

2019 年中国钢铁金融衍生品国际大会 会议纪要

兴证期货·研发中心

2019 年 7 月 9 日 星期二

黑色研究团队

李文婧

从业资格编号: Z0010649

投资咨询编号: F3024409

韩惊

从业资格编号: F3010931

投资咨询编号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

俞尘泯

从业资格编号: T322363

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

2019 年 7 月 5 日,由中国钢铁工业协会主办的“2019 (第四届)中国钢铁金融衍生品国际大会”在上海举行。本次会议主要观点如下:

- 钢铁运行情况: 2019 年以来我国财政政策更加积极, 货币政策相对宽松, 经济运行保持稳中有进态势, 为钢铁行业发展创造了良好市场环境。
- 国内及全球宏观: 通过众多宏观经济数据的对比, 我国三年经济周期已触底回升。所以, 无论是股市还是大宗商品市场都有很多机会。
- 宏观经济及对冲策略: 大的经济周期是很难被逆转的, 也难以改变。目前, 宏观经济层面已经出现了三大逆转: 基建、金融自由化和居民杠杆。目前最后一个尚未逆转。针对后期策略, 可以关注产业升级的制造业和尚未进行供给侧改革的大宗商品行业生产商等标的。
- 钢铁行业走势及展望: 2019 年钢材全年均价下移一个台阶, 下半年重心上移。需求角度来看, 基建在地方债发行提速背景下, 有望三季度集中释放; 制造业有望底部回暖。供应上, 下半年环保对产量扰动影响更大, 供给增量收缩。原材料市场依然高位震荡, 对价格的底部有支撑。在阶段性供需错配下, 长材市场冲破上半年价格高点。品种价格表现来看, 长材依然强于板材。
- 螺纹钢下半年展望: 2019 年下半年, 建筑钢材产

量同比增速或将收窄；需求方面，下半年淡季旺季表现分明，建筑用钢需求同比增速或有所下降，因此：螺纹钢价格或呈现冲高回落走势。

- 热卷下半年展望：2019 年热轧板卷将呈现下有成本支撑、上有需求压制的运行态势。钢厂在利润不高的情况下，对价格的控制会较为关注，供需将在平衡或伪平衡状态下保持相对稳定。预计下半年热轧板卷主流市场价格在 3700-4150 元/吨之间运行。
- 黑色品种分析框架和逻辑梳理：针对国内黑色产业链的分析，需要关注基本面各个阶段上的边际替代性，并要深入产业链内部，以获得超额收益。

1. 中国钢铁行业运行情况及展望（发言人： 屈秀丽 中国钢铁工业协会 副会长）

2019年以来钢铁行业原料波动剧烈，对钢铁企业绩效有较大压力。今年铁矿的价格波动，明显显示出定价机制的不合理，需要尽快找出真相。我国财政政策更加积极，货币政策相对宽松，经济运行保持稳中有进态势，为钢铁行业发展创造了良好市场环境。在当前时点，金融机构更要不忘初心，倾听实体企业的心声，共同努力。

2019年钢铁行业运行总体平稳，细分来看：

1、钢铁产量保持增长，供需衔接总体较好。2019年1-5月我国粗钢产量40488万吨，同比增长10.2%。日产水平不断创新高，6月中旬日产285.1万吨；5月曾一度达到287万吨，年化产量将超过10亿吨。钢材产量的不断上涨，显示出市场对钢材需求保持上涨。

2、钢材出口小幅增长，进口有所下降。2019年1-5月我国钢材出口2909万吨，同比增长2.5%。尽管5月我国钢材出口环比明显下降，但是不必太过担心，中国钢铁的国际竞争力仍非常强。

3、市场总体平稳，钢材价格小幅波动。2019年以来长板材市场有差距，长材市场相对更好，但板材市场压力还是很大。

4、成本大幅上升，企业效益明显下降。2019年1-5月，中钢协会员钢铁企业实现利润总额855亿元，同比下降18.15%。同期，钢企采购进口铁矿价格同比增长19.1%，煤、焦炭、废钢价格也在上涨，直接挤压企业效益。但钢铁企业的资产负债率已降至63.96%，企业对资产结构的调整有了显著成效。

展望后期钢铁行业运行，主要有以下重要内容：

1、全球经济增速放缓，市场需求相对减弱，全球贸易争端紧张，预计今年我国钢材出口难有大的增长，有望保持去年水平。

2、我国宏观政策积极，但下行压力仍在。基建、房地产投资需要防风险，汽车、造船增长乏力，受环保、盈利下降的影响，后期钢铁生产增速将逐步回落，下游需求可能逐步减弱趋稳，预计下半年钢材价格仍将是小幅波动。

3、原材料价格高位，降本增效任务艰巨，预计今年钢铁行业利润水平难以超过去年。今年以来进口铁矿石价格大幅上涨，上涨幅度达50%以上，有钢铁产量大幅增长、巴西矿难和澳洲飓风的影响，但也不排除市场过度解读、资本进入炒作的因素，具有不合理、不可持续性。

钢铁企业环保改造仍然是重点工作，2025年全国钢企完成改造，2020年京津冀实现改造。

中国钢铁协会目前已在向国家有关部委以及监管机构在反映行业、市场存在的有关问题，希望进一步加强调查核监管力度，规范市场行为，维

护铁矿石市场的正常的竞争秩序，促使铁矿石价格合理合规。

中国铁矿石的供需没有发生根本变化，后期进口铁矿石价格大幅上涨不可持续，主要是国外矿山产量已逐步恢复，国产矿呈增加趋势，钢企生产增速将逐步回落，下半年铁矿石可能是供大于求。

希望行业参与者共同努力，共同维护钢铁行业的平稳运行，促进钢铁行业结构调整转型升级，早日实现钢铁大国变成钢铁强国的钢铁梦。

2. 风暴与大海-当前经济发展形势与后期展望 (发言人: 洪灏 交银国际董事总经理、研究部主管)

2018 年四季度是美国自经济大萧条以来最差的市场。但今年市场已经出现扭转，今年所有的资产类别价格都在上涨，包括铁矿石、原油、黄金、新兴市场、债券等。虽然今年的经济形势仍然很复杂，但是相较于去年已经发生扭转。所以从周期角度出发，今年中国经济的运行将峰回路转。

从对美债 swaption 与沪深 300 走势对比来看，两者走势相关性极高，可见中美两国的经济关联度很高；其次是我国的 PPI 领先美国 CPI12 个月，去年下半年国内 PPI 下滑后，美国 CPI 在今年年中也开始回落。虽然中美的贸易争端会是未来的常态，但两国的经济相关度非常高，无法分开分析。

2018 年，全球央行纷纷缩表，其后全球市场开始下滑，贸易加权美元指数触及 20 年以来的“三重顶”，上行压力极大。当前全球形势类似 2015 年的情况。2015 年上半年实体经济表现非常差，一系列价格指数都下行；但当时股市表现很好，是由宏观流动性宽松带来的利好。

美国经济有一个 3.5 年小周期、两个 3.5 年小周期组成的 7 年中周期和三个 3.5 年小周期组成的大周期。每当短周期结束，市场都会出现波动。最近一次波动，便是 2018 年的四季度，当前正在进入 7 年中周期的第二个 3.5 年小周期。周期体现在美国房贷水平，标普 500 指数同比变化、美国上市公司盈利情况，失业金申请人数等。

我国经济周期为 3 年，是以房地产商拿地、预售到最终回款的周期。但随着碧桂园的调节，周期有所改变。通过众多宏观经济数据的对比，我国三年经济周期已触底回升。所以，无论是股市还是大宗商品市场都有很多机会。

下半年在中国央行重新扩表的背景下，货币和财政政策将带动国内经济周期继续回暖。而股市在调整后正逐步筑底，后期将重拾上升趋势。而人民币方面虽然承压，但现阶段经受的贬值压力接近峰值。美元已强势见顶，不再显著升值，故新兴市场、大宗商品将受惠。

但需要注意的是，我国政策有一些让人费解的地方：二季度再次进行货币政策微调，提及控制杠杆和房地产。在 3 年周期的末尾，整体经济回报率下降，如果国内尚未出现债务危机，依然进行去杠杆操作，收益率将继续下降。

届时可能会出现最坏的组合：即投资回报率下降，叠加去杠杆，进一步推升融资成本。虽然供给侧改革是长期策略，改变结构是好的，但在周期中主动压抑，存在一定风险。

3. 2019 年宏观经济分析及宏观对冲策略（发言人：李蓓 半夏投资创始人）

大的经济周期是很难被逆转的，也难以改变。宏观经济层面预计将有三大逆转，目前已经实现两个。

第一个已经实现的逆转是基建。未来两年基建起来的可能性不大，主要原因在于债务的制约。

第二个逆转的是中小农商银行金融自由化的结束。农商行有 70 万亿的贷款规模，同比 10 年前增长 7 倍，对于实体经济的支持贷款余额非常大。它又不得不收缩，意味着跟它相关的一些民营企业，或面临一定的信贷收缩，进而可能对实体经济产生一定影响。

第三个尚未来到的逆转是居民加杠杆和房地产的繁荣。整个的社会零售持续下滑，杠杆已加到一个较高水平，买房需要支付的首付和月供压力较大以致于对消费产生挤出效应。在这样的情况下，再加杠杆是很难的，一般也意味着是一个大的拐点临近。

制造业在未来有快速增长的基础，一方面是行业杠杆水平已经有了大幅下降，同时在多年不投资之后，产能利用率上了台阶，有了扩产的需求。但短期仍然有基建和地产业对制造业的挤压，还有待企业家信心的恢复。

基于以上变化，存在以下投资建议：

针对中小金融机构的股权；曾经的安防、园林、环保等和地方债驱动相关的领域；房地产；高端消费品行业需谨慎投资。

下一轮投资的机会可能在符合产业升级的制造业和尚未进行供给侧改革的大宗商品行业生产商。股市投资方面，A 股可能还需要调整，半年后或将进入新的牛市。

4. 2019 年钢材运行表现及未来展望（发言人：任竹倩 上海钢联总裁助理）

2019 年上半年行情好于预期。从行业大背景来看，2019 年出现了一些

新的变化:相比 2018 年初市场情绪乐观,库存高企,带来集中抛售的情况,2019 流通情绪谨慎,市场流转加速,库存从市场向钢厂转移。宏观方面,2019 年稳定经济增长,财政支出加速,房地产高基数增长。

上半年钢材市场表现出几个特点:第一,重心下移、价格振幅收窄:上半年矿价涨幅大于成品材,企业利润有收缩;“长强板弱”格局延续,卷螺持续倒挂,冷热价差处于低位;钢材价格先扬后抑。第二,去库存化速度高于预期;第三,上半年钢材呈现供需双增格局,高炉综合产能利用率高于去年同期 4 个百分点,粗钢 1-5 月的产量同比增长 4.9%,库存同比去年同期多增 170 万吨,综合进出口数据,1-6 月粗钢消费同比上涨 4.7%。

预计全年粗钢产量同比增长 3400 万吨左右,增长 3.6%,粗钢消费同比增长预估约 2.9%。

宏观方面:全球经济下行压力加大,国内经济景气略有下滑,投资增长托底传统经济下滑。钢材下游行业来看:下半年房地产投资仍具韧劲,而基建投资大概率回升,在地方债发行提速背景下,有望三季度集中释放;制造业则继续保持低速运行,有望底部回暖。今年以来,汽车行业数据表现较差,下半年或出台完善促进和刺激消费的相关机制、政策。

根据上海钢联模型,2019 年国内粗钢消费同比增长预估约 2.9%,预计增量在 2500 万吨。从分行业看,基建用钢增速提高,家电、机械行业用钢量增速将逐步放缓。

2019-2020 钢铁行业迎来布局优化、重组高峰期。2019 年钢铁环保限产还将成为常态,下半年环保对产量扰动影响更大,此外,钢铁环保排放标准精细化、明确化;下半年供应增速低于上半年,出口持平或略增。

原料端来看,上半年焦炭供给侧改革整体不及预期,焦炭产量同比明显增长,下半年焦炭供给侧改革有望提速。上海钢联 6 月份供应量统计口径,2018 年全球铁矿石产量为 22.09 亿吨,2019 年预计产量约为 21.99 亿吨,同比减少 980 万吨左右,减幅 0.4%,后期伴随供给逐步恢复,下半年铁矿供给增加,供需关系逐步缓解。

总体来看,2019 年钢材全年均价下移一个台阶,下半年重心上移。从需求角度来看,房地产仍有韧劲,投资增速小幅下滑;基建在地方债发行提速背景下,有望三季度集中释放;制造业有望底部回暖。从供应来看,下半年环保对产量扰动影响更大,供给增量收缩。原材料市场依然高位震荡,对价格的底部有支撑。虽下半年供需增速预估均有所减缓,不排除在阶段性供需错配下,长材市场冲破上半年价格高点。品种价格表现来看,长材依然强于板材。

5. 2019 螺纹钢下半年展望(发言人:万超 上海钢联建材分析师)

2019 年上半年的建筑钢材市场走势，主要出现以下几大特点：一是上半年国内螺纹钢价格重心上移，螺纹钢与钢坯、废钢的价差处于低位，同时螺纹钢南北价差处于合理水平；二是 2019 年上半年螺纹钢产量逐步攀升；三是 2019 年上半年国内建筑钢材需求表现强劲；四是 2019 年上半年建筑钢材库存底部抬升。2019 年上半年建筑钢材基本面是由强转弱的过程。高产量背景下，库存的低点抬高，好在供需差值不大，累库速度较慢。

对于短期 7 月份行情：钢厂产销有双回落可能，市场将面临供应压力，库存将趋势性增加，增幅或将扩大。综合来看，钢厂仍将主动去库，市场或将被动补库，成本支撑仍在，但随着库存的积累，支撑力度将减弱。所以行情走势将由需求主导，预计 7 月份建筑钢材价格弱势调整。

对于下半年，建筑钢材产量同比增速或将收窄；需求方面，预计下半年淡旺季表现分明，建筑用钢需求同比增速或有所下降；对于价格走势，下半年国内螺纹钢价格或呈现冲高回落走势。

6. 2019 热轧板材下半年展望（发言人：曹剑勇 上海钢联热轧板材分析师）

2019 年上半年热轧板卷价格整体表现比往年好，1 至 5 月整体上涨；同时产量也随同价格持续向上，在 3 月份的检修与限产后，产能利用率达到 86%以上的高点。

上半年热轧库存保持平均低位、风险累积速度不快。从库存的两个维度看：1、全国钢厂库存全年平均角度看，没有出现大增大减态势，且从当前的情况看，依然处于相对低位；2、从市场层面看，造成低位的原因有以下两点，一是市场谨慎程度提高；其次是 1-2 季度整个消费是超预期的。就后期库存来看，厂库转移至社库的情形依然维持，对整个累库风险还是会加剧，特别是 7 月份需求在回升阶段，产量不控制的情况下，会有反复。

2019 年上半年热卷有近 900 万吨产能新增，总产能将达 2.87 亿吨，下半年预计还将新增 3-4 条产线。从 2019 年 Q2-Q3 的产量逻辑看，高位将在 Q2 出现，而 Q3 产量或将因下游的季节性需求回落或受到政策主被动停产而受到影响，产量预计在 1820-1920 万吨/月。

2019 年热轧板卷将呈现下有成本支撑、上有需求压制的运行态势。钢厂在利润不高的情况下，对价格的控制会较为关注，供需将在平衡或伪平衡状态下保持相对稳定。最后，预计下半年热轧板卷主流市场价格在 3700-4150 元/吨之间运行。

7. 2019 年黑色品种分析框架和逻辑梳理（发

言人：王晗 凯丰投资研究员)

铁矿石方面，2018 年底，钢厂利润下降，减少对废钢需求，利空废钢，但会提高对矿石的需求月 1.2%。同时随着 2018-2019 年秋冬季错峰生产的限产有所放松，需求边际改善，导致了第一轮上涨。

1 月底随着巴西矿难，铁矿进入第二轮上涨。虽然这次的矿难是偶然，但类似事件的发生是必然。因为矿山是重资本开支的资产，但近几年投入减少，会导致安全事故会增加，或生产成本上升。因此，长期缺乏资本开支，必然会增加安全隐患。

3 月后，铁矿出现第三次上涨：铁矿从结构性上涨转变成整体性的库存缺口引起的上涨。另外在钢厂为了符合环保要求，需要建设堆铁矿用大棚，成本在几亿到十几亿之间。因此，钢厂更愿意将铁矿堆在港口，因此实际钢厂库存或更低。针对非主流矿，虽然或有增产，但每个地区都有各自的问题：塞拉利昂的全国港口能力仅为年 150 万吨，增产量难以完全发出；伊朗有美国的制裁；印度仍然有外运的限制，目前的压港量达到 30 天。其次是新增加的非主流矿，钢厂需要重新调配钢厂铁矿配比，若对未来的供应不确定，对非主流矿的接受度将更低。

另外是港口的库存矛盾。市场普遍认为，港口库存在 1.4 亿吨时，约 8000 万为钢厂库存，若贸易量减少到 3000 万吨，全国 45 港口，每个大港口或只有 500 万吨库存，则每个只要矿石品种库存只有 100 万吨上下，一般的贸易商就可以控制，达到地区性的紧缺。因此，对铁矿空头有很大打压。

针对铁矿后期，限产或检修或带来新的变化：建国 70 周年等；其次是方大事故，体现出了钢厂已经缺乏检修，后期存在自发检修减少铁矿需求的情况。铁矿价格或回落。

卷螺价差方面：长期以来，市场认同热卷价格高于螺纹 150 元左右，偏离后进行反向操作是一条成熟有效的策略。但去年的卷螺差发生逆转，卷螺差的打破的根本原因是非市场化，主要原因是：热卷厂增加连轧产线，成本下降 150 元；2017 年前地条钢的存在，降低了螺纹钢的平均成本，去地条钢后，螺纹成本上升；去年新国标和交割的负公差继续推涨螺纹成本。

需求表现上，主要是热卷表现不佳，下游需求进一步恶化；家电、汽车等卷板下游都面临着产量下滑，导致的结果就是冷卷需求大幅下降，冷热价差大幅降低，部分独立冷轧厂停产，非独立冷轧厂转产热卷；供给方面，新增卷板产能，限产趋弱。电炉成本支撑仅对螺纹有效，热卷下方支撑更弱。

针对市场流传的卷螺间的铁水流转，需要同时满足一下条件：钢厂拥有长材和板材轧线；铁水转移具备空间上的可能性，西北的新钢就因为板材、长材轧线距离太远，不存在可能性；钢厂愿意冒险追逐更高利润；市场中的卷螺价差出现在远月合约上，稳定存在。

合金矛盾方面，重要的是看边际变化。在今年4月，当时硅铁09合约升水05合约180元，原因是硅铁大量仓单积压超出平均交割量形成交割溢出，导致05合约价格大幅下跌。由于期货4个月的库存成本为200元/吨，仓单还有五月至九月能够随时期转现的权利，因此持有仓单的厂家会有很大动力不在5月交割，所以当时建议卖出5-9价差的看跌期权和做5-9正套的策略。硅铁在需求方面，需要关注镁锭的边际替代作用；高炉限产情况下会多使用废钢，会多添加硅铁来达到热平衡，可以考虑多硅铁，空一切原料。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。