

## 复产不佳需求良好 短线调整中线趋涨

## 黑色产业链

## 内容提要:

- ◆ 国内外宏观环境的相对好转是2016年一季度以来商品集体走高的基础,我们认为受到供给侧改革所带来的市场出清压力将持续到2017年,全年宏观环境难言乐观,但在稳增长的目标下,工业产出不佳但需求有好转迹象,企业利润小幅修复。经济的微弱回暖可以延续到二季度。
- ◆ 缺乏资金成为抑制行业开工率的主要矛盾,再加之供给侧改革带来的去产能压力,钢铁企业开工率在后期不会显著提升,因此钢材的供给压力并不算严峻。
- ◆ 钢厂利润正运行进入250-300元/吨的峰值区域,但开工率不及预期并且难以出现大幅回升,使得固有的逢高做空钢厂利润的套利思路画上问号,要进一步观察需求端的变化。
- ◆ 房地产的回暖情况在四月仍将延续,新项目开工热情高温短期难退,直接提振钢材需求。应注意梅雨季节里钢材需求可能下滑。
- ◆ 国内钢铁出口量再度同比、环比下滑,同时行业预计2016年全年的出口量会出现负增长。
- ◆ 2016年2月铁矿石进口量环比小幅下降,铁矿石进口带来的压力短期有所缓解。港口库存维持前期水平,并未有大幅变化。
- ◆ 期价自底部大幅回升,领涨于商品,技术层面短线有调整需求,但资金热情高涨,钢厂利润好转、库存低迷以及需求回暖等题材,中线做多热情难以消退。预计四月期价在短暂调整后有望继续偏多运行。
- ◆ 短线倾向于调整,螺纹两阶段支撑位分别为2100点和2000点,铁矿石两阶段支撑位分别为380点和360点,目前暂获380一线支撑。中线策略以回踩支撑位逢低布局多单为主,也可参考利润峰值多矿石空螺纹以做空钢厂利润。

## 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:

shilei@neweraqh.com.cn

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,主攻黑色产业链研究。

## 近期报告回顾

2016年度报告:

供需双降过剩延续 严寒之中期盼春风 20151218

月度报告:

利润上升令供给端承压 20160201

周度报告:

## 前言

2015年12月中旬，美联储加息之后商品出现集体反弹，由于超跌之后市场情绪高涨以及库存低迷、需求改善等基本面好转预期的提振，螺纹钢和铁矿石价格在一季度领涨商品市场。螺纹、铁矿指数在二月份短暂的15个交易日內，分别上涨4.8%和12.28%，截至二月末，铁矿石期货价格指数累计涨幅高达28%，而螺纹钢期货价格指数涨幅仅15%。而在万物复苏的阳春三月，螺纹钢和铁矿石以巨幅增仓放量的姿态，开启五浪上攻，持续领涨商品市场。期价并未如期进行调整，而是以高位巨幅震荡的方式延续走高，同时螺纹钢和铁矿石的强弱角色也悄然发生了转变。

截至3月29日，螺纹钢1605合约飙涨16.3%，而铁矿石1605合约涨幅仅11.77%，螺纹走势逐步强于铁矿石，与此同时我们也观察到，远月合约的涨幅不及近月合约，螺纹钢1610合约涨幅近12.39%，铁矿石1609合约涨幅仅9.86%。探究螺纹钢、铁矿石双双领涨商品以及两者之前强弱关系的变化原因，我们认为价格在二月份和三月份所受驱动的逻辑出现变化，前期价格上涨的主要推动力是钢材需求的好转预期，“矿强钢弱”则是由于钢厂开工回升预期对铁矿形成需求提振而对钢材带来供给压力。而现阶段钢厂开工情况不及预期，社会钢材库存低迷以及钢材消费季节性旺季带来了“短缺危机”，使得两者价格进一步拉涨并且呈现“钢强矿弱”。而从投机的角度来看，螺纹钢和铁矿石的成交量和持仓量在三月份创下历史新高，螺纹钢1605合约3月（截至29日）成交量9965.4万手，1610合约成交达17555.6万手的天量，铁矿石1605合约成交7814.5万手，1609合约也成交5978.2万手，资金的疯狂涌入对行情推波助澜。

二月谈需求好转预期，三月炒供给阶段“短缺”，四月份黑色基本面将是供需两端的叠加，宏观基础良好，我们预计四月螺纹和铁矿的价格短线面临技术调整，中线仍有上行动能。

表1 3月1日-29日螺纹钢和铁矿石期货的表现

	开盘价	收盘价	涨幅	波幅	累计成交量	1-3月累计涨幅
螺纹钢 1605	1975	2290	16.3%	20.29%	9965.4万手	28.36%
螺纹钢 1610	1930	2159	12.39%	16.67%	17555.6万手	19.94%
铁矿石 1605	370.5	413	11.77%	27.93%	7814.5万手	28.26%
铁矿石 1609	346.5	379	9.86%	24.93%	5978.2万手	22.06%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第一部 宏观经济显露回暖迹象

国内外宏观环境的相对好转是2016年一季度以来商品集体走高的基础，我们认为受到供给侧改革所带来的市场出清压力将持续到2017年，全年宏观环境难言乐观，但在稳增长的目标下，经济的微弱回暖可以延续到二季度。

工业产出不佳但需求有好转迹象，企业利润小幅修复。国家统计局3月12日公布的数据显示，中国1-2月规模以上工业增加值同比5.4%，预期5.6%，这也是2009年以来最为疲软的开年表现。但部分高耗能行业 and 传统行业生产增速回落，主要是受需求不足、结构调整等因素影响，钢铁、有色、化工、建材等高耗能行业生产增速比2015年12月份均有所回落，且粗钢、水泥、电解铝、煤炭等产品产量下降幅度均有所扩大。1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额7807.1亿元，同比增长4.8%。利润总额的增长由负转正，打破2015年全年下跌的颓势，说明工业企业整体的盈利能力有边际改善的迹象，稳增长初见成效。从需求端来看，1-2月全国固定资产投资同比增长10.2%（前值10.0%），为20个月来首次回升，其中房地产投资回升贡献主要增长动力，这对于黑色产业链需求端的提振较为显著。需求到生产的传导具有一定的时滞性，固定资产投资增速上升与2015年国家出台的去产能、去库存、去杠杆降成本、补短板等一系列供给侧改革的政策息息相关。在一定的经济周期内政策是具有连续性的，也就是说固定投资增速回暖的现象也具有周期性，在未来一段时期内是一个良好的经济发展信号。

从去年下半年常谈及的“供给侧改革”也在2016年初逐步开始展露出决心和实策。钢铁行业产能利用率低，去产能的口号喊了一两年，但都是由于需求端下滑引起的被动减产和破产。连续近五年经营愈加惨淡的钢铁业被政府列为今年“去产能”改革的突破口。李克强总理在1月20日的国务院专题会上部署今年重点工作时指出，抓住化解过剩产能、消化不合理库存、促进企业降本增效等方面的难点问题，综合施策，率先从钢铁、煤炭行业入手取得突破。1月22日，他在国务院常务会议上再次明确提出，在近几年淘汰落后钢铁产能9000多万吨的基础上，再压减粗钢产能1至1.5亿吨。这一目标将通过“强制淘汰”和“引导淘汰”两种方式解决。前者将通过《环保法》等一系列法律法规，以及安全生产、能源利用、技术方式等行业文件来限定。一些不符合相关法律法规和行业政策要求的钢铁企业将被强制关停淘汰出局；而政策引导淘汰的，主要是已经主动退出市场，或者不符合地方发展规划，需要搬迁改造，以及主动进行兼并重组的企业。这对于本文重点关注的黑色产业链来说，已经初见成效，社会钢材低库存成为新常态，钢厂利润修复但开工率得到较好的抑制。

## 第二部分 黑色产业链供需格局

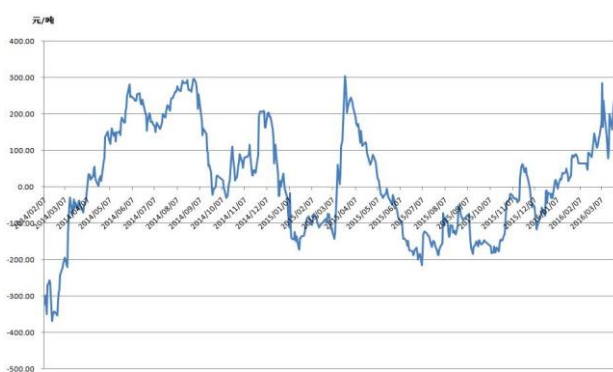
期价演绎到现阶段，技术层面有调整需求，但黑色产业链已经陷于底部太久，资金热情高涨，再遇利润好转、库存低迷以及需求回暖等题材，中线做多热情难以消退。预计四月期价在短暂调整后有望继续偏多运行。

### 一、改革深入、资金压力大，钢材供给难以大幅回升

钢厂的吨钢利润一直是我们的监测的重要数据，因为其与其开工率具有显著相关性，而开工率能比较直观地反映出现阶段以及未来的供给情况。（我们利用炼铁-炼钢-轧钢的公式【生铁吨制造成本=（1.6×铁矿石+0.5×焦炭）/0.9，粗钢吨制造成本=（0.96×生铁+0.15×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】利用现货市场相应原料价格来测算吨钢利润）

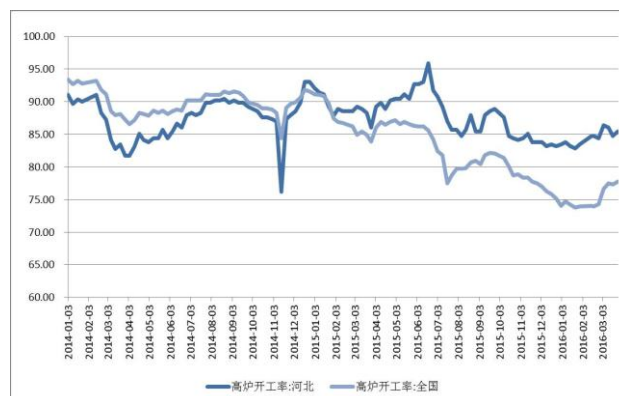
2015年螺纹钢成品价格和原材料铁矿、焦炭价格一路单边下挫，钢厂生产深陷亏损，自去年12月中旬商品拉开反弹大幕后，吨钢利润得到较好修复。二月末吨钢生产利润已经回升至150元/吨左右，随着三月钢价走高铁矿石价格调整，利润已经扩大至240元/吨。然而如此高的利润并未能令钢厂开工率出现大幅回升，截至3月29日当周全国高炉开工率报于77.76%，河北高炉开工率为85.40%，分别较上月末小幅提升3.45%和1%，但同比仍低6.08%和0.63%。

图1. 钢厂利润回升至峰值区域（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 高炉开工率有微弱拐头迹象但依旧低迷（%）



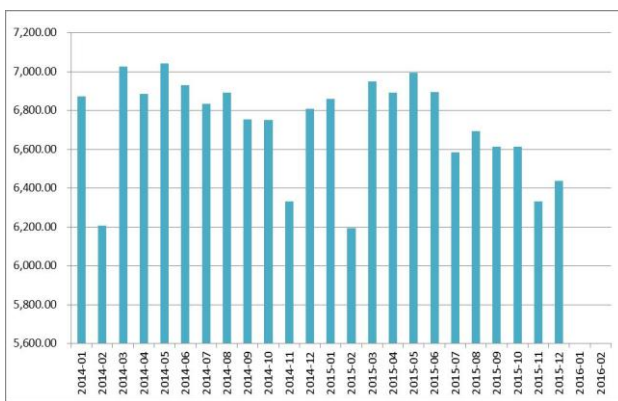
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

产量来看，国家统计局数据显示2016年1-2月全国粗钢日均产量201.78万吨，同比下降7.27%；1-2月生铁日均产量175.65万吨，同比下降8.55%；1-2月钢材日均产量270.47万吨，同比下降3.73%。2016年1-2月我国粗钢产量12107万吨，同比下降5.70%；1-2月我国生铁产量10539万吨，同比下降7.00%；1-2月我国钢材产量16228万吨，同比下降2.10%。由于钢

铁企业负债率高企,大型钢企2015年平均资产负债率为70.06%,整个钢铁行业负债率超过90%,资金匮乏成为抑制行业开工率的主要矛盾,再加之供给侧改革带来的去产能压力,钢铁企业开工率在后期不会显著提升,因此钢材的供给压力并不算严峻。

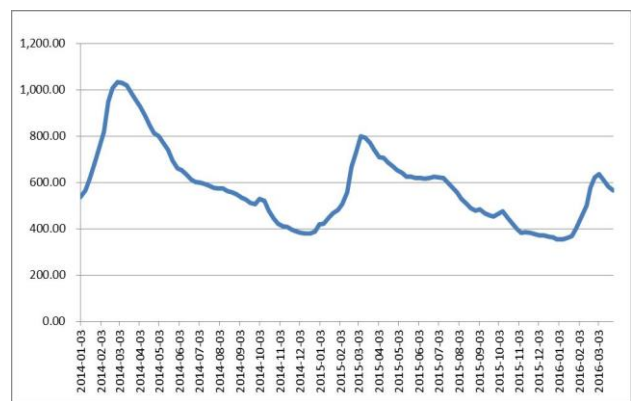
钢厂利润回升——开工率回升——供给增加——钢价回落利润收缩至亏损——开工率下降——供给减少——钢价回升,一般在需求端没有较大变化的情况下,钢材市场将沿上述轨迹循环运行,其中开工率的回升一般晚于钢厂利润的回升2-3个月,也就是说钢厂利润见顶进入收缩周期时,开工率仍然维持攀升态势。现阶段钢厂利润正运行进入250-300元/吨的峰值区域,但开工率不及预期并且难以出现大幅回升,使得固有的逢高做空钢厂利润的套利思路画上问号,要进一步观察需求端的变化。

图3. 粗钢产量小幅回落(万吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图4. 螺纹钢周度库存再度拐头向下(万吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

## 二、需求博弈：房地产市场回暖但钢材出口显著下滑

### 1. 一线城市房价领涨，新屋开工延续回升

政策端在2016年伊始便对提振钢铁消费终端——房地产行业屡次发力,为了有效化解房地产库存,2016年2月2日,央行发布降首付新政,非限购城市(即北上广深与三亚之外的城市)首套房商贷最低首付比例可下调至20%。2016年2月17日,央行再次发布消息,决定将职工住房公积金账户存款利率,由现行按照归集时间执行活期和三个月存款基准利率,调整为统一按照一年期定期存款基准利率执行。2016年2月19日,财政部决定调整房地产交易环节的契税、营业税。这些新政的密集出台令房地产市场略有回暖。

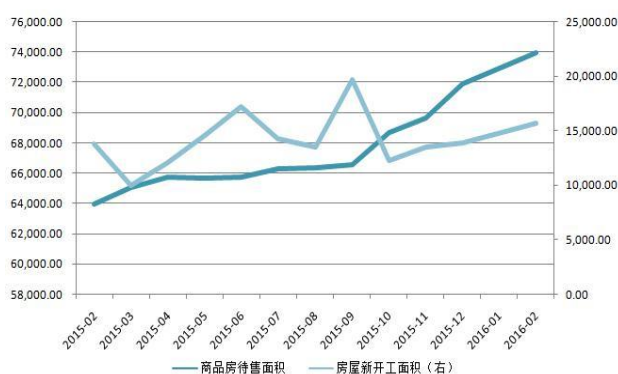
国家统计局数据显示,2016年2月全国70个大中城市房价同比上涨2%,环比增长4.8%。一线城市依然领涨,但三线城市房价自2014年4月以来首次环比上涨引发市场关注。春节后包括三线城市在内的房地产市场呈现量价齐升的势头。70个大中城市中55个房价环比上涨,17

个城市房价的月环比年化增速超过 5%。与此同时，春节后多数大城市（包括部分三线城市）的商品房成交量也出现强劲回升。2016 年 1-2 月，全国商品房销售面积累计 11234.56 万平方米，累计同比大幅增加 28.2%（8763.89），但销售量增速较 2015 年底有小幅下滑。房地产行业去库存情况较好，2016 年 1-2 月全国商品房待售面积为 73931 万平方米，累计同比增加 15.7%，涨幅同比大幅收缩。

本轮房价上涨周期中，值得关注两点，一是房地产销售具有季节性规律，春节之后楼市成交的繁荣难以持续到二季度；二是深圳、上海等城市涨幅过大引发政策调控，从表象上看严厉的调控政策会房地产市场带来抑制，但政策下发到执行期间仍有过渡期，并且一线城市住房供应长期“短缺”使得需求向周边地区以及二、三线城市蔓延。

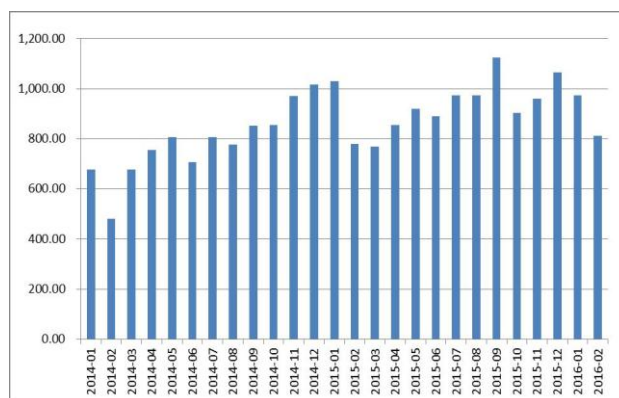
综上，房地产的回暖情况在四月仍将延续，新项目开工热情高温短期难退，直接提振钢材需求。然而四月之后南方将逐渐步入梅雨季节，房屋开工可能受到季节性影响，这是影响钢材需求的重要风险点。

图 5. 房地产库存及新开工均小幅增加（万平方米）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 钢材月度出口显著下降（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 2. 出口小幅回落但仍维持高位

2 月全国钢材出口量同比小幅增长。据海关总署最新数据显示，2016 年 2 月我国出口钢材 811 万吨，单月出口量降幅明显，较上月减少 163 万吨，环比下降 16.74%，同比增长 4.04%；1-2 月我国累计出口钢材 1785 万吨，同比减少 1.29%。2 月份钢材进口量持平。2016 年 2 月我国钢材出口平均价格为 433.89 美元/吨。

含硼钢出口退税政策取消后，含硼钢材出口占比持续下降，对钢材出口增量贡献度迅速下降，双反压力加大，加之国内需求向好，钢价走势偏强，出口价格优势弱化，预计出口后期将延续回落，我们曾经在年报中测算 2016 全年钢材出口总量将呈现负增长。

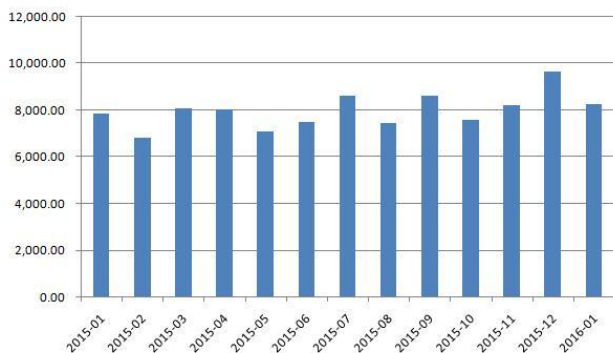
### 三、铁矿石：供给压力一般、需求难有提升空间

铁矿石进口量自去年底创阶段新高后逐步回落，港口库存水平维持于 9500 万吨的水平，供给压力一般。由于钢厂开工率后期难以出现更大幅度的提升，对于铁矿石的备货水平也已经维持在高位，目前铁矿石价格进入调整期，预计钢厂暂不会大量补库存，铁矿石需求也有所承压。

#### 1. 铁矿石进口量逐步回落

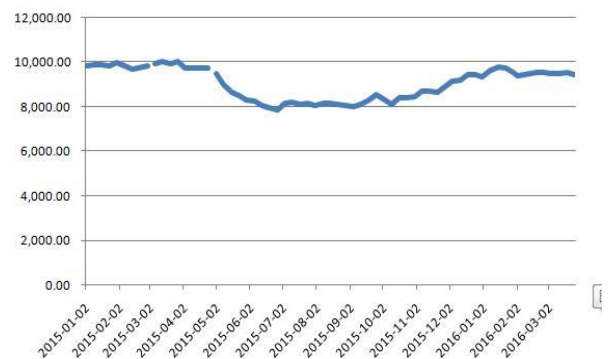
海关数据显示，铁矿石月进口量同比大幅增加，环比则大幅回落。2016年2月我国铁矿砂及其精矿进口量为 7361 万吨，同比增加 8.34%，环比减少 10.44%，进口量自 15 年 12 月的高位 9626.95 万吨，大幅减少 2266 万吨；进口平均单价为 42.81 美元/吨，同比下降 39.41%，环比下降 6.33%。

图 7. 铁矿石月度进口量小幅下滑（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 铁矿石港口库存维持高位震荡（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

#### 2. 港口库存维持前期水平

春节后钢厂复产以及钢厂加大力度补原料库存，铁矿石需求大幅攀升。三月份传统行业旺季来临，钢厂开工率小幅回升，对铁矿石消耗增加，但由于去年末矿石“抄底”进口量较大，目前港口库存依旧维持在高位。三月钢厂复产情况不及预期，尽管钢价走势偏强，后续开工率依然缺乏大幅提升的空间，对于铁矿石需求将维持于现阶段的水平。目前钢厂的铁矿石可用天数达到 23 天，库存压力仍存。

## 第三部分 技术分析

### 一、螺纹钢五浪上攻后面面临调整但空间有限

螺纹指数周线周期已经向上突破 2014 年以来的下降通道，2015 年 12 月 18 日当周的小阴线成为中线多空分水岭，在此之前期价在破位两千关口后连续 15 周下探，几乎没有调整，而之后期价同样开启了 15 周上涨，并且涨幅超过前期跌幅。从节奏上看，螺纹呈现五浪上行走势，其中三浪为延长浪，期价本轮目标位基本到达。从均线来看，MA5 上穿 MA60，其余短期均线均呈现上行走势，这是经典的多头排列。周线周期来看，螺纹价格可能会在阶段高位震荡整理，调整空间有限，下方 2100 点和 2000 点有较强支撑。

图 9. 螺纹钢指数周 K 线



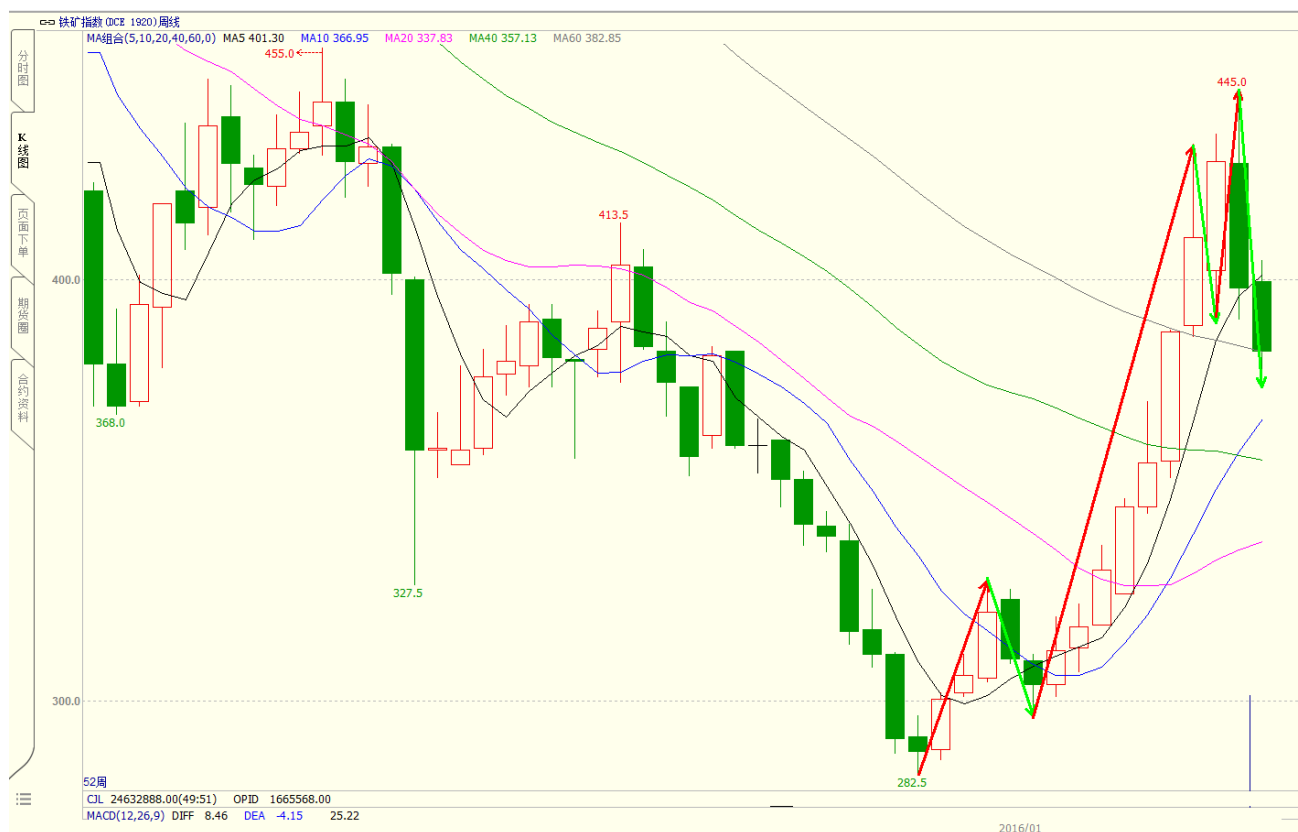
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

### 二、铁矿石率先开启回落

铁矿石指数同样呈现五浪上行，前半程率先发力，尤其在三浪拉升阶段，主升浪收八连阳傲视群雄，然而最后的四浪调整和五浪延伸略显仓促，随后铁矿与螺纹的地位发生转变，铁矿成为领跌品种，连续两周大幅下挫。短线表现与螺纹相当，但铁矿已经跌落 5 周均线并且回踩 60 周均线，调整幅度高达 15%，在此价位铁矿期价展开日线级别的横盘整理，若跌破 60 周线支撑则将目标下调至 360 元/吨。



图 10. 铁矿石指数周K线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

## 第四部分 总结展望和操作策略

螺纹钢、铁矿石价格在过去的三个月中双双领涨商品，但在三月份螺纹钢逆袭铁矿石成为领涨品种，两者之间强弱关系的变化主要是价格在二月份和三月份所受驱动的逻辑不同，前期价格上涨的主要推动力是钢材需求的好转预期，“矿强钢弱”则是由于钢厂开工回升预期对铁矿形成需求提振而对钢材带来供给压力。而现阶段钢厂开工情况不及预期，社会钢材库存低迷以及钢材消费季节性旺季带来了“短缺危机”，使得两者价格进一步拉涨并且呈现“钢强矿弱”。而从投机的角度来看，螺纹钢和铁矿石的成交量和持仓量在三月份创下历史新高，资金的疯狂涌入对行情推波助澜。

**宏观环境良好。**国内外宏观环境的相对好转是2016年一季度以来商品集体走高的基础，我们认为受到供给侧改革所带来的市场出清压力将持续到2017年，全年宏观环境难言乐观，但在稳增长的目标下，经济的微弱回暖可以延续到二季度。

**供给侧改革初见成效。**对于本文重点关注的黑色产业链来说，是去产能、去库存首当其冲的行业，社会钢材低库存将成为新常态，资金压力大使得钢厂开工率得到较好的抑制，因此钢

材的供给压力并不算严峻。

**房地产投资回升。**房地产投资回升对二月的固定资产投资增速贡献了主要增长动力，这对于黑色产业链需求端的提振较为显著。当然固定资产投资增速上升也与2015年国家出台的去产能、去库存、去杠杆降成本、补短板等一系列供给侧改革的政策息息相关，这在未来一段时期内是一个良好的经济发展信号。房地产的回暖情况在四月仍将延续，新项目开工热情高温短期难退，直接提振钢材需求。然而四月之后南方将逐渐步入梅雨季节，房屋开工可能受到季节性影响，这是影响钢材需求的重要风险点。

**出口自高位回落。**含硼钢出口退税政策取消后，含硼钢材出口占比持续下降，对钢材出口增量贡献度迅速下降，双反压力加大，加之国内需求向好，钢价走势偏强，出口价格优势弱化，预计出口后期将延续回落，我们曾经在年报中测算2016年全年钢材出口总量将呈现负增长。

**铁矿石进口收缩，库存压力一般。**铁矿石进口量自去年底创阶段新高后逐步回落，港口库存水平维持于9500万吨的水平，供给压力一般。由于钢厂开工率后期难以出现更大幅度的提升，对于铁矿石的备货水平也已经维持在高位，目前铁矿石价格进入调整期，预计钢厂暂不会大量补库存，铁矿石需求也有所承压。

**总结：**二月谈需求好转预期，三月炒供给阶段“短缺”，四月份黑色基本面就是供需两端的叠加，宏观基础良好，我们预计四月螺纹和铁矿的价格短线面临技术调整，中线仍有上行基础。

**风险事件：**美联储的四月是否加息成为商品市场的重要风险事件，若四月加息那么商品将承压集体调整，幅度在15%以上，但目前从耶伦的鸽派言论来看四月加息的可能性很小，那么商品调整的窗口可能推迟到六月，在此期间期价或将维持高位波动。

**技术看盘：**螺纹呈现五浪上行走势，其中三浪为延长浪，期价本轮目标位基本到达。从均线来看，MA5上穿MA60，其余短期均线均呈现上行走势，这是经典的多头排列。周线周期来看，螺纹价格可能会在阶段高位震荡整理，调整空间有限，下方2100点和2000点有较强支撑。铁矿已经跌落5周均线并且回踩60周均线，调整幅度高达15%，在此价位铁矿期价展开日线级别的横盘整理，若跌破60周线支撑则将目标下调至360元/吨。

**操作建议：**短线倾向于调整，螺纹两阶段支撑位分别为2100点和2000点，铁矿石两阶段支撑位分别为380点和360点，目前暂获380一线支撑。中线策略以回踩支撑位逢低布局多单为主，也可参考利润峰值多矿石多焦炭空螺纹以做空钢厂利润。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 营业网点

### 徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855  
 业务电话：0516-83831113  
 研究所电话：0516-83831185  
 传真：0516-83831100  
 邮编：221005  
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
 新纪元期货大厦

### 广州营业部

业务电话：020 - 87750826  
 传真：020-87750825  
 邮编：510080  
 地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

### 杭州营业部

业务电话：0571- 85817186  
 传真：0571-85817280  
 邮编：310004  
 地址：杭州市绍兴路168号  
 1406-1408室

### 无锡营业部

业务电话：0510- 82829687  
 传真：0510-82829683  
 邮编：214000  
 地址：无锡市天山路8号1301室

### 北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809  
 传真：010-84261675  
 邮编：100027  
 地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

### 苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998  
 传真：0512 - 69560997  
 邮编：215002  
 地址：苏州干将西路399号601室

### 上海东方路营业部

业务电话：021- 61017395  
 传真：021-61017336  
 邮编：200120  
 地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
 传真：0513 - 55880517  
 邮编：226000  
 地址：南通市环城西路16号6层  
 603-2、604室

### 南京营业部

业务电话：025 - 84787996  
 传真：025- 84787997  
 邮编：210018  
 地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 常州营业部

业务电话：0519 - 88059976  
 传真：0519 - 88051000  
 邮编：213121  
 地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

### 重庆营业部

业务电话：023 - 67917658  
 传真：023-67901088  
 邮编：400020  
 地址：重庆市江北区西环路8号1幢  
 8-2号

### 成都分公司

电话：028-68850966  
 邮编：610000  
 地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号