

趋势性行情动力或有收敛，关注结构性机会

2021年7月5日星期一

摘要

铁矿供给：上半年铁矿发运到港整体并未呈现明显的季节性复苏迹象；非主流矿进口整体维稳，国产矿资源在上半年末受矿山安全排查影响略显紧张；铁矿石供应端增量整体不及预期。

钢材供给与铁矿需求：环保减排举措与保供稳价的调控举措相结合，使得河北一带供应缺口被其他省份增量充分弥补，上半年粗钢产量大幅增长，铁矿石需求整体偏旺盛；且相当一段时间的钢厂高利润也逐步促成了较为严重的铁矿需求的结构性矛盾。

钢材需求：宏观经济及货币政策偏稳健，支撑房地产行业及末端家电行业需求韧性；上半年基建投资略显疲弱，制造业、汽车行业表现也不太乐观；表观需求在旺季表现强势，但钢价攀高影响了下游行业利润分配平衡，使得淡季下滑速度超预期，库存压力凸显。

展望：下半年去产能“回头看”粗钢产量压减工作将更加严峻，钢材供应缺口有望凸显，需求端整体仍存韧性，钢价重心有望抬升，但价格高度难以与上半年比肩。铁矿石整体存在供应重心上移、需求重心下移格局的预期，铁矿需求的结构性矛盾有望得到一定缓解，基本面或将逐步在四季度转向偏宽松。

策略：季节性需求淡季末期可长线布局钢材期货多单，成材支撑有望强于铁矿。现货贸易商或终端用钢用户可在淡季中逢低适当加大采购量补充低价库存，平滑采购成本，同时关注期现套利机会。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

投资咨询部 黑色金属组

尉俊毅

黑色金属研究组长

weijunyi@htfutures.com

从业资格号：F3049030

投资咨询号：Z0014086

邱怡宏

黑色金属研究员

qiuyihong@htfutures.com

从业资格号：F3003426

投资咨询号：Z0012471

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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的执业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

一、上半年行情回顾

2021 年上半年，铁矿石供需两端的牵制力整体依然偏强，上方有碳中和、环保等大政策对需求端的压制，以及后期影响较大的对价格管控的压制，下方则有居高不下的粗钢产量反映的刚需，以及中澳关系下外矿发运复苏进程偏缓慢的支撑，使得矿价整体未呈现出趋势性行情，基本呈现[900, 1150]区间宽幅震荡格局，随在 5 月长假过后伴随补库小高峰出现了一波超强表现，但随后同样在控价举措下随钢材重新回调到震荡区间内。

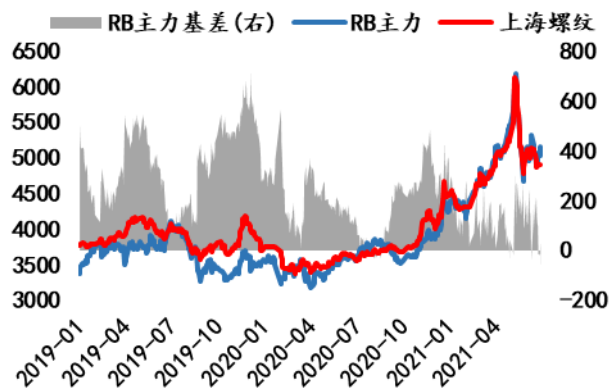
2021 年上半年钢材价格整体涨幅达 20%，呈重心上移式走势，2 月份起陆续在全球通胀叠加复工复产预期和环保限产叠加需求旺季驱动下持续上行，并在 5 月上旬末创下新高，较去年 9 月末基本最高涨幅达到 75%以上，随后在国家高层加强对大宗商品价格的管控下迅速回调。钢价在重心上移过程中遇到的风险点有三，一是供给端政策的不确定性增加，由碳中和限缩供应至加强对市场价格监管，且市场价格监管的举措及严厉程度短期影响明显超过了碳中和政策的影响；二是炼钢成本结构的转变使得长流程的产量调节效果放缓，粗钢产量居高不下，此时再叠加终端需求季节性阶段下滑出现的风险，使得该风险点在 5 月份随着钢价加速攀升屡创新高制约到下游行业利润分配格局使得终端需求受到明显的恐高性抑制，需求终端遇阻叠加国家高层加强对大宗商品价格的管控，使得钢价出现了一波较为明显的回调；三是在 2021 年下半年需重点关注财政货币政策转向或流动性收紧对需求边际的影响，此风险点在上半年逐步有所体现，且随着大宗商品价格高企流动性收紧预期提现释放，在多角度政策调控下钢材需求出现放缓迹象，钢价需求端带来的上行驱动力明显减弱。

基差方面，今年钢材基差一直保持在低位水平，并且四月末五月初还一度出现期货升水现货的现象，而铁矿的基差则一直保持在高位，期货呈现深贴水状态，反映在钢材价格运行中占比较大的是预期，而在铁矿石价格运行中，现实逻辑所占比重则更大。

交易逻辑的不同导致螺矿比价今年先扬后抑的运行轨迹，1 月下旬-2 月初、2 月末-3 月中旬末螺矿比扩大，原料在高炉亏损及春节假期影响下需求较弱矿价较低迷；3 月末起至 6 月中旬末螺矿比震荡下行，尤其 4 月下半月起，持续高利润对产量的支撑力度逐渐增强，高中品位铁矿石需求增多，铁矿石依然存在的结构性矛盾支撑铁矿的现实基本面格局偏强，矿价表现强于螺纹钢，螺矿比价走弱；6 月下旬随着建党百年庆典时间窗口的临近，环保限产举措再起，螺矿比有所回升。

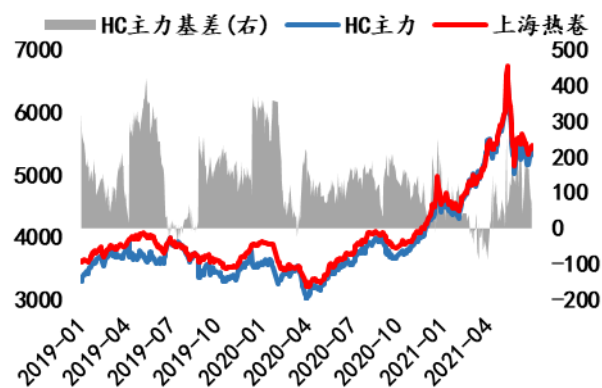
卷螺价差方面，1-2 月基本震荡，3 月起在碳排放规划的指引下，热卷表现强于螺纹，卷螺价差开始明显走扩，10 合约卷螺价差从最低 130 扩大至 5 月中旬初的 520 元/吨，随后在价格调控以及制造业表现不及预期的影响下卷螺差回落。

图 1: 螺纹钢主力合约基差 单位: 元/吨



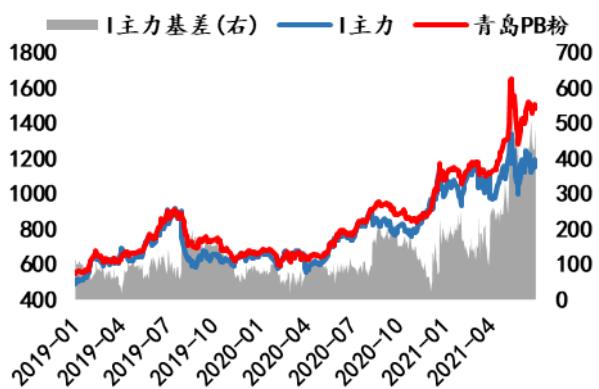
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 2: 热轧卷板主力合约基差 单位: 元/吨



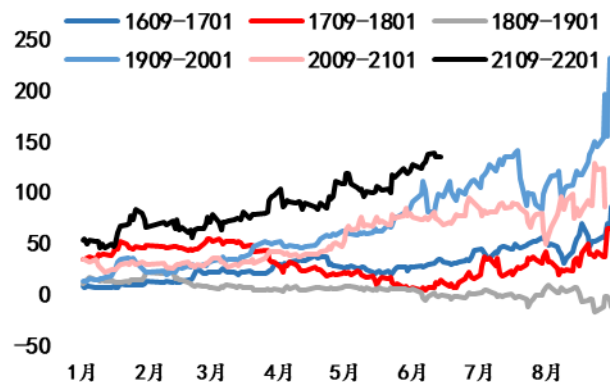
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 3: 铁矿石主力合约基差 单位: 元/吨



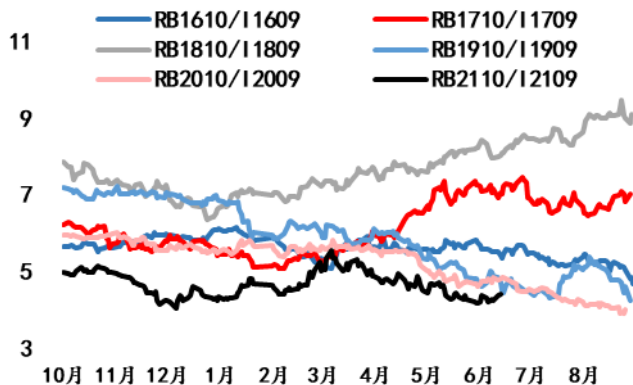
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 4: 铁矿石 09-01 合约价差 单位: 元/吨



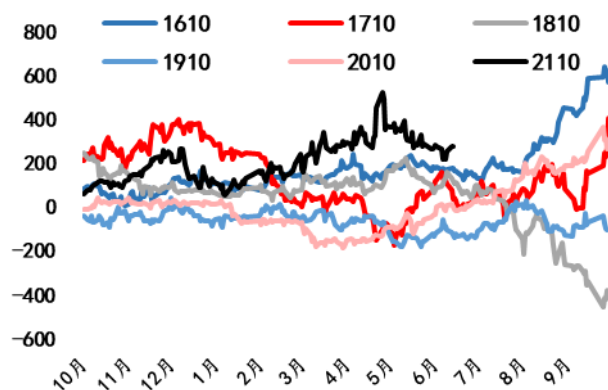
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 5: 10/09 合约钢矿比价 单位: 元/吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 6: 05 合约卷螺差 单位: 元/吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

二、钢材需求

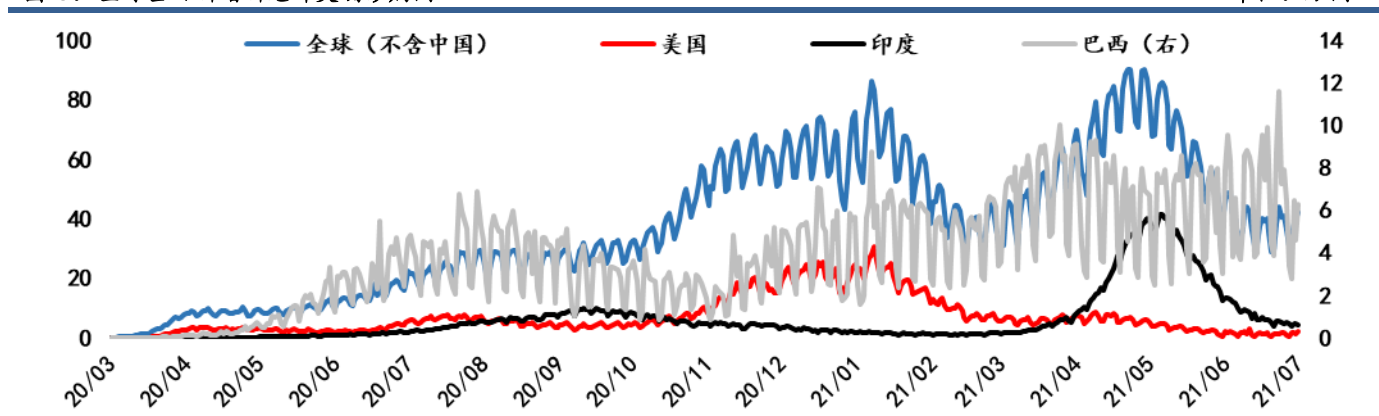
2.1 全球疫情及经济风险偏好仍未回归常态

疫情方面，全球除中国外在今年上半年已经出现了两轮爆发期，第一轮从去年11月延至今年1月以美国和南非为首的大爆发，但在新冠疫苗推广使用的大背景下，中国、美国的新冠疫苗接种总数

遥遥领先，使得在中国、美国以及欧洲、南美部分接种率较高的国家中，新冠肺炎疫情情况整体可以比较顺利的得到控制。但在贫富差距下的不公平现象的影响下，一些低收入不发达国家地区受影响波及的时间会更长，对应3月至5月巴西、印度及东南亚地区领衔的第二轮大爆发，其中4月末为疫情爆发巅峰期，全球（不含中国）新增确诊病例达90万例，印度独占40万。

图 7：全球当日新增新冠肺炎确诊病例

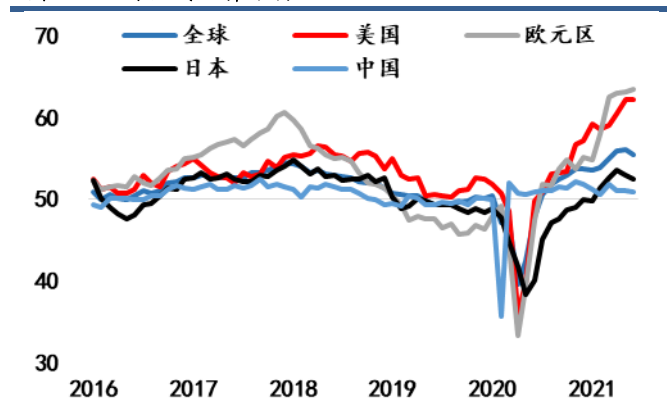
单位：万例



数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

总体来说，目前全球疫情风险偏好虽仍未回归常态，但疫情风险控制的效率及措施得到了明显提高，全球经济进入了强劲复苏期。从PMI来看，以美国、欧洲为代表的海外经济体快速复苏，美国PMI维持62.1的高位，欧洲PMI自3月起跳跃式攀升至目前的63.4。CPI方面，美国5月CPI增至3.8%，经济重启推动需求保持旺盛，目前来看加剧金融市场对通胀长期上升的担忧继续推动风险资产上涨的风险预期在增强；但其他国家地区整体仍处于2%以下的低位，对经济复苏通胀环境的担忧则不是很明显。总体来说，全球经济快速恢复风险偏好提升的预期仍然存在，且市场主流机构也对2021年下半年缩表甚至加息的预期并不高。

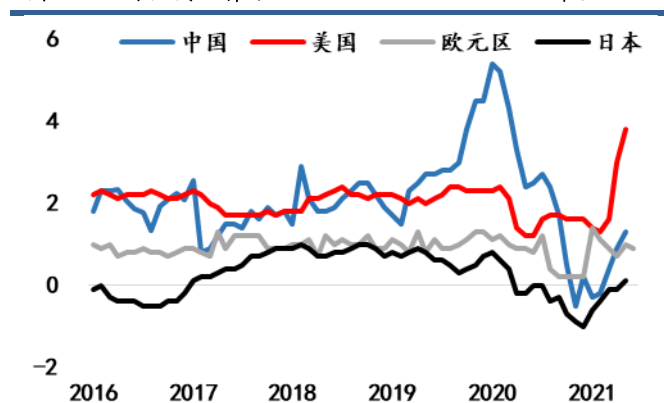
图 8：全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

图 9：全球主要经济体 CPI

单位：%

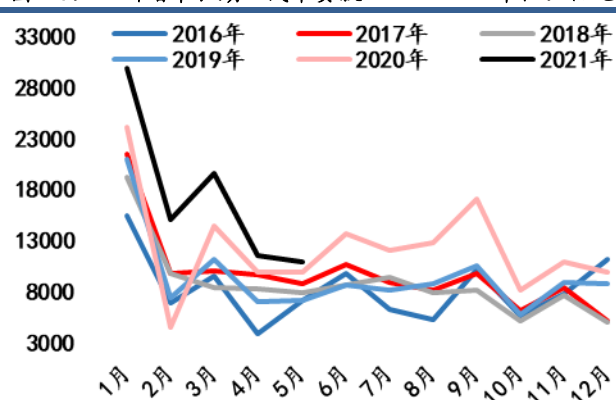


数据来源：Wind、海通期货投资咨询部

2.2 钢材下游终端需求整体仍存支撑

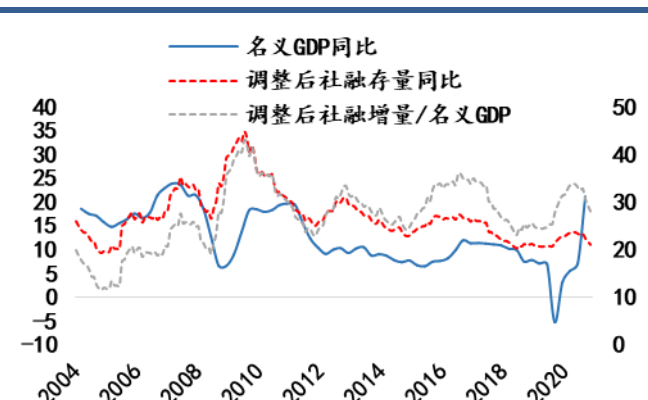
我国把疫苗接种作为疫情防控工作的头号任务，加快构筑全面免疫屏障，因此，使得我国新冠肺炎疫情整体保持稳定，疫情对经济的影响基本已所剩无几。从货币政策方面来看，5月金融数据显示贷款总量保持平稳增长，有效满足了实体经济的融资需求，从贷款期限来看新增中长期贷款边际略有收缩，但占比仍维持高位，表明实体经济的融资需求仍可得到一定满足，企业预期及投资意愿尚可。从周期来看，目前国内社融信贷处于见顶后的缓慢回落阶段，并且还不存在收紧流动性的比较强的紧迫性，货币政策在推动经济持续恢复和更高水平供需动态平衡中仍可发挥较积极作用，从宏观经济与房地产等行业的联动来看，房地产等行业整体仍存在较为明显的需求韧性。

图 10: 新增中长期人民币贷款 单位: 亿元



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 11: 社融信贷周期表现 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

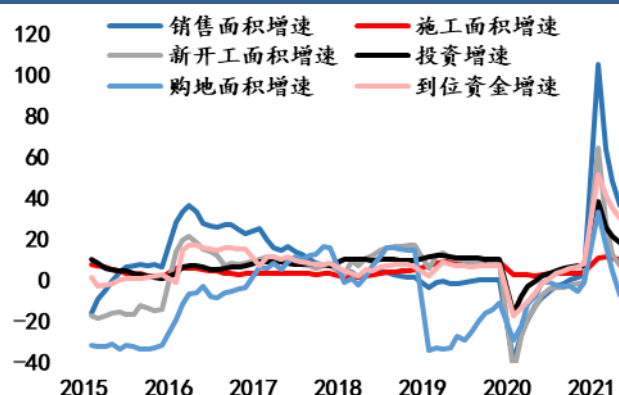
国家对房地产的管控政策愈发严格，无论是去年9月份起的“三道红线”的压力，还是6月上旬央行党委书记、银保监会主席郭树清对房地产的再次吹哨、警惕房地产泡沫化金融化的发言，叠加当前利率升高、经营贷严查等调控行为，折射出房地产市场呈现逐步收紧趋势的可能性较大。

在政策压力下，房地产市场相关指标有所分化，土地市场火热度偏低，土地购置、成交等指标均维持在同期低位运行，1-5月购置土地面积同比2020年降7.5%，同比2019年降幅近15%。而上半年房地产市场指标尤其以投资、销售以及房屋施工的表现较好，反应房地产回款以及行业韧性表现良好；1-5月份房屋施工面积累计同比2020年增长10.1%，同比2019年增长12.7%；商品房销售面积累计同比2020年增长36.3%，同比2019年增长19.6%，商品房库存销售比重心仍保持在2019年中枢水平之下，显示房地产企业为了缓解现金流、进一步控制杠杆率，一方面加快销售回款，另一方面加快土地库存消耗，赶工加速土地变现周期，结合盘螺和螺纹价差自4月份大幅走扩的表现，可见地产整体仍保持较强的赶工强度也是上半年需求端的一大特点。

由于2018-2019两年地产企业的销售面积持续创出新高，从地产周期来看，2021年-2022年将是期房集中交付的时间段，结合房地产竣工与新开工的周期性关系来看，施工竣工链条仍有望延续

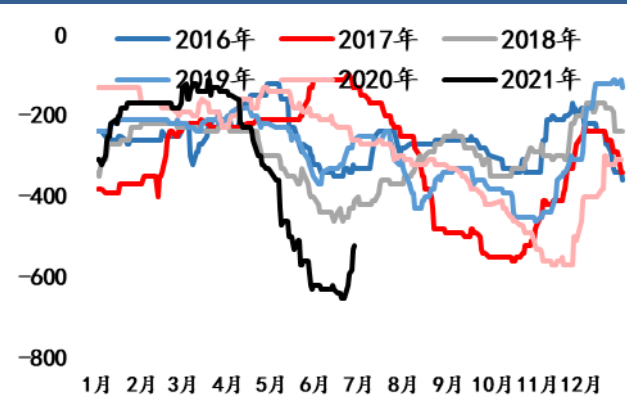
偏稳健态势，存量施工对于中长期建材需求仍有一定支撑，且地产竣工链条相关的白色家电行业对板材需求的支撑预期也将比较稳健。

图 12: 房地产市场主要指标累计同比增速 单位: %



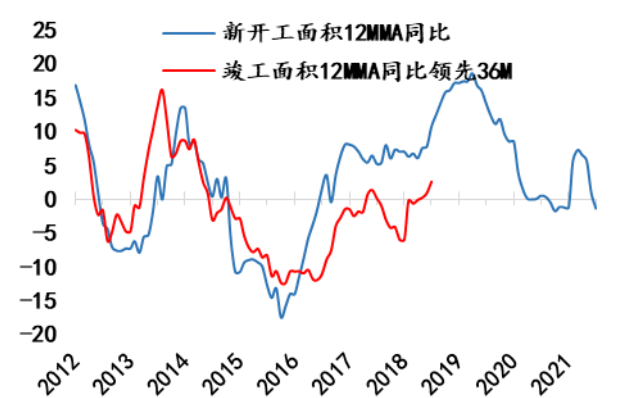
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 13: 杭州螺纹钢和盘螺价差 单位: 元/吨



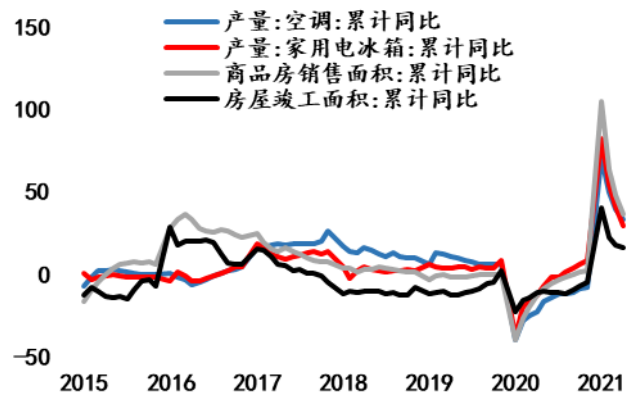
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 14: 房地产竣工与新开工的周期性 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 15: 白色家电行业产量增速 单位: %

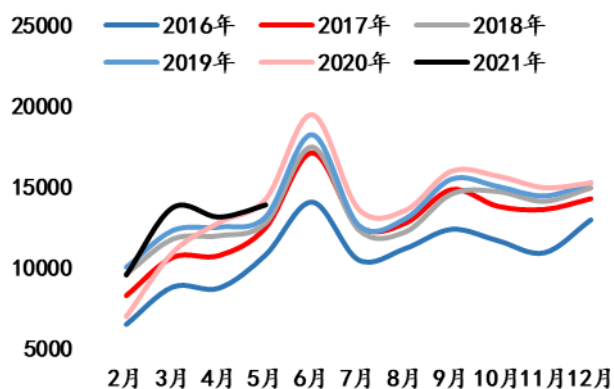


数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

基建端从政策方面存在支撑，今年是“十四五”的开局之年，又是中国共产党建党100周年，既要见到新气象，又要以优异的成绩迎接党的生日，在这个大环境下政策方面对基建同样是理应偏向积极。但从地方政府债券发行情况来看，今年专项债发行较晚，3月份起才出现较明显的增加，且总量低于前两年，但今年地方政府新增专项债发行限额为3.65万亿，目前5个月总发行额仅达32%，进展偏慢，使得整体上半年基建投资略显疲弱。但从另一个角度来看，下半年则极有可能成为专项债发行高峰期，为基建项目提供比较有力的资金支撑。

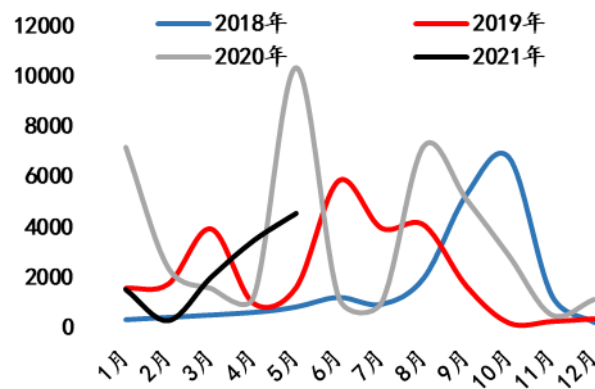
此外，另一方面，2020年疫情后为缓解疫情对经济的冲击，新增的基建项目订单较多，且按开工周期推算，预计今年三季度会存在用钢高峰期，在资金和项目相结合的背景下有望成为下半年用钢需求的最大一股支撑力量。

图 16: 当月基建投资(不含电力) 单位: 亿元



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 17: 地方政府专项债券发行额 单位: 亿元

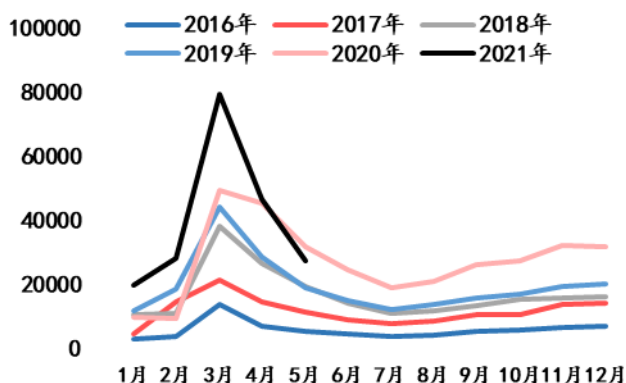


数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

制造业方面整体表现则不太乐观,制造业投资、汽车产销增速、家电产量增速均呈现高位连续回落走势,使得板材需求支撑略显疲弱。挖掘机等机械设备的产销量同比增速出现了比较明显的下滑,5月份甚至下滑至负增长,表现相对最差,但考虑到房地产仍然存在比较强的存量施工需求,以及基建投资在下半年发力的预期,预期下半年机械类用钢需求仍存在稳增长的可能性。

受到芯片短缺影响,5月份当月汽车产销同比增速同样已下滑至负值,原预计制造业的亮点多集中于汽车行业,在此影响下汽车行业生产的恢复目前存在较大的不确定性,进而对于制造业需求端的不确定性同样有所增大。

图 18: 挖掘机月度销量 单位: 台



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 19: 汽车产销增速 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

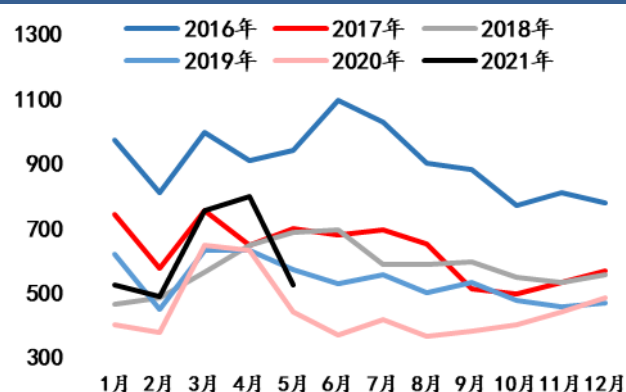
2.3 出口退税政策落地, 出口高峰期已过

4月28日,《国务院关税税则委员会关于调整部分钢铁产品关税的公告》和《关于取消部分钢铁产品出口退税的公告》同时发布,自2021年5月1日起,对生铁、粗钢、再生钢铁原料、铬铁等产品实行零进口暂定税率;适当提高硅铁、铬铁、高纯生铁等产品的出口关税,调整后分别实行25%出口税率、20%出口暂定税率、15%出口暂定税率;并取消部分钢铁产品出口退税。

出口退税政策实施将使得卷板出口需求呈边际收敛的特征表现，且 PMI 新订单和新出口订单也都呈现了比较明显的走弱现象，因此，国内总需求基本是呈现一个高位见顶回落的表现，下半年制造业能否保持稳增长不仅关乎卷板类钢材的需求，也关乎经济发展的稳定。

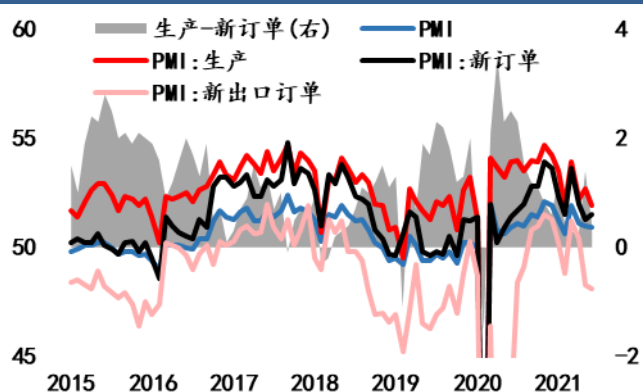
此外，海外仍处于补库周期，仍有望支持商品需求，而由于国外经济恢复的风险偏好仍未回归常态，因此对于需求复苏的空间目前还存在较大不确定性，下半年若国外需求大幅增加难以实现自给自足，那么我国出口需求仍有存在一定空间的可能，下半年需重点跟踪国外的货币政策环境。

图 20: 钢材出口数量 单位: 万吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

图 21: PMI 供需指标 单位: %



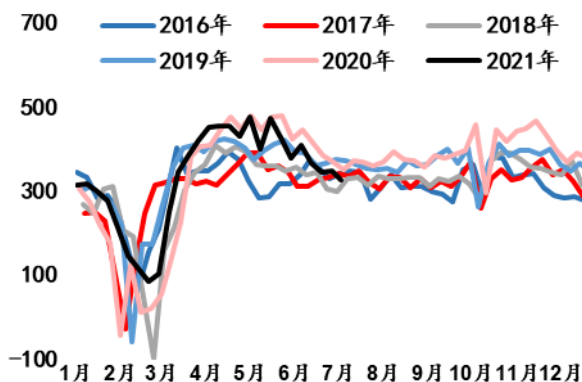
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

2.4 表观需求季节性下滑超预期，库存压力再现

表观需求在上半年经历了两个关键的时间节点，一是春节前后的低谷期，今年春节前受疫情影响，贸易商提早放假使得建材成交量的下降速度明显快于往年同期，而“就地过年”节约了节后的复工复产时间，提高了员工的返岗率，使得螺纹钢和热卷往年春节导致的表观消费量缺口明显小于往年，春节过后全国建材主流贸易商成交量保持持续回升之势，维持相较历年成交量上沿水平保持正增长，螺纹钢和热卷的表观消费量均保持历史同期高水平。

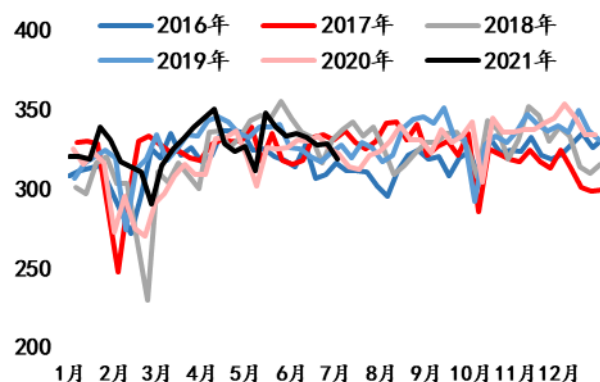
另一个则是五一前后的第一个高峰期，在下游行业赶工的韧性支撑下，上半年需求旺季整体表现良好，表观需求同比维持往年高位水平。但随着钢价不断攀高削弱了部分投机性，叠加国家对大宗商品价格的严格管控，一定程度上制约市场采购及库存规模，使得建材成交基本以刚需为主，因此，在旺季向淡季过渡的阶段中表观需求下滑速度明显快于往年，目前已降至同期较低水平，需求端呈边际逐渐转弱的趋势。下半年关注重点在十一前后的第二个旺季需求高峰期的表现。

图 22: 螺纹钢钢联口径表观消费量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

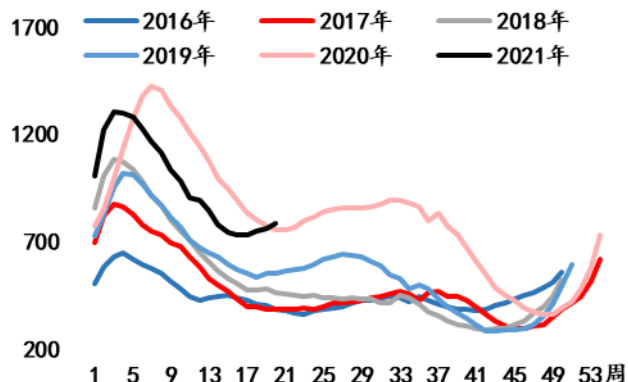
图 23: 热轧卷板钢联口径表观消费量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

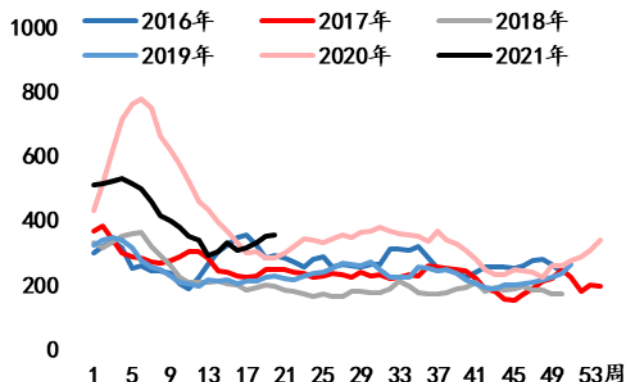
钢材库存同样呈现明显的季节性特征, 今年1-2月份持续累库, 使得今年这一轮累库周期的增量和周积累均速都创下历史次高值, 进入3月份后结束连续累库周期并迎来拐开启去库进程。螺纹钢的去库周期于6月11日结束, 历时14周, 总降幅、周去化均速属于近五年来的较差水平, 本轮去库进程表现不理想, 使得当前钢材库存仍然保持着高于往年同期的规模。

图 24: 35 城螺纹钢社会库存 (农历春节起) 单位: 万吨



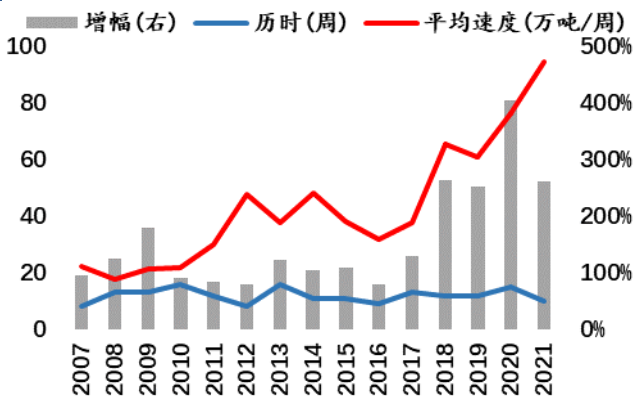
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 25: 螺纹钢钢厂库存 (农历春节起) 单位: 万吨



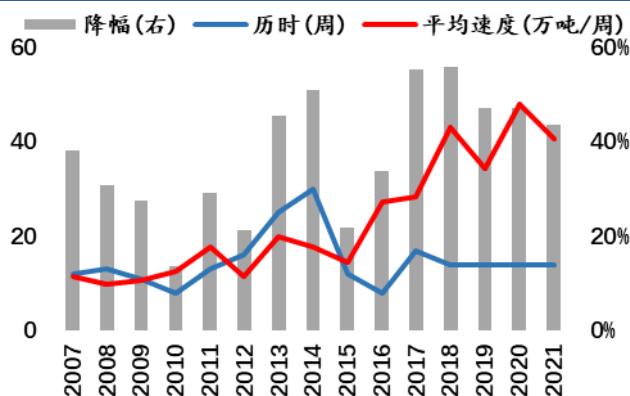
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 26: 历年连续增库存周期情况



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 27: 历年连续去库存周期情况



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

三、钢材供应与铁矿石需求

3.1 政策导向提供中长期供应缺口

2021 年黑色市场影响最大的即为政策导向，从长期来说是碳达峰碳中和的大背景，从中期来看是环保限产相关政策，短期则是市场监管行为的调控举措。

从长期政策导向一端来看，碳达峰碳中和属于战略背景，压减粗钢产量仍是主要矛盾。自去年 9 月份习近平总书记在第七十五届联合国大会上发言提出“碳达峰”、“碳中和”后，中央及地方政府等部委便围绕该任务进行各项部署。今年 3 月 15 日，习近平总书记在中央财经委员会第九次会议强调，实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标。5 月 6 日，工信部印发修订后的《钢铁行业产能置换实施办法》，再次强调钢铁产能置换细则和对应的产能核算办法，工信部对于钢铁行业未来规划更为清晰明确，作为压减粗钢产量和减少碳排放的重要手段。5 月 10 日，发改委及工信部联合发表《2021 年钢铁去产能“回头看”》检查工作部署，分段检查明确，严格落实去产能政策，力保 2021 年粗钢产量压减。2021 年已经过半，安徽、甘肃等省陆续开启着手完成 2021 年粗钢产量考核目标任务，对于下半年整体价格运行区间起到了政策性托底作用。

从地方性环保限产举措来看，上半年在建党百年大庆的指引下，各地对于环保限产政策整体呈现出比较连续的状态。其中上半年政策性减排措施中对供应缺口影响较大的有两个措施，一是唐山 30%-50%的限产大约影响 3500 万吨产量；二是河北省关停 20 座 1000 立方米以下高炉、20 座 100 吨以下转炉和 5 台燃煤发电机组，大约影响 2000 万吨，使得河北地区整体会对供应产生 5500 万吨左右的减量，虽然上半年在阶段性高利润的驱使下，河北以外地区的产量大幅增长使得全国粗钢产量屡创新高，但下半年在各省加紧落实确保 2021 年粗钢产量同比不增加的背景下，河北地区供应减量或将得以凸显。

表：上半年主要环保限产减排政策汇总

日期	执行时间	具体内容
2021. 3. 11	全年	3 月份，唐山市陆续发布关于对钢铁行业企业为时 1 个月限产减排的通知以及《钢铁行业企业限产减排措施的通知》草案，确定了全年对全市全流程钢铁企业(除首钢迁安、首钢京唐)执行限产 30%-50%的减排措施。
2021. 4. 3	4. 3-6. 15	唐山市召开钢铁行业企业环境综合治理调度会议，要求加快钢铁企业工程减排进度，6 月 15 日前相关企业治理改造必须完成，逾期未完成治理的生产装备实施停产整治。会议指出，唐山市政府即将出台钢铁行业特别排放要求，各钢铁企业要严格按照特别排放要求落实减排措施。
2021. 4. 6	4. 6-5. 6	第二轮第三批中央生态环境保护督察启动，将对山西、辽宁、安徽等 8 个省（区）开展为期 1 个月的督察进驻工作。

2021. 4. 7		《山东省生态环境保护督察工作实施办法》公布，第二轮第一批山东省生态环境保护督察将全面启动。山东省生态环境厅发布《全省“十四五”和2021年空气质量改善目标及重点任务》，鼓励高炉-转炉长流程企业转型为电炉短流程企业。
2021. 4. 21	4. 21-6. 30	邯郸市大气污染防治工作领导小组印发了《邯郸市2021年二季度重点行业生产调控方案》邯郸武安环保限产，限产比例在30%左右。
2021. 4. 29	全年	河北省政府新闻办举行“河北省2021年一季度大气环境质量状况”新闻发布会，会上表示，要加快低效和过剩产能淘汰，关停20座1000立方米以下高炉、20座100吨以下转炉和5台燃煤发电机组，加快推进邯郸钢铁、邢台钢铁、唐山华西钢铁等重点污染企业退城搬迁。
2021. 5. 10	5. 10-5. 30	第二轮第二批山东省生态环境保护督察将全面启动，对8市开展督察进驻工作，进驻时间约为20天。
2021. 5. 23		唐山市生态环境局专门召开党组会议，确保如期完成“退后十”目标任务，内容包括：1、钢铁企业深度治理。2、产能置换。秋冬季前，唐山市钢铁企业关停12座高炉、8座转炉、29台烧结机。3、总量减排。对22家钢铁企业实施每月不低于30%的总量减排。4、转型升级。统筹推进淘汰落后产能、退城搬迁、整合重组、短流程改造等工作，提速推进金马钢铁、华西钢铁、唐山不锈钢等搬迁项目。
2021. 6. 19	6. 19-7. 1	邯郸钢铁企业在原有管控措施基础上，进一步加严管控措施：1、邯钢四台烧结机单风机生产，邯钢东区一台烧结机停止作业，200万吨球团停产5天。2、峰峰矿区等四县(市、区)所有烧结机在现有管控措施基础上生产负荷再减30%。3、所有钢铁企业一座高炉焖炉，或在原管控措施基础上烧结机生产负荷再减10%。月末邯郸市钢铁企业又收到政府通知，在原限产基础上从29日0点至7月1日16点京津冀全面管控。炼铁厂烧结机、球团全面限产。唐山部分轧钢厂接到通知，6月24日至6月29日零时执行二级响应，6月29日零时至7月1日18时参照红色预警执行。

数据来源：海通期货投资咨询部

3.2 短期价格调控举措限制价格顶部

3月末起，国内大宗商品期货价格不断上涨，尤其以螺纹钢、热卷、铁矿石、动力煤、焦煤、焦炭、玻璃等黑色系相关期货品种为首的涨幅最明显，上涨速度过快也的确在一定程度上超出了市场的理性区间。5月10日，随着黑色系商品期货现涨停潮，大宗商品价格过快上涨的情绪几乎发挥到极致，国家高层也开始不断加强对大宗商品价格上涨的关注，5月中旬起更是加强市场监管，无论是地方政府约谈企业，还是国常会在7天内两次“点名”大宗商品涨价，甚至直接发布警告，都是针对大宗商品价格过快上涨问题，矛头对准打压市场投机行为。6月21日国家发改委与市场监管总局赴北京铁矿石交易中心开展联合调研，再度重申做好铁矿石等大宗商品的保供稳价工作，铁矿石引领黑色出现了8.79%的跌幅。

总体来说，在政策一端，无论是中长期的环保和碳中和，还是短期的市场价格管控，都是2021年对黑色系影响最大的因素之一，对应钢材的供给端以及铁矿的需求端，也是存在最大的不确定性的一端。下半年随着压减粗钢产量任务的陆续落实，有望从供给端对钢价提供较持续的支撑力，但从上半年钢价政策顶部引发的终端行业需求变化来看，钢价上方也会有所压力制约，上涨空间不易突破上半年。

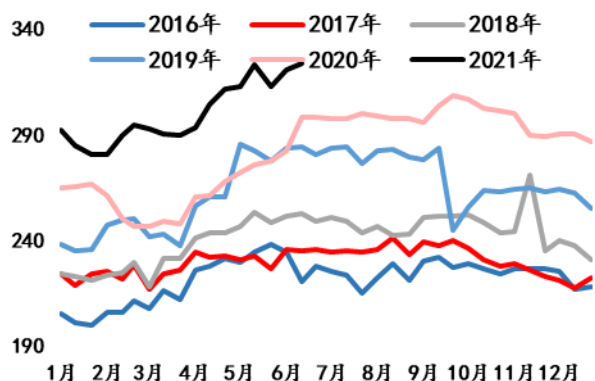
3.3 下半年粗钢产量压减工作更加严峻

国家统计局数据显示，2021 年 1-5 月粗钢累计产量 4.73 亿吨，同比增长 13.9%，钢材产量累计 5.77 亿吨，同比增长 16.8%，中钢协数据也显示 6 月中旬粗钢日均产量为 324.18 万吨，同比增长 8.6%，压减粗钢产量任务未取得明显实效，与全年总目标背离。基于此，近期多省份已着手开展今年粗钢产量压减的工作，在国家战略决策不出现明显转向的前提下，按照各省能够实现 2021 年粗钢产量同比不增加的任务，倒推下半年的工作量及压力，我们不难发现，2021 年下半年去产能“回头看”粗钢产量压减工作将更加严峻，钢铁企业环保限产减排等政策性压减措施将会更加频繁及严格，河北地区铁矿的需求缺口有望得以凸显。

今年钢材利润经历了过山车式走势，1 月份至春节前的特征是钢厂利润大幅亏损，长流程普亏，延续自去年 8 月份起短流程成本低于长流程成本的格局，华东螺纹长流程理计吨钢利润大约亏损 400 元/吨，而短流程则保有 200 元/吨左右的盈利。春节后至 4 月上旬，全球通胀预期叠加复工复产预期，以及碳减排、环保政策的加持，钢材价格屡创新高，钢厂利润随钢价上涨而快速修复，最高达到 780 元/吨左右的利润水平。4 月下半月起，持续高利润对产量的支撑力度逐渐增强，高中品位铁矿石需求增多，矿价表现强于螺纹钢，使得钢厂利润有所回落。而短流程仍然保持高位相对平稳的生产状态，废钢价格相对稳定，短流程利润在 5 月上旬达到 1300 元/吨左右的峰值。5 月中旬迎来价格管控举措后，钢厂利润随价格的政策性回调出现了快速下滑，目前长流程过磅约亏 400 元/吨，短流程约盈利 200-300 元/吨，基本重新回到 1 月份的利润洼地。

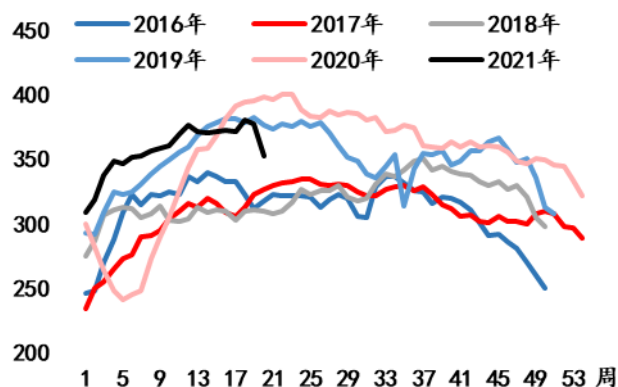
从政策和利润的关系来看，高利润其实是可以看作是碳减排规划的产物，在碳减排限产政策持续深入的渗透下，钢厂高利润成为“常态化”也未必不合理，钢厂资金充裕情况下也将有助于更好的深入完成减排改造，但当前利润回归到 1 月份洼地，且唐山螺纹钢价格甚至要比钢坯低 200 元/吨以上的确缺乏合理性。钢厂利润多作用于对产量的阶段性调节，钢厂当前低利润叠加上半年粗钢产量压减工作的顺利开展预期，对于产量上方空间的压制作用具有一致性，高炉开工率及产能利用率仍将维持低位区间运行，下半年产量收缩空间可期。

图 28: 中钢协粗钢日均产量 单位: 万吨



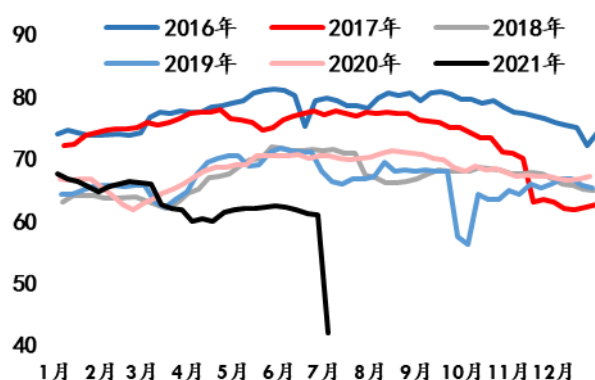
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 29: 螺纹钢周度产量 (农历春节起) 单位: 万吨



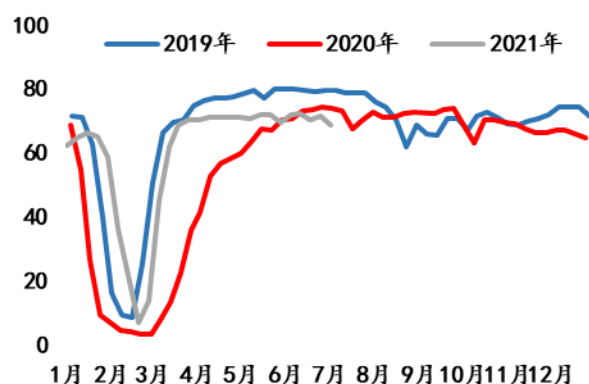
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 30: 全国高炉开工率 单位: %



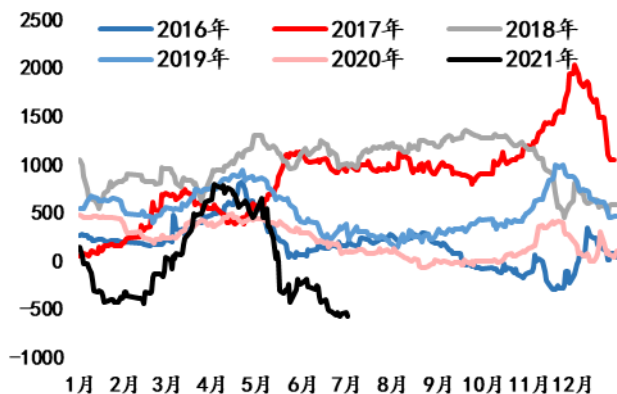
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 31: 71 家独立电炉厂开工率 单位: %



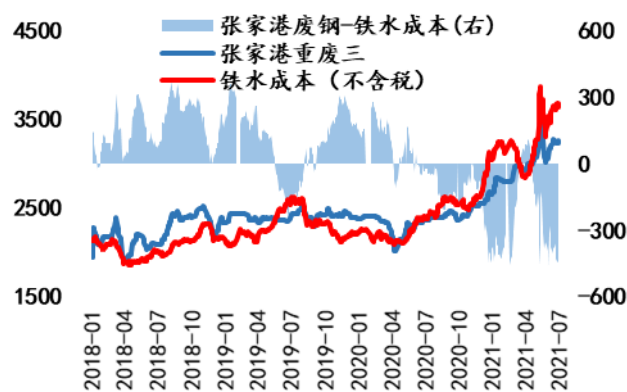
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 32: 华东螺纹钢理计吨钢利润 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 33: 废钢铁水成本价差 单位: 元/吨



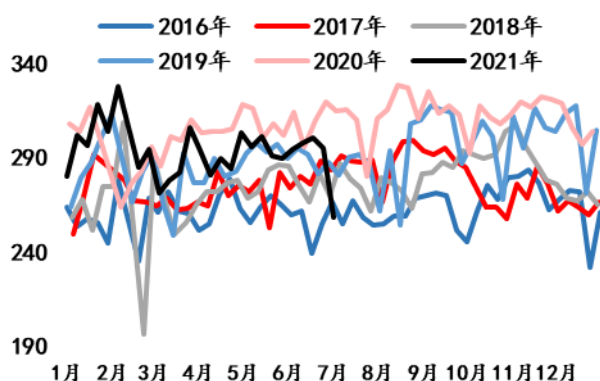
数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

对于铁矿石而言, 从碳减排等环保限产政策来说, 理论上应是利多钢材利空原料的, 但事实上原料在 4 月份之后和钢材齐飞, 甚至涨幅比成材还大, 核心的逻辑在于其实原料是在交易现实。而通过利润与产量的关系, 钢厂在 4 月份起的持续较长一端时间的高利润刺激钢厂在政策框架内尽可能提产, 保证了铁矿石的需求刚性, 且虽然河北一带限产政策造成了铁矿需求端较大的缺口, 但其

他省份的增量可观，铁矿石需求整体偏旺盛，全国铁水产量和铁矿港口疏港量持续保持在历史高位水平波动。而提高入炉品位可有效提升钢厂生产效率，随着环保限产的逐步推进，钢厂在产能受限以及高利润的背景下更加青睐更高品质的铁矿石，提振了中高品矿的需求，叠加上半年铁矿发运到港增量整体不及预期，逐步造成了铁矿需求的结构性矛盾，铁矿港口库存在二季度稳步去化，尤其是中高品粉矿、块矿和球团矿库存去库均比较顺畅，块矿和粉矿价差持续扩大，溢价维持高位。

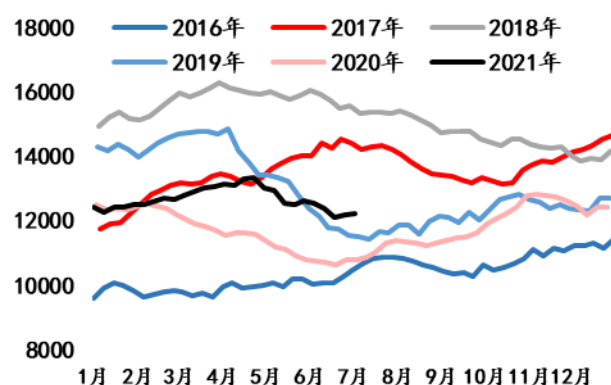
从下半年对钢材供应收缩的预期角度，铁矿需求也将逐步走弱，港口铁矿库存大概率将呈逐步积累态势，但若外矿发运增量未使得铁矿结构性矛盾得以缓解，或下半年钢材需求超预期走强，也将有一定几率带动铁矿港口库存继续消化。

图 34: 铁矿石 45 港口疏港量 单位: 万吨



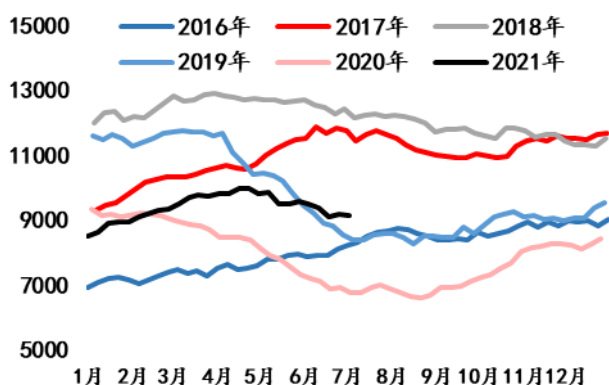
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 35: 铁矿石 45 港口库存合计 单位: 万吨



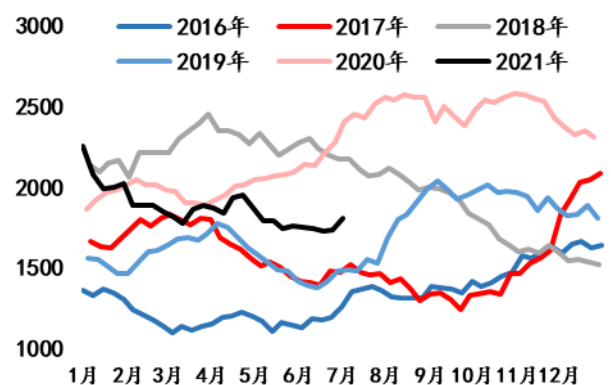
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 36: 45 港口粉矿库存 单位: 万吨



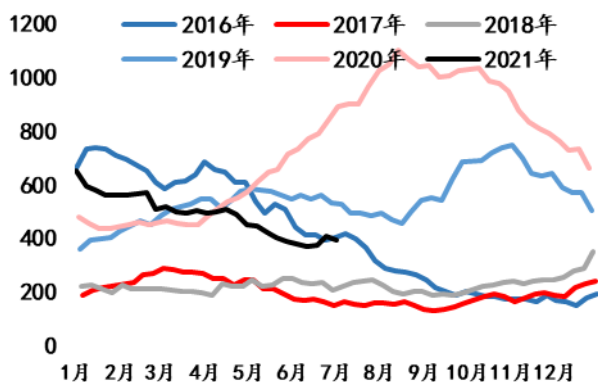
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 37: 45 港口块矿库存 单位: 万吨



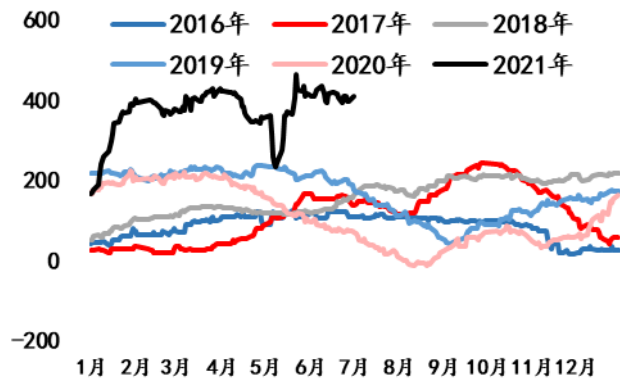
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 38: 45 港口球团矿库存 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 39: PB 块矿-PB 粉矿



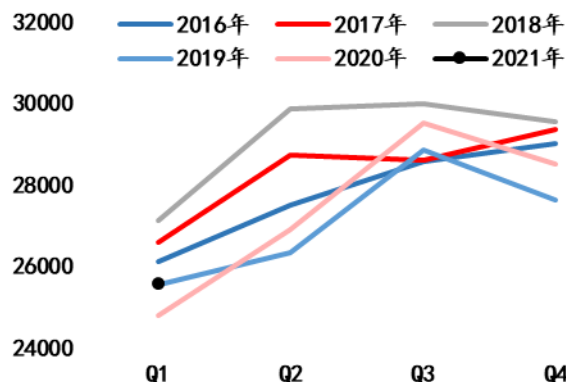
数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

四、铁矿石供应

4.1 外矿供应紧张期已过, 重心将逐步上移

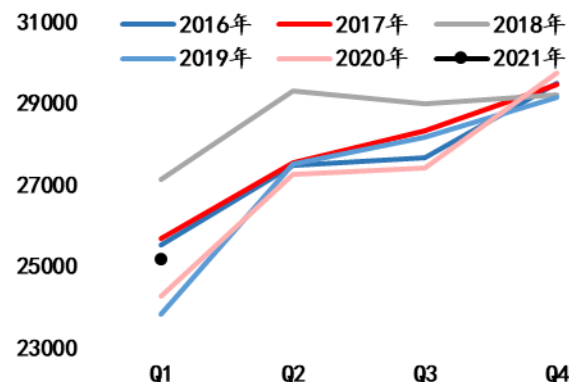
根据四大矿山 2021 年 1 季度报告, 2021 年第 1 季度四大矿山合计铁矿石产量 2.56 亿吨, 环比减少 2933 万吨, 同比增加 774.6 万吨; 合计铁矿石销量 2.52 亿吨, 环比减少 4566 万吨, 同比增加 907 万吨。

图 40: 四大矿山铁矿石产量 单位: 万吨



数据来源: 公司公告、海通期货投资咨询部

图 41: 四大矿山铁矿石销量 单位: 万吨



数据来源: 公司公告、海通期货投资咨询部

力拓产量方面, 2021 年 1 季度, 力拓皮尔巴拉铁矿石发运量为 7780 万吨, 环比季节性回落 12.5%, 同比增长 7%; 受二月矿区较为潮湿的气候以及工厂检修影响, 1 季度铁矿石产量为 7640 万吨, 环比季节性降低 11.1%, 同比降低 2%。2021 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运产量目标维持 3.25-3.40 亿吨。

BHP 方面, 2021 财年第 3 季度铁矿石产量与销量分别季节性回落至 6670 万吨以及 6603 万吨, 环比、同比皆有所回落。主要缘于金布巴矿区产量创新高和整个供应链的强劲表现, 2021 财年前 3 个季度 WAIO 产量同比增长 3%至 9 月新高 1.87 亿吨(按 100%股权计为 2.11 亿吨)。2021 财年必和必

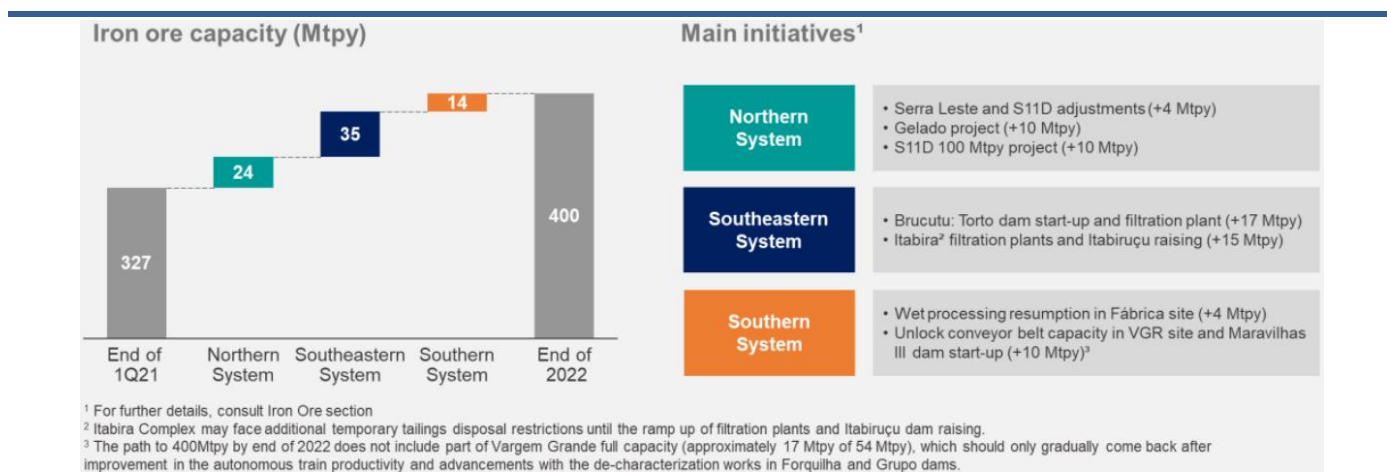
拓铁矿石产量预计将在 2.44-2.53 亿吨（按 100%股权计为 2.76-2.86 亿吨）指导范围的上半部分，预计 2021 财年第 4 季度铁矿石产量约 6500-7500 万吨。

FMG 在 2021 财年 3 季度矿石加工量同比上升 5%、环比小幅增加 1%，达到 4460 万吨，矿石发运总量为 4230 万吨，环比季节性回落 9%，同比基本持平。2021 财年前三季度矿石发运量共计 1.33 亿吨，同比增长 1.6%。2021 财年铁矿石发运量目标为 1.78-1.82 亿吨，较此前披露数据小幅上升。预计 2021 财年第 4 季度铁矿发运量约 4500-4900 万吨。

VALE 在 2021 年 1 季度铁矿石粉矿产量总计为 6800 万吨，同比 2020 年 1 季度增长 14.2%，环比季节性降低 19.5%。1 季度球团矿总产量为 630 万吨，同比 2020 年 1 季度下降 9.2%，环比季节性回落 11.7%。1 季度铁矿粉矿和球团矿销量达到 6560 万吨，溢价 8.3 美元/吨，原因在于中国以外的市场需求强劲复苏，中国焦煤价格上涨，以及在提高高炉生产率需求的支撑下，65%品位和 62%品位铁矿石价格指数间的价差扩大，球团矿溢价增加。2021 年全年铁矿石产量目标为 3.15-3.35 亿吨。

根据四大矿山 2021 年 1 季度财报以及产运目标估算 2021 年上半年产运情况，澳洲三大矿山整体同比几乎无供应增量，两拓上半年同比均有约 700 万吨减量，FMG 与去年上半年相比基本持平；淡水河谷上半年同比约有 1200 万多左右供应增量，四大矿山总体 2021 年上半年同比仍约有 200 万吨左右减量，上半年供给端整体偏紧。

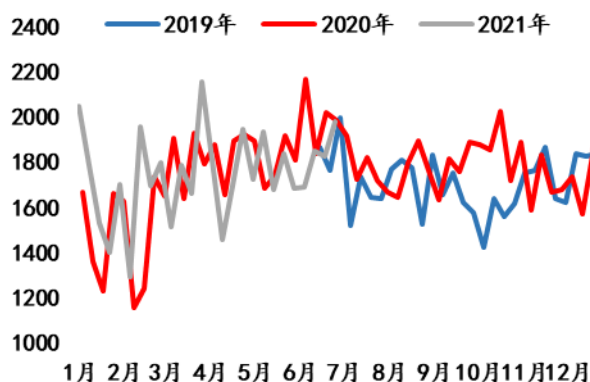
图 12：淡水河谷 2021 年产能恢复计划



数据来源：公司公告、海通期货投资咨询部

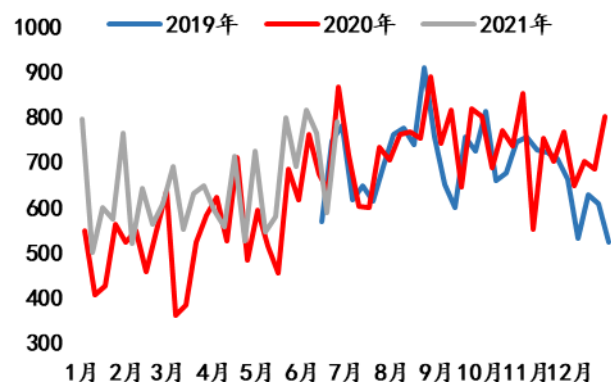
2021 年上半年在中澳关系、巴西疫情、澳巴传统飓风季或雨季，以及 6 月初力拓进入检修期的影响下，澳巴发运及到港整体的季节性复苏进程偏缓，供应增量整体不及预期。下半年铁矿石市场供应端存在重心上移预期，从矿山财报的目标任务以及矿山发运的季节性规律来看，矿山随着大检修的结束，为了完成年度发运目标，理论上会有冲量行为，下半年也是矿山复产较集中的时间段，因此，铁矿供应最紧张的时期已经过去，铁矿的结构性矛盾有望逐步缓解。

图 42: 19 港口澳洲铁矿石发销量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 43: 19 港口巴西铁矿石发销量 单位: 万吨

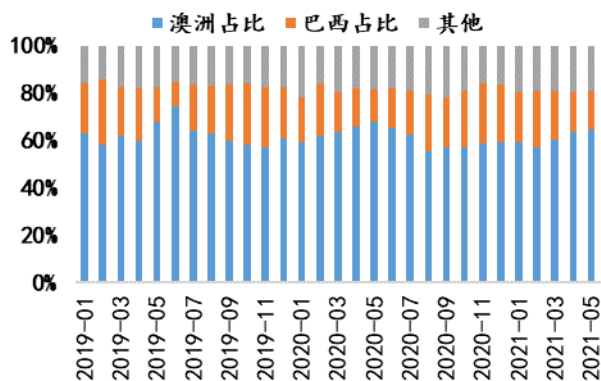


数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

4.2 非主流矿进口占比高位维稳, 国内矿资源则略显紧张

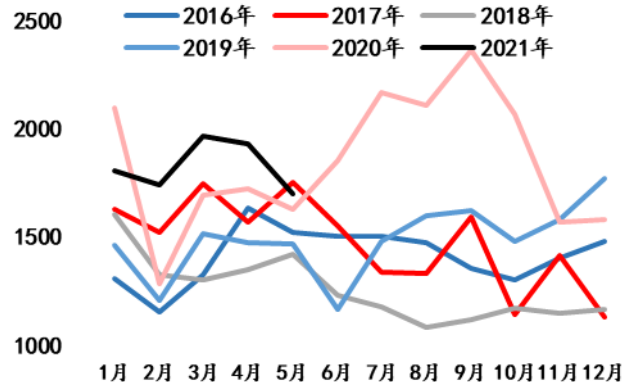
中国 1-5 月铁矿石进口同比增加 6% 至 4.7 亿吨, 进口来源中, 巴西占比逐月回落, 但同比仍处于高位; 澳洲占比逐月回升, 但同比仍处于偏低位置; 非主流矿占比小幅回落, 但整体仍维持同期高位区间, 其中从印度进口数量仍较大。

图 44: 铁矿石进口来源国占比 单位: %



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

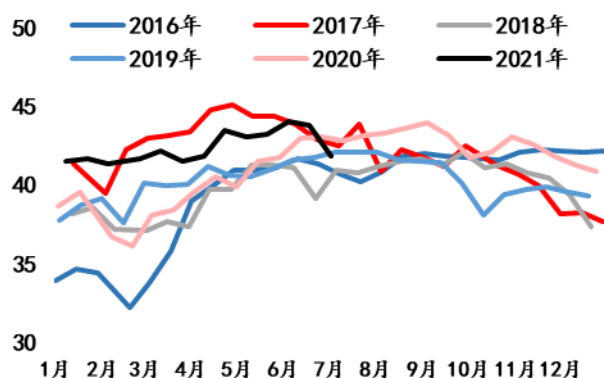
图 45: 非主流矿进口量 (除澳洲、巴西) 单位: 万吨



数据来源: Wind、海通期货投资咨询部

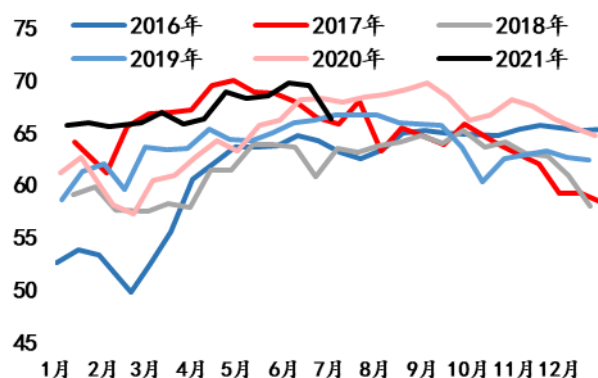
2021 年上半年国内矿山基本保持良好复产进程, 产能利用率维持高位稳定运行, 国产铁精粉产量也保持同期较高水平。具体受影响的有两个阶段, 一是 3 月中旬起, 伴随着以唐山为首的严格环保限产举措, 铁矿需求受挫, 矿山产能利用率及产量出现较明显下滑, 国内矿山库存出现较明显的积累现象; 二是 6 月中旬起在山西大红才铁矿事故影响下, 多地矿山陆续开展安全排查, 矿山产能利用率及铁精粉产量均出现大幅下滑, 内矿供应资源略显紧张, 叠加外矿供应同样季节性恢复不及往年, 使得铁矿石供应端整体压力不大。下半年预计在压减粗钢产量政策压制下, 铁矿需求及库存存在一定压力, 国产矿供应仍易降难升。

图 46: 全国 266 座矿山铁精粉日均产量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

图 47: 全国 266 座矿山产能利用率 单位: %



数据来源: Mysteel、海通期货投资咨询部

五、总结与展望

2021 年的市场是一个政策和宏观相结合的市场,黑色系商品的主线由政策和宏观环境推动,政策及宏观环境的影响明显大于往年,值得全年重点关注。在碳中和以及压减粗钢产量任务的政策导向下,按照各省能够实现 2021 年粗钢产量同比不增加的任务,结合上半年粗钢产量增幅表现与全年总目标的背离,倒推下半年的工作量及压力,2021 年下半年去产能“回头看”粗钢产量压减工作将更加严峻,钢铁企业环保限产减排等政策性压减措施将会更加频繁及严格,河北一带钢材供应缺口有望得以凸显,钢材供给端仍将存在较强约束。

目前国内社融信贷处于见顶后的缓慢回落阶段,尚不存在收紧流动性的强紧迫性,货币政策在推动经济持续恢复和更高水平供需动态平衡中仍可发挥较积极作用,房地产行业及地产竣工链条相关的白色家电行业需求韧性预期也将比较稳健。基建和制造业虽然上半年表现欠佳,但下半年在专项债加快发行以及需求旺季的推动下仍有所支撑。由于国外经济恢复的风险偏好仍未回归常态,且海外仍处于补库周期,需求复苏空间尚存较大不确定性,下半年若国外需求大幅增加难以实现自给自足,我国出口需求也有可能存在一定空间。从大格局来看,下半年钢材需求仍将存在比较稳定的基础,对于重心抬升有一定支撑作用,需重点关注十一前后第二个旺季需求高峰期的表现,以及国内外货币政策环境。

上半年政策顶在经历了对碳减排政策预期的充分释放后得以显现,下半年除非出现海内外需求超预期增长的共振,使得供需缺口超预期放大,从而再度加速钢价上涨情绪再创新高,否则从价格高度上将难以与上半年比肩。上中下游行业的利润分配需在需求较完美的匹配下方可实现均衡,只有均衡的关系才是市场健康发展的保障。因此,从国家对大宗商品调控力度及手段的多样化及灵活性来看,钢价出现上半年类似靠预期引发的加速上涨行情的概率不大,大概率将呈现温和的震荡重心上移走势,在需求的季节性调节下呈现宽幅震荡格局,表现为由波段行情拼接的走势,即如果下半年旺季期

间（金九银十）需求表现超预期，钢价或将在三季度再度出现一波上涨热潮，淡季随需求有所回调。随着建党百年这一关键性时间节点结束，黑色运行逻辑受政策时间调节的影响力将有明显缩小，将逐步回归至基本面供需的逻辑中。

铁矿石在 2021 年上半年并未呈现出明确的趋势性行情，上方有环保减排类政策及价格管控的压制，下方有供应不及预期以及需求结构性矛盾的支撑。下半年铁矿石市场整体存在供给重心上移、需求重心下移格局的预期，从矿山财报的目标任务以及矿山发运的季节性规律来看，矿山随着大检修的结束，为了完成年度发运目标，理论上会有冲量行为，因此供给端重心上移是极大概率事件，铁矿供应最紧张的时期已经过去，因此铁矿后市行情的关键主要在于压减粗钢产量对于需求缺口的保障。下半年预计铁矿石市场将呈重心震荡式下移走势，铁矿需求的结构性矛盾有望在发运增量恢复的助力下得到一定缓解，铁矿石基本面将逐步在四季度转向偏宽松，矿价下方的支撑力度也将有所削弱。

下半年黑色市场关注重点有二，一是限产政策调整，有无放松限产减排比例或加严压减粗钢产量任务的执行力度；二是国内外需求的恢复情况，包括宏观及货币政策环境的变化，也包括下游行业自身变化对需求韧性预期的影响。不同阶段运行逻辑可能会带来一些结构性、波段性的机会，下半年钢矿的波段性节奏将更为重要。

策略方面，在季节性需求淡季末期可长线布局钢材期货多单，成材支撑有望强于铁矿。现货方面，淡季中可逢低适当加大采购量补充低价库存，平滑采购成本，同时重点关注期现套利机会。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。