

供需缺口收窄，矿价渐入中长期下行拐点



走势评级：铁矿石：看跌
报告日期：2021 年 07 月 02 日

许惠敏 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F3081016
投资咨询号：Z0016073
Tel: 8621-63325888-1595
Email: huimin.xu@orientfutures.com

★ 结论：2021H2，发货回升需求走弱，矿价面临长期拐点

2021 年上半年，铁矿石供需缺口逐步扩大，国内港口库存年内较峰值下降 1230 万吨至 1.2 亿吨。下半年，随着澳洲发货恢复，国内铁水跟随终端需求趋势性走弱。矿价将进入长周期拐点，价格中枢或下移至 150-180 美金/吨中枢。

★ 供应：2021H1 澳大利亚发货不及预期，下半年有望环比恢复

2021 年以来，全球海漂矿市场发货量增速不及预期。1-6 月份，全球铁矿石总发货增量约 2000 万吨。其中，澳大利亚同比下降 900 万吨，巴西同比增加 1800 万吨，印度同比增加 1500 万吨。2021H2 到中国发货总量预计环比增加 7700 万吨，同比增加 640 万吨。

★ 海外需求平稳，国内面临终端需求走弱和“控产量”不确定性

根据全球钢协数据，非中国铁矿石进口国 1-5 月份累计铁水增量 700 万吨，年化需求增加 1700 万吨，占到海漂市场供应增量的 25%。但海外高炉已经满产，环比难有更多增量，下半年需求取决于中国。由于下半年国内政策面临极大不确定性，我们对铁水预估做出四种假设：1) 下半年铁水产能日均增加 4W（折算成需求为 1.6%）；2) 下半年铁水需求零增长；3) 下半年需求下滑 2%；4) 下半年铁水因粗钢控产量下滑 2000W。对应铁矿石显性库存环比上半年分别增加 225 万吨、1500 万吨、2600 万吨和 2900 万吨。

★ 中高品矿库存处于极值低位，拐点建议等待中高品累库信号

尽管我们看空中长期矿价，但在未看到中高品矿库存止跌回升之前，矿价下跌阻力巨大。考虑普氏指数本质为 62%品位货源定价，在这部分库存极低背景下，钢厂配矿可调节空间大大降低。因此，在未看到这部分库存趋势性转向之前，矿价都难以看见流畅下跌。

★ 风险提示

海外需求变化，钢铁控产量政策变化，海外疫情变化

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、2021H1 复盘：供需缺口扩大逐步得到验证

2021 年上半年，铁矿石走势基本符合主流市场预期，普氏指数由去年年底 160 美元/吨上涨至 220 美元/吨。供需缺口逐步扩大，国内港口库存年内较峰值下降了 1230 万吨至 1.2 亿吨。铁矿石基本面自身预期差并不大，上半年主要围绕“粗钢产量平控”+“外需恢复”。

供需基本面：上半年以来，铁矿石基本面延续此前年报缺口预估。年化测算，海漂市场年度发货增量增加 8000 万吨，国产矿增产 2000 万吨，供应总量增加约 1 亿吨。除中国外海漂市场需求增加 3000 万吨，中国铁矿石需求增加 7800 万吨，全球铁矿石供需缺口在 2019 年、2020 年基础上继续扩大 800 万吨。

粗钢产量平控：2020 年末，中国首次提出碳达峰和碳中和目标，粗钢控产量符合长期政策目标。因此，随着 3 月中旬唐山区区域性限产落地后，市场对该因素赋予极高权重，并预期限产范围持续扩大。5 月上旬，伴随下游钢材价格周度暴涨 1000 元/吨至 6000 元/吨，终端建筑项目和制造业大面积逼停，价格监管动作频繁。成本向下游传导不畅，市场对高价格下产量严格控制预期下降。6 月末以来，市场对“控产量”预期再度升温，实际执行力度如何仍需检验。

外需：与往年最大的不同是，由于 2020 年中国已经完成了疫情后经济修复，2021 年海外开始走疫情后经济修复。对于各主要工业品，外需今年对整体需求的影响都更为重要。从需求增量角度，海外铁水增量上半年在海漂市场的需求总增量占比增加至 25%。

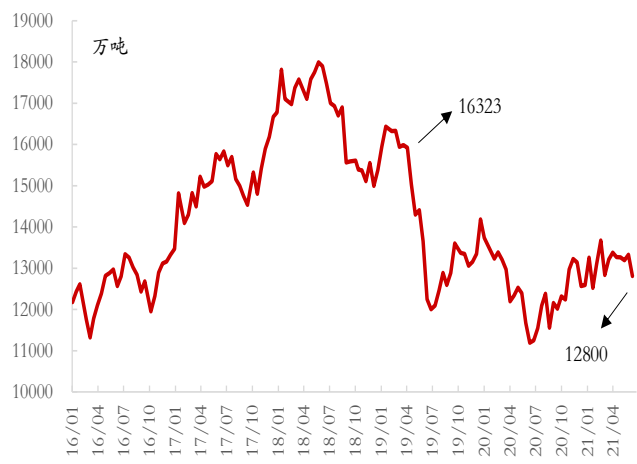
图表 1：2021H1 铁矿石价格走势复盘（2019.7-2021.6）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

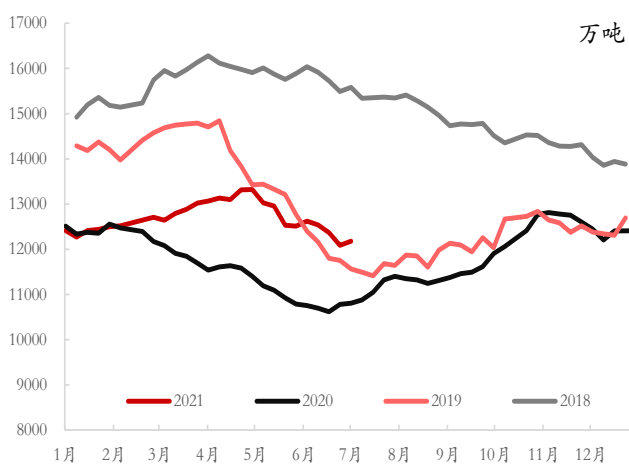
以国内港口+钢厂铁矿石库存作为显性库存样本验证供需年度缺口。可以看到，自 2019 年 Vale 矿难以来，中国铁矿石显性库存一直处于去化状态。2019 年 2 月，中国所有铁矿石显性库存量 1.63 亿吨。2021 年 6 月末下降至 1.28 亿吨，平均每年库存去化 1200 万吨。

图表 2：中国铁矿石显性库存（港口+钢厂）



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3：国内港口铁矿石库存季节性

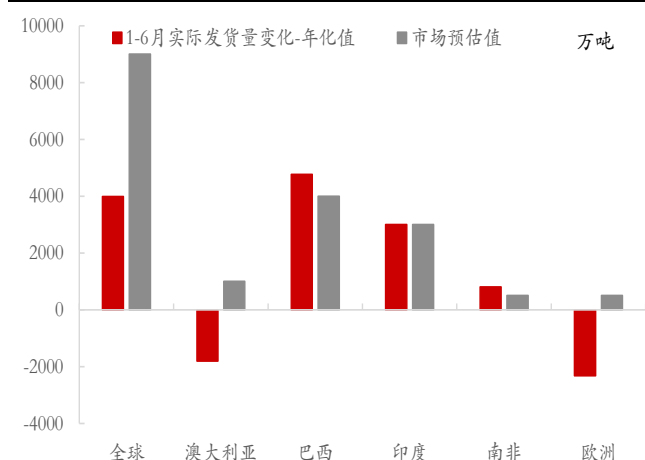


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

2、供应：受澳大利亚影响，上半年发货增量低于市场预估值

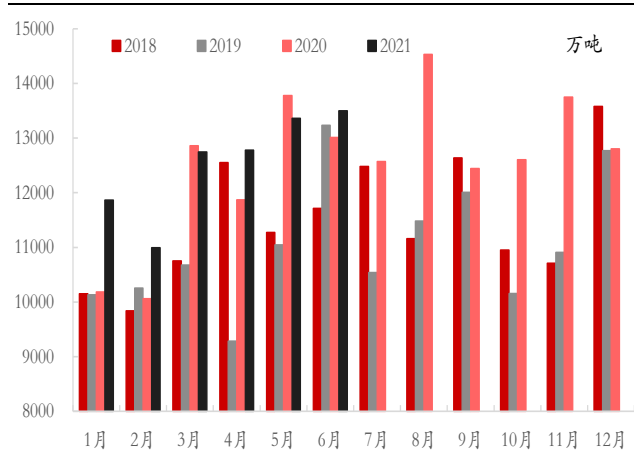
从全球供应角度，2021 年以来，全球海漂矿市场发货量增速不及预期。年初，市场给予的海漂货发货预估约 8000 万吨，但实际发货增量年化仅有约 4000 万吨，其中澳大利亚发货表现最不及预期。分地区来看，1-6 月份，全球铁矿石总发货量约 2000 万吨。其中，澳大利亚同比下降 900 万吨，巴西同比增加 1800 万吨，印度同比增加 1500 万吨，南非地区无增量，其他地区发货同比减少 400 万吨。

图表 4: 2021H1 全球发货量增量分地区



资料来源: 亿海蓝, 路透, 东证衍生品研究院

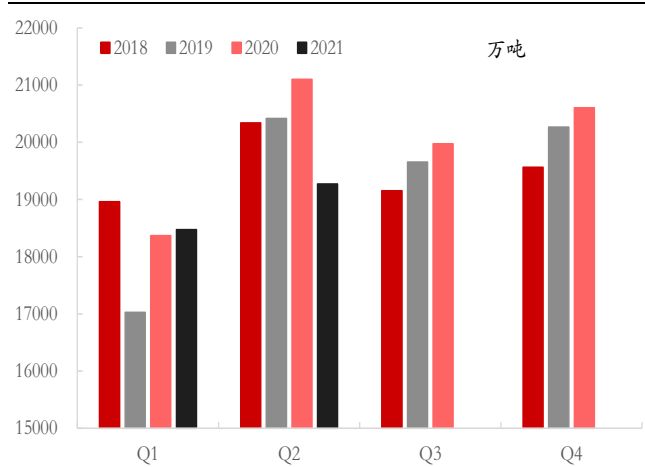
图表 5: 全球发货量季节性



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

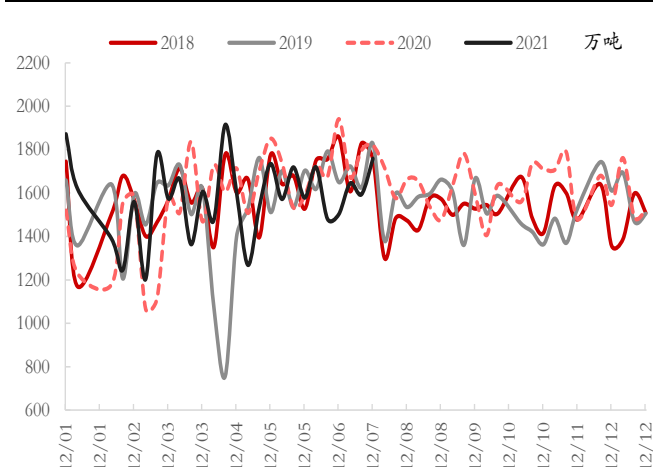
上半年发货不及预期主要集中澳大利亚。根据彭博预估, 包括 RIO、BHP 和 FMG 在内的三大澳矿 2021Q2 发货量同比均出现下降。其中, RIO2021Q2 发货预估量 7420 万吨, 同比 2020 年下降 1250 万吨; BHP2021Q2 预估发货量 7130 万吨, 同比下降 560 万吨; FMG 发货较去年同期基本持平。考虑澳洲矿山上半年发货远低于预期, 预计澳洲三大矿 2021 年同比 2020 年发货量小幅下降。从公开信息上看, 澳洲发货扰动主要源自连续的港口检修影响, 随着港口检修结束, 下半年澳矿发货预计会有所回升。

图表 6: 澳洲三大矿山发货量季度预估



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

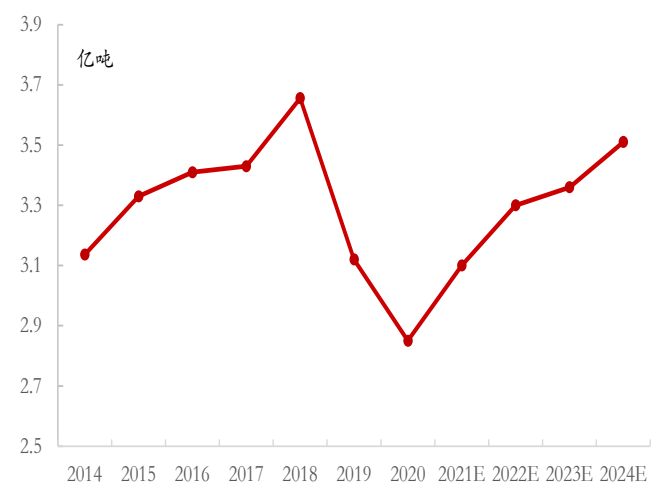
图表 7: 澳洲发货量季节性



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

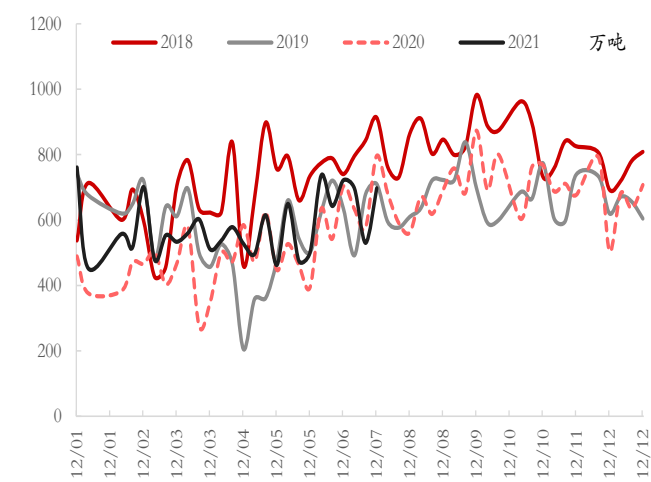
巴西：巴西发货今年表现较为稳定，基本符合年初增量目标。其中，Vale 复产推进进程顺利，根据彭博测算，Vale 二季度发货量约 7130 万吨，同比去年增加 970 万吨。年化测算，Vale 年度增量约 3000 万吨，基本能够达到其年初 2.8 亿吨扩产至 3.1 亿吨的计划值。

图表 8：Vale 复产进程表 (2014-2024E)



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 9：巴西发货季节性



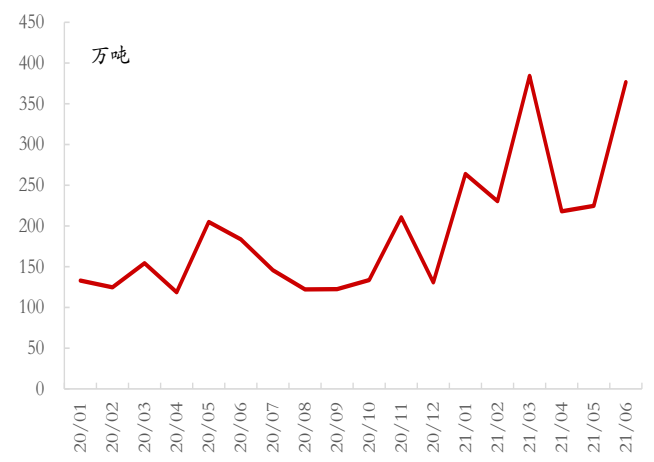
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

除澳洲巴西外，其他非主流国家包括印度、南非等对中国出口仍然有增量。但像缅甸、越南、印尼、乌克兰等国内具备高炉产能或以欧盟为主要目的地的出口国家到中国铁矿石出口量年化明显下降。

印度发货量今年以来不断刷新近年高点。5 月份，受印度疫情爆发封锁影响，印度铁矿石出口量一度大幅下滑。但 6 月份以来，随着印度封锁结束和疫情好转，印度铁矿石发货量再度回升。印度每年 6 月至 9 月是季风雨季，Q3 印度发货或有季节性下滑。但考虑国内港口印度矿库存较高，在钢厂尚未调节配比的情况下，印度发货节奏对市场并无太大影响。

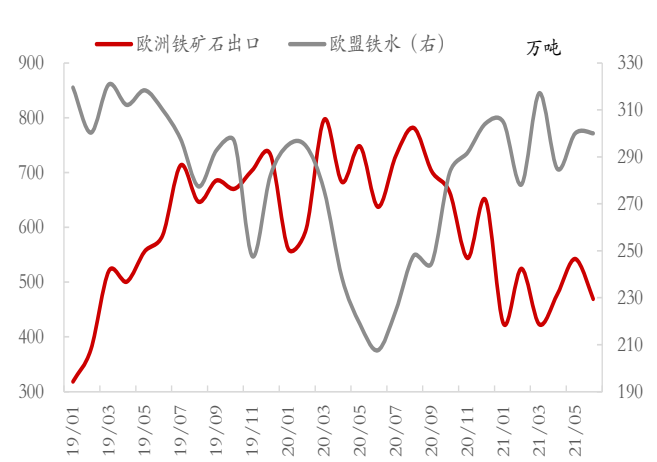
欧洲地区则是一个监测海外铁水需求分流的良好观测点。欧洲地区铁矿石一般供区域内使用，缺口部分依赖巴西等出口国。2019 年以来，欧洲地区铁矿石出口量和其内部铁水产量呈现良好的负相关。2020 年 10 月份以来，随着欧洲地区铁水产量恢复，其铁矿石出口量明显下滑。按照年化测算，欧洲地区年化铁矿石出口减量为 2300 万吨。

图表 10: 印度发货量趋势性回升



资料来源：路透，东证衍生品研究院

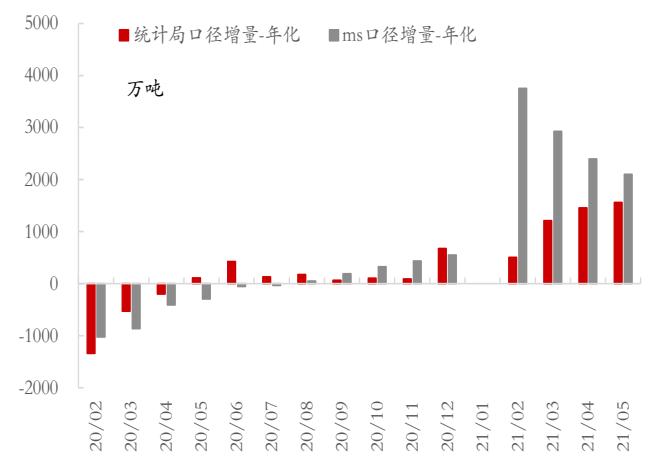
图表 11: 欧盟铁矿石出口及其铁水产量负相关



资料来源：路透、Mysteel，东证衍生品研究院

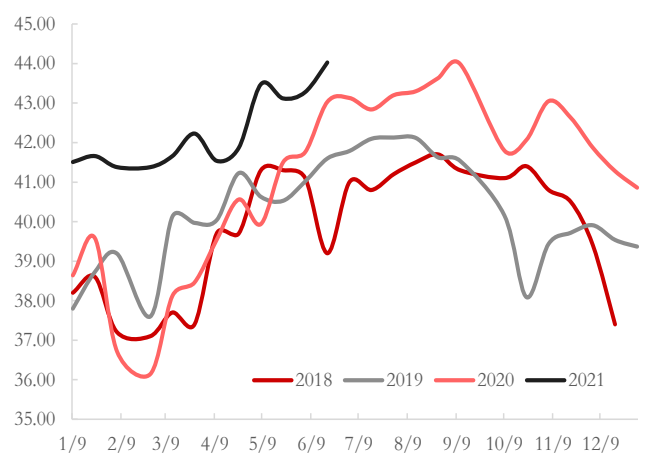
内矿方面，不论是微观调研还是各口径统计数据，均显示今年内矿增产速度较快。截止 1-5 月份，统计局数据显示，全国铁矿石年化增量 1500 万吨；Mysteel 统计的全国铁矿石年化增量 2100 万吨。考虑新矿山投产时间较长，现有内矿增产多源自少量新增产能投产（600W）+部分超产，实际可增产量相对有限。内矿增产幅度维持年化 2000 万吨左右预估值。

图表 12: 统计局和钢联内矿产量对比



资料来源：Mysteel，Wind，东证衍生品研究院

图表 13: 内矿产量季节性



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

假设下半年各主要矿山维持年初发货计划（上半年减量不补），对应 2021 年下半年发货量环比增加 8500 万吨，同比 2020 年下半年同期增加 4100 万吨。剔除海外需求增量后，对应可到中国供应量下半年环比增加 7700 万吨，同比 2020 年下半年增加 640 万吨。

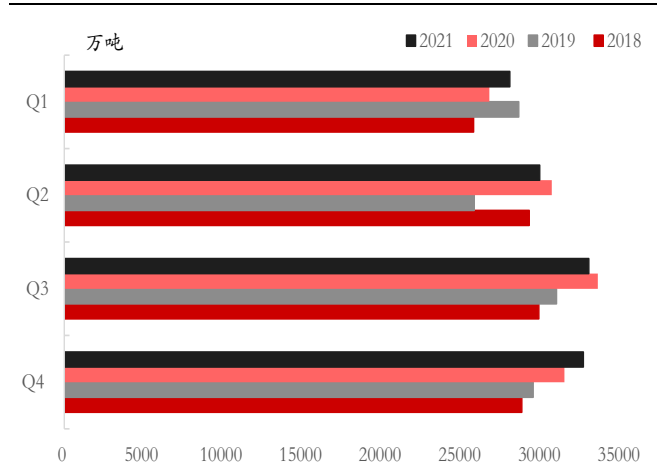
更长周期角度，进入 2022 年，海外矿山供应年度增量预计在 5000 万吨以上。而随着国内外铁水增长结束，铁水需求增速预计下滑至 1% 左右。2022 年开始，全球铁矿石价格将进入长期下行周期。2021H2 正处于供需缺口峰值向长期过剩格局的转变期。

图表 14：全球四大矿山季度发货量预估

	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2021Q1	2021Q2-彭博预估值	环比	同比
Vale	8435	8652	6773	7079	5897	6157	6560	7130	570	974
RIO	8310	8550	6910	8540	7292	8668	7640	7420	(220)	(1248)
BHP	6780	7139	6285	7217	6844	7705	6603	7130	527	(575)
FMG	3870	4650	3830	4660	4230	4730	4230	4720	490	(10)

资料来源：彭博，东证衍生品研究院

图表 15：海漂矿季度发货量预估（2018Q1-2021Q4）



资料来源：Mysteel，Wind，东证衍生品研究院

图表 16：全球未来主要新增铁矿石矿山项目

项目	公司	国家	投产时间	产能（万吨/年）
South Flank	BHP	Australia	2021Q2	8000
Eliwana	FMG	Australia	2020Q4	3000
Iron Brige	FMG	Australia	2022H2	2200
Gudai-Darri(Phase 1)	RIO	Australia	2022Q1	4300
Gudai-Darri(Phase 2)	RIO	Australia	N/A	2700
Robe River JV	RIO	Australia	2021	N/A
Western Turner Syncline, Phase 2	RIO	Australia	2021	N/A
Samarco	Vale/BHP	Brazil	2020Q4	800
Serra Leste	Vale	Brazil	2023H1	400
Gelado project	Vale	Brazil	2022H2	1000
S11D	Vale	Brazil	2022H2	1000
S11D(120 project)	Vale	Brazil	2024H1	2000
Brucutu(Torto Dam start; Filtration plant)	Vale	Brazil	2022Q1	1700
Itabira(Filtration plants)	Vale	Brazil	2022Q1	1500
Fabrica(Wet processing)	Vale	Brazil	2021Q2	400
Vargem Grande(Maravilhas dam III, Conveyor belt)	Vale	Brazil	2021Q3	1000
Timbopeba(Capanema project)	Vale	Brazil	2023H2	700
Case de Pedra-proposed expansion	CSN	Brazil	2033	7800
Simandou - proposed greenfield project	SMB-Winning-Governmer	Guinea	2027	10000
Simandou - proposed greenfield project	Rion Tinto-Chinalco-Govt	Guinea	2030	10000
Yekepa expansion	ArcelorMittal	Liberia	2023	1000

资料来源：彭博，东证衍生品研究院

3、需求：海外难有更多增量，国内面临终端需求下滑+“粗钢控产量”落地

多重不确定性

与往年最大的不同是，2021 年，海外需求增量在铁矿石总需求中比重大大增加。因此，我们这里拆分为三个部分进行分析：1) 海外铁水量 2) 国内粗钢产能新增量 3) 钢材终端需求增速。

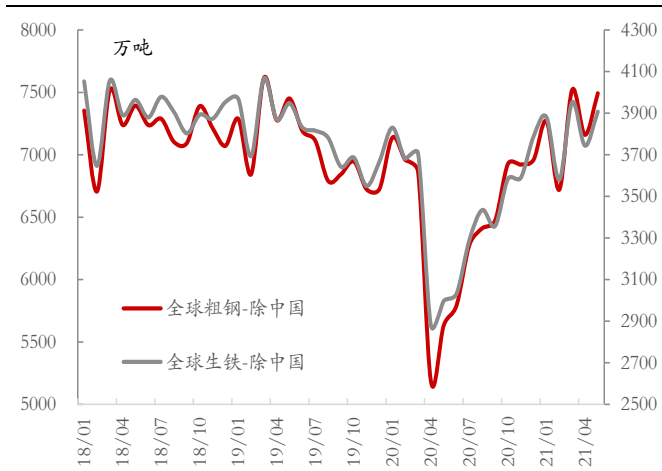
除基本面自身逻辑外，围绕“碳减排”+“控产量”政策，市场参与者行为预期发生了一定变化。对此，在分析完需求本身之后，我们再进一步分析“控产量政策”，以及持续的政策预期对企业参与者行为的影响。

3.1 、海外需求：海外高炉基本复产，但环比已难有增量

随着海外疫情缓解，海外粗钢产量自去年 10 月份开始陆续恢复，并于年初满产。目前来看，海外钢材供应缺口尚未完全填补，终端需求在绝对高位但环比难见增量，海外铁水需求年内维持上半年体量的概率较高。

闲置产能方面，剔除欧洲和日本部分高炉永久性关停，海外高炉产能利用率已经基本打满。根据全球钢协数据，2021 年 5 月，全球除中国外粗钢产量 7493 万吨，铁水产量 3907 万吨，基本已经恢复至 2019 年单月最高产量。1-5 月份全球铁水产量累计同比增长 1900 万吨，折合年化 4730 万吨。根据全球钢协统计，截止 5 月末，全球大约仍有 5000 万吨闲置粗钢产能（电炉为主），但或已遭受永久性产能损害，实际可继续产能非常有限。

图表 17: 全球除中国外铁水产量 (截止 21 年 5 月)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

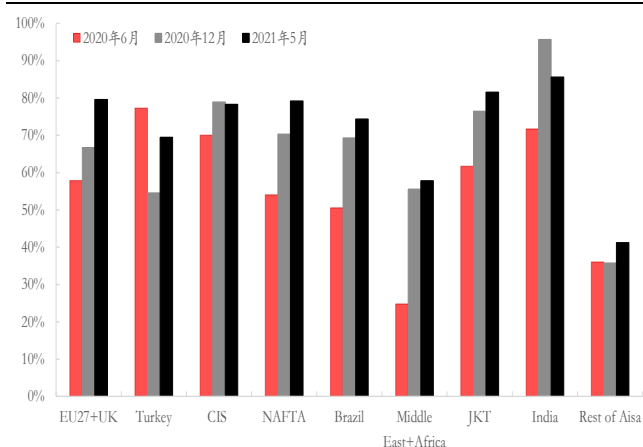
图表 18: 海外高炉和电炉复产程度 (截止 21 年 5 月)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

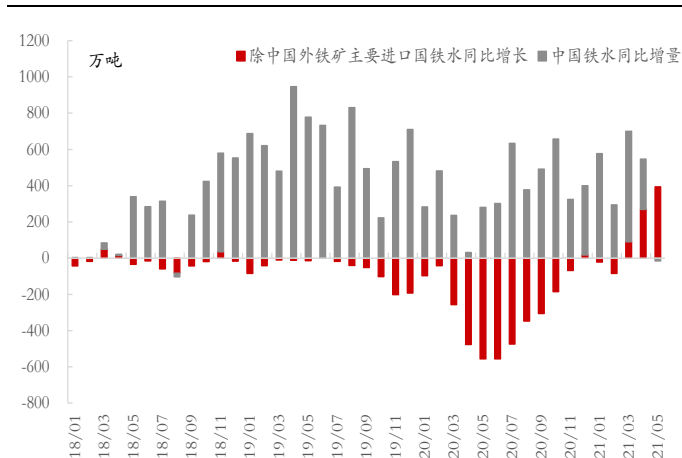
对于海漂货市场, 主要关注全球铁矿石进口国的铁水恢复情况。全球铁矿石进口国, 除中国外, 主要集中日本、韩国、台湾和欧洲地区。根据全球钢协 1-5 月份数据, 日本、韩国、台湾和欧洲地区累计铁水增量 700 万吨。从 5 月当月粗钢产能利用率来看, 主要产钢国家产能利用率均已回到 80% 以上。年化来看, 预计海漂市场除中国外铁水需求年化增加 1700 万吨, 占到海漂市场年化供应增量的 25% 左右。

图表 19: 主要产钢国家产能利用率



资料来源: Wind, OECD, 东证衍生品研究院

图表 20: 海漂市场铁水需求增量分布



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.2、国内需求：“终端需求下滑”+“粗钢产量平控”双重不确定性

国内铁水下半年增量则面临较多不确定性。从产能来看，随着置换粗钢产能陆续投产，全国铁水总产量将继续攀升。但 5-6 月份以来，终端需求趋势性转弱。实际铁水增量面临终端需求恶化和“粗钢产量平控”落地情况的多重扰动。

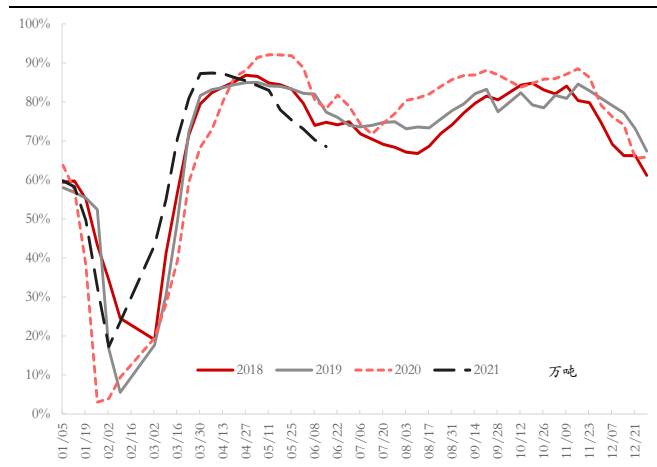
1) 粗钢新增产能方面，据 Mysteel 最新统计数据，今年 1-5 月已净新增年产能约 630 万吨；未来 6-12 月计划净新增产能约 1962 万吨。假设高炉均匀投产，对应增加每日铁水增加 4 万吨。但我们知道，实际铁水量如何取决于终端需求增速。因此，我们在对终端需求预估的基础上，对铁水进行修正。

2) 中性预估下，我们预计下半年铁水产量同比下滑 0-2%。关于终端需求分析，详见钢材品种半年报，我们这里仅对结论进行简单阐述。

- 首先，趋势性需求方面，随着房地产销售、新开工面积走弱，国内长期需求趋势性转弱。
- 季节性上，6 月以来需求表现出超季节性的恶化。我们认为，造成这一现象的原因在于，地产 5 月集中工地导致资金链阶段性收紧+基建新项目缺位。因此，随着 7 月末-8 月初，资金冲击影响减弱和新拿地项目开工后。我们预计 8-9 月份旺季需求会有阶段性脉冲。
- 海外需求方面，考虑海外钢厂排单周期并未进一步扩大。海外需求最乐观也是和当前持平，环比难有更多增量。

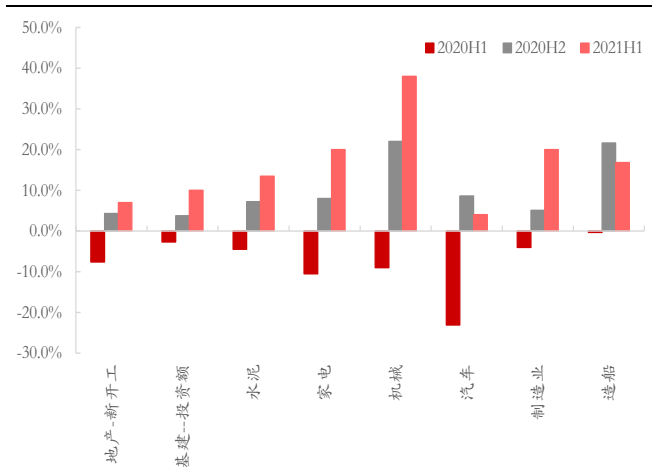
需求超季节性下滑已经部分被市场所反映。从钢厂利润和价格角度，从 6 月中旬以来，随着终端供需恶化，钢厂实际利润已经转负。钢价绝对价格更多反映成本支撑，市场对下半年钢材一致性需求预期转差。但需要警惕的是，6 月份需求恶化有部分资金因素，随着 7-8 月份资金情况好转，这部分需求有望重回。警惕地产、基建资金节奏的阶段性脉冲扰动。

图表 21：全国水泥出货量季节性



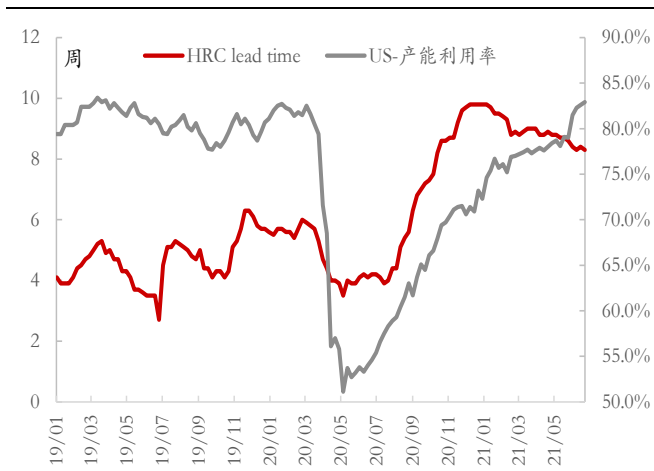
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：国内主要用钢终端需求增速变化



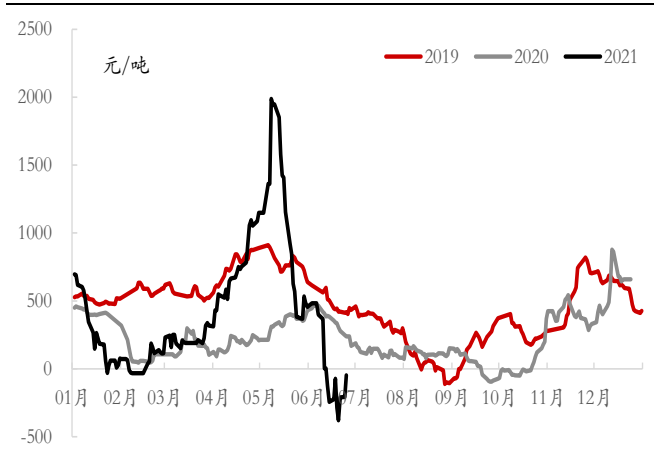
资料来源：彭博，东证衍生品研究院

图表 23: 海外钢厂订单排单情况



资料来源：彭博，东证衍生品研究院

图表 24: 国内钢厂螺纹生产利润季节性



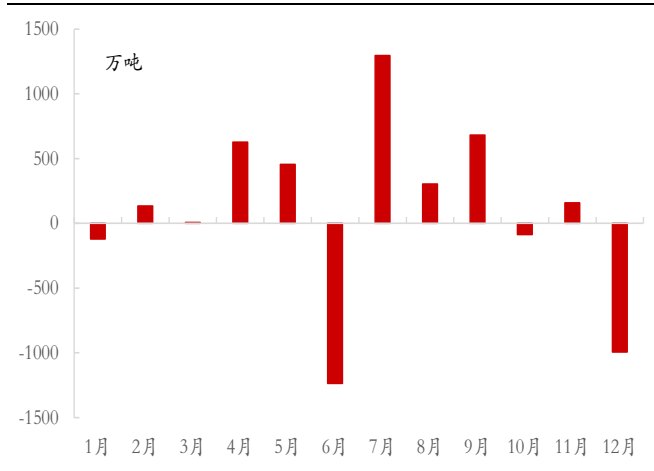
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3) 除了需求自然下滑之外，另一种可能性是因为粗钢产量平控被动减产。市场现有预期为 7-12 月份较去年同期减少 2000 万吨粗钢，假设全部以高炉减产实现，对应减少铁水量 11 万吨/天，折算成需求量大约 3%。

但上半年唐山限产经验显示，对于铁矿石等原料来说，“粗钢控产量”的具体执行方式更为重要。如果下半年复制唐山地区，局部地产限产而其他地方放松。长期铁水必然会随着钢厂利润的回升而市场化修复，对长期铁矿石价格无负面冲击；如全国性按照限产指标落地，则需要检验具体限产方式的可行性。我们这里仅简单从量的校对“粗钢控产量”对铁矿石需求的影响进行分析，实际如何落地需要检验。

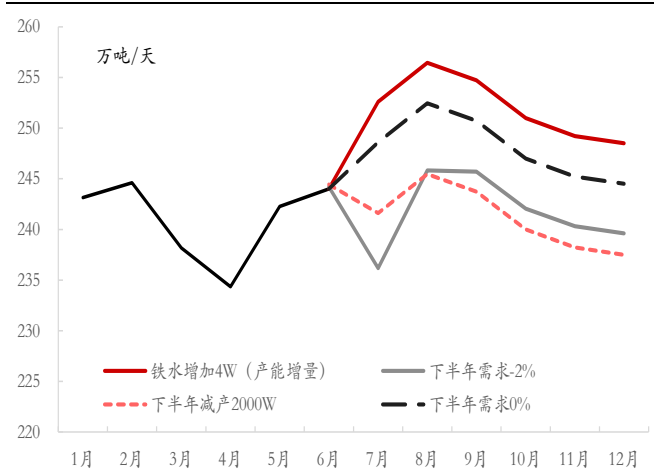
不同情景下，国内铁水产量预估如图 26 所示。

图表 25: Mysteel 粗钢新增铁水产能投放预估



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 26: 考虑不同需求增速下的铁水预估值



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

3.3、“碳达峰”政策预期扰动下，需求下滑向原料端传导的灵敏度降低

从5月中旬以来，包括成材出货、挖机开工率、水泥出货量等微观数据均指向终端需求出现了超季节性恶化。盘面几次试探交易需求下滑—钢价下跌—钢厂减产—原料下跌—钢价成本支撑下滑的负循环逻辑，但均被钢厂实际铁水产量持平所证伪。我们认为，造成以往市场化的负反馈逻辑失效的原因主要有以下几点：1) 钢厂实际亏损时间不长，上半年盈利丰厚下现金流较为充沛；2) 对长期需求恶化幅度未能形成一致预期；3) “碳达峰”背景下，对粗钢控产量政策落地的潜在预期。

2021年以来，除海外需求外，对黑色产业链扰动最大的在于“控产量”或者“碳减排”政策。黑色产业链在所有工业品中，碳排放量排名第一，以黑色行业作为碳减排试点逻辑上也十分合理。包括5、6月份以来多地区召开相关会议、粗钢产能置换回头看等举措，都加剧了市场对未来“粗钢控产量”的预期。

从今年以来的粗钢生产和产业链心态来看，“碳减排”对产业参与者行为心态或已产生影响。我们预计，5月份以来，需求下滑向原料端传导的短期失效主要受两点影响。

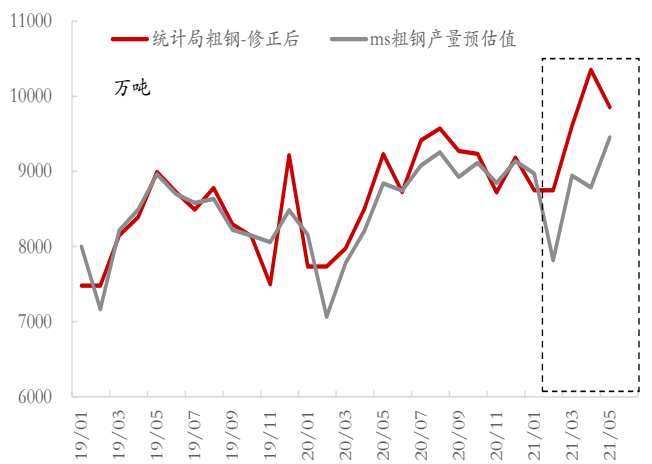
- 1) “碳达峰”文件落地预期下，粗钢产量存在多产或多报的动力；
- 2) “控产量”政策后期执行预期下，钢厂拖延当下实际减产动作。

首先，从企业决策角度，应对“碳达峰、碳减排”政策，首先是如何决定这个碳排放配额。其次，才是在已有配额下的减排和最大化生产利润。我们借鉴《广东省2020年度碳排放配额分配实施方案》，在生产工艺不变的前提下，现有实际运行的企业碳配额分配全部以历史产量为基准。即，历史产量越高的企业，所获得的碳排放额度越大。在预期“碳减排”措施即将施行的前提下，企业有动力多报粗钢产量。

另一方面，反复推进的“产量平控”政策预期，也降低了钢厂短期减产的动能。在“碳减排”预期背景下，降低了当期钢厂对终端供需的负反馈灵敏度，抑制了短期终端需求负增长通过减产传递至原料端。

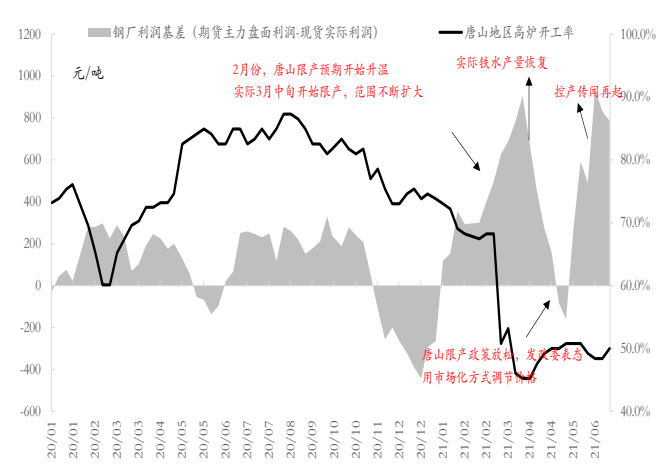
关于市场对“产量平控”的预期，我们采用主力盘面钢厂利润和钢厂实际利润的基差去侧面反映。盘面较实际利润价差扩大，则意味着“控产量”预期升温；反则反之。从这一价差可以看到，尽管上半年实际铁水产量变化并不大，但对于“控产量”政策的预期则经历了2轮过山车。截止6月底，市场对7.1后即将推出的控产量政策仍存较高预期。主力盘面钢厂利润较现货实际利润升水约800元/吨。

图表 27: 统计局粗钢产量-ms 粗钢产量



资料来源: Mysteel, Wind, 东证衍生品研究院

图表 28: 钢厂利润基差 (期货盘面利润-现货实际利润)



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

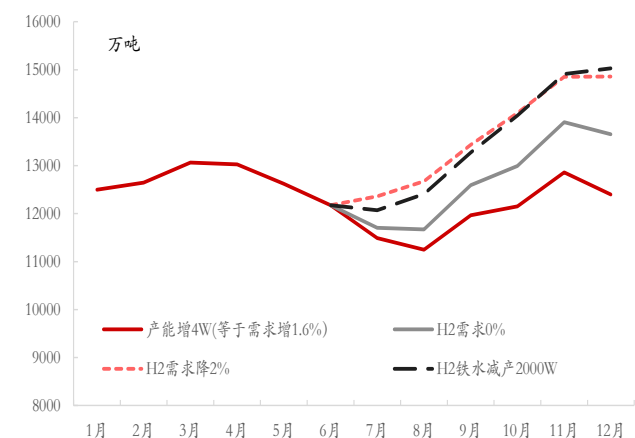
3.4、 供应恢复，需求下滑，铁矿石下半年供需环比过剩 2600W

已知下半年供应和不同情境下铁水需求，我们对下半年铁矿石供需平衡表进行分析。综合来看，上半年供应缺口多源自澳矿发货低预期+铁水高增长共振。而下半年，随着澳洲、巴西发货节奏恢复正常，铁水边际增速下滑，铁矿石大概率环比转入小幅过剩。

我们根据上图 26 中铁水预估的 1) 粗钢产能日均增加 4W (折算成需求大约增长 1.6%); 2) 下半年铁水需求零增长; 3) 下半年需求下滑 2%; 和 4) 下半年铁水产量下滑 2000W。对应铁矿石显性库存环比上半年分别增加 225 万吨、1500 万吨、2600 万吨和 2900 万吨。

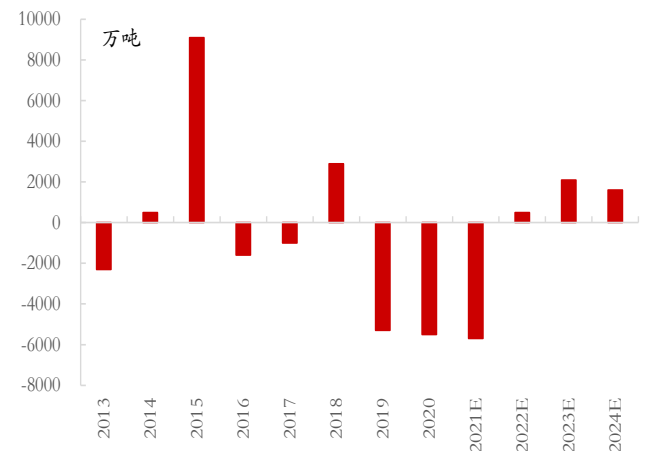
从半年度周期角度监测，铁矿石最好的时点或已经过去，长期将进入趋势性下行通道。随着海外矿山持续扩产，2022 年全球海漂矿供应增量预估仍有 7000 万吨以上。而海外铁水从疫情低点恢复后，继续内生性增长概率微乎其微。2021H2，矿价将经历由缺口转向逐步平衡的敏感时点。

图表 29：不同需求假设下的铁矿石库存结果



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 30：铁矿石长期平衡表 (2013-2024E)



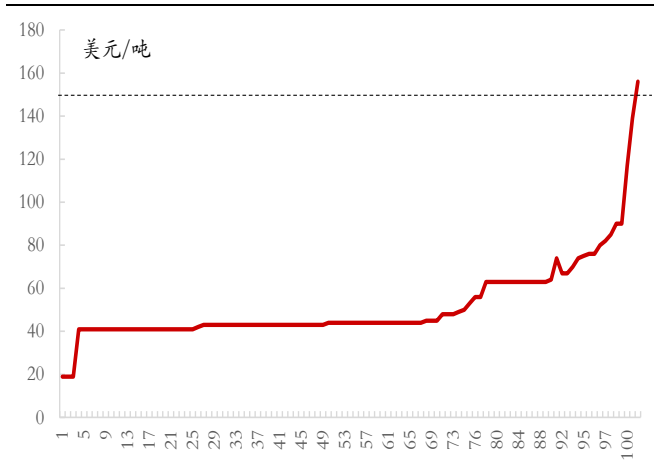
资料来源：彭博，东证衍生品研究院

但这里，有两个重要假设：一是，海外发货回复到年初预估的正常水平，即年化增量能够达到 6000 万吨（2000W+4000W）。这一点，需要检测澳洲发货恢复到正常水平，以及印度等亚洲国家发货量不受疫情扰动。二是，国内需求不发生超预期的好转。可以看到，若国内需求增速在去年高基数基础上再增加 2%，铁矿石下半年供需缺口将会进一步扩大。但在目前国内地产政策未见放松的前提下，该趋势转向概率并不高。

4、下半年矿价中枢或回归至 150-180 美金区间，但需要等结构性库存矛盾缓解

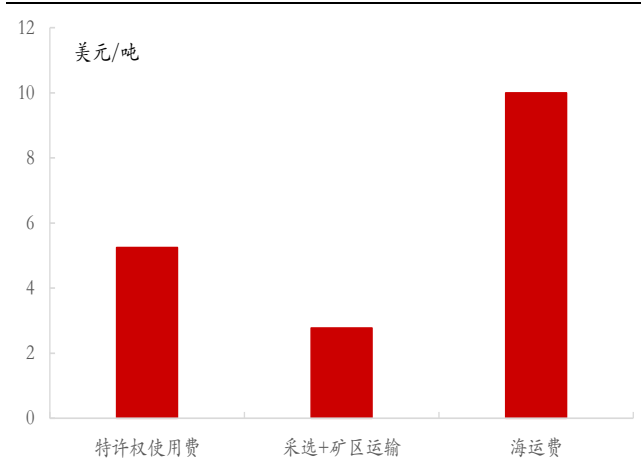
成本曲线方面，由于原油、海运费、税费等成本增加，当前矿价成本曲线较 20Q4 大约增加 20 元/吨。对应最高边际成本曲线从 120-130 美元/吨提升至 140-150 美元/吨。展望 2021 年下半年，随着铁矿石供需总量矛盾缓解，钢厂利润中枢下滑，矿价中枢预计从当前的 210 美金下滑至 150-180 美金区间。考虑 2021 年全年仍为缺口预期，且绝对库存仍在低位，矿价年内持续低于 150 美金/吨最高边际成本线的概率并不大。

图表 31：全球铁矿石成本曲线（2021）



资料来源：彭博，东证衍生品研究院

图表 32：铁矿石成本 2021 年增量（对比 2020 年底）

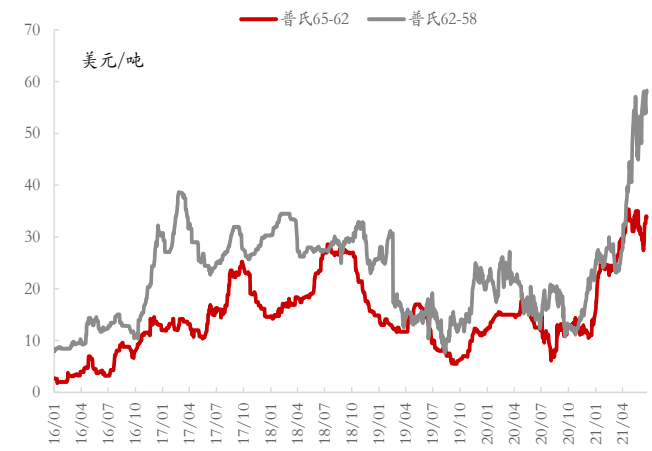


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

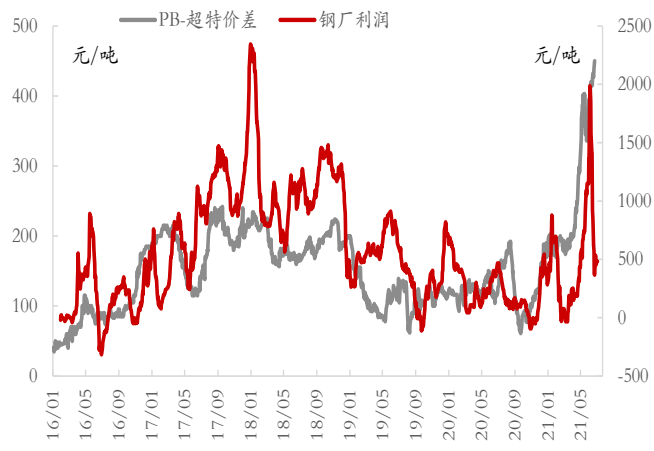
但静态来看，在未看到中高品矿库存止跌回升之前，矿价下跌阻力巨大。从 2021H1 的库存结果表现可以看到，在钢厂高利润条件下，钢厂极度偏好中高品矿，铁矿石再度复制 2017-2018 年结构性矛盾。与 2017-2018 年不同的是，2021H1 铁矿石正经历连续第三年的缺口格局；加上国内+海外钢厂利润均在高位，导致全球钢厂都在追逐球团和中高品矿。导致今年中高品矿溢价（PB-超特粉）创了历史新高。

5 月中下旬以来，国内钢厂利润大幅下滑，且 6 月中旬以来，钢厂普遍出现小幅亏损。历史经验上看，高低品价差（PB-超特）一般滞后钢厂实际利润一个月左右。但 6 月底，钢厂调节配比动作并不明显。PB-超特价差在短暂下跌破 400 元/吨之后进一步扩大至 6 月末的 450 元/吨。

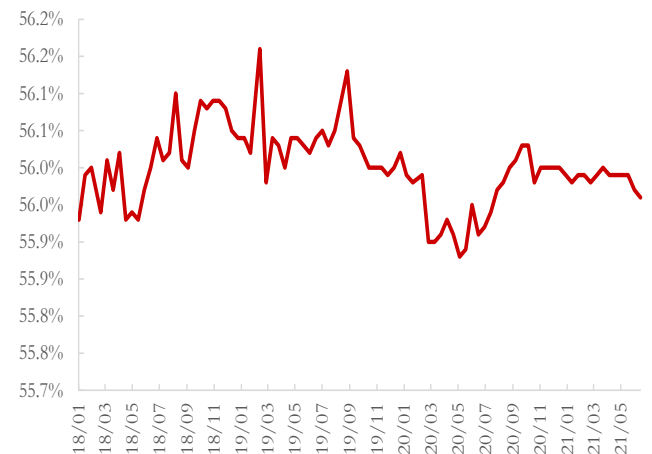
从 5 月中旬以来数据可以看到，随着中国钢厂利润下滑，65-62 指数已经见顶回落，但 62-58 指数仍在扩大。所有价差均表明，62 指数或者 PB 粉，正处于所有品种当中最高溢价。而当前 PB-超特价差不明显收敛的核心背景还是在于连续供需缺口导致的中高品矿极低库存。

图表 33：普氏 65-62 与 62-58 指数价差


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 34：PB 超特价差与国内钢厂利润


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 35：国内钢厂铁矿石入炉品位


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 36：港口中品矿库存可用天数


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

考虑普氏指数本质为 62%品位货源定价，在这部分库存极低背景下，钢厂配矿可调节空间大大降低。因此，在未看到这部分库存趋势性转向之前，矿价都难以看见流畅下跌。因此，尽管我们预计 Q3-Q4 铁矿石将进入累库周期。但在实际中高品矿库存开始累库之前，价格下跌阻力巨大，不建议过早布局空单。

5、风险提示

海外需求变化，钢铁控产量政策变化，海外疫情变化。

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、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、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

许惠敏

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