

铁矿库存节奏演变决定螺纹钢回调空间

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：回顾4月初至今，螺纹钢上涨行情可分为两个明显的阶段，两阶段上涨驱动因素既有共性，又有差异。供需基本面和宏观乐观预期是第一轮价格上涨的驱动因素，而原料端价格的变化更多的体现为托底作用；原料端价格的变化和宏观乐观预期是第二轮价格上涨的驱动因素，巴西发货低迷是其中的核心，而供需基本面成为了托底因素。行情演绎到现在，我们从宏观预期、供需层面判断，螺纹钢价格有下跌的风险。然而，原料端的不确定性，暗示了螺纹钢下跌阻碍重重。铁矿石港口库存去库速度的变化可以反应原料端供需情况的变化。据此，将行情演绎分类成三种情况，对应螺纹钢回调目标位分别在3400元/吨、3300元/吨和3200元/吨。

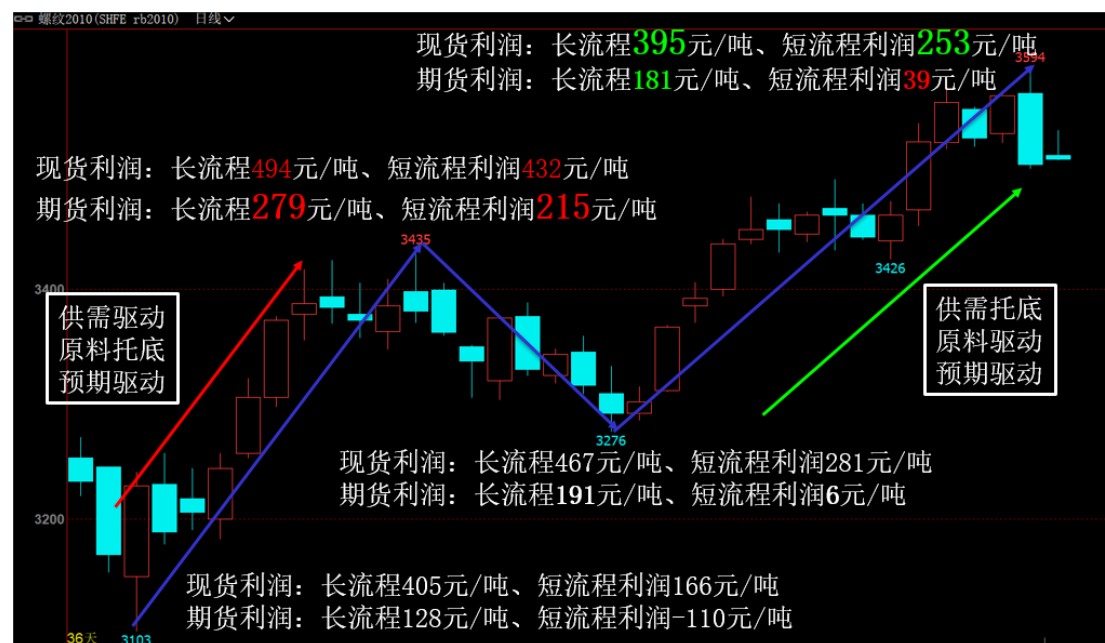
不确定性因素：国内需求持续高位，巴西铁矿供应再次下降

正文

一、螺纹钢上行驱动因素分析

自4月初至今螺纹钢RB2010合约从底部3103元/吨大幅上涨至3594元/吨，上涨幅度达到489元/吨。但是，从图1可以非常明显的看到，本轮螺纹钢RB2010合约价格上涨中存在明显的两个阶段：第一阶段，4月2日至4月17日，盘面对应的高低点分别为3103元/吨和3435元/吨，涨幅332元/吨；第二阶段，4月28日至5月22日，盘面对应的高低点分别为3276元/吨和3594元/吨，涨幅318元/吨。

图1：螺纹钢上行驱动因素差异（单位：%）



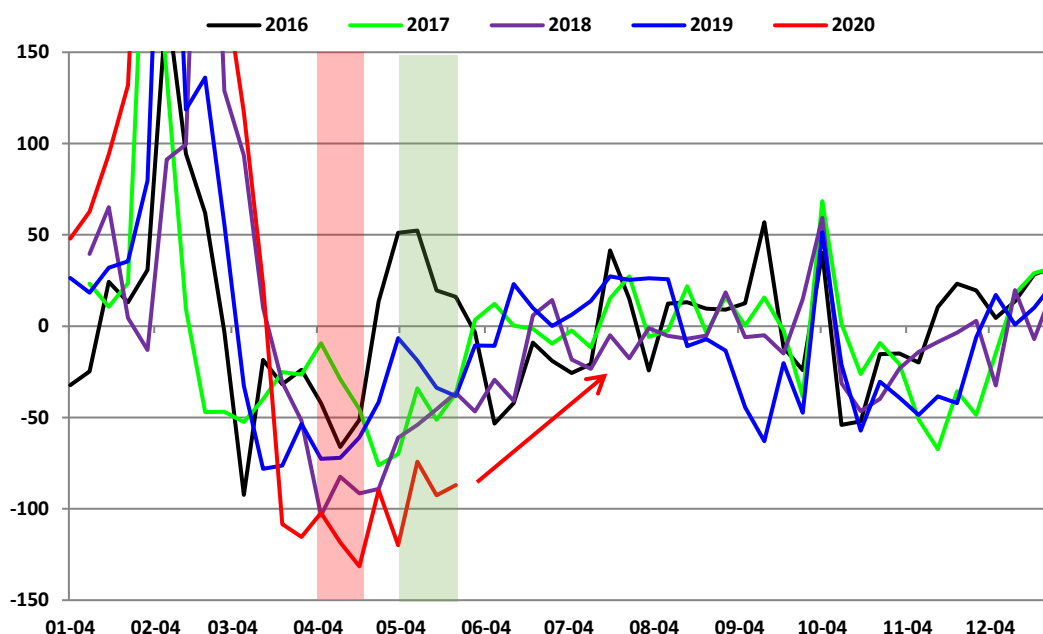
数据来源：中信建投期货

虽然两阶段盘面价格上涨幅度基本一致，但是如果分析现货利润（上海现货-估算成本）和盘面利润（盘面价格-估算成本）在不同盘面价格上涨阶段的变化，我们可以得出非常有用的结论：本轮螺纹钢价格上涨驱动因素发生了明显变化，或者说各驱动因素在推动价格

上行时的风格发生了切换。

第一阶段：现货利润方面，4月2日收盘后，螺纹钢长短流程现货利润分别为405元/吨和166元/吨，而4月17日收盘后，螺纹钢长短流程现货利润分别为494元/吨和432元/吨。现货利润的扩张，说明供需基本面持续好转，这可以从图2中统计样本内螺纹钢总库存（钢厂库存和社会库存之和）的变化得到印证。4月2日当周去库102万吨，此后连续两周分别增加至118万吨和131万吨，如图2中浅红色阴影部分。虽然，此段时间内，螺纹钢产量持续增加，但是螺纹钢需求增量更大，表现为去库速度加快。本阶段供需基本面持续好转，驱动螺纹钢价格上行。盘面利润方面，4月2日收盘后，螺纹钢长短流程盘面利润分别为128元/吨和-110元/吨，而4月17日收盘后，螺纹钢长短流程盘面利润分别为279元/吨和215元/吨。盘面利润扩张幅度要较现货利润扩张幅度大，说明本阶段宏观预期乐观也是驱动价格上行的重要因素。此外，从本阶段利润扩大来看，原料端对成本的抬升作用要弱一些，原料端价格上涨更多的起到支撑作用，特别是废钢价格的上涨。此后，价格回调至3276元/吨，正好是短流程成本，这与原料端在第一轮上涨中更多的起到支撑作用是相对应的。

图2：螺纹钢总库存去库节奏（单位：万吨/周）



数据来源：中信建投期货

第二阶段：现货利润方面，4月28日收盘后，螺纹钢长短流程现货利润分别为467元/吨和281元/吨，而5月22日收盘后，螺纹钢长短流程现货利润分别为395元/吨和253元/吨。此阶段螺纹钢现货价格虽然在上升，但是原料端成本的上漲幅度更大，特别是铁矿石，现货利润反而受到侵蚀。价格与利润背离（价格上涨而利润收缩），说明原料端是主要驱动因素，而供需基本面反而是支撑因素。4月30日当周总库存去库幅度120万吨，此后连续三周低于100万吨，最新数据为87万吨，如图2中浅绿色阴影部分。虽然去库速度大幅降低，但表观需求并未明显减弱，仍然维持在高位水平，支撑现货端仍有利润。盘面利润方面，4月30日收盘后，螺纹钢长短流程盘面利润分别为191元/吨和6元/吨，而5月22日收盘后，螺纹钢长短流程盘面利润分别为181元/吨和39元/吨。盘面利润减小幅度要较现货利润减小幅度小，说明本阶段宏观预期乐观也是驱动价格上行的重要因素。

上述分析认为：供需基本面和宏观乐观预期是第一轮价格上行的驱动因素，而原料端价

格的变化更多的体现为托底作用；原料端价格的变化和宏观乐观预期是第二轮价格上行的驱动因素，而供需基本面成为了托底因素。各因素阶段性的切换将影响后期螺纹钢价格走势，下面针对每一因素开展具体分析。

二、宏观乐观预期转弱

政府工作报告中对今年面临的经济压力做出了明确判断：“受全球疫情冲击，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡。国内消费、投资、出口下滑，就业压力显著加大，企业特别是中小微企业困难凸显，金融等领域风险有所积聚，基层财政收支矛盾加剧。”

在经济面临压力背景下，国内生产总值增长未设目标。基础投资确定性提速，其中地方政府专项债券扩张至 3.75 万亿元，较去年增加 1.6 万亿，但侧重点在“两新一重”建设，即新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程，包括：新一代信息网络、充电桩建设，提升县城公共设施和服务能力，加快城镇老旧小区改造，支持加装电梯等方面。对于房地产方面，今年重申房住不炒，因城施策。结合前期政策，房地产相关的政策实施主要是土地和户籍制度改革，促进市场在供需两端形成良好匹配。制造业方面，报告提出增加制造业中长期贷款，为企业实施升级改造提供资金保障，有利于进制造业生产和投资的稳定。

整体来看，今年工作重心在于托底经济，从周五市场反应来看，并无超预期政策公布。会议前螺纹价格的上涨，已经充分反应了市场的乐观预期。并且随着会议的召开，刺激政策短期将进入空档期，宏观情绪转弱。

三、供需基本面大概率转弱

根据图 2 螺纹钢去库节奏季节性规律来看，从 5 月底至 7 月份，去库速度将明显降低，我们认为本年度的季节性规律仍然不会缺失。并且，在高产量、高需求存量状态下，一旦出现天气扰动，供给端几乎不会受影响，而需求边际减量将高于往年。

首先，供应端方面，5 月 21 日当周螺纹钢产量 391 万吨，已经超过去年产量峰值 382 万吨。从长短流程产能的释放、铁水转移和钢坯进口三个维度，判断国内螺纹钢供给量将达到 420 万吨/周，具体分析可见《黑色系研究之七：高需求下螺纹钢暗藏三大隐忧》。其次，基建、建筑等全面进入赶工期，终端需求进入峰值延续状态，在没有新的需求增量下，一旦后面需求边际减弱，去库速度将快速降低甚至出现累库现象。从广州、上海两地未来 40 天天气情况来看，广州雨天出现频率很高，未来 40 天中有 29 天出现降雨，上海未来 40 天中有 13 天出现降雨，并且 6 月中旬雨天出现频率将进一步提升。通过天气变化的时间节点来看，终端需求将逐步减弱，且 6 月中旬开始需求减量现象将更加严重。

图 3：广州未来 40 天天气情况

图 4：上海未来 40 天天气情况

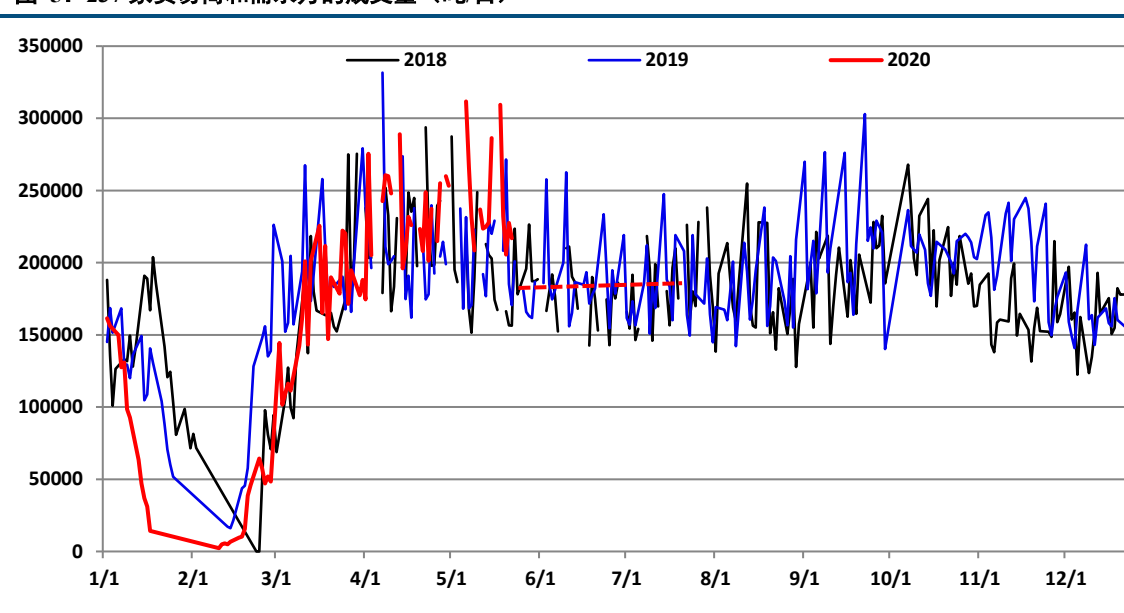


数据来源：公开资料 中信建投期货

近几周螺纹钢总库存降库速度始终难以逾越 100 万吨，虽然速度的降低主要还是因供给端增产导致的，但终端需求边际减弱仍然难以忽视。在监控终端需求演变情况时，高频数据可跟踪建筑钢材日均成交量。本年度自 4 月初开始，日均成交量波动中枢在 23.8 万吨，而往年同期日均成交量波动中枢在 21.0 万吨左右，同时，往年 6 月至 7 月份日均成交量波动中枢在 18.0 万吨左右，季节性降低幅度在 2.0 万吨左右。假设本年度按照同比例降低，那么日均成交量波动中枢在 21.5 万吨，一旦后期某一日成交量减少至 20 万吨以内，就很可能是终端需求减弱的早期信号。

此外，除跟踪螺纹钢总库存降库速度这一中频指标外，钢厂库存出现拐点也是终端需求明显减弱的信号。本年度降库进程中，钢厂去库要比社会库存去库顺利得多。截至 5 月 21 日，钢厂库存已由 776 万吨降低至 301 万吨，降库幅度达到 475 万吨或 61.2%，而社会库存由 1427 万吨降低至 837 万吨，降库幅度仅为 590 万吨或 41.3%。钢厂库存之所以去库比较顺利，有两方面因素：一是钢厂库存的去向有贸易商和终端用户两种；二是钢厂明显增加了针对终端用户的直发比例。但是，如果终端需求开始减弱，前期去库顺利的钢厂可能最先出现库存拐点。钢厂生产节奏具有刚性的特点，也就是说钢厂库存的进相是稳定的，甚至会继续增加，而一旦终端需求减弱，将导致钢厂直发比例降低、中间贸易商采购量降低，两种方式双重打击钢厂库存。因此，可以将钢厂库存拐点作为判断终端需求季节性减弱的确认指标。

图 5：237 家贸易商和需求方的成交量（吨/日）



数据来源：Mysteel 中信建投期货

四、原料端不确定性较大

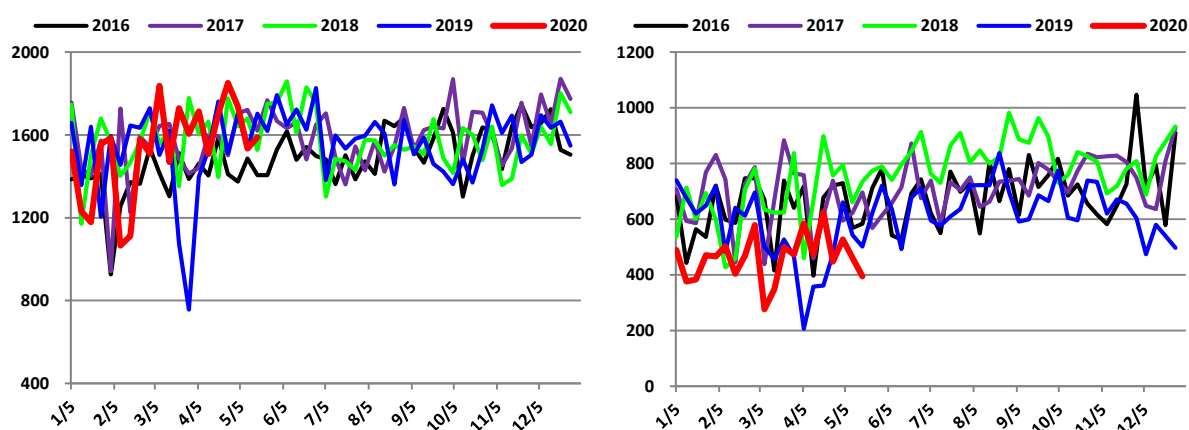
从宏观预期和供需基本面来看，这两方面因素目前都指引螺纹钢价格下行，因此阶段性逢高做空螺纹钢的时机是相对成熟的。但是，原料端铁矿石和焦炭的大涨，似乎在暗示螺纹钢的下跌之路将充满坎坷。原料端价格将成为螺纹钢价格下跌过程中的重要支撑。目前，原料端供需基本面不确定性非常大，特别是供应端。需求端从定性和定量角度来看都是相对比较容易确定的，我们判断一定时间内日均疏港量仍将保持在比较高的水平，即 310 万吨左右。而铁矿石港口库存只能给出比较定性的判断，短期内库存难以出现大幅累库，至于降库速度或库存何时出现拐点，都决定于澳洲和巴西的发货量。

供应端澳大利亚方面基本是比较稳定的，并且澳洲矿山年报在 6 月份，前期矿山和港口检修更多的理解为 6 月份冲击年报的准备工作，预计后期澳大利亚发货量有增长空间。目前，铁矿石供应端主要的不确定性因素来自于巴西方面。巴西疫情持续发酵，截至 5 月 25 日，

累计确诊病例达到 36.5 万人，每日新增确诊病例在 1.8 万人左右，疫情短期难以看到拐点，大有开展群体免疫的倾向和无奈。目前，巴西铁矿石发运量呈现出持续下降的状态，但是，从巴西大豆的出口情况来看，巴西大豆的出口并未受到疫情影响，说明造成铁矿石发运量持续降低的原因并非是港口作业受到疫情影响，而是生产端的影响。目前来看，S11D 增产、Córrego do Feijão 矿区复产均不如预期，是造成巴西铁矿石发运量持续萎靡的原因。从跟踪到的信息来看，淡水河谷在 Córrego do Feijão 矿区的经营许可被暂停，尾矿坝的修缮工作亦被停止，短期来看上述两个矿区的生产进度仍将不如预期。

图 6：澳大利亚发货量（万吨/周）

图 7：巴西发货量（万吨/周）



数据来源：Wind 中信建投期货

五、铁矿石库存节奏决定螺纹价格下跌空间

巴西铁矿石发运量短期难以提升，而澳大利亚 6 月份发运量预计增加，但是铁矿石供应端难以给出定量判断。而借助铁矿石港口库存及库存变化节奏，动态判断铁矿石供需基本面的变化是一种可行的方法。

截至 5 月 22 日，全国 45 港铁矿石库存 10926 万吨，自年初已大幅降低 1587 万吨，平均每周降低 75 万吨，而近三周平均降幅更是达到了 157 万吨。将后续库存变化节奏分为以下三种情况。悲观情况 1：铁矿石港口库存去库速度维持在平均每周 150 万吨，并且贯穿整个螺纹钢需求淡季，铁矿石供需基本面始终很强，铁矿盘面价格中枢上冲至 750 元/吨，并维持高位震荡，在基差保持当前水平下，长流程螺纹钢生产成本在 3400 元/吨左右，这是本轮螺纹下跌的第一目标位。中性情况 2：铁矿石港口库存去库速度变缓至每周 75 万吨，甚至更低，铁矿石供需基本面略有好转，但难以改变当前铁矿石的强势格局，铁矿盘面价格中枢维持在 700 元/吨，基差不变条件下，长流程螺纹钢生产成本在 3300 元/吨左右，这是本轮螺纹下跌的第二目标位。乐观情况 3：随着螺纹需求逐步进入淡季，特别是六月中下旬开始，铁矿石港口库存出现拐点迹象，甚至小幅累库，铁矿盘面价格中枢下移至 650 元/吨，基差不变条件下，长流程螺纹钢生产成本在 3200 元/吨左右，这是本轮螺纹下跌的第三目标位。究竟发生哪种情况，目前并不好确定，需要持续进行跟踪。

补充一句：路透口径铁矿石最新全球发货总量 3074.1 万吨，环比上周 2724.7 万吨增幅达到 12.9%；澳洲发货总量 2363.9 万吨，环比上周 1982.3 万吨增幅达到 19.3%，巴西发货总量 634.2 万吨，环比上周 394.2 万吨增幅达到 60.9%。市场本来预计澳洲发货将有一定幅度的提升，但环比 19.3% 的增幅还是略超市场预期的。巴西疫情导致发货数据始终维持在低位，是本轮铁矿石价格加速上涨的重要炒作因素。从本周的数据来看，巴西发货量基本上回到前五年的均值水平，是大幅超预期的，将对铁矿石上涨形成巨大压制作用。但是，仍需重点跟踪铁矿石发货量能否稳定，如果发货量稳定在当前水平甚至进一步提高，国内港口库存极可

能在 6 月下旬迎来拐点，螺纹钢价格回调目标位很可能出现乐观预期的情况，即回调目标位 3200 元/吨。

图 9：45 港港口库存（万吨）

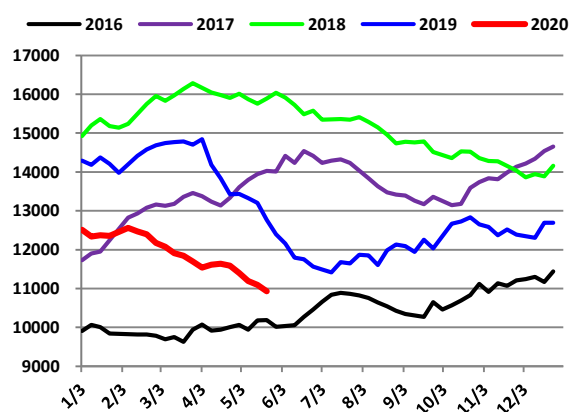
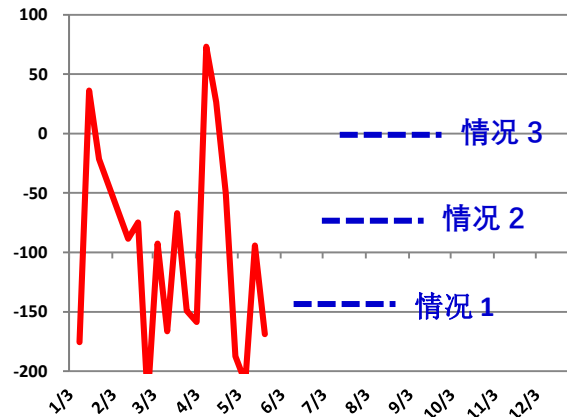


图 10 2020 年港口库存去库速度（万吨/周）



数据来源：Wind 中信建投期货

结论

从 4 月初至今，可以将螺纹钢的上涨分为两个明显的阶段，两阶段上涨驱动因素既有共性，又有差异。供需基本面和宏观乐观预期是第一轮价格上涨的驱动因素，而原料端价格的变化更多的体现为托底作用；原料端价格的变化和宏观乐观预期是第二轮价格上涨的驱动因素，而供需基本面成为了托底因素。行情演绎到现在，我们从宏观预期、供需层面判断，螺纹钢价格有下跌的风险。然而，原料端的不确定性，暗示了螺纹钢下跌阻碍重重。铁矿石港口库存去库速度的变化可以反应原料端供需情况的变化。据此，将行情演绎分类成三种情况。悲观情况下，铁矿石港口库存去库速度维持在平均每周 150 万吨，对应长流程螺纹钢生产成本在 3400 元/吨左右，此价格是本轮螺纹下跌的第一目标位。中性情况下，铁矿石港口库存去库速度变缓至每周 75 万吨，对应长流程螺纹钢生产成本在 3300 元/吨左右，此价格是本轮螺纹下跌的第二目标位。乐观情况下，随着螺纹需求逐步进入淡季，特别是六月中下旬开始，铁矿石港口库存出现拐点迹象，甚至小幅累库，对应长流程螺纹钢生产成本在 3200 元/吨左右，此价格是本轮螺纹下跌的第三目标位。究竟发生哪种情况，目前并不好确定，需要持续进行跟踪。