

铁矿受成材压制，但盘面估值或已到位

第一部分 月度观点总结

研究员：鲁晓静

期货从业证号：F3018746

投资咨询资格编号：Z0013864

☎:021-65789229

✉luxiaojing_qh@chinastock.com.cn

1. 复盘：外矿发货大幅回升，8月现货恐慌式踩踏，

8月铁矿价格恐慌式踩踏下跌。本轮铁矿最高价出现在7月初，普氏62%指数价格最高触及126.35美金，截至8月26日，价格已回落至86美金，累积下跌40美金。国内港口现货价格，以日照港PB粉为例，从7月初最高906元，下跌至699元，累积跌幅达到207元。期货盘面交割标的，金布巴粉，从7月初最高882元下跌至644元，累积跌幅238元。金布巴粉本轮下跌跌幅最大。

回顾本轮铁矿的大幅下跌，有几个触发因素。第一，钢材出现大幅累库，市场对钢材预期出现明显悲观的态度，钢厂利润明显压缩，铁矿上涨乏力，钢厂开始减少铁矿的采购。第二，外矿发货环比大幅增加，非主流矿增幅也逐渐明显，港口出现累库。第三，铁矿成本曲线最高端为国产矿成本，大约在80-85美金，当过剩发生时，成本线上方泡沫破裂，导致价格快速回落。

2. 展望：成材悲观预期仍在持续，盘面铁矿估值基本到位，但现货仍有回落空间

成材库存从6月开始出现明显累积，部分地区库存接近春节高点，目前钢厂开始减产，但库存降幅较小，前期累积的库存仍无法快速消耗，成材悲观预期下，抑制钢厂采购原料动力，钢厂持续降库，买盘持续力度不足。供应来看，澳洲巴西发货大幅回升，弥补前期减量，港存累库仍在继续。驱动仍在向下。但盘面主力合约01铁矿600元/吨，接近70美金，下方空间有限。当前或持续呈现反套结构，远月合约估值较低，会较为抗跌。但现货端来看，驱动仍在向下，仍有回落空间。盘面或以震荡偏弱的状态等待后期的反向驱动出现。

3. 策略及风险评估

策略一：做空10月螺纹，做多5月铁矿。

主要风险来粗钢产量下降后，废钢过剩，导致废钢成本低于铁水成本后出现废钢对铁水需求的替代，当废钢较铁矿紧缺时，长流程钢厂利润会出现扩大。

策略二：在520左右可考虑布局i2005铁矿多单

该策略仅从成本支撑考虑，但目前向上驱动需等待发货下降，或钢厂补库需求，钢厂补库需求需等待钢材企稳。风险在于外矿发货持续环比增加，国内需求因为环保限产等原因大幅下降。

第二部分 复盘-8月基本面分析

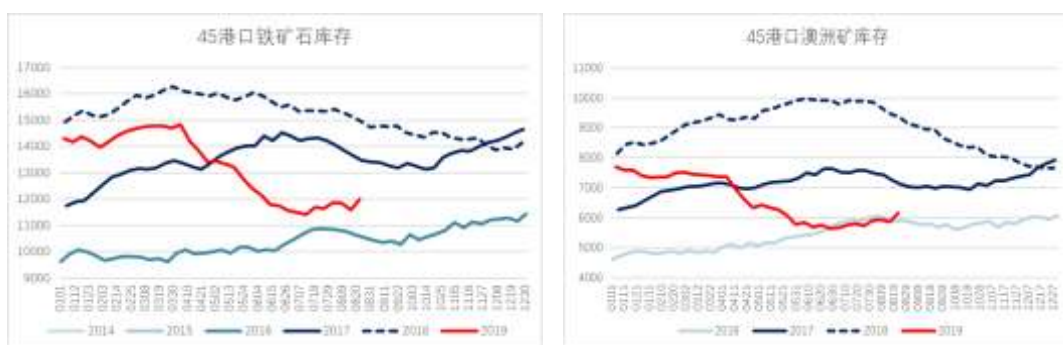
1. 8月港口库存出现累积，现货恐慌式抛售

截至8月23日，Mysteel统计的45港口铁矿石库存回升至1.1984亿吨，较7月底1.1642亿吨增加342.52万吨。

分来源看，45港口澳矿库存从5735万吨增加427.79万吨至6163吨，巴西矿库存从3445万吨增加9万吨至34535万吨，分品种看块矿库存增383万吨，铁精粉增25万吨，球团增13万吨。库存出现全面累积，且澳矿累积幅度较大。

图1：45港口铁矿石库存

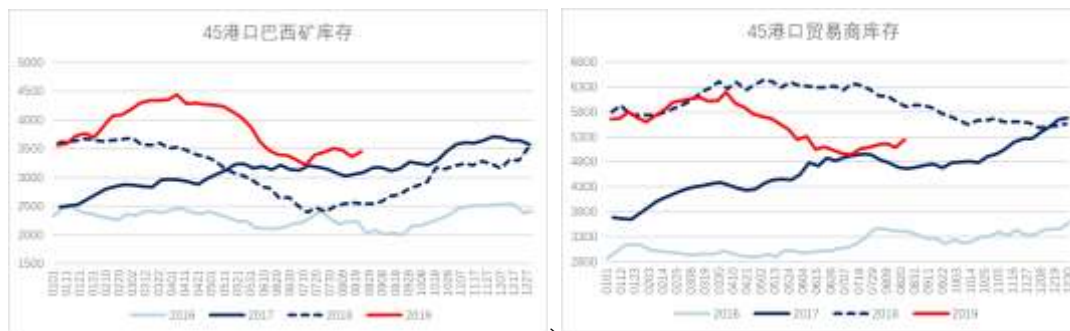
图2：45港口澳矿库存



数据来源：银河期货、Mysteel

图3：45港口巴西矿库存

图4：45港口贸易商库存



数据来源：银河期货、Mysteel

7月初，普氏62%指数价格最高触及126.35美金，截至8月26日，价格已回落至86美金，累积下跌40美金。国内港口现货价格，以日照港PB粉为例，从7月初最高906元，下跌至699元，累积跌幅达到207元。期货盘面交割标的，金布巴粉，从7月初最高882元下跌至644元，累积跌幅238元。金布巴粉本轮下跌跌幅最大。在价格出现大幅踩踏后，中高品澳粉与低品矿价差出现大幅缩窄，澳洲金布巴粉与超特粉价差缩至50元以内。

在铁矿下跌前，金布巴粉与09合约贴水长时间维持在100元左右，7月后贴水的修复主要靠现货跌幅大于期货来完成的。同时，铁矿跨月结构也出现大幅收缩，当现货崩溃后，价差从近月开始向远端压缩。1-5价差从100元压缩至50元左右后企稳。

表1: 不同品质澳粉折算盘面价格对比 (数据更新至8月26日)

新规格品种	化学指标						交易所扣价标准						总计(干吨)	日照港现货价格	折盘面
	铁	硅	铝	磷	硫	水	铁	硅	铝	磷	硫				
金布巴粉	60.42	4.58	3.13	0.1140	0.0021	7.20	-23.70	-6.60	-11.40	-7.20	0.00	-48.90	685.00	733.17	
麦克粉	60.85	4.97	2.22	0.0850	0.0230	6.91	-17.25	-14.40	0.00	-1.50	0.00	-33.15	683.00	766.85	
罗伊山粉	60.96	4.39	2.23	0.0500	0.0630	9.26	-15.54	-3.86	0.00	0.00	-3.30	-22.70	664.00	754.46	
纽曼粉	62.58	4.39	2.30	0.0860	0.0080	7.54	5.80	-3.90	0.00	-1.60	0.00	0.30	719.00	777.33	
FB粉	61.33	3.96	2.38	0.1010	0.0460	8.96	-10.05	0.00	0.00	-3.30	-1.60	-14.95	700.00	783.84	
巴混	62.50	5.03	1.60	0.0700	0.0000	8.18	5.00	-15.60	0.00	0.00	0.00	-10.60	695.00	767.32	
卡粉	65.30	1.39	1.41	0.0850	0.0000	6.88	33.00	0.00	0.00	-1.50	0.00	31.50	785.00	811.50	

数据来源: 银河期货、Mysteel

图5: 交割品基差走势



图6: 大商所铁矿9-1价差



数据来源: 银河期货、Wind、Mysteel

图7: 铁矿9-1价差



图8: 铁矿1-5价差



数据来源: 银河期货、Wind、Mysteel

2. 澳洲巴西发货环比大幅增加, 8月到港压力巨大

在国内铁矿价格大幅上涨, 叠加弥补上半年发货的减量, 7月份后, 澳洲与巴西矿山向中国发货量出现明显增加。值得注意的是, 巴西原先发往中国的比例在其总发货中占比在 56%左右, 7月份巴西向中国发货比例上升至 70%, 而东亚和西欧的发货比例都出现了明显下降。另外印度矿向中国的发货量也有明显增量, 主要是来自于印度东岸的中高品印粉。

8月下旬后, Mysteel 统计的 26 港铁矿到港环比大幅增加, 8月 16 日一周, 到港达到 2252 万吨, 而今年二季度平均每周到港量仅为 1657 万吨。在出现集中到港的情况下, 贸易商提价信心再度减弱, 现货和盘面均再次下跌。

图9：澳洲-中国铁矿发运量



图10：巴西全球铁矿发运量



数据来源：银河期货、Mysteel

图11：铁矿26港到月度周均



图12：铁矿26港到港-周度高频



数据来源：银河期货、Mysteel

3. 高炉产能利用率回升，但钢厂主动降库

回顾本轮铁矿下跌，与钢材市场的走势息息相关。进入7月后，以螺纹为代表的钢材库存持续上升。螺纹库存从6月7日的753万吨上升至8月9日的910万吨，样本库存累积157万吨，较去年同期相比增加了280万吨库存。虽然当前面临下一个9、10月份的需求旺季，在对整个地产预期或将出现周期性拐点和高库存压力下，市场心态不再稳定。不少贸易商上开始逢高出货。进入8月后，限产执行力度较7月明显放松，给成材价格带来了较大的压力，成材出现一轮趋势性下跌行情。

虽然8月份铁水需求环比有增加，但在贸易商开始恐慌抛售时，钢厂的投机需求更是进入了负反馈阶段，钢厂继续压低自身的库存天数。8月份高炉产能利用率较7月份有明显回升，其中主要回升的地区为唐山。由于7月份唐山地区有一次较为严格高炉限产，且当时唐山地区港口疏港量也有明显下降，但由于江内地区有增产和补库，疏港量环比大幅增加，7月生铁降幅有限。进入8月后，随着唐山地区限产结束，高炉产能利用率回升，生铁产量事实上有明显的环比增加。7月份的铁矿大幅上行而挤压了钢厂利润，铁矿现货市场成交已明显放缓，仅部分高品矿成交尚可，中低品矿成交较差，块矿价格更是率先大幅回落。随着市场情绪走弱以及铁矿发货大幅回升，现货贸易商开始加速出货。但钢厂的采购行为明显受到了低利润的抑制，买方采购的放缓再度放大了贸易商的悲观心态，最终形成了一波踩踏式下跌。

图13: 45港口铁矿疏港量



图14: 高炉产能利用率



数据来源: 银河期货、Mysteel

图15: 唐山疏港量

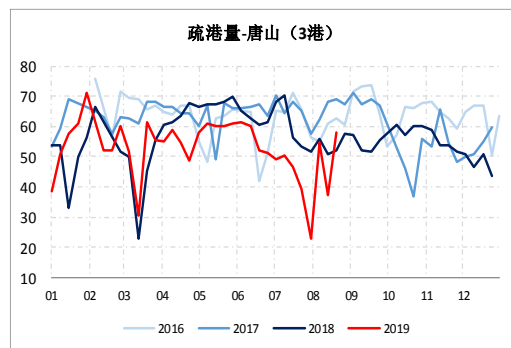
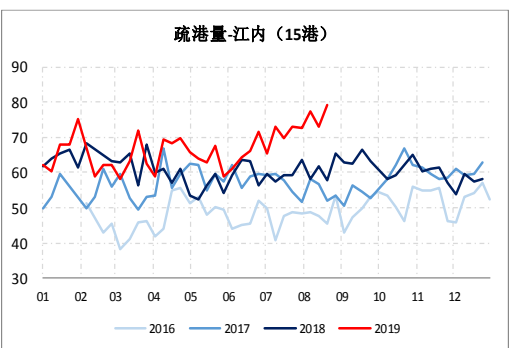


图16: 江内疏港量



数据来源: 银河期货、Mysteel

第三部分 展望-期货盘面估值到位，但现货仍存下跌可能

根据我们测算，今年1-7月份，2019年1-7月份，国内精粉产量累计增加1011万吨，进口铁矿总量累计降低2917万吨，按照国内精粉66%铁含量，进口铁矿按60%铁含量测算铁总供应累计下降1083万吨，45港口铁矿库存共计下降2500吨左右，压港和厂内库存降幅按400万吨计算，今年1-7月表观生铁产量环比增加1750万吨左右。但同期统计局数据显示1-7月生铁产量累计增加了3643万吨，中钢协生铁产量显示1-7月累计增加4694万吨，Mysteel 247家样本钢厂生铁产量累计增加1669万吨。几家数据显示生铁产量增幅差异较大。但从国产精粉和进口矿以及库存降幅来推算的表观需求来看，我们认为市场上有一部分隐性库存的降幅未被统计到，例如在选矿厂的精粉库存的降幅以及在钢厂厂内降幅。根据一些主流资讯公司的最新的调研统计，认为国产精粉库存在上半年累计下降了1300-1500万吨库存，这部分的缺失基本上可以弥补平衡表表观需求的计算误差。

若这一部分隐性库存的确实存在，那么可以抵消一部分来自外矿增量的压力。但从当下这个时间节点向后看一个月的供需格局，也并不乐观。

首先，巴西向中国发货量持续增加，虽然8月发往中国的比例有小幅下降，但由于淡水河谷发货总量增幅较大，故整体发往中国的量仍在增加。近期，淡水河谷全球发运量在621万吨每周，7月在522万吨每周。巴西8月向全球铁矿发运量平均在750万吨每周，较7月平均604万吨/周环比增加24%左右，且巴西发货近一周飙升至838万吨。目前普氏美金在80美金左右，对于淡水河谷来说单吨利润颇丰厚，故其大量发货弥补前期亏损。再看澳洲，近期必和必拓在黑德兰港口有泊位检修，故发货环比有所下降，此次检修影响澳洲向中国发运170万吨左右，8月中上旬，澳洲向全球发货在1620万吨/周，向中国发运大约1400万吨左右，但8月23日一种，澳洲向全球发运降至1360万吨，向中国发运降至1170万吨。虽澳洲有减量，且该减量主要为泊位检修导致，一旦澳洲发货恢复正常，

整个9月到港仍旧环比8月会有增加。

从需求方面来看，9月份唐山地区仍有限产，但限产力度较前期有明显放松。按照近日唐山市发布9月份关于钢企管控方案初步草案测算，我们预计9月唐山地区铁水减量较8月环比下降2-3万吨/日，但目前铁水利润较高，不排除其他增产，故我们预计9月铁水产量或与8月持平。若唐山限产执行严格，我们预计铁矿疏港量在295万吨/日，若唐山限产执行力度一般或钢厂有补库行为，我们预计疏港量可上升至300万吨/日。

库存预估方面：上周mysteel澳洲发中国开始下降，恢复至1350万吨上下，后期至9月底澳洲按照1400万吨/周发中国预估，巴西发中国均按照500万吨预估，疏港量按照300万吨预估，库存基本持平，9月份库存+100万吨左右，库存+100万吨左右。

从库存预估结果来看，我们认为铁矿仍有累库可能，现货目前跌至80美金左右，对供应并无明显影响。从成本曲线来看，80-85美金为国产矿成本线，70美金左右为印度粉出口成本，60美金左右则打到部分中小矿山成本。在铁水产量没有大幅减量的情况下，我们认为60-70美金是比较关键的成本支撑位，按照美元兑人民币汇率7.1的水平测算，70美金对应盘面590元/吨，60美金对应盘面510元。由于盘面持续大贴水结构，远月合约01和05合约基本已接近60-70美金。故我们认为盘面估值已到位。但由于现货端仍有累库可能，现货驱动依旧可能向下。盘面或以震荡偏弱的状态等待后期的反向驱动出现。

图17：淡水河谷全球铁矿发运量-周度



图18：巴西图巴朗-青岛海运费



数据来源：银河期货、Mysteel

图19：力拓-中国铁矿发运量-周度



图20：必和必拓-中国铁矿发运量-周度



数据来源：银河期货、Mysteel

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 钢铁事业部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799