

供需双降过剩延续 严寒之中期盼春风

黑色产业链

内容提要:

- ◆ 2016 年中国经济增速仍然将进一步放缓，支柱行业陷于化解过剩产能、国内外需求缺少增长点、制造业利润下降等都将令经济承压下行，但为保增长，货币和财政政策仍然会温和加码。
- ◆ 2016 年改革将侧重供给端，主要将围绕化解过剩产能、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险四大主线展开。
- ◆ 钢铁产能过剩突出，企业负债率和融资成本高企，但亏损严重资金链紧张，预期 2016 年钢材产销将延续回落，直到黑色产业链产能产生质变、地产库存得到消化进入重建库存周期，并且配合经济的反弹，行业才会焕发新的生机。
- ◆ 钢厂逐步减产，对于铁矿石的需求日渐低迷，铁矿石价格受到进口矿的巨大冲击，疲弱不堪，这种局面在 2016 年上半年将日趋显著。铁矿石最低价格甚至可能触及 40 美元一线。
- ◆ 焦炭、焦煤的供需格局相对平衡，但同样呈现产销双降的趋势。焦炭与焦煤之间的价差不断收缩，焦炭的吨产利润已经消失殆尽。焦化行业趋于减产，而炼焦煤市场后市压力一般，进口方面受到冲击的是澳洲取消关税对成本的拖累。
- ◆ 2016 年上半年黑色系列商品价格将呈现先抑后扬格局，“严寒之中期盼春风”，二季度或有好转，全年则仍处于熊市征途中。
- ◆ 螺纹钢指数预期将呈现 1800-1600-2000 元/吨的波动轨迹。铁矿石指数预期将呈现 320-280-360 元/吨的波动轨迹。焦炭指数预期将在 600-750 元/吨区间波动。焦煤指数预期将在 500-630 元/吨区间波动。操作上建议先抑后扬，波段操作。



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

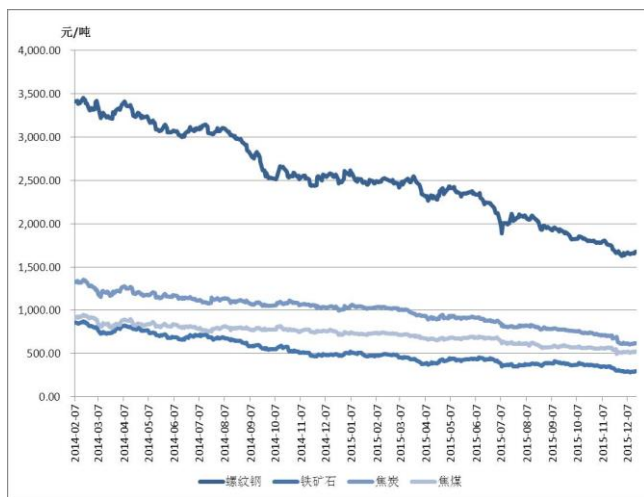
苏州大学数学与应用数学专业理学学士，新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管，主攻黑色产业链研究。

关键词: 熊市基调 经济下行 供需过剩 不破不立 先抑后扬

前言

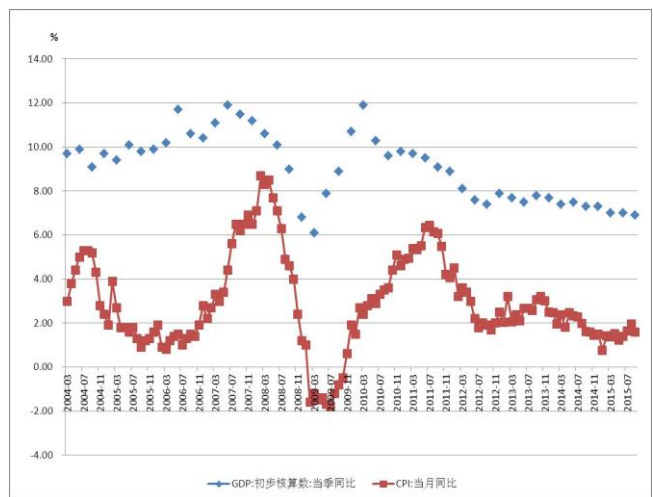
2015 年全年黑色系列商品价格进一步下挫，基本符合我们在 2015 年黑色商品年报中的预期。跌势不仅延续了 2014 年的单边形态，更在宏观经济下行与黑色产业链基本面过剩格局的共振作用下，不断刷新历史低点，至本篇报告截稿时，焦煤、焦炭、铁矿和螺纹钢期货指数价格均创下金融危机以来新低，焦煤指数探至 515.5 元/吨，焦炭指数跌至 626 元/吨一线，铁矿石指数触及 286.5 元/吨，螺纹钢指数则刷新上市以来的新低至 1616 元/吨，领跌商品市场。

图 1. 黑色产业链主要品种活跃合约价格走势



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 中国 GDP 增速与 CPI 增速均处于下降通道



数据来源：WIND 新纪元期货研究

黑色产业链涉及的煤炭、焦化、矿石和钢铁行业，在过去的黄金十年中积累了大量产能，在中国经济转型的“新常态”下，经济增速减缓引发长期的需求下滑令产业链的供需过剩格局凸显。行业利润跟随产品价格同步下滑，企业逐步陷入亏损，全行业减产、停产甚至破产的势头正在蔓延，这样悲凉的局面将延续至 2016 年。

2015 年是改革元年，本轮改革几乎摒弃了过去的刺激手段，由于内需不足、全球经济疲软，“三驾马车”难现新增长点，对经济的驱动作用减弱，改革的重点放在产业结构化调整上，因此以黑色产业链为代表的传统过剩行业，在改革带来的洗牌中首当其冲。“供给侧改革”的概念被提出，显示出单纯依靠刺激需求端拉动经济的方式已经逐渐失效，收缩供给端势在必行。从资金面来看，央行的货币政策和财政政策趋于稳健，黑色产业链是最难获得央行“输血”的行业。因此 2016 年将是宏观经济增速进一步探明阶段底部，大宗商品利用市场调节机制，淘汰落后过剩产能

趋于供需平衡的重要一年。

本篇报告的研究主体是黑色产业链中的螺纹钢、铁矿石、焦炭和焦煤期货，研究思路从宏观面出发探讨 2016 年整体经济形势，黑色产业链所处市场环境，促使供需格局变化的主要因素，对螺纹钢到上游炉料的供给与需求进行推演测算，从而得出我们对黑色系列商品价格在 2016 年中的预期。

第一部分 2016 宏观经济形势展望

2015 年中国经济延续“增速换挡期”，经济结构、产业结构都在加快调整步伐，而潜在增长率趋于下降，全球贸易低速增长，外需持续疲弱，国内需求内生动力不足，投资增速逐渐回落。宏观经济的各项指标均有不同程度的下滑，中国统计局公布的今年第三季度 GDP 同比增速为 6.9%，前两季度均为 7%。三季度增速创 2009 年一季度以来新低。但经过全年到目前为止五次降息降准的“稳健又略显宽松的”货币政策，2015 年宏观经济于四季度逐步趋稳。我们预计全年 GDP 实际增速为 6.9%，能够基本完成政府预定的经济增长目标。

展望 2016 年，中国经济增速仍然将进一步放缓，支柱行业陷于化解过剩产能、国内外需求缺少增长点、制造业利润下降等都将令经济承压下行，但为保增长，货币和财政政策仍然会温和加码。央行工作论文中预计，2016 年真实 GDP 增长预期为 6.8%；明年 CPI 涨幅基准预测为 1.7%，2016 年名义固定资产投资增速将达到 10.8%，高于对今年的预测值（10.3%）。国际投行对于中国经济的预期稍显悲观，巴克莱预计，2016 年中国经济将放缓至 6%，而瑞银预计较为乐观，为 6.2%，花旗的预期为高于 5%，高盛高华预计实际 GDP 同比增速的官方目标将下调至 6.5%，但投行预期较为一致的是中国不会发生雷曼式金融体系的崩溃。

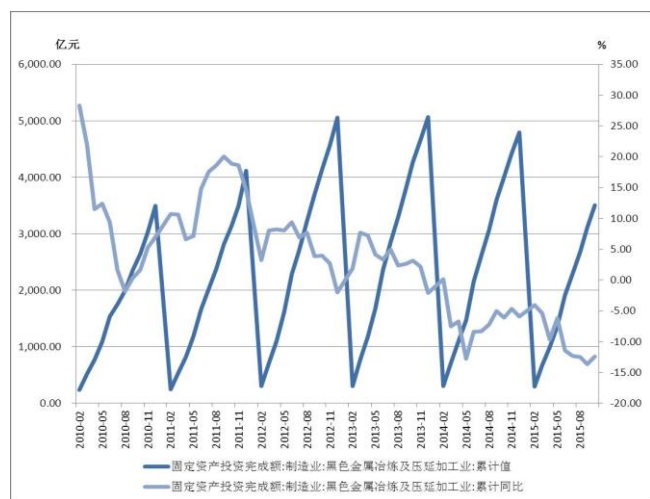
我们在 2015 宏观年报中曾指出，未来中国经济是“L 型”走向，2016 年将是中国宏观经济持续探底的一年，而即便在 16-17 年度经济出现止跌，3-5 年内仍将在“L 型”的横走阶段，这种“软着陆”方式将给中国提供较为宽裕的改革实施和发展空间，酝酿下一个阶段的中高速增长。

在近期领导人讲话中，“供给侧改革”横空出世，成为热门概念。应对经济增速下行，传统手段都是在需求端上面做文章，“投资、消费、出口”这三驾马车是调节经济的常用项目，而自 07 年中国经济增速逐年下滑以来，货币和财政不断扩大对三驾马车的宽松政策，实际上对需求的刺激效果已经开始减弱，因为需求不足之下隐含着供需错配。供给侧结构性改革旨在调整经济结构，使要素实现最优配置，提升经济增长的质量和数量。海通证券认为，“化解产能过剩、降低企业成

本、消化地产库存和防范金融风险是最为关键的 4 个“歼灭战”，供给侧改革将分别在劳动力、资本、创新、政府 4 条主线上推进。”

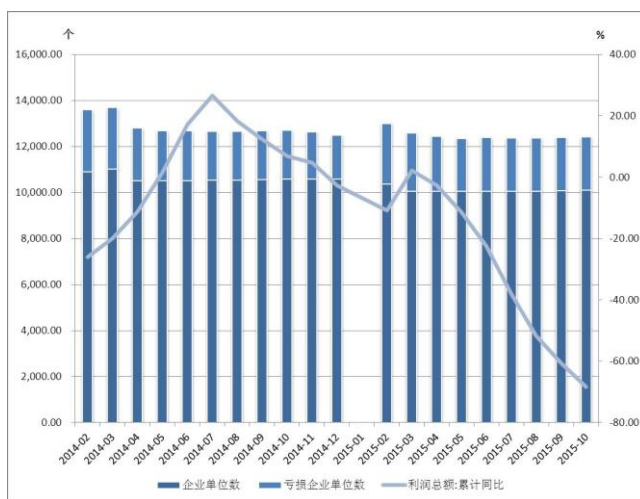
从宏观经济增速的走势和改革的发展思路来看，2016 年经济下行压力依然沉重，改革将围绕化解过剩产能、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险四大主线展开。黑色产业链产能过剩突出，企业融资成本高，钢铁需求端又和地产行业息息相关，现阶段处于下行通道，直到黑色产业链产能产生质变、地产库存得到消化进入重建库存周期，并且配合经济的反弹，行业才会焕发新的生机。

图 3. 黑色金属冶炼及加工业固定资产投资完成额累计



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 黑色金属冶炼及加工业企业现状



数据来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分 黑色产业链供需格局

（一）螺纹钢——供需双降、过剩增加

2015 年全国粗钢产量和表观消费量同比均有 4-5% 的下降，钢铁行业寒冬已至。我们认为供需双降的格局将延续至 2016 年，供求过剩量也将小幅增加。

钢铁行业供给端的收缩，主要由于钢铁行业的减产、停产将在 2016 年进一步蔓延。黑色金属冶炼及压延行业约五分之一陷于亏损，负债率高企，融资成本攀升，资金链面临断裂危险

需求端的收缩，则受制于 2016 下游用钢行业增速的下滑预期，尤其是基建和地产行业，同时支撑 2015 年钢材市场的出口将在 2016 年小幅回落。

1、黑色金属冶炼及压延加工业整体陷于亏损

2015 年前 10 个月，黑色金属冶炼及压延加工业投资额为 3506.84 亿元，同比大幅下降 12.42%。钢铁业在逐步摒弃规模扩张模式。这种“摒弃”并非行业主动改善格局，而是受需求增长趋缓、产能过剩、产业集中度低、原材料价格下滑等多重因素主导，钢铁行业利润率被蚕食殆尽，限产、减产甚至破产的蔓延下，被动的无奈的选择退出，更残酷更准备表述应为“被淘汰”。

在金融危机中坚守的以及修复期新进入的一万一千家黑色冶炼及压延加工企业中，截至 2015 年 10 月仅剩一万（10086）家左右，较 2014 年 12 月减少近 500 家。行业利润总额仅 329 亿元，累计同比大幅减少 68%。行业目前有超过五分之一（2320）家陷于亏损，而亏损企业总亏损累计数额逐月攀升，截止 10 月总计 1067 亿元，同比增加一倍。纳入中钢协统计的大中型钢铁企业中，10 月份盈利情况继续下滑，其中利润收入为-125.16 亿元，环比下降 25%，主营业务收入亏损 148.8 亿，环比下降 27.8%，主营业务月度销售利润率为-5.37%，再创年内亏损历史新高。1 至 10 月，大中型钢铁企业累计亏损 386.38 亿元，其中主营业务亏损 720 亿元，101 家大中型钢铁企业中 48 家亏损，亏损面扩大至 47.5%，平均销售利润率-1.5%。此前数据显示，今年 1 月至 9 月，全国

表 1. 粗钢月度产量及表观消费量

	粗钢月度产量（万吨）			粗钢月度表观消费量（万吨）		
	2015 年	2014 年	同比（%）	2015 年	2014 年	同比（%）
1 月	6,858.36	6,872.75	-0.21	5,890.37	6,342.04	-7.12
2 月	6,194.64	6,207.65	-0.21	5,457.62	5,836.57	-6.49
3 月	6,948.00	7,024.70	-1.09	6,258.51	6,493.30	-3.62
4 月	6,891.00	6,883.77	0.10	6,109.97	6,277.42	-2.67
5 月	6,995.00	7,043.24	-0.68	6,128.07	6,373.15	-3.85
6 月	6,895.00	6,929.39	-0.50	6,073.31	6,299.83	-3.60
7 月	6,584.00	6,832.41	-3.64	5,662.21	6,105.95	-7.27
8 月	6,694.00	6,891.01	-2.86	5,767.68	6,191.10	-6.84
9 月	6,612.00	6,754.05	-2.10	5,526.45	5,995.13	-7.82
10 月	6,612.54	6,752.00	-2.07	5,754.81	5,958.48	-3.42
11 月 E	6,705.08	6,330.00	5.93	5,727.56	5,416.08	5.75
12 月 E	6,686.61	6,809.10	-1.80	5,686.07	5,857.84	-2.93
年度 E	80,676.23	81,330.06	-0.80	70,042.65	73,146.88	-4.24

数据来源：WIND 新纪元期货研究

大中型钢企销售收入约为 2.24 万亿元，亏损总额 281.22 亿元。

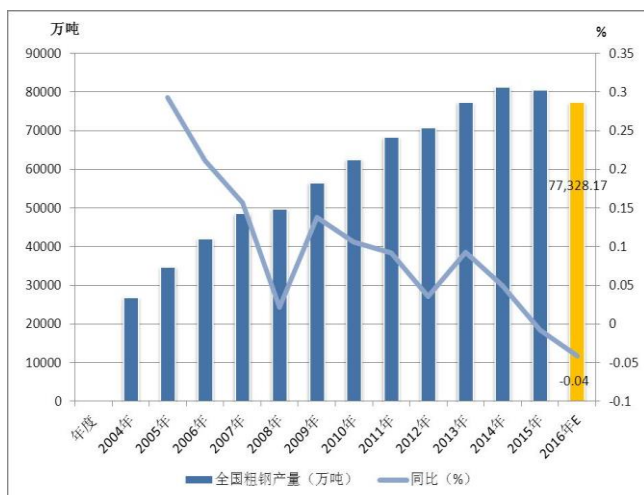
2、减产、停产甚至破产或蔓延 钢铁供给端将收缩

行业特性决定钢铁企业普遍负债率较高，但近两年的大幅亏损令企业缺少偿债能力，传统意义的抗风险能力缺失，企业面临资金链断裂的危险。据中钢协统计，中国规模最大的前 10 家钢铁企业中，首钢集团负债 2845 亿，负债率超过 72%；鞍钢集团负债 1742 亿，负债率超过 60%；河北钢铁集团负债 2354 亿，负债率超过 73%；宝钢集团负债 2289.9 亿，负债率 45.6%；山东钢铁集团负债 1394 亿，负债率高达 78.76%；武钢集团负债 1613 亿，负债率超过 67%；华菱钢铁集团负债总额 955 亿，负债率高达 82%。甚至有 5 家企业负债率超过 100%，未被纳入 86 家钢铁企业统计的中钢集团控股的吉林铁合金有限责任公司，资产负债率高达 111.98%。而钢铁企业除了原材料、产成品库存较高占用资金，竞争激烈、吨钢亏损扩大而难以回笼资金外，还要面对银行业对钢铁业信贷的收紧，融资成本的攀升，因此企业的盈利水平若在 2016 年无法得到较好的修复，那么钢铁行业将面临大面积停产甚至倒闭。目前山西海鑫已经正式破产，萍乡钢厂停产，湖北新冶钢铁停产，河北钢铁传言停产…这种情况将在 2016 年屡见不鲜。

3、粗钢产销双降格局将延续

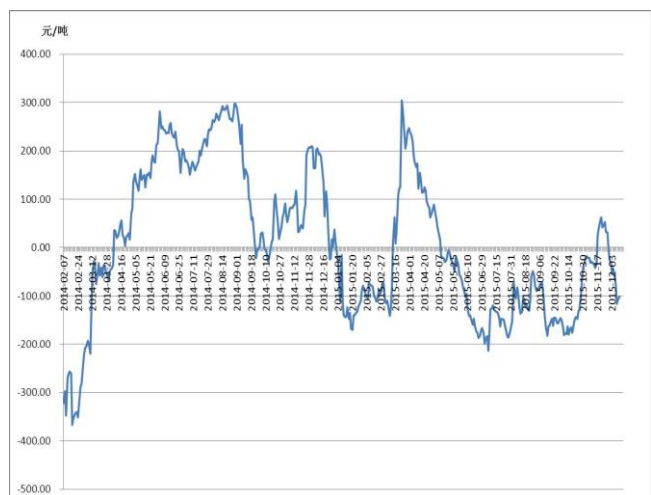
产销双降的格局显示出钢铁行业寒冬已至。国家统计局数据显示，2015 年 1-10 月，全国粗钢产量为 6.75 亿吨，同比减少 1519 万吨，下降 2.2%；全国粗钢表观消费量为 5.90 亿吨，同比

图 5. 粗钢近年产量及 2016 产量预估



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 吨钢生产亏损扩大



数据来源：WIND 新纪元期货研究

减少 3566 万吨，下降 4.55%，国内钢铁消费量的降幅显著大于粗钢产量降幅。我们利用历史数据建立模型，对全年产量数据进行预测，认为 2015 年我国粗钢产量为 8.068 亿吨，同比下降 0.8%，这与近期发布的冶金工业规划院 2016 展望报告中的预测数据较为一致。同时我们预计 2015 年我国粗钢表观消费量为 7 亿吨，同比下降 4.24%。2016 年粗钢产量预估将延续回落至 7.73 亿吨，同比降幅将达到 4%，表观消费量预期降 3% 至 6.79 亿吨。

4、吨钢生产利润深度下挫落入亏损区域

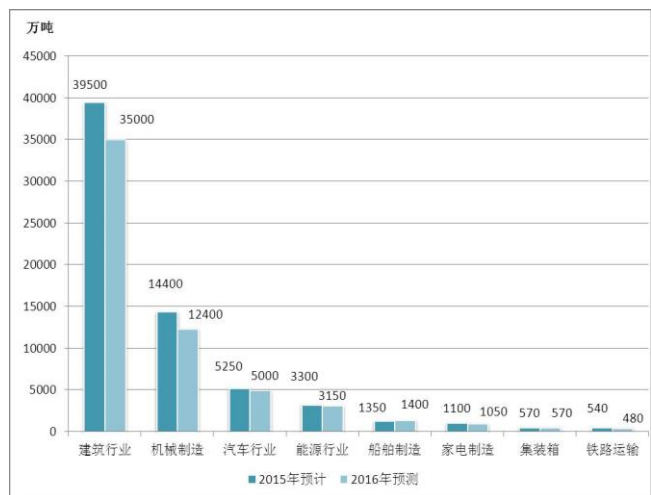
影响供给的主要因素是钢铁产业链的利润，我们利用炼铁-炼钢-轧钢的公式【生铁吨制造成本 = $(1.6 \times \text{铁矿石} + 0.5 \times \text{焦炭}) / 0.9$ ，粗钢吨制造成本 = $(0.96 \times \text{生铁} + 0.15 \times \text{废钢}) / 0.82$ ，HRB400 螺纹钢吨制造成本 = 粗钢 + 合金成本 + 轧制成本 = 粗钢 + 250 元/吨】，利用现货市场相应原料价格来测算轧钢利润。尽管螺纹钢价格在 2014 年深度下挫，由于原材料焦炭价格跌幅与螺纹相当同时铁矿石价格跌幅远胜螺纹钢，因此炼钢仍有利可图。但 2015 年一季度后期钢厂利润出现大幅回落，之后的三个季度除 11 月初外几乎全部陷于亏损，并且吨钢亏损几乎维持在 100-200 元/吨区间。同样的，钢厂开工率也在此时步入低点，2015 年初全国高炉开工率依然维持在 90% 的高位，而到年末已经下滑至 76%，目前来看高炉开工率的下滑主要体现出钢厂减产或停产的情况，但随着四季度末和一季度初期需求寒冬的来临，同时钢厂的生产利润没有获得修复的动能，还要面对紧张的资金链，减产或停产可能将质变成为企业的破产。

图 7. 全国高炉开工率



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 2016 年钢铁下游行业前瞻及对钢价影响预测



数据来源：WIND 新纪元期货研究

5、主要用钢行业增速明显放缓

整体考虑下游需求端在 2016 年可能对钢材价格带来的影响，在众多终端用钢行业中，与钢材联系最为紧密的是建筑行业，我们预计建筑行业在 2016 年仍将处于低速增长周期，这对钢材需求将形成中长期的抑制。冶金工业规划研究院在 2016 展望报告中预计，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%。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。

从房地产行业来看，国家统计局数据显示，2015 年 1-10 月，全国房地产开发投资完成额 7.88 万亿，累计同比增长仅 2%，增速较去年同期的 12.4% 大幅下降 10.4 个百分点，比前 9 个月的增速回落 0.6 个百分点。全国房地产开发投资完成额累计增速自 2014 年以来逐月下滑，目前创下 2009

表 2. 主要用钢行业增速放缓

用钢行业	细分	15 年 1-10 月 (%)	14 年 1-10 月 (%)	同期增减 (%)
基建行业	基础设施建设投资完成额累计同比	17.4	22.6	-5.2
	房地产开发投资完成额累计同比	2	12.4	-10.4
建筑行业	土地购置面积累计同比	-33.8	1.2	-35
	房屋新开工面积累计同比	-13.9	-5.5	-8.4
	房屋施工面积累计同比	2.3	12.3	-10
	房屋竣工面积累计同比	-4.2	7.6	-11.8
	房屋销售面积累计同比	7.2	-7.8	15
	房屋待售面积累计同比	17.8	28.4	-10.6
	汽车产量	0	7.9	-7.9
汽车行业	乘用车	2.2	11.2	-9
	商用车	-11.3	-6.3	-5
机械行业	起重机产量	-3.7	9.7	-13.3
	挖掘机产量	-24.5	-8.8	-15.7
	混凝土机械产量	-17.5	0.8	-18.3
家电行业	空调产量	-0.1	13.3	-13.4
	冰箱产量	-1.4	0.8	-2.2
	洗衣机产量	2.5	-3.2	5.6

数据来源：WIND 新纪元期货研究

年 8 月以来的最低值。同期公布的 1-10 月全国固定资产投资 44.7 万亿，同比增长 10.2%，环比下跌 0.1%。从 2014 年 3 月开始，房地产投资增速就开始落后于全国固定投资增速，并且双方的差距越拉越大。截至 2015 年 10 月，房地产开发投资增速已经落后固定资产投资增速 8.2 个百分点，同时房地产投资完成额在全社会固定资产完成额中的占比，震荡走低至 17.6%。

根据宏观部分我们对 2016 年宏观经济的展望，政府更希望借助市场之手去调节经济结构，大规模的房地产行业刺激政策想必不会出现。房地产企业在 2015 年的状况相比较 2014 年要有所回升，由于房价工资比跌落至近 10 年的低位，商品房销售出现回暖。数据显示，截至 2015 年 10 月末，商品房销售面积累计 94898.12 万平方米，比 9 月末增加 11989.88 万平方米，环比有显著增加，较去年同期相比增加 6404.31 万平方米，涨幅 7.2%。商品房销售自 2014 年大幅下降跌入谷底后似有回升之意，这一现象也可以通过商品房的库存数据得到印证。国家统计局数据显示，2015 年 1-10 月全国商品房待售面积为 68632.00 万平方米，尽管仍在增加周期，累计同比上涨 17.8%，但涨幅较去年同期的 28.4% 大幅下降 10.6%。随着宏观经济的逐步触底，房地产行业在 2016 年将进一步好转，对于黑色产业链是最为重要的利好。

6、钢材出口预计小幅下滑但仍维持高位

由于低价优势，钢材出口量继 2014 年大幅增加为钢价形成支撑后，在 2015 年延续攀升态势。海关总署最新数据显示，2015 年 11 月我国出口钢材 961 万吨，较上月增加 59 万吨，同比下降 1.1%；1-11 月我国累计出口钢材 10174 万吨，同比增长 21.7%。11 月我国进口钢材 92 万吨，较上月减少 3 万吨，同比下降 18.6%；1-11 月我国累计进口钢材 1160 万吨，同比下降 12.3%。钢材进出口方面仍然为净出口，预计较 2015 年全年将较 2014 年下降 7.4% 至 1 亿吨，尽管连续攀升的格局将被打破，1 亿吨的高位出口量也将对国内钢铁企业产生重要支撑。

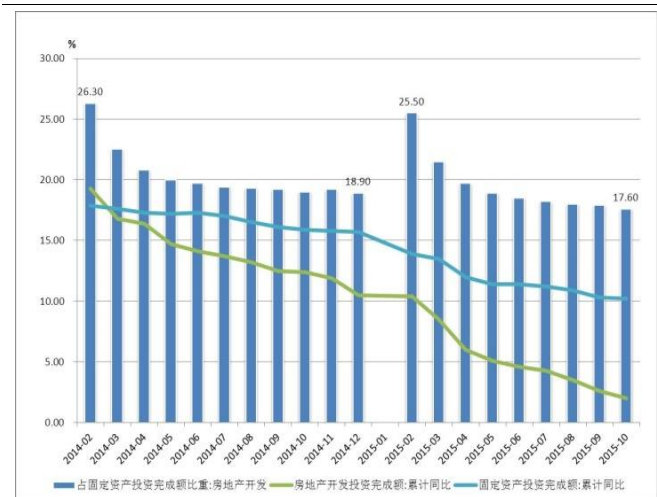
分品种来看，棒材、中厚宽钢带、中板、线材和镀层板带占出口比重达 73%，对于螺纹钢消费的拉动作用较弱，而从出口国别来看，主要集中在东南亚国家，占比达 30% 出口量为 2826 万吨。欧美等发达经济体近两年宏观环境不佳，基建、投资、房地产等用钢行业增速也较为低迷，钢材需求较为清淡。

全球钢材需求预期将继续走弱，同时欧美自身钢铁行业也十分过剩，对中国钢材的大量输出产生抵抗情绪，反倾销措施的严厉制约下，国内钢企的价格优势减弱，因此整体而言，明年全球经济在明年将略强于今年，但料大致与长期平均增长水平相当。后期将受国内外重要假期及季节

性淡季的影响，预计钢材出口情况在 12 月乃至 2016 年 1、2 月都将出现下滑。

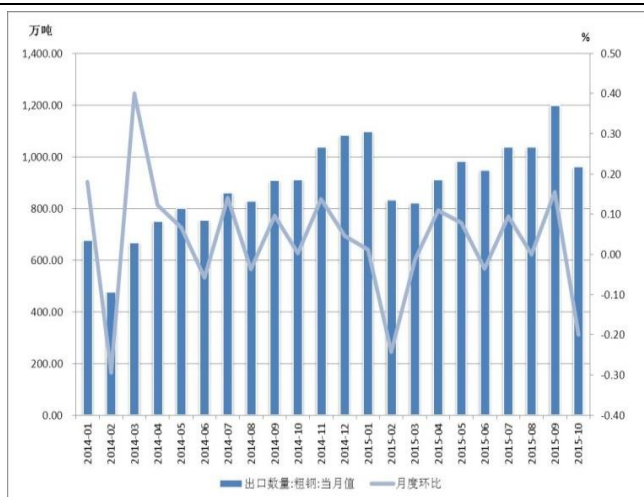
我国钢材出口与内需反向相关，行业回暖仍然需等待国内供需格局改善拐点来临。

图 9. 房地产投资与固定资产投资



数据来源: WIND 新纪元期货研究

图 10. 粗钢出口月度数据



数据来源: WIND 新纪元期货研究

(二) 铁矿石——供给小幅增加、需求大幅收缩

2015 年，整个钢铁行业自下而上的全面过剩，钢铁行业终端需求下滑，钢厂逐步减产，对于原材料端的消费日渐低迷，铁矿石价格还受到进口矿的巨大冲击，疲弱不堪，这种局面在 2016 年上半年将日趋显著。

2015 年全球铁矿石的供应仍在增加，只是增量结构发生改变，高成本的非主流矿山正在逐渐退出市场，而这部分缺口正被主流矿的增产而填补。国内外铁矿石价差扩大，2015 年中国铁矿石进口量呈增长态势，尽管 2016 年将会有更多高成本矿退出，国际矿山并未有减少输出的动能，总体供给或小幅增加。

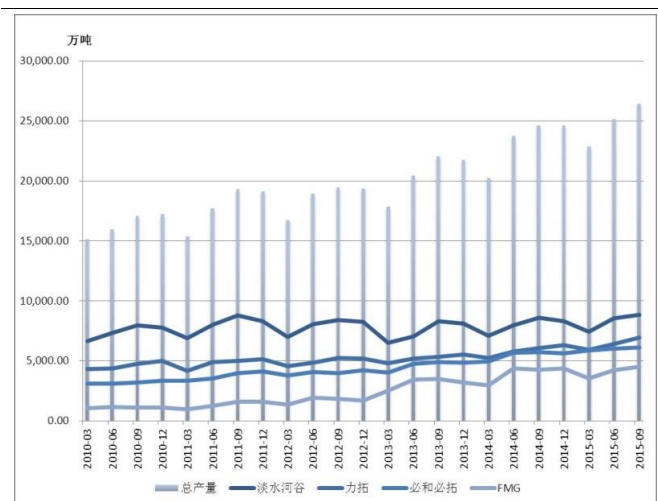
需求端通过我们对于 2016 年粗钢产量的预估进行测算，将同比大幅减少。

1、供给——内矿重挫、外矿增量

2015 年，整个钢铁行业自下而上的全面过剩，钢铁行业终端需求下滑，钢厂逐步减产，对于铁矿石的消费日渐低迷，铁矿石价格还承受着进口低价矿的巨大冲击，疲弱不堪，这种局面在 2016 年上半年将日趋显著。

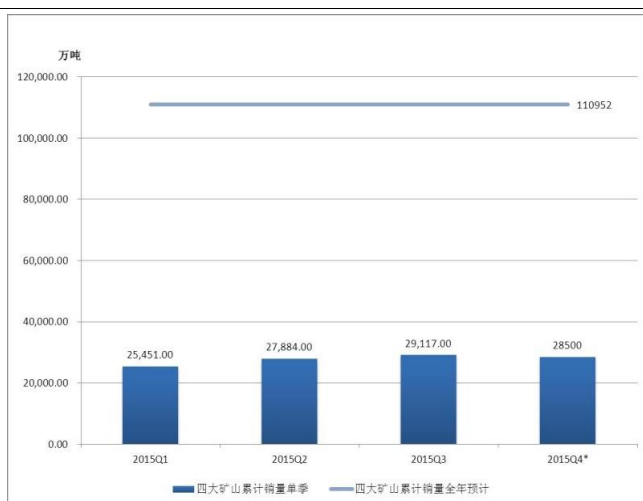
国产矿方面，2015 年呈现量价齐跌格局，以唐山地区为例，年内 100 元降价虽较去年为低，但降幅已有 20%。而国产矿质量和价格相比较进口矿有较大劣势，矿山生存异常艰难。截至 10 月，全国铁矿采选行业企业 2921 家，较 2014 年 12 月的 3221 家大幅减少 300 家，但亏损企业个数自 708 家增加 108 家至 816 家，亏损企业占比从 22%扩大至 28%，而累积亏损额自 64.5 亿元增加近一倍至 126.4 亿元。从产量方面来看，据中联钢统计 2015 年国产精粉量预计减 9000 万吨至 2.6 亿吨，矿山铁精粉开工率自年初的 54.4%下降至 42.4%。国统局统计数据显示，1-10 月全国铁矿石原矿产量 11.35 亿吨，同比下降 8.75%，10 月产量 1.25 亿吨，同比下降 6.4%。市场已至寒冬，国内矿山部分关停，且关停范围由沿海到中部，并向全国范围蔓延。

图 11. 铁矿石四大巨头季度产量



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 铁矿石三大巨头季度销量



数据来源：WIND 新纪元期货研究

国际矿山方面，扩产计划仍在进行，三大矿石巨头必和必拓、淡水河谷和力拓，利用自身成本优势增加产量和出口以抢占市场份额，令其他成本较高的非主流矿山面临退出的局面。

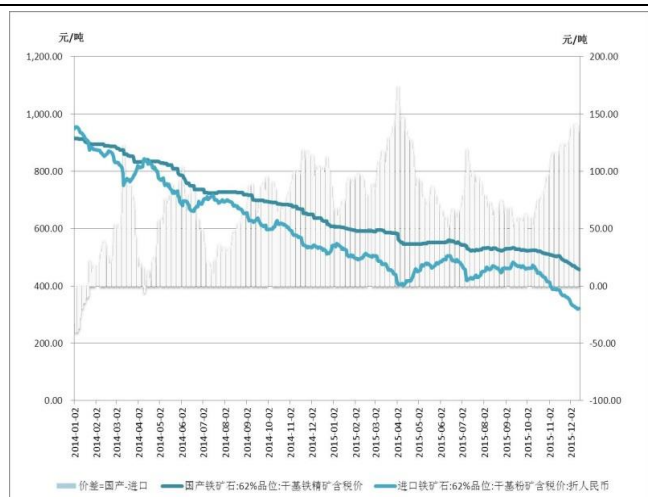
2015 年前三个季度，四大矿山的产量和销量齐齐攀升，淡水河谷仍然占据产量榜首，达 2.48 亿吨，较 2014 年同期增长 1200 万吨，涨幅 5%。从历史数据来看，淡水河谷的产量相对平稳，季度产量维持于 7 千万-9 千万吨之间，呈现较为显著的“二、三季度增，四、一季度降”的季节性规律，而力拓与必和必拓在近六年来产量逐步震荡攀升，分别达到 1.9 亿吨和 1.80 亿吨，同比涨幅 13%和 11%，则 FMG 增长 6%产量为 1.23 亿吨。而从销量来看，淡水河谷和力拓之间的榜眼、探花格局发生逆转，力拓的销量高达 2.45 亿吨，而淡水河谷与必和必拓之间则以 2.078 亿吨及 2.071 万吨的销量并驾齐驱，四大矿山前三季度销量整体攀升，四季度虽然预期将稍有回落，全年销量仍将高达 10 亿吨。总体而言，四大矿山 2015 年的产销情况基本符合扩产计划，而它们如此“没

有底线”地扩大输出主要得益于“没有底线”的成本。据悉，今年第三季度，FMG 铁矿石现金生产成本大幅下降至 16.8 美元/吨，折算干吨 37.8 美元/吨，合人民币约 248 元/吨。其他三大矿山也同样在不遗余力地降低现金成本，力拓和必和必拓的现金成本早在今年第一季度就已经降至 20 美元/吨之下。淡水河谷也于近日表示，将进一步削减铁矿石成本，在 2018 年之前，将现金成本降至 13 美元/吨之下。因此 2015 年全球铁矿石的供应仍在增加，只是增量结构发生改变，高成本的非主流矿山正在逐渐退出市场，而这部分缺口正被主流矿的增产而填补。

2、铁矿石进口量小幅增加

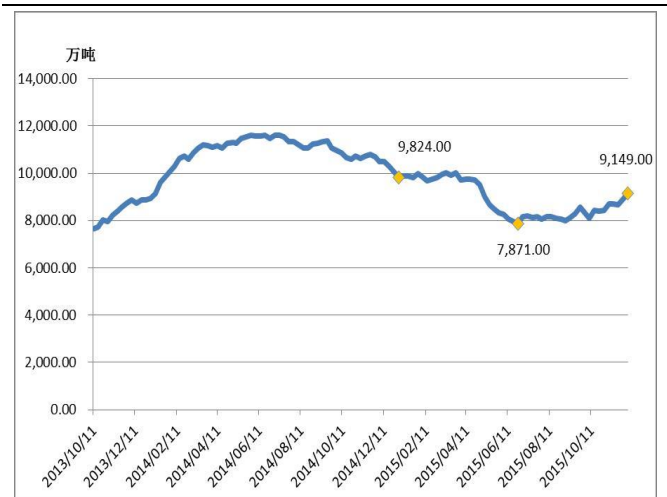
国家统计局数据显示，2015 年 11 月，我国进口铁矿石 8213 万吨，较上月增加 661 万吨，环比增长 8.8%，同比增长 21.9%；1-11 月我国累计进口铁矿石 85655 万吨，同比增长 1.3%。11 月铁矿石进口均价 57.31 美元/吨，较上月下降 1.27 美元/吨。

图 13. 铁矿石内外价差



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. 铁矿石全国港口库存



数据来源：WIND 新纪元期货研究

分国别来看，1-10 月份我国铁矿石进口量前 10 位国家中，澳大利亚同比大幅增加 4275 万吨至 45535.62 万吨，增幅 9.39%；巴西同比增加 800 万吨至 14149.51 万吨，增幅 5.66%；另外南非和秘鲁同样也保持了相对平稳的增幅。从四大矿山今年三季度财报来看，中联钢预计 2015 年年末澳洲、巴西将同比增产 5500 万吨铁矿石，预计 2015 年全年中国对澳洲、巴西铁矿石进口量将增加 7100 万吨。而受市场压力预计非主流铁矿进口量将减少 5200 万吨，综合看 2015 年进口铁矿量将同比去几年增加 1900-2000 万吨。年末的澳洲、巴西进口订单要到 1 月才会陆续到港，因此 2016 年初的铁矿石供给压力会增加。

表 3. 铁矿石主要进口国数据

	产量			出口至中国量			
	2014	2015 E	2016E	2014	2015E	2016E	变量
澳洲	78500	83000	87000	54830	60923	64000	3077
巴西	41000	42000	42000	17090	18115	18000	-115
俄罗斯	16600	16000	16000	619	820	800	-20
印度	14000	13000	15000	784	225	1000	775
乌克兰	8200	7800	8000	1854	2031	2000	-31
南非	6800	6300	6000	4360	4287	4000	-287
伊朗	5000	4000	3000	2173	1152	700	-452
加拿大	4200	3500	3500	1100	842	850	8
智利	1500	1400	1500	1107	877	900	23
秘鲁	1100	1200	1300	1032	1090	1100	10
毛塔	1300	1100	1000	1005	705	500	-205
蒙古	800	800	700	691	605	600	-5
马来西亚	1500	750	500	947	240	250	10
印度尼西亚	1000	700	500	451	203	200	-3
哈萨克斯坦	700	400	400	415	61	0	-61
塞拉利昂	2100	350	1500	1903	307	1000	693
墨西哥	500	100	100	340	58	100	42
其余	8200	7600	7000	2550	1434	1000	-434
总计	193000	190000	195000	93251	93975	97000	3025

表格来源：中联钢

铁矿石库存在 2015 年运行的相对平稳，最高点位于年初为 9824 万吨，随着粗钢开工率自高位下滑，铁矿石港口库存得到一定消化，因此在年中触及低点 7871 万吨，随着钢厂减产、停产增多，铁矿石库存重回上升趋势，截至目前为止铁矿石全国港口库存为 9149 万吨。整体来看 2015 年的库存较 2014 年动辄 1 亿吨的水平已经出现显著下滑，但纵观历年数据依然处于历史高位区域（见图 12）。根据前述部分对 2015 年全国粗钢产量 8.07 亿吨的测算结果，折合成 62% 品味铁矿石用量为 13.02 亿吨。当前港口库存近一亿吨，铁矿石进口量全年预计将达到 8.7 亿吨，更不用说 1-10 月全国铁矿石原矿产量 11.35 亿吨，铁精粉产量 2.6 亿吨。

铁矿石的过剩格局在 2016 年仍不会发生根本改变。高盛预计，2017 年铁矿石过剩量将达到 3 亿吨。考虑到粗钢产量将进一步下滑，废钢积蓄量逐步增加和资源循环利用，生铁、铁矿石需求量

下滑将加剧。我们预期 2016 年铁矿石用量预计将下滑至 12.47 亿吨。冶金工业规划院预测，铁矿石需求量将从今年的 11.09 亿吨，下降为明年 10.73 亿吨，2020 年 9.2 亿吨，2030 年 7.1 亿吨。

（三）焦化行业供需同步下滑相对平衡

焦炭、焦煤同样陷于产销双降的格局，焦炭的供需过剩量在 2016 年有扩大趋势，而焦煤由于进口量的收缩，供需趋于紧平衡。但双焦始终处于黑色产业链中较为弱势的低位，需求和定价权掌握在下游钢铁企业手中，钢厂对于焦炭、焦煤的采购始终保持谨慎态度，库存水平较低。

1、焦炭产销双降、库存水平较低

2015 年一季度，焦炭产销量延续 2014 年度末的双降，供需格局趋于平衡，而由于钢铁产量的收缩向上传导至炉料端，今年 4-10 月，焦炭产量及表观消费量先小幅反弹随后又齐齐回落至低位。2015 年 1-11 月焦炭产量 4.1 亿吨，同比大幅减少 5.7%。我们预计焦炭 2015 年产量为 4.48 亿吨左右，降幅约 6%创 08 年以来新高，这一数字与中国冶金规划院发布的数据 4.52 亿吨较为接近。表观消费量降幅与产量降幅旗鼓相当，10 月全国焦炭表观消费量 3640.17 万吨，1-10 月焦炭表观消费量 3.67 亿吨，同比下降 5%。1-10 月全国焦炭表观消费量产销差除 1 月和 5 月较为突出外，均相对平稳。

焦炭期货指数价格自年初最高点 1082 元/吨跌至 12 月 11 日的 625 元/吨，跌幅高达 42%，焦炭经过两年的单边下跌，价格已经累计缩水超过 55%，跌破金融危机以来的低点。焦炭与焦煤随着两者价格（期货活跃合约收盘价）的不断走低，焦炭/焦煤比价自 2015 年初的 1.44 逐渐下滑至 6 月底的 1.29，随后焦炭、焦煤价格在年中出现新一轮跳水，比价震荡回升至 8 月底的 1.4 左右，然后两者比价再度走低，目前已经回落至 1.2 之下。根据焦炭的生产流程，正常情况下，焦炭与焦煤的比价应在 1.35-1.4 之间，目前的比价水平过低，从价差水平来看，焦炭与焦煤之间的价差不断收缩，从 455 元/吨的高位缩小到不到 100 元/吨。这充分显示出焦炭的吨产利润应该已经消失殆尽，焦化企业陷入亏损。在 2014 年中，副产品甲醇价格暴涨给焦化企业一线生机，2015 年，甲醇价格则在原油暴跌之下大幅回落，焦化行业同时失去业务收入来源的“左膀和右臂”。焦化企业开工率与焦炭/焦煤比的走势较为相近，全年呈现大幅探低又小幅回升的格局，大型焦化厂（产能>200 万吨）开工率年初时在 90%，而到三季度末滑落到仅 66%，目前微弱回升至 78%又再度呈现回落态势，中、小型焦化厂（产能 100-200 万吨、产能<100 万吨）的开工率在年初均为 80%左右

的高位，到二季度开始出现分化，中型焦化厂开工率早在 7 月初已探至年底低点 63%，领先于大型和小型焦化厂，而小型焦化厂开工率走势则与大型企业步调一致，于三季度末探至 60% 的新低水平，目前中、小型焦化厂开工率已小幅回升至 70%。由此我们可以看出，焦化企业在近两年的熊市中利润遭受巨大挤出，陷于亏损境地，小型企业受到的冲击最为严重，大中型企业的抵御能力相对较强，同时焦化企业对产能的调节相比较下游钢企更具弹性。

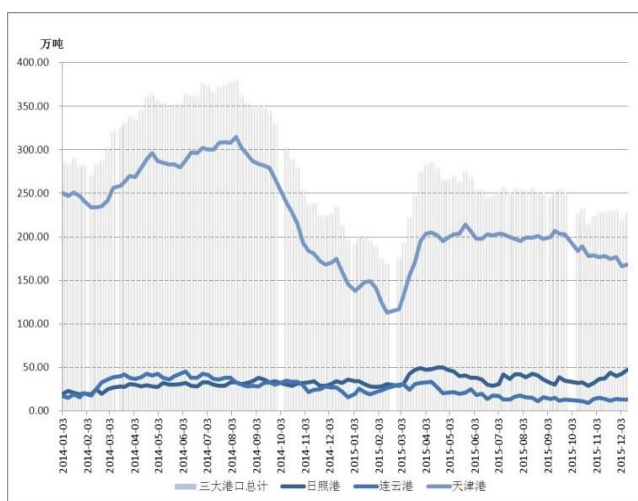
由于国内需求增长放缓，加之钢材、焦炭价格不断下滑，焦化企业采购谨慎，炼焦煤的供需格局趋于平衡。2015 年 1-10 月全国炼焦煤总供给 4.40 亿吨，较 2014 年同期的 5.29 亿吨大幅下

图 15. 焦炭理论供需过剩



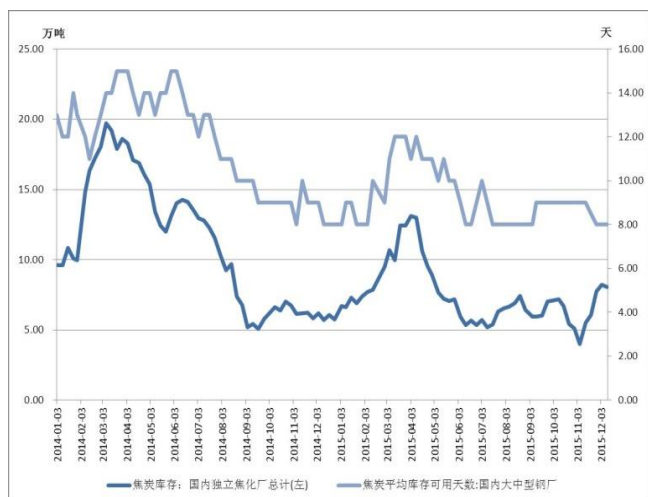
数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. 焦炭港口库存小幅下降



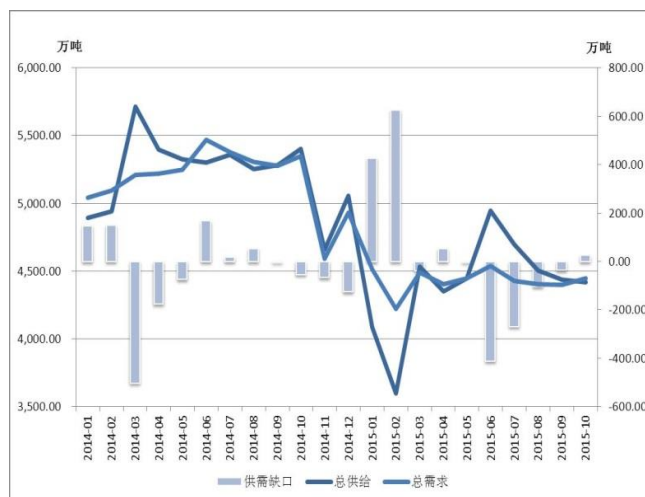
数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 17. 独立焦化厂焦炭库存及钢厂焦炭库存可用天数



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 炼焦煤供需趋于平衡



数据来源：WIND 新纪元期货研究

降 0.89 亿吨，总需求量 4.43 亿吨，较 2014 年同期的 5.26 亿吨减少 0.83 亿吨，供需产生 268.91 万吨缺口。从粗钢产量推算出的焦煤理论需求量达到 4.54 亿吨，与实际供给量之间的缺口高达 1402.24 万吨。炼焦煤方面趋于供需紧平衡。

库存情况来看，炼焦煤各环节库存水平均处于低位，压力不大。截至 12 月 11 日当周，国内样本钢厂炼焦煤总库存 528.00 万吨，环比上升 0.96%，国内样本独立焦化厂炼焦煤总库存 261.50 万吨，环比增加 3%。京唐港、日照港、连云港、天津港、防城港、青岛港六港口炼焦煤库存合计 379.30 万吨，环比下降 2.5 万吨。库存可用天数方面，国内大中型钢厂炼焦煤平均库存可用天数 14 天，全年最高库存体现在年初的 21 天。

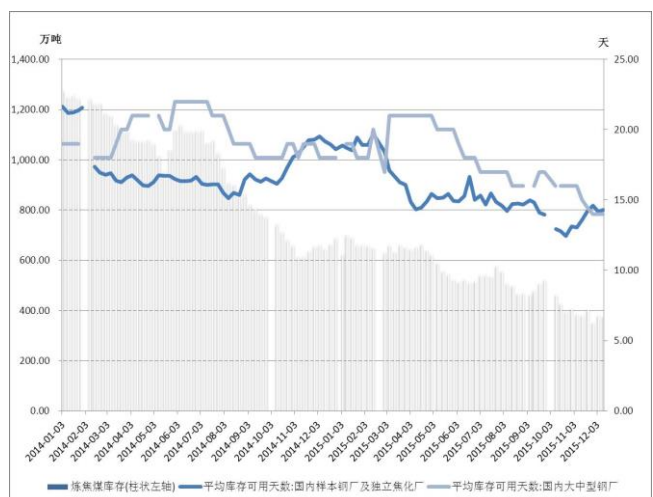
炼焦煤进口量自 15 年 7 月份以来连续三个月环比下降，对国内炼焦煤市场供给的影响一般。海关最新数据显示，2015 年 10 月，中国进口炼焦煤 308.2 万吨，环比下降 22.2%，同比下降 43.4%。1-10 月中国累计进口炼焦煤 3948.1 万吨，同比下降 20.7%。进口量下降主要由于因需求疲软、汇率波动以及明年澳洲关税将取消，焦化企业减少对焦煤的远期采购。分国别看，10 月份中国从澳大利亚进口炼焦煤 163.4 万吨，环比下降 24.4%，连续三个月环比下降，同比下降 47.9%，占 10 月炼焦煤进口总量的 53%。1-10 月，中国累计从澳大利亚进口炼焦煤 2123 万吨，同比下降 11.5%。明年澳洲出口中国的炼焦煤将享受零关税，以目前进口一线主焦煤 80 美金计算，扣除 3%的关税后企业采购成本将下降 2.4 美金/吨，折合人民币 15 元/吨左右，澳洲焦煤进口量压力减缓，但价格对国内炼焦煤市场将产生打压。10 月份，中国从蒙古国进口炼焦煤 68.5 万吨，环比下降 19.4%，

图 19. 炼焦煤理论供需趋紧



数据来源：WIND 新纪元期货研究

图 20. 炼焦煤各环节库存较低



数据来源：WIND 新纪元期货研究

同比下降 40.5%，占炼焦煤总进口量的 22.2%。1-10 月，中国累计从蒙古国进口炼焦煤 996.6 万吨，同比下降 16.3%。当月，中国进口加拿大炼焦煤 51.3 万吨，环比减少 22.7 万吨，降幅 30.7%，同比下降 7.6%，占炼焦煤总进口量的 16.6%。10 月份，中国还从俄罗斯进口炼焦煤 24.9 万吨，环比增加 4.3 万吨，增幅 20.9%，同比下降 52.3%。

第三部分 总结展望和操作策略

一、后市展望

2016 年中国经济增速仍然将进一步放缓，支柱行业陷于化解过剩产能、国内外需求缺少增长点、制造业利润下降等都将令经济承压下行，但为保增长，货币和财政政策仍然会温和加码。未来中国经济是“L 型”走向，2016 年将是中国宏观经济持续探底的第一年，即便在 16-17 年度出现止跌，3-5 年内仍将维持于“L 型”的横走阶段。“供给侧改革”横空出世，成为热门概念。供给侧结构性改革旨在调整经济结构，使要素实现最优配置，提升经济增长的质量和数量。从宏观经济增速的走势和改革的发展思路来看，2016 年经济下行压力依然沉重，改革将围绕化解过剩产能、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险四大主线展开。黑色产业链产能过剩突出，企业融资成本高，钢铁需求端又和地产行业息息相关，现阶段处于下行通道，直到黑色产业链产能产生质变、地产库存得到消化进入重建库存周期，并且配合经济的反弹，行业才会焕发新的生机。

量化的角度来看，我们预期 2016 年粗钢产量预估将延续回落至 7.73 亿吨，同比降幅将达到 4%，而表观消费量预期或再降 3%至 6.79 亿吨。向上游推算 2016 年炉料的理论需求量，铁矿石用量预计将下滑至 12.47 亿吨，焦炭用量将下滑至 3.87 亿吨，折合焦煤用量为 5.22 亿吨。根据我们对于炉料的实际产量预估，焦炭（焦煤）的供需格局相对趋于平衡，铁矿石的过剩仍较为严重。

分环节来看：

1、钢厂

产销双降的格局显示出钢铁行业寒冬已至，我们预计 2015 年我国粗钢表观消费量为 7 亿吨，同比下降 4.24%。2016 年粗钢产量预估将延续回落至 7.73 亿吨，同比降幅将达到 4%，而表观消费量预期或再降 3%至 6.79 亿吨。2016 年钢材市场将呈现供需双降同时过剩量增加的局面。

黑色产业链终端的冶炼及压延行业，约五分之一的企业陷于亏损，亏损程度较 2014 年大幅增

加，行业特性决定钢铁企业普遍负债率较高，但近两年的大幅亏损令企业缺少偿债能力，传统意义的抗风险能力缺失，企业资金链面临断裂危险。银行业对钢铁业信贷收紧，融资成本攀升，企业的盈利水平若在 2016 年难以修复，那么钢铁行业将面临大面积停产甚至倒闭。

众多用钢行业明年的产销增速预期将受经济下行的拖累而走低，钢材需求端收缩，与钢材关联最为密切的建筑行业已经进入较长的低速增长周期，对钢材需求将形成中长期的抑制，然而同比 2015 年，我们认为 2016 年房地产行业的投资增速跌幅缩小，库存压力能够有所释放，在漫漫熊市中，没有更坏的消息可能就是一种利好。

2、铁矿石

2015 年，整个钢铁行业自下而上的全面过剩，钢铁行业终端需求下滑，钢厂逐步减产，对于原材料端的消费日渐低迷，铁矿石价格还受到进口矿的巨大冲击，疲弱不堪，这种局面在 2016 年上半年将日趋显著。国产矿呈现量价齐跌格局，国际矿山方面，扩产计划仍在进行，中国铁矿石进口量预期仍将小幅增加，而 2016 年的消费受粗钢产量预期下滑的影响，将大幅收缩。2016 年供需过程情况进一步恶化。

3、焦化

焦炭/焦煤比价大幅收缩，显示出焦炭的吨产利润应该已经消失殆尽，主营产品的亏损在 2014 年尚且得到副产品盈利的弥补，而 2015 年甲醇等副产品价格同样大幅下跌，焦化企业在近两年的熊市中利润遭受巨大挤出，陷于亏损境地。2016 年焦炭的供需过剩情况基本和 15 年持平。

由于国内需求增长放缓，加之钢材、焦炭价格不断下滑，焦化企业采购谨慎，因此炼焦煤的供需格局趋于平衡，炼焦煤各环节库存水平均处于低位，压力不大。炼焦煤进口量自 15 年 7 月份以来连续三个月环比下降，对国内炼焦煤市场供给的影响一般。明年澳洲出口中国的炼焦煤将享受零关税，令炼焦煤成本下移约 15 元/吨左右，澳洲焦煤进口量压力减缓，但价格对国内炼焦煤市场将产生打压。炼焦煤是黑色产业链中唯一供需趋于平衡的环节。

黑色产业链在 2016 年仍然面临需求进一步放缓的现实，也将接受淘汰落后产能、产业结构调整的巨大挑战，供给端和需求端均有不同程度的收缩，行业仍在熊市征途中。2016 年的“春天”还是值得期待的，我们预计经过一季度末至二季度一整个寒冬的“藏蛰”，宏观经济和黑色产业链基本面将探至阶段性底部，钢铁产能收缩、需求渐渐回暖，铁矿石进口在一季度对市场的冲击消散，配合稳健的货币政策，两者形成共振将为市场带来反弹动能。

二、行情研判与操作策略

我们认为 2015 年黑色产业链的下跌将至少延续至 2016 年一季度。目前有触底反弹迹象，但黑色系列积弱已久，小幅上涨仅能定义为超跌之后的修复，并未基本面好转推动的中线反弹。在一季度末二季度初春天来临后，基本面有好转的契机，若与降息降准等宽松货币政策产生共振，二季度或迎来阶段性反弹。

总而言之，2016 年上半年黑色系列商品价格将呈现先抑后扬格局，全年则仍处于熊市征途中，并不看好。

螺纹钢指数预期将呈现 1800-1600-2000 元/吨的波动轨迹。

铁矿石指数预期将呈现 320-280-360 元/吨的波动轨迹。

焦炭指数预期将在 600-750 元/吨区间波动。

焦煤指数预期将在 500-630 元/吨区间波动。

操作上建议根据黑色产业链总体先抑后扬的规律，进行波段操作。