

## 十年如梦，今昔何方——成材行情复盘

今年一季度起，市场开始担忧成材的价格走势是否和 2013-2015 年如出一辙，而截至目前，在粗钢总需求仍在下滑的阶段，黑色系商品仍在寻底途中，我们将从产业及宏观两方面对两个阶段的行情进行对比分析。今年年初开始的大幅下跌是在地产下行周期，基建端预期由乐观转悲观触发的，主要体现在今年年内建材消费量降至近十年来的较低水平。然而，鉴于粗钢需求结构经历了根本性转变，钢铁生产企业依然保有迅速调整生产的能力，加之原料端的产能周期与 2013 至 2015 年相比存在显著差异，因此预计本轮由需求下滑引发的负反馈行情的底部与 2013-2015 年有较大差异。

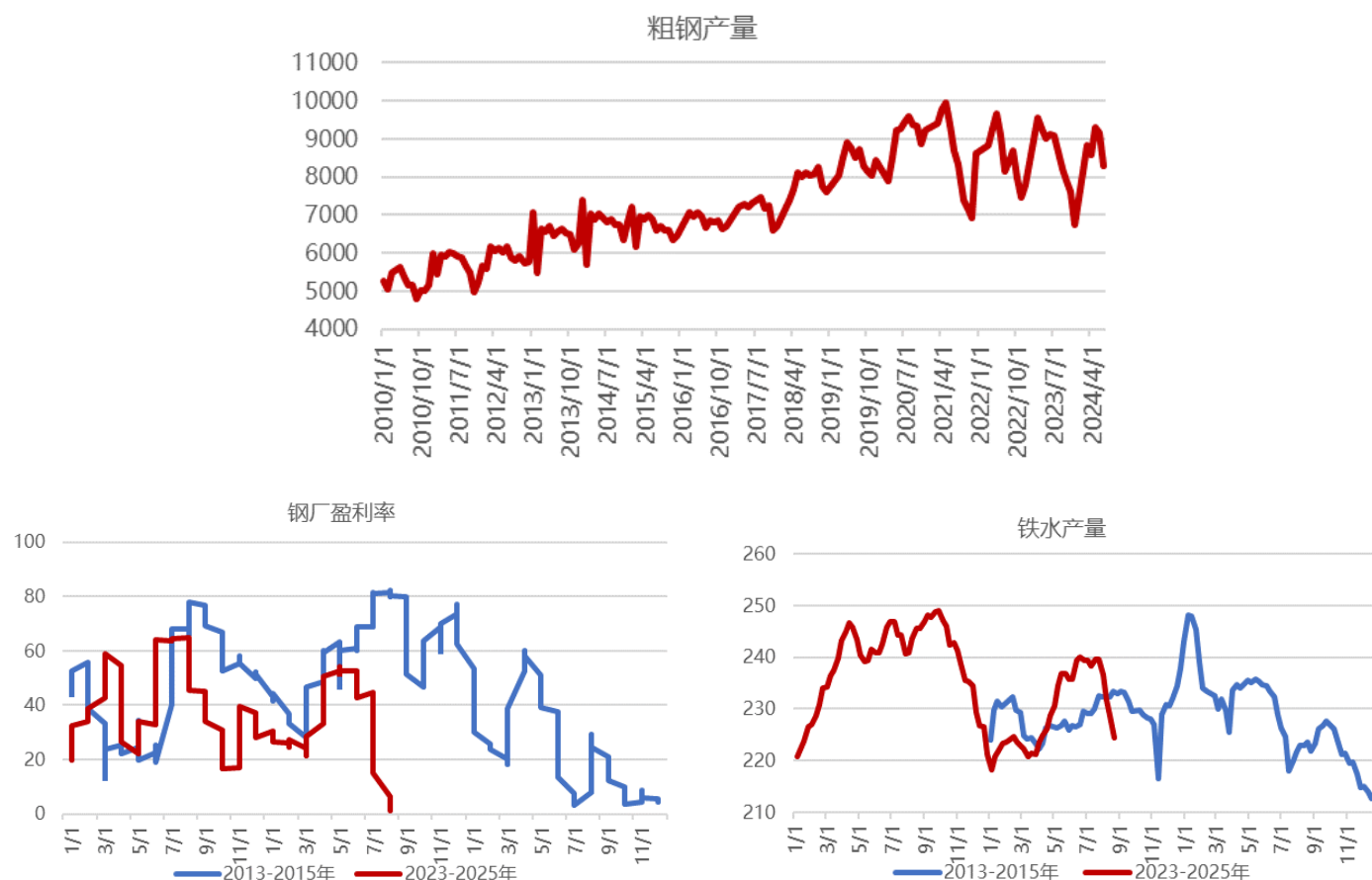
图 1：2013-2024 年螺纹主力收盘价

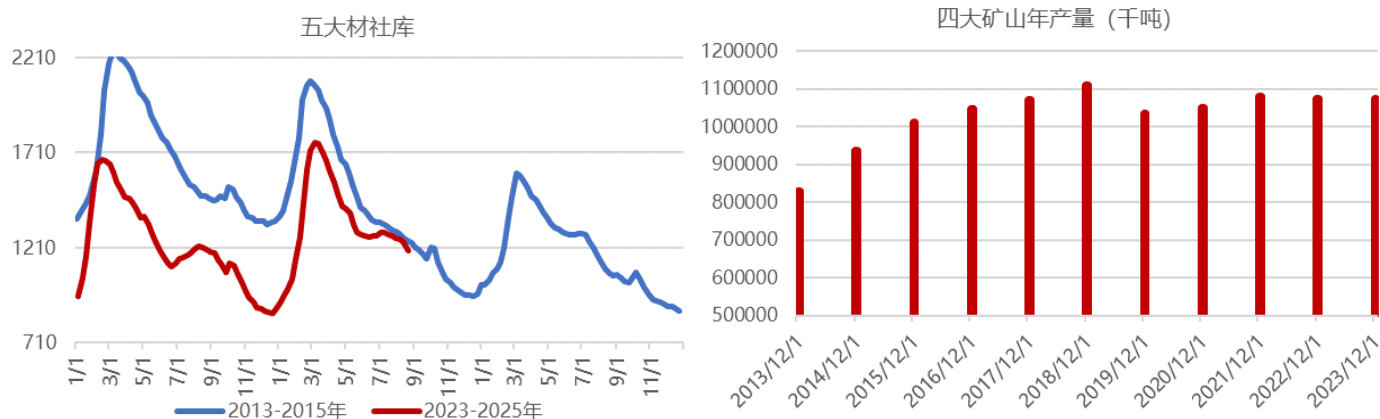


## 一、产业复盘

回溯 2013 年-2015 年，钢铁市场经历了四个重要变化：1. 终端需求大幅下滑，需求进入缓慢平台期，主要源于次贷危机后“四万亿计划”的政策效应逐渐减弱，债务积累和产能过剩问题逐步凸显；2. 黑色系商品利润低迷，钢厂优先保现金流；3. 成材库存压力较大，产业链恐慌抛货；4. 原料供应进入快速扩产投放周期。在对比 2013-2015 年与当前时期的钢铁产业现状时，可以观察到两者均经历了产能过剩周期，需求总量呈现疲软态势，需借助钢材净出口来缓解部分产能过剩的压力。然而，以下几个方面却表现出了显著差异。

图 2：近十年的重要产业数据对比图





数据来源：钢联，永安期货研究中心

首先，钢厂根据自身盈利水平调节产量的能力有所加强。目前钢厂的盈利率均值中枢与 2013-2015 年相似，但当下钢厂更倾向于采用多样化的转产策略来维持自身现金流，盈利率与产量的匹配机制比十年前更为灵活，因此因现金流危机导致的大规模恐慌性抛售现象出现的可能性有所降低。

图 3：两个阶段的钢厂盈利率和铁水产量对比



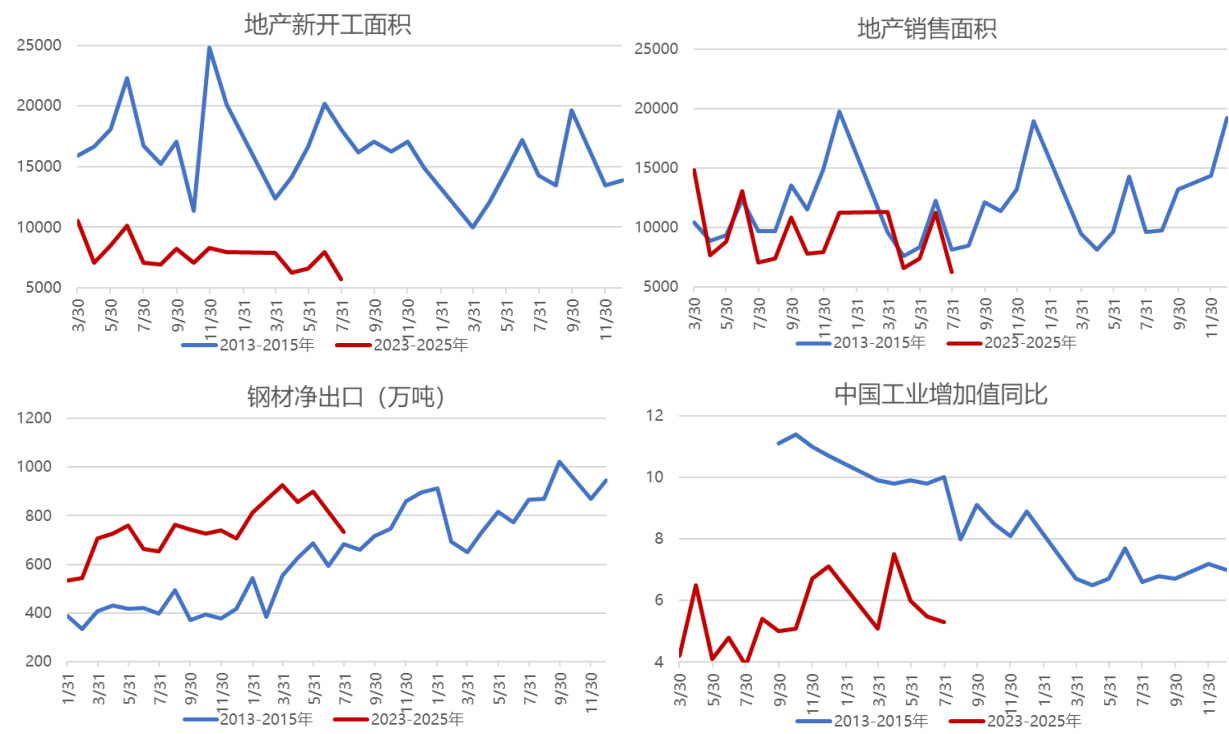
数据来源：钢联，永安期货研究中心

其次，当前成材库存压力略低于 2013-2015 年，但表外库存正在持续累积，因此需重点关注后期粗钢总体库存的去化速度。

最后，原料投产周期的变化导致成材底部的成本支撑存在较大差异。2013-2015 年间，海外主流矿山经历一轮集中的资本开支后，供应迅速增加。2015 年四大矿山年产量环比 2013 年增加了 21.9%。而当前全球铁矿石产量的增长更加多元化，非主流国家的产量增速更为显著，这导致铁矿石产能成本曲线在过去十年发生了较大改变，从而使得

成材端的成本支撑相较于 2013-2015 年更为坚挺。

图 4：粗钢下游需求相关数据



数据来源：钢联，永安期货研究中心

在粗钢下游需求方面，近十年来需求总量结构化特征也发生了显著变化。地产方面，今年的新开工面积以及销售面积相较于 2013-2015 年均有一定下滑，主要源于政策调控力度以及房企资金情况表现较差等因素，预计后续在房屋去库存以及地产政策频出的情况下，新开工面积有望进入触底企稳阶段。基建端，与 2013-2015 年相比，当前基础设施建设的同比增速有所放缓。投资结构方面，传统的基础设施建设，如交通、能源和水利等领域的投资正在向新型基础设施建设以及“三大工程”等领域转移，导致整体用钢强度有所下降。从基建财政支持力度而言，在 2013-2015 年，地方政府在基建投资上较多依赖城投平台和地方债务。然而，到了 2024 年，为了防范和化解地方债务风险，政府投资结构发生了一定变化，当前的政策环境更加注重投资效率和风险控制。为了应对自然灾害频发带来的经济稳增长与灾后重建需求，我国在 2023 年发行了 1 万亿元特别

国债。此外，为了系统解决强国建设、民族复兴进程中的一些重大项目建设的资金问题，我国计划从 2024 年开始连续几年发行超长期特别国债。

制造业方面，通过工业增加值的同比增速来观察，当前的增速略低于 2013-2015 年的水平，但近十年来工业增加值仍处于同比正增长阶段，其中制造业的结构分化也愈发明显，当下更加注重绿色化以及智能化的发展（例如电动汽车、锂电和光伏等领域）。当前，我国制造业的出口竞争力正逐步从传统的成本优势转变为在高端制造领域的强劲竞争力，这一点在机电、汽车及船舶等高附加值产品领域表现得尤为突出。在两个不同阶段，由于内需的疲软，钢材的净出口被用作缓解国内产能过剩压力的一种手段。目前，热卷出口价与 2014 年同期大致持平，与此同时均面临着一系列反倾销措施的挑战，未来需要持续关注反倾销税的进一步实施情况。

## 二、总结

2013-2015 年期间，中国钢铁产业面临需求下滑和铁矿石供应过剩的双重压力，成材价格下跌，整个产业链遭受亏损压力，钢厂和贸易商为了解决流动性危机而恐慌性抛售，最终部分钢厂被迫停产退出行业。直至后续成材库存降至偏低水平，伴随偏低产量和相关刺激政策的提出，才迎来盘面触底反弹。

对比来看，两个阶段都面临国内宽松型货币政策暂无法刺激出更多有效需求的问题，外需方面，目前我国的间接出口及直接出口均好于 2013-2015 年。最终，解决本轮由于需求下滑引发的供需过剩的关键仍在于如何创造新的需求亮点（例如“产能出海+产业链出海”等）以及供应端进行自主/被动调节两方面。

当前我国钢铁产业在政策的引导下，正逐步淘汰落后产能，并通过技术创新和产业升级来提高行业整体竞争力。例如，近期工信部暂停钢铁产能置换工作，在较长周期里将加速行业内落后产能的出清速度，有助于改善当前钢铁行业供过于求的局面。需求方

面，8月底新增专项债发行有所加快，但自6月底开始有近一半的新增专项债未落实在具体项目，今年下半年的旺季需求成色或不及上半年，后续可持续关注资金到位率的环比修复是否有进一步超预期表现。今年上半年制造业的订单略透支下半年，其中汽车、家电等数据已出现较为明显的下滑，但集装箱、船舶以及机械端仍保持较强韧性，因此整体制造业不具备总量崩塌的风险。出口方面，近端存在抢出口现象，钢材出港仍处于偏高水平，但后期较多的反倾销调查尚待落实，海外需求未表现出明显主动补库意愿，需警惕四季度末出口或将出现高位回落。因此，鉴于本轮周期与2013-2015年仍有显著不同，后续预计较难出现相似的较为流畅的下跌走势，成材的底部将与2013-2015年表现出明显差异，或更为坚挺。当然，后续的宏观不确定性也不容忽视，例如美联储及其他主要央行的降息决策，将通过影响全球资本流动和投资者情绪，进而影响成材价格走势。

#### 免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。