

## 耐心等良机

### 核心内容

#### 事件：钢价加速下行

今年以来，钢材期货价格出现了明显下跌，特别是近期以来，价格连续跌穿重要支撑关口，并且伴随着持仓量的明显增仓（表明市场分歧较大）。随着螺纹钢主力合约价格不断创出新低，市场上询问是否可以抄底的声音也日渐增多。

#### 关键要素剖析：供需恶化，矿价仍有下行空间

从基本面角度分析，目前粗钢产量仍旧保持高位（尽管钢价持续下跌，但是未见钢厂明显减产）；宏观需求指标和行业微观需求指标显示终端需求疲软；钢厂库存和市场库存处于高位；国外铁矿石价格仍旧远高于开采成本，钢铁冶炼成本敏感性分析表明未来价格重要支撑关口在3000元/吨和2700元/吨。

#### 策略：莫要急抄底，耐心等良机

从本轮价格下跌节奏分析，破重要关口后大概400点一个台阶（4400元到4000元，4100元到3700元，3700元到3300元），综合考虑基本面关键要素和市场惯性情绪作用，未来价格仍有可能继续下行，并测探重要关口3000元位置。

未来价格上行驱动或来自于国内央行降息（市场传言，无法证实），或者来自于美联储QE3推出（近两周以来黄金白银价格上涨明显），或来自于做空动能衰竭导致的技术性反弹（盘面表现为减仓上行，空头获利了结）。

从交易策略而言，目前抄底明显属于左侧交易行为（底部尚未探明）。历史上无数血淋淋的事实证明，抄底行为具有极大风险，如钢材价格本轮下跌以来，在3700元位置处抄底的大部分参与者都已砍仓止损出局。我们建议投资者**耐心等待**（市场永远都不缺乏机会，而我们往往缺乏耐心）底部探明后做多机会的来临。

✉: [dept\\_paqhyjs@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhyjs@pingan.com.cn)

研究所 金属研究小组

✉: [dept\\_paqhtzzxb@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn)

投资咨询部 整理/分发

✍: 李文杰

☎: 86-21-50281763

✉: [liwenjie011@pingan.com.cn](mailto:liwenjie011@pingan.com.cn)

☞: 期货从业资格:F0279410

### 相关报告

2、曙光显现，伺机而行——平安期货中期策略报告—钢材

2012.07.04

1、高度有限，谨慎乐观——金属2012年二季度策略报告

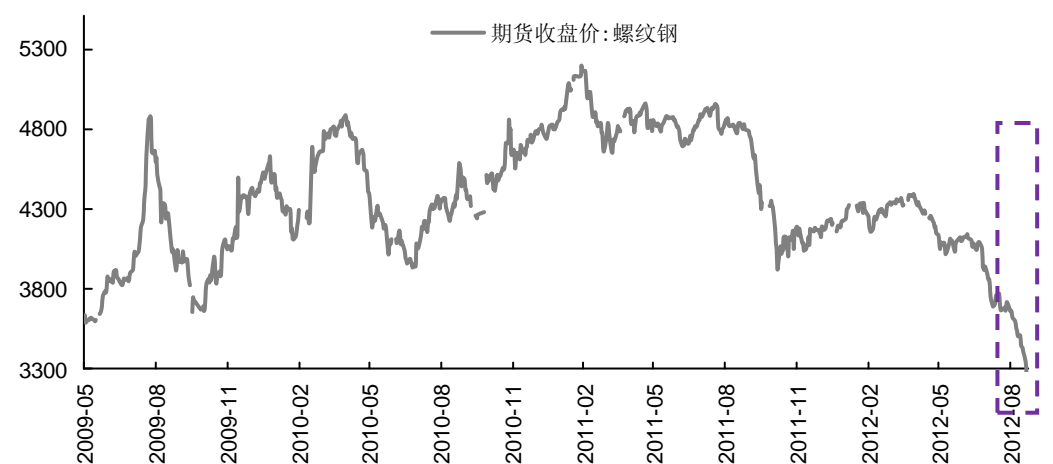
2012.03.26

## 一、事件：钢价加速下行

今年以来，钢材期货价格出现了明显下跌，特别是近期以来，价格连续跌穿重要支撑关口，并且伴随着持仓量的明显增仓。截止9月5日（周三），钢材期货主力合约RB1301最低下探至3218元/吨，较上半年高点（最高价4375元/吨）下跌1157元/吨，跌幅26.4%。

随着螺纹钢主力合约价格不断创出新低，市场上询问是否可以抄底的声音也日渐增多。下文我们将从影响钢价运行的关键要素进行分析，并给出答案。

图1-1:钢材期货价格加速下行



资料来源:wind、平安期货研究所

## 二、影响钢价走势关键要素分析

从近10年来商品期货大牛大熊走势来看，一轮大牛市（或者大熊市）的关键要素在于供给端和需求端的力量对比。价格上涨的高点和下跌的低点往往出乎市场参与者的预料（如2005-2006年铜的牛市、2008年的商品大熊市，以及2010年下半年的棉花牛市）。

回到钢材，我们将从以下关键要素进行深入分析。

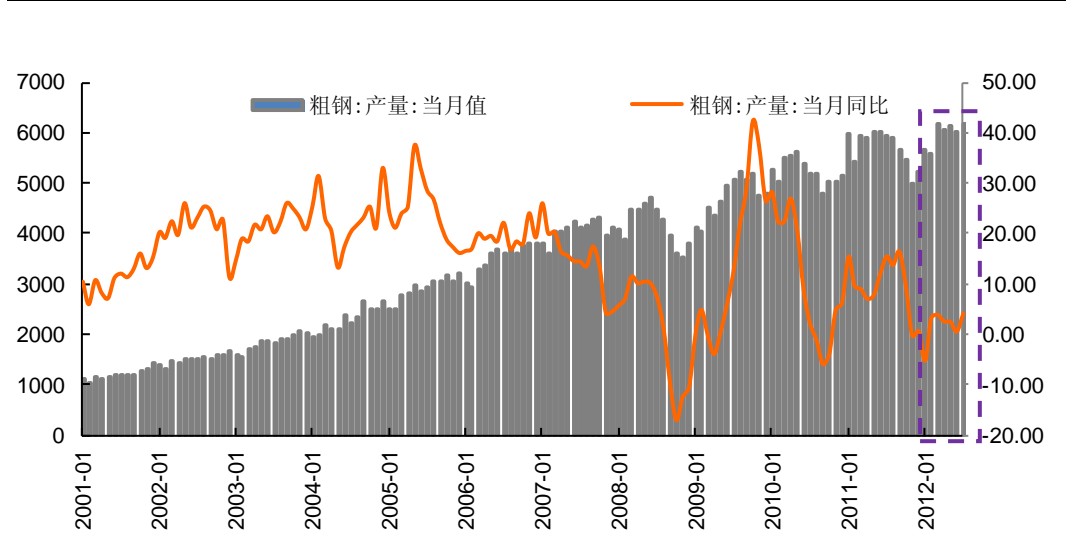
### 关键要素1：尽管钢价跌跌不休，但是粗钢产量仍旧高居不下

钢材价格从4月份开始步入下行通道，一度测试4000元和3700元两个重要支撑关口，期间不断传出钢厂检修闷炉消息，但是从国家统计局最终公布的数据看，2012年3-7月份的月度粗钢产量均维持在6000万吨/吨的高位水平，钢厂并未进行实质性减产。

为什么在钢材价格持续下跌的过程中，钢厂为何不减产呢？我们认为主要原因有以下几点：一是目前钢厂尽管已经亏损，但考虑到原料价格也在同步下跌，钢厂仍寄望于通过加大产量来消耗高价原料、补充低价原料，以降低成本；三是国有大中型钢

厂出于社会稳定以及占据市场份额的考虑，缺乏减产动力；三是对民营钢厂来说，生产线一旦停止运转，很可能会引发银行催还贷款或停贷，将面临资金链断裂的风险。

图2-1:中国粗钢产量高居不下



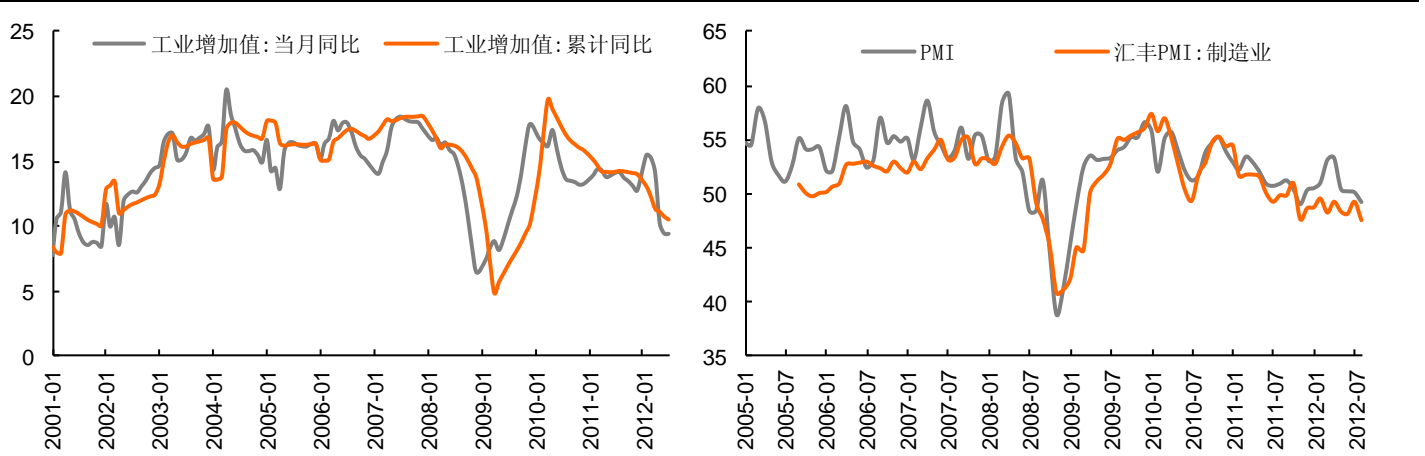
资料来源:wind、平安期货研究所

**关键要素 2: 宏观总需求指标下行，微观需求指标疲软**

由于目前我国的经济增长主要依赖于投资拉动，钢材作为国民经济运行的支柱，其需求与宏观经济走势密切相关。我们选取重要的宏观经济指标变量与具有代表性的微观经济指标变量观察钢材的终端需求。

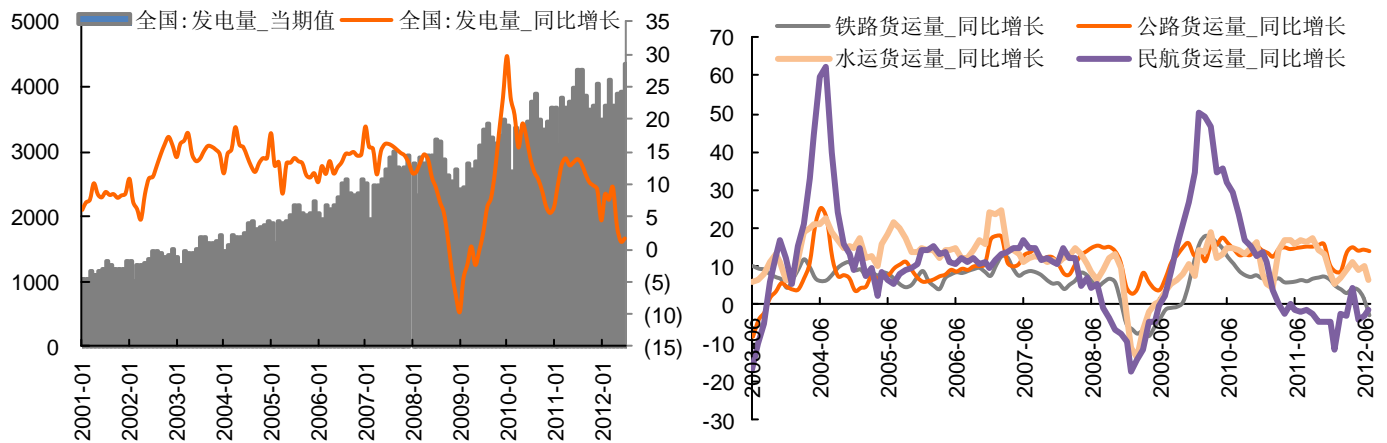
从宏观经济变量观察，工业增加值、PMI 值（汇丰和中国官方数据）、发电量以及货运量指标目前均处于下行走势（见图 2-2 和图 2-3），表明总需求欠佳。从与钢材终端消费密切的房地产指标来看，新开工面积、施工面积以及竣工面积处于下行走势。从更加直观的消费指标来看，西本新干线网站监控的建筑钢材终端采购量指标处于历年下方（2011 年和 2012 年消费均不及历史其余年份）。

图2-2:工业增加值和PMI指数走势



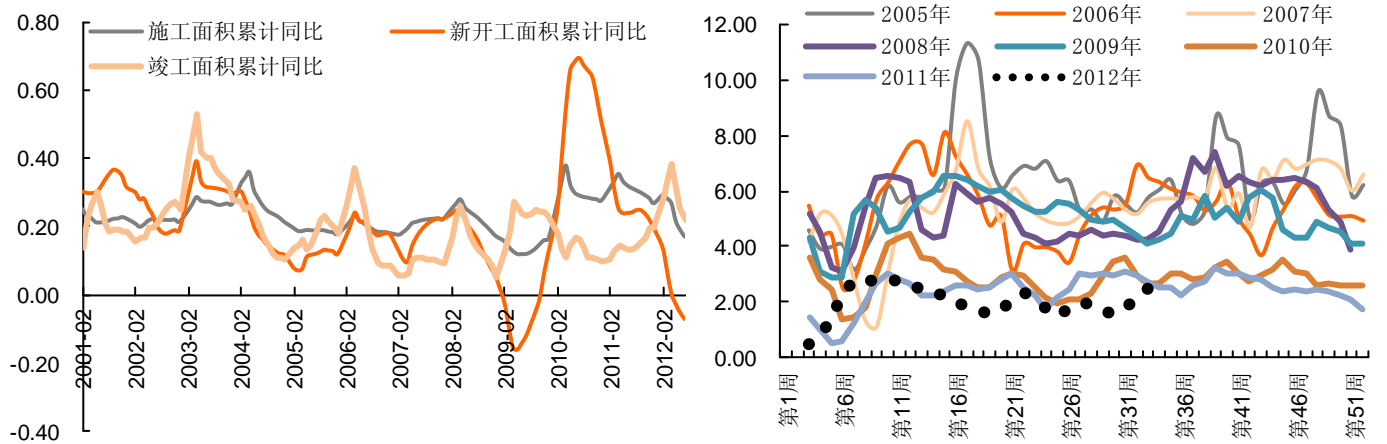
资料来源:wind、平安期货研究所

图2-3:全国发电量和货运量走势



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-4:房地产需求指标和西本新干线终端销售指标走势

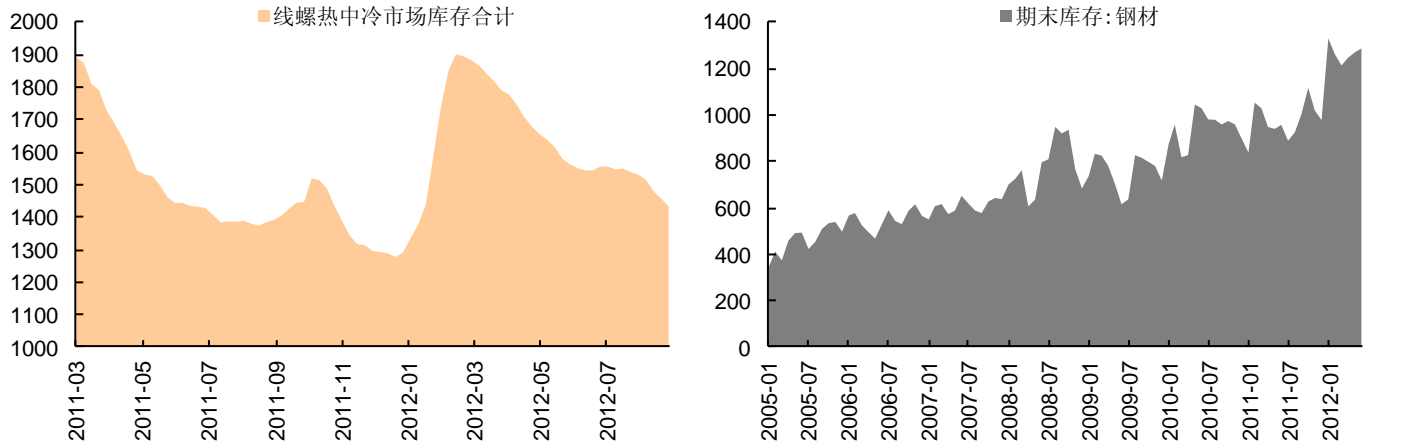


资料来源:wind、西本新干线、平安期货研究所

### 关键要素 3: 钢厂库存创历史新高, 市场库存呈现回落态势

从我们跟踪的库存指标来看, 随着钢价的不断下行, 钢厂库存不断创出新高, 同时由于市场价格倒挂, 钢贸上订货积极性减弱, 市场库存出现下行态势。根据我的钢铁网的统计, 截止 8 月 31 日, 全国主要钢材市场五大品种(螺纹、线材、热轧、冷轧和中厚板)为 1430 万吨, 其中主要是螺纹钢库存下降比较明显, 其余品种库存变化不甚明显。高企的库存依然压制价格的反弹。

图2-5:五大品种市场库存和钢厂钢材库存走势



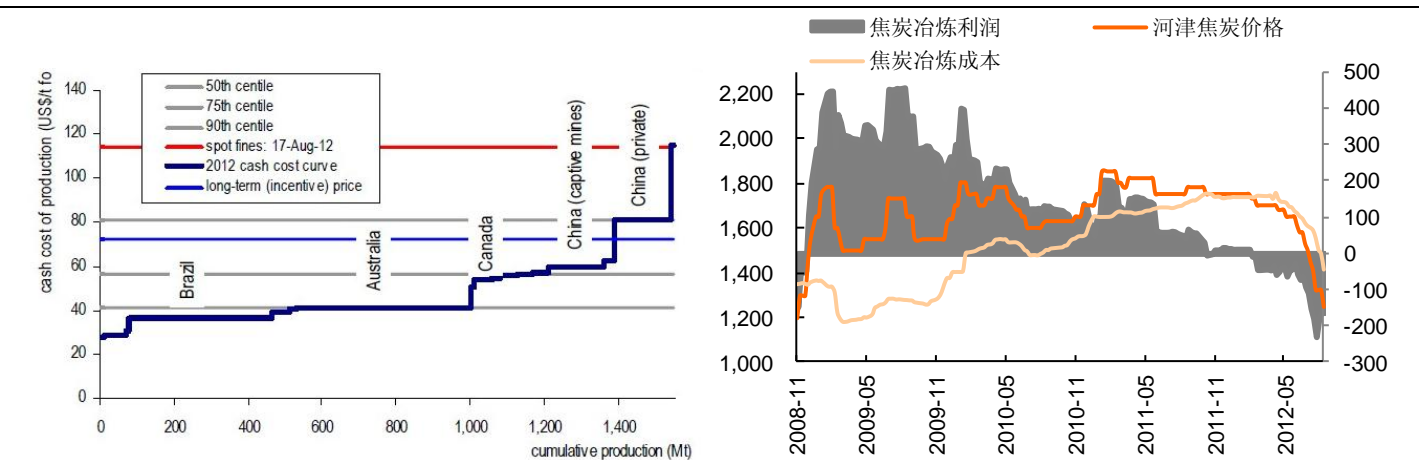
资料来源:wind、平安期货研究所

**关键要素 4: 钢材冶炼原材料仍有下行空间**

从历史经验来看，钢厂冶炼成本属于动态变动过程，钢价的下行将会逼迫冶炼原料价格各自的成本区间靠拢。因此，我们通过分析冶炼原材料的成本区间，来推理钢价可能的底部区间。

钢材冶炼成本主要包括三个部分，铁矿石成本，焦炭成本以及轧制费用，其中轧制费用包括从钢坯到钢材的轧制费用，钢厂设备折旧以及三项费用等。在这三个部分中，铁矿石成本和焦炭成本属于可变动部分，第三部分在一段时间内基本处于稳定状态。从铁矿石的开采成本来看，根据瑞银证券的调研，目前国外三巨头铁矿石的开采成本在 40 美元/吨，国内铁矿石开采成本在 60-80 美元/吨，目前普氏铁矿石指数价格在 90 美元/吨，仍旧远远高于开采成本。从焦炭生产成本来看，目前的焦炭价格已经跌破独立焦化厂的冶炼成本，根据我们对我的钢铁网、中国联合钢铁网相关人员的了解，如果焦炭现货价格再跌 200 元/吨，焦炭行业将会出现大规模减产。（见图 2-6）

图2-6:铁矿石开采成本和焦炭冶炼成本走势



资料来源: 瑞银证券、平安期货研究所

根据上述估计，从成本角度，我们对钢材的冶炼成本进行敏感性矩阵分析，结果显示未来价格下跌可能测试 3000 元/吨的重要关口位置(铁矿石 85 美金/吨,焦炭 1200

元/吨), 极限位置可能测试 2700 元/吨 (铁矿石 65 美元/吨, 焦炭 1100 元/吨, 但是, 我们认为这种可能性非常小, 因为这意味着钢铁行业, 焦炭行业以及国内矿行业全部处于亏损状态)。

表 2-1: 钢材冶炼成本敏感性分析

		1250	1200	1150	1100	1050
河津焦炭价格 元/吨						
铁矿石价格 美元/吨	对应吨钢成本变动 元/吨	625	600	575	550	525
95	957.6	3082.60	3057.60	3032.60	3007.60	2982.60
90	907.2	3032.20	<b>3007.20</b>	<b>2982.20</b>	2957.20	2932.20
85	856.8	2981.80	<b>2956.80</b>	<b>2931.80</b>	2906.80	2881.80
80	806.4	2931.40	<b>2906.40</b>	<b>2881.40</b>	2856.40	2831.40
75	756	2881.00	2856.00	2831.00	2806.00	2781.00
70	705.6	2830.60	2805.60	2780.60	<b>2755.60</b>	<b>2730.60</b>
65	655.2	2780.20	2755.20	2730.20	<b>2705.20</b>	<b>2680.20</b>
60	604.8	2729.80	2704.80	2679.80	<b>2654.80</b>	<b>2629.80</b>

资料来源: 平安期货研究所整理

### 三、策略: 莫要急抄底, 耐心等良机

从研究角度而言, 目前粗钢产量仍旧保持高位, 宏观需求指标和行业微观需求指标显示终端需求疲软, 国外铁矿石价格仍旧远高于开采成本, 加之市场惯性与情绪作用, 未来价格仍有可能继续下行。从本轮价格下跌节奏分析, 破重要关口后大概 400 点一个台阶 (4400 元到 4000 元, 4100 元到 3700 元, 3700 元到 3300 元), 未来价格可能测探重要关口 3000 元位置。

未来价格上行驱动或来自于国内央行降息 (市场传言, 无法证实), 或者来自于美联储 QE3 推出 (近两周以来黄金白银价格上涨明显), 或来自于做空动能衰竭导致的技术性反弹 (盘面表现为减仓上行, 空头获利了结)。而无论是中国央行降息还是美联储推出 QE3, 都难以提前预知。

从交易策略而言, 目前抄底明显属于左侧交易行为 (底部尚未探明)。历史上无数血淋淋的事实证明, 抄底行为具有极大风险, 如钢材价格本轮下跌以来, 在 3700 元位置处抄底的大部分参与者都已砍仓止损出局。我们建议投资者耐心等待底部探明后做多机会的来临。

#### 风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

#### 免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>