



铁矿石 Q2 策略展望：确定性较高，推荐买 9 卖 1 正套组合

铁矿石策略报告

2020-05-29

核心观点：

二季度澳洲三大矿山及国产矿山供应环比增长预期较强。不过，因疫情影响，巴西、南非、印度、加拿大等国矿山产量释放受限，其中巴西淡水河谷复产全面推迟，全年产量目标大幅下调，预计二季度海外铁矿供应增长将带来日均到港量环比增长 8-34 万吨/天。

疫情对海外铁矿需求冲击也较强，二季度出口至欧洲及日韩铁矿将分流至我国，带来日均到港量环比增长 8-11 万吨/天。但国内高炉生产积极性较好，二季度铁水日均产量尚有 9-24 万吨/天的增产空间，或将带动铁矿石日均疏港量环比增长 13-34 万吨/天。

二季度铁矿石供需结构将由偏紧向相对平衡转化，港口铁矿石库存或维持在 1.2 亿吨以下的水平，整体保持平稳。铁矿石价格单边趋势性较为有限，09 合约预计在 550-630 之间运行，鉴于淡水河谷复产全面推迟至少 1 个季度，铁矿 9-1 正套存在相对确定的交易机会。

具体分析，请阅读正文。

兴业期货研究部

黑色金属

魏莹

021-80220132

weiy@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本司网站

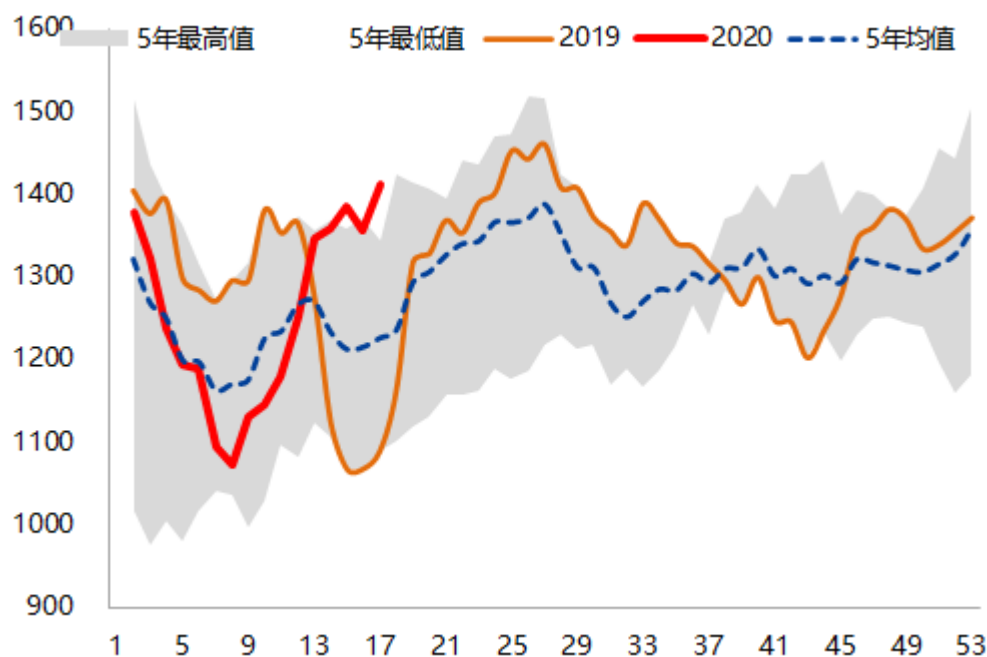
www.cifutures.com.cn

1、摘要

2、一季度铁矿石供应低点已过

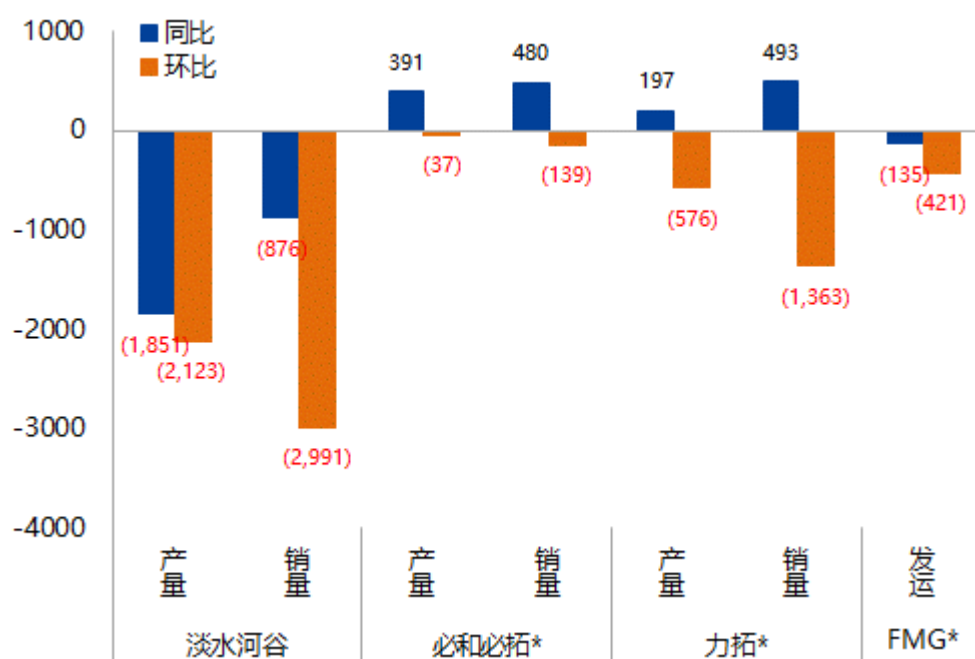
一季度海外主流四大矿山及国产矿山供应均出现较大幅度下滑。其中，澳洲及巴西累计发运铁矿石 2.47 亿吨，环比下降 3681.5 万吨，同比减少 1948 万吨。巴西的淡水河谷产销量下降幅度最大，铁矿和球团产销量同比分别减少 1851 万吨和 876 万吨，主要由于 S11D 非常规检修、极端天气影响、Morro1 推迟投产、第三方购买量减少以及东南系统的 Itabira 项目减产。澳洲的主流矿山整体产销同比小幅增加，其中，力拓及必和必拓产销量同比分别增加 588 万吨和 973 万吨，FMG 累计发往中国铁矿石 3759 万吨，同比减少约 128 万吨，预计其发往全球的量下降约 140 万吨。2 月份国内矿山因疫情而延长停产时间，导致 1-3 月份精粉累计产量同比减少 210 万吨至 5911 万吨。随着部分供应端扰动因素消退，市场普遍担忧二季度铁矿石供应环比大幅增加。

图 1 澳洲巴西铁矿石发运量（五周平均）



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

图 2 2020 年 1 季度巴西矿产销大幅减少，澳矿供应回升



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

*必和必拓、力拓数据选取 100% 股权对应产销数据; FMG 取 1 季度估计发运量

3、新冠疫情将压制二季度铁矿石供应增长空间

根据最新情况看，二季度澳洲矿山生产环节不利影响较少，必和必拓及 FMG 又面临财年最后一个生产季度的冲量任务，且 4 月以来澳矿发运一直稳定回升，我们认为二季度澳洲矿仍将是我国进口矿供应的主要增量来源之一。结合各个矿山的年度指导目标，我们估算，二季度澳洲三大矿山供应或将环比增加 850-2900 万吨，中值在 1800 万吨附近，按照历史 85% 发往中国的比例计算，预计将我国进口澳洲铁矿石将增加 720-2500 万吨。

二季度淡水河谷供应的增长预期则因巴西新冠疫情的冲击而大幅下调。根据其最新的公开报告，原定于今年 1 季度和 2 季度复产的 Timbopeba (产能: 800 万吨) 和 Fabrica (产能: 700 万吨) 两大矿区均已确认将推迟至少 1 个季度复产，而 Brucutu 矿区仍维持 40% 的产能利用率，具体提产时间仍有较大不确定性，再加上 1 季度的生产损失，淡水河谷将全年的粉矿生产目标由年初的 3.4-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨，较 2019 年粉矿实际产量 3.02 亿吨仅小幅增加 800-1800 万吨。

截至最新数据显示，巴西每日新增确诊病例数依然处于快速上升阶段，疫情防控形似严峻，我们认为二季度淡水河谷矿山复产或提产的难度较大，粉矿产量预计将在 7000-7500 万吨之间，环比增加 1100-1500 万吨，中值约 1300 万吨，若发往中国比例提高至 65%，

或将影响国内铁矿石供应 720-980 万吨。

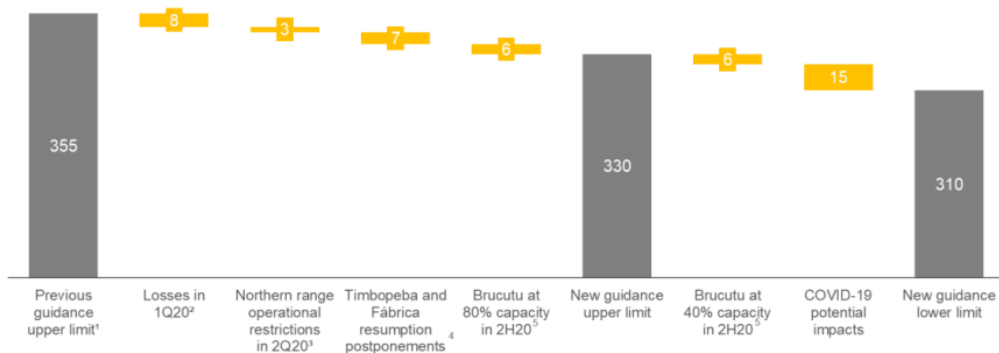
表 1 2020 年淡水河谷矿山复产全部延迟

矿山	类型	复产计划
Timbopeba	干法产能	原计划于2020年1季度复产，现推迟至2季度
	湿法产能	计划在完成管道安装后于2020年4季度复产
Fabrica	干法产能	原计划于2020年2季度复产，现推迟至3季度
	湿法产能（包括尾矿坝 Forquilha V）	原计划于2020年3季度复产，现推迟至4季度
Vargem Grande	球团厂	计划于2020年3季度复产 但受限於 Maravilhas III dam 4季度才能复产影响，预计复产亦将推迟至2020年4季度
Brucutu		继续按照40%的生产效率生产

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

图 3 2020 年淡水河谷下调粉矿年度生产目标至 3.1-3.3 亿吨

Iron ore fines production guidance changes
Mt



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

表 2 2020 年 2 季度四大矿山预计供应量将环比增 2000-4500 万吨

矿山	指导目标 (亿吨)	2019.Q1	2019.Q2	2019.Q3	2019.Q4	2019年	2020.Q1	2020.Q2(E)	
								min	max
淡水河谷	3.1-3.3	7287	6406	8670	7834	30198	5961	7068	7524
yoy	0.08-0.22	-908	-3270	-1824	-2264	-8267	-1327	662	1118
力拓	3.24-3.34	6915	8542	8606	8678	32741	7292	8100	8350
yoy	0.04	-1116	-308	416	-66	-1075	377	-442	-192
必和必拓	2.73-2.86	6285	7248	6829	6948	27310	6844	6679	7979
yoy	0.03-0.13	-495	109	-113	372	-126	559	-569	731
FMG*	1.7-1.75	3830	4670	4200	4660	17360	3964	4176	4676
yoy	0.1	-40	20	180	410	570	134	-494	6
合计	10.82-11.3	24317	26866	28305	28120	107609	24060	26023	28529
yoy	0.25-0.49	-2559	-3449	-1341	-1548	-8898	-257	-843	1663

数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

此外, 二季度新冠疫情对非主流矿山所在国家影响也增加。3 月 26 日起, 南非政府宣布关停全国主要矿山地下开采活动 21 天, 4 月 9 日南非宣布“封国”延长 2 周, 原计划于 4 月 16 日-17 日实施的矿山复产再度推迟至 4 月底, 预计此次因疫情停产或导致南非铁矿供应减少约 640 万吨, 按照历史上南非 65% 的出口铁矿流向中国的比例计算, 将影响国内铁矿供应约 420 万吨。最近, 加拿大最大的两家矿企 Champion 和 IOC 已宣布于 3 月 24 日-4 月 13 日期间减产, 预计将影响铁矿石供应量约 130 万吨。印度 3 月 24 日宣布“封国”21 天, 后延长至 5 月 3 日, 期间印度港口 Dhamra、Krishnapatnam、Gangavaram、Gopalpur 已发布不可抗力声明, 国家矿产开发公司 (NMDC) 也已宣布暂停其铁矿石运营, 直至另行通知, 封国期间印度铁矿石供应或将减少约 200 万吨, 其中一般有 84% 的铁矿会出口至中国, 据此估算或将减少我国铁矿石供应约 168 万吨。

根据以上分析, 二季度新冠疫情对非主流矿供应影响大约为 970 万吨, 对国内铁矿石供应影响约为 660 万吨, 部分抵消主流四大矿山产量回升的影响。结合船期考虑, 非主流矿供应的缩减可能将主要体现在 4 月下旬至 5 月下旬的到港数据中。

4、二季度海外铁矿需求或将先抑后扬

新冠疫情对海外铁矿石需求的冲击也较明显。据不完全统计, 欧美、日本、印度等第已至少有 3680 万吨高炉产能及 4460 万吨粗钢产能实施停产减产。除中国以外, 欧盟及日韩是世界上进口铁矿石量最多的国家和地区, 也是当前钢厂减产停产最多的地区, 随着这些地区铁矿需求量下滑, 预计出口至这些地区的铁矿石可能将转而流入中国市场。由于欧盟与亚洲铁矿石消费结构的差别较大, 前者以球团入炉为主, 后者以烧结入炉为主与我国用料结构

类似，我们可以合理推测由欧盟转入中国的铁矿石比例应低于由日韩转入中国的比例，这里我们假设前者为 50%，后者约为 90%。那么在铁矿需求下滑（乐观：-10%，-5%，-5%）、（中性：-15%，-10%，-10%）、（悲观：-20%，-15%，-15%），以及需求下滑分别持续 3 个月和 6 个月的不同情境下，出口转至我国的铁矿石量可能会将增加 400-2000 万吨。考虑到欧洲疫情已边际好转，德国、意大利计划于 5 月陆续复工，美国政府亦有尽快复工意愿，海外铁矿需求最悲观的情况出现概率较底，因此，我们估算二季度因海外需求下滑导致流向我国的铁矿石增量大约为 700-1000 万吨，且可能会呈现出先增后减的节奏。

表 3 2020 年 2 季度海外铁矿石需求或将环比降 700-1000 万吨

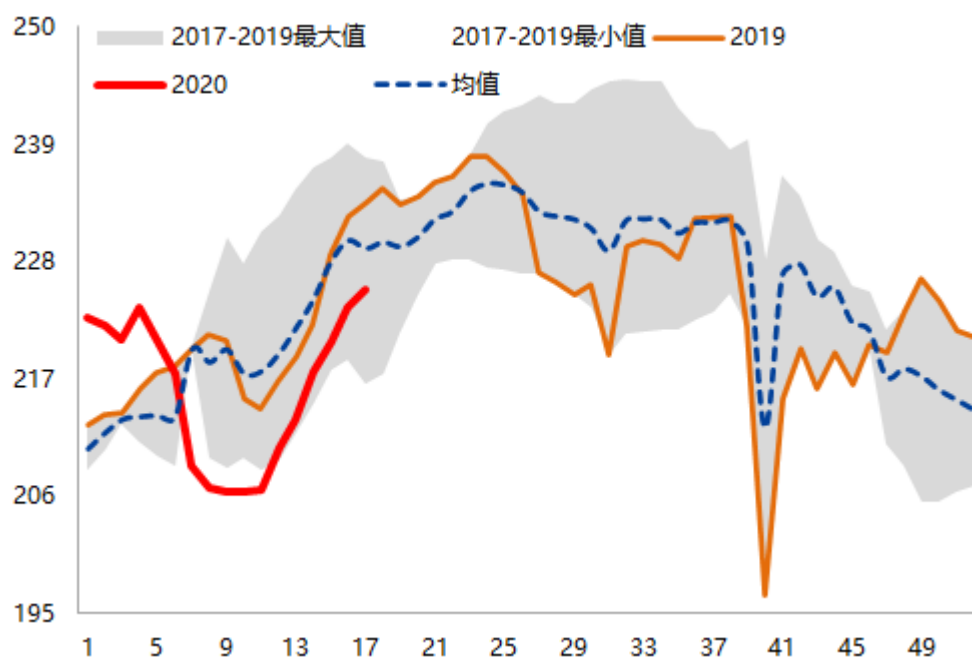
若疫情仅影响3个月海外铁矿需求	欧盟	日本	韩国	合计	若疫情仅影响6个月海外铁矿需求	欧盟	日本	韩国	合计
乐观	-10%	-5%	-5%	-7%	乐观	-10%	-5%	-5%	-14%
澳洲矿	5	90	66	161	澳洲矿	10	180	131	321
巴西矿	125	42	12	178	巴西矿	249	84	24	357
其他矿	238	26	13	277	其他矿	476	53	26	554
合计	367	158	91	616	合计	735	316	181	1232
流入中国	184	142	81	407	流入中国	367	285	163	815
中性	-15%	-10%	-10%	-12%	中性	-15%	-10%	-10%	-24%
澳洲矿	7	180	131	319	澳洲矿	14	361	263	638
巴西矿	187	84	24	294	巴西矿	374	167	48	589
其他矿	357	53	26	435	其他矿	714	105	51	870
合计	551	316	181	1048	合计	1102	633	362	2097
至中国	275	285	163	723	流入中国	551	569	326	1446
悲观	-20%	-15%	-15%	-17%	悲观	-20%	-15%	-15%	-34%
澳洲矿	10	270	197	477	澳洲矿	19	541	394	954
巴西矿	249	125	36	410	巴西矿	498	251	72	821
其他矿	476	79	38	593	其他矿	952	158	77	1186
合计	735	474	272	1481	合计	1469	949	543	2961
流入中国	367	427	244	1039	流入中国	735	854	489	2078

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

5、二季度国内铁矿需求或稳步增长

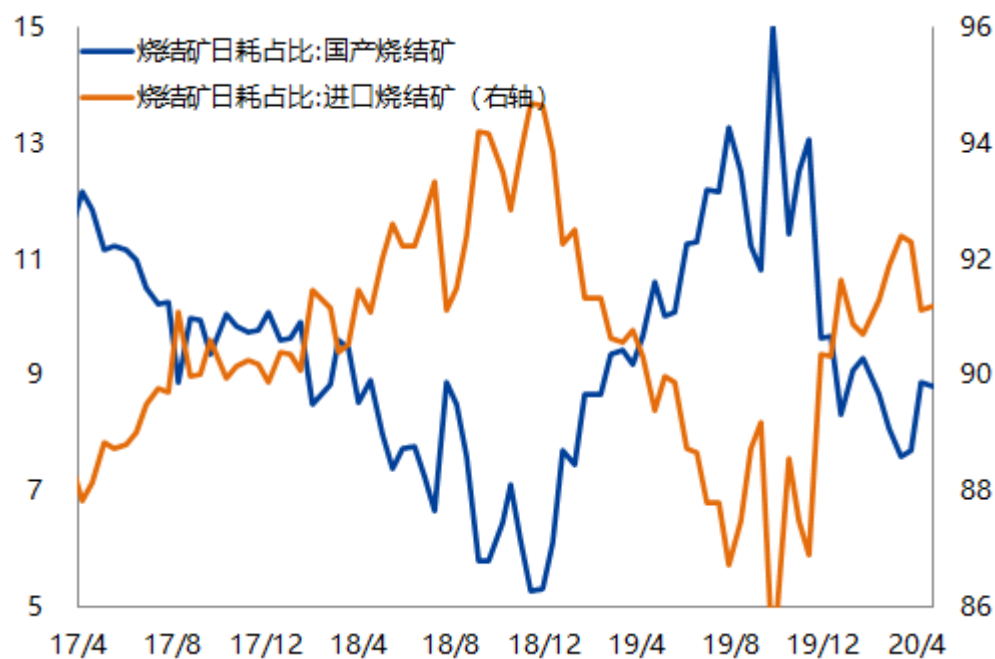
由于国内疫情控制较好，钢厂及下游消费企业复产较快，一季度高炉开工率快速回升，高炉日均铁水产量为 213 万吨/天。由于二季度国内钢材需求预期尚可，且高炉冶炼利润仍有 200-300 元/吨，预计二季度国内高炉日均铁水产量或将环比提高 9-24 万吨/天，对应铁矿石日耗增加 14.6-38.5 万吨/天。从我国铁矿石配比结构来看，大约有 90%的铁矿石日耗属于进口矿，剩余 10%则为国产铁矿石。鉴于国内钢厂铁矿石库存已习惯性维持低位，则高炉日均消耗进口矿的增量可大致对应为港口铁矿石疏港量的增加，即二季度我国港口铁矿石日均疏港量或将提高 13.14-34.68 万吨。

图 4 2020 年 2 季度我国高炉铁矿日耗仍有进一步增长的空间



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

图 5 样本钢厂国产矿使用比例约为 10%



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

6、二季度铁矿石供需相对平衡，港口库存仍较难积累

基于前文的分析，我们可以得到二季度铁矿石的供需的简单估算。

供应方面，四大矿山二季度产量或将环比增加 2000-4500 万吨，按照巴西矿 65%及澳洲矿 85%出口至中国的历史比例估算，二季度四大矿山出口至我国的铁矿石量或将环比增加约 1500-3500 万吨，中值约 2500 万吨，对应我国铁矿石日均到港量环比一季度增加约 16-38 万吨。同时，由于新冠疫情对南非、印度、加拿大等非主流矿生产国的影响，导致二季度非主流矿产量或将环比减少约 970 万吨，影响出口至中国的量约为 700 万吨，对应非主流矿到港量约为 8 万吨/天。另外，新冠疫情对海外铁矿石需求的冲击亦较严重，欧美、日韩等国均已有钢厂宣布停产减产，据估计，二季度欧盟日韩等主要铁矿石进口国对进口矿的需求或将减少 1000-1400 万吨，其中约有 700-1000 万吨铁矿或将分流至国内，对应日均到港量 8-11 万吨。一季度我国 45 港铁矿石日均到港量（倒推）约为 282 万吨/天，结合上述进口矿供应增长的估算，预计二季度我国 45 港铁矿石日均到港量或将提高至 306-332 万吨/天。

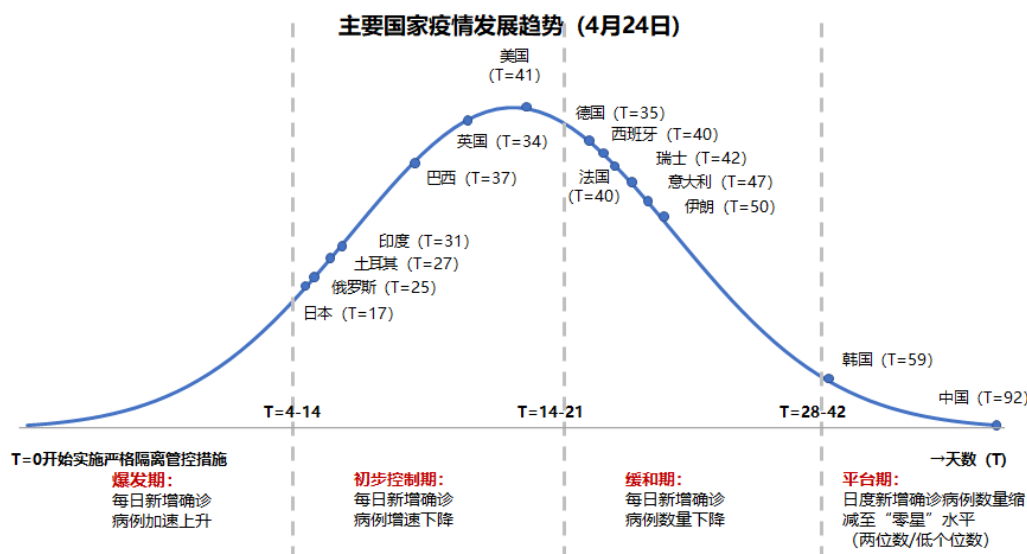
需求方面，国内高炉生产积极性较好，预计二季度生铁日均产量有望环比一季度增加 9.12-24.09 万吨/天，对应铁矿石日耗增加 14.6-38.5 万吨/天，其中约有 90%为耗用进口矿，对应进口矿日耗增加 13.14-34.68 万吨/天。鉴于国内钢厂铁矿石库存习惯性维持低位，日耗的提高可大致对应为铁矿石日均疏港量的增加。预计二季度铁矿石日均疏港量或将由一季度的 296 万吨提高至 309-330 万吨/天。

二季度进口铁矿石供需可能继续维持相对平衡的状态，港口铁矿石库存仍难以出现明显积累，或将继续维持 1.2 亿吨以下的水平。

7、新冠疫情仍是供需两端最大不确定性因素

从前文分析可知，新冠疫情对二季度铁矿石供需两端均有较大影响，也是铁矿基本面最大的不确定性因素。值得注意的是，铁矿石消费国与铁矿石供应国之间新冠疫情发展节奏上出现了分化。除中国以外，铁矿石主要消费国家欧洲、日韩、美国等，新冠疫情发现较早，医疗资源相对丰富，部分欧洲国家疫情已经出现一次拐点，且随着疫情得到初步控制，德国、意大利等国家已宣布计划于 5 月开始复工复产，美国新增病例处于平台期，但政府亦有较强意向去推动恢复生产。而铁矿石资源供应国家，例如巴西、南非、印度等国家，疫情尚处于加速蔓延阶段，且医疗资源较为有限，极有可能引发新冠疫情的第三次爆发，因此疫情对于其国内生产的影响持续时间也可能相对更长，不确定性更大。这也是为什么淡水河谷在其 2020 年 1 季度生产报告中大致估算出巴西新冠疫情对其全年产量的影响或为 1500 万吨。若铁矿石出口国疫情仍无法控制，而消费国已开始复工复产，也不排除会出现全球铁矿石供需阶段性错配的可能。

图 6 主要国家疫情发展趋势 (4 月 24 日)



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

8、小结：二季度铁矿石价格区间运行为主

基于前文的结论,我们认为我国铁矿石二季度供需将由偏紧向平衡转化,港口铁矿石库存整体持稳,则二季度铁矿石价或以区间运行为主。考虑到二季度海外铁矿石需求可能呈现先抑后扬的节奏,国内终端需求淡季影响亦将逐步显现,预计 5 月以后铁矿石价格亦将随之出现先抑后扬的区间震荡走势。

由于淡水河谷溃坝事故发生以前,FMG 现金折扣成本约在 55 美金附近,受溃坝事故影响,全球铁矿石边际成本提高 15 美金,由于疫情扰动,今年淡水河谷复产全面推迟,意味着二季度铁矿石 70 美金附近的成本支撑仍较为有效。同时,由于二季度我国铁矿石供需由偏紧向平衡转化,因而铁矿石价格高度较一季度或有所下移。我们估计,二季度铁矿石价格或处于 70-80 美金之间波动,对应 09 期货价格大约在 580-650 之间。

策略上:

(1) 单边: 二季度铁矿石供需相对平衡,单边趋势性交易机会或较为有限。可以于五一长假之后,尝试于铁矿石 09 合约上建立空单,届时国内钢厂补库动力减弱,且终端需求季节性见顶,钢材铁矿等进口资源增多的影响逐步显现时,可于 630-650 元之间建立尝试建立空单,目标 580 附近;

(2) 组合: 二季度铁矿石供应大幅增长预期减弱,09 合约深度贴水修复过程中或将对其下方形成支撑,淡水河谷复产基本推迟至 3 季度以后,供应增长压力或将转移至 1 月合



约上，铁矿石 09-01 正套或存在交易机会，建议可等待铁矿 09 合约调整到位，于价差在 20-25 之间逐步建立正套仓位。

免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路 167 号兴业银行大厦 11 楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211