



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋

投资咨询证号：
Z0010946
wjianfeng@nawaa.com

孙 啸

从业证书编号：
F3054383
sunxiao@nawaa.com



南华期货研究 NFR

2021 策略四季度展望

策略

遍地开花花不重

摘 要

2021 年三季度，市场围绕着双控展开行情，以能耗较高的品种为领头羊，铝、纯碱、双硅、PVC 等品种。看着这些品种表面上都没有什么关联，实际上它们都是高能耗品种。在接近三季度末的时候，其他大宗商品也补涨的冲动，比如塑料 PP 等。另外一条主线，是以煤炭为主，在煤炭价格高企的环境下，煤化工品种在成本驱动的逻辑下，步步走高。我们认为，能耗双控是国家大战略，部分地区能耗超标，导致三季度出现极端的限产行为，是中短期的矛盾冲击，四季度将会出现一定分化。重点可以关注：钢厂利润修复、焦化利润修复以及玻璃纯碱价差的修复；

目录

第 1 章 三季度震荡上行.....	4
第 2 章 策略推荐.....	4
2.1. 钢厂利润.....	5
2.2. 焦化利润.....	6
2.3. 玻璃纯碱.....	8
2.4. 菜油菜粕套利.....	9
2.5. 焦炭铁矿套利.....	11
第 3 章 2021 年三季度策略运行总结.....	13
免责声明.....	14

图表目录

图 1.1 南华商品指数.....	4
图 2.1 2021 年前三季度各板块指数变化对比图.....	5
图 2.1.1 钢厂利润.....	5
图 2.1.2 螺纹铁矿石比值.....	6
图 2.1.3 焦炭铁矿石比值.....	6
图 2.2.1 焦炭库存.....	7
图 2.2.2 焦炭焦煤比值.....	7
图 2.2.3 焦煤库存季节性.....	8
图 2.3.1 玻璃-纯碱价差.....	8
图 2.3.2 玻璃库存.....	9
图 2.3.3 玻璃正套价差.....	9
图 2.4.1 菜油菜粕比值.....	10
图 2.4.2 菜油库存.....	10
图 2.4.3 菜粕库存.....	11
图 2.5.1 焦煤港口库存.....	11
图 2.5.2 焦炭铁矿石比值.....	12
图 2.5.3 焦煤/焦炭比值.....	12
图 3.1 套利型策略.....	13
图 3.2 趋势型策略.....	13

第 1 章 三季度震荡上行

2021 年的大宗商品，在全球供需恢复时间差的作用下，出现了持续上涨。随着全球碳中和等减碳主题的进一步发酵，国内高能耗的工业品纷纷出现减产或限产，这使得三季度里，高能耗的工业品领涨。包括铝、纯碱、硅铁锰硅等，同时，钢厂的限产，使得铁矿石的需求大幅减少。尽管如此，由于焦煤的紧缺，使得焦炭的价格随着焦煤成本推动上涨，焦炭和铁矿石的走势出现较大差异。从三季度的主题路线来看，主流资金的参与热点的路线比较清晰，主要是在碳中和的大背景下，演绎出其他局部热点。那么，部分热点或将在四季度延续。

图 1.1 南华商品指数



资料来源：WIND 南华研究

在四季度里，我们认为，部分大宗商品会延续能耗双控的逻辑，而其他品种或将出现调整。以钢厂限产为例，虽然钢材产量下滑很明显，但是，库存并没有持续明显下滑。说明表观需求比预期的要差。在国内地产进入下行周期的背景下，我们认为，双控对于钢材品种的影响比较有限。四季度，钢材品种或许会出现一波调整行情。在品种选择上，按照以下思路：（1）高能耗品种，在调整后可以继续逢低做多；（2）低能耗和需求较差的品种，可以考虑逢高做空。

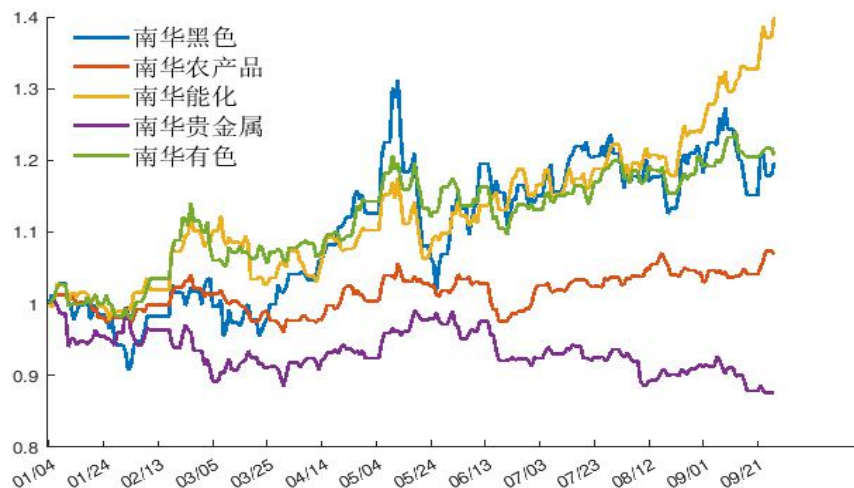
第 2 章 策略推荐

我们的策略思路，主要是通过挖掘事件冲击型背后的基本面矛盾，通过基本面分析，去评估事件的影响周期或持续性，并以价差的估值水平来寻找低风险的策略。这种策略思路，可以演化出两种类型的策略，一是趋势型，二是套利对冲型。只是它们的介入时间点有所不同。根据我们对过往案例的分析和总结，事件冲击型引发的价格偏离，在回归的过程中，往往会先出现价差先行，然后才会出现价格方向性行情。在价差行情过程中，往往对应着大宗商品市场的震荡结构。这也是为什么我们的套利策略总能在震荡市表现略好，而趋势策略在震荡行情中往往表现不佳。而在价差行情走完后，往往会迎

来趋势行情。

三季度，主要是煤炭和部分高能耗品种限产而催生出来的共振上涨行情。

图 2.1 2021 年前三季度各板块指数变化对比图



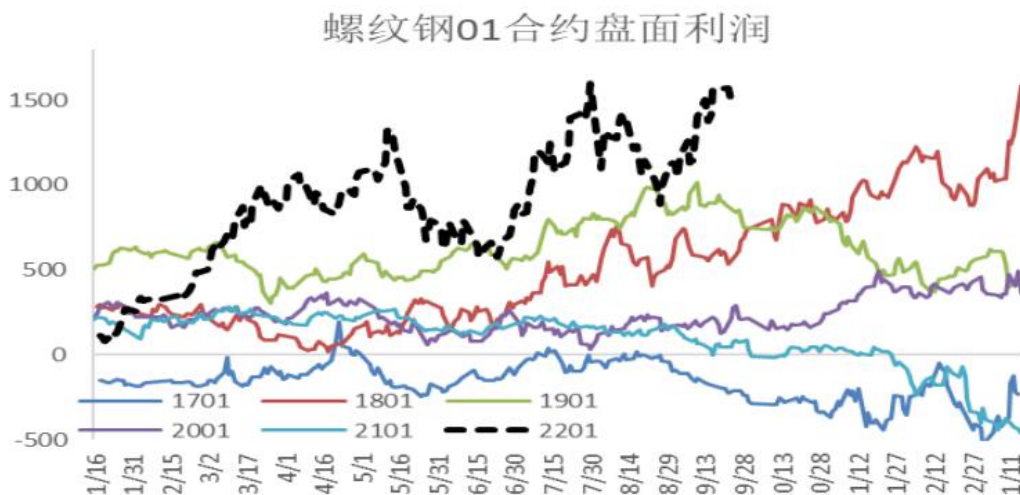
资料来源：南华研究

2.1. 钢厂利润

在国内钢厂限产的背景下，铁矿石价格大幅下跌，这使得国内钢厂的生产利润大幅上升。尽管钢材的需求并不如预期，但是，这并不影响钢厂利润的高位运行。随着限产的进一步推进，钢厂利润或将持续维持高位震荡的格局。甚至，在焦炭价格下行的预期下，这种局面维持的概率较大。在策略方面，可以考虑在四季度等待钢厂利润调整后，继续考虑封低做多利润。

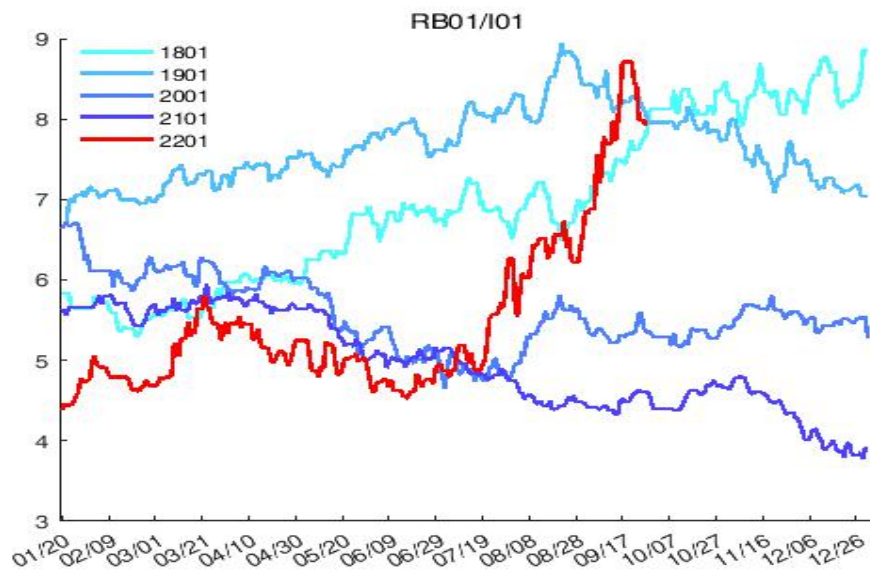
风险点：限产不及预期、铁矿石供需变化

图 2.1.1 钢厂利润



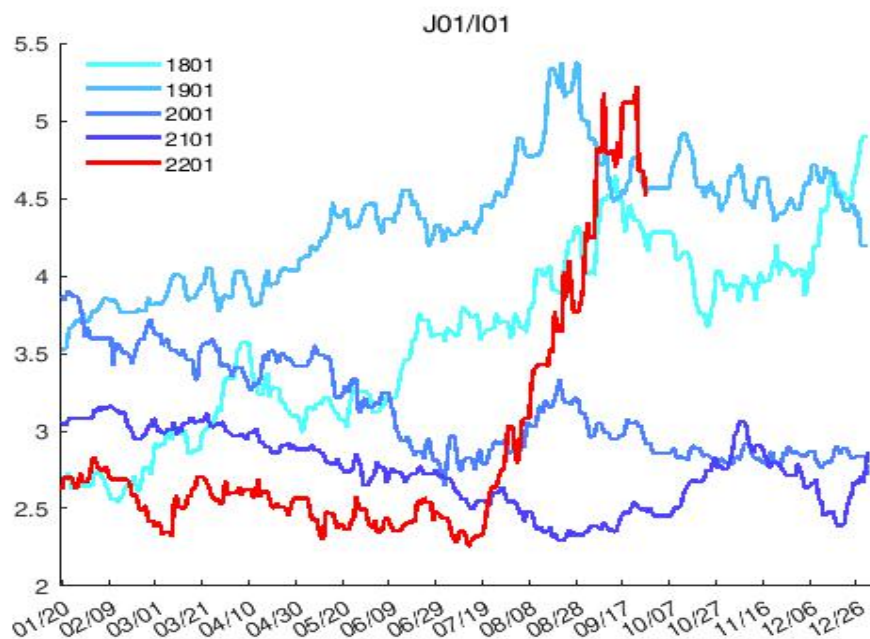
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2 螺纹铁矿石比值



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3 焦炭铁矿石比值



资料来源：WIND 南华研究

2.2. 焦化利润

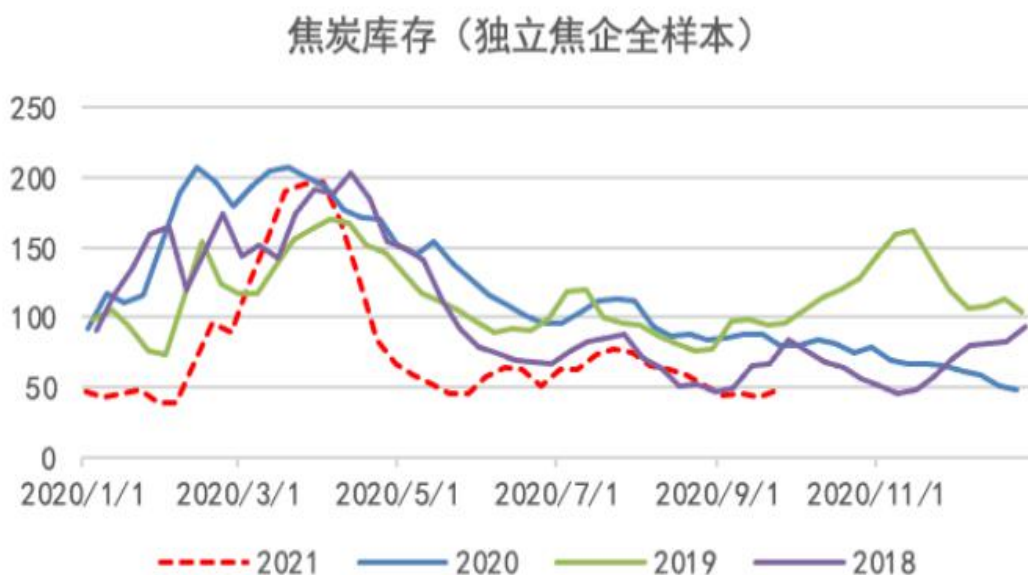
焦炭在三季度，虽然是上涨趋势，但是，它夹在中间并不容易。一方面，是钢厂限产，对焦炭需求是下滑的。另一方面，焦煤的紧缺，迫使焦炭成本推动价格上升。因此，我们看到焦化利润持续走

低。随着钢厂限产进一步稳固，利空预期将会逐步兑现。焦化厂也开始调整库存，维持低库存状态。

在接下来，随着炼焦煤的供应逐步得到缓解，以及钢厂较低的焦炭库存的补库需求，我们认为四季度以及明年一季度，焦化利润有望改善。因此，在未来一段时间，可以考虑关注焦化利润的改善的机会。

风险点：钢厂继续扩大限产力度、焦煤紧缺得不到有效缓解

图 2.2.1 焦炭库存



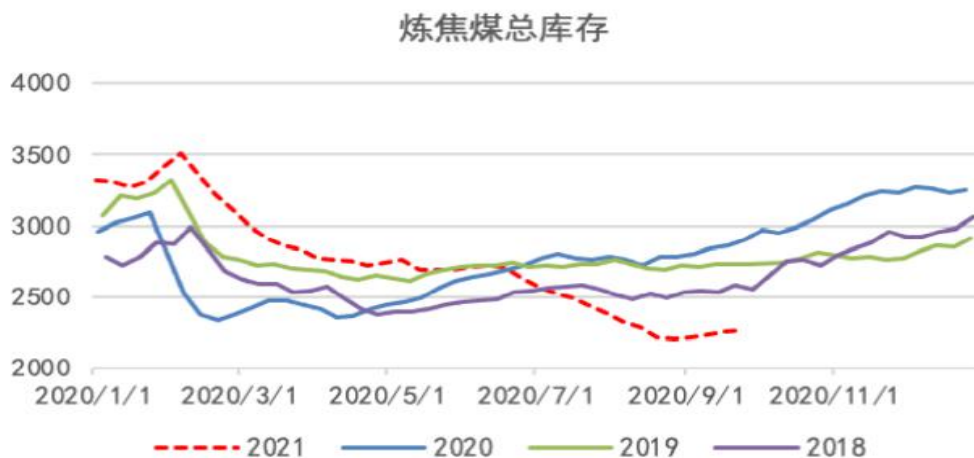
资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2 焦炭焦煤比值



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.3 焦煤库存季节性



资料来源：WIND 南华研究

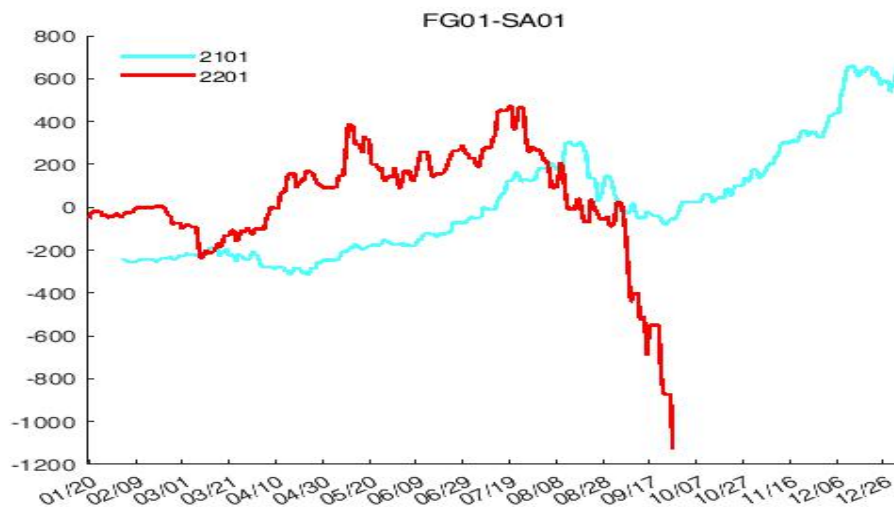
2.3. 玻璃纯碱

玻璃在三季度见顶后，价格持续回落。这伴随着玻璃社会库存的持续回升。在国内地产受到明显政策压制的情况下，地产投资需求在减弱。随着上一轮竣工周期接近尾声，对玻璃的需求也持续回落。我们认为，玻璃很难再回到7月下旬的高点。本轮玻璃的上涨，一方面是需求推动，竣工周期对玻璃的需求是超预期的；另一方面，由于光伏玻璃的生产超预期，对纯碱的需求也助力超预期。使得纯碱的价格大幅上涨，部分推动了玻璃价格的强势。

随着限产预期的进一步兑现，纯碱的1-5价差由反包走向正套，从中长期而言，纯碱远月合约在光伏玻璃的支持下有需求支撑。三季度限产透支了纯碱正套价差，可以关注玻璃纯碱价差修复。

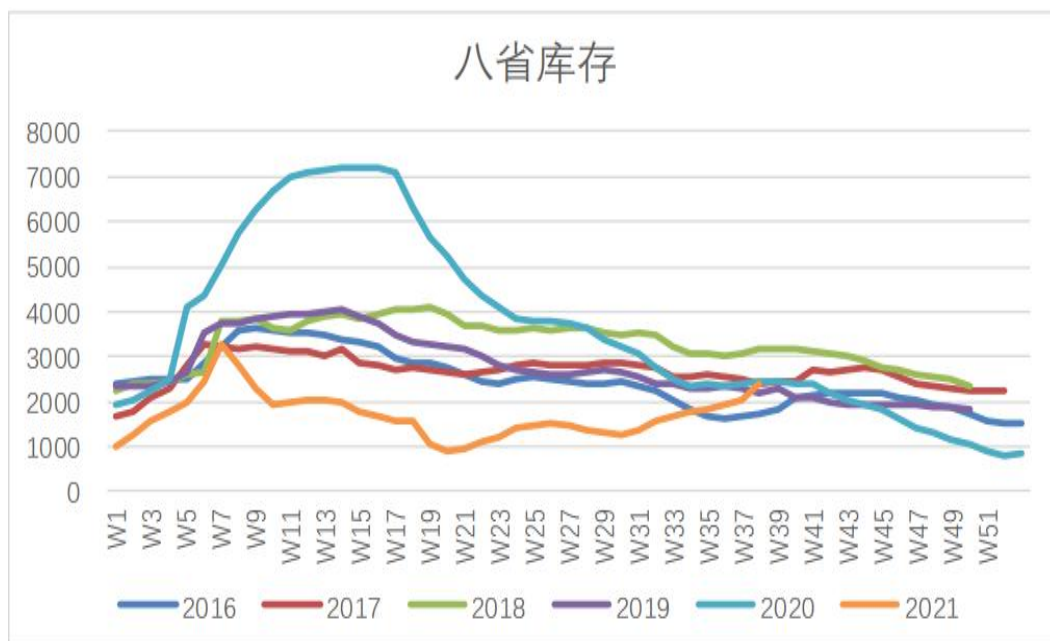
风险点：限产扩大化影响原料供应；下游需求改善；

图 2.3.1 玻璃-纯碱价差



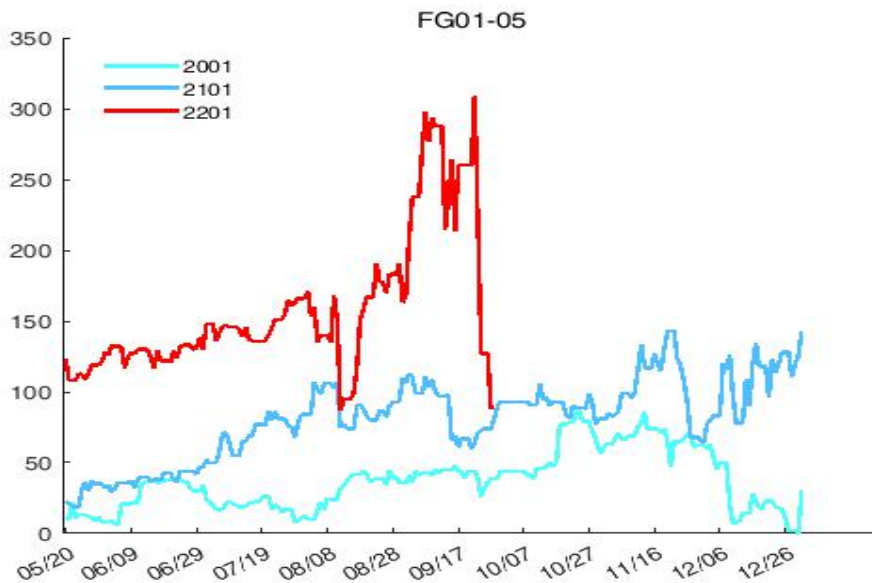
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2 玻璃库存



资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.3 玻璃正套价差



资料来源：WIND 南华研究

2.4. 菜油菜粕套利

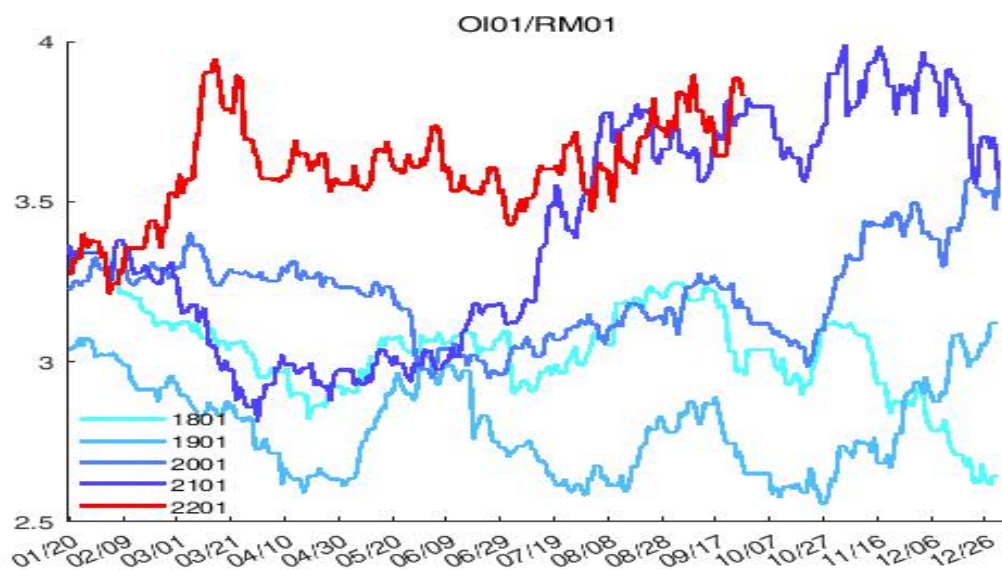
2021 年 8 月之前，菜油在三大油脂中主要以跟随者姿态被带动上涨。8 月之后市场受加拿大菜籽减产预期提振，菜油更加表现强势。然而加菜籽外盘价格显示自 8 月 17 日触顶以来并未继续向上突

破而是缓慢趋弱，后续依靠进口菜籽成本端炒作空间或有限。国内方面，受制于菜籽压榨利润偏低，油厂开机率持续较低。在低压榨量的情况下，菜油仍然没有出现趋势性去库，可见随着菜油价格高企叠加疫情反复等因素，菜油消费端表现不佳。而在同样的情况下菜粕受益于水产养殖利润丰厚的因素，其库存保持在历史极低水平。如果菜油消费不能有所起色，在高价格负反馈下库存居高不下则有可能由于菜油胀库影响到菜粕供应，进而驱动空菜油多菜粕套利行情。

目前菜油菜粕比价以处于历史高位，向上空间或有限。从基差方面看，菜油是三大油脂中唯一接近平水品种，而菜粕呈现中等程度期货贴水。基差对于此套利占优。

风险：油脂消费超预期，水产需求不及预期。

图 2.4.1 菜油菜粕比值



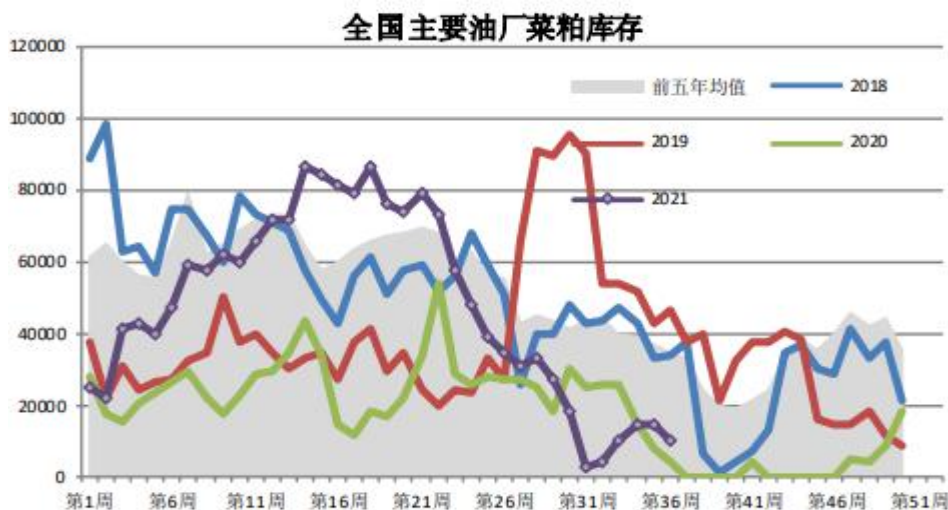
资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.2 菜油库存



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.3 菜粕库存



资料来源：WIND 南华研究

2.5. 焦炭铁矿套利

从 2021 年 7 月中旬以来，焦煤供应受到环保限产和电煤保供的双重影响下受限明显，驱动价格快速上涨。在此过程中，其下游焦炭价格也属于被动跟涨。这一点可以从盘面焦化利润一路走低得到印证。同时，结合铁矿的持续低迷可以发现，市场对于钢厂限产的逻辑确定性是较高的，因此焦炭需求的持续下滑也是大概率。同作为长流程原料，焦炭在成本支撑下相对于铁矿的估值已处于极高水平。目前焦煤端已出现一定的累库趋势，随着冬季供暖期的过去，煤矿端供需矛盾逐渐趋缓，焦炭或有成本坍塌风险。而对于已经很大程度兑现需求端弱化的铁矿则可能下跌空间有限。因此可以关注空焦炭多铁矿套利。

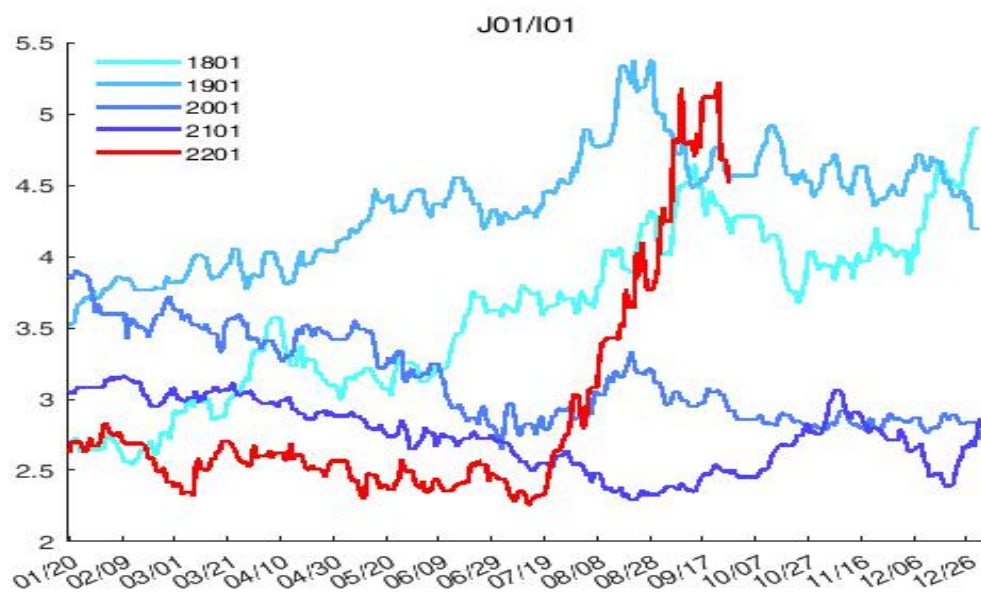
风险：焦炭基差偏大，煤矿供应恢复不及预期

图 2.5.1 焦煤港口库存



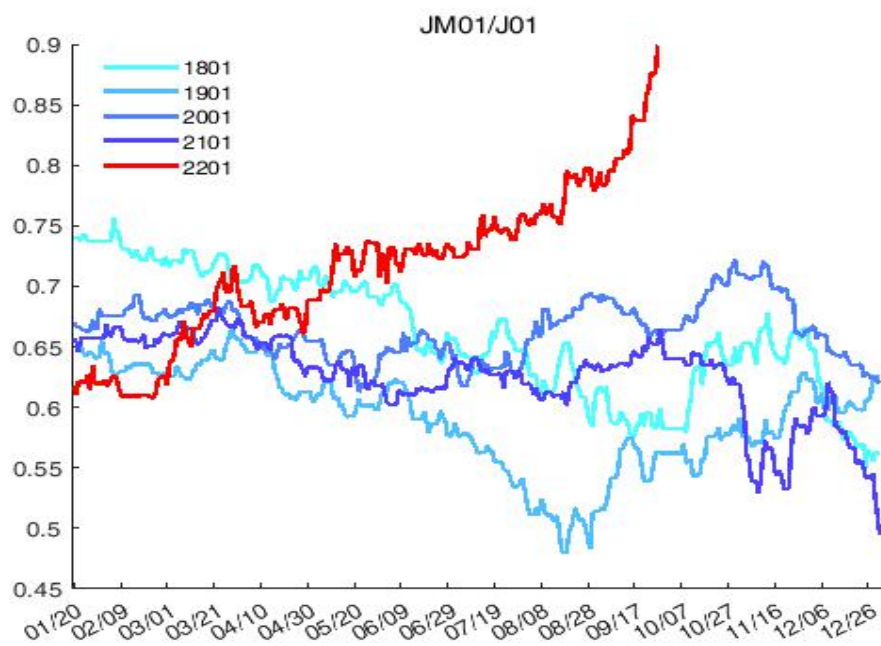
资料来源：WIND 南华研究

图 2.5.2 焦炭铁矿石比值



资料来源：WIND 南华研究

图 2.5.3 焦煤/焦炭比值



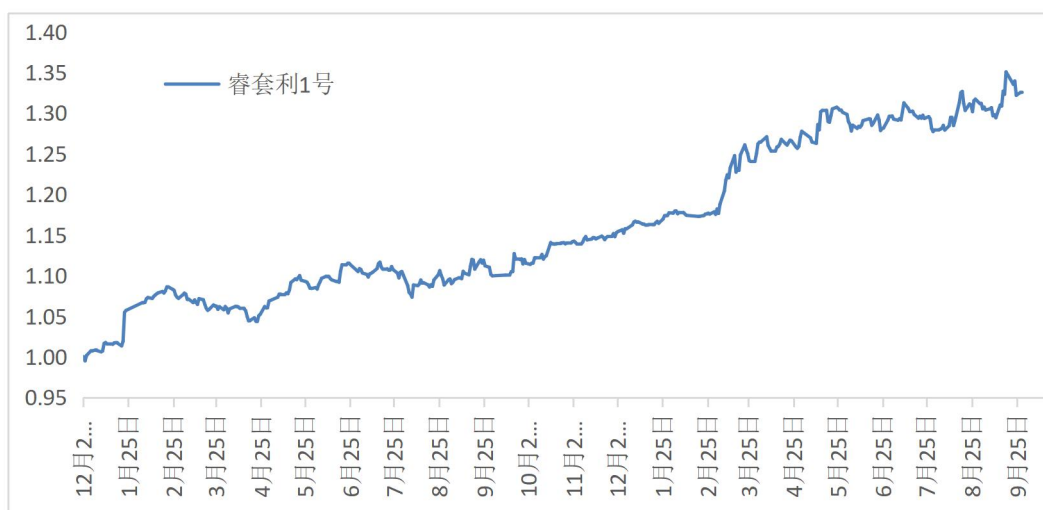
资料来源：WIND 南华研究

第 3 章 2021 年三季度策略运行总结

在 2021 年前三季度里，我们总体的策略思路不变。寻找事件冲击型的投机空间，包括价差、比值和单边策略等。在三季度里，大宗市场整体出现了强烈的分化，增加了我们对冲套利的难度。因此，在三季度里，策略维持较低杠杆。净值整理维持弱势震荡。

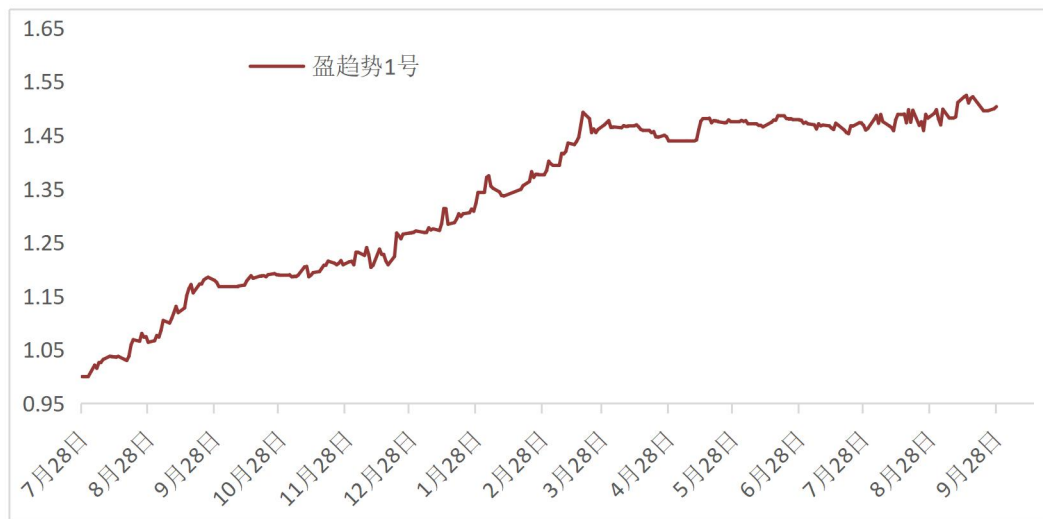
我们通过每日策略报告，向大家公布了策略逻辑和执行情况，并展示每日的净值变化和策略操作更新。一种策略只能赚钱特定市场氛围下的利润，不太可能在全部市场里都能盈利。策略的重点不在于策略有多丰富，而是明确知道策略的优势和劣势在哪里。趋势也好，套利也罢，并无厚薄之分。能够匹配相应的资金管理，都能获得特定市场环境下的利润。

图 3.1 套利型策略



资料来源：南华研究

图 3.2 趋势型策略



资料来源：南华研究

免责声明

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，如与南华期货股份有限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南华期货股份有限公司的立场，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南华期货股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点