

2015 年二季度钢铁市场行情展望

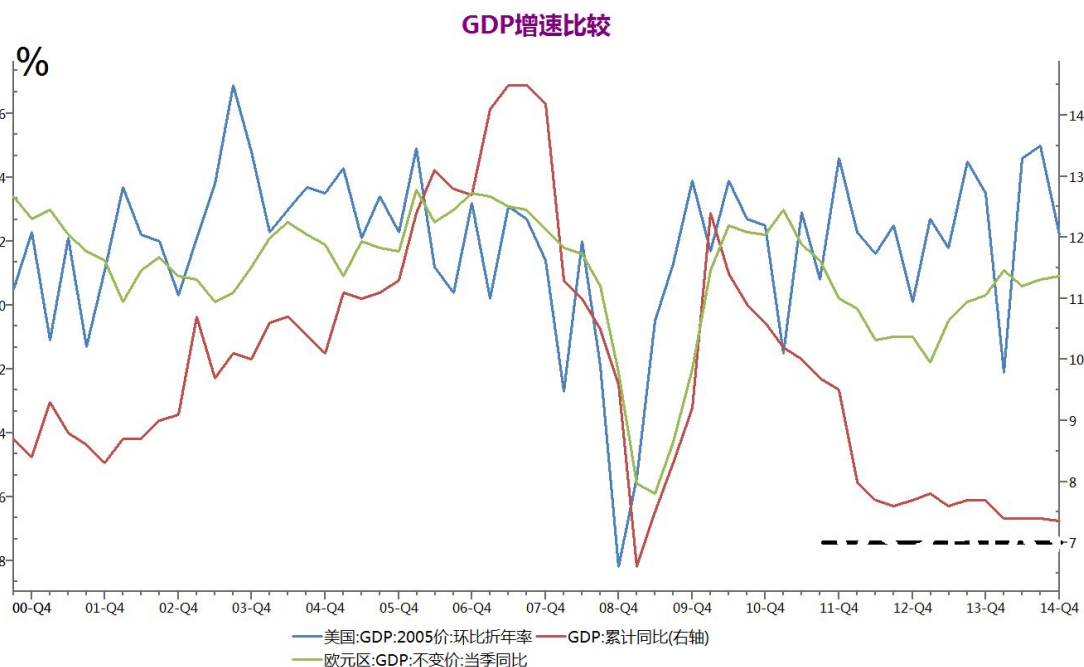
永安期货，朱世伟

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



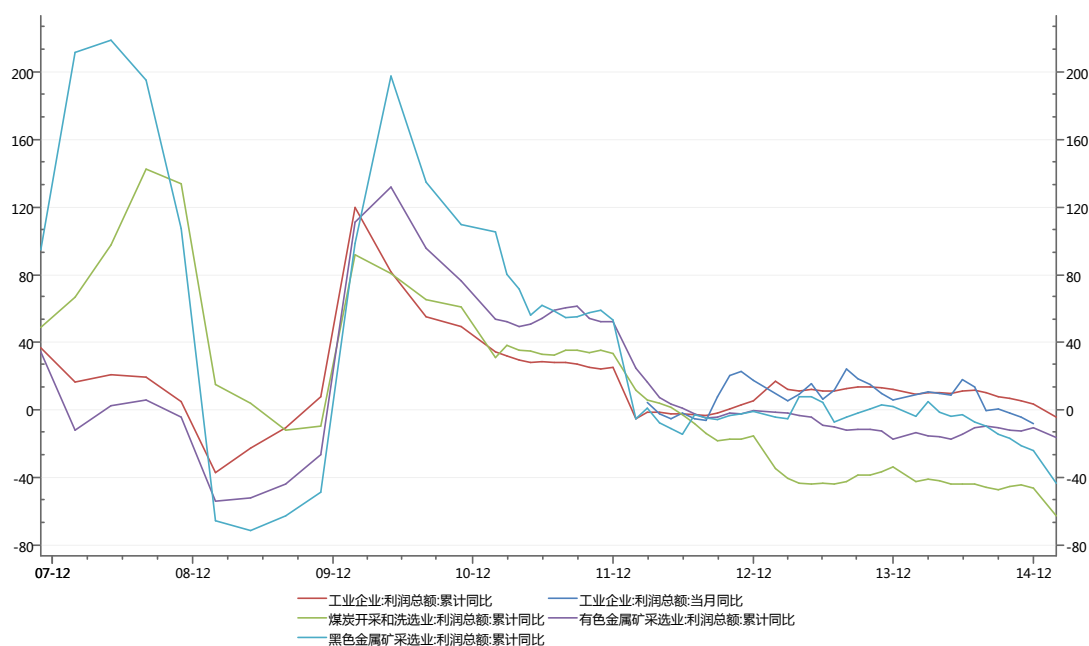
数据来源: Wind资讯

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，推出人民币存款准备金率，推出房地产刺激政策，扶持中小企业信贷，倡导全民创业，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月主营业务当月利润率为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。

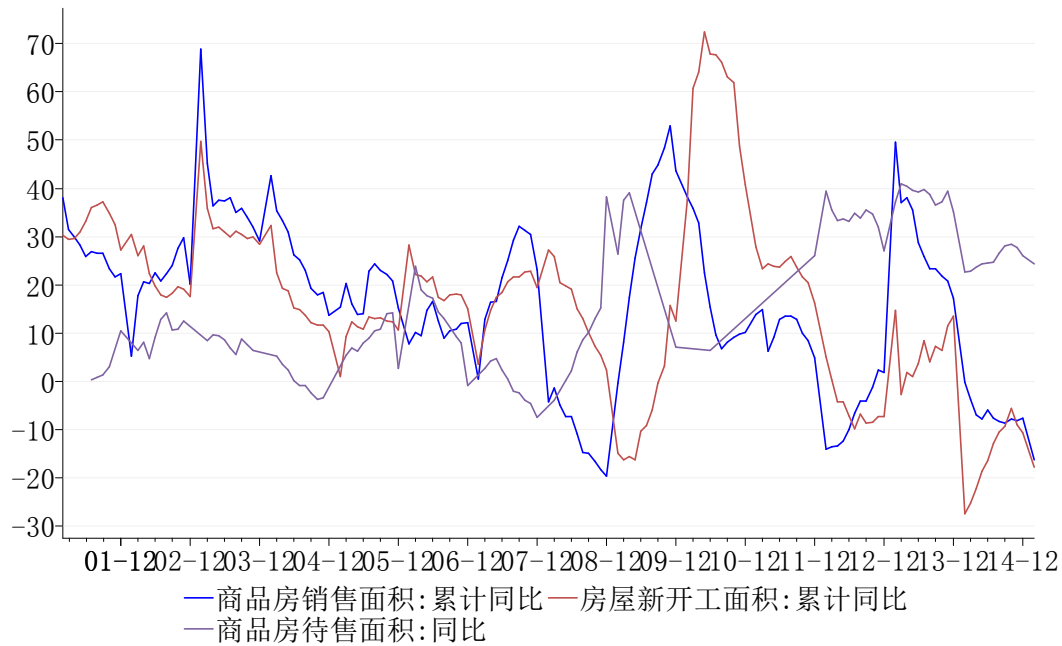
图2、全国工业利润率



数据来源:Wind资讯

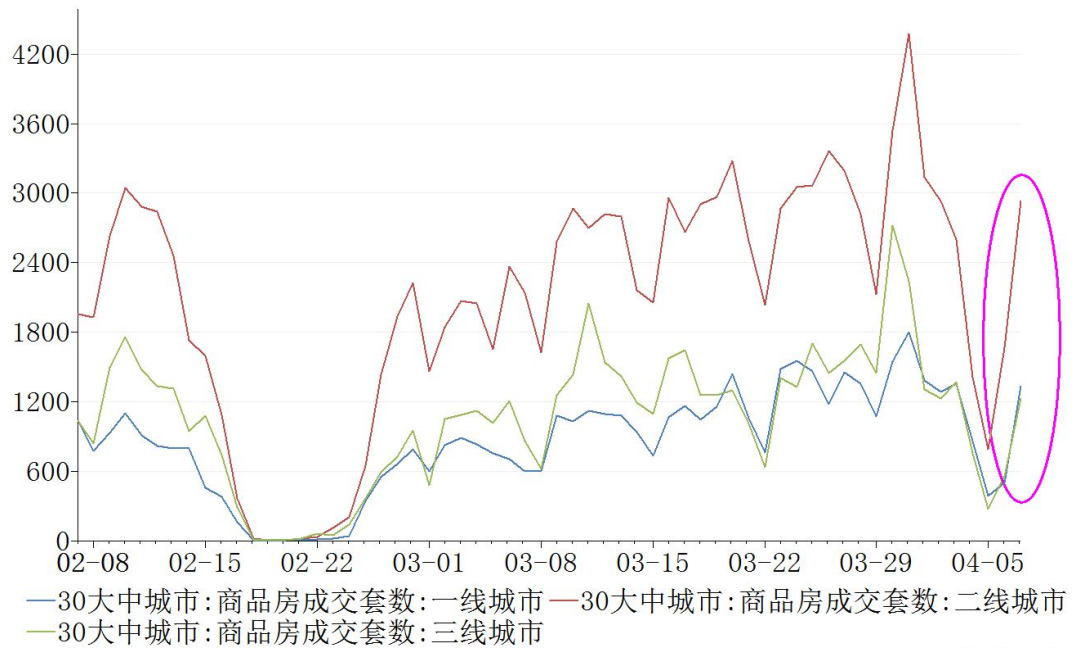
从房地产领先指标土地开发面积数据来看，1-2月本年购置土地面积累积同比达-31.7%，待开发土地面积为-12.2%，同时1-2月商品房销售面积累积同比-16.3%，新屋开工面积累积同比-17.7%，商品房待售面积累积同比24.4%；以上数据表明，目前房地产库存较大，销售状况较差，企业新开工积极性不强。政府通过330政策进一步“托市”，这在短期内刺激了消费，各大城市商品房成交量均出现好转，尤其是以二线城市表现最佳，但好转相当有限，且不排除有季节性因素的作用。

图3、房地产销售疲软



数据来源:Wind资讯

图 4、商品房短期成交走暖



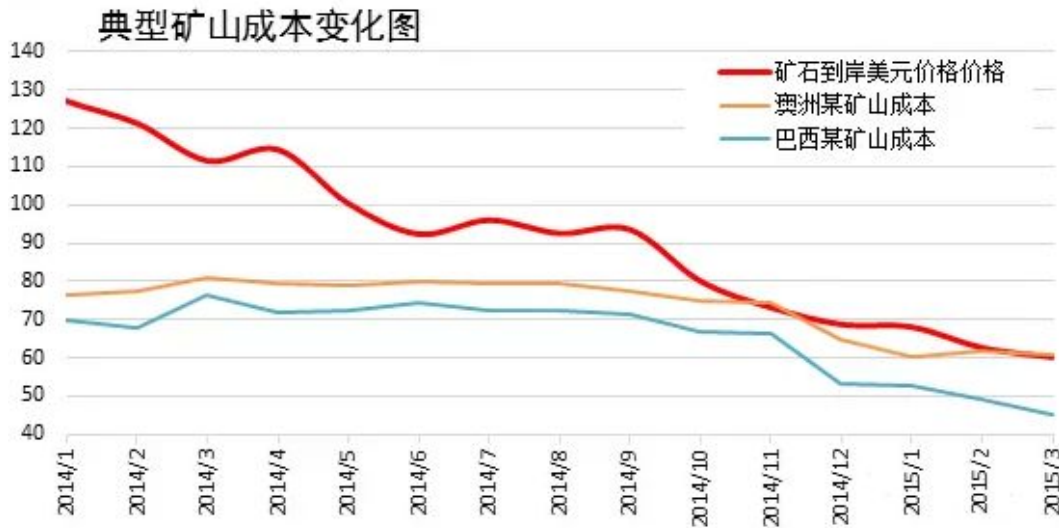
数据来源:Wind资讯

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，目前普式指数在 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

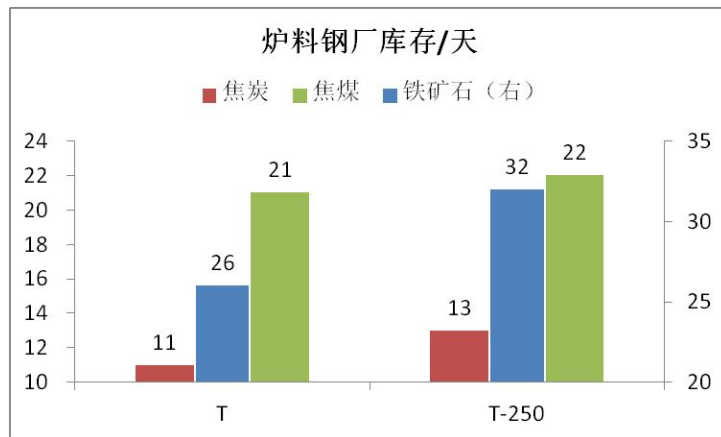
半年，此数字预计降至 35 美元/湿吨，上述价格折算到 62%品位/干吨的普氏标准值将击穿 50 美元。而今矿价已经跌破 50 美元/吨，巨头 FMG 也面临生死线。倘若矿价长期维持在 50 美元之下，不排除 FMG 大幅减产，届时矿价才可能真正触底回升。

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。综如果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（%）

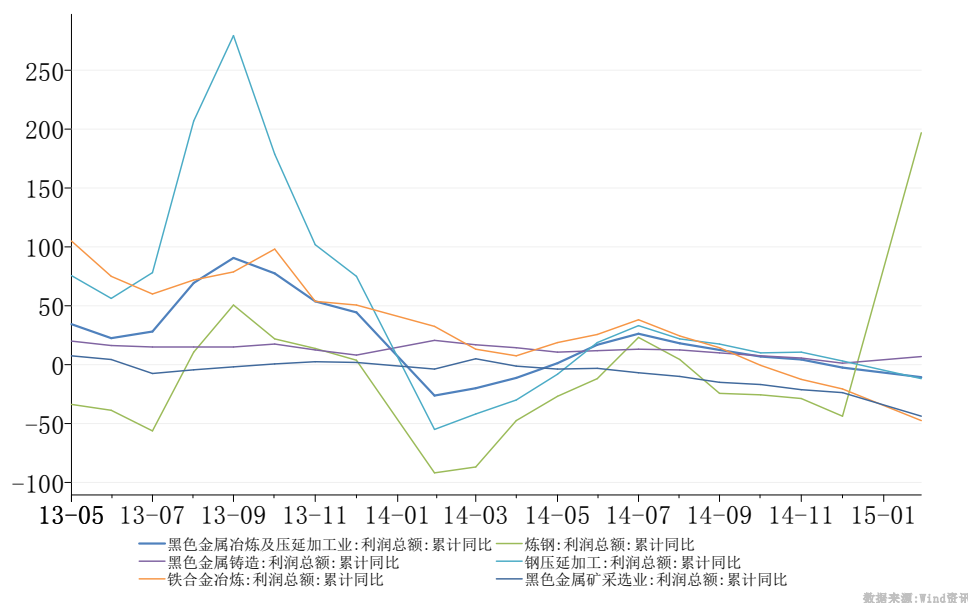


图8、螺纹毛利亏损



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。