



徽商期货
HUI SHANG FUTURES



徽商期货金钥匙
HUI SHANG FUTURES GOLDEN KEY

RESEARCH REPORT

徽商期货

螺纹：沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春

徽商期货

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

工业品部：刘朦朦

从业资格号：F3037689

投资咨询号：Z0014558

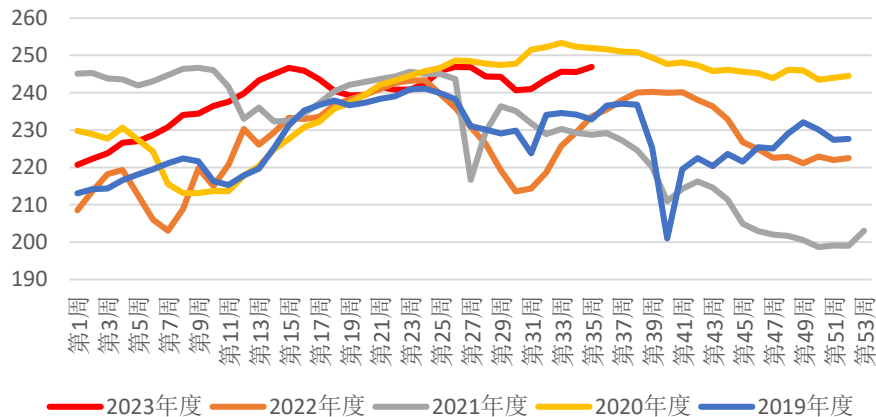
制作日期：2023年09月07日

【免责声明】

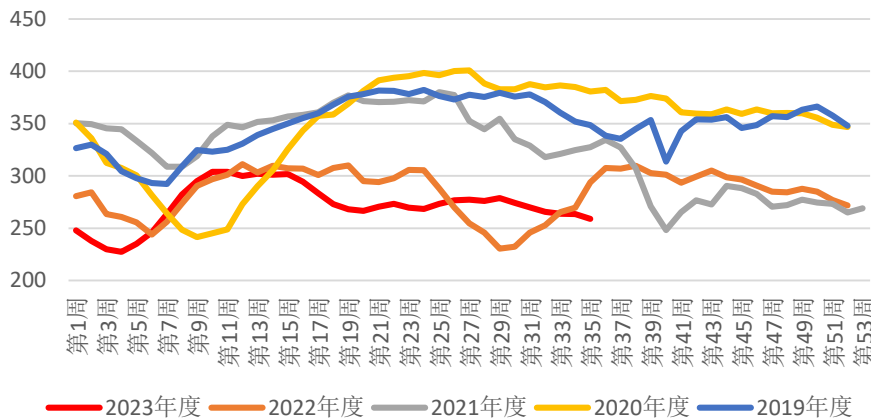
【免责声明】本课件所载信息我们认为是由可靠来源（截图、表格等相关资料整理自郑商所官网）取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。

1 PART 供给

247家钢铁厂铁水日均产量

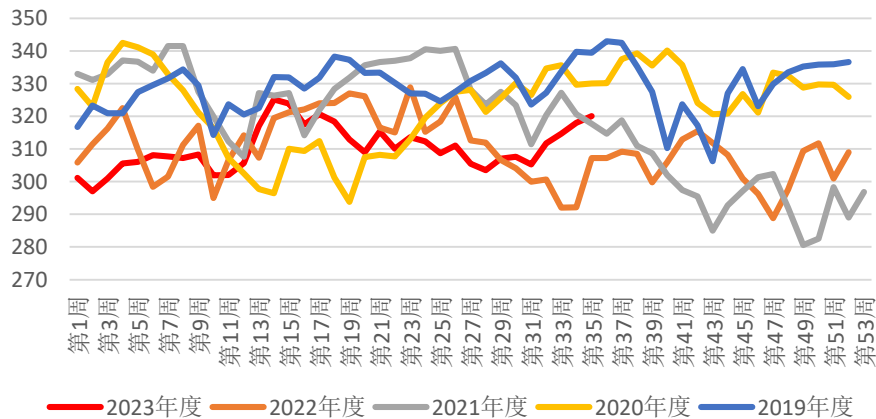


螺纹产量

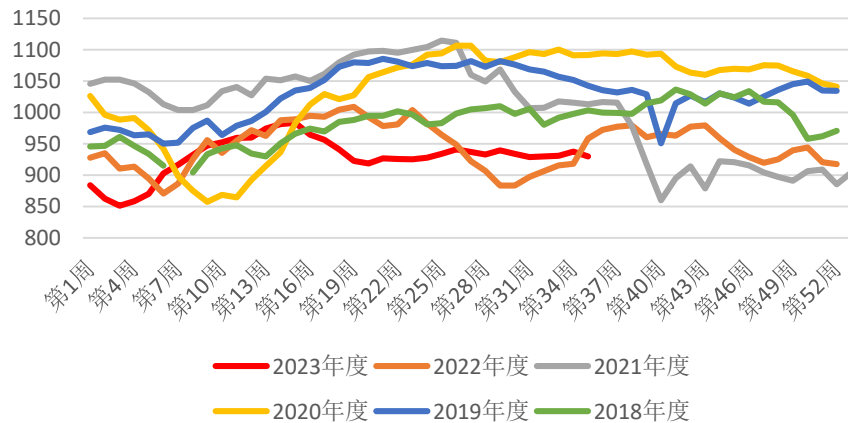


- 铁水产量的变化：7月底唐山限产加严铁水产量自246降至240万吨，8月开始又恢复，最高至246万吨。
- 在未强制执行限产之前预计铁水均将维持高位。
- 但是低利润+粗钢平控下，五大材产量预计有所回落。

热卷产量



五大材产量



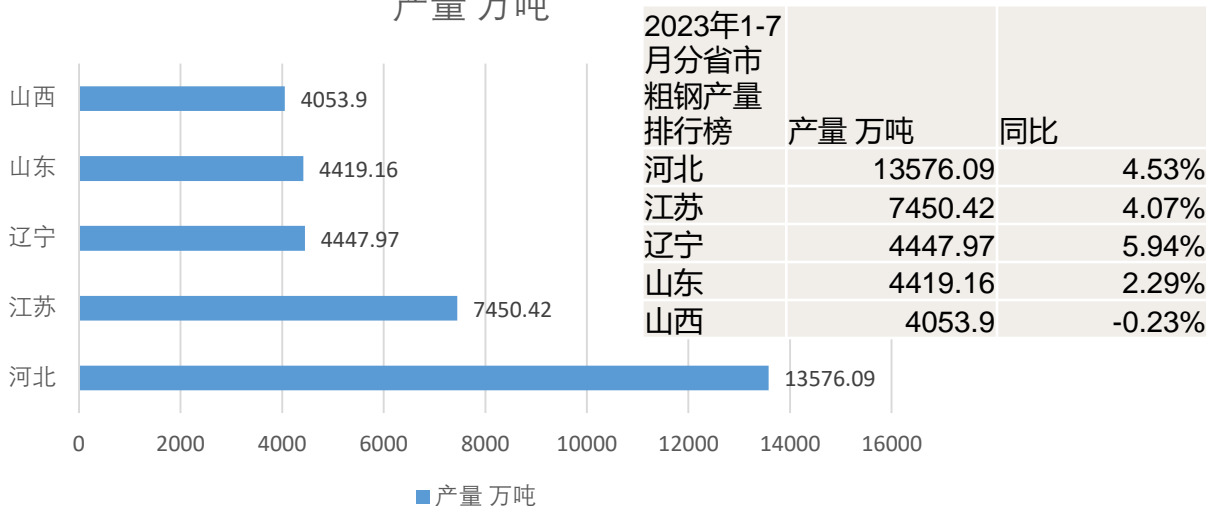
- 螺纹与热卷产量的差异。
- 基于利润的差异，螺纹产量下降，热卷产量回升。

1 PART 粗钢平控

粗钢产量累计同比



产量 万吨



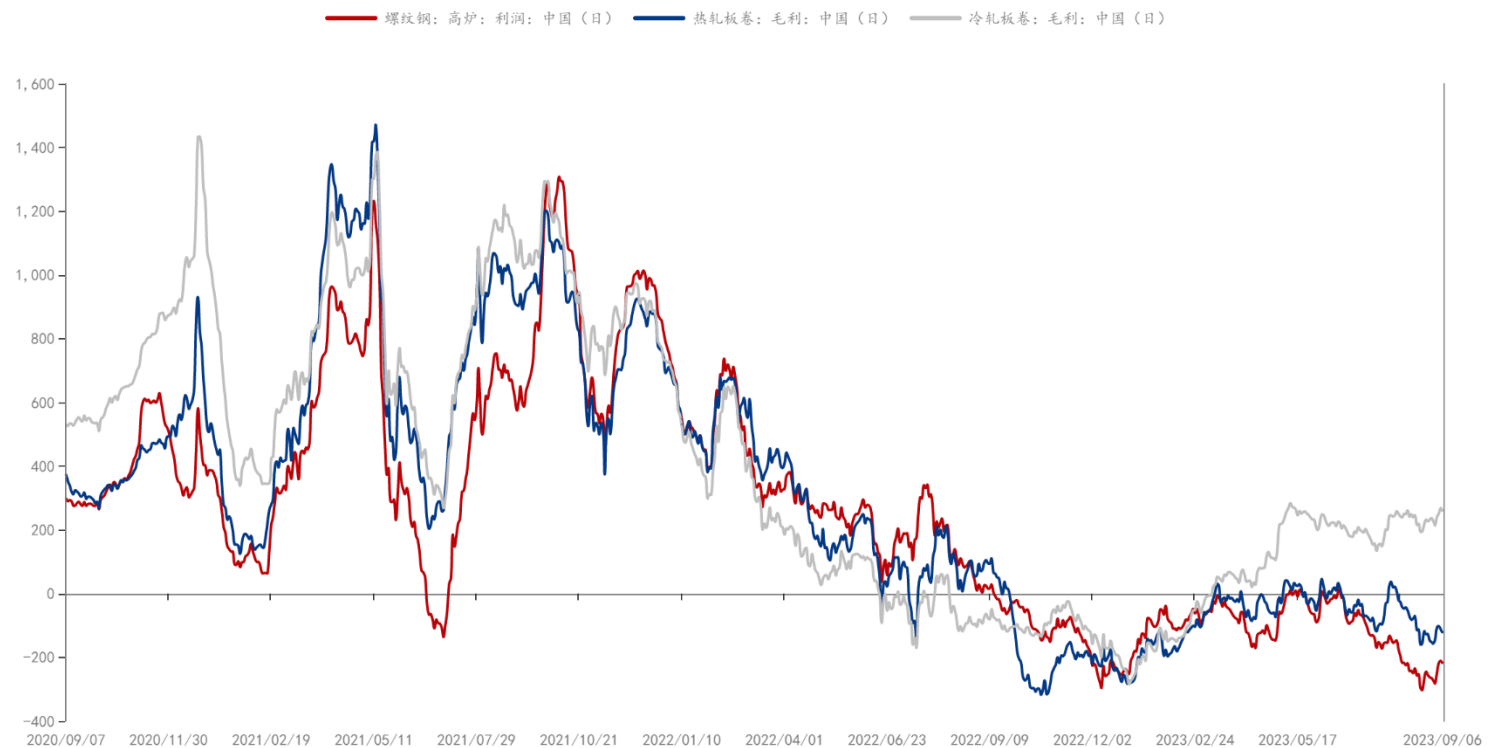
2023年1-7月分省市粗钢产量排行榜

	产量 万吨	同比
河北	13576.09	4.53%
江苏	7450.42	4.07%
辽宁	4447.97	5.94%
山东	4419.16	2.29%
山西	4053.9	-0.23%

粗钢	2022年粗钢产量	2023年粗钢产量	2023年1-7月份粗钢产量	增量	2023年8-12月份粗钢产量
粗钢平控	101796	101796	62651.4	1723	39145
铁水	2022年日均铁水产量	2023年日均铁水产量	2023年1-7月份日均铁水产量	增量	2023年8-12月份日均铁水产量
粗钢平控	278.89	278.89	295.53	54.54	255.85 (-40)

- 1-7月，粗钢产量62651万吨，同比增长2.5%，1723万吨。
- 上半年日产（/212天）295.52万吨。7月份日产292.9万吨。
- 2022年粗钢产量101796万吨。则8-12月产量控制在39145万吨即可。环比1-7月减少23506万吨。日产（/153天）255.85万吨。较7月日产减少37.05万吨。
- 各主产省的具体情况存在较大差异。河北压力较大，影响热卷产量减少较多。
- 9月全国粗钢平控任务不重，主要压力会集中于四季度尤其是11—12月。
- 基于电炉钢生产的低基数，粗钢平控预计以铁水产量减少的形式。
- 基于各类成品材的利润情况进行铁水的倾斜，决定其产量的增减。

1 PART 钢材毛利

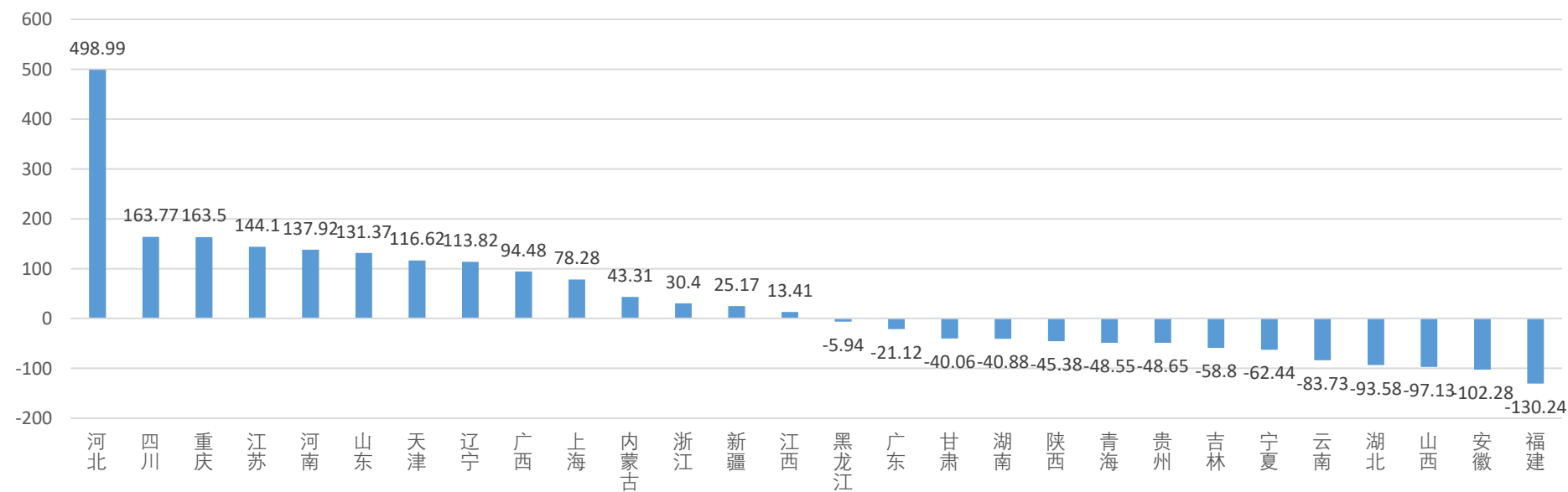


数据来源：钢联数据

1 PART 粗钢平控消息汇总

- 8月15日，多地粗钢平控要求逐步落地。其中：
 - （1）**江苏**：据市场反馈，目前江苏有建筑钢材生产企业反馈已开始主动降负荷减产，拟减幅度在上半年平均产量基础上下降**20%-30%**，具体到各企业差异可能较大。
 - （2）**河南**：据市场反馈，河南省粗钢产量平控要求**逐步落地**，部分省内建筑钢材生产企业也将有主动减产的举措，但具体到各企业差异可能较大。
 - （3）**天津**：据天津业内人士表示，天津粗钢产量平控措施**将陆续落地**，具体到企业减产任务差异化较大，主要影响品种有中厚板、带钢。
 - （4）**山东**：据市场反馈，关于山东省平控落地，有企业反馈计划**9月**将陆续实施减产，环比上半年**减少10-15%**，预计对建筑钢材影响较大，具体到各企业在时间和力度上可能存在一些差异。

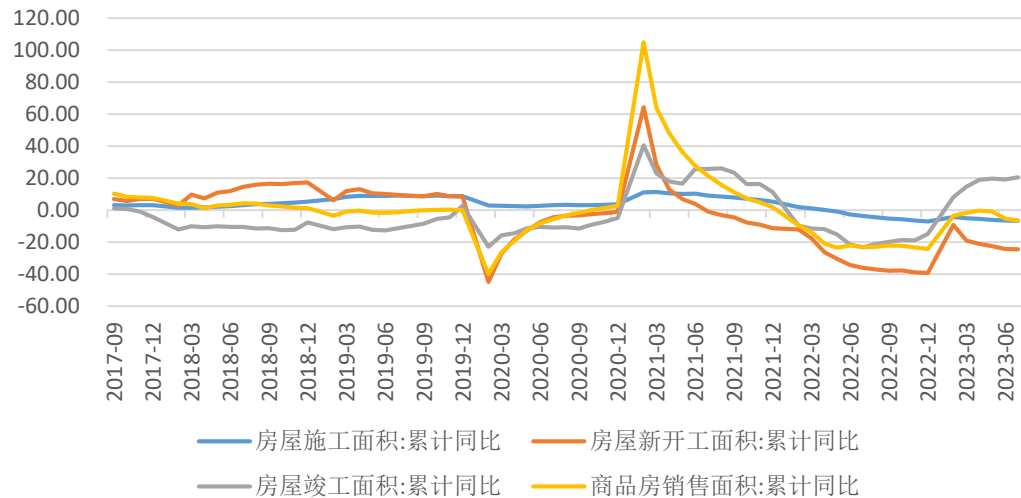
1-6月粗钢同比增量



1 PART 需求-房地产

- 各项数据恢复不佳，房地产行业销售面积、投资完成额、新开工面积、施工面积累积同比降幅进一步扩大。
- 房地产市场仍处于筑底阶段，有效恢复或许需要更多时间。1-7月份，房地产开发投资完成额同比下降8.5%，降幅较前值扩大0.6个百分点。商品房销售面积同比下降6.5%，降幅较前值扩大1.2个百分点。房屋新开工面积同比下降24.2%，降幅扩大0.2个百分点。房屋施工面积同比下降6.8%，降幅扩大0.2个百分点。房地产开发企业到位资金同比下降11.2%，降幅扩大1.4个百分点。从房地产市场运行状态来看，年初所预期的修复未能实现，反而出现了连续的走弱现象。
- 政治局会议后政策开始在8月底密集出台，央行调降LPR利率、一线城市落实认房不认贷、存量房贷利率下调和房贷利率差异化等政策陆续推出，不断释放稳经济信号，意在提振市场信心。

房地产相关数据



30大中城市:商品房成交面积:中心移动平均值



数据来源: 同花顺FinD

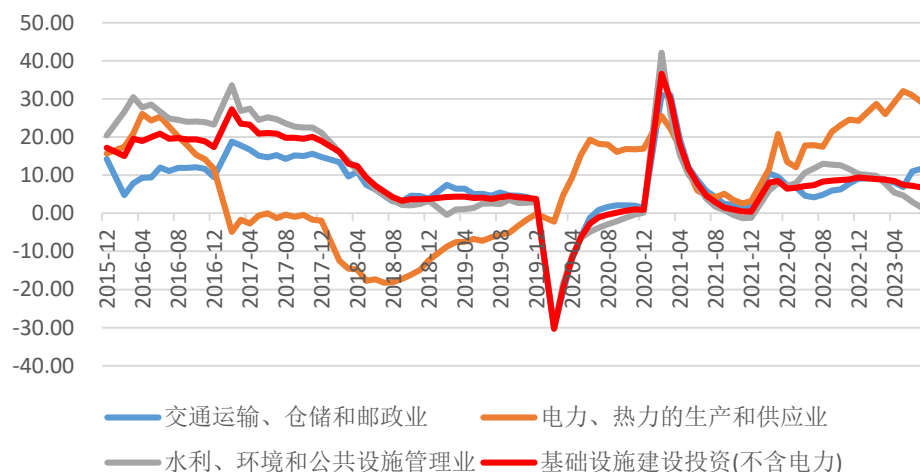
1 PART 需求-房地产

- 近期地产利好政策频繁出台，预计将带动地产销售回暖，对居民收入和消费也将有所提升。
 - **销售：**地产销售复苏，有望带动全年商品房销售额转正。
 - 2015年底和2016年初首付比例调整后，加上棚改货币化的提振，2016年地产销售额同比增长35%。
 - 2023年上半年地产销售数据表现不佳，但在本轮政策刺激下，叠加去年四季度的低基数效应，预计9月份到四季度，一二线城市二手房交易活跃度将有所回升，新房销售额有望提升。
 - **开工和投资：**传导过程有待观察。
 - 需要看到房地产企业财务状况的改善和信心的恢复。一销售还款增加，二融资情况改善。
 - 可能会带来地产投资增速的好转，但考虑到过往两年新开工偏少，对地产投资的滞后影响或仍然存在。
 - **参考中金的测算。**推算16城“认房不认贷”落地和29城市首付比下限调整的影响，未来数月，全国新建商品房销售面积增速或将抬升6.5个百分点，房地产开发投资增速的抬升幅度或超过1个百分点。
-
- **消费：**存量住房贷款利率的下调节约居民利息支出，有助于提高居民收入，带动消费。
 - 根据财联社报道：“存量首套住房商业性个人住房贷款利率调整后，平均降幅大约为 0.8 个百分点”。
 - 根据第一财经的报道，“涉及客户会超过4000万户，按照5.15%的利率粗略统计，存量贷款余额在25万亿左右”。
 - 根据上述假设，测算政策调整每年可为居民节约2000亿左右的利息支出。假设居民边际消费倾向为0.7，居民消费有望增加1400亿左右，占GDP的比重略超0.1%。

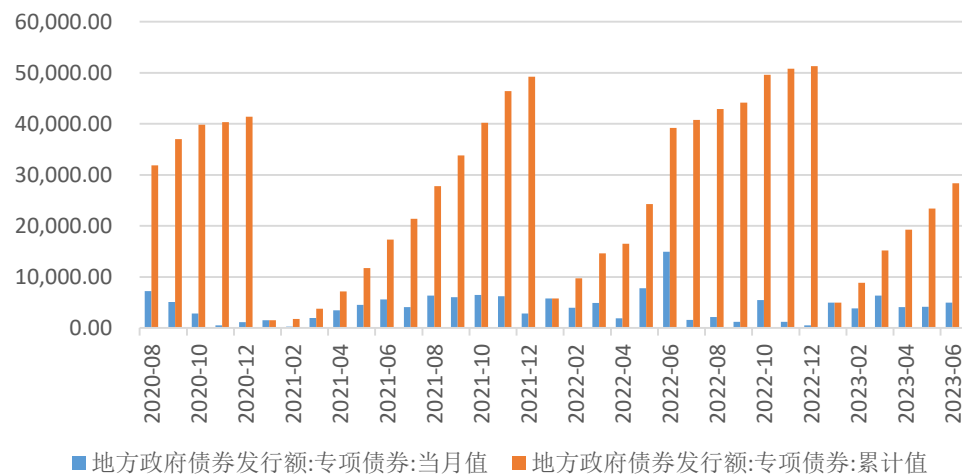
1 PART 需求-基建

- 数据统计发现，8月份以来截至8月14日，新增专项债发行46只、发行额达1995.67亿元；而7月份整月新增专项债发行114只、发行额为1962.90亿元。从发行规模来看，8月份还未过半，但新增专项债发行规模已超上月，提速较为明显。
- 地方政府在基建上面临财政预算不足的压力。2023年1-7月，全国土地出让金为17729.53亿元，同比下降26.71%。；上半年，全国政府性基金预算收入23506亿元，同比下降16%。
- 如果下半年不新增政策性金融工具，基建增速将降至较低水平。也将难以支撑全年的稳增长目标。
- 政治局会议强调，加大宏观政策调控力度。意味着下半年稳增长政策力度会进一步加大。
- 加快地方政府专项债券发行和使用。为支持基建投资保持较快增长，三季度新增地方政府专项债将全部发完；四季度视实际需要，有可能在现有7399亿元规模的基础上，进一步增加政策性开发性金融工具的额度，稳定基建投资资金来源。

基建投资增速

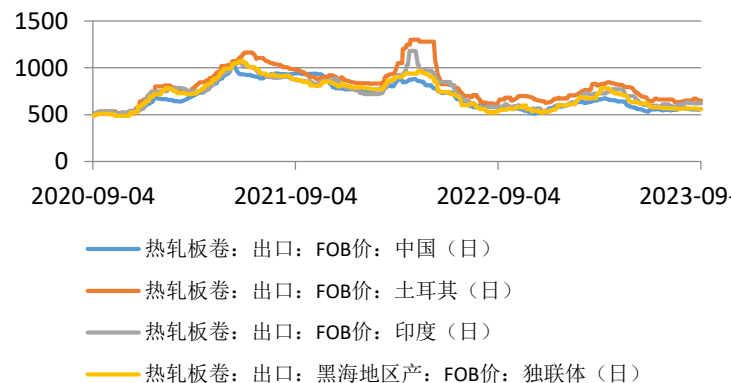
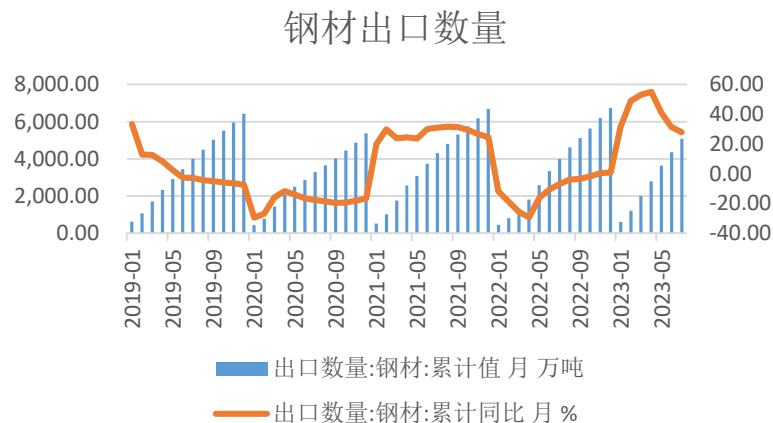


地方政府专项债发行



1 PART 出口

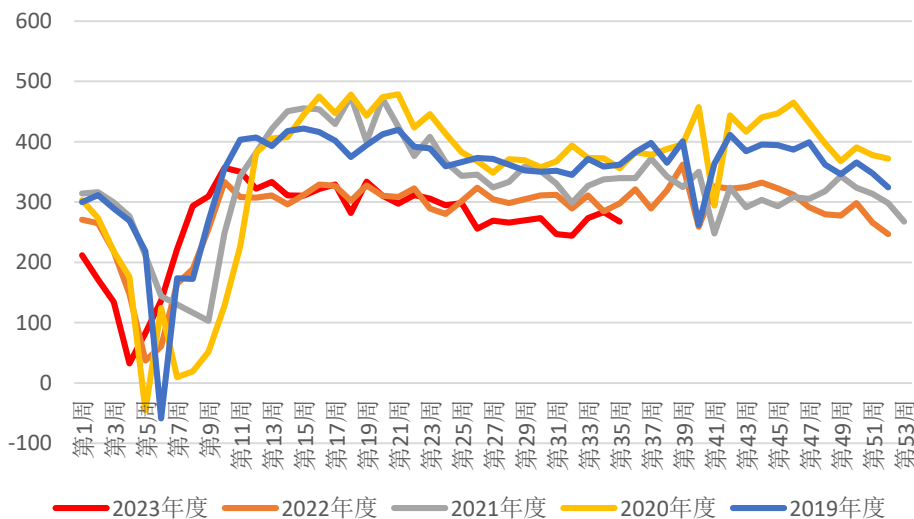
- 1-7月，我国出口钢材5089.2万吨，同比增长27.9%。1-7月，我国进口钢材441.9万吨，同比下降32.6%。
- 1-7月，我国累计净出口钢材4647.3万吨，同比增长38.7%。
- 上半年（1-6月）粗钢同比增长了877万吨而钢材库存绝对值却较低，因为出口同比增加了1012万吨。缓解了国内的钢材供应压力。
- 出口高增长的主要原因：
 - （1）海外供应的短缺。2023年上半年，世界前十大钢铁生产国中，仅有中国、印度、俄罗斯、伊朗实现了产量的同比增长，其他国家则均有不同幅度地下降。从区域上看，日、韩两国的粗钢产量略有下降，欧洲则出现了明显的下滑，美洲也出现了显著的下降。（2）汇率变化使得出口增长。今年上半年以来人民币整体呈现贬值态势，国内资源价格更具优势，海外进口需求增加，贸易商出口意愿增强。
- 后续钢材出口可能面临继续回落态势：
 - （1）因为从5月份开始，土耳其、日本钢材价格明显下降，与中国FOB出口价差逐渐缩小，中国钢材出口价格优势减弱。
 - （2）海外供应紧张的情况有所缓解，叠加海外国家对钢铁行业的贸易保护主义抬头，我国钢材出口将受到一定限制。



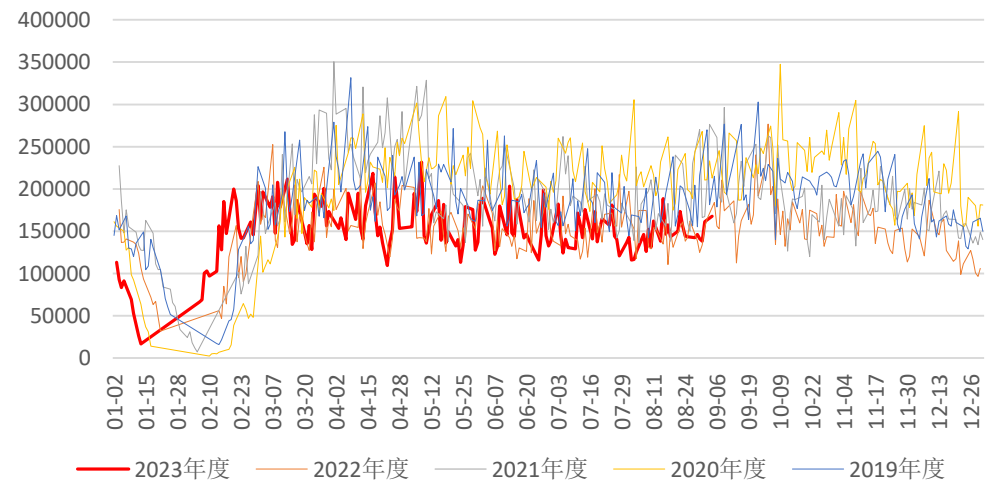
1 PART 微观需求

- 8月份螺纹钢周度平均表需在**263万吨**水平，月初受到台风、华北洪灾影响，周度表需下滑至**247万吨**，随着天气因素消退后再次回升至**283万吨**，但是总体仍弱于历年同期。
- 从市场成交来看，贸易商成交也明显弱于往年，基本日成交处于**14-15万吨**之间波动。
- 3月至6月中旬维持与去年同期基本相当的水平，6月下旬开始弱于去年同期直到8月下旬，才开始环比回升。
- 进入“金九银十”“旺季”的验证阶段。

螺纹消费量

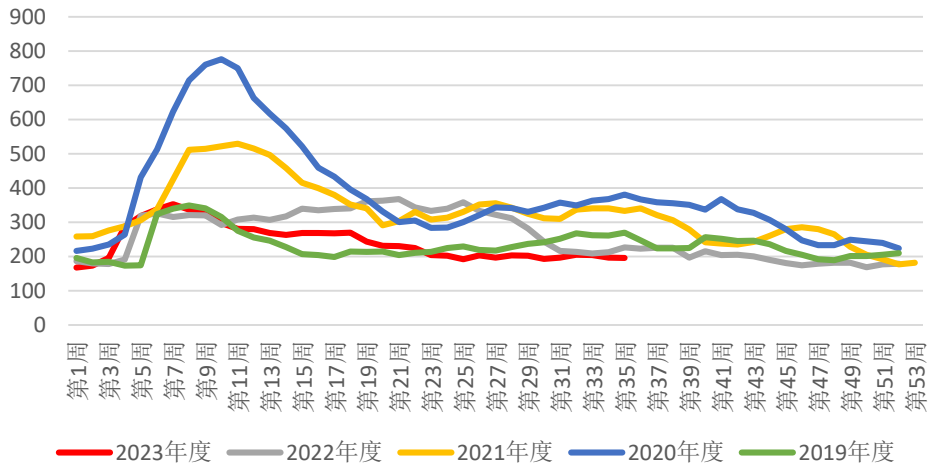


主流贸易商建筑钢材日成交量

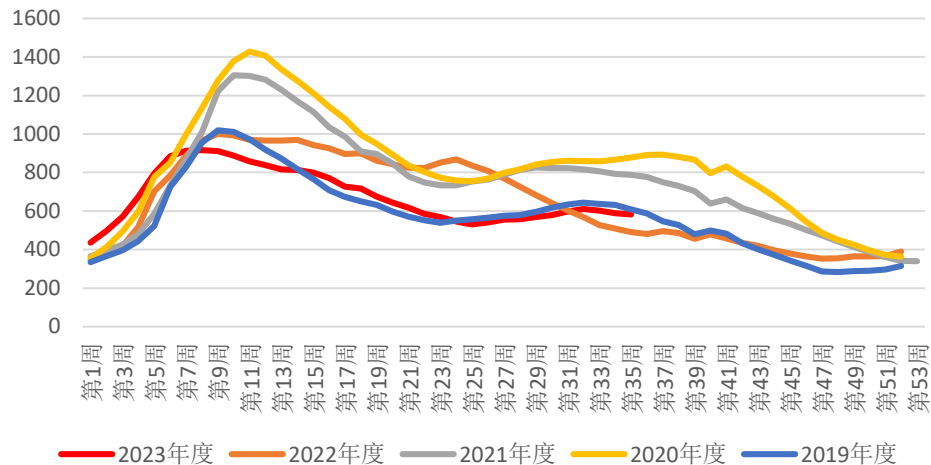


1 PART 库存

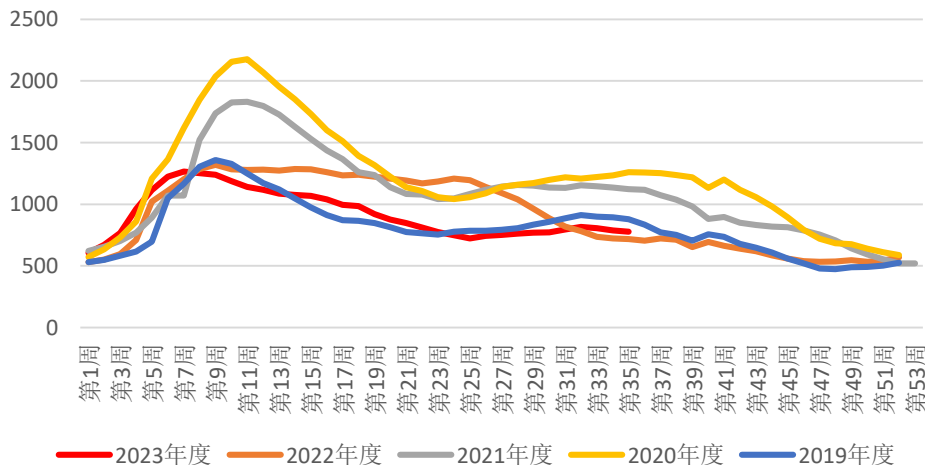
螺纹厂内库存



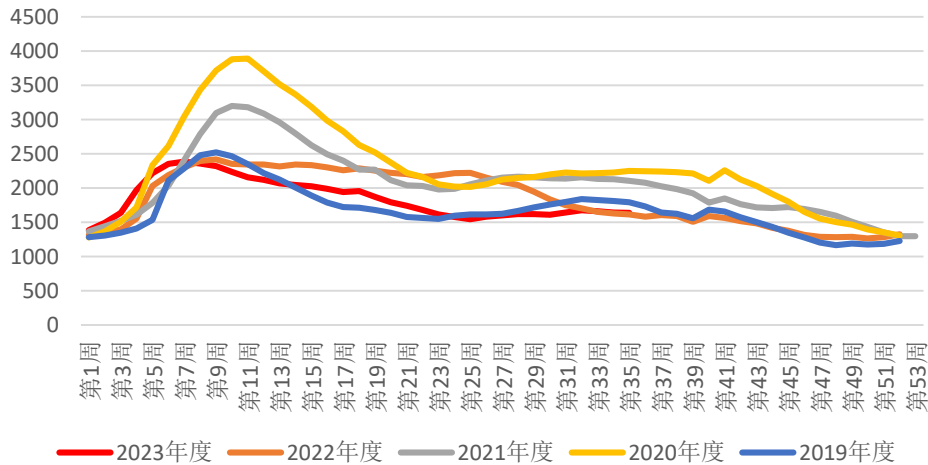
螺纹社会库存



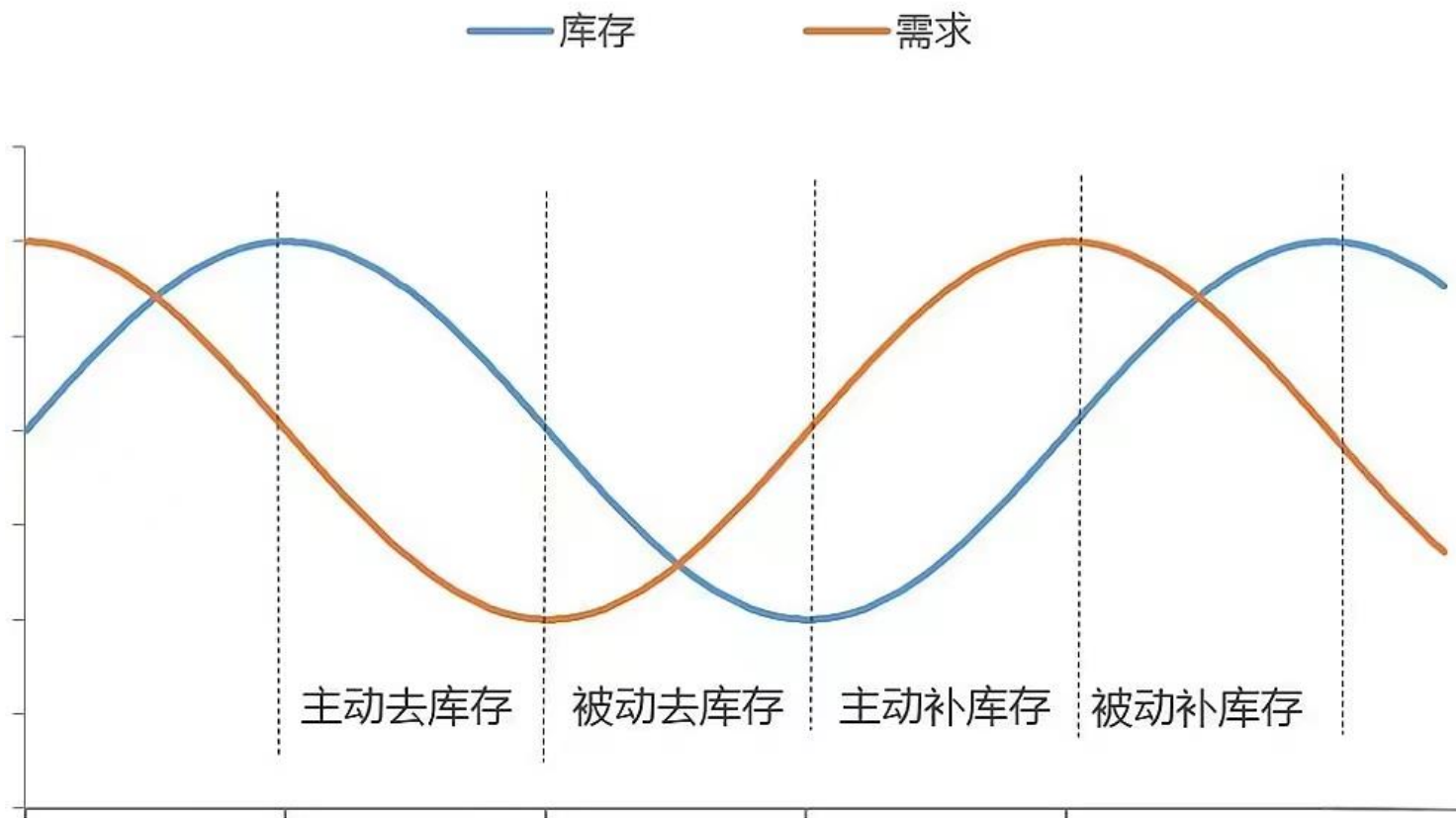
螺纹库存



钢材总库存



- 螺纹钢库存在8月上旬还有所累积，但绝对值不高，累库幅度相较往年也相对有限。
- 低库存对价格有所支撑。（不绝对，2022年同期库存更低，但价格从8月中旬一直跌至11月底）
- 低库存下对利多消息的反应更为敏感，价格向上波动弹性更大。
- 螺纹库存自8月中旬重新开始进入去库阶段。



➤ 库存周期的四个阶段：

➤ 需求回落，主动去库存→需求触底反弹，被动去库存→需求维持旺盛，主动补库→需求开始下滑，被动补库存。

库存周期中资产价格涨跌统计

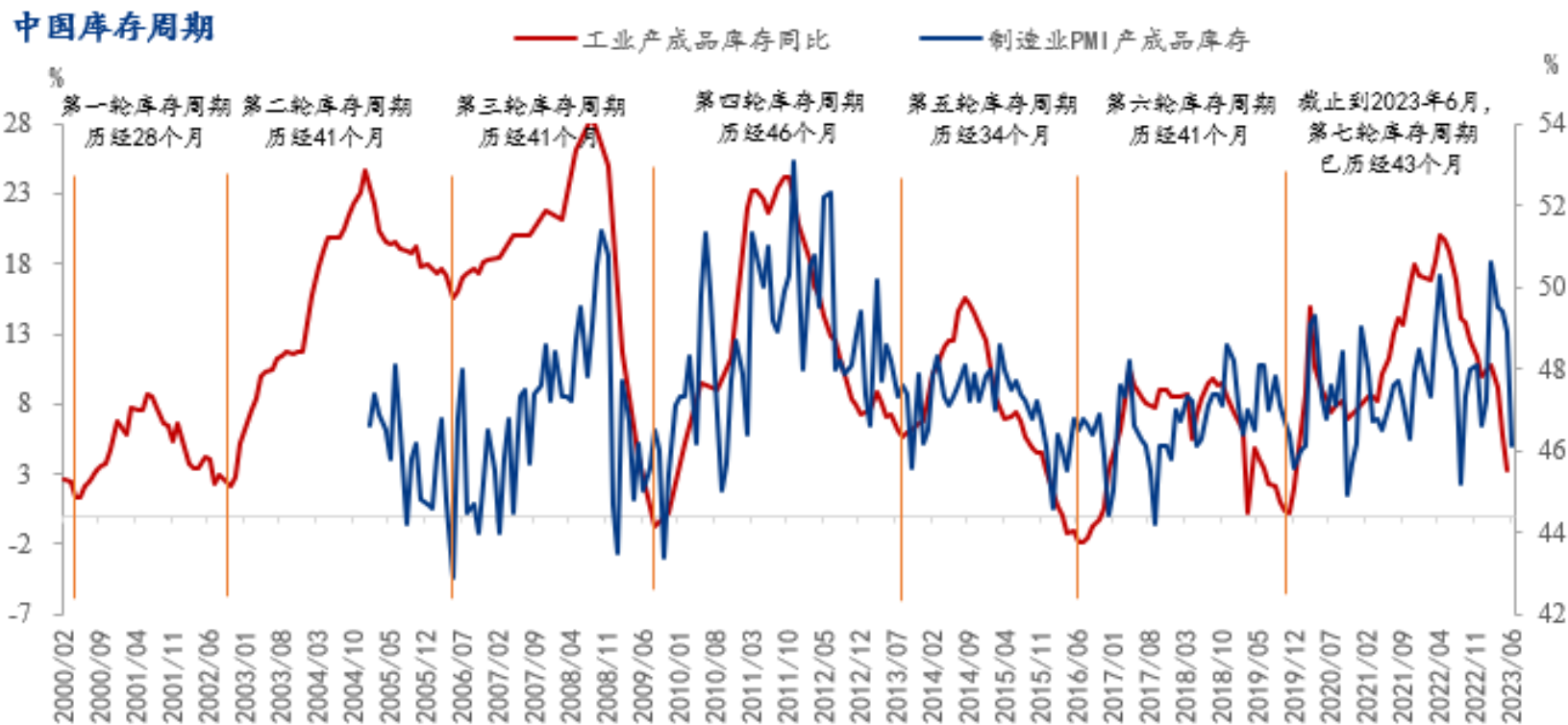
		中债国开债 净价指数	上证50	沪深300	中证500	铜价	布油价格	钢价指数
被动去库	上涨概率	0.0%	60.0%	66.7%	100.0%	66.7%	85.7%	60.0%
	平均涨跌幅	-1.4%	8.9%	9.3%	15.4%	12.8%	36.3%	3.1%
主动补库	上涨概率	40.0%	60.0%	66.7%	80.0%	100.0%	85.7%	80.0%
	平均涨跌幅	-1.9%	33.1%	31.6%	38.3%	27.0%	26.9%	26.3%
被动补库	上涨概率	60.0%	40.0%	20.0%	25.0%	60.0%	50.0%	60.0%
	平均涨跌幅	0.6%	-11.4%	-13.1%	-16.4%	-2.8%	5.7%	2.7%
主动去库	上涨概率	60.0%	80.0%	80.0%	75.0%	60.0%	50.0%	20.0%
	平均涨跌幅	2.1%	24.1%	25.6%	32.0%	13.1%	-8.9%	-18.0%

注：涨跌幅以库存周期每一个阶段结束时点资产价格较初始时点涨跌的幅度计算，不考虑该阶段期间资产价格的涨跌。为了使每一种资产价格都能够完整地覆盖库存周期的四个阶段，中债国开债净价指数、上证50、沪深300、中证500、铜价、布油价格、钢价指数起始时间分别为2004年5月、2004年5月、2002年2月、2006年3月、2002年2月、1998年9月和2004年5月。

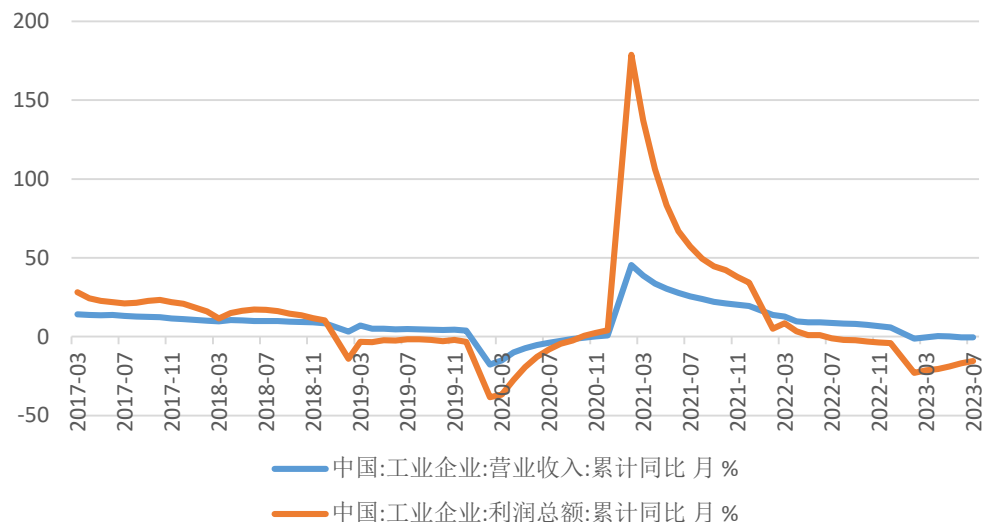
资料来源：WIND、兴业研究

- 股票：在主动补库存和主动去库存阶段，上涨概率最大，涨幅最大。
- 债券：在被动补库存至主动去库存阶段，牛市确定性最高。
- 商品：在主动补库存阶段，铜价、油价以及钢价都出现了较为明显的上涨。其中铜价反映更为敏感，在主动去库存阶段开始启动上涨。

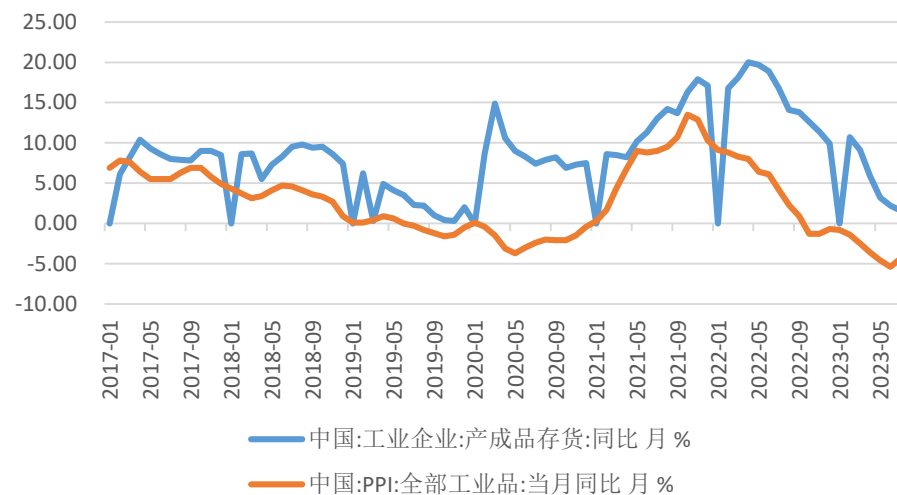
- 2000年以来，国内共经历过6轮完整的库存周期，其持续时间从28个月到46个月不等。
- 本轮（第七轮）库存周期从2019年12月开始，2022年5月国内被动补库转为主动去库阶段，截止到2023年8月，本轮库存周期已长达45个月，主动去库周期已长达15个月。
- 较前六次最长周期（46个月）少1个月，简单从时间上推算，新一轮库存周期拐点可能即将要到来。



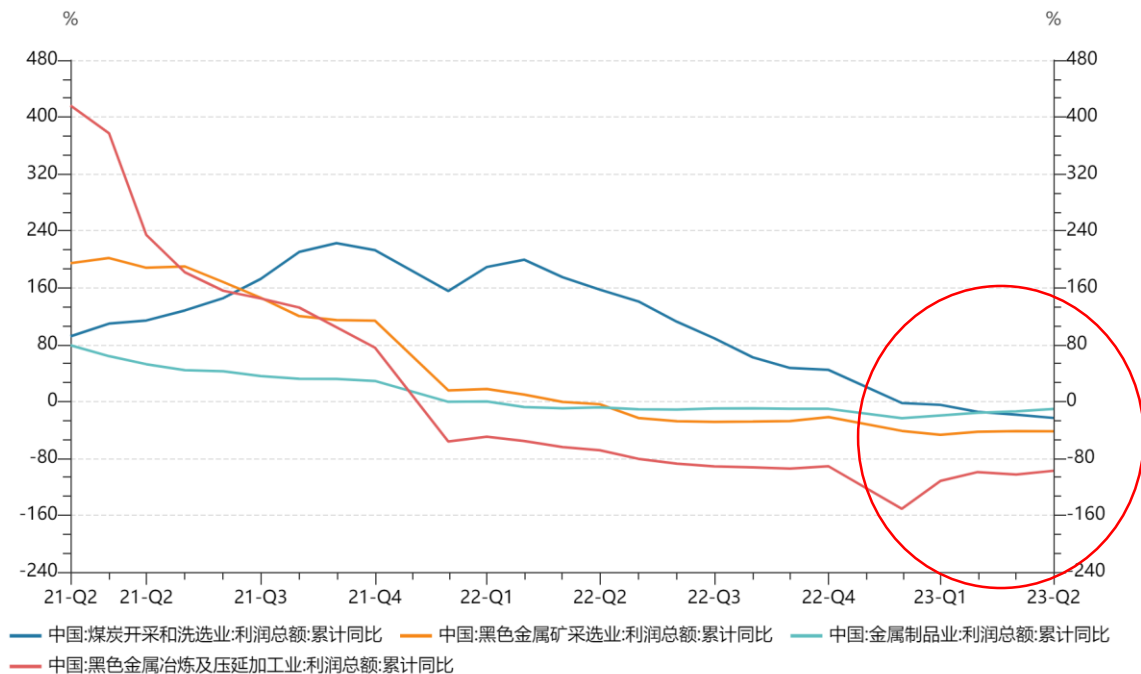
工业企业营收与利润



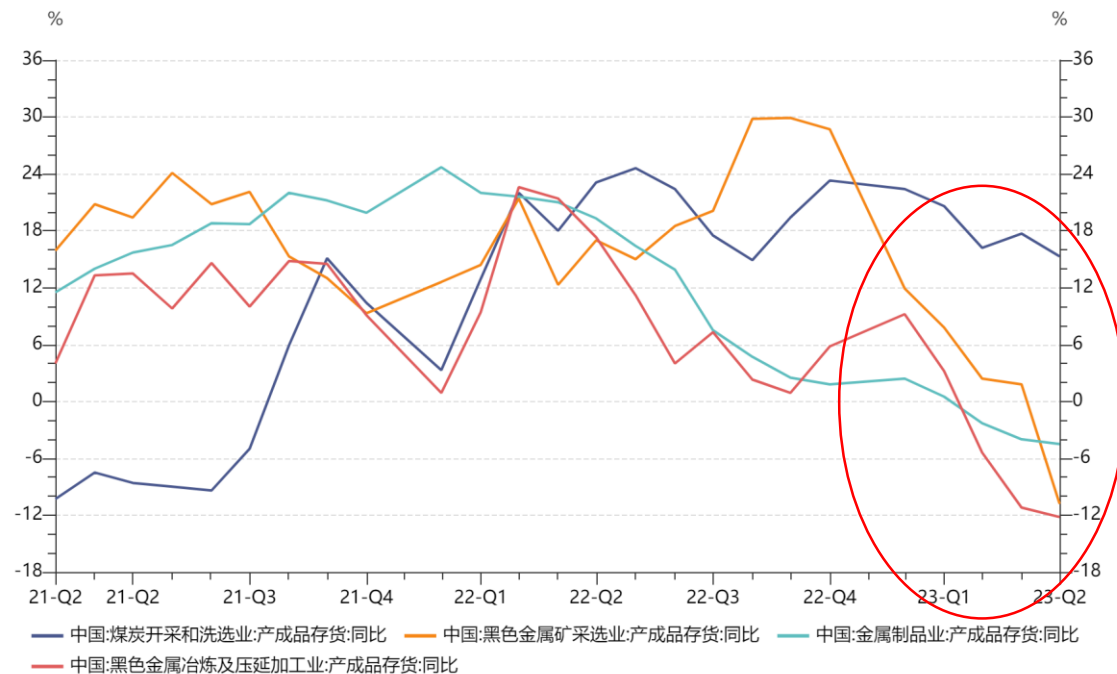
库存变化



- 根据国内库存周期演变规律，工业产成品库存同比在触及0%左右后结束去库，转向开启新一轮补库周期，截止到2023年7月，工业产成品库存同比增速已连续下降至1.6%，离0只有一步之遥。
- 从企业的营收和利润的情况来看，都有筑底的迹象，体现国内工业产成品库存可能仍处于主动去化的尾声，库存再进一步压缩空间已经有限。
- 从PPI的情况来看，当前PPI同比（产品出厂价格变化）还在向下，但7月份以比6月份降幅收窄。从过往数据看，PPI的拐点通常领先工业品库存拐点，且PPI趋势和库存周期的趋势较为一致，对于库存周期的指示性较强。PPI同比基本领先库存周期1-10个月，平均为3-5个月左右。
- 根据PPI同比的领先性，工业品库存逐步筑底并进入补库的时间节点最快有可能就在今年四季度。



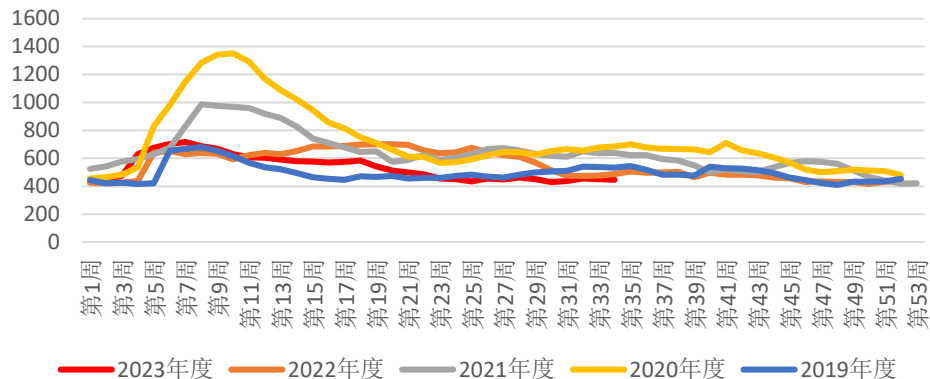
数据来源: Wind



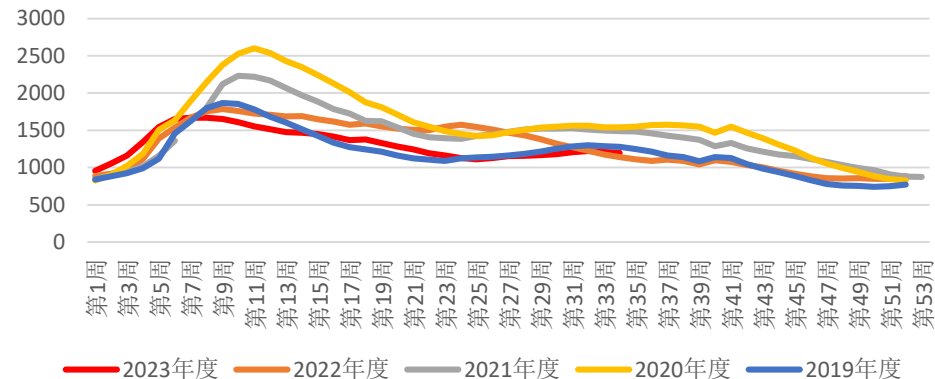
数据来源: Wind

- 包括煤炭采选业、黑金矿采选业、黑金冶炼压延加工业，仍处于主动去库存阶段，金属制品业处于被动去库存阶段。

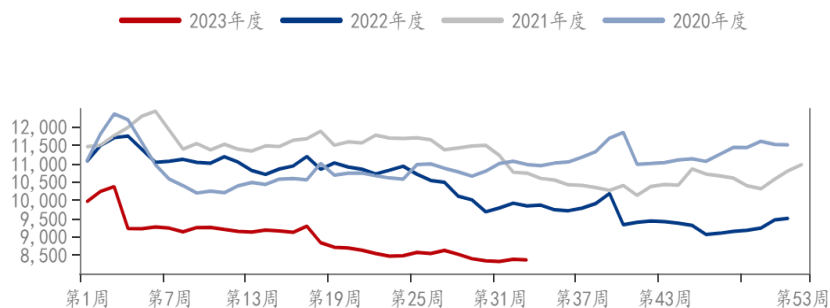
钢材厂内库存



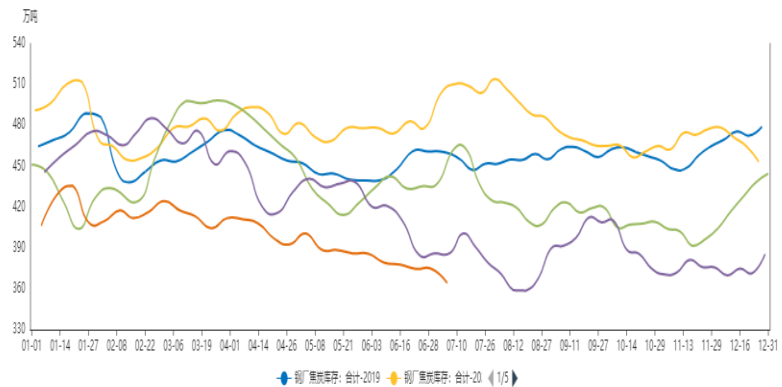
钢材社会库存



铁矿：进口：库存：247家钢铁企业（周）



钢厂库存季节性分析



数据来源：钢联数据

- 钢铁行业从2022年7月进入主动去库存周期。钢厂库存从600万吨降至500万吨降至400万吨并维持较长的一段时间。社会库存也持续下降，处于近几年同期低位。
- 钢铁行业原料库存也维持低位。2023年钢厂铁矿石库存维持在8000-9000万吨，远低于往年1亿吨以上水平，钢厂焦炭库存在600万吨左右，低于往年700-950万吨的水平。

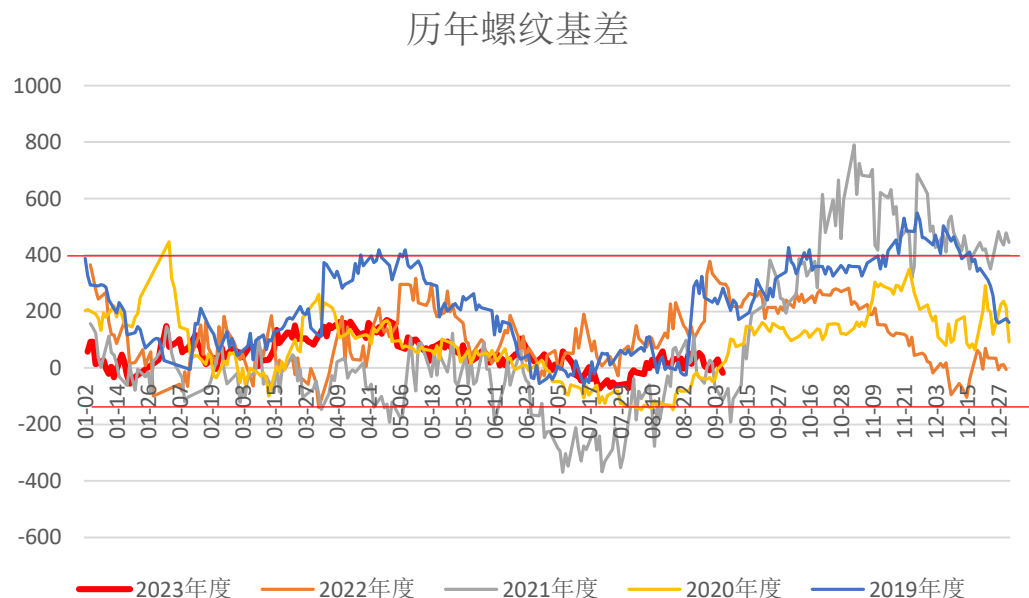
库存周期中钢材价格表现

品种	阶段	普钢价格指数涨跌幅 (%)
第一轮	主动补库存	-2.92%
	被动补库存	-5.11%
	主动去库存	-8.68%
	被动去库存	11.46%
第二轮	主动补库存	38.23%
	被动补库存	22.85%
	主动去库存	-27.38%
	被动去库存	8.94%
第三轮	主动补库存	59.83%
	被动补库存	-10.67%
	主动去库存	-26.70%
	被动去库存	12.34%
第四轮	主动补库存	25.86%
	被动补库存	0.94%
	主动去库存	-13.01%
	被动去库存	1.29%
第五轮	主动补库存	-5.14%
	被动补库存	-5.95%
	主动去库存	-32.46%
	被动去库存	15.87%
第六轮	主动补库存	38.92%
	被动补库存	0.00%
	主动去库存	9.75%
	被动去库存	-0.70%
第七轮	主动补库存	30.65%
	被动补库存	1.77%
	主动去库存	-21.53%
	被动去库存	

数据来源：钢联数据

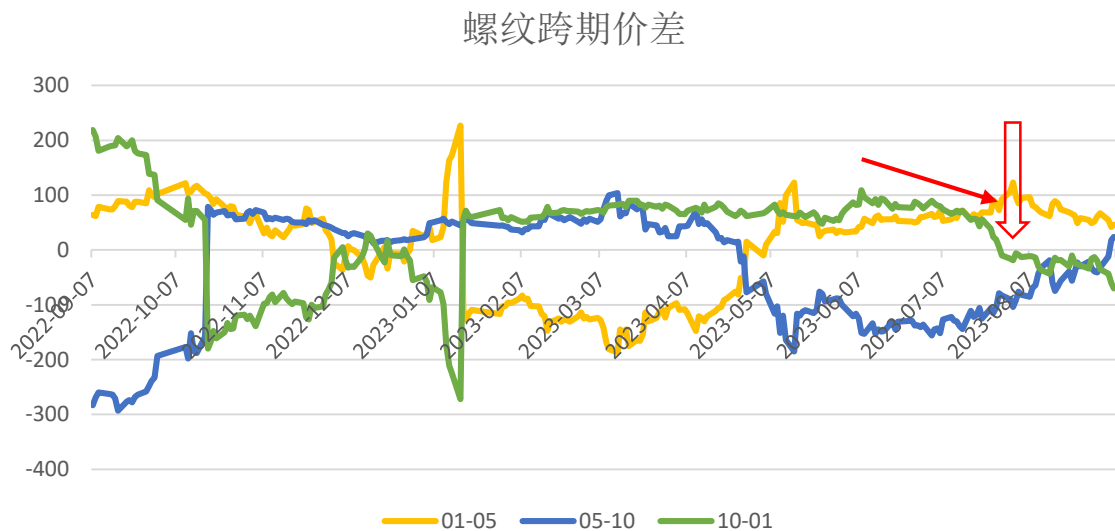
- 七次库存周期中，除第一轮外，其他六次主动补库存阶段钢价均大幅上涨。

1 PART 基差

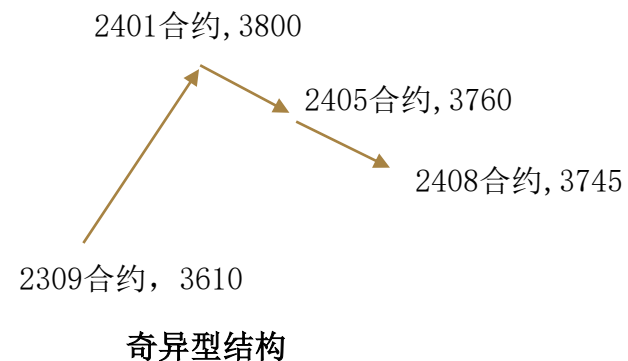
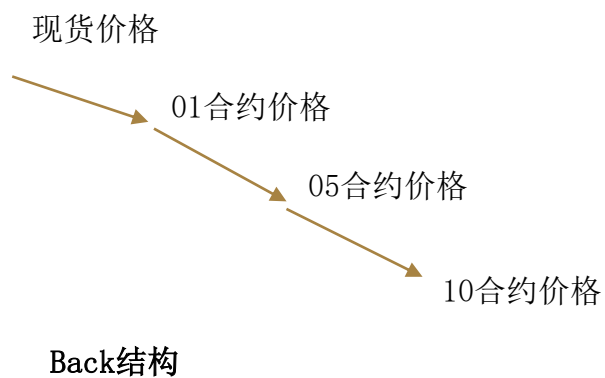
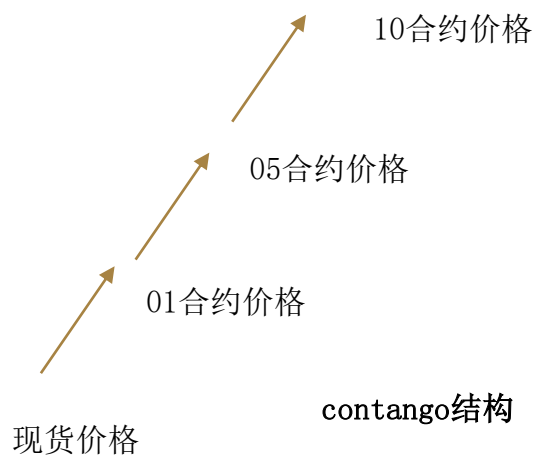


- 今年以来，螺纹基差呈现出低波动性的特点。
- 波动区间在-72-170元/吨。
- 近5年来常规波动区间为-150-400元/吨。
- 反映出今年现货基本面表现较为弱势。
- 二季度期货下跌时现货紧跟期货下跌，基差并没有拉到很大，仅在200元以内波动，说明现货价格同样较为弱势，反映出今年现货终端需求表现较为弱势。
- 而某些时刻期货升水程度不高，又反映出期货利多驱动不强，上涨势头较弱，同样说明基本面形势较为不妙。
- 当前行业局面：低库存、低利润、低基差
- 估值：中性
- 驱动：基本面环比有好转，但整体一般甚至偏弱，驱动向下但不顺畅（成本支撑较强、商品氛围较好）
- 如果：
- 低库存+低利润+**深贴水**，单边做多。
- 高库存+高利润+高升水，单边做空。
- 若期货下跌后（或超跌）拉开基差水平，将会带来做多远月合约的机会。

1 PART 期限结构



- 从期现结构来看，7月28日开始螺纹10-01合约价差结构逆转为负值并不断走扩（开始收窄时间则从7月初开始）。
- 01-05价差依然维持正值，不过自8月份开始也自高位有小幅收窄。
- 此次价格的变动，使得自2022年以来螺纹一直维持的back结构转换成了奇异型期限结构，01合约价格最高，远月合约价格次之，近月合约则价格最低。
- 此变化同样反映了一个悲观的现实——由于需求拖累螺纹价格走势偏弱运行。



1 PART 观点总结

- 三季度至四季度的交易逻辑的切换：
- 强预期—预期兑现—弱现实—9月份：（1）强现实：9月份、四季度需求回暖，叠加粗钢平控，价格驱动向上
- （2）弱现实：9月份、四季度需求仍差，叠加粗钢平控，价格宽幅震荡（向上弹性不足，向下弹性有余）
- 四季度宏观经济是否回暖？ 宏观与产业：共振or背离。
- 需求决定价格高度，成本决定价格下限。
- 长时间维度来看，基于库存周期，抓住主动补库存阶段钢价上涨的机会。
- 策略：
- 做多卷螺差：入场时间：粗钢平控执行期
- （1）热卷消费需求好于螺纹
- （2）唐山地区限产任务较重
- 成材跨期反套：back结构转向了奇异型期限结构
- 10-1反套：（1）近月交割逻辑+弱现实（2）远月限产+冬储预期
- 1-5反套：05合约为旺季合约，对于需求好转复苏阶段，01合约对应淡季阶段。入场时机待定。