

合规保障生存 专业提升效率 创新促进发展 诚信铸就品牌

黑色面临需求下滑，策略从压利润到打价格

投资策略报告

2019.09.10

策略概述

我们认为黑色已经进入未来三年供强需弱的年度级别反转期。主要因为人口周期决定地产需求和消费长期弱势未变，制造业投资下滑、挖机销量降低、粗钢产量增加等指标表明，产能周期进入了设备置换的中后期，一方面钢材下游需求强度降低；另一方面，由于供给侧改革淘汰落后产能的因素，本轮冶炼行业的固定资产投资释放明显滞后，加长了本轮钢铁企业的盈利周期，但目前固定资产投资同比大幅增长，产能置换、产业升级带来的固定资产投入开始释放，钢铁新增（置换）产能进入临近投产期。从政策（流动性）周期来看，货币政策倾向于谨慎宽松，但逆周期调节的措施作用有限，目前来看更像2012年年中，钢铁将会迎来未来几年的供给过剩，黑色面临周期的下行压力。

从盘面逻辑看，自2019年年中以后，黑色品种间价差从挤压利润到挤压原料（特别是铁矿石）泡沫结束，基本完成了趋势反转行情。也就是说，之前的原料涨价和挤压钢厂利润，基本是在涨价趋势中完成的，但自年中以后，挤压利润和挤压原料将逐渐向价格下行趋势过渡。

从钢材供需来看，地产新开工因为土地购置面积大幅下降，以及棚改大幅回落等因素，在地产赶工结束后，新开工存在大幅回落的预期；同时供给方面，钢铁产量依然维持高增长，随着环保投入的逐渐加大，环保对产量的影响大打折扣。对于矿石，铁矿石受到上半年巴西矿难澳洲飓风天气影响，市场资金推涨情绪仍未消退，但下半年环保限产执行影响钢厂需求峰值，叠加澳巴矿山发货量逐步恢复，供应紧缺或将缓解，对铁矿价格维持先扬后抑运行观点。

从节奏看，面临“环保政策兑现、旺季需求兑现、需求韧性打破”，唐山冬季环保政策标志进入了“冬季环保政策”的兑现期，而“旺季需求兑现”因为一般大庆之前都会有赶工现象存在，赶工对旺季钢材需求可能是一个隐忧。趋势性“需求韧性打破”方面，关注投资数据发布情况，择机中长期趋势逢高继续做空。

鲁证期货 1

研究员：张文海

联系电话：0531-81678626

电子邮箱：peihongbin225@163.com公司地址：济南市市中区经七路 86 号
证券大厦 15、16 层

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

黑色面临需求下滑，策略从压利润到打价格

—2019 年大商所十大期货投研团队评比报告

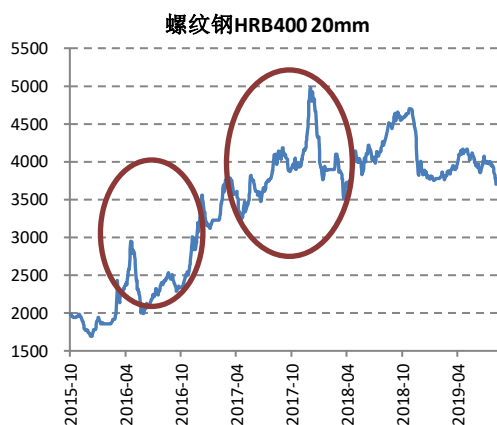
一、黑色行情现状：黑色利润回归常态，低利润标志着钢材供需矛盾缓解

对于整个黑色品种而言，产业链的供需形势决定了成材的利润，过去的三年内供给侧改革带来的行业供需改善直观表现为钢铁行业的超额利润。

图 1：钢材生产利润



图 2：钢材价格



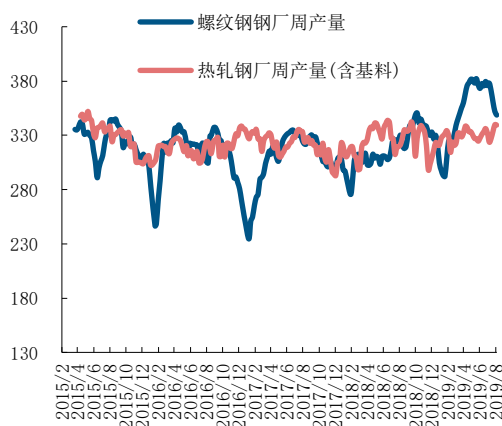
数据来源：wind，鲁证期货研究所

2018 年下半年以来，钢材利润逐渐恢复至低位，低利润标志着供需矛盾的缓解。首先是，2018 年下半年环保一刀切变为切一刀，并且宏观经济下滑预期严重，表现为三季度继续上行，四季度大幅下跌；2019 年初至今，在地产新开工保持韧性、铁矿石成本推动、流动性释放等逆周期调节的改善预期等作用下，黑色整体筑底反弹，但生产旺盛供给同样维持高位，利润大幅压缩，目前已经回归常态。

图 3：卷螺价差



图 4：钢材生产产量



数据来源：wind，鲁证期货研究所

从价格传导来看，黑色绝对价格临近了过去三年震荡区间的下沿，黑色品种间价差从挤压利润到挤压原料（特别是铁矿石）泡沫结束，基本完成了趋势反转行情。也就是说，之前的原料涨价和挤压钢厂利润，基本是在涨价趋势中完成的，但自 2019 年年中以后，挤压利润和挤压原料将逐渐向价格下行趋势过渡，目前是未来三年做空黑色的反转期。

图 5：黑色去年下半年以来的价格走势



数据来源：文华财经，鲁证期货研究所

二、长期来看：需求预期悲观而置换产能释放，供需面临长期失衡

钢铁行业是典型的周期性行业，需求主导价格趋势，价格波动也表现出强周期性。钢铁行业运行与经济周期波动，以及其驱使下的下游消费、投资关系密切。从偏长期角度来看，我们认为黑色已经进入了供强需弱的年度级别反转期。主要因为人口周期决定地产需求和消费长期弱势未变，设备周期进入新增产能释放期，钢铁将会迎来未来几年的供给过剩，并且货币难以大幅放水，逆周期调节的措施作用也将有限。

1、人口周期决定未来几年地产销售和消费需求悲观，可能延续到 2025 年

美国调研统计显示，人口的消费高峰滞后人的出生大约 46 年，人在 26 岁开始置业购房，42 岁达到房产消费的顶峰，目前从中国人口周期来看，结婚登记人口自 2013 年以来持续下降，地产刚需回落，过去几年的棚改货币化造成的地产额外造成未来几年需求的透支和“旧改”的替代，所以地产销售未来几年不乐观。而需求同样面临趋势性的下滑。

图 6：中国人口周期

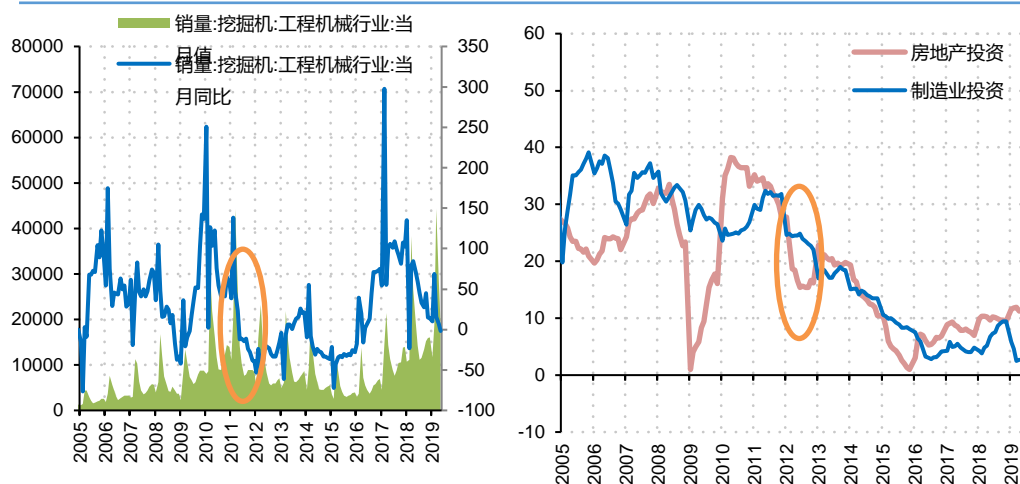


图 8: 消费情况下滑



数据来源: wind 资讯, 鲁证期货研究所

图 10: 制造业固定资产投资

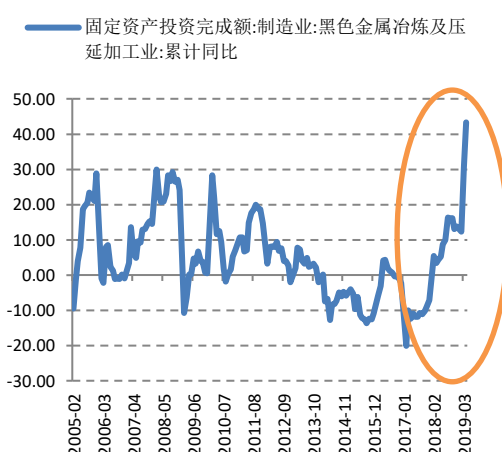
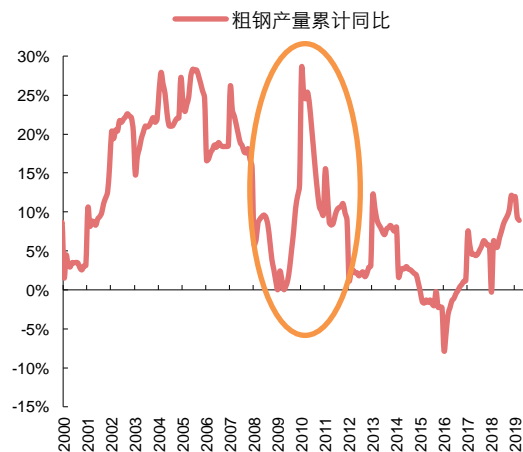


数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

从挖机销量和汽车等需求来看，目前需求强度逐渐回落。从粗钢产量和黑色金属压延加工业的固定资产投资来看，由于供给侧改革淘汰落后产能的因素，本轮冶炼行业的固定资产投资释放明显滞后，加长了本轮钢铁企业的盈利周期，但目前固定资产投资同比大幅增长，产能置换、产业升级带来的固定资产投入开始释放。2019 年后置换产能进入投产集中释放期，约 2-2.5 亿吨。2019 预计新增高炉产能 3000 万吨左右，新增电炉产能约 1900 万吨，带来 2300 万吨新增产量（钢之家）。**总体看，未来几年之内，钢铁供需逐渐失衡，将迎来新一轮的产能过剩。**

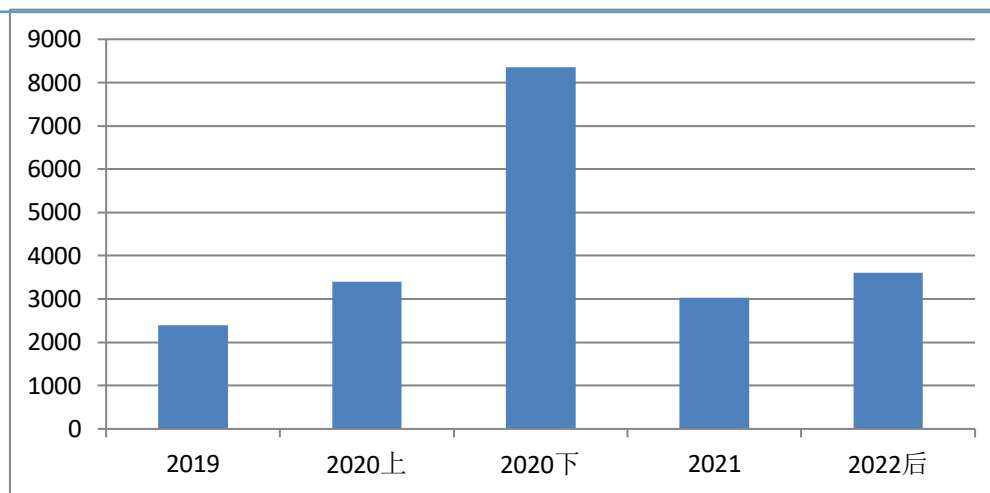
图 11：粗钢产量

图 12：黑色金属冶炼固定资产投资情况



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 13：置换产能释放

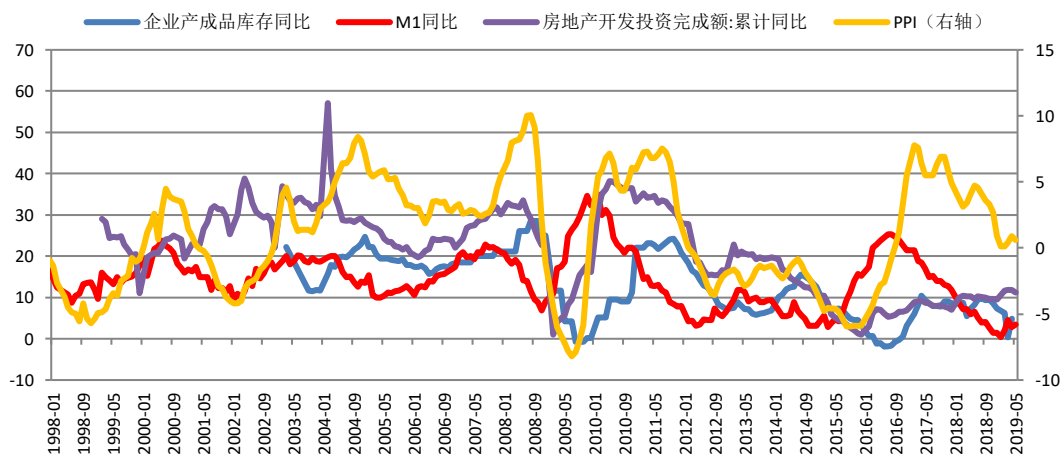


数据来源：wind，鲁证期货研究所

3、货币操作空间有限，流动性释放难超预期释放，商品去库黑色整体面临压力

研究发现，经济周期存在 3-4 年左右的库存周期现象，并且库存周期主要受投资活动的变化，投资活动又由信贷周期传导。所以，库存周期的本质和逻辑传导应该为，货币供给影响经济增长水平，因而影响物价水平，在健康的经济增长形势下本传导逻辑是比较清晰的。所以 M1 虽然是一个货币指标，但是从宏观上往往用它来表征整个实体经济里面的库存周期的这个变化。工业企业的原材料库存的变化，跟整个的流动性的 M1 是一个正相关的关系，并且 M1 要领先。

图 14：货币增速到经济增长到物价水平的传导和周期现象



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

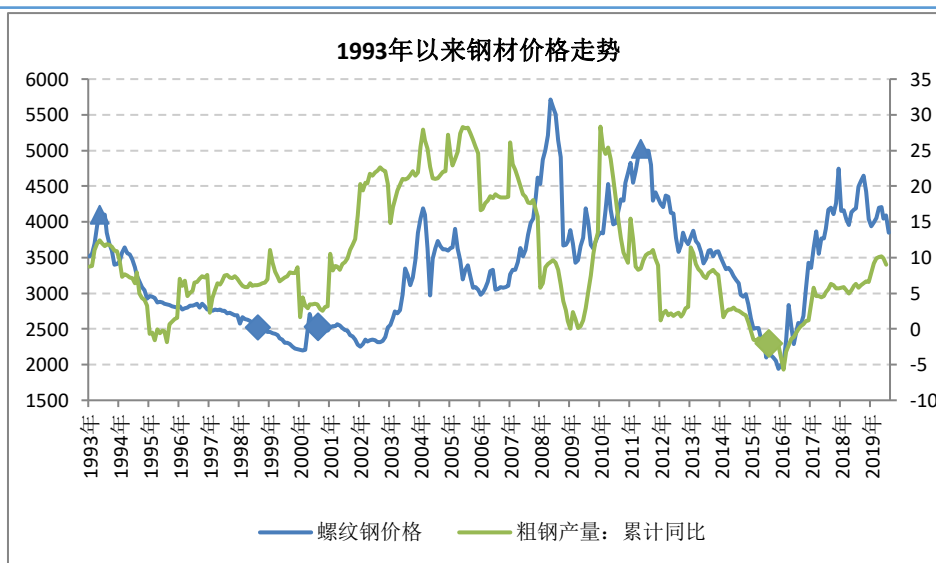
货币有没有大幅放水的可能？根据过去十几年的货币投放情况和今年的货币政策来看，大幅放水的可能性非常小，目前来看更像 2012 年年中，面临相似的宏观形势和政策环境。方正证券杨为敦在研究中也表明，在逐轮经济衰退周期中，政策向稳增长的倾斜幅度是高低不等的，政策强度也往往会表现出强弱交替的特征；货币政策不会在连续两轮周期都实行大幅放水或谨慎宽松，而是会逐周期交叉进行，以至于利

率的底部也随之高低交替。这个现象的形成可能来自于两方面原因：一是政策往往会对上一轮周期的政策后遗症非常警惕，政策很难在连续两个周期主动踏入同一条河流；二是宏观增长和风险偏好之间的强弱关系也不至于在短期内出现太大幅度的变化。今年从政策周期来看，货币政策倾向于谨慎宽松。如果经济下行压力较大，存在流动性短期宽松的可能。

4、逆周期调节是次要矛盾，并且隐含经济下行压力加大

近期新增专项债有望提前发行，隐性表明经济增速跌破区间压力较大。因为历史上 1998-2000 年增发国债，以及 2015-2016 年专项建设债，均在经济下行压力期，且没有完成 GDP 的增长目标，钢材也是对应价格的下行期。分别是 1998-2000 年均 8 月，主要因为上半年 GDP 目标压力较大；2015 年 8 月，2015 和 2016 年分别 8000 亿和 10000 亿。

图 15：价格趋势



数据来源：wind，鲁证期货研究所

三、中期看：钢材需求将逐步下滑，黑色主表现由挤压利润转为降价格

中短期来看，重点有三大关注点“环保政策兑现、旺季需求兑现、需求韧性打破”，其中的周五网传的唐山冬季环保政策两个版本，进入了“冬季环保政策”的兑现期，但尚未证实真伪。而“旺季需求兑现”从目前来看，需求较好，但后期我们认为大概率不及预期，主要因为一般大庆之前都会有赶工现象存在，从之前基建工地调研存在赶工和近期工地竣工较为密集可以验证，所以国庆前的赶工对旺季钢材需求可能是一个隐忧。最后，趋势性“需求韧性打破”方面，新一期的投资数据利空也依然存在，关注投资数据发布情况，中长期趋势逢高继续做空。

1、钢材需求仍存韧性，但未来几个月面临较大的下行压力

土地购置面积的大幅下滑是否以及何时传导到地产新开工是最大的趋势性决定因素，下半年的地产新开工面临大幅下滑风险。由上图的地产新开工、粗钢产量和货币供给的对比可以看出，下半年的地产新开工和粗钢增速差是决定钢材价格的关键，短期钢材的需求仍将保持韧性，主要因为地产的传导逻辑在过去几年发生了重大变化。由于房屋销售到新开工的领先传导，因为房地产企业的主动去库存（2015 年）

钝化，又因主动补库存（2017-2018 年）变为背离指标。值得注意的是，今年初以来土地购置面积大幅度负增长，房地产企业为了提升周转率，降低资金成本，从土地购置到新开工的时间越来越短，碧桂园的速度基本上在 2-3 个月左右，我们调研的主流房地产商的速度在 6-12 个月左右，并且规定逾期 1 年未开工面临税务惩罚，所以下半年的地产新开工面临大幅下滑风险。

图 16：地产新开工和销售

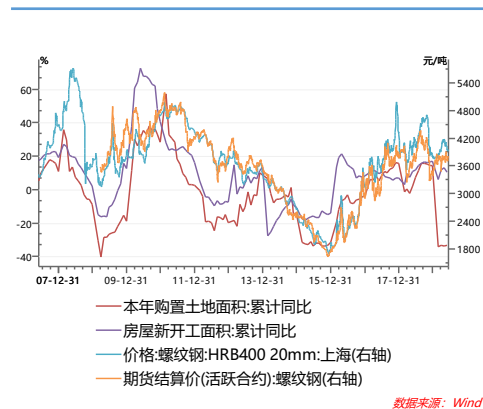
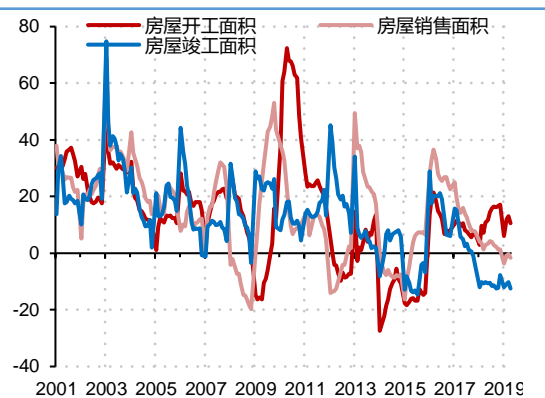


图 17：地产新开工和钢材价格走势



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

2、铁矿石产能恢复，供给发运正常

（1）铁矿石产能恢复

表 1：国际矿山主要新增项目一览

地区	公司	项目	投产时间	产能/产量	备注
澳大利亚	力拓	Koodaideri	2021	4300	计划2019年开工，2021年投产，投产后年产能预计为4300万吨
澳大利亚	BHP	South Flank	2021	8000	代替即将枯竭的杨迪矿
澳大利亚	FMG	Eliwana	2020	4000	代替老化的斯云矿山
澳大利亚		Iron Bridge	2022	2200	2200万吨，67%铁品位、低杂质精矿产品 2022年交付
澳大利亚	吉布森	Koolan Island	2019	2100	于2019年4月24日首次发运
澳大利亚	MRI	Koolyanobbing	2019	300	年初已恢复发运，将代替老化的Carina矿山
澳大利亚	BBI	BBI	2022	5000	
巴西	Samarco	Samarco	2020年复产	2500	预计最早2019年底复产，2020年达到800万吨；2023年满产
巴西	VALE	S11D	2020年	9000	2019年S11D预计达产7000万吨~8000万吨

数据来源：公开资料整理

矿山新增产能项目陆续投放，从当前投放量来看，巴西 VALE 的 S11D 项目已达产。根据 VALE 季报数据来看，北方系统 S11D 项目 2018 年产量已达 5803 万吨，2019 年 H1 产量达 3372 万吨，较去年同期增加 29.7%。随着 S11D 项目产能释放，在 VALE 年度产量中占比份额不断扩大，根据 VALE 公司计划 2019 年该项目预计将会达到 7000-8000 万吨的产量，到 2020 年产量达到 9000 万吨。相比 H1 产量来看，下半年该项目仍将较大的释放空间。澳洲主要矿山新增项目除吉布森在 2019 年 4 月完成首次发运，产能将陆续提高。力拓 Koodaideri 项目投产期在 2021 年、BHP 的 South Flank 项目替代老旧矿山，投产期在 2021 年以及 FMG 的 Eliwana 替代老旧矿山，投产期在 2020 年、Iron Bridge 项目属于新增产能，投产期在 2022 年。从总体新增产能项目来看，主要增量在巴西 VALE 的 S11D 项目，此后 2021 年和 2022 年大部分新增项目产能将陆续投放。

（2）澳巴矿发货增速放缓 供给弹性逐步收敛

从澳巴矿发运数据来看，今年上半年受到溃坝事故和飓风天气影响，四大矿山发运量整体低于去年同

期水平，尤其是对巴西发运影响巨大，巴西淡水河谷不得不下调年度 SALE 计划至 3.07-3.32 亿吨。粗略估计 VALE 共损失 9000 万吨的产能，其中 3000 万吨已经复产，第二部分的 3000 万吨中的 1200 万吨正在达产，剩下部分产能的恢复需要获得巴西国家矿业局的一些批准，预计这部分产能复产还需要 6 到 9 个月。从 6 月份以后的发运数据对比已经接近正常值。截止 9 月 1 日，澳洲巴西铁矿总发货量环比前期有所增加，环比增加 167.9 万吨至 2366.1 万吨，相比去年同比下降 5.74%。澳洲铁矿发运量 7 月以来同比好于去年同期发运水平；最新数据显示周环比增加 307.6 万吨至 1667.9 万吨，相比去年同比增 9.13%；其中力拓小幅下降，必和必拓和 FMG 发运均发货提升；值得注意的是 9 月、10 月必和必拓和力拓分别有港口设备检修和运输线路检修大概率会影响铁矿发运。必拓和 FMG 主发货港 Port Hedland 发运量在 9 月澳洲铁矿发货数据中占比 59.05%，因此会影响 9 月整体发运数量的回升，澳矿供应压力会有所增加。巴西发货上周环比下降 139.7 万吨至 698.2 万吨，相比去年同比减少 28.89%，主要是 Vale 的瓜伊巴港口短期检修，本周预期恢复。VALE 随着 Brucutu 矿区产能恢复和 S11D 项目产能不断投放，港口发货情况逐步恢复至平均水平。

图 18：澳大利亚发运量（周）

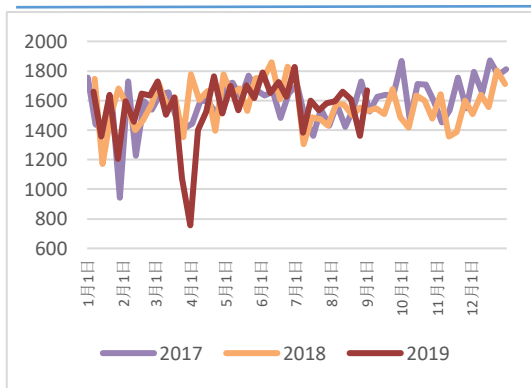
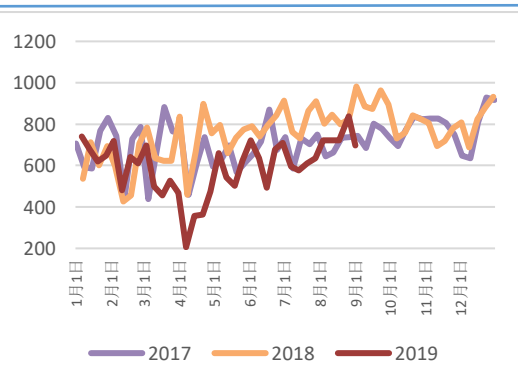


图 19：巴西发运量（周）



数据来源：wind

需求：铁水产量峰值回落 高中品矿需求趋弱

7 月唐山环保现场政策趋紧达到年内顶点，环保部 7 月例行新闻发布会上提出今年秋冬季全面达到超低排放的企业不需要停、限产。8 月以后尤其是唐山地区政策边际宽松转变明显。受此影响，钢厂日均铁水影响产量逐步减少，铁水产量维持相对高位，且高于去年同期水平。Mysteel 统计 247 家样本钢厂 8 月生铁产量 7088 万吨，环比增加 122 万吨，同比去年增加 218 万吨。分区域来看，华北地区因限产放松后高炉复产铁水产量最大；西南和东北地区例行轮检产量较上月有所下降，其他区域变化不大。根据 247 家钢厂高炉开工率数据自 84.67% 高位回落，近期数据相对平稳，十一国庆节前主要受到政策性限产影响有一定的调整压力，节后临近秋冬供暖季，但政策性趋松信号已经释放，开工率仍有走高的空间。但考虑到钢厂利润水平不断降低，废钢添加比例减少，铁水产量难以达到今年的峰值水平，在挤压废钢使用量之后，铁水产量下降将会传导到矿石需求，从 PB 粉和超特价差长期维持低位的情况来看，对于 PB 粉的需求持续弱化。

图 20：247 高炉开工率

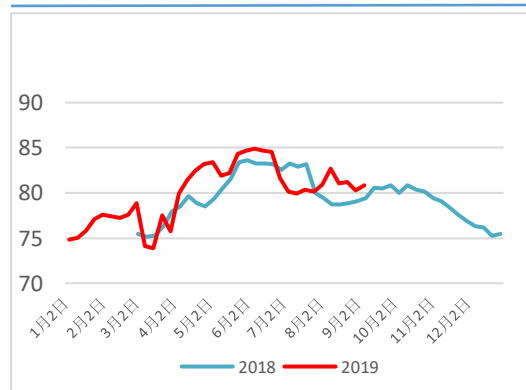
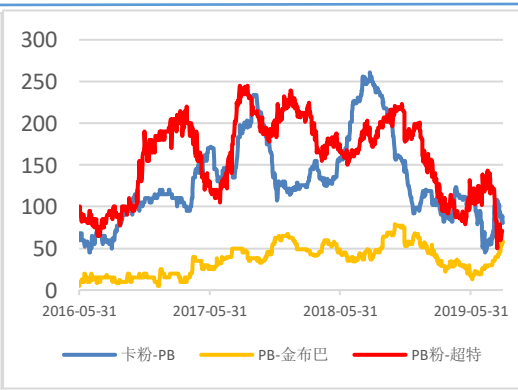


图 21：矿石高中低品价差

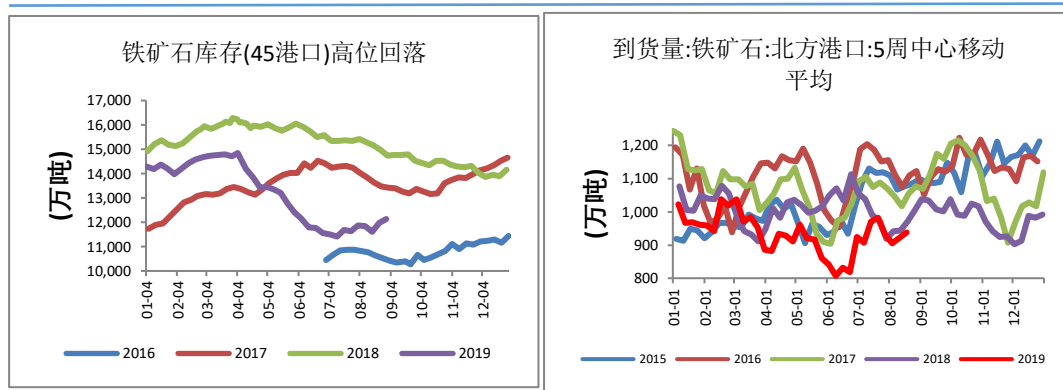


数据来源：钢联数据 wind

2019年4月以来，受到澳巴发货量骤降，国内需求旺盛的双重因素影响下，港口铁矿石总库存持续下降。其中，4月-7月四个月曾有连续十五周港口库存下降的情况出现，期间减量约3430万吨，降幅高达23.11%。在此期间，矿石主力合约价格自4月初的650元/吨上涨至873元/吨，涨幅高达34.31%。7月12日当周港口铁矿石库存创出年内低点的11413万吨后逐步企稳增长，截止9月最新数据显示，目前港口库存维持在1.2亿吨的水平。随着澳巴发货回升持续增量，需求自高峰回落难以回升，港口库存大幅度去库是小概率事件，底部区间逐步显现，对铁矿石价格的支撑作用将会不断弱化。

图 22：铁矿石港口库存

图 23：港口到货量



数据来源：钢联数据

四、交易策略及风控措施

1、趋势做空铁矿石

资金总额：1000 万元；交易合约：I2001；交易数量：100 手（10000 吨；最大资金使用率：10%。

具体操作步骤：

- (1) 建仓区间 650-700 元/吨，倒金字塔三步建仓，建仓 100 手；
- (2) 若后期价格继续下挫，在 500-530 元/吨逐步止盈；
- (3) 在 730-750 元/吨左右设置止损位。

风险收益比约为 2.7:1，最大亏损-3.25%，最大盈利 8.75%。

2、风险因素

如果地产需求超韧性，货币大幅释放。严格风控。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不以任何更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。