



2022年10月7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

shengwenyu@jinxinqh.com



失落地产，基建支撑

内容提要

今年总体上看螺纹需求不佳，无论是主要因素地产周期下行，新开工缺失亦或是疫情影响，钢材需求始终只温不火，旺季也平平无奇。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。地产新开工断崖式下跌的情况不会出现根本性扭转，同时基建对于钢材需求的支撑，也无法弥补地产需求的缺位。

从估值角度看，螺纹主力合约目前的估值相较于上半年已经有所回落，目前盘面定价位于长短流程成本之间，暂无太大矛盾。与利润低位的钢材相比，估值仍相对较高的成本端，仍有松动的可能性。若海外经济体需求继续下滑，或造成海外原料价格继续回落，这样反而会使得钢材估值与利润被动走高。

在没有行政性强制减产的压力下，长流程钢厂预计在四季度初期仍将维持较高的产量，进入到采暖季后或许会小幅减产。相较于需求端的悲观，我们认为螺纹目前库存压力不大也是不争的事实，但是这是前期钢材发生负反馈减产以及全年短流程供应低位下的结果。从路径上看，10-11月预计国内终端需求不及预期的情况将再度被验证，再次引发黑色板块负反馈，随后钢厂再度减产调节供应阀门，并支撑螺纹价格。

操作建议

对冲策略，建议多配螺纹，空配铁矿、双焦。

风险提示

美联储缩表、加息进度不及预期；

国内大规模刺激经济。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 核心逻辑

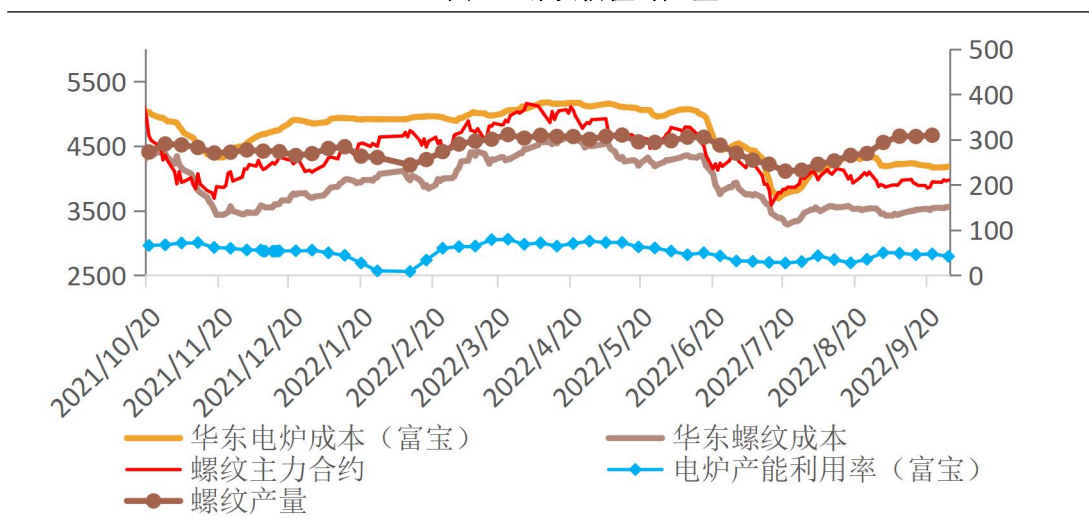
1、需求不济，供应调节，错配逻辑大于总量逻辑

今年总体上看螺纹需求不佳，无论是主要因素地产周期下行，新开工缺失亦或是疫情影响，钢材需求始终只温不火，旺季也平平无奇。地产方面，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分类放松。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。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。

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、铁矿依然不断吞噬着钢厂的利润，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。但是我们也认为，因钢厂具备调节供应的能力，螺纹今年总量上大幅过剩的可能性已经不大，四季度阶段性的供需错配将会是主要的行情驱动。从路径上看，10-11月预计国内终端需求不及预期的情况将再度被验证，再次引发黑色板块负反馈，随后钢厂再度减产调节供应阀门，并支撑螺纹价格。

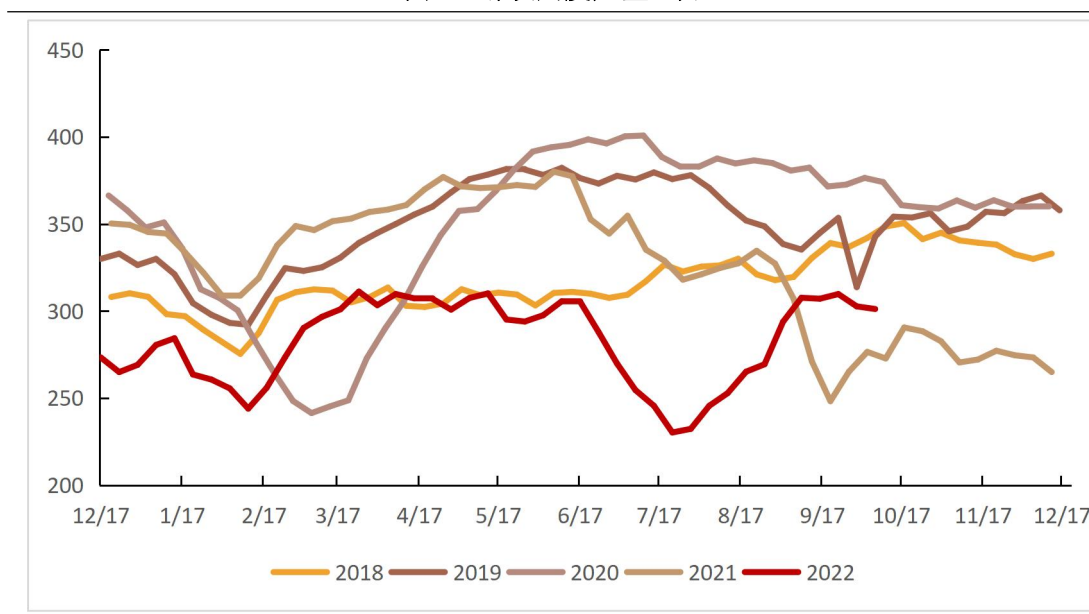
从估值角度看，螺纹主力合约目前的估值相较于上半年已经有所回落，目前盘面定价位于长短流程成本之间，暂无太大矛盾。与利润低位的钢材相比，估值仍相对较高的成本端，仍有松动的可能性。若海外经济体需求继续下滑，或造成海外原料价格继续回落，这样反而会使得钢材估值与利润被动走高。

图 1：螺纹估值与产量



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

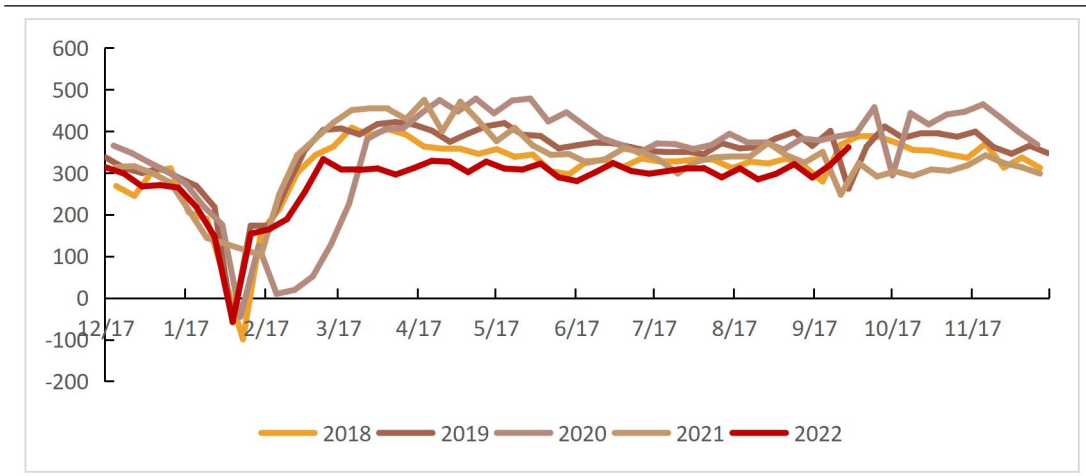
图 2：螺纹周度产量（万吨）



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

若螺纹维持 300 万吨的产量水平左右，要实现全年的供需相对平衡，则四季度螺纹周度表需平均值需要保持在 315 万吨左右，以季节性角度考虑，10-11 月螺纹周度表需平均水平要保持在 330 万吨左右。以今年地产新开工的情况看，想要达到这样的强度是比较困难的。

图 3：螺纹周度表需(万吨)



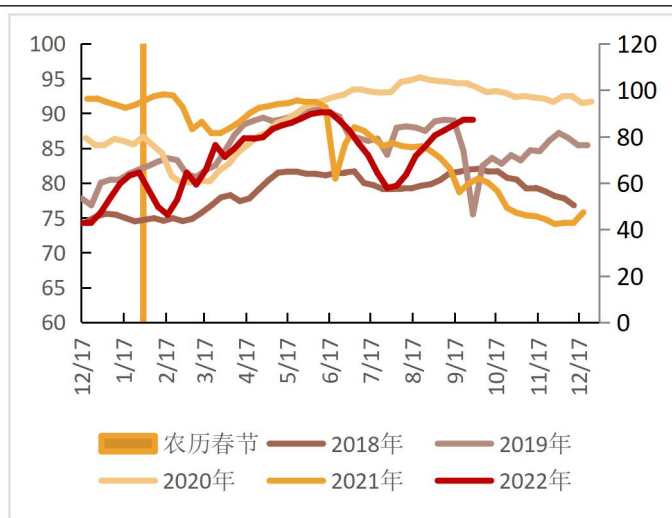
资料来源：Mysteel，优财研究院

从我们了解的情况看，由于前期受到疫情等原因拖累工期，9月份开始出现了部分地产及基建项目工程赶工的情况，10月份或仍将持续一阵，但地产新开工断崖式下跌的情况不会出现根本性扭转，同时基建对于钢材需求的支撑，也无法弥补地产需求的缺位。

2、供应：长流程高位，短流程垫底

今年因国内粗钢主要由废钢的减量贡献，生铁产量尚可。今年钢厂铁水一度由高点日均 243 万吨骤降至 213 万吨，临近三季度末，铁水再次回升至 240 万吨高位水平。反观短流程方面，日耗始终位于偏低水平，而且利润始终为负，短流程钢厂压力巨大。

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

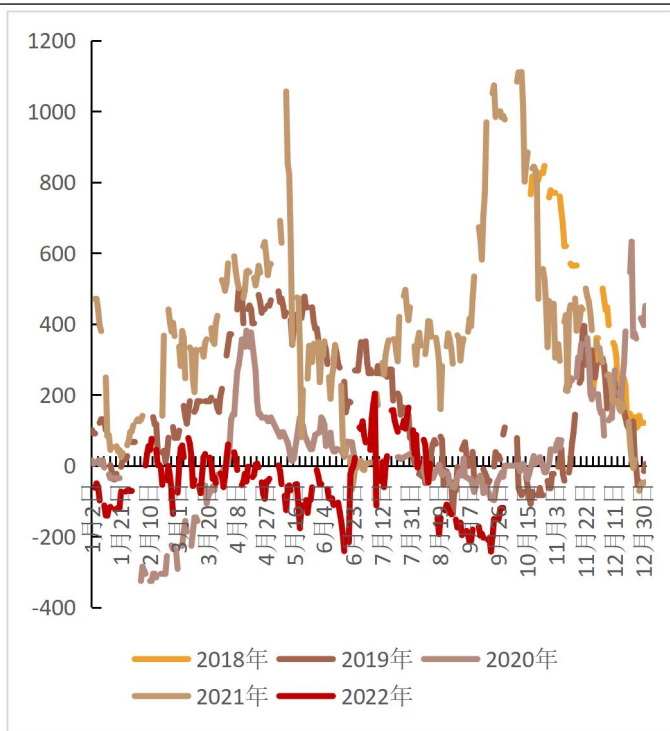
图 5：短流程日耗



资料来源：Mysteel，富宝，优财研究院

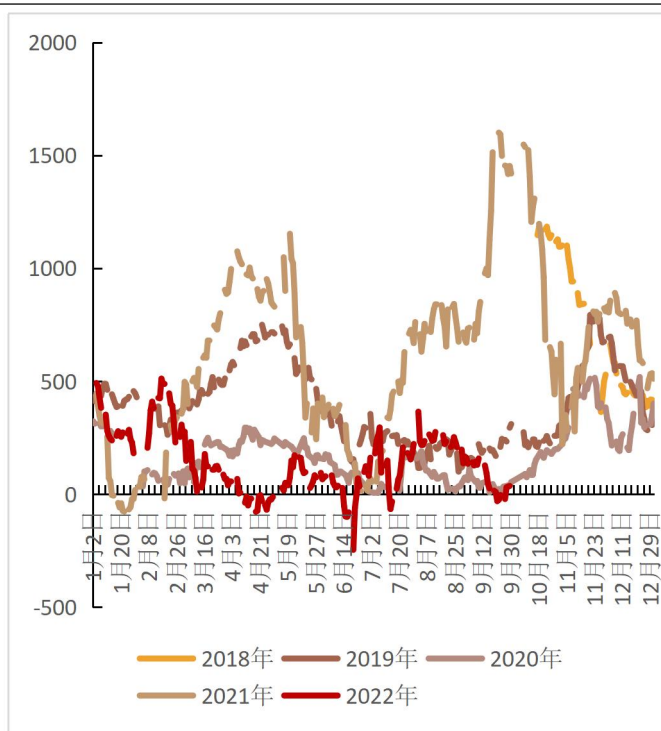
目前钢厂利润已经受到了极大的冲击，根据模型测算，螺纹北方利润估计在 300 元左右，随着天气转冷，北方现货将季节性弱于南方，钢厂利润将出现回落。华东地区长流程利润依然是盈亏平衡附近。今年粗钢产量市场化下降，钢厂依靠减少供应达到暂时的供需平衡，因此压减粗钢产量的政策迟迟没有出台，甚至有没有出台的必要性了。在没有行政性强制减产的压力下，长流程钢厂预计在四季度初期仍将维持较高的产量，进入到采暖季后或许会小幅减产。

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）

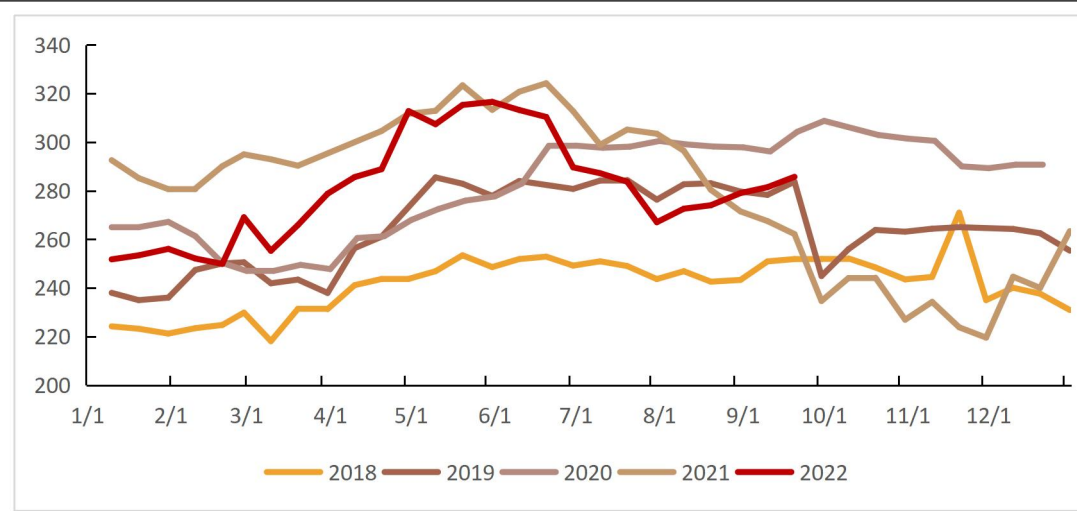


资料来源：富宝，优财研究院

国家统计局数据显示，2022 年 8 月份全国粗钢产量 8386.8 万吨，同比增长 0.5%；生铁产量 7137.4 万吨，同比下降 0.5%；钢材产量 10832.9 万吨，同比下降 1.5%。2022 年 1-8 月份，全国粗钢产量 69314.9 万吨，同比下降 5.7%；生铁产量 58217.1 万吨，同比下降 4.1%；钢材产量 88464.7 万吨，同比下降 4.3%。

8 月份全国粗钢日均产量 270.55 万吨，环比增长 3.0%。尽管钢厂效益较低，但由于 9 月份需求好转，钢厂也加大复产力度，预计 9 月份全国粗钢日均产量在 285 万吨-290 万吨。

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

展望四季度，钢厂的产量预计仍将以需定产，需求的强度能否兑现预期，是产量是否能够维持在相对高位的核心决定要素。

3、需求：地产放松，但仍需时间传导

目前政策总基调维持房住不炒，维持稳定但尚未全面刺激。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分类放松。

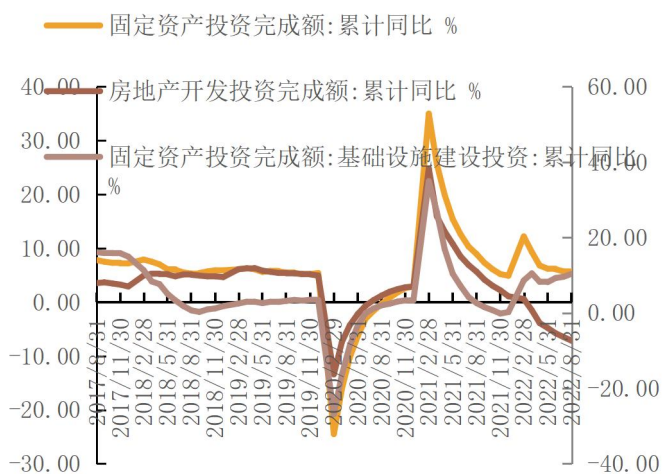
从 9 月末公布的央行 3 季度货币政策例会通稿可以看出，当前形势下“稳信贷”是稳增长的主要抓手，对地产、基建、制造业投资等主要用钢领域均是利好。例会提出要用好政策性开发性金融工具，重点支持基础设施建设，加大对房地产领域的金融支持，支持刚性和改善性住房需求，并支持金融机构发放设备更新改造贷款。

分下游看，地产方面，在中央和地方层面稳地产政策密集出台，在需求侧，央行下调首套住房公积金贷款利率 15BP，多地下调或年内阶段性取消首套房贷利率下限，财政部亦发布通知，对 1 年内住房先卖再买家庭给予个人所得税退税优惠。在供给侧亦有保交楼专项借款等举措逐步出台并开始落实。房地产是最大的下游用钢行业，也是拖累今年钢价表现的最主要因素，因此稳地产政策频出对黑色系市场的情绪和预期无疑是利好。但值得注意的是，政策发力更多是在房屋销售端（利率和财税政策）与竣工端（保交楼

政策),而黑色金属需求主要集中在开工阶段,新开工面积的显著下滑是去年下半年以来钢材需求大幅收缩的直接原因。考虑到本轮地产下行的深度,从销售到拿地到新开工的传导或比历史上的周期要更长,销售的好转并不能对钢材需求带来立竿见影的带动,竣工的改善对钢材需求的带动也较为有限。

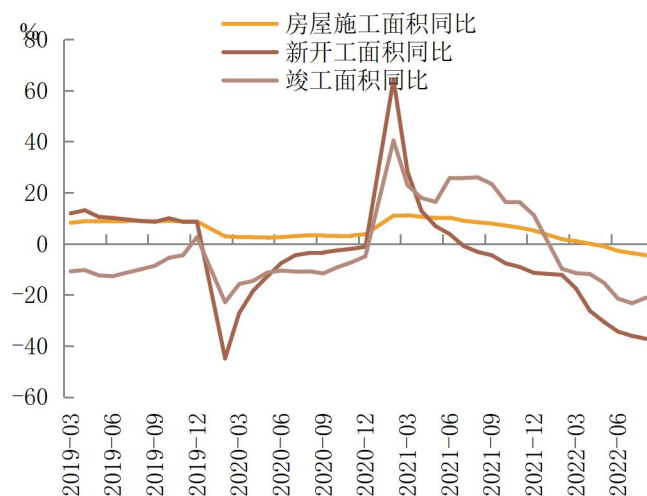
当前地产基本面数据仍然疲软,销售方面,9月前四周新房销售面积环比增长9%,同比跌幅收窄至23%,十一期间销售跌幅继续走阔。对于钢材期货而言,市场自去年11月就开始在“强预期”与“弱现实”间拉锯,在预期不断落空的过程中,对政策的敏感度也在边际降低。因此市场预期若想得到有效改善,地产销售或需要出现实质性持续性的回暖。同时也需要密切关注地产企业信用修复相关的政策。从预期出现改善到真实用钢需求兑现,我们认为其跨度或比市场想象地更加漫长。

图 9: 基建、地产投资情况



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

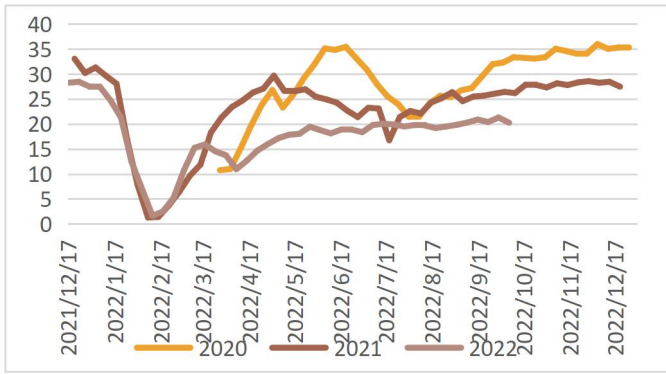
图 10: 地产施工细分增速



资料来源: 国家统计局, 优财研究院

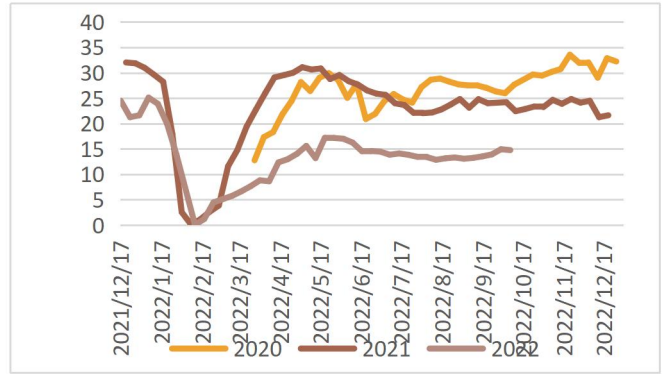
我们预计基建仍是托底钢材需求的主要板块。下半年以来地方政府加快推进基建项目审批,同时超 6000 亿元政策行资本金工具加速投放以弥补财政支出不足,预计基建的实物工作量将在四季度继续加速释放。今年基础设施建设投资额同比达到两位数的增长,可谓是螺纹需求中难得的亮点,但是鉴于我国城镇化率已经大幅提高,核心地区的高速公路、高铁已经较为完善,而非核心地区的铁路、公路等的投资回报率不具备经济性,因此基建总量的托底,未必能像十年前一样拉动螺纹的需求。

图 11: 混凝土: 产能利用率: 华东地区 (周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 12: 混凝土: 产能利用率: 华南地区 (周)

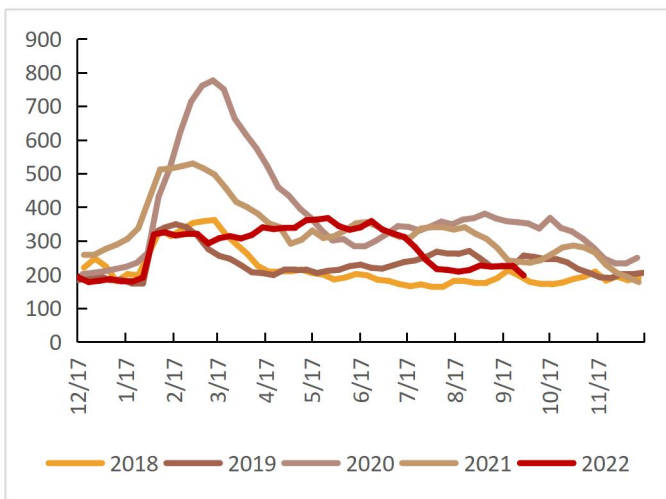


资料来源: Mysteel, 优财研究院

从混凝土开工率的情况也可以看出, 相较于水泥开工受错峰生产影响, 混凝土开工率更加贴合终端需求, 今年混凝土开工率明显低于往年水平, 显示出房建和基建的需求整体均不佳。

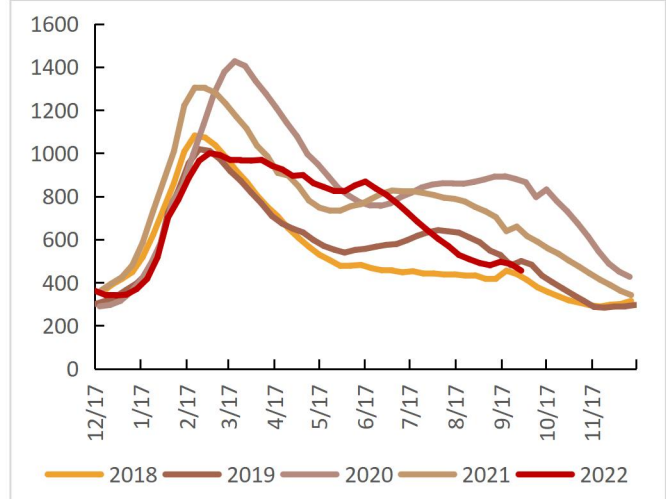
4、库存: 供应调节后库存压力不大

图 13: 螺纹钢厂库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 14: 螺纹社会库存



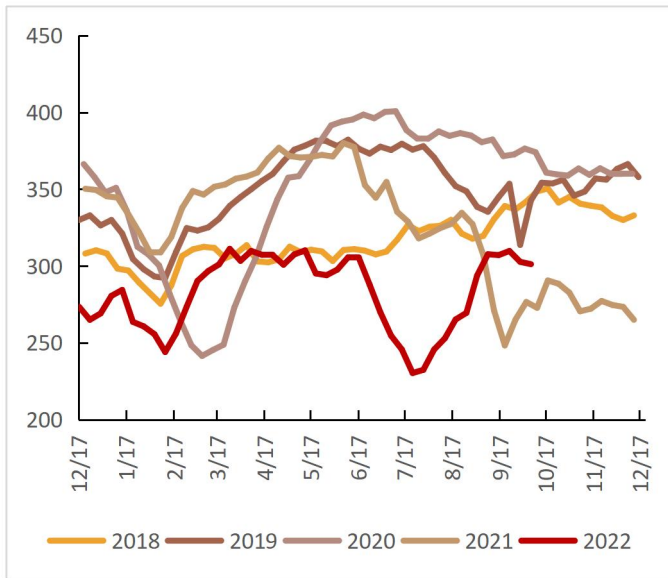
资料来源: Mysteel, 优财研究院

相较于需求端的悲观, 我们认为螺纹目前库存压力不大也是不争的事实, 但是这是前期钢材发生负反馈减产以及全年短流程供应低位下的结果。对于四季度以及年末而言, 我们认为螺纹库存大幅攀升的可能性不大, 因为一度需求不佳, 价格将快速走低, 从而再次激发钢厂供应收缩调节平衡的能力。

二、基础数据图解

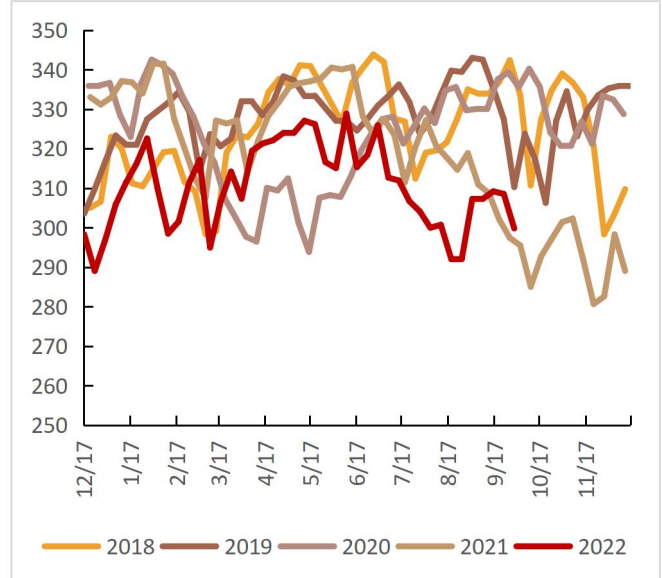
1、钢材产量

图 15：全国建材钢厂螺纹钢实际周产量（周）



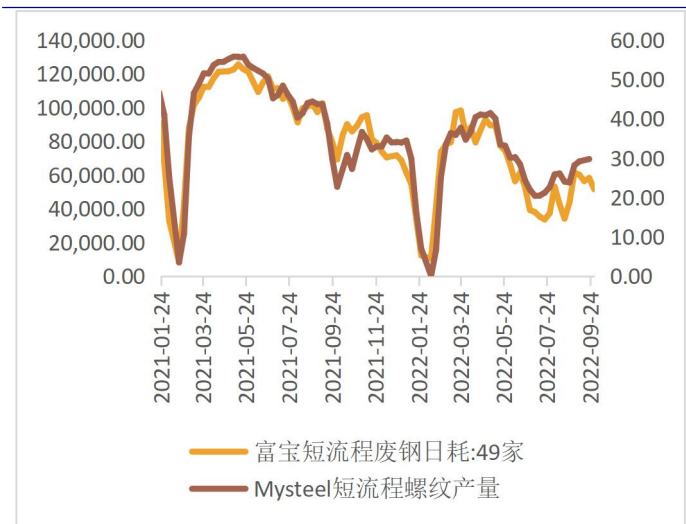
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 16：全国热轧板卷钢厂实际周产量（周）



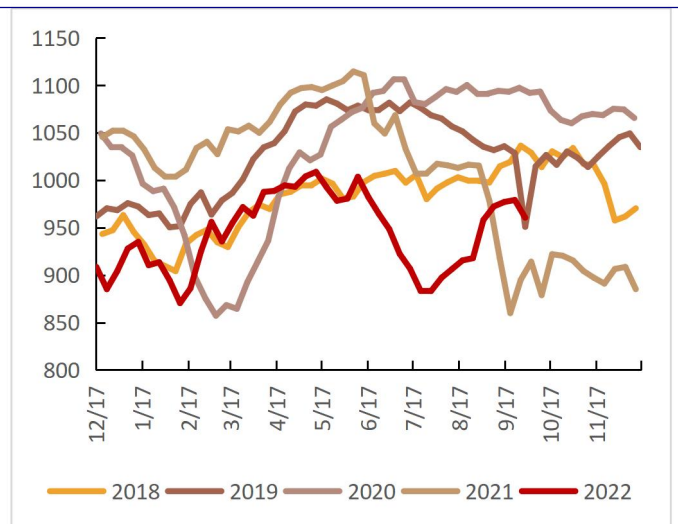
资料来源：Mysteel，优财研究院

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

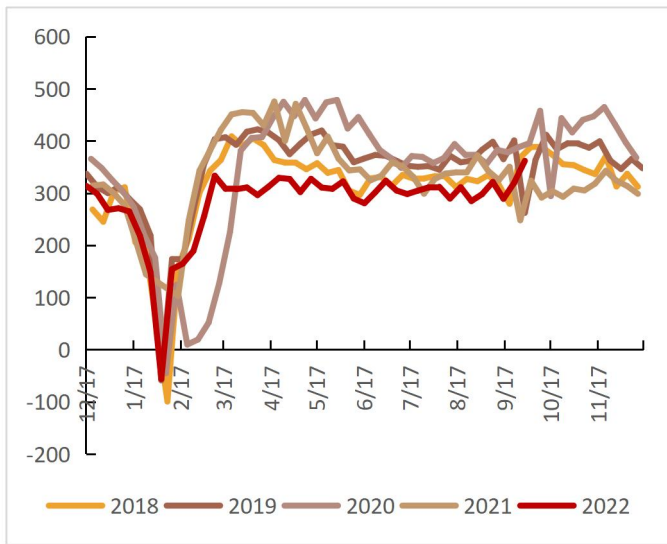
图 18：五大品种周产量（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

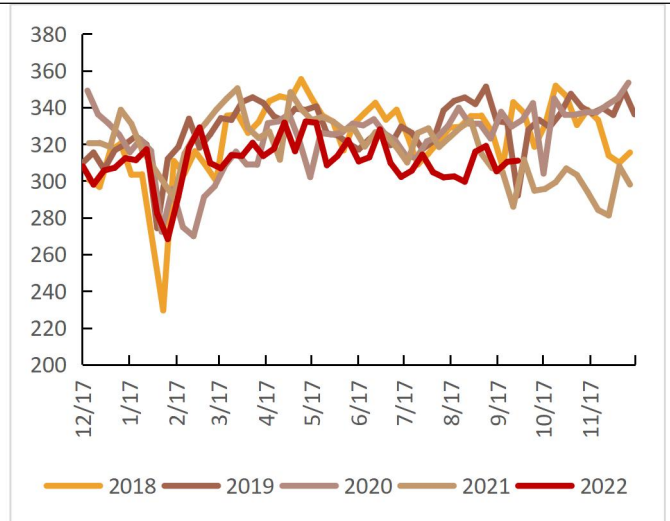
2、表观需求

图 19: 螺纹周度表观需求 (万吨/周)



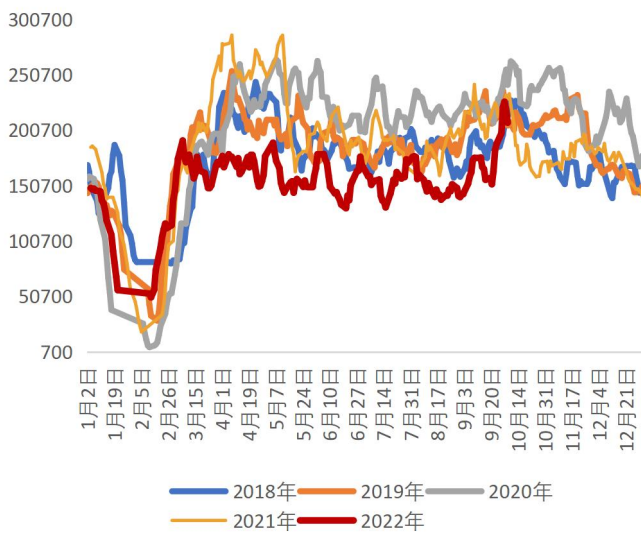
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 20: 热卷周度表观需求 (万吨/周)



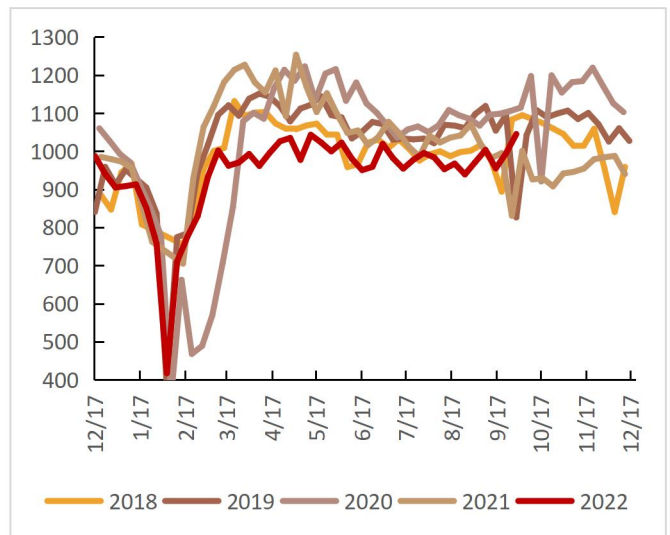
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

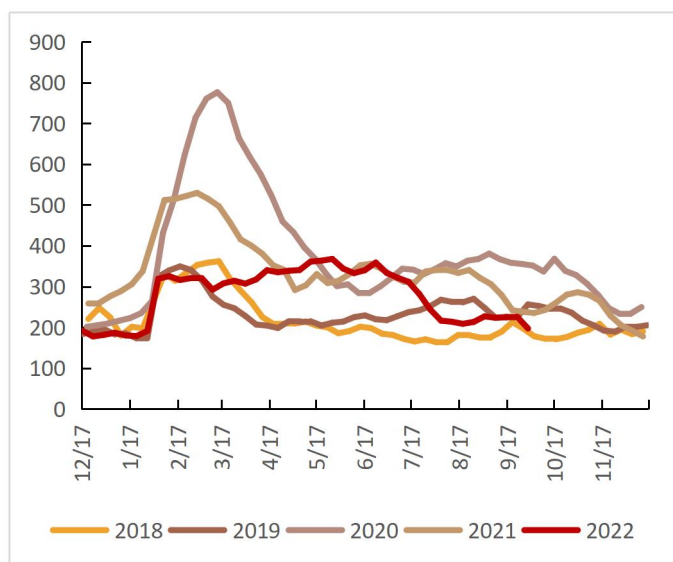
图 22: 五大品种钢周度表观需求 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

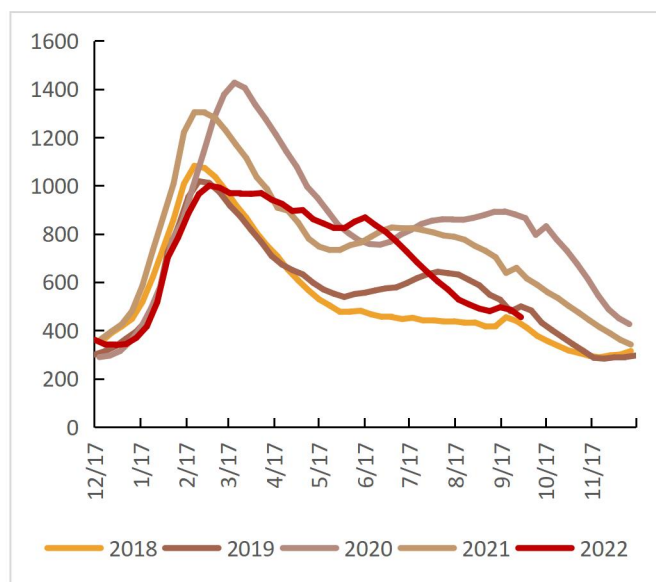
3、微观钢材库存

图 23：螺纹周度钢厂库存（万吨）



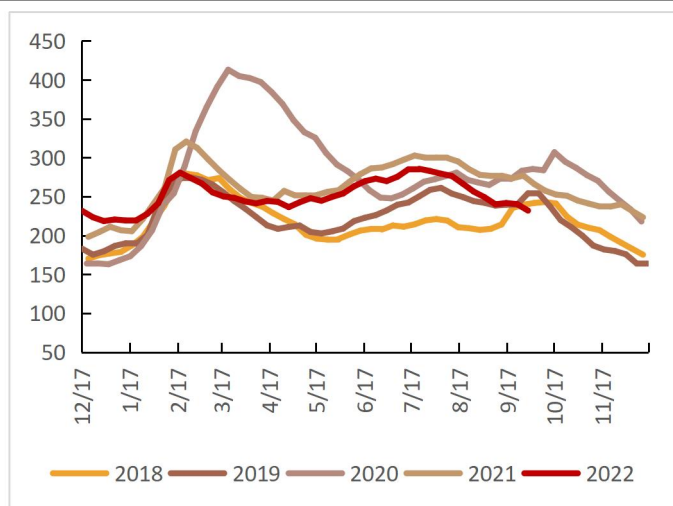
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 24：螺纹周度社会库存（万吨）



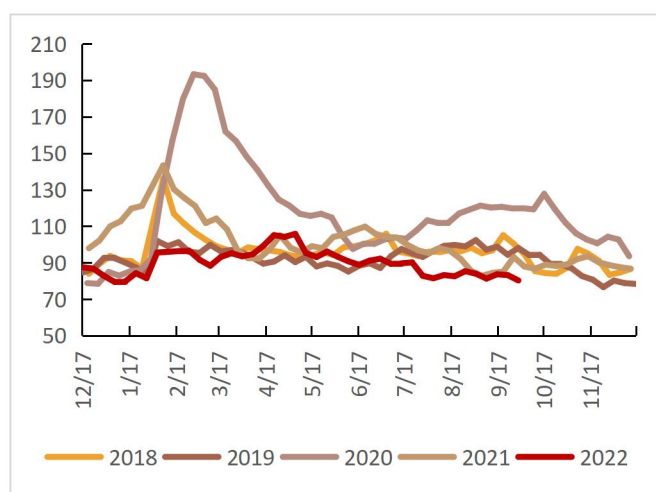
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 25：热卷周度钢厂库存（万吨）



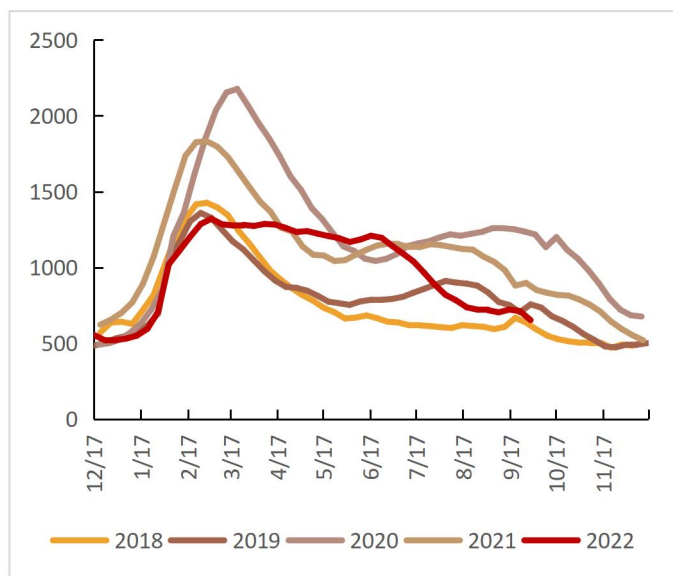
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 26：热卷周度社会库存（万吨）



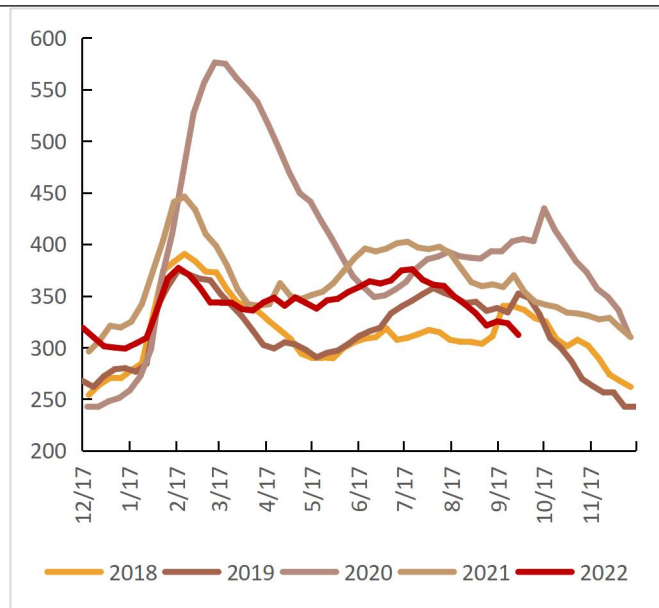
资料来源：Mysteel，优财研究院

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

随着美联储的加息以及缩表，全球的宏观流动性将继续退潮。在这种背景下，我们对于整个黑色板块而言，中期的观点还是偏谨慎。国内需求预期上，我们认为地产新开工断崖式下跌的情况不会出现根本性扭转，同时基建对于钢材需求的支撑，也无法弥补地产需求的缺位。

因钢厂具备调节供应的能力，因此螺纹总量过剩的情况不会特别明显，阶段性供需错配将是四季度行情主要驱动力。从路径上看，10-11月预计国内终端需求不及预期的情况将再度被验证，再次引发黑色板块负反馈，随后钢厂再度减产调节供应阀门，并支撑螺纹价格。整体判断预计将重演三季度的走势。

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，空配铁矿、双焦。

四、风险提示

美联储缩表、加息进度不及预期、国内大规模刺激经济

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/>