率事件，包括传统非主流国家、国产矿以及乌克兰铁矿海运转陆运的情况。钢材利润目前被挤压严重，在情况之下，



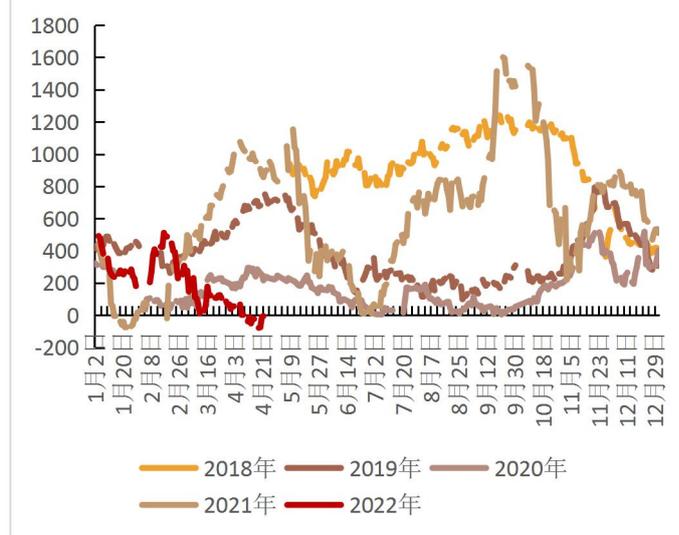
铁矿与双焦之间的跷跷板效应将愈发明显。而从基本面的情况看，铁矿供需并不如焦煤焦炭紧张，铁矿上涨空间会受到一定压制。同时政策压力也始终存在，今年粗钢产量继续压减，铁矿下半年的需求预期有所转弱。短期数据上看，疏港量维持高位，到港量回升，铁矿港口库存去化速度放缓。

图：华东电炉利润（元/吨）



资料来源：富宝，优财研究院

图：钢材长流程利润（元/吨）



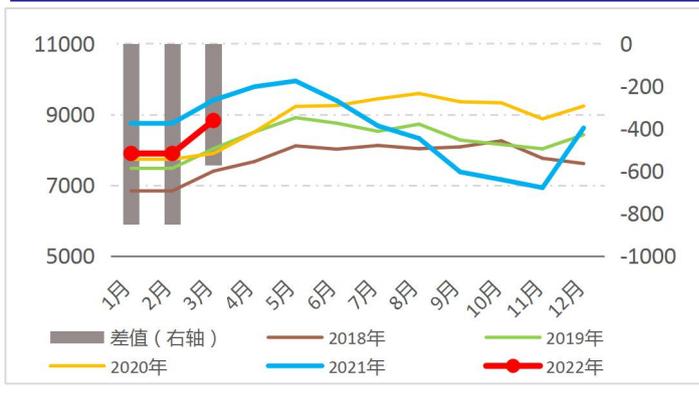
资料来源：富宝，优财研究院

3.2 焦煤和焦炭

政策面对焦煤的影响目前看是比较小的，可以看到一季度的焦点依然是在动力煤和铁矿，那一方面动力煤管控告一段落，政策对煤炭行业的扰动有所减弱，且焦煤与动力煤存在较大差异，焦煤并不直接涉及民生，因此目前政策关注度不高，另一方面是煤矿安全、环保的压力已经常态化存在，对正常生产的影响正在逐渐弱化。后续政策方面主要还是看最后的粗钢压减政策定调，不过基于对1-4月压减量的考量，后续整体的压减压力可能并不大，铁水日产维持230万吨是大概率的，旺季兑现240-250这一区间也并非遥不可及。

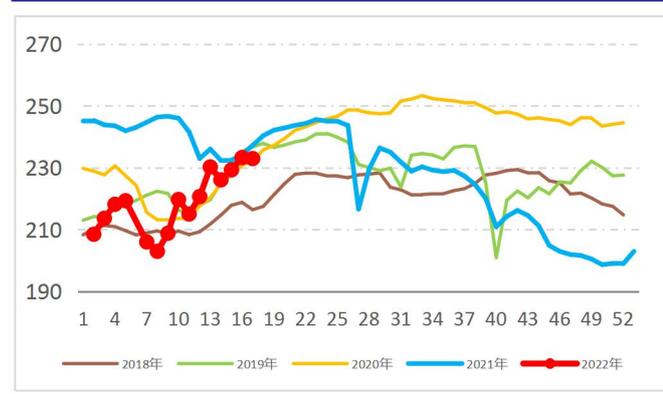


一季度累计压减粗钢 2275 万吨



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

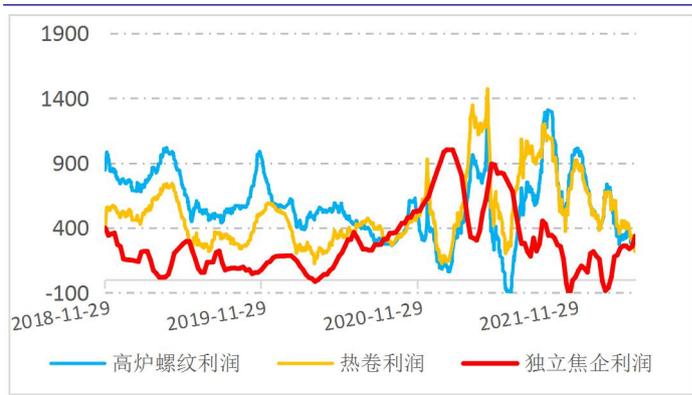
铁水日产上方仍有空间



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

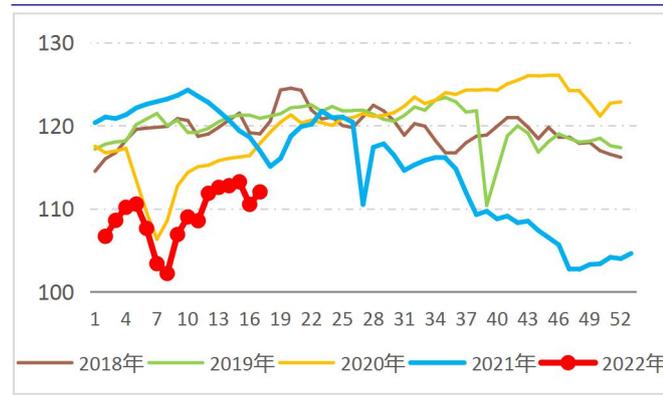
基本上，四月以来由于疫情因素，导致各环节之间比较割裂。主要问题出在运输上，河北疫情先起先落，部分钢厂库存被动降至警戒线附近，因此可以近期随着河北运输情况改善以后，整个原料补库需求快速释放。但是因为山西这波疫情突然爆发，导致双焦核心产地公路运输受阻，火运运力紧张临时替代能力有限，也就导致近期焦炭供需错配的问题出现明显恶化，这也是为什么在钢厂低利润的情况下焦炭第六轮提涨依然快速落地的原因。当然山西疫情影响的不仅仅是钢厂，可以看到5、6轮提涨以后焦企利润已经得到了明显的修复，在没有额外制约的情况下焦企提产意愿比较强，但是仍然没有看见焦炭产量出现明显提升，原因还是在于疫情之下焦煤发运也受到了阻断，尤其是核心煤种库存难补，制约了焦企是生产开工。

焦企利润充分修复



资料来源：wind，优财研究院

焦企提产受阻



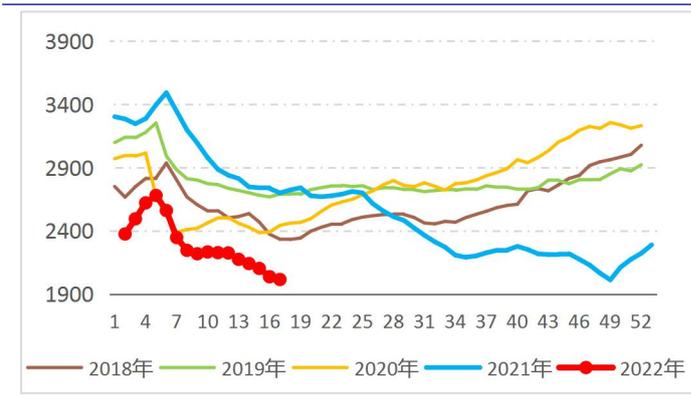
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

那煤矿这边因为开采出来无法外发导致累库，为避免挤仓的情况发生，另外还要响



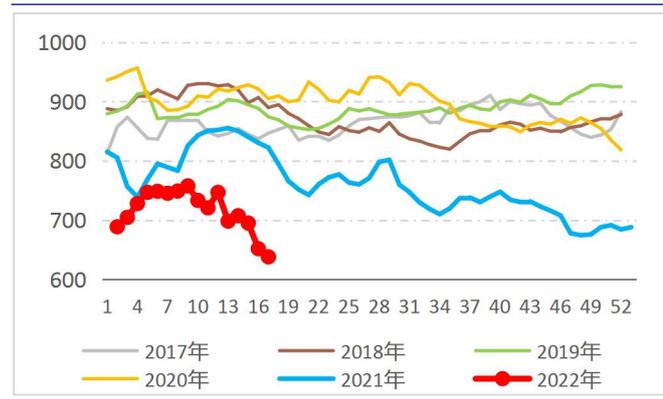
应安全、环保政策，开始主动减产，导致国内焦煤供应下滑，而海运煤进口倒挂导致减量明显，蒙煤通关也无法大规模放开（甘其毛都口岸仍未达到日通车 300，策克口岸 25 日开放存在较大不确定性等等），因此这个焦煤供应的紧张问题并没有在疫情之下得到太多的改善，反而是在 230 这一铁水日产水平下，中下游的补库需求预期随着疫情而愈发强烈，类似于目前的焦炭。

需求端焦煤库存新低



资料来源：wind，优财研究院

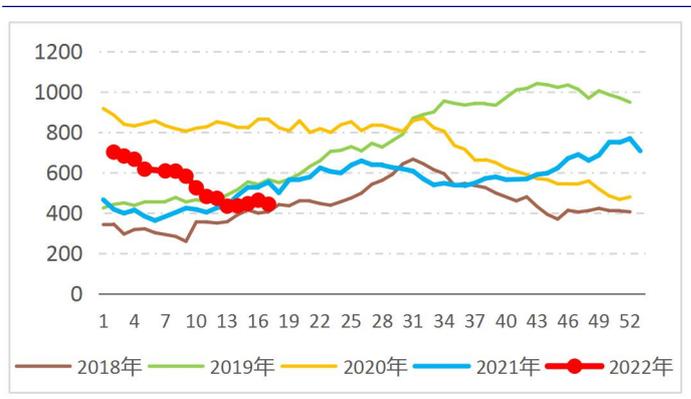
钢厂焦炭库存新低



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

综合来看，双焦供应的问题一直都在，疫情没有扭转供需紧张形势，而是在短期之内快速激化了供需矛盾，这也是双焦这一轮上行行情的重要驱动，对于后市，焦煤这端的供给问题将在中长期持续存在，但估值进入高位，对于需求的考虑就愈发重要，市场开始向下修正需求，产业利润扩张停滞，都意味着阶段性的高点已经出现，那么在新的驱动出来以前双焦大概率会是高位震荡的表现，且会相对其他黑色品种较强。

煤矿累库压力不强



资料来源：wind，优财研究院

焦炭供需差快速走阔



资料来源：我的钢铁网，优财研究院



三、风险提示

国内疫情反复、蒙古和俄罗斯煤通关正常化、终端需求不及预期



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>