

黑色金属专题报告
2024 年 9 月 10 日

重演 2015？黑色金属本轮与上轮周期对比

前言概要

7 月以来，黑色金属市场持续下行，似乎回到了 2015 年全产业链全面亏损的格局。对比两轮周期的价格走势，上轮周期价格在 2011 年见顶，本轮周期在 2021 年见顶，走势节奏上也颇有相似之处。因此，市场普遍热议本轮周期是否会重演 2015 年。

两轮周期基本面的相同点主要在于，地产下行周期带动产业利润下降的负反馈。基本面的相同点比较清晰，在价格走势中也有充分的反映。因此，我们将重点分析本轮周期与上轮周期的不同点。总体来看，本轮周期相比上轮周期，优势与劣势共存，因此不能简单照搬上轮周期的价格走势。

主要优势点在于，本轮周期与上轮周期相比，去地条钢政策红利仍然存在，原料端品种的供应格局明显改善，这将抬升整体价格中枢。上轮周期中 500 以下的焦煤、300 以下的铁矿石、2000 以下的螺纹钢，本轮周期预计难以再现。

主要劣势点在于，本轮周期后续政策空间明显收窄、钢材需求更加受海外影响。目前粗钢产能重回过剩格局，但短期内重新搞一轮供给侧改革的可能性很低，因为产能设备很多已经更新，环保评级普遍达标。目前城镇化率已经明显提高、人均居住面积持续提高、人口结构迅速老龄化，这都会限制需求端房地产政策的有效性。因此，后续可能需要靠市场自发出清过剩产能，这个过程将更为漫长。

总体来看，上轮周期上游原料产能过剩更为突出，本轮周期中游制造环节产能过剩更为突出，预计本轮周期触底后仍将有较长的磨底时间，钢厂利润可能长期处于低位徘徊。

研究员：周涛

期货从业证号：

F03134259

投资咨询证号：

Z0021009

联系方式：

✉:zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

研究员：丁祖超

期货从业证号：

F03105917

投资咨询证号：

Z0018259

☎: 021-65789252

✉:dingzuchao_qh@chinastock.com.cn

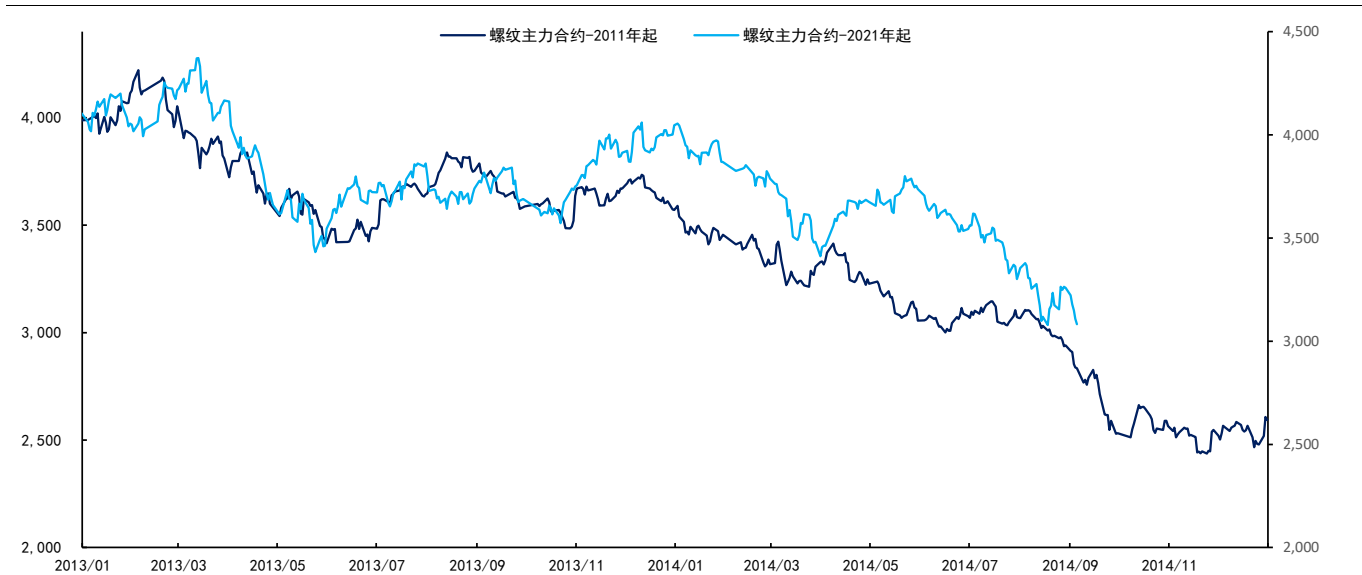
一、近期黑色金属持续下跌，市场热议是否重演 2015 年

7 月以来，黑色金属市场持续下行，同时钢厂等产业端持续亏损，似乎回到了 2015 年全产业链全面亏损的格局。对比两轮周期的价格走势，从下图可以看出，上轮周期价格在 2011 年见顶，本轮周期在 2021 年见顶，随后价格震荡下行，走势节奏上也颇有相似之处。因此，市场普遍热议本轮周期是否会重演 2015 年。

除了直观上的走势对比，接下来我们将对比两轮周期基本面的主要异同点，寻找本轮周期后续可能的演变路径。

图 1：螺纹钢价格走势两轮周期对比

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

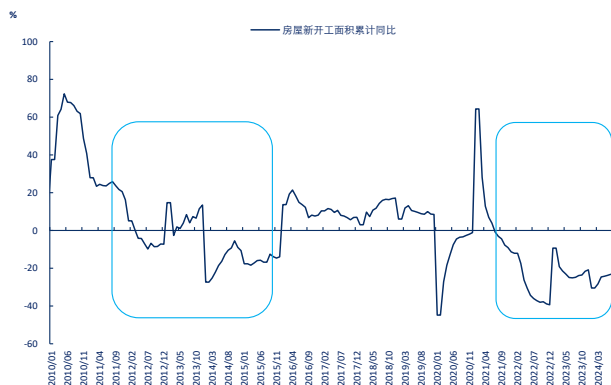
二、基本面的相同点：地产下行周期带动产业利润下降的负反馈

我们认为两轮周期基本面的相同点主要在于，房地产都处于下行周期之中，其中与钢材需求最为相关的指标，房屋新开工面积在两轮周期中，都出现了-20%以上的剧烈下滑。

同时，由于房地产产业链长、影响面大，对机械、建材、汽车、家电等制造业同样形成了拖累，导致整体工业企业的产能利用率均不断下降，自然也将压缩工业企业利润。在制造业行业利润持续萎缩的情况下，对于原料端库存普遍以主动降库存策略为主，这对于上游原料的需求形成额外压力，形成了持续的负反馈。

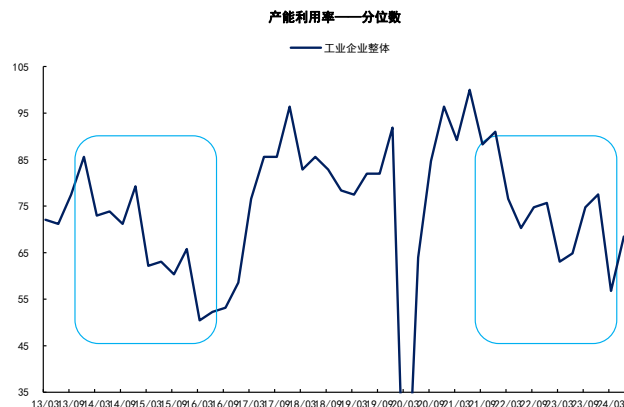
基本面的相同点比较清晰，在价格走势中也有充分的反映。因此，我们将重点分析本轮周期与上轮周期的不同点。

图 2：两轮周期中，房屋新开工面积均出现-20%以上的下降



数据来源：银河期货，Mysteel

图 3：导致整体工业企业产能利用率持续下降



数据来源：银河期货，Mysteel

三、基本面的不同点：优势与劣势共存

在本部分我们将重点对比两轮周期的不同点，以期寻找到本轮周期后续演变的不同路径。总体来看，本轮周期相比上轮周期，优势与劣势共存，因此不能简单照搬上轮周期的价格走势。

（一）主要优势点：去地条钢政策红利仍存、原料端供应格局好转

（1）去地条钢政策红利仍存，粗钢供应曲线改变

虽然近年来通过产能置换和技术升级，粗钢产能重回过剩格局已是不争的事实。但是 2017 年对地条钢清理之后，政策红利仍然存在。

从下图可以看出，螺纹钢长流程（高炉）成本持续低于电炉均电生产的成本。一旦钢材价格下跌，电炉企业首先会进行停产，对长流程企业形成保护。而在上轮周期中，由于地条钢是成本最低的供应，减产首先从长流程企业开始，从而直接冲击焦炭和铁矿需求，形成持续的负反馈。

过去二十年的粗钢消耗主要是以房地产和基建形式，这部分粗钢消耗很难快速折旧释放出来，因此废钢的资源禀赋并不支持废钢价格持续形成对铁水的成本优势。在可预见的未来几年内，预计粗钢供应曲线中，电炉成本仍将高于长流程成本。

图 4：2018 年以来，螺纹钢电炉成本持续高于长流程成本

单位：元/吨



数据来源：银河期货，Mysteel

(2) 铁矿、焦煤供应格局好于上轮周期

2014-2016 年全球四大矿山产量较快释放。2013 年四大矿山产量 8.6 亿吨，2014 年 9.92 亿吨，2015 年 10.74 亿吨，2016 年 11.12 亿吨，四大矿山 2014 年增量 1.32 亿吨，2015 年 8200 万吨，2016 年 3700 万，三年时间矿山增量达到 2.52 亿吨，全球四大矿山的增产是 2014-2015 年铁矿持续过剩的主要原因。

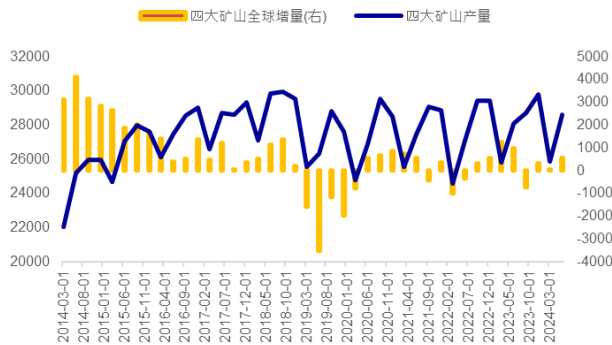
同时由于四大矿山成本低，当时又处于扩张抢占市场的周期中，低价换市场份额的战略下，矿山持续主动降价。如果大家还有印象，2014 年钢材价格虽然持续下跌，但钢厂利润其实还可以，主要原因就是原料端铁矿跌幅更大。

2018 年四大矿山产量达到最高值，四大矿资本开支从 2017 年至 2021 年一直处于低位，全球四大矿山资本支出基本维持不变，产能难有增量，过去 4 年矿山资本支出的低位预计对未来 5 年产量释放形成较大抑制，同时 2019 年至今巴西矿难、全球疫情、澳洲劳动力影响，全球四大矿铁矿产量一直低于 2018 年产量高峰。2020-2023 年四大矿增量年度均值约 900 万吨，2024 年全球四大矿山增量预计 1000-1500 万吨。产能增加的节奏明显低于上轮周期。

另外，近年来矿山成本有所抬升。2020 年以来，随着疫情、能源价格、劳动力等因素，即使是成本管控先进的四大矿山，其现金成本都有明显增加。以四大矿山中到岸成本最高的 FMG 为例，其 C1 成本从 2020 年 Q4 的 12.81 美金上升到 2024Q2 的 18.53 美金（这个 C1 成本是矿区的开采成本，不包括后续的运输、税费、品位折扣等，且为湿吨成本，不能直接与干吨、到岸的普氏指数对比）。其余在开采、运输上不具备规模优势

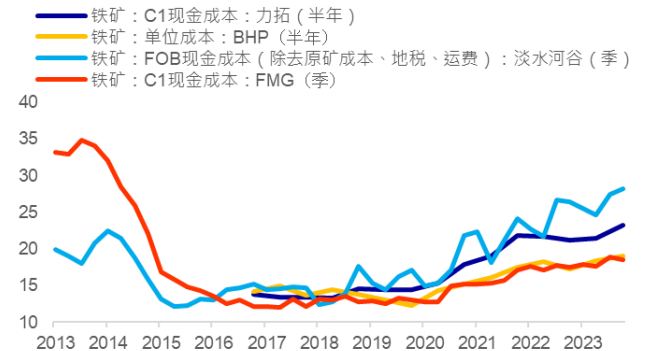
的中小矿山，成本上升的幅度恐怕将有过之而无不及。

图 5：四大矿山产量增量明显低于上轮周期（单位：万吨）



数据来源：银河期货，Mysteel

图 6：近年来矿山生产成本普遍抬升



数据来源：银河期货，Mysteel

焦煤方面，相比 2014 年，尽管原煤产能增长较多，但焦煤产能并没有明显的增加，10 年时间内，国内产能合计增量约 8000 万吨。同时，近年来对超产问题的打击力度较大，表外产量明显收缩。成本方面，相比 2014 年，焦煤精煤成本也有约 260 元/吨的上升。因此，总体来看焦煤的供应格局也明显好于上轮周期。

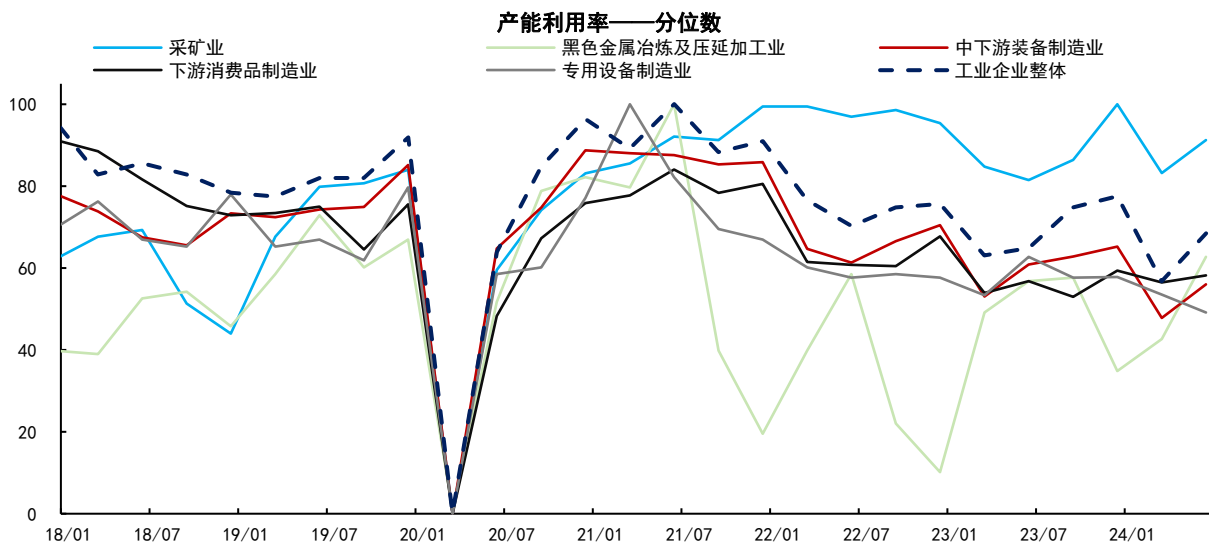
图 7：2014 年与 2024 年焦煤产能及成本对比

项目	2014 年	2024 年
煤矿产能（生产矿井）：亿吨	39	48
其中：炼焦煤矿产能（原煤）：亿吨	12	12.8
原煤产量：亿吨	38.74	47.5 (E)
炼焦煤产量（精煤）：亿吨	5	4.7 (E)
炼焦煤成本（原煤）：元/吨	252	314
炼焦煤成本（精煤）：元/吨	509	768

数据来源：银河期货，Mysteel

总体来看，上轮周期中原材料处于主动扩产阶段，原料端过剩的压力更为明显。而本轮周期中，中游制造业的产能过剩更为明显，产能利用率的分位数明显低于工业企业整体的表现。采矿业保持了高产能利用率，也印证了这轮周期中初级原料的产能过剩情况相对来说并不突出。

图 8：本轮产能过剩主要发生在中游制造端



数据来源：银河期货，Mysteel

（二）主要劣势点：政策空间明显收窄、钢材需求更加受外部主导

（1）政策空间明显收窄

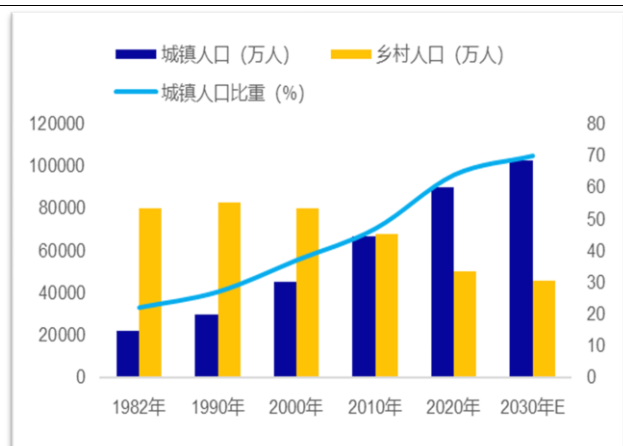
回顾上轮周期，靠着供应端的供给侧改革、去地条钢政策，以及需求端的棚改货币化政策，走出了一波困境反转的大涨行情。而站在当下展望未来，本轮周期后续的政策空间明显收窄。

产业端方面，如前文所述，随着前几年持续的产能置换和技术升级，目前粗钢产能重回过剩格局。但短期内重新搞一轮供给侧改革的可能性很低，因为产能设备很多已经更新升级，环保评级普遍达标。

需求端方面，2017 至 2021 年连续 5 年房地产销售面积高达 17 亿平米/年，而据测算，按照人口结构和城镇化率的提升速度，每年刚需的房地产销售面积大约在 9—10 亿平米之间。由此可见这 5 年的时间极大透支了需求，需要较长时间修复。

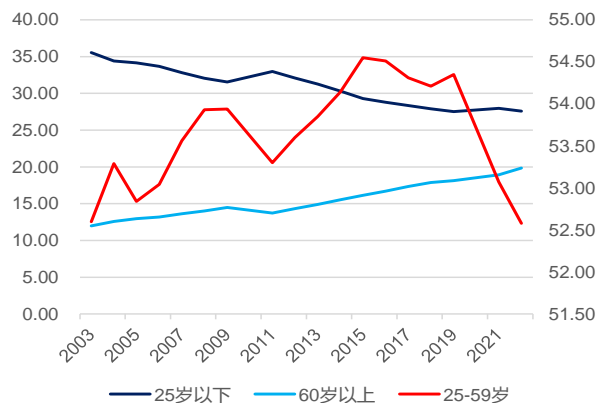
经过了 2015 年开始的棚改货币化安置，目前城镇化率已经明显提高，人均居住面积也持续提高。近年人口结构迅速老龄化，主要产生买房需求的 25 岁至 59 岁年龄段人口占比持续下滑。同时，近年来期房烂尾的恶劣影响，也将对购房信心造成持续的冲击。因此，即使地产有所企稳，短期内也很难出现大幅回暖。近年来各地房地产救市政策频出，房地产销售却始终没有起色，也可以印证这一结论。

图 9：城镇化率已明显提高



数据来源：银河期货，Mysteel

图 10：人口结构进一步老龄化



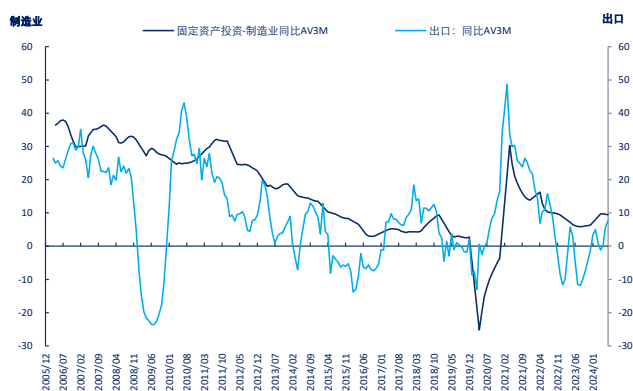
数据来源：银河期货，Mysteel

(2) 钢材需求更加受外部主导

近年来随着地产需求的持续下滑，钢材需求被迫寻找新的承接点。在这个过程中，制造业需求以及出口，包括直接出口和钢材制品的间接出口，成为了支撑钢材需求的主要增长点。

然而，出口、制造业投资等相关数据，受海外经济形势、贸易形势的扰动更加明显。目前欧元区经济形势持续疲软，美国的数据也开始出现走弱迹象，市场虽然对衰退的程度有所分歧，但方向上目前看较为一致。同时，由于我国钢材出口、汽车等产成品出口对海外生产商的市场份额形成了巨大冲击，各个国家贸易保护现象明显增多。总体来看，海外需求对国内钢材需求的支撑作用，也在逐步减弱。

图 11：制造业投资受出口影响较大



数据来源：银河期货，Mysteel

图 12：出口又受到海外经济形势影响



数据来源：银河期货，Mysteel

四、总结：本轮周期中枢更高，但下行期或更为漫长

本轮周期与上轮周期相比，去地条钢政策红利仍然存在，原料端品种的供应格局明显改善，这将抬升整体价格中枢。上轮周期中 500 以下的焦煤、300 以下的铁矿石、2000 以下的螺纹钢，本轮周期预计难以再现。

不过，本轮周期后续政策空间明显收窄、钢材需求更加受海外影响。这导致后续可能要靠市场自发出清过剩产能，这个过程将更为漫长，预计本轮周期触底后仍将有较长的磨底时间。相比上轮周期上游原料产能过剩更为突出，本轮周期是中游制造环节产能过剩更为突出，这也意味着钢厂利润可能长期处于低位徘徊。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799