

【建投专题】黑色：黑夜中现预期的极昼

发布日期：2022 年 11 月 20 日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0012209

在季节性需求的低点交易预期修复是商品抢跑交易的常态，伴随着国内疫情的 11 月以来的恶化，建筑施工段被进一步限制，螺纹钢需求体现为进一步下滑至 290 万吨左右，产量惯性降低至 284 万吨（这是 4 周以来低点，自 10 月底当周 305 万吨的高点回落）。由此空头多不禁发问：

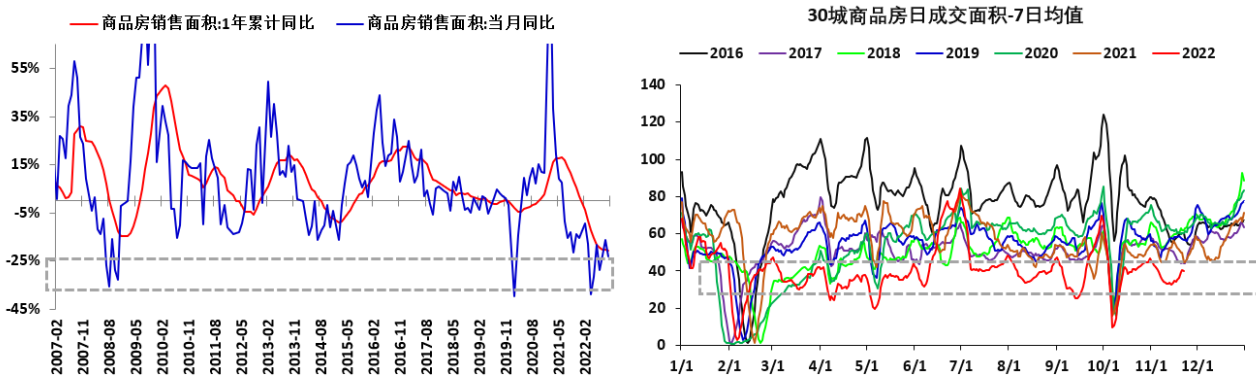
- 1、多头力量怎么看待 3800 不到的静态电炉成本
- 2、极端疲软的季节性消费的现实就完全被预期交易的乐观情绪忽略吗？
- 3、冬储的实质是以价换量，价格上去了，还有期待吗？

当下的盘面以原料强于成材的表现来向下兼容这些空头论点，其重要支撑是未来钢厂的复产是最确定的，冬储利多可以不交易，但钢厂补库是确定的。

地产开工的长周期趋势下行情绪被“16条”预期反转：

A、长期同比下行的局面已经共识性的深入人心：

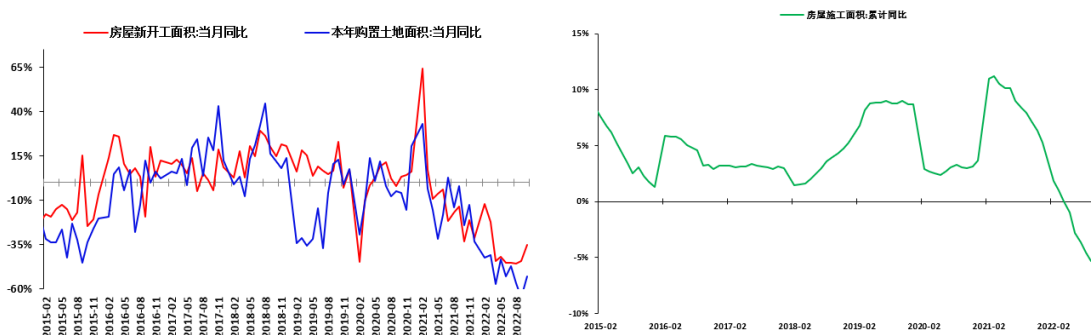
月度数据显示，10 月份当月商品房销售同比增长-23%，1 年循环累计同比增长-20%。高频房地产销量没有实质性好转。现在房地产销售仍在筑底过程，尚未看到企稳回升的态势。本轮商品房销售下行力度要远远超过 2014 和 2008 年水平。原因：房地产行业出现大规模的信用风险+产业转型（金融属性-制造属性）+长周期需求拐点。



数据来源：Mysteel，中信建投期货

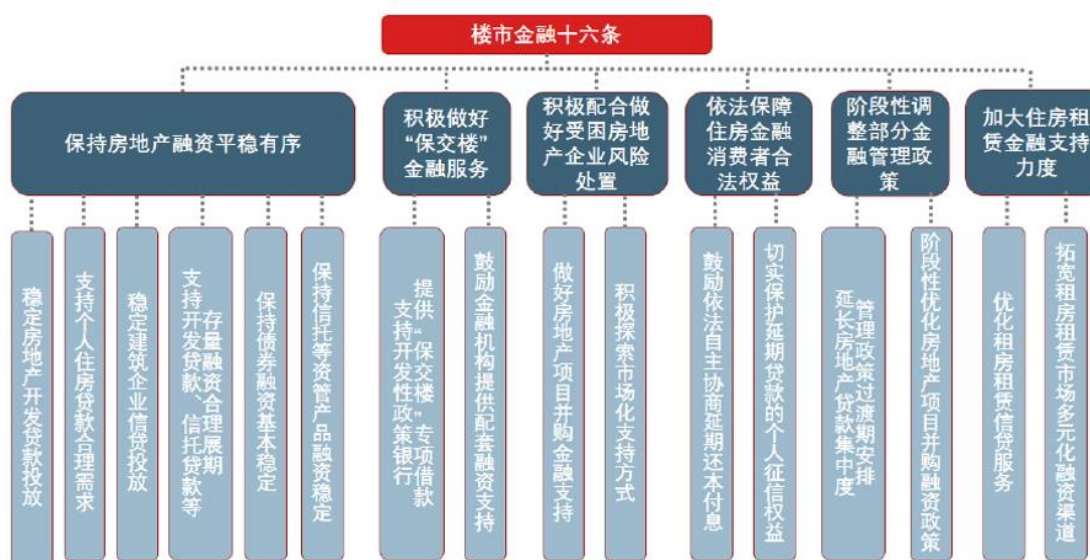
近端 10 月以来不断走低的土地购置面积也预示着明年 2 季度以前的新开工维持低位，也恰恰源自于土拍

的数据，10月黑色抑制处在需求现实和预期负反馈的局面当中。



数据来源: Mysteel, 中信建投期货

B、精准救市，无悬念的政策底



数据来源: 公开市场信息, 中信建投期货

16条政策是自“三道红线”“贷款集中度管理”出台以来，最大力度针对房地产企业融资的政策，其中提供保交楼的专项借款和支持房地产开发贷，尤其是对民营企业的其融资条件的边际放开是对本次房地产沉疴的精准施策。本次地产周期走弱的特征是房企的开工下行大于居民的购买的下行，跟此前2008和2014年下周走低不同，本轮居民的购买能力尚有韧性，因此政策性输血是有望有效托底的。因此16条政策公布后，市场统一性的看法是本轮地产周期的政策底已经出现了。

我们首先有望看到的是国内贷款跌幅有望率先出现正增长。(10月份国内贷款同比-18%，跌幅较7月份最低点，收窄18个百分点)

未来的待观察数据是:

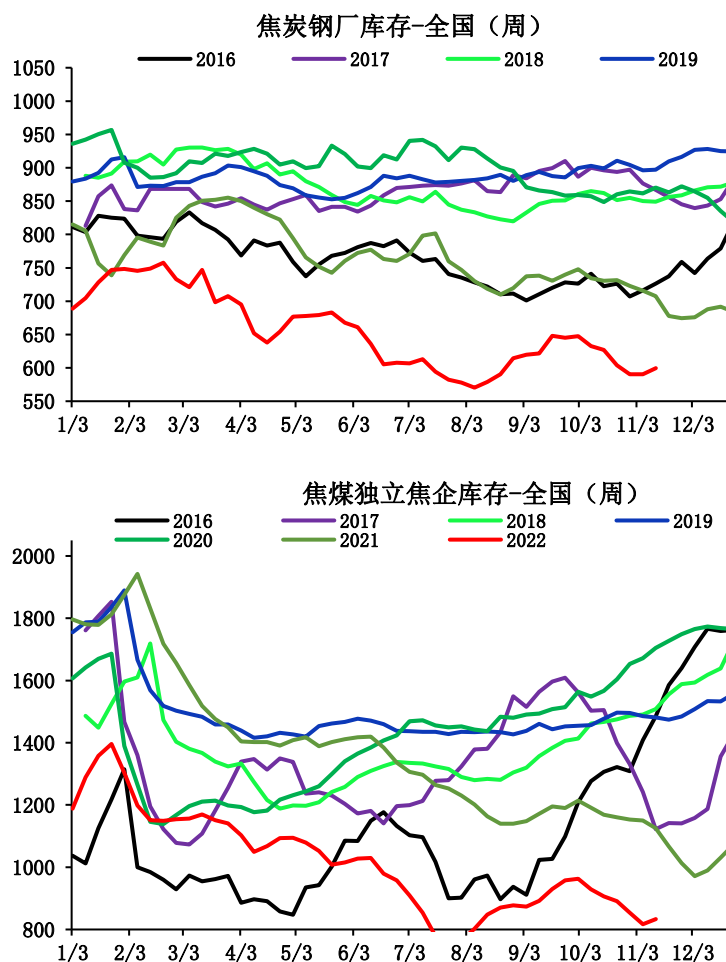
- 1、是否能快速观察到由保交楼带来的复工需求对钢材消费的提振
- 2、房企的融资条件回暖后土拍市场回暖以提振未来新开工面积回暖的信心
- 3、土拍收入也有望有效缓解地方政府的财政压力对基建

这些预期的步步兑现有望强化好消息的接踵而至，并形成黑色市场基本面上的正反馈。

预期差展望&策略：

成材的弹性弱于原料，是基于需求的现实

01 合约更多是预期和显示的博弈，其预期差是年底现金的回款（房企的经营现金流占大头，占比 70%，借贷次之）跟不上，那么对于需要垫资的房地产在 2023 年年初的新开工预期是一个很重要的压力。一旦证伪，对原料的压力也大于成材。



数据来源：Mysteel，中信建投期货

钢厂补库的强度决定本轮双焦的反弹幅度

在钢材消费预期疲软的当下，市场达成空钢厂利润的一致预期，并进而形成低库存状态下，焦炭提涨的驱动（目前已经提涨一轮至 2790 附近），

“两眼一闭，不看现实”是当下的市场抢跑状态，原料端都多以 01 顶着远期需求增长不足的压力上行，体现为正套，所传达的逻辑是下游要补库，而且补库的时间是在春节以前。但一番上涨过后，都回停下来看钢厂利润，利润偏低下补库的强度至少在预期上是不足的。

因此，近期焦炭要再提涨第二轮，大概率需要成材的进一步上行，**也就是说多头方向的向上弹性有望从原料过渡到成材，短期市场或有望出现螺纹钢上破电炉成本 3750-3800 区间的机会，但如果螺纹钢上破这个区间反而有择机左侧空原料的机会。**

需求复苏的证伪大概率要等春节后，近期市场或保持偏强震荡

我们关注到即使有政策强心剂的出台，05 合约并没有显著的补涨动能，暗示市场仍旧很谨慎未来复苏不及预期的风险。如果需求持续维持弱势，倒逼整体成材下调复产预期，那么市场又会从原料端开始向下计价。

重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

