

2014年12月

螺纹钢铁矿石

研发中心

沈巍

研究员，期货执业证书编号 F0311477

shenwei@dxqh.net

转型路深远 阵痛去产能**观点要点：**

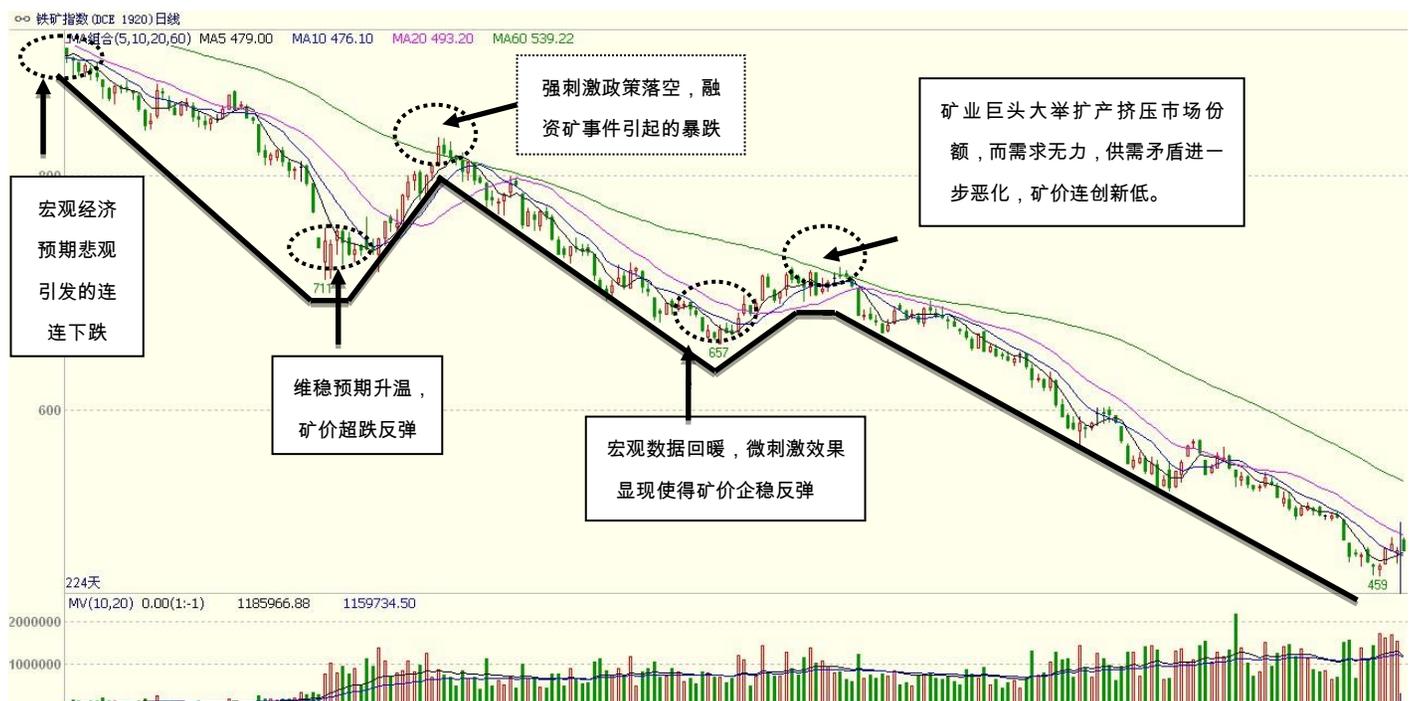
- 宏观政策：预计 2015 年宏观经济延续 2014 年以稳为主的政策。核心因素是房地产投资增速是否企稳、以及基建投资是否能对冲房地产投资增速下滑的风险。基建中，铁路和城镇化是主要方向。环保政策和去产能的节奏也将引领钢厂利润以及上下游产品价格走势。
- 铁矿石：预计 2015 年中国需求方面，全年中国生铁产量约为 7.11 亿吨，同比增长达到 0.42%。而供应方面，国产矿产量增速维持在 6% 左右，进口矿供应增速在 12-15%。高供给低需求仍是 2015 年矿价上行最大压力，短期难以有效缓解。2015 年，四大矿山铁矿石产量预计仍以增加为主，矿价需要下跌以促进去产能过程。我们预计下方 55-60 美元附近或有较强的成本支撑。重点关注四大矿山以及国内大型矿山的供给是否缩减。
- 螺纹：预估 2014 全年粗钢产量约为 8.105 亿吨，同比增长达到 4.04%，虽然增速放缓，但高供给仍是 2014 年钢材价格上行最大压力。2015 年供给增速仍将继续放缓，同比增速或降至 3.5% 左右。2015 年，应重点参考钢厂利润以及环保问题来掌握钢厂减产的节奏。钢贸商增减库存往往加大螺纹钢的波动幅度，但目前钢贸商谨慎的贸易模式也导致螺纹的行情幅度将明显减少，特别是反弹幅度。
- 钢铁行业目前的核心矛盾——步入经济转型期后放缓的需求无法匹配累积多年的过剩产能，该问题没有出现缓解之前，基本面的些许波动不能影响趋势的改变。2015 年螺纹钢预计将走出 L 型底部趋势。整体价格中枢继续下移，预计价格区间在 2200-2900。铁矿偏空格局不变，进口铁矿石价格波动大致区间在 55-85 美元/吨，国内价格在 400-600 元/吨。在整个黑色产业链均产能过剩的阶段，我们维持去年的观点，认为螺纹钢价格走势可能将在大周期内强于铁矿石，比价呈现出波段上行趋势，伴随着的是钢厂利润的好转。
- 2014 年钢厂盈利扭亏为盈，钢铁股由于盈利从负变正，股价涨幅较大，P/B 大幅增长。预计 2015 年螺纹价格继续强于上游铁矿，钢厂盈利仍将维持高位震荡，但由于股价已经反映利润的转好预期，涨幅将小于 2014 年。

一、跌跌不休的 2014

2014 年铁矿石期货走势主要划分为五个阶段：一、宏观经济预期悲观带来的暴跌；二、维稳预期升温，矿价超跌反弹；三、强刺激政策落空，融资矿事件引起的暴跌；四、宏观数据回暖，微刺激效果显现使得矿价企稳反弹；五、矿业巨头大举扩产挤压市场份额，而需求无力，供需矛盾进一步恶化，矿价连创新低。

- 第一阶段（1 月-3 月中上旬）：低迷的经济数据，透露着并不明朗的宏观经济情况。超日债违约引发大宗商品的暴跌，铁矿石期货原本疲弱的基本面更加脆弱不堪，上市以来第一次跌停。
- 第二阶段（3 月中下旬-4 月上旬）：面对冷冰冰的经济数据，国务院六大举措促进资本市场健康发展，维稳预期有所升温。盘面上来看，短期内下跌风险得以释放，空头暂时获利离场。
- 第三阶段（4 月中旬-6 月中旬）：强刺激政策落空。融资矿事件发酵，银行五一后提高铁矿石贸易信用保证金。钢厂偏紧的资金抑制了原材料的采购。而港口库存居高不下。铁矿石弱勢不改。
- 第四阶段（6 月中下旬-7 月中）：宏观数据回暖，微刺激效果显现。中小矿山减产迹象明显，惜售情绪加剧一定程度上使得期价超跌反弹。
- 第五阶段（7 月中下旬至今）：融资矿事件持续发酵；国际矿业巨头为挤占市场份额，扩产明显，进口量同比大幅增长，供应压力加剧，但生铁需求增速缓慢，供需矛盾进一步恶化。港口库存不断刷新历史高点。钢厂原材料保持低库存，采购意愿不足。铁矿石基本面弱勢尽显。而大宗商品集体暴跌使得铁矿雪上加霜。

图 1：铁矿石指数 2014 全年走势图

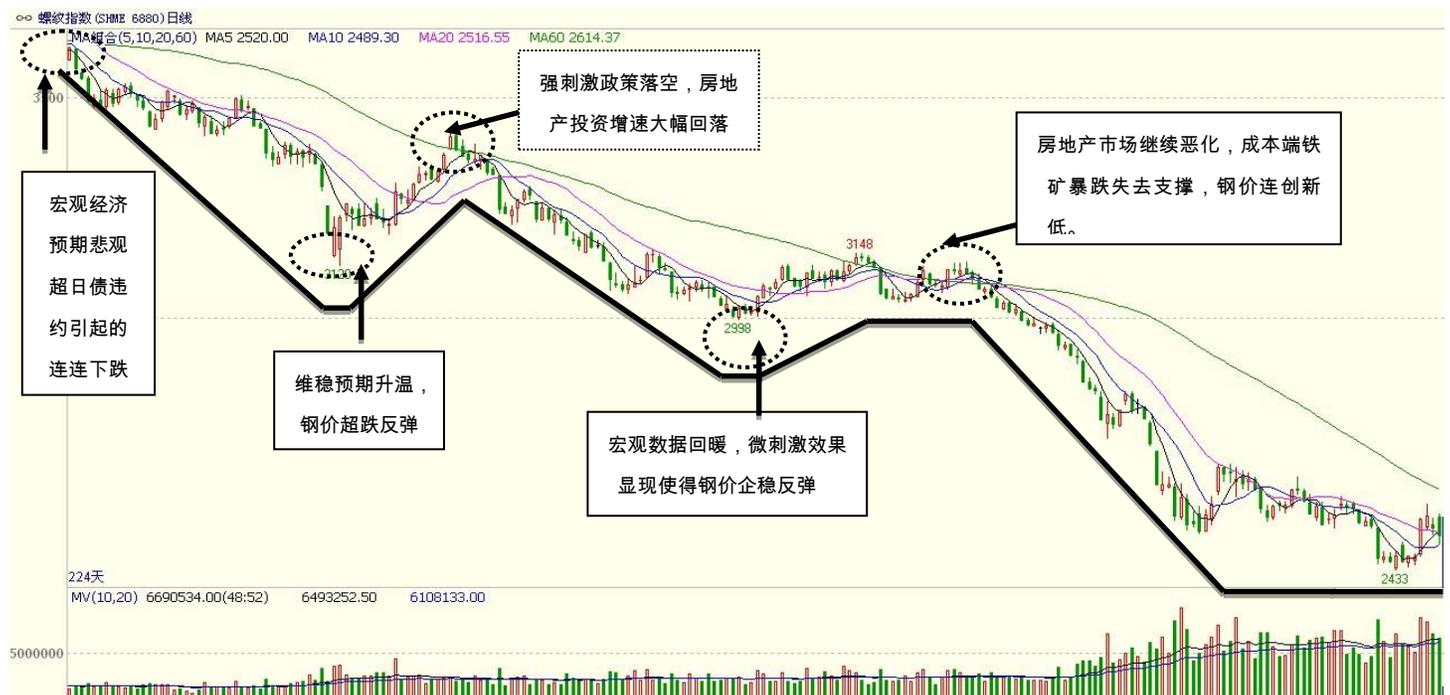


来源：文华财经，东兴期货研发中心

2014年螺纹钢期货走势主要划分为六个阶段：一、宏观经济预期悲观带来的下跌；二、维稳预期升温，钢价超跌反弹；三、强刺激政策落空，房地产低迷引发的下跌；四、宏观数据回暖，微刺激效果显现使得钢价企稳反弹；五、房地产市场恶化，上游铁矿暴跌引发成本端失去支撑，钢价不断下跌。六、短线下跌风险释放，基差历史高点，螺纹钢横盘整理。

- 第一阶段（1月-3月中上旬）：低迷的经济数据，透露着并不明朗的宏观经济情况。超日债违约引发大宗商品的暴跌，螺纹钢期货原本疲弱的基本面更加脆弱不堪，不断创出近期新低。
- 第二阶段（3月中下旬-4月上旬）：面对冷冰冰的经济数据，国务院六大举措促进资本市场健康发展，维稳预期有所升温。盘面上来看，短期内下跌风险得以释放，空头暂时获利离场。
- 第三阶段（4月中旬-6月中旬）：强刺激政策落空。房地产固定投资增速下滑明显，螺纹钢需求乏力，但供应增速明显，钢价连连下跌，剑指3000关口。
- 第四阶段（6月中下旬-7月中）：宏观数据回暖，微刺激效果显现。钢价暂时企稳反弹。
- 第五阶段（7月中下旬-10月上旬）：房地产市场持续恶化，供需矛盾进一步恶化，而上游铁矿石暴跌，亦使得螺纹钢成本端失去支撑，钢价连创新低。
- 第六阶段（10月下旬至今）：短期下跌风险释放，基差处于历史最高值，现货未持续跟跌限制期货盘面下跌空间，但供应矛盾依旧突出，螺纹钢期货横盘整理。

图 2：螺纹钢指数 2014 全年走势图



来源：文华财经，东兴期货研发中心

二、房地产投资增速下滑周期进行时，需求渐入平稳期

我们一直认为钢铁行业是与国内宏观经济联系最为紧密的行业之一。钢铁行业是否景气可以反映出传统的房地产和基建的投资景气程度。介于近两年我国经济结构调整的压力，预计 2015 年房地产投资增速的下滑周期仍将进行，对钢铁需求很难形成趋势性的拉动。

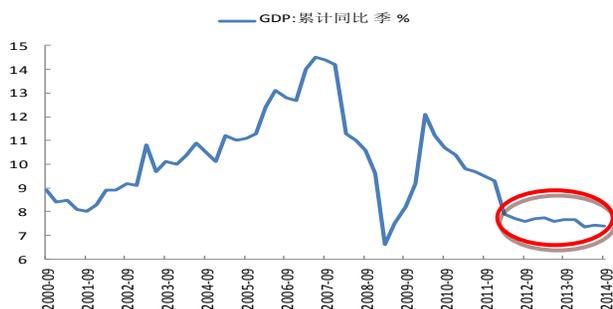
表 1: (粗钢表观消费量和 GDP) 与固定资产投资呈现高度相关

相关性	GDP (值)	固定资产投资完成额
表观消费量 (粗钢)	98.02%	96.63%

来源: WIND, 东兴期货研发中心

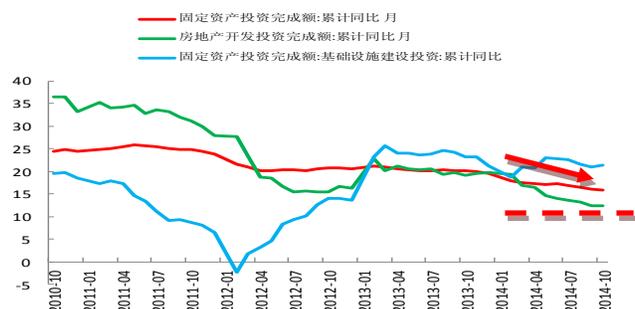
- 1、政府在 2014 年已经不再一味强调 GDP, GDP 增速进入平缓区间, 预计 2015 年将保持在 7%左右, 固定资产投资增速预计将放缓至 14%-15%的低位区间。从图 5 中可以看出, 粗钢的表观消费量和 GDP 与固定资产投资呈现出较强的一致性, 据测算 2001 年至今, 其相关性分别高达 98.02%和 96.63%。所以预计明年粗钢的消费量增速仍将继续放缓。
- 2、2014 年房地产投资增速明显下滑, 甚至在局部时点引发市场对于我国经济硬着陆的预期。但 2014 年基建投资增速的增加很好的对冲了房地产投资增速下滑的风险。我们预计 2015 年基建仍将起到房地产投资增速下滑的缓冲器。基建是否能有效对冲房地产投资增速的下滑、以及房地产投资增速何时企稳、将明显左右市场对粗钢需求的预期。而基建投资中, 铁路投资、以及城镇化政策的落实将是我们重点关注的指标。
- 3、去产能进行时: 2014 年我国钢铁行业开始了去产能的过程, 去产能主要集中在中小钢厂。我们预计 2015 年这种趋势仍将延续。钢厂利润的下滑与环保要求的提高是促进产能淘汰的关键因素。其一、钢厂利润下滑导致钢厂开工率下降, 促使成本高的钢厂逐渐退出市场。这个过程后半段钢价将相对于铁矿价格强势, 大钢厂通过控制成本可以取到更好的利润。其二, 2015 年新环保法将正式实施, 对钢企环保提出了更高的要求, 可谓是史上最严的。新环保法明确鼓励投保环境污染责任险、将开始收取

图 3: GDP 累计同比进入低增速区间 (季, %)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 4: 固定投资增速进一步放缓

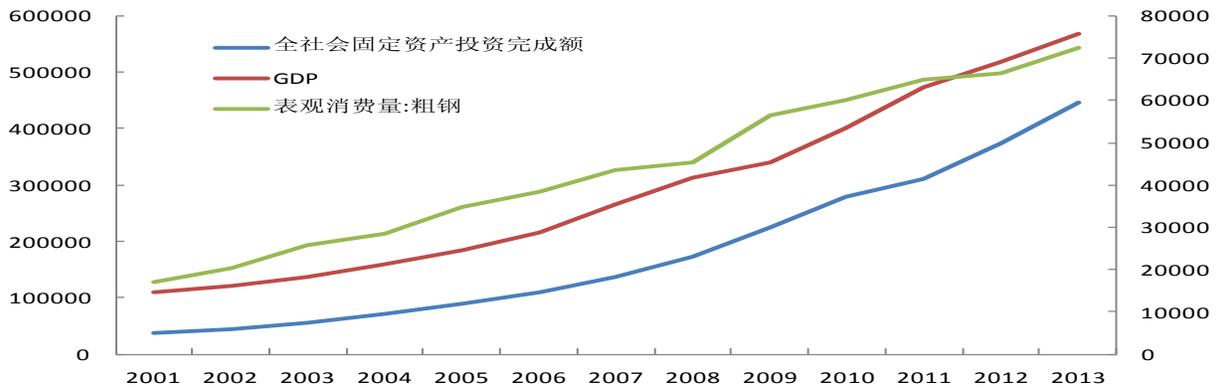


来源: WIND, 东兴期货研发中心

环保税代排污费、第三方环评机构违法需承担连带责任等一系列新规。环保政策落实将促进国内的钢厂淘汰落后产能，也导致钢材生产成本的提高以及去库存的发生。

综上所述，2015 年钢铁需求主要看基建能否缓冲房地产投资增速的下跌。基建中，铁路和城镇化是主要方向。环保政策和去产能的节奏也将引领钢厂利润以及上下游价格的走势。

图 5: (粗钢表观消费量和 GDP) 与固定资产投资走势保持一致



来源: WIND, 东兴期货研发中心

表 2: 2014 年主要大气污染防治政策实施情况

发布时间	政策	主要措施
2013 年 9 月 12 日	《大气污染防治行动计划》	1. 增加清洁能源供应; 2. 长三角、珠三角、京津冀趋于减少煤炭消费总量 3. 将煤炭消费的能源占比降至 6.5% 以下
2013 年 9 月 12 日	河北省:《大气污染防治行动计划落实方案》	1. 截止 2017 年, 钢铁产能削减 6000 万吨, 煤炭消费量削减 4000 万吨 (较 2012 年) 2. 2014 年前 10 个月, 河北省压减炼铁产能 1202 万吨, 炼钢产能 977 万吨,
2013 年 10 月 19 日	《唐山市 2013-2017 年大气污染防治攻坚行动实施方案》	1. 截止 2017 年, 压减炼铁产能 2800 万吨、粗钢产能 4000 万吨、煤炭消费 2560 万吨。 2. 2014 年前 10 个月, 唐山市炼钢产能已削减 1792 万吨, 预计年底将达到 2000 万吨, 完成 2017 年总体任务的一半。

来源: 各地政府官网, 东兴期货研发中心

三、铁矿石：供需恶化、黄金时代结束

不同于2013年全年大起大落，2014年的铁矿石价格毫无抵抗地步步下跌。从大商所铁矿石指数来看，截止至11月26日，铁矿石指数最低值较年初跌了近50%。普氏铁矿指数最低值68.5美元，较年初也跌了近半。铁矿新交所掉期价格最低68.97，较年初跌了48%。铁矿石的弱势主要归因于供应过剩。

供需矛盾日益突出

2014年铁矿石价格已跌去近半，不过四大矿山非但没有减产，反而为了抢占市场份额，相继提高产能，同时试图抵消矿价下滑带来的不利影响，将高成本矿商挤出市场。据统计，2014年四大矿山产量大幅增加，同比增速大多维持在10%以上。机构预计2015年约有1.4亿吨的新增产量，其中，力拓增加了5400万吨，必和必拓增加了1500万吨，澳洲第三大矿业FMG集团增加了700万吨，淡水河谷占3000万吨，扩张后的米诺斯力拓占1000万吨。可见，具有话语权的四大矿山产量只增不减。供应增量将继续对铁矿石价格产生冲击。

经过测算，我们大致给出了2010-2015年全球铁矿石供应和需求情况。如表3所示，2011-2015全球铁矿石需求同比增速从5.62%下降至2.07%，需求增长可见乏力，预计中短期难以改善。而2011-2015年铁矿石供给同比增速从4.94%增长到6.5%，供应压力日渐加剧。

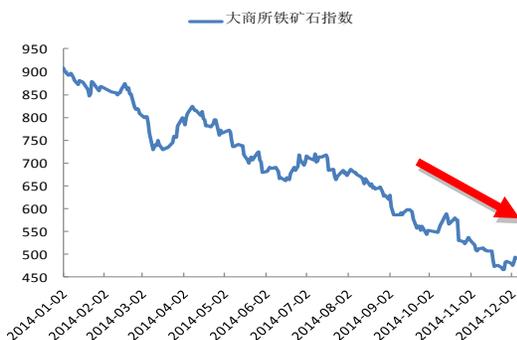
我国2014年铁矿石供应明显过剩。按2014年平均同比增速8.5%测算，2014年国产矿产量在15.73亿吨。截止11月份，我国累计进口铁矿8.4577亿吨，同比增加近13.36%，预计全年铁矿石进口增速在15%，总量将达到9.45亿吨。需求端，2013年中国生铁产量70897万吨，按2014年平均同比增速0.3%预估，2014年生铁产量7111万吨。

可见，无论是中国还是全球，供应增速远远高于需求增速，在需求未见明显好转且产量不缩减的背景下，铁矿大趋势只能是承压下行。

预计2015年中国需求方面，全年中国生铁产量约为7.11亿吨，同比增长达到0.42%。而供应方面，国产矿产量增速维持在6%左右，进口矿供应增速在12-15%。**高供给低需求仍是2015年矿价上行最大压力，短期难以有效缓解。**

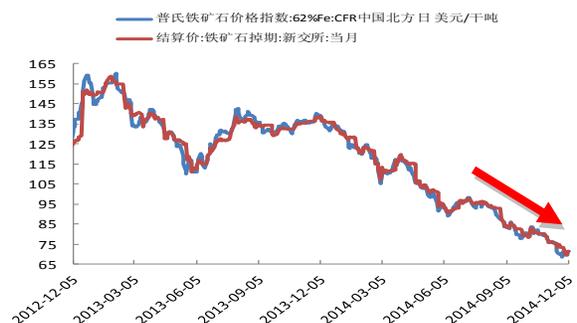
图16-17显示：位于上游的黑色金属矿采选业投资增速仍在3%以上，而下游黑色金属冶炼及压延加工业处在负增长区间。**2015年，预计上游原材料产能过剩情况更加严重。**

图6：大商所铁矿石指数不断屡创新低



来源：WIND，东兴期货研发中心

图7：普氏铁矿石价格和新交所铁矿掉期不断走弱



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 8: 国内进口铁矿石港口库存高企



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 9: 国内大中型钢厂进口矿石平均库存可用天数中位水平



来源: WIND, 东兴期货研发中心

历史高位的铁矿石库存是制约 2014 年铁矿石价格的一大因素。而钢铁行业趋紧的资金面与钢厂对原材料库存谨慎的管理模式是导致铁矿石社会低库存现象的主要原因。我们认为 2015 年这一特征仍将延续。

库存一高一低: 港口高库存、钢厂低库存

2014 年铁矿石港口库存一直处于历史高位, 全年均值在 10813 万吨, 较 2013 年的 7833 万吨同比上涨了近 38.04%, 增量约 3000 万吨。此外, 从国内大中型钢厂进口矿石平均库存可用天数来看, 基本维持在 30 天左右, 属于中等偏低水平, 同时波动幅度也较小, 反应出钢厂对原材料的采购更加谨慎与合理化。

2014 年铁矿石港口高库存凸显了铁矿石供应过剩的问题。其中, 钢厂原材料采购策略的转变、资金压力以及融资矿等因素令高库存现象恶化。首先, 今年整个钢铁行业面临资金短缺问题, 国家宏观调控产能过剩, 钢厂及钢贸商的现金流与资金链都相当紧张。为了缓解资金压力, 融资矿逐渐兴起也导致了港口库存的激增。其二, 钢厂对原材料采购策略 2014 年发生明显转变。钢厂在看空后市的背景下, 不愿意过多的囤积现货, 而是采取低库存策略(寻找廉价矿或随用随买的方式)来减少运作成本。

产能过剩的调控是长期问题, 且 2015 年钢厂仍将面临资金面紧张的局面。经过今年的验证, 原材料端低库存策略有利于钢厂维持自身利润, 预计 2015 年钢厂低原材料库存策略仍将延续。

2015 年美元将进入加息周期, 人民币大概率将开始贬值。人民币贬值将大幅提高融资矿的融资成本, 或将导致融资矿现象减少, 进而导致港口库存迎来去库存过程。我们认为人民币如加速贬值将造成全球范围内中国需求减少, 进而造成短期矿价的快速下跌, 但对国内的供需格局是明显利好。

表 3: 全球铁矿石供需平衡表

	全球生铁产量 (千吨)	全球铁矿石需求 (千吨)	需求 同比	全球铁矿石供给 (千吨)	供给 同比	过剩/短缺 (千吨)
2010	1,023,408.00	1,637,452.80		1,808,050		170,597.21
2011	1,080,894.03	1,729,430.45	5.62%	1,897,351	4.94%	167,920.55
2012	1,108,326.63	1,773,322.61	2.54%	1,856,184	-2.17%	82,861.39
2013	1,158,611.41	1,853,778.26	4.54%	1,928,610	3.90%	74,831.74
2014E	1,187,073.00	1,899,316.80	2.46%	2,044,327	6%	145,010.20
2015E	1,211,645.41	1,938,632.66	2.07%	2,177,208	6.5%	238,575.34

来源: WIND, 东兴期货研发中心

表 4: 中国铁矿石供需情况

	生铁产量 (万吨)	同比 (%)	进口量 (万吨)	同比 (%)	国产矿产量 (万吨)	同比 (%)
2010	59021.80	7.40%	61863.00	-1.46%	107155.50	21.60%
2011	62969.30	8.40%	68608.00	10.90%	132694.20	27.20%
2012	65790.50	3.70%	74355.00	8.38%	130963.70	14.50%
2013	70897.07	6.24%	81941.00	10.20%	145101.07	9.94%
2014E	71159.39	0.31%	94568.10	15.41%	154402.05	6.41%
2015E	71458.26	0.42%	112498.22	18.96%	160361.97	3.86%

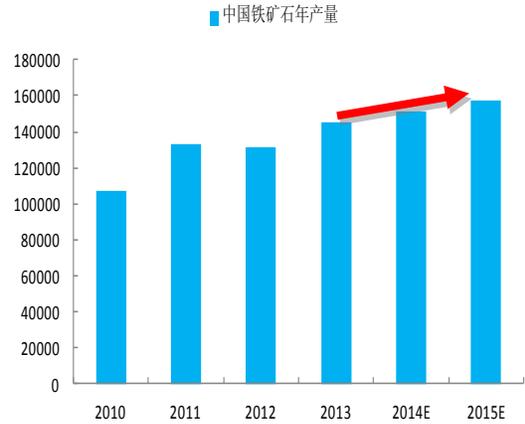
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 10: 中国进口铁矿石数量大幅增长, (年, 万吨)



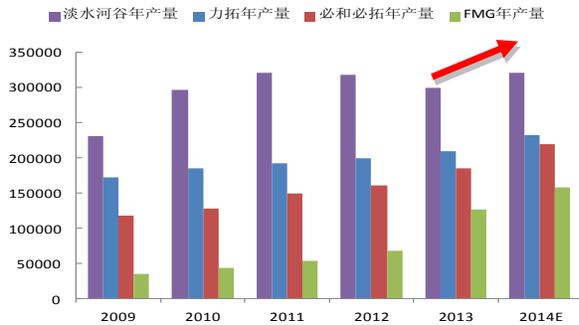
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 11: 国产矿产量居高不下 (年, 万吨)



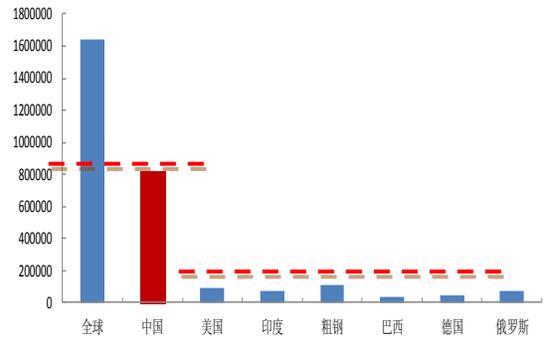
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 12: 四大矿铁矿石年产量不断放大 (年, 千吨)



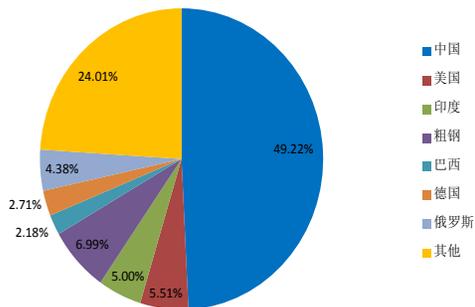
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 13: 全球主要国家年粗钢产量对比图 (年, 千吨)



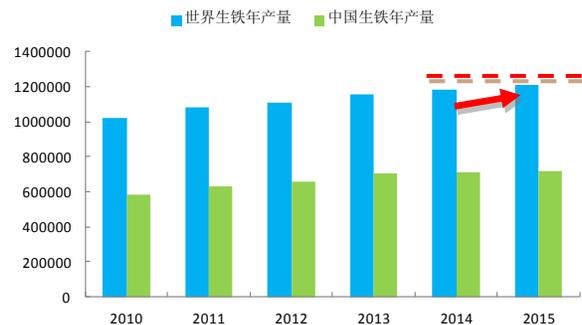
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 14: 2014 年全球主要国家粗钢产量占比 (%)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 15: 全球以及中国生铁需求增长乏力 (年, 千吨)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 16: 黑色金属矿采选业增速放缓 (%)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 17: 黑色金属矿冶炼及压延加工业持续衰退 (%)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

成本支撑效果或有所显现

当前普氏铁矿石指数已频临 70 美元大关, 根据 Mysteel 统计的国内矿山开工率和产量来看, 数据下滑明显, 高成本的中小矿山有一定的停产迹象。此外, 国产矿产量虽然月环比有所降低, 但产量仍高位运行, 可见国内大型矿山产量并没有因为当前疲弱的价格而受显著挤压。

国际四大矿山的生产成本相较国内有绝对优势, 其中 FMG 的 CFR 成本相对较高, 在 60 美元附近, 而其他矿山主要为 40、50 美元, 因此, 矿业巨头仍能在当前羸弱不堪的价格下, 竞相扩大产能, 目的是挤出高成本矿山, 争抢市场份额, 提高市场产能集中度。目前来看, 2015 年矿价跌破 70 美元, 向 60 美元挺近是大概率事件。预计在这下跌过程中, 国内大型矿山迫于其相对较高的成本, 会先于四大矿山开始大幅减产。而当矿价跌至 60 美元附近, 并持续较长一段时间, 将会威胁四大矿山, 开始抑制其产能的释放。因此, 我们预计下方 55-60 美元附近或有较强的成本支撑。重点关注四大矿山以及国内大型矿山的供给是否缩减。

图 18: 国内矿山开工率以及产量逐渐下滑

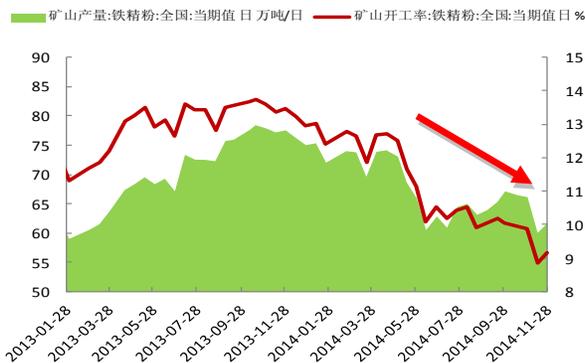


图 19: 国内矿山库存上涨明显



来源: WIND, 东兴期货研发中心

四、螺纹：钢厂利润明显好转

据测算,2014年钢厂利润平均预估为166.63元/吨,2013年为-21.95元/吨,可见利润扭亏为盈且大幅好转。此外,我国粗钢供给增速放缓,虽然供应增速依然大于需求增速,但去产能过程已经开始。我们认为2015年这个过程将延续,并且应重点关注钢厂利润以及环保问题来把握钢厂的减产节奏。

供给增速持续放缓,去产能进行中

1-10月份我国粗钢产量高于去年同期水平,据测算,今年11、12月份粗钢产量预计分别为6156.2万吨和6361.55万吨,我们预估2014年全年粗钢产量大约为8.105亿吨,同比增加4.04%。预计2015年全年粗钢产量大约为8.4亿吨,同比增加3.64%,增速继续下滑。进入产能过剩阶段后,黑色金属冶炼业的资产负债率虽然较12年有所下降,但与此同时销售利润率与净资产收益率均降至了1%-3%的低位区间。低利润率明显限制了新增产能的投入,而高负债率则将促使部分产能的退出。这导致2014-15年我国新增钢铁产能明显下降。

对于去产能进程我们并不乐观。首先,因为目前仅仅是增速放缓,但基数仍十分庞大。虽然国家力推去产能等相关政策,但这些政策目前主要是针对的是中小型钢铁企业,去产能幅度有限。对于地方纳税大户、就业大户的大中型钢厂来说,具体实施起来存在相当多的困难。其二,钢厂利润在2014年有明显好转,这将导致钢厂继续提高开工率,增加产量,去产能的积极性将明显减少。

对于减产的时点问题,从图25也可以看出,今年2次较大幅度的减产的时点基本与行业利润低点相同步,而不是政策。钢厂生产仍以利润为主导,这也导致了行业的产能出清仍将经历了一个漫长的过程。但是,在今年11月,出现钢厂在盈利情况仍相对良好的情况下,钢厂进行了较大幅度减产,我们认为这与环保问题密不可分。所以,2015年,应重点参考钢厂利润以及环保问题来掌握钢厂减产的节奏。

预估2014全年粗钢产量约为8.105亿吨,同比增长达到4.04%,虽然增速放缓,但高供给仍是2014年钢材价格上行最大压力。2015年供给增速仍将继续放缓,同比增速或降至3.5%左右。

2015年,应重点参考钢厂利润以及环保问题来掌握钢厂减产的节奏。

图 20: 中国粗钢产量与增速走势预测图 (年)

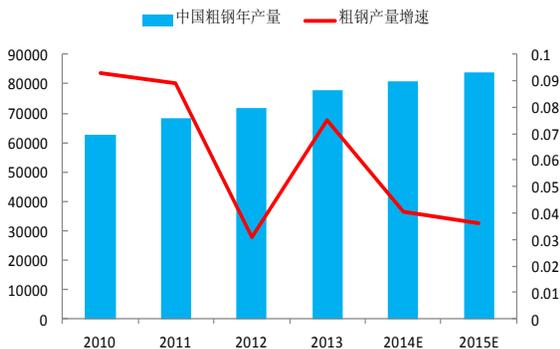
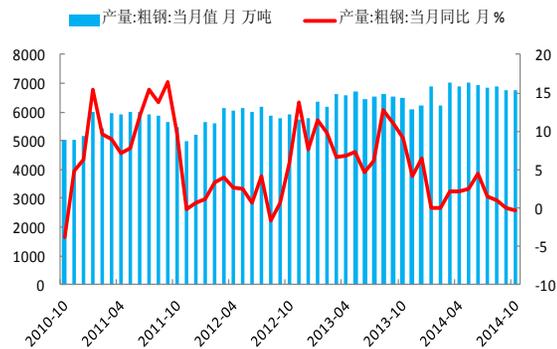
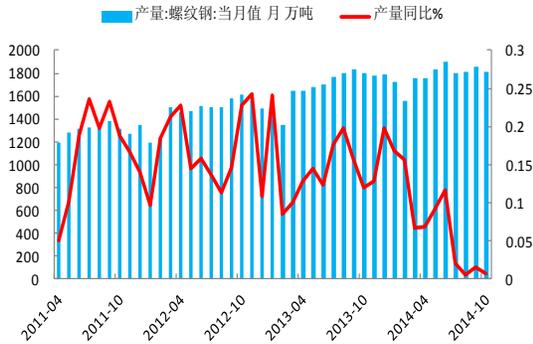


图 21: 粗钢产量与增速走势图 (当月值)



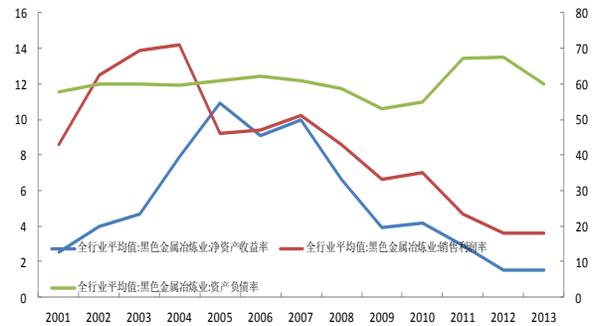
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 22: 螺纹钢产量与同比数据 (月)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 23: 黑色冶金业负债及利润情况



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 24: 日均粗钢产量走势图 (旬)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 25: 钢厂盈利与高炉开工率走势图



来源: WIND, 东兴期货研发中心

高钢厂库存, 低社会库存——矛盾向钢厂转移

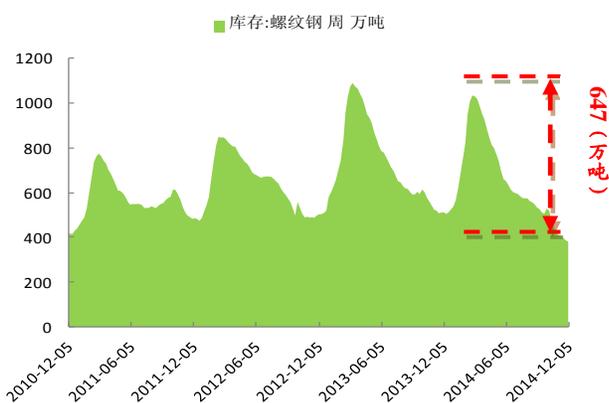
钢厂库存: 2014 年钢厂库存从年初的 1200 万吨一跃飙升至 2 月份的年内最高值 1720 万吨, 之后便一直骑虎难下。钢厂高库存的形成与今年高企的产量以及贸易商低库存思想密不可分, 而钢铁行业自身生产特点 (易开难停) 以及利润主导生产的特性, 使得钢厂库存短期内难以消化。

社会库存: 相比钢厂库存一直骑虎难下, 贸易商调节自身库存能力较强。社会库存在 3 月份达到峰值 1028 万吨之后, 一路急转直下, 不断刷新库存低点, 12 月 5 日达到新低 381.61 万吨, 为 2010 年来最低水平, 自 3 月峰值共下降 646.39 万吨, 降幅达到约 63%。经过 2013-2014 年的洗礼, 淘汰了近一半的钢贸商, 再加上目前整个钢铁行业趋紧的资金面, 贸易商的经营模式较往年产生了根本性转变, 不再大规模进行囤货, 导致社会库存的再建遇到困难。无论资金面还是管理模式预计 2015 年不会有太大改变, 螺纹钢社会库存仍将长期低位运行。

钢贸商增减库存往往加大螺纹钢的波动幅度，但目前钢贸商谨慎的贸易模式也导致螺纹的行情幅度将明显减少，特别是反弹幅度。所以我们认为 2015 年价格向上或向下都难以走出大趋势行情，区间震荡为大概率事件。

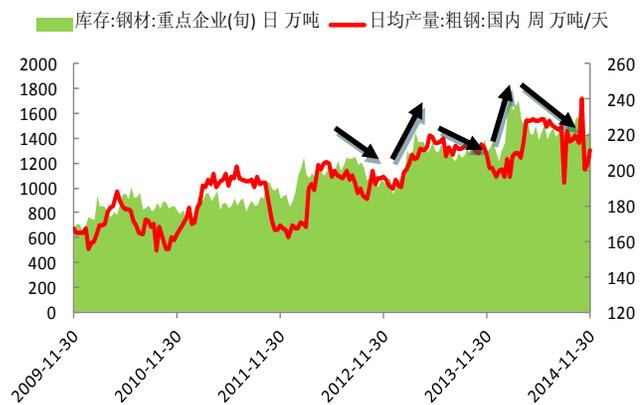
高厂内库存与低社会库存引领价格走势：在需求端维持稳定的条件下，很明显矛盾向钢厂方向进行了转移，高产量造成的持续性高厂内库存成为钢材价格长线下行的压力；而长期低位的社会库存则为时点性的市场短线反弹提供动能。以往，钢贸商增减库存往往加大螺纹钢的波动幅度，但目前钢贸商谨慎的贸易模式也导致螺纹的行情幅度将明显减少，特别是反弹幅度。所以我们认为 2015 年价格向上或向下都难以走出大趋势行情，区间震荡为大概率事件。

图 26: 螺纹钢社会库存走势图(周)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 27: 我国重点钢厂钢材库存合计与日均粗钢产量(旬)



来源: 钢联云终端, 东兴期货研发中心

政策主导需求，钢材出口成亮点

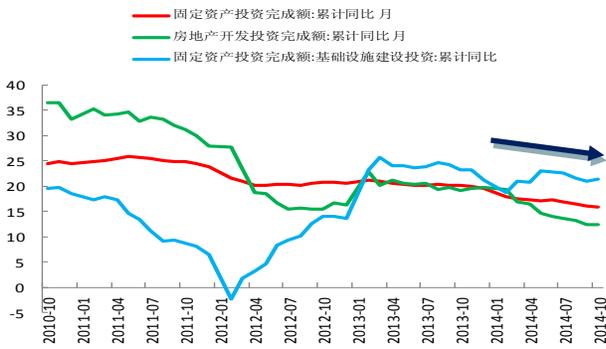
钢铁行业的下游中建筑业（包括房地产、基建）、汽车和机械等制造业占比较大。2014 年房地产投资增速较去年大幅下滑，从走势图看长期仍处于下降通道之中，前 10 年的大幅增速已经不复存在，而基建增长较为稳定，仍保持在 20% 左右的增速，起到了对冲房地产投资增速下滑的作用。

制造业方面，如图 31-33 显示，汽车与机械行业同样表现出低增速态势。此外，中国官方制造业 PMI 数据 2014 年基本挣扎在 50 荣枯线之上，而汇丰徘徊于 50 左右，均无明显上涨态势，该数据同样反应出整体制造业虽属于温和增长区间，但增长动能不足。

预计 2015 年，螺纹的需求仍将低迷，房地产投资增速将降至 11%，基建仍将成为稳增长的重要推动力，但难以对冲房地产投资增速的回落。固定资产投资将持续回落至 14-15%。2015 年需求预测的不确定性主要来自政策端的变化。

今年的钢材出口是一大亮点，11 月份累计钢材出口同比大幅增长 46.80%，但因基数效应，出口数量尚难成为需求新的着力点。2015 年可以关注局部时点，出口需求对价格的拉动。

图 28: 固定资产投资、房地产投资与基建走势图 (同比)



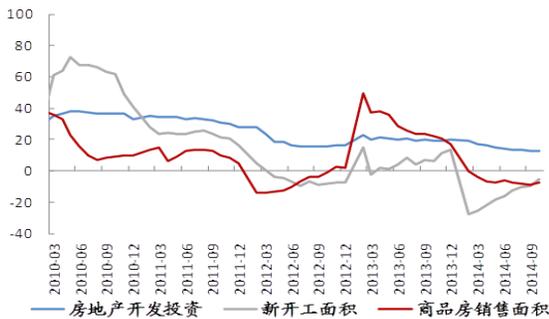
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 29: 固定资产投资完成额 (累计值)



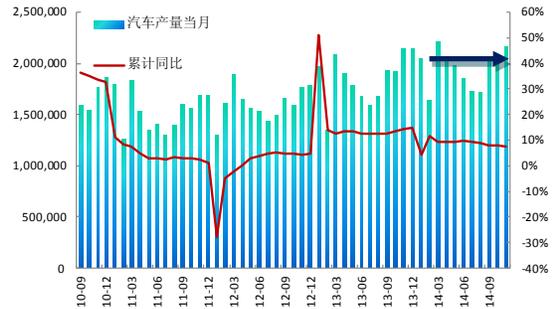
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 30: 房地产新开工面积走势图



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 31: 汽车产量与累计同比



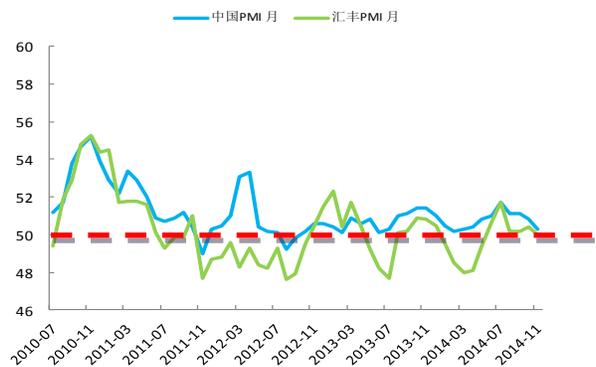
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 32: 固定投资: 专用设备及电气机械制造业



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 33: 中国官方及汇丰制造业 PMI 走势图



来源: WIND, 东兴期货研发中心

供需矛盾 2015 年难有好转，要颠覆大格局仍是长期话题

钢铁行业目前的核心矛盾——步入经济转型期后放缓的需求无法匹配累积多年的过剩产能，该问题没有出现缓解之前，基本面的些许波动不能影响趋势的改变。

2014 年新增产量在 3000 万吨左右，增速下滑至 4.04%。2015 年产量增速或下滑至 3.65%。如表 5 所示，2014 年粗钢表观消费量同比增速降至 2.3%，但净出口成为新亮点，增长明显，对冲了国内部分消费量的下滑，需求端在政策导向不变的前提下，增速将维持在一个稳定区间内，表现并不会太差。2015 年整体供需情况较 2014 年难有好转，但钢铁行业要颠覆供大于求的弱势格局仍是一个长期话题。

钢铁行业目前的核心矛盾——步入经济转型期后放缓的需求无法匹配累积多年的过剩产能，该问题没有出现缓解之前，基本面的些许波动不能影响趋势的改变。

表 5: 表观消费量

	产量 (百万吨)	产量 同比	表观消费量 (百万吨)	表观消费量 同比	净出口 (百万吨)	净出口 同比
2010	638.7	10.7%	600	6.1%	27.2	
2011	702	9.9%	648.9	8.2%	34.8	27.94%
2012	716.5	2.8%	664.3	2.4%	44.3	27.30%
2013	780	8.9%	725.6	8.4%	50.9	14.90%
2014E	810.5	4.04%	742.5	2.33%	78.3	53.83%
2015E	840	3.65%	757.6	2.03%	115.6	47.60%

来源: WIND, 东兴期货研发中心

五、2015 年行情预测与操作策略

2015 年螺纹钢震荡筑底，螺纹铁矿石比价继续上行

考虑到钢厂去产能进程缓慢，配合低社会库存的特性，2015 年螺纹钢或将走出 L 型底部趋势。整体价格中枢继续下移，预计价格区间在 2200-2900。

供需弱势格局短期内无法得到逆转，2015 年无论是铁矿石还是螺纹钢，都将继续震荡筑底。预计铁矿石价格会由直接下跌转为曲折下跌。螺纹钢价格将因为两个主要原因走出 L 型底部：

1、钢厂去产能进程缓慢

从 2014 年来看，钢厂会视自身盈利情况，调节产能。目前钢厂盈利情况偏好，去产能任重而道远，供应端难以收缩，限制钢价上行空间。

2、低库存特性

资金面的紧张以及贸易商囤货态度的转变，导致螺纹钢社会库存今年长期维持在低位。而在需求相对稳定的情况下，较低的社会库存在产量波动到低位时对钢价形成支撑，而当产量波动到高位时将库存压力转入钢厂，从而对钢价造成压力。这样的特性将导致钢价随着产量增减呈现出区间震荡特性，价格向上或向下都难以走出大趋势行情，在一个更为理性也是更为合理的价格区间震荡。

相比之下，我们认为 2015-2016 年铁矿石供需矛盾较 2014 年更突出，而需求依旧疲弱，2015 年国际铁矿石价格高点不会超过 85 美元的概率很大。但目前国际矿山巨头的 CFR 成本在 40、50 美元附近，考虑到四大矿山有绝对话语权，预计价位跌至 60 美元附近持续一段时间，矿业的衰退将波及澳大利亚、巴西更多的项目，届时真正威胁到矿业巨头新增的产能。而矿山为保证公司 EBIT 利润率，在成本受到冲击的情况下，矿价下行空间或有所限制，但供需矛盾突出制约矿价上行。此外，2014 年铁矿石并未经过去产能过程，预计 2015 年矿价将继续下跌以促进去产能的发生。然而在经历了 2014 年的下跌后，铁矿石大幅杀跌的幅度已经明显减少，更可能转变为反复下跌的过程，增加做空的难度。预计 2015 年铁矿偏空格局不变，但向上向下空间有限，进口铁矿石波动大致区间在 55-85 美元/吨，国内 400-600 元/吨。

在整个黑色产业链均产能过剩的阶段，我们维持去年的观点，认为螺纹钢价格走势可能将在大周期内强于铁矿石，比价呈现出波段上行趋势。

图 34：螺纹指数周线走势图（2010 至今）



来源：文华财经，东兴期货研发中心

观点总结:	
宏观政策	预计 15 年宏观经济延续 2014 年以稳为主的政策。重点关注房地产投资增速是否企稳、以及基建投资是否能对冲房地产投资增速下滑的风险。
	重点参考指标: 房地产投资增速、房地产销售、房地产开工、基建投资、铁路投资、水泥产销等。
铁矿	铁矿石 2014 年供给增速明显大于生铁的产量增速。进口矿大幅增加、国产矿增产也是压制矿价的主要原因。2015 年, 四大矿山铁矿石产量预计仍以增加为主, 矿价需要下跌以促进去产能过程。预计 50-60 美元一线将开始出现成本支撑。
	重点参考指标: 我国铁矿石产量、铁矿石开工率、铁矿石进口、四大矿山产量、钢厂开工率、钢厂库存、港口库存等。
螺纹	2014 粗钢供应增速明显放缓, 去产能已经开始。由于下游去产能明显早于上游铁矿石, 钢厂利润好转, 反而限制 2015 年粗钢去产能的速度。需求端受房地产投资增速下滑影响, 预计难以明显转好。预计螺纹 2200-2900 区间震荡概率较大。
	重点参考指标: 粗钢产量、钢厂开工率、钢厂盈利、钢材出口等。

表 6: 2015 年不确定因素

风险事件	作用	解析
人民币贬值	短空中多	11 月央行突然降息, 也显示出国家货币环境仍将以宽松为主基调, 在未来可继续的宽松政策下, 人民币或进一步贬值, 受此影响, 铁矿石融资将受到打压, 短期价格将受到打压, 但国内供需情况将有所好转。
环保减产	利多螺纹 利空铁矿	2015 年史上最严的环保法实施, 中长期抑制铁矿石的需求。如钢厂开始增加产能淘汰并且提高环保成本, 虽然短期对利空铁矿价格, 但中长期利多钢厂利润和螺纹价格。
房地产政策	利多	受今年四季度我国政府频繁推出房地产利好政策影响, 10 月房地产销售有所好转。房地产利好政策或在明年上半年开始发力, 如房地产数据开始企稳好转, 将对黑色板块形成支撑。此外, 房地产和投资政策也将影响黑色板块的表现。
税收政策	利空	工信部 2014 年 12 月称已经开始研究合理征收国内矿山企业税赋的问题。这意味着, 为国内矿企降税减压终于提上日程。如国产矿山税负减少, 对铁矿价格短期利空, 也不利于中长期去产能过程。

来源: 东兴期货研发中心

免责声明:本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“东兴期货研发中心”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改