

弱势反弹不改长熊格局

摘要

- 三季度钢材在去库相对充分、下游需求随着宏观有所好转的情况下，存在一轮弱补库的周期，8、9 月份迎来一轮反弹行情的概率较大。但是经济结构性分化的特征决定了钢材下游需求恢复的力度会十分疲弱，反弹周期持续不会超过 3 个月。
- 产业链内部的供需矛盾还将持续，上游原料过剩加剧的局面难扭转。海外铁矿石的冲击还将持续，反弹后内矿的供应也会增加，这些都制约了反弹的空间。煤焦处于行业的夹心层，反弹空间极为有限。
- 在策略上，我们推荐大资金长期布局空单的操作思路；对于中短期资金而言，7 月份可以尝试逢低布局 1501 合约的多单，投资跨度在 2 个月左右时间。对于套利资金而言，7、8 月份重点推荐焦煤和焦炭的反套机会。跨品种对冲首推买矿空螺纹，截至 9 月份。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

王铁山 021-50431853
wangtieshan@nawaa.com

胡晓东 0571-87839252
huxiaodong@nawaa.com

索宝霆 010-63151317
suobaoting@nawaa.com

1. 基本观点和策略

1.1 基本观点

在定向宽松的货币政策和积极的财政政策驱动下,三季度宏观经济延续二季度企稳回升的势头不变,这对所有工业品形成一定的支撑,宏观进入补库周期。

价格下行缺乏减产弹性、而一旦价格企稳或者回升供应的弹性就会明显增大的特点决定了黑色金属供应过剩失衡的局面难有实质性改善。上半年上下游供需矛盾突出:铁矿石全球范围内大幅增产,需求端增速放缓造成矿价暴跌;煤炭同样存在过剩严重的局面;终端钢材需求增速继续放缓、生铁产量与去年同期持平,房地产进入衰退周期。与去年相比,今年行情的主要矛盾是内因,上游供应

放眼下半年,我们认为大周期的弱势还是会延续,但是阶段性的反弹仍是有较大的可能:第一,上半年钢材去库存的效果较好,其中板材年内的需求还是比较旺盛,库存已经突破了去年的低点下行,去库相对彻底,有较强的补库需求,截至6月底钢材社会库存较去年同期低18%,重点钢企库存同比增11%,整体库存还是偏低,如果对比去年6月份本身也是一个去库周期的低点的话,今年钢材整体的库存还是偏低;第二,焦炭、钢厂普遍采取订单生产的模式。自钢贸商陆续离开市场、银行压缩了对钢厂的信贷后,整个行业的资金流就一直非常紧张,钢厂普遍采取订单生产、降低原料库存占用资金、加快销售款项回收的措施提高资金的运营效率,对于焦化厂同样普遍采用了订单生产的模式,订单生产模式的一个最大特征就是库存低,如果行情出现好转,这些企业普遍存在相对强烈的补库需求;第三,铁矿石下半年投产数量减少,去年以及今年上半年澳洲矿的投产力度很大,三家巨头为了挤占市场采取了降价竞争的举措,到了6月份价格突破90美元之后,包括力拓必和必拓在内的部分矿产商考虑对部分铁矿石部门进行裁员,我们认为铁矿石长期处于100美元以下还是会国内以及加拿大、美国等不少地区的非主流矿增产造成抑制,三季度的供应相对于二季度持续的冲击程度可能会减轻;第四,贸易商集中度提高,上半年包括钢材、铁矿石在内的部分中小贸易商因为资金问题陆续离场,市场上货源的集中度提高,港口铁矿石多集中在钢厂和大型贸易商手中,货源集中度的提高有助于价格的稳定在上涨中起到推涨的作用。

整体上看,我们认为钢铁行业大周期熊市还远未结束,在供应压力持续存在的情况下,大周期布局空单仍是主基调。短期内存在补库反弹的需求,7月份应该是一个底部酝酿期,8月份现货面会出现季节性回暖,9月份延续反弹的走势。失去微刺激的支持,四季度见顶回落,进入新一轮去库周期。

1.2 投资策略

1.2.1 单边策略

长线:布局全产业链空单,到期展期,如果仓位不大建议在8月份后展期。

中期:考虑在7月份布局反弹多单,螺纹1501介入点位在3100下方,预期反弹空间200点左右。铁矿石1501在700点附近布局多单,目标空间70-100点。

1.2.2 跨期对冲

反套：首推焦煤焦炭，空 1409 买 1501，基本逻辑：近月价格升水现货，临近交割月价格收敛，远月在多头资金的驱动下存在一轮反弹。预计反套空间：焦煤价差至 -120--80，焦炭价差至 -150—100。

铁矿石：正套。铁矿石现货价格弹性较大，一旦反弹近月表现更强，远月受制于供应压力走弱，预计价差 20 点。

1.2.3 跨品种套利

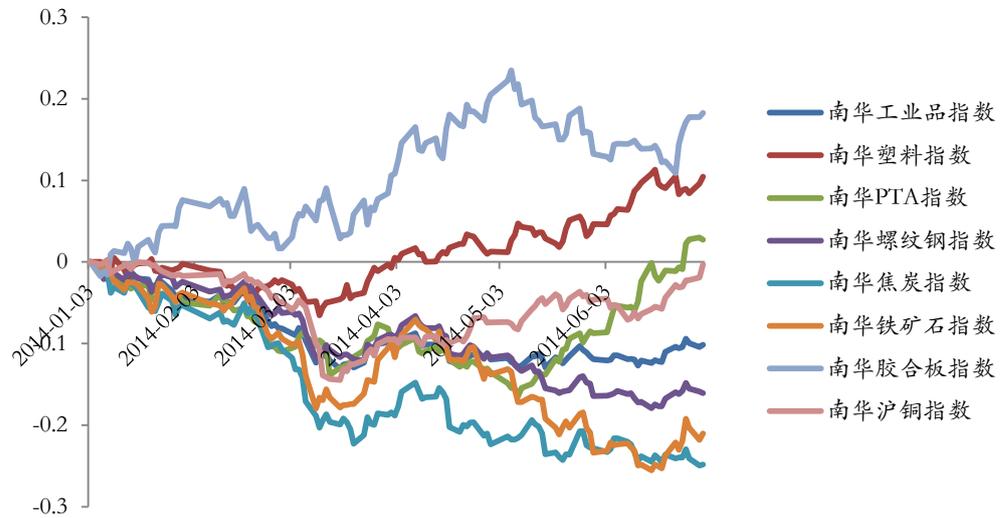
如果钢厂进行补库，钢厂开工继续上升，原料反弹的力度将更大。建议买铁矿石空螺纹。当开工率见顶回落离场。

2. 基本面逻辑

2.1 论三季度宏观对黑色基本面的影响

在我开始论述黑色的基本面之前，有必要简单论述一下宏观经济和调控政策对黑色金属基本面影响路径的中长期变化。过去 10 年，宏观经济与黑色金属面呈现高度的同周期性，这与我国处于加速工业化的发展阶段有很大的关系，一旦经济进入了以服务业为主的后工业化时代，宏观经济与钢铁行业的关联性就会持续走低。对于钢铁行业而言，与其关联性最大的房地产行业发展的黄金十年已经结束，传统机械制造业也已经到了顶峰，这两个行业占经济总量的比重将继续走低。2014 年经济调结构的力度加大，政策对一些传统过剩行业的限制依然很大，虽然 4 月份后微刺激政策密集发布，但是从结构上看，对第一三产业、民生领域、中长期重点基础设施建设领域投资较多，而对房地产和工业中产能过剩行业的政策并没有放松，相反银行对一些钢厂、贸易商的信贷继续紧缩，说明调结构稳增长对不同行业的影响是存在很大差异的。如果从上半年商品价格指数的情況看，在 3 月份前工业品整体系统性下行的特征十分明显，但是 4 月份后随着 PMI 的企稳，工业品内部的分化加剧，黑色金属、橡胶、玻璃等与基建地产行业相关度高的品种延续探底走势，而能化类、有色金属等与消费、制造业相关性高的品种则开始率先触底回升。因此个人认为，在宏观经济平稳运行（GDP 增速稳定在 7.0-8.0% 区间）的情况下，工业品同涨同跌的局面将不复存在，商品基本面的属性得以充分的展示，品种间分化的行情在下半年还是会十分明显。我们更加关注与钢铁行业相关的向下游在下半年的走势。

图 2.1.1 商品价格分化



资料来源: wind 南华研究

从 PMI 和克强指数以及政策面趋向看，宏观经济在二季度的确出现了企稳的迹象。近期货币政策再度释放宽松信号，自 5 月份开始定向降准、公开市场净投放资金后，6 月底调整存贷比计算口径将继续加深市场资金面的宽松程度，初步统计累积向市场投放的资金在 6000 亿元以上，很大程度上缓解资金压力紧张局面。三季度宏观延续向上势头的可能性较大。

2.2 黑色产业链上下游结构性矛盾突出的现状难有根本性改善

2.2.1 铁矿石：澳洲增产难抑制，反弹空间有限

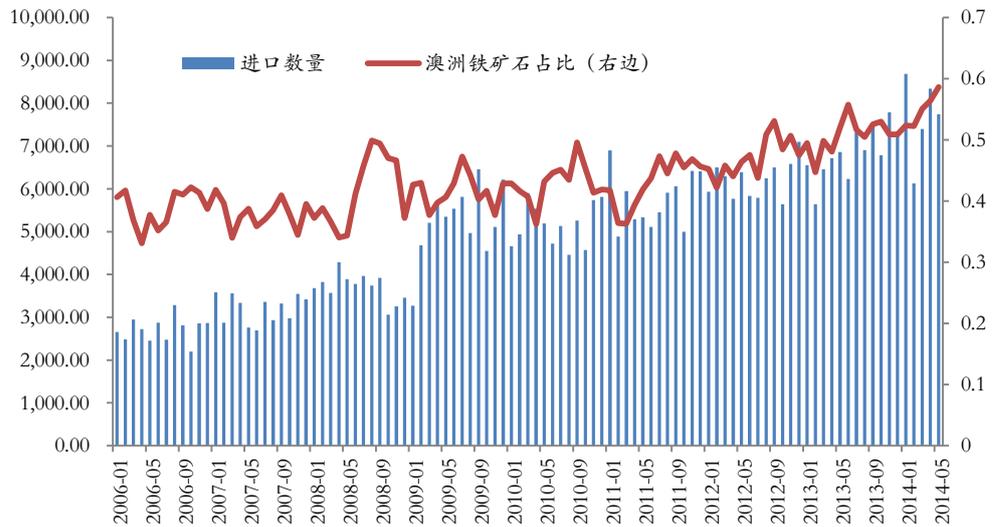
黑色金属终端消费增速开始回落，而上游原料供应增速过大，造成了钢材炉料供需矛盾失衡，这种局面在中长期内还将持续。一个重要的逻辑是：煤矿和矿山并不会因为价格下跌亏损而马上停产：第一，前期固定资产的投资数额巨大，负债率偏高，一旦停产很难维持正常的现金流流转，难以偿还银行陆续到期的债务；第二，大量国内的矿山属于国有矿，承担了国有企业维持社会稳定的基本功能，不会轻易致使工人下岗；第三，国有矿山也导致了企业对短期的盈亏敏感度偏低，地方政府对国企的扶持力度也比较大，经常对企业给予税费减免或者财政补贴，矿山的市场化经营程度偏低。这样就导致了在行业普遍亏损的局面下，大家都不愿意停产减产，有的企业反而为了争夺市场份额，在单价下跌的情况下，为了弥补单价下跌造成的损失而进行增产，以量补价，最后导致了在亏损的局面下，产量并没有明显减少的一个关键因素。

开工率对价格不敏感造成了价格下行时供应缺乏足够弹性，但是在价格上涨后，弹性可能会明显增大，以煤矿为例：在价格上涨的时候，过往一些停产半停产的矿山因为有利可逐

而复产，行业经过整合后部分大型企业的开工率也会提升。所以对于整个黑色金属产业链来说，都有一个显著的特征就是减产不易增产易，直接的后果就是真实供应长期偏过剩，一旦价格反弹供应就很容易集中释放，库存回升很快，最后又回到降价去库存的过程中。因此，我们去看黑色金属上下游的品种，价格下跌的时候幅度大周期长，反弹的周期短而且幅度小。

我国 1-5 月份铁矿石进口数量 3.82 亿吨，同比增加 19%，其中来自澳洲的进口铁矿石数量增长 34%，其他地区进口铁矿石仅增长了 112 万吨。

图 2.2.1.1 澳洲廉价铁矿石增产导致进口矿猛增



资料来源：wind 南华研究

从港口库存看，澳洲矿的库存在去年下半年后就持续一路创新高的节奏了，其他地区的矿增速就明显不足。澳洲矿库存还没有见顶回落的迹象，后期走高的可能性依然很大。

图 2.2.1.2 港口澳洲矿库存还在攀升

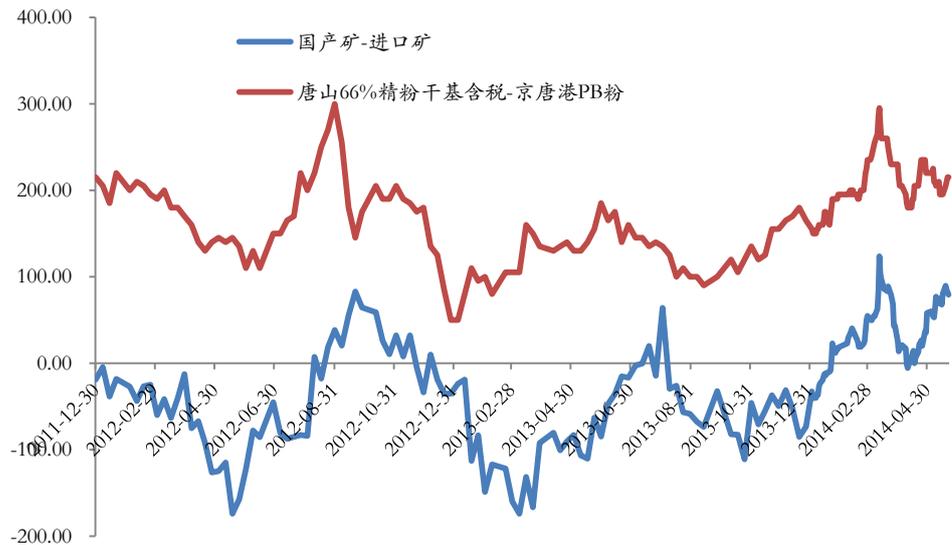


资料来源：wind 南华研究

FMG 产能从 2013 年的 0.9 亿吨扩产至 1.6 亿吨，是全球增产力度最大的，几乎占了澳洲增产幅度的一半。FMG 主要出产的是 58% 及下来的低品位矿，低品位矿竞争加剧，FMG 持续加大折扣力度，对 7 月的 56.7% 品位船货提供 14% 的折价，58.3% 品位折价 8%，6 月时的折扣幅度分别为 12% 及 6%。FMG 的倾销逼迫两拓和淡水河谷跟进了对低品位矿的折扣。澳洲矿今年很难出现明显的减产，低价抢占市场份额还是主基调，这也是我们在去年年报中重点提及的，供应过剩的局面下就是具有成本优势的龙头企业低价抢占市场份额的好时机，这与神华在动力煤上的策略是一致的，更何况澳洲矿的成本本身具有很大的优势。所以基于这个逻辑，我们认为三季度从主观上讲矿山不会主动减产。

澳洲巨头采用低价策略抢占市场，价格优势明显扩大，进口矿均价较内矿达到了 200 元/吨以上，而且这个趋势还将延续，主流唐山铁精粉和 PB 粉价差也处于近 4 年的高位，从这个角度看国内矿山的需求已经受到了明显的抑制。

图 2.2.1.3 进口矿优势扩大

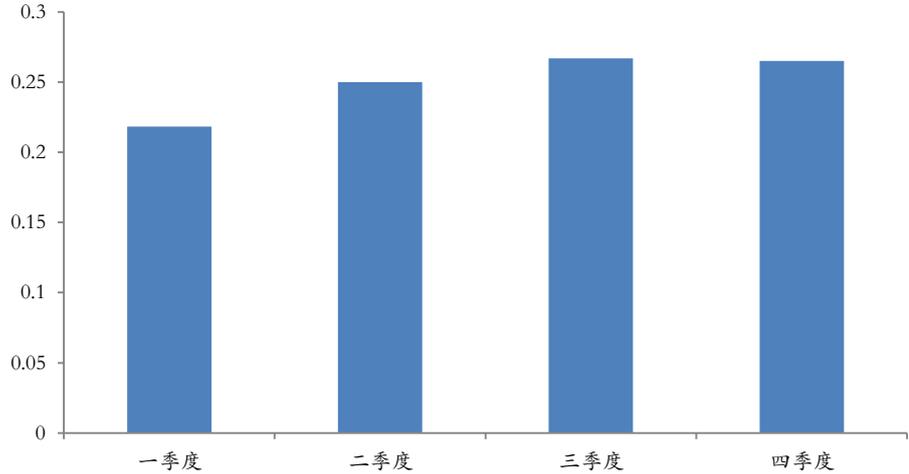


资料来源: wind 南华研究

虽然从统计局公布的数据看，今年 1-5 月份国内矿山还有 10% 左右的增速，但是个人对此持怀疑的态度: 统计局公布数据显示今年 1-5 月份生铁产量同比去年仅增加了 82 万吨，意味着对整体铁矿石的需求没有增加，进口矿增量减去港口库存增量，前 5 个月整体需求还是增加了 1888 万吨，因此内矿的需求并没有增加，很大一部分还是堆在场地上没有出售。从我们调研的情况看，唐山地区铁矿石外矿的配比，也是从去年的 70% 预计增加到年底 80% 以上，不久会达到 85% 至 90%。如果价格较长时间维持在 100 美元以下，沿海矿山将陆续关停。那么如果价格一旦反弹到 110 美元甚至以上，内矿的产量会很快释放，这也是为什么我认为矿价反弹空间有限的主要原因，市场已经充分预期到铁矿石长期供应过剩的趋势，反弹追高的积极性是很低的，本身钢厂也不会占用大量资金囤货去投机。

三季度是国外四大矿山的季节性生产旺季，处于一年中产量最大的季度，天气因素对矿山生产的影响较小。

图 2.2.1.4 四大矿山处于季节性增产周期



资料来源: wind 南华研究

上半年的进口增速为 19%，考虑到去年下半年进口基数较大、下半年矿山投产节奏放缓的因素，下半年进口的同比基数回落到 15%左右的可能性较大，这样全年的进口增量为 11640 万吨。按照生铁产量增速 2%计算，内矿需求被挤占 9392 万吨。

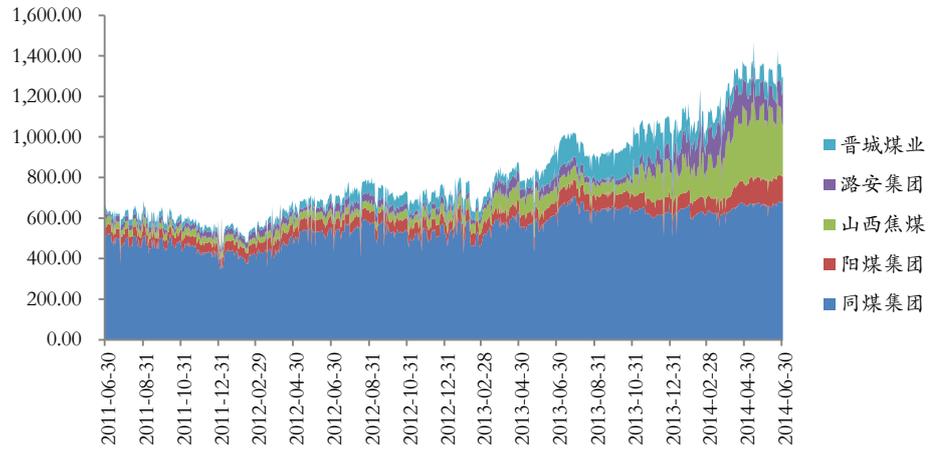
2.2.2 煤焦供需弱平衡

上半年煤焦价格低迷，纵然有需求低迷的因素，但是供应过剩而且缺乏足够的减产弹性，是造成焦煤价格持续走低的原因，简单梳理几个逻辑：

一、供应缺乏足够弹性

如果仅从基本面看，焦煤焦炭的供应压力相对于铁矿石会小很多，今年上半年国内焦煤产量几乎没有增长，部分焦煤生产企业已经出现了持续的亏损，尤其是部分国有煤炭企业，社会负担较重，机械化开采程度低，已经陷入了持续的亏损之中。但是煤炭企业的开采往往缺乏弹性，价格下行亏损并不会轻易减产，黑龙江的龙煤集团一季度巨亏，最终通过财政补贴维持经营。这样供应的压力就会持续存在，煤炭企业之间的竞争也会加剧，最终只能拼价格，但是实质上的问题并不是降价就能解决需求的问题，最后价格降到很多企业的成本线以下后才会放缓。如果价格一旦反弹，生产恢复会很快。今年上半年，山西地区的煤炭企业就一直维持高库存的形势，这也逼迫了山西省省长李小鹏新一轮的救市。

图 2.2.2.1 山西煤炭企业库存处于历史高位



资料来源：wind 南华研究

二、煤焦企业缺乏议价能力

在钢铁产业链中，煤焦企业缺乏议价能力是导致焦煤、焦炭价格缺乏反弹的一个重要因素。钢厂处于产业链的核心地位，在一个供应过剩的市场下，买方的议价能力明显得以提升，尽管4月份后钢厂的利润好转，但是这并没有给上游的焦化厂和焦煤带来利好。虽然从粗钢的产量数据看，4-6月份焦炭需求已经开始企稳回升，钢厂的盈利面也出现了好转，但是对于焦化企业而言，还是大面积亏损，根据我们的调研，截至6月底，只有部分在副产综合利用上做的比较好的大中型独立焦化厂有一定的小幅盈利，其他独立焦化厂几乎清一色亏损。一般而言，只要钢价不反弹，焦炭价格就很难上涨。从下图中我们也可以看到钢价指数往往会领先于焦煤价格指数。

图 2.2.2.2 焦煤价格滞后于钢价



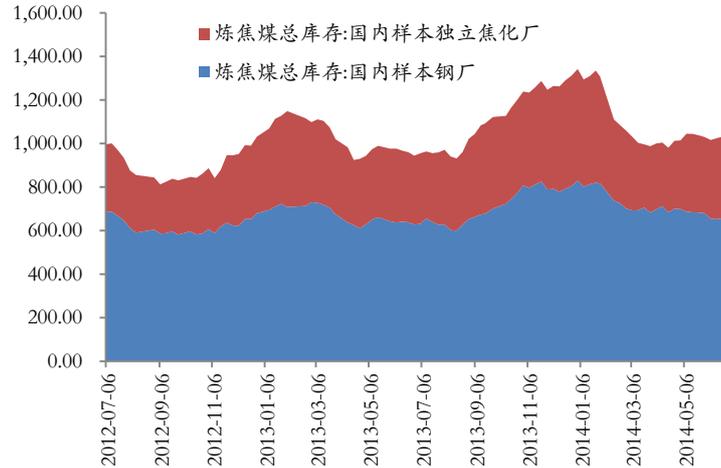
资料来源：wind 南华研究

钢厂除了在议价上的优势外，还有对现金流的掌控。今年钢厂按订单生产的模式压缩了账期，同时对焦炭企业的应付款项拉长，焦化厂生产盈利压力普遍很大。

三、供需弱平衡：一旦钢厂开工回升，价格还是有反弹的动力

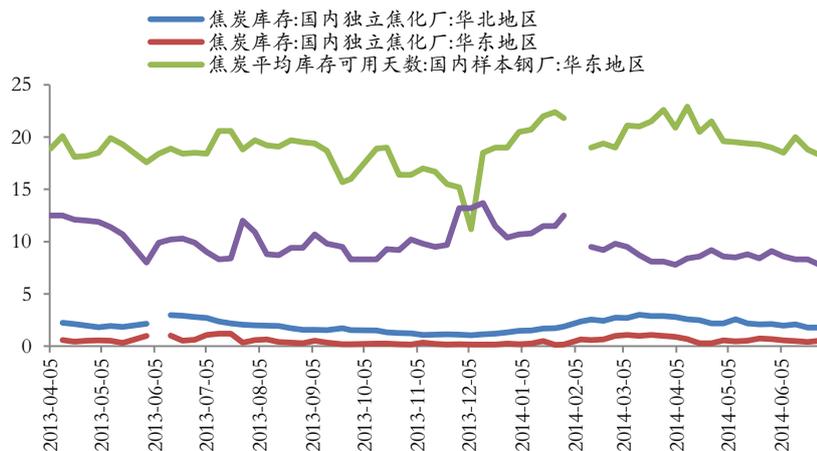
如果我们去看钢厂和焦化厂的库存数据，其实并不高，这也是在熊市中企业加强了库存管理的结果。如果阶段性需求企稳，价格还是具备一定的反弹动力。至少企业缺乏降价去库的动力了。

图 2.2.2.3 焦煤社会库存处于低位



资料来源：wind 南华研究

图 2.2.2.4 焦炭库存低位运行



资料来源：wind 南华研究

由于国内进口焦煤价格的持续走低，内外价差缩小，进口焦煤的价格优势在减小。今年1-5月份进口焦煤数量同比减少了530万吨，进口焦煤由于强度偏低，尤其是内蒙焦煤，因此包括在美国、澳洲和俄罗斯在内的部分进口煤主要是为了降硫降灰。预计下半年进口焦煤的数量还是会维持在650万吨/月以下的规模，较去年同期回落。

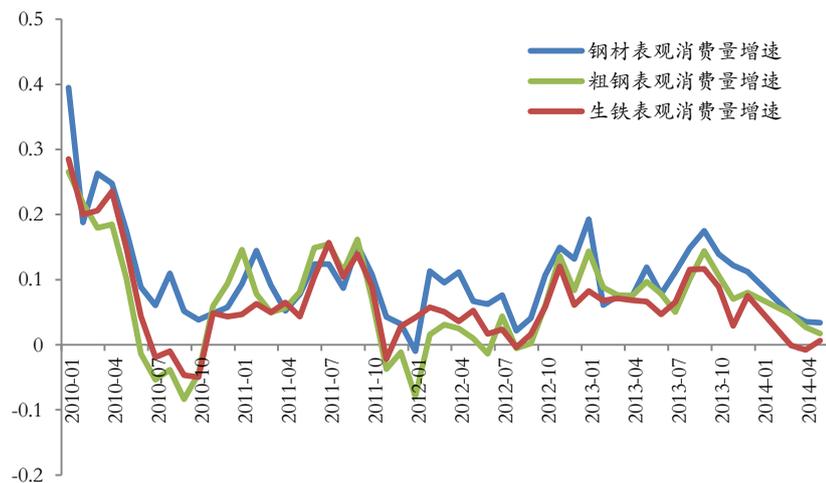
2.2.3 钢材价格有望弱势反弹，空间有限

一、地产影响钢材需求

今年上半年我国钢铁国内需求增速继续放缓，房地产下行是造成需求增速回落的主要因素。房屋工程占我国钢铁消费的比例在30%以上，除去保障房的因素，初步估计商业地产占钢材需求的份额也在20%以上，如果按照今年新开工面积同比下滑18%计算，光地产对需求的影响就达到了3.6个百分点，是造成需求放缓的主要因素。

如果根据房地产的周期性分析，我国已经进入了2011年以来的第二次调整周期，房地产的量价出现了同步萎缩，预计短期内很难看到明显的反弹，预计8月份后上半年的刚需盘会有一些的释放。

图 2.2.3.1 钢材需求增速放缓



资料来源：wind 南华研究

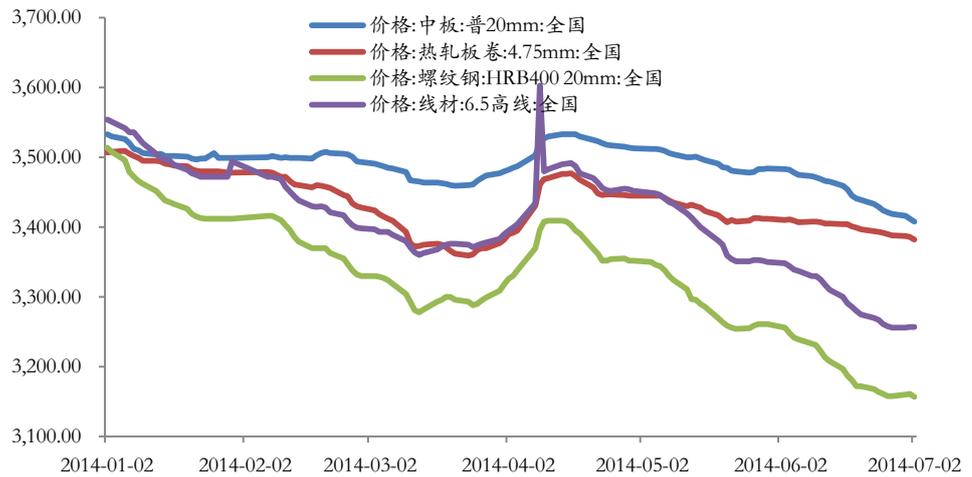
图 2.2.3.2 房地产处于衰退周期



资料来源：wind 南华研究

如果我们对比长材和板材的价格看，也可以发现线材、螺纹等建材类价格走势明显弱于板材，上半年的去库存力度也远不如板材，尤其是4月份之后价格分化加剧。

图 2.2.3.3 长材板材价格分化

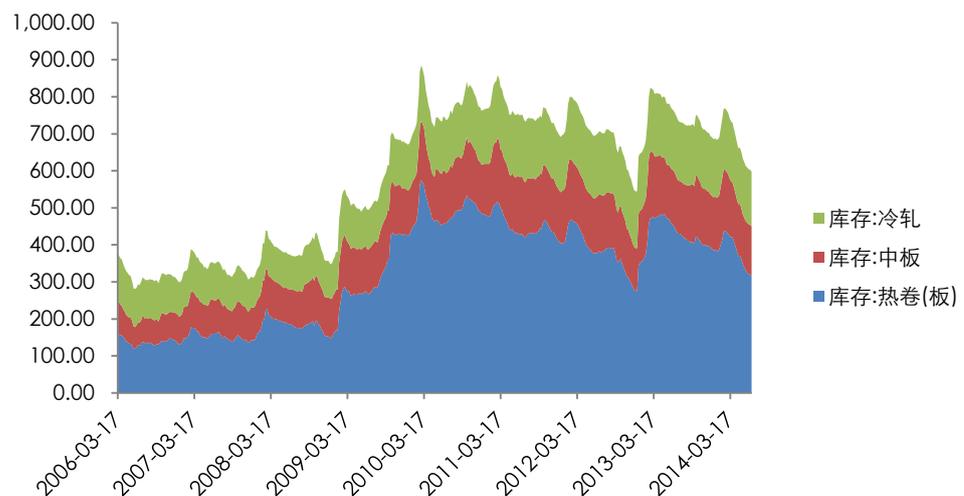


资料来源：wind 南华研究

二、钢材库存压力减小，钢厂盈利能力恢复

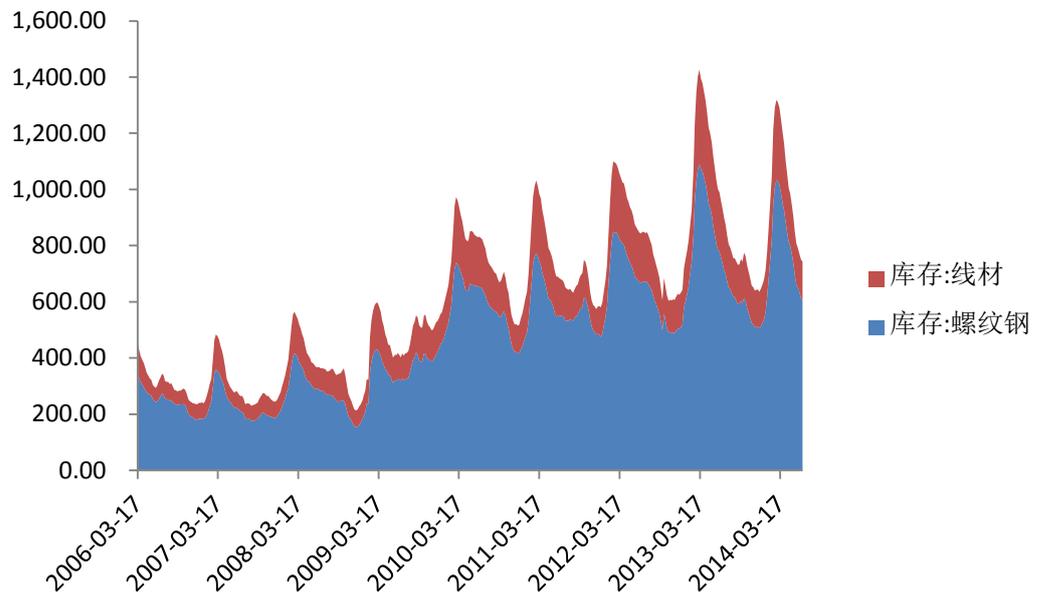
从钢材的社会库存看，今年 1-6 月份整体的去库较快，其中板材类库存较去年 6 月份同比下降 21%，已经低于去年同期的最低水平，长材库存下降 21.3%，整体上看社会库存压力较小。

图 2.2.3.4 板材库存变化



资料来源：wind 南华研究

图 2.2.3.5 长材库存变化



资料来源: wind 南华研究

3. 风险提示

宏观经济弱复苏，向上的驱动力十分弱，尤其是对传统行业的拉动有限，一旦经济企稳回升到 7.5%以上，微刺激的力度会减小；**房地产风险**持续存在，领先指标销售还是没有明显好转；上游铁矿石和焦煤的供应压力大，**成本支撑很弱**。建议谨慎抄底，一旦库存回升较快，后期将回到下行的周期。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道193号定安名都3层(310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号粮食大厦东五楼(314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼(315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层(450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园3期1号楼2302室(325000)
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街28号富卓大厦B座8楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号保利科技大厦201室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路41号大安大厦A座802室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中232号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座728-729室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292768

上海营业部

上海市浦东新区松林路300号期货大厦1701室(200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路95号天和大厦401室(318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路554D-6号和平现代B座3-4号(116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外280号昌运大厦五楼北(730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街30号广电士百达大厦五楼(610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼501、601室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道1277号香格大厦711室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦1单元2501室(266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路663号3楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路51号新港澳国际大厦15层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城908室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路1号亚太商谷2幢1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号景峰国际25层
电话: 0351-2118016

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net