

粗钢减量已超“平控”，矿价支撑下移至 75-85 美金



东证期货
ORIENT FUTURES

走势评级：铁矿石：下跌
报告日期：2021 年 09 月 22 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

★ 2 个月急跌 60%，矿价跌速超过 08 年金融危机

自 7 月份以来，铁矿石价格经历了超过 2008 年金融危机时期流畅且剧烈的下跌。仅 2 个月时间，普氏指数由 220 美金跌至 100 美金。现货情绪异常崩溃，PB 粉溢价由 7 月初的+10 美金跌至 9 月中旬-1 美金。此次矿价重挫斜率和幅度堪比 2008 年金融危机时期：2008 年 7 月中旬至 10 月中旬 3 个月期间，矿价跌幅 43%。

★ 粗钢静态减量已超“平控”，边际成本支撑下移至 75-85 美金

我们此前分析，在保持 7-8 月份的日均铁水减产 12-15 万吨条件下，铁矿石年内边际成本支撑看 100 美金。但在 9 月能耗双控限制，粗钢产量平控提前至 11 月份、取暖季限产、冬奥会等多重因素下，粗钢产量持续被压制。21 年 9 月-22 年 3 月，247 口径铁水预计为 218、215、216、215、231、232 和 231 万吨。9-12 月份日均铁水预计较上半年下降 24 万吨(-10%)，较去年同期下降 31 万吨(-12.4%)。对应铁矿石年末港口库存较 8 月底增加 7800 万吨。铁矿石 Q4 过剩量达到 10%-15%，对应边际成本支撑下移至 75-85 美金之间。

★ 复盘 2013-2015 年，矿价当下反转/反弹的风险点如何？

连续重挫下，市场对矿价长期跌势已几无分歧，但随着普氏和 SGX 价格逐渐跌至 80-100 美金，反弹/反转的条件需要开始关注。对比 2013-2015 年，基本面的角度，我们认为出现反转条件需要：1) 需求端反转；2) 供应端缩减开始接近 80% 的绝对过剩量。二者当前条件均不具备。但阶段性限产节奏放松带来的反弹需要警惕。短期铁水减量多来自季末双控冲量的集中冲击，9 月末需要警惕限产量政策衔接是否连贯。一旦出现 10 月份成材需求转好+限产阶段性放松窗口，矿价或有反弹概率。

★ 风险提示：

海外矿山减产变化，国内外需求变化，钢铁控产量政策变化。

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、2 个月跌破 100 美金，铁矿供需到底经历了什么？

自 7 月份以来，铁矿石价格经历了超过 2008 年金融危机时期流畅且剧烈的下跌。仅 2 个月时间，普氏指数由 220 美金跌至 100 美金，期货 01 合约由最高 1150 元/吨跌至 630 元/吨。连续重挫导致现货情绪异常崩溃，PB 粉溢价由 7 月初的+10 美金跌至 9 月中旬 -1 美金（2010 年以来最低点）。此轮下跌中，更多源自现货端崩盘的持续负面重挫，期货共振跟随且盘面贴水随着下挫而缩窄。

普氏指数上一次跌幅超过 50% 发生在 2013 年 12 月-2015 年 4 月期间，当时矿价累计下跌幅度 66%，持续期 16 个月。从此次矿价重挫斜率和幅度来看，堪比 2008 年金融危机时期：2008 年 7 月中旬至 10 月中旬 3 个月期间，矿价跌幅 43%。

图表 1：2005 年以来铁矿石下跌幅度和持续期对比



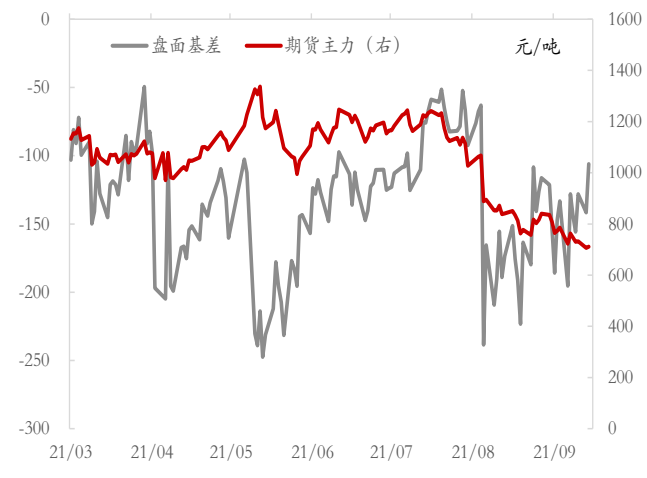
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（因普氏起始 2011 年，2005-2011 数据采用西本铁矿石指数倒推）

图表 2: PB 粉招标溢价



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 3: 铁矿石期货期现价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

对比基本面, 我们更认为, 当前铁矿更像是 2013 年 12 月-2015 年 4 月下跌的压缩版。此轮矿价崩坍源自国内需求大幅恶化+“粗钢产量平控”的双重压制。且从最近的政策来看, 减碳目标下, 对粗钢和铁水的压制正在向“超平控”所需的量演变。

2、粗钢减量已逐步超“平控”, 且节奏上年内产量难有明显回升

我们此前报告曾经分析过, 在保持 7-8 月份的日均铁水减产 12-15 万吨条件下, 铁矿石年内边际成本支撑看 100 美金。但随着 9 月中旬江苏、云南、两广地区以停产、限产方式暂时压制粗钢产量后, 实际铁水减产幅度短期已经超过产量平控所需目标值。即使 9 月双控地区集中冲量结束, 粗钢产量平控提前至 11 月份、取暖季限产、冬奥会等因素, 也会持续压制粗钢产量。因此, 我们这里对 2021Q4-2022Q1 期间, 所有会影响粗钢产量和节奏的因素再度梳理。

图表 4: 2021Q4-2022Q1 期间粗钢产量影响政策

政策	持续期间	2021年9月	2021年10月	2021年11月	2021年12月	2022年1月	2022年2月	2022年3月
能耗双控 “平控”		■	■	■	■	■	■	■
取暖季	10月1日至3月31日		■	■	■	■	■	■
冬奥会	2月27日-3月13日				■	■	■	■
缺煤被动停产?	12月-1月				■	■	■	■

依次为对产量的影响程度, 主观判断

资料来源: 发改委, 东证衍生品研究院

“能耗双控”

因为部分省份将 Q3 所需全部能耗减量集中在 9 月份单月完成。故 9 月份能耗双控对产量的冲击表现为时间短、减产量巨大（江苏钢厂减产幅度 50%-70%）。9 月份过去后，粗钢集中大面积减产力度将明显放缓。但考虑 Q4 需要综合保证民用电力旺季和能耗不超，10-12 月份预计减产力度有所平缓，预计影响量压减至 10% 以内。

“粗钢产量平控”

根据统计局 8 月份数据显示，9-12 月份粗钢产量需要在 8 月份的基础上仍有下行压力。且微观调研显示，宝武、鞍本等央企、山东部分省份要求在 11 月份之前提前完成限产。粗钢产量平控政策预计将严格落地，且单月限产力度比“平控”实际要求的更多。

“取暖季限产”

根据《重点区域 2021-2022 年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》，2021 年 10 月 1 日和 2022 年 3 月 31 日期间继续施行取暖季限产。且今年限产范围较以往“2+26”城市有所扩大，限产方式更为具化。预计今年取暖季期间涉及区域钢铁限产量平均 30% 左右。

“冬奥会限产”

根据《唐山市 2022 年北京冬奥会和冬残奥会空气质量保障实施方案（意见稿）》此次冬奥会赛时管控期为 2022 年 1 月 28 日至 3 月 13 日，赛时管控期间污染物需要减排 50%。由于此次赛事在北京和河北举办，限产影响或涉及到河北、辽宁、天津等地区。

“缺煤被动停产”

除此之外，我们还需要警惕今年 11-次年 3 月期间，由于缺煤缺电导致的钢厂及其下游被动停产。9 月份的“能耗双控”更多是基于能耗政策的主动停产。但当前电煤缺口已是市场共识，叠加内蒙增产保供增量有限，今年冬季非北方地区是否会因为缺煤缺电导致的被动停产值得警惕。

图表 5：2021Q4-2022Q1 期间分省份粗钢产量影响量预估

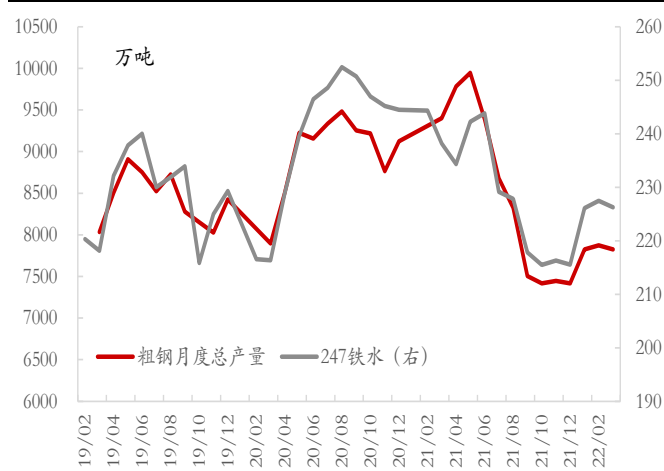
	2020年累计 粗钢	2021年8月 累计	2021年8月 单月	剩余产量 额度	9-12月月均理 论所需降幅	能耗双控/ 用煤约束	“平控” 提前到11	取暖季	冬奥会
河北	24977	15754	1809	9223	17.23				
江苏	12108	8348	972	3760	-0.53				
山东	7994	5697	538	2297	1.46				
辽宁	7609	5325	630	2284	-1.61				
山西	6638	4649	543	1989	-1.21				
安徽	3697	2553	281	1144	0.32				
湖北	3557	2572	257	985	-0.21				
河南	3530	2443	234	1087	1.35				
广东	3382	2398	280	985	-0.95				
内蒙古	3120	2108	297	1011	-1.29				
四川	2793	1976	216	816	-0.29				
广西	3452	2573	277	879	-1.74				
江西	2682	1758	226	924	0.27				
湖南	2613	1882	217	731	-1.01				
福建	2467	1772	199	695	-0.73				
云南	2233	1686	183	547	-1.41				
天津	2172	1273	177	899	1.65				
上海	1576	1141	131	435	-0.67				
吉林	1526	1164	135	362	-1.40				
陕西	1522	1087	128	434	-0.58				
浙江	1457	1034	114	423	-0.20				
新疆	1306	982	137	324	-1.77				
甘肃	1059	819	103	240	-1.36				
黑龙江	987	635	77	352	0.41				
重庆	900	736	55	164	-0.44				
贵州	462	394	41	68	-0.77				
青海	193	133	17	61	-0.04				

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

由于缺煤被动停产是否发生目前还难以预估，我们仅以上述前四点变量对各省份在 9-明年 3 月份的限产量进行预估。在上述预估严格执行的假设条件下，9 月至次年 3 月的粗钢日均产量分别为 244、233、243、233、252、281 和 252 万吨；对应 247 样本的铁水日均分别为 218、215、216、215、231、232 和 231 万吨。

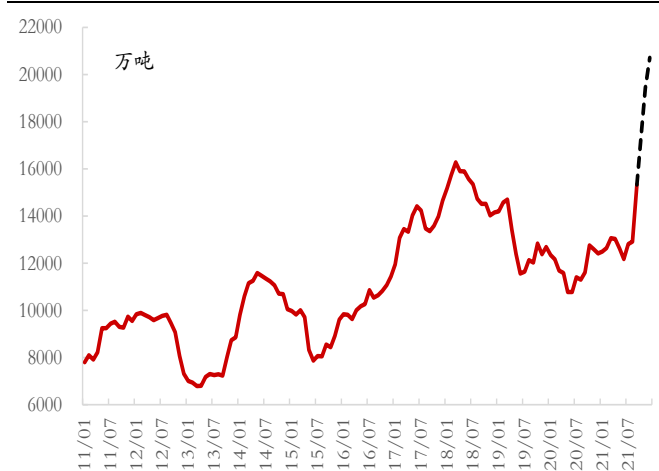
9-12 月份铁水预计较上半年下降 24 万吨（-10%），较去年同期下降 31 万吨（-12.4%）。对应铁矿石年末港口库存较 8 月底增加 7800 万吨。粗钢/铁水预估和铁矿石港口库存预估如下图：

图表 6: 国内粗钢和铁水 (247 口径) 产量预估



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 铁矿石港口库存预估



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 铁矿石边际成本曲线

	Volume (万)	Average grade, %Fe	CFR 62%成本	累计产量
Vale pellet	4000	65%-67%	19	2%
Rio	32700	60%-62%	41	23%
IOC	800	65%	42	23%
BHP	28700	60%-62%	43	41%
Roy Hill	5610	60%-62%	43	44%
Vale	26200	62%-65%	44	61%
India-pellet	2000	65%-67%	45	62%
Minas Rion	2500	65%	45	63%
Kumba	4000	62%-64%	48	66%
Champion Iron	700	65%+	49	66%
Assmang	1400	62%-64%	50	67%
Chile-Cap	1400	65%+	53	68%
CSN	3100	62%-64%	56	70%
Mauritania	1200	58%-63%	63	71%
FMG	18000	58%-60%	64	82%
Peru	1500	65%	74	83%
Sino Iron	2600	65%	67	84%
Koolyanobbing	1300	58%-60%	70	85%
Ukraine(fines)	1400	63%-64%	74	86%
AM Liberia	700	60%-62%	75	87%
Mt Gibson	200	65%	76	87%
Iran-SOEs	300	63%-65%	76	87%
Karara	800	65%	80	87%
MIN- Wonmunna	500	58%-59%	82	88%
Altas Iron	900	58%-59%	85	88%
Iron Valley	800	58%-59%	90	89%
China	15000	65%	90	98%
India fines	2900	61%-63%	117	100%
Mt Gibson ,Western	200	58%-59%	139	100%
Iran-private	100	58%-59%	156	100%

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

根据国内粗钢和铁水预估，铁矿石 Q4 过剩量达到 10%-15%，对应边际成本支撑下移至 75-85 美金之间。

3、复盘 2013-2015 年上一轮下跌周期，铁矿跌势何时转势？

从上述供需平衡点测算，随着 9 月份铁水量较 8 月份再度下滑 10 万吨/天，铁矿石边际过剩量由 5%扩大至 10%，边际成本支撑也由 100 美金下移至 75-85 美金。连续重挫下，市场对矿价长期跌势已几无分歧，但随着普氏和 SGX 价格逐渐跌至 80-100 美金，反弹/反转的条件需要开始关注。

1) 9 月底—10 月份的限产节奏切换

不论从终端需求还是限产政策来看，年内粗钢产量已无太多明显回升的概率。但限产政策之前存在节奏的切换。9 月铁水大幅下滑更多源自江苏、广西、福建等地区的 9 月中下旬集中限产降能耗，预计 9 月 30 日结束。10 月份之后的限产，需要取暖季限产+粗钢产量平控政策提前等其他政策的衔接。9 月末需要警惕政策衔接是否连贯。一旦出现 10 月份成材需求转好+限产阶段性放松窗口，矿价或有反弹概率。

2) 供应端收缩传导

从近期印度发货量降低、澳洲 Venture Minerals 矿山停产等信号来看，矿价下跌导致的供应端收缩或已经开始零星出现。那是不是意味着矿价跌破 75 美金就值得当即抄底？答案是否定的，我们这里以 2013-2015 年的趋势性下跌行情为例。

对比 2013-2015 年趋势性下跌中，铁矿石总体过剩 1.2 亿吨。2014 年年初开始，随着矿价跌至 120 美金，开始有低成本矿山陆续停产。这一过程一直持续到 2015 年年初，停产总产能约有 1 亿吨。库存方面，港口铁矿石库存自 2013 年至 2014 年年中被动累库，2014 年中-2015 年中主动去库存。价格方面，矿价在 2015 年初-2016 年 11 月份期间反复筑底，直至 2016 年末突破 40-50 美元/吨低位震荡走强。

从基本面的角度，我们认为出现反转条件需要：1) 需求端反转；2) 供应端减产了接近 80%的绝对过剩量。考虑当下，需求角度，即使无粗钢产量平控，终端需求单月降幅也有 10%左右，需求端反转暂时未见；供应角度，供应端收缩零星有体现，绝对减量尚不足。但阶段性限产节奏放松带来的反弹需要警惕。

图表 9：2013-2015 年期间铁矿石行情复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、风险提示

海外矿山减产变化，国内外需求变化，钢铁控产量政策变化。

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