



2022年4月4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

作者：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com



## 熟悉的剧情 这次或将不同

### 内容提要

供应端，目前钢厂低利润，高成本的迹象仍然突出，废钢、焦煤、铁矿在一季度不断上行吞噬着钢厂的利润，整个产业链又再度回到了一荣俱荣一损俱损的共振行情之内。因此钢材的供应预计将由终端需求来确定，若需求低于预期，则大概率会出现负反馈的情况。

我们认为现阶段中央政策也仅限于适度松绑，并不会走向全面刺激楼市，类似于2008年“四万亿投资计划”、2014年“930新政”之类的政策不会出台。从制造业的情况上来看，原材料压力依然位于高位，企业新签订单及原有订单执行利润受到直接冲击。因此政策面对于大宗包括黑色产业在内的适度压力，我们认为仍会持续。

黑色整体板块强预期弱现实的情况和2020年夏季的时候非常类似。但今年和2020年的宏观背景天差地别，2020年刚刚开始全球大放水，同时中国的地产还是维持着非常好的韧性。然而去年至今房地产已经明确地进入下行周期，虽然地产政策在放松，但是从目前的覆盖面来看，还是集中在一些弱二线和三四线的城市。居民的购买力度下降是不争的事实，限购限售以及房贷利率下调能否转换成销售的增长，再到施工以及竣工的增长，还需要时间去传导。

### 操作建议

对冲操作上，建议多配螺纹热卷，空配铁矿、双焦。

单边策略上，建议在短流程平电成本上方逢高沽空螺纹

### 风险提示

- 1、美联储缩表、加息进度不及预期
- 2、国内大规模刺激经济

请务必仔细阅读正文之后的重要声明

## 一、 核心逻辑

### 1、 供应低位回升但受利润压制，需求疲软却有政策预期

黑色板块自 11 月下旬的需求持续向上修复，进入一季度稳增长政策也逐步发力，宏观层面的政策都切实在落实加强跨周期调节。同时现实低库存运行的钢材给了市场参与者信心。一季度，地产放松的迹象愈发明显，无论是舆论引导还是实质性的政策松绑都已经成为现实。展望二季度，政策基调维持房住不炒，维持稳定但不会全面刺激。信贷层面，一是支持房企的合理融资需求，支持优质企业开展并购贷款融资，二是支持合理住房消费，降低居民按揭贷款成本，保障刚需、满足改善，给予新市民购房相应信贷支持。地方继续因城施策，核心一、二线城市调控政策仍将从紧执行，弱二线和三四线城市或将分类放松，压力城市有望通过棚改、财税托市等刺激居民购房消费。需要关注的是，我们认为现阶段中央政策也仅限于适度松绑，并不会走向全面刺激楼市，类似于 2008 年“四万亿投资计划”、2014 年“930 新政”之类的政策不会出台。

从制造业的情况上来看，原材料压力依然位于高位，企业新签订单及原有订单执行利润受到直接冲击。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的冲击仍在。因此政策面对于大宗包括黑色产业在内的适度压力，我们认为仍会持续。

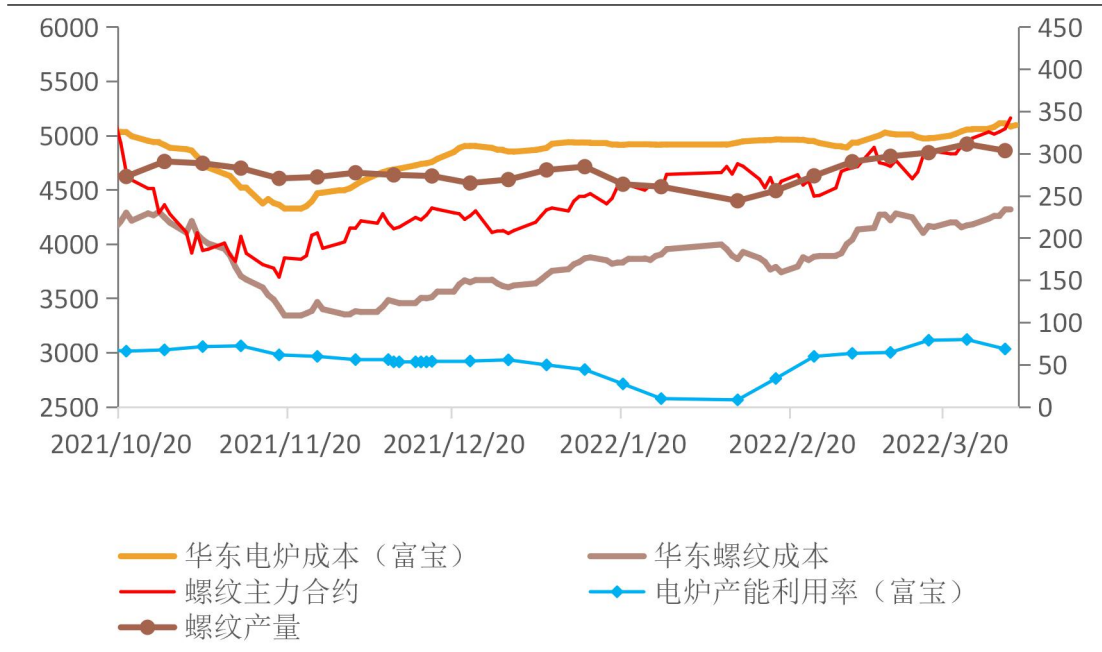
供应端来看，目前钢厂低利润，高成本的迹象仍然突出，废钢、焦煤、铁矿在一季度不断上行吞噬着钢厂的利润，整个产业链又再度回到了一荣俱荣一损俱损的共振行情之内。因此钢材的供应预计将由终端需求来确定，若需求低于预期，则大概率会出现负反馈的情况。

目前黑色整体板块强预期弱现实的情况和 2020 年七到八月份的时候非常的类似，当时也是原料端非常强势，钢厂利润微薄。在旺季的预期之下，螺纹钢期货价格持续走强，达到了升水的状态。然而当九月份金九银十的旺季来临的时候，却出现了需求不及预期的情况，整个产业链走了一小段的负反馈。

今年和 2020 年的宏观背景是天差地别的，2020 年刚刚开始全球大放水，同时中国的地产还是维持着非常好的韧性。然而这一次中国地产已经明确地在走下行周期，虽然

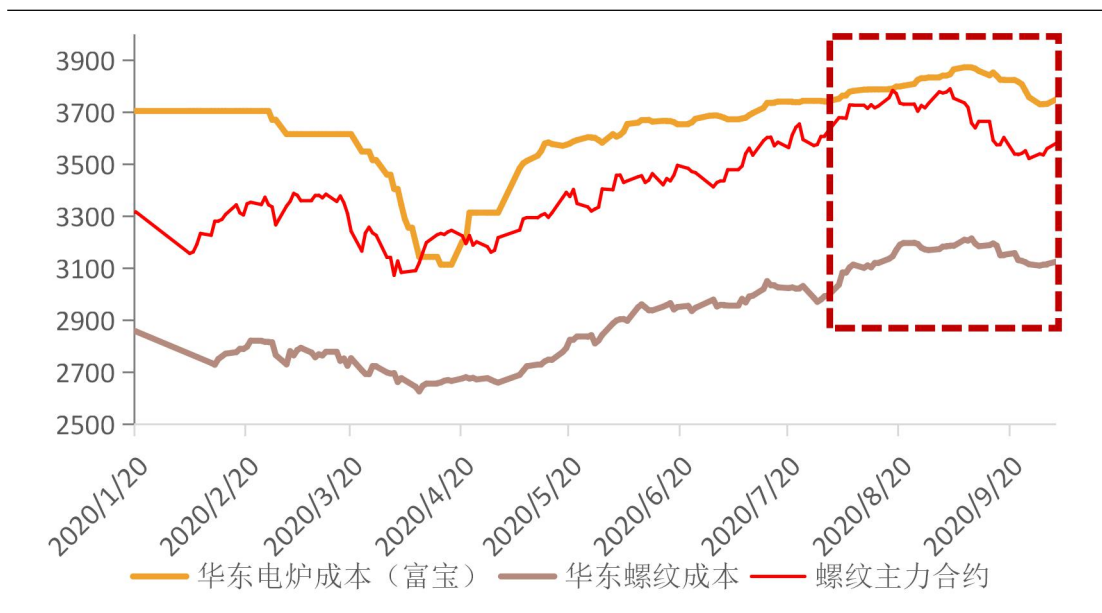
地产政策在放松，但是从目前的覆盖面来看，还是集中在一些弱二线和三四线的城市。居民的购买力度下降是不争的事实，限购限售以及房贷利率下调能否转换成销售的增长，再到施工以及竣工的增长，其实需要时间去传导。

图 1：螺纹估值与产量



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

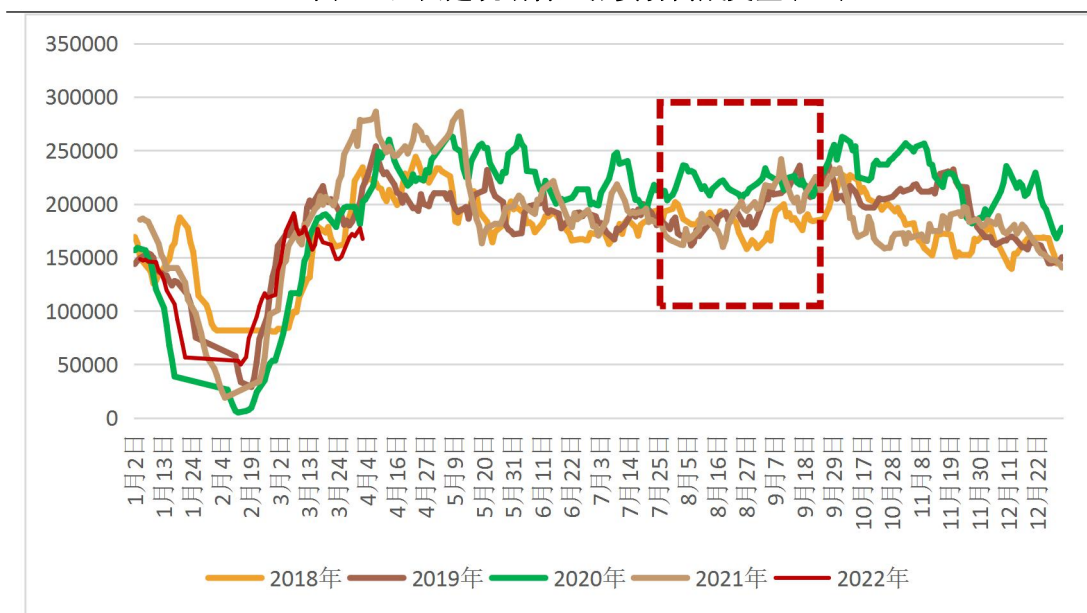
图 2：历史类似行情



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

2020年8月时，螺纹钢期货开始进入筑顶周期，当时全国建材成交量尚维持在较高的水平，同比高于2018以及2019年。但进入9月后，成交量开始走弱，同比增幅放缓，黑色产业链在钢厂低利润的状态下快速走出负反馈。

图3：全国建筑钢材主流贸易商成交量(ma5)



资料来源：Mysteel，优财研究院

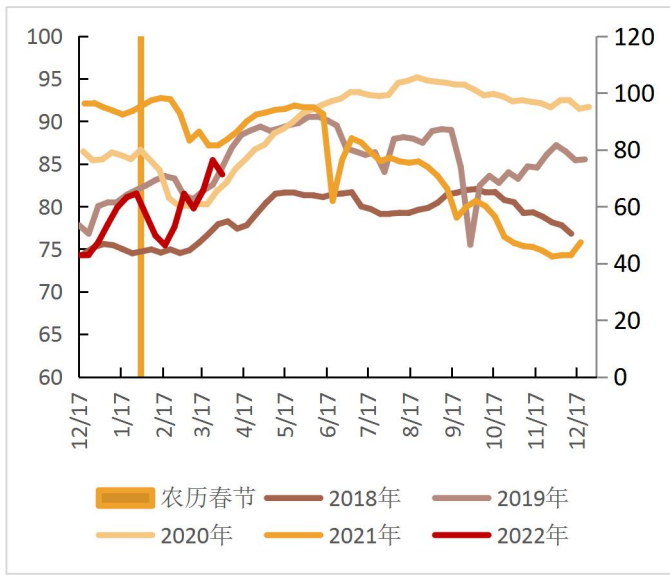
考虑到历史并不会简单的去重演，回顾2020年，在9月份的调整之后，的确需求仍然良好，也因此黑色产业链在这一轮调整之后再次开启大涨。但是这一次我们认为，随着美联储的加息以及缩表，全球的宏观流动性将会快速的退潮。在这种背景下，我们对于整个黑色板块而言，长期的观点还是偏谨慎。

## 2、供应：产量进入爬坡期

2022年一季度，因冬奥会的召开，北方2+26城市早早公布了限产流程以及计划，根据计划，重点城市粗钢产量同比2021年一季度需要下降30%左右。目前一季度限产看执行的效果较好，随着冬奥会以及两会的闭幕，钢厂产量开始进入爬坡期。市场普遍认为当铁水产量超过220万吨/日时，焦煤将有明显缺口，而当铁水产量超过230万吨/日时，铁矿的缺口开始显现。这也是自去年11月份以来，市场一直在交易的预期，漫长的反弹过程中，焦煤、铁矿价格大幅领先于钢材，可以说预期已经得到了非常充分的认可。

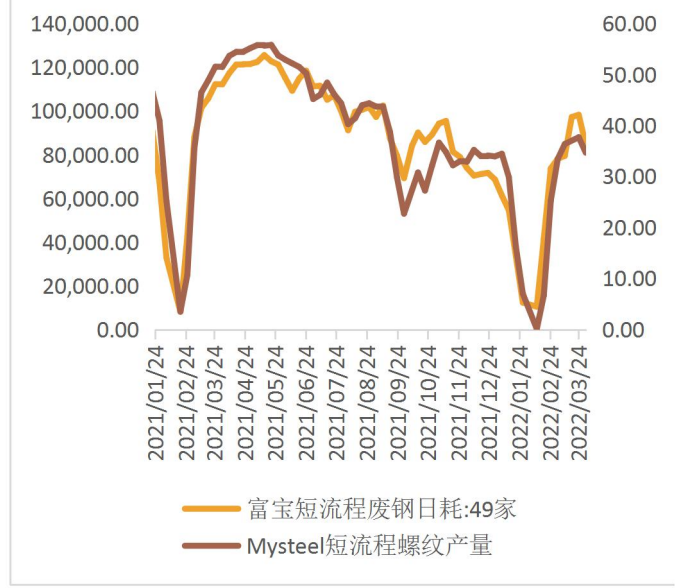


图 4：247 家钢厂高炉炼铁产能利用率



资料来源：Mysteel，优财研究院

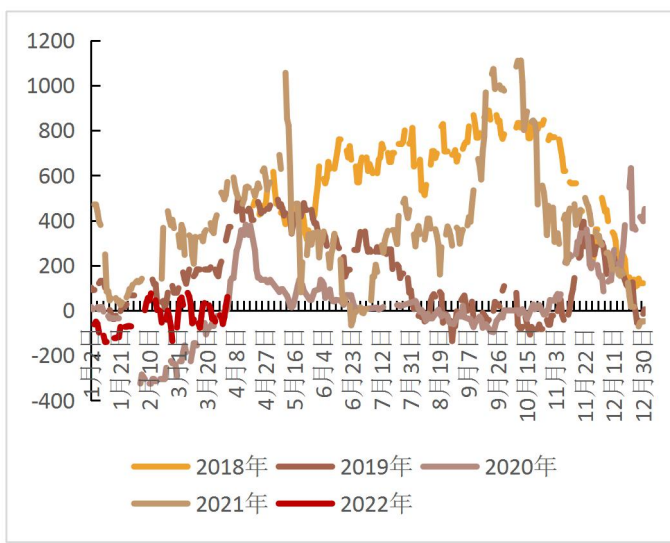
图 5：短流程日耗



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

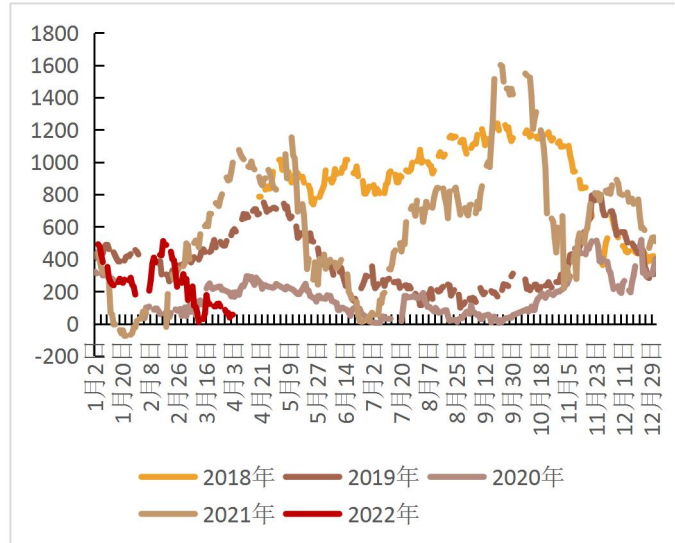
但是从目前钢厂的利润情况来看，复产的进程可能会打折扣。目前短流程仍然在盈亏边缘挣扎，废钢的价格却依然坚挺。长流程钢厂的利润不断被炉料所侵蚀，因此钢厂大力扩产的意愿预计是不强的。

图 6：华东电炉利润（元/吨）



资料来源：富宝，优财研究院

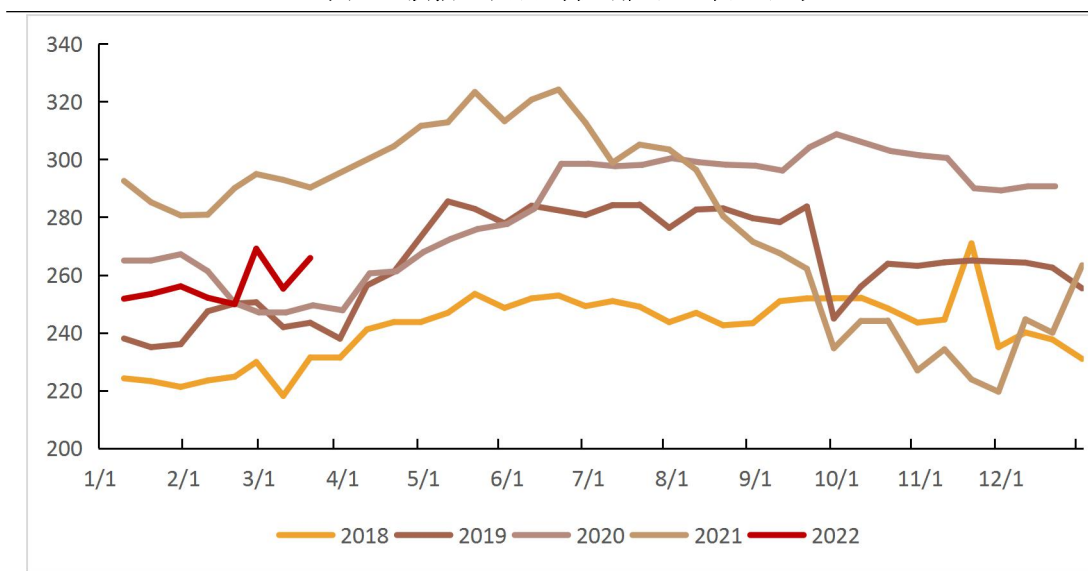
图 7：钢材长流程利润(元/吨)



资料来源：富宝，优财研究院

2022年1-2月份,全国粗钢产量15795.8万吨,同比下降10.0%;生铁产量13213.1万吨,同比下降10.8%;钢材产量19671.1万吨,同比下降6.0%。1-2月份,全国粗钢日均产量267.73万吨,同环比双降。从全国日均粗钢产量数据来看,今年一季度粗钢产量明显弱于2021年。

图8: 预估全国日均粗钢产量(万吨/旬)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

展望二季度,钢厂的产量预计将以需定产,需求的强度能否兑现预期,是产量是否可以不断上升的核心决定要素。

### 3、需求: 地产放松,但仍需时间传导

2022年一季度,中央多部委密集表态稳地产,财政部明确今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件,两会定调探索行业新发展模式,支持新市民等三类购房需求。房企融资、预售资金监管适度松绑,并购贷不计入“三道红线”、保障性租赁住房贷款不计入“两道红线”、全国性商品房预售资金监督管理办法出台。

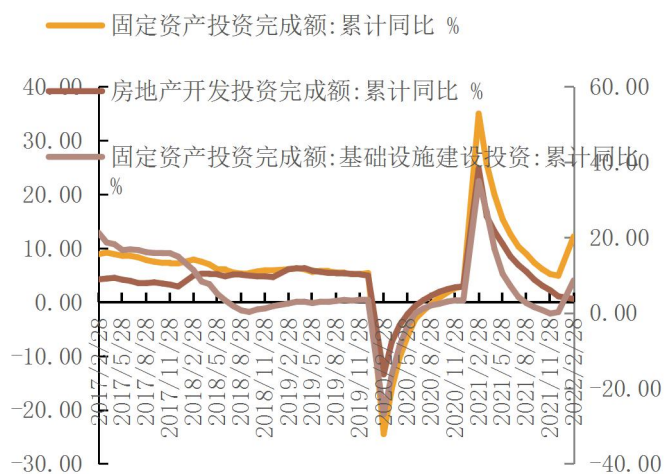
展望二季度,政策基调维持房住不炒,维持稳定但不会全面刺激。信贷层面,一是支持房企的合理融资需求,支持优质企业开展并购贷款融资,二是支持合理住房消费,降低居民按揭贷款成本,保障刚需、满足改善,给予新市民购房相应信贷支持。地方继续因城施策,核心一、二线城市调控政策仍将从紧执行,弱二线和三四线城市或将分类放松,压力城市有望通过棚改、财税托市等刺激居民购房消费。

需要关注的是，我们认为现阶段中央政策也仅限于适度松绑，并不会走向全面刺激楼市，类似于2008年“四万亿投资计划”、2014年“930新政”之类的政策不会出台。

2022年一季度全国商品住宅成交规模为近年来低点，仅一线延续高热，二三线城市进一步下行。前2月133个重点城市商品住宅成交面积5490万平方米，较2021年和2019年分别同比下降42%和21%，月均较2021年四季度月均下降32%。新房供应同比腰斩后市场情绪受到严重打击，新房成交难以放量；而政策宽松对楼市成交的提振需要一定时间。国家统计局的数据显示，今年1~2月份，商品房销售面积达15703万平方米，同比下降9.6%，其中，住宅销售面积下降13.8%；商品房销售额15459亿元，下降19.3%，其中，住宅销售额下降22.1%。

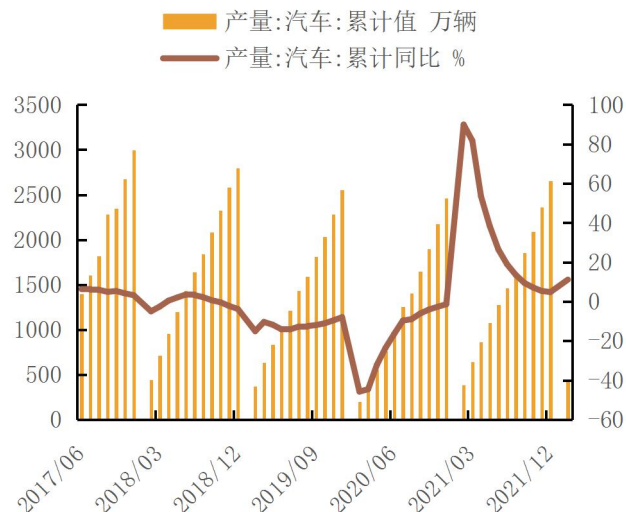
进入2022年，房企土地投资整体较为谨慎与“冷淡”。2022年1-2月，销售百强房企中尚有七成以上房企未拿地，投资处于停滞状态。展望二季度，我们认为当前政策面利好的，二季度随着多城集中供地进行，或将迎来一波拿地“窗口期”，但房企资金压力并未真正得到缓解，因此整体拿地情绪仍然会偏谨慎。

图9：基建、地产投资情况



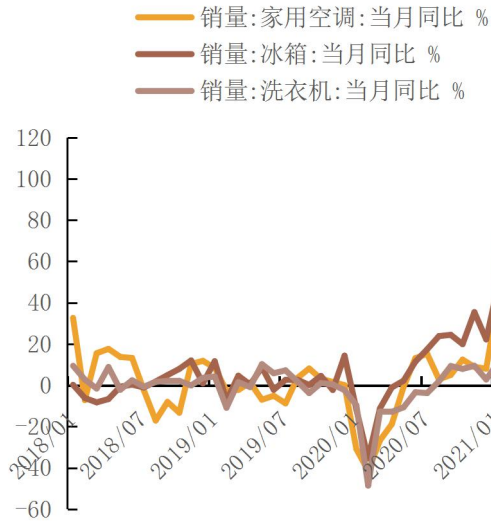
资料来源：国家统计局，优财研究院

图10：中国汽车累计产量(万辆)



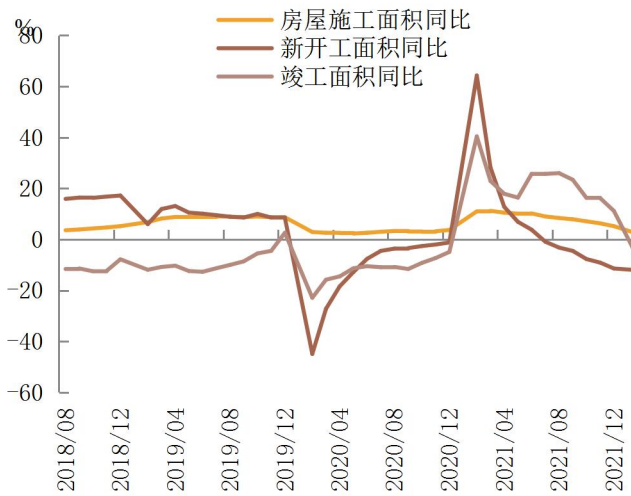
资料来源：国家统计局，优财研究院

图 11: 主要家电销量情况



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

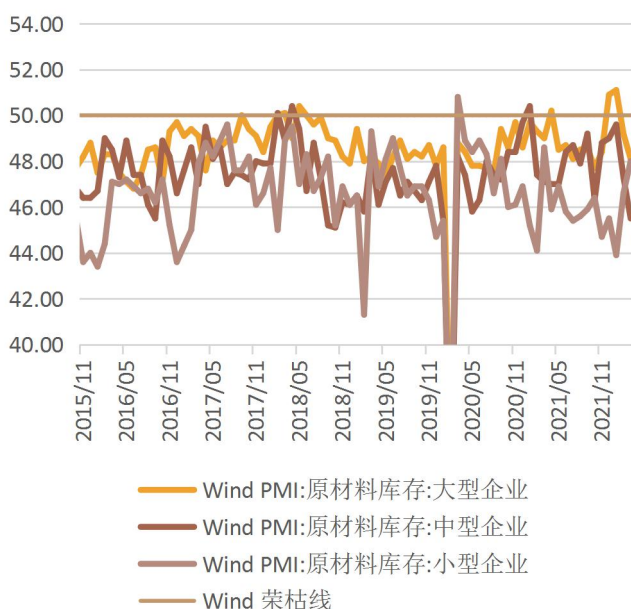
图 12: 地产施工细分增速



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

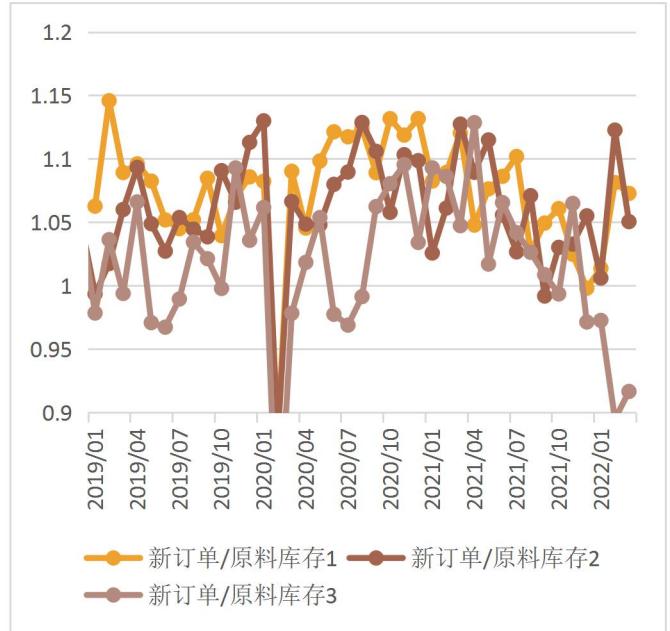
从其他主要用钢行业的情况看, 一季度均呈现出增速探底回升的走势, 例如今年市场比较期待的基础设施建设、一致性预期较高的汽车消费以及地产后周期的家电领域。

图 13: 大中小型企业原材料库存指数



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

图 14: 大中小型企业新订单/原料库存



资料来源: 国家统计局, 优财研究院



原料价格高企和国内疫情的再次爆发也冲击着制造业，3月数据显示，大中型企业原料库存明显回落，而小型企业在持续低库存之后被动补库。结合新订单及原料库存的情况看，大中型企业订单原料库存比明显下滑，而小企业的情况整个一季度都不容乐观。因此钢材作为制造业重要的原料，其需求受到疫情冲击，以及高价抑制的情况，也是不可忽视的重要细节。

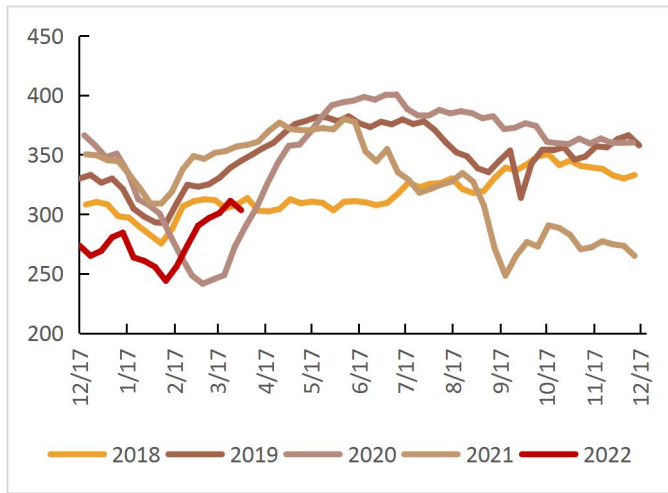
出口方面，目前热卷出口退税已取消，但毕竟中国卷板价格在世界范围内仍处于洼地，因此出口成本的部分抬升或不能完全抑制卷板类钢材出口的动力。自3月以来，海外板坯价格震荡上行，独联体和南美洲板坯报价上浮约100美元/吨，在此前，独联体板坯价格在约625美元/吨FOB。除了能源成本上升外，用于欧洲钢厂炼钢所用球团、焦煤等大多依赖俄乌进口的原材料运输受阻。由于地缘冲突等影响，市场板坯供应也受限，中国顺势接盘板坯出口空缺，大量向欧洲（主要运至意大利）出口。

据了解，俄罗斯货源断供，欧洲热卷生产成本环比上涨40%左右，在新一轮的欧盟钢铁进口配额调整后，土耳其得到了比上一季度翻倍的热卷出口配额至43.025万吨。中国热卷出口方面，由于欧委会配额的限制，出口到欧洲板坯比热卷更具优势。

## 二、基础数据图解

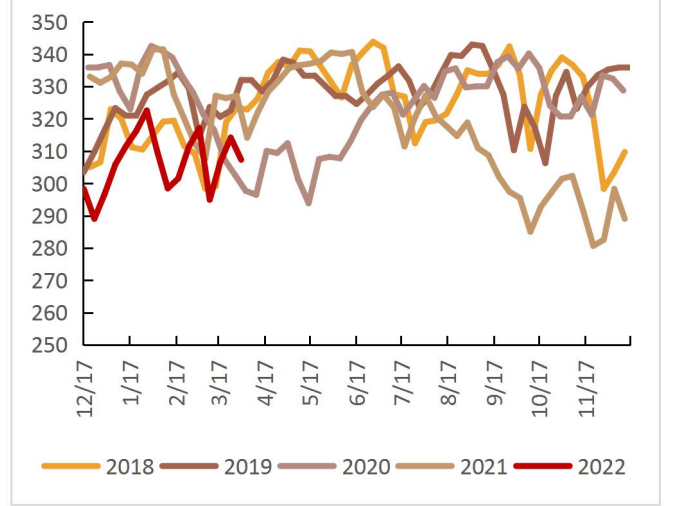
### 1、钢材产量

图 15: 全国建材钢厂螺纹钢实际周产量 (周)



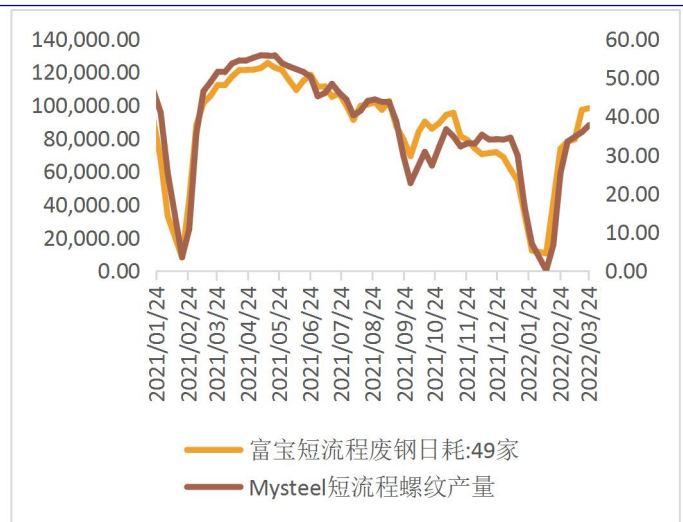
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 16: 全国热轧板卷钢厂实际周产量 (周)



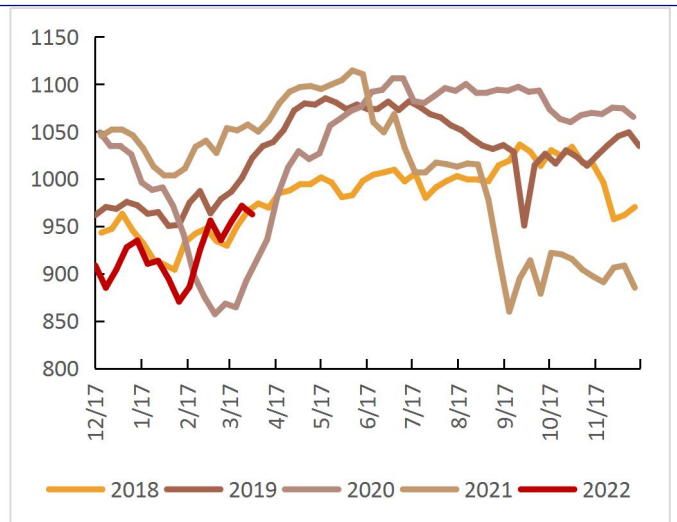
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 17: 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

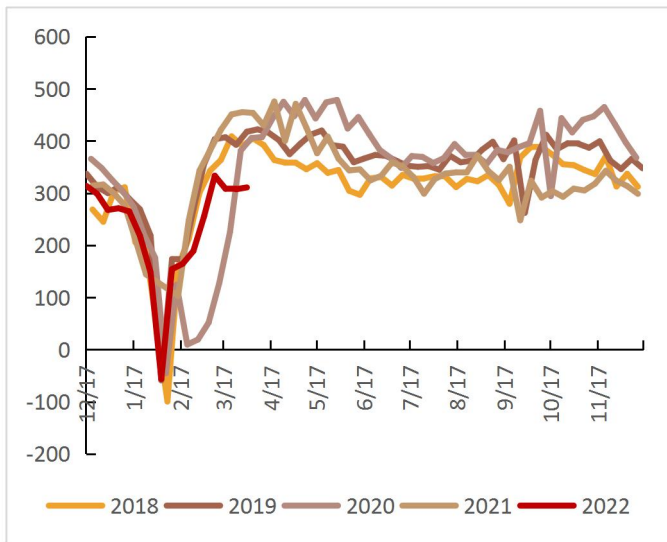
图 18: 五大品种周产量 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

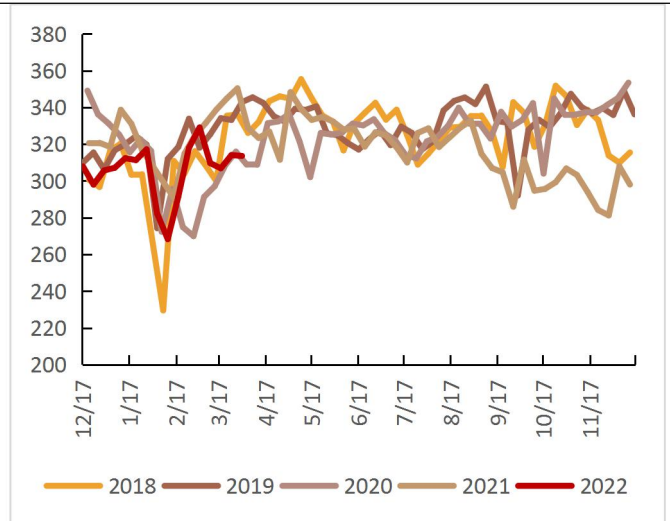
## 2、表观需求

图 19: 螺纹周度表观需求 (万吨/周)



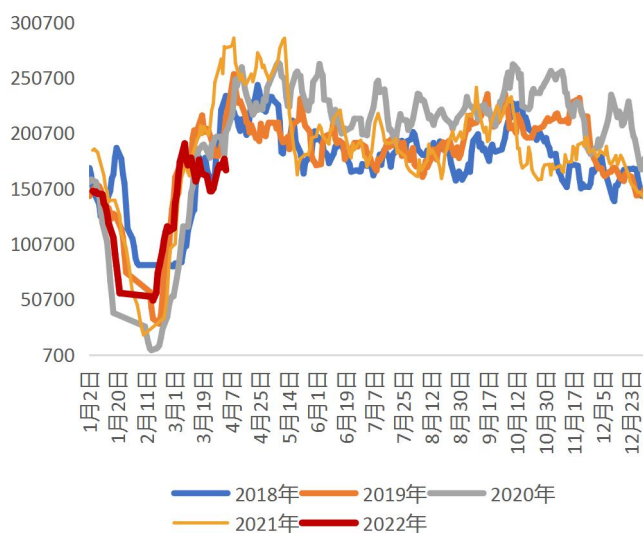
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 20: 热卷周度表观需求 (万吨/周)



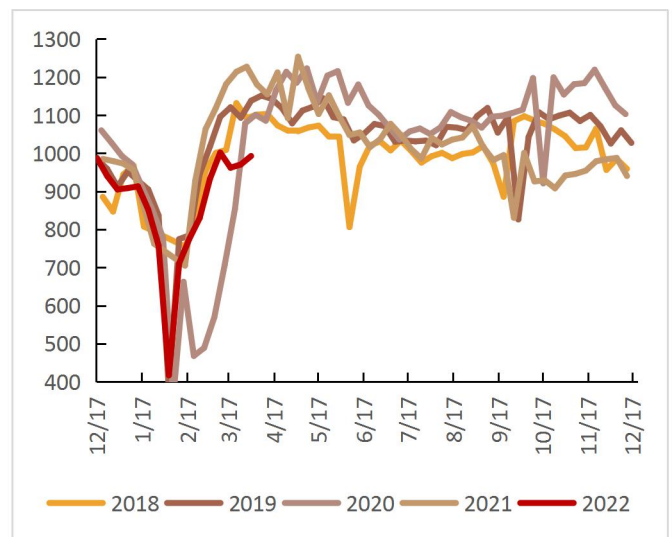
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 21: 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

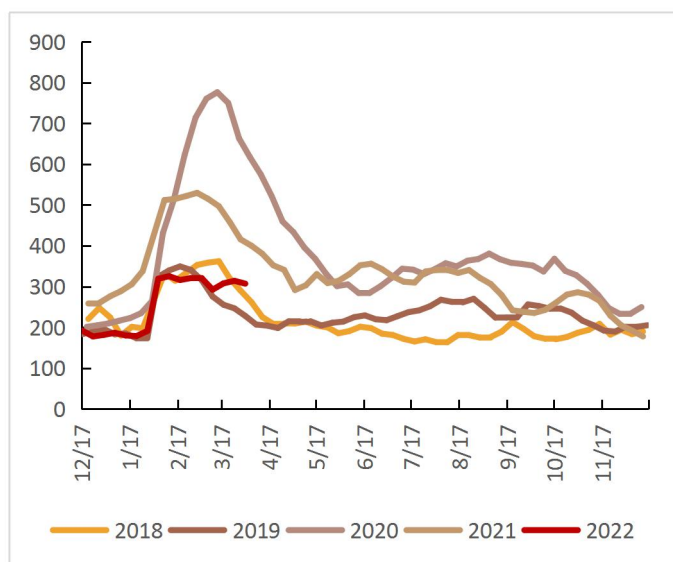
图 22: 五大品种钢周度表观需求 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

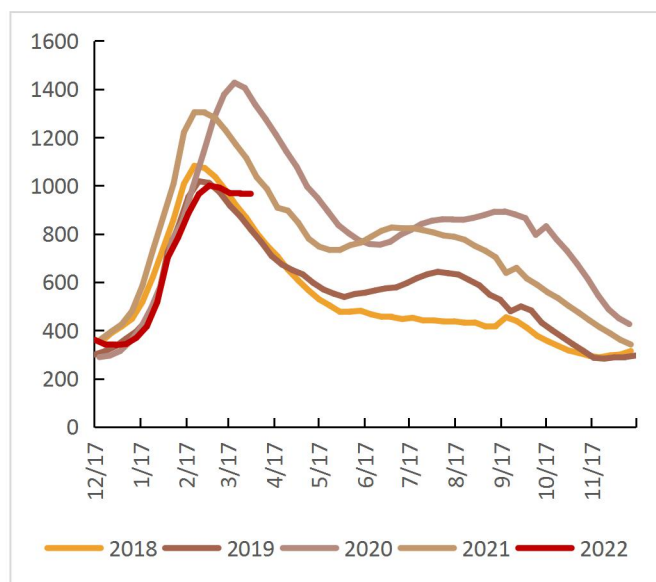
### 3、微观钢材库存

图 23：螺纹周度钢厂库存（万吨）



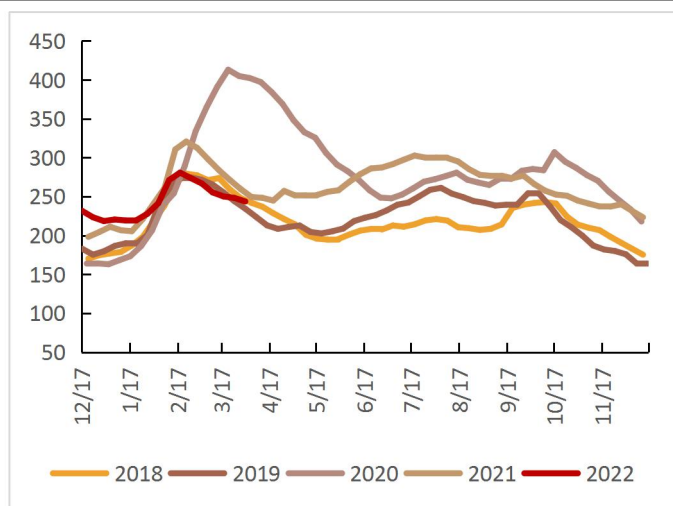
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 24：螺纹周度社会库存（万吨）



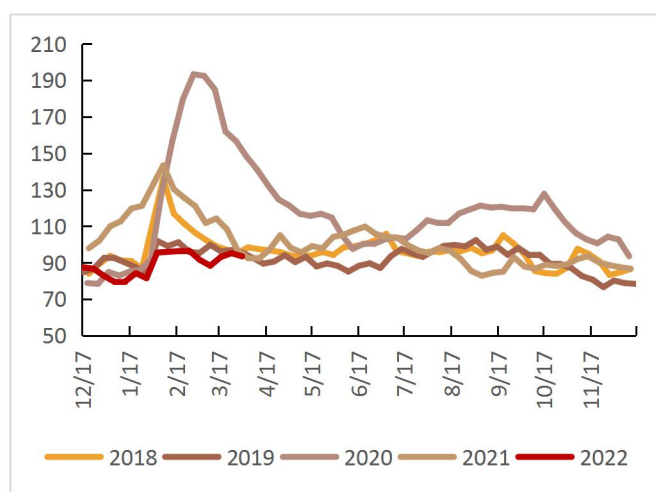
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 25：热卷周度钢厂库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

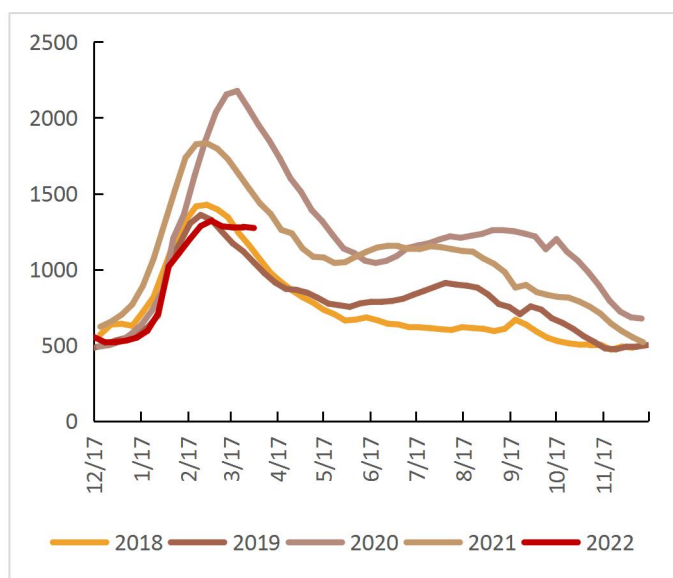
图 26：热卷周度社会库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

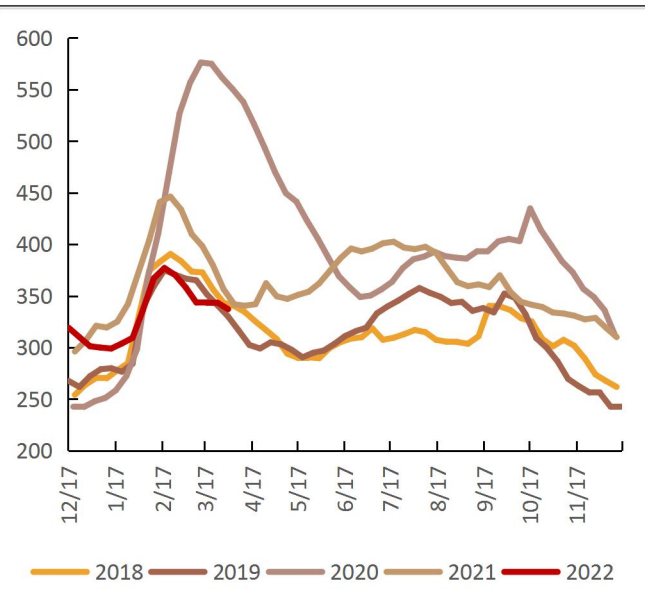


图 27：螺纹库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 28：热卷总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

### 三、综合分析和交易策略

考虑到历史并不会简单的去重演，回顾 2020 年，在 9 月份的调整之后，的确需求仍然良好，也因此黑色产业链在这一轮调整之后再次开启大涨。但是这一次我们认为，随着美联储的加息以及缩表，全球的宏观流动性将会快速的退潮。在这种背景下，我们对于整个黑色板块而言，长期的观点还是偏谨慎。

单边策略上，建议在短流程平电成本上方逢高沽空螺纹。此外考虑到目前钢厂利润已经十分微薄，从估值上看，铁矿以及双焦估值均明显高于钢材。叠加原料在行情波动时具备更高的弹性，因此在对冲操作上，我们建议多配螺纹热卷，空配铁矿、双焦。

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>