

从中央经济工作会议公报看黑色板块投资机会

2020-12--28

黑色金属策略组

研究员:

刘慧峰

从业资格证号: F3033924

投资咨询证号: Z0013026

电话: 021-68757223

邮箱: LiuHF@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点:

◆2021年经济增速有望回升至8%-9%的水平,若以2021年GDP增速8.5%估算,通过自上而下方式估算,那么2021年对应的粗钢表现消费的理论增长值大概在2500万吨左右,若在考虑海外经济恢复所带来的出口增加的影响,则消费可能会增加更多。

◆宏观政策逐步回归常态,但回归程度可能会视经济情况而定。预计社融增速将向10%附近的名义GDP增速附近回归,社融增速领先钢材价格变化3个季度到一年左右,故对下半年钢价影响利空。财政政策力度也将有所减弱,财政赤字率及地方专项债额度均可能下调,基建投资期望不宜过高。

◆铁矿石价格高企侵蚀钢厂利润,且明年仍有3000万吨缺口。2021年需通过调节需求端(控制产量增长,钢铁企业兼并重组)以及寻找替代品的方式才能够破解矿石价格过高的难题。

◆扩大内需再度强调,明年消费及制造业投资均有望回升,同时房地产调控政策仍会继续趋严,因此从中期来看,板材价格走势可能会继续强于长材

◆**结论:** 2021年钢材消费总量仍将维持增长态势,因此钢材价格整体将呈现宽幅震荡,重心上移格局;但宏观政策回归常态,可能会影响钢价的运行节奏。同时,品种直接走势可能会有所分化,板材价格走势可能会强于长材。原料端方面,上半年仍会继续保持强势,但需要关注政府从寻找替代品以及需求端调节两方面出台政策的效果,特别是是否会以碳排放调节为契机进行新一轮的钢铁产能压缩。

◆**操作建议:** 单边中期还是建议以逢低买入为主;套利方面关注卷螺价差扩大;钢厂利润上半年以做空为主,下半年择机考虑做多机会。

◆**风险因素:** 内外需大幅下滑,宏观政策明显收紧

重要事项: 本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者,请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料,我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险,投资需谨慎。

正文目录

1. 经济增速：强调继续在合理区间.....	3
2. 宏观政策：精准有效，不急转弯.....	3
3. 八项重点任务中对黑色板块影响分析.....	4
4. 结论及操作建议.....	6

图表目录

图表 1 GDP 和粗钢表观消费关系.....	3
图表 2 GDP 和粗钢表观消费增速走势变化.....	3
图表 3 社融存量增速与钢材价格走势变化.....	4
图表 4 新增社融分项数据变化情况.....	4
图表 5 高炉日均铁水产量季节性走势.....	4
图表 6 铁水成本和废钢价格走势图.....	4
图表 7 工业企业利润和制造业投资增速对比.....	5
图表 8 消费、出口和投资累计增速变化.....	5
图表 9 企业中长期贷款和制造业投资增速对比.....	5
图表 10 冷热卷价差以及热卷供给结构变化对比.....	5
图表 11 房地产企业资金来源和地产投资增速.....	6
图表 12 土地成交面积和地产新开工变化情况.....	6

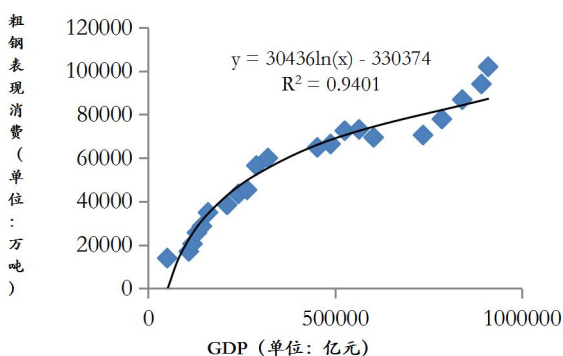
12月18日，中央经济工作会议闭幕，从会议公报内容看主要包括回顾过去一年的经济工作，确定明年经济工作的总基调和宏观政策取向，并对明年经济工作进行具体部署三个部分。本文将就公报中的相关内容及其对黑色板块的影响进行简要分析，并从中挖掘相关投资机会，仅供参考。

1. 经济增速：强调继续在合理区间

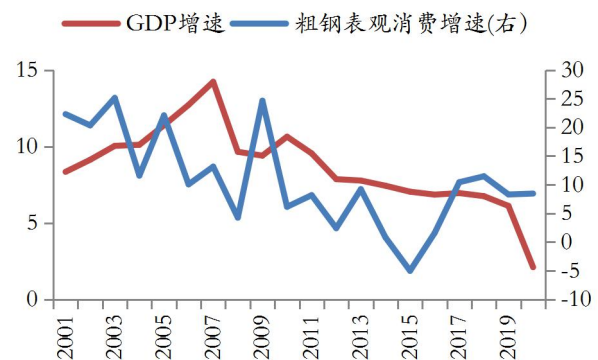
会议公报指出了我国经济恢复基础尚不牢固，并列出了诸多不确定性和潜在风险，因此强调要努力保持经济运行在合理区间。今年一季度在疫情的疫情影响下，国内经济出现-6.8%的增速，此后开始迅速恢复，到第三季度已经恢复至正增长，结合10-11月工业增加值，进出口以及投资等数据，四季度经济增速有望达到疫情前6%左右的水平，全年有望实现2%左右的经济增长。2021年在建党100周年和“十四五”规划开局之年两大背景下，经济增速有望继续回升，若在考虑基数因素影响，预计经济增速有望恢复至8%-9%的水平。

那么，我们从GDP和粗钢表观消费的关系来看，二者相关度超过95%，若以2021年GDP增速8.5%估算，通过自上而下方式估算，那么2021年对应的粗钢表观消费的理论增长值大概在2500万吨左右，若在考虑海外经济恢复所带来的出口增加的影响，则消费可能会增加更多。

图表 1 GDP 和粗钢表观消费关系



图表 2 GDP 和粗钢表观消费增速走势变化



资料来源：Wind、东海期货

2. 宏观政策：精准有效，不急转弯

对于宏观政策，会议公报强调保持政策连续性、稳定性和可持续性的基础上，也强调了在操作上更加精准有效，不急转弯。其中，不急转弯这一提法引发了市场的广泛关注，我们认为这一提法包含两层含义，一是，今年为应对疫情推出的一些非常规宽松政策将会逐步回归常态；二是政策回归的进程和幅度将视经济情况而定，预计力度会比较温和。我们看到，11月份社融存量同比增长13.6%，较10月回落0.1个百分点，按照会议公报的表述，预计社融存量增速可能进入顶部平台区域，2021年将向10%左右名义GDP增速附近回归。从图表3中可以看出，09年之后，社融存量增速和钢材价格之间具有明显的正相关性，且领先钢材价格变化3个季度到一年左右，那么如果今年4季度社融增速顶部得到确立的话对于明年下半年钢材价格走势而言可能偏利空。

另外，公报对于财政政策的提法是“提质增效，更可持续，保持适度支出强度”，相比之前两会中“更加积极有为”的提法力度可能也会有所减弱，因此预计明年财政赤字目标可能会回归到3%附近，新增地方政府专项债额度也会降到3-3.5万亿之间。在这种情况下，对于明年基建投资的期望不宜过高。根据交通运输部数据，预计2020年完成交通固定资

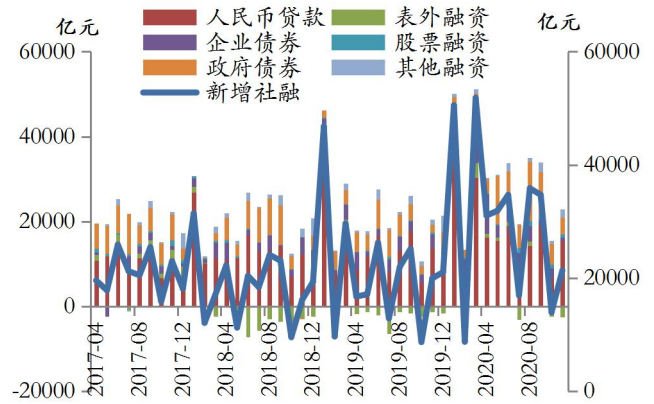
产投资 34247 亿元，而 2021 年的交通固定资产投资目标则为 2.4 万亿元，下调近 1 万亿元，这个可能也是明年基建投资走弱的一个信号。因此我们维持 2021 年年报中对基建投资增速 5% 左右的判断，具体走势上可能呈现前高后低。

图表 3 社融存量增速与钢材价格走势变化



资料来源: Wind、Mysteel、东海期货

图表 4 新增社融分项数据变化情况

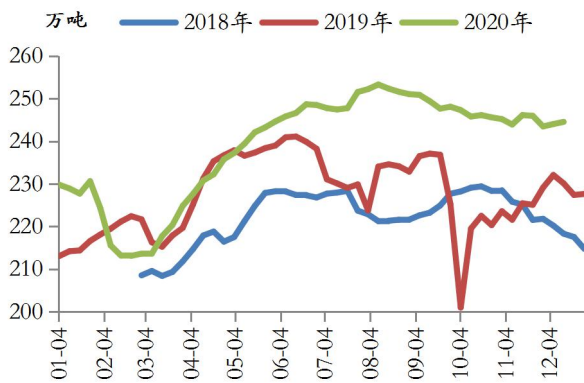


3. 八项重点任务中对黑色板块影响分析

会议公报中明确了明年的 8 项重点工作，涉及经济工作的方方面面，本部分将对其中对黑色板块可能有影响的部分进行分析：

(1) 第二项任务中提到增强产业链和供应链的自主可控能力。从进口依赖的角度而言我们认为主要包括两类产品，一是国内没有能力自主生产的高科技产品，二是进口依赖度比较高的资源类产品。具体到钢铁行业，近两年作为其主要原料的铁矿石进口依存度一直维持在 85% 附近，而且今年矿石价格的大幅上涨导致国内钢铁企业利润大幅压缩。同时，根据我们在年报中预估，2021 年国内铁矿石依然需求旺盛、供应紧张态势，预计缺口在 3000 万吨左右。那么在主流矿山产量增幅有限的情况下，只有通过调节需求端（控制产量增长，钢铁企业兼并重组）以及寻找替代品的方式才能够破解矿石价格过高的难题。寻找替代品方面，《再生钢铁原料》国家标准将于明年 1 月 1 日起施行，废钢进口也可能在明年逐步放开，当然，这些政策的具体效果可能还有待进一步观察。

图表 5 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源: Mysteel、东海期货

图表 6 铁水成本和废钢价格走势图



对于需求端调节，就要提到公报中的第八项任务，即全力做好碳排放和碳达峰工作，力争在 2030 年实现碳达峰，2060 年前实现碳中和。根据中钢协的相关数据，钢铁行业的碳排放总量占全国碳排放总量的 15%，从区域角度来看，钢铁企业较多的几个省份近几年

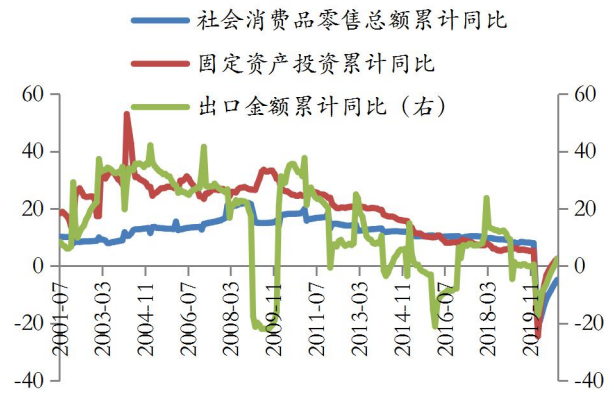
碳排放量一直呈现缓慢增长态势。如果 2021 年，国家在碳排放和空气质量改善方面出台更为严格的标准的话，这些钢铁大省有可能会成为调控的重中之重，届时我们需要关注是否会议污染物排放管控的趋严而对形成新一轮的钢铁供应收缩。

(2) 会议公报中的第三项任务提到要坚持扩大内需这个战略基点，取消一些行政性限制消费购买的决定，充分发掘县乡消费潜力。事实上，今年以来为了对冲疫情影响，国家已经出台了一系列的消费刺激政策，首次影响，汽车、家电消费均呈现稳步回升态势，11 月份全国汽车销量已经回升至 12.63%，10 月三大家电销量也回升至 14.88%。但从经济增长的三驾马车来看，消费的恢复远滞后于投资和出口。所有我们认为明年国内消费刺激政策力度将进一步加大，一些地区的汽车限购政策将继续取消，汽车、家电下乡等政策也将继续推进，消费对经济增长的贡献度有望进一步提升。

图表 7 工业企业利润和制造业投资增速对比



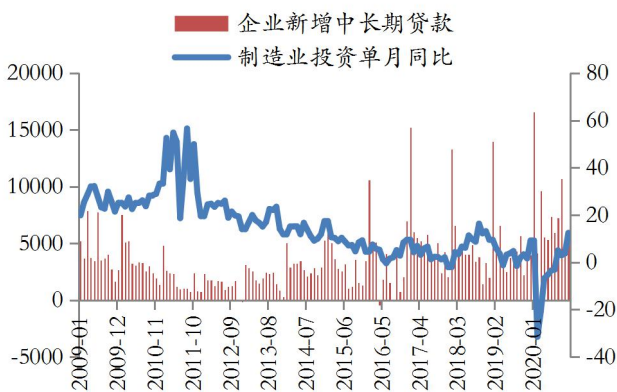
图表 8 消费、出口和投资累计增速变化



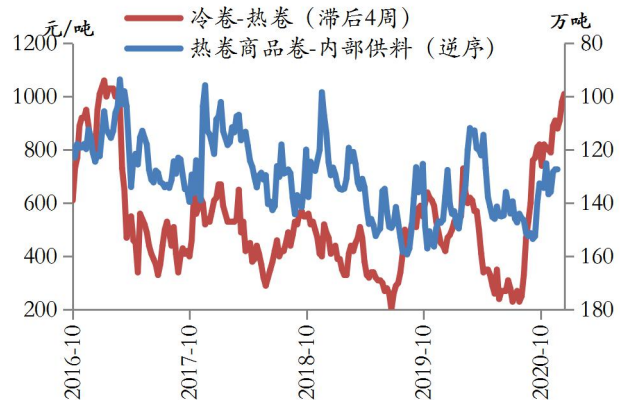
资料来源：Wind、东海期货

对于投资方面，公报中提到要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用，并提到要加大新型基础设施投资力度以及扩大制造业设备更新和技术改造投资。我们知道，在今年固定资产投资增长中，地产投资的增长是主要动力，而从中央经济工作会议的表述来看，明年的政策重点可能会是拉动中高端制造业投资。另外，之前在 2021 年年度报告的分析中我们也提到，不论是从工业企业利润和制造业投资的关系来看，还是从制造业库存周期所处的阶段来看，也都支持明年制造业投资向好的判断。事实上，今年企业中长期贷款占比已经从年初的 11.79% 增加至 15.4%，表明政策端已经开始向制造业倾斜，预计这一趋势在明年将会继续持续。

图表 9 企业中长期贷款和制造业投资增速对比



图表 10 冷热卷价差以及热卷供给结构变化对比



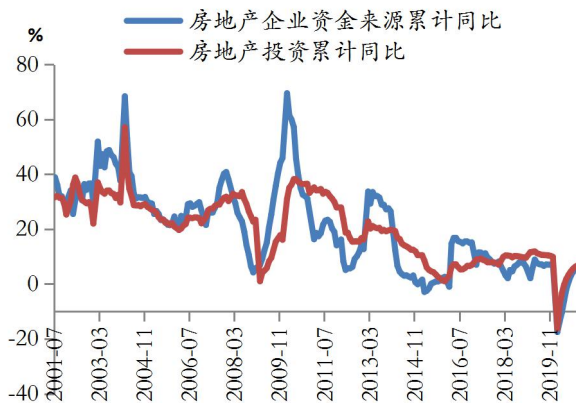
资料来源：Wind、Mysteel、东海期货

就钢铁行业本身来讲，消费以及制造业投资的回升，必然会使得工业用材的需求量有所增加。我们看到，从今年8月份以来，随着汽车、家电消费的好转以及制造业投资的回暖，冷热卷价差触底并迅速回升，到12月底冷热卷价差已经扩大到1300元/吨以上，与此同时，卷螺价差也从11月底的-120元/吨扩大至330元/吨。同时，受到冷轧利润快速回升的影响，热卷的内部供料量逐步增加，而商品卷则有所减少，二者差值自10月份以来持续收窄，表明热卷在市场上的投放量有所减少。若明年上半年外需能够维持，且在政策提振下，制造业补库存预期能够兑现的话，我们认为板材的强势格局可能延续。

(3) 对于房地产方面，公报中提到住房问题关系民生福祉，并再度重申了“房住不炒”的政策基调，因此预计明年针对开发商的融资监管依旧会偏严，而且更多的城市会继续收紧地产调控政策。实际上，我们看到，从今年9月份之后，房企拿地积极性开始所减弱，10月和11月全国100个大中城市成交土地占地面积分别为-1%和-14%。从图表12中可以看出，房企拿地对新开工面积具有一定的领先作用，若拿地数据持续下降，将会对后期新开工面积及投资形成一定压制。

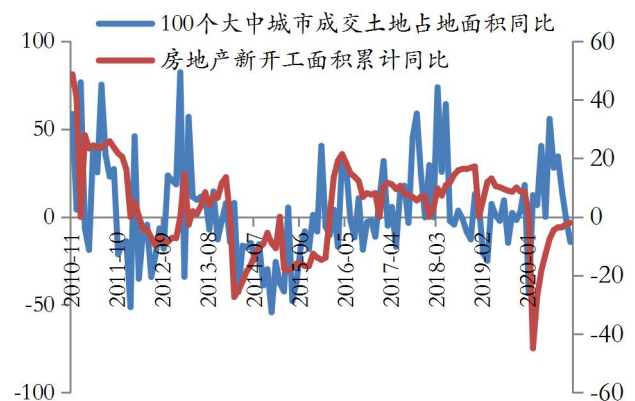
不过，就上半年来看，我们认为地产投资依然会有一定的韧性，一方面，在融资监管趋严的背景下，房地产企业依然会采取高周转策略回笼资金。另一方面，存量施工面积的高基数也会对投资形成支撑。同时，会议公报中提到的重视保障性租赁住房的建设，可能会给房地产投资提供新的动能。综合来看，对于地产行业我们仍延续年报中拿地、新开工增速回落，施工、竣工面积回升的判断，预计2021地产投资增速将前高后低，全年增速在3%-5%之间。

图表 11 房地产企业资金来源和地产投资增速



资料来源：Wind、东海期货

图表 12 土地成交面积和地产新开工变化情况



4. 结论及操作建议

从中央经济工作会议公报内容来看，2021年钢材消费总量仍将维持增长态势，因此钢材价格整体将呈现宽幅震荡，重心上移格局；但宏观政策回归常态，可能会影响钢价的运行节奏。同时，品种直接走势可能会有所分化，板材价格走势可能会强于长材。原料端方面，上半年仍会继续保持强势，但需要关注政府从寻找替代品以及需求端调节两方面出台政策的效果，特别是是否会以碳排放调节为契机进行新一轮的钢铁产能压缩。

对于黑色板块操作策略，中期还是建议以逢低买入为主；套利方面，卷螺价差近期有所收缩，若后期价差收窄至150附近，且冷热卷现货价差仍在1000以上，则可能考虑逢低买入。钢厂利润近期还是逢高做空逻辑，不过若后期废钢的进口政策能够逐步放开，且碳排放调节政策能够引起新一轮钢铁产能压缩的话，则下半年可能会存在做多钢厂利润的机会。

分析师承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn