

## 黑色：需求仍为主要驱动 阶段调整中线看涨

### 内容提要：

- ◆ 目前钢材下游基建、地产项目基本全面复工，梅雨季即将到来，螺纹钢需求边际存有下降的预期，吨钢利润受炉料强势的挤压已经回吐殆尽，钢材供给后续有望逐渐回落，库存降至正常范围内，整体而言，螺纹钢供需两端均有收缩的可能，不利于钢价持续拉涨，同时将对铁矿石和焦炭的消费带来制约，短线黑色系整体继续上行略有压力。
- ◆ 在2016-2018三年间提前、超额完成供给侧改革任务并且在2017-2019秋冬季采暖季限产由紧到松再到环保常态化后，钢铁行业的供需格局逐渐摆脱政策影响，恢复由宏观和利润驱动。下半年而言，钢材供给或先在利润的拖累之下出现一定回落，但收缩的幅度不至于太深，制约铁矿、双焦阶段需求，令两者价格有所调整从而逐渐修复吨钢利润，待四季度前后钢材需求再次发力，利润回升，钢材产量有望进一步上行。
- ◆ 短期来看，现阶段地产、基建在疫情之后努力赶工，单月房屋新开工面积创历史新高，对钢材消费旺盛，但赶工的可持续性存疑，6月南方将进入梅雨季，天气因素也将为钢材需求带来扰动，钢材需求边际有望回落。中线而言，我国投资持续平稳增长的大趋势没有改变，中央一系列稳投资、稳增长措施稳步实施，3-5月份各项投资增速降幅均逐渐收窄，宽信用、稳增长的基调下，下半年钢材终端消费仍然有提升动能。
- ◆ 3月份新冠肺炎疫情在海外加速扩散，全球钢铁需求大幅放缓，导致国外钢企纷纷裁员、减产甚至停产，国内方面粗钢产量出现修复性增长，4-5月产量再攀高峰，对炉料端铁矿石、焦炭的需求带来提振，供给方面，此前我们一度预计炉料端有望增产，但从实际表现上看，铁矿石和焦炭的供给不升反降，巴西疫情恶化，铁矿石港口库存连续下降至四年低位、山东焦化去产能等因素扰动下，炉料端下半年供需仍然偏紧，价格有望在阶段调整后再次上行。
- ◆ 总结展望：今年下半年经济形势仍将受到严峻的考验，宏观政策稳健趋于宽松仍是大概率事件，下半年地产、基建仍有望表现强势，黑色系自下而上的需求驱动力尚存。同时焦化行业去产能，巴西疫情仍为铁矿石供给带来不确定性，铁矿石价格中长线都将易涨难跌。预计下半年黑色系商品价格将以偏多运行为主。
- ◆ 操作建议：待7-8月份阶段调整之后再次布局中线多单。
- ◆ 风险因素：巴西铁矿石供给受阻（利多铁矿—螺纹钢）；秋冬季国内疫情二次爆发（利空）。

## 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

供需格局依然偏松

震荡等待边际变化

20200430

疫情打击经济预期

需求仍是核心驱动

20200227

螺纹仍有反弹空间

炉料跟涨力度有限

20191130

## 第一部分 行情回顾

2020 年上半年黑色系商品价格在新冠肺炎疫情的冲击之下，五月中旬以前整体呈现“W”型宽幅震荡，交投波动剧烈，近一个半月，黑色系各商品表现显著分化，铁矿石大幅飙涨而螺纹、双焦重心仅微弱上移。

整体而言，今年前六个月黑色系商品的走势可以比较清晰的划分出四个阶段，一月下旬到春节后的暴跌主要受到季节性淡季叠加国内疫情爆发的冲击；随着国内宏观政策放宽以对冲疫情对经济下行的压力，黑色系商品需求预期较强对价格带来一轮提振，期价快速上扬修复春节前后的跌幅；三月中下旬开始疫情在海外开始逐渐爆发，螺纹钢库存刷新历史新高，令黑色价格再次探低；国内疫情有效控制，地产、基建赶工潮来临，黑色系加快去库存节奏，高炉开工率回升加速铁矿、焦炭需求爆发，黑色系商品价格自四月以来震荡上行，螺纹、双焦系数回补前期下跌空间随后维持高位震荡格局，而铁矿石港口库存连降至四年低位，巴西疫情对供给产生扰动，在修复前期约百点跌幅后，自五月中旬以来再次上行超 150 点，价格在第四阶段飙涨 36.01%。

图 1. 螺纹钢 10 合约 2020 年上半年日线走势



数据来源：文华财经 新纪元期货研究

目前钢材下游基建、地产项目基本全面复工，梅雨季即将到来，螺纹钢需求边际存有下降的预期，吨钢利润受炉料强势的挤压已经回吐殆尽，钢材供给后续有望逐渐回落，库存降至正常范围内，整体而言，螺纹钢供需两端均有收缩的可能，不利于钢价持续拉涨，同时将对铁矿石和焦炭的消费带来制约，短线黑色系整体继续上行略有压力。

但今年下半年经济形势仍将受到严峻的考验，宏观政策稳健趋于宽松仍是大概率事件，下半年地产、基建仍有望表现强势，黑色系自下而上的需求驱动力尚存。同时焦化行业去产能，巴西疫情仍为铁矿石供给带来不确定性，铁矿石价格中长线都将易涨难跌。预计下半年黑色系商品价格将以偏多运行为主。

表 1. 2020 年 1 月 2 日-6 月 22 日黑色系期货主力合约表现（元/吨）

合约	期初价	期末价	最高价	最低价	涨跌幅	振幅
螺纹钢 10	3480	3620	3679	3103	+4.02%	18.56%
铁矿石 09	607.0	753.5	798.0	541.0	+24.14%	47.50%
焦炭 09	1852.0	1954.0	1993.5	1568.0	+5.51%	27.14%
焦煤 09	1145.0	1176.5	1234.5	1027.5	+2.75%	20.15%

资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分 宏观政策维持宽松 秋季疫情可能反复

2019 年 12 月以来，湖北省武汉市部分医院陆续发现了多例有华南海鲜市场暴露史的不明原因肺炎病例，后被证实为 2019 新型冠状病毒（2020 年 2 月 11 日被世界卫生组织命名为“COVID-19”）感染引起的急性呼吸道传染病，因爆发时间适逢春节假期前，新冠肺炎疫情自 1 月中旬开始由武汉为中心逐渐向全国范围扩散，每日新增确认人数不断攀升，至 2 月 12 日达到 14109 人的峰值，随着国家针对疫情的各项防控举措显现效果后，新增确诊人数开始逐渐下降，3 月 18 日湖北省新增确诊、新增疑似和现有疑似人数全部清零，意味着本土疫情得到全面控制。与此同时，海外疫情开始爆发并且向国内输入，截至 6 月 23 日全球累计确诊 912.1 万人，现有确诊 377.6 万人，累计死亡 47.1 万人，其中美国累计确诊 238.8 万人，巴西确认 111.1 万人，另有俄罗斯、印度、英国、西班牙等国家累计确诊在 10 万-60 万人区间；而中国累计确诊 85070 人，现有确诊 441 人，累计死亡 4646 人，境外输入 1885 人。

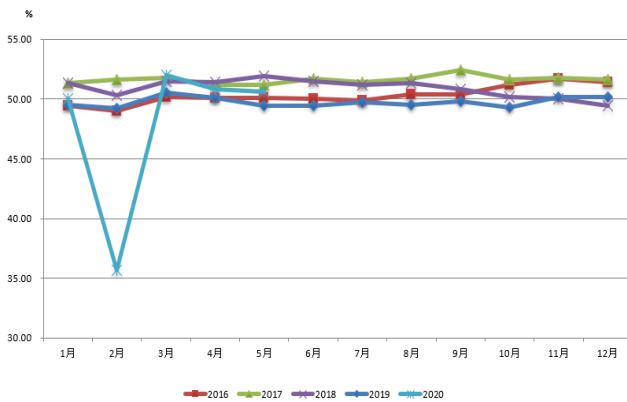
受疫情的冲击，全球一季度经济遭遇重挫，美国公布的一季度 GDP 增速年化环比-4.8%，我国经济增速骤降至-6.8%，第二季度的经济增长情况现在还没有公布，5 月份 GDP 增速很可能会有负转正，但是 GDP 增长速度和去年同期相比应该不会超过 6%。中国 1-2 月各项经济数据增速断崖下跌，随着国内疫情日渐明朗，社会生活生产逐渐恢复正轨，宏观政策加强逆周期调节，货币政策和财政政策趋于宽松，经济数据陆续获得有效修复。截至 5 月，制造业采购经理指数维持枯荣分水岭之上，通胀水平持续小幅回落，固定资产投资增速包括基建投资增速和房地产投资增速等降幅均大幅收窄。国外方面，美国和欧元区均在加大刺激举措，3 月以来，美国先连续降息至“零利率”，随后推出“无限 QE（国债、MBS）”，四轮总规模约 3 万亿美元各类信用工具。

国外疫情已经演绎成为“全球大流行”，国内追踪、防控手段和治疗经验已经能够较好的控制疫情的大规模发展，不排除秋冬季和春季的小规模反复。今年下半年经济形势仍将受到严峻的考验，宏观政策稳健趋于宽松仍是大概率事件，但目前资产价格已被拉高，实体经济能否获得“水源”的有效注入还有待观察。

**制造业采购经理指数探低回升。**国内疫情爆发后，2 月中国制造业采购经理指数（PMI）报于 35.7%（前值 50.0%/-14.3 个百分点），在疫情得到有效控制、制造业复工复产后，3 月 PMI 迅速回升至 52.0%（+16.3 个百分点），制造业生产经营情况持续改善，随后的两个月 PMI 略有小幅回落。5 月报于 50.6%（前值 50.8%/-0.2 个百分点），从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月上升 0.5 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 48.8%和 50.8%，比上月回落 1.4 和 0.2 个百分点；从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数为 53.2%

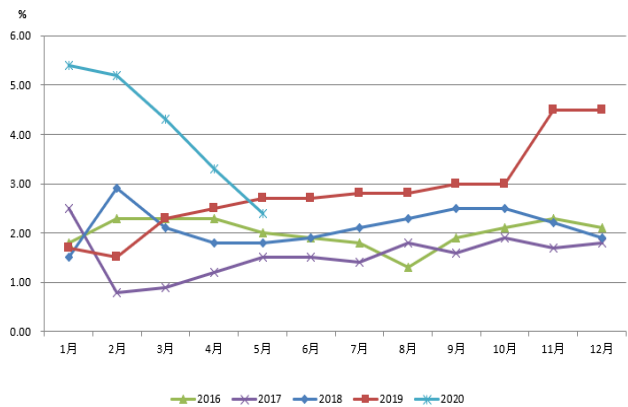
(-0.5个百分点), 赶工情况有所缓和, 但生产指数仍高于临界点表明制造业生产继续改善; 新订单指数为 50.9% (+0.7个百分点), 表明制造业市场需求有所增加; 原材料库存指数为 47.3% (-0.9个百分点), 表明制造业主要原材料库存量减少。从业人员指数为 49.4% (-0.8个百分点), 表明制造业企业用工景气度低于上月; 供应商配送时间指数为 50.5% (+0.4个百分点), 表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。其他指数, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.6%和 48.7%, 比上月回升 9.1 和 6.5 个百分点, 均为近 4 个月以来高点, 其中主要原材料购进价格指数升至临界点以上, 企业原材料采购价格有所上涨。从行业情况看, 钢铁、有色等上游行业两个价格指数均回升明显, 高于 55.0%。

图 2. PMI 恢复正常水平 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 3. 通胀压力进一步缓和 (%)



资料来源: WIND 新纪元期货研究

**CPI 同比、PPI 同比仍有小幅回落。**2019 年 12 月和 1 月, 全国居民消费价格指数 (CPI) 同比增速报于 5% 之上, 随着国内疫情的逐渐平复, 市场供需状况好转, 食品价格显著回落, 通胀压力趋于缓和, 国家统计局数据显示 5 月 CPI 同比增长 2.4% (前值 3.3%/-0.9 个百分点), 环比下降 0.8% (前值-0.9%/+0.1 个百分点)。工业品情况仍不乐观, 尽管后疫情时期工业市场获得喘息机会, 但由于去年行情较好、基数较大, 使得工业通缩压力依然较大。2020 年 5 月份, 全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比下降 3.7% (前值-3.1%/-0.6 个百分点), 其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%, 扩大 0.7 个百分点; PPI 环比下降 0.4% (前值-1.3%/+0.9 个百分点), 黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。

**货币、财政持续发力, 加强逆周期调节。**5 月末, 广义货币 (M2) 余额 210.02 万亿元, 同比增长 11.1%, 增速与上月末持平, 比上年同期高 2.6 个百分点; 狭义货币 (M1) 余额 58.11 万亿元, 同比增长 6.8%, 增速分别比上月末和上年同期高 1.3 个和 3.4 个百分点; 流通中货币 (M0) 余额 7.97 万亿元, 同比增长 9.5%, 当月净回笼现金 1778 亿元。5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元, 比上年同期多 1.48 万亿元, 比上月多 1000 亿元。5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元, 同比多增 2984 亿元。5 月末, 本外币贷款余额 169.44 万亿元, 同比增长 13%。月末人民币贷款余额 163.39 万亿元, 同比增长 13.2%, 增速比上月末高 0.1 个百分点, 比上年同期低 0.2 个百分点。

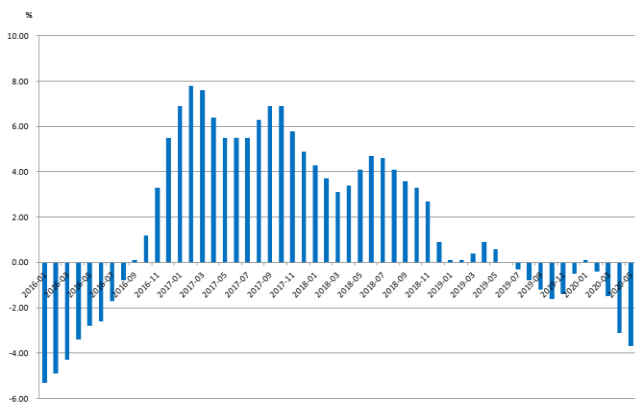
财政方面, 截至 6 月 15 日, 全国各地发行新增专项债券 21936 亿元, 发行进度 96%; 发行规模同比增加 12313 亿元, 增长 128%, 体现了积极财政政策更加积极有为的政策取向。北京等 29 个省份已完成全部提前下达新增专项债券额度发行工作。债券资金全部用于重大基础设施项目建设, 优先保障在建项目、避免半拉子工程。按照国务院常务会议部署, 各地发行的新增专项债券, 全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施, 农林水利, 市政和产



业园区基础设施等领域重大基础设施项目建设。截至 6 月 15 日，各地发行新增专项债券 21936 亿元，8 成以上投向交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务 3 个领域。其中，用于新建项目 7897 亿元、约占 36%，用于在建项目 14039 亿元、约占 64%，积极推进在建项目建设，加大新投资项目开工力度。李克强总理在《政府工作报告》中指出，2020 年财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行抗疫特别国债 1 万亿元，上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民。按照“该发的债加快发行”有关要求，抗疫特别国债将从 6 月中旬开始发行，7 月底前发行完毕，为确保其顺利发行，6、7 月份一般国债、地方债发行量适当减少，为特别国债发行腾出市场空间。除此之外，党中央、国务院决策部署，财政部会同税务总局等部门陆续出台了一系列支持疫情防控和企业复工复产的减税降费政策，税务总局数据显示，2020 年 1—4 月，全国累计新增减税降费 9066 亿元，其中今年出台的支持疫情防控和经济社会发展税费优惠政策新增减税降费 4857 亿元，对降低生产经营成本、缓解企业困难、促进复工复产，以及促投资、扩消费、稳就业等发挥了积极作用。

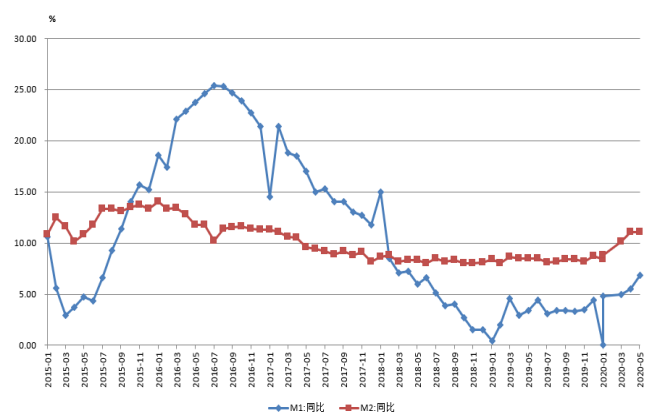
5 月份金融数据依然强劲，宽信用措施下，上半年货币供应量增速较去年明显加快，CPI 同比连续 4 个月回落至 2.4%，通胀水平缓和为货币政策打开调整空间。下半年将继续强化逆周期调控，更加精准的支持实体经济，满足企业不断增强的信贷需求，缓解国内经济下行压力。

图 4. PPI 同比延续回落 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 5. M1、M2 同比增速回升 (%)



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 第三部分 钢材供给：利润驱动为主 产量高位波动

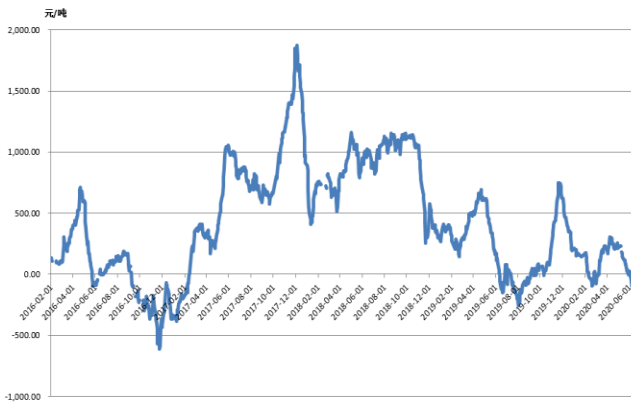
在 2016-2018 三年间提前、超额完成供给侧改革任务并且在 2017-2019 秋冬季采暖季限产由紧到松再到环保常态化后，钢铁行业的供需格局逐渐摆脱政策影响，恢复由宏观和利润驱动。

钢材利润在去产能任务和环保限产的双重作用下出现过极其夸张的暴涨暴跌，2017 年四季度随着钢价的猛烈攻势，吨钢利润曾飙升逼近 2000 元，随后开启回落之势。2019 年以来政策市不再，吨钢利润自此进入 500 元以下的正常区域，并且在螺纹钢和炉料的博弈下涨跌波动，利润成为左右钢材供给的主要力量。

今年春节前后，焦炭价格遭遇连续五轮下调，将 250 元/吨左右的利润让渡于钢厂，长流程吨钢毛利润估算值自 2 月 20 日的 -95.70 元快速回升至 4 月 13 日的阶段高点 300.17 元。生产利润回升增加叠加国内疫情好转的

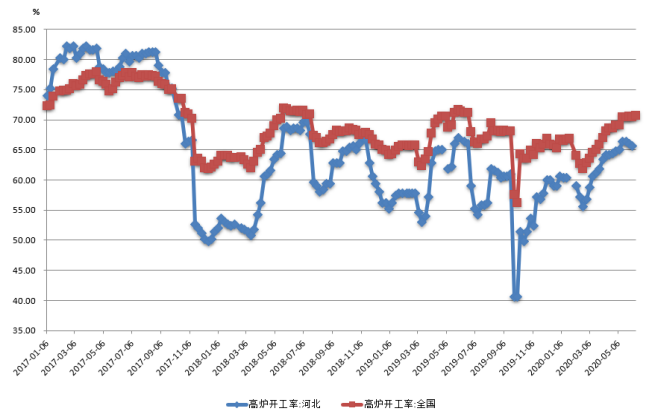
因素，钢厂复产的节奏加快，高炉开工率持续增加，3月15日全国高炉开工率和河北高炉开工率分别报于阶段低点62.29%和53.02%，至6月12日两者分别报于70.72%和66.03%，粗钢月度供给也自3月开始扩增。国家统计局数据显示，1-2月全国粗钢产量累计值为15470.20万吨，假设日均产量不变，1月估计产量约为8245.00万吨，而2月产量仅7225.20万吨，3、4、5三个月逐渐增加至7897.50、8503.30和9227.00万吨，5月产量更创下历史新高。

图6. 吨钢利润恢复正常区间运行（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图7. 钢厂开工出现阶段拐头迹象（%）

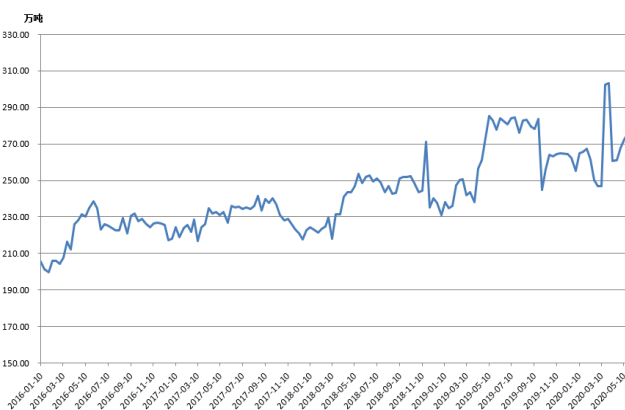


资料来源：WIND 新纪元期货研究

钢材生产热情高涨也带动铁矿石、焦炭需求提升，叠加海外疫情对铁矿供给带来潜在影响、国内焦化去产能制约焦炭产量，两者价格自四月以来持续飙升，近两个月时间铁矿石大涨超170元/吨，焦炭现货出现连续六轮50元/吨累计300元/吨的提涨，将吨钢生产利润挤压殆尽并且进入亏损区域，截至6月16日长流程吨钢利润估算值报于-165.50元，目前已经连续三周位于亏损区域，预计将对粗钢供给带来一定制约，6月19日当周全国高炉开工率报于70.03%，较前一周下降0.69个百分点，出现拐点迹象。

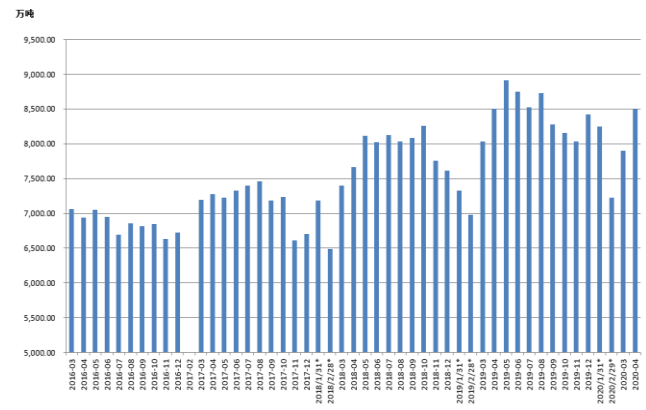
就下半年而言，钢材供给或先在利润的拖累之下出现一定回落，但收缩的幅度不至于太深，制约铁矿、双焦阶段需求，令两者价格有所调整从而逐渐修复吨钢利润，待四季度前后钢材需求再次发力，利润回升，钢材产量有望进一步上行。

图8. 粗钢旬度产量再次回升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

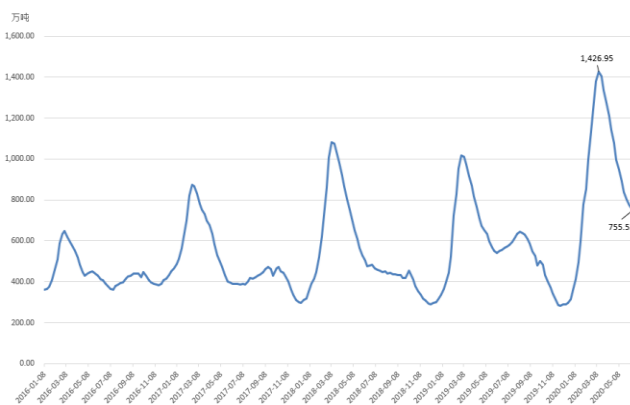
图9. 粗钢月度产量连续增加（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

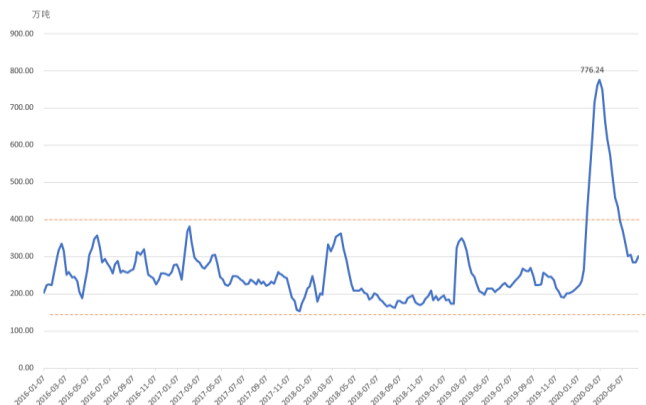
螺纹钢社会库存呈现显著的周期性，每年 12 月初至次年 3 月中旬是库存自低点向高点快速累积的过程，随后受房地产、基建等项目开工的提振，钢材需求自 3 月下旬开始呈现季节性回升，螺纹钢社会库存进入长达 9 个月的去库存阶段。去年秋冬季至今年春节前螺纹钢库存积累的速度和幅度均刷新历史，3 月之后螺纹钢需求边际显著好转，周度库存连续下降，截至 6 月 19 日当周，螺纹钢社会库存报于 755.52 万吨，较 3 月 13 日当周的历史高点 1426.95 万吨大幅收缩 671.43 万吨，降幅达 47.05%，但较 2019 年同期仍高出 198.87 万吨，增幅为 35.83%，库存压力仍存；厂库库存报于 300.64 万吨，较 3 月 6 日历史高点 776.24 万吨大降 475.6 万吨，降幅高达 61.26%，但较 2019 年同期的 229.26 万吨仍多 71.38 万吨，折合 31.13%。

图 10. 螺纹钢社会库存持续去化（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 11. 螺纹钢厂库库存回落至正常区域内（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第四部分 钢材需求：终端消费仍有提升动能

从短期来看，现阶段地产、基建在疫情之后努力赶工，单月房屋新开工面积创历史新高，对钢材消费旺盛，但赶工的可持续性存疑，6 月南方将进入梅雨季，天气因素也将为钢材需求带来扰动，钢材需求边际有望回落。我国投资持续平稳增长的大趋势没有改变，中央一系列稳投资、稳增长措施稳步实施，3-5 月份各项投资增速降幅均逐渐收窄，宽信用、稳增长的基调下，下半年钢材终端消费仍然有提升动能。

### 一、 房地产投资增速降幅收窄

2019 年房地产投资完成额同比增速曾在 2-5 月连续四个月维持 11% 之上，随后增速小幅回落，全年增速报于 9.9%。今年 1-2 月，疫情突袭、经济重创，房地产投资增速断崖式下挫报于 -16.3%，但经过 4 个月的赶工，1-5 月份，全国房地产开发投资 45920 亿元，同比下降仅 0.3%，降幅比 1-4 月份收窄 3.0 个百分点，较 1-2 月收缩 16 个百分点。其他各项数据的降幅也逐渐收窄，1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 762628 万平方米，同比增长 2.3%，增速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积 69533 万平方米，下降 12.8%，降幅收窄 5.6 个百分点；房屋竣工面积 23687 万平方米，下降 11.3%，降幅收窄 3.2 个百分点；1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 4752 万平方米，同比下降 8.1%，降幅比 1-4 月份收窄 3.9 个百分点；土地成交价款 2429 亿元，增长 7.1%，增速提高 0.2 个百分点。1-5 月份，商品房销售面积 48703 万平方米，同比下降 12.3%，降幅比 1-4 月份收窄 7.0 个百分点。商品房销售额 46269 亿元，下降 10.6%，降幅比 1-4 月份收窄 8.0 个百分点。

5月末，商品房待售面积51771万平方米，比4月末减少483万平方米。

图 12. 房地产开发投资增速回升 (%)

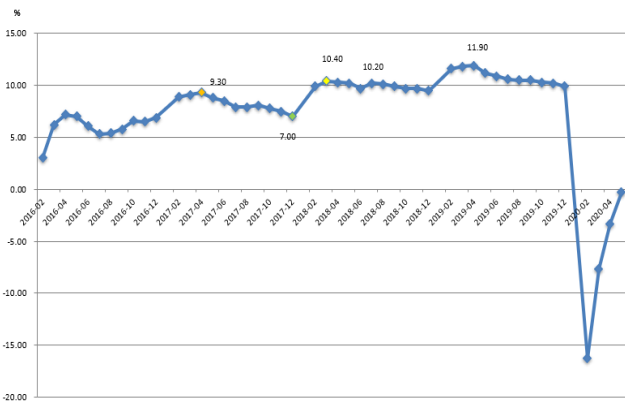
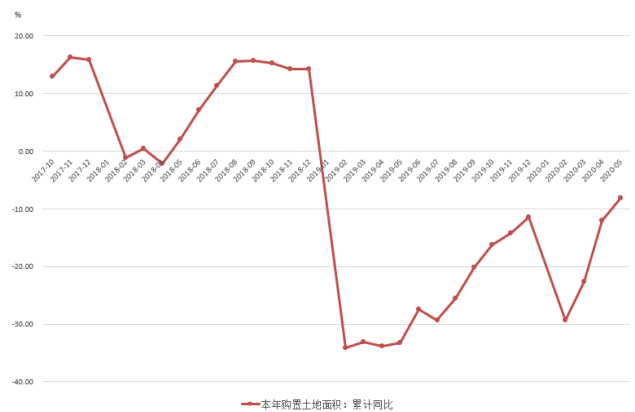


图 13. 房企土地购置面积降幅收窄 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

从单月房屋新开工面积来看，2月仅10369.62万平方米，较去年12月的21959.12万平方米骤降11589.53万平方米，降幅高达52.78%，3月疫情得到较好控制，工人返程、项目开工，房屋新开工面积回升至17833.37万平方米，但仍低于2019年同期，4月地产项目赶工节奏加快，单月房屋新开工面积29934.25万平方米，较3月的17833.37万平方米剧增12100.84万平方米，增幅高达67.86%；同比2019年4月增加10110.34万平方米，增幅51.00%，这显示出二季度以来地产端对螺纹钢的需求快速攀升。中线来看，尽管全国两会再次提及“房住不炒”，但经济下行压力较大，房地产仍需发挥对经济的拉动作用。

图 14. 房屋新开工面积回升 (万平方米)

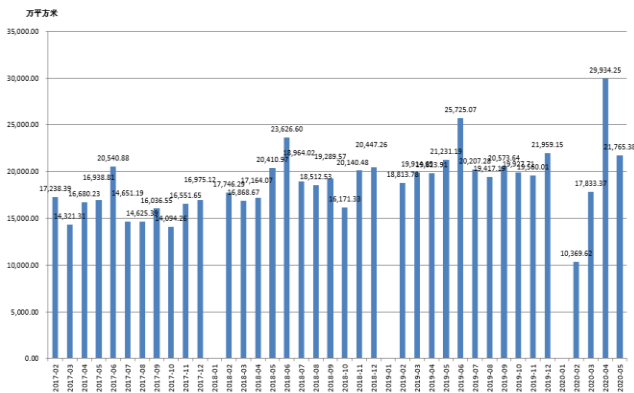
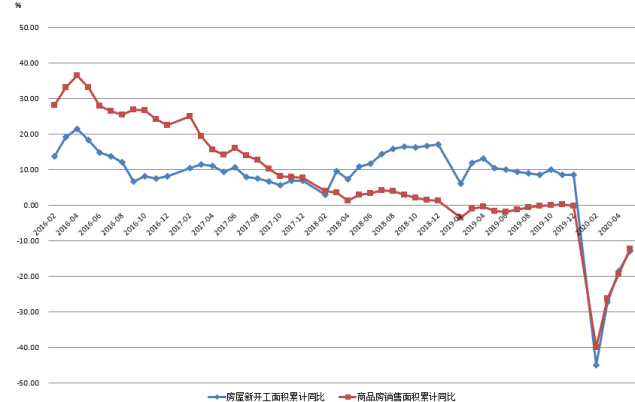


图 15. 房屋新开工面积与商品房销售面积增速提升 (%)



来源: WIND 新纪元期货研究

资料来源: WIND 新纪元期货研究

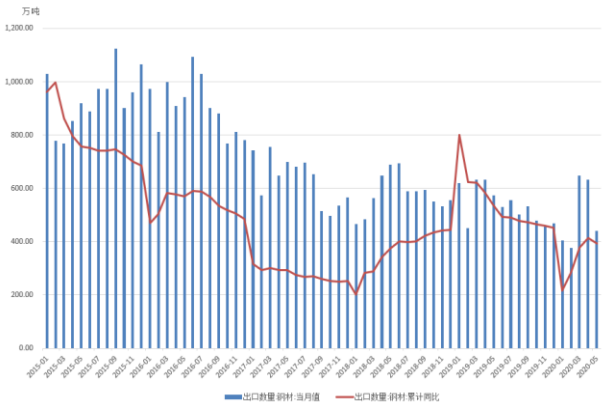
## 二、 海外疫情严峻 出口中期受阻

2020年3月份，我国出口钢材647.60万吨，较2月份大增270.00万吨，环比增长71.5%，较去年同比增长2.40%，创下21个月以来的新高，上一次高位是2018年6月份的694.40万吨，这与前期钢价阶段下挫出现出口优势有关。4月钢材出口报于632.00万吨，较3月微弱减少16.00万吨，相对平稳、良好，出口阶段性好转，但随着海外需求的收缩、国内钢价反弹，5月钢材出口量再次下降至440.10万吨，较4月减少91.90万吨。从



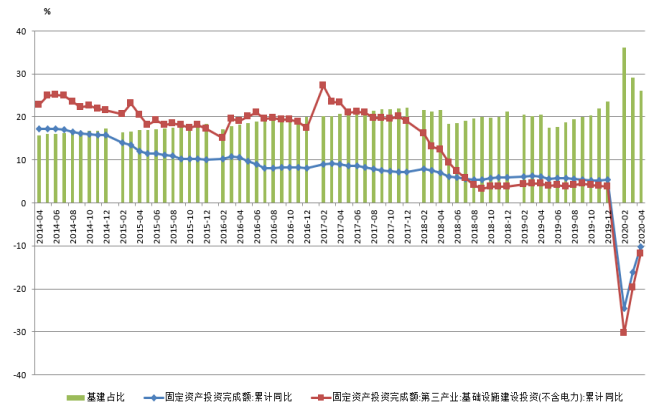
中长期的角度而言，2019年全年钢材直接出口量仅占粗钢总产量的6.8%，即便钢材长期出口低迷对其总体需求的影响也不大。

图 16. 钢材月度出口略有增加（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 17. 固定资产投资、基建投资增速降幅收窄（%）

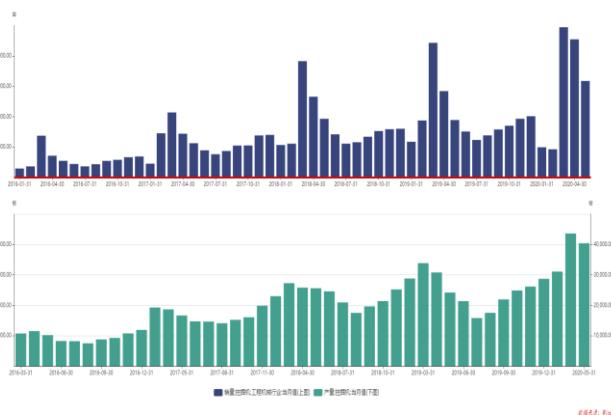


资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 三、 政策与资金支持 基建投资增速收窄

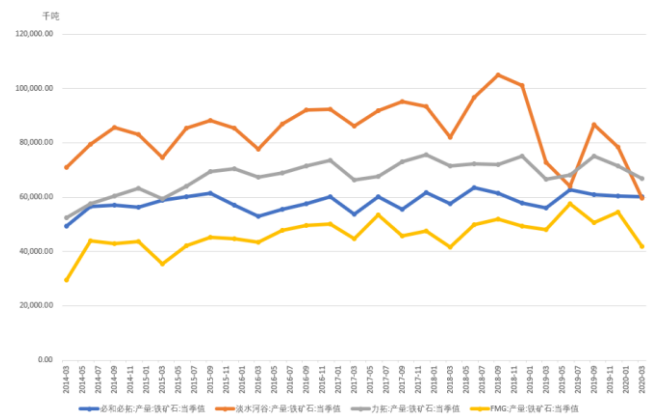
随着国内疫情防控形势总体稳固，前期政府部门出台的一系列政策相继落地，尤其是在“六稳”“六保”工作的加持下，基建投资不断加快，使得钢铁需求的韧性较强。1—5月份，全国固定资产投资（不含农户）199194亿元，同比下降6.3%，降幅比1—4月份收窄4.0个百分点，较1—2月份的同比下降24.50%大幅收窄18.2个百分点。其中制造业投资下降14.8%，降幅收窄4.0个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长13.8%，增速提高6.2个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降6.3%，降幅比1—4月份收窄5.5个百分点，比1—2月30.30%的降幅显著收缩24.0个百分点。基建方面细分：水利管理业投资下降2.0%，降幅收窄4.0个百分点；公共设施管理业投资下降8.3%，降幅收窄5.3个百分点；道路运输业投资下降2.9%，降幅收窄6.5个百分点；铁路运输业投资下降8.8%，降幅收窄7.3个百分点。

图 18. 挖掘机产量创新高（台）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 19. 四大矿山铁矿石产量收缩（千吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从挖掘机的产销数据可以侧面印证基建的发力，中国工程机械工业协会统计数据显示，3—5月国内各企业挖

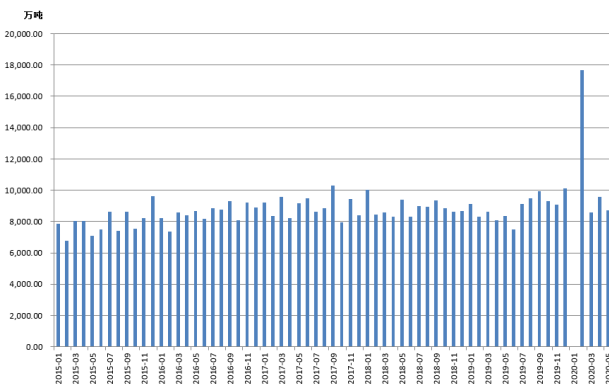
掘机产量分别为 31101、43622 和 40420 台，尤其 4-5 月分别较去年同期大幅增长 41.5%和 67.0%；国内各企业销售挖掘机分别报于 49408、45426 和 31744 万，同比增幅分别高达 11.6%、65.7%和 68.0%，而 1-2 月销量仅 9000 余台。其中，国内销量达 2.95 万台，同比大幅增长 76.3%；出口量达 2223 台，同比增长 3.3%。今年前 5 个月，国内各企业挖掘机销量累计达 14.58 万台，同比增长 19.4%。其中，国内销量达 13.42 万台，同比增长 19.4%；出口量达 1.16 万台，同比增长 20.7%。

从目前各地公布的 2020 年重大项目投资计划来看，24 个省（自治区、直辖市）计划实施 2.2 万个投资项目，总投资金额超过 50 万亿元，将在下半年持续发力拉动钢材消费。国家也从财政政策方面向基建给予支撑，截至 6 月 15 日，全国各地发行新增专项债券 21936 亿元，发行进度 96%；发行规模同比增加 12313 亿元，增长 128%。北京等 29 个省份已完成全部提前下达新增专项债券额度发行工作。债券资金全部用于重大基础设施项目建设，优先保障在建项目、避免半拉子工程。按照国务院常务会议部署，各地发行的新增专项债券，全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施，农林水利，市政和产业园区基础设施等领域重大基础设施项目建设。截至 6 月 15 日，各地发行新增专项债券 21936 亿元，8 成以上投向交通基础设施、市政和产业园基础设施、民生服务 3 个领域。其中，用于新建项目 7897 亿元、约占 36%，用于在建项目 14039 亿元、约占 64%，积极推进在建项目建设，加大新投资项目开工力度。

## 第五部分 炉料：供需有望维持偏紧

3 月份新冠肺炎疫情在海外加速扩散，全球钢铁需求大幅放缓，导致国外钢企纷纷裁员、减产甚至停产，国内方面粗钢产量出现修复性增长，4-5 月产量再攀高峰，对炉料端铁矿石、焦炭的需求带来提振，供给方面，此前我们一度预计炉料端有望增产，但从实际表现上看，铁矿石和焦炭的供给不升反降，巴西疫情恶化，铁矿石港口库存连续下降至四年低位、山东焦化去产能等因素扰动下，炉料端下半年供需仍然偏紧，价格有望在阶段调整后再次上行。

图 20. 铁矿石进口恢复平稳（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 21. 澳洲、巴西铁矿石发货量回升（万吨）

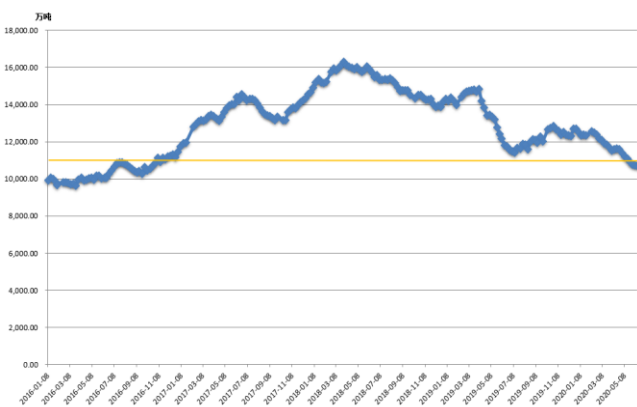


资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 一、 铁矿石

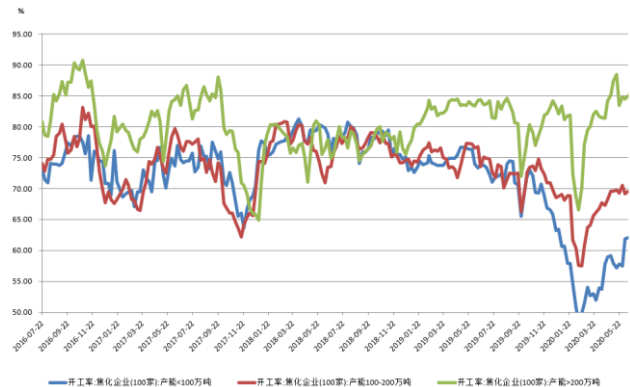
2019 年春节假期后巴西淡水河谷发生尾矿坝决堤事故影响，铁矿石供给大幅缩减，复产以及利润驱动使得铁矿石产量在去年三季度一度恢复性增长，但 2019 年累计生产铁矿石 1.03 亿吨，较 2018 年全年减少 7436.6 万吨，降幅为 6.71%，全球铁矿石供给出现实质性收缩。2020 年一季度，因澳洲森林大火以及全球新冠肺炎疫情的影响，四大矿山产量再次缩减。必和必拓报于 6003.0 万吨，环比微降 36.5 万吨，降幅仅 0.60%；淡水河谷产量大幅缩减 1873.9 万吨至 5960.5 万吨，降幅高达 23.92%；力拓下降 6.40%至 6678.7 万吨；FMG 大减 1270.0 万吨至 4190.0 万吨，降幅为 23.26%，与淡水河谷相当。四大矿山累计生产铁矿石 22832.2 万吨，环比 2019 年四季度减少 3636.9 万吨，降幅为 13.74%，同比 2019 年一季度则缩减 1524.6 万吨，下降 6.26%。淡水河谷 2020 年指导产量为 3.1 亿吨至 3.3 亿吨，较 2019 年全年实际产量 3.02 亿吨略有回升，但仍较此前年份有所收缩。

图 22. 铁矿石港口库存持续下降（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

图 23. 焦化企业开工率（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2019 年铁矿石进口量累计 107058.0 万吨，较 2018 年小幅增加 580 万吨，增幅 0.54%。进口自 2019 年下半年以来持续增加，2020 年 2 月激增，海关数据显示我国进口铁矿砂及其精矿 17684.0 万吨，同比大幅增加 112.83%；环比增加 74.57%，3 月进口量有所回落，但 4 月再次回升至 9571.00 万吨，较 3 月大增 979.70 万吨，涨幅 11.40%，较去年同期则显著增加 1494.00 万吨，增幅高达 18.50%，5 月进口环比回落 868.00 万吨至 8703.00 万吨，预计全年将维持 8000 万吨上下波动。但与此同时，国内铁矿石港口库存不断回落，截止 2020 年 6 月 19 日当周，国内 45 个主要港口矿石库存为 10617.16 万吨，连续五周位于 1.1 亿吨大关之下，创近四年来新低。

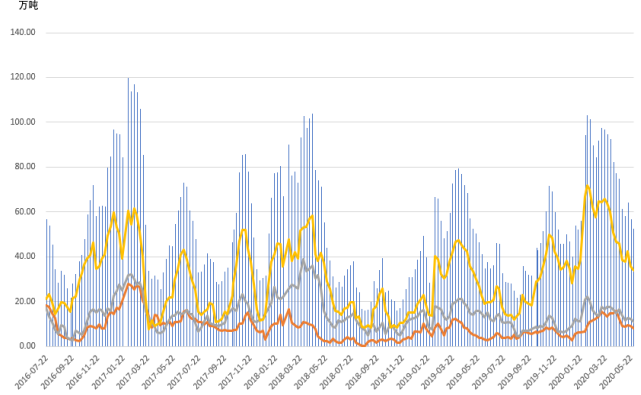
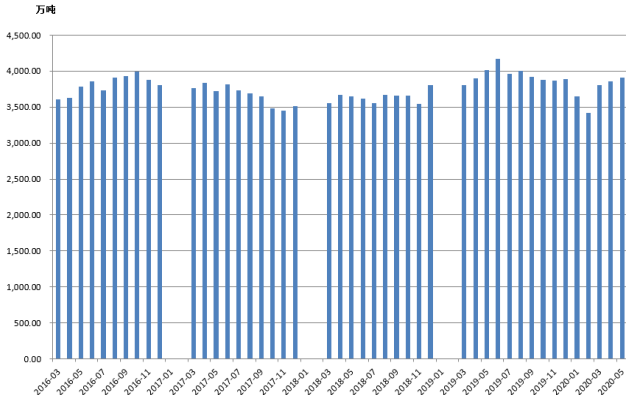
巴西疫情不断深化，截至 6 月 24 日累计确诊人数已达 1151479，当日新增确诊 45009 人，双双创记录。6 月 6 日淡水河谷官方宣布于 2020 年 6 月 5 日暂停伊塔比拉（Itabira）综合矿区的业务活动，恢复时间待定。该矿区在 5 月末已有 273 名新冠肺炎确诊，目前停产至少要待所有员工进行过检测。伊塔比拉矿区 2019 年产粉矿 3600 万吨，占淡水河谷粉矿总产量的 12%，折月平均 300 万吨；一季度，该矿区产量仅 600 万吨左右，折月平均 200 万吨。此前淡水河谷已经将该地区未来月度产量预估下调至 270 万吨；若停产 14 天，则将减产 126 万吨，事件引发疫情进一步恶化对供给的担忧，6 月 17 日该矿区已经宣布恢复生产，实际影响产能约 100 万吨。该停产事件令铁矿石价格冲击 800 关口后回落，冲击暂时限制于短期，目前巴西和澳大利亚的铁矿石发运较为平稳，但 6 月末较 5 月末巴西疫情确诊人数早已翻倍，后续仍有矿区停产的不确定性，铁矿石供给担忧不减。

## 二、 焦炭

春节后煤矿逐渐复产，焦煤即便在焦化开工率快速回升的背景下，依然供应过剩，各环节库存水平较高，国产焦煤和进口焦煤价格均震荡回落，给予焦化企业充足的利润空间，开工热情也显著回升。3 月以来，焦炭产量陆续小幅回升，5 月报于 3907.60 万吨，同比缩减 3.20%，降幅较 3、4 月份有所扩大，今年 1-5 月焦炭总产量 18787.00 万吨，同比下降 2.80%，总供给水平较 2019 年有显著收缩。

图 24. 焦炭月度产量增加（万吨）

图 25. 焦炭厂库存大幅下降（万吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

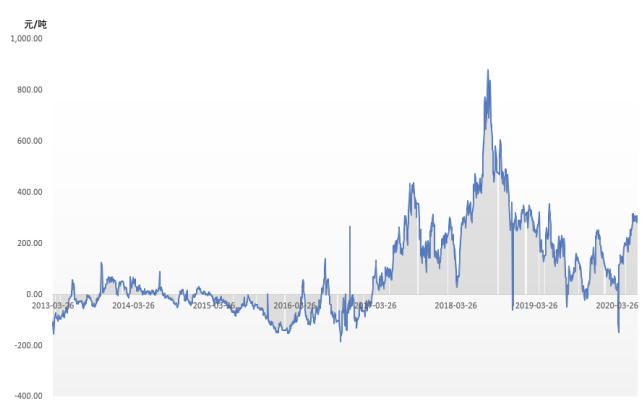
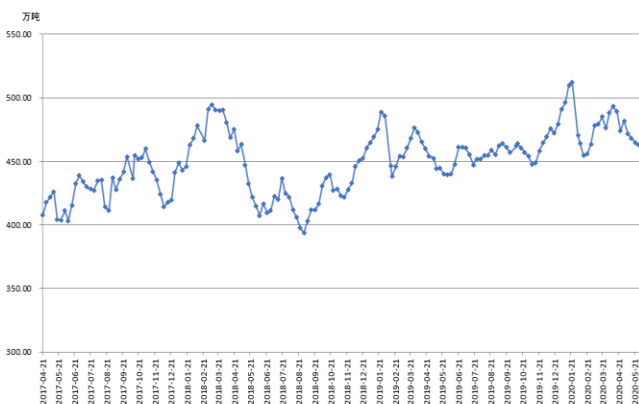
资料来源：WIND 新纪元期货研究

粗钢产量自 3 月以来连续增加，对焦炭需求明显好转。从库存情况来印证，截至 6 月 12 日当周，焦炭厂库存大幅回落至 41.62 万吨，较 2 月 7 日当周的阶段高点 103.25 万吨，下降 61.63 万吨，说明焦企出货较为顺畅；焦炭港口库存报于 329.5 万吨，3-4 月一度回升，但近一个月再次步入下行节奏；焦炭钢厂库存报于 459.55 万吨，较 4 月中旬下降 33.84 万吨。整体而言，焦炭总库存水平出现回落。

焦炭现货价格近两个月开启连续六轮 50 元/吨提涨，累计涨幅达 300 元/吨，而焦煤行情一般，煤焦比扩大至 1.65 左右不合理水平，盘面毛利润显著增加至 200 元/吨左右的水平，存有调整空间。

图 26. 焦炭钢厂库存逐渐回落（万吨）

图 27. 焦炭盘面毛利润显著增加（元/吨）



来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

2019 年 7 月以来，山东省先后印发《关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》《山东省煤炭消费压减工作总体方案(2019~2020 年)》等文件，以 2018 年全省煤炭消费总量为基数，重新核查数据、制定目标，计划到 2020 年底净减煤炭 3700 万吨，相当于压减 10%左右的煤炭消费量。具体分解到各市和重点耗煤企

业，其中焦化行业煤炭消费压减任务 2100 万吨。焦化行业煤炭消费压减任务主要通过压减焦化产能来完成，该方案明确 2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，两年共压减 1686 万吨焦化产能。据卓创检测数据显示，自 2019 年下半年至 2020 年 5 月份，山东焦化去产能陆续执行，此段时间共退出焦化产能 1526 万吨，完成率为 95%。进入 2020 年后，山东控煤消费总量又有进一步提升。2020 年 5 月 21 日山东发展改革委又重新修订发布了 2020 年山东焦化企业产量控制目标为 3070 万吨。2019 年山东省焦炭产量为 4900 万吨，2020 年要降至 3070 万吨，需要压缩 1830 万吨焦炭产量，按煤焦比 1:1.4 计算，折合减少焦煤消费量 2562 万吨，比焦煤此前压缩计划的 2100 万吨多减 462 万吨，这将从中线利好焦炭。

表 2. 山东以煤定焦任务对比

2019-2020年山东煤炭消费压减任务表		
行业	前期压减量目标(万吨)	修订后最新目标任务(万吨)
焦化行业	2100	2562
2019-2020年山东焦炭压减任务表		
行业	前期压减量目标(万吨)	修订后最新目标任务(万吨)
焦化行业	1500	1830

资料来源：卓创资讯

徐州市《2020年五大行业整合整治工作方案》，徐州市 18 家钢铁企业，优化整合形成 2 家大型钢铁联合企业，2020 年钢铁产能降 30%以上；徐州市 11 家焦化企业，优化整合形成 3 家综合性焦化企业，2020 年焦化产能压减 50%，上半年退出 680 万吨焦化产能。

焦化行业去产能加剧焦炭各环节库存偏低、供应偏紧的局面，粗钢产量即便缩减也难有大幅下降空间，下半年钢材需求预期不减，粗钢供给也以高位为主，焦炭供需维持偏紧格局。

## 第六部分 总结与展望

目前钢材下游基建、地产项目基本全面复工，梅雨季即将到来，螺纹钢需求边际存有下降的预期，吨钢利润受炉料强势的挤压已经回吐殆尽，钢材供给后续有望逐渐回落，库存降至正常范围内，整体而言，螺纹钢供需两端均有收缩的可能，不利于钢价持续拉涨，同时将对铁矿石和焦炭的消费带来制约，短线黑色系整体继续上行略有压力。

在 2016-2018 三年间提前、超额完成供给侧改革任务并且在 2017-2019 秋冬季采暖季限产由紧到松再到环保常态化后，钢铁行业的供需格局逐渐摆脱政策影响，恢复由宏观和利润驱动。下半年而言，钢材供给或先在利润的拖累之下出现一定回落，但收缩的幅度不至于太深，制约铁矿、双焦阶段需求，令两者价格有所调整从而逐渐修复吨钢利润，待四季度前后钢材需求再次发力，利润回升，钢材产量有望进一步上行。

短期来看，现阶段地产、基建在疫情之后努力赶工，单月房屋新开工面积创历史新高，对钢材消费旺盛，但赶工的可持续性存疑，6 月南方将进入梅雨季，天气因素也将为钢材需求带来扰动，钢材需求边际有望回落。中



线而言，我国投资持续平稳增长的大趋势没有改变，中央一系列稳投资、稳增长措施稳步实施，3-5月份各项投资增速降幅均逐渐收窄，宽信用、稳增长的基调下，下半年钢材终端消费仍然有提升动能。

3月份新冠肺炎疫情在海外加速扩散，全球钢铁需求大幅放缓，导致国外钢企纷纷裁员、减产甚至停产，国内方面粗钢产量出现修复性增长，4-5月产量再攀高峰，对炉料端铁矿石、焦炭的需求带来提振，供给方面，此前我们一度预计炉料端有望增产，但从实际表现上看，铁矿石和焦炭的供给不升反降，巴西疫情恶化，铁矿石港口库存连续下降至四年低位、山东焦化去产能等因素扰动下，炉料端下半年供需仍然偏紧，价格有望在阶段调整后再次上行。

**总结展望：**今年下半年经济形势仍将受到严峻的考验，宏观政策稳健趋于宽松仍是大概率事件，下半年地产、基建仍有望表现强势，黑色系自下而上的需求驱动力尚存。同时焦化行业去产能，巴西疫情仍为铁矿石供给带来不确定性，铁矿石价格中长线都将易涨难跌。预计下半年黑色系商品价格将以偏多运行为主。

**操作建议：**待7-8月份阶段调整之后再次布局中线多单。

**风险因素：**巴西铁矿石供给受阻（利多铁矿一螺纹）；秋冬季国内疫情二次爆发（利空）。

## 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：023-67910188  
邮编：400020  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号