



基本面偏弱，维持震荡操作思路

钢材品种：月报摘要

1. 结合我们的平衡表测算，认为1-2月粗钢产出增加6.5%，国内钢材需求同比增加7.7%，钢材出口同比下降18%，整体上目前基本面继续呈现偏弱，钢铁供给大于需求，且受出口下滑明显的影响，当前的供大于求情况略差于2016年同期。

2. 策略建议：结合基本面偏弱的整体判断，我们认为2月的短期操作仍以震荡思路为主，虽然基本面偏空，但由于节后是定调2017年行业供给侧基调的关键时期，因此不宜过分看空。建议维持轻仓震荡操作。套利方面，从01主力换月后，1月热轧螺纹1801合约价差波动在135-271元/吨之间，处于相对正常偏低水平。结合我们在年报中判断下半年价差有望重现2016年下半年行情的结论，我们认为当前可以长线布局多热轧空螺纹1801合约的套利机会，建议加仓区间在200元/吨，获利目标点位初步设定在400元/吨。当价差进一步收敛至100元/吨下方建议暂时离场等待重新入场机会。由于该套利持仓周期较长，建议初期可以轻仓尝试，待行情予以配合，可逐步加仓。

3. 风险点及关注点：节后最大的不确定性在于供给侧改革政策的变动，建议密切关注，同时3-4月份是上半年的传统需求旺季，建议关注旺季前期的下游行业表现。

华泰期货研究所 黑色金属组

徐轲

黑色金属研究员

☎ 021-68758689

✉ xuke_zxzhx@htfc.com

从业资格号：F0290365

投资咨询号：Z0011125

相关研究：

供需两弱，钢价震荡

2016-12-25

去产能叠加贸易商补库，利多钢材价格

2016-12-05

1 月钢材行情回顾

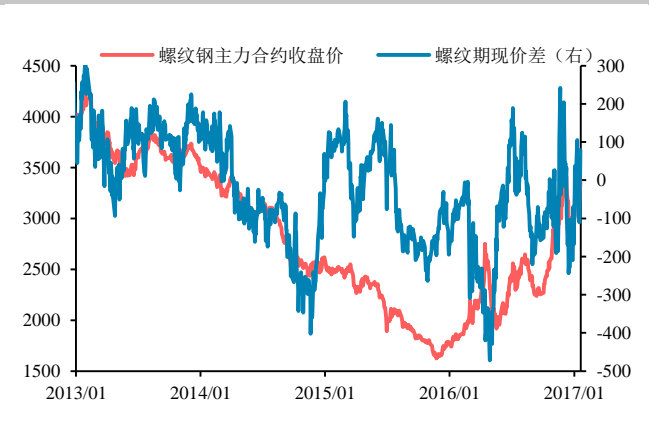
2017 年首个交易月份，黑色板块主力合约纷纷以上涨录得开门红，以 05 合约为例，5 大黑色品种月度涨幅普遍在 4% 以上，其中钢材品种涨幅整体强于原材料，螺纹 05 主力月涨 428 点或 14.7%、热轧 05 主力月涨 314 点或 9.43%。1 月普遍对应钢铁行业淡季，叠加 2017 年春节相对提前，因此我们认为基本面对于期间价格上涨支撑力度有限。我们进而认为基差修复是本轮期货价格反弹的核心，以螺纹为例，2016 年末 05 主力较现货（折合为盘面价格）贴水 200 元/吨，在缺乏基本面定调价格走势的背景下，市场快速捕捉并放大期货贴水这一机会，仅用 10 个交易日该基差水平便修复为期货升水 100 元/吨，此外，期间消息层面的“差别电价助力钢铁行业去产能”和“中钢协要求 6 月前全部清除地条钢”两则供给侧改革的消息也对期价上涨构成支撑。但由于春节前 1-2 周现货市场普遍缺乏成交，叠加基差修复的瞬时完成，因此在中下旬期价呈现止步攀升转为震荡走势，26 日收盘螺纹 05 合约较月内高点回调 1.4 个百分点。

表格 1：1 月黑色金属涨跌幅统计

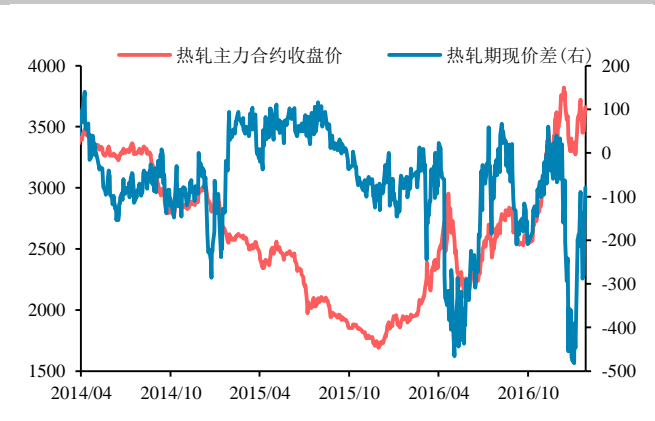
合约	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅	振幅	成交量	增减	成交额	持仓量	增减
螺纹钢 1801		3285	3051	3215	3186			21216		669221040	5378	
螺纹钢 1705	2948	3418	2827	3369	428	14.70	20.61	57259930	-31528548	1802849229520	2254872	-188094
螺纹钢 1710	2905	3331	2795	3283	387	13.48	18.93	4395688	722322	136856985880	261782	64420
热轧卷板 1801		3617	3269	3455	3415			384		13094940	200	
热轧卷板 1705	3351	3778	3250	3660	314	9.43	15.98	5304402	-5380886	185825539160	295062	-59110
热轧卷板 1710	3225	3632	3137	3547	283	8.72	15.40	114606	91226	3917477000	8728	4962
铁矿石 1801		582	525	570	563.5			44898		2487041900	17272	
铁矿石 1705	566.5	666	531	660	92	16.59	24.64	23965178	-18445506	1451322409600	954832	33640
铁矿石 1709	520	618	485.5	609.5	89.5	17.58	26.39	1322586	-520542	74198355800	177922	3920
焦炭 1801		1575	1400	1510	1496.5			2628		388196300	924	
焦炭 1705	1537.5	1855	1442	1699.5	129.5	8.42	27.21	2046992	-1007412	334341287300	97630	-39776
焦炭 1709	1344.5	1653.5	1270	1570	183	13.45	28.57	55024	20476	8170857500	10904	1362
焦煤 1801		1150	1037.5	1113	1099			1382		89723700	752	
焦煤 1705	1177.5	1338.5	1106.5	1260	47.5	4.02	19.71	2137814	-2085312	155721042100	107224	-50160
焦煤 1709	1045	1230	973.5	1158.5	90.5	8.65	24.62	57362	10280	3754745000	13896	-1786

资料来源：Wind 华泰期货研究所

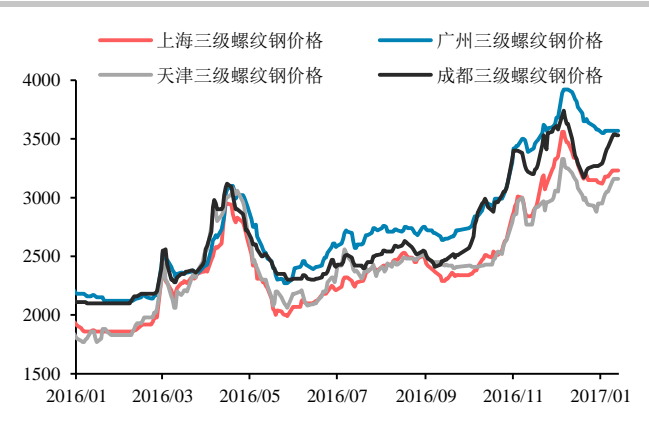
1月品种之间的变化值得关注的是螺纹热轧价差的回归，前期在汽车购置税减半(5%税率)政策刺激下2016年末热轧螺纹01合约价差突破670元/吨，创新高。而从最新的政策动向看到2017年购置税恢复至7.5%、2018年恢复至10%，力度有所减弱且从近年汽车产销规律性来看，上半年以产销环比下滑为主，因此我们在前期年报中判断上半年热轧螺纹价差收敛的概率较大，可以在价差高位布局，从1月价差运行情况来看，05合约价差从年初440元/吨降至月末300元/吨下方，期间价差最大修复空间达到40%以上，我们认为05合约已经反映大部分价差收敛的预判，因此目前建议该价差修复套利机会减仓，获利了结。

图 1: 螺纹基差走势 单位: 元/吨


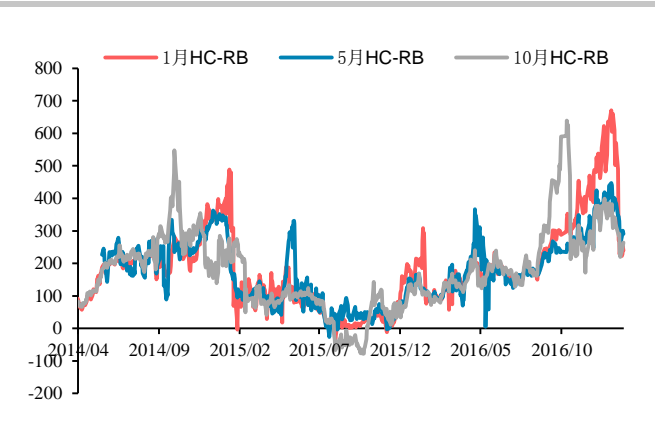
数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 2: 热轧基差走势 单位: 元/吨


数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 3: 主要城市螺纹钢现货价格 单位: 元/吨


数据来源: Wind 钢联资讯 华泰期货研究所

图 4: 热轧螺纹价差走势 单位: 元/吨


数据来源: TradeBlazer 华泰期货研究所

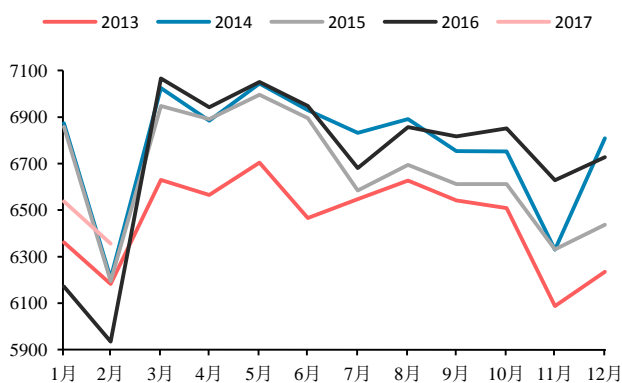
2 月钢材市场展望

2月的大部分时间仍然处于钢铁行业淡季,此阶段基本面的重点在于钢铁企业生产的恢复情况以及对于3-4月份下游用钢需求旺季来临前的复苏迹象跟踪。与此同时,2017年是我国钢铁行业供给侧改革深化的一年,虽然2016年行业制定的去产能目标超额完成,但基于完成淘汰的以无效产能居多,因此2017年去产能触及更多实际在产产能将成为化解供给过剩的关键点。2017年初淘汰地条钢政策让我们对2017年钢产下滑信心满满,年后随着两会召开,供给侧改革的相关政策和目标将进一步明朗,从而奠定2017年钢铁行业供给侧改革主基调。

炼钢利润持续向好,钢产料将同比增加

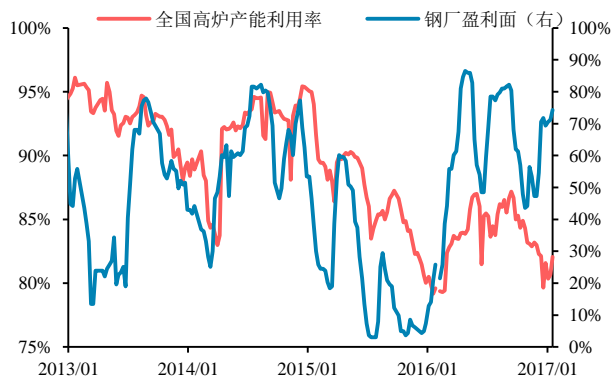
2016年我国粗钢产出8.06亿吨,较2015年的8.03亿吨增产0.3%,对于去产能背景下钢产不降反升的原因,我们已经在前期年报中提及:去产能以无效产能居多;炼钢利润大好刺激钢企复产。其中,最新12月日均粗钢产出216万吨,环比下降约4万吨/天,为2016年8月以来最低产钢水平,此水平基本与我们预期水平相符,再次验证了12月钢企利润下滑抑制钢企生产的逻辑。对于2017年1-2月份的钢产水平,我们整体认为行业仍然处在淡季之中,因此在不考虑政策、消息面的影响因素下,炼钢利润依然是预判产出的核心因素。

图 5: 近年单月粗钢产出季节性 单位: 万吨



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究所

图 6: 样本钢企盈利以及开工情况 单位: %



数据来源: 钢联资讯 华泰期货研究所

从1月份黑色金属期货盘面强弱关系中不难得出成品材整体强于原料端的结论,由此进而得出期间炼钢利润持续好转,以螺纹为例,1701合约在交割前盘面利润由2016年末-140元/吨提升至+140元/吨,而我们所持续跟踪的华东华北现货炼钢利润同期由盈亏紧平衡转为月末获利140-290元/吨,炼钢利润的改善亦抑制了淡季下钢企开工的下滑,节前连续两周

全国样本钢企的开工率和产能利用率均呈现连续攀升态势,由此我们认为 1-2 月粗钢产量有望实现同比正增长,从已经公布的 1 月上旬数据来看,全国粗钢日均产出 224.3 万吨,同比增产 9%,我们整体预计 1-2 粗钢产出同比涨幅在 6-7 个百分点,累计产钢 1.29 亿吨。

表格 2: 2017 年部分省市钢铁行业去产能计划统计

单位: 百万吨	2016 年去 产能计划 -生铁	2016 年去 产能计划 -粗钢	2016 年实 际去产能 -生铁	2016 年实 际去产能 -粗钢	2017 年去 产能计划 -生铁	2017 年去 产能计划 -粗钢	2016-2020 年合 计去产能计划- 生铁	2016-2021 年合 计去产能计划- 粗钢	备注
天津	1.59	3.7	1.59	3.7		1.8	0	9	
河北	17.3	14.2	17.61	16.24	17.14	19.86	49.9	49.1	
山西	0.82		0.82			1.7	0.8	0	
吉林	0.4	0.5		1.08		0.8	1.4	1.1	
江苏		4		5.8		11.7	0	17.5	2017-2018 计划

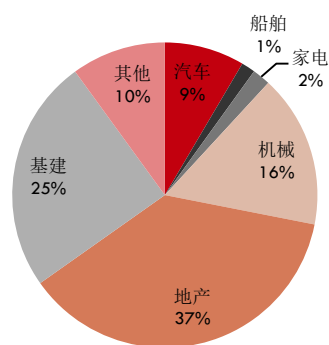
资料来源: 政府网站公开资料 钢联资讯 华泰期货研究所

节后用钢需求延续淡季预判

2016 年国内用钢按行业分布的比重较 2015 年整体变动不大: 地产和基建领域依然是钢铁需求的核心领域合计用钢占比超过 60%, 其次是机械行业用钢占比为 17% 较 2015 年并未发生变动, 而下游分布中变动略明显的是汽车用钢和船舶用钢的占比, 其中汽车用钢比重提升 1 个百分点至 8%, 而船舶用钢比重下降 1 个百分点至 1%。这一变化与 2016 年汽车购置税减半刺激汽车产销以及船舶订单持续下滑相一致。

图 7: 2016 年国内用钢行业分布

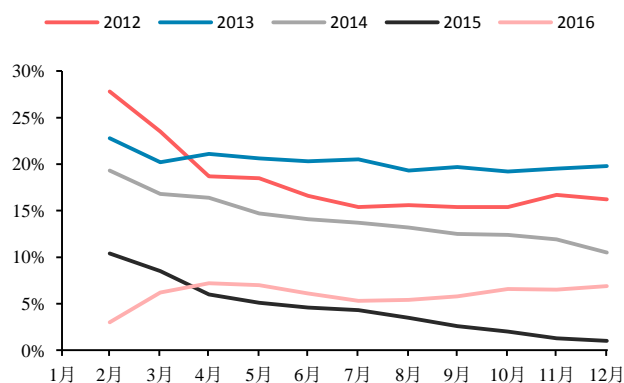
单位: %



数据来源: 国家统计局 中国钢铁工业协会 钢联资讯 海关总署 中国汽车工业协会 工业和信息化部 Wind 华泰

图 8: 近年地产投资增速季节性

单位: %



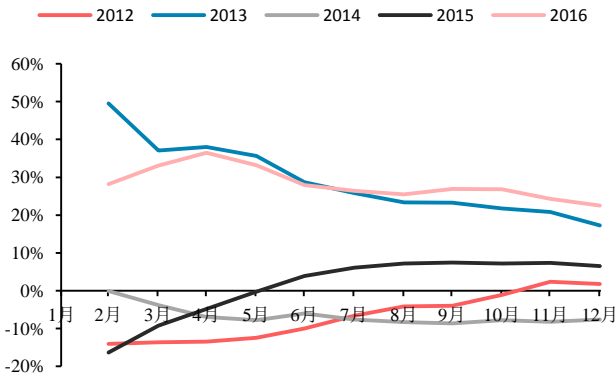
数据来源: 国家统计局 华泰期货研究所

期货研究所

分行业来看，2016年地产行业的数据表现整体好于我们此前年报中预期，其中全年地产投资增速为6.9%，好于预期0.8个百分点，该增速水平为2016年下半年以来的新高水平，但较年内高点仍有0.3个百分点差异。地产行业先行指标——销售增速虽然同样好于我们预期1.1个百分点，但四季度以来的增速下滑趋势没有改变，我们认为这主要受到2016年国庆期间多地出台楼市调控政策对楼市销售的不利影响。此外，与用钢联系紧密的新开工与施工增速情况也均保持年内较低的增速水平，全年新开工面积增速8.1%、施工面积增速为3.2%，四季度以来楼市收紧政策仍在延续，因此我们预计春节期间1-2月份的楼市表现仍难以有明显改观，预计1-2月将维持2016年同期3%左右增速水平。

图9：楼市销售增速季节性

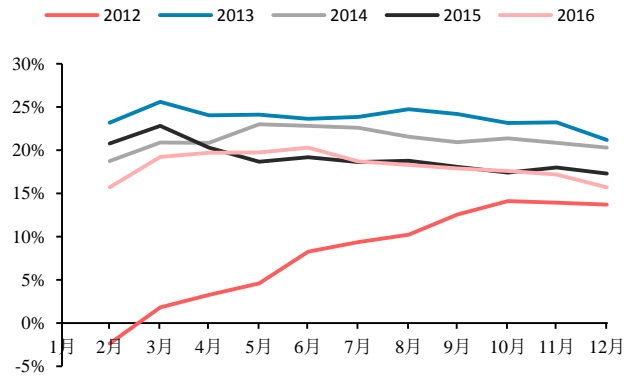
单位：%



数据来源：国家统计局 华泰期货研究所

图10：基建投资增速季节性

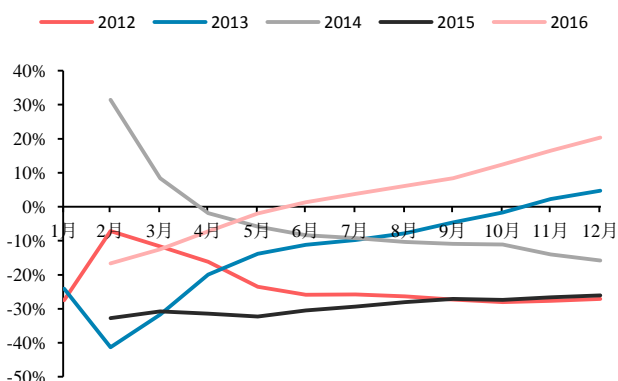
单位：%



数据来源：国家统计局 华泰期货研究所

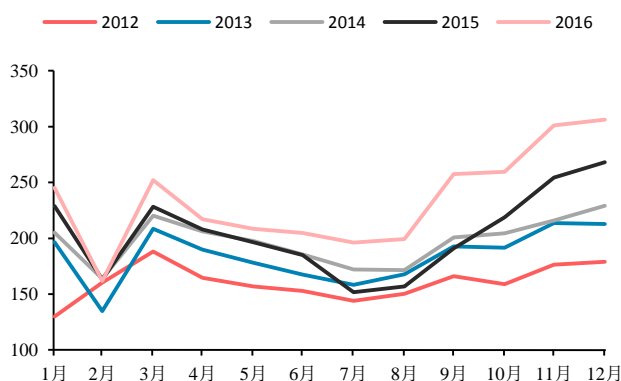
与地产相比，2016年基建行业表现不及预期，全年投资增速仅有15.71%，重回年初1-2月增速水平，较年中增速高点回落空间接近5个百分点。此增速水平不仅低于我们预期水平且录得近4年新低。我们前期一直强调关注资金面的宽松程度，从12月资金方面数据来看，全年社会融资规模为178000亿元，累计增速较前11月份下滑3个百分点，而12月的融资金额也呈现同比和环比均减少2000亿元。另一方面，从基建项目的批复情况来看，全年基建项目批复涉及金额22716亿元，较2015年批复金额下滑10%，长远期不利于基建行业拉动钢材需求。但短期我们认为在政策调控下，基建将充当部分弥补地产下滑的角色，预计1-2月基建投资增速略有回升，大致在17%上下。

图 11: 挖掘机产出增速季节性 单位: %



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究所

图 12: 汽车产量季节性 单位: 万辆

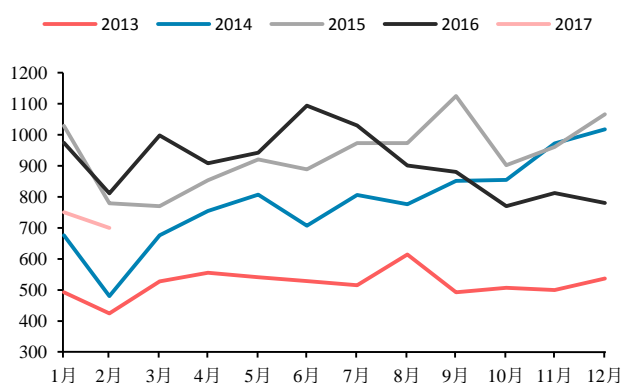


数据来源: 中国汽车工业协会 华泰期货研究所

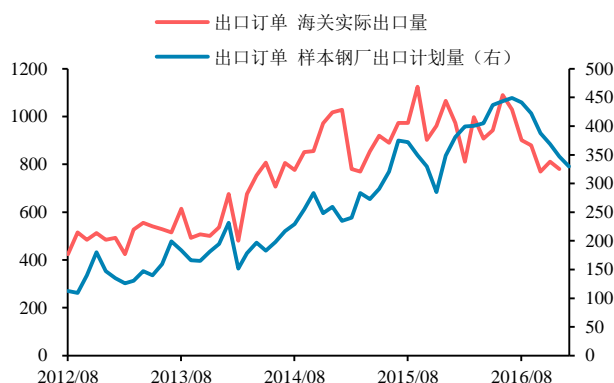
受年内地产和基建向好的影响, 全年机械行业表现不俗, 以挖掘机为例, 全年挖掘机产出 11.1 万台, 累计增速达到 20.3% 为近年增速的最高水平, 鉴于 2016 年初挖掘机产量-16% 增长的低基数效应, 我们认为 2017 月 1-2 挖掘机产量增速有望进一步攀升至 40% 上方。汽车行业 12 月产量依然维持在 300 万辆以上, 但同比和环比增速方面未有进一步扩张, 预计在 1-2 产销淡季和 2017 年购置税政策有所收紧后, 1-2 汽车产量将有明显下滑, 预计累计汽车产出在 460 万辆, 累计增速水平较 2016 年下滑 1 个百分点。船舶方面, 基于现有订单量的持续下滑, 预计 1-2 月造船完工量仍将维持同比下滑趋势, 家电行业预计变动不显著。

淡季钢材进出口均再下台阶

2016 年钢材内需向好, 相反外需在出口优势削弱和贸易摩擦共同影响下表现疲弱, 尤其是下半年的出口情况呈现连续 5 个月单月出口同比下滑。最新 12 月钢材出口 780 万吨, 低于预期水平 50 万吨, 出口在钢材产出中的比重由 2016 年初的 11.7% 降至 8.15%, 我们认为目前制约钢材出口的因素并没有发生改变, 且随着春节淡季影响的深化, 预计 1-2 月钢材出口量将延续同期低水平的规律, 1-2 月钢材出口将维持在 1500 万吨下方。进口水平全年维持月均 110 万吨变动不明显, 最新 12 月进口 119 万吨, 预计春节期间进口同样受影响, 1-2 月单月进口绝对水平将回落至 100 万吨上下。

图 13: 钢材出口季节性 单位: 万吨


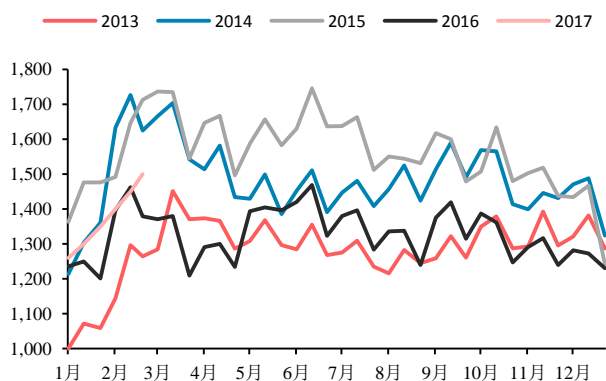
数据来源: 海关总署 华泰期货研究所

图 14: 样本钢企出口订单情况 单位: 万吨


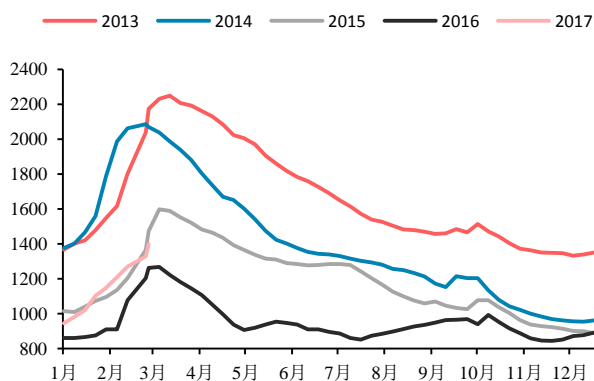
数据来源: 海关总署 钢联资讯 华泰期货研究所

淡季下库存持续堆积, 预计超出 2016 年同期水平

受 2016 年钢铁行业景气度大幅向好的影响, 节前钢企生产积极性不减以及冬季钢贸商的提前备货, 共同导致上游钢厂以及中间钢贸环节的钢材库存持续增加且高出 2016 年同期水平。1 月上旬重点钢企钢材库存达到 1259 万吨, 较 2016 年同期库存增加 2 个百分点, 结合节前钢企开工不减反增的生产行为叠加节后需求淡季仍将延续一段时间, 我们预计 2 月钢企库存将攀升至 1500 万吨。本轮钢材社会库存堆积始于 2016 年 11 月底, 较近年同期库存堆积时间提前 1 个月, 据我们获悉, 2016 年钢贸商生存环境显著改善, 因此冬季补库意愿有所增强, 这一点从年末库存增加提前启动以及库存同比正增长均可以反映, 预计 1-2 月最高库存水平有望突破 1400 万吨。

图 15: 重点钢企钢材库存季节性 单位: 万吨


数据来源: 中国钢铁工业协会 华泰期货研究所

图 16: 钢贸商钢材库存季节性 单位: 万吨


数据来源: 钢联资讯 华泰期货研究所

总结与操作建议

结合我们的平衡表测算，认为 1-2 月粗钢产出增加 6.5%，国内钢材需求同比增 7.7%，钢材出口同比下降 18%，整体上目前基本面继续呈现偏弱，钢铁供给大于需求，且受出口下滑明显的影响，当前的供大于求情况略差于 2016 年同期。

结合基本面偏弱的整体判断，我们认为 2 月的短期操作仍以震荡思路为主，虽然基本面偏空，但由于节后是定调 2017 年行业供给侧基调的关键时期，因此不宜过分看空。建议维持轻仓震荡操作。套利方面，从 01 主力换月后，1 月热轧螺纹 1801 合约价差波动在 135-271 元/吨之间，处于相对正常偏低水平。结合我们在年报中判断下半年价差有望重现 2016 年下半年行情的结论，我们认为当前可以长线布局多热轧空螺纹 1801 合约的套利机会，建议加仓区间在 200 元/吨，获利目标点位初步设定在 400 元/吨。当价差进一步收敛至 100 元/吨下方建议暂时离场等待重新入场机会。由于该套利持仓周期较长，建议初期可以轻仓尝试，待行情予以配合，可逐步加仓。

正如前文所述，节后最大的不确定性在于供给侧改革政策的变动，建议密切关注，同时 3-4 月份是上半年的传统需求旺季，建议关注旺季前期的下游行业表现。

表格 3: 钢材供需平衡表预测

	2016 年 2 月	2016 年 3 月	2016 年 4 月	2016 年 5 月	2016 年 6 月	2016 年 7 月	2016 年 8 月	2016 年 9 月	2016 年 10 月	2016 年 11 月	2016 年 12 月	2017 年 2 月
粗钢产量	12106.9	19200.5	26142.2	32995.3	39956.3	46651.6	53631.6	60377.7	67296.0	73893.7	80620.7	12893.8
钢企库存	1379.5	1209.2	1234.4	1396.4	1323.4	1284.0	1239.4	1315.3	1247.6	1239.6	1230.8	1500.0
社会库存	1262.6	1146.4	908.1	947.2	896.6	884.7	935.7	968.9	889.4	851.6	919.1	1400.0
钢材出口	1785.0	2783.0	3691.0	4633.0	5727.0	6757.0	7658.0	8538.0	9308.0	10120.0	10900.0	1450.0
钢材进口	186.0	313.0	423.0	532.0	646.0	759.0	870.0	983.0	1091.0	1202.0	1321.0	195.0
地产用钢	2490.0	4819.1	6887.4	9404.8	12724.4	15150.1	17634.9	20432.3	22987.3	25549.4	28067.8	2548.0
基建用钢	1003.0	2106.4	3405.3	4944.4	6892.4	8340.3	10003.9	11799.9	13518.2	14933.9	16948.9	1011.3
机械用钢	1596.5	2635.0	3673.5	4619.0	5704.0	6649.5	7734.5	8866.0	9935.5	11036.0	12121.0	1878.8
汽车用钢	804.1	1320.5	1768.4	2186.6	2597.3	2983.2	3382.0	3876.6	4380.2	4973.7	5615.8	956.5
船舶用钢	169.2	267.1	346.6	421.7	531.6	604.4	689.6	790.1	866.2	958.6	1058.7	150.0
家电用钢	186.8	324.9	457.1	581.2	719.1	835.4	945.7	1061.1	1169.1	1283.8	1406.1	185.2
其他用钢	694.4	1274.8	1837.6	2462.0	3241.0	3840.3	4487.8	5202.9	5872.9	6526.2	7246.5	747.8
用钢合计	6944.0	12747.8	18376.0	24619.7	32409.9	38403.1	44878.4	52028.9	58729.3	65261.5	72464.7	7477.5
供给-需求	4029.0	4720.4	5502.7	5542.4	4000.6	4042.9	4025.8	3113.6	2935.3	2553.3	1674.5	4656.7

资料来源：国家统计局 中国钢铁工业协会 钢联资讯 海关总署 中国汽车工业协会 工业和信息化部 Wind 华泰期货研究所

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htgwf.com