

| 证 券 研 究 报 告 |

交易负增长  
-钢铁2021中期策略

2021.7.21

郭皓

钢铁首席分析师

执业证书编号： S0740519070004

Email: [guohao@r.qtzq.com.cn](mailto:guohao@r.qtzq.com.cn)

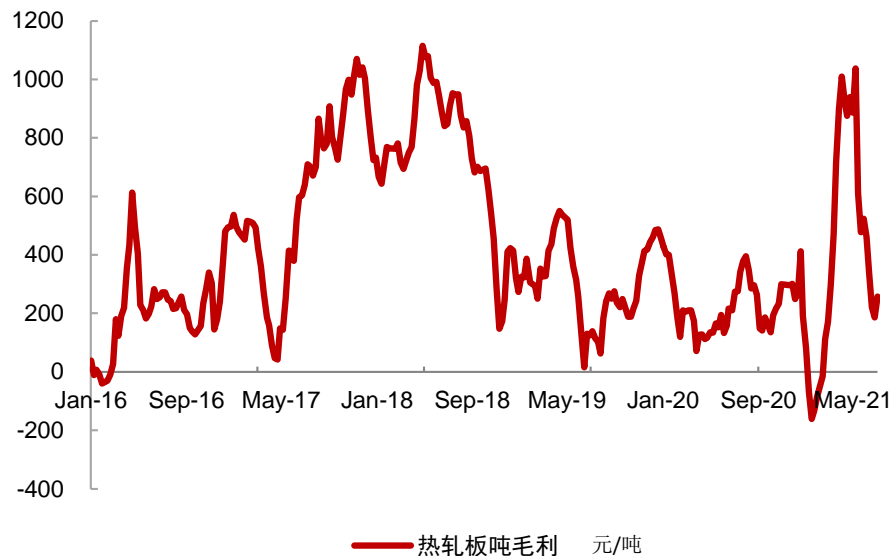
## 目录

---

- 吨钢盈利过山车的供需逻辑
- 需求负增长考验将至
- 需求负增长以后：
  - ✓ 对限产会有影响
  - ✓ 对通胀会有影响
  - ✓ 对美元会有影响
  - ✓ 钢价及钢铁盈利预测
- 投资策略-交易负增长

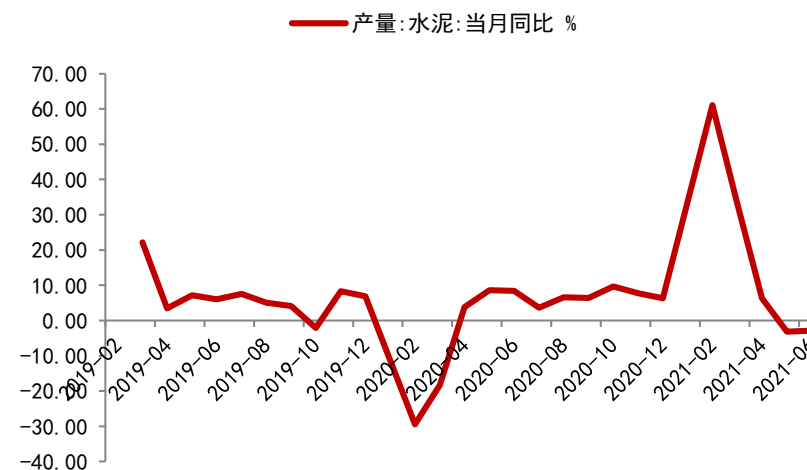
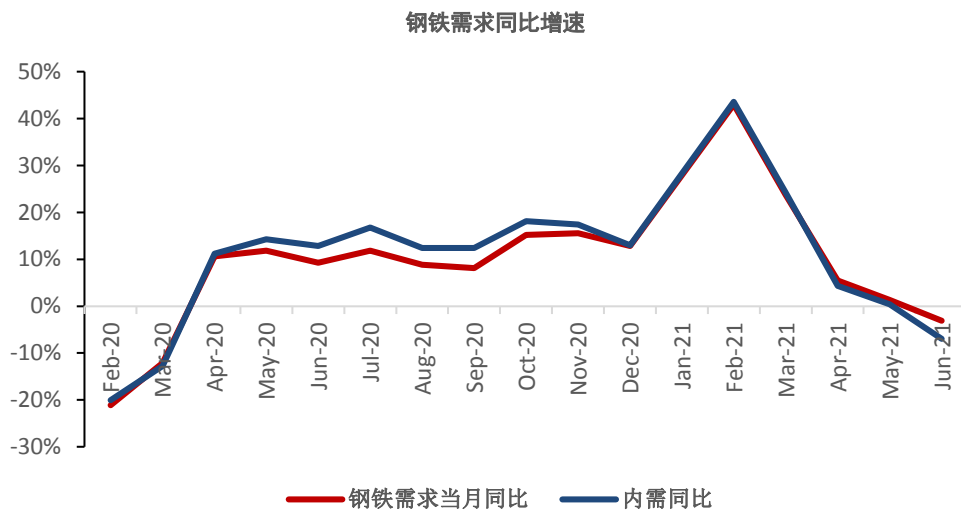
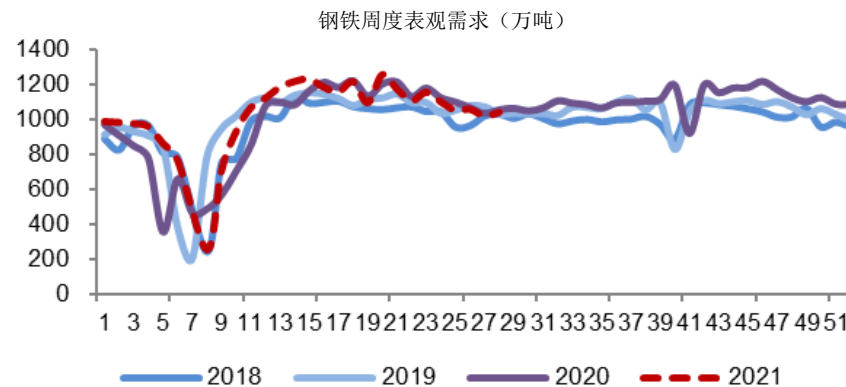
## 上半年吨钢盈利大起大落供需逻辑

- 上半年吨钢盈利出现大幅波动，背后的供需逻辑如下：
- 2020年Q2-2021年2月国内需求显著复苏，但钢铁盈利一直在中低位徘徊，原因是新增供应众多，主要来自产能置换项目的集中投放，供应的增长压制了吨钢盈利弹性。
- 2021年3月-5月上旬吨钢盈利大幅抬升，一方面唐山和邯郸执行了严格的限产政策，另一方面市场预期年内将出台压缩粗钢产量政策，这将导致供应进一步收缩。
- 5、6月吨钢盈利大幅回落至3月限产前水平，与需求放缓有关，另外期间压缩产量预期松动，产业链投机情绪降温。



## 需求负增长考验将至

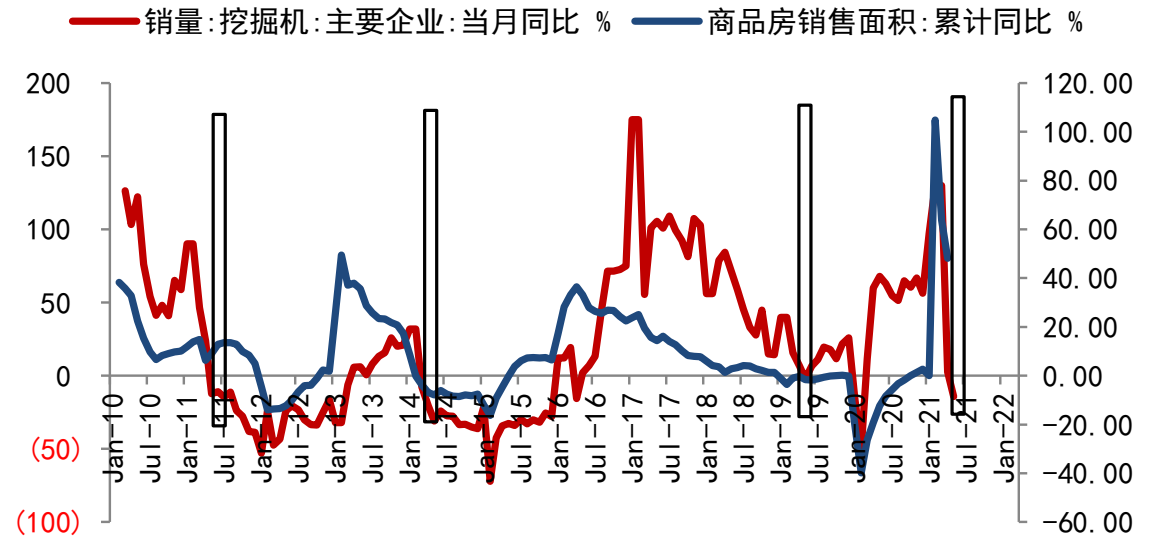
- 6月钢铁需求同比增速放缓至-3%，剔除外需后，内需增速为-6%。
- 钢铁周度表观需求自4月下旬起无正增长。
- 建筑钢成交明显低于往年同期。
- 水泥产量、挖机销量5、6月均为负增长。
- 铁路、公路固定资产投资5、6月负增长。





## 挖掘机负增长时点与需求调整幅度

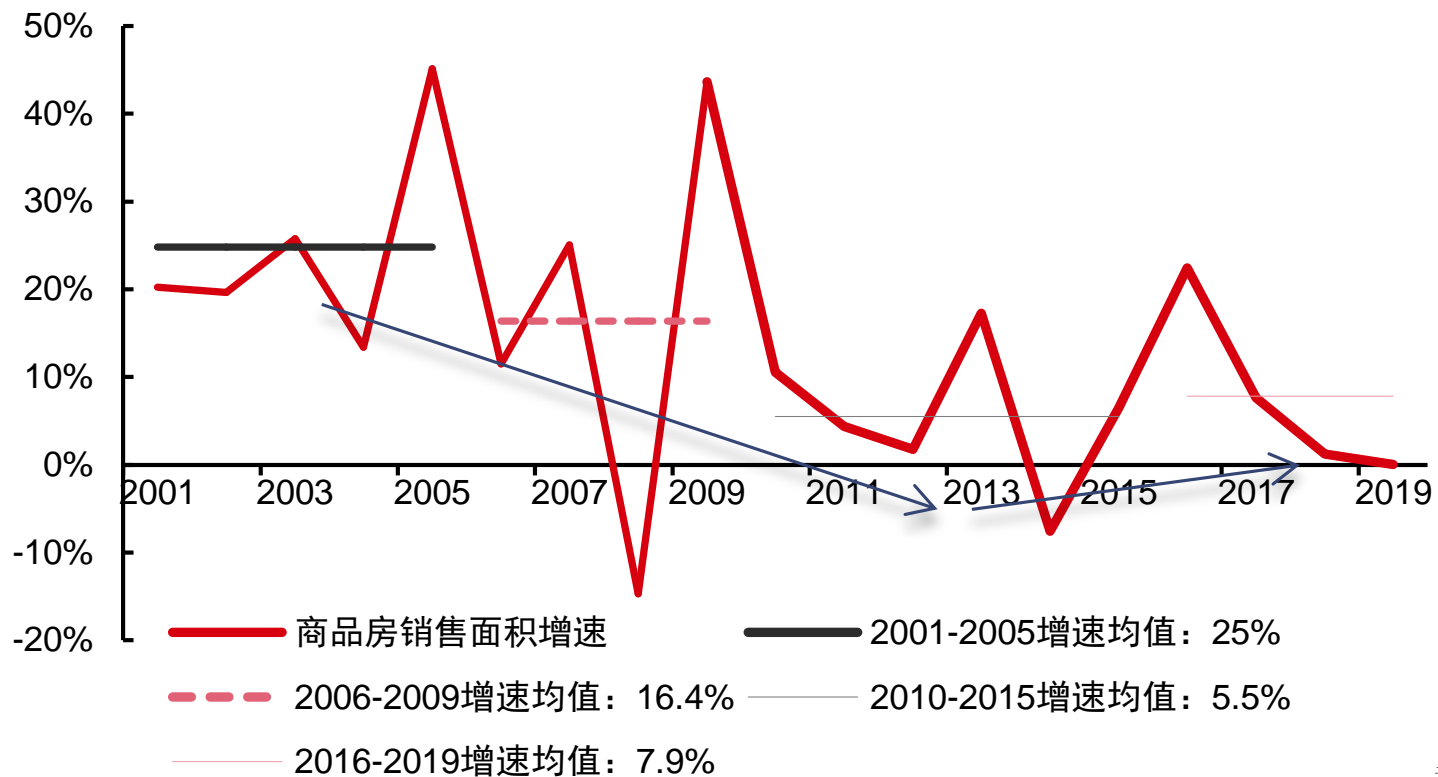
- **此轮钢铁需求调整幅度可能不小：**目前处于需求周期调整前期，钢铁内需就已经接近0增长，后期随着周期下行的延续，需求可能会落入负增长区间。挖机出现负增长的时点对周期调整的力度有参考意义：当负增长在调整前期就出现时，往往负增长时间会较长，需求调整力度更大，这是2011-2012、2014-2015年出现的情况；反之则负增长时间更短，需求调整力度小，对应2018-2019年那轮调整。此轮挖机销量负增长出现在周期调整前期，或许预示着本轮需求调整幅度相对更大。
- **4次挖机销量负增长：**
  - 2011年5月：需求周期调整前期
  - 2014年3月：需求周期调整前期
  - 2019年5月：需求周期调整后期
  - 2021年5月：需求周期调整前期



来源：Wind，中泰证券研究所

## 地产下轮调整级别

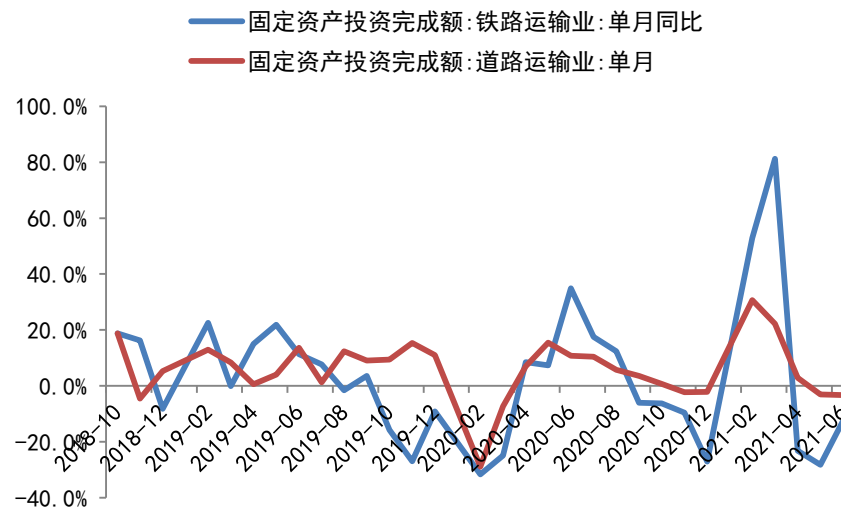
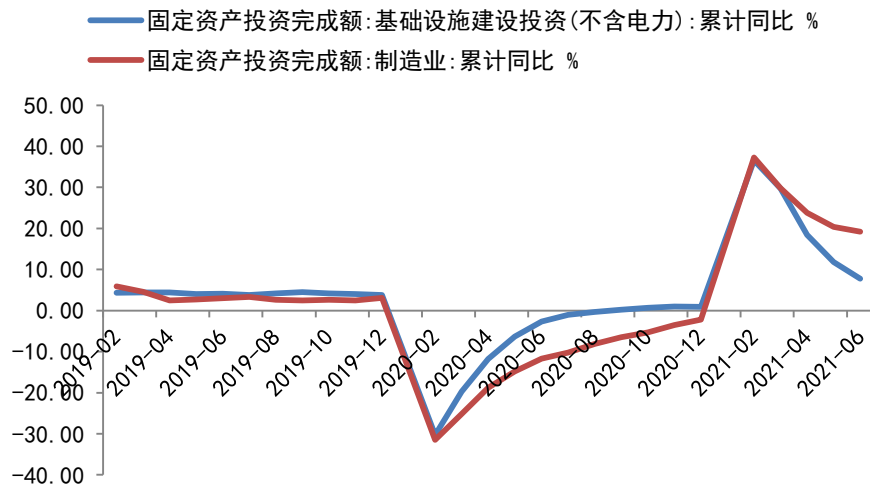
- 下轮调整可能是对应2015年以来中周期繁荣的调整。
- 2016-2020年地产销售面积高于其合理水平，预计未来要均值回归。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 基建仍弱、制造业投资短期偏强

- 基建也会受累于地产：**由于土地财政的关系，地产降温会明显影响地方政府收入，进而影响财政支出。预计与钢铁相关度较大的交通类投资仍将维持负增长状态。当然经济下行可能引发政策转向宽松和积极，但从转向到实施到见效需要较长时间，预计较难短时间内逆转基建投资。
- 受益于制造业景气度的回升，制造业投资短期有望偏强，**但随着建筑业景气度的回落，后期制造业也会受到拖累。



来源：Wind，中泰证券研究所



## 国债利率下台阶对需求的启示

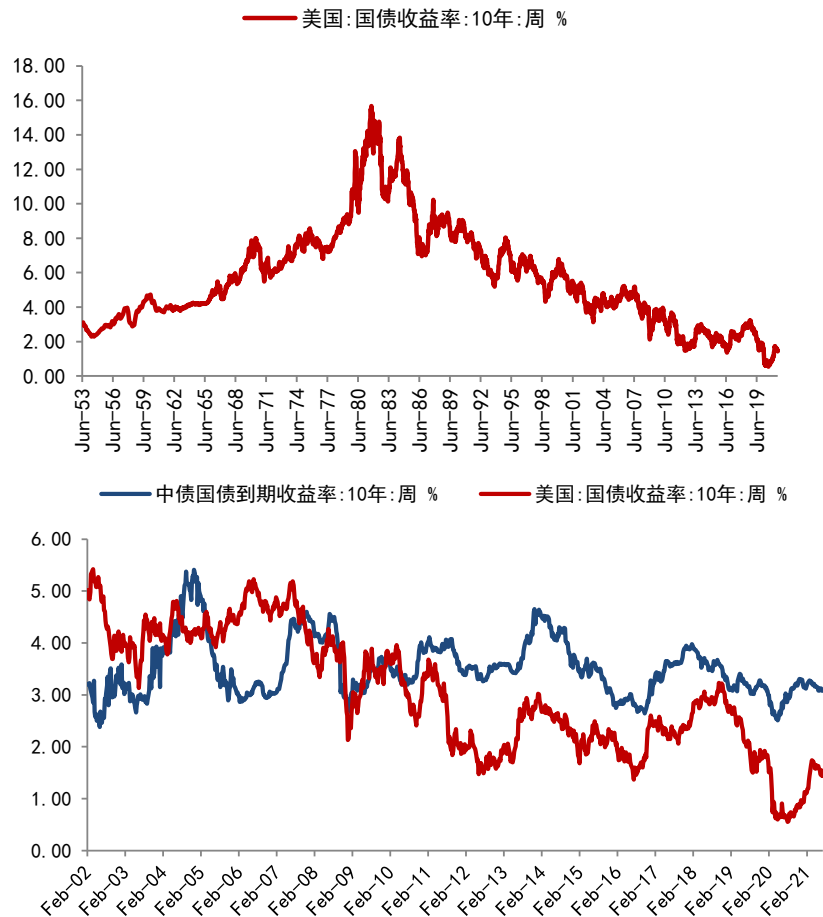
- **这轮利率高点很低：**这轮十年期国债收益率上行起点在2020年4月2.48%，高点在2020年11月3.35%。我们注意到，相比于历史上的国债利率上行高点，这轮高点显得很低。长期国债利率反映的是市场对未来增长和通胀预期，市场如此交易，隐含了很多信息，也许对整体工业品需求有前瞻性意义。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 国债利率下台阶对需求的启示

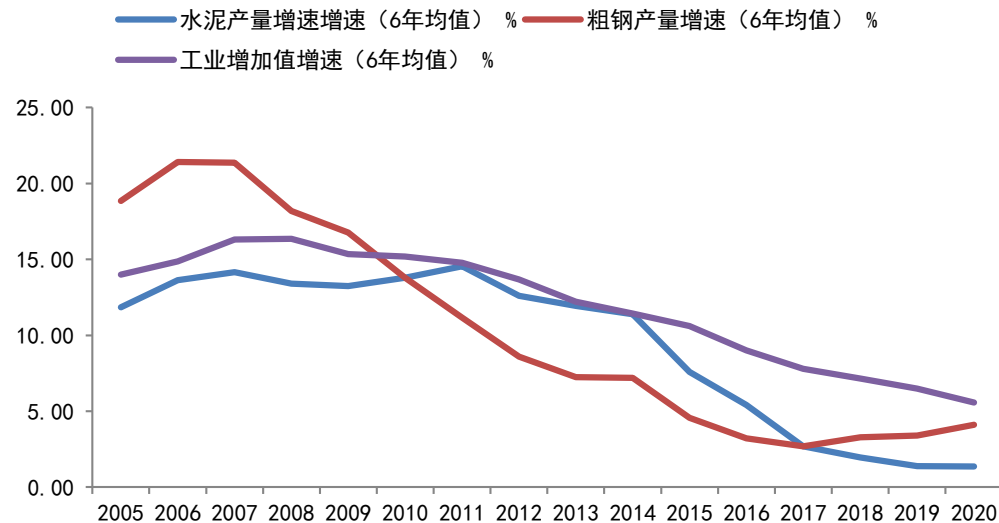
- 如果十年期国债利率在2020年11月已经见顶，那么：
  - ✓ 市场预期谨慎：实际上疫情以来我国在各方面的表现出色，有很多值得市场乐观的地方。在疫情防控中，我国的体制体现出了优越性，制造业的全球份额进一步扩大，经济明显复苏。在经历这些后，市场对增长前景和通胀的预期并没有很乐观，3.35%的高点明显低于历史上四轮高点（4%-5%）。
  - ✓ 利率中枢将下一个台阶：自1981年以来美债收益率走出了长期下行的趋势，这与通胀和经济增长预期的长期下行有关。虽然目前通胀预期的压缩空间已经比80年代小很多，但是经济增速仍有下调空间。尤其是在经历了高速城市化和工业化后，我国经济体量已经巨大，很难长期维持以往的高增速。长期增速下行对应利率下行，国债利率也可能走出高点和低点都越来越低的趋势。由于本轮利率高点明显偏低，预计往后利率中枢可能明显下一台阶。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 国债利率下台阶对需求的启示

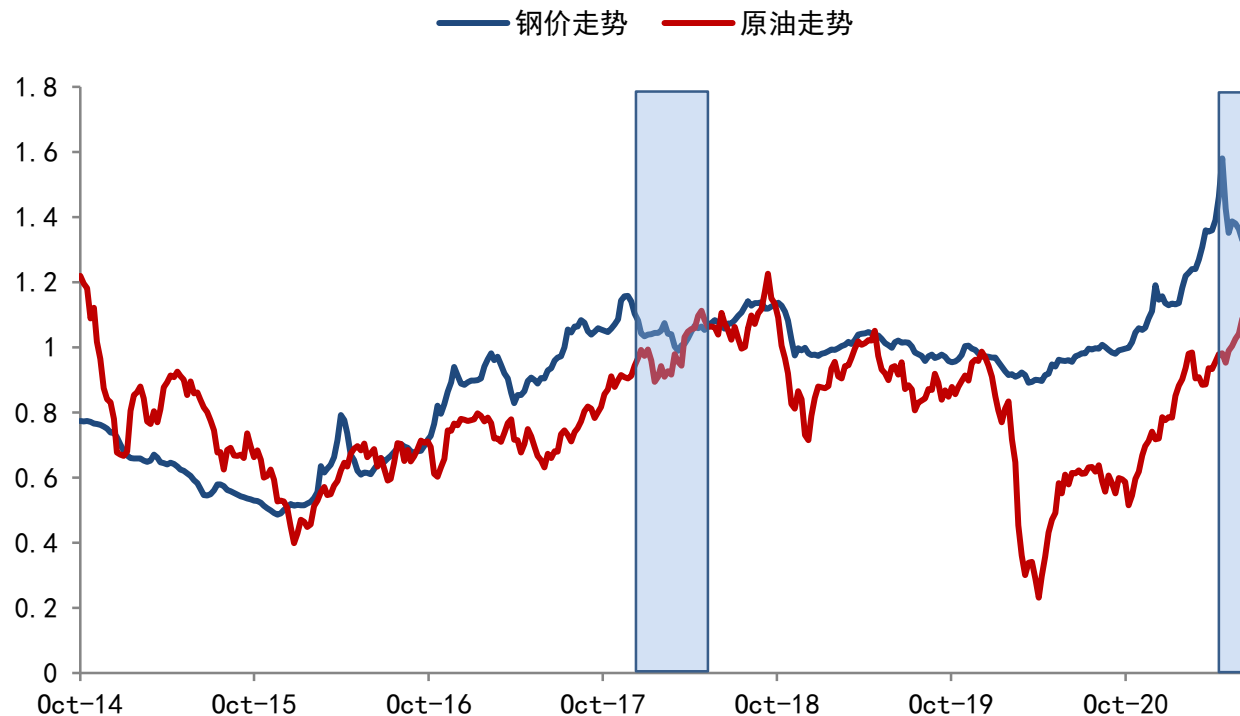
- **工业品需求下一台阶、部分领域将进入负增长：**如果债市是对的，利率中枢的下移意味着，包括钢铁在内的工业品需求增速将下一台阶。分领域看，建筑业需求可能会先进入负增长区间。水泥产量6年移动平均增速以下行至1.35%，如果增速再下一台阶，意味着持续性的负增长已经不远。且我们认为过去5年地产销量存在透支，因为这几年的销售面积增速较2010-2015年异常地出现了上移，这与城市化速度长期放缓的趋势并不相符。未来向下的均值回归叠加增长中枢的下移可能会带来一轮工业品需求的明显调整。
- **利率已经见顶的可能性较高：**利率顶部区域基本与经济周期的顶部区域基本对应，诸多数据表明疫情后的这轮经济短周期上行已经筑顶。领先指标新增社融增速在2020年下半年就已经拐头下行，同步指标基本在2021Q2见顶。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 外需滞后见顶-中美周期错位

- **钢价和油价分化**：5月中旬以来两者表现的分化可能反映的是国内需求短周期先于美国见顶回落。类似的情景是2018年上半年，彼时国内经济周期处于见顶回落前段，而美国经济仍处于上行过程，期间我们看到了工业金属价格的回调和油价的上行。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 外需滞后见顶-中美周期错位

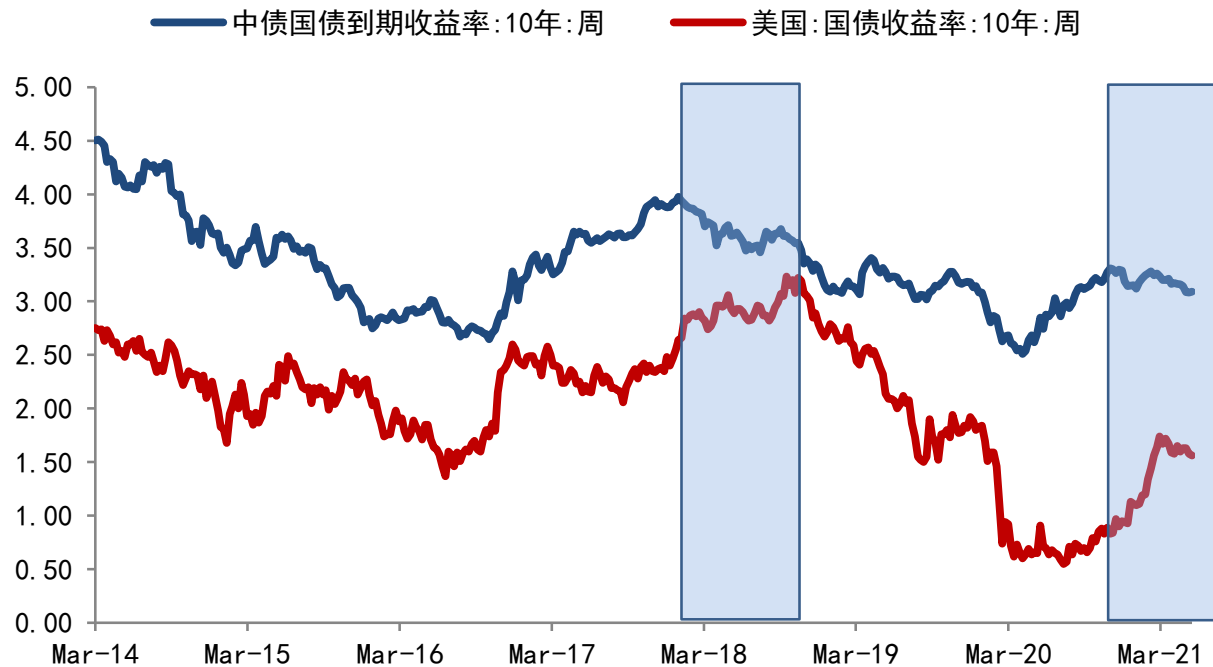
- **中美利差下行：**另一个反映中美周期错位的指标是十年期国债利率利差。中美利差自2020年10月见顶后至今快速下行，类似的情形出现在2017年9月-2018年4月。背后的逻辑是，中国经济短周期节奏领先于美国，2020年Q2-Q3是中国经济恢复及利率上行最快的阶段，而美国则是2020年Q4-2021年Q1，节奏差异造成了利差波动。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 外需滞后见顶-中美周期错位

- **中国需求是全球领先指标：**在2001年加入WTO以后，中国制造业和建筑业快速发展壮大，我国也成长为世界贸易份额最大的国家，中国已经成为全球经济的火车头，也是全球经济的领先指标，所以不难理解中国需求周期节奏会领先于包括美国在内的主要经济体。从上一轮短周期筑顶（2017-2018年）的经验来看，中债的高点大约领先美债3个季度。



来源：Wind，中泰证券研究所

## 需求负增长考验将至

- 整体来看下半年内需预计会出现负增长，此轮负增长持续时间可能相对较长。
- 外需受益于海外经济体复苏，下半年同比仍将有高增长，但外需也将逐步筑顶。外需见顶回落，出口退税取消的负面影响将体现出来。

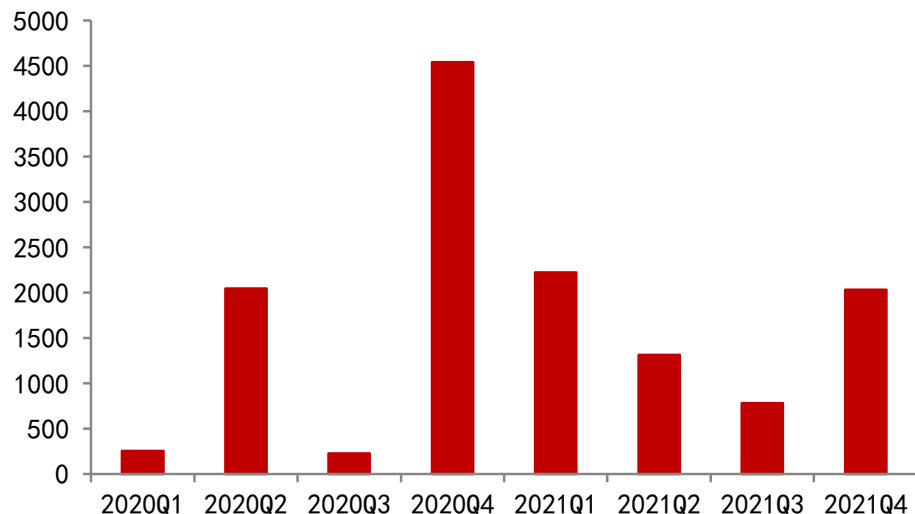
钢铁需求测算						
单位：万吨	2021H1	2020H1	2021H2 E	2020H2	2021E	2020
总需求	56,333	50,387	53,197	55,399	109,530	105,786
总需求增速	11.8%		-4.0%		3.5%	
净出口量	3,003	2,136	2,800	1,208	5,803	3,344
净出口增速	40.6%		131.8%		73.5%	
国内需求	53,330	48,251	50,397	54,191	103,727	102,442
内需增速	10.5%		-7.0%		1.3%	

来源：Wind，中泰证券研究所

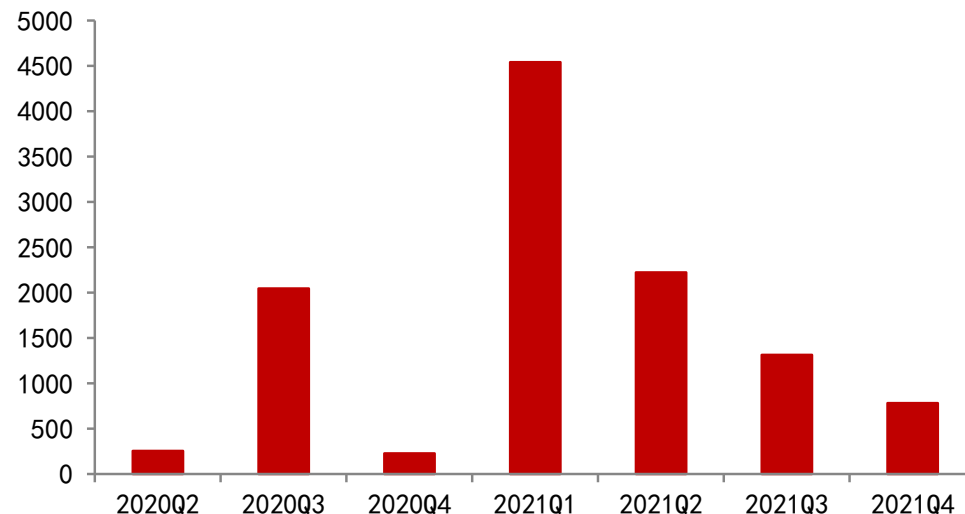
## 供应收缩vs需求收缩

- 虽然2021年有不少产能置换项目投放，但影响供应的主要矛盾已不在此，而在限产政策。
- 下半年将有2800万吨置换项目投产，带来1100万吨产能净增，与限产力度相比较小。

■ 2020-2021钢铁产能分季度投产量（万吨）



■ 2020-2021钢铁产能分季度达产量（万吨）



来源：Wind，中泰证券研究所



## 压缩粗钢产量？

- 压缩产量政策固然希望实现全年0增长，但实际执行过程存在不确定性，可能存在以下几种情形：
  - ✓ **全国严格执行**：如果全国严格执行，那么全年产量0增长将得到实现，意味着下半年供应收缩约11%，这很可能高于需求收缩幅度，这会导致供应不足、钢铁净进口，也会带来钢铁盈利和钢价的大幅提升。
  - ✓ **部分区域严格执行**：全年产量0增长将实现不了，产量将跟随需求，而因为下半年需求可能会出现负增长，下半年产量同比应该为负。吨钢盈利会较前期有所上升，因为限产范围较之前扩大了。
  - ✓ **松散执行**：不仅全年产量0增长无法实现，吨钢盈利也将低迷。

压缩产量假设下的钢铁产量测算（单位：万吨）	
2021上半年产量	56,333
2021上半年增速	11.8%
2020上半年产量	50,387
<b>上半年增量</b>	<b>5,946</b>
2020下半年产量	55,399
0增长条件下的2021下半年产量	49,453
<b>0增长条件下的2021下半年产量增速</b>	<b>-10.7%</b>

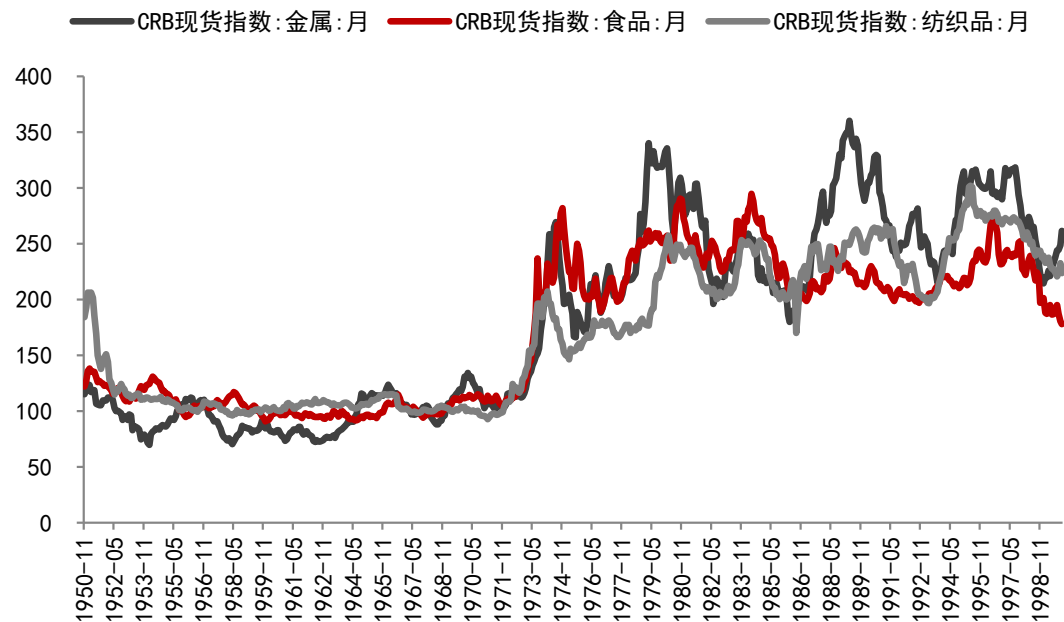
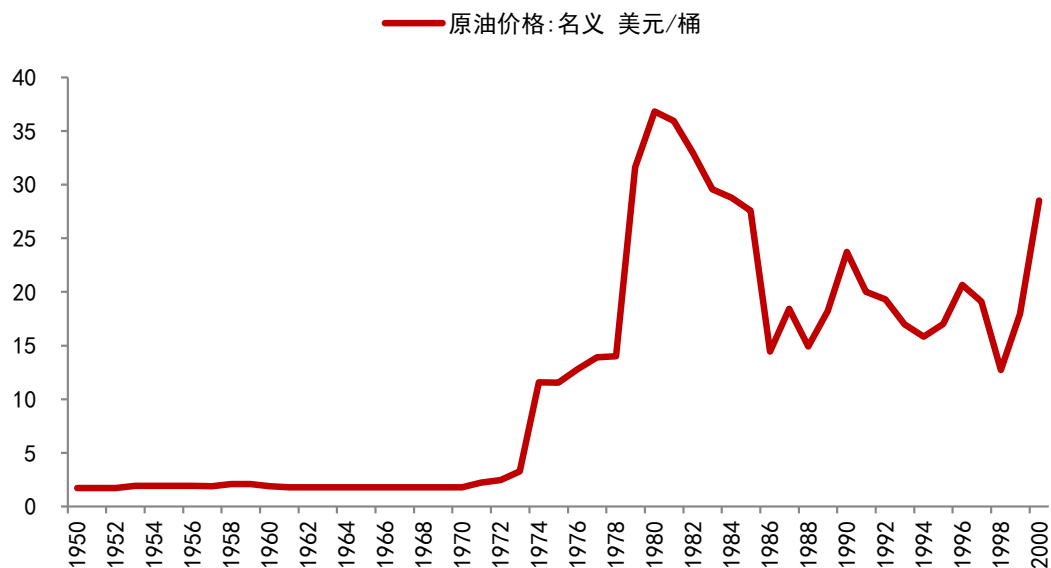
## 需求负增长会影响供应政策

- 压缩产量希望达到两个效果：碳减排、铁矿价格降温。实际上如果需求持续负增长，这两点自然就实现了，限产的必要性就不那么强了。
- 需求负增长意味着经济进入调整周期，届时政策面可能会更关注就业问题，类似时点是2018年四季度-2019年，当时经济周期下行，限产执行力显著弱化。



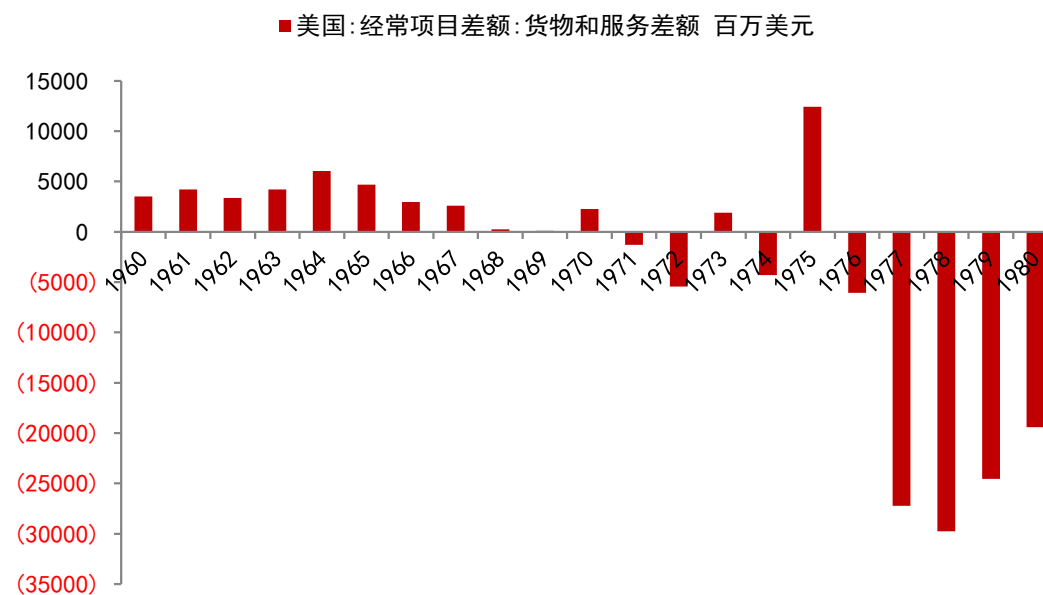
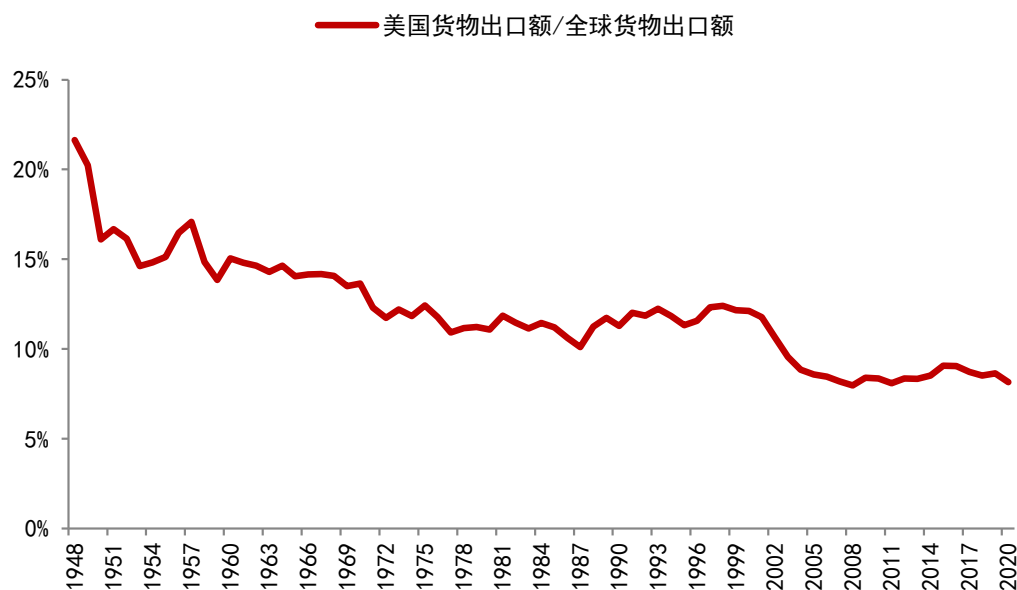
## 需求负增长会影响全球通胀

- 全球长期通胀的条件：全球美元持续信用扩张——70年代大通胀
- 70年代美元信用扩张的原因：世界贸易繁荣、美元黄金脱钩、低负债率



## 70年代国际贸易增长推动美元规模大扩张

- 二战后全球再分工：西欧日本工业重建，美国出口额占世界份额在二战后初期约为三分之一，到1970年下降至15%，并在1971年开始出现贸易逆差。

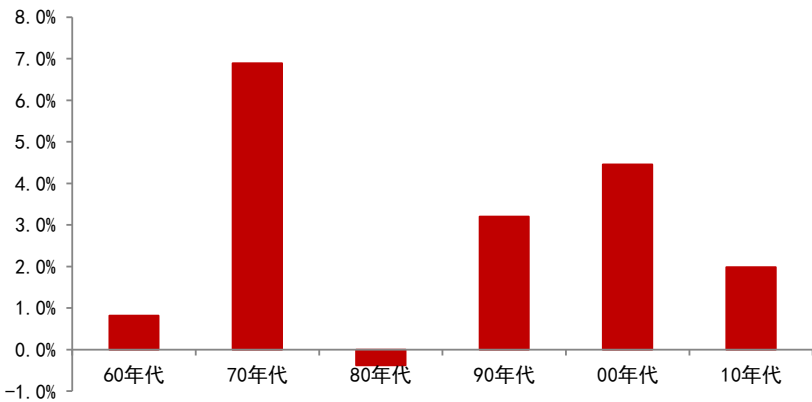


来源: Wind, 中泰证券研究所

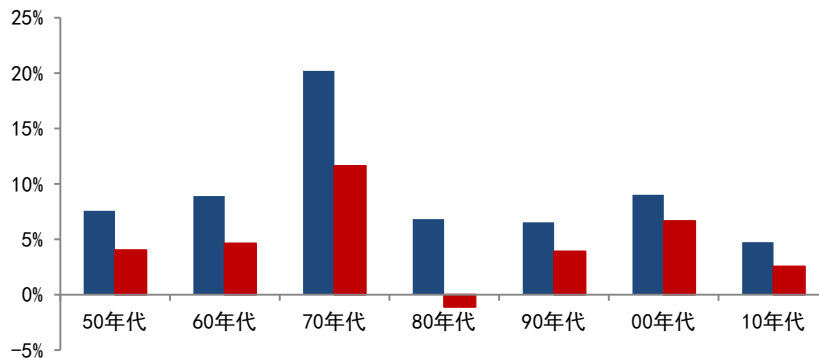
## 70年代国际贸易增长推动美元规模大扩张

- 70年代世界贸易扩张的证据：全球出口额/GDP提升速度、出口实际增速近60年最快。
- 离岸美元规模扩大与美国滞胀：因为美元是世界贸易主要货币，贸易规模的大幅增长意味着离岸美元需求量的大幅增长。离岸美元与本土美元不同，所受监管约束较少（如准备金率等），货币乘数更高、信用扩张的速度更快，因此世界贸易繁荣推动了离岸美元规模的大幅增长。反观美国，由于国际产业竞争趋于激烈，本土产业流失，失业率上升，同时离岸信用美元规模的大幅扩张推升物价，加上石油危机导致油价暴涨，这些最终造成了美国滞胀的局面。

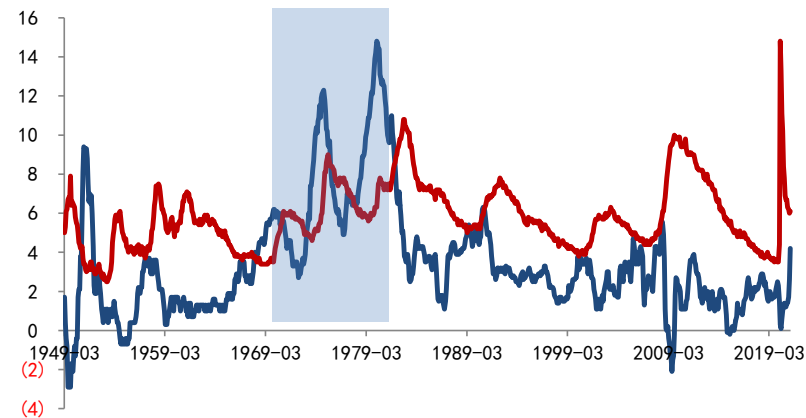
■全球出口额/GDP变化



■世界出口额年均名义增速 ■世界出口额年均实际增速



—美国:CPI:当月同比 % —美国:失业率:季调 %



来源：Wind，中泰证券研究所

## 70年代美元黄金脱钩

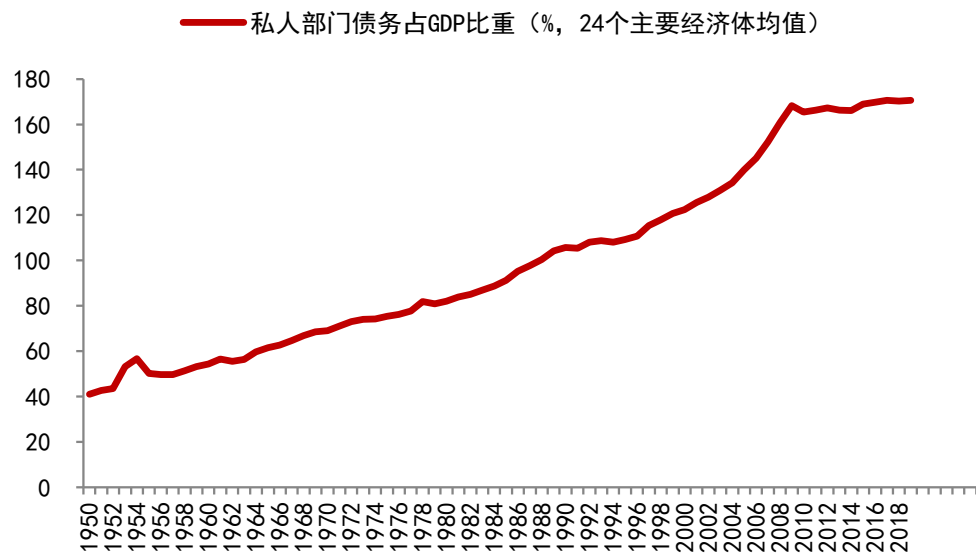
- 1971年布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金脱钩实际上是美国制造业相对竞争力下降后的必然结果，美国产业外流、贸易顺差缩减，国际贸易兴起，离岸美元规模大幅提升，加上美国黄金储备明显下降，原有货币体系不再适应新时代的发展。美元黄金脱钩后，货币超发的规则束缚解除，为通胀埋下伏笔。



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 低负债率是大通胀的必要条件

- 过去30年以CPI衡量的全球通胀水平长期下行甚至消失，可能是全球负债水平长期提升的结果。70年代处于债务周期中前期，这一时期IMF公布的全球主要经济体私人部门债务/GDP指标处于70%附近，而目前则高达170%。低负债水平意味着新增的信用可以更多的用于投资和消费，而不是还本付息，因此更容易产生通胀。而当负债水平变高后，一旦经济短周期下行、收入下降，还本付息压力就会压垮投资和消费能力，物价长期上行的难度大大增加。低负债率是长期通胀的基础性条件。



来源：Wind，中泰证券研究所，《债务危机我的应对原则》，Ray Dalio著

## 70年代通胀成因总结

- **离岸美元规模大幅扩张推升通胀**：70年代大通胀的成因可以概括为：低负债率提供了必要条件，世界贸易繁荣及美元黄金脱钩推动了离岸信用美元的大幅扩张，并引发长期通胀。

单位：十亿美元	M2年均增速	M3复合增速	M2以外的M3复合增速	M2以外的M3占M3比例的提升幅度
60年代	7%	7%	32%	4%
70年代	10%	11%	28%	14%
80年代	8%	8%	11%	4%
90年代	4%	5%	8%	7%
00年代	6%			
10年代	6%			

来源：Wind，中泰证券研究所

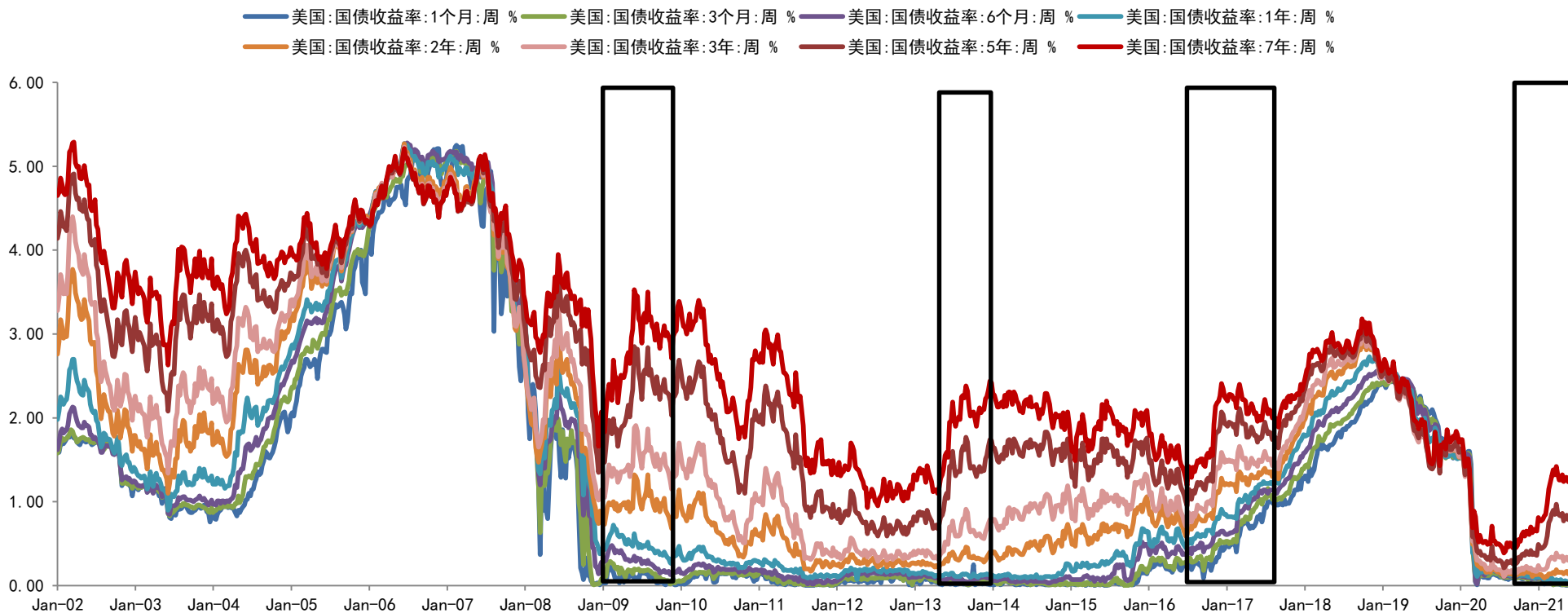


## 《金融炼金术》关于70年代国际信贷及欧洲美元繁荣的记述

- “由于欧洲美元市场不受管制，银行就不必为自己海外分公司的债务保持最低限额的储备金。除非自我约束，否则没有任何人能够阻止这些分公司创造出几乎无穷无尽的信贷供应。”
- “在1973年至1979年间，国际信贷规模的确有了爆炸性的增长，它成为20世纪70年代全球性通货膨胀的根源，而在第二次石油危机中达到高潮。”
- “银行的国际贷款活动推动了一个自我加强与自我支持的过程。在这一过程中，债务国的偿债能力不断增强。”
- “中央银行对欧洲美元市场的爆炸性增长显然是了然于心的，尽管它们缺乏可靠的统计数字。”
- “在20世纪70年代的全球性通货膨胀中，欧洲美元市场的迅猛增长究竟扮演了一个什么样的角色？这个问题始终没有搞清。因此，同样也很难估计国际贷款的收缩应该在多大程度上对今天笼罩在全球经济上空的通货紧缩的阴影负责。”

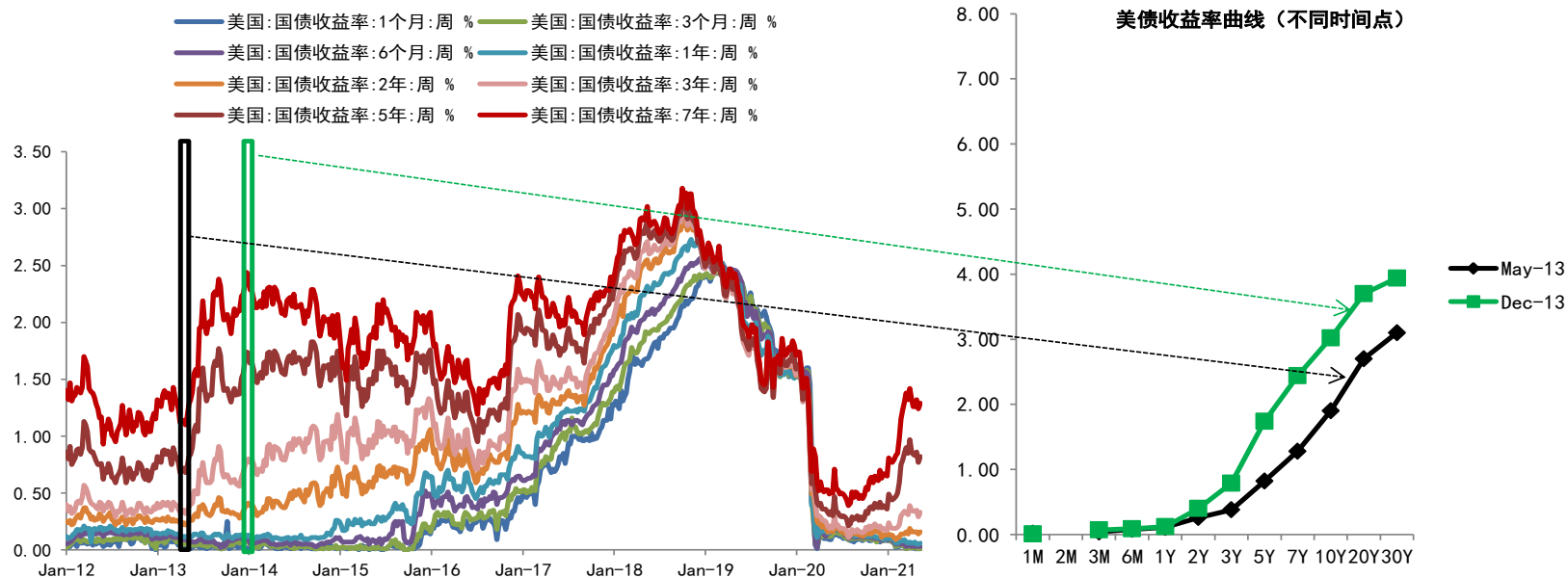
## 通胀纸老虎—美债收益率曲线扁平

- 最近四轮再通胀交易：发生时间分别是2009年、2013年、2016年、2020-2021年，共同特征是收益率曲线的陡峭化，反映债市对经济长期增长前景和通胀预期趋于积极（阶段性）。我们知道2013年那轮再通胀交易后，实际上通胀水平并没有得到太多回升，通胀再一次成为幻象。这里我们将目前的债市表现与2013年进行对比分析。



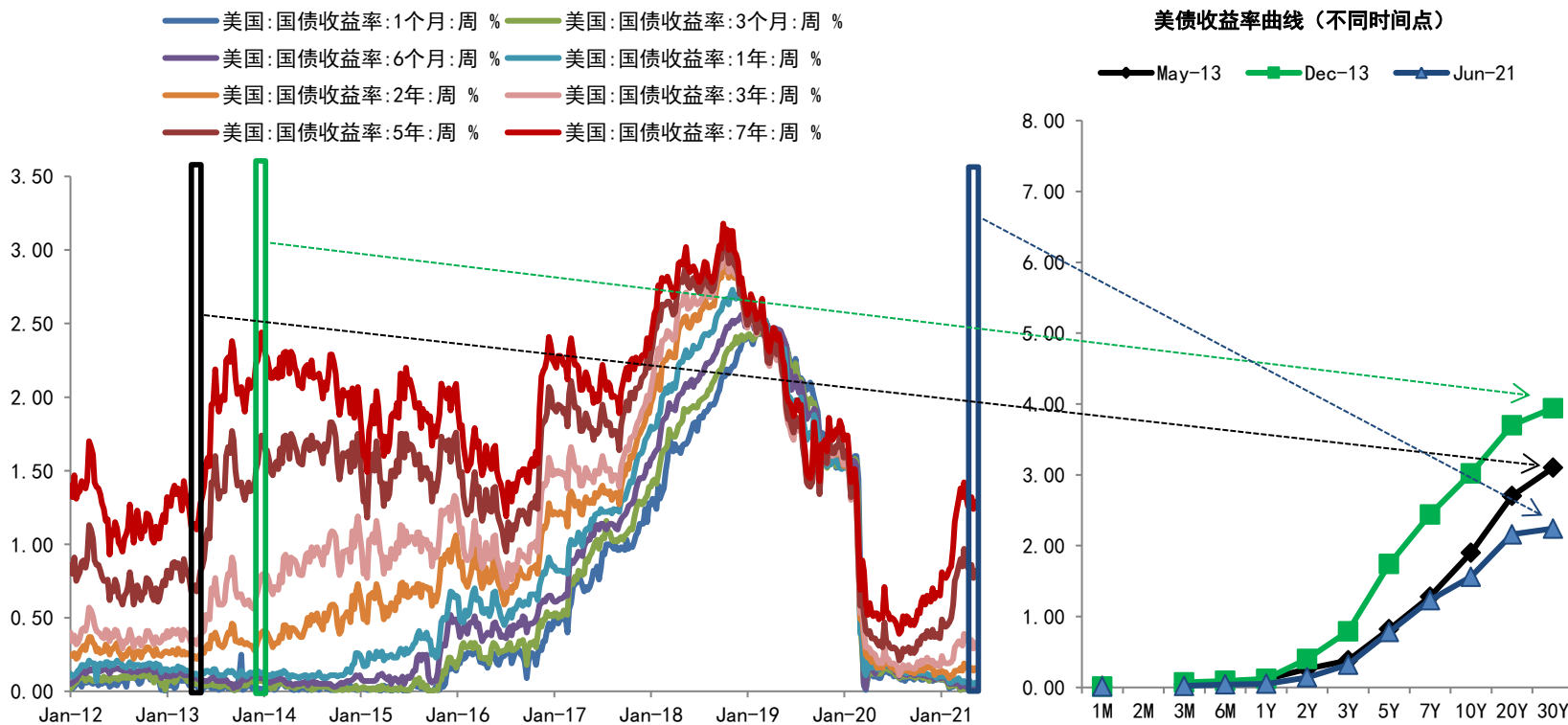
## 通胀纸老虎—美债收益率曲线扁平

- **2013再通胀交易起点——2013年5月市场预期低迷：**当时收益率曲线扁平，市场对长期增长和通胀态度消极。伯南克对当时经济的评价是：“经济保持温和增长势头、就业有所改善但仍薄弱、目前通胀略偏低”。
- **2013再通胀交易终点——2013年12月市场预期趋于乐观：**5月22日伯南克出席国会听证会首次讨论缩减QE的可能性，市场开启再通胀交易。随后随着经济和就业的恢复，2013年12月美联储宣布缩减QE规模，市场乐观情绪见顶，再通胀交易结束。我们看到了美债收益率曲线陡峭化的过程。



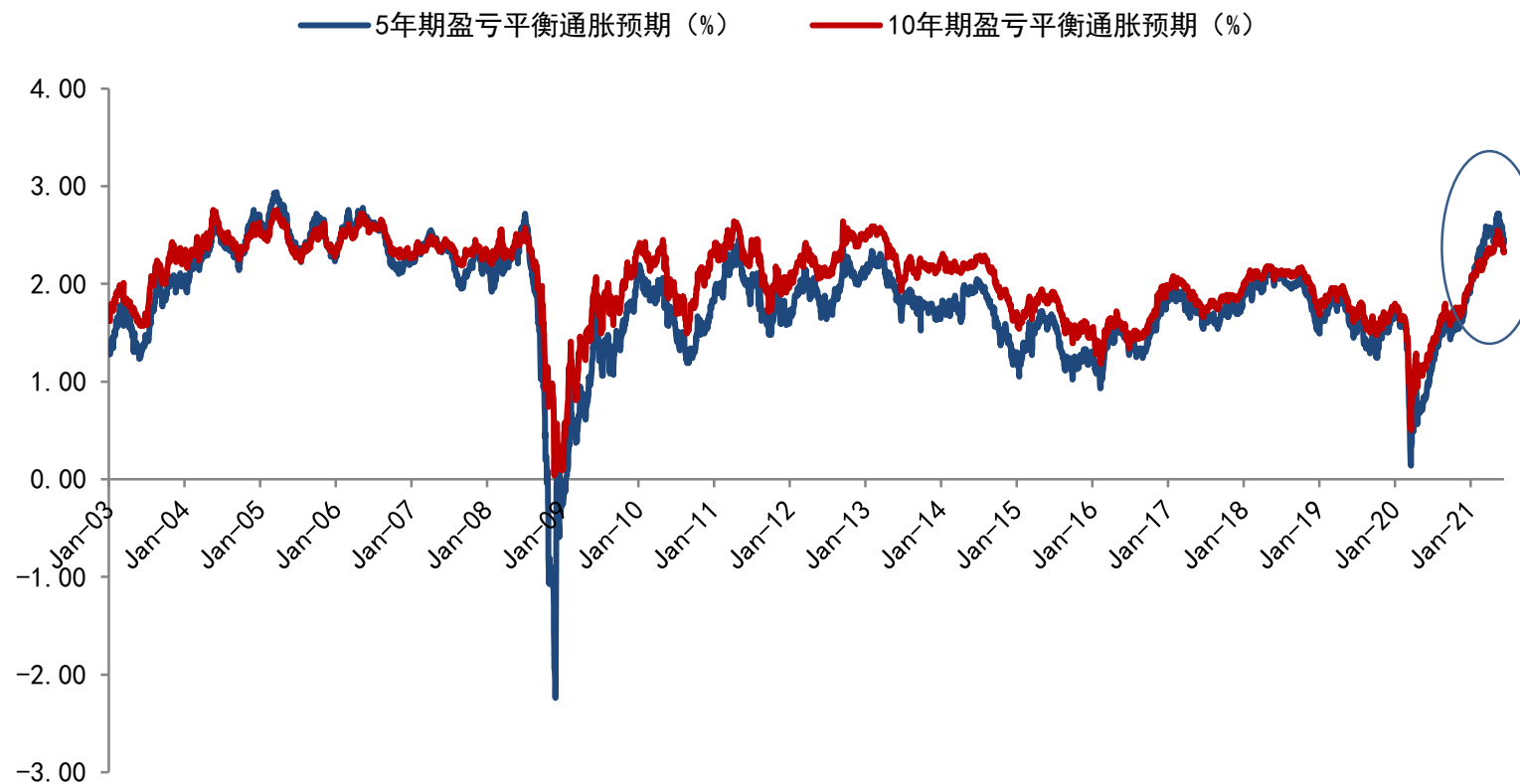
## 通胀纸老虎—美债收益率曲线扁平

- 目前收益率曲线陡峭程度竟比不上2013年5月时的预期低迷期：2020年以来刺激政策使得美债收益率曲线再度陡峭化，市场对通胀如临大敌，但收益率曲线反映出债市对通胀的不屑。目前的收益率曲线陡峭程度连2013年5月再通胀交易起点都不如，更不用谈与2013年12月相比。债市的态度可以解读为，即便推出了天量货币宽松政策和直升机撒钱式的财政刺激措施、美债经历了一季度史诗级的抛售，长期增长和通胀前景仍然不会有太多起色，目前的高潮期甚至都比不上8年前的低迷期。



## 通胀纸老虎—美债十年期和五年期通胀预期反转

- 美债十年期和五年期通胀预期反转：这是另外一个有意思的信号。以5年期国债计算的盈亏平衡通胀预期长期以来一直低于10年期通胀预期，但这在2021年1月出现了反转。这意味着市场认为可能确实会有阶段性通胀，但持续性不会那么好。上一次反转出现在2008年6月。



## 需求负增长将扼杀全球通胀

- 全球长期通胀不易：通胀预期对这轮大宗商品价格上涨影响很大，但我们倾向于这轮通胀是阶段性的，因为长期通胀的必要条件——低负债率并不具备，国际贸易的长时间繁荣也较难实现，经济短周期波动带来的离岸美元收缩可以轻易扼杀一轮通胀。由于中国制造业和贸易额占比已经全球最大，随着国内需求的收缩，全球通胀的回落可能在不久后就可以见到。



## 需求负增长会导致美元上行

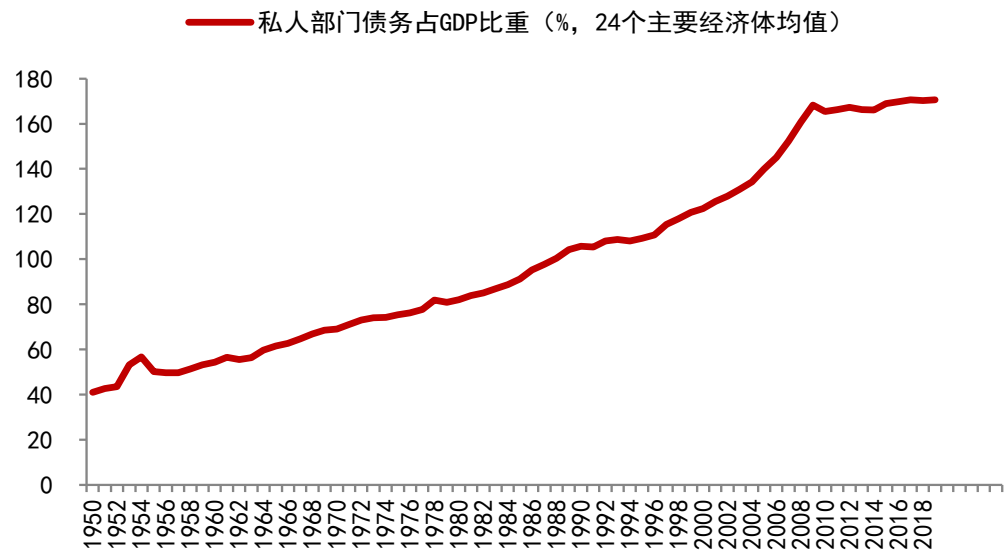
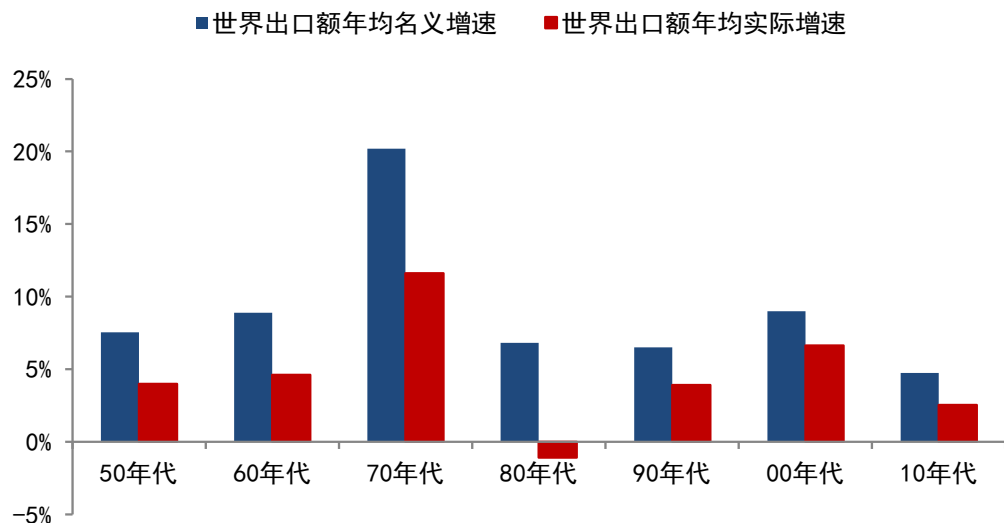
- **美联储十年放水并没有使美元变弱：**2020年3月以来美元指数经历了持续下行，很多观点认为美元将持续萎靡，走出长期下行趋势。但如果拉长来看，即便经历了多轮的量化宽松和疫情后的天量放水，美元指数自2011年以来总体上是大幅走强的。当然，这似乎可以解释为欧洲、日本等美元指数对标货币也在大规模宽松，全球比差的情况下美元相对还好一些。相比之下这10年中国央行要比它们克制的多，但是自2011年以来人民币也没有相对于美元明显走强，在经历了2020年以来的美元持续贬值后，人民币兑美元也仅回到2011年附近的水平。





## 需求负增长会导致美元上行

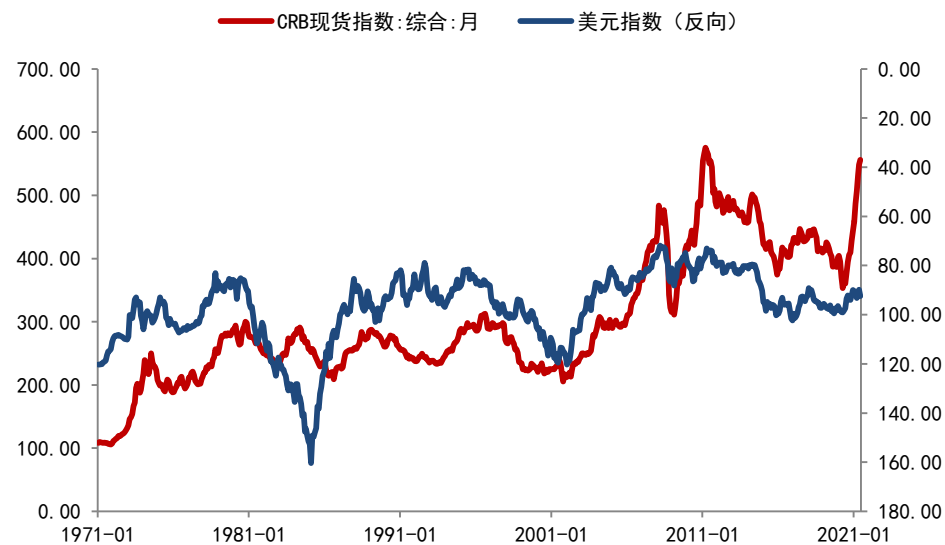
**美元十年坚挺的原因：**全球美元流动性固然会受到美联储放水的影响，但更重要的是美元的信用扩张情况，尤其是离岸美元系统的扩张情况。两个因素制约了近十年离岸美元的信用扩张：一是全球高负债水平，信用扩张的能力不足；二是世界贸易增长明显放缓，信用扩张意愿低迷。同时离岸美元系统每隔数年就会迎来一次全球经济景气短周期下行的冲击，每轮冲击都会带来美元信用收缩，推动美元走强，如2011-2012年、2014-2015年、2018-2019年。





## 需求负增长会导致美元上行

美元上行将随着中国需求收缩而持续一段时间：美元与世界经济景气度的反向关系体现在美元指数和CRB指数的反向关系上。中国经济是全球景气度的领先指标，国内需求的收缩将带动世界贸易景气度的下行，进而带来离岸美元信用收缩，推动美元上行。美元上行反过来又会对包括大宗商品在内的风险资产价格造成冲击。



## 钢价及钢铁盈利预测

- 钢价——原材料部分
- ✓ 铁矿石定价：一定需求量下对应的铁矿边际成本。
- ✓ 2021年1-6月铁矿石供需梳理：

---

2021年1-6月中国铁矿石需求增速	4.0%
2021年1-6月铁矿石进口量增速	2.6%
国内矿增速推算	10.6%
国内矿年化产量增量	2600万吨
2020年1-6月铁矿石均价	91美元/吨
2021年1-6月铁矿石均价	183美元/吨
目前铁矿石价格	220+美元/吨

---

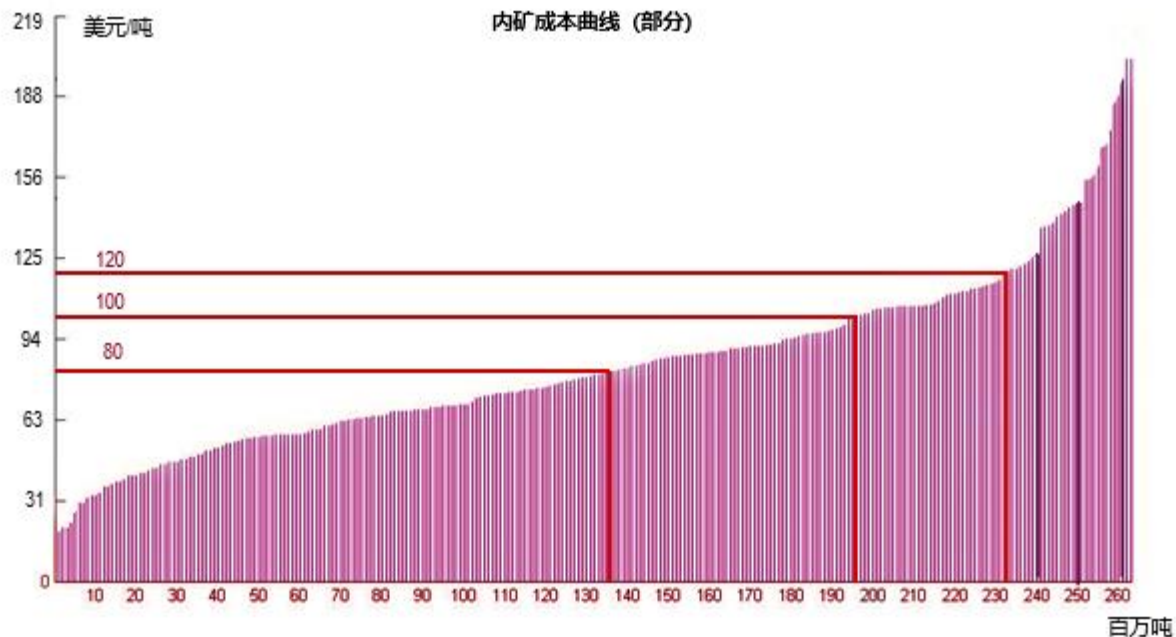
来源：Wind，中泰证券研究所

## 钢价及钢铁盈利预测

- 铁矿价格超涨：
- ✓ 供需不能解释从91美元→183美元
- ✓ 铁矿超涨的动力：需求扩张、美元流动性（通胀）、投机需求、力拓减产
- ✓ 随着内需收缩，前三个因素将衰落，力拓问题将随着新项目进度的推进而逐步消除

国内矿年化产量增量	2600万吨
2020年1-6月铁矿石均价	91美元/吨
2021年1-6月铁矿石均价	183美元/吨
目前铁矿石价格	220+美元/吨

来源：Wind，中泰证券研究所



## 钢价及钢铁盈利预测

- **钢价——吨钢盈利部分：**
  - ✓ 三季度受压缩产量政策的推动，供应收缩或阶段性地大于需求收缩幅度，导致吨钢盈利反弹
  - ✓ 但后期随着需求负增长的持续，限产必要性下降，经济下行也会导致限产执行力如2018年Q4版明显弱化，因此判断限产对行业的影响持续性可能不足。吨钢盈利反弹后存在重新回落的风险。
  - ✓ 如果失去限产支持，吨钢盈利将快速回落至很低的水平，如6月份低点时，螺纹钢已处于现金亏损状态。
- **钢价判断：**目前处于宽幅震荡筑顶的过程，原材料价格超涨、吨钢盈利依靠持续性不足的限产政策支撑，后期随着需求的持续下行，钢价和钢铁盈利可能都将失去支撑。

## 投资策略：交易负增长

- **负增长下的周期和成长：**如果真实负增长的环境，那么股票交易的难度可能会比较大。因为一方面周期性强的企业基本面将会受到明显冲击；另一方面需求负增长意味着通缩和信用收缩压力，实体和资本市场流动性趋紧，对高估值的成长性行业也会有冲击。
- **投资策略：**短期而言，受益于压缩产量预期和中报预喜，普钢类个股可能仍存交易性机会，但在需求周期见顶下行的环境下，缺乏趋势性行情。投资策略上，建议在与建筑业关联度低、周期性弱的行业中挑选估值相对较低的公司，中期关注广大特材、甬金股份、永兴材料、中信特钢等。
- **资产价格轮动：**未来一段时间我们可能会看到国债、美元上行，商品等风险资产价格回落。

## 风险提示

---

- 需求大幅回落风险
- 钢铁限产放松风险
- 宏观政策收紧风险
- 美元流动性收紧的风险

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。