



2021年6月20日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

盛文字

·从业资格编号 F3074487

·投资咨询编号 Z0015486

产量减少预期证伪，需求放缓成隐忧

内容提要

短期矛盾大于长期目标，保供思路占据上风，钢材产量下行预期将被证伪，牛市逻辑告终。国常会点名钢铁行业之后，政策导向出现明显的转向，唐山5月末会议一度提请放松限产，虽然最终未能落实，但执行力度指向宽松已成现实。山东以及江苏地区的限产文件始终没能够落实，据悉江苏地区以产量平控为主，而且考核期也并不包含今年上半年中粗钢产量明显增长的部分月份，政策同样导向供应宽松。

今年钢材需求端表现偏弱，略低于此前预期。房地产新开工连续在4、5月单月同比录得负增长，基建数据依然疲软。工程机械、汽车、家电等制造业下游因原料高企以及芯片短缺需求也受到抑制。微观层面今年螺纹库存提前进入了淡季累库周期。同类建材如水泥的需求表现也较弱，预计8月中旬需求才会重新边际上行，即时或是钢材定价水平的试金石。

后市钢材上行动力主要依靠海外价格拉动以及原料价格推动，但我们对于钢材需求强度持保守观点。综合整个黑色板块来看，钢材已经从主力上涨品种转为弱势空配品种，钢材生产利润会持续承压，钢材明显弱于原料。

操作建议

对冲操作上，建议持续多配焦煤焦炭铁矿石，空配螺纹热卷。

单边策略上，不再建议单边做多钢材，待需求走弱迹象出现时入场做空。

风险提示

- 1、环保限产再度趋严
- 2、国内需求大幅下滑



请务必仔细阅读正文之后的声明



一、 核心逻辑

1、长期愿景为短期矛盾让路

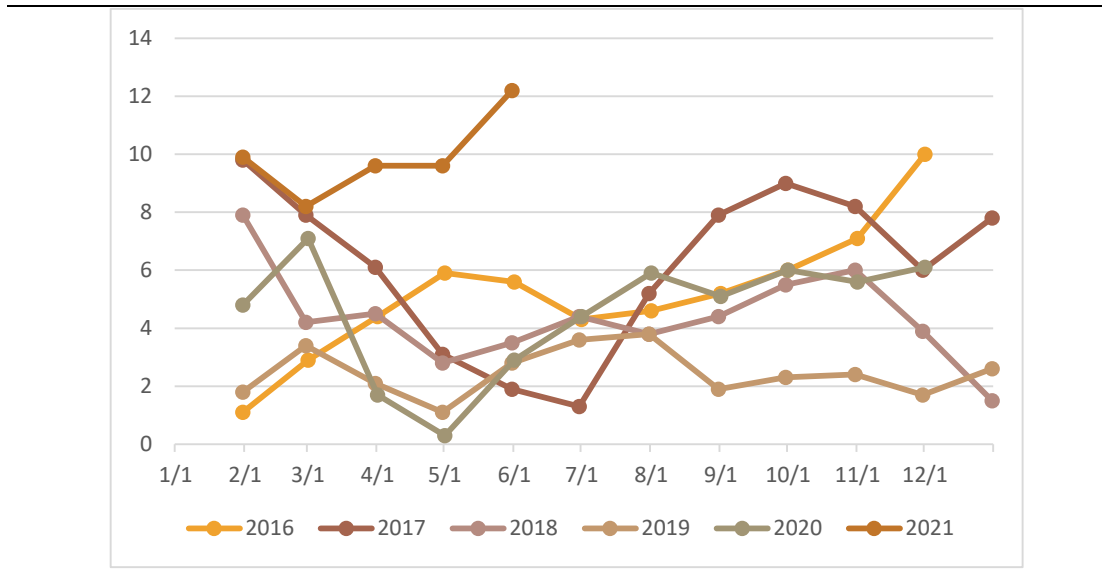
2021 年成减碳元年，一系列远期愿景相继提出。我国定在 2030 年左右达到碳排放峰值。短期来看，为达到“碳达峰”的目标或将主要依靠“减法”，即减少碳排放，而中长期，碳吸收才是达到“碳中和”的关键。因此，在未来 10-15 年的时间里，各行业或将以减少碳排放为目标，并相继实现“碳达峰”，同时不断积累技术，在更长的时间维度里实现碳吸收技术的突破和推广，最终实现“碳中和”。

2021 年一季度，工信部三次提及在 2021 年力争控制钢材产量同比出现负增长，但相关细则始终未能落地。临近年中，最新传闻为 2500 万吨粗钢产量减量，但我们预计很难实现。短期矛盾大于长期目标，保供思路占据上风，钢材产量下行预期将被证伪，牛市逻辑告终。国常会点名钢铁行业之后，政策导向出现明显的转向，唐山 5 月末会议一度提请放松限产，虽然最终未能落实，但执行力度指向宽松已成现实。山东以及江苏地区的限产文件始终没能够落实，据悉江苏地区以产量平控为主，而且考核期也并不包含今年上半年中粗钢产量明显增长的部分月份，政策同样导向供应宽松。

从制造业的情况上来看，原材料压力创出近十年新高，企业新签订单及原有订单执行利润受到直接冲击，若继续实施粗钢产量负增长的相关限产政策，供应下降将继续推高钢材价格，继续冲击下游的利润。国家统计局表示：总体看，5 月份工业生产保持稳定恢复态势，但也要看到，当前外部不确定不稳定因素依然较多，行业、企业增长不均衡现象仍较突出，大宗商品价格上涨对中下游行业影响加大，产业链供应链断点堵点依然存在，工业经济稳定恢复的基础尚不牢固。下一步，要继续采取有效措施，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，加强产业链上下游协同创新，持续巩固工业经济稳定恢复势头，努力促进供需动态平衡。



图 1：PMI:主要原材料购进价格减出厂价格季节图



资料来源：Mysteel，优财研究院

我们认为，目前现实情况是粗钢产量同比高增长，虽然不断有江苏限产传闻，但始终未落地，高层谨慎态度可见一斑。即使目前钢材价格、钢厂利润有所回落，但对于下游而言，钢厂利润仍然偏高，且产量有调节空间。因此即使在下半年最终出台了限产政策，也需要综合钢材价格与利润考量执行的实际效果。我们预计三季度钢厂仍难有大面减产，四季度进入秋冬季后限产真正执行的可能性才将加大。

2、供应：保供成为核心

2021年上半年，唐山地区限产一度促使钢材供应缩减预期再度升温。唐山为迅速扭转被动局面，打好翻身仗，力争3月份唐山市空气质量综合指数排名退出全国168个重点监测城市“后二十”，集中开展十项大气污染综合治理攻坚行动。3月初，燕山钢铁、唐钢不锈钢、华西钢铁、荣信钢铁共7座450立方米高炉被行政关停。此外，唐山市大气办以企业绩效评级为抓手，积极行动，精心开展帮扶，不断助推重点企业争创B级及以上和引领性企业，推动行业治理水平整体升级，实现污染减排与高质量发展的双赢。同时，对凡是查实存在未批先建、超总量排污、擅自闲置环保设施、不落实重污染天气应急减排措施等环境违法行为的企业，立案处罚并降级处理。针对企业治理和管理等问题，3月份唐山市大气办对21家企业绩效等级降级。

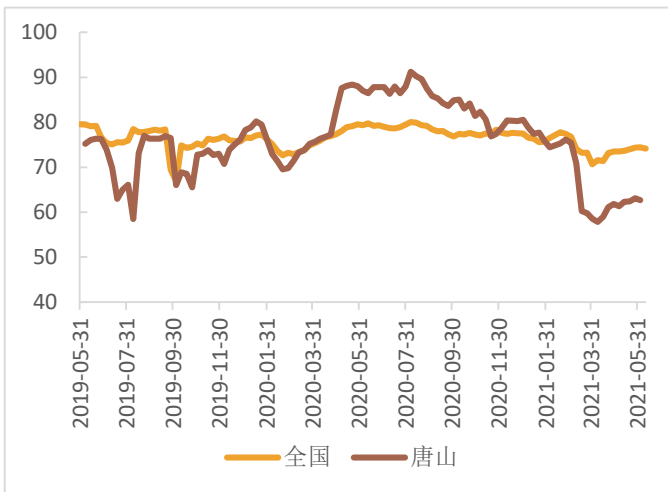


根据相关文件,3月20日—6月30日103天,唐山热轧带钢预计影响398.92万吨,热轧卷板388.72万吨,螺纹钢139.36万吨,线盘148.73万吨,型材81.68万吨,中厚板61.8万吨,钢坯外卖115.83万吨;

7月1日—12月31日184天,带钢预计影响623.21万吨,热轧卷板669.02万吨,螺纹钢171.67万吨,线盘239.57万吨,型材120.89万吨,中厚板77.28万吨,钢坯外卖166.67万吨;

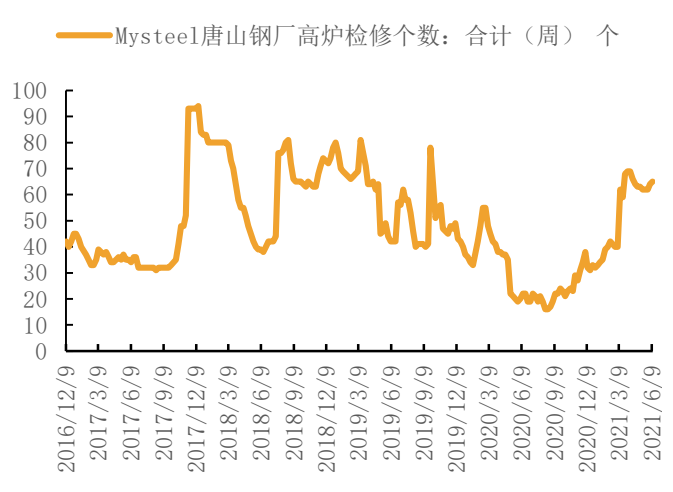
下半年唐山限产的力度将会有所放松,部分钢厂限产力度将由50%下降至30%。5月31日,唐山当地召开会议,提请进一步放松限产力度,需报生态环境部审批,虽然并未实际落地,但显然保供思路成为了新的政策指引。

图2: 全国、唐山高炉开工率 (%)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图3: 唐山钢厂高炉检修个数: 合计 (周) 个



资料来源: Mysteel, 优财研究院

2020年调整后我国粗钢和钢材产量达10.65亿吨和13.25亿吨,同比分别增长7.0%和10.0%。今年年初,工业和信息化部运行监测协调局局长黄利斌表示,要坚决压缩钢铁产量,将研究制定相关工作方案,确保2021年全面实现钢铁产量同比下降。但截至年中,并未有实际细则落地,实际粗钢产量出现明显的同比增长。

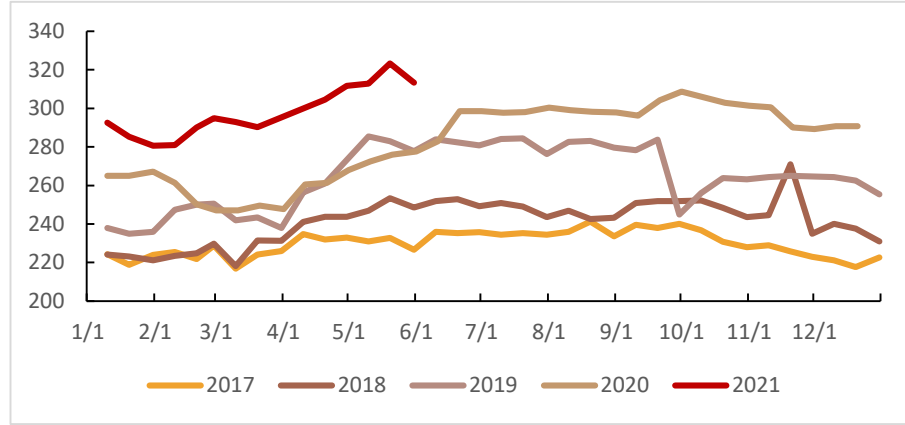
2021年1-5月,全国累计生产粗钢4.73亿吨,同比增长13.90%、累计日产313.31万吨、同比增长14.65%;生产生铁3.80亿吨、累计同比增长5.40%、累计日产251.59万吨、同比增长6.10%;生产钢材5.77亿吨、累计同比增长16.80%。

2021年5月,全国生产粗钢9945.0万吨、同比增长6.60%,日产320.81万吨/日、



环比下降 1.64%；生产生铁 7815.0 万吨、同比下降 0.20%，日产 252.10 万吨/日、环比下降 0.45%；生产钢材 12469.0 万吨、同比增长 7.90%，日产 402.23 万吨/日、环比下降 0.50%。从全国日均粗钢产量数据来看，今年上半年粗钢产量增长明显。

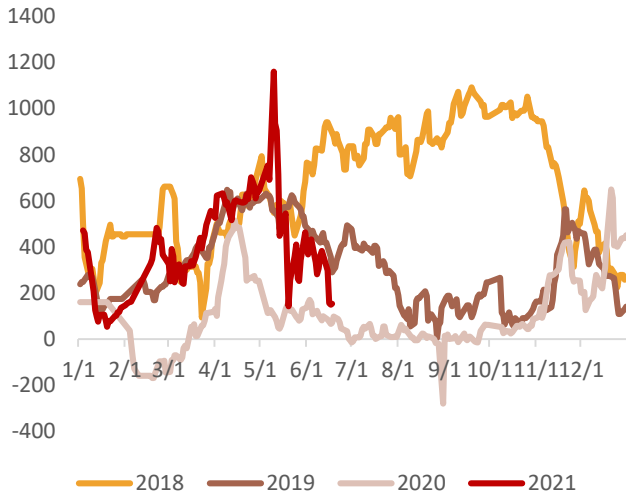
图 4：预估全国日均粗钢产量（万吨/旬）



资料来源：Mysteel，优财研究院

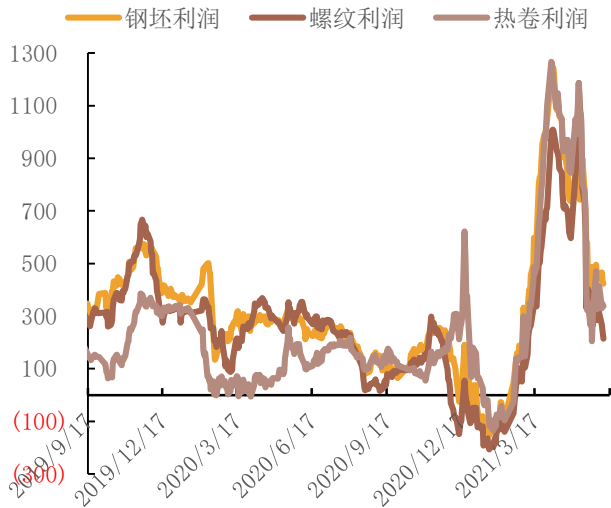
3、成本与利润：成本支撑暂有效，利润将进一步回落

图 5：华东电炉利润（元/吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 6：钢材长流程利润(元/吨)



资料来源：Mysteel，优财研究院

2021 年上半年，长短流程炼钢利润均出现明显回升，短流程方面，虽然废钢价格依然位于高位且继续上涨，但长流程钢厂减产预期带动钢材价格上行，因此依然电炉保有利润。长流程方面，过去数年中，长流程钢材生产利润曾一度因供需错配在 2017 年末飙升至 1500 元/吨以上，也曾在 2018 年年中因频繁的环保督查停限产而维持在 1000 元/



吨之上。目前钢厂生产利润已经出现了大幅回撤，除了钢材价格出现明显回落之外，原料端也更加坚挺。焦煤焦炭因进口政策以及焦炭环保政策而位于高位，铁矿石海外复产带动货源分流，国内铁矿石供需仍处于紧平衡状态。综合整个黑色板块来看，钢材已经从主力上涨品种转为弱势空配品种，钢材生产利润会持续承压。

4、需求：需求指标普遍放缓，下半年偏谨慎

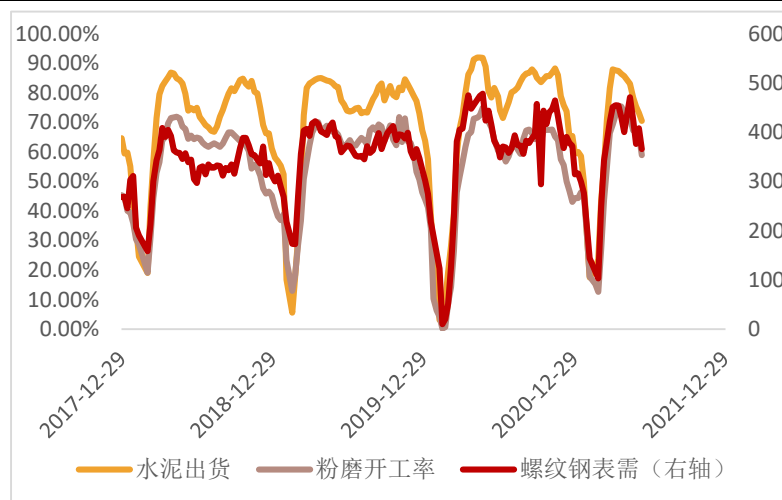
今年钢材需求端表现偏弱，略低于此前预期。房地产新开工连续在 4、5 月单月同比录得负增长，基建数据依然疲软。工程机械、汽车、家电等制造业下游因原料高企以及芯片短缺需求也受到抑制。微观层面今年螺纹库存提前进入了淡季累库周期。同类建材如水泥的需求表现也较弱，预计 8 月中旬需求才会重新边际上行，即时或是钢材定价水平的试金石。

根据国家统计局数据显示，2021 年 1-5 月份，全国累计水泥产量 9.22 亿吨，同比增长 19.2%；全国固定资产投资（不含农户）193917 亿元，同比增长 15.4%；全国房地产开发投资 54318 亿元，同比增长 18.3%。

2021 年 1-5 月份，全国累计水泥产量 9.22 亿吨，同比增长 19.2%。5 月份，全国单月水泥产量 2.43 亿吨，同比下降 3.2%。

水泥产量往往被当做需求指标，可以明显看出 5 月份水泥的产量出现了同比下降，即需求同比出现了下降。

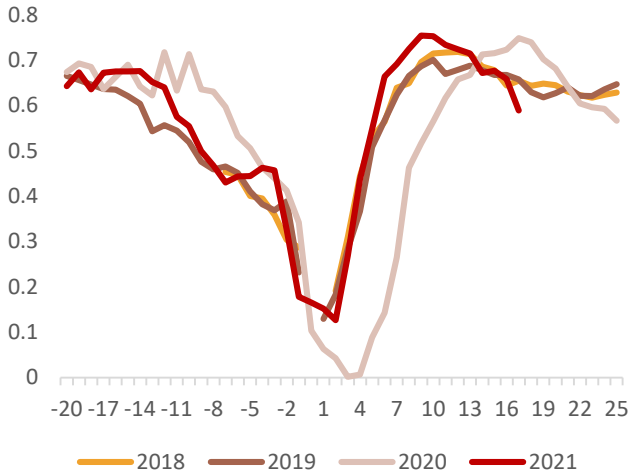
图 7：水泥、螺纹钢需求



资料来源：Mysteel，优财研究院

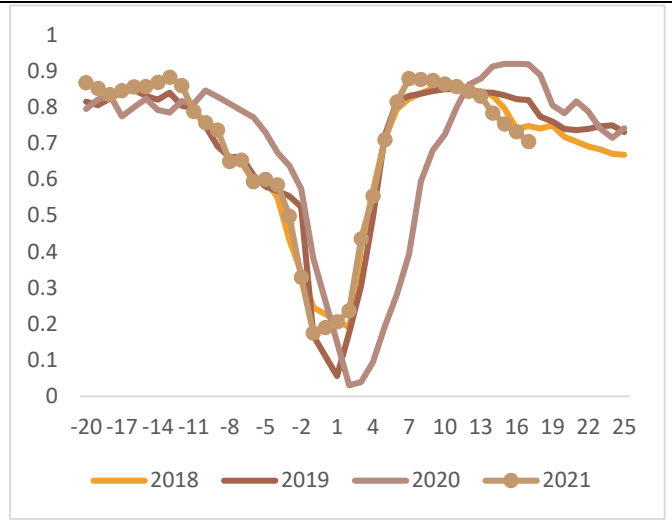


图 8：水泥粉磨开工率



资料来源：国家统计局，优财研究院

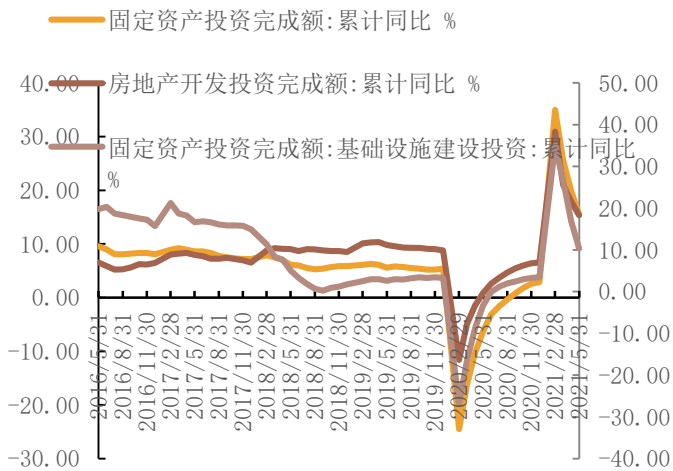
图 9：水泥出货率



资料来源：国家统计局，优财研究院

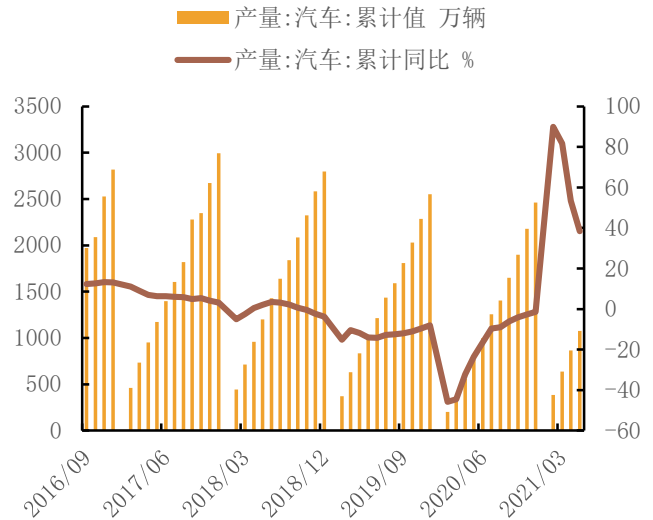
4 月份，全国房屋新开工面积为 17742 万平方米，环比下降 7%，同比下降 9.3%。即使和疫情前的 2019 年同期相比，这一数据也下降了 10.5%。5 月数据虽有好转，但同比仍然下降约 6%，地产新开工能够指引未来 3 月的建筑钢材需求，如此看来三季度房地产端对于螺纹的需求或堪忧。无独有偶，基建投资在 5 月单月同比也由正转负，相比 4 月单月同比 2.8%，5 月基建投资下滑至-3.6%。去年地产基建作为支撑经济的重要领域，今年在高基数背景下，需求进一步增长的动能并不充足。房地产三道红线的监管压力也在持续，不时传出有龙头房企出现了偿债压力。

图 10：基建、地产投资情况



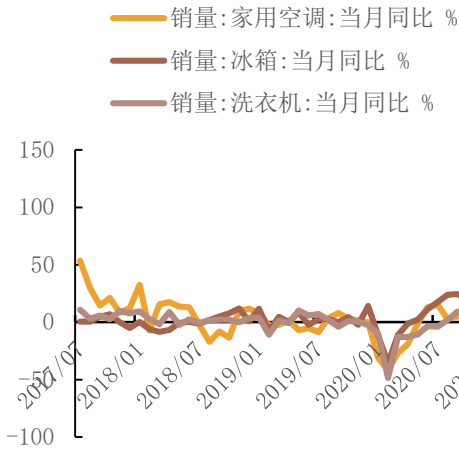
资料来源：国家统计局，优财研究院

图 11：中国汽车累计产量(万辆)



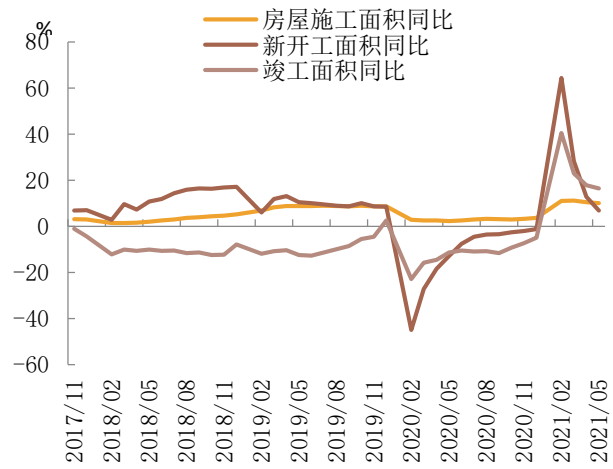
资料来源：国家统计局，优财研究院

图 12: 主要家电销量情况



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

图 13: 地产施工细分增速

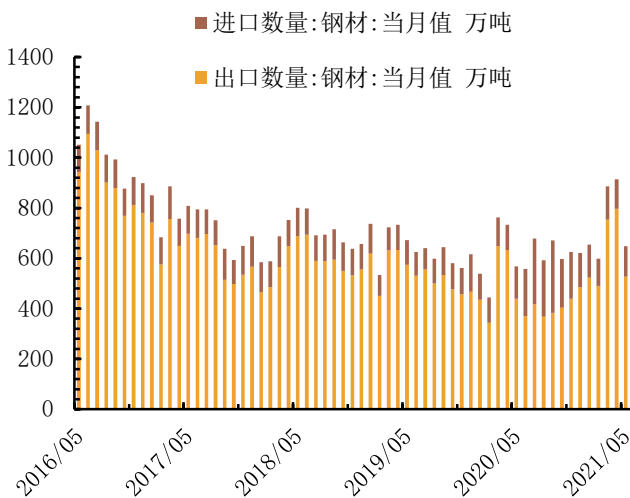


资料来源: 国家统计局, 优财研究院

从主要制造业用钢行业来看, 累积同比数据也在快速回落, 汽车行业更是出现了全球芯片短缺的情况, 有业内人士估计, 芯片短缺或造成全球汽车产量下降 400 万辆。5 月乘用车生产 157.6 万辆, 同比 2020 年 5 月下降 2.6%, 1-5 月累计生产 805.4 万辆, 同比 2020 年增长 41.0%。

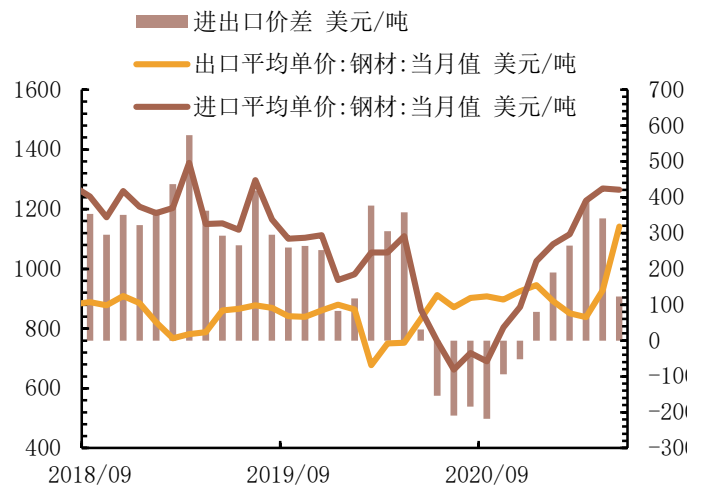
据中国工程机械工业协会对 26 家挖掘机制造企业统计, 2021 年 5 月销售各类挖掘机 27220 台, 同比下降 14.3%; 其中国内 22070 台, 同比下降 25.2%; 出口 5150 台, 同比增长 132%。

图 14: 中国钢材进出口情况 (万吨)



资料来源: 海关总署, 优财研究院

图 15: 中国钢材进出口价差 (美元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院



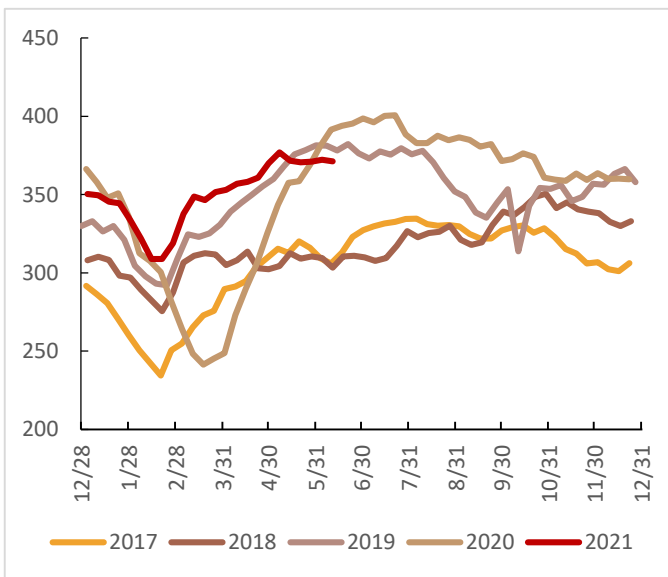
近几年我国钢材出口份额持续下降，主要源于国内需求更好，内部价格优于出口价格。一季度市场频传热轧出口退税额度或将降低甚至取消的信息，根据 SMM 样本钢厂数据统计显示，钢厂直接热轧出口量月均 60-70 万吨左右，占钢厂月均热轧产量的 6%-7%。从根本逻辑上猜想，国内钢材限制产量，势必引发钢价上行，因此出口退税额度的降低从边际上能够部分抑制钢价的大幅上行。

目前热卷出口退税取消的靴子已经落地，但毕竟中国卷板价格在世界范围内仍处于洼地，因此出口成本的部分抬升或不能完全抑制卷板类钢材出口的动力。2021 年 5 月，我国出口钢铁板材 354 万吨，同比增长 43.6%；1-5 月累计出口 2025 万吨，同比增长 31.7%。5 月，我国出口钢铁棒材 51 万吨，同比下降 25.6%；1-5 月累计出口 474 万吨，同比增长 33.3%。

二、基础数据图解

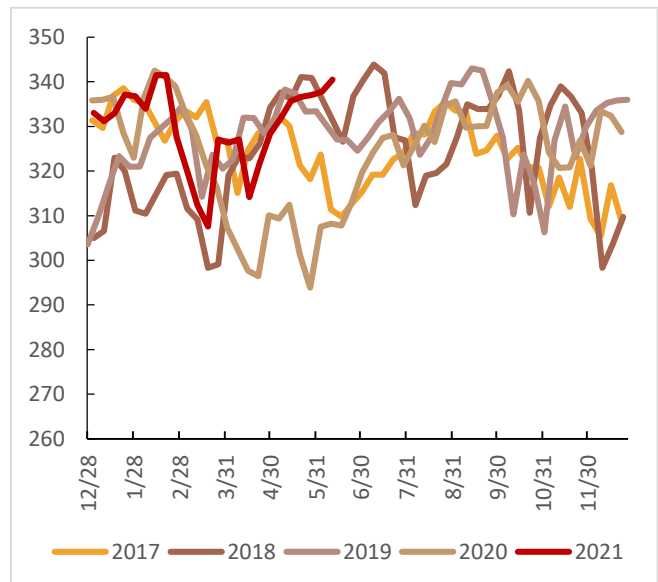
1、钢材产量

图 16：全国建材钢厂螺纹钢实际周产量（周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

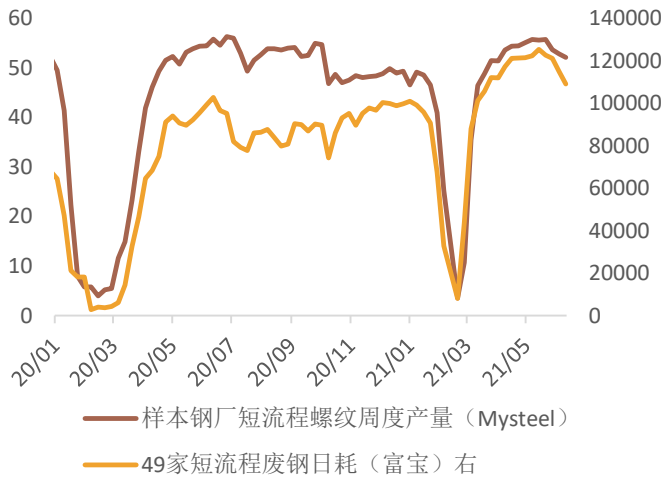
图 17：全国热轧板卷钢厂实际周产量（周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

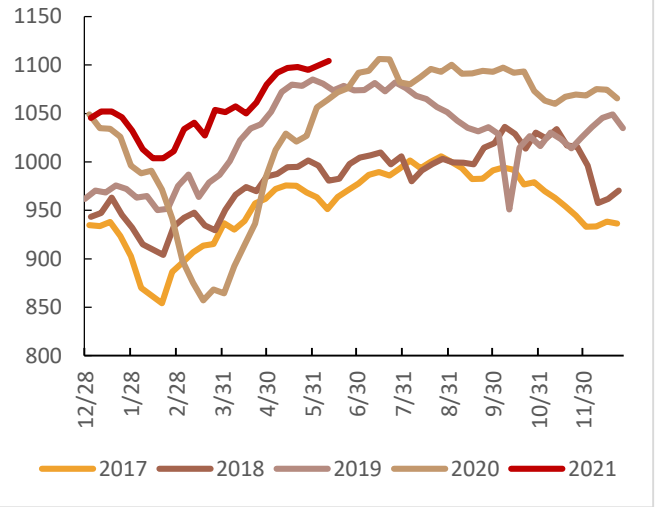


图 18: 短流程螺纹产量与废钢日耗 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 富宝, 优财研究院

图 19: 五大品种周产量 (万吨/周)



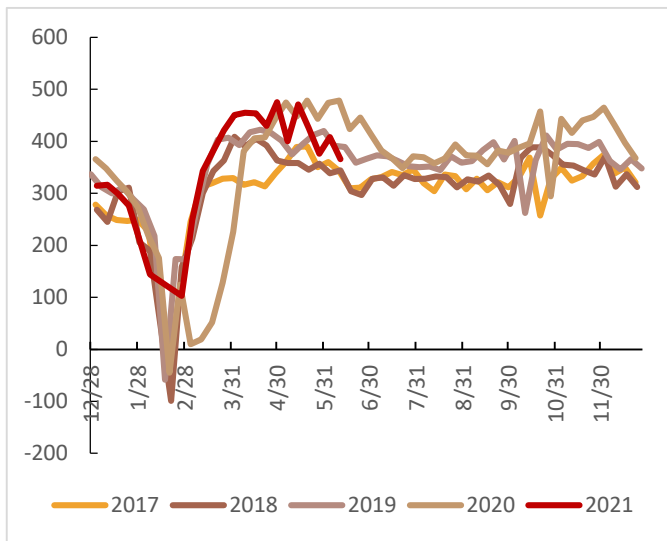
资料来源: Mysteel, 优财研究院

目前长短流程钢厂均保有较好利润, 虽然废钢价格坚挺, 峰电短流程炼钢成本偏高, 但平电依然有较好利润, 因此整体钢厂减产的动力依然不强。

2、表观需求

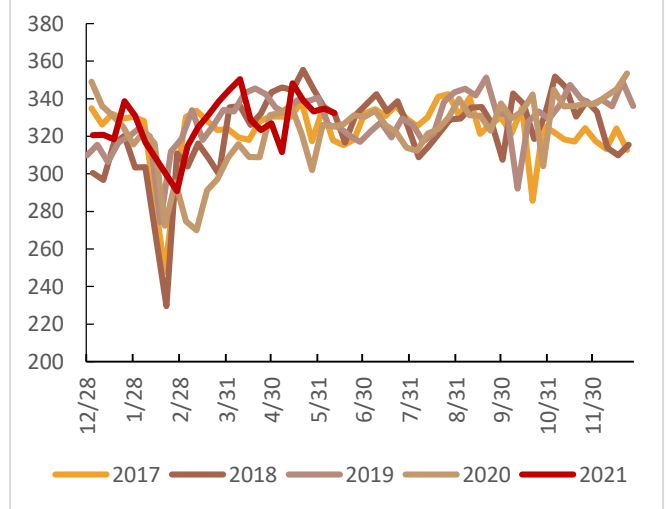
今年淡季已经到来, 因雨季和华南疫情的影响, 建材需求提前回落, 从同比情况上来看, 今年螺纹表观需求明显弱于去年。宏观需求数据上也得到作证, 今年的需求强度或低于市场预期。热卷表观波动较大, 临近年中仍处于往年同期较高水平。

图 20: 螺纹周度表观需求 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

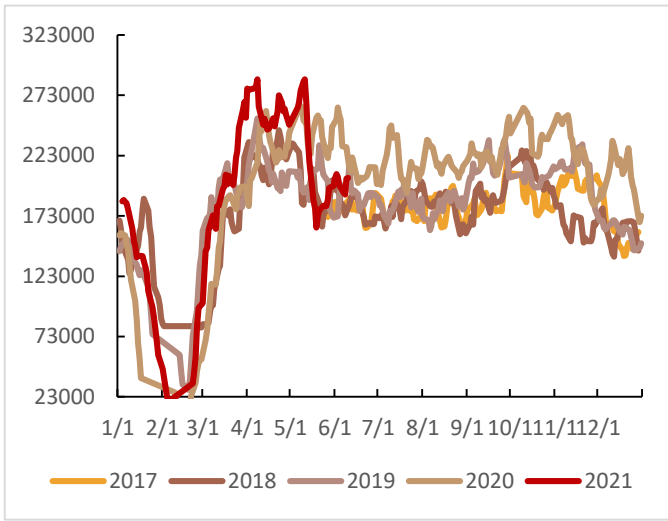
图 21: 热卷周度表观需求 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

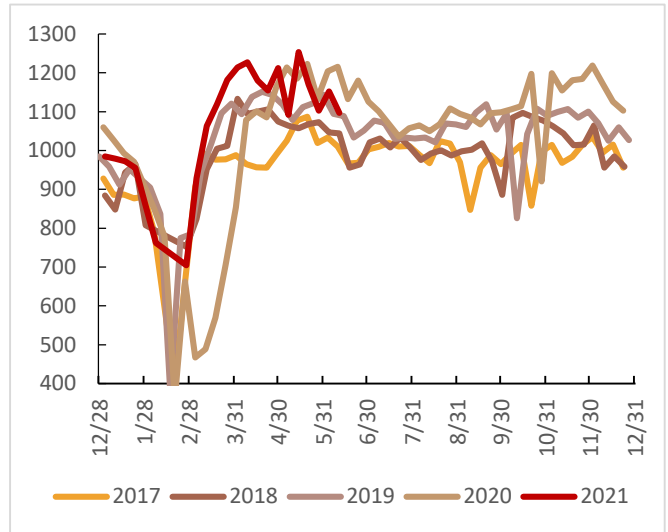


图 22: 主流贸易商建材成交量 5 日平均 (吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

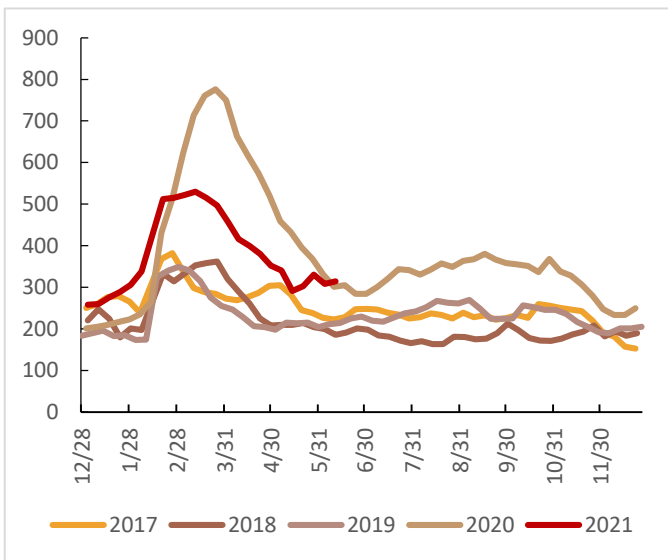
图 23: 五大品种钢周度表观需求 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

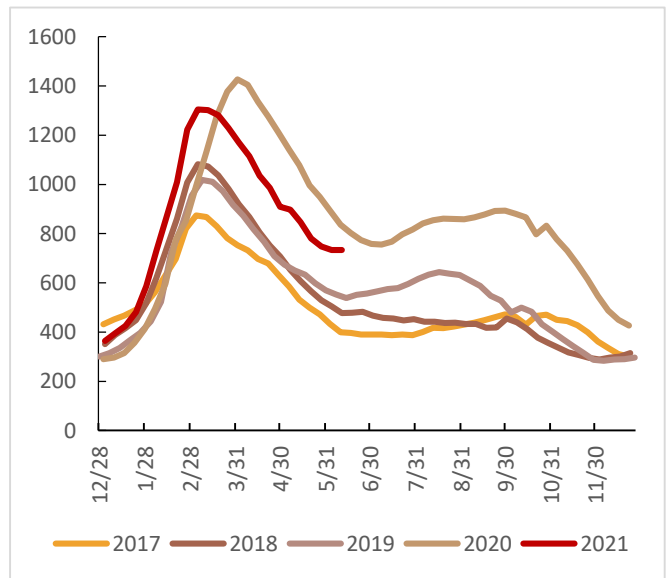
3、微观钢材库存

图 24: 螺纹周度钢厂库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

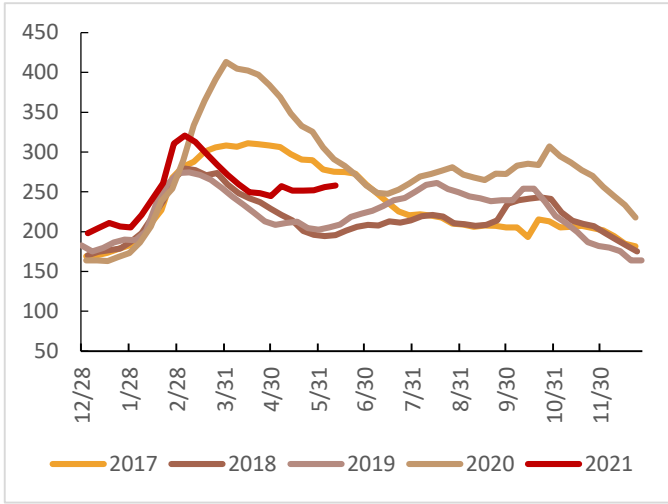
图 25: 螺纹周度社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

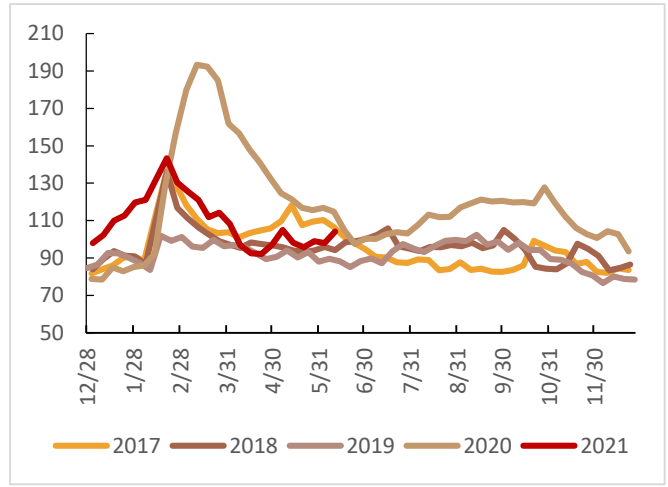


图 26：热卷周度钢厂库存（万吨）



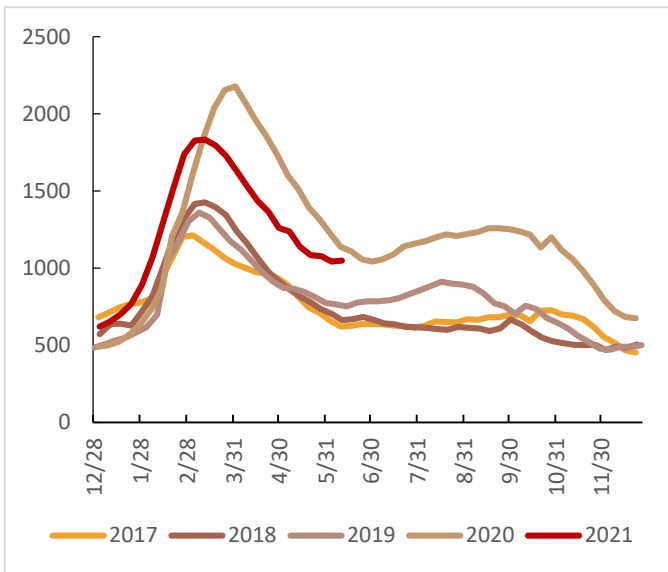
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 27：热卷周度社会库存（万吨）



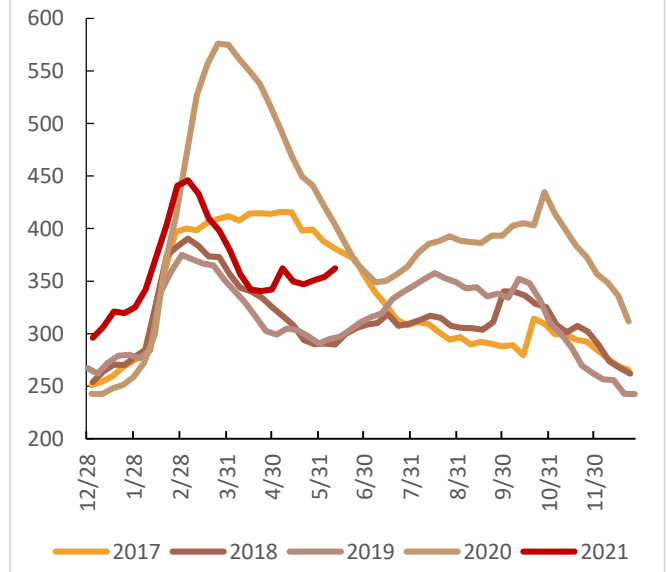
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 28：螺纹库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 29：热卷总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

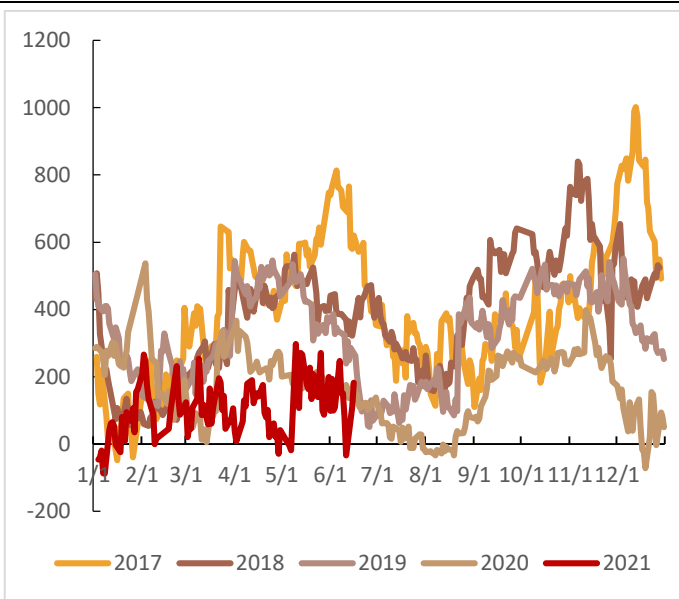
从目前钢材库存情况来看，今年提前进入了淡季累库周期，需求已经进入了季节性淡季。刨除掉 20 年的异常数据，根据 18-19 年的水泥出货数据，预计要到 8 月中旬需求才会重新边际上行，预计在 8 月中旬前钢材库存仍然将小幅累积，压力将逐步加大。

三、综合分析和交易策略

短期矛盾大于长期目标，保供思路占据上风，钢材产量下行预期将被证伪，牛市逻辑告终。限产政策可能还会出台，但是时间一再拖延，如果需求不济先到来，减产也止不住价格下跌。实际执行力度还是得看钢厂利润水平，如果三季度钢材价格出现明显回落，预计四季度秋冬限产季的时候执行力度会强一些。

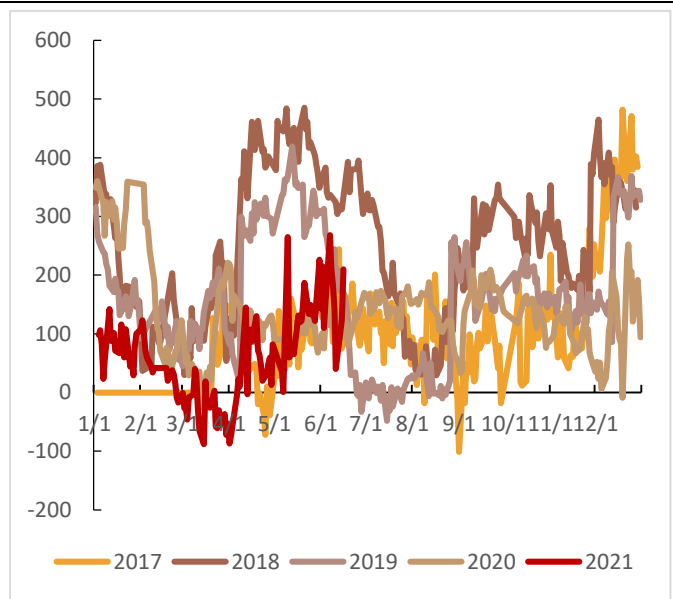
从三季度产业链强弱上来看，我们认为原料强于钢材。钢材作为直接和下游制造业、建筑装饰行业对接的品种，更容易受到政策压价的影响。后市钢材上行动力主要依靠海外价格拉动以及原料价格推动，但我们对于钢材需求强度持保守观点。综合整个黑色板块来看，钢材已经从主力上涨品种转为弱势空配品种，钢材生产利润会持续承压，钢材明显弱于原料。

图 30：螺纹基差（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：热卷基差



资料来源：Wind，优财研究院

基差方面，今年螺纹热卷基差均偏低，预期与现货价格并不大，说明市场预期较为一致。低基差的情况使得投资者需要更加注重现货价格的波动以及需求和成交。

对冲操作上，建议持续多配焦煤焦炭铁矿石，空配螺纹热卷。

单边策略上，不再建议单边做多钢材，待需求走弱迹象出现时入场做空。



重要声明

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。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

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 优财研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！