

黑色系重心上移 或呈现宽幅震荡

内容提要：

- ◆ 中国经济维持稳中向好。供给侧改革持续推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，企业盈利持续改善，制造业投资有望企稳回升。房地产投资仍将运行在下行周期。基建投资仍将维持中高速增长。对外贸易将得到持续性改善。
- ◆ 粗钢产量先抑后扬。四季度环保压力下的“2+26”限产政策使得钢材供给逐步收缩。在 2018 年一季度末限产结束后，钢材产能有望释放。
- ◆ 需求预期下滑。房地产调控真正对钢材需求产生实际影响要到 2018 年中后期，而出口在明年或将持平于今年或小幅回落，而基建投资预期平稳。总体而言，钢材需求在 2018 年将有所承压。
- ◆ 铁矿石库存高企。在粗钢产量自 9 月见顶回落以来，铁矿石港口库存重回 1.3 亿吨之上，同时钢厂限产来袭，铁矿石消费受到抑制，黑色系中呈现最弱的基本面。
- ◆ 吨钢利润存在做空机会。钢厂吨钢利润飙升至 1200 元/吨的高位，双焦、铁矿价格存在强烈的补涨需求，市场“炒作”的热点也从现阶段的限产转移至未来的复产，2018 年一季度末钢厂即将开启复产，对原料端补库的预期对原料价格形成显著支撑。
- ◆ 行情预判及操作建议：黑色系上行格局有望延续至 2018 年一季度末，螺纹修复期现基差，焦煤、焦炭、铁矿发力补涨修复利润。操作上单品种均可继续持有多单，跨品种套利推荐做空钢厂利润组合：买入双焦、铁矿，做空螺纹。2018 年二季度趋于震荡，显著的调整或出现在三季度，年内高点仍有较大可能在年末出现。

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

供给需求预期回落 黑色已

现阶段拐点 20170103

供需预期双双回落 黑色系

现全面下跌 20171001

上有支撑下有压力 多空博

弈寻求突破 20170901

产量居高需求不淡 黑色系

趋于高位震荡 20170701

第一部分 2017 年度行情回顾

2017 年宏观经济数据整体好于 2016 年。官方制造业采购经理人指数 (PMI) 截至 10 月均维持于枯荣分水岭之上；全国居民消费价格指数 (CPI) 同比在 2017 年呈现探低回升，与 2015-2016 年整体水平相差不大；PPI 同比步入正增长通道；1-10 月全国规模以上工业增加值同比与 1-9 月持平。10 月“M1-M2 增速的剪刀差”再度小幅回落 0.3 个百分点至 4.8 个百分点。固定资产投资增速呈现前高后低的走势，主要原因是房地产投资在二季度迎来拐点，基建投资的相关项目于上半年集中投放，下半年投资增速出现回落也在可预期的范围之内。

图 1.2016-2017 年螺纹钢期货指数周线图

图 2. 2016-2017 年铁矿石期货指数周线图



资料来源：文华财经

资料来源：文华财经

图 3. 2016-2017 年焦炭期货指数周线图

图 4. 2016-2017 年焦煤期货指数周线图



资料来源：文华财经

资料来源：文华财经

黑色系商品价格自 2017 年初以来主要经历了四个波段的运行，分别为“涨-跌-涨-跌”。整体而言，黑色系商品的交投重心延续自 2016 年初以来的上行趋势。分品种来看黑色系四个商品之间分化仍较为显著，具体来看：

表 1 2017 年黑色系列期货指数的表现

合约	时间	开盘价	收盘价	涨幅	交易日
螺纹钢指数	1月3日-3月15日	2886	3574	+23.84%	47
	3月15日-4月20日	3516	2891	-17.78%	25
	4月20日-9月4日	2857	4058	+42.04%	95
	9月4日-10月11日	4057	3501	-13.70%	23
铁矿石	1月3日-2月21日	544.5	718.0	+31.83%	31
	2月21日-6月14日	702.5	430.0	-38.79%	77
	6月14日-8月22日	414.5	605.0	+45.96%	50
	8月22日-10月30日	599.0	431.0	-28.05%	45
焦炭	1月3日-4月6日	1537.0	1932.5	+25.73%	61
	4月6日-6月6日	1925.0	1406.5	-26.94%	41
	6月6日-8月29日	1397.0	2379.0	+70.29%	61
	8月29日-10月31日	2467.0	1683.5	-31.76%	41
焦煤	1月3日-4月6日	1179.0	1343.5	+13.95%	61
	4月6日-6月2日	1344.5	937.5	-30.27%	39
	6月2日-8月25日	948.0	1497.5	+50.96%	61
	8月25日-11月1日	1476.5	1083.5	-26.62%	44

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第一轮上涨中，螺纹钢和铁矿石为 2016 年末上涨行情的延续，其中铁矿石在短短 31 个交易日内拉升 31.83%，而螺纹钢则用了 47 个交易日攀升 23.84%，主要受房地产投资和基建投资继续加码的提振。双焦在这轮上涨中表现相对平缓，上涨周期均为 61 个交易日，焦炭收涨 25.73%，焦煤仅小涨 13.95%，同时阶段高点远低于 2016 年 11 月，因此双焦的上涨仅为其见顶回落的反弹调整。

第二阶段以铁矿石领跌，不仅在 2 月 21 日开始率先启动下跌，在长达 77 个交易日的下行之路中累计跌幅高达 38.79%。螺纹钢则是在北京“315”房地产新政落地时应声回落，但调整的幅度仅 17.17%，共计 25 个交易日，

最低点并未有效刺穿 2016 年底的低点，上行之势得以保存。而在清明节后复盘后，焦煤、焦炭纷纷展开 40 个交易日左右的跌势，跌幅分别为 30.27%和 26.94%。

第三阶段的上涨由螺纹率先开启，4 月 20 日螺纹钢见底回升，震荡上扬长达 95 个交易日，以 42.04%的涨幅重回 4000 点大关之上，触及四年半以来的新高。双焦随后才开始止跌回升，累计 61 个交易日，焦炭指数大涨 70.29%创历史新高，焦煤涨幅也高达 50.96%。

第四阶段的波动，黑色系在时间窗口上趋于一致，时间均在八月下旬至九月上旬结束阶段上涨，纷纷展开下行调整，其中螺纹相对抗跌，仅 23 个交易日小幅下挫 13.70%，而炉料端的铁矿、焦煤、焦炭则在 41-45 个交易日，重挫约 30%。本轮下跌是对“2+26”冬季限产政策的直观反应。

自 10 月中旬起，螺纹率先步入上行节奏，而炉料端又经历了两周的深跌后，才开始止跌回升。我们曾在 10 月报中预计“焦炭获支撑的时间窗口仅限于 10 月中旬至 11 月中旬焦化限产和高炉限产的时间差内，11 月中旬开启的高炉限产，将在更大程度上打压原料端的需求，抵消焦化行业限产带来的支撑。”而高炉限产早在 10 月中旬就已经开始，双焦供给端的收缩难以抵消需求端下滑的影响，钢厂在 10 月中旬连续下调焦炭采购价，累计调低约 500 元/吨，双焦期货价格受到严重打压，进一步深跌。与此同时，吨钢利润飙升至 1200 元之上，焦化企业在亏损边缘挣扎，急需修复价差，这也是 11 月份双焦、铁矿大幅补涨的主要推动力。

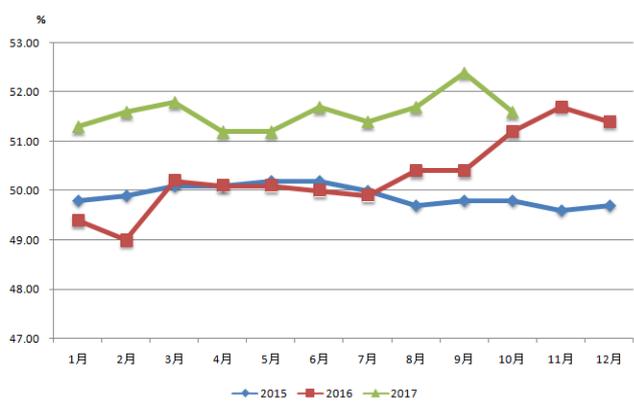
第二部分 宏观：2018 年保持稳中向好态势

我们预计 2018 年中国经济将保持稳中向好的态势。供给侧改革持续推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，企业盈利持续改善，从而带动制造业投资企稳回升。未来楼市调控政策将进一步收紧，预计 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期，将在一定程度上对经济增长形成拖累。基建投资仍将维持中高速增长，全年平均增速 15% 左右。在全球经济处于温和复苏的背景下，我国对外贸易将得到持续性改善，预计 2018 年仍将保持平稳增长。

制造业延续扩张的发展态势。中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布，2017 年 10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.6%，比上月回落 0.8 个百分点，达到今年均值水平。PMI 自 2016 年 8 月跃上 50 枯荣分水岭后，已经连续 15 个月延续扩张态势。其中生产指数和新订单指数分别为 53.4% 和 52.9%，较 9 月回落 1.3 和 1.9 个百分点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均维持临界点之下。

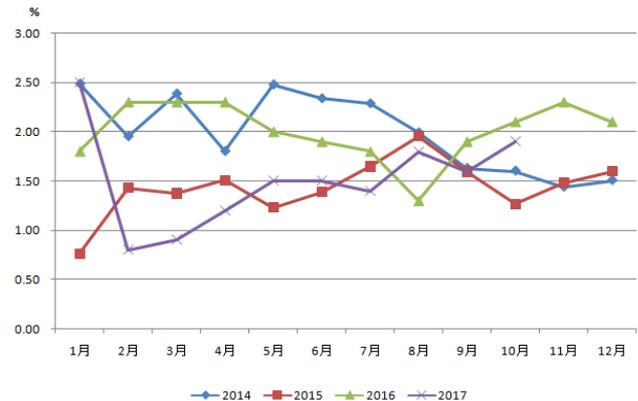
CPI、PPI 同比涨幅平稳。国家统计局公布的数据显示，2017 年 10 月份全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.9%，涨幅较上月增加 0.3 个百分点，环比上涨 0.1%；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.9%，涨幅 9 月持平，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格同比上涨 30.8%，涨幅较 9 月回落 0.7 个百分点；PPI 环比上涨 0.7 个百分点，涨幅较上月回落 0.3 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格环比微弱上涨 0.4%。

图 5. PMI 今年均运行于 50 之上（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

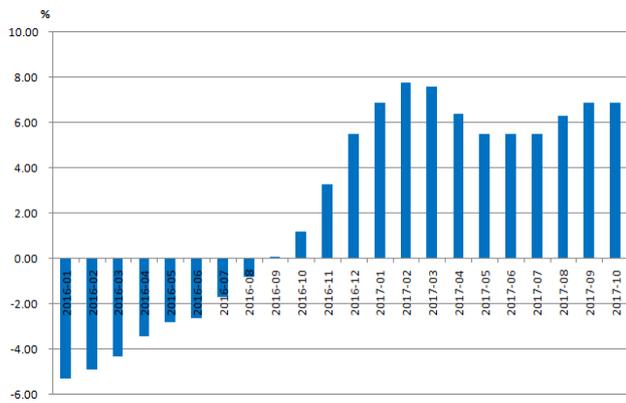
图 6. CPI 当月同比探低回升（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

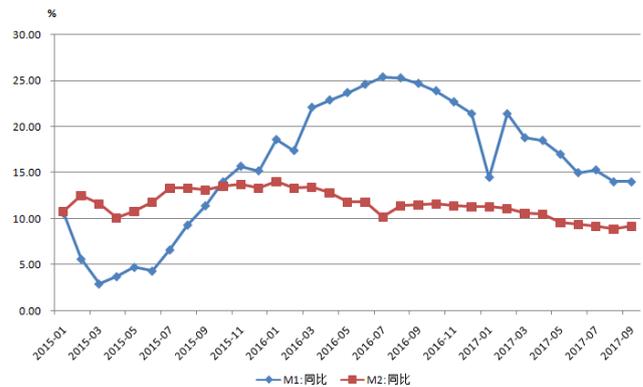
工业生产总体平稳，企业盈利能力改善。国家统计局数据显示，10 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，增速比上月回落 0.4 个百分点，比上年同月加快 0.1 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比下降 1.3%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.2%。1-10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，增速与 1-9 月份持平，比上年同期加快 0.7 个百分点。1-9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 55846 亿元，同比增长 22.8%，增速比 1-8 月份加快 1.2 个百分点，比上年同期加快 14.4 个百分点。规模以上工业企业主营业务收入利润率为 6.17%，比上年同期提高 0.51 个百分点。

图 7. PPI 同比保持正增长 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. M1、M2 增速剪刀差收缩 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

M1-M2 增速的“剪刀差”连续小幅缩减。央行最新公布的数据显示，9 月份，人民币贷款增加 1.27 万亿，同比多增 566 亿元，比 8 月增量多 1600 亿元。前三季度人民币贷款增加 11.16 万亿元，同比多增 9980 亿元。2017 年 9 月份新增社会融资规模 1.82 万亿元，同比增长 1085 亿元，前三季度社会融资规模增量累计为 15.67 万亿元，比上年同期多 2.21 万亿元。9 月末，广义货币(M2)余额 165.57 万亿元,同比增长 9.2%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.3 个百分点；狭义货币(M1)余额 51.79 万亿元,同比增长 14%，增速与上月末持平，比上年同期低 10.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 6.97 万亿元，同比增长 7.2%。“M1-M2 增速的剪刀差”为 4.8 个百分点，较 8 月再度缩减 0.3 个百分点，实际上“剪刀差”自 16 年 7 月录得 15.2 个百分点后，基本上呈现出逐月收缩的格局（2017 年 1 月除外），这说明金融政策对资金“脱虚向实”的引导逐现成效。

第三部分 黑色产业链供需格局

2017 年上半年，“去产能”和取缔“地条钢”政策的较好完成，从供给侧给予钢材价格较强支撑，而进入四季度，环保压力下的“2+26”限产政策，也使得钢材供给逐步收缩，钢价应声走高。按照压减钢铁过剩产能的任务目标，2016 和 2017 年基本上都超额完成，尽管供给侧改革仍不会放松，2018 年压减落后产能的任务并不严峻。相反，今年新增和复产炼铁产能 4000 万吨、电炉产能 1500 万吨，明年也将增加 2000 万吨高炉产能和 2000 万吨电炉产能，在一季度末限产结束后，高企的吨钢利润以及季节性消费旺季的到来，也会催生钢材产能的释放，因此 2018 年钢材的供给在二、三季度会有显著回升。

而钢材需求端表现可能较今年再度减弱。从拉动钢材需求的三个主要方面而言，房地产、出口以及基建投资在 2017 年均有所回落。房地产方面，为了抑制泡沫，中国房地产政策自 2016 年 9 月开始由宽松转向收紧，自 2017 年 3 月北京调控开始，房地产市场各项数据陆续回落，其中最重要的房地产开发投资完成额累计增速在今年 5 月见顶。钢材出口也自 16 年中旬以来逐步收缩，2017 年 10 月份我国出口钢材 498 万吨，较上月减少 16 万吨，环比下降 3.11%，同比下降 35.24%；1-10 月累计出口钢材 6449 万吨，同比下降 30.4%，出口量连续第 12 个月呈同比下跌趋势。1-10 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）113103 亿元，同比增长 19.6%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点，10 月单月基建投资额 13451 亿元，较 9 月的 14904 亿元大幅回落 1453 亿元。预期房地产调控真正对钢材需求产生实际影响要到 2018 年中后期，而出口在明年或将持平于今年或小幅回落，而基建投资预期平稳。总体而言，钢材需求在 2018 年将有所承压。

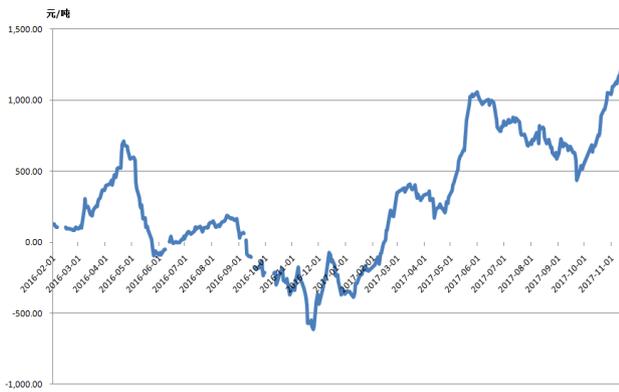
一、钢材供给——产量开启阶段回落、库存再度低位震荡

（一）利润高企、开工受限、库存低迷

2017 年 1-2 月，钢厂陷于亏损状态，粗钢产量连创近 12 个月新低，但事态从今年 3 月份开始扭转，螺纹钢社会库存随着春季旺季的到来而逐步回落，钢材现货价格坚挺走高，而原材料端成本并未有显著跟涨，因此吨钢利润快速提升，不仅迅速修复亏损面，更一路飙升至 5 月下旬 1000 元/吨的高位水平，因此自 3 月起全国粗钢产量连续 6 个月逐月攀升，不断刷新历史记录至 8 月份达到 7459 万吨。随着粗钢产量逐步增加，需求增加推动原材料铁矿石、焦炭价格突飞猛涨，使得吨钢利润逐步回落。截止 9 月底，吨钢利润已经从年内高点 1000 元/吨的水平回落至 436 元/吨，高炉开工率快速大幅回落，截至 9 月 22 日，全国高炉开工率报于 75.00%，较 8 月末下降 2.21 个百分点；河北高炉开工率报于 75.24%，较 8 月末大幅下降 6.03 个百分点。因此我们曾在 10 月报中预测“9 月粗钢产量数据应当出现回落，同时开工率下滑反应出市场对于原料端的需求回落，双焦、铁矿价格应受到打压。”

国家统计局数据基本符合预期：中国 9 月粗钢产量同比增长 5.3%至 7183 万吨，增幅较上月的 8.7%下滑 3.4 个百分点，月度产量较 8 月减少 276 万吨；1-9 月份粗钢产量同比增长 6.3%，为 63873 万吨，增幅较 1-8 月份提高 0.7 个百分点。10 月粗钢产量较 9 月小幅回升 53.32 万吨至 7236.02 万吨，1-10 月累计产量 70950 万吨，同比增加 6.1%，增幅较 1-9 月微弱下滑 0.2 个百分点。9 月和 10 月的产量数据基本符合预期，同时我们预计 11 月份粗钢产量有望回落至 7000 万吨之下，同时供给压力到 2018 年一季度都不会太大。

图 9. 吨钢利润高位大幅回升 (元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

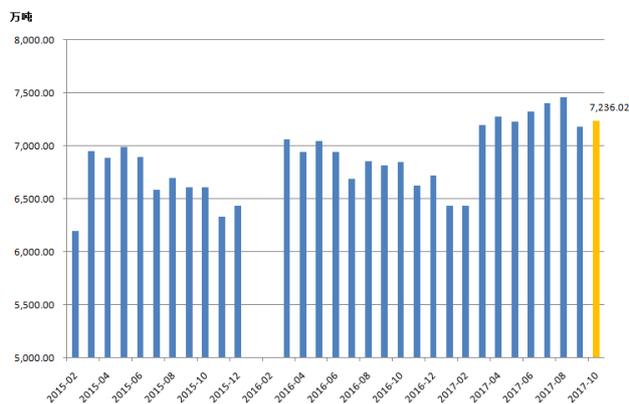
图 10. 高炉开工率快速收缩 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从库存的角度来看，前期螺纹钢供给消耗的较为及时，社会库存快速回落，全国螺纹钢周度库存自 2 月中旬的 859.77 万吨阶段高点逐步回落，尤其在 4 月和 5 月，库存下滑较快，这是由于 4 月、5 月单月房屋新开工面积均环比增加。连续三个月粗钢产量的扩张之后，螺纹钢周度库存近 6-7 月几乎维持在 380 万吨左右的水平，而 8 月则逐渐小幅回升至 400 万吨之上，截至 9 月 15 日当周，螺纹钢周度库存报于 460.12 万吨，较 7 月中旬显著回升，同时粗钢月度产量在 8 月再创新高，而房屋新开工面积以及基建都出现小幅回落。随着 9 月、10 月粗钢产量的回落，螺纹钢社会库存自 9 月中旬再次步入下降通道，截至 11 月 17 日当周，全国螺纹钢社会库存仅 351.19 万吨，较 9 月 15 日减少 108.93 万吨，重回历史低位区域。

图 11. 粗钢产量冲高回落 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 螺纹钢社会库存维持低位震荡 (万吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(二) 环保限产季节性淡季、秋冬或现黑色 “供需双杀”

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 省市日前公布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确了“2+26”城市今年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。

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 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。

目前已有石家庄、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”。我们预计,2016 年采暖季全国钢材产量为 35766 万吨,2017-2018 年度采暖季钢铁限产,将使得采暖季 4 个月的产量同比下降 13-15%左右;相比较 2017 年近 11 亿吨的产量预期而言,仅影响 5%左右。同时采暖季的限产处于消费的季节性淡季中,房地产、基建和出口对需求的拉动走弱,“供需两弱”的格局会使得黑色系进入齐齐回落的局面。尽管焦化企业也面临限产 30%的压力,理论上焦煤需求下滑、焦炭获支撑,但焦化下游钢厂的需求收缩更多,因此焦化行业估计将走弱。

实际上刚刚进入 10 月中旬,部分钢厂就已经开始实行限产,高炉开工率显著下挫,截至 11 月 3 日当周,全国高炉开工率和河北高炉开工率分别报于 66.67%和 70.17%,较 9 月底分别下降 8.57 和 4.97 个百分点,而与年内峰值相比,已经分别重挫 14.6 和 7.32 个百分点,因此我们相信四季度粗钢的月度供给量有望回落至 7000 万吨之下。

这对炉料下游需求的打压十分显著,焦煤、焦炭和铁矿石价格在 10 月下旬出现大幅下挫,而螺纹钢价格得益于供给收缩的提振,表现较为坚挺,因此吨钢利润再度“起飞”,截至 11 月 13 日,经过粗略计算后的吨钢利润已经高达 1258 元/吨。这个利润水平是难以长时间维系的,现阶段,螺纹钢价格受到较为显著的支撑,而双焦价格被严重低估,我们有理由相信如此高昂的利润水平将成为阶段性做空的最佳时机。

二、钢材需求继续回落

从拉动钢材需求的三个主要方面而言,房地产、出口以及基建投资在 2017 年均有所回落。房地产方面,为了抑制泡沫,中国房地产政策自 2016 年 9 月开始由宽松转向收紧,自 2017 年 3 月北京调控开始,房地产市场各项数据陆续回落,其中最重要的房地产开发投资完成额累计增速在今年 5 月见顶。1-10 月,全国房地产开发投资 90544 亿元,同比名义增长 7.8%,增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点;房屋新开工面积 145127 万平方米,增长 5.6%,增速回落 1.2 个百分点。钢材出口也自 16 年中旬以来逐步收缩,2017 年 10 月份我国出口钢材 498 万吨,较上月减少 16 万吨,环比下降 3.11%,同比下降 35.24%;1-10 月累计出口钢材 6449 万吨,同比下降 30.4%,出口量连续第 12 个月呈同比下跌趋势。基建投资相对稳定。

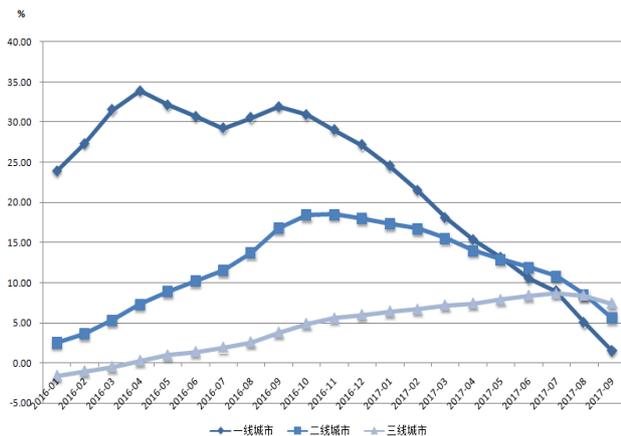
(一) 调整政策持续作用,房地产市场逐渐降温

2016 年房地产市场火爆空前,一、二线城市房价连续攀升,房地产投资增速自年中开始逐步提高,企业拿地热情高涨,房屋新开工面积增速近一年的时间都维持于 25%的水平之上,可以说房地产的力量带动钢铁系商品自 2016 年初“涅槃”的贡献不容小觑。

但随之而来的是潜伏期逐渐积聚的房地产泡沫,2016 年 9 月开始,房地产政策由宽松转向收紧。中央经济

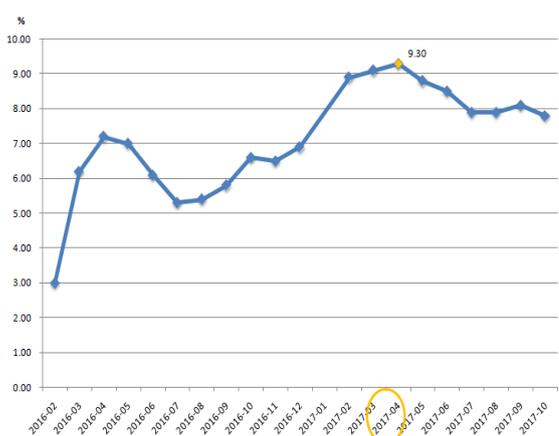
工作会议明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，强调“既抑制房地产泡沫，又防止大起大落”。2017年3月17日，北京楼市率先开启史上最严调控，实施“认房又认贷”，随后短短几天，石家庄、郑州、南昌、广州等地纷纷跟进调控政策。在北京调控的当天，黑色产业链商品价格应声回落，两周内跌幅超过10%。2017年3月21日，央行紧急下发《做好信贷政策工作的意见》。文件明确要求各分支机构，要加强对商业银行窗口指导，督促其优化信贷结构，合理控制房贷比和增速。另一方面要合理搭配使用最低首付比例、贷款利率优惠幅度和最长贷跨年限等住房信贷政策。房地产市场各项数据也自2017年4月开始逐步回落。

图 13.70 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 14. 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

房价增速延续回落态势。在因地制宜、因城施策的房地产调控政策持续作用下，截至2017年10月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅均连续12个月回落，9月份比8月份分别回落3.5和3.8个百分点。二线城市新建商品住宅价格同比涨幅连续10个月回落，9月份比8月份回落2.2个百分点；二手住宅价格同比涨幅连续8个月回落，9月份比8月份回落1.8个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅连续2个月回落，9月份比8月份分别回落1.1和0.6个百分点。从图(13)中，我们可以清晰的看出，一线城市房价增速的拐点出现在2016年9月，二线城市房价增速稍稍落后2个月也开始见顶回落，而三线城市房价严重滞后于一、二线城市，在2017年7月才开始出现增速下滑。

房地产开发投资增速呈现下滑态势。2017年1-10月份，全国房地产开发投资90544亿元，同比名义增长7.8%，增速比1-9月份回落0.3个百分点。实际上，全国房地产开发投资完成额增速在2017年4月触及阶段高点，即1-4月累计同比增长9.3%，随后增速步入下行节奏。其中，住宅投资61871亿元，增长9.9%，增速回落0.5个百分点。1-10月份，房地产开发企业到位资金125941亿元，同比增长7.4%，增速比1-9月份回落0.6个百分点。1-10月份，房地产开发企业土地购置面积19048万平方米，同比增长12.9%，增速比1-9月份提高0.7个百分点；土地成交价款9695亿元，增长43.3%，增速回落3个百分点。

商品房销售面积增速和销售额增速连续下滑。1-10月份，商品房销售面积130254万平方米，同比增长8.2%，增速比1-9月份回落2.1个百分点。商品房销售额102990亿元，增长12.6%，增速回落2个百分点。

房屋新开工面积增速延续下滑。1-10月份，房地产开发企业房屋施工面积752334万平方米，同比增长2.9%，增速比1-9月份回落0.2个百分点。其中，住宅施工面积515387万平方米，增长2.8%。房屋新开工面积145127

万平方米，增长 5.6%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅新开工面积 104125 万平方米，增长 9.6%。房屋竣工面积 65612 万平方米，增长 0.6%，增速回落 0.4 个百分点。其中，住宅竣工面积 46559 万平方米，下降 2.7%。

房地产去库存效果显现。2017 年 10 月末，全国商品房待售面积 60258 万平方米，比 9 月末减少 882 万平方米。这个数据与 2017 年 2 月的 70555 万平方米相比，大幅减少 10297 万平方米；而较 2016 年 2 月的历史高位 73931 万平方米，降幅高达 13674 万平方米。这说明房地产市场去库存的任务完成度较好。

图 15.房屋新开工及销售面积累计增速（%）

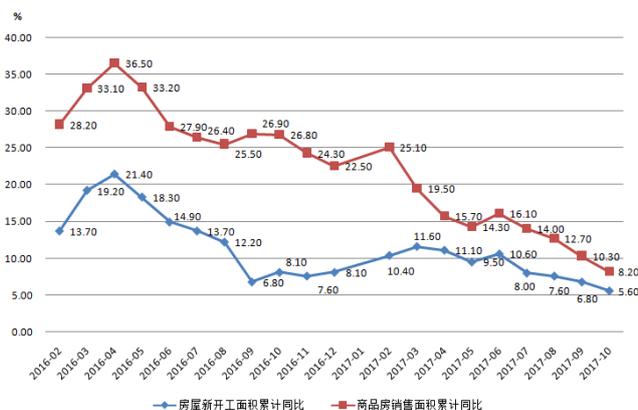
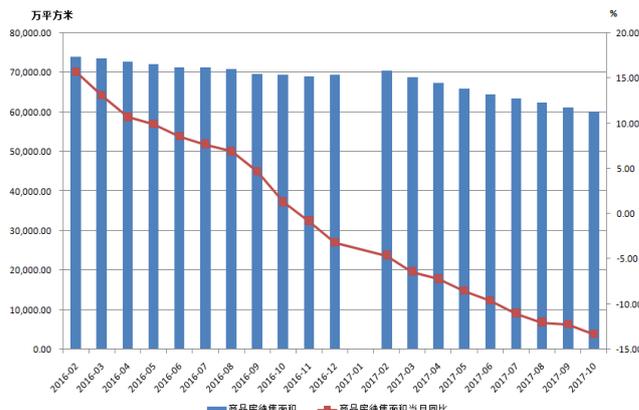


图 16.商品房待售面积及当月同比（万平方米/%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

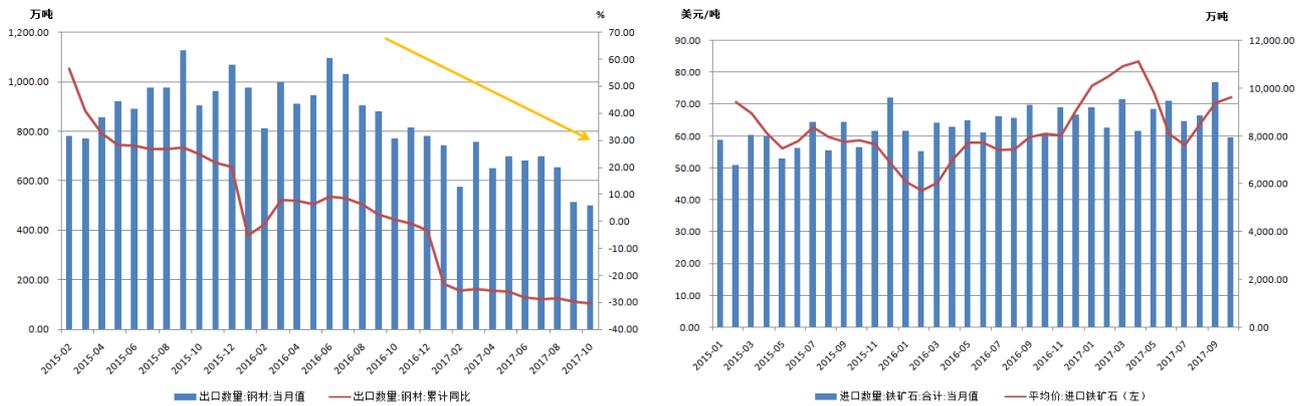
9 月 22 日起，全国掀起新一轮“调控潮”。4 天内，西安、重庆、南昌、南宁、长沙、贵阳、石家庄、武汉、无锡等 9 个城市出台楼市调控措施，其中 6 个城市实施了限售。从内容上看，石家庄的限售政策期限最长，包括新房和二手房在内，五年之内不得上市交易；重庆、南昌的限售政策同时涵盖新房和二手房；限售期为两年。南宁将原来从第三套住房开始“限售”的政策“升级”到从第二套开始“限售”，限售期同样为两年；长沙的新政涵盖新房和二手房，需要满三年才能出售；长沙户籍居民家庭在购买首套房后，必须等待三年才能购买第二套；首次加入“限售”阵营的贵阳明确：购买的新建商品住房必须要满三年才能转让；无锡则是暂停向已经拥有两套以及以上的本地居民出售新房，暂停向已经拥有一套住房的非本地居民出售新房和二手房。近期央行和银监会又严打首付贷和消费贷等违规资金流入楼市，房地产调控收紧以及执行力度仍在不断升级。

此外，住房城乡建设部联合国土资源部相继发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》、《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》、《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》以及《关于房屋交易与不动产登记衔接有关问题的通知》，分别从供给端、需求端和建立房地产长效机制等方面入手，有效促进房地产市场健康发展。单单 8 月，就有累计超过 14 个城市或部门发布了 17 次有关鼓励房地产租赁的政策。

房地产调控政策收紧具有“缓释性”，可能要到 2018 年中后期才会对黑色系商品表现出较为显著的影响。

图 17.钢材月度出口连续下滑（万吨）

图 18.铁矿石月度进口量价回升（万吨）



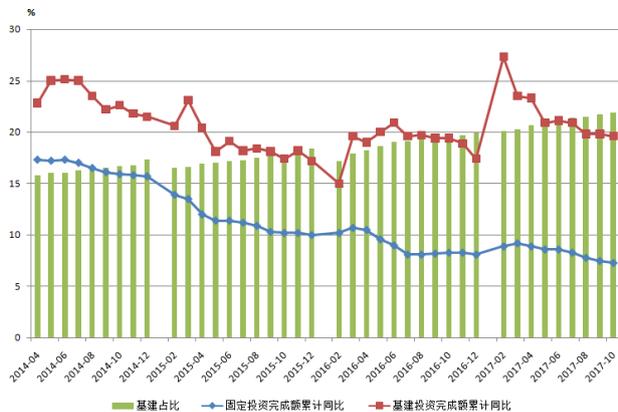
资料来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

(二) 钢材出口连续 12 个月同比下跌

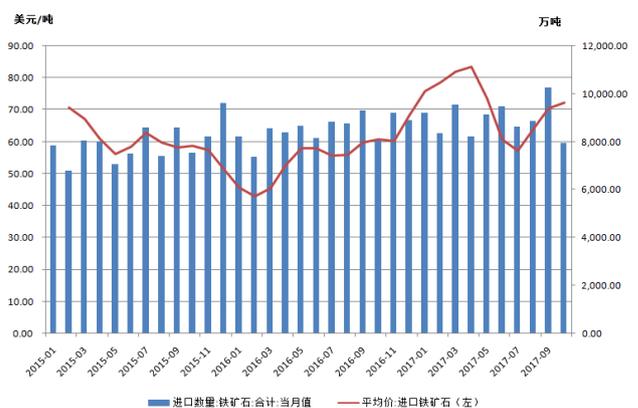
钢材出口热情自 2016 年中旬开始回落,月度出口量自 1100 万吨一线逐步减少,尤其在进入 2017 年以来,2 月全国钢材出口量仅 575 万吨,创阶段新低,较 1 月大幅缩减 167 万吨,环比下降 25.7%,同比下挫高达 29%。据海关统计,2017 年 10 月份我国出口钢材 498 万吨,较上月减少 16 万吨,环比下降 3.11%,同比下降 35.24%;1-10 月累计出口钢材 6449 万吨,同比下降 30.4%。出口数据的下滑基本一方面是由于国内外价格形成倒挂,国内钢材价格大幅上扬至四年新高,国内外价格出现倒挂,国内市场利润率提升,钢铁生产企业出口热情减弱,钢贸商难有出口订单;另一方面,国际市场针对中国的反倾销、反补贴案件明显增多,也对钢材出口形成一定阻碍。预计后续月度出口量将始终维持低位,对钢铁需求的拉动作用趋弱。

图 19. 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 20. 铁矿石进口 (万吨、美元/吨)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(三) 基建投资增速保持较高水平

“十三五”开局之年,“一带一路”、长江经济带、京津冀三大战略在 2016 年稳步推进,各类基建投资规划密集出台,基建投资一直保持较高水平。进入 2017 年后,基建投资累计同比增速一度 2 月触及 27.3%,随后增幅逐月小幅回落,整体水平高于 2016 年。2017 年 1-10 月份,全国固定资产投资(不含农户) 517818 亿元,

同比增长 7.3%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，10 月份比 9 月份增长 0.52%。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）113103 亿元，同比增长 19.6%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点。其中，水利管理业投资增长 16.2%，增速回落 0.3 个百分点；公共设施管理业投资增长 23.4%，增速回落 0.3 个百分点；道路运输业投资增长 24.7%，增速回落 0.2 个百分点；铁路运输业投资增长 0.4%，增速回落 0.1 个百分点。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金 514597 亿元，同比增长 3.6%，增速比 1-9 月份提高 0.3 个百分点。

基建投资依然是拉动中国经济增长的中坚力量。2018 年如果房地产投资出现明显的下滑趋势，基建投资仍有必要加码发力，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观经济环境。预计 2018 年基建投资仍将维持中高速增长，全年平均增速 15% 左右。

三、铁矿石：进口量骤减价格坚挺、高低品位价差仍显著

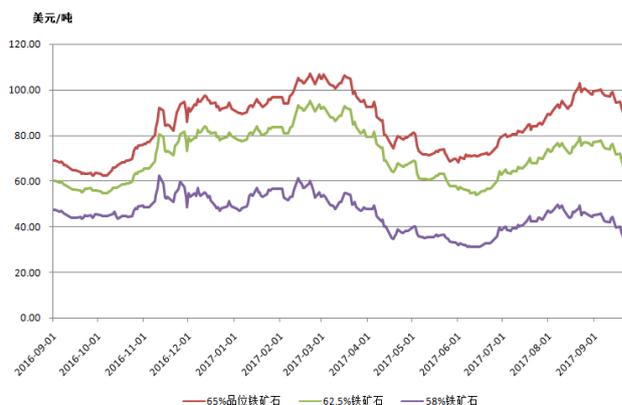
截至目前，2017 年铁矿石月度进口量基本维持在 8000-10000 万吨区间，与 2016 年相当，但铁矿石进口均价整体较去年有所增加，月度呈现冲高回落再回升的走势。10 月铁矿石进口量较 9 月峰值骤减 2334 万吨至 7949 万吨，但进口价小幅上涨 1.76 美元。在粗钢产量自 9 月见顶回落以来，铁矿石港口库存重回 1.3 亿吨之上，同时钢厂限产来袭，铁矿石消费受到抑制，黑色系中呈现最弱的基本面。

图 21. 铁矿石港口库存仍未脱离高位（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 22. 高低品位铁矿石价差扩大（美元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（一）铁矿石进口 “量价小幅回升”

海关总署公布的数据显示，2017 年 10 月份我国进口铁矿砂及其精矿 7949 万吨，同比下降 1.62%，较 9 月历史峰值的 10283 万吨骤降 2334 万吨，降幅高达 22.70%；1-9 月我国累计进口铁矿砂及其精矿 89673 万吨，同比增长 6.0%。从进口价格来看，9 月份铁矿砂及精矿平均进口价格为 72.06 美元，较 9 月的 70.30 美元小幅上涨 1.76 美元，进口呈现量减价升的格局。

除此之外，铁矿石高、中、低品位之间价差自高位小幅收缩，截至 11 月 9 日，65%品位 Fe-62%品位 Fe=19.35 美元/吨，较 9 月末的 25.20 美元/吨回落 5.85 美元/吨，而在年初时该价差仅 12 美元；62%品位 Fe-58%品位

Fe=26.70 美元/吨，较 9 月末的 27.75 美元/吨小幅回落 1.05 美元/吨。

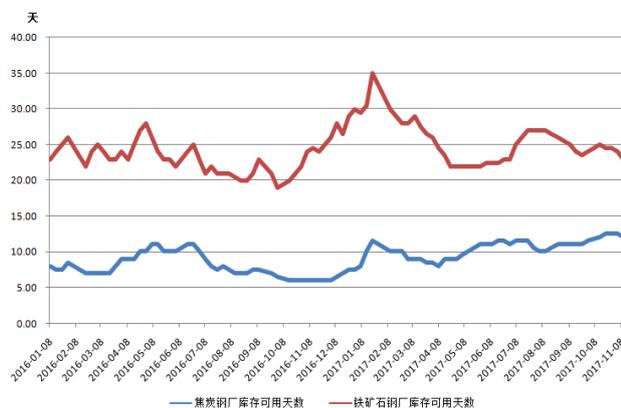
（二）港口库存维持高位、钢厂补库热情下滑

WIND 数据显示，截至 11 月 10 日当周，铁矿石港口库存报于 13400.5 万吨，自 9 月末的 13025 万吨大幅回升 375.5 万吨，呈现四周连增。而随着高炉开工率的回落，钢厂对于铁矿石补库热情下降，11 月 10 日当周，进口铁矿石在大型钢厂中的库存可用天数为 23 天。

铁矿石港口库存自 2016 年 6 月破亿吨以来不断攀升，在 2017 年 6 月 9 日当周创下 14059 万吨的新高记录。随着高炉开工热情在二、三季度的提升，铁矿石需求增加，库存在 9 月呈现 9 周连降，但在 10 月开始钢厂限产后再次步入小幅增长节奏。

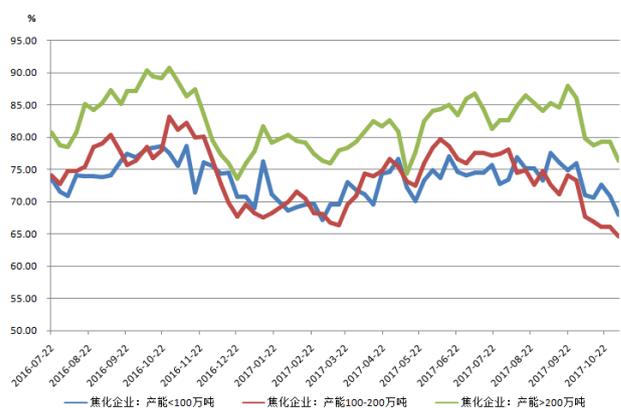
10 月海外铁矿石发货量降幅明显，铁矿石港口库存升幅明显；国内矿山铁精粉产能利用率环比下降至 39.70%，港口库存 10 月升幅明显，市场压力较前期有所增加。钢厂环保限产叠加检修渐增，预计 11 月份铁矿石进口量环比或维持降势。11 月供给收缩或快于需求，成本端弱势难改，钢材盈利将维持高位。

图 23. 铁矿石、焦炭库存可用天数：大型钢厂（天）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 24. 焦化企业开工率：大型钢厂（天）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、双焦：供给收缩遭遇需求下滑 亏损边缘急需修复利润

吨钢利润维持高位的背景下，九月高炉开工率逐步回落，预期官方粗钢产量数据将缩减，钢厂对焦炭需求走弱，库存水平下降。然而在采暖季的限产政策中，焦化企业面临限产 30% 的压力，理论上这将使得焦煤需求下滑、焦炭获支撑，我们曾在 10 月报中预计“焦炭获支撑的时间窗口仅限于 10 月中旬至 11 月中旬焦化限产和高炉限产的时间差内，11 月中旬开启的高炉限产，将在更大程度上打压原料端的需求，抵消焦化行业限产带来的支撑。”但实际上，高炉限产早在 10 月中上旬就已经开始，双焦供给端的收缩难以抵消需求端下滑的影响，钢厂在 10 月中旬连续下调焦炭采购价，累计调低约 500 元/吨，双焦期货价格受到严重打压，进一步深跌。

焦化利润水平也随着双焦价格的下挫而大幅收缩，10 月底焦化利润回吐殆尽，在亏损边缘挣扎，而此时钢厂吨钢利润飙升至 1200 元/吨的高位，焦化企业开工热情急剧下滑，截至 11 月 17 日当周，产能 > 200 万吨的大型焦化企业开工率为 70.90% 较 6 月中旬的年内高点 85.06% 大幅收缩 14.16 个百分点，产能在 100 万吨-200 万吨的中型焦化企业开工率也较年中下降约 12 个百分点报于 62.20%，产能 < 100 万吨的小型焦化企业开工率报

于 66.03%，小幅高于中型企业。焦炭月度产量也自 6 月开始延续小幅回落，据国家统计局数据显示，2017 年 10 月焦炭产量 3479 万吨，同比降幅 12.6%，1-10 月累计产量 36476 万吨，累计同比逐月回落，10 月报于-1.60%。然而在焦炭产量缩减的过程中，粗钢产量也有所减少，焦炭处于供给、需求双降的局面。但焦化利润继续修复，双焦自 11 月已经开始止跌回升，钢厂也小幅调高焦炭采购价格。

从库存来看，炼焦煤港口库存逐步下降至历史低位区域，而焦炭港口库存小幅回升，同时钢厂焦炭库存可用天数在 12 天左右，较 8 月下旬 10 天的水平增加 2 天，伴随双焦价格见底回升，钢厂对其采购备货的热情可能有所升温，这也是近期双焦开始再次步入上行节奏的主要原因之一。

第四部分 技术分析

螺纹钢指数自 2015 年底结束长达五年的单边下跌，开启震荡上行走势，我们曾在 2016 年度报告中定义此次见底的意味着“熊牛转换”。螺纹钢指数在 2016 年受到供给侧改革的直接影响，自 1616 元/吨的历史低点，震荡抬升重心至 3500 点一线，维持显著并良好的上升趋势，2017 年仍延续涨势，上半年小幅冲高回落，回探至上升趋势线，随后呈现连续拉涨，期价触及 4172 元/吨，这与 2013 年 2 月 8 日的高点相当，而当初的下行空间占用了 147 周交易日，而上行仅 91 周交易日。本轮上涨呈现较为标准的“五浪”模式，一浪和三浪的涨幅分别有 1100 点和 1500 点左右，我们预期五浪的涨幅约为 1500 点左右，即上涨目标位在 4300 点一线。

图 25. 螺纹钢指数周线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 26. 焦炭指数周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

焦炭指数的走势与螺纹相近，只是涨跌更为剧烈。而自 2016 年初以来的上行，仅用 43 周交易日就轻松突破 2000 点大关，重回 2013 年初的价位。随后期价一度回探至 60 周均线，在 2017 年 6 月初再次步入上行通道，连收阳线直接攻向 2500 点。相比较螺纹钢的“五浪”模式，焦炭同样运行至第五浪上涨的阶段，只是焦炭的第一浪涨幅高达 1400 点，三浪上涨急促剧烈涨幅也有 1000 点左右，五浪我们预计涨幅在 1000-1400 点，那么阶段目标位在 2600-3000 点。

第五部分总结展望和操作策略

我们预计 2018 年中国经济将保持稳中向好的态势。供给侧改革持续推进，落后产能和“僵尸企业”被逐步淘汰和清理，企业盈利持续改善，从而带动制造业投资企稳回升。未来楼市调控政策将进一步收紧，预计 2018 年房地产投资仍将运行在下行周期，将在一定程度上对经济增长形成拖累。基建投资仍将维持中高速增长，全年平均增速 15% 左右。在全球经济处于温和复苏的背景下，我国对外贸易将得到持续性改善，预计 2018 年仍将保持平稳增长。

2017 年上半年，“去产能”和取缔“地条钢”政策的较好完成，从供给侧给予钢材价格较强支撑，而进入四季度，环保压力下的“2+26”限产政策，也使得钢材供给逐步收缩，钢价应声走高。按照压减钢铁过剩产能的任务目标，2016 和 2017 年基本上都超额完成，尽管供给侧改革仍不会放松，2018 年压减落后产能的任务并不严峻。相反，今年新增和复产炼铁产能 4000 万吨、电炉产能 1500 万吨，明年也将增加 2000 万吨高炉产能和 2000 万吨电炉产能，在一季度末限产结束后，高企的吨钢利润以及季节性消费旺季的到来，也会催生钢材产能的释放，因此 2018 年钢材的供给在二、三季度会有显著回升。

而钢材需求端表现可能较今年再度减弱。从拉动钢材需求的三个主要方面而言，房地产、出口以及基建投资在 2017 年均有所回落。房地产方面，为了抑制泡沫，中国房地产政策自 2016 年 9 月开始由宽松转向收紧，自 2017 年 3 月北京调控开始，房地产市场各项数据陆续回落，其中最重要的房地产开发投资完成额累计增速在今年 5 月见顶。钢材出口也自 16 年中旬以来逐步收缩，2017 年 10 月份我国出口钢材 498 万吨，较上月减少 16 万吨，环比下降 3.11%，同比下降 35.24%；1-10 月累计出口钢材 6449 万吨，同比下降 30.4%，出口量连续第 12 个月呈同比下跌趋势。1-10 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）113103 亿元，同比增长 19.6%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点，10 月单月基建投资额 13451 亿元，较 9 月的 14904 亿元大幅回落 1453 亿元。预期房地产调控真正对钢材需求产生实际影响要到 2018 年中后期，而出口在明年或将持平于今年或小幅回落，而基建投资预期平稳。总体而言，钢材需求在 2018 年将有所承压。

2017 年铁矿石月度进口量基本维持在 8000-10000 万吨区间，与 2016 年相当，但铁矿石进口均价整体较去年有所增加，月度呈现冲高回落再回升的走势。10 月铁矿石进口量较 9 月峰值骤减 2334 万吨至 7949 万吨，但进口价小幅上涨 1.76 美元。在粗钢产量自 9 月见顶回落以来，铁矿石港口库存重回 1.3 亿吨之上，同时钢厂限产来袭，铁矿石消费受到抑制，黑色系中呈现最弱的基本面。

高炉限产提前至 10 月中上旬就已经开始，双焦供给端的收缩难以抵消需求端下滑的影响，钢厂在 10 月中旬连续下调焦炭采购价，累计调低约 500 元/吨，双焦价格受到严重打压，焦化利润水平大幅收缩，10 月底回吐殆尽，焦化企业开工热情急剧下滑。

钢厂吨钢利润飙升至 1200 元/吨的高位，正是做空的最佳时机。双焦、铁矿价格存在强烈的补涨需求，市场“炒作”的热点也从现阶段的限产转移至未来的复产，2018 年一季度末钢厂即将开启复产，对原料端补库的预期对原料价格形成显著支撑。

行情预判及操作建议：黑色系上行格局有望延续至 2018 年一季度末，螺纹修复期现基差，焦煤、焦炭、铁矿发力补涨修复利润。操作上单品种均可继续持有多单，跨品种套利推荐做空钢厂利润组合：买入双焦、铁矿，

做空螺纹。2018 年二季度趋于震荡，显著的调整或出现在三季度，年内高点仍有较大可能在年末出现。就 2018 年一季度行情而言，螺纹钢主力 1805 合约上行目标 4300 点、焦炭 1805 合约上行目标 2300-2500 点、焦煤 1805 合约目标在 1500 点，铁矿 1805 合约有望触及 600 点。

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