



黑色产业链期货年报

期货研究报告

2016 年 1 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

转型途中寒风凛凛 产能去化漫漫长路

观点要点:

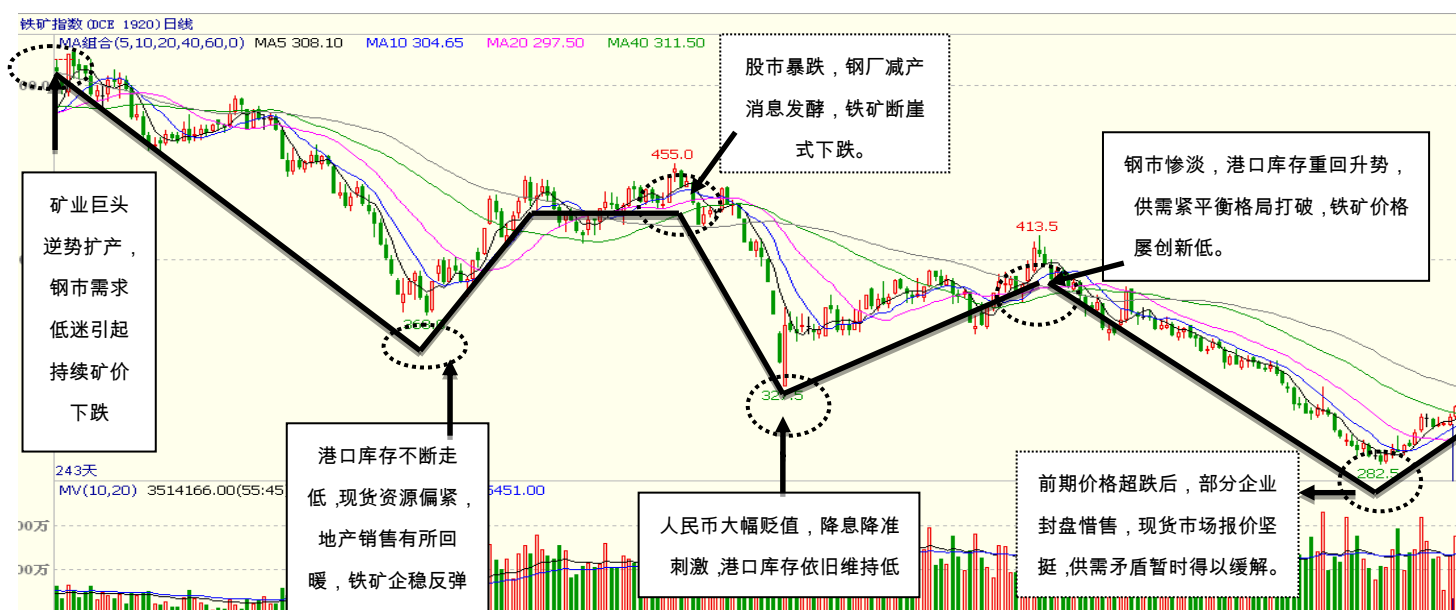
- 铁矿石：预计 2016 年供需紧平衡格局一去不返。供应方面，矿业巨头逆势扩产节奏并不会放缓，增速在 4%-6%。需求方面，预计全国生铁产量增速继续下滑，维持在-3.76%左右。高供给低需求长期抑制矿价的上涨，其中主导矿价涨跌的因素将由供应端逐渐侧向需求端。而当下整个钢铁行业面临结构转型，钢厂去产能将稳步进行，对铁矿需求端有所抑制，矿价下行趋势不变。预计 2016 年铁矿价格在 25-50 美元运行，重点关注全球低成本矿山退出市场的节奏以及四大矿山扩产情况。
- 螺纹：预估 2016 全年粗钢产量维持负增长，约为 7.63 亿吨，同比增速下降 4.6%，钢厂去产能循序而渐进。虽然供应端减量，但基数仍旧偏大，在终端需求无明显改善的状况下，钢价下跌容易上涨难。2016 年，需重点参考钢厂亏损情况及环保问题来掌握其减产的节奏。以往钢贸商增减库存往往加大螺纹钢的波动幅度，但当前钢价低迷，致使钢贸商态度，也导致螺纹的行情幅度将明显减少。
- 铁矿：2015 年铁矿生产成本大幅下降，导致铁矿的下跌节奏阶梯性下降。2016 年铁矿供应增幅放缓，需求增速下滑加速，市场定价更多的取决于外矿的盈亏成本。由于国际矿商成本的下跌空间相对缩小，2016 年的下跌节奏将会放缓，但反弹空间由于需求的不振也将被限制。
- 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。预计 2016 年高点或出现在二季度初期（传统旺季）。2016 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 1350-1950。铁矿偏空格局不变，普氏指数波动大致区间在 25-50 美元/吨，大商所铁矿价格在 200-350 元/吨。

一、深不见底的 2015

2015 年铁矿石期货走势主要划分为六个阶段：一、矿业巨头逆势扩产引发的下跌。二、维稳政策发力，港口资源短缺，矿价超跌反弹；三、股市暴跌，钢厂减产引起的断崖式下跌；四、人民币突然大幅贬值，政策发力，使得矿价企稳反弹；五、供需弱平衡格局打破，铁矿重回弱势，价格连创新低。六、跌无可跌的铁矿石找到新的均衡值，开启弱反弹。

- 第一阶段（1月-4月上旬）：经济数据低迷，钢市需求惨淡，矿业巨头却未停止扩产步伐，受制于供应端过于宽松，铁矿不断创下历史新低。
- 第二阶段（4月中上旬-6月中旬）：得益于财政货币政策保驾护航，房地产销售有所回暖，加之港口库存不断创下新低，现货资源偏紧，在资金推波助澜下，压抑依旧的铁矿有所反弹。
- 第三阶段（6月中上旬-7月中上旬）：国内股市暴跌，钢厂减产消息令市场对于需求预期悲观，此前短期获利离场的空头，借机大幅打压铁矿石，矿价屡创新低。
- 第四阶段（7月中上旬-9月中上旬）：央行开启人民币贬值窗口，政策上不断降息降准，暴跌后的铁矿石价格得以支撑，并开始反弹，盘面上来看，短期内下跌风险得以释放，空头暂时获利离场。
- 第五阶段（9月中下旬至12月上旬）：港口库存再度回升，此前支撑矿价的低库存因素消散，钢市销售惨淡，供需紧平衡格局一去不返，铁矿重回弱势格局，价格不断创造历史新低。
- 第六阶段（12月中上旬至今）：政策预期偏暖，港口部分资源较为紧缺，企业封盘惜售，现货市场情绪升温，价格坚挺，前期超跌的铁矿石展开弱势反弹。

图 1：铁矿石指数 2015 全年走势图



来源：文华财经，东兴期货研发中心

2015 年螺纹钢期货走势主要划分为六个阶段：一、宏观经济不如人意，钢市预期悲观引发的下跌；二、维稳政策发力，钢价超跌反弹；三、股市大幅下跌引发市场恐慌，钢价断崖式下跌；四、央行刺激不断，令螺纹暂时企稳；五、钢厂停产幅度有限，终端需求疲弱不堪，螺纹不断创造历史新低。六、短线下跌风险释放，钢厂盈利恶化，开始加大逐步检修力度，供需矛盾得以缓解，螺纹钢弱势反弹。

- 第一阶段（1 月-4 月上旬）：固投等宏观数据差强人意，下游需求低迷，供需矛盾日益突出，钢价逐步走低。
- 第二阶段（4 月中上旬-5 月上旬）：政策刺激开始发力，房地产销售企稳回升，供需矛盾短期得以缓解，空头暂时获利离场，螺纹钢价格弱势反弹。
- 第三阶段（5 月中上旬-7 月上旬）：宏观经济并未有效企稳，受股市暴跌拖累，大宗商品也难逃一劫，螺纹亦大幅下跌。
- 第四阶段（7 月中上旬-8 月上旬）：人民币贬值提振大宗商品出口，央行政策刺激不断，钢价得以短暂企稳。
- 第五阶段（8 月中上旬-12 月上旬）：钢厂停产幅度有限，供需矛盾尤为突出，螺纹不断创造历史新低。
- 第六阶段（12 月中上旬-至今）：房地产市场得益于政策支持持续升温，利润极度恶化下，部分钢厂开始加大减产力度，供需矛盾暂时缓解，螺纹钢价格超跌反弹。

图 2：螺纹钢指数 2015 全年走势图



来源：文华财经，东兴期货研发中心

二、“十三五”经济保持中高速增长，但房地产投资下滑周期远未步入尾声

中国迎来十三个五年规划期，钢铁行业作为国内宏观经济联系最为紧密的行业之一，其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。介于近几年我国经济结构转型的压力，预计 2016 年房地产投资增速的下滑周期远未步入尾声，较难抬升对用钢需求。

表 1: 粗钢表观消费量和（GDP 以及固定资产投资）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）	97.46%	94.90%

来源：WIND，东兴期货研发中心

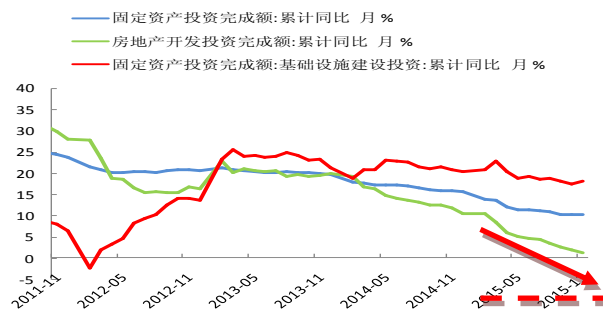
- 1、 十三五规划将经济增长保持在中高速，此前我国政府不再一味强调 GDP，对于 GDP 平稳放缓也持更宽容的态度，预计 2016 年将保持在 6.7% 左右，固定资产投资增速预计将放缓至 9%-11% 的低位区间。从图 5 中可以看出，粗钢的表观消费量和 GDP 以及固定资产投资呈现出较强的一致性，据测算 2001 年至今，其相关性分别高达 97.46% 和 94.90%。所以明年粗钢的消费量增速放缓是板上钉钉的。
- 2、 具体来看固定资产投资相关数据，被寄予厚望的基建投资增速本年度下跌较多，难以对冲房地产投资增速回落的风险，使得 2015 年固定投资增速明显下滑。本年度财政货币政策频出，央行不断的降息降准，一定程度上对国家经济增速下滑起到缓冲作用，但效果并不明显。稳定经济增长作为“十三五”规划的第一要务，基建亦是稳增长着力点。我们预计 2016 年会加大基建投资，基建仍将成为房地产投资增速下滑的缓冲器，而房地产投资增速是否企稳，将影响到市场对于需求端粗钢的拉动。重点关注铁路投资、以及城镇化的推动所带动人口红利的释放。
- 3、 产能去化任重道远：当下我国传统制造业面临严重的产能过剩，2015 年钢铁行业面临全面亏损，去产能由中小钢厂逐步蔓延到大中型钢厂，刚过去的中央经济工作会议将去产能列为 2016 年五大结构性改革任务之首，我们预计 2016 年钢厂亏损仍将持续，加之环保要求的提高，其结果必然是加速钢厂间的兼并重组，整个钢铁业的产能集中度逐步提高，最后大钢厂通过控制成本可以取到更好的利润。这个过程前半段铁矿石得益于寡头垄断，将强于钢价；而过程尾部阶段钢价将相对于矿价更为强势，但整个产能去化周期是漫长而艰巨的。目前来看，当前仍处于产能去化的前期，且去产能的时间以及节点仍不明朗。

图 3: GDP 累计同比进入中速区间 (季, %)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 4: 固定资产投资增速进一步放缓

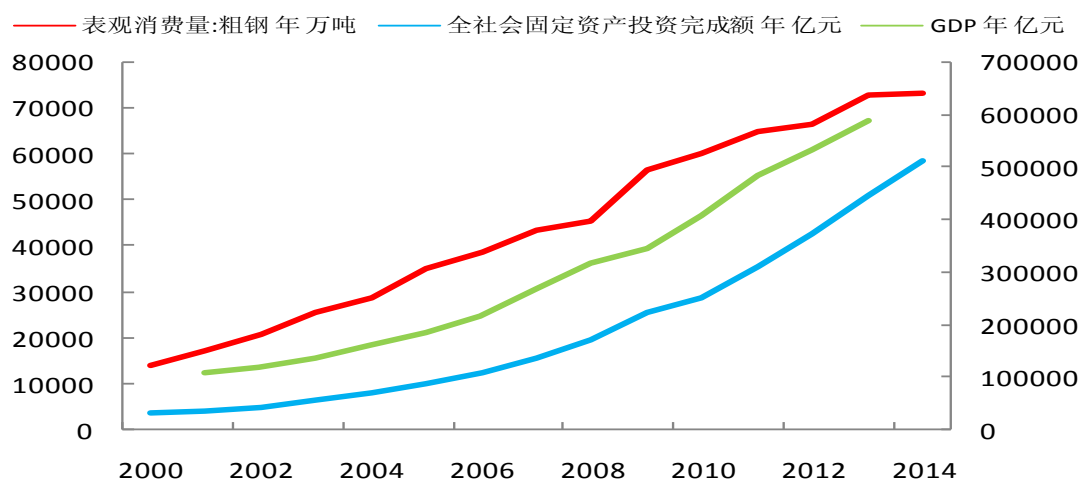


来源: WIND, 东兴期货研发中心

2015 年为新环保法实施之年, 继“大气十条”之后, “水十条”和“土十条”的推动将对环保产业带来深远的影响。史上最严环保政策贯彻执行将加速对国内落后产能的淘汰, 亦提高钢材生产成本, 并且作为去库存的催化剂。

综上所述, 2016 年钢铁需求主要看十三五规划下, 基建的投入, 能否有效拉动并对冲房地产投资增速的下跌。在基建中, 铁路和城镇化仍是主要方向。钢铁行业的整合, 产能去化的节奏将成为上下游产品价格的走势的关键因素。

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

三、铁矿石：供需失衡、跌入深渊

2015 年的铁矿石价格一路弱势下行，期间虽有弱势行情中的反弹，但羸弱的基本面注定着其反弹难以持久，价格最终创出新低。截止至 12 月 28 日，铁矿主力合约最低值较年初跌了近 40%。普氏铁矿指数最低 38.5 美元，较年初也跌了近半。铁矿的弱势主要归因于供需严重失衡。

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。**

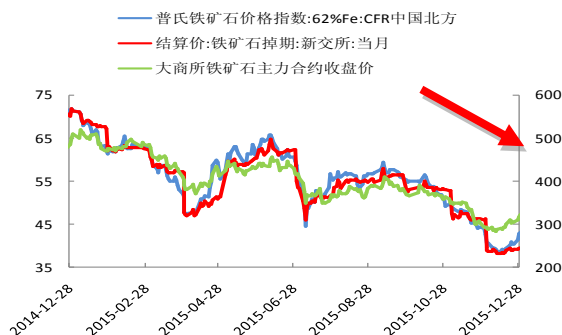
供需矛盾日益突出

2015 年铁矿石价格再度跌去近 40%。但四大矿山非但没有减产，反而逆市扩产，以达到挤出高成本矿山，抢占市场份额的目的。数据上，2015 年 1-9 月，矿业巨头产量均同比增长明显，淡水河谷铁矿石产量达到 8820 万吨，为公司有史以来最高单季产量。反观其余矿山，当矿价在 50 美元下方时，无论是对国内外非主流矿，挤出效应均很明显，国内矿山开工率从去年同期的 54.6% 跌至如今的 39.8%，国产矿产量有一定收缩，较去年 1-11 月同比减少 13413.90 万吨，但减少的产量掩盖不了产量基数偏大的事实，而掌握绝对话语权的“四大矿山”若不放缓扩产步伐，矿价再下一个台阶是大概率事件。

经测算，我们大致给出了 2010-2016 年全球铁矿石供应和需求情况。如表 2 所示，2011-2016 全球铁矿石需求同比增速从 5.62% 下降至 -3.2%，需求陷入负增长，预计中短期难以改善。而 2011-2016 年供给同比增速仅仅从 3.94% 降至 1.28%，供应端缩减捉襟见肘。按 2015 年国产矿产量同比增速 -8.56% 测算，应为 13.85 亿吨。11 月份我国累计进口铁矿 8.565 亿吨，同比增加 1.27%，预计全年铁矿石进口同比增速在 1.36%，总量将达到 9.452 亿吨。需求端，2014 年中国生铁产量 71159.90 万吨，按 2015 年同比增速 -3.25% 预估，2015 年生铁产量 68846.40 万吨。

可见，无论是中国还是全球，高成本矿山逐渐退出市场，供应增速虽然较之前放缓，但其仍旧偏大，而需求端却陷入负增长。2016 年在需求未见明显好转，铁矿大趋势只能是承压下行。

图 6：铁矿石价格屡创新低



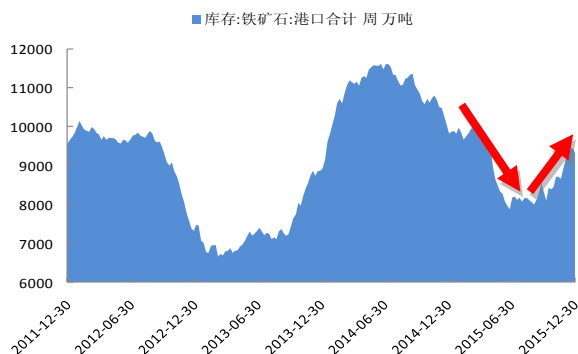
来源：WIND，东兴期货研发中心

图 7：BDI 指数持续下跌



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

港口库存高低转换，亦作为今年铁矿石涨跌的风向标，2016 年可以继续关注库存去化的进程。而钢铁行业面临全线亏损的局面，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 2016 年这一特征仍将延续。

库存一静一动：钢厂库存保持低位、港口库存高低转换

2015 年铁矿石港口库存快速去化后又再次攀升，此前从年初上亿吨的高位最低回落至 8000 万吨之下，但又随后反弹至近亿吨水平，全年均值在 8917 万吨，较 2014 年的 10921 万吨，同比下降了 18.34%，属于偏低。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 24 天左右的低位，同时波动幅度也较小，反应出钢厂对后市预期悲观，原材料的采购更加谨慎。

2015 年铁矿石港口库存高低两次转换，除去天气等突发因素，也凸显了四大矿国际贸易寡头垄断的地位，矿山通过控制发货节奏，造成港口资源短缺，令短期供需关系有所平衡，引起矿价超跌后的反弹。其次，2015 年底美元如我们预计一样步入加息周期，人民币加入 SDR 后，贬值幅度增大。而人民币贬值将大幅提高融资矿融资成本，导致融资矿现象减少，进而引发港口去库存的过程，短期对中国供给端有所抑制，一时利好国内供需格局。

此外，钢厂原材料端采购策略依旧趋于谨慎，首先，今年钢铁行业面临全线亏损，国家宏观调控产能过剩，钢厂及钢贸商的资金链相当紧张。其二，钢厂对后期走势普遍悲观的前提下，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。

“十三五”规划主要任务化解过剩产能，而产能过剩的调控是长期问题，2016 年钢厂资金面紧张难以避免。预计 2016 年钢厂原材料库存仍将维持低位，钢厂补库对于铁矿石的需求拉动有限。

表 2: 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		1,870,062		232,609.20
2011	1,080,894.03	1,729,430.45	5.62%	1,943,788	3.94%	214,357.55
2012	1,108,326.63	1,773,322.61	2.54%	1,931,356	-0.64%	158,033.39
2013	1,158,611.41	1,853,778.26	4.54%	1,977,242	2.38%	123,463.74
2014	1,173,847.00	1,878,155.20	1.31%	2,001,131	1.21%	122,975.80
2015E	1,155,023.66	1,848,037.86	-1.60%	2,177,208	0.88%	329,170.14
2016E	1,118,066.50	1,788,906.40	-3.20%	2,205,106	1.28%	416,199.60

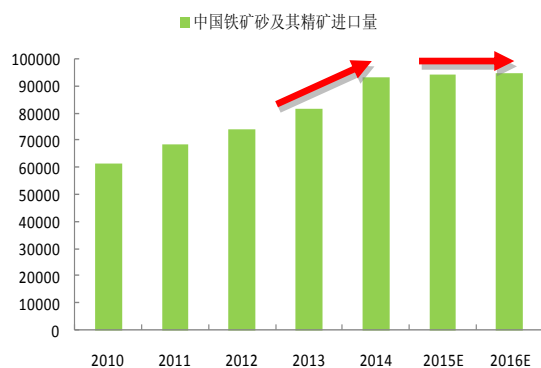
来源: WIND, 东兴期货研发中心

表 3: 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%
2014	71159.90	0.31%	93251.46	13.80%	151424.00	3.90%
2015E	68846.40	-3.25%	94519.68	1.36%	138462.11	-8.56%
2016E	66256.50	-3.76	95096.25	0.61%	125654.36	-9.25%

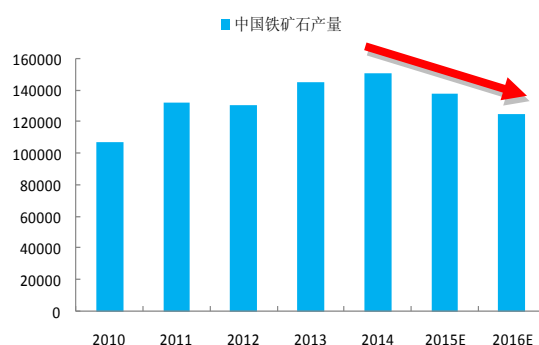
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 10: 中国进口铁矿石数量增长放缓, (年, 万吨)



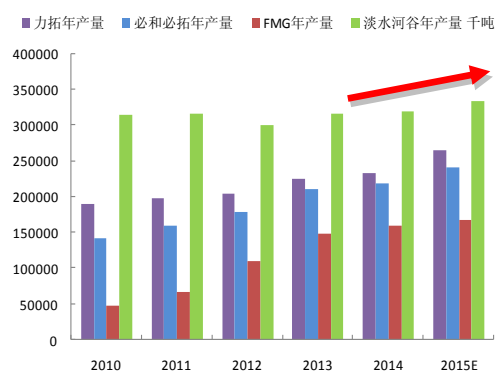
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 11: 国产矿产量陷入负增长, (年, 万吨)



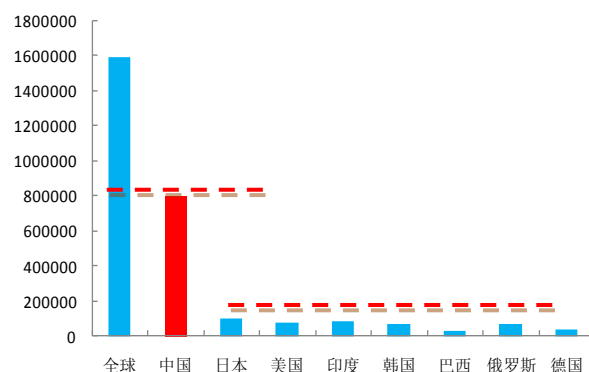
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 12: 四大矿铁矿石年扩产步伐不停, (年, 千吨)



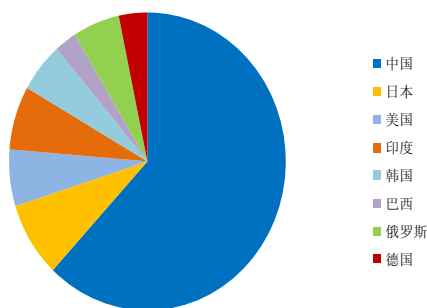
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 13: 2015 年全球主要国家年粗钢产量对比图, (年, 千吨)



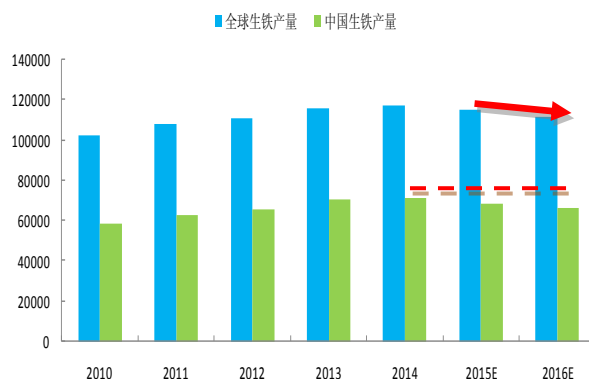
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 14: 2015 年全球主要国家粗钢产量占比 (%)



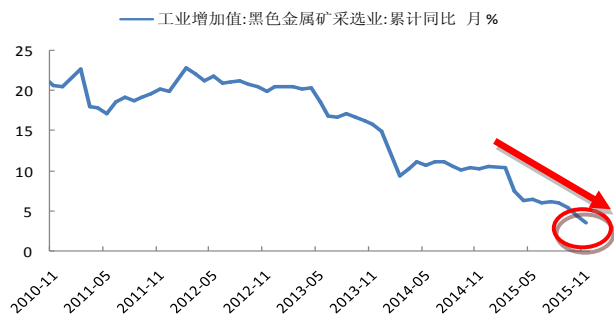
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 15: 全球以及中国生铁需求陷入负增长, (年, 万吨)



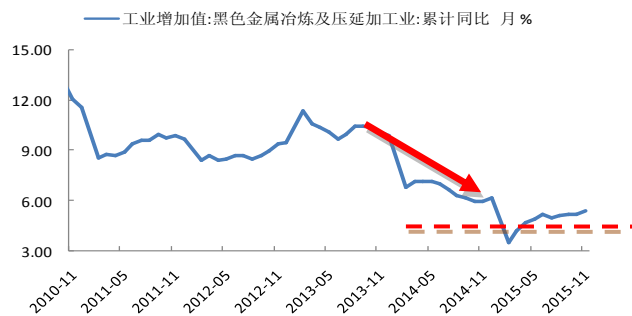
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 16: 黑色金属矿采选业同比增速下降明显 (%)



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下滑 (%)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 18: 国内矿山开工率以及产量逐渐下滑

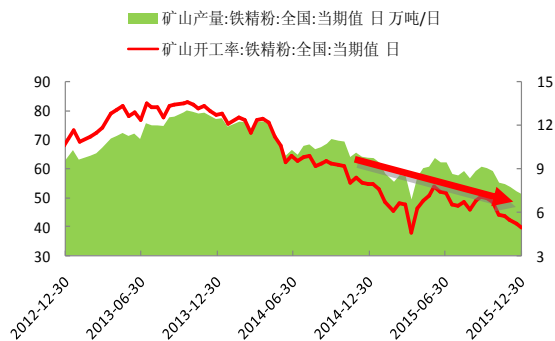
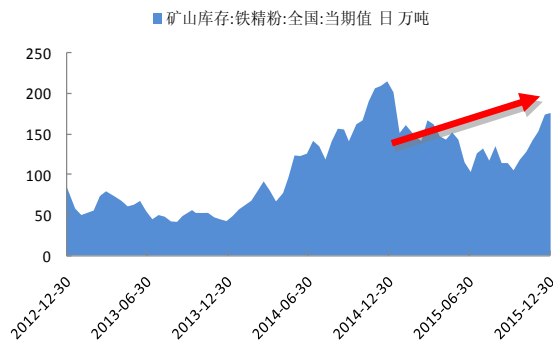


图 19: 国内矿山库存处于高位



来源: WIND, 东兴期货研发中心

成本支撑效果弱化

当下普氏指数逼近 40 美金, 但根据最新矿业巨头矿山的财报测算, 四大矿完全成本位于 25-35 美金之间, 且来年有望进一步降低, 目前矿价仍无法完全对四大矿构成实质性威胁, 矿价即使跌破 40 美金, 利润虽有一定收窄, 但其仍有一定盈利空间, 而四大矿山逆市扩产挤占市场份额的决心不容置疑, 成本端支撑效果或有所弱化。

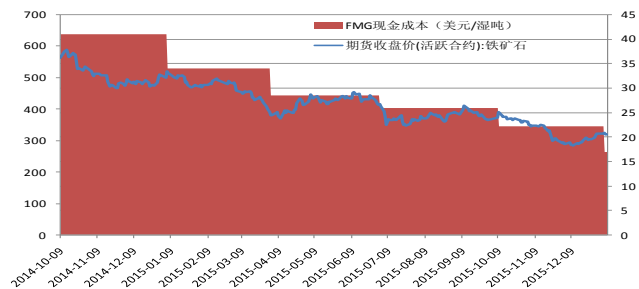
进一步来讲, 我们选取四大矿山到岸后成本最高的 FMG 作为代表, 图 21, 不难发现, 期货价格跟随 FMG 成本的支撑重心不断下移。2016 年, 四大矿成本下移是大概率事件, 但下跌幅度较之前有限。因此, 预计 2016 年铁矿石可能是支撑成本重心不断下移的螺旋式下跌过程, 但下降空间已经较为有限。

图 20: FMG C1 成本

(million tonnes)	Q1 FY16	Q4 FY15	VAR%	Q1 FY15	VAR%
Ore mined	45.1	42.1	+7%	42.9	+5%
Overburden removed	52.7	41.4	+27%	100.6	-48%
Ore processed	40.9	41.0	-	38.9	+5%
Total ore shipped including third party product	41.9	42.4	-	41.5	-
C1 (US\$/wmt)	16.90	22.16	-24%	32.08	-47%

来源: FMG 财报, 东兴期货研发中心

图 21: FMG 现金成本与期货收盘价



来源: WIND, 东兴期货研发中心

表 4: 主流矿山增产情况

2016年主流矿山增产情况 (单位: 百万吨)

	FMG	BHP	RIO TINTO	VALE	ROY HILL	MINAS RIO
2014年	159	219	303	319	0	7
2015E	165	233	340	340	2	10
2016E	165	233	360	350/345	27.5/22	26.5/16
2015增量 E	6	14	37	21	2	3
2015小计	83/1007=8.24%					
2016增量 E	0	0	20	10/5	25.5/20	16.5/6
2016小计	72/1161=6.20%/4.4%					

来源: 矿山财报, 东兴期货研发中心

供需矛盾犹存, 主流矿山仍有产能释放

纵使现在矿价低迷不堪, 主流大矿山仍处于产能释放周期中, 但供给放大速度有所放缓, 而非主流矿退出对供给面影响弱化。总体来看, 供给仍将维持高位, 抑制矿价反弹动能;

另一方面, 即使矿山有意控制发货节奏, 令国内港口库存犹如 15 年 3 季度一样降至低位, 造成部分品味资源暂时短缺, 但基于矿业巨头作为上市企业, 为了自身以及股东的利益, 需完成当初制定下来的年终目标, 后期发货量一定会补上, 供应量只会晚到, 不会不到, 港口低库存情况即使出现也较难维系。我们认为, 当前价格情况下, 不能指望全球矿山产量能有大幅缩减, 仍需要靠矿价下跌来促进去产能的发生。与此同时, 需求端的低迷, 也是令矿价抬不起头的主要原因。

2016 年或许会因为季节性气候影响、中国钢厂去产能缓慢、小矿山退出市场等因素令供需端回归一时的弱平衡, 但需求端的恶化最终会逼迫矿石价格不断向大矿山成本线靠近, 最终触及甚至跌破矿业巨头的成本支撑线将较有可能发生。

四、螺纹减产“小打小闹”，钢价重心下移

据测算，2015 年钢厂吨钢亏损平均预估为 36 元/吨，2014 年盈利为 176 元/吨，行业利润受到大幅挤压，尤其步入下半年，年平均亏损更是达到 141 元/吨，钢铁行业伤痕累累。预计 2016 年，受累于需求端的不济，钢厂亏损仍将持续，整个去产能的过程漫长而又艰苦，在此过程中，企业兼并重组将增多，产能集中度有待进一步提升，可以重点关注钢厂亏损程度及环保实施情况来把握钢厂的减产节奏。

预估 2015 全年粗钢产量约为 8.002 亿吨，同比增速达到-2.3%，虽然增速放缓，但高供给仍是 2016 年钢材价格上行最大压力。2016 年供给增速仍将继续放缓，同比增速或降至-3.4%左右。

供给增速负增长，但减产方面仍小打小闹

1-11 月份我国粗钢产量 10 年来首次低于去年同期水平，据测算，今年 12 月份粗钢产量预计分别为 6181.93 万吨，我们预估 2015 年全年粗钢产量大约为 8.002 亿吨，同比减少 2.3%。预计 2016 年全年粗钢产量大约为 7.63 亿吨，同比减少 4.6%，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持平于 2013 年，但与此同时销售利润率与净资产收益率均降到了 1% 左右的低位区间。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 2016 年之后我国新增钢铁产能逐步下降。

2016 年，应重点参考钢厂亏损程度及环保实施情况来把握钢厂的减产节奏。

去产能绝非易事，产能出清将经历漫长的过程。首先，即使现在增速陷入负增长，但基数仍十分庞大。而产能过剩产业大多为劳动密集型，化解产能过剩必须逾越大量就业人口这道难题，如不谨慎处理，会造成社会动荡，令中国经济雪上加霜。而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、就业大户的大型钢厂来说，具体实施起来困难重重。其二，钢厂利润在 2015 年亏损明显，但部分企业为了摊薄生产成本，甚至加足马力生产，阻碍去产能的进程。

有关减产时点，我们维持去年的判断，认为钢厂生产仍以利润为主导，从图 25 也可以看出，今年 3 次较大幅度的减产的时点基本与行业利润低点相同步，而政策影响较小。2016 年，应重点参考钢厂亏损程度及环保实施情况来把握钢厂的减产节奏。

图 22：中国粗钢产量与增速走势预测图（年）

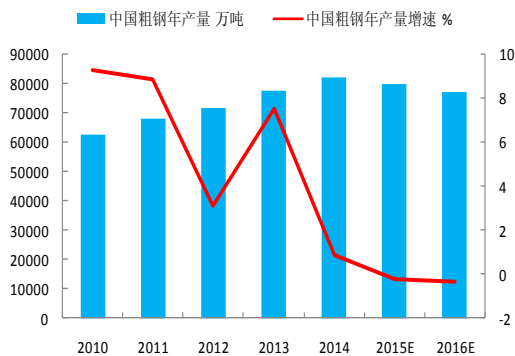
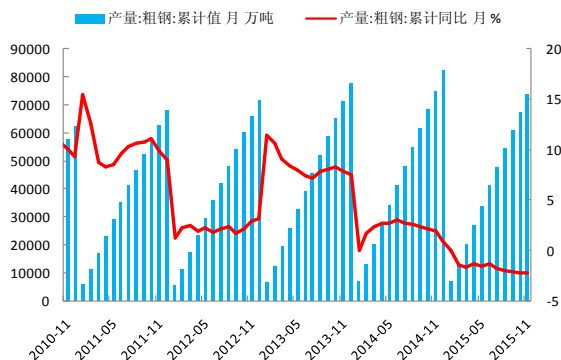
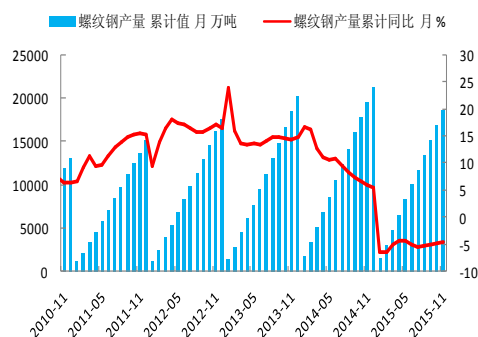


图 23：粗钢产量与增速走势图（累计值）



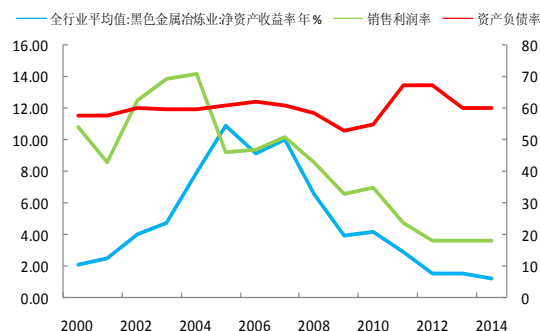
来源：WIND，东兴期货研发中心

图 24: 螺纹钢产量与同比数据 (月)



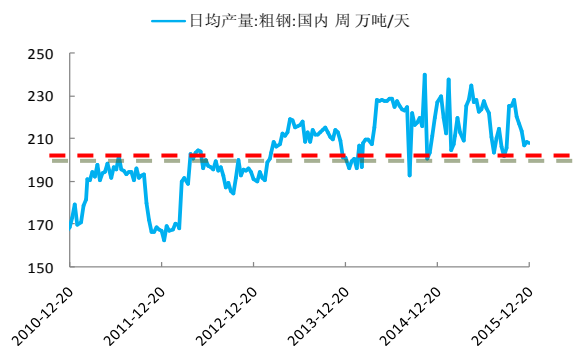
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 25: 黑色冶金业负债及利润情况



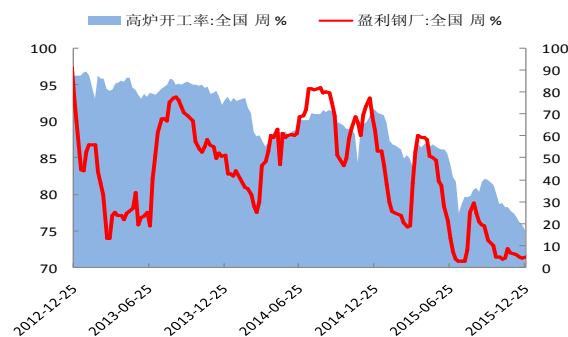
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 26: 日均粗钢产量走势图 (旬)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 27: 钢厂盈利与高炉开工率走势图



来源: WIND, 东兴期货研发中心

库存一高一低: 钢厂骑虎难下, 贸易商谨小慎微

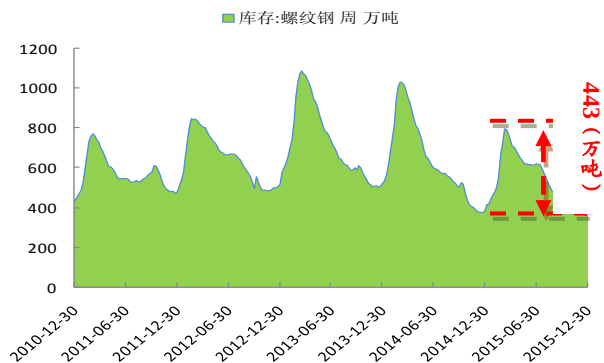
高钢厂库存: 2015 年年初钢厂库存从 1363 万吨被动垒库至 6 月份的年内最高值 1745 万吨。钢厂库存之高归咎于今年仍旧偏大的产量以及贸易商低库存思想, 而钢铁行业自身易开难停生产特点使得钢厂去库存之路漫长而又艰难。

低社会库存: 对比钢厂库存骑虎难下, 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 798 万吨之后, 便拐头向下, 12 月 31 日达到新低 355.36 万吨, 为 2010 年来最低水平, 自 3 月峰值共下降 443.31 万吨, 降幅达到约 56%。2015 年对钢贸商来说可谓最惨淡一年, 银行抽贷、断贷不止, 此恶劣环境下, 淘汰了约一半的钢贸商, 整个钢铁行业资金面趋紧, 贸易商的经营模式倾向于不再大规模进行囤货现货, 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 2016 年不会有太大改变, 螺纹钢社会库存维持低位仍是一个长期的话题。

以往的经验来看，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 2016 年价格重心震荡下移是大概率事件，但较难见到趋势性单边行情。

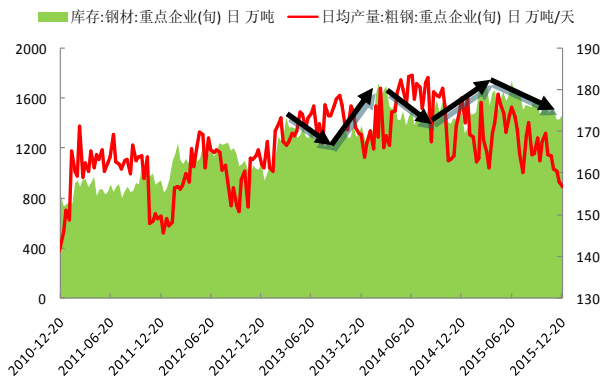
库存一高一低催化价格走势：在需求端锐减的条件下，很明显矛盾向钢厂方向进行了转移，高产量造成的持续性高厂内库存成为钢材价格长线下行的压力；而长期低位的社会库存则为时点性的市场短线反弹提供动能。以往，钢贸商增减库存往往加大螺纹钢的波动幅度，但目前钢贸商谨慎的贸易模式也导致螺纹的行情幅度将明显减少，特别是反弹幅度。所以我们认为 2016 年价格重心震荡下移是大概率事件，但较难见到趋势性单边行情。

图 28: 螺纹钢社会库存走势图(周)



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 29: 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

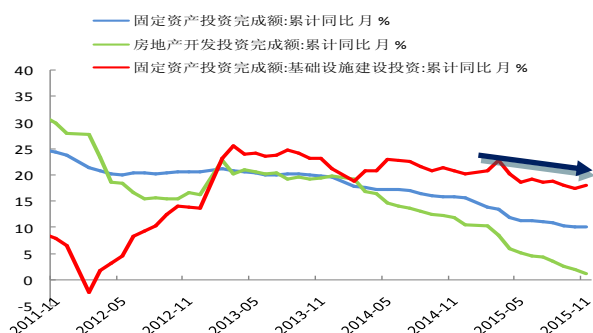
内需无力拉动，钢材走向国门

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。2015 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，而基建增长回落至 18% 左右的增速，没有很好对冲房地产投资增速下滑。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 2015 年基本处于 50 荣枯线之下，反应出整体制造业增长动能不足。

预计 2016 年，螺纹的需求仍将低迷，房地产投资增速将趋于 0，基建受财政政策的影响，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 8-10%。2015 年需求预测的不确定性主要来自政策端。

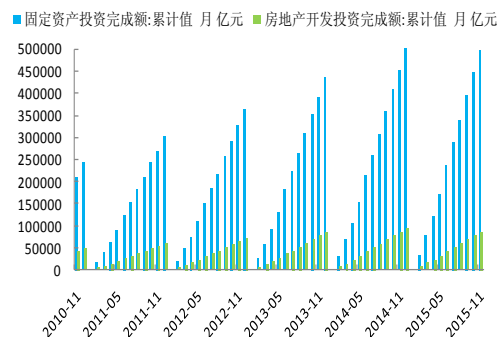
今年的钢材出口继续成为一大亮点，11 月份累计钢材出口同比大幅增长 21.70%，出口量创出历史新高，这和我钢材价格低廉不无关系，即使国际间反倾销调查不断，仍旧无法阻止我国钢材出口的步伐。目前钢材出口已经占产量的十分之一，占比逐步提高，预计 2016 年，受助于人民币贬值以及产品价格较低因素，钢材出口可以成为需求新的着力点，2016 年可以关注局部时点，出口需求对价格短暂的拉动。

图 30: 固定资产投资、房地产投资与基建走势图 (同比)



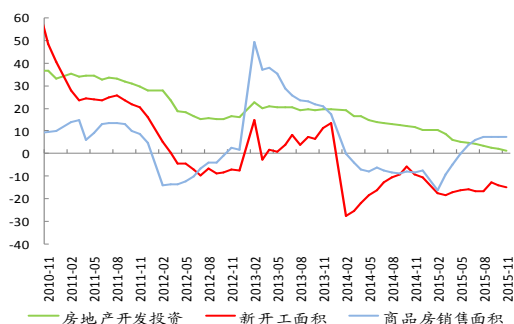
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 31: 固定资产投资完成额 (累计值)



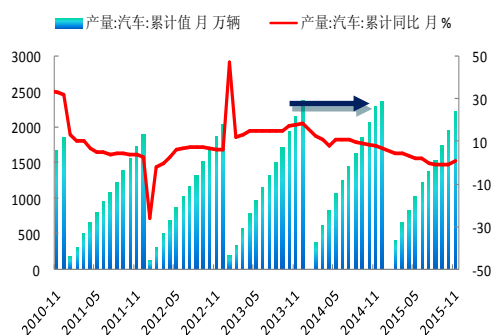
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 32: 房地产新开工面积走势图



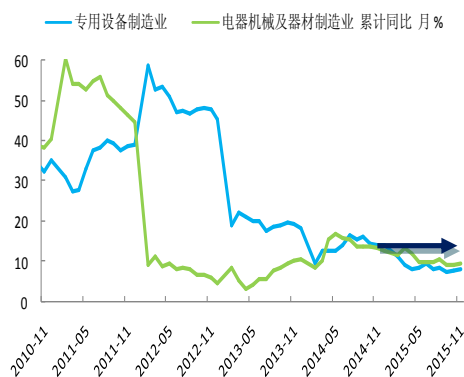
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 33: 汽车产量与累计同比增长乏力



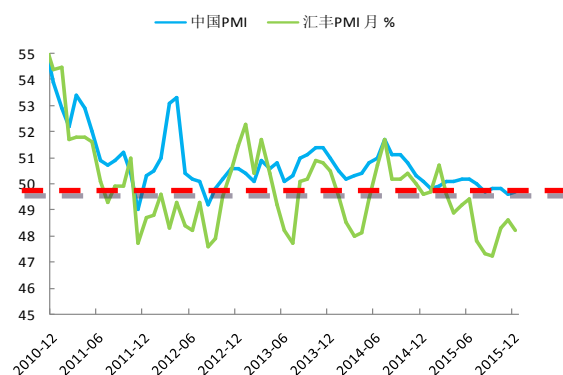
来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 34: 固定投资: 专用设备及电气机械制造业增长缓慢



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 35: 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

2016 供需矛盾犹存，螺纹熊途漫漫

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长年累积的过剩产能，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 年粗钢产量 8 亿吨，同比下降 2.3%，预计 2016 年新增产能在 1500 万吨左右，抛去淘汰的落后产能 5200 万吨，产能下降了 3700 万吨，16 年粗钢增速料维持负增长，下滑至-3.4%。如表 5 所示，2015 年粗钢表观消费量同比增速降至-2.3%，但净出口继续表现出色，增长明显，对冲了国内部分消费量的下滑，需求端在政策导向和人民币贬值不变的前提下，增速下降较为可控。但 2016 年整体供需情况较 2015 年难有好转，钢铁行业走出熊途仍是漫漫长路。

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长年累积的过剩产能，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	625.7	9.3%	599.3	6.34%	27.2	
2011	683.3	8.9%	649.42	8.36%	34.8	28.15%
2012	716.5	3.1%	664.43	2.31%	44.3	27.30%
2013	779.0	7.54%	725.63	9.21%	50.9	14.90%
2014	822.7	0.9%	731.47	0.08%	84.2	65.58%
2015E	800.2	-2.3%	698.37	-4.53%	105.2	24.97%
2016E	763.0	-4.6%	647.66	-7.26%	135.3	28.6%

来源：WIND，东兴期货研发中心

五、2016 年行情预测与操作策略

2016 年主导涨跌的因素开始从供应端侧向需求端，下游需求疲弱，叠加低社会库存的特性，2016 年螺纹钢或将走出 L 型底部趋势。整体价格重心下移，预计价格区间在 1350-1950。铁矿石价格中枢也继续下移，预计普氏指数维持在 25-50 美金，大商所铁矿价格在 200-350。

2016 年铁矿螺纹震荡筑底，钢矿比价继续下行

2016 年主导涨跌的因素开始从供应端侧向需求端，但下游需求不断萎缩，即使库存维持在低位，也很难令价格提供向上的弹性，2016 年无论是铁矿石还是螺纹钢，都将震荡筑底。预计铁矿石价格会由直接下跌转为曲折下跌。螺纹钢价格走出 L 型底部主要出于 2 个原因：
1、产能出清之路尚远

当前钢厂虽然全线亏损，但部分钢厂为了摊薄生产成本，反而加足马力生产，而钢厂易开难停的特点也预示着去产能任重而道远，加之来
年新增产能压力依然较大，供应端收缩相对捉襟见肘，限制钢价上行空间。

2、社会维持低库存

当下钢市前景堪忧，贸易商囤货更加谨小慎微，导致螺纹钢社会库存中长期维持在低位。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，会以一个合理的价格区间震荡，但在需求不断收缩的情况下，螺纹钢易跌难涨，重心逐步下移。

对于铁矿石，我们认为 2016 年供需矛盾犹存，矿价成本支撑效果继续弱化，而需求依然疲弱，2016 年国际铁矿石价格高点不会超过 55 美元的概率很大。目前国际矿山巨头的完全成本在 25-35 美元，当前矿价并未对其构成威胁，相反四大矿以价格换市场份额的决心不容置疑，矿价再下一个台阶极有可能发生。

此外，2015 年铁矿石去产能过程仅仅是个开端，预计 2016 年矿价将继续下跌以促进去产能的发生。然而在经历了 2015 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 2016 年铁矿偏空格局不变，矿价或再下一个台阶，普氏指数波动大致区间在 25-50 美元/吨，大商所铁矿价格 200-350 元/吨。

在整个黑色产业链均产能过剩的阶段，国内钢铁行业产能集中度过低，而矿价得益于寡头垄断，其价格主导能力在产能去化的前期相较钢价更强，预计 2016 年螺纹钢价格走势将弱于铁矿石，螺纹/铁矿石比较出现波段下行趋势，钢厂利润亏损运行以催化去产能。

图 36：螺纹指数周线走势图（2009 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 2016 年货币政策趋于定向宽松, 但全面的降息降准仍然可期。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: 基建投资、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、新屋开工率等。
铁矿	铁矿石 2015 年供需紧平衡格局一去不返。矿业巨头逆势扩产, 下游需求低迷是压制矿价的主要原因。2016 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。预计跌至 25-50 美元区间。
	重点参考指标: 四大矿山产量、四大矿成本压缩情况、港口库存、钢厂库存、我国铁矿石产量、铁矿石开工率、铁矿石进口量、钢厂开工率、海运指数等。
螺纹	2015 粗钢供应增速虽陷入负增长, 但去产能仍旧是小打小闹。由于国内钢铁行业产能集中度过低, 而矿价得益于寡头垄断, 其价格主导能力相较钢价更强, 钢厂利润明显恶化, 利润大幅亏损的情况下, 或催化粗钢去产能的速度。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 1350-1950 区间震荡下跌概率较大。
	重点参考指标: 粗钢产量、钢厂开工率、钢厂盈利情况、钢材出口、社会库存、钢厂库存等。

表 6: 2016 年不确定因素

风险事件	作用	解析
人民币贬值	利多	临近年末, 人民币加速贬值, 随着人民币加入 SDR, 央行对人民币贬值宽容度一再提高, 甚至有放任市场自行探寻新平衡点的可能性。人民币贬值将拉动中国钢材出口, 抬升螺纹需求。同时抑制铁矿石的进口量, 中短期内制约国内铁矿供应, 缓解螺纹与铁矿的供需矛盾。
房地产政策	利多	受我国政府频繁推出房地产利好政策影响, 今年房地产销售 2 月后开始明显好转。房地产利好政策或在明年继续发力, 如新屋开工等数据开始企稳好转, 将对黑色产业链形成一定支撑。
环保政策	利多螺纹 利空铁矿	2015 年开始, 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, 虽然中短期对利空铁矿价格, 但长期利多钢厂利润和螺纹价格。

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