

供强需弱，4 月份钢市大概率走弱

——黑色系 4 月月度投资策略报告

东海期货 | 月度报告 2019-03-29

研究所 黑色金属策略组

投资要点

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号：F3033924

投资分析证号：Z0013026

联系电话：021-68757223

13818508644

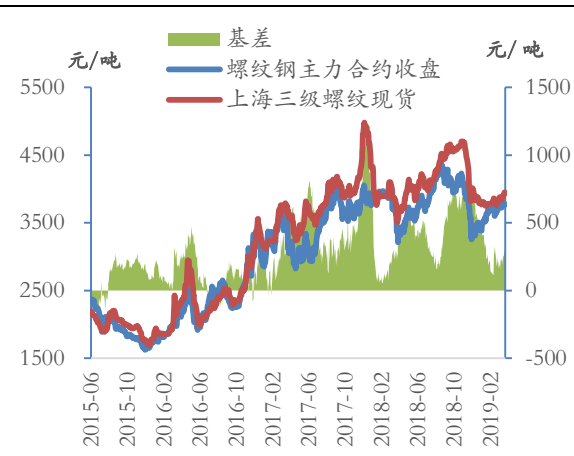
邮箱：liuhf@qh168.com.cn

- 随着两会的结束，空气质量的好转，环保限产对供给的抑制作用将逐渐减弱，3 月下旬之后，部分地区已经放松了重污染天气预警措施，叠加钢厂利润仍处于相对高位，4 月份之后市场供给压力将逐渐增大，对螺纹钢价格形成压制。而考虑到电炉钢供给弹性较大，2019 年全年来看，电炉钢成本或成为螺纹钢现货价格的主要运行中枢。
- 考虑到采暖季限产影响力度不同，以及华南雨季提前，之后会陆续进入华东梅雨季节以及华北高温，今年 4 月份需求很难保持去年强度。另外，从历史数据看，螺纹钢春季的平均去库存周期在 16 周左右，故未来一段时间螺纹钢库存仍将延续下行态势，但考虑到近几周螺纹钢产量回升明显，且 4 月份唐山、邯邢地区钢厂准备复产，在加上 4 月份之后螺纹钢需求强度将有所减弱，我们预计，4 月下旬之后螺纹钢库存降幅将逐步趋缓。
- 1-2 月份，房地产投资增速维持高位，但先行指标明显回落，预计地产投资中期下行压力大。基建投资仍有回升空间，但考虑基建投资主要起到托底和稳经济的左右，故预计回升空间或低于预期。制造业处于主动去库存阶段，短期将延续弱势，中期需关注降税所带来的影响。
- 铁矿石方面，淡水河谷矿难事件影响超出预期，加之近期澳洲飓风影响，外矿发货量大幅回落，铁矿石港口库存出现春季后首次下降，矿石中期供应偏紧预期仍在。需求来看，4 月份之后，钢厂复产数量逐渐增多，加之当前废钢成本仍高于铁水，故铁矿石需求有望进一步增加，且随着低品矿价格优势的消失，钢厂对中高品矿需求将增加。
- **结论：**3 月份两会期间多地出台环保临时性环保限产政策，但随着两会的结束，空气质量的好转，钢厂复产预期开始增加。需求方面，4 月份之后，由南向北逐步进入季节性需求淡季，需求整体强度料弱于 3 月下旬。同时，房地产先行指标明显回落，中期下行压力较大；基建更多的是起托底和对冲作用，回升幅度或低于市场预期。制造业处于主动去库存阶段，短期将延续弱势，中期需关注降税所带来的影响。总的来说，4 月份将呈现供强需弱格局，钢材价格或成弱势下行态势。
- **风险因素：**环保限产力度加大，库存超预期下滑

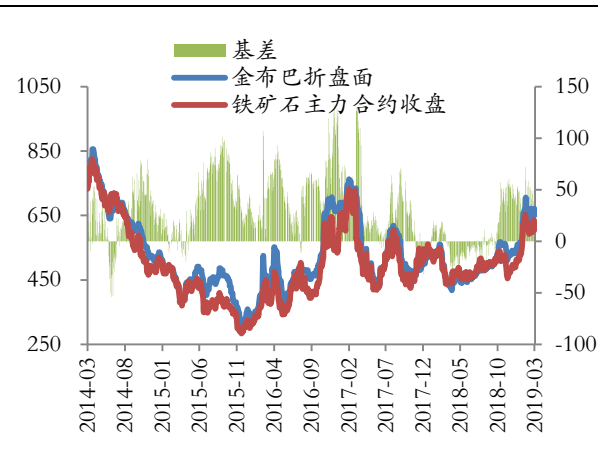
1. 行情回顾

3 月份之后，在上有供给回升压制，下有库存去化以及成本支撑的影响下，螺纹钢主力合约基本呈现窄幅震荡走势，截止到 3 月 22 日，螺纹钢主力合约报 3768 元/吨，较月初上涨 0.48%，主力合约较现货的贴水维持在 5% 附近，至月末有所扩大。原料端淡水河谷溃坝时间持续发酵，铁矿石价格延续高位震荡，主力合约始终位于 600 元/吨上方，螺纹比值 6.04，为近 3 年来相对低位。

图表 1 螺纹钢期现价差走势



图表 2 铁矿石期现价差走势

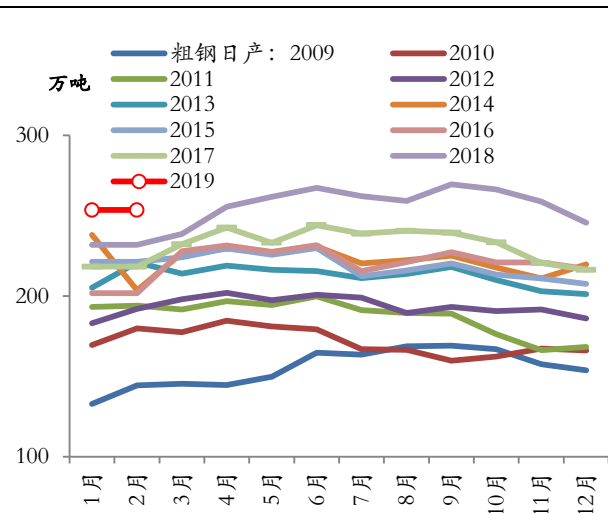


资料来源：Wind、东海期货

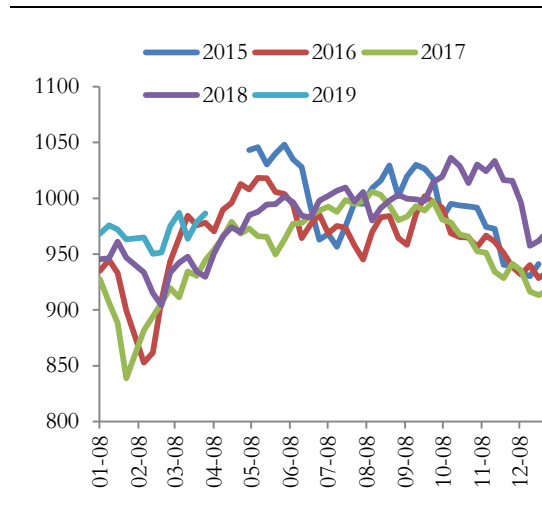
2. 供给：限产边际宽松&高利润，供给大概率回升

根据国家统计局数据，今年 1-2 月，国内粗钢产量 1.49 亿吨，同比增长 9.2%，增速较 2018 年全年回升 2.6 个百分点；日均产量为 253.53 万吨，环比 12 月增加 8 万吨，且创出历史同期最高水平。5 大品种钢材周度产量自春节之后也呈现震荡回升态势，截止到 3 月 22 日当周为 986.47 万吨，环比回升 8 万吨。环保限产边际宽松以及钢厂利润尚可是导致钢厂旺季生产强劲是供给快速回升的主要原因。

图表 3 粗钢日均产量季节性走势



图表 4 5 大品种钢材周度产量季节性走势



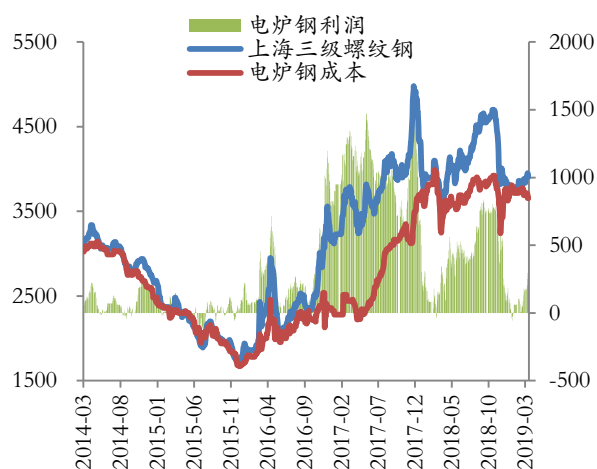
资料来源：Wind、东海期货

2019 年政府工作报告中尽管仍再次强调了污染防治的重要性，但也强调了对需要达标整改的给予合理过渡期，避免处置措施简单粗暴、一关了之，表明环保限产的边际宽松可能是方向性的，今年的政策重点更多的是专项巩固既有成果。短期来看，3 月份两会期间各地环保限产政策确有进一步趋严，多地出台临时性环保限产政策，全国高炉开工率和产能利用率也出现连续两周小幅回落；特别是 3 月

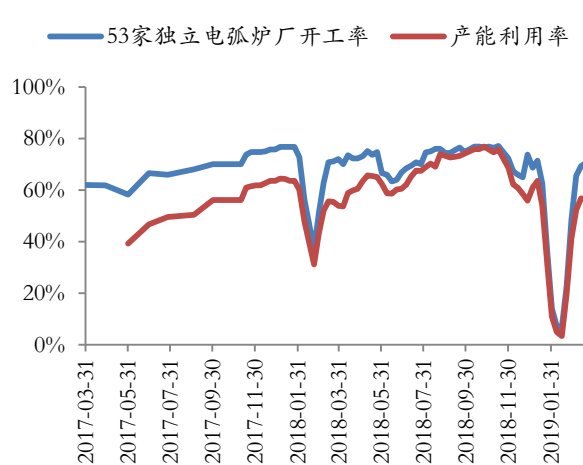
中旬被生态环境部通报后，唐山地区加强了大气污染防治和错峰限产管控，3月15日当周唐山地区高炉开工率和产能利用率分别回落7.2和7.3个百分点。不过，随着两会的结束，空气质量的好转，环保限产对供给的抑制作用将逐渐减弱，3月下旬之后，部分地区已经放松了重污染天气预警措施，钢厂开工数据亦小幅回升。中期来看，2019年环保限产方面仍需关注重大会议及活动前后，突发性、临时性的环保限产政策对行情所照成的影响。

另一方面，利润的变化也是影响2019年供应的一个重要因素。目前长流程企业螺纹钢毛利在600元/吨左右。同时，随着废钢价格的回落以及前期螺纹现货价格的反弹，电炉钢利润已经回升至250元/吨左右的水平，受此影响，电炉钢开工率近几周明显回升，截止到3月22日当周，全国53家电弧炉企业开工率和产能利用率分别为70.59%和56.71%，而春节前后电炉钢开工率曾一度跌至个位数。预计后期随着环保限产力度的减弱以及电炉钢复产的继续加快，4月份之后市场供给压力将逐渐增大，对螺纹钢价格形成压制。而考虑到电炉钢供给弹性较大，2019年全年来看，电炉钢成本或成为螺纹钢现货价格的主要运行中枢。

图表 5 电炉钢利润变化情况



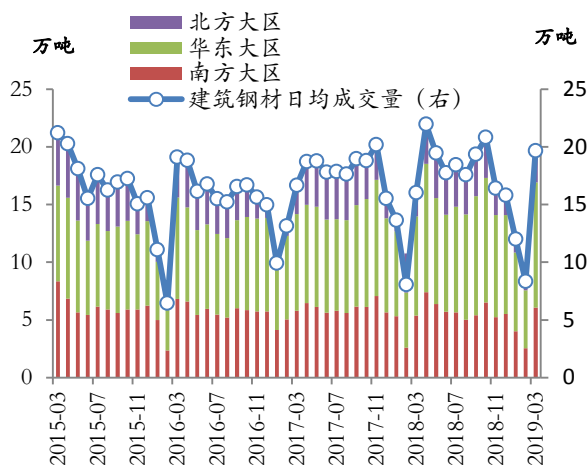
图表 6 电弧炉厂开工率及产能利用率走势



资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

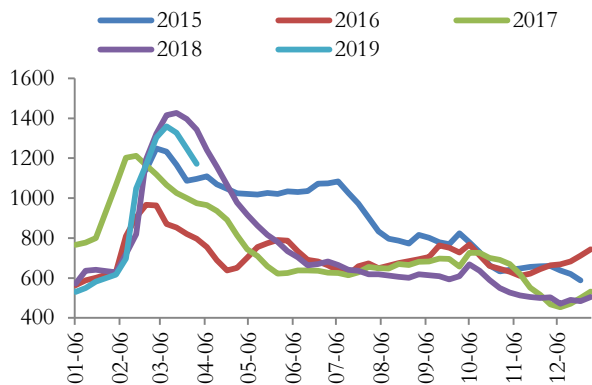
3.需求：房地产新开工面积大幅下行，钢材需求拐点将至

每年春节过后3-4月一般为传统需求旺季，今年钢材需求启动时间早于去年，3月份以后，螺纹钢周度表观消费量持续回升，目前已经连续两周位于400万吨以上，上海线螺终端采购量数据也高于往年同期水平，但我们认为这种需求强度后期或难以持续。主要是由于今年冬季受采暖季限产影响较小，整个冬季下游都在赶工，而2018年则是将整个冬季的需求压至4月份集中爆发。即便维持去年需求强度保持6周的状态（螺纹钢周度表观消费量在350万吨以上），需要也将在4月上中旬见顶回落。另一方面，今年华南雨季提前，之后会陆续进入华东梅雨季节以及华北高温，因此从季节性角度讲后期需求走弱概率也较大。

图表 7 建材成交量月均数据


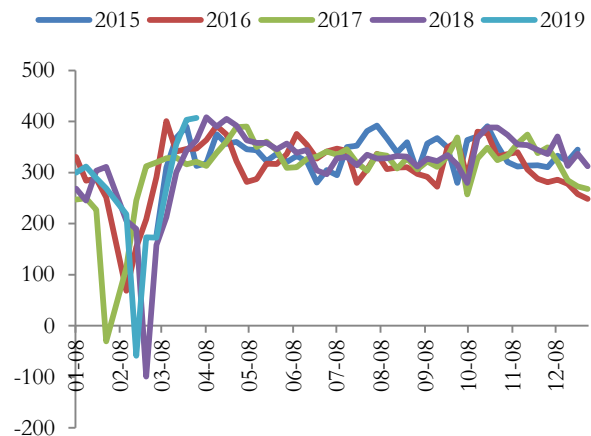
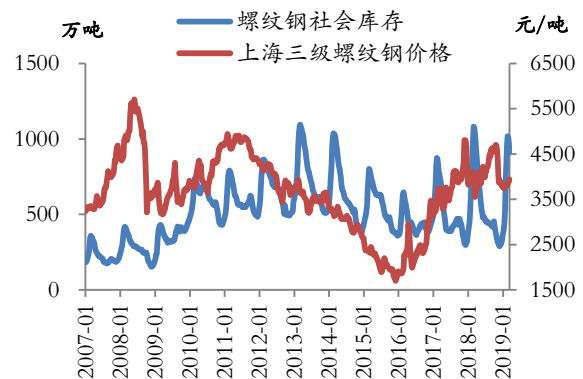
资料来源: Mysteel、东海期货

从库存角度来看,3月初螺纹钢开始进入去库存阶段,截止到3月22日当周,螺纹钢总库存为1172.28万吨,较前期高点下跌186.97万吨;钢厂库存前置因素使得厂库的降幅明显快于社会库存。3月底到4月初处于增值税调整的敏感时间点,部分贸易商为赚取降税的价差倾向于惜售囤货,待4月份降税政策落地之后在行销售,这将会导致4月上中旬贸易商抛货意愿增加,进而加剧市场短期供给压力,利空钢材价格走势。另一方面,从历史数据看,螺纹钢春季的平均去库存周期在16周左右,故未来一段时间螺纹钢库存仍将延续下行态势,但考虑到近几周螺纹钢产量回升明显,且4月份唐山、邯邢地区钢厂准备复产,在加上4月份之后螺纹钢需求强度将有所减弱,我们预计,4月下旬之后螺纹钢库存降幅将逐步趋缓。

图表 9 螺纹钢库存季节性走势


资料来源: Mysteel、东海期货

从钢材主要下游行业来看,今年1-2月份,国内房地产投资同比增长11.6%,增速较2018年全年回升2.1个百分点,超出市场预期。不过,我们认为,房地产投资的高增长不可持续。一方面,前两个月土地购置面积和土地成交价款均大幅下滑,分别为-34.1%和-13.1%,预示着土地购置费用对后期的房地产投资难以形成有效支撑。事实上,1-2月份剔除土地购置费用后房地产投资增速为6.5%,2018年全年为-3.26%,这也表明土地购置费用对地产投资的支撑作用在减弱,1-2月份地产投资的高增长主要是靠存量施工支撑。另一方面,今年1-2月份,商品房销售面积同比下降3.6%,为2015年6月以来首度出现负增长,从历史数据看,每一次商品房销售面积转负,新开工均会面临较大的调整压力。而新开工阶段的钢材用量远大于施工阶段,因此螺纹钢需求下行压力较大。

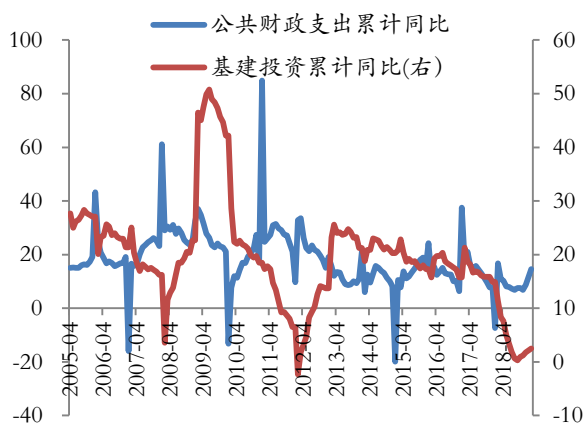
图表 8 螺纹钢周度表观消费

图表 10 螺纹钢社会库存与价格走势变化


图表 11 剔除土地购置费用后地产投资变化情况

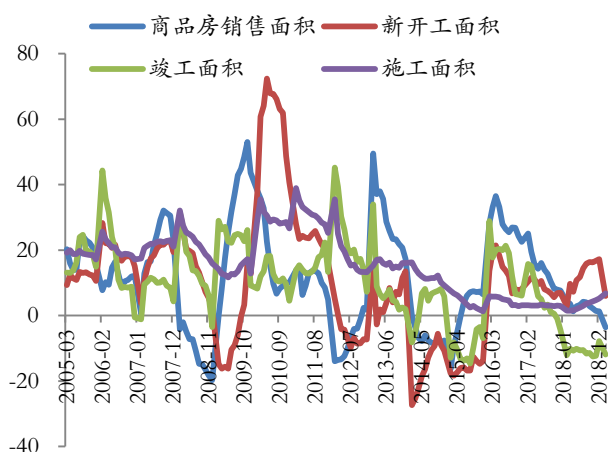
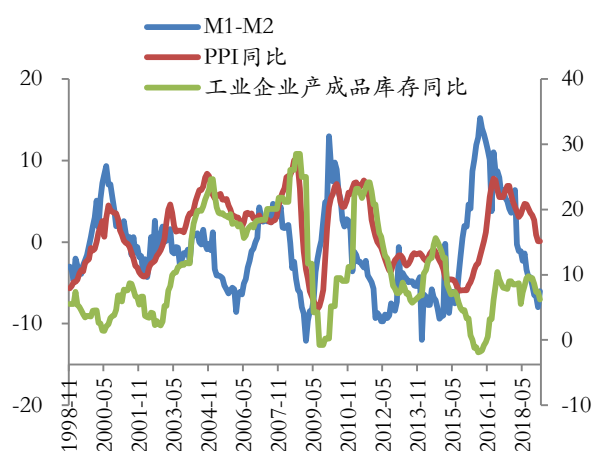

资料来源： Wind、东海期货

得益于宏观逆周期调节政策的实施，1-2 月份基建投资状况继续好转，前两个月增速为 2.5%，较 2018 年回升 0.8 个百分点。目前，作为基建投资领先指标的挖掘机和重卡销量均保持高速增长；同时基建融资环境继续改善，2 月份地方政府专项债发行继续回升，为 1771.01 亿元，M1-M2 触底回升，贷款、城投债等指标也有所改善。因此，我们认为基建投资仍有进一步改善空间，但考虑到地方债务问题，其实际增速可能低于市场预期；我们看到今年政府工作报告中提到的公路、水运投资目标仍为 1.8 万亿元，与去年目标持平。铁路投资目标 8000 亿元，与去年政府工作报告中目标 7320 亿元相比有所上调，但考虑到去年中该目标已经上调至 8000 亿元，以及实际完成 8028 亿元，其力度也低于市场预期。

制造业方面，今年 1-2 月份，国内制造业投资同比增长 5.9%，增速较 2018 年全年回落 3.6 个百分点，具体行业中，汽车、家电销量均不同程度回落。工业企业利润的持续回落是压制制造业投资增长的主要原因，今年 1-2 月份，国内工业企业利润同比下降 14%，叠加当前制造业处于主动去库存周期，因此短期制造业投资仍有进一步下行空间，对热卷价格形成压制。不过，我们也看到，在制造业走弱的阶段，政府一般会出台一些汽车、家电消费的刺激政策，且今年从 4 月 1 日将会对增值税下调 3 个百分点，在加上社保费率的下调，减税规模达到 2 万亿，主要受益行业为制造业，故我们需关注减税政策对制造业中长期的影响。

图表 13 财政支出与基建投资走势对比


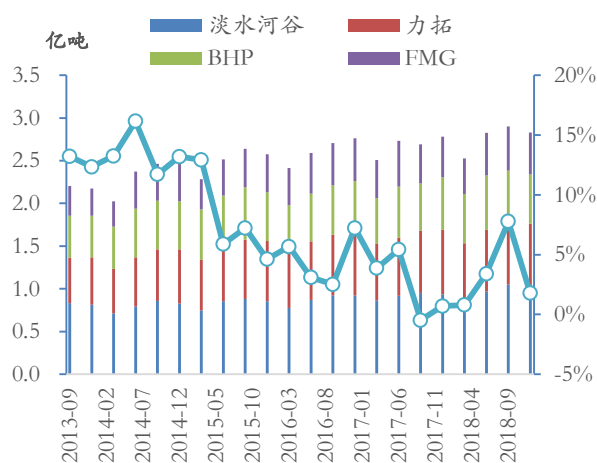
资料来源： Wind、东海期货

图表 12 房地产销售、新开工、施工和竣工面积走势

图表 14 货币供应、PPI 与库存关系


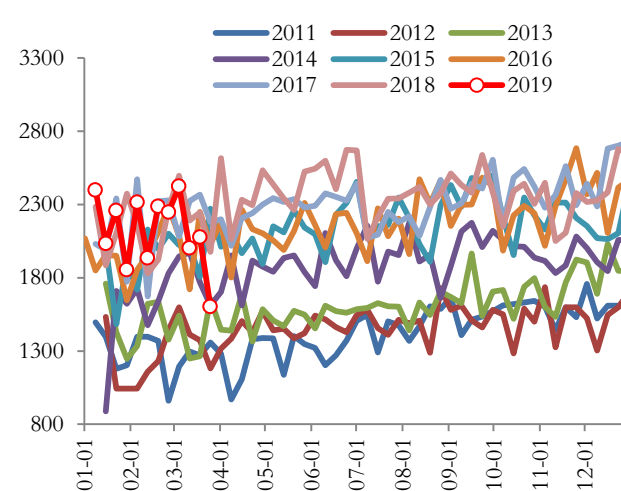
4 原料端：巴西矿难&澳洲飓风，矿石供给收缩预期仍强

原料方面，2019 年春节之后，淡水河谷溃坝时间持续发酵，复产、停产以及停运消息反复出现，扰动矿石价格。根据淡水河谷四季报披露数据显示，溃坝事件影响铁矿石年化产量 9280 万吨，占淡水河谷 2018 年总产量的 24.1%，若考虑球团矿影响，则影响总量将超过 1 亿吨，远高于此前市场预期的 4000-7000 万吨的水平。因此，矿石中期供给格局依然偏紧。短期来看，澳洲飓风也对矿石供给形成扰动，根据 Mysteel 相关统计，澳洲飓风实际影响澳洲三大 铁矿石发运港共计 5.5 天，影响澳大利亚矿石发运量共计 1048.2 万吨。中短期因素叠加，导致近期矿石发货量大幅下降，最新一期的澳洲、巴西矿石发货量仅为 1603.1 万吨，远低于历史同期水平；同时港口库存也出现了春节之后的首次下降。后期仍需密切关注矿石发货量变化以及港口库存下降的持续性。

图表 15 四大矿山产量变化走势

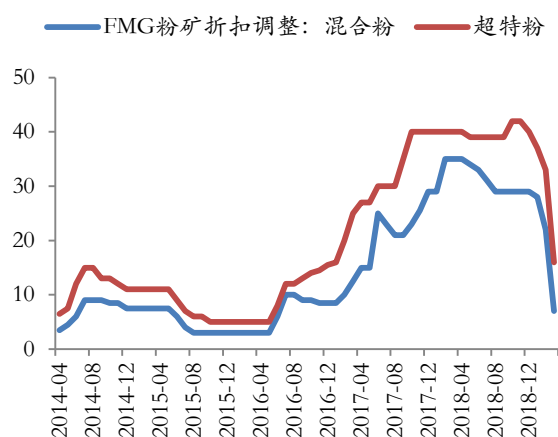


图表 16 澳洲、巴西矿石发货量变化

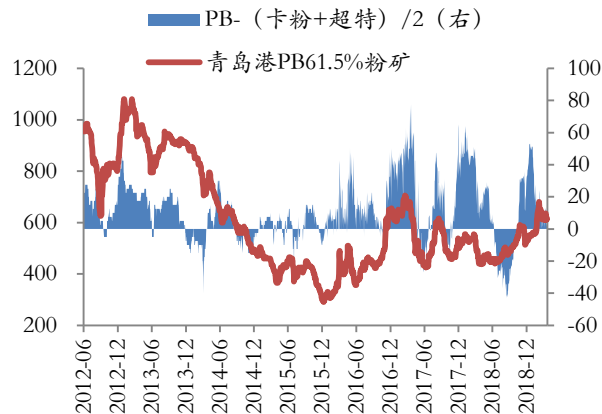


资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

图表 17 FMG 低品矿价格折扣比例



图表 18 高低品矿价差走势图



资料来源：Mysteel、东海期货

从矿石需求端来看，1-2 月份，生铁产量同比增长 9.8%，且增幅近几年来首度超过粗钢产量，显示铁矿石需求整体维持高位。4 月份之后，钢厂复产数量逐渐增多，加之当前废钢成本仍高于铁水，故铁矿石需求有望进一步增加。另一方面，受到今年钢厂利润明显收窄影响，其对低品矿需求偏好增加。中低品矿价格的上涨以及 4 月份 FMG 再度下调混合粉和超特粉的折扣比例均印证了这一结论。我们看到当前 PB 粉和混矿的价差已经收窄至 0 附近，低品矿价格优势基本消失，所以钢厂后期对 PB 等

中高品位矿需求或将有所增加，这也会对矿石期价形成提振。

5. 结论与投资建议

3 月份两会期间多地出台环保临时性环保限产政策，但随着两会的结束，空气质量的好转，钢厂复产预期开始增加。需求方面，4 月份之后，由南向北逐步进入季节性需求淡季，需求整体强度料弱于 3 月下旬。同时，房地产先行指标明显回落，中期下行压力较大；基建更多的是起托底和对冲作用，回升幅度或低于市场预期。制造业处于主动去库存阶段，短期将延续弱势，中期需关注降税所带来的影响。总的来说，4 月份将呈现供强需弱格局，钢材价格或成弱势下行态势。

单边策略：螺纹钢建议逢高沽空远月 1910 合约。铁矿石供需紧平衡格局持续，后期需密切关注发货量及库存变化，操作上建议逢低做多远月 1909 合约

套利策略：关注铁矿石远月跨期正套策略（买 9 卖 1）以及逢高沽空螺矿比策略

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn