

## 反弹支撑不足，钢材中期看跌

——2021.11.9

从十一之后的下跌行情，矛盾的起点虽然在煤，但下跌的核心问题在于终端需求的失速下滑，钢材在连续两周确认了供应下滑速度跟不上需求下滑速度后，现货情绪明显转差，投机氛围全无，贸易商资金风险加剧，盘面价格开始快速下跌。

截止上上周数据，螺纹产量增速-19.7%，需求增速-34.5%，热卷产量增速-9%，需求增速-11.3%，已经是第四周需求弱于供应，并且需求是越来越差，这也符合季节性，也因此对 11-12 月的需求仍不会有太大的期待。按往年来说，12 月初到中旬开始累库，但在当前的需求表现下，冬季提前累库的预期加强。上周钢材五品种总库存已经出现累积，螺纹库存只减了 4.4 万吨，热卷减了 2 万吨。按照上周的产量平推，需求再下滑 10 万吨，就要开始累库，何况唐山空气质量管控解除后，卷还有一些复产预期。所以提前累库预期下，叠加原料价格崩塌，成本支撑失效，让我们见证了短短一个月的时间，价格就顺畅的下跌了超千点，中间一个反弹都没有。

短期的现状是，刚需表现没有想象的差，水泥开工有小幅好转，汽车销售也有好转，冷热价差和管带价差也再次走高，市场反馈，在低价时下游有补库的情况，近期资金情况也有缓解，但是情绪还是悲观的，成交一直没有放量，9 月平均成交量 21.6 万吨，10 月 17.6 万吨，到了 11 月只有 16.3 万吨。杭州低价成交不错，其他地区现货表现不好，但是在期货大幅下挫时，现货跟跌意愿明显小，因为利润偏低，生产积极性低，江苏、山东、唐山都有大厂因为利润低，提前停减产的情况，市场整体投放量不算高，有一些缺规格的情况。

并且就现货或近月标的来说，原料和成材的大基差都有一定的支撑。焦煤基差在 1000-1200 元，焦炭基差在 1000-1300 元，并且焦企利润并不高，现货下跌 1000 元已经反映在当下的盘面价格里，可在冬季运输+冬储补库的条件下，现货下跌也需要时间。成材也是近 1000 元的基差，靠近 12 月后，如果价格还是如此低迷，盘面维持大贴水的结构，主动交割意愿肯定不足，巨量的虚盘下还是应有一轮补基差行情出现。

但是这些边际改善和基差结构只能支持一个弱反弹行情，并不能形成趋势性的反转，基差修复行情也不太容易在这么早的时间出现，反弹空仍然是大的方向。

那么对于后期能带来真正的企稳反弹的条件有两个，一是见到更多的减产，去匹配当下的需求，但这会形成成材与原料间的阶段性分化加剧，先从成材端主动去库，进而发展为倒逼原料端的主动去库，

有了主动减产范围扩大的预期，成材就能率先企稳，当见到实质性的供需结构改善时，反弹空间会相对大一些，品种间会表现为材强于原料运行，原料中库存最大的受到冲击最大（主动去库的压力最大）。但这种方式不是很健康的企稳方式，需要一定的时间去磨底。

后期还能有多大减量，主要看利润水平而定，因为行政化减产几乎是没有任何压力的。

截止 10 月末统计，全年粗钢产量平控的行政目标已完成 94%，再看行政减产的参考性已经不大；采暖季，第一阶段的要求是，确保完成本地区粗钢产量压减目标任务，整体顺利完成的压力不大，后期主要减量在山西、山东、河南几个地区，预计需进一步减少粗钢日产约 4.4 万吨，量级并不大，主要影响的品种是螺纹。

重点要关注的是采暖季的第二阶段，也就是明年 1 季度，要求同比减产 30%以上，预计河北同比减 20.7 万日产，天津减 1.4 万，山西减 5.7 万，山东减 6.2 万，河南减 2.9 万，环比四季度对生铁、螺纹和热卷都有一定的减量预期。

事实上，抛开行政减产的制约，已经有一些钢厂在主动减产了，多地钢厂的长流程生产处于盈亏平衡线，生产热情不高，11 月检修计划陆续增加，截至到 11 月初的不完全统计，11 月日均铁水要比 10 月再减 1.2 万吨左右，螺纹产量环比会再减 2.5 万吨/天，而热卷产量是环比增加 1.9 万吨/天，这也是卷螺差缩小的主要原因。另外环保和全年压产的行政压力也始终还在，至少来说，产量上是比较难有大范围提升的。

第二条企稳路径，是通过需求预期的改善。当前整体处于政策弱+经济弱阶段往政策强+经济弱的阶段过渡，内需还在下降通道中，需要政策发力支持。本轮弱需求主要是受房地产的拖累比较严重，一是房企去杠杆、拿地热情不高，二是销售端有贷款限制，三是恒大事事件消极影响散除还需要时间。对应的，三条红线不放松，放贷限制不放松，就很难提振新开工需求。

另外制造业需求的压力也不轻，海外见顶更加明确，从海外耐用品订单的下滑，以及全球粗钢产量下降、韩国出口额表征的需求下降来看，海外需求整体是有见顶迹象的，但目前仍强于国内。海外需求的下滑，对钢材的出口需求将给予压制，并且还有加税政策的影响，实际上从政策导向上有不倾向于鼓励多出口，这样会进一步考验国内需求成色。国内需求主要是建筑需求有超出季节性的下滑，对制造业也有负面反馈。制造业内需分项里，机械耗钢强度下降，家电增速尚可，但是有出口抑制，汽车芯片问题短时还是难完全解决，并且耗钢也是趋势性的下降，船舶还不错，明年会是一个耗钢大年，但是整体量级偏小，对制造业总需求甚至内需的支撑偏弱。

所以内需外需的现状都不乐观，没有政策发力支持的话，建筑业需求和制造业需求都不好转变。

实际上，从政策预期的角度来说，当下不止在供给端有收缩，在需求端也是收缩的。因为我们首先要解决胀的问题，通过保供稳价，给下游利润改善，但是只靠保供稳价的手段改善是有限的，最终还是需要通过需求的扩张来解决滞的问题，因此对明年政策发力的预期是比较强的。通过需求预期改善得到价格的企稳肯定是更为健康有利的，但需要更长的时间，从这个角度，对远期合约价格并没有那么悲观。

最后，关注的策略方面，单边方向还是逢高空，目前的边际改善有限，反弹空间也有限，趋势还未发生转变。产业上可以关注基差的回归，操作时间在 12 月，非产业投资者也可以通过 1-5 正套方式参与。另外卷螺差的驱动目前还是向下，但是要看供应端的差异改变，一旦热卷检修增多，卷螺差也难再向下收缩，毕竟制造业需求还是稍好于建筑业的。最后，如果发生减产的大范围扩散，那么成材表现会强于原料。