

需求难有起色，供应压力仍大—— 钢材重心下移，尝试 1-5 正套

兴证期货·研发中心

2019 年 8 月 8 日 星期四

黑色研究团队

李文婧

投资咨询编号：Z0010649

从业资格编号：F3024409

韩惊

投资咨询编号：Z0012908

从业资格编号：F3010931

蒋馥蔚

从业资格编号：F3010931

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

展望下半年，我们认为钢价走势的压力较大。首先是供应方面的预期，2019 年至今的产量高增速能够维持多久是重要的问题。我们将下半年粗钢生产情况分成乐观、中性及悲观三种情况。我们认为下半年供应符合中性的可能最大：下半年粗钢产量环比持平，全年产量环比增长 6%。

此外，由于从 2018 年取暖季开始，限产趋严时机受到局部空气质量影响，我们认为随着今年厄尔尼诺现象的强化，北方空气质量或将差于往年。下半年环保限产执行效力将强于上半年。

需求方面，房地产供强需弱的利空将在下半年挤压上游钢材的需求。基建投资虽然有望在下半年发力托底钢材需求，但相对房地产的需求，基建提振效力有限，难以弥补房地产需求回落造成的缺口，棒材的需求将出现回落。我们认为下半年需求或环比下降 1%，全年需求增长 4%。

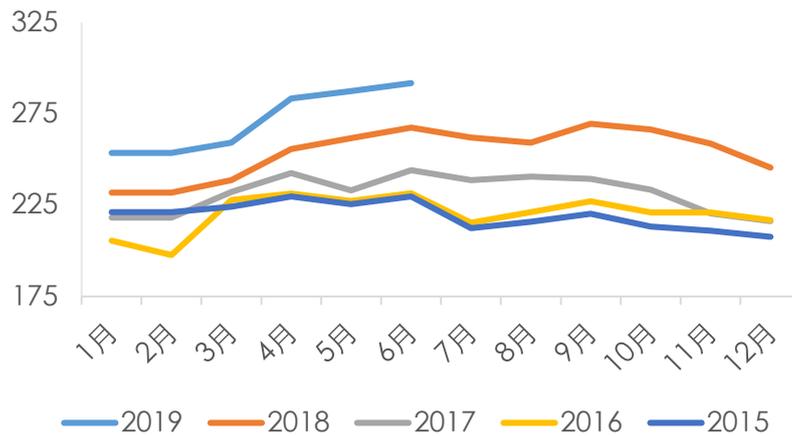
总体我们认为下半年的钢材走势将有别于上半年的大幅反弹、高位震荡，期钢将以震荡回落为主，钢价重心将逐步下移。策略上，我们推荐考虑 1-5 正套。

1. 钢材利润收缩，供给仍有压力

今年钢材的供应表现非常强势，如果说 2018 年的大幅增长还存在表外产量转表内的情况，那么 2019 年已不存在这样的现象，统计数据的增长反映了实际产量增加。

从 7 月公布的产量数据来看：1-6 月我国粗钢日均产量为 271.46 万吨，粗钢总产量 4.92 亿吨，同比增长 10.2%。

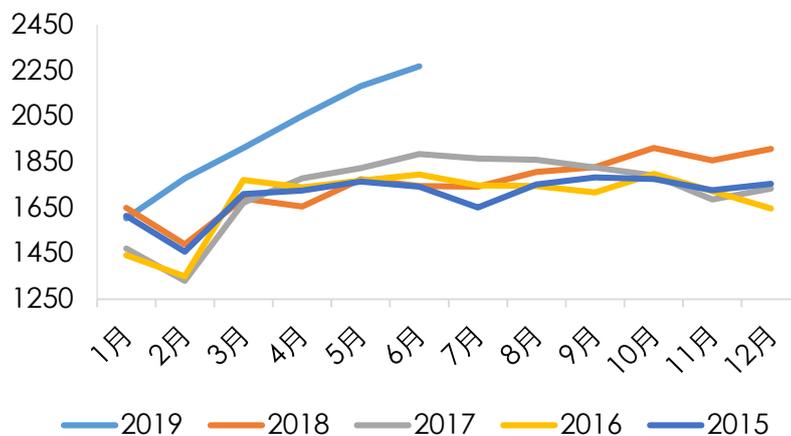
图 1：粗钢日均产量变化（单位：万吨/日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

螺纹钢产量也有较大幅度增长：1-6 月我国螺纹钢总产量 1.18 亿吨，同比增长 18.7%，增幅大于粗钢产量。

图 2：螺纹钢月度产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年铁矿价格受到巴西溃矿及澳洲飓风影响，单边上涨。受此带动，

今年以来钢材利润相较于去年同期，有较大幅度的下滑。截止 8 月 6 日，全国螺纹钢长流程平均利润(含税)为 146.2 元/吨，较年初下降 375 元/吨，较去年同期下滑近 1000 元/吨；钢坯利润也有明显收缩：钢坯当前利润(含税)为 48.9 元/吨，较年初下降 180 元/吨，较去年同期下滑近 800 元/吨。

下半年的原料情况：铁矿与上半年相比，供需偏紧的局面得到缓解，并且后期有进一步缓解的空间；而目前宏观层面风险加大，市场情绪偏弱或助推其快速下跌。不过铁矿全年供需缺口依然存在，并且短期基本面改善的幅度不足以支撑铁矿石价格继续大幅下跌，下半年或震荡走跌。焦炭方面：下半年焦炉产能利用率进一步提升空间有限，焦炭供应则有环保限产及去产能政策的打压或将出现下滑，预计下半年焦炭相对偏强。

因此，综合铁矿的供需改善以及焦炭的去产能预期，炼钢成本或小幅震荡，但炼钢利润大幅扩大难以见到。

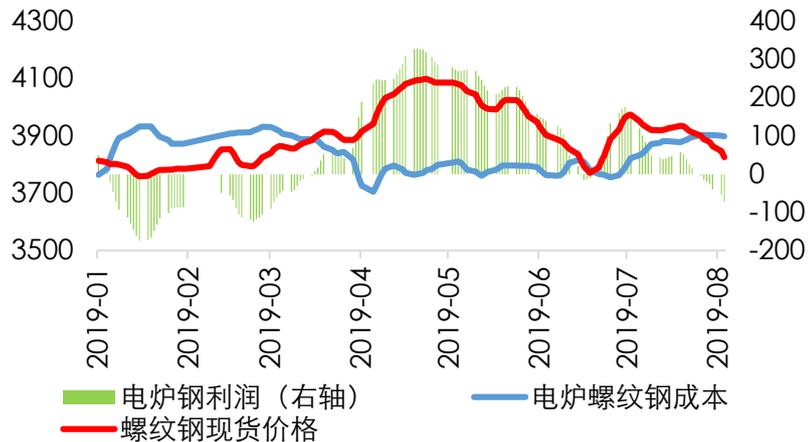
图 3：钢厂利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

电炉钢生产利润则已经出现亏损，从我们跟踪的模型出发，目前全国平均电炉炼钢利润为-89.9 元/吨，较年初下降 168 元/吨，较去年同期下滑近 500 元/吨。据我们了解，部分电炉钢厂已经出现减产，下半年通过电炉钢减产来调控粗钢产量的行为将不时出现。

图 4：电炉钢成本利润（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

今年钢材冶炼生产利润全面下滑，目前的低利润已不允许更多的产能投放。据 Mysteel 统计显示，2018 年全国电炉新增产能 2044 万吨，2018 年退出产能 232 万吨；其中纯新增产能占比 70%；从生产品种来看，90% 左右的投复产电炉均以生产螺纹、线材为主，仅有小部分生产特钢类产品。2019 年，预计将有 1500 万吨电弧炉粗钢产能投产（这部分电炉的 34% 产能将用于生产建材类产品），年化增量为 967 万吨。

预计下半年还有 500 万吨产能投产，远少于上半年的 1000 万吨。

表 1：电炉新开工情况

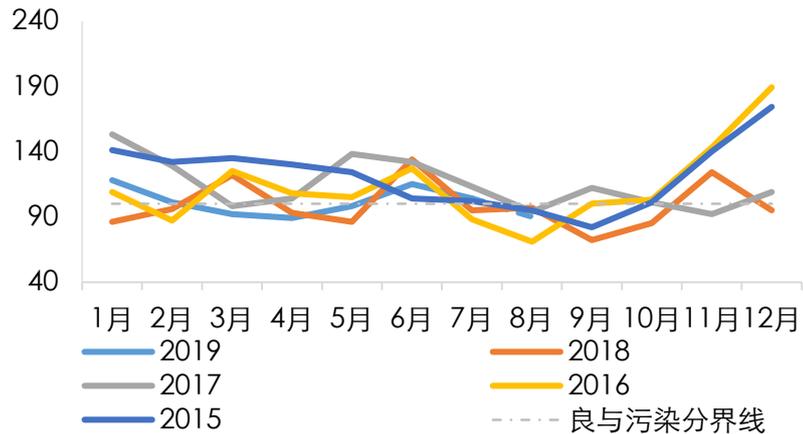
区域	炉子数量	粗钢产能 (万吨)	产品	投产时间
华东	1	900	优质钢	2 月
西北	1	30	合金钢	2 月
华东	2	210	螺纹	6 月
华东	2	230	螺纹、带钢	9 月
西北	1	75	螺纹钢	10 月
西南	1	50	铸件	年中

数据来源：Wind，兴证期货研发部

最后是限产政策以及其执行。今年生态环境部明确表示，从国家层面提出分类限产，对不同环保水平的企业实施“差别化管理”，不再实施“一刀切”。我们回溯过去 4 年唐山地区下半年空气质量变化，发现在执行了取暖季限产的 2017 及 2018 年，下半年平均空气质量均较 2015 及 2016 年由明显上升，其中 2018 年下半年平均空气质量为良（API 在 50-100 区间）。

虽然取暖季限产使唐山空气质量有明显改善，但仍有部分月份的空气质量达到轻度污染(API在100-150区间)。根据近期各地强化措施的出台，我们认为下半年以唐山为主的华北钢铁生产城市，都存在根据空气质量的变化执行不同程度的限产措施。此外，十月的70年大庆或在9月出现环保限产趋严。整体而言，下半年的环保措施或更加严格。

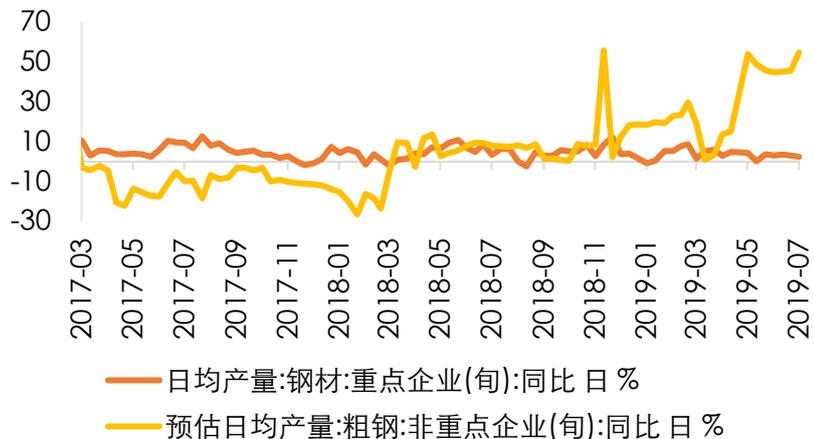
图 5: 唐山地区空气质量 (API)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

此外，考察今年上半年的粗钢产量分布，我们发现增量主要来自非重点企业：重点企业日均粗钢产量同比仅增长 3.77%，而非重点企业日均粗钢产量同比增长 27.6%。对非重点企业的管控不佳以及限产执行不力或是导致产量快速增长的重要原因。有关部门表示将继续严控产能，产量的快速增长势头或在下半年结束。

图 6: 重点与非重点企业日均粗钢产量同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

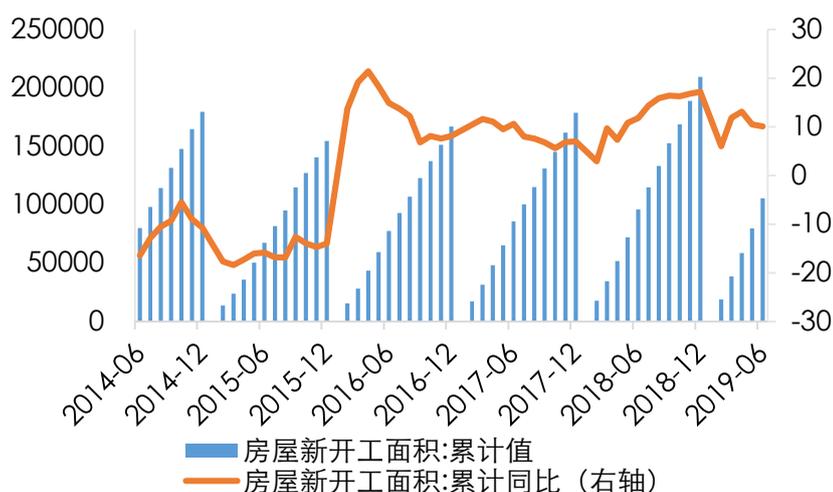
综上，上半年粗钢产量的大幅增长在下半年将不可持续，我们认为下

半年粗钢产量将于上半年持平，全年增长 6%。

2. 房地产拉动需求有限，制造业尚未复苏

房地产行业是钢材需求的重头，房地产的周期性波动十分剧烈，是钢材需求最大的变数。2019 年上半年房屋新开工面积为 105508 万平方米，同比增长 10.1%，较 4 月最高增速下滑 3 个百分点；2019 年上半年的房地产新开工速度维持高位原因主要来自于一、二线城市的房地产销售回暖，叠加可销售房产库存的低位，刺激了房产企业的开工意愿。但随着进入梅雨及高温天气后，房地产商赶工能力下降，同时销售数据出现下滑，6 月开始的新开工增速已经出现回落。

图 7：房地产新开工面积增速高位（单位：万平方米，%）



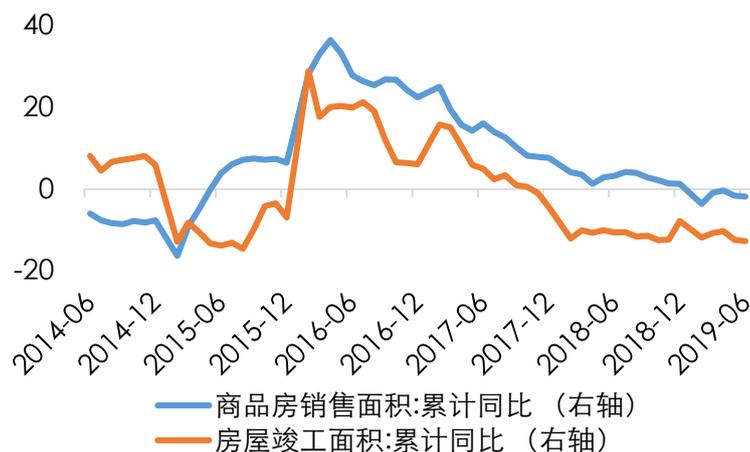
数据来源：Wind，兴证期货研发部

相较于 2019 年上半年的房屋新开工面积的快速走高，竣工面积维持长期的颓势：2019 年上半年房屋竣工面积为 32426 万平方米，同比下降 12.7%，已连续 18 个月低于呈现下滑态势。新开工面积的走高与竣工面积的下滑，说明由于招工难、前期的资金流动性不佳等原因，在房地产商手中积压大量的在建房屋。但随着今年上半年国内降准等宽松政策，房地产商有了竣工在建房屋的动力。我们预计下半年房屋竣工会出现回升，届时将大规模补充房地产供应。与此相对应的是，全国的“房住不炒”政策依旧维持；7 月 30 日，中央政治局会议中明确要求：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段；地产需求后期难有大幅提振。房屋供求的劈叉将在下半年体现在成交量和价格的下滑中，继而传导到房屋开发阶段。因此我们认为下半年房地产新开工增速将进一步下滑，从而削弱对钢材的需求支撑。

2019 年上半年房屋销售面积为 75786 万平方米，同比下滑 1.8%，但相

较年初 2 月降速上升 1.8 个百分点。细分地区来看，一、二线城市的销售数据明显回升，其中 2019 年上半年 30 大城市的房屋销售同比上涨 11.07%，大幅领先全国数据。与销售数据企稳相对的，是房企待售房屋的数量继续呈现下滑趋势。

图 8：房地产竣工、销售下滑

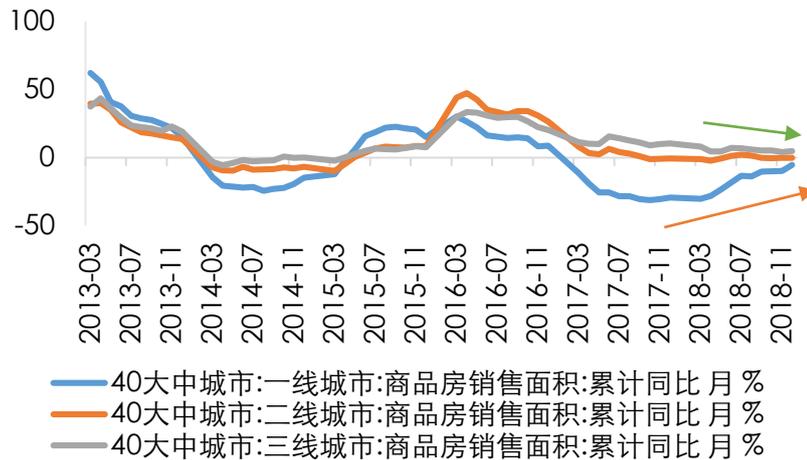


数据来源：Wind，兴证期货研发部

房屋销售的细节也出现了分化。虽然我们目前接触到的数据显示大中城市的销售明显转暖，但三、四线才是房地产建设体量最大的地方，三四线占到总需求的 70% 左右。一般来说销售会领先新开工 6 个月左右。目前三四线城市随着棚改货币化的退出，房屋去库存完成，销售低迷很难避免。而且随着一、二线的回暖，政府的房地产调控也不会有全面的放开。

房屋销售的低迷和拿地的减少必然带来新开工增速的回落。而且 2018 年房地产行业进行了高周转抢开工，抢预售的情形，在 2019 年交房压力增加，房企将不得不再度把精力放回竣工上。

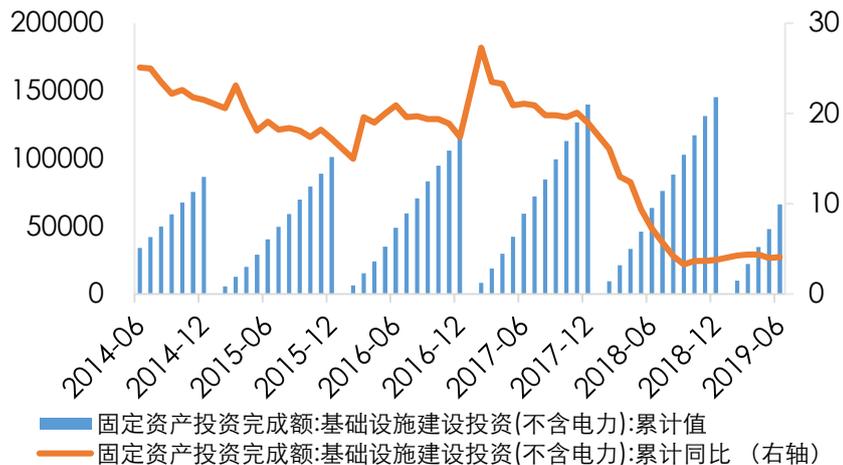
图 9：房地产销售一二线与三线城市处于不同周期



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019 年上半年基建投资完成额明显落后于房地产的繁荣。虽然 2018 年下半年全国各地积极推进基建投资，但从基建投资备案到落地，一般需要超过 6 个月的时间。因此 2019 年上半年基建投资完成额为 66374 万亿元，同比仅增长 4.1%，明显低于往年同期。但我们预计 2018 年下半年至今的基建投资会在下半年释放，届时基建需求将能够一定程度上托底钢材需求。

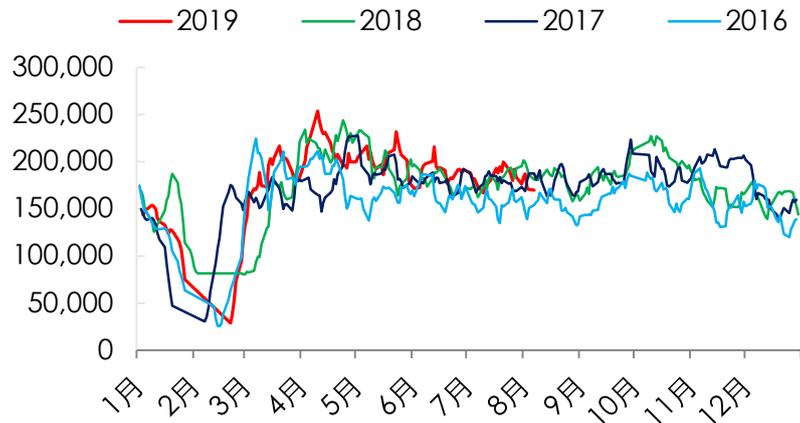
图 10：基建投资增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据 Mysteel 统计的建材日均成交量表现较好：截止 8 月 6 日，今年日均建材成交量为 17.55 万吨，同比去年同期增加 0.18 万吨/天。

图 11: 建材成交量 (单位: 吨/天)



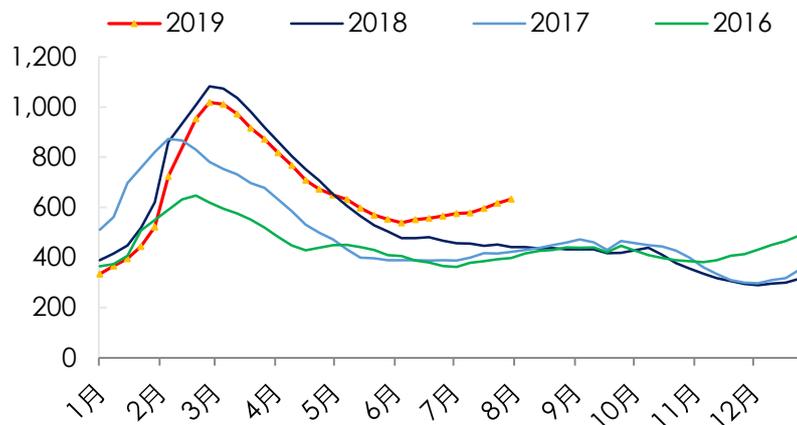
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

综上, 下半年螺纹需求表现将受到地产下行压力和基建托底的双重影响。综合考虑, 我们认为下半年需求将环比上半年下降 1%, 全年增速在 4%。

3. 库存向钢厂转移, 价格压力或延续

今年钢材市场的社会库存变动异于往年, 去库时段缩小。我们认为这是因为上半年需求的超预期导致产量呈现快速扩张趋势, 但随着进入 5 月后需求逐渐回落, 叠加淡季梅雨季节及高温等因素影响, 库存的累积拐点较往年提前近一个月。截至 2018 年 8 月 2 日, 全国螺纹钢社会库存总量为 633.15 万吨, 较年初上升 298 万吨, 比去年同期增加 43.2%。根据当前的市场供需情况, 库存累积将持续到 8 月下旬。

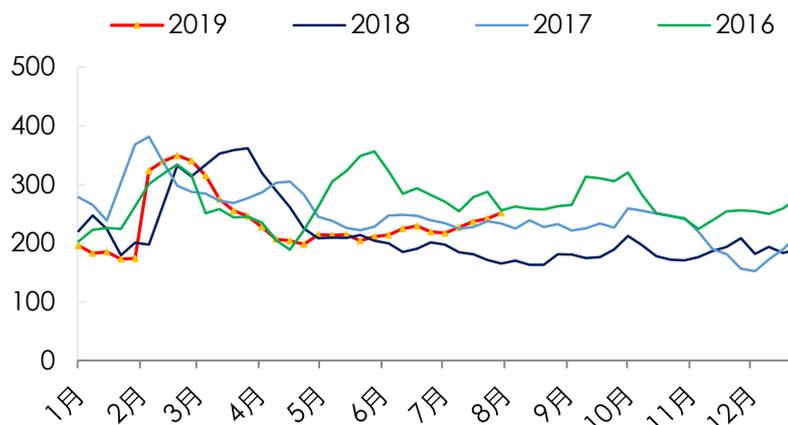
图 12: 螺纹钢社会库存 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

螺纹钢前期库存累积主要集中在社会库存中，但进入 7 月以后，钢厂库存也有明显增加。库存的向上转移，显示出下游贸易商接货意愿的减弱。截止 8 月 2 日，螺纹钢钢厂库存为 251.78 万吨，较年初上升 298 万吨，比去年同期增加 52.3%，接近 4 年来的高点。按当前下游接货情况，我们认为目前钢厂库存将继续累积至 8 月下旬，突破历史高位。

图 13: 螺纹钢钢厂库存 (单位: 万吨)



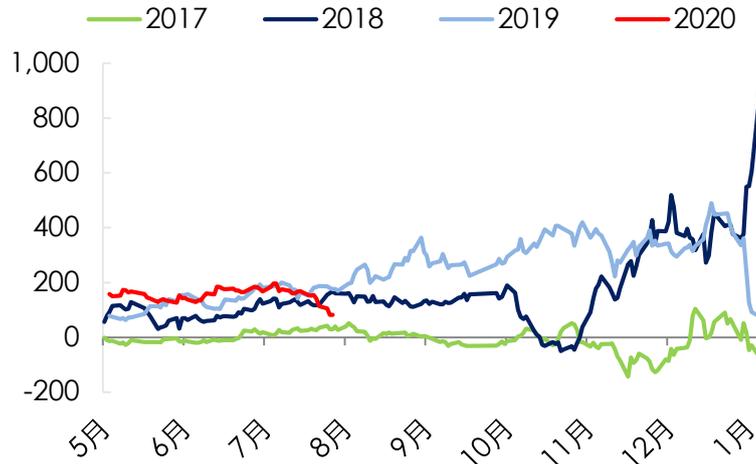
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

由于螺纹库存的相对高位，且需求仍未看到明显起色，我们认为短期库存将对钢价形成较强的压制。

4. 跨期价差快速收缩，1-5 正套或有机会

目前期螺的近远月价差结构有明显收窄表现。截止 8 月 7 日，期螺 2001 与 2005 价差为 64 元/吨。回溯过往三年的期螺 1-5 价差，我们发现仅有 2016 年末的 1701 和 1705 价差和 2017 年 10 月 1801 和 1805 价差出现较弱走势。我们分析发现，2017 年的 1-5 价差弱势主要受到 2017 年的供给侧改革和去地条钢预期，限制了 1 月对 5 月的升水形态；而 2017 年 10 月出现的 1-5 价差快速走缩则是来自于当年取暖季错峰限产执行不及预期导致。但随着 11 月开始的严格限产，1-5 价差再次快速走扩。从 01 及 05 合约基本面的对比上看，我们认为虽然 5 月合约是旺季合约，但在目前宏观向下趋势的背景下，需求难言好转；故供应的差异对价差走势影响更大。

图 14: 1-5 合约价差 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

对于期螺的 2001 和 2005 合约, 我们认为能导致 1-5 价差走扩的原因主要集中在供应端。首先, 根据 Mysteel 统计, 今年上半年总计 4732.5 万吨炼钢产能置换的公示中, 有三分之二将在 2020 年投产: 即约 3000 万吨。考虑到有部分置换产能已停产退出, 完全置换完成后, 可产产能将出现扩大。此外, 2018-2019 年秋冬季限产执行效果不佳, 实际限产效力不及预期。虽然生态环保部明确提出不搞“一刀切”, 但在空气质量不佳的情况下, 限产力度大概率会趋严。考虑到北方多地市长已因错峰限产表现不佳被约谈, 我们认为今年秋冬季限产的力度不会低于去年。综上, 01 合约对应的钢材供应将受到限制; 同时 05 合约对应的供应预计增加。

图 15: 上半年公示的产能置换方案 (包含炼钢及炼铁)

省份	涉及钢厂	新建产能 (万吨)
河北	12	4185.5
江苏	5	1058.7
福建	4	824
四川	2	481
山东	2	1540
内蒙古	2	278
辽宁	2	671
湖北	1	135
广西	1	94.5
广东	1	50
安徽	1	118
合计	33	9435.7

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

据此，我们认为期螺的 2001 和 2005 合约价差将在供应端的差异下，大概率走扩。我们建议价差在 60 附近建立 1/2 仓位的多螺纹 2001 合约，空 2005 合约的头寸，手数配比 1:1。

如果价差直接扩大至 200 以上，止盈离场。

如果价格继续收缩，在 0 位置加 1/2 仓位，预期价差扩大至 200 以上止盈；遇到下文所示风险因素止损离场，否则持仓至 300 以上离场。

5. 结论及策略

展望 8 月，我们认为需求仍难有起色，跌势或续。短期来说，华北环保限产的政策出炉，唐山较 7 月限产效力有所放松，武安虽然有所收紧，但影响有限。我们认为 8 月供应仍将维持高位；原料需求支撑，成本回落空间有限，电炉生产亏损或导致供应出现减量。八月下旬，终端需求存在季节性回升，但今年天气异常或导致需求恢复时间推迟。下游贸易商接货意愿将下降，钢材库存将向钢厂转移，社库增幅或收窄。季节性之外，地产的下行或出现，长材需求将表现不佳。

中期展望：我们认为目前钢材面临预期较差的情况，后期市场需求如果没有政策拉动，期现价格出现双双回落的情况将不期而至。下半年的走势将有别于上半年的大幅反弹、高位震荡，期钢将以震荡回落为主，钢价重心将逐步下移。9 月市场虽然面临预期走差，但环保限产的大概率介入将削减需求的回落，价格有望企稳。10 月后需求的季节性回暖效力有限，同时供应端在国庆结束后存在大规模复产的预期，供需矛盾升级，钢价或重新回落。11、12 月钢材矛盾将在于供需受到政策面事件的影响。

表 2：下半年钢材供需情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现		需求表现	
乐观	吨钢利润 限产政策	电炉生产盈利 限产政策维持 目前强度 加杠杆、地产 放松	环比上 半年上 升 3%	全年产量 环比增加 8%	环比上 半年上 升 3%	全年需求 环比增加 6%
中性	货币 政策	钢厂微利 限产政策间歇 性收紧 稳杠杆，控地	环比上 半年持 平 0%	全年产量 环比增加 6%	环比上 半年下 降 1%	全年需求 环比增加 4%

	地产政策	产				
悲观		长流程间歇性亏损 限产政策长期收紧，严格执行去杠杆、控地产	环比上半年下降3%	全年产量环比增加4%	环比上半年下降5%	全年需求环比增加2%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

策略：

构建螺纹 1-5 正套头寸：1/2 仓位在 60 附近多螺纹 2001 合约，空 2005 合约，手数配比 1:1。

如果价差直接扩大至 200 以上，止盈离场。

如果价格继续收缩，在 0 位置加 1/2 仓位，预期价差扩大至 200 以上止盈；遇到下文所示风险因素止损离场，否则持仓至 300 以上离场。

6. 风险提示

2019 年秋冬季限产宽松。

政策出台托底钢材终端需求。

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。