

兴证期货·研发中心

2020年2月3日 星期一

黑色有色研究团队

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: F3048894

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

### ● 我们的观点

由于受到国内新型冠状病毒的影响，全球工业品遭到抛售，春节期间外盘铁矿石衍生品价格大幅下挫。同时由于大连铁矿期货与新交所交易的铁矿石掉期联动性较强，2月3日开盘，我们认为铁矿石期货合约将集体跌停开盘，而作为铁矿石下游生产成品的钢材，也将同步低开。

但春节期间，海外铁矿石供应出现变化，对基本面形成冲击，我们建议铁矿石空单逐步止盈，不宜长期做空。

### ● 我们的逻辑

**外盘铁矿石价格大幅回落。**春节期间，新加坡铁矿石掉期大幅下挫，2020年1月31日当周，主力2002合约下跌8.76美元/吨，跌幅9.68%。盘后继续回落，截至2月1日收盘，新加坡铁矿石掉期收81.10美元/吨，较1月23日收盘下跌12.9美元/吨，跌幅13.72%。

**内外联动性明显，**从往年新交所铁矿石掉期和国内大商所的铁矿石期货的走势看出，两者走势关联强。过往春节期间新交所铁矿掉期走势都会直接引导大商所铁矿石价格开盘价，但对开盘首日价格走势影响有限。

**铁矿石作为钢材的重要原料，**铁矿石的唯一下游是钢铁冶炼，在普碳钢中原料成本占比达到60%。铁矿石期现价格的回落，将降低钢材冶炼成本。在当前终端需求受制于疫情，复工延后的背景下，钢价倾向于持续走低。

**铁矿石供应风险事件频发，不宜长期做空，**巴西东南部从1月中旬开始，经历暴雨天气，矿山生产受到影响；1月巴西澳洲发运下降，2月进口量将出现下滑。

### ● 风险提示

武汉疫情得不到有效控制；终端需求持续不佳；国际对我国进行经济制裁

## 标题目录

1. 海外铁矿石盘面大幅下挫.....	3
1.1 新加坡掉期大幅走跌.....	3
1.2 普氏现货指数下挫明显.....	3
2. 铁矿内外盘联动明显.....	4
2.1 连铁期货与新交所掉期相关性高.....	4
3. 黑材承压下行.....	5
3.1 铁矿在炼钢成本中占比较高.....	5
3.2 终端需求推迟，钢材承压.....	6
4. 铁矿存在反弹动力.....	7
4.1 铁矿供应风险积累.....	7
4.2 铁矿需求向好.....	8

## 图目录

图 1: 新加坡铁矿石掉期主力价格：美元/吨.....	3
图 2: 普氏指数（62%Fe:CFR 中国北方）：美元/吨.....	3
图 3: 新交所铁矿石掉期和大商所铁矿石期货走势：美元/吨 元/吨.....	4
图 4: 长流程螺纹钢冶炼成本比例：%.....	5
图 5: 螺纹钢冶炼成本变动：元/吨 %.....	5
图 6: 螺纹钢社会库存：万吨.....	7
图 7: 热轧卷板社会库存：万吨.....	7
图 8: 巴西铁矿发运量：万吨.....	7
图 9: 澳大利亚铁矿发运量：万吨.....	7
图 10: 铁矿石港口库存及疏港量：万吨.....	8

## 表目录

表 1: 历年春节前后大商所铁矿期货表现与新交所掉期走势对比.....	4
表 2: 全国春节后复工统计.....	6

## 1. 海外铁矿石盘面大幅下挫

### 1.1 新加坡掉期大幅走跌

春节期间，新加坡铁矿石掉期大幅下挫：2020年1月31日当周，主力2002合约下跌8.76美元/吨，跌幅9.68%。盘后继续回落，截至2月1日凌晨5时15分，新加坡铁矿石掉期主力合约收81.10美元/吨，较1月23日收盘下跌12.9美元/吨，跌幅13.72%。

图1：新加坡铁矿石掉期主力价格：美元/吨

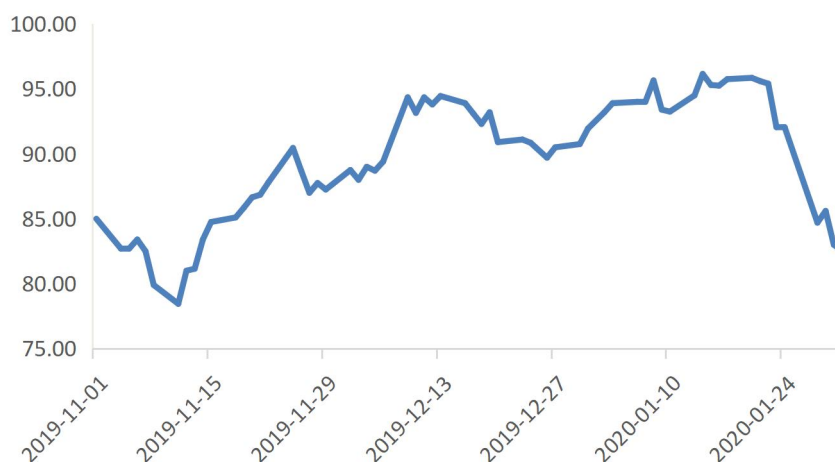


数据来源：文华财经，兴证期货研发部

### 1.2 普氏现货指数下挫明显

与期货价格大幅走跌类似，现货普氏指数也出现大幅走跌：截至2020年1月31日，普氏62%铁矿石指数收报82.55美元/吨，较节前1月23日下跌9.5美元/吨，跌幅10.32%。

图2：普氏指数（62%Fe:CFR 中国北方）：美元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

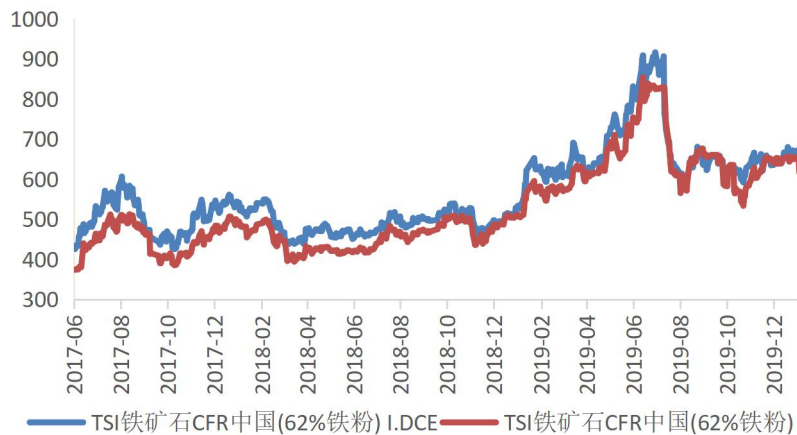
## 2. 铁矿内外盘联动明显

### 2.1 连铁期货与新交所掉期相关性高

铁矿内外盘衍生品走势相近：我们回顾了过去三年新交所铁矿石掉期（FEF.SGX）和大商所铁矿石期货（I.DCE）的价格，两者走势几乎重合，相关性达到 97.82%，关联度极高。

此外，我们回顾了过往 6 年春节前后大商所铁矿石表现与春节期间新交所铁矿石掉期表现，春节后大商所铁矿的走势受新交所走势影响明显。全部六年开盘方向均与新交所掉期在春节假期中的走势一致，其中 2014 至 2016 年的跳空低开均对应于新交所掉期在假期中的走低；2017 至 2019 年的跳空高开则与外盘的上涨一致。但开盘当日的走势，与春节期间新交所掉期走势相关性较低，6 年中有 3 年首日收盘走势与春节期间走势不一致。但由于今年春节期间新交所掉期价格上涨幅度超过内盘期货涨跌幅限制，2 月 3 日铁矿石期货盘面大概率将封在跌停。

图 3：新交所铁矿石掉期和大商所铁矿石期货走势：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：历年春节前后大商所铁矿期货表现与新交所掉期走势对比

	大商所铁矿石期货（元/吨）					新交所掉期（美元/吨）			
	春节前 收盘价	春节后 开盘价	春节后开 盘涨跌幅	春节后 收盘价	春节后 一周涨跌	春节前收 盘价	假期最后 收盘价	春节期间 涨跌	春节期 间涨跌
2014年	868	865	-0.35%	856	-1.27%	122.42	119.5	-2.92	-2.33
2015年	493	490	-0.61%	479	-1.02%	64.04	63.12	-0.92	-1.42
2016年	335.5	330	-1.64%	339.5	6.97%	43.24	41.66	-1.58	-3.53
2017年	660	662	0.30%	611.5	-3.17%	82.46	82.97	0.51	0.62
2018年	539.5	539.5	0.00%	538.5	0.65%	76.71	77.59	0.88	1.16
2019年	621.5	652	4.91%	652	-4.29%	84.48	88.88	4.4	5.49

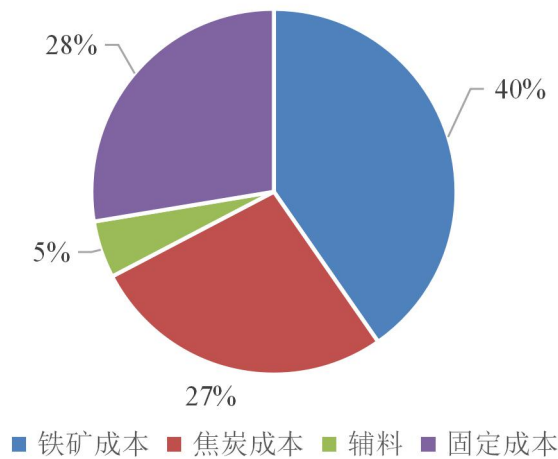
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 黑材承压下行

#### 3.1 铁矿在炼钢成本中占比较高

我国炼钢主要以高炉冶炼为主，铁矿是高炉冶炼的最主要原料。根据我们的长流程螺纹钢冶炼模型，截至1月23日，螺纹钢冶炼成本中，铁矿石占比40%；焦炭27%，辅料5%，固定成本约28%。进入2019年后，随着铁矿石价格快速提涨，铁矿石在冶炼成本中占比从2018年平均的末的31.8%上升至2019年的40.3%。按普氏指数核算，春节期间采购的铁矿用于冶炼成本下跌127元/吨，由于春节前钢材长流程生产利润为300元/吨，下移的成本将刺激钢厂增加供应。

图 4：长流程螺纹钢冶炼成本比例：%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：螺纹钢冶炼成本变动：元/吨 %



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 终端需求推迟，钢材承压

2019年12月开始爆发的新型冠状病毒疫情持续发酵，截至2月1日24时，国家卫生健康委收到31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例14380例（广东省核减1例），现有重症病例2110例，累计死亡病例304例，累计治愈出院病例328例，共有疑似病例19544例。

受此影响，春节假期延长，全国多地推迟复工时间：其中国务院要求春节假期延长至2月2日，其余各地针对地域特征“因城施策”。其中湖北省将社会复工时间推迟至2月14日。作为钢铁终端下游的建材行业，各地要求建筑工地也按要求推迟复工，钢材需求将受到大幅影响。

表 2：全国春节后复工统计

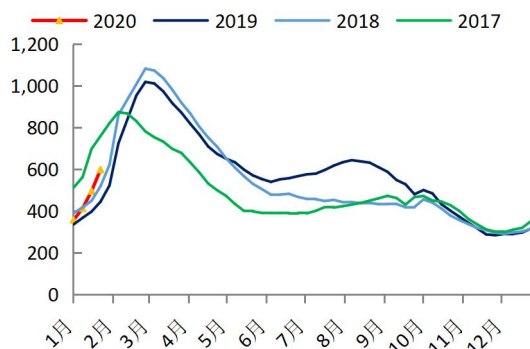
国务院	2月3日
交易所	2月3日
湖北	2月14日
北京	2月10日
河北	2月10日
上海	2月10日
安徽	2月10日
山东	2月10日
浙江	2月10日
江苏	2月10日
福建	2月10日
广东	2月10日
广西	2月10日
贵州	2月10日
云南	2月10日
重庆	2月10日
江西	2月10日
湖南	2月9日
河南	2月10日
吉林	2月3日
哈尔滨	2月10日
天津	推迟待定

数据来源：政府网站，兴证期货研发部

春节前，钢材社会库存累积快速，总库存环比12月已增加413.7万吨，涨幅53.7%，其中螺纹钢库存单月累积282.86万吨，涨幅89.81%。回顾往年春节后的库存变化，我们发现库存拐点大多发生在节后的第三周。但根据今年形势，需求将迟滞至少一周才能恢复，叠加疫情控制的不确定性，预计今年库存累积将持续至3月中旬，将对钢材价格形成巨大压力。**期钢将是中期做空品种。**

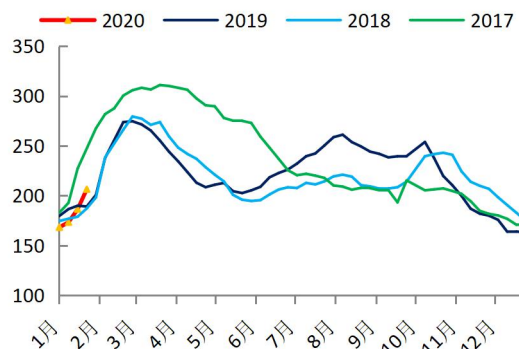


图 6：螺纹钢社会库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：热轧卷板社会库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 铁矿存在反弹动力

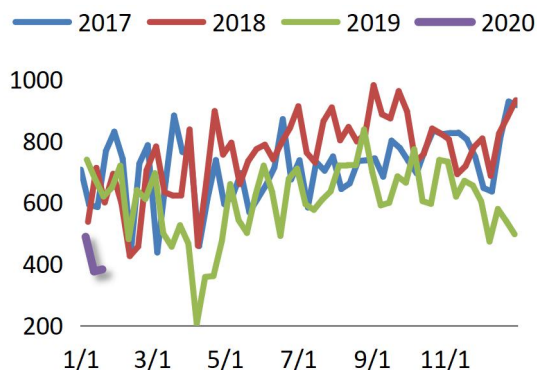
### 4.1 铁矿供应风险积累

虽然外盘的春节期间大幅走低，但主要受制于事件性冲击。铁矿石供需关系仍然偏紧，其中供应端在一月出现较多风险事件：巴西一月中旬在南部开始普降暴雨，其中巴西南部的 Minas Gerais 州等周边区域已出现伤亡情况，而当地的 Gongo Soco 矿山中的 Sul Inferior 坝也在 1 月 26 日被升级安全等级至二级，不过目前坝体稳固。值得注意的是，Minas Gerais 州正式 2019 年出现尾矿坝事故的州，溃坝事故后，Vale 在 2019 年损失铁矿石发运超过 7000 万吨。虽然此次降雨的影响有限，但 1 月至今巴西铁矿发运量下滑将逐步体现在国内的到港上。

1 月澳洲巴西发货总量周均 1725.8 万吨，环比 12 月减少 432.46 万吨，其中澳洲方面周均发往中国的量为 1133.1 万吨，环比减少 256.4 万吨；巴西方面 1 月周均发货量环比减少 106.38 万吨，降幅明显。

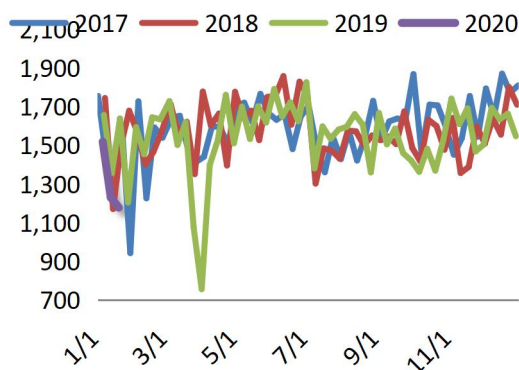
除了巴西之外，澳洲的大火持续，虽然 FMG、BHP 等大矿山公布的 2019 年四季度报告中，均对 2020 年上半年的产量有所上调，但飓风事件和火灾隐患仍是影响澳洲铁矿发运的重要风险。我们认为 2020 年上半年，巴西澳洲的铁矿石发运量增量或不及预期。预计较 2019 年下半年减少 1000 万吨，低于预期 2000 万吨。

图 8：巴西铁矿发运量：万吨



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 9：澳大利亚铁矿发运量：万吨

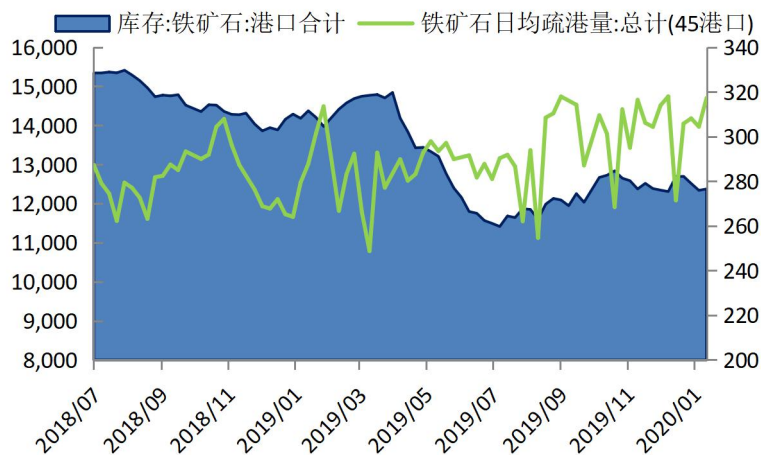


数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

## 4.2 铁矿需求向好

除了供应存在风险外，当前铁矿需求仍是向好态势。虽然受到疫情影响，北方多地港口疏港受限，但各地钢厂仍稳定生产；叠加铁矿石价格的快速回落，存在钢厂加紧生产的动力。虽然春节后复工延期，但随着2月中旬后企业陆续开工，钢厂集中补库的强烈预期势必提振铁矿需求，当前1.23亿吨的铁矿港口库存将继续回落，支撑铁矿价格出现企稳反弹。因此，我们认为短期的铁矿超跌是情绪带动，依然偏紧的基本面不支持长期做空铁矿。建议投资者节后持空，进入第二周后逐步止盈转多。

图 10：铁矿石港口库存及疏港量：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部



### 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。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。