

树欲静，而风不止

走势评级： 螺纹钢/热轧卷板：看涨
报告日期： 2020 年 12 月 25 日

★内需维持韧性，外需依然可期：

随着国内疫情稳定后经济逐渐复苏，2020 年国内宽松政策峰值已过，但不会“急转弯”。开发商融资进一步收紧，拿地虽受明显抑制，但仍将延续高周转模式以维持房地产销售的增长和资金回笼，新开工预计仍略有增量。而地方政府专项债继续放量发行的概率较低，基建投资增速预计下滑。制造业需求回升叠加渠道再库存依然将拉动用钢需求。海外制造业上游产业链复产慢于终端需求恢复，供需错配导致成材和钢坯出口利润逐渐恢复，预计 2021 年外需格局转好。

★粗钢供应小幅增长，成本推动依然强势：

产能置换预计将为生铁和粗钢产量分别带来 2.4% 和 3% 的同比增速。上半年高炉炉料供应缺口预计仍会存在，成本端对于钢价依然存在推动作用。而长流程和电炉成本出现明显的倒挂现象，意味着目前产能尚不存在缺口。由于海外废钢价格的大幅上涨，再生料进口对于国内原料端还难以形成冲击。

★2021 年钢材市场展望及投资逻辑：

我们预计 2021 年国内钢材需求增速约为 4%，考虑进出口变化后的供应增速约 1%，全年将有小幅去库。上半年供应增量有限，预计螺纹钢的库存水平和库销比将处于较低水平。而在疫苗被广泛使用控制住疫情之前，海外刺激政策还将推出，复苏预期难以证伪，市场也还将交易再通胀逻辑，钢价还处于风口之中。即便近期钢价有虚涨成分，上半年仍以偏多思路对待，内外需求共振钢价或上涨至 5000 元/吨以上。随着海外钢厂的复产以及疫苗的进展，对下半年市场尚持有相对谨慎的态度。

★风险提示：

国内政策快速收紧，海外财政刺激政策不及预期，需求回落，原料端也再度明显过剩导致钢价趋势下跌。



顾萌 资深分析师(黑色产业)
从业资格号： F3018879
投资咨询号： Z0013479
Tel: 8621-63325888-1596
Email: mcng.gu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（螺纹钢）



主力合约行情走势图（热轧卷板）



目录

1、2020 年钢材市场回顾.....	6
1.1、现货驱动频繁转变，结构矛盾高于总量	6
1.2、进出口正在成为更加重要的边际影响因素	8
1.3、成本曲线持续扁平化甚至倒挂，年末盘面突破电炉成本.....	8
2、内需维持韧性，外需依然可期	10
2.1、宽松峰值已过，但房地产需求维持韧性	10
2.2、资金增量有限，基建投资增速下滑.....	13
2.3、制造业增速峰值或已出现，再库存对需求仍有拉动	15
2.4、从供需错配到再库存，外需仍是核心驱动	18
3、粗钢供应小幅增长，成本推动依然强势	23
3.1、产能置换将带动国内粗钢产量小幅增加	23
3.2、成本端推动钢价，废钢进口短期冲击有限	25
4、2021 年钢材市场展望及投资逻辑.....	27
4.1、2021 年国内钢材小幅缺口，上半年去库较为明显	27
4.2、2021 年投资逻辑——疫情不消，风口难止	28
5、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 螺纹钢现货价格自二季度逐渐走高.....	6
图表 2: 二季度起热卷现货涨势更为明显.....	6
图表 3: 华东与北方地区螺纹钢价差波动剧烈.....	7
图表 4: 杭州螺纹高库存四季度明显化解.....	7
图表 5: 二季度起螺强卷弱的现象逐渐转变.....	7
图表 6: 四季度冷热价差开始迅速走阔.....	7
图表 7: 2020 年钢材净出口大幅下降.....	8
图表 8: 考虑到钢坯, 2020 年甚至出现净进口现象.....	8
图表 9: 长短流程成本逐渐趋同甚至出现倒挂.....	9
图表 10: 铁废价差也在逐渐倒挂.....	9
图表 11: 螺纹钢远期曲线更趋于平坦.....	9
图表 12: 螺纹主力合约多数时段锚定华东电炉成本.....	9
图表 13: 社融存量增速基本触顶.....	10
图表 14: 居民中长期贷款同比增速收窄.....	10
图表 15: 房地产开发贷余额增速回落.....	11
图表 16: 首套及二套房贷利率并未进一步下降.....	11
图表 17: 下半年定金及预收款增速维持较高水平.....	11
图表 18: 新开工对于螺纹现货仍有明显指引作用.....	11
图表 19: 下半年土地购置面积开始明显负增长.....	12
图表 20: 2019 年末待开发土地面积仍处于高位.....	12
图表 21: 土地购置面积与 300 城土地成交有所背离.....	12
图表 22: 100 大中城市土地成交同比也并未明显下滑.....	12
图表 23: 交通运输类固投增速明显不及预期.....	13
图表 24: 下半年铁路及公路水路固投增速均下降.....	13
图表 25: 交通运输占公共财政支出比重整体下滑.....	14
图表 26: 政府性基金收入有小幅增长.....	14
图表 27: 下半年新增地方政府专项债明显下降.....	15
图表 28: 下半年交通运输类专项债规模快速回落.....	15
图表 29: 制造业 PMI 依然在环比回升.....	16
图表 30: 下半年汽车产销量的增速有所回落.....	16
图表 31: 乘用车与商用车销量维持较高的增速.....	16

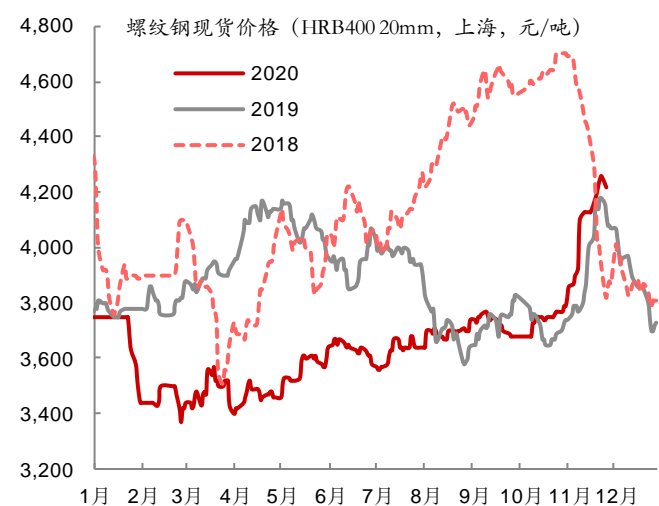
图表 32: 家电销量依然维持较高的增速.....	16
图表 33: 乘用车销量 VS 商品房销售面积.....	17
图表 34: 三大白家电销量 VS 商品房销售面积.....	17
图表 35: 8 月份以来汽车经销商库存系数小幅回升.....	18
图表 36: 制造业投资增速开始出现正增长.....	18
图表 37: 利润增加导致金属制品业产量快速反弹.....	18
图表 38: 工程机械产量增速预计将出现回落.....	18
图表 39: 出口至发展中国家的运价指数先抑后扬.....	19
图表 40: 出口至发达国家的集装箱运价指数持续上涨.....	19
图表 41: 主要经济体制造业 PMI 持续回升.....	19
图表 42: 美日韩汽车销量均有明显恢复.....	19
图表 43: 韩国汽车销量恢复快于生产.....	20
图表 44: 德国乘用车销量恢复快于生产.....	20
图表 45: 主要经济体粗钢产量及汽车产销量变化.....	20
图表 46: 日本汽车库存处于很低的水平.....	21
图表 47: 美国汽车库存周转天数大幅低于往年水平.....	21
图表 48: 中国乘用车出口明显回升.....	21
图表 49: 下半年冰箱出口大幅增加.....	21
图表 50: 除中国外粗钢产量已经恢复到疫情前水平.....	22
图表 51: 美国及日韩粗钢产量尚低于去年同期.....	22
图表 52: 日本钢铁产能利用率恢复不及下游.....	22
图表 53: 日本钢材库存处于很低的水平.....	22
图表 54: 三季度中期热卷进口利润窗口已经关闭.....	23
图表 55: 四季度热卷出口利润逐渐打开.....	23
图表 56: 三季度粗钢日均产量出现峰值.....	24
图表 57: 下半年钢厂废钢日耗高位震荡.....	24
图表 58: 下半年日均铁水量并未进一步增加.....	24
图表 59: 四大品种周产量峰值出现在年中.....	24
图表 60: 2020 年下半年至 2021 年产能置换测算.....	24
图表 61: 11 月以来螺纹长流程利润大幅下滑.....	25
图表 62: 电炉仍有较高利润的利润空间.....	25
图表 63: 螺纹钢主力合约价格 VS 华东长流程成本.....	26
图表 64: 螺纹钢主力合约价格 VS 华北电炉成本.....	26
图表 65: 废钢进口价格优势已逐渐消失.....	26
图表 66: 钢坯逐渐开始出现出口利润.....	26
图表 67: 2021 年钢材供需平衡预测 (单位: 百万吨).....	27

图表 68: 2021 年螺纹钢库存推演	28
图表 69: 2021 年螺纹钢库销比推演	28
图表 70: 2007 年以来华东螺纹现货均价及最高、最低价 (单位: 元/吨)	29
图表 71: 螺纹 5-10 价差整体有回升空间	29
图表 72: 螺纹钢盘面利润整体较低	29

1、2020 年钢材市场回顾

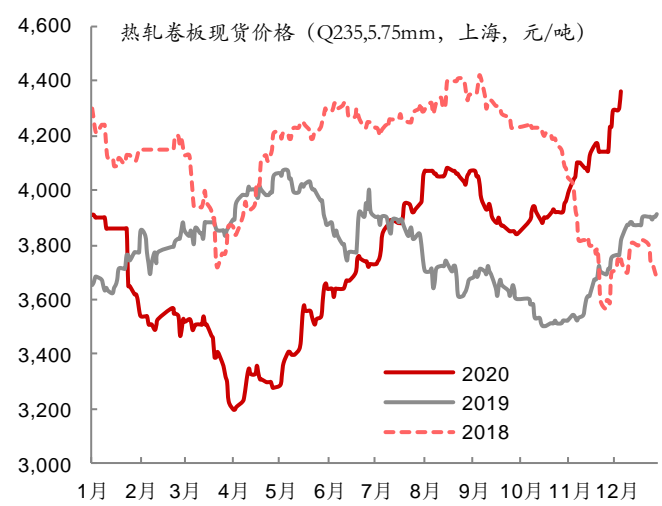
2020 年，新冠疫情的爆发对于钢材价格带来了巨大的影响。春节后，受下游停工的影响，华东地区螺纹现货价格一度下跌至接近静态长流程成本附近。而国内流动性的释放和需求复苏的预期首先带动螺纹钢价格出现企稳反弹。海外疫情的爆发则使得以热卷为代表的板材类价格在 3 月继续下跌。从二季度开始，钢材现货价格整体进入上行趋势中。而如果复盘 2020 年的钢材价格，在品种、区域上体现出的分化的特征以及成本曲线和盘面定价模式发生的变化也体现出钢材市场供需格局正在发生的转变。

图表 1：螺纹钢现货价格自二季度逐渐走高



资料来源：Wind（数据截至 2020/12/8）

图表 2：二季度起热卷现货涨势更为明显



资料来源：Wind（数据截至 2020/12/8）

1.1、现货驱动频繁转变，结构矛盾高于总量

2020 年二到四季度，虽然钢材价格整体处于趋势性上涨的格局中，但品种表现和区域间的表现出现了比较明显的轮动。简而言之，上半年钢价上涨的核心在于北方地区的螺纹钢，而从年中开始，驱动逐渐转向了卷板以及华东螺纹。

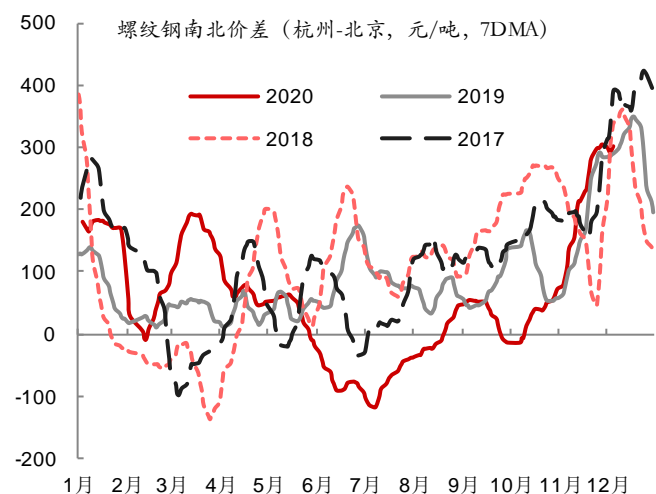
建材方面，期货市场定价最为关注的华东地区螺纹钢价格在二三季度始终表现平平。3 月中旬开始，伴随着国内需求逐渐复苏，华东与华北地区的螺纹钢价差反而一路走低，到三季度初出现了以往年份都比较少见的深度倒挂。这一方面由于以雄安新区为代表的北方需求是上半年钢材核心的需求引擎；另一方面也是由于华东市场投放量较大，加之表外产量的压制，导致高库存难以化解。而到了四季度，伴随着去库的迅速加快，华东螺纹异军突起，与北方的价差也迅速拉开。这除了由于需求的转好外，也是由于进口钢坯轧材冲击明显减弱，实际供应下降导致的去库加速。

卷螺方面，从 2018 年下半年到 2019 年四季度初，市场持续了一年半左右螺强卷弱的格局。而从今年二季度起，卷螺价差也逐渐开始转向。而上半年热卷价格的回升还主要是由于供应的缩量，冷热价差依然处于偏低的水平。进入三季度末，冷热价差也开始了迅

速的走阔，意味着制造业逐渐复苏并向上游传导。

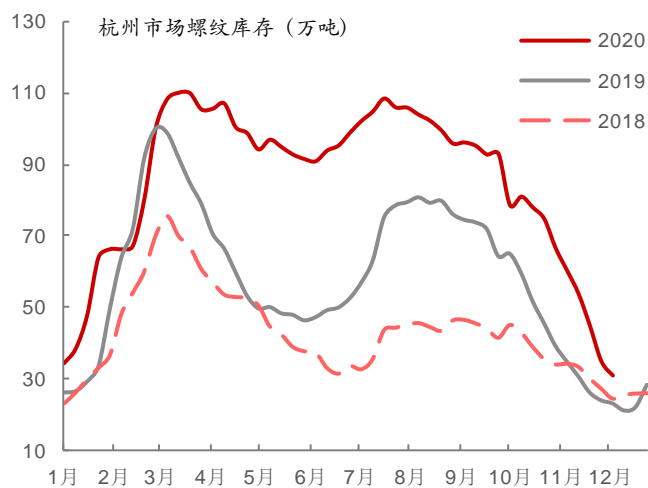
之所以我们会在年度回顾中强调今年区域价差和品种价差的变化，想要说明的核心问题在于 2020 年钢材价格上涨并没有出现一个一以贯之的驱动核心。虽然今年钢价的上涨能够找到一条逻辑主线，即疫情后的宽货币和宽信用带来的房地产和制造业需求的回升以及市场给予的再通胀预期，但从微观现货角度来看，市场并没有出现总量矛盾带来各区域和品种的同步上涨，更多的则是由于供需边际改善带来的品种和区域性的矛盾，因此也会体现为现货上涨驱动比较频繁的变化和轮动。

图表 3：华东与北方地区螺纹钢价差波动剧烈



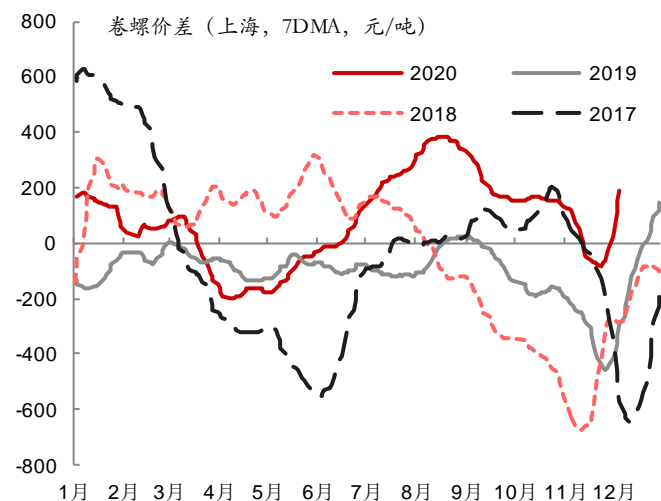
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/8）

图表 4：杭州螺纹高库存四季度明显化解



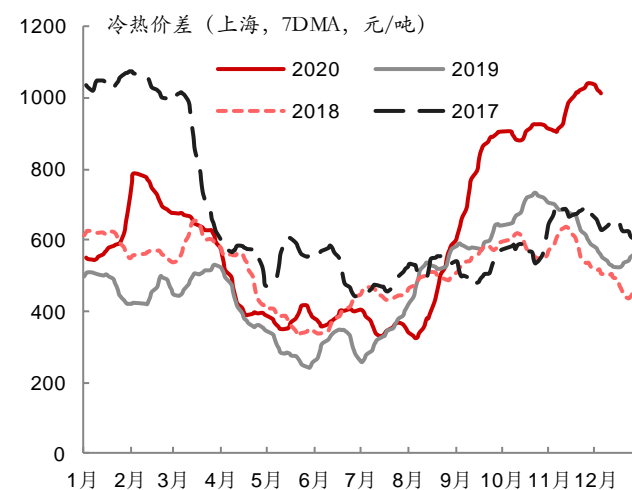
资料来源：Mysteel（数据截至 2020/12/4）

图表 5：二季度起螺强卷弱的现象逐渐转变



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/8）

图表 6：四季度冷热价差开始迅速走阔



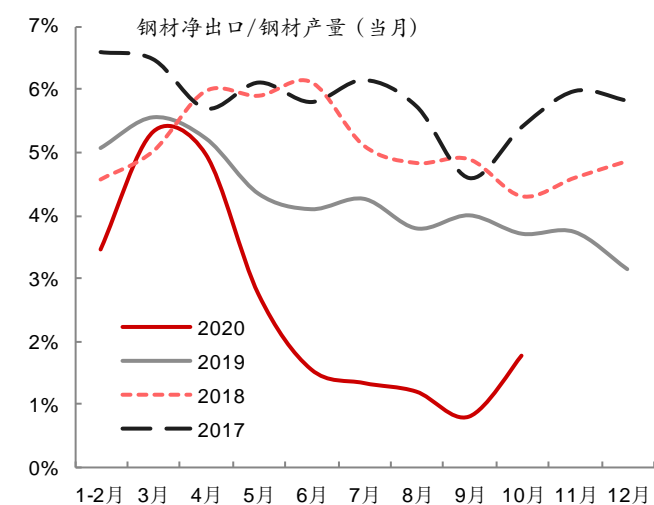
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/8）

1.2、进出口正在成为更加重要的边际影响因素

在钢材供需的影响因子中，进出口对于供需边际的影响权重在 2020 年凸显出来。在 2017-2019 年，即便国内外价差和贸易摩擦的加剧导致钢材净出口逐年下降，但如果以净出口/国内钢材产量来衡量其影响权重，环比和同比的波动也仅在 1-2 个百分点。但 2020 年国内外钢材市场格局受到了疫情的扰动，仅以钢材净出口/钢材产量的角度来衡量，8-9 月与一季度和去年同期的差距就在 3% 以上。而如果考虑到进口钢坯轧材的影响，6-9 月钢材及中间品整体已经呈现净进口的格局，对供需的边际影响已经能够达到 5% 左右的水平。

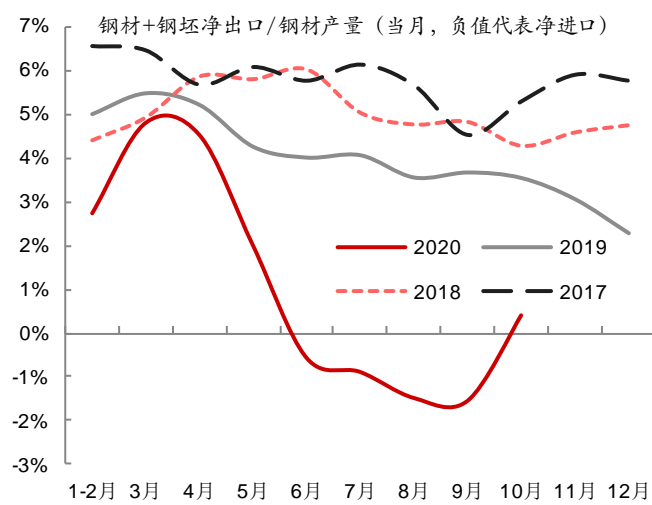
而由于国内钢材供需的总量矛盾并不十分明显，进出口已经成为影响钢材边际供需和钢材价格不容忽视的重要因素。可以说，6-9 月进口的大增是导致 9 月钢价回调的核心因素之一，而三季度中期开始进口利润的消失也带动了钢价反弹尤其是华东地区建材的大幅上涨和价差修复，因此海外需求和钢价也将是 2021 年影响市场比较重要的因素。

图表 7：2020 年钢材净出口大幅下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/10）

图表 8：考虑到钢坯，2020 年甚至出现净进口现象



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/10）

1.3、成本曲线持续扁平化甚至倒挂，年末盘面突破电炉成本

2020 年下半年开始，长短流程成本的趋同和废钢铁水价差的收窄已经成为常态。铁水需求的高涨是带动高炉炉料价格走强的重要因素，但与此同时，出现成本曲线扁平化也意味着需求端对于废钢的驱动已经比较有限。虽然废钢价格同样存在向上的驱动，但是铁元素的来源在结构性的转回高炉铁水，这也意味着废钢相对需求拉动不足。这同样也从侧面表明 2020 年钢材并没有出现总量性的供应缺口。

同时，螺纹钢的远期曲线以及盘面定价同样说明了现货并没有出现明显的紧张。在价格上涨的过程中，螺纹钢远期曲线仍在逐渐走平，这表明现货在大部分阶段并不紧缺，但

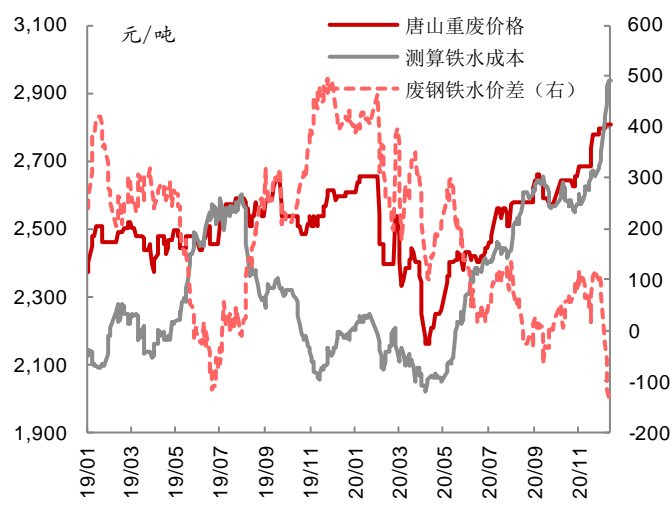
远月预期偏强且成本端抬升。同时，螺纹钢主力合约在大部分时间里锚定在华东电炉成本附近，11月中旬后随着海外需求的复苏，盘面的电炉利润开始走扩。

图表 9：长短流程成本逐渐趋同甚至出现倒挂



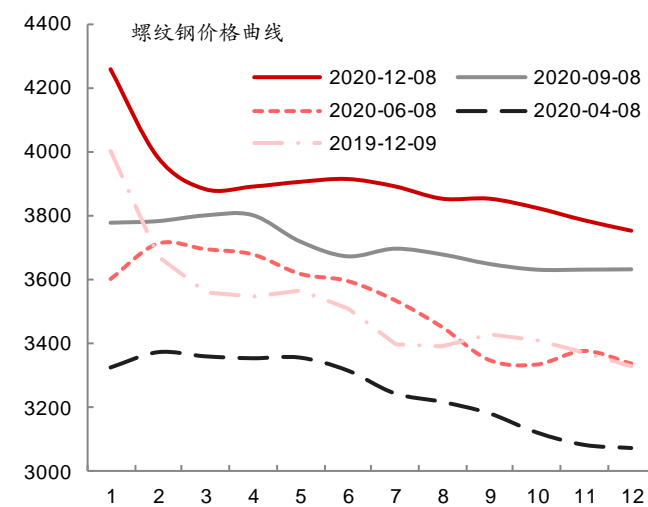
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/16）

图表 10：铁废价差也在逐渐倒挂



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/16）

图表 11：螺纹钢远期曲线更趋于平坦



资料来源：Wind（数据截至 2020/12/8）

图表 12：螺纹主力合约多数时段锚定华东电炉成本



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/8）

总体来看，在过去一年中，钢价大部分时间内表现为是区域性和结构性的矛盾。在消耗疫情期间累积的高库存阶段，现货市场并未出现明显的总量矛盾，期货盘面整体延续锚定电炉成本和远期曲线平坦化的特征。但四季度开始，随着进口利润的消失和海外需求的复苏，钢材市场似乎有再度转向总量矛盾的迹象。

2、内需维持韧性，外需依然可期

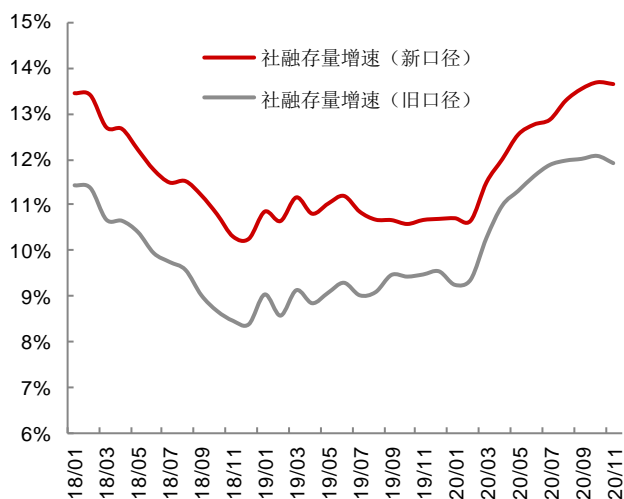
2.1、宽松峰值已过，但房地产需求维持韧性

疫情发生后，信贷和货币政策大幅放松以对冲经济下行压力。而在四季度，社融存量增速已经见顶。根据目前市场的普遍预期，2021 年社融存量同比增速预计会小幅下滑到 11% 左右。不过，从 12 月中央经济工作会议传达的信号来看，货币政策依然稳健，而在政策操作上强调了“精准有效，不急转弯”。加之美元指数回落后人民币出现的升值压力，国内信贷和货币政策虽难以进一步宽松，但预计不会出现快速转向的风险。

2020 年房地产市场在宽松的货币和信贷政策下出现明显的复苏，二季度销售、新开工和土地购置均有迅速的回升。下半年商品房销售面积依然维持高增速，而受“三道红线”影响，土地购置面积开始出现负增长，新开工面积增速整体也有所下滑。2020 年四季度以来，首套房和二套房平均贷款利率已经不再进一步下降。2021 年房地产市场面临着信贷增速下滑以及房企融资偏紧的双重影响。

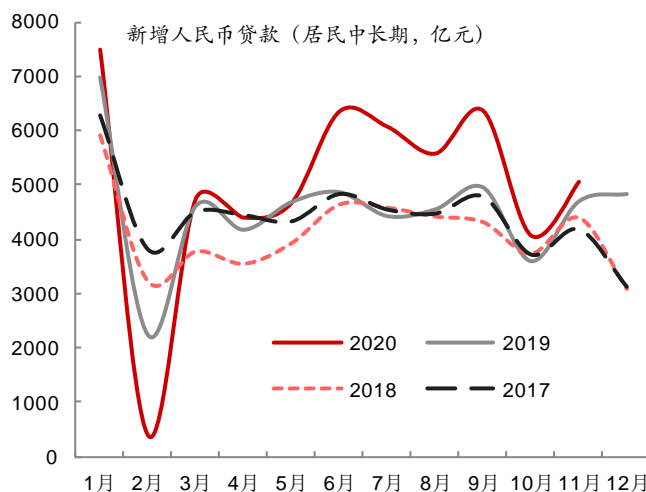
虽然信用宽松的峰值已经基本过去，“三道红线”对于开发商融资和拿地依然会造成制约，但房地产需求的韧性可能仍会超出市场的预期。房地产需求的韧性一是来自于政策整体宽松对房地产销售的拉动，二是来自于开发商高周转的延续。由于融资环境偏紧，2H20 房企到位资金分项中，国内贷款、自筹资金的同比增速整体有所下滑，房地产开发贷余额的增速也还在缓慢的回落。定金及预收款的增速还维持着较高的水平，这有赖于下半年依然快速增长的期房销售，截至 11 月，期房累计销售占比已经提升到了超过商品房销售 87% 的比重。而在趋紧的融资环境下，开发商在期房销售已经占据主导的情况下，仍需要继续加快从拿地到开发预售的周期以提高周转的效率。应当说，开发商融资难度越高，高周转越难以转变。

图表 13：社融存量增速基本触顶



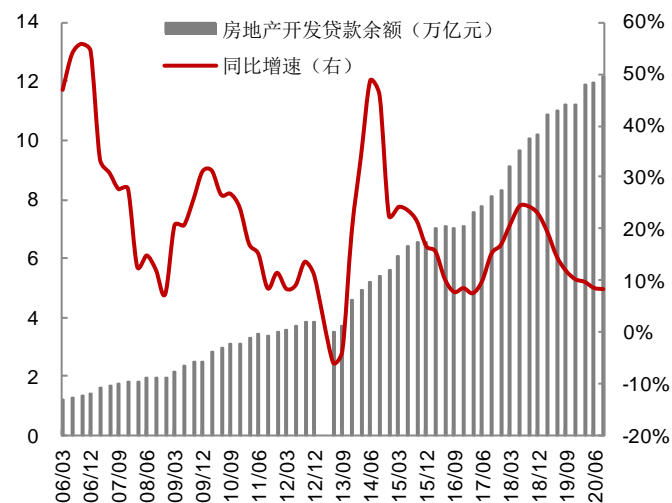
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 14：居民中长期贷款同比增速收窄



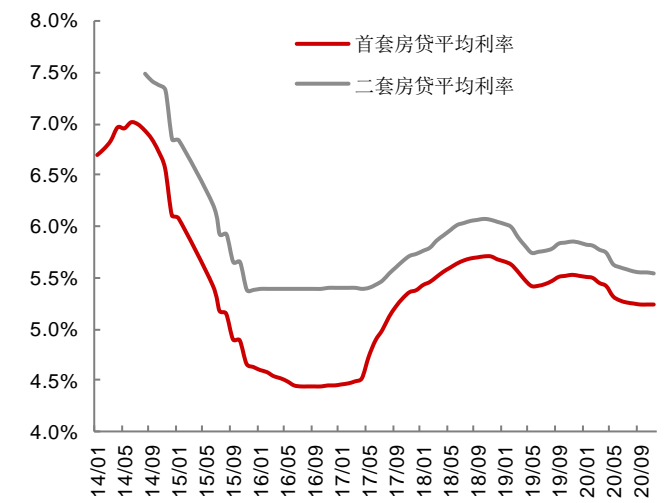
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 15: 房地产开发贷余额增速回落



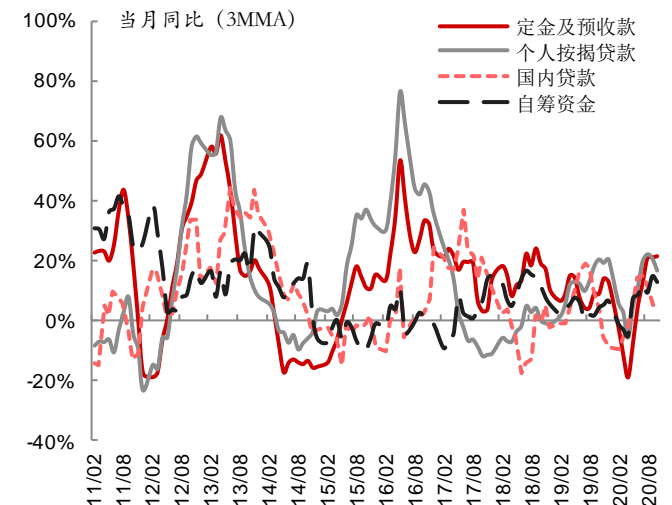
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 16: 首套及二套房贷利率并未进一步下降



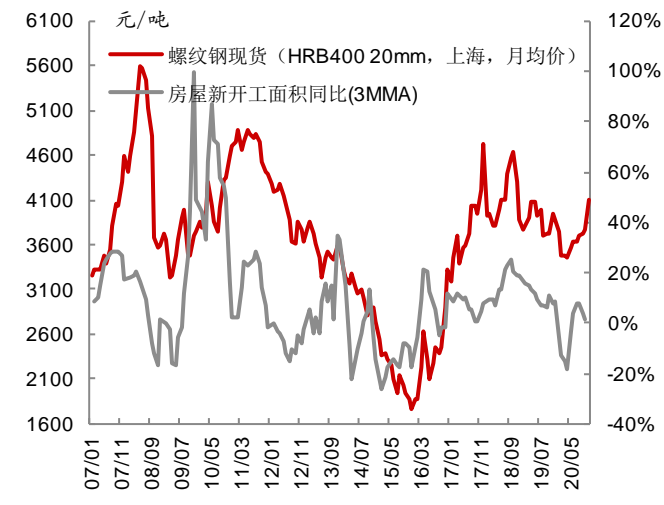
资料来源: Wind (数据截至 2020/11)

图表 17: 下半年定金及预收款增速维持较高水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 18: 新开工对于螺纹现货仍有明显指引作用

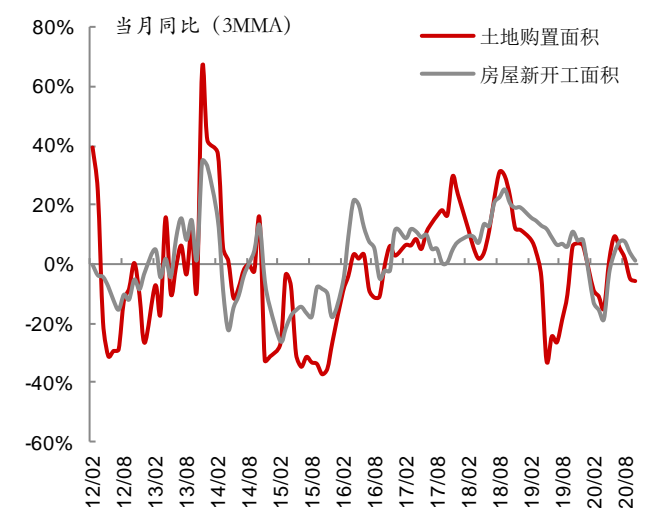


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

另一方面,“三道红线”对于开发商拿地必然会形成制约,而下半年土地购置面积已经开始出现负增长。对于新开工可能造成抑制的问题在于房企拿地下降后,土地存量是否出现了明显消耗以至于新开工被动下降。而土地存量的规模是难以进行估算的,相对官方的数据只有统计局公布的待开发土地面积。截至 2019 年,待开发土地面积依然维持在比较高的水平。同时,2019 年在土地购置下降而新开工面积上升的状态下,待开发土地面积依然维持增长,我们也可以认为 2020 年土地存量还不至于大幅下滑到无法支持高周转模式的程度。

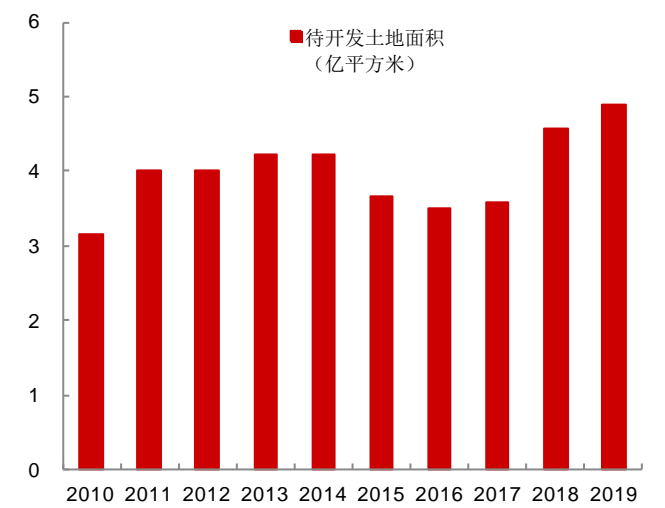
同时,我们看到国家统计局土地购置面积增速的指标与中指院 300 城成交土地面积及 100 大中城市的土地成交情况出现了一定的分化。以土地成交情况来看,2020 年下半年并没有出现明显的增速下滑甚至是同比转负的现象,土地交易市场依然表现的非常活跃。出现这样分化的原因之一在于:土地购置面积主要衡量的是开发商拿地的情况,但由于开发商资金条件受限,拿地主体也出现了一定的变化,包括城投和实体企业等拿地规模开始增加。仅从开发商土地购置的角度,可能不能非常准确的衡量房地产实际开发用地增长的情况。因此,我们也认为土地存量不足导致房地产开发周转被动放慢的风险有限。

图表 19: 下半年土地购置面积开始明显负增长



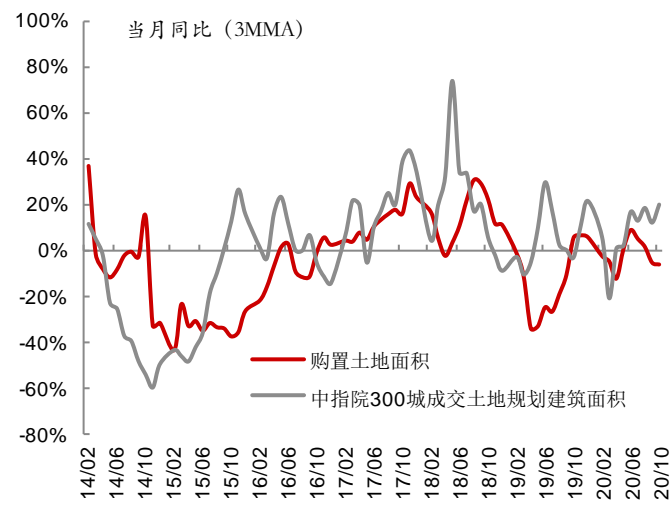
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 20: 2019 年末待开发土地面积仍处于高位



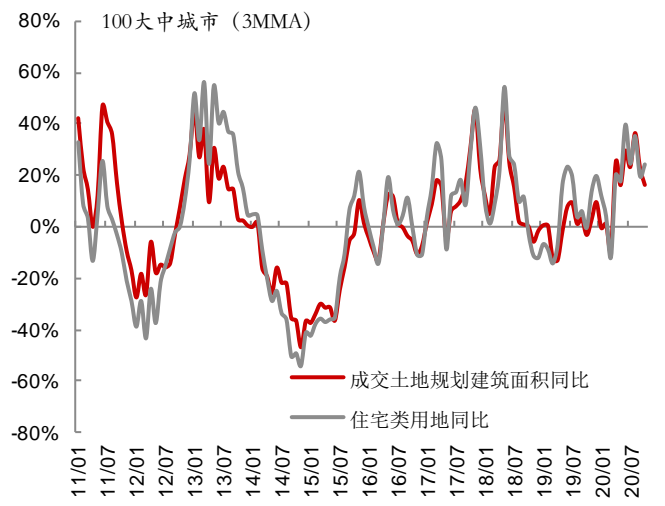
资料来源: Wind

图表 21: 土地购置面积与 300 城土地成交有所背离



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 22: 100 大中城市土地成交同比也并未明显下滑



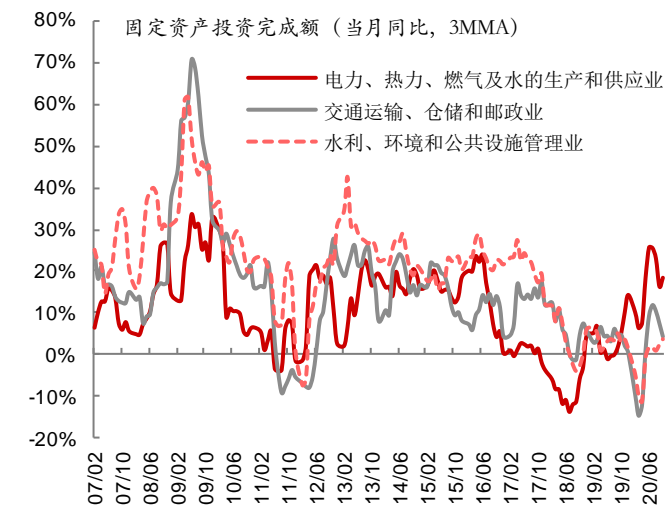
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2019/11)

总体而言，我们认为如果国内疫情再度上升的风险可控，开发商高周转模式的延续将使房地产用钢需求依然维持韧性。以单月新开工三个月移动平均的同比增速看，疫情后增速的高峰出现在 7、8 月份，三四季度增速逐渐回落。考虑到过去两年高周转模式带来的高基数，新开工增速回升的难度已经比较大，但其依然很有可能维持一定的增长带来高周转的延续。我们认为 2021 年房屋新开工可能会维持 0-1% 的同比增长，而考虑到存量的施工需求，房地产相关用钢需求的增速或维持 4% 左右的同比增速。

2.2、资金增量有限，基建投资增速下滑

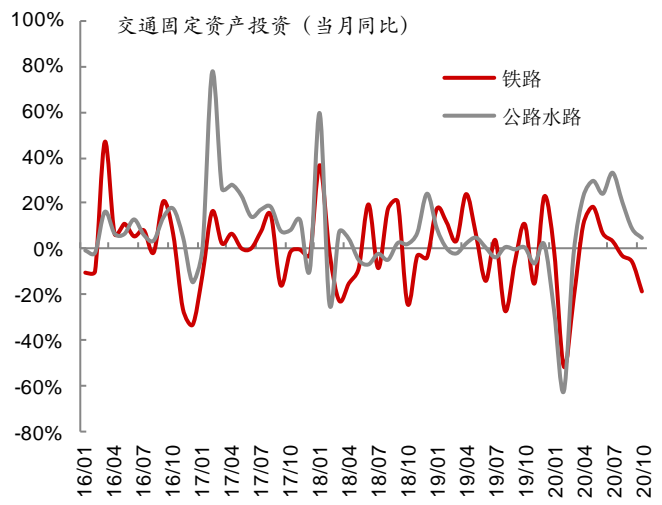
2020 年，虽然财政赤字扩大以及地方政府专项债规模的扩张使得市场对于基建投资抱有乐观的预期，但全年的情况尤其是下半年的基建增速则明显不及市场预期。同时，基建投资出现了明显的结构性问题，诸如电网建设等基建投资呈现出比较高的增速，而交通运输、仓储和邮政业的固投增速在下半年则明显下滑。1-10 月，铁路及公路水路的固定资产投资同比增速分别为 -2.25% 和 11.77%，与去年同期相比共增加投资 2123 亿元，明显低于预期。

图表 23：交通运输类固投增速明显不及预期



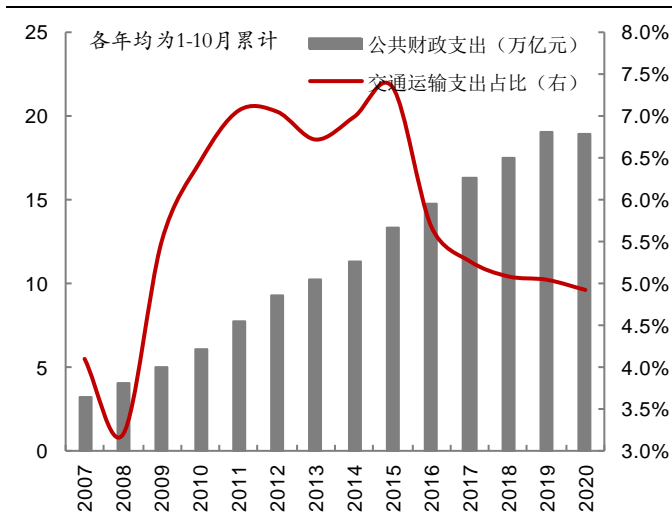
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/10）

图表 24：下半年铁路及公路水路固投增速均下降



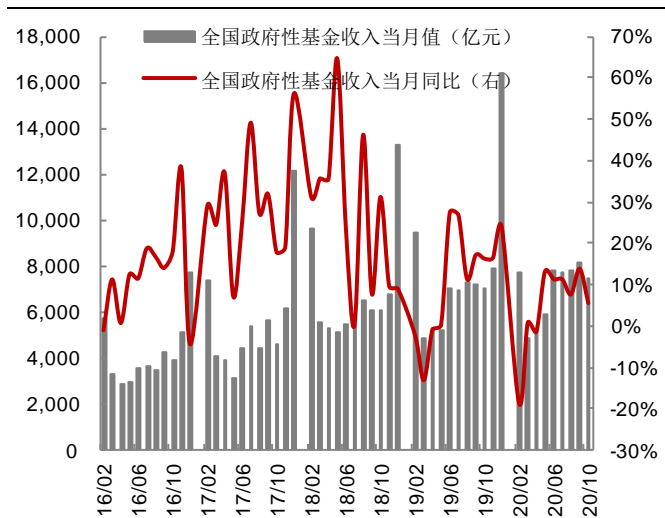
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/10）

图表 25: 交通运输占公共财政支出比重整体下滑



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 政府性基金收入有小幅增长



资料来源: Wind (数据截至 2020/10)

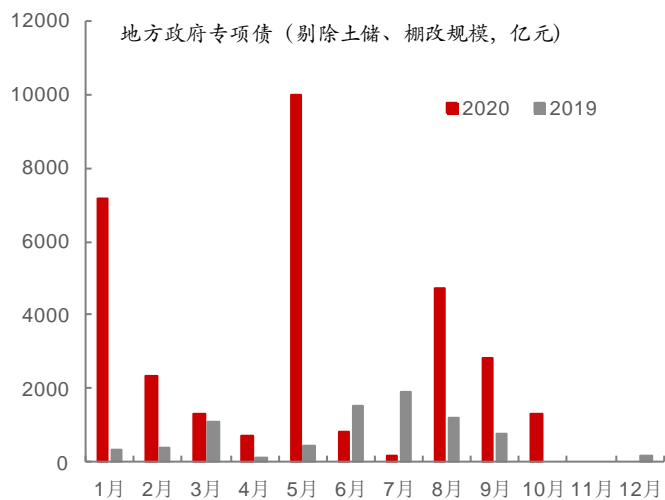
制约基建投资的核心因素还是资金增量不足。2020 年下半年公共财政收入单月同比增速逐渐转正,但 1-10 月累计依然维持近 5.5% 的负增长。如果假设 11-12 月公共财政收入同比保持 3% 左右增速,到年底财政赤字增加 1 万亿,那么今年公共财政支出的规模也只有 0.6% 左右的同比增长。即便财政赤字扩大,社保、医疗等财政支出的增加也进一步挤占了偏基建类支出所占的份额。即便乐观估计,2020 年公共财政在交通运输上的支出可能也只是维持与 2019 年基本持平的水平。这与 2008 年之后的一轮财政扩张有非常明显的差别,上一轮在公共财政支出大幅增长的同时,投向交通运输等基建类用途的比重也在迅速提升。而 2016 年以来,交通运输在公共财政支出中的占比则快速下降到 5% 左右。而展望 2021 年,国内经济的复苏大概率将带动财政收入的回升。但同时,财政赤字进一步扩张的空间也并不大。如果交通运输类的财政支出比例与今年接近,那么同比增速可能也很难明显超过 2019 年的水平。

2020 年下半年导致基建投资增速不及预期的主要原因在于新增地方政府专项债的缩量。截至 2020 年 11 月,新增地方政府专项债合计发行 3.55 万亿元,12 月还有 2000 亿有待发行。而从结构上看,在下半年新增总量下降的同时,棚改用途的专项债规模再度回升。此外,即便剔除用于土储和棚改的新增专项债规模,下半年交通运输类用途的比重也有所下降。1-10 月比较明确用于交通运输方向的新增专项债同比增量只有近 3700 亿元,扣减 1-10 月用于交通运输的财政支出同比下降的 1049 亿元,从资金端测算的增量在 2550 亿元左右,与实际投资增量基本相当。

从资金来源的角度看,在 2020 年新增地方政府专项债已经有巨量增长的情况下,继续新增额度的可能比较低,同时也不排除缩减新增额度。如果按照今年下半年的趋势看,棚改等用途的占比也有可能略有提升。类似于 2020 年这样依靠专项债拉动基建的方式似乎已经不太容易复制。那么基建投资可能会转向传统的财政和政府性基金收入来拉动。而如果假设 2021 年政府财政收入略有增长,但赤字维持今年的水平。考虑到疫情

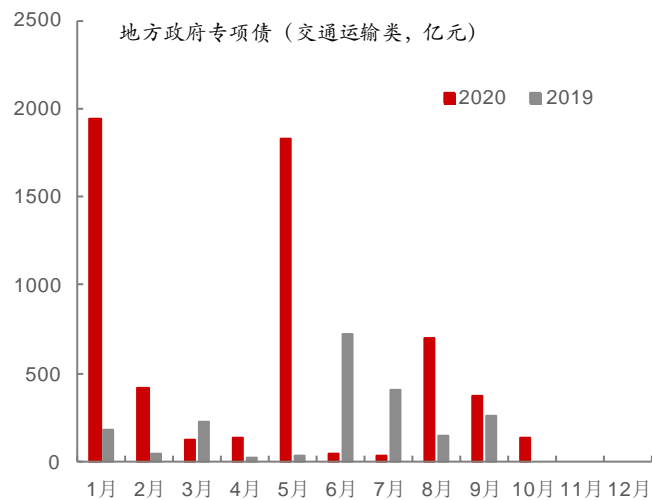
防控相关的财政支出可能较 2020 年有所回落，基建类支出比例小幅回升。同时，由于开发商融资收紧，土地出让金收入增量有限。整体来看，交通运输类基建投资的增速大概率依然会较 2020 年有所下降，我们预计 2021 年交通运输类的基建投资增速会下降到 4-5% 左右。

图表 27：下半年新增地方政府专项债明显下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 28：下半年交通运输类专项债规模快速回落



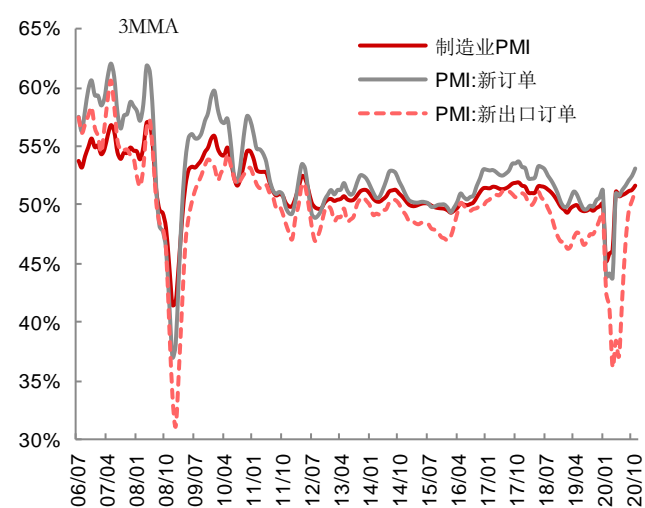
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

2.3、制造业增速峰值或已出现，再库存对需求仍有拉动

2020 年下半年国内制造业出现明显的复苏，截至 11 月，官方制造业 PMI 以及新订单、生产和新出口订单分项依然处于扩张区间且仍在环比回升。而以主要的制造业行业来看，6 月份以来，各月汽车销量均维持着 10% 以上的同比增速。不过，汽车单月产销量增速的峰值基本都出现在 6-7 月。虽然 2020 年一季度的低基数预计将使得明年一季度汽车产销同比再度大幅上升，但实际意义有限。从季调后的单月汽车产销来看，2020 年 7 月可能也已经是这一轮汽车内需回升的峰值。

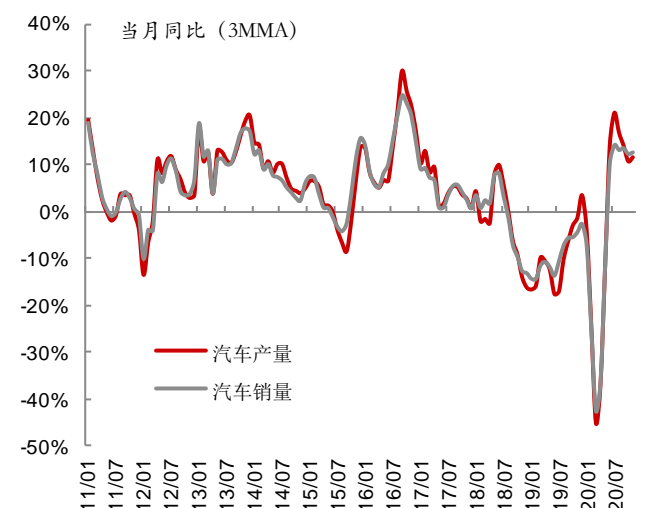
家电需求的回升略滞后于汽车，四季度家电产销依然维持着快速增长。从内需角度看，我们依然认为除了行业政策对于消费的刺激外，家电消费与房地产销售有相当大的联系。而随着商品房销售结构中期房占比的不断提高，其对家电消费的影响作用会存在一定的滞后，下半年家电需求反弹相对滞后也能够印证这一点。因此，下半年商品房销售的增长对于明年的家电消费依然会存在拉动。同时，由于我们认为 2021 年开发商在“三道红线”的压力下依然将延续高周转，商品房销售大概率维持小幅的正增长，汽车和家电消费虽然可能已经看到增速的峰值，但依然处于上升的周期中。根据中汽协的预测，到 2025 年汽车销售量将达到 3000 万辆。考虑到 2020 年基数较低，而从周期上来说，可能存在增速逐渐下降的问题，加上 2021 年出口的增加和渠道再库存。我们预计 2021 年汽车产量的增速在 8% 左右，在 2700 万辆附近。

图表 29：制造业 PMI 依然在环比回升



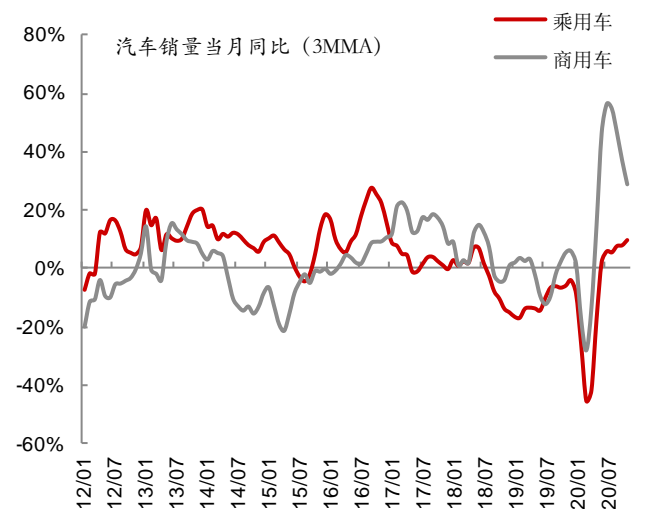
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 30：下半年汽车产销量的增速有所回落



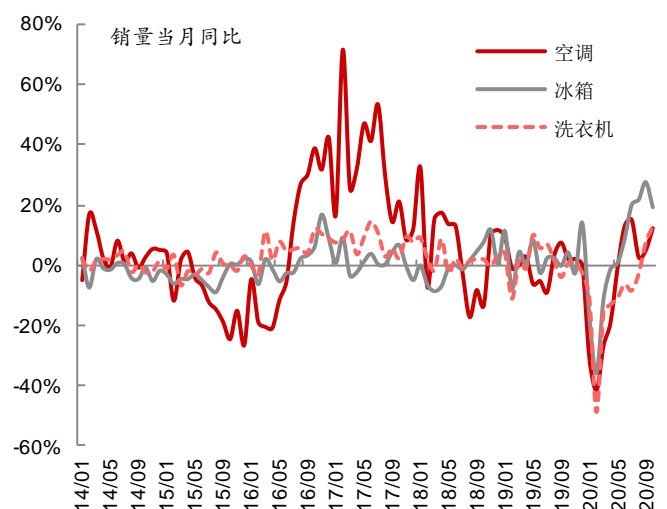
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 31：乘用车与商用车销量维持较高的增速



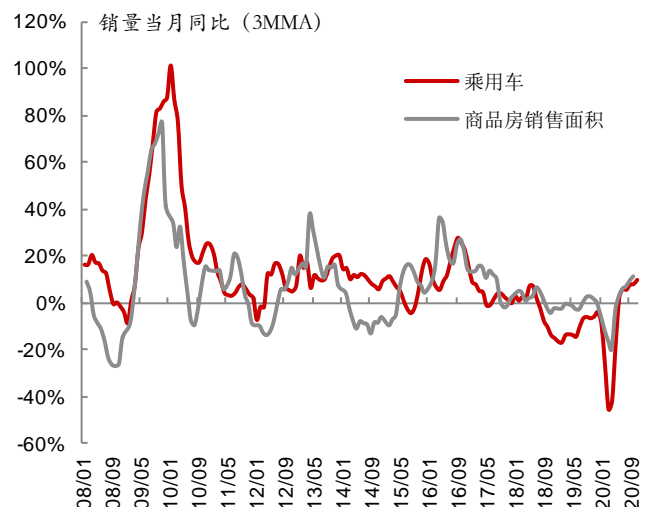
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 32：家电销量依然维持较高的增速



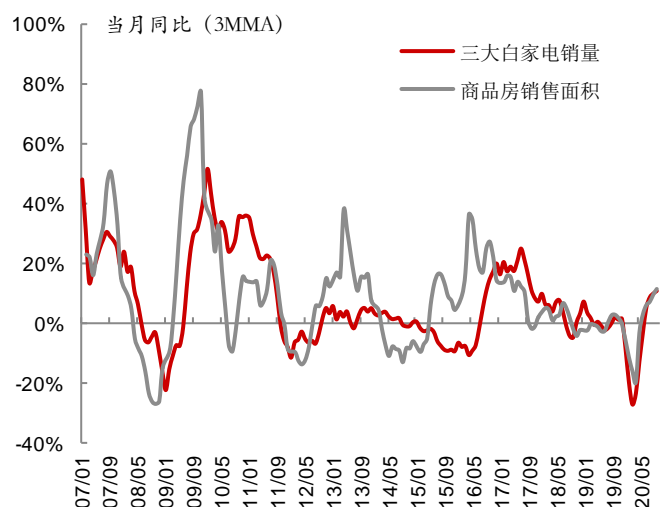
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 33: 乘用车销量 VS 商品房销售面积



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 34: 三大白家电销量 VS 商品房销售面积



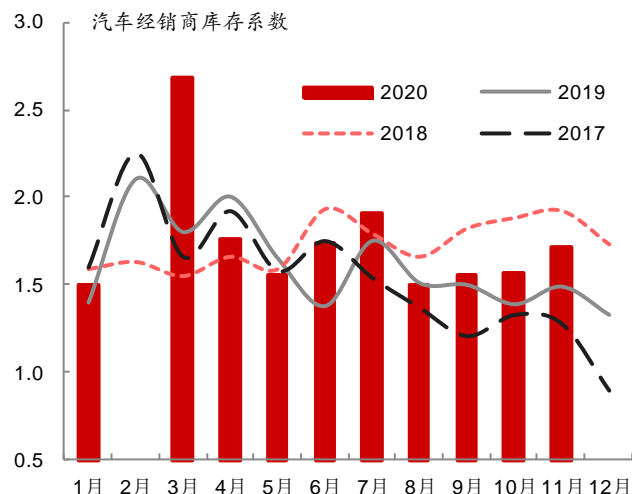
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

伴随着终端消费的回升以及疫情期间出现的渠道去库存现象,我们也看到部分行业开始出现渠道再库存以及固定资产投资的回升。今年 2-3 月,受疫情影响,汽车经销商库存创出了近几年的高位。而此后由于汽车及零部件生产受到影响、渠道的去库以及疫情稳定后消费的增加,汽车经销商库存也出现了快速回落。与 2017 和 2019 年三四季度经销商去库的规律不同,8 月份以来,汽车开始出现了渠道再库存现象,经销商库存系数开始略有回升。这也意味着在需求整体回升的过程中,从生产端到渠道以及下游各环节都可能存在一定的补库需求。

另外,随着消费的恢复以及利润的上升,四季度主要的制造业行业也出现了投资回升的迹象。虽然产业链较长且偏下游的汽车制造业投资依然延续着负增长,但生产装配环节相对较少、产业链偏短的金属制品业已经出现了明显的投资扩张。核心还是在于终端需求的回升带动企业利润转好,拉动了投资和生产的回升。金属集装箱行业产量的扩张也充分的体现出这一点。

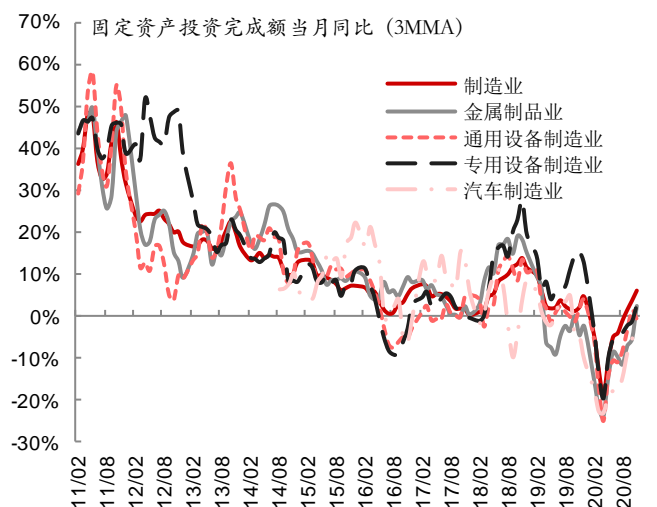
总体来看,以汽车、家电为代表的制造业用钢行业在疫情后的国内消费增速高峰(剔除疫情期间低基数对明年名义增速的影响)可能已经出现了,但预计 2021 年需求依然将维持同比正增长。而由于产业链中间环节的再库存以及利润回升后对于制造业投资和生产的拉动,其用钢需求也将维持相对更加偏高的增速。不同于建筑钢材这样相对比较短的产业链条,制造业比较长的加工以及中间贸易环节以及逐级向上游传导带来的需求滞后反应也将使得板材类需求的韧性强于建材。同时,在房地产和基建增速虽回落但整体仍保持增长的情况下,预计工程机械等工业型制造业的用钢需求也将维持增长,但同样将出现增速回落的问题。

图表 35: 8 月份以来汽车经销商库存系数小幅回升



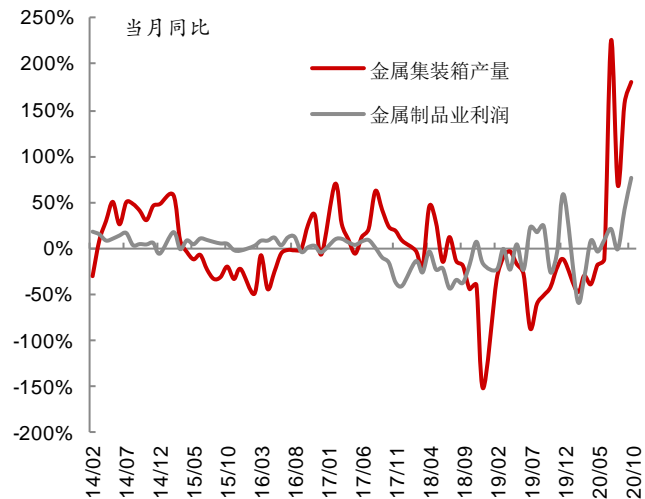
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/11)

图表 36: 制造业投资增速开始出现正增长



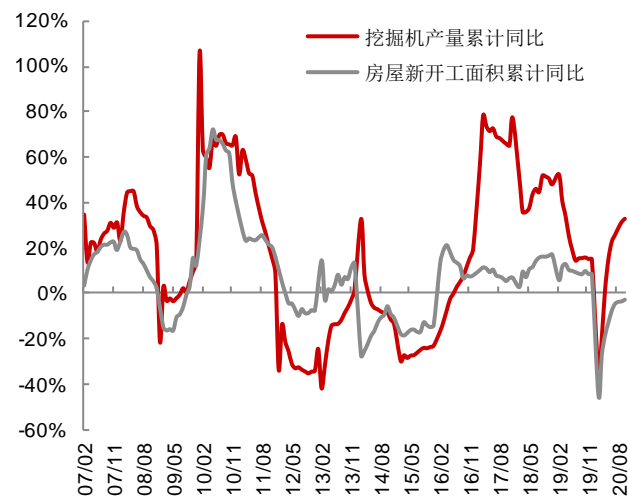
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/11)

图表 37: 利润增加导致金属制品业产量快速反弹



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/11)

图表 38: 工程机械产量增速预计将出现回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/11)

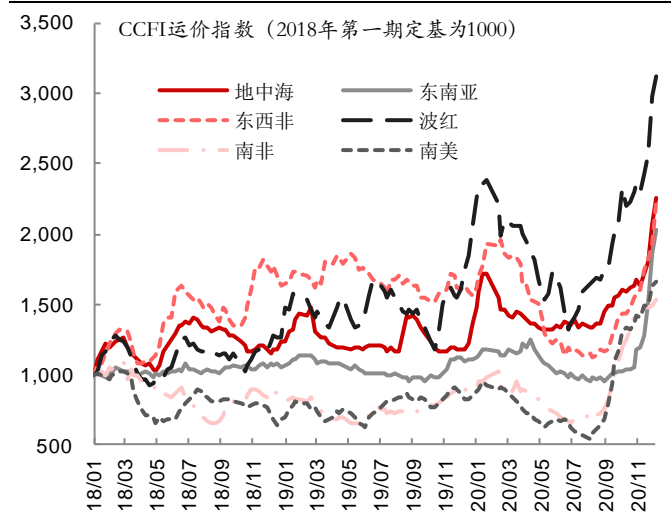
2.4、从供需错配到再库存，外需仍是核心驱动

从 2020 年到 2021 年，外需的变化成为影响钢材边际供需的重要因素。外需对于钢材需求的影响主要体现在两方面：一是终端产品出口增加对国内用钢需求的拉动；二是海外钢材需求复苏后，内外价差的恢复对于钢材进出口的直接修复和对国内钢价的带动。

2020 年下半年以来，终端制成品出口的旺盛已经从中国出口集装箱运价指数的大幅上涨中得到充分的体现。同时，我们也看到部分出口线路的集装箱运价指数从 2019 年底开

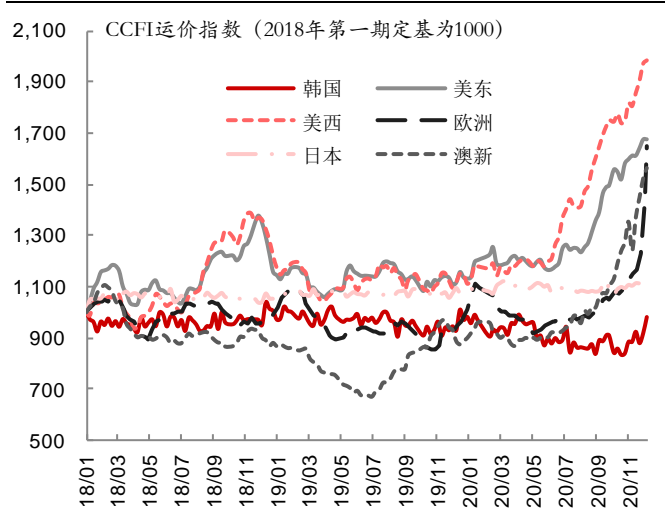
始就已经出现上涨，疫情期间主要是回吐了此前的运价涨幅。同时，2019 年四季度起，包括东南亚、韩国、欧元区国家的制造业 PMI 开始出现反弹，制造业也已经进入了复苏上行的周期中。疫情稳定后，韩国汽车销量就开始快速的回升。而在宽松的货币政策和财政刺激之下，欧美、日本汽车销量也逐步回升。在消费恢复的同时，制造业生产恢复速度则相对较慢，使得市场出现阶段性的供需缺口。以韩国为例，汽车内销的增长速度明显快于生产，也导致目前汽车出口整体依然负增长。欧元区主要汽车生产国也有类似的情况，乘用车销量的回升好于生产和出口，汽车生产装配产业链较长也影响了其生产恢复的时间，解决市场供需错配的问题也还需时间。

图表 39：出口至发展中国家的运价指数先抑后扬



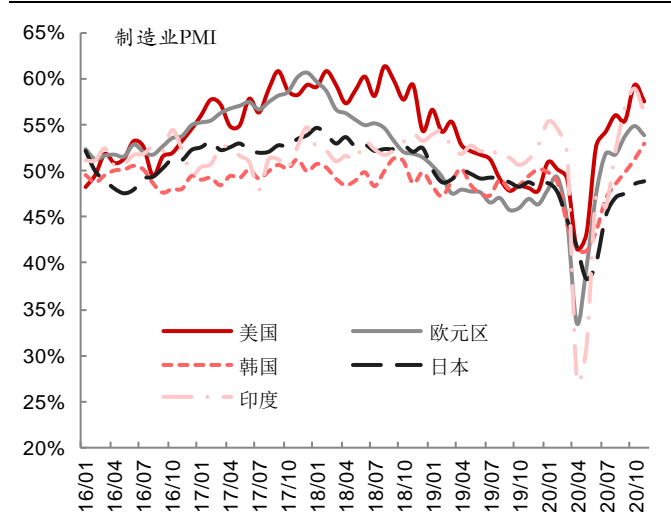
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/11）

图表 40：出口至发达国家的集装箱运价指数持续上涨



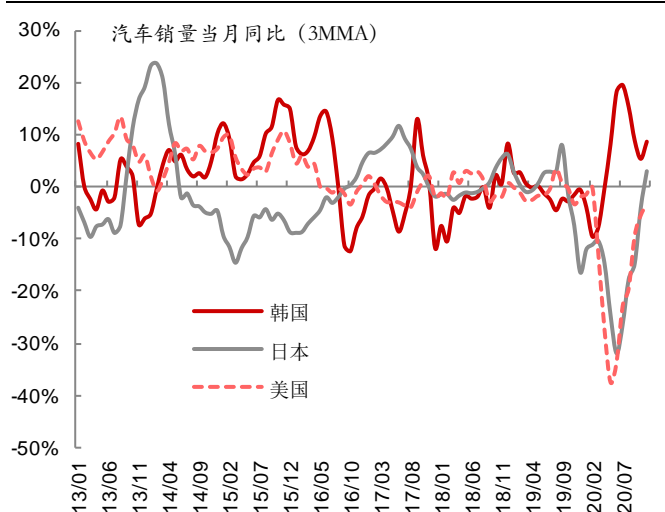
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/11）

图表 41：主要经济体制造业 PMI 持续回升



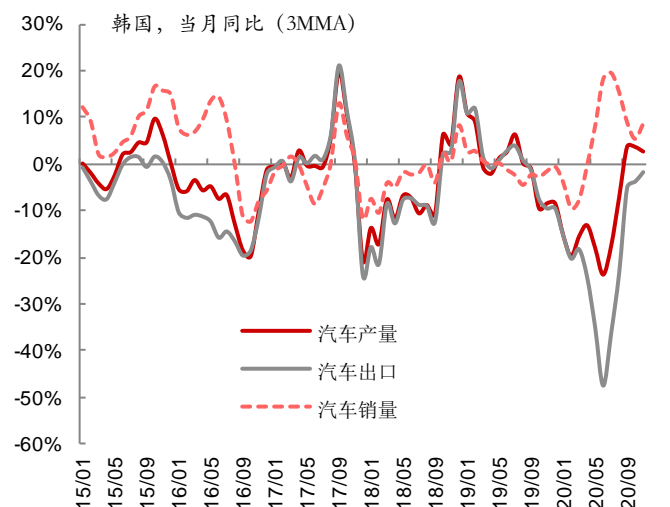
资料来源：Wind（数据截至 2020/11）

图表 42：美日韩汽车销量均有明显恢复



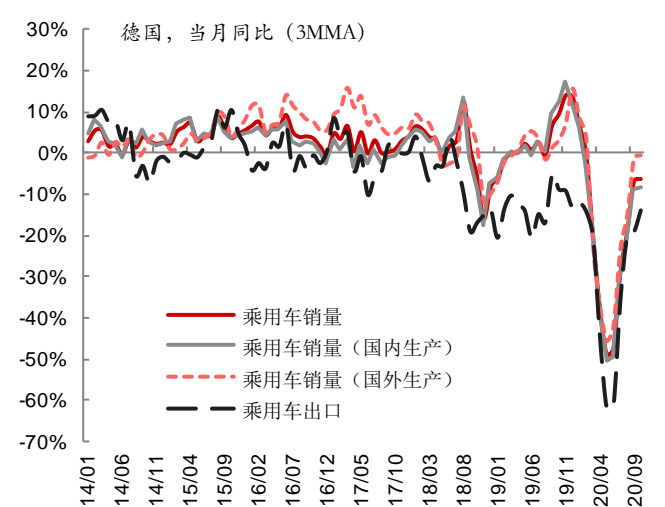
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/11）

图表 43: 韩国汽车销量恢复快于生产



资料来源：韩国汽车制造商协会，东证衍生品研究院（数据截至2020/11）

图表 44: 德国乘用车销量恢复快于生产



资料来源：德国汽车工业联合会，东证衍生品研究院（数据截至2020/10）

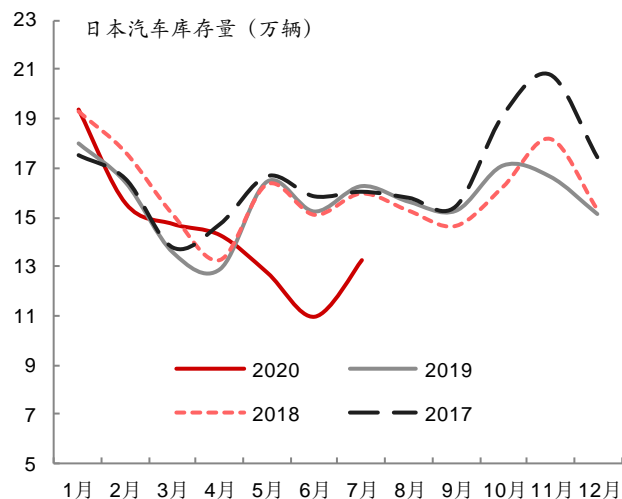
同时，由于疫情对生产影响的持续时间较长，海外主要制造业产品的库存去化幅度更为明显。也意味着需要经历更长的产业链和中间渠道环节的再库存。以日本为例，在2018年以来制造业的下行周期中，市场已经开始进行自发的去库存。到2020年中日本汽车库存已经远低于过去三年最低的水平。这也意味着在终端需求回升的过程中，产业链和渠道的再库存会明显放大实际需求增长的程度。因此，由于海外制造业需要经历更长的从复产、库存修复到投资回升的周期，2020年三四季度开始的中国外需回升大概率还没有结束。从年底家电制造厂商的排产情况看，外需的增长也强于内需。部分制造业厂商的外贸订单已经持续到了明年一季度甚至上半年。因此，2021年上半年制造业外需依然将表现强劲。

图表 45: 主要经济体粗钢产量及汽车产销量变化

	汽车/乘用车销量	汽车/乘用车产量	粗钢产量
	8-10 月均值同比		
中国	12.47%	10.77%	10.63%
日本	-3.88%		-17.18%
韩国	5.40%	3.79%	-3.18%
德国	-6.21%	-15.08%	-6.58%

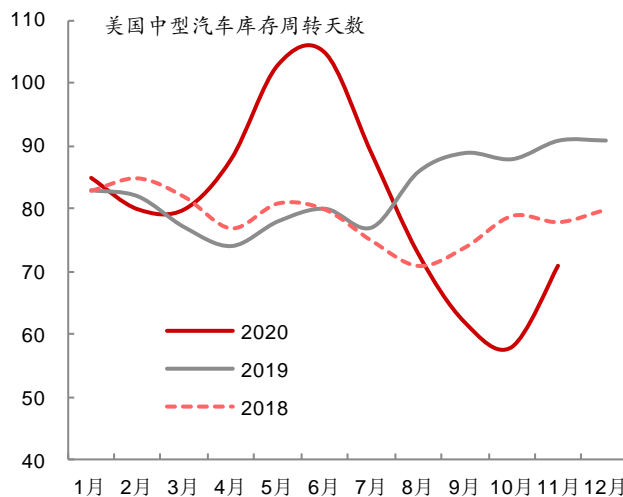
资料来源：中汽协、日本自动车工业协会、韩国汽车制造商协会、德国汽车工业联合会、WSA、东证衍生品研究院（注：日本汽车产量仅公布到9月）

图表 46: 日本汽车库存处于很低的水平



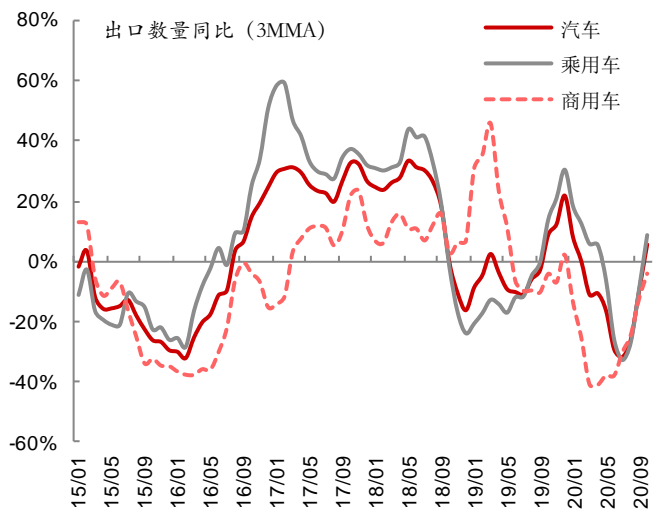
资料来源: JAMA (数据截至 2020/7)

图表 47: 美国汽车库存周转天数大幅低于往年水平



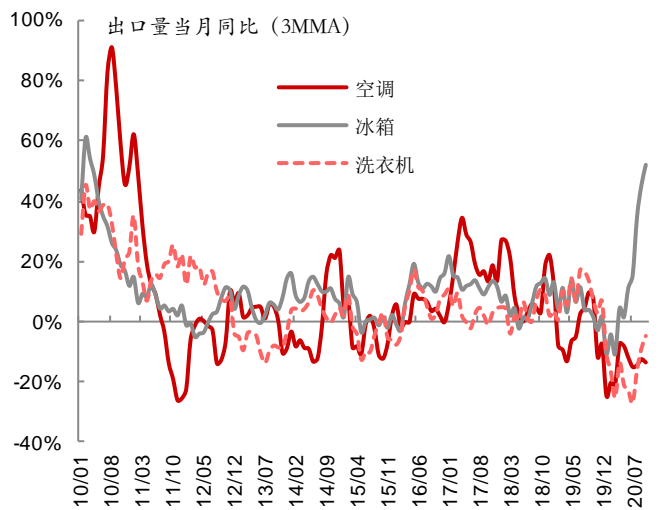
资料来源: Bloomberg (数据截至 2020/11)

图表 48: 中国乘用车出口明显回升



资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

图表 49: 下半年冰箱出口大幅增加



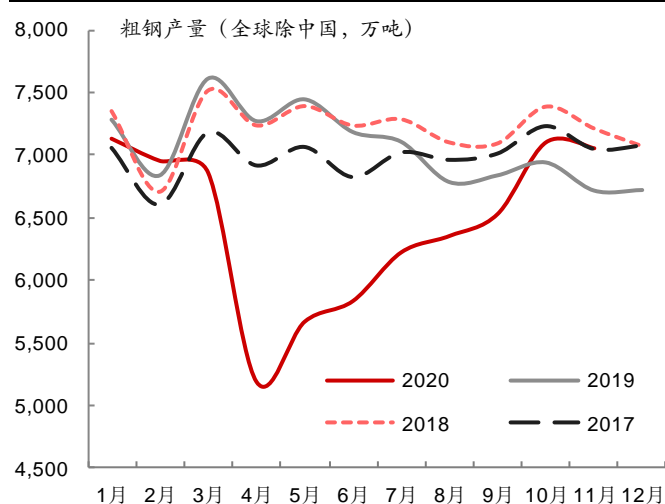
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/10)

从海外钢材供应的角度, 10 月份全球除中国外的粗钢产量已经恢复到超过去年同期的水平, 但其中也存在结构性问题。而主要的钢材消费和制造业大国美国、日韩的粗钢产量仍明显低于去年同期。这与上述几国疫情防控和高炉复产进度较慢有比较大的关系, 2021 年上半年仍有部分高炉复产。同时, 钢厂复产的速度慢于下游制造业和终端需求。以日本为例, 从经济产业省统计的主要行业产能利用率指数看, 疫情期间钢铁行业的产能利用率降幅远高于下游的金属制品、机械等行业, 目前仍有较大的差距。从历史钢价表现来看, 在钢铁产能利用率明显低于下游行业的阶段, 需求回升一般都会驱动钢价出现比较明显的上涨。同样, 美国钢铁产能利用率距离疫情前的水平也还有一段距离, 短

期似乎进一步复产遇到了一些瓶颈。此外，二三季度海外钢厂的停产也导致钢材库存普遍处于低位，伴随着终端消费的复苏和上游存在的缺口，海外钢价具备更高的上涨弹性。

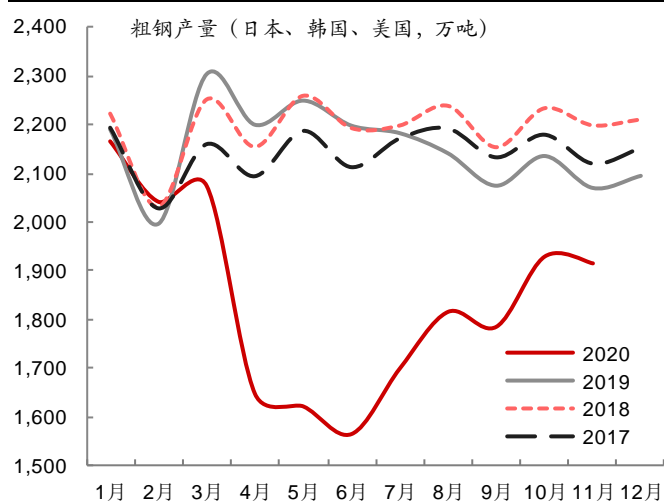
从价差角度看，随着海外钢价的上涨，8月下旬开始成材的进口利润窗口基本上就已经关闭了，而11月下旬开始，热卷、螺纹、钢坯的出口利润窗口也在陆续打开。而2021年，以美国为代表的海外经济体还会存在进一步财政刺激加码的情况。在海外钢厂充分复产之前，出现钢材进口利润窗口的可能性已经非常有限，而出口利润大概率将有所持续。我们预计进出口整体的水平将恢复到接近2019年的水平。

图表 50：除中国外粗钢产量已经恢复到疫情前水平



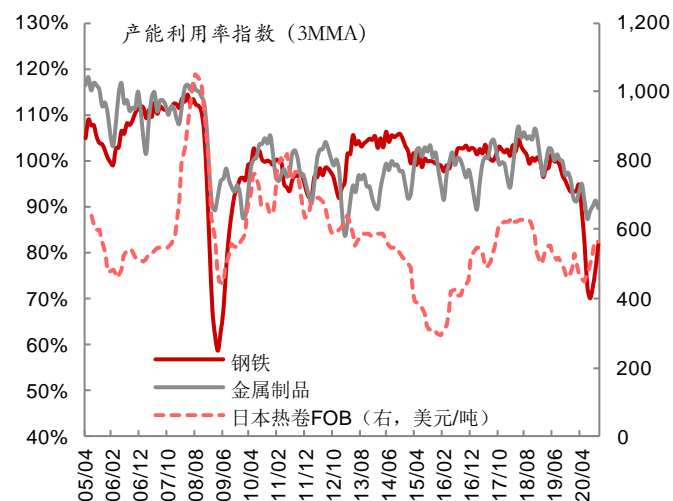
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2020/11）

图表 51：美国及日韩粗钢产量尚低于去年同期



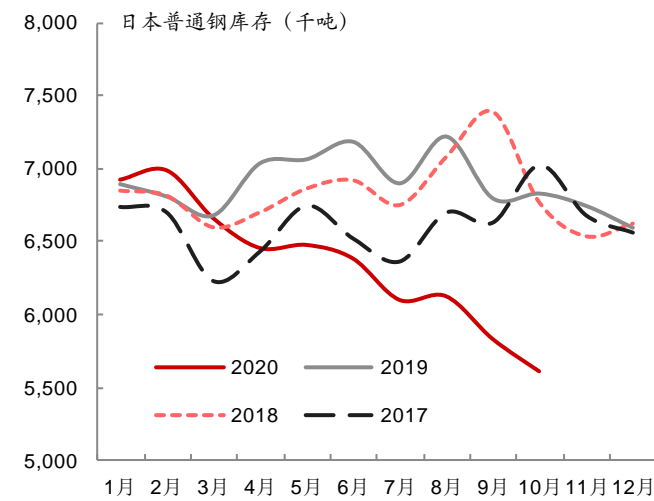
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至2020/11）

图表 52：日本钢铁产能利用率恢复不及下游



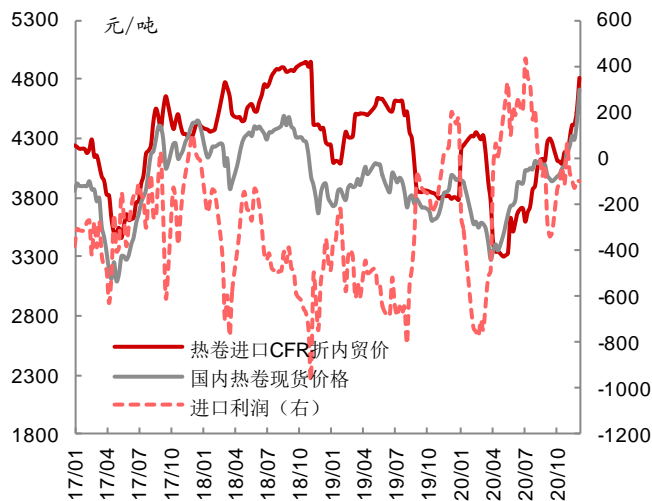
资料来源：日本经济产业省，Mysteel（数据截至2020/10）

图表 53：日本钢材库存处于很低的水平



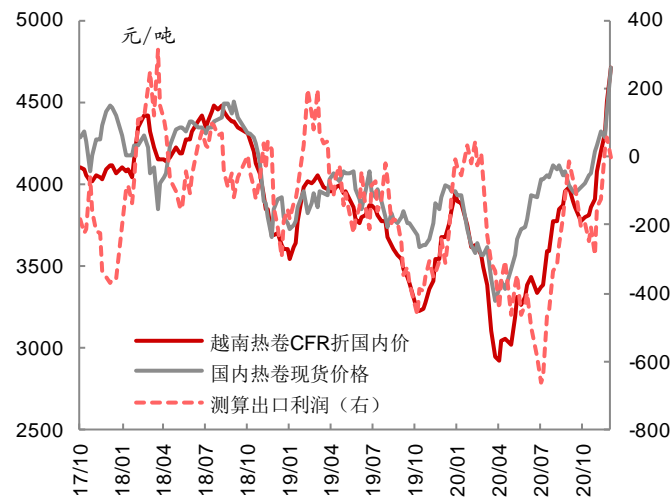
资料来源：Bloomberg（数据截至2020/10）

图表 54：三季度中期热卷进口利润窗口已经关闭



资料来源：Bloomberg, Wind (数据截至 2020/12/11)

图表 55：四季度热卷出口利润逐渐打开



资料来源：Bloomberg, Wind (数据截至 2020/12/11)

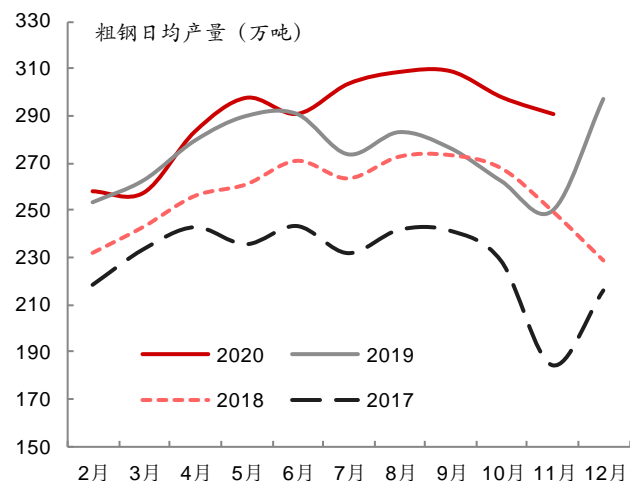
3、粗钢供应小幅增长，成本推动依然强势

3.1、产能置换将带动国内粗钢产量小幅增加

2020 年国内市场呈现供需双高的格局，1-11 月统计局口径粗钢产量同比增幅约 5.5%，生铁产量同比增速约 4.4%。疫情的因素导致置换高炉的投产计划整体延后，但疫情后需求的快速反弹则带动钢厂通过提升设备利用效率、增加废钢使用量来提升产出水平。到下半年现有产能的提产能力已经基本接近瓶颈，加之环保限产有小幅影响，不管是高炉铁水还是废钢日耗进一步上升的空间都受到制约。以 Mysteel 四大品种材产量的角度看，下半年也并未超过年中的产量峰值。

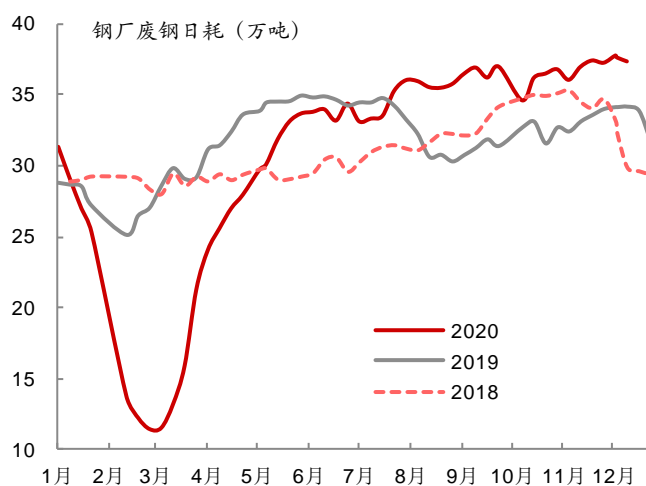
而随着 2020 年下半年起置换高炉开始逐渐投产，2021 年供应增量的将更多来自于新建产能的投放。我们根据统计各省工信厅公布的产能置换详情来推算，2020 年下半年计划新增的高炉产能与相应淘汰的高炉产能基本上相当，计划新增的电炉产能有超过 600 万吨的水平。但实际上，由于今年钢厂新增置换产能的建设与投产进度延后，部分原计划在 2020 年置换的高炉延后投产，据 Mysteel 统计规模约在 1500 万吨左右。我们认为由于产能投放的滞后，加之 2020 年多数高炉在接近年末投产，真正增产达产的时段基本上会在 2021 年。因此，从 2020 年下半年到 2021 年置换投产的设备对于供应均会造成影响。我们通过产能置换方案进行的测算，新增净投产的高炉炼铁产能在接近 2100 万吨的水平，电炉产能接近 1000 万吨。理论上说，2021 年下半年到年底投产的高炉对于实际生产带来的影响会比较有限，但另一方面工信厅折算产能的高炉利用系数已经明显低估了现有设备的实际产能水平。综合考虑，我们估算产能置换带来的 2021 年铁水产量的增量约在 2000 万吨，加上电炉投产新增近 1000 万吨的产能，粗钢产量的增量约 3000 万吨，预计铁水产量较 2020 年同比增加约 2.4%，粗钢产量较 2020 年同比增加 3%左右。

图表 56: 三季度粗钢日均产量出现峰值



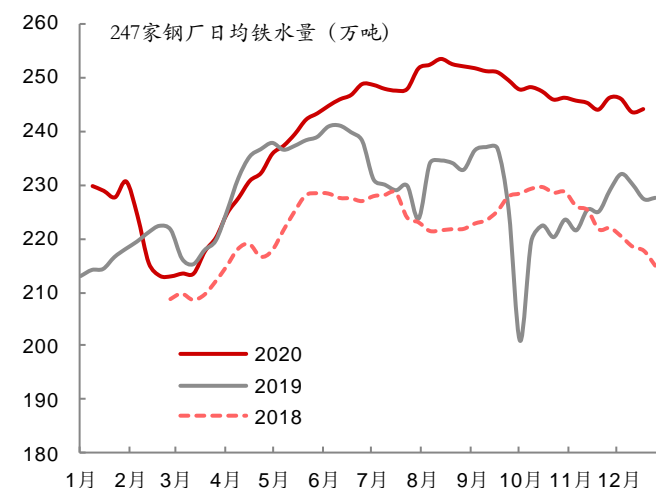
资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/11)

图表 57: 下半年钢厂废钢日耗高位震荡



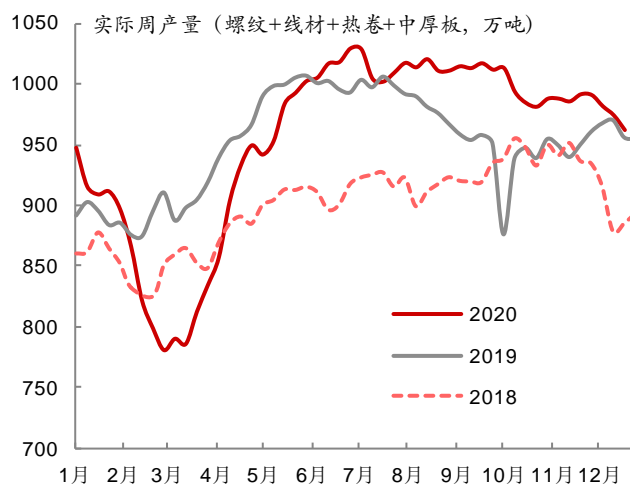
资料来源: 富宝资讯 (数据截至 2020/12/17)

图表 58: 下半年日均铁水量并未进一步增加



资料来源: Mysteel (数据截至 2020/12/18)

图表 59: 四大品种周产量峰值出现在年中



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/12/18)

图表 60: 2020 年下半年至 2021 年产能置换测算

时间	高炉新增产能 (计划, 万吨/年)	高炉淘汰产能 (计划, 万吨/年)	电炉新增产能 (计划, 万吨/年)	电炉淘汰产能 (计划, 万吨/年)
2020 年下半年	6,232	6,893	2,170	1,436
2021 年上半年	2,907	860	200	
2021 年下半年	2,404	1,694		
合计	2,096		934	

资料来源: 各省工信厅, 东证衍生品研究院

3.2、成本端推动钢价，废钢进口短期冲击有限

2020 年上半年，在钢材库存处于高位的情况下，钢价依然延续上涨，从产业链利润的角度看，其中重要的因素在于成本端的推动。上半年中国高炉需求的超预期上涨抵消了海外减产的影响，虽然发往欧美和日韩的铁矿石出现了向中国的转运，但也被中国需求的高增速所消化。而下半年，随着海外高炉开始复产，铁矿石的供需缺口已经开始显现。同时，随着国内开始淘汰 4.3 米焦炉，焦炭也开始出现缺口，伴随着快速的去库。四季度高炉炉料的强势在推升钢价的同时，也已经导致华北螺纹长流程出现点对点亏损。

展望 2021 年，由于国内置换高炉依然在比较集中投产的过程中，铁水产量仍有增量。同时，海外高炉也仍有复产的空间，而矿石和焦炭的供应增量不足，上半年铁矿石和焦炭仍存缺口已经是市场比较共识的问题，成本推升钢价的逻辑并未打破。下半年随着国内焦炉置换以及海外钢厂复产接近尾声，是否能够解决原料端的矛盾还需要观察。

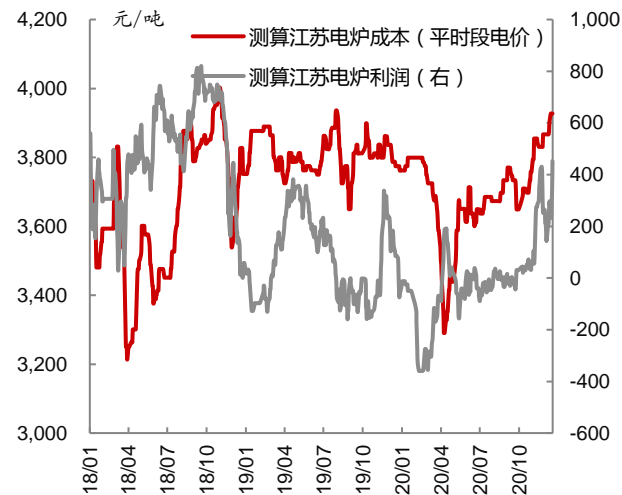
而正如我们在第一部分行情回顾中提到的那样，2020 年钢材的成本曲线结构也出现了很大的变化，高炉炉料价格的强势导致铁水成本在四季度大幅上涨至废钢价格之上，长短流程成本也出现了持续的倒挂，废钢价格相对铁水有滞涨的现象。随着置换大高炉的投产，以及环保限产措施的放松，钢材并没有过强的提升废钢添加量以增产的动能，也说明当前炼钢产能没有很明显的缺口。而从期货价格的估值状态来看，螺纹钢主力合约在逐渐的靠近成本曲线的高成本端。下半年从基本锚定华东平时段电炉成本逐渐转变为跟随更高的长流程成本上行。目前，虽然螺纹钢现货已经点对点亏损，但 5 月合约逐渐开始给予高炉小幅利润。一是包含了明年上半年原料价格继续上涨的预期，二是市场开始认可基于明年上半年的需求以及库存状况，应当给予螺纹钢一定的利润空间。

图表 61：11 月以来螺纹长流程利润大幅下滑



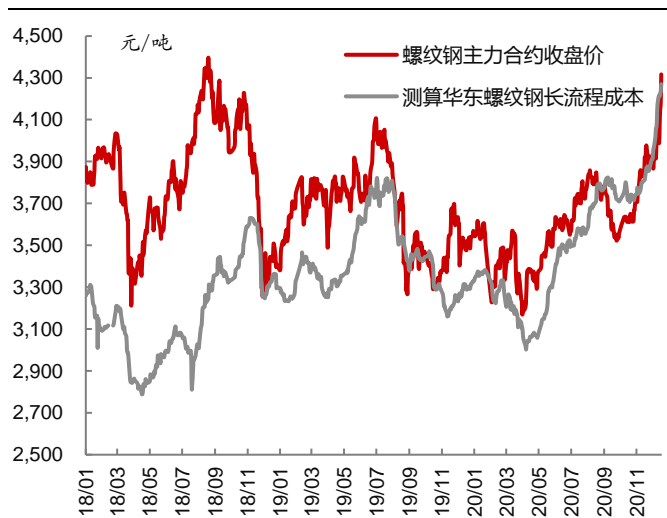
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/16）

图表 62：电炉仍有较高利润的利润空间



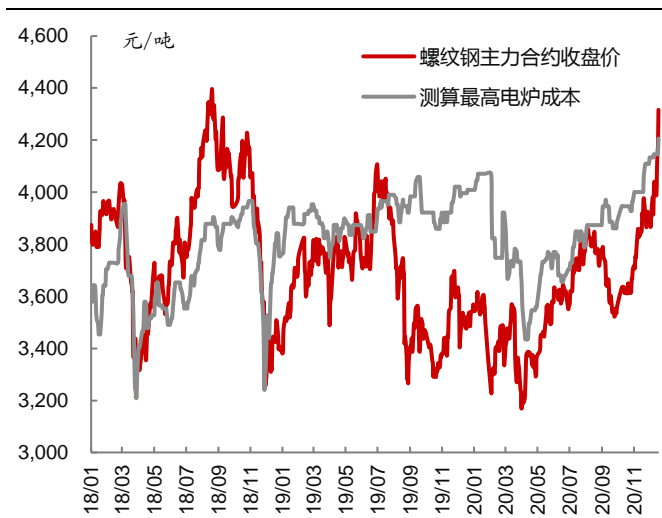
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/18）

图表 63: 螺纹钢主力合约价格 VS 华东长流程成本



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/12/18)

图表 64: 螺纹钢主力合约价格 VS 华北电炉成本



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/12/18)

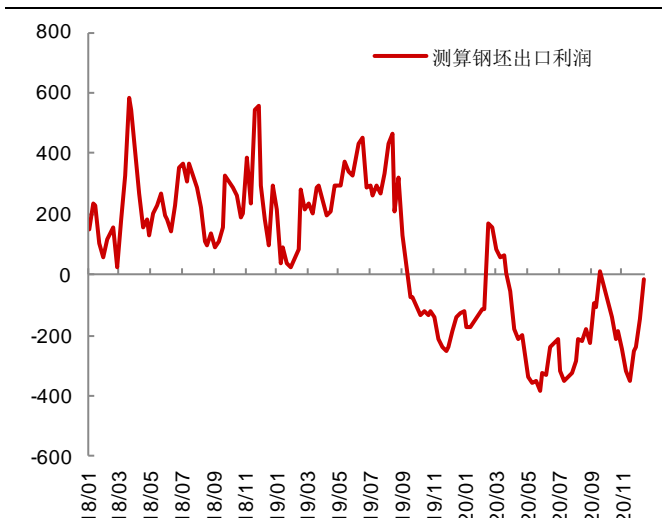
由于《再生钢铁原料》国家标准将在 2021 年 1 月正式实施, 废钢进口在政策上的限制即将消除, 但进口废钢短期难以对国内原料价格形成打压。伴随着海外钢厂的复产, 废钢消耗和补库需求明显提升。同时, 由于 2018 年以来的制造业的下行, 加之今年受到疫情影响, 钢厂生产以及下游制造业生产和废料拆解都受到影响, 废钢供应也相对受限。因此, 自海外复产以来, 废钢价格普遍有明显上涨, 已经失去了相对的价格优势。从侧面来看, 在海外原料具备价格优势的阶段, 国内往往通过进口钢坯的方式替代原料进口。而进口钢坯也逐渐失去优势, 同样表明进口价格窗口已经关闭。在海外复产充分以及废料拆解恢复前, 废钢进口的放开还很难对于国内原料和生产成本造成冲击。

图表 65: 废钢进口价格优势已逐渐消失



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/12/14)

图表 66: 钢坯逐渐开始出现出口利润



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2020/12/18)

4、2021 年钢材市场展望及投资逻辑

4.1、2021 年国内钢材小幅缺口，上半年去库较为明显

根据以上 2021 年钢材供需的整体分析，我们尝试对 2021 年钢材的平衡表进行推测。我们预计 2021 年终端用钢行业需求整体仍有小幅增长，需求端同比增速在 4% 左右。而国内粗钢折合钢材的产量增速约为 3%。同时，随着外需好转，净出口有比较明显的扩大，基本与 2019 年相当。整体来看，供应端的增速在 1% 左右。从供需差值来看，2021 年钢材需求略高于供应，呈小幅去库的格局，但库存去化的幅度还是比较温和的。

从节奏上来看，由于 2021 年置换高炉投产相对集中在 6 月份之后，上半年产能增量有限。而由于现有产能在效率上的挖掘已经比较充分，当前建材的利润也比较微薄，继续增产的动能不足，库存相对比较集中的去化时间会在上半年。而年中开始，随着新产能的投放，与今年的库存差距也会逐渐收窄。

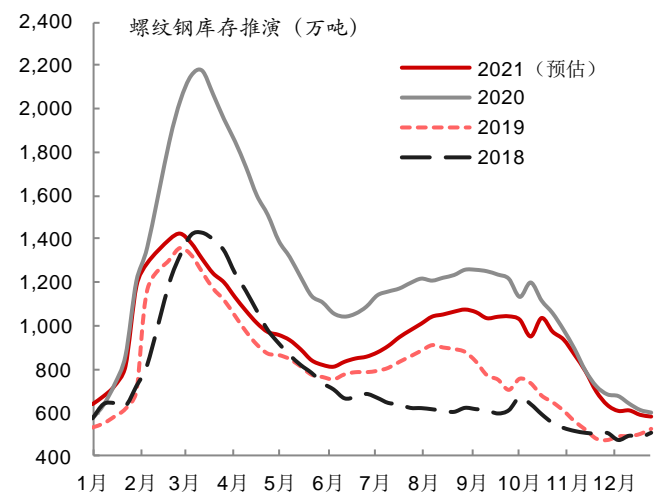
从螺纹钢库存的推演看，如果国内没有再度出现疫情爆发导致的大面积封城，我们预计 2021 年春节期间的累库幅度会明显低于今年的水平，同时上半年会维持相对比较好的库存结构。如果从预期库销比的角度（库存/表观消费量），明年上半年都会处于过去几年比较低的水平。而 6 月份之后，由于国内供应本身的水平已经很高，在加上产量还有增加空间，库存绝对水平和库销比都会整体有所抬升。但是目前推测到 2021 年末，由于整体处于去库格局，库存还会在一个非常健康的水平。

图表 67：2021 年钢材供需平衡预测（单位：百万吨）

类别	2016	2017	2018	2019	2020E	2021F	2021 年预计 同比
需求	754	801	850	891	939	981	4%
其中：建筑行业	456	488	522	559	592	616	4%
机械行业	128	135	150	158	165	174	5%
汽车行业	60	63	62	58	61	65	8%
造船行业	18	16	14	13	13	11	-10%
家电行业	12	12	12	12	13	14	4%
管道行业	11	12	15	16	16	17	4%
铁路用钢	5	5	5	5	5	5	2%
集装箱	5	5	6	4	4	5	20%
国内产量	768	790	882	947	999	1029	3%
钢材出口	108	75	69	64	53	64	20%
钢材进口	13	13	13	12	20	12	-40%
供应	673	728	826	895	965	977	1%
供需差值	-82	-72	-24	3	26	-4	

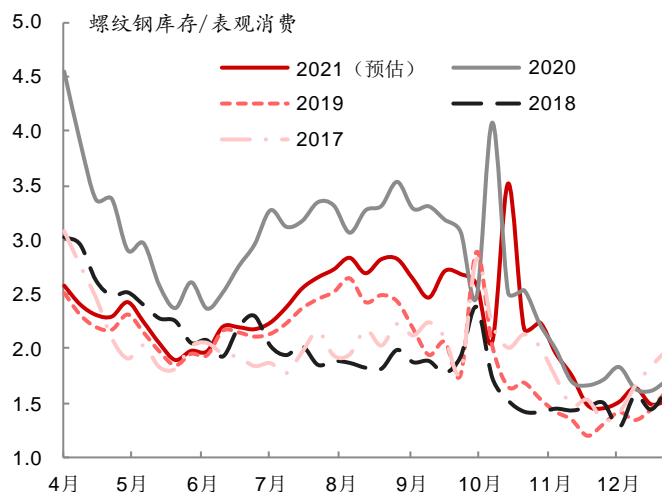
资料来源：Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 68: 2021 年螺纹钢库存推演



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 69: 2021 年螺纹钢库销比推演



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

4.2、2021 年投资逻辑——疫情不消，风口难止

2020 年疫情发生后，钢材市场运行的逻辑已经经历了疫情后的宽松预期—国内房地产投资复苏—制造业复苏—外需恢复这样的演变。从当前的阶段来看，主导市场的核心逻辑在于海外出现的供需错配和缺口，这在热卷上体现的最为充分。

由于疫苗的有效性尚未得到证实，海外疫情依然严重且存在着变异的风险，2021 年海外进一步宽松和财政刺激仍是大概率的事件。但刺激政策是能够带动海外经济和制造业再上一个台阶，还是仅仅恢复到疫情前甚至不如疫情前的水平，仍有很大的不确定性。也可以说，在疫情尚未得到控制，且市场对疫苗仍抱有希望的情况下，刺激政策难以扭转，经济复苏也难以证伪，市场交易再通胀的逻辑依然存在。同时，随着刺激政策的落地，对于终端需求刺激的速度也会快于制造业产业链复产和再库存的速度。只要国内需求仍维持韧性，海外补缺口还会是市场交易的重要逻辑。而一旦疫苗被广泛使用且确认有效，刺激政策有退出的可能性，市场也将检验需求的成色。因此，对于钢材而言，在疫情得到控制之前，市场整体的上行趋势还难以扭转。而不管是疫苗被证明有效还是疫苗研制失败，都需要提高警惕，市场可能会转而交易实际需求。

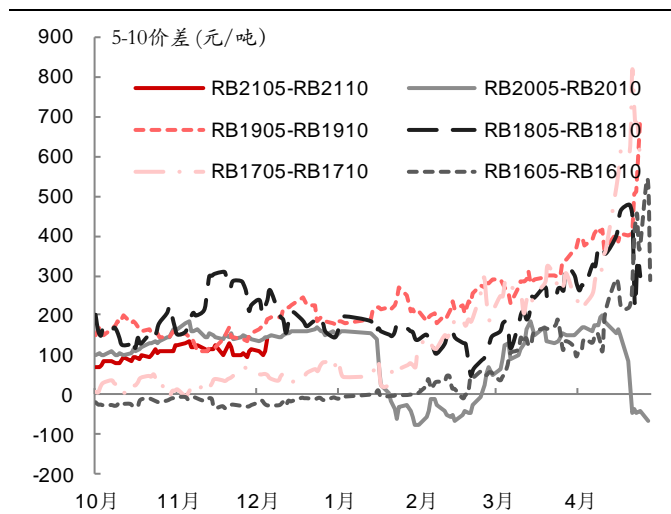
从平衡表的角度，我们认为 2021 年钢材存在小幅的供应缺口。如果仅从缺口幅度的角度看，对绝对价格和均价的提振作用都会比较有限。但是，我们也看到在低库存的环境下，累库和去库对于价格的影响程度是全然不同的。例如 2018 年和 2020 年，库存一减一增，幅度接近，但 2018 年螺纹华东现货均价的涨幅几乎是 2020 年跌幅的两倍。因此，我们也以类似的思路参考 2019 年现货均价跌幅进行推断，2021 年华东现货均价可能将较 2020 年上涨 11-12% 的水平，在 4150 元/吨附近。从库存推演的节奏看，一、二季度和四季度末螺纹现货都处于库销比偏低的状态，整体还以偏多思路对待。

图表 70：2007 年以来华东螺纹现货均价及最高、最低价（单位：元/吨）

年份	螺纹均价	螺纹最高价	螺纹最低价	均价同比
2007	3717	4750	3220	
2008	4699	5710	3210	26.44%
2009	3610	4520	3150	-23.18%
2010	4127	4710	3650	14.33%
2011	4702	4970	4330	13.91%
2012	3957	4330	3440	-15.84%
2013	3555	3930	3200	-10.15%
2014	3048	3440	2660	-14.28%
2015	2135	2680	1690	-29.94%
2016	2412	3560	1860	12.97%
2017	3807	4980	3120	57.86%
2018	4119	4700	3510	8.19%
2019	3882	4180	3580	-5.76%
2020	3690	4660	3370	-4.94%

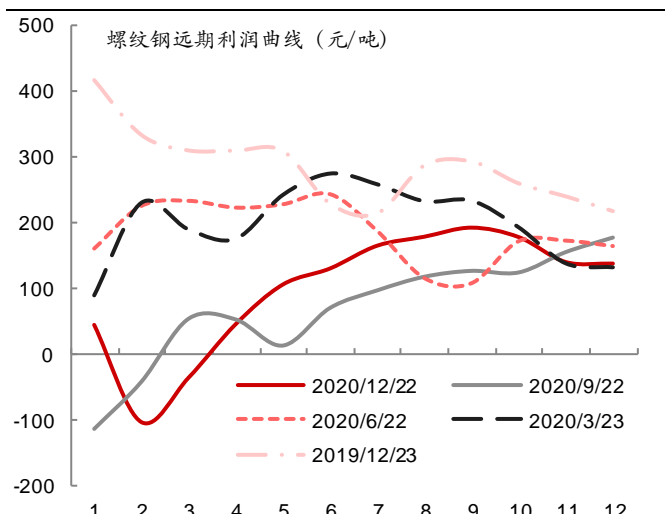
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 71：螺纹 5-10 价差整体有回升空间



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2020/12/21）

图表 72：螺纹钢盘面利润整体较低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从价格的绝对水平看，2020 年底钢材期现货价格的大幅上涨虽然存在着外需带动的逻辑，但现货明显已经存在虚高的问题，且 5 月合约的升水状态也代表着 2021 年上半年

的乐观预期部分已经被打入到价格之中。在高现货价格下，越来越多的贸易商在以期现正套的方式来一定程度上代替纯现货冬储，在螺纹 05 合约的升水格局下，预计贸易商春节前囤货的力度也不会小。在 01 合约交割形势逐渐明朗的情况下，市场存在修复此前虚涨的空间。但基于上半年库存较低，原料端矛盾大概率还无法彻底解决，以及 5 月盘面利润也相对较低，上半年钢材整体还应维持逢低做多的思路。由于螺纹库销比处于低位，如果明年上半年海外依然存在一定的缺口，螺纹钢价格预计会达到 5000 元/吨以上的水平。随着国内供应的增加、海外钢厂复产以及疫苗可能出现的进展，我们目前对于明年年中之后的钢价尚持有相对谨慎的观点。而基于 5 月较低的库销比预期，建议关注螺纹的 5-10 正套。

从螺卷相对强弱来看，海外缺口将更多的拉动热卷需求和价格，卷强螺弱在短期内较难改变，而当前的价差也已经基本反映了这一预期，继续交易的空间有限。对于远期的 10 月合约，建议关注国内热卷产线投产对供应端的影响，若海外钢厂复产也比较充分，可以关注 10 月多螺空卷。

5、风险提示

国内政策快速收紧，海外财政刺激政策不及预期，需求回落，原料端也再度明显过剩导致钢价趋势下跌。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

顾萌

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com