

钢材：供给回归市场调节 需求关注基建增速

内容提要：

- ◆ 2019 年国内经济下行压力较大，中国 GDP 增速从一季度的 6.4% 降至三季度的 6.0%，前三季度 GDP 同比增长 6.2%，除周期性规律外，中美贸易摩擦扰动不断、金融去杠杆等因素放大了经济下行的斜率。2020 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，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。
- ◆ 2016-2018 年三年时间里，供给侧改革不断深化，叠加秋冬季大气污染综合治理攻坚行动带来的限产效应，钢材价格整体震荡上扬、低点逐步抬升。五年的去产能任务仅用时三年就已经完成，采暖季限产政策力度逐年放松，钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱，逐渐回归市场自主调节。
- ◆ 2020 年房地产投资仍将延续小幅下滑，基建或将略好于 2019 年，有望支撑固定资产投资增速。全球经济放缓，发达经济体的钢铁需求量增速下滑，近两年国内钢材价格出口优势减弱，预计明年钢材出口增速仍将小幅回落。因此，整体而言 2020 年钢材消费量或较 2019 年有所缩减。
- ◆ 因年初淡水河谷矿难事故，铁矿石四大矿商今年 1-9 月累计生产铁矿石 769387.0 千吨，较去年同期减少 56016.0 千吨，降幅为 6.79%，全球铁矿石供给出现实质性收缩，复产以及利润驱动使得铁矿石产量在三季度已经恢复性增长。2020 年全年粗钢产量或与 2019 年相比有小幅回落，铁矿石全年供需格局或将有所放松，价格重心预期稳中略有下降。
- ◆ 我国焦炭产量自今年 6 月达到 4168.9 万吨后呈现震荡缩减之势，截至 10 月我国焦炭产量为 3878.3 万吨，较 9 月减少 43.7 万吨，而较 6 月的高点则大幅减少 290.6 万吨，因环保问题，焦炭供给将有较为显著的收缩，后续需观察关停的企业何时复产。需求同样关注粗钢产量回落的预期。
- ◆ 行情展望：随着影响钢材供给的政策性因素逐渐消失，吨钢利润将回归正常区间，粗钢产量回归市场自主调解，2020 年全年粗钢供给有望小幅回落。宏观数据下滑，经济预期不佳，其中直接影响钢材消费的房地产投资增速自高位回落、基建投资略有回升预期、出口形势严峻预计出口量低迷，钢材需求在 2020 年主要依托基建投资的驱动。从时间窗口和价格来看，现阶段螺纹钢价格在冬储预期以及基差回归提振下，仍有一定反弹空间，但冬储力度预计有限，逆周期调节政策驱动下，春季基建或发力提振经济，看好黑色系春季行情，螺纹钢在明年二季度反弹高点或达 4000 元/吨，下半年需求预期回落，黑色系以调整为主，整体价格呈现先扬后抑之势，低点或与今年相似，在 3000-3200 元/吨。

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

螺纹仍有反弹空间

炉料跟涨力度有限

20191130

钢材上下游短期供需良好

非采暖季限产或形成扰动

20190430

供需均有回升预期

调整或现买入机会

20190331

供需两端均将启动

黑色震荡酝酿反弹

20190228

第一部分 行情回顾

在 2019 年度中国期货市场投资报告中我们曾预期“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”，实际上 2019 年黑色系商品的整体走势大致符合此前的判断。

图 1. 2019 年 1 月 2 日-12 月 3 日黑色系商品价格指数走势（元/吨）



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

截至 2019 年 12 月 3 日，黑色系四个主要商品的价格指数以铁矿石领涨，全年涨幅高达 25.85%，并刷新历史高点，螺纹、焦炭、焦煤收盘与去年末相差无几，基本呈现出宽幅震荡格局，年内高点也低于 2019 年的高点。全年的价格波动主要分为三个阶段：上半年的上涨行情、年中到四季度中旬的下跌行情和年末的反弹行情。第一阶段当中铁矿石拉涨的时间最长、涨幅最大，1 月 2 日至 7 月 16 日共计 130 个交易日累计上涨 72.13%，元月以超跌反弹为主，年后巴西淡水河谷发生尾矿坝决堤事故影响铁矿石供给，推升指数一路飙升至 881.0 元/吨，与此同时钢材供需两端均有所回升，螺纹钢、焦炭、焦煤价格均有 17.34%-19.03% 的涨幅，只不过焦炭在 5 月 27 日率先见顶，焦煤则在 6 月 12 日触及阶段高点而螺纹钢自 7 月 1 日开始拐头下跌。由于第一阶段中铁矿石涨幅远超螺纹和焦炭，吨钢利润在此期间大幅收缩，以致于钢厂生产积极性显著受挫，粗钢产量自 5 月开始逐渐收缩，令炉料端需求大幅减少，而下半年宏观数据不佳、经济下行压力较大、采暖季环保政策再度放松，螺纹钢、铁矿、焦炭、焦煤出现第二阶段的共振式下跌，从时间来看，螺纹钢自 7 月 1 日至 10 月 21 日下挫，用时最短，铁矿石紧随螺纹钢自 7 月 16 日一路下跌至 11 月 11 日，而焦煤、焦炭的跌势与铁矿石几乎同步结束，但开启的窗口要更早。从跌幅来看，螺纹、和焦煤分别下跌 17.98% 和 15.51%，焦炭收跌 26.29%，而铁矿石因修复前期非理性上

涨，大幅下跌 32.65%。目前黑色系运行至第三个阶段，因螺纹钢社会库存运行至近三年低位以及环保措施的影响，螺纹钢自 10 月 21 日率先开启反弹行情，吨钢利润回升带动钢厂对原料的补库预期，同时焦化行业遭遇减产，因此黑色系整体维持震荡偏多。

表 1. 2019 年 1 月 2 日-12 月 3 日黑色系期货指数表现（元/吨）

合约	期初价	期末价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢	3378	3487	4051	3232	+3.23%	25.34%
铁矿石	500.5	630.0	881.0	492.0	+25.87%	79.07%
焦炭	1894.0	1830.5	2355.5	1681.5	-3.35%	40.08%
焦煤	1191.0	1216.0	1436.0	1161.5	+2.10%	23.63%

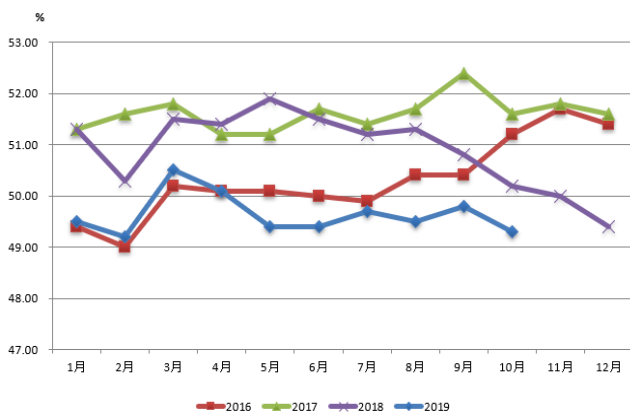
资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 宏观经济下行压力不减

2019 年国内经济下行压力较大，中国 GDP 增速从一季度的 6.4% 降至三季度的 6.0%，前三季度 GDP 同比增长 6.2%，除周期性规律外，中美贸易摩擦扰动不断、金融去杠杆等因素放大了经济下行的斜率。各项宏观数据除 CPI 外均有不同程度的下滑，制造业采购经理指数在 5-10 月曾连续六个月维持枯荣分水岭之下，远低于过去三年同期水平，这表明制造业增速持续放缓；通胀水平回升，而工业品出厂价格指数同比持续下滑，进入负值区域；固定资产投资增速低位运行、略有收缩，其中房地产投资增速尚维持相对高位而基建投资增速低迷不振；进出口增速降幅扩大，消费增速企稳回升。

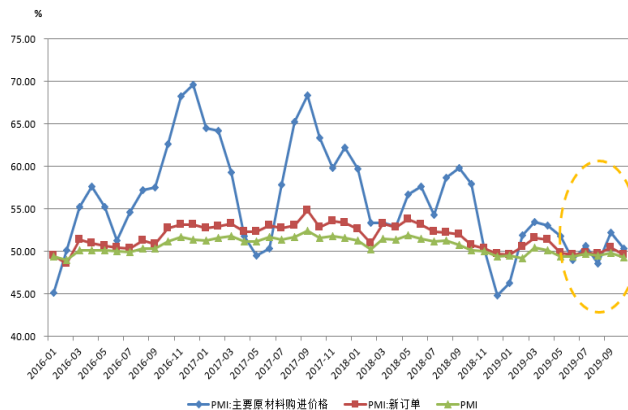
预计 2020 年的经济形势仍然不容乐观，固定资产投资结构将有所变化，房地产投资增速很难维持高位，基础设施建设投资有望企稳，供给侧改革持续深入将支撑制造业投资回升，居民可支配收入增加，出口在中美贸易战的升级中面临下行压力，但稳外贸政策将继续实施，预期能够保证出口运行在合理区间。当前经济在主动去库存阶段尾声，预计 2020 年一季度将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性复苏。

图 2. PMI 整体水平下滑（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 3. PMI 分项指数稳中有落（%）

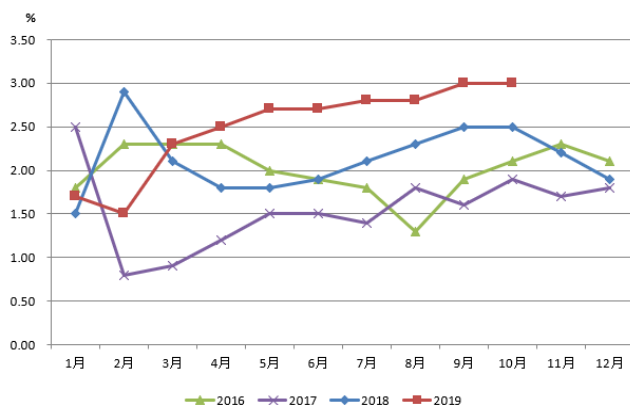


资料来源：WIND 新纪元期货研究

制造业采购经理指数再次回落，连续六个月维持枯荣分水岭之下。今年中国制造业采购经理指数（PMI）整体水平为四年低位，10 月份报于 49.3%，比上月下降 0.5 个百分点，为连续第六个月维持枯荣分水岭之下。从分项数据来看，生产指数为 50.8%，比上月回落 1.5 个百分点，仍高于临界点，生产继续保持扩张态势，但扩张步伐放缓；新订单指数为 49.6%，比上月下降 0.9 个百分点，降至临界点之下，显示出市场需求有所回落；原材料库存指数为 47.4%，比上月小幅下降 0.2 个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量减少。其他相关指标中新出口订单指数报于 47.0%，较 9 月下滑 1.2 个百分点，连续 17 个月维持在枯荣分水岭之下；进口指数较 9 月下降 0.2 个百分点至 46.9%；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数依次为 53.1% 和 52.0%，分别较上月回落 1.8 和 1.9 个百分点。

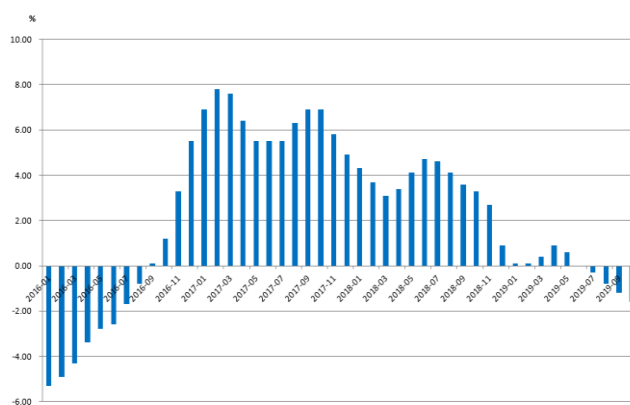
CPI 同比持续飙升、PPI 同比降幅扩大。今年前 10 个月，全国居民消费价格指数同比仅前两个月较为低迷，3 月开始上扬，通胀水平显著提升，主要因食品价格大幅上涨。10 月份全国居民消费价格同比上涨 3.8%，其中食品价格上涨 15.5%，又以畜肉类价格上涨 66.8%，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点；环比上涨 0.9%。2019 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 1.6%，连续六个月回落；PPI 环比微弱上涨 0.1%。工业生产者购进价格同比下降 2.1%，环比上涨 0.2%。1—10 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.2%，工业生产者购进价格下降 0.5%。其中黑色金属冶炼和压延加工业出厂价格同比下降 6.1%，环比下降 0.3%，1—10 月累计同比下降 1.9%。

图 4. CPI 同比持续回升至近四年高位 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 5. PPI 同比降幅扩大 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

货币政策稳健偏松、强化逆周期调节。为了应对我国因中美贸易摩擦升级、国内经济结构调整、金融去杠杆等因素带来的经济下行压力，2019 年货币政策转向边际宽松。今年 1 月初，央行宣布全面降准 1 个百分点，并于 9 月进行第二次全面降准，11 月份首次下调公开市场利率，数量型和价格型的货币政策工具配合使用。2020 年我国经济仍然面临外部和内部的双重挑战，为保持经济运行在合理区间，货币政策将继续强化逆周期调节，货币政策将保持稳健偏宽松倾向，但会保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配，坚决不搞“大水漫灌”，MLF、逆回购以及 LPR 利率有望进一步下调，但降准的空间边际收窄。

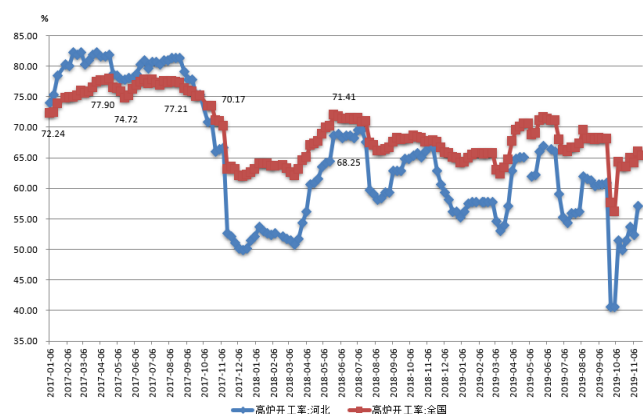
中美贸易摩擦一波三折、进出口增速仍将下行。今年以来，中美贸易摩擦一波三折，期间伴随着“升级—缓和—升级”的不断反复，我国进出口增速加速下滑。从全年来看，中国 1—10 月进口同比下降 5.1%，出口同比下降 0.2%，分别低于去年同期 25.3 和 12.6 个百分点。前 10 个月实现贸易顺差 3402.90 亿美元，较去年同期扩大

880.02 亿美元。直到 10 月初，中美第十三轮高级别贸易谈判达成初步协议，美国暂停对华 2500 亿美元输美商品上调关税，中国加大对美国农产品的采购贸易，摩擦才出现实质性缓和。但双方始终未能在取消已加征关税的方面达成共识，因此第一阶段协议能否达成仍然存在不确定性。随着之前加征的关税影响逐渐显现，2020 年出口仍有下行压力，稳外贸政策将继续实施，同时我国经济正在由主要依靠外需拉动向依靠内需拉动转变。

第三部分 钢材供给：逐渐回归市场自主调节

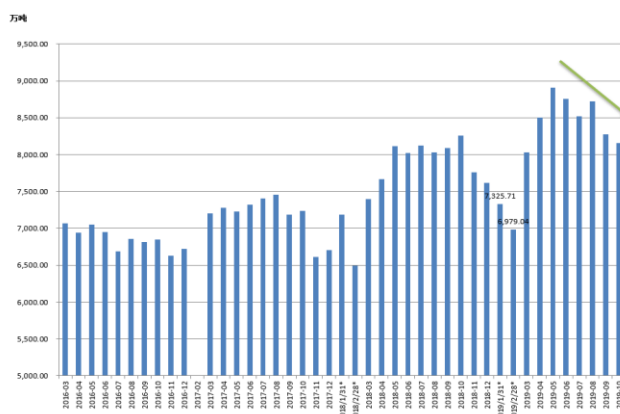
2015 年 12 月，中央经济工作会议定调“三去一降一补”，2016 年 2 月国务院《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1-1.5 亿吨，“去产能”任务成为钢铁行业的重中之重，令钢材价格出现显著转折，自 2015 年底结束五年的熊市下挫开启牛市波动。2016-2018 年三年时间里，供给侧改革不断深化，钢材价格整体震荡上扬、低点逐步抬升，叠加秋冬季大气污染综合治理攻坚行动带来的限产效应，2018 年 8 月下旬螺纹钢价格指数一度触及 4441 元/吨，较 2015 年底的低点 1616 元/吨上涨高达 174.8%。但 5 年的去产能任务仅用时三年就已经完成，而采暖季限产政策也从 2017/18 年度的“一刀切”到 2018/19 年度的差异化错峰生产再到 2019/20 年度的“多排多减、少排少减、不排不减”，力度逐年放松。随着各项政策目标的逐步实现，钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱，逐渐回归市场自主调节。

图 6. 高炉开工率 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 7. 中国粗钢产量近半年震荡收缩 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

一、钢铁去产能目标已经达成

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。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”期间全国钢铁去产能 1.5 亿吨的上限目标已经基本完成，提前两年完成，并且彻底清除了“地条钢”，市场环境得到较好改善，企业效益也有显著好转。2019 年仅有部分地区尚未完成压减粗钢产能的目标任务，今年有望全面完成，之后钢铁行业的工作重点将向兼并重组、

转型升级、布局优化等方面转变，对粗钢产能和产量的影响将较为有限。

二、 环保政策趋于常态化

表 2. 近三年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案对比

	2017/18年度	2018/19年度	2019/20年度
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3%	PM2.5平均浓度同比下降3% 重度及以上污染天数同比减少3%	PM2.5平均浓度同比下降4% 重度及以上污染天数同比减少6%
限产范围	“2+26”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。
限产时间	2017年10月1日-2018年3月31日	2018年10月1日-2019年3月31日	2019年10月1日-2020年3月31日
去产能任务	2017年采暖季前（2017年11月15日），河北省压减炼钢产能1562万吨、炼铁产能1624万吨、焦炭产能720万吨；山东省压减炼铁产能183万吨；河南省压减焦炭产能55万吨。	2018年河北省钢铁产能压减退出1000万吨以上，山西省压减退出225万吨，山东省压减退出355万吨。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；河北、山东、河南省要按照2020年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于0.4的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。	2019年12月底前，天津市关停荣程钢铁588立方米高炉1台；河北省压减退出钢铁产能1400万吨、焦炭产能300万吨；山西省压减钢铁产能175万吨，关停淘汰焦炭产能1000万吨；山东省压减焦炭产能1031万吨。河北省加快压减1000立方米以下炼钢用生铁高炉和100吨以下转炉。河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度4.3米焦炉压减工作。河北、山东、河南要按照2020年12月底前炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右的目标，加大独立焦化企业压减力度。
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%，以高炉生产产能计，采用企业实际用电量核实。2017年10月1日至2018年3月31日，焦化企业出焦时间均延长至36小时以上，位于城市建成区的焦化企业要延长至48小时以上。	实行差别化错峰生产，严禁采取“一刀切”方式。唐山市为例：按照钢铁行业差异化指标主要为排放标准、外部运输结构、产品附加值三个方面，将钢铁企业分为ABCD四类：A类企业，在秋冬季期间不予错峰生产；B类企业在秋冬季期间错峰30%左右（以高炉生产产能计）；C类企业，在秋冬季期间错峰50%左右；D类企业，在秋冬季期间错峰70%左右，烧结（球团）工序全部停产。	应严格评级程序，细化分级办法，确定A、B、C级企业，实施动态管理。原则上，A级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平，在重污染期间可不采取减排措施；B级企业应达到省内标杆水平，适当减少减排措施。对2018年产能利用率超过120%的钢铁企业可适当提高限产比例。

资料来源：生态环境部文件 新纪元期货研究

2016年初以来钢材价格进入牛市波动，一方面是供给侧改革的红利，另一方面也有采暖季限产政策的推波助澜。2017年是“大气十条”第一阶段的收官之年，也是从2017年起连续三年，京津冀及周边“2+26”城市均在采暖季（当年10月1日至次年3月31日）执行大气污染综合治理攻坚行动方案，但政策力度呈现逐年放松的迹象。从攻坚行动的主要目标来看，2017/18年度是细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降15%以上，重污染天数同比减少15%以上；2018/19年度放松至细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降3%以上，重污染天数同比减少3%以上；2019/20年度则再度收紧至细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降4%以上，重污染天数同比减少6%以上。从限产方式而言，2017/18年度采取主要城市“一刀切”，即石家庄、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”；2018/19年度实施差异化错峰生产，严禁采取“一刀切”方式，各地政府根据实际情况制定错峰生产方案，主要以各行业差异化指标为指导对企业进行分类，以唐山市为例：按照钢铁行业差异化指标主要为排放标准、外部运输结构、产品附加值三个方面，将钢铁企业分为ABCD四类：A类企业，在秋冬季期间不予错峰生产；B类企业在秋冬季期间错峰30%左右（以高炉生产产能计）；C类企业，在秋冬季期间错峰50%左右；D类企业，在秋冬季期间错峰70%左右，烧结（球团）工序全部停产；2019/20年度采取“多排多限、少排少限、不排不限”的原则，确定A、B、C级企业，实施动态管理，A级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平，在重污染期间可不采取减排措施；B级企业应达到省内标杆水平，适当减少减排措施。对2018年产能利用率超过120%的钢铁企业

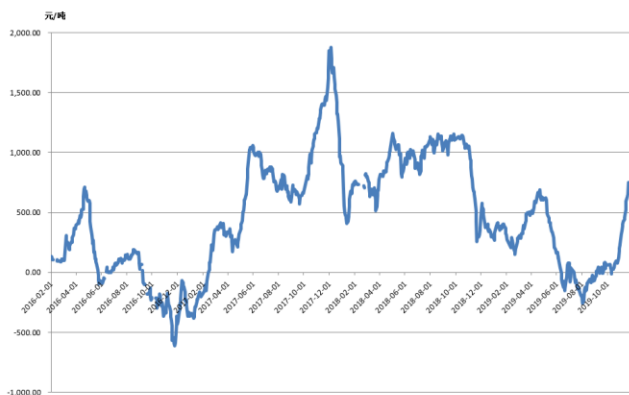
可适当提高限产比例。

今年秋冬季的环控目标不高，也取消了环保和限产之间的等号，对黑色系的拉动作用要弱于过去两年。近三年的政策显露出“环保常态化”的趋势，未来大规模的限产难以重现，不定期的重污染应急响应带来的阶段限产将较为频繁，对黑色系价格将带来扰动。在进行阶段限产时，相对地利好螺纹、利空铁矿、双焦，也有可能出现同步拉涨，但涨幅强弱之间也将有相应的分化。

三、吨钢利润震荡重心下移、粗钢产量有望小幅收缩

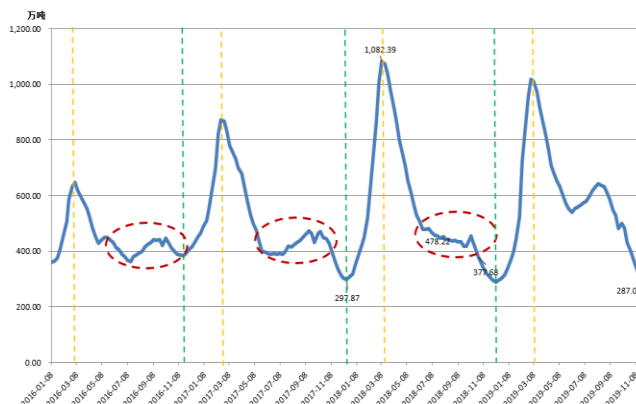
2016 年以前，螺纹钢的吨钢利润始终维持在（-400, 400）元/吨的区间中，随着供给侧改革的深入，吨钢利润在 2016 年底触及谷值随后不断攀升，不仅完全修复亏损，波动重心更上移至 500-1000 元，2017 年末甚至一度出现近 2000 元的极端水平。2018 年 4 月下旬-10 月末，吨钢利润维持在 1000 元一线窄幅波动，由于采暖季差异化错峰生产政策效果不显著以及冬储迟迟未启动，11 月开始螺纹钢价格快速回落，吨钢利润也被压缩至 300 元/吨。2019 年螺纹钢的利润水平逐渐回归正常波动，震荡重心较前两年有所下移。

图 8. 吨钢毛利润高点下移（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 9. 螺纹钢社会库存运行至低位（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

今年一季度，铁矿石价格飙升以及钢材下游需求较好，令螺纹钢现货价格持续走高，吨钢毛利润快速回升至自 4 月 22 日触及 690.46 元，随后逐步回落，6-9 月钢材生产开始出现亏损，钢厂生产热情与利润息息相关，又存在一定的滞后性，高炉开工率从 6 月开始震荡下滑，截至 10 月 4 日当周全国高炉开工率报于 56.22%，较 6 月 6 日当周的 71.41% 缩减 15.19 个百分点，因此粗钢产量也自 5 月达到 8909.10 万吨的历史高点后开始缩减，10 月报于 8152.10 万吨，同比减少 0.60%，为 2016 年以来首次同比下降。整体来看，2019 年全年钢材供给仍然维持较高水平，1-10 月全国粗钢累计生产 82921.5 万吨，较 2018 年同期增长 7.4%，月度产量呈现“缩减-扩张-逐渐回落”之势，主要受吨钢利润水平的驱动。10 月以来吨钢利润由原料端更剧烈的下挫进行修复，10 月末吨钢毛利润报于 228.26 元，进入 11 月之后，螺纹钢现货因库存低迷价格大幅飙升至 4100 元/吨之上，截至 11 月 28 日，吨钢毛利润报于 622.28 元/吨，显著提升钢厂生产积极性，高炉开工率截至 11 月 22 日提升至 65.33%，预期 11 和 12 月的粗钢产量有望环比增加，但增加幅度或有限。随着各项影响钢材供给的政策性因素力度减弱，明年吨钢利润将进一步向正常波动区间靠拢，粗钢产量也有望较 2019 年有小幅回落。

四、去库存加速、冬储力度不会太强

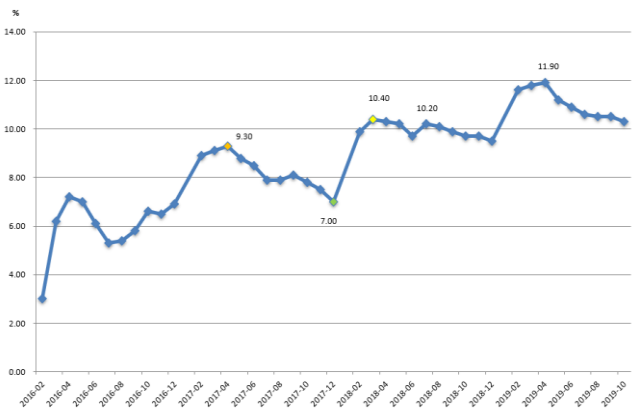
每到秋冬季，除环保题材外钢材市场常绕不开冬储话题，螺纹钢社会库存呈现显著的周期性，每年 12 月初至次年 3 月中旬是库存自低点向高点快速累积的过程，随后受房地产、基建等项目开工的提振，钢材需求自三月下旬开始呈现季节性回升，螺纹钢社会库存进入长达 9 个月的去库存阶段。所谓冬储，即在秋冬季因季节性因素钢材需求下降而供给相对充足时，钢贸商囤积一些库存待春季下游需求好转时销售的行为，除钢贸商固定的销售任务外，通常显示出钢贸商看好来年钢材价格。社会库存的拐点通常与钢材价格的拐点相匹配。

2017-2018 年度冬储季（11 月-3 月）螺纹钢社会库存最高达 1082.39 万吨，而螺纹钢价格在此期间大幅冲高回落，令贸易商承受了较大亏损，2018-2019 年度的冬储热情有所下降，高点小幅下降至 1018.66 万吨。螺纹钢社会库存截至 12 月 6 日报于 288.81 万吨，结束八周连降格局，目前 2019-2020 年度的冬储预期尚未开启。从钢材价格来看，当前螺纹钢生产利润仍有 500 元/吨左右，不是理想的入场时机，期现基差一度超过 500 元/吨，也令钢贸商倾向于在期货盘面买入虚拟库存。从时间来看，2020 年春节较早，节后下游需求未必能如期开工，钢贸商对市场行情预期不算乐观，因此今年冬储的力度预计不会高于去年。

第四部分 钢材需求：基建有望回暖

房地产投资增速自高位震荡回落，房屋新开工面积增速和商品房销售面积增速略有回升，但单月房屋新开工面积下滑，房地产企业土地购置面积增速降幅稍收缩，但仍远低于去年同期水平。今年 7 月中央政治局会议提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，2020 年房地产投资仍将延续下滑态势。2019 年基建投资增速略有抬升但不及预期，国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度，近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额一万亿元，预计 2020 年基建将略好于 2019 年。2019 年前 10 月中国钢材出口量呈持续下降趋势，并且降幅逐步扩大。目前中美贸易摩擦阶段性缓和，但之前已加征的关税尚未取消，预计明年关税对进出口的压力将进一步显现。稳外贸政策将继续发力，但由于全球经济放缓，发达经济体的钢铁需求量增速下滑，近两年国内钢材价格出口优势减弱，预计明年钢材出口增速仍将小幅回落。时间窗口而言，上半年房地产投资惯性较强，将保持相对高位的增速，下半年动力将走弱，基建因资金以及季节性因素，2020 年春季爆发快速回升的可能性较大，受地方政府债务水平的约束，下半年基建增速或再次回落。

图 10. 房地产开发投资完成额累计同比略有回落（%）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 11. 房地产企业土地购置面积同比仍然缩减（%）



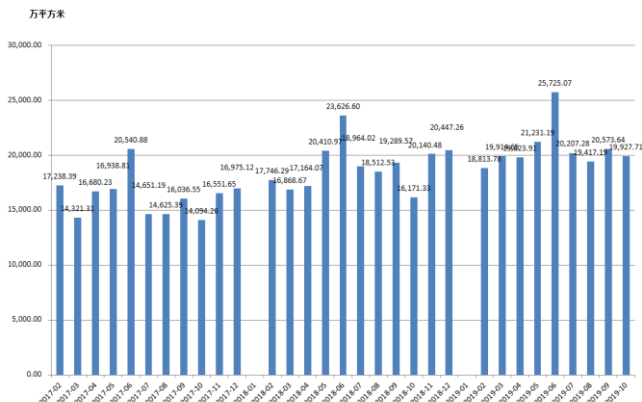
资料来源：WIND 新纪元期货研究

一、 房地产投资高位震荡回落

本轮房地产调控政策始于 2016 年 9 月，同年 12 月中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的政策定位，随后全国各地陆续出台限购、限售、限贷等楼市调控政策。房地产投资增速自 2016 年初进入上行周期，并于 2019 年 4 月达到阶段性高点，之后呈现逐渐回落的态势。国家统计局数据显示，2019 年 1—10 月份，全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速比 1—9 月份回落 0.2 个百分点。与此同时，1—10 月份，房地产开发企业土地购置面积 18383 万平方米，同比下降 16.3%；土地成交价款 9921 亿元，下降 15.2%，降幅均较 1—9 月有所收窄，但房地产企业购地热情降温的事实难改。从房地产投资的资金来源看，2018 年四季度以来，我国房地产开发贷款增速呈现快速回落的态势，截至 2019 年三季度末，房地产开发贷款余额 11.24 万亿元，同比增长 11.7%，增速比上月末低 1.7 个百分点，连续 4 个季度下滑。今年 7 月中央政治局会议提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，2020 年房地产投资仍将延续下滑态势。

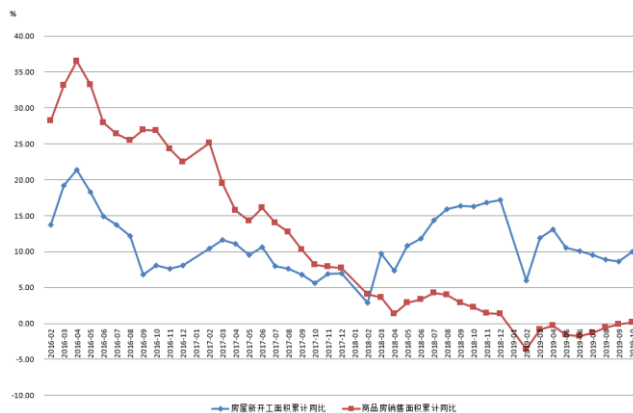
从具体施工情况来看，1—10 月份，房地产开发企业房屋施工面积 854882 万平方米，同比增长 9.0%，增速比 1—9 月份加快 0.3 个百分点。其中，住宅施工面积 598802 万平方米，增长 10.4%。房屋新开工面积 185634 万平方米，增长 10.0%，增速加快 1.4 个百分点。1—10 月份，商品房销售面积 133251 万平方米，增速今年以来首次由负转正，同比增长 0.1%。从单月房屋新开工面积来看，10 月报于 19927.71 万平方米，较 9 月单月减少 645.93 万平方米，降幅约为 3.14%；同比 2018 年 10 月增加 3756.38 万平方米，增幅达 23.23%。今年房屋新开工面积整体水平高于过去两年，但单月房屋新开工面积除 6 月呈现季节性放大外，其余月份几近持平，对于钢材的需求量也相对平稳。

图 12. 房屋新开工面积单月（万平方米）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 13. 房屋新开工面积与商品房销售面积增速略有回升（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、 钢材出口增速下滑

2019 年中美贸易摩擦一波三折，期间伴随着“升级—缓和—升级”的不断反复，我国进出口增速加速下滑。从全年来看，中国 1—10 月进口同比下降 5.1%，出口同比下降 0.2%，分别低于去年同期 25.3 和 12.6 个百分点。前 10 个月实现贸易顺差 3402.90 亿美元，较去年同期扩大 880.02 亿美元。为应对经济下行压力，今年以来，我国出台了诸多稳外贸的相关举措，并取得了积极成效，下一步仍将从三个方面做好稳外贸工作，一是在政策落实

上下功夫，推动稳外贸政策尽快落地、早见成效；二是在优化市场布局上下功夫，要以共建“一带一路”为重点，鼓励企业开拓新兴市场，完善国际营销网络；三是在高质量发展上下功夫，要强化科技创新、制度创新、模式创新和业态创新，做强一般贸易，提升加工贸易，发展其他贸易。

据海关总署统计数据显示，2019 年 10 月中国钢材出口量为 478.2 万吨，同比下降 13.1%，出口金额为 4013.6 百万美元，同比增长 0%，1—10 月累计出口钢材 5509.0 万吨，同比下降 5.8%。2019 年前 10 月中国钢材出口量呈持续下降趋势，并且降幅逐步扩大。目前中美贸易摩擦阶段性缓和，但之前已加征的关税尚未取消，预计明年关税对进出口的压力将进一步显现。稳外贸政策将继续发力，但由于全球经济放缓，发达经济体的钢铁需求量增速下滑，近两年国内钢材价格出口优势减弱，预计明年钢材出口增速仍将小幅回落。

三、 基建投资增速有望回升

2019 年以来，因地方政府专项债加快发行和项目审批步伐加快，基建投资增速总体较 2018 年末有所抬升，但仍显乏力，表现不及预期。2019 年 1—10 月份，全国固定资产投资（不含农户）510880 亿元，同比增长 5.2%，增速比 1—9 月份回落 0.2 个百分点，增速呈现 4 个月连降，为去年 8 月以来新低，其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速也比 1—9 月份回落 0.3 个百分点，表现弱于预期。基础设施建设投资在固定资产投资中的占比在 5 月触及年内低点 17.53%，随后震荡回升，10 月占比 20.42%。今年基建投资增速不佳一方面由于铁路运输业、水的生产和供应业等已经接近“十三五”规划目标，另一方面由于地方政府债务审批更加规范以致于基建资金来源收窄。

图 14. 钢材月度出口持续缩减（万吨）

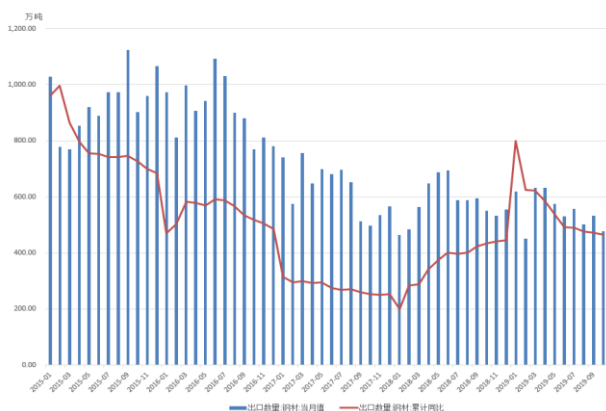
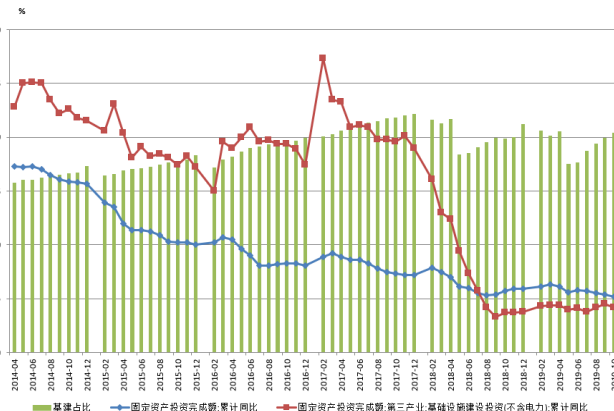


图 15. 固定资产投资、基建投资累计同比稳中有落（%）



来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

国务院总理李克强 11 月 13 日主持召开国务院常务会议，按照党中央、国务院关于做好“六稳”工作和深化投融资体制改革要求，会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。这是对基建和固定资产投资领域有直接积

极作用的一次重要改革。

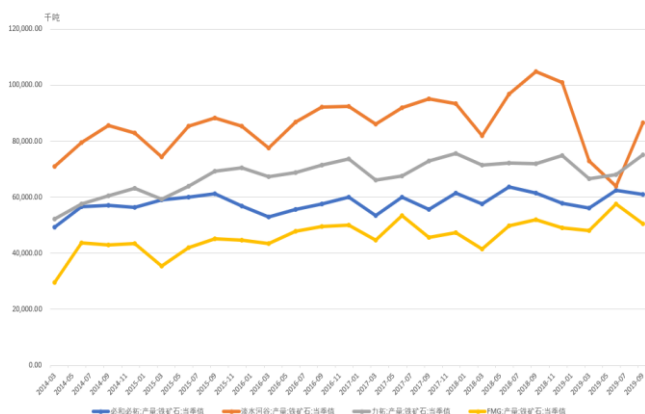
明年是“十三五”的收官之年，要实现全面建成小康社会和 GDP 翻一番的目标，从政策角度来看，减税降费、降准等逆周期调节仍将加码，从资金来源来看，地方政府专项债、PPP、政策性金融债、抵押补充贷款（PSL）投放等自筹资金来源的支撑将加强，明年新增地方专项债额度将会提前下达，预计规模将在今年 2.15 万亿的基础上进一步增加，充分发挥基础设施补短板的作用，国务院要求专项债资金不得用于土储和房地产相关领域，用于基建领域的比例料将提升。随着新一轮基建项目的审批和落实，2020 年基建投资增速有望回升，发挥经济托底的作用。

第五部分 炉料：铁矿供给宽松 焦化产能缩减

一、铁矿石：供给回升

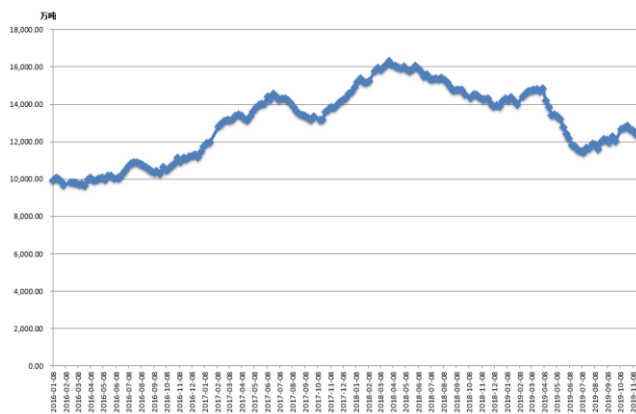
2019 年铁矿石价格大幅冲高回落，截至 12 月 3 日收涨 25.87%，在黑色系商品中一枝独秀。铁矿石价格指数自年初开始上涨，元月以超跌反弹为主，随后指数一路飙升至 881.0 元/吨，1 月 2 日至 7 月 16 日共计 130 个交易日累计上涨 72.13%，主要受春节假期后巴西淡水河谷发生尾矿坝决堤事故影响，铁矿石供给大幅缩减所致。巴西当地时间 1 月 25 日，淡水河谷旗下的 Mina Feijó 矿区发生矿坝决堤事故，事故造成 58 人遇难和超过 300 人失踪，Feijó 矿区 2017 年总产量为 780 万吨，占当年总产量的 2.1%，从产量构成来看，此次事故对全球铁矿石供应格局即刻影响较为有限。但随后淡水河谷公司向巴西能源和环境部提出关闭 10 座上游水坝的申请，并得到了批准，将影响 4000 万吨铁矿石产量，其中包括 1100 万吨球团矿，粉矿 2900 万吨。数据显示，2018 年四季度淡水河谷铁矿石产量为 100988.0 千吨，2019 年一季度则缩减 28118.0 千吨至 72870.0 千吨，降幅高达 27.84%，二季度进一步收缩 8813.0 千吨至 64057.0 千吨。

图 16. 四大矿山铁矿石三季度产量增加（千吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 17. 铁矿石港口库存阶段回升（万吨）



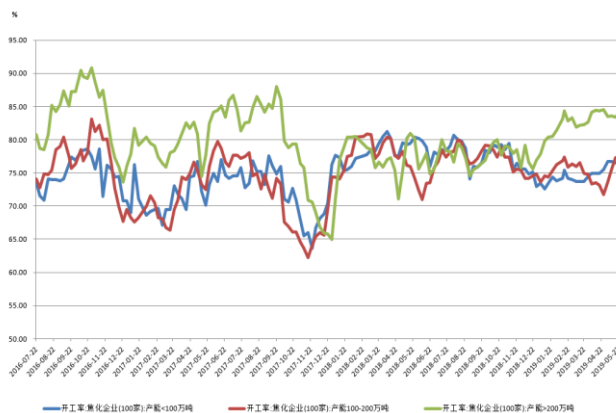
资料来源：WIND 新纪元期货研究

复产以及利润驱动使得铁矿石产量在三季度迎来恢复性增长，截至 2019 年三季度，四大矿商累计生产铁矿石 273426.0 千吨，较二季度增加 21033.0 千吨，涨幅为 8.33%，其中淡水河谷的产量为 86704.0 千吨，较二季度增长 22647.0 千吨；力拓产量为 75117.0 千吨，增长 6976.0 千吨；必和必拓生产 61005.0 千吨，较二季度略有 1590.0 千吨的缩减；FMG 大幅减产 7000.0 千吨至 50600.0 千吨。但四大矿商今年 1-9 月累计生产铁矿石

769387.0 千吨，较去年同期减少 56016.0 千吨，降幅为 6.79%，全球铁矿石供给出现实质性收缩。

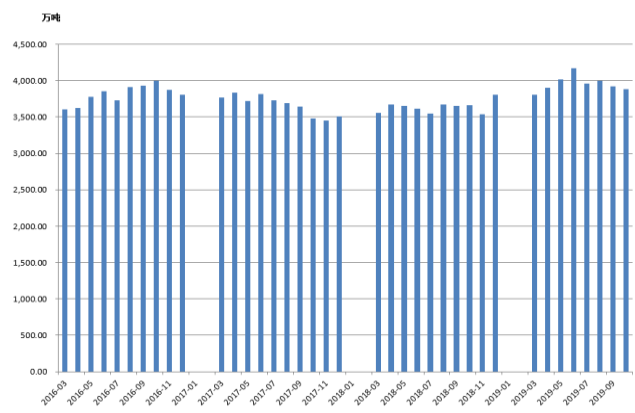
海关总署数据显示，2019 年 10 月我国进口铁矿砂及其精矿 9286.0 万吨，环比 9 月缩减 658.0 万吨，降幅达 6.62%，但 1-10 月累计进口铁矿砂及其精矿共 87863.0 万吨，同比减少 1325.0 万吨，降幅仅 1.49%。2019 年钢材供给仍然维持较高水平，1-10 月全国粗钢累计生产 82921.5 万吨，较 2018 年同期增长 7.4%，从月度出产量来看，粗钢产量自 5 月达到 8909.10 万吨的历史高点后开始缩减，对铁矿石需求下降，同时铁矿石进口量在 7、8、9 月大幅攀升，因此铁矿石港口库存从 7 月初开始震荡回升，至 10 月 25 日当周报于 12836.45 万吨。随着吨钢利润回升带动钢厂开工率有所提高，以及 10 月进口量的回落，铁矿石港口库存略有收缩。我们预计 11、12 月粗钢出产量将有所回升，2020 年全年粗钢产量或与 2019 年相比有小幅回落，铁矿石全年供需格局或将有所放松。

图 18. 焦化企业开工率出现分化 (%)



来源：WIND 新纪元期货研究

图 19. 焦炭产量略有缩减 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

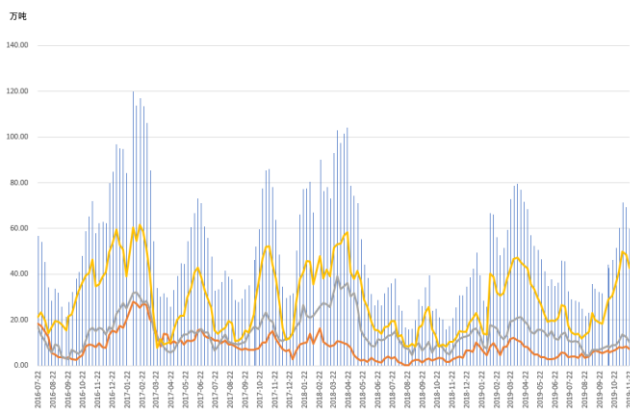
二、 焦炭：产量和库存震荡回落

我国焦炭产量自今年 6 月达到 4168.9 万吨后呈现震荡缩减之势，截至 10 月我国焦炭产量为 3878.3 万吨，较 9 月减少 43.7 万吨，而较 6 月的高点则大幅减少 290.6 万吨。近两个月焦化企业开工率有所回升，焦炭产量本应有回升预期，但 11 月 24 日消息，河北省生态环境厅下发——关于对唐山市汇丰炼焦制气有限公司等 11 家无证排污焦化企业依法停业、关闭及处置的函。唐山市有 14 家焦化企业均在未取得全部环评手续和排污许可证的情况下，建成并投产，目前有 11 家焦化企业仍在生产，处于无证排污状态，属于严重环境违法行为。河北省生态环境厅要求唐山市政府依法立即组织对辖区内无证排污焦化企业或实施停业、关闭；责成唐山市生态环境局依法对焦化企业违法行为处置到位；对不作为、行政乱作为等行为进行严肃查处。同时，唐山市政府应责令区县政府加强对焦化企业监管力度，对已关停和正在关停焦炉设施的企业，确保关停到位，并强化后续监管，不得恢复生产，坚决杜绝无证排污。唐山市实际在产产能 3445 万吨，唐山市 11 家无证排污焦化企业涉及焦化产能 1495 万吨，其中 1435 万吨均为目前在产产能。2019 年 1-10 月我国焦炭月度产量在 3800-4200 万吨左右，累计焦炭产量 39280.90 万吨，2018 年全年产量为 43820.00 万吨，此次唐山焦化关停产能约占 2018 年总产量的 3.27%。因此整体而言焦炭产量将有较为显著的收缩，后续需观察关停的企业何时复产。

从库存情况来看，截至 11 月 22 日当周，焦化企业焦炭总库存报于 59.94 万吨，近三周小幅回落，但整体位

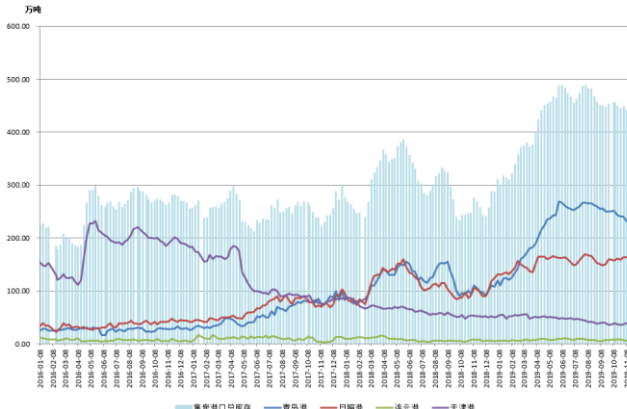
于年内高位，焦企出货不畅；110 家钢厂焦炭库存报于 458.22 万吨，相对平稳，钢厂对焦炭的补库热情不高；焦炭四大港口库存截至 11 月 22 日当周报于 423.0 万吨，延续 8 月初以来的下降之势，并且下降速度继续加快。目前的库存结构为焦化企业库存、港口库存小降，钢厂焦炭库存稳中有升，供给压力不大。

图 20. 焦炭厂库存短线回落（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 21. 焦炭港口库存震荡回落（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第六部分 总结与展望

2020 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，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。当前经济在主动去库存阶段尾声，预计 2020 年一季度将进入被动去库存，经济有望迎来阶段性复苏。

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，“去产能”任务成为钢铁行业的重中之重，令钢材价格出现显著转折，自 2015 年底结束五年的熊市下挫开启牛市波动。2016-2018 年三年时间里，供给侧改革不断深化，钢材价格整体震荡上扬、低点逐步抬升，叠加秋冬季大气污染防治综合治理攻坚行动带来的限产效应，2018 年 8 月下旬螺纹钢价格指数一度触及 4441 元/吨，较 2015 年底的低点 1616 元/吨上涨高达 174.8%。但 5 年的去产能任务仅用时三年就已经完成，而采暖季限产政策也从 2017/18 年度的“一刀切”到 2018/19 年度的差异化错峰生产再到 2019/20 年度的“多排多减、少排少减、不排不减”，力度逐年放松。随着各项政策目标的逐步实现，钢材供给端受政策影响而收缩的力度减弱，逐渐回归市场自主调节。

房地产投资增速自高位震荡回落，房屋新开工面积增速和商品房销售面积增速略有回升，但单月房屋新开工面积下滑，房地产企业土地购置面积增速降幅稍收缩，但仍远低于去年同期水平。今年 7 月中央政治局会议提出“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，2020 年房地产投资仍将延续下滑态势。2019 年基建投资增速略有抬升但不及预期，国务院常务会议决定完善固定资产投资项目资本金制度，近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额一万亿元，预计 2020 年基建将略好于 2019 年。2019 年前 10 月中国钢材出口量呈持续下降趋势，并且降幅逐步扩大。目前中美贸易摩擦阶段性缓和，但之前已加征的关税尚

未取消，预计明年关税对进出口的压力将进一步显现。稳外贸政策将继续发力，但由于全球经济放缓，发达经济体的钢铁需求量增速下滑，近两年国内钢材价格出口优势减弱，预计明年钢材出口增速仍将小幅回落。时间窗口而言，上半年房地产投资惯性较强，将保持相对高位的增速，下半年动力将走弱，基建因资金以及季节性因素，2020 在春季爆发快速回升的可能性较大，受地方政府债务水平的约束，下半年基建增速或再次回落。

炉料方面，因年初淡水河谷矿难事故，铁矿石四大矿商今年 1-9 月累计生产铁矿石 769387.0 千吨，较去年同期减少 56016.0 千吨，降幅为 6.79%，全球铁矿石供给出现实质性收缩，复产以及利润驱动使得铁矿石产量在三季度已经恢复性增长。我国焦炭产量自今年 6 月达到 4168.9 万吨后呈现震荡缩减之势，截至 10 月我国焦炭产量为 3878.3 万吨，较 9 月减少 43.7 万吨，而较 6 月的高点则大幅减少 290.6 万吨，因环保问题，焦炭供给将有较为显著的收缩，后续需观察关停的企业何时复产。2020 年全年粗钢产量或与 2019 年相比有小幅回落，铁矿石、焦炭的需求将较今年略有下降。

行情展望：粗钢产量自 5 月触及年内高点，随后震荡回落，虽然累计产量仍然不断刷新同期历史新高，但 10 月产量同比回落，为 2016 年来首次，现阶段吨钢利润高企，钢厂开工率有所回升，预计粗钢产量在 11-12 月将增加，短期提振原材料端的消费。随着影响钢材供给的政策性因素逐渐消失，吨钢利润将回归正常区间，粗钢产量回归市场自主调解，2020 年全年粗钢供给有望小幅回落。宏观数据下滑，经济预期不佳，其中直接影响钢材消费的房地产投资增速自高位回落、基建投资略有回升预期、出口形势严峻预计出口量低迷，钢材实际需求在 2020 年主要依托基建投资的驱动。从时间窗口和价格来看，现阶段螺纹钢价格在冬储预期以及基差回归提振下，仍有一定反弹空间，但冬储力度预计有限，逆周期调节政策驱动下，春季基建或发力提振经济，看好黑色系春季行情，螺纹钢在明年二季度反弹高点或达 4000 元/吨左右，下半年需求预期回落，黑色系以调整为主，整体价格呈现先扬后抑之势，低点或与今年相似，在 3000-3200 元/吨。

风险点：利好：基建

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，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研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，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。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
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

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
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2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
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：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#