

螺纹上涨逻辑梳理及交易机会探讨

——11月策略之（一）

报告要点

总结：螺纹供需格局持续向好叠加产业链出现阶段性正反馈共振，带动期现价格走强，目前钢价上涨幅度仍有一定延伸空间。后期需重点跟踪需求节奏和原料支撑力度，如东北、华北赶工力度明显减弱可能成为钢价开始回落信号。考虑到冬储压力主要将体现在 05 合约上，且拉尼娜和地产融资收紧、新开工转弱的影响也主要将在明年一季度逐步显现，因此后期可考虑逢高布局 05 空单。

摘要：

螺纹供需改善，基本面持续向好。供给端：1、在进口钢坯到港量逐步减少，对华东供给冲击减弱；2、盘线-螺纹价差拉大导致铁水转移；3、华东区域清查穿水螺纹。需求端：在资金继续到位、冷冬预期强化赶工需求的背景下，中高增速的需求有望在 11 月延续。螺纹基本面持续向好，库存加速去化，带动螺纹现货走强。

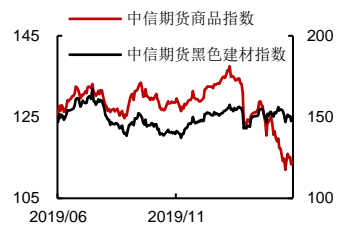
市场情绪改善，投机需求推波助澜。需求韧性延续暂时修正了市场预期：一是旺季需求的持续性，二是库存快速去化，高库存的压力缓解，高库存进入冬储的预期减弱。市场情绪改善后，投机需求抬头，建材成交超过 5 月旺季水平，进一步推波助澜。

原料成材共振，阶段性正反馈出现。钢材利润改善和限产执行力度有限，导致四季度铁水产量下降斜率明显小于近年同期，支撑了炉料需求，焦炭在去产能背景下连续上涨也夯实了铁水的成本支撑。高日耗和低库存使钢企存在废钢补库需求，成材快速上涨导致基地囤货待售。长短流程均出现了阶段性的正反馈，导致黑色系整体偏强。

居安思危，涨势中酝酿风险。1、随着冬季来临，需求有转弱预期，如东北、华北秋冬赶工力度大幅减弱就是钢价开始回落的信号；2、利润回归导致产量回落偏慢，鉴于长流程供给调整往往滞后于需求，供应端在积累潜在压力；3、高库存压力虽然明显缓解，但并未完全消失，库存对冬储意愿的压制将持续存在；4、华东现货价格快速拉涨后，一方面对后期北方需求转弱后的北材南下预期形成强化，另一方面高价格也会打击贸易商的冬储意愿；5、地产需求或远期走弱，冬储季累库 05 合约或再度承压。

风险因素：需求释放力度持续超预期（上行风险）；需求大幅下滑，产量明显回升（下行风险）

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-60812973
从业资格号 F3051600
投资咨询号 Z0015754

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

联系人：
李世朋
010-58135949
从业资格号 F3047240

姜秀铭
021-60812982
从业资格号 F3062206

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

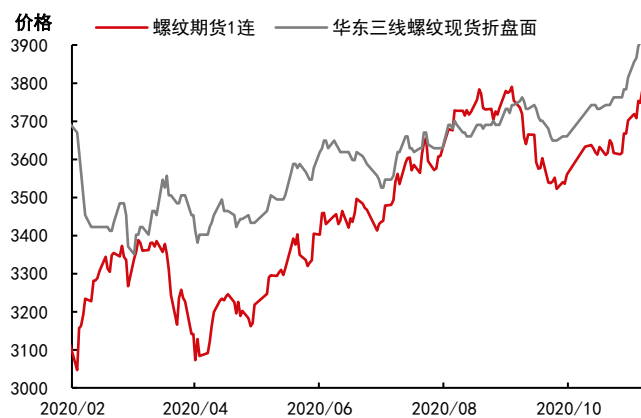
我们在 10 月份的月度供需专题《供给稳中趋降，需求韧性延续》中指出：如终端需求继续保持强劲、原料端供需持续偏紧，市场预期将发生转变。近期这一转变正在发生，超预期的需求韧性和焦化去产能执行，推动螺纹 01 合约突破前期高点，黑色产业链也出现了联袂上涨。本轮上涨是如何诞生的？上涨的后续动力如何？当前面临哪些隐患？本文旨在通过梳理基本面逻辑逻辑，探寻上涨过程中的潜在风险点。

一、多因素共振，黑色联袂走强

1、不破不立，9 月下跌为反弹埋下伏笔

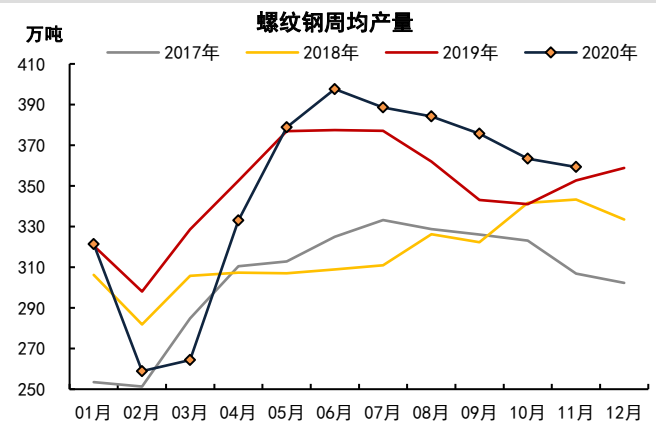
我们在 9 月专题《跛足的建材需求：资金缘何持续偏紧》中指出：9 月的每一次“失旺”，都是盘面进行预期修正的机会。站在当前的时间节点回顾，“金九”需求的滞后释放，一方面打掉了对旺季需求的强烈预期，完成了文中所述的“预期修正”，使期货重新贴水现货，期现结构也更为健康；另一方面，利润挤压也为打击螺纹的高供给做出贡献，供应均值从 6-8 月的 390 万吨，回落至 10-11 月的 360 万吨的水平，供给端的压力明显减弱。期现结构的修复以及供给压力的减弱为“银十”的反弹埋下伏笔，只待旺季需求的“东风”。

图 1： 9 月之后期货重新贴水现货



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 2： 螺纹周均产量连续回落



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、赶工需求释放，供需格局持续改善

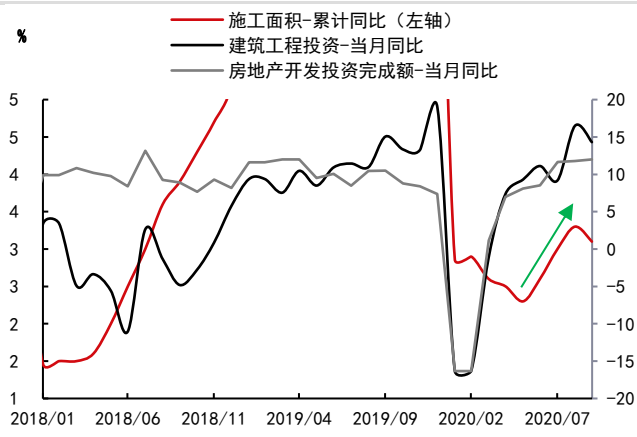
(1)、旺季需求回归，韧性超出预期

旺季需求虽然延后但并未缺席，国庆节前后螺纹的旺季需求开始回归，且终端需求释放的强度和持续时间均超出了预期，究其原因，我们认为主要由如下因素所主导：

1)、地产大量的存量施工，构成用钢需求的基本盘。2016 年以来的高达 16-17 亿平/年的地产高销售面积导致近几年的竣工交付压力持续存在，而房企前期高周转的策略又使得存量可施工面积保持较快增长，这部分构成了用钢需求的基

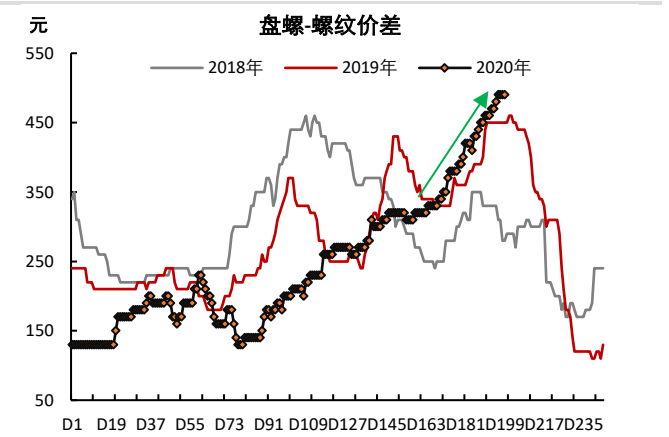
本盘。在监管层“三线、四挡、5%”政策的影响下，房企融资受限，拿地热情有所消退，资金进一步向存量施工阶段倾斜，推动建筑工程投资保持较快增长。地面以上施工部分需求较好，这一点从盘螺-螺纹价差持续走扩也可见一斑。

图 3： 建筑工程投资高增支持存量施工



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 4： 盘螺-螺纹价差加速走扩



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2)、冷冬预期强化秋冬季赶工动力。通过前期调研我们发现，地产企业上半年受疫情影响，工程进度完成情况普遍不达标，因此9月中旬之后面临较强的赶工压力。而今年拉尼娜现象再现，12月后华北和中东部地区可能迎来寒冬，同时江南地区或将迎来较多降雨，这一天气现象将一直持续至明年一季度，从而削弱后期需求。从往年经验来看，拉尼娜年份建筑企业的赶工压力会增强，11月份华北秋冬季赶工力度通常相较10月份偏强。

3)、部分资金逐步落地，缓解基建项目压力。整体看，前期市场对资金面持续收紧的忧虑有所缓解，随着下半年发行专项债资金和财政资金的逐步落地，前期施工进度受到资金制约的基建项目，可以在短期内快速释放需求。

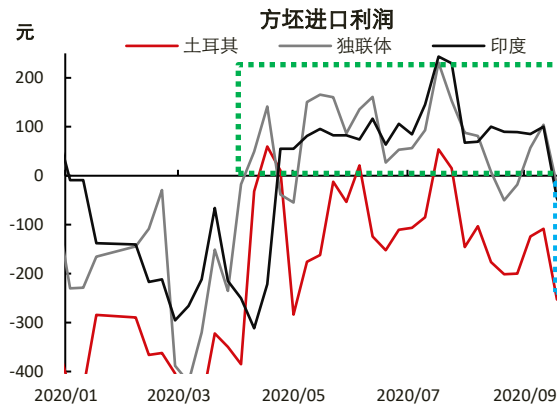
基于以上因素，实际刚需表现出较强的韧性，叠加进口钢坯的冲击阶段性缓解，进一步推升了表观消费的增速，节后表需增速得以持续高于8%，且连续回升。从杭州出库、各分区建材成交、水泥出库及磨机开工率等微观高频数据来看，当前需求尚未出现明显转弱迹象，预计中高增速的终端需求在11月份可以继续释放，延续时间超出此前市场预期。

(2)、产量暂难大幅回升，供给压力明显缓解

9月以来的利润压缩导致螺纹产量持续回落，虽然近期现货价格上涨后利润情况有明显改善，但一方面长流程产量调节较为缓慢，且在冬季需求转弱预期下，钢企的提产意愿有限；另一方面，实际供给的提升也受到多方面因素制约。

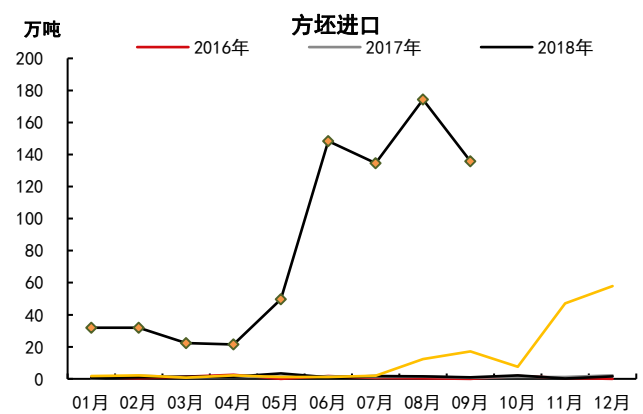
1)、进口钢坯的影响减弱。9月以来进口普方坯的利润持续收缩，进口窗口逐步关闭，考虑到从采购到报关的滞后时间，预计10月后钢坯进口量将延续回落趋势。进口普方坯主要流向华东区域，进口量的下降，有利于缓解华东区域的供应压力。

图 5： 方坯进口利润



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 6： 方坯进口量将阶段性回落



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

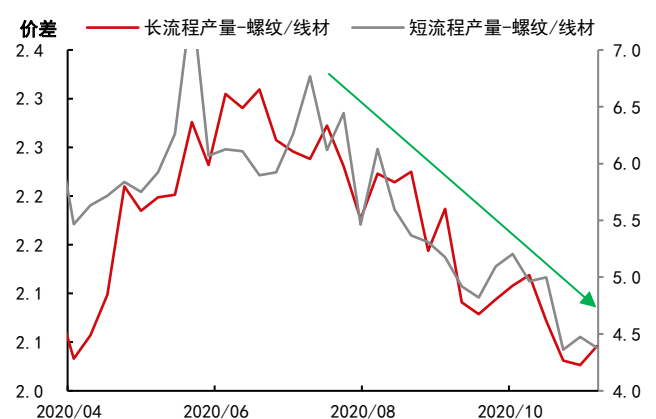
2)、盘线-螺纹价差拉大导致生产向盘线倾斜。如前文所述，由于房建地面以上部分的赶工加速，盘线及部分小规格螺纹与大螺纹价差连续拉大，在盘线利润高于大螺纹较多的情况下，建材的长短流程生产均出现了从螺纹向盘线转移的情况。在产能有限的情况下，高价差会限制螺纹产量的回升空间，近期部分地区螺纹已经初现缺规格现象。

图 7： 盘线-螺纹价差持续拉大



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 8： 建材的长短流程产量均向线材倾斜



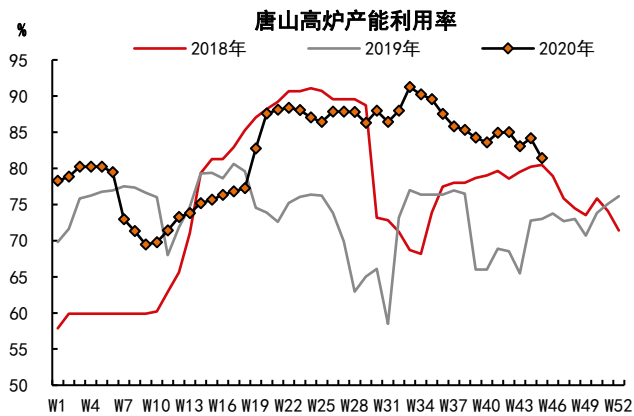
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3)、华东部分地区近期清查穿水工艺螺纹。清查穿水将在短期内压制螺纹供给，尤其将限制华东区域的调坯螺纹的产量释放。由于在钢联的统计口径的螺纹产量中调坯生产占比较低，因此华东普方坯进口减少和清查穿水螺纹所导致的调坯螺纹供应减量在数据中体现并不明显，但二者对华东区域的实际供应的影响不容忽视，因此华东近期成为螺纹供需格局最为紧张的地区，近期杭州螺纹现货上涨幅度和速度均明显超过上半年旺季水平。

4)、唐山限产加码，减产预期再掀波澜。11月8日，唐山市政府发布《关于启动重污染天气2级应急响应的通知》，要求9日起全市执行应急响应，期间橙色预警措施标注为B组的企业停产，解除时间另行通知。在此之前，唐山的高炉利用率已经回落至18年同期水平，虽然本轮限产的实际执行效果有待进一步观

察，但无疑一方面会提振市场队限产的预期，另一方面也将减缓唐山调坯轧材企业的复工节奏，从而支撑唐山钢坯价格上行。

图 9： 唐山高炉产能利用率已回落至 18 年同期水平



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

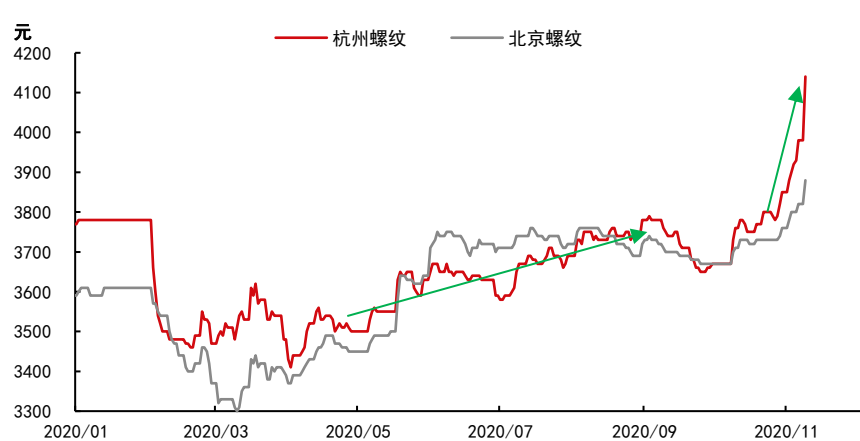
图 10： 唐山钢坯价格



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

综上，旺季中高增速的终端需求有望在 11 月得以延续；而供应端，部分华北钢企 11 月初的例行棒线检修结束后，螺纹供给虽有回升预期，但在重重阻碍下，短期恢复节奏将较为缓慢。螺纹基本面持续向好，带动库存较快去化，现货有较强支撑，华东区域尤为明显。

图 11： 华东螺纹现货的涨幅相较上半年更为明显



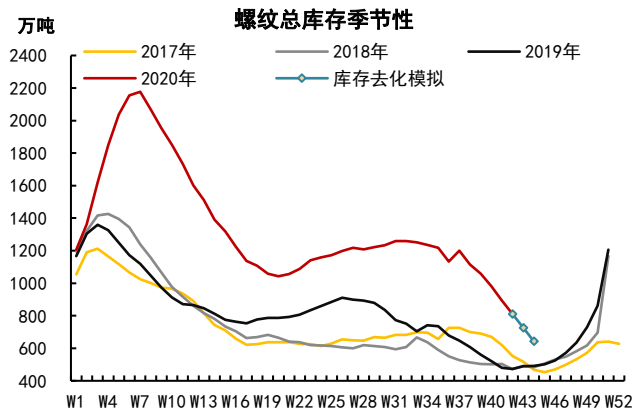
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3、情绪预期双双改善，投机需求推波助澜

时间会把预期雕刻成它应有的模样。随着终端需求任性延续，市场预期重新修正：一是旺季需求持续性的预期改善；二是库存连续快速去化，高库存压力得到一定缓解，如果中高增速的需求可以延续至 11 月底，则冬储开始前库存可以去化至接近去年同期水平，此前高库存进入冬储季的预期被削弱。预期修正表现为现货上涨带动期价一同上行，市场情绪明显改善，国庆后日均建材成交持续放量，甚至超过 5 月旺季水平，说明投机需求重新抬头，强现实与预期改善共振，进一

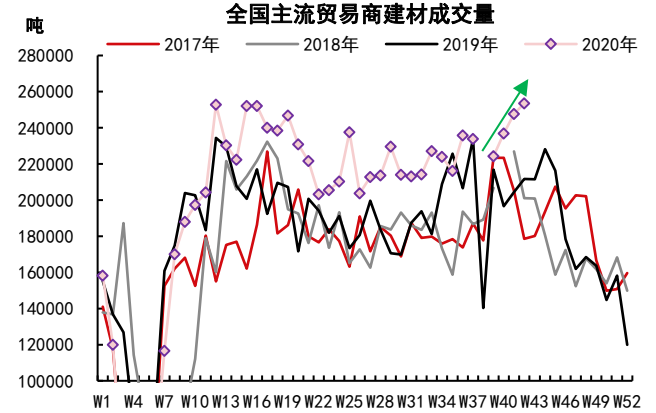
步推波助澜。

图 12: 螺纹库存去化节奏推演（线性外推）-农历



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

图 13: 节后建材成交持续放量



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

4、原料与成材共振，阶段性正反馈出现

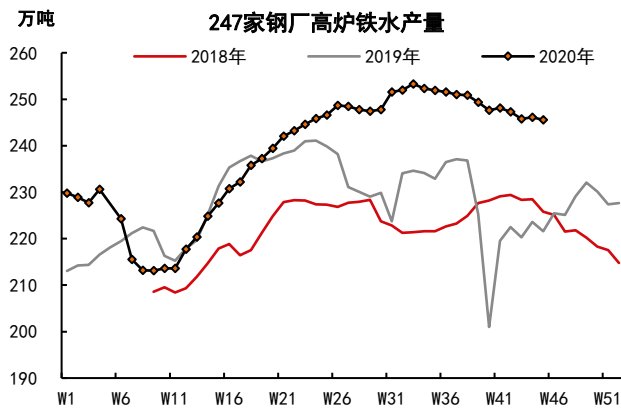
成材现货快速上涨为长流程炼钢利润恢复打开空间，在厂库压力缓解、利润恢复、限产执行力度有限的背景下，四季度铁水产量下降速度开始放缓，下降斜率明显小于 2018 年同期，有力支撑了高炉炉料的需求。

从原料自身情况来看，焦炭表现最为强势，山西去产能实际执行力度超出市场预期导致偏紧的供需格局或将继续延长。铁矿前期相对弱势，但压港船舶减少一定程度上缓解了后期的累库压力，高疏港下主流中品矿库存也持续低于近年同期，同时钢厂利润改善进一步强化冬季补库预期，近期铁矿逐步开始企稳。焦炭的连续提涨和铁矿的企稳夯实了铁水成本对成材价格的支撑。

对废钢而言，长流程利润明显回升、电炉平电生产利润空间也重新打开，日耗居高不下，而钢厂库存相对较低，钢企有补库动力；同时北方秋冬季赶工导致转炉废钢需求保有韧性，华东和华北之间的资源竞争也更为激烈；成材上涨背景下，基地囤货惜待售，推动废钢价格创年内新高，电炉成本对钢价支撑增强。

在旺盛的终端需求带动下，长短流程均出现了阶段性的正反馈，推升了螺纹的上涨高度，原料与成材共振，黑色产业链联袂走强。

图 14: 铁水产量下降放缓



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

图 15: 原料成材共振, 阶段性正反馈出现



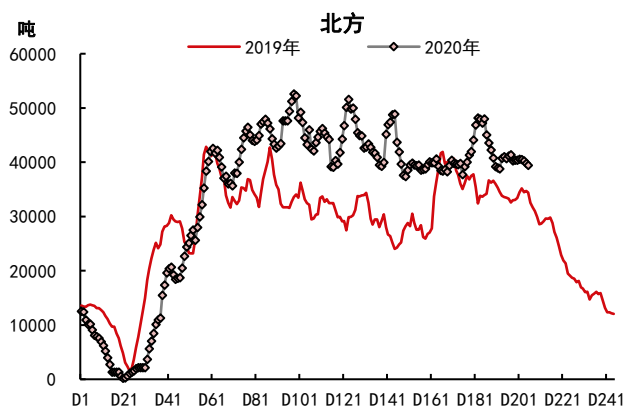
数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

二、居安思危，哪些风险正在酝酿中？

当前螺纹自身供需格局向好，钢价走强；产业链阶段性正反馈，又进一步推升了钢价上涨高度。但自身基本面和产业链正反馈的基础均源于终端需求超预期的韧性。对于高炉料而言，终端需求转弱会导致铁水需求下降；对废钢而言，资源在基地囤积，而基地在过去几年冬储中吃过亏，一旦终端需求明显转弱，基地会争先恐后送货，废钢供应端的支撑并不坚实。

1、如需求转弱会打破正反馈节奏。随着冬季临近，需求终归转弱，从历年国庆后的螺纹表观需求变动节奏看，相对强势的需求最长延续至 12 月初；从建材成交情况看，北方大区的成交量已经是强弩之末。如果后期华北秋冬赶工力度出现明显减弱，可能成为钢价回落的信号。

图 16: 北方大区建材成交量季节性



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

图 17: 历年国庆后螺纹表观消费变化节奏

日期	2017年	2018年	2019年	2020年
10/09	257	280	278	294
10/16	327	368	348	444
10/23	349	388	411	416
10/30	324	388	384	440
11/06	333	374	395	447
11/13	357	355	394	
11/20	374	354	387	
11/27	338	344	399	
12/04	350	336	362	
12/11	321	371	346	
12/18	285	313	366	
12/25	273	337	348	

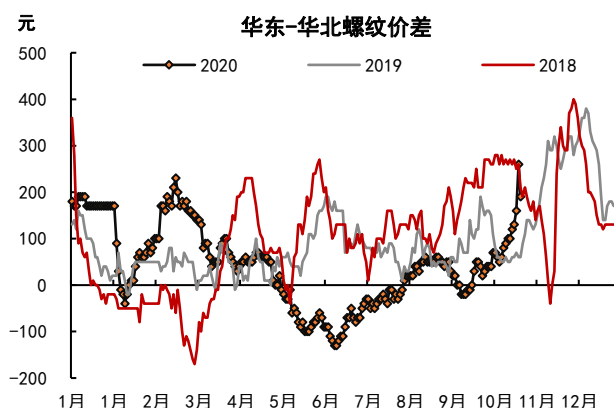
数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

2、供给减量迟缓，积累潜在风险。利润的回归也延缓了供给的回落节奏和预期，鉴于长流程供给调节通常滞后于需求调节，因此相对高位且回落偏慢的供应是在积累潜在风险。

3、高库存的压力犹存。在需求表现较强的背景下，高库存压力虽然明显缓解，但并未完全消失，即使按照较为理想的情况，即 12 月初之前平均每周去库超过 80 万吨，进入冬储季时总库存也大概率会高于去年同期，库存对冬储意愿的压制将持续存在。

4、华东现货绝对价格较高。华东现货价格快速拉涨后，一方面螺纹的南北价差开始快速拉大，对后期北方需求转弱后的北材南下预期形成强化；另一方面高价格也会打击贸易商的冬储意愿。

图 18： 南北价差开始拉大



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

图 19： 螺纹钢现货价格历史走势比较



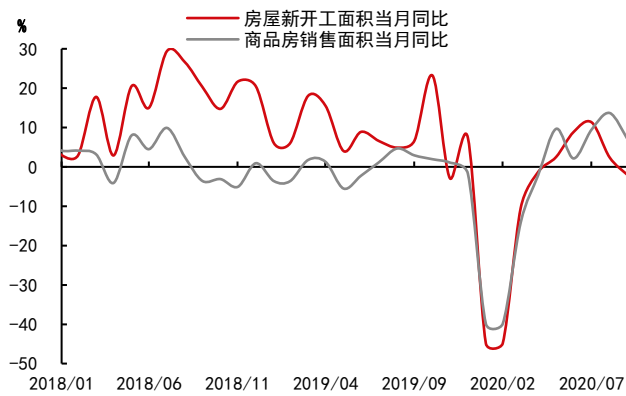
数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

5、地产需求或远期走弱，冬储季 05 合约面临压力

下半年以来地产融资端和销售端的监管均有所强化，目前已经开始对部分地产指标产生实质影响，销售增速出现回落，导致资金来源收紧，进而迫使房企减少拿地、降低新开工力度，远期将影响地产端的用钢需求强度。从时间传导周期看，影响预计将在年底到明年一季度开始体现。

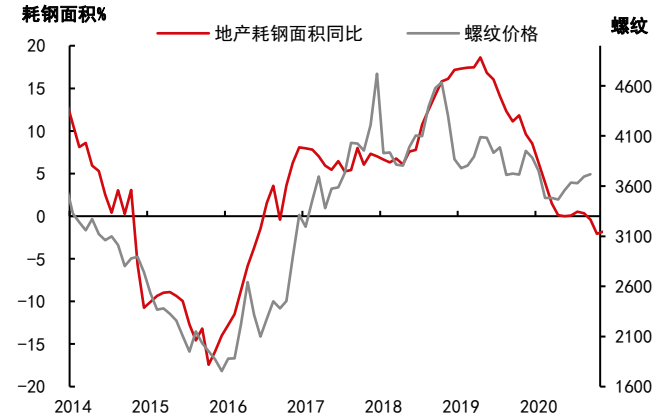
同时 05 合约目前以跟涨为主，在利润回升、减产缓慢的情况下，后期冬储季或面临再度大幅累库的风险，叠加地产端需求转弱预期，届时 05 合约恐再度承压。

图 20: 地产销售和新开工增速回落



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

图 21: 地产耗钢面积增速测算与螺纹价格



数据来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

三、总结：钢价短期偏强，中期可布局 05 空单

在赶工需求韧性超预期释放的情况下，螺纹供需格局持续向好，叠加投机需求抬头和产业链出现阶段性正反馈共振，螺纹现货快速拉涨，带动期价走强。目前需求尚未出现明显转弱迹象，在原料坚挺的支撑下，钢价上涨幅度仍有一定延伸空间，后期 01 合约可能总体维持强势震荡，做空价值不高；但本轮上涨以需求韧性为基础，随着寒冬临近，预计赶工需求的强度将在 11 月底至 12 月初开始转弱，期价可能会出现提前反应，因此也不建议追高。

后期需重点跟踪需求节奏和原料支撑力度，如东北、华北赶工力度明显减弱可能成为钢价开始回落信号。考虑到冬储压力主要将体现在 05 合约上，且拉尼娜和地产融资收紧、新开工转弱的影响也主要将在明年一季度逐步显现，因此后期可考虑逢高布局 05 空单。

风险因素：需求释放力度持续超预期（上行风险）；需求大幅下滑，产量明显回升（下行风险）

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>