

对当前黑色产业宏观的思考



汇报人：韩业军

期货从业资格号:F0273312

交易咨询从业证书号:Z0003142

审核人:彭刚

2024年6月29日



期货交易咨询业务资格：证监许可【2012】38号

目录

CONTENTS

- 01 淡季风险
- 02 政策风险
- 03 制造业风险
- 04 挤泡沫风险
- 05 潜在希望



01.

淡季风险

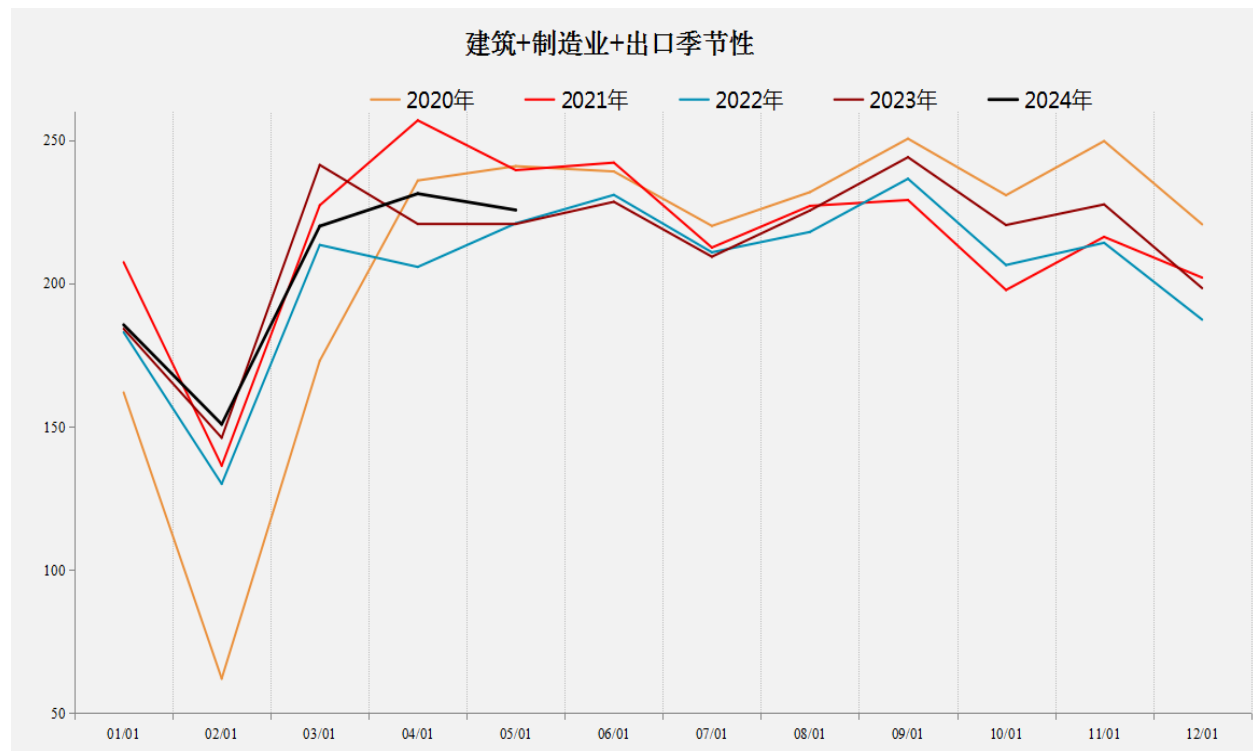


没有一成不变

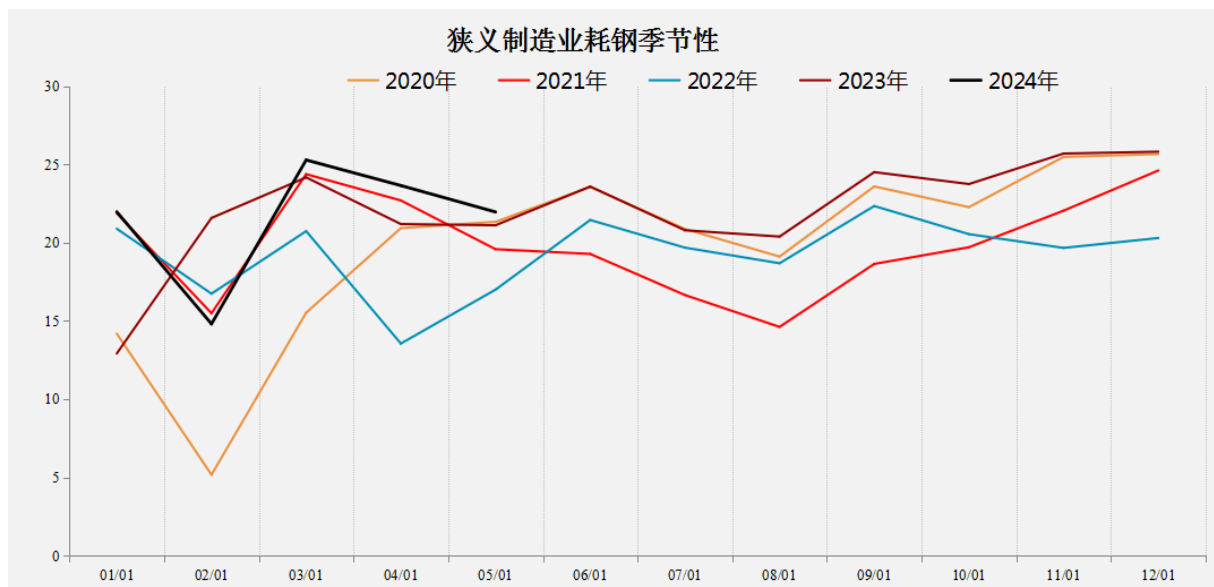
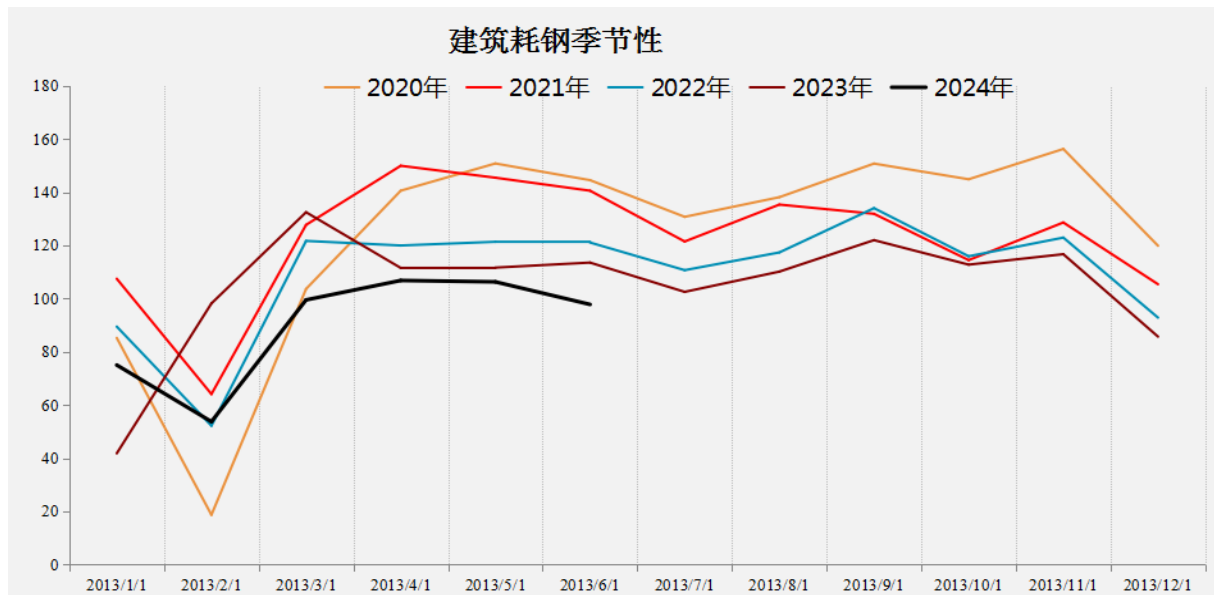
旺季跌、淡季涨。

淡季不淡、炒预期。

高供应+高估值（现实） vs 低供应+低估值（预期）。



资料来源：一德期货黑色事业部



建筑淡季提前，制造淡季未至

资金、高温、多雨、高考、麦收、水泥新国标。

冷系淡季7-8月。

热系淡季7月。

冷热价差偏低。

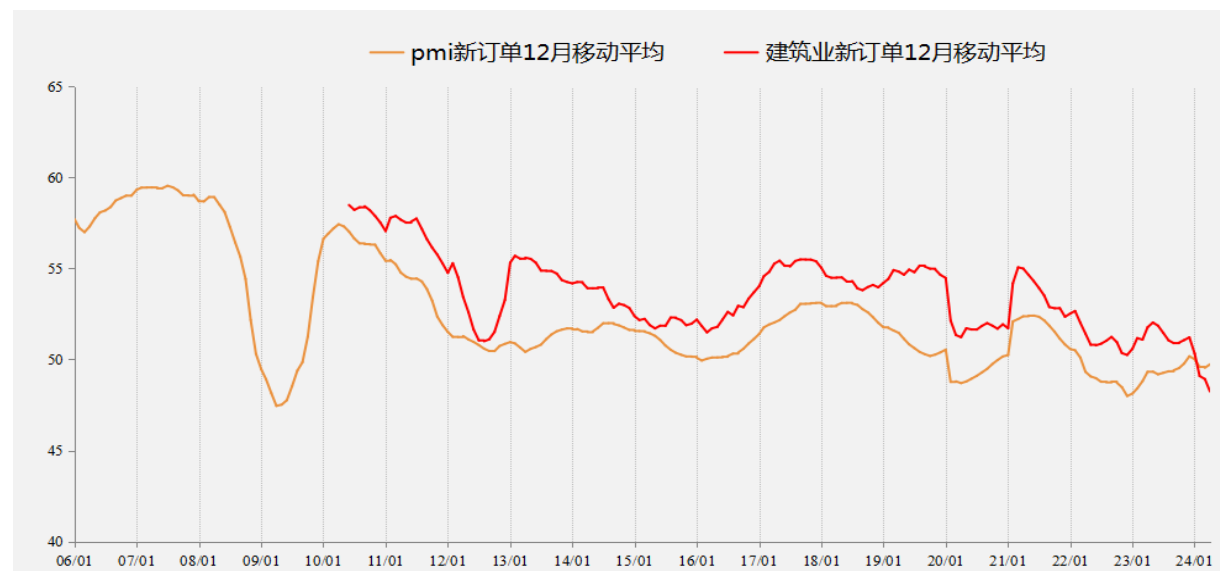
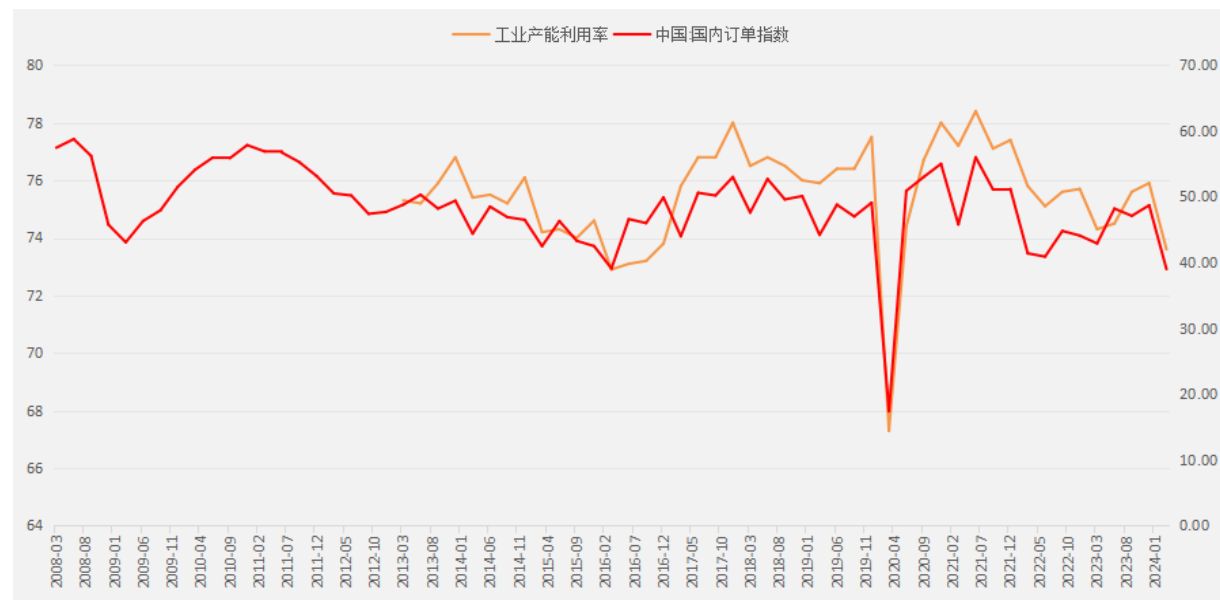
02.

政策风险

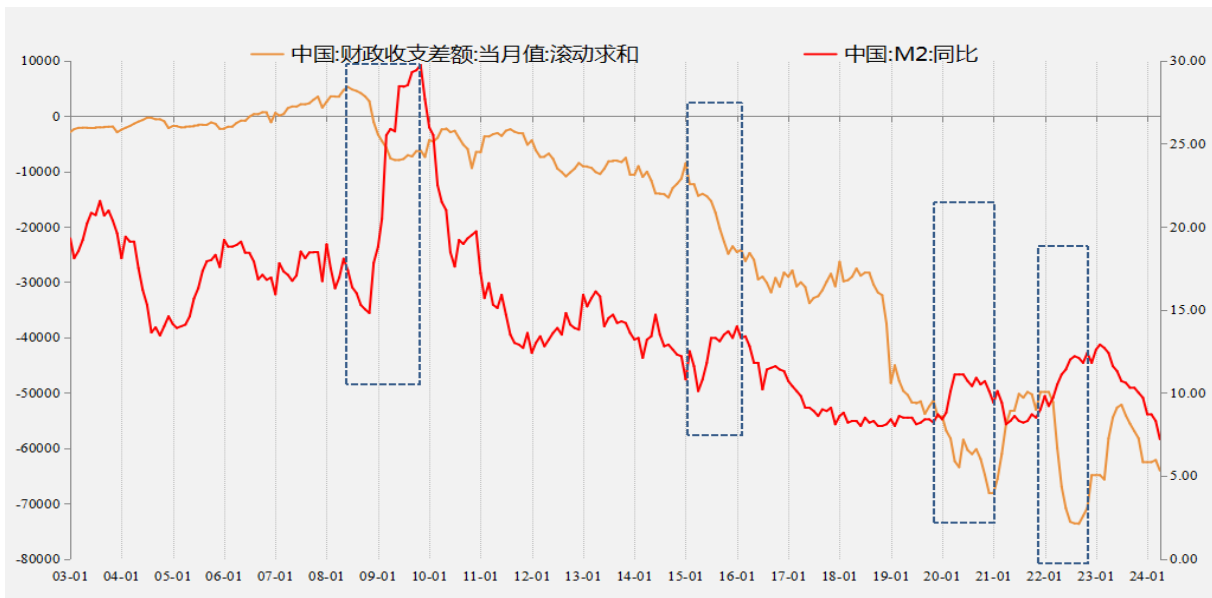


扩需求迫切性增强

国内名义gdp回升偏慢。
产能利用率已处于历史偏低区域。
产能利用率偏低多是需求下行问题。
建筑业新订单大幅走弱。
扩大需求和控制产能都可提升产能利用率。



政策风险



政策在发力，力度尚谨慎

经济下行压力大=双宽政策组合。
紧货币+宽财政，政府态度谨慎。
中央政府宽财政空间大于地方。
传统动能与高质量发展的关系。
2024年全程猛踩油门的概率偏低。

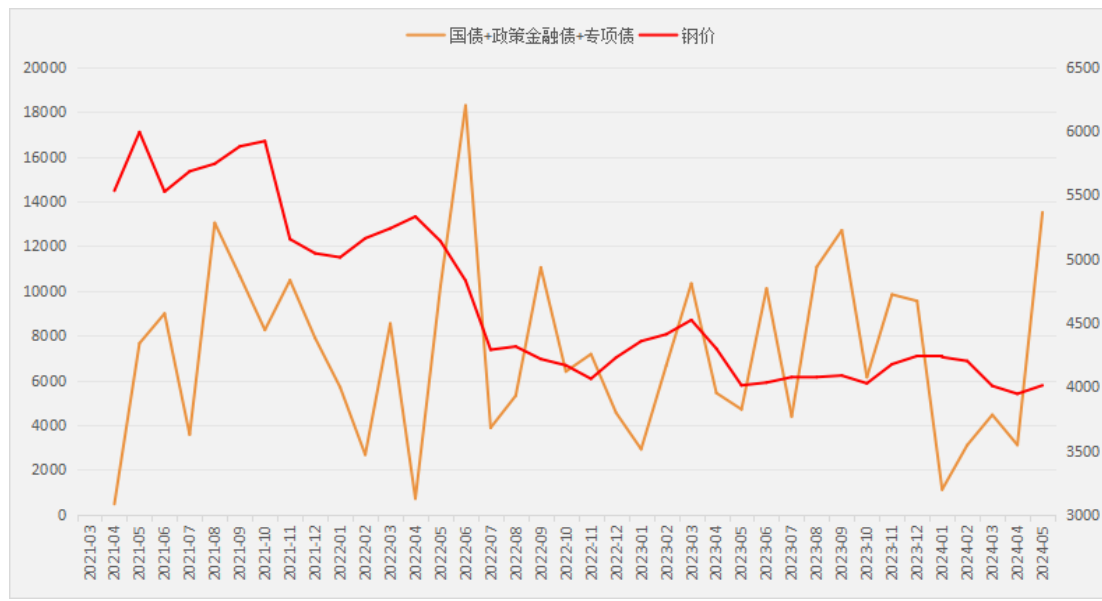
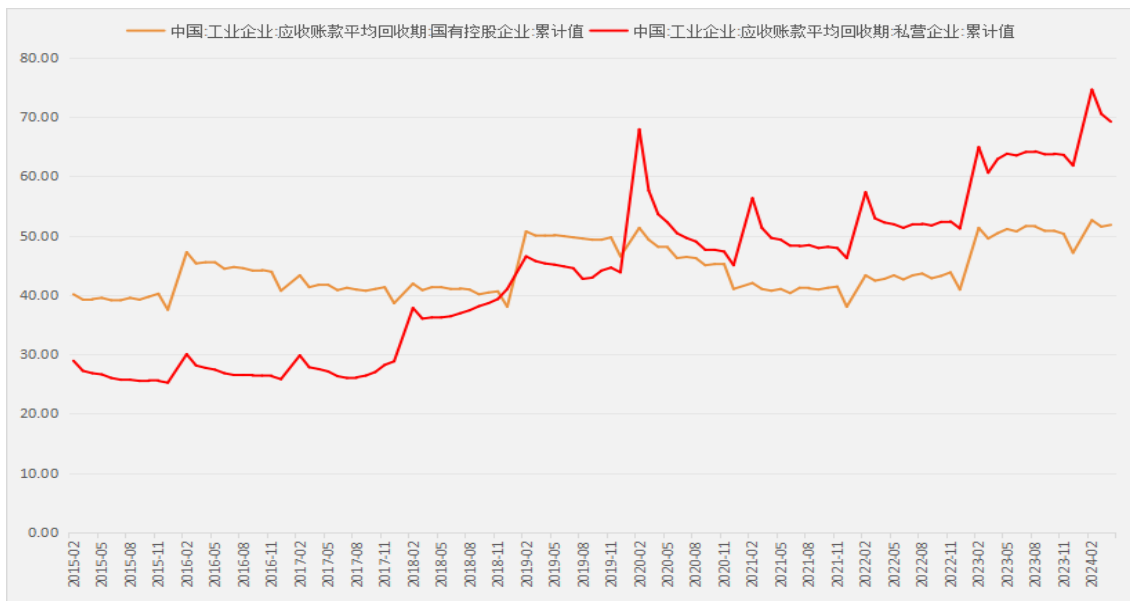
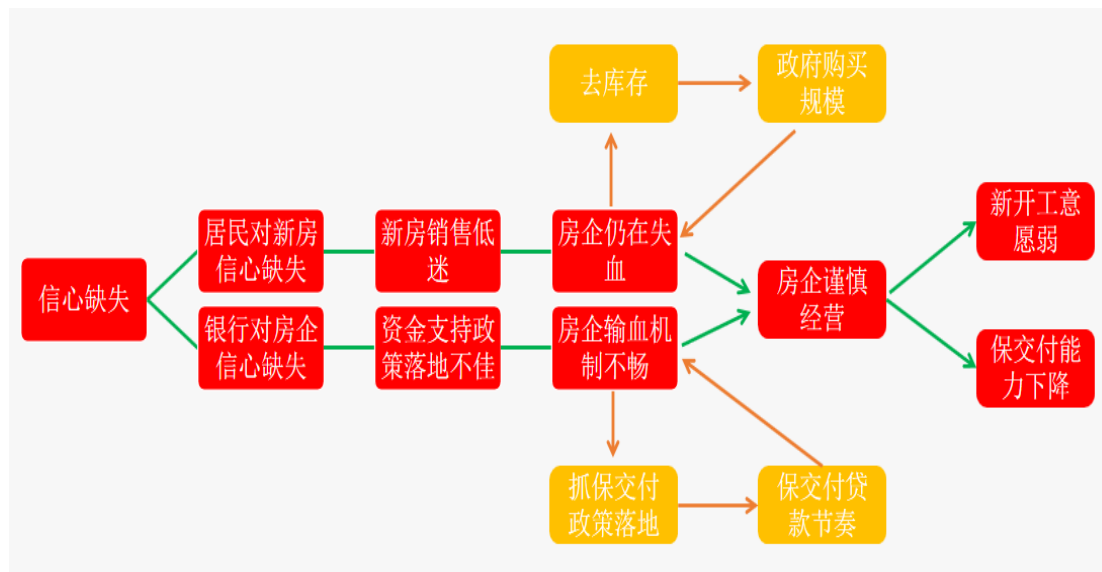


建筑需求的问题在于“资金”

房企持续失血，输血机制不畅。

地方政府有心无力，对“中央资金”依赖增强。

制造业企业账期长，资金周转效率低。

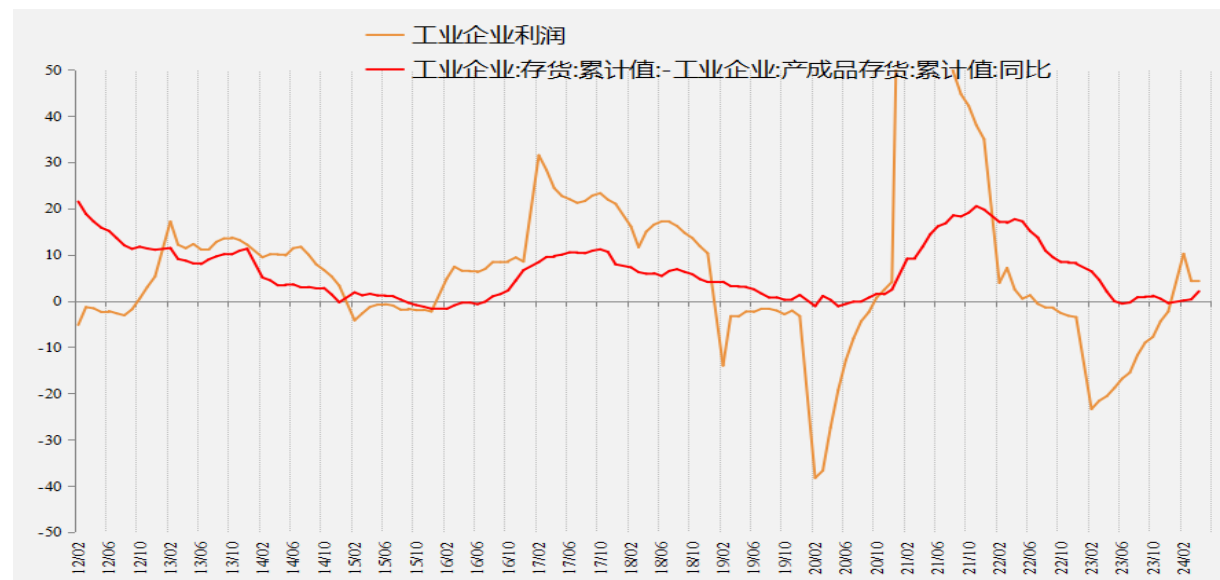
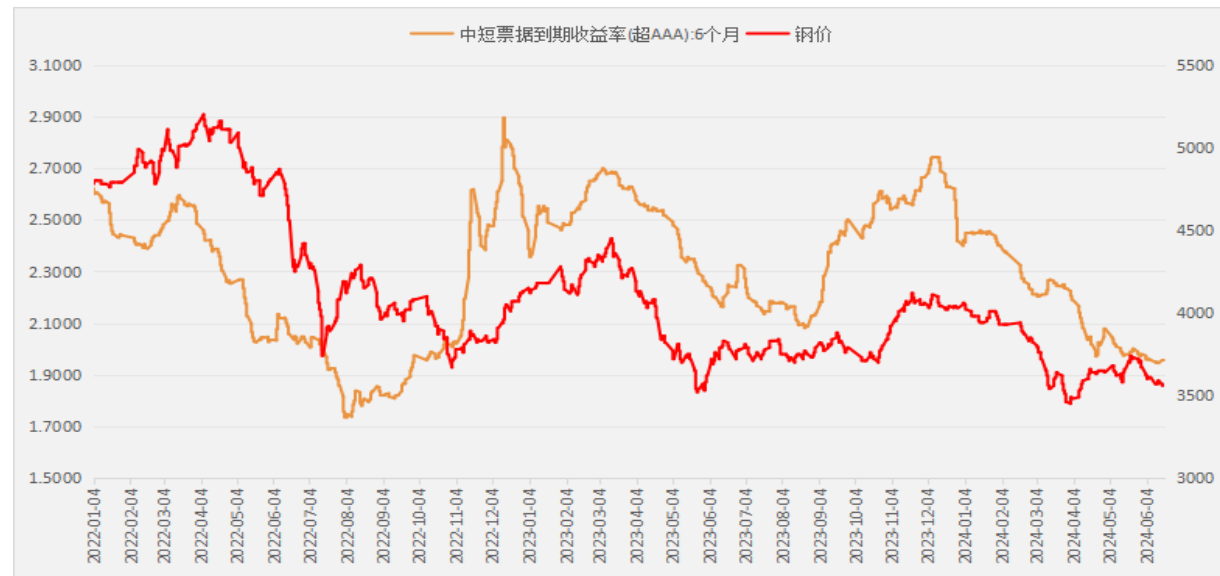


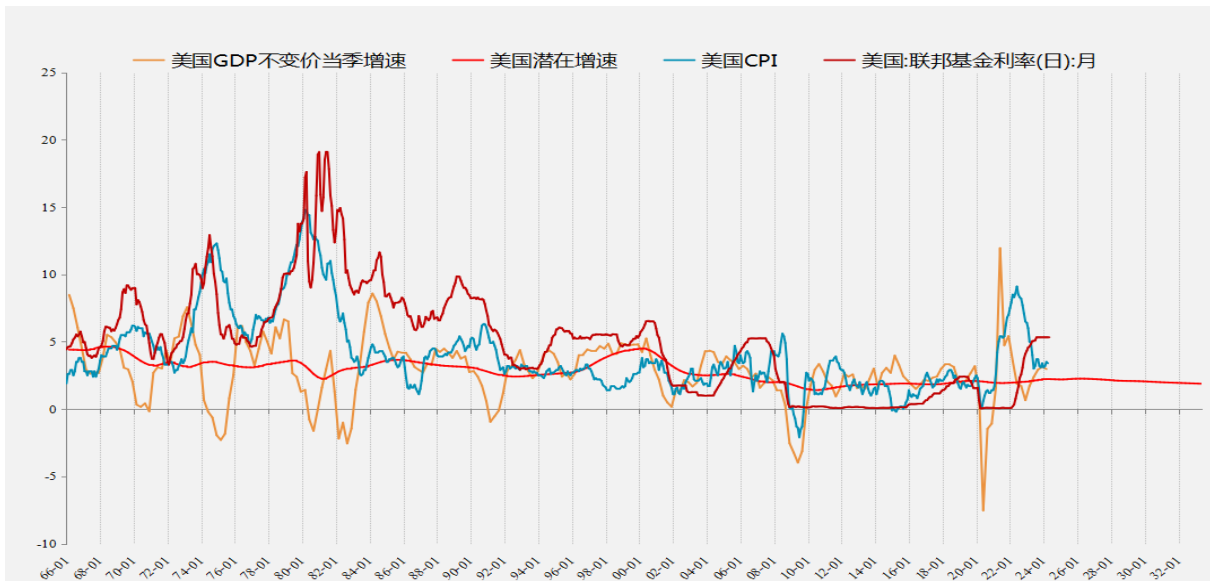
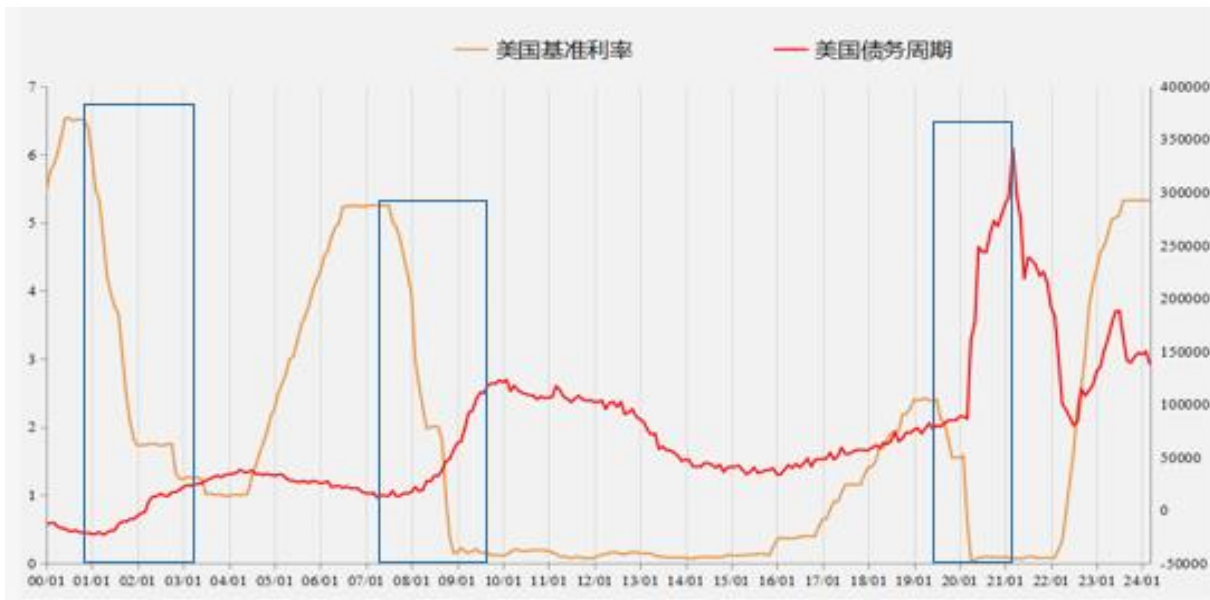


资金到位情况仍有待改善

资金到位直接体现是资金价格的上涨，特别是中短期票据利率的上行，上半年票据利率整体下行，资金到位不佳，关注后期能否筑底回升。

资金的好坏不仅影响建筑需求强度，还会影响制造业补库周期的强度。





既要也要，态度谨慎

美国经济下行压力较大=双宽政策组合。

2020年宽货币+宽财政组合。

2021年稳货币+紧财政组合。

2022年紧货币+紧财政组合。

2023年紧货币+宽财政组合。

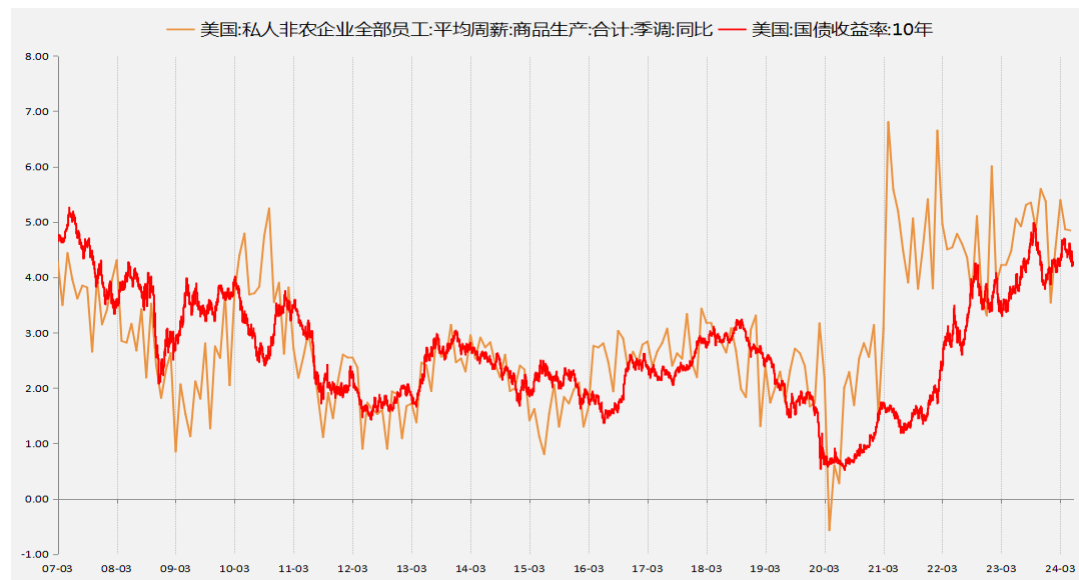
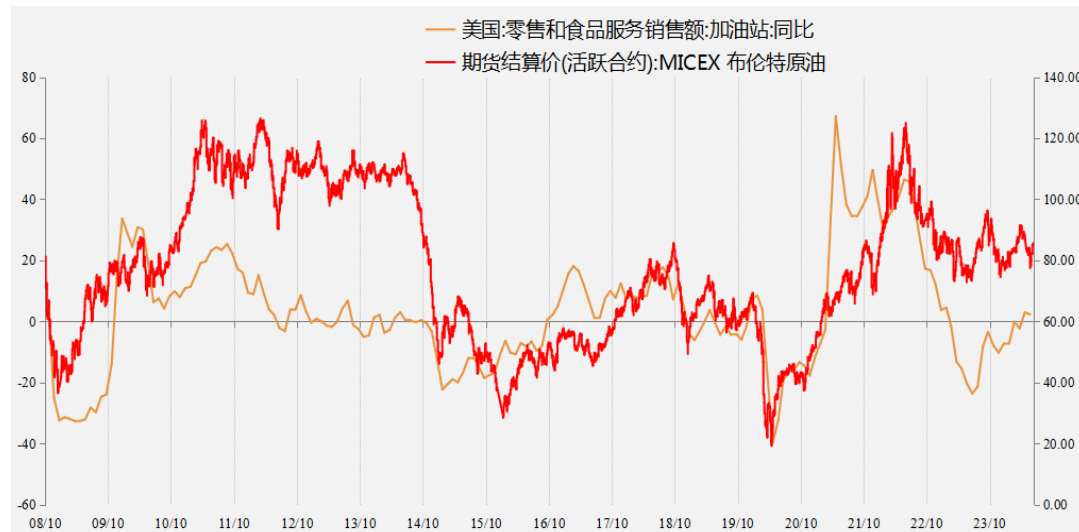
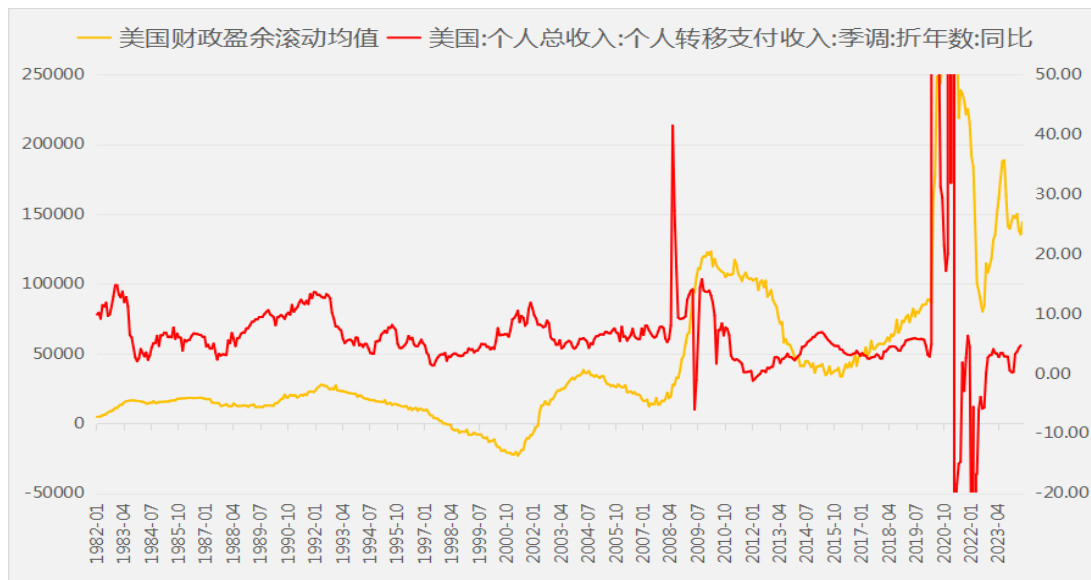
2024年上半年稳货币+紧财政组合。

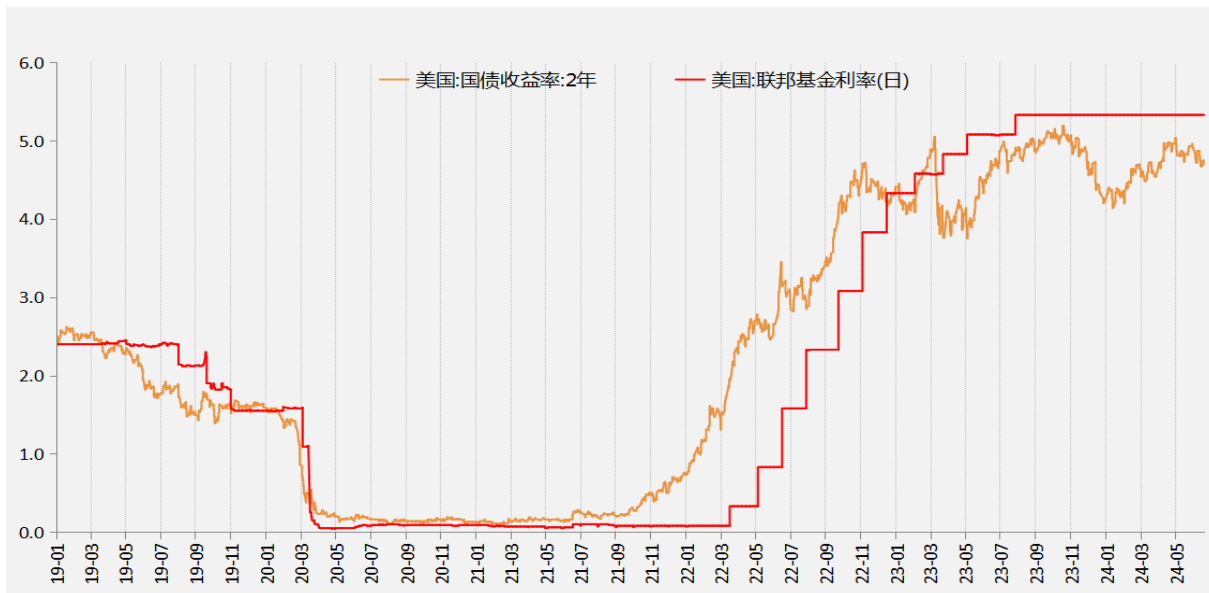
经济增速高于潜在增速，政策重心是控通胀。

既要控通胀也要软着陆。

短期美联储仍难降息

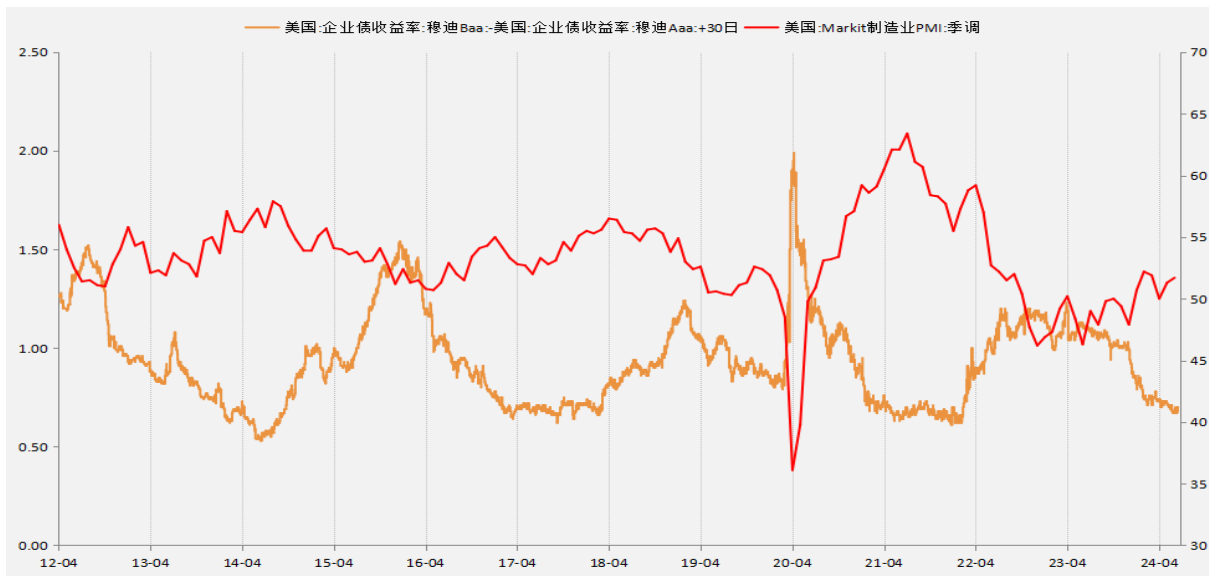
原油价格高位震荡。
美国工资收入增速高位震荡。
财政对居民转移支付延续。
股市和楼市财富效应未消失。





关注美国经济软着陆预期修正风险

偏紧缩的政策环境并未带来市场风险偏好的恶化。美国金融压力指数和企业信用利差均降至偏低水平。美国经济软着陆预期增强。



政策风险

国内供给约束有不确定性

上一轮产能过剩：十年牛市、四万亿、中上游。

上一轮供给约束：淘汰中上游落后产能。

本轮产能过剩：技术改造、产能置换、脱虚向实、供应链重塑、中下游。

本轮供给约束：背景是国内大力发展新型工业化和推进双碳工作，方式是节能降碳。

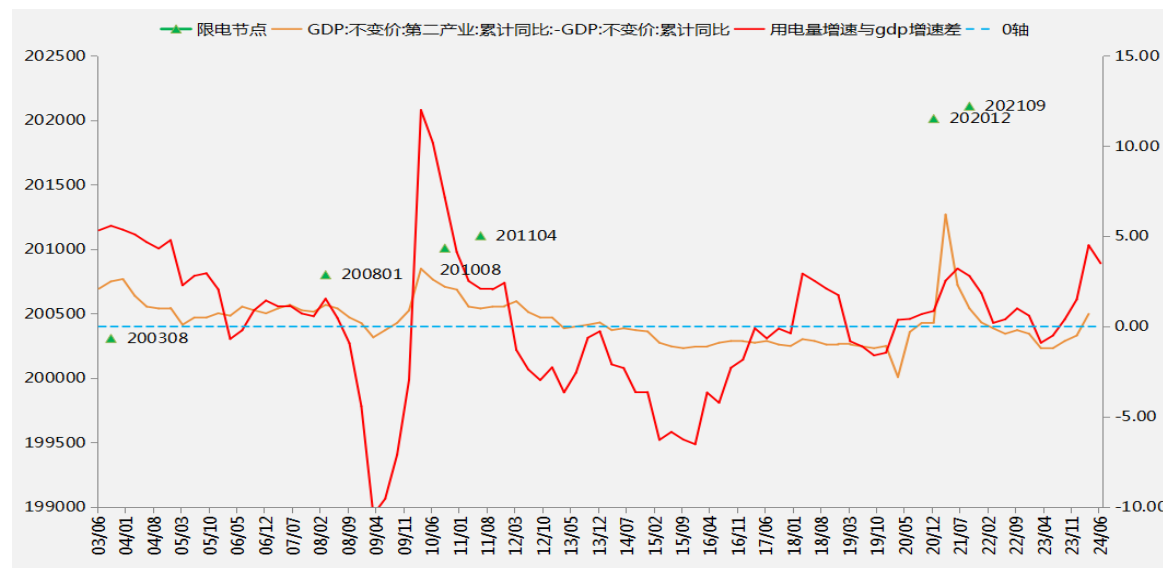
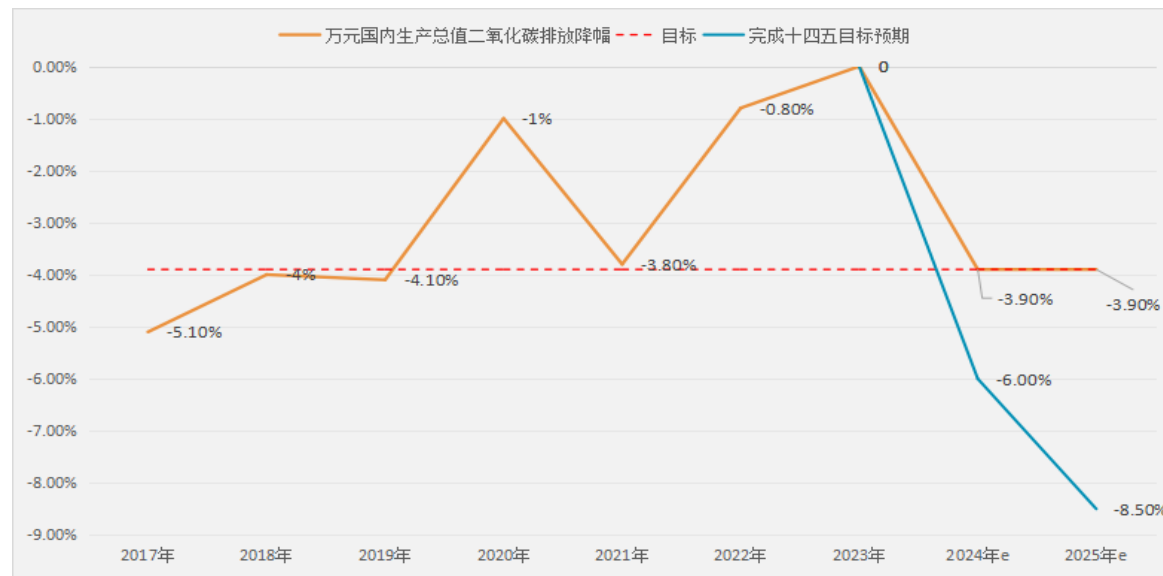
能耗双控向碳排放双控转变，但都有局限性。

控制单位能耗的碳排放强度可实现碳排放先于能耗达峰。

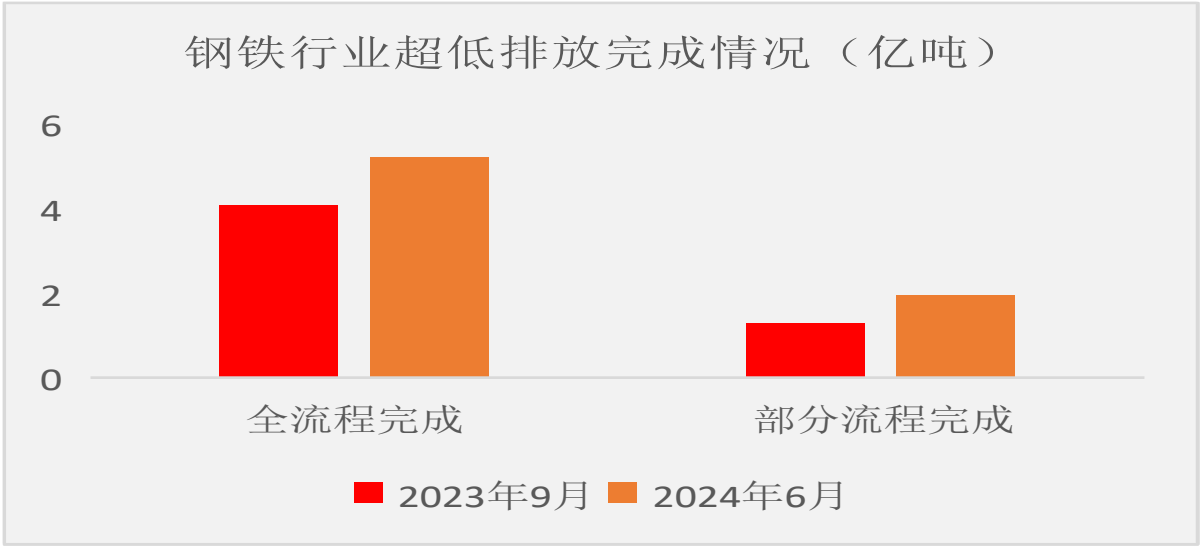
目标优先级：碳排放强度>碳排放总量>能耗强度>化石能源消费总量>能源消费总量。

前三年“欠账”过多，后两年内完成“十四五”目标的难度又太大。

国内“电”的故事想象空间增大，能否兑现尚需观察。



大类	中类	小类	重点领域		指标名称	指标单位	标杆值	基准值	参考标准
黑色金属冶炼和压延加工业	炼铁(311)	炼铁(3110)	高炉工序		单位产品能耗	千克标准煤/吨	361	435	GB 21256
	炼钢(312)	炼钢(3120)	转炉工序		单位产品能耗	千克标准煤/吨	-30	-10	
			电弧炉冶炼	30吨<公称容量<50吨	单位产品能耗	千克标准煤/吨	67	86	GB 32050 注：电弧炉冶炼全不锈钢单位产品能耗提高10%。
				公称容量≥50吨			61	72	
	铁合金冶炼(314)	铁合金冶炼(3140)	硅铁		单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1770	1850	GB 21341
			锰硅合金				860	950	
			高碳铬铁				710	800	



国内粗钢产量面临多目标约束

《钢铁行业节能降碳专项行动计划》主要目标：
2025 年底，吨钢综合能耗比 2023 年降低 2%以上，全国80%以上钢铁产能完成超低排放改造。
2024-2025 年，节能约 2000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 5300 万吨。
2024 年继续实施粗钢产量调控。

2024年粗钢减量预期：
1-5月已减600。
不考虑吨钢能耗下降，两年减3590，年均1795。
考虑吨钢能耗完成目标，两年减1580，年均790。
考虑粗钢调控，多传闻减2000，按已出地方文件平推减量超2000。
总量暂不确定，节奏亦不确定，淡季减产vs4季度环保。

资料来源：工信部、公开资料、一德期货黑色事业部

03.

制造业风险



整体韧性，强度弱化

机械：跟随制造业固投实际增速，下半年实际增速有下行压力。

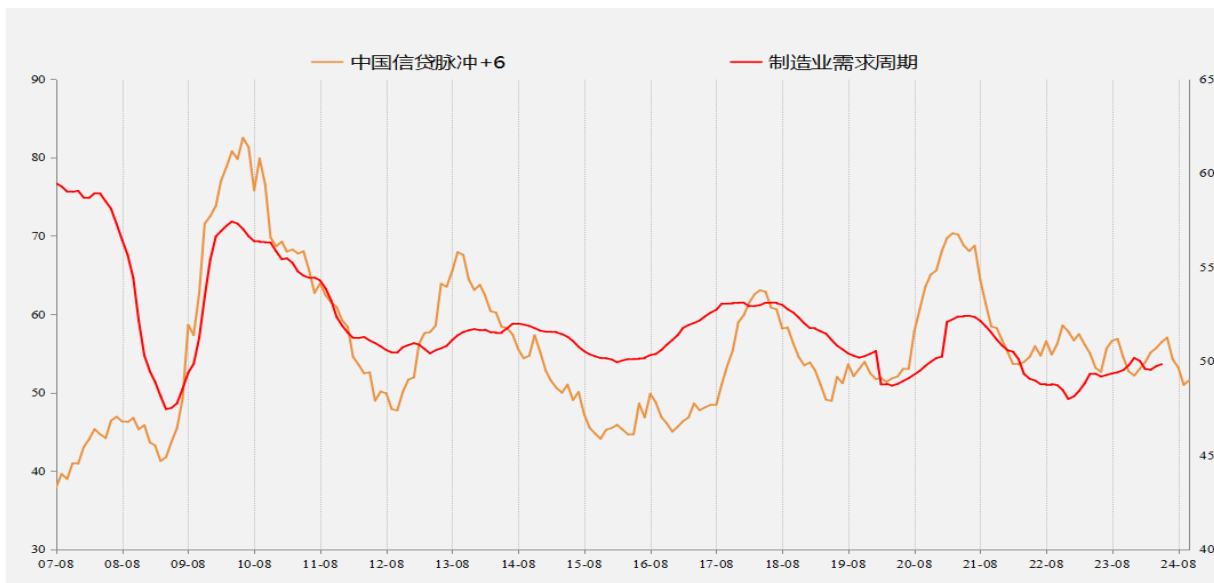
船舶：船舶耗钢滞后于船舶新接订单、同步于手持订单，下半年船舶耗钢有望保持强势。

汽车：表现超预期，出口增速高位回落，内需正增长。下半年汽车出口面临国际贸易摩擦加大压力，出口增速或继续回落。

家电：内外需均表现强势，或与现房和二手房销售依旧偏好、国内家装和海外回补效应尚未完全消退、以旧换新政策等因素有关。下半年回补效应消退，家电耗钢增速或有回落。

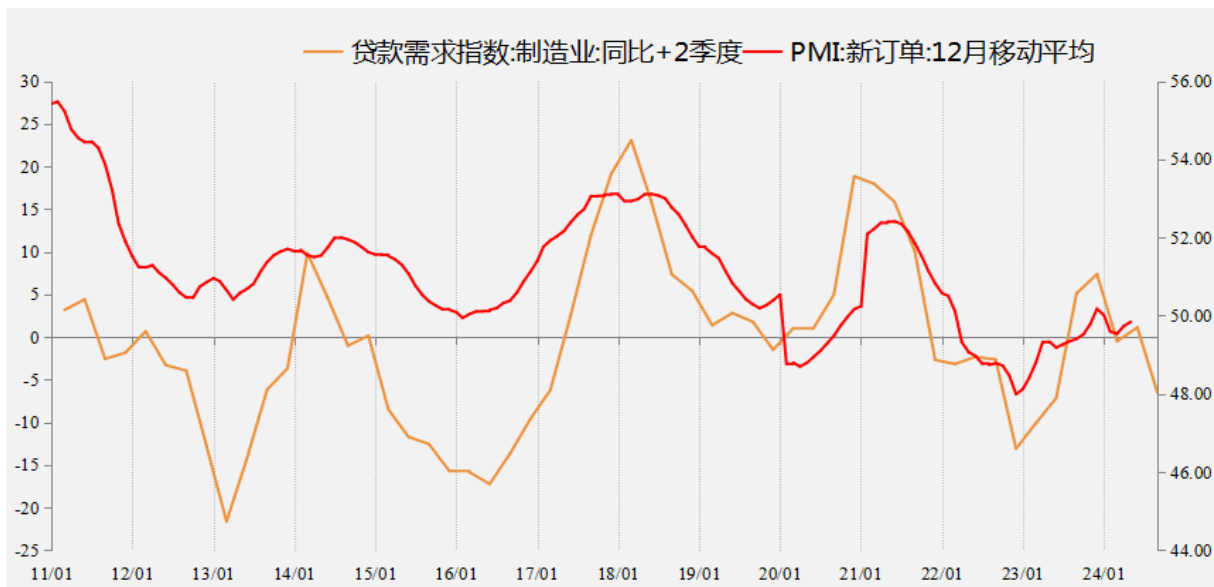
指标	2024E1	2024年1-5月	2024年E2	2024年6-12月E
房屋新开工	-5%	-24.3%	-17%	-11.8%
基建	6%	6.7%	6%	5.7%
制造业固投	6%	9.6%	9%	8.7%
建筑新开工	-3%	-17.4%	-10%	-8%
建筑业耗钢	-2%	-11%	-7%	-4%
机械耗钢	3%	8.4%	5%	2.7%
商品房销售	0%	-21%	-10%	-2.1%
汽车耗钢	3%	6.5%	4%	2.6%
家电耗钢	-2%	12.2%	7%	3%
船舶耗钢	8%	12%	12%	12%
内需增速	0.2%	-2.1%	-1.4%	-0.4%
出口增速	-5%	22.8%	10%	1.3%
总需求增速	-0.3%	0.1%	-0.4%	-0.3%

资料来源：一德期货黑色事业部



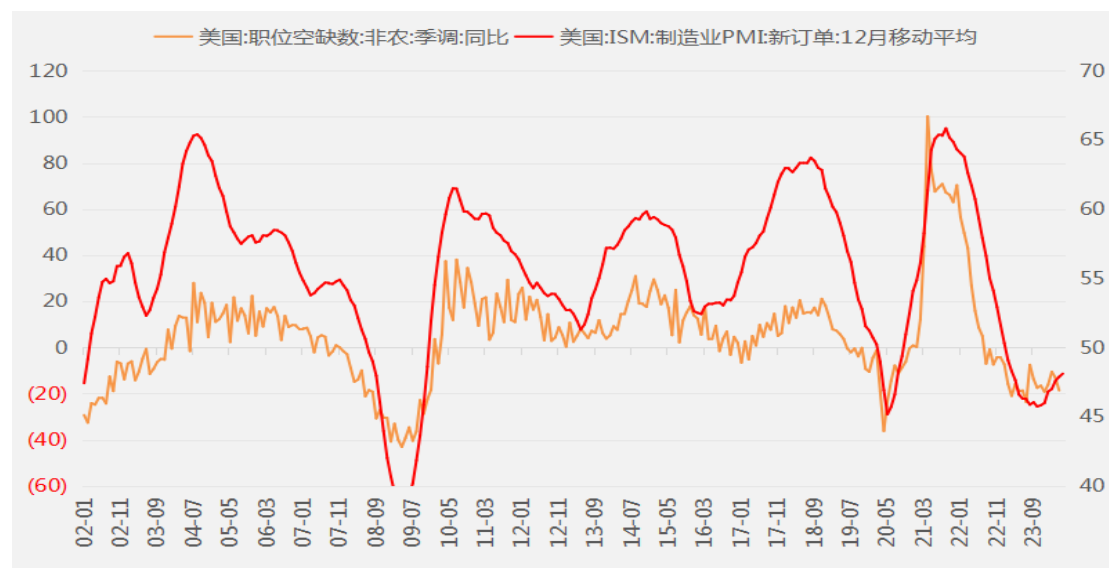
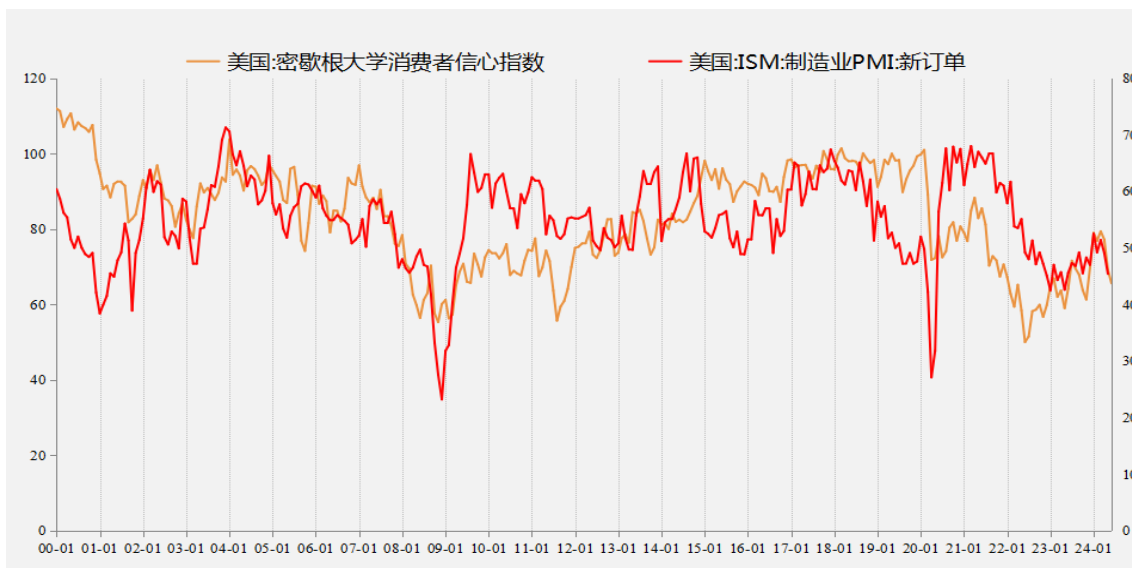
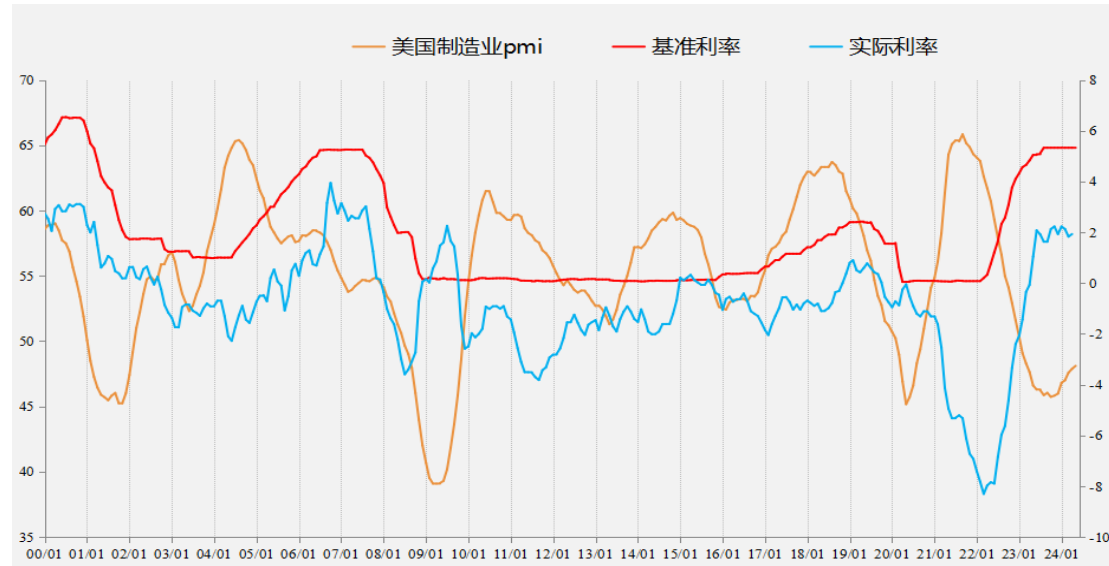
国内制造业面临阶段性走弱风险

信贷脉冲低位震荡反复。
制造业贷款需求指数增速再度回落。



海外制造业回升趋势面临考验

高实际利率压制制造业持续回升。
高利率不利于房地产周期回升。
美国职位空缺数增速低位盘整。
美国消费者信心指数连续回落。



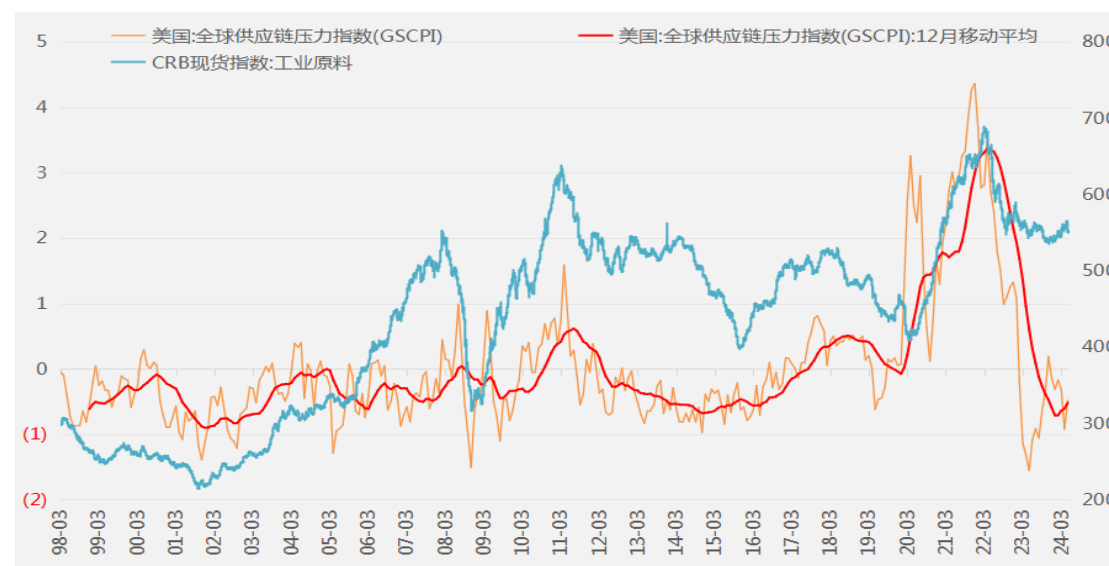
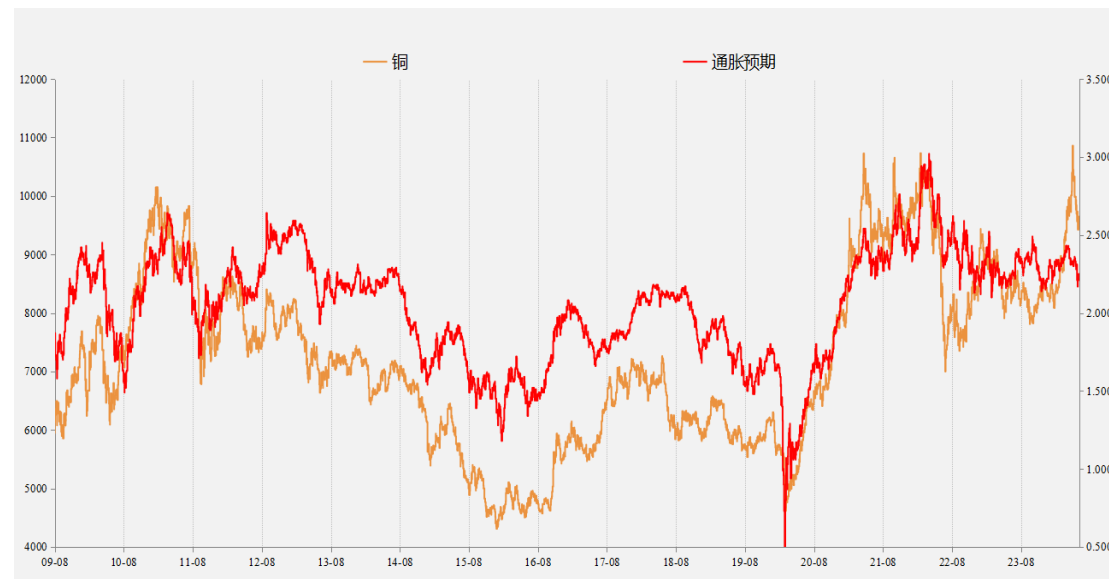
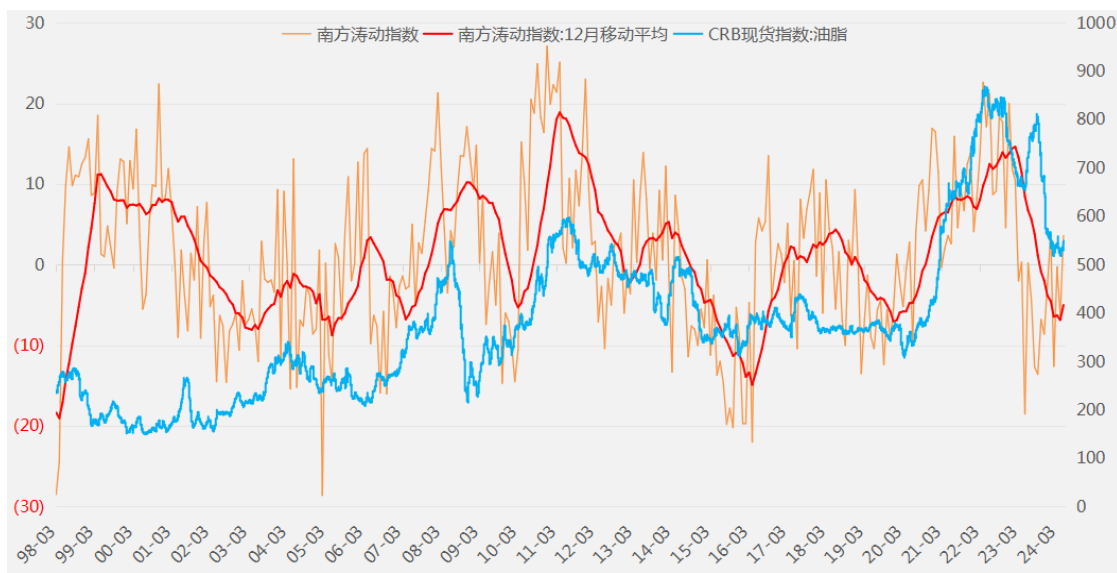
04.

挤泡沫风险

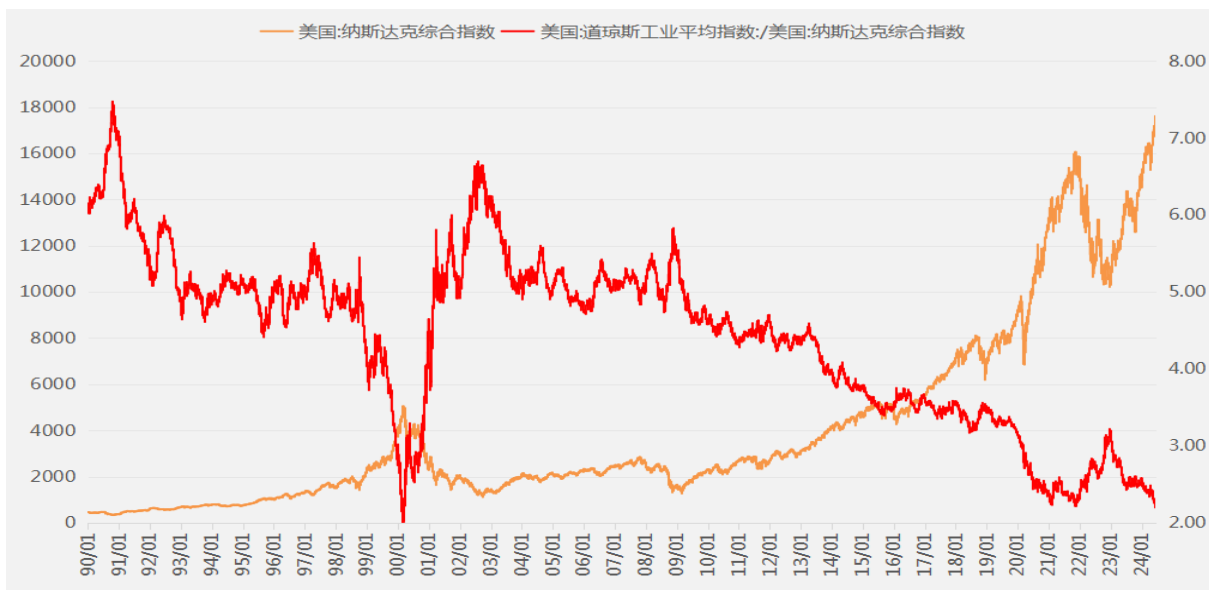


“二次通胀”逻辑有抢跑风险

制造业周期回升、地缘政治风险，通胀预期有所抬头。
铜与通胀预期显著背离。
美国供应链压力指数回升趋势尚不明显。
涛动周期回升趋势尚不明显。

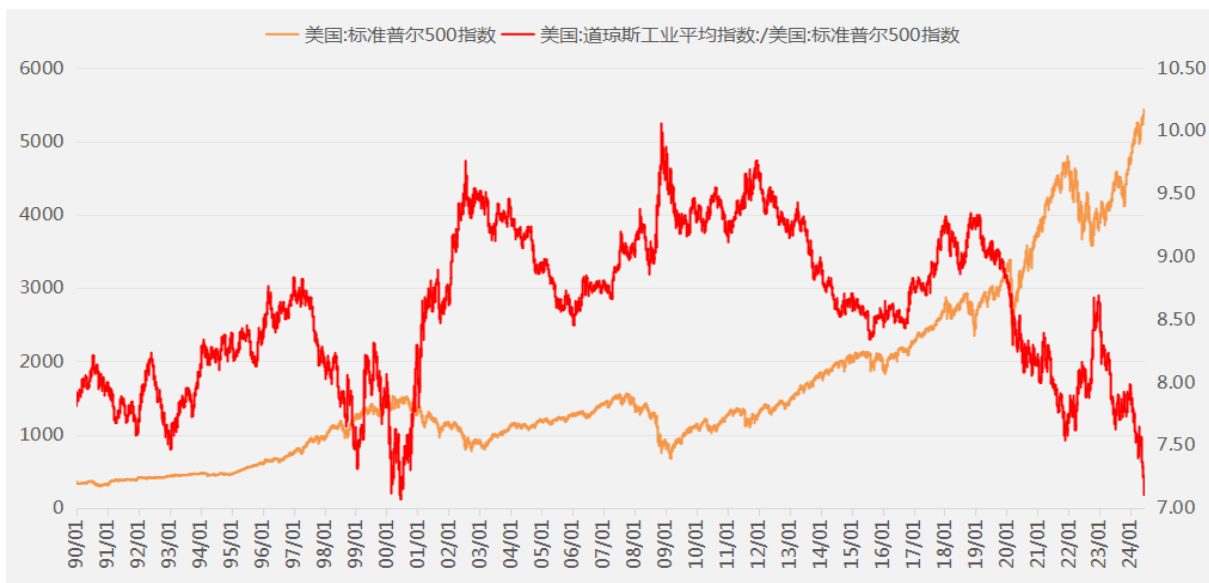


挤泡沫风险



科技股相对估值已高

标普和纳斯达克指数相对估值进入历史偏高区域。
美股阶段性大跌--美国经济失速下行--修正美国经济软着陆预期--强化货币宽松的预期。

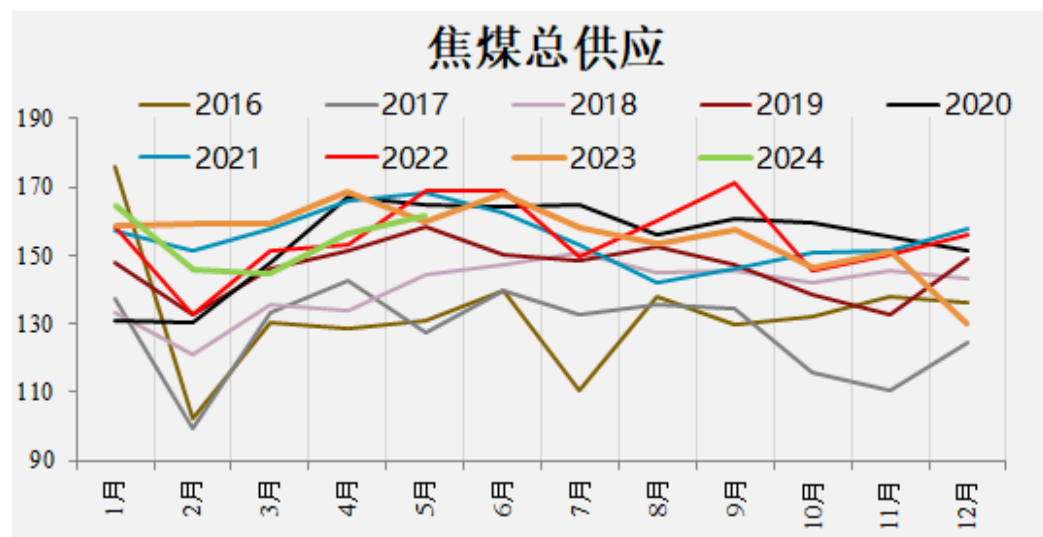
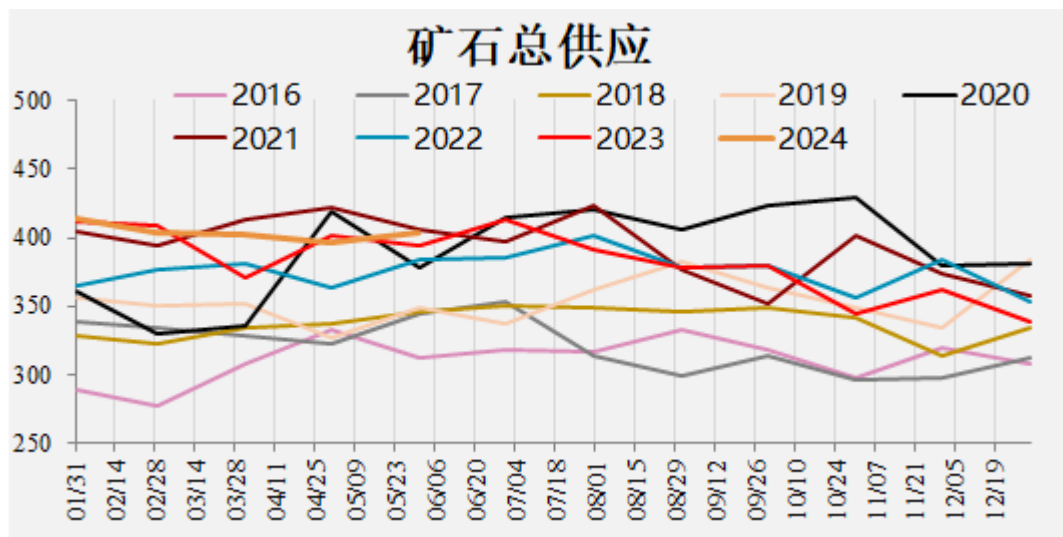
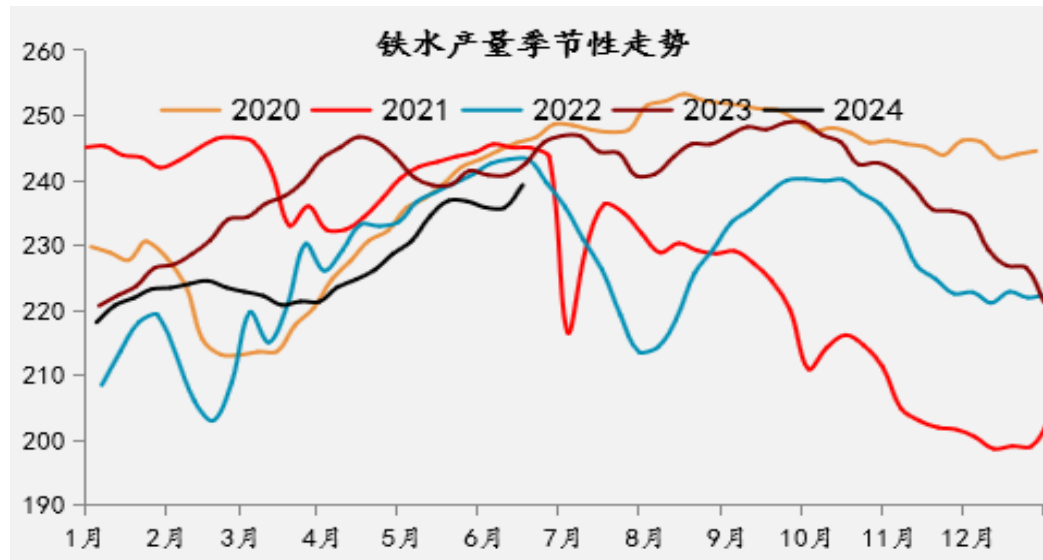
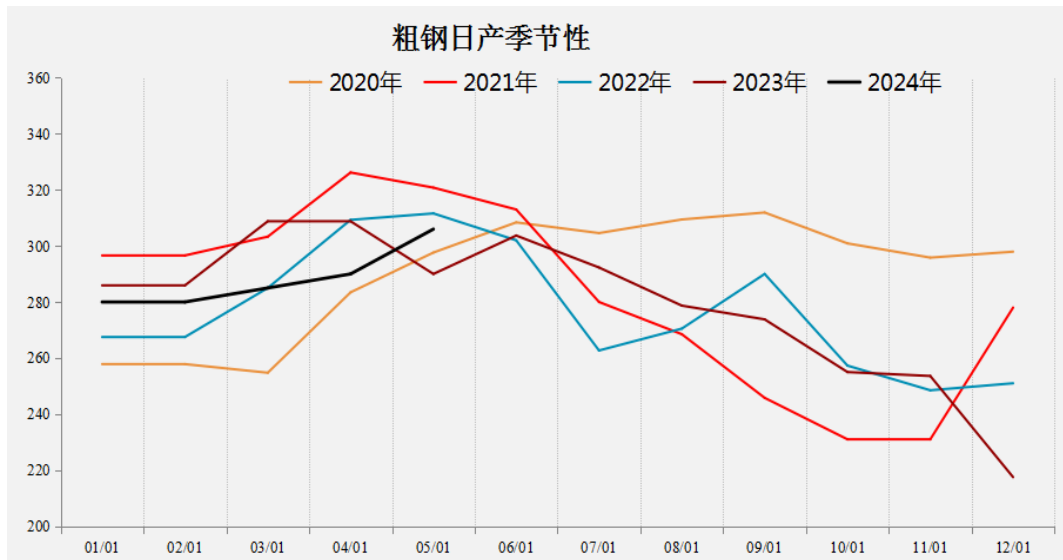


05.

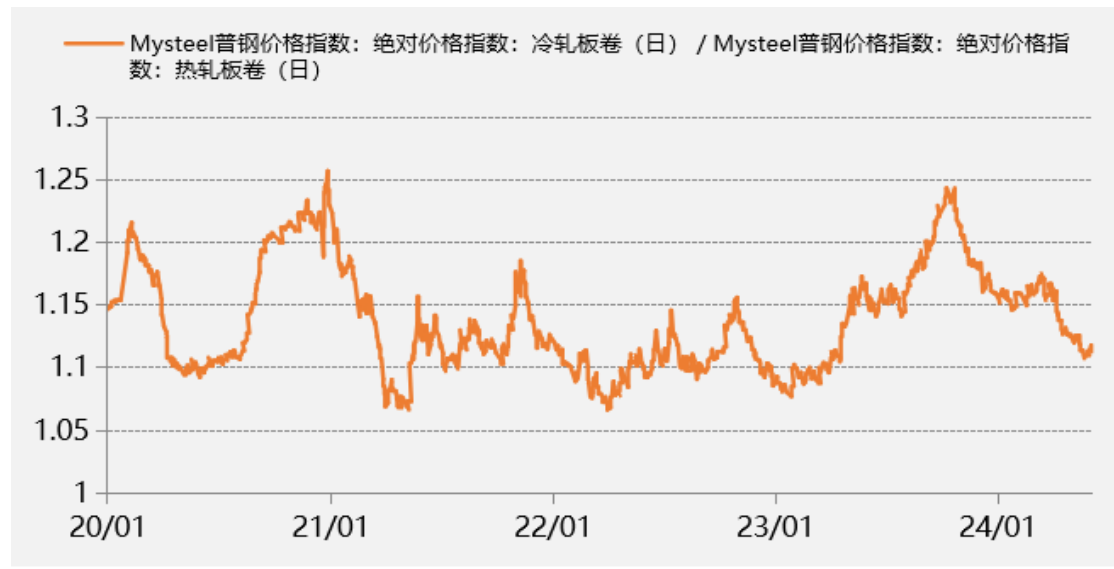
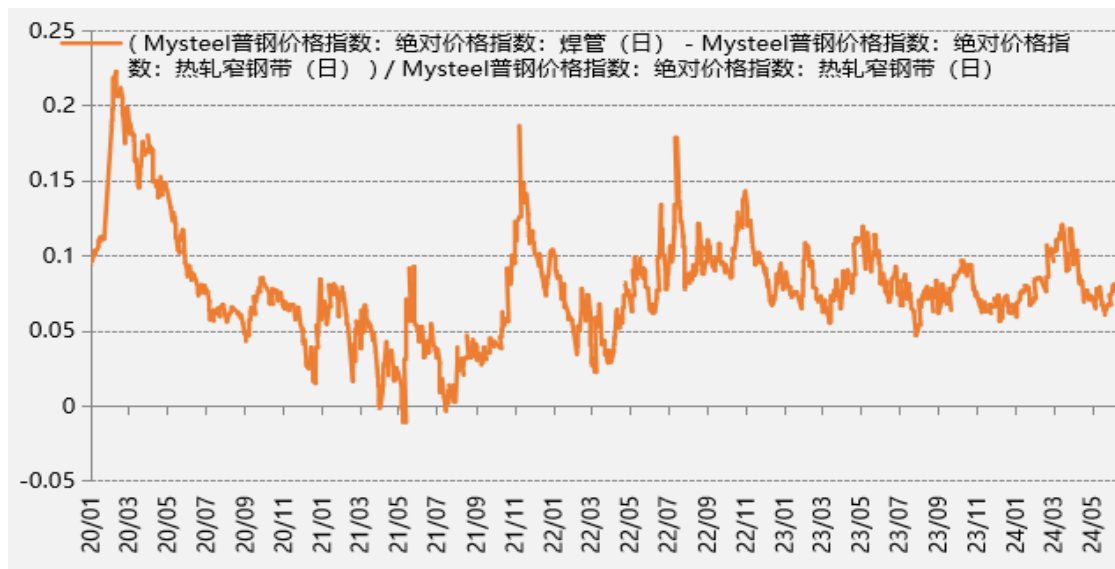
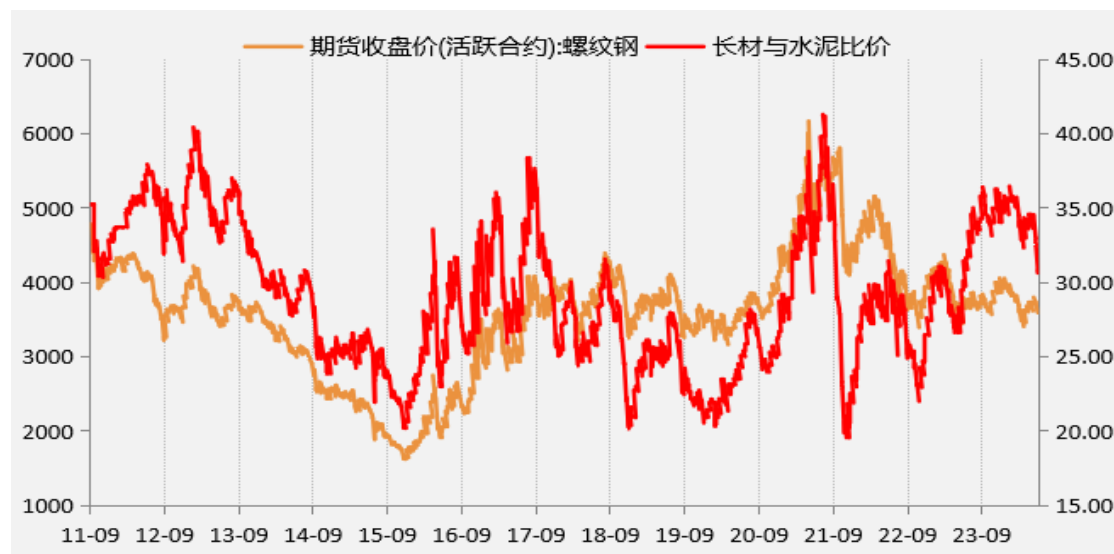
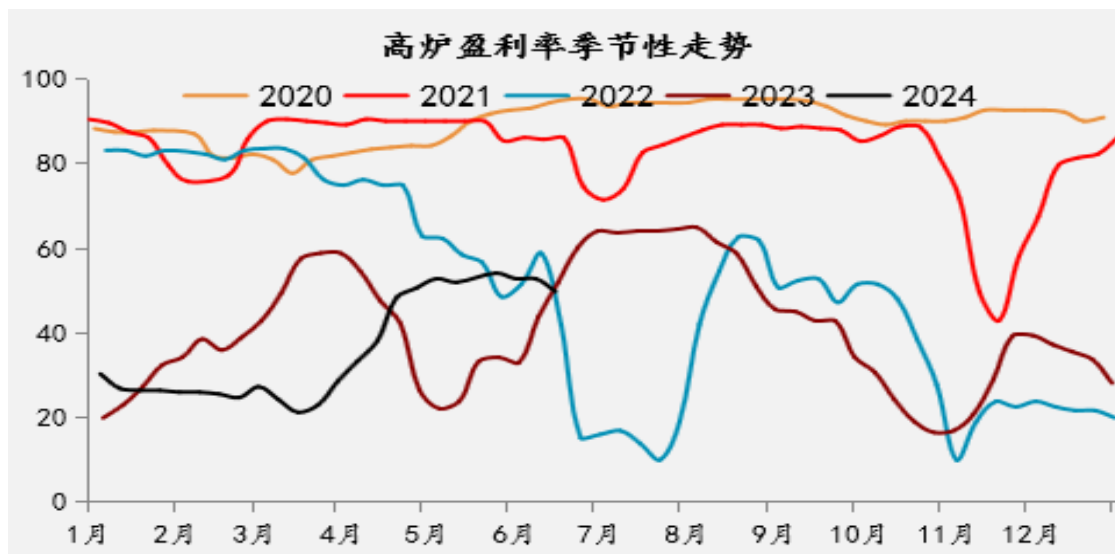
潜在希望



黑色供应是否已偏低?



黑色是否已低估？





风险发酵进程

已发酵风险：

建筑需求提前进入淡季。

政策期待下降。

海外商品挤泡沫。



未发酵风险：

制造业淡季风险。

中外制造业周期阶段性走弱风险。

美国科技股挤泡沫风险。

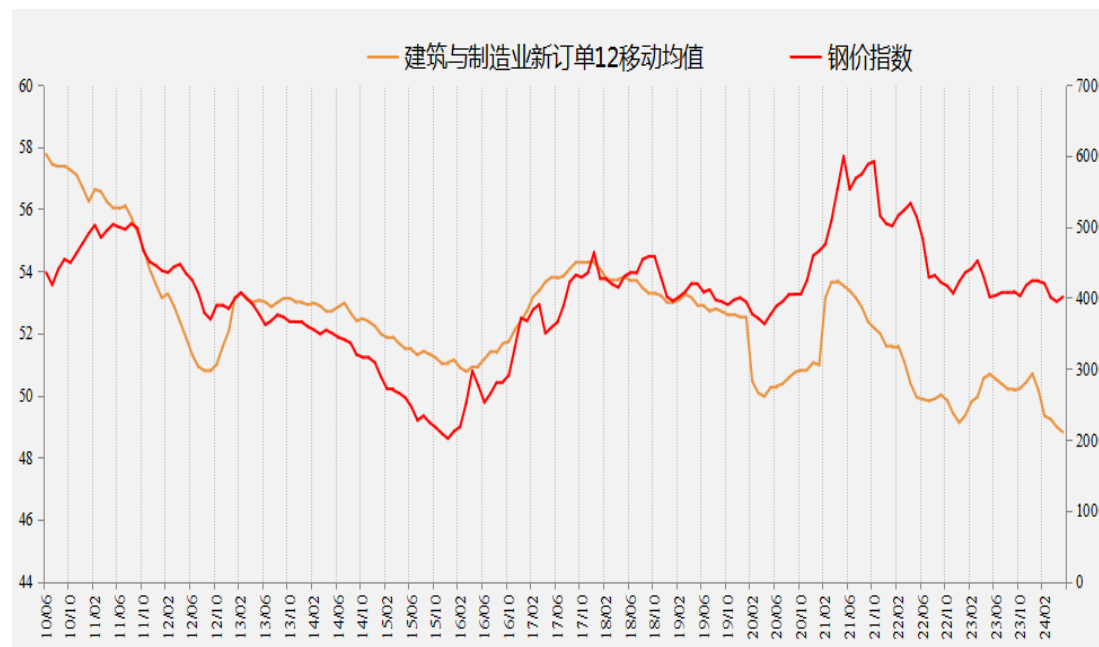
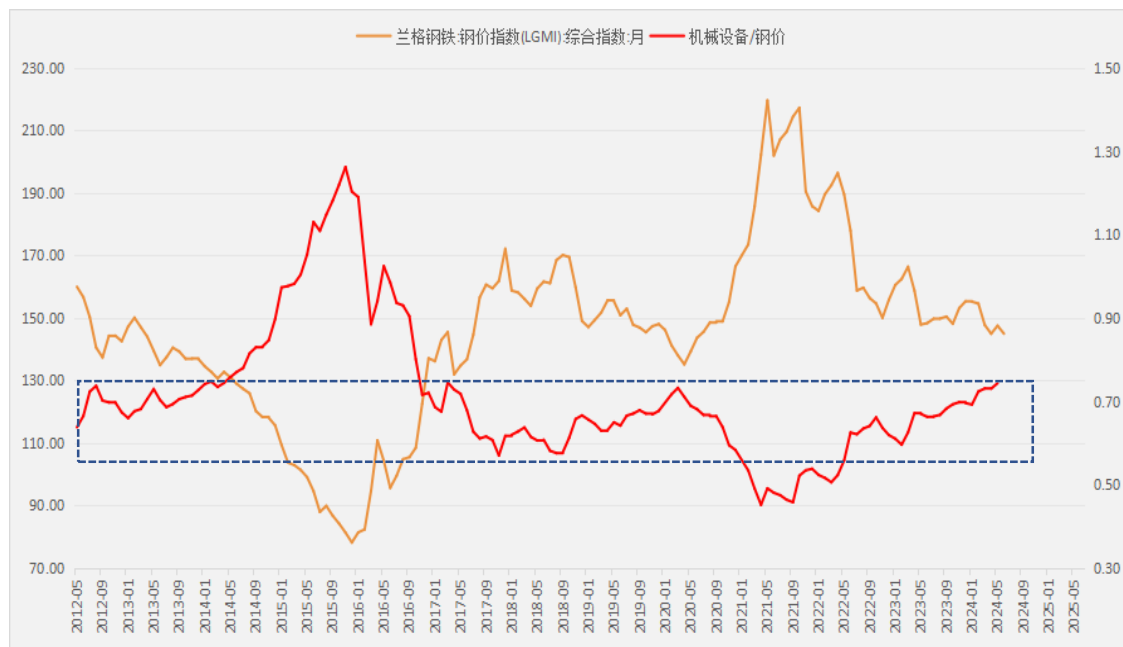


长期估值中性偏低+需求周期向下空间有限=大熊市概率偏低。

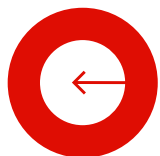
低供应+低估值遇上旺季预期+国内政策再度踩油门=企稳反弹。

黑色供给约束加大+中美政策组合转向更积极+"二次通胀"再度升温=向上空间打开。

海外"二次通胀"条件：中美政策均转向积极、美国房地产周期进入回升阶段、中美制造业周期共振向上、地缘政治风险进一步发酵、涛动周期确认进入回升阶段。

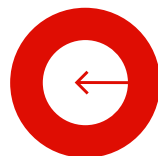


政策方向的确定性决定对工业品不宜过分悲观。
落地节奏的不确定性决定工业品走势有反复风险。



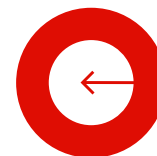
国内政策节奏预期

1季度：松油门。
2季度：踩油门。
3季度：松油门。
4季度：踩油门。



黑色需求节奏预期

1季度：建筑大跌+制造韧性。
2季度：建筑修复+制造韧性。
3季度：建筑修复放缓+制造阶段性走弱。
4季度：建筑进一步修复+制造再度转强。



黑色价格节奏预期

1季度：杀跌。
2季度：反弹。
3季度：防风险。
4季度：找希望。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何交易、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn