

兴证期货.研发中心

2020年3月15日 星期日

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: Z0012934

俞尘泯

从业资格编号: F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yuem@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

3月13日,中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准,共释放长期资金5500亿元。**短期将刺激黑色品种上涨。**

但由于一季度国内经济受到疫情发酵,钢材产销受阻。当前期货价格已反应复工复产热情,但**钢材产量的增加将限制钢价上方高度;同时需求的复苏或将远不及市场预期,中期钢价仍以偏弱为主。**

● 我们的逻辑

统计往年央行降准后一交易日黑材品种的走势,超过55%的概率出现上涨,平均上涨幅度约0.3%。

近一个月以来黑色品种走势偏强,主要受国内复工复产的预期推动,同时由于黑色品种的需求主要用于国内也限制了黑材受海外疫情发酵的冲击。

钢厂利润恢复,钢材产量有望逐步增加,限制钢价进一步上行空间。

根据我们的估算,一季度GDP预计增幅在0.5%左右。为完成经济目标,后9个月单季度平均GDP增速需要达到7%,实现难度较大,需求的复苏可能远不及市场预计。

当前钢材库存高位仍将极大限制钢价上行,我们估计今年钢材总库存去化情况将不及往年,5月下旬仍将有较大的累积库存。

● 风险提示

钢材产量恢复有限,下游需求爆发式增长,国际疫情得到快速控制

报告目录

1. 央行如期降准.....	3
1.1 3月16日央行定向降准.....	3
1.2 往期降准后走势偏强.....	3
2. 近期黑色品种坚挺.....	4
2.1 全球市场看中国，中国市场看黑金.....	4
3. 中期黑材上方空间有限.....	5
3.1 钢材产量逐渐恢复.....	5
3.2 旺季需求增速或不及预期.....	6
4. 现实库存压力仍较大.....	8
4.1 旺季去库速度或不及预期.....	8

图目录

图 1: 2月14日至今全球主要市场及商品价格变化: %.....	4
图 2: 螺纹钢主力合约节后强势反弹: 元/吨.....	5
图 3: 螺纹钢周度产量: 万吨.....	5
图 4: 螺纹钢生产利润: 元/吨.....	6
图 5: 螺纹钢社会库存: 万吨.....	8
图 6: 螺纹钢钢厂库存: 万吨.....	8
图 7: 螺纹钢周度产量: 万吨.....	9
图 8: 螺纹钢表观需求: 万吨.....	9
图 9: 螺纹钢总库存推演: 万吨.....	10

表目录

表 1: 往年降准消息发布后黑材当日走势.....	3
表 2: 国内 2020Q1 GDP 预估.....	6
表 3: GDP 增速回顾.....	7
表 4: 居民收入水平回顾.....	7
表 5: 2020 年季度 GDP 增速分析: %.....	8
表 6: 往年春节后表观需求变化 (*2020 年为预估).....	9

1. 央行如期降准

1.1 3月16日央行定向降准

3月13日，中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。

3月10日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定应对疫情影响，稳外贸稳外资的新举措。会议中特别提出：**抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度**，促进商业银行加大对小微企业、个体工商户贷款支持，帮助复工复产，推动降低融资成本。相较于年初的下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，**此次的定向降准更为审慎，没有大规模投放流动性，符合国务院常务会议的精神，更加体现我国不搞大水漫灌的信心。**

1.2 往期降准后走势偏强

由于定向降准对于资金敏感性的地产是一定利好。最为黑材的最重要下游的房地产行业受到刺激势必提振黑色品种。我们梳理2011年至今的16次央行降准后黑色品种的走势，**超过55%的情况黑材在公布日之后出现上涨，其中铁矿最大涨幅4.21%，螺纹最大涨幅3.25%**。值得注意的是，近16次的降准中，发生在2019年5月6日的唯一一次定向降准，引起铁矿和螺纹主力分别录得2.19%和0.29%的上涨。虽然此次3月16日的定向降准符合市场预期，但根据往年央行释放流动性后黑色品种的走势，大概率周一开盘会出现高开。

表1：往年降准消息发布后黑材当日走势

公布日	调整幅度 (%)	消息公布次日黑色走势（收盘价比较）	
		铁矿主力	螺纹主力
2020年1月1日	0.5	1.08%	-0.62%
2019年9月6日	0.5	4.21%	3.25%
2019年5月6日	定向降准	2.19%	0.29%
2019年1月4日	1	0.68%	0.98%
2018年10月17日	1	-1.15%	-2.12%
2018年6月24日	0.5	1.42%	-0.98%
2018年4月17日	1	2.28%	1.83%
2016年2月29日	0.5	2.17%	1.27%
2015年10月23日	0.5	-1.22%	0.00%
2015年8月25日	0.5	0.55%	0.21%
2015年6月27日	0.5	-1.83%	-1.45%
2015年4月19日	1	-1.78%	-1.38%
2015年2月4日	0.5	0.85%	0.20%
2012年5月12日	0.5	国内期货未上市	-0.36%
2012年2月18日	0.5	国内期货未上市	0.51%
2011年11月30日	0.5	国内期货未上市	2.43%

平均涨跌幅	0.73%	0.25%
上涨概率	69.23%	56.25%
最大涨幅	4.21%	3.25%
最小涨幅	-1.83%	-2.12%

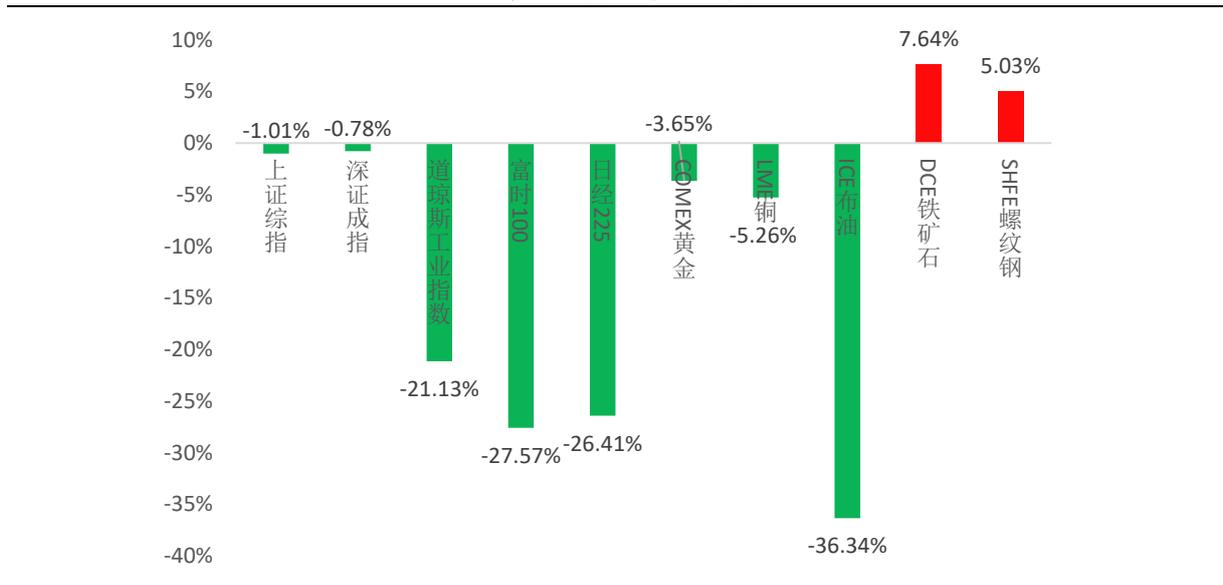
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 近期黑色品种坚挺

2.1 全球市场看中国，中国市场看黑金

由于新冠疫情在全球范围的蔓延，全球资产过去一个月中，出现大幅下跌：在2月14日至3月13日的一个月时间中，美国道琼斯工业指数、富时100和日经225均下跌超过20%，而我国股市相对坚挺：上证综指和深证成指分别仅回调1.01%和0.78%。全球主要工业原料：铜和原油也有较大幅度的下跌，其中ICE布油下跌幅度超过30%。但在主要资产中，铁矿石和螺纹钢表现强势：在过去的一个月中，分别上涨7.64%和5.03%；同时3月13日的收盘价双双超过春节前水平。最近一周中，铁矿石周涨幅2.81%，螺纹钢周涨幅3.48%。

图1：2月14日至今全球主要市场及商品价格变化：%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2月中旬至今黑色品种的强势，一方面来自于国内疫情得到有效控制后，各地复工复产的积极推进刺激期货盘面快速上涨；另一方面则是由于黑色品种的需求集中在国内，3月上旬海外爆发的疫情在基本上对黑材品种影响十分有限，投资者对产业链充满信心。

图2：螺纹钢主力合约节后强势反弹：元/吨



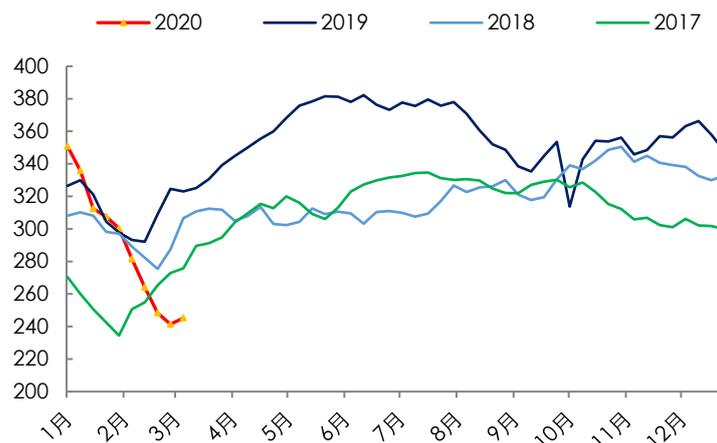
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 中期黑材上方空间有限

3.1 钢材产量逐渐恢复

随着国内新冠疫情得到有效控制，钢材产量降幅趋缓：根据 Mysteel 调研，截至 3 月 13 日，全国 247 家高炉开工率为 71.43%，环比下降 0.46%，降幅从节后的周降幅 1.97% 明显收窄。同时 3 月 13 日当周螺纹钢产量为 245.25 万吨，环比上升 1.58%，连续两周产量增加。随着取暖季接近尾声，国内疫情得到有效的控制，钢厂或将逐步恢复正常生产，产量有望继续提升。

图3：螺纹钢周度产量：万吨



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

随着终端需求的恢复，钢厂生产利润有所恢复：截至 3 月 13 日，全国螺纹钢长流程平均生产利润为 68.3 元/吨，较 2 月 20 日的节后低点上升 82 元/吨，但仍较节前下滑 240 元/吨；电炉生产利润为 -265 元/吨，较 2 月 20 日的节后低点上升 75 元/吨，但仍较节前下滑 116 元/吨。同时，电弧炉生产逐步企稳：截至 3 月 13 日，全国 102 家电弧炉开工率为 22.83%，环比上升 2.88%；

产能利用率为 22.70%，环比上升 2.90%，全国钢材生产逐步恢复正常。占钢材产能约 10%的电炉钢逐步复产，也加大了钢材供应端的压力。

图4：螺纹钢生产利润：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 旺季需求增速或不及预期

由于 1 月开始爆发的新冠疫情，全国一季度经济增长将受到较强冲击。根据市场主流统计，预计一季度 GDP 增幅将下滑至 1% 左右。我们从 GDP 主要大类出发，分别给出适当增速预期，得到的一季度年化增速预估为 0.50%。

表2：国内 2020Q1 GDP 预估

	农林牧渔业	工业	建筑业	批发和零售业	交通运输等	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	信息传输等服务业	租赁和商务服务业	其他行业
当季值	9,000	67,000	9,000	22,000	8,000	2,250	20,500	13,000	7,620	6,000	33,000
同比增速	9.1	5.7	-9.5	12.3	-4.5	-40.4	16.9	-8.8	1.4	-12.3	-5.9
2020 一季度 GDP：不变价				198,100			2020 一季度 GDP：同比增速				0.50

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2020 年是党的十七大报告中提出的全面建设小康社会的决胜之年，在 2012 年党的十八大报告中，针对 2020 年全面建成小康社会的宏伟目标，首次提出“实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”的新指标。针对“国内生产总值和城乡居民人均收入”较 2010 年“翻一番”的确切目标，我们通过计算，2020 年为完成“全面建成小康社会”的伟大目标，**2020 年的 GDP 增速需要达到 5.52%；城乡居民人均收入翻一番的目标则已在 2019 年接近达成：2020 年仅需 2.5% 的增长便能完成。**因此我们选择 5.5% 作为 2020 年的 GDP 增长目标。

表3: GDP 增速回顾

年份	GDP 不变价总量: 按 2010 年价格计算 (亿元)	增速 (%)	累积增速 (%)
2010 年	411934.40	10.6	100
2011 年	451480.1	9.6	109.60
2012 年	486983.3	7.9	118.22
2013 年	524803.1	7.8	127.40
2014 年	563773.8	7.4	136.86
2015 年	603470.9	7	146.50
2016 年	644506.92	6.8	156.46
2017 年	689282.08	6.9	167.33
2018 年	735807.04	6.7	178.62
2019 年	780765.74	6.1	189.54
2020 年	823868.80	5.52	200

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表4: 居民收入水平回顾

	居民消费水平: 2010 年	增速 (%)	人均可支配收入 (元)	人均可支配收入 (2010 年=100)	名义增速 (%)
2010 年	100.00	11	12591	100.0	9.6
2011 年	111.04	9.6	14796	111.5	11.5
2012 年	121.12	7.9	16800	124.1	11.3
2013 年	130.01	7.8	18846	134.9	8.7
2014 年	140.02	7.4	20167	144.2	6.9
2015 年	150.52	7	21966	155.8	8.0
2016 年	161.89	6.8	23821	166.6	6.9
2017 年	171.63	6.9	25974	179.5	7.7
2018 年	183.21	6.7	28228	191.6	6.7
2019 年	195.10	6.1	30733	203.3	6.1
2020 年	200.00	2.5	-	200.0	-

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

据前文, 我们按乐观、中性和悲观预期将一季度 GDP 增速设定为 1.5%, 0.5% 和 -0.5%, 为了达成 2020 年年化 5.5% 的 GDP 增速, 2020 年二、三、四季度的 GDP 年化增速需要分别达到 **7.2%、7.4% 和 7.5%**。由于二季度的社会生活仍不能完全恢复, 我们将二季度的增速较平均增速下调 0.2 个百分点, 分别为 **7%、7.2% 和 7.3%**。上一次单季度 GDP 增速达到 7% 还是在 2017 年的二季度, 而上一次单季度 GDP 增速达到 7.2% 是在 2014 年的四季度。因此, 达成全年经济增速目标, 难度相对较大。同时, 国务院明确不会大水漫灌刺激经济, 李克强总理明确表示: 要通过深入推进“放管服”改革、“互联网+”、双创等, 为创业就业、灵活就业提供更多机会,

稳定就业大局。因此，我们认为今年疫情得到缓解后，需求的实际增长或不及市场预期，将限制国内钢材价格上涨。

表5：2020 年季度 GDP 增速分析：%

	乐观	中性	悲观
2020Q1	1.5	0.5	-0.5
后三季度年化增速	7.2	7.4	7.5
2020Q2	7	7.2	7.3
2020Q3	7.3	7.5	7.6
2020Q4	7.3	7.5	7.6

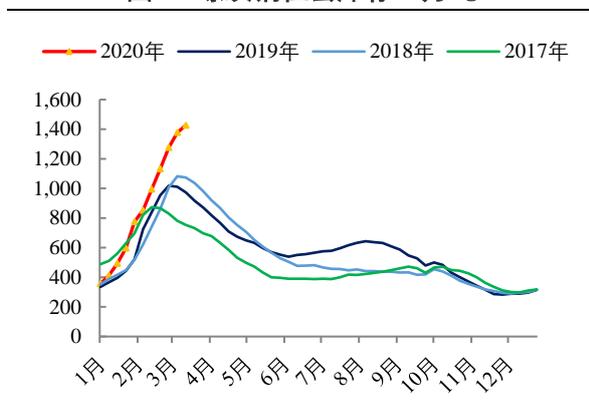
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 现实库存压力仍较大

4.1 旺季去库速度或不及预期

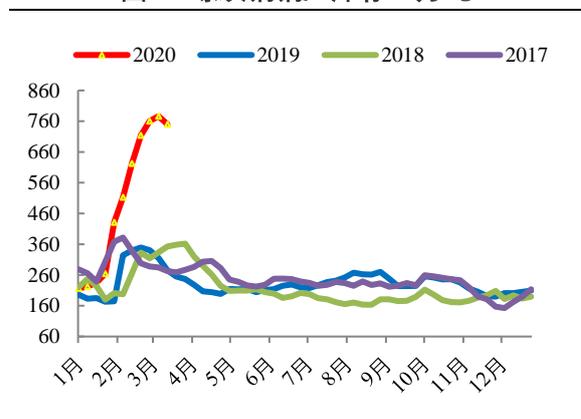
截至 3 月 13 日，Mysteel 统计的全国样本钢厂库存总量 1290.4 万吨，较节前上升 141.3%，同比上升 49.77%；其中螺纹钢钢厂库存为 749.5 万吨，较节前上升 183.6%。全国钢材社会库存总量为 2600.52 万吨，较节前上升 119.5%，同比上升 46.1%；其中螺纹钢社会库存为 1426.95 万吨，较节前上升 138.7%。当前钢材库存累积幅度出现放缓，但居高不下的库存将继续压制钢材现货价格。

图5：螺纹钢社会库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：螺纹钢钢厂库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3 月 13 日当周，螺纹钢的周度产量 248.85 万吨，环比 2 月下滑 15.4 万吨，同比减少 23.5%；螺纹钢表观需求为 225.91 万吨，环比上周上升 97.64 万吨，增幅 76.1%；环比 2 月上升 215.03 万吨，同比下滑 43.9%。相较于往年，除了需求受到春节和疫情出现明显减少，产量也有较大下降。随着疫情缓解，产需双增是确定性事件。

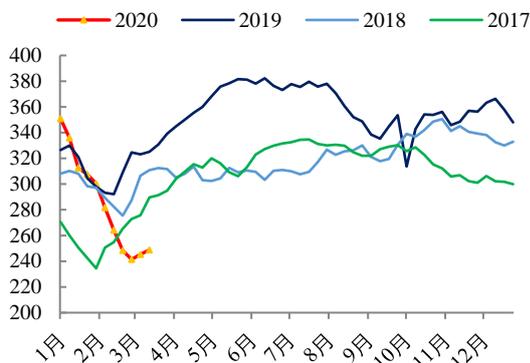
为了模拟随后的螺纹钢总库存表现，我们回顾往年春节后表观需求的恢复速度。由于当前单周 200 万吨的表观需求与往年春节后第二周的水平接近，因此我们将往年节后第三周和第四

周的表现需求环比增幅作为今年后期螺纹钢库存的变化参考，并在单周需求超过 400 万吨不再增加；单周产量则按照每周 20 万吨增量进行模拟，超过 360 万吨后不再增加。

通过模拟，我们发现在 5 月下旬，螺纹钢总库存仍将大于 1500 万吨，同比增幅超过 100%，对螺纹钢价格压制较大。

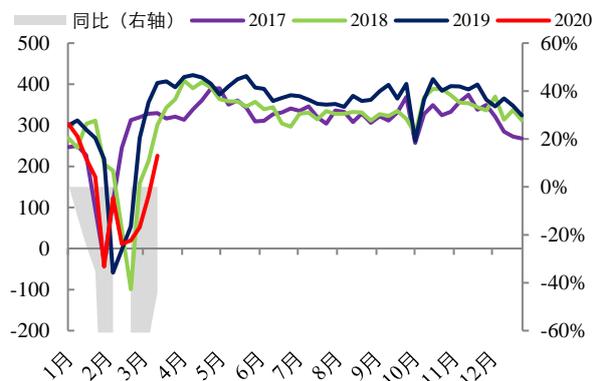
此外，我们认为当前国内疫情虽然得到有效控制，但国际疫情仍在持续爆发，或对国内疫情防控形成冲击，导致实际表观需求不及模拟值。同时，2019 年我国钢材出口总量 6429 万吨，占国内钢材总产量的 5.3%；如果国际经济受疫情冲击明显，钢材出口将大幅受阻。最严重情况可能每月下降 60%，即每月 3.2% 的钢材产量无法消化，对钢价有较明显影响。因此，二季度螺纹钢价格受库存高企的压力将非常大。

图7：螺纹钢周度产量：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：螺纹钢表观需求：万吨



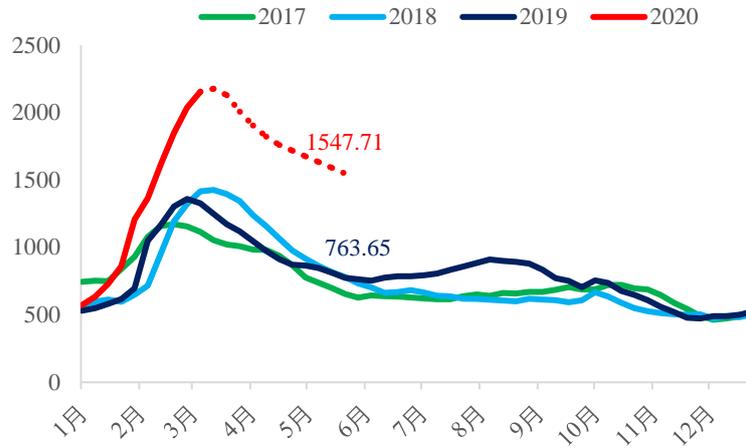
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表6：往年春节后表观需求变化（*2020 年为预估）

	2020（延后 4 周）	2019	2018	2017	往年平均
春节后第二周	40.0%*	32.3%	34.4%	27.3%	31.3%
春节后第三周	30.0%*	13.4%	41.2%	2.4%	19.0%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图9：螺纹钢总库存推演：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。