



现阶段我们怎么看螺纹

——宏观看商品系列（四）

华泰期货研究院

宏观金融 & 黑色建材 课题组

摘要：

随着两会的结束，市场对于未来的经济预期再次深化，机构改革方案的落地和新一轮改革的强力推进预期增加了市场对于未来经济再次进入“去杠杆”的担忧。对于螺纹钢而言，未来的逆风主要体现在——

需求端：“房住不炒”和全球贸易保护思潮的上升增加了对螺纹钢需求的担忧；

供给端：价格上行至高位之下螺纹的供给增加预期料持续。

本文首先从宏观视角探析未来对于螺纹钢需求端的影响路径。

策略：

地产：产业链的特点决定了未来对于螺纹钢的需求依然是结构性的。随着限购政策继续加强，下游销售增速继续下行的确定性上升，削弱了地产投资的展望预期；而上游地产投资在季节性影响过去之后，随着信贷逐步收紧带来的资金紧张，叠加下游的传导而展望也趋于负面。

基建：随着地方债发行的规范和财政赤字率的控制要求上升，未来基建投资的资金也将逐步趋紧，从而带动相应螺纹需求的回落可能。

耐用品：作为地产销售的下游环节，在展望地产消费逐步回落的情况之下，我们预计螺纹钢的耐用品领域需求将进一步回落。

综上，从未来去杠杆延续的角度出发，我们认为依赖于地产和基建投资的螺纹钢需求端面临快速回落的风险，随着下游至上游的逐步传导，投资者需要把握需求放缓的节奏，反弹可能即是布局空单的机会。

风险点：宏观政策宽松超预期

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

尉俊毅

黑色及建材研究员

☎ 021-68758689

✉ weijunyi@htfc.com

从业资格号：F0290682

投资咨询号：Z0011124

相关研究：

通胀来临？但通胀预期的影响增加

2018-01-29

通胀预期的最大化假设

2018-02-13

商品的全面调整风险

2018-03-20

信贷的传导途径

2018-03-21

美联储加息前瞻

2018-03-21

商品的全面调整风险

我们在首篇《商品全面调整风险》中指出，从周期上经济基本面正在发生改变——

从库存周期来看，随着本轮周期的复苏（美国从 2015 年开始，中国从 2016 年开始），社会的库存累计也逐步增加，截止 2018 年再次回到高位；

从投资周期来看，随着企业盈利增速展望的下行，未来投资支出面临回落的风险在累计。

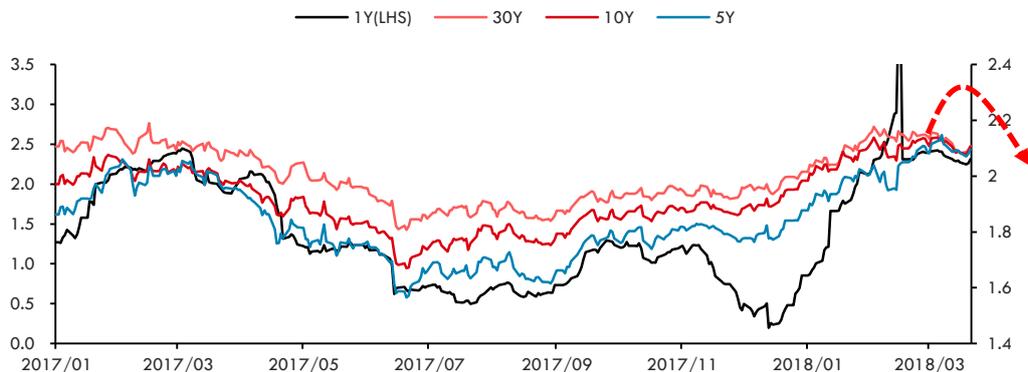
这里我们从短期来看，随着美联储 3 月对市场的预期修复¹，2018 年从四次加息回归至三次加息，市场存在一次风险情绪的修复机会。正如我们在《市场的一次膝跳反馈》指出的，短期市场的表现更像是对于前期对短期加息过于乐观的修正，短端利率的暂时回落将使得资产价格呈现出膝跳的特点。而随着未来预期修正的结束，市场将再次回归到前述逻辑——

由于短期的价格乐观，将使得通胀预期短期有一次向上修正，伴随着油价可能的上行预期，对于长端利率的能否有更大的带动值得期待；

若利率过快上行则对于风险资产将带来第二轮的冲击，市场的通胀预期在二次冲击下将存在更大的下行风险。

随着全球经济开始越来越多的感受到贸易逆风、国内经济在去杠杆加强之下对于需求端的担忧增强，商品需求端的负面因素逐步累积，对于价格而言面临一次较大的下行调整过程。

图 1：通胀预期的短期恢复和中期再次回落风险



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

¹ 严格来说，美联储 3 月并没有向市场妥协，会议声明中美联储肯定了就业增长和失业率保持低位，但提到家庭支出和企业固定投资较去年四季度的强劲增速略显温和；声明特别添加了“最近几个月的经济前景得到强化”，认为经济活动将“在中期”温和扩张，通胀率会在“未来几个月”上升，展现了美联储对中期内经济和通胀的乐观态度；此外声明没有修改“经济前景面临的近期风险大体平衡”语句，没有修改对“货币政策立场仍然宽松”的描述，承诺会“循序渐进地加息”，也基本符合市场预期。

全球经济增长的逆风带来螺纹需求的修正

· 全球再杠杆依然乏力

在需求端我们首先需要关注核心消费国的杠杆变动情况以判断其继续增加杠杆消费的情况。上文我们已经看到,以美国为代表的核心国家家庭储蓄率在2014年以来进一步下降至低位,显示出私人部门未来加杠杆面临的风险系数在增加——债务负担率扩大。

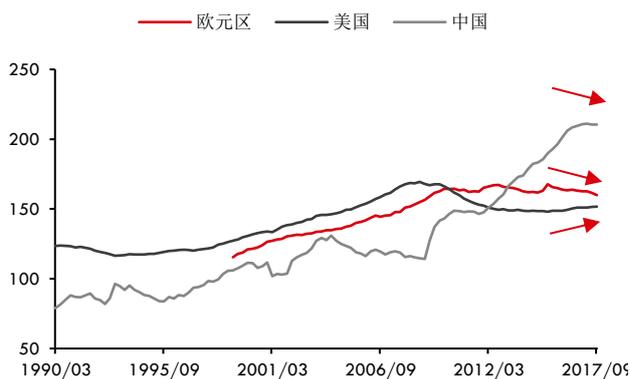
在这一背景下,全球经济在经历了2014年以来的再杠杆之后,无论是发达市场还是新兴市场的杠杆率已经处于高位,从中美欧三大经济体的杠杆变动方向来看,中欧的变动速率依然处于持续下降的状态,而美国的再杠杆斜率也有一定程度的放缓,显示出高位的杠杆继续增加的动能有所削弱。

图2: 新兴和发达市场私人部门杠杆率高位



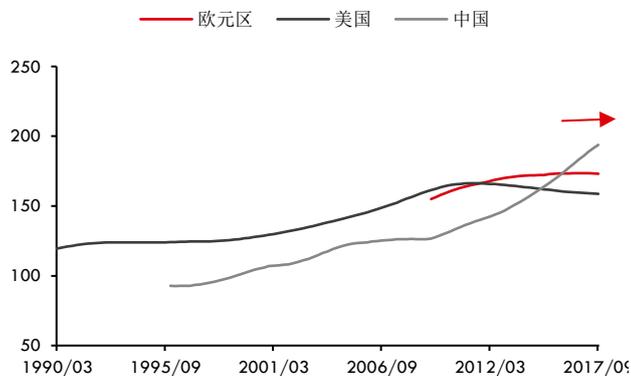
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3: 中美欧杠杆率变动情况



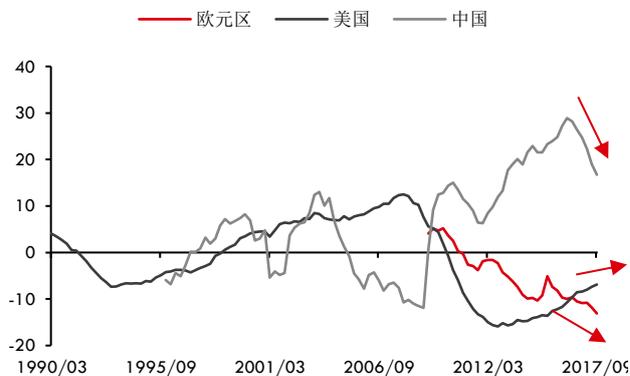
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 中美欧杠杆率变动趋势分析



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 中美欧杠杆率变动速率分析



数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们具体从国内和国外两个角度来看对于螺纹需求的展望

· 国内需求——关注金融周期的下行节奏

而从国内来看，随着十九大报告中指出“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后的几次国家重要会议又多次强调了这一政策主基调。近阶段以来，我们看到全国各地房地产市场调控有加强的态势：

- 1) 中信银行等银行收紧北京地区房贷业务；
- 2) 珠海市各家银行的首套房贷利率出现上浮；
- 3) 武汉市拟对全市新建商品房预售资金实施全程监管，购房人缴纳的购房款和银行拨付的按揭房款都不直接进入房企的独立账户；
- 4) 继昆明市政府办公厅出台楼市调控新政后，云南省市场利率定价自律机制秘书处也向其成员单位下发了《昆明市商业性个人住房贷款最低首付款比例调整方案的通知》，要求所有的成员单位提高住宅二套房首付比例，并对拥有 2 套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。

虽然今年 3 月公布的经济数据显示 1-2 月房地产开发投资出现了远超预期的大幅度跳涨，但是从细项数据来看，无论是**施工、新开工面积，还是土地购置费和商品房的销售数据均出现了下滑**，国家统计局公布的 2 月商品住宅销售价格也显示 70 个大中城市中一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅扩大；二线城市价格涨幅回落；三线城市涨幅与上月相同。这都体现出了地产调控的积极成效。

在地产调控的背景之下，新开工和销售的持续下滑预示着建安工程增速的下滑，而在**信贷收紧的背景之下，我们已经看到了房企到位资金增速的下滑，这将抑制土地购置费的上行，未来地产投资增速进入下行期无法避免，地产投资的需求将面临下滑，这种下滑首先将影响地产类消费**。我们可以看到，家具、建筑和装潢材料这些与地产高度相关的消费的增速伴随着地产投资的低迷已经出现了明显的下降，在地产投资步入下行期后，这些消费领域仍将处于较长时期的下滑过程中。

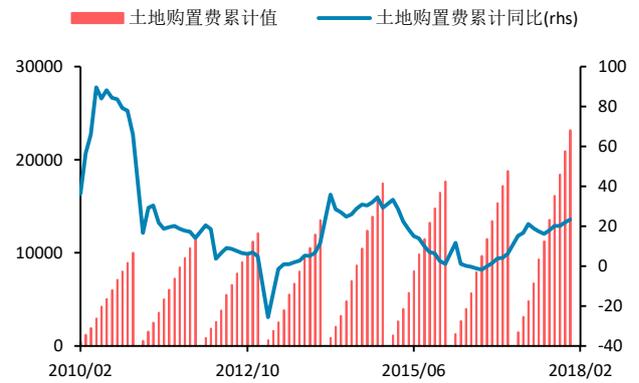
此外伴随地产投资的需求面临下滑，房价的走势面临一定的调整压力，这会导致前期房价处于高位时大量的房地产抵押品抵押价值的下降，并会进而影响到房地产抵押品的流动性。

图 6: 房地产投资与商品房销售面积累计同比 (%)



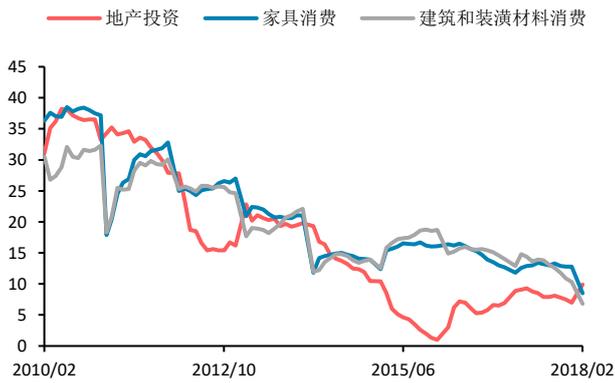
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 土地购置费累计值和累计同比



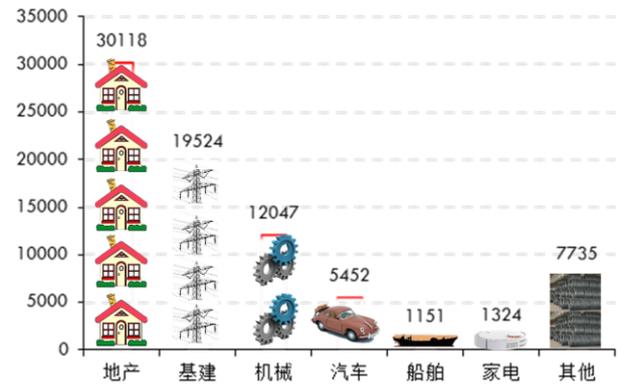
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 地产投资和地产消费 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 钢材下游消费集中在地产、基建等领域(万吨)

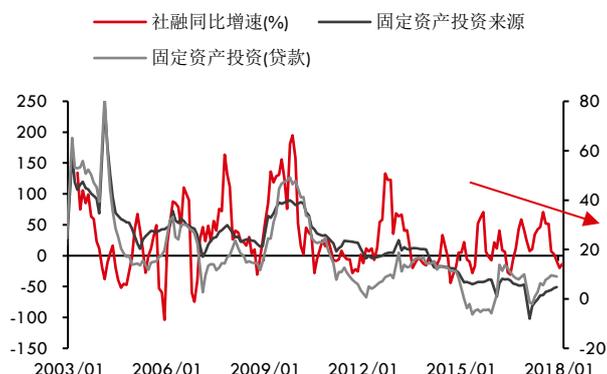


数据来源: Wind 华泰期货研究院

此外，在紧信用的大环境对于螺纹下游除地产外的其他需求也将带来收缩的风险。

我们通过社会融资规模增量这一指标替换银行信贷来改进这一情况。从直观对比可以看出，社融增量和增量 GDP 比值同社融增速之间的相关性显著强于单一信贷维度的情况。从这一指标维度来看，社融增速虽然波动更为剧烈，但是在 2009 年以来呈现出高点逐渐下降的走势，显示出未来的广义信贷将继续回落的风险依然存在——而从信贷见底回升至投资回升，还存在 1-2 个季度的时滞。

图 10: 社融增速回落下固定资产投资料下降



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 11: 从而带来固定资产投资的回落



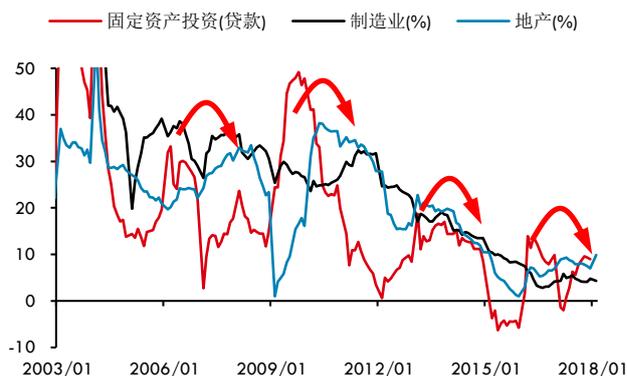
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 12: 基础设施投资下降风险较大



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 13: 地产投资下行风险料大于制造业

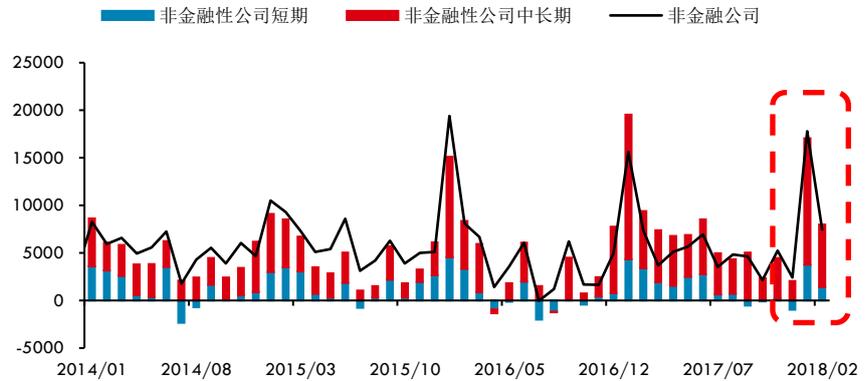


数据来源: Wind 华泰期货研究所

而信贷供给的回落将带动这一阶段投资继续回落的风险。具体来看,从近期对轨道交通叫停间接体现出未来**基础设施投资在政府逆周期调节减少**,而**地产投资在“房住不炒”政策的带动下也将继续受到逆风影响**,预计**基建和地产投资下降幅度将强于制造业投资**。

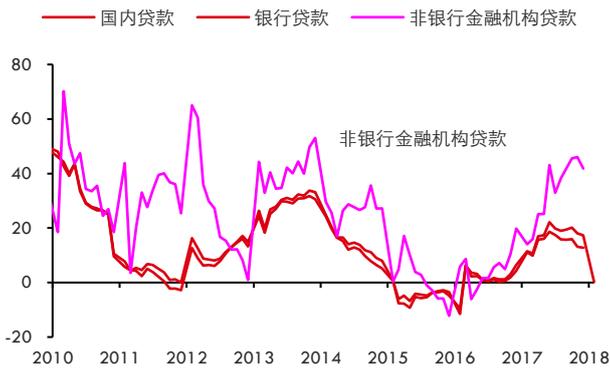
短期来看,在季节性因素的扰动下,企业中长期信贷仍维持相对强劲,需要关注 3 月开始随着经济活动开始活跃,此两类企业对中长期信贷的获得情况。研究显示,信贷供给对**融资约束程度重、长期债务比例较高**的公司影响比较明显,当信贷供给紧缩,这类企业从“长期资金”转变为“流动性资金”需求的概率更大。平均意义上看,若企业融资目的从长期资金需求转向流动资金需求,则会促使企业减少投资,统计显示,这种转换会导致企业的平均新增投资降低 0.014 个单位,即降低投资占总资产比例平均减少 1.4% (按季度)。

图 14: 企业冲长期信贷季节性仍维持强劲, 需观察后期变化情况



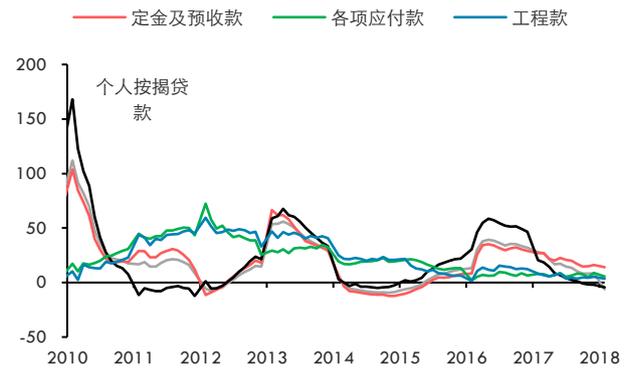
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 地产投资资金来源快速下行 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 16: 地产投资资金来源快速下行 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究所

· 全球需求——需要警惕贸易保护增强带来的整体风险

庞大的贸易逆差给美国政府与社会带来了较大压力，特朗普竞选期间便针对中国巨大的对美贸易顺差颇有微词。进入 2018 年，美国显著加快了对贸易伙伴国某些行业进行贸易制裁的频率。考虑到美国政府面临的大规模贸易逆差与财政赤字，贸易战蔓延至各领域的概率并不低，美国或继续对其主要贸易伙伴挥舞贸易战的大棒，其他国家也可能采取反击，从而加剧全球性贸易战的风险。

以史为鉴，2002 年美国小布什宣布，将对从欧洲、亚洲和南美进口的大部分钢铁施加 8% 到 30% 的进口关税，期限为 3 年。这一决定引发轩然大波，并遭到国际社会的普遍谴责。欧盟向世贸组织投诉，并采取报复式的保护措施。日本、韩国、中共、巴西等国家随

后也加入到抗议浪潮之中。在关税措施实行的一年时间里，全球市场遭到猛烈抛压，标普500大跌了30%，美元同步重挫，美债收益率大跌，对应美债价格飙升。

近期，美国总统特朗普宣布将对所有来源的进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为25%和10%，此外寻求中国对美缩窄1000亿美元逆差。对于中国来说，根据国家海关公布数据，2017年中国对美出口钢铁118万吨，只占中国钢材出口数量的1.6%，中国并非美国主要的钢铁进口国。我们认为美国对进口钢铁征税对中国钢铁出口影响不大，而且净出口目前对我国GDP贡献率较低，高关税对我国经济的传导影响有限。但**值得注意的是，特朗普政府有发动全面贸易战的风险，这可能对全球资本市场风险偏好形成冲击，在恐慌情绪的蔓延下，或将引起全球风险资产的共振式下跌，加剧市场的波动。**

由于中美贸易摩擦不确定性仍然较高，在此我们分别按照不同路径来演绎需求的变化。

路径一：逆全球化超预期放松。在此情境下，短期内市场情绪将由悲观观望情绪迅速转变为乐观情绪，风险偏好或将出现共振式上行，风险资产也有望受到提振走高。需求方面，由于逆全球化的超预期放松，且美欧经济体仍处于稳定增长区间，对大宗商品的需求尤其是能源、工业品相关商品的需求也将随之增加。

路径二：零星贸易战，维持现状。在此情景下，由于受供给侧改革的影响，我国钢材出口量已经由11%下降至8%，出口到美国的钢材更少，仅占总产量比重的1.6%。我国铝及铝材出口占总产量比例不大，2017年仅为4%。因此对于中国的外需而言，征税整体影响相对较小，外需亦有望保持相对的平稳。

路径三（可能性最高）：有针对性地对华部分产品（如通信、录音和放声设备，办公及自动数据处理设备，和金属及金属制品等）实施惩罚关税。其实分行业看中美贸易差额，可以发现在工业制造业领域，中美贸易存明显顺差；而在农产品及服务贸易领域，中美贸易存显著逆差。中美进出口贸易顺差规模较大的行业依次为电子、电气设备（含家电）、纺织服装、机械、家具、鞋及皮革品、钢铁、有色金属制品、塑料橡胶、非金属矿制品、化学制品、印刷品和木制品等。因此，美国或将推出有针对性的对华部分贸易顺差规模较大的行业产品实施惩罚性关税。在这条路径之下，外需的旺盛将会受到阻隔，出口增速也将受到需求的回落而出现下滑。

路径四：美国对来自中国所有产品征收15%或更高的关税，触发全面贸易战。若中国出口商以及人民币币值没有做出相应反应，美国普征关税将使得对中国出口影响非常大甚至更加不可控，外需也将出现相较路径三更为猛烈的下滑。

● 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2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com