

钢铁行业现状与 2015 年比较分析的启示

大有期货投研中心 黄科

2022 年一季度，国内钢铁生产企业盈利情况整体较好，宝钢、鞍钢、沙钢等大型上市钢企一季度净利润同比虽 2021 年一季度有所下滑，但在历史上仍处于偏高水平。这一切在二季度发生了巨变，钢价在 4 月见顶后持续下行，钢厂利润不断萎缩。6 月中旬，国内民营钢铁巨头敬业集团的董事长在内部会议提到“敬业人要做好钢铁连亏 5 年也要活下来的准备”，彼时多数人还不能对这一悲观言论感同身受，然而随着 7 月中旬钢价跌破 4000 大关并继续俯冲，市场各方才更加明显的感受到了行业下行带来的压力，民营大厂江苏鑫钢铁宣布部分员工停工放假、声称准备“过紧日子，过苦日子”的钢厂不断增多、钢贸圈内哀鸿遍野……

图表 1：2011 年至今长流程热轧卷板利润走势



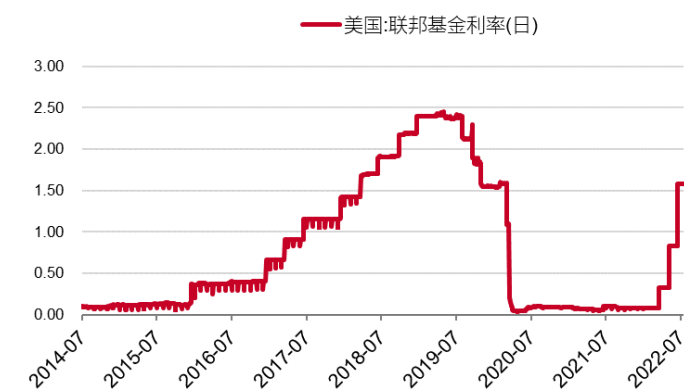
数据来源：大有期货投研中心，钢联数据

当前已有不少钢厂亏损，且根据钢联数据，上一次钢铁行业出现类似程度的亏

损还是在 2015 年，而当年钢厂普遍转亏的时间点也是 7 月上旬，市场开始热议 2015 年的行业寒冬是否 7 年一轮回。笔者将从国内宏观环境、产业供需面综合分析当下钢铁行业与 2015 年同期的异同之处，并从中寻找后期钢价可能的运行轨迹。

海外宏观方面，当前最为突出的情况便是美联储的持续加息以及美元指数连续走高。回望 2015 年年中，当时美联储货币政策还处于上一轮量化宽松的末期，在 2015 年 12 月正式进入加息周期，这一轮加息周期持续至 2018 年 12 月，共加息 9 次，每次 25 个基点，累计加息 225 个基点。在此期间，由于加息节奏相对缓和以及欧元表现较为强势，在美联储持续加息的情况，美元指数并未出现强势上涨，整体在 82-103 区间震荡。在上一轮加息周期中，黑色及有色金属等商品的价格较强，众所周知，国内相关产业政策是重要原因，除此之外，美元指数并未持续拉升无疑为大宗商品价格偏强运行减少了束缚。

图表 2：美国联邦基金利率走势



数据来源：大有期货投研中心，Wind

图表 3：美元指数走势



数据来源：大有期货投研中心，Wind

相对而言，这一轮加息因海外通胀压力空前所以幅度更大、节奏更快，5、6 月已分别加息 50、75 个基点，且往后来，根据加息点阵图，到今年年底之前美联储还需要再加息 175 个基点。美联储较大幅度加息举动本就利多美元，而欧元兑美元汇率已于 2021 年初见顶，今年俄乌战争爆发令市场对于欧洲地区经济衰退的担忧加剧，欧元近期一度出现与美元“打平”的状况，综合作用之下美元指数近期不断

创近 20 年新高，对于以美元计价的国际大宗商品施加巨大压力，黑色系价格虽为国内供需主导亦不能免受牵连，在美储加息预期兑现之前预计这种利空压制将持久发力。

国内方面，为对冲海外金融危机对国内经济的负面影响，2008 年底政府推出了激进的 4 万亿投资及 9.5 万亿新增贷款，社融规模增速在 2009 年末快速冲顶，国内经济亦随之短期强势反弹，但也由此进入了一个较长的刺激政策消化期，加上期间国内经济增速换挡，社融增速持续走低，在 2015 年中见底，之后虽然有阶段性反弹，但整体走势与国内经济增速回落的趋势相匹配。受国内疫情持续扰动影响，国内经济在疫情后恢复情况不太理想，国内货币政策在 2021 年下半年开始转向偏宽松状态，截至当前已有三次降准并适当降息。但结合 M2 与社融数据来看，本轮宽货币向宽信用传导不太顺畅的问题值得深思，M2 增速不断上扬过程中社融增速提升的幅度很有限，主因或在于经济增长前景走弱且地产行业问题频发之下市场信心严重不足。

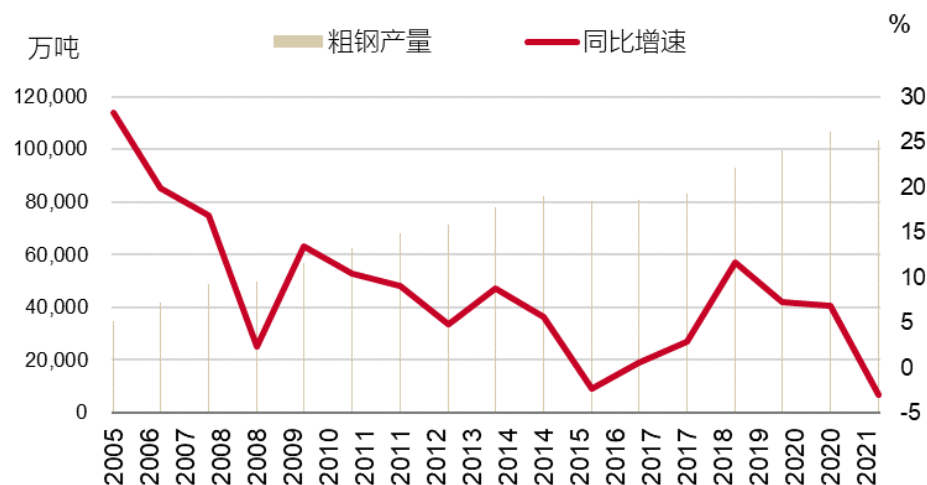
总体而言，当前钢铁产业面临的宏观政策环境较 2015 年要紧一些，主要的差别在于海外货币政策的收缩的力度及紧迫性明显更强，就年内来看，美联储持续加息以及美元指数走高对商品价格的压力强于国内稳增长政策组合带来的支撑。

产业基本面方面，2008 年的一系列政策猛药虽然在短期之内扭转了经济颓势，但也遗留下通货膨胀、影子银行、地方政府债务危机等问题，其中与钢铁行业关联最紧密的便是产能严重过剩。钢价在刺激政策陆续出台后，在 2009-2011 年期间整体维持涨势，螺纹最高价接近 5000 元/吨，随着强力刺激的负面效果开始显现，需求再也无力承接过多的产能，钢价在供应过剩的情况下自 2011 年四季度开始持续走低，在 2015 年到达最糟糕的时候，华东螺纹破跌 1700 元/吨，行业全面亏损。随后的钢铁行业供给侧结构性改革救行业于水火之中，在淘汰 1.4 亿吨地条钢产能后，行业迅速焕发生机并开启了一波牛市行情。在这一轮去产能过程中，对于地条钢产能的打击力度是空前，但在行业利润可观且产能置换政策执行不太到位情况下，

之后钢铁产能及产量呈现出越去越多的情况。在国内地产行业已经步入下行周期的背景下，钢铁产能相对过剩的问题再次浮出水面，但不同于 2015，这次已经没有大量地条钢产能来淘汰出清，2021 年国家工信部提出当年粗钢产量相对于上年只减不增，2021 年最终录得产量同比降 3%，2022 年发改委提出继续压减粗钢产量，但相较于需求端的回落幅度，粗钢产量同比不增的压减目标似乎不足以让钢材供需回归平衡，这才导致行业面临当前的困局。

我们也要注意，在当前钢铁行业普遍亏损的情况下，钢厂基于利润水平自发性减产降负荷，近期产量大幅下滑，因此即便钢材需求没有明显改观，但产量大幅收缩也引发了一轮强力去库，如果产量在接下来的时间内能够维持当前水平，那么在下半年 8-9 月需求季节性回升的时候，钢价及钢厂利润有望迎来一波反弹。当然，能否出现这一情况非常考验钢厂方面市场化限产的持续性，总体来说难度不小，因为从历史情况来看，对于一些前期检修或减产的民营钢厂还有电炉钢厂来说，只要有利可图就会组织生产，届时行业供需关系将再次发生改变。

图表 4：2015 年至今全国粗钢产量及增速

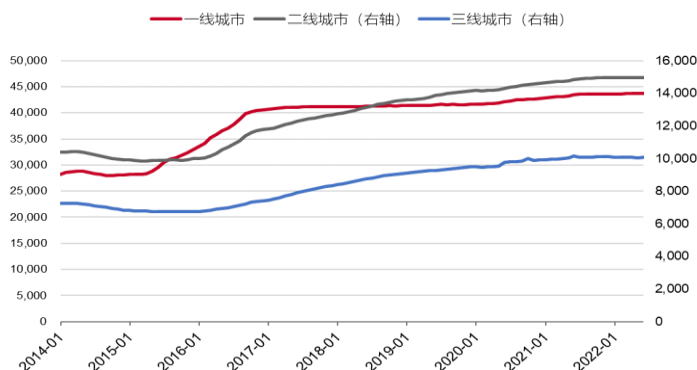


数据来源：大有期货投研中心，钢联数据

现在提到 2015 年底以来的钢铁行业牛市，在大家脑海中首先出现的原因是行

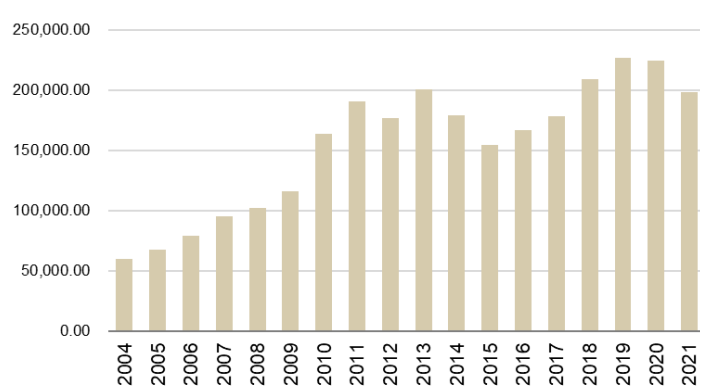
业供给侧大幅收缩，从而经常忽略了一个重要的背景，即始于 2015 年的房地产行业新一轮牛市。2015-2017 年这一轮房价普涨过程中，地产行业投资增速止跌回升，地产行业进入高转周模式，与钢材需求高度关联的新开工面积也于 2015 见底回升。随着房价持续上涨对经济发展的负面效果日益显现，2018 年开始，全国较多一二线城市出台了严格的房地产限购、限贷、限售措施，地产行业有所降温，价格涨幅趋缓。中央层面多次提出房住不炒定位，在城镇化率已经不低、人口老龄化加速、人口出生率不断走低的情况下，地产行业步入下行周期。2020 年央行、银保监会等部委针对地产行业的出“三道红线”引发行业巨震，由于地产企业在政策强力收缩之下难以适从，不少企业出现资金困难问题。从中长期来看，随着地产行业下行趋势确立，加上当前地产行业一系列风险事件有待化解，地产行业的钢材需求可能还未完全见底。而由于前期地产政策收缩用力过猛，随着地产行业风险化解释措施出台，需求快速下滑后有可能迎来短期修复。从需求支撑的角度来看，钢铁行业已经不具备重现上一轮牛市的基础，需求端所呈现的内容对价格更多是利空影响。

图表 5：全国百城商品房平均价格



数据来源：大有期货投研中心，Wind

图表 6：房地产房屋新开工面积

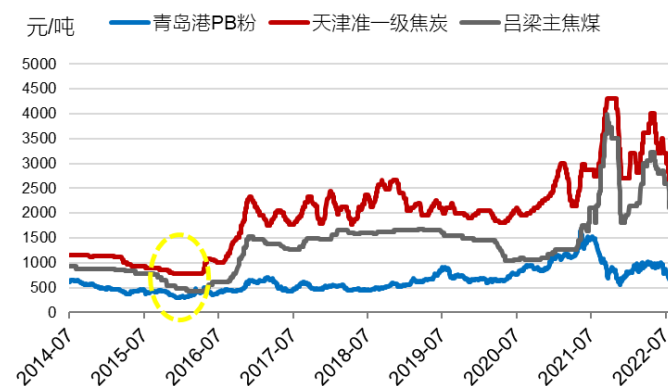


数据来源：大有期货投研中心，Wind

最后，再从成本支撑角度来看看市场后期走向。虽然目前钢厂利润低迷，但对比 2015 年的“白菜价”，当前 3900 左右的钢价属于绝对高位，成本端原料价格高企是主要原因，焦炭、焦煤、铁矿价格较 2015 年低点要高出数倍。在终端需求强度已经趋势性回落的情况下，从大方向来看，钢厂长期保持超低利润或亏损不太现实，

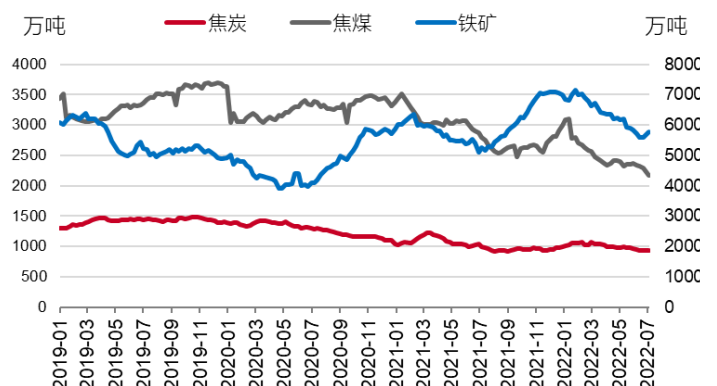
大概率将持续挤压原料来扩大利润，但也要考虑到一个现实问题，即原料在过去 1-2 年降库后，整体库存水平不高，特别双焦库存已到达历史低位，虽然说库存低并不意味着价格不跌，但低库存通常会放大价格的弹性，而且从历史经验来看价格在超低库存之下继续走低的阻力不小，从而导致钢价跟随成本起伏呈现出抵抗式下跌的态势。

图表 7：2014 至今铁矿、焦煤、焦炭现货价格走势



数据来源：大有期货投研中心，Wind

图表 8：焦炭、焦煤、铁矿各环节加总库存走势



数据来源：大有期货投研中心，Wind

当前的钢铁行业的处境与 2015 年确有一定相似之处，但更要看到两个时期行业内外环境的差异。简而言之，主要差别如下：（1）当前的海外宏观政策收缩带来的外部压力更大；（2）在当前疫情扰动仍在、国内经济增长预期走低，而且地产不再是着力点，宽货币迟迟未能带来信用扩张，难以激发实际终端需求；（3）粗钢产量压减政策对供应的压制不可与供给侧结构性改革相提并论；（4）地产行业步入下行周期，钢材需求强度对钢价支撑力度不足，更多体现为拖累。总体而言，当下内外宏观环境、行业供需关系的转变与钢铁行业转入熊市相对应，当前钢材绝对价格还处在高位，成本端又有压缩空间，行业的自发性减产不足以支撑钢价维持高位或上行，地产需求因政策压制快速下滑后的修复、原料低库存对价格的支撑将导致钢价抵抗式下行。