

兴证期货·研发中心

2019 年 11 月 3 日 星期日

黑色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格编号：F3010931

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

## 内容提要

2019 年 10 月 31 日，我们参加由大连商品交易所、上海钢联主办，厦门国贸和福建三钢协办的 2019 年黑色产业链衍生品峰会暨第十届我的钢铁网铁矿石年会。会议上，到场的行业大咖分享了对当前黑色市场的观点逻辑，将目前行业所处节点的重要矛盾进行梳理。产业大咖的主要观点有：今年钢铁行业利润率下滑明显，除了原料价格上涨外，出口受限、产量大增也是主要驱动。在钢厂控制成本之余，国产矿成本高企也是限制矿石定价被动的主要原因；目前中美贸易形势转变早有先兆，未来会是长期冲突的状态。针对年底至明年的国内形势，目前来看下行压力较大，但还是需要看四季度政治局会议的定调。目前来看，未来 GDP 增长率将进一步回落至 5% 区间；铁矿石在四季度的供需偏向宽松，库存或继续出现累积。

我们将会议的主要观点记录于下文，以供参考：

## 1. 《中国钢铁行业运行情况分析》——中国钢铁工业协会财务资产部副主任——刁力：

今年国内粗钢产量出现明显增长，增幅达到 5 年来最高；近日在日本的钢铁产能过剩全球论坛上：发达国家纷纷集体发难，要求我国减产，去产能量级超过亿吨。

2015 年，全国钢材出口 1.124 亿吨，占比超过 10% 的全国产能。但随着近年来国际贸易争端征集，预计今年出口量仅为 6500 万吨左右。国内供需上，从 2017 年打击地条钢形成的紧平衡，转移至目前阶段性的供大于求，价格波动明显收窄。去年钢价远高于生产成本，个别东部沿海生产螺纹钢的企业吨钢利润达到 1200 元每吨。

但今年钢铁行业平均利润率长期低于行业水平，9 月单月的行业利润率仅为 3%，盈利率明显下降。同时，2015 年后的黑色压延行业的固定投资也持续负增长，但在 2018 年至今，资本支出受到企业效益逐步改善，开始恢复。中美贸易争端如果仅限于钢铁行业，那么对国内钢铁产业的影响是有限的。但由于间接出口量较大，贸易争端的影响正逐步影响钢铁行业：其中，我国对欧盟出口汽车板占比较大，目前下滑明显，预计 2020 年的出口还会进一步下滑。

目前国内对铁矿石价格仍然没有话语权，主要原因是高度分散消费产业对应集中的供应商。当前钢铁协会也在制定指数，希望拿回话语权。铁矿在吨钢成本中占比 60% 左右。

国内一刀切的环保对钢厂影响明显，2025 年的超低环保要求没有强求，但地方政府以此为基准进行执行。投入的资本主要用于环保设备，根据计算，平均吨钢利润减少 200-300 元每吨。但目前的限产仍然执行一刀切，完成超低排放改造的企业普遍诟病，同时目前的要求比欧盟还要严格，是否作为企业要求还有待实践检验。

此外，国内矿山企业税负重：进口铁矿石依存度 90% 左右，国产矿品位低，成本高，税负重。北方某矿山希望尾矿再选矿工艺可以不再征税。

展望未来，目前国内钢铁产业基本完成工业化，对于未来谨慎悲观。还需要加大自主创新力度，扩大自有知识产权。粗钢产量出口结构与发达国家仍有较大差距：进口自韩国的钢材均价在 1200 美金；但向韩国出口钢材均价只有 900 美金的较低规格钢材。

## 2. 《中国宏观经济新周期》——恒大集团首席经济学家、恒大研究院院长——任泽平：

演讲主要针对目前的中美贸易摩擦和宏观经济形势进行展开：

贸易摩擦目前是阶段性的缓和，但在科技领域：如中兴、华为等受制

颇多。近些年，美国对我国看法的改变，对方心态有了转变。千人计划、留学生申请都变困难。

美国对中国态度的转变不是近两年才发生，可以看到川普的票仓主要集中在美国制造业发达的中部，当地就业率在减少，是沉默的大多数。

从经济角度看，目前中国如果继续按照 5-6% 增速增长，将在 10 年内超过美国成为世界第一大的经济体。在过去 100 年内，前苏联 GDP 最高占美国总量的 40%；日本鼎盛时期也仅占到 60% 左右。目前我国 GDP 总量已经是美国的 66%，是最接近美国霸主地位的国家。此外，国内的新型经济活跃，全世界独角兽企业 70% 集中在中美，而最伟大的互联网公司就在中国。

但在一些投资细分领域，美国仍有较大优势：当地军费开支大、中美金融实力差别较大：目前全球的美元储备为 62.7%、而人民币仅有 1.7%，这样全球实际上都会承担美元的贬值风险。这也是最近脸书试图推进 libra 数字货币的发行，缺在美国国内受到明显压力的原因：因为一旦出现全球都能通用的电子货币，那么美元将失去霸权货币的地位。作为国内研究员，是赞同我国发行主权货币，数字货币。目前力推的一篮子稳定货币，可以作为基础来推动数字货币。

目前看全球 500 强企业的分布，美国在电子半导体领域仍有明显优势。国内的研发支出主要集中在应用型研究，但在基础研究相当薄弱：如基础材料、发动机、半导体，集成电路等都没有自主产权。

中国离真正开放、市场经济还有很远的要走，各类产业被国企垄断：如车进口关税在全球排名还是很高。

如果从 2001 年加入 WTO 开始，观察不同行业：汽车和家电进行对比会发现巨大的差异。汽车产业是保护，而家电是开放。汽车产业有高关税壁垒，外资来设厂，必须与国企合资：市场换技术。但时至今日，国内一年销售 3000 万辆汽车，2000 多万辆是合资品牌，市场基本沦陷，证明高度保护的企业发展力不足。但开放的家电产业，目前中国的众多企业家已经走向世界，国内销售占比超过 70%。美国工业 4.0 的旗舰品牌：机器人酷卡最近也已经被美的收购。因此，应对外部竞争最好的手段是开放和改革。

其次，针对如何判断宏观经济形势，首先要先学文件：每年的 4 个政治局会议纲领：是总结前一季度的工作并对未来一季度进行布置任务。2017 年提出新周期后，大宗商品重新上涨；18 年收紧政策，提出去杠杆，经济体现出内外交困。于是在 2018 年 7 月：强调六稳，后期政策要往松转向。但在今年一季度重提去杠杆，二季度又提六稳。表明政府想松政策，但不想大松。目前经济下行压力仍然较大，降息降准呼声大，有传言明年的专项债会拿到今年发行。

学习了文件之后，就要看经济的三驾马车：进出口、消费和投资。

今年出口下滑，对比 10 年前，稳定在两位数的增长，目前出口将持续承压。其次是国内的就业形势也受制于出口，表现不佳：因为贸易部门是

劳动密集型，目前形势严峻。

然后是全国的基建受制于地方政府没钱，土地财政不给力，PPI 负增长，增值税、流转税的下降，未来增速难以回升；制造业投资也表现不佳；房地产但今年市场一般，拿地大幅下降，消耗的是过往库存。预计明年的 GDP 将进入 5 时代，PMI 会继续下滑。

展望 2020 年，国内的消费不行，出口不可控，基建没钱，改善性需求受到误伤，明年增速会再下一个台阶。今年 GDP 预计在 6.1%，明年预计 5.8%。除非有大规模投资，摒弃基建的终生追责，还能兜底经济。否则明年下滑到 5.8% 是正常情况。

对于未来国内经济见底的标志是企业家信心的重新建立：民营经济没有扶持，就没有信心投资，会出现经济下滑。因此还需要继续的改革开放，进行重大理论创新，促使市场更加公平。

对中长期前景保持乐观：目前国内的人均 GDP、城镇化还有 20 年发展通道。劳动力资源丰富，人口红利向人才红利转变。国内的环境还是很友好，互联网家都是跨界创新，相较于发达经济体更加容易。

### 3. 《当前宏观经济背景下的大宗商品前景展望》——澳新银行大宗商品高级分析师——

#### Daniel Hynes:

当前全球制造业指标走势疲弱，显示经济呈现收缩的境况，也使得投资者的情绪受挫。细分市场来看：新兴市场表现尚可，而发达国家受影响较多。虽然全球市场对未来增长趋势表现担忧，但 2020 年全球的增长仍保持乐观：2020 年全球 GDP 增长率有望从今年的 3.2% 提高至 3.5%。

虽然中国市场中固定资产投资和房地产投资数据压力较大，但随着措施的实施，基础设施建设领域出现了略微增长，房地产市场也出现回暖的迹象，预示大宗商品需求前景良好。

其他市场方面，包括铜、铝、镍、石油行业的生产、投资活跃程度均出现了下降。在铁矿石领域，上半年市场出现较大的波动：淡水河谷公司矿山关停，产能的损失达到 5500 万吨，预计 2019 年和 2020 年的市场供应短缺量将可能分别达到 4500 万吨和 3300 万吨。

目前环境问题对大宗商品消费模式影响较大，可再生能源增长强劲，尤其是在发电产能、核能的产能、风能的产能都得到了增长。总体而言，会对大宗商品需求形成一定的支撑。

在未来像低碳社会的转型中有一些高附加值，再有一些比如说粗钢，煤炭等这些是低增加值，各个市场受到影响不同，但大宗商品受到的压力也不容忽视。

## 4. 《期货市场运行情况及铁矿石品牌交割合约介绍》——大连商品交易所工业品事业部经理——毛丹：

铁矿石期货的流动性和投机性都处在较好的水平。期货上市前，价格与钢材价格走势相近，上市后，价格逐渐形成独立走势，铁矿石现货与螺纹钢价格相关性下降为 40% 以下：价格体现了铁矿石当时的供需情况。此外，受益于铁矿石期货的上市，价格波动幅度明显收窄。振幅 60 美元收缩至 30 美元。

从应用情况来看，上市六年多的时间以来，铁矿石期货的良好发展，吸引了越来越多的产业客户积极参与，铁矿石期货已经成为部分产业客户必不可少的风险管理和现货经营工具，越来越多的现货贸易参考期货价格定价。目前，铁矿石期货价格已经成为现货贸易的重要参考定价，基差贸易的应用也越来越广泛。

为了进一步提高期货价格代表性和稳定性，大商所自去年开始研究铁矿石品牌交割制度，将在 2009 合约上正式实施。通过品牌交割制度我们将交割品限定在 PB 粉、BRBF 等 9 个进口矿及 2 个国产矿的范围内，均为大多数钢厂使用的矿种，并且在质量升贴水的基础上增设了品牌间升贴水，更贴近了现货特点。

未来，大连商品交易所将持续完善铁矿石期货合约和制度；活跃近月合约，更好满足产业需求；逐步完善对外开放方案；建立多层次市场、为产业提供更多元化的工具。

## 5. 《FMG 现状及未来发展目标》——FMG 中国销售总经理——代剑秋：

FMG 公司近 12 年来快速发展，为了适应市场的变化，公司内部还做了诸多调整，并在中国成立贸易公司，以期更好地服务客户。公司 2020 财年第一季度发展势头强劲：季度发运量达 4220 万吨，成本降至 12.95 美元，百万工时工伤降至 2.7 例，创历史最好记录。

FMG 的矿石具有较好的物理性能，能有效减少燃料消耗，尤其适合厚料层烧结工艺。在产品结构方面，FMG 减少超特粉产量，2019 年同比减少近 2000 万吨，同时增加一部分块矿来取代超特粉。公司还利用现代化技术来降低成本，现在矿区有 140 多台无人驾驶卡车在运行。

FMG 目前正在积极建设两个新项目：艾利瓦纳矿山和铁桥：其中将于 2020 年底投产的艾利瓦纳矿山并不会增加 FMG 现有产能，但是能够提高



FMG 产品的平均品位，增加西皮粉份额；而铁桥则是增产项目，该项目或能打开一种高品位造球精粉的大门，2020 年的目标产量是 1.7-1.75 亿吨。

## 6. 《促进淡水河谷的可持续发展》——VALE 铁矿部市场经理——Eduardode Mello Franco：

今年年初巴西溃坝事故后，无论是对受灾民众还是当地基建，VALE 均作出了较多的努力。并且加强了公司的风险控制，加大了在视频监控系統、雷达系統、无人机和卫星监控系统上的投资，建立 24 小时 7 天监管不断的监控中心。

第三季度 VALE 铁矿产量达 8670 万吨，比第二季度上涨 35.4%，VALE 预计截至 2021 年，恢复剩余的约 5000 万吨产量。2019 年第三季度球团产量达 1110 万吨，比第二季度上涨 22.7%，VALE 正考虑将 Carajás 矿区年产量提升至 1.5 亿吨。巴西混合粉在中国十分受欢迎，2019 年巴西混合粉的产量预期达到 1.06 亿吨。随着中国用量的增加，对球团和球团精粉的需求将增至每年 5000 万吨以上，计划年供应量在中期达到 3000 万吨。

但目前 Vale 面临以下几大挑战：第一，Brumadinho 重回发展轨道并非易事；第二，企业文化亟待转型，风险意识和安全文化理念须强化；第三，产品需要根据客户需求进行更加精益的组合；第四，发生事故后，公司形象需要得到社会重新认可。

## 7. 《利用衍生品工具服务铁矿石供应链》——嘉吉投资（中国）有限公司金属事业部战略客户市场总监——龚小垒：

目前嘉吉主要有以下三种风险管理方案：第一个是一口价远期工具，主要有以下三个优点：

1. 合同要素简单，执行高效；2. 对比大商所铁矿期货：品种多样化且确定具体。3. 对比港口现货：交货周期越长，价格越低，成本优势明显。4. 对比船货：规避汇率风险，数量更灵活，交货期更确定。

第二个是远期。使用上更加灵活，有两种应用方案：一是适应单边抄底的点价交易：优点是先锁定品种、数量、基差，保证供货量，再择机根据单边交易观点节奏转换成固定价。

另一种是适用于基差观点的交易，优点是转换的点价权完全由买方决定。

最后一个方案是含权贸易：与前面两种方案的差别在于，可以根据对

市场的不同观点设置不同的产品，提高收益比。

含权贸易的优点在于比较灵活：港口品种可自由选择。到期结算的时间可选五日均价，也可选择全月均价；可根据观点来选择行权价，即到期盈亏结算参考价。补贴的价格可以适量协商。

比如对于看震荡小涨的客户选择对应的含权结构产品在市场小涨和小跌时都能获得一定的固定收益。对于看大涨大跌的客户选择对应的含权结构可以在获得无限收益的可能的时候同时锁定最大亏损值。

## 8. 《铁矿石回顾和展望》——上海钢联铁矿 分析师——俞晨：

今年在供应方面，前三季度铁矿供需缺口为 3551 万吨，其中港口铁矿石库存同比去库 2100 万吨、矿山去库 1090 万吨、钢厂厂内去库 361 万吨。二季度铁矿石缺口最大，三季度进入紧平衡状态。

上半年，巴西矿山事故矿难合计影响年化 9300 万吨产能，其中 4000 万吨因上游式尾矿坝问题直接关停，其余矿区因安全隐患问题暂停生产。目前，Vargem Grande 矿区于 7 月份恢复 500 万吨干选产能，年化 1200 万吨；Brucutu 于 7 月份恢复，其余矿区目前已提交相关材料，预计 2020 年复产。

上半年主要因供应缺口问题导致矿价上涨，不过，国内矿山产量自 5 月份起有明显增加。

在需求方面，前三季度生铁产量同比增速 3%。前三季度全国铁水产量累计 6.16 亿吨，同比增长 1811 万吨，华东地区环保影响低于去年且有新增产能投产，产量同比增幅最为明显。前三季度全国港口日均疏港量 288 万吨，同比去年增加 14.8 万吨。今年废钢价格长期高于铁水价格，导致钢厂对铁矿石依赖度提升，疏港增速高于铁水增速。

四季度铁矿石分析从供应方面来看，四季度四大矿山销量环比基本持平，发运量增幅较大。需求方面，采暖季北方限产严于去年，南方弱于去年；库存方面，四季度供需继续宽松运行，年底港口难破 1.4 亿吨。因此，四季度块矿溢价或承压下行，中、高品澳粉继续累库。

针对 2020 年，预计 VALE 产量逐渐恢复，全球产量供应增速提升；钢厂产能置换集中，产能下降但利用率提升，铁矿全年均价在 90 美金左右，明年均价有下行压力。

## 9. 《2019 年钢铁市场回顾及 2020 年展望》 ——上海钢联首席分析师——汪建华：

2019 年前 10 个月，国内钢价涨跌月数各半。截止 10 月 25 日，2019 年钢材综合平均价格指数同比下跌 6.9%。2019 年前 9 月黑色金属冶炼和压延加工业实现利润 1972.1 亿元，同比下降 41.8%。

宏观方面，2019 年全球经济由走势分化到同步放缓，新兴经济体表现出足够的韧性。汪建华认为 2020 年中国 GDP 增速将小幅回落至 6.0~6.2%。政府的主要政策取向是：积极扩大改革开放，积极释放要素市场活力，努力提振制造业景气回升。

下游方面，建筑业可以维持一个相对乐观的看法，基建在未来一段时间要担当经济托底的重任。房地产用钢需求短期有支撑，但增速持续小幅回落。尽管 2020 年地产投资增速会回落，但是对钢铁消费的负面影响不用过于担心，旧城区改造一定程度上缓解地产回落风险。

2019 年全年我国粗钢表观消费 9.33 亿吨左右，同比增 7.5%左右，呈现建筑材好于工业材的特点。预计 2020 年中国粗钢消费维持小幅增长的态势。

供给方面，2019 年 1-9 月我国粗钢产量同比增加 8.4%，材产量同比增 10.6%，主要是新增产能所致，其次是盈利诉求。预计 2020 年我国钢产量有望继续保持小幅增长。

展望 2020 年钢铁市场，预判 2019 年四季度钢价区间振荡，2020 年一季度延续震荡运行。2020 年钢铁市场供需略有增长；钢材进口增加，钢材出口减少；钢价仍有下行空间，但是有可能下半年会好于上半年，弹性会比今年要好；整个钢铁行业利润继续收窄。



## 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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。