

当前黑色系商品供需差异及对冲机会

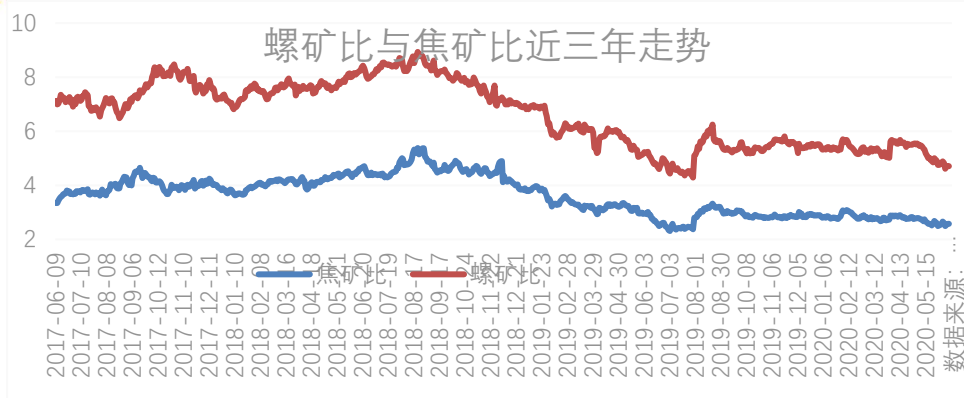
近两个月以来，以铁矿为首的黑色系商品出现强势上涨的行情，原料端商品强于成材，炼钢利润收缩，而焦炭受到去产能及环保限产的影响，焦化利润出现上涨，成为后起之秀。目前看，受到各自供需基本面存在差异的影响，这种格局将会延续，相关套利对冲策略仍然值得尝试。

一、螺纹、铁矿供需基本面劈叉较大，螺矿比已经大幅下跌

今年受到疫情影响，螺纹钢出现较大幅度的累库，而复工复产后，钢厂的产量再创历史新高。从利润上看，目前高炉炼钢仍有 200 元的利润，电炉炼钢维持盈亏平衡，钢厂生产的积极性高。从钢厂的排产来看，我们认为螺纹钢产量上升的空间很小，但是高炉还有一定的利润，钢厂难以出现减产的情况。螺纹钢的需求方面，后期面临季节性淡季。从上周钢联总库存减少 15 万吨的情况看，目前库存去化已经较前期放缓，反映需求有一定的下降。

铁矿石受到巴西疫情的影响，后期供应存在不确定性。虽然近两周巴西、澳洲发货量连续回升，但市场仍热衷于对于淡水河谷的部分矿区停产的炒作。考虑到南半球季节性因素以及对于疫情防控的策略，后期巴西铁矿石供应存在较大的变数。需求方面，本月港口日均疏港量维持在 310~320 万吨之间，这个数量同比有 8% 的增长。全国 247 家钢厂本月铁水日均产量也连续增长至 235 万吨的历年高位，铁矿需求有保障。

我们看到，目前螺纹供应维持高位，铁矿供应面临不确定性；螺纹需求可能受到季节性因素影响而下降，库存高位去化放缓，而铁矿需求在钢厂生产积极性的影响下维持高位，港口库存也处于近 4 年较低的水平。螺矿比近期大幅下跌，已经反映了这一供需差异。从目前基本面情况看，下半年逆转的可能性不大，择机仍可配置。



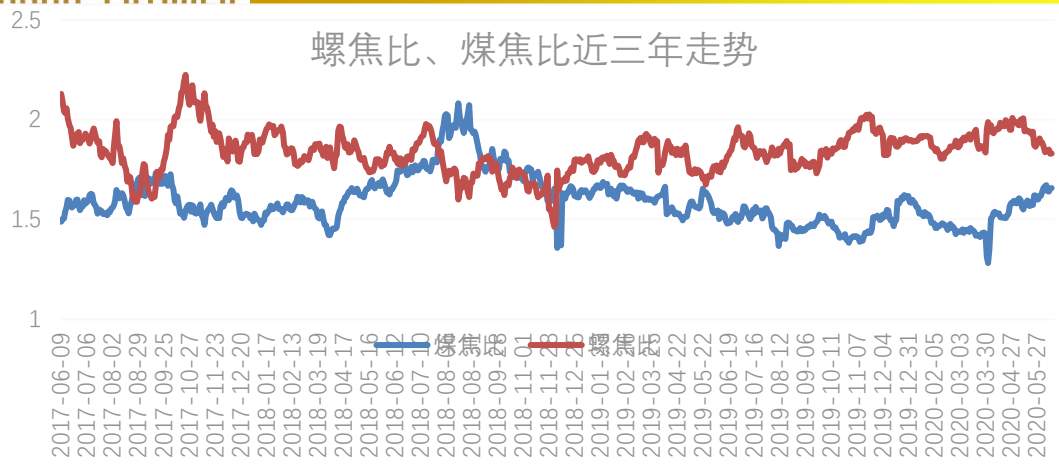
二、焦炭供需开始好转，螺焦比呈现下跌趋势

按照国家产业政策，今年下半年开始山东、山西部分老焦炉陆续淘汰，同时由于环保政策高压，临时限产政策也频发。5月21日，山东发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，通知要求实施项目清单管理，实行“以煤定产”，市场预期较去年将减产460万吨左右。该文件出台预示着焦化行业去产能政策开始落地，焦炭现货前后陆续上调五轮，第五轮上涨50元尚在落地中，如果完全落地将把盘面价格推升至2000元以上。

从数据上看，近期焦化开工率出现高位下降，上周100家独立焦企开工率78%，较高位下降2%。独立焦化厂、钢厂以及港口焦炭库存下降，显示焦炭各环节总库存处于下降趋势，目前已连续八周降库存。

与下游钢材相比较，焦炭开工自去年高位下降，供应层面开始与螺纹产生差异；需求方面，与铁矿相似，受益于钢厂维持一定利润及铁水产量维持高位；利润方面，目前焦化利润已经达到300~400元，部分地区已经达到500元，处于2019年以来的高位。煤焦比

（焦炭/焦煤）今年以来走强，显示焦化利润好转，且已经大于钢厂利润。考虑到焦炭的需求较窄，钢厂有主导作用，我们认为焦化利润可能会受到钢厂利润下降影响，继续配置价值不高，而焦炭和螺纹供需开始出现差异，螺焦比具有空头配置价值。



三、铁水成本中铁矿占比仍处于主导，焦矿比需等待转折

今年炼钢利润较前几年已经大幅下降，目前钢厂看重原料采购方面的成本控制。从铁水成本中原料占比来看，自 2019 年起铁矿比重大幅提升，这是铁矿这两年供应偏紧原因所导致。由于去年巴西淡水河谷出现矿难，铁矿供应下降，以及今年巴西疫情影响，供应回升不及预期，钢厂在铁矿采购中话语权不大。这就导致在对焦炭的采购中钢厂会尽量讨价还价，同时焦炭需求结构单一，焦化厂话语权较低。

炼钢过程中铁矿与焦炭配比固定，因此二者需求基本没有差异。按照当前铁矿供应和库存预测，下半年铁矿期价仍有冲击新高的动力；基差方面铁矿处于正基差状态，焦炭出现负基差，由此焦矿比大概率会延续下跌的趋势。但从绝对价值上来说，铁矿估值相对偏高，同时国内焦化产业去产能已经开始落实，焦矿比存在反转的因素。我们认为把握这个转折需要观察铁矿港口库存的变化，倘若铁矿库存出现连续回升，焦矿比大概率会见底回升。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与金石期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了金石期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映金石期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经金石期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投

