

宏观因素主导行情 低位区间震荡思路

螺纹钢

内容提要：

- ◆ 四季度我们仍然将关注重心放在钢材需求端能否改善的问题上,也将继续观察以下两个方面:一、央行降准、降息等货币政策是否再加码,能否将流动性定向地输入企业为之解绑沉重的财务压力;二、钢材出口、房地产投资、基建投资和“一带一路”能否持续带动钢材需求。
- ◆ 1-8月,全国粗钢产量5.43亿吨,同比下降2.0%。社会库存量在5月15日到7月10日几乎维持于620万吨的水平,但从七月中旬之后迅速再下一城,持续回落至今。螺纹钢的库存压力得到较为有效的释放,目前供过于求的程度有所缓和。
- ◆ 房地产投资或将进入较长的低速增长周期,对钢材需求带来较为长期的制约。对于房地产投资的中长期预判维持年报中的观点,同时三季度房地产行业的基本面确有一定好转,但众多数据喜忧参半,对于楼市回暖的持续性并不十分乐观。
- ◆ 在下游用钢需求疲弱,钢厂库存攀升及亏损幅度扩大的形势下,钢厂扩产动力不强,钢铁行业呈现供需两弱态势。四季度的策略倾向于进一步做空钢厂利润。
- ◆ 螺纹钢期货价格较大可能将在1800-2200元/吨的震荡区间继续寻底。目前期价持续下探,跌破1900点,底部尚未探明,触及1800点之下都将成为可能。操作关键词,轻仓、谨慎、波段。不建议盲目抄底,也无需过多考虑多空趋势性方向。



石磊

黑色产业链分析师

从业资格证:F0270570

投资咨询证:Z0009331

TEL:0516-83831165

E-MAIL:

catherine.shilei@gmail.com

苏州大学数学与应用数学专业理学学士,新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管,黑色部研究员。

关键词:熊市基调 宏观因素 低位区间 难言方向

前言

在 2015 年中国期货市场三季度报中，我们认为黑色系列商品价格仍将延续下行主基调，但在降准降息预期仍存、严厉环保手段，制约落后产能、“一带一路”计划将拉动基建投资、房地产政策的松绑预期以及季节性需求旺季等预期之下，我们对于黑色系列商品价格预期相对乐观。

黑色系列在三季度的表现相对符合前期预期，螺纹、铁矿石、焦炭均呈现冲高回落走势，其中铁矿石的波段反弹行情吸引了众多资金涌入，而螺纹和焦炭的表现较弱。7 月初商品期货受到股指连续暴跌的拖累，纷纷以三连板之势快速下探，几乎全部创出历史新低价位，然而暴跌之后的走势在商品间展开分化。螺纹钢 1601 合约在 7 月 9 日探至 1908 元/吨的历史新低后震荡回升，7-8 月整体运行于 2000-2150 点区间，存在波段短多的机会，然而期价波动区间十分狭窄，期价震荡整理之后做出向下的方向选择，进入 9 月以来期价跌破 2000 大关持续走低，三季度收官于 1900 元/吨一线，仍然承压于下行的短期均线族。悲观情绪笼罩下，钢厂为了覆盖现金流成本仍不得不维持较高的开工率，对于炉料的需求水平回升，而国外矿山部分减产，港口库存大幅回落，使得铁矿石在经历 7 月初的大跌后，开启了近百点的反弹，9 月 10 日触及三季度最高点 417 元/吨，较 7 月 8 日的 325 元/吨涨幅达 22%，反弹力度相对螺纹钢来说十分强劲。焦炭表现在黑色系列中最为疲弱，1601 合约期价在进入三季度以来几乎呈现单边下行走势，8 月下旬以来期价跌入 800 元/吨以下区域，这是焦炭 2011 年上市以来的新低区域。尽管黑色产业链各品种的熊市格局没有发生逆转或较大幅度的改变，三季度螺纹、铁矿和焦炭的走势有所分化，但黑色系列的基本面正默默的发生转变，供需格局从供给过剩需求不佳到目前的供给收缩需求不佳，存在潜在的微弱好转。

四季度我们仍然将关注重心放在钢材需求端能否回暖的问题上，也将继续观察以下几个方面：一、央行为提振实体经济而采取的降准降息等货币政策，能否将流动性定向地输入企业为之解绑沉重的财务压力；二、房地产投资和基建投资能否回暖带动钢材需求。

图 1. 黑色产业链主要品种活跃合约价格走势

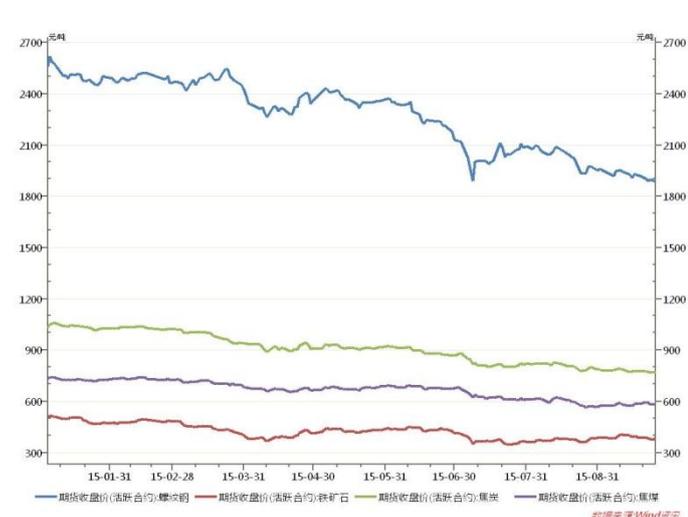
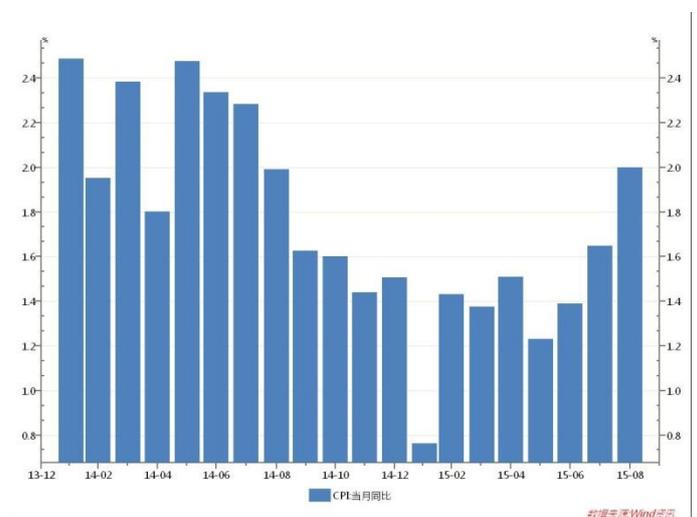


图 2. 中国 GDP 累计同比及 CPI 当月同比



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

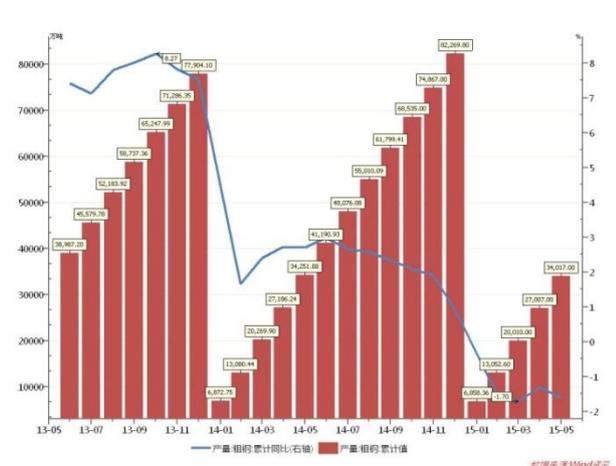
数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

宏观经济延续下行态势

中国经济增速自 2013 年步入下行通道，GDP 增速和 CPI 同比均不断下滑，但二季度宏观表现较前期有所好转。中国统计局公布的宏观数据显示，截至 2015 年二季度末，中国 GDP 累计同比增幅为 7%，较一季度的 6.95% 微弱好转。而 CPI 同比在 2014 年 8 月跌破“2”进入“1”时代后，继续回落，自 2015 年 1 月探至 0.76% 后，8 月同比增长 2%，创近 12 个月以来的新高。相应的，全社会新增固定资产投资增速有所回升，房地产新增固定投资增速同比小幅增加。

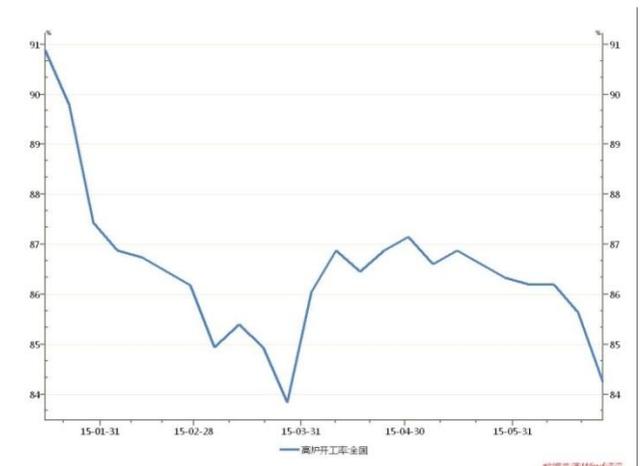
近半年央行的货币政策频出，2015 年 6 月 27 日央行宣布，自 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率 0.25 个百分点，以进一步降低企业的融资成本，支持实体经济发展，促进结构调整，这是本年度央行今年第三次降息和降准政策。央行“放大招”意图显著，但从 2014 年 11 月 22 日至今的四次货币政策出炉后钢铁行业的表现来看，仅第一次降息后螺纹 1510 合约出现短期阶段反弹，之后的三次降准或降息，都是短期向下调整的开始，尤其最近一次“双降”，螺纹 1510 合约连续两个交易日大幅下跌超 5%，逼近 2100 元/吨，表现十分悲观。这说明货币政策向下传导严重受阻，钢铁行业之困仅靠货币政策难以解决，还需配合定向财政政策以改善需求端的疲弱。9 月 24 日，央行对逆回购进行换挡操作，由之前的 7 天期改为 14 天期，以平滑资金应对一些影响流动性的季节因素。央行四季度采取降准、降息的措施可能性增加。考虑到四季度降准或降息与上一次操作的时间间隔，如果契合商品基本面好转的结点才有机会发生阶段反弹，而同时还应添加“美联储十月仍不加息”的前提条件。宏观面的微弱好转是探底回升还是只是悲观中的插曲，依然需要时间验证。

图 3. 粗钢月度产量累计值



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

图 4. 全国高炉开工率



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

钢材供、需两不旺

（一）供给——粗钢月度产量环比下降

全国钢铁业产能过剩的情况延续至 2015 年仍然严峻，表观消费量增速远低于粗钢产量增速。相对而言乐观的方面是自 2015 年一季度以来，粗钢产量累计值同比下滑，截止 8 月中国统计局数据显示，全国粗钢日均产量 215.94 万吨，淡季及“北京阅兵蓝”影响下仍处低位，2015 年 8 月全国粗钢产量 6694.4 万吨，同比下降 3.5%，粗钢表观消费量约 5768 万吨，同比下降 7.5%，持续 14 个月负增长。1-8 月，全国粗钢产量 5.43 亿吨，同比下降 2.0%。在下游用钢需求疲弱，钢厂库存攀升及亏损幅度扩大的形势下，钢厂扩产动力不强，钢铁行业呈现供需两弱态势。

1、炼钢亏损抑制钢材供给

影响供给的主要因素是钢铁产业链的利润，尽管螺纹钢价格在 2014 年深度下挫，由于原材料焦炭价格跌幅与螺纹相当同时铁矿石价格跌幅远胜螺纹钢，因此炼钢仍有利可图。我们利用炼铁-炼钢-轧钢的公式【生铁吨制造成本 = $(1.6 \times \text{铁矿石} + 0.5 \times \text{焦炭}) / 0.9$ ，粗钢吨制造成本 = $(0.96 \times \text{生铁} + 0.15 \times \text{废钢}) / 0.82$ ，HRB400 螺纹钢吨制造成本 = 粗钢 + 合金成本 + 轧制成本 = 粗钢 + 250 元/吨】，假设废钢成本为固定的 1500 元/吨，以及焦炭、铁矿石和螺纹钢的期货活跃合约收盘价来简略计算盘面轧钢利润。我们在我们在三季度报告中建议做空钢厂利润，实际上吨钢亏损自五月份以来不断下滑以致亏损，钢厂开工率不断收缩，至 7 月 17 日触及低点 77.49%，随着检修减产的扩大，钢价小幅反弹利润回升，开工率重新步入回升阶段，但由于钢铁原材料端和成品端价格的强弱不同，钢厂的利润恐难维系。

截止 8 月底，全国黑色金属矿采选业共 3120 家企业，较前期有微幅增加，其中亏损企业 879 家，尽管亏损面仍较去年年底的 752 家增加 127 家，但较年初的 935 家已经有所好转；截止 7 月全国黑色金属冶炼及压延加工业 10040 家企业，较 2014 年底的 10564 家大幅减少 524 家，而亏损企业个数 2317 家，已经较年初的 2633 家回落 316 家。从这组数据可以看出，黑色产业链上中游的亏损情况在二季度出现一定程度好转，但综合钢厂利润情况，我们认为四季度仍以做空钢厂利润为主。

2、环保抑制

钢铁业环保问题被称作是顽疾，早在 2013 年，国家已经要求钢铁行业要重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整，整合分散钢铁产能，推动城市钢厂搬迁，优化产业布局，压缩钢铁产能总量 8000 万吨以上。作为我国钢铁第一大省，国务院在《京津冀及周边地区落实大气污染

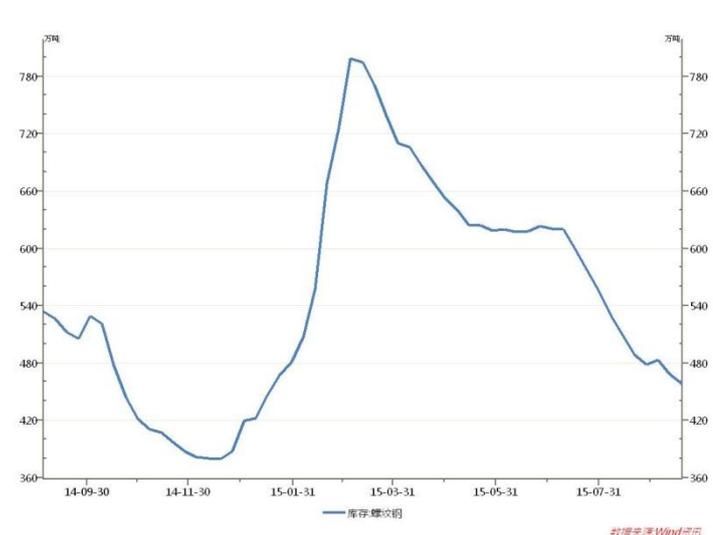
防治行动计划实施细则》中指出，要求河北省到 2017 年底，压缩钢铁产能 6000 万吨以上。然而，问题仍然没有得到有效解决，目前河北省及全国钢铁产能和环保问题的处理形势依然严峻，严苛的环保要求会增加企业成本。目前钢厂脱硫、脱硝、除尘、高炉煤气利用以及余热发电成为了钢厂的五大基本环保装备。按照通过工信部《钢铁行业规范条件》合格证书的批次，钢铁企业的吨钢环保成本区间依次为：第一批通过企业（130-150 元/吨）；第二批通过企业（80-120 元/吨）；第三批通过企业（70-80 元/吨）。

（二）需求

钢材今年“旺季不旺”，整个三季度，产销两清淡，库存水平震荡回落。截至 9 月 25 日当周，螺纹钢社会库存为 457.98 万吨，较一季度的高点 710.09 万吨，大幅减少 35.5%。螺纹钢社会库存量在 5 月 15 日到 7 月 10 日几乎维持于 620 万吨的水平，但从七月中旬之后迅速再下一城，持续回落至今。螺纹钢的库存压力得到较为有效的释放，目前供过于求的程度有所缓和。四季度，钢材需求端能否好转，主要看房地产行业是否回暖。这个问题，一方面取决于央行是否会进一步降息，另一方面则要看是否有相对积极的基建投资和针对房地产行业的宽松政策出炉。

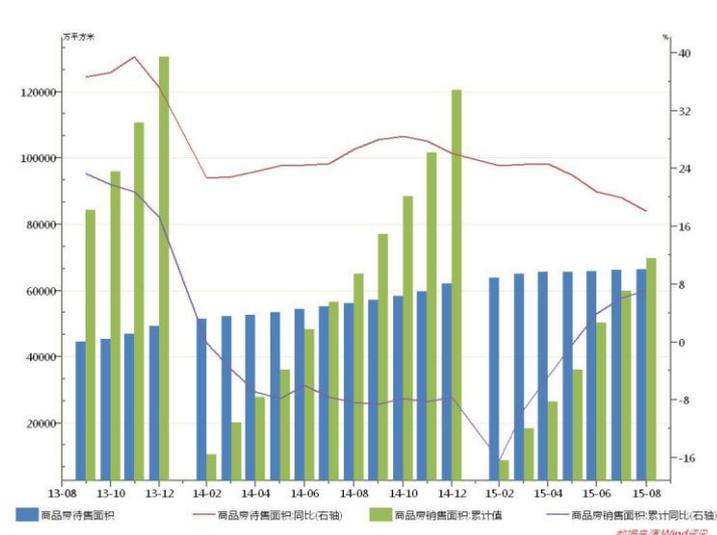
1、房地产行业

图 5. 螺纹钢周度库存



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

图 6. 商品房销售面积与待售面积



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

在年报中我们曾预计地产行业在 2015 年将面临重要转折，房地产投资或将进入较长的低速增长周期，对钢材需求带来较为长期的制约。对于房地产投资的中长期预判维持年报中的观点，同时三季度房地产

行业的基本面确有一定好转，但众多数据喜忧参半，对于楼市回暖的持续性并不十分乐观。

9月13日，国家统计局公布了2015年1-8月房地产开发和销售数据，全国房地产开发投资累计完成额6.1万亿元，同比上涨3.5%；商品房累计新开工面积9.5亿平米，同比下降16.8%；商品房销售额4.8万亿元，同比上升15.3%；土地成交价款累计值4294亿元，同比下降24.6%。

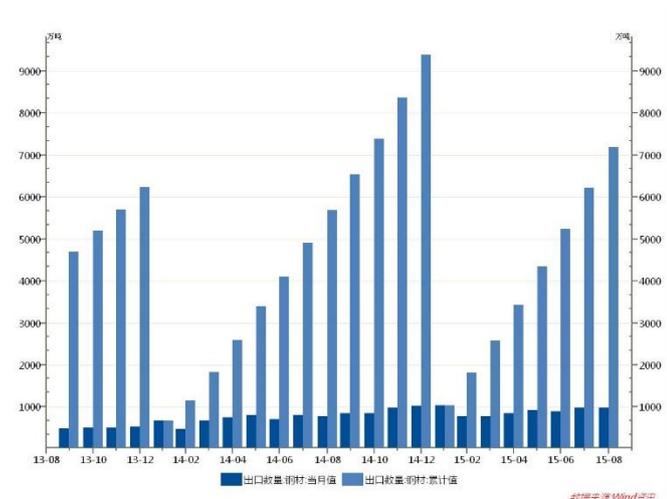
投资额持续低于预期：1-8月房地产开发投资完成额6.1万亿元，同比上升3.5%，增速较上期再降度下滑0.8个百分点，低于去年同期增速近10个百分点，8月份单月同比也出现了今年以来首次负增长。其中依然主要是住宅和商业房产投资下滑所致，二类房产累计投资额分别下降了0.7和2.2个百分点，办公楼累计增速小幅回升0.7个百分点。

新开工持平：1-8月商品房累计新开工面积9.5亿平米，同比下降16.8%，增速与上期持平。进入三季度以来新开工面积持续低于预期，前期成交的快速上升并未引领开工量的回暖，加之7、8两月销售一定程度的降温，新开工依然低位不起。考虑到三、四线城市的高库存，以及当前经济环境不佳，开工数据可能仍将盘桓一段时间。

房地产企业在资金面紧张、商品房库存高企的背景下，2015年的主要精力将投入到去库存当中，国家统计局数据显示，截至2015年8月末，全国商品房待售面积66324万平方米，同比增幅18.1%，尽管仍然楼市库存仍在上升周期，增幅已经在今年逐月小幅下滑。从商品房的销售数据来看，1-8月全国商品房销售面积69675万平方米，累计同比增长7.2%，尽管增速与2014年以前无法同日而语，但终于在三季度结束了连续15个月的回落。销售情况虽有所好转，短期仍难消化庞大的库存压力，房企急需采取各种营销手段来降库存。

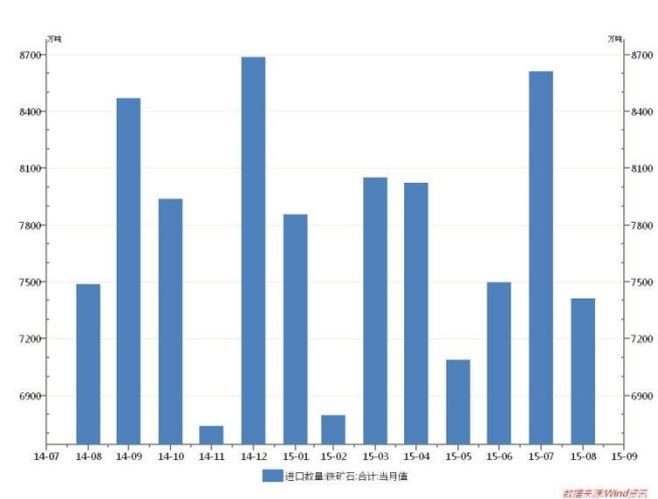
实际上，自去年下半年，楼市已迎来多次信贷政策的调整。央行曾在去年9月底颁布“930新政”，涉及“认房不认贷”及“最低七折利率”，3月30日颁布“330新政”，二套房最低首付款比例调整为不低于40%。去年11月22日、今年3月1日、5月11日和6月28日四次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，今年2月5日、4月20日和6月28日三次下调金融机构人民币存款准备金率。资金是行业的血脉，而银行贷款又是资金的主要来源，降准降息有利于房企降低融资成本。对于楼市的推动确实起到积极作用。中国国家统计局9月18日发布的数据显示，今年8月份，中国70个大中城市中，新房价格环比下降的城市有26个，上涨的城市有35个，持平的城市有9个。环比价格变动中，最高涨幅为5.2%，最低为下降0.5%。楼市传出的积极信号并不止于环比房价上涨城市数量占到大中城市的“半壁江山”。8月份中国70个大中城市新房价格同比综合平均从上月的下降0.4%转为上涨1.7%，为自2014年9月以来首次转正。除了70个城市平均房价指数涨回一年前外，房价同比上涨城市的数量也在增加。

图 7. 钢材出口月度数据



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

图 8. 铁矿石进口及港口库存



数据来源：WIND 资讯 新纪元期货

2、钢材出口延续回升

2014 年全国钢材出口需求端拓展的一个亮点，2015 年上半年钢材出口稳步攀升，非常重要的推动力来自于国家推行“一带一路”计划。国家统计局数据显示，今年前八个月钢材出口达 7187 万吨，较上年同期增长 26.5%。去年总出口量达到 9380 万吨，较 2013 年增长 50.5%。全年中国钢铁产品总出口量可能超过 1 亿吨。海外市场为钢铁生产商提供一线生机。

（二）铁矿石——库存压力缓解 价格小幅反弹

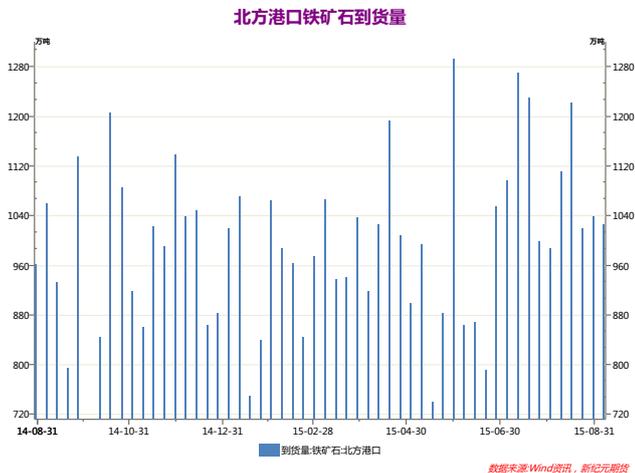
2015 年初至今，铁矿石市场面临低价、资金紧、高库存等多方面的压力，国内外价格一路下跌。三季度，普氏 62% 品味铁矿石价格指数自 7 月 1 日的 58.5 美元/吨快速下探至 7 月 8 日的 44.5 美元/吨，随后展开震荡回升，至 9 月 10 日触及阶段高点 59.25 美元/吨，之后价格一直保持在 55-59 美元之间小幅震荡回落。进口铁矿石到岸均价折合人民币 9 月 28 日为 468.22 元/吨，相较于铁矿石期货主力合约有 90 元/吨左右的升水，价差对天量的铁矿石进口量和港口库存起到了一定抑制作用。

2015 年 8 月，我国进口铁矿石 7412 万吨，较上月大幅减少 1198 万吨，月度进口量创今年 3 月以来新低，同比下降 1.02%；1-8 月我国累计进口铁矿石 61416 万吨，同比下降 0.2%。8 月铁矿石进口均价 59.59 美元/吨，环比下降 4.82%。

2015 年下半年以来巴西、澳大利亚的铁矿石发货量整体水平较上半年有所增加，但从北方港口的到货量来看，自八月中旬以来日均到港量维持在 1000 万吨的水平，而从全国港口的库存水平来看，铁矿石库存量自下半年来下降并维持于 8000-8300 万吨的整体区间，是 2014 年以来的最低区域，较年初的“亿吨大关”有较大幅度的回落。钢厂的利润水平自原材料铁矿石、焦炭、废钢等价格下挫以来出现回升，

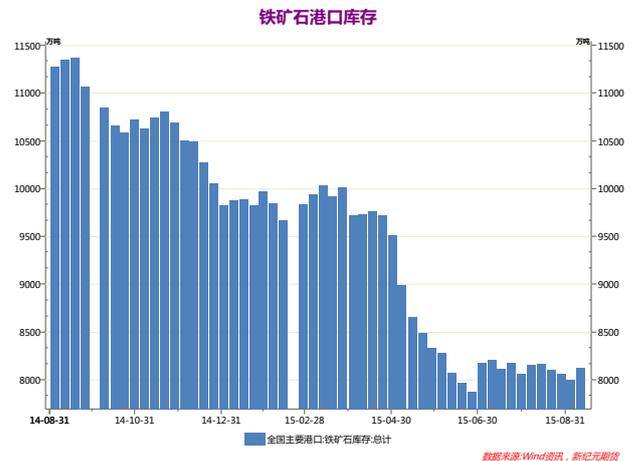
开工意愿回暖，对原材料的采购也从清淡有所好转，钢厂的进口铁矿石库存可用天数，自五月底的 28 天下滑至七月底的 21 天，目前小幅回升至 24 天。整体上看，铁矿石的供给压力较前期有些许好转，铁矿石价格的“腰斩”伴随着港口库存和钢厂库存的低位，我们可以预期铁矿石价格已经震荡筑底。

图 9. 北方港口铁矿石到货量



数据来源: WIND 资讯 新纪元期货

图 10. 铁矿石港口库存



数据来源: WIND 资讯 新纪元期货

结论及投资建议

现阶段中国的宏观经济形势仍然十分严峻，作为基础设施的钢铁行业，需求受到抑制长期处于低迷状态，再加上高产能以及资金压力的问题，若宏观形势得不到改善，钢铁行业商品的价格将维持低位，难以出现大规模反弹行情。

四季度我们应重点关注降准、降息等货币政策是否会再度加码，这种可能性是较大的，但时间窗口不明，上半年密集降准降息后，宏观政策进入观望期。同时可能对市场带来较大扰动的因素，是美联储加息的预期仍在升温，十月和十二月是非常敏感的时期。

就螺纹钢基本面而言，供给端在 2015 年持续收缩。一季度以来，粗钢产量累计值同比下滑，截止 8 月中国统计局数据显示，全国粗钢日均产量 215.94 万吨，淡季及“北京阅兵蓝”影响下仍处低位，2015 年 8 月全国粗钢产量 6694.4 万吨，同比下降 3.5%。1-8 月，全国粗钢产量 5.43 亿吨，同比下降 2.0%。但在下游用钢需求疲弱，钢厂库存攀升及亏损幅度扩大的形势下，钢厂扩产动力不强，8 月粗钢表观消费量约 5768 万吨，同比下降 7.5%，持续 14 个月负增长。钢铁行业呈现供需两弱态势。钢厂对产品的去库存化进展的不错，全国螺纹钢周度库存持续回落。钢厂的吨钢生产利润在二季度和三季度经历了扭负为

正的转变，钢厂开工率在三季度后期出现回升，但我们预期钢厂利润在四季度仍将有所回落，将抑制钢材供给。

四季度，钢材需求端主要取决于房地产行业是否持续回暖。在三季度中，房地产行业的基本面确有一定好转，但众多数据喜忧参半。整体上看，今年 8 月份，中国 70 个大中城市中，新房价格环比下降的城市有 26 个，上涨的城市有 35 个，持平的城市有 9 个。环比价格变动中，最高涨幅为 5.2%，最低为下降 0.5%。楼市传出的积极信号并不止于环比房价上涨城市数量占到大中城市的“半壁江山”。8 月份中国 70 个大中城市新房价格同比综合平均从上月的下降 0.4% 转为上涨 1.7%，为自 2014 年 9 月以来首次转正。除了 70 个城市平均房价指数涨回一年前外，房价同比上涨城市的数量也在增加。行业数据方面，房地产行业固定资产投资完成额小幅上涨，但增速有所下滑，8 月份单月同比也出现了今年以来首次负增长，不及预期。1-8 月商品房累计新开工面积 9.5 亿平方米，同比下降 16.8%，增速与上期持平。进入三季度以来新开工面积持续低于预期，前期成交的快速上升并未引领开工量的回暖，加之 7、8 两月销售一定程度的降温，新开工依然低位不起。尽管仍然楼市库存仍在上升周期，增幅已经在今年逐月小幅下滑。而从商品房的销售数据来看，1-8 月全国商品房销售面积 69675 万平方米，累计同比增长 7.2%，尽管增速与 2014 年以前无法同日而语，但终于在三季度结束了连续 15 个月的回落。楼市的前景则依靠在宏观政策和行业政策上，一方面取决于央行会否进一步降息，另一方面则要看是否有相对积极的针对房地产行业的宽松政策出炉。资金是行业的血脉，而银行贷款又是资金的主要来源，降准降息有利于房企降低融资成本。

2015 年上半年钢材出口稳步攀升，非常重要的推动力来自于国家推行“一带一路”计划。国家统计局数据显示，今年前八个月钢材出口达 7187 万吨，较上年同期增长 26.5%。去年总出口量达到 9380 万吨，较 2013 年增长 50.5%。全年中国钢铁产品总出口量可能超过 1 亿吨。海外市场为钢铁生产商提供一线生机。

我们预计钢材的长期熊市基调不改，供需格局在三季度有所好转，但在四季度仍然存在较大的不确定性，倾向于看空钢厂利润。螺纹钢期货价格较大可能将在 1800-2200 元/吨的震荡区间继续寻底。目前期价持续下探，跌破 1900 点，底部尚未探明，触及 1800 点之下都将成为可能。操作关键词，轻仓、谨慎、波段。不建议盲目抄底，也无需过多考虑多空趋势性方向。