

2020年10月8日

金信期货研究院

盛文宇

·从业资格编号 F3074487

·投资咨询编号 Z0015486

钢厂进退维谷，铁矿预计震荡下行

内容提要

展望四季度，在天气因素干扰较少的季节性特征下，铁矿石供应总量预计比较平稳，四大矿山按部就班完成销售及产量指引。非主流矿供应依旧由矿价及利润驱动，100美元以上的矿价无疑提供着丰厚的利润。

需求方面，根据路透船期的统计，除中国以外地区铁矿石到港情况已经和2019年持平。目前欧美部分国家再次出现二次疫情蔓延的情况，我们预计全球铁矿石需求回升的逻辑已经演绎完毕，在四季度暂时难以出现大幅边际增量。国内方面，长流程成本趋于一致，长流程利润优势不再，目前钢厂濒临亏损，铁矿石需求增量几无。同时成品材库存高企，钢厂高开工进退维谷，铁矿价格大概率出现下行。

基差方面，目前铁矿石2101合约仍然处于大幅贴水的境地，因卡拉拉精粉的加入，基差反而在三季度出现走强的情况。但从季节性上看，进入四季度后，基差将出现快速收敛，我们预计今年基差的收敛主要由港口现货降价来完成。

操作建议

操作上，中长线建议逢高做空2101合约，但高基差的背景下，铁矿石下行走势势必不会流畅，同时将伴随着较大幅度的波动，微观数据及信息引导出的短期市场情绪将是非常重要的驱动因素。2101合约820-830区间是目前可预期的高位区间，同时卖出行权价格830以上的看涨期权也是较好的选择。1-5价差方面，考虑到淡水河谷部分矿区将在年末复产，将为明年带来明显的供应增量，因此预计1-5价差并不会明显走弱。反而在接近年末时可将钢厂补库作为驱动，做多1-5价差。

风险提示

- 1、宏观资金面大幅宽松，钢材需求出现爆发性增长
- 2、巴西雨季提前或淡水河谷产能出现意外关停
- 3、港口压港情况难以缓解造成港口现货再度紧缺

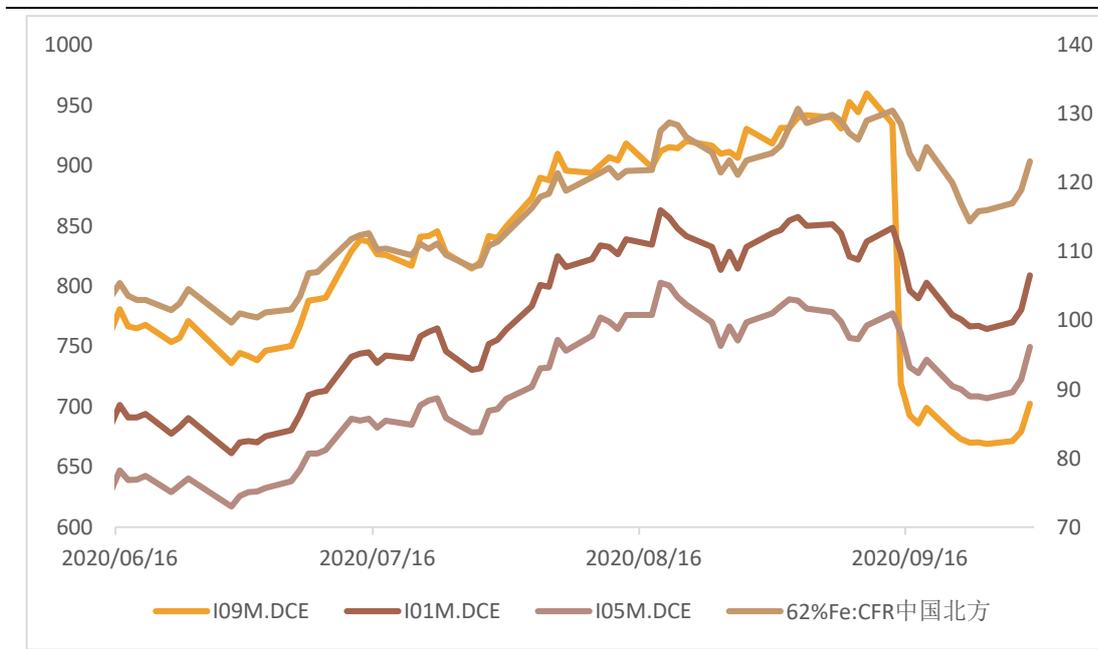
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、核心逻辑

1、行情回顾：政策干预压顶，需求预期松动

图 1：铁矿期现价格运行情况



资料来源：Wind，金信期货研究院

2020 年三季度，铁矿石在下游旺盛需求的带动以及宏观偏暖的预期背景中迭创新高，普氏 62 指数自二季度末 100 美元一度涨至 130 美元。三季度政策方面对铁矿石期现价持续上涨显现出担忧，加快疏通压港以及增加交割品的举措遏制了铁矿价格继续上冲的势头，进入 9 月之后，下游钢材需求迟迟未能兑现旺季，铁矿石走势受悲观情绪影响出现大幅回调，但在高基差背景下反弹力度也较大。

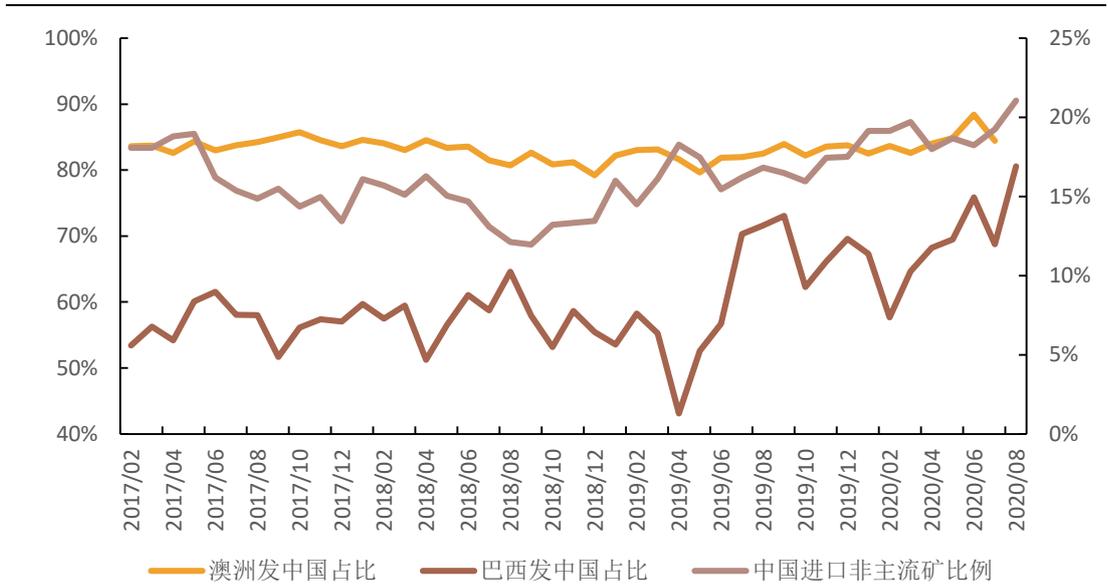
2、供应：四季度预计供应平稳

澳洲方面，力拓在报告中指出，皮尔巴拉矿区的铁矿石发运目标仍维持在 3.24-3.34 亿吨不变。必和必拓生产效率仍在不断扩张中，2021 财年将财年目标由 2.73-2.86 亿吨上调至 2.76-2.86 亿。新财年 FMG 将财年目标由 1.75-1.77 亿吨上调至 1.75-1.80 亿吨。整体看，澳洲方面下半年发运以及生产预计仅有极小幅度的增长，同时四季度澳洲天气情况预计良好，因此澳洲供应预期较为稳定。

巴西方面，年中淡水河谷决定下调 2020 年全年粉矿和球团目标产量。粉矿目标产量从此前的 3.4-3.55 亿吨下调到 3.1-3.3 亿吨，并且一再重申其能够完成 3.1 亿吨下限。三季度中比较值得关注的重点在于前期市场比较担忧巴西当地疫情会对铁矿石供应起到负面影响，但这个预期已经被证伪，淡水河谷发运并未受到太多负面影响，总发运量与

去年同期基本持平，而且发往中国的铁矿石运量占比明显位于高位。

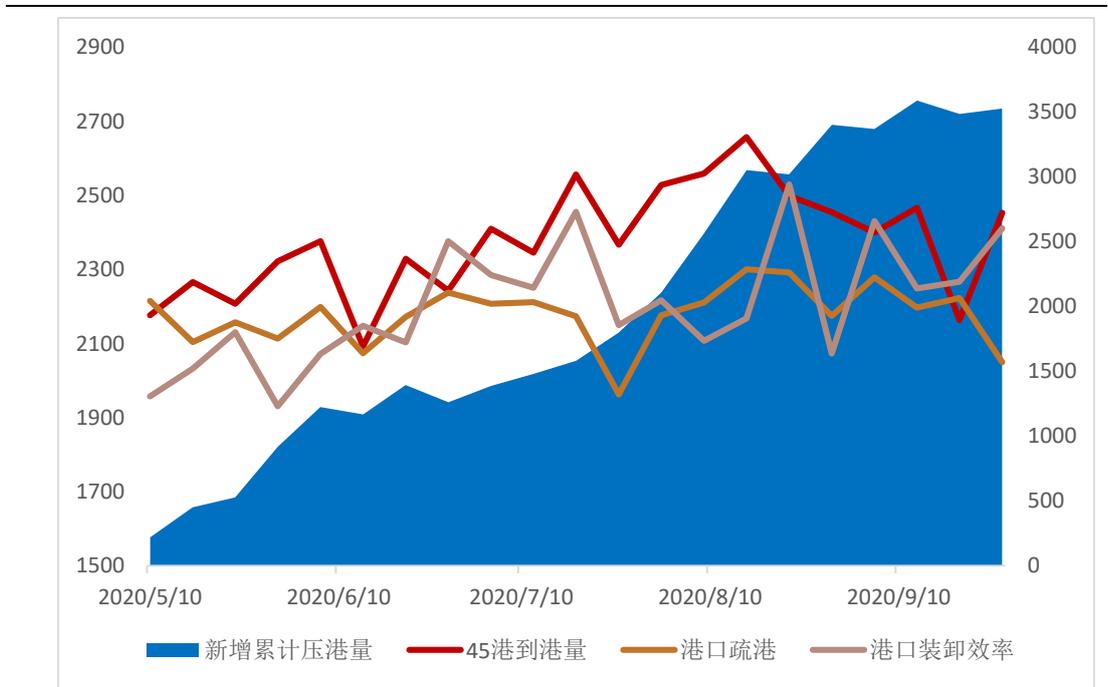
图 2：中国进口铁矿及澳巴发中国占比 (%)



资料来源：Mysteel，金信期货研究院

综上所述，澳巴两国四大矿山四季度发运预计均较为平稳，主流矿供应位于可预期的顶峰水平。而非主流矿的驱动主要源于价格与利润的驱动，100 美元以上的价格无疑使得大部分的矿区都拥有不错的利润。

图 3：5 月 10 日后铁矿新增压港情况



资料来源：Wind，金信期货研究院

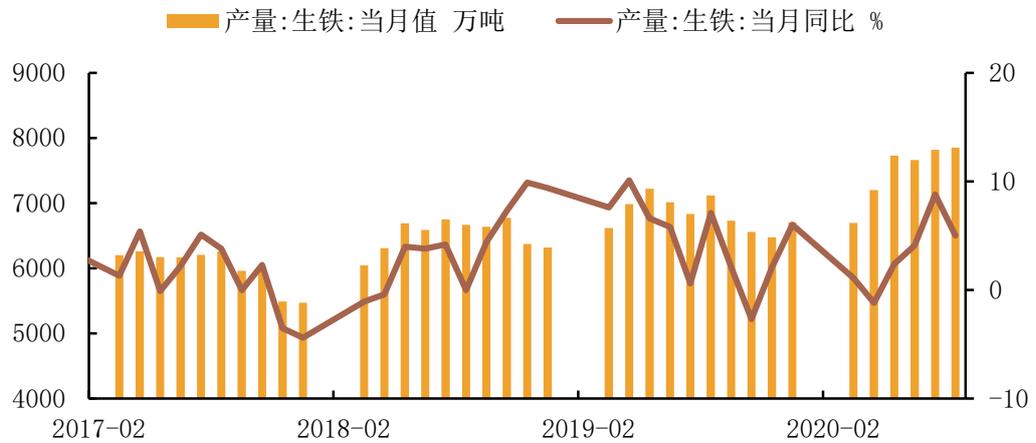
四季度值得关注的另一供应增量是前期港口的压港转供应的情况，自 5 月开始，因国内疫情防控以及大宗物资集中到港影响，铁矿石货船压港情况便处于高位，迟迟未能

化解堰塞湖的情况。根据测算，目前全国 45 港口自 5 月起有超过 3500 万吨铁矿石位于锚地待泊的状态，该部分货源始终是悬而未决的达摩克利斯之剑，虽然泊位短期难以增加，但是疫情防控的力度以及到港船只的多少却能够影响后续的压港，但目前较难预估。

3、需求：生铁产量难增，铁矿需求高峰已过

四季度六稳六保仍然是最大的政策背景，环保限产的力度依然将较为宽松。据国家统计局数据，1-8 月全国生铁产量为 58940 万吨同比增长 3.4%，但是 8 月开始单月生铁产量增速已经开始下行。根据 9 月的高频数据，产量环比继续回落也是大概率事件。

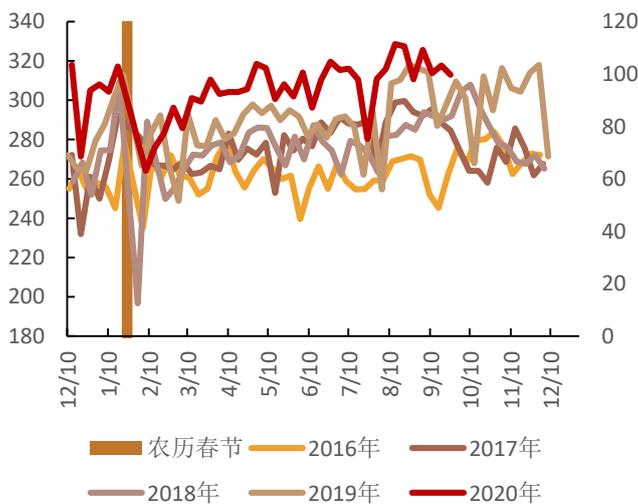
图 4：统计局：生铁产量累计值（万吨）



资料来源：Wind，国家统计局，金信期货研究院

另外目前长流程钢材生产利润几近亏损，与短流程生产利润差距非常小，短流程已经失去了其供应调节器的地位。这种背景下，铁矿石继续上涨的空间明显不足，而高库存背景下钢厂若不减产，势必造成钢价大跌，铁矿需求只有减弱一种演变可能。

图 5：日均疏港量：45 个港口总计（吨）



资料来源：路透，金信期货研究院

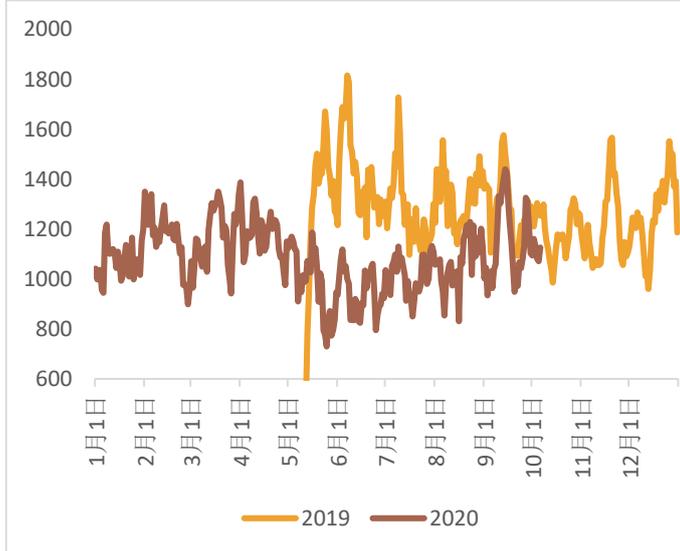
图 6：钢材长流程利润(元/吨)



资料来源：世界钢协，金信期货研究院

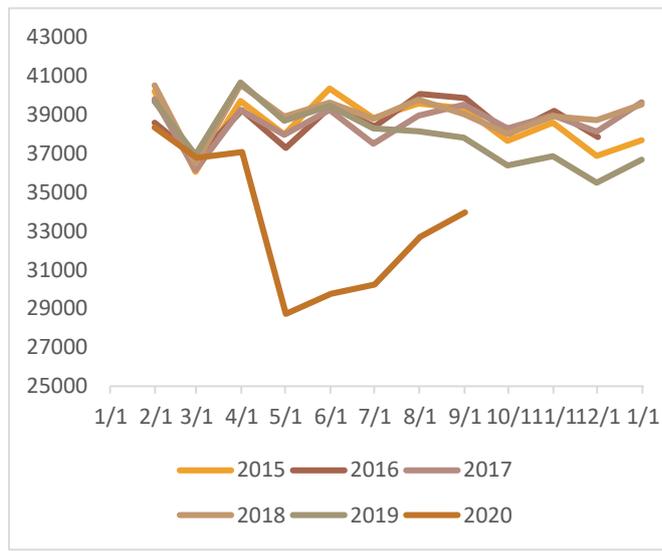
在四季度，钢厂的补库将会是短期铁矿需求最重要的一个驱动，但目前铁矿石价格仍然处于高位，钢厂按需采购的方式不会变化，临近春节前夕或许才能看到比较集中的补库动作，同时需要关注海漂与港口现货之间的性价比的关系。

图 7：中国以外国家铁矿石到港 MA7（千吨）



资料来源：路透，金信期货研究院

图 8：世界高炉生铁产量（除中国）（千吨）



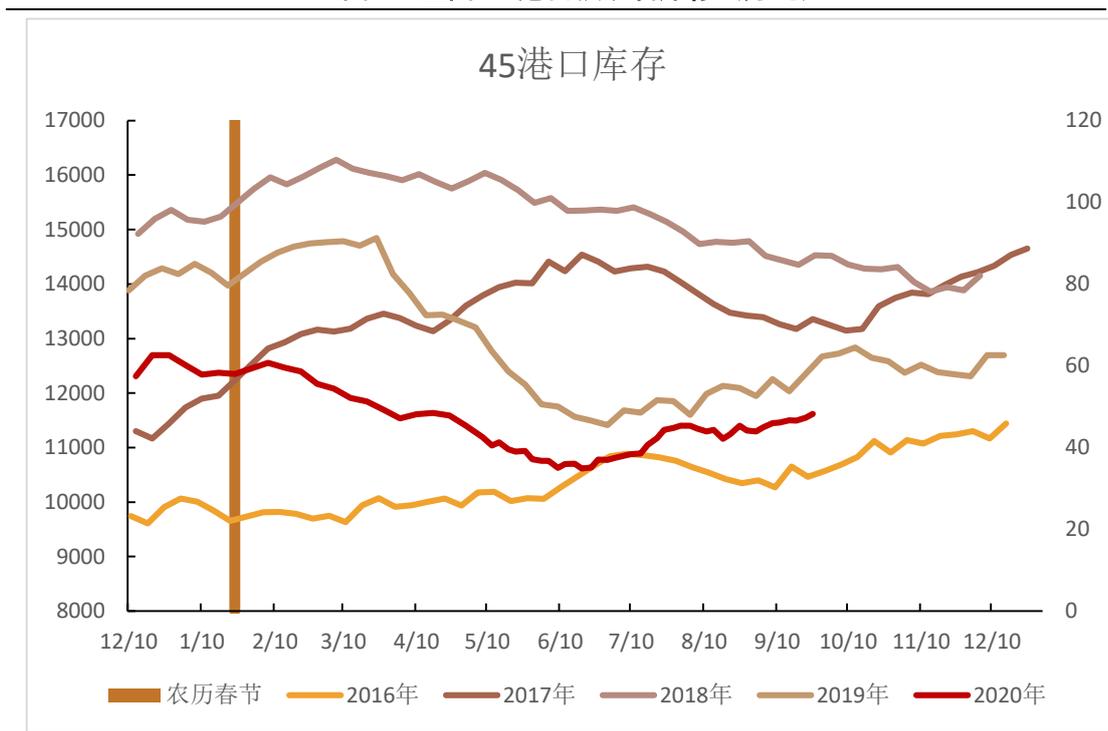
资料来源：世界钢协，金信期货研究院

全球方面，世界钢铁协会数据显示，8 月全球生铁产量环比增长，但同比持平。8 月产量为 1.1251 亿吨，环比增长 1.7%，但 1-8 月产量同比仍下降 2.6%，为 8.57 亿吨。扣除中国生铁产量后，世界生铁产量依然未能恢复至往年水平，但是根据路透船期的统计，除中国以外地区铁矿石到港情况已经和 2019 年持平。目前欧美部分国家再次出现二次疫情蔓延的情况，我们预计全球铁矿石需求回升的逻辑已经演绎完毕，在四季度暂时难以出现大幅边际增量。

4、库存：宏观预期恐怕托不动

自 6 月末开始，虽然钢厂需求始终位于同比高位，但铁矿石港口库存却开始持续上升（未包括压港货物）。全国 45 港口铁矿石库存由最低 1.06 亿吨，上升至 9 月末的 1.16 亿吨，上升 1000 万吨，同时还有压港新增累积压港的 3500 万吨未统计入内。虽然大宗商品的供需决定长期价格，而库存是反应供需最好的观测指标，今年铁矿石库存的回升却并未阻挡三季度其继续上涨的步伐。主要原因我们认为还是因为今年大宗商品集体出现的“危机牛市”，因疫情而造成货币供应宽松，市场良好的需求预期始终支撑着期货的价格。但是随着中国市场进入到金九银十的旺季，人们发现之前良好的需求预期正在不断地面临证伪，包括黑色板块在内的工业品都出现了不同程度的回落。这种情况之下，我们认为整体预期带动的溢价将逐步消散，产业逻辑将重新成为行情波动的主要逻辑，品种之间也会出现分化。对于铁矿石而言，此前有宏观预期支撑，库存上升但价格上行，但在四季度，库存若继续上行，势必将对价格起到不利影响。

图 9: 全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)

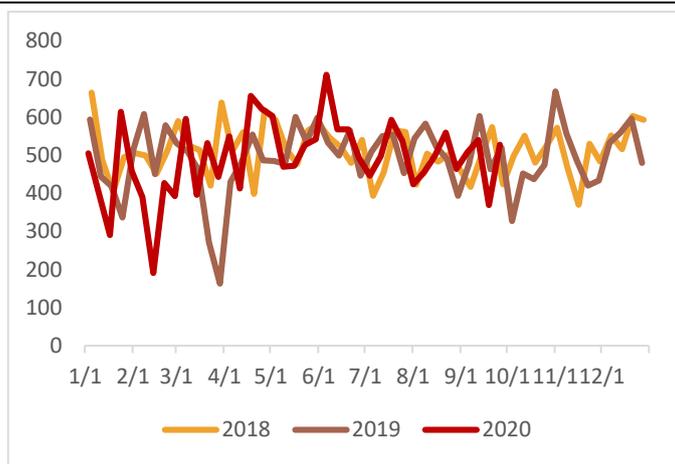


资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

二、基础数据图解

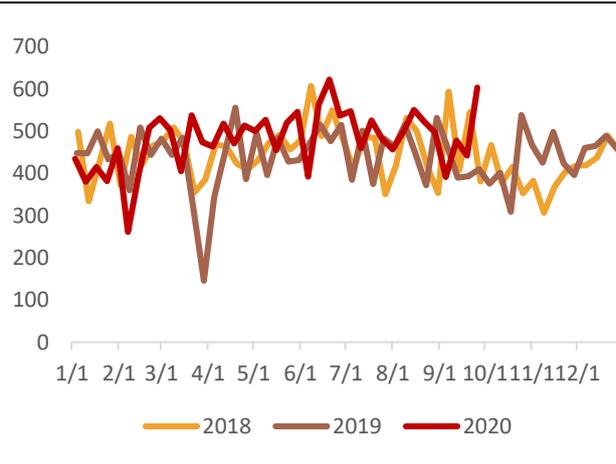
1、四大矿山发运情况

图 10: 力拓铁矿石发运量: 至中国 (万吨/周)



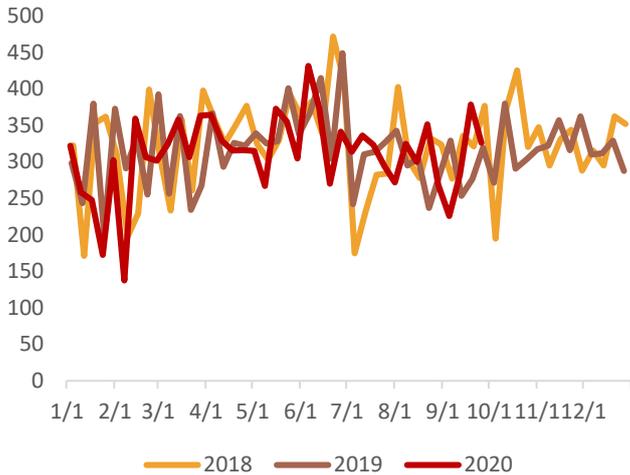
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 11: 必和必拓铁矿石发运量: 至中国 (万吨/周)



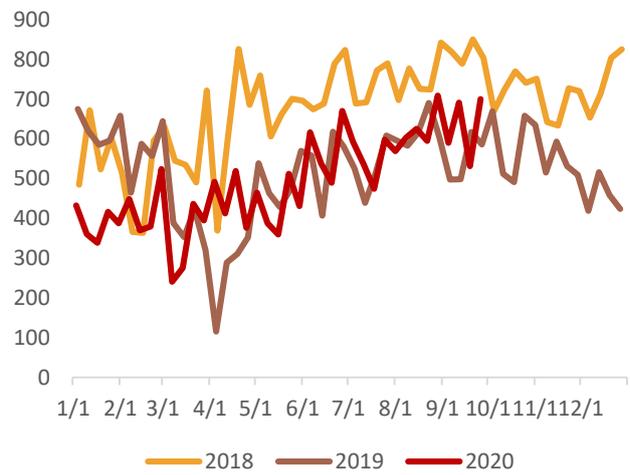
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 12: FMG 铁矿石发货量: 至中国 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 13: 淡水河谷铁矿石发货量 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

四大矿山发运量上看, 三季度伊始澳洲进入传统的检修期, 随后发运量逐步稳定回升, 其中 BHP 发运明显有小幅增量。淡水河谷方面发运稳中有升, 在 2019 年四季度, 巴西雨季提前到来, 影响了淡水河谷的发运, 今年若无恶劣天气影响, 在产量目标的驱动下, 预计淡水河谷发运量仍将位于高位, 或与 2018 年四季度较为类似。

2、钢厂补库的选择

港口库存若降至 1 亿吨, 则中国钢厂的铁矿石供应面临非常大的物流风险, 但目前港口库存已经回升至 1.16 亿吨, 断供风险逐步下降。在双节过后, 钢厂采购现货的力度预计将明显放缓, 而目前购买海漂货物的性价比仍然较高, 后续钢厂或将转向海漂资源, 港口疏港若逐步缓解, 那么港口资源紧缺的情况势必将继续缓解, 出现降价销售的情况。

图 14: 铁矿石主要路线运费 (美元/吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

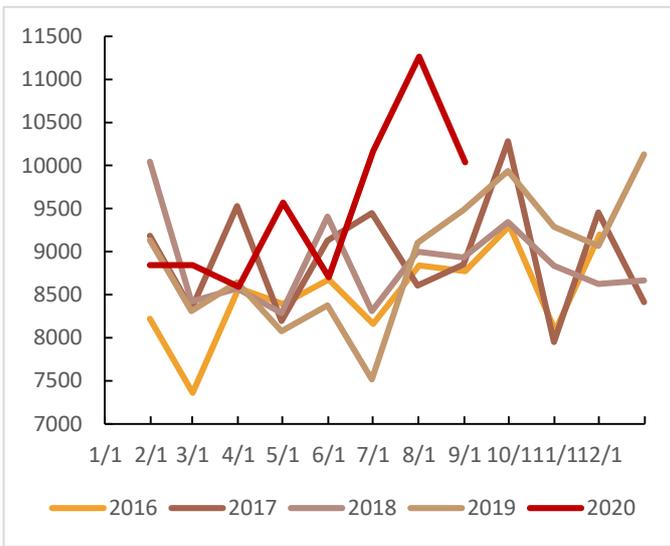
图 15: 矿石进口利润模型 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

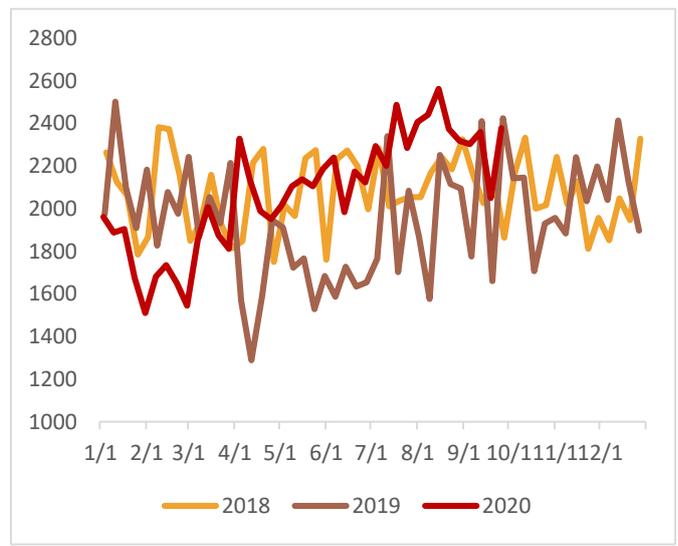
2020 年 1-8 月中国铁矿砂及其精矿进口量增长, 2020 年 1-8 月中国铁矿砂及其精矿进口量为 75991 万吨, 同比增长 11%。26 港到港情况与海关数据匹配度较高, 四季度在铁矿需求走弱预期下, 预计中国铁矿石进口量将有所回落, 但考虑到海外钢厂复产进程不流畅, 不排除全球铁矿资源依然将中国作为倾销地的可能。

图 16: 中国铁矿石进口国别合计 (万吨)



资料来源: 海关总署, 金信期货研究院

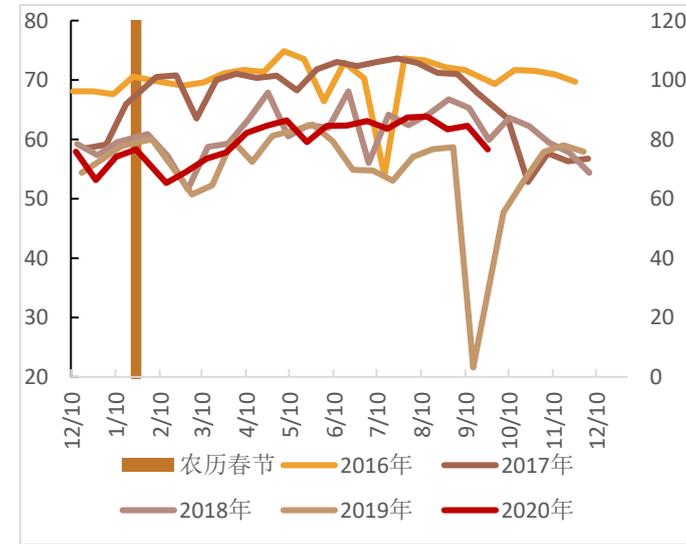
图 17: 中国 26 港铁矿石到港量 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

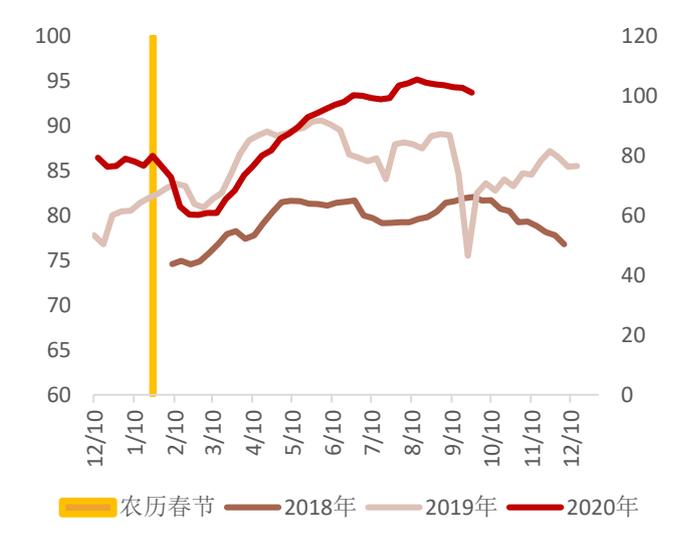
3、铁矿微观需求参考指标

图 18: 64 家钢厂进口矿烧结粉总日耗: (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 19: 247 家钢厂高炉炼铁产能利用率 (%)



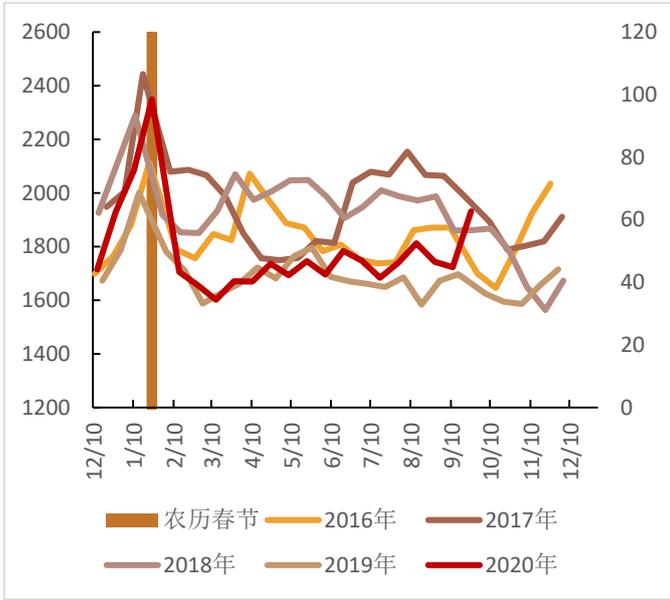
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

六稳六保背景下, 今年环保限产力度仍然宽松, 高炉产能利用率在三季度基本位于高位。今年虽然没有国庆前夕的大幅减产, 但目前钢厂利润水平已经偏低, 继续增产动力不足, 西北地区部分钢厂已经有联合限产的举动。目前钢材库存依然位于绝对高位, 若在四季度初期下游需求没有出现爆发性增长, 则钢材供应充裕的格局不会发生根本转变, 钢材价格将继续承压下行。所以对于铁矿而言, 四季度大概率面临着两种殊途同归的境遇, 其一, 钢厂不减产, 则跟随钢材价格同步下降; 其二, 钢厂减产, 则需求出现下滑。

4、钢厂铁矿库存以及港口细分库存

钢厂库存在双节前夕大量累积，10月中旬至11月末，预计钢厂补港口现货的力度将明显减弱，转向海漂资源。

图 20: 64 家钢厂进口矿烧结粉矿总库存 (万吨)



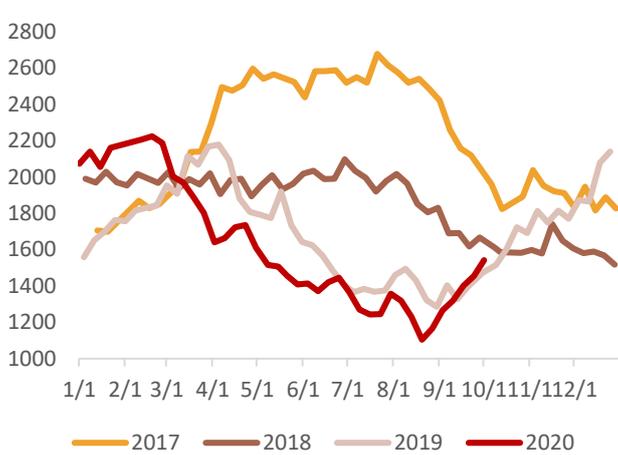
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 21: 247 钢厂进口矿总库存及库存消费比 (右)



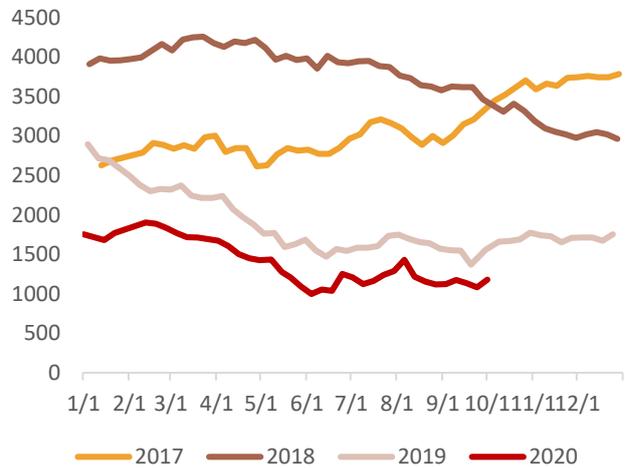
资料来源: 西本新干线, 金信期货研究院

图 22: 北方六港中品矿库存 (万吨)



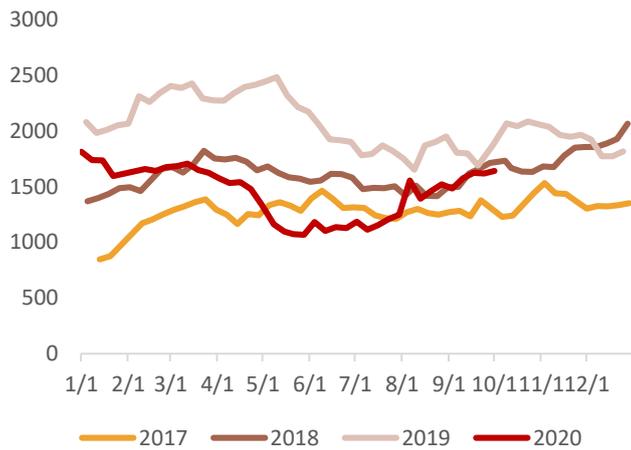
资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

图 23: 北方六港低品矿库存 (万吨)



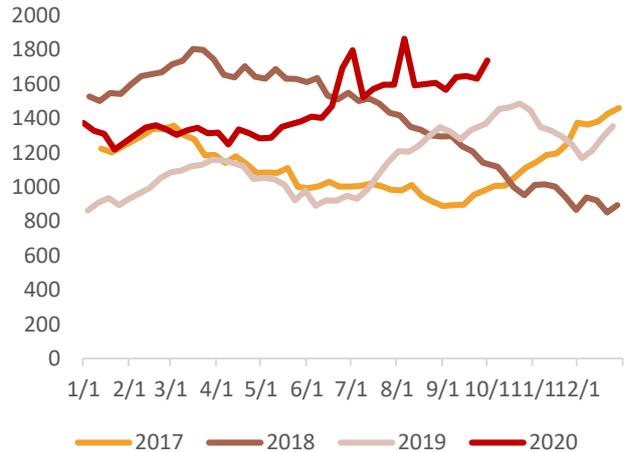
资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

图 24: 北方六港高品矿库存 (万吨)



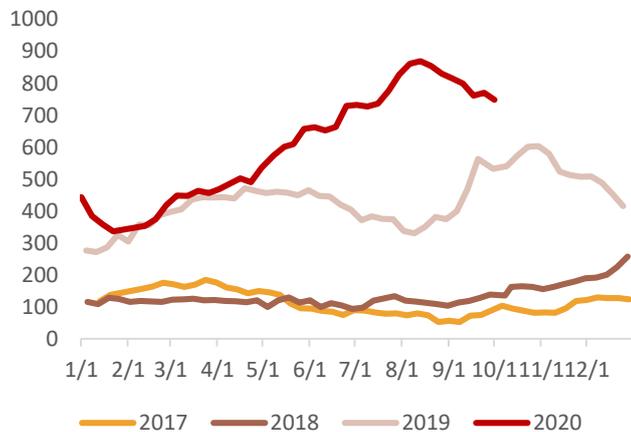
资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

图 25: 北方六港块矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

图 26: 北方六港球团矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

图 27: 北方六港钢厂铁矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 金信期货研究院

港口细分库存方面, 今年低品矿库存依旧位于低位。前期 MNPJ 中品资源一度十分紧张, 但在钢厂调整配比之后, 中品资源库存出现探底回升。目前块矿及球团库存依旧位于高位, 溢价处于低位, 但钢厂调整配比的空间已然不大。后续结构性的矛盾预计将出现缓解, 各品类库存同向涨跌的概率较高。

三、综合分析和交易策略

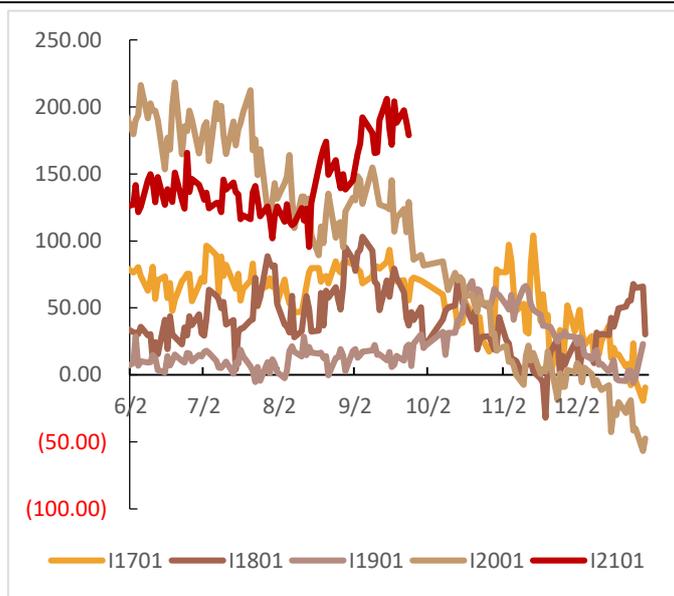
展望四季度,在天气因素干扰较少的季节性特征下,铁矿石供应总量预计比较平稳,四大矿山按部就班完成销售及产量指引,而非主流矿由矿价及利润驱动,100 美元以上的矿价无疑提供着丰厚的利润。根据路透船期的统计,除中国以外地区铁矿石到港情况已经和 2019 年持平。目前欧美部分国家再次出现二次疫情蔓延的情况,我们预计全球铁矿石需求回升的逻辑已经演绎完毕,在四季度暂时难以出现大幅边际增量。国内方面,长短流程成本趋于一致,长流程利润优势不再,目前钢厂濒临亏损,铁矿石需求增量几无。同时成品材库存高企,钢厂高开工进退维谷,铁矿价格大概率出现下行。

从短期的驱动来看,节后钢厂仍会有一轮力度较弱的补库,随后在十月中旬到十一月末中,铁矿石港口现货预计将出现降价行情。

基差方面,目前铁矿石 2101 合约仍然处于大幅贴水的境地,因卡拉拉精粉的加入,基差反而在三季度出现走强的情况。但从季节性上看,进入四季度后,基差将出现快速收敛,我们预计今年基差的收敛主要由港口现货降价来完成。

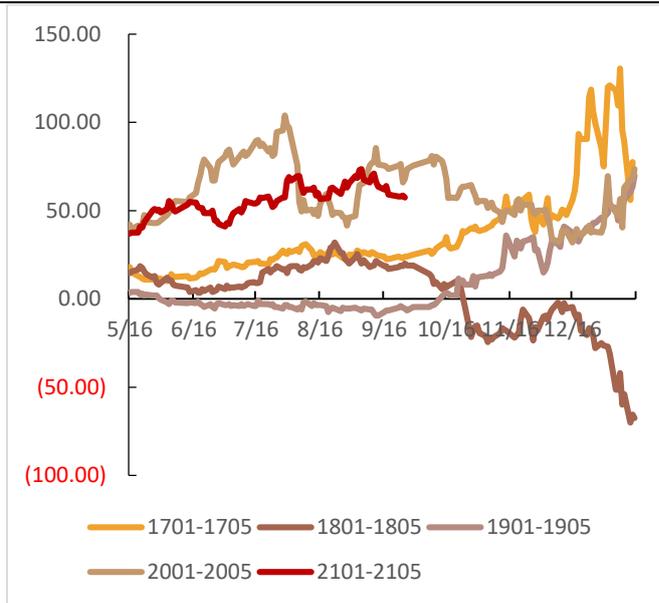
操作上,中长线建议逢高做空 2101 合约,但高基差的背景下,铁矿石下行走势势必不会流畅,同时将伴随着较大幅度的波动,微观数据及信息引导出的短期市场情绪将是非常重要的驱动因素。2101 合约 820-830 区间是目前可预期的高位区间,同时卖出行权价格 830 以上的看涨期权也是较好的选择。1-5 价差方面,考虑到淡水河谷部分矿区将在年末复产,将为明年带来明显的供应增量,因此预计 1-5 价差并不会明显走弱。反而在接近年末时可将钢厂补库作为驱动,做多 1-5 价差。

图 28: I2101 基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 29: 1-5 合约价差



资料来源: Wind, 金信期货研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息, 但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法, 仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告, 并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此投资, 风险自担, 金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息, 分享研究成果, 版权归金信期货所有, 未经金信期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制, 修改。如引用、刊发, 需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者: 期市有风险 入市需谨慎!