

联系人：谢栩  
电话：029—87406631  
投资咨询资格号：Z0002095  
日期：2021年06月30日

报告性质——半年度投资报告

# 政策扰动加剧 螺纹价格区间内波动

## ——2021年螺纹半年度投资报告

### 摘要

**螺纹**——伴随全球疫苗的覆盖率上升，疫情逐渐受控，全球流动性面临收缩，宏观层面的扰动逐渐下降，钢材价格的主要影响因素回归供需层面。下半年钢铁行业“降产能压产量”的导向不会改变，只是限产方式和节奏会更为灵活，产量增速会较上半年明显下降；需求端来看，伴随国内货币政策趋于中性，房地产调控政策不放松，钢铁行业的需求端将长期面临下行趋势，下半年需求将难以超越上半年，环比回落的基础上呈现季节性特征。供需边际转弱情况下紧平衡格局逐渐趋于适度宽松，钢厂高利润会逐渐回落至【-200，200】的合理利润水平。预计上海螺纹钢价格区间【4300，5300】，螺纹期货主力价格区间【4000，5500】，趋势上呈现季节性走势，政策扰动更为频繁，波动依然剧烈，预计难以走出趋势性行情。

**铁矿石**——下半年全球铁矿石供应依然充足，主要变量在需求端，重点关注海外复产进度及国内钢厂限产力度。预计下半年铁矿石依然维持高供应高需求的格局，供应和需求增量预计都在3.5%左右。铁矿石供需格局没有太大变化的情况下价格运行逻辑以挤压钢厂利润为主，趋势上跟随螺纹价格波动。强弱关系的传导路径主要是：在钢厂利润被大幅挤压时，铁矿价格的坚挺短期能够为螺纹价格提供成本支撑，当钢厂利润进一步被挤压至亏损扩大时，伴随消费不及预期，钢厂会进行减产，从而带动产业链自下而上承压下行。

## 第一部分 上半年走势回顾

今年上半年螺纹价格整体表现强势，价格中枢明显上移。1-4月连续4个月稳步上涨，螺纹主力合约最高上探至6200点附近，5月份在政策性打压之下快速跳水，6月份行情企稳，陷入区间波动行情。

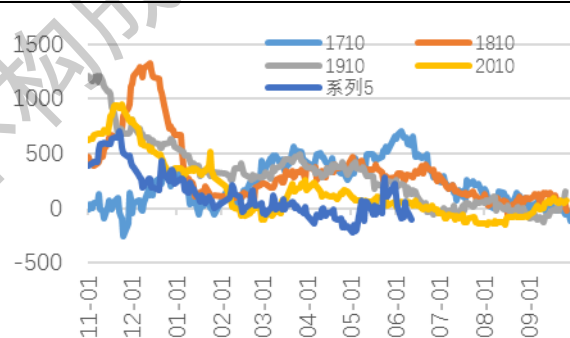
螺纹价格在5月初创出了历史新高，主要原因是宏观流动性宽松引发大宗商品通胀并助推需求强劲叠加“碳中和”背景下压减粗钢产量的预期，宏观和基本面共振造就了螺纹价格的强势行情。在大宗商品普遍新高之下，国家层面表态要保供稳价，并通过行政手段调控大宗价格，抑制过度投机，钢铁行业限产力度趋于放松，供应端减产的压力暂时缓解，螺纹价格大幅调整。但供应端压产的政策导向不会改变，供应收缩的预期持续存在。

从基差表现来看，上半年螺纹基差明显偏低，较长时间位于0附近水平，并阶段性出现负基差。今年基差水平明显低于往年同期，弱基差的主要原因是流动性宽松之下强预期对期货价格的推动作用。

图1：螺纹钢价格回顾



图2：螺纹10合约基差



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

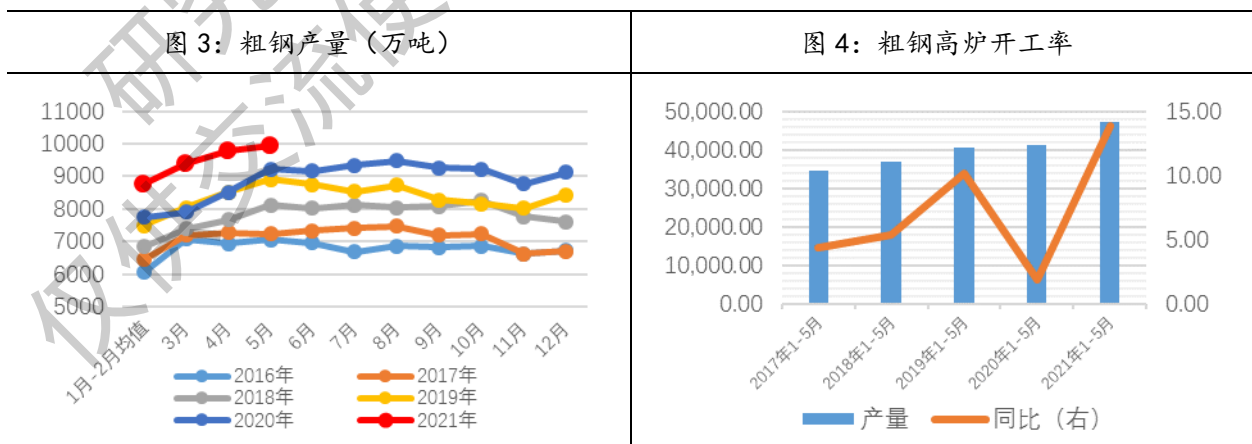
## 第二部分 下半年行情展望

### 一、供给端——政策扰动加剧

**粗钢**——今年年初国家提出了“碳中和”“碳达峰”的长期政策目标，压减粗钢产量成为主要任务，钢铁行业面临供给侧改革之后新一轮变革。钢铁行业严禁新增产能，推动低碳环保，引导钢铁产品进出口，降低国内钢铁能耗等一系列政策相继出台。根据统计局数据，今年1-5月份，全国粗钢产量累计4.73亿吨，同比增幅13.9%。今年上半年粗钢产量继续创出新高，国家要压减粗钢产量的任务依然艰巨。

今年上半年压产政策主要发力点在唐山限产，唐山钢铁企业限产减排执行时间从3月20日至12月31日，减排要求是唐山市23家钢铁企业中7家在6月30日之前执行限产50%，7月1日之后执行限产30%；其他16家钢铁企业全程执行30%的限产措施。根据mysteel调研并理论测算，如果政策完全执行落地，那么2021年3月20日至6月30日影响日均铁水产量约11.53万吨，高炉产能利用率维持在70.61%；7月1日至12月31日，日均影响铁水产量10.06万吨，产能利用率将维持在74.37%。但要注意的是，在高利润驱动下，唐山以外其他地区增产的动力很强，所以整体来看，唐山限产对全国压减粗钢产量的作用被其他地区的增产明显弱化。

6月份以来伴随大宗商品价格大幅上涨，引起国家层面关注，保供稳价成为短期首要任务，限产政策有所放松，粗钢产量仍将维持高位水平，但下半年压减粗钢产量的预期仍然存在，关注限产政策的力度以及广度，特别是年底有可能加码压产力度。



数据来源与整理：万得资讯、西部期货（注：粗钢产量1、2月数据为处理后结果）

**螺纹**——根据 mysteel 数据，今年上半年样本建材钢厂螺纹累计产量 9156.7 万吨，同比增幅 7.5%，较 2019 年同期增幅 2.6%。累计产量同比增幅较大的原因主要是一季度在高利润驱动以及去年低基数的作用下，产量明显高于去年同期；二季度伴随唐山限产持续发力，旺季产量高点明显低于去年，基本和 2019 年同期持平。从唐山地区螺纹产量来看，上半年唐山样本钢厂螺纹累计产量 383.6 万吨，同比下降 28.5%。6 月份在限产力度有所放松的情况下，唐山产量小幅回升，依然低于去年同期。

图 5：全国螺纹产量

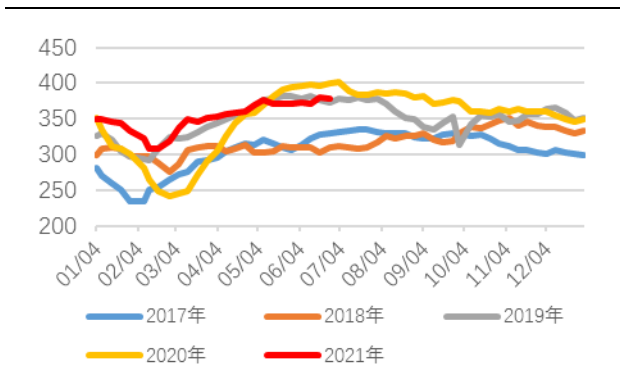
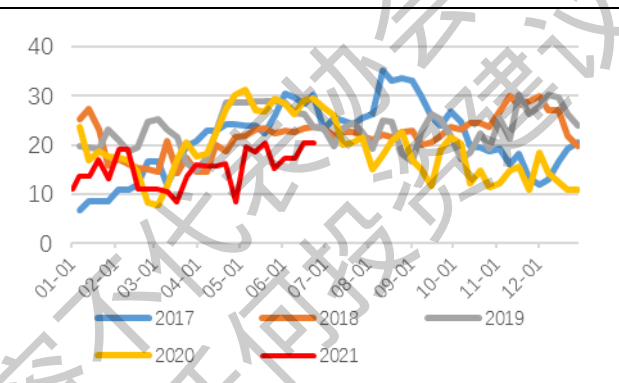


图 6：唐山螺纹产量



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

**分工艺**——分生产工艺来看，上半年的压产政策主要作用于长流程钢厂，长流程产量在限产影响下环比增速受到抑制，呈现缓慢攀升的趋势，旺季产量高点明显低于去年；而短流程钢厂在高利润驱动下春节后快速复产，产量维持在高位水平，6 月份之后短流程产量持续下降主要原因是缺煤限电的影响。根据 mysteel 数据，上半年样本长流程钢厂累计产量 7994 万吨，同比增幅 5%；样本短流程钢厂累计产量 1175.8 万吨，同比增幅 29.8%。

图 7：长流程产量

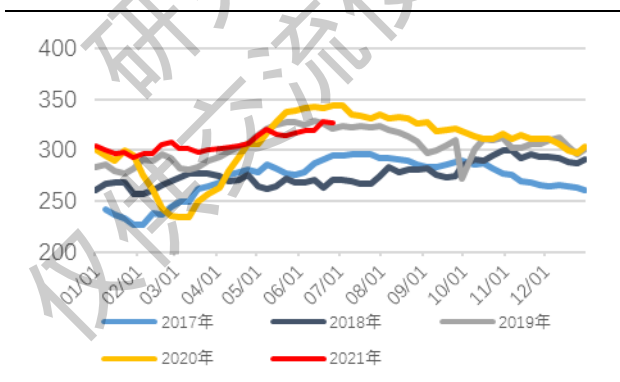
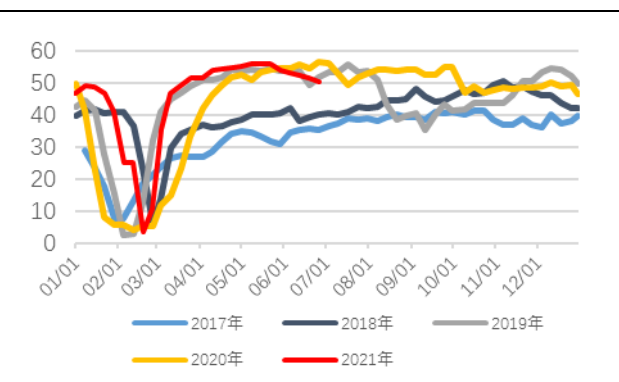


图 8：短流程产量



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

**供给端小结**——“碳中和”政策大背景下，钢铁行业迎来新一轮变革，钢铁供应端将长期受到压制，压产效果则取决于政策力度。下半年供应端主要关注政策和利润，预计下半年产量仍将维持高位水平，呈现季节性波动。

### 1、政策扰动。

政策扰动将成为螺纹供应的主要影响因素，限产政策的力度和预期都将对价格造成持续性影响，加剧价格波动。压产政策具有持续性以及调整的灵活性，压产效果取决于政策力度，具有较大的不确定性。

### 2、钢厂利润。

从钢厂生产主动性来讲，利润是钢厂生产的主要驱动力。目前钢厂利润被快速挤掉，时逢消费淡季来临，钢厂增加检修、减产的可能性很大，产量或小幅回落。预计下半年钢厂利润将维持在【-100，500】区间，利润对产量的影响将呈现季节性波动。

## 二、需求端——下行风险逐渐显现

钢铁行业的下游主要集中在房地产、基建、制造业等领域，尤其是房地产在钢材消费中占据重要地位，房地产的兴衰直接影响着钢铁行业的景气度。我国疫情率先受控后，在宽松政策的助力下，经济迎来了强劲复苏，今年一季度经济数据显示经济复苏基本已经回到甚至超过了疫情前水平，国内货币政策面临转向，需求端的强劲增速大概率会逐渐回落，而海外需求仍处强劲复苏阶段，带动的制造业出口这一需求亮点或将持续到年底。

### （一）房地产——新开工数据大幅下滑，增速长期走弱

我国房地产市场主要受到调控政策以及货币政策的影响。今年以来“三条红线”、“银行放贷集中度”、“土地供应双集中”等调控政策像三座大山压制着房地产市场，长期下行压力较大。从货币政策来看，去年疫情之后为了刺激经济复苏，货币政策持续偏宽松，M2 维持在 10% 以上的高位水平，今年 M2 呈现了较为明显的收缩趋势，5 月份 M2 同比增 8.3%，增速同比下降 2.8 个百分点，较 2019 年 5 月下降 0.2 个百分点，环比 4 月回升 0.2 个百分点。货币政策由宽松趋于中性，将明显抑制房地产市场的投资热度。

统计局数据来看，5 月份房地产数据整体表现平稳，但不及市场预期，特别是新开

工数据以及土地购置面积表现较为疲软。1-5月房屋新开工面积累计同比增长6.9%，环比回落5.9个百分点；5月单月房屋新开工面积同比下降6%，环比回升3.3个百分点，新开工连续两个月呈现单月同比下滑趋势。1-5月土地购置面积累计同比下降7.5%，环比回落12.3个百分点；5月单月土地购置面积同比下滑31.6%。其他房地产指标也出现了不同程度的增速回落，1-5月全国房地产开发投资增速18.3%，环比下滑3.3个百分点，比2019年1-5月份增长17.9%，两年平均增速8.6%。1-5月销售面积累计同比增速36.3%，环比下降11.8个百分点，比2019年1-5月份增长19.6%，两年平均增速9.3%。

在调控政策和货币政策都趋于收紧的情况下，房地产市场的压力正在逐渐显现。“金三银四”旺季过后，房地产市场进入淡季，承压将会更加明显，下半年“金九银十”会有季节性回升，但强度预计将弱于上半年。长期来看，房地产整体趋势已经处于下行周期。

图9：房地产开发投资

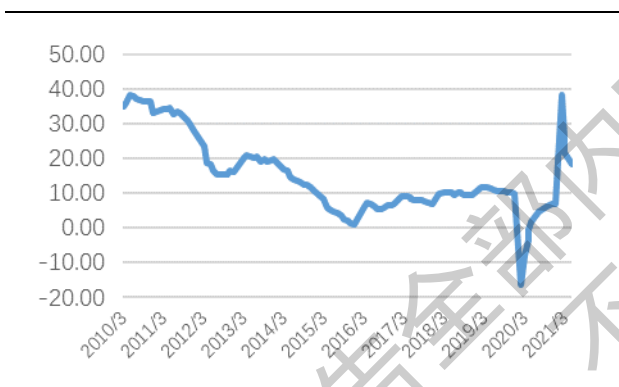
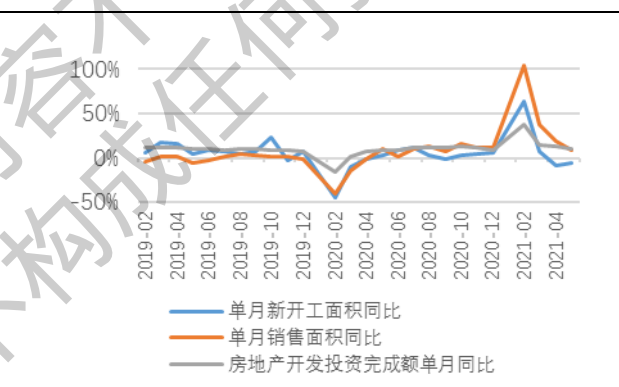


图10：房地产指标



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

## (二) 基建投资——维持平稳增长，难有亮点

国家统计局数据，1-5月基础设施投资完成额5.04万亿，同比增长11.8%，增速比1-4月份下滑6.6个百分点。其中，铁路运输业投资同比增长7.1%，增速较1-4月回落20.4个百分点；道路运输业投资同比增长10.6%，比1-4月下降6.2个百分点；水利管理业投资同比增长15.4%，增速比1-4月前值下降9.5个百分点；公共设施管理业投资环比1-4月下降5.4个百分点。

新基建是近几年来我国经济复苏的主要发力点，在新基建的七大领域中，5G基站的建设、大数据中心、人工智能和工业互联网等四大领域属于新一代数字信息技术演化而来的数据基础设施化范畴，对于钢铁需求的拉动比较有限。而特高压建设、新能源充电

桩建设、城际高铁和轨道交通则是基于传统基础设施建设的信息化升级，会带动产业链上下游产业规模大幅增加，对钢铁需求将会有较大拉动。基建投资增速在国家政策扶持的同时受制于财政赤字的约束，预计长期将保持平稳增长。

图 11：基建投资

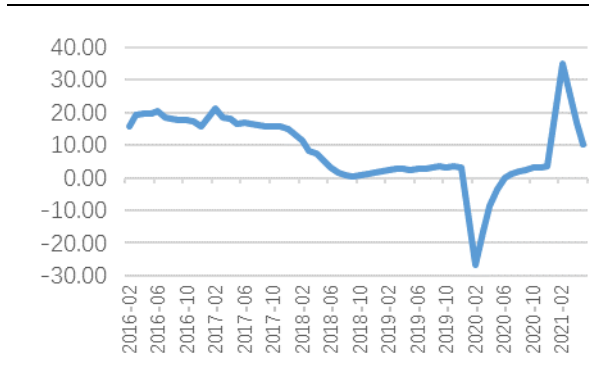
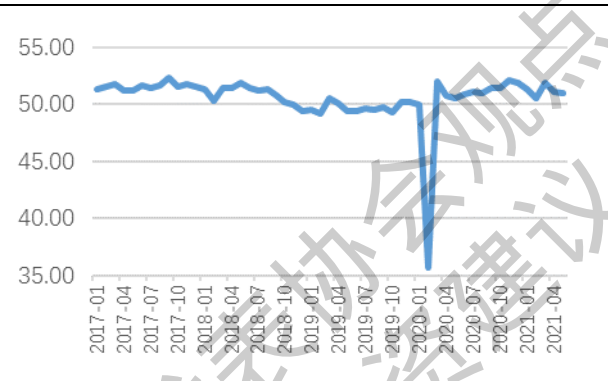


图 12：制造业 PMI



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

### （三）制造业强劲成为经济增长亮点

全球疫情的爆发和演变叠加超级宽松的货币政策，造成了全球产业链的扭曲和重构。我国疫情最先受控，经济率先复苏，目前欧美等发达经济体疫情明显受到控制，而南亚、非洲等发展中国家疫情仍在蔓延，这就造成了全球主要需求国率先复苏，而主要生产制造业依然受到疫情影响，恢复较为缓慢。全球产业链上下游的错配提振了我国制造业的出口贸易。

5 月份我国制造业数据延续强劲表现，5 月制造业 PMI 为 51%，环比回落 0.1 个百分点，连续 15 个月保持在荣枯线以上，虽然扩张力度有所减弱，但仍高于 2019 年和 2020 年同期水平。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。生产指数为 52.7%，比上月上升 0.5 个百分点，高于临界点；新订单指数为 51.3%，比上月回落 0.7 个百分点；原材料库存指数为 47.7%，比上月下降 0.6 个百分点；从业人员指数为 48.9%，比上月下降 0.7 个百分点；供应商配送时间指数为 47.6%，比上月下降 1.1 个百分点。

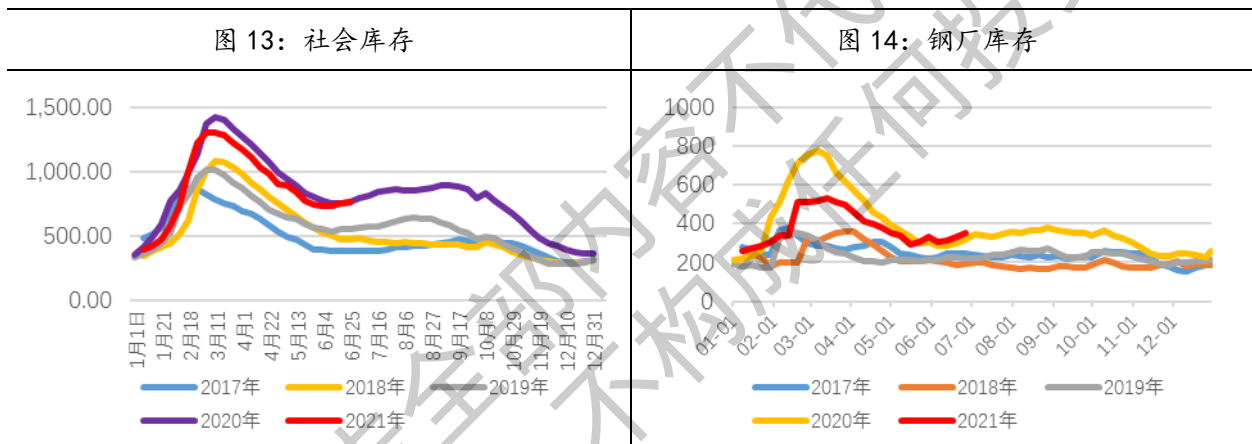
根据目前全球产业链错配情况来看，预计我国制造业出口在年内仍将保持强劲。长期来看，伴随海外疫情进一步受控，全球生产端逐渐恢复，我国外贸出口将面临增速回

落。

### 三、库存——整体库存维持高位

今年上半年螺纹钢库存变化呈现较强的季节性规律，呈现出一季度快速累库、二季度快速去库的季节性特征，6月中旬伴随淡季来临，螺纹钢库存开始累积。截至6月25日当周，螺纹社会库存763.98万吨，同比微降3.9万吨，降幅0.5%；钢厂库存352.1万吨，同比增31.3万吨，增幅9.8%。总库存1116万吨，同比增2.5%。

伴随淡季到来，库存将出现季节性累库，绝对库存量仍然高于去年同期，库存压力将会显现。预计下半年总库存仍将高于去年同期水平，高库存压力持续存在。长周期来看，钢材市场已经进入累库周期，超低库存难以再现。



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

### 四、宏观层面支撑弱化

2020年初新冠肺炎疫情全球爆发以来，以美联储为首的主要央行疯狂放水，全球流动性泛滥之下，大宗商品面临较大通胀压力，自去年11月份以来大宗商品价格持续上涨，并于今年上半年纷纷创出历史新高，通胀因素为涨价幅度贡献了主要力量，“通胀牛”在货币政策转向前仍将持续。

目前美联储货币政策转向的时点或已经隐现，4月份的议息会议纪要首次提及了美国经济活动的强劲复苏将引发收紧货币政策的讨论，缩减QE的预期将会随着美国经济不断复苏而愈发强烈，大概率情况下今年年底之前会有货币政策转向的重要指示和举措。货币政策一旦转向，“通胀牛”将失去支撑。所以从流动性角度来看，下半年钢铁价格仍



将受到货币宽松的支撑，但预期已经转向，宏观层面的支撑逐渐转弱，通胀因素的影响将趋于弱化，钢铁价格将回归到主要由供需面主导的格局。

## 五、成本端——铁矿石高处不胜寒

今年上半年铁矿石价格强势尽显，一季度主力合约价格在【850，1000】区间内波动，二季度铁矿价格强势拉涨，最高上探至 1300 点以上的历史新高，随后在政策风险不断发酵之下铁矿价格出现快速调整，仍然位于 1000 点上方的高价水平。铁矿石的主要支撑在于高基差、海外高需求以及发运量不及预期的炒作，铁矿石定价权被四大矿山掌握的情况决定了铁矿价格的主要运行逻辑为挤压钢厂利润，只要钢厂有利润，铁矿石价格就会受到支撑。

图 15：澳洲发运量

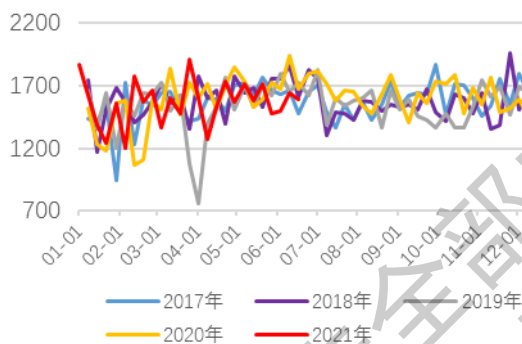


图 16：巴西发运量

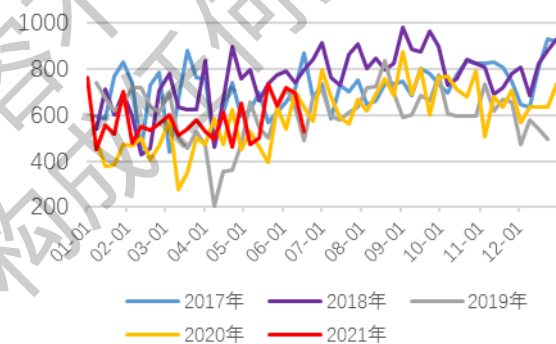


图 17：26 港到港量

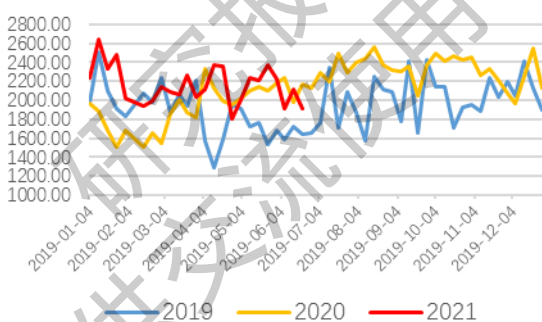


图 18：国内铁水产量

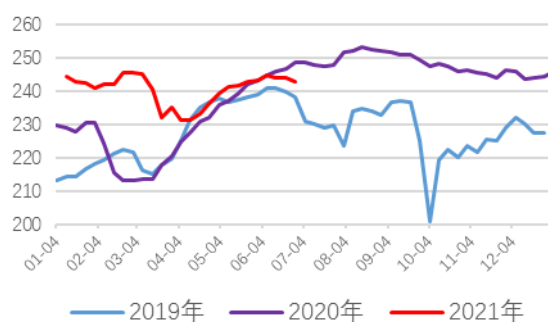
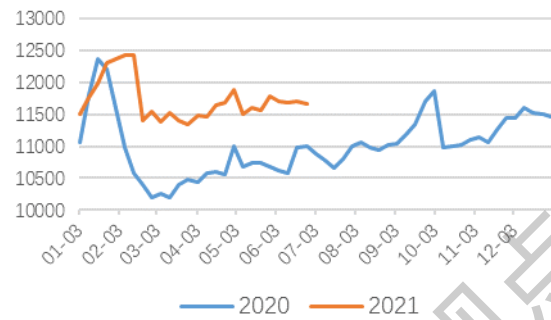
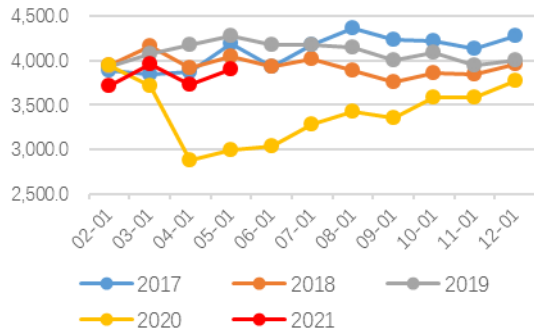


图 19：其他国家铁水产量

图 20：港口钢厂总库存



数据来源与整理：万得资讯、西部期货

对于下半年铁矿石走势，建议重点关注海外钢厂复产进度以及国内钢厂限产力度。

**1. 海外钢厂复产力度。**伴随海外疫情逐渐受控，今年国外钢厂复产进度明显加快，1-5月除中国外其他国家铁水产量累计1.84亿吨，同比增幅7.6%，下半年海外钢厂复产进度预计进一步加快，海外铁水产量将进一步走高。根据我们预估，今年海外铁水增量预计在5000万吨左右，产量将达到4.6亿吨。对全球铁矿石需求提供重要支撑。

**2. 国内限产力度。**下半年国内钢厂压产的政策导向不会改变，但限产政策将更为灵活，并呈现阶段性加码的特征，限产政策对铁水产量的影响具有较大的不确定性。可以预计的是，受到限产政策持续性影响，铁水产量进一步走高的难度较大，日均铁水产量预计维持在240万吨左右的水平。

**3. 小结：**下半年全球铁矿石供应依然充足，主要变量在需求端，重点关注海外复产进度及国内钢厂限产力度。预计下半年铁矿石依然维持高供应高需求的格局，根据我们测算，供应和需求增量预计都在3.5%左右。铁矿石供需格局没有太大变化的情况下价格运行逻辑以挤压钢厂利润为主，趋势上跟随螺纹价格波动。强弱关系的传导路径主要是：在钢厂利润被大幅挤压时，铁矿价格的坚挺短期能够为螺纹价格提供成本支撑，当钢厂利润进一步被挤压至亏损扩大时，伴随消费不及预期，钢厂会进行减产，从而带动产业链自下而上承压下行。

## 六、行情展望

伴随全球疫苗的覆盖率上升，疫情逐渐受控，全球流动性面临收缩，宏观层面的扰动逐渐下降，钢材价格的主要影响因素回归供需层面。下半年钢铁行业“降产能压产量”的导向不会改变，只是限产方式和节奏会更为灵活，产量增速会较上半年明显下降，预

计年内粗钢产量同比下降的难度很大，但同比增速会回落；需求端来看，伴随国内货币政策趋于中性，房地产调控政策不放松，钢铁行业的需求端长期将面临下行趋势，下半年需求将难以超越上半年，环比回落的基础上呈现季节性特征。供需边际转弱情况下紧平衡格局逐渐趋于适度宽松，钢厂高利润会逐渐回落至【-200, 200】的合理利润水平。预计上海螺纹钢价格区间【4300, 5300】，螺纹期货主力价格区间【4000, 5500】，趋势上呈现季节性走势，政策扰动更为频繁，波动依然剧烈，预计难以走出趋势性行情。

策略方面，基于基差关注主要品种的正套机会，包括热卷、铁矿等；基于品种间强弱关系，关注螺纹、热卷的价差波动；基于钢厂利润关注螺纹和铁矿价差套利机会。

免责声明:本报告中的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价。本报告由西部期货有限公司提供，我公司具有投资咨询业务资格，本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。