



2021年6月20日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

盛文宇

·从业资格编号 F3074487

·投资咨询编号 Z0015486

边际难有增量，铁矿高处不胜寒

内容提要

总结上半年铁矿偏强的原因，其一归于海外高炉复产带动供应分流，其二全球钢厂高利润带动铁矿跟随，其三全球流动性宽裕，通胀预期较强，大宗商品整体牛市。

从下半年预期来看，淡水河谷以及非主流国家仍然将贡献增量，澳洲三大主流矿山预计依然增量有限，供应增加的大趋势并不会改变。需求方面中国需求位于高位，但也难有边际上升，唐山下半年限产放松，江苏、山东或将有所限产，形成对冲。海外钢厂进一步抬升产量的空间也比较有限，铁矿需求边际上升空间已然不大。全球流动性宽裕持续时间已经较长，美联储已有远期加息预期，带动美元以及美债收益率上行，铁矿价格创出历史新高也在很大程度上受益流动性泛滥，因此也需要关注货币收紧而造成的挤水分可能。

基差方面，目前铁矿石 2109 合约基差已经大幅收敛至 110 元/吨，随着钢厂利润回落，低品粉需求将逐步提升，但需要首先消化较高的库存，现货基准超特粉的价格弹性较弱，有利于基差进一步回归。

操作建议

策略上，钢厂仍有利润，因此短期铁矿较钢材偏强的趋势仍将延续，做空螺矿比仍有理论空间。但铁矿目前估值偏高，超高利润之下长周期供大于需只剩下时间问题，因此单边并不建议做多。若钢材需求不济，板块整体下行，铁矿高弹性或成为做空利器。

风险提示

- 1、海外矿山发生不可抗力减产
- 2、全球通胀高于预期

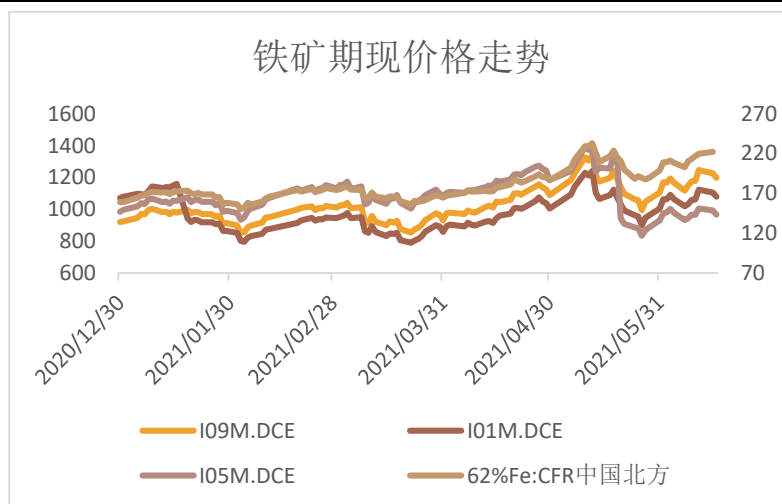




一、核心逻辑

1、行情回顾：强现实盖过弱预期

图 1：铁矿期现价格运行情况



资料来源：Wind，优财研究院

二季度铁矿石在唐山限产边际放松之后开启新一轮上涨行情，虽然一季度工信部频频提出粗钢产量负增长的指引，但是二季度并未有具体的政策落地，只有唐山一地落实限产政策。钢材在“碳达峰”、“碳中和”远景目标带动下大幅上行，钢厂利润迅速飙升引发除唐山以外的地区尽量增产，铁矿石强现实的逻辑成为行情主导。增产利器高品粉矿的溢价飙升至历史高位，低品粉一度丧失流动性。五月中旬保供控价政策高压凸显，铁矿跟随板块一同大幅回落，抹去二季度所有涨幅。黑色板块企稳之后山东、江苏限产政策落地一再推迟叠加保供逻辑逐步深入人心，铁矿在产业链地位抬升，再度大幅反弹挤压钢厂利润。总结而言，铁矿在二季度的上行基于强需求的现实，现实逻辑盖过了“负产量”以及“碳达峰”的限产预期。

2、供应：澳洲矿分流明显，巴西非主流供应增加

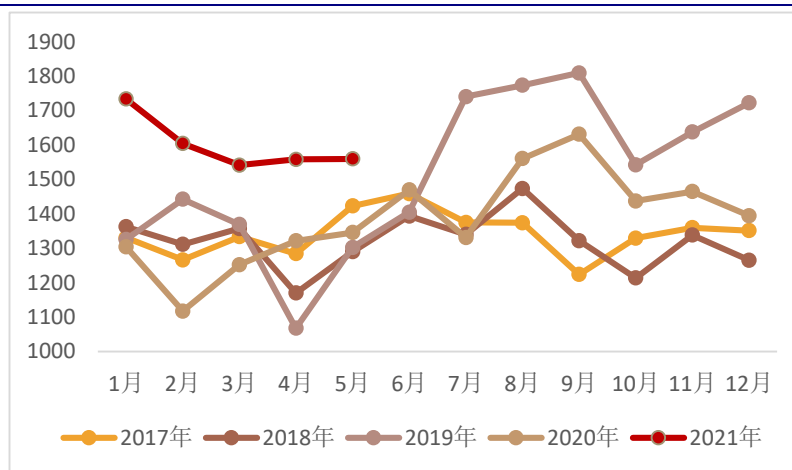
上半年澳洲与巴西累计发运出现明显分化，澳洲三大矿山发往中国体量同比负增长，海外高炉复产需求使得澳洲矿分流明显，在澳洲主流矿山供应并无明显增量的情况下，造成了发往中国总量下降的情况。据点钢网统计，2021年1-24周，四大矿山共计发全球46878.2万吨，累计同比增加1798.3万吨或3.99%。据Mysteel数据统计，截至6.11

当周，力拓、必和必拓、FMG 发往中国数量同比分别减少 7.73%，1.69%和 2%，淡水河谷总发运量同比上升 12.3%。

表 1：上半年四大矿山发运量

	2021 前 23 周	2020 同期
RT 发中国	10422.6	11248.8
BHP 发中国	10532.3	10713.6
FMG 发中国	7035.3	7179.3
Vale 发运	10881.4	9685.4

资料来源：点钢网，优财研究院

图 2：Vale 发往中国估算（万吨/月）


资料来源：Wind, Mysteel, 优财研究院

巴西方面，2020 年底，Vale 铁矿石生产产能达到 3.22 亿吨，公司预计 2021 年底铁矿石产能 3.5 亿吨。此外，Vale 表示将有信心在 2022 年完成铁矿石年产能 4 亿吨的目标。Vargem Grande 球团厂于 2021 年 1 月份复产，此前该厂于 2019 年 2 月份停产，年产能 700 万吨/年，Vale 预计 2021 年该厂生产目标为 400-500 万吨/年。2021 年 3 月 12 日，淡水河谷告知已启动 (Mariana) 综合运营区 (Timbopeba) 矿区湿式选矿作业调试，以提高该矿区产量，此次调试预期将持续两个月，在调试完毕后，Timbopeba 矿区产能将到达 1200 万吨/年，较当前产能增加 700 万吨/年。

6 月初，淡水河谷 4 万吨产量暂停，暂停作业是因为该公司位于 Fabrica Nova 路段的 Estrada de Ferro Vitoria Minas (EFVM) 铁路暂停运营。当地劳工部门下令暂停位于 Alegria 矿区的 Xingu 大坝附近的采矿活动。因此淡水河谷将无法运输其 Timbopeba 矿生产的铁矿石。淡水河谷表示，进入 Alegria 矿山的内部通道也被阻断，这将影响到另



外 7500 吨/日的铁矿石产量。17 日淡水河谷表示，公司将能够在两个月的时间内恢复其 Timbopoba 铁矿石干加工厂的运营。声明称，由于无人驾驶列车投入使用，Timbopoba 矿每天 33000 吨铁矿石产能至少恢复 80%。

综合来看，2021 年 vale 目标为 3.15-3.35 亿吨，环比增加 1500-3500 万吨，目前从 VALE 的发运同比情况上看，增量已经达到了 1200 万吨左右，随着 Timbopoba 和 Alegria 矿山的停产，第三季度的增量或不及预期，具体进度仍需跟踪。但从上半年的情况上看，全年 vale 增量有望超出预估中值的 2500 万吨。

澳洲矿山方面，2021 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运产量维持在 3.25-3.40 亿吨。必和必拓澳洲地区 2021 财年（2020 年 7 月至 2021 年 6 月）铁矿石目标指导量仍保持在 2.76-2.86 亿吨，而合资企业巴西 Samarco 矿业公司在 2020 年 12 月复产，2021 财年预计年产量 100-200 万吨，所以会带来一部分的产量增量，且预计后期能恢复到 800 万吨的年产能。FMG2021 财年的发运目标为 1.78-1.82 亿吨。

整体看，澳洲三大矿山产量增量预计不大。力拓今年因风暴以及检修导致发运偏弱，而另外两大矿山增量目前略超财年预期，新一年度暨 2021 年下半年的详细指引需等待 FMG 和 BHP 财年财报公布。

表 2：上半年非主流矿山、国别发运量

	2021-6.13	2020 同期
Roy Hill	2560.6	2300.5
Mount Gibson	80.3	128.3
PMI	851.3	617.4
CITIC	1096.4	799
Karara	411.9	359.7
Atlas	471.2	495.4
GRANGE RESOURCES	139.3	117.3
澳洲非主流	6274.8	5225.9
巴西非主流	3293.8	2674.8
南非	2284.5	2262.8
加拿大	2734.5	1711.6
秘鲁	644.8	626.1
智利	589.6	786.8
毛里塔尼亚	552.4	635.5
乌克兰	1233.9	791.1

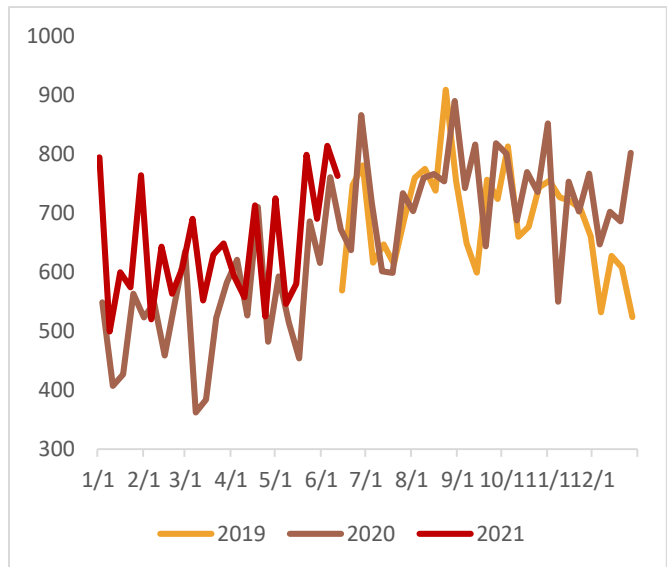
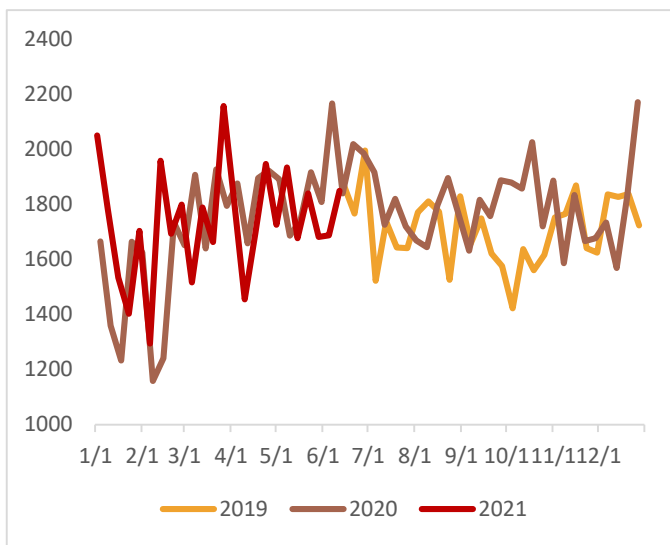
资料来源：点钢网，优财研究院

澳洲非主流发运全球发运同比增加1000万吨,巴西非主流全球发运增量为620万吨。其余非主流国家中,南非基本持平,加拿大猛增1000万吨,秘鲁小幅增加,智利出现明显减量,或与当地罢工运动有关,乌克兰发运也有明显增量,约450万吨。

以总量视野看来,今年铁矿石全球发运量在有明显抬升,巴西、澳洲非主流以及非主流国家的发运量均明显抬升,澳洲三大矿山增量并不明显。

图 3: 澳洲港口发运 (万吨/周)

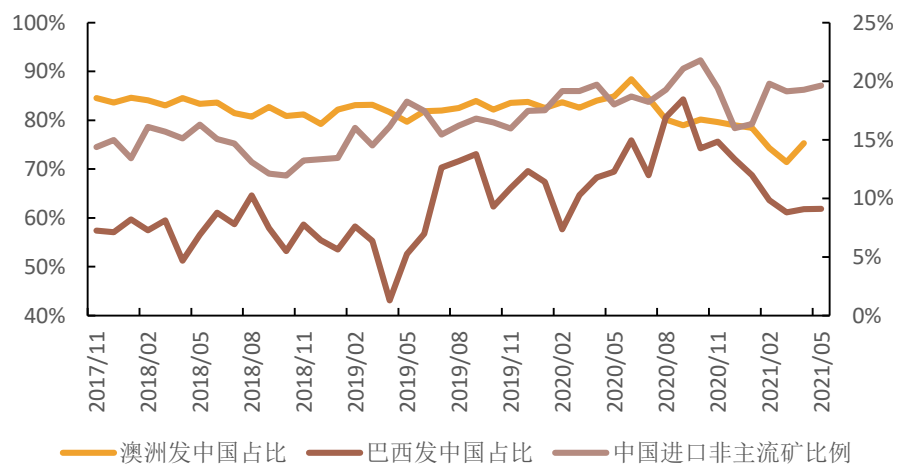
图 4: 巴西港口发运 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 5: 中国进口铁矿及澳巴发中国占比 (%)



资料来源: 海关总署, 优财研究院



从澳洲、巴西发往中国的占比，以及中国进口非主流矿的比例上看，自 2020 年四季度开始，由于海外高炉集中复产，因此海外需求有抢占中国资源的情况出现，从上半年的情况看，澳洲发往中国比例由 80% 以上的水平降低至 70%-75% 的区间，巴西发往中国的比例由 70% 下降至 60% 并保持稳定。从下半年的预期看，两国发往中国的比例或将维持在当前比例，巴西进入增产周期后，发运比例下降但总体增量抬升，澳洲的发运比例将是重要观察因素，前几年澳洲发往中国的比例均在 80% 以上，若海外高炉补库力度减弱，澳洲重新抬升对中国的供应量，而中国四季度祭出严厉限产政策，则铁矿供需失衡的情况将异常明显。

国产矿方面，5 月份 Mysteel 统计全国矿山企业月度精粉产量为 2400.0 万吨，环比增 74.6 万吨，增幅 3.2%，累计同比增 790.2 万吨，增幅 7.5%。同期统计，全国 186 座矿山企业产能利用率为 69.9%，环比增 1.2%。

表 3: Mysteel 铁精粉 5 月产量

Mysteel 铁精粉月度精粉产量调研							
规模	本月产量	上月产量	环比增量	环比增幅	累计产量	累计增量	累计增幅
东北	486.3	467.2	19.1	4.1%	2299.1	132.5	6.1%
华北	931.4	936.3	-4.9	-0.5%	4541.6	382.5	9.2%
华东	426.9	395.3	31.6	8.0%	1916.8	50.7	2.7%
华南	37.6	38.6	-1.0	-2.6%	189.4	13.5	7.7%
华中	84.7	82.5	2.2	2.7%	391.2	142.1	57.0%
西北	125.9	117.1	8.8	7.5%	531.5	54.9	11.5%
西南	307.2	288.4	18.8	6.5%	1426.9	14.0	1.0%
总计	2400.0	2325.4	74.6	3.2%	11296.6	790.2	7.5%
单位：万吨							

资料来源：Mysteel，优财研究院

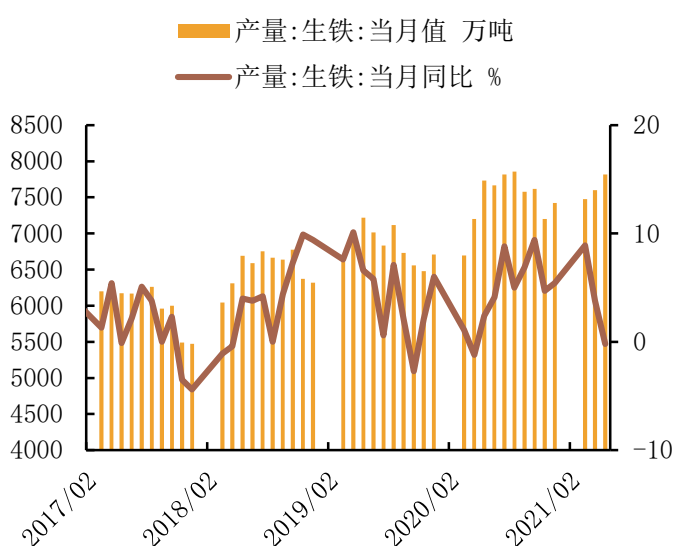
根据我们调研的情况上看，国产矿短期增产的空间依然不大，政府审批依然严格，铁精粉矿山库存持续走低，上半年需求旺盛，矿山销量大于产量。6 月山西大红才铁矿发生矿难事故，将造成当地周边非煤矿开工产生负面影响。根据 Mysteel 掌握的情况，山西省 2020 年铁精粉产量 3500 万吨左右，占全国比例 12%，山西地下采矿的铁精粉产量约占全省产量 67%，约占 8%。鉴于此，我们预计下半年国产矿产量增速难以进一步抬升，并且需关注若铁矿价格大幅走低对于国内矿山产销的影响。

3、需求：海外需求拉动，边际增量有限

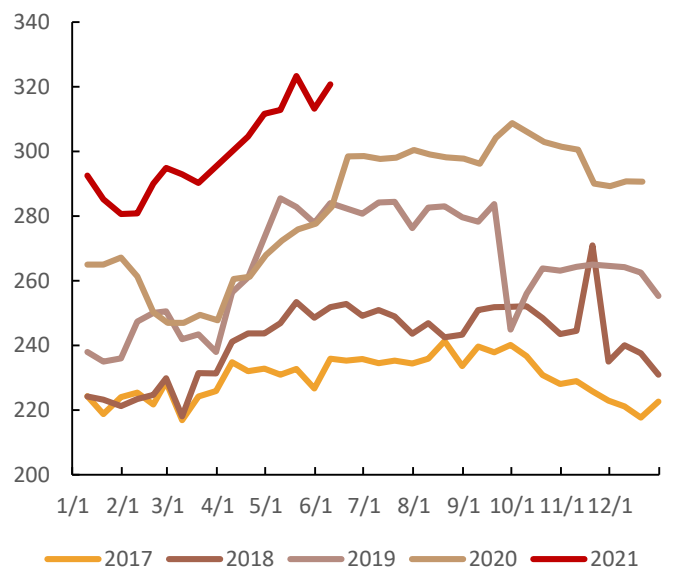
2020 年调整后我国粗钢和钢材产量达 10.65 亿吨和 13.25 亿吨，同比分别增长 7.0% 和 10.0%。今年年初，工业和信息化部运行监测协调局局长黄利斌表示，要坚决压缩钢铁产量，将研究制定相关工作方案，确保 2021 年全面实现钢铁产量同比下降。目前工信部尚未给出具体的钢材减量指标，坊间不断有传闻，但目前为止均未得到证实。相反，1-5 月，全国累计生产粗钢 4.73 亿吨，同比增长 13.90%、累计日产 313.31 万吨、同比增长 14.65%；生产生铁 3.80 亿吨、累计同比增长 5.40%、累计日产 251.59 万吨、同比增长 6.10%；生产钢材 5.77 亿吨、累计同比增长 16.80%。

2021 年 5 月，全国生产粗钢 9945.0 万吨、同比增长 6.60%，日产 320.81 万吨/日、环比下降 1.64%；生产生铁 7815.0 万吨、同比下降 0.20%，日产 252.10 万吨/日、环比下降 0.45%；生产钢材 12469.0 万吨、同比增长 7.90%，日产 402.23 万吨/日、环比下降 0.50%。

临近年中，最新传闻为 2500 万吨粗钢产量减量，但我们预计很难实现。今年因全球流动性泛滥以及经济复苏，带动通胀预期与大宗商品的整体上扬，我国制造业压力急剧攀升，但居民收入并未显著增长，PPI 向 CPI 传导明显不畅。因此在 5 月开始政策以保供为主，不再强调粗钢负产量以及“碳达峰”减产事宜。我们认为即使在下半年出台限产政策，实际执行力度预计并不强，而且减量目标将以平控为主。

图 6：统计局：生铁产量累计值（万吨）


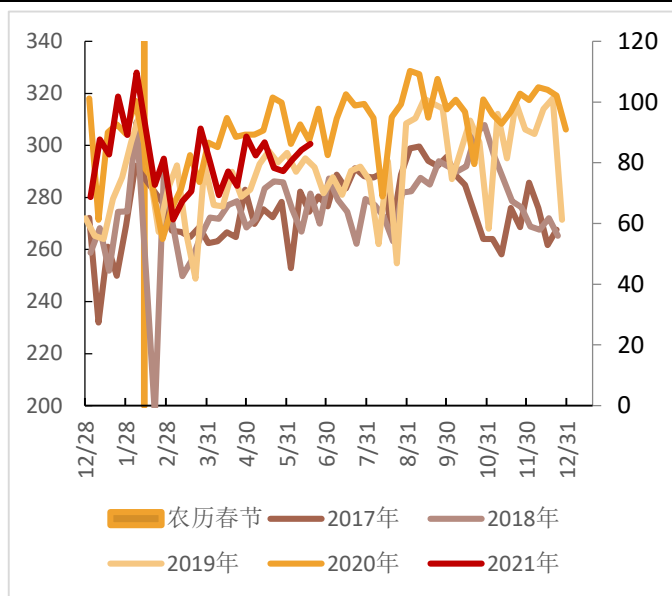
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 7：预估全国日均粗钢产量（万吨/旬）


资料来源：Mysteel，优财研究院

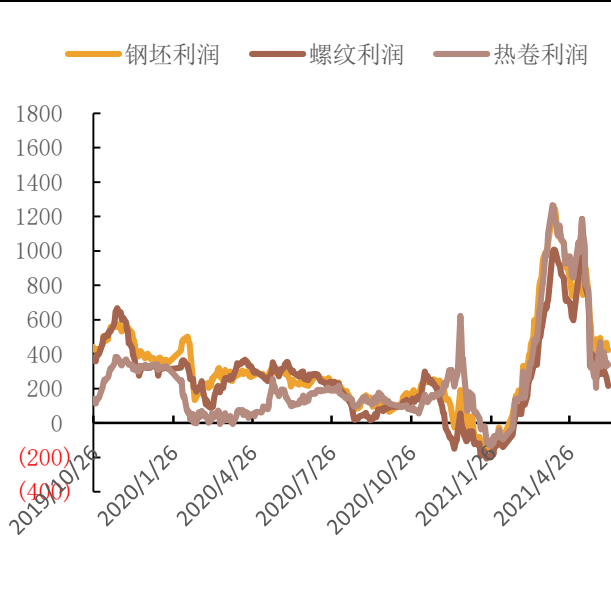


图 8：日均疏港量：45 个港口总计（吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 9：钢材长流程利润(元/吨)



资料来源：Mysteel，优财研究院

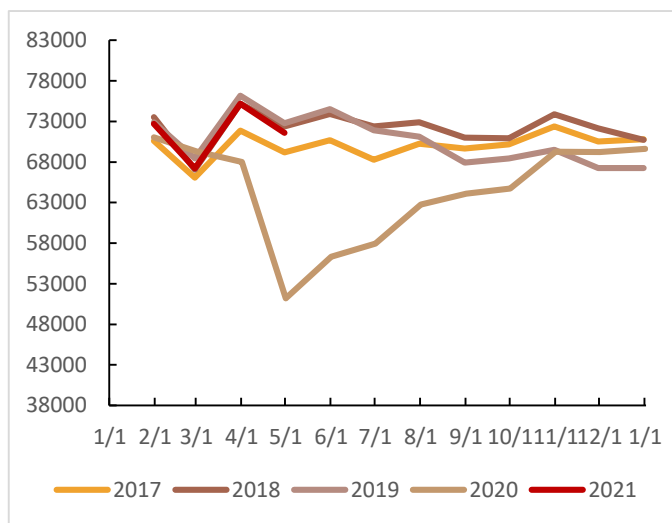
过去数年中，钢材生产利润曾一度因供需错配在 2017 年末飙升至 1500 元/吨以上，也曾在 2018 年年中因频繁的环保督查停限产而维持在 1000 元/吨之上。今年上半年，高炉炼钢利润触底回升，部分钢厂盈利水平达到 1500 元/吨，高昂的利润带动除唐山以外的钢厂尽量增产。高产量的现实加上政策的转向造成钢厂利润大幅回落，目前利润水平仍然高于 2020 年，钢厂减产迹象并不明显，铁矿等原料需求暂时位于高位，但若钢材需求不济，钢厂陷入亏损主动减产，目前铁矿石下方并无支撑，非常空虚。

微观需求方面，今年港口疏港量将同比下行，但仍位于中高位，除了唐山地区疏港大幅下降以外，其余地区并未有限产政策落地，铁矿需求较强。

海外方面，随着疫苗接种的普及，今年大部分国家以及地区疫情得到有效控制，海外钢厂复产明显，截至今年 4 月末，世界除中国外粗钢产量已经非常接近 2018 以及 2019 年的单月水平。生铁产量较弱一些，印度疫情一度失控，高炉炼钢用氧气向医疗设施转移，造成高炉炼铁产量减少。同时欧盟生铁产量相较于 2018、2019 年也有较大的减弱，主因 2019 年下半年起欧盟高炉就出现了明显的停产现象，并非疫情导致。

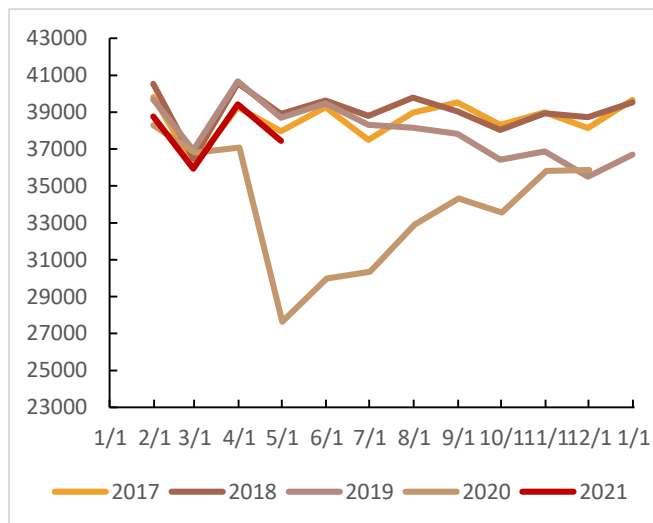


图 10：世界粗钢产量（除中国）（千吨）



资料来源：世界钢协，优财研究院

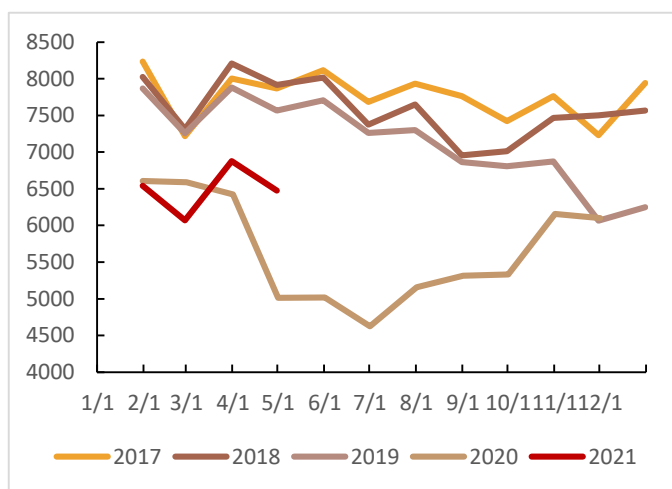
图 11：世界高炉生铁产量（除中国）（千吨）



资料来源：世界钢协，优财研究院

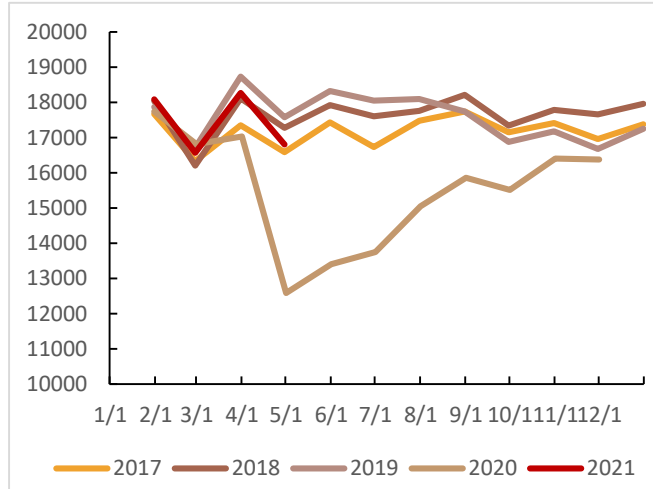
2021 年截至 4.30 日，海外除中国生铁产量为 1.52 亿吨，同比增长 1172.9 万吨，预估带动了 1800 万吨铁矿石需求增量。从下半年的预期来看，除印度有望在疫情高峰期过去之后恢复生产，其余经济体或已达到了生铁产量的高位区间，对铁矿进一步的需求抬升边际增量有限。

图 12：欧盟生铁产量（千吨）



资料来源：世界钢协，优财研究院

图 13：亚洲生铁产量（除中国）（千吨）



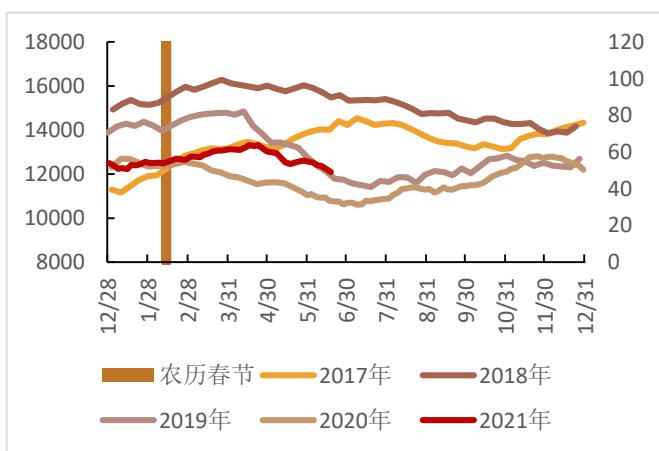
资料来源：世界钢协，优财研究院



4、库存：预计下半年将小幅累库

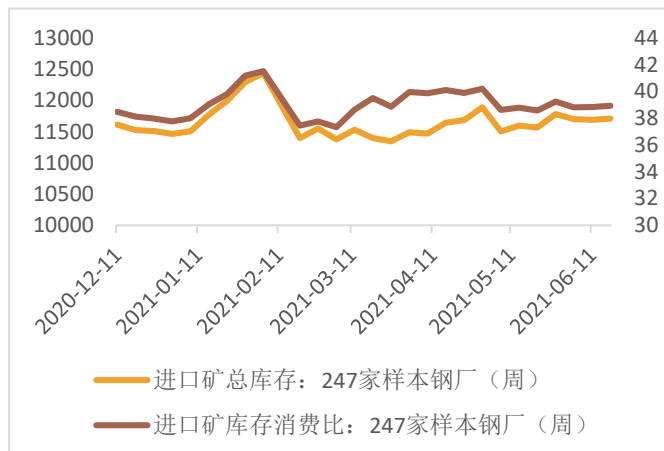
2021年上半年，全国45港口铁矿石库存由1.25亿吨先扬后抑，临近年中小幅下降约400万吨。钢厂进口矿总库存由年初的1.14亿增加至1.17亿，增量约300万吨。从总量视野来看，铁矿石上半年供需基本持平，矛盾主要体现在高低品价差上。进入三季度之后唐山限产边际放松，铁矿港口库存或将见底。中性预估之下，铁矿港口库存下半年仍大概率回升，但较年初增量或仅有1000-2000万吨。

图 14：全国 45 港口铁矿石库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 15：247 钢厂进口矿库存（万吨）

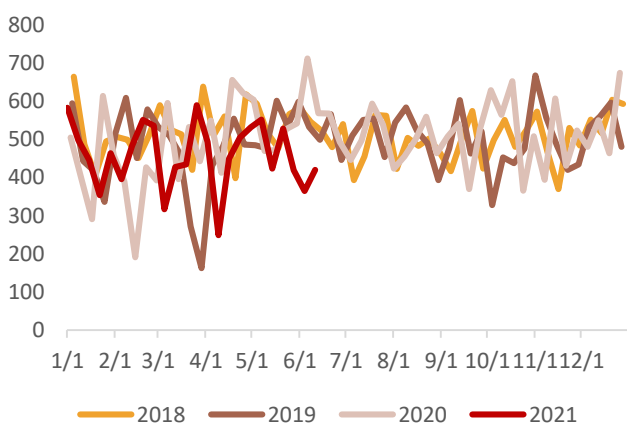


资料来源：Mysteel，优财研究院

二、基础数据图解

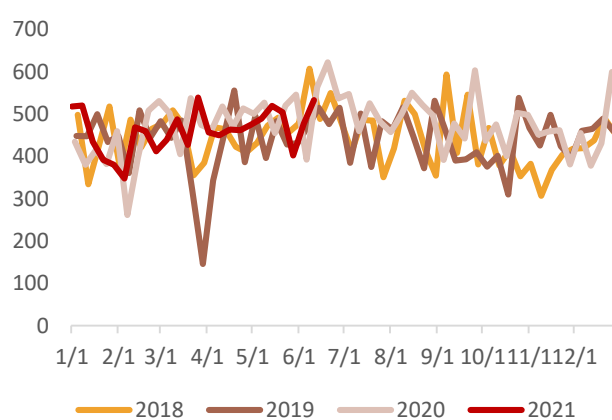
1、四大矿山发运情况

图 16：力拓铁矿石发货量：至中国（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

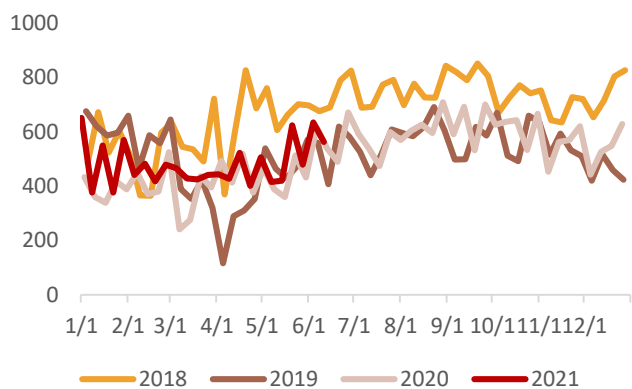
图 17：必和必拓铁矿石发货量：至中国（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

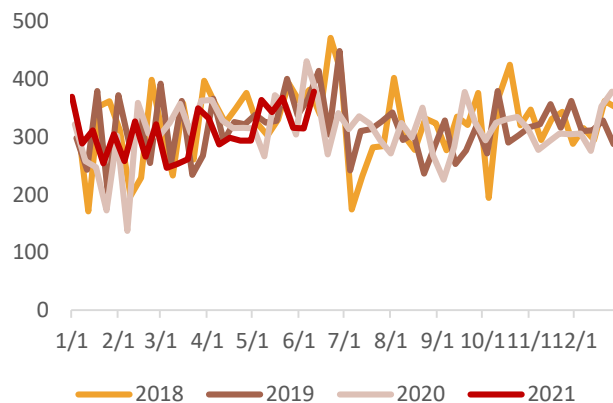


图 18: FMG 铁矿石发货量: 至中国 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

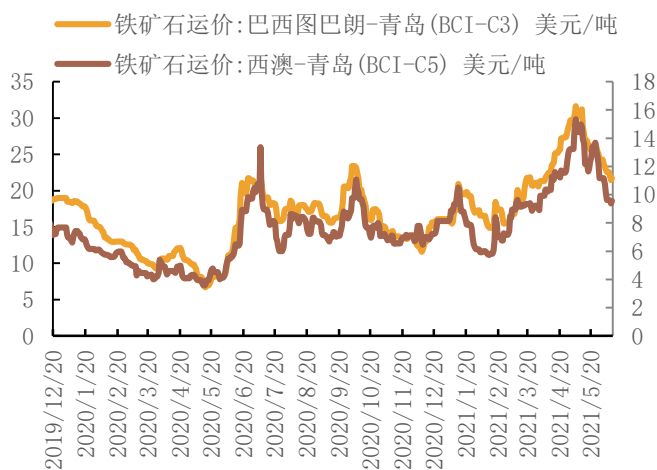
图 19: 淡水河谷铁矿石发货量 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

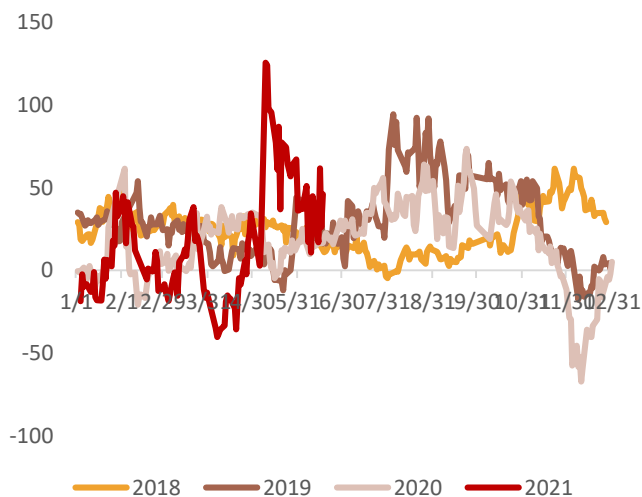
2、海运费、进口利润

图 20: 铁矿石主要路线运费 (美元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 21: 矿石进口利润模型 (元/吨)

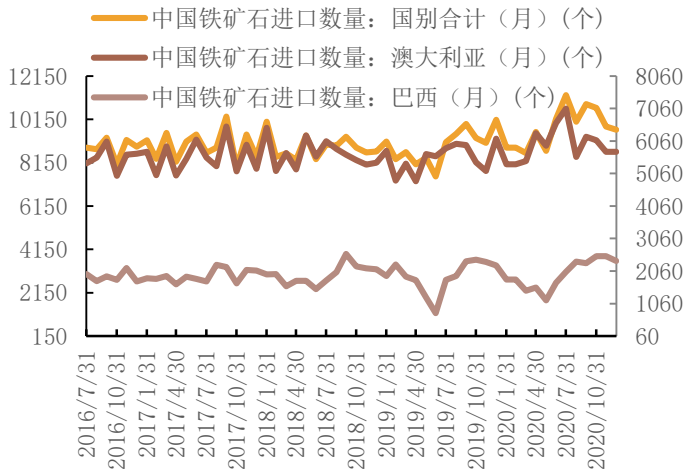


资料来源: Mysteel, 优财研究院

自 2020 年四季度开始, 中国进口铁矿石体量出现高位回落趋势, 中国到港量基本与 2020 年持平, 变化并不大。

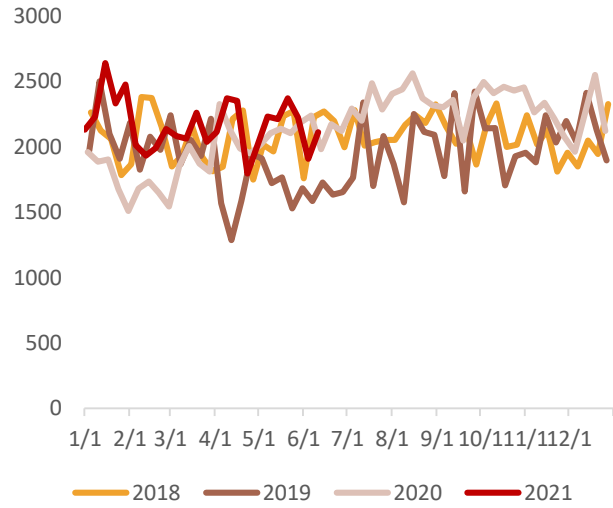


图 22： 中国铁矿石进口国别合计（万吨）



资料来源：海关总署，优财研究院

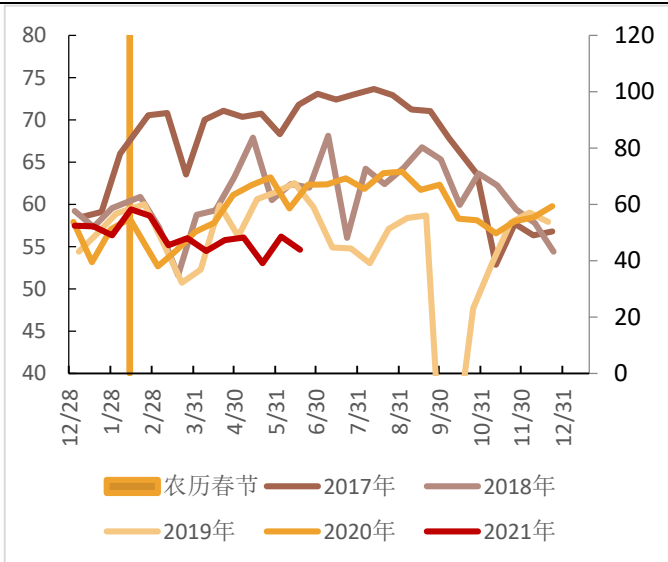
图 23： 中国 26 港铁矿石到港量（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

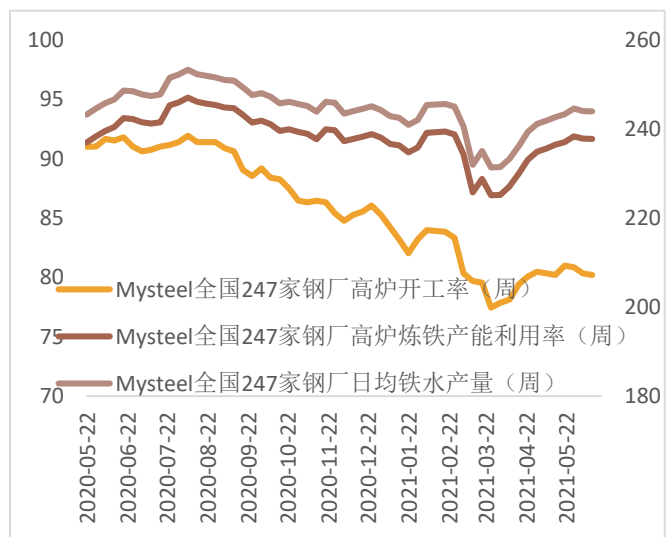
3、铁矿微观需求参考指标

图 24： 64 家钢厂进口矿烧结粉总日耗：（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 25： 247 家钢厂高炉炼铁产能利用率（%）



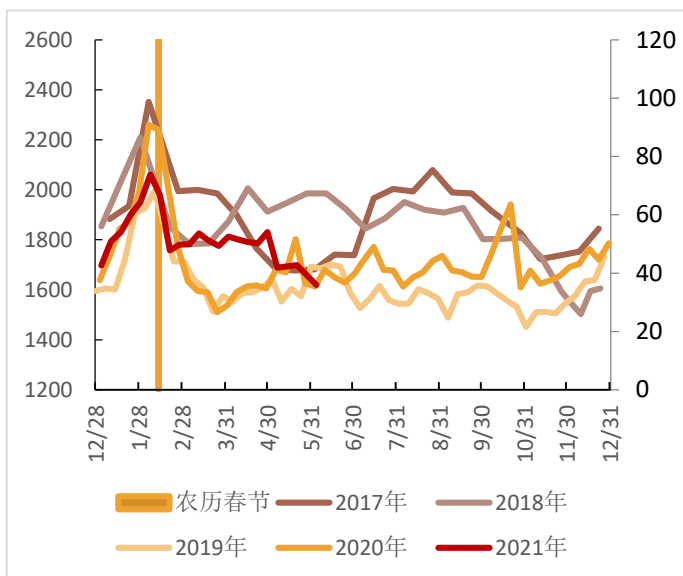
资料来源：Mysteel，优财研究院

自 3 月唐山限产造成铁水产量骤降之后，全国钢厂生产积极性便再度回升，铁矿高需求仍是短期强现实。部分钢厂提升了国产精粉的配比，降低了高价进口矿的配比。



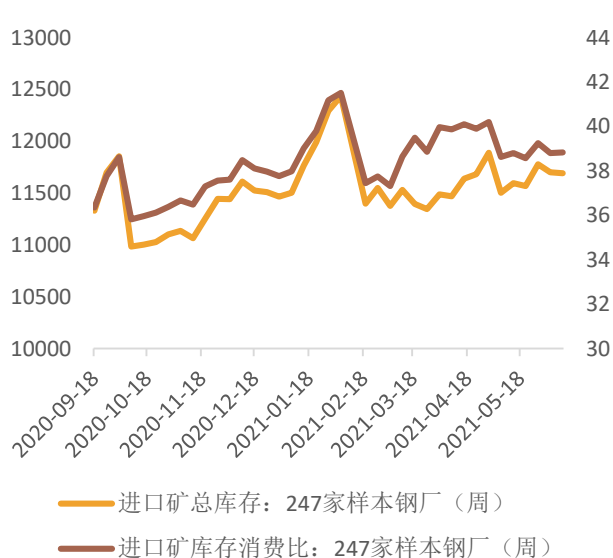
4、钢厂铁矿库存以及港口细分库存

图 26: 64 家钢厂进口矿烧结粉矿总库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

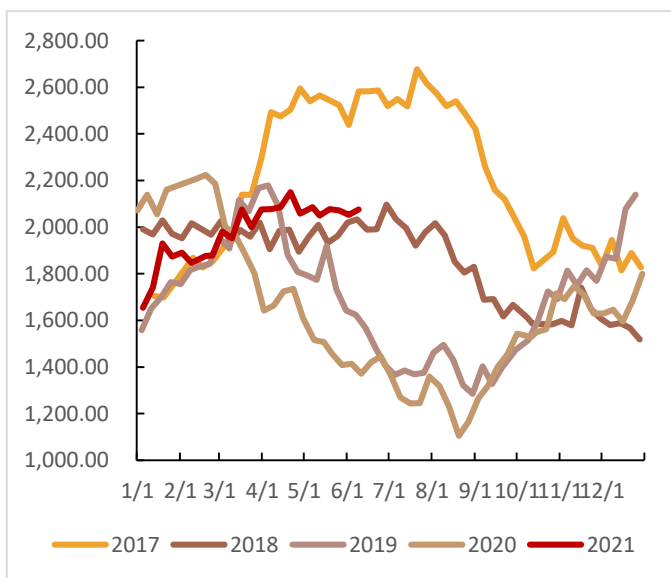
图 27: 247 钢厂进口矿总库存及库存消费比 (右)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

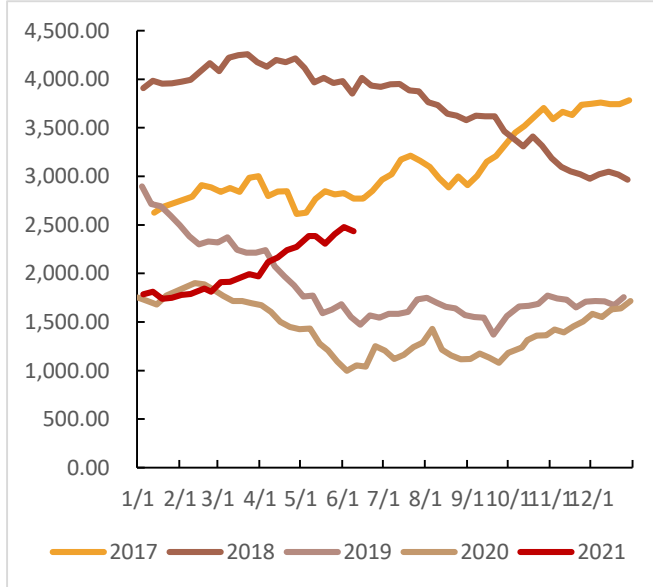
钢厂按需采购的操作已经成为常态，下半年难以看到钢厂主动囤货的可能性。

图 28: 北方六港中品矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 优财研究院

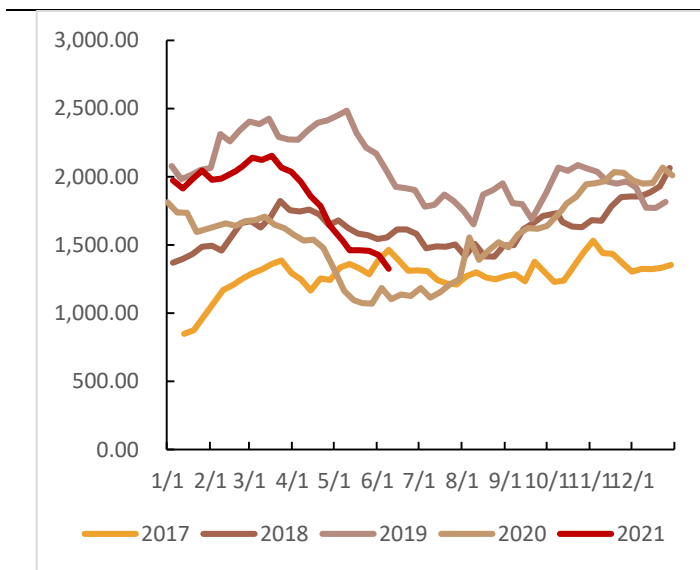
图 29: 北方六港低品矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 优财研究院

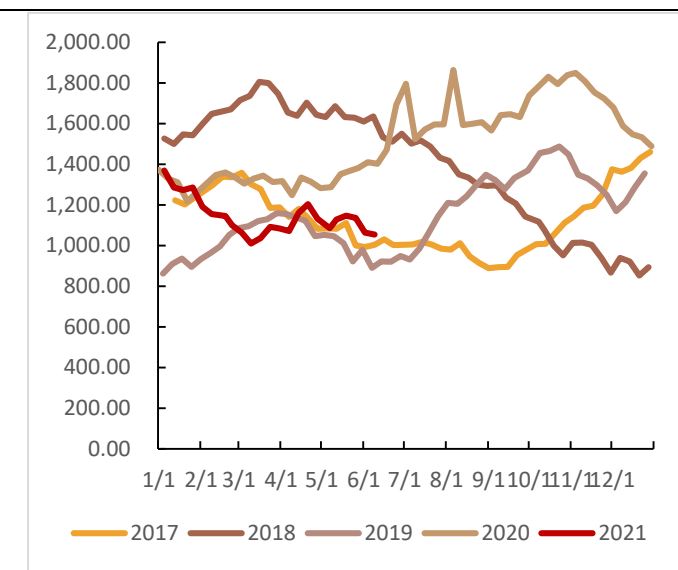


图 30: 北方六港高品矿库存 (万吨)



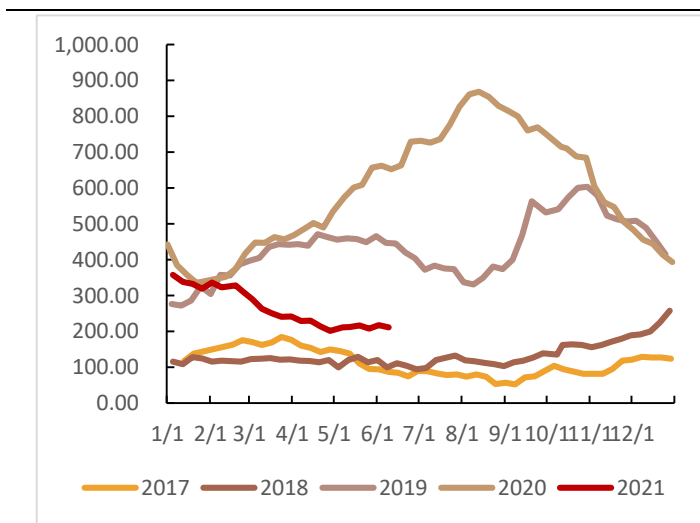
资料来源: 点钢网, 优财研究院

图 31: 北方六港块矿库存 (万吨)



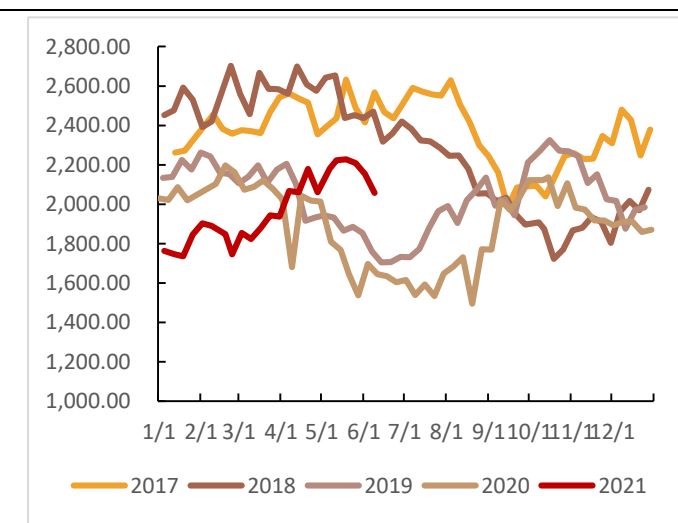
资料来源: 点钢网, 优财研究院

图 32: 北方六港球团矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 优财研究院

图 33: 北方六港钢厂铁矿库存 (万吨)



资料来源: 点钢网, 优财研究院

港口细分库存方面, 今年高低品粉矿库存、价格走势大相径庭, 随着钢厂利润的回落, 预计钢厂将调整入炉配比, 低品粉矿需求有望回升, 两者背离走势预计在下半年得以修复。

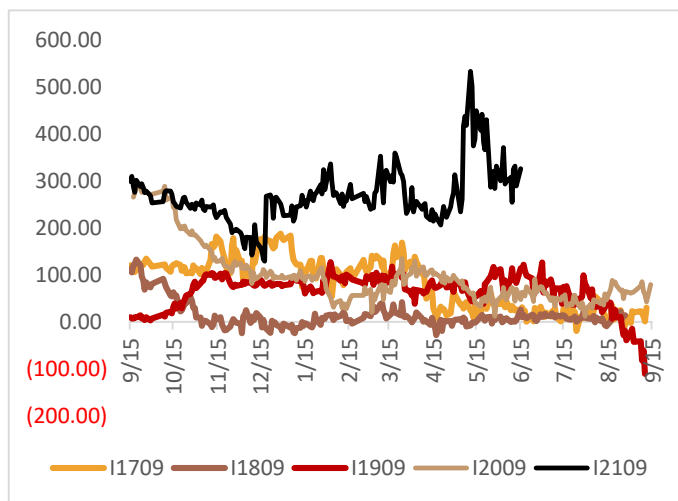
三、综合分析和交易策略

总结上半年铁矿偏强的原因，其一归于海外高炉复产带动供应分流，其二全球钢厂高利润带动铁矿跟随，其三全球流动性宽裕，通胀预期较强，大宗商品整体牛市。

从下半年预期来看，淡水河谷以及非主流国家仍然将贡献增量，澳洲三大主流矿山预计依然增量有限，供应增加的大趋势并不会改变。需求方面中国需求位于高位，但也难有边际上升，唐山下半年限产放松，江苏、山东或将有所限产，形成对冲。海外钢厂进一步抬升产量的空间也比较有限，铁矿需求边际上升空间已然不大。全球流动性宽裕持续时间已经较长，美联储已有远期加息预期，带动美元以及美债收益率上行，铁矿价格创出历史新高也在很大程度上受益流动性泛滥，因此也需要关注货币收紧而造成的挤水分可能。

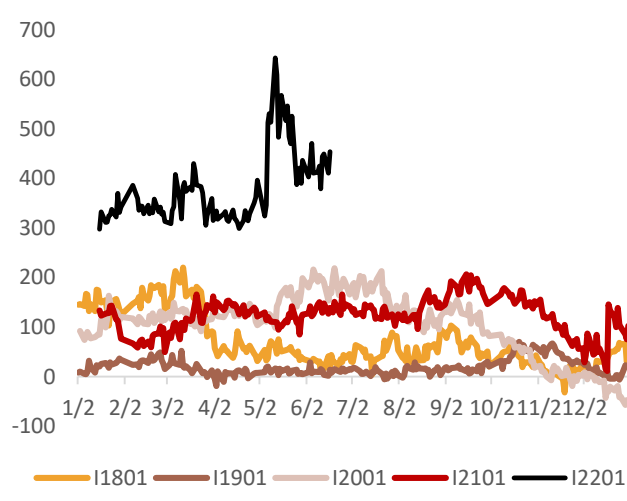
策略上，钢厂仍有利润，因此短期铁矿较钢材偏强的趋势仍将延续，做空螺矿比仍有理论空间。但铁矿目前估值偏高，超高利润之下长周期供大于需只剩下时间问题，因此单边并不建议做多。若钢材需求不济，板块整体下行，铁矿高弹性或成为做空利器。

图 34: I2109 金步巴基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: I2201 金步巴基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

基差方面，目前铁矿石 2109 合约基差已经大幅收敛至 110 元/吨，随着钢厂利润回落，低品粉需求将逐步提升，但需要首先消化较高的库存，现货基准超特粉的价格弹性较弱，有利于基差进一步回归。



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. 优财研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！