

“政策市”向“宏观市”转变 经济下行压力主导黑色

内容提要:

- ◆ 2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，居民可支配收入增加，社会消费品零售总额仍将保持平稳增长，出口将面临下行压力，但稳外贸政策将继续实施，预期能够保证出口运行在合理区间。
- ◆ 钢铁行业化解过剩产能、清除地条钢、环保限产等政策均是从钢材供给端出发，以优化产业结构为目的，近三年确实取得了较好的效果。随着各项政策目标的逐步实现，预计 2019 年钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱。2018 年 1-10 月全国粗钢产量已经高达 78245.80 万吨，预计全年产量将达到 9.40 亿吨。在 2019 年政策影响趋弱的背景下，粗钢产量应当以市场调节为主，产量或达到 9.5 亿吨，较 2018 年同比温和增长。
- ◆ 2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，出口将面临下行压力。整体而言，钢材下游需求将受到经济下行压力的制约。
- ◆ 今年秋冬季环保限产的力度较 2017 年有所放松，焦化企业开工率相对平稳，并未出现明显回落，焦炭产量也维持高位，但钢厂限产同样减弱，对焦炭的需求良好，因此焦炭价格仍维持高位震荡。2018 年预期粗钢产量仍有小幅增长空间，焦炭的供需格局较为稳定，焦化利润回归正常区间。四大矿山 2019 年将进一步增产 30000-40000 千吨，而 2019 年中国粗钢产量也预期有小幅增加，铁矿石供需两端均有所增长，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，价格重心有望延续上移之势。
- ◆ 2019 年“去产能”政策粗钢产量持稳略有小幅增加，但需求端受经济下行压力加大的制约，房地产投资增速难维持高位，项目赶工之后库存增加而销售滞缓，拖累 2019 年新开工进展，基建投资或企稳回升，但对钢铁需求的拉动难以弥补地产端需求的下移，出口形势也较为严峻。因此我们认为 2019 年螺纹钢价格重心应当较 2018 年有所下移，呈现 2600-4000 元/吨的宽幅震荡；焦炭价格或呈现 1700-2500 元/吨之间的波动；铁矿石交投重心有望小幅上移，价格区间或报于 430-600 元/吨。
- ◆ **风险点:**
利好: 新的行业政策出炉、秋冬季大气污染防治计划从严等；
利空: 宏观经济超预期下行、中美贸易战升级、国际油价剧烈波动。

黑色产业链

石磊

黑色产业链分析师

从业资格证: F0270570

投资咨询证: Z0009331

TEL: 0516-83831165

E-MAIL:

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究。

近期报告回顾

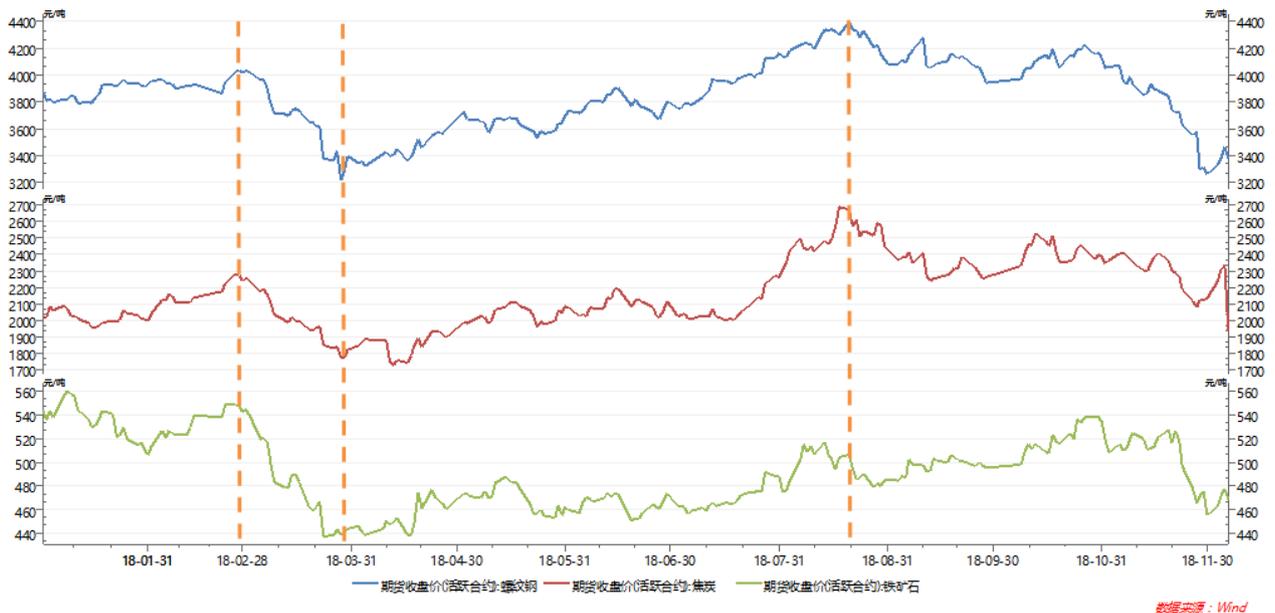
供给高位、需求不佳 黑色系维持高位震荡 20181101
秋冬季错峰生产开启 黑色系维持高位震荡 20181001
螺纹、焦炭技术调整 后市仍由政策指引 20180901
环保限产为主旋律 黑色上演“强者恒强” 20180801
环保限产短期提振黑色警惕供给释放需求回落 20180601

第一部分 前言

回顾 2018 年黑色系商品的走势，整体来看维持高位震荡，各商品均未能刷新 2017 年末创造的近十年高点，波动呈现较为显著的趋势性，大致分为四个阶段：2018 年初-2018 年 2 月底，螺纹钢、焦炭、铁矿石价格得益于冬储热情的高涨，均延续 2017 年四季度的上涨行情；春节之后，房地产开工的滞后导致冬储带来的虚拟需求向下游实际需求转移滞缓，加之宏观市场遭遇中美贸易战的重挫，黑色系商品在 2018 年 3 月快速回落；随着房地产投资增速意外回升，房屋新开工突飞猛进，出口订单良好，螺纹钢及炉料迎来二、季度的需求驱动，价格自 4 月持续攀升至 8 月中旬；8 月底，2018/2019 年度“采暖季限产政策”出炉，环控目标较前期意见稿进一步下调，同时取消“一刀切”的限产方式，对钢铁和焦化企业不作具体限产比例的要求，采用差异化错峰生产方案，市场对此解读为限产宽松，期价开始显著回落，尽管 10 月行情有所修复，但在房屋新开工面积再次见顶收缩、钢材出口显著下滑、基建尚未好转、冬储迟迟未启动等重重利空之下，黑色系商品期价引领现货价格自 11 月快速下挫，钢材利润自 1000 元/吨回归至 300-400 元/吨，焦化利润也自 700-800 元/吨的高位调整至 300-400 元/吨。

2019 年，在“去产能”政策几近完成、环保限产调控趋于宽松的政策背景下，黑色系商品自身供需格局将回归市场自主调节，预计吨钢毛利润的重心将自 2018 年的千元左右下移至 500 元一线，粗钢供给或小幅增长，而钢材下游需求的“三驾马车”中，房地产投资增速难维持 2018 年的高位，基建投资增速或企稳，接棒房地产投资来支撑固定资产投资，出口水平整体与 2018 年相当。“政策市”逐渐退出，“宏观市”即将显现，2019 年宏观经济整体下行压力不减，国际市场扰动纷纭，将令黑色系商品呈现宽幅震荡、高点下移的表现。

图 1. 2018 年螺纹钢、焦炭、铁矿石期货主力合约表现（元/吨）



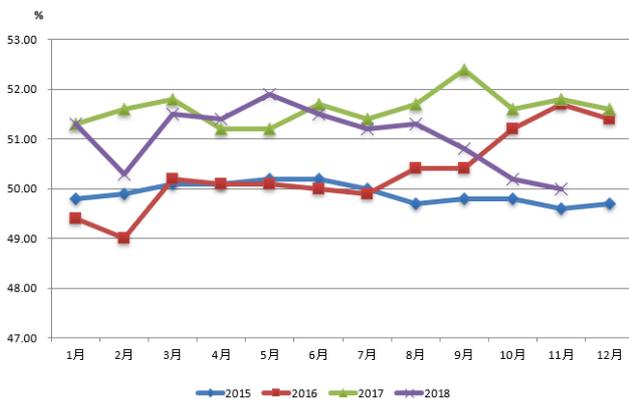
资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 宏观：2019 年国内经济下行压力加大

2018 年中国经济形势已经面临显著的下行压力，制造业采购经理指数自 5 月开始逐步下滑，表明制造业增速持续放缓，有跌破枯荣分水岭的风险，通胀水平稳中有升，工业品出厂价格指数涨幅持续回落，固定资产投资增速下滑，其中房地产表现好于预期而基建投资持续下滑，消费对经济增长的贡献率有所提升，中美贸易战不断升级对进出口带来巨大压力。2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，居民可支配收入增加，社会消费品零售总额仍将保持平稳增长，出口在中美贸易战的升级中面临下行压力，但稳外贸政策将继续实施，预期能够保证出口运行在合理区间。

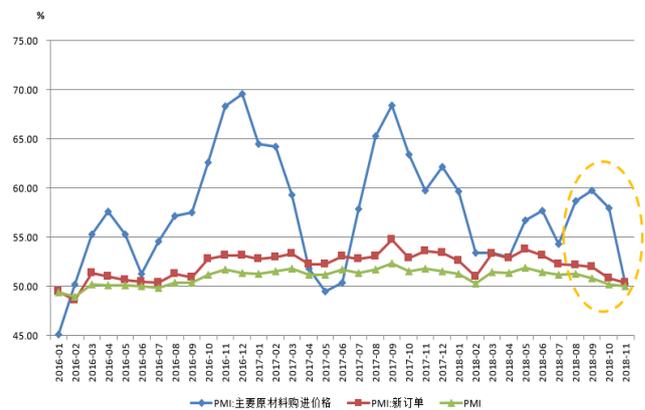
制造业采购经理指数回落至临界点，新订单和进出口显著下滑。2018 年 11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，处于临界点。制造业总体增速持续放缓，有步入枯荣分水岭之下的风险。从分项数据来看，11 月生产指数为 51.9%，比上月微落 0.1 个百分点；新订单指数为 50.4%，比上月回落 0.4 个百分点，两者均延续自年内相对高位以来的下滑态势；新出口订单指数仍为 47.0%，较 10 月微弱回升 0.1 个百分点，但已经连续六个月维持在枯荣分水岭之下；进口指数较 10 月下滑 0.5 个百分点报于 47.1%；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数依次为 50.3%和 46.4%，分别较上月大幅下降 7.7 个百分点和 5.6 个百分点。

图 2. 2018 年 PMI 逐步回落 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 3. PMI 分项回落至枯荣分水岭 (%)



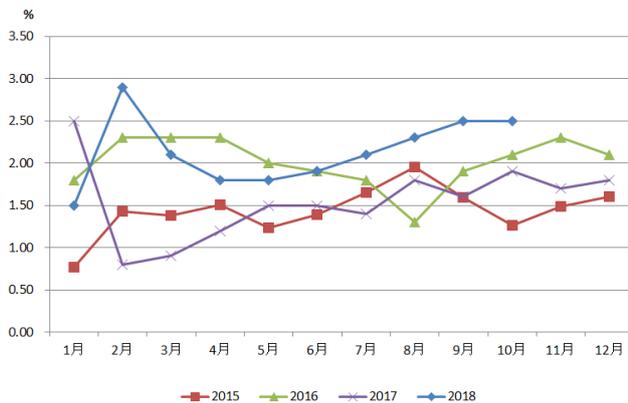
资料来源：WIND 新纪元期货研究

CPI 同比涨幅处四年高位、PPI 同比涨幅延续回落。2018 年一季度，CPI 同比受春节翘尾因素的影响冲高回落，随后 CPI 逐月平稳回升，整体涨幅水平较去年同期有所扩大。2018 年 10 月，CPI 同比上涨 2.5%，较去年同期提高 0.6 个百分点；1-10 月份 CPI 平均增长 2.14%，高于去年同期 0.63 个百分点。在 CPI 的主要构成中，猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果等食品所占权重较大，今年台风、暴雨等自然灾害较去年偏多，蔬菜、水果等农产品受灾严重，一段时间内出现供应短缺，价格大幅上涨，推动 CPI 涨幅重心抬升。2018 年 10 月 PPI 同比上涨 3.3%，较去年同期下降 3.6 个百分点。1-10 月 PPI 平均涨幅 3.9%，低于去年同期 2.6 个百分点。2017 年 2 月份以来，PPI 呈现逐渐下滑的态势，主要受有色、黑色金属冶炼等工业价格涨幅回落的影响。随着去产能政策进入尾声，工业

品价格上涨难以持续，预计 2018 年 PPI 将延续回落态势，全年平均涨幅在 3% 左右。

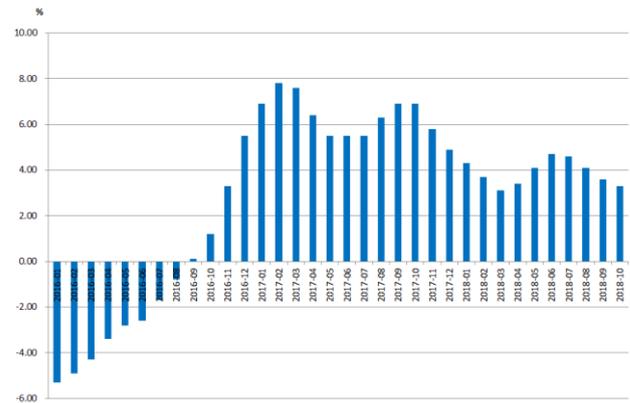
工业生产增速微弱回升，黑色金属冶炼和压延加工业增速平稳。国家统计局数据显示，2018 年 10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速比 9 月份加快 0.1 个百分点；环比增长 0.48%。1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，与 1-9 月份持平。分三大门类看，10 月份，采矿业增加值同比增长 3.8%，增速较 9 月份加快 1.6 个百分点；制造业增长 6.1%，加快 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%，回落 4.2 个百分点。从具体行业来看，黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.1%，增速与上月相同。

图 4. CPI 处于近四年高位 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 5. PPI 同比增速震荡回落 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

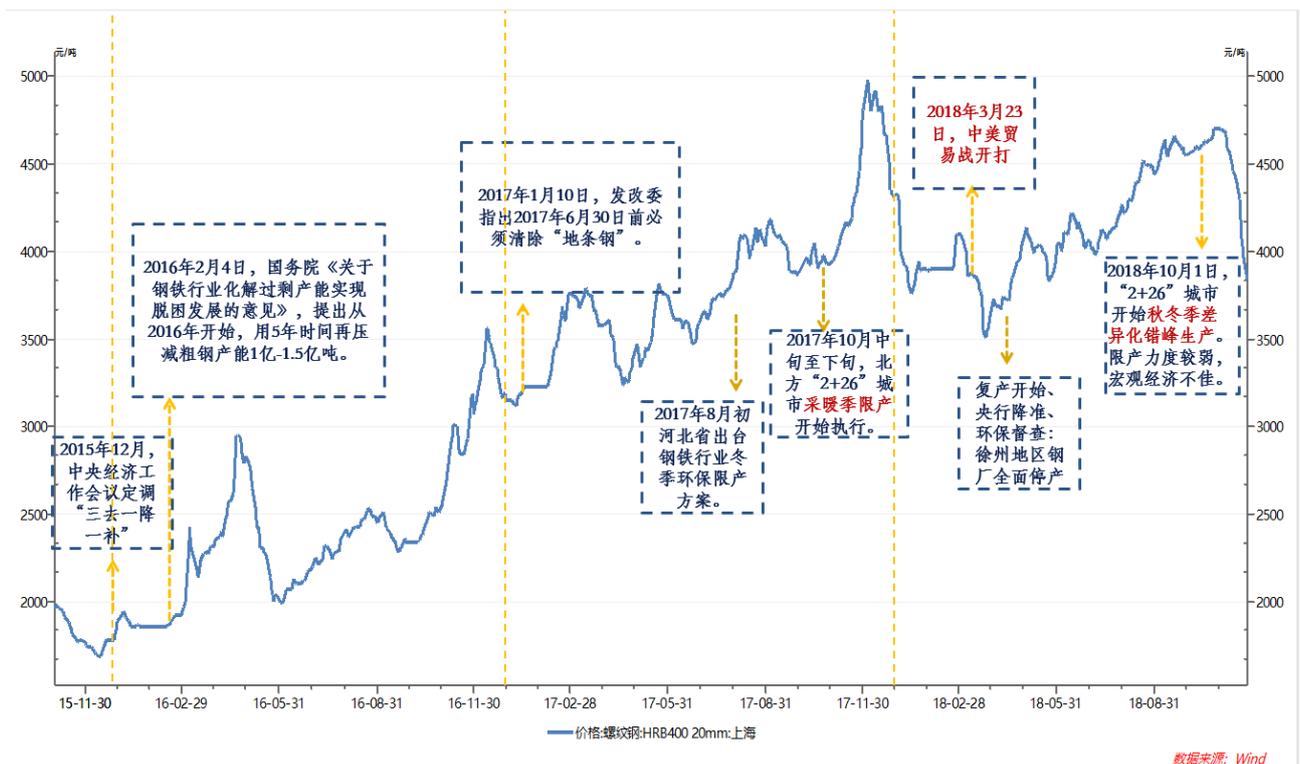
从拉动经济的三驾马车来看：1、投资增速降幅收窄，仍将承担稳增长的重任。2018 年前三季度，受基建投资持续下滑的影响，固定资产投资增速大幅回落，是拖累经济增速放缓的主要原因。展望 2019 年，随着基础设施补短板项目的加快落实，基建投资有望企稳。供给侧结构性改革继续深化，中国制造业 2025 战略规划有序推进，制造业投资将继续回升。租售并举的住房制度进一步完善，房地产投资稳中有降，但整体并不悲观。**2、消费保持平稳增长，对经济增长的贡献不断上升。**2018 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较去年同期放缓 1.1 个百分点，创 2004 年以来新低。2015 年以来，社会消费品零售总额始终保持 10% 左右的增速，对经济增长的贡献不断上升。国家统计局公布的数据显示，今年上半年消费对经济增长的贡献率为 78.5%，同比提高 14.2 个百分点，成为经济增长的主要拉动力，表明中国经济结构调整正在稳步推进。关税总水平下调，以及个人所得税改革逐步实施，有利于提高居民可支配收入，增加消费支出。预计 2019 年社会消费品零售总额仍将保持平稳增长，全年增速维持在 10% 左右。**3、出口存在下行压力，稳外贸政策有望继续实施。**按美元计价，2018 年 1-10 月进口同比增长 20.3%，高于去年同期的 17.41%；出口同比增长 12.6%，较去年同期加快 5.46 个百分点。1-10 月份实现贸易顺差 2542.02 亿美元，较去年同期大幅收窄 22.33%。外贸依存度从 2006 年的 64% 降至 2017 年的 33%，低于世界平均水平 42%，说明我国经济结构转型正在有序进行，经济增长由主要依靠外需向依靠内需拉动转变。2018 年 3 月 22 日，美国宣布对华 500 亿美元进口商品加征 25% 关税以来，中美贸易摩擦不断升级，全球贸易形势日益严峻，2019 年我国出口将面临下行压力，将在一定程度上拖累经济增长。为应对出口下行风险，国务院已出台多项稳外贸的举措，如降低进口增值税率，降低药品、汽车及其零部件、日用消费品等进口关税；

进一步扩大开放，打造世界一流的营商环境，加强知识产权保护，增加外商在中国投资的信心；加大出口退税的力度，从降低出口成本方面鼓励出口；加强与“一带一路”沿线国家经贸合作与交流，实现出口多元化发展等，稳外贸政策的实施，能够保证出口运行在合理区间，预计 2019 年出口增长 8% 左右。

第三部分 钢材供给：产量高位、利润下移

一、 行业政策对钢材供给的影响趋弱

图 6. 2018 年螺纹钢、焦炭、铁矿石期货主力合约表现（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2016 年-2018 年这三年时间里，钢铁行业产能利用率逐步提升，钢材价格结束长达五年的熊市步入三年牛市，钢铁企业利润水平显著好转，这主要得益于国家主导的政策端发力。2015 年 12 月，中央经济工作会议定调“三去一降一补”；2016 年 2 月，国务院《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨；2017 年 1 月，发改委指出 2017 年 6 月 30 日前必须彻底清除“地条钢”；2017 年 10 月初-2018 年 3 月底，北方“2+26”城市执行采暖季限产政策；2018 年 10 月，“2+26”城市开展秋冬季差异化错峰生产。这些政策均是从钢材供给端出发，以优化产业结构为目的，近三年确实取得了较好的效果。随着各项政策目标的逐步实现，预计 2019 年钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱，钢材的供给将逐渐回归市场自主调节。

1、 钢铁行业供给侧改革目标基本达成

2015 年 12 月 18 日至 21 日，中央经济工作会议在京举行。会议提出，2016 年经济社会发展主要是抓好“去

产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。2016年1月26日中央财经领导小组第十二次会议，习近平总书记强调，供给侧结构性改革的根本目的是提高社会生产力水平，落实好以人民为中心的发展思想。2016年2月4日，国务院发布了关于化解钢铁行业过剩产能的具体要求，目标为从2016年开始，用5年时间实现压减1-1.5亿吨钢铁过剩产能的任务。从实际完成情况来看，2016年全国实际压减粗钢产能6500万吨，超额完成年初制定的4500万吨的任务；2017年的去产能目标是5000万吨，实际上仅用8个月的时间已经完成，还不包括1.4亿吨的地条钢，2016-2017年我国累计完成钢铁去产能超过1.2亿吨以上，已超过“十三五”钢铁去产能目标1亿吨的底线；2018年前7个月，全国压减粗钢产能累计2470万吨，完成全年任务3000万吨的80%以上。总体来看，“十三五”钢铁去产能1.5亿吨的上限目标已经基本完成。

表 1. 化解钢铁行业过剩产能任务目标及完成情况

| 时间 | 目标 | 实际 |
|--------|---------|---------------------------|
| 2016 年 | 4500 万吨 | 6500 万吨 |
| 2017 年 | 5000 万吨 | 1-8 月已完成全年目标，外加 1.4 亿吨地条钢 |
| 2018 年 | 3000 万吨 | 1-7 月已经完成 2470 万吨 |
| 合计 | 1.25 亿吨 | 约 1.5 亿吨 |

资料来源：新闻整理 新纪元期货研究

2、彻底清除地条钢 表外产量回归表内

“地条钢”常指“以废钢铁为原料、经过感应炉等熔化、不能有效地进行成分和质量控制生产的钢及其为原料轧制的钢材。地条钢由于其成分难以控制，抗拉和延伸性都很差，90%均为不合格品。地条钢多数是假冒正规厂家的品牌，价格低廉，严重扰乱市场。2017年10月份，在去产能的高压态势之下，1.4亿吨“地条钢”产能终于被彻底清零。这部分隐藏在统计数据之外的实际供给消失，也消除了“劣币驱逐良币”、环境污染、建筑安全隐患等毒瘤。

3、2017-2018 年度环保限产和 2018-2019 年度差异化错峰生产的对比

2017年是“大气十条”第一阶段的收官之年。环保部、发展改革委、财政部、能源局和北京、天津、河北、河南、山东、山西6省市联合公布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，明确“2+26”城市2017-2018年度的大气污染防治任务。“2+26”城市是指京津冀大气污染传输通道，包括北京，天津，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸，山西省太原、阳泉、长治、晋城，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳。在水泥、铸造等行业继续全面实施错峰生产的基础上，石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%。以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。2017年8月31日，环保部召开座谈会，贯彻落实《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》及六个配套方案。次日，环保部召开专题发布会，宣布攻坚战启动。攻坚的主要目标是，在全面完成《大气十条》考核指标的基础上，自2017年10月至2018年3月，京津冀大气污染传输

通道城市细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降15%以上,重污染天数同比下降15%以上。石家庄、唐山、邯郸、安阳、天津、淄博、长治、焦作和晋城九座城市明确钢铁产能限50%。其他城市基本会根据实际情况实行“一城一策”“一户一策”,而不是采用“50%”的标准“一刀切”。

表 2. 化解钢铁行业过剩产能任务目标及完成情况

| | 2017-2018年(最终稿) | 2018-2019年(意见稿) | 2018-2019年(最终稿) | 对比 |
|------|---|---|---|---|
| 主要目标 | PM2.5平均浓度同比下降15%,重度及以上污染天数同比下降15%。 | PM2.5平均浓度同比下降5%左右,重度及以上污染天数同比减少5%左右。 | PM2.5平均浓度同比下降3%左右,重度及以上污染天数同比减少3%左右。 | 由2017年的双降15%,到2018年意见稿的双降5%,到终稿的双降3%,环控压力略降 |
| 限产范围 | “26+2”城市,含河北省雄安新区、辛集市、定州市,河南省巩义市,兰考县,滑县,长垣县,郑州航空港区。 | “2+26”城市,含河北省定州市、辛集市,河南省济源市。 | “2+26”城市,含河北省定州市、辛集市,河南省济源市除河南省所含限产范围。 | 限产范围基本相同 |
| 产能压减 | 2017年采暖季前(2017年11月15日),河北省压减炼钢产能1562万吨,炼铁1624万吨,山东省压减炼铁产能183万吨。 | 2018年,河北省钢铁产能压减退出1000万吨以上,山西省压减225万吨,山东省压减355万吨,河南省压减150万吨以上。 | 2018年,河北省钢铁产能压减退出1000万吨以上,山西省压减退出225万吨,山东省压减退出355万吨。 | 2017年到2018年压减产能的任务逐步减少。 |
| 限产方式 | 石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产50%,以高炉生产能力计,采用企业实际用电量核实。 | 天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市,采暖季钢铁产能限产50%,其他城市限产比例明确不低于30%。限产计量以高炉生产能力计,配套烧结、焦炉等设备同步停限产,采用企业实际用电量核实。 | 实行差别化错峰生产,严禁采取“一刀切”方式。对各类污染物不能稳定达标排放,未达到排污许可管理要求,或未按期完成2018-2019年秋冬季大气污染综合治理改造任务的,全面采取错峰生产措施。 | 从“一刀切”限产50%,到重点城市限产50%,再到取消具体限产比例,严禁“一刀切”,限产整体趋于放松。 |

资料来源:新闻整理 新纪元期货研究

2018年8月生态环境部例行新闻发布会披露,8月29日的专题工作会议审议通过了《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。文件要求2018年10月1日至2019年3月31日,京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降3%左右,重度及以上污染天数同比减少3%左右。方案的实施范围为京津冀及周边地区共“2+26”城市。2018年的行动目标较前期的征求意见稿有所放宽,此前的目标为京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降5%左右,重度及以上污染天数同比减少5%左右。9月16日,唐山市已经率先印发《唐山市重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见》,取消“一刀切”的限产模式,为钢铁行业和焦化行业等制定差异化指标,钢铁行业的差异化指标主要分为排放标准、外部运输结构、产品附加值三个方面,而焦化行业的差异化指标主要分为排放水平、熄焦方式、运输结构三个方面,根据指标将钢铁企业与焦化企业进行分类,坚持质量导向、分类实施、因地制宜和错峰生产与重污染应急响应相结合的四项原则,对企业进行不同程度的限产要求,减排标杆企业甚至可以不限产。

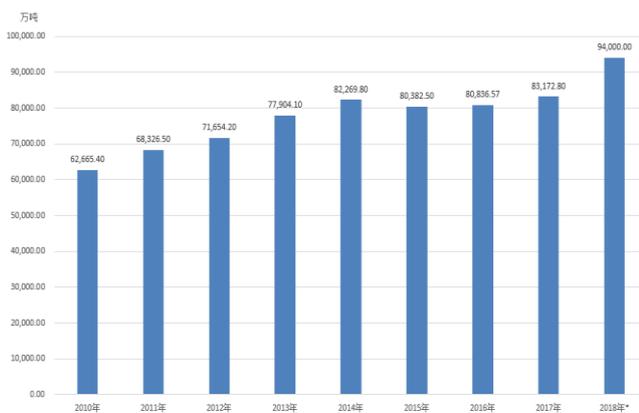
2018-2019年度的秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案与2017-2018年度相比,涉及的城市范围大体相同,压减产能的目标略有下降,重点差异在两点:1、2018-2019年度的环控目标是细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降3%和重度及以上污染天数同比下降3%,去年的环控目标是细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降15%和重度及以上污染天数同比下降15%;2、2018-2019年度的行动方案取消了“一刀切”的限产模式,甚至对各城市限产比例

不作具体要求，而是根据钢铁企业和焦化企业的指标评级进行差异化错峰生产。整体来看，2018-2019 年度的差异化错峰生产方案对钢铁企业和焦化企业开工率的影响远弱于去年，对粗钢产量的抑制作用也并不显著。

4、环保督查回头看

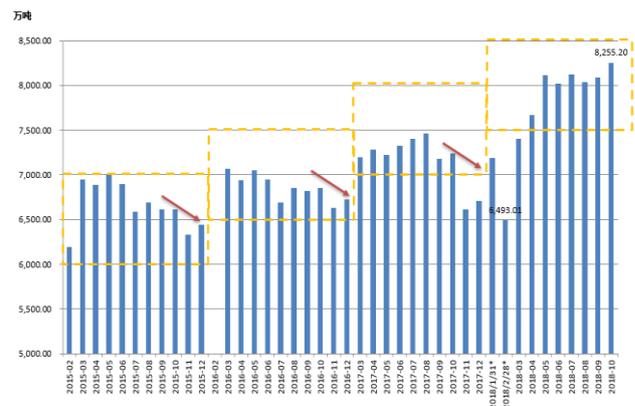
“环保督查回头看”行动自 2018 年 6 月 11 日开始，预计将持续到 2019 年 4 月 28 日。第一阶段：6 月 11 日-8 月 5 日，主要对“2+26”城市“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改以及《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》规定的其他措施落实情况开展“回头看”。自 8 月 20 日以来进入第二阶段：对“2+26”城市、汾渭平原 11 城市开展全面督查，已于 11 月 11 日结束。第三阶段将紧接着展开，重点督促“2+26”城市、汾渭平原 11 城市、长三角地区落实秋冬季减排措施，排查错峰生产及重污染天气各项应对措施落实情况。整个环保督查行动不仅涵盖 2017 年的“2+26”城市，更增加汾渭平原 11 城以及长三角地区三省一市，时间跨度长达 11 个月，国家打赢蓝天保卫战之心可见一斑。

图 7. 粗钢年度产量（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 粗钢月度产量（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

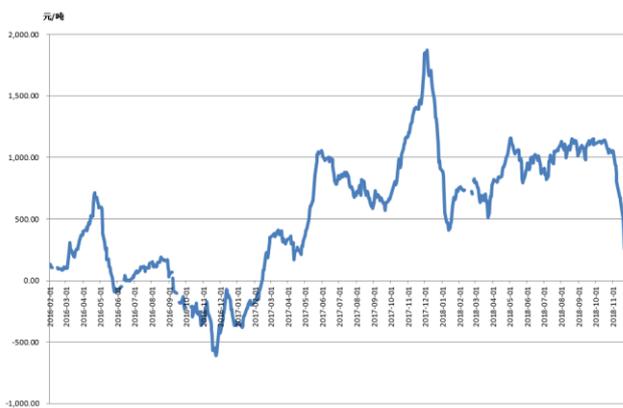
二、粗钢产量维持高位

中国的钢铁产能在 2015 年以前经历了近 10 年的快速增长，自 2011 年逐渐显现出产能过剩的问题，钢材价格一落千丈跌入长达五年的漫漫熊市。2016 年初国务院制订了钢铁行业淘汰落后产能的任务，经过三年时间基本完成，全国实现淘汰钢铁产能 1.5 亿吨，钢铁产能利用率从 70% 逐渐提升至近 90%，但“去产能”并不等同于去产量，2016 和 2017 年全国粗钢累计产量均维持在 8 亿吨之上，单月产量的峰值显著上移，2018 年 1-10 月全国粗钢产量已经高达 78245.80 万吨，预计全年产量将达到 9.40 亿吨。粗钢产量的超预期增长主要受高企的利润水平所驱动，同时今年的限产力度弱于预期，对粗钢产量的制约效果并不理想。除此之外，粗钢产量的增加与统计口径变化也有一定关系，过去非法的“地条钢”产量并未在官方的粗钢产量统计之内，2017 年我国全面出清“地条钢”，产生的需求缺口由合规钢厂增加产量来满足，因此年度统计数据出现“大幅增长”，而产量 1.1 亿吨的增幅恰好对应着去年地条钢清除的数量，钢材的实际供给在 2017-2018 年度变化不大。在明年政策影响趋弱的背景下，粗钢产量应当以市场调节为主，产量或达到 9.5 亿吨，较 2018 年同比温和增长。

三、吨钢毛利润重心将显著下移

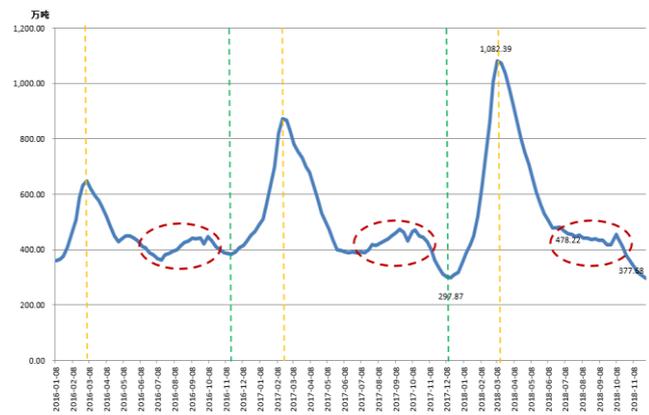
2016 年-2018 年这三年时间里，钢材价格结束长达五年的熊市逐渐步入牛市，钢铁企业利润水平显著好转。2016 年以前，螺纹钢的吨钢利润始终维持在 (-400, 400) 元/吨的区间中，随着供给侧改革的深入，吨钢利润在 2016 年底触及谷底随后不断攀升，不仅完全修复亏损，波动重心更上移至 500-1000 元，2017 年末甚至一度出现近 2000 元的极端水平。2018 年 4 月下旬-10 月末，吨钢利润维持在 1000 元一线窄幅波动，由于采暖季差异化错峰生产政策效果不显著以及冬储迟迟未启动，11 月开始螺纹钢价格快速回落，吨钢利润也被压缩至 300 元/吨。预计 2019 年螺纹钢的利润水平将逐渐回归正常区间。

图 9. 吨钢利润回归正常区间 (元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 螺纹钢社会库存 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、 螺纹钢库存：出货放慢、冬储尚未启动

受房地产、基建等项目开工的提振，钢材需求自三月下旬开始呈现季节性回升，螺纹钢社会库存自 3 月 9 日当周的 1082.39 万吨快速回落，至 6 月初已经跌破 500 万吨大关，近四个月维持小幅震荡回落之势，仅国庆假期前后短暂回升，截至 11 月 30 日当周，全国螺纹钢社会库存报于 295.08 万吨，跌破 300 万吨关口，较上月同期下降 82.60 万吨，较年内高点大幅缩减 787.31 万吨，降幅高达 72.7%；再关注螺纹钢厂库库存，2018 年上半年的主要建筑钢材生产企业螺纹钢库存在 3 月 30 日当周报于 361.92 万吨，随后连续震荡回落，至 8 月 3 日当周报于 165.35 万吨后拐头小幅增加，11 月 30 日当周已经回升至 208.39 万吨。钢材产量高企，厂库存止跌反弹显示钢厂目前出货开始放慢，而社会库存拐点还未出现，由于螺纹钢价格在 2017-2018 年度冬储季（11 月-2 月）大幅冲高回落，令贸易商承受了较大亏损，抑制今年的冬储热情。预期社会库存的拐点应当与钢材价格的拐点相匹配，但今冬贸易商的囤货量将远不及去年，对价格的拉动作用减弱。

第四部分 钢材需求：受经济下行压力所制约

钢材需求自 3 月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入 6-7 月仍显现出“淡季不淡”的格局，8 月开始，拉动钢材需求的“三驾马车”稍显动力不足。房地产投资增速仍维持相对高位，但从 7 月以来增速小幅回落，房地产企业土地购置面积增速和成本增速结束加快的步伐，近两月增速较为平稳，单月房屋新开工面积自 9 月以来逐渐下降，钢材出口订单快速缩减，7-10 月的钢材出口量维持 600 万吨之下，固定资产投资增速和

基建投资增速仍维持双双下滑之势。2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，出口将面临下行压力。整体而言，钢材下游需求将受到经济下行压力的制约。

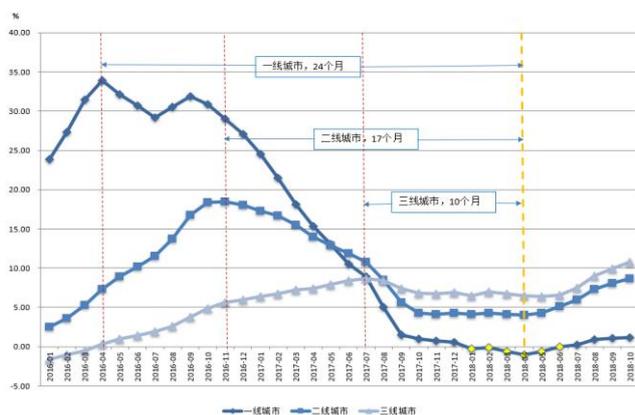
一、 房地产投资难维持高位 新开工高企带来销售压力

在资金偏紧的背景下，2018 年房地产企业加快周转节奏，房地产投资增速整体高于 2017 年，房地产企业土地购置面积增速和成本增速均持续加快，单月房屋新开工面积也高于去年同期水平，在 2018 年前三季度对钢材消费带来显著的拉动作用。但这种节奏难以长期维持，从 7 月开始，房地产投资增速小幅回落，房地产企业土地购置面积增速和成本增速结束加快的步伐，近两月增速较为平稳，单月房屋新开工面积自 9 月以来逐渐下降，但房屋新开工面积增速仍然大幅领先于商品房销售面积增速，房地产市场销售压力将进一步加剧，销售规模无法有效扩大会拖累房企回笼资金和融资，影响后续投资。因此整体而言，2019 年房地产投资难以维持高速增长，房屋新开工对钢材消费的驱动力或将下滑。

1、 房价增速出现回升

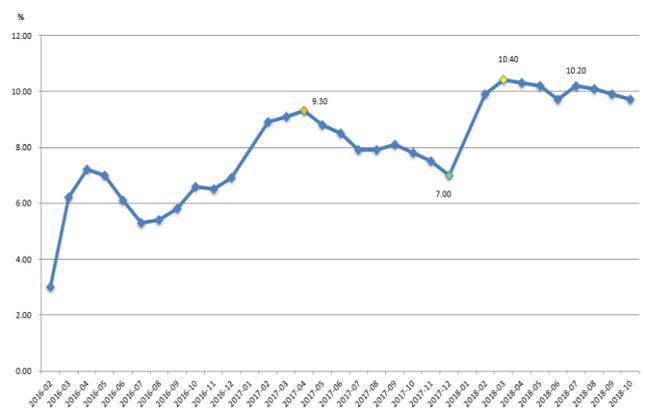
2016 年 9 月份开始，房地产调控政策由宽松转向收紧，“房住不炒”的政策理念逐渐深入，一、二线城市房价过热的势头得到遏制，但今年下半年房价增速再次加快。一线城市新建商品住宅价格指数同比增速自 2016 年 4 月开始逐步回落，经过 24 个月的调整增速在 2018 年 4 月触及-1.00%的阶段低点，随后小幅回升，10 月同比增速报于 1.20%；二线城市新建商品住宅价格指数同比增速的拐点比一线城市晚 7 个月，自 2016 年 11 月开始 17 个月的快速下滑，截至 2018 年 4 月增速回落至 4.00%后止跌回升，10 月同比增速已经回升至 8.7%；而三线城市在新建商品住宅价格指数同比增速在 2016 年 4 月才刚刚回归零轴之上，随后增速小幅提升至 2017 年 7 月达到阶段高点报于 8.7%，拐点较一线城市和二线城市分别晚 15 个月和 8 个月，经过近一年的平稳运行后，增速自 2018 年 5 月再次见低点随后拐头向上，10 月同比增速高达 10.80%，远超一线和二线城市增速。

图 11. 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比 (%)



来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 房地产开发投资完成额累计同比 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2、 房地产投资增速难维持高位

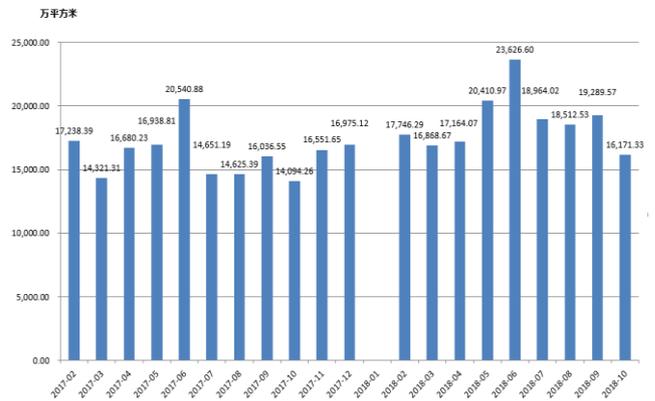
年初项目集中投放，房地产企业资金到位情况好转，房企加快周转节奏，全国房地产开发投资完成额增速自

今年 3 月跃升至 10% 之上, 随后呈现高位小幅回落之势, 2018 年 1-10 月份, 全国房地产开发投资完成额累计 99325 亿元, 同比增长 9.7%, 增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。整体来看房地产开发投资增速在近三年高点不断攀升, 房地产开发投资“逆袭”的主要原因是土地购置面积与成本的快速增长。1-10 月份, 房地产开发企业到位资金 135636 亿元, 同比增长 7.7%, 增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。其中, 国内贷款 19727 亿元, 下降 5.2%; 利用外资 80 亿元, 下降 35.6%; 自筹资金 45512 亿元, 增长 10.8%; 定金及预收款 44942 亿元, 增长 16.3%; 个人按揭贷款 19408 亿元, 下降 0.9%。1-10 月份, 房地产开发企业土地购置面积 21963 万平方米, 同比增长 15.3%, 增速比 1-9 月份回落 0.4 个百分点; 土地成交价款 11695 亿元, 增长 20.6%, 增速回落 2.1 个百分点。但这种高速增长节奏难以长期维持, 实际上从 7 月开始, 房地产投资增速已经开始逐步回落, 房地产企业土地购置面积增速和成本增速也结束加快的步伐, 近两月增速较为平稳, 单月房屋新开工面积自 9 月以来逐渐下降, 但房屋新开工面积增速仍然大幅领先于商品房销售面积增速, 棚改货币化安置比例降低, 房地产市场销售压力将进一步加剧, 销售规模无法有效扩大会拖累房企回笼资金和融资, 影响后续投资。因此整体而言, 2019 年房地产投资难以维持高速增长, 房屋新开工对钢材消费的驱动力或将下滑。

图 13. 房地产企业资金到位增速及土地购置面积增速 (%)



图 14. 房屋新开工面积单月 (万平方米)



来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

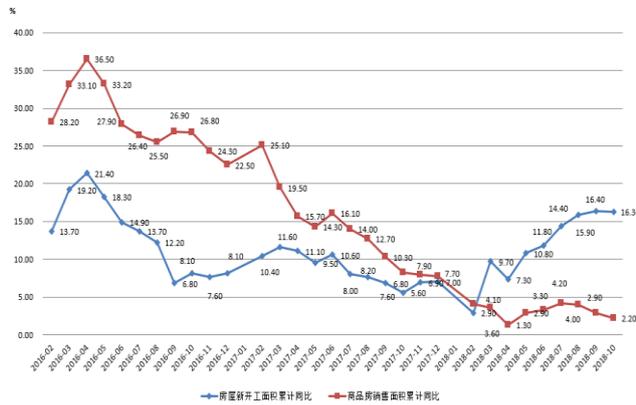
3、房屋新开工热情高涨而商品房销售增速低迷

从具体施工情况来看, 1-10 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 784425 万平方米, 同比增长 4.3%, 增速比 1-9 月份提高 0.4 个百分点。房屋新开工面积 168754 万平方米, 增长 16.3%, 增速回落 0.1 个百分点。房屋竣工面积 57392 万平方米, 下降 12.5%, 降幅扩大 1.1 个百分点。经过计算, 10 月单月房屋新开工面积为 16171.33 万平方米, 较 9 月的 19289.57 万平方米大幅减少 3118.24 万平方米。2018 年房屋新开工面积整体水平要高于 2017 年, 同时开工呈现显著的季节性特征, 即五月和六月基本到达全年峰值, 七八月份季节性回落, 九月略有回升。

在国家宏观调控的影响下, 房屋新开工面积增速和商品房销售面积增速双双自 2016 年 4 月出现拐点, 逐渐结束高速增长时期。其中房屋新开工面积累计同比增速在 2018 年 2 月降至 2.90%, 随后在房地产投资增速回升的提振下, 增速开始快速回升, 国家统计局数据显示, 2018 年 1-10 月房屋新开工面积 168754 万平方米, 同比增长 16.3%, 增速较 1-9 月回落 0.1 个百分点。商品房销售面积累计同比则从 36.5% 的高位逐月下滑, 2018 年前四个月累计同比仅小幅增长 1.30%, 二、三季度增速略有微弱回升, 2018 年 1-10 月商品房销售面积 133117 万平

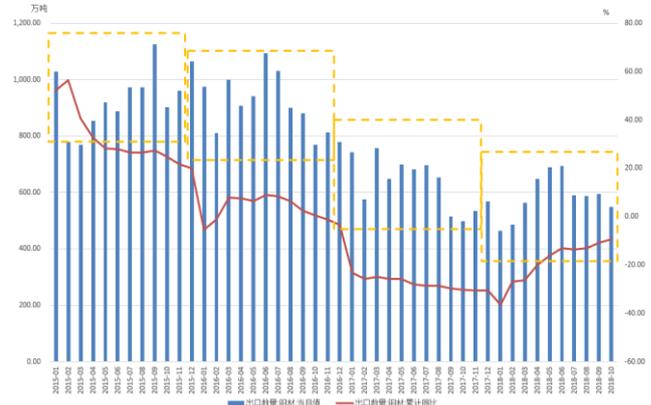
方米，同比增长 2.2%，增速比 1-9 月份回落 0.7 个百分点。由此可见，自 2018 年 2 月开始，房屋新开工和商品房销售之间出现显著分化，开工热情升温而销售增长缓慢，而新开工面积后期将转化为待销售面积，将为商品房销售带来更大的压力。

图 15. 房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速 (%)



来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. 钢材月度出口逐渐回落 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、 出口优势不再 订单逐步减少

2015 年国内钢价经历五年熊市下跌陷入历史低位，供需严重过剩，促使钢材出口热情高涨，2015 年全年累计出口钢材 11239.56 万吨，同比大幅增长 19.9%。2016 年初国家对钢铁行业实施供给侧改革，钢材价格逐步企稳回升，但出口竞争力仍存，2016 年共出口钢材 10849.00 万吨，同比 2015 年下降 3.5%。随着钢材价格重心的不断上移以及国内需求的好转，月度及年度出口量显著减少，出口在钢材总消费中的比重逐步下移，2017 年仅出口 7541.00 万吨，同比骤降 30.5%。

2018 年一、二季度钢价显著回落，内外盘价差扩大，出口优势明显，钢材出口量自年初开始逐步增加，但国内钢价自 3 月以来见底反弹，人民币贬值抵消了部分价格上涨，出口情况尚佳，1 月份钢材出口量仅 465 万吨，6 月份钢材出口量已经达到 694 万吨。随着国内钢材价格进一步飙涨，钢材出口报价与国际价格相差无几，出口订单自 5、6 月逐步减少，同时国内消费好转，钢材月度出口量自 7 月份以来再次步入下降节奏，国家统计局数据显示，2018 年 10 月钢材出口仅 550 万吨，1-10 月累计 5841.30 万吨，同比下降 9.3%。受中美贸易战以及汇率的影响，出口优势不再，2019 年中国钢材出口恐维持 2018 年整体水平。

三、 政策支撑 基建投资有望企稳

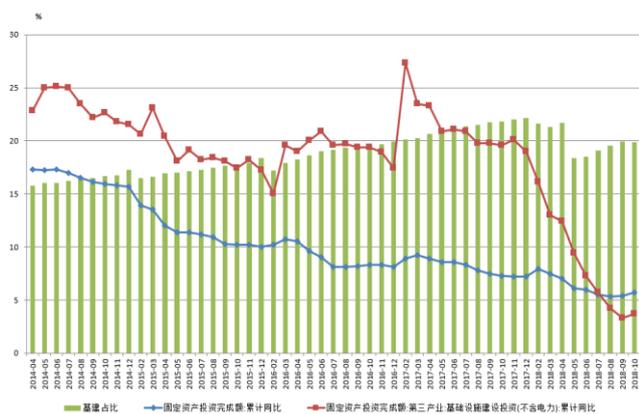
2018 年前三季度，受基建投资持续下滑的影响，固定资产投资增速大幅回落，是拖累经济增速放缓的主要原因。展望 2019 年，随着基础设施补短板项目的加快落实，基建投资有望企稳。

2018 年全国固定资产投资就呈现不断下滑之势，期间仅 2018 年 1-2 月固定资产投资增速有所反弹。国家统计局最新数据显示，2018 年 1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）547567 亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-9 月份回升 0.3 个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.7%，较 1-2 月份大幅下降 12.4 个百分点，环比 1-9 月份提高 0.4 个百分点，为今年以来首次增速回升。今年

以来，城市轨道交通项目审批条件提高，上半年财政支出和地方专项债发行放缓，2018 年前三季度，基础设施建设投资增速持续下滑，正是导致固定资产投资放缓的主要原因。

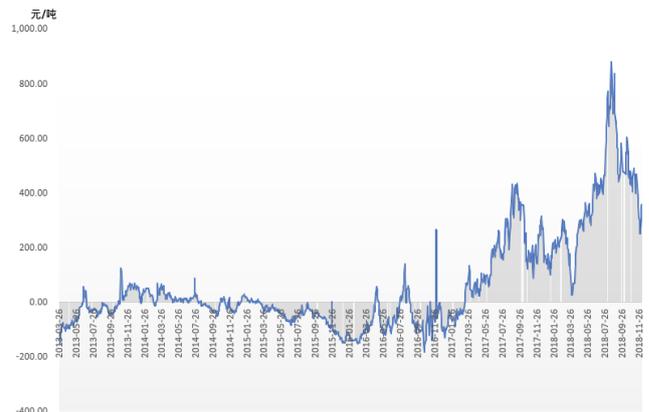
三季度以来，积极的财政政策加码发力，地方专项债发行进度明显加快，财政部催促地方政府在今年 10 月底前应完成 1.35 万亿元地方政府专项债券发行。最新数据显示，今年 8、9 月份共发行专项债 4106 亿元和 7389 亿元。截止 2018 年 9 月底，新增地方专项债已完成全年计划的 85%，剩余额度主要集中在 10 月份发行。2018 年 11 月初，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确铁路、公路和水运、机场等等九大领域补短板的重点任务。意见指出，分配地方政府专项债券规模时，在充分考虑债务水平基础上，还要考虑在建项目和补短板重大项目资金需求，以及国家重大建设项目库项目储备情况。允许有条件的地方在专项债券发行完成前，对预算已安排的专项债券资金项目通过先行调度库款的办法，加快项目建设进度，债券发行后及时归垫。作为稳增长的重要手段，基建投资在 2018 年前三季度出现断崖式下滑，超出市场预期。随着基础设施补短板项目的加快落实，基建投资有望在 2018 年四季度以及 2019 年逐渐企稳。

图 17. 固定资产投资、基建投资累计同比同步下滑 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 盘面焦化毛利润大幅回落 (元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第五部分 炉料系供需格局相对稳定

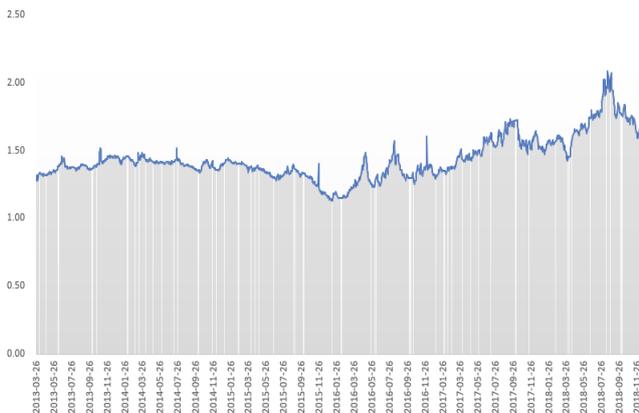
今年秋冬季环保限产的力度较 2017 年有所放松，焦化企业开工率相对平稳，并未出现明显回落，焦炭产量也维持高位，但钢厂限产同样减弱，对焦炭的需求良好，因此焦炭价格仍维持高位震荡。2018 年预期粗钢产量仍有小幅增长空间，焦炭的供需格局较为稳定，焦化利润回归正常区间。四大矿山 2019 年将进一步增产 3000-4000 万吨，而 2019 年中国粗钢产量也预期有小幅增加，铁矿石供需两端均有所增长，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，价格重心有望延续上移之势。

一、焦炭供给相对平稳、焦化利润回归正常区间

黑色系整体供需格局在 5 月逐渐改善，供需两旺使得吨钢利润高企，钢厂逐渐对于焦炭价格作出让步，焦炭现货价格在 5 月-6 月期间陆续八轮调涨，累计涨幅超过 650 元/吨，7 月遭遇四轮累计 350 元/吨左右的下调，9

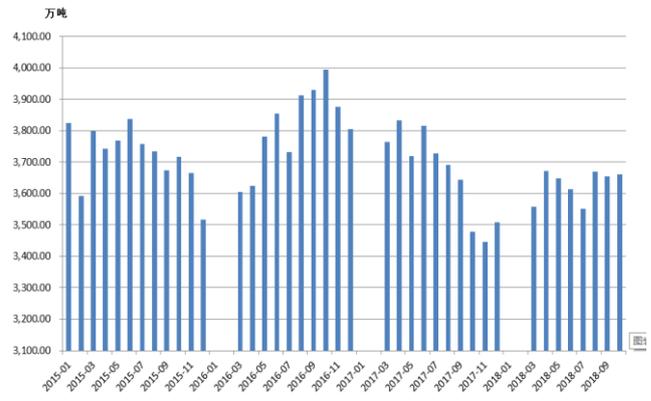
月又快速上调六轮价格，累计涨幅再次高达 650 元/吨，推升焦炭现货价格达到 2500-2600 元/吨，焦化企业利润得到良好修复，自三月下旬开始，盘面焦化毛利润（粗略估算）自零点快速回升，至 8 月 17 日冲高至 880 元/吨，焦炭与焦煤的比值也从 1.4:1 的正常水平飙升至 2.0:1，8 月中旬开始焦炭期货价格领衔现货展开调整并且在 11 月下旬加速下跌，现货价格也在 9 月中下旬和 11 月出现两波分别累计 300 和 450 元/吨的下跌，焦化毛利润截至 12 月 3 日已经回落至 302.10 元/吨，煤焦比也下降至 1.62:1。

图 19. 焦炭与焦煤比值存有调整空间



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 焦炭供给水平整体下降、阶段平稳（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

由于利润创历史新高，焦化企业开工热情高涨，但同时受环保因素的制约，焦化企业开工率今年以来基本维持在 75-80%。2017 年 10 月下旬，限产尚未全面发力，焦化企业开工率已经较 9 月下旬有 8-10 个百分点的显著下挫，其中产能<100 万吨的小型焦化企业开工率为 70.91%，产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 66.08%，产能>200 万吨的大型焦化企业开工率报于 79.32%，随后在 11 月-12 月更进一步下滑至 65%左右的水平。但由于今年限产力度不及预期，焦炭开工率下降的空间相对有限。截至 10 月 26 日当周，产能<100 万吨的小型焦化企业开工率报为 79.26%；产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 78.74%；产能>200 万吨的大型焦化企业开工率报于 77.63%，整体较 9 月下旬略有小幅回升，11 月中旬开始，焦化开工率略有下降，12 月 7 日当周，产能<100 万吨的小型焦化企业开工率报为 75.54%；产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率报于 74.17%；产能>200 万吨的大型焦化企业开工率报于 79.13%。

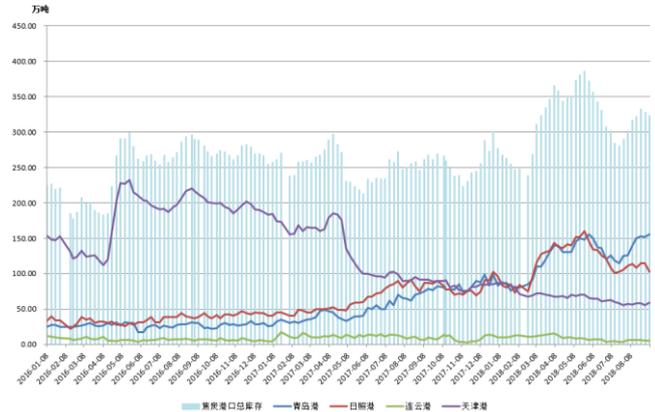
焦炭产量自 8 月起显著回升，随后 3 个月相对平稳。国家统计局数据显示，2018 年 10 月全国焦炭产量为 3660.80 万吨，较 9 月的 3655.40 万吨小幅增加 5.40 万吨，环比微弱增加 0.15%；同比 2017 年 10 月大幅增加 181.80 万吨，增幅为 5.23%；1-10 月焦炭累计产量为 35292.60 万吨，较 2017 年 1-10 月的 36476 万吨大幅减少 1183.40 万吨，降幅折合 3.24%。去年焦炭产量在 1-9 月都维持在较高水平，直到限产开启后的 10-12 月迅速收缩至 3500 万吨左右。河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作，两省淘汰的焦炉共涉及到 19 家企业合计产能 2433.94 万吨（今日智库），但 2018-19 年度采暖季采取差异化错峰生产，并且力度不及预期，预计焦化开工率和产量的缩减较为有限。

图 21. 焦化企业开工率相对平稳（%）

图 22. 焦炭港口库存处于高位（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

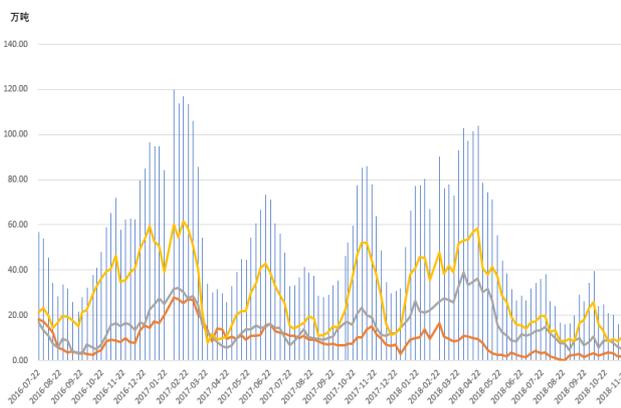


资料来源：WIND 新纪元期货研究

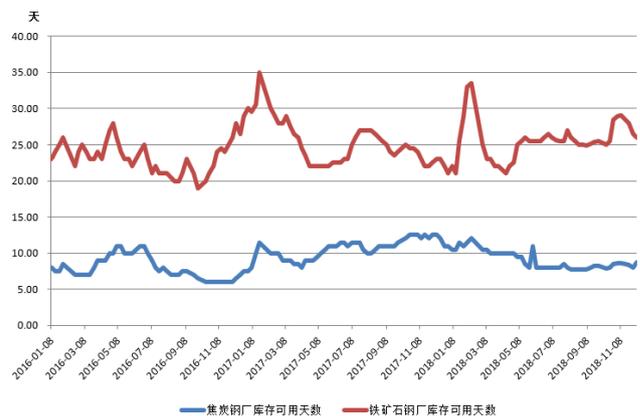
从焦炭库存来看，截至 11 月 23 日当周，全国四大港口焦炭库存量总计 257.50 万吨，连续 8 周小幅震荡回升，整体库存水平较 5 月 25 日的年内高点 386 万吨大幅缩减 128.5 万吨，较去年同期略有小幅增加；焦炭厂库库存存在 9 月中旬以来逐步回升，随后略有回落，11 月 9 日当周报于 15.9 万吨，但截至 12 月 7 日，焦炭厂库库存再次小幅回升至 30.8 万吨，整体水平较 4 月下旬 104 万吨的高点缩减 73.2 万吨，处于相对低迷的位置，显示出近期焦炭生产企业出货情况仍然较好；钢厂焦炭库存平均可用天数至 11 月 30 日报于 8.0 天，自 5 月以来基本均维持低位水平。总体而言，通过焦炭库存水平可以看出目前焦炭供需仍然偏紧，但仍需继续追踪边际变化。

图 23. 焦炭厂库库存相对低迷（万吨）

图 24. 原材料钢厂库存可用天数较为平稳（天）



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

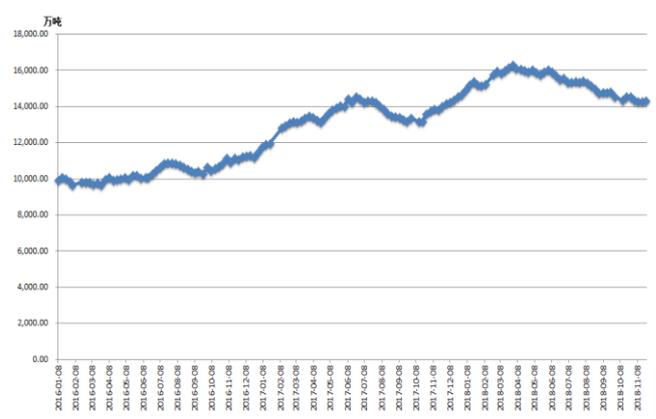
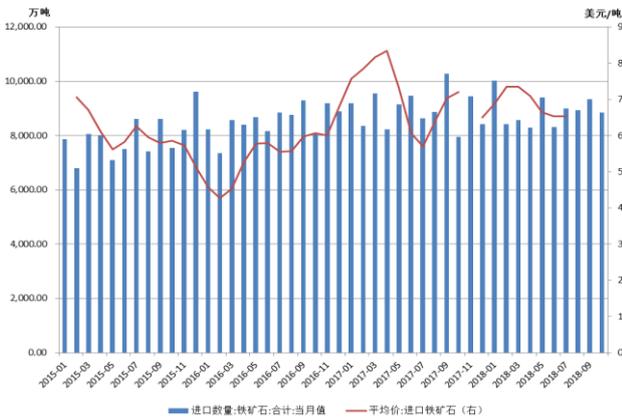
二、铁矿石供需双升 价格重心有望小幅上移

粗钢产量屡创新高，钢厂对于铁矿石需求较强，铁矿石进口量维持高位。海关总署公布的数据显示，我国 10 月铁矿砂及其精矿进口量为 8840 万吨，较 9 月的 9347 万吨大幅缩减 507 万吨，降幅为 5.42%，同比 2017 年 10 月的 7949 万吨则显著增加 891 万吨，涨幅高达 11.21%；1-10 月我国累计进口铁矿砂及其精矿 80348 万吨，同比 2017 年 1-10 月减少 485 万吨，降幅折合 0.54%。铁矿石进口成本的计算公式为（铁矿石美元价格+海运费）

*0.92 (普氏指数转换) *1.17 (增值税) *汇率+港杂费, 截至 12 月 7 日, 62%品位铁矿石进口到岸价为 66.41 美元/吨, 折合人民币后, 干基粉矿到岸含税价为 581.13 元/吨, 自年中低点增加近 100 元/吨。

图 25. 铁矿石进口量、价 (万吨、美元/吨)

图 26. 铁矿石港口库存自 1.6 亿吨回落 (万吨)



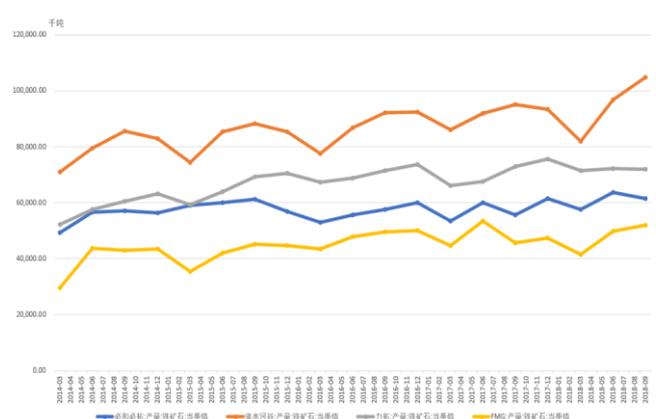
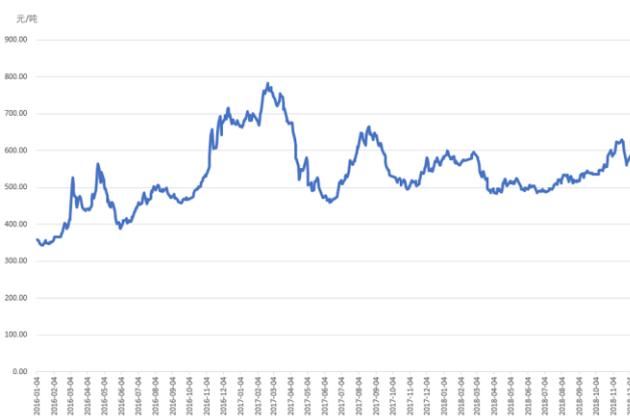
资料来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

铁矿石港口库存自 2016 年中旬突破一亿吨大关后, 连续 22 个月维持震荡攀升格局, 在 2018 年 3 月 30 日当周报于 16284.80 万吨, 刷新历史新高。粗钢产量自 3 月以来逐渐增加, 尤其近三个月爆发式增长, 铁矿石下游消费有所好转, 铁矿石进口量相对平稳, 港口库存逐渐回落。WIND 数据显示, 截至 11 月 23 日当周, 全国铁矿石港口库存报于 14314.08 万吨, 较 10 月 26 日当周的 14518.64 万吨下降 204.56 万吨, 较 3 月 30 日当周的年内高点则大幅缩减 1967.72 万吨, 降幅达 12.09%, 从库存的角度而言, 铁矿石的供给压力阶段性缓解, 但从长周期看, 铁矿石库存水平仍然是在历史高位水平。2018 年钢厂对于铁矿石的采购整体较为平稳, 一般钢厂对铁矿石的库存保持在 20-35 天, 截至 12 月 7 日当周, 进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为 26.0 天。目前而言继续补库的动能一般, 铁矿石供给充足, 钢厂倾向于随行就市采购。

图 27. 铁矿石成本重心小幅上移 (元/吨)

图 28. 四大矿山铁矿石季度产量不断增加 (千吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

2018 年四大矿山铁矿石产量整体增加, 前三个季度共产出铁矿石 825403 千吨, 较 2017 年同期大幅增加 15.65%, 增量为 32223 千吨。按矿山来看, 淡水河谷前三个季度共生产铁矿石 283653 千吨, 同比增加 3.85% 即 10504 千吨; 力拓产量仅次于淡水河谷报于 215782 千吨, 较 2017 年前三个季度多生产 8954 千吨, 折合 4.33%;

必和必拓前三个季度累计生产铁矿石 182668 千吨，较 2017 年同期增加 13365 千吨，增幅 7.89%；福蒂斯丘前三季度产量较去年同期小幅减少 600 千吨至 143300 千吨，降幅微弱仅 0.42%。2019 年淡水河谷将有新项目到达满产状态，全年产能将增加 30000 千吨，力拓、必和必拓也将提升产能利用率，福蒂斯丘产能预计维持现有水平。整体来看，四大矿山 2019 年将进一步增产 30000-40000 千吨，而 2019 年中国粗钢产量也预期有小幅增加，铁矿石供需两端均有所增长，价格重心有望延续上移之势。

第六部分 总结与展望

回顾 2018 年黑色系商品的走势，整体来看维持高位震荡，各商品均未能刷新 2017 年末创造的近十年高点，波动呈现较为显著的趋势性，大致分为四个阶段。2018 年初-2018 年 2 月底，螺纹钢、焦炭、铁矿石价格得益于冬储热情的高涨，均延续 2017 年四季度的上涨行情；春节之后，房地产开工的滞后导致冬储带来的虚拟需求向下游实际需求转移滞缓，加之宏观市场遭遇中美贸易战的重挫，黑色系商品在 2018 年 3 月快速回落；随着房地产投资增速意外回升，房屋新开工突飞猛进，出口订单良好，螺纹钢及炉料迎来二、三季度的需求驱动，价格自 4 月持续攀升至 8 月中旬；8 月底，2018/2019 年度“采暖季限产政策”出炉，环控目标较前期意见稿进一步下调，同时取消“一刀切”的限产方式，对钢铁和焦化企业不作具体限产比例的要求，采用差异化错峰生产方案，市场对此解读为限产宽松，期价开始显著回落，尽管 10 月行情有所修复，但在房屋新开工面积再次见顶收缩、钢材出口显著下滑、基建尚未好转、冬储迟迟未启动等重重利空之下，黑色系商品期价引领现货价格自 11 月快速下挫，钢材利润自 1000 元/吨回归至 300-400 元/吨，焦化利润也自 700-800 元/吨的高位调整至 300-400 元/吨。

2018 年中国经济形势已经面临显著的下行压力，制造业采购经理指数自 5 月开始逐步下滑，表明制造业增速持续放缓，有跌破枯荣分水岭的风险，通胀水平稳中有升，工业品出厂价格指数涨幅持续回落，固定资产投资增速下滑，其中房地产表现好于预期而基建投资持续下滑，消费对经济增长的贡献率有所提升，中美贸易战不断升级对进出口带来巨大压力。2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，居民可支配收入增加，社会消费品零售总额仍将保持平稳增长，出口将面临下行压力，但稳外贸政策将继续实施，预期能够保证出口运行在合理区间。

2016 年-2018 年这三年时间里，钢铁行业产能利用率逐步提升，钢材价格结束长达五年的熊市步入三年牛市，钢铁企业利润水平显著好转，这主要得益于国家主导的政策端发力。2015 年 12 月，中央经济工作会议定调“三去一降一补”；2016 年 2 月，国务院《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨；2017 年 1 月，发改委指出 2017 年 6 月 30 日前必须彻底清除“地条钢”；2017 年 10 月初-2018 年 3 月底，北方“2+26”城市执行采暖季限产政策；2018 年 10 月，“2+26”城市开展秋冬季差异化错峰生产。这些政策均是从钢材供给端出发，以优化产业结构为目的，近三年确实取得了较好的效果。随着各项政策目标的逐步实现，预计 2019 年钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱。

中国的钢铁产能在 2015 年以前经历了近 10 年的快速增长，自 2011 年逐渐显现产能过剩的问题，钢材价格一落千丈跌入长达五年的漫漫熊市。2016 年初国务院制订了钢铁行业淘汰落后产能的任务，经过三年时间基本

完成，全国实现淘汰钢铁产能 1.5 亿吨，钢铁产能利用率从 70% 逐渐提升至近 90%，但“去产能”并不等同于去产量，2016 和 2017 年全国粗钢累计生产均维持在 8 亿吨之上，单月产能的峰值显著上移，2018 年 1-10 月全国粗钢产量已经高达 78245.80 万吨，预计全年产量将达到 9.40 亿吨。粗钢产量的超预期增长主要受高企的利润水平所驱动，同时今年的限产力度弱于预期，对粗钢产量的制约效果并不理想。粗钢产量增加与统计口径变化也有一定关系，过去非法的“地条钢”产量并未在官方的粗钢产量统计内，2017 年我国全面出清“地条钢”，产生的需求缺口由合规钢厂增加产量来满足，因此年度统计数据出现“大幅增长”，而产量涨幅的 1.1 亿吨恰好对应着去年地条钢清除的数量，钢材的实际供给在 2017-2018 年度变化不大。在明年政策影响趋弱的背景下，粗钢产量应当以市场调节为主，产量或达到 9.5 亿吨，较 2018 年同比温和增长。

钢材需求自 3 月以来显著回升，在二季度传统旺季节节攀升，即使进入 6-7 月仍显现出“淡季不淡”的格局，8 月开始，拉动钢材需求的“三驾马车”稍显动力不足。房地产投资增速仍维持相对高位，但从 7 月以来增速小幅回落，房地产企业土地购置面积增速和成本增速结束加快的步伐，近两月增速较为平稳，单月房屋新开工面积自 9 月以来逐渐下降，钢材出口订单快速缩减，7-10 月的钢材出口量维持 600 万吨之下，固定资产投资增速和基建投资增速仍维持双双下滑之势。2019 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持 2018 年的高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，出口将面临下行压力。整体而言，钢材下游需求将受到经济下行压力的制约。

今年秋冬季环保限产的力度较 2017 年有所放松，焦化企业开工率相对平稳，并未出现明显回落，焦炭产量也维持高位，但钢厂限产同样减弱，对焦炭的需求良好，因此焦炭价格仍维持高位震荡。2018 年预期粗钢产量仍有小幅增长空间，焦炭的供需格局较为稳定，焦化利润回归正常区间。四大矿山 2019 年将进一步增产 3000-4000 万吨，而 2019 年中国粗钢产量也预期有小幅增加，铁矿石供需两端均有所增长，同时人民币贬值相应地铁矿石进口成本不断攀升，价格重心有望延续上移之势。

行情展望： 2019 年“去产能”政策粗钢产量持稳略有小幅增加，但需求端受经济下行压力加大的制约，房地产投资增速难维持高位，项目赶工之后库存增加而销售滞缓，拖累 2019 年新开工进展，基建投资或企稳回升，但对钢铁需求的拉动难以弥补地产端需求的下移，出口形势也较为严峻。因此我们认为 2019 年螺纹钢价格重心应当较 2018 年有所下移，呈现 2600-4000 元/吨的宽幅震荡；焦炭价格或呈现 1700-2500 元/吨之间的波动；铁矿石交投重心有望小幅上移，呈现 430-600 元/吨的宽幅区间震荡。

风险点：利好： 新的行业政策出炉、秋冬季大气污染防治计划从严等；

利空： 宏观经济超预期下行、中美贸易战升级、国际油价剧烈波动。

免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
电话：0516-83831105
研究所电话：0516-83831185
传真：0516-83831100
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号新纪元期货大厦

管理总部

电话：021-60968860
传真：021-60968861
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

成都分公司

电话：028-68850966
邮编：610000
传真：028-68850968
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

深圳分公司

电话：0755-33376099
邮编：518009
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
传真：010-84261675
邮编：100027
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

南京营业部

电话：025 - 84787999
传真：025- 84787997
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

徐州营业部

电话：0516-83831119
传真：0516-83831110
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519 - 88059977
传真：0519 - 88051000
邮编：213121
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

南通营业部

电话：0513-55880598
传真：0513 - 55880517
邮编：226000
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512 - 69560998
传真：0512 - 69560997
邮编：215002
地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

电话：021- 61017395
传真：021-61017336
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

杭州营业部

电话：0571- 85817186
传真：0571-85817280
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路 168 号

广州营业部

电话：020 - 87750826
传真：020-87750882
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028- 68850968-826
传真：028-68850968
邮编：610000
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023 - 67917658
传真：023-67901088
邮编：400020
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号