

云开方见日，潮尽炉峰出

——钢材 2020 年年度策略报告

东海期货 2020 年年度策略报告 | 黑色篇

研究所 黑色系策略组

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

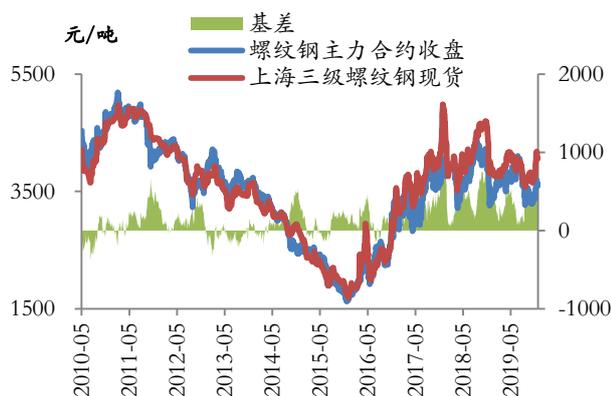
投资要点

- 2020 年为产能置换项目的集中投放之年，尽管产能置换一直要求采取减量置换方式，且要求新置换产能投产之前，原有设备必须拆除到位，但考虑到随着生产工艺的提升，新设备的实际生产能力高于原有设备，在加上环保水平的改善，预计 2020 年通过产能置换可能会释放约 2000 万吨左右的产量。
- 2020 年废钢供应可能会继续处于偏紧态势，预计 2020 年废钢供应增加约 1500-2000 万吨左右。在废钢价格偏强的背景下，电炉钢的高成本为高炉利润提供了安全垫。所以从利润对产量的调节来看，2020 年，我们更需要关注电炉钢利润的变化以及由此带来的阶段性投资机会。
- 随着政策的边际宽松和环保设备的升级改善，环保限产 2020 年对供给的影响将进一步减弱。因此，2020 年环保方面更需关注主要产区空气质量变化情况。若空气质量转差，不排除限产阶段性趋严可能。
- 需求也将有所回落，主要是建筑行业用钢需求增速放缓所致，制造业方面，2020 年可能会出现一轮小周期补库存，叠加政府消费刺激政策效果的逐渐显现以及地产竣工周期的支撑，预计其用钢需求可能会出现边际好转，届时可关注卷螺价差阶段性投资机会。
- **结论：**2020 年为置换产能集中投放期，叠加环保限产边际放松，故全年来看，供应料继续延续 2019 年的回升态势。但考虑到废钢供应仍偏紧，故从利润对产量的调节来看，可以关注电炉钢利润的变化对供给的扰动以及由此带来的阶段性投资机会。需求方面，尽管国家基建投资力度将加大，但不足以对冲地产投资下滑，建筑业用钢需求较 2019 年料放缓。制造业方面，2020 年可能会出现一轮小周期补库存，叠加政府消费刺激政策效果的逐渐显现以及地产竣工周期的支撑，制造业用钢需求或出现边际好转。总的来说，2020 年呈现供需双增，但需求增速慢于供给，故价格仍将呈现宽幅震荡，重心下移的格局。
- **风险因素：**置换产能投放力度不及预期，建筑业需求韧性超预期，制造业投资回升力度不及预期

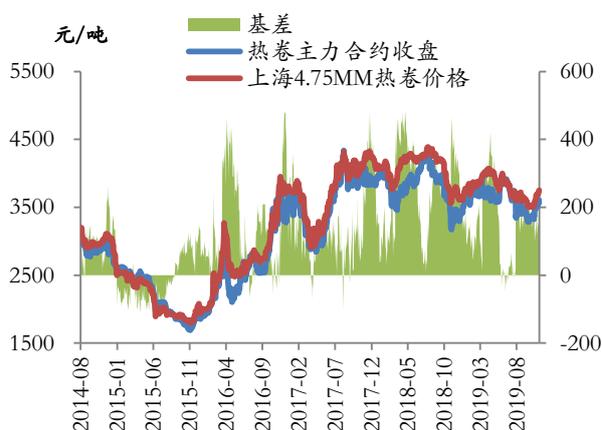
1.行情回顾

2019年，国内钢材市场呈现冲高回落走势，上半年走势明显强于下半年。1-2月份，随着一系列逆周期调控政策的出台，市场对于春节后供需预期有所好转。但春节过后，需求启动，库存累计幅度远超预期，钢材市场走出了一波下跌行情。4月份后，需求超预期恢复，叠加矿石价格大幅反弹以及环保限产等因素，钢材价格走出了一波明显的反弹行情，且一直持续至7月中旬，本轮反弹螺纹钢现货价格均达到年内新高。7月中旬以后，淡季到来，钢材库存超预期回升，在加上铁矿石价格回调，钢材价格见顶回落，9月之前基本呈现单边下跌走势，并一直持续至10月中旬，本轮下跌创出了年内新低，期间9月份出现了20天左右的阶段性反弹。之后在供需阶段性错配的影响下，钢材市场11月份再度走出一波反弹行情，近期则开始见顶回落。

图表 1 螺纹钢期现价差走势



图表 2 热卷期现价差走势

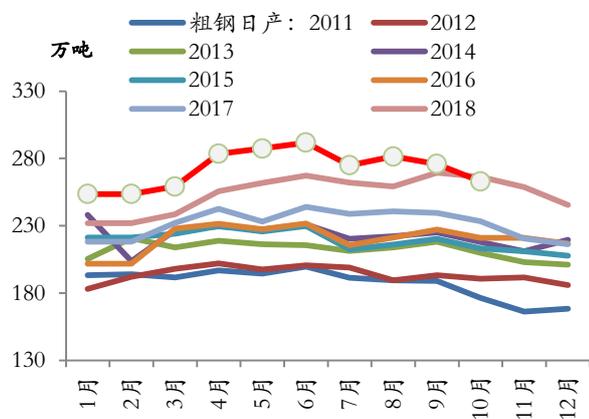


资料来源：Wind、东海期货

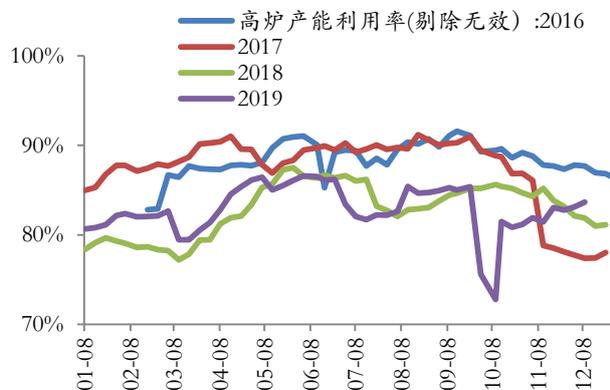
2.供给：产能利用率提升，钢材供给料继续扩张

2019年，国内粗钢产量显著高于往年同期，根据国家统计局数据，1-10月份国内粗钢产量8.29亿吨，同比增长7.4%；日均产量在6月份达到291万吨历史高位，此后小幅回落，但一直高于历史同期水平。在供给侧改革严控新增产能的背景下，2019年粗钢产量的高位主要得益于高炉产能利用率的改善和短流程炼钢产能持续投产所致，预计2019年全年粗钢产量有望突破9.8亿吨。同比增长6.5%左右，增速与去年同期基本持平。对于2020年供应状况，我们主要关注产能置换项目投产情况，电炉钢产量变化情况以及环保限产对供给的影响情况。

图表 3 粗钢日均产量季节性走势



图表 4 高炉产能利用率季节性走势



资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

2.1 置换产能下半年集中投产，行业供给压力料增大

国内钢铁行业供给侧改革自 2016 年初启动，截止到 2018 年底已经提前完成了“十三五”期间压减粗钢产能 1-1.5 亿吨的任务。2018 年 1 月，工信部公布了《钢铁行业产能置换实施办法》，表明去产能的工作重点开始由总量压减转向结构调整。根据 Mysteel 相关统计数据，自 2018 年至今共发布了 96 项产能置换方案，其中 46 项将于 2020 年底前投产，涉及新建炼钢产能 7318.8 万吨，炼铁产能 6837.05 万吨；退出炼钢产能 8648.28 万吨，炼铁产能 8361.25 万吨。其中钢铁大省河北 2020 年将有近亿吨产能投产，涉及炼钢产能 4965.8 万吨，炼铁产能 4996.5 万吨。尽管产能置换一直要求采取减量置换方式，且要求新置换产能投产之前，原有设备必须拆除到位，但考虑到随着生产工艺的提升，新设备的实际生产能力高于原有设备，在加上环保水平的改善，预计 2020 年通过产能置换可能会释放约 2000 万吨左右的产量。另外，2018 年开始，钢铁行业固定资产投资明显回升，我们认为主要是由于产能置换项目投产以及环保设备投入增加所致，由于钢铁项目建设周期一般为 2-3 年，这也从一个侧面表明 2020 年将进入钢铁置换产能的集中投放期。

图表 5 部分 2020 年投产产能置换项目列表

项目	生铁产能	粗钢产能	投产时间
秦皇岛宏兴钢铁	226	345	2020 年 12 月
唐山瑞丰钢铁	178.5	210	2020 年 12 月
唐山金马钢铁	133		2020 年 5 月
唐山东华钢铁	196		2020 年 12 月
石家庄钢铁		200	2020 年 10 月
唐山港陆钢铁有限公司	133	190	2020 年 12 月
河北敬业集团	266	160	2020 年 12 月
河北鑫达集团	255	230	2020 年 6 月
河北荣信钢铁	133	239	2020 年 6 月
唐山国义特种钢	274	320	2020 年 12 月
河钢乐亭钢铁有限公司	267	405	2020 年 12 月
河北唐银钢铁有限公司	266	230	2020 年 12 月
唐山不锈钢有限责任公司	205	135	2020 年 12 月
唐山市丰南区经安钢铁有限公司		170	2020 年 12 月
迁安市九江线材有限责任公司	133	115	2020 年 6 月
乌兰浩特钢铁		135	2020 年 10 月
安徽郎溪县鸿泰钢铁公司		98	2020 年 5 月
山西中升钢铁		165	2020 年 12 月
宁波钢铁	213		2020 年 12 月
四川德胜集团钒钛有限公司	159		2020 年 12 月
四川金圣钢铁		100	2020 年 12 月

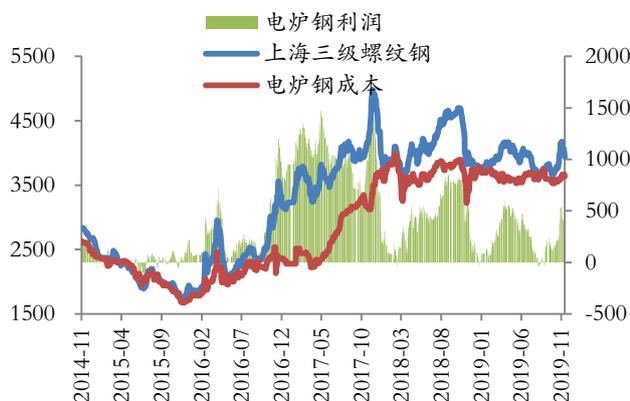
资料来源：Mysteel、东海期货

2.2 电炉钢继续发挥决定行业供需平衡边际产能的作用

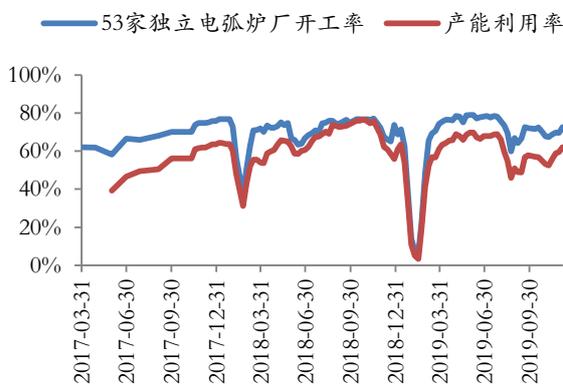
目前国内电炉钢以中小民营企业居多，具备开关灵活的特点，且在当前废钢供应紧平衡的格局下，电炉钢成本位于整个钢材成本曲线的上端，这使得电炉钢产量成为了决定行业供需平衡的边际产能，一旦钢价下跌，最先受冲击的是电炉钢产能，而随着电炉钢的关停，会促进行业达到新的供需平衡，从而对钢价形成支撑。我们看到，2019 年三季度之后，钢材价格大幅下跌，钢厂利润特别是电炉钢利润明显收窄，至 9 月份之后开始出现亏损状态，而同时期的电炉钢产能利用率也从 68.9% 最低降至 46%，钢联公布的短流程螺纹钢周度产量也出现了 30% 左右的降幅。11 月份之后，钢材价格明显反弹，电炉

钢利润最高扩大至 400-500 元/吨，同时期电炉钢产能利用率则从 53%反弹至 62%，短流程端螺纹钢产量反弹幅度达到 20%。因此，钢材现货价格一旦跌破电弧炉成本，则下方可能会有明显支撑。

图表 6 电炉钢成本及利润变化情况



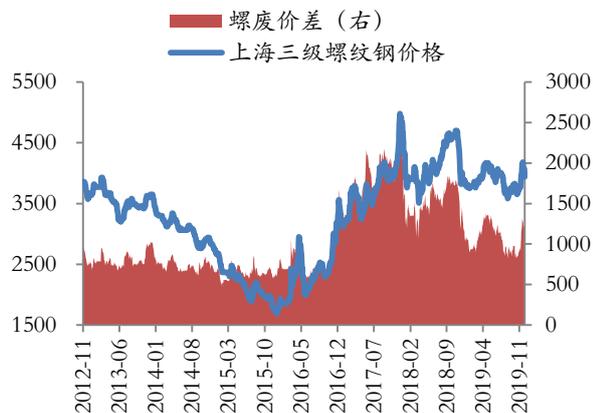
图表 7 电炉钢开工率及产能利用率



资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

2017 年-2018 年采暖季限产以及电弧炉产能大量投产导致废钢需求激增,导致废钢价格表现坚挺。2018 年 11 月和 19 年 7 月钢材价格两次下调期间,废钢价格尽管也有所下跌,但跌幅均小于钢材,具体表现为电炉钢利润的收窄直至亏损,近期钢价的回调过程中,废钢价格表现与前两轮类似。导致这一现象的主要原因是今年的废钢供应持续偏紧以及钢厂废钢库存处于低位所致。考虑到当下制造业投资依然处于低位,加工废钢产量难有明显上升;且 2019 年 7 月 1 日以后废钢进口政策再次收紧,故 2020 年废钢供应可能会继续处于偏紧态势,预计 2020 年废钢供应增加约 1500-2000 万吨左右。同时,近期螺纹和废钢的价差仍处于相对低位,也从侧面验证了这一结论。在废钢价格偏强的背景下,电炉钢的高成本为高炉利润提供了安全垫。所以从利润对产量的调节来看,2020 年,我们更需要关注电炉钢利润的变化以及由此带来的阶段性投资机会。

图表 8 螺纹与废钢价差走势



图表 9 转炉电炉成本差走势变化



资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

2.3 环保限产对供给的抑制作用继续减弱

2017 年中央经济工作会议将治理环境污染作为三大攻坚战之一后,每年的 11 月 15 日至次年 3 月 15 日,京津冀、长三角和汾渭平原都会采取一些停产限产手段来保证空气质量情况。以限产最为严格 2017 年为例,采暖季限产期间影响粗钢产量约 4140 万吨,占当年粗钢产量的比重约为 5%。18 年 9 月下旬之后,受到宏观经济下行压力影响,政策重点开始转向稳就业,环保限产则开始呈现边际宽松迹象。之后,环保限产政策一直以差异化限产和禁止“一刀切”作为主要政策基调,2019 年全年的环保限产政策也基本延续这一基调,总体力度低于市场预期,仅 70 周年大庆期间,环保限产出现了阶段

性趋严情况。

2020 年之后，环保限产对供给的影响将进一步减弱。自 19 年 10 月中旬以来，京津冀、长三角和汾渭平原地区相继公布了秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案，与去年文件相比，京津冀将 PM2.5 平均浓度降幅和重度以上污染天数降幅目标小幅上调，其他两地则不同程度下调；且三地政策文件均强调坚决反对“一刀切”。另外，11 月中旬，我们前往唐山地区进行了调研，当时调研的主要钢厂均未收到政府的相关限产文件，企业普遍预计今年限产整体力度与去年相当，甚至可能松于去年。我们根据已经公布的政策文件和唐山地区相关的产能数据的算，今年整个采暖季期间综合限产比例约为 24%，低于 2018 年 31.55% 的限产比例。

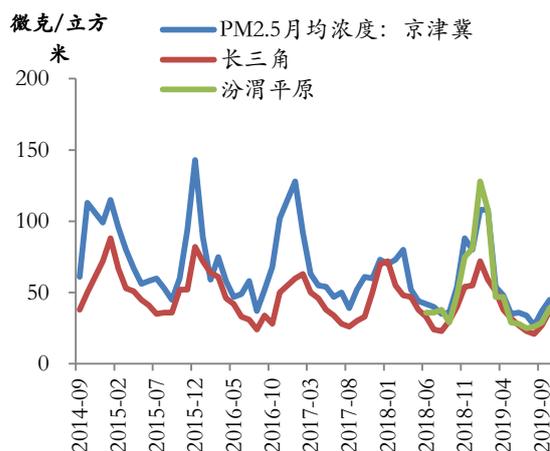
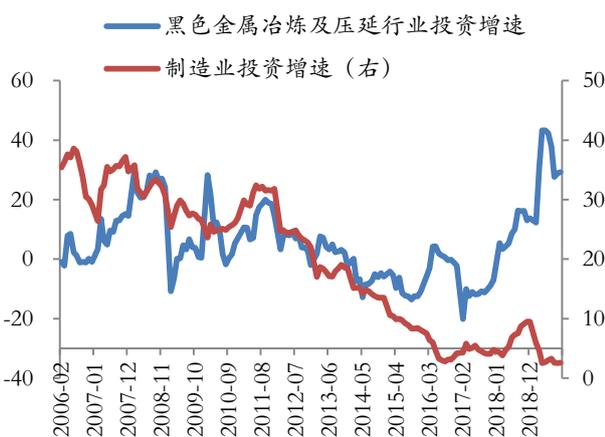
图表 10 唐山地区采暖季限产影响情况测算

单位：万吨	总产能	第一阶段限产影响	第二阶段限产影响
C1	5215	128.59	347.67
C2	4615	284.49	538.42
C3	1266	85.85	168.80
合计	11096	498.92	1054.88
限产总计影响量		1553.80	
限产日均影响量		9.30	
唐山地区日均铁水产能		39.53	
综合限产比例		23.54%	

资料来源：Mysteel、东海期货

同时，近两年来钢厂环保水平不断改善，吨钢环保投入普遍在 200-300 元之间，以唐山地区为例，当地主要钢厂均已经完成超低排放改造。根据国家统计局的数据，今年 1-10 月，国内黑色金属冶炼及压延行业固定资产投资同比增长 29.2%，增速较 2018 年全年加快 15.4 个百分点，这主要得益于环保设备的投入以及置换产能项目投产建设所致。另一方面，环保限产主要目的是改善空气质量，唐山地区一些钢厂也提到，若空气质量转差，不排除限产阶段性趋严可能。因此，2020 年仍需关注主要产区空气质量变化情况。随着差异化限产和禁止“一刀切”的政策基调，钢厂环保水平的不断改善，加之 2020 年经济下行压力仍较大，预计环保限产对供给影响扰动将持续弱化。

图表 11 黑色金属冶炼及压延业、制造业投资走势 图表 12 主要地区 PM2.5 月均浓度变化



资料来源：Wind、东海期货

综合来看，2020 年将进入置换产能投放期，尽管一直延续减量置换政策，但考虑到生产工艺的提升，新设备的实际生产能力强高于原有设备，在考虑到环保限产作用的弱化以及电炉钢新投产因素的影响，2020 年粗钢产量同比将继续延续增长态势，但增速较 2019 年有所放缓，预计全年粗钢产量增

长 3.5%左右，有望达到 10.3 亿吨的水平。

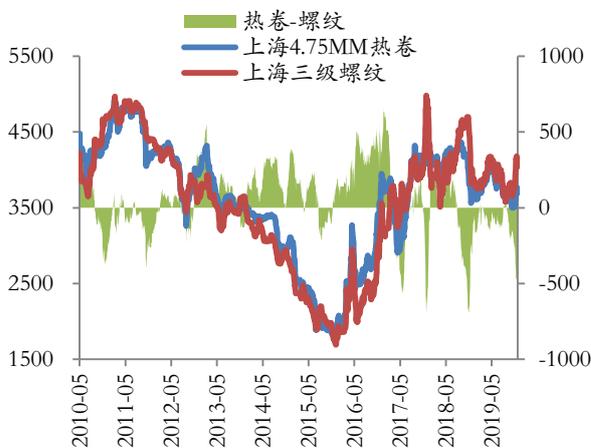
3.需求：需求增长乏力，关注逆周期调节下的结构性机会

2019 年，国内钢材需求增速小幅回落，根据我们测算，1-10 月国内粗钢表观消费量为 7.82 亿吨，同比增长 7.95%，增速与 2018 年全年相比回落 3.5 个百分点。房地产行业的超预期表现仍然是支撑 2019 年钢材需求的主要动力。这一点从 19 年螺纹钢周度表观消费，建材成交量持续处于历史同期高位，以及卷螺价差的背离中均能得到验证。另外，从单月数据来看，粗钢表观消费量单月增速在二季度达到高点，此后震荡回落，这与房地产投资单月增速走势基本吻合。考虑到当前市场预期较为悲观，且 11-12 月为传统的需求淡季，钢材消费增速料继续回落，但预计全年仍可能保持 7%-7.5%左右的增速。对于 2020 年需求，我们认为，地产投资将延续下行态势，但韧性犹存；基建投资在政策刺激下增幅较今年有所扩大，并能够对冲部分地产投资下滑；制造业可能会迎来小周期补库，投资增速或继续小幅反弹，整体需求仍将以平稳为主基调，但增速较 2019 年将有所下滑。

图表 13 粗钢表观消费量走势变化



图表 14 卷螺现货价差走势变化

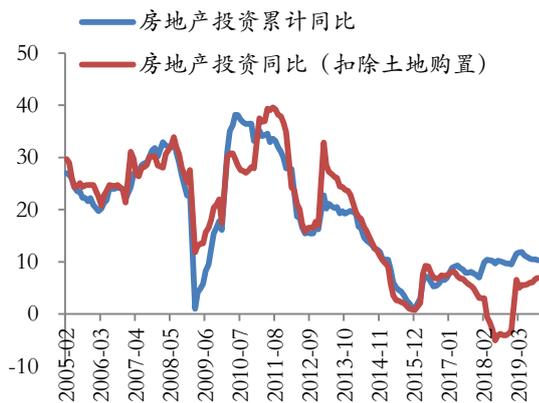


资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

3.1 房地产：开工、投资缓慢回落，行业韧性仍存

房地产作为钢材需求的主要下游行业，其走势变化对钢材消费的影响非常重要。2019 年国内房地产行业整体表现再度超出市场预期，前 10 个月，房地产投资同比增长 10.3%，较 2018 年底回升 0.8 个百分点。与 2018 年地产投资主要靠土地购置费用高增长支撑不同，2019 年则主要得益于建安投资的增长所致。土地购置费用增速在 2018 年年中达到 74.4%的高位后开始回落，至 2019 年 10 月增速已经回落至 18.4%；而建安投资增速则由 2018 年年中的-5.09%回升至 19 年 10 月的 6.65%，土地购置费用和建安投资增速缺口明显收窄。另外，在地产行业融资环境收紧的背景下，房企加快开工和推盘以回笼资金的模式仍在持续，2019 年前 10 个月，国内地产新开工面积增速仍维持在 10%，这也是支撑今年地产投资高增长的主要原因之一。

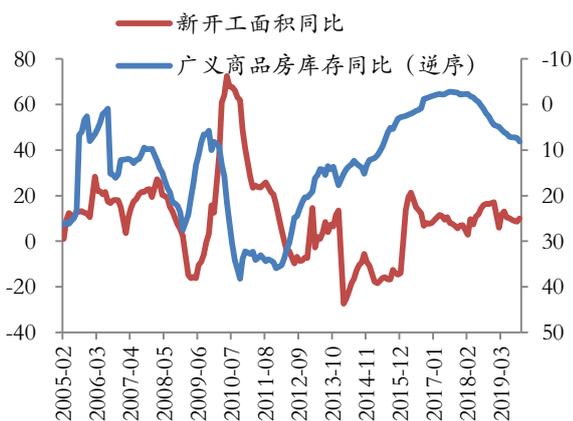
图表 15 剔除土地购置费用后房地产投资增速变化



资料来源：Wind、东海期货

短期来看，我们认为房地产行业仍会保持一定的韧性，因为当前这种加快开工和推盘以回笼资金的方式需要有销售做为支撑。目前房地产销售情况总体尚可，2019年前10个月，国内商品房销售面积同比增长0.1%，增速连续4个月收窄，且为年内首度转正。同时，考虑到房地产开工和竣工仍存在巨大的剪刀差，故存量施工面积仍会对地产投资形成支撑。不过，这种高周转的模式后期或不可能持续。一方面，近期地产销售已经呈现边际减弱迹象，从单月数据看，地产销售增速在8月达到4.66%的高位之后连续两个月回落，10月当月增速仅为1.94%。且尽管19年下半年以来国内货币政策偏宽松，但针对居民购房贷款方面的政策并未明显放松。居民中长期贷款增速全年呈现震荡回落态势，10月份同比增速为16.74%，较年初回来1.3个百分点；首套房贷利率自7月份之后也连续5个月回升。因此，我们认为2020年商品房销售可能重回负增长，预计增速在-2%—-1%之间。另一方面，2018年以来，地产新开工持续高于销售面积，导致了一定程度的库存回补，广义和狭义的商品房库存增速自2018年年中以来均触底回升。在目前施工存量数据仍较高的情况下，一旦销售重回负增长，则库存增加的态势仍会继续持续。而从图表16中科院看出，广义的商品房库存增速与新开工面积增速呈现负相关行，且明显领先新开工，因此2020年新开工面积增速延续回落将是大概率事件。

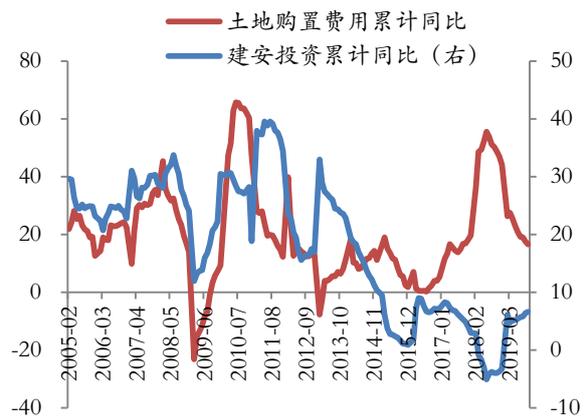
图表 17 商品房库存和新开工增速变化



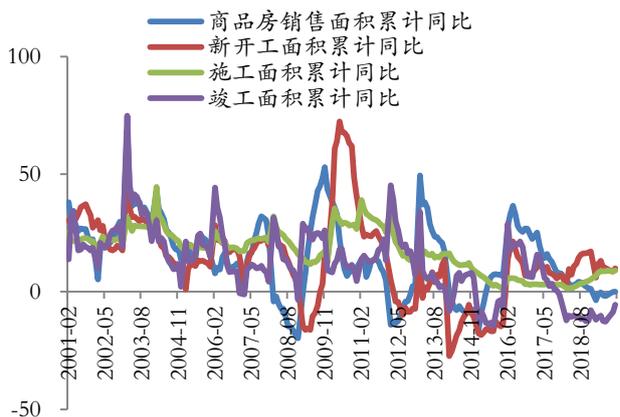
资料来源：Wind、东海期货

另外，受到融资政策收紧以及行业预期转差影响，地产企业拿地积极性持续减弱，2019年开始土地购置面积数据转为负增长，前10个月同比下降16.3%，较2018年全年下降近30个百分点。10月份当月，全国100个大中城市土地成交面积5170.82万平方米，同比下降11.93%，降幅较9月扩大13个百分点，全国土地成交溢价率自4月份之后也连续6个月回落，并创出年内低点。由于目前地产融资端政策依然偏紧，前10个月地产资金来源中除销售回款回升外，其余均不同程度下降。而一旦销售

图表 16 土地购置费用和建安投资增速变化

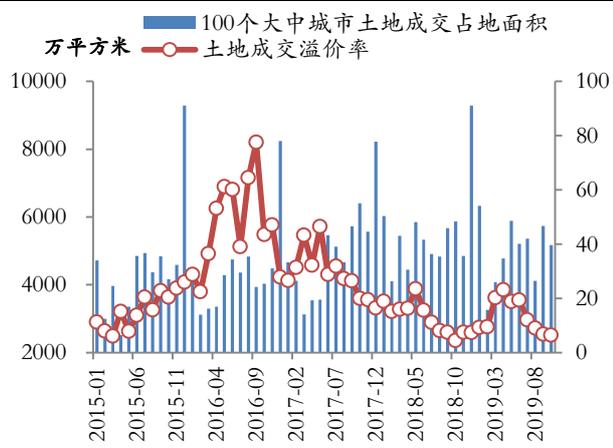


图表 18 商品房销售、新开工、施工及竣工面积

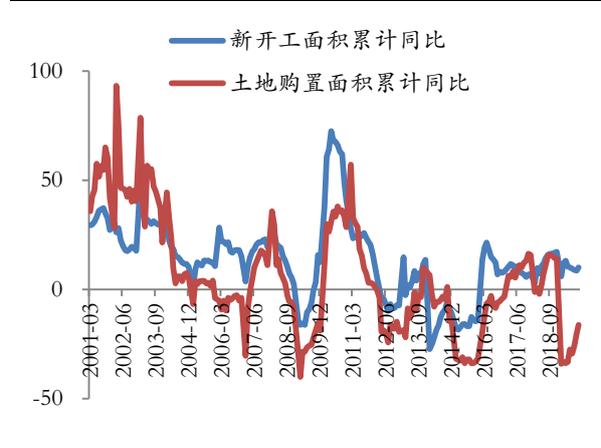


增速回落,销售回款增速也将受到抑制。故 2020 年拿地数据可能也会继续延续跌势。从历史数据来看,拿地数据一般领先新开工 2-3 个季度,且拿地数据下滑也反应了开发商对后市预期悲观,这也会在 2020 年抑制地产新开工的增速。

图表 19 土地成交面积和溢价率走势



图表 20 房企资金来源与土地购置面积走势



资料来源: Wind、东海期货

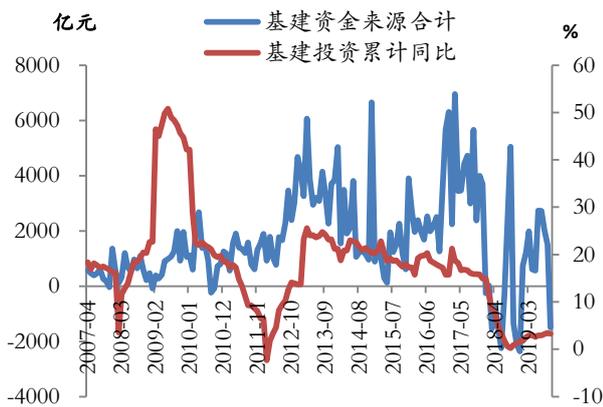
从政策面来看,2019 年地产政策基本维持了中性偏紧的态势,4 月中央政治局会议重申“房住不炒”,7 月份中央政治局会议又强调“不以房地产作为短期刺激经济的手段”,且地产融资政策全年未有明显放松。不过进入下半年以后,随着经济下行压力的加大,部分地区还是出台了一些稳定房市的政策,主要以放宽特定人才购房为主。另外,11 月 29 日,广东佛山放宽了限购政策。因此,2020 年若经济下行压力过大,单靠基建不足以对冲下行压力的情况下,地产政策存在局部放松可能,如其他城市跟进放松限购,以及 5 年期 LPR 继续小幅下调等。

综合来看,2020 年地产行业将呈现开工、投资缓慢下滑,竣工走强的格局,整个行业仍会展现出较高的韧性。地产投资预计回落至 2%-7%之间,用钢需求料温和回落。

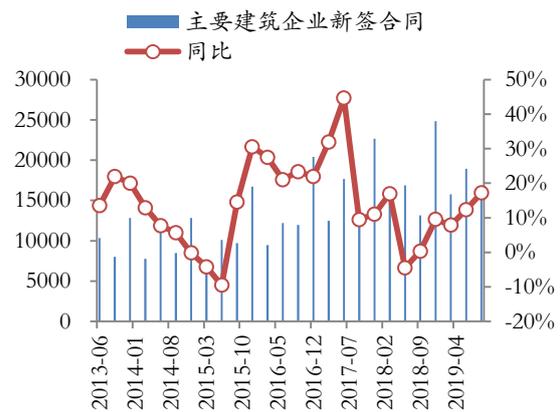
3.2 基建: 逆周期调解下基建投资的托底作用将继续显现

自 2018 年 7 月中央政治局会议提出加大基础设施建设补短板力度以来,基建方面政策利好不断,广义基建投资增速也自 2018 年 9 月创出 0.18%的新低之后,触底回升,但纵观 2019 年全年,基建投资一直维持低速增长,2019 年前 10 个月广义基建投资同比增速仅为 3.26%,较三季度回落 0.18 个百分点,较年初回升约 1.47 个百分点,主要原因是由于配套资金落实缓慢所致。经过 2018 年上半年去杠杆、化解政府隐性债务以及对非标业务强化监管后,地方政府专项债成为基建资金的主要来源。而 2019 年尽管地方债扩容,但实际流入基建的比例相对有限。2019 年前 8 个月新增地方政府债券中用于棚改等保障性住房建设的资金占比 39.2%,而用于公路、铁路等交通设施和市政建设的仅为 17.4%。考虑到 10 月公共财政支出增速为-0.6%,且今年地方政府专项债已经发行完毕,故年底前对基建投资不宜期望过高,预计全年增速在 4%-4.5%之间。

图表 21 基建投资资金来源与投资增速对比变化



图表 22 主要建筑企业新签合同走势



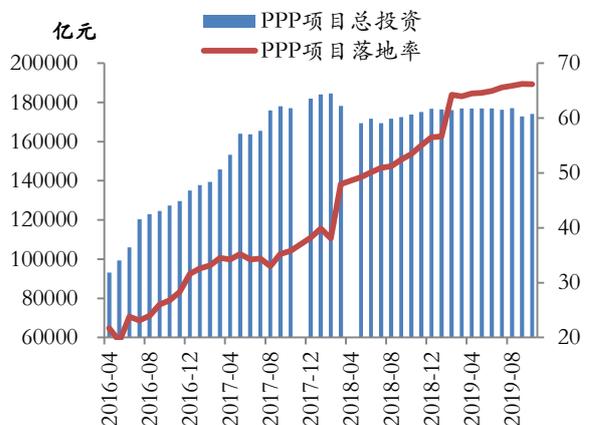
资料来源：Wind、东海期货

不过，19年下半年以来对于基建投资的支持力度仍在加大，2019年6月，中办、国办宣布允许地方债作为符合条件的重大项目的资本金，既解决了资本金问题又发挥了债券的杠杆撬动作用。9月国务院常务会议明确规定了地方专项债不得用于土地储备和房地产相关领域，提高了专项债中用于基建的资金比例。11月中旬，国务院常务会议又宣布下调部分基建项目资本金最低比例，由25%降至20%，部分符合条件的项目可降至15%，按2018年投资额预计，可降低资本金约7000亿元左右。另一方面，目前基建项目本身并不缺少，我们跟踪的5大建筑企业新签合同金额前三季度同比增长12.32%，其中三季度增长17.21%，较二季度增加近5个百分点。近期，财政部预算司宣布提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿元，因此，我们认为，随着政策的传导落地，2020年基建行业景气度将明显回升，预计全年增速有望回升至7%-8%附近。

图表 23 房地产、基建投资与螺纹走势对比



图表 24 PPP项目总投资额及落地率



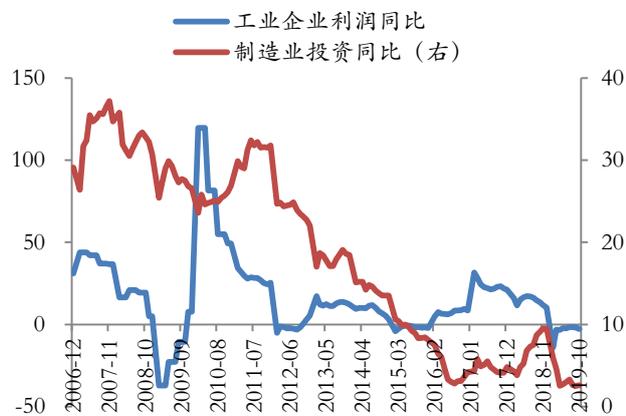
资料来源：Wind、东海期货

3.3 制造业：制造业投资低位回稳，关注补库存周期何时启动

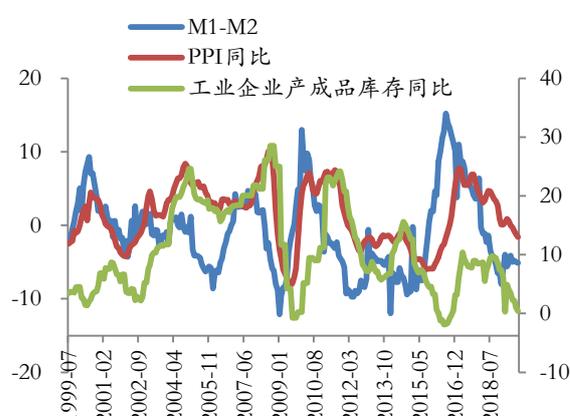
2019年，国内制造业投资呈现震荡回落态势，前10个月制造业投资同比增长2.6%，增速较2018年全年回落6.9个百分点。去年下半年以来环保限产边际放松，致工业品价格大幅下跌，工业企业利润明显回落，是本轮制造业投资下滑的主要原因。1-10月份工业企业利润同比下降2.9%，降幅较前三季度回落0.8个百分点；其中10月份当月同比下降9.9%，较9月回落4.6个百分点。不过，我们认为2019年制造业投资企稳回升概率较大，一方面，19年7月中央政治局会议强调稳定制造业投资，同时国务院各部委也推出了一系列刺激消费的政策。随着减税降费及刺激消费的各项政策效果显现，或对2020年制造业投资具有一定提振作用。另一方面，从库存周期角度来看，当下仍处于主动去库存阶段，前10个月工业企业产成品库存同比增速仅为0.4%。目前已经接近经验底部，2009年库存周期

底部为-0.8%，2016年为-1.9%。同时，一些领先指标开始触底回升，M1-M2差值自18年初触底回升；根据原油和螺纹价格走势推断，11月PPI降幅收窄概率较大。故明年制造业可能会有一轮小周期的补库存。

图表 25 工业企业利润与制造业投资增速对比



图表 26 货币供应、PPI 与工业品库存走势



资料来源：Wind、东海期货

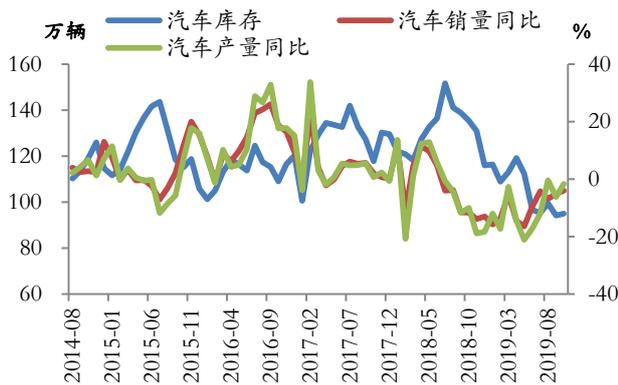
具体分行业来看，2019年汽车、家电行业呈现低位震荡态势，工程机械行业增速表现相对较好。受到居民收入增长放缓以及18年车辆购置税优惠政策取消影响，2019年汽车产销量数据延续18年下半年以来下滑态势，且降幅逐步扩大，前10个月汽车产销量同比分别下降9.7%和10.1%，降幅较2018年全年分布扩大7个百分点和6.3个百分点。不过，经过“国五”去库存后，目前汽车库存已经处于近5年低位，后期“国六”存在补库需求，且随着消费刺激政策的落地，2020年之后汽车产销量边际上料出现好转，预计增速在-2%-0之间。

家电方面整体表现平淡，前10个月空调、冰箱、洗衣机销量增幅分别为-0.87%，2.54%和1.61%，较2018年分别下降6.3，回升2.1和下降0.7个百分点。由于房地产竣工面积自2019年下半年以来开始出现边际好转，且我们认为2020年可能会迎来竣工高峰，而从历史地产竣工又领先家电销售8个月到一年左右，在叠加消费刺激政策因素，预计2020年家电销售或呈现边际好转态势。

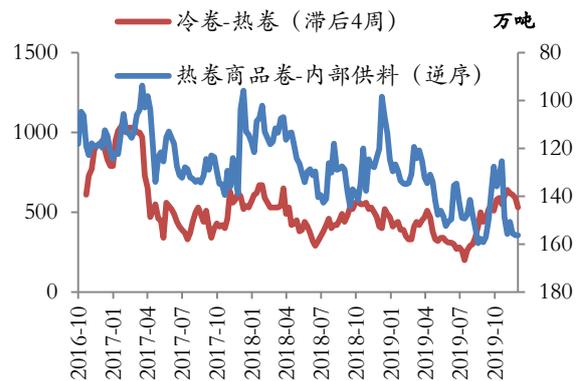
机械方面，2019年前10个月挖掘机、推土机、推土机、装载机和汽车起重机销量增速分别为16.56%、-17.23%、6.56%和32.46%；尽管与其他制造业行业相比表现尚可，但与2018年相比增速则出现明显回落。2020年基建投资增速回升将继续提振工程机械需求，但考虑到设备的集中更换其已经接近尾声，且2020年地产投资和新开工大概率下行，因此我们预计2020年工程机械销量增速料继续放缓，这可能会在一定程度上拖累钢材需求。

与汽车、家电、机械等耐用品需求最为相关的主要是冷轧卷板及其上游的热轧卷板，2018年以来，受到汽车、家电消费低迷影响，冷轧价格持续下行，导致冷热价差持续收窄，今年冷热价差最低收窄至230元/吨。之后受到制造业边际好转的影响，价差有所修复，最高修复至700元/吨以上，目前为540元/吨。这导致了一段时间内，热卷的内部供料量开始有所增多，但随着11月之后，热卷价格的反弹，商品卷的投放量再度重回增长。我们认为，工业用材价格可能处于相对底部区域，一旦在消费刺激政策的带动下，汽车、家电消费有所好转，则可能会使得产业链可能会形成正反馈，具体路径为修复路径为汽车、家电消费好转，行业去库存，上游冷轧需求好转，带动热轧需求的恢复。从期货市场的操作角度来讲，可以关注热卷螺纹价差扩大的机会，但考虑到2020年上半年建筑业可能仍有一定韧性，这一机会可能会更多体现在远月2010合约上。

图表 27 汽车产销及库存变化情况



图表 28 冷热卷价差与热卷用途变化情况



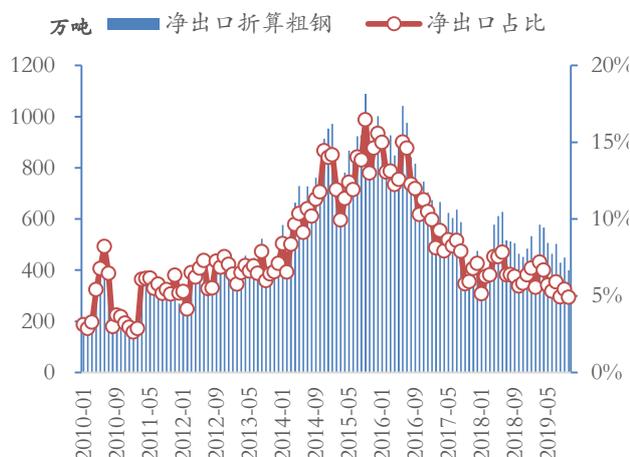
资料来源: Wind、东海期货

3.4 出口: 海外需求走弱, 2020 年钢材出口或继续下滑

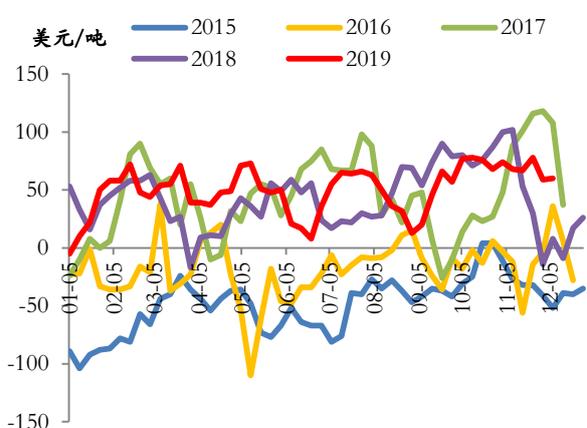
2019 年 1-10 月, 国内钢材出口量 5509.4 万吨, 同比下降 5.7%; 钢材净出口折算粗钢 4821.5 万吨, 占国内粗钢产量的比重为 5.82%, 较 2018 年全年回落 0.7 个百分点。今年以来, 海外制造业持续走弱, 钢材需求下降, 而国内钢材需求则保持了一定的韧性, 导致国内外价差持续拉大是钢材出口持续走弱的主要原因。2016 年以来, 随着钢价中枢的抬升, 钢材出口量呈现逐年下滑态势, 2017 年钢材出口减少 3300 万吨, 2018 年减少 591.6 万吨, 2019 年前 10 个月减少 331.9 万吨。考虑到目前海外制造业表现依旧疲弱, 主要发达经济体制造业 PMI 均处于荣枯分界线以下, 加上主要品种国内外价差仍处于中高位水平, 预计 2020 年钢材出口将继续延续下滑态势。

另外, 海外需求走弱的另一个重要影响是国外的低价资源开始向国内转移, 这主要体现在钢坯上; 三季度以来, 国内钢坯进口量明显增加, 9 月份达到 36.6 万吨, 且在春节之前仍有 70-100 万吨钢坯资源到港, 主要集中于华东, 华中主要港口。由于目前国内外钢坯价差仍处于近 5 年相对高位, 所以低价资源向国内转移的态势仍会继续持续。但从当前钢坯月度进口数量级来看, 尚不足以对国内的供需产生较大影响, 其影响可能更多体现在心理预期层面。且根据我们的了解, 近期海外远期钢坯资源的报价基本与当前国内现货价格持平, 所以明年一季度之后低价钢坯资源向国内转移的情况可能会有所好转。综合来看, 2020 年国内粗钢净出口量将继续下降, 但降幅可能有所收窄, 预计全年降幅在 3% 左右。

图表 29 粗钢净出口变化情况



图表 30 国内外钢坯价差季节性走势



资料来源: Wind、Mysteel、东海期货

4. 钢材市场供需平衡分析

根据前两部分分析, 2020 年将进入置换产能投放期, 尽管一直延续减量置换政策, 但考虑到生产工艺的提升, 新设备的实际生产能力强高于原有设备, 在考虑到环保限产作用的弱化以及电炉钢新投产因素的影响, 2020 年粗钢产量同比将继续延续增长态势, 全年增速有望达到 3.5%。需求也将有所回落, 主要是建筑行业用钢需求增速放缓所致, 其他制造业行业用钢需求较 2019 年均有一定程度好转, 综合来看预计 2019 年钢材总需求量增加 1.6% 左右, 供需形势较 2019 年转差。

图表 31 2020 年粗钢供需平衡估算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2020年增量	2020年增幅
建筑业	32035.00	35840.16	39287.06	37139.81	38931.15	42022.12	44569.83	47399.22	48561.47	1162.26	2.45%
机械	12019.98	13494.73	14793.17	13584.15	13671.23	14008.23	14674.32	14245.23	14497.18	251.94	1.77%
汽车	4580.85	5377.23	5677.20	5819.13	6569.80	6936.33	6762.92	6426.26	6264.38	-161.88	-2.52%
家电	1546.53	1693.68	1781.03	1771.77	1835.04	1991.38	1932.04	1946.18	1970.65	24.46	1.26%
船舶	1926.72	1450.88	1249.60	1338.88	1130.24	1323.08	1071.98	1100.92	1102.70	1.78	0.16%
能源	987.92	1071.29	1111.09	1174.88	1090.34	1128.50	1073.77	1044.24	1053.14	8.90	0.85%
交通	3256.91	2906.62	4151.86	3536.08	2930.32	3116.39	3054.06	3168.59	3346.67	178.07	5.62%
其他	5979.90	6313.03	6363.77	5904.71	5997.81	7012.85	7654.52	7501.43	7415.52	-85.91	-1.15%
国内需求	62333.81	68147.62	74414.77	70269.40	72155.93	77538.88	80793.45	82832.08	84211.71	1379.62	1.67%
净出口	4430.36	5085.07	8419.86	10572.48	10105.72	6541.14	5994.50	5732.91	5823.26	90.35	1.58%
需求合计	66764.17	73232.69	82834.63	80841.88	82261.65	84080.02	86787.95	88564.99	90034.97	1469.98	1.66%
粗钢产量	71654.20	77904.10	82269.80	80382.50	80836.57	83172.80	92826.40	99324.25	102800.60	3476.35	3.50%
库存变化量	99.31	305.29	39.47	184.07	-202.30	-3.26	-92.86	79.52	76.98	-	-
地条钢产量	8000.00	8200.00	9300.00	8500.00	8000.00	5500.00	0.00	0.00	0.00	-	-
供给合计	79753.51	86409.39	91609.27	89066.57	88634.27	88669.54	92733.54	99403.77	102877.58	3473.81	3.49%
供给-需求	12989.35	13176.70	8774.64	8224.69	6372.62	4589.52	5945.59	10838.78	12842.61	-	-

资料来源: Wind、Mysteel、东海期货

5. 结论与投资建议

5.1 2020 年主要结论

2020 年为置换产能集中投放期, 叠加环保限产边际放松, 故全年来看, 供应料继续延续 2019 年的回升态势。但考虑到废钢供应仍偏紧, 故从利润对产量的调节来看, 可以关注电炉钢利润的变化对供给的扰动以及由此带来的阶段性投资机会。需求方面, 尽管国家基建投资力度将加大, 但不足以对冲地产投资下滑, 建筑业用钢需求较 2019 年料放缓。制造业方面, 2020 年可能会出现一轮小周期补库存, 叠加政府消费刺激政策效果的逐渐显现以及地产竣工周期的支撑, 制造业用钢需求或出现边际好转。总的来说, 2020 年呈现供需双增, 但需求增速慢于供给, 故价格仍将呈现宽幅震荡, 重心下移的格局, 预计螺纹钢、热卷主力合约运行区间将在 3000-3800 点之间, 具体运行节奏上, 上半年走势可能好于下半年。

5.2 主要操作策略

中期策略: 螺纹、热卷可考虑 3800-3900 的区间内逢高沽空; 若现货价格跌至电炉钢成本附近则可考虑阶段性逢低做多。套利方面: 由于吨钢利润长期可能会被挤压, 建议继续择机逢高沽空螺矿比; 另外, 考虑制造业和建筑业需求强弱可能发生逆转, 故远月 2010 合约可考虑买卷抛螺套利机会。但由于上半年建筑业需求仍有韧性, 故 05 合约仍以买螺抛卷为主。

短期策略: 短期策略上需要关注春节前后库存累积幅度, 考虑到目前至春节前需求大概率走弱, 且钢材供给仍在回升, 所以今年春季累库幅度可能超出预期。故在贴水修复到一定程度之后, 随着库存的累积, 螺纹 05 合约可能存在一波向下调整的机会, 上方压力可关注电炉钢成本的压力。

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