

2011 年 9 月 28 日 星期三

银河期货研究中心 ■ 第三季度季报

宏观产业因素转空，螺纹进入下行趋势

一、三季度螺纹总体箱体震荡，中秋节后加速下行

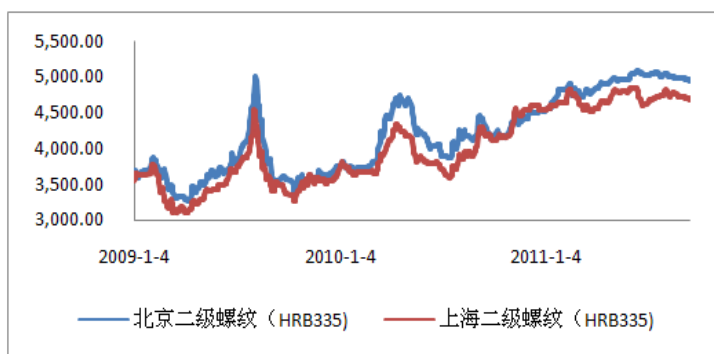
三季度螺纹钢 1201 合约总体维持在 4700-4900 箱体窄幅运行，在 4800-4900 区间横盘整理。保障房建设的提速使得螺纹钢需求提前，在 7 月份提前上涨后，受需求转弱及宏观偏空等因素影响，螺纹钢从八月份开始震荡下行，在中秋节后开始加速下行。在中秋节后的两周内，1201 合约从 4840 点下跌至目前最低 4366 点，下跌超过 400 点，跌幅达 9.79%。

现货市场三季度基本维持平稳走势，从 7 月初到 9 月初，北京市场二级螺纹一直稳定在 4900-5000 元/吨左右，上海市场二级螺纹在 4700-4800 元/吨区间，期间期货市场的大幅波动对现货市场影响较为有限，北京上海市场螺纹钢价格一直与期货价格保持升水状态。从中秋节期货市场跌幅加大以来，现货市场也出现了补跌走势，由于北京市场前期价格一直较高，此次跌幅也较大，北京市场从 9 月中旬以来两周内二级螺纹从 4930 元/吨下跌至 4650 元/吨，下跌近 300 元/吨，领跌全国。上海市场二级螺纹两周内也回落近 150 元/吨，原料尤其是方坯价格也出现补跌走势。

图1: RB1201合约价格日K线走势



图2: 北京、上海市场螺纹钢现货价格走势 (HRB335, 16-25mm)



短期过快的下跌是宏观及产业转空的共同作用，在螺纹钢期货的快速下跌带动下，现货及原料市场也出现了补跌，并且现货市场也表现出加速下行的趋势。1201 合约在 28 日盘中跌破了 4400 点，后期螺纹钢的走势是会延续之前的跌势，还是会企稳反弹，我们希望从宏观及产业因素上来谈谈螺纹钢后期的趋势。而宏观偏空导致需求预期减弱、资金成本增加、长材现货及钢坯价格回落都是导致螺纹钢近期加速下行的主要因素，在这些利空因素难以扭转之前，螺纹钢将延续弱势震荡下行格局。

二、宏观及产业因素转空是造成近期螺纹暴跌的主要因素

1、宏观偏空，造成商品普遍性下跌

近期有色金属、农产品、钢铁等商品品种均遭遇重创，商品的普遍回落主要还是反映了宏观偏空的预期。从国际上看目前全球面临着欧债危机及全球经济增速减缓的忧虑，而国内则面临继续控制通货膨胀、货币政策紧缩，房地产继续调控、工业增速回落等问题，国内外宏观偏空导致了近期商品及股市的普遍大幅回落。

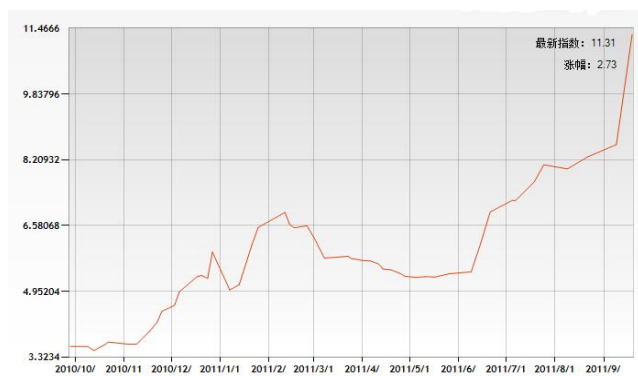
受欧元区主权债务危机和全球经济增长不利前景的影响，欧盟至今未能就救助希腊及共同应对欧债危机的问题拿出具体有效的措施，因担心希腊违约，法国多家银行评级遭下调，最近标普又下调意大利主权信用评级，欧债危机愈演愈烈。虽然欧盟、国际货币基金组织及美国、金砖四国等均表示不会漠视欧洲危机的扩散，并且也看到欧盟在表示要开展积极的自我救助，欧洲央行准备向商业银行提供所有流动性刺激工具包括12个月再融资操作，同时德国表示因为希腊实施改革满足国际救助计划的条件，德国将提供所有的帮助以便希腊重新获得信任。但欧债问题并没有获得实质性的解决，欧债危机四季度的发展及各国的救助方式也将对四季度商品总体方向起到决定性影响。

国内宏观也不容乐观，8月份各项经济数据显示中国经济增长速度出现回落。8月份我国规模以上工业增加值同比增长13.5%，增速较7月回落0.5个百分点；1-8月份固定资产投资增速、房地产投资增速环比7月也小幅回落，尤其是铁路固定资产投资增速从1-7月份的-1.5%下降为-11.5%。8月份全社会用电量同比增速与上月相比出现大幅下滑，增速从7月的11.81%下滑到9.1%。房地产、铁路等行业投资降速，导致钢材市场后期需求预期减弱。

2、资金紧张、长期倒挂导致钢铁贸易商处境艰难

其次，资金紧张也是贸易商面临的一大难题。据数据监测，到9月19日沪大额银行承兑汇票月贴现率快速升至11.31%，短短一周时间竟然环比增长近30%，创下历史新高。随着承兑汇票贴现率的增长，钢厂对承兑汇票的贴现率也进一步上调，更加剧了贸易商的资金压力。贸易商面对需求信心不足而资金成本不断上升的情况，只能采取谨慎采购的措施，进而加剧了钢厂的订货压力，迫使钢厂不断下调出厂价格，近期沙钢、永钢、河北钢铁集团等都大幅下调螺纹钢出厂价格来缓解订货压力，以及弥补经销商长期的倒挂亏损。

图3：沪大额银行承兑汇票贴现率



3、粗钢产量持续高位，钢铁库存连续五周回升超过去年同期

此外，钢厂产量仍居高位，社会库存的增加加剧了钢价的下滑。据统计局统计数据，8月粗钢产量同比增长14%，至5875万吨，较7月产量减少0.9%，今年1-8月全国粗钢总产量达到4.7亿吨，同比增长11%；1-8月生铁累计产量4.3383亿吨，增长10%。虽然根据统计局数据，八月螺纹钢产量环比七月有小幅回落，但据钢协统计数据，9月上旬全国粗钢日产196.4万吨，旬环比增长3.1%，依然位居高位。

8月全国钢筋和线材产量分别为1350.8万吨和1064万吨，比去年同期分别增长24%和16.8%；1-8月全国钢筋和线材累计产量分别为9927万吨和8058万吨，分别同比增速17.6%和15.6%，均高于全国粗钢、钢材的产量增速。螺纹产量增速偏高，主要还是由于前期现货市场价格维持相对高位，尤其是螺纹钢等长材生产企业利润尚可，因此长材生产企业主动减产的积极性不大，从目前唐山地

区钢厂的开工率看,开工率一直处于96%以上水平。随着现货价格的回落,预计钢产量会有小幅回落,但总体仍将维持高位。

图4: 中国粗钢日产(旬报)

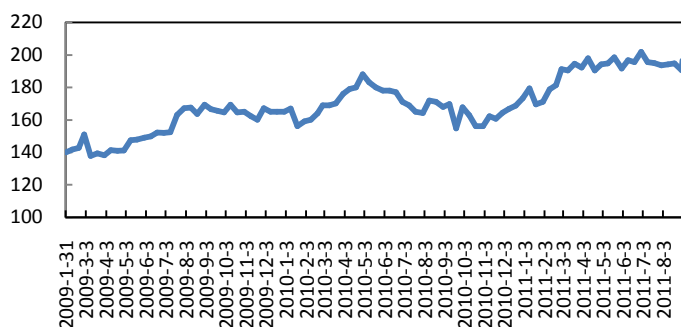
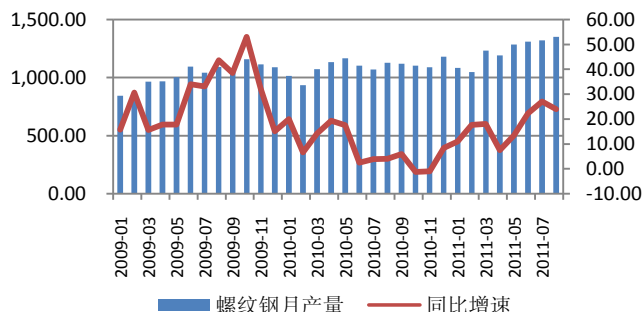


图5: 国内螺纹钢月度产量及同比增速



而“金九”并没有体现出需求的旺盛,钢厂产量的增加导致钢材社会库存持续回升,全国螺纹钢库存已连续五周出现回升,截止到9月22日全国钢材库存已经回升至1444万吨,接近去年同期水平,其中螺纹钢库存回升至577万吨,已高过去年同期库存水平,同比增长5.5%。

图6: 全国重点市场钢材库存变化

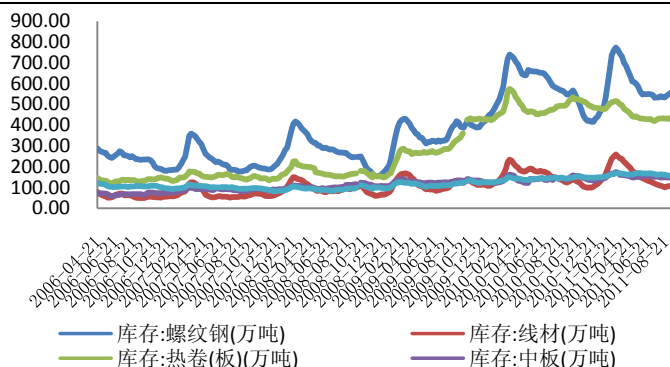
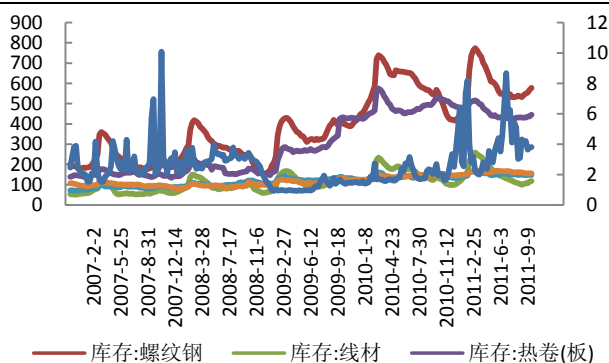


图7: 全国钢材库存与周拆息走势



4、原料价格出现补跌

随着钢价的回落,也带动了钢坯价格的下行,近一周唐山市场钢坯价格出现补跌走势。以普炭方坯为例,到9月27日唐山市场普炭方坯价格跌至4200元/吨,两周内下跌近200元/吨。国内钢坯价格的快速下跌,会迅速传导给上游的国产矿,预计国产矿会率先进行相应回调,以应对钢坯的压力。再加上国产矿产量也处于历史最高水平,钢坯需求的减少,将直接导致国产矿价的跟跌。

另外我们看到,虽然外矿跌幅相对较慢,但随着现货市场的回落铁矿石也将出现补跌走势。这一点从境外铁矿石衍生品市场中,远期矿价的走势也可以看出来。矿砂价格因传导机制所造成的延迟下跌,将会给钢价带来相应的下跌压力。

图8：唐山地区普炭方坯及20MnSi方坯价格走势

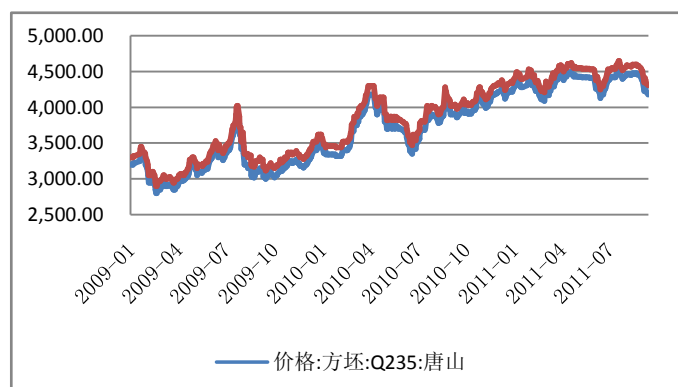
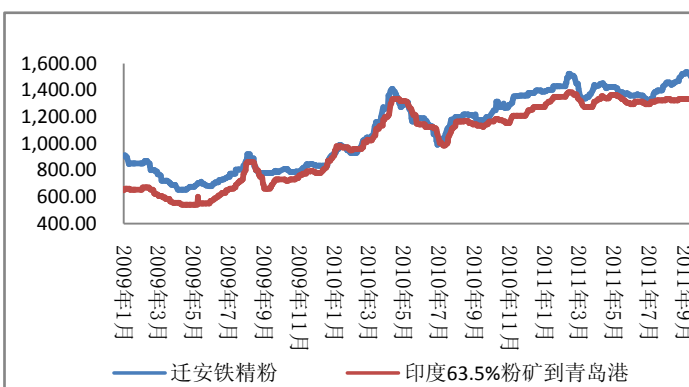


图9：国内外铁矿石现货价格走势



三、供需格局转变，资金紧张导致螺纹中期趋势转弱

1、四季度供需总体形势不乐观导致螺纹中期趋势转弱

(1) 下游行业需求面临增速回落

从影响商品价格中期趋势的根本因素来看，本质上还是供需。钢铁供给依然处于高位，尽管四季度存在由于市场价格回落导致钢厂利润大幅缩减，从而迫使钢厂减产的可能性，但短期内钢厂还不会出现显著的减产。相反，四季度如果宏观政策上没有任何松动，将会造成需求的回落，需求下降的速度可能会大于钢厂减产的幅度。

钢铁的需求其实可以包括两方面，终端需求和经销商的中间需求，而从目前“金九银十”的消费旺季来看并没有表现出相应的需求。首先是房地产今年以来一直受到宏观调控的影响，从近期房地产市场表现来看极可能在未来出现房价下行拐点。一旦房地产价格出现下滑，这将不仅仅会对钢材的消费产生不利影响，更有可能动摇市场对经济前景的信心，造成从宏观和产业两方面产生对钢价的双重打压。

货币政策的紧缩也使得房地产开发公司的资金链抽紧，四季度房地产投资增速可能将继续下降。而且随着对二三线城市限购政策的实施，抑制了二三线城市房地产投资的需求，在限购、收紧信贷等调控措施下，开发商投资、开工意愿下降，将直接抑制对钢铁的需求。

而之前市场寄予厚望的保障房建设，根据住建部最新公布统计数据，1-8月保障性住房的开工率已经提高到84%，出于政府行政的压力10月份后极可能开工率会迅速达到100%，从而完成中央布置的开工任务，当然也说明后期将没有更多保障房新开工项目会用螺纹钢，也就是意味着螺纹钢的消费会趋缓，建筑钢材的消费不容乐观。另一方面，再看看板材市场的消费，目前家电、汽车、造船、机械等行业都面临增速减缓、产能过剩、削减库存压力等问题，因此对板材的消费预期也在减弱。尤其是国家对汽车及家电的补贴政策即将到期，会出现汽车、家电行业面临库存增加消费减弱的问题，这些都制约下游行业在四季度对钢铁的需求。总体来看，社会库存增加、钢厂产量居于高位，而需求增速减慢将是钢价面临的重大考验。

(2) 资金紧张，钢贸企业面临考验

在终端需求增速放缓的同时，我们更悲哀地发现今年经销商的中间需求更是在迅速缩减。9月中旬，根据中国物流协会对钢贸企业调研结果来看，今年钢贸企业面临的资金压力大幅增加，沪大额银行承兑汇票月贴现率竟然快速升至11.31%，远远高于金融危机时期2%左右的水平。贸易商目前吨钢资金成本从去年的20-30元/吨快速增长至60-80元/吨，部分负债较高贷款依赖程度高的钢贸企业的资金压力更大，另外钢厂出厂价格与市场价格长期倒挂，而钢材价格涨幅有限，收货成本那么高，刨除人工费、税款等，其风险远远超过了收益，囤货建仓就成为赔钱赚吆喝的买卖，因此抑制了大多数中小贸易商的囤货行为。经销商今年经营普遍亏损，已经有10%中小贸易商退出市场，

甚至出现部分大型经销商也停止自营钢材贸易业务。钢材中间需求大幅缩减，也体现在今年“钢厂产量持续高位，社会库存却偏低”这种反常现象。缺乏了中间贸易商的蓄水池作用，钢铁价格也失去一个重要的推动力量。

(3) 下跌周期，成本难以形成支撑会形成螺旋式下跌

目前对钢价唯一形成支撑的就是原料价格，尤其是铁矿石价格坚挺，跌幅相对较小。而螺纹钢期货 1201 合约跌至 4400 点之下，换算成上海市场二级螺纹钢（理重）价格仅为 4200 元/吨左右，在目前的成本情况下，现货市场很难跌到这种程度。但成本也是动态的，期货市场是超前反映出了市场的预期，目前也看到了现货及原料市场补跌的情况，我们从国外很多投行的报告中也看出对四季度的矿石价格并不看好，随着现货市场的回落，矿石也有一个补跌的过程。也就是说在上涨周期中，成本支撑是有效的，但是在下跌周期，成本、钢价都会螺旋形下跌。

四、螺纹中期趋势转空，后市将震荡下行

综上所述，由于宏观及产业因素偏空，螺纹中期趋势已经转空，后期总体走势将震荡下行。但趋势也会随着某些重要因素发生改变，把握螺纹的中期趋势最重要的就是把握住供需和资金这两条线，四季度是否会有重大变化会影响这条主线，最大的不确定性依然在宏观。

近期国际宏观异常复杂，存在较大变数，欧债危机的发展尤其是欧美是否会对欧洲出手进行实质有效的救助政策，美国是否会延续宽松货币政策，中国在四季度面临经济增速回落、通胀压力减轻的情况下是否会采取相对宽松的货币政策等都将决定后期商品的走势。近半个月螺纹跌幅过急过快，如果宏观上有丝毫利好的转变，也会引起螺纹短期甚至快速的反弹，但是否能改变中期趋势，还要看政策力度有多强，中国是否也会配套出台相应的有利于拉动基础建设、有利于螺纹钢消费或者控制产量的有效措施，如果有那么螺纹才可能改变其运行趋势。如果仅仅是宽松货币政策而不能真正有效刺激螺纹需求，那么一切可能只是暂时的反弹，难以改变螺纹震荡下行的趋势，相反每次这种基于事件性的反弹都将是螺纹钢做空的机会。

因此，总体来看在目前螺纹钢产业和宏观因素难以改变的情况下，螺纹将保持震荡下行趋势，而且后期会出现现货市场及原料价格补跌、加速下跌的过程。但目前原料价格跌速要低于螺纹，这样带来最大影响的就是钢厂，钢厂在四季度将面临高成本、高产量、低钢价、低甚至是负利润的尴尬局面，钢厂完全需要充分利用期货市场来规避可能的加速下跌的风险。普通投机者操作上可以更加灵活，对于事件性驱动的反弹可以适当参与，但一定是短平快，毕竟上涨趋势是难以持续的，中期来看螺纹可能将陷入痛苦的震荡下行周期，后期的跌幅预计会慢于前期，但中期转空的趋势已经形成。

■ 免责声明 ■ 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完

整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。

