

螺纹钢高需求背后面临三大隐患

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：

进入四月份螺纹钢表观需求大幅超预期，连续五周表观需求达到440万吨以上，同比2019年增长14.4%。超高表需推动RB2010合约价格由3100元/吨逐步上升至3500元/吨。我们认可当前螺纹需求良好，但价格持续上涨背后或存三大隐忧：一是需求季节性回落，特别是华南和东部沿海地区需求边际增量小，或受高温及雨水影响；二是高利润带来高供给，包括国内产量的上升、出口下降及进口增加；三是基差向0甚至负值回归，估值进一步升高。

不确定性因素：外国复工进度加快、两会前后刺激经济或抑制产量措施出台

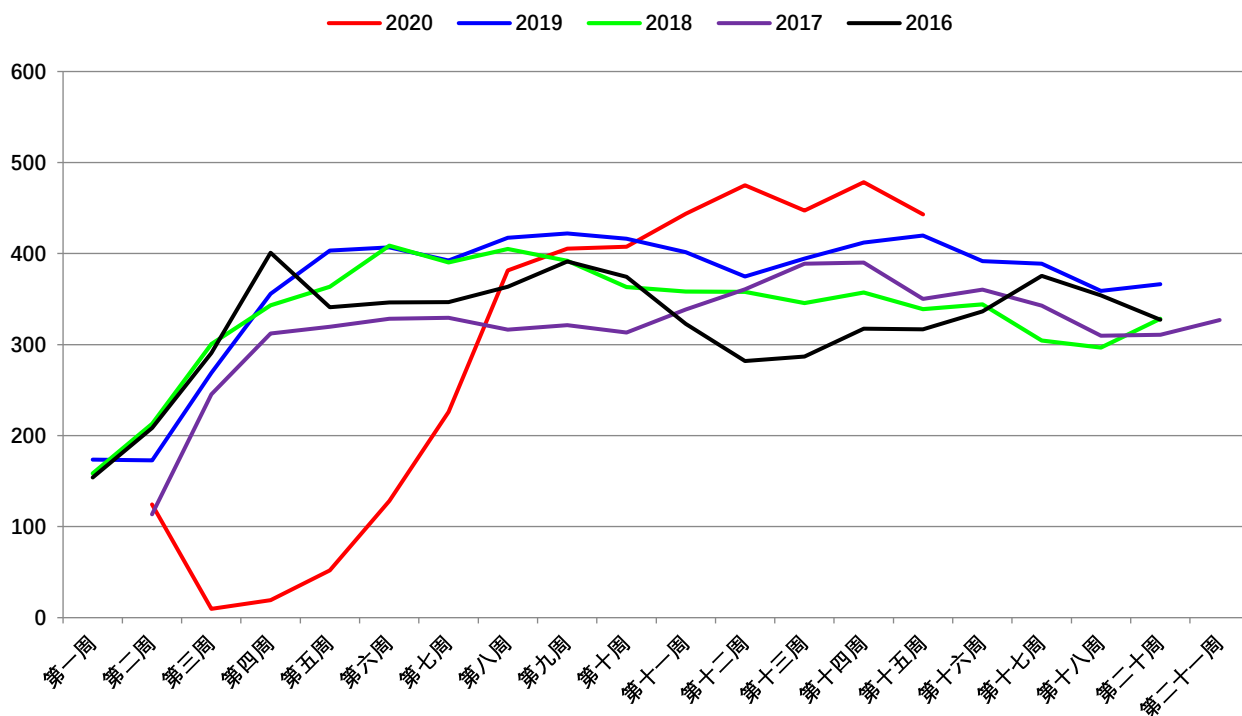
正文：

4月初至今螺纹钢需求旺盛，期货价格开启一轮上涨行情，截止目前价格上涨近400元/吨。虽然现货价格也在上涨，但是上涨幅度却明显低于期货，上海螺纹只上涨了100元/吨。现货价格波动率明显弱于期货可能的原因或许在两方面：一是螺纹钢高库存压制现货价格反弹高度；二是现货市场对未来的预期并没有特别好，螺纹表观消费屡创新高，而现货价格仍在3430-3530元/吨窄幅区间振荡。期货以现货为锚，期货价格要想大幅上涨，现货必须突破窄幅区间。但是，我们认为目前高需求推动价格上涨或存在三方面问题。

一、隐患1：需求或存季节性下降风险

4月9日螺纹钢周度表观消费达到444万吨/周，同比2019年农历同期高近28万吨或6.6%。此后，表观消费迭创新高，甚至达到478万吨/周。截至目前，表观消费已连续五周超过2019年同期水平，同比增长近289万吨或14.4%，高需求带动下，盘面价格大幅上行。

图1：螺纹钢表观消费（单位：万吨）



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 2: 水泥出货率 (单位: %)



数据来源: 数字水泥网, 中信建投期货

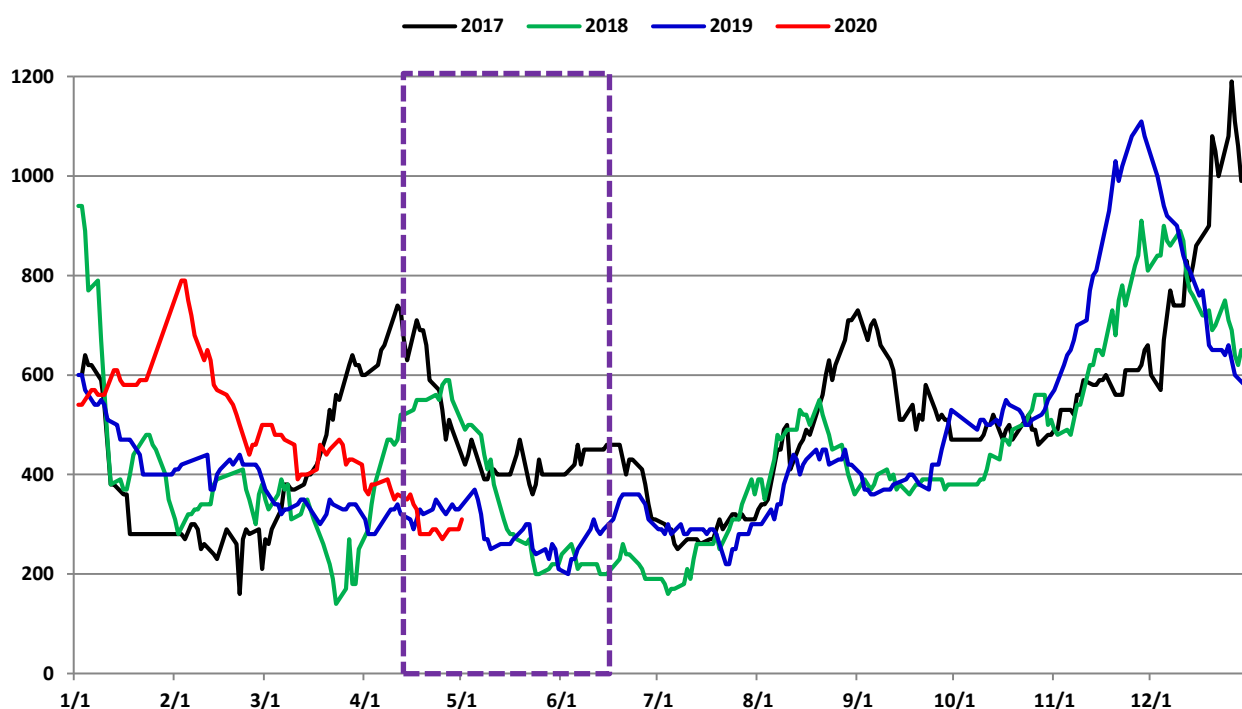
表观消费创出新高伊始, 市场对终端需求认可度并不高, 主要依据是水泥出货率和混凝土搅拌站产能利用率低于 2019 年同期水平。但由于水泥和混凝土保质期比较短, 在需求终端复产时, 企业对螺纹钢的备货量超过水泥和混凝土是比较正常的现象。但是, 随着本周水泥出货率创出历史新高后, 市场反而忽视了

需求终端可能面临的一些问题。

目前，全国周水泥平均发货率达到 91.4%，创下近三年最高水平，环比上周提高 3.3 个百分点，比去年同期增加 6.4 个百分点。从分区域看，华东和华南地区已经总体呈现出销量大于产量的现象，发货率已经达到 103%，甚至部分省份水泥发货率均达到 100-110%。但东北发货率依旧较低，发货率仅为 53%。从同比来看，华南表现最突出，高于去年同期 22 个百分点，其次是京津冀和西北分别高于去年同期 10 和 8.6 个百分点。东北低于去年同期 2.5 个百分点。华东和华南地区如此高的水泥出货率下，这些地区的建筑及基建工地施工强度或已打满，一旦施工强度下降将大幅拖累螺纹钢需求，仅靠低需求的东北地区难以弥补缺口。

广州地区与唐山地区螺纹价差可以间接反映华南及华东地区对螺纹钢需求的季节性规律。一般情况下，从 4 月中下旬或 5 月初开始，华东和华南地区逐步进入高温、多雨天气，天气因素扰动施工进度，拖累终端工地的施工强度和螺纹钢的需求强度。回溯过去几年地区间价差，同一时间范围内，价差逐步从高位回归至运输成本 200 元/吨左右。目前，地区间价差处于 300 元/吨的低水平，但低价差更多体现了螺纹钢货源充足、各地库存高企的现象。在低价差水平下，需求季节性下降的可能性仍然难以忽视，特别是施工强度打得特别高的情况下，道理很简单，需求越高影响程度越大。4 月底已经出现过受天气影响导致终端需求下降的现象，这一点体现在混凝土平均产能利用率下降上，4 月底当周平均产能利用率下降 2.15% 至 22.96%。因此，随着进入 5 月份，天气的扰动或更加频繁、影响面积或更加广泛，应引起足够重视。

图 3：20mm HRB400 螺纹钢广州-唐山价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

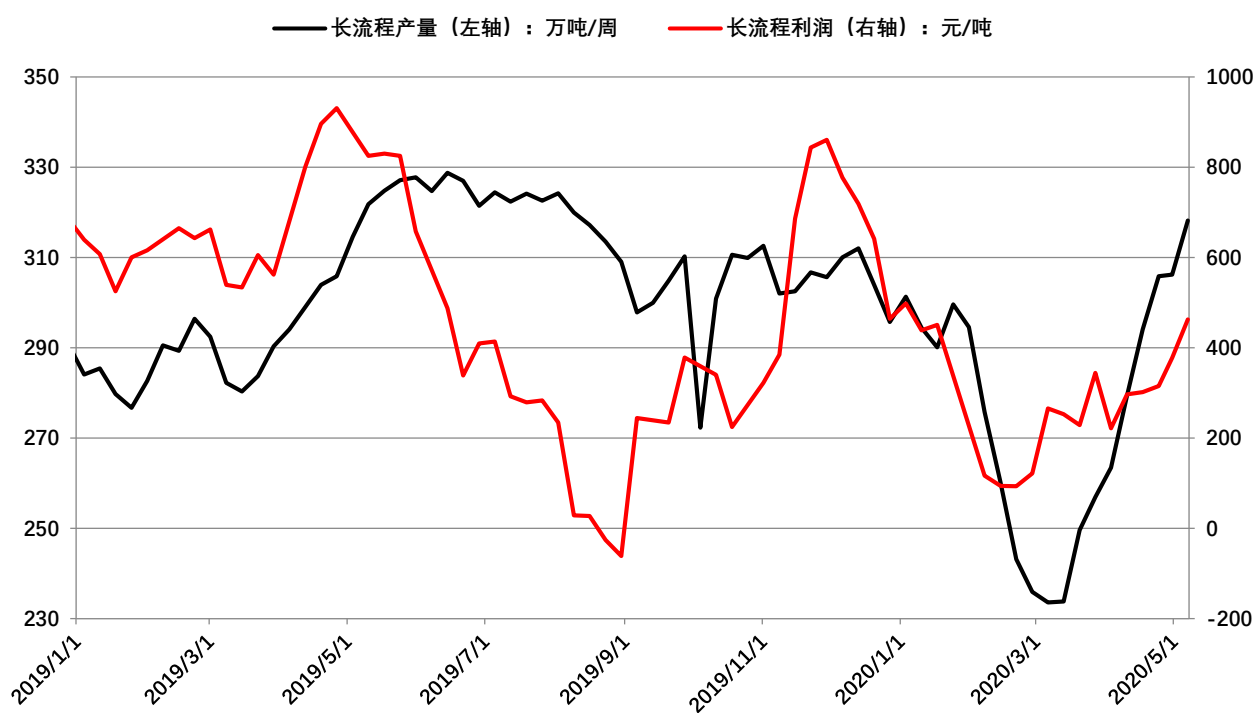
二、隐患 2：生产利润高位叠加进口利润打开，螺纹钢供应上升

目前长流程的生产利润在 200-400 元/吨左右，短流程平电利润在 100-300 元/吨左右。此利润水平下是否支持螺纹钢产量继续增加，本文对比了同一利润水平下不同时期的螺纹钢产量。当前长短流程利润水平与去年 6 月底比较一致，去年螺纹钢产量是 382 万吨/周，本周螺纹钢产量 368 万吨/周，从利润水平对比看产量仍有增加空间。从螺纹钢产量结构来看，本周短流程产量 51 万吨，较去年 55 万吨低 4 万吨左右，而

长流程产量 318 万吨，较去年的 327 万吨低 9 万吨左右。因此，长短流程螺纹产量都有一定程度的增加空间，但短流程增产空间已经不大，后期螺纹钢增产空间主要来自于长流程钢厂。

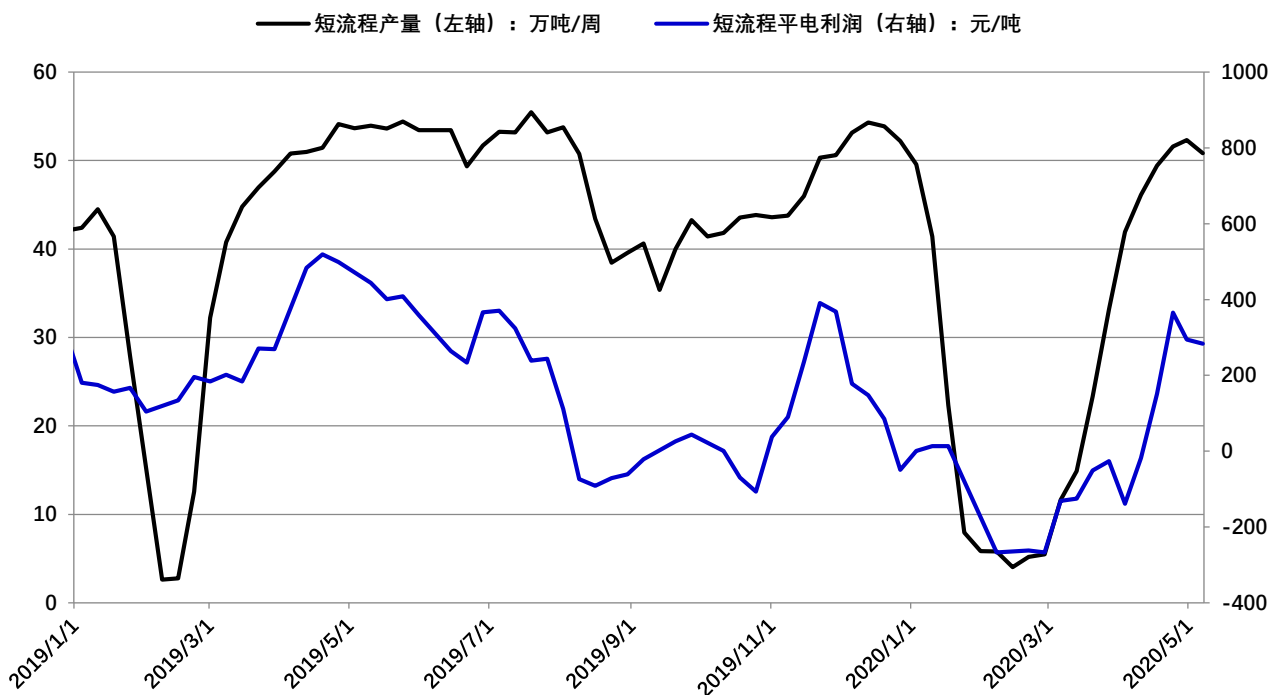
如果从全国范围内的产量周度历史数据来看，国内螺纹钢产量似乎增量空间只有 13 万吨/周左右，但是区域间产能利用率相差较大，特别是京津冀地区产能利用率明显偏低。截至 5 月 8 日，京津冀地区产能利用率 54.69%，比 2019 年同期低近 16 个百分点。与此同时，京津冀地区的产能却有所扩大，2019 年产能为 91.29 万吨，而 2020 年产能为 93.59 万吨，其他地区也存在产能扩大的问题。如果产能利用率达到去年同期水平，京津冀地区螺纹钢产量将增加近 15 万吨。根据近期公布的钢厂复产计划来看，京津冀地区个别钢厂的螺纹产线或恢复生产，产量将逐步提升。

图 4：长流程螺纹钢产量与利润



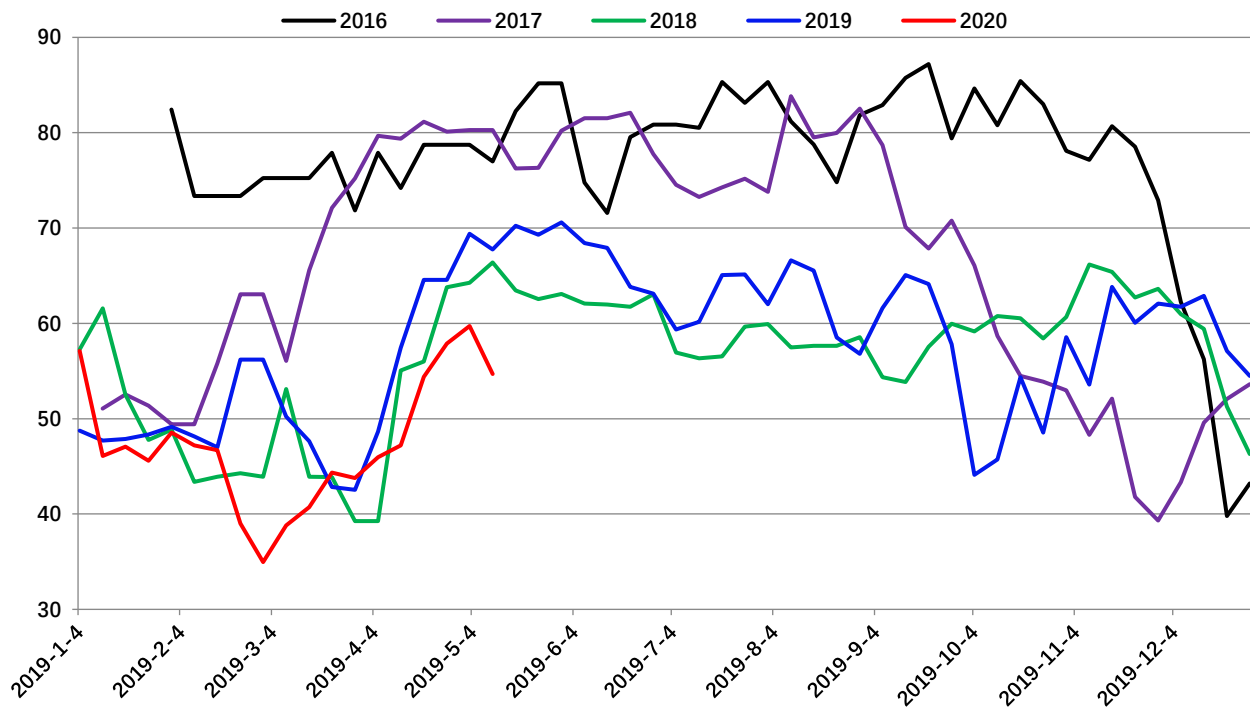
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 5：短流程螺纹钢产量与平电利润



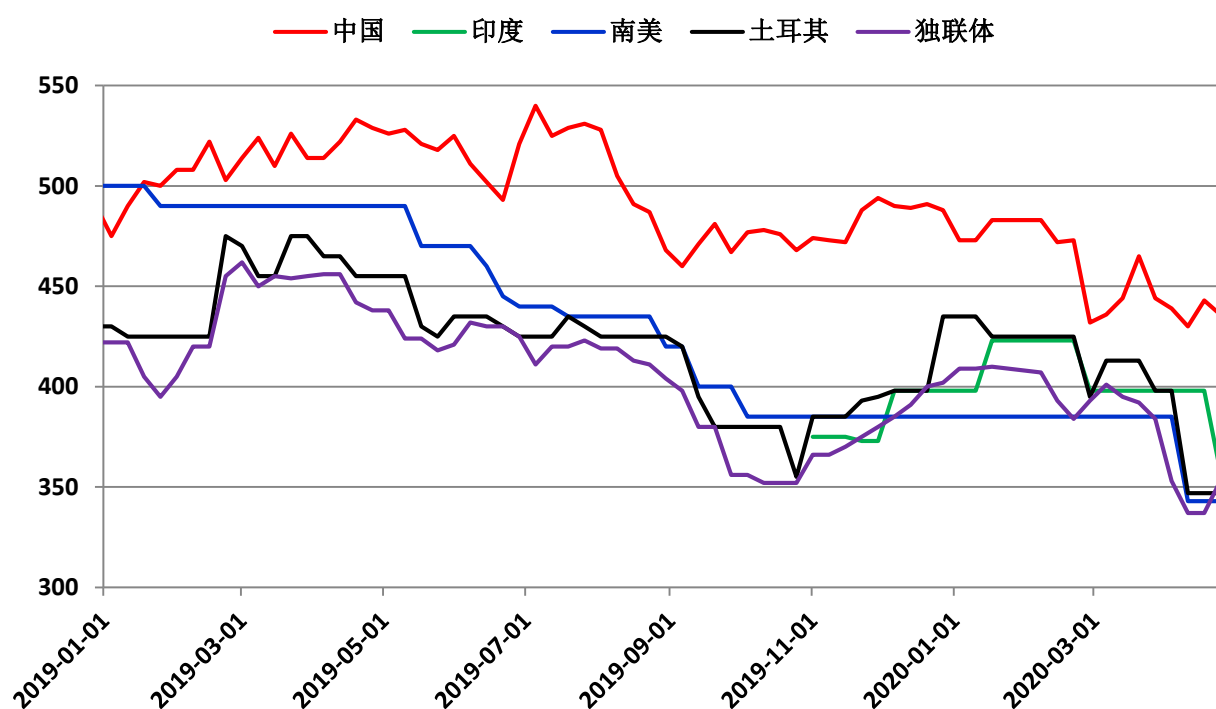
数据来源: Mysteel, 中信建投期货

图 6: 京津冀地区螺纹钢产能利用率 (单位: %)



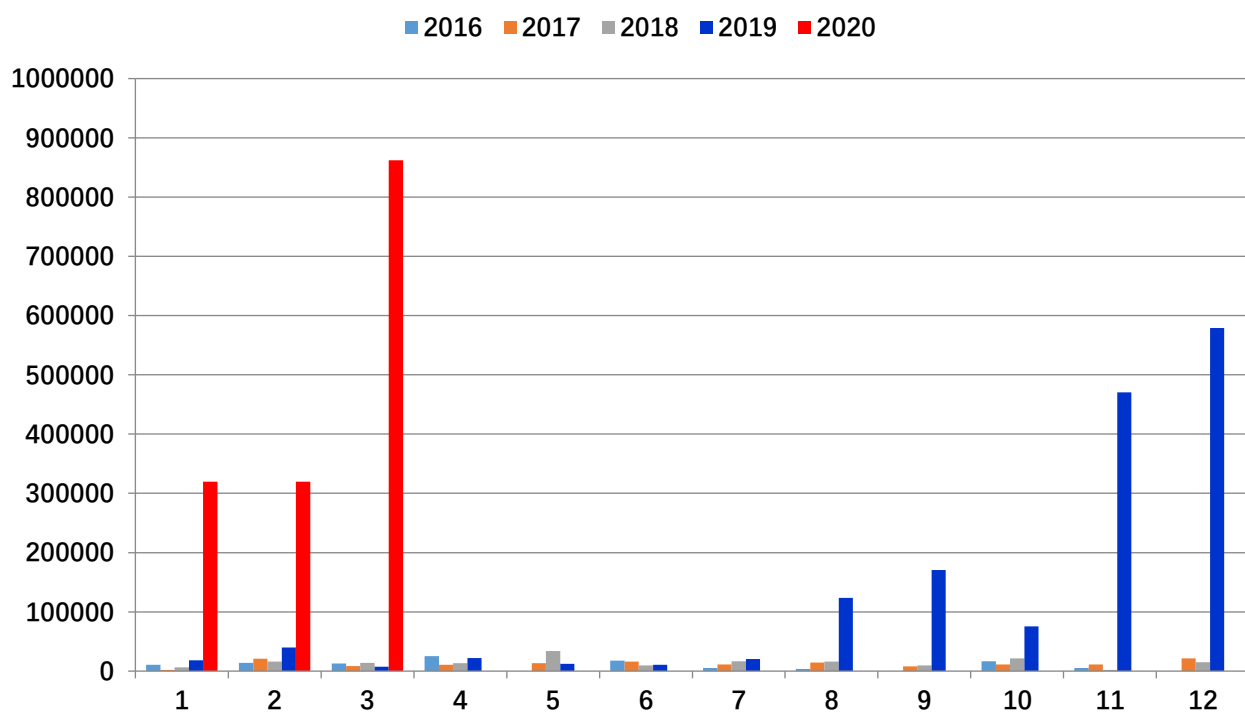
数据来源: Mysteel, 中信建投期货

图 7：中国市场及国外出口方坯价格（单位：美元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 8：国内方坯进口量（单位：吨/月）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

除国内产量的增长外，国内外钢材价格差异也会导致国内大量进口国外钢材。海关总署最新数据显示，

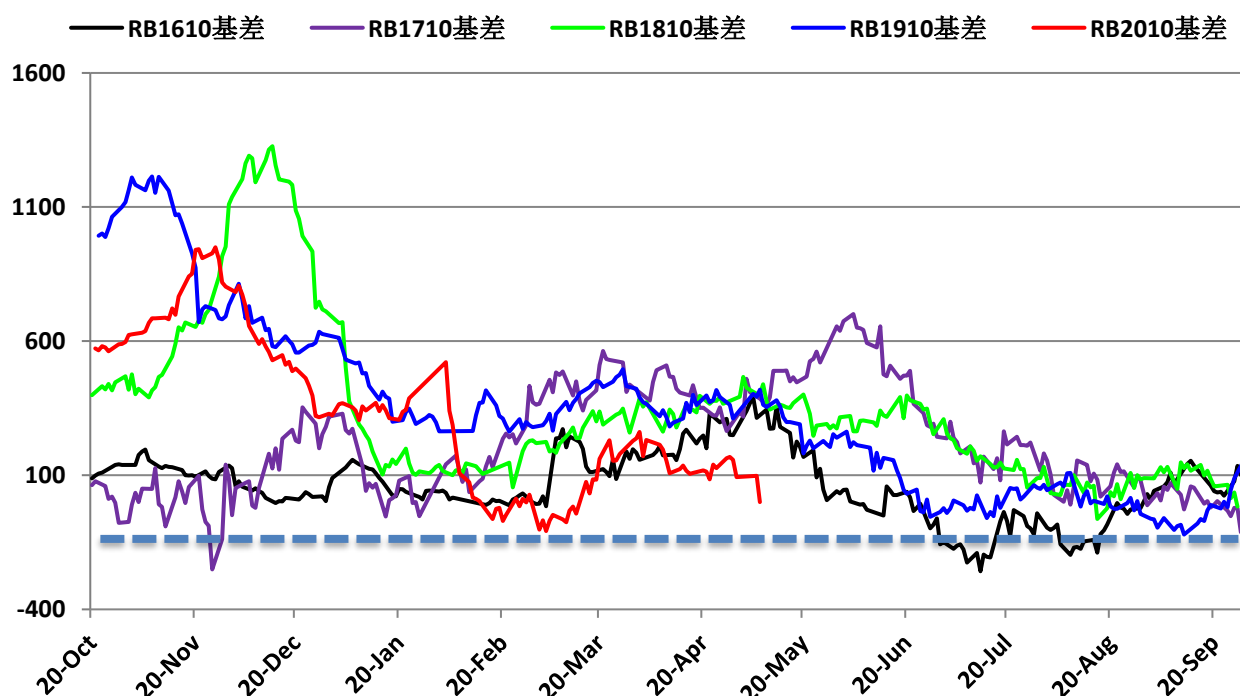
中国 1-4 月钢材出口 2060.1 万吨，减少 11.7%；进口钢材 418.4 万吨，增加 7.4%。此外，2019 年下半年国内方坯进口利润彻底打开，方坯进口量稳步提升，自 2019 年 8 月方坯进口量 12 万吨，大幅提升至 2020 年 3 月份的 86 万吨。据 Mysteel 调研统计，5-6 月份方坯到港量将达到 150 万吨，但考虑到统计数据有限，实际进口量或超 200 万吨以上，单月进口量在 100 万吨以上。将方坯进口量按照 1:1 的比例折算成螺纹钢，相当于周均产量增加 25 万吨/周。

综上所述，国内螺纹钢生产利润将继续支持钢厂提升产量，而进口利润的打开也会增加国内钢材市场的进口量。两种路径带来的螺纹钢增产空间大概为 50 万吨左右，相当于周产量达到 420 万吨/周。虽然，目前无论是长流程利润还是短流程利润，都要比 2019 年同期水平低 200 元/吨左右，但是，近期现货价格持续上涨势必刺激钢厂增产，螺纹钢产量创出历史新高并非不可能。一方面，一旦螺纹钢产量创出历史新高，也会对供需层面带来压力，从而压制价格。另一方面，若要抑制螺纹钢增产动力，也需要价格下降来实现。两种情况虽有差异，但结论都难以支持价格继续大幅上涨。

三、隐患 3：价格持续上涨，螺纹钢估值偏高

除利润带来高估值外，RB2010 合约基差也在逐步回落。从近几年基差季节性走势来看，同时考虑到期货价格波动率明显大于现货价格，基差继续回落至 0 甚至负值的可能性比较高，也会对期货价格形成压制。而目前盘面价格逐渐进入 3500-3550 元/吨的重要阻力区。

图 9：RB2010 合约与上海现货基差（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

结论

四月份以来基建、地产用钢需求明显增加，连续五周表观需求达到 440 万吨以上，甚至一度达到 478

万吨。强劲的需求推动 RB2010 合约价格由 3100 元/吨逐步上升至 3500 元/吨。我们承认当前螺纹需求良好，但价格持续上涨背后存在三大隐患：一是需求边际增量小，可能存在季节性回落的隐忧。华南和东部沿海地区基建及地产开工强度基本打满，虽然东北地区用钢量有较大提升潜力，一旦高温及雨水增多导致华南及沿海地区用钢量下降，单纯靠东北地区用钢量上升是无法弥补的。二是螺纹钢高生产利润及高进口利润，将通过提高国内钢厂生产积极性、增加进口、抑制出口三种形式增加国内供给量，甚至创出历史新高。并且，螺纹钢供给弹性要较需求弹性弱，一旦供给达到高位可能长时间保持，除非发生亏损。三是基差向 0 甚至负值回归，且盘面价格逐步进入阻力区，估值进一步升高。