

《对抗全球新冠疫情 共话黑色行情——

一根螺纹恒久远》

华泰期货黑色线上沙龙第八期纪要：

2020年3月23日周日，华泰期货研究院组织了主题为《对抗全球新冠疫情 共话黑色行情——一根螺纹恒久远》的黑色在线沙龙。会议由华泰期货研究院北京研究所所长王英武主持。本次会议邀请了华泰长城国贸高级研究员陈默驰、厦门国贸钢铁中心投研总监夏君彦、天津荣程钢铁期货部总经理耿永志等三位专家作为本次会议的分享嘉宾。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 黑色及建材组

研究员

孙宏园

☎ 021-68755929

✉ sunny@htfc.com

从业资格号：F0233787

投资咨询号：Z0000105

联系人

王英武

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号：F3054463

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号：F3057899

申永刚

✉ shenyonggang@htfc.com

从业资格号：F3063990

赵钰

✉ zhaoyu@htfc.com

从业资格号：F3042576

王淼

✉ wangmiao@htfc.com

从业资格号：F3063336

彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

华泰期货研究院北京研究所所长王英武：当前，海外疫情快速扩散，全球避险情绪提升，金融市场出现大幅波动，各主要大宗商品价格均出现大幅回调。而国内黑色系商品在此次回调中“一枝独秀”。而在当前海外疫情加剧的背景下，黑色商品能否延续前期“一根螺纹恒久远”的行情，倍受市场关注。因此，华泰期货研究院邀请到三位行业专家来分享他们的观点。

华泰长城国贸高级研究员陈默驰：节后的黑色市场的走势，可能超出了绝大多数人的心理预期，无论是研究员、交易员还是广大的产业从业者，对最近一个多月黑色商品的走势，尤其是螺矿两个品种逆势走强，直呼看不懂。在全球股指商品均屡屡熔断跌停屡创新低之时，非但没有预期般的下跌，反而逆势上涨。矿石 05 合约更是创出节前新高，大有逼仓的态势。因此，我将从以下三方面进行分享。

第一、成材端。黑色板块交易的风向标还是有着小股指之称的螺纹钢，节后围绕着螺纹交易的核心因素大体分为几种：

1、供给端。节后电炉钢产量几乎空白，高炉添加废钢的减少对未来供给减量的影响。近期电炉钢供给已经有所恢复，随着复工生产活动的逐步进行，废钢的供给也会逐步增多，短流程产量释放会根据利润的情况进行调节；高炉开工率近期回升至年度平均水平，二月份停产检修的部分现在已经逐步复产阶段，预计未来还会有进一步提升的空间。

2、需求端。对新老基建的消费预期以及地产放松的憧憬。新基建主要发力与科技端，用钢量有限。传统基建对用建材类的消费大约占 30~40%左右，但受到政府资金的限制很大。新旧基建对消费增的方向是确定的，但在年内难有质的飞跃；房地产占建材消费六成，但中央一周三次提“房住不炒，不以地产作为拉动经济的主要手段”等种种严厉信号以及现阶段地产处于竣工周期，因此对房地产对钢材消费的拉动乐观估计持平略增，偏悲观则出现略降。

3、库存方面。天量库存的现实，导致我们后期需紧盯库存节奏的变化。在基于同比高水平的乐观的消费以及中性的供给情况做出库存推演，预计上半年始终要伴随着一个高库存的态势，七月底八月初才能去库至历年平均水平。

综上所述来看，螺纹近月合约需求持续向好，但天量库存一直压制其价格。因此，即便在资金环节没有问题的情况下，向上的空间相对有限一些。向下废钢和矿石的成本支撑，大体上近月或者说现货保持一个区间震荡的态势，顶和底相对来说都挺明显。当期成材端的矛盾，最终需要消费的持续发力来解决问题，至于消费是否能保持持续爆发力尚无法证伪，需持续关注。

第二、海外疫情发展给钢材消费带来新的变化。如果说螺纹是具有中国特色的钢材商品，那么板材类的全球属性更浓厚一些，更多反映了全球的制造业消费的水平。2019 年，在中

国钢铁消费强劲带动下，全球钢铁消费取得了1.3%的增速，勉强维持了全球钢铁消费正增长，而去年下半年，海外钢铁消费则表现出明显的下降趋势，下半年粗钢产销同比下降5%。

1、海外复苏节奏打乱。在没有疫情发生情况下，欧洲、美国等主要经济的PMI领先指标，已经于今年1-2月份出现轻微回升。然而，随着疫情的大范围恶化，将中断海外的经济回升的步伐。

2、全球钢铁产量将大幅下降。海外疫情较重的区域又恰巧是钢铁和制造业的大国，亚洲的日韩占据了约9.7%的产量，欧美合计占比也近10%左右。美国和欧洲虽然电炉钢占主体，但是长流程部分更多是对应制造业，制造业萎靡对钢材的消费抑制明显。

2、中国钢材与产成品受到抑制。目前海外的疫情正处爆发期，可能尚未达到峰值，而且国外的体制难以效仿国内的疫情管控措施，海外的持续影响时间可能要比国内更为长久一些。多个大型经济体采取了封城的措施，社会消费瞬间停滞。汽车、家电等产品消费都处于停止状态，下滑都超过50%。这将导致我国钢材直接出口和间接钢材出口受到深远影响，其中板材影响最大。

综合来看，由于海外消费停滞，我国外贸形势急转直下，外贸大批订单被取消，也必将伤害到中国制造业的钢铁消费。以热卷为代表的板材类消费会率先表现出疲态，然后向上下游传导。建材虽有基建buff光环加持，可能阶段性也难以独善其身。

第三、原料端：铁矿。近期，当黄金都无法发挥避险属性的时候，铁矿石成就了“点石成金”的梦想，并且做了进一步的升华变成“铁钻石”。春节后逆势上涨，涨幅勇冠全球的故事，注定会成为黑色产业经典永流传的佳话，但是矿石的价格会像钻石一样一颗恒久远嘛？我们还需要回归基本面的分析，以及时间的推移来证伪。

1、矿石的供应端故事频出。一季度，受到暴雨等天气因素的影响，巴西发货始终处于近年低位。同时，澳洲供应则围绕着几场飓风来炒作。rio反常下调了发货，澳洲清港导致有两天只发出几条船，致使周度发货数据锐减。

2、非主流矿。非主流矿一直是市场跟踪的一个盲点，而慢慢得到市场的重视。从年底公布的海关数据来看，2019年下半年开始，海外非主流矿供应增量明显，而且增长态势不减。在高矿价的刺激之下，非主流矿石产量增加是不争的事实，后期需要关注的就是物流航运等因素的影响。

3、全球航运费下降带来影响。矿石做为全球性的大宗原料商品，航运指数和运费是个重要的参考指标。巴西到中国的运费从年底的近25美金下跌到10美金附近，澳洲也从10美金跌至4.2美金。

4、海外需求下降，导致铁矿运往国内。最近，普氏球团溢价跌破 30 美金，较年初下跌 10 个美金。球团溢价的下滑体现出海外市场对矿石消费的抑制作用。这很可能导致原本计划发往海外的矿石最终都流入中国，从矿山发中国的占比看，一季度发往中国的占比明显增高，一定程度上缓解国内铁矿低库存的压力。

5、铁矿价格坚挺，侵蚀钢厂利润。从近期钢厂对矿石的采购情况来看，由于钢厂利润较低钢厂对入炉品种的调解更加灵活，注重低品矿的入炉，反映矿石价格的高企对轧钢利润的侵蚀。

6、低库存将缓解，铁矿库存将逐步提升。库存方面，虽然目前港存已经跌破 1.2 亿的整数关口并且有进一步下探的趋势，但根据目前的供需情况调整库存推演。预计在四月中上旬左右库存见底回升，后面将维持增库的态势，年底可能达到 1.5 亿左右的水平。

7、经济下行压力下，矿山会停发铁矿吗？本周对于马来混矿暂停，巴西担忧港口关闭以及南非矿山停工等消息不绝于耳，充分的利用了人们对未知世界的恐慌心理。但从基本的现实认知出发。以澳巴为例，作为资源输出型国家，铁矿石资源的出口占外汇收入的很大比重，在经济萧条的背景下，当前出口矿石是盈利最高的项目。而矿石贸易本身是美元计价，在澳元和雷亚尔贬值超过 10% 的背景下，为矿山创造了大量的财富，在高价区间增加出口可能是一个重要选择。如果疫情极度严重，但是这个时间可能不会持续太久，有些许机会出口就会恢复。从马来混矿可以看出，刚刚公布停产一天，在第二天就公告恢复。

回到期货价格方面，矿石 05 合约由于临近交割，在低库存高预期以及资金加乘的背景下可能难以大幅下跌，与螺纹 05 合约相辅相成，互相依托。但是远月终归会回归到基本面的逻辑，回归商品的估值定价体系。

总结一下，我们的核心逻辑认为，黑色可能会从板材类出口疲软这端打开向下的突破口，从而传导到原料以及建材。原料端煤焦其实估值并不高而且已经先行数轮下跌，而矿石做为弹性最大的品种而且处于估值高位，在有向下驱动的因素下可能会幅度较为明显。还需要注重几方面的风险，资金因素，这波行情的上涨资金助推起到了决定性的作用，同样资金如果离去也可能产生打破基本面支撑的价格。政治以及物流因素，突发性的罢工或者封港等政策会对阶段性供需产生严重的影响。

以上是我们抛砖引玉的基本面的东西，不正之处请各位老师指教。后面还请聆听二位专家的精彩发言。

厦门国贸钢铁中心投研总监夏君彦：前面英武总和默驰老师已经提到了当前市场上的主要关注点。现阶段，随着海外疫情的爆发，可能对黑色产生很大的冲击，这是近期市场交易的主要变量之一。下面我将从厦门国贸作为一个贸易商的角度，将近期所见及所想与大家进行交流。

第一、近期的行情让我们见证了历史。近期受疫情影响，不论是资本市场还是商品市场都出现了较大的波动。2月3日开市后，恐慌情绪蔓延，华北地区现货跌的很厉害，钢坯下跌300多，带钢下跌400-500元。同时，过年期间外盘的铁矿石掉期跌至70多美金，下跌幅度超过15%。产业逻辑来看，在面对这么大的黑天鹅，应当进行套保避险，但观察资本市场，走的并不是产业逻辑，节后除开市第一天出现跌停，随后均呈震荡上行趋势，而近期在外围一片大跌的情况下，黑色商品依旧保持强劲态势，可以说我们见证了资本市场的历史，也见证了黑色商品的历史时刻。

第二、回头看，第一季度盘面走势仍是对的。对于现货贸易商而言，2月份刚开市的时候是压力最大的时候，那时对贸易商而言确实是最难受的时候，套保面临两头的亏损的局面。站在3月份时，现货端确实要比2月份好一些，担心的很多事情也没有发生，疫情控制以后，需求还是释放了，因此，盘面随后出现反弹。

第三，从期现结构、品种结构分析。目前，市场上都开玩笑说黑色是一个避险品种，螺纹钢、钻石矿。

1、黑色品种有其特有的期现结构。黑色商品的期现结构和其它的商品均不一致。我们可以看到黑色品种都是一个远月贴水的结构。但所有除黑色以外的商品，都是远月升水的结构，这说明黑色是国内主导定价的商品，说明它的定价确实和其它商品定价有不一样的地方。

2、近期黑色商品近期出现一些变化。我们可以看到，近期品种之间的一个变化，期现之间的一个变化，螺纹期现05、10合约在2月份时，10月份合约走的最强，05合约比现货强，基差处于走弱的态势，期间甚至出现两次10合约升水05合约。近期，现货走强后，基差处于修复状况，远月10合约开始贴水05合约。二月份三月初，板卷走势强于螺纹，说明作为加工企业的卷板恢复的较快一些，而螺纹处于累库，整体压力较大，热卷强于螺纹，而现在螺纹强于热卷。

第四，海外疫情发展，带来新的变量。在未发生海外疫情爆发的情况下，预期国内会出现弱复苏。而现在海外疫情爆发了，新的风险点、矛盾点又出来了。从合约之间的价差，品种（卷螺差）之间的价差来看，出现变化。从价差和基差的变化来看，我们发现逻辑变化很快，期现、品种之间都出现了变化。出现这些变化的原因，就是海外疫情的加剧，导致对远月合约和品种进行了估值上的变化。随着复工，国内需求有所增加，但真正的表需并没有真正看到的好。外围的冲击把估值、逻辑以及预期重估，这在盘面上得到了反映。

整体来看，目前，螺纹想拖，向上顶较费力。卷板有向下走的迹象，国贸业务部分订单减弱。通过观察，材近月05合约上周量能、波动加大，多空有移仓可能。接下来，供需匹配定价。长流程和短流程比较认同前一位嘉宾的观点。在去库不是很快的情况下，不宜给短流程企

业很好的利润，近期废钢到货供应恢复速度较快。在未看到需求大爆发的情况下，不应给短流程利润，中性看法，废钢跌两百，平电不亏损。

往下看，盘面远月热卷到了钢企长流程成本位置，位置较尴尬，如果现货回调对于贸易商怎么办？后期能否走原料坍塌的逻辑。就铁矿而言，目前外围减弱，但原料矿石今年将面临低库存的情况，和 17/18 年还不一样，当时只要材有压力，确实会出现螺旋式下跌。2、3 月份材跌不下去，有一原因是原料端库存很低，矿比较抗跌，下方成本支撑。不确定原料端会让多少利润，感觉今年会让非主流矿生产，而其成本在 70-75 美金之间，因此，矿在 75 美金附近支撑较强。焦炭经过四轮下跌，现在几乎没利润，后期要看焦煤能让多少利润。

现阶段，有往下的压力，但是从产业上来看，矛盾还不是特别突出往下需要再测试一下压。上方看电炉钢成本线，向下看原料能往下压多少，个人感觉空间不会很大，现阶段主要看外围疫情发展，假如久拖未决，可能会往经济危机下的估值重来。整体震荡偏弱，后期多关注外围疫情。

华泰期货研究院北京研究所所长王英武：第一，是否经济危机。这一个需要准确判断，是经济危机的话，所有黑色商品都需要重新估值。

天津荣程钢铁期货部总经理耿永志：近期公司在带钢和线材方面的销售整体还不错。从下游开工率来看，整体还是蛮高的。近期销量增长较快，年前累积的库存也在近期快速消耗，库存已恢复至正常库存水平。销售方面，部分管材用于 5G、旧城改造、特高压等钢结构方面，目前整体现货需求不错。同时，近期国家出台出口退税政策，据了解目前影响不大。因为从去年来看，出口量萎缩较厉害。前面两位老师已经讲了很多，我将大概的讲一下自己对后期市场的看法。

第一，从当前海外疫情发展来看，整体对后市不乐观。现阶段海外股市崩盘，疫情导致消费的萎缩，传导到就业上，导致失业率上升，感觉经济危机是大概率发生。

第二、政策层面出台类似于 08 年的刺激政策可能性较低。近期国家加快发行专项债，降低存款准备金，但同时强调避免资金大幅流入用于房地产，强调房住不炒的定位，对钢材来说算是利空。现阶段全球经济下滑，国内是否会强力刺激经济，这是带有疑虑的，08 年 4 万亿投资带来的很多问题，因此，此次国内经济刺激计划可能不会像上次危机时一样。

第三、海外资本市场动荡，引发连锁反应。现阶段，美元依旧是世界主要流通货币，近期我们关注到，海外资本市场大幅下跌，避险情绪提升，美元走强，现金需求提升。同时，随着股市大幅波动，大宗商品也出现大幅波动。有色已经大幅下跌，沪铜连续跌停，必定产生连锁反应。

总体而言，新基建带动的钢材消费有限。同意之前两位老师对热卷的观点，一方面国内需求变差，另一方面国外需求如汽车制造停工造成的需求减少。同时，出口制造也不乐观。而新

基建用的螺纹钢量较小，螺纹不怎么乐观。近期建材成交有所增加，但成交量未超预期，处于恢复状况。后期钢材端高点螺纹、热卷 3500-3600 附近。铁矿方面，疫情对钢材消费影响较大，同时，对于海外矿山而言是个炒作点。因此，铁矿 05 多空很难预测，09 较为悲观，铁矿作为全球性大宗商品，将类似铜定价下移，可能性较大，现货将维持较低的库存水平。焦炭方面，在经济下行压力较大背景下，处于保经济考虑，焦炭供给侧改革落地较难。

华泰期货研究院北京研究所所长王英武：现在，我们非常想知道钢企怎么看待市场，在这里有个问题想提问一下耿总：我们都知道有色黑色的下游重叠，而节后黑色大概 5%，有色中以铜为代表，这轮铜下跌 20%，请问是否这两个板块定价出现一定的错误，假如出错的话，您认为哪个板块出错的概率要大些？

天津荣程钢铁期货部总经理耿永志：我的看法是黑色在定价上出错，我们都知道，在跟踪铜和黑色商品过程中，铜和黑色的的关注点一样，都关注下游的地产基建上。但有所不同的是，铜上涨时利润多，下跌可能利润压缩不如盘面看到的那么多。但整体上，都是取决于宏观定价。在当前宏观背景下，黑色和有色都将会重新定价，当前有色已经大幅下调，而黑色依旧表现较为坚挺，后期会有重新定价的趋势，后面需要时间给出答案。

华泰期货研究院北京研究所所长王英武：我们都知道，随着海外疫情的发展，外围钢材消费肯定不好，但黑色内外隔绝度较好，我们这里有个问题想问夏总：对于国内钢材消费韧性的良好预期，后面怎么看？消费是与去年持平，还是 5-10% 正增长，还是出现负增长？。

厦门国贸钢铁中心投研总监夏君彦：在国内疫情有所缓解，无海外疫情尚未爆发之时，我们预期国内钢材消费二季度能与去年持平，甚至稍微增一点，但随着海外疫情的爆发，国外板材消费肯定影响较大。相对而言，国内疫情缓解，但防输入压力增加，将对钢材消费产生深远影响。整体来看，随着国内疫情缓解，复工复产有序推进，后期对建材影响不大，但相较于去年将减低一点点。后期需关注两会，但整体建材二季度消费持平，或者微降。

华泰期货研究院北京研究所所长王英武：整体听三位专家讲下来，受益匪浅。感谢三位专家给专业意见！同时，我在这进行预告，周四我们华泰期货研究院将请到地产行业的几位专家，讲讲地产后期可能出现的走势，欢迎大家关注我们下期线上沙龙。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司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

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com