

黑色商品价格的上涨能否持续？

资产价格运行逻辑跟踪报告之一

证券研究报告

2020年12月30日

● 核心结论

截至12月29日以来，黑色产业链商品价格实现普涨，幅度接近20%。现货方面，62.5%纽曼铁粉价格累计上涨62.4%；一级冶金焦炭（山西）价格累计上涨44%；螺纹（上海）价格累计上涨19.2%；热轧板卷（上海）价格累计上涨16.6%。期货方面，铁矿价格累计上涨56.4%；焦炭价格累计上涨51.8%；螺纹价格累计上涨19.7%；热卷价格累计上涨23.7%。

今年以来市场在交易什么？价格的上涨分为四个阶段：1) 阶段一：2020年1月2日至3月31日，交易新冠疫情冲击导致需求的下滑，各品种期货价格下跌幅度约10%。2) 阶段二：2020年4月1日至8月18日。疫情得到初步控制，各经济部门逐渐复工复产，交易需求复苏，各品种上涨幅度约20%。其中因海外巴西和澳洲疫情影响，铁矿供给出现问题，涨幅居前，约50%。3) 阶段三：2020年8月19日至9月30日。需求实现复苏，货币政策正常化，同时欧美国家疫情二次爆发。交易需求复苏持续性存忧。各品种出现短暂价格回调，幅度约7%。4) 阶段四：2020年10月9日至今。实际需求超预期持续，钢材总库存逆季节性去化。同时受益于美国大选落地和疫苗出现，风险偏好边际改善。各品种价格累计上涨超过20%。

接下来应该关注什么和我们的预期？1) 螺纹钢投机需求。每年1-3月为施工淡季，重点关注贸易商的投机需求。决定因素主要包括信贷政策，以及房地产和基建行业政策。由于政策定调2021年将以稳杠杆为主，相机抉择，不急转弯。机是在新冠疫情冲击下的经济复苏情况。我们预计，海外疫苗明年四季度才将有望实现普及，此前经济复苏始终存在不稳定性。因此，货币和信贷环境将保持合理宽松，贸易商的投机需求预计将持续，库存周期从被动去库存切换至主动补库存。2) 热卷出口需求。热卷出口需求占总需求的比例约为4%，是价格的主要边际驱动力量。海外疫情突发打击市场对经济复苏的信心。接下来需要重点关注两个方面，一个是海外工厂是否停工。另一个是现有疫苗对变异病毒的实际效果。但通常病毒难以在疫苗出现前发生对疫苗无效的变异。

中期看涨黑色商品，短期关注海外疫情对制造业生产的实际影响。短期因海外疫情干扰，热卷出口需求持续性存忧，价格或出现短暂回调。但由于当前疫苗已经开始接种，且全球货币财政政策态度定调均偏积极，预期价格回调将较为有限且短暂。中期，我们依然看涨黑色商品。一方面因疫苗率先在欧美国家接种将引发需求持续恢复，对我国出口和工业生产形成拉动。另一方面，中性的货币信贷政策和居民收入预期改善将支撑地产销量和价格，从而激发房企快周转，带动新开工和建筑需求增加。值得注意的是，2021年资源品铁矿和焦炭供应仍然紧缺，将有望放大价格的弹性。

风险提示：疫苗对变异病毒无效，海外疫情超预期发展

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

黑色商品价格的上涨能否持续？

截至12月29日以来，黑色产业链商品价格实现普涨，幅度接近20%。

现货价格方面，62.5%纽曼铁粉价格由697元/湿吨上涨至1132元/湿吨，累计上涨62.4%。一级冶金焦炭（山西）价格由1910元/吨上涨至2750元/吨，累计上涨44%。螺纹（上海）价格由3750元/吨上涨至4470元/吨，累计上涨19.2%，热轧板卷（上海）价格由3910元/吨上涨至4560元/吨，累计上涨16.6%。

期货价格方面，铁矿主力合约价格由655.5元/吨上涨至1125.5元/吨，累计上涨56.4%。焦炭主力合约价格由1868元/吨上涨至2835元/吨，累计上涨51.8%。螺纹主力合约价格由3547元/吨上涨至4244元/吨，累计上涨19.7%，热卷主力合约价格由3571元/吨上涨至4418元/吨，累计上涨23.7%。

一、今年以来市场在交易什么？

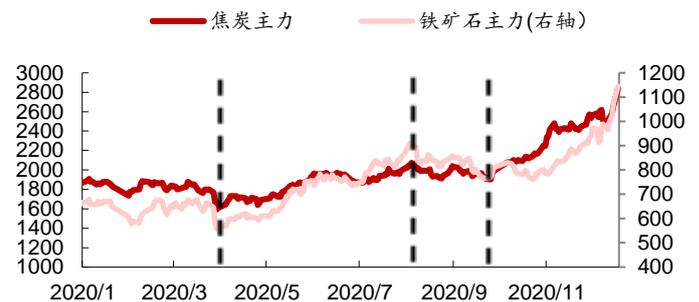
价格的上涨分为四个阶段：

图1：黑色钢材价格上涨分为四个阶段（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图2：黑色原料价格上涨分为四个阶段（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

表1：四个阶段下的黑色商品期货价格变化

	铁矿	焦炭	螺纹	热卷
阶段一（1.2-3.31）	-12.4%	-11.4%	-8.9%	-14.0%
阶段二（4.1-8.18）	50.2%	20.7%	19.0%	29.7%
阶段三（8.19-9.30）	-6.3%	-0.6%	-7.5%	-7.3%
阶段四（10.9-至今）	26.8%	42.7%	19.2%	19.7%
累计（1.2-至今）	56.4%	51.8%	19.7%	23.7%

资料来源：wind，西部证券研发中心

1) 阶段一：2020年1月2日至3月31日，交易新冠疫情冲击导致需求的下滑，各品种期货价格下跌幅度约10%。

2) 阶段二：2020年4月1日至8月18日。疫情得到初步控制，各经济部门逐渐复工复产

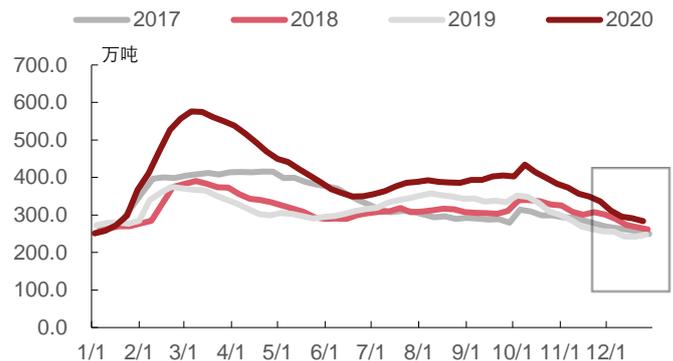
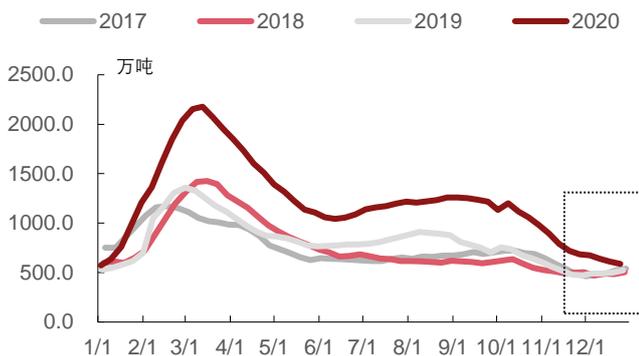
产，交易需求复苏，各品种上涨幅度约 20%。其中因海外巴西和澳洲疫情影响，铁矿运输出现问题，涨幅居前，约 50%。

3) 阶段三：2020 年 8 月 19 日至 9 月 30 日。需求实现复苏，货币政策正常化，同时欧美国疫情二次爆发。交易需求复苏持续性存忧。各品种出现短暂价格回调，幅度约 7%。

4) 阶段四：2020 年 10 月 9 日至今。实际需求超预期持续，钢材总库存逆季节性去化。同时受益于美国大选落地和疫苗出现，风险偏好边际改善。先交易国内地产需求悲观预期的修复，再交易出口需求的恢复。各品种价格截至目前累计上涨幅度实现 20% 以上。

图 3：螺纹钢总库存 12 月份出现超季节性去化

图 4：12 月份热卷总库存保持去化



资料来源：Mysteel，西部证券研发中心

资料来源：Mysteel，西部证券研发中心

二、接下来应该关注什么和我们的预期？

2.1 关注一：螺纹钢投机需求的持续性

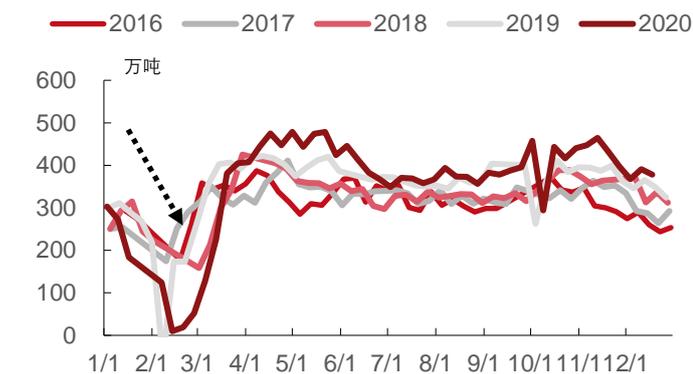
每年 1-3 月为施工淡季，此时实际工程的增量有限，更多的关注以贸易商行为为主的投机需求。其往往会为 4 月开启的旺季做出一定的准备，若预期乐观，则会主动囤货，缓解钢厂的厂内库存压力。若预期悲观，则会主动去库，倒逼钢厂降价或减产以实现供需的再平衡。决定贸易商预期的因素主要包括两类，一个是信贷政策的导向；另一个是房地产和基建行业政策的导向。

首先，12 月的经济工作会议报告指出，2021 年货币信贷政策将以稳杠杆为主，相机抉择，不急转弯。这意味着“转弯”是趋势，“不急”是幅度，而“机”是在新冠疫情的持续性影响下的经济复苏情况。我们认为，在海外疫苗未实现普及并达到疫情的有效控制之前，经济复苏始终存在不稳定性，此过程预期将持续至明年上半年。因此，货币和信贷环境将保持合理宽松，难以对贸易商预期形成打击影响。

其次，针对房地产和基建的行业政策，未有进一步收紧。从最新经济工作会议报告中，房地产依然维持“房住不炒”政策基调，此环境从 2020 年下半年以来一直未变。财政政策方面维持积极，并有序控制地方政府债务问题。对于基建而言也并未形成收缩影响。

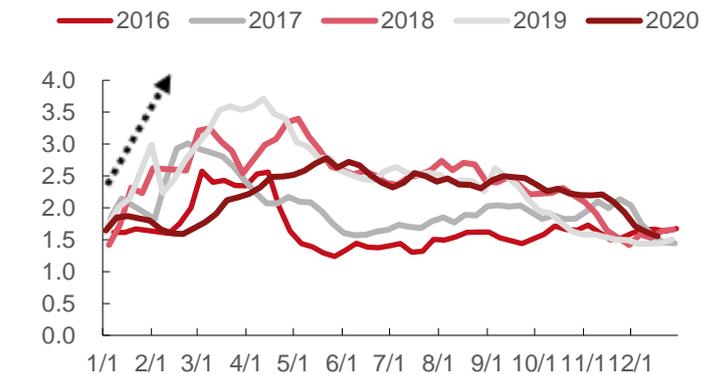
总体而言，在 2021 年 4 月旺季来临之前，螺纹钢贸易商的投机需求预计将持续，库存周期由“被动去库”向“主动补库”切换。

图 5: 螺纹实际需求季节性变化, 1-3 月份为淡季



资料来源: mysteel, 西部证券研发中心

图 6: 螺纹投机需求 (社会/钢厂钢厂库存) 1-3 月份将上升

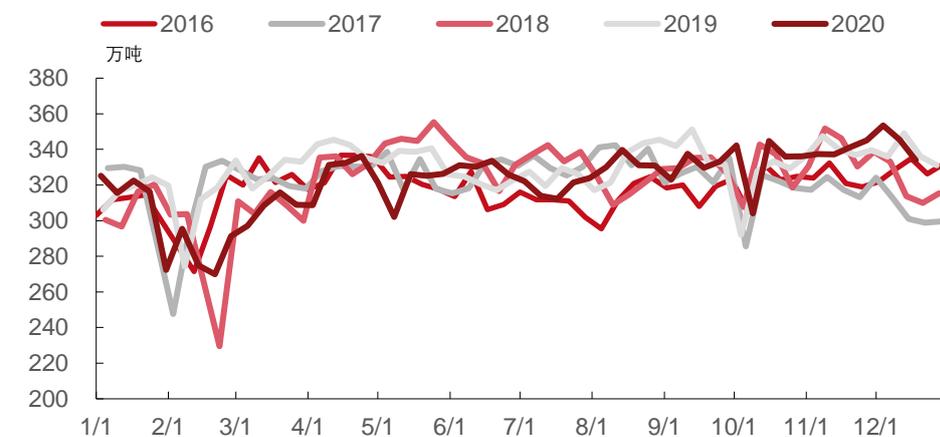


资料来源: mysteel, 西部证券研发中心

2.2 关注二: 热卷出口需求的持续性

相较于螺纹, 热卷的下游需求淡旺季表现有所不同。主要原因在于, 热卷普遍应用于制造业产品, 而制造业产品生产主要是室内工作, 其最大的淡季来自于春节假日。因此, 热卷大部分时期需重点关注实际需求的变化, 仅春节前夕需要关注贸易商的投机需求。由于热卷的行业集中度较高, 贸易商议价权较弱, 春节前夕热卷投机需求的预期影响因素大多随着螺纹的投机需求变化, 我们对此预期不会出现明显变化。

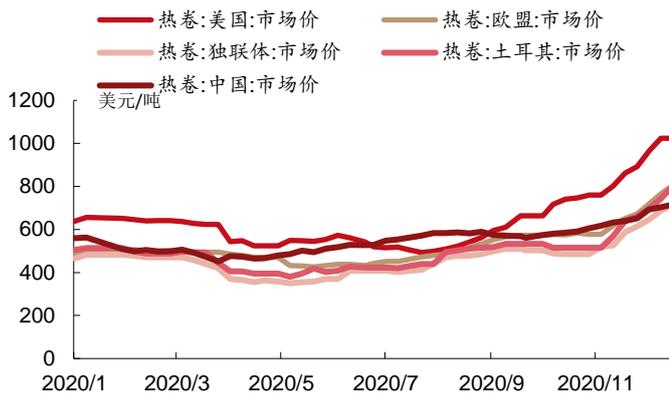
图 7: 热卷实际需求除春节外无明显季节性变化



资料来源: mysteel, 西部证券研发中心

除了国内需求, 热卷的出口需求占总需求的比例约为 4%, 此部分是价格的主要边际变化力量。大多数时候国内热卷价格低于海外价格, 套利窗口导致出口需求持续存在。而当国内热卷价格高于海外价格之时, 出口需求将削弱。自 11 月起, 虽然全球主要国家的热卷市场价持续上涨, 但中国热卷的价格仍然低于美国和欧盟市场, 这反映海外制造业需求的旺盛并拉动我国热卷出口。

图 8：海外热卷价格持续性上涨



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 9：中国出口需求仍然存在

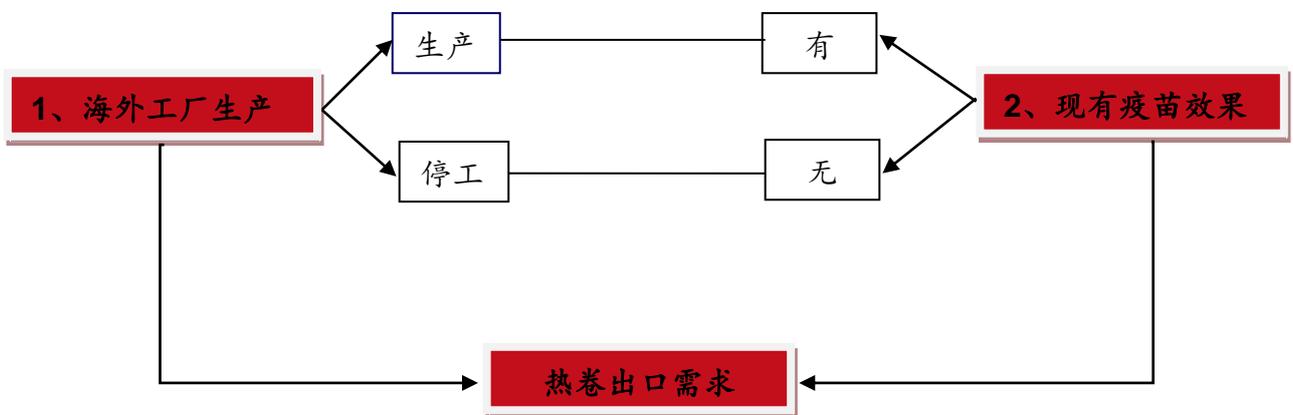


资料来源：wind，西部证券研发中心

突发性变量，英国疫情打击市场对经济复苏的信心。12月21日，英国宣布发现新冠病毒的变异，病毒的传播力增加70%，并启动最高等级疫情防控措施（封城）。另外，欧洲多个国家和加拿大已经切断和英国之间的航班。虽然目前没有证据显示疫苗对于变异之后的病毒失效，但市场仍然担心病毒的传播性，以及其对制造业复苏进程的影响。

对于热卷出口需求而言，接下来需要重点关注两个方面，一个是实际影响，海外工厂是否因疫情导致停工，进而海外热卷价格下降。另一个是疫苗对变异病毒的实际效果，是否可以有效抑制感染病毒。从时间发展顺序来看，第一个方面将率先兑现。如果海外热卷价格未受影响继续上涨，市场风险偏好将得到修复，出口需求继续改善。反之，若价格出现确定下跌，那中国热卷的出口需求将边际收缩，引发价格回调。第二个方面的兑现情况将引发更大范围的影响。如果现有疫苗无法抑制变异病毒，市场预期将重新围绕疫情主线，经济复苏进程缓慢，信贷和财政托底政策宽松将是价格的主要驱动因素。如果疫苗可以继续使用，那经济的复苏预期将持续。由于病毒的变异属于自然现象，并且出现优势株是必然，但是在疫苗出来之前病毒便发生对疫苗无效的变异可能性不大。因此，我们预期市场主要将交易海外国家因疫情反复带来的制造业生产受阻对热卷出口需求的下滑影响。

图 10：热卷出口需求持续性的主要影响因素



资料来源：西部证券研发中心

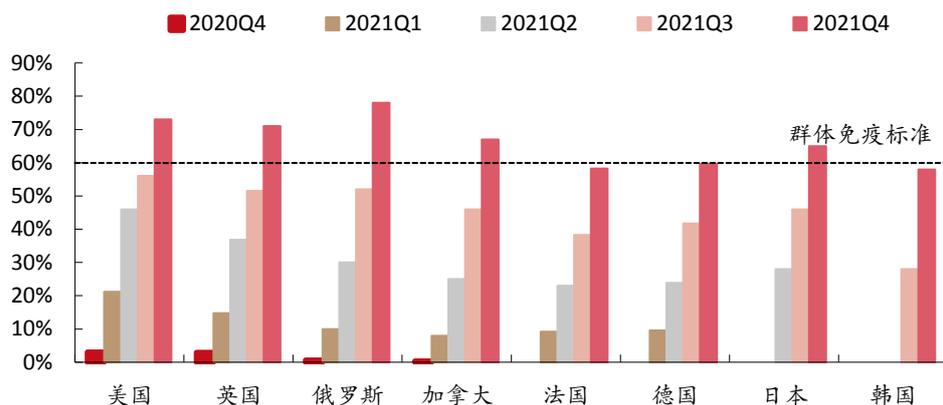
三、投资建议

短期来看，市场将重点交易英国变异病毒对海外制造业复苏进程的影响，若形成实质性海外工厂停工，热卷出口需求持续性存忧，价格或出现短暂回调。可参照今年黑色商品价格变动的第三阶段，届时价格回调幅度约 7%。但与之不同的是，当前疫苗已经开始接种，中美两国的货币财政政策态度定调均偏积极。因此，若真实海外停工，预期黑色商品价格将出现短暂回调，但回调幅度有限，或低于 7%。

中期来看，我们依然看好 2021 年黑色商品价格上涨的趋势。决定钢材价格上涨的两个重要因素，一个是建筑需求，另一个是制造业需求。

首先，新冠疫苗的接种行动已经开始。全球各国当前已采购 81.5 亿剂疫苗。发达国家采购超过发展中国家。加拿大已签订合同采购的疫苗数量足以覆盖其五倍人口。俄罗斯与中国则依靠国产疫苗来满足本国需要，并向新兴市场国家提供疫苗供给。我们预测直到 2021 年四季度，欧美国家将达到群体免疫。新兴市场国家受限于疫苗产能与运输条件，预计将于 2022 年达到免疫效果。因此，2021 年因疫苗的接种，海外尤其是欧美发达国家需求将逐步释放并拉动我国出口。并且由于新兴市场国家的接种时间滞后于欧美发达国家，其制造生产仍不稳定，生产任务将继续由中国承担，带动国内工业生产的积极性和持续性。

图 11：主要海外国家预计疫苗接种进度



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_517



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn