

# 时逢“内外交困”，黑色恐难“独善其身”

中信建投期货

张少达 期货从业资格号：F3072263

赵永均 期货投资咨询从业证书号：Z0014584

摘要：

成材高库存是压制整个黑色价格的重要因素之一，但是成本、利润及供需情况仍然不能忽视。2017 年和 2018 年在高库存、高利润、高供给、低需求下，螺纹钢价格出现大幅下跌。而目前再次处于超高库存、低利润、低供给、低需求的状态，虽然期货市场有强预期的“加持”，但是全球市场陷于极度悲观，有色、贵金属、能化及股市已经经历了大幅下跌，各国的货币宽松政策不但没有挽回市场颓势，反而加剧了市场的恐慌情绪，在“内外交困”的背景下，国内黑色市场可能难以“独善其身”。本文以螺纹钢为例，对比近 5 年库存、利润及需求等基本面的情况，以期得出未来价格运行路径。

不确定性因素：国内外政策、国外疫情发展情况等

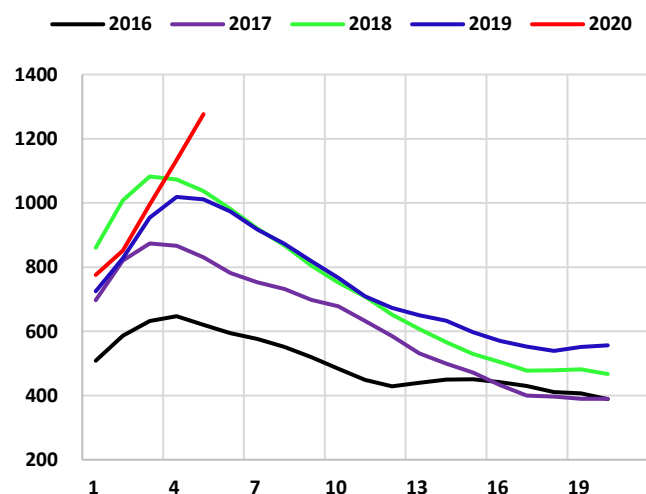
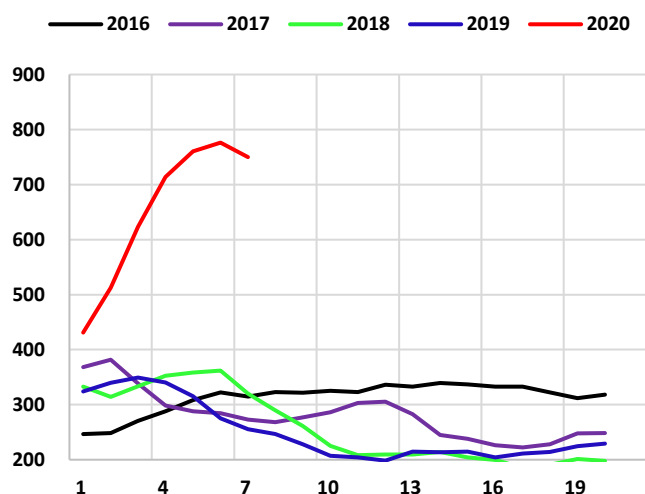
正文

春节后螺纹钢期货价格波动可谓极其剧烈，截至 3 月 13 日，波动大于 200 元/吨的行情总共有四轮。首先我们针对此前的走势进行简短回顾：春节期间国内爆发新冠肺炎疫情，以及由此引发的市场悲观情绪和预期，导致节后两个交易日螺纹钢期货价格快速下跌，直至长流程成本范围内；2 月 4 日，在强成本、强预期支撑下，叠加降息、下发专项债等政策利好，市场预期逐步修复，价格又开启了基差回归行情，节后的跳空缺口也得到了回补；此后，受国外疫情扩散影响，价格快速下跌至 3350 元/吨附近，但在各地公布基建投资计划的提振作用下，期货价格再次得到支撑，并开始大幅度区间震荡；上周，各地复工复产政策逐步得到落实，需求复苏带动下现货市场逐步回暖，成交量开始回升，期货价格也创出了节后新高。

3 月中旬以前，由于终端需求基本停滞，期货价格很大程度上受疫情的发展、以及一系列调控政策的影响，市场走势更多的是基于资金的情绪和预期展开的。进入 3 月中旬以后，高库存带来的产业压力并未得到缓解，当前螺纹钢厂库存达到 750 万吨，社会库存达到 1427 万吨，库存合计 2177 万吨。与 2019 年最高值 1359 万吨相比，2020 年库存总量增加近 60%，可见目前库存依然十分庞大。那么高库存背景下螺纹钢价格是否依然有上涨空间呢？

图 1： 2016-2020 年春节后每周螺纹钢厂库存（单位万吨）

图 2： 2016-2020 年春节后每周螺纹钢社会库存（单位万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

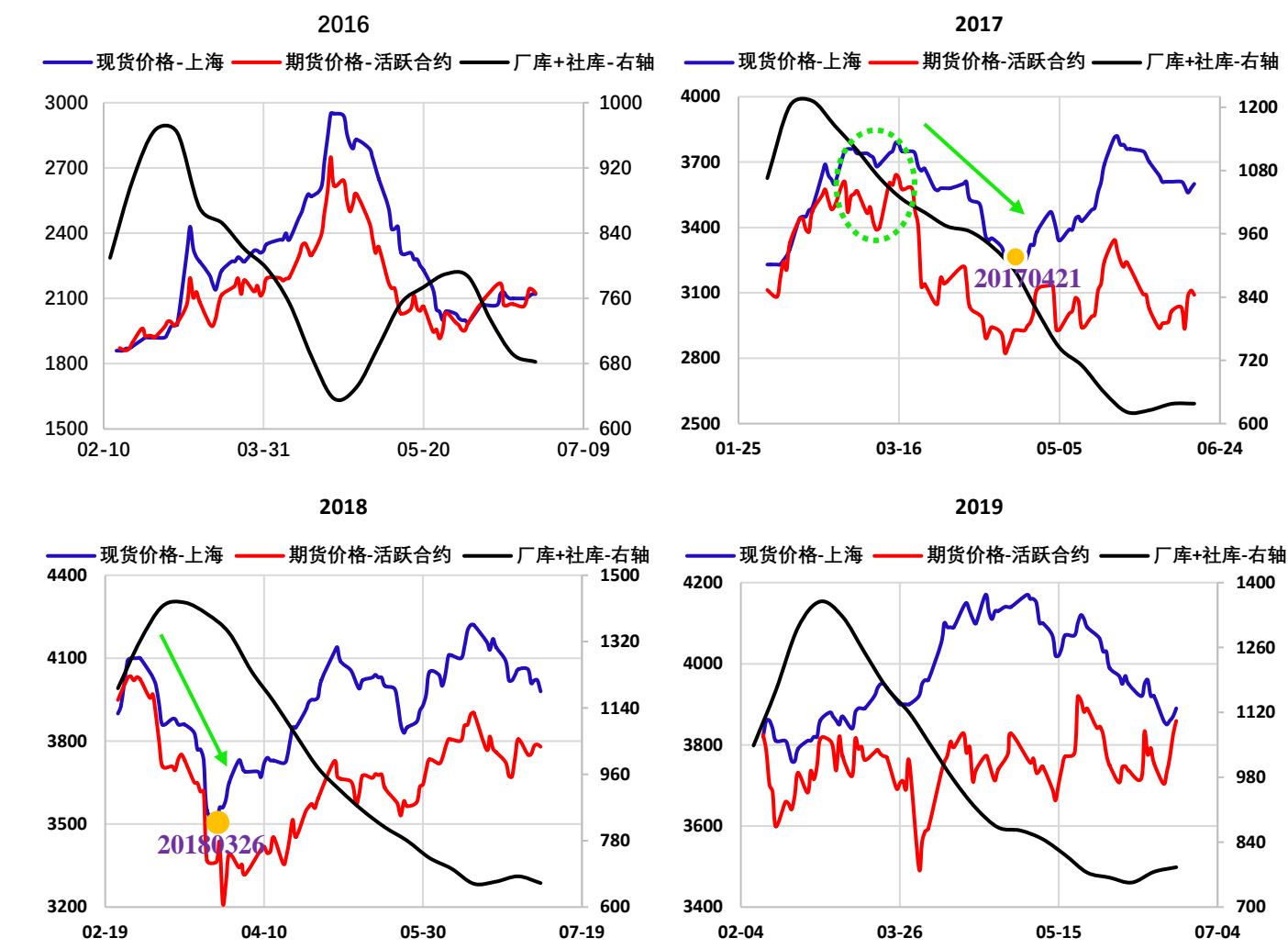
数据来源：Wind，中信建投期货

## 一、螺纹钢必须降价去库存吗？

笔者统计了 2016 年至 2019 年春节后，去库过程中螺纹钢期货及现货价格的变化。2016 年螺纹钢期货和现货价格上涨，现货价格上涨 52%，期货价格上涨 36%；2017 年螺纹钢期货和现货价格先稳定后下跌，现货价格下跌 16%，期货价格下跌 18%；2018 年螺纹钢期货和现货价格先下跌后上

涨，下跌过程中，现货价格下跌 14%，期货价格下跌 20%，而价格上涨是从 3 月底 4 月初开始的，此时螺纹钢总库存为 1344 万吨，相较 2018 年度库存峰值 1426 万吨，库存只下降了 82 万吨；2019 年螺纹钢期货和现货价格先稳定后上涨（图中期货价格在 4 月份大幅下跌是由主力合约换月造成的，实际期货价格是上涨的），但是在高库存阶段价格上涨受到压制。从历史角度看，受高库存影响，螺纹钢期货和现货价格出现下跌和上涨的情况各占一半。

图 3： 2016-2019 年春节后螺纹钢降库过程价格变化（价格单位：元/吨；库存单位：万吨）

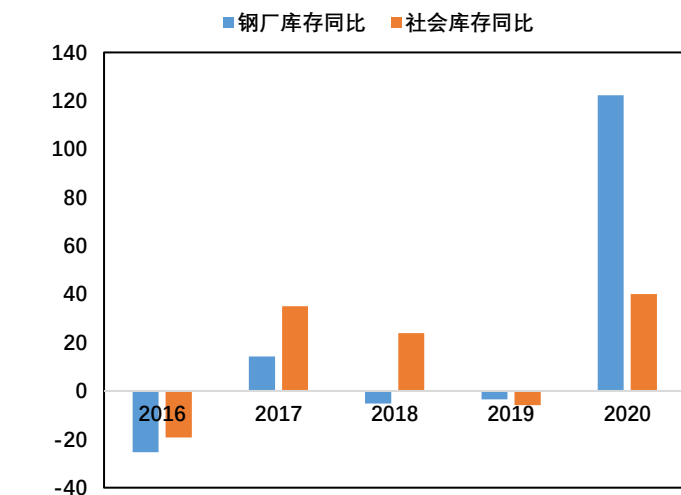


数据来源：Wind，中信建投期货

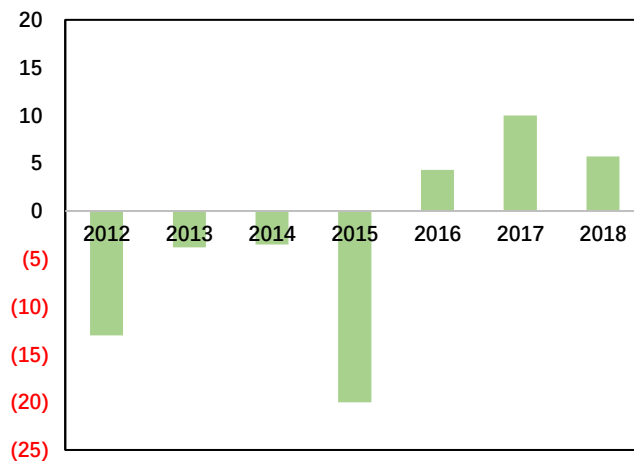
数据来源：Wind，中信建投期货

图 4： 峰值库存增长幅度：同比(单位：%)

图 5： 冶金工业:销售利润增长率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货



数据来源：Wind，中信建投期货

从库存结构来看：2016 年钢厂和社会库存相较 2015 年都有一定程度的下降，库存压力并不大；2017 年钢厂和社会库存压力增加，特别是社会库存同比增长幅度达到 35%，此时库存压力主要集中于贸易商；2018 年库存压力仍然集中于贸易商，相较 2017 年社会库存同比增长幅度达到 23%，此时钢厂库存压力同比降低 5% 左右；2019 年钢厂和贸易商库存压力都不大。对不同年份钢厂和贸易商面临的库存压力的分析，并且结合降库过程期货和现货价格表现来看，2017 年和 2018 年库存压力大幅增加是驱动价格走低的重要因素。而 2020 年钢厂库存峰值同比增加 120%，社会库存峰值同比增加 40% 左右，可见钢厂库存压力比贸易商更大。

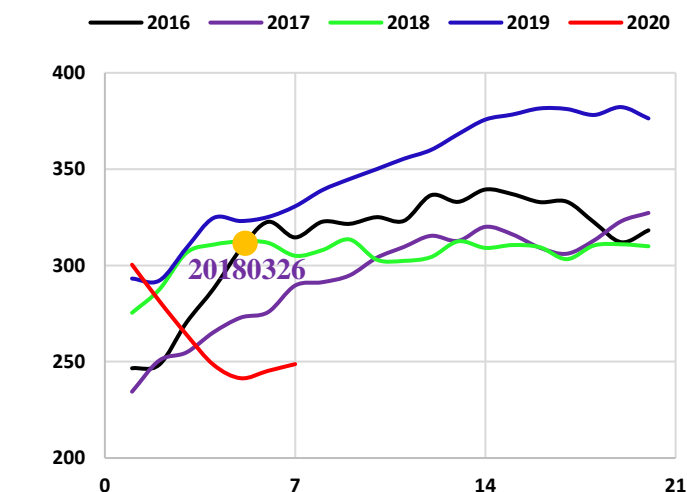
钢铁行业经过供给侧改革后，从 2016 年开始钢厂销售利润逐步增长，利润积累比较丰厚，并且金融去杠杆后债务比例显著降低，因此，2020 年钢厂资金实力更加雄厚，挺价能力有一定程度加强。但是，2017 年和 2018 年钢铁行业财务状况相较 2015 年以前，也有大幅度的改善，为什么当时会出现降价去库存呢？

2017 年春节后前 7 周，螺纹钢周度产量远低于 2016 年，而周度表观消费量基本与 2016 年相当，整体供需偏紧。但是，此阶段长流程钢厂利润在 1000 元/吨左右，短流程钢厂利润接近 600 元/吨，远高于 2016 年同期水平，受高利润和高库存压制价格基本稳定，上涨动力不足。此后产量逐步回升，而表观消费并未出现同步增长，表现为去库缓慢，期货和现货价格走跌，直至表观消费出现回升。

2018 年春节后前 5 周，螺纹钢周度产量远高于 2017 年，而周度表观消费量基本与 2017 年相当，整体供需偏宽松。此外，叠加高库存的压力，期货和现货价格下跌极为流畅，风险快速释放，直至价格接近短流程成本范围内。此后，产量基本稳定，而表观消费继续增长，叠加短流程成本支撑，价格开始回升。

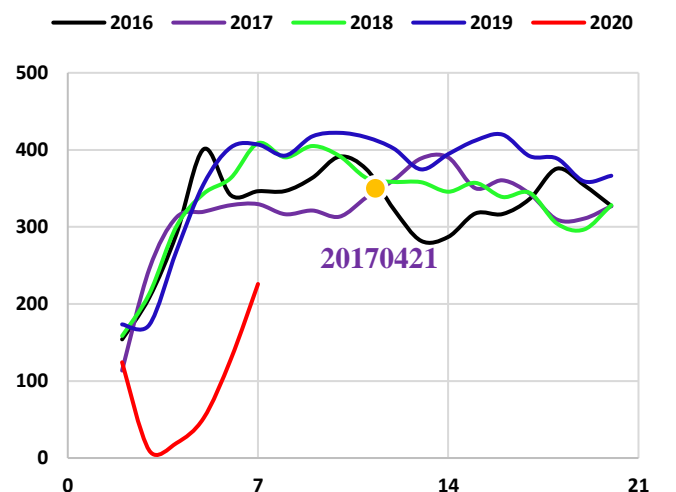
通过分析 2017 年和 2018 年春节后，螺纹钢价格表现可以得出一个重要结论：高库存只是压制螺纹钢价格的重要因素之一，成本、利润及供需情况是影响价格演化的重要因素。

图 6： 2016-2020 年春节后螺纹钢周度产量（单位万吨）



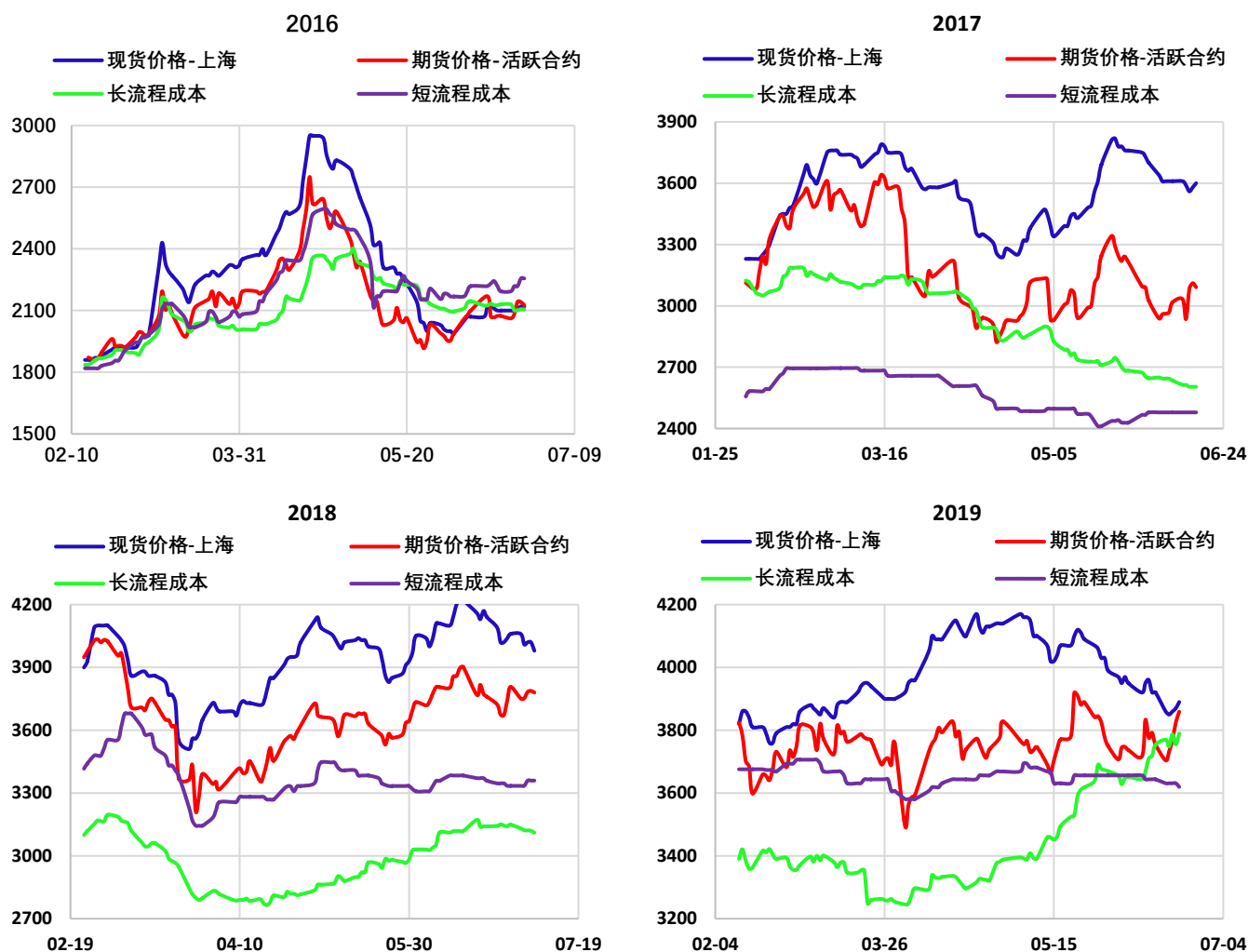
数据来源：Wind，中信建投期货

图 7： 2016-2020 年春节后螺纹钢周度表观消费（单位万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8： 2016-2019 年春节后螺纹钢成本与价格（单位:元/吨）



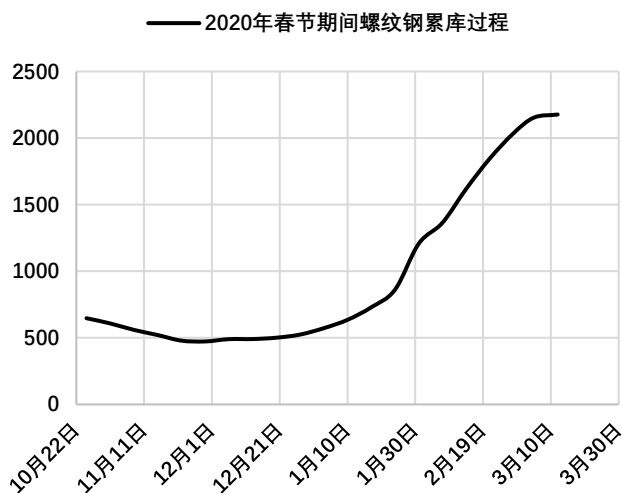
数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

## 二、螺纹钢价格后期推演

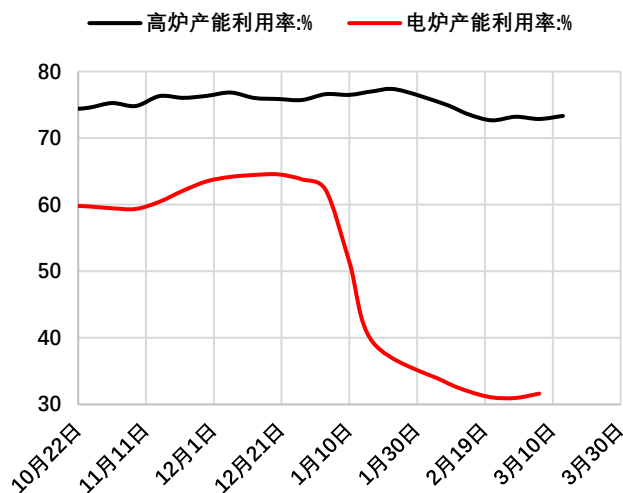
目前螺纹钢高库存依然是整个行业需要面对的压力，那么积累的这一部分库存生产成本究竟是多少呢？2020 年螺纹钢累库开始于 12 月 21 日，基础库存为 500 万吨，并且通过与 2018 年和 2019 年的库存数据对比，认为 2 月 7 日的 1400 万吨左右的库存是比较正常的，因此正常情况下库存增量为 900 万吨左右，此外因疫情导致库存额外增加了近 800 万吨。在正常 900 万吨的累库过程中，电炉产能利用率由 60% 快速降低至 30% 左右，对应产量约为 300 万吨，生产成本约为 3700 元/吨，长流程产量合计 600 万吨，生产成本约为 3350 元/吨；在额外 800 万吨累库过程中电炉产能利用率基本维持在 30% 左右，相当于电炉螺纹钢周产量 37.5 万吨左右，截至目前共计 200 万吨，在此期间生产成本约为 3650 元/吨，而长流程高炉产能利用率基本稳定，产量合计 600 万吨，生产成本约为 3300 元/吨。以目前上海螺纹价格来看，长流程螺纹钢基本盈利 150-200 元/吨，短流程螺纹亏损 200-250 元/吨。因此，当期货价格反弹至 3650-3700 元/吨附近，首先面对短流程螺纹钢的卖出保值和仓单压力，而期货价格下跌至 3300-3350 元/吨附近，就会受到长流程螺纹钢成本的支撑，钢厂财务状况比较健康，在此价格范围内挺价意愿坚决。因此，预计 RB2005 合约后期价格弹性较小，底部支撑在 3300-3350 元/吨，顶部压力在 3650-3700 元/吨。

图 9： 目前库存与价格（价格单位：元/吨；库存单位：万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

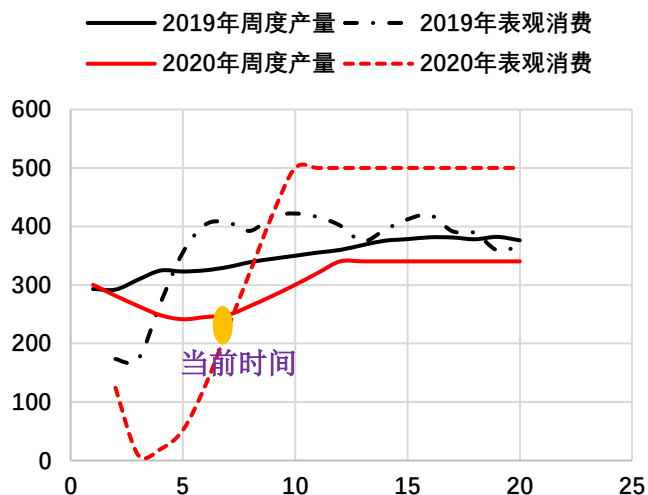
图 10： 目长流程和短流程产能利用率



数据来源：Wind，中信建投期货

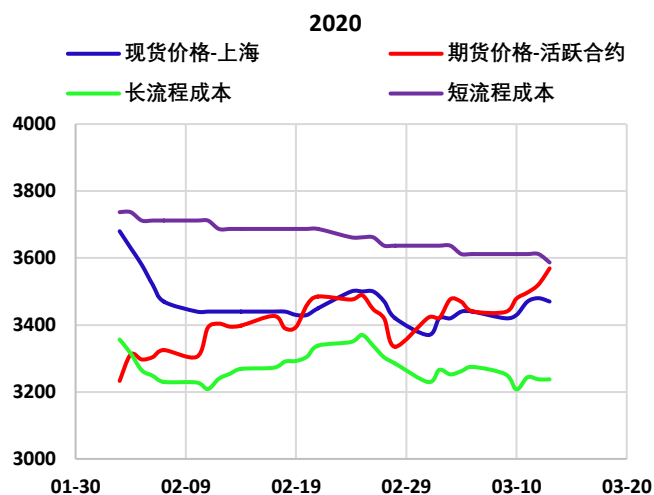
受终端需求萎靡影响，2020年螺纹钢周度产量相较2019年大幅下降，截至3月12号，总产量同比减少360万吨，假设后期按照降产路径恢复产量至340万吨/周左右，此时产量比2019年减少5%左右，并稳定在340万吨/周。而表观消费按每周多消费100万吨，直至达到500万吨/周的消费量，此时消费量将比2019年同期增加20%左右。在上述周产量和表观消费量的假设前提下，直至6月底，2020年表观消费量将比2019年增加500万吨，这与当前库存中短流程螺纹钢的总量基本一致，说明短流程成本在六月底之前将一直成为螺纹钢的重要压力位。

图 11： 2020年周度产量及表观消费预估（单位：万吨/周）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 12： 目前螺纹钢成本与价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

### 三、结论

高库存是压制螺纹钢价格的重要因素之一，但是成本、利润及供需情况仍然不能忽视。2017年和2018年在高库存、高利润、高供给、低需求下，螺价出现大幅下跌。而目前处于超高库存、低利润、低供给、低需求的状态，预计螺纹钢盘面价格弹性较小，底部支撑在3300-3350元/吨，顶部压力在3650-3700元/吨，并且有可能一直持续到六月底。