

# 热卷：淡季不淡 重心向下

期货研究中心 叶雨歌

从业资格号：F3060169 投资咨询号：Z0016383

## 摘要

2022 年上半年，全球政治、经济格局动荡。原材料受俄乌战争与疫情影响供应紧张，价格强势，海外钢材价格大幅度拉涨。与此同时，国内钢厂亏损扩大却迟迟不愿大规模检修，后疫情时代的防疫情况不断变化，都在供应与需求端对热卷带来影响，使得“现实弱，预期强”与“负反馈”的逻辑穿插出现。随着疫情逐渐好转，热卷下游需求环比恢复，供应端粗钢压减预期加强，下半年价格迎来诸多变化。

## 一、热卷上半年价格回顾

2022 一季度虽然热卷基本面较差，库存去化艰难，但由于原料支撑较强，海外需求强劲，宏观政策预期较好，因此热卷价格震荡向上为主，以上海 4.75mm 规格的热卷现货价格为例，价格从年初的 4930 元/吨涨至最高 5300 元/吨，涨幅为 370 元/吨，与 2021 年同期比，上涨幅度较为平缓，与之前年份价格同比，价格重心较高。

二季度由于防疫政策超预期，叠加粗钢压减政策重提、海外价格走弱，热卷价格呈现震荡下行趋势。由于铁水还维持在 235 以上，原材料实际供需仍较好，因此当市场悲观情绪释放，成本支撑的力量带来价格的回弹与估值的修复。

图 1 上半年热卷价格



数据来源：wind、永安期货

回顾热卷上半年的价格变化，我们可以看到热卷的价格主轴由原材料价格决定：当原材料价格较强势，成本支撑较强时，热卷的价格维持在一个较高均值水平；当市场预期 2022 年铁水在 243 见顶，叠加粗钢压减政策，原材料基本面预期走弱，热卷的价格也随之转势，成本中枢随原料价格下跌震荡向下。

图 2 热卷均价

时间	现货（上海）均价	最高	最低	环比	同比	均价（去年）	最高	最低
1月	4932	4960	4860		8.4%	4549	4700	4470
2月	4987	5130	4860	1.1%	7.0%	4662	4900	4430
3月	5130	5300	4960	2.9%	2.3%	5016	5330	4840
4月	5126	5280	4960	-0.1%	-7.9%	5568	5800	5380
5月	4821	5030	4720	-6.0%	-18.4%	5910	6750	5150
6月	4617	4880	4270	-4.2%	-15.9%	5488	5650	5320

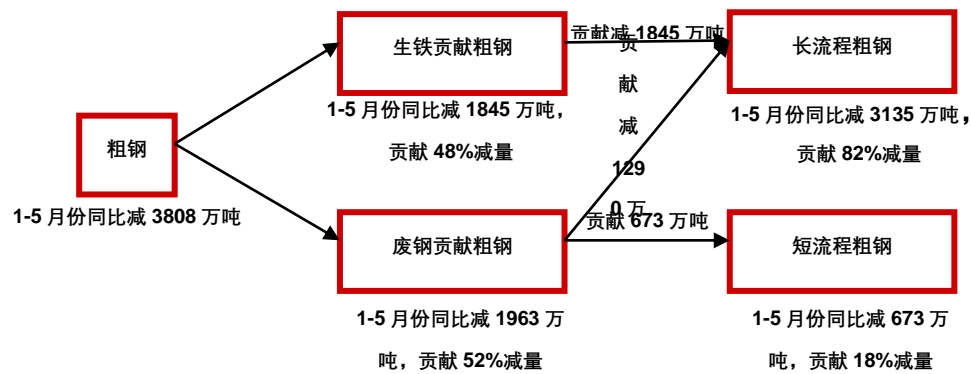
数据来源：wind、永安期货

## 二、低利润下的减产困境

从目前公布的 7 月轧线检修影响来看，7 月产量在 315 万吨/周附近，同比往年在偏低位置。上半年钢材产量的减量主要来自短流程废钢的减量，高炉端本身减产就有限，热卷生产集中在国企，抗压能力较强，因此减产动力缺乏。以近期的唐山调研为例，虽然唐山制卷钢厂整体利润水平较低，只有部分钢厂有盈利，但由于近

期原材料下跌，亏损较前期已有明显好转，部分钢厂甚至能够盈利，因此钢厂自主减产意愿较低。政府亦出于保经济，保民生的考虑，不支持钢厂减产。因此唐山地区除非有新的较大压力的行政减产，否则近期产量难以由于减产有大幅度的减少。

图 3 粗钢压减测算



数据来源：wind、永安期货

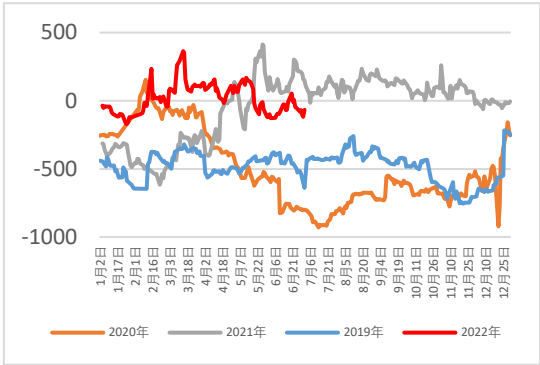
由于粗钢压减预期，若全年压减 5%，下半年月均铁水在 200-215 之间，下半年的热卷产量将进一步下降。笔者认为四季度压减概率要大于三季度，三季度热卷的产量将随钢厂利润波动，每当利润有所好转，都将加强部分钢厂复产意愿。

### 三、海外转弱，内需转好

今年上半年，海外因素依旧是热卷最值得关注的重点。20 年底，海外价格突然大涨，即使国内钢材基本面较差，依旧拉动价格暴涨。今年海外加息走衰退逻辑，海外钢材价格大跌，带动国内价格下行，使得行情如 20 年行情的镜像过程。目前由于海外价格不断下降，国内热卷价格与海外价差受到压缩，目前几乎没有出口利润，这使得原先占需求近 20% 的出口量将会回到国内市场，在供应端造成压力。

近期调研中，部分以基料为主的钢厂反馈几无海外订单，已有订单出现毁单。

图 4 热卷出口利润

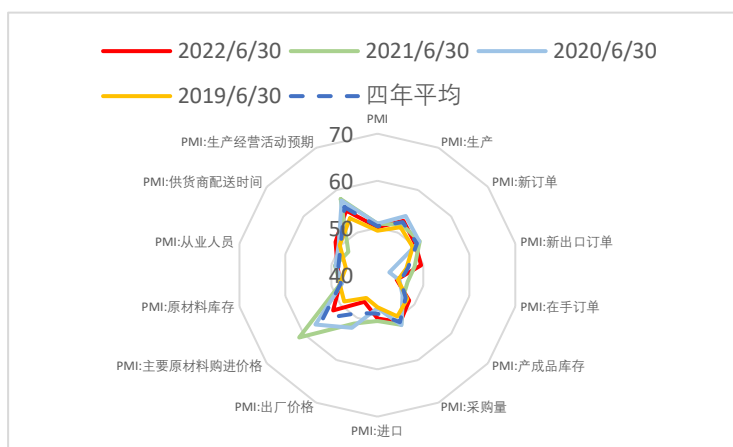


数据来源：钢联、永安期货

与环比走弱的海外需求相比，国内需求环比转好。随着复工复产持续推进，企业前期受抑制的产需加快释放，7月的终端市场呈现淡季不淡的情形。

6月PMI为54.1%，继5月环比改善的基础上，大幅回升5.7%。工业生产、新订单、采购量、供应配送时间、服务业活动全面改善，均恢复至扩张区间，建筑业景气度持续扩展，就业环比生产指数和新订单指数分别为52.8%和50.4%，环比增加3.1%和2.2%，物流保通保畅等政策措施显效发力，供应商配送时间指数为51.3%，环比增加7.2%。

图 5 6月 PMI



数据来源：wind、永安期货

汽车行业的回暖较为明显，据中汽协已有数据推算，2022年6月，汽车行业销量预计完成244.7万辆，环比增长34.4%，同比增长20.9%；2022年1-6月，销量预计完成1200.2万辆，同比下降7.1%，降幅收窄。再叠加政策上的刺激，例如购置税减半、汽车补贴政策等，预计汽车产销7月份将继续转好。但制造业其他分项表现依旧较差，制造业整体改善幅度有限。

基建在需求端被寄予厚望，预期今年将有7%左右的增幅。近期宏观层面放水比较积极，基建相关的型钢、管材、彩涂表现尚可，挖掘机开工率明显回升。今年的专项债在6月达到高点，需要在8月前行成实物工作量，但由于基建项目一旦开工，设计勘察费等项目前期费用就计入投资，此时尚未对建材形成需求，因此从数据下导到实际需求仍需要一段时间。

热卷内需在近几月复苏是确定的，可以对冲一部分淡季的季节性下滑，但整体幅度有限。对于海外需求，保持周期性走弱的判断。

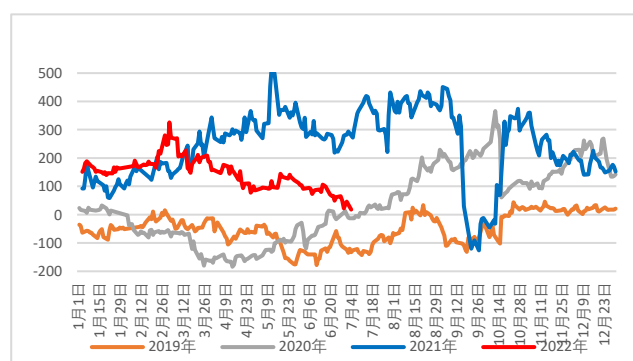
#### 四、总结

7月热卷下游需求环比将继续改善，但根据目前调研情况，力度不及6月。产量方面受淡季常规检修影响，继续小幅回落。市场

预期 7 月中下旬将有较大规模的限产，但就近期笔者调研情况来看，三季度大规模减产的概率低于四季度，近期由于利润修复，可能还会有小规模复产。库存在平库的边际附近，由于需求很难有进一步爆发，矛盾集中在供应端。原材料下半年供需不如上半年紧张，钢材成本中枢下移，热卷价格震荡向下运行，若出现较大规模减产，库存将开始淡季去库，热卷价格或将企稳回升，但高度有限，单边策略需要注意上下沿的管理。

从板材与建材的板块分化可以看到，板材目前供应端压力明显大于建材，后期减产会影响卷板更多一些，虽然卷螺差已经到负值（按照理计折算已经相当于之前的-100），除非差值逼得部分钢厂卷螺转产，否则在减产未兑现之前，卷螺差未有驱动。

图 6 卷螺差



数据来源：wind、永安期货

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”。