

行情有多销魂，就有多伤人

恒泰期货股份有限公司

——螺纹、铁矿石

www.cnhtqh.com.cn

摘要

- 经济增速下滑，商品需求难有起色，宽松货币政策效果差。
- 产能过剩愈加严重，螺纹需求增速放缓甚至萎缩，价格承压严重。
- 铁矿石供给未见减少，国内需求将出现回落，价格下行压力不减。
- 随着亏损的增加，钢企资金链紧张，钢铁产业链将全面进入去库存的年代。
- 基本面几乎看不到钢材价格有好转迹象，而价格的不断下跌又持续强化这种判断，导致基本面与价格下跌出现负反馈循环且很难停止。
- 在去产能、去库存、基本面与价格下跌负反馈循环这三者共同作用之下，螺纹、铁矿石“磨底”之路漫漫。

分析师：曹有明

执业编号：Z005710

电话：021-60212719

微信：caoyouming666

邮箱：caoyouming@cnhtqh.com.cn

操作策略

- 螺纹：期货价格的低点可能将短暂触及 1500 甚至下方一点，反弹的高度应该不会超过 1800 这一线。否则钢厂很有可能会有微利，就不存在去产能一说。
- 铁矿石：现货跌破 35 美元的概率比较大，对应的期货应该能跌至 35 美元/吨下方。按照市场最恐慌情况即期货贴水现货 10%左右来估算，期货应能达到 30 美元/吨一线，即约为 260-270 一线。铁矿石上方阻力位按照从最低点反弹 25%-30%的反弹幅度来估算，则铁矿石期货上方反弹高点约在 325-350 一线。
- 行情的节奏依然会出现“旺季不旺，淡季不淡”的格局。在 3 月之前，行情整体应是反弹走势，之后会出现趋势性下跌，至反弹高位可果断做空。6 月至 7 月行情会见底回升，空单止盈离场。下半年整体维持低位震荡走势，只能采取震荡策略，高抛低吸，追涨杀跌将很受伤。

目录

一、行情回顾：两轮过山车	3
1.1 螺纹	3
1.2 铁矿石	4
二、宏观经济不振无法提振商品需求和市场信心	5
2.1 GDP 增速换挡不利钢铁需求回升	5
2.2 货币供应量增速放缓，赚通胀的钱的时代已经远去	5
2.3 PMI 跌至荣枯线下方，制造业对商品需求在萎缩	6
2.4 滞后指标：利率与存款准备金率	7
三、供过于求愈演愈烈	8
3.1 粗钢产能过剩更加严重	8
3.2 螺纹的需求增速将放缓	12
3.3 主流铁矿石矿商继续增产	15
3.4 国内铁矿石的需求下降	18
四、总结	20

表目录

图表 1：螺纹现货与期货价格走势	3
图表 2：铁矿石现货与期货走势图	4
图表 3：近 20 年的 GDP 增速	5
图表 4：M2 总量与增速	6
图表 5：官方制造业 PMI 和财新中国制造业 PMI	7
图表 6：利率与存款准备金率	8
图表 7：黑色金属行业固定资产投资	9
图表 8：钢铁产能利用逐年下降	9
图表 9：钢企亏损幅度加大	10
图表 10：全国 163 家钢企盈利企业占比继续下降	10
图表 11：钢材库存开始趋势性下降	11
图表 12：2016 年钢材下游需求构成图	12
图表 13：房屋施工面积增速放缓	13
图表 14：房企土地购置面积断崖式下跌	14
图表 15：钢材出口超过 1 亿吨但增速放缓	15
图表 16：主流矿商增产新闻一览	16
图表 17：铁矿石在 34 美元/吨附近会有较强支撑	17
图表 18：铁矿石价格下跌，库存增加趋势将无法持续	18
图表 19：生铁与粗钢产量已出现负增长	19
图表 20：高炉开工率快速降低	19
图表 21：2016 年价格走势示意图	20

一、行情回顾：两轮过山车

1.1 螺纹

今年螺纹期货和现货下跌幅度超过三分之一，是自螺纹期货上市以来跌幅最大的一年。至今年 12 月上旬，螺纹期货主力合约从年初的 2500 元/吨跌至当前的 1600 元/吨附近。现货也几乎发生同等规模的跌幅。除了在 7 月份出现短暂的大约 8% 的小幅反弹之外，今年螺纹在下跌的过程中没有出现明显的反弹。

图表 1：螺纹现货与期货价格走势



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

回望过去近 10 年的价格走势，相当于走了两轮过山车行情。螺纹由 2006 年底的 3300 元/吨上涨到 2008 年中期的最高点约 5700 元/吨，涨幅近 80%。在金融海啸期间，螺纹价格快速跌至 3200 元/吨附近。在之后的“四万亿”刺激之下，螺纹的价格又快速反弹。至 2011 年中，螺纹价格达到之后一轮的高点 5000 元/吨附近。随后，螺纹展开漫长的下跌之旅。在 2012 年下半年“新型城镇化”这一预期之下，螺纹走出一波强劲的反弹行情，螺纹期货主力合约从 2012 年 8 月底的 3200 元/吨快速反弹至 2013 年初的 4100 元/吨，上涨幅度近 30%，出现所谓的“技术性”牛市。不过之后，螺纹价格快速下跌，至今再也没有出现所谓的“技术性反弹”。

在不到 10 年的时间，螺纹的价格从最高点跌去 70%，让市场的投资者瞠目结舌。在 2011 年之前，诸多贸易商纷纷加入钢贸行业，从银行贷款囤积货物，经过一段时间之后再出货即可赚取数百元每吨的差价。但之后，随着价格的一路下行，贸易商先囤货再转手的模式彻底破产，先前赚的利润纷纷又赔了进去，不得不纷纷退出这个行业。正所谓行情有多销魂，就有多伤人。10 年前，或者说，仅仅在 5 年前，又有多少人会想到钢材也会有今天！

1.2 铁矿石

从图表 2 的过去 11 年铁矿石的价格走势图看，与螺纹价格类似，也是走了两轮过山车行情。从 2006 年底开始，铁矿石现货价格便快速上升，至 2008 年中期，铁矿石价格到达高峰，超过 210 美元/吨。在金融海啸的打击之下，价格很快跌回上升的起点即 80 美元/吨附近。随后，铁矿石由展开一轮较为曲折的上升行情。至 2011 年中期，价格到达最高点 190 美元/吨之上。随后便展开了漫长但曲折的下跌过程。至 2015 年底，铁矿石现货已经跌破 40 美元/吨。从最高点超过 210 美元/吨跌至不足 40 美元/吨，跌幅超过 80%。

图表 2：铁矿石现货与期货走势图



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

铁矿石期货自 2013 年 10 月中旬上市至 2015 年的 12 月上旬，在仅两年多一点的时间里，

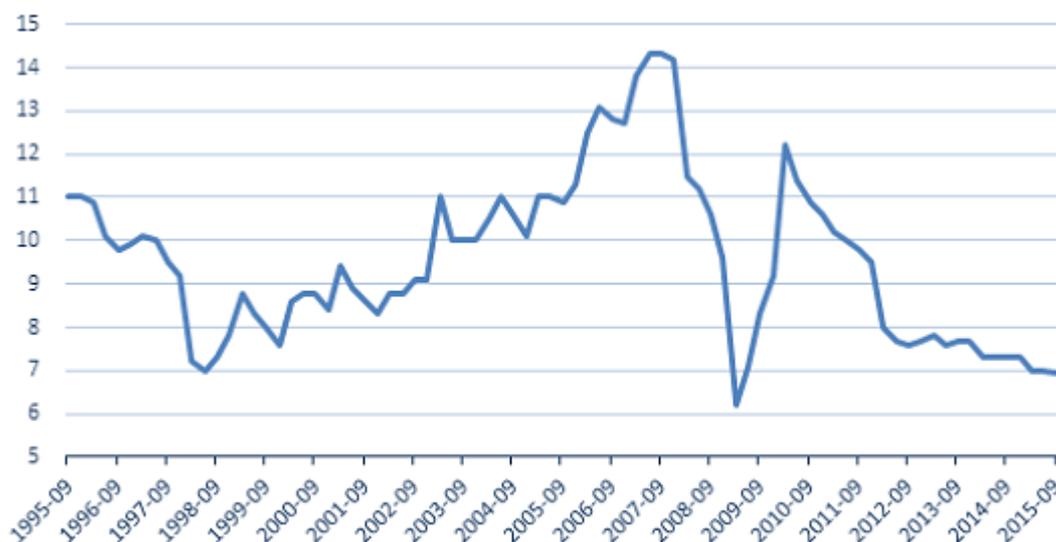
由最初的 960 元/吨跌至当前的 300 元/吨不到，跌幅超过 70%。而且，在铁矿石期货上市之后，其下跌过程几乎没有出现过像样的反弹。

二、宏观经济不振无法提振商品需求和市场信心

2.1 GDP 增速换挡不利钢铁需求回升

长期来看中国经济增速接近历史低点，但可能仍未见底。通过比较过去 20 年间各季度中国 GDP 增长速度可以明显看出，目前中国在“调结构、促转型”的经济软着陆情况下，经济增速出现明显下降。特别是在进入 2015 年后，GDP 增速前两季度稳定在 7%后，在第三季度下滑到 6.9%，这是近 20 年来，除了 2008 年金融危机期间短暂出现过跌破 7%之外惟一的一次。鉴于目前“供给侧改革”正在酝酿之中，未来经济增速仍将逐步下滑。国家宏观经济增速的整体性趋缓，势必会影响作为基础工业原材料生产环节的钢铁业生存环境。

图表 3：近 20 年的 GDP 增速



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

2.2 货币供应量增速放缓，赚通胀的钱的时代已经远去

在过去的近 20 年中，国内货币供应量出现大幅增长。M2 增速从 1996 年初开始大幅回落，但依然保持在 13%的年增速之上。在之后的 2001 年至 2003 年，M2 增速出现较大幅度上升。随

后又回到 13% 的年增速附近。在 2005 年初，M2 增速快速上升，之后与 2008 年底开始急速上升，增速突破 30%。随后回落至年增速 13% 附近。2012 年中期之后，M2 增速曾回落至 10% 附近，最近又有所反弹。

图表 4：M2 总量与增速



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

总体来看，M2 增速常年保持 13% 以上，远远快于同期的 GDP 增速，未来增速很难再出现大幅上升，增速的下滑或者处于相对低位是大势所趋。而且，M2 的增加伴随着一轮商品的牛市。M2 增速的下降一方面说明政策的收紧，另一方面也反应经济形势的严峻，对商品市场有负面影响，可以说，躺着赚通胀的钱的时代已经远去（或许不再复返）。

2.3 PMI 跌至荣枯线下方，制造业对商品需求在萎缩

最近 5 个月，官方制造业 PMI 和财新中国制造业 PMI 已经同时处于荣枯线下方，说明制造业复苏乏力，对包括钢材在内的商品市场构成利空。

大宗商品的主要需求端在制造业。制造业不景气，则对大宗商品的需求下降，商品价格下跌的压力就增加。官方制造业 PMI 和财新中国制造业 PMI 同时跌至荣枯线下方已经有 6 个月时间，在过去的 10 年中，仅在金融危机期间出现过。但 2008 年金融危机之后，这两个指标便反复性反弹。从最近 5 年来的走势看，当前这两个数据在荣枯线附近震荡了近 3 年时间，半年之

前又双双跌破荣枯线，未来快速反弹的希望几乎不存在，也就意味着短期制造业快速复苏的希望几乎没有。那么，商品的需求又能如何提振呢？显然，制造业的不景气还将给包括钢材在内的诸多大宗商品构成压力。

图表 5：官方制造业 PMI 和财新中国制造业 PMI



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

2.4 滞后指标：利率与存款准备金率

最近一年多来，随着央行的降息和降准，市场利率逐步下降。但是市场利率的下降更多的是经济增速滞后指标，难说能给市场带来利好。

目前央行的货币政策目的在于逆周期调节。当经济增速过快、市场存在泡沫时，央行便着手加息，市场利率便一步步走高。当经济增速在下降时，央行便进入降息周期，市场利率总体呈现下降走势。从去年 11 月 22 日央行开始降息以来，市场利率快速下降。但是，这种利息的下降伴随的是经济增速的一步步下滑，且暂时尚未见底。因此，降准降息只能短暂提振市场多头情绪，难以构成实质利好。货币政策并非有效之举。

综上所述，就当前的市场情况来看，无论是经济增速，还是工业需求，或者是货币财政政策，都很难说对螺纹钢和铁矿石构成利好。而且，当前，在经济进入萧条期，货币政策有效性非常值得怀疑，最直接的财政政策如减税等似乎又难以出台。经济增速下滑一方面影响商品需求，

更重要的影响还在于市场的信心。当信心不在的时候，很多政策的效果难以发挥。因此，中长期来看，螺纹钢和铁矿石以及其他工业品价格下行压力不减。

图表 6：利率与存款准备金率



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

三、供过于求愈演愈烈

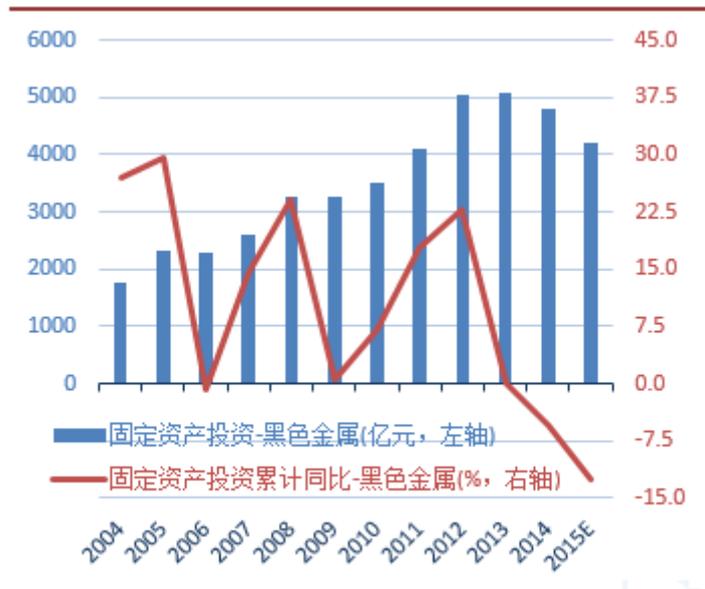
3.1 粗钢产能过剩更加严重

钢铁行业固定资产投资增速放缓，但产能仍将释放。钢铁行业固定资产投资最近 10 年总体上处于比较大的波动状态（见表 7）。在 2005 年之前，钢铁行业固定资产投资总体以超过 25% 的速度增加。在 2006 年出现比较大的回落，当年固定资产投资增速约为 0。2007 和 2008 年，钢铁行业固定资产投资增速快速回升。在 2009 年金融危机期间，又快速回落至 0 附近。在之后“四万亿”经济刺激计划的带动之下，钢铁行业固定资产投资增速又快速回升，至 2012 年达到顶峰。随后快速回落，2013 年跌至 0 附近，2014 年跌至-5%，预计 2015 年的钢铁行业固定资产投资增速将继续下跌至-12.5%。这还是统计在册的钢铁行业固定资产投资增速，没有进入统计范围的数据可能比这一数据规模要大很多。

钢铁行业固定资产投资增速常年保持较高的位置，导致钢铁产能快速扩张。按照钢厂的平

均建设周期为 2-3 年来计算，至 20016 年，钢厂产能扩张的速度才可能明显减缓。

图表 7：黑色金属行业固定资产投资



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

图表 8：钢铁产能利用逐年下降

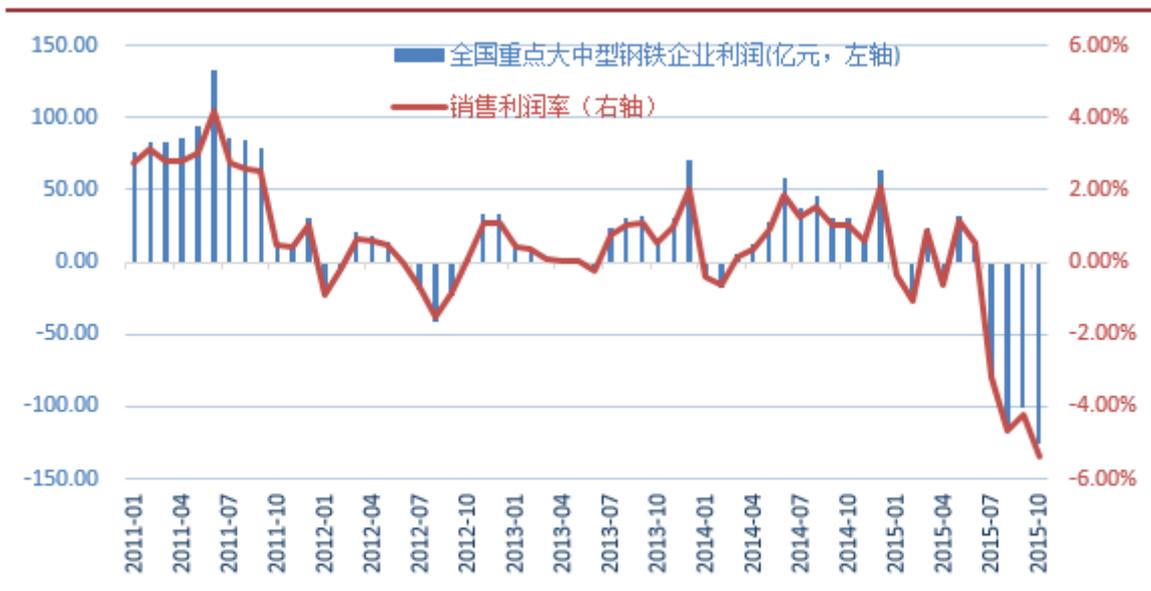


数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

随着钢铁产能的扩张，产能利用率是快速下降。从图表 8 上可以看到，在 2011 年之前，产能利用率还高于 80%，至 2012 年，产能利用率已跌至不足 76%，在 2013 年和 2014 年进一步跌至 73% 附近。预计今年的产能利用率进一步下降，将跌至不足 65%。随着国内钢材需求量已经过了高峰期，预计 2016 年钢材产量进一步下降，按照钢铁工业协会的预计，2016 年国内粗钢产量将不足 8 亿吨，至 7.83 亿吨。悲观预计 2016 年的粗钢产能将继续增加 5000 万吨左右，另外可能会淘汰一部分落后产能，2016 年粗钢产能增幅预计不会太大。因此，2016 年的产能利用率将继续小幅下跌至 63% 附近。一般情况下，由于设备检修等原因，产能利用率达到 80% 就算比较充分，也是比较安全的水平。但是，最近 4 年来，粗钢产能利用率大幅下滑至 63% 附近，远远低于 80% 的安全水平。

钢厂亏损逐步加大，资金链极度紧张。随着产能利用率的快速下降，钢材价格直线下降，钢厂亏损也不断扩大。从图表 9 和图表 10 可以看到。从 2012 年开始，全国重点大中型钢铁企业利润快速下降至零附近。在今年 7 月，钢厂亏损急剧扩大，至今年 11 月，中钢协统计的钢铁企业主营业务亏损超过 500 亿元，负债超过 3 万亿，销售利润率跌至 -3% 下方。

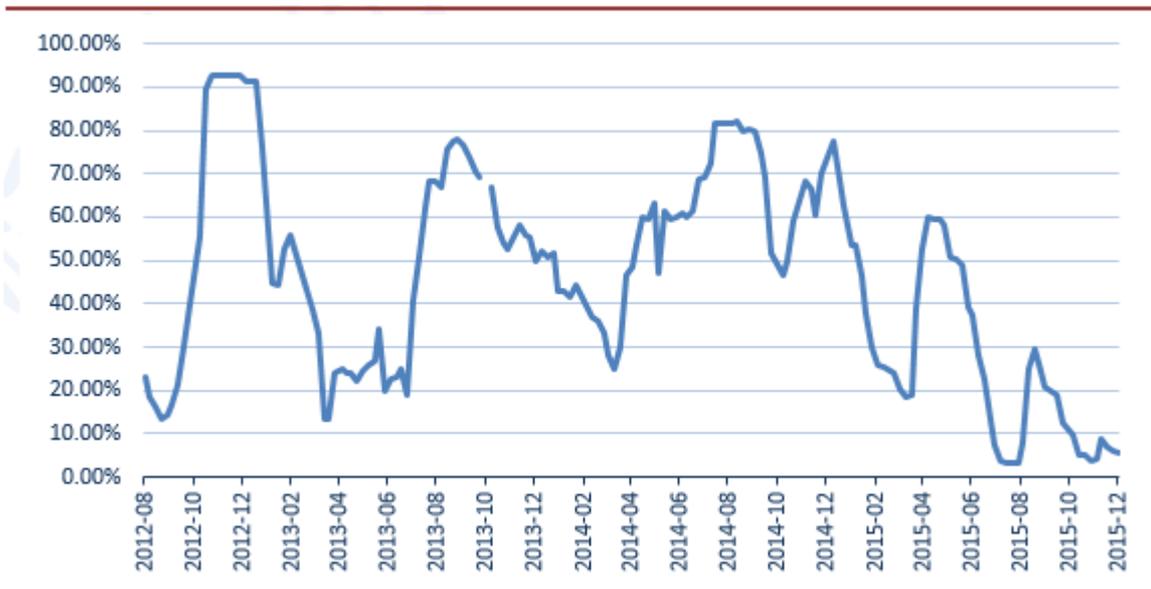
图表 9：钢企亏损幅度加大



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

在月度亏损不断加深的同时，钢企亏损面快速扩大。从图表 10 可以看到，至今年 11 月底，MySteel 调查的全国 163 家钢企中，亏损企业超过 90%，几乎是全行业所有企业都出现亏损。亏损面的扩大、亏损幅度加大。再者，银行还要从这一夕阳产业抽贷，这些影响叠加在一起，导致钢厂未来的资金状况将更为紧张。

图表 10：全国 163 家钢企盈利企业占比继续下降



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

资金链紧张的结果主要表现之一就是钢材主要品种社会库存逐年降低，重点钢企钢材库存增速放缓且会不断降低。在 2013 年之前，主要钢材品种社会库存处于上升周期。随着价格的逐步下降，自 2013 年开始，钢材社会库存开始逐年下降。在钢材价格处于牛市时，随着贸易商的不不断加入，整体社会库存不断增加。而从 2013 年之后，钢材价格从高位大幅回落，银行不断从钢贸行业抽贷，钢贸商不断从该行业退出。另外，钢铁电商的兴起以及由于利润变薄导致钢厂直销的增加，整体社会库存逐年快速下降。

图表 11：钢材库存开始趋势性下降



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

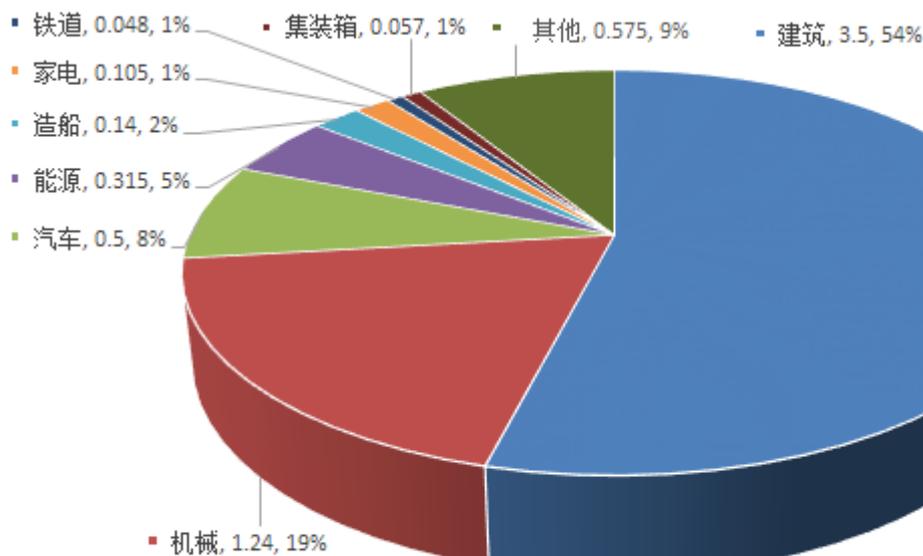
在有统计数据的 2009 年至 2015 年，重点钢企钢材库存一直处于稳步增加的状态。只不过，在今年，整体增加幅度已经很小。随着钢厂亏损的增加以及资金链的高度紧张，钢厂整体降低库存已经成为求生存的必由之路。可以预期，2016 年，重点钢企钢材库存会比今年有较大幅度下降，且这一下降趋势会持续很久。钢材主要品种社会库存的走势就是未来重点企业钢材库存的走势。

从目前螺纹的供给端来看，由于产能扩张的太快导致产能过剩非常严重。另外，在钢企全面亏损且亏损幅度继续加大的情况下，行业整体体现为去产能、去库存，螺纹供给压力仍然巨大，库存的降低绝对不是利好。

3.2 螺纹的需求增速将放缓

钢材的需求在建筑，建筑对钢材的需求在房地产和基建。根据最新的冶金工业规划研究院的预测报告，2015 年我国钢材需求量为 6.68 亿吨，同比下降 4.8%，2016 年的需求量为 6.48 亿吨，同比下降 3%。

图表 12：2016 年钢材下游需求构成图



数据来源：中国冶金工业规划研究院、恒泰期货

分行业来看，2016 年建筑行业钢材需求量预测为 3.5 亿吨，同比下降 2.8%；机械行业需求为 1.24 亿吨，同比下降 3.9%；汽车行业需求为 5000 万吨，同比增长 1%；能源行业需求为 3150 万吨，同比下降 1%；造船行业需求为 1400 万吨，同比增长 3.7%；家电行业需求为 1050 万吨，同比下降 2.8%；铁道行业需求为 480 万吨，同比持平；集装箱行业需求为 570 万吨，同比持平。

冶金规划院还预测 2015 年我国的粗钢产量为 8.06 亿吨，同比下降 2.1%，2016 年粗钢产量为 7.83 亿吨，同比下降 3.1%。2015 年我国生铁产量为 7.09 亿吨，同比下降 0.4%，2016 年生铁产量为 6.79 亿吨，同比下降 4.2%。2015 年我国的铁矿石需求量为 11.2 亿吨（62%品位），同比下降 0.4%，2016 年需求量为 10.73 亿吨，同比下降 4.2%。

房屋施工面积见顶，房企购置土地面积大幅下降，螺纹的需求不容乐观。作为钢材消费主力军的房地产行业，2015 年房屋施工面积预计仅录得不到 2% 的增长速度。这意味着，在 2015

年房地产市场对钢材的消费几乎没有增加。房地产市场对钢材的现实需求主要体现在房屋施工面积上。如果房屋施工面积扩大，则对钢材的需求呈现增长状态。反之，则需求下降。从当前的数据看，房地产市场对钢材的需求几乎没有增长。

图表 13：房屋施工面积增速放缓



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

最近两年，房企购置土地面积出现断崖式下跌，说明房地产市场对钢材的远期需求不容乐观。房企首先购置土地，然后开始施工，只有施工才会对钢材有现实需求。但是，购置土地面积在今年出现同比超过 30%以上的跌幅，而且去年房企购置土地面积同比下降 15%左右。在基数已经大幅下降的前提下，今年降幅再次扩大，显示未来房地产市场对钢材的需求可能会出现断崖式下跌局面。

图表 14：房企土地购置面积断崖式下跌

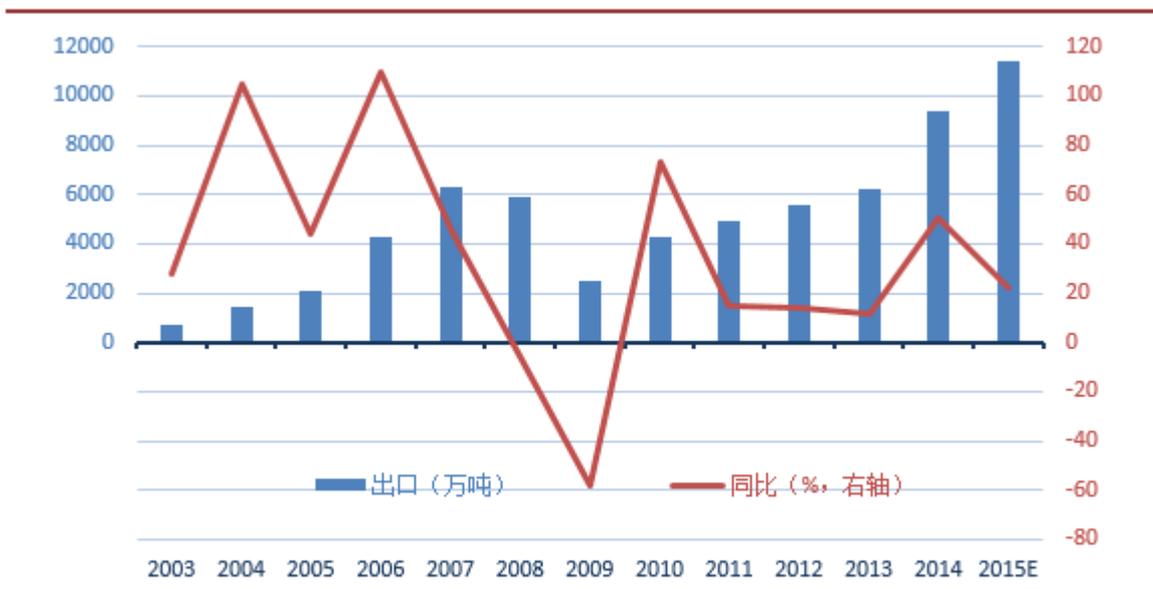


数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

钢材出口占比扩大，绝对数量在扩大，但贸易摩擦加剧增加，预计未来钢材出口增速将放缓。今年钢材出口将超过 1.1 亿吨，增幅接近 20%。但如此快的增速难以持续。从 2003 年开始，钢材的出口出现两轮比较快速的增长。在金融危机之前，钢材出口由 2003 年的不足 700 万吨快速增加至 2007 年的接近 6000 万吨的规模。增幅超过 9 倍。之后，由于金融危机的影响，钢材出口快速下降至 2009 年的不足 2500 万吨。之后，钢材出口出现报复性反弹。至 2015 年，钢材出口有望超过 1.1 亿吨，增速由前一年的超过 50% 回落至今年 20% 附近。

但是，随着价格的下跌和量的扩大，贸易摩擦不断加剧，因此，今后几年钢材出口增速很难再维持高的增长甚至是正的增长。据不完全统计，2013 年至今，国外发起的针对我国或包括我国在内的钢材贸易救济调查超过 50 起，产品包括镀锌板、热冷轧卷、不锈钢板、彩涂板、螺纹钢、盘条、无缝管等各个种类，发起国包括欧盟、东南亚、南亚、南美、北美等各个地区。仅 2015 年至今，调查期涉及的钢材出口总量已经超过 650 万吨，金额超 40 亿美元。所以，寄希望于国内过剩的巨大产能通过出口的方式来化解，难度已经越来越大。任何一个国家的钢铁工业都承受不起我国钢材的冲击。

图表 15：钢材出口超过 1 亿吨但增速放缓



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

总体来看，未来一年产能过剩将会越来越严重，在行业整体去库存的情况下，钢材承压严重。在 2016 年，钢铁产能利用率还将下降，而需求端难以发力。整体供过于求的形势将会比今年更加严峻。但由于全行业亏损严重，价格下降空间以及成本下降的空间均已不大，价格的压力主要体现在逐步的“磨底”，下跌周期长，跌幅不大，但反弹力度也很弱。

3.3 主流铁矿石矿商继续增产

世界范围内的矿石产能根据成本划分，大致可以分为低成本矿与高成本矿，由于矿石成本曲线在一定价格范围以内相对平缓，超过某一价格则变陡峭，因此，低成本矿占据了全球绝大部分供应份额，我们称之为主流矿，主要分布地区为巴西、澳洲。

巴西和澳大利亚的钢铁行业相对来说并不发达，其国内铁矿石主要用于出口。目前，铁矿石海运市场供给也主要来自于巴西和澳大利亚，其铁矿石出口之和占世界铁矿石海运市场比重在 2012 年已达到 75%，而且，这一比例持续上升。

当前铁矿石价格低迷，已经低于很多非主流矿的成本价。对于这部分低成本主流矿石而言，其在逆境中最好的选择便是继续扩产，一来可以通过挤压其他高成本非主流矿市场份额来一定程度上抵消价格下行给盈利造成的压力；二来在规模经济效应作用下可通过扩产摊低成本。这

是铁矿石供给难见压缩的根本原因。而且，最近一年来，排名前三的铁矿石供应商并未有减产的表示，反而不断表示要增加产量。其对于增产的决心见图表 16 对其跟踪分析。在我们整理的新闻报道中，主要是其增产的报道，未见任何重要减产新闻。

图表 16：主流矿商增产新闻一览

力拓	2015年4月21日	力拓一季度铁矿石产出增长12%，至7470万吨，预期8270万吨。
	2015年4月30日	铁矿石依然是亚洲基础设施建设需求的支柱。
	2015年5月7日	仍预计中国钢铁需求正在增长。现在距离达到中国钢铁需求的长期顶峰还有很长的路要走，峰值大约为10亿吨。
	2015年5月20日	知晓有关铁矿石价格调查的“市场传言”；未来增产至3.6亿吨“有其经济学道理”；不急于做出增产至3.5亿吨以上的决定；到2017年增产2000万吨对市场而言“微不足道”。
	2015年7月13日	力拓集团预计铁矿石价格将从2016年起进入新常态。市场环境已经改变，基本面强劲。
	2015年8月20日	力拓中国区总裁任滨彦19日在媒体沟通会上表示，铁矿石价格下跌导致利润下降显而易见，但对力拓而言，巨大的利润空间支持力拓在铁矿石行业继续生产。
	2015年10月16日	力拓矿业集团第三季度铁矿石装船9310万吨，环比增长12%，同比增长17%。
必和必拓	2015年4月22日	必和必拓第三季度铁矿石产出5900万吨，同比增长20%，环比增长5%。
	2015年5月13日	必和必拓首席执行官Andrew Mackenzie说，铁矿石价格将持续下跌，因目前铁矿石需求的增长速度慢于低成本供应增长的速度。
	2015年5月14日	中国钢铁需求正面临短期阻力。中国以外地区钢铁需求有很大的上升潜力。预计中国钢铁出口仍将在长期内保持高位。中国钢铁产出将在本世纪20年代中期触及10-11亿吨的峰值，此后将保持稳定。海运铁矿石供应增速料继续超过需求。
淡水河谷	2015年2月27日	公司去年铁矿石的现金成本为每吨23.5美元，总成本平均为每吨46美元。铁矿石市场受更多供给涌向市场的影响较大。
	2015年5月14日	预计2019年中国粗钢产量年复合增长1.5%。重申其铁矿石产能增长目标为4.5亿吨/年。
	2015年6月11日	全球铁矿石市场今年下半年势将供不应求，因为中国进口增加、产量减少。
	2015年8月24日	巴西矿业巨头淡水河谷公司正大力投资开发卡拉加斯S11D铁矿，2季度对该项目的资本支出达9.48亿美元，占其在金属矿产业务中投资额的95%。S11D铁矿是淡水河谷以及铁矿石行业史上规模最大的项目，年产能达9000万吨，平均铁品位66.48%并且杂质含量低，预计2016年下半年投运。
	2015年9月24日	全球最大铁矿石生产商者巴西淡水河谷表示，将在2018年之前将铁矿石成本降至每吨13美元（约83元人民币）以下，以作为在价格偏低时代扩大利润的办法。
	2015年10月20日	第三季度铁矿石产量上升2.9%，至8820万吨，一年以前为8570万吨。该数据并未包括其与必和必拓在巴西成立的合资公司。今年前9个月，淡水河谷铁矿石产量达到破纪录的2.48亿吨，较去年同期增加1180万吨。
	2015年12月7日	巴西淡水河谷称，预计明年全球海运铁矿石需求为13.5-14亿吨，并称明年进入市场的新供应水准将很少。技术面而言，明年价格应在每吨50美元左右，但除此之外还有包括市场信心等很多因素。

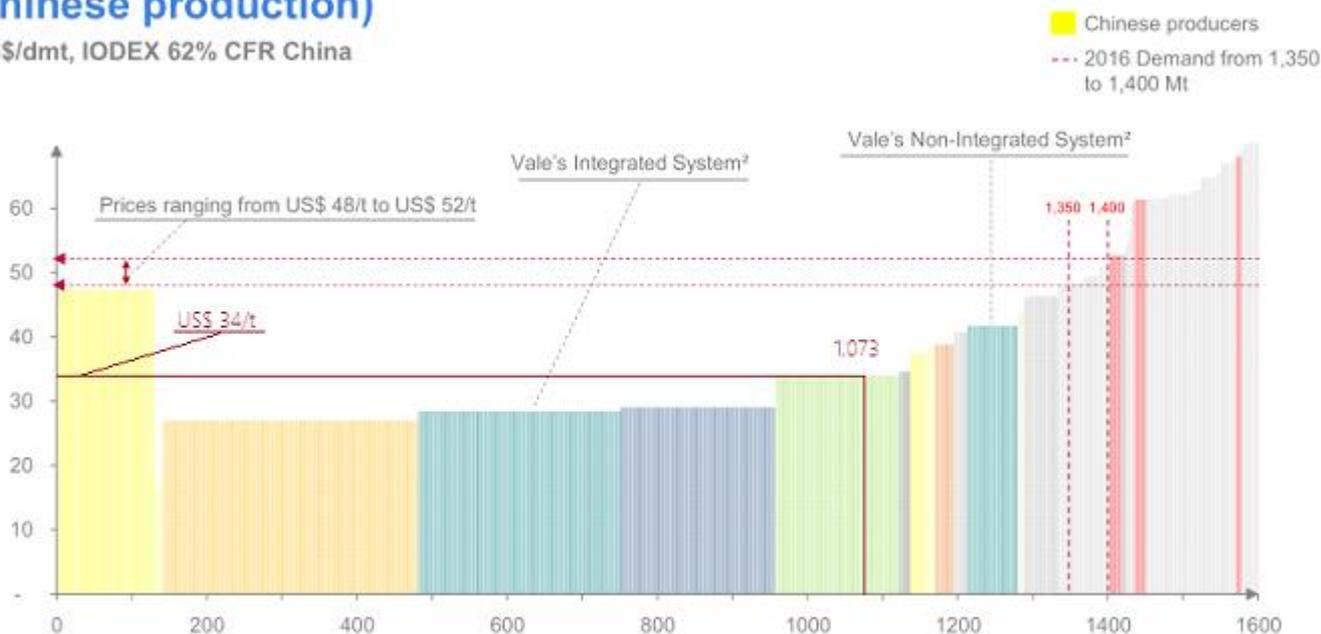
数据来源：根据媒体新闻报道整理、恒泰期货

长期来看，由于主流矿产能尚无法支撑全球需求，需要部分非主流矿提供补充，因此，预计矿价下跌到某个价位会阶段性保持平衡。根据淡水河谷 2015 年 11 月发布的海运市场和中國国产矿成本曲线数据（见图表 17）以及今年钢铁工业协会发布的明年铁矿石需求量，2016 年，国内铁矿石的需求量在 10.73 亿吨左右，对应的海运铁矿石价格约为 34-40 美元/吨。在这种情况下，国内供应量继续下降，国外非主流矿的供应量将降到最低。因此，明年铁矿石的均衡价格应该在 34-40 美元/吨这一区间。

图表 17：铁矿石在 34 美元/吨附近会有较强支撑

2016 cost¹ curve (seaborne iron ore fines ex-pellets plus domestic Chinese production)

US\$/dmt, IODEX 62% CFR China



¹ Mining, processing, overhead, royalties, transport and port handling, sustaining capital, freight to China, normalization to 62% Fe

² Integrated system: Northern and Southeastern systems. Non-Integrated system: Southern and Mid-Western systems

Source: Vale

数据来源：Vale、恒泰期货

虽然最近三年矿价不断下降，但总体库存的重心在不断抬升（见图表 18）。也就是说，铁矿石的库存还处于一个增加的周期。但这一趋势未来不可持续。根据我们对钢材库存与价格关系的分析可知，铁矿石环节的降库存也是不可避免的。而且，即使库存降低，也难以对价格构成利好。因为库存降低是被动去库存的结果，是钢厂在极端环境下控制原材料库存、贸易商不断退出的结果。

总之，虽然铁矿石的价格不能与以前同日而语，但铁矿石生产商并未有减产计划和行动，且未来因挤出高成本厂商，排名靠前的几大铁矿石巨头反而不断增产以维持市场地位。而且，港口库存仍然处于大的增长周期，中短期供应压力凸显。在整体去库存的背景下，铁矿石的供应压力很大，价格依然存在巨大的下行风险。

图表 18：铁矿石价格下跌，库存增加趋势将无法持续



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

3.4 国内铁矿石的需求下降

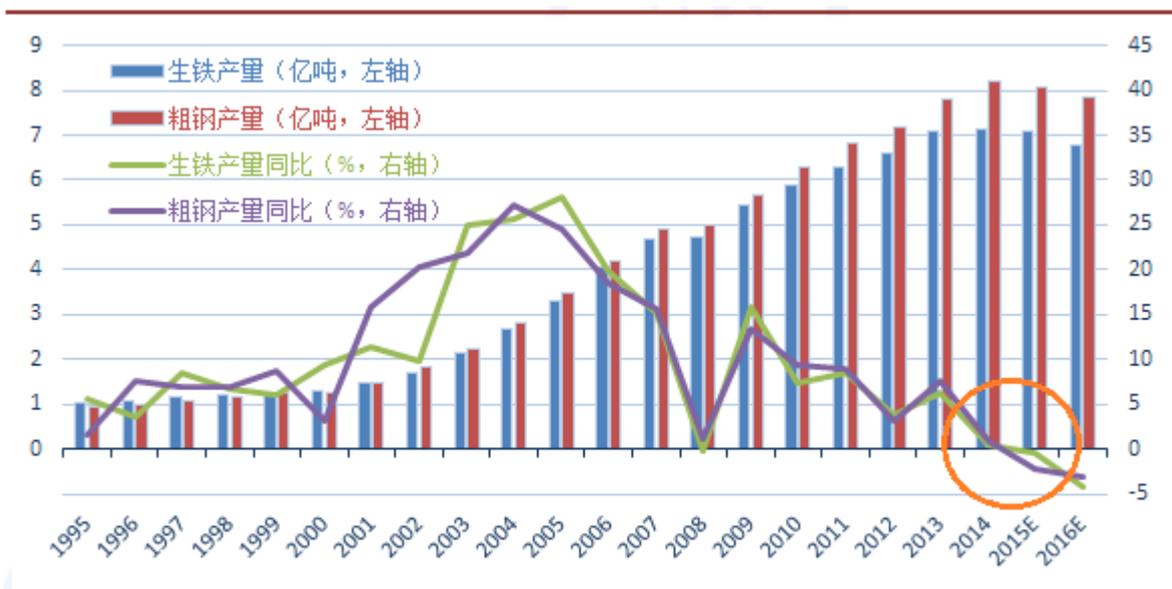
生铁与粗钢产量月度累计同比均已经出现负增长，产量进入下行周期，资金又很紧张，今年冬季应不会有大的冬储行情出现，未来就更难出现，且产业链上铁矿石的库存会逐步降低。

每年进入 12 月之后，市场需求转为季节性萎缩，但一般情况下会出现一波明显的冬储行情，即价格较为坚挺，库存逐步增加。由于受终端需求下降以及钢企现金流压缩的影响，今年冬储行情已经无望。

最近一年，无论是生铁产量还是粗钢产量，均出现负增长（见图表 19 中的黄色圆圈部分），预计明年产量将进一步下降。除了在 08 年金融危机期间短暂出现过这样的情况之外，最近 10 年从未出现过这样的情况。市场对这一现象的判断是中国的钢铁需求已经过了高峰期，未来产量将进一步下降。在这种情况下，钢铁企业大量冬储非常不明智。

由于今年钢铁行情出现严重的亏损，现金流进一步收缩。即使不考虑年底银行从这一夕阳产业抽贷对钢企现金流的负面影响，仅仅亏损一项，就已经使钢企的元气极大受损。所以，从资金的角度来看，即使钢铁企业想进行冬储，可能资金面上也不允许。

图表 19：生铁与粗钢产量已出现负增长



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

另外，高炉开工率也降至有记录以来新低。从 2012 年年中开始，高炉开工率一直处于高位震荡。但从 2013 年年中开始，高炉开工率便快速下降。中间虽偶有几次反弹，但每一次反弹之后，跌的越深。最近的数据显示，全国高炉开工率已降至 76%。高炉开工率的下降说明行情不看好、行业不景气，且对铁矿石的需求降低。

图表 20：高炉开工率快速降低



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货

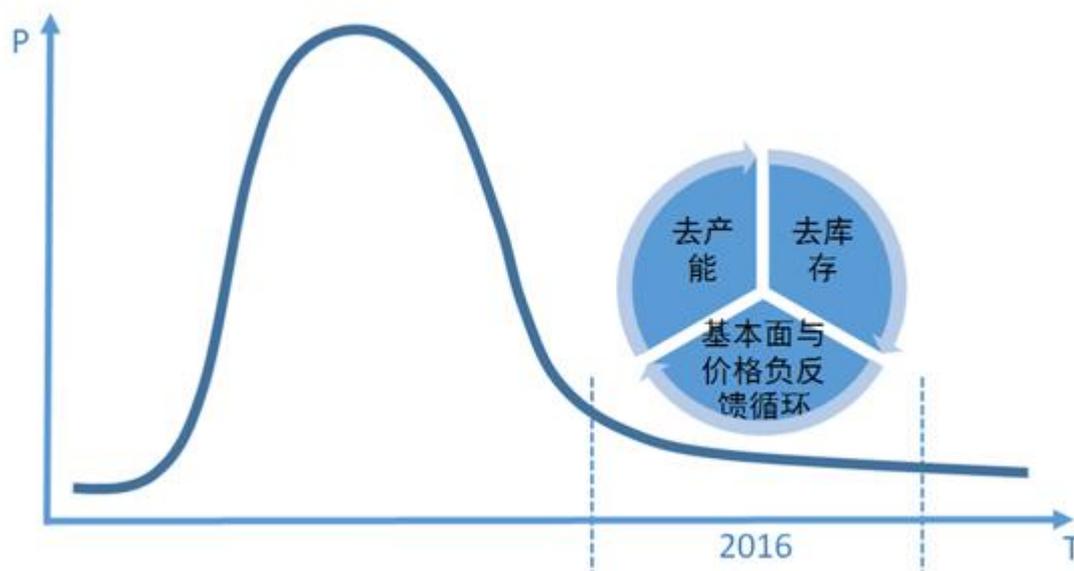
根据中钢协的最新的分析报告，2016 年国内铁矿石需求在 10.73 亿吨，比 2015 年的 11.2 亿吨下降了超过 4%。铁矿石的需求在减少，但供给却还在不断增加，且主流矿仍有利润空间，因此，未来铁矿石价格仍将继续维持跌势。但从前面的图表 17 可知，主流矿的成本线在 34 美元/吨附近，当前铁矿石现货价格在 39 美元/吨附近，也即铁矿石的下降空间也不会太大。但在供求关系没有扭转之前，下跌趋势不会改变。

总而言之，主要的铁矿石生产商未见减产迹象，也没有减产计划，且不断用低成本矿去挤占高成本矿的市场空间，而国内需求又将出现萎缩，且市场还将进入去库存周期，2016 年铁矿石的压力依然山大！

四、总结

对于 2016 年的螺纹和铁矿石的价格走势，我们认为可能将出现缓慢的“磨底”过程。行情的下跌的主导因素有三个：去产能、去库存、基本面与价格的负反馈循环。这三个因素的互相作用如图表 21 所示。

图表 21：2016 年价格走势示意图



数据来源：恒泰期货

去产能：供给侧改革、企业亏损严重以及产能过剩意味着，钢厂彻底退出市场相比继续生

产是占优策略。或者说，现金流的枯竭一定会导致有钢厂将破产重组，并且重组还会以失败而告终。

去库存：随着亏损的加大、银行不断的抽贷以及政策支持力度的减弱，钢厂、贸易商的现金流日渐衰竭，迫使钢厂、贸易商不断降低库存。海鑫钢铁在关闭之时，原材料和产成品库存很低即是最好的说明。钢厂、贸易商一定是耗尽其现金流才会被迫退出市场。而只要有产成品库存或原材料库存，钢厂即可维系生存。因为原材料库存或者产成品库存几乎就等于现金。

基本面与价格的负反馈循环：当前基本面几乎看不到钢材价格有好转迹象，而价格的不断下跌又持续强化这种判断，导致基本面与价格下跌负反馈循环很难停止。

在去产能、去库存以及基本面与价格负反馈循环之下，2016年的钢铁行业将比今年更为艰难。这种艰难主要体现在价格逐步“磨底”，反弹力度小，企业长期并且严重亏损，最后不得不彻底退出市场。正所谓行情有多销魂，就有多伤人。虽然价格将继续下跌，但跌幅不会太大，所以称之为“磨底”。考虑到目前价格水平已经很低，螺纹的价格已经低于其成本线。对于铁矿石来说，虽然主流矿商还有一定的利润，但离其现金成本已经没有太多的空间。在节奏上，依然将遵循“淡季不淡、旺季不旺”的格局，主要体现在旺季价格下跌，淡季反弹。

对于螺纹，期货价格的低点可能将短暂触及 1500 甚至能跌至 1500 下方，反弹的高度应该不会超过 1800 这一线，从最低点至最高点的反弹幅度难以超过 20%。

对于铁矿石，现货跌破 35 美元的概率比较大，对应的期货应该能跌至 35 美元/吨下方。按照市场最恐慌的情形即期货贴水现货 10%左右来估算，则期货应能到达 30 美元/吨一线，约为 265【 $\approx 30 * 6.5$ （汇率） $* 1.17$ （增值税率） $+ 30 \sim 35$ （港杂费）】一线。铁矿石上方阻力位按照从最低点反弹 25%-30%左右的幅度来估算，则铁矿石期货上方反弹高点约在 325-350 一线。

在操作上，3 月之前，行情整体应是反弹走势，之后会出现趋势性下跌，至反弹高位可果断做空。6 月至 7 月行情会见底回升，空单止盈离场。下半年整体维持低位震荡走势，只能采取震荡策略，高抛低吸，追涨杀跌将很受伤。

免责声明

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。