

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

黑色产业链
策略报告

2022 年 5 月 14 日

分析师

裴红彬
黑色首席分析师
期货从业资格： F0286311
投资咨询资格： Z0010786
联系电话： 0531-81678625
E-mail：
peihongbin225@163.com
客服电话： 400-618-6767
公司网址：
<http://www.luzhengqh.com>

中泰期货研究所



中泰期货服务号



摘要

- **黑色市场回顾：**四月份中旬以来，黑色产业链品种出现了较大幅度回落，符合我们“钢材面临需求兑现压力，原料面临粗钢压减预期压力，黑色整体或面临中期回落压力”的预期。伴随着黑色商品价格的回落，当前市场又面临什么博弈焦点，后期走势如何？通过下文分析，供大家参考决策。
- **目前博弈焦点：**
(1) 从产业政策来看，由于国内需求不济，粗钢去产量跟去年在高需求时，提升了钢材及原料价格有本质的区别！钢铁企业走盈利的高质量发展路子，措施就是控产量，顺带促进原料价格回落。
(2) 从稳增长来看，由于领先指标土地出让金大幅回落，房地产行业的钢材需求将在二季度甚至三季度依然面临较大压力。钢铁行业下游的建筑、地产、汽车等主要下游消费行业受疫情影响较大，而钢铁、煤炭行业生产组织相对稳定，供需利空钢材价格。
(3) 从行业供需来看，已经 5 月中旬，钢材传统旺季过半，疫情影响还未完全消除，而钢材隐形库存和下游库存积压需要消化，原料需要让渡利润，黑色整体大概率短期反弹后延续弱势。
- **重点策略建议**
趋势方面：黑色趋势空单部分减持或逢高偏空操作。
套利方面：粗钢压减政策及稳增长预期下，长期布局做多钢厂利润。
- **风险提示** (1) 疫情后需求回补超预期；(2) 粗钢压减政策不及预期。

黑色市场大跌后，后市将何去何从？

——黑色市场当前博弈焦点和后期趋势分析

一、黑色市场回顾：需求迟迟无法兑现，负反馈预期引发回落

- 四月份中旬以来，黑色产业链品种出现了较大幅度回落，符合我们“钢材面临需求兑现压力，原料面临粗钢压减预期压力，黑色整体或面临中期回落压力”的预期。黑色产业链指数近半年来涨跌情况如下图所示。

图表 1：国有土地使用权出让收入：累计同比%



数据来源：文华财经，中泰期货整理

- 我们当时判断的主要逻辑，主要有：（1）钢材从产业端看，钢材的隐形库存和价格高企；（2）煤焦矿成本有支撑，但粗钢产量压减和表态压制了原料需求，面临利多兑现和回落压力；（3）政策刺激的落地，之前上涨已经兑现了大部分的预期，但表外的需求或者实际的经济增速要更差，刺激力度可能不及预期，并且落地需要时间。
- 伴随着黑色商品价格的回落，当前市场又面临什么博弈焦点，后期走势如何？通过下文分析，供大家参考决策。

二、目前博弈焦点：疫情干扰和稳增长，粗钢压减和原料高企

1、产业政策：政策强调保供稳价，但粗钢去产量作用与去年有较大差异

- 由于宏观和产业政策对行业影响如臂使指，特别是近几年政策执行高效，对行情的影响也异常深远。比如，2016 年的煤炭 276 政策、2017 年的取缔地条钢、2018 年-2020 年的蓝天保卫战、2019 年巴西矿山溃坝（外部因素）、2020 年的焦化淘汰 4.3 米产能、2021 粗钢去产量以及能耗双控政策……宏观和产业政策导向研究至关重要，政策导向往往主导未来黑色供需和行情方向。
- 今年从产业政策来看，去年的年底政治局会议提出了“把工业稳增长摆在最重要的位置”，政策性压减钢铁产量没有明确提及。但是不提及到还

不意味着不再限产。一是，冬奥会期间有北方 2+26 等城市的 30%限产，按照限产要求，粗钢同比减量在 2800 万吨左右。二是，国家发展改革委 4 月 19 日表示，为保持政策的连续性稳定性，巩固好粗钢产量压减成果，2022 年将继续开展全国粗钢产量压减工作。

图表 2：供给侧改革对黑色行情的影响（2015-2022 年）



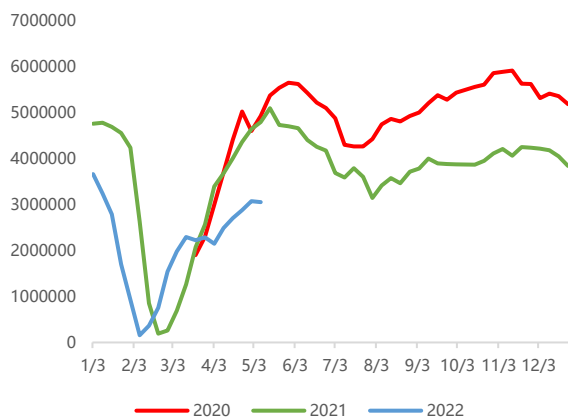
来源：文华财经，中泰期货整理

- 从政策意图来看，“引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式，促进钢铁行业高质量发展”是长期原因。还有两个主要提示，一是如工信部针对粗钢去产量的新闻稿……“同有关部门坚决打击囤积居奇、哄抬物价等不正当竞争行为，推动原材料价格尽快回归理性”；二是疫情影响造成国内地产投资等需求乏力的情况下，才推出继产量调控政策的时间点。
- 总结成一句话：国内需求不济，而钢铁企业还要走盈利的高质量发展路子，措施就是控产量，顺带促进原料价格回落。这跟去年在高需求增速下，去产量提升钢材及原料价格有本质的区别！
- 另外，还需要关注供给侧政策影响的边际效应递减问题。比较典型的的就是 2015 年年底以来的去产能政策以及 2018 年开始的三年蓝天保卫战，如上图所示，政策执行初期，往往政策影响有效且预期强烈，体现为商品价格的涨幅较大；但是伴随着政策一刀切的纠偏，企业生产工艺、环保等优化升级，政策的影响边际效应递减，体现为价格的逐步回落。而 2020 年年底开始的粗钢产量主动控制政策，在经历了去年的政策纠偏后，政策执行的得到优化，并且企业的应对措施开始加强，边际效应也存在较大递减可能。

2、需求预期：二季度面临较大冲击，地产恢复依然压力较大

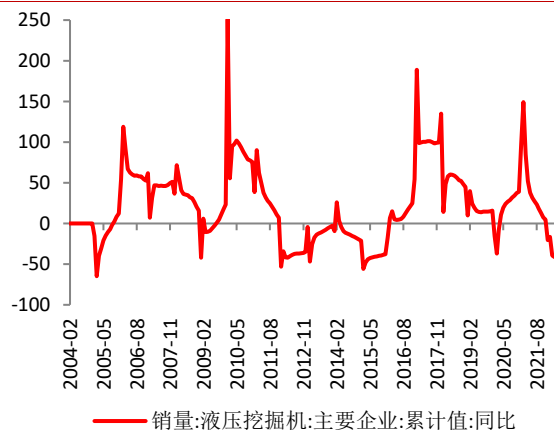
- 一季度，中国国内生产总值同比增长 4.8%。全年经济增速目标 5.5% 左右，在 4 月底政治局会议也强调了“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。但由于疫情等因素，4 月份以来经济面临较大的压力，地产、制造业投资以及下游消费各行业面临较大的回落。

图表 3：混凝土产量：中国（周）（单位：吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

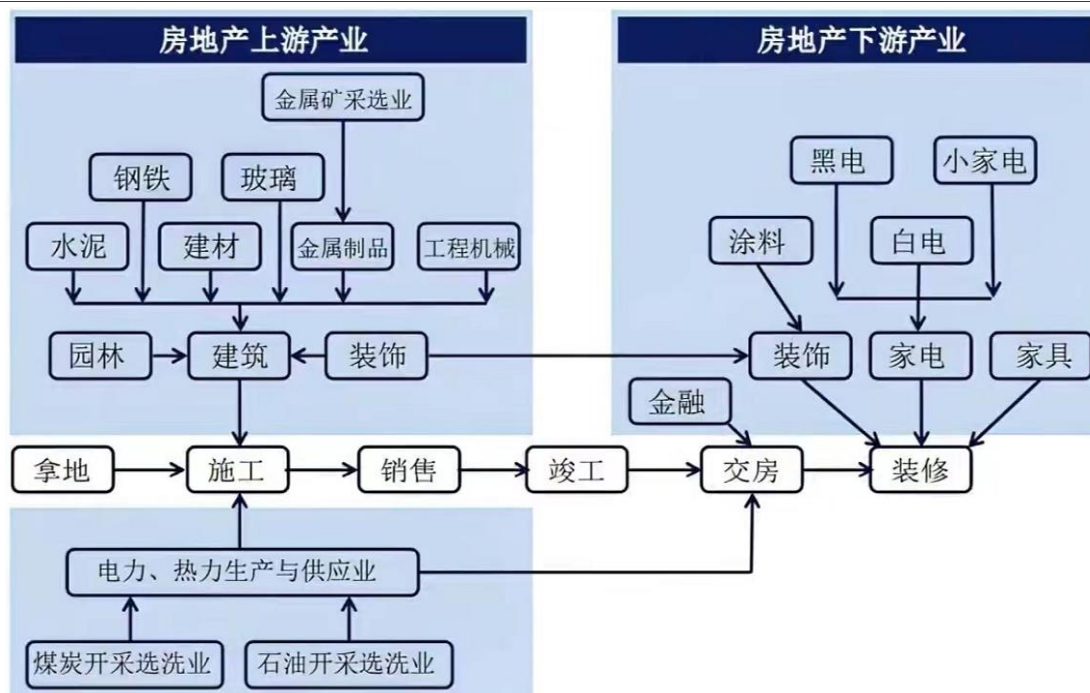
图表 4：销量：液压挖掘机：主要企业：累计同比%



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- 对于钢铁行业来看，房地产仍是最重要的下游行业。并且，房地产相关的产业链条很多，涉及到建筑、建材、装修、家电等多个行业，具体如下图所示。特别是去年三条红线影响下，目前研究地产行业对于把握钢铁行业的需求影响至关重要。根据 Mysteel 等众多资讯机构统计，钢材需求总量中，30% 以上集中于房地产行业，其次为基建、机械分别占 20% 左右，汽车家电等行业占比相对较为分散。特别对于螺纹钢单品种来说，下游需求约 60% 以上集中房地产行业。

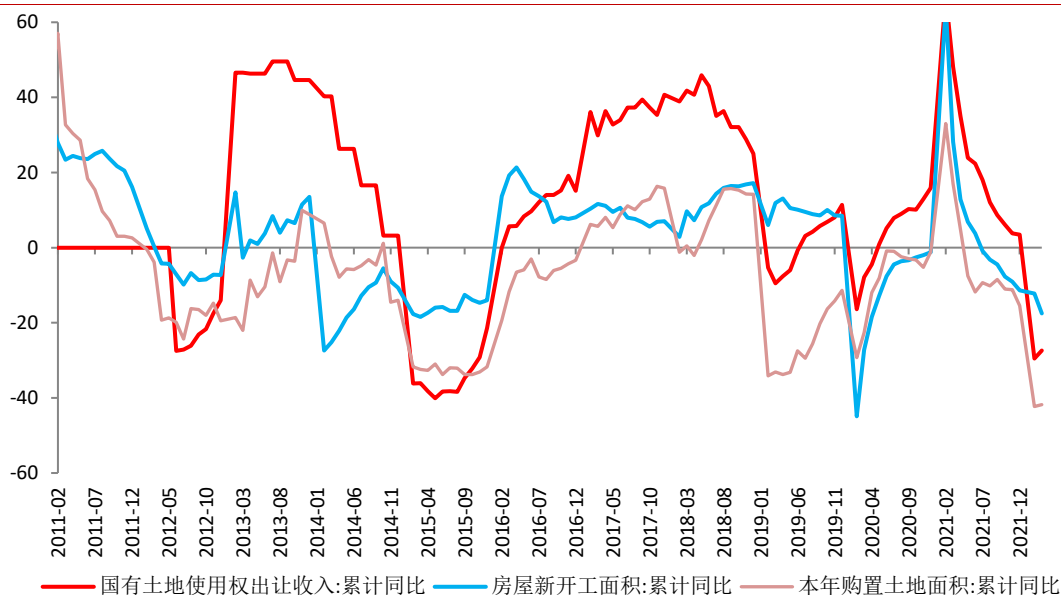
图表 5：房地产上下游产业链及涉及行业



数据来源：华创证券，中泰期货整理

- 从土地出让金情况来看，房地产行业的钢材需求将在二季度甚至三季度依然面临较大压力。钢材需求处于房地产开发的前周期，而房企拿地成为房屋新开工较好的领先指标。通常开发商在拿地后 1-6 月新开工，房屋开工后 1-2 月后进入用钢高峰。目前房地产 1-3 月份-27%的累积同比回落，而土地购置面积则出现了-41.8%的累积同比回落。2022 年 1-4 月，TOP100 企业拿地规模同比下降 55.9%。按照地产钢材需求滞后拿地 2-8 个月推算，房地产二季度甚至三季度均面临较大同比回落压力。

图表 6：国有土地使用权出让收入:累计同比%

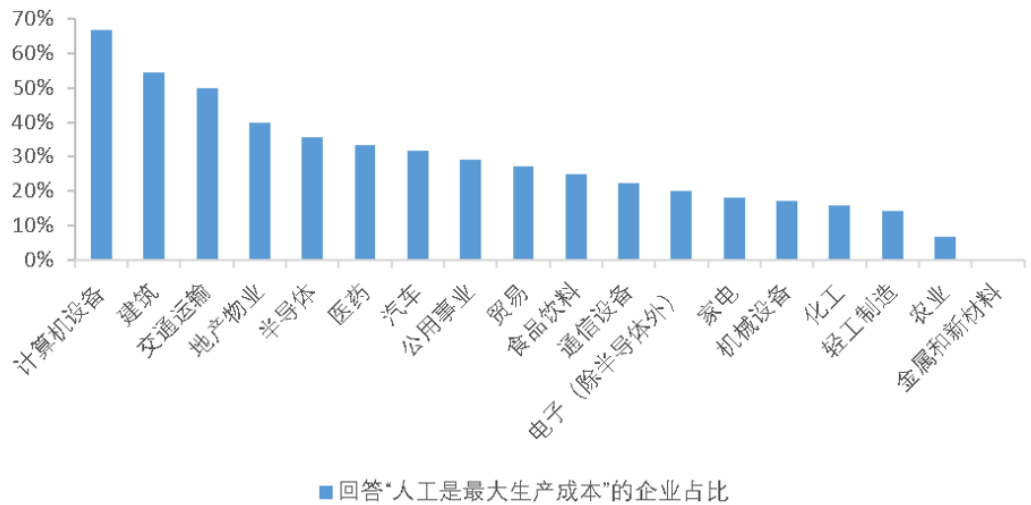


数据来源：Wind，中泰期货整理

3、疫情影响：行业影响有差异，需求相对供给冲击更大且较难恢复

- 受 3 月中下旬以来，新一轮的新冠疫情冲击来袭，造成了上海、吉林、山东等全国多地实施了严格的疫情防控措施，对生产生活等市场活动造成了较大影响。
- 我们在此重点分析疫情对钢铁行业造成的影响，无非包括物流、生产和需求等方面，目前对已经发生的影响来看，下游需求回落较多，地产、工地项目、汽车、机械等下游消费均出现了大幅的下滑；但是产业的供给相对稳定，钢铁、铁矿、煤炭等供给环比持续在增长，表现为行业（主要是钢材）的库存累积。
- 对于后期的复工复产，疫情影响还在，钢材下游需求恢复正常存在较大难度。根据天风证券研究所针对复工复产的问卷调查结果来看，行业的劳动密集度、产业链长度、供应链集中度三个因素影响行业复工复产速度决定性因素。对于钢铁行业而言，下游的建筑、地产、汽车等主要下游消费行业均排在前列，而金属材料行业影响最低（如下图所示）。
- 同时，钢铁、煤炭行业由于过去几年的供给侧改革，产业链集中度有很大的提升，同时物流和生产组织相对稳定。所以从钢材上下游行业特点来看，只要疫情难以消除，下游的需求相对供给而言，仍将面临一定的干扰，也就是需求回补可能不及预期。

图表 7：各行业的劳动密集度

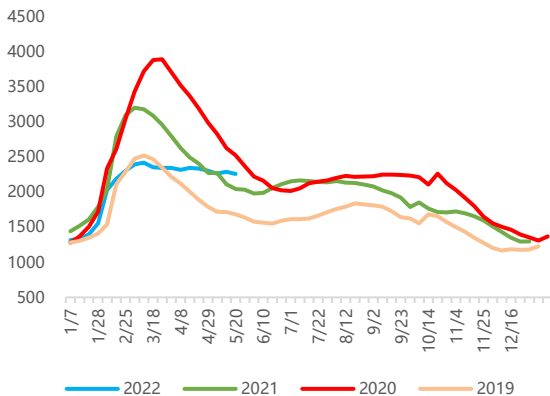


数据来源：天风证券研究所根据问卷调查结果，中泰期货整理

4、产业矛盾：隐形库存和下游库存积压需要消化，原料需要让渡利润

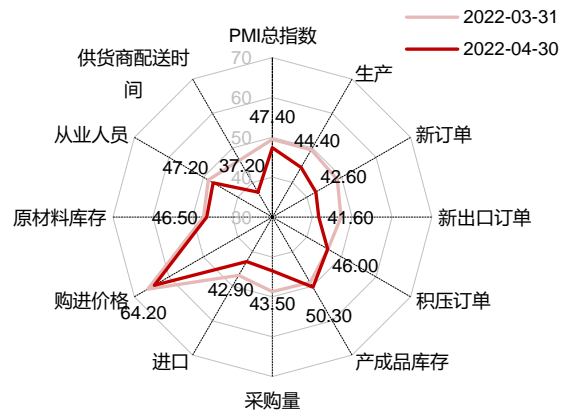
- **需求传导不畅，库存积压，面临兑现压力。**对于全行业而言，新订单较差、产成品库存累积，而原材料购进价格高企，对于企业利润造成较大困扰。对于钢铁品种而言，在冬季限产的情况下，目前经过 3-4 月份的疫情影响，目前的总体库存已经超过去年同期水平，同时隐形库存和下游企业库存面临较大的兑现压力。

图表 8：钢联五大品种总库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 9：PMI 指数环比变化及分指标



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

- **原材料价格高企，需要给下游企业让渡利润。**对于全社会而言，下游行业面临原材料价格、粮食油脂、能源价格上涨压力，社会面临通胀压力；而对于钢铁行业而言，钢厂利润微薄，铁矿石和焦煤行业暴利，依然需要让渡利润，而粗钢去产量政策，将使这一目标加速实现。

三、未来趋势判断：黑色中期大概率继续延续弱势

1、行情展望

- 从产业政策来看，由于国内需求不济，粗钢去产量跟去年在高需求时，提升了钢材及原料价格有本质的区别！钢铁企业走盈利的高质量发展路子，措施就是控产量，顺带促进原料价格回落。
- 从稳增长来看，由于领先指标土地出让金大幅回落，房地产行业的钢材需求将在二季度甚至三季度依然面临较大压力。钢铁行业下游的建筑、地产、汽车等主要下游消费行业受疫情影响较大，而钢铁、煤炭行业生产组织相对稳定，供需利空钢材价格。
- 从行业供需来看，已经5月中旬，钢材传统旺季过半，疫情影响还未完全消除，而钢材隐形库存和下游库存积压需要消化，原料需要让渡利润，黑色整体大概率短期反弹后延续弱势。

2、策略建议

- **趋势：**黑色趋势空单部分减持或逢高偏空操作。**套利：**粗钢压减政策及稳增长预期下，长期布局做多钢厂利润。

3、风险提示及重点关注

- （1）疫情后需求回补超预期；（2）粗钢压减政策不及预期。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。