

卷弱螺强再持续 卷螺价差难回归

东吴期货研究所 杨中平 倪耀祥

从 2017 年 3 月初螺纹、热卷期货价差出现倒挂一直持续到现在，并且呈扩大趋势，目前卷螺价差在-100 元/吨左右，而现货价差更大，卷螺价差达到-400 元/吨。从成本角度出发，由于热卷生产线比螺纹钢投入大、轧制成本高以及设备维护高等特点，一般认为热卷价格应高于螺纹 150-200 元/吨左右，而今年的众多政策性导向利多螺纹，热卷的需求又不及预期，造成了卷螺价差倒挂现象。

图 1 卷螺价差/(元/吨)

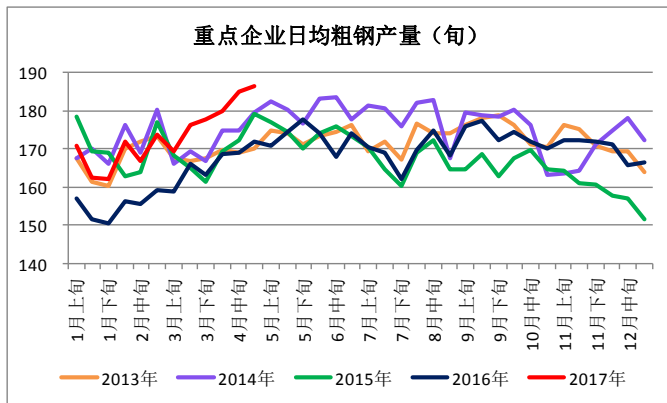


数据来源：Wind 东吴期货研究所

一、供应：螺纹偏紧 热卷宽松

高利润刺激钢企生产意愿高，3 月份的粗钢产量创历史新高，中钢协统计数据显示 4 月下旬重点企业日均粗钢产量为 186.5 万吨，又一次刷新了历史最高值。在粗钢产量逐级攀升的同时，钢材出口出现大幅下滑，主要原因有两点，一是出口价格高于独立体和欧盟的市场价，导致出口受阻；二是美国商务部对进口钢材的双反调查以及南非计划对热卷征 3 年保障措施税等不利政策因素抑制钢铁出口，1-4 月我国钢材累计出口 2721 万吨，同比下降 25.8%。供应端持续增大，出口端大幅收缩，内需达不到预期，供大于求的矛盾显现。

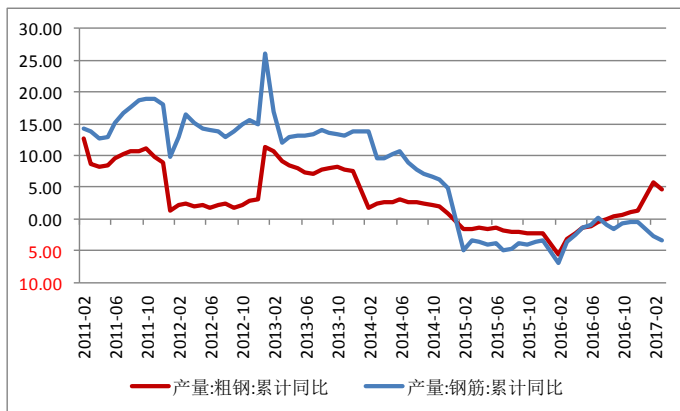
图 2 重点企业日均粗钢产量（旬）/万吨



数据来源：Wind 东吴期货研究所

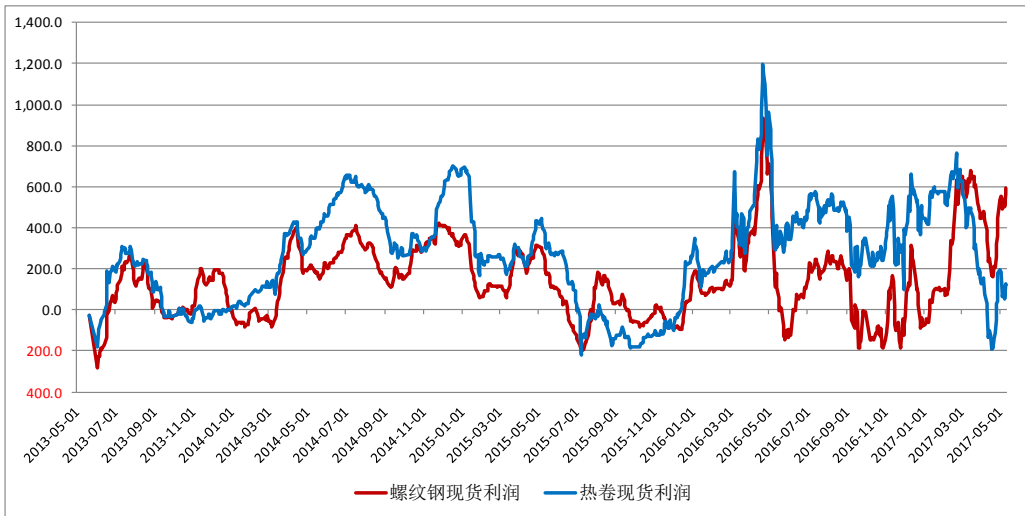
值得注意的是，虽然粗钢产量持续增大，但螺纹供应却出现紧张，一是地条钢的全面推出，国家对地条钢的清理工作非常重视，发改委、工信部等九大执政部门参与其中，确保 6 月底前地条钢全部推出市场，主要影响建材产量约 5000 万吨左右；二是粗钢和螺纹钢产量出现分化，一季度螺纹钢累计产量同比下降了 3.5%。这主要是由于 2016 年三、四季度热卷的利润远超螺纹钢，螺纹出现较长时间的亏本运行，导致了部分钢企将产线从螺纹转向热卷，造成今年一季度螺纹钢产量下降的一个重要原因。

图 3 粗钢和钢筋产量累计同比/%



数据来源：Wind 东吴期货研究所

图 4 螺纹钢和热卷现货利润/（元/吨）



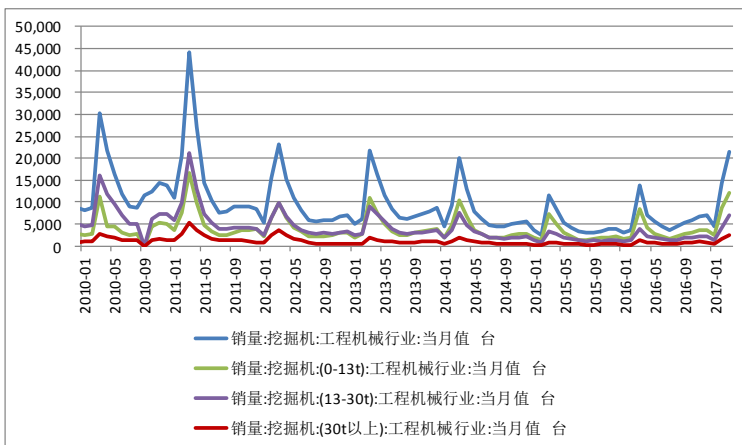
数据来源：Wind 东吴期货研究所

二、需求：螺纹强劲 热卷疲软

（一）基建拉动螺纹需求

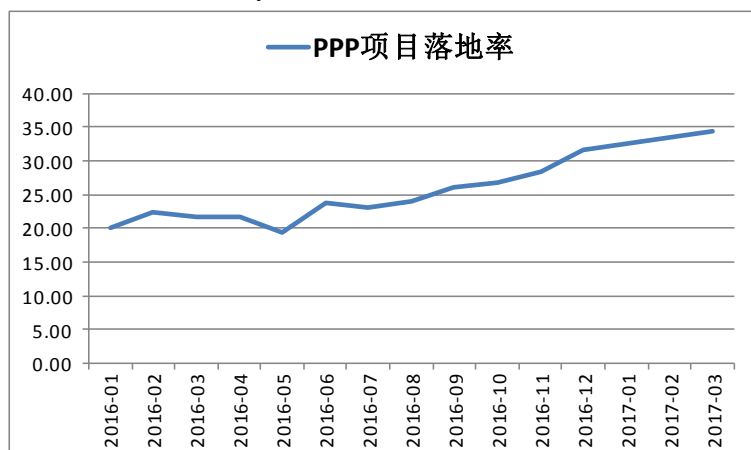
“一行三会”正全面升级防风险监管措施，一方面，这是三去一降一补政策的逻辑延续，杠杆过高，资金空转、泡沫累计等问题突出，去杠杆就是为了挤泡沫、防风险。另一方面，防风险兼监管措施就是提升金融机构服务实体经济的效能，推动资金脱虚向实。从 1-3 月份数据看，房地产开发投资总额累计同比增加了 9.1%，随之而来的全国已陆续有 45 个城市加入限购行列，进行调控的二三线乃至三四线城市明显增多，调控的手段也从原来的限购限贷政策发展成限购限贷限售限价，房地产在下半年预计会降温。基建的扩张可弥补因房地产需求缩减的钢材缺口，从挖掘机数据看，4 月挖掘机行业销量同比增长 101.1%，1-4 月累计同比增长 99.5%，好于预期，说明大规模的基建项目正有序推进。PPP 项目落地率尚可，3 月份数据显示 34.5%，高于以往水平，一带一路政策也将会促进批量项目落地，政策带动刺激对螺纹钢的强劲需求。

图 4 挖掘机销量/台



数据来源：Wind 东吴期货研究所

图 5 PPP 项目落地率/%

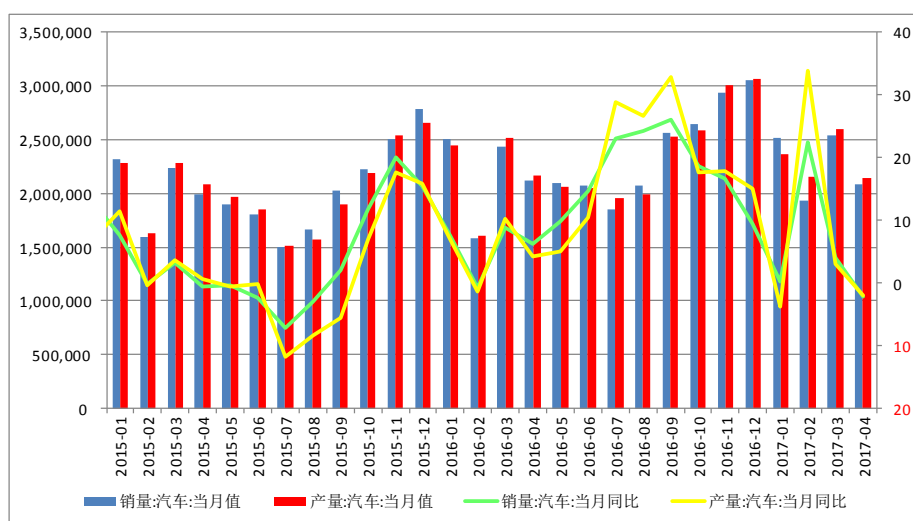


数据来源: Wind 东吴期货研究所

(二) 汽车产销量出现下滑

热卷下游需求不及预期,消费动力不足,旺季不旺。从汽车产销量看,4月份汽车销量同比下降2.2%,产量下降了1.9%,小排量汽车购置税由5%增加至7.5%降低购买积极性,热卷需求疲弱供应增大传导至价格大幅下滑。

图 6 汽车产销量累计同比/%



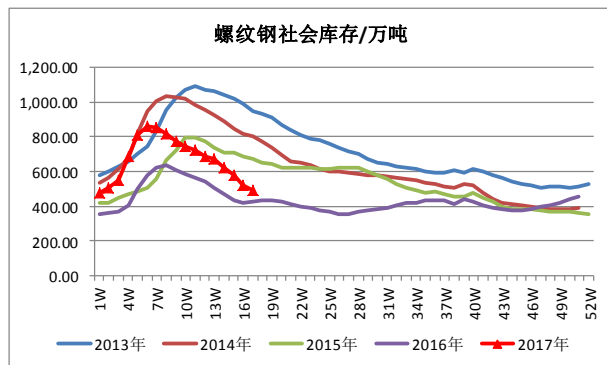
数据来源: Wind 东吴期货研究所

三、库存：螺纹降幅远超热卷

螺纹钢的社会库存大幅下降,4月28日螺纹钢社会库存单周环比下降了53.6万吨,降幅9.2%,近9年来周降幅最大,钢厂库存也大幅下降,螺纹钢的产能利用率从2月初51%一路攀升,截止5月5日,螺纹钢产能利用率达到70.2%,从终端用户需求向贸易商库存传导再向钢厂库存进行传导,形成良性的产业链循环。热卷社会库存微降,钢厂库存出现累积上涨,而产能利用率呈下降趋势,说明终端需求疲弱,传导贸易商补库

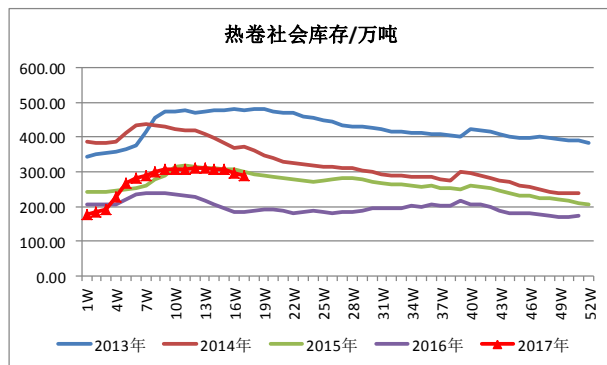
意愿低迷，钢厂库存开始积压，钢企生产积极性下降。

图 7 螺纹钢社会库存/万吨



数据来源: Wind 东吴期货研究所

图 8 热卷社会库存/万吨



数据来源: Wind 东吴期货研究所

四、结论

综合来看，螺纹钢的供应偏紧需求强劲的基本面使得螺纹钢维持偏强震荡，而热卷的终端需求尚未看到大幅启动的迹象，随着淡季的到来，热卷在二季度很难有明显起色，螺卷价差维持倒挂或将继续。在此，我们认为卷螺价差回归需满足两个条件：一是热卷的下游需求大规模启动；二是部分双料钢厂进行热卷线向螺纹线的转换。如果监测数据显示热卷库存大幅下降，热卷产能利用率下降螺纹产能利用率上升，操作上可做多卷螺价差。