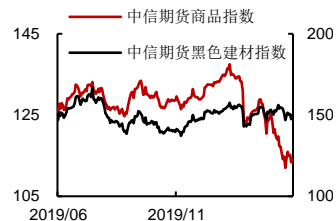


铁矿大涨之后，供需怎样变化，潜在空间如何跟踪？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

总结：巴西供应除了疫情影响，还有停产矿区复产、北部矿区增产进度不及预期影响，很难突然提高产量。而国内生铁产量大概率保持增长，供需格局在6月仍然偏紧。潜在上涨空间通过钢材利润、废钢铁水价差等相对估值进行跟踪。风险点需要关注终端需求的季节性走弱幅度、以及巴西疫情的边际拐点。



摘要：

5月以来，铁矿石期现货价格持续上行。那么上涨的驱动力来自何方？未来又将怎样演绎，潜在上涨空间如何跟踪？可能转折的风险点又需要关注哪些指标？针对这些市场关心的问题，本文将分别加以分析。

缘何5月大涨：需求预期改变、巴西疫情刺激。今年至今铁矿现货供需一直保持着偏紧格局。但为何在5月特别是上周突然大幅突破上行呢？我们认为核心在于两个驱动因素，一是终端需求持续强势，改变了需求预期；二是近期巴西疫情的加速发酵，使得市场对供应的担忧进一步升温。

未来供需将怎样变化？巴西今年发货量持续低于预期，不仅有疫情的影响，停产矿区复产、新矿区增产进度均低于预期，因此巴西的供应量在年内很难突然恢复。同时巴西是南半球国家，目前正将进入冬季，更利于呼吸系统疾病传播，疫情对其生产的干扰，可能会进一步放大。需求方面，国内生铁产量和疏港量预计保持增长，预计港口库存在6月继续下降至1.06亿吨左右，维持供需偏紧的格局。

潜在上涨空间如何跟踪？焦炭和铁矿短期内的驱动仍然向上，可能继续压缩钢厂利润，同时也会压缩废钢和铁水之间的价差。当钢厂利润压缩至微利甚至亏损后，以及废钢和铁水价差处于低位、废钢性价比提升后，都将降低对铁水端的需求。此时焦炭和铁矿向上的驱动力将减弱，则上涨可能告一段落。

潜在的风险点在哪？需要关注终端需求季节性走弱幅度、巴西疫情出现边际拐点、巴西实际发货量是否超季节性增加。

风险因素：巴西疫情出现拐点，钢材需求超季节性回落

黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

周涛
021-60812984
从业资格号 F3018906
投资咨询号 Z0011749

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

联系人：
辛修令
021-60812973
从业资格号 F3051600

李世朋
010-58135949
从业资格号 F3047240

姜秀铭
021-60812982
从业资格号 F3062206

5 月以来，铁矿石期现货价格持续上行，突破今年前四个月的震荡区间后，上周涨幅明显扩大。那么，价格在近期加速上涨的驱动力来自何方？未来又将怎样演绎，潜在上涨空间如何跟踪？可能转折的风险点又需要关注哪些指标？针对这些市场关心的问题，本文将分别加以分析。

一、缘何 5 月大涨：需求预期改变、巴西疫情刺激

由于巴西一季度发货量同比大幅下降，同时国内生铁产量同比仍有小幅增长，铁矿自身供需结构较为坚挺，港口库存今年持续保持小幅下行趋势。但是这一供需格局从年初至今，已经维持了很长时间，为何前四个月价格整体处于区间震荡，而在 5 月特别是上周突然大幅突破上行呢？我们认为核心在于两个驱动因素，一是终端需求持续强势，改变了需求预期；二是近期巴西疫情的加速发酵，使得市场对供应的担忧进一步升温。

（一）年初至今，铁矿供需格局持续偏紧

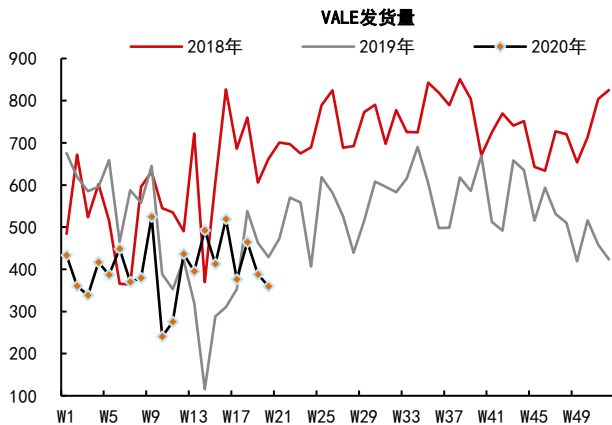
今年供应端最大的预期差来自巴西发货量不及预期，2019 年淡水河谷销量因矿难大幅下降，公司原本预计剩余停产产能将在 2020 至 2021 年逐步复产，这也给了市场对于巴西供应同比增加的普遍预期。然而从实际发货量数据来看，根据钢联统计口径，截止 5-15 日数据，淡水河谷累计发货量同比下降 14.4%。因此，虽然海外需求受疫情冲击下滑，巴西发往中国的比例确实有所提高，从 2019 年全年 61.8%左右，提升到 2020 年 1-4 月的 64.7%。但总量的下降，使得发往国内的绝对量水平，仍明显低于市场预期。

需求方面，国内疫情率先得到控制，钢厂的减产更多是通过轧线检修和废钢用量下降的方式，对高炉生产的影响较小。根据统计局数据，1-4 月生铁累计增速为 1.3%，仍然保持小幅增长，也就是说疫情对国内铁矿需求的冲击非常有限。

从疏港量角度看，铁矿需求则更为旺盛，由于今年上半年大部分时间高速公路免费，运费节约后进口矿性价比提高，导致疏港量的增速明显高于生铁产量增速。截止 5-22 日数据，钢联 45 港口平均日度疏港量 300 万吨，同比增速约 5.6%。

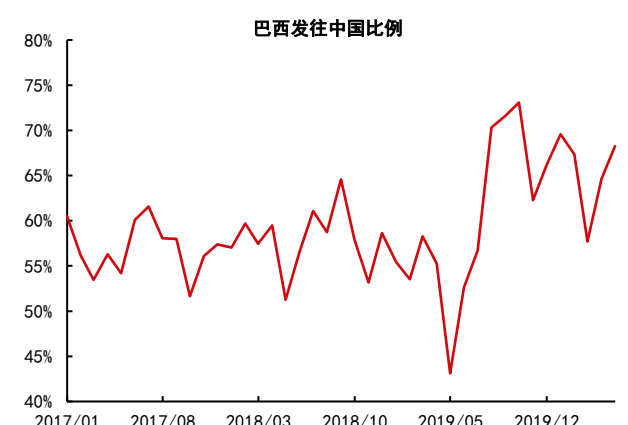
低巴西供应叠加高疏港量，使得港口库存从年初的 1.25 亿吨，持续小幅下降走势，截止 5-22 日已经降至 1.09 亿吨，铁矿石现货供需格局是持续偏紧的。

图 1： 淡水河谷发货量持续低迷



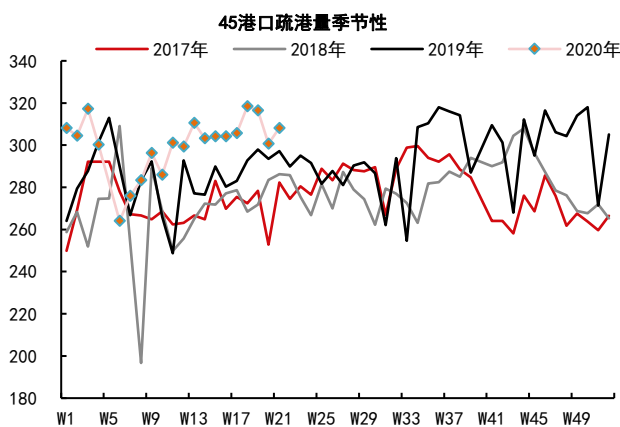
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2： 尽管发往中国比例确实上升，但低总量是核心矛盾



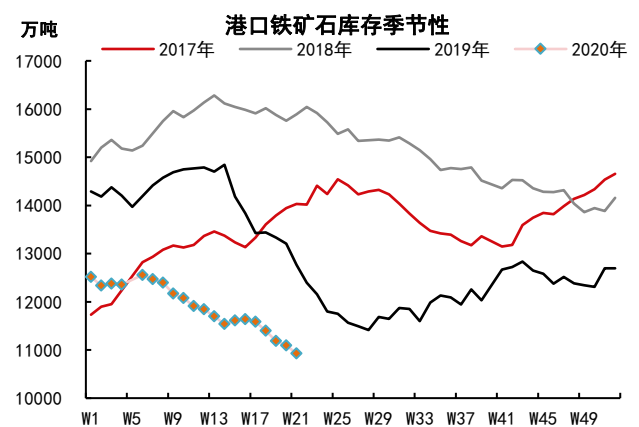
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 3： 同时国内疏港量保持高增速



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 港口库存因此持续下降



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（二）为何在 5 月突然上行：需求预期改变、巴西疫情刺激

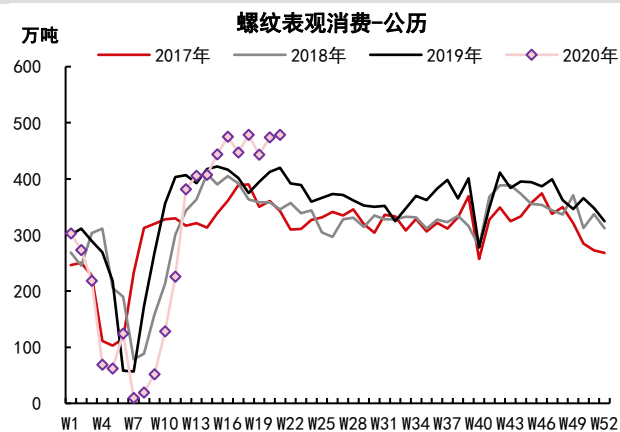
从上一小节的分析可以看出，今年至今铁矿现货供需一直保持着偏紧格局。但为何前四个月价格整体处于区间震荡，而在 5 月特别是上周突然大幅突破上行呢？我们认为核心在于两个驱动因素，一是终端需求持续强势，改变了需求预期；二是近期巴西疫情的加速发酵，使得市场对供应的担忧进一步升温。

终端需求方面，在地产存量项目复工和基建赶工的带动下，螺纹需求持续超预期，5 月表观消费增速甚至高达 15%以上。终端需求持续的高强度，改变了市场对需求的预期。

我们在二季度报告中，把铁矿概括为强现实和弱预期之间的博弈，强现实本文刚才已经做了概述，弱预期来自国内外需求下行的担忧。这导致尽管铁矿现货基本面偏紧，市场此前却始终较为谨慎，价格在前 4 个月一直保持区间震荡走势。而 5 月以来终端需求极高的增速，对需求悲观预期有所扭转，此时铁矿供应偏低、库存低位且持续下降，成为了黑色金属中拉升最为顺畅的品种。

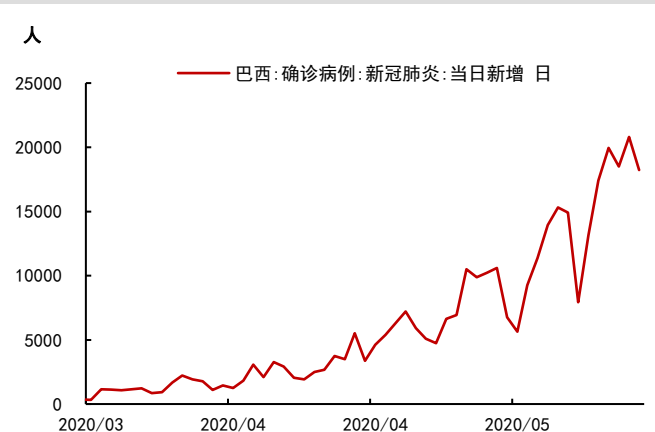
除此之外，5月巴西疫情的加速恶化，也使得市场更为担忧供应端的情况。在4月份，巴西每日新增确诊病例平均为2655人，而到了5月，每日新增病例数开始加速攀升，到了5月22日，当日新增已经高达20803人，巴西的累计确诊病例接近35万人，超越俄罗斯成为全球第二高，仅次于美国。原本巴西的供应量就不及预期，近期疫情的加速爆发，更加重了这一担忧，也是价格快速上涨的主要驱动力。

图 5： 螺纹 5 月表观消费增速高达 15% 以上



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 巴西疫情在 5 月加速恶化



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、未来供需将怎样变化，上涨空间如何跟踪？

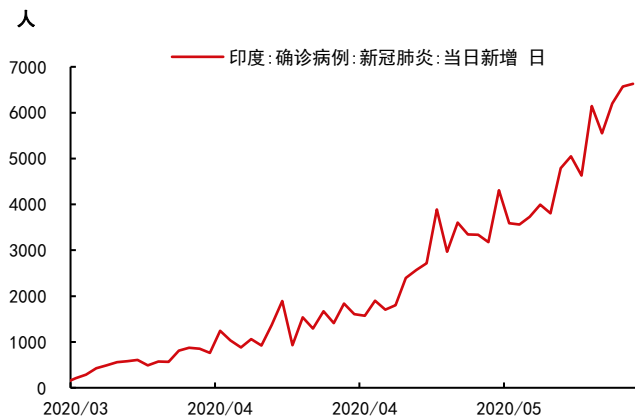
在分析了5月大幅上涨的驱动力之后，本部分将重点分析铁矿未来供需将怎样变化，潜在的上涨空间如何跟踪。

（一）供应端：不确定性主要仍是巴西

未来供应端方面，澳洲发货量今年虽然也有过飓风干扰，但整体符合年初预期。因此，我们认为不确定性主要仍然在于巴西。进一步分析巴西发货量可以看出，巴西今年发货量持续低于预期，不仅有疫情的影响，同时还有其产能复产进度缓慢的因素。

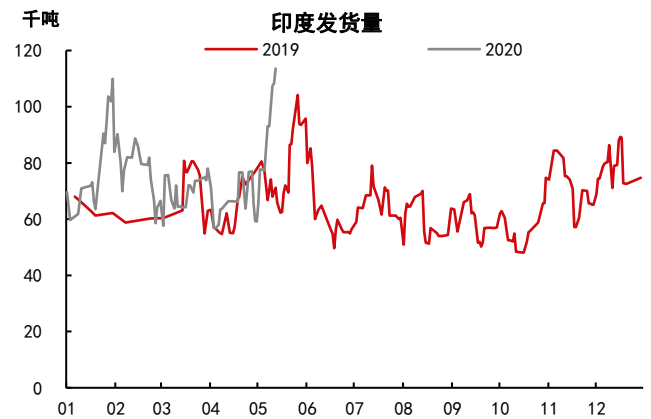
印度的发货量可以作为佐证，印度新增确诊人数在5月同样呈现加速上行趋势，但从路透统计的印度发货量来看，不仅没有下降，反而显著高于去年同期。当然，印度人口近14亿，明显高于巴西的2亿左右，印度累计确诊人数13万人也明显低于巴西的35万人左右，巴西疫情严重程度显著高于印度。

图 7: 印度新增确诊也在加速上升



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8: 但发货量却显著高于去年同期



资料来源: 路透 中信期货研究部

因此，除了疫情之外，还有别的因素在影响巴西的供应释放。我们进一步将淡水河谷的发货量分为南部港口和北部港口进行分析。

截止 5-15 日数据，北部港口周度平均发货量 358 万吨，去年同期为 399 万吨，同比下降 41 万吨/周。北部港口发货量低于去年同期，说明原本应该增产的 S11D 等北部项目，增产的进度较慢。背后的原因可能有疫情对生产的干扰、矿难后的巨额罚款导致资本开支较为紧张，难以形成有效产能。

南部港口周度平均发货量 43 万吨，去年同期为 68 万吨，同比下降 25 万吨/周。巴西去年矿难主要影响南部港口的发货，矿难前平均发货量约为 116 万吨，可以看出今年南部港口的发货量水平，只有矿难前的 37%。这说明因为矿难而停产的矿区，今年至今为止并没有看到实质性的复产。背后的原因据我们了解，主要有湿法改干法选矿的进度较慢、采矿证恢复较慢等因素的影响。

因此，停产矿区复产、新矿区增产进度均低于预期，使得巴西的供应量在年内很难突然恢复。特别是考虑到巴西是南半球国家，目前正将进入冬季，更利于呼吸系统疾病传播，疫情对其生产的干扰，未来可能会进一步放大。

图 9: 淡水河谷北部港口发货量

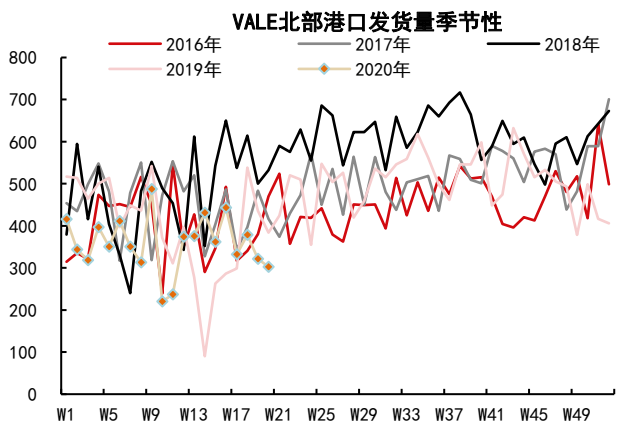
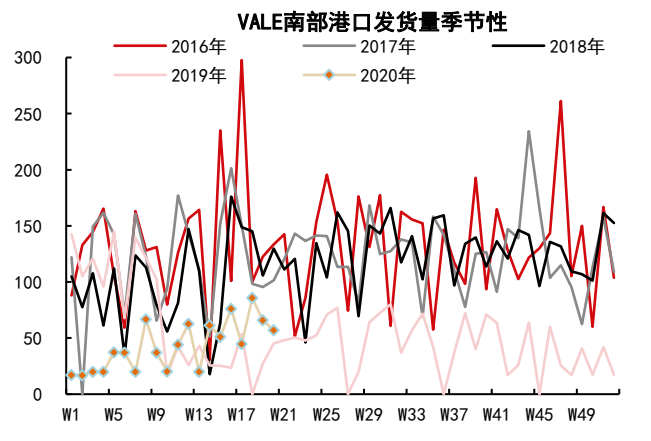


图 10: 淡水河谷南部港口发货量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（二）需求端：生铁产量预计仍将保持增长

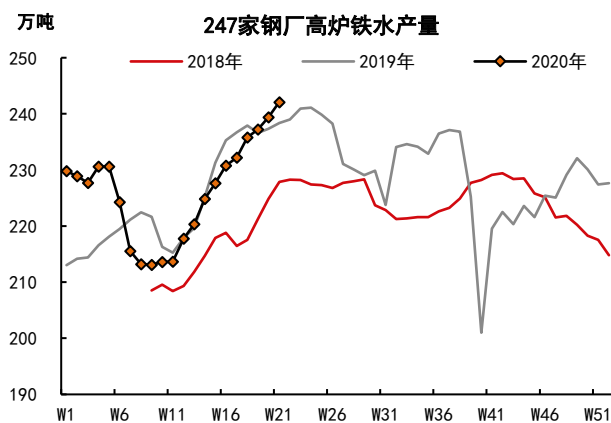
需求端方面，我们从两个维度加以预估，一是生铁产量，二是港口疏港量。

生铁产量方面，在钢厂利润不出现严重亏损的前提下，钢厂应对需求下降主要通过废钢用量进行调节，即使在国内疫情最严重的时期，钢联 247 家样本钢厂 2 月生铁产量同比仅小幅下降 1.3%，统计局口径 1-2 月生铁产量同比仍然为正。后期海内外均处于复工中，预计生铁产量将保持小幅增长，中性预估下给予 2% 的增速。

疏港量方面，如前文所述，截止 5-22 日数据，钢联 45 港口平均日度疏港量 300 万吨，同比增速约 5.6%，增速高于生铁产量的增速。主要来自于此前大部分时间高速公路免费，进口矿性价比提高后配比有所提高。

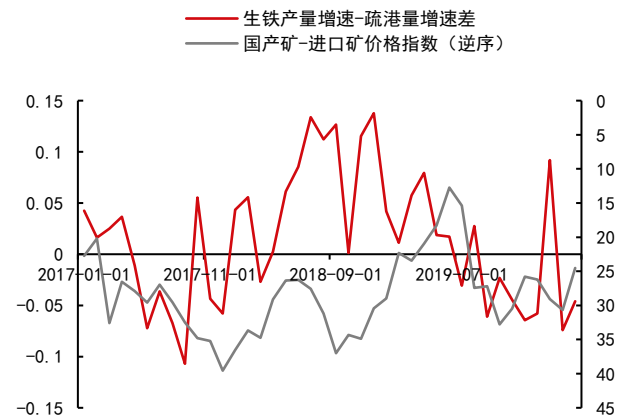
考虑高速恢复收费、近期进口矿涨幅高于国产矿等因素，预计疏港量的增速将有所回落，向生铁产量增速靠拢。按照去年 6 月至 12 月平均疏港量 296 万吨/周为基准，今年后期生铁产量增速按 2% 估算，302 万吨/周是刚需能保证的疏港量下限。如果临近国庆、春节等长假集中补库，或是冬季后国产矿产量季节性下降，钢厂被迫增加进口矿配比，则疏港量有可能进一步增加至 310-315 万吨/吨。

图 11： 复工背景下预计生铁产量保持小幅增长



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 12： 疏港量-生铁增速差与进口矿性价比相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（三）供需小结：6 月港存预计继续下降，下半年小幅累库

根据前两个小节对供需两方面的分析，我们对未来库存走势进行预估，如下表所示。总体来看，由于需求在 6 月保持高位，而 5 月中下旬的澳洲港口检修等因素将使得 6 月澳洲进口量有所回落，预计港口库存在 6 月继续下降至 1.06 亿吨左右，铁矿供需偏紧的格局在 6 月预计仍将维持。

下半年之后，随着供应端季节性回升，以及四季度国内生铁产量的季节性回落，港口库存将进入小幅累库趋势之中。其中的不确定性仍然主要在于巴西，目前我们按照淡水河谷 3.1 亿吨的销量进行供应端预估，如果巴西疫情进一步恶化

导致其供应继续萎缩，则下半年港口库存也很难见到大幅累积。

图 13： 铁矿月度平衡预估（单位：万吨）

月份	铁矿石进口量	澳大利亚进口量	巴西进口量-VALE3.1亿吨	其他国家进口量	日均生铁产量	生铁产量同比	港口库存变动预估	港口库存预估
2020-01	8842	5345	1804	1693	226	3%	-252	12352
2020-02	8842	5345	1804	1693	214	7%	-182	12170
2020-03	8591	5307	2030	1693	215	1%	-554	11616
2020-04	9571	5782	1537	1650	226	3%	-218	11398
2020-05	9683	5918	1932	1650	238	2%	-273	11125
2020-06	9096	5693	1586	1650	238	2%	-500	10624
2020-07	9640	5928	1947	1650	225	2%	368	10993
2020-08	9538	6037	1760	1650	234	2%	-180	10813
2020-09	9737	5915	2089	1650	229	2%	521	11334
2020-10	9188	5478	2085	1600	216	2%	209	11543
2020-11	9136	5133	2389	1600	220	2%	325	11868
2020-12	9842	6097	2134	1600	221	2%	551	12418

资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（四）潜在上涨空间如何跟踪？

如前一小节所述，港口库存在 6 月仍将继续下降，铁矿供需保持强势格局，那么潜在的上涨空间如何跟踪呢？由于目前普氏指数已经接近 100 美元，在这个区间内，国产矿、海外非主流矿等边际供应也处于盈利状态，利用成本曲线来分析具体价位的方法将会失效。为此，我们认为可以从钢厂利润、废钢与铁水价差两个相对估值角度进行潜在空间的估算。

根据我们 5 月 23 日的专题报告《“以煤定产”政策落地，焦炭风口能否来临？——焦炭环保 去产能政策跟踪系列（五）》，5 月 22 日，山东省印发《关于实施焦化项目清单管理和“以煤定产”的工作通知》，要求全省实施“以煤定产”，2020 年全省焦炭产量不超过 3200 万吨。这将加剧焦炭供需偏紧的局面，短期内价格将相对偏强。

因此，焦炭和铁矿短期内的驱动仍然向上，可能继续压缩钢厂利润，同时也会压缩废钢和铁水之间的价差。当钢厂利润压缩至微利甚至亏损后，以及废钢和铁水价差处于低位、废钢性价比提升后，都将降低对铁水端的需求。此时焦炭和铁矿向上的驱动力将减弱，则上涨可能告一段落。这是一个动态平衡的过程，需要不断跟踪。

三、强势格局下，潜在的风险点在哪？

在整体供需强势的格局下，潜在的风险点需要关注哪些因素？从前文的分析中可以看出，终端需求旺盛和巴西疫情刺激，是近期大幅上涨的主要驱动因素。因此，相应的风险点需要关注以下因素。

（一）终端需求方面，6月之后逐步进入雨季和高温天气，需求有边际走弱风险。另外，今年预报降雨高于季节性2-5成，气温也高于季节性。目前高强度的赶工对于天气条件要求较高，恶劣天气可能导致需求增速明显下降。

（二）仍然是终端需求的问题。2019年4月1日起实施的《建筑结构可靠性设计统一标准》（GB50068-2018），使得钢材需求强度提高7-10%。而从项目方案设计到实际施工产生钢材需求，滞后期约3-6个月，因此实际反映到钢材需求强度提高，时间在去年7月份之后。那么进入今年7月之后，去年基数提高后，今年的需求增速可能明显下降。

（三）供应端仍然需要关注巴西的疫情。如果疫情出现边际拐点，即每日新增确诊病例趋势性下降，则市场情绪可能发生转向。同时，还需要重点关注巴西实际发货量的变化，是否出现超季节性的回升。

四、总结

由于巴西供应不及预期，铁矿今年供需格局持续偏紧，而进入5月后，需求预期改变、巴西疫情恶化，带动价格大幅上涨。后期来看，巴西供应除了疫情影响，还有停产矿区复产、北部矿区增产进度不及预期影响，很难突然提高产量。而国内生铁产量大概率保持小幅增长，供需格局在6月仍然偏紧。仍可作为产业链多头配置，潜在空间通过钢材利润、废钢铁水价差等相对估值进行跟踪。风险点需要关注终端需求的季节性走弱幅度、以及巴西疫情的边际拐点。

风险因素：巴西疫情出现拐点，钢材需求超季节性回落

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>