



需求表现是核心 螺纹价格区间波动

——2020年螺纹半年度投资报告

摘要

螺纹下半年将呈现季节性波动行情，下方有成本支撑，上方受需求主导及高供应压制，主要运行区间【3300，3700】。7、8月份季节性淡季来临，高供给高库存的压力逐渐显现，螺纹价格将承压回调，但幅度不会很大，3300-3500区间有支撑；“金九银十”需求大概率会表现强劲，但强度难以超越二季度，所以螺纹价格下半年高点能否超越3700点关键要看库存水平以及炉料的推动作用；今年冬季环保限产政策大概率不会超预期严格，对于螺纹的支撑作用将明显减弱。

铁矿石下半年将保持供需紧平衡格局，紧张程度边际缓和。主流矿山发运量将保持回升趋势，而需求依然强劲，库存或在三季度开始缓慢累积，依然维持偏低水平。只要矿山不发生突发事故造成供应再度紧张，铁矿石价格再难向上突破，【600，750】区间内运行，下半年趋势上跟随螺纹，强度上依然强于螺纹。主要风险因素：主流矿山突发事件。

第一部分 上半年走势回顾

今年上半年螺纹期现货价格经历了两波下探回升，期螺指数整体运行区间【3100，3650】，上海标的现货价格整体运行区间【3420，3750】，基差水平维持在【0，500】区间，和往年相比基差明显偏弱。1月份期螺价格在3500点附近窄幅波动；2月份在国内疫情高峰期影响导致的全国停工停产的冲击下，螺纹指数价格跳空大跌300点，充分反映了春节期间累积的悲观情绪，随后震荡回升至3500点附近；3月下旬由于受到海外疫情爆发并失控的冲击以及原料废钢价格的大幅下跌，螺纹指数再度大幅下挫，最低下探至3128点，随后伴随国内复产复工加速，宏观刺激政策不断加码，终端传统消费旺季叠加赶工需求，强劲需求支撑二季度螺纹价格震荡上行。截至6月22日，螺纹指数收盘3586.44点，上半年累计微涨0.3%。

图1：螺纹钢价格回顾



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

第二部分 下半年行情展望

一、供给端——高供给压力持续存在

粗钢——根据统计局数据，今年1-5月份，全国粗钢产量累计4.12亿吨，同比增幅1.9%，4、5月份随着国内复工复产加速，粗钢产量环比快速增加，5月份粗钢产量9226.7万吨，同比增幅4.2%。最新数据显示，6月上旬重点钢企粗钢日均产量达到210.92万吨，刷新历史高位。从全国247家钢厂高炉开工率来看，3月份以来伴随全国疫情受控，经济重启后高炉开工率快速回升至高位水平，截至6

月中旬，高炉开工率 91.54%，同比增加 1 个百分点。

图 2：粗钢产量（万吨）

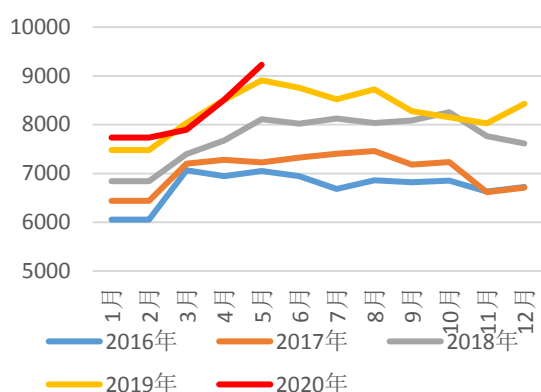
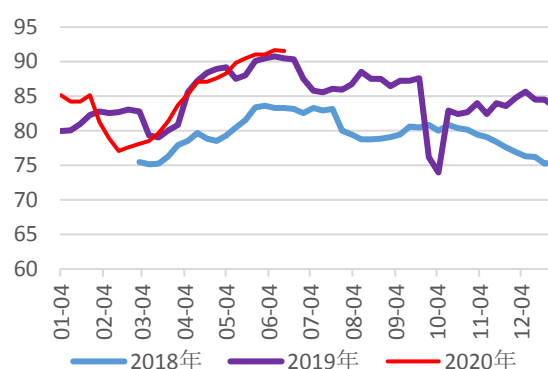


图 3：粗钢高炉开工率



数据来源与整理：万得资讯、西部期货（注：粗钢产量 1、2 月数据为处理后结果）

螺纹——根据 mysteel 调研数据，今年年初至 6 月中旬我国样本钢厂螺纹钢产量累计 8116 万吨，同比下降 5%，产量下降的主要原因是 2、3 月份国内防控疫情停工停产运输受阻，造成钢厂大幅度减产，4 月份之后螺纹钢产量快速回升，5 月中旬周度产量超越去年同期高位水平，截至 6 月中旬周产量达到 398.56 万吨，创出历史新高，同比增幅 5%。从建材高炉开工率来看，上半年也呈现了先大幅下降随后快速回升的趋势，截至 6 月中旬，钢厂开工率维持在 78% 的水平附近，略低于去年同期 1 个百分点。

图 4：螺纹钢产量

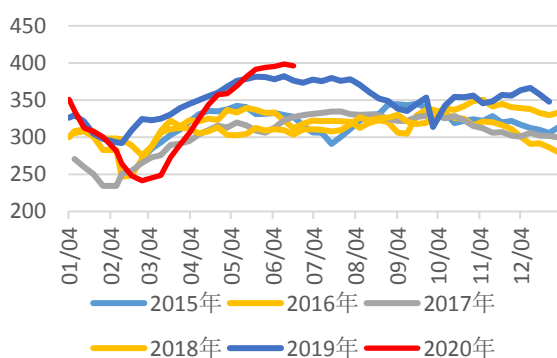
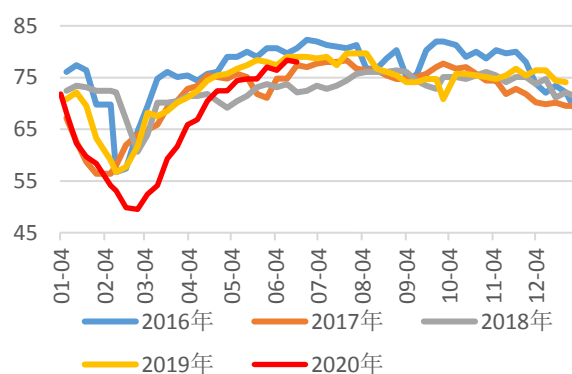


图 5：建材钢厂开工率



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

分工艺——分生产工艺来看，长流程钢厂对于高供应贡献了主要力量，4 月中旬长流程产量达到去年同期水平，随后产量继续快速增加，5 月初产量超越去年同期水平，6 月份产量增速有所放缓，截至 6 月中旬样本周产量同比增幅 4.5%；短流程钢厂在一季度时受制于坚挺的废钢价格持续亏损状态，所以复产速度很慢，3 月下旬废钢价格大幅下跌给出短流程钢厂利润后，短流程产量快速回升，5 月初短

流程产量回升至去年同期水平，截至6月中旬，短流程产量高位徘徊，同比增幅5%。

图 6：长流程产量

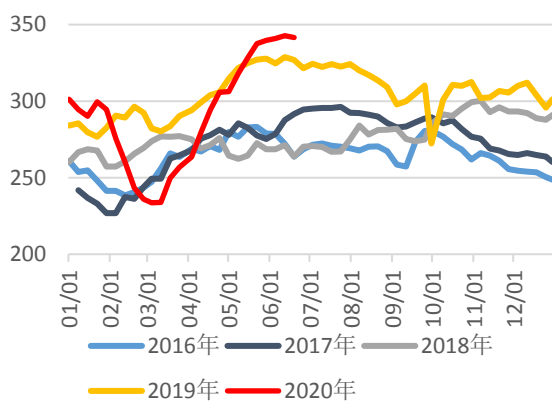
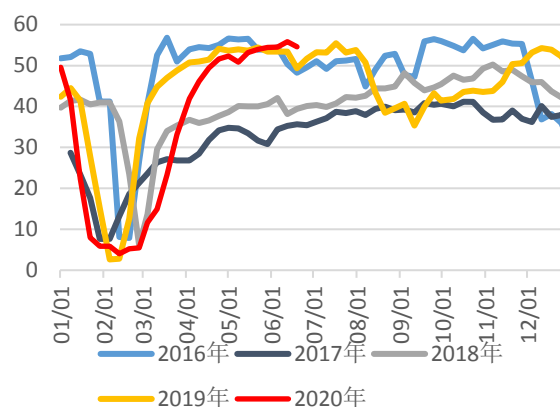


图 7：短流程产量



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

图 8：长流程利润

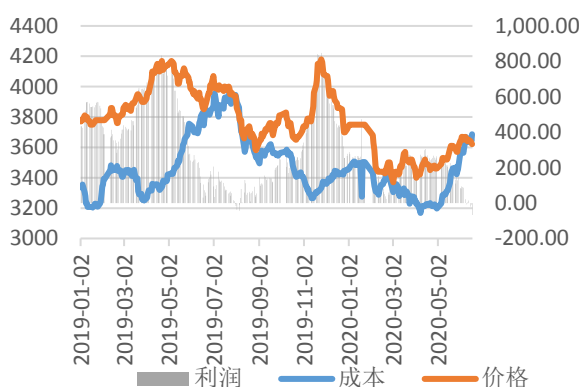
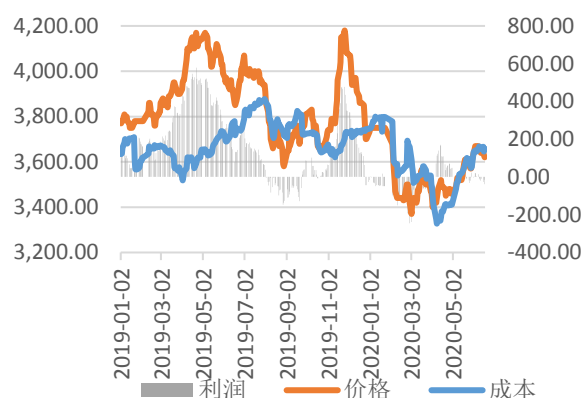


图 9：短流程利润



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

供给端小结——今年上半年由于疫情冲击，2、3月份全国性停滞导致螺纹钢累计产量同比出现5%左右的下降，二季度复工复产后螺纹产量回升很快，目前已经超过去年同期达到历史新高水平。对于下半年供应端的预估是：在充足的产能保障下，利润成为调节供应的主要因素，供应将跟随利润波动而波动，6月份或已达到年内的供应高点，产量再向上空间已经不大，整体维持在高位水平，环保限产仍有扰动，但实质性影响或有限。今年全年粗钢产量有望逼近10亿吨，持平或略高于去年，螺纹钢产量也有望持平于去年。

1. 充足的产能保障。

2016年至今的钢铁行业去产能累计淘汰落后产能1.5亿吨以上，并且去除了1.2亿吨左右的地条钢产能，钢铁行业产能利用率大幅提高，利润明显回升，资产

负债率下降约 7.5 个百分点（中钢协数据）。在淘汰落后产能的同时，近几年减量置换产能持续投放，今年将是置换产能集中投产的年份，而且先进产能的产能利用率更高，据估计，今年粗钢产能仍然接近 11 亿吨，按照年均 90% 的产能利用率来估算，今年全年的产量仍将逼近 10 亿吨，所以充足的产能为高产量提供了保障。

2. 利润是主驱动。

在充足的产能保障下，钢厂生产的主要驱动力来自于利润，今年上半年钢厂利润较长时间维持在 300 元/吨左右，虽然明显低于去年 600 元/吨左右的利润，但对于钢厂而言已经非常可观，在利润驱动下，钢厂不断加码生产，产量不断创新高，6 月份的开工率已经超过 91%，产能利用率超过 92%。下半年供应将跟随利润波动而波动，整体维持在高位水平。

3. 限产政策扰动。

近几年来环保限产政策成为常态化实施，阶段性加码的政策，伴随钢厂改造升级，限产政策对钢铁行业的实质性影响逐渐弱化，今年由于疫情影响叠加中美关系紧张，国内经济承压较大，在这种背景下，预计大概率不会执行非常严格的限产政策。所以下半年特别是四季度，预计限产政策仍将出台，限产政策和执行力度会对供应造成阶段性扰动，但整体影响预计不大，情绪扰动要大于实质性影响。

二、需求端——逆周期调节加大支撑力度

上半年由于疫情的扰动，加剧了需求端的季节性波动。首先在季节性淡季叠加因疫情全国生产活动停滞的影响下，需求降至冰点，3 月下旬全国重启经济，4 月份复产复工加速，传统旺季来临叠加因 2、3 月份停滞的赶工需求，消费呈现爆发式增长，二季度的消费异常强劲，明显好于去年同期，房地产和基建投资都呈现了底部强劲回升。下半年在全球经济疲软，国内加码政策刺激托底经济的背景下，房地产和基建将分别成为稳经济，提经济的重要发力点，都将是受益的行业，或有较为强劲的表现。

（一）建材成交表现强劲

上半年建材成交呈现了 2 月份降至冰点，3、4 月份爆发式冲高，5 月维持高位成交，6 月快速回落的趋势，二季度成交情况明显好于去年同期，6 月中旬伴随南方梅雨季节来临，成交明显回落，但依然高于去年同期。截至 6 月 19 日当周，日均成交量 20.3 万吨，同比增加 11.5%，农历春节以来累计成交量同比下降 4.2%，累计降幅持续快速收窄，较 3 月底时下降了 36.8 个百分点，赶工需求的作用显著。

从表需数据来看，也呈现了和贸易成交量数据相吻合的趋势，二季度呈现了非常强劲的赶工增速，一度创出历史新高水平。

图 10：主流贸易商日均成交量

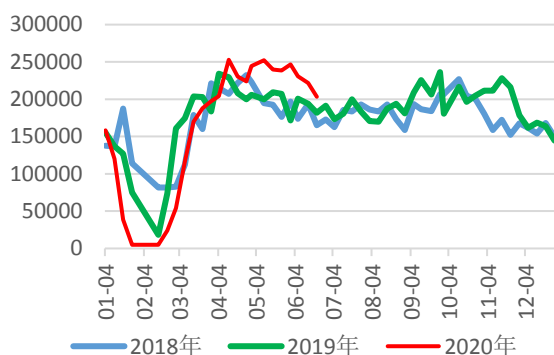
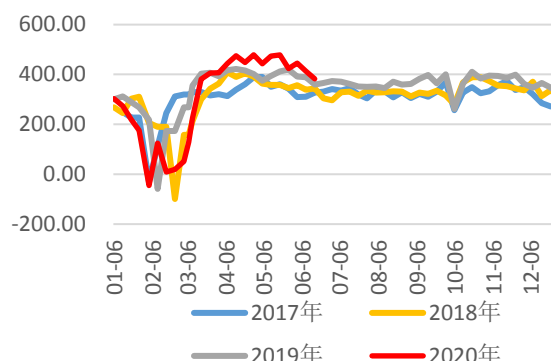


图 11：钢厂表观消费量



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

（二）终端需求表现

1. 房地产——韧性仍存

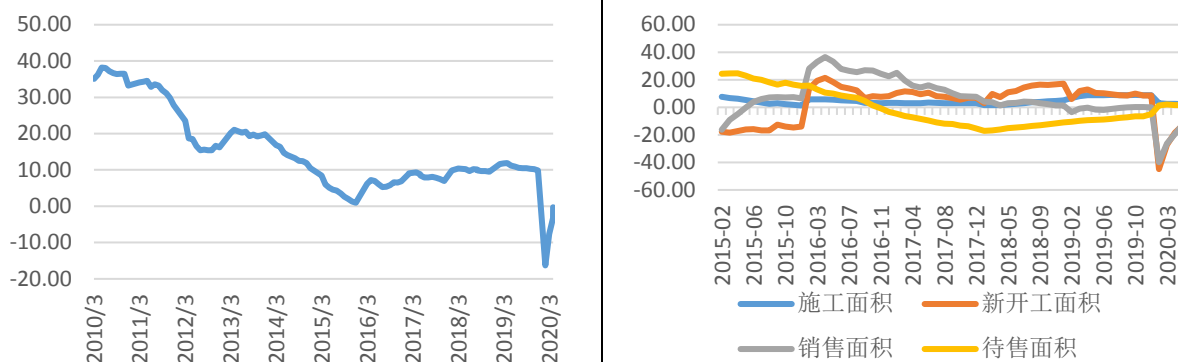
直至今今年两会，国家对房地产市场“房住不炒”的基调都没有改变，房地产市场不会再有强刺激政策出台，维稳成为主导策略。但今年由于疫情对全球经济造成严重拖累，我国经济下行压力很大，货币政策不断宽松，降准降息不断加码，在这样的信贷宽松的环境中，房地产市场也会享受到政策红利，资金链会边际转好，房地产市场表现出较强韧性。

从统计局数据来看，今年1-2月房地产开发投资完成额累计同比增速大幅下滑至-16.3%，随后开始快速回升，5月份累计同比增速已经回升至-0.3%，单月同比增速快速回升，5月同比增速8%。新屋开工面积和销售面积的累计同比增速也呈现了快速回升，新开工面积从1-2月的-44.96%快速回升至5月份的-12.8%，5月单月新开工同比增速年内首次转正，增长2.5%；销售面积累计同比增速从1-2月份的-39.9%回升至5月份的-12.3%，5月单月销售面积同比增速年内首次转正，并且增长了9.7%。可以看出，伴随国内加速复产复工，房地产行业也呈现了较强的赶工表现，5月份的房地产增速非常强劲，从成交表现来看，预计6月份将延续强劲的增速。

长期来讲房地产投资将延续缓慢下行趋势，但在今年这个受到疫情肆虐的特殊年份，防止经济失速下滑成为重中之重，下半年我国货币政策仍将延续宽松，房地产市场的韧性仍存。

图 12：房地产开发投资

图 13：房地产指标

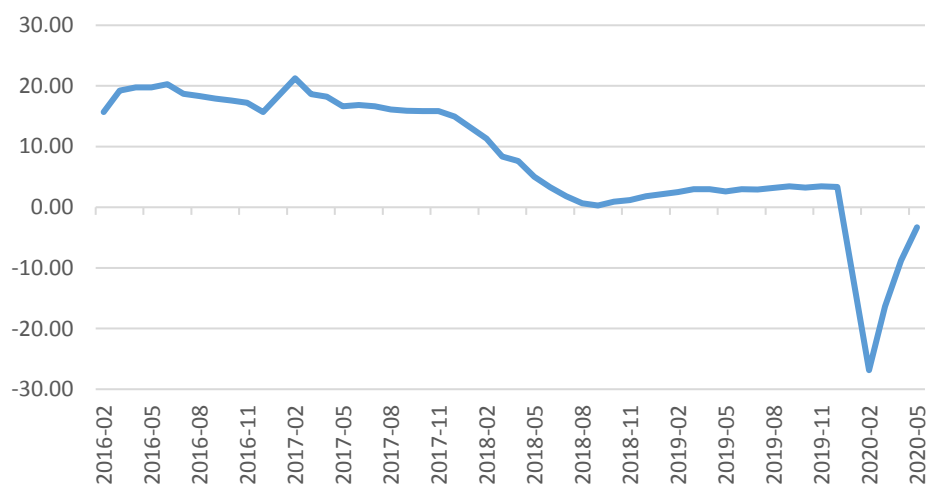


数据来源与整理：万得资讯、西部期货

2. 基建投资——稳经济发力点

房地产难以加码刺激，稳经济的重任落在了基建投资。今年1-2月由于疫情影响，基建投资累计增速大幅下滑至-26.86%，随后快速回升，5月份累计同比增速回升至-3.3%。下半年基建投资依然是重要发力点，预计基建投资增速将会继续回升，下半年会有较好表现。

图 14： 基建投资



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

(三) 需求小结

对于螺纹下半年的需求表现，需要关注宏观、政策、行业、突发事件等多方面的影响。

1. 宏观经济与突发事件。今年全球经济增速在疫情的肆虐之下乐观预计衰退3%以上，截至目前，海外疫情尚未得到有效控制，疫情蔓延得越久对经济的拖累越大，根据海外国家的应对措施，年内海外疫情大概率难以受控，值得期待的是

疫苗的研制成功，乐观预计最快要到年底。5 月份欧美国家不顾疫情肆虐已经开始重启经济，目前全球多数主要经济体都在抗疫的同时重启经济，所以全球经济形势最差的时期或已过去，但在疫情并存之下，经济重启到复苏将是一个非常缓慢的过程，期间将伴随疫情反复造成的经济复苏的反复。我国抗疫成效非常显著，二季度经济复苏非常强劲，但在严重的境外输入病例的压力下，国内面临疫情二次爆发，6 月初北京再度出现本土病例，严防严控措施快速跟进，疫情反复对于经济复苏会有较大影响。所以疫情的反复是下半年经济复苏的最大风险因素。

2. 宏观政策与行业表现。为了应对经济疲软，全球央行纷纷加码宽松，全球放水的局面至少会延续到疫情受控。国内来看，我国也实施了更为积极的财政政策和货币政策，降准降息仍有空间，信贷宽松对于房地产和基建行业都是利好，下半年房地产行业将在“房住不炒”的主基调下延续边际好转，表现出较强的韧性；基建行业作为国家重点托底经济的领域也将迎来较强增速。

所以，从螺纹的需求端来看，宏观经济的疲软将限制需求的绝对强度，但在经济转好和宽松的政策刺激下需求将延续回升，下半年的需求增速或难以超越二季度的强度，但依然会强于去年同期，呈现季节性波动，全年需求增速或能持平于去年同期。

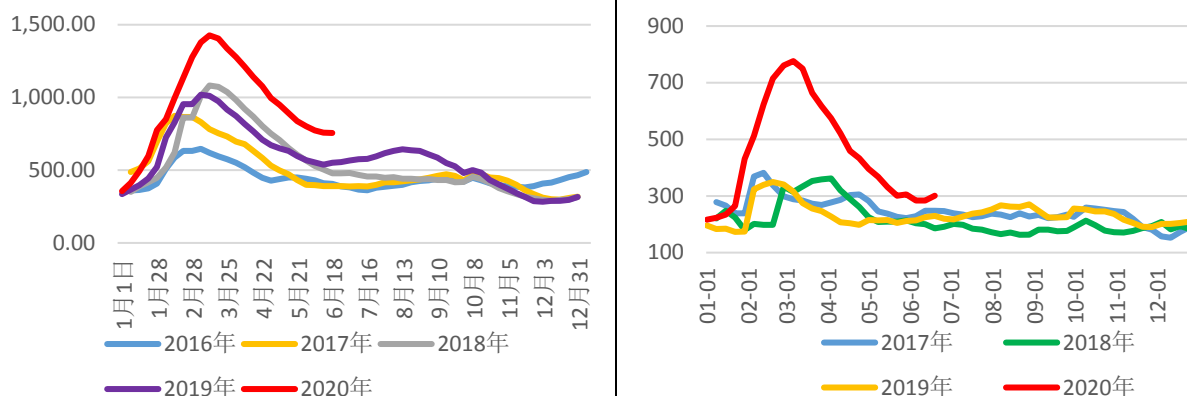
三、库存——累库压力显现

今年上半年螺纹钢库存呈现了幅度更为剧烈的季节性规律，3 月中旬库存累出了天量水平，总库存 2177 万吨，同比增幅高达 69%，比去年同期库存高出 890 万吨，随后伴随复产复工加速，终端需求快速回暖，赶工叠加季节性旺季来临，库存快速去化，连续两个半月的快速去库对螺纹价格形成了有力支撑。进入 6 月份，淡季逐渐到来，在南方持续雨季的影响下，螺纹去库速度明显放缓。截至 6 月 19 日当周，钢厂库存已经开始累积，周度库存为 300.64 万吨，环比增幅 5.8%，社会库存去化速度明显放缓，周度库存为 755.52 万吨，环比降幅 0.4%，总库存 1056 万吨，同比高出 275.5 万吨，增幅 35%。

伴随淡季到来，库存将出现季节性累库，绝对库存量仍然高于去年同期，库存压力将会显现。预计下半年总库存仍将高于去年同期水平，高库存压力持续存在。长周期来看，钢材市场已经进入累库周期，超低库存难以再现。

图 15：社会库存

图 16：钢厂库存



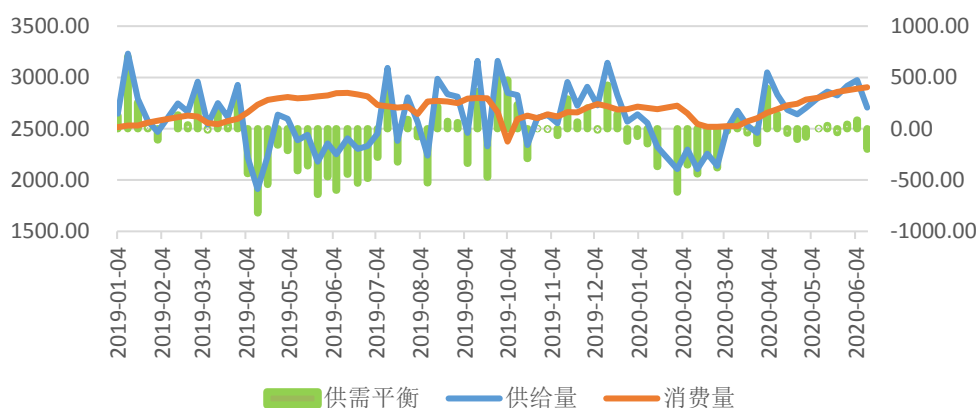
数据来源与整理：万得资讯、西部期货

四、成本端——炉料有料提供支撑

(一) 铁矿石——强者恒强

今年上半年在自然灾害和疫情接连扰动之下，铁矿石供应难以回归正常水平，而作为消费主力的我国生铁产量连创新高，供缩需强的格局下我国铁矿石港口库存连续下降刷新历史低位。强劲的基本面支撑铁矿价格上半年再度起飞，截至6月19日，连铁指数收盘755.28点，年初以来累计涨幅15.4%，在疫情肆虐大宗商品全线承压的情况下，铁矿石的强势非常亮眼。对于下半年走势，重点关注以下几方面：

图 17： 供需平衡



数据来源与整理：万得资讯、mysteel、西部期货

1. 供应端关注巴西复产进度

下半年供应端的关注核心在于淡水河谷，在去年年初矿难之后复产进度较慢，仍有矿山难以复产，今年上半年由于自然灾害叠加巴西疫情持续严重，部分

矿山人员确诊导致矿山暂时关停，目前为止暂停矿山已经重新复产。淡水河谷 4 月底下调年度销售目标，从 3.4-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨。截至 6 月 12 日当周，淡水河谷累计发运量 1.01 亿吨，同比下降 11.1%，下半年淡水河谷将会加快生产和发运以完成最新的销售目标，最大的风险将是巴西疫情继续恶化对矿山生产的冲击。

澳洲方面主流矿山产销基本正常，一季度由于天气因素发运量有所下降，二季度发运量已经恢复至高位水平，截至 6 月 12 日当周，澳洲发运量 3.6 亿吨，同比增幅 3%。澳洲和巴西合计铁矿石发运量接近 5 亿吨，同比降幅 1.9%，减量主要来自于巴西淡水河谷。所以下半年供应的关键因素在淡水河谷能否如期完成年度销售目标。

国产矿方面，上半年铁精粉产量一季度大幅下降二季度快速回升，上半年铁矿粉产量同比微降 1%。下半年在价格高企利润驱动的影响下，国产矿产量仍将维持偏高水平，下半年产量或有较大增幅。但国产高品铁精粉产量偏低，国内供给仍以进口为主，所以国产矿产量对总供给的影响较为有限。

图 18：淡水河谷发运量

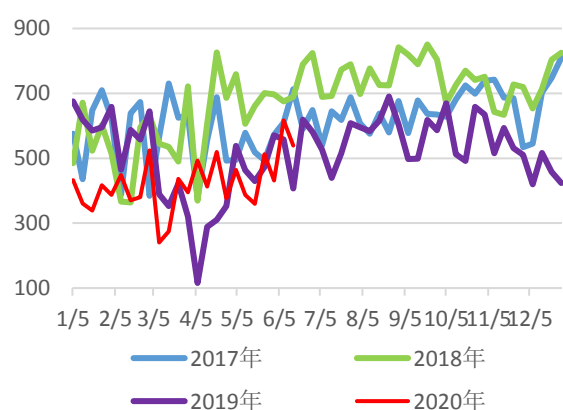


图 19：澳洲发运量

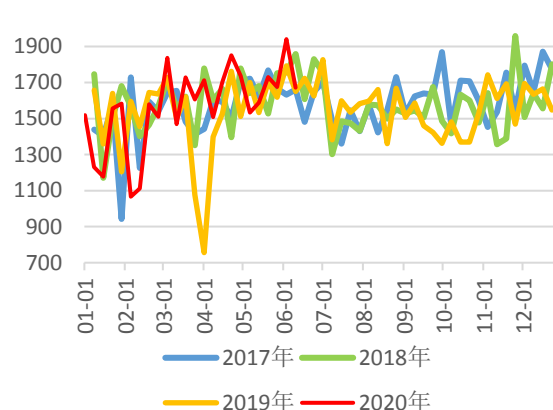


图 20：澳、巴总发运量

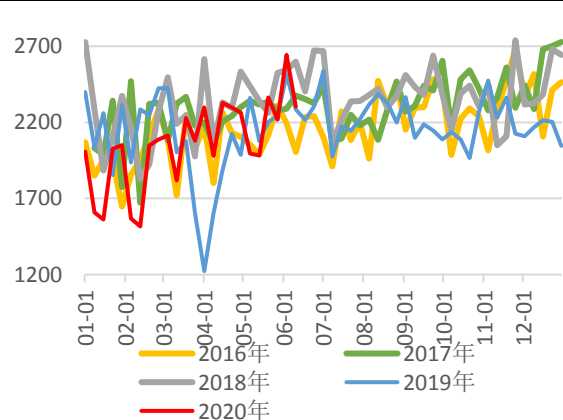
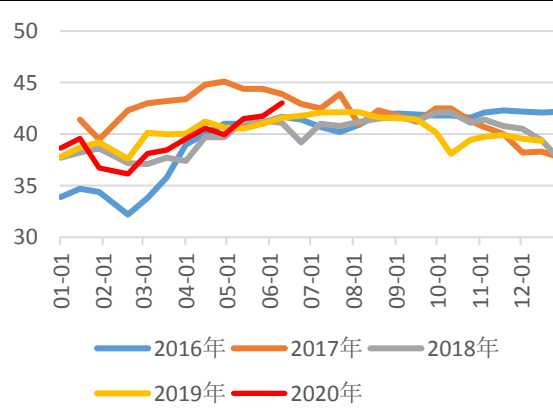


图 21：国产铁精粉样本产量



数据来源与整理：万得资讯、mysteel、西部期货

2. 需求端保持强劲概率很大

今年1-5月我国生铁累计产量3.56亿吨，同比增幅1.5%；日均铁水产量快速回升，5月中旬超越去年同期水平后依然不断攀高，截至6月19日当周，日均铁水产量246.63万吨，同比增幅2.8%；高炉开工率同样升至91.54%高位水平。不断高企的生铁产量为铁矿石的需求提供了强劲保障。下半年生铁产量大概率依然维持高位水平，不过向上增量空间已经有限，钢厂利润波动和限产政策将成为主要扰动因素。

图 22：日均铁水产量

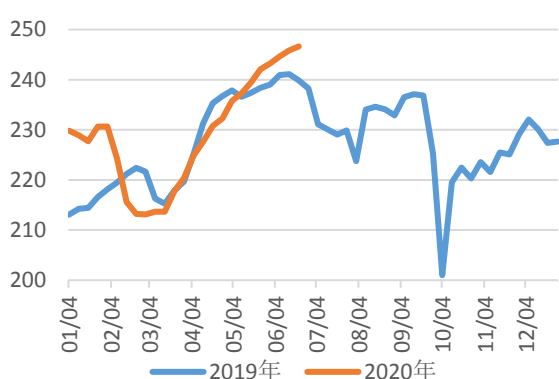
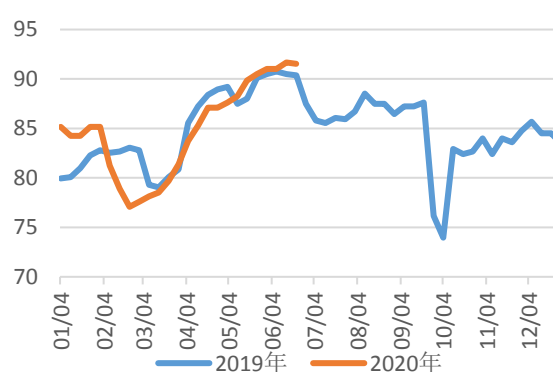


图 23：高炉开工率



数据来源与整理：万得资讯、mysteel、西部期货

3. 库存低位增加向上弹性

上半年港口库存持续下降，截至6月19日当周，港口库存1.06亿吨，同比下降1178万吨，降幅10%，较年初下降1896万吨，降幅15%，连续刷低历史同期记录。钢厂库存也维持在偏低水平，截至6月19日当周，进口烧结粉矿样本总库存同比增幅8%，依然维持在低位水平。偏低的库存水平决定了钢厂补库对行情的强劲驱动，库存低位将增大价格向上的弹性。

图 24：港口库存

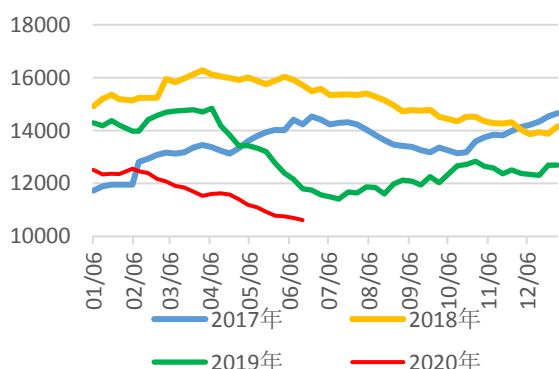
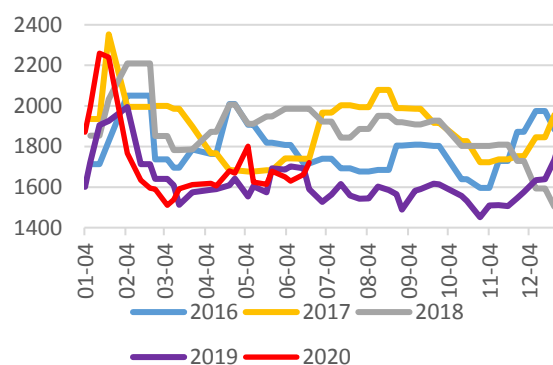


图 25：钢厂库存



数据来源与整理：万得资讯、mysteel、西部期货

4. 价格强势运行

下半年铁矿石将保持供需紧平衡格局，紧张程度边际缓和。主流矿山发运量将保持回升趋势，而需求依然强劲，库存或在三季度开始缓慢累积，依然维持偏低水平。只要矿山不发生突发事件造成供应再度紧张，铁矿石价格再难向上突破，【600，750】区间内运行，下半年趋势上跟随螺纹，强度上依然强于螺纹。

主要风险因素：主流矿山突发事件

（二）焦炭——去产能收官之年

2020 年是焦化行业去产能的收官之年，对于下半年的去产能力度市场仍有预期，在基本面好转及乐观预期之下，焦炭或能保持偏强走势。下半年焦炭能否强势爆发取决于去产能政策。根据我们预估，如果去产能严格执行和新建产能投产能够打出时间差，阶段性供需错配或能打开焦炭上方空间，否则焦炭价格将受到成材价格以及钢厂利润的制约。

（详见煤焦半年报）

（三）废钢——供需持续偏紧格局

由于供需持续紧张，近两年来废钢价格始终保持坚挺，对钢厂成本提供了有利支撑，特别是电弧炉钢厂的成本高企，长期高于长流程钢厂成本的主要原因就在于废钢。根据 mysteel 调研及数据，上半年废钢到货量整体低于去年同期，而电炉钢厂的开工率和产能利用率已经达到往年同期高位水平，样本钢厂的废钢库存持续位于低位水平。废钢偏紧的供需格局年内难以得到明显缓解，价格依然保持坚挺，对螺纹钢价格构成成本支撑。

主要风险因素：如果废钢进口政策放开，废钢价格将大幅承压，目前来看市场对于放开废钢进口政策的呼声很高，但短期或难以实现。

图 26：废钢到货量

图 27：电弧炉开工率

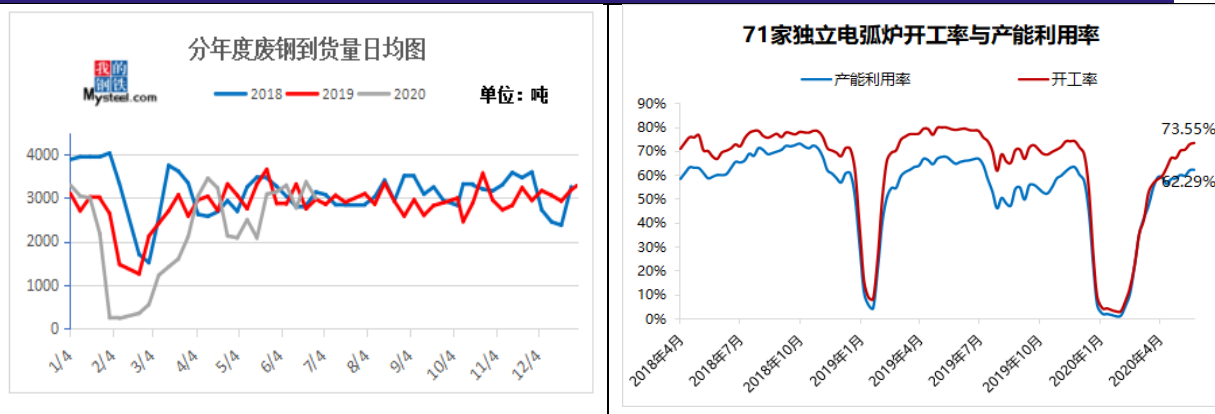
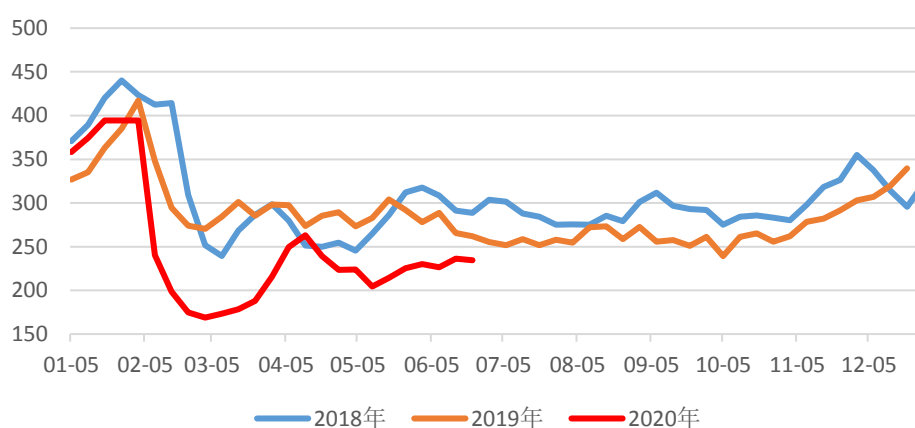


图 28： 废钢库存



数据及图表来源：mysteel

五、行情展望

对于下半年螺纹钢走势逻辑推演如下：

1. 高供给压制上方空间。下半年钢厂利润将被进一步挤压，但长期亏损的可能性很低，所以阶段性因亏损而主动减产会出现，但难以持久，随着利润转正，钢厂会很快提产，充足的产能保障了充足的供应，同时也压制了钢厂利润。环保限产仍会阶段性趋严，但情绪扰动会大于实质性影响。所以下半年供应依然维持高位水平，全年粗钢产量有望逼近 10 亿吨，持平或略高于去年。

2. 需求不悲观。宏观经济的疲软将限制需求的绝对强度，但在经济转好和宽松的政策刺激下需求将延续回升，下半年的需求增速或难以超越二季度的强度，但依然会强于去年同期，呈现季节性波动，关注金九银十旺季成色，全年需求增速或持平于去年同期。

3. 成本支撑强劲。炉料端整体偏强，铁矿和焦炭的供应端都有炒作题材，废钢持续紧张，三者供需均呈现偏紧格局，对螺纹提供成本支撑。在终端需求强劲时，

成材和炉料联动上涨，炉料表现更强于成材，推动成材扩大向上空间，在终端需求大幅走弱时，成材价格先行走弱，钢厂利润被快速挤压至亏损减产，从而带动炉料价格联动下行，强势的炉料下行空间较为有限，会限制成材的下跌幅度。根据我们测算，3300-3500点区间将有较强的成本支撑。

综上，预计螺纹下半年将呈现季节性波动行情，下方有成本支撑，上方受需求主导及高供应压制，主要运行区间【3300，3700】。7、8月份季节性淡季来临，高供给高库存的压力逐渐显现，螺纹价格将承压回调，但幅度不会很大，3300-3500区间有支撑；“金九银十”需求大概率会表现强劲，但强度难以超越二季度，所以螺纹价格下半年的高点能否超越3700点关键要看库存水平以及炉料的推动作用；今年冬季环保限产政策大概率不会超预期严格，对于螺纹的支撑作用将明显减弱。