

不确定性笼罩，路径比结果更重要

走势评级：铁矿石：震荡
报告日期：2020年7月1日

★疫情难阻铁矿需求，下半年需求仍然乐观：

在国内外疫情引发的悲观预期后，中国几乎以一己之力撑起了全球铁矿石的需求。需求端的超预期是推动上半年行情的核心动力，我们认为上半年铁矿石需求同比增量在3%-3.5%之间。而我们仍看好下半年铁矿石需求，目前没有任何证据表明高炉上限已到，今年政策扰动少，市场化的背景下钢厂减产是一件困难的事，而且海外重启经济的决心有目共睹，上半年中国钢材需求报复性增长的故事将在海外重演，海外铁矿需求会得到支撑，澳洲巴西对华高发货比例难以持续。

★我们阐释了下半年的确定性和不确定性：

二十页的报告要点主要是阐释了下半年的确定性和不确定性。其中确定性在于：1) 目前的高炉开工率将是下半年中枢水平，中国的铁矿石需求仍将保持高位，钢厂高炉对亏损会有一定容忍度。2) 澳洲和非主流矿供应保持稳定，疫情不影响正常的铁矿石生产。3) 海外经济将在下半年重启，钢材产量至少回到疫情前同期（不包含印度）。

而不确定性在于：1) Vale 年度产销目标不确定，在2.98-3.16亿吨的范围内变动。2) 印度疫情目前同样控制不力，如果不改善，印度对华铁矿石出口数量仍将很高，否则将回落至月度300万吨附近的水平。3) 政策或者亏损因素会导致国内高炉开工出现短期变动，暂时无法判断需求的具体节奏变化。

★投资建议：路径比结果更重要

我们认为三季度供应回升明显，普氏指数三季度会回落至85-95美金区间，但四季度很难低于90美金。不确定的疫情对供需两端的影响具备了很强的时间属性，下半年的过程远比结果更为重要，更多地是跟随不确定性起舞，在有信息优势的前提下领先市场一步布局，而非盲目地对这些不确定性去下判断。

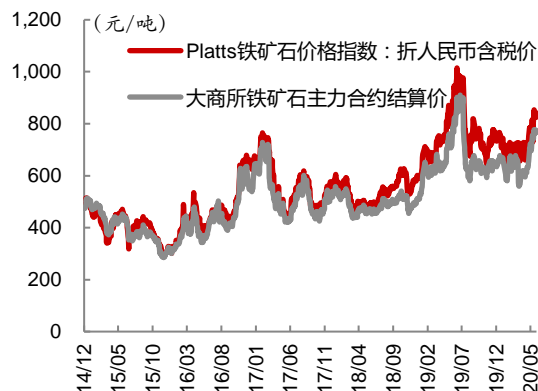
★风险提示：

Vale 供应、印度疫情发展和海外需求恢复都具备不确定性。



朱豪 高级分析师(黑色产业)
从业资格号：F3034537
投资咨询号：Z0014526
Tel: 8621-63325888-1595
Email: hao.zhu@orientfutures.com

主力合约行情走势图（铁矿石）



目录

1、疫情难阻铁矿需求，疯牛行情卷土重来	4
1.1、相似的行情，驱动各有侧重	4
1.2、相同的时点，不一样的心态	6
2、绕不开的巴西供应，聚焦 Vale 的 3.1 亿吨目标如何达成.....	6
2.1、巴西疫情得到控制前，供应恢复是一种奢求.....	6
2.2、要达成 3.1 亿吨目标，Vale 需要同时满足三个条件.....	7
2.3、Vale 对中国今年供应增加的承诺，缺乏意义.....	9
3、下半年澳洲无忧，非主流将往何处超预期？	10
3.1、澳洲供应稳定，新投产有所延后.....	10
3.2、非主流长期必然增长但短期未必，下半年即使增长也较为有限	11
4、市场化出清之路漫长，仍看好下半年铁矿石需求.....	13
4.1、环保渐行渐远，高炉上限无人知.....	13
4.2、狼也许真的来了，可是钢厂会怕吗？	15
4.3、中国故事同样将在欧美上演，对华高发货不可持续	16
5、投资建议：区分确定性和不确定性，路径比结果更重要.....	17
6、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 从 5 月开始铁矿石价格大幅上涨	4
图表 2: 港口库存今年几乎从未累库, 屡创新低	4
图表 3: 高炉产能利用率已突破历史记录	5
图表 4: 矿石疏港量今年持续大幅高于往年同期	5
图表 5: 中钢协旬度粗钢产量同比增长幅度偏低	5
图表 6: 1-5 月铁矿石进口同比增长约 5%	5
图表 7: 多口径测算上半年铁矿石需求增长幅度	6
图表 8: 巴西新增感染人数屡创新高, 情况不容乐观	7
图表 9: 我们预测二季度 Vale 销量约为 7700 万	8
图表 10: Vale 二至四季度产量预测	9
图表 11: 巴西 1-5 月对华出口铁矿石同比增长 500 万吨	10
图表 12: 巴西 1-5 月对华出口比例明显高于去年	10
图表 13: 澳洲投产项目	10
图表 14: 二季度澳洲进口会维持在较高位置	11
图表 15: 上半年澳洲发运总量正常, 遵从季节性规律	11
图表 16: 南非新增人数屡创新高	12
图表 17: 南非发运在 3 月底开始下降, 目前部分恢复	12
图表 18: 非主流增量主要来源印度和其它小国家	13
图表 19: 中国进口量与发货量变动较为一致	13
图表 20: 印度粗钢产量断崖下滑导致铁矿大量出口	13
图表 21: 供给侧改革后粗钢产量螺旋增长, 上限无人知	14
图表 22: 钢材利润从 16 年以来走过一轮周期	15
图表 23: 供给侧改革以来重点钢厂利润	15
图表 24: 南钢股份部分财务指标变动情况	16
图表 25: 三钢闽光部分财务指标变动情况	16
图表 26: 海外粗钢产量大幅下滑, 但已有回升迹象	17
图表 27: 黑德兰港对华出口比例在 5 月创历史记录	17
图表 28: 下半年铁矿石供需平衡表	18

1、疫情难阻铁矿需求，疯牛行情卷土重来

1.1、相似的行情，驱动各有侧重

2020 上半年，新冠疫情成为了市场的核心变量，且完全不包含在年初时的市场预期中，因此年初时大多数人对商品价格的逻辑推演以及平衡表在疫情出现后都迅速推倒重来。从上半年的情况来看，大部分大宗商品价格都在疫情初期经历了持续的大幅下跌，在中国走上复工之路后价格又迅速从低位回升。但对于黑色和铁矿石价格来说，价格路径与其它商品又存在着明显的区别。

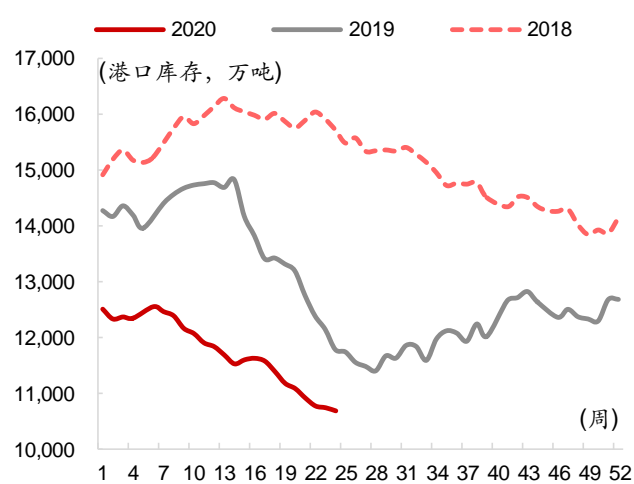
区别主要在于黑色系各商品的价格韧性远强于其它行业，其中尤以铁矿石为甚。上半年铁矿石价格几乎未经历过像样的下跌，短暂的两波下跌只出现在国内和国外由疫情导致的封锁初期，且后续价格迅速回升。特别是从 5 月初开始，国外钢厂由于疫情纷纷停产，原本预期中国的铁元素将迎来过剩，但事实却是铁矿石港口库存屡创新低，推动普氏指数在近一年后重回 100 美金，连续两年铁矿石的上涨行情都令市场瞩目。

图表 1：从 5 月开始铁矿石价格大幅上涨



资料来源：Wind

图表 2：港口库存今年几乎从未累库，屡创新低

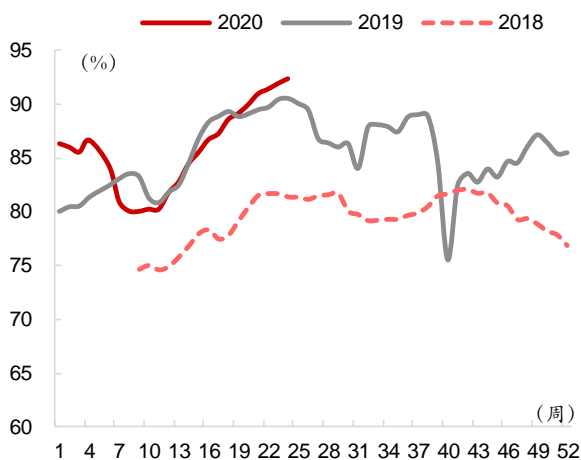


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

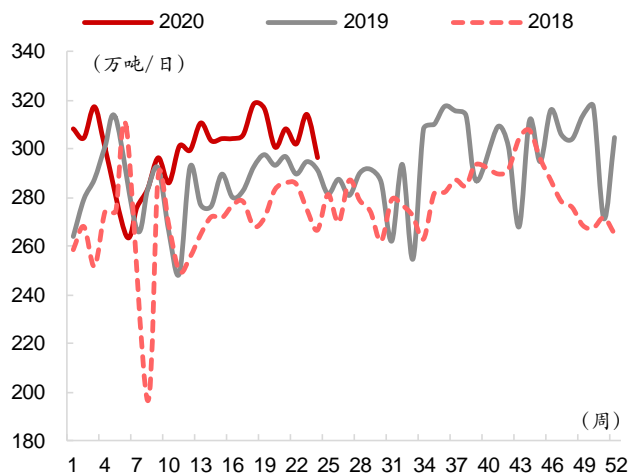
虽然上涨行情相似，但我们认为去年和今年的上涨驱动侧重点仍然有区别。去年大幅上涨是建立在巴西矿难和澳洲超强飓风影响的基础上，供给收缩较为严重。而今年上半年尽管巴西产量仍然遭遇了一些问题，但需求端的超预期才是推动行情的核心动力，在国内外疫情引发的悲观预期后，我们发现中国几乎以一己之力撑起了全球铁矿石的需求，铁元素过剩完全没有出现。

相对于供应端的直接体现，需求端的超预期并不容易被观测，因此市场上也出现了较多的质疑声音，但多项数据包括最直观的港口库存都验证了高需求。节后疫情较为严重时，高炉曾以检修为主要手段进行停产，但疫情迅速缓解，在复工复产的背景下高炉产能利用率一路上行，目前已突破历史高点，正在测试供给侧改革以来的开工上限。而港口疏港量在复工后更是持续大幅高于往年同期，今年 1-24 周日均疏港量达到 301 万吨，同比

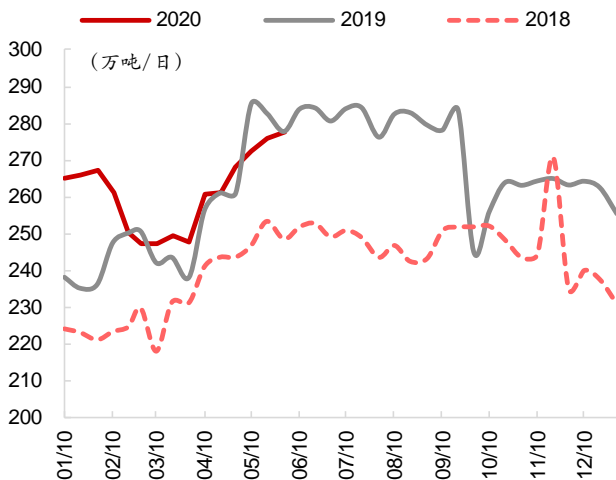
增长幅度达到 5.5%，我们认为这是由于高炉工艺技术的进步导致可以使用更多铁矿石。今年 1-5 月铁矿石进口量达到 4.5 亿吨，同比约增长 2500 万吨，港口库存去化 1800 万，去年同期港口库存去化 2000 万，可以推出今年外矿需求同比增加 2300 万，与疏港量的增长相吻合。但如果按照粗钢产量计算，今年前五个月同比增速仅为 2.9%，粗钢产量中由外矿所贡献的比例加大，废钢替代效应减弱。总的来说，尽管有疫情影响，但铁矿石需求在去年高位基础上进一步增长，这是很多人没有想到的。

图表 3：高炉产能利用率已突破历史记录


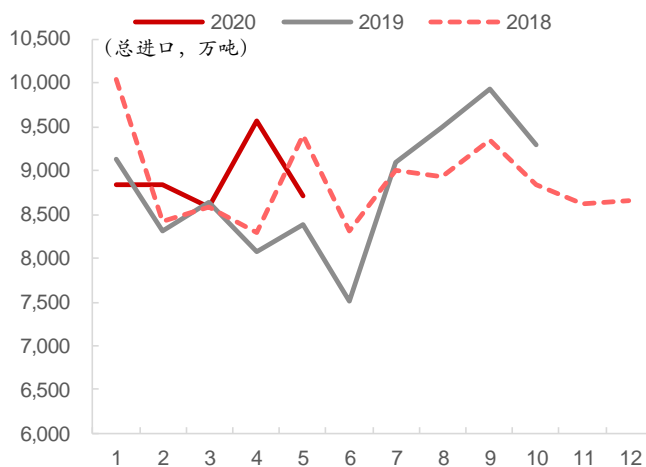
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 4：矿石疏港量今年持续大幅高于往年同期


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 5：中钢协旬度粗钢产量同比增长幅度偏低


资料来源：中钢协，东证衍生品研究院

图表 6：1-5 月铁矿石进口同比增长约 5%


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 7：多口径测算上半年铁矿石需求增长幅度

	疏港量均值 (万吨/日)	粗钢产量 (万吨/日)	进口量 (万吨)	
今年 1-5 月	300.8	261.1	今年 1-5 月	45020.9
去年 1-5 月	285.2	253.7	去年 1-5 月	42531.4
同比增长	5.5%	2.9%	今年港存去化	-1729
			去年港存去化	-1890
			今年消耗量	46749.9
			去年消耗量	44421.4
			同比增长	5.2%

资料来源：海关总署，中钢协，Mysteel，东证衍生品研究院

1.2、相同的时点，不一样的心态

这两个月铁矿石暴力上涨的情形相信让不少人都梦回 2019，我们也不例外。去年此时，我们在半年报中非常明确地看空铁矿石，当时供应已有非常明显的回升迹象，市场却被乐观情绪冲昏了头。然而报告年年写，时机却不一定配合，并非每次在撰写长期报告时市场都会出现离谱的错误定价机会，例如今年我们在撰写这份半年报时，就感受到了非常强烈的纠结。

纠结点仍在于铁矿石市场面临的巨大不确定性。和今年年初时一样，当时市场却过度迷信 Vale 的产量指引，认为今年供应会有明显恢复，事实证明上半年 Vale 几度下调产量目标，供应宽松预期迅速扭转为紧缺。作为一篇判断时间长度为半年的报告，我们深感目前的信息不足以给出一个非常确定的结论，施加过多自己臆测的前提条件所“推导”出的结论既无意义，也容易陷入刻舟求剑的误区。

在疫情影响都尚无定论，Vale 年度目标扑朔迷离之时，我们延续 2020 年报中迎接不确定性之年的观点，站在半年度的时点并不奢求能够化不确定性为确定性，而是探讨一些对下半年行情重中之重的问题，建议对其后续发展重点关注。我们也一直在思考，在铁矿石如此高的波动率之下，一个简单的看涨或者看跌观点真就能说服客户一直持有吗？周期的本质在于价格和时间是简谐运动而非线性变化，对于一篇周期品的半年报而言，如果不能给出高度确信的价格判断，那么诱发行情阶段性拐点的核心因素才更应被关注。在不确定性尘埃落定后，只要能领先其它交易者一步，那么交易的胜率也会显著提高。

2、绕不开的巴西供应，聚焦 Vale 的 3.1 亿吨目标如何达成

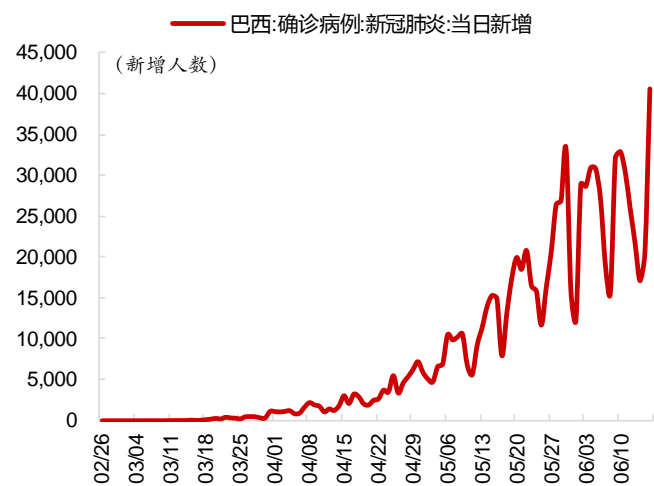
2.1、巴西疫情得到控制前，供应恢复是一种奢求

二季度巴西的疫情极大程度地影响了对于铁矿石的供应预期。在库存不断下滑的背景下，此前就已失控的巴西疫情突然开始引发供应担忧并主导市场情绪，适逢巴西发货阶

段性降低也配合预期，而且在 6 月巴西疫情也终于见到确切的影响，Vale 公告 Itabira 产区因发生疫情而停产，影响月度产量 270 万，目前复工时间也未可知。

巴西疫情仍然处于持续的扩散之中，新增感染人数屡创新高。我们认为巴西疫情在得到有效控制前，供应恢复是一种奢求，反而需要担心再次出现矿区停产的黑天鹅事件。巴西的供应恢复需要依靠 Vale 去年因溃坝停产的几个矿区的复产，但 Vale 在 Q1 财报也明确说明，部分矿由于疫情原因无法正常复产，例如 Brucutu 产区原本计划将产能利用率提高至 80%，但至少在上半年仍只能以 40% 产能利用率运行。从这一点看，只要巴西疫情仍然如此，大规模的复产基本很难见到。而且在 Itabira 出现疫情后，巴西相关部门已对 Vale 各产区加大了检查力度，以巴西目前的疫情扩散速度，再次出现矿区疫情的可能性正在加大。此外，Itabira 事件最让空头感到担忧的在于，巴西已经提供了一个处理此类事件的先例，即出现疫情就停产。结合这两点，巴西再出现矿区停产也许都不能视为黑天鹅而是一个可以提前作出防范的风险点。

图表 8：巴西新增感染人数屡创新高，情况不容乐观



资料来源：Wind

2.2、要达成 3.1 亿吨目标，Vale 需要同时满足三个条件

Vale 在年初时给出的 2020 年产量指引为 3.4-3.55 亿吨，同比增长幅度在 3000-4500 万吨，按照这个预测去拍全年的供需平衡表，很多人都得出了供应过剩的结论。但我们在这一目标刚出现时，就开始提示要对这一产量预测保持高度谨慎，事实也证明了 Vale 不断下调目标，目前的产量预测仅为 3.1-3.3 亿吨，甚至近期市场都在猜测甚至篡改下调至 2.9 亿吨，虽然马上 Vale 就进行了辟谣，但相信和不信者皆而有之。我们对 Vale 的产量进行了详细的研究，认为如果要达到目前 3.1 亿吨的产量下限，需要同时满足三个条件：

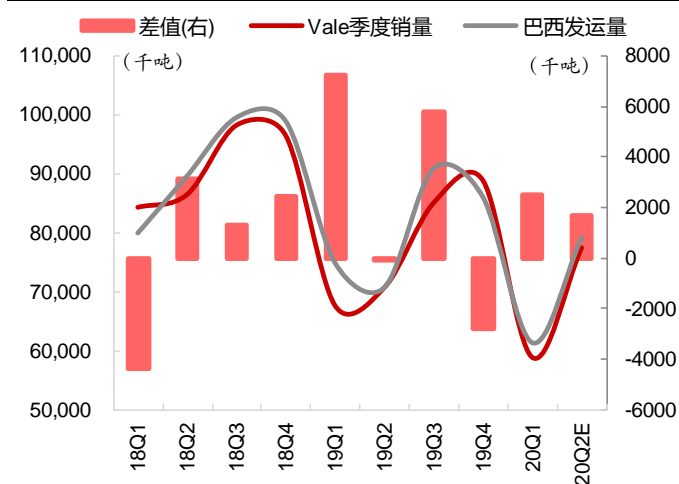
1. Itabira 在 7 月即能恢复并达到满产，仅损失 1 个月 270 万吨，全部计入二季度产量。
2. 不再出现任何疫情因素影响现有产量。
3. 如 Vale 所愿，Brucutu 在下半年能够到达 80% 产能利用率，Timbopeba 和 Fabrica 的湿法加工也可以如期复产。

这三个条件中，6月18日 Vale 已经宣布 Itabira 复产，影响产量修正为 100 万吨，如果后续复产顺利，那么第一项条件算是已超额完成。至于第二项条件，我们上文也提到了巴西疫情仍未有被控制的迹象，其它矿区出现疫情几率在增加，而出现疫情后的停产也是基本可以确定的措施，满足的可能性一般。而第三个条件更为苛刻，根据上半年的表现，停产矿的复产必须等待巴西疫情被控制后才有可能实行。总的来说，从 Vale 的角度来看，现在不下调目标当然没问题，理论上还有实现的可能，但后续实际如何则是另一回事。

在这三个条件均被满足的情况下，Q1-Q4 的产量我们给出的是 5900、7700、8800、9200 万的预期，最高可以达到 3.16 亿吨的目标。一季度产量已是板上钉钉，二季度我们给出的 7700 万产量主要是根据海运数据测算。我们发现 Vale 财报中的季度销量和巴西发运的季度数据高度吻合，差值取近两年的季度均值。6/18 及以后采用日均发运 70 万吨来模拟，测算出二季度 Vale 的销量约为 7700 万，产量暂定与销量持平。

下半年的产量预测逻辑主要基于去年同期水平，再考虑上下半年复产的量。Brucutu 提高产能利用率，可以增加 300 (3000/4*40%) 万吨/季度的产量，以及 Timbopeba 和 Fabrica 湿法加工复产增加 300 万吨/季度，乐观情况下下半年季均产量会达到 9000 万。去年 Vale 三季度产量更高，但考虑到目前的疫情，复产应保持循序渐进的态势，四季度产量预计将高于三季度，故给出了 8800 万吨和 9200 万吨的产量预测，这是最为乐观的估计。而在悲观的预期下，即不能如期复产的前提下，三、四季度的产量环比二季度增长有限，全年产量只能达到 2.98 亿吨附近。

图表 9：我们预测二季度 Vale 销量约为 7700 万



资料来源：公司财报，亿海蓝，东证衍生品研究院

图表 10: Vale 二至四季度产量预测

(千吨)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	全年乐观预期	悲观预期总量
Northern System	55401	50729	39900	49000	53000	53000	194900	194900
Northern and Eastern ranges	35047	31438	21480					
S11D	20354	19291	18420					
Southeastern System	20695	17019	11789	15000	22900	25900	75589	57589
Itabira	9836	8067	6007					
Minas Centrais	8849	6600	3649					
Mariana	2010	2352	2133					
Southern System	9806	9980	7356	12000	11500	12500	43356	43356
Vargem Grande	2697	4983	3708					
Paraopeba	7109	4997	3648					
Minas Itabirito								
Midwestern System	802	616	559	600	600	600	2359	2359
Corumba	802	616	559					
<u>Iron ore 总计</u>	86704	78344	59604	76600	88000	92000	316204	298204

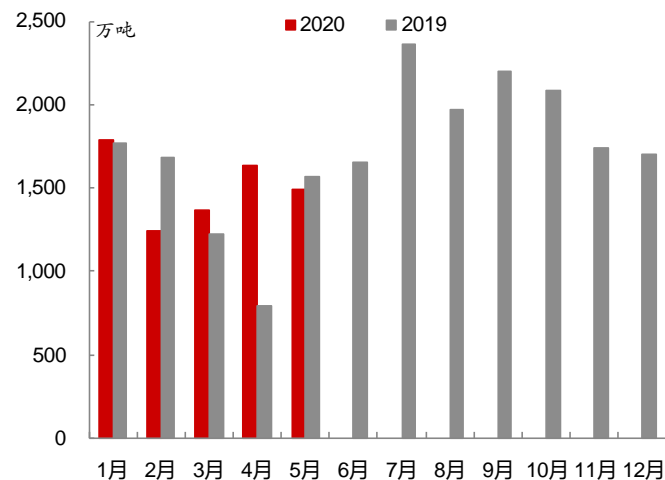
资料来源：公司财报，东证衍生品研究院

2.3、Vale 对中国今年供应增加的承诺，缺乏意义

6月1日，钢协与淡水河谷举行电话会议，就目前淡水河谷的生产运营情况、应对疫情采取的相关措施等问题进行了沟通。淡水河谷在会谈中表示，目前，集团采取了各项保障措施应对疫情，生产经营正常进行，未受疫情影响，今年生产计划目标不变。另外，因受新冠肺炎疫情影响，除中国以外的其他国家需求下降，预计2020年发运到中国的铁矿石数量较2019年有所增加。

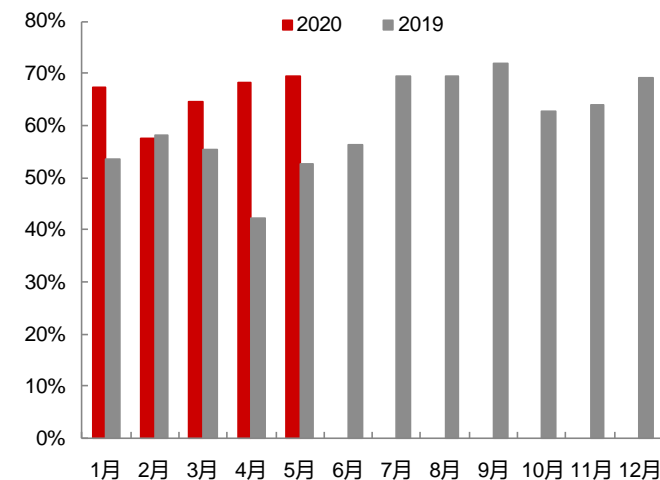
我们姑且把淡水河谷的预计发运到中国数量增加看作是一种承诺，但这样的承诺更多是一种噱头而缺乏意义，原因在于去年巴西曾“趁火打劫”，在供应最紧张之时大幅下调了对中国的发运比例，去年基数过低，今年同比增长并无悬念。1-5月，巴西对中国共出口7536万吨铁矿石，同比增长幅度接近500万吨。按照我们上文测算的Vale产量，即使在比较悲观的情况下，下半年产量也仅小幅低于去年同期，且短期之内国外钢厂复产仍较为缓慢，对中国的高发运比例将继续。总体而言，除非下半年巴西出现严重的供应事件，否则今年淡水河谷对中国发运数量的增加就是板上钉钉，关注点应集中在增长幅度上，而非增加之上。可能会有人困惑于为何包括巴西在内的多数国家供应都同比增长，价格却仍然高居不下：这个逻辑其实并不复杂，是两个基本概念的问题，一方面，我们在最开始就已提到，铁矿的需求增长抵消了很大一部分供应增量，只看供应毫无意义；另一方面，去年同期库存幅度下降达到了2500万吨，今年下降幅度仅为1700万吨，下降幅度也有收窄。但是库存最重要的是一阶拐点，即上升还是下降，如果库存仍在下降只是幅度收窄，并不能阻碍价格的上涨。

图表 11: 巴西 1-5 月对华出口铁矿石同比增长 500 万吨



资料来源: 巴西对外经贸处, 东证衍生品研究院

图表 12: 巴西 1-5 月对华出口比例明显高于去年



资料来源: 巴西对外经贸处, 东证衍生品研究院

3、下半年澳洲无忧，非主流将往何处超预期？

3.1、澳洲供应稳定，新投产有所延后

澳洲铁矿石产业成熟，除了每年上半年的飓风等天气因素外，多年的历史经验都验证了供需保持稳定，今年预计也不例外。相比于去年飓风导致了力拓和必和必拓都大幅下调产量目标，今年上半年也只有 Damien 飓风造成了短期影响，力拓将其 2020 年皮尔巴拉地区的铁矿石产量预期小幅下调至 3.24 亿吨~3.34 亿吨外，必和必拓未改变目标，FMG 还上调了 2020 财年的目标。但由于澳洲财年到 6 月底，财年目标难以指导下半年的产量，需要等待矿企年报出炉后公布 2021 年的目标才能有所判断。

FMG 和 BHP 新项目原定于 2020 年投产，但根据现有的信息，FMG 直至年底才能生产出第一批货物，对下半年产量影响不大。而 BHP 的 South Flank 项目更是命途多舛，近期传出了在矿山开发中炸毁原住民遗址，导致项目受阻的新闻，今年肯定已无法投产。

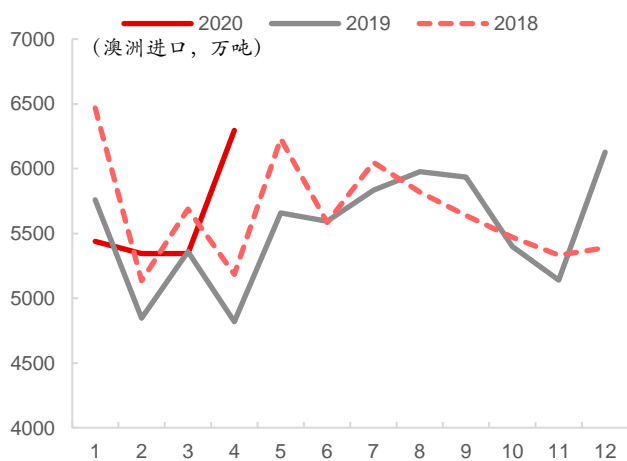
图表 13: 澳洲投产项目

矿山	扩产项目	预计达产时间	产量影响
BHP	South Flank	2021 年	2018 年后期开始动工，后期弥补杨迪矿区枯竭带来的减量。原定于 2020 年投产，但涉及炸毁原住民遗址，预计延后至 2021 年投产。
FMG	Eliwana	2020 年 12 月	预计年产量 1500 万吨，将于 2020 年 12 月生产出第一批货物
力拓	Koodaideri	2021 年下半年	4300 万吨

资料来源: 东证衍生品研究院

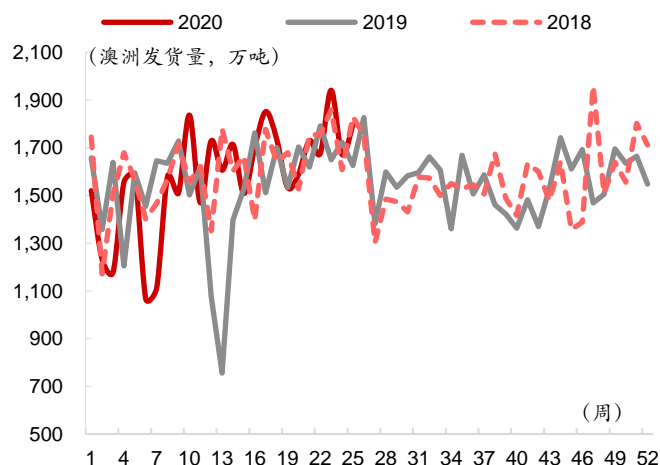
从澳洲进口和发运的数据看，今年一季度发运相对正常，随后由于海外需求的乏力，澳洲对华出口比例有所增加，导致4月份中国进口激增。从近期的发运数据来看，二季度中国对澳洲进口铁矿石数量会在一个比较高的位置，特别是财年临近后发运数据非常惊人。但刨除比例的提升，整体发货量还是遵从了季节性规律，下半年重点并非是澳洲的总量，而是看海外需求能否回归，调整对华比例。

图表 14：二季度澳洲进口会维持在较高位置



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 15：上半年澳洲发运总量正常，遵从季节性规律



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

3.2、非主流长期必然增长但短期未必，下半年即使增长也较为有限

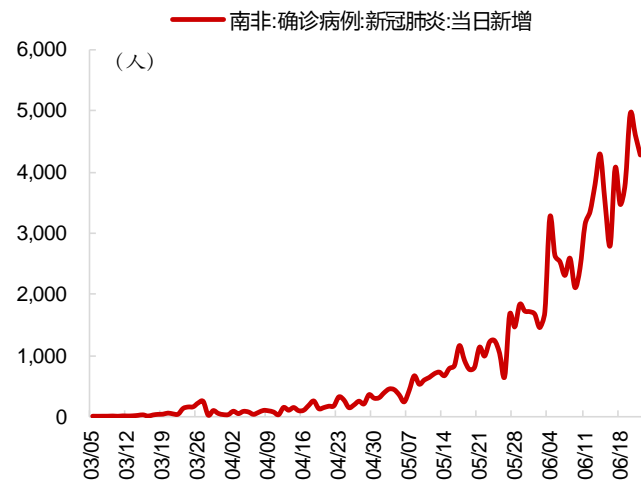
我们之前屡次在报告中提过，研究铁矿石的价格——供应关系，成本曲线并无太多用处，特别是在价格远高于成本的当下。铁矿石投资大，投产慢，供应对价格非常不敏感，在供给侧改革给予钢厂大量利润后，铁矿石定价的锚本质上是在于要分享多少钢厂利润的问题，而不是价格涨到何处时供应能大量释放。澳洲、巴西自不必说，短期供应非常固定，价格对其影响微乎其微，非主流国家的供应已经属于对价格相对敏感的部分。

在 100 美金附近，这个明显高于边际成本的位置，如果给出足够多的时间，我们相信铁矿石非主流供应会有大幅增长直至价格相对应的成本曲线位置。然而这只是理想情况，针对非主流矿，我们认为下半年研究的重点是在于能否提供少量补充，阻止港口库存的继续下降，进而压缩铁矿石的估值水平，还钢厂一些利润。而并非是研究在多少价格能释放出多少供给，这种研究无从下手且并没有意义。

我们对下半年非主流矿弥补缺口的可能性并不乐观。

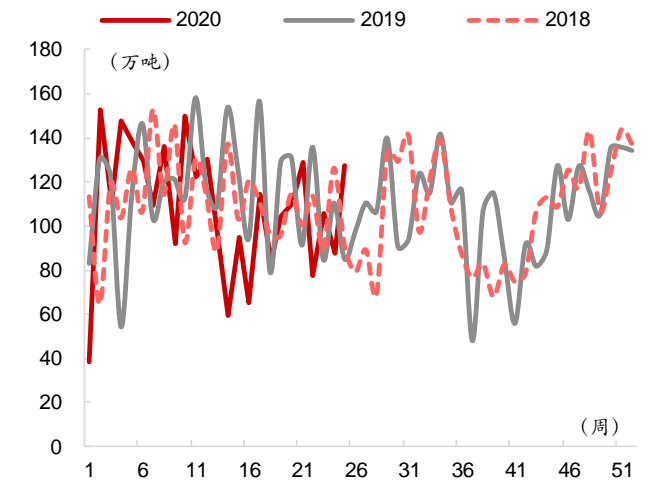
一方面，非主流生产国例如南非、秘鲁等都位于南半球，这些国家进入冬季后的疫情不容乐观，容易再次出现疫情影响生产的事件，例如 3 月底南非就曾发生过疫情导致封国封港的事件，目前发运仍未恢复疫情前的水平，不排除下半年继续发生此类事件，再次影响非主流矿的供应。

图表 16: 南非新增人数屡创新高



资料来源: Wind

图表 17: 南非发运在 3 月底开始下降, 目前部分恢复

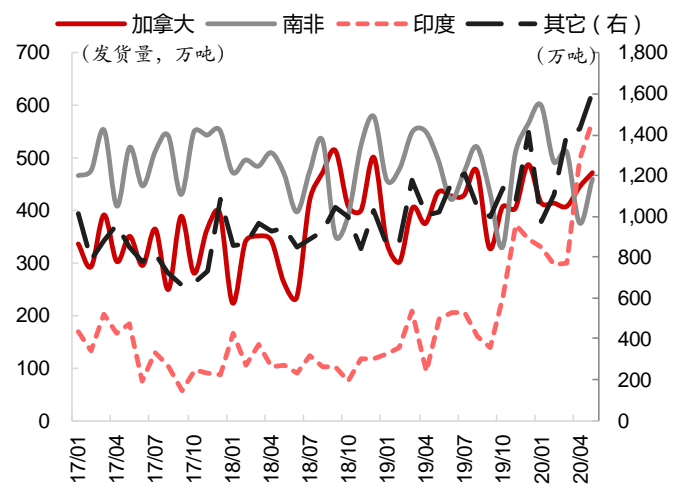


资料来源: 亿海蓝, 东证衍生品研究院

另一方面, 我们惊讶的发现, 上半年非主流矿的发运增量非常可观, 似乎与全球疫情下经济活动停滞的逻辑不符。但拆分细项数据后, 我们发现增量主要是由印度发运大幅增加所引起, 而印度疫情同样严重, 也未听闻印度大量投产新矿山, 因此我们认为印度增量来源在于疫情之下其国内钢厂纷纷停产导致铁矿石过剩, 只能走向出口。非主流的供应增加本质上并非供应问题, 而是需求下滑。印度总量应没有太多变动, 只是内需和出口之间出现了短暂的不平衡。出于此逻辑, 对非主流供应我们认为无需过度担心, 只要不是由新增产能引起, 就难以成为确定性的趋势, 印度的问题实质上是与澳巴对华出口比例的增加一脉相承, 能否持续的关键仍在于全球疫情。不能观测到非主流发运的增加, 就断言供应将得到长期修复, 这样的线性外推也许会成为下半年重要的预期差。

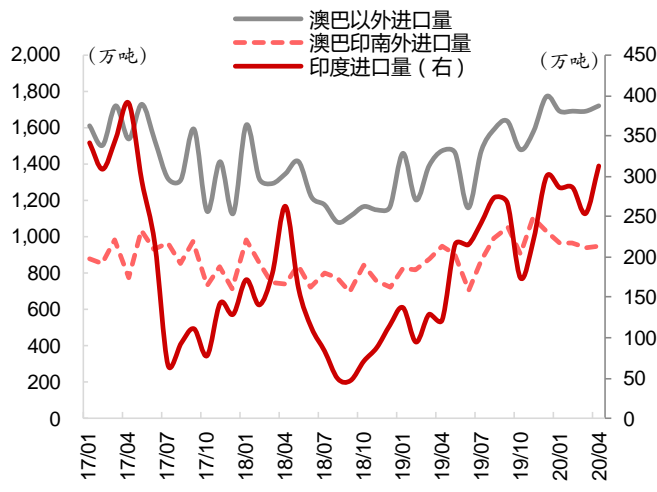
如果我们忽视疫情的影响, 以矿难后的长周期来观测非主流, 就会发现去年的高价的确刺激出了一部分非主流产量, 中国月度非主流 (除去澳洲、巴西) 进口量由 1200 万吨附近上升至 1700 万吨附近, 已达到历史上的最高水平, 但最近几个月非常稳定。目前价格重回 100 美金, 我们倾向于认为能刺激出的产量非常有限, 这些由价格所刺激出的增量在不确定的疫情面前根本无足轻重。忽视掉影响巨大的不确定性, 而去追求无关紧要的确定性, 是一种舍本逐末的行为。针对非主流这一块, 下半年我们认为重点同样是疫情的发展, 一旦疫情缓解, 三季度非主流对中国的供应反而会成为阶段性的高点, 这点与巴西恰好相反, 而由价格所刺激出的数量在短期内并不会产生重要影响。

图表 18: 非主流发全球增量主要来源印度和其它小国家



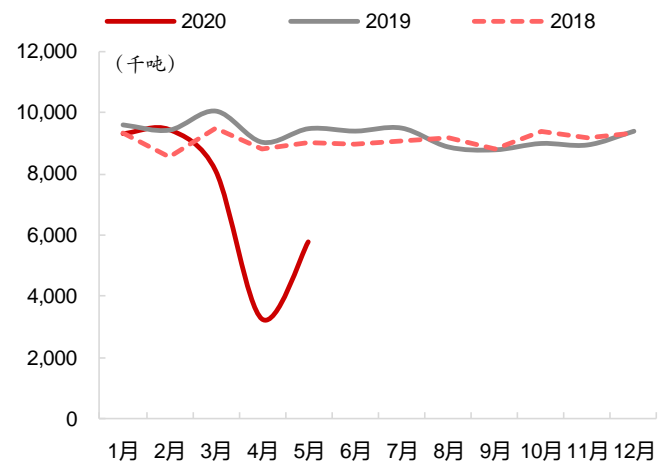
资料来源: 亿海蓝, 东证衍生品研究院

图表 19: 中国进口量与发货量变动较为一致



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 20: 印度粗钢产量断崖下滑导致铁矿大量出口



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、市场化出清之路漫长，仍看好下半年铁矿石需求

4.1、环保渐行渐远，高炉上限无人知

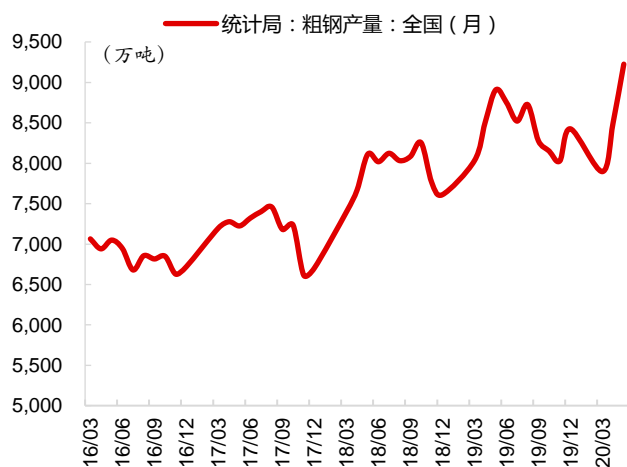
自 17 年以来，环保一直是黑色产业的重要超预期变量，由环保引发的行情数不胜数。但我们认为，从去年以来，超预期环保事件所出现的频率越来越低。去年铁矿 8 月大跌，表面上是唐山出台了环保政策，高炉开工率下降打压了需求，但实际上是被铁矿吞噬利润过多，有趁机主动减产的意味，最终成为了情绪的导火索，击穿了铁矿石价格的泡沫。而 70 周年大庆前的环保虽严格，但这属于重要的短期事件，最终也未形成长时间的环

保压制。

而今年以来环保更是渐行渐远，在两会前河北地区也只是象征性限产，考虑到下半年并无重要事件，而且经过了这么多年的环保改造，钢厂的环保设备已较为齐全，环保限产师出无名，只能以停烧结机作为改善空气质量的手段，对铁矿石需求没有根本上的影响。继续推环保的基础条件已不具备，而且以今年经济环境之悲观，地方政府也缺乏强推环保的动力，我们认为下半年对政策性的需求压制不必期待太多。

在环保政策逐步销声匿迹的情况下，在需求研究上面面临的棘手问题就在于高炉开工上限是未知的。我们看到自供给侧改革和环保限产以来，其实并未有效测试过高炉开工的上限，屡次都被环保政策所中断，市场上半年对高炉利用率做了大量的猜测，但事实就是在不断被认为达到上限的声音中持续突破历史新高。而在钢材利润已远不如往年的情况下，年中又有几座高炉投产，例如柳钢防城港已正式投产，尽管国家想方设法在压缩钢铁产能，但尚可的钢材需求，以及仍然较为可观的利润，都使得钢厂进行技术创新，并导致粗钢产量处于持续增长之中，这一点从我们上文复盘上半年高涨的铁矿石需求时已有明显的印证。根据我们调研的情况来看，钢厂技术进步和部分产能置换后的投产都将继续推动铁矿石需求，目前没有任何证据表明高炉上限已到，铁矿石需求在很大程度上只能依靠事后验证，而不能依靠短期数据或者季节性规律去臆测，因此在这一点上也许会大幅偏离市场的普遍预期。我们对高炉的开工上限抱有较为乐观的看法，以钢厂的历史经验来看，只要是市场化的背景，即使亏损状态下产能出清都是非常艰难的一件事，遑论还是在利润可观的情况下。

图表 21：供给侧改革后粗钢产量螺旋增长，上限无人知



资料来源：国家统计局，东证衍生品研究院

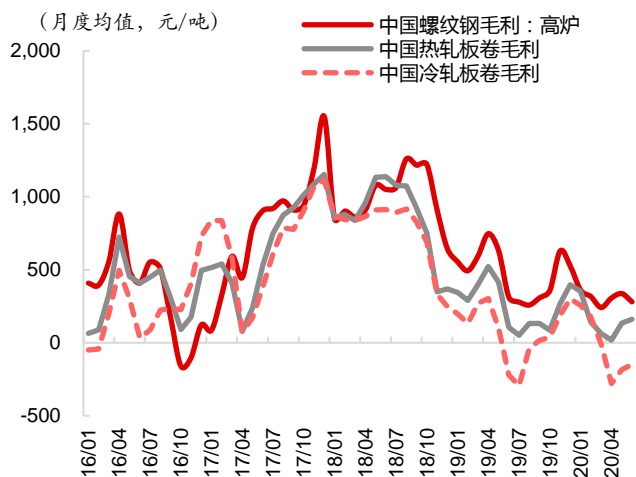
4.2、狼也许真的来了，可是钢厂会怕吗？

供给侧改革这三年的成果是什么？我们认为产量的变化已经说明了一切，考虑到以前表外的地条钢，实质上钢铁产量走过了一轮从突降至回升的周期，由表外地条钢转移至了表内中大型的钢企。钢铁企业的利润变化与产量是相同的，地条钢的突然退出给予了表内正规产能大量的利润，而后产量回升又不断吞噬这些超额利润，钢铁行业的利润分配在政策指导下进行了一轮再分配，无论是打击地条钢还是环保亦或是产能退出，实质上都是牺牲了小企业，而赋予了中大型钢企一次枯木逢春的机会。

回想 17-18 年时，钢企的利润令人咂舌，甚至出现了某些钢厂用一捆捆现金奖励员工的新闻。期货市场也曾不相信此前经历多年亏损，被视为夕阳行业的钢铁能守住高额利润，空钢厂利润的声音几乎从未中断过，黑色各品种的远期曲线长时间呈现深度贴水。但一次又一次的“狼来了”，直至 2018 年底钢厂利润才出现了一定的下降，并在去年由于铁矿石供应事故得到了进一步压缩。如果说去年钢厂利润的压缩是由于铁矿石出现了阶段性的大涨，持续时间有限，下半年利润又得到了回升。那么今年以来，国内疫情影响相对有限，而钢厂利润长时间低位运行，问题的根源在于钢厂的高产量，原料的强势都源于此。

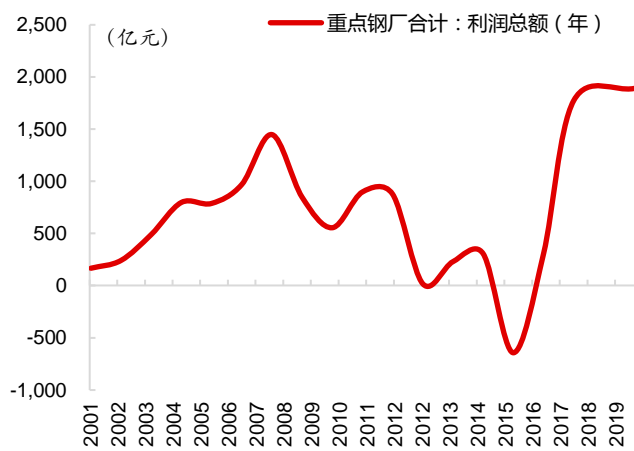
在终端需求尚可，但高炉上限也许将远超市场预期的下半年，“钢厂亏损”这头“狼”不可避免将会逼近。尽管亏损是限制钢厂产量的市场化药方，但这一剂药在短时间内或许没有办法见效。经历了三年的高利润，钢厂负债率明显下降，资金充裕，短期亏损无关痛痒，而且由于众所周知的体制和生产技术原因，钢厂的减产意愿稍显不够。更何况上半年疫情期间高炉检修众多，透支了下半年使用这一减产手段的空间。因此，我们认为目前是时候摒弃过去三年钢厂一定赚钱这一理念了，成本支撑只能阶段性起到心理作用，产量在这个阶段不会由于亏损而得到明显削减，铁矿石需求仍然将在高位。

图表 22：钢材利润从 16 年以来走过一轮周期



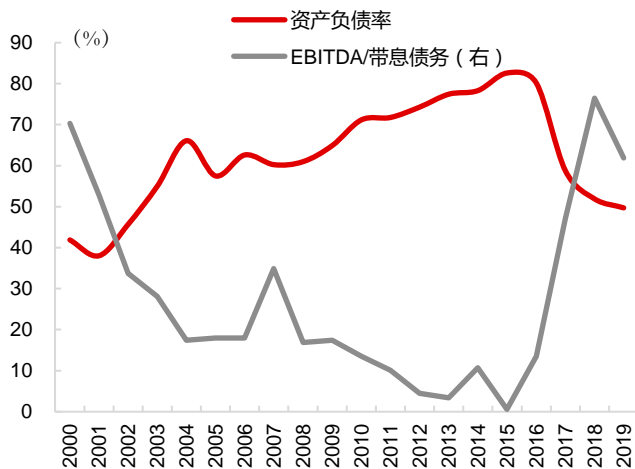
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 23：供给侧改革以来重点钢厂利润



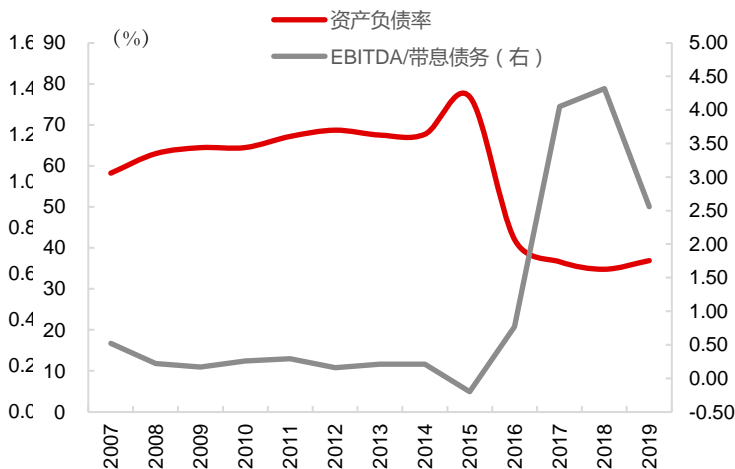
资料来源：中钢协

图表 24：南钢股份部分财务指标变动情况



资料来源：Wind

图表 25：三钢闽光部分财务指标变动情况



资料来源：Wind

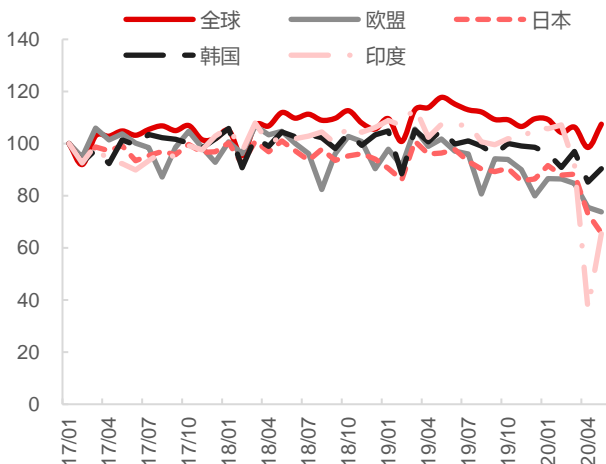
4.3、中国故事同样将在欧美上演，对华高发货不可持续

新冠疫情对中国钢铁行业的影响只持续了 1-2 月，但是在海外疫情扩散后对其钢铁产业的影响打击更甚。相对而言，海外钢厂较为理性，在看到终端需求下降后，有大量钢厂迅速开展了减产行动，全球粗钢月产量约有 10% 的下滑，海外产钢大国中欧盟和日韩都有 5%-20% 不等的减产力度，而印度产量 4 月环比更是出现了接近 60% 的环比降幅。

印度的故事我们先前已经提到，钢材产量的下降导致对中国出口铁矿石大幅增加。而对于欧盟和日韩这些不产铁矿石的国家而言，粗钢产量的下降使得澳洲巴西调整了出口对象，对华出口比例有明显上升。巴西 5 月对华出口比例上升至近 70%，而澳洲黑德兰港在 5 月，对华出口铁矿石无论是数量还是出口比例都达到了历史新高，反应了海外在疫情阴影下钢铁产业的乏力。

我们认为即使海外疫情迎来第二波高峰，各国重启经济的决心都是不容改变的。客观上，欧洲和日韩的疫情控制已经相当不错，具备了重启经济的硬性条件，即使像美国这样正在经历第二波疫情高峰的国家，特朗普政府对复工复产的意愿也是有目共睹的。随着全球主要经济体的经济恢复，钢材产量也将触底回升，这在 5 月的全球粗钢数据中已有迹象。中国经济重启后 4-5 月份钢材的高表需相信令人印象深刻，中国钢材需求的故事在下半年同样将在海外上演且报复性反弹的力度尤甚，海外需求被压制的时间更长，重启经济后需求爆发的力度相比不会小。因此，我们认为目前澳洲、巴西对华铁矿高发货比例在下半年将回归常态，预计将有 5%-10% 的下调。

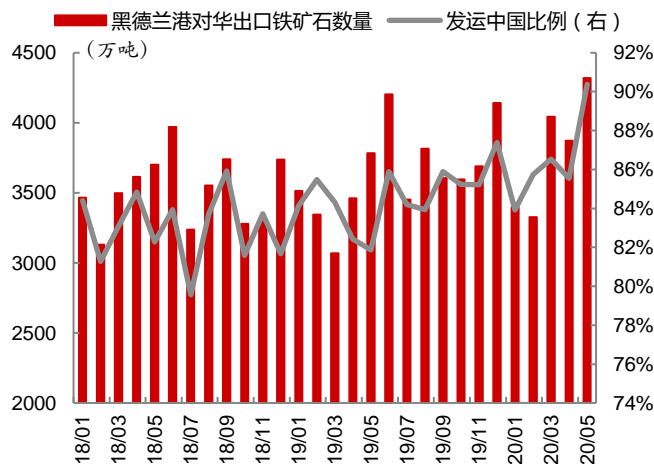
图表 26: 海外粗钢产量大幅下滑, 但已有回升迹象



资料来源: Wind

注: 以 17/01 基数为 100 指数化处理

图表 27: 黑德兰港对华出口比例在 5 月创历史记录



资料来源: Pilbaraports, 东证衍生品研究院

5、投资建议: 区分确定性和不确定性, 路径比结果更重要

疫情使得今年很多逻辑都随时面临改变。举个最简单的例子, 在疫情初期, 随着经济的放缓, 今年铁矿石的过剩似乎已板上钉钉, 然而在半年度的时点去复盘, 我们甚至不得不承认铁矿石出现了紧缺。疫情对供需两端同时产生影响, 但影响的时间点又不是同步的, 这些时间差足以让市场预期产生极大的变化, 并导致了价格的大幅波动。我们已经详细阐述了下半年的不确定性, 即使有些确定性在时间上也容易产生变化。例如, 如果巴西政府真决定不顾一切保经济走群体免疫的路线, Vale 复产先于海外经济复苏, 铁矿石肯定会出现阶段性过剩, 但如果先后关系改变, 即使最后价格殊途同归, 但路径上的截然不同使得策略收益也是天壤之别。而如果巴西疫情失控导致 Vale 再次下调全年目标, 那今年铁矿紧缺的格局必然无法改变, 海外经济何时复苏只会起到助推剂作用而无关大局。

如果总结我们前面用十几页篇幅阐述的内容, 我们会把这些内容分类为确定性和不确定性, 再针对这些因素去制定下半年的铁矿石策略。

确定性:

1. 目前的高炉开工率将是下半年中枢水平, 中国的铁矿石需求仍将保持高位, 钢厂对亏损会有容忍度, 盘面远期利润甚至可以出现较大的负值。
2. 澳洲供应保持稳定, 在高价刺激下非主流和国产矿供应小幅增长, 疫情不影响正常的铁矿石生产。
3. 海外经济将在下半年重启, 钢材产量至少回到疫情前同期 (不包含印度), 但时间点可能出现变化, 我们暂定的路径是欧美韩日主要经济体不断恢复, 至 9 月完全恢复正常。

不确定性:

1. Vale 年度产销目标不确定, 在 2.98-3.16 亿吨的范围内变动。
2. 印度疫情目前同样控制不力, 如果印度国内粗钢产量不能恢复, 对华铁矿石出口数量仍将很高, 否则将回落至月度 300 万吨附近的水平。
3. 政策或者亏损因素会导致国内高炉开工出现短期变动, 暂时无法判断具体节奏变化。

基于此, 我们下半年的铁矿石供需平衡表将建立在如下的前提条件之上:

- 1) **进口铁矿石月均需求为 9550 万吨。**去年下半年中国铁矿石月均进口是 9500 万吨, 但累库幅度达到了 1200 万吨, 我们认为今年中国的铁矿石需求增长足以把这 1500 (1200+50*6) 万吨消耗掉。用 1500 万吨增量计算得到下半年需求同比增长 2.7%, 还略低于今年上半年的增速。更何况去年下半年遭遇过较为严格的国庆限产, 基数较低, 这一估计已相对保守。由于节奏不确定, 每月需求都按照 9550 万吨来计算平衡表。
- 2) **澳洲进口量沿用去年同期数据, 三季度适当提高。**由于澳洲还未公布 2021 财年的年度目标, 下半年产量目标无从得知, 但几个新投产的矿在下半年尚难以出产, 不会有显著增加。考虑到三季度对中国发货比例仍然较正常水平偏高, 给予一定的提高。
- 3) **巴西进口量的估计建立在 Vale 下半年的产量、对华发运比例, 以及参考去年同期水平的基础上。**对其中的不确定性分情况讨论。
- 4) **印度进口量三季度提高, 四季度恢复常值。**对其中的不确定性分情况讨论。
- 5) **除澳、巴、印以外的进口量沿用去年同期数据+10%。**非主流进口量已连续半年以上在 1400 万吨/月的水平上, 考虑到 100 美金以上有一定增长空间, +10%后在年底会达到 1500-1600 万吨/月附近。
- 6) **7 月进口数据已能较为准确估计, 不适用于上述条件。**

根据上述条件, 我们推算出如下的平衡表:

图表 28: 下半年铁矿石供需平衡表

	需求	澳洲	非主流	疫情乐观				疫情中性				疫情悲观			
				巴西	印度	总进口	供-需	巴西	印度进口	总进口	供-需	巴西	印度进口	总进口	供-需
7 月	9550	6300	1356	2000	450	10106	556	2000	450	10106	556	2000	450	10106	556
8 月	9550	6158	1454	2100	350	10062	512	2030	400	10042	492	1820	400	9832	282
9 月	9550	5995	1509	2085	300	9890	340	2017	350	9872	322	1768	400	9672	122
10 月	9550	5556	1439	2037	250	9282	-268	1972	300	9267	-283	1690	400	9085	-465
11 月	9550	5556	1497	2016	250	9319	-231	1953	300	9306	-244	1911	400	9364	-186
12 月	9550	5556	1623	2016	250	9445	-105	1953	300	9432	-118	1911	400	9490	-60
合计	57300	35121	8878	12254	1850	58103	803	11925	2100	58024	724	11100	2450	57549	249

资料来源: Wind

整体来看，下半年铁矿石仍然较为平衡，供应将呈现出前高后低。主要是6月澳洲巴西发运恢复迅速，但海外需求恢复速度较慢，导致7月中国港口库存的累积会较为明显。在疫情发展最为乐观的情况下，巴西三季度仍能维持目前的发运节奏，那么三季度末港口库存有望增加至1.2亿吨附近。但四季度我们看好海外需求的回升，澳、巴对华发货比例有所下降，且四季度澳洲发运往往低于三季度，因此三季度末附近会成为库存拐点。根据我们的平衡表，年底库存会保持在1.1-1.15亿吨的范围内，如果考虑到目前压港船只过多后续将卸货的问题，库存中枢还会有增加的空间。

我们认为普氏指数三季度会回落至85-95美金的区间内，四季度很难低于90美金。在中国需求能维持的状况下，我们不看好铁矿石价格能出现大幅下跌，实质上是中国的增量需求没有出现相应的供应去弥补，Vale恢复至矿难前水准尚遥遥无期，非主流增量杯水车薪，如果不是二季度海外疫情失控，实质上铁矿石缺口可能会体现的更大。这部分增量需求要得到弥补，只能等待明年澳洲新矿山的投产以及Vale的进一步恢复，或者等待中国这部分增量需求随着钢铁终端需求的回落而降低。

在期货交易层面上，我们认为这种基本面情况暂时很难对交易产生方向上的指引，特别是在DCE这种非连续且远期深度贴水的合约上。供应前高后低，意味着下半年方向是先做空后做多，但做空9月面临着临近交割时巨大基差修复的压力，做空1月合约又面临深度贴水的问题，两相抵消，做空只能依赖择时去把握短期的情绪拐点而非方向性的机会。下半年可能存在的长期机会，是等待三季度情绪随着库存上升跌入谷底时，依靠深度贴水给出的安全边际，在海外需求回升后去做多。

最后，我们不得不再次提示，这种基本面只是我们认为在下半年N种不确定性中最有可能发生的情况，实际发生的概率也许并不高。疫情对供需两端的影响具备了很强的时间属性，下半年的过程远比结果更为重要，更多地是跟随不确定性起舞，在有信息优势的前提下去领先市场一步布局，而非盲目地对这些不确定性去下判断。

6、风险提示

Vale供应、印度疫情发展和海外需求恢复都具备不确定性。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、北京、太原、郑州、青岛、常州、上海、长沙、广州、宁波、深圳、杭州、西安、成都、厦门、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

朱豪

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com