

李一涛

黑色研究员

期货执业证书编号 F3064637

liyt@dxqh.net

**全年单边趋势不再，
把握短期供需矛盾**

一、2019 年螺纹钢行情回顾

从供给端来讲，2019 年全国钢厂高炉开工率与产能利用率整体维持高位运行，日均铁水产量保持在 210 万吨以上，除国庆期间环保限产停工以外，螺纹供需的季节性错配仍然体现得较为明显。

具体来说，2019 年春节在 2 月上旬，因此 2 月高炉开工率与产能利用率均位于 75% 的低位附近。近两年可以观察到的一个明显的现象是，由于施工效率的提升，使得工作时间的缩短，导致春季的季节性需求回归较晚，因此 3 月上旬由于看不到需求的回归，高炉开工率出现了一定程度的回落。从 3 月下旬开始，需求季节性回归，高炉开工率也逐步开始回升，直到 6 月中旬暂时告一段落。

6 月下旬开始的产能利用率回落，除了季节性的因素以外，今年还叠加一个供给端的因素，那就是成本显著抬升。由于巴西尾矿坝崩塌事故以及澳洲飓风对铁矿石海运的影响，2019 上半年铁矿石到港量同比骤减一半以上，直接导致了铁矿石期货价格近乎翻倍的涨幅。由此显著推升了长流程钢厂的炼铁成本。到年中，该主要矛盾愈演愈烈，长流程利润甚至小于短流程利润，而短流程在存在利润的情况下没有任何减产的动力，从而导致供给过剩，长流程钢厂利润消失直至亏损，最终被动减产。

今年国庆适逢建国 70 周年大庆，环保限产比往年更早更严。因此尽管对短期需求的判断较为悲观，9 月份钢厂仍在利润修复的前提下提高了产能利用率。国庆节后，经济的韧性再一次在地产上体现得淋漓尽致。经济去地产化的大环境下，开发商停止拿地，促进销售，加快施工，房地产施工周期加速向竣工过度，由此带来的大量需求不仅消化了显著高于往年同期的社会库存，还进一步耗尽了钢厂库存。供需严重不匹配的结果直接导致了螺纹钢期货在 10 月下旬至 11 月下旬一个月内从 3200 暴涨至 3700，部分地区现货也被买到缺少规格。

图 1：全国钢厂高炉开工率与产能利用率

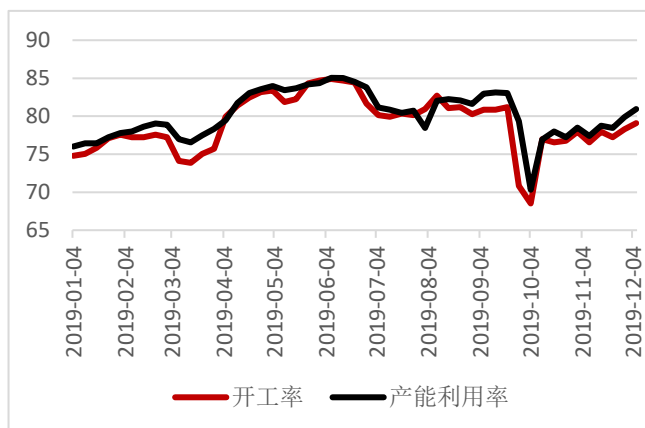
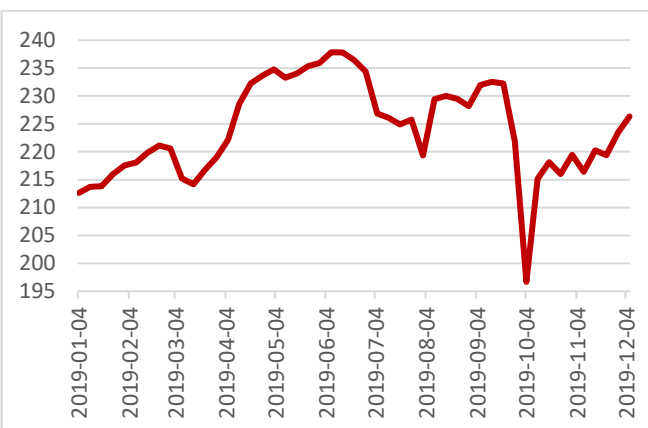


图 2：日均铁水产量（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

二、螺纹钢基本面分析

作为螺纹钢的供给端，从全国的层面来看，高炉检修限产量与产能利用率负相关性较为显著，但是单看这两个数据较难得出更进一步的信息，我们需要具体关注各地区的钢厂高炉开工情况。

首先来看晋蒙地区，除春节和国庆节外，钢厂高炉开工率全年保持平稳，接近 80% 的较高水平。4 月至 8 月，随着检修限产量的减少，全国钢厂高炉产能利用率逐步攀升，两者依旧符合负相关的关系。不同于全国钢厂高炉开工率，晋蒙地区在节假日完全停工，产能利用率会出现降至 0 的情况。综合以上两点，可以看出晋蒙钢厂高炉开工情况对螺纹钢生产的边际影响不大，如无特殊情况建议不必过多关注。

图 3：全国钢厂高炉检修限产量（单位：万吨）

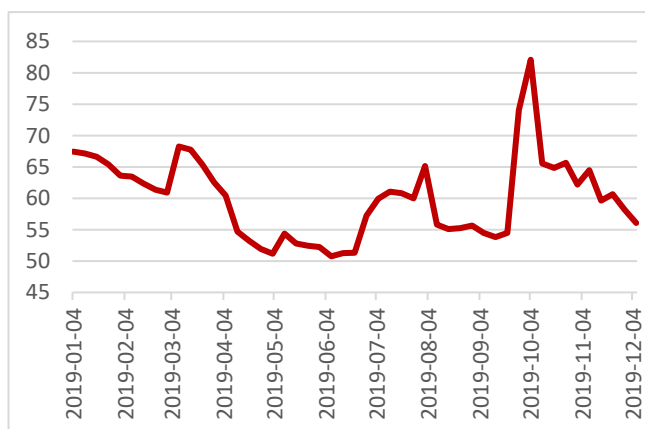
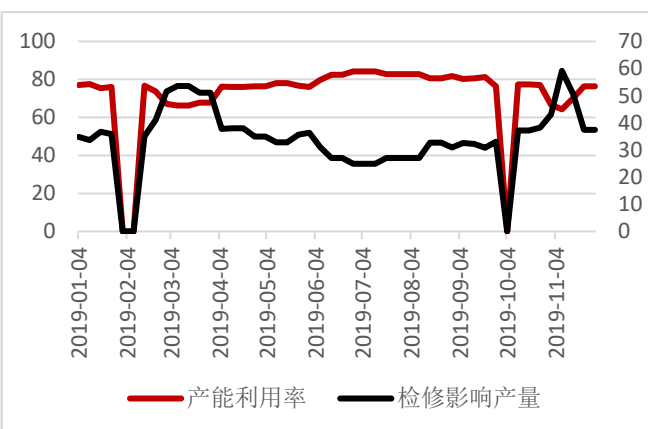


图 4：晋蒙钢厂高炉开工情况（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

再看河北地区的情况。不包含唐山的河北钢厂产能利用率全年呈现较为明显的波动，除国庆停工外，全年上下约有 15% 的波动范围，唐山钢厂超过 20%。将两者结合起来看，我们可以发现两者的波动方向通常是一致的。因此我们研究生铁的供给状况，首先要关注唐山钢厂高炉开工情况，其次看环保限产对河北其它地区影响的溢出

效应。另外还有一个有意思的发现，国庆环保限产期间，唐山地区钢厂采取了完全停工的措施，而河北其它地区则选择了检修高炉。短期来看达到了同样的效果，但进入冬季以后，河北其它地区检修量逐渐下降，有助于产能利用率持续走高，全力生产，而唐山钢厂不得不保持一定的检修水平，一定程度上抑制了供给。

图 5：河北钢厂高炉检修限产量（单位：万吨）

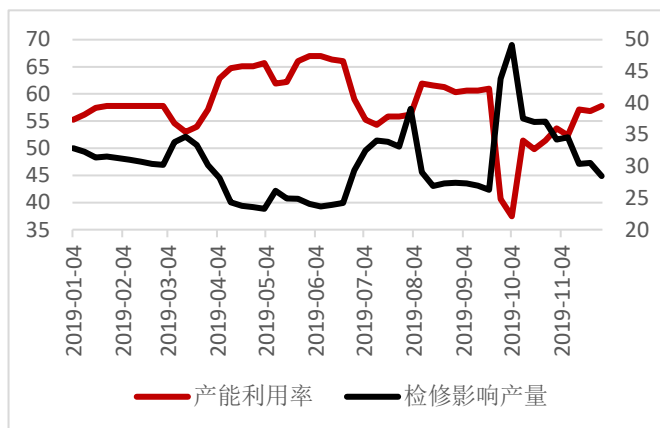
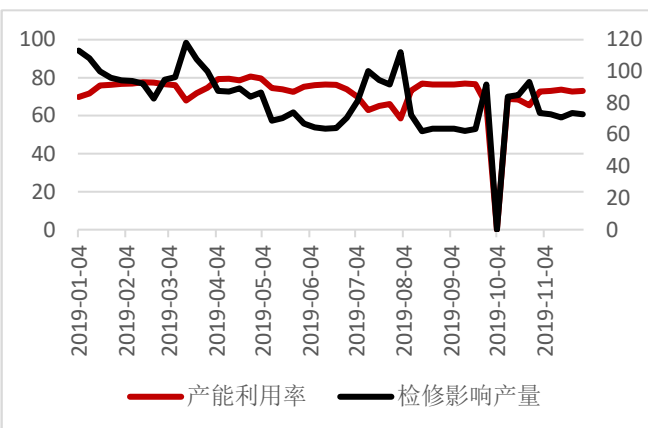


图 6：唐山钢厂高炉开工情况（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

全年来看，全国建材厂螺纹实际周产量与全国钢厂高炉产能利用率整体走势较为一致，最大的区别在于前者还包含了短流程的螺纹产量。现阶段我国钢厂的螺纹生产，采用长流程高炉炼铁的钢厂占绝大多数，采用短流程电弧炉炼钢的钢厂螺纹产量较小，因此长流程产量与总产量的走势较为一致。由于短流程炼钢可随时关停而不会对钢铁生产造成额外成本冲击的特点，短流程的生产可以降至 0，这就决定了影响螺纹钢价格的边际因素主要是短流程生产情况。即使是节假日期间，长流程钢厂依然维持了相当规模的钢铁生产。从总产量来看，2019 年全年周产量 350 万吨左右是一个较为中性的生产水平，370 万吨以上可看作较高的供给水平，330 万吨以下则属于偏低的水平。长时间的高生产水平，必然导致供给过剩，螺纹钢库存累积，螺纹钢价格存在向下的压力，反之亦然。

图 7：全国建材厂螺纹实际周产量（单位：万吨）

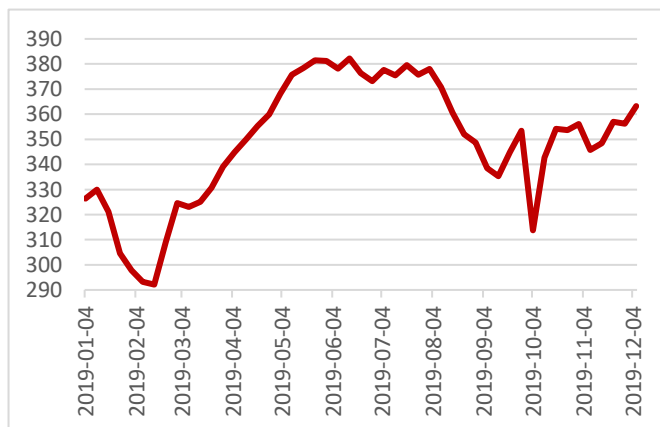
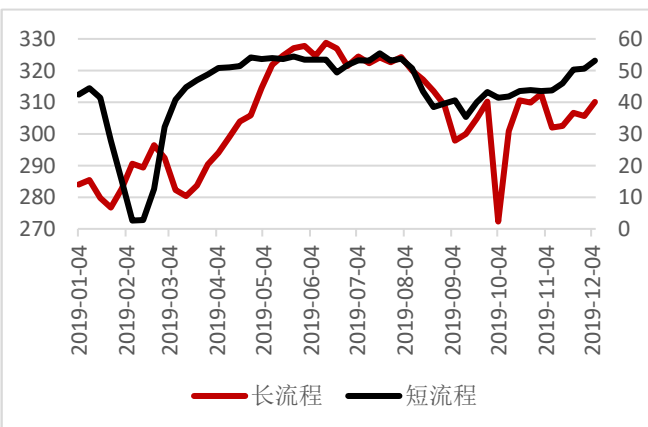


图 8：长短流程生产情况（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

分地区螺纹实际周产量全年走势较为平稳，不同时期各地区的产出占比也较为稳定，而全国钢厂螺纹库存却呈现季节性的变化。由此可以推断，螺纹钢需求的季节性变动是影响其价格变化的自变量，而库存则更多是反映

供需结果的因变量。螺纹库存又分为钢厂库存与社会库存，尽管两者整体走势较为一致，但背后反映的逻辑却有所不同，因此有时两者的变化方向也有所差别。

首先来看螺纹钢厂库存。由于高炉炼铁停复工带来的巨大成本代价，长流程炼钢的经济效益决定了高炉炼铁的持续性，而 2019 年春节在 2 月上旬，决定了 2 月份终端需求完全消失，因此螺纹钢厂库存与社会库存同步快速累积。本文开篇我们就已经强调，随着生产效率的提升，近两年春季需求的启动较晚，因此 3 月上旬钢厂库存开始进入下行通道，并不是需求季节性回归的因素。同时考虑到钢厂产能利用率的下降，以及检修限产量的提升，我们更倾向于早春的气象条件导致严峻的环保问题，从而引发环保限产政策，这一点在河北尤其是唐山地区体现得较为显著。

4 月开始钢厂螺纹库存去化速度明显减缓，全国建材厂螺纹实际周产量从每周 340 万吨的中性偏紧供给量提升至 5 月中旬的 370 万吨高水位线，我们不难得出春季用钢的高峰在 3 月至 5 月的结论。这一结论再次印证了我们之前的观点：随着生产效率的提升，春季需求的启动会有所延后的判断。而 4 到 6 月钢厂螺纹库存的震荡，更多是螺纹实际周产量边际变动产生的影响，证据是在此期间螺纹社会库存持续去化，直至 6 月初才见底反弹。

图 9：分地区螺纹实际周产量（单位：万吨）

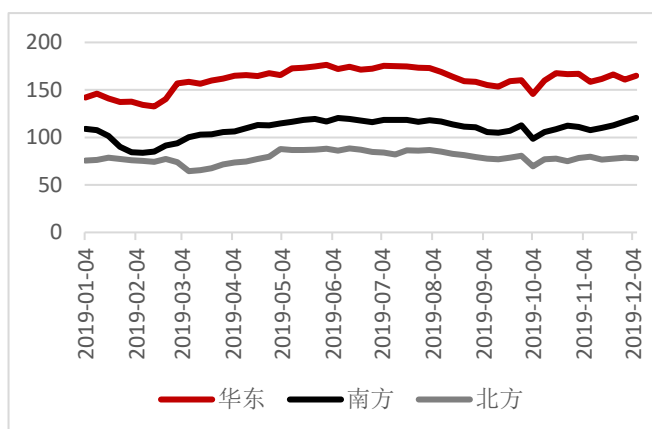
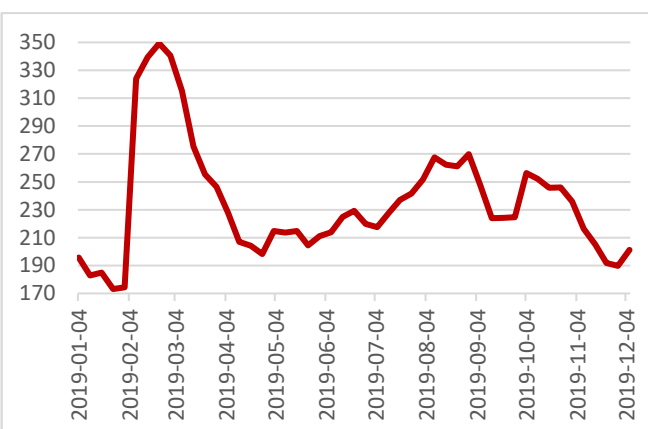


图 10：全国钢厂螺纹库存（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

6 月郭树清主席在陆家嘴金融论坛对房地产的严厉表态，令业界对未来需求的预期较为悲观，长短流程出现了同步累库的现象，二者合计的库存也达到了历史同期最高水平。叠加上半年巴西尾矿坝崩塌事故与澳洲飓风对铁矿石发货的影响，上半年铁矿石价格录得翻倍的涨幅，大幅推升了高炉炼铁的成本，导致长流程炼铁利润罕见低于短流程。在仍有利润的前提下，原本应该率先减产的短流程钢厂没有丝毫的减产意愿，而长流程由于之前所说的停复工带来的巨大成本代价无法轻易停产，价格因素进一步扭曲了供需不平衡的状况，最终导致长流程钢厂大面积亏损。

短流程开工率与产能利用率走势整体比较平稳，边际变化不大，认为 1、2 个百分点的边际变化就能直接影响螺纹价格变化实在是有些牵强。而在接受短流程炼钢是螺纹供给边际变量，因而也是决定螺纹价格的边际变量的前提下，短流程钢厂螺纹库存更值得我们去关注。比较 2019 年长短流程钢厂全年螺纹库存的走势我们也可以发现，短流程由于停复工的便捷性，一旦库存大量累积，必定是需求不足供给过剩的反映。而 10 月下旬开始的加速去化，则是需求旺盛的体现。

图 11：长短流程钢厂螺纹库存（单位：万吨）

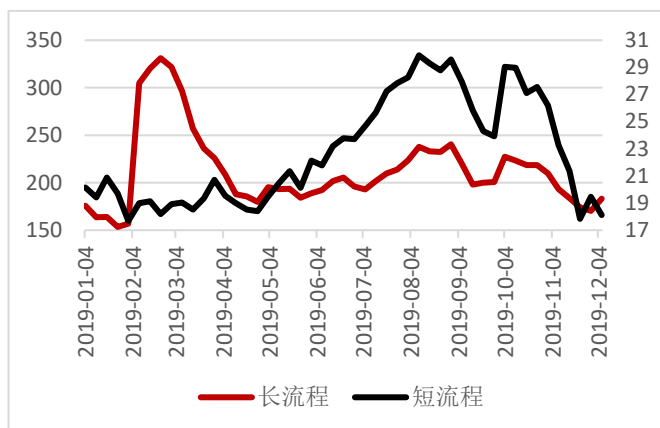
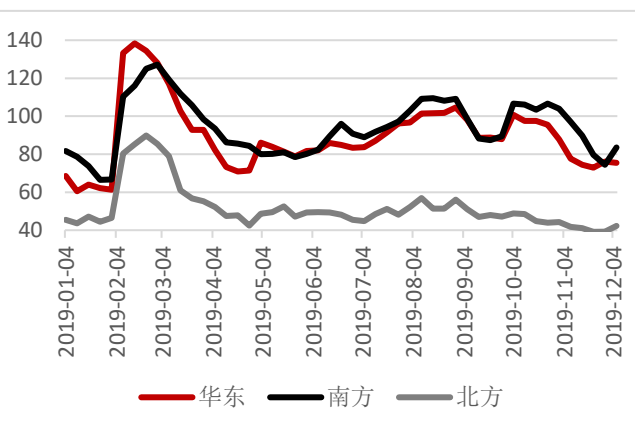


图 12：分地区钢厂螺纹库存（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

分地区钢厂螺纹库存在分析冬储时较有帮助。复盘今年螺纹冬储的情况，参照由北至南的降温顺序，北方钢厂螺纹库存也率先开始累积，华东紧随其后，但同历年经验一致，两地的螺纹库存在年末累积较慢，直到第二年1月才会出现加速上涨的趋势。而南方大区由于北材南运的因素，虽然12月才开始累积库存起步较晚，但累库速度较快。库存加速累积的趋势，对于钢价的影响也得以体现。此外，由于华东地区与南方地区钢厂螺纹库存量较大，且多数时间走势较为一致，对比来看北方地区占比较小，波动也不够显著，可以认为对全国钢厂螺纹库存的边际影响不大。

比较图 13 与 14，我们可以发现京津冀螺纹产量主要集中在河北，其中唐山地区又占据了近一半的螺纹供给。仔细观察唐山地区与河北其它地区螺纹产量，我们发现除年中4月至6月以外，多数时间两者的走势并不一致。根据前文分析，4月至6月为螺纹需求旺季。在高利润的驱动下，两地区全力生产螺纹，产量也呈现共同增加的态势。其余时刻，由环保检修引起的某地螺纹产量下降，另一地区的钢厂由于利润驱动，加大螺纹生产，弥补供给缺口。而6月至7月螺纹生产利润较小甚至为负时期，两地螺纹产量同步下降。故螺纹生产情况需结合长流程高炉炼铁利润共同分析，可以较好地判断螺纹供给情况。

图 13：京津冀螺纹实际周产量（单位：万吨）

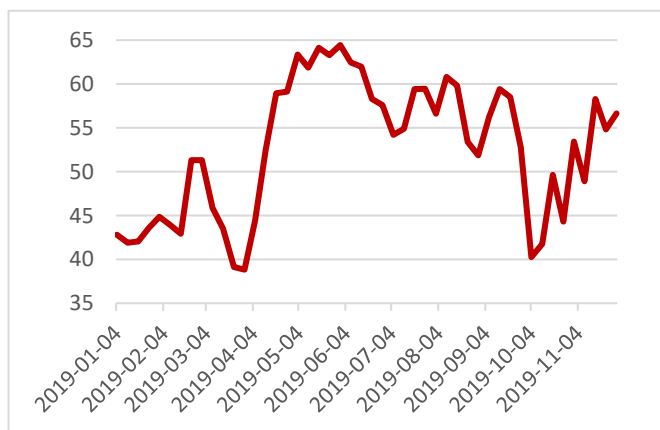
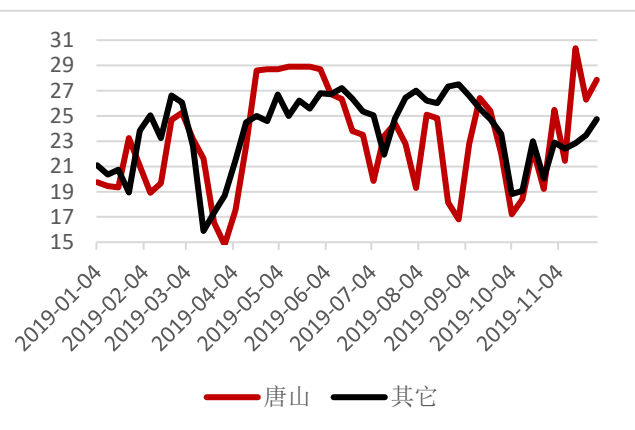


图 14：河北螺纹生产情况（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

比较图 13 与 16，我们可以发现京津冀地区长流程钢厂占据绝大多数。还可以通过总产量与长流程产量做差，得到京津冀地区短流程螺纹产量。不过前文已有分析，对于短流程数据来说，相比产量，库存变动对螺纹价格的边际影响更大，而库存数据我们只有图 15 京津冀钢厂螺纹库存这一总量数据。原则上讲，当钢厂螺纹库存处于高位时，例如 8 月份，钢厂一方面有减产挺价保利润的意愿，另一方面有向下游压货去库存的动力。再结合此时螺纹产量又处于高位，必然导致螺纹钢价格持续下行。而 10 月初钢厂库存处于阶段低点，库存已然大量去化，叠加国庆环保限产，螺纹产量处于低位，后期螺纹需求只需略有起色，低供给低库存必然导致螺纹价格的攀升。其后螺纹价格的演绎完全符合我们的预期，这也呼应了本报告的中心思想：未来黑色的机会在于把握短期供需矛盾。

图 15：京津冀钢厂螺纹库存（单位：万吨）

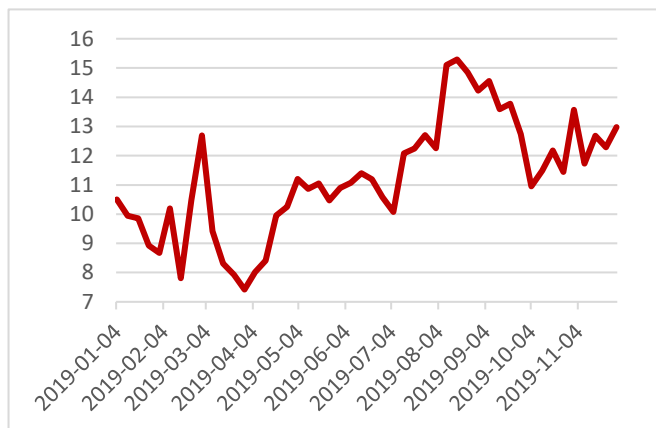


图 16：京津冀长流程螺纹产量（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

钢材成交量受节假日、天气与投机因素影响，波动剧烈且频繁，单看全年走势较难得出简单的结论，分区建筑钢材成交量同样难以得出全年趋势性的结论。只能选取一段时间的成交量，结合其它基本面数据来进一步判断。一个发现是 11 月上旬开始，北方与南方成交量走势存在明显的劈叉，这一变化趋势有助于我们判断冬储逻辑开始的时点。

图 17：全国建筑钢材成交量（单位：万吨）

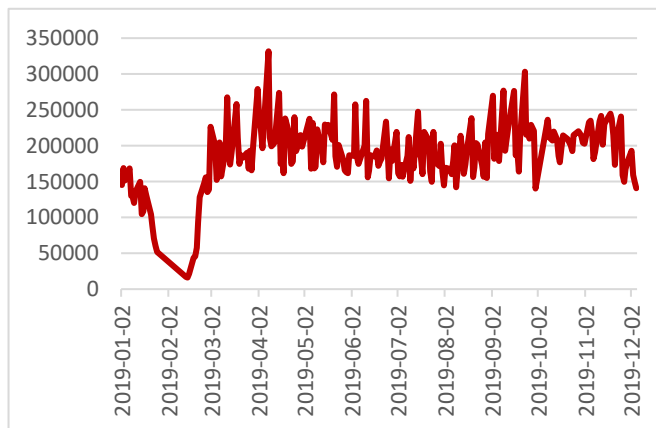
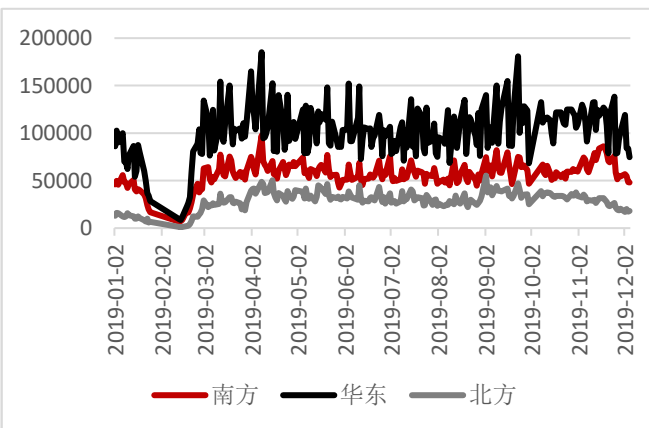


图 18：分区建筑钢材成交量（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

钢联统计的螺纹社会库存分为新老两种口径。老口径统计 35 个大中城市，数据记录时间较长，在做历史研究时具有可比性。新口径统计 132 个城市，其中包含了诸多三四线小城市。由于近年来城市化进程的加快，带动三四线楼市的火爆，有必要扩大统计样本的范围，得到更为准确的库存数据。但总体来看，两者走势较为一致，仅在累库幅度上有所不同，由此往后我们更多关注样本更多更准确的新口径库存数据。

2019 年全年螺纹库存高点出现在 3 月初。随着螺纹季节性需求的回归，社会库存开启了长达 3 个月的去库过程，这一点与往年并无区别。今年最大的超预期点在于，6 月郭树清主席在陆家嘴金融论坛对房地产的严厉讲话，传达了经济去地产化的决心，使得业界对房地产行业未来需求的预期极为悲观。再加上上半年巴西尾矿坝崩塌事故与澳洲飓风对铁矿石发货的影响，上半年铁矿石价格录得翻倍的涨幅，大幅推升了高炉炼铁的成本，导致长流程炼铁利润罕见低于短流程。在仍有利润的前提下，原本应该率先减产的短流程钢厂没有丝毫的减产意愿，而长流程由于之前所说的停工带来的巨大成本代价无法轻易减产，价格因素进一步扭曲了供需不平衡的状况，螺纹社会库存也因此掉头向上，年中就重新开始了累库。

螺纹社会库存不仅持续累积，更是一反常态，远超往年同期，进一步打压了钢铁行业的信心，8 月开始钢厂陆续检修停产，贸易商降价去库存，而房地产公司则采取停止拿地，加快施工的措施，螺纹库存终于重新步入下行区间。尽管今年国庆有建国 70 周年环保限产的政策影响，前几年供给侧改革带来的高利润刺激产能扩张的结果仍在，今年国庆假期的螺纹社库存出现了不小的增幅，再一次打击了钢铁行业的信心，10 月中旬螺纹期货价格竟然被打到 3200 这一不可思议的位置。

然而经济的韧性再一次在地产上体现得淋漓尽致。以恒大为代表的房地产开发商在国庆期间打折促销，房地产施工周期加速向竣工转移，由此带来的大量需求不仅消化了显著高于往年同期的螺纹社会库存，还进一步耗尽了钢厂螺纹库存。供需严重不匹配的结果直接导致了螺纹钢期货在 10 月下旬至 11 月下旬一个月内从 3200 暴涨至 3700，部分地区现货也被买到缺少规格。

图 19：螺纹社会库存（单位：万吨）

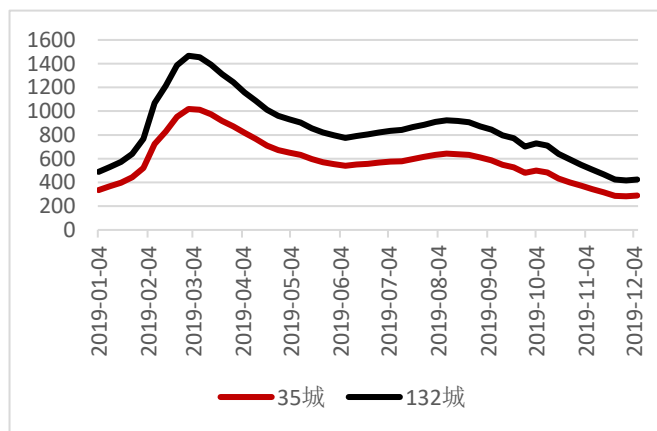
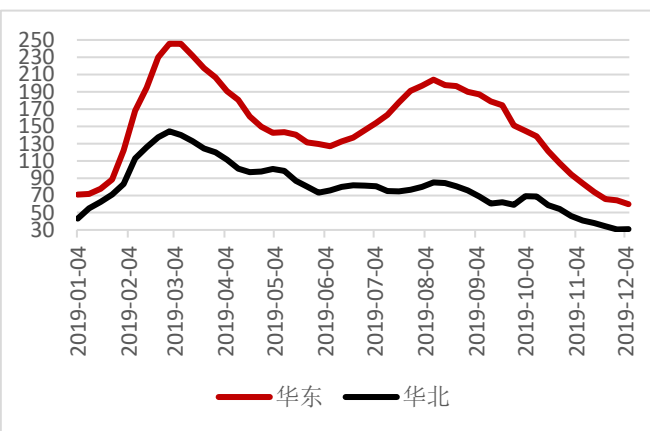


图 20：分区螺纹社会库存 1（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

分区螺纹库存反映出各地的螺纹供需差异。传统的螺纹生产与消耗大区华东、华北地区螺纹社会库存与总库存基本呈现了相同的走势，这一点并不意外。值得注意的是，近年来不少钢厂在此规划投产新产能，西南地区螺纹社会库存存在总量中的占比不断升高，由此也体现了与总库存更高的相关性。华南地区螺纹社会库存走势则与往年较为一致，全年多数时间处于单边去库存的状态，并未展现今年年中反常的累库节奏。而东北、西北地区一来

库存占比较小，二来由于海拔较高气温较低影响需求启动较晚，需求的惯性导致年中库存拐点出现的时点与其它地区也有所不同。

图 21：分区螺纹社会库存 2（单位：万吨）

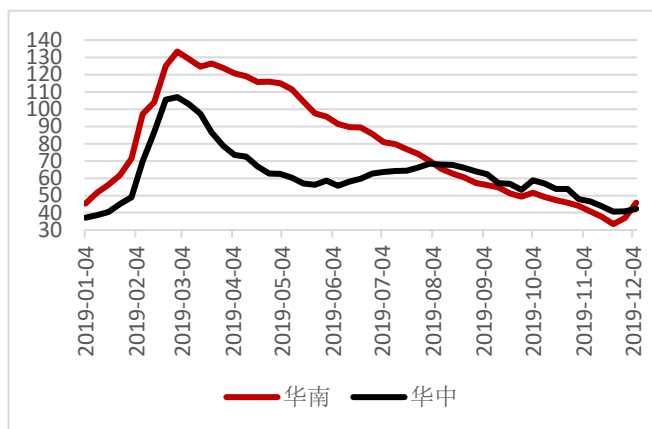
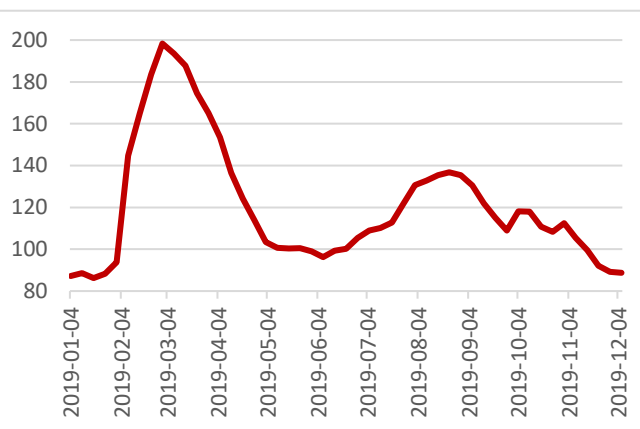


图 22：西南螺纹社会库存（单位：万吨）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

最后我们来看另一影响螺纹供给的核心因素——螺纹吨钢毛利。从逻辑上来讲，吨钢毛利扩大，钢厂有扩大产量的动力。然而短期在其它因素不变的前提下，供给增加必然导致价格下跌，反过来压缩了吨钢毛利。不过，正如前文反复强调的，长流程钢厂考虑到停复工造成的成本影响，综合经济效益要在吨钢毛利的基础上再上一个台阶。也就是说只有当钢厂亏损程度超过停复工带来的额外成本，才有减少产量的动力。否则，在仍有盈利的情况下单方面减少生产，而其它钢厂产量不变的情况下，相当于降低了自己在总利润中的占比。这一典型的囚徒困境博弈，决定了长流程钢厂不会轻易减产的特点。

我们模拟的螺纹吨钢毛利，面向长流程高炉炼铁流程，以唐山地区钢坯成本作为计算依据，其全年走势如图 24 所示。上半年螺纹需求的季节性高峰时段，螺纹吨钢毛利很明显地分为两个阶段。第一阶段是 4 月至 5 月初，吨钢毛利总体维持在高位，同一时期螺纹周产量不断攀升，反映了在用钢需求旺盛的情况下，螺纹钢供不应求，社会库存持续去化，螺纹价格不断上涨，吨钢毛利也随之走扩。钢厂在高额利润的驱使下，进一步提高螺纹产量。第二阶段为 5 月至 6 月中旬，吨钢毛利不断下跌，但螺纹周产量却维持在高位，这印证了前文对钢厂心态的分析。最终社会库存年中就调头向上，钢厂在严重亏损下不得不减产。

整个三季度，吨钢毛利一直在 0 至 200 元这一较低水平的区间内震荡。同一时期钢厂由于当期亏损以及对未来需求悲观预期的影响，持续向贸易商出货，钢厂库存基本去化完毕。进入 10 月份，随着下游需求再一次远超预期的复苏，略超往年同期的社会库存开始直线下降，供不应求的局面快速提升吨钢毛利至年内最高水平。而吨钢毛利背后所不能反映的，是部分地区现货被买到缺少规格。这一时期黑色其它原料并不存在供需严重错配的情况，因此螺纹钢期货价格从 10 月下旬开启的一波上涨，并不是由于炼钢成本抬升，而是单纯的吨钢毛利扩张。与吨钢毛利更相关的钢铁股价，也在同一时期有明显的体现。

图 23：分区螺纹社会库存 2（单位：万吨）

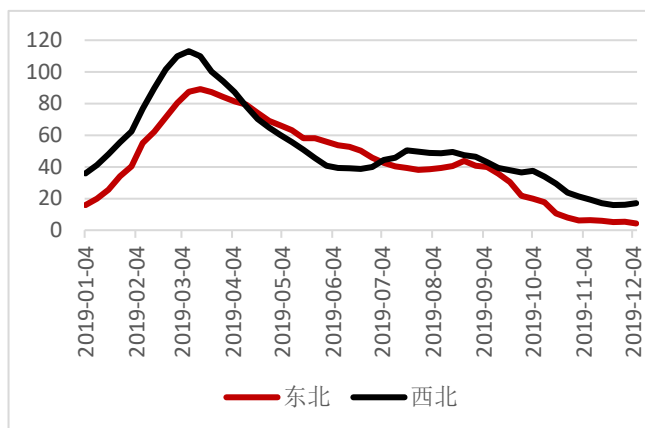
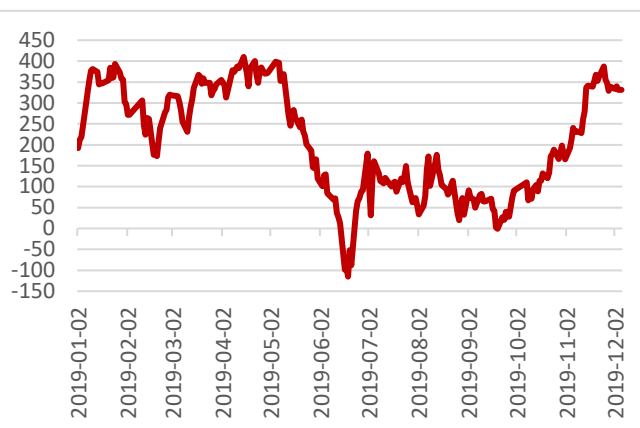


图 24：螺纹吨钢毛利（单位：元）



来源：Mysteel，东兴期货投资咨询部

三、2020 年螺纹钢行情展望

从需求端来讲，现阶段房地产行业正处于从施工周期向竣工周期转移的阶段。根据过去几轮房地产周期的历史经验，该过程的持续时间通常为一年。也就是说，从 2019 年下半年房地产行业开始的停止拿地、打折促销、加快施工进度已经过去了一半。根据统计局口径，高达 80 亿平方米的房地产在建面积，远超 2015 年底本轮房地产启动时 64 亿平方米，可以预见 2020 年上半年房地产的需求依然能保持平稳。再加上基建托底的政策，到今天地方专项债提前、大量的发行，螺纹 05 价格预计仍将偏强运行。

但就 2020 年下半年来说，螺纹 10 可能存在较大的预期差。现阶段工业品包括螺纹钢在内的低库存、高产能利用率并不是库存周期扩张的必要条件，而是房地产韧性的结果。换句话说，是因为在建面积的持续扩张，叠加供给侧改革的因素，导致供不应求，螺纹钢才能一年又一年地走出牛市。但是本轮房地产周期的韧性已经持续了四年。我们必须思考的问题是，在经济去地产化的大背景下，一旦房地产的韧性不再，螺纹钢是否会像 2019 年中那样快速地被累库？这里存在的预期差，并不是说在建面积会快速地减小，比如腰斩，而是说一旦其停止扩张，哪怕只是走平，好比房价一样从 2017 年中开始走平，至今将近 3 年，这个市场参与者的心态会发生怎样的变化？

金融资产永远遵循边际定价的规则。对于商品期货而言，并不需要像股票市场那样期待单边上扬的行情。只要存在预期差，存在较大的波动性，这个市场就充满机会。从这个角度来讲，2020 年螺纹钢的行情非常值得期待。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。