

# 供给回升，矿石价格后期或震荡下行

东海期货 | 策略报告 2019-10-09

研究所 黑色金属策略组

## 投资要点

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号：F3033924

投资分析证号：Z0013026

联系电话：021-68757089

邮箱：

- 根据我们的供需平衡表测算，供应最为紧张的时点为二季度，进入三季度之后，矿石供需缺口已经明显收窄，至8月份开始转为供给小幅过剩格局。四季度来看，我们认为矿石供应压力将逐步回升，同时，考虑到二季度以来，除中国之外的其他地区粗钢产量持续下跌，表明其他地区铁矿石需求量有所减少，故中国地区供给压力或进一步增加。
- 四季度钢材下行的态势基本已经确立，在考虑到采暖季环保限产禁止“一刀切”的政策基调，四季度钢材需求的收缩力度或大于供给收缩力度，届时钢厂利润下降将是大概率事件，这将会对矿石的价格形成压制。
- 尽管采暖季环保限产力度或低于预期，但从历史数据来看，四季度一般为生铁产量的季节性回落期，加之当前矿石价格依旧偏高，以及中期来看钢厂利润收缩是大概率事件，故当前钢厂对于补库存依然持谨慎态度，未来1-2个月矿石总体需求偏弱。
- 经过9月份的一轮价格上涨，高品位矿价差明显拉大导致高品位的性价比明显降低。10.1之后，矿石发货量和到港量料逐步回升，PB矿前期短缺的局面将有所缓解，而钢厂方面若后期利润有所收窄，也存在调整矿石配比的可能，故后期PB粉矿溢价存在下调的可能。
- 综合来看，港口库存下降、废钢价格坚挺、高品位性价比回升以及钢厂补库存需求是导致9月以来矿价反弹的主要原因，但目前这些逻辑已经开始弱化。一是进入三季度之后，矿石供需缺口已经明显收窄，而四季度为外矿传统发货旺季，加之主流矿山年底冲量需求，故中期供应压力较大。二是国内矿的大部分成本位于100美元/吨以上，因此一旦矿石价格突破100美元则可能会引发市场对于内矿复产的预期。三是，四季度钢材下行的态势基本已经确立，在考虑到采暖季环保限产禁止“一刀切”的政策基调，四季度钢材需求的收缩力度或大于供给收缩力度，届时钢厂利润下降将是大概率事件。同时，考虑到钢厂短期补库存接近尾声以及PB矿溢价回落可能性较大，我们认为未来1-2个月矿石价格将呈现震荡下行态势。
- 风险因素：废钢价格坚挺，外矿供应恢复不及预期，钢材需求回落不及预期

## 一、策略概述

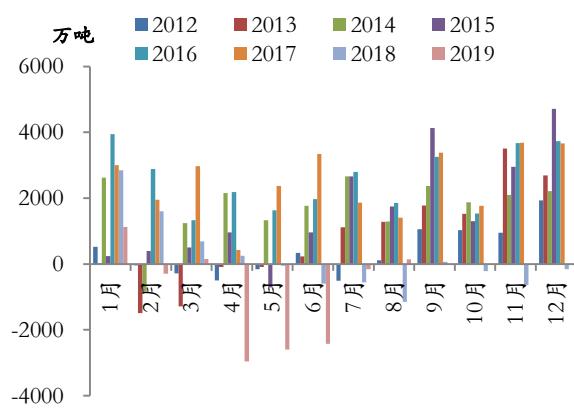
9月份以来，在港口库存下降、废钢价格坚挺以及钢厂补库存需求的影响下，铁矿石价格出现阶段性反弹，现货价格最高上涨至100美元/吨附近，主力合约2001最高上涨至690元/吨，此后开始呈现高位震荡走势。我们认为，目前时点上，支撑矿石价格上涨的逻辑在逐渐弱化，未来1-2个月，铁矿石价格或呈现震荡下行态势。

## 二、策略主要逻辑

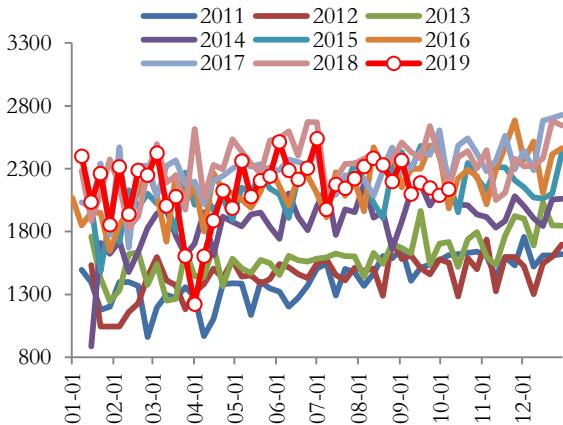
### 1. 供给最为紧张时点已过，四季度供给压力料增大

今年上半年，在淡水河谷溃坝以及澳洲飓风因素的影响下，铁矿石供需缺口持续扩大，致矿价大幅上涨；根据我们的供需平衡表测算，供应最为紧张的时点为二季度，进入三季度之后，矿石供需缺口已经明显收窄，至8月份开始转为供给小幅过剩格局。四季度来看，我们认为矿石供应压力将逐步增大，一方面，三、四季度为传统的外矿发货旺季，三季度澳洲巴西矿石发货量为3.12亿吨，较二季度增加4140万吨，根据近5年历史数据来看，四季度发货量数据与三季度基本相当。另一方面，上半年矿难和飓风等因素导致外矿供应明显降低，主流四大矿山的上半年产量同比下降7.1%；而按照四大矿山年度产量目标预计，下半年产量环比上半年要增加约13%，才可能完成全年产量目标。同时，考虑到二季度以来，除中国之外的其他地区粗钢产量持续下跌，表明其他地区铁矿石需求量有所减少，故中国地区供给压力或进一步增加。

图表 1 铁矿石供需缺口变化走势（供-需）



图表 2 外矿发货量季节性走势



资料来源：Mysteel、东海期货

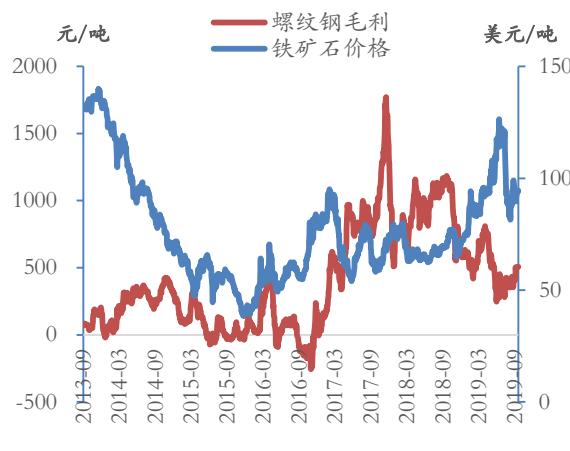
从成本角度看，国内矿的大部分成本位于100美元/吨以上，我们看到自8月初矿价跌破100美元/吨以后，国内矿开工率也随即回落，截止9月末，国内矿山开工率为63.66%，较8月初下降3.1个百分点；统计局公布的8月原矿产量同比增速较7月也下降3.4个百分点，为6.5%。因此一旦矿石价格突破100美元则可能会引发市场对于内矿复产的预期，由此我们认为100美元可能为矿石价格的年内顶部。

### 2. 钢材需求中期下行态势确立，钢厂利润收缩或压制矿价

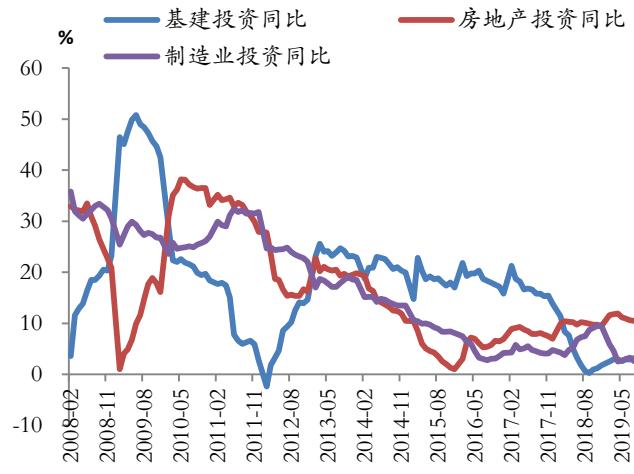
自7月中央政治局会议确立“不以房地产作为短期刺激经济的手段”之后，针对房地产企业融资和个人住房贷款的政策开始逐步收紧，前期表现强劲的房地产投资和新开工面积增速出现连续4个月的回落，尽管在存量施工面积仍会对地产投资形成一定的支撑，但不足以对冲新开工面积下滑所带来的影响，四季度地产投资的下行态势料继续延续。基建方面，在国内逆周期调节政策的作用下，基建投资呈现底部反弹的态势，不过资金面偏紧的状况将继续制约基建投资的增长，目前全国公共财政支出增速连续4个月回落，地方专项债发行已经完成全年计划的90%，委托贷款和信托贷款也维持负增长。尽管国务院常务会议提出提前下达明年新增专项债的部分额度，但新增额度要到明年年初才能使用，四季度可能会面临发行空窗期。制造业需求表现也整体欠佳，前8个月制造业投资同比增长2.6%，

较1-7月回落0.7个百分点，汽车、家电销售同比继续延续下滑态势。综合来看，四季度钢材下行的态势基本已经确立，在考虑到采暖季环保限产禁止“一刀切”的政策基调，四季度钢材需求的收缩力度或大于供给收缩力度，届时钢厂利润下降将是大概率事件，这将会对矿石的价格形成压制。

图表3 螺纹钢毛利和矿石价格走势图



图表4 钢材主要下游行业投资增速对比



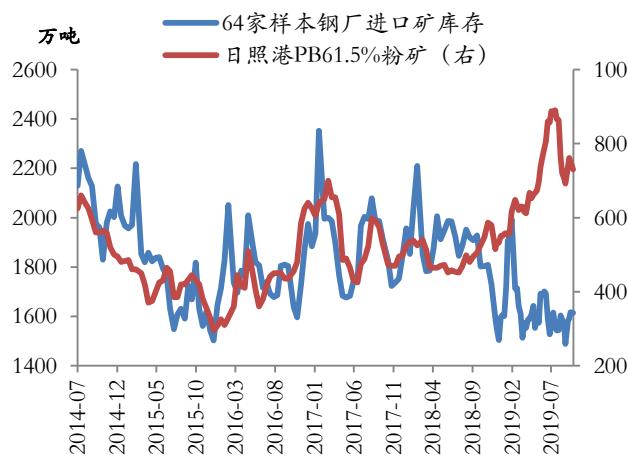
资料来源：Mysteel、东海期货

### 3. 钢厂补库力度接近尾声，高品矿性价比有所降低

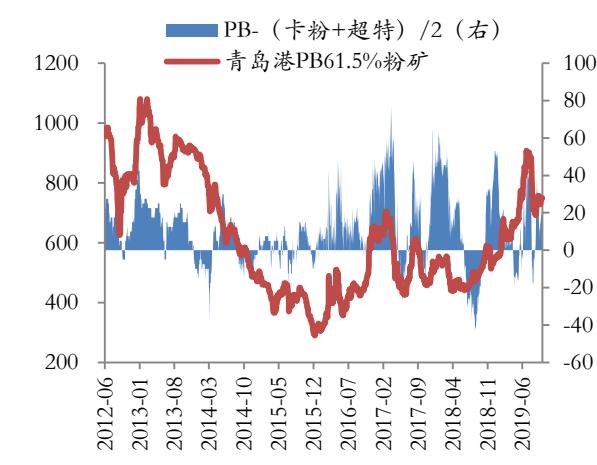
受8月铁矿石价格回落的影响，9月份钢厂出现阶段性补库存，截止到9月末，大中型钢厂进口矿库存已经回升至1613.6万吨，较8月底回升124万吨，为连续3周回升。尽管采暖季环保限产力度或低于预期，但从历史数据来看，四季度一般为生铁产量的季节性回落期，加之当前矿石价格依旧偏高，以及中期来看钢厂利润收缩是大概率事件，故当前钢厂对于补库存依然持谨慎态度，我们预计下一轮成规模的补库存时间可能要到12月下旬，未来1-2个月矿石总体需求偏弱。

从矿石的结构性机会来看，经过9月份的一轮价格上涨，高品矿价差明显拉大，目前PB粉和超特粉的价差已经从8月下旬的80元扩大至105元/吨；PB矿和混矿的价差也从8月下旬的-6元扩大至21元/吨，而PB招标矿的溢价也相对较高，需要普氏指数加4.5个美金，这导致高品矿的性价比明显降低。10.1之后，矿石发货量和到港量料逐步回升，PB矿前期短缺的局面将有所缓解，而钢厂方面若后期利润有所收窄，也存在调整矿石配比的可能，故后期PB粉矿溢价存在下调的可能。

图表5 钢厂进口矿库存与矿价走势对比



图表6 铁矿石高低品价格与矿价走势对比



资料来源：Mysteel、东海期货

### 三、风险因素

1. 废钢价格的坚挺可能会对矿价形成支撑
2. 若四季度海外矿山供给回升不及预期，将会对矿价形成提振。
3. 若四季度钢材需求降幅不及预期，将会对提振钢厂利润，进而对矿价形成利多。

#### 四、结论及操作

综合来看，港口库存下降、废钢价格坚挺、高品矿性价比回升以及钢厂补库存需求是导致9月以来矿价反弹的主要原因，但目前这些逻辑已经开始弱化。一是进入三季度之后，矿石供需缺口已经明显收窄，而四季度为外矿传统发货旺季，加之主流矿山年底冲量需求，故中期供应压力较大。二是国内矿的大部分成本位于100美元/吨以上，因此一旦矿石价格突破100美元则可能会引发市场对于内矿复产的预期。三是，四季度钢材下行的态势基本已经确立，在考虑到采暖季环保限产禁止“一刀切”的政策基调，四季度钢材需求的收缩力度或大于供给收缩力度，届时钢厂利润下降将是大概率事件。同时，考虑到钢厂短期补库存接近尾声以及PB矿溢价回落可能性较大，我们认为未来1-2个月矿石价格将呈现震荡下行态势。

操作策略方面，建议铁矿石在650-660附近考虑逢高沽空。

套利方面，考虑铁矿石主力合约呈现高贴水格局，未来1-5跨期正套仍可尝试择机介入。

#### 免责条款：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

#### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路1928号东海证券大厦8层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)