

研究通讯

专题研究（供内部交流）

春节前后库存变动对钢价的影响分析

发展研究中心 周敏波

电话：020-85590051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

对比 2016-2018 年，2019 年春节前后库存情况接近 2018 年，相同处是库存水平高，终端开工晚。但也存在差别，首先在市场预期方面，2018 年累库是在限产背景下的超预期累库，2019 年春节高累库属于市场预期内；其次从累库结构看，2018 年贸易商主动累库居多，很多中小贸易商带杠杆累库，当时中美贸易摩擦爆发加剧了市场悲观预期，导致贸易商降价相互踩踏。而 2019 年主要是大贸易商累库，抛盘压力相对较轻。最后，当前现货 3800 相比 2018 年同期或全年都是一个较低的水平，终端地产需求强劲情况目前尚不能证伪，所以累库压力虽然有，但还不能导致价格大幅下跌。

目前在高产量和高库存的现货基本面情况下，盘面还在延续高需求预期的逻辑。目前看，地产赶工导致的大规模新开工情况还将持续，因为当前地产的土地库存绝对量还在高位，新开工增速上行带来的耗钢需求逻辑还将延续，同时地产调控和货币政策边际放松，将使得地产销售端转为平稳，有利于引导市场提升需求预期，支撑钢价偏强运行。

但主要风险点在于，钢价从 12 月份低点涨到 3800 附近，已经消化掉大部分预期利好。近几年市场都是“买预期，卖现实”。下周库存将进入去库阶段，叠加两会召开，不管是产业端还是政策端如果不达预期都将影响钢价高位走弱。同时一季度处于数据真空期，即将公布的地产投资增速和销售端数据预计还将保持增速下滑趋势，当预期消化完以后，回归现实或有压力，钢价前期高位 4000 一线存压力。

联系信息（黑色金属研究小组）



周敏波

期货从业资格：F0284159

投资咨询资格：Z0010559

电话：020-85594391

邮箱：zhoumingbo@gf.com.cn

螺纹钢期货主力合约价格走势



热轧期货主力合约价格走势



相关报告

2018.12.29 研究通讯_《卷螺价差分析》

2019.01.04 研究通讯_《11 月房地产数据点评》

目录

1、市场回顾	1
2、近四年春节前后钢材库存变动情况对比.....	1
3、近四年春节前后钢价和基差走势对比	2
4、高库存和高产量背景下，钢价为什么这么坚挺.....	5
5、后期钢价逻辑演变	6
免责声明.....	7

1、市场回顾

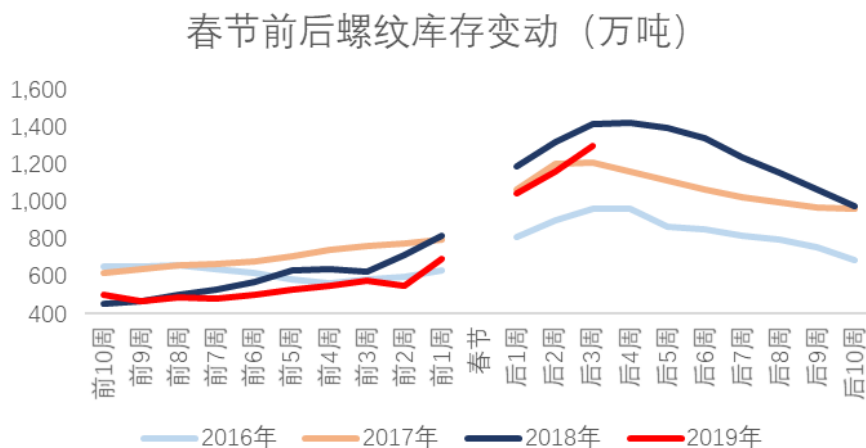
2019年1-2月份钢材现货价格整体平稳，这段时间属于季节性淡季，现货贸易在节前十天左右基本停滞，现货报价处于锁价状态。春节前后华东地区螺纹钢和热轧现货报价维持在3700-3800元。同期期货更强，从贴水现货400到平水，基差逐步收敛。我们在2018年底判断地产赶工尚未结束，5月合约将是个多头合约，目前从逻辑和价格看基本符合我们之前的判断。但当前高产量高库存令市场担忧，特别是春节前后库存变动情况是市场关注的焦点，下面将重点梳理近几年春节前后的库存变动，以及需求情况，了解钢价偏强逻辑是否能延续，后面空间有多少。

2、近四年春节前后钢材库存变动情况对比

螺纹钢的下游需求主要是建筑行业，包括地产和基建。通过对2016-2019年钢材库存的绝对值看，螺纹钢在春节期间库存累积的绝对值，2018年>2019年>2017年>2016年；目前处于节后第三周，截至2月26日，螺纹钢钢厂库存+社会库存1303万吨，环比上升11.6%，前值11.3%。同比下降8%，前值是下降12%。目前螺纹钢的库存处于环比增速上升，同比增速下降情况。

一般建筑行业在正月二十左右全面复工，也就是节后第四周，库存也将进入去库阶段。只有2018年例外，2018年属于开工较晚一年，2018年库存下降是从节后第五周开始。从铁路客运跟踪的情况来看，今年也属于开工晚的一年，预计库存在节后第五周才能进入去库阶段。

图1：春节前后螺纹钢库存变化

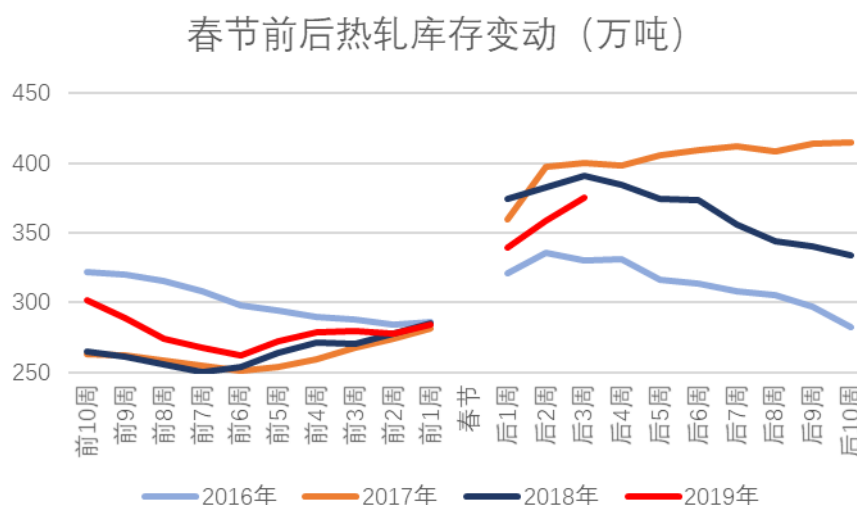


来源：Mysteel 广发期货发展研究中心

热轧下游主要是制造业，包括汽车、机械、集装箱、造船等。制造业在春节前后的生产较平稳，不像建筑行业全面停工的情况，所以热轧卷板在春节期间的库存积累幅度不如螺纹。从2016年-2019年春节前后热轧积累的幅度，2017年>2018年>2019年>2016年。

热轧卷板的累库和去库拐点一般在节后第四周，但有些年份还有反复，例如2017年春节后热轧库存不降反升，这跟当时板材生产不受采暖季限产影响，供给高位有关。目前热轧卷板的库存情况同样处于环比上升，同比下降的情况。截止2月26日，热轧卷板钢厂库存和社会库存375万吨，环比上升4.4%，前值5.5%，同比下降4%，前值下降6%。

图2：春节前后热轧库存变化



来源：Mysteel 广发期货发展研究中心

3、近四年春节前后钢价和基差走势对比

从累库幅度对价格的压力来看，螺纹钢春节库存压力2018年>2019年>2017年>2016年。螺纹钢现货价格走势在2016-2017年节后现货是上涨的，而2018年春节后是下降的。热轧春节累库压力2017年>2018年>2019年>2016年，热轧春节后价格走势，2017和2018年是下跌，2016年是上涨的。结合当时的基本面情况可以得出：

1) 累库幅度的预期差是影响价格的重要因素

累库本身对价格是存在压力的，但2016-2017年累库对价格没造成利空，不是累库多少的问题，而是累库幅度是否在预期之内。2018年是在采暖季限产背景下，累库幅度超预期，导致节后价格承压下跌。而今年春节累库同样是高幅度，但是属于市场预期内。

2) 春节累库对价格的影响是节奏性的，不会改变价格长期趋势

春节期间季节性累库对价格的影响是短暂的，当价格下跌消化完库存上升压力，后期价格走势还将回归供需情况主导。例如2018年，虽然螺纹钢和热轧累库幅度都超预期，热轧累库同比情况甚至好于螺纹，但3月份价格下跌消化完春节累库利空后，4-5月价格上涨行情中，螺纹涨幅高于热轧。

图4：春节前后螺纹价格走势

	累库绝对量（万吨）	累库幅度（%）
2016年	402	71%
2017年	591	95%
2018年	973	215%
2019年	932	177%

来源：mysteel 广发期货发展研究中心

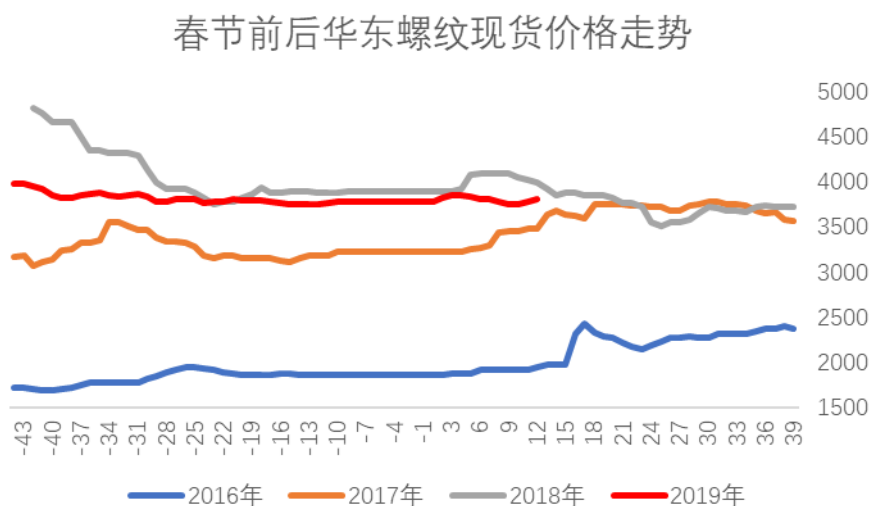
表4：2016-2019年春节前后热轧累库幅度

	累库绝对量（万吨）	累库幅度（%）
2016年	52	18%

2017年	149	59%
2018年	141	56%
2019年	113	43%

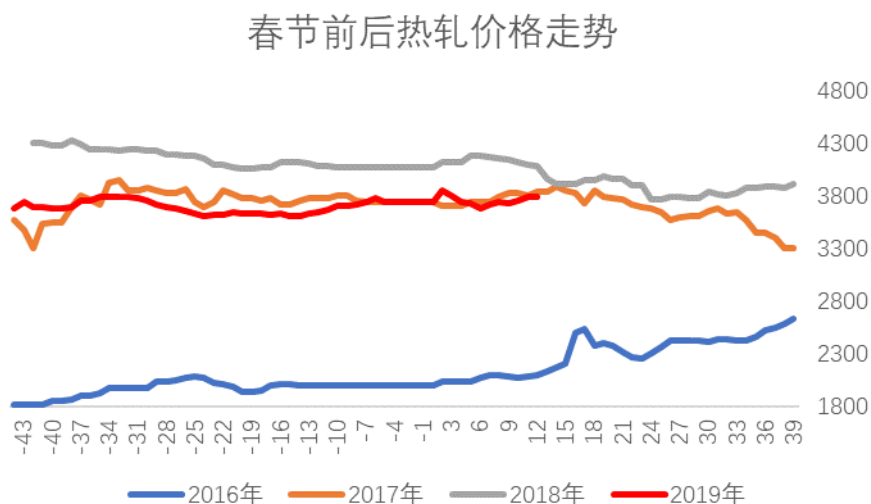
来源：Mysteel 广发期货发展研究中心

图3：春节前后螺纹价格走势



来源：Wind 广发期货发展研究中心

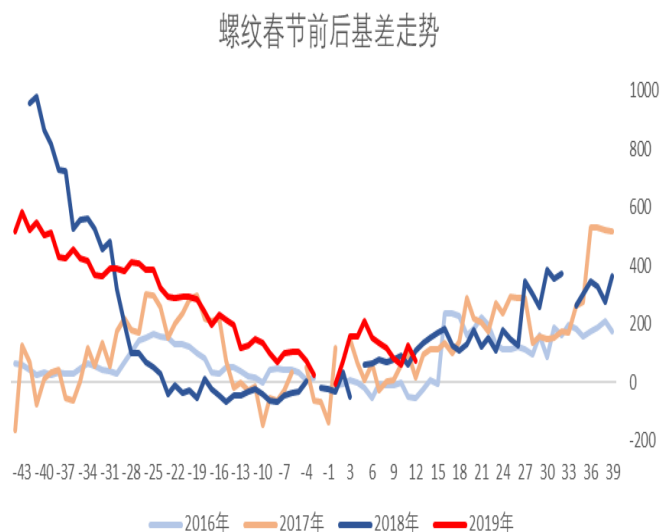
图4：春节前后螺纹价格走势



来源：mysteel 广发期货发展研究中心

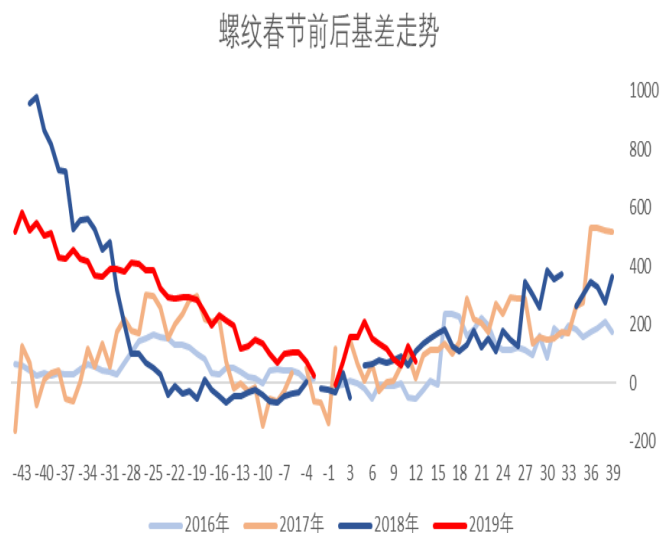
从春节前后四个月的基差走势规律，一般春节前后主力合约基差处于收敛状态，一般春节前螺纹基差走弱（期价贴水收敛），在春节前后一周基差收敛接近平水，随后基差逐步走强（期价贴水扩大）。而最近四年热轧基差走势也基本符合这一走势规律。究其原因，一方面是最近四年钢价整体处于上涨趋势中，同时期价贴水是常态，春节期间现货贸易停滞，期价在牛市预期下抢先修复贴水导致；另一方面与春节期间正好与1月合约交割月份相近，主力合约受近月合约基差收敛影响，有向现货靠拢的同一规律。

图5：春节前后螺纹主力合约基差走势



来源：mysteel 广发期货发展研究中心

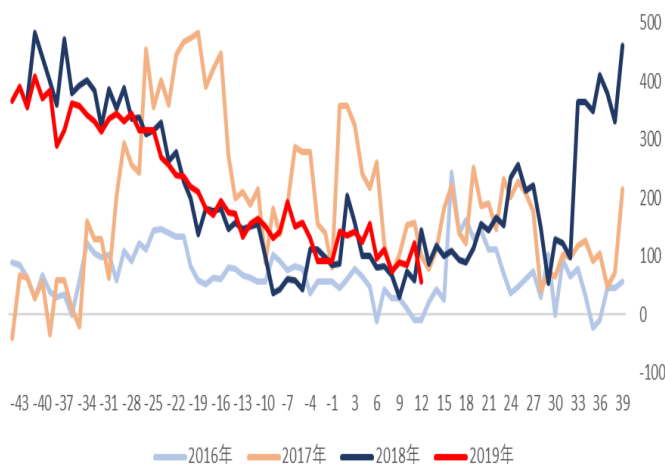
图6：春节前后热轧主力合约基差走势



来源：mysteel 广发期货发展研究中心

对比2016-2018年，2019年春节前后库存情况接近2018年，相同处是库存水平高，终端开工晚。但也存在差别，首先在市场预期方面，2018年累库是在限产背景下的超预期累库，2019年春节高累库属于市场预期内；其次从累库结构看，2018年贸易商主动累库居多，很多中小贸易商带杠杆累库，当时中美贸易摩擦爆发加剧了市场悲观预期，导致贸易商降价相互踩踏。而2019年主要是大贸易商累库，抛盘压力相对较轻。最后，当前现货3800相比2018年同期或全年都是一个较低的水平，终端地产需求强劲情况目前尚不能证伪，所以累库压力虽然有，但还不能导致价格大幅下跌。

热轧春节前后基差走势



库存是供需的结果，后期的去库情况，以及价格走势还将取决于钢材的供求。

4、高库存和高产量背景下，钢价为什么这么坚挺

根据上海钢联数据，年后钢厂开工和开工率环比回升，春节后全国高炉开工环比上升2%，同比上升4%，高炉产能利用率节后环比持平，同比上升6%，说明钢厂的生产意愿较强烈。同时从周度产量跟踪数据看，产量环比回升。同时短流程电炉在春节期开工率下滑到16%，但节后复工迅速，随着电炉全面复工，会助推产量上升，特别是螺纹钢产量。高库存和高产量背景下，为什么钢价坚挺，特别是期货由之前的贴水一度转为升水？

(1) 钢厂节奏性集中检修，供给环比好转

截止3月1日，全国高炉开工率和产能利用率环比下滑，Mysteel调研的247家钢厂开工率和高炉产能利用率环比分别下降0.35%和0.19%至77.24%和78.88%，同时进入3月，因两会召开，唐山、邯郸等地区进入限产加严期，不少钢厂集中检修应对限产，唐山地区高炉开工下降明显，华北地区产量节奏性收缩。

(2) 短期地产耗钢需求偏乐观

2018年地产需求超预期，导致全年产量上升，库存却同比下降。去年地产销售增速从7月份开始拐头向下，截止2018年12月，地产销售面积同比上涨1.3，比7月份最高水平，增速下降3个百分点。但地产新开工和施工面积增速向上，截止2018年12月，地产新开工和施工面积同比分别上涨17.2%和5.2%。新开工绝对值仅次于2013年，处于历史次高位置。地产销售下行但高开工的原因是融资渠道紧缩，国内经济下滑预期下，地产主动去土地库存，回笼资金导致的。地产土地库存尚在高位，预估2019年全年新开工还将保持较高水平，但全年同比增速只能持平或负增长，从节奏上看，增速前高后低。

首先地产库存尚在高位，而房地产待售面积已经下一台阶。截止2018年12月份，房地产待开发土地面积4.5亿平方米，同比上涨27.6%，绝对值处于历史次高位置，仅次于2008年，土地库存压力明显。而房屋库存5.2亿平方米，同比下降11%，比起2015-2016年7亿平方米以上的历史峰值，已经下降28%。所以后期地产还将继续去土地库存，新开工数据绝对量还

将保持高位。

其次房价和地产销售环比有望改善，首先是货币政策转向，地产融资环境改善；其次是地产调控政策实施因城施策，结构性松绑。1月份社融规模放量，当月同比上涨50%。地产行业的发展直接依赖于货币政策情况，2017-2018年地产下行主要源于去杠杆政策下融资渠道收紧和地产限购政策的双重禁锢。去年融资渠道紧缺背景下，都能支撑大规模的新开工体量，货币政策边际放松，更能保证地产去土地库存带来的耗钢需求。同时地产调控政策转向一城一策，各个城市以稳定房价为前提实施调控，部分三四城市限购放松。地产销售端有望环比改善，保障房地产投资增速维稳，改善市场之前对于地产需求下行预期。

(3) 逆周期调节，基建需求有望超预期。

2月22日中央政治局第十三次集体学习指出，要注重在稳增长的基础上防风险，强化财政政策、货币政策的逆周期调节作用。基建是财政政策主要发力方向，2019年地方政府债券发行放量，大幅高于去年同期。同时发改委全国投资项目在线审批监管平台数据显示2019年1-2月项目投资总额增速上行。整体上基建上行带动的耗钢需求有望对冲大部分地产耗钢增速下滑风险。其次是中美贸易摩擦取得实质性进展，虽然中美贸易谈判还将持续，但对于市场预期影响已经过了最悲观的时候，边际好转；最后市场对即将召开的两会，抱有利好政策出台预期，使得整个市场情绪转为乐观。

5、后期钢价逻辑演变

目前在高产量和高库存的现货基本面情况下，盘面还在延续高需求预期的逻辑。目前看，地产赶工导致的大规模新开工情况还将持续，因为当前地产的土地库存绝对量还在高位，新开工增速上行带来的耗钢需求逻辑还将延续，同时地产调控和货币政策边际放松，将使得地产销售端转为平稳，有利于引导市场提升需求预期，支撑钢价偏强运行。

但主要风险点在于，钢价从12月份低点涨到3800附近，已经消化掉大部分预期利好。近几年市场都是“买预期，卖现实”。下周库存将进入去库阶段，叠加两会召开，不管是产业端还是政策端如果不达预期都将影响钢价高位走弱。同时一季度处于数据真空期，即将公布的地产投资增速和销售端数据预计还将保持增速下滑趋势，当预期消化完以后，回归现实或有压力，钢价前期高位4000一线存压力。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，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，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，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“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-38456888

地址：广州市天河区体育西路 57 号红盾大厦 14 楼

邮政编码：510620