

钢铁 2014 年 5 月月报

中融汇信期货研发部

研究员：田锋

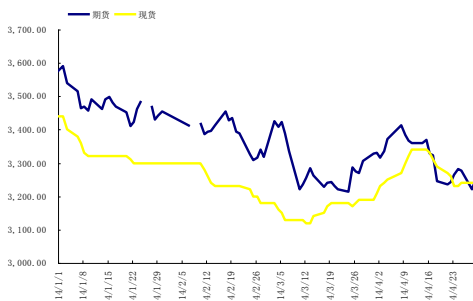
执业编号：F0305755

电 话：021-51750746

目录

市场与展望	1
基本面分析	2
不确定因素分析	5
操作建议	7
免责声明	8

市场与展望



4 月份螺纹钢期货市场冲高回落，市场表现在 3200-3400 近 200 点间震荡，行情转折出现在 4 月中旬，期价再度回落至年度低点附近。期市回吐早期市场大部分涨幅的确让我们很意外，这不仅打破了我们原先对钢材整体走势预测，同时，我们对钢市场的后市操作策略也将做出重要修正。

正。

期货市场上，4 月份最大变化在于现货交割月与主力合约之间的价差出现了倒挂，同时主力合约与更远期合约之间价差结构也出现了逆价差，很明显投资者对未来的失望情绪正在期货市场中蔓延。我们注意到这种价差转变的时间节点恰好在 4 月中旬李克强总理召开 2014 年第一季度常委会议之后，对调控预期政策的失望导致投资者弃守期市。不过，1405 现货合约交割价格依然维持 4 月份早期的强反弹趋势，反应实货抛售在期市的压力并不大，也从侧面反应了当前期市的远月合约逐月走低价差结构的最大压力来自投资者的预期转变，钢的现货基本面仍保持稳健。

现货方面，进入 3 月份之后，现货市场的强抵抗始终给市场带来支撑，现货在 4 月份一度冲击 3350 元/吨后受期市远月表现而逐步回落，很显然短期的消费释放以及库存持续下降给现货市场带来支撑，我们注意到中钢协统计下的社会库存已从最高点下降了 23%，周均下降速度为 2%，考虑到当前钢市场中融资和贸易商的信贷均处于非正常状态，因此我们相信库存下降的很大因素在于实货需求和钢产量在 4 月份的萎缩。

后市展望

我们对原先认为钢涨势维持至 5 月份，之后再调整的预测在本月做出重要修正。我们认为既然期市主力合约已重回年度低点，因此我们建议投资者转变短多策略为延期 3 个月时间的买入持有策略，建议投资者降低原先做多比重至 50% 仓位以下，持多观望。

中长期走势判断上，我们认为钢市在未来 2-3 个月之内正在构筑重要市场底部。

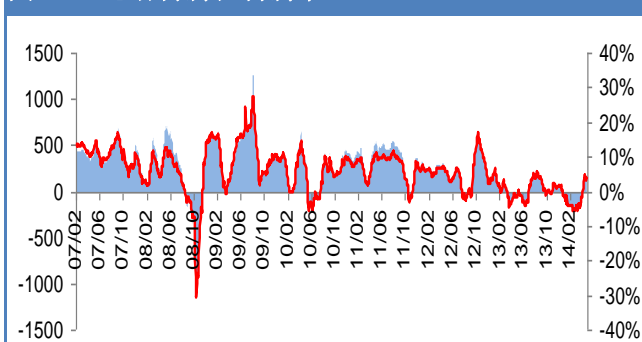
基本面分析

一、原料市场下跌幅度远大于钢材市场，钢生产者利润提高有限

如图：尽管钢材市场销售价格小幅下跌，但钢企业生产收益却在不断恢复，期间三个炼钢重要原料市场跌幅加速导致炼钢企业成本下降，收益增加的主要因素。

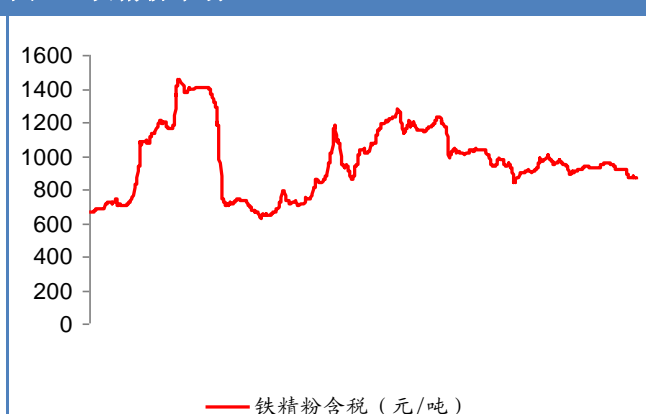
我们认为焦炭市场仍是下阶段推动炼钢成本下降的重要因素。尽管本月 BHP 关闭一个炼焦产能，同时约谈煤炭长协转变现货指数模式，海外释放的触底信号并没有挡住国内二级炼焦市场向 5 年低点逼近的势头。从目前我们了解到的情况来看，本月国内炼焦行业自律调价并没有得到很多钢厂的响应，在黑色大产业链去产能背景下，投资者均在延长观望市场的触底忍耐限度。在过去的三年里，焦煤产能扩张速度，融资规模远大于常态需求，以黑色能源为主的下游制品市场加工者均在受益于黑色资源成本下降，但并没有出现释放出实质性需求从而推动煤炭价格的局面，反应整个黑色产业链仍在消除过剩产能和消化库存阶段。另外，在 5 月份国内信贷市场的融资风险中，煤炭类矿类资产依然不能排除局部的清盘所导致的库存释放的风险。

图 1：吨钢利润和利润率



数据来源：WIND 资讯，中融研究

图 2：铁精粉市场



数据来源：WIND 资讯，中融研究

图 3：铁矿石市场

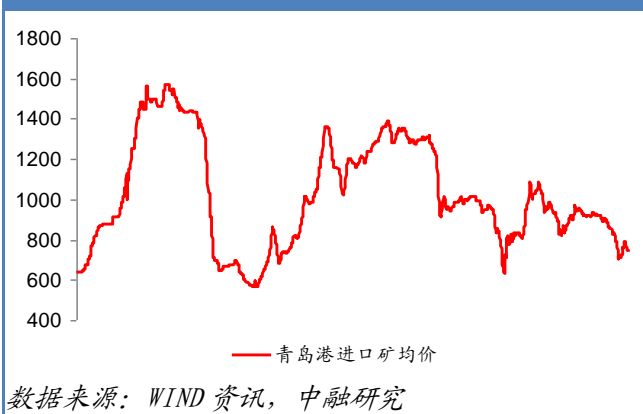
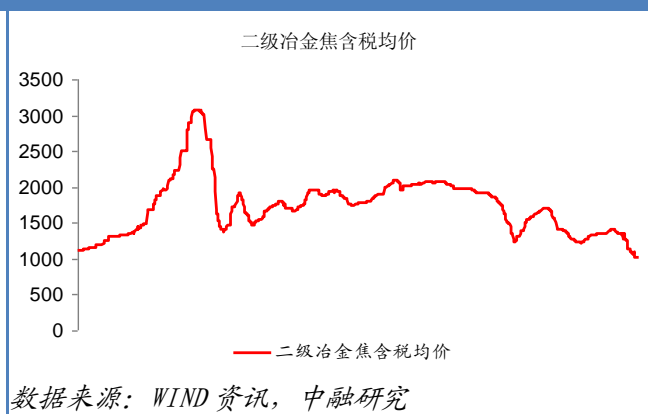


图 4：焦炭市场



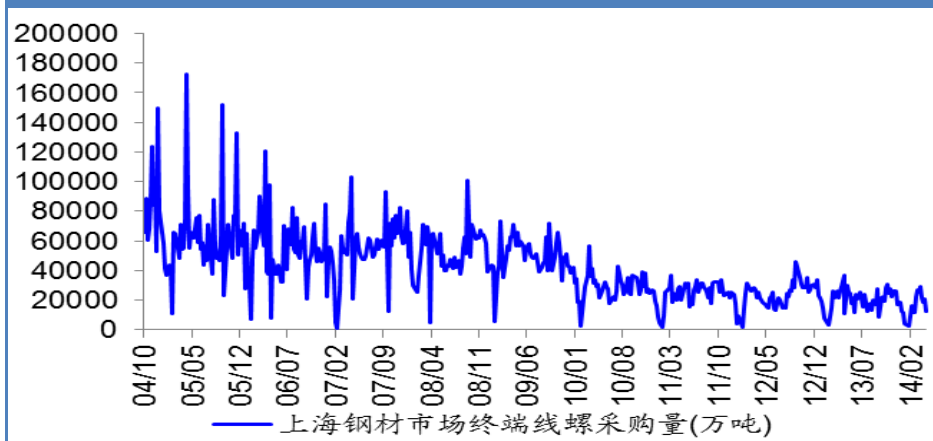
二、宏观调控政策预期出现转变---关注积极财政政策慢热效应

四月份，投资者在期货市场的悲观情绪释放成为市场的重要利空因素。这种失望情绪主要基于几个方面：

- 1、 在 2014 年一季度常委会议上，李克强总理未做出重要发言令原先预期强政策支持的投资 者颇感失望。
- 2、 从目前微刺激政策的逻辑来看，李克强总理将经济结构调整放在经济增长的首位，很多新项目都是定向与经济改革有很大关系，其中很多改革细节并没有确定情况，对市场消费的激活有慢热效应。
- 3、 宏观方面，财政政策放松预期远大于货币政策放松，很多迹象暗示李克强总理更倾向于从减税入手激活经济。而减税政策相当于向市场透露两点信号，其一，政府支出投资比重的下降；其二继续采取存量资金盘活的货币调控政策。这些都是市场不愿意接受的措施。

很显然，强刺激政策或许说对原先强货币政策支持预期转向财政减税政策为主的预期，导致市场投资者对经济未来预期与政府之间形成落差，或者说这增加了习惯了原先增长逻辑下的投资者对未来经济的判断难度。加之财政政策对经济增长的慢热效应也导致投资者的负面情绪，但随着新届政府调控政策的逐步明朗和微调政策细则的逐步释放，钢的下游消费释放仍是预期的大概率事件，只是投资者需要习惯放缓消费市场增速对库存下降推动效应需要时间，市场往往会在不经意事件发现库存已处于下降周期。

图 5： 上海钢材终端线螺采购量



数据来源： 中融研究

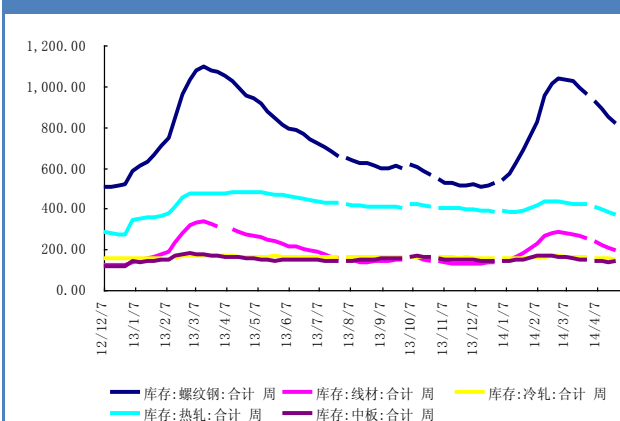
三、 钢材库存持续下降---实货买需增强

如图： 全国钢材库存持续十周下降， 目前离高点下降近 23%， 约 800 万吨， 其中上海社会库存和交易所库存也逼近历史低点， 反应终端贸易商库存偏低。

自 2014 年上海松江最大钢贸公司与银行发生纠纷开始， 钢材融资风险不断释放， 从不具名统计， 银行方面的融资信贷已从 1800 亿万缩减至 800 亿不到， 钢贸-钢厂-钢联保， 几乎涉钢领域都出现了不同程度的信贷紧缩， 因此在此背景下， 我们认为库存规模的下降主要以实货买需为主。

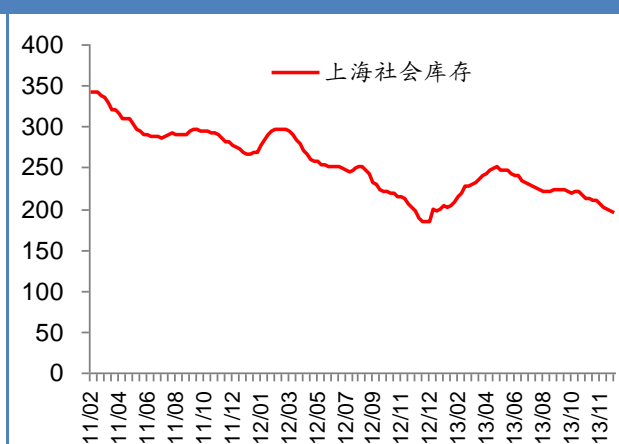
结合稳政策调控中， 铁路基建和棚户区改造工程仍将是未来钢铁消费的重要新增亮点， 这潜在增化了当前库存下降趋势。

图 6： 全国库存



数据来源： WIND 资讯， 中融研究

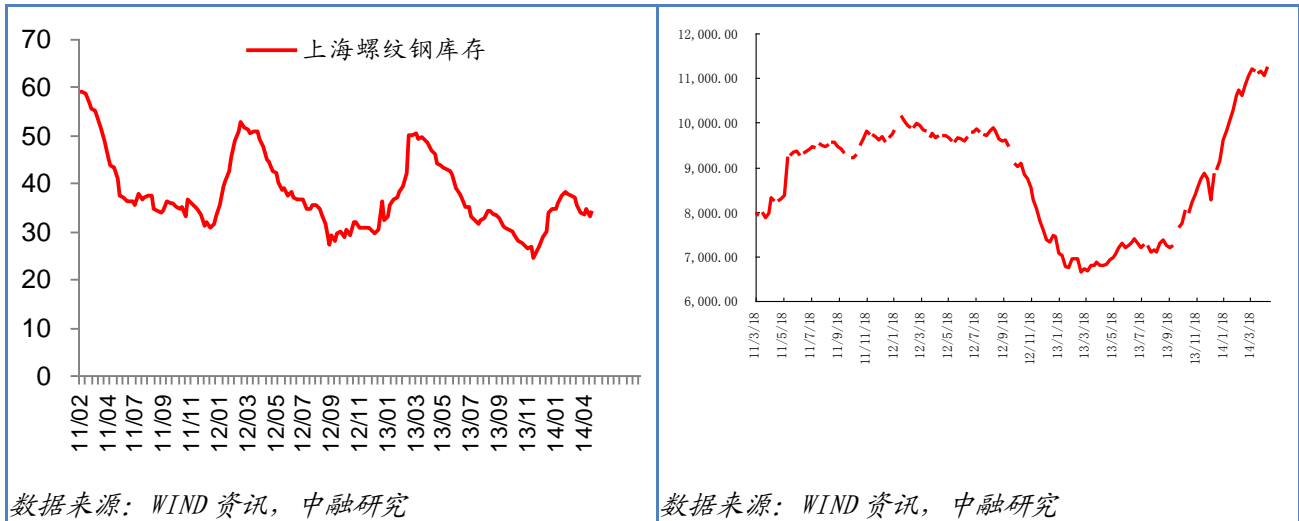
图 7： 上海社会库存



数据来源： WIND 资讯， 中融研究

图 8： 上海交易所螺纹钢库存

图 9： 港口铁矿石库存



不确定因素分析

一、融资风险

“SELL IN MAY”这是全球投资者笃行的信条，加上中国自5月份开始信托集中兑付将引发市场对国内流动性的强烈关注。早有外国机构预测一旦中国陷入流动性兑付风险，GDP增长可下降至5%，可见信托兑付风险压力在中国究竟有多大。

中国信托资产接近11万亿，其中2012年二季度到2013年一季度的发行量是5.3万亿元，5月份到期，则高达1.7万亿元。由于信托大部分都是房地产、有色、煤炭矿产和证券资产，而自2012年之后，除房地产外的其他资产均出现了大幅贬值的情况，因此2010年和2011年发行的3年期信托兑付问题格外引发市场关注。据一张高风险资产表罗列数据来看，5月份国内兑付1.7万亿信托中，7000万是高风险资产，而其中5月30日有一个产品很可能发生违约风险事件。

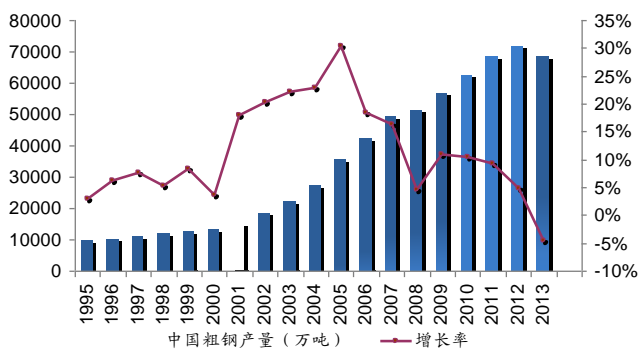
中国央行早在年初就表态，2014年中国融资市场会出现违约事件，但仅属个案，不会出现系统性风险和银行不良资产的恶性风险事件。我们当然相信中国的融资风险仍属可控阶段，即便发生违约事件，大概率上也是煤炭类资产居多，尽管流动性的释放风险很难去理性分析判断，但我们认为煤炭类资产减值释放反而对钢材生产者是有利的。一方面，煤炭资产减值降低钢生产成本；另一方面，钢铁行业早于煤炭行业先出现了大规模融资风险释放事件，行业清库清产能较为彻底。

二、产量下降趋势 VS 消费缓慢释放——库存进入下降周期

我们相信当前全国钢库存已进入下降周期，新增基建和铁路项目的增加提高了未来钢材消费潜力，而另一方面，国内粗钢产量增速剧烈下降，并于2013年出现负增长，根据中钢协对2014年第一季度的统计，国内日均粗钢产量尽管维持在200万吨以上，但同比增幅仅3%不到，但钢企亏损面达到40%，一季度主营亏损达到20亿元，不仅说明当前收益仍不足以刺激产能的同时，银行信贷紧缩也不利钢生产者迅速恢复产能。

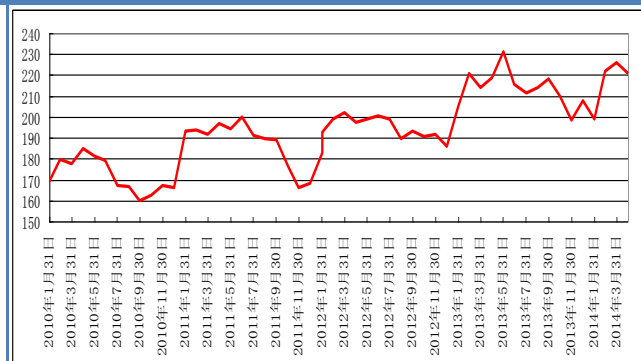
我们认为社会终端库存下降，而钢企库存过高是限制当前价格的最重要因素。同时钢企原料库存不足不仅显示钢企未来备产信心不足同时也导致钢企现货成本和库存成本相对接近，因此在上游成本下移过程中，钢企业难以提价，但原料库存不足限制未来钢企产能增速，而从4月份开始，我们发现钢企的采购订单却是不断回升的，因此未来钢企库存下降速率才是我们后期重点跟踪对象。

图 10：中国粗钢产量



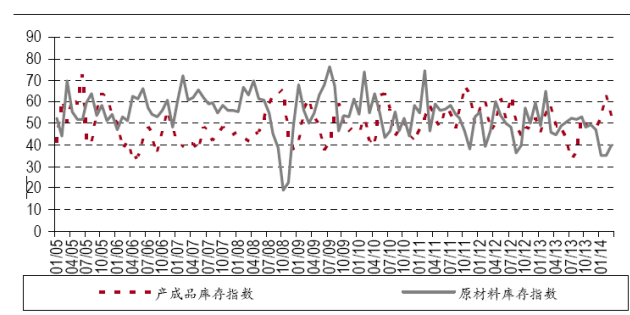
数据来源：WIND 资讯，中融研究

图 11：中钢协日均产量统计



数据来源：WIND 资讯，中融研究

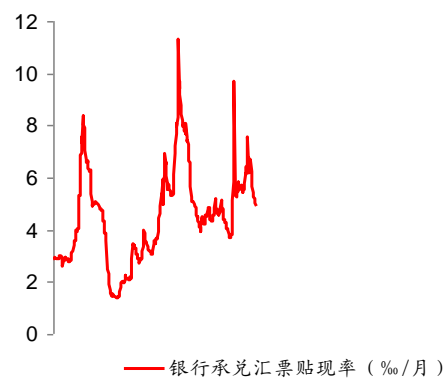
图 12：中国钢铁行业库存指数



资料来源：中国物流与采购联合会钢铁物流专业委员会

数据来源：中融研究

图 13：银行贴现率



数据来源：中融研究

三、继续提高中国钢铁业的出口预期

根据我们对中国钢铁行业的研究表明，钢铁行业低谷与出口周期有很大关联，这也是解决行业过剩更为积极主动的方式。从当前全球钢铁环境来看，我们继续认为未来中国钢铁出口的可能性大增。

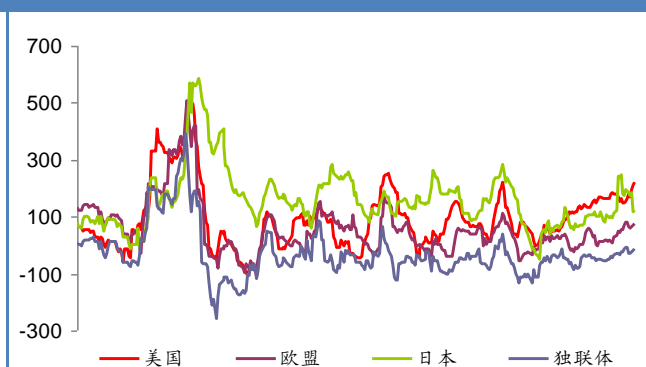
2014年3月，钢材月出口量、粗钢月净出口量当月环比均大幅回升。统计数据显示粗钢累计净出口为1543.38万吨，同比增长32.59%，环比上涨2.49个百分点；我国出口钢材675.87万吨，环比大幅上升40.68%，同比上涨28.01%。我们注意到由于国内钢铁价格随成本而走低正导致国内与全球钢价价差进一步拉开，特别是冷轧市场，中美价差较为显著，关注冷轧比价效应是否会拉动国内市场。

图 14：螺纹钢中国与全球比价



数据来源：WIND 资讯，中融研究

图 15：热卷中国与全球比价



数据来源：WIND 资讯，中融研究

图 16：冷轧中国与全球比价



数据来源：WIND 资讯，中融研究



数据来源：WIND 资讯，中融研究

操作建议

5 月份，政策预期的调整及慢热效应，同时考虑库存下降导致实货需求的上升，现货市场支撑因素仍在；另一方面，期市投资者失望情绪的释放和流动性风险的担忧压力继续压制市场，钢企库存过高无法提价的潜在套保压力继续影响着投资者的预期。

综合分析下，我们对操作策略做出重要修正，我们认为未来 2-3

个月内，钢市场正在构筑重要底部区间。

操作上，建议投资者将短多策略调整为3个月左右的买入持有策略，同时建议将持仓比重下降至50%以下。

1410期价合约多头第一批建仓区域控制在3200-3250之间，原先3300以上建立多头，建议减仓持有。

具体操作建议参考我们的每周及每日报告进行的调整。

免责声明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。