

需求压力渐显，供应决定估值



走势评级： 螺纹钢/热轧卷板:震荡
报告日期： 2021年06月30日

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: meng.gu@orientfutures.com

★需求：下行压力渐显，关注政策边际变化：

上半年国内信贷和货币政策拐点出现，对不同领域“有保有压”。在控风险目标下加强地产调控、控制开发商融资和三四线城市土地供应。回收部分逆周期调节工具，上半年专项债发行节奏较慢。因此，上半年地产新开工与销售背离明显，土地购置降幅较大。若政策仍趋紧，新开工负增长将影响用钢需求并拖累销售。基建投资不及预期。多数制造业终端在5月看到拐点迹象。预计下半年政策边际会略有放松，专项债发行好于上半年，但由于经济下行压力尚不明显，政策放松空间有限。

外需方面，下游制造业出口仍维持高位，而边际增量有限。钢材出口利润尚存，但受政策风险压制，预计将较上半年回落。四季度海外缺口可能将逐渐填补。

★供应：减产目标及保障措施有待明确：

粗钢减产政策目标尚不明确。由于上半年增产过多，全年产量同比下降并不现实，市场普遍预期下半年要求同比减产2000万吨，有待政策落地。同时，政策的配套措施和可行性也将影响市场的信心，并影响钢价的合理估值区间。

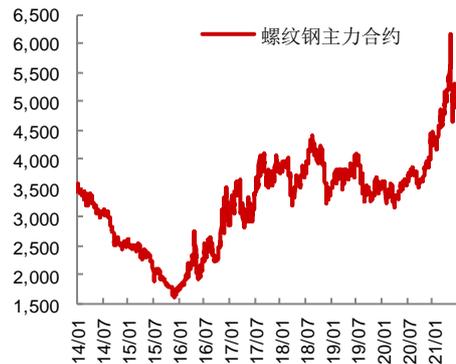
★2021年下半年钢材市场展望：

下半年政策不确定性较大，但宏观环境和需求最好的时段已过，预计下半年需求同比下降，钢价进入筑顶阶段。但若减产政策较为严格，加上不会出现去年同期净进口状况，钢材整体供需矛盾不大，围绕需求脉冲和原料支撑震荡运行。而如果政策坚持要求全年产量下降，市场可能会重复上半年锚定出口的逻辑。

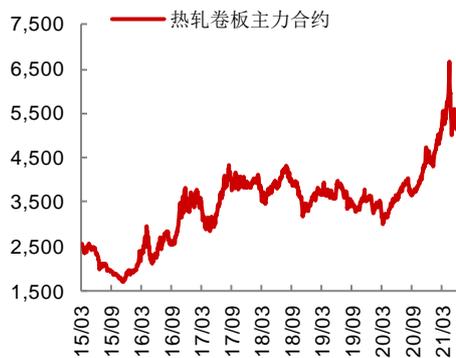
★风险提示：

钢价大幅上行风险在于国内和海外需求超预期，下半年财政和地产政策明显放松，粗钢减产超预期；大幅下行风险在于国内政策趋紧，需求大幅回落，成本坍塌。

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、2021 年上半年钢材市场回顾——从外盘带动到关注内需.....	5
2、需求：下行压力渐显，关注政策边际变化	6
2.1、政策边际变化：“不急转弯”与“有保有压”	6
2.1.1、房地产：新开工与销售分化，关注三季度供地变化	8
2.1.2、基建：专项债拖累基建投资，下半年将有边际回升	12
2.1.3、制造业：内外需延续分化，内需前高后低	13
2.1.4、外需：结构性缺口仍存，政策风险压制出口	16
3、供应：减产目标及保障措施有待明确	19
3.1、减产目标及措施尚不明确，对市场预期影响明显	19
3.2、实际减产力度决定成本为锚还是出口为锚	20
4、2021 年下半年钢材市场展望	21
5、风险提示.....	22

图表目录

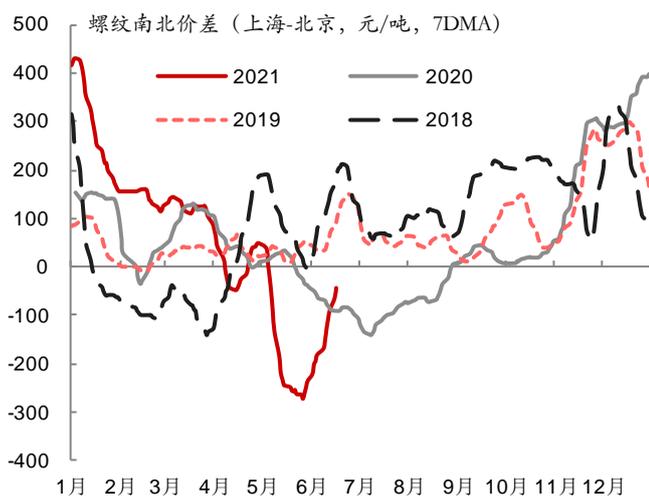
图表 1: 上半年螺纹钢南北价差仍整体回落.....	5
图表 2: 5月前冷热价差也明显收缩.....	5
图表 3: 海外热卷进口 CFR 大幅上涨.....	5
图表 4: 3月以来热卷期价随出口价格抬升.....	5
图表 5: 一季度社融拐点已经出现.....	6
图表 6: 1-5月非标与债券融资的降幅明显.....	6
图表 7: 1-5月企业短期贷款与票据融资降幅较大.....	7
图表 8: 上半年票据转贴现利率明显回落.....	7
图表 9: 三线城市土地供应量明显下降.....	7
图表 10: 房地产开发贷余额增速持续下滑.....	7
图表 11: 5月新增居民中长期贷款转为负增长.....	9
图表 12: 上半年地产新开工与销售明显分化.....	9
图表 13: 高周转模式仍带动期房销售面积大幅增长.....	9
图表 14: 与销售相关的到位资金分项仍大幅增长.....	9
图表 15: 商品房显性库存依然处于较低的水平.....	10
图表 16: 上半年土地购置面积大幅回落.....	10
图表 17: 300城推出住宅地块明显也明显回落.....	11
图表 18: 上半年成交住宅用地溢价率还处于较高水平.....	11
图表 19: 集中供地 22城推出住宅用地面积明显回升.....	11
图表 20: 4-5月非重点城市土地供应大幅低于往年.....	11
图表 21: 5月商品房批准预售面积也有所回落.....	12
图表 22: 6月商品房高频成交面积下降.....	12
图表 23: 上半年基建类投资增速较快回落.....	13
图表 24: 铁路固定资产投资增速较 2019 年回落.....	13
图表 25: 上半年新增地方政府专项债规模相当有限.....	13
图表 26: 交通运输类新增专项债水平也较低.....	13
图表 27: 1-5月乘用车销量与 2019 年基本相当.....	14
图表 28: 商用车销量自 5 月以来明显下滑.....	14
图表 29: 去年四季度商用车库存明显上升.....	14
图表 30: 上半年家电销量的增速明显回落.....	14
图表 31: 4月以来挖机销量回落速度较快.....	15

图表 32: 挖掘机产量 VS 房屋新开工面积.....	15
图表 33: 乘用车出口量维持在很高水平.....	15
图表 34: 商用车出口量逐步回升.....	15
图表 35: 家电出口尚未出现转弱的迹象.....	16
图表 36: 挖掘机出口同比还处于高位.....	16
图表 37: 5 月全球除中国粗钢产量恢复到 2019 年水平.....	17
图表 38: 发达经济体粗钢产量尚未恢复.....	17
图表 39: 热卷出口依然具备利润.....	17
图表 40: 美国与其他区域热卷 CFR 价差仍在上升.....	17
图表 41: 越南新增确诊病例仍在上升.....	18
图表 42: 东南亚主要国家新增病例仍处高位.....	18
图表 43: 中国与印度热卷出口价差.....	18
图表 44: 5 月取消退税品种的出口量明显下滑.....	18
图表 45: 2021 年粗钢日均产量变化.....	19
图表 46: 2021 年生铁日均产量变化.....	19
图表 47: 1-4 月各省粗钢产量同比增幅.....	20
图表 48: 长流程 VS 短流程成本变化.....	21
图表 49: 目前长短流程成本还很难全部打破.....	21
图表 50: 2021 年下半年钢材供需预测.....	21
图表 51: 下半年粗钢减产及同比持平下表需当季变化.....	22
图表 52: 下半年粗钢减产及同比持平下表需累计变化.....	22

1、2021年上半年钢材市场回顾——从外盘带动到关注内需

2021年上半年钢材期价创出历史新高。从基本面来看，上半年国内需求健康但现货并没有出现明显的缺口，在5月价格大跌前，南北价差和冷热价差均持续回落。3-4月国内需求和库存去化的节奏也比较正常，但并没有非常超预期的表现。同时，远期曲线，尤其是螺纹的远期曲线仍在逐渐走平。相较于国内，海外钢材的确出现了比较明显的缺口，尤其是欧美仍处于疫情后供应恢复的阶段，板材的CFR报价持续大幅上涨。

图表 1：上半年螺纹南北价差仍整体回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/18）

图表 2：5月前冷热价差也明显收缩



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/18）

图表 3：海外热卷进口 CFR 大幅上涨



资料来源：Mysteel（数据截至 2021/6/18）

图表 4：3月以来热卷期价随出口价格抬升



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/23）

一般而言，海外钢价的上涨对于国内虽有带动作用，但由于国内钢材直接出口只占到国内产量的 5-10%，尤其是在国内供需基本面表现平平的情况下，海外钢价对于国内钢材定价的影响作用会大打折扣。但上半年市场发生的最大变化在于：全年粗钢产量同比下降的预期一出，从全年平衡的角度看，需要大幅削减出口才能够实现国内的平衡。以热卷为例，盘面价格开始对标出口成本。而同时，热轧类品种出口退税的取消又提高了出口成本。因此，4 月以来，在国内需求具备韧性的同时，热卷的出口报价和期货盘面价格都在朝着赶上取消了退税的成本看齐，也拉动了价格的大幅上涨。

5 月份调控力度加码后，市场对于全年产量同比下降的预期降温，除了情绪上的影响外，期价对标出口成本也变得不再合理。尤其是内需环比降幅较快的螺纹钢，期价再度回到锚定电炉和高炉边际成本端的格局上。因此，在当前时点展望下半年，核心因素一方面在于内外需会出现怎样的变化，是否会出现供需天平的明显偏移；另一方面在于钢铁供应政策是否会再度改变钢价的核心定价锚。

2、需求：下行压力渐显，关注政策边际变化

2.1、政策边际变化：“不急转弯”与“有保有压”

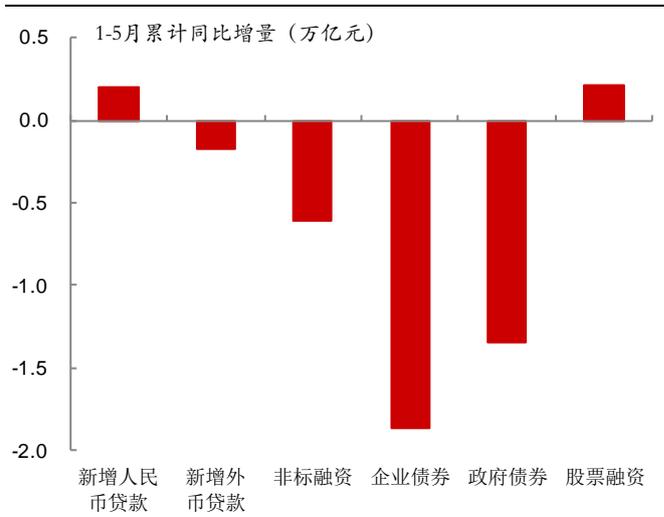
2020 年末中央经济工作会议中，将 2021 年的宏观政策定调为“不急转弯”。从 2021 年上半年货币和财政政策的变化来看，政策的拐点已经出现，但在结构上则体现“有保有压”的特点。信贷方面，以社融 12 个月滚动加总的规模看，2021 年 2 月出现拐点。而结构上，1-5 月，新增人民币贷款和直接融资较去年同期依然存在增量，而非标和债券融资则大幅下降。在人民币贷款的结构上，企业短期贷款和票据融资降幅较大，而居民户、企业中长期贷款则仍有增量。整体来看，企业和居民端融资需求依然比较旺盛，但出于防风险目的，整体压制了非标、票据和短期融资。

图表 5：一季度社融拐点已经出现

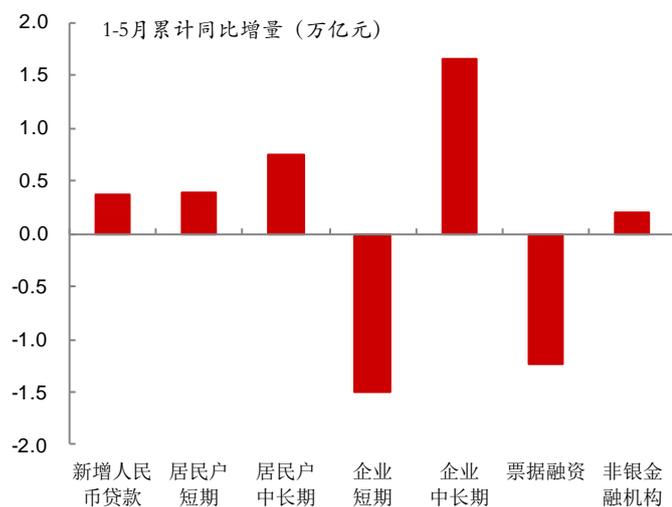


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/5）

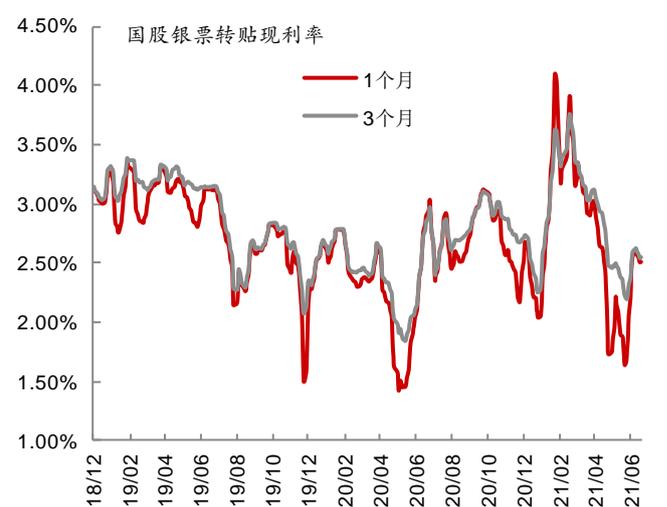
图表 6：1-5 月非标与债券融资的降幅明显



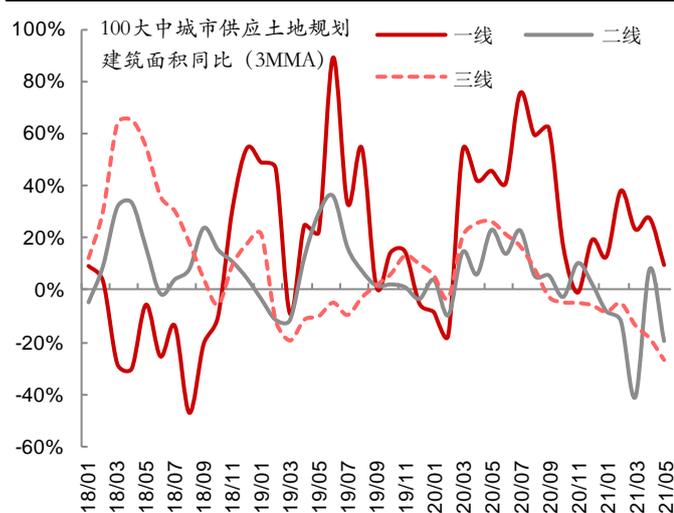
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7: 1-5 月企业短期贷款与票据融资降幅较大


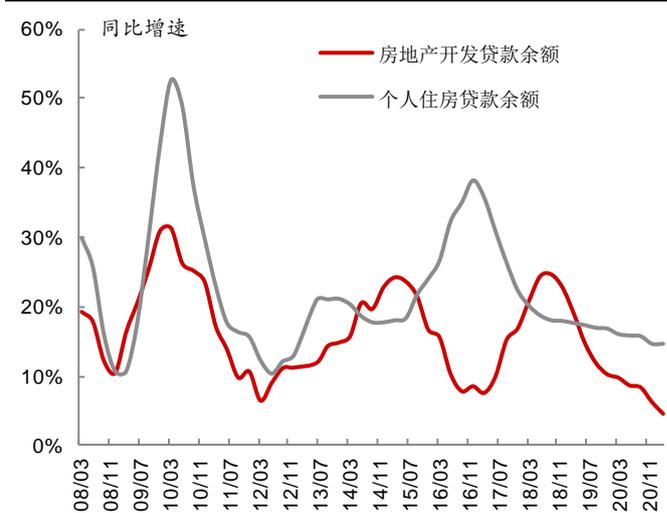
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 上半年票据转贴现利率明显回落


资料来源: Wind (数据截至 2021/6/25)

图表 9: 三线城市土地供应量明显下降


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 10: 房地产开发贷款余额增速持续下滑


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/3)

从社融结构上看,上半年“保”的方面主要在于居民和企业端正常的融资需求,尤其是中长期融资需求。而“压”的方面我们认为主要考虑两点:一是防风险,尤其是七一之前在市场比较敏感的时期,压制了可能存在风险的非标等融资渠道。同时降低了4-5月新增债券若大量发行叠加了集中的存量债券置换对流动性产生的冲击,保证了较低的资金利率水平。二是阶段性回收了逆周期调节工具。上半年由于基数原因,增长压力非常之低,因此,阶段性减发政府债券也为后期下行压力出现时留有政策空间。

另外，从地产调控方面来看，“有保有压”的态度也比较明确。各地限购限贷政策进一步加码，虽然市场一直传言对于房贷额度的控制，但还并未体现在地产销售的下滑上，相对而言，个人住房贷款余额还维持着相当稳定的增速，而开发贷余额增速则持续的明显下滑。开发商降杠杆的要求依然比较明确，从到位资金看，上半年国内贷款也出现负增长。此外，土地供应在区域上也有明显的分化。一线城市的土地供应同比增速虽有下滑但仍维持增量，二三线城市尤其是三线城市的土地供应则持续下滑，体现出对于三四线城市地产潜在风险的控制。

落实到对钢材需求的影响上，上半年地产方面土地供应量整体下滑、开发商融资渠道依然受限，前端投资包括土地购置和新开工都快速回落，新开工与销售明显分化。同时，新增地方政府专项债有限，同样压制了基建投资和项目推进的力度。如果这一趋势延续到下半年，国内需求的拐点会非常明确。而目前市场最大的不确定性在于前期明显存在“压”的方面是否会在下半年放松。

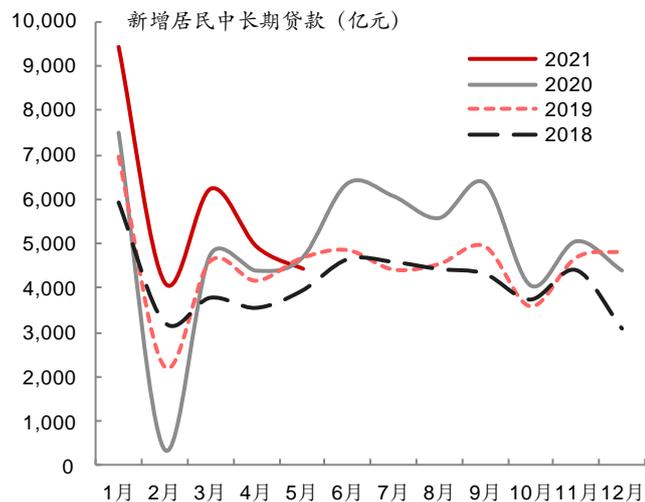
从节奏上看，下半年大概率会存在环比上的放松，例如专项债的发行力度大概率会超过上半年。但在怎样的幅度上放松则取决于经济下行压力如何。虽然5月份以来，很多中观层面的数据都出现了转弱，但核心的问题在于这是否会在三季度就体现为经济下行压力的明显增加，以及政府。如果下行压力尚不明显，以全年角度来看，完成增长目标的难度也不大，那么也很难立即动用政策对冲工具。尤其是在地产调控方面，在房价出现环比回落之前，政策都很难明显转向。

因此，从政策对需求的影响上来看，我们需要密切关注7-8月相对高频的数据变化，包括专项债发行规模以及土地供应的变化，如果上述指标在三季度初开始出现明显回升，那么钢材需求有望在四季度旺季还有较强的脉冲式增长；但如果三季度都没有明显改善，那么下半年旺季的国内需求预计也会相对悲观。

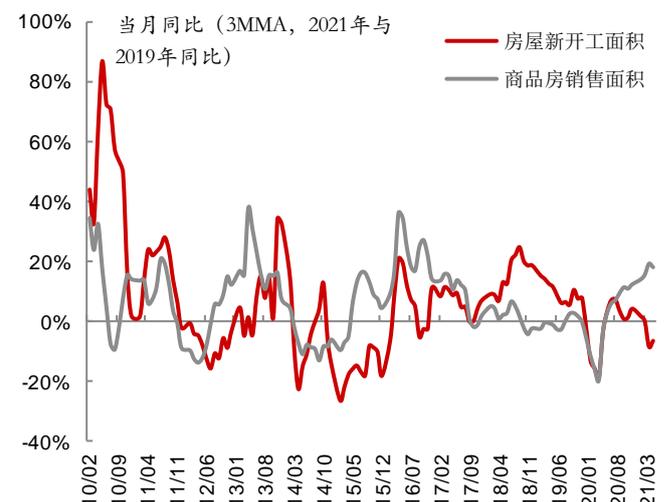
2.1、房地产：新开工与销售分化，关注三季度供地变化

我们在上半年基本已经看到了信贷和货币增速的拐点。虽然居民部门的信贷回落速度相对比较慢，但新增居民中长期贷款也在5月份转为了负增长。此外，在经过过去两年的回升后，M1增速也逐渐进入下行阶段。从上半年来看，信贷增速回落向房地产销售的传导还并不明显。即便地产调控态度依然趋严，今年以来房贷利率也有小幅上升，与2019年同期相比，1-5月商品房销售的同比增速依然接近20%。

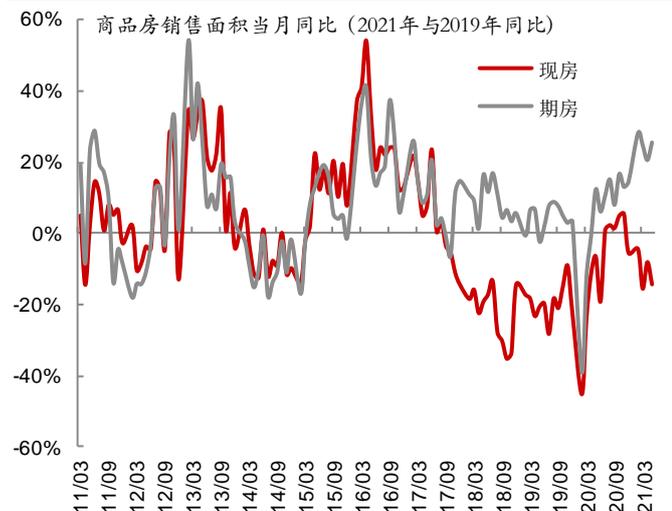
在商品房销售面积大幅增长的同时，上半年新开工则开始明显负增长。从商品房销售结构来看，上半年开发商似乎并未转变高周转的模式，现房销售在2020年下半年小幅同比回升后再度回落，而期房和现房销售也再度出现分化。同时，1-5月期房销售占比上升到了接近89%的水平。从开发商到位资金来源的分项看，上半年增幅最大的依然是定金及预收款和个人按揭贷款。国内贷款开始负增长，自筹资金虽仍维持正增长，但增幅也有所回落。整体来看，开发商的资金周转依然有赖于加快销售尤其是期房销售的模式。同时，从商品房显性库存来看，目前并没有出现明显的库存累积。尤其是对比当月销售量来衡量库存消化时间，也处于这一轮周期的低位。因此，开发商放慢新开工的核心因素并非销售或库存压力增大。

图表 11: 5月新增居民中长期贷款转为负增长


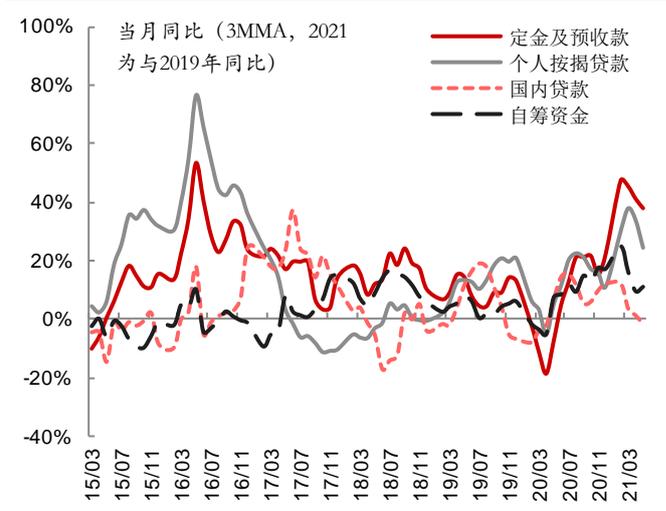
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 12: 上半年地产新开工与销售明显分化


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 13: 高周转模式仍带动期房销售面积大幅增长


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 14: 与销售相关的到位资金分项仍大幅增长


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

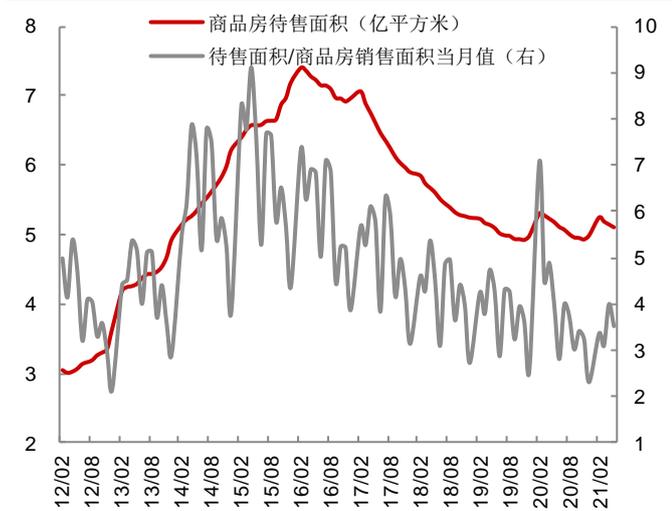
导致新开工下降的主要因素在于土地成交以及供应量的下降。以统计局口径看, 1-5 月土地购置面积同比 2020 年降幅也达到 7.5%, 与 2019 年相比则下降接近 15%。而成交大幅下滑更多也是源于上半年土地供应量的下降。从中指院 300 城的供地和成交情况来看, 2020 年下半年成交土地的增速就比较明显的超过土地供应量, 今年推出地块的规划建筑面积也呈负增长的状态。而以成交住宅类用地的平均溢价率看, 1-4 月的溢价率都还在

比较高的水平，只有5月由于22城集中供地，开发商在一二线城市拿地较多导致溢价率有明显回落。整体来看，开发商也并非缺乏拿地意愿，更多体现为土地供应的不足。

而分区域看，截至6月20日当周，集中供地22城的推出住宅类用地的规划建筑面积与2020和2019年同期相比均有25%左右的同比增幅。与此同时，非重点城市的土地供应则有非常明显的下降。尤其是4月份重点城市开始集中供地之后，供地面积的同比降幅非常大。同样截至6月20日当周，推出住宅类用地规划建筑面积与前两年同期相比的降幅则在20%左右，也是导致供地面积下降的最主要原因。而供地的分化可能出于几方面原因，一是重点城市集中招拍挂期间，房企也倾向于在重点城市拿地，非重点城市可能会主动选择与重点城市供地错开；二是地产调控和防风险的要求导致土地供应量的下滑。但不管是出于哪方面原因，如果7-8月供地面积还没有明显的回暖，那么从节奏上看，下半年新开工也难以出现明显起色。

更加值得关注的是，销售与新开工和拿地的分化难以长期持续。从上半年拿地与新开工的节奏来看，高周转模式已经明显消耗了开发商的土地存量。加上集中供地对开发商资金的占用，已经不能再支持低拿地与高开工的并存。而随着期房销售比重的提升，新开工也难以与销售持续分化。5月商品房批准预售和6月的高频地产成交已经开始出现回落。如果三季度土地成交依然明显负增长，那么新开工的回落将在下半年更为明显的拖累销售端，地产或将步入下行大周期。

图表 15: 商品房显性库存依然处于较低的水平

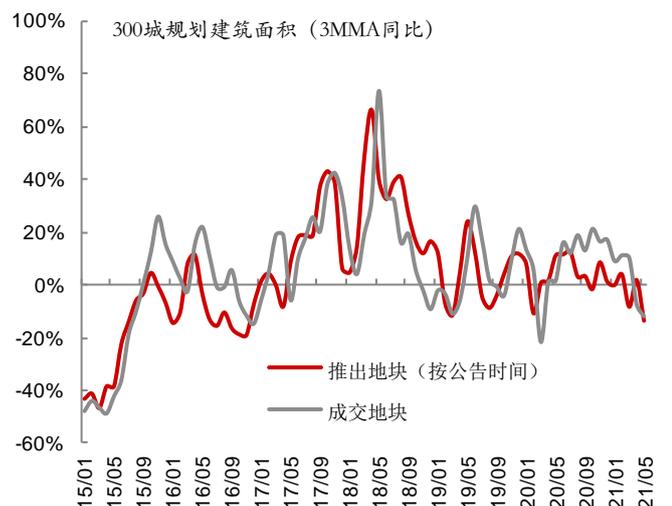


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

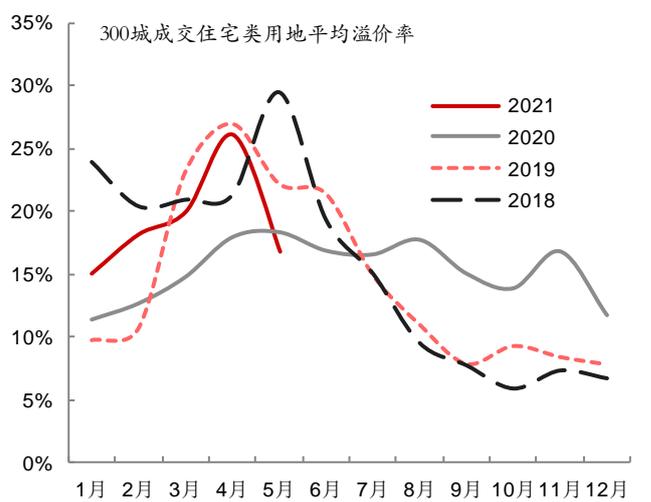
图表 16: 上半年土地购置面积大幅回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 17: 300 城推出住宅地块明显也明显回落


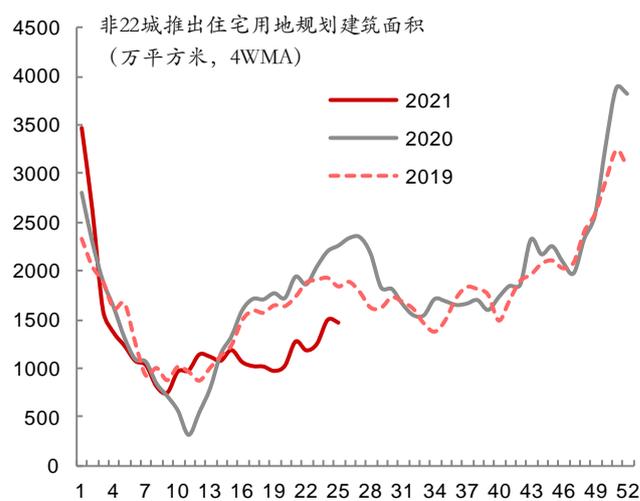
资料来源：中指院，东证衍生品研究院（数据截至 2021/5）

图表 18: 上半年成交住宅用地溢价率还处于较高水平


资料来源：中指院（数据截至 2021/5）

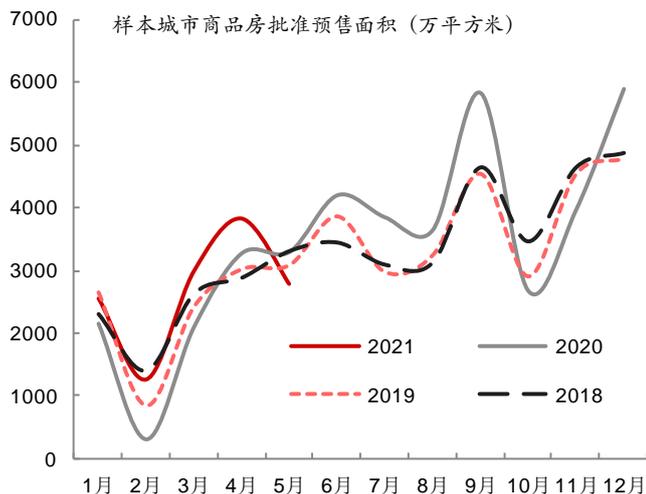
图表 19: 集中供地 22 城推出住宅用地面积明显回升


资料来源：中指院，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/18）

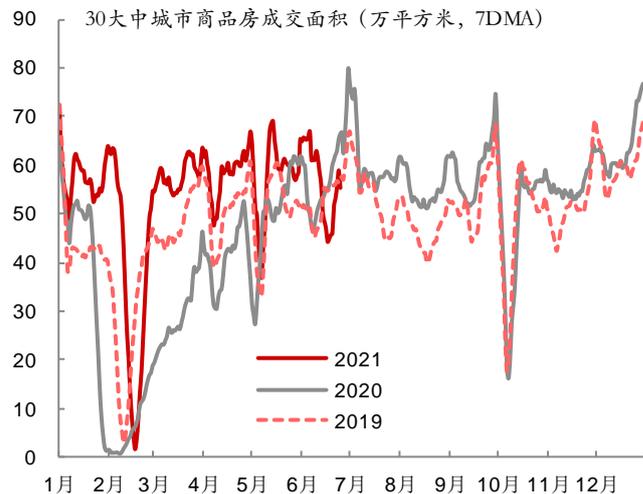
图表 20: 4-5 月非重点城市土地供应大幅低于往年


资料来源：中指院，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/18）

总结来看，下半年地产需求依然在不确定性的笼罩中。从大周期角度出发，随着信贷的回落，商品房销售增速将逐渐回落甚至出现负增长。但就下半年来看，如果前期供地规模的下降只是节奏性问题，下半年开始回升，那么上半年表现良好的地产销售还能够支持开发商加快拿地和开工节奏。对应到三季度末开始，预计建筑用钢需求将得到提振。而如果三季度土地供应仍维持负增长，那么下半年新开工和用钢需求都会相对悲观。甚至周转速度达到极限后将明显拖累地产销售，市场也会出现负反馈。虽然当前市场还有较大的不确定性，但这种不确定性将在一两个月后变得相对更加清晰。

图表 21: 5 月商品房批准预售面积也有所回落


资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/5）

图表 22: 6 月商品房高频成交面积下降


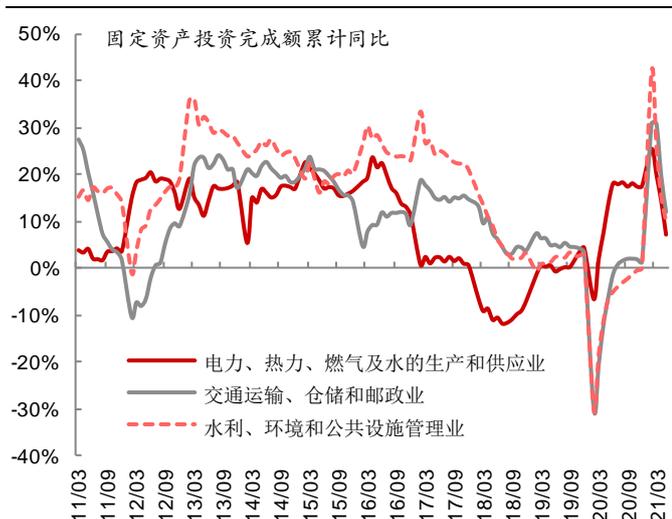
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（数据截至 2021/6/25）

2.2、基建：专项债拖累基建投资，下半年将有边际回升

2021 年上半年基建投资也低于市场预期。以 2020 年为基数来对比，截至 4 月全国铁路固投累计增速约为 8%，但如果与 2019 年同期相比，则要同比回落 1.6%。相对而言，公路建设投资额同比增速较高。截至 5 月，与 2020 和 2019 年相比都有超过 20% 的同比增速，也与此前两年基数都较低有关。

从上半年的实际情况看，资金仍是制约基建投资的重要因素，尤其是地方政府专项债额度下发和发行的进度明显慢于此前两年。按两会的安排，2021 年新增地方政府专项债额度为 3.65 万亿。但由于额度下发时间较晚，直到 4 月份才有相对比较连续的专项债发行。截至 6 月 22 日，共发行新增专项债 9541 亿元，仅占全年额度的 26%。专项债中用于收费公路、机场等交通运输相关用途的金额也是从 5 月份才开始有所起色，规模与 2020 年 1 月和 8 月的水平接近，但与去年 5 月集中发行期间的规模也有比较大的差距。

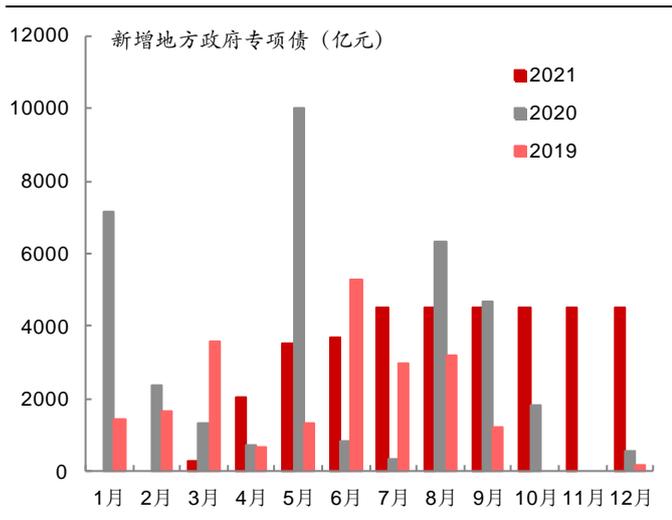
如前文所述，上半年专项债发行规模较低可能主要是两方面原因：1) 由于去年同期的低基数，上半年经济增长压力很低，因此政策逆周期调节功能相对弱化，为经济回落压力增加时留有准备；2) 7 月之前，出于呵护市场流动性和防风险的要求，可能也会控制债券发行速度。那么，从下半年看，两会期间制定的专项债额度是否发完会对实际需求产生比较大的影响。如果下半年专项债发完，即相当于每个月至少要保证近 4500 亿元专项债的发行，仅看三季度，也要比去年同期高接近 20%。整体来看，今年专项债发行大概率会呈现前低后高的状态，边际回升是大概率出现的情况，但后高的程度将取决于经济下行的压力。不过，即便我们假设今年有 10% 的专项债额度没有用完，再考虑到 11-12 月普遍债券发行量较低，预计三季度也会出现专项债发行的小高峰。

图表 23: 上半年基建类投资增速较快回落


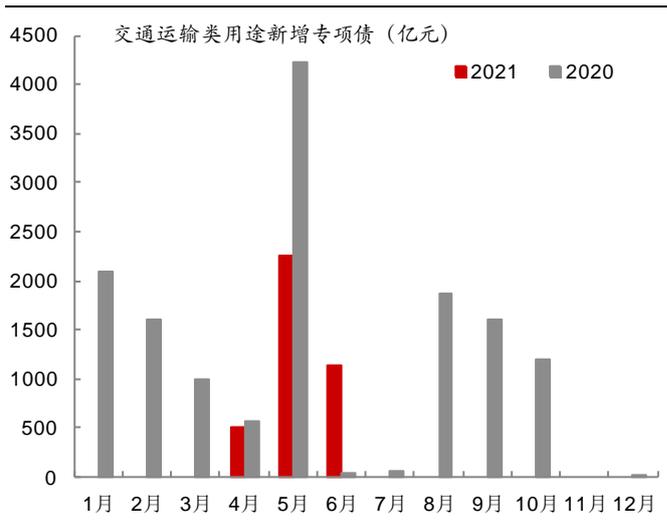
资料来源: Wind (数据截至 2021/5)

图表 24: 铁路固定资产投资增速较 2019 年回落


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 25: 上半年新增地方政府专项债规模相当有限


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (已发行数据截至 2021/6/22, 7 月后按照未发额度每月平均计算)

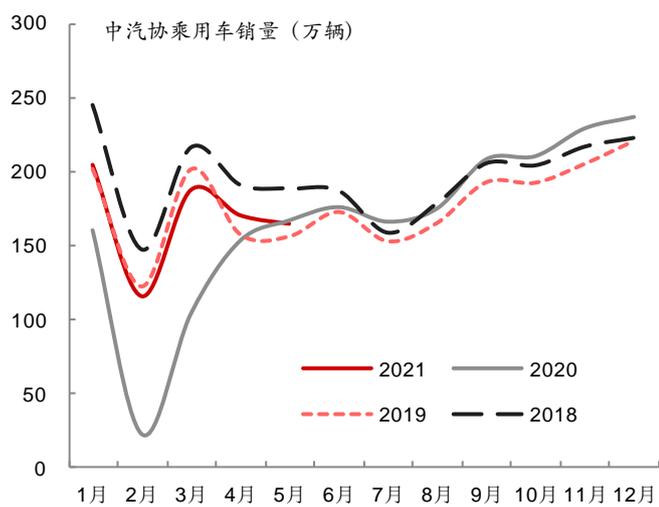
图表 26: 交通运输类新增专项债水平也较低


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/6/22)

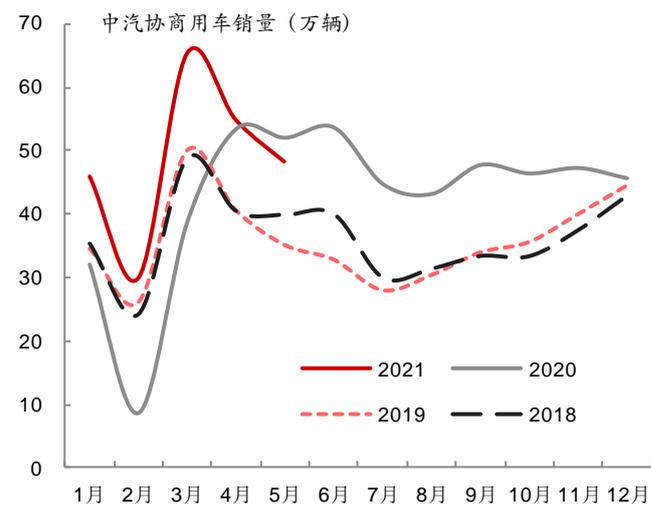
2.3、制造业: 内外需延续分化, 内需前高后低

二季度以来, 国内制造业开始出现转弱的迹象, 各主要终端行业制成品均开始出现产销量的下滑。乘用车销量 5 月份开始出现负增长, 如果看 1-5 月平均的水平, 与 2019 年同期基本相当。也就是说, 乘用车需求并没有出现内生性的增长, 目前基本上看是回归到疫情前水平。家电方面需求表现相对分化, 冰箱和洗衣机销量增速虽然下滑, 但依然维持正增长, 而空调销量从 4 月份开始同比 2019 年已经转负。

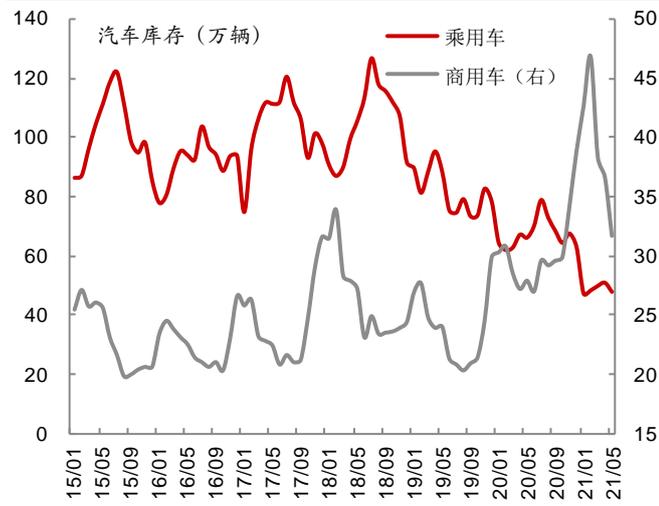
虽然上半年乘用车和家电等消费型制造业最先出现需求增长乏力的迹象,但我们认为目前制造业风险较大反而是偏工业用途的商用车和机械需求。一方面,上半年乘用车需求一定程度上受到芯片供应的影响;另一方面,从库存结构上看,目前汽车经销商库存还处于偏低水平,且乘用车库存处于2015年以来的低位,2020年下半年需求释放的阶段也没有明显的库存累积。而反观商用车方面,5月份卡车销量的回落快于客车,同时2020年四季度商用车出现了明显的累库,上半年还在去库过程中,库存绝对水平也并不低。此外,上半年新开工负增长带来的建筑施工需求回落的风险也压制了卡车、机械类需求。

图表 27: 1-5 月乘用车销量与 2019 年基本相当


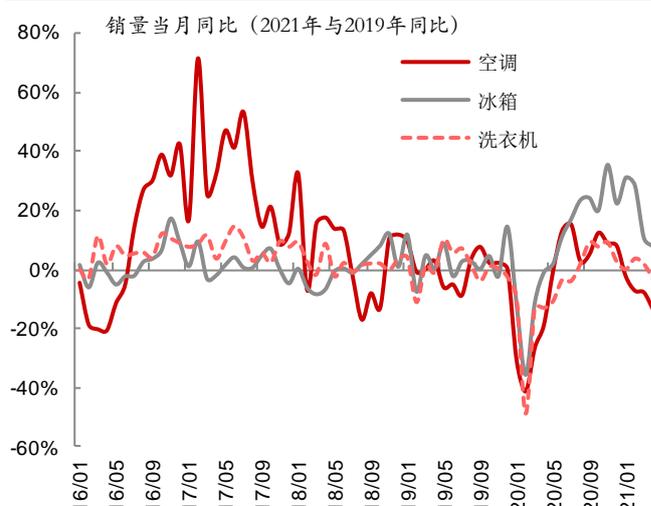
资料来源: 中汽协 (数据截至 2021/5)

图表 28: 商用车销量自 5 月以来明显下滑


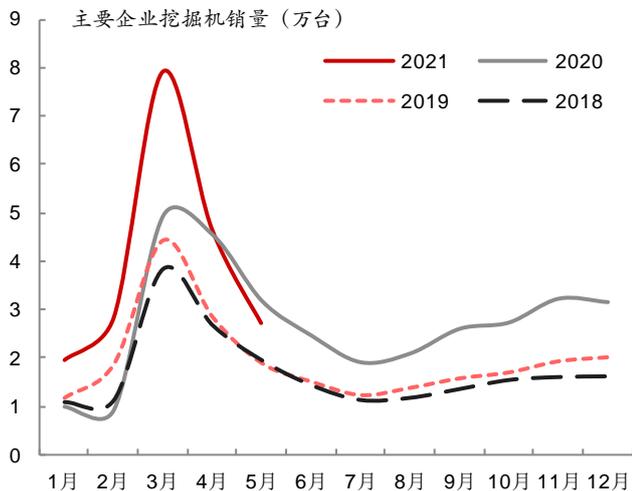
资料来源: 中汽协 (数据截至 2021/5)

图表 29: 去年四季度商用车库存明显上升


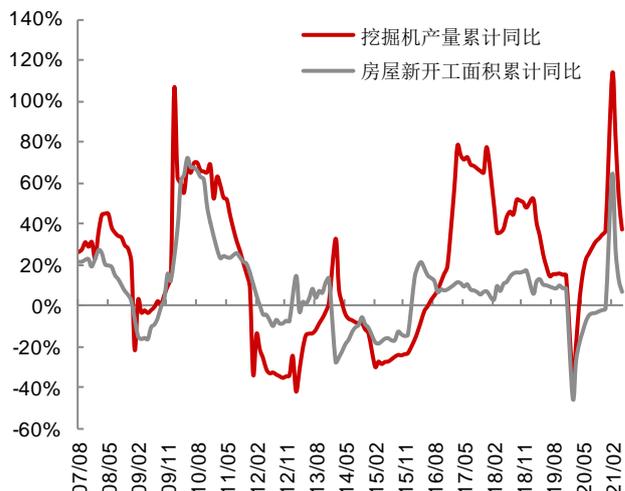
资料来源: Wind (数据截至 2021/5)

图表 30: 上半年家电销量的增速明显回落


资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/4)

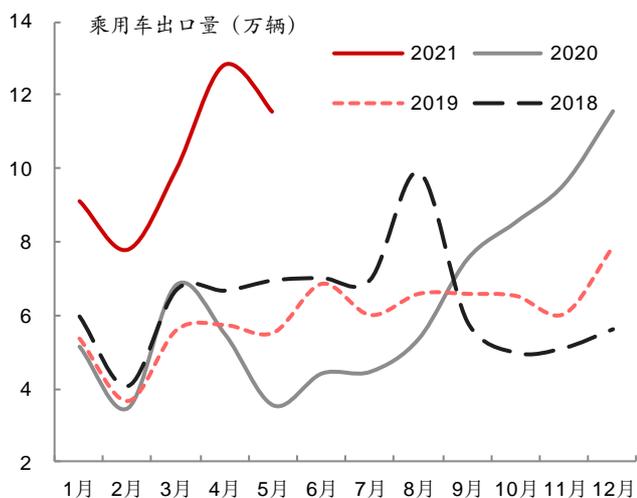
图表 31: 4 月以来挖机销量回落速度较快


资料来源: Wind (数据截至 2021/5)

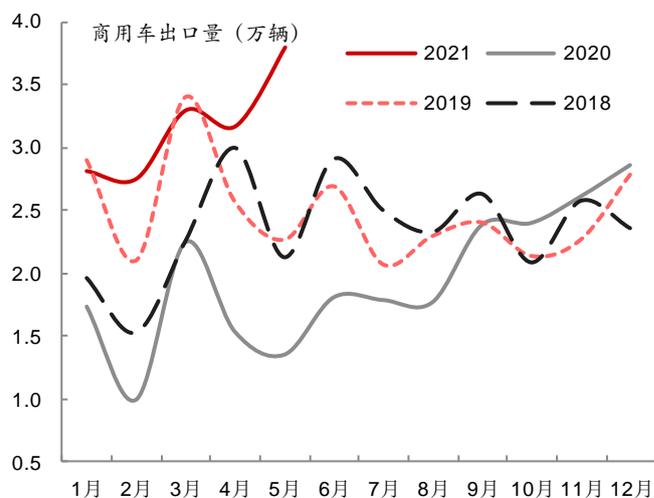
图表 32: 挖掘机产量 VS 房屋新开工面积


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

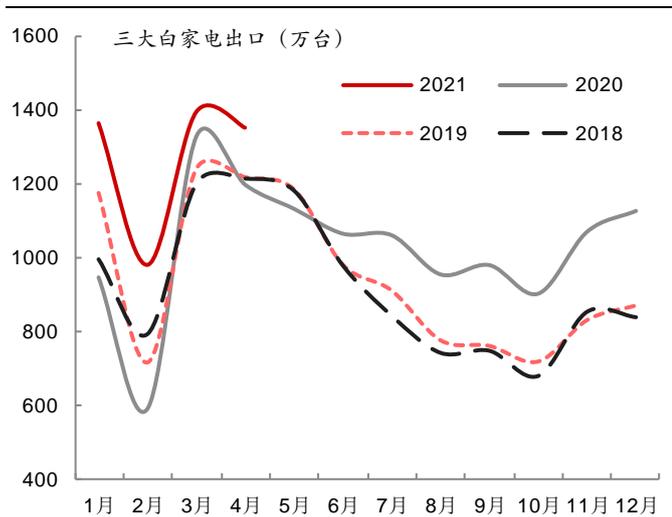
因此,下半年乘用车、家电等消费型制造业受到高基数的影响,较 2020 年大概率会出现负增长,但预计整体水平也不会明显低于 2019 年。但值得关注的是机械、重卡等工业型制造业。2020 年以来的高需求增速可能带来后续需求的透支,加之上半年地产新开工的负增长对于后续机械产销情况会形成压制,这在上半年尚未体现出明显的影响,而下半年可能存在需求明显边际转弱的问题。

图表 33: 乘用车出口量维持在很高水平


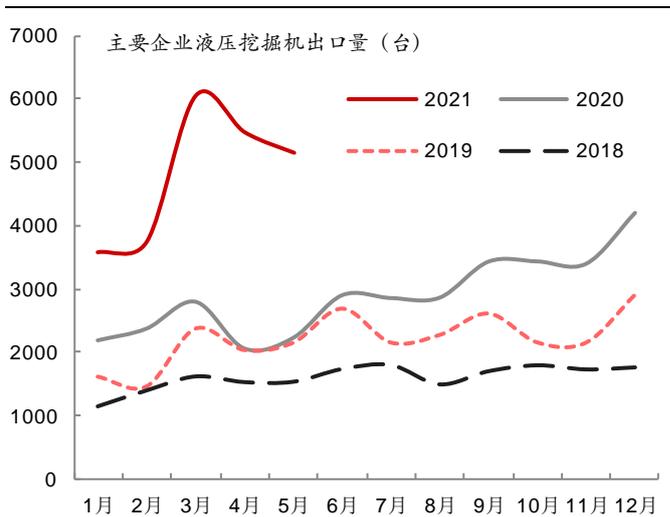
资料来源: 中汽协 (数据截至 2021/5)

图表 34: 商用车出口量逐步回升


资料来源: 中汽协 (数据截至 2021/5)

图表 35: 家电出口尚未出现转弱的迹象


资料来源: 产业在线, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/4)

图表 36: 挖掘机出口同比还处于高位


资料来源: Wind (数据截至 2021/5)

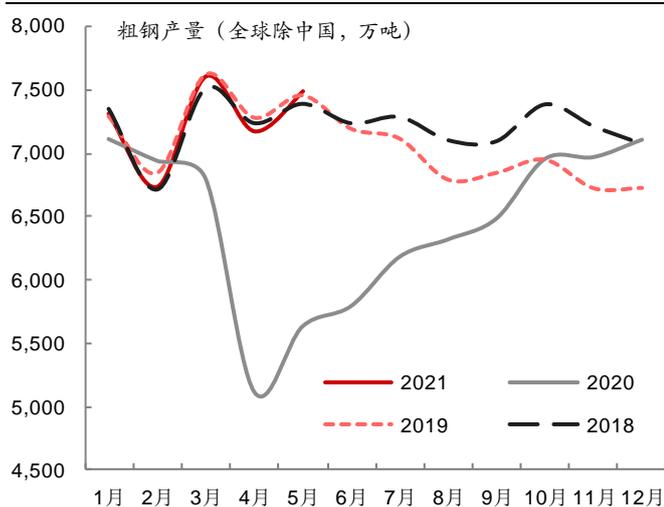
在制造业内需边际走弱的同时, 外需目前来看依然维持着比较强劲的水平。终端制造业产品包括汽车、家电和机械出口依然维持高增速。不过值得注意的是, 外需的边际增量也已经比较有限。尤其是若随着海外疫苗接种率提高后, 供应链逐渐恢复, 如果没有需求的内生性增长, 外需也有回流的可能性。

2.4、外需: 结构性缺口仍存, 政策风险压制出口

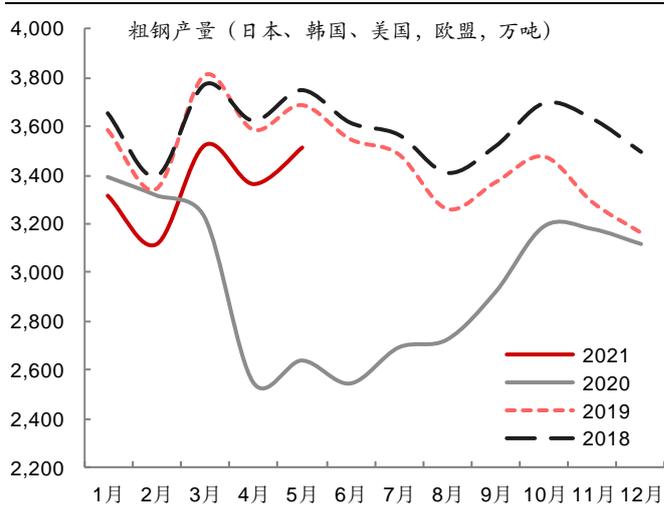
2021 年以来, 海外供应逐渐恢复填补疫情造成的缺口。截至 5 月, 全球除中国外粗钢产量已经恢复到 2019 年同期的水平, 不过依然存在结构性矛盾。核心在于包括日韩、美国、欧盟等发达经济体和终端制造业国家的粗钢产量并未恢复到疫情前水平。从当前的钢厂利润和钢价水平来看, 主要也是由于疫情期间有钢铁产能的永久性退出。实际上来看, 目前市场的主要矛盾也在于发达经济体供应恢复偏慢的矛盾。从区域价差结构上看, 美国进口钢材 CFR 与其他地区以及欧盟进口钢材与亚洲等出口地区的价差也仍在扩大。使得其他区域虽然供应多数已经超过疫情前水平, 但价格仍受到外部买盘的拉动。

根据我们后续会发布的海外专题 (二), 在美国钢铁需求没有进一步内生性增长 (主要是汽车需求没有明显恢复) 的前提下, 新产能的逐渐投放预计将会使得美国国内供应在 2021Q4 基本恢复到疫情前的水平。也就是说, 短期内海外尤其是欧美地区的进口需求对于海外钢价和买盘依然会形成支撑。

但从中国外需本身而言, 主要的买盘还是来自于东南亚地区。自四月份热轧类品种取消出口退税后, 出口至东南亚国家的出口利润依然存在, 且随着 5 月以来国内钢价的大跌后, 出口利润目前还处于比较高的水平, 但实际出口接单和发运量有比较明显的下降。在国内价格不再对标出口成本后, 外需也没有起到很好的分流国内供应的作用。

图表 37: 5月全球除中国粗钢产量恢复到2019年水平


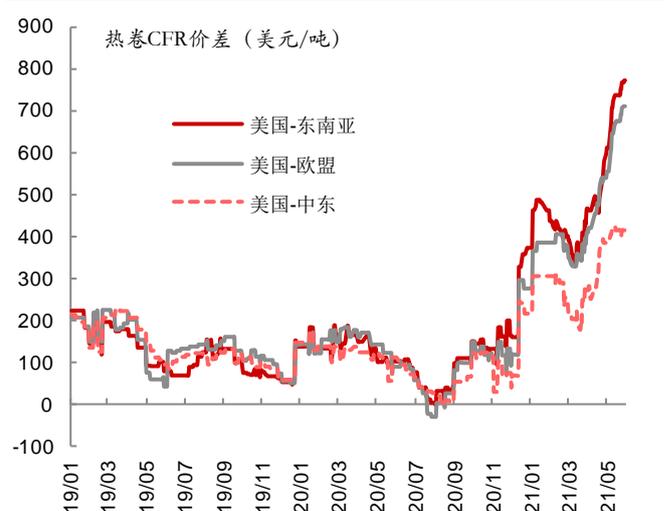
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 38: 发达经济体粗钢产量尚未恢复


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

图表 39: 热卷出口依然具备利润


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/6/23)

图表 40: 美国与其他区域热卷 CFR 价差仍在上升


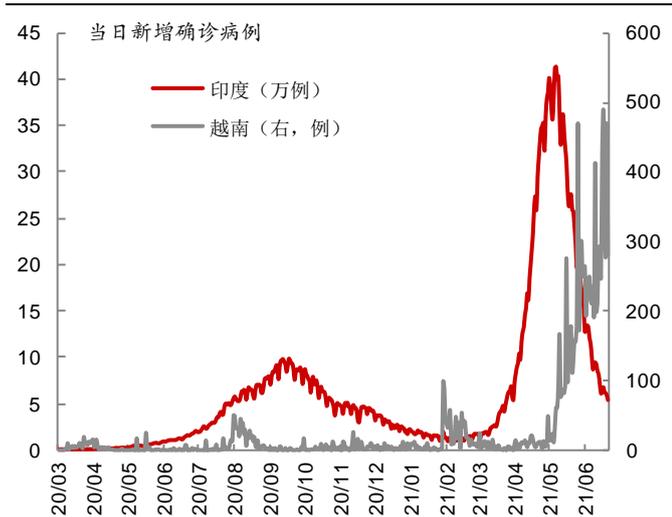
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/6/23)

海外买盘的疲弱主要出于两方面原因，一是对政策风险的担忧。5月取消出口退税的热卷和彩涂的出口量均有明显回落，镀层板出口同比还处于高位，而在国内有意控制钢价的情况下，市场一直存在着加征出口关税的预期。如果按照此前国内市场8-10%的关税预期来看，热卷出口利润又将消失，且成本分摊方式也有一定的不确定性。二是东南亚疫情再度爆发后，加工型制造业的生产也受到冲击。而本轮除了印度变异病毒造成其本国疫情再度大爆发外，周边多数东南亚国家都未能幸免。包括中国出口钢材规模较大的越南、印尼、泰国、菲律宾都出现了疫情的爆发。目前来看，虽然越南每日新增病例数并不算多，但是2020年以来最为严重的一次爆发，目前也没有看到拐点的出现。在疫

情得到明显控制之前，下游需求也难以得到提振。

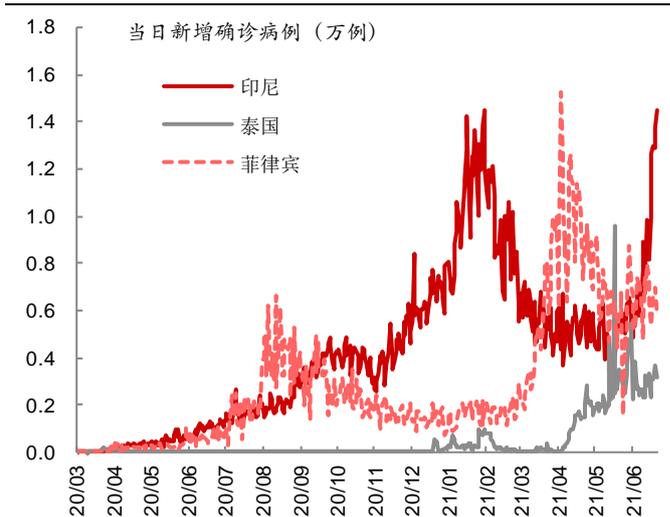
总体来看，钢铁直接出口的转好需要看到东南亚疫情受到控制，新增病例出现拐点，带来买盘的增加。但若印度疫情好转，国内钢厂复产，则可能在东南亚市场与中国再度形成竞争关系。加上国内政策风险依然比较高，预计下半年钢材直接出口的环境会明显不及今年一季度的情况。在政策没有变化的情况下，预计冷轧、镀锌品种的出口会维持比较好的水平，但热卷的出口则比较难出现好转。

图表 41: 越南新增确诊病例仍在上升



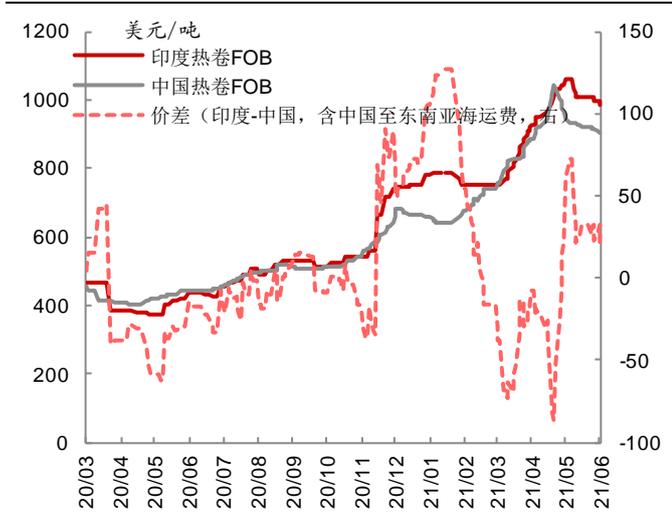
资料来源: Wind (数据截至 2021/6/21)

图表 42: 东南亚主要国家新增病例仍处高位



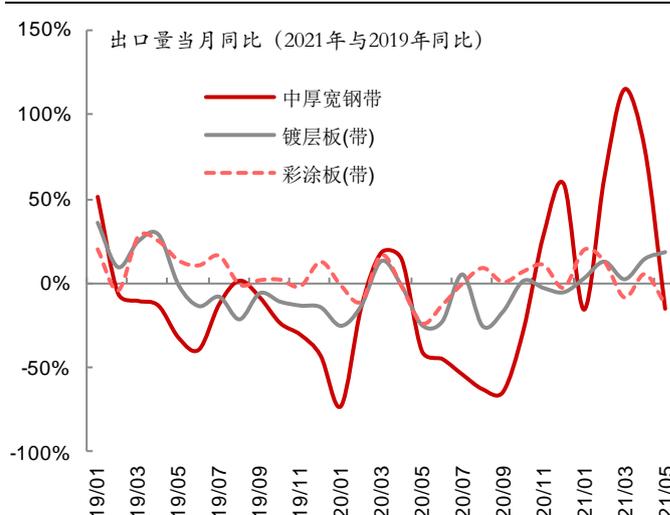
资料来源: : Wind (数据截至 2021/6/21)

图表 43: 中国与印度热卷出口价差



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/6/21)

图表 44: 5月取消退税品种的出口量明显下滑



资料来源: : Wind, 东证衍生品研究院 (数据截至 2021/5)

3、供应：减产目标及保障措施有待明确

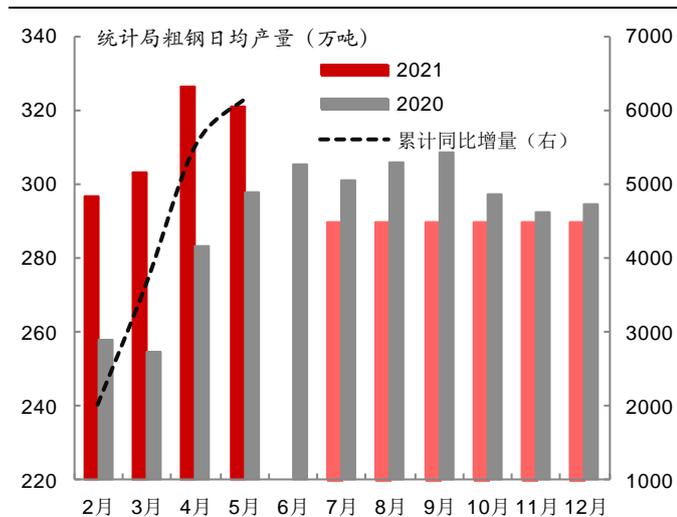
3.1、减产目标及措施尚不明确，对市场预期影响明显

下半年市场首先关注的核心是粗钢减产的要求如何落实。由于1-5月粗钢产量同比的增量已经达到6000万吨，我们认为在当前时点要求全年粗钢产量同比下降即便是平控都已经很不现实。相对而言，要求下半年粗钢同比减量2000万吨，还存在一定的可能性。从1-5月国家统计局口径的粗钢和生铁产量的结构看，如果下半年粗钢同比减量2000万吨，对应日均粗钢产量为290万吨，与去年同期相比下降3.7%左右，环比5月日均产量下降9.6%左右。如果将2000万吨全部降在生铁上，那么按照统计局口径，7-12月生铁日均产量约236万吨，较5月环比下降6.4%左右。

值得注意的是，一个实际可行的减产政策应当具备如何衡量产量基数、如何分配减产任务、如何有效的监督执行和具体的奖惩措施等条件。这都会影响市场对政策落地的信心。尤其是在经历了5月份的预期调整后，如果仅有减产的目标而缺乏可行的执行、监督措施，或减产目标过大，超出合理认知，市场是否还会相信并交易这一预期是值得怀疑的。

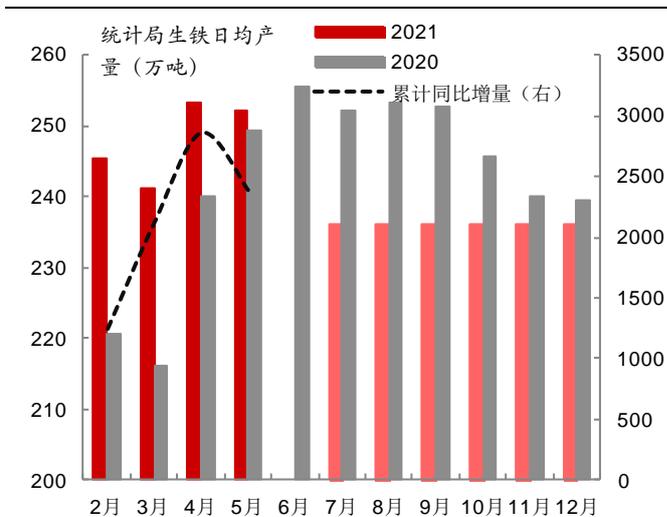
另外，统计局产量数据本身存在着当月和累计产量不完全匹配的问题。例如以累计产量倒推，5月生铁日均产量也只有236万吨，与当月产量有比较大的差异，也意味着基数调整对于产量数据的影响也比较大。由于衡量粗钢减产的依据主要也是基于统计局数据，在统计口径上可能也会存在变数。从区域上来看，市场也有传言重点管控2+26城的粗钢产量。我们大致以2+26城所在的5个省市的粗钢产量变化来进行衡量，上述5省1-4月粗钢同比增量约1500万吨，其他省份粗钢同比增量则在3900万吨左右。如果只控制2+26城，那么也有可能出现供应此消彼长的现象。类似于上半年虽然唐山环保限产，但其他地区的供应增量完全填补了唐山的供应减量。

图表 45：2021 年粗钢日均产量变化



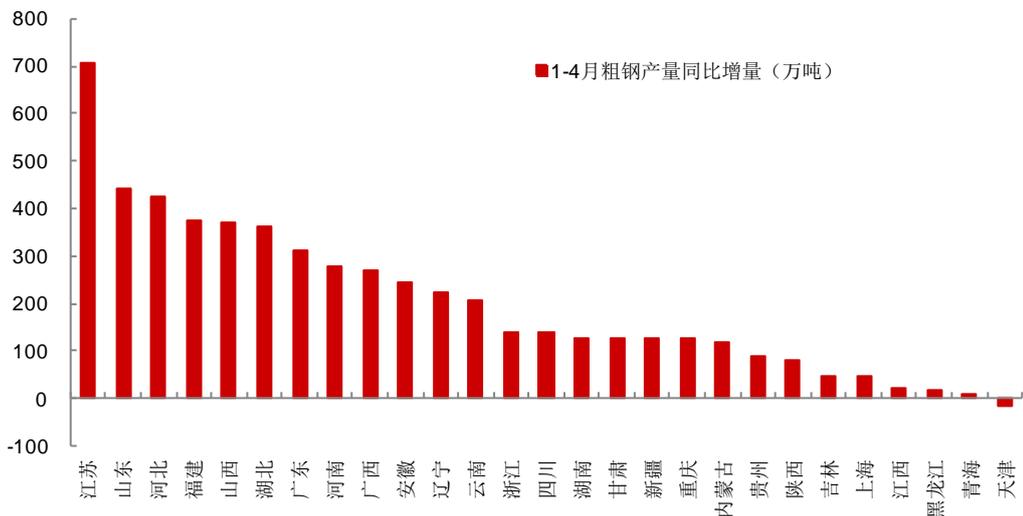
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（7-12月日均产量为按下半年同比减产2000万吨的测算值）

图表 46：2021 年生铁日均产量变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（7-12月日均产量为按下半年同比减产2000万吨的测算值）

图表 47: 1-4 月各省粗钢产量同比增幅



资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

3.2、实际减产力度决定成本为锚还是出口为锚

在 5 月政策调控加码、全年减产的预期淡化后, 市场定价锚定出口成本的逻辑被打破, 回归到传统的边际成本定价的体系中。2019 年以来, 盘面已经很少给出长短流程均有利润的情况。只有 2021 年 3-5 月, 粗钢减产的预期带动长短流程的吨钢毛利均增至千元以上, 而这也并非基于现实缺口。如果供应端的减量没有超预期, 令市场再度形成缺口预期, 下半年成材的定价也将延续以成本为锚的格局。不过如果政策依然给出去年产量同比下降的预期, 钢价预期还会再度回归出口为锚的格局。

从产业链利润分配来看, 目前成材的利润相对较低, 也体现出其基本面差于原料的特点。如果政策要求下半年产量同比下降或减产具体要求不明确, 那么以相对估值角度来看, 盘面利润并不具备明显扩张的条件, 而目前也并不太支持长短流程均没有利润, 华东长流程和电炉成本之间是一个相对合理的估值区间。基于我们对于原料端的观点, 矿价突破前高难度已经比较大, 三季度焦化产能也有释放的空间。以原料前高测算长流程成本约在 5650 元/吨附近的水平, 如果在此水平要给出成材利润, 则需要给到全年产量同比下降的预期。另一方面, 由于全年海漂矿仍处缺口格局, 年内矿价向下突破最高边际成本即 150 美金的可能性也并不高。而如果政策导向以铁水减产为主, 而对电炉生产的限制更小, 废钢需求也有结构性拉动。同时, 焦煤供应缓和的时点还有不确定性, 焦炭和废钢的成本下沿预计会高于年内低点的水平。对应钢价下方在 4600 元/吨附近, 继续下行则要打入原料成本进一步坍塌。我们认为, 如果政策要求只是下半年产量同比下降, 那么钢材期价整体波动区间约为 4600-5600 元/吨。

但如果政策依然明确的坚持全年产量同比下降, 市场给出了下半年至少减产 6000 万吨以上的预期, 则上半年的逻辑还会重复, 即需要大量出口回流甚至增加进口来满足国内需求, 价格锚定出口成本附近。

图表 48: 长流程 VS 短流程成本变化


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 49: 目前长短流程成本还很难全部打破


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、2021 年下半年钢材市场展望

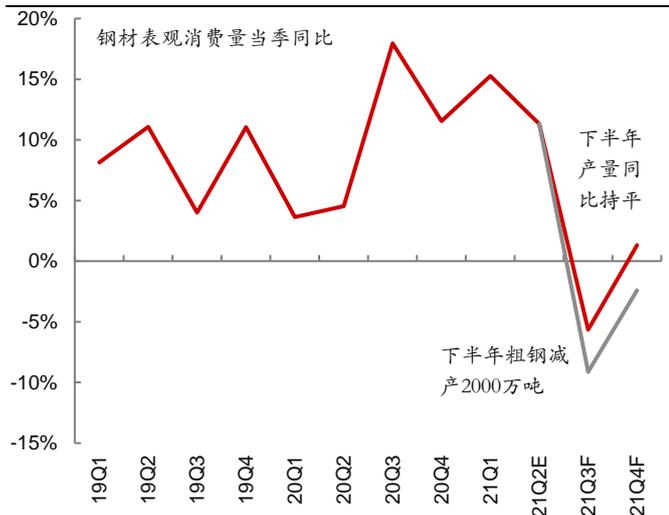
在当前展望下半年钢材市场, 供需两方都有不少不确定因素。需求方面主要在于下半年政策是否有边际放松的空间, 供应方面则在于粗钢减产的目标尚不明显。但跳出上述不确定因素, 不管是从宏观还是行业基本面来看, 市场最好的时段可能已经过去了。国内政策的拐点已经到来, 不确定的只是节奏。在出现明显的下行压力之前, 政策都不会根本性的转向。而基本面层面, 上半年国内自身的矛盾就比较有限, 二季度开始逐渐看到了需求的拐点。海外的缺口虽然尚未完全填补, 但预计伴随着美国下半年新产能的投放, 缺口也会在 Q4 逐渐填补。另外值得关注的是, 不管是中国还是海外, 目前也并未明确看到疫情后宽松政策带来的内生性增长。整体而言, 钢材市场在逐渐筑顶的过程中。

图表 50: 2021 年下半年钢材供需预测

	需求比重	2021H1 同比 E	2021H2 同比 F	全年同比 F
建筑	60%	6%	-5%	0%
机械	17%	30%	10%	13%
汽车	7%	23%	-10%	4%
家电	2%	24%	-10%	5%
其他	14%	20%	-10%	4%
合计	100%	13.61%	-3.60%	3.13%
隐含表观消费量				
H2 产量同比持平		13.15%	-2.29%	4.82%
H2 产量减 2000 万吨			-5.90%	2.97%

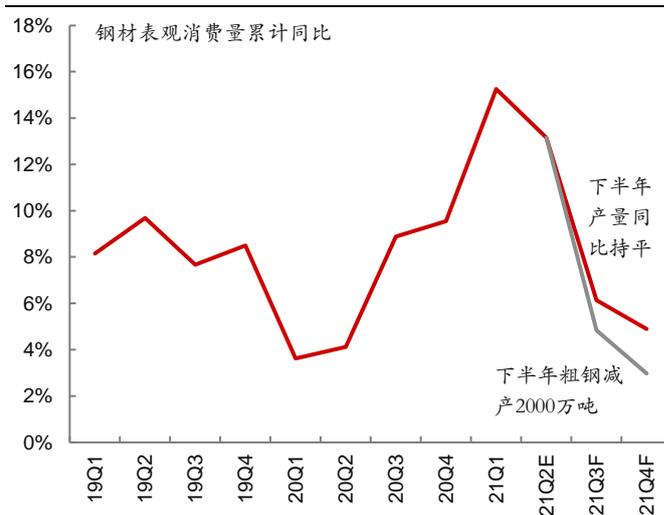
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 51: 下半年粗钢减产及同比持平下表需当季变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 52: 下半年粗钢减产及同比持平下表需累计变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

但从下半年价格走向上看,我们认为更多是在震荡筑顶阶段。如果供应政策上依然坚持全年产量同比下降,也不排除在预期的带动下市场再度冲高。基于我们对需求的判断,下半年大多数行业都会由于需求增量不足和去年同期的高基数出现负增长。主要钢铁下游中,唯有机械行业由于机床等需求增速仍在上升,还能够维持正增速。预计下半年需求的同比降幅接近4%,全年钢铁需求仍维持3%左右的增长。

但另外一方面,由于去年下半年出现大量的钢坯进口,钢材出口相对有限,含钢坯在内整体处于净进口状态。即便我们认为下半年钢材净出口较5月继续回落至月均200万吨的水平,净出口对平衡表的影响与去年的方向截然相反。因此,在考虑了钢材(含钢坯)净出口后,如果下半年粗钢产量减量2000万吨,则隐含下半年表观消费量同比下降近6%,国内库存仍将同比下降。而如果下半年粗钢产量同比持平,表观消费量的降幅则不及实际需求。因此,如果供应没有有效的控制,钢材将逐渐体现出过剩的格局,需要继续挤压钢厂利润至市场化减产。但如果减产能够有效落实,那么钢材下半年过剩的风险还不明显,市场需要去测试原料端是否具备支撑,原料成为下半年的核心矛盾,而盘面利润则将有所扩张。

节奏上,供应端关注粗钢减产政策;需求方面关注7-8月专项债及土地供应情况,若专项债和土地供应有明显回升,对需求将有脉冲式拉动,可靠近成本端做多钢价;否则,下半年整体需求会趋悲观,若减产力度没有超预期,则沿区间上沿偏空操作。

5、风险提示

钢价大幅上行风险在于国内和海外需求超预期,下半年财政和地产政策明显放松,粗钢减产超预期;大幅下行风险在于国内政策趋紧,需求大幅回落,成本坍塌。

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