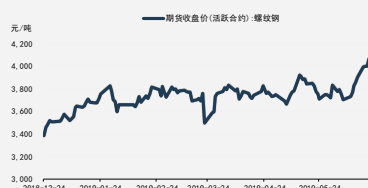




板块  黑色金属

螺纹钢价格:



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师: 赵一鸣

电话: 021-58777763

邮箱: zhaoyiming@qhfc.com

从业资格号: F3044218

投资咨询号: Z0013452

## 雨送黄昏花易落 螺纹钢下半年行情展望

### 报告摘要

- 房地产销售继续呈现一二线城市分化的情况。
- 预计下半年地产前后端将呈现分化的状态，受到前期高开工、信贷边际放松等影响预计地产竣工增速将上行。而在土地购置面积和销售面积下滑的背景下，预计开工增速将承压。
- 钢铁供给预计仍将保持高位，但是进一步增长空间有限。同时，产量受到利润调节影响将更明显

- 行情回顾
- 钢铁需求
- 钢铁供给
- 下半年展望及策略

Sector  Ferrous metal

Global cotton supply-demand  
balance sheet:



**QIANHAI FUTURES CO., LTD**

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: ZHAO Yiming

Tel: 021- 58777763

E-mail: zhaoyiming@qhfc.com

Qualification certificate No.: F3044218

Investment consulting certificate No.:

Z0013452

## Prospect of rebar market in the second half of the year

### ⊕ Abstract

- Real estate sales continue to show the differentiation of the first, second and third tier cities.
  - It is expected that the front end and rear end of the real estate will be in a divergent state in the second half of the year. It is expected that the growth rate of real estate completion will rise as a result of the high start-up and the marginal relaxation of credit. In the context of the decline in land acquisition area and sales area, it is expected that the growth rate will start under pressure.
  - Steel supply is expected to remain high, but there is limited room for further growth. At the same time, production will be more affected by profit change.
- Market review of steel
  - Steel demand
  - Steel supply
  - Strategy recommendation

## 一、螺纹钢行情回顾

回顾整个上半年的行情，螺纹钢在年初先触底反弹，在春节之后便进入了宽幅震荡。螺纹钢在 2018 年四季度受到了限产放松的影响，价格单边下跌。到了 2019 年年初，由于市场普遍预期 2019 春节之后 2018 同期需求延后释放的故事，所以市场整体比较正向。加之铁矿石发生淡水河谷溃坝事件，给钢铁价格带来了一定的成本支撑。这期间现货价格在高位横盘，期货价格由于前期跌幅较大，开始上涨修复贴水。待到春节之后，需求果真如市场普遍预料的那样，如期释放。但是由于前期乐观的预期已经在新一轮上涨中反应，所以反倒市场进入了震荡期。在整个春节后到 6 月底震荡中，螺纹钢价格经历了三轮上冲。第一次是 4 月 1 日，由于此前的周末公布的 PMI 重回荣枯线之上，大幅超出市场预期。市场乐观的估计经济进入复苏轨道，螺纹钢价格应声大涨；第二次是 5 月 21 日，焦炭受到限产传闻，开始大涨。带动螺纹钢冲高；第三次是 6 月 24 日，由于此前的周末唐山发布了限产文件，再一次诱发了市场的做多情绪。但是，整体来看，前两次上涨都由于市场对高供给以及地产需求边际转弱的担忧，使得价格难以突破，价格在经历上涨后又重归震荡格局。

图 1 螺纹钢行情走势



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

## 二、螺纹钢需求

### (一) 房地产

今年前四个月地产都保持了非常强的韧性。从数据来看，韧性主要体现在四个方面：首先，房地产投资完成额呈现了连续高速增长。前四月累计同比增速分别为 11.65%，11.8%，11.9%。其次，地产销售出现了“小阳春”的局面，2 月份地产销售增速为-3.6%，好于普遍市场预期。3 月、4 月地产销售降幅收窄，分别为-0.9%和-0.3%。再次，房屋新开工面积累计同比增速大幅超出市场预期。2019 年 2 月的房屋新开工面积累计同比增加 6%。3、4 月份该数据更是明显加速分别为 11.9%和 13.1%。最后，房屋施工面积也连续高位运行，3、4 两月连续保持了 8%以上的增速。

综合来看，地产从销售到投资，都连续超出市场的预期。这也为螺纹钢上半年来相对强势的表现提供了基础。

图 3 房地产投资完成额



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 4 地产销售累计同比增速



数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 5 地产新开工面积累计同比增速**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 6 地产施工面积累计同比增速**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

而到底是什么原因造成了房地产在今年前四个月表现如此强劲呢？我们认为原因主要有二。

### 1. 季节性因素叠加年初房地产调控政策边际放松导致销售表现良好

历来 3 月商品房销售有较强的日历效应，春节过后环比增速会大幅反弹，且反弹幅度很不稳定。参考 30 城情况，今年 3 月环比增速 77%，明显高于 2010 年以来 67% 的平均水平，4 月环比 2.2%，略高于 1.4% 的历史平均水平。

此外，2018 年年底到 2019 年年初地产调控出现了一定程度的边际放松。由于 2018 年以来受到国内去杠杆，外部贸易战等多重因素的影响。经济增长面临压力。年末的中央经济工作会议没有再提“房住不炒”这一话题。引发了市场关于地产调控放松的猜测。其后，山东菏泽市打响了地产调控放松的第一枪。改市取消了新购住房限制转让措施，降低市区商品房预售资金监管措施。从此之后，国内多个城市出现了放松购房条件的政策。叠加部分一线城市之满足严限购条件的人数增加（以上海为例，该市 2016 年 3 月收紧限购政策，将外地人购房需缴纳社保年限提高至五年。到 2019 年上半年改政策以施行三年，满足条件的人数明显增加）。

部分城市放松调控措施一方面让刚需可以进场买房，同时也导致市场涨价预期，引发了部分投机需求。这让 2019 年地产小阳春显得相对抢眼。

### 2. 赶工余波和棚改迁移导致新开工表现强劲

2018 年受到国家宏观去杠杆的印象，资金面出现了紧张的局面。地产开发企业受到的影响尤为明显。为了应对资金偏紧，地产企业快拿地，快开工、快销

售、满施工。从而提高资金周转速度，保证盈利。这样的地产赶工在 2019 年上半年虽然边际放缓，但是整体开工速度仍快于往年。为地产开工数据高企提供了助力。

其次，国家为了应对经济相对疲软的情况，棚改明显前移。特别是中西部，该情况尤为明显。中西部是我国棚户区改造的主要区域，近年占全国棚改开工计划的 65% 左右。近年来，棚改对中西部地产影响显著，例如棚改货币化安置对中西部商品房销售的贡献约两成左右、货币化安置和实物安置直接或间接拉动地产投资等。具体省份来看，年初以来新开工改善相对较好的河南和安徽等中部省份、甘肃和陕西等西部省份，2019 年棚改计划开工规模较为靠前。今年前 4 个月，棚改专项债的发行主体结构明显向中西部倾斜；其中，西部地区发行棚改专项债 518 亿元、明显高于去年全年的 476 亿元，中部地区发行 1033 亿元、占去年全年的 84%。具体省份来看，年初以来地产新开工改善较好的安徽、河南、陕西、甘肃等中西部省份，前 4 个月棚改专项债发行规模普遍较为靠前。中西部地方棚改专项债发行放量的同时，中央棚改资金的支持也向中西部地区倾斜。

#### 下半年地产走势预测

房地产销售的情况，我们预判下半年可能继续呈现一二三线城市分化的情况。一线城市本轮调控时间长、力度大，2019 年以来，在房贷利率下降带动下，长期压抑的刚性需求加速释放，销售增速快速反弹。但限购、限贷等重要政策没有放松，因此刚需释放后反弹的持续性存疑。参考历史规律，结合我们对货币政策微调的判断，预计一线城市房地产销售增速的反弹能至年中左右。后续仍可能面临一定程度压力。

二线城市整体呈现顺周期性，商品房销售增速与房贷利率高度负相关。如果 2 季度房贷利率延续回落，二线城市销售同比增速的底部可能出现在 1 季度。未来几年二线城市有望受益于新型城镇化政策。过去几年一线城市居住成本快速攀升、购房条件不断收紧后，二线城市的相对优势显现，在产业政策和人才引进政策的配合下，常住人口增速有赶超一线城市的趋势。发改委近期发布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，要求“城区常住人口 100 万—300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万—500 万的 I 型大城市要全面放开放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制”，利好二线城市人口流入和新增购房需求。

三线以下城市受到前期棚改透支过多需求，加之棚改萎缩拖累，预计将销售降持续下滑。2016年之前，二线城市与三线及以下地区销售走势基本一致，2016年之后走势逐渐分化，这与三四线城市棚改货币化有直接关系。

住建部网站显示，2017年全国各类棚户区改造开工609万套，预计货币化安置比例60%左右；2018年开工626万套，其中1-7月开工407万套，考虑到2018年政府工作报告中未再提及“提高棚改货币化安置比例”，年初以后地方政府隐性债务摸底工作陆续展开，且下半年棚改货币化安置政策明显收紧，假设2018年1-7月货币化安置比例降至40%-50%，8-12月进一步降至20%，则2018年全年货币化安置比例可能在33%-40%。假设货币化安置后仍在三线及以下地区购买商品房的比例为70%，每套面积85平方米，则货币化安置在2017年拉动三线及以下地区商品房销售面积为2.17亿平方米，占当年销售面积的19.9%；2018年拉动1.23-1.49亿平方米，占当年销售面积的11.1-13.4%。在棚改货币化的强力拉动下，2017-2018年上半年三线及以下地区商品房销售增速持续高于一二线城市。2019年棚改计划仅有295万套，较2018年下降50%以上。若假设货币安置将至15%-20%，则货币化拉动的销售面积预计只有0.27-0.36亿平方米，较2018年减少0.87-1.22亿平方米。2018年三线及以下地区商品房销售面积约11.1亿平方米，全国17.2亿平方米，因此如果仅考虑棚改退火的影响，可能在2019年拉低三线及以下地区销售增速8%-11%，拉低全国销售增速5%-7%。考虑到过去两年的棚改对购房需求已有一定透支，今年三线及以下地区销售增速低点可能接近-10%。

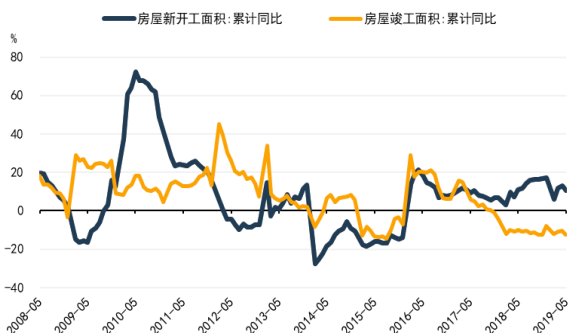
整体来看，受到三四线城市销售下滑的拖累，房地产销售在下半年可能出现加速下滑的情形。

而与用工需求关联更加紧密的新开工我们预计增速在下半年将加速回落，但是整体水平仍不低。首先，地产融资环境较2018年边际改善使得高周转的基础已经不在。2017年下半年-2018年，房地产政策收紧，房企融资环境恶化，在商品房库存偏低的情况下，房企为了回笼资金可能选择加速开工，并加大对期房的推盘力度以尽快获得销售回款，进入“快开工、快推盘、快回款、慢施工”的“高周转”模式。因此，期间新开工增速居高不下。2019年初以来，房企融资环境有所好转，推盘销售回款的迫切性有所降低，高周转动力下降，转为以杠杆拿地为主。此时新开工增速难以进一步攀升。其次，今年的棚改退火对新开工也



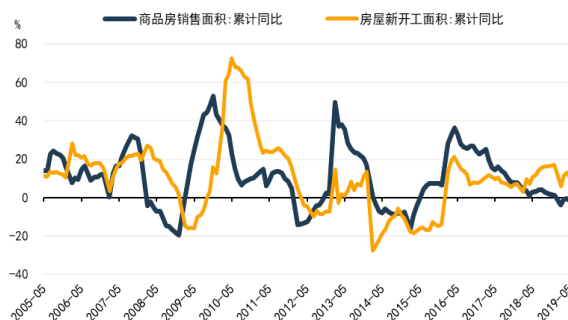
有一定负面影响。2018 年棚改开工 626 万套，实物安置比例 65%，对应新开工房屋 407 万套；2019 年开工 295 万套、实物安置比例 82.5%，则对应新开工房屋 245 万套。按照每套 85 平方米计算，棚改退火可造成 2019 年新开工面积较 2018 年减少 1.37 亿平方米，占 2018 年新开工面积 6.5%。

图 7 地产新开工面与竣工



数据来源：WIND 资讯，前海期货

图 8 地产销售与新开工



数据来源：WIND 资讯，前海期货

## （二）基建

基建是国家逆周期调节的重要手段。整个上半年基建增速虽然在平稳回升之中。但是整体回升幅度不及市场预期。但是随着 6 月 10 日中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，政策调节信号相对明显。

对于下半年的基建投资走势，我们主要有四点认识：1) 专项债、公共财政支出等“正门”融资渠道进一步打开，投资增速恢复缓慢问题将有所改善，预计投资修复速度将较一季度有所加快。我们倾向于认为专项债补充资本金旨在提高基建大项目资金到位及推进速度，而且此次《通知》还提到“对预算拟安排新增专项债券的项目通过先行调度库款的办法，加快项目建设进度，债券发行后及时回补”，以这种方式加快推进专项债发行及使用进度，同样旨在提高基建项目推进速度。

2) 同时“坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的同时，加大逆周期调节力度”态度明确，宏观杠杆率基本稳定对政策来说亦是目标之一，基建投资难以回到两位数高增长。我们维持全年基建投资增速与名义 GDP



增速大致相当的判断，即 8%左右。

3) 从政策导向看，交通运输和公共服务类行业是重点领域，与“国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气”有关的重大项目将会是未来基建投资重发力点。

4) 理论上政策直接影响等于年内剩余的专项债规模\*符合重大项目标准的比例\*杠杆倍数，但当前交通运输等类项目占专项债比例并不高，直接影响不可高估，且这样测算还没有考虑专项债对其他资金的挤占效应。和直接影响相比，稳增长和逆周期政策升温的信号意义更大。

基于以上的四点认识，下沉到对钢铁的影响来看。相对于建材的用量影响是比较中性偏积极的。一方面，总量上基建在下半年的回升速度将快于上半年。但是内部结构上，由于基建概念较广，无法具体对应用钢的量。从总体上看，总量上的回升未必会以同样的幅度影响用钢需求。

**图 9 基建投资完成额累计同比增速**



数据来源: WIND 资讯, 前海期货

### (三) 制造业

从订单来看，2018 年年中之后下行趋势就比较明显。从可以对照的企业用工前瞻指数来看，此时企业谨慎预期已经普遍形成。

2018 年四季度-2019 年一季度现实的出口开始下行。与此同时，逆周期政策力度显著加大。

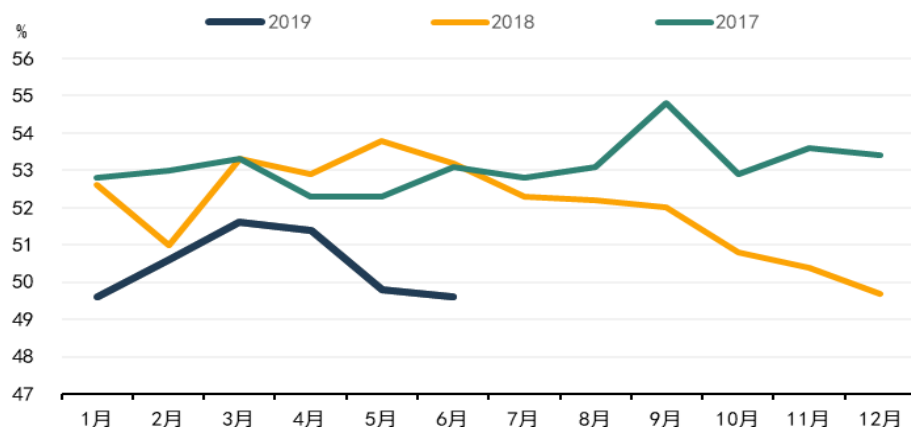
伴随着逆周期政策的加码和社融的企稳，企业预期开始好转。同时，随着关税冲击脉冲的基本释放，出口订单底部小幅反弹（4月），出口预期有底部企稳迹象出现。

5月9日，美国政府宣布自2019年5月10日起对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。为捍卫多边贸易体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对原产于美国的部分进口商品调整加征关税措施（见国务院关税税则委员会5月13日公告）。

新出口订单在5月出现了大幅下探，环比回落了2.7个点。值得注意的是，以加工贸易和代工为主的小微企业在订单、生产经营活动预期下行更为显著。从订单到出口的经验关系看，这部分订单下行从三季度开始将影响出口。

对钢铁需求比较大的汽车业预计下半年继续大幅下行的空间有限。5月汽车产量增速只有-21.5%，低于4月的-15.8%和1-4月的-11.8%，生产端去库存加速的特征明显，预计到三季度某个时段可能会去库存结束；但汽车零售端数据却在疲弱中缓慢走高，汽车零售额从去年11月的-10%，上升至2-4月的-2%至-4%，以及5月的2%，整体还是在改善趋势中。即使考虑基数因素这块至少也不再明显恶化。这也验证了我们去年底的判断，汽车零售端大致持平于M1周期。若销售在低位企稳，预计生产也将保持相应节奏。

图 10 PMI 新订单



数据来源：WIND 资讯，前海期货

### 三、螺纹钢供给

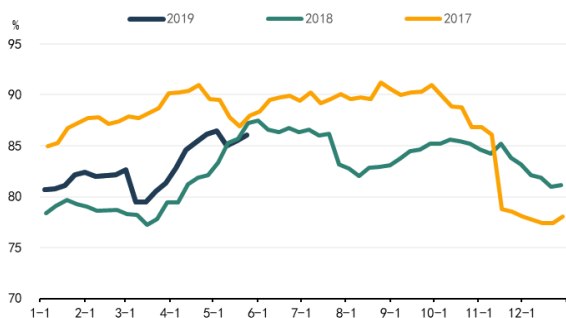
自去年四季度开始，环保限产开始逐步放松，虽然整个冬季北方地区保有一定程度的限产，但限产幅度已较上一年度大幅减弱。自3月份开始，高炉开工率开始快速拉升，其后，产量持续维持高位运行。总的来看，整体生铁产量仍处于近几年的高位，且接近历史的最高产量水平。

由于高炉开工率的持续攀升，3、4、5月份全国高炉铁产量同比大幅增长，同比增速分别达到11.6%、4.0%和3.3%的高增长水平。1-5月，全国生铁产量同比增长3.2%，增速比2018年1.2个百分点，限产的放松，直接带来了产量的快速增长。电炉开工率基本与往年春节一致，节后电炉开工率连续恢复，目前已恢复至相对高位。由于电炉产能的增加，电炉钢产量呈现较为明显的增长趋势。而大部分电炉对应的轧材均为螺线、型材，这也加大了长材的供给。

从钢联统计的五大钢材产品产量来看，自三月份开始，产量连续增加，调研样本的单周产量也屡次创出了历史最高水平。目前高炉开工率、电炉开工率基本达到了最高水平，产量进一步上升的幅度已有限。后期随着限产的逐步开展，钢材产量降呈现较为明显的回落，但整个下半年，预计钢材产量仍将保持相对的高水平，高供给的压力将长期存在。

钢材整体产量的增加，主要由螺纹等建筑钢材所贡献，去年四季度至今，螺纹产量明显高于去年同期水平，1-5月份，全国螺纹同比增速达到17.1%的增长，增速创近7年新高。

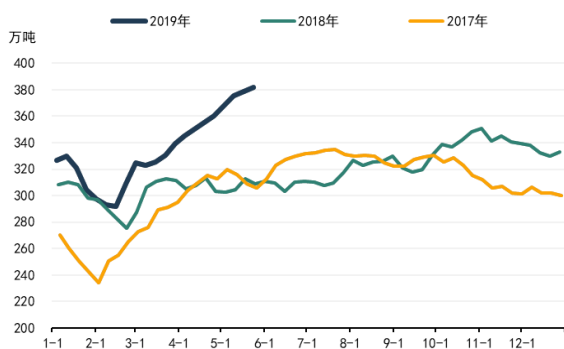
从过去半年全国钢铁产量增速来看，核心增长驱动是环保限产放松情况下，高炉开工率的同比增加，生铁产量连续出现高增长，从而带动整体粗钢产量的高增长。而连续的高利润，进一步诱发企业不断扩大生产效率，使得全国在生铁产能几乎无增长的情况下，获得了大幅的产量增长，措施包括：适当扩大炉容、提高入炉品位、提升高炉利用系数。

**图 11 高炉产能利用率**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 12 高炉开工率**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 13 螺纹钢产量**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

**图 14 螺纹钢利润**


数据来源：WIND 资讯，前海期货

虽然我们上半年面临钢铁产量高增长的压力，但得益于地产和基建两个重点钢材领域的消费发力，也形成了过去半年以来，我们看到的钢材高消费，不但完成了对产量增量的消化，同时也支撑了过去半年钢铁企业利润始终处于相对较高的水平。然而，4 月份以来原料成本大幅增加，并且进入钢材消费淡季后，现货价格承压，企业利润受到大幅快速压缩。部分企业的部分产品已经处于亏损状态。过去一个月，螺纹生产成本逐渐抬升。由于 2019 年以来原料价格的明显上涨，使得钢材的整体生产成本大幅高于去年同期 600 元/吨以上。

在成本不断抬升，成材价格进入淡季之后的快速回落，直接导致钢材利润加速回落。对于下半年产量的预判，边际变化关注利润的变化和限产情况。当螺纹钢利润出现大幅收缩时，高炉企业会首先降低废钢的使用量。但是这样一来，会导致废钢价格下跌，电炉利润回升。从而引发了翘翘板效应。因此最初阶段，螺

纹产量很难出现大幅的下降。但是当低利润持续较长一段时间后，可能会触发高炉检修，从而使得螺纹产量出现实质性的减少。此外，还需关注各地限产的情况，但是由于今年经济整体较为困难。因此预期限产难以长期持续，更多的是带来短时的扰动。总体来看，下半年螺纹钢的供给仍将维持在相对较高的水平。

#### 四、下半年展望及策略

综合来看，钢铁产量的边际可能会有所放缓，但是绝对仍然将维持在高位。同时，钢铁产量的波动可能受到利润调节更加明显。而在需求端，将呈现基建上、地产下的格局。总体来看，需求端边际减弱。此外地产内部前后端将呈现内部分化的情况。受到前期开工增速高企，融资边际改善的影响，预计地产竣工将出现明显的边际改善。但是新开工受到拿地和销售增速下滑的制约，增速将放缓。

具体策略上，预计螺纹钢将呈现震荡下行的状态。可以在适当时机逢高做空。此外，建议受到地产前后端分化的影响，玻璃-螺纹价差可能走阔，该套利策略确定性较高。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net.cn>