

# 疫情对黑色系影响的思考

——2020年2月黑色产业链特刊

## 内容摘要:

负责人: 王奕琳

010-62688578

钢 材: 赵毅

010-62688526

原材料: 程鹏

010-62688541

原材料: 冯艳成

010-62688516

新冠肺炎疫情打乱了市场对今年国内经济形势及黑色产业链春季行情的预期。疫情对第三产业造成明显拖累,进而拖累上半年经济增速,且预计疫情对经济影响将大于2003年的非典疫情,因而需要国家采取更加宽松的货币政策及更加积极的财政政策以对冲经济下行风险。

黑色产业链春季行情为在终端需求季节性复苏带动下的需求主导型行情,而突发疫情打破了市场对节后需求快速复苏的预期,因而将对以钢材为首的黑色产业链2005合约价格走势形成拖累。

但是,冬天终将过去,春天也终将到来,疫情结束后的“稳增长”系列举措将推动终端需求集中爆发,因而需求只是迟到,并不会消失,节后两个交易日的钢材2010合约表现也充分反映了这一逻辑。如果疫情不能得到快速缓解,运行多年的螺纹钢“买五卖十”季节性正向套利逻辑或将在今年被改变,而做多螺纹钢2010合约成为新的选择。

原材料端,虽然其将明显受到钢材价格的影响,但是自身供需关系也将影响价格表现相对强弱。由于疫情仅对铁矿石需求端带来明显下滑预期,而海外供给并无进一步减少预期,因而铁矿石价格表现将在黑色产业链中最弱;疫情影响双焦供需双弱,双焦对疫情影响反应相对滞后且抗跌。

## 风险提示

- 1、疫情迟迟得不到有效控制,市场对宏观经济、黑色终端需求中期预期转差,进一步拖累价格走势;
- 2、疫情影响下,国家宏观经济逆周期调节力度超预期,市场信心大增,推动黑色金属价格快速反弹。

重要声明:本报告中的信息均来源于公开的资料,我公司对信息的准确性及完整性不作任何保证,也不保证包含的信息和建议不会发生变更,我们已力求报告内容的客观、公正,但文中观点、结论和建议仅供参考,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

# 目 录

一、宏观：疫情拖累经济下行程度大于非典，对冲政策将持续加码.....	1
1、疫情对第三产业冲击更大，拖累经济下行程度强于非典.....	1
2、“稳增长”工作重心不变，对冲政策力度将进一步加码.....	3
二、成材库存高企、春季需求推迟，或形成近弱远强格局.....	3
三、铁矿石：疫情导致需求坍塌，供需转向宽松，估值大幅回落.....	6
四、双焦：双焦供需均受疫情影响，在黑色金属中表现相对抗跌.....	7
1、物流受阻致使原料供应不足、成品积压，焦钢企业均主动限产.....	7
2、煤矿复工时间延迟，短期焦煤供应难以迅速恢复.....	9

## 一、宏观：疫情拖累经济下行程度大于非典，对冲政策将持续加码

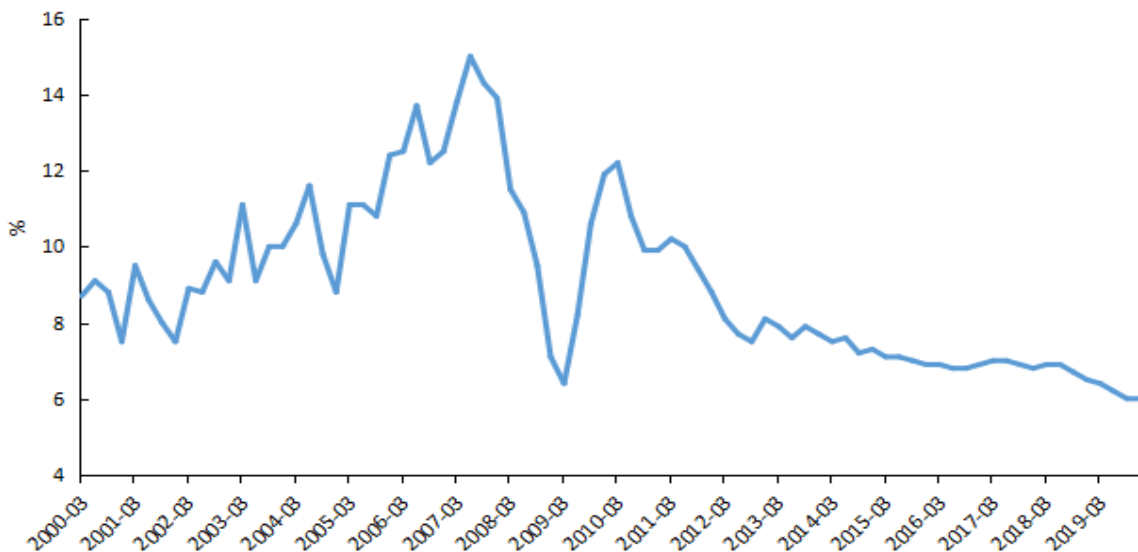
新型冠状病毒感染肺炎疫情无论从我国经济发展大环境，还是第三产业对经济增长贡献率，以及疫情扩散波及范围来看，均将对经济拖累程度大于非典，2020年尤其上半年经济增速预期大幅下调，拖累短期金融市场走势。但是，处于全面建成小康社会及“十三五”规划的收官之年，“稳增长”仍是政府工作重心，预计后期国家将继续采取更加宽松的货币政策及更加积极的财政政策以对冲经济下行压力，有利于稳住市场预期，抑制金融市场持续性恐慌情绪。

### 1、疫情对第三产业冲击更大，拖累经济下行程度强于非典

2020年春节期间，新型冠状病毒感染肺炎疫情迅速向全国蔓延，引起国家高度重视，目前全国各地区已积极采取相关防控措施抗击疫情，包括延长春节假期、封城封路、居家隔离等等。疫情发展势头迅猛，对经济的冲击不容忽视。

此次疫情与非典有很多相似之处，但其对经济的冲击力度不同，此次疫情或将明显强于非典。首先，两次疫情所处经济大环境不同。2003年，我国经济处于上升阶段，经济增长驱动力足，尽管非典疫情导致当年二季度GDP增速较一季度大幅下滑2个百分点至9.1%，但疫情得到控制后，在外需拉动的总需求扩张的情况下，经济出现好转，总体并没有改变经济上涨的趋势，全年GDP增速为10.0%；与非典时期不同，当前我国经济处于增速换挡阶段，增长动能缺乏，国内外需求较为低迷，2019年GDP增速为6.1%，经济暂时企稳但基础尚未牢固，经济下行压力更大，并且疫情爆发时间节点对疫情防控以及经济增长非常不利。

图1 GDP：不变价：当季同比

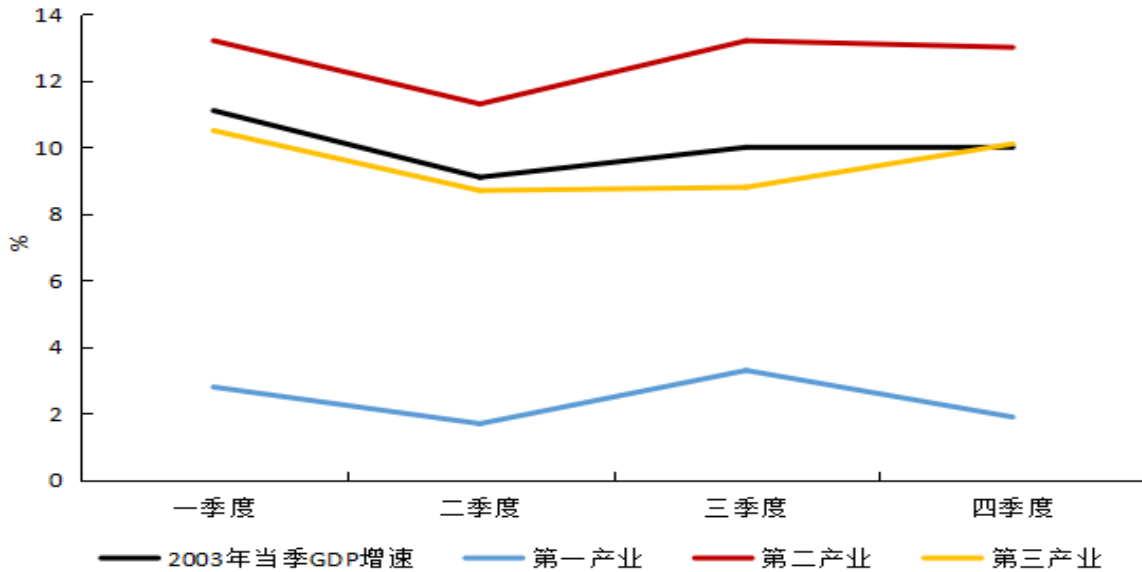


数据来源：wind 中钢期货

其次，居家隔离等防控措施，将直接对旅游、零售、餐饮、交通等行业形成冲击，从而削弱第三产业

对 GDP 的贡献率。而当前我国三大产业对 GDP 的贡献率已与 2003 年发生变化（详见下表），从下表中我们可以发现，2019 年第一产业对 GDP 的贡献率与 2003 年相差不大，第二产业贡献率下降，第三产业贡献率上升至近 60%，由此可见，在疫情进一步对消费需求造成冲击的情况下，国内经济增长将面临更大的下行压力。

图 2 2003 年当季 GDP 及三大产业 GDP 增速同比



数据来源：wind 中钢期货

表 1 2003 年与 2019 年三大产业对 GDP 的贡献率变化情况

年度	第一产业贡献率/%	第二产业贡献率/%	第三产业贡献率/%
2003 年	3.1	57.9	39.0
2019 年	3.8	36.8	59.4
变化	+0.7	-21.1	+20.4

数据来源：wind 中钢期货

最后，相比 2003 年非典，此次疫情传染性更强，波及范围更广，疫情爆发时间正值春节黄金周假期，人员流动性极大是疫情扩展迅速的主要原因之一。

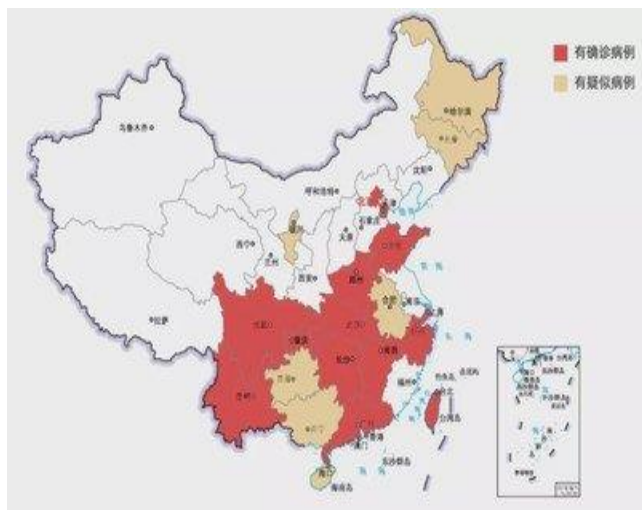
表 2 我国两次疫情基本情况对比

	起始时间	爆发时间	结束时间	确诊人数	死亡人数	死亡率
非典疫情	2002.12	2003.04	2003.07	7429	685	9.22%
新型冠状病毒疫情	2019.12	2019.01	尚未结束	20438	425	2.08%

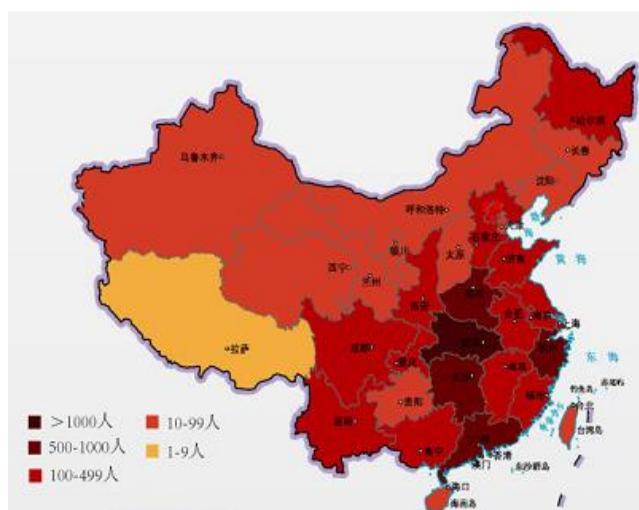
注：新型冠状病毒疫情数据为截止至 2020 年 2 月 4 日 0 时。

数据来源：根据新闻整理 中钢期货

图3 非典时期疫情分布



及 新型冠状病毒疫情分布（截止 2020.2.4）



数据来源：根据新闻整理 中钢期货

## 2、“稳增长”工作重心不变，对冲政策力度将进一步加码

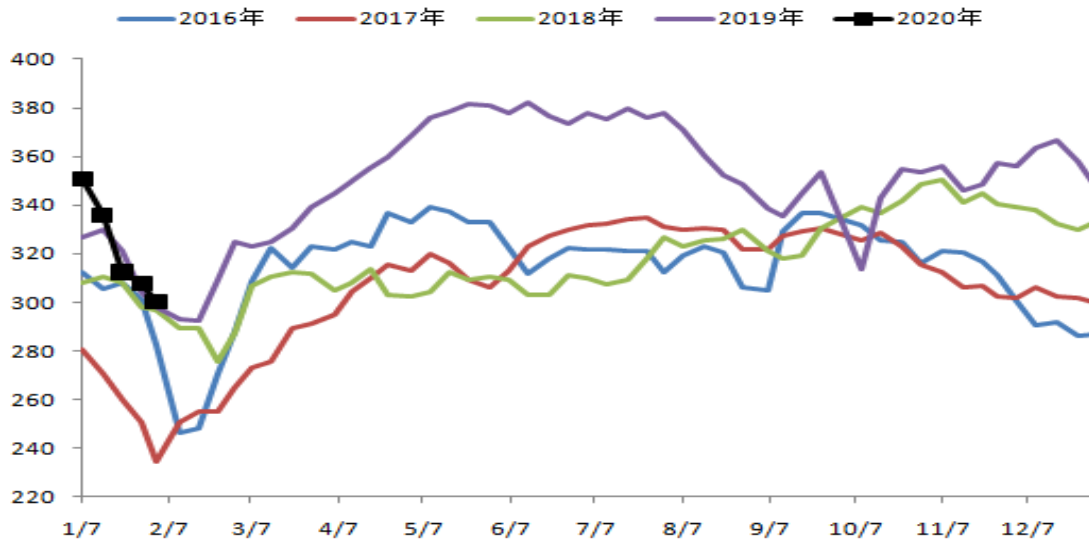
综合以上来看，短时经济受挫难以避免，预计 2020 年一季度 GDP 同比增速将大概率破 6，甚至有破 5 可能，若防控及时得力，二季度受到的影响程度将会降低，若疫情防控不及预期，将影响上半年的经济增长，全年保 6 的压力加大。不过，我们对疫情冲击经济的程度也不必过于悲观，此次疫情虽来势迅猛，但其致命率比非典更低，同时我国应对疫情的经验更为充分，反应较快，疫情的持续时间可能会更短。另外，2020 年是我国“全面建成小康社会”以及“十三五规划”收官之年，“稳增长”的工作重心不会转移，积极采取应对措施，其中，央行已于 2020 年 2 月 3 日开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，以维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，确保流动性充足供应。未来政府将会继续实施积极的财政政策以及宽松的货币政策，运用降准、改革式降息、公开市场操作等工具强化逆周期调节，坚决打赢疫情攻坚战，确保两大目标顺利完成。

## 二、成材库存高企、春季需求推迟，近弱远强格局或形成

截止 2 月 2 日当周，螺纹钢产量 300.37 万吨，环比减少 7.17 万吨，同比增加 2.51 万吨，较去年农历新年同期增长约 8 万吨。生产调节弹性大的电弧炉减产明显，据我的钢铁网对全国 71 家电弧炉钢厂的调研，2 月 2 日当周，71 家电弧炉周产量 3.05 万吨，平均开工率仅为 4.55%，环比下降 4.65%，同比下降 11.37%。以此数据看，独立电弧炉基本处于停产状态。目前疫情仍在发酵，导致废钢采购、工人返工、成品销售都有阻力，预计停产时间或进一步延长。高炉开工受自身生产特点限制，春节期间开工基本稳定。京津冀 26

家螺纹生产企业截止 30 日当周开工率 45.28%，持平前一周；产能利用率 48.56%，环比增加 1.51%。但部分地区钢厂停产检修范围有扩大迹象，山东省目前共有 7 家钢厂制定了减产或检修计划，其中 6 家已开始实施；西北地区因道路运输受阻和原料紧张叠加，部分钢厂考虑停产检修，后期产量或进一步下降。

图 4 螺纹钢周度产量（单位：万吨）



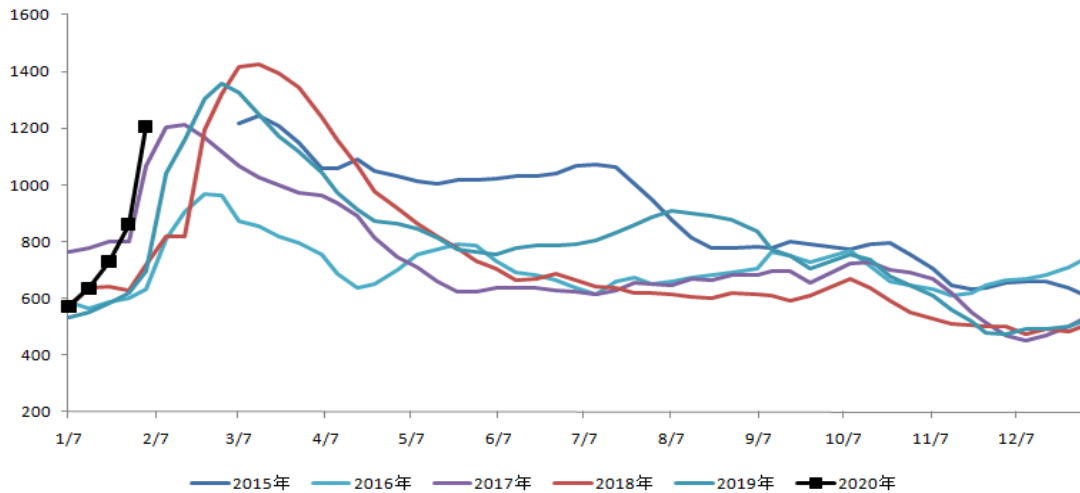
数据来源：Mysteel 中钢期货

需求方面，由于今年是暖冬，加之春节较早，市场曾对节后的房地产和基建开工抱有较高预期，普遍认为今年的返工周期和开工时间会早于往年，需求端启动更早，利多成材。但截至 2 月 4 日 12 时，全国新冠肺炎确诊和疑似病例均超过 2 万人，日新增均超 3000 人，疫情控制仍有难度，也尚未迎来拐点。在此背景下，工人返厂、企业开工，社会生产生活完全恢复到节前状态的时间节点或进一步推迟。目前全国多地推迟了企业复工日期，即使是已经复工的企业也多保持最低员工到岗数以减少交叉传染的可能性。而且当前从中央到各地方的重点仍是全力保障湖北地区的疫情得到有效控制，包括人、财、物、运力全部向此倾斜。我们认为人员聚集较大和对物流资源占用较多的房地产和基建项目开工时间比预期进一步延长。值得注意的是，央行 2 月 3 日创纪录单日公开市场操作投放 1.2 万亿元流动性，4 日再度逆回购投放资金 5000 亿元，说明中央对维护疫情防控特殊时期的平稳运行有着清晰认识。前面宏观部分已经提到今年是全面建成小康社会和“十三五”收官之年，“稳增长”的基调并没有改变，不排除政府在疫情后期及市场恢复期发力，提供额外的政策或财政支持，因此我们认为春季需求只是推迟而不是消失，利多成材后期需求，如螺纹钢期货 2010 合约。

库存方面，截止 2 月 2 日当周，螺纹总库存 1206.74 万吨，环比增加 345.59 万吨，同比增加 510.1 万吨；热卷总库存 367.37 万吨，环比增长 68.82 万吨，同比增长 83.11 万吨。环比增速较快主要受春节累库影响，同比增幅较大主要是今年春节时间显著早于去年同期，导致累库提前。为进一步寻找库存轨迹特征，我们

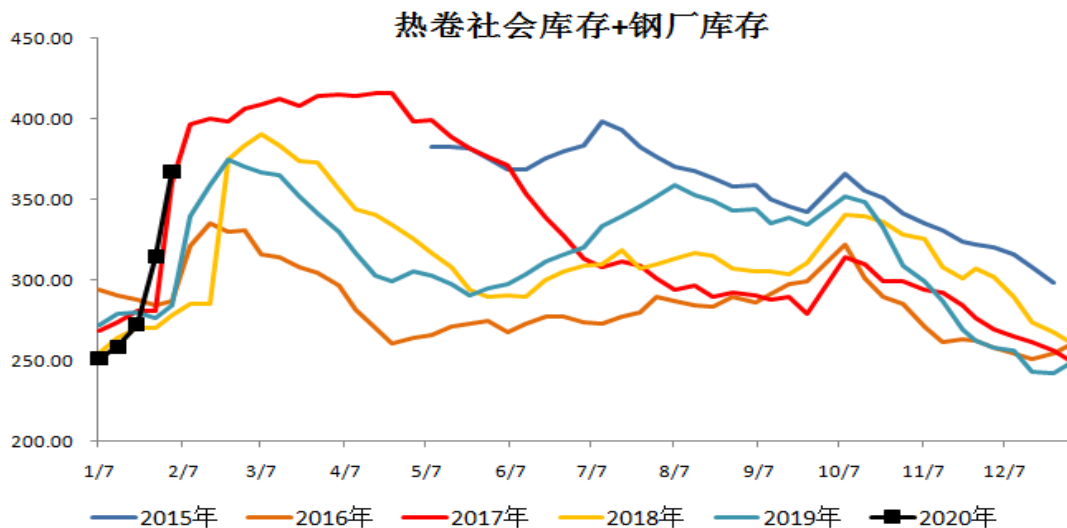
将时间周期拉长，对近四年上半年螺纹钢库存高点做一统计，并分别对应到阳历和农历时间点。从下表不难看出，上半年库存高点通常出现在农历新年后的第二至四周，结合到今年的春节时间和疫情导致的累库时间延长，我们认为今年上半年的库存高点或出现在阳历二月份最后一周至三月份第一周，总库存有望达到近几年新高。

图5 螺纹钢总库存（单位：万吨）



数据来源: Mysteel 中钢期货

图6 热卷总库存（单位：万吨）



数据来源: Mysteel 中钢期货

表3 螺纹钢上半年总库存高点

	2016年	2017年	2018年	2019年
库存高点（万吨）	966.27	1212.13	1425.97	1359.25
阳历时间（周）	2月24日	2月17日	3月14日	3月1日
农历时间（周）	节后第二周 （正月十七）	节后第二周 （正月廿一）	节后第三周 （正月廿七）	节后第三周 （正月廿五）

数据来源：Mysteel 中钢期货

操作层面上，我们建议投资者摒弃常规的买5卖10正套操作思路，更多关注买螺纹10月合约的可行性。前文已经提到，疫情形势依然严峻、成材累库或超预期、房地产和基建开工延迟，多种利空因素会首先反映到最近的5月合约上；而更远月的10月合约恰好位于收官年的关键时间点，也有望成为下半年政策发力的最大受益者。若恐慌情绪将包括成材在内的大宗商品在短时间内过度打压，恰恰为布局螺纹10月合约提供了机会。因此，我们建议投资者在过度暴跌中，分批布局螺纹远月10月合约，提前完成自有持仓的5-10换月。

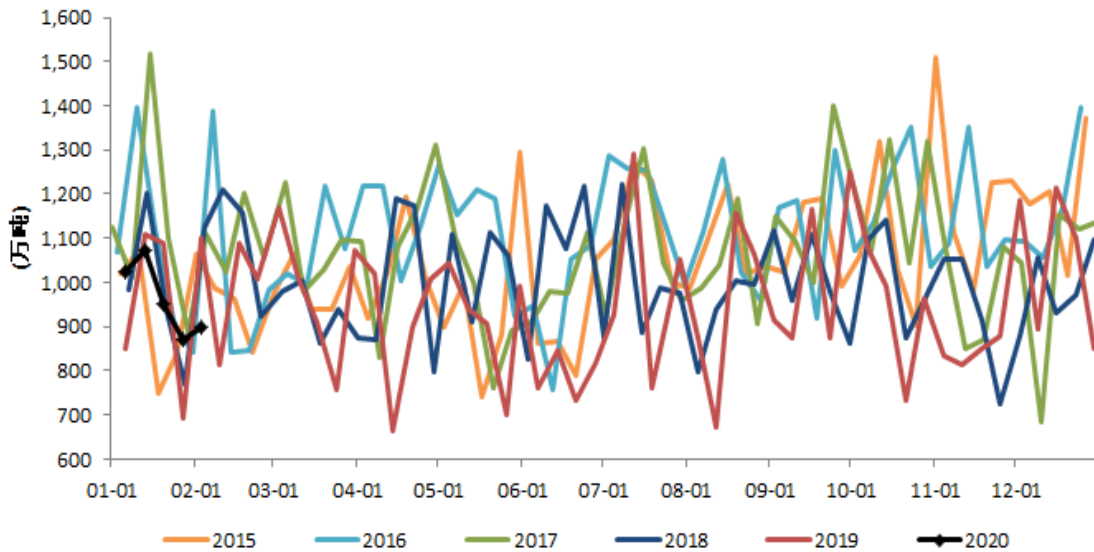
### 三、铁矿石：疫情导致需求坍塌，供需转向宽松，估值大幅回落

从2019年11月份开始，巴西供给恢复能力不及预期逐步得到市场认可，1月份澳洲受飓风、火灾、洪水等多因素影响港口发运节奏再度强化了一季度铁矿石供给不足的预期，叠加国内长流程钢厂开工以及铁水产量持续处于相对高位，铁矿石供需处于平衡偏紧格局，但当前疫情的出现打破了之前形成的阶段平衡。

供给方面，疫情主要影响国内矿山生产、货物运输以及进口矿港口装卸节奏，但疫情不影响国外矿山生产及发运，即便加强进口检疫也只会短期延长供给周期不会减少供给数量。供给端受国内矿山利用率下降有一定减少，但铁矿石对国外依赖程度高，主流矿山发运受疫情影响较低，当前，淡水河谷2020年第一季度铁矿石目标产销量为7000-7500万吨，目标销量中值同比增加7.0%，较2019年四季度下降15.2%，此外，巴西经济部公布的统计数据显示，由于南部地区的洪灾，淡水河谷今年前三周的产量低于预期，前19天累计有1550万吨铁矿石外运，速度远低于2019年1月的3310万吨，日均运价下降约25%，说明淡水河谷产能恢复节奏仍相对缓慢；澳洲方面一季度属于突发因素高发期，发运量有季节性下滑规律，但澳洲方面在突发因素消除后发运数量往往可以快速回升以弥补短期发运缺口；从节后到港情况来看，主流矿山铁矿石整体仍保持原有中等偏低水平的供应节奏。综合看，短期铁矿石整体供给稳中有降。



图 7 进口铁矿石到港量：北方六港



数据来源：Mysteel 中钢期货

需求方面，节前长流程钢厂开工及铁水产出受环保限产影响较小，随着疫情影响迅速扩大，当前短流程钢厂几乎全部停产，长流程也面临利润压缩以及钢厂库存快速累积的艰难局面，短流程停产减量不足以对冲终端需求下滑产生的巨大缺口，疫情对终端需求产生的冲击势必传导至长流程钢厂的原材料需求，物流受阻也将影响钢厂刚性采购，后期钢厂库存压力持续上升将导致钢厂出现更大程度的被动限产，铁矿石需求存在较大下降预期，港库库存将出现较大幅度累积。由于疫情导致需求端出现坍塌，短期铁矿石供需关系由平衡偏紧向宽松转化。

此次突发疫情导致国内铁矿石供需关系将提前重回偏宽松格局，2月份港口库存整体将回升至2019年年初的1.48~1.50亿吨水平，普氏62%价格指数波动区间下调至70~85美金/吨。

#### 四、双焦：双焦供需均受疫情影响，在黑色金属中表现相对抗跌

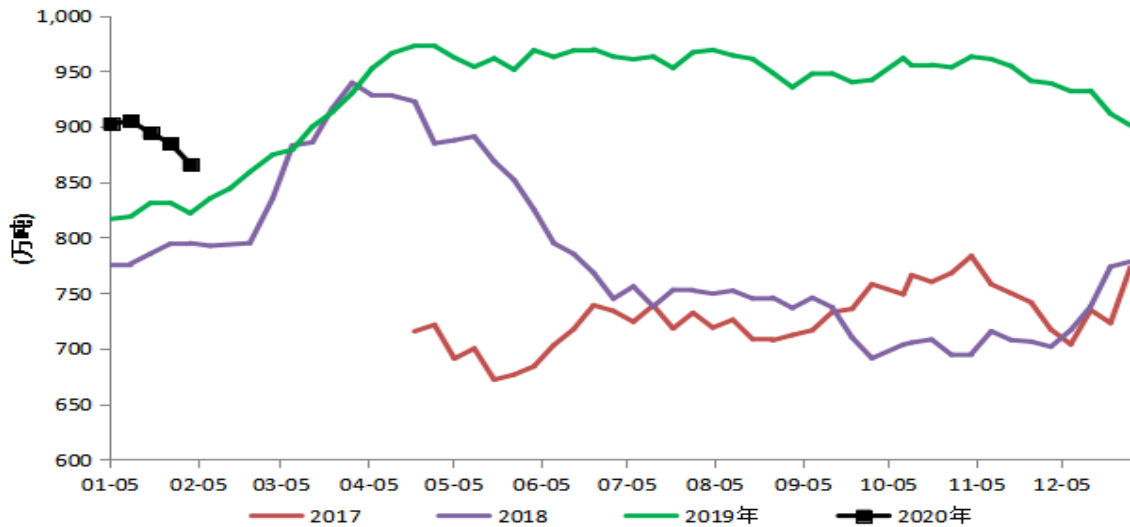
疫情对双焦供需两端均有影响，短期内物流受限严重，导致焦企焦煤库存不足，叠加煤矿复工延迟，焦煤供应难以迅速恢复，焦企限产幅度将大于下游钢厂，这使得双焦在黑色金属中表现相对抗跌，但疫情加重致使终端需求启动延后，受产业链传导，在钢材价格下跌、钢厂利润压缩而主动限产的情况下，原料端需求有下降预期，双焦价格或呈现弱稳格局，再结合盘面来看，双焦价格处于下行通道中，短期或难走出独立行情，多以跟随成材走势为主。未来一段时间，需持续关注疫情的发展走势以及下游钢厂检修限产对原料端需求的影响。

##### 1、物流受阻致使原料供应不足、成品积压，焦钢企业均主动限产

春节期间，新型冠状病毒肺炎疫情迅速在全国范围内蔓延，引起市场高度重视。疫情对焦炭市场的影响主要表现在两方面，一是汽运物流受限，致使原料供应不足。近期为防止疫情扩散，各地区加大对运输

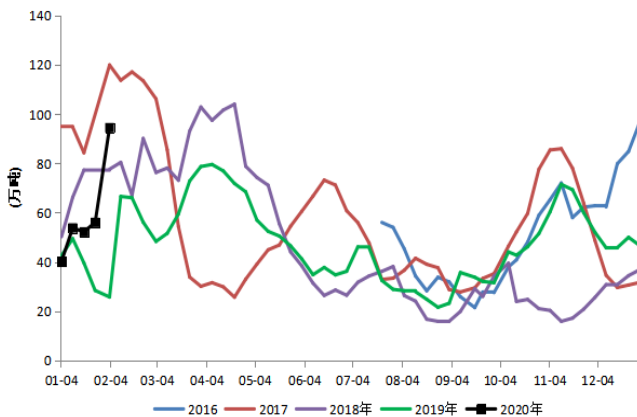
车辆的盘查，多采取封路、封城等防控措施，物流运输受阻，焦企焦煤到货不畅，而焦炉假期正常生产，致使自身焦煤库存消耗明显，并逐渐趋于紧张，目前多地焦企已开始主动限产，限产范围大于钢厂，限产幅度在 30-50%不等，焦企开工率大幅下滑至 68.02%。另外，焦炭的运输同样受到影响，焦企库存有较大幅度累积，钢厂到货不畅，库存下降明显，并且前期华东地区焦炭去产能导致阶段性的供需错配影响仍然存在，焦炭短期或将呈现出供应偏紧格局，整体库存压力也得到缓解。

图8 焦炭总库存（钢厂+焦企+港口）

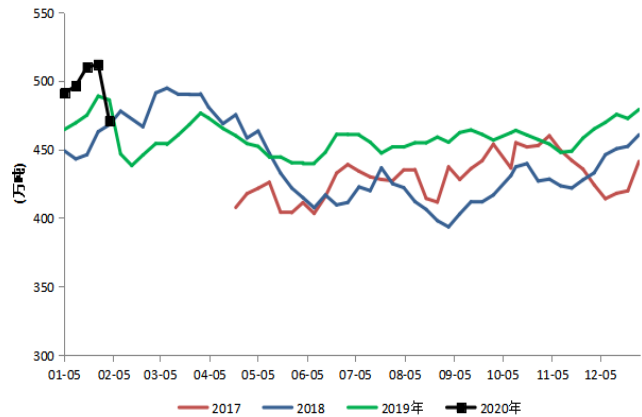


数据来源: Mysteel 中钢期货

图9 焦企焦炭库存



及 钢厂焦炭库存



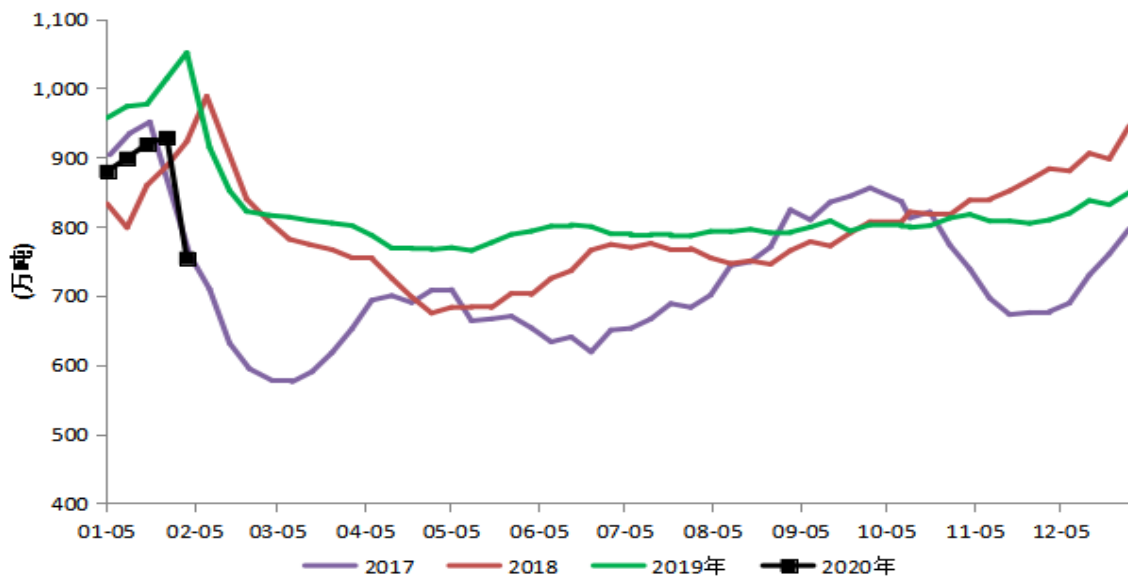
数据来源: Mysteel 中钢期货

二是疫情的加重将导致终端需求启动延后，钢厂成品库存积压，利润受到压缩，倒逼钢厂减产，影响焦炭后期需求。假日期间下游钢厂高炉开工相对稳定，据 Mysteel 调研，目前山东地区有 7 家钢厂已制定了初步检修计划，其中 6 家已经开始实施相关计划，2 月份减产总量在 50 万吨以上，不排除后续检修规模和影响产量进一步增加，预计焦炭需求将逐步走弱。

## 2、煤矿复工时间延迟，短期焦煤供应难以迅速恢复

疫情对焦煤市场的影响主要表现在煤矿复工时间延迟，短期焦煤供应难以迅速恢复，焦煤将维持供应紧张格局。节前多地煤矿放假停产，优质煤种已出现供应紧张，节后受疫情影响，煤矿复工时间延迟，多数通知在2月8日以后予以复工，具体复产时间仍需根据疫情发展情况而定。此外，进口煤市场多休假中，成交一般。春节假日期间，288口岸蒙煤进口平均通关大幅降至80车/日左右，近日受疫情影响口岸暂时关闭，短期焦煤供应仍相对偏紧，后期煤矿复工后，焦煤供应紧张局面有望得到缓解，价格可能随之走弱。

图 10 焦企焦煤库存



数据来源: Mysteel 中钢期货