

合规保障生存 专业提升效率 创新促进发展 诚信铸就品牌

黑色趋势反转初期，矿石正套操作为宜

策略概述

黑色已经进入未来三年供强需弱的年度级别反转期。未来几年地产销售大幅下滑的可能一直存在，并且因为地产融资和信贷收紧影响，预计将加快会传导到地产的投资和施工。另一方面，产能置换、产业升级带来的固定资产投入开始释放，钢铁新增（置换）产能进入临近投产期。从政策（流动性）周期来看，货币政策倾向于谨慎宽松，但逆周期调节的措施作用有限。钢铁将会迎来未来几年的供给过剩，黑色面临周期的下行压力。

从铁矿石供需来看，钢厂利润较难维持高水平，远期矿石需求高增长面临调整压力；外矿澳巴及非主流矿山产量依然维持增长，新增产能陆续投放，巴西溃坝事故和澳洲飓风天气后续影响逐步淡化，内矿精粉产量有序释放，供应紧缺已逐步缓解，供需错配逐步转向供强需弱。

短期来看，地产销售处于高位水平，新开工依然在高位，从微观数据来看，钢材社会库存大减，表观消费和成交数据处于高位水平。对于原料方面，铁矿石依然保持强势，主要是远月贴水较大，如果钢材企稳，则存在较大的基差修复空间，如果钢材下跌，因为贴水较大空间也受到影响。

交易策略建议，黑色长期趋势反转，但目前需求韧性下，难有深跌行情，较佳的趋势交易策略应该还是波段操作为主，短期偏多仍需谨慎，中长期趋势逢高继续做空为主。套利方面，认为铁矿石远月高贴水，相比钢材而言，有被低估，所以重点推荐铁矿石1-5正套策略。如果实际操作中可配合做空01螺矿比。

投资策略报告

2019.10.08

研究员： 张文海

联系电话：0531-81678626

电子邮箱：peihongbin225@163.com公司地址：济南市市中区经七路 86 号
证券大厦 15、16 层

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

黑色趋势反转初期，矿石正套操作为宜

一、主要逻辑和策略综述

我们认为黑色已经进入未来三年供强需弱的年度级别反转期。长期而言，黑色需求从长期来看存在因人口因素带来的刚需下降和棚改货币化造成的需求透支，将使未来几年地产销售均值回归出现大幅下滑的可能一直存在，并且因为地产融资和信贷收紧影响，预计将加快会传导到地产的投资和施工。另一方面，目前固定资产投资同比大幅增长，产能置换、产业升级带来的固定资产投入开始释放，钢铁新增（置换）产能进入临近投产期。从政策（流动性）周期来看，货币政策倾向于谨慎宽松，但逆周期调节的措施作用有限，目前来看更像 2012 年年中，**钢铁将会迎来未来几年的供给过剩，黑色面临周期的下行压力。**

详细分析报告见策略报告：《黑色面临需求下滑，策略从压利润到降价格》。

短期来看，目前的现实仍是地产销售处于高位水平，新开工依然在高位，从微观数据来看，钢材社会库存大减，其他样本表观消费和成交数据处于高位水平。**三大焦点“环保政策、旺季需求、需求韧性”。**目前钢材需求韧性和旺季时期，环保政策的影响明显占优。但后期关注的因素，一是环保政策的真正执行，特别是在利润丰厚的情况下；二是大庆之前都会有赶工现象对未来需求可能存在的透支，重点关注国庆后的钢材库存变化；三是更远期一点（10 月中旬），应该密切关注趋势性需求变化，后期的地产开工数据，专项债提前发行，表明经济下滑至区间下沿的风险较大。

对于原料方面，铁矿石依然保持强势，主要是远月贴水较大，如果钢材企稳，则存在较大的基差修复空间，如果钢材下跌，因为贴水较大空间也受到影响。

对于交易层面的建议，黑色长期趋势反转，但目前需求韧性下，难有深跌行情，**较佳的趋势交易策略应该还是波段操作为主**，短期偏多仍需谨慎，中长期趋势逢高继续做空为主。

套利方面，认为铁矿石远月高贴水，相比钢材而言，有被低估，所以重点推荐铁矿石 1-5 正套策略，配合做空 01 螺矿比。

二、矿石基本面分析

1、环保限产转向区域性 利润回升减产意愿弱

7 月唐山环保现场政策趋紧达到年内顶点，环保部 7 月例行新闻发布会上提出今年秋冬季全面达到超

低排放的企业不需要停、限产。8月以后尤其是唐山地区政策边际宽松转变明显。受此影响，钢厂日均铁水影响产量逐步减少，铁水产量维持相对高位，且高于去年同期水平。70周年国庆期间环保限产政策公布频率加大，执行力度增强，京津冀及周边的山东、河南、山西和江苏等多地发布重污染天气应急减排措施，钢厂实施停限产。需要注意的是，节假日期间环保限产趋紧只是阶段性影响，在环保部对今年秋冬季政策定调的前提下，国庆节后的政策趋松预期增强。

根据钢厂利润模型测算，今年以来钢厂利润均值较去年明显降低，受钢材价格趋弱和成本抬升影响，6月份钢厂利润达到年度低点，长流程通过降低转炉中的废钢比来降低螺纹钢的产量，目前还未影响至高炉中的铁水产量，对于铁矿石的需求仍保持强劲。当前阶段炉料成本大幅降低，下游成交较旺，钢厂利润回归接近年度均值，钢厂主动性减产意愿不强，政策性边际影响趋松，年内对于铁矿石需求仍存支撑。

图 1：螺纹钢产量（单位：万吨）

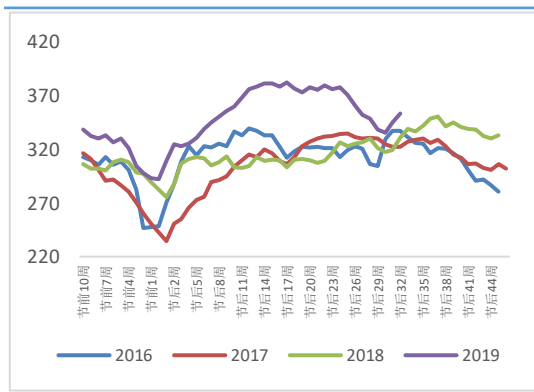
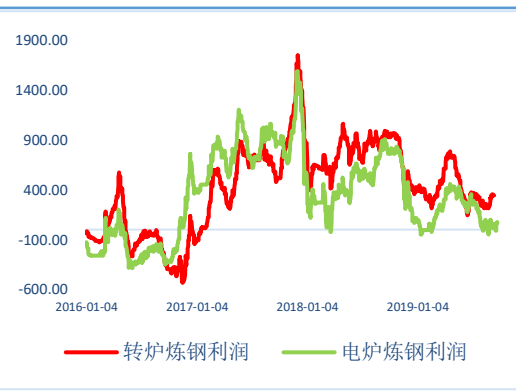


图 2：钢厂利润（单位：元/吨）



数据来源：mysteel

2、铁矿石产能陆续恢复，远期发运压力增加

矿山新增产能项目陆续投放，根据 VALE 季报数据来看，北方系统 S11D 项目 2018 年产量已达 5803 万吨，2019 年 H1 产量达 3372 万吨，较去年同期增加 29.7%。根据 VALE 公司计划 2019 年该项目预计将会达到 7000-8000 万吨的产量，到 2020 年产量达到 9000 万吨，下半年会有 3628-4628 万吨的增量释放，2020 年达产增量在 2000-3000 万吨。Samarco 项目若复产在 2020 年增产 800 万吨。澳洲主要矿山吉布森在 2019 年 4 月完成首次发运，产能将陆续提高。FMG 的 Eliwana 替代老旧矿山，投产期在 2020 年涉及产能 4000 万吨。从总体新增产能项目来看，四大矿山虽然产能扩张接近尾声，但是整体增量绝对值仍然对远期供给造成较大压力。

表 1：国际矿山主要新增项目一览

地区	公司	项目	投产时间	产能/产量	备注
澳大利亚	力拓	Koodaideri	2021	4300	计划2019年开工，2021年投产，投产后年产能预计为4300万吨
澳大利亚	BHP	South Flank	2021	8000	代替即将枯竭的杨迪矿
澳大利亚	FMG	Eliwana	2020	4000	代替老化的斯云矿山
澳大利亚		Iron Bridge	2022	2200	2200万吨，67%铁品位、低杂质精矿产品 2022年交付
澳大利亚	吉布森	Koolan Island	2019	2100	于2019年4月24日首次发运
澳大利亚	MRI	Koolyanobbing	2019	300	年初已恢复发运，将代替老化的Carina矿山
澳大利亚	BBI	BBI	2022	5000	
巴西	Samarco	Samarco	2020年复产	2500	预计最早2019年底复产，2020年达到800万吨；2023年满产
巴西	VALE	S11D	2020年	9000	2019年S11D预计达产7000万吨~8000万吨

数据来源：公开资料整理

2019年4月以来，受到澳巴发货量骤降，国内需求旺盛的双重因素影响下，港口铁矿石总库存持续下降。其中，4月-7月四个月曾有连续十五周港口库存下降的情况出现，期间减量约3430万吨，降幅高达23.11%。在此期间，矿石主力合约价格自4月初的650元/吨上涨至873元/吨，涨幅高达34.31%。7月12日当周港口铁矿石库存创出年内低点的11413万吨后逐步企稳增长，目前港口库存维持在1.2亿吨的水平。随着澳巴发货回升持续增量，港口库存大幅度去库是小概率事件，底部区间逐步显现，对铁矿石远期的压力会逐步兑现。

表 2：铁矿石到港疏港和库存数据一览

26 港到港量				45 港口库存			疏港量		
	2019 年	同比	环比	2019 年	同比	环比	2019 年	同比	环比
1 月	2121	-0.38%	4.67%	14206	-6.43%	0.35%	283	7.52%	5.48%
2 月	1961	-10.66%	-7.57%	14577	-7.85%	2.61%	288	9.34%	1.66%
3 月	2063	0.89%	5.18%	14703	-9.70%	0.87%	275	5.22%	-4.32%
4 月	2000	0.90%	-3.05%	13427	-15.60%	-8.68%	282	3.47%	2.56%
5 月	1733	-18.41%	-13.34%	12398	-21.97%	-7.66%	294	6.04%	4.17%
6 月	1658	-21.64%	-4.33%	11565	-25.77%	-6.72%	289	4.81%	-1.72%
7 月	1973	-5.01%	19.00%	11642	-24.14%	0.66%	287	4.24%	-0.61%
8 月	1953	-9.68%	-0.99%	12131	-17.66%	4.21%	286	4.04%	-0.54%
9 月	1985	-5.57%	1.64%	12254	-15.59%	1.01%	316	10.13%	10.58%

3、预期季节性补库 利于近强远月格局

钢厂今年始终采取进口矿低库存策略，铁水高产量必然导致疏港量维持高位，价格下行利于钢厂极端性补库，催生港口铁矿石成交量偏高。低库存策略导致价格波幅收窄，平滑价格成本。从进口矿库存可用天数来看，每年11月开始，到次年1月，钢厂为保证冬储，主动补充矿石库存，而每年3-5月一般是钢厂为了维持正常低库存水平，主动去库存。补库节奏差异使得1月合约强于5月合约。

图 3：钢厂进口矿库存

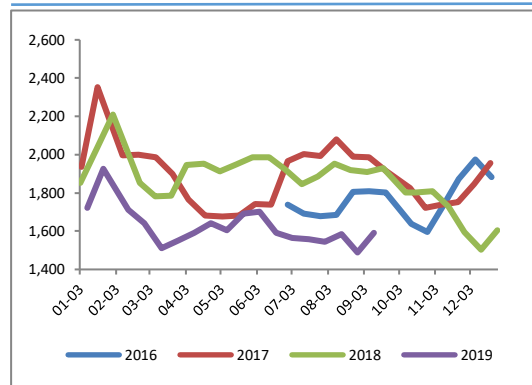
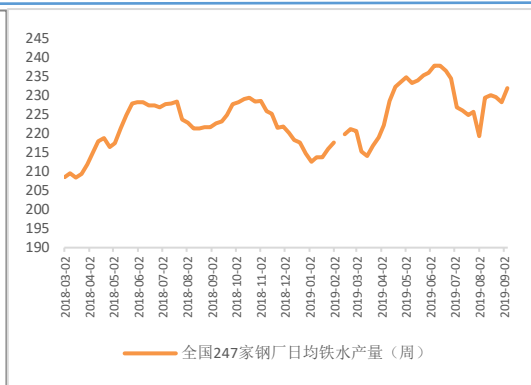


图 4：铁水日均产量（周）



数据来源：wind mysteel

4、深贴水比例偏高 合约价差有望走扩

全球铁矿仍处于增产扩产周期，而全球钢铁产量企稳并有下滑趋势，远期供给大于需求预期背景下，铁矿石始终将会呈现“远月贴水近月，近月贴水现货”的价差结构。当前钢厂长流程生产利润在 400 元左右，RB2001 盘面存在 500 元左右利润，毛利率为 15%左右，但 I2001 合约 9 月份以来平均贴水 164 元，截至 9.26 日下午收盘贴水比例逾 20%，在当前利润情况下不应有原料深贴水情况。

图 5：铁矿石商品曲线（单位：元/吨）

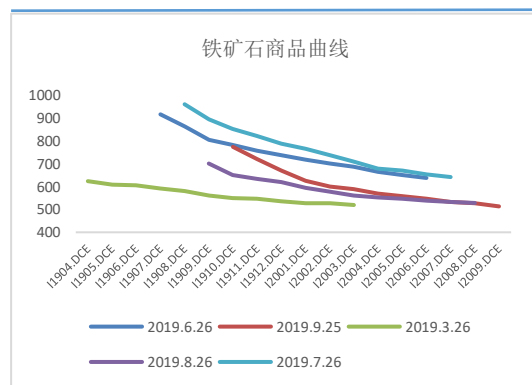
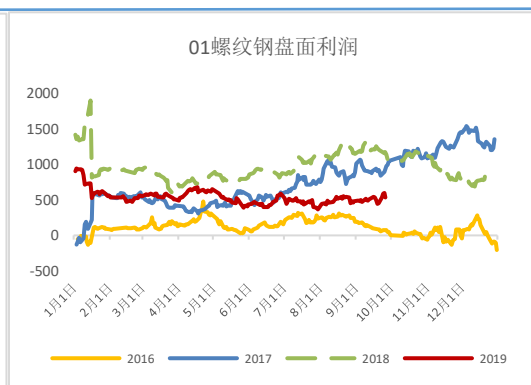


图 6：01 螺纹钢盘面利润（单位：元/吨）

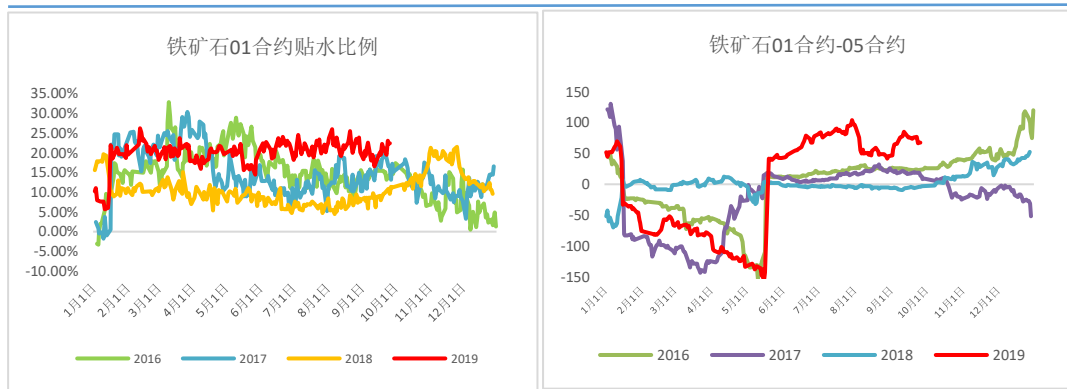


数据来源：wind

从历年 1-5 合约价差来看，均是从 9 月中下旬，价差在 20 附近开始走扩，近 10 月底走势才开始分化，因此无论是从时间节点还是当前价差来看，均是入场成熟时机。一方面，统计历年 10 月份 1-5 价差，2016 年最大值为 41，2017 年最小值为-24.5，2017 主要受到环保限产初期，近远月升贴水结构出现异常，当前去产能接近尾声，环保限产边际影响弱化，价差重回季节性概率较大。另一方面，从历史走势来看，01 合约期现回归开始于 9 月下旬至 10 月上旬，05 合约期现回归开始于 11 月中旬，近远月回归的错配也带来 01 和 05 合约正套的机会。

图 7：铁矿石 01 合约贴水比例（单位：%）

图 8：铁矿石 01 与 05 合约价差（单位：元/吨）



数据来源：wind

三、铁矿石正套交易策略及风控措施

1、铁矿石多 2001 空 2005 合约正套

驱动力：钢厂高利润下对原料端深贴水的修复，钢厂正常补库节奏，临近交割月的期现回归。

资金总额：1000 万元；

交易合约：I2001 和 I2005；

交易数量：多单 I2001 合约 150 手；空单 I2005 合约 150 手

保证金占用：20%保证金，双边计算，约 40%仓位。

2、交易计划

- (1) 建仓区间 40-70 元/吨，整数价差分别建仓 30、50、40、30 手，均值约 55；
- (2) 若后期价差扩大，在 100-150 元/吨逐步止盈，均值约 125；
- (3) 若后期价差缩小，在 10 至 30 元/吨区间左右设置止损位，止损均值 20。

风险收益比约 1：2.8。

3、风险因素

风险点：冬季钢厂利润下滑，大范围补库概率降低；环保限产超预期压制，致使矿石深贴水难以修复。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获取性资料，鲁证期货力求客观公正，但不保证这些信息的准确及完整，也不保证这些信息不发生任何更新，更不保证我们的建议或意见不会发生任何变更。报告中的信息和我们的意见乃至结论并不构成所述品种交易的出价或征价，投资者据此进行的投资行为与我公司和作者无关。

本报告版权仅为鲁证期货有限公司所有。未经授权许可，任何机构和个人以任何形式所进行的引用、翻版、复制及向第三方传播等行为均可能承担法律责任。