



八月份黑色建材板块行情依然可期

【核心提示】

1、一季度钢材消费下降 8.7%；二季度消费增速直接拉升至 18.6%；上半年钢材累积消费高达 5%，逆周期调解下的钢材消费表现异常突出；货币与财政双发力，建筑业与制造业齐飞引领大宗商品消费超 V 型反转。

2、逆周期调节下，地产和基建形成的投资内需，是支撑和托起钢材消费的最核心行业。强大的内需与出口，也使得中国制造业得以快速复苏，从而形成了钢材消费的另一极。缺少任何一极，都难以形成如此高强消费水平，而形成全面钢材消费提升的核心，就在于全球的宽松流动性。

3、钢材供需两旺特征明显：上半年消费增长 5%，同时上半年粗钢产量也增加 5%，与此同时，钢材净出口 1850 万吨，同比减少 1100 万吨，所以，上半年国内粗钢供给增加 8%。高供给意味着原料的高消费。

4、上半年生铁产量增加 5%，或 2000 万吨。增加铁矿消费 3700 万吨，增加焦炭消费 800 万吨。上半年铁矿进口增 4600 万吨（海关数据）；上半年焦炭产量下降 520 万吨（统计局数据）。结果是：铁矿库存同比基本持平；焦炭库存同比大幅低于去年同期。

5、预计：下半年粗钢产量增 6%；粗钢消费增 8%（二季度同比增长 18.6%，上半年同比增长 5%），则：钢材库存将面临这较为艰难的去库过程。

6、给予中性的钢材消费，则下半年的生铁产量依然需要维持较高水平，来匹配钢材需求，则钢铁原料的消费强度，将持续处于高位。关注焦炭供给端大事件：山东以煤定焦、河南的 4.3 焦炉限产、山西 2000 万吨产能大限、河北 1200 万吨产能大限。铁矿全年进口预计增 7.8%，或 8000 万吨（上半年 4600 万吨）。全年铁矿消费增加 7400 万吨（上半年 3700 万吨），铁矿港存到年底将逐步增至 1.25 亿吨左右，下半年钢材消费高低，决定着铁矿的库存高度。

7、黑色板块：不可轻视，而应重视逆周期的力量，比如 2009-2010 和 2015-2016 两个大上涨周期。钢材供需两旺，将着力点放到原料端的做多机会。成材高库存压制了价格弹性；高成本支撑了价格的底部，甚至抬升价格底部。铁矿关注基差修复机会和品种间价差机会，焦炭关注政策红利。

8、玻璃：经过一个季度的高消费，高库存得到了有效的改善，目前处于淡季，由于供给

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 黑色及建材组

研究员

孙宏园

☎ 021-68755929

✉ sunny@htfc.com

从业资格号：F0233787

投资咨询号：Z0000105

联系人

王英武

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号：F3054463

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号：F3057899

申永刚

✉ shenyonggang@htfc.com

从业资格号：F3063990

赵钰

✉ zhaoyu@htfc.com

从业资格号：F3042576

王淼

✉ wangmiao@htfc.com

从业资格号：F3063336

彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

端三季度依然难有较大增量，地产和汽车双拉动，雨季之后，玻璃消费有望再度走强。长线策略依然为逢回调做多。

9、动力煤：七月份以来，由于气温不够高，南方雨水充沛，动煤日耗持续萎靡，虽然动煤内外供给均低，但消费不足，使得库存仍未出现拐点，近几周的港口调入下降，有利于降低沿煤价的压力。由于较高的期现贴水，已经给出较高的预期保护，推荐动力煤左侧低位尝试做多，迎接八月份的消费旺季。

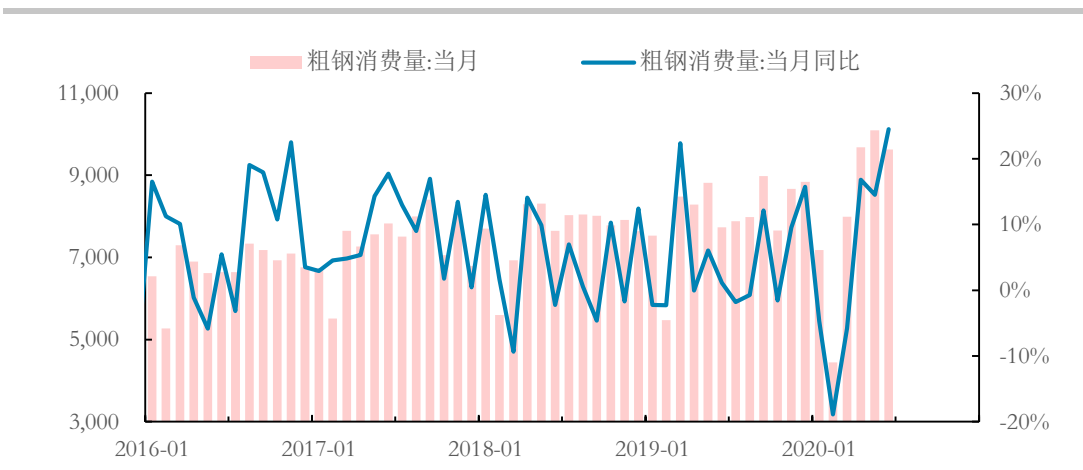
风险因素：高温、中美关系的恶化、疫情下海外需求的进一步下滑、地产政策收紧下竣工继续大幅推后。

一、 钢材高消费的形成

上半年钢材消费 V 型反转,一季度钢材消费下降 8.7%;而二季度平均消费增速高达 18.6%。上半年钢材累积消费高达 5%。疫情没有降低消费强度,而是带来了新的消费增量。6 月份单月钢材消费增速更是高达 25%以上。

图 1: 中国粗钢月度消费量及同比增速

单位: 万吨, %



数据来源: 华泰期货研究院

逆周期调节下,货币与财政双发力,市场流动性足够宽裕。

3 月份社融 5.2 万亿 (去年 3.0 万亿); 4 月份 3.1 万亿 (去年 1.7 万亿); 5 月份 3.2 万亿 (去年 1.7 万亿); 6 月份 3.4 万亿 (去年 2.6 万亿); 上半年社融 20.8 万亿 (14.6 万亿), 差值 6.2 万亿。

M2 增速连续三个月 11.1% 增长, 2016 年以来新高。

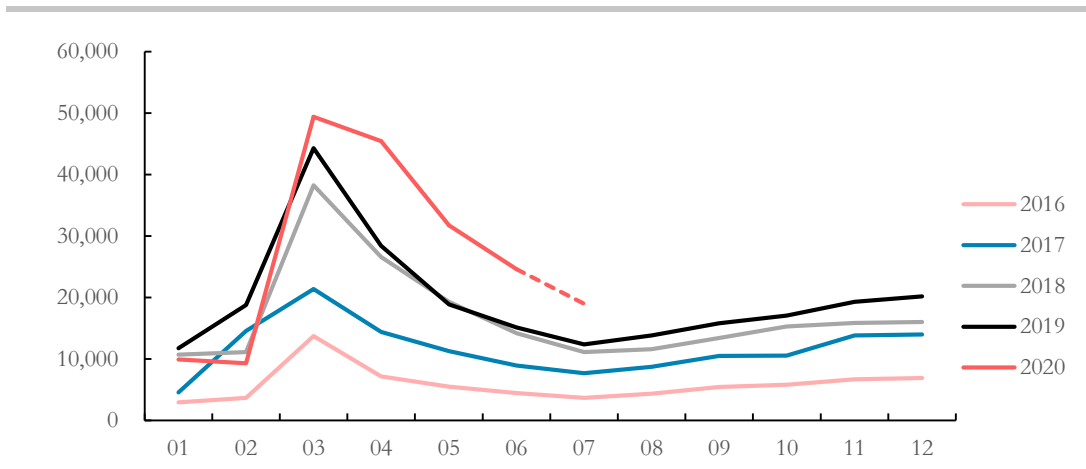
最关键, 全球流动性大宽松: 美国、欧洲、日本。

钢材消费重要领先指标: 工程机械的销量, 也代表着建筑项目的多寡。

挖机销量: 3 月 12%; 4 月 60%; 5 月 68%; 6 月 63%; 预计 7 月 50%。起重机销量: 3 月-4%; 4 月 32%; 5 月 41%; 6 月 79%。装载机销量: 3 月-17%; 4 月 31%; 5 月 15%; 6 月 17%。

图 2：挖掘机月度销售量季节性走势

单位：台



数据来源：机械工业协会、华泰期货研究院

建筑业与制造业齐飞引领大宗商品消费：中国制造业 V 型回升领先全球、震惊全球。

作为全球制造业大国，中国制造业的复苏，与全球制造业的复苏密不可分。6 月份全球主要经济体 PMI，除日本外，全部呈现明显的 U 型回升。

建筑业与制造业共同拉升了钢材消费：逆周期调节下，地产和基建形成的投资内需，是支撑和托起钢材消费的最核心行业。强大的内需与出口，也使得中国制造业得以快速复苏，从而形成了钢材消费的另一极。缺少任何一极，都难以形成如此高强消费水平，而形成全面消费提升的核心，就在于全球的宽松流动性。

二、供需两旺 利多原料

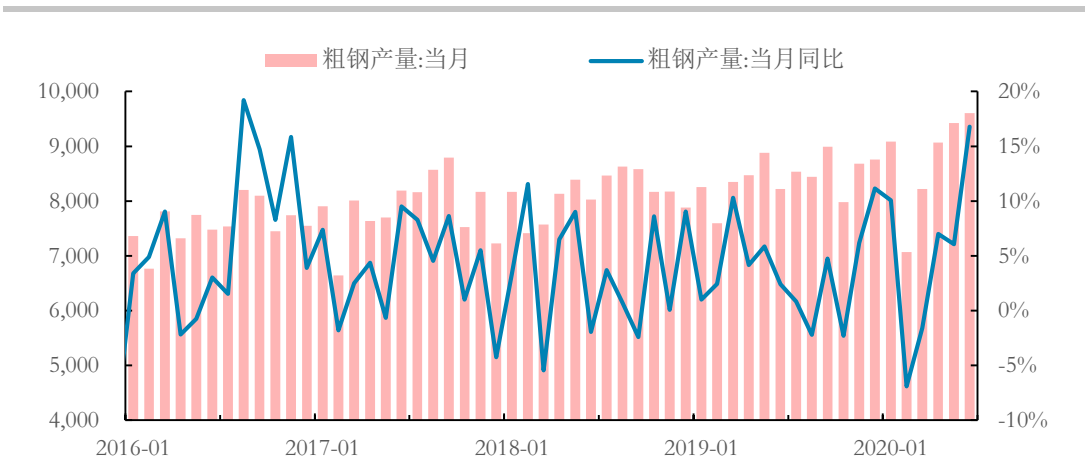
在看到上半年高消费的同时，我们也看到了，钢材也处于高供给状态，尤其是进口回流的资源，大大增大了国内的供给。

上半年粗钢消费增长 5%，同时上半年粗钢产量也增加 5%。与此同时，钢材净出口 1850 万吨，同比减少 1100 万吨，等于扩大了国内的钢材供给。所以，上半年国内粗钢供给增加 8%。

另外，上半年还进口了 320 万吨的生铁和直接还原铁。

图 3：中国粗钢月度产量及同比增速

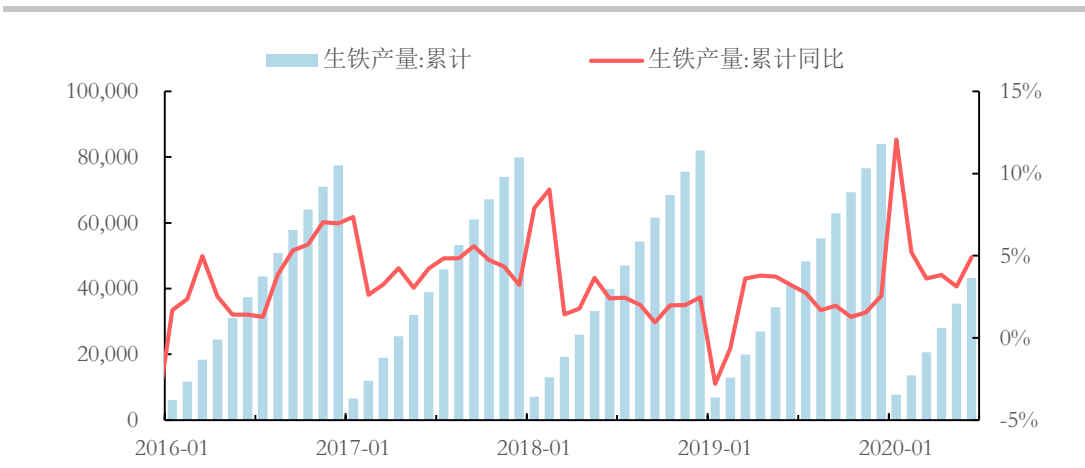
单位：万吨，%



数据来源：华泰期货研究院

图 4：中国生铁累计产量及同比增速

单位：万吨，%



数据来源：华泰期货研究院

由此，上半年国内生铁产量增加 5%，或 2000 万吨。这相当于，增加铁矿消费 3700 万吨，增加焦炭消费 800 万吨。

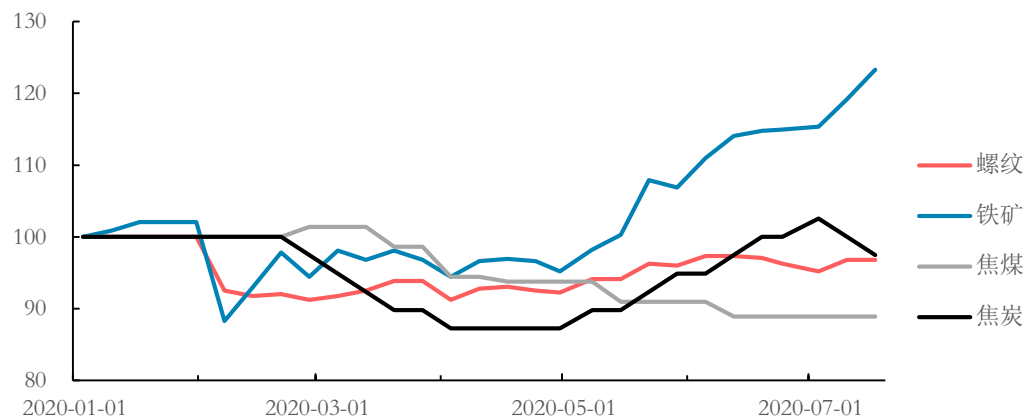
上半年铁矿进口增 4600 万吨（海关数据）；上半年焦炭产量下降 520 万吨（统计局数据）。结果就是：铁矿库存同比基本持平；焦炭库存同比大幅低于去年同期。钢材供需两旺必利多原料。

截止 7 月末，现货市场：铁矿年度涨幅 23%，焦炭涨幅-3%，螺纹涨幅-3%，焦煤涨幅-11%。

期货市场：铁矿 09 合约 600-840，涨 40%；焦炭 1930-2020，涨 5%；螺纹 3400-3800，涨 12%。

期现货最大的差异，在于升贴水的变化，过去 5 年的历史，无数次证明，大贴水就意味着大收益。再伴随着各个商品的供需结构，低库存和高贴水，收益潜力巨大。

图 5：2020 年四大黑色商品现货价格走势



数据来源：Wind、华泰期货研究院

三、 8 月份及下半年黑色商品供需研判

钢材将持续面临着库存去化的问题

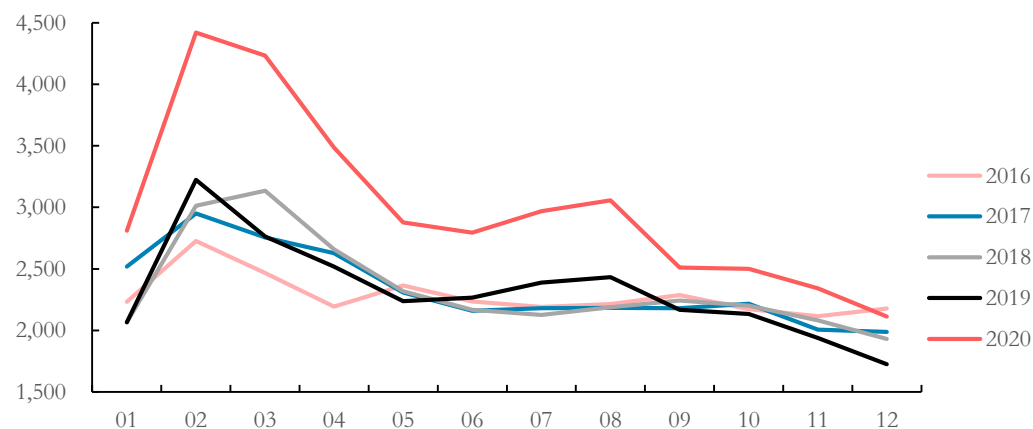
根据各种已知条件，下半年保守预判，粗钢消费增 8%（二季度同比增长 18.6%，上半年同比增长 5%）。

下半年粗钢产量增 6%。

则：整个下半年，钢材库存将面临这较为艰难的去库过程。当然，这里面用了较为保守的消费增长率。可以说，下半年供给端难以产生较大变化，消费端的变化，将直接决定钢材库存的走向。由于目前累积的高库存，所以，钢材将面临着较长时间的库存去化的问题。

图 6：钢材厂社库存季节性走势及预判

单位：万吨



数据来源：中国钢铁工业协会、钢联数据、华泰期货研究院

由于短流程的成本支撑，以及较强的供给调节能力，钢材价格向下的空间不大。

供给侧改革给予的稳定供给，特指长流程；非极端情况下，长流程难以独立匹配钢材总需求；短流程成为调节供给矛盾快速、有效的手段。钢材消费淡旺季轮动，带来库存淡旺季变化；库存变化需要短流程调节供给，从而带来钢价的涨跌。由于已经累计的高库存，势必降低成材，尤其是螺纹的价格弹性；同时，由于短流程的供给调剂能力和成本支撑有效性，也使得钢价的底部逐步抬升。

焦炭供需形势向好

上半年焦化产能净去化 500+万吨；三季度新增产能 700 万吨，四季度将带来产量增量；四季度新增产能 1000 万吨，明年一季度带来产量增量。

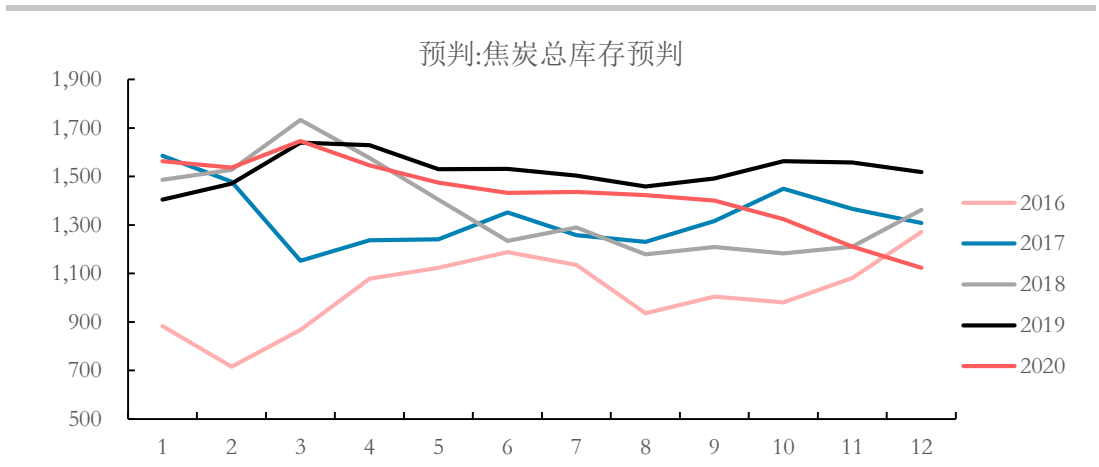
给予中性的钢材消费，则下半年的生铁产量依然需要维持较高水平，来匹配钢材需求，则钢铁原料的消费强度，将持续处于高位（或言：当前的钢铁供需形势，难以看到需要长流程降产的地步）。

焦炭净出口可能难以大幅提升，但也不会有更大的进口量。

后期需要关注焦化行业的大事件：山东以煤定焦、河南的 4.3 焦炉限产、山西 2000 万吨产能大限、河北 1200 万吨产能大限。每一个事件的落地，都有可能加剧焦炭本已紧张的供需形势。

图 7：焦炭总库存预判

单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

钢材消费变化决定着铁矿库存&价格高度

国内铁矿供给的增量主要来自于海外转口，上半年四大矿铁矿发运增加了 300 万吨，但中国进口增加了 4700 万吨，进口的增量主要来自于日韩欧地区的高炉减产形成的铁矿转口。

6 月份为历年的季节性发运高峰月，连续四周全球发运均在 3400 万吨/周的水平，从而使得 7 月份到港明显增加，也形成了国内港口库存的连续增加。

三季度，澳洲将季节性的发运回落，而巴西以及非主流的发运有望维持高位。

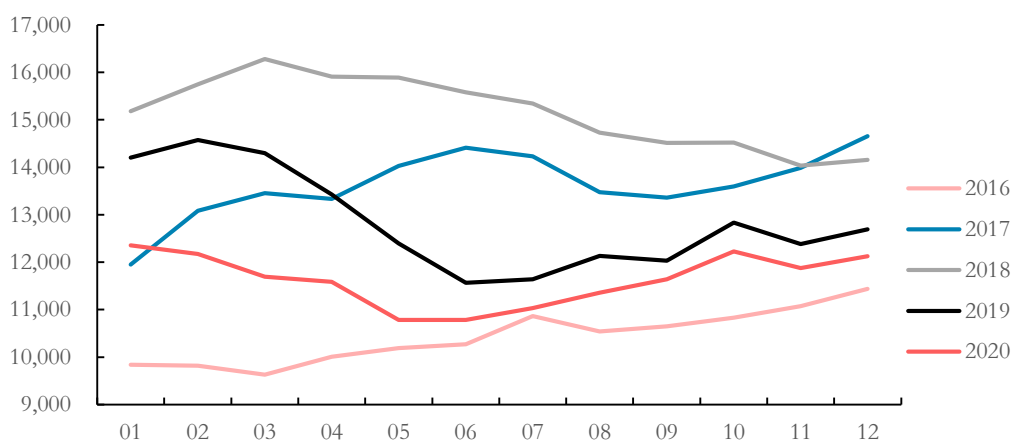
整体预判下来，全年铁矿进口预计增 7.8%，或增 8000 万吨（上半年 4600 万吨）。而下半年钢材消费预判 8%，全年消费增长 6.7%，带来铁矿消费增加 7400 万吨（上半年增加 3700 万吨）。

由此推算，下半年铁矿将呈现温和增库的趋势，年底库存将增至 1.25 亿吨的水平。

以上推断，是对下半年消费中性偏弱的判断，如果下半年继续维持二季度的高消费增长，则全年铁矿库存降难以实现根本性的增加。下半年钢材消费变化，决定着铁矿的库存高度。

图 8：铁矿港口库存季节性走势及预判

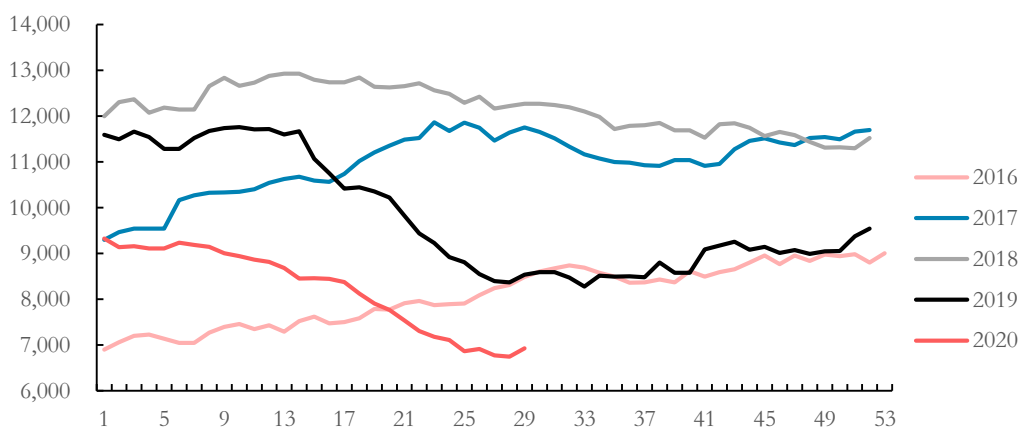
单位：万吨



数据来源：钢联数据、华泰期货研究院

图 9：粉矿港口库存季节性走势及预判

单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

四、 8 月份黑色板块商品行情依然可期

最新召开的 ZZJ 会议，再度明确：要确保宏观政策落地见效。财政政策要更加积极有为。要保障重大项目建设资金。货币政策要更加灵活适度。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。

而对应的大宗商品，以及钢材产品均将受益于货币宽松情况下的内需拉升和外需改善。

也鉴于此，我们认为：

不可轻视，而应重视逆周期的力量：2009-2010 年的高供给、高消费、价格暴涨行情；2015-2016 年，宽松货币政策下的高消费、一路增库上涨行情。

当然，在成材供需两旺的格局下，一定要将关注点落到钢铁原料端。

其中铁矿虽然供需边际转弱，但期货市场给予的 10-20% 的远期贴水，仍将是未来一段时间市场的一块肥肉。另外，铁矿品种之间的价差均已打到历史极致水平，随着海外消费的逐步改善，球块溢价也将是下半年现货交易的一个重点。

焦炭紧平衡仍将持续，而一旦政策的介入，造成供给端的收缩，势必加剧，甚至直接导致供需失衡下的价格上涨。

综合来看，二季度的价格上涨，市场已经给予了充分的防守，一个是价格涨幅不大，第二个价格的上涨也伴随着频繁的回调，这都使得 8 月份的黑色商品价格上涨具有较强的向上韧性。

策略上：关注远月高贴水的铁矿 01 合约、关注供需不断改善的焦炭。

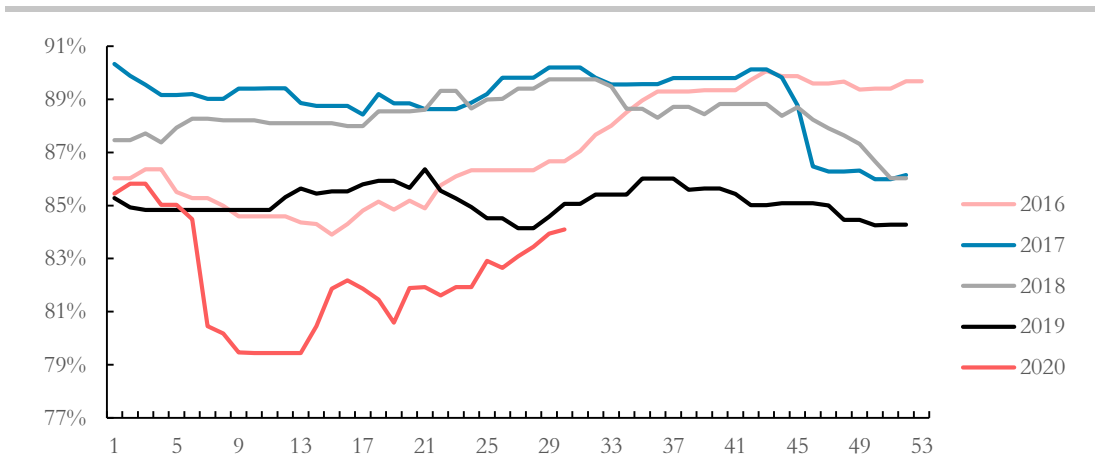
风险因素：高温、中美关系的恶化、疫情下海外需求的进一步下滑。

五、 玻璃：商品市场难觅的严重供需失衡

二季度，玻璃开工率持续低位，全国产量连续两个月同比下降。6 月以来，玻璃开工率有所回升，整体开工率仍处近几年低位，6 月份全国平板玻璃产量继续下降 3%；预计 7 月份仍有冷修复产，开工率有望进一步提升，产量环比将回升，但产量水平同比增幅依然有限。

图 10: 玻璃产线开工率

单位: %

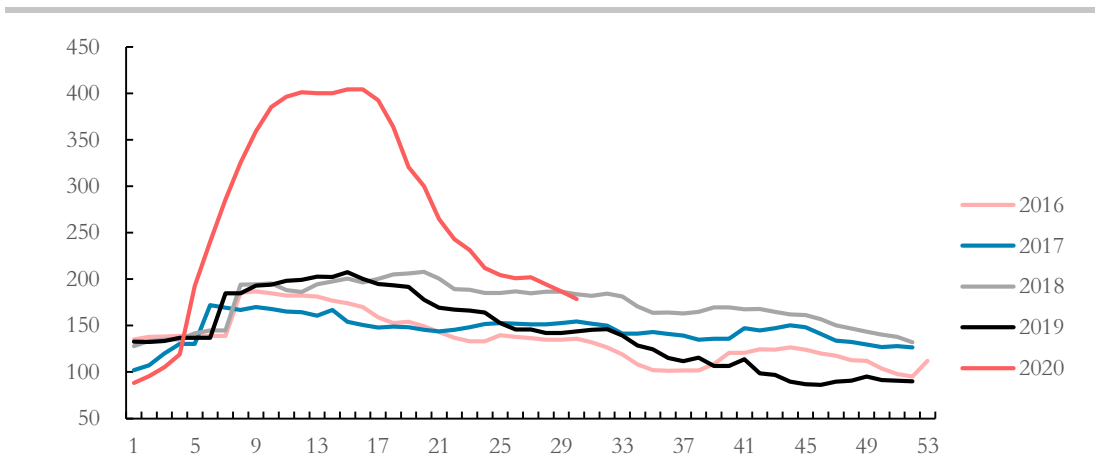


数据来源: 隆众资讯、华泰期货研究院

4 月以来,随着地产集中复工复产,以及资金流动性宽裕的大环境,地产销售开始快速回升,从而形成对建材轮番拉动,玻璃消费表现同步,维持旺盛消费水平,在地产销售和竣工双双走强的背景下,下半年玻璃消费依然值得期待,短期淡季影响,消费有所回落,预计结束之后,玻璃消费有望跟随整体工业品,继续环比走强。

图 11: 玻璃企业库存

单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯、华泰期货研究院

经过一个季度的高消费,玻璃一季度累积的高库存得到了有效的改善,目前处于淡季,库存仍在大幅去化。由于供给端三季度依然难有较大增量,地产和汽车双拉动,雨季之后,玻璃消费有望再度走强。

策略依然为逢回调做多。

风险因素: 地产政策收紧下竣工继续大幅推后、中美对抗情况下的经济恶化。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com