

2015年二季度钢铁市场行情展望

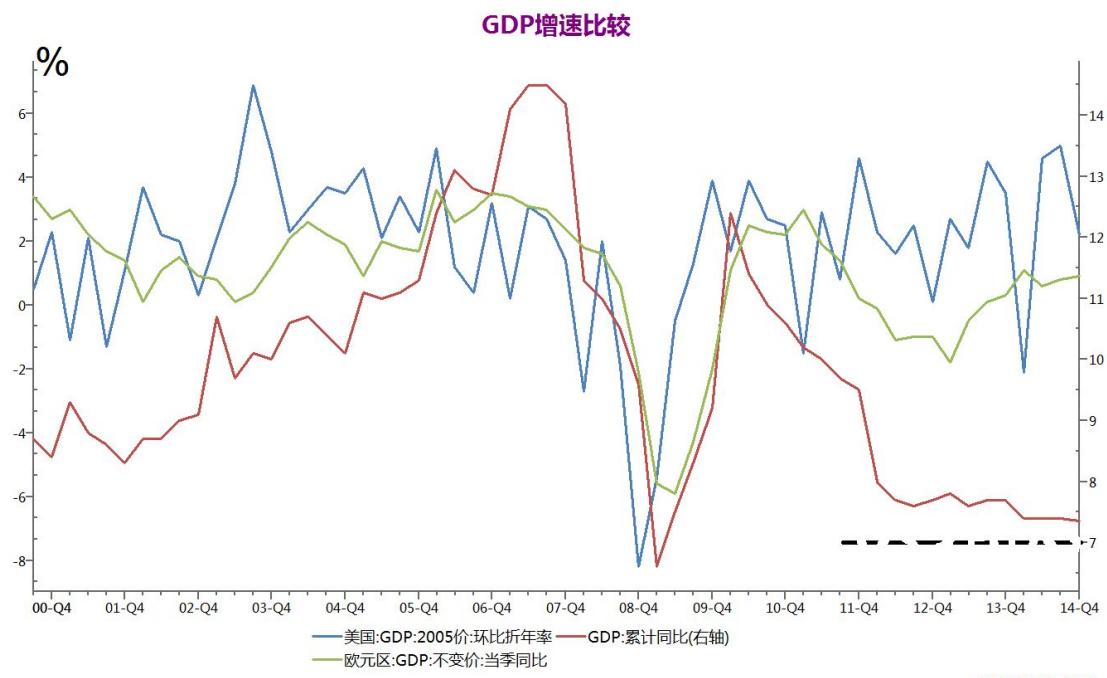
永安期货，朱世伟

2015年全球经济依然在疲软与复苏中徘徊，比较明确的是，发达国家以美国为首经济进入复苏期，欧盟、日本持平，而发展中国家以中国为首经济仍处寻底中，其中印度稍好，巴西等稍弱。相应地，美国货币政策趋松是大概率事件，市场焦点在于美元加息的早晚；金砖国家等货币政策趋松，降准、降息是未来的主旋律。在这种格局下，大宗商品表现出现分化，贵金属、有色金属、化工、黑色金属等价格表现等而弱之。其中与中国经济最密切的钢材表现最弱。从供需形势来看，矿石寻底与需求转弱叠加不断压制钢材价格。尽管中国努力输出和消化产能、积极进行产业结构调整，但在相关政策尚难产生实效的二季度，我们认为钢材市场依然偏弱，价格仍将面临重心下移。与此同时，在商品进入跌势末期之际，产业链各品种间对冲机会比价格绝对机会具有更高的确定性。

宏观经济寻底，政策托底

纵观全球，发达经济体进入触底回升阶段，而中国为首的发展中国家仍在寻底中。美国经济缓慢复苏，但最新3月数据显示非农数据不及预期，美元加息预期多次受到摇摆。然而随着QE政策中债券的不断到期，美元总体是收紧的，这将促使非美国家企业积极偿还美元债务同时抛售本国货币，从而导致非美货币出现贬值。同时在美元升值的预期下，全球热钱也将不断回落美元资本市场，进一步加剧汇率的差异。为应对美元冲击及本国经济走弱，各国普遍推出宽松政策，如欧盟推出QE、日本延续QE、金砖国家积极降息等。

图1、三大地区GDP

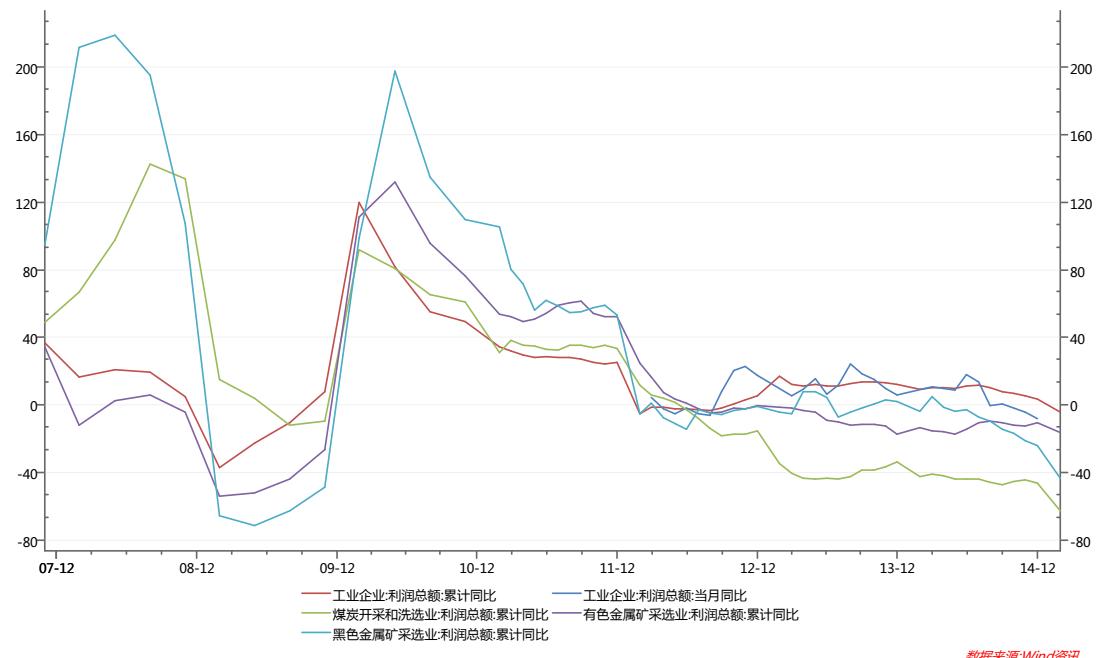


2015年中国经济延续L型走势。3月两会提出中国经济GDP增速在7%左右，体现了政府对经济下行的共识。房地产触顶、出口回落、内需疲软是经济下行的主因。政府积极推出货币政策、财政政策以应对经济不断下行和通缩的压力；具体可表现为频繁的降准降息，推出人民币存保制度，推出房地产刺激政策，扶持中小企业信贷，倡导万民创业，并大力推进

城市群、轨道交通、“一带一路”等特大战略项目。这些都表明政府延缓经济下行的决心，但具体来看，政府仍以调整产业结构、优化经济模式为主，并非盲目刺激，而是要以“质”换“量”。面临全球频发的雾霾等环保恶相，环保部门多方约谈三高企业，过剩、落后产能仍然面临淘汰局面。因此，我们认为经济增长还需内生性需求回升，而国家特大战略计划属于长线战略，很难在短期内体现实效，政府托市而不是举市，经济下滑但不至于陡峭下滑。

从产业来看，需求疲软导致企业利润下降。1-2月规模以上工业企业主营业务收入累计同比增长2.9%，创09年以来新低，显示工业需求依然低迷。1-2月主营活动当月利润率为4.9%，因季节性因素较去年12月大幅下滑，创历年同期新低，需求持续低迷压缩工业企业利润空间。

图2、全国工业利润率



从房地产领先指标土地开发面积数据来看，1-2月本年购置土地面积累积同比达-31.7%，待开发土地面积为-12.2%，同时1-2月商品房销售面积累积同比-16.3%，新屋开工面积累积同比-17.7%，商品房待售面积累积同比24.4%；以上数据表明，目前房地产库存较大，销售状况较差，企业新开工积极性不强。政府通过330政策进一步“托市”，这在短期内刺激了消费，各大城市商品房成交量均出现好转，尤其是以二线城市表现最佳，但好转相当有限，且不排除有季节性因素的作用。

图3、房地产销售疲软

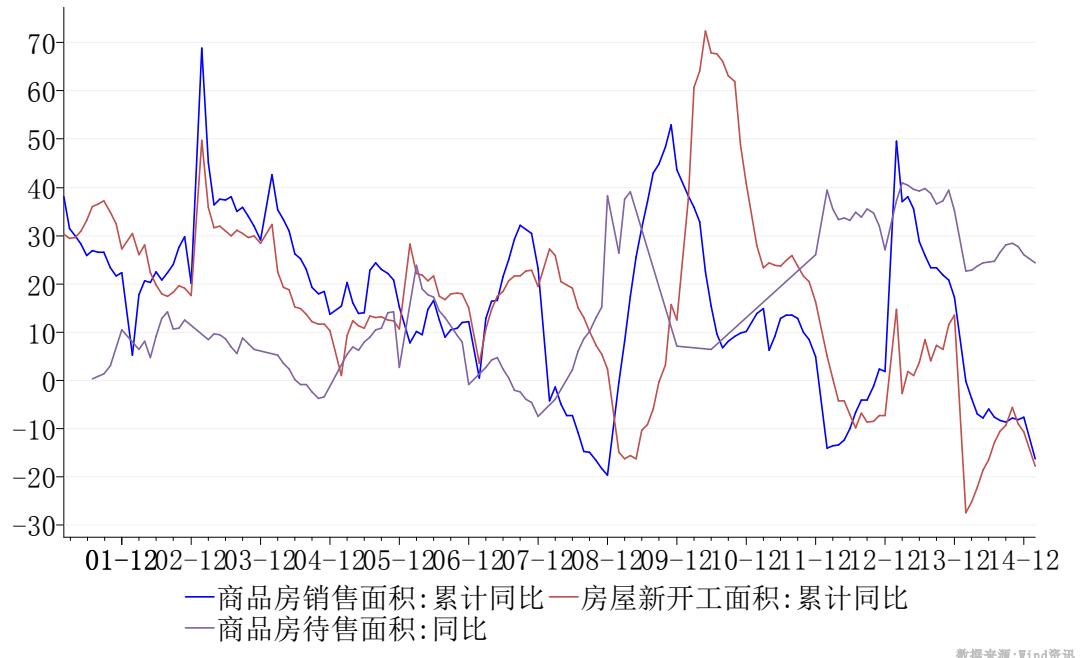
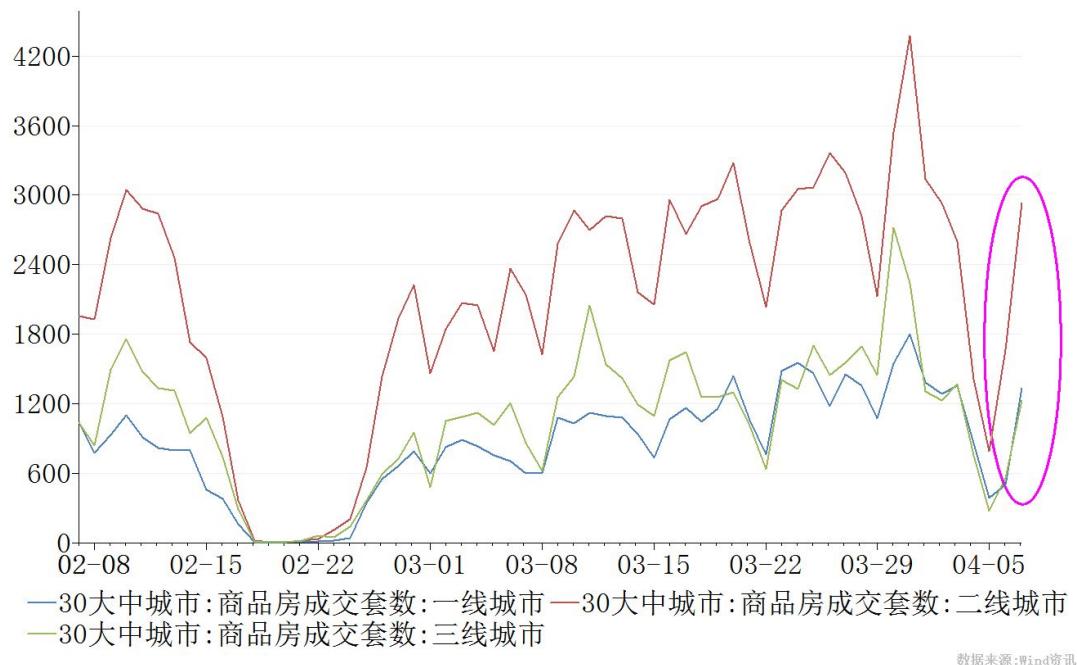


图 4、商品房短期成交走暖



产业寻底，利润难有起色

自 2013 年底以来，铁矿石走势下行主导了钢铁产业的走势。受供应宽松及需求尤其是中国需求疲软影响，叠加全球经济总体依然偏弱，铁矿石价格早已腰斩，目前普氏指数在 47 美元一线。历经国内矿挤出、非主流矿挤出等阶段后，矿业进入白热化竞争阶段。从开工率来看，内矿大幅下降不足 70%，而国际矿业巨头依然在扩张之中。从 2015 年矿山产能来看，新增产能仍高达 1.03 亿吨之多，且新增产能加权平均现金成本不足 30 美元/吨。从成本来看，四大矿业巨头以 FMG 成本最高。根据 FMG 的公告，2014 年四季度，FMG 综合矿区的现金成本为 41 美元/湿吨，考虑原油价格下跌带来的成本下降，经测算，2015 年上

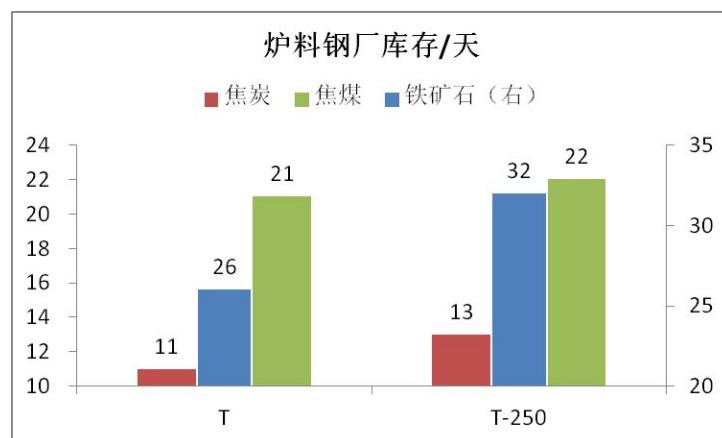
半年，此数字预计降至 35 美元/湿吨，上述价格折算到 62% 品位/干吨的普氏标准值将击穿 50 美元。而今矿价已经跌破 50 美元/吨，巨头 FMG 也面临生死线。倘若矿价长期维持在 50 美元之下，不排除 FMG 大幅减产，届时矿价才可能真正触底回升。

图 5、矿石成本不断下移



在降杠杆、去库存的整体形势下，库存向上游堆积成为钢铁产业的常态。首先港口矿石库存维持高位，其次钢厂的原料库存有明显下降，再而钢厂钢材库存维持较高水平，而社会库存显著下降。这种格局下，由于上游定价权的强势，价格在需求启动时将快速反应形成反弹，随后在总体偏弱的格局中缓慢回落。这种情况在 3 月中旬表现了一次，结合季节性来看，后市可能在 5 月、8 月再度上演。

图 6、企业炉料库存不断走低



尽管成本下移，但利润并未好转。在铁矿石下行也导致钢材价格大幅下跌，目前已至 2300 元/吨一线，钢坯跌破 2000 元/吨；我们关注到，钢铁产业链各环节利润累积同比总体仍处于亏损或微利之中。尽管炼钢利润在 2015 年 1-2 月出现短暂好转，但目前现货利润测算显示，一季度螺纹钢总体亏损居多。综合考虑银行差别信贷导致钢铁产业资金紧张从增加的财务成本，再叠加逐渐不可避免的环保成本，钢厂扭亏为盈的局面可能还会延后，钢厂很可能在 2015 年进入行业大洗牌阶段。

亏损压力下，钢厂进入去产能阶段，行业进入低需求和产能收缩的双重博弈之中。由于在持续亏损及环保压力日愈增加，钢厂开工率一度出现回落。资金紧张叠加营业亏损，钢厂的日子在经历 2014 年的短暂阳光后再度陷入困境，现阶段乃是“剩”者为王，谁能坚持到

行业洗牌结束，谁就是赢家。因此一旦现货价格出现回升，钢铁产能就会再度释放。根据 Mysteel 调查，163 家钢厂高炉开工率触底上升。随着钢厂开工回升，钢厂库存也再度上扬，这进而压制钢材价格，导致利润收缩。在这种总需求疲软的环境下，低需求和产能收缩的博弈反复上演，最终完成行业洗牌。

图 7、钢铁行业利润总额累计同比增速（%）

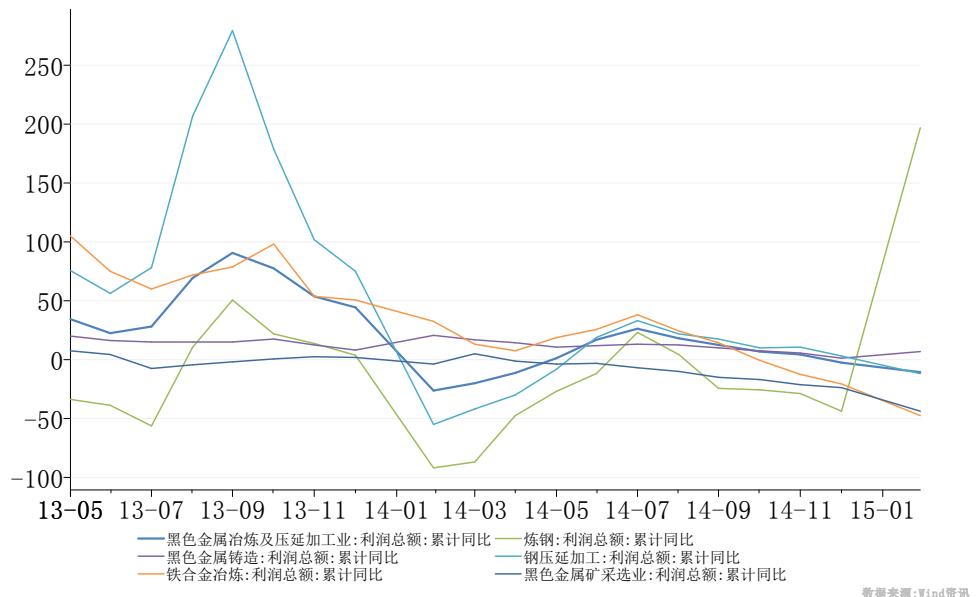


图 8、螺纹毛利亏损



总的来说，我们认为钢材产业依然处于寻底阶段。宏观经济疲软及需求偏弱是行业走低的主因，原料端矿石竞争白热化将进一步拉低钢材成本，压制钢材价格。而在利润收缩的形势下，环保压力增大将加速产业去产能。基于这种格局，我们对钢铁市场整体依然维持悲观态度。从微观角度来看，由于行业走弱导致库存向上游堆积，因而短暂的需求旺季出现时，价格会表现为快速脉冲的特点。