

钢厂延续复产，利润继续收缩

——黑色套利策略周报20230205期



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

制作人：俞尘泯

从业资格号：F03093484

投资资格号：Z0017179

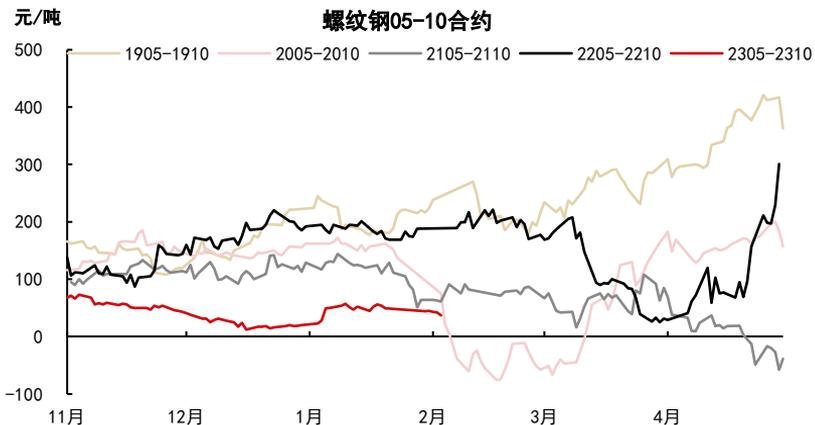
1、钢材套利策略

时间	策略	推荐	策略逻辑
钢材策略	钢材跨期		<p>策略建议：观望</p> <p>地产政策继续推进，远月钢材需求预期延续向上；但“房住不炒”政策延续，近端资金紧张问题难解，上半年落地潜力降低。从驱动上看，10合约的需求落地确定性强于05合约，但目前05-10价差较低，反套盈亏比不佳。建议05-10价差保持观望，在旺季来临前可逢高介入反套。</p> <p>风险因素：钢厂减产加快，现实需求超预期上升（上行风险），钢厂开启复产，终端需求恢复较慢（下行风险）。</p>
	卷螺价差	☆	<p>策略建议：续持卷螺差缩小</p> <p>从供给端来看，在2023年年初，卷板仍有较多产线计划投产；需求方面，假期后多地基建项目加紧开工，地产融资持续刺激，建材需求有向好预期。卷板需求将面临季节性回落；05卷螺存在继续收缩驱动。建议续持卷螺差缩小头寸。</p> <p>风险因素：卷板厂大规模减产、地产销售延续弱势（上行风险），制造业及出口需求延续弱势，卷板轧线快速投产（下行风险）</p>
	炼钢利润	☆	<p>策略建议：逢高做空盘面利润</p> <p>地产融资端政策持续出台，但房企资金情况改善有限，旺季需求或不及预期。钢厂处于复产周期，钢厂原料库存较低，原料价格较为坚挺。关注逢高做空盘面利润的机会。</p> <p>风险因素：建材需求重新回升，钢厂被动检修增加（上行风险），钢材产量快速恢复，终端需求下降（下行风险）。</p>

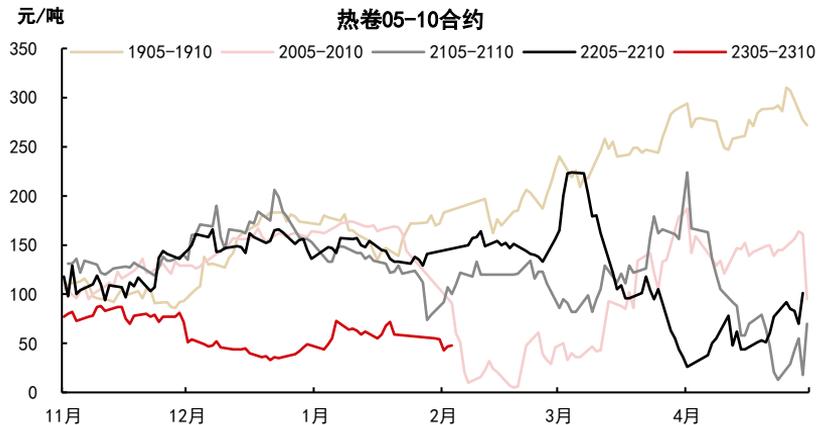
跨期套利：5-10价差跟踪

- **策略建议：观望**
- 地产政策继续推进，远月钢材需求预期延续向上；但“房住不炒”政策延续，近端资金紧张问题难解，上半年落地潜力降低。从驱动上看，10合约的需求落地确定性强于05合约，但目前05-10价差较低，反套盈亏比不佳。建议05-10价差保持观望，可在旺季来临前逢高介入反套。
- **风险因素：钢厂减产加快，现实需求超预期上升（上行风险），钢厂开启复产，终端需求恢复较慢（下行风险）。**

螺纹钢05-10价差



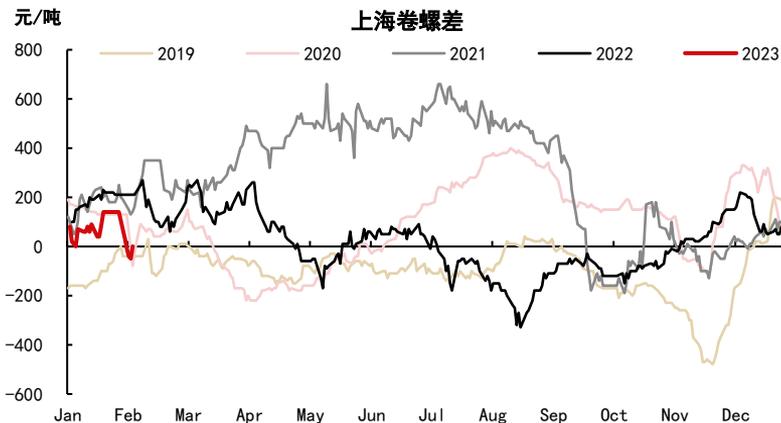
热卷05-10价差



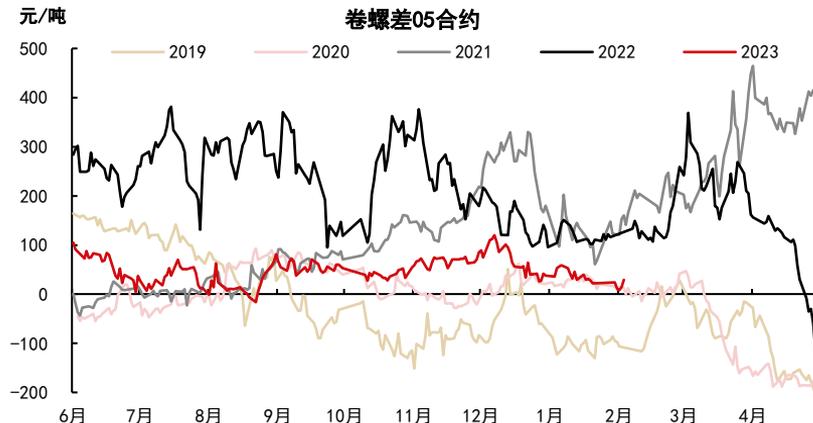
跨品种套利：卷螺差跟踪

- **策略建议：续持卷螺差缩小**
- 从供给端来看，在2023年年初，卷板仍有较多产线计划投产；需求方面，假期后多地基建项目加紧开工，地产融资持续刺激，建材需求有向好预期。卷板需求将面临季节性回落；05卷螺存在继续收缩驱动。建议**续持卷螺差缩小头寸**。
- **风险因素：卷板厂大规模减产、地产销售延续弱势（上行风险），制造业及出口需求延续弱势，卷板轧线快速投产（下行风险）**

现货卷螺差

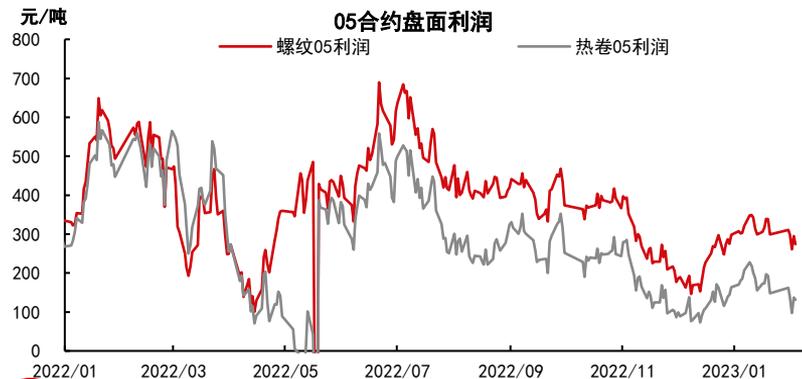


05合约卷螺差



跨品种套利：钢材利润跟踪

- **策略建议：逢高做空利润**
- 地产融资端政策持续出台，但房企资金情况改善有限，旺季需求或不及预期。钢厂处于复产周期，钢厂原料库存较低，原料价格较为坚挺。关注逢高做空盘面利润的机会。
- **风险因素：建材需求重新回升，钢厂被动检修增加（上行风险），钢材产量快速恢复，终端需求下降（下行风险）。**



2、铁矿策略

时间	策略	推荐 ☆	策略逻辑	基本面逻辑
铁矿 策略	单边 策略	☆	<p>区间操作：本期海外发运明显回落，处于正常发运淡季；港口到港也有所减量，疏港低位回升，铁矿自身基本面良好。节后钢厂原料库存大幅减少，但补库进程不及预期。目前成材现实需求延续弱势，铁水产量未有大幅回升；但宏观地产政策持续放松，支撑铁矿需求预期，矿价下行空间有限。</p>	<p>1、供给方面：全球发运总量下降，澳洲持续港口检修，巴西降雨影响较大，预计后续发运维持低位；非主流发运增加，印度发运冲量，国产矿产量维持低位。</p> <p>2、需求方面：铁水产量继续回升，钢厂盈利率小幅增加；受需求及利润影响，铁水产量未有大幅回升。钢厂原料库存低位，逐步开启补库进程。</p>
	跨期 套利	☆	<p>5-9正套止盈：国内疫后经济加速恢复，地产政策继续放松，但终端需求改善缓慢；钢厂原料库存低位，补库进程较缓。内矿供应减少，海外供给进入季节性淡季，铁矿自身基本面偏紧。由于现实需求未见明显改善，且5-9价差已大幅走扩，05合约上行空间有限，5-9价差正套可逐步止盈。</p> <p>风险因素：终端需求加速落地，钢厂加速补库（上行风险）；终端需求改善不及预期，可交割品大幅增加（下行风险）</p>	<p>3、整体来看：本期海外发运明显回落，处于正常发运淡季；港口到港也有所减量，疏港低位回升，铁矿自身基本面良好。节后钢厂原料库存大幅减少，但补库进程不及预期。目前成材现实需求延续弱势，铁水产量未有大幅回升；但宏观地产政策持续放松，支撑铁矿需求预期，矿价下行空间有限。</p>

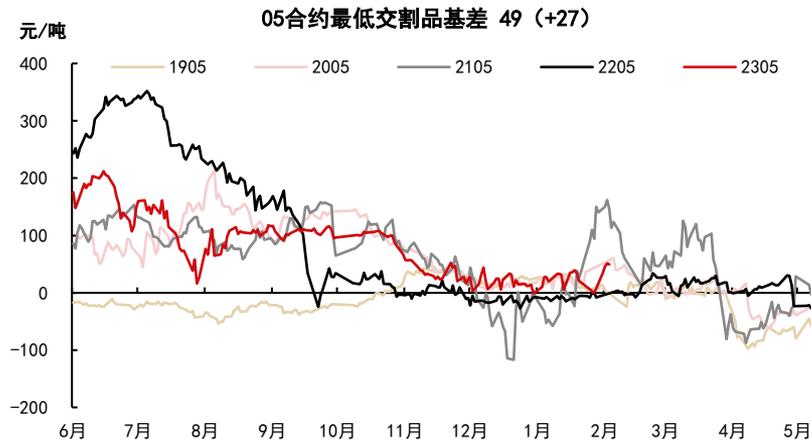
跨期套利：5-9正套逐步止盈

- **5-9正套逐步止盈**：国内疫后经济加速恢复，地产政策继续放松，但终端需求改善缓慢；钢厂原料库存低位，补库进程较缓。内矿供应减少，海外供给进入季节性淡季，铁矿自身基本面偏紧。由于现实需求未见明显改善，且5-9价差已大幅走扩，05合约上行空间有限，5-9价差正套可逐步止盈。
- **风险因素**：终端需求加速落地，钢厂加速补库（上行风险）；终端需求改善不及预期，可交割品大幅增加（下行风险）。

铁矿近远月价差 5-9价差



铁矿05合约基差



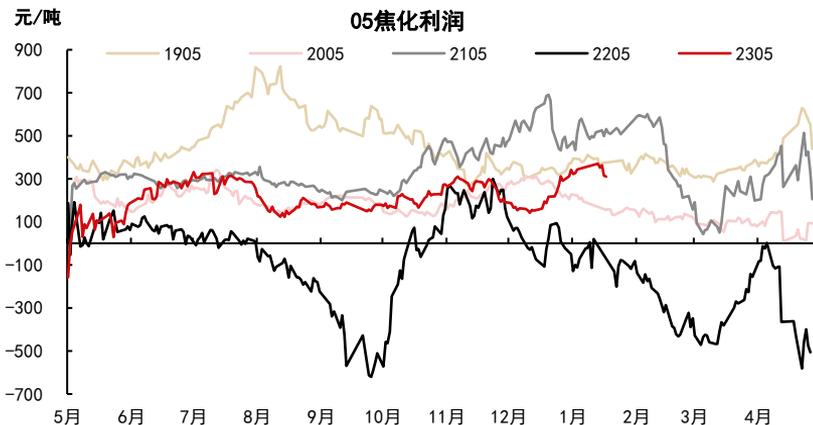
3、双焦策略

时间	策略	推荐☆	策略逻辑	基本面逻辑
焦炭策略	单边策略		05合约区间操作: 节后宏观“弱复苏”逻辑得到兑现, 黑色板块需求强预期有所退潮, 焦炭上游供应恢复速度快于需求, 价格震荡走弱; 整体来看, 需求预期虽有弱化, 但目前难以证伪, 预计短期震荡为主。	需求端, 焦炭日耗小幅抬升, 钢厂原料库存低位, 补库需求增加, 目前按需采购为主。供应端, 焦炭产量小幅上行, 生产利润低位运行, 焦企进一步提产积极性不高, 出货开始好转。总体来看, 节后宏观“弱复苏”逻辑得到兑现, 黑色板块需求强预期有所退潮, 焦炭上游供应存在增量预期, 自身供需结构相对较好; 市场对后续行情分歧较大, 方向受制于下游钢材表现, 预计短期震荡运行, 后市关注钢厂利润情况及原料成本。
	跨期套利		5-9期差观望: 05-09价差震荡运行, 周五日盘收于117元/吨 (-7) 由于限仓原因, 09合约流动性较差, 可操作性较弱。	
焦煤策略	单边策略		05合约区间操作: 节后宏观“弱复苏”逻辑得到兑现, 黑色板块需求强预期有所退潮, 焦煤供应恢复快于下游需求, 进口预期增量较多, 价格震荡走弱; 整体来看, 需求预期虽有弱化, 但目前难以证伪, 预计短期震荡为主。	需求端, 需求端, 焦煤日耗缓慢上行, 焦化利润处于低位, 焦钢企业提产诉求不高, 原料补库以按需采购为主。供应端, 煤矿复产节奏较快, 库存有所累积, 降价出货为主; 蒙煤通关高位运行, 澳煤进口船货到港在即, 进口相较往年增量显著。总体来看, 节后宏观“弱复苏”逻辑得到兑现, 黑色板块需求强预期有所退潮, 焦煤供应恢复较快, 产业链库存依旧延续低位运行; 市场对后续行情分歧较大, 方向受制于下游钢材表现, 后市关注焦钢利润情况及进口相关动向, 预计短期震荡运行。
	跨期套利		5-9期差观望: 05-09价差震荡运行, 周五日盘收于86元/吨 (-4) 。由于限仓原因, 09合约流动性较差, 可操作性较弱。	
焦炭利润	焦化比值		05焦化比值区间操作: 05合约焦炭/焦煤比值震荡下行, 周五日盘收于1.52, 估值中性。	焦煤现实基本面暂无突出矛盾, 市场观望情绪浓厚。焦化产能充裕, 焦煤供应平稳, 焦化利润难以大幅上升, 预计双焦比值震荡为主。

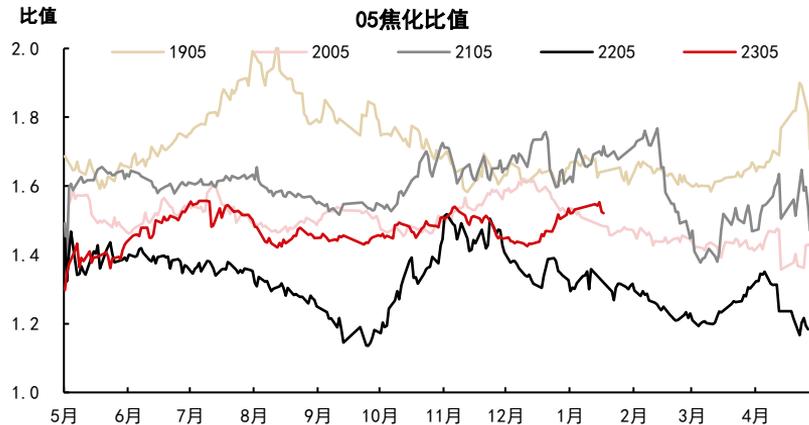
双焦品种间套利跟踪：区间操作

- 05合约焦炭/焦煤比值震荡运行，周五日盘收于1.53，估值中性。
- 煤焦现实基本面暂无突出矛盾，市场观望情绪浓厚。焦化产能充裕，焦煤供应平稳，焦化利润难以大幅上升，预计双焦比值震荡为主。
- **风险因素**：终端需求不及预期、焦煤供应短缺（下行风险）；国内煤矿增产超预期、焦炭环保限产、进口政策放松（上行风险）。

05焦炭盘面利润



05焦炭/焦煤盘面比值

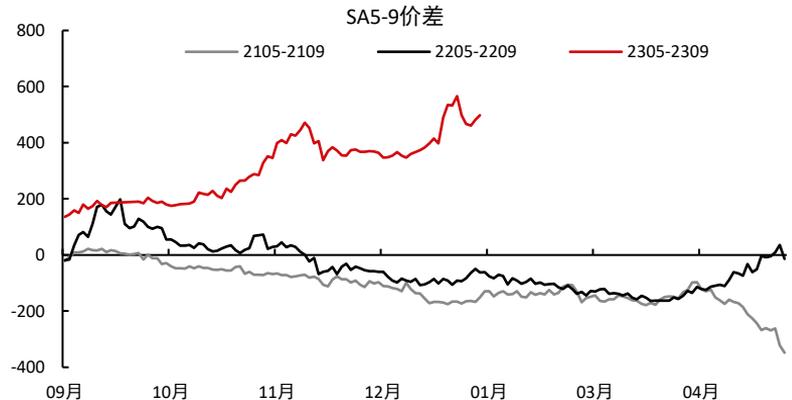
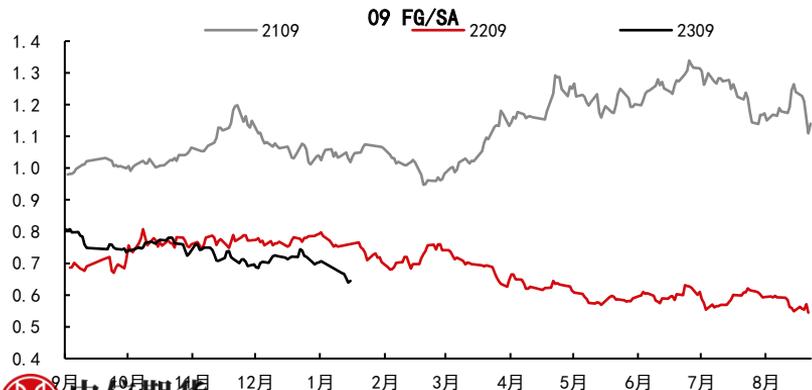
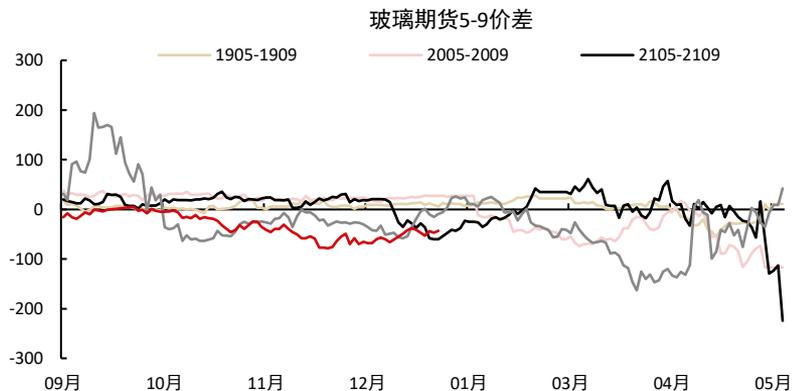


4、玻璃纯碱策略

时间	策略	推荐☆	策略逻辑	基本面逻辑
玻璃策略	单边策略		05合约区间操作： 当前玻璃价格仍然受到高库存、弱需求、高供应的基本面压制，玻璃将在成本线附近震荡运行，成本线之下可轻仓试多，安全边际较高。低位反弹后若基本面无变化则可逢高空配。	当前玻璃价格仍然受到高库存、弱需求、高供应的基本面压制，并且短期来看基本面已经处于修复过程中，但修复力度仍然较弱，近期需求排除环保管控因素，仍旧偏弱。短期来看，由于供应端较为刚性，大规模冷修概率较低，价格受需求影响较大。需求修复力度偏弱，则玻璃将在成本线附近震荡运行。长期来看供需矛盾仍需要靠去产能解决，地产下行需要玻璃收缩产能才能匹配。
	跨期套利	☆	5-9期差逢高反套： 5-9价差震荡下行，周五日盘收于-66元/吨（-27）。	
纯碱策略	单边策略	☆	05合约区间操作： 当前基本面仍然较强，厂家挺价共振。但上边际受到远兴投产预期压制，平衡表而言05合约前纯碱仍旧偏紧，关注轻碱需求指标若轻碱仍旧稳定，回调后逢低做多格局仍存。 09合约逢高做空： 9月远兴计划完全投产，供需基本面愈加宽松，价格竞争加剧。目前市场对远兴投产预期尚未过度交易，因此09逐步走高后，或可逐步试空。	纯碱当前低库存，供应恢复至高位水平，需求尽管面临下行风险，但玻璃厂存在一定的补库刚需。因此短期的基本面仍然较为健康，可能和强预期形成一定共振。短期来看，今年浮法和光伏大概率冲抵，需求稳中向好，产能大量投放是主要压制预期。但05远兴未投产前，纯碱基本面偏紧逻辑不会改变，警惕临近投产碱厂心态悲观降价甩货。
	跨期套利	☆	5-9价差逢低正套： 5-9价差震荡运行，周五日盘收于440元/吨（-57）。纯碱库存持续低位，基本面05前仍旧偏紧，而远兴投产后九月明显过剩，预计5-9价差仍会走阔。	
玻璃利润	玻璃纯碱比值		09玻璃纯碱比值逢低做多： 09合约玻璃纯碱比值震荡运行，周五日盘收于0.69，当前基本面来看，估值较高。近期玻纯基本面分化严重，远月玻璃预期或有好转，而纯碱预期向下，远月比值可逢低做多。	今年玻璃冷修预期较强，供应收缩或带来一定价格支撑，纯碱明年预期供需宽松，产业链利润势必重新分配。

玻璃纯碱：玻璃5-9期差逢高反套，纯碱5-9逢低正套

- **FG5-9期差逢高反套**：5-9价差震荡下行，周五日盘收于-66元/吨（-27）。玻璃前期受预期推动价格反弹，下半年需求或将强于下半年，5-9价差或继续下行。
- **SA5-9价差逢低正套**：5-9价差震荡运行，周五日盘收于440元/吨（-57）。纯碱库存持续低位，基本面05前仍旧偏紧，而远兴投产后九月明显过剩，预计5-9价差仍会走阔。
- **09玻璃纯碱比值逢低做多**，09合约玻璃纯碱比值震荡运行，周五日盘收于0.69。



5、跨品种对冲策略

时间	策略	推荐 ☆	策略逻辑
跨品种 对冲	钢矿 比值	☆	<p>钢矿比短期做缩。铁水环比回升，节后疏港量回升幅度有限，钢厂节后仍有预期补库，支撑铁矿价格。钢材方面，宏观强预期延续，现实偏弱，但下游需求尚未恢复，预期先行之下成材仍有向上驱动。从估值角度看，螺矿比已经有逢低配置的价值，长期可逢低配置，短期因煤焦供需相对宽松，可做缩钢矿比。</p> <p>风险因素：铁矿供应超预期下滑，终端需求崩塌（下行风险）；终端需求快速复苏，铁矿供给快速增加（上行风险）</p>
	钢焦 比值		<p>区间操作，05合约螺焦比震荡收窄，周五日盘收于1.47。</p> <p>宏观层面，房企融资政策进一步优化，提振板块交易情绪。春节过后，高炉复产预期增强，叠加钢厂焦炭库存偏低，节后焦炭短期需求具备支撑，基本面较为健康，驱动螺纹/焦炭比值收窄。展望后市，焦炭价格受制于钢材利润及高炉生产节奏，整体跟随钢材价格趋势，螺焦比值波动范围相对有限，建议区间操作。</p> <p>风险因素：需求不及预期、焦煤紧缺（下行风险）；需求恢复超预期、焦煤价格崩塌（上行风险）</p>
	焦煤/ 铁矿 比值	☆	<p>短期逢高试空，05焦煤/铁矿比震荡走扩，周五日盘收于2.17。</p> <p>近期，政策利好持续释放，需求预期向好支撑原料价格。供应层面，春节后，焦煤国内产量及进口增量预期较强，而铁矿供应迎来季节性回落，短期焦煤供需结构相较铁矿更为宽松，可逢高做空焦煤/铁矿比；中长期来看，原料价格均取决于钢材利润及高炉生产节奏。</p> <p>风险因素：焦煤进口大增，铁矿供应不及预期（下行风险）；焦煤复产不及预期，铁矿供应正常（上行风险）。</p>

钢材铁矿强弱跟踪：钢矿比短期做缩

■ **钢矿比短期做缩。**铁水环比回升，节后疏港量回升幅度有限，钢厂节后仍有预期补库，支撑铁矿价格。钢材方面，宏观强预期延续，现实偏弱，但下游需求尚未恢复，预期先行之下成材仍有向上驱动。从估值角度看，螺矿比已经有逢低配置的价值，长期可逢低配置，短期因煤焦供需相对宽松，可做缩钢矿比。

■ **风险因素：**铁矿供应超预期下滑，终端需求崩塌（下行风险）；终端需求快速复苏，铁矿供给快速增加（上行风险）。

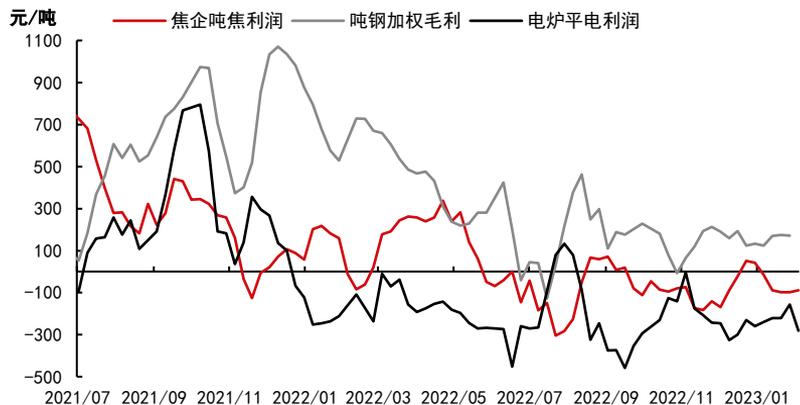


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

螺纹/焦炭比值跟踪：区间操作

- 05合约螺焦比震荡为主，周五日盘收于1.47。
- 现阶段焦化产能充裕，焦炭供应跟随需求，焦炭行情主要驱动在于需求端，最终取决于钢材需求与钢厂利润情况，螺纹/焦炭比值驱动暂不明显。
- **风险因素**：需求不及预期、焦煤紧缺（下行风险）；需求恢复超预期、焦煤价格崩塌（上行风险）。

焦钢利润对比



05合约螺纹/焦炭



焦煤/铁矿比值跟踪：短期逢高试空

- 05焦煤/铁矿比震荡下行，周五日盘收于2.12。
- 中长期来看，煤焦保供稳价政策基调不变，市场预期煤矿未来生产强度较高，叠加蒙煤通关积极、澳煤进口存在进一步放开空间，焦煤供需或将出现过剩。总体来看，焦煤供需结构相较铁矿更为宽松，短期可逢高试空。
- **风险因素**：焦煤进口大增，铁矿供应不及预期（下行风险）；焦煤复产不及预期，铁矿供应正常（上行风险）。

焦煤/铁矿库存走势



05合约焦煤/铁矿





中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层

致謝

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。

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。

中信期货有限公司

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