东兴期货
DONGXING FUTURES

黑色产业链年度报告

期货研究报告

2017 年 1 月　　钢矿　　研发中心

沈巍
研究员，期货执业证书编号 F0311477
shenwei@dxqh.net

需求光环逐步消退，改革之路尚有反复

观点要点：

宏观：预计 2017 年货币政策稳中趋紧。重点关注产能去化的进程以及终端需求的收缩情况。目前来看，中央明确来年去产能需有实质性的进展，而稳增长加码或告一段落，房地产调控升级是大概率事件，终端地产投资或难以保持去年的增速。

铁矿石：2017 年主导铁矿涨跌仍需看供需端在各时间节点上的博弈。供应方面，明年是矿业巨头名副其实的产出大年，高品矿结构性紧缺问题下半年或逐步缓解。而需求方面，基建应表现尚可，但房地产需求大概率不及今年，汽车以及家电暂时看不到新增亮点。来年全国生铁产量增速将再次转入负增长，全年或下滑至-1.8%。后期供需紧平衡或难以维系。我们预计 2017 年普氏指数均价在 68 美元左右，内盘均价 560 元/吨。重点需参考四大矿的发货进度及其扩产情况。

螺纹钢：钢铁行业去产能或有实质性进展，预计粗钢产量全年下滑至-1.6%，供给有效收缩，而需求端，基建投资较为平稳，但难以对冲房地产投资的下滑。预计 2017 年螺纹钢供需同向收缩，价格在 2700-3600 之间宽幅震荡。随着供给侧改革的推进，钢厂盈利长期向好，全年平均盈利或在 200-300 区间。重点关注中频炉关停情况以及改革的进展来掌握钢厂减产节奏。

一、行情回顾

2016 年钢矿上涨分为三个阶段。

铁矿：一、（1 月 4 日-4 月 25 日）春节后需求启动，港口与钢厂库存双低的情况令矿价触底反弹。二、（5 月 30-8 月 9 日）供需错配问题仍存，黑色金属受到资金炒作，价格屡屡抬升。三、（9 月 19-12 月 13 日）高价焦炭替代效应，高品矿结构性问题突出，旺季预期带动矿价不断创出新高。

螺纹钢：一、（1 月 4 日-4 月 25 日）政策面宽松，社会库存水平低，叠加世园会限产影响等因素，钢价报复性反弹。二、（5 月 30-8 月 26）供给侧改革推动产能去化，供需一定程度上错配，螺纹价格底部抬升。三、（9 月 19 日-12 月 14 日）资产配置荒，黑色产业链受资金青睐，汽运新政增加运力成本，旺季预期共同作用下，螺纹价格受到爆炒。

图 1：铁矿指数

来源：文华财经、东兴期货研发中心

图 2：螺纹钢指数

来源：文华财经、东兴期货研发中心

二、宏观政策

供给侧改革见真章

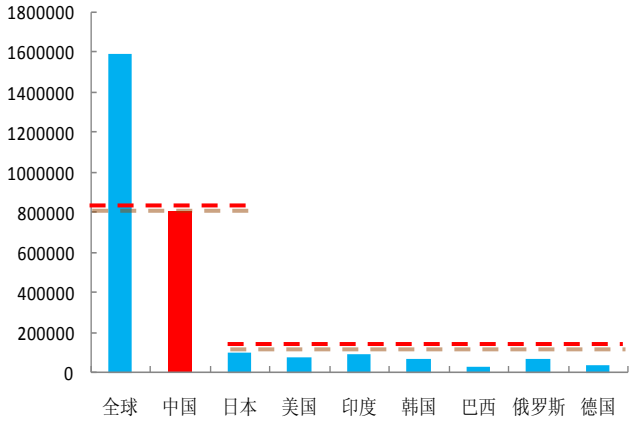
2017 年作为“十三五”规划的重要一年，是供给侧改革的深化之年，过去的 2016 年去产能任务虽然完成了，但从数据上看，截止至 11 月份，粗钢产量累计同比增速反而上升至 1.1%，去年同期是下降 2.2%，此次不降反升的原因，源于今年去的主要不是在产产能，很大程度上属于僵尸企业。根据 12 月的会议纪要，明年要深入推动“三去一降一补”，大概率在供给侧改革上大做文章。我们认为明年会加大去产能的力度，不再仅限于去僵尸企业产能，而会增强在产产能的去化力度，根据不完全统计，16 年触碰在产产能仅仅约为 10%，预计 17 年会上升到 50%，在此期间，会加强中大企业之间的兼并重组，对产能进行合理整治，所以明年粗钢产量或有望下降，产能可以得到更有效的去化。根据图 3 可以看出，2016 年中国粗钢产量占世界产量比重约 50.3%，而全球其他产钢大国对于钢铁行业政策以及需求均较为平稳，那么 2017 年全球粗钢产量增速的焦点则落在中国身上，更多取决于国内供给侧改革政策的实施力度，在这样的大背景下，我们预计全球粗钢产量同样将下滑至负增长区间。

房地产投资拐点初显

今年中央经济工作会议并没有提出保 GDP 增速，但根据以往的经验来看，我们预计 2017 年中国 GDP 保持中速增长，或维持在 6.5%左右，而固定资产投资增速则放缓至 7.5%-9.5%的低位区间。

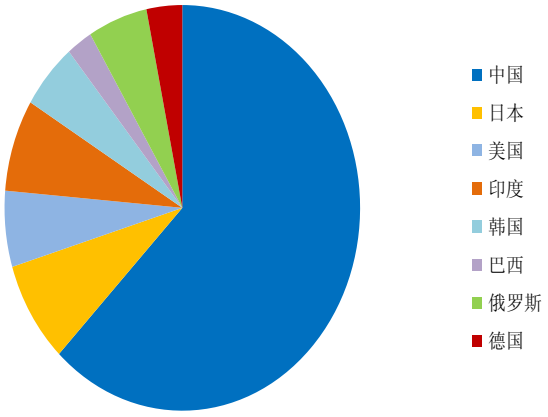
细分来看固定资产投资相关数据，房地产政策调控大概率愈演愈烈，地产投资难以保持今年的增速，或下滑至 4%左右，影响市场对于粗钢的需求，而基建投资明年仍将作为稳增长的重要基石，预计有 19%上下的合理增速，但难以对冲房地产投资的回落。根据图 8 来看，截止至 11 月，商品房销售面积累计同比增速下降至 24.3%，已经连续 7 个月下滑，一般商品房销售面积传导到新开工以及房地产投资需要 6-9 个月的时间，那么地产投资拐点大概率出现在今年年末，终端地产投资将在明年逐步回落。此外，2017 年我们可以把关注点放在城镇化所带来人口红利的释放、以及铁路运输方面的投资。

图 3：2016 年全球主要国家年粗钢产量对比图（年，千吨）



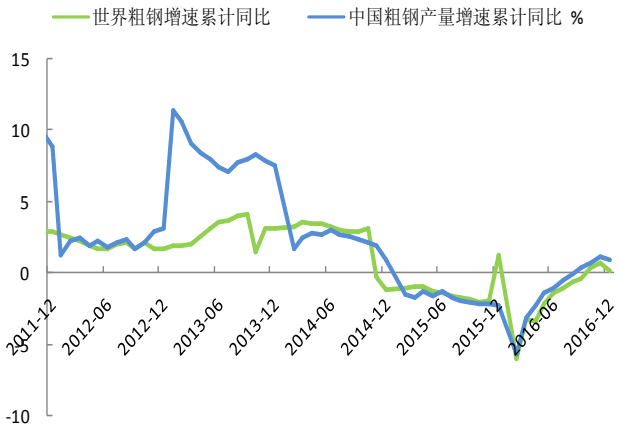
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 4：2016 年全球主要国家粗钢产量占比（%）



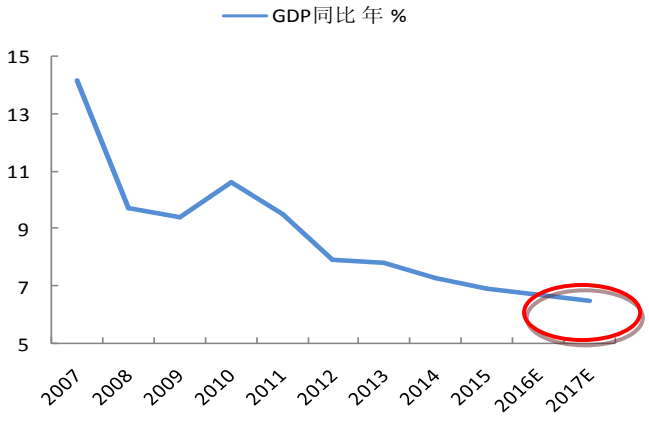
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 5：全球及中国粗钢增速累计同比



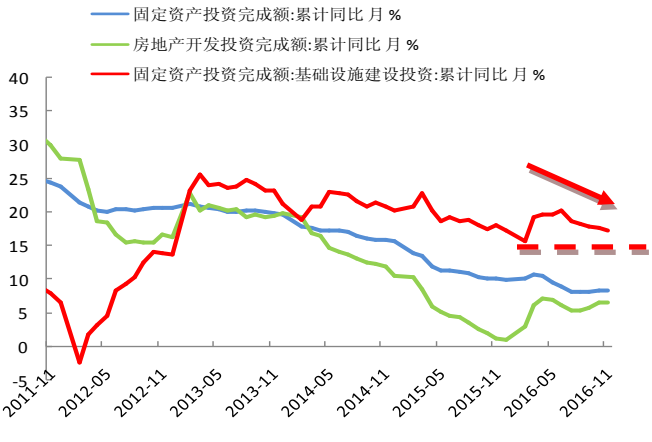
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 6：GDP 保持中速增长



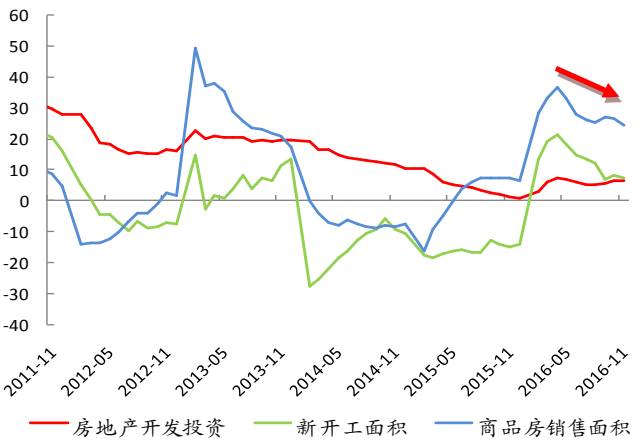
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 7：固定投资增速进一步放缓



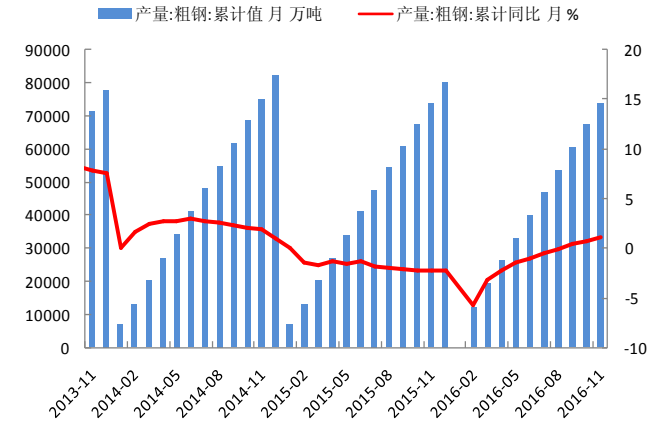
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 8：新开工和销售面积连续 7 个月下滑



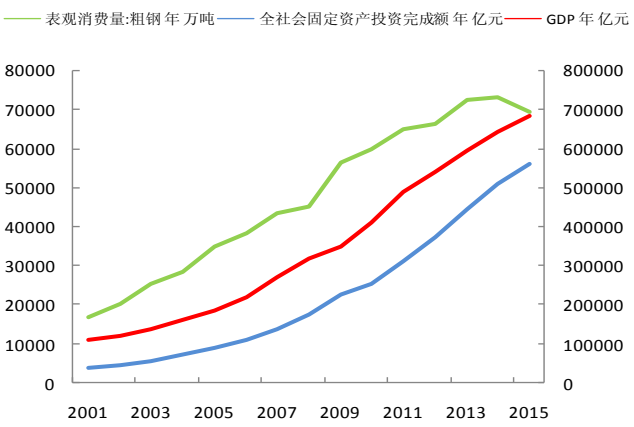
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 9：粗钢产量与累计增速走势图



来源：WIND、东兴期货研发中心

图 10：（粗钢表观消费量和 GDP）与固定资产投资走势基本一致



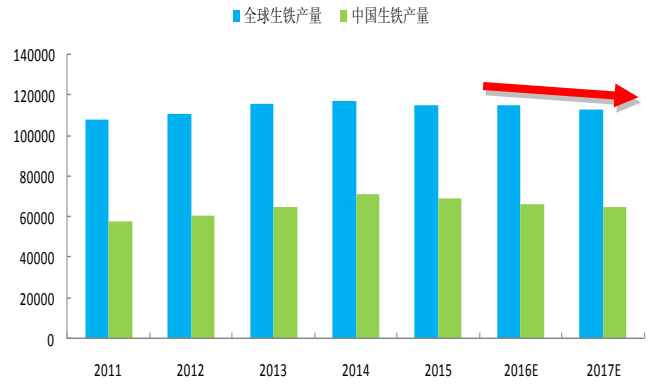
来源：WIND、东兴期货研发中心

三、铁矿石

供需矛盾重返，铁矿上涨风险逐步累积

2016 年，是黑色产业链集体爆发的一年，铁矿石作为寡头垄断的品种，其价格不断创出 2 年来的新高。我们认为，引领本轮上涨的供需错配情况，到了 2017 年将逐步得到改善。伴随着铁矿价格的翻倍，矿山复产增多，叠加四大矿迎来名副其实的扩产大年，新增产量对矿价构成的压力不容忽视，根据我们表 1 的测算，全球铁矿石供给或抬升到 1%以上的增长率。生铁需求方面，美国、日本等主要国家需求较为平稳，影响全球需求的问题仍要落在中国身上，而中国在需求端，随着国家重拳出击调控房地产行业，汽车购置税减半政策力度收缩、加之家电方面暂时没有新增亮点，终端需求阶段性的复苏难以保持，国内生铁需求下滑几成定局，因此，我们预计来年世界生铁需求累计同比增速将下滑至-1.8%，保持在负增长区间。那么在需求端难以保持，但供给增多的情况下，供需矛盾将再次重返大家的视野，铁矿石后期走弱是大势所趋，但价格底部相较 2016 年会有所抬升。

图 11：全球以及中国生铁产量



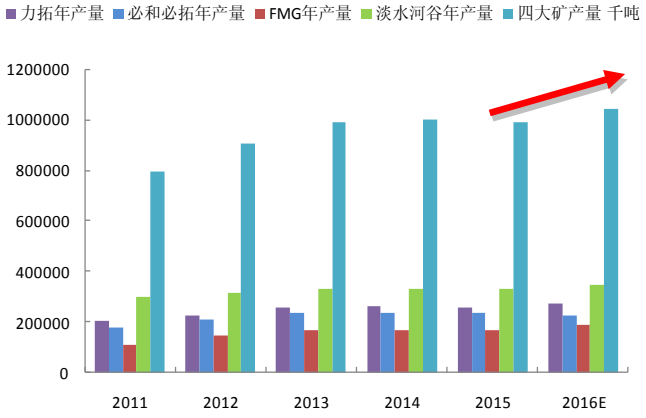
来源：WIND、东兴期货研发中心

矿山扩产大年叠加复产压力

进一步来看，虽然 16 年矿山扩产不及预期，但四大矿的扩产步伐并未放缓，因为其可以增大销量以摊薄成本，根据图 12、13 所示，四大矿产销均屡创新高，他们的的确确地通过扩产挤出了相当一部分高成本矿山，抢占了市场份额。如图 14，今年 2 月，国内矿山开工率降至 30%以下的低位，高成本矿山挤出效应明显，国内产量方面则同步收缩，2 月较去年同期减少 1366 万吨。但之后随着铁矿石价格水涨船高，矿山开工率再次抬头，主流非主流矿山复产所造成的供应压力，由于时间错配关系，推迟到 17 年逐渐显现，加之四大矿明年迎来名副其实的扩产大年，供应端的增量明显。具体来看， Vale 的 S11D 项目明年 1 月上马，Vale 预计增产 2500 万吨，力拓增产 1000 万吨，必和必拓增产 1200 万吨，澳大利亚罗伊山增产 1500-2000 万吨，中信泰富 500 万吨，其他国家 500 万吨，预计全球增量 7200 万吨，铁矿来年供应压力不容小视。

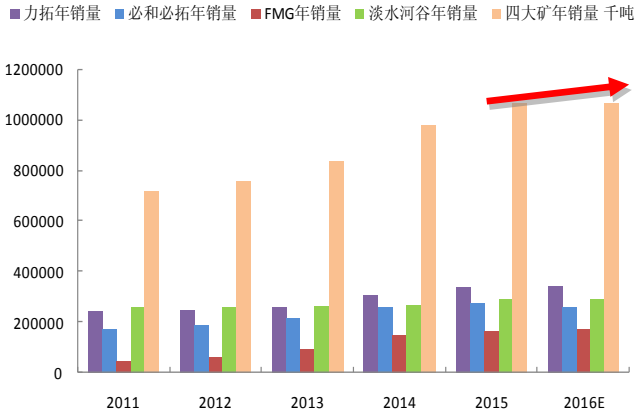
经过测算，我们大致给出了 2011-2017 年全球铁矿石供需情况。如表 1 所示，2011-2017 年全球铁矿石需求同比增速从 3.94%下降至 1.12%，而在 14、15 年铁矿价格不断创出新低的同时，对国内外高成本矿山有较大的挤出效应，供应端在这两年缩减明显，图 15 可以看出，国产矿产量增速从去年开始一直处于负增长区间且增速下降明显，这也为 2016 年的大涨打下了一定的基础。但随着矿价不断创出新高，国内高成本矿山也随之死灰复燃，截止至 11 月，国产矿产量累计同比减少 3.6%，较年初增速又有所抬头，在当前矿价情况下，国内矿山复产仍较为积极，复产压力将在明年逐步积累。

图 12：四大矿铁矿石年扩产步伐不停（年，千吨）



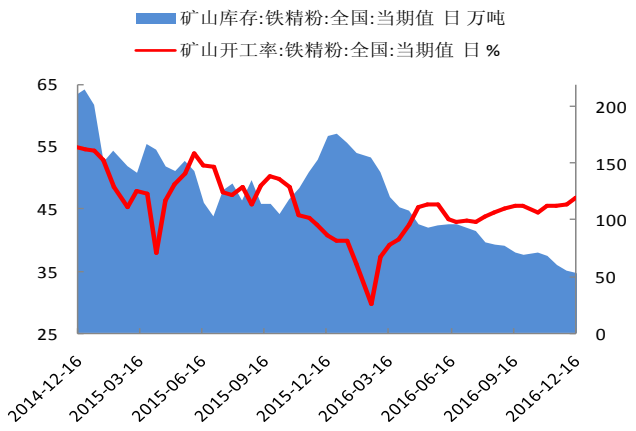
来源：钢联、东兴期货研发中心

图 13：四大矿铁矿石年销量屡创新高（年，千吨）



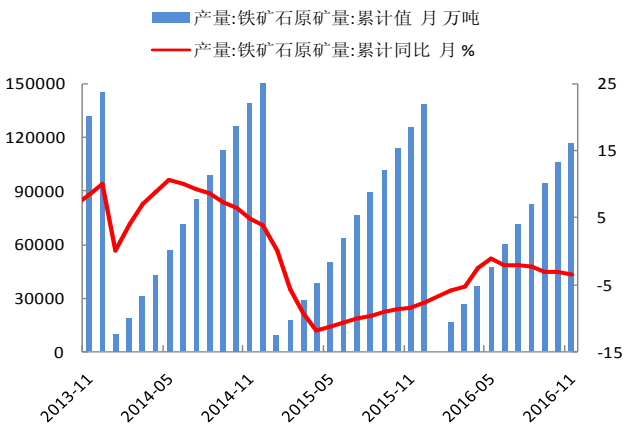
来源：钢联、东兴期货研发中心

图 14：国内矿山开工率 2 月份触底



来源：WIND、东兴期货研发中心

图 15：国产矿产量累及其累计同比

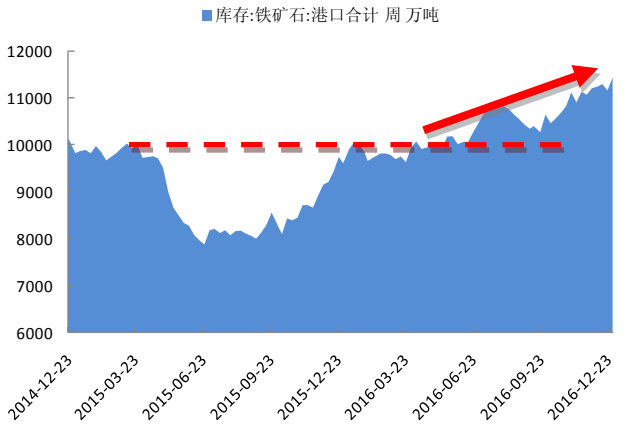


来源：WIND、东兴期货研发中心

低库存成过去式，高品矿紧缺问题逐步缓解

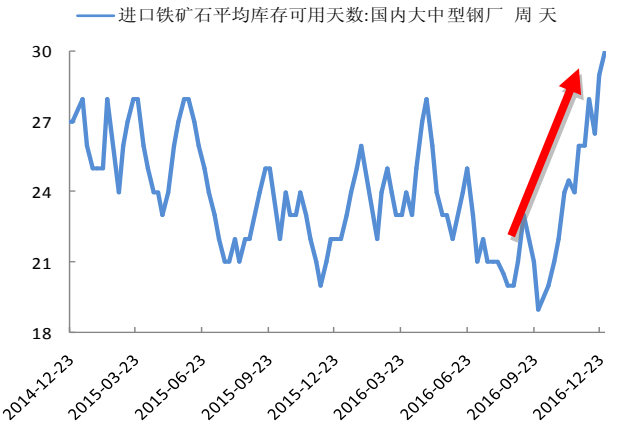
今年春季以来，港口库存一直处于 9000 万吨的低位，但四大矿作为上市企业，为了自身以及股东的利益，需完成当初制定下来的年终目标，发货量一定会补上，此外，高矿价明显提高了全球矿山发货的积极性，图 18 数据上看，随着价格水涨船高，北方六港到货量在 5 月份触底后确实逐步攀升。另一方面，如图 19 所示，今年进口量增速较为可观，2016 年或维持在 10%左右，根据我们的统计，预计 2017 年铁矿砂及其精矿进口量累计同比增加 13.5%左右，进口增速大概率再上一个台阶，那么港口低库存情况明年都再难看到。如今市场关注铁矿的一个焦点问题是高品矿结构性紧缺，由于今年焦炭价格的疯涨，钢厂选用高品矿替代高价焦炭，但随着焦炭价格的回落趋稳，加之四大矿新增产量，高品矿结构性紧缺问题将在明年下半年得以缓解，这一支撑矿价的炒作因素或在不复存在。

图 16：港口低库存成为过去式



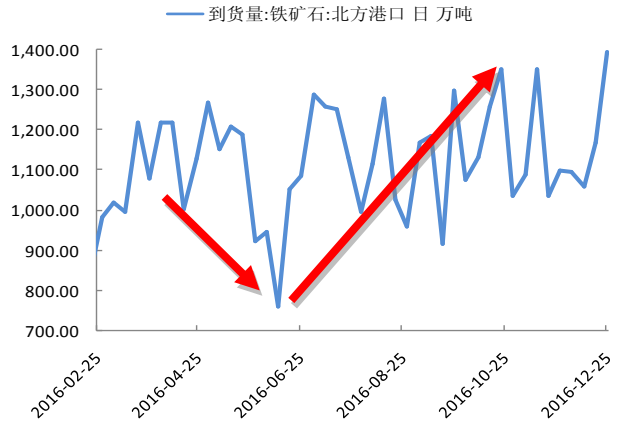
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 17：进口矿库可用天数尚可



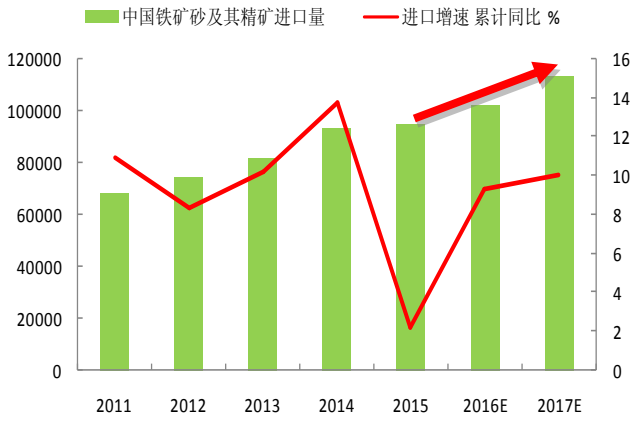
来源：WIND、东兴期货研发中心

图 18：北方六港到货量在年末翘尾



来源：WIND、东兴期货研发中心

图 19：铁矿砂及其精矿进口量同比增加



来源：WIND、东兴期货研发中心

表 1：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）
2011	1,080,894.03	1,729,430.46	5.62%	1,956,627	3.94%	227,196.54
2012	1,108,326.63	1,773,322.61	2.54%	1,904,465	-0.64%	131,142.39
2013	1,158,611.41	1,853,778.26	4.54%	2,038,962	2.38%	185,183.74
2014	1,173,847.26	1,878,155.62	1.32%	2,001,131	1.21%	122,975.38
2015	1,154,690.50	1,847,504.80	-1.60%	1,931,508	-3.95%	84,003.20
2016E	1,153,825.13	1,846,120.21	-0.07%	1,907,171	-1.26%	61,050.79
2017E	1,133,056.28	1,812,890.05	-1.80%	1,928,531	1.12%	11,5640.95

来源：WIND，东兴期货研发中心

表 2：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（%）
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%
2015	69141.30	-3.50%	95272.29	2.17%	138128.90	-7.70%
2016E	69348.72	0.30%	103886.46	10.08%	112166.10	-3.45%
2017E	68031.10	-1.9%	116893.04	13.52%	104314.47	-0.70%

来源：WIND，东兴期货研发中心

成本端支撑尚无从谈起，矿价将逐步走弱

年末普氏指数已经冲破 80 美金，价格创出 2 年来的新高，根据最新矿业巨头的财报显示，16 年 3 季度，四大矿 C1 现金成本位于 13-15 美金之间的极低水平，经过测算，其完全成本均在 40 美元/干吨以下，且来年有望进一步降低，不难发现，目前的矿价完全无法对四大矿山构成实质性威胁。退一步来讲，即使矿价跌破 60 美金，其利润仍然非常可观，而四大矿山不断扩产挤占市场份额的决心是不容置疑的。指望成本端支撑矿价或在 2017 年无从谈起，为之后做空提供一定的基础条件。

另一方面，即使四大矿有意控制发货节奏，令国内港口库存犹如 16 年 1 季度一样降至低位，造成高品位资源暂时短缺，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，港口难以中长期保持低库存情况，尤其在年底的时候，发运只会更上一层楼。我们认为，当前价格情况下，不能指望全球矿山尤其是四大矿产量能有缩减，仍需要靠矿价下跌来促进去产能的发生，而这一阶段将会是相当漫长的。与此同时，需求端阶段性复苏或告一段落，也是造成矿价无法继续上涨的原因。

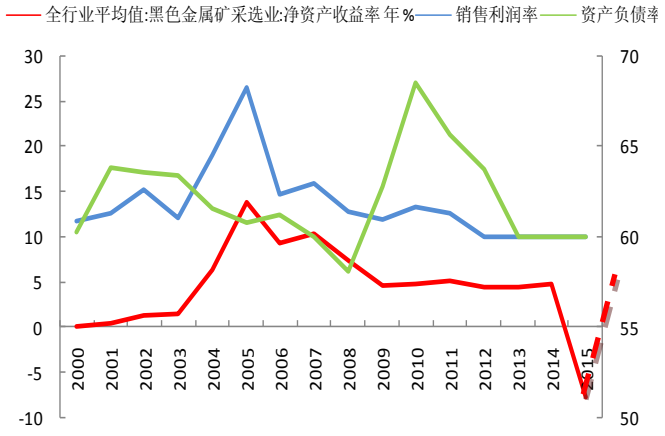
最后，我们还需要考虑的是，60 美金作为国内外非主流矿山成本的生死线，若四大矿坐看矿价跌破，那么原本死灰复燃的高成本矿山可能再度面临减产、甚至停产，或会成为短期扰动矿价下跌的外生因素。此外，年初几个月澳洲比较容易发生飓风，2017 年或许会因为天气等一系列突发因素，令供需端回归一时的紧平衡，但根据我们之前的分析，供需矛盾终将逐步凸显，来年价格或先扬后抑。风险方面，多空的风险点仍在于国内政策端的变化，此外，国际原油价格以及澳币汇率的涨跌，来年也需特别关注。

四、螺纹钢：供需双向收缩 价格先扬后抑

产能去化之路漫长，钢厂利润有所反复

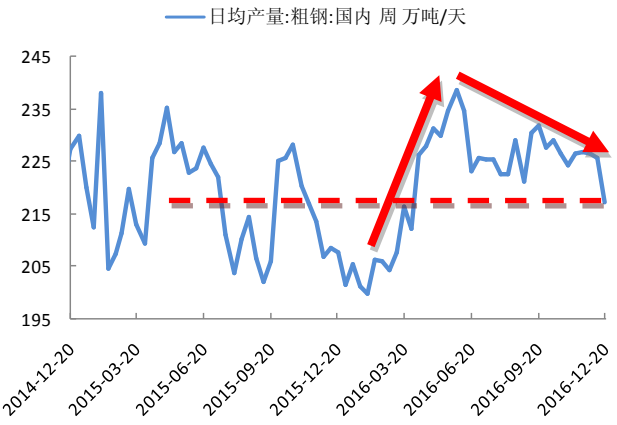
根据我们的测算，2016 年钢厂吨钢实际平均盈利 115 元/吨，如图 22 所示，特别是在今年 3 月份，一度突破 600 元/吨，部分企业利润甚至高达 800 之上，面对如此虚高的利润，日均粗钢产量持续攀升，为 4 月份以及年末利润的做空提供了基础条件。我们认为，在供给侧改革深化的大背景下，钢厂利润长期向好虽是大概率事件，但应保持在合理的区间，否则去产能之说将无从谈起。根据测算，我们预计 2017 年钢厂盈利状况或维持在 200-300 这一较为合理的区间。进一步讲，整个去产能的过程并不是一蹴而就的，过程必将漫长而又曲折，因此短期利润还应有所反复。操作上，应结合钢厂实际去产能情况，环保限产政策等时间节点，来做盘面利润的回归。

图 20：2015 年全行业持续亏损



来源：WIND、东兴期货研发中心

图 21：日均粗钢产量有所抬升

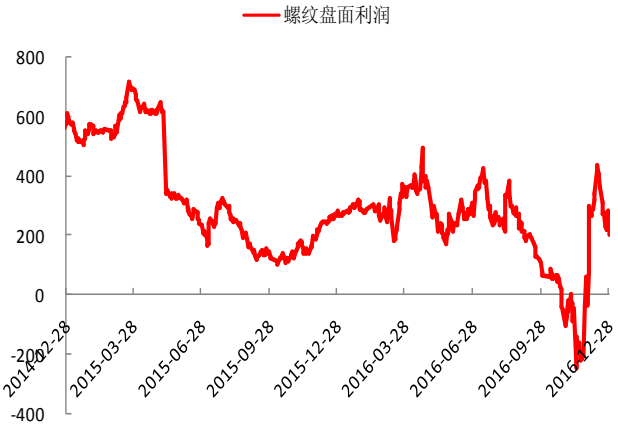


来源：WIND、东兴期货研发中心

图 22：钢厂实际利润

来源：WIND、东兴期货研发中心

图 23：螺纹盘面利润

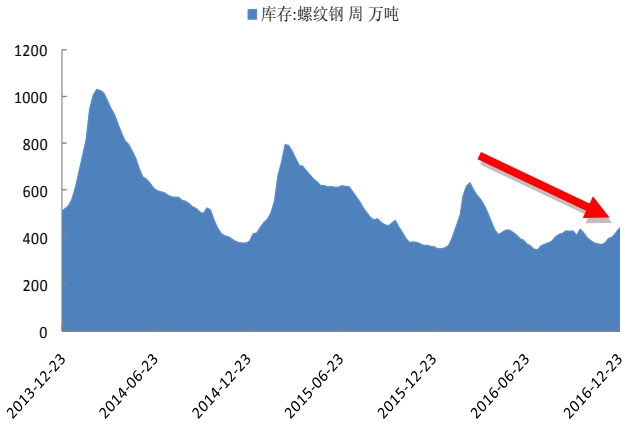


来源：WIND、东兴期货研发中心

厂内外库存偏低，高开工率难以维系

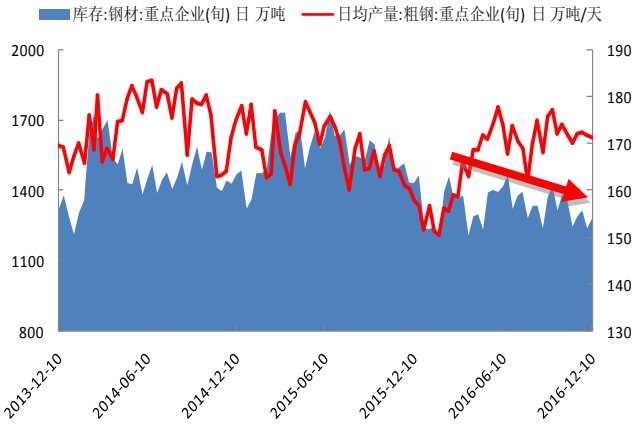
今年社会以及钢厂库存均处于低位，为螺纹的反弹奠定了基础，其中，社会库存自 3 月份高点 636 万吨，降至如今的 450 万吨，而钢厂库存处于 1280 万吨的低位水平，库存出现了偏低的情况，供需产生一定的结构性缺口，激发了钢厂补库需求。我们认为，2017 年，支撑钢价的这一因素仍在。随着供给侧改革深入推动后，钢铁行业去产能逐步伸向在产产能，钢材供给得以更为有效的控制，高炉开工率大概率低于 16 年同期水平，或下滑至 73-75%，粗钢日均产量或维持在 165 万吨，较同期减少-1.6%。此外，中频炉问题持续发酵，据悉，市场认为在 1 亿吨出头的产能中，有接近三分之一的产能不合规，那么违规中频炉的关停整治行动，对供应端会起到不错的制约效果，支撑 2017 年螺纹的价格。

图 24：螺纹社会库存



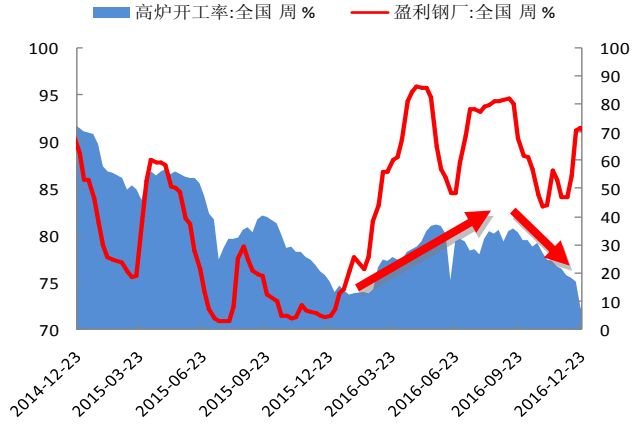
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 25：钢材厂内库存



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 26：高炉开工率

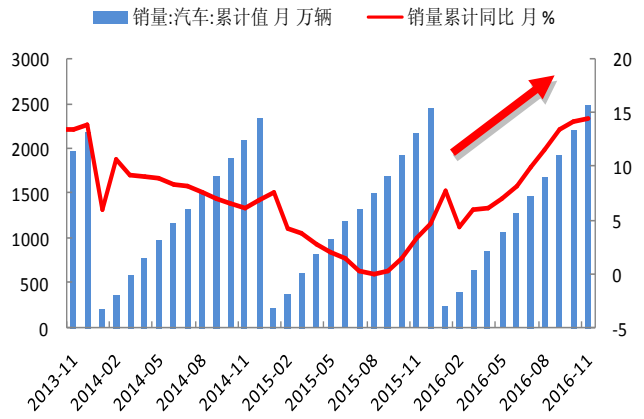


来源：Wind、东兴期货研发中心

需求着力点不在，终端暂无亮点

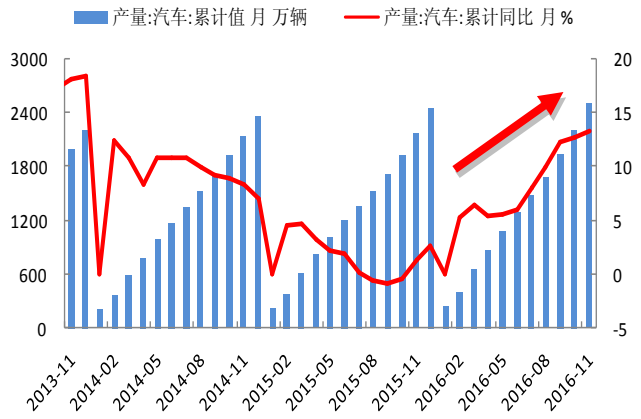
房地产作为本轮上涨的重要着力点，2017 年或难以延续，如今商品房销售面积累计同比增长下降至 24.3%，其传导到新开工以及房地产投资需要半年到 9 个月的时间，那么地产投资周期性拐点会在 2017 年上半年出现。即使基建挑起大梁，但仍难以对冲房地产投资增速的下滑。固定资产投资走低是大概率事件。而汽车方面，今年产销两旺的结果主要归功于购置税减半政策，但步入 2017 年，此番政策力度有所收缩，征收税率从 5%过渡到 7.5%，持续到 2018 年 1 月 1 日。政策力度的转变，不利于汽车需求。同样的，家电方面，也难以看到爆发点，所以内需方面我们看不到新增亮点。此外，外需方面，2015 年的钢材出口是一个新增亮点，但今年以来风光不再，一方面是 16 年内销比较旺，另一方面是贸易摩擦不断。预计受助于人民币贬值以及内需下滑，2017 净出口增速小幅回暖，不过依旧维持在中低增速，由于净出口基数较小，暂时也无法成为需求新的着力点。因此，需求来年下滑是大概率事件。

图 27：汽车销量及其同比增速



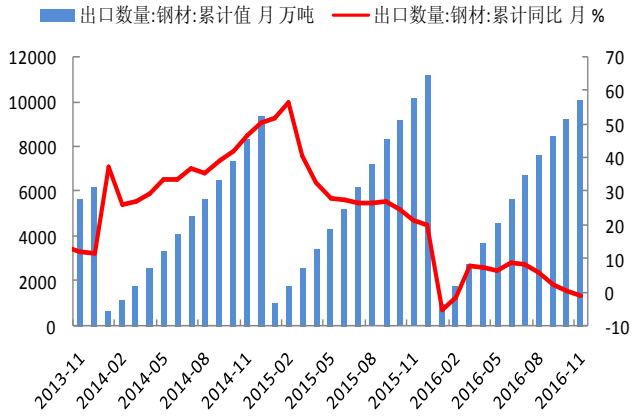
来源：Wind、东兴期货研发中心

图 28：汽车产量及其同比增速



来源：Wind、东兴期货研发中心

图 29：出口钢材数量



来源：Wind、东兴期货研发中心

钢价宽幅震荡，钢厂利润逢低做多

最后，我们简单看下当下去产能的任务，国务院要求从 16 年开始，用 3-5 年时间退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，5 年内淘汰 1 亿-1.5 亿吨钢铁产能，其中 2016 年煤炭和钢铁去产能的目标分别是 2.5 亿吨、4500 万吨，均已超额完成。而随着供给侧改革的深入，2017 年钢铁去产能，将更多地对在产产能进行整合去化。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。我们预计 2017 年粗钢产量累计同比大概率转入负增长，或下滑至-1.6%。表 3 所示，2016 年粗钢表观消费量同比增速或升至 4.38%，显示今年国内需求阶段性好转，而净出口增速大幅下滑至 0.63%，这一方面源于不断升温的贸易摩擦，另一方面也是前面说的，16 年国内需求阶段性复苏，外销更多转为内销，影响了出口需求，但 2017 年净出口情况或如上文提到的，有一定的改善。总体来看，需求端在政策导向和人民币贬值不变的前提下，增速下降仍较为可控。而供应端的收缩也较为合理。因此，我们预计 2017 年螺纹供需矛盾并不突出，价格难有大幅度趋势性的涨跌，整年或维持宽幅震荡的格局。重点可以关注钢厂亏损程度及环保政策实施情况，来把握钢厂的减产节奏。此外，由于供给侧改革的深入推进，钢厂利润持续向好，2017 年建议做利润的回归，若利润偏离合理区间，可在低位适当做多钢厂利润。

表 3：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
2011	683.3	8.9%	648.78	8.25%	34.8	28.16%
2012	716.5	3.1%	664.43	2.31%	44.3	27.17%
2013	779.0	7.54%	725.63	9.21%	50.9	14.78%
2014	822.7	0.9%	731.47	0.08%	84.2	65.58%
2015	803.8	-2.3%	694.67	-0.05%	105.7	25.57%
2016E	806.9	0.92%	725.12	4.38%	106.4	0.63%
2017E	793.9	-1.6%	735.77	1.47%	112.3	5.58

来源：WIND，东兴期货研发中心

操作策略

综上所述，我们认为铁矿石供需矛盾后期将重返大家视野，价格上涨基础或被打破。而螺纹价格上涨空间更多取决于政策端的变化，有一定的不确定性。2017 年主导钢矿涨跌的因素仍然得看供需端在特定时间节点上的博弈。对于铁矿石，我们认为 2017 年需求下滑几成定局，供应增量又很明显，成本端带来的支撑效果尚无从谈起。2017 年铁矿石内盘不会超过 700 元/吨的概率很大。目前四大矿的完全成本都在 40 美元/干吨以下，而普氏指数年末已经突破 80 美元/吨，当前矿价根本无法对其构成威胁，而矿业巨头扩产抢份额的决心不容置疑，矿价大概率由今年的大幅上涨转为 2017 年的先扬后抑。

螺纹钢方面，贸易商囤货会较今年谨慎，使得社会库存维持在低位。由于去产能的深化推动，产量会合理下降，叠加低社会库存的存在，会对钢价形成一定支撑，反过来说，在面对高额利润的诱惑下，产量亦会波动到高位，此时贸易商会将库存压力转入钢厂，从而对钢价造成压力。这种特性将导致钢价随着产量增减呈现出区间震荡特性，价格上下都较难走出大趋势行情，会在一个合理的价格区间震荡，在供需双向收缩的情况下，预计 2017 年螺纹钢或宽幅震荡，区间大致在 2700-3600。此外，在供给侧改革背景下，钢厂利润长期向好，可在低位做多螺纹/铁矿比价，即做多盘面利润。

策略 1：把握年中和年末两个时间节点做空铁矿。
理由：淡季预期叠加供给放量
风险：四大矿控制发货节奏，黑色金属再受炒作资金青睐。

策略 2：待钢厂利润跌破 200，可以逢低做多螺矿比。
理由：供给侧改革推进，钢厂利润长期向好。
风险：政策仍存一定程度的不确定性，短期利润可能有所反复。

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。