

周而复始，向死而生

核心内容

继续下行，仍有空间

在目前的市场格局下，我们认为螺纹钢主力期货合约仍有继续下行的动力。主要原因目前的价格使得钢厂仍旧可以获得正的现金流，从而使得钢厂粗钢产量维持高位状态，同时市场库存维持高位状态，使得钢材价格供给端承受较大压力。新一届政府上台后，其政策的核心是“稳增长，防通胀，控风险，促进经济转型”，国家领导人在多个场合表示“今年以来中国经济总体平稳，增速处于合理区间”，因此类似上届政府大规模的刺激政策难以再现。观察第二季度以来的宏观经济数据，我们认为经济仍有继续下行的动力，钢材的需求端将承受压力。从成本角度和比价角度分析，钢材仍有下行空间。

震荡筑底，企稳回升

下半年钢价企稳回升的动力来自两个方面：市场交易情绪的负反馈机制以及基本面出现的改善。市场在超跌之后，必然迎来市场参与者的抄底行为，这会价格价格形成负向反馈，使得价格趋于均衡位置。这个现象在历史上已经发生过多次，我们认为这一次也不会例外。基本面的驱动力来自价格超跌后的钢厂技术性减产行为，以及去库存结束后的冬季钢贸商补库存行为。时间上的转折窗口可能出现在三中全会前后，新一届政府推行城镇化的预期会给市场带来向上的动力。

风险提示

总体上，我们认为钢材期货下半年走势会呈现“探底-企稳-回升”走势。价格上行的风险来自联储QE退出政策以及中国市场流动性紧缩触发的债务危机风险；价格下行的风险来自中国城镇化规划的超预期以及国内铁矿石的产量因季节性大幅萎缩。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 金属研究小组
✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍:李文杰（钢材研究）
☎:86-21-50281763
✉: liwenjie011@pingan.com.cn
☎:期货从业资格:F0279410

相关报告

1、曙光显现，伺机而行——钢材 2012 年中期策略报告

2012. 07. 04

2、高度有限，谨慎乐观——金属 2012 年二季度策略报告

2012. 03. 26

摘 要

钢价下跌常常一波三折。回顾螺纹钢期货上市以来的价格走势，我们发现一个明显的规律，每次下跌幅度大概在 1000 点左右，下跌幅度介于 20%-30% 之间，下跌过程通常经过三个波段完成。在钢价格下跌之前，通常出现一轮明显的上涨行情。下跌的导火线通常由宏观事件引发，其后钢材行业的基本面因素逐渐发挥作用，导致钢材价格逐级下跌。

铁矿石供给端稳定使得价格仍有下行空间。回顾 2011 年以来的三次钢价下行过程，铁矿是价格均是滞后于钢材价格变动。2011 年，钢价出现下跌后，铁矿石价格之后跟随钢价价格向下波动。目前铁矿石价格处于 110 美元/元附近的位置，接近中国铁矿石的生产成本区间，处于相对比较合理的水平，但是仍未触及国外铁矿石的生产成本。在粗钢产量保持高位运行、终端需求开始逐步进入淡季的 7、8 月份，我们预计铁矿石价格有可能演绎去年下跌行情，即会出现加速下行跌破 100 美元的情况。

需求是驱动钢价波动的核心动力。在产能过剩的格局下，产量弹性使得供给可以迅速匹配需求，当需求或者预期需求稍有改善之时，巨大的潜在产能便能快速释放供给。另外，多种原因也使得钢厂主动减产意愿不强，2012 年钢价持续低迷下行，但是粗钢产量下降并不明显即是例证。在“高产能、低减产意愿”的行业格局下，需求变动便成为驱动钢价上下波动的核心动力。基于这样的逻辑推理，我们构筑了自上而下的需求分析框架，包括预期需求、宏观需求以及微观需求指标。

目前仍在去库存，期待补库存推升钢价。从库存变动与价格变动的关系观察，无论是库存距离前期高点的降幅还是库存见底回升的时间，我们发现二者并无一一对应关系。但是，从最近三年的数据观察，库存变动具有明显的季节性规律。一般而言，春季前后是补库存阶段，之后从第二年春季开始，一直处于去库存阶段，往往持续到冬季。自 2009 年以来，钢贸商经历了 4 轮明显的补库存阶段。除了 2009 年由于四万亿的刺激计划库存全年处于上升趋势外，2010 年、2011 年、2012 年以及 2013 年均出现了季节性的补库存行为。我们认为随着市场库存继续下行至低位，市场会再次迎来补库存行为。随着钢价的进一步下行触及底部，以及三中全会召开对新一届政府改革的期待，市场价格在补库存的动力的驱动下，迎来一轮上涨。

周而复始，向死而生。回顾过去 4 年钢材期货市场的价格走势，发现钢价走势呈现明显的周期性。周期性是指钢材价格每年都会出现一波明显的上涨行情，上涨触及高点后，接着会发生一波明显的下跌行情。钢材期货上市以来共经历了 6 波明显的上升走势，以及相对应的明显的下跌走势。我们认为 2013 年下半年的钢价走势将呈现“探底-企稳-回升”走势。在目前的市场格局下，我们认为螺纹钢主力期货合约仍有继续下行的动力。下半年钢价企稳回升的动力来自两个方面：市场交易情绪的负反馈机制以及基本面出现的改善。

目 录

摘 要.....	2
目 录.....	3
年年岁岁“钢”相似.....	4
一、钢价下跌常常一波三折.....	4
二、钢厂减产是钢价企稳的前提.....	5
三、铁矿石供给端稳定使得价格仍有下行空间.....	6
四、成本方式和比价方式分别测算钢价下行空间.....	10
岁岁年年人不同.....	11
一、需求是驱动钢价波动的核心动力.....	11
二、坚定转型深化改革，逆周期刺激政策难见.....	12
三、新型城镇化规划，期待三中全会落地.....	14
四、目前仍在去库存，期待补库存推升钢价.....	15
策略：周而复始，向死而生.....	18
一、钢价周期性与情绪负反馈.....	18
二、下半年钢价呈“探底-企稳-回升”走势.....	20

年年岁岁“钢”相似

一、钢价下跌常常一波三折

回顾螺纹钢期货上市以来的价格走势，我们发现一个明显的规律，每次下跌幅度大概在 1000 点左右，下跌幅度介于 20%-30%之间，下跌过程通常经过三个波段完成。在钢价格下跌之前，通常出现一轮明显的上涨行情。下跌的导火线通常由宏观事件引发，其后钢材行业的基本面因素逐渐发挥作用，导致钢材价格逐级下跌。

第一次下跌发生在 2009 年 8 月份，导火线是中国收紧货币政策；第二次下跌发生在 2010 年 4 月份，导火线是国务院发布关于房地产调整的政策；第三次发生在 2011 年 8 月份，导火线是标准普尔下调美国长期主权债务评级，外加对欧洲主权债务危机的忧虑；第四次下跌发生在 2012 年 4 月，导火线是希腊退欧事件；第五次下跌发生在 2013 年 2 月份，即是目前正在进行的下跌行情，其导火线是中国地产调控政策。

具体而言，2 月 20 日，温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署继续做好房地产调控工作，提出五条措施，市场称“新国五条”。3 月 30 日与 31 日，北京、上海、重庆、济南、大连和合肥等城市都按时发布了楼市调控地方版细则。一系列中央与地方联动的政策组合拳迅速出台，从限购、限贷、税收和住房信息联网等方面全面升级调控。在地产调控政策的影响下，工业品价格开始了一轮下跌走势。

表1-1: 螺纹钢下跌波段比较

	第一波		第二波		第三波		累计	
	点位	幅度	点位	幅度	点位	幅度	点位	幅度
2009 年 8 月	832	17%	577	13%	462	11%	1373	28%
2010 年 4 月	298	6%	527	11%	366	8%	921	19%
2011 年 8 月	312	6%	561	12%	534	12%	1128	23%
2012 年 4 月	404	9%	486	12%	578	15%	1188	27%
2013 年 2 月	500	12%	412	10%	/	/	/	/

资料来源:平安期货研究所整理

本轮钢材价格从 2 月份启动下跌走势以来，已经经历两个下跌波段，其中第一波下跌中跌幅 12%，第二波下跌中跌幅 10%，目前正在经历第三个下跌波段。截止 6 月 13 日，累计下跌 840 点，最大跌幅 19.8%。对比历史上历次下跌走势，螺纹钢的最后一波下跌通常以迅速陡峭的方式进行，而本轮最后一波下跌呈现明显的抵抗性特征，尚未出现恐慌性下跌，从累计下跌幅度而言，尚未进入到历史下跌幅度的合理区间。

简言之，我们认为螺纹钢目前仍旧处于下跌趋势中。

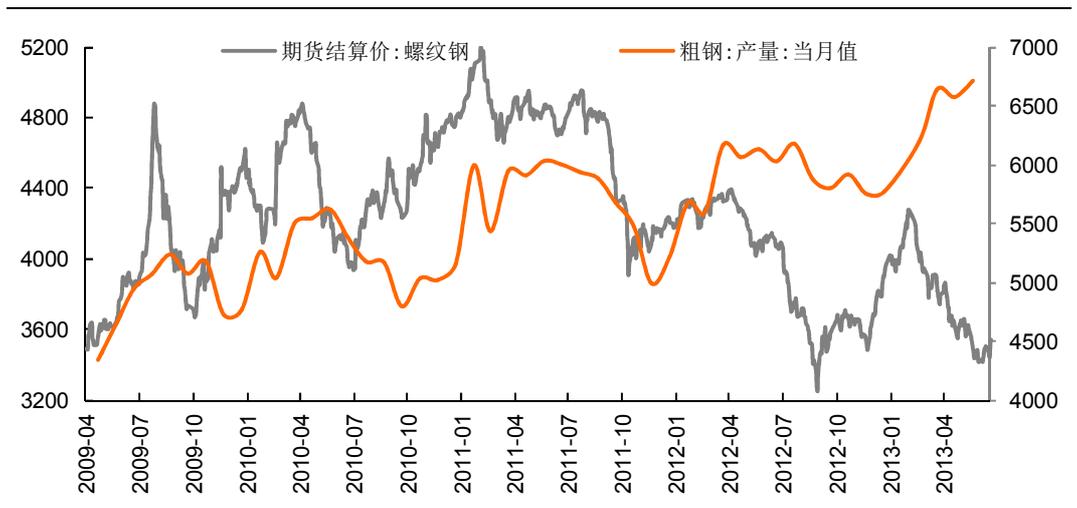
二、钢厂减产是钢价企稳的前提

自 2003 年以来，中国钢铁行业粗钢产能一直处于不断扩张态势，在庞大的粗钢产能格局下，中国粗钢产量一直保持高位运行，即使在生产过程处于亏损状态，钢厂也缺乏减产动力。其背后的逻辑原因主要有三点，一是钢厂尽管已经亏损，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；二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。

但是，钢厂可以进行技术性减仓，即当市场价格出现大幅下挫时，企业往往采用“闷炉”的方式降低产量，即通过降低炉温，使得炼钢高炉处于保温状态，延长产品出炉时间，从而减少粗钢产量。我们观察发现，自钢材期货上市以来，在价格出现明显下跌之后，钢厂往往会被迫进行闷炉减产。历史数据表明，在 2009 年 8 月、2010 年 4 月、2011 年 8 月以及 2012 年 4 月钢价下跌后，国内粗钢产量分别出现 4 个月、5 个月、3 个月以及 8 个月的下滑走势。

本轮钢材价格自 2013 年 2 月份下跌启动以来，尽管钢材价格一路下滑，但是国内粗钢产量仍旧未必高位，并未出现明显减产行为。国内粗钢产量高企不下严重制约钢价的上行空间，我们预计后期国内粗钢产量将会出现逐步下行走势。事实上，从高频旬度产量数据可以得知，5 月份下旬以来，中钢协预估的国内粗钢日均产量开始出现明显下滑。5 月份上、中、下旬预估全国日均产量分别为 219.29 万吨、218.54 万吨以及 215.44 万吨。

图1-1: 螺纹钢结算价格与粗钢产量走势比较



资料来源:平安期货研究所

由于 2 月份以来国内粗钢产量走势与钢价走势一直处于背离状态，钢价下跌并未引致明显减产行为，2、3、4、5 月份累积的粗钢产量依然压制国内钢价的运行。我们期待 6、7、8 月份国内钢厂能够继续进行减产，在此之前钢价将维持弱势运行状态。

表1-2: 2009-2013年国内粗钢产量比较

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
09 年 8 月	5,233	5,071	5,175	4,726	4,766	5,254				
10 年 4 月	5,540	5,614	5,377	5,174	5,164	4,795	5,030			
11 年 8 月	5,875	5,670	5,467	4,988	5,216					
12 年 4 月	6,058	6,123	6,021	6,169	5,870	5,795	5,910	5,747	5,766	6,362
13 年 2 月	6,183	6,630	6,565							

资料来源:平安期货研究所整理

三、铁矿石供给端稳定使得价格仍有下行空间

铁矿石作为钢铁冶炼的重要原材料，具有其自身的供需关系。由于铁矿石具有明显的全球属性，因此我们首先从全球供需求分析铁矿石市场格局。根据年初国际钢铁工业协会预测，2013 年全球铁矿石需求量 20.03 亿吨，同比增长 2.4%，全球铁矿石产量 20.71 亿吨，同比增长 4%，全球铁矿石供需格局由紧张转向宽松。

表1-3: 全球铁矿石供需平衡表

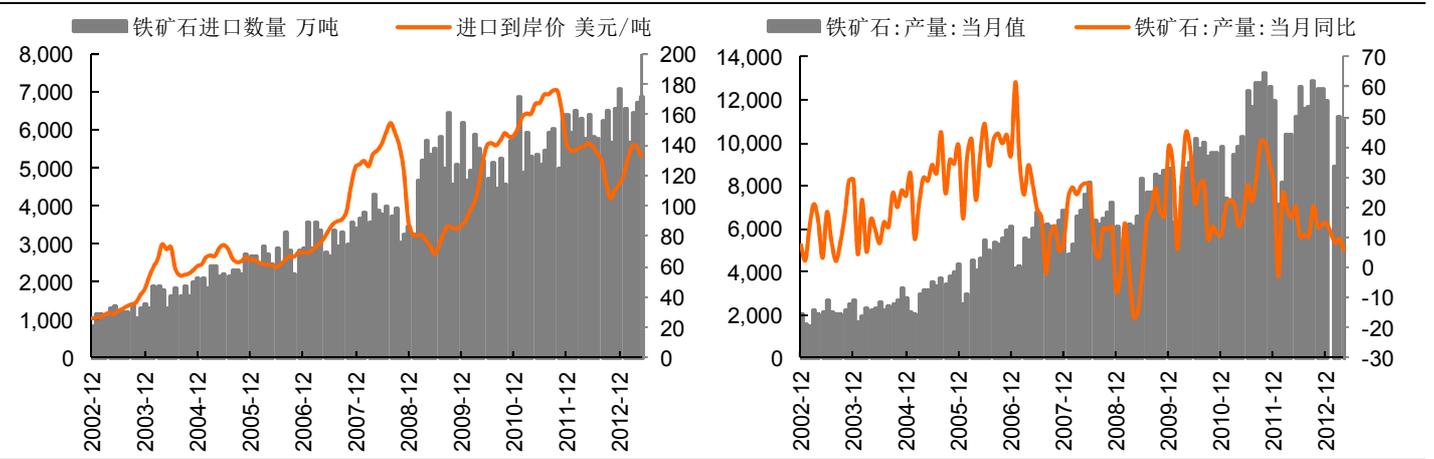
	2008	2009	2010	2011	2012	2013E
全球铁矿石供给	1597.5	1542.3	1812.9	1940.5	1992.2	2071.2
供给增速	2.9%	-3.5%	17.5%	7.0%	2.7%	4.0%
全球铁矿石需求	1604.5	1577.5	1782.7	1897.9	1957.4	2003.8
需求增速	-2.1%	-1.7%	13.0%	6.5%	3.1%	2.4%
供需平衡	-7.0	-35.2	30.2	42.6	34.8	67.4

资料来源:wind、平安期货研究所

国内铁矿石供给主要关注三个方面，国内铁矿石产量、国际铁矿石进口量以及国内铁矿石港口库存量。2009-2012 年，中国铁矿石年度的月均进口量分别为 5230 万吨、5160 万吨、5725 万吨以及 6212 万吨，2013 年铁矿石月度进口量保持在 6500 万吨左右。从国内铁矿石产量来看，2009-2012 年中国国内铁矿石产量月度均值分别为 7288 万吨、8872 万吨、10958 万吨和 11070 万吨，2013 年国内铁矿石产量月均保持在 10293 万吨。从国内港口铁矿石库存来看，目前维持在 7000 万吨左右，处于历史均值附近。从上述三者数据汇总来看，国内铁矿石供给基本稳定，不存在较大的波动隐患。

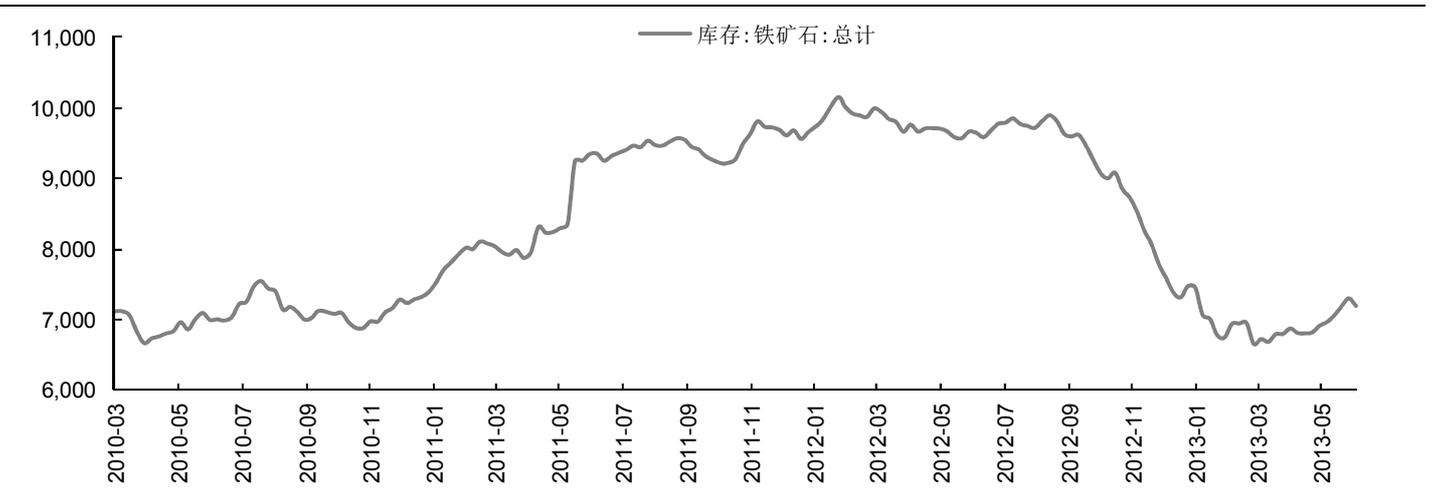
进一步，我们通过测算国内粗钢产量和铁矿石供给量的供需力量对比，发现自从 2011 年之后，国内铁矿石供给呈现阶段性的短缺或者过剩情况，而在之前呈现长期性的供给短缺压力。综合来看，目前国内铁矿石供给端保持稳定。

图1-2: 铁矿石进口量与国内铁矿石产量保持稳定



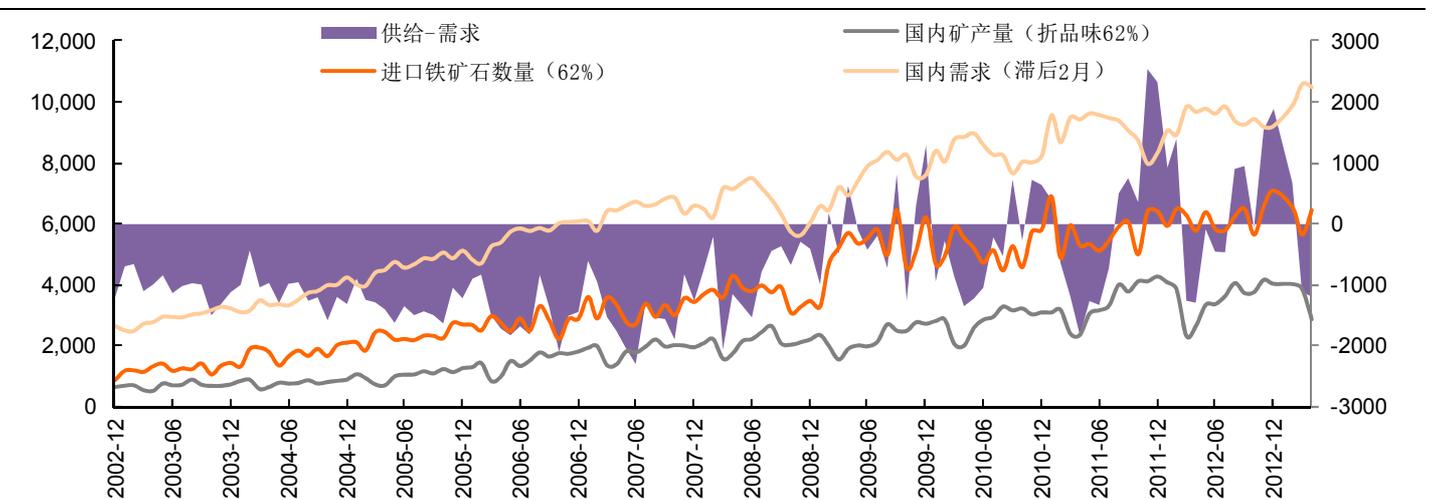
资料来源:wind、平安期货研究所

图1-3: 国内铁矿石港口库存维持稳定



资料来源:wind、平安期货研究所

图1-4: 国内铁矿石供需平衡表

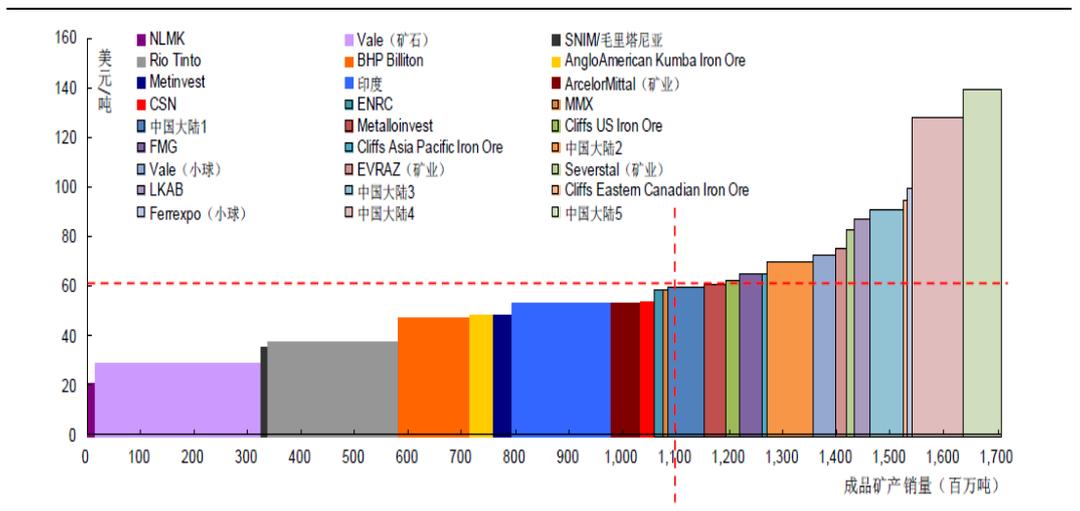


资料来源:wind、平安期货研究所

对于供大于求的商品，其价格将围绕成本中枢上下波动。因此，在讨论铁矿石供给需求的基础上，接下来关注铁矿石的开采成本。根据铁矿石的开采成本不同，我们铁矿石分为早期海外矿山、新兴海外矿山以及国内矿山。早期海外矿山和新兴海外矿山处于低成本区间，而国内矿山处于高成本区间。根据国外投行统计，全球约有 11 亿吨产能的铁矿石开采成本在 70 美元/吨，中国的铁矿石开采成本位于 100-120 区间。

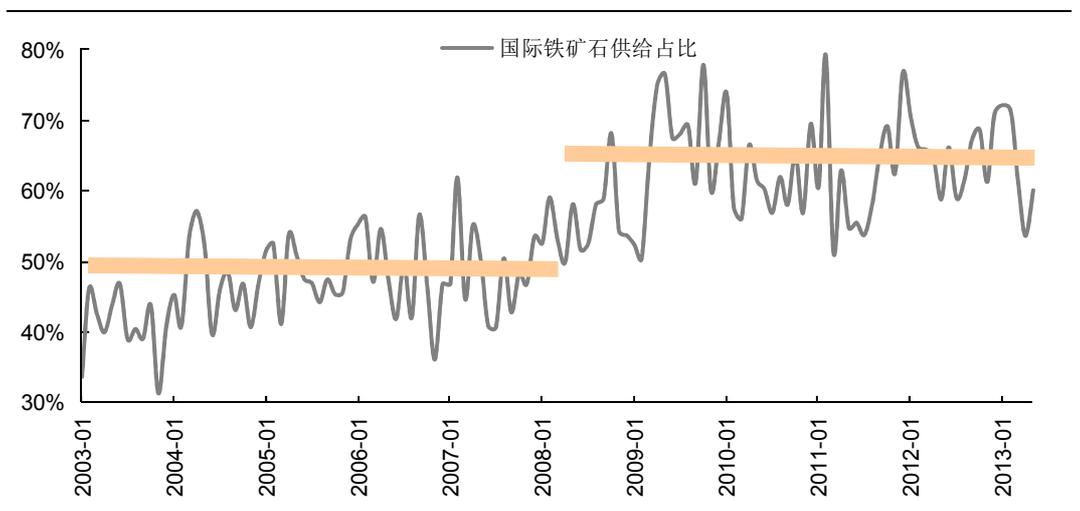
由于国内铁矿石开采成本属于全球矿山的最顶端，当需求强劲时，矿石价格上涨，国内高成本区域矿山因为可以获取利润而得以运行。当钢价下跌驱使钢厂减产，进而削减对矿石需求时，处于高端开采成本区域的矿山被迫停产，而外国矿山仍旧能够得以运行。由于国内部分钢厂高炉对高品位铁矿石的依赖，使得国内市场仍旧严重依赖国外三大巨头的矿石供应。从内外矿供给占比来看，2003-2008 年，国外铁矿石供给占比大概在 50%，2009-2013 年，国外铁矿是供给占比进一步上升，达到 65%左右。

图1-5: 全球铁矿石开采成本比较



资料来源:光大证券、平安期货研究所

图1-6: 国际铁矿石供给占比



资料来源:光大证券、平安期货研究所

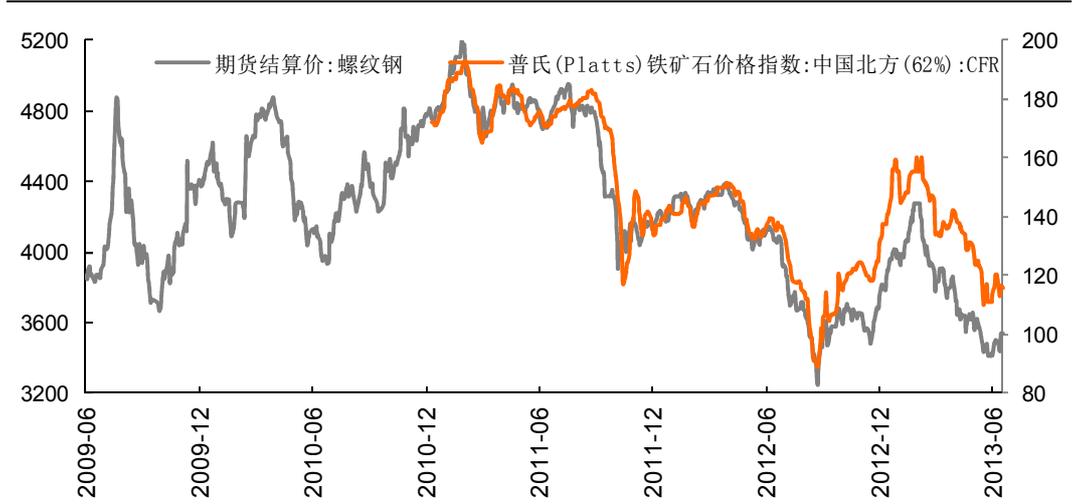
从钢价与铁矿石价格的运行关系观察，在价格下行过程中，铁矿石价格同步或者滞后于钢材价格变化，在价格上行过程中，铁矿石价格同步或者领先于钢材价格。其背后的逻辑在于产业格局分布和定价权不一致。中国钢厂过于分散，市场格局近似与完全竞争市场格局，价格由市场的各参与主体共同博弈形成。铁矿石供给相对集中，国际铁矿石贸易呈现典型的寡头垄断特征，主要供应商对市场供应量及价格具有很强的调节能力。目前国际铁矿石出口国主要为巴西、澳大利亚、印度、南非，其中巴西、澳大利亚的铁矿石资源主要掌握在淡水河谷公司（Vale）、力拓公司（Rio Tinto）和必和必拓公司（BHP Billiton）三大国际矿业巨头手中，其供应量占全球铁矿石海上贸易量的70%以上。当市场价格下行时，铁矿石供应巨头对市场有更大议价能力。

回顾 2011 年以来的三次钢价下行过程，铁矿是价格均是滞后于钢材价格变动。2011 年，钢价出现下跌后，铁矿石价格之后跟随钢价价格向下波动。2012 年，先是钢材价格出现下跌，之后铁矿石价格跟随向下，最低价格触及 88.5 美元/吨。进入 2013 年 2 月份，钢材价格开始出现下跌，之后铁矿石价格也出现下行走势，但是铁矿石价格下跌呈现明显的抵抗性下跌特征，原因在于 2013 年中国粗钢产量一直维持高位运行，由此产生对铁矿石的需求保持高位状态。随着市场价格不断走低，钢厂利润越来越低甚至进入亏损状态，钢厂将被迫进行闷炉以减轻市场供给，对铁矿石的需求将逐渐减弱。

目前铁矿石价格处于 110 美元/元附近的位置，接近中国铁矿石的生产成本区间，处于相对比较合理的水平，但是仍未触及国外铁矿石的生产成本。在粗钢产量保持高位运行、终端需求开始逐步进入淡季的 7、8 月份，我们预计铁矿石价格有可能演绎去年下跌行情，即会出现加速下行跌破 100 美元的情况。

总而言之，我们认为铁矿石价格仍有下行空间。

图1-7: 螺纹钢结算价格与铁矿石价格走势比较



资料来源:平安期货研究所

四、成本方式和比价方式分别测算钢价下行空间

我们通过两种方式测算钢价的下行空间：成本方式和比价方式。

钢材冶炼成本主要包括三个部分：铁矿石、焦炭以及轧制费用，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。从近五年的钢材价格波动区间观察，在产能过剩的行业格局下，其价格围绕冶炼成本上下波动。从行业上下游产业链传导来看，钢厂冶炼成本属于动态变动过程，钢价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价格的波动区间，来推理钢价可能的底部区间。

假设后期铁矿石价格如前分析继续下行，跌落至 80-90 美元/吨附近，对应焦炭价格在 1300 元/吨附近，则对应底部区间价格为 3050-3150 元/吨。

表1-4：钢价成本敏感性分析

		河津焦炭价格 元/吨				
		1700	1600	1500	1400	1300
铁矿石价格 美元/吨	对应吨钢成本变动 元/吨	850	800	750	700	650
	140	1418	3868	3818	3768	3718
130	1317	3767	3717	3667	3617	3567
120	1215	3665	3615	3565	3515	3465
110	1114	3564	3514	3464	3414	3364
100	1013	3463	3413	3363	3313	3263
90	912	3362	3312	3262	3212	3162
80	810	3260	3210	3160	3110	3060

资料来源：平安期货研究所整理

我们对比分析了 2011 年、2012 年以及本轮下跌过程中钢价和铁矿石价格的幅度。

2011 年，螺纹钢指数价格从高点 4985 元/吨下跌至 3857 元/吨，下跌幅度为 22.6%，对应的铁矿石价格普氏指数从高点 183 美元/吨下跌至 117 美元/吨，下跌幅度为 36%，是钢材价格下跌的 1.55 倍数。

2012 年，螺纹钢指数价格从高点 4402 元/吨下跌至 3214 元/吨，下跌幅度 26.9%，同期铁矿石价格普氏指数从 151.25 美元/吨下跌至 88.5 美元/吨，下跌幅度为 41.4%，是螺纹钢价格下跌的 1.59 倍数。

2013 年，截止 6 月 14 日，螺纹钢指数从最高点 4241 元/吨下跌至 3391 元/吨，下跌幅度 20%，同期铁矿石价格从 160 美元/吨最低下跌至 110.75，下跌幅度为 30.8%，下跌幅度为钢价的 1.54 倍。假设铁矿石价格未来下跌至 90 美元/吨，则从高点以来的下跌幅度为 43.7%，按照 1.55 倍的下跌幅度，则钢材价格将要下行至 3050 元/吨。

综合来看，钢材价格有望测试 2050-3150 区间。

岁岁年年人不同

一、需求是驱动钢价波动的核心动力

根据冶金工业规划研究院统计数据,截止 2013 年我国粗钢产能逼近 10 亿吨,2012 年底我国粗钢产量 7.16 亿吨,产能明显过剩。在产能过剩的格局下,产量弹性使得供给可以迅速匹配需求,当需求或者预期需求稍有改善之时,巨大的潜在产能便能快速释放供给。另外,多种原因也使得钢厂主动减产意愿不强,2012 年钢价持续低迷下行,但是粗钢产量下降并不明显即是例证。在“高产能、低减产意愿”的行业格局下,需求变动便成为驱动钢价上下波动的核心动力。

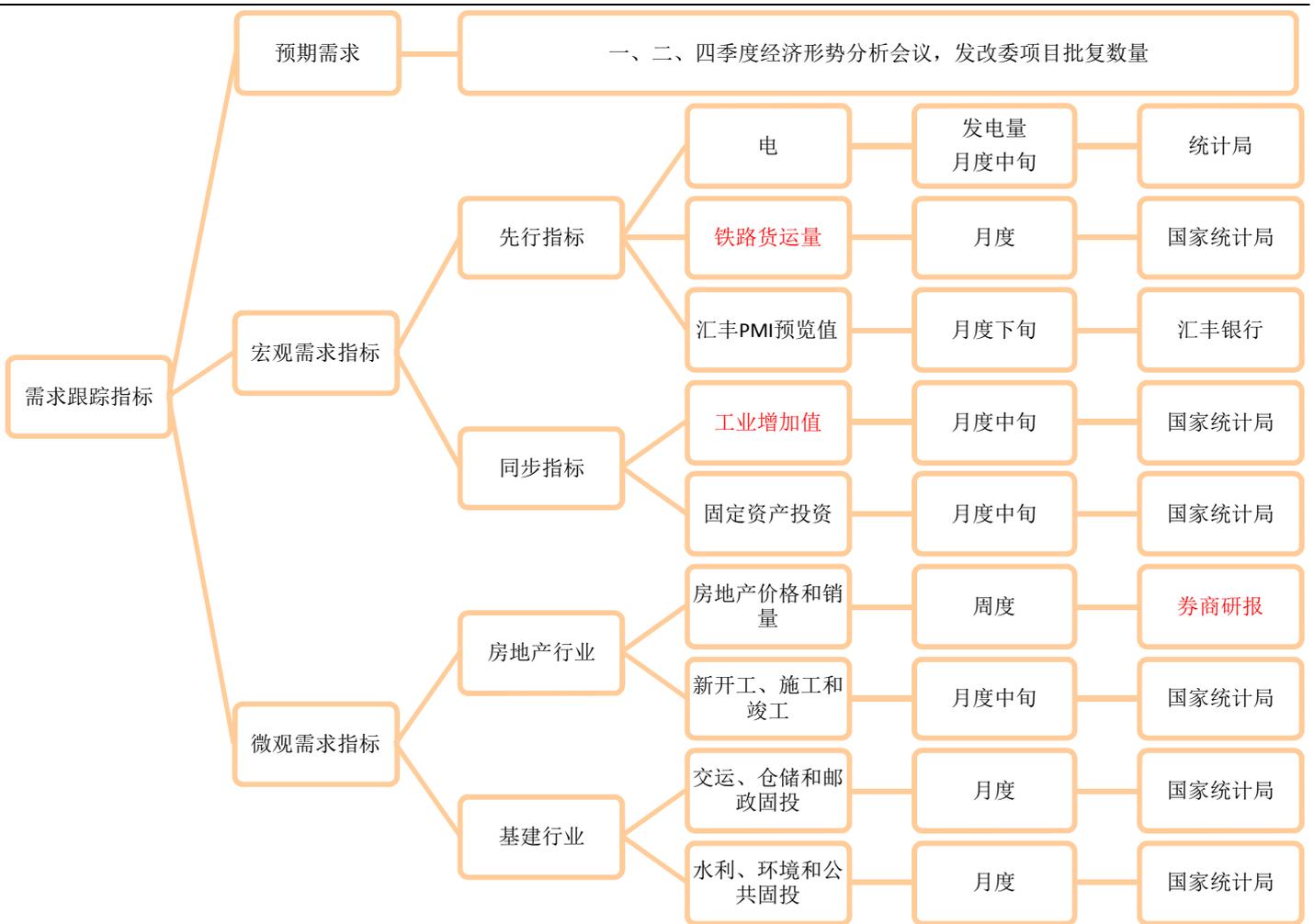
基于这样的逻辑推理,我们构筑了自上而下的需求分析框架,包括预期需求、宏观需求以及微观需求指标。预期需求主要通过国家领导人的会议文件推导假设未来的需求状况,宏观指标领先判定钢价运行趋势,微观需求指标同步验证先行判断。

表2-1: 国内粗钢日均产量

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 月	44.12	50.4	62.55	80.95	97.31	122.97	130.85	132.88	169.48	193.13	183.01
2 月	46.75	55.48	70.44	88.59	105.22	129.05	138.87	144.37	179.84	193.96	192.7
3 月	47.01	54.92	70.48	88.85	106.09	129.54	144.74	145.49	177.32	191.68	198.65
4 月	47.74	57.81	69.58	93.62	112.37	134.39	148.92	144.71	184.68	196.78	201.9
5 月	48.78	59.51	67.91	95.9	115.92	133.24	148.43	149.87	181.1	194.35	197.53
6 月	49.53	61.39	69.33	95.16	122.06	140.4	156.48	164.75	179.22	199.77	200.7
7 月	49	59.24	70.93	94.33	116.42	133.07	144.79	163.47	166.91	191.29	199.01
8 月	49.66	61.12	75.34	98.25	118.39	134.14	137.32	168.81	166.57	189.52	189.36
9 月	50.74	63.91	79.19	101.19	120.54	142.37	132.05	169.03	159.82	189	193.17
10 月	50.53	63.92	80.44	102.17	121.56	138.46	115.81	166.93	162.27	176.37	190.63
11 月	53.24	68.31	83.45	101.59	126.52	132.3	117.3	152.45	167.25	166.27	191.57
12 月	53.63	65.03	85.59	103.36	122.84	133.27	121.91	153.76	166.2	168.27	186
年内高点	53.63	68.31	85.59	103.36	126.52	142.37	156.48	169.03	184.68	199.77	201.9
年内低点	44.12	50.4	62.55	80.95	97.31	122.97	115.81	132.88	159.82	166.27	183.01
年初至高点	21.55%	35.54%	36.83%	27.68%	30.02%	15.78%	19.59%	27.21%	8.97%	3.44%	10.32%
高点至低点	21.55%	35.54%	36.83%	27.68%	30.02%	15.78%	35.12%	27.21%	15.55%	20.14%	10.32%

资料来源:平安期货研究所整理

图2-1：钢材需求分析框架



资料来源:平安期货研究所

二、坚定转型深化改革，逆周期刺激政策难见

我们通过比较政府两会工作报告发现，过去政府一直将速度放在重要位置。但是最近几年政府工作报告将经济发展、提升质量放到首位，看轻速度、注重效益。进一步，我们梳理了新一届政府召开的各种会议，可以清晰的发现当前政府的工作围绕“稳增长、防通胀、控风险，促进经济转型”展开。稳增长是为改革创造条件，而改革才是重点。新一届政府成立一个多月，取消和下放了 133 项行政审批事项，同时进行财税改革、金融改改、价格改革。

对于当前国内经济的发展，尽管各主要宏观经济指标处于下行态势，但是国家领导认为当前“国民经济运行平稳”。也就是说，相比上届政府而言，本届政府对经济下行的容忍度更高，相应的逆周期稳增长政策力度在下半年难以见到。

表2-1: 李克强总理执政以来的会议精神

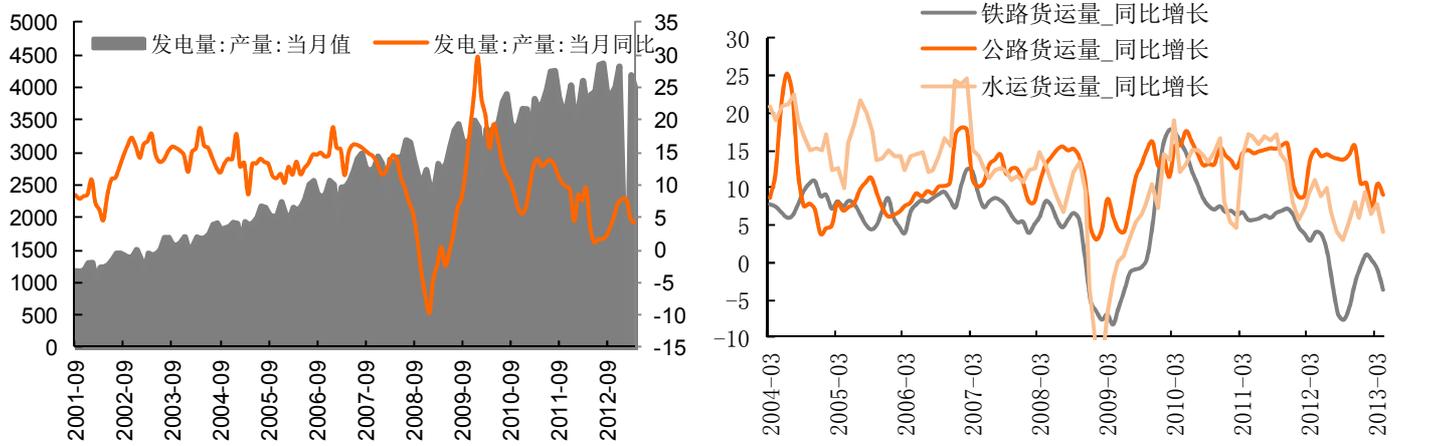
时间	会议内容
2013-3-15	十二届全国人大一次会议 15 日上午在人民大会堂举行第五次全体会议。会议经过投票表决，决定李克强为中华人民共和国国务院总理。
2013-3-18	国务院常务会议—重点研究推进政府职能转变事项：会议研究确定了国务院领导同志工作分工；讨论通过了《国务院工作规则（修订草案）》，决定将草案提交国务院第一次全体会议审议。
2013-3-21	新一届国务院第一次全体会议：持续发展经济，做到 稳增长、防通胀、控风险，促进经济转型 ，切实提高增长质量和效益，打造中国经济的升级版。
2013-3-26	第一次廉政工作会议：抓紧推进职能转变，下决心把该放的权力放下去，这是反腐倡廉“釜底抽薪”之策，也有利于激发社会活力和创造力，释放制度红利。不能干了市场的活儿，弱化甚至失了政府的责。
2013-3-27	国务院常务会议—研究确定今年政府重点工作的部门分工：把 稳增长、控通胀、防风险和推动经济转型 结合起来，促进经济持续健康发展，保持物价总水平基本稳定……加快产业结构调整，分行业提出化解产能过剩矛盾的具体办法，责任落实到相关部门。要积极推进重要领域改革，力争有实质性进展。
2013-3-29	用勇气和智慧打造中国经济的升级版：统筹考虑 稳增长、控通胀、防风险，保持经济平稳运行 ，要立足当前、着眼长远，用勇气和智慧推动转型发展，打造中国经济升级版。
2013-4-10	国务院常务会议—决定进一步扩大营业税改征增值税试点：扩大地区试点……扩大行业试点……。
2013-4-14	经济形势专家和企业负责人座谈会：今年以来，我国经济运行总体上是 平稳开局 ，这有利于稳定各方面预期。更加注重提高发展的质量和效益，把力气更多地放在推动经济转型升级上来，放到扩大就业和增加居民收入上来。
2013-4-17	国务院常务会议—分析一季度经济形势，研究部署下一阶段经济工作： 一季度国民经济运行平稳 ，总体良好，经济增长速度、城镇新增就业等主要指标稳定在合理区间。统筹考虑 稳增长、控通胀、防风险。同时更大气力释放改革红利，加大结构调整力度。
2013-5-6	国务院常务会议—研究部署 2013 年深化经济体制改革重点工作，决定再取消和下放一批行政审批事项：在推进改革中，要正确处理好政府与市场、政府与社会的关系。
2013-5-13	国务院召开会议部署机构职能转变工作：转变政府职能，是在当前形势下 稳增长、控通胀、防风险 ，保持经济持续健康发展的迫切需要和重大举措，新一届政府成立一个多月内，两次召开国务院常务会议，取消和下放了 133 项行政审批事项。一要以简政放权 稳增长 ，二要以简政放权 推转型 ，三要以简政放权 促就业 。
2013-6-14	国务院常务会议—部署大气污染防治十条措施：要围绕 稳增长、调结构，陆续出台扩内需的举措，打造中国经济“升级版”。

资料来源:平安期货研究所

回到当下，我们观察与钢材价格密切相关的宏观经济指标。根据国家统计局公布的数据，最近 5 个月的发电量同比增速为 7.6%、-13.68%、2.09%、6.2%、4.1%；最近 5 个月的工业增加值同比速度分别为 10.3%、9.9%、8.9%、9.3%和 9.2%；最近 5 个月的固定资产投资同比增速为 20.6%、21.2%、20.9%、20.6%和 20.4%；最近 5 个月的铁路货运周转量数据分别为 1.31%、1.61%、-1.79%、-2.45%和-6.47%。主要的宏观经济指标数据均处于下行趋势中，工业增加值增速回落主要受轻工业拖累，固定资产投资增速下滑主要受到制造业投资增速下滑的拖累。

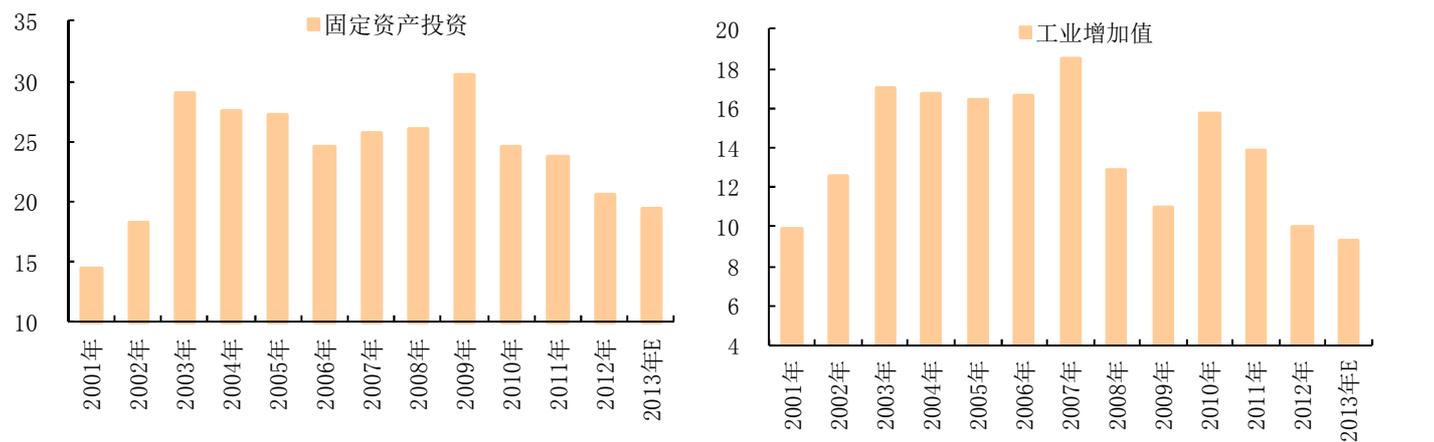
总体上，我们认为经济下行的压力加大，总需求疲弱进一步显现。在国家高层明确“促进经济转型”的总体思路框架下，类似“4 万亿”的刺激政策难见踪影。经济下行的压力将促使钢价进一步向下寻底。

图2-2：发电量与铁路货运量走势



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-3：固定资产投资与工业增加值走势



资料来源:wind、平安期货研究所

三、新型城镇化规划，期待三中全会落地

回顾过去 30 年中国城镇化的发展，经历了两个阶段。上个世纪 80-90 年，中国处于小城镇化阶段，以江苏集体经济和浙江私营产业为载体，其公共基础设施和产业经济发展规模不经济。从 90 年代到本世纪前 10 年，中国的城镇化得到了快速的发展，主要以长三角、珠三角、环渤海三大经济圈为中心，三大经济圈集中了全国一半以上的人口。目前新一届政府提出的城镇化将开启第三个阶段，新型城镇化是新政的核心。

中国过去的城镇化可以归结为东部的城镇化、大城市的城镇化以及工业推动的城镇化。根据新一届政府的思路，新型城镇化将更加强调以人为本，实现城乡一体化以及基本公共服务均等化。新型城镇化的推进将有赖于五大改革：第一，财政体制改革，从城市财政到国家财政、从户籍人口财政到常住人口财政；第二，户籍制度改革，符合条件的转移人口都可以获得常住地的户口；第三，破除垄断，消除服务业发展的最

大障碍；第四、金融改革，解决制约新型城镇化推进的资金问题；第五，收入分配改革，保障城市居民的收入增长和福利增长。未来城镇化从区域上看体现在中西部和二三线的城镇化，从产业上体现为服务业推动的城镇化，更加强调城市群和小城镇的协同发展。

进入第二季度以来，关于中国新兴城镇化规划方案的出台不断被市场提起，但是国家始终没有出台明确而具体的方案。由于规划方案属于顶层路线设计，牵涉方方面面，国家推出方案时会反复进行推敲论证。从历史经验看，方案最可能推出的时间窗口是在十八届三中全会上。历史上，往往在换届后的三中全会推出重大制度革新。

表2-1：期待10月三中全会推出新型城镇化方案

总结	十七届（2007-2012）	十六届（2002-2007）	十五届（1997-20023）	十四届（1992-1997）
一中全会 选举常委、总书记	选举中阳政治局常委，中共委员总书记	选举政治局常委，候补委员，中央委员总书记	选举政治局委员，候补委员，政治局常委，中央委员总书记	选举政治局委员，中央委员总书记
二中全会 党政机构改革	《关于深化行政管理体制改革的意见》和《国务院机构改革方案》	《关于深化行政管理体制和机构改革的意见》	《国务院机构改革方案》	《关于调整“八五”计划若干指标的建议》和《关于党政机构改革的方案》
三中全会 农村改革以及经济改革	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》	中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》
四中全会 党的建设	《关于加强和改进新形势下党的建设若干重大问题决定》	中共中央关于加强党的执政能力建设的决定	《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	《关于加强党的建设几个重大问题的决定》
五中全会 五年规划	《制定国民经济和社会发展的第十二个五年规划》	制定“十一五”规划	《制定国民经济和社会发展的第十个五年计划的建议》	《关于加强社会主义精神文明建设的若干重要目标的建议》
六中全会 精神文明建设	《关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题》	关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定	《关于加强和改进党的作风建设的决定》	《关于加强社会主义精神文明建设的若干重要问题的决议》
七中全会 修改党章		《中国共产党章程（修正案）》	《中国共产党章程（修正案）》	《中国共产党章程（修正案）》

资料来源：平安期货研究所

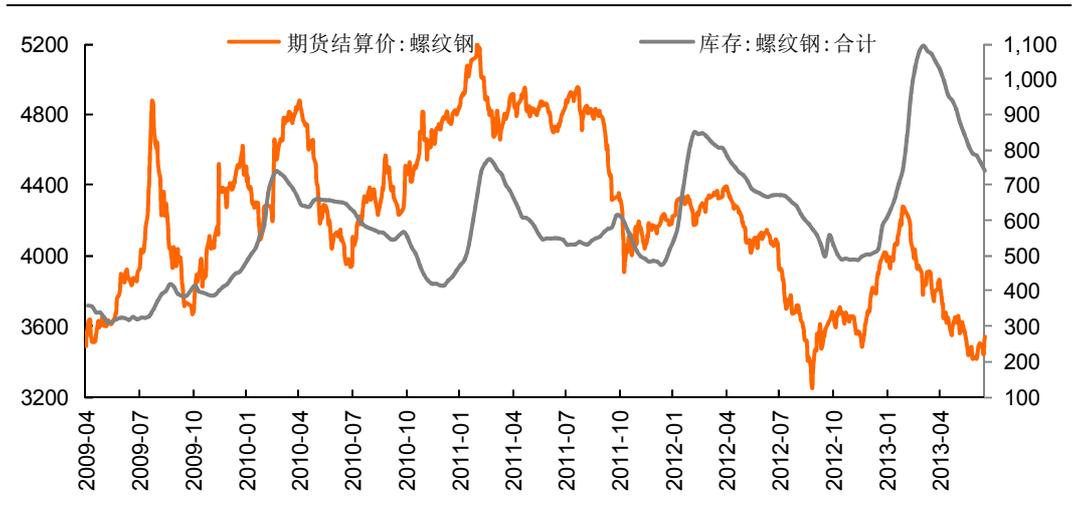
四、目前仍在去库存，期待补库存推升钢价

根据从库存和价格变化关系，经典的库存周期要经历四个阶段：被动增库存（价格先于库存下跌：当总需求转淡时，价格开始下跌，但此时厂商尚未来得及调整生产，所以产品开始滞销，库存堆积）→主动去库存（量价齐跌：这时总需求衰退得以明确，厂商开始减价甩货）→被动去库存（价格先于库存上升：当总需求回暖时，价格开始

触底回升，但此时厂商还来不及扩增产能，所以库存被动消耗）→主动补库存（量价齐升：总需求转向扩张，厂商释放产能，产销两旺）。

对于钢铁行业的库存，我们可以分为三大块：钢材库存，钢贸商库存以及下游终端用户库存，由于钢厂库存和下游终端库存数据难以获得，我们重点研究与价格密切相关的钢贸商库存。钢贸商库存不仅仅代表的市场需求，也代表了市场参与群体对未来价格的预期。从历史数据观察，我们可以发现钢材市场库存呈现明显的波动性，每年都会经历从高点到低点，然后再从低点到高点的过程，从库存数据可以发现市场存在明显的补库存与去库存行为。

图2-4：螺纹钢期货结算价与市场库存走势对比



资料来源:wind、平安期货研究所

从库存变动与价格变动的关系观察，无论是库存距离前期高点的降幅还是库存见底回升的时间，我们发现二者并无一一对应关系。但是，从最近三年的数据观察，库存变动具有明显的季节性规律。一般而言，春季前后是补库存阶段，之后从第二年春季开始，一直处于去库存阶段，往往持续到冬季。去库存的幅度一般跟随需求波动，需求好的年份补库存力度较大，去库存力度相对较小，比如2009年和2010年；反之亦然，如2012年春季补库存力度不大，但是4季度去库存力度较大。

从具体数据观察，2010年、2011年和2012年螺纹钢库存从高点下降至最低点时，库存降幅为40%左右，持续近40周时间，随后会进入补库存周期，2011年、2012年和2013年补库存幅度分别为86%、79%和124%。其中2011年和2012年的补库存幅度和时间相差无几，而2013年补库存的时间和幅度均找过前两年，主要原因是在2012年第四季度中国经济出现触底回升，以及对新一届政府上台推行新型城镇化预期。单从数据来看，与历史水平相比，目前仍旧在去库存阶段，结合第二季度以来逐级下行的宏观经济数据，我们进一步确定目前处于去库存阶段。

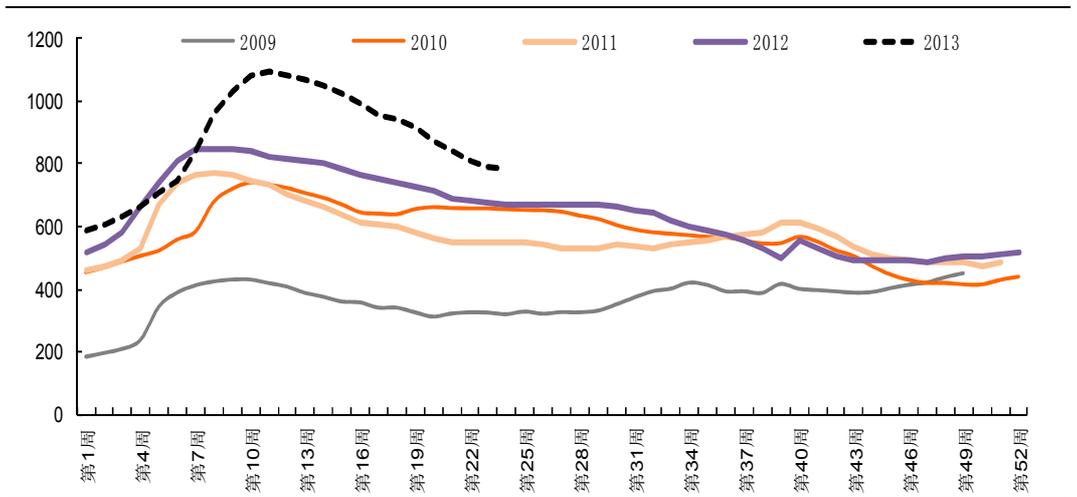
自2009年以来，钢贸商经历了4轮明显的补库存阶段。除了2009年由于四万亿的刺激计划库存全年处于上升趋势外，2010年、2011年、2012年以及2013年均出现了季节性的补库存行为。我们认为随着市场库存继续下行至低位，市场会再次迎来补库存行为。随着钢价的进一步下行触及底部，以及三中全会召开对新一届政府改革的期待，市场价格在补库存的动力的驱动下，迎来一轮上涨。

表2-4: 全国螺纹钢库存高点与低点统计

	库存高点	库存低点	去库存幅度	补库存幅度	去库存时间	补库存时间
2010年	739.57	416.57	-44%		39周	11周
2011年	773.7	474.4	-39%	86%	42周	8周
2012年	849.51	488.6	-42%	79%	40周	16周
2013年	1094.85	784	-28%	124%		

资料来源:wind、平安期货研究所

图2-5: 全国螺纹钢库存走势



资料来源:wind、平安期货研究所

策略：周而复始，向死而生

一、钢价周期性与情绪负反馈

回顾过去 4 年钢材期货市场的价格走势，发现钢价走势呈现明显的周期性。周期性是指钢材价格每年都会出现一波明显的上涨行情，上涨触及高点后，接着会发生一波明显的下跌行情。钢材期货上市以来共经历了 6 波明显的上升走势，以及相对应的明显的下跌走势。其中，上涨趋势中，最长的波段上涨 29 周，最短的波段上涨 9 周；下跌过程中，最长的波段为 24 周，最短的为 4 周。

表3-1: 螺纹钢上涨周期和下跌周期统计

上涨阶段			下跌阶段		
开始	结束	周期（周）	开始	幅度	周期（周）
2009-3-27	2009-8-7	19	2009-8-7	2009-10-9	9
2009-10-16	2010-1-8	12	2010-1-8	2010-2-5	4
2010-2-12	2010-4-16	9	2010-4-16	2010-7-2	11
2010-7-23	2011-2-11	29	2011-2-11	2011-3-11	4
2011-3-18	2011-8-5	20	2011-8-5	2011-10-21	11
2011-10-28	2012-4-13	24	2012-4-13	2012-8-31	20
2012-9-7	2013-2-8	22	2013-2-8	2013-6-14	18

资料来源:平安期货研究所整理

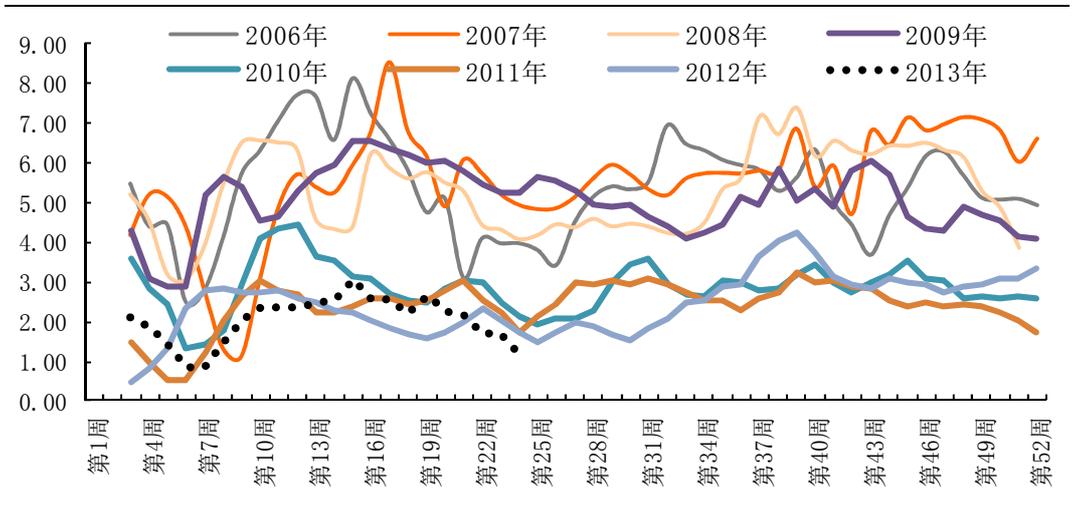
那么，钢材期货价格为什么呈现如此明显的周期性呢？我们认为主要来两个个方面，基本面的原因在于钢材需求具有明显的季节性特征，交易面的原因在于市场参与者具有负反馈特征。

钢材需求具有明显的季节性，钢铁现货行业历来具有“金三银四”和“金九银十”的说话，市场总是期待每年的春季和秋季出现一波上涨行情。西本新干线网站统计的建筑钢材终端采购量数据显示，每年农历三、四月和九、十月份的销售量明显回升，而在历年的农历春节期间，终端采购量呈现明显萎缩。需求具有明显季节性特征的深层原因在于中国的气候因素。每年进入 11 月份后，北方天气逐渐寒冷，气温开始下降，特别是每年 12 月下旬冬至过后，中国进入数九寒天，北方地区由于室外温度过低无法施工，需求处于停滞状态。进入次年春暖花开季节，大地解冻，各项土建工程开始逐步启动，终端需求进入采购旺季。夏季来临，南方地区由于夏季高温，无法进行室外施工，终端需求处于淡季。

钢价呈现周期性波动的另外一个原因在于市场存在正反馈和负反馈路径。我们认为商品的基本面不仅仅由供给需求等客观的事实构成，还包括市场参与者对客观事实的看法。市场参与者首先通过认知函数对商品的基本面数据进行解读，然后会基于

自己的阶段通过参与函数来改变商品的基本面。比如补库存与去库存就是市场参与者的一种主观行为，这种行为会对市场价格的均衡点形成影响。

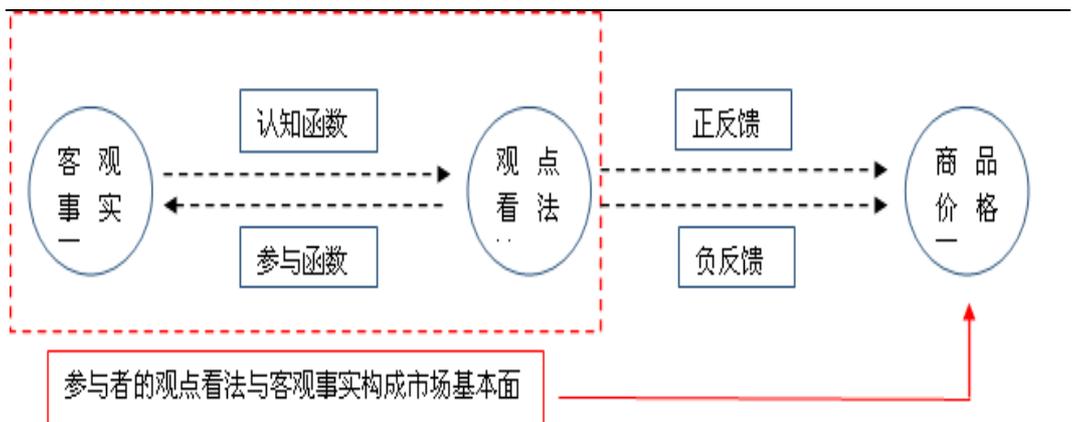
图3-1: 西本新干线螺纹钢终端销售量走势



资料来源:平安期货研究所

观察商品价格运行的牛熊转换，我们可以发现每一轮价格的上涨和下跌均会经历一下几个阶段：建立期，加速期，黄昏期，高潮，转折点，转折后的加速期。每一个时期的长度和强度是不可预测的，但是这样的一个时期序列却是有一个内部的逻辑顺序的。价格的形成通常包括两个方面，一个是现实中普遍存在的基本趋势，另外一个是对这一趋势的解读误解，这一过程可被一个反向的负反馈测试出来。正向反馈会加速基本趋势的运行，是的价格越来越偏离商品的基本面。之后市场会逐渐出现质疑价格的声音，随着看法转变的人数越来越多，原有的趋势会发生逆转，这一过程被称作是负反馈。正反馈是的价格偏离均衡，负反馈则使得价格趋于均衡。

图3-2: 反身性框架



资料来源:平安期货研究所

回到钢材本身，由于钢材市场接近于完全竞争市场，广大的钢贸商主要通过追逐差价来获取收益，当价格处于某种趋势时，参与者的看法很容易对市场形成正反馈路

径，加速价格沿着基本面的方向行进。当价格达到某个点时，市场开始出现质疑的声音，随着质疑的人群越来越多，参与者负反馈情绪开始发挥作用，价格出现逆转，然后开始新一轮的周期运动。

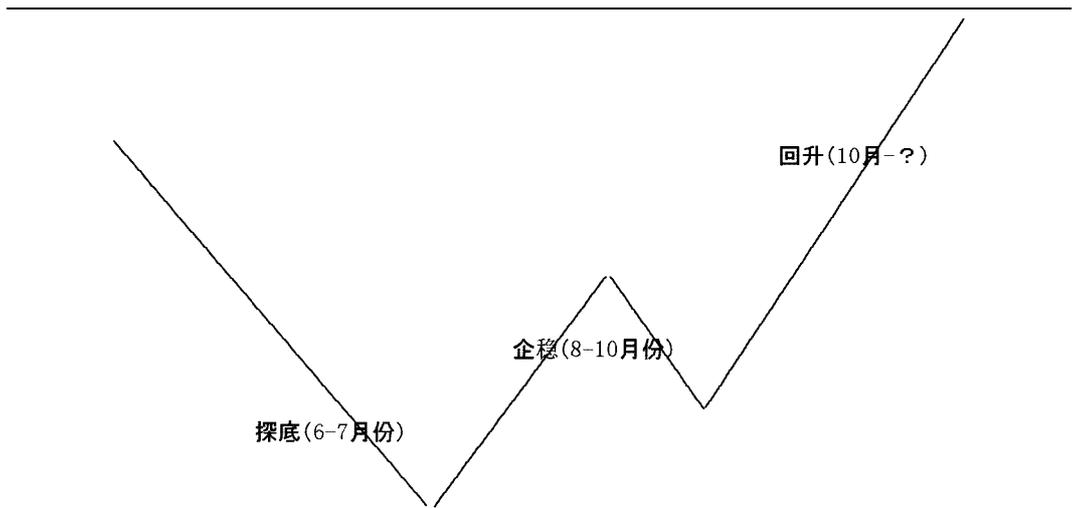
二、下半年钢价呈“探底-企稳-回升”走势

总体上，我们认为 2013 年下半年的钢价走势将呈现“探底-企稳-回升”走势。

在目前的市场格局下，我们认为螺纹钢主力期货合约仍有继续下行的动力。主要原因目前的价格使得钢厂仍旧可以获得正的现金流，从而使得钢厂粗钢产量维持高位状态，同时市场库存维持高位状态，使得钢材价格供给端承受较大压力。新一届政府上台后，其政策的核心是“稳增长，防通胀，控风险，促进经济转型”，国家领导人在多个场合表示“今年以来中国经济总体平稳，增速处于合理区间”，因此类似上届政府大规模的刺激政策难以再现。观察第二季度以来的宏观经济数据，我们认为经济仍有继续下行的动力，钢材的需求端将承受压力。从成本角度和比价角度分析，钢材的底部区间可以期待 3050-3150 之间。

下半年钢价企稳回升的动力来自两个方面：市场交易情绪的负反馈机制以及基本面出现的改善。市场在超跌之后，必然迎来市场参与者的抄底行为，这会价格价格形成负向反馈，使得价格趋于均衡位置。这个现象在历史上已经发生过多次，我们认为这一次也不会例外。基本面的驱动力来自价格超跌后的钢厂技术性减产行为，以及去库存结束后的冬季钢贸商补库存行为。时间上的转折窗口可能出现在三中全会前后，新一届政府推行城镇化的预期会给市场带来向上的动力。

图3-3: 2013年下半年钢价走势运行图



资料来源: 平安期货研究所

平安期货研究所研究员简介:

李文杰: 硕士。对钢材市场有深刻理解,总结提出独特的钢材市场价格波动分析框架,多次准确提出套利与单边投资机会;负责编写《期货投资者教育系列丛书之钢材手册》(已于2011年12月出版);获得2011年《期货日报》与《证券时报》联合颁发的最佳钢材分析师;目前任平安期货研究所金属研究员。

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。

免责声明:

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