

政策红利兑现，黑色重心下移

——2020 年黑色产业链市场行情展望

钢矿分析师：张文海

从业资格号：F3048484

联系电话：0531-81678626

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

目 录

一、	2019 年黑色行情回顾	5
(一)	2019 年行情主要矛盾和走势回顾.....	5
(二)	研判未来行情的主要逻辑.....	6
二、	2020 年经济周期及宏观政策环境对黑色影响分析	7
(一)	经济周期环境.....	7
1.	人口和地产周期：人口老龄化来临，地产销售量达到顶峰，面临长期趋势回落	7
2.	设备和产能周期： 新增置换产能进入投产期，钢铁产能可能进入过剩周期	12
3.	库存和信贷周期：从主动去库向被动去库，利好低价商品，但需求难长持续	14
(二)	宏观政策环境.....	20
1.	从会议精神看宏观政策导向.....	20
2.	政策变化对黑色的影响分析.....	21
三、	2020 年黑色产业链供需形势分析	23
(一)	钢材下游需求：短期需求韧性仍在，中期存在下行风险	23
1.	基建投资将企稳回升，但是改善空间有限.....	24
2.	地产用钢需求下半年或明显回落.....	24
3.	制造业需求有望改善，同样空间有限.....	27
(二)	钢铁供给形势分析.....	27

1. 钢铁产能及利用情况	27
2. 钢铁供给及开工情况	30
3. 螺纹钢和热卷等品种分析	32
(三) 铁矿石供给形势分析	34
1. 供给紧张逐步缓解 产能将进行修复	34
2. 需求仍有增长 增速存调整压力	36
3. 进口量预期修正 库存由去转向垒	39
4. 2020 年铁矿石市场展望	40
四、 2020 年黑色产业链趋势预判	41

摘 要

由于宏观政策突出了逆周期调节，经济周期被拉长和平抑，所以在分析周期因素对商品价格影响的框架上，除了分析传统周期变化，要更加注重对结构（商品大类）的影响。

从人口和地产周期来看，红利终结老龄化来临，地产销售量已经达到中国房地产的历史顶峰，近两年如维持高位，长期房屋需求也将面临 16 亿向 12 亿平米左右均值的回归。从人口结构看，地产刚需向改善型转变，改善型住房有利于提升新开工面积。从地产周期来看，2020 年类似 2001 年，需求面临“80 后婴儿潮”置业高峰后的回落压力。从设备和产能周期来看，新增置换产能进入投产期，钢铁产能可能进入过剩周期。**所以长周期看，地产需求见顶，钢铁也面临新一轮周期过剩，长期利空工业品价格和行业利润率。**

从库存和信贷周期来看，工业产成品库存达到近几年低位水平，货币倾向于适度宽松，所以 2020 年库存周期由主动去库到被动去库转变，低价位商品价格形成较高安全边际并充满弹性。但库存周期能否使商品价格企稳回升或者持续上行取决于需求的持续性。需求因为人口和地产顶部因素面临长周期压力，同时货币适度宽松但不具备放水条件。所以，2020-2022 年大概率表现为弱补库周期，商品价格持续性上涨的动力并不足，走势继续分化。从各类商品价格对比来看，农产品和有色整体估值偏低，工业品表现将差于农产品，黑色表现将不及有色。

从宏观和政策环境来看，2020 年经济下行压力加大，宏观政策仍会坚持稳中求进总基调，坚持供给侧改革为主线。从货币表现来看，有望更加积极但不会大水漫灌，利率也存在一定下降空间，但降幅也空间也有限。财政政策积极，但财政政策的效果将受到财政收入的影响。从政策对黑色的影响看，过去几年“三去一降一补”中的房地产去库存和钢铁的去产能，“三大攻坚战”中的环保治理大幅提升了钢铁商品的价格和行业利润。但 2019 年后房地产棚改变旧改，环保不搞一刀切后对供给影响减小，且异地搬迁扶贫带来的地产投资增量于 2019 年结束，各项政策对于黑色利好基本兑现，甚至副作用将在 2020 年开始显现。**综上所述，宏观和政策整体对商品价格而言影响积极，但对于黑色而言，利好已经 2019 年前兑现，利空将在 2020 年后逐渐出现。**

从钢材下游需求来看，基建为对冲手段且提升空间有限，制造业整体平稳，且民用和工业用材将继续分化，地产依然主导钢材需求趋势。2019 年地产企业大力促销的情况下地产库存依然累积，棚改以及异地搬迁扶贫工作的结束将对地产的销售和开工造成较大的影响，

并且地产的赶工期难以超过两年以上的时间，透支了部分新开工的需求，所以在 2020 年将看到地产新开工向销售面积的均值回归或背离，时间节点预计在年中。同时，地产施工仍将维持在高位水平，但是伴随着竣工面积的逐渐增多，施工后期用钢强度（螺纹）下降。所以，**上半年钢材需求有望维持，但是下半年的地产为主的钢材需求预计出现明显回落甚至负增长。**钢材供给方面，前几年的钢铁去产能压制了产能释放，并大幅提高了利用率，但钢铁行业产能置换将在 2020 年下半年达到投产高峰。虽然新产能低于被置换产能，但从产能利用率和环保标准上讲，新置换的产能利用效率更高，在面对重污染天气预警减排政策时，其供应受到的影响更小，另有近 1100 万吨电炉新增投产。同时，国际钢材市场价格明显低于国内市场，钢材进出口趋弱，进口大幅提升。

原料方面，铁矿石供应端澳大利亚发运从飓风后逐步恢复，巴西新增产能恢复预计 S11D 项目持续达产，澳巴发运总量有望实现增长，中国仍有新增矿山产能释放，非主流国家主要考虑印度采矿证到期会有减量，但整体不足以转变供应趋势。铁矿石将结束供应紧缺局面，全年供需整体将呈现出供过于求的状态，铁矿价格重心不断下移。煤焦方面，2019 年可能是中长期价格拐点出现的一年，焦煤、焦炭双双供给过剩的局面再次重现。展望 2020 年，这种担忧有增无减。在粗钢产量趋于平稳，下游需求峰值基本探明的背景下，焦炭新增产能仍在一路狂奔。焦煤也同样面临供给大幅增加的问题，虽然焦炭新增产能可为消化一部分产量，但与强大的供给能力相比仍显得杯水车薪。除非国家层面出台强力政策，如持续限制外煤进口甚至重启“276”，否则难以改变焦煤供给过剩的局面。有鉴于此，我们对明年煤焦的价格走势预期悲观，认为价格下跌甚至加速的可能性较大，当然其过程中也会存在反复，螺旋下跌的概率较高，具体节奏将取决于下游需求的韧性以及国家政策托底的力度。

综合来看，2020 年上半年黑色供需矛盾不大，原料也将跟随钢材呈现季节性特征，预计价格波动区间 3800-3400；但伴随着钢材旺季需求和地产赶工的兑现，同时原料方面产能释放供给端充裕，成本支撑将不断减弱，预计下半年钢材价格下一个台阶，价格区间预计为 3400-3000，期货表现依然远期贴水。

政策红利兑现，黑色重心下移

—2020 年黑色产业链市场行情展望和策略分析

一、 2019 年黑色行情回顾

(一) 2019 年行情主要矛盾和走势回顾

(1) 从趋势来看，黑色期货市场整体呈倒 V 型

回顾 2019 年的行情，2019 年宏观经济特别是地产投资保持韧性，黑色依然需求旺盛，但是供给继续大增，黑色供需形势依然发生了反转。从趋势来看，黑色期货市场整体呈倒 V 型，上半年偏强，下半年趋弱。从节奏来看：

- ① 去年底，因贸易摩擦和经济下行，需求下滑预期及环保放松预期，导致黑色期货出现了大幅下跌。
- ② 1 月初至 4 月底，宏观政策强化逆周期调节使悲观预期得到修正，地产新开工维持高位，钢材需求韧性，铁矿石估值修复，成本上升也顺利向钢材转移，整体黑色出现了较大幅度反弹。
- ③ 4-7 月份，宏观和钢材需求继续保持韧性，叠加环保预期驱动上行，铁矿石矿难和焦化去产能因素推动矿石大涨；
- ④ 7-11 月份，宏观预期再度悲观，环保预期逐渐兑现，原料支撑减弱，黑色整体弱势下行；
- ⑤ 11 月中旬后，宏观和地产需求依然保持韧性，悲观预期修正，黑色再次回到贴水修复。

图 1：黑色年初以来价格走势和波动率变化



数据来源：文华财经，鲁证期货研究所

(2) 从品种间强弱来看，煤焦钢矿品种间的强弱依然分化严重

从期货年线行情来看，铁矿石>热卷>螺纹>焦炭>焦煤，期货价格指数涨跌幅度分别为，29.86%>6.98%>4.61%>-2.34%>-3.76%。铁矿石表现最为强势，主要因为之前估值偏低，并且叠加巴西矿

难等原因导致；螺纹和热卷上涨主要因为年初大幅贴水，年末贴水修复；焦炭和焦煤表现弱势，主要因为焦炭去产能和环保执行不及预期，焦煤因为焦炭和进口资源冲击。**从波动率来看**，铁矿石主要受矿难影响波动率最大，其他品种基本平稳，依然是焦炭、螺纹、热卷、焦煤。

图 2：黑色年初以来价格走势

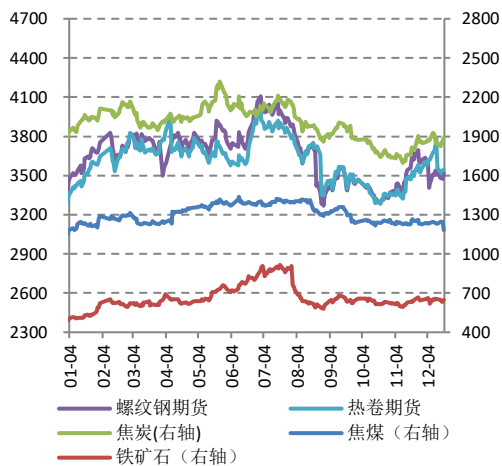
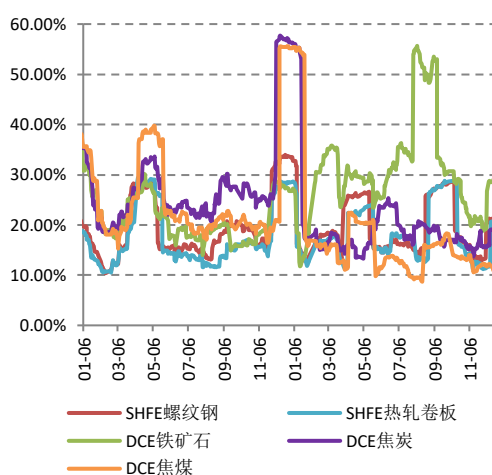


图 3：黑色年初以来波动率变化



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

（二）研判未来行情的主要逻辑

商品价格是市场变化的综合反映，并且影响黑色长期、中期、短期行情的主导因素是不同的。梳理研判未来行情的框架对我们做好研究工作至关重要。

我们研判黑色期货行情的主要逻辑中，认为康波周期、库兹涅茨周期和朱格拉周期（也就是技术、人口及设备周期）决定了黑色行情的长周期（年度以上）趋势；库存（信贷）周期及产能利用率决定黑色的长期（年度）价格趋势和利润水平，并且政策因素通过影响预期供需左右了期货（季度）预期弹性方向；宏观和行业基本面通过品种实际供需决定中期（月度）价格；情绪则通过实体企业和投资者的行为影响了短期价格走势。

图 4：黑色主要影响因素

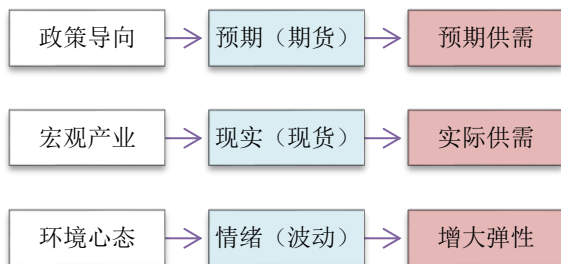
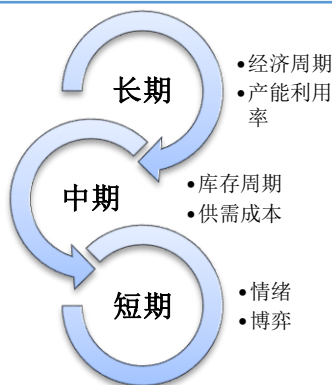


图 5：黑色中长短期主导因素



数据来源：wind，鲁证期货研究所

站在岁末年初，为了更全面准确的预测未来行情，我们需要站在更长周期和更广阔的视角对黑色行情的影响因素做下梳理。首先，认识目前的周期环境，在梳理宏观走势及行业供需的同时，重点需要解读政策导向对黑色预期供需的影响。

综上所述，我们分别从以下几个角度来梳理黑色行情，也是我们年报的几个部分：**第二章**，分别梳理目前黑色所处的经济周期以及宏观趋势和政策取向做一下梳理，**从宏观角度对明年黑色商品的预期供需和价格趋势形成一个定性的认识，以期确定黑色长期趋势**；**第三章**，通过梳理目前的宏观中观经济指标，以及钢材和煤焦矿等炉料的供给情况，通过对黑色产业链各品种的供需形势进行梳理，**判断目前供需形势确定黑色中期价格趋势及品种间强弱差异**；**第四章**，结合目前黑色行情，利润水平、价格曲线及基差水平等因素，得出对明年黑色价格的整体判断，提出投资策略建议及企业应对措施。

二、 2020 年经济周期及宏观政策环境对黑色影响分析

即将 21 世纪 20 年代，展望庚子 2020 年，宏观经济增速仍在降低，不知经济增速 L 型何时接近拐点期，经济仍然面临下行压力，**周期、结构或宏观趋势是否会成为主导黑色的核心因素**？带着这些疑问，本部分主要对目前的经济周期环境，以及宏观趋势和政策取向做一下梳理，从而对黑色商品的影响进行分析，以期从宏观角度对明年黑色商品的价格趋势形成一个定性的认识和判断。

首先，在研究框架上，由于钢铁行业是典型的周期性行业，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，在历史上钢铁价格波动也表现出强周期性。**但过去的 2019 年，政策突出了逆周期调节，宏观表现整体平稳。经济周期被拉长和平抑，从“周期为王”变为“结构主义”，宏观对市场的影响整体降低，并且影响大多也是结构性的。所以，我们分析周期因素的框架上，除了分析周期变化，更加注重对结构的影响。**

（一）经济周期环境

对于经济周期理论的研究已经较为成熟，目前对于经济周期的划分主要有：康波周期 50-60 年（技术革命），库兹涅茨周期（建筑业周期，15-25 年），朱格拉周期（设备周期，8-10 年），基钦周期（库存或信贷周期 3-4 年）。本部分主要梳理目前周期环境，分析对于大宗商品特别是对黑色的影响。

表 1： 经济周期梳理

周期名称	时间	驱动因素
康波周期	50-60 年	技术革命，世界资源品价格
库兹涅茨周期	15-25 年，平均 20 年	以建筑业（主要为房地产）为标志，也称建筑周期
朱格拉周期	8-10 年	设备更替和资本开支，生产及利润波动等为标志
基钦周期	3-4 年，约 40 个月	商品库存和投资活动变动

资料来源：鲁证期货研究所

1. 人口和地产周期：人口老龄化来临，地产销售量达到顶峰，面临长期趋势回落

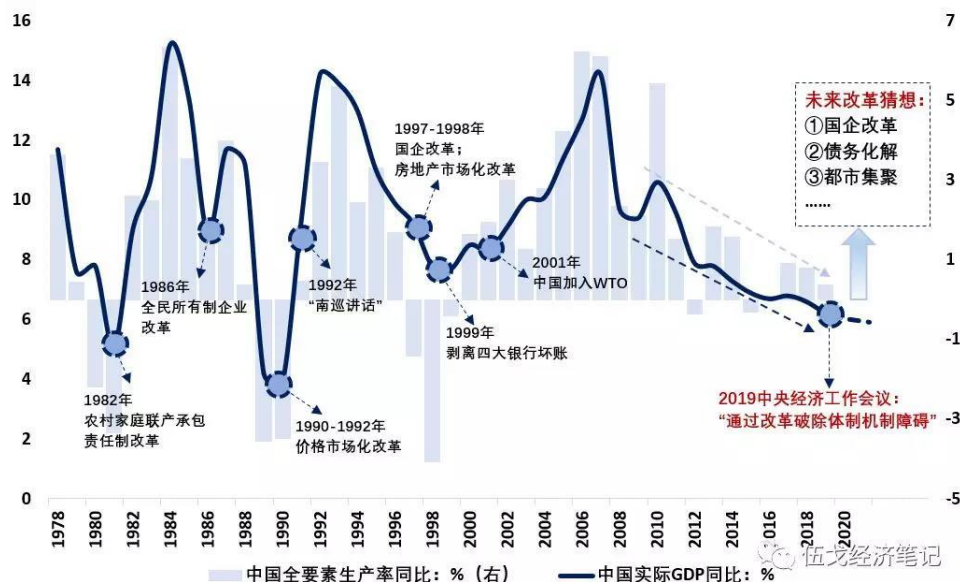
（1）从人口趋势看，我国人口老龄化时代来临，长期房屋需求面临均值回归

库兹涅茨周期（地产周期），时间周期约为 20 年，由于基建投资本身具有逆周期特征，更多地是起到抚平房地产周期而非推动房地产周期的作用，所以建筑业周期一般指房地产周期。任泽平表示，房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融。金融是杠杆，土地是供给，人才是房地产最根本的需求。

改革开放 40 年以来，中国创造了 GDP 年均 10% 的经济奇迹，除了中国共产党的坚强领导核心因素外，一是得益于改革开放带来的制度红利和技术红利对劳动生产率的提高，二是得益于人口红利。但是近几年，经济步入新周期，进入经济增长由高速度向高质量发展的向 L 型转变，一方面是中国增长模式的转

变，未来仍需大力改革开放；另一方面中国也面临着人口红利的终结。

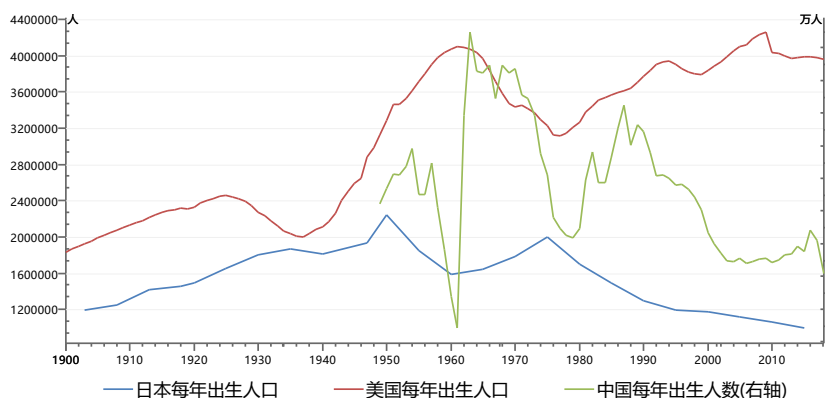
图 6：改革开放以来 GDP 增速和政策变化



数据来源：伍戈经济笔记，鲁证期货研究所

人口也是影响周期的核心因素，世界普遍存在婴儿潮现象。因为有科学家能推动技术进步，有工人才能组织生产制造（在人工智能形成规模生产力之前），有消费者才能最终创造消费，给技术和生产创造市场。并且，因为战争等因素，“婴儿潮”现象使世界的人口呈现出一定的周期变化。见下图，美国、日本和中国的人口均存在一定的周期性。

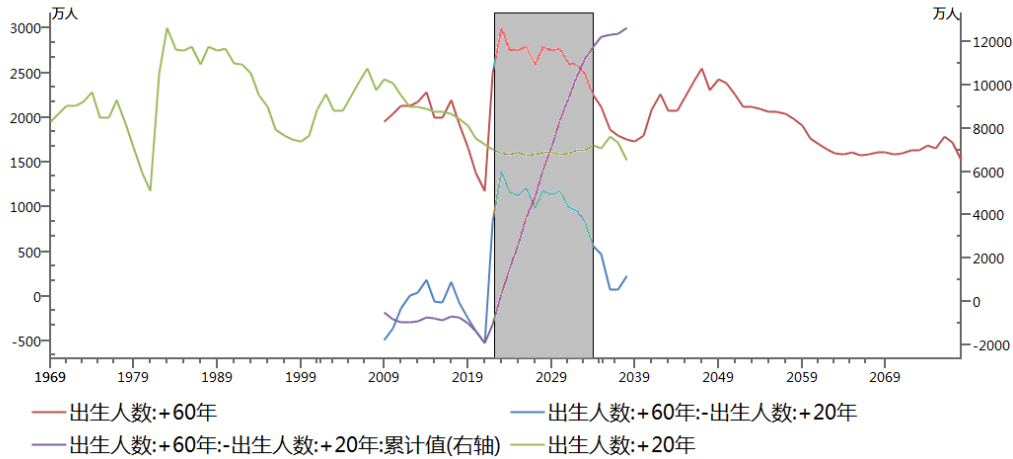
图 7：主要国家出生人口人数



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

2020 年代，中国人口红利面临终结，老龄化时代来临。1949 年建国之后第一波婴儿潮，1960 年代为第二波婴儿潮，1980 年代为第三波婴儿潮，最近的二胎政策放开为第四波婴儿潮。60 后和 80 后两波婴儿潮提供的人口红利，对中国 1978 年改革以来 40 年以来的经济高速增长起到重要作用。但伴随着 60 后在 2021-2022 年即将迎来退休高潮，叠加 00 后出生人数大幅降低，我国劳动力人口将在 2021 年开始直线减少，共在 2020 年代减少近 8000 万左右，至 2035 年左右约减少 1.2 亿。

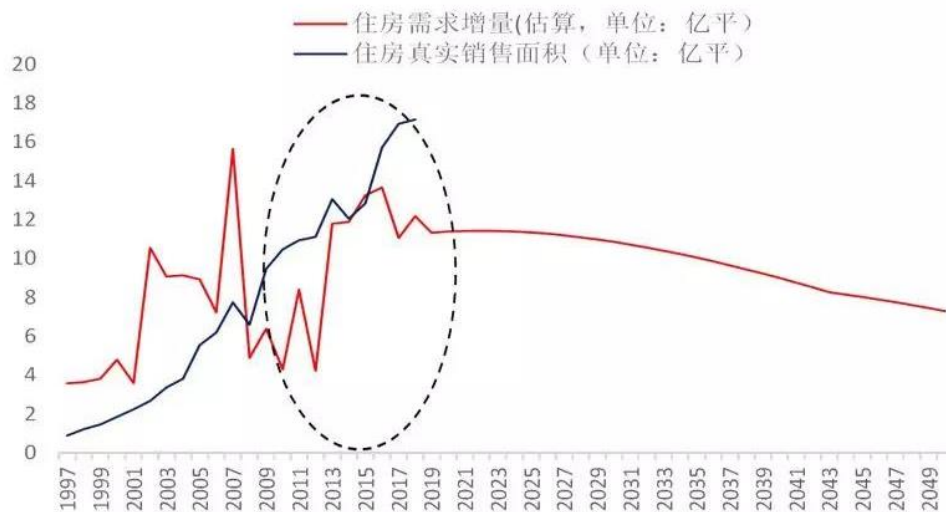
图 8：2020 年代劳动力人口将大幅降低



数据来源：伍戈经济笔记，鲁证期货研究所

目前房地产销售量长期存在均值回归压力，但近几年内预计仍将维持高位水平。粤开证券李其霖研究表明，目前房地产实际销量已经超出了应有销量，经济增长的中长期动力亟需切换。按 2050 年实现城镇化率 80%，人均住房面积达到 50 平的目标反过来倒推，今年应该实现的住房销售量应为 11 亿平米，但实际住房销售量却高达 17 亿平米。这也就意味着目前住房的销量已经远远超过了城镇化本身应该有的需求。

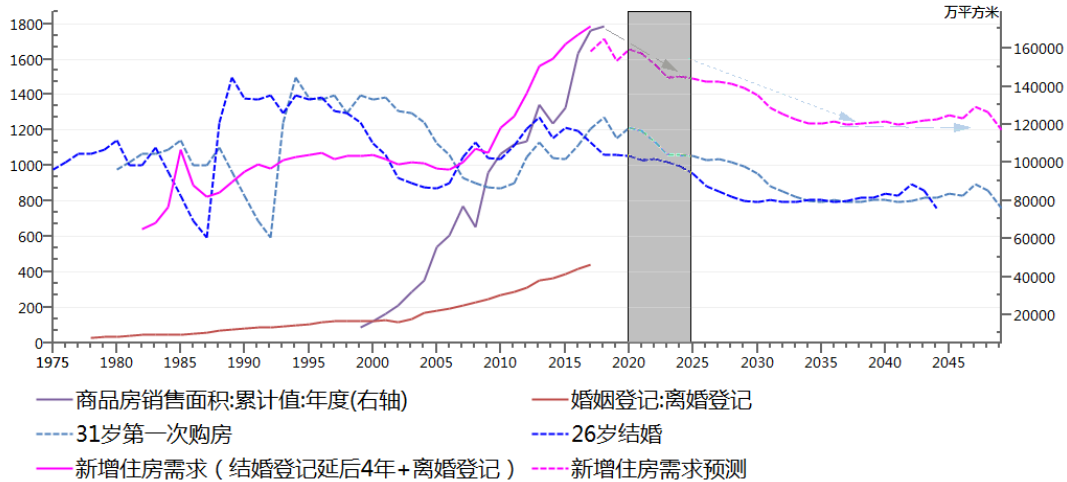
图 9：2020 年代劳动力人口将大幅降低



数据来源：粤开证券，鲁证期货研究所

经我们推算，根据每年结婚登记对数，假设婚后 4 年后购房并且离婚也能创造另外一套住房需求，得到的新增住房需求如下图所示，并由以此来推算，2019-2021 年有望维持在 16 亿左右的水平，2022-2028 年回到 15 亿平米，2030 年以后回到 12 亿平米左右的常态水平。

图 10：新增住房需求预测



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

(2) 从人口结构看，房屋需求进入平台期，地产刚需向改善型转变

研究发现，人口存在消费周期，典型的消费周期如下图所示。“婴儿潮”一代的夫妇在 26 岁时结婚（不过这一年龄正在推后），此时公寓出租量随之达到顶峰；一对夫妇大概在二十八九岁时迎来第一个孩子，在 31 岁左右首次置业；一对夫妇在 37~41 岁之间购买人生中最大的房产，并在 46 岁左右时达到一个人消费的最高峰。（引自人口峭壁（美）哈瑞·丹特）

图 11：消费者生命周期

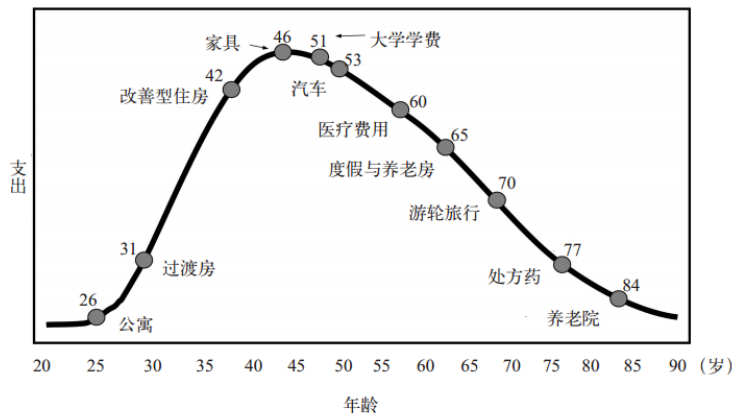


图 1-1 消费者生命周期

资料来源：U. S. Census Bureau, Dent Research

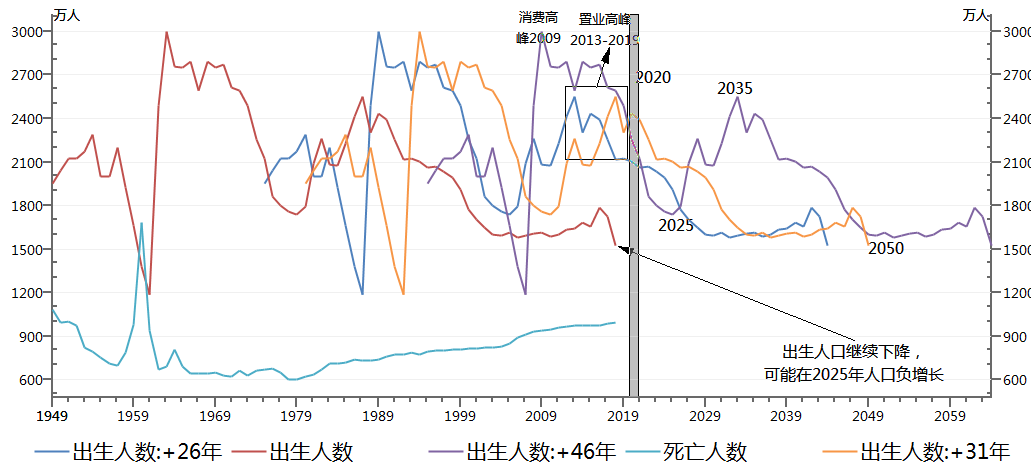
注：从广泛调查中抽取的消费者支出的主要领域样本。与你的生命模式是否相似？如果有出入，很可能说明你的经济条件较好，会在这些领域内较晚达到支出顶峰。

数据来源：书籍·人口峭壁（美），鲁证期货研究所

从中国人口结构来看，过去的 2013-2019 处于 26-31 岁首次置业高峰期，接下来的 2020-2035 年左右，面临改善型住房提升，刚需型住房回落，但整体而言，25-50 岁左右置业需求的绝对人口仍然处于高位水平。同时，从城镇化率来看，城镇化过程呈现纳瑟姆曲线变动，城镇化率突破 30% 之后进入加速阶段，这个过程一直持续到城镇化率 70% 左右，之后进入减速阶段。按照每年 1-1.5% 的城镇化速度，城镇化为中国房地产提供需求的时间可以持续到 2030 年。敦和资管研究结果表明，尽管

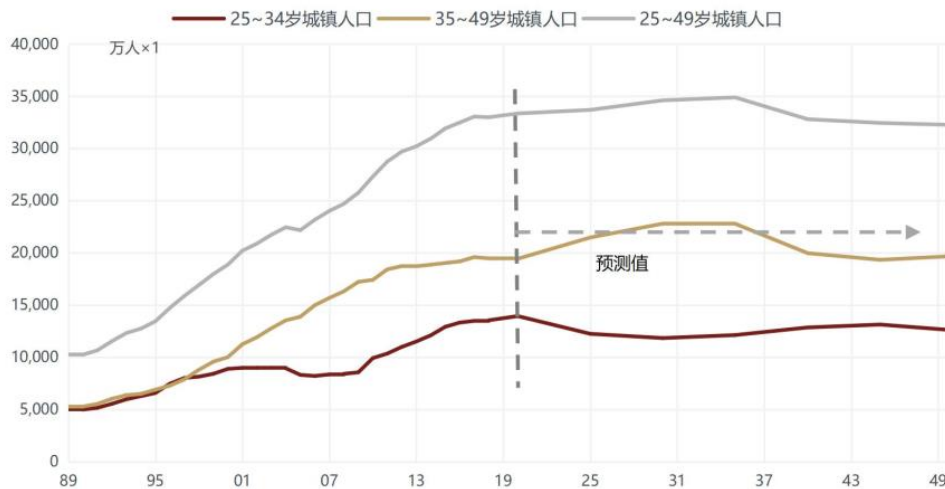
人口增长放缓，结构也趋于老龄化，但城镇化进程未结束，未来十年 25-34 岁的城镇化人口下降，35-49 岁城镇化人口逐步增加，人均居住面积将继续增加。

图 12：中国人口决定消费面临调整期，置业需求进入刚需回落和改善提升



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 13：中国主要置业人口推算

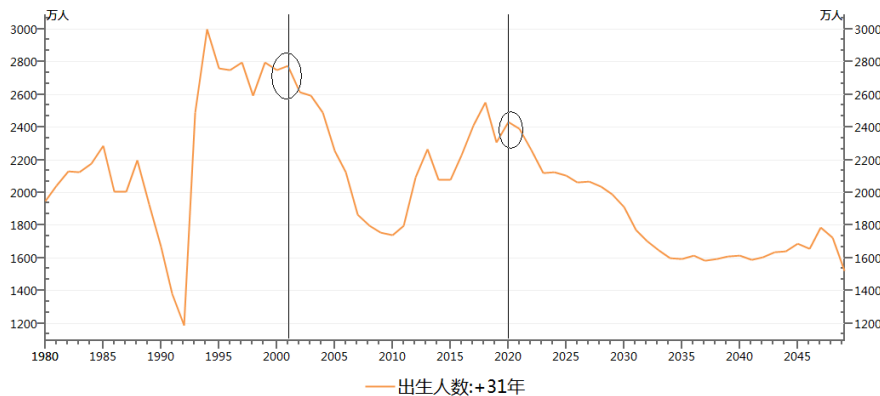


数据来源：敦和资管

（3）从地产周期来看，2020 年类似 2001 年，需求面临回落压力

目前 20 年左右的地产周期来看，钢铁行业所处的周期环境和商品价格水平，与 2000-2002 年左右较为类似。原因，一是因为 2020 年面临 80 后婴儿潮置业高峰的转折点，与 2001 年面临 60 后婴儿潮置业高峰的转折点类似；二是因为同处于长周期熊市的后期，如国家经济政策方面继续实行积极的财政和货币政策，大型重点建设项目，债转股，免税减税等；行业政策方面，当时国务院、国家经贸委提出“控制总量、调整结构、提高效益”的方针，与现在的供给侧改革较为类似。当时，伴随经济刺激的退出以及生产恢复，钢材价格曾出现了再次的筑底。

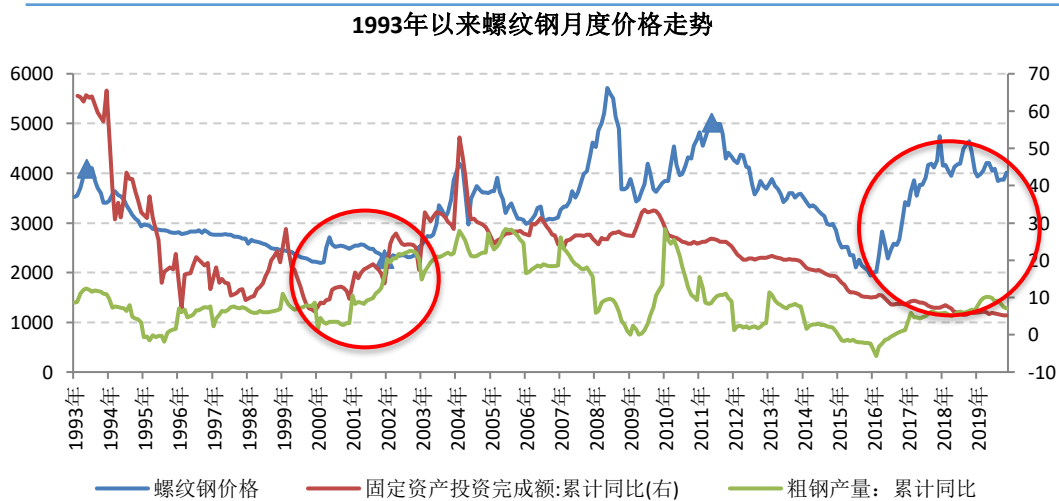
图 14：2020 年类似 2001 年置业高峰的转折点



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

不过与当时不同的是，由于之前供给侧改革执行力度非常大，如 2016-2018 的去产能政策，2018-2020 的三年环保攻坚战，对于新增产量以及产能置换都做了严格的规定，所以在确保不发生大的金融风险底线的支撑下，钢价再次筑底的可能性非常小，但并不影响合理的回落，并且值得注意的是，所面临的国际和国内环境发生了很大的变化，供给侧改革的执行方式也面临一定的修正。

图 15：螺纹钢月度价格走势



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

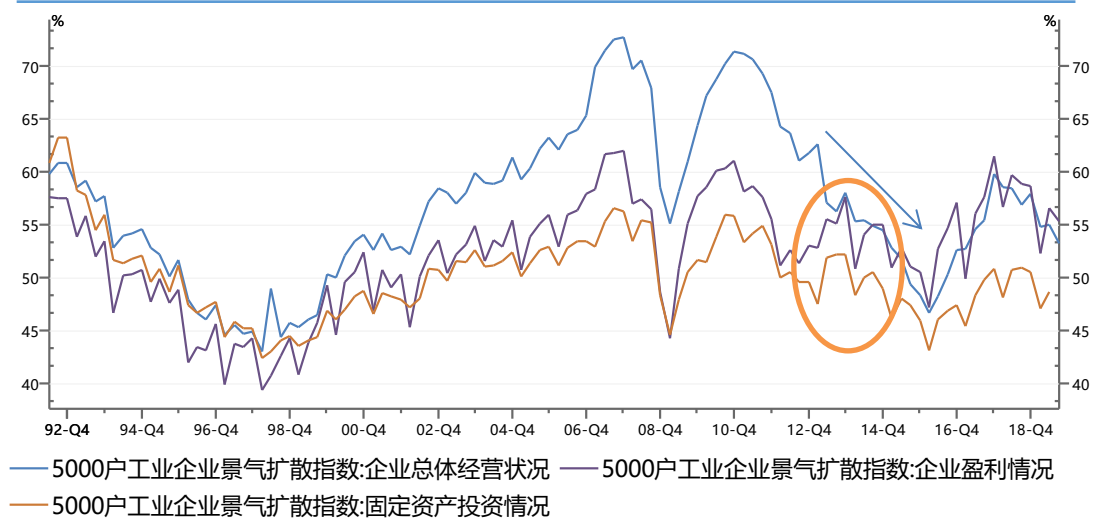
2. 设备和产能周期：新增置换产能进入投产期，钢铁产能可能进入过剩周期

朱格拉周期大约 8-10 年，代表设备的投入和置换升级周期。朱格拉周期参照两个层面指标，就中观层面而言，用工业设备投资和固定资产投资，反应投资回报率和设备更替频率；就微观层面而言，用挖掘机产量、粗钢产量、重型卡车产量增速等反应企业活力。

根据我们分析，如果从以挖机为代表的工程机械产销量来看，2000 后中国大概经历三轮设备周期的扩张，每轮周期大约为 7 年。第一轮是出口带动型的 2001 年至 2008 年，2001 年底我国加入 WTO 之后，外需带动出口迅速增长，带来制造业投资的持续增长，以美国次贷危机引发的金融危机结束；第二轮是投资

拉动型的 2009 年至 2015 年，金融危机之后，2008 年 11 月我国启动四万亿投资计划，内需强劲增长再次带动制造业投资飙升，行业利润大幅下滑，产能市场化退出。**第三轮为 2015 年末延续至今尚未结束**，以供给侧改革带来的盈利回升，本轮周期与以往的设备投放周期不同，所以不是新增产能而是以置换产能和环保设备为代表。

图 16：2020 年中国所处设备周期环境类似 2013 年



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

从结构来看，国家正在调整经济增长方式，不走过渡刺激和投资的老路，经济增长以消费驱动型代替投资拉动型。从固定资产投资结构看，新旧经济冰火两重天，2018 年以来，2025 为代表的高端制造业为代表的投资增速快，传统固定资产投资增速较慢。

图 17：挖机销量代表的产能周期

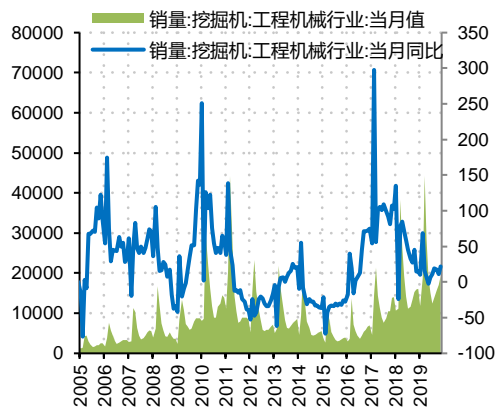
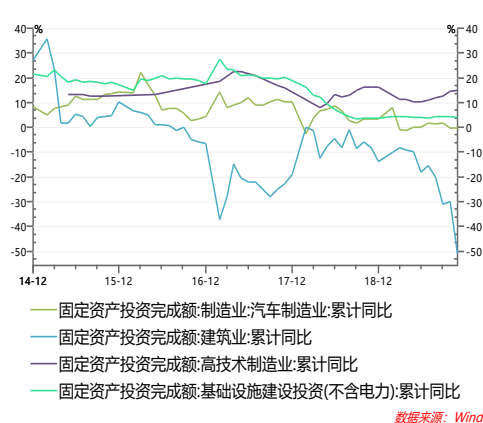


图 18：新旧投资增速分化



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

钢铁行业是典型的重资产周期性行业，从钢铁行业来看，粗钢产量同比代表了钢铁设备周期的变化。从粗钢产量情况来看，也经历了 2000 年以来的三轮设备周期，伴随着 2019 年以来新增置换产能的陆续释放，钢铁产能可能面临新一轮的产能过剩，行业利润率在未来几年可能面临向下回归。

图 19：钢铁新增置换产能投产

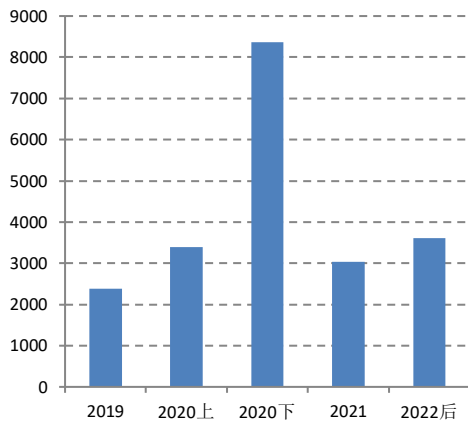
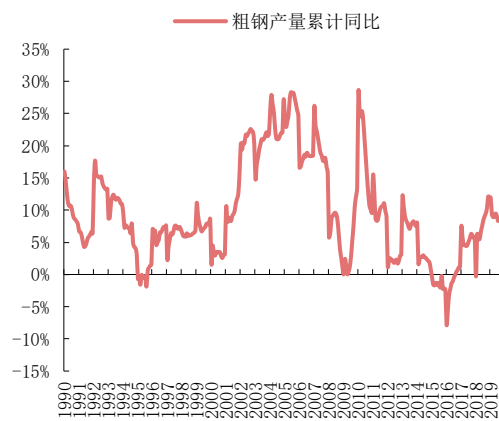
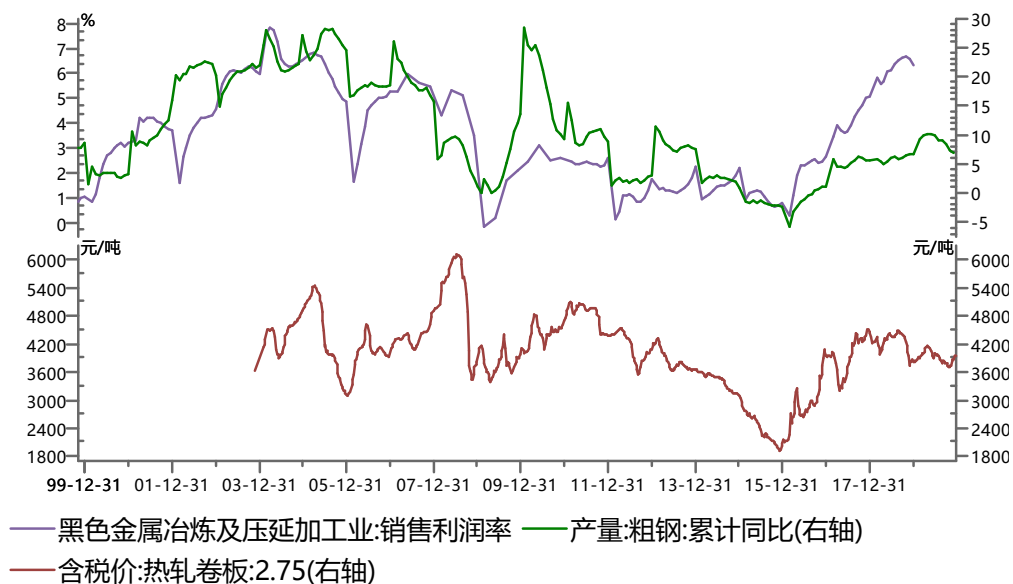


图 20：粗钢产量



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 21：钢铁行业利润率面临回落



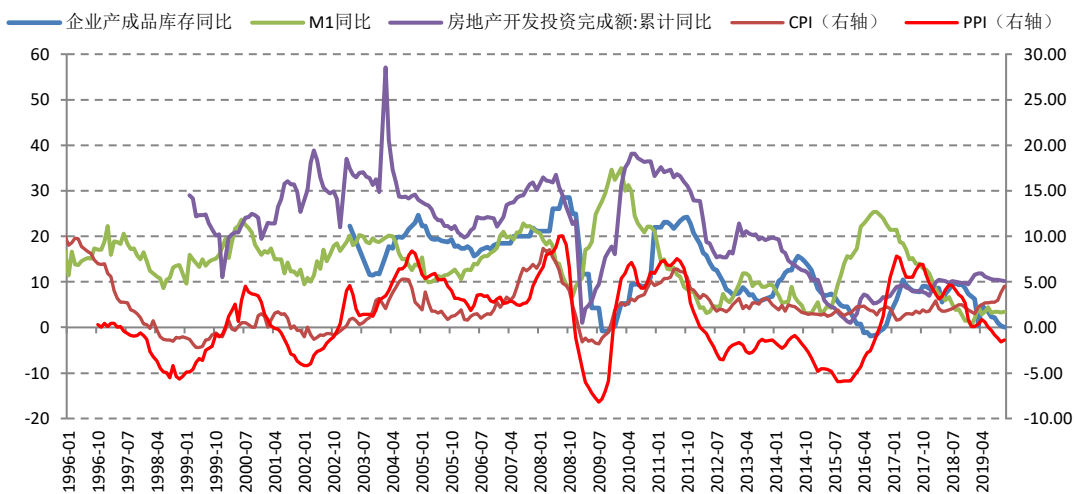
数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

3. 库存和信贷周期：从主动去库向被动去库，利好低价商品，但需求难长持续

(1) 经济周期存在 3-4 年左右的库存周期现象，商品价格表现出明显周期性变化

那么库存周期的本质来自投资活动的变化，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 22：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

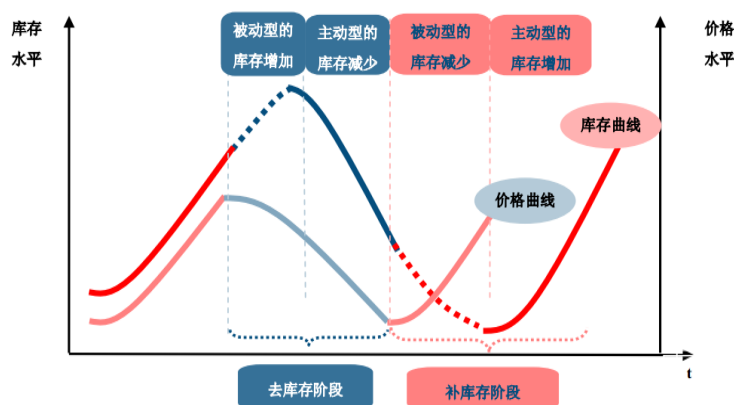
企业库存表现出一定的周期性，并且理论上，价为量先，库存周期也可以根据量价关系划分为四个阶段：**被动补库存阶段**（价格先于库存下跌）：需求下降、库存上升，此时经济开始边际变差，企业还来不及收缩生产，销售下滑导致库存被动增加。**主动去库存阶段**（量价齐跌）：需求下降、库存下降，经济明显变差，企业预期消极，主动削减库存。**被动去库存阶段**（价格先于库存上升），对应需求上升、库存下降。此时经济开始边际转暖，企业库存来不及反应，从而随销售增加而被动下降；**主动补库存阶段**（量价齐升），对应需求上升、库存上升，此时经济开始明显转暖，企业预期开始积极，开始主动去增加库存。

表 2：库存周期四个阶段一览

库存周期	需求	库存	经济状况	商品价格
被动补库	回落	升至高位	抑制生产	先于库存下跌
主动去库	继续回落	下降	经济萧条	量价齐跌
被动去库	上升	下降	经济转暖	先于库存上升
主动补库	继续上升	止降反升	供需两旺	量价齐升

资料来源：中原证券

图 23：库存运行周期的四个阶段

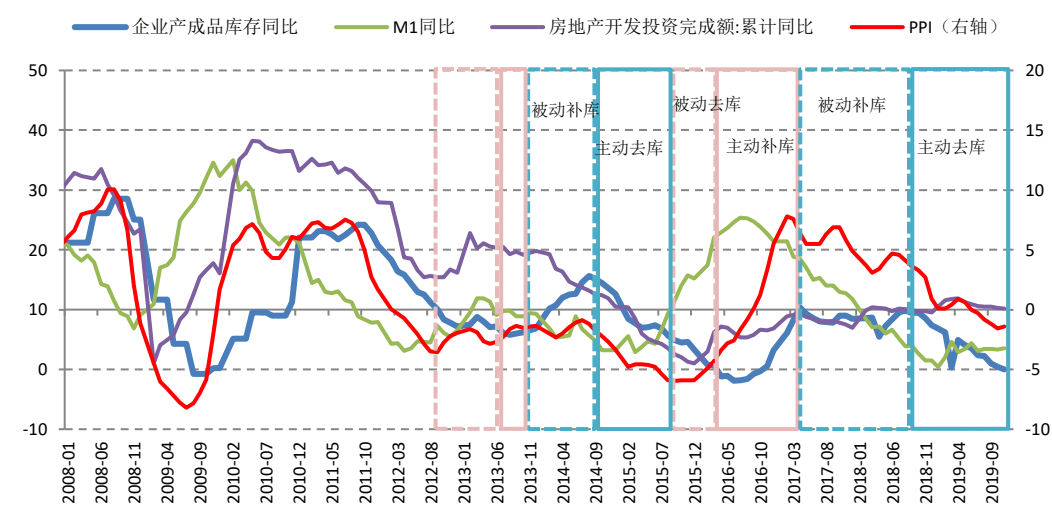


资料来源：中信建投证券研究发展部

(2) 2020 年库存周期由主动去库到被动去库转变，低价位商品价格形成较高安全边际并充满弹性，但库存周期能否使商品价格企稳回升或者持续上行取决于需求的持续性。

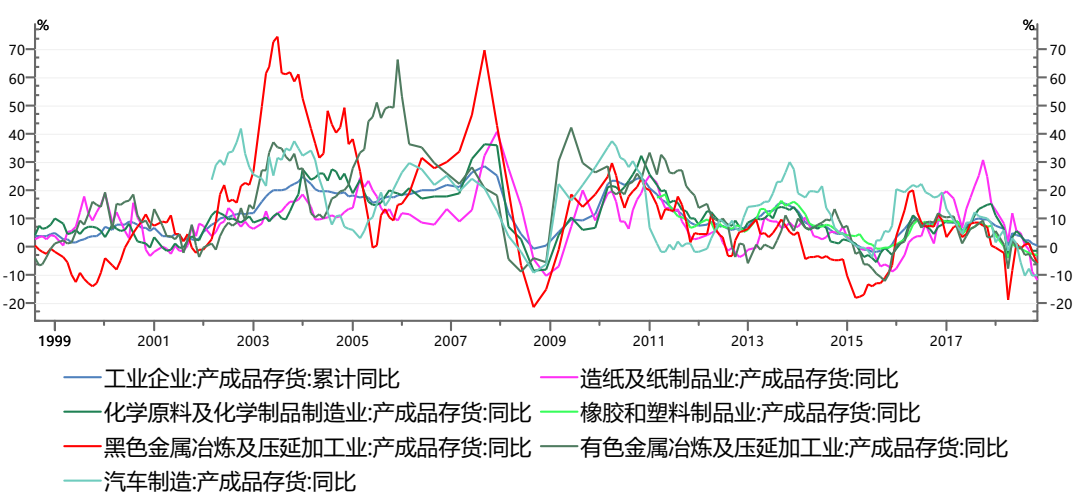
从目前的库存周期来看，自 2017 年末以来的全球经济下滑，库存周期经历 2 年左右的下行期，特别是 2018 年 3 季度末，企业开始主动去库存，目前来看我国的工业品产成品库存已经降低至历史低位。根据历史经验来看，企业产成品库存同比增速将至 0 左右时，再继续下降的可能性很低。从库存周期来看，伴随经济有触底的迹象，此时对于商品而言，价格处于底部的商品具有较高的安全边际。

图 24：目前库存周期处于主动去库到被动补库转换期



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 25：不同商品产成品库存周期性变化



资料来源：wind，鲁证期货研究所

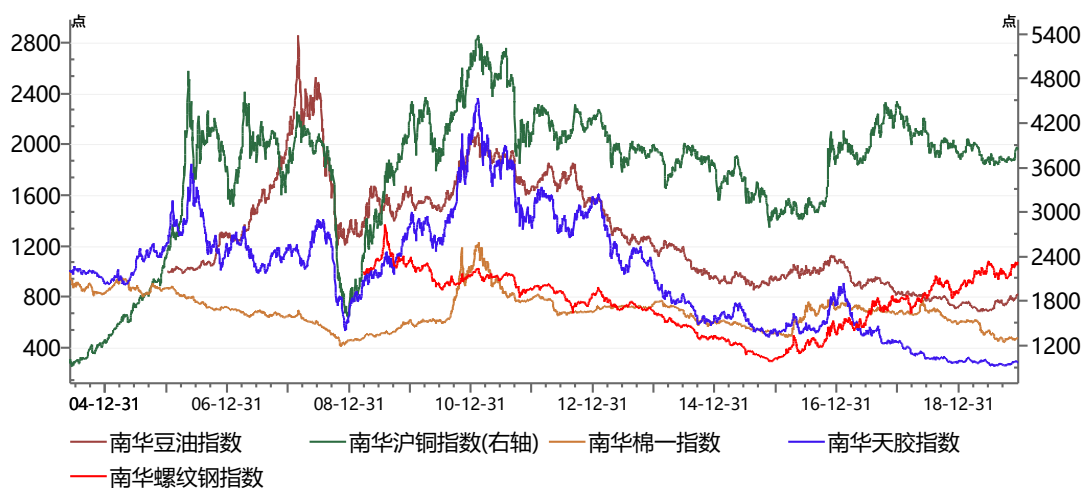
从各类商品价格对比来看，农产品和有色整体估值偏低，工业品表现将差于农产品，黑色表现将不及有色。

图 26：工业品和农产品价格对比



资料来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 27：典型商品价格对比



资料来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

如果市场心态转变甚至可能发生由被动去库向主动补库的转变（2020 年下半年），使处于低位的商品充满弹性，并可能伴随小级别的牛市行情。但是，正如长江证券赵伟团队研究描述，**库存周期启动与否，归根究底取决于需求层面是否存在支持**。盈利变化，是企业库存行为的核心驱动变量。无论是价格上涨的缘故、还是需求持续改善的预判，可以带来盈利改善时，企业才会有补库动力；并且，企业补库行为的持续性归根结底取决于需求层面的支持是否有延续性。从 2000 年以来 6 轮完整的库存周期中，可以发现明显印证。始于 2003、2006、2009 年和 2016 年的 4 轮补库，均发生在地产投资或出口链条明显改善的阶段，补库时长和幅度普遍较为强劲，对应的钢材和金属铜的涨幅较大且均有持续性，分别如下图所示；相较而言，始于 2000 年和 2013 年的补库，主要由大宗原料涨价等因素触发，但由于终端需求始终较为疲弱，补库持续性和幅度也明显较弱，对应的钢材和铜金属的涨幅则较小，甚至出现了单边震荡下行的趋势，如 2013 年或者 1996-1999 年。（本段论述参考了长江证券赵伟团队的《“异化”的库存周期》）

图 28：不同商品产成品库存周期性变化



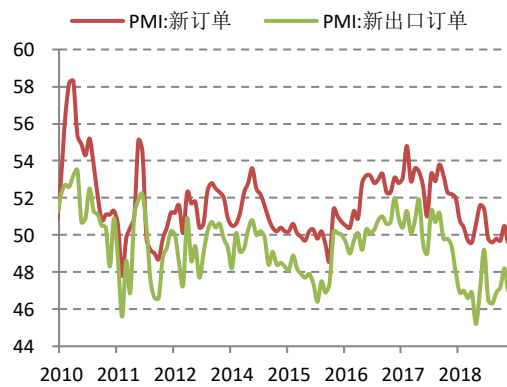
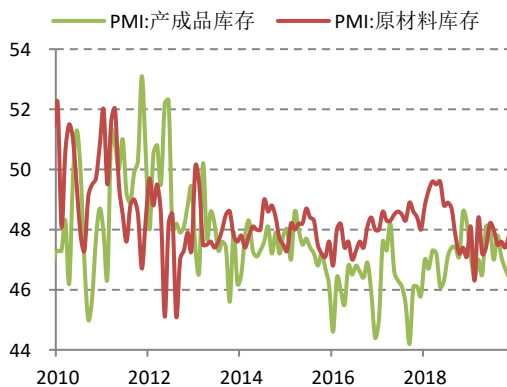
资料来源：wind，鲁证期货研究所

(3) 需求有望改善但持续性待观察，货币适度宽松但不具备放大水条件

从经济景气度的领先指标 PMI 数据来看，企业新订单已经出现一定幅度的上行，2019 年 11 月新订单指数达 51.3，重新回到景气区间，同时企业的原材料和产成品库存整体处于低位水平；并且全球 PMI 近期同样处于触底区间，不发生危机的情况下，经济存在企稳预期，海外需求有望回升；从钢铁行业 PMI 数据来看，新订单同样在 2019 年 10 月份达到低点，库存在 2019 年 11 月达到近几年的同期最低水平，低库存对价格起到支撑作用，市场调研也存在缺规格现象。

图 29：PMI 库存指数

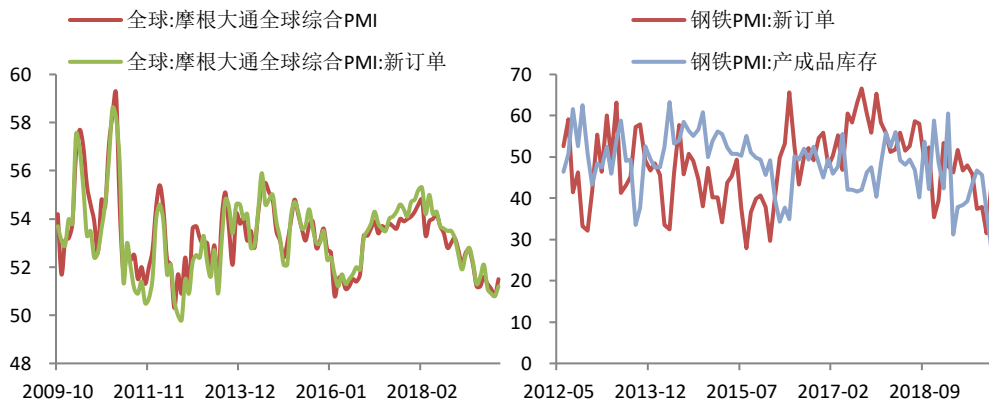
图 30：PMI 新订单指数



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 31：全球经济 PMI

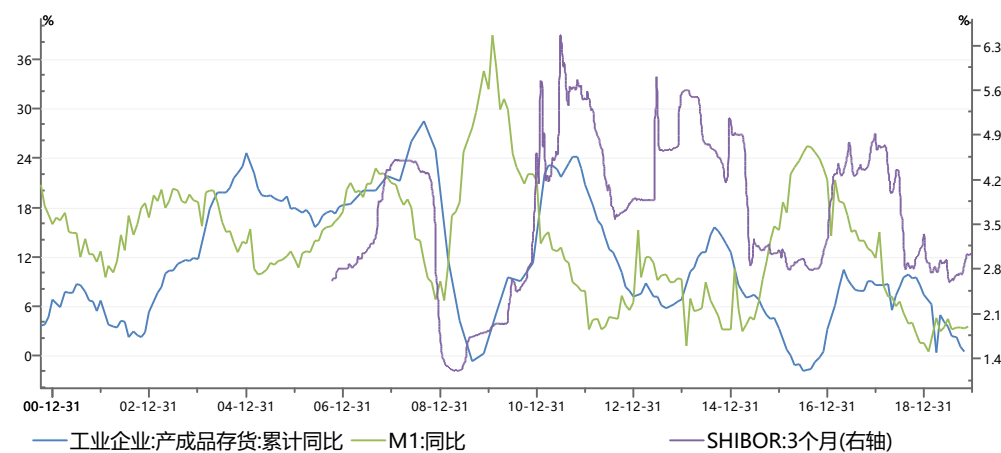
图 32：钢铁行业 PMI



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

从货币角度看，M1 货币存在一定的宽松预期，但是大幅放水的可能性很小。因为 2014 年到 2016 年大幅放水，导致目前负债率较高，2018-2020 年为还债高峰期。国务院总理李克强称，国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种举措，降低实际利率和综合融资成本。大放水后房价大幅上涨，挤压了消费和企业经营成本，导致后遗症明显，所以再度大幅放水可能性很低。历史上来 2020 年将类似于 2013 年，货币略微宽松或定向宽松的可能性大。

图 33：货币与产成品库存



资料来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

经济周期环境及对黑色影响小结

由于宏观政策突出了逆周期调节，经济周期被拉长和平抑，所以，在分析周期因素对商品价影响的框架上，除了分析传统周期变化，还要注重对结构（商品大类）的影响。从人口和地产周期来看，红利终结老龄化来临，地产销售量已经达到中国房地产的历史顶峰，近两年如维持高位，长期房屋需求也将面临 16 亿向 12 亿平米左右均值的回归。从人口结构看，地产刚需向改善型转变，改善型住房有利于提升新开工面积。从地产周期来看，2020 年类似 2001 年，需求面临“80 后婴儿潮”置业高峰后的回落压力。从设备和产能周期来看，新增置换产能进入投产期，钢铁产能可能进入过剩周期。所以长周期看，需求见顶，供给也面临新一轮周期过剩，长期利空工业品价格和行业利润率。

从库存和信贷周期来看，工业产成品库存达到近几年低位水平，货币倾向于适度宽松，所以 2020 年

库存周期由主动去库到被动去库转变，低价位商品价格形成较高安全边际并充满弹性。从各类商品价格对比来看，农产品和有色整体估值偏低，工业品表现将差于农产品，黑色表现将不及有色。但库存周期能否使商品价格企稳回升或者持续上行取决于需求的持续性。需求因为长周期压力所以持续性不足，货币适度宽松但不具备放水条件，历史上来 2020-2022 年将类似于 2013-2015 年，大概率表现为弱补库周期。

（二）宏观政策环境

2020 年为特殊的一年，要实现全面奔小康的 GDP 增速翻番目标，但国内宏观经济仍然面临压力。下文主要从国内经济政策，特别是中央经济工作会议精神和领导讲话，分析 2020 年的宏观经济政策对大宗商品尤其对黑色商品的影响。

1. 从会议精神看宏观政策导向

近几年，宏观政策坚持稳中求进总基调，坚持供给侧改革为主线，但是每年的工作重点并不相同。去年突出了逆周期调节，今年则突出了坚持贯彻新发展理念。

（1）经济下行压力加大，货币政策存在放松空间

经济下行压力下“稳杠杆”取代了“去杠杆”，实际代表着货币政策的转向。因为再次提到“经济下行压力加大”，并提出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。”从货币表现来看，有望继续提速，但经济增速压力下，整体提升空间有限。

图 34：M1M2 货币增速



图 35：社会融资情况

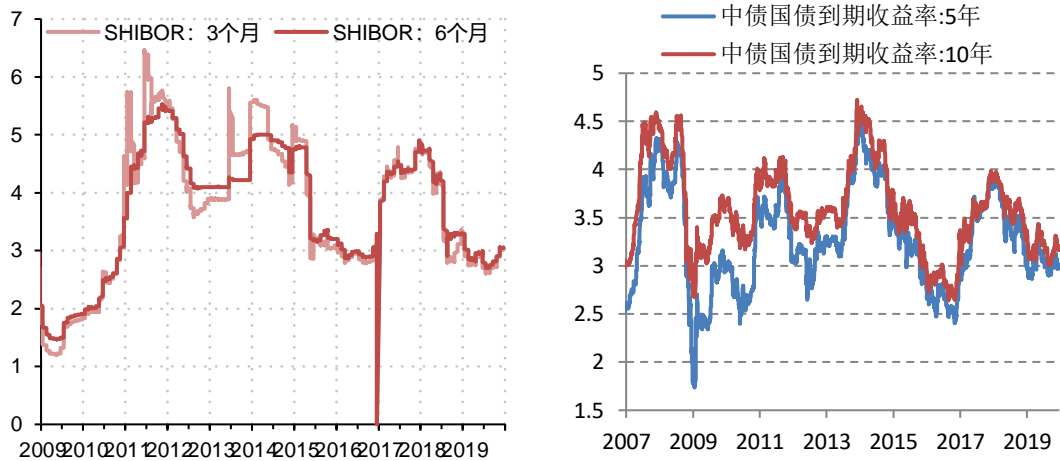


数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

利率存在一定下降空间，空间取决于通胀能否解决，以及经济增长目标。猪肉引起的通胀对货币降息有一定影响，如果猪瘟影响逐渐解决；另外，如果经济增长速度下滑，或者 GDP 目标下调，降息仍有一定的空间，但整体空间有限，预计在 0.5% 以内。

图 36：利率走势情况分析

图 37：国债收益率分析



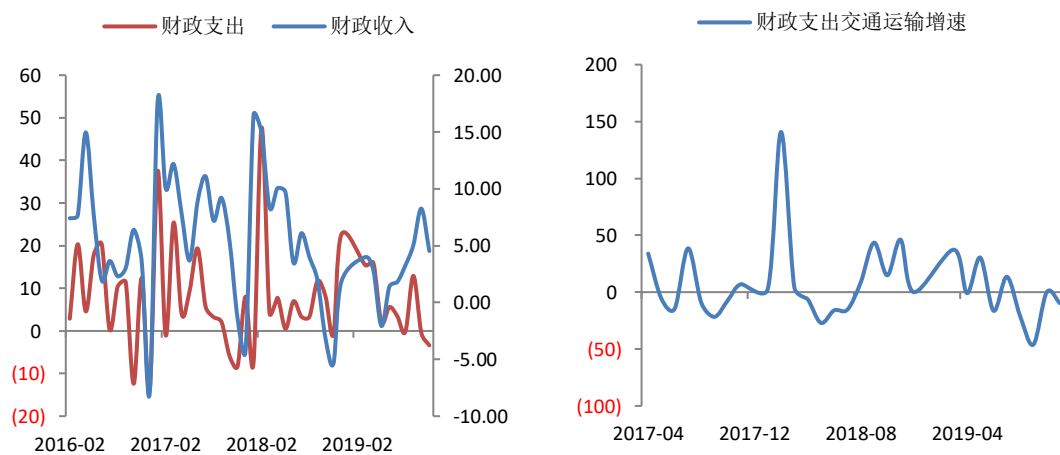
数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

(2) 财政政策积极，但效果将受到财政收入的影响

财政政策积极，但财政政策的效果将受到财政收入的影响。“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。”

图 38：国公共财政收支增速

图 39：财政支出交通运输增速



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

2. 政策变化对黑色的影响分析

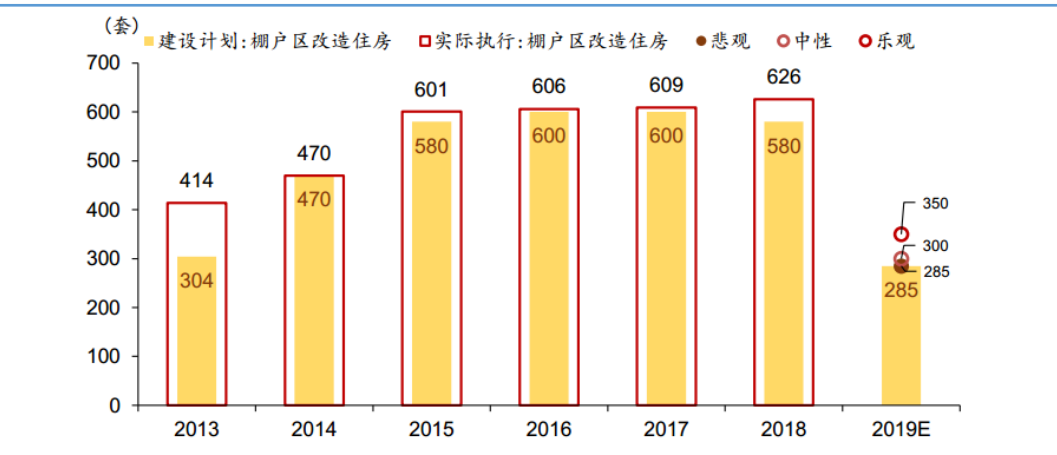
过去三年以来，宏观和产业政策执行力度空前，其对产业的影响几乎可以说是主导性的。三去一降一补中的房地产去库存和钢铁的去产能，三大攻坚战中的环保治理大幅提升了钢铁商品的价格和行业利润。但 2019 年后房地产棚改变旧改，环保不搞一刀切后对供给影响减小，且异地搬迁扶贫带来的地产投资增量于 2019 年结束，各项政策对于黑色利好基本兑现，甚至副作用将在 2020 年开始显现。

(1) 房地产棚改变旧改，对地产投资将产生不利影响

关于房地产，房住不炒依然保持政策定力。今年最重要的变化是棚改变为旧改。中央经济工作会议指出“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机

制，促进房地产市场平稳健康发展。”棚改是过去几年房地产市场火爆的关键因素，棚改停止的话，那房地产特别是三四线城市市场面临较大压力。2015-2018 年，全国棚改货币化分别去化库存为 1.5、2.5、3.1 和 2.5 亿平米，分别占比 2015-2018 年销售面积的 13.5%、18%、22%和 17%。由于 2019 年棚改套数出现约 50%的断崖式下跌，或导致 2020 年销售下滑。2019 年前 11 月，全国棚户区开工 315 万套，超额完成任务。

图 40：棚改计划



资料来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

（2）精准扶贫近尾声，易地扶贫搬迁结束，地产投资减少

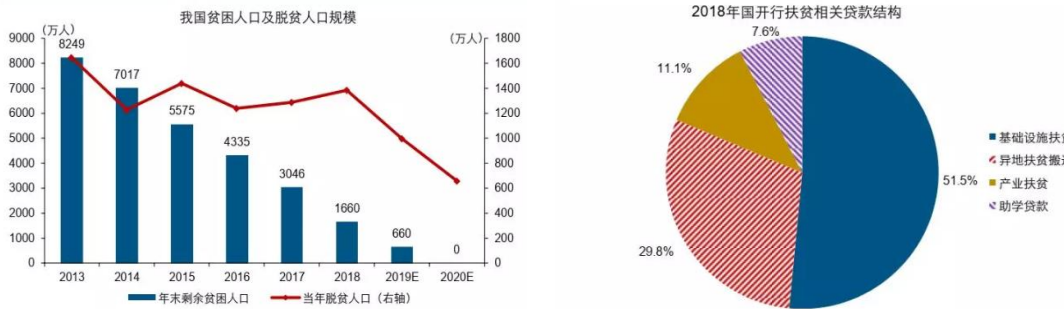
2019 年以来，供给侧改革要突出重点问题，打好重点战役，对污染防治攻坚战要避免处置措施简单粗暴。2020 年，依然强调打好三大攻坚战。三大攻坚战的顺序做了调整，扶贫放在第一位，防风险表述为“防止发生系统性金融风险”，并放在了第三位。要打好污染防治攻坚战，坚持方向不变、力度不减。

关于环保对钢铁行业供需的影响我们不再赘述，环保不搞一刀切之后对供给的影响相对降低。重点分析下，精准扶贫对黑色行业的影响，笔者查阅相关材料寥寥无几，这可能是一个盲区，因为涉及到异地搬迁，对房地产的需求形成较强支撑。

2019 年易地扶贫搬迁基本完成，2020 年以后地产需求力度减弱。从脱贫人数来看，2015 年贫困人口尚余 5575 万人，2015 年底打响“脱贫攻坚战”以来，2016 年以来脱贫工作进展显著，每年脱贫人口均在 1000 万人以上，预计 2019 年再减贫 1000 万人以上，目前还剩 660 万贫困人口。其中，**易地扶贫搬迁是脱贫攻坚的“头号工程”和标志性工程。**“十三五”期间计划异地扶贫搬迁 1000 万人。2016 和 2017 两年完成 589 万人的易地扶贫搬迁建设任务，2018 年 280 万人的搬迁建设任务，并指出 2019 年底基本完成“十三五”易地扶贫搬迁规划建设任务。如果 2019 年足额完成 1000 人目标，将完成易地扶贫搬迁 130 万人。**由于 2019 年易地扶贫搬迁基本完成，精准扶贫所带来的额外房地产用钢需求将出现回落。按照人均 25 平米的标准，2020 年 will 比 2019 年减少 3250 万平米，相比 2018 年减少 7000 万平米的房地产投资。**

图 41：利率走势情况分析

图 42：国债收益率分析



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

宏观政策环境及对黑色影响小结

2020 年经济下行压力加大，宏观政策仍会坚持稳中求进总基调，坚持供给侧改革为主线，从货币表现来看，有望更加积极但不会大水漫灌，利率也存在一定下降空间，但降幅也空间也有限。财政政策积极，但财政政策的效果将受到财政收入的影响。从政策对黑色的影响看，过去几年“三去一降一补”中的房地产去库存和钢铁的去产能，“三大攻坚战”中的环保治理大幅提升了钢铁商品的价格和行业利润。但 2019 年后房地产棚改旧改，环保不搞一刀切后对供给影响减小，且异地搬迁扶贫带来的地产投资增量于 2019 年结束，各项政策对于黑色利好基本兑现，甚至副作用将在 2020 年开始显现。综上所述，宏观政策整体对商品价格而言影响积极，但对于黑色而言，利好已经 2019 年前兑现，利空将在 2020 年后逐渐出现。

三、 2020 年黑色产业链供需形势分析

回归到产业层面，重点围绕供需基本面，从相关产业链、行业产能、产品供需、库存等角度对 2020 年黑色产业链及各品种的供需关系进行梳理和展望，力求从供需角度对价格的影响进一步分析。

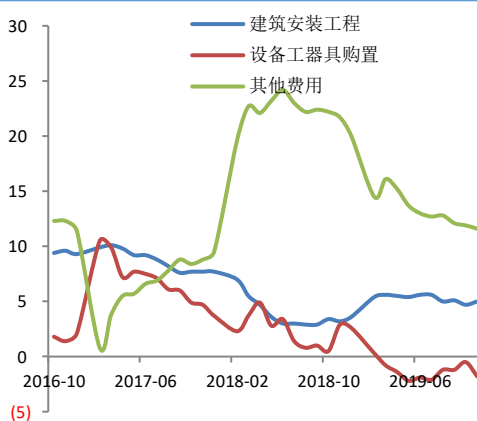
（一） 钢材下游需求：短期需求韧性仍在，中期存在下行风险

经济下行压力加大，同时政策强化逆周期调节，从固定资产投资增速情况来看，2019 年固定资产投资增速继续下滑，但降幅有所收窄，但是明年土地购置费用的下降，将对固定资产投资增速产生不利影响。分行业来看，地产成为支撑固定资产投资的关键因素，基建投资增速有所提升但是空间不大，制造业投资增速下滑。

图 43：固定资产投资完成额增速



图 44：固定资产投资累计增速:按构成分



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

1. 基建投资将企稳回升，但是改善空间有限

以政府行为为主的基建投资一直是经济和投资增速的对冲手段，所以一般跟商品价格走势和经济增速呈现负相关关系。2020 年财政政策基调强调更加积极，扩大财政支出和 ppp 项目落地等，基建投资面临的形势会略微好转，对钢材需求有所提振，但绝非主要矛盾。**明年基建投资面临的形势会略微好转，但会受到地产财政压力和债务压力限制，预计改善空间有限。**

图 45：基建、地产及制造业投资增速

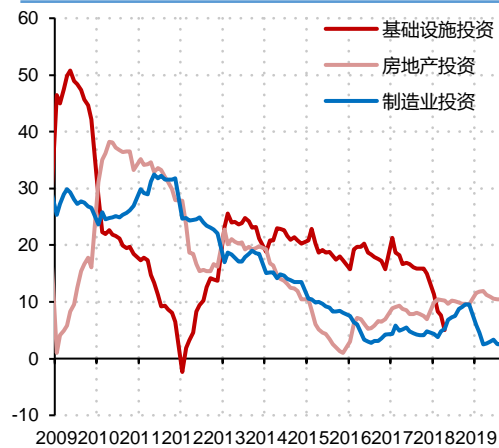
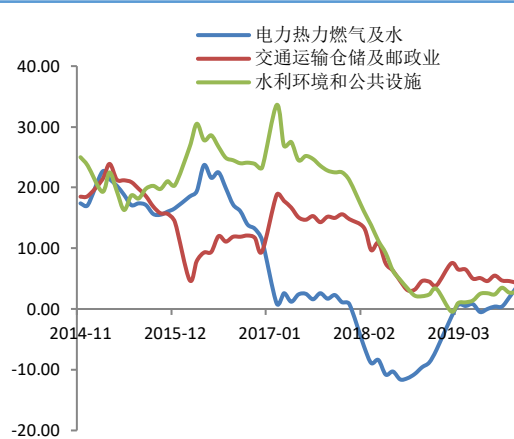


图 46：基建投资增速情况



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

2. 地产用钢需求下半年或明显回落

房地产是主导投资也是决定钢材需求的核心因素，也是今年提升钢材特别是螺纹钢需求的关键因素。房地产 2019 年仍然保持韧性，正如韩正在住建部发言所述，“**当前房地产市场总体平稳，成绩来之不易。保持房地产市场稳定，是对宏观经济平稳健康发展的重要贡献。**”房地产市场稳定符合政策导向，2020 年仍以稳地价、稳房价、稳预期为主。

图 47：房屋销售、完工及开工面积增速

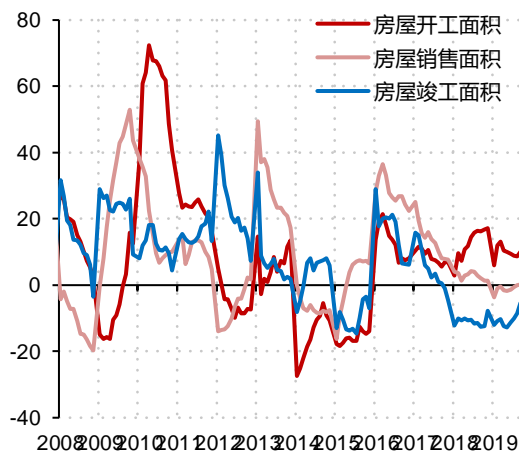
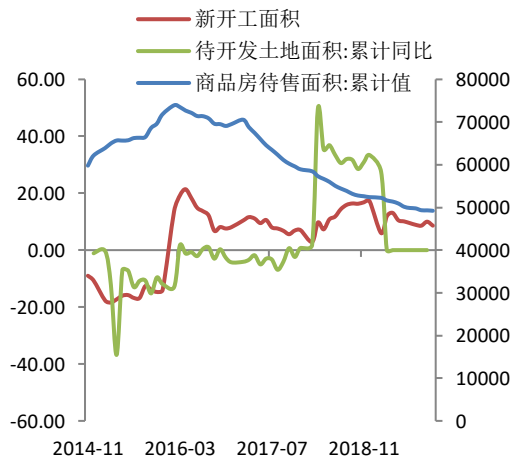


图 48：新开工面积增速有望维持

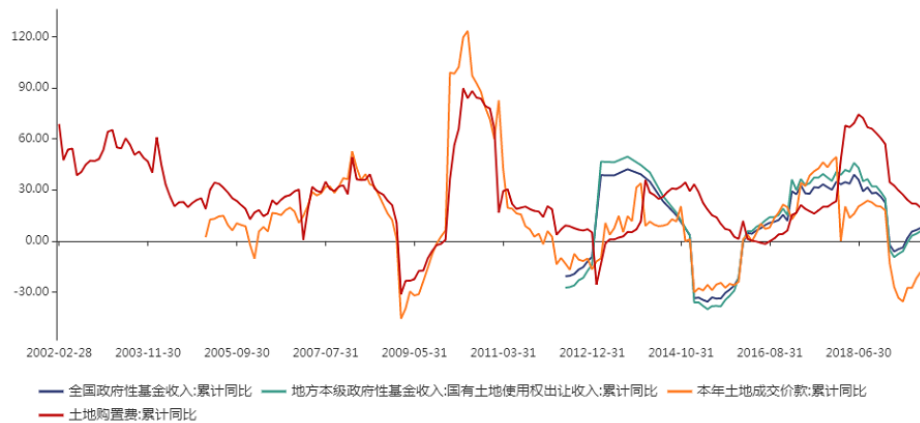


数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

(1) 为什么新开工依然保持韧性

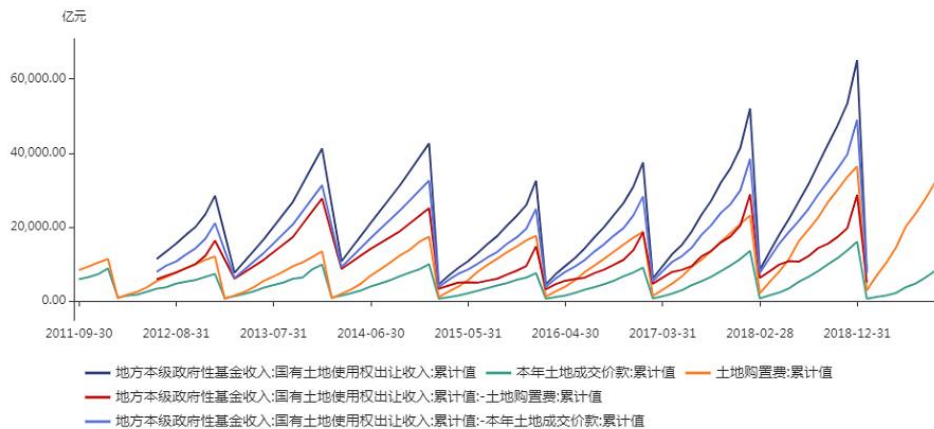
市场对地产新开工大幅下滑充满担忧。一是担心销售下滑冲击开工，目前地产实施因城施策，且房贷利率并没有大幅提升，各地房地产市场表现也涨跌不一，地产销售表现出相当的韧性。并且企业为尽快回笼资金，努力把土地库存变为现房库存回笼资金，反而被动推高了企业的开工进度。二是担心土地成交价款大幅降低对新开工形成冲击，待开发土地面积的大幅增加是房地产企业增大新开工的直接因素，这与过去两年实施的棚改有很大的关系。其实土地成交价款大幅降低主要因为 2018 年的高基数，从更宽口径的国有土地使用权出让收入看，房地产企业的土地库存并没有出现明显降幅。目前来看，这种担忧短期不足为虑。那么有没有远忧？

图 49：土地成交情况对比



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 50：不同口径土地成交情况对比



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

表 3：三类土地开支口径对比

口径	土地购置费（国家统计局）	土地成交价款（国家统计局）	国有土地使用权出让收入（财政部）
定义	房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用	房地产开发企业进行土地使用权交易活动的最终金额	政府以出让等方式配置国有土地使用权取得的全部土地价款，包括受让人支付的征地和拆迁补偿费用、土地前期开发费用和土地出让收益等
土地市场	一级市场、二级市场	一级市场、二级市场	一级市场、各类补缴
统计对象	房地产开发企业	房地产开发企业	受让土地使用权的各类主体
统计方式	分次计入	一次计入	分次计入，收付实现制
统计原则	财务支出法	按照土地交易活动合同计入	按照上缴地方国库的时间计入

来源：国家统计局、财政部、国金证券研究所

（2）新开工韧性还能维持多久？

从销售情况来看，住宅再房住不炒加上棚改大幅降低，投机性需求将持续降低，办公楼及商业性住房（占比约 8%）销售面积已经出现-10%幅度的降低。所以，对于地产销售而言，并无乐观预期，能够维持现有销售水平已是天量水平，况且 2019 年的销售天量水平还是在地产企业降价促销的情况下出现的。

图 51：银行房贷利率及首付比例

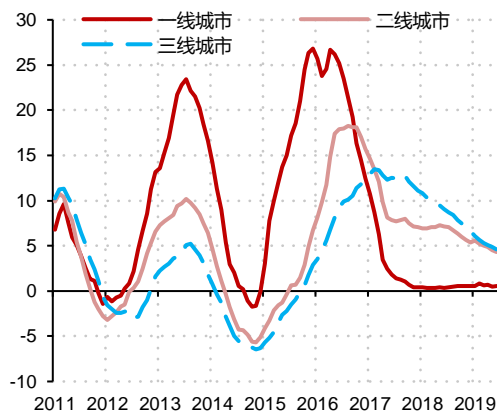
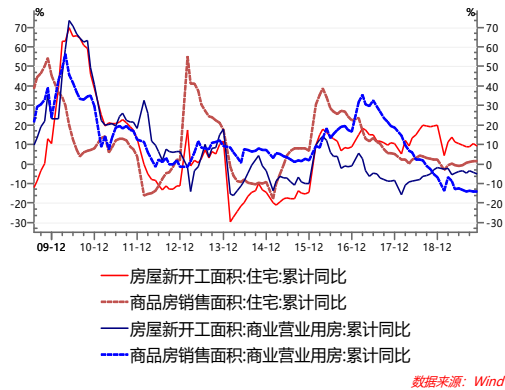


图 52：房屋销售情况



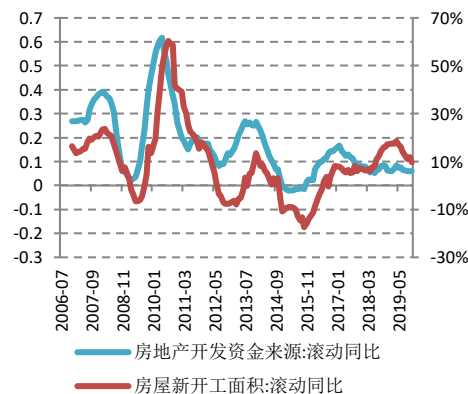
数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

假设销售面积增速 0 增长，地产开工面积将出现向销售面积的回归，因为赶工的存在，新开工在 2020 年内或会出现负增长，最起码会见到单月同比零增长或负增长。另外从房地产资金来源情况看，由于房地产资金到位情况领先于投资和房屋新开工，并且领先 3 个月的房地产企业资金到位滚动累计同比增速与新开工面积相关系数达到 0.9，地产资金来源增速近期依然平稳，预计新开工依然有韧性，但可能会向下回归。

图 53：房地产销售面积及新开工对比



图 54：地产企业资金来源



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

3. 制造业需求有望改善，同样空间有限

从制造业来看，制造业固定资产投资 2019 年整体表现下行，特别是汽车销量同比下滑严重。居民杠杆率提升对消费的挤压作用依然较大，所以民用消费方面，依然看不到亮点，可能唯一的利好是利空出尽。工业品消费方面，设备制造业需求维持在高位，并且叠加补库需求，对于板材和圆钢等需求将有所提振。

图 55：全社会用电量

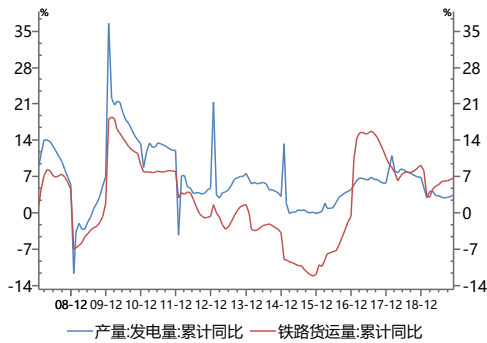
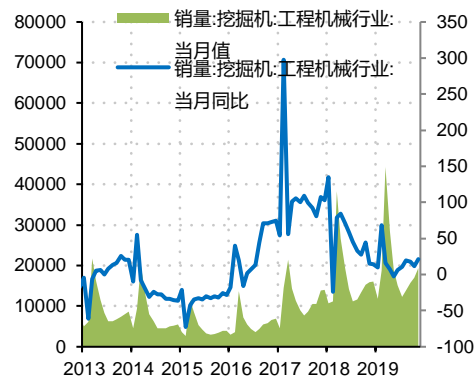


图 56：挖掘机销量数据



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 57：家电消费情况

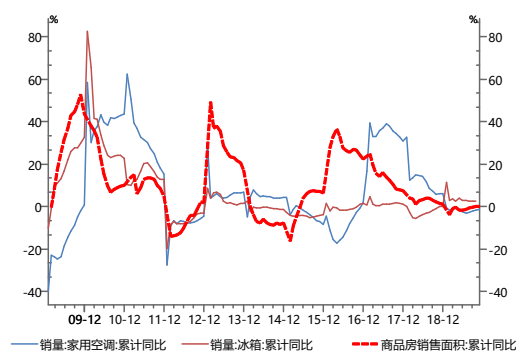
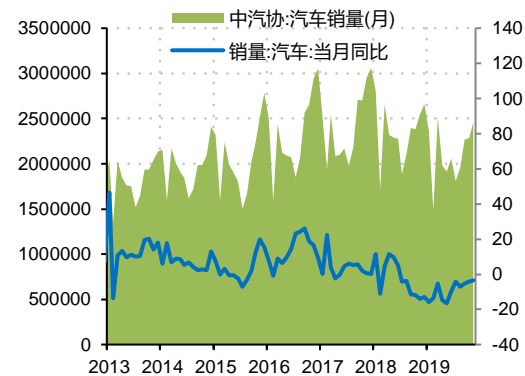


图 58：汽车销量情况



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

钢材下游需求情况分析小结

钢材下游需求方面，基建为对冲手段且提升空间有限，制造业整体平稳，且民用和工业用材将继续分化，地产依然主导钢材需求趋势。2019 年地产企业大力促销的情况下地产库存依然累积，棚改以及异地搬迁扶贫工作的结束将对地产的销售和开工造成较大的影响，并且地产的赶工期难以超过两年以上的的时间，透支了部分新开工的需求，所以在 2020 年将看到地产新开工向销售面积的均值回归或背离，时间节点预计在年中。同时，地产施工仍将维持在高位水平，但是伴随着竣工面积的逐渐增多，施工后期用钢强度（螺纹钢）下降。所以，总体来看，上半年钢材需求有望维持，但是下半年的地产为主的钢材需求预计出现明显回落。

（二）钢铁供给形势分析

1. 钢铁产能及利用情况

(1) 钢铁去产能大幅提高了利用率情况

2019 年，发改委发布《2019 年钢铁化解过剩产能工作要点》要求深入推进化解钢铁过剩产能，力争在 2019 年全面完成目标任务。按照“十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标要求粗钢产能 2020 年要降到 10 亿吨以下，产能利用率由 2015 年 70%提高到 80%。截止 2018 年已超额完成去产能目标上限值。在完成计划目标产量基础上，河北制定三年退出钢铁产能 4000 万吨计划，2019 年 1-10 月已压减逾 1451 万吨，2020 年继续压减退出 1400 万吨。

从中国钢铁行业产能、产量和产能利用率数据可以看到，在 2015 年以前，我国钢铁产能保持扩张态势，最高上升至 12.00 亿吨，由此伴随着的是产能利用率由 2010 年的 82%下降至 2015 年的 66.99%。自供给侧结构性改革开始，钢铁产能不断压减，产能利用率持续提高。整体来看，随着去产能目标任务完成，下一步产业工作重心将由全国性总量压减转向结构性优化调整，2020 年产能置换和钢企重组是钢铁企业面临的新挑战。

图 59：中国粗钢产能（单位：万吨）

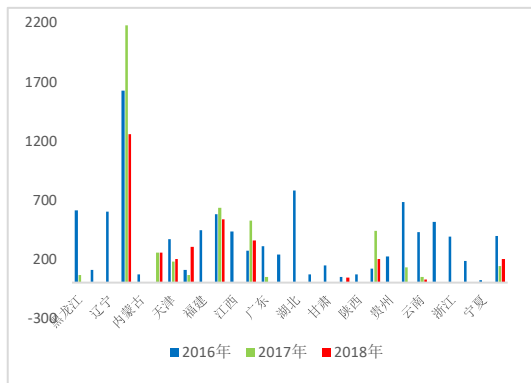
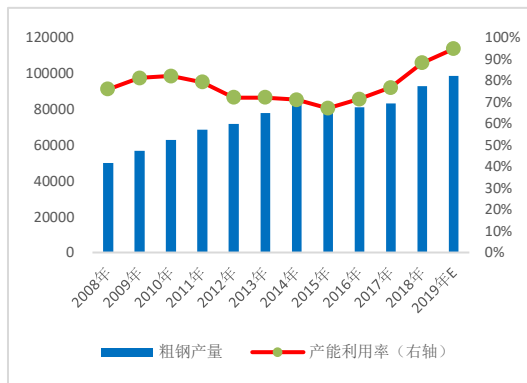


图 60：粗钢产量及产能利用率



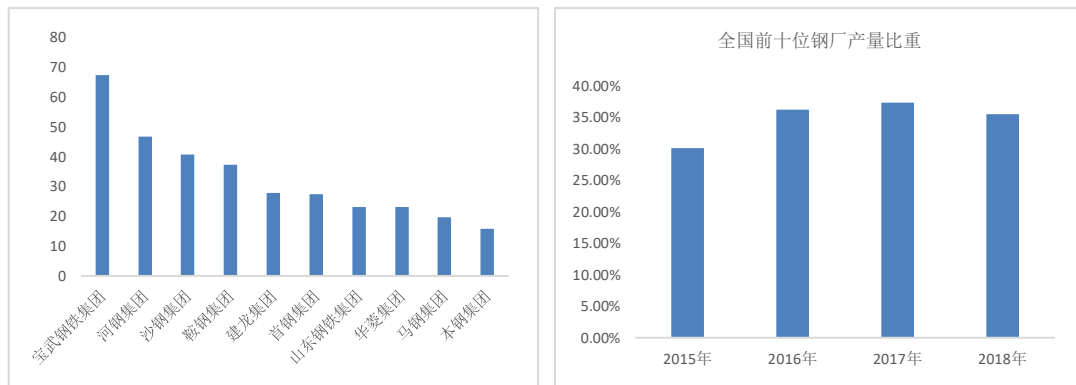
数据来源：SMM 钢铁 Wind，鲁证期货研究所

(2) 钢铁行业兼并重组仍大有可为

按照《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》要求，主要指标 2020 年粗钢产能要降到 10 亿吨以下，产能利用率由 2015 年 70%提高到 80%，产业集中度（前 10 家）由 34.2%提高到 60%。并按照市场化运作、企业主体、政府引导的原则，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢铁企业集团。从行业层面看，兼并重组提高产业集中度有利于解决钢铁企业数量多、经营分散的市场格局，增加企业的行业话语权。以 2015 年为例，日本前四大钢铁企业产能集中度高达 83.3%，美国前四大钢铁企业产能集中度占比为 70%，欧盟前八大钢企产能集中度为 64.9%，从中国钢厂前十位产量比重来看，当前的产业集中度仍处于偏低位置，仍有较大的上升空间。2019 年中国宝武与马钢集团重组，年产量合计达到 9000 万吨级别，排名全球第二位，此次重组预计将使得行业集中度提高两个百分点。同时，河北武安地区、唐山地区、江苏省、山东省等钢厂正在进行大规模的企业间产能重组。

图 61：2018 年钢厂产量排名（单位：百万吨）

图 62：全国钢厂（前十位）产量比重（单位：%）



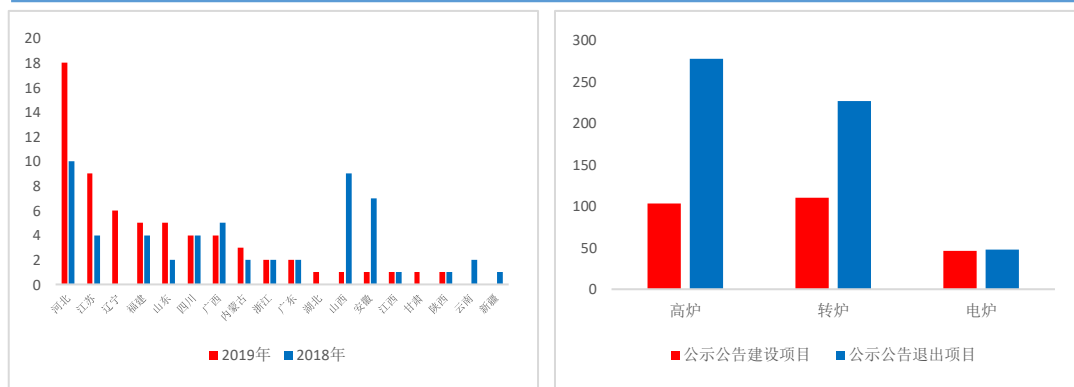
数据来源：世界钢铁协会

(3) 钢铁行业产能置换进入投产高峰

近年来全国多地推出钢铁企业产能置换项目，自2020年开始，部分钢企新建置换钢铁产能将陆逐步投产。截止到2019年12月19日，全国共有16省（市、区）的64家钢铁企业公示公告产能置换方案。这些新公示的产能置换项目中，80%以上集中在华北及华东地区，尤其是河北、江苏、辽宁等钢铁工业生产大省。据粗略统计，近两年产能置换项目在2020年12月前（不含12月）达产的钢铁产能为11956.24万吨，其中炼钢产能7027.34万吨，炼铁产能4928.9万吨，淘汰落后钢铁产能1976.75万吨。

从绝对数值上看，新产能总比例低于被置换的产能，但从产能利用率和环保标准上讲，新置换的产能利用效率更高，在面对重污染天气预警减排政策时，其供应受到的影响更小。2019年全国公示公告钢铁产能置换方案中，拟新建钢铁产能20333.055万吨，其中拟新建炼钢产能10229.77万吨，新建炼铁产能10103.285万吨；拟退出钢铁产能23520.523万吨，其中退出炼钢产能11310.67万吨，退出炼铁产能12209.853万吨。2018年全国公示公告钢铁产能置换方案中，拟新建钢铁产能13918.75万吨，其中拟新建炼钢产能6556.75万吨，新建炼铁产能7362万吨；拟退出钢铁产能15550.66万吨，其中退出炼钢产能7833.75万吨，退出炼铁产能7716.91万吨。2018年和2019年合计公告公示拟新建钢铁产能34251.805万吨，拟退出钢铁产能39071.183万吨，淘汰产能4819.378万吨。

图 63：近两年分省份产能置换公示公告数量（单位：家）图 64：近两年公示公告产能置换数量（单位：座）



数据来源：各省工信厅网站，鲁证期货研究所

(4) 电炉产能新增继续释放

图 65：电炉新增产能情况

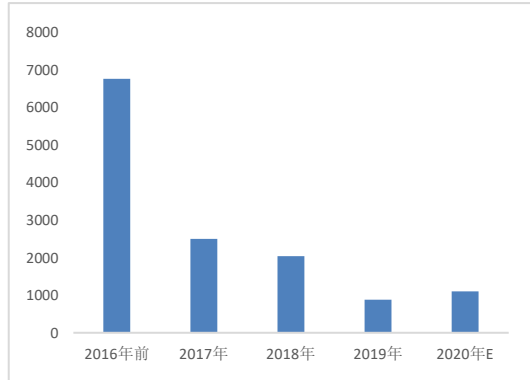
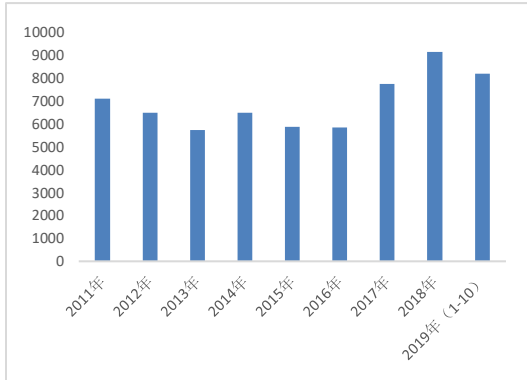


图 66：电炉法钢产量



数据来源：Mysteel 中国废钢铁应用协会

近几年电炉对供给总量的影响不断提高，产量比重稳步提升。根据中国废钢铁应用协会统计，2019年1-10月电炉冶炼钢产量达到8197万吨，全年总量有望超过2018年全年的9183万吨。综合废钢比达到21.19，高于2018年的20.23%。主要考虑到，电炉的产量弹性较大，开工率在短时间内作出调整，尤其在长流程炼钢弹性空间不大的背景下，电炉端的生产对钢材价格有着较大的影响。随着电炉产能继续增加，预计2020年电炉钢产量仍将维持正增长。据Mysteel统计，2019年电炉炼钢新增产能1380万吨，退出产能500万吨，净增880万吨，2020年计划新增2311.5万吨，退出1090万吨，**预计净新增1100万吨**，考虑到废钢跟生铁的成本差异，废钢比2020年小幅下降。截止2019年12月，Mysteel调研全国275座电弧炉，产能为1.65亿吨。

2. 钢铁供给及开工情况

(1) 钢材、粗钢产量变化情况

图 67：钢材和粗钢产量累计同比（单位：%）

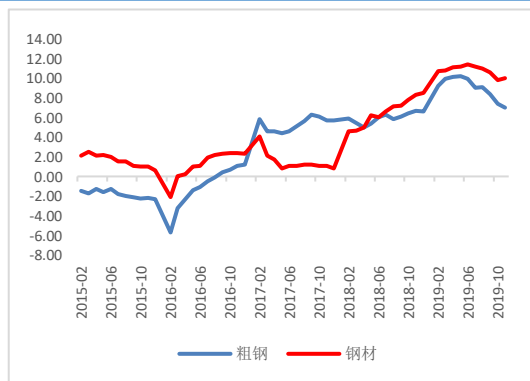
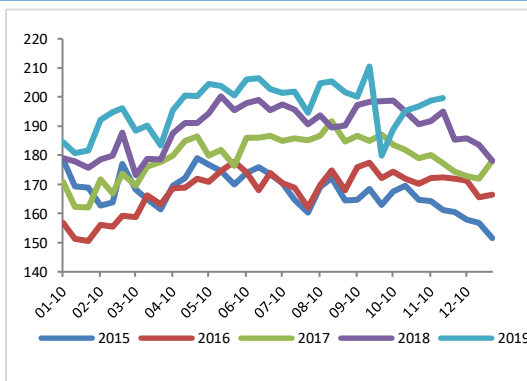


图 68：重点企业粗钢(旬)日均产量（单位：万吨）



数据来源：国家统计局，中国钢铁工业协会

随着“十三五”去产能政策接近尾声，粗钢产能得到有效压减，进入2019年钢材产量增速和粗钢产量增速出现拐点。近几年来，中国钢材产量基本上呈稳定态势，年产量保持在10-11亿吨左右波动，2019年1-11月钢材累计产量11.05亿吨，同比增10%，粗钢1-11月累计产量9.04亿吨，同比增7%。冶金工业规划

研究院发布的《2020 年中国钢材需求预测报告》预测 2019 年中国粗钢产量为 9.88 亿吨，增长 6.5%，但预计 2020 年粗钢产量为 9.81 亿吨，同比下降 0.7%。

(2) 钢厂高炉开工率、检修及利润变化

图 69：247 家钢厂高炉开工率（单位：%）

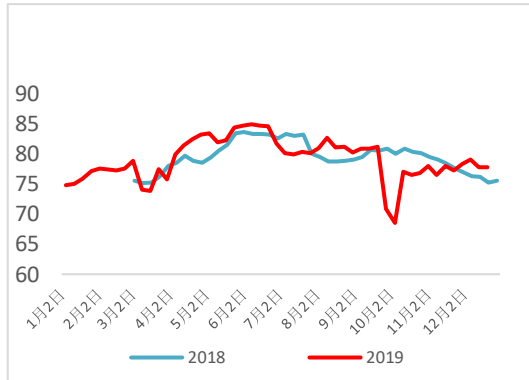
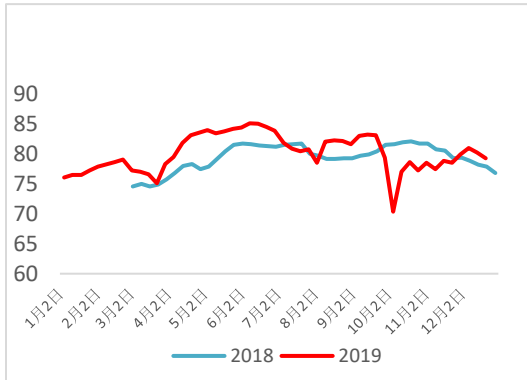


图 70：247 家钢厂高炉产能利用率（单位：%）



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

图 71：钢厂高炉检修容积率（单位：立方米）

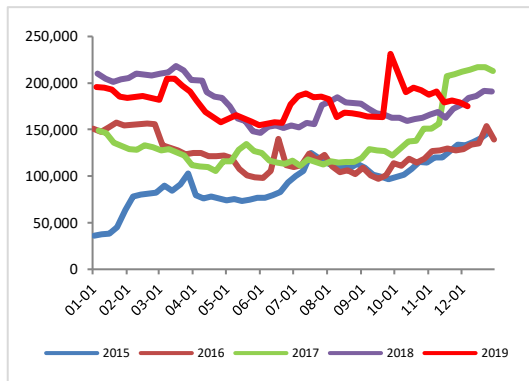
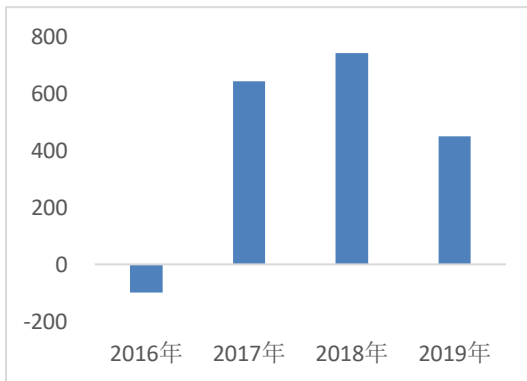


图 72：钢厂炼钢利润均值（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel，鲁证期货研究所

《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中未提及对钢铁、建材、焦化等高排放行业限产比例，而是强调深化区域应急联动和实施差异化应急管理，进入秋冬季，河北、江苏、山东等多地频繁启动重污染天气应急预案，以及 10 月建国 70 周年大庆，开工率数据大幅拉低年均水平，整体而言，2019 年高炉开工率、产能利用率及钢厂利润均值相较 2018 年有所收缩。2019 年 247 家高炉开工率均值 79.13%，同比降 0.37 个百分点，产能利用率 80.13%，同比降 0.73 个百分点。钢厂盈利率 85.74%，同比降 4.55 个百分点。根据钢厂利润模型跟踪，2019 年钢厂利润均值为 448.67 元/吨，较 2018 年降低 39.45%。考虑到 2020 年没有重大国家庆典，重点区域预计仍将延续区域化重污染天气预警机制，强度难再超过 2019 年，开工率和产能利率波动相对平稳，稳中有升。

(3) 钢材进出口趋弱，但进口大幅提升

图 73：钢材进出口及同比(单位：万吨，%)

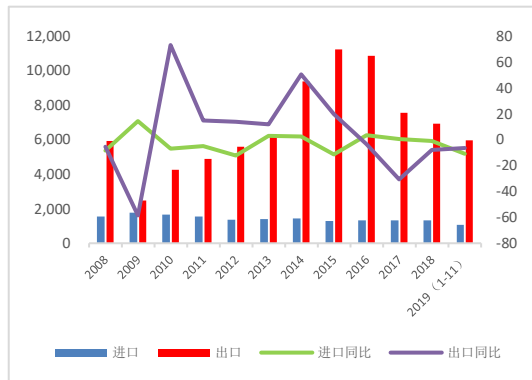
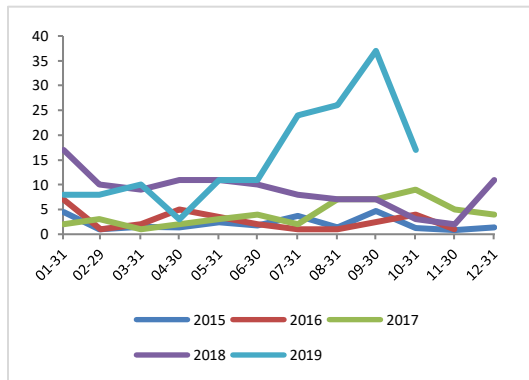


图 74：钢坯进口（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯，鲁证期货研究所

我国钢材维持净出口趋势，进口数量相对较低，但出口量自 2016 年以来持续下降。主要是国际钢材市场价格明显低于国内市场，抑制了钢材出口。2019 年国内市场出现供需错配，需求超预期，钢材价格大幅反弹，钢材主要满足国内市场需求，抑制出口成交。另外值得注意的是在中国收紧了对废钢进口的限制之后，钢坯进口量开始不断上升；另一方面，中国钢坯吨价比东南亚和西亚均高出不少，地区间的价差提振了钢坯的进口。

3. 螺纹钢和热卷等品种分析

(1) 螺纹钢产量、库存

图 75：螺纹钢实际总产量（单位：万吨）

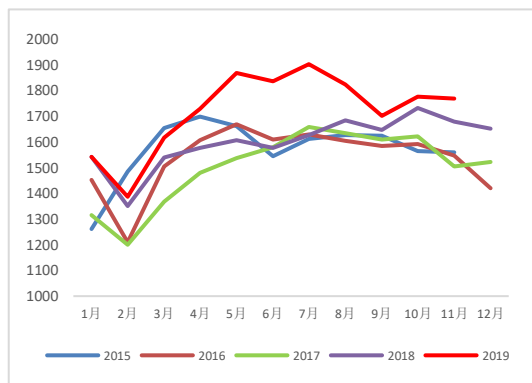
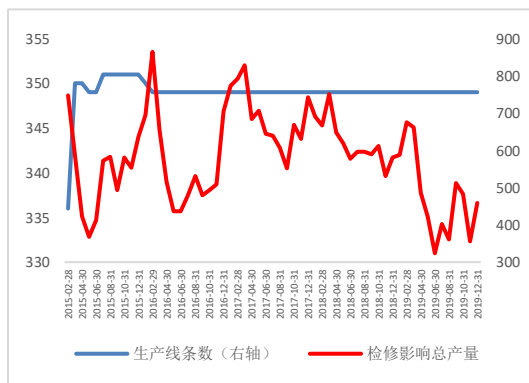


图 76：生产线条数和检修影响产量（单位：条，万吨）

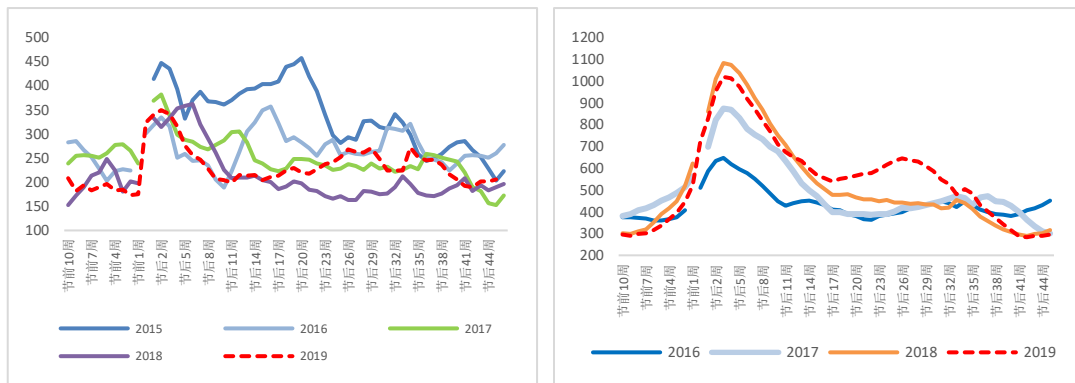


数据来源：Mysteel，鲁证期货研究所

根据 Mysteel 调查螺纹钢数据显示，螺纹钢实际总产量 1-11 月累计 18937 万吨，同比增加 7.89%，全年有望突破 2 亿吨。2019 年检修影响产量 5729.7 万吨，同比减少 23.2%。2016-2018 检修影响产量分别为 6799.2 万吨、8271.9 万吨、7461 万吨。实际产量分别为 18418 万吨、18020 万吨和 19201 万吨，同比 6.59%、-2.16%和 6.55%。

图 77：螺纹钢钢厂库存（单位：万吨）

图 78：螺纹钢社会库存（单位：万吨）



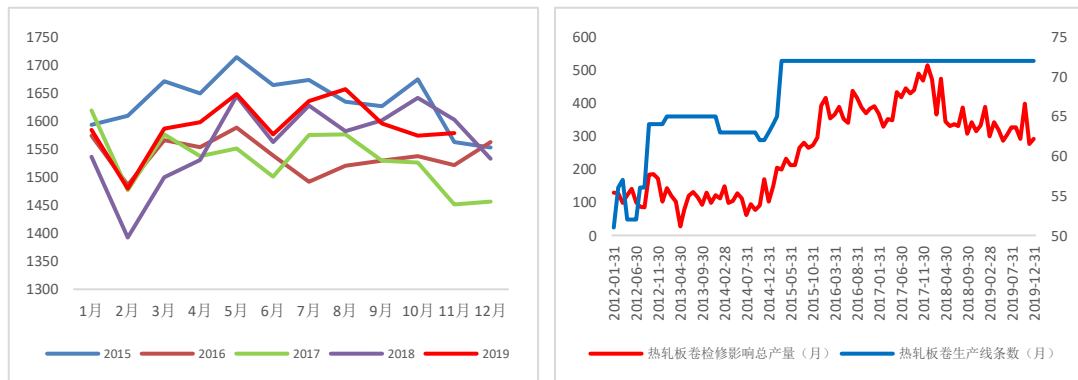
数据来源：Mysteel，鲁证期货研究所

钢厂螺纹钢库存整体跟随往年趋势波动，节前 10 周相对窄幅波动，春节周出现积累，节后开始去库，一般节后 8 周恢复到节前水平，全年维持窄幅波动。2019 年最高值，最低值在 174.47 万吨，最高在 349.28 万吨，均在春节前后。2019 年钢厂库存水平整体偏低，钢厂压力并不突出。社会库存方面，全年垒库较晚，峰值较 2018 年较低，但节后去库水平较快，临近年底整体回归年内低点，整体仍呈现规律性波动。

(2) 热卷产量、库存

图 79：热卷实际总产量（单位：万吨）

图 80：生产线条数和检修影响产量（单位：条，万吨）

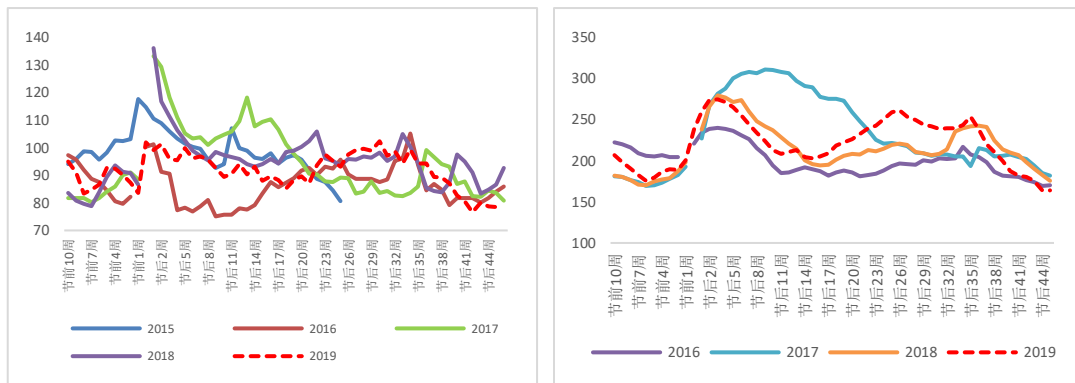


数据来源：Mysteel，鲁证期货研究所

根据 Mysteel 调查热卷数据显示，热卷实际总产量 1-11 月累计 17515.8 万吨，同比增加 1.71%，全年预计总量低于 2018 年。2019 年检修影响产量 3851.4 万吨，同比减少 11.22%。2016-2018 检修影响产量分别为 4598.7 万吨、5036.6 万吨、4338 万吨。实际产量分别为 18471.6 万吨、18379 万吨和 18755.5 万吨，同比-5.89%、-0.5%和 2.05%。

图 81：热卷钢厂库存

图 82：热卷社会库存



数据来源：wind 资讯，钢联数据，鲁证期货研究所

钢厂热卷库存整体跟随往年趋势波动，但是全年垒库水平较低，呈现震荡下降的趋势。社会库存方面，全年垒库峰值低于 2017 和 2018 年水平，节后去库速率较快，临近年底社库水平下滑速度较快，低于近三年库存水平。

（三）铁矿石供给形势分析

1. 供给紧张逐步缓解 产能将进行修复

澳巴矿山整体产销处在回升的状态，除巴西淡水河谷回升幅度不及预期外，澳大利亚必和必拓、力拓和 FMG 产销恢复明显。随着澳巴矿山陆续复产，矿石供需缺口将逐步修复，供给矛盾将显著缓解。

（1）巴西产能恢复尚有敞口 增速逐步收窄

图 1：溃坝事故年化影响产量（单位：万吨）

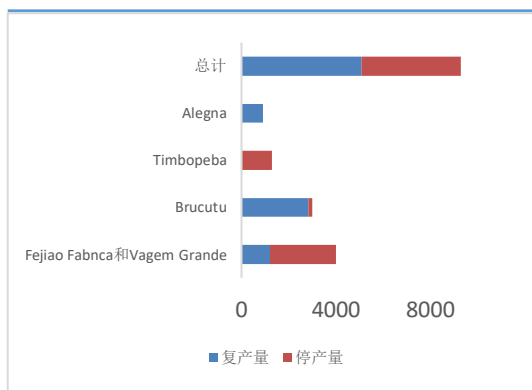
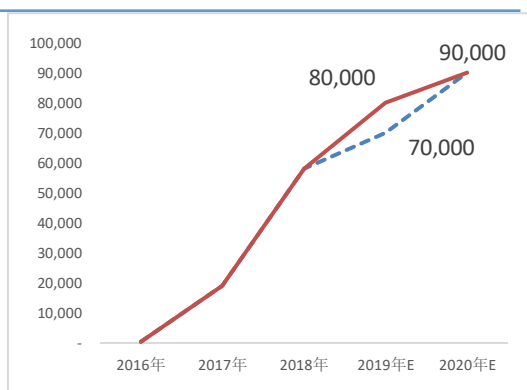


图 2：巴西 S11D 项目产量（单位：千吨）



数据来源：公开资料整理 公司公告

巴西淡水河谷溃坝事故影响峰值产能约 9300 万吨，随着 Feijao Fabnca 和 Vagem Grande 矿区复产年化 1200 万吨、Brucutu 矿区复产 3000 万吨以及 Alegna 矿区复产 900 万吨，影响产量逐步回落。值得注意的是，巴西淡水河谷 12 月 3 日官方宣布，暂时关停 Brucutu 矿区 Laranjeiras 尾矿坝的运营，Brucutu 矿区预计将关停一到两个月，在矿坝关停期间，预计每个月铁矿石影响量约为 150 万吨。经过以上统计，巴西淡水河谷合计恢复产能 4950 万吨，尚有 4350 万吨产能尚未恢复。

从巴西新增矿山 S11D 项目逐步接近设计产能，增速接近峰值截止三季度产量为 5407.8 万吨，同比增

28.34%，占比（1-3 季度）21.12%，若按照年度计划产量达到 7000-8000 万吨中值来预估 2019 年生产 7500 万吨，将环比增加 29.25%，淡水河谷在三季报中预计 2020 年 S11D 9000 万吨产能将完全释放，2020 年将增加 1500 万吨，增幅 20%。在不考虑 4350 万吨产能恢复的前提下，1500 万吨增量仍未能补充巴西溃坝事故影响产能。

淡水河谷在其 2019 年第三季度季报中公布，其 2019 年铁矿石目标销量为 3.07-3.12 亿吨，之前公司多次下调年度目标。2019 年第四季度预计销量为 8300-8800 万吨，此外，受季节性因素影响，2020 年 1 季度铁矿石生产和销售目标量 7000-7500 万吨下调至 6800-7300 万吨之间。

综合来看，巴西淡水河谷产能释放在一季度仍相对有限，主要受到雨季天气因素影响，而 12 月发运数据下降已提前开始反应。在一季度之后天气因素逐步淡化，产量发运预计将继续恢复。而根据淡水河谷表示剩余停产产能会在未来 2—3 年完全复产，但中间会断断续续复产将带来额外增量压力（其余未复产矿区目前已提交相关材料，预计 2020 年复产，Alegna 其余产能将于 2021 年复产，粗略估计巴西淡水河谷 2020 年预计增量至少在 1500 万吨左右。

（2）澳洲矿山投放稳定 供给平缓增长

表 1:澳大利亚三大矿山产量数据（单位：万吨）

矿山	2018 年	2018 1-3Q	2019 年 1-3Q	同比	2018Q3	2019Q3	同比
必和必拓（100%）	27405	20854	20399	-2.18%	6934.2	6925.7	-0.12%
力拓（100%）	33777.2	25119.6	24308	-3.23%	8254.2	8734.7	5.82%
FMG	16860	12610	13660	8.33%	4290	4510	5.13%
合计	78042.2	58583.6	58367	2.91%	19478.4	20170.4	10.83%

数据来源：公司年报

力拓 1-3 季度累计产量 2.43 亿吨，同比减少 3.23%，主要减量来自于 1 月 Cape Lambert 港口火灾及澳洲飓风影响，力拓今年目标由 3.38-3.5 亿吨下调至 3.2-3.3 亿吨（以 100%为基准）。但根据力拓三季度报显示，Q3 铁矿石产量恢复强劲达 8730 万吨，较上季度环比增长 10%，同比增长 6%。铁矿石产量增加表明力拓已经从年初恶劣的天气影响下正常复产。

必和必拓（100%）1-3 季度累计产量 2.04 亿吨，同比减少 0.12%，与同期比较变化不大，三季度铁矿石产量 6926 万吨，环比上季度减少 187.6 万吨，降幅 2.64%；较去年同期相比减少 8.5 万吨，降幅 0.12%。2020 年的指导产量为 2.73 至 2.86 亿吨。

FMG1-3 季度累计产量 1.37 亿吨，同比增加 8.33%，产量增幅较大，三季度虽然由于季节性维护活动环比有所下降，但产量绝对值让高于去年同期，全年发运量指导仍保持在 1.7-1.75 亿吨。

根据三大矿山新增项目情况显示，2020 年仍不能形成有效新增产能。力拓皮尔巴拉铁矿石项目 Koodaideri 矿区正在按计划施工，采购和建设。力拓预计将在 2021 年下半年从 Koodaideri 出产第一批矿石，指导产量与此前保持一致。必和必拓 South Flank 项目，预计 2021 年开始达产。FMG 2021 年新矿区 Eliwana 开发完成后，将作为其主要生产来源，预计产能 4000 万吨。

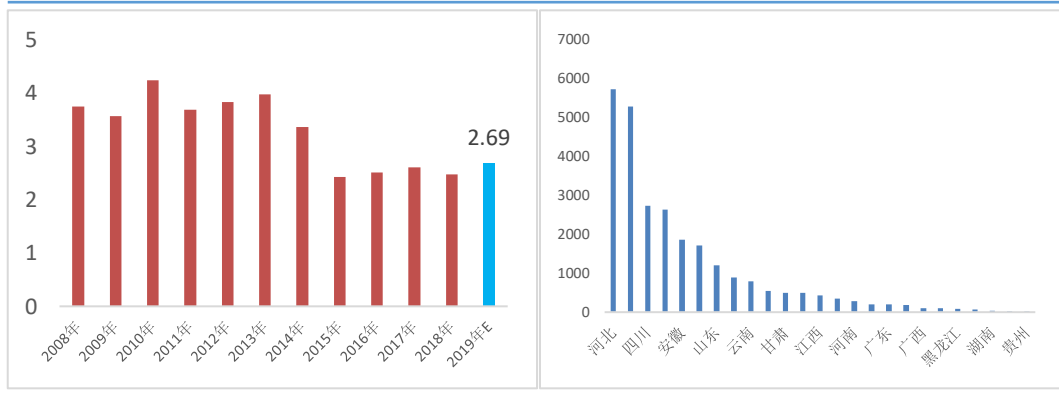
综上所述，2019 年主要供给缺口来自于飓风和港口事故影响，澳洲三大矿山 2019 年完成年度计划目标则全年产量（默认产销一致）合计 7.68 亿吨，相较 2018 年环比减少 1242.2 万吨（-1.59%）。2020 年澳大利亚三大矿山产量有望继续向 2018 年产量值修复。增量部分主要考虑到新增项目在 2020 年贡献有限，主要依靠既有矿山产能恢复和生产效率的提升。预计力拓 2020 年增产 800 万吨左右；必和必拓预计增产 500

万吨左右；FMG 相对持平；澳洲罗伊山预计增产 500 万吨至 6000 万吨左右。

3.国内矿山存增产意向 产量平稳释放

图 3：国产精粉产量（单位：亿吨）

图 4：国产精粉分省份产量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel

受到国际矿价大幅上涨影响,国内矿利润回升推动生产积极性增加,2019 年国产矿产量同比增加 8.91%,增速明显增加。2020 年随着矿山利润相对稳定,增复产积极性高,矿山精粉产量有望稳步提升,但增速预计将会低于 2019 年,对铁矿总体供应影响不大。2019 年从成本角度来看,当前国产矿成本折算 62%品味均值情况下 85%的矿山成本在 500 元/吨以下,精粉价格上涨刺激矿山利润增加,一定程度上导致矿山产量提速,通过 266 座矿山产能利用率数据对比,2019 年相较于 2018 年均值上涨 1.51 个百分点。根据 Mysteel 统计全国 332 家矿山企业,2019 年国产矿精粉产量达 2.65 亿吨,同比增产 1800 万吨,若考虑矿山新建、改扩建、复工和灭失项目,产量预计贡献值达到 391 万吨,2019 年合计精粉产量达到 2.69 亿吨,同比增产 2200 万吨。分省份来看,河北、辽宁和四川三省占全国总产量的一半以上,主要增产区域表现为华北和华东国产矿主产区。

2. 需求仍有增长 增速存调整压力

从环保限产政策、高炉检修等方面来看,政策重点转变,环保限产对行业产能的影响经过频繁振荡期转入政策微调期,以区域化政策为主,杜绝一刀切的大方向将不会改变。影响铁矿石的需求主要是生铁产量,载体主要是高炉产能置换、高炉检修开工等因素,2020 年供应支撑铁矿石价格弱化,考验需求的带动能力,考虑到生铁产量仍有惯性增加空间,但是增速预计有下行压力。

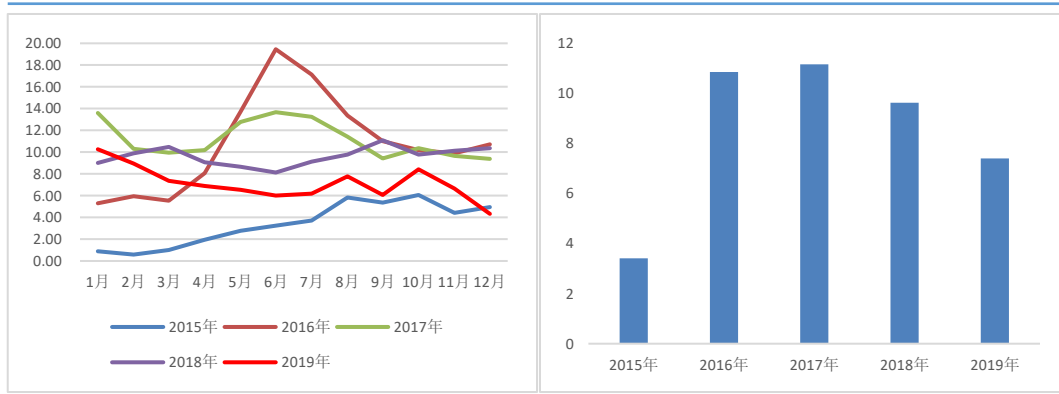
(1) 政策影响区域分化 产量降低

生态环境部 10 月 16 日公布《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中未提及对钢铁、建材、焦化等高排放行业限产比例,而是强调深化区域应急联动和实施差异化应急管理,参照京津冀及周边地区预警启动标准,完善重污染天气应急预案,同步开展区域应急联动。并细化分级办法,确定 A、B、C 级企业,实施动态管理。原则上, A 级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平,在重污染期间可不采取减排措施; B 级企业应达到省内标杆水平,适当减少减排措施。对 2018 年产能利用率超过 120%的钢铁企业可适当提高限产比例。政策重心回归到空气质量指标考核,因此在政策执行层面,南北出现分化,尤其是京津冀地区仍受到较大大气污染防治压力,如河北地区受到《唐山市大气污染防治强化管控方案》和频繁的重污染天气应急预案影响,影响铁水产量力度不低于去年同期,其余地区如长三角和汾渭平原地区政策影响有所减弱。从全国限产高炉日均铁水影响产量数据来看,2019

年日均铁水影响量为 7.41 万吨，低于 2018 年的 9.63 万吨，峰值出现在 2017 年的 11.16 万吨。从分月数据来看，2019 年供暖季影响水平仍稍高于全年均值，但整体影响铁水产量值仅高于 2015 年，政策性影响力度减弱为十三五去产能政策执行以来最低。

图 5：限产高炉影响日铁水量（单位：亿吨）

图 6：历年限产影响铁水量（单位：万吨）



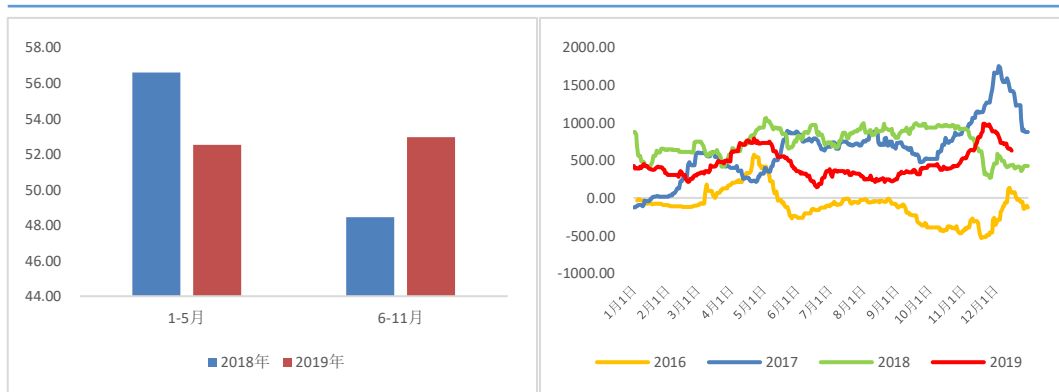
数据来源：wind

(2) 检修高炉增加 制约铁水产量

2019 年高炉检修量稍高于去年同期，全年表现为前低后高，以 5 月为时间分界线，5 月之前高炉检修影响日均铁水量均值为 52.52 万吨低于 2018 年同期水平的 56.58 万吨，在 5 月之后，高炉检修量逐步增加并拉高全年检修量水平。按照正常逻辑今年以来环保限产影响遍及趋弱，钢厂利润水平较高，检修增多不合常理，但从钢厂利润波动角度来分析，按照长流程钢厂炼钢利润模型测算走势可以看出，2019 年年初钢厂利润走势明显呈波峰波谷，虽然 2019 年利润水平相较于去产能前期低，但仍处在利润水平较合理的水平，在 4 月达到上半年高点，5 月后步入利润回落期，在年底 11 月开始利润再次走高。配合高炉检修影响日均铁水产量数据可以看到，检修影响铁水产量的转折点往往在利润的拐点。预计 2020 年钢厂利润水平有下移的空间，但整体保持相对稳定，高炉检修对铁水的影响预计相对有限。

图 7：高炉检修影响日铁水量（单位：万吨）

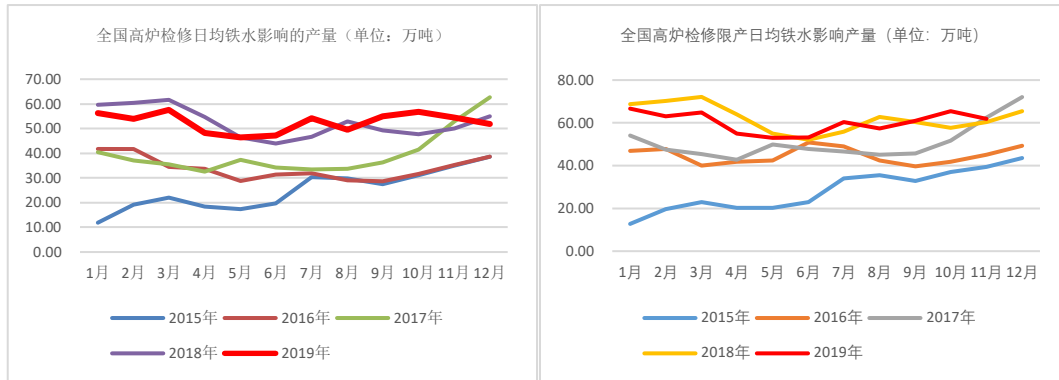
图 8：长流程钢厂利润（单位：元/吨）



数据来源：wind

图 9：检修限产影响日铁水量（单位：万吨）

图 10：检修影响铁水产量（单位：元/吨）



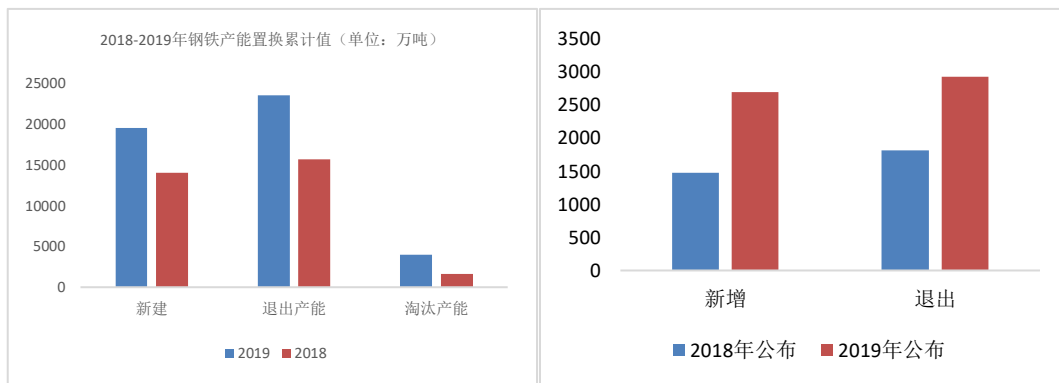
数据来源：wind

（3）炼铁产能置换陆续达产 优质产能逐步提高

根据2018年和2019年各省公布产能置换公示和公告粗略统计,2020年底前拟投产的炼铁产能为2692.1万吨,退出的落后炼铁产能为2919.07万吨。根据2018年和2019年公布的统计数据来看,2020年累计拟投产的炼铁产能为4162.1万吨,拟退出的落后炼铁产能为4728.97万吨,淘汰产能566.87万吨。考虑到2020年僵尸产能和企业自留产能部分,实际炼铁产能预计降幅有限。其次,投产时间多在6月之后,考虑到开工率因素,产能尚能部分释放,而新增产能多符合超低排放要求,产能达产率有望提高。

图 11: 钢铁产能置换累计值（单位：万吨）

图 12: 2020 年炼铁产能置换量（单位：万吨）

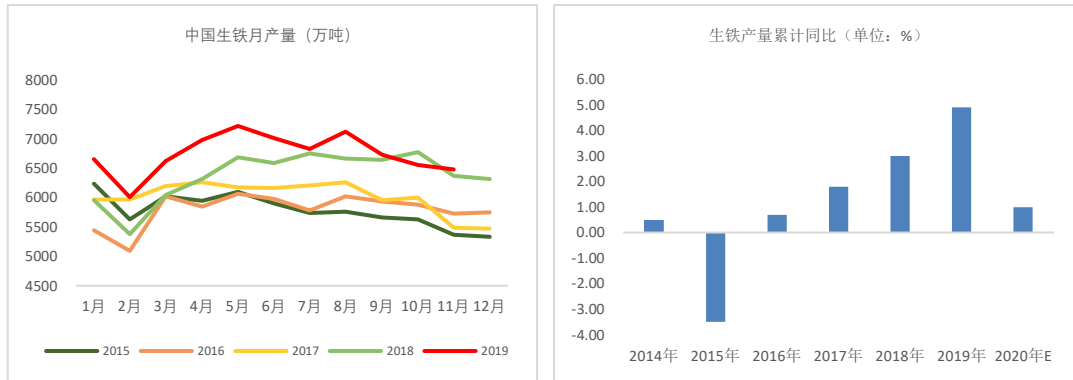


数据来源：公开资料整理

（4）生铁产量增速降低 绝对值仍会惯性增长

图 13: 生铁产量当月值（单位：万吨）

图 14: 生铁产量累计同比（单位：万吨）



数据来源：wind

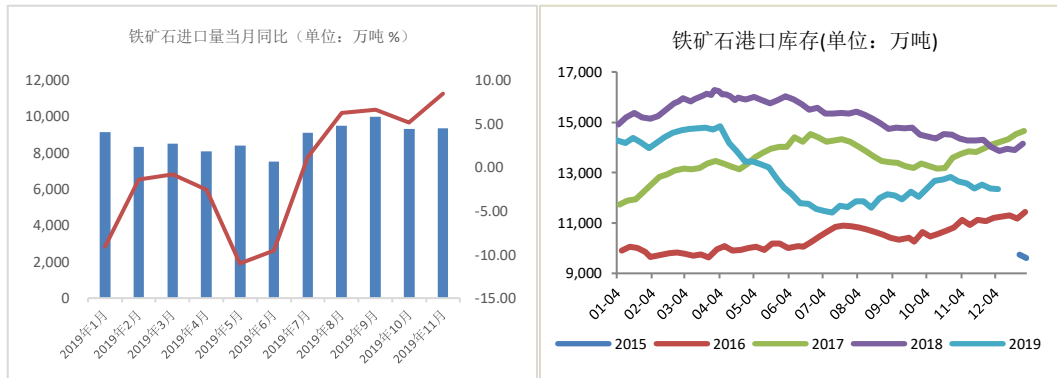
2019年1-11月全国生铁产量累计值为73894万吨，同比增长5.1%。从下游利润回落情况推测12月生铁产量累积增速有所下降，年底预计增速低于5%，预计2019全年生铁产量为80879.85万吨，同比增长4.9%，整体看明年生铁产量增速维持小幅增长或走平；根据世界钢铁业协会预测，2020年度中国生铁增速降至1%，即增幅约800万吨，折铁矿石需求量约为1320万吨。

3. 进口量预期修正 库存由去转向垒

(1) 进口量预期修正 港口去库周期结束

图 15：生铁产量当月值（单位：万吨）

图 16：生铁产量累计同比（单位：万吨）



数据来源：wind

2019年，中国铁矿石进口呈现前低后高的特点。统计数据显示，1-11月全国进口铁矿砂及其精矿97069.3万吨，同比下降0.7%。主要受到上半年进口量下滑拖累全年进口量数据，进入下半年以来，铁矿石进口量恢复同比正增长的局面。其中7月份当月进口量同比增长1.12%，8月份增长6.18%，9月份增长6.57%，10月份增长5.08%，11月份增长8.42%，据统计，2019年1-11月我国生铁产量累计同比增长5.1%，而同期铁矿石进口量却同比下降10.3%。因巴西溃坝事故和澳大利亚飓风天气以及港口事故等多风险因素集中爆发，四大矿商发货量骤降，导致供求缺口扩大，致使港口库存逐渐降至11642万吨的低点。考虑到2019年中国铁矿石进口量的下降使得2020年中国铁矿石进口量只要恢复到溃坝事故之前的正常水平，就将导致铁矿石进口量转降为升。预计2020年进口量将大概率同比转升，港口库存将由去库化转向垒库。

(2) 钢厂低库常态化 疏港均值维持高位

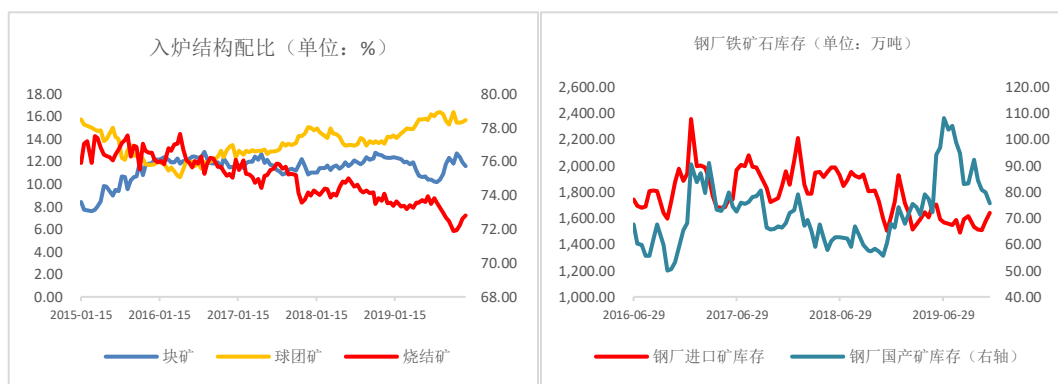
表 1：日均疏港量表（单位：万吨）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比	环比
1 月	253.25	270.43	263.36	283.16	7.52%	5.48%
2 月	260.67	270.67	263.29	287.87	9.34%	1.66%
3 月	263.85	265.12	261.77	275.42	5.22%	-4.32%
4 月	264.1	273.28	273.01	282.47	3.47%	2.56%
5 月	263.88	271.45	277.48	294.25	6.04%	4.17%
6 月	254.13	280.73	275.93	289.2	4.81%	-1.72%
7 月	260.46	289.13	275.76	287.45	4.24%	-0.61%
8 月	260.58	288.56	274.8	285.91	4.04%	-0.54%
9 月	261.76	291.01	287.07	316.16	10.13%	10.58%
10 月	271.23	262.04	295.44	293.05	-0.81%	-7.31%
11 月	275.87	276.56	289.25	306.82	6.08%	4.70%
12 月	261.26	263.87	268.45	316	17.71%	2.99%

2019 年港口疏港整体维持增量，虽然年内多次受到阶段性的疏港限制，但主要是限制时间较短、频次不高对增量未形成明显拖累，例如 7.22 日至 29 日京唐港以及曹妃甸港口被要求停止集疏港运输。7 月疏港量均值为 287.45 万吨，同比增 4.24%，环比降 0.61%。11 月 10 日天津港橙色预警响应期间，只允许使用国五柴油车单双号集疏港，国四以下车辆不允许运输。11 月疏港量均值为 306.82 万吨，同比增 6.08%，环比增 4.7%。从年度疏港量数据来看，2019 年均值为 293.15 万吨，高于 2018 年的 275.47 万吨，值得注意的是港口疏港量维持高位，钢厂库存水平不升反降。根据钢厂烧结矿库存水平来看，进口矿截止 12 月 11 日为 1638.54 万吨，年度均值为 1608.02 万吨，2018 年为 1841.67 万吨，高于均值，但低于 2018 年的水平。国产矿为 75.66 万吨，年度均值为 84.45 万吨，2018 年为 61.85 万吨。国产矿低于均值，但高于 2018 年的均值水平。考虑到钢厂补库因素，及时库存水平恢复到 2018 年的均值线，仅能带动 200 万吨左右的采购需求，虽然会对阶段性行情有支撑，但仍不能改变整体趋势。另一方面从入炉结构来看，受到环保限产和钢厂利润水平影响，烧结配比不断降低，块矿和球团占比继续提升，限制了钢厂集中性补库的积极性，使得库存维持在相对合理的水平，即使有补库也难以达到集中的规模性补库。

图 17：入炉结构配比（单位：%）

图 18：钢厂铁矿石库存（单位：万吨）

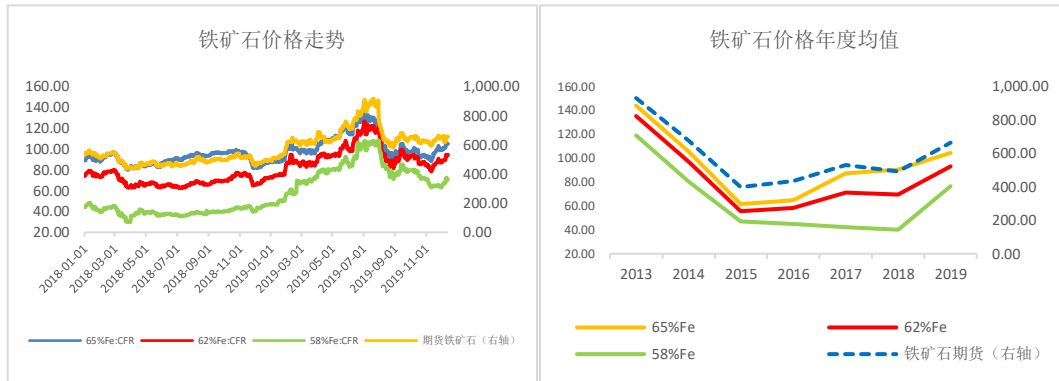


数据来源：wind

4. 2020 年铁矿石市场展望

图 19：铁矿石价格走势（单位：%）

图 20：铁矿石年度价格



数据来源：wind

表 2：铁矿石价格及年度涨跌幅

指标名称	65%Fe	62%Fe	58%Fe	铁矿石期货（右轴）
2019 年初	87.55	72.70	46.90	489.50
2019 年度高点	129.15	121.15	108.55	906.00
2019 年 12 月 17 日	104.80	93.10	70.40	634.50
截止 2019 年 12 月 17 日	19.70%	28.06%	50.11%	29.62%
年初至 2019 年 7 月 31 日	47.52%	66.64%	131.45%	85.09%
2019 年 7 月 31 日至今	-18.85%	-23.15%	-35.15%	-29.97%
2019 年均值	104.51	93.42	76.63	664.06

数据来源：wind

在国内经济仍存下行压力、供给侧结构性改革红利进一步弱化背景下，铁矿石主要呈现价格重心下移、产能供给修复、下游需求趋弱的特点。供应端澳大利亚发运从飓风后逐步恢复，巴西新增产能恢复预计 S11D 项目持续达产，澳巴发运总量有望实现增长，中国仍有新增矿山产能释放，非主流国家主要考虑印度采矿证到期会有减量，但整体不足以转变供应趋势。同时，按照季节性规律，年内供应拐点多在三季度，并在三季度达到高点。需求方面，国内地产增速回落，难以支撑钢材消费长期维持高位，叠加二季度环保限产最为宽松，铁矿石消耗量上半年有望维持高位，下半年逐步转弱。展望 2020 年，铁矿石将结束 2019 年的供应紧缺局面，全年供需整体将呈现出供过于求的状态，走势或将先扬后抑，铁矿价格重心下移。

四、 2020 年黑色产业链趋势预判

由于宏观政策突出了逆周期调节，经济周期被拉长和平抑，所以，在分析周期因素对商品价影响的框架上，除了分析传统周期变化，还要注重对结构（商品大类）的影响。

从人口和地产周期来看，红利终结老龄化来临，地产销售量已经达到中国房地产的历史顶峰，近两年如维持高位，长期房屋需求也将面临 16 亿向 12 亿平方米左右均值的回归。从人口结构看，地产刚需向改善型转变，改善型住房有利于提升新开工面积。从地产周期来看，2020 年类似 2001 年，需求面临“80 后婴儿潮”置业高峰后的回落压力。从设备和产能周期来看，新增置换产能进入投产期，钢铁产能可能进入过剩周期。所以长周期看，地产需求见顶，钢铁也面临新一轮周期过剩，长期利空工业品价格和行业利润率。

从库存和信贷周期来看，工业产成品库存达到近几年低位水平，货币倾向于适度宽松，所以 2020 年

库存周期由主动去库到被动去库转变，低价位商品价格形成较高安全边际并充满弹性。但库存周期能否使商品价格企稳回升或者持续上行取决于需求的持续性。需求因为人口和地产顶部因素面临长周期压力，同时货币适度宽松但不具备放水条件。所以，2020-2022 年大概率表现为弱补库周期，商品价格持续性上涨的动力并不足，走势继续分化。**从各类商品价格对比来看，农产品和有色整体估值偏低，工业品表现将差于农产品，黑色表现将不及有色。**

从宏观和政策环境来看，2020 年经济下行压力加大，宏观政策仍会坚持稳中求进总基调，坚持供给侧改革为主线。从货币表现来看，有望更加积极但不会大水漫灌，利率也存在一定下降空间，但降幅也空间有限。财政政策积极，但财政政策的效果将受到财政收入的影响。从政策对黑色的影响看，过去几年“三去一降一补”中的房地产去库存和钢铁的去产能，“三大攻坚战”中的环保治理大幅提升了钢铁商品的价格和行业利润。但 2019 年后房地产棚改旧改，环保不搞一刀切后对供给影响减小，且异地搬迁扶贫带来的地产投资增量于 2019 年结束，各项政策对于黑色利好基本兑现，甚至副作用将在 2020 年开始显现。**综上所述，宏观和政策整体对商品价格而言影响积极，但对于黑色而言，利好已经 2019 年前兑现，利空将在 2020 年后逐渐出现。**

从钢材下游需求来看，基建为对冲手段且提升空间有限，制造业整体平稳，且民用和工业用材将继续分化，地产依然主导钢材需求趋势。2019 年地产企业大力促销的情况下地产库存依然累积，棚改以及异地搬迁扶贫工作的结束将对地产的销售和开工造成较大的影响，并且地产的赶工期难以超过两年以上的的时间，透支了部分新开工的需求，所以在 2020 年将看到地产新开工向销售面积的均值回归或背离，时间节点预计在年中。同时，地产施工仍将维持在高位水平，但是伴随着竣工面积的逐渐增多，施工后期用钢强度（螺纹钢）下降。所以，**上半年钢材需求有望维持，但是下半年的地产为主的钢材需求预计出现明显回落甚至负增长。**钢材供给方面，前几年的钢铁去产能压制了产能释放，并大幅提高了利用率，但钢铁行业产能置换将在 2020 年下半年达到投产高峰。虽然新产能低于被置换产能，但从产能利用率和环保标准上讲，新置换的产能利用效率更高，在面对重污染天气预警减排政策时，其供应受到的影响更小，另有近 1100 万吨电炉新增投产。同时，国际钢材市场价格明显低于国内市场，钢材进出口趋弱，进口大幅提升。

原料方面，铁矿石供应端澳大利亚发运从飓风后逐步恢复，巴西新增产能恢复预计 S11D 项目持续达产，澳巴发运总量有望实现增长，中国仍有新增矿山产能释放，非主流国家主要考虑印度采矿证到期会有减量，但整体不足以转变供应趋势。铁矿石将结束供应紧缺局面，全年供需整体将呈现出供过于求的状态，铁矿价格重心不断下移。煤焦方面，2019 年可能是中长期价格拐点出现的一年，焦煤、焦炭双双供给过剩的局面再次重现。展望 2020 年，这种担忧有增无减。在粗钢产量趋于平稳，下游需求峰值基本探明的背景下，焦炭新增产能仍在一路狂奔。焦煤也同样面临供给大幅增加的问题，虽然焦炭新增产能可为消化一部分产量，但与强大的供给能力相比仍显得杯水车薪。除非国家层面出台强力政策，如持续限制外煤进口甚至重启“276”，否则难以改变焦煤供给过剩的局面。有鉴于此，我们对明年煤焦的价格走势预期悲观，认为价格下跌甚至加速的可能性较大，当然其过程中也会存在反复，螺旋下跌的概率较高，具体节奏将取决于下游需求的韧性以及国家政策托底的力度。

综合来看，2020 年上半年黑色供需矛盾不大，原料也将跟随钢材呈现季节性特征，预计价格波动区间 3800-3400；但伴随着钢材旺季需求和地产赶工的兑现，同时原料方面产能释放供给端充裕，成本支撑将不断减弱，预计下半年钢材价格下一个台阶，价格区间预计为 3400-3000，期货表现依然远期贴水。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货股份有限公司力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息未经任何更新，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股份有限公司所有。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。