

【申银万国期货】需求拐点已至 远月 05 预期先行

——12 月份螺纹铁矿期货投资策略报告

2020 年 11 月 30 日

分析师

李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-5058 5802

邮箱：ligr@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

摘要：

- 11 月在终端需求韧性超预期的大背景下，黑色系成材和炉料共振上行，虽然终端需求的拐点已至，但我们预计 12 月中下旬之前螺纹整体仍然处于去库通道。目前现货价格已处高位，需警惕需求波动引起的现货价格阶段性回调。另外，12 月政治局会议对明年经济的定调依然存在较大的不确定性，鉴于前螺纹 05 合约预期较为乐观，若宏观政策转向导致货币政策边际收紧，叠加地产数据的不确定性，05 合约也存在由于预期差而回调的可能。但从季节性规律看，螺纹 05 和 10 的基差在 12 月均呈收窄走势，可以考虑多盘面空现货的做缩基差操作。
- 铁矿石在终端需求韧性的支撑下，叠加钢厂冬储补库以及海外矿石到港下降的影响，港口库存重新进入去库周期，推升了期现价格的共振上行，目前 01 合约基差已明显收窄。铁矿现货在海外钢厂复产后，日韩和欧洲将继续分流部分外矿资源，缓解我国铁矿到港的供给压力，需求端在钢厂高利润环境下的冬储需求将渐渐浮出水面。现货后期有偏强运行的驱动，考虑到终端需求季节性转弱对整体情绪的影响，以及 I2105 合约深贴水的结构，可以考虑铁矿 05 合约逢回调建多，或者 5-9 正套的操作。

核心因素评定表：

核心利多因素	影响力演化方向	评级
成材仍处于去库通道	平稳	★★
铁水、螺纹供给短期基本见顶	平稳	★★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
终端需求季节性转弱	趋强	★★★
宏观政策边际收紧	平稳	★★
综评：铁矿 5-9 正套逢低建多，螺纹 05 合约买期抛现		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”

目 录

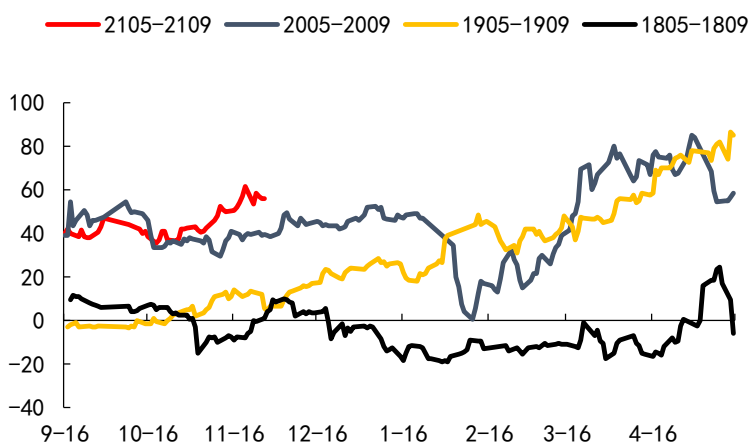
一、12 月操作策略	3
1、跨期对冲操作	3
2、期现结合操作	3
二、行情分析	4
1、行业动态	4
2、行情图解	5
3、热点问题	13
三、交易逻辑	14
1、跨期对冲操作逻辑	14
2、套期保值操作逻辑	14
四、风险提示	14

一、12 月操作策略

1、跨期对冲操作

铁矿石在终端需求韧性的支撑下，叠加钢厂冬储补库以及海外矿石到港下降的影响，港口库存重新进入去库周期，推升了期现价格的共振上行，目前 01 合约基差已明显收窄。铁矿现货在海外钢厂复产后，日韩和欧洲将继续分流部分外矿资源，缓解我国铁矿到港的供给压力，需求端在钢厂高利润环境下的冬储需求将渐渐浮出水面。现货后期有偏强运行的驱动，考虑到终端需求季节性转弱对整体情绪的影响，以及 I2105 合约深贴水的结构，可以考虑铁矿 05 合约逢回调建多，或者 5-9 正套的操作。

图 1：铁矿 5-9 合约价差（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

2、期现结合操作

虽然终端需求的拐点已至，但我们预计 12 月中下旬之前螺纹整体仍然处于去库通道。目前现货价格已处高位，需警惕需求波动引起的现货价格阶段性回调。另外，12 月政治局会议对明年经济的定调依然存在较大的不确定性，鉴于前螺纹 05 合约预期较为乐观，若宏观政策转向导致货币政策边际收紧，叠加地产数据的不确定性，05 合约也存在由于预期差而回调的可能。但从季节性规律看，螺纹 05 和 10 的基差在 12 月均呈收窄走势，可以考虑多盘面空现货的做缩基差操作。

二、行情分析

1、行业动态

➤ 淡水河谷宣布 Serra Leste 矿山将于 12 月恢复生产：

北京时间 11 月 28 日，巴西淡水河谷（VALE）官方宣布当天已收到帕拉州环境与可持续发展部门下发的矿山生产设施安装许可证，以恢复其位于帕拉州库里奥诺波利斯镇（Curionópolis）Serra Leste 矿山的正常运营。

该矿山自 2019 年 1 月份达到采矿面积上限后停产。该矿山将进行为期几周的检修，以备 12 月份正常复产。该矿山预计 2021 年产量达 400-500 万吨，并在 2022 年达产至 600 万吨。此外，该矿山的扩建项目预计将于 2023 年上半年启动，包括对现有工厂的改造和升级，将产能提升至 1000 万吨。；

➤ 安赛乐米塔尔（ArcelorMittal）发布 2020 年第三季度运营报告：

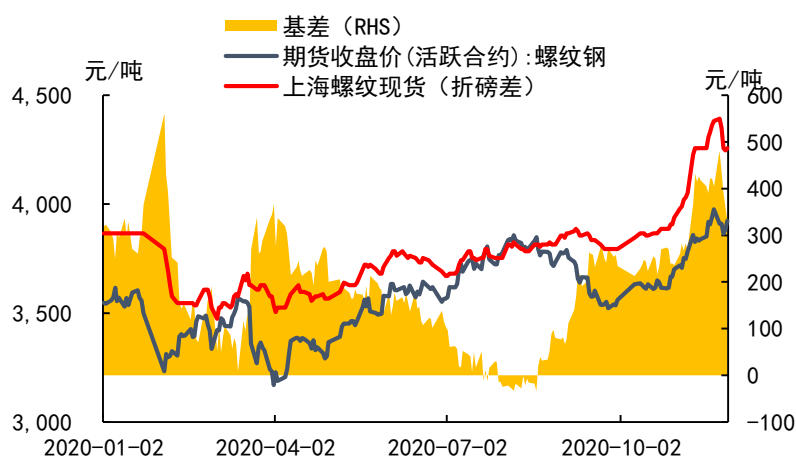
铁矿产量方面：三季度铁矿石安赛乐米塔尔自有铁矿石产量为 1480 万吨，环比增长 9.6%，同比增长 8.8%。产量增加主要是因为位于加拿大的 AMMC 疫情封锁解除，同时 Hibbing 铁矿产量提升。

铁矿发运量方面：该公司第三季度共有 980 万吨铁矿石销售，环比增加 6.5%，同比增加 16.87%。2020 年截至目前安赛乐米塔尔发运铁矿石 2760 万吨，与去年同期基本持平。安米全年发运目标上调 5%，现与去年发运目标持平。

2、行情图解

11 月螺纹钢期现价格受施工需求韧性超预期的推动，期现价格共振上行，分别较月初上涨 205 元/吨、278 元/吨。基差由月初的 260 元/吨最高扩大至 481 元/吨。11 月下旬随着需求的逐步走弱，现货价格下行，基差也随之缩窄。

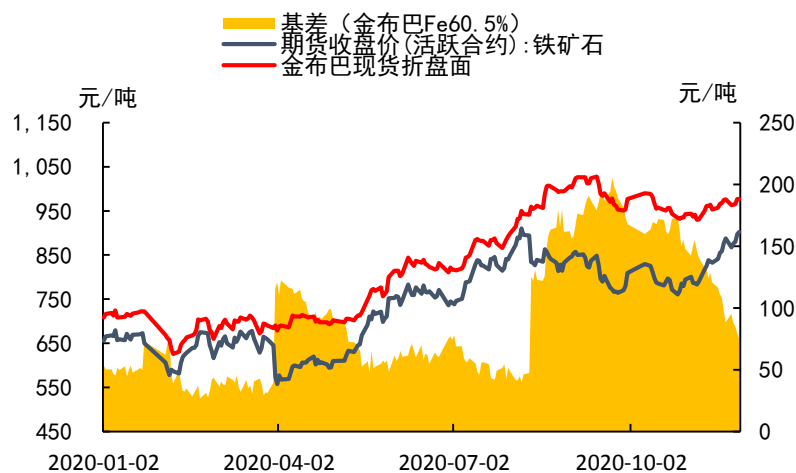
图 2：螺纹钢期现行情回顾（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

在黑色系终端需求韧性的大环境下，铁矿由于海外矿山发运高位回落，在到港量下降和长流程采购保持韧性的双重作用下，港口库存止升回落。Fe62%普氏指数再创新高（131 美元/吨），而盘面随着交割月的逐渐临近，在现货价格坚挺的加持下基差修复，I01 合约 11 月涨幅达到 100 元/吨，创期货价格高点。

图 3：铁矿石期现行情回顾（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：螺纹钢最便宜交割品（元/吨）

	上海	杭州	广州	南京	镇江	无锡	天津	最便宜可交割
可交割厂牌	河北敬业	江苏镔鑫	东海特钢	江苏镔鑫	西城	长达	津西	天津
可交割品价格	4134	4206	4290	4237	4340	4299	4038	4038

料来源：Wind，申万期货研究所

随着天气转冷，北方施工需求的降幅明显大于南方，这一点从南北库存变动和价差扩上也能得到验证。目前螺纹 01 合约的最便宜可交割品已从华东的上海转变为华北的天津，与 01 合约基差为 114 元/吨（考虑交割库升贴水）。

图 5：铁矿石最便宜交割品（元/吨）

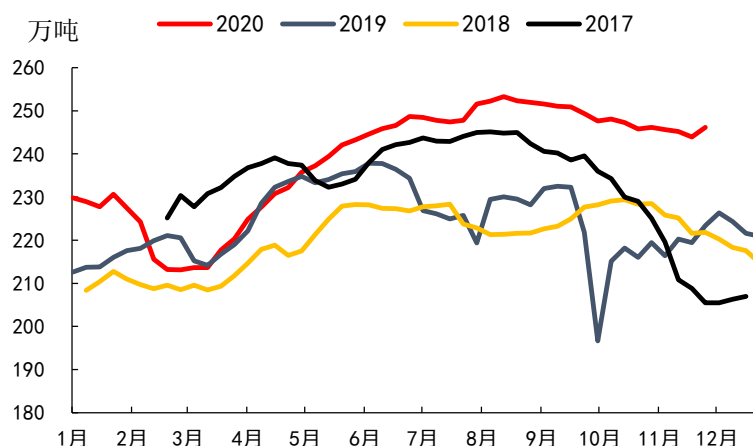
最便宜可交割品： 卡拉拉精粉 青岛港									
日期：27/11/2020 单位：元/吨									
交割品	现货报价	对应港口	折盘面价格	日涨跌幅	周涨跌幅	年涨跌幅	I2101基差	I2105基差	I2109基差
PB粉	882	连云港	971	0	-9	252	69	136	192
纽曼粉	893	连云港	970	0	-9	244	68	135	191
麦克粉	865	日照港	971	0	-7	265	69	136	192
金布巴粉（59.5%）	838	连云港	982	0	1	287	80	147	203
金布巴粉（60.5%）	857	连云港	975	0	0	292	73	140	196
罗伊山粉	857	日照港	984	0	-7	260	82	149	205
超特粉	759	连云港	992	0	-11	251	90	157	213
BRBF（62.5%）	890	京唐港	953	0	-5	258	51	118	174
BRBF（63%）	896	京唐港	954	0	-5	248	52	119	175
FMG混合粉	808	日照港	994	0	-11	266	92	159	215
卡拉加斯粉	1010	青岛港	1030	0	-5	279	128	195	251
杨迪粉	823	天津港	992	0	-8	280	90	157	213
卡拉拉精粉	923	青岛港	926	0	9	245	24	91	147
河钢精粉	1001	河钢厂库	1064	0	0	246	162	229	285
鞍钢精粉	1004	鞍钢厂库	1111	0	7	239	209	276	332

料来源：Wind，申万期货研究所

铁矿目前港口可交割品性价比由低到高依次为卡拉拉精粉，BRBF 和 PB 粉。盘面与卡拉拉精粉的基差已收窄至 24 元/吨，与 PB 粉仍有 70 元/吨左右的基差。但目前港口卡拉拉精粉的可交割货源明显不足，铁矿 01 合约最终的交割品仍可能按照 BRBF 或主流的澳洲中品粉矿定价。

2020 年 11 月份 Myteel 统 247 高炉生铁日均产量自 8 月中旬（254 万吨）见顶后就开始逐步回落。11 月最后一周虽有小幅抬升，但仍未突破 250 万吨的水平，在四季度传统采暖季限产的大环境下，叠加需求转弱的“明牌”，总的铁水供给量我们认为不会有太大的提升空间。

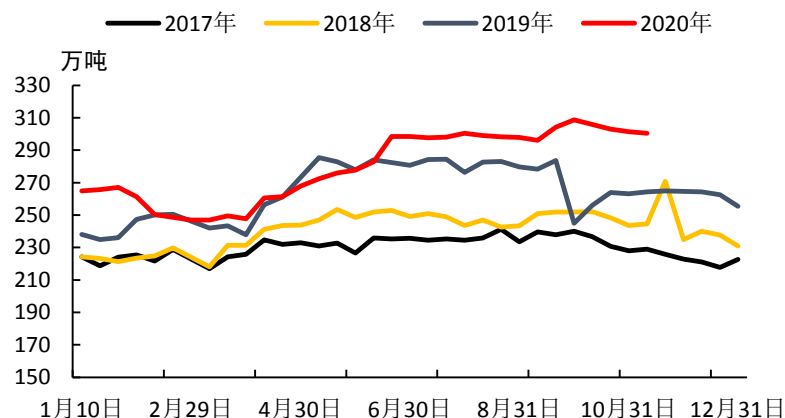
图 6：247 高炉铁水日均产量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

粗钢角度看，在生铁产量走下坡路的阶段内，随着成材利润的不断扩张，钢厂通过转炉环节的增加（添加废钢等手段），使得粗钢产量依旧保持了较强的韧性。而在 11 月螺纹利润扩张至 400 元/吨以上时，粗钢产量并没有出现进一步的增量，显示在高利润的刺激下粗钢产能基本已足额释放，后期铁水和粗钢进一步增产的空间有限，钢材的供应将更多的表现在铁水不同规格品种的流向上。

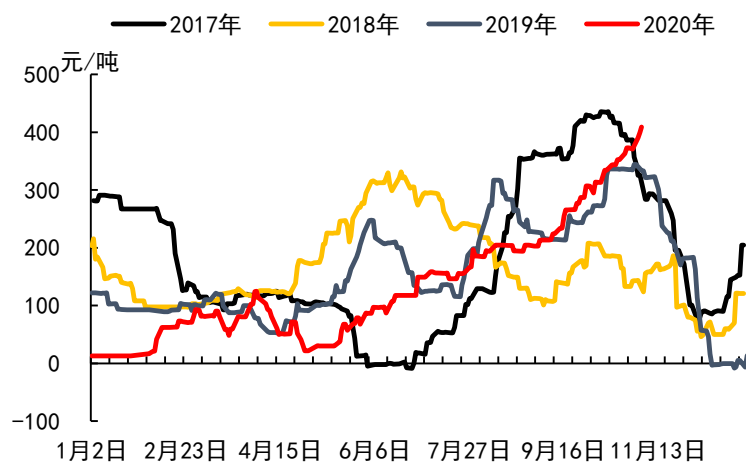
图 7：预估粗钢日均产量（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

杭州地区盘螺和螺纹的现货报价（折磅差）目前已扩张到 400 元/吨以上。显示出在房地产竣工大年的赶工力度之强。房地产后周期用钢需求结构性的改变也驱使着铁水在盘螺和螺纹之间的流向，从轧线开工率和钢厂旬度定价的调价上也能看出钢厂目前更倾向于转产现货利润更高的盘螺。

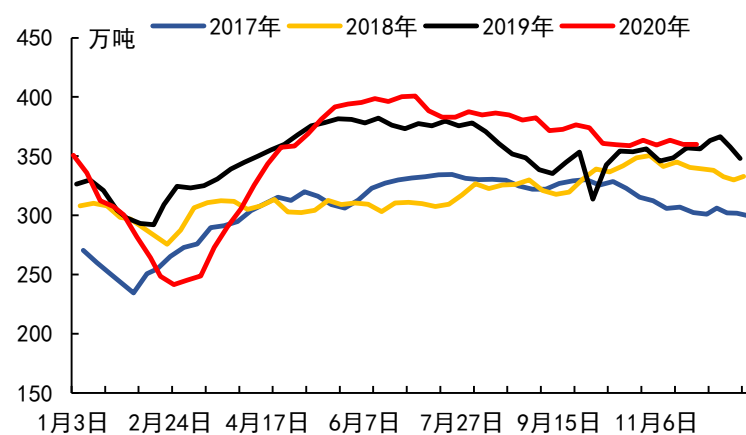
图 8：杭州地区盘螺-螺纹价差（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

从螺纹本身的供给量来看，自 8 月中旬起就一直处于下行通道，截止到 11 月底，螺纹周产量已经降至 360 万吨，基本接近去年同期水平，螺纹产量的趋弱也是支撑螺纹现货价格的关键因素。从季节性和目前各品种的利润分布来看，螺纹的产量在 12 月预计将继续偏弱，难有明显上行的驱动。

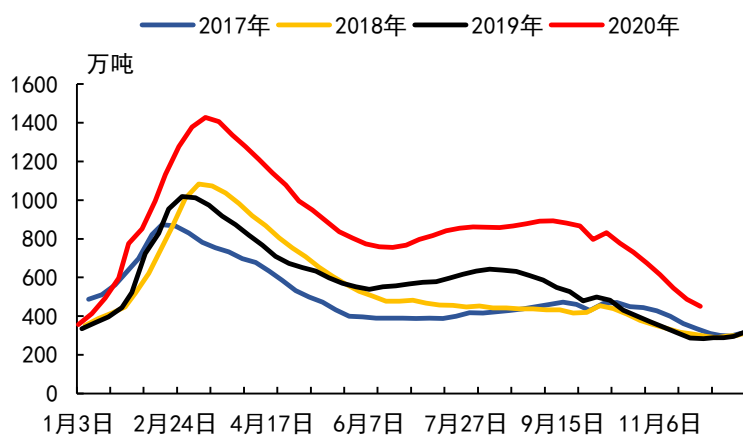
图 9：螺纹钢周度产量（万吨/周）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

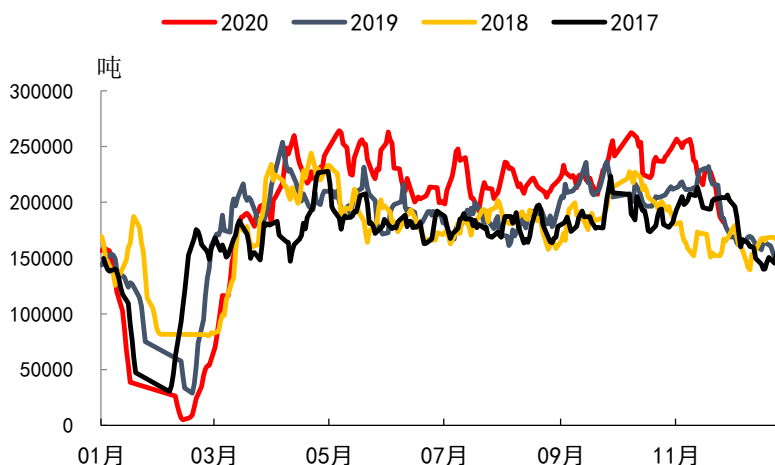
截止到11月27日，螺纹钢总库存减210万吨至683万吨，较去年同期偏高210万吨（45%）。最近一期钢厂库存止跌企稳，降库主要体现的社会库存环节。11月受到终端需求韧性和杭州查“穿水”螺纹的政策影响，螺纹周去库幅度最大达到101万吨，目前杭州“查穿水”的政策已经逐步平息，但由于今年春节较晚，且4季度施工仍有韧性，我们认为去库将延续到12月中下旬。

图 10：螺纹钢总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 11：全国终端建材量（吨）

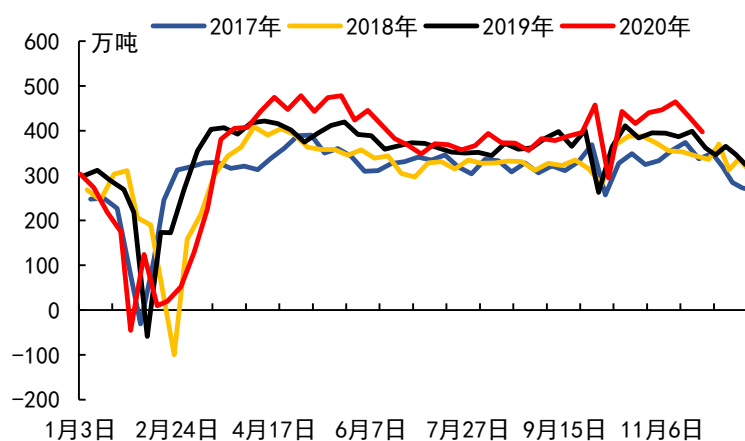


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

从终端建材成交的高频数据看，11月最后一周受到降温和雨雪天气的影响，成交数据连续低于20万吨，去库速度也明显放缓。其中有一部分天气的扰动，雨水天气过后，短期内螺纹的需求或较11最后一周有小幅的恢复，但淡季需求趋弱的趋势依然不改。

从表需的角度看，11月最后一周的螺纹表需已经降到400万吨以下，较去年偏高35万吨。但热卷受天气扰动较小，表需小幅增加3.7万吨。近期表需的下滑主要是由于现货价格高位后市场投机情绪的回落和恶劣天气的影响。但根据推算，降库的态势将一直维持到12月中下旬，若降库持续，现货的价格也难有明显的回调，关注12月中旬开始交割对现货及01合约上方空间的压制。

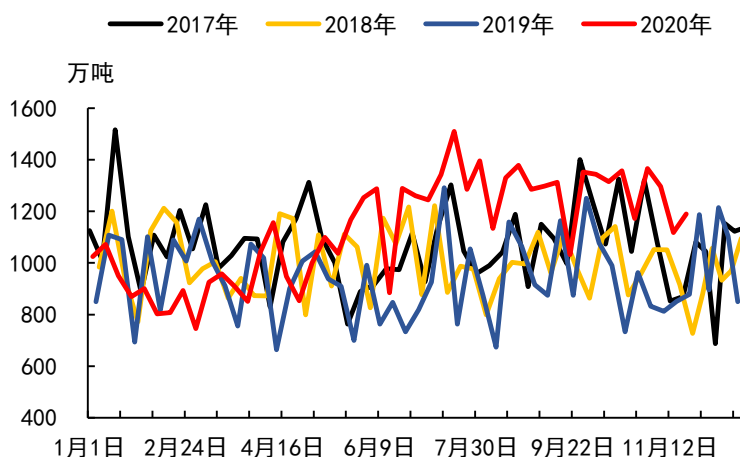
图 12：螺纹钢表观需求（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

11月以来铁矿北方港口到货量总体呈下滑态势，11月22日铁矿到港量1190万吨，较11月初下滑177万吨（13%）。到港量的下滑一方面与澳巴发运阶段性放缓有关，另一方面，日韩欧洲地区的铁矿到港量显著上量，特别是亚洲需求的回升使得一部分海外矿石被分流至其余国家。

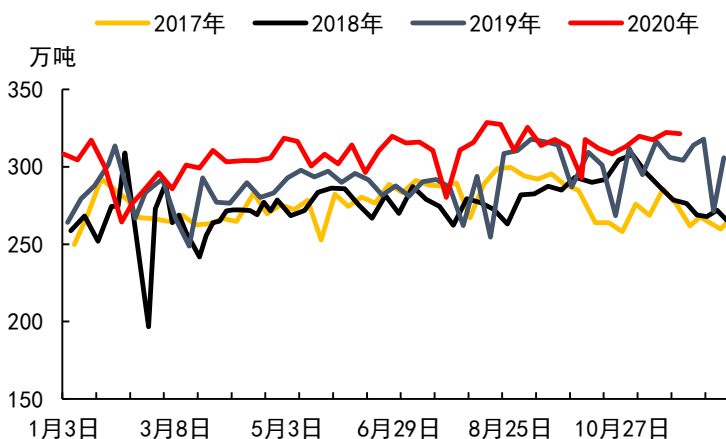
图 13：铁矿石北方港到港量（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

从疏港量上看，11月22日我国45港铁矿石疏港量321万吨，较10月底回升8万吨。虽然铁水产量总体处于下行态势，但钢厂基于可用天数低位的考虑仍然在港口进行了补库操作，钢厂库存在11月回升了58万吨。到港量的下滑和钢厂补库的需求使得港口铁矿库存再度步入下行通道。

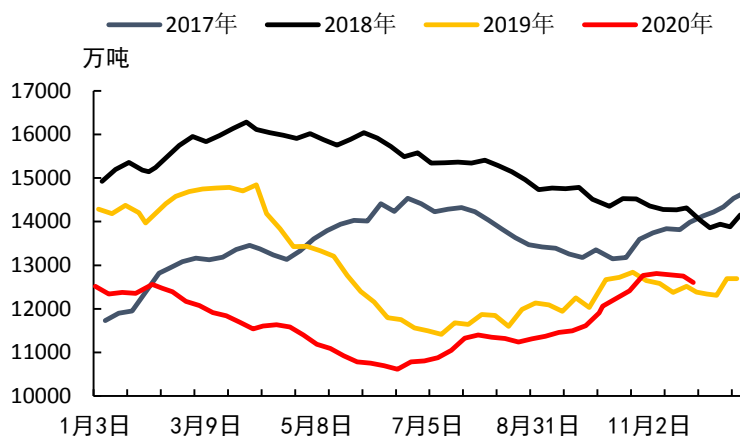
图 14：铁矿石北方港疏港量（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

45 港铁矿库存 11 月下降 206 万吨。且主流粉矿库存处于近几年来低位，港口粉矿结构性偏紧的状况依然没有明显的改善。在钢厂补库周期内，港口粉矿库存偏低的情况或将放大现货价格的波动。

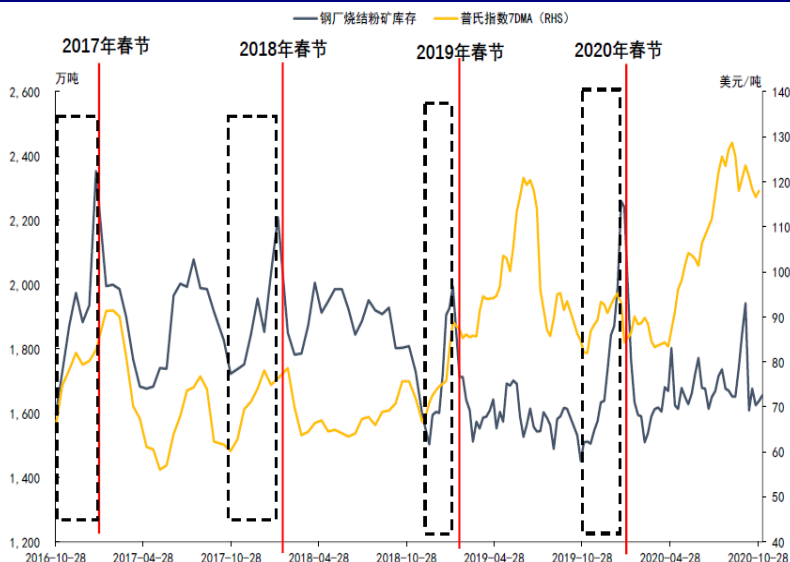
图 15：铁矿石北方港库存（万吨）



资料来源：Wind, Mysteel, 申万期货研究所

从近几年钢厂铁矿冬储周期内铁矿现货价格的变化规律可以看出除了 2019 年外，在 16-18 年的补库周期内，普氏指数均随着钢厂粉矿库存的回升而走高，涨价幅度在 16-18 美金/吨左右。目前钢厂烧结粉矿库存可用天数在 29 天左右，春节前的补库周期尚未结束，在钢厂高利润环境下，关注补库需求对粉矿现货价格的拉动。

图 16：铁矿冬储期内现货及库存走势（万吨、元/吨）



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

3、热点问题

➤ 统计局 10 月地产数据：

1—10 月份，全国房地产开发投资 116556 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1—9 月份提高 0.7 个百分点。房地产开发企业房屋施工面积 880117 万平方米，同比增长 3.0%，增速比 1—9 月份回落 0.1 个百分点。商品房销售面积 133294 万平方米，同比持平，1—9 月份为下降 1.8%。房地产开发企业土地购置面积 17775 万平方米，同比下降 3.3%，降幅比 1—9 月份扩大 0.4 个百分点。房屋新开工面积 180718 万平方米，下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点。房屋竣工面积 49240 万平方米，下降 9.2%，降幅收窄 2.4 个百分点。

1—10 月，房地产开发企业到位资金 153070 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1—9 月份提高 1.1 个百分点。其中，国内贷款 22378 亿元，增长 5.1%；利用外资 111 亿元，下降 15.2%；自筹资金 50045 亿元，增长 6.5%；定金及预收款 51287 亿元，增长 4.3%；个人按揭贷款 24312 亿元，增长 9.8%。

➤ 统计局 10 月基建、制造业数据：

1—10 月份，基础设施投资同比增长 0.7%，增速比前三季度加快 0.5 个百分点。其中，信息传输业投资增长 19.8%，加快 0.6 个百分点；生态保护和环境治理业投资增长 6.1%，加快 1.4 个百分点；水利管理业投资增长 2.7%，加快 1.8 个百分点；铁路运输业投资和道路运输业投资分别增长 3.2%和 2.7%。

1—10 月份，制造业投资同比下降 5.3%，降幅比前三季度收窄 1.2 个百分点。其中，装备制造业投资降幅收窄 1.0 个百分点；消费品制造业投资降幅收窄 1.4 个百分点；高耗能制造业投资降幅收窄 1.2 个百分点。

三、交易逻辑

1、跨期对冲操作逻辑

铁矿石在终端需求韧性的支撑下，叠加钢厂冬储补库以及海外矿石到港下降的影响，港口库存重新进入去库周期，推升了期现价格的共振上行，目前 01 合约基差已明显收窄。铁矿现货在海外钢厂复产后，日韩和欧洲将继续分流部分外矿资源，缓解我国铁矿到港的供给压力，需求端在钢厂高利润环境下的冬储需求将渐渐浮出水面。现货后期有偏强运行的驱动，考虑到终端需求季节性转弱对整体情绪的影响，以及 I2105 合约深贴水的结构，可以考虑铁矿 05 合约逢回调建多，或者 5-9 正套的操作。

2、期现结合操作逻辑

11 月在终端需求韧性超预期的大背景下，黑色系成材和炉料共振上行，虽然终端需求的拐点已至，但我们预计 12 月中下旬之前螺纹整体仍然处于去库通道。目前现货价格已处高位，需警惕需求波动引起的现货价格阶段性回调。另外，12 月政治局会议对明年经济的定调依然存在较大的不确定性，鉴于前螺纹 05 合约预期较为乐观，若宏观政策转向导致货币政策边际收紧，叠加地产数据的不确定性，05 合约也存在由于预期差而回调的可能。但从季节性规律看，螺纹 05 和 10 的基差在 12 月均呈收窄走势，可以考虑多盘面空现货的做缩基差操作。

四、风险提示

针对上述交易策略，基本面的变化可能会带来策略失败或者交易效果不及预期。潜在风险主要体现在以下几个方面：

1、货币政策边际转向

宏观环境相对宽松是目前钢矿 05 合约拉涨的基础环境，若 12 月政治局会议上货币政策边际转向导致流动性收紧，将会导致市场风险偏好下降从而打压黑色系远月合约的估值水平。

2、房地产拿地和新开工大幅下滑

“三道红线”政策实施以来，开发商出于“节流”的考虑放缓了拿地和新开工的强度，若这一趋势在 12 月的地产数据中得到进一步的验证，或将打击市场对黑色系远期需求的乐观预期导致钢矿 05 合约价格回调。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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。我们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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。