

# 螺纹看需求，漫漫熊途路

神华研究院 鲁力

## 摘要

“工业品看需求，农业品看供给”是研究期货的经典术语，在供给侧改革以后，螺纹钢不仅要需求，更要看供给。如今三年供给侧改革下来，钢铁行业的去产能已接近完成十三五淘汰落后产能的目标。随着去产能目标的完成和经济下行压力的增加，环保限产逐步让位于生产建设。环保限产的边际效应更弱，后市螺纹钢重回需求主导行情的阶段。

## 一、近期黑色系行情回顾

### 1.1、近期一路下行的钢铁

10月份以来，随着各地采暖季限产文件出台，RB1901 合约在10月份走一波反弹行情，从3900反弹至4250附近。随着采暖季逐渐临近，在严禁“环保一刀切”背景下，限产执行力度有所放松，与此同时原油从10月初见顶后持续回落。商品氛围偏弱背景下，螺纹现货与期货持续下跌。现货从4700跌至4000附近，RB1901 合约从4200跌至3500。

图 1-1：近期螺纹钢走势



资料来源：Wind，神华研究院

### 1.2、焦炭、铁矿跟随下跌

11月份以来，随着国内钢材市场出现持续大幅下跌走势，焦炭、铁矿作为

钢铁原材料难以独善其身，均大幅下跌。J1901 从 2400 附近跌至 2100 下方。铁矿石从 530 附近跌至 470 以下，跌幅均超过 10%。

图 1-2：近期焦炭走势



资料来源：Wind，神华研究院

图 1-3：近期铁矿走势



资料来源：Wind，神华研究院

## 二、钢材下跌的逻辑梳理

11 月份钢材行业大幅下跌，与 2017 年同期走势有较大的差异。同样都是采暖季限产，2017 年 11 月表现为螺纹期货现货均上涨，基差扩大表现为现货上涨期货不跟。2018 年 11 月表现为期货领跌，现货跟进，且基差缩小表现为现货快速下跌，跌幅高于期货。梳理本次下跌背后的逻辑有助于更好分析当下螺纹状态与未来走势。

研究钢材我们主要研究钢材的供需。在供应端主要研究钢材的产量、钢厂开工率等，在需求端，由于下游需求太过于宽泛，一般我们以研究钢材库存的数

量变化与增速变化来反推当期需求。

## 2.1、钢材供应端持续增加

提到供应端我们就不得不提钢铁第一生产区域——唐山。提到钢铁限产就不得不提采暖季限产。

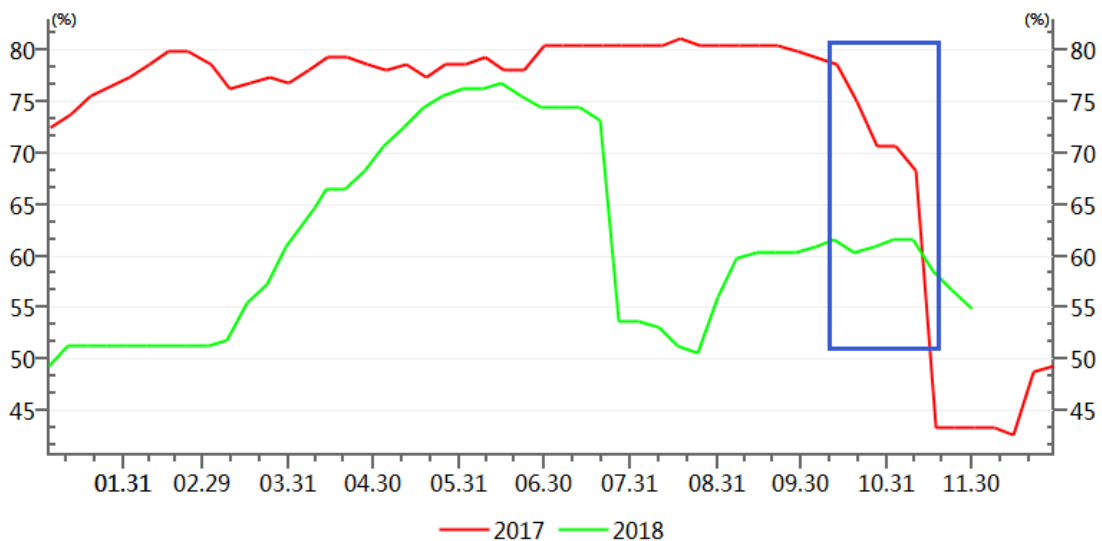
唐山市 2018-2019 年秋冬季钢铁行业错峰生产方案发布，全市秋冬季高炉限产产能为 2508.26 万吨，占纳入错峰范围高炉产能的 42.57%。而结合政策鼓励和支持因素计算，18 年唐山市秋冬季高炉限产产能为 1859.22 万吨，占秋冬季纳入错峰生产范围高炉产能的 31.55%。

对比 2017 年政策，2017-2018 年唐山市钢铁行业错峰生产政策要求：原则上全市高炉产能限产 50%。但综合考虑钢铁企业低品位工业余热城镇供暖情况，全市采暖季高炉炼铁产能限产任务为 1821 万吨。

从文件来看，2018-2019 采暖季限产由于不能一刀切，因此采用分级限产的方式，最终计算的结果显示 18 年秋冬季限产产能 1859.22 万吨要大于 17 年限产产能 1821 万吨。但考虑了入炉配比、废钢用量、高炉系数等因素影响下完全限产后实际的铁水产量与去年采暖季相比小幅增加的概率较高。

总结：虽然文件上唐山地区今年限产产能要高于去年，但由于在近两年高利润驱动下，企业开发并使用高炉加废钢，转炉加废钢达 20%以上等新技术，预计在今年严格执行限产的前提下，今年采暖季唐山地区钢铁产量要略高于去年。

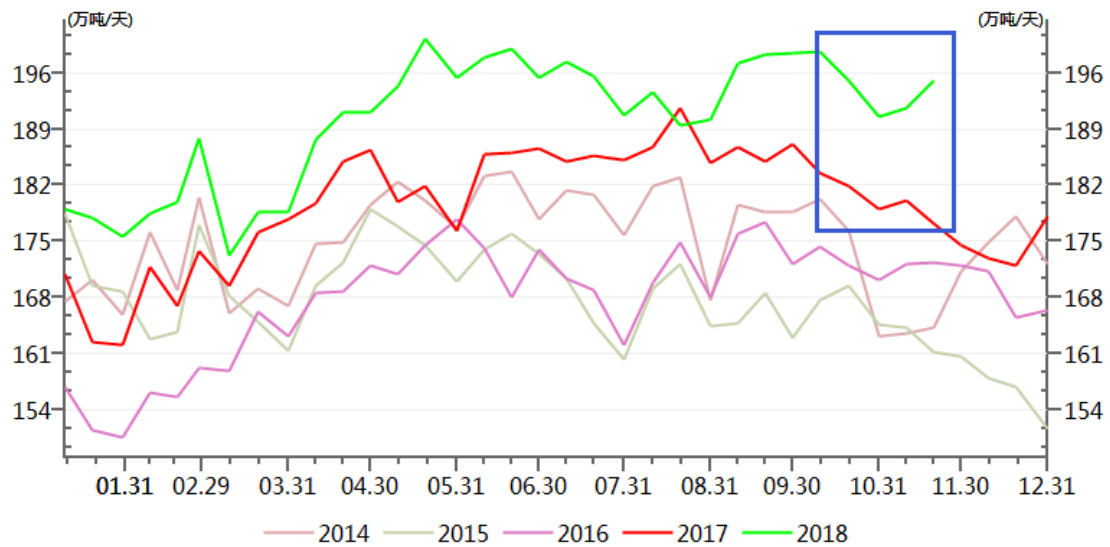
图 2-1：唐山地区高炉开工率



资料来源：Wind，神华研究院

从唐山地区高炉开工率可以看出，2017 年唐山地区高炉开工率从国庆之后的 80%下滑至 11 月中旬的 45%，而 2018 年唐山地区高炉开工率从 9 月份至 11 月上旬一直维持在 60%上方，直到采暖季开始才下滑至 60%以下。从开工率可以看出今年的限产执行力度要低于去年。

图 2-2：重点钢企旬度日均产量

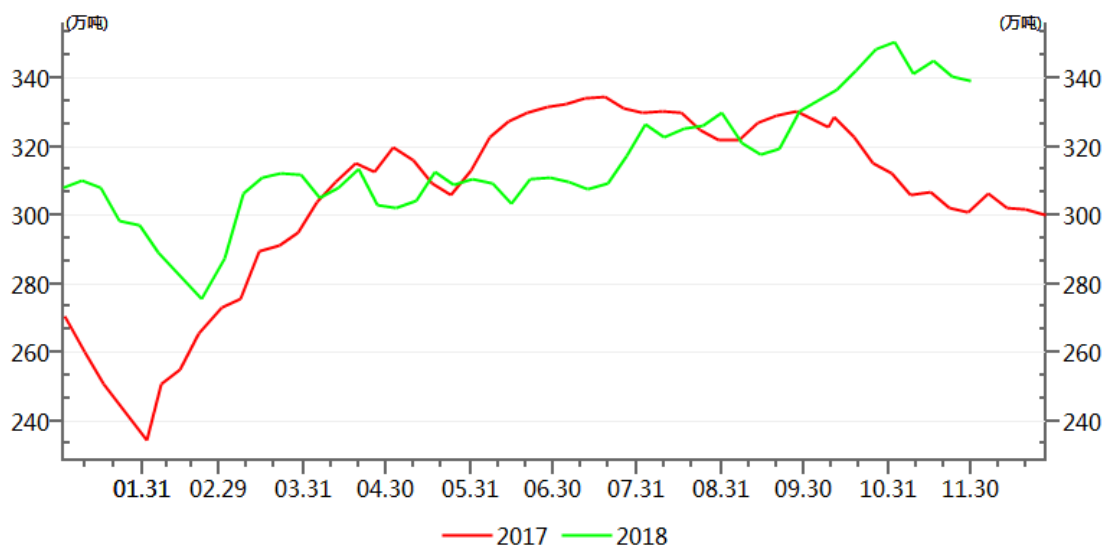


资料来源：Wind，神华研究院

从重点钢企旬度日均产量可以看出，2017 年重点钢企的日均产量在 8 月中旬达到全年最高 191.71 万吨，之后一路下跌至 12 月中旬的 172.06 万吨。2018 年重点钢企日均产量高点为 5 月中旬的 200.26 万吨，11 月中旬日均产量为 195.15 万吨，与去年同期 177.18 万吨相比增加了 17.97 万吨，增幅高达 10.1%。从重点钢企旬度日均产量增幅，我们可以看到今年采暖季实际执行力度是低于去年的，钢材的供应量相对去年是有较高增量。

从主要钢厂螺纹周度产量，我们可以发现 2017 年和 2018 年秋冬季螺纹供应走势明显背离。2018 年 10 月以后，螺纹产量持续增加，而 2017 年同期螺纹产量是持续下降的。因此我们认为本轮螺纹下跌一个重要原因是吨钢利润刺激加上环保放松，造成螺纹产量大幅增加。

图 2-3：重点钢企螺纹周度产量

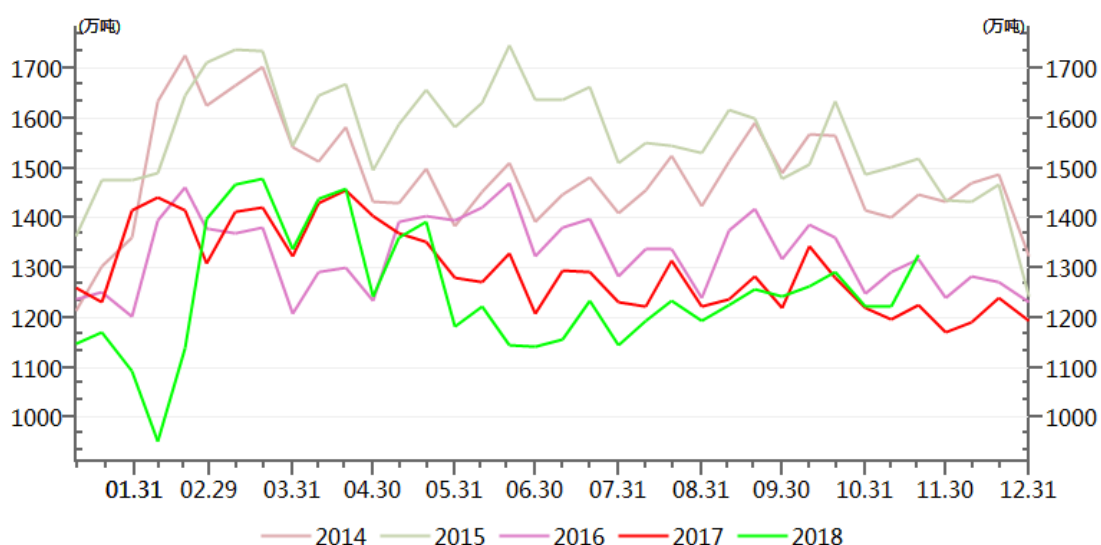


资料来源：Wind，神华研究院

## 2.2、远期需求偏弱但实际需求尚可

从今年年初开始，由于节后去库缓慢，加上中美贸易战的宏观因素影响，市场普遍预计今年钢材需求要弱于 2017 年。悲观的预期造成 3 月下旬 RB1805 合约跌至 3300 附近。之后需求持续强劲，造成深度贴水现货的 RB1805 在一个月期现回归至 4000 以上，大幅反弹 700 点。从宏观对需求的预期上，今年的预期一直认为需求较弱，但实际需求尚可，因此今年螺纹期货始终深度贴水现货，RB1901、RB1805、RB1810 最终都以期货上涨向现货回归收场。

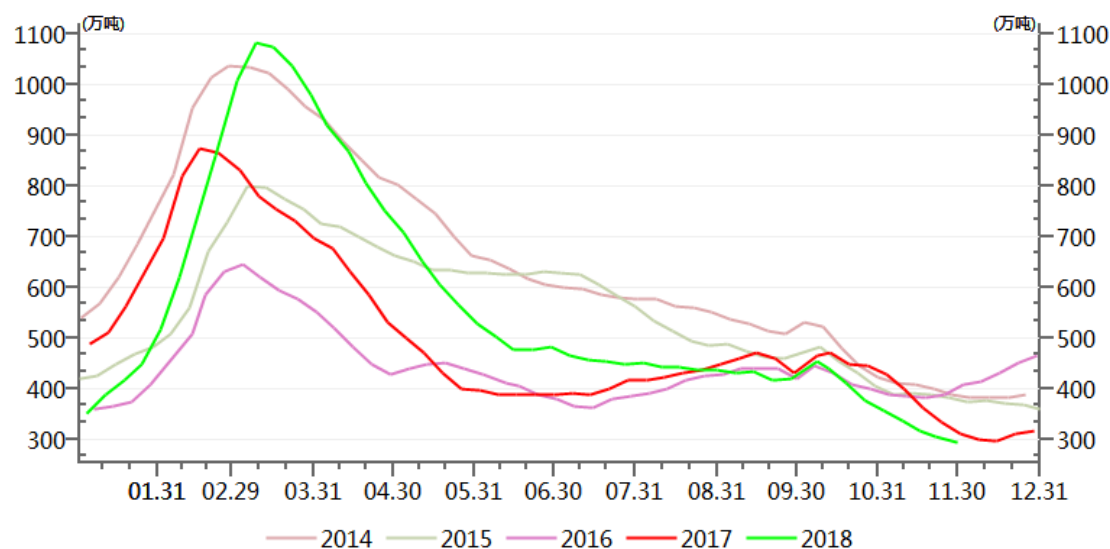
图 2-4：主要钢企旬度库存



我们从重点钢企的旬度库存可以看出，今年 5 月中旬至 10 月底，重点钢企

库存均低于近五年同期。11月中旬钢企库存的大幅增加，我们认为主要原因有两点，第一就是旬度日均产量大幅增加，造成钢企库存积压；第二就是11月份开始现货开始下跌，价格下行过程中贸易商采购减少，造成出库减少，库存积累。

图 2-5：螺纹钢社会库存



资料来源：Wind，神华研究院

从螺纹钢社会库存我们可以看到，今年春节后的库存为近五年最高，比2017年高200万吨以上，但从曲线的下降斜率我们可以看到今年春节后的去库存速度最快，到5月下旬，库存水平为五年平均水平，之后库存持续减少，9月份以后库存始终保持为近五年最低水平。结合螺纹钢周度产量，我们认为在产量增加，而社会库存的持续维持近几年同期最低水平，证明现阶段的需求良好。

由于2017年是第一次大规模实行采暖季限产，下游终端没经验，等钢厂限产后发现市场上现货紧张造成2017年11月中旬现货开始大幅上涨。有了去年采暖季限产打乱了下游终端消费计划的经验，2018年出现了采暖季前的赶工期，造成与往年最大区别就是淡季不淡，淡旺季不明显。直接导致的结果就是今年10月份不管是螺纹钢现货还是螺纹钢期货都高于去年同期。背后原因就是采暖季限产与工地停工的预期，造成11月、12月和1月份的需求部分被提前至采暖季之前的9月和10月了。

在宏观偏弱，房地产与基建并无较大增速情况下，今年的需求好的原因我们认为是2017-2018年采暖季工地停工造成需求延后至2018年3月之后，2018-2019年采暖季预期造成工地赶工期需求提前至2018年11月中旬之前。

## 2.3、宏观偏弱但不是下跌主导因素

自从贸易战以来，宏观预期一直不好。我们回头看 10 月份至 11 月份，发现最大的宏观变数来自原油的大幅波动。尽管原油是商品之王，对其他商品乃至宏观预期都有较大的影响。但原油的大幅波动并不意味着宏观预期同期存在较大变化。

图 2-6：螺纹、铜、原油走势



资料来源：Wind，神华研究院

从螺纹、铜、原油在 10 月份以后走势可以看出，11 月份原油和螺纹大幅下跌具有极高的吻合度，而同期作为宏观晴雨表的“铜博士”处于震荡阶段，因此我们认为 11 月份螺纹下跌，并不是宏观发生巨大变化导致。螺纹的下跌有原油大幅下跌的情绪导致的推波助澜，但更多是自身基本面因素导致。

## 三、黑色系下跌的原因总结

### 3.1、螺纹下跌原因总结

从螺纹的基本面因素与宏观因素分析我们认为，本轮螺纹近月下跌主要因素为限产执行力度减弱造成供应端偏宽松，远月弱势原因为连续 2 年的产暖季限产造成 2017 年采暖季需求后移与 2018 年采暖季需求提前透支，造成当下需求持续旺盛而远期预期偏弱。原油持续大幅下跌造成商品普跌的氛围给钢材下跌提供了推波助澜的效果。

### 3.2、吨钢利润下滑带动原材料下行

图 3-1：螺纹、铁矿与焦炭走势



资料来源：Wind，神华研究院

从螺纹、铁矿与焦炭走势我们可以看出，黑色系整体长期走势在方向上一致，在节奏和幅度上差异明显。从波动性角度来讲，焦炭>螺纹>铁矿石。主要原因为三者的基本面差异较大，焦炭由于刚开始进行淘汰落后产能和设备升级，需求刚性，供给受限产、运输影响较大，极易形成局部短缺，造成行情波动较大。铁矿石由于国内近几年实现钢铁行业供给侧改革，造成铁矿石需求减少，同时由于供应端未受国内供给侧改革影响，因此长期呈现供给过剩格局，造成铁矿石易跌难涨，铁矿石波动率下降。

本轮下跌，螺纹从11月初开始下跌，同期铁矿和焦炭均为区间震荡。11月16日-11月26日螺纹钢破位持续下跌，才带动铁矿石和焦炭快速下跌。背后逻辑主要是螺纹期货与现货的持续快速下跌导致钢厂吨钢利润大幅缩水。在钢厂利润大幅下降的情况下，钢厂有减少原材料需求和降低原材料采购成本来改善吨钢利润的意愿。换句话说就是钢厂有肉吃，焦化厂和矿山才能有汤喝和有肉吃。如果钢厂没利润，焦化厂和矿山作为一条线上的蚂蚱，要有难同当。因此本轮铁矿和焦炭下跌并不是因为铁矿与焦炭的基本面很差，而是因为螺纹大幅下跌带来的焦化厂和矿山的利润让渡。铁矿和焦炭的下跌属于短期现象，不具有可持续性。

#### 四、黑色未来走势总结与风险点

由于近期RB1901的下跌主要因素为环保限产力度下降带来的供应增加和原油持续大幅下跌的情绪带动导致。2018-2019秋冬季环保限产才刚刚开始，后续



变数较大。如果原油后市止跌企稳，环保限产力度加大，那么 RB1901 大概率会止跌反弹，预计反弹至 3800-3900 附近。由于 RB1905 处于非取暖季，不受限产限制，加上部分需求已经提前，预计 RB1905 合约呈现供应增加需求减少的供过于求的局面，因此我们认为 RB1905 合约为长期空头标的，可选择反弹至 3500 附近做空。

铁矿石由于长期供过于求的格局并未改变，加上未来吨钢利润回落为大概率事件，铁矿石难有大行情，维持区间震荡。

对于焦炭，由于近月下跌属于螺纹下跌带动。后市螺纹企稳情况下，J1901 大概率期现回归反弹至 2300-2400 区间。由于焦化行业的产业升级才刚刚开始，预计未来焦炭易涨难跌，J1905、J1909 合约以低位布局多单为主。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归神华研究院所有，在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！



Miracle China 神华期货  
Miracle China Futures Company

一流的研究 带来一流的交易

