

兴证期货·研发中心

2020年07月06日 星期一

黑色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

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

● 行情回顾

2020 上半年铁矿石走势波澜壮阔，现货整体振幅达到 40.4%：主力合约最低点在 4 月 2 日触及，报 542.0 元/吨；上半年的最高点为 798 元/吨，在 6 月 8 日触及。2020 上半年铁矿石走势受到疫情影响，在一季度呈现需求受制快速下跌；但在进入二季度后，随着国内的需求回升以及海外矿区的疫情发酵，供弱需强格局快速推涨矿价，截至 6 月底铁矿石指数较低位反弹达 32.9%。

● 我们的逻辑

供应端方面：根据我们对主要矿山的梳理，2020 下半年全球产量将环比上半年增加 3.0%。同时由于铁矿石价格高企，国内铁矿石供应或延续增长。整体而言，下半年国内铁矿石供应预计环比上半年增加约 4000 万吨，增幅 3.1%。

相较于供应端的宽松格局，国内铁矿石需求增量有限。虽然新增产能投放集中在 2020 年四季度，但在今年工信部严格核实新增产能的背景下，进一步扩产的空间有限。同时目前的高炉开工率维持高位，下半年存在因终端需求回落挤压铁矿需求的风险。因此我们预估下半年铁矿石需求环比持平。

从供应和需求角度分析，我们预计铁矿石将在 2020 下半年重新回归供过于求的局面，随着下半年供应的逐步恢复和钢厂利润的下滑，铁矿供需局面或出现反转。但考虑到当前港口库存低位，库存偏紧仍将对铁矿石有一定底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 下半年的价格走势以震荡回落为主。季节性方面，四季度的需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此下半年低点会出现在三季度，四季度或有一定程度的反弹。

报告目录

1. 上半年走势回顾——宽幅震荡	3
2. 下半年供应逐步宽松	3
3. 需求增幅相对有限	7
4. 库存低位短期支撑矿价	9
4. 关注结构性变量	11
5. 下半年走势展望	13

图目录

图 1: 铁矿石期货主力合约收盘价 (元/吨) 普氏指数 (美元/吨, 右轴)	3
图 2: 伊塔比亚 (Itabira) 矿区产量 (万吨)	4
图 3: 巴西发货季节图 (万吨)	5
图 4: 澳洲发货季节图 (万吨)	5
图 5: 我国铁矿石进口量 (万吨) 增速 (% , 右轴)	6
图 6: 全国 247 家高炉开工率: %	7
图 7: 螺纹钢长流程利润和盘面利润: 元/吨	7
图 8: 全国 45 港口日均疏港量 (万吨)	10
图 9: 全国 26 港港口到港量 (万吨)	10
图 10: 全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)	10
图 11: 钢厂烧结粉矿库存 (万吨)	11
图 12: 钢厂烧结日耗 (万吨)	11

表目录

表 1: 采取严格措施国家对铁矿供应影响梳理	4
表 2: 主要矿山一季报数据: 百万吨	5
表 3: 淡水河谷发运量统计: 百万吨	6
表 4: 海外钢厂减停产梳理	8
表 5: 新冠疫情对铁矿供需影响: 万吨	9
表 6: 2020 年产能置换调整表 (万吨)	11

1. 上半年走势回顾——宽幅震荡

2020 上半年铁矿石走势波澜壮阔，现货整体振幅达到 40.4%：主力合约最低点在 4 月 2 日触及，报 542.0 元/吨；上半年的最高点为 798 元/吨，在 6 月 8 日触及。2020 上半年铁矿石走势受到疫情影响，在一季度呈现需求受制快速下跌；但在进入二季度后，随着国内的需求回升以及海外矿区的疫情发酵，供弱需强格局快速推涨矿价，截至 6 月底铁矿石指数较低位反弹达 32.9%。

图1：铁矿石期货主力合约收盘价（元/吨）普氏指数（美元/吨，右轴）



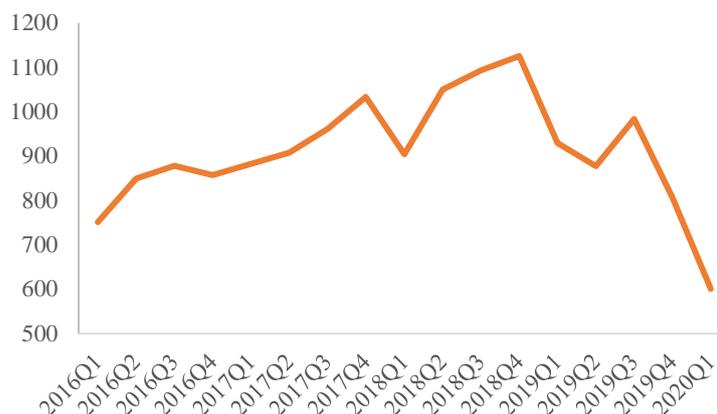
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 下半年供应逐步宽松

2020 年最大的供应事件是巴西淡水河谷公司（Vale）受疫情影响而产生的供应减量风险，当地时间 6 月 6 日，淡水河谷（Vale）在其官网刊载通报，宣布将从 6 月 5 日期暂停伊塔比拉（Itabira）综合矿区的业务活动：该综合矿区由 Conceição、Cauê 和 Periquito 三个矿区组成，属于东南矿区系统。暂停开采业务主要基于巴西第三地区劳动法院的裁决，该裁决的有效期将由淡水河谷是否是实施了劳动监察员定义的新冠病毒防控措施。淡水河谷该区域的生产暂停仅持续 7-14 天。

由于淡水河谷在一季报中已在全年产量的下限中考虑了潜在产量损失 1500 万吨，故在此次通报中，淡水河谷没有下调全年指导产量。伊塔比亚综合矿区的主要产品是球团精粉，2019 年全年产量为 3596.9 万吨，月均产量 299.7 万吨。一季度伊塔比亚地区产量仅为 600.7 万吨，环比下降 206 万吨。主要是受到 Cauê 矿区计划外检修及 Itabiruçu 坝的运行影响导致减量。虽然在二季度中伊塔比亚矿区生产逐步恢复，但 270 万吨的月均产量仍低于去年平均水平，矿区减产对铁矿产量影响较小。

图2：伊塔比亚（Itabira）矿区产量（万吨）



数据来源：Vale，兴证期货研发部

截至6月30日，巴西累计确诊新冠人数140.2万，当天新增确诊3.38万人。由于巴西总统仍然采取不作为的态度应对疫情，当地的疾病控制能力相对不足；巴西联邦政府于6月7日宣布，不再公布该国新冠肺炎疫情的累计病例总数，并删除此前官网上大量病例数据，或将进一步隐瞒疫情的发展情况。目前来看，巴西或彻底采取群体免疫措施应对新冠疫情，累计确诊数将继续大幅增加。

除了巴西外，受到疫情影响，南非2019年铁矿产量为7700万吨，出口6653万吨，暂停3周采矿将直接减少440万吨产量和400万吨出口量；淡水河谷的马来西亚物流中心2019年销量为2370万吨，由于马来西亚的持续封国禁令，预计销量影响470万吨；乌克兰的封国措施相对宽松，对铁矿供应影响有限；印度封国21天，所有港口均宣布不可抗力，其中NMDC宣布暂停生产，预计影响产量194万吨，影响出口140万吨。整体来看，受到疫情影响进行举国举措进行管理的铁矿供应国家对铁矿供应减量约640万吨，影响铁矿石全球贸易量1100万吨。

表1：采取严格措施国家对铁矿供应影响梳理

国家	限制措施	直接影响
南非	自3月26日（周四）起关闭全国所有矿山的采矿活动21天	减少铁矿444万吨产量和400万吨出口量
马来西亚	从3月18日起采取行动管制令延长至5月12日	减少铁矿销售470万吨
乌克兰	3月16日零时至4月3日暂停国际常规客运	部分港口关停
印度	从3月24日起实施为期21天的“封城”措施	减少铁矿产量194万吨，出口140万吨
总计	影响全球铁矿供应638万吨，销量（出口）1100万吨	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 30 日当周，Mysteel 统计的周度澳大利亚和巴西铁矿石发运量分别为 1818.6 万吨及 795.5 万吨, 二季度铁矿石周均发货量分别为 1878.2 万吨及 626.6 万吨, 环比一季度上升 293.1 万吨及 125.3 万吨。在经历了一季度的巴西暴雨和澳洲飓风后, 铁矿石发运量出现明显回升。虽然巴西在 6 月上旬经历了因疫情临时关停矿山, 但实际影响有限, 发运量仍在继续回升: 6 月 30 日当周巴西及澳大利亚的周度发运量同比上升 2.68%, 疫情对铁矿供应影响基本解除。

除了发货量以外, 铁矿石到港量在二季度也出现回升: 截至 6 月 26 日当周 Mysteel 统计的周度 26 港铁矿石到港量为 2124 万吨, 同比 2019 年增加 478.9 万吨; 二季度周均到港量为 2095.7 万吨, 环比一季度上升 334.2 万吨。到港量的大幅走高也体现了海外矿企对铁矿发运的热情高涨。根据当前主流矿山发运数据估算, 三季度铁矿石到港量将维持高位。

图3: 巴西发货季节图 (万吨)

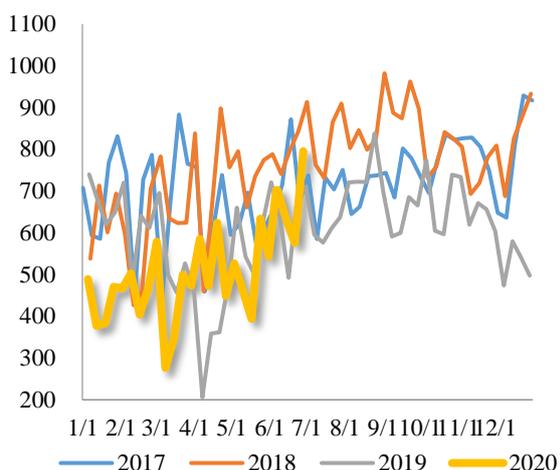
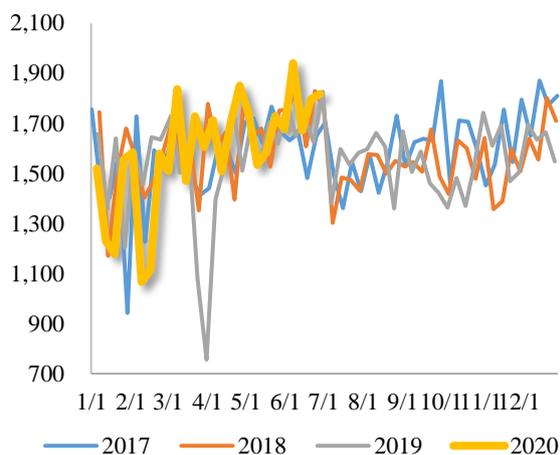


图4: 澳洲发货季节图 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从四大矿山的第一季度的产量及发运量情况来看, 淡水河谷下滑最为明显, 同比下滑接近 20%, 澳大利亚三大矿山均有同比增长, 其中 FMG 是四大矿山中唯一发运量增长超过 10% 的公司, 同比 2019 年一季度增加 10.4%。

表2: 主要矿山一季报数据: 百万吨

公司	2020Q1	2019Q4	环比	2019Q1	同比	全年产量调整
Vale	59.6	78.3	-23.9%	72.9	-18.2%	-27.5
Rio	77.8	72.7	-7%	76.4	4.8%	0
BHP	68	68	0%	63.6	7.0%	*10.5
*FMG	42.3	46.4	-8.8%	38.3	10.4%	3.5
Anglo American	15.87	17.97	-11.7%	14.426	10.0%	-4
MRL	34.4	33.3	3.3%	26.7	28.8%	-1.2
NMDC	9.31	9.12	2.1%	10.69	-12.9%	0

合计		-5.68%	1.43%	-18.7
----	--	--------	-------	-------

数据来源：公司官网，兴证期货研发部

上半年淡水河谷总发运量为 1.34 亿吨，低于半年平均，主要受到一季度发运和产量大幅不及预计的影响。但根据淡水河谷官方的报道，2020 年产量预计维持在一季度报告中的 3.1-3.3 亿吨。根据我们的统计，下半年预计淡水河谷将生产 1.76-1.96 亿吨，季度平均产量为 0.88-0.98 亿吨；二季度产量为 0.75 亿吨，同时布鲁库图 (Brucutu) 将于三季度逐步复产，新冠疫情对当地铁矿生产和发运的影响逐步减轻（主要体现在社交距离的管控）。因此我们预计 Vale 有望在下半年完成全年生产和销售目标，下半年的产量预计环比上半年增加 4200-6200 万吨。

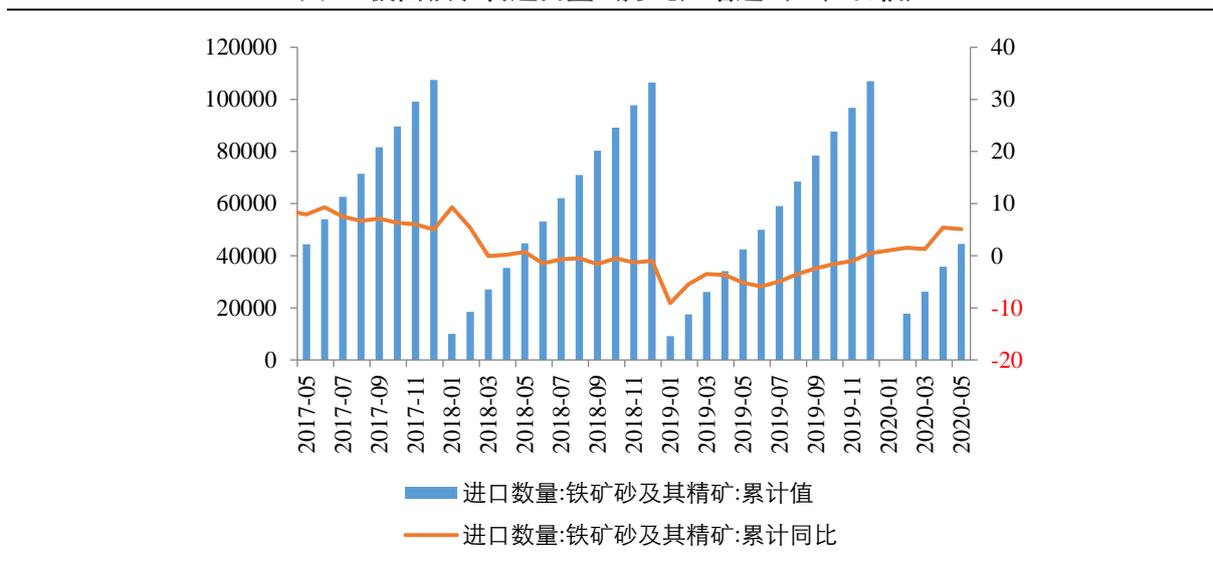
表3：淡水河谷发运量统计：百万吨

时间	产量
2020Q1	59.6
2020H1*	134.2
2020 预计	310-330
2020 下半年预计	176-196

数据来源：公司官网，兴证期货研发部（*上半年数据中，二季度为发运量）

截至 5 月，我国累计进口铁矿砂及其精矿 4.45 亿吨，累计同比上升 5.1%，基本未受到疫情的冲击。由于国内铁矿石生产成本在 70 美金/吨附近，目前 100 美金/吨以上的平均铁矿销售价格仍将继续支持国产铁矿产量增加。

图5：我国铁矿石进口量（万吨）增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

铁矿石供应方面总体来看，由于巴西溃坝和澳洲飓风的影响大部分体现在了上半年的发货和生产上，预计下半年铁矿产量将较上半年出现明显回升。根据对主流矿山的产销数据梳理，我们认为中性情况下，下半年全球铁矿石产量将出现环比增长 3%，国内铁矿石供应将环比增加 4000 万吨。

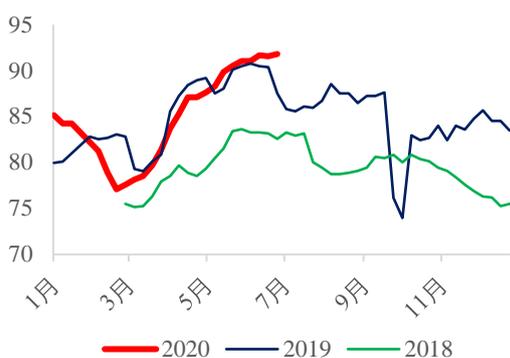
3. 需求增幅相对有限

全国复工复产持续推进，高炉开工率快速回升：截至 6 月 26 日，全国 247 家高炉开工率为 91.80%，环比增加 0.26%，同比增加 4.3%；高炉产能利用率为 93.42%，环比上升 0.76%，同比增加 3.98%。高炉开工率和产能利用率均高于往年同期，显示出国内在疫情得到有效控制后，钢铁行业的生产恢复较快。

同时由于终端需求的向好，虽然铁矿石价格上涨挤压了生产利润，但钢材生产仍有利润空间：截至 6 月 26 日，全国主流长流程钢厂螺纹钢平均利润为 108 元/吨，较春节后 130 元/吨的低利润回落 22 元/吨，较去年同期下降 36 元/吨。盈利回落将限制钢厂进一步的增产热情，铁矿需求或难有进一步上升空间。

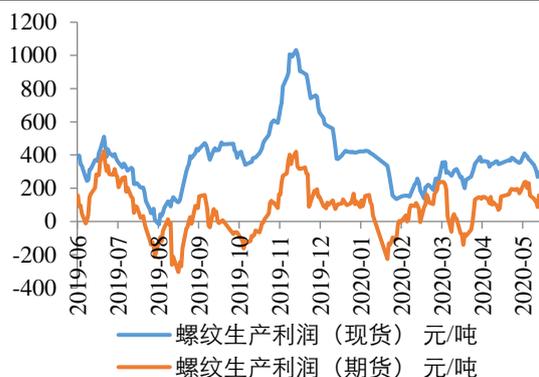
不过，随着近两年来全国钢厂超低排放改造基本完成，环保要求对高炉的限制有限，预计今年高炉开工率将长期维持高位，中期支撑矿石价格。

图6：全国 247 家高炉开工率：%



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图7：螺纹钢长流程利润和盘面利润：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

虽然国内新冠疫情得到有效控制，全国复工复产进程稳步推进，但国际疫情的持续造成全球钢材需求的快速下滑，部分钢企不得不以减停产的方式度过难关。通过对 3 月至今钢厂的减停产信息梳理，目前全球有超过 20 家钢厂宣布减停产，据不完全统计，目前已有近 8000 万吨粗钢产能受到影响。除已公布减停产时间的企业外，我们按两个月计算剩余企业的减停产时间，**预计共减少粗钢产量 1950 万吨**。由于欧美、日韩等国的高炉炼钢占比低于我国，我们根据 2019 年各国转炉炼钢产量占粗钢总产量来估算单吨钢材产量对铁矿石的需求，进而调整得到海外钢厂的减停产对铁矿石需求减少 2700 万吨。由于目前海外疫情仍存在较大的不确定性，减产时间增加的可能性仍然存在。

表4：海外钢厂减停产梳理

国家	钢厂	设备	影响时间	产能	影响产量
日本	新日铁	茨城县鹿岛工厂的 1# 高炉	4 月中旬 停产	750 万吨	700 万吨
		歌山县工厂的 1#高炉	4 月中下 旬停产		
		君津市钢厂一座高炉			
	JFE	仓敷地区 4#高炉	4 月底	350 万吨	150 万吨
		福山地区 4#高炉	6 月底	350 万吨	
韩国	韩国浦项	下调全年产量：从 3670 万吨至 3410 万吨			260 万吨
印度	韩国浦项	3 月 31 日关闭 2 座线材加工中心			
	SAIL	3 月 29 日起削减产量 10%		210 万吨	4 万吨
	Vizag	3 月 29 日暂停一座高炉生产		216 万吨	36 万吨
泰国	韩国浦项	3 月 31 日关闭 2 座线材加工中心			
美国	安赛乐米塔尔	4 月关停克利夫兰的 6#高炉		190 万吨	32 万吨
		3 月关停印第安纳港的 4#高炉		160 万吨	27 万吨
		2019 年至今关停印第安纳港的 3#高炉		140 万吨	23 万吨
	美国钢铁公司	4 月 11 日起关停加里 工厂 4#高炉	48 天	总产量 1700 万吨	约 95 万吨
	美国钢铁公司	5 月 24 日前钢管厂停产裁员			
	美国钢铁公司	5 月底前无限期地闲置俄亥俄州和 德克萨斯州的钢管厂			
	JSW 美国	4 月 16 日起关停热轧机		120 万吨	15 万吨
4 月 16 日起关停电弧炉		45 万吨	5.6 万吨		
巴西	Gerdau	4 月 3 日关停高炉		150 万吨	25 万吨
	Usiminas	4 月 3 日关停高炉		94 万吨	16 万吨
	美国钢铁公司	停止 Tubarão 钢厂的 3 号高炉		280 万吨	47 万吨
英国	Liberty Steel	4 月 14 日暂停罗瑟勒姆工厂 (Rotherham works) 的钢水生产		1800 万吨	225 万吨
欧洲地区	Liberty Steel	4 月 1 日暂停轧钢厂			
意大利	NLMK	3 月 25 日暂停意大利 钢厂	两周	45 万吨	7.5 万吨
	韩国浦项	关闭意大利的线材加工中心			
加拿大	安赛乐米塔尔 Dofasco	关闭 Dofasco 的 3#高炉		408 万吨	68 万吨
希腊	Viohalco	4 月 2 日至 5 月 3 日暂	30 天	215 万吨	18 万吨

		停运营			
土耳其	Kardemir	4月1日部分减产		250万吨	30万吨
	兹密尔路德米尔 路塞利克	4月1日停止轧钢厂生产		83万吨	14万吨
	Ege Celik	4月1日暂停生产	15天	200万吨	8万吨
	Koc Metalurji	4月7日暂停产量	1个月	120万吨	10万吨
德国	Thyssenkrupp	削减钢铁产量	无法评估 今年生产 预估	1128万吨	*120万吨
合计				7900万吨	1942万吨
影响铁矿需求				2700万吨	

数据来源：公司官网，Mysteel，兴证期货研发部

*德国 Thyssenkrupp 减产总量按减产停产 2 个月，减少钢厂复核 50%

通过上文梳理，受到新冠疫情的影响，全球铁矿供应的边际减量大于需求减量约 511 万吨。

表5：新冠疫情对铁矿供需影响：万吨

	疫情影响	2020 年同比变化
供应	3211	4549
需求	2700	-700
供需缺口	-511	5249

数据来源：公司官网，Mysteel，兴证期货研发部

4. 库存低位短期支撑矿价

截至 6 月 26 日，Mysteel 统计的全国 45 港口铁矿石库存为 10781.1 万吨，环比上升 163.94 万吨，同比减少 783.93 万吨。虽然海外铁矿石发货逐步回升，但港口疏港维持高位，需求旺盛，港口库存仍维持较低水平。

图8: 全国 45 港口日均疏港量 (万吨)

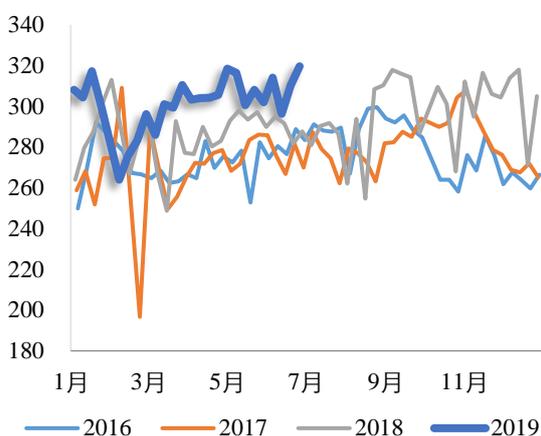
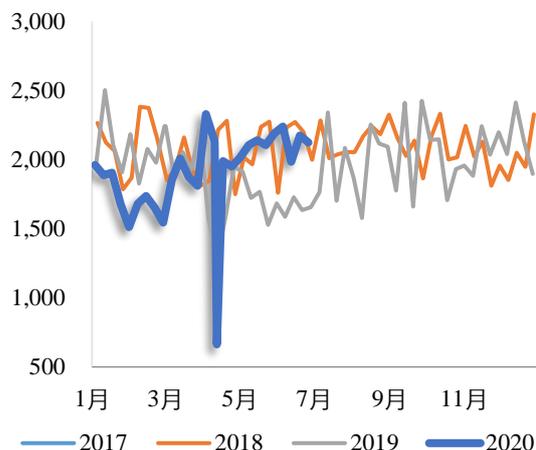
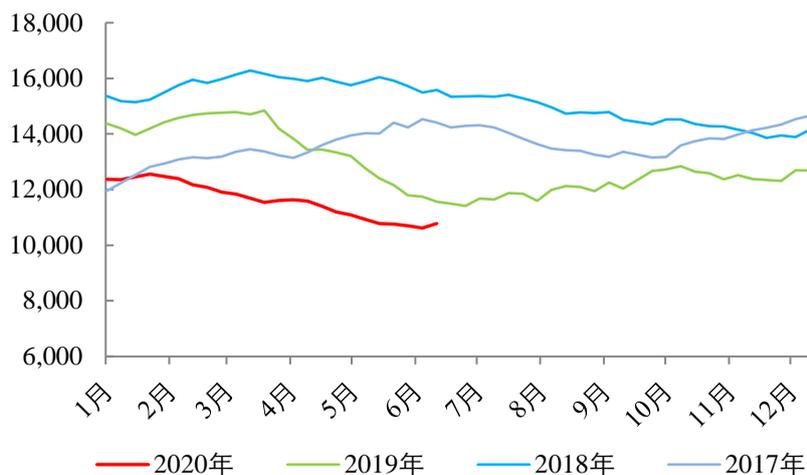


图9: 全国 26 港港口周度到港量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图10: 全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 30 日,全国样本钢厂进口烧结粉矿库存为 1772.11 万吨,环比一季度末上升 159.34 万吨,较去年同期上升 245.41 万吨。钢厂逐步接受目前的高企矿价,主动补库,后期现货出现偏紧对钢厂的影响有限,进一步提涨动力不足。

图11: 钢厂烧结粉矿库存 (万吨)

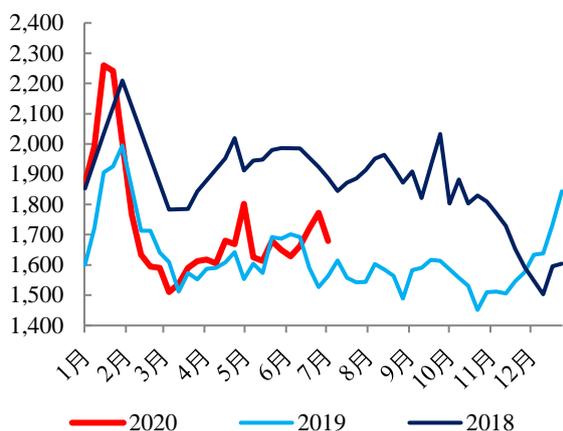
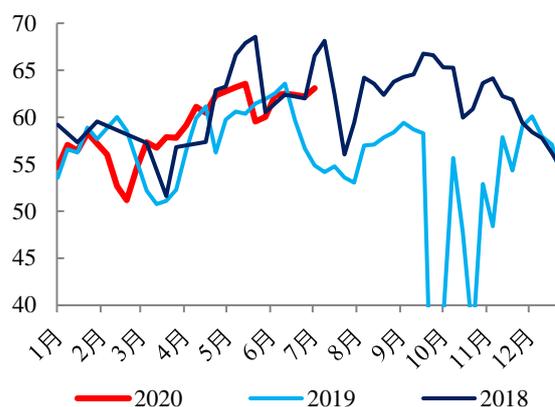


图12: 钢厂烧结日耗 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据年初的统计, 2020 年国内将有较多产能置换落地。根据统计, 预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨, 炼钢产量为 380 万吨。另外结合当前的新上设备的产能利用率增长速度, 预计 2020 年炼铁产量环比增加 900 万吨, 同比增加 1%。

表6: 2020 年产能置换调整表 (万吨)

产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出 (公示)	8648.28	8361.23
新增 (公示)	7318.8	6837.05
净变化 (公示)	-1329.48	-1524.18
退出 (调整)	7351.04	7107.05
新增 (调整)	8782.56	8204.46
净变化 (调整)	1431.52	1097.41

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 关注结构性变量

由于铁矿石价格的快速提涨, 部分块矿和球团溢价出现明显下滑。截至 6 月 30 日, 块矿溢价 0.12 美元/吨, 环比一季度下滑 0.15 美元/吨; 球团溢价 9 美元/吨, 环比一季度下滑 17.55 美元/吨。由于上半年钢厂利润相对丰厚, 整体高炉用铁粉比例较高, 导致块矿和球团的使用量下滑; 溢价出现明显收窄。但随着 6 月下旬开始的终端需求回落, 钢厂对块矿和球团的需求增加, 铁矿粉矿的需求或出现边际递减, 减少对铁矿粉矿的需求; 同时进入 6 月后, 前期相对偏紧的巴西粉矿和高品矿库存出现回升, 在北方六港库存的占比从 27.68% 逐步回升至 32.11% 的往年平均水平。需求结构的变化将进一步减轻铁矿的库存压力。

图13：铁矿各品种现货价差（美元/干吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图14：北方六港高低品矿占比（%）



数据来源：点钢网，兴证期货研发部

随着国际铁矿石发运的回升，海运费也有明显的反弹。截至6月30日，BDI干散货指数为1799，环比一季度上升1183，显示了铁矿石贸易量的大幅回升；伴随着BDI指数的回升，巴西、澳大利亚至我国的海运费也有明显上升。虽然海运费的上升将在一定程度上增加到港成本，但由于目前铁矿石的利润丰厚，海运费的上升将更多体现在供应端的宽松，限制成本上涨对价格的支撑效应。

图15: 海运费(点)(美元/吨, 右轴)

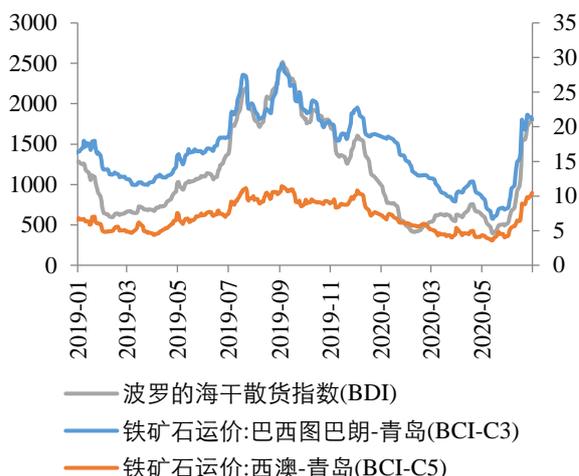
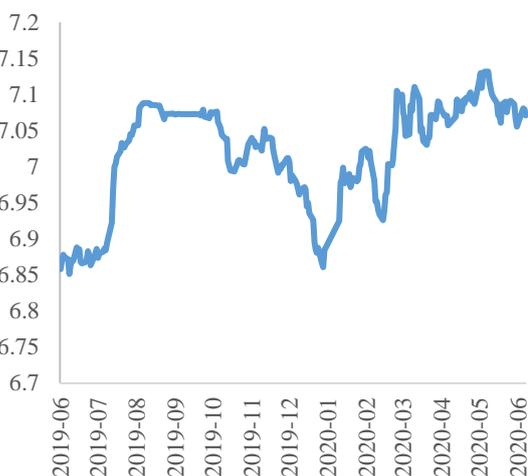


图16: 中间价: 美元兑人民币



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 下半年走势展望

供应端方面: 根据我们对主要矿山的梳理, 2020 下半年全球产量将环比上半年增加 3.0%。同时由于铁矿石价格高企, 国内铁矿石供应或延续增长。整体而言, 下半年国内铁矿石供应预计环比上半年增加约 4000 万吨, 增幅 3.1%。

相较于供应端的宽松格局, 国内铁矿石需求增量有限。虽然新增产能投放集中在 2020 年四季度, 但在今年工信部严格核实新增产能的背景下, 进一步扩产的空间有限。同时目前的高炉开工率维持高位, 下半年存在因终端需求回落挤压铁矿需求的风险。因此我们预估下半年铁矿石需求环比持平。

从供应和需求角度分析, 我们预计铁矿石将在 2020 下半年重新回归供过于求的局面, 随着下半年供应的逐步恢复和钢厂利润的下滑, 铁矿供需局面或出现翻转。但考虑到当前港口库存低位, 库存偏紧仍将对铁矿石有一定底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 下半年的价格走势以震荡回落为主。季节性方面, 四季度的需求端将有较多新增钢铁产能释放, 因此下半年低点会出现在三季度, 四季度或有一定程度的反弹。

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。