

# 钢材的负重前行

毛兆豪

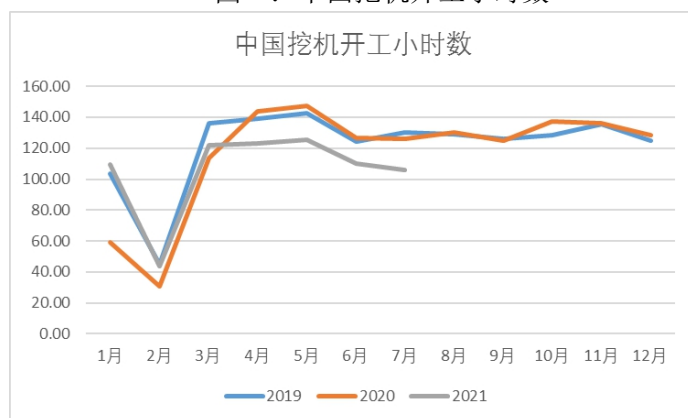
进入淡季以来，钢材需求超季节性下滑，刨开众所周知的台风、水患和疫情影响，地产和基建段本身的疲软才是其中最重要的因素。

## 基建的杯水车薪

7月小松中国区挖机开工小时数106.2小时，环比6月减少3.3小时，同比减少15.8%，下滑幅度远超全球主要国家。这一定程度上反应了7月以来，我国基建端面临的困境。究其原因还是以下三点：1）地方政府专项债发行速度较缓。7月实际发行6568亿元，全年发行进度仅为37%。“下半年会赶进度”成为多头预判未来行情的贯口。但实际来看今年的新增项目大部分都处于较发达地区，欠发达地区项目少。而发达地区一般基建较为完善，新增项目中包含很多“新基建”，以及偏民生类项目，类似往年的“旧改”项目减少，这也就意味着基建对建材端的需求拉动力度也在减弱。2）7月份的台风、暴雨天气严重阻碍了项目施工。特别是水泥端受天气影响较大，运输和浇筑环节都受到暴雨的干扰，阶段性降低了施工速度。3）建材价格高企导致施工成本激增，部分工程施工进度严重受阻。本身今年的项目资金就极为紧张，成本端的抬升进一步压缩了项目的施工空间，这也是今年1-7月份以来一直面临的问题。

8月基建段环比改善，不仅源于资金端的解绑，也有前期项目滞后的脉冲式回补，但幅度上看仍然没有达到往年同期水平。政策端对基建投资的态度仍显保守，主要仍以缓解经济下行压力、支撑经济增长为主要目标，很难再出现过去那种“强心剂”的作用。

图一：中国挖机开工小时数



数据来源：小松官网 永安期货整理

## 地产的举步维艰

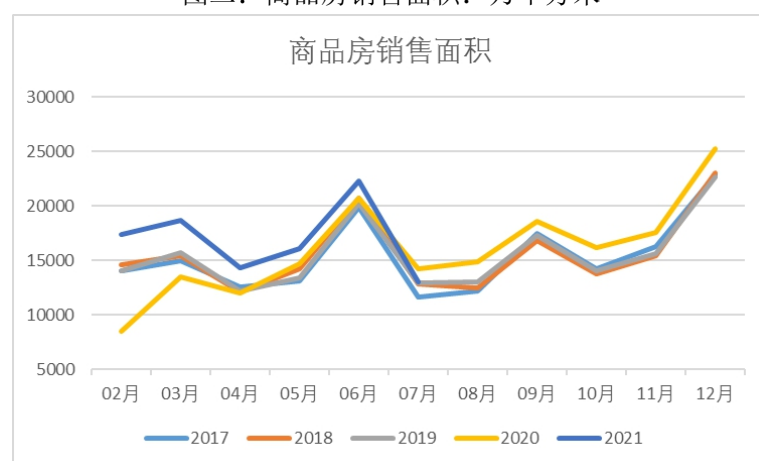
另外一边，作为螺纹钢需求大户的地产，需求的下滑预兆出现得更早，得溯源到去年提出的“三条红线”政策，即用剔除预收款项的资产负债率、净负债率、现金短债比三项核心指标来划分房企档位，从而让优质企业能够获得更多融资优势，高杠杆企业能够“减重降负”，整体降低地产行业的金融风险。

正好满一年的“三线四档”政策度过了前期的摸索阶段，有效地优化地产端的结构性改革。但在改革的阵痛期，也出现了很多高负债企业融资压力大幅抬升，项目开工困难，施工进度受阻的情况，其中最为典型的包括恒大、华夏幸福等头部地产企业。恒大被约谈也体现

了国家在地产端的严格监管态度，坚持“房住不炒”定位的决心，目前仍然是以防范地产金融系统性风险为主要任务。除了“三条红线”之外，集中供地、拿地销售比和地方“因城施策”等也进一步加强了房地产监控，留给地产企业的操作空间已然不大。

在这样的强监管下，地产企业也纷纷开展“自救”行动。最踏实可行的就是加快地产销售速度，加速资金回流。上半年全国商品房销售面积高达 88635 万平方米，同比上升 27.7%，增速一度回到 2016-2017 年地产高速增长期的水平。

图二：商品房销售面积：万平方米

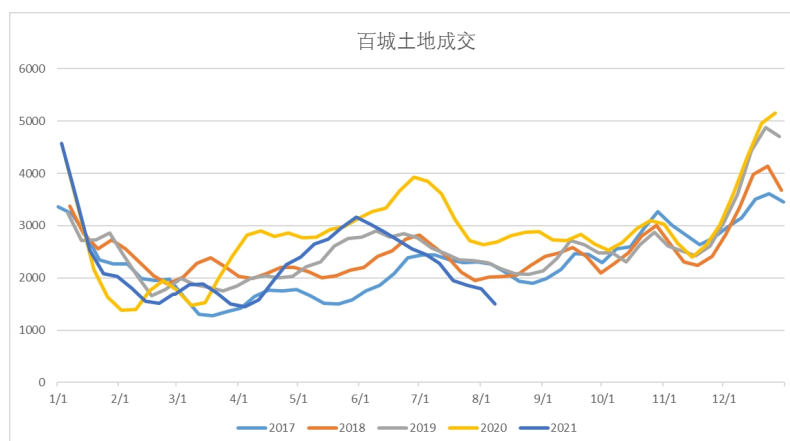


数据来源：统计局 永安期货整理

地产开发资金来源同样可以看到地产企业的努力。上半年开发资金来源增速排名前三的是其他资金（39.18%）、各项应付款（16.8%）以及自筹资金（11.9%）。往年始终维持正增长的国内贷款增速则回落到-2.4%，负增长的同时还有恶化的趋势。地产企业已经明显从前期的高杠杆转向使用经营性现金流，自身流动性成为约束地产企业发展的重要原因之一，这也将推动整个地产行业从外生野蛮扩张向内生增长演变，降低行业的金融风险。

除此之外，今年因为集中供地的原因，各地的土拍进度有所减缓，地产企业的拿地热度也有降温。上半年，地产企业土地购置面积为 7021 万平方米，同比下降了 11.8%。部分地区第二批集中供地的时间也往后移，6-8 月的土地成交滑入谷底。同时，为了降低自身的负债水平，地产企业的分拆和收并购也开展得如火如荼。据贝壳统计，2021 年上半年上市房企收并购数量高达 105 次，涉及金额约 10505 亿元，约占去年全年的 88%，地产内部的去芜存菁也在悄然默化地进行着。

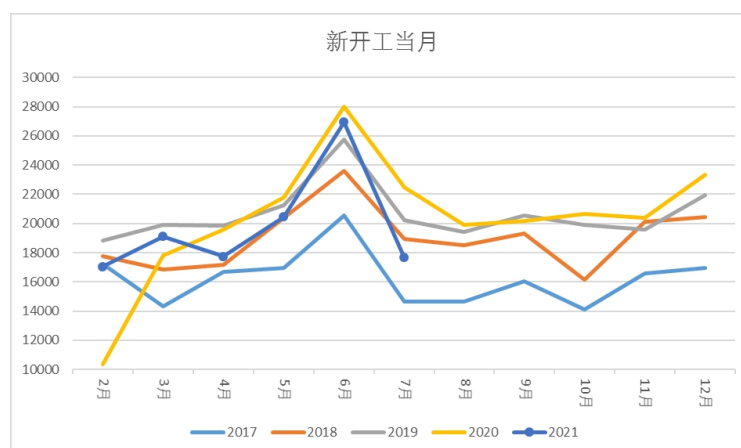
图三：百城土地成交：万平方米



数据来源：统计局 永安期货整理

把视线拉回到近端，从 4-5 月份银行开始加速收紧对地产的资金投放以来，地产的新开工明显受阻。按照往年的惯例来看，前一年年底购置的土地会转化成当年旺季的新开工项目。但今年这一惯例被打破了，因为资金收紧以及疫情、水灾等外生因素影响，7 月的新开工同比出现大幅回落，当月同比仅为-21.5%。上一次出现这种程度的下滑，还是去年疫情爆发的 2 月。数据出来之后，本就上涨乏力的螺纹钢期货暴跌 2 天，下破 5000 的重要整数关口。

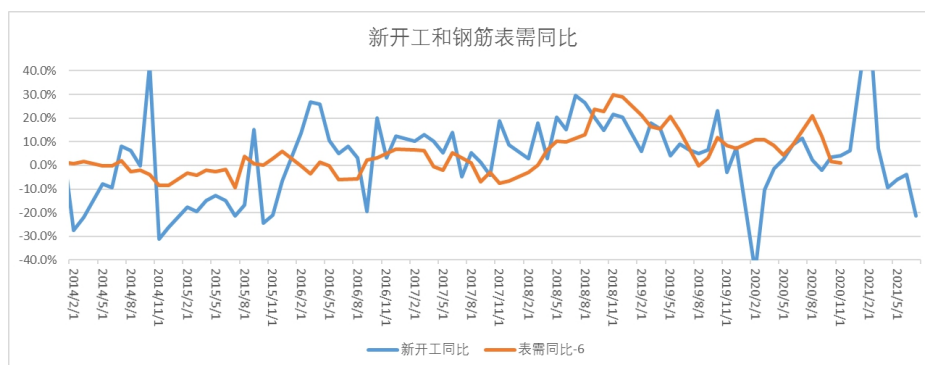
图四：新开工面积：万平方米



数据来源：统计局 永安期货整理

近几周来，越来越多的人开始接受今年下半年需求不及预期的事实。从数据上看，今年一季度的新开工同比 2019 年下滑了 6.6%，二季度新开工同比 2020 年下滑了 6.1%，项目总量的下降是不争的事实。叠加今年缺少前期项目赶工、旧改项目投放量，下半年总的建材需求下滑肯定要超过 6%。另外，今年螺纹钢、水泥价格高企，严重挤压了中间环节的囤货意愿，虽然不影响最终下游的消费量，但也在节奏上延缓了下半年的需求释放。

图五：新开工和钢筋表需同比

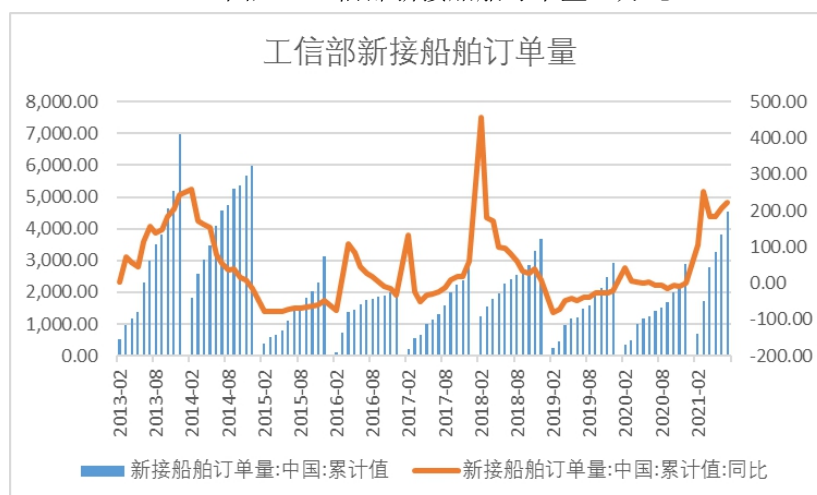


数据来源：统计局 永安期货整理

## 制造业的柳暗花明

在地产、基建低迷的 2021 年，制造业却从去年疫情的泥淖中爬了出来，成为了支撑钢材需求的有力组成。大类上，包括汽车、家电、挖掘机、重卡等大头的产销数据并不如人意，但实际很多我们数据难以涉及的领域确实从去年下半年开始有了很大的改观。表现最抢眼的是船舶制造。受到疫情影响，资源调配需求催生了去年开始的这波航运市场牛市。沉寂多年之久的造船业收获了大量新建和改造订单，迎来了井喷式复苏。据 **Clarksons** 统计，上半年全球新接订单 6511 万吨，同比增长 270%；工信部统计，国内上半年新接订单 3824 万吨，同比增长 207%。同样大规模增长的还有配套的集装箱生产，上半年国内金属集装箱产量 10442.4 万立方米，同比增长 168.2%。造船业和集装箱业的牛市对制造业钢材的需求有极大的提振。

图六：工信部新接船舶订单量：万吨



数据来源：统计局 永安期货整理

除此之外，涉及方面更广的日用制品方面增速同样喜人。虽然我们难以从数据上直观去判断这一块的增长速度，但是我们可以从原料端普碳冷轧和不锈钢的需求来判断制造业的景气程度。从去年下半年开始，卷板的冷热价差就一直超出季节性同期水平，这一方面是因为海外炼钢轧线受到疫情影响，难以满足海外的钢材需求，另外一块也是国内的制造业复苏导致的。随着海外钢材开始自给自足，国内卷板价格的出口拉动有所减弱，冷热价差也高位回落，但目前仍然高于同期正常水平。

不锈钢具有内生增长性，会逐步淘汰可替代的部分钢材份额，但如果需求增速过快的话

也能体现制造业的增长。钢联数据显示上半年不锈钢表观消费量 1464 万吨,同比增长 28.4%,绝对值看也要强于去年下半年。不锈钢的需求增速不容忽视。

## 行情研判

种种不利因素导致了今年淡季的需求要远远弱于过去两年的同期水平,即便如此,因为钢厂限产的原因,淡季库存仍然能够维持,并未因为需求过差而出现累库问题。

鉴于较差的开工和资金情况,我测算的下半年地产基建端平均需求-12%的增速预计,抵消来自制造业和出口端的增量,下半年钢材需求下滑幅度平均接近 10%。在需求给定的前提下,下半年的库存去化速度就取决于钢厂限产的力度。按照之前的平控计算,下半年粗钢的产量必须减少 5800 万吨,限产幅度约 10%,产量走势和 2019 年相似,和需求下滑幅度接近。

但考虑到 7-8 月实际的限产力度要超过 10%,后续也可能会有更加严苛的限产举措,整体供应端的减量可能会小幅超过需求端,最终导致旺季的去库加快。

这是钢材平衡表级别的变化。但是考虑到钢材价格,不能简单根据库存变化来预测。回溯过去几年钢材利润的走势,往往会因为供应端的短期冲击而出现利润快速上冲,但绝大部分时间仍然走的是需求的逻辑。如果旺季之后,钢材库存并未去化到一个紧迫程度,需求依然会因为项目、资金问题持续下滑,供需双弱下,利润也很难维持现在的高位。但是如果库存去化过快,绝对值过低,市场开始走低库存逻辑,那也有可能出现挤仓行情。

而成本端,因为自身基本面的不同,铁矿和焦炭的走势相悖。但中长期在限产的大格局下,原料端依靠自身基本面的利多很难持续,成本单边上行的可能性极低。叠加利润的萎缩,旺季之后钢材的价格有较大的下行可能。

黑色团队简介:永安期货研究中心黑色团队共有分析师 7 人,团队负责人陈俊杰,浙江大学物理学博士,首席分析师,专注于黑色产业链煤焦钢矿的研究,善于分析矛盾爆发的时机和迹象,对黑色品种间的套利关系和单边价格运行有独特的见解。成员阮锡楠(焦煤、焦炭、动力煤)、叶雨歌(热卷)、姚沁源(纸浆、玻璃、纯碱)、凌晨(铁矿石)、毛兆豪(螺纹、废钢)、段冶(硅铁、锰硅)各有分工。研究中心黑色团队擅长研究黑色基本面情况,系统分析期货价格,致力于黑色全产业链供需情况的研究,深入产业理解品种价格运行规律,自下而上,投研一体。有较强的策略开发能力,获得“2019 年上期所优秀黑色研究团队奖”。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发,须注明出处为永安期货公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。