



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来



南华期货研究 NFR

2016 年季报

黑色金属

乍暖还寒

摘要

- 1、相较于 2015 年四季度的极度悲观行情，一季度在政策面、基本面以及市场情绪的共同作用下，整个黑色金属板块出现了一波久违且出人意料的强势反弹。我们认为二季度在唐山举办的为期半年左右的唐山园博会将对钢材价格形成一定的提振，对铁矿石价格构成压力，且在一季度房地产销售传导至新开工的逻辑成立的前提下，目前暂无足够的证据证明宏观经济正在复苏或将持续复苏，密切关注后期房地产需求证伪情况，二季度宏观是需要重点关注的层面。
- 2、后市预期能否转好取决于以下几个因素：1、房地产需求复苏是否会在二季度被证伪，即房地产销售是否会掉头向下而导致销售向新开工的传导路径被破坏；2、美元指数，美联储二季度的加息时点，以及人民币汇率的走势；3、产能过剩的行业特点，必将带来结构性的行情和交易机会，即相对于当前较为合理的产能利用率水平和对产能过剩的行业而言相对较高的行业利润，暗示做空钢厂利润是可行的，但是要把握好时间点，毕竟期货是资金和情绪的博弈。

南华期货研究所

曹扬慧

0571-87839251

cyh@nawaa.com

助理研究员：

马 燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

第 1 章	一季度行情回顾.....	4
1.1.	暖春初现，一季度强势反弹.....	4
1.2.	期现市场巨震.....	5
第 2 章	基本面逻辑梳理.....	6
2.1.	宏观经济形势决定行情底部震荡.....	6
2.2.	钢材供需格局追踪.....	8
第 3 章	基本观点和策略.....	16
3.1.	基本观点.....	16
3.2.	策略建议.....	17
第 4 章	风险提示.....	18
4.1.	宏观和政策风险.....	18
4.2.	房地产及出口的波动.....	18
南华期货分支机构.....		19
免责声明.....		20

图表目录

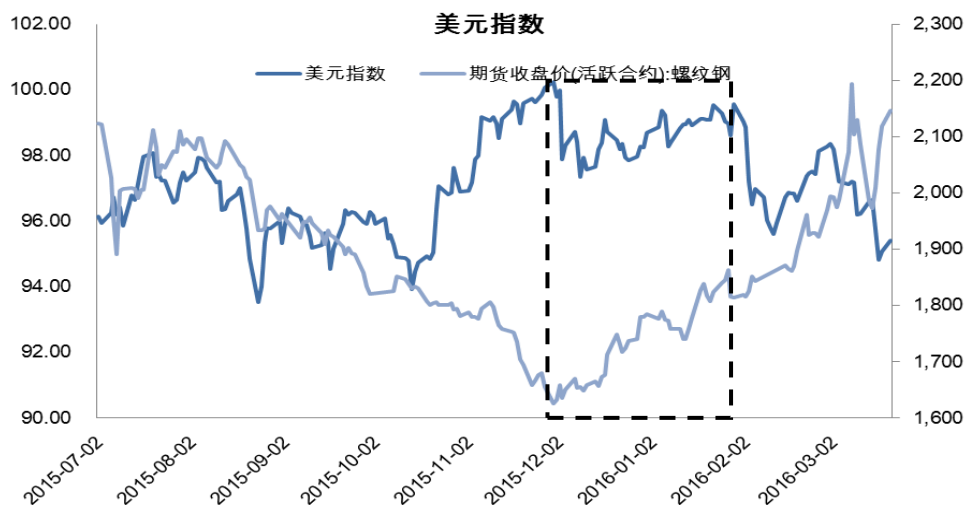
图 1.1.1: 美元指数 12 月以来高位回落.....	4
图 1.1.2: 一季度黑色产业链相对走势.....	5
图 1.2.1: 近期现货涨势明显乏力.....	5
图 1.2.2: 一季度期现价格涨跌幅.....	5
表 2.1.1: 两会政策目标, 宏观经济目标稳而不举	6
图 2.1.1.1: 固定资产投资近 20 个月以来首次回升.....	7
图 2.1.1.2: 固定资产投资增速回升主要受益于地产回升.....	7
图 2.1.2.1: 2 月房屋新开工回升明显, 政策累积效应初现.....	7
图 2.1.2.2: 各能级城市的房地产开发投资.....	8
图 2.2.1.1: 一季度钢厂库存压力下降.....	9
图 2.2.1.2: 行业整体库存水平见顶回落.....	9
图 2.2.1.3: 一季度行业盈利大幅好转.....	10
表 2.2.1: 唐山园博会期间限产方案	10
图 2.2.2.1: 钢材下游边际需求出现改善	12
图 2.2.2.2: 汽车需求二季度由强转弱.....	12
图 2.2.2.3: 一季度国内钢材的价格优势进一步削弱.....	13
图 2.2.3.1: 2016 年铁矿石会依旧处于熊市周期中震荡下行	13
图 2.2.3.2: 国内矿山开工率回升, 短期复产影响尚无体现.....	14
图 2.2.3.3: 二季度铁矿石发货量略高于一季度.....	14
图 2.2.3.4: 一季度铁矿石港口库存微幅下降.....	15
图 2.2.3.5: 普氏在不同库存压力位的价格表现.....	15
图 2.2.3.6: 进口矿山成本曲线.....	16
图 3.2.1: 矿石 5-9 价差.....	17
图 3.2.2: 螺纹 5-10 价差.....	17

第1章 一季度行情回顾

1.1. 暖春初现，一季度强势反弹

钢铁行业在经历了 2015 年四季度的凛冽寒冬之后，进入 2016 年的一季度，可谓迎来了短暂的春天，这主要是由宏观面、基本面以及市场情绪等驱动共振的结果。具体来说，一、美元指数 12 月开始高位回落，全球金融风险缓释，与此同时螺纹钢期货价格开始阶段性触底反弹；二、一月份 2.5 万亿天量信贷数据的公布大大提振了市场信心，加之随后在一季度公布的以房地产投资及赤字率为代表各项实际利好及潜在利好因素均对这波中线级别的反弹行情提供了很强的助力；三、主要大宗商品面临超跌反弹的需求。以螺纹钢为代表，主力合约的期货价格已经跌无可跌，各种利空因素已经消化到极致，从分位数的角度看，螺纹钢历史价格低于 1600 元/吨的概率在 95% 以外，大宗商品阶段性见底的特征较为明显，配合当时出台的供给侧改革的政策炒作，市场心态也在发生巧妙的变化；四、从黑色产业链本身的基本面角度来看，钢铁行业整个产业链呈现出低库存、低开工的特点，在这种情况下，需求的价格弹性系数会有所放大，造成价格超预期的强势反弹；五、自去年 12 月初以来，商品市场总体的持仓金额上涨明显，资金量的不断流入也反映出投资者头绪的高涨，尤其是近期券商系等外来资金的进入更是导致了黑色系的疯狂拉涨。

图 1.1.1.1: 美元指数 12 月以来高位回落

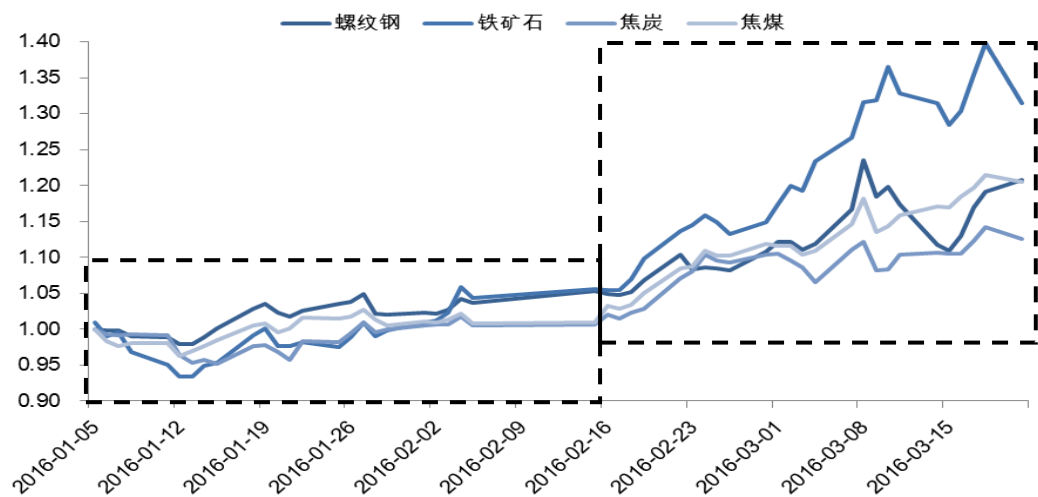


资料来源: wind 南华研究

纵观一季度的黑色金属相对走势，主要呈现出以下几个特点：1、从去年的 12 月底至春节之前，黑色金属板块的反弹是成材涨幅大于炉料，从春节后至三月中下旬这段时间是铁矿石的涨幅超出螺纹钢，也就是说这波反弹行情已从上涨的第一阶段过渡到第二阶段，在产能过剩的大环境下钢厂利润的修复总是短暂的，二季度关注做空钢厂利润的阶段性机会；2、相较于其他大宗商品，黑色金属板块暴涨暴跌的特性较为明显，期现市场同步巨震，令市场瞠目结舌的同时，也反映出边际需求改善对行情的影响程度在加大。但是，整个宏观经济减速换挡的预期下，长周期黑色系震荡探底的大势不变，在二季度以环保和产业为主导的结构

性行情值得关注。

图 1.1.2：一季度黑色产业链相对走势



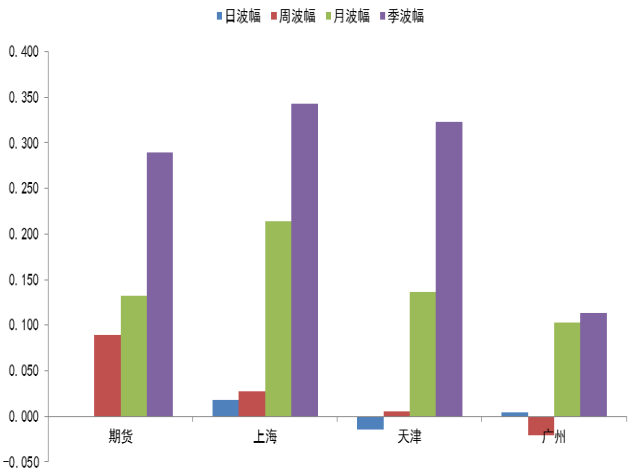
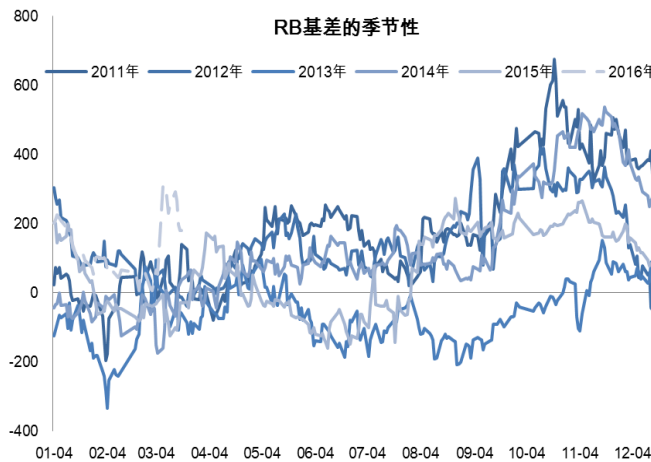
资料来源：wind 南华研究

1.2. 期现市场巨震

一季度螺纹钢价格的走势充分凸显了猴年的本性，期现货市场出现巨震。整体来看，以春节为分界线，春节前期货价格领涨现货，基差由高位回落，而春节后共振程度增强，期货受制于涨跌停板的压制，涨幅相对小于现货价格，导致基差极速走高，期价贴水也为本就强势的螺纹钢上涨增添了助力。不过随着近期各种实际利好与预期的逐渐兑现，近期现货市场高位续涨乏力，价格有高位回落之势。

图 1.2.1：近期现货涨势明显乏力

图 1.2.2：一季度期现价格涨跌幅



资料来源：南华研究

资料来源：南华研究

从期现价差的走势及其季节性来看，自 2011 年进入大宗商品熊市的长周期以来，春节

前普遍是基差回落的行情，而春节后至三月份，将逐渐迎来传统的金三银四行情，金三还未结束，后面还有银四行情，近月走势明显偏强。尤其是在今年钢厂低库存、低开工的状况下，需求旺季仍在，边际需求改善仍会推动螺纹钢在短期内偏强运行。从一季度的期现货市场走势来看，截止 3 月 22 日，一季度螺纹钢期货反弹幅度近 25%，触及到了年报中对于 2200 上限的预判，现货市场方面，以上海三级螺纹钢为例，其价格由年初的 1920 元/吨反弹至 2270 元/吨，反弹幅度达 18.22%，华东地区现货反弹幅度最大，其次是华北，相对而言华南地区的反弹幅度最小。

第2章 基本面逻辑梳理

2.1. 宏观经济形势决定行情底部震荡

2.1.1. 一季度宏观经济偏稳为主

纵观一季度的宏观经济形势，2016 年我国 GDP 的目标在 6.5%~7% 的区间内，总赤字率目标由去年的 2.3% 上升到 3.0%，这也就意味着在逆周期调节的大背景下，未来几年中国经济的主旋律将是“减速换挡、逐步寻底”，整个宏观经济增速的走势也就决定了目前的黑色产业链走势只能是阶段性反弹而非完全反转。

表 2.1.1：两会政策目标，宏观经济目标稳而不举

主要项目	2015 年目标	2015 年实际	2016 年目标
国内生产总值	7%左右	6.9%	6.5%~7%
CPI	3%	1.4%	3%
广义货币（M2）	12%左右	13.34%	13%左右
总赤字率	2.3%	3.48%	3%
固定资产投资	15.0%	10.0%	10.5%

资料来源：南华研究

从近期的投资数据来看，2016 年 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.2%，增速比去年全年提高 0.2%，是近 20 月以来投资增速同比首次回升。从分项数据来看，2016 年投资数据开局回温主要是受到房地产开发投资增速回升的影响，而制造业投资和基建投资则延续去年的弱势下行态势，并无太多亮点。1-2 月份房地产开发投资累计同比为 3.00%，去年全年为 1.00%，制造业投资增速为 7.5%，去年全年为 8.10%，比去年全年下滑 0.6%，基础设施建设投资增速为 15.71%，去年全年为 17.29%，较去年全年下滑 1.58%，基建投资低于预期。

毫无疑问，一月份天量信贷数据的公布大大提振了当时的市场情绪，资金部分流入了实体经济，为黑色产业链的反弹增添了很强的助力。2 月末，广义货币(M2)同比增长 13.3%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比去年同期高 0.8 个百分点；2 月人民币贷款增加 7266 亿元，同比少增 2970 亿元，大幅不及预期；2 月社会融资规模还不及预期的一半。从 2 月公

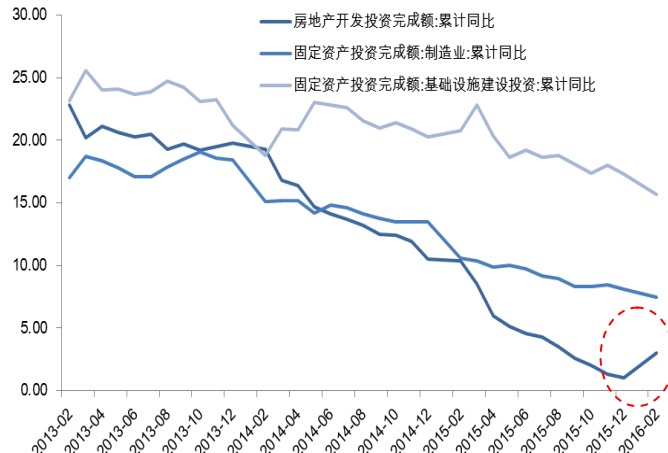
布的金融数据来看，1 月份天量信贷并不具备持续性，受季节性、临时性等特殊因素的影响比较大。

图 2.1.1.1: 固定资产投资近 20 个月以来首次回升



资料来源：南华研究

图 2.1.1.2: 固定资产投资增速回升主要受益于地产回升



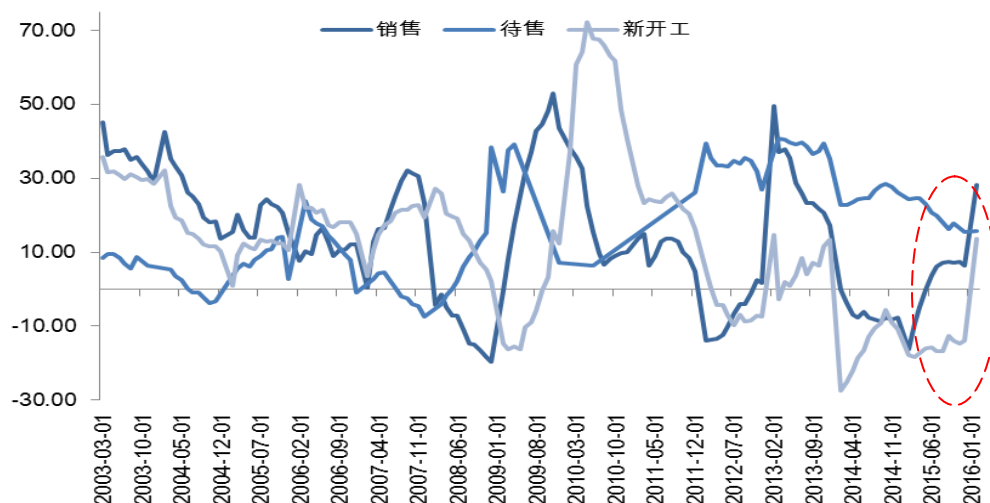
资料来源：南华研究

2.1.2. 房地产一枝独秀，政策刺激初显成效

经过持续的政策刺激之后，房地产市场新年开局表现较为亮眼。此前救市政策均能刺激全国各能级城市的房地产开发投资，体量大速度快效果好。

从 2 月房地产投资的分项指标来看，前 2 月房地产销售累计同比为 28.2%，去年全年为 6.5%；房地产待售面积累计同比为 15.7%，去年全年为 15.6%；房屋新开工面积累计同比为 13.7%，去年全年为 -14.0%，较去年上涨 27.7%。可见经过持续的救市政策刺激之后，房地产市场的回暖已经由前端的销售传导至新开工，政策累积效应显现。

图 2.1.2.1: 2 月房屋新开工回升明显，政策累积效应初现

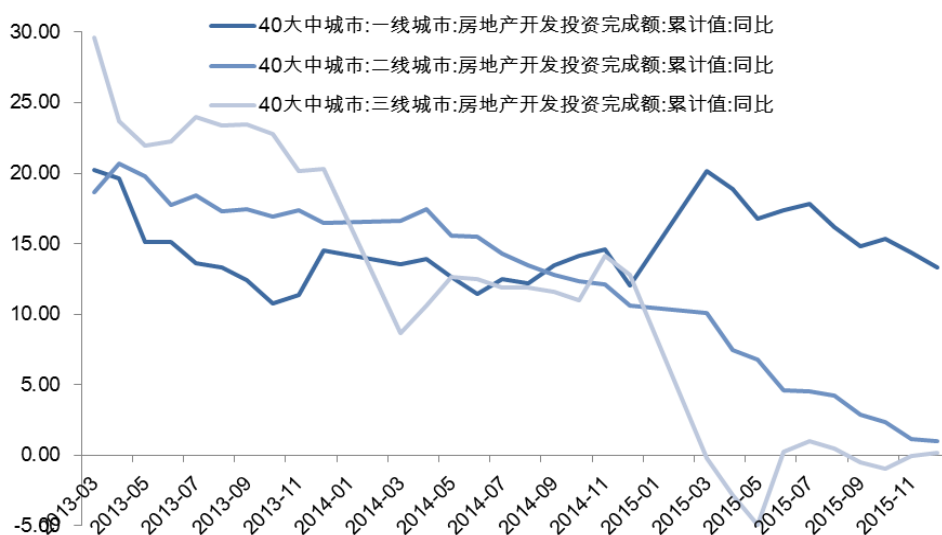


资料来源：wind 南华研究

但是，对房地产相关数据进行深入研究后发现，这轮房地产回暖的背后有以下几点值得注意：

1、此轮政策的放宽，仅一线城市的开发投资出现明显回升，而二三四线城市的房地产开发投资以及价格依旧是向下的。据统计局数据显示，40 个大中城市中，2015 年全年一线城市的房地产开发投资规模为 11,114.61 亿元，仅占到 40 个大中城市房地产开发投资总规模的 20%。另外，将统计的范围进一步扩大，从体量上看，二三四线房地产开发投资的规模占到房地产开发投资规模的近九成，加之近期房地产的政策出现全局性放松，但对于一线城市出现有保有压的对冲型政策的组合，可见楼市结构性调整的意图明显，因此，无论从速度还是从体量上看，仅靠一线城市的房地产开发投资回升并不足以扭转投资继续下行的趋势。

图 2.1.2.2：各能级城市的房地产开发投资



资料来源：wind 南华研究

2、此轮房地产复苏的背后，尽管销售的好转成功地传导至新开工，但是需要注意的是 2 月份的房地产到位资金增速由正转负，40 大中城市土地购置面积累计同比增速依旧是负数，这也就是说，短期一线楼市的复苏并没有带动开发商拿地的积极性，市场对于地产的短期走势也只是抱着谨慎乐观的态度。

3、尽管短期来看，在救市政策的持续推动下房地产市场的确在改善，进入二季度，我们需要密切关注房地产市场销售转好的持续性，如果销售好转至新开工的传导路径不能延续，或者销售转头向下，那么需求证伪造成的价格压力也将是巨大的。

2.2. 钢材供需格局追踪

从一季度的黑色系走势来看，我们对于粗钢产量见顶的判断基本无虞，但是对于价格的运行区间出现了低估，这主要是因为有两个因素超出了我们的预期：1、房地产救市政策的累积效应显现出来，极大地提振了市场上投资者的信心；2、1 月份宏观数据，尤其是信贷数据的放量与房地产刺激、旺季预期、超跌反弹形成共振，共同促成了一季度黑色系的大反

弹，这两个因素是预期外的。

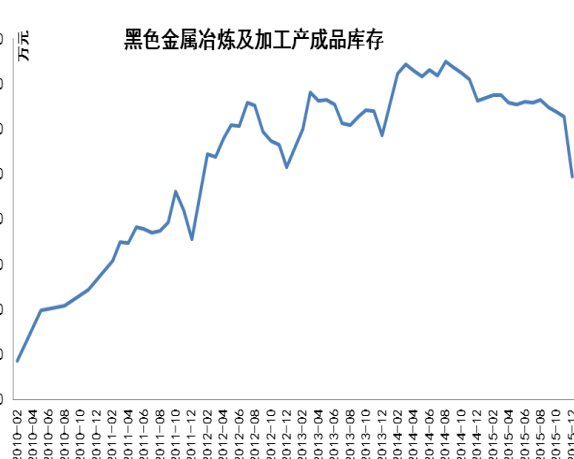
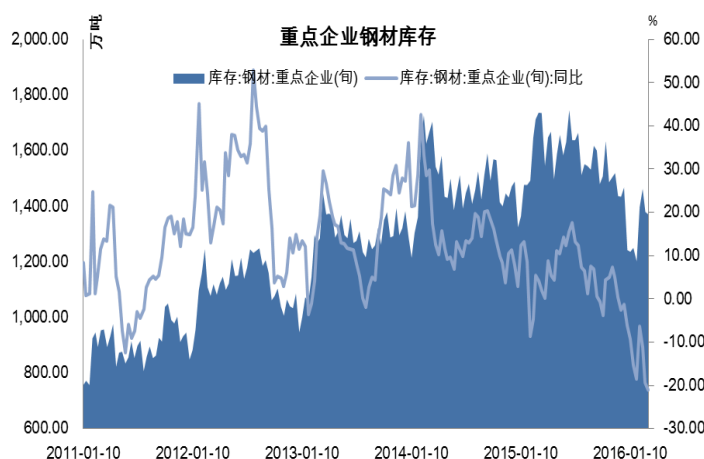
从中长期来看，对于宏观经济呈现“L型”的走势基本上成为市场共识，那么由此也决定了钢价震荡探底的大方向。从产业结构上来看，钢铁依旧是一个产能过剩的行业，行业的资产负债率依旧居于高位，以“三去一降一补”为主要内容的供给侧改革还有待真正的推进，在二季度，以四月份即将到来的唐山园博会为代表的环保及产业相关的话题或将带来一些结构性的行情，值得重点关注。

2.2.1. 一季度社会库存偏低，钢厂库存压力下降

从社会库存的角度看，一季度钢材的社会库存是近五年的低位，库存压力明显是偏低的。按照社会库存的季节性规律来看，每年的春节过后都会形成社会库存的年内高点，以螺纹钢为例，今年一季度形成的螺纹钢社会库存高点是 636.44 万吨，去年同期为 794.71 万吨，今年的社会库存显露出一定的底部特征。低库存状态的形成，一方面是由于近几年去钢贸的政策导向叠加钢价单边下行的结果，另一方面也是因为去年四季度以来钢铁行业持续维持在一种低开工的状态。从去年 12 月至今年一季度末的钢价走势来看，补库行情在很大程度上也是这波强势反弹的动力之一，社会库存的蓄水池功能又开始重新发挥作用了，但在中长期钢价震荡筑底的预判下不宜对社会库存的重建抱以太高的预期。

图 2.2.1.1：一季度钢厂库存压力下降

图 2.2.1.2：行业整体库存水平见顶回落



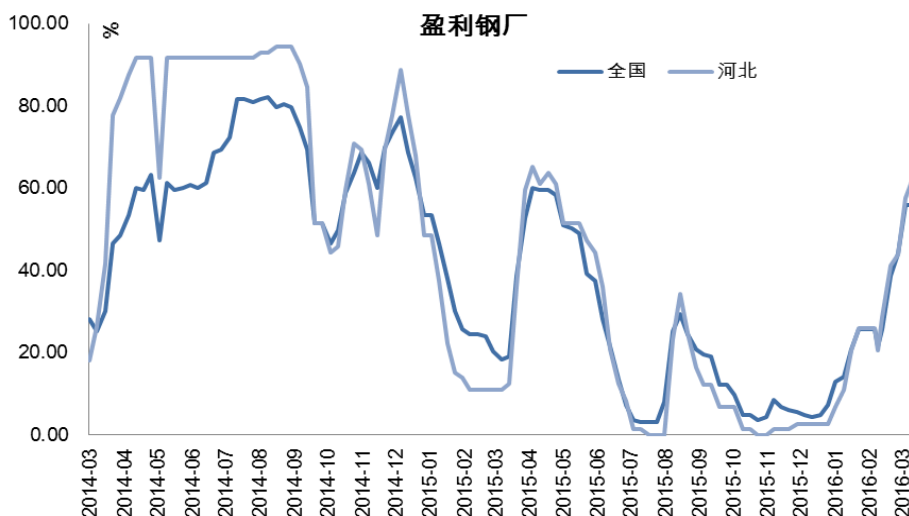
资料来源：南华研究

资料来源：南华研究

我们再来看一下钢厂的库存。据中钢协统计，截至 3 月上旬末，重点钢铁企业钢材库存量 1370.61 万吨，较上一旬末减少 8.86 万吨，下降 0.64%，重点钢厂的库存同比出现较大幅度的下滑，尤其是节后在房地产回暖预期落地之后，库存的去化速度明显加快。从钢厂库存的季节性来看，二季度往往为年内钢厂库存的高点，预期今年也不会例外，因为当前钢厂的盈利状况得到了极大程度的改善，据调研，华东地区部分钢厂的利润已经达到了 400 元/吨左右的水平，截止 3 月中旬，全国钢铁行业的盈利比例达到了 55.83%，相比而言，年初仅为 4.91%，行业盈利状况的改善程度一目了然，后期必会传导到钢材的供应端而造成二季度潜在供应压力的抬升。不过，预期今年二季度钢厂库存的整体水平依旧低于去年，一是因为三月中旬全国钢厂的高炉开工率为 77.35%，去年同期为 85.40%，钢厂复产及盈利程度均不及去年同期，说明二季度潜在供应压力不大；二是 4 月份在唐山举行的世界园艺博览

会，据了解，会议期间唐山阶段性限产力度预计在 50%，在影响唐山地区钢材供应的同时也会对二季度的钢价形成一定的支撑。

图 2.2.1.3：一季度行业盈利大幅好转



资料来源：wind 南华研究

表 2.2.1：唐山园博会期间限产方案

县区	企业名称	控制装备	控制措施
丰南区	丰南区经安钢铁有限公司	4 台 90 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山贝氏体钢铁（集团）福丰钢铁有限公司	2 台 96 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山贝氏体钢铁（集团）顺兴钢铁有限公司	1 台 112 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山东华钢铁企业集团有限公司	3 台 120 平米、1 台 220 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山国丰钢铁有限公司	2 台 132 平米、2 台 230 平米、 2 台 110 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山榕丰钢铁有限公司	焦炉 1 座	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山瑞丰（集团）粤丰钢铁有限公司	1 台 105 平米烧结机	减少污染排放 50%以上
丰南区	唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司	4 台 96 平米、3 台 200 平米烧结机	减少污染排放 50%以上

丰南区	唐山丰南区凯恒钢铁有限公司	1 台 198 平米、1 台 112 平米烧 结机	减少污 染排 放 50%以上
丰南区	唐山市清泉钢铁集团有限责任 公司	1 台 120 平米、1 台 100 平米烧 结机	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山新宝泰钢铁有限公司	1 台 210 平米, 2 台 92 平米烧 结机	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	河北天柱钢铁集团有限公司	1 台 320 平米, 1 台 96 平米, 1 台 108 平米烧结机	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	河北津西正达钢铁有限公司	1 台 210 平米烧结机	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市鼎金钢铁有限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区开为钢铁有限公 司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰丰冷轧带钢有限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区鸿翔金属制品有 限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区立丰金属制品厂	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区丽泽金属制品厂	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区昇泰金属表面处 理有限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区世纪金宏钢铁有 限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区双旺拔丝厂	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区新星线材厂	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区鑫钢联金属制品 有限公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区鑫隆泰线材有限 责任公司	全厂	减少污 染排 放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区信达金属制品厂	全厂	减少污 染排 放

			50%以上
丰润区	唐山市鸿丰高频焊管厂	全厂	减少污染排放 50%以上
丰润区	唐山市华荣带钢轧制有限公司	全厂	减少污染排放 50%以上
丰润区	唐山市丰润区茂恒金属制品有限公司	全厂	减少污染排放 50%以上

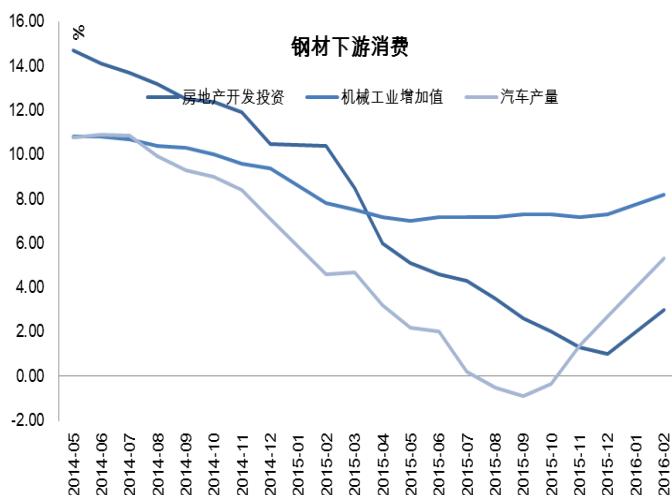
资料来源：中联钢，南华研究

2.2.2. 一季度边际需求改善，出口下降明显

根据粗钢表观消费量的季节性来看，钢材的需求一般呈现出二、三季度好于一、四季度的走势，从月份上看是 3~5 月份是年内高点，9、10 月份为年内次高点，相对而言，11 月份是年内低点，需求较为平淡。

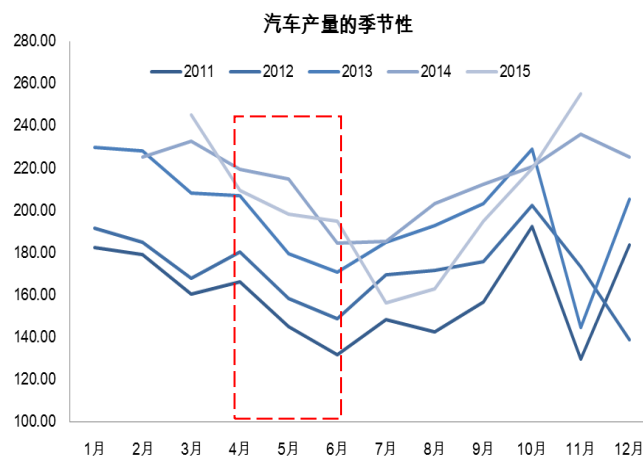
从一季度钢材下游需求的表现来看，前 2 月下旬房地产、机械及汽车产业均出现了不同程度的改善，从传导的先后顺序来看，此轮需求复苏首先是从汽车行业传导过来的，这也印证了 12 月底冷轧价格的领先反弹。对于二季度下游需求改善的持续性，我们认为二季度市场房地产回温程度有待进一步观察，汽车产业以及相配套的家电需求则由强转弱，因此我们对于二季度的内需抱以谨慎乐观的态度。

图 2.2.2.1：钢材下游边际需求出现改善



资料来源：南华研究

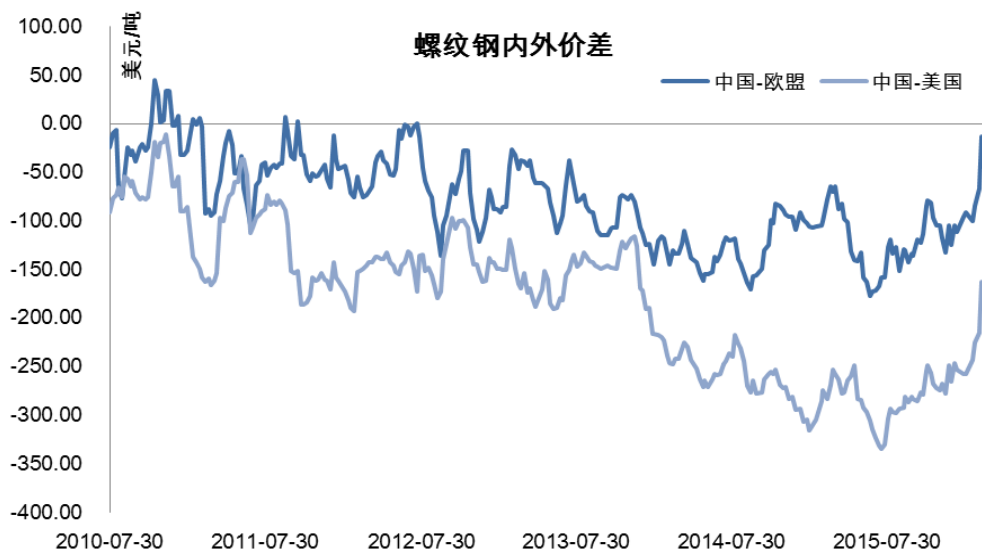
图 2.2.2.2：汽车需求二季度由强转弱



资料来源：南华研究

接下来我们来看一下出口情况。随着一季度钢材价格的强势反弹，钢材相关品种的内外价差得到了明显的修复，加之内需较好，也在一定程度上积压了钢材的出口。观察钢材出口的季节性来看，除了 2014、2015 两个年度以外，其余年份钢厂的出口一般在二季度都比较平稳，考虑到今年相比去年，钢材的价格优势一季度明显削弱，国际需求增长空间相对有限，且贸易摩擦也不断增多，预期二季度出口相比去年同期将有所下降，2016 年全年的出口量预期要小于去年，全年预期出口在一亿吨以下。

图 2.2.2.3：一季度国内钢材的价格优势进一步削弱

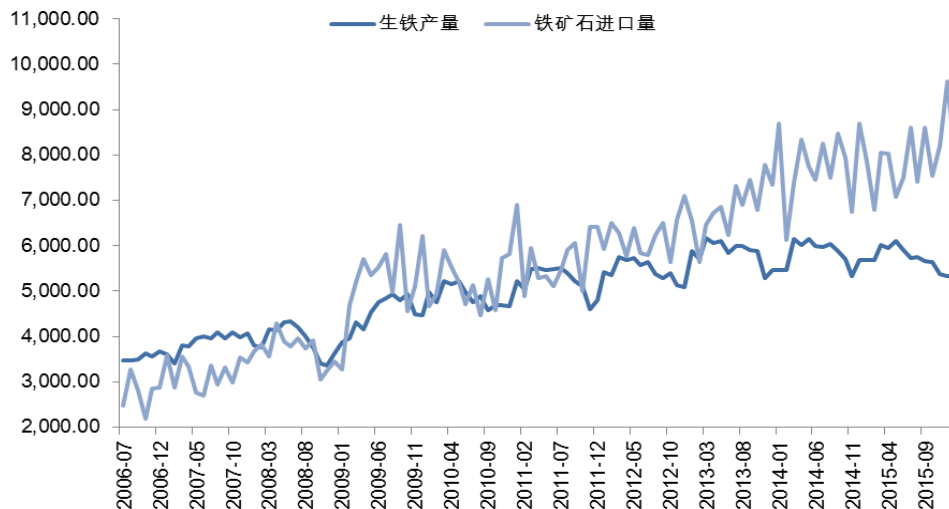


资料来源：wind 南华研究

2.2.3. 矿石：基本面不支持当前价格长时间持续

首先我们来看一下一季度铁矿石的价格走势。今年一季度以来，铁矿石价格发生了很强的反弹，铁矿石 1605 的合约价格从最低点的 282.5 反弹到了 469.5 元/吨，反弹幅度达 66%，仅仅一季度铁矿石主力合约价格反弹幅度就达 42%，无论是幅度还是点位都超出了我们年报的预期。反思背后的原因，我们认为铁矿石价格的超预期上涨主要是因为一季度矿石供需紧平衡的状态下，宏观利好及终端房地产数据的超预期表现极大地提振了投资者的乐观情绪，从而导致了铁矿石价格疯狂上涨，但是冷静思考之下，市场节奏导致的短期行情暴涨并不意味着基本面供需格局的转变，我们认为基本面不支持当前的价格长时间持续。

图 2.2.3.1：2016 年铁矿石会依旧处于熊市周期中震荡下行



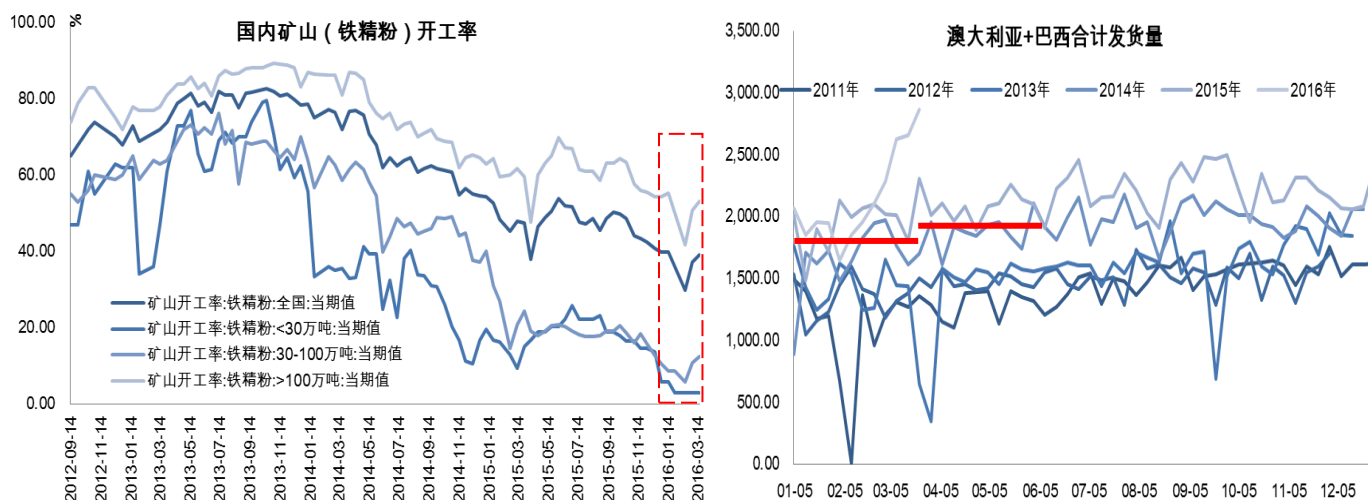
资料来源：wind 南华研究

1、短期矿山复产影响尚无明显体现，基本面无明显利空

2016 年铁矿石依旧会处于熊市周期中震荡向下运行，主要是因为国外低成本矿山的增产以及全球钢铁的需求下滑产生的共振。

短期来看，经历了一季度铁矿石价格的强势反弹之后，进入二季度，一方面铁矿石的发货量及到港量环比一季度有所提升，进口矿供应量季节性走高，另外一方面据了解，国内矿山的复产周期在一个月左右，后期矿山复产的影响或将逐渐体现，因此，尽管短期基本面并无明显利空，但是二季度矿石的供应状况预计环比一季度出现明显的宽松。

图 2.2.3.2：国内矿山开工率回升，短期复产影响尚无体现 图 2.2.3.3：二季度铁矿石发货量略高于一季度



资料来源：南华研究

资料来源：南华研究

对于今年全年铁矿石的供应情况，年初我们预期今年供应增量在 3500~4000 万吨左右，根据四大矿山四季度的财报显示，主要矿山的供应量整体仍在增加，但增幅有所降低。四大矿山之外，英美资源的 Minas-Rio 项目将在 2015 年的基础上增产约 1300 万吨/年，满产时间预计为 2017 年；RoyHill 预计将在 2017 年全部达产，产能规模为 5500 万吨/年，未来 3 年累计的产能增量为 1.58 亿吨，因此今年总体供应增量基本上在 4000 万吨左右，与我们的预期基本一致。

澳大利亚、巴西四大矿山 2015 年的产量与 2016 年的计划如下（单位：亿吨）

矿山	2014 产量	2015 产量	变化	2015 年发往中国比例	2015 年发往中国数量	2016 年计划产量	变化
VALE	3.19	3.459 (含球团)	0.269	52%	1.8	3.5	0.041
RIO	2.95	3.27	0.32	65%	2.126	3.5	0.23
BHP	2.4	2.61	0.21	65%	1.697	2.5	-0.11

FMG	1.47	1.6	0.13	96%	1.536	1.6	0
合计	10.01	10.939	0.929		7.158	11.1	0.161

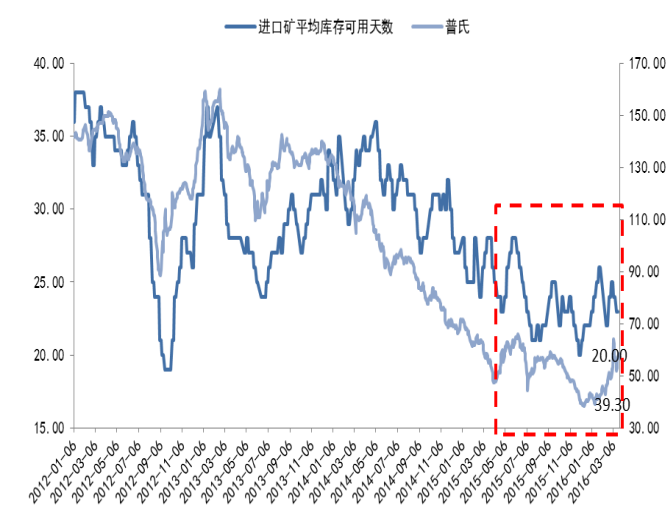
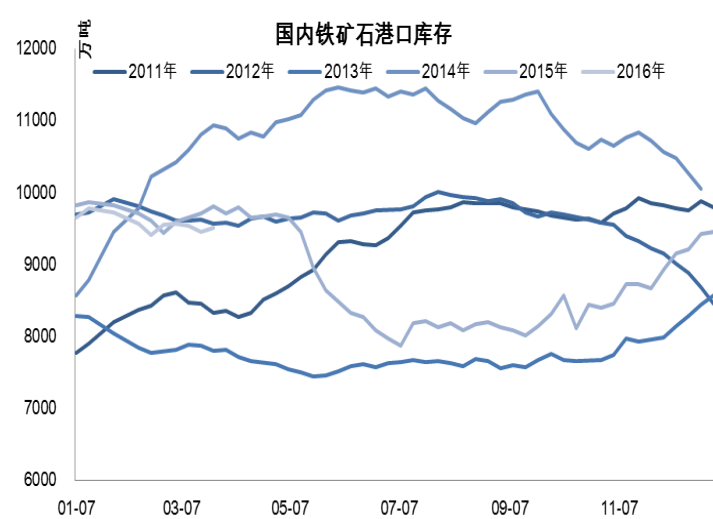
2、二季度钢厂较高的利润水平或支撑炉料价格

进入二季度，对于铁矿石来说需要注意以下几个因素：

- 1) 4 月份以后在唐山召开的世界园艺博览会为期半年左右，期间唐山相关区域限产程度达 50%，预计将对铁矿石的价格走势形成一定的压制；
- 2) 二季度较高的钢厂利润对原材料价格有支撑，但是钢厂的高利润不可持续，因为在钢厂去产能的大背景下，钢材价格会有反复，这个反复也可能持续很长时间，但绝不会给出钢厂较好的利润，即使短时间出现，也不会维持太久，况且一季度以来钢材的强势反弹依旧没有带来高炉开工率的明显回升，钢厂复产程度不及预期。据了解，唐山地区钢厂复产不及预期的原因主要有：1、部分关停的钢厂资金基本还不是特别到位；2、前期积累的债务问题，现在还谈不拢合适的解决方案；3、现在的钢厂基本都是合资的，在利益风险各方面，各合资方基本上界定不清；4、园博会的限产问题，大家普遍担心钢厂复产开起来以后，又面临着限产的威胁。
- 3) 此轮铁矿石反弹背后的因素之一是钢厂的补库行情，但是观察一季度以来铁矿石港口库存的变化后我们会发现，港口库存仅从年初的 9650 万吨下降到 9500 万吨左右，降幅不大，而且钢厂进口矿库存自从春节后基本围绕在 24 天左右，并没有进一步的回升（进口矿库存的触底回升与普氏的阶段触底回升具有较高的同步性，从这个角度看，普氏在 40 美金附近存在较强的支撑），因此，去年 12 月份上演的铁矿石补库行情在二季度将不会出现。

图 2.2.3.4：一季度铁矿石港口库存微幅下降

图 2.2.3.5：普氏在不同库存压力位的价格表现



资料来源：南华研究

资料来源：南华研究

3、铁矿石成本的概念区分

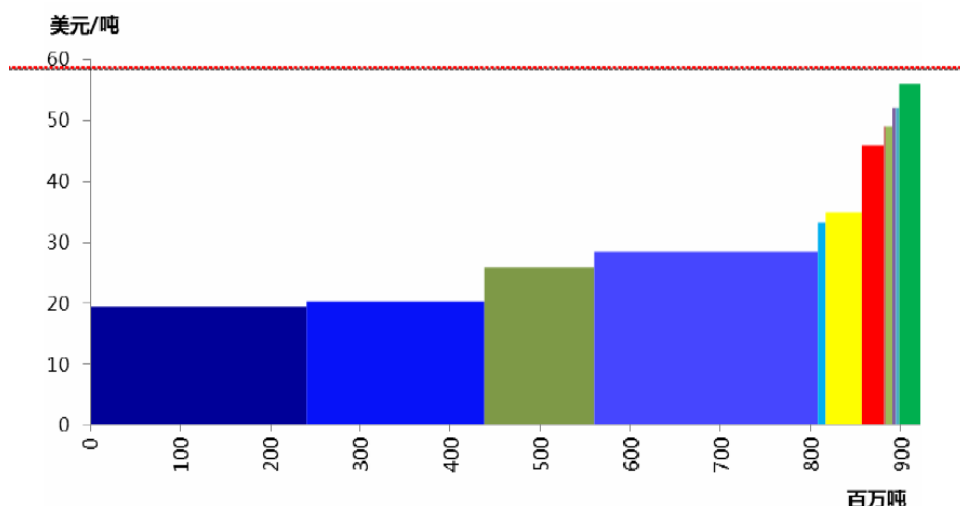
铁矿石从 2014 年初起下跌至今，从曾经的 140 美金到如今 55 美金，穿越了传说中的中国矿山成本 120、海外非主流成本 90 等诸如此类，仍然没有止住下跌的势头。到底何时才是矿石之底？成本是不是真的只是传说？接下来我们从成本的角度来看一下铁矿石二季度的走势。

一般提到铁矿石的生产成本，是一个比较宽泛的概念。我们根据国外的财务习惯将海外矿山成本分为四类：那么，所谓的边际成本，指的就是现金成本了。

现金成本=C1 成本+海运费+矿权费+一般管理费用

这里的 C1 成本指矿山开采至运至码头的成本，即离岸成本。根据四大矿山的年报显示，四大矿山的现金成本基本在 20 美金以下(据 2015 年四季度报告显示，FMG C1 成本为 15.8 美金/湿吨，汇率每波动 0.01 美元，其 C1 成本随之变动 0.18 美元/湿吨，一季度 38.4 美元左右；BHP 去年四季度的 C1 成本为 15 美元/吨；力拓为 14.9 美元/吨)，因此，从动态的角度来看，铁矿石的边际成本曲线趋于平坦，另外，如汇率、海运费、原油价格等外生变量将会导致铁矿石边际成本曲线发生变化。

图 2.2.3.6：进口矿山成本曲线



资料来源：上海钢联 南华研究

根据 FMG 的公告，其 2015 年四季度的到岸成本为 31 美金左右，根据 FMG 超特粉的品味将其折算到 62%的普氏标准值为接近 50 美金/干吨。对于 2016 年上半年来说，FMG 测算的边际减产线在上季末测算的基础上再降 10%左右。

因此，我们认为 2016 年铁矿石的价格走势区间依旧在 30~50 美元/吨之间，在 50 美金之上运行的时间不会太长，基本面不支持当前价格长时间持续，二季度消费端要特别关注基建和出口两个变量，供给端要特别关注矿山发货量以及港口库存两个变量，其他方面要关注美元指数、油价以及人民币汇率等。

第3章 基本观点和策略

3.1. 基本观点

相较于 2015 年四季度的极度悲观行情，一季度在政策面、基本面以及市场情绪的共同作用下，整个黑色金属板块出现了一波久违且出人意料的强势反弹。我们认为二季度在唐山举办的为期半年左右的唐山园博会将对钢材价格形成一定的提振，对铁矿石价格构成压力，

且在一季度房地产销售传导至新开工的逻辑成立的前提下，目前暂无足够的证据证明宏观经济正在复苏或将持续复苏，密切关注后期房地产需求证伪情况，二季度宏观是需要重点关注的层面。

后市预期能否转好取决于以下几个因素：1、房地产需求复苏是否会在二季度被证伪，即房地产销售是否会掉头向下而导致销售向新开工的传导路径被破坏；2、美元指数，美联储二季度的加息时点，以及人民币汇率的走势；3、产能过剩的行业特点，必将带来结构性的行情和交易机会，即相对于当前较为合理的产能利用率水平和对产能过剩的行业而言相对较高的行业利润，暗示做空钢厂利润是可行的，但是要把握好时间点，毕竟期货是资金和情绪的博弈。

3.2. 策略建议

3.2.1. 单边策略

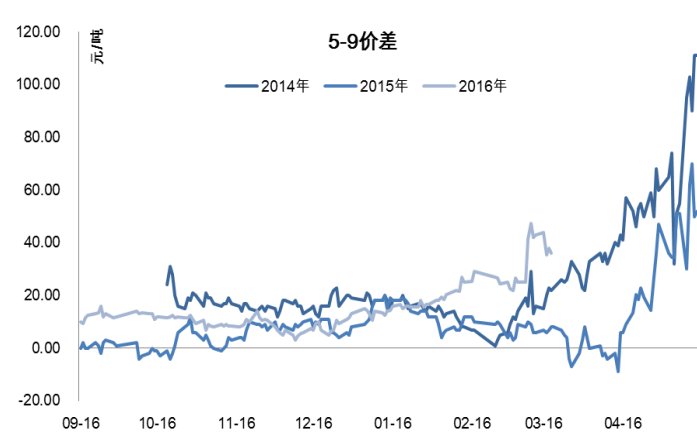
操作上来看我们认为当前市场分歧较大，总体二季度我认为螺纹钢的走势是前高后低，时间节点预期在 4 月中上旬左右，因为目前来说：1、技术面日线及周线的多头格局依旧完整，且钢厂复产不及预期、二季度进入唐山园博会环保炒作行情，对钢价形成一定的支撑；2、从价差的角度来看，当前螺纹钢的基差偏高，按照做空基差的手法来操作的话，应该是做多期货。

因此，对于螺纹钢的操作，我们建议以四月中旬左右为节点，四月中旬之前逢回调谨慎试多，四月中旬之后观察市场情绪、基本面变化及下游需求证伪情况等待沽空机会，另外建议对于做空钢厂利润的机会予以重点关注，手数配比上即可考虑等资金配比，亦可选择按照生产工艺配比的方式。

品种/合约	方向	入场价位	目标价位	止损价位
RB1610	多	1950-2050	2200~2250	1900

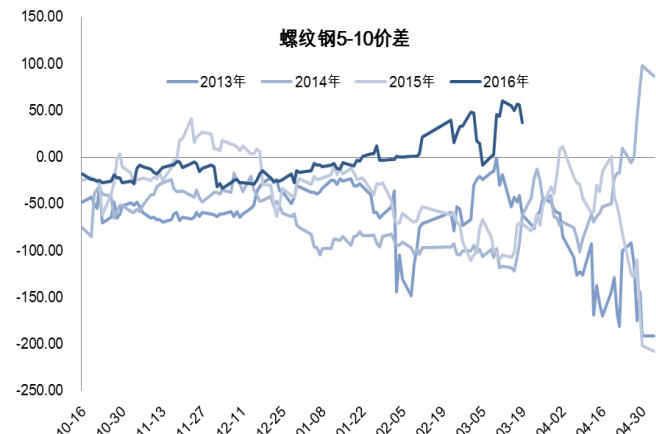
对于铁矿石，二季度我们认为无论是基本面还是环保炒作，其走势均会弱于螺纹钢，且考虑到目前铁矿石价格已处于相对高位，后期多头逼仓的概率应该不大，操作上建议关注远月 09 合约的沽空机会。

图 3.2.1：矿石 5-9 价差



资料来源：南华研究

图 3.2.2：螺纹 5-10 价差



资料来源：南华研究

3.2.2. 跨期策略

二季度的跨期策略主要以铁矿石多 05 空 09 的反套为主，持有至四月中下旬至五月初左右，另外螺纹钢多 05 空 10 的反套以及做空螺纹钢、热卷等品种内外价差的机会均可以予以关注。

品种/合约	手数配比	入场区间	目标位	止损位
矿石多 05 空 09	1:1	10-20	60~80	0

第4章 风险提示

4.1. 宏观和政策风险

由于国内外经济形势复杂，市场美联储 4 月开始加息的预期较高，如果一旦市场出现较大的政策风险或者发生类似于去年三季度的系统性风险恐慌事件，对于不利的头寸要及时严格止损。

另外，类似于唐山世界园艺博览会等产业与环保相关突发性事件对黑色金属也会有较大的影响，由此类事件驱动的环保事件的炒作将会影响钢材的短期供需状况，在一定程度上平抑钢价的跌势。

4.2. 房地产及出口的波动

虽然房地产销售的转好成功地传导至新开工面积的回升，但是房地产到位资金及土地购置面积增速并未跟上，加之政策面对房地产市场有保有压的对冲型政策组合，说明目前市场对于地产依旧是谨慎乐观的态度，因此，二季度房地产需求能否真正持续复苏将会黑色的中长期走势及预期产生明显的作用。

另外，考虑到一季度的钢材内外价差以及出口订单的不确定性，加之钢材出口退税政策的不确定性以及贸易摩擦的不断增多，今年钢材的出口或小于我们之前的预估，这对钢材的价格也会形成一定的利空。

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

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

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 号香格里拉 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

普宁营业部

广东省揭阳市普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
电话: 0663-2663886

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