

板块 ☒ 黑色金属

螺纹钢价格:



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师: 赵一鸣, CFA

电话: 021-58770062

邮箱: zhaoyiming@qhfc.net

从业资格号: F3044218

投资咨询号: Z0013452

螺纹钢冬储复盘

报告摘要

- 若市场需求较好,但是预期较低,则在去库阶段可能出现较大幅度的上涨,比如 2015-2016 年。
- 如果需求保持平稳,但是此前市场预期相对较高,在去库阶段没有预期差的存在,行情向上的动力反倒略显不足,比如 2018-2019 年。
- 而如果需求比较差,但是市场预期较高,对价格而言是最差的组合,2012-2013、2013-2014、2017-2018 年冬储皆是这样的情况。
- 而如果需求比较差,同时市场预期较低,需求对价格而言仍是主导方向,去库阶段的价格仍会保持弱势,比如 2014-2015 和 2016-2017 年的冬储行情。

距离 2020 年春节仅有不到 1 个月的时间，建筑钢材也进入一年一度的冬储季节。从产业链上看，建筑钢材的需求主要集中在地产和基建领域，这两个领域都对天气环境有一定的要求。进入冬季，气温从自北向南逐步进入冰点，地表冻土层逐步加厚，严重影响地基作业的施工进度。整个中国气温零度线以北（最南至苏北地区）都会出现建筑工地停工的现象。受到寒冷天气的影响，中国北方需求迅速萎缩。中国南方地区虽然不受寒冷天气的影响，但是春节假期前后仍然会面临建筑工人返乡过年而带来的停工问题。由于几乎全年只有春节一个假期休息，因此建筑工人的春节假期往往会比普通的上班族长很多。建筑工人返乡最早会从腊月初八开始，在农历腊月二十三会进入返乡高峰，南方建筑工地也会因此停工。春节过后，建筑工人早则会在农历正月十五，晚则会在农历二月初二之后回城。这中间的二十到三十天，全国范围内将几乎没有任何的建筑钢材的需求。

在供给端，由于需求端的断崖式下滑，钢厂为了降低库存累积，一般会安排设备检修，建筑钢材的产量会出现明显的收缩。但是，由于需求是几乎完全归零的，所以库存仍然会被动累积，这也就是我们所谓的冬储。

每年冬储行情各异，一般可以以农历正月十五后一两周为节点前后划分成累库和去库两段。每年进入 12 月后，库存开始逐步累积，累积到农历正月十五后一到两周（公历三月前），工地会依照建筑工人返城进度和天气回暖情况复工，库存开始去化。而每年二月底到三月底这一个月左右的行情走势，直接决定了当年冬储盈利还是亏损。本文试图通过复盘来探究冬储累库阶段基本面变化对去库阶段行情的走势影响。

一、冬储复盘

（一）2012-2013 年冬储

2012-2013 年冬储的累库阶段，螺纹钢期货 RB1305 合约从 12 月初的 3500 元上涨至 3 月初的 4200 元。2012 年末到 2013 年初，终端需求处于快速释放的状态。房地产销售面积、房地产投资和基建投资增速都在快速上行，这让市场对年后开工的行情非常乐观，05 合约的基差在春节前更是到达了-350 元的历史同期低点。社会库存绝对量也达到了 2009 年以来的最高点。高企的库存为去库阶段的下跌埋下了伏笔。

待到去库阶段，过于乐观的需求预期，遭遇到年后去库延迟，当年社会库存拐点，直到正月十五后第三周才出现，比往年延后了一到二周。同时，2013 年 1 月央行将货币政策由宽松调整回中性，这让终端各项需求数据都在 2013 年 2 月达到周期内的高点，此后需求开始回落。而供给方面，由于往年产能连续扩张，加上刚刚距上轮景气周期仅有 1 年时间，供给一直在高位，高炉产能利用率更是接近 100%。在供给高企、需求不及预期的背景下，3 月起期货开启大幅下跌，到 4 月份，期货价格下跌至 3700 元，跌幅超过 12.5%。

（二）2013-2014 年冬储

2013 年 12 月进入累库之后，螺纹钢期货 RB1405 合约单边下行从 3700 元左右下跌至 3450 元左右。当年的累库阶段，地产销售、投资和基建投资增速都处于下行周期之中。但是由于此前刚刚经历一轮反弹，钢铁供给随着前期的涨价重新恢复弹性。在高供给叠加弱需求的背景下，钢材价格单边下行。库存也出现了被动累积的情况，当年的社会库存绝对量仅次于 2013 年。

进入到去库阶段后，基建、地产投资增速仍然处于下行之中，叠加冬储高库存，螺纹钢期货价格延续了累库阶段的下跌走势。

（三）2014-2015 年冬储

当年的累库阶段，螺纹钢期货 RB1505 合约的价格一直在 2450-2650 元之间做窄幅的区间震荡。2014 年年末，整个需求仍然处于下行的阶段，房地产销售面积累积同比增速在横盘震荡半年后，再次在 2014 年 12 月份开始经历最后的大幅下滑。地产投资完成额的增速也一直呈现了单边下行的走势。基础设施维持在高位震荡，边际小幅下行的状态。当年，基差也是单边下行的走势，从 2014 年年底 300 元左右的水平下跌至春节前-50 元左右。库存方面，进入 12 月后，累库速度较快，但是整体幅度不高，仅仅高于 2009 年和 2016 年。

进入到去库阶段，整个需求端延续了年前的弱势，地产和基建的投资都仍然处于震荡下滑的趋势之内。但是库存去化速度较往年有所提前，正月十五后第一周库存便出现了库存拐点。供给方面，钢铁行业的利润依旧延续了前两年的亏损状态，因此产能利用率也较往年逐步下行。到了 2015 年 3 月份复工的时候，高炉的产能利用率低于 90%，这一数值较 2012-2014 年同期有明显降低。在低需求、低利润、低供给的“三低组合”下，去库阶段的价格也呈现了弱势震荡的走势，

价格先跌后涨，震荡区间为 2300-2500 元。

（四）2015-2016 年冬储

2015-2016 年冬储的累库阶段，恰逢螺纹钢从历史底部抬升，12 月初正好是 1618 元/吨的历史最低点，到 3 月份螺纹钢价格上涨至 2000 元。2015 年 12 月，房地产销售在经历短暂的小幅回调后重回升势。同时，房地产投资增速也在触底反弹。终端需求为螺纹钢价格上涨提供了支撑。但是，由于钢铁行业经历连续三年的大幅亏损，导致当年市场冬储热情并不是高，社会库存累积幅度是有钢铁社会库存统计数据以来的次低点，仅仅低于金融危机持续发酵的 2009 年年初。基差数据也同样反映市场悲观情绪，进入 2015 年 12 月冬储以后，基差维持在 200 元左右的水平，此后虽有所走弱，但是仍然高于往年同期。到了开启库存去化之前，05 合约的基差更是大幅拉升到 250 元以上，创出螺纹钢上市以来同期历史新高。

进入到库存去化阶段，需求延续强势，房地产销售火爆，房地产销售面积增速连续两个月大幅跳升。而基建投资增速也在 2 月份触底反弹。供给方面，2016 年 2 月，国务院发布〔2016〕6 号《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨，轰轰烈烈的“供给侧”改革拉开大幕。此前市场经历连年亏损，2016 年年初的高炉开工率只有 80%，与 2013 年接近 100%的水平，有天渊之别。

当年的冬储去库，需求向好，库存快速下降，同时供给由于悲观预期一时难以跟随需求释放，这是典型的被动去库存的组合。正是在这样的背景下，3-4 月间螺纹钢期货 05 合约延续了累库阶段的强势，从 2000 元上涨至 2300 元左右。

（五）2016-2017 年冬储

在累库阶段，螺纹钢期货 RB1705 合约的价格在 2950 元-3500 元之间宽幅震荡。12 月初，国家发改委、工信部、国家质量监督检验检疫总局、国家能源局、国家煤炭安全监察局等五部门联合印发了《关于坚决遏制钢铁煤炭违规新增产能 打击“地条钢”规范建设生产经营秩序的通知》，对地条钢再度施加政策高压。加上供给侧改革带来的表内产能出清，使得供给有比较明显收缩，高炉产能利用率低于 85%，是有统计数据以来的最低水平。而当年的需求端可以用“不好不坏”来形容，地产销售虽然处于下降区间，但是过程一波三折。产业政策虽然

在 2016 年年中开始收紧，但是在 2016 年的 600 万套货币化棚改，以及之后的三四线城市涨价去库存多重因素影响下，房地产投资显现了非常强的韧性。

但是，当年相对良好的基本面，与比较悲观的预期相互交错，这就造成了当年冬储累库阶段，螺纹钢价格出现了巨幅的波动。2016-2017 年的库存累积速度较慢，累库高度也相对属于历史较低水平（高于 2009/2015/2016 年）。基差的数据同样可以反映当年比较悲观市场预期，2016 年末螺纹钢基差就开始大幅走强，一路上升到 450 元/吨的历史高点，此后虽有所下跌，但是到了春节假期结束时，基差仍然保持在 250 元/吨的历史高位。

进入到去库阶段后，当年库存去化整体流畅，市场预期开始修复，螺纹钢价格保持了相对强势。但是在 3 月 17 日房地产的新的调控政策出台，宏观经济预期转为悲观。同时汽车产销速度下行叠加制造业去库存，板材价格下跌拖累螺纹钢的价格。使得螺纹钢价格在 3 月中旬开始下行。整体上冬储去库阶段的价格呈现了先高位震荡，后单边下行的走势。

（六）2017-2018 年冬储

2017-2018 年冬储累库阶段贸易商热情极高，市场成交旺盛，库存累积速度快，幅度大。当年环保限产影响了 17-18 年冬季的下游开工，但是市场普遍预期春节过后，环保政策期过后，需求出现季节性的报复性反弹。同时，市场也认为环保限产会限制供给，对复工期的价格形成支撑。

17-18 年冬储累库阶段开始于 2017 年 12 月第一周，而社会库存最高点出现在 2018 年 3 月 9 日，即农历正月十五后的一周。这期间，螺纹钢期货 1805 合约价格维持高位震荡的走势，震荡区间为 3750-3950 元。基差方面，进入 12 月后，基差先冲高至 1000 元以上，随后在现货逐步下行，期货表现坚挺的背景下，基差开始逐步回落，进入 1 月后在基差在 0 元附近上下波动。库存方面，12 月开始库存开始大幅度的累积，累积斜率较快，最终螺纹钢的社会库存到达了 1100 万吨，为有统计数据以来的最高水平。成交方面，12 月到 1 月间成交情况与往年基本相似，总量上略有提升。但是春节前三周的成交大幅拉升，超过往年。2017 年是秋冬环保限产元年，环保力度非常大，因此高炉实际产能利用率低于往年。但是螺纹钢产量并没有出现大幅下降，这一方面是由于当年钢铁利润高企，长期维持在 500 元以上的水平，企业有生产动力。另一方面，环保限产最严

的地区是河北省，受限产能主要是热卷，对螺纹钢的影响并不算强。

2017-2018 年冬储去库阶段，由于此前的低供给、低库存的预期已经被证伪，市场的关注焦点集中于需求方面。但是由于当年农民工返城时间延后，北方天气较冷，加之环保限产对下游开工仍然偏紧等原因，复工进度不及预期。这导致螺纹钢 1805 合约从 4000 元，下跌至 3300 元。

（七）2018-2019 年冬储

2018-2019 年冬储累库期间，受到前一年冬储大幅亏损的影响，本年冬储情绪要比 2017-2018 年冬储谨慎。但是市场对于节后仍然保留一定的向好预期，普遍认为环保政策灵活，开工延后的情况不会再出现。此外当年房地产新开工面积增速维持在高位，也使得市场认为春节后复工强度会高于前一年。加之 1 月下旬淡水河谷溃坝，铁矿石价格的抬升，给螺纹钢提供了明显的成本支撑。这期间，螺纹钢期货 1905 合约价格单边上行，从 3200 元上涨至 3900 元。

2018-2019 年冬储累库阶段开始于 2018 年 12 月第一周，而社会库存最高点出现在 2018 年 3 月 1 日，即农历正月十五后的第二周。基差方面，进入 12 月后，现货相对平稳，期货单边上行，导致基差不断走弱。到春节前进入期货小幅贴水的状态。库存方面，累库节奏整体与往年相似，峰值达到 1000 万吨，高度低于 2018 年年初，但是高于历史上的其他年份。成交方面，由于价格大幅拉升，导致冬储价格偏高，导致冬储期间成交并不是特别旺盛。进入 1 月后成交量更是单边萎缩。供给方面，环保限产仍然继续，但是政策相对灵活，价值合规产能较上年有所增加，这让春节前的高炉产能利用率下滑幅度不及 17-18 年冬储。具体到螺纹钢上，其产量更是创出了历史新高。

2018-2019 年冬储去库期间，市场情绪转向谨慎。年前螺纹钢价格大幅拉涨，兑现了部分节后看涨的预期，加之螺纹钢产量超过往年，年后集中到货。虽然成交好于往年，库存整体去化速度尚可，但是在相对悲观的预期压制下，价格呈现了横盘震荡的走势，震荡区间为 3650-3800 元。

图1 商品房销售面积累计同比增速



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图2 房地产开发投资完成额累计同比增速



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图3 基建投资增速



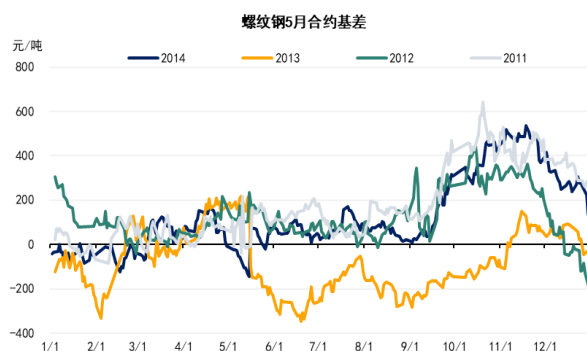
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图4 汽车销售增速



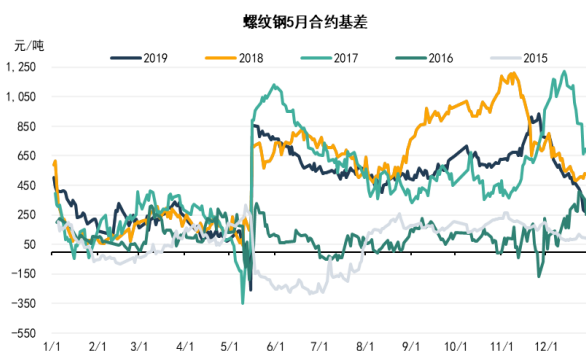
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图5 螺纹钢5月合约基差（2011-2014）



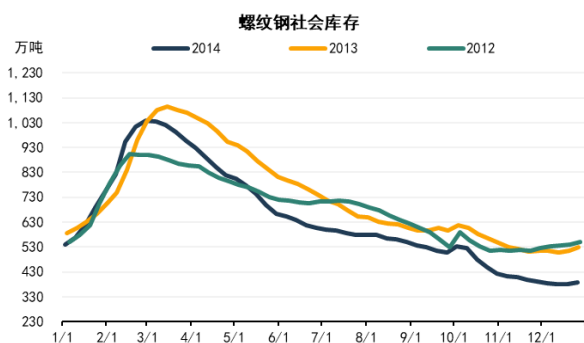
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图6 螺纹钢5月合约基差（2015-2019）



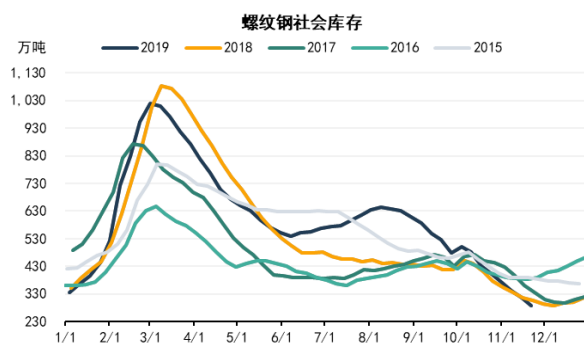
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图7 螺纹钢社会库存（2012-2014）



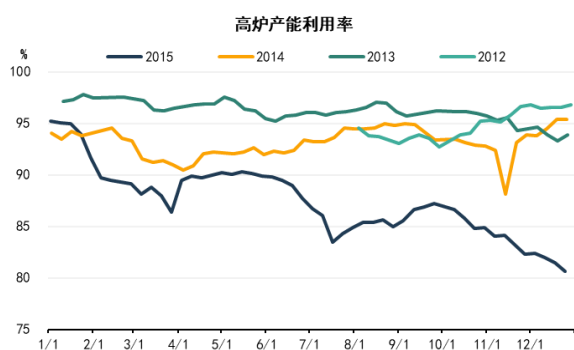
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图8 螺纹钢社会库存（2015-2019）



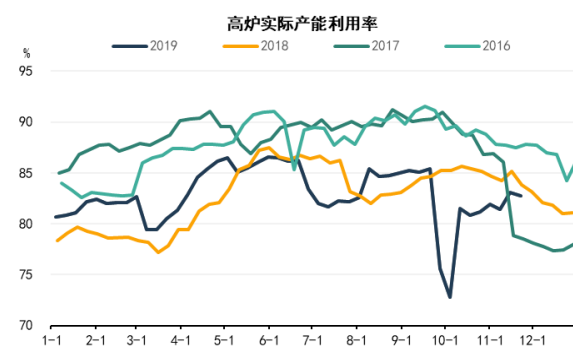
数据来源：WIND 资讯，前海期货

图9 高炉产能利用率（2012-2015）



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图10 高炉实际产能利用率（2016-2019）



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图11 历年冬储价格走势



数据来源：WIND 资讯，前海期货

二、规律总结

复盘过去七年的冬储行情，可以清楚的发现终端需求是决定行情方向的最核心变量，而市场的预期（我们以库存累积高度和基差来观察市场预期）也在一定程度上反向影响冬储去库阶段的价格。

若市场需求较好，但是预期较低，则在去库阶段可能出现较大幅度的上涨，比如 2015-2016 年。

如果需求保持平稳，但是此前市场预期相对较高，在去库阶段没有预期差的存在，行情向上的动力反倒略显不足，比如 2018-2019 年。

而如果需求比较差，但是市场预期较高，对价格而言是最差的组合，2012-2013、2013-2014、2017-2018 年冬储皆是这样的情况。

而如果需求比较差，同时市场预期较低，需求对价格而言仍是主导方向，去库阶段的价格仍会保持弱势，比如 2014-2015 和 2016-2017 年的冬储行情。

表 1 冬储规律总结

	需求与预期的组合			
需求	好	好	差	差
预期	低	高	高	低
去库存阶段走势	单边上涨	高位震荡	单边下行	弱势震荡
对应年份	2015-2016	2018-2019	2012-2013 2013-2014 2017-2018	2014-2015 2016-2017

数据来源：公开资料，前海期货

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

