

铁矿石面临调整，螺纹迎做空时机

2019年2月14日

信达期货黑色团队

黑色策略报告

盛佳峰

黑色研究主管

执业编号：F3021430

投资咨询号：Z0013489

联系电话：0571-28132639

邮箱：525108901@qq.com

张鹏程

黑色研究员

执业编号：F3034110

联系电话：0571-28132639

邮箱：3120376565@qq.com

吕明

黑色研究员

执业编号：F3051847

联系电话：0571-28132639

邮箱：531516445@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物

资大厦1125室、1127室、12楼和

16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

核心逻辑

● 铁矿平衡表变化支撑或低于市场预期

根据矿难影响测算，可以将矿难对全球铁矿的供给影响分为三种情形假设，预估供给影响总量在1750-6000万吨区间，平衡表对应供需差分别为5、-7、-36百万吨。同时考虑价格高位后，中小矿山复产预期可能导致的供需再平衡，我们认为中长期铁矿供需仍将偏向宽松，支撑力度或低于市场预期。

● 与17年情形类比推断铁矿长期高位难维持

通过与17年的情形类比，我们认为铁矿石在矿难后的上行幅度已经透支，一方面17年矿石的上下游结构更为利好，尚不能维持90美元/吨以上的高位，另一方面矿难实际影响仍有时滞，结合价格高位下的中小矿复产预期，当前90美元/吨高位难以持续。极端情形假设下，矿石成本推动也不足以改变螺纹驱动。

● 螺纹供需驱动仍向下

从当前的产量看，电炉供给收缩支撑弱化，叠加春节后环保力度低于去年同期，利润驱动导致供给压力不减；螺纹社库、总库节后累库速率超预期，除了今年的低基数外，供给压力传导是核心变量。后期需求反应的去库速率将决定螺纹的驱动，结合我们对终端的判断，需求中长期或将开启缓步下行，预期螺纹去库速率或低于18年同期。

● 基差修复后技术回调逐步显现

RB1905盘面贴水最强修复至平水位置，做空安全边际显现。从持仓来看，主力多空逐步减仓，短期上涨告一段落；技术上，3750-3900元/吨是重要阻力区间，日线级别面临三浪回调。随着铁矿面临回调，支撑减弱，螺纹弱势显现。

风险因素

- 终端需求超预期
- 炉料提振超预期

前言

结合《2019年黑色年报—繁花落尽，徐徐归去》观点，我们认为2019年钢材市场的主逻辑将从供给端重新回归至需求端。需求端，内部房地产投资周期性下滑压力加大，基建投资企稳回升，制造业投资震荡运行，外部中美贸易战压制出口需求，预计全年钢材需求稳中下滑；而供给端在环保放松及钢企利润回归正常的综合作用下，预计废钢对铁水难以形成持续替代，废钢比回落，最终导致生铁产量回升和粗钢产量下滑。整体来看，2019年钢材供需双双走弱，但需求下行主导2019年螺纹走势，供给扰动来自废钢（转炉+电炉），价格中枢将逐步下移。

目前来看，第一轮反弹在“需求韧性+低库存+铁矿矿难”驱动下提前兑现，但持续上行已经乏力，此轮反弹结束后或将迎来螺纹第一阶高位卖点。

1. “平衡表变化+情形类比”推断铁矿石高位难持续

铁矿平衡表变化支撑或低于市场预期

春节期间，VALE矿难事件发酵，公司宣布不可抗力，市场担忧全球铁矿供应将大幅削减，SGX掉期5月盘中上冲至90.89美元/吨历史高位。根据目前的统计数据来看，可以将矿难对全球铁矿的供给影响分为三种情形假设：乐观减产2750万吨，中性减产4000万吨，悲观减产7000万吨，VALE自身增产1000万吨，预估供给影响总量再1750-6000万吨区间，占全球矿石供给0.68%-2.7%。

表：铁矿石平衡表估算

单位：百万吨

铁矿石平衡表估算												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E (事故前)	2019E (乐观)	2019E (悲观)	2019E (中性)
铁矿供给	1958	1904	2002	2077	2030	2116	2163	2205	2235	2217	2205	2175
铁矿需求	1877	1909	2051	2015	1968	1983	2007	2094	2127	2127	2127	2127
供给-需求	6	-78	-127	-18	-16	51	73	26	22	5	-7	-36

资料来源：信达期货研发中心，WIND

从机构统计矿石增量来看，预估在1500-3000万吨水平。结合年度平衡表估算，乐观减产情形下，矿石仍将处于过剩格局；而中性和悲观减产情形下，将导致矿石处于紧平衡或略有缺口状态。同时，根据钢联统计，

若铁矿价格高位持续，去年因成本或政策原因关停和减产的国外中小型矿山，复产意愿将逐步增强（价格回到80美金左右），有望释放2500-3500万吨产量，这部分供给增量也会弥补VALE的供给减量，导致供需的再平衡。因此，我们认为矿难导致的铁矿平衡表变化支撑或低于市场预期。

与17年情形类比推断铁矿长期高位难维持

目前来看，我们认为铁矿石在矿难后的上行幅度（从矿难发生日算起为24%）已经透支，同时在需求淡季（春节前后）推动RB1905上行至3908的高位，盘面贴水修复至平水位置，做空安全边际逐步显现。春节后铁矿普氏最高上冲至94.2美元/吨，除14年外，已经处于同期历史高位，与17年峰值相当。

从基本面对比来看，当前也并不支持现货持续上行，I1905提涨情绪释放后面临回调。

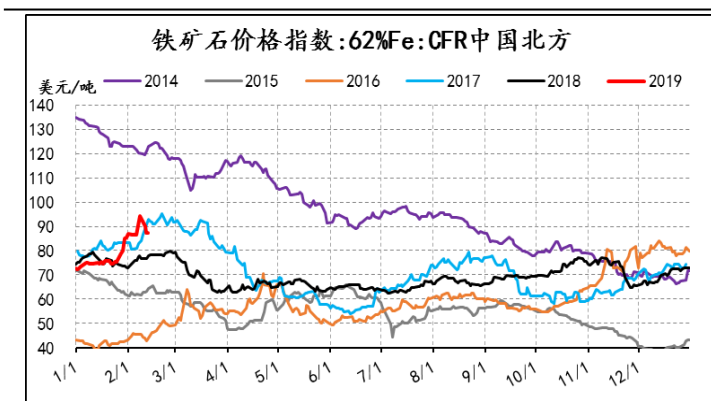
首先17年2月前后正是黑色系基本面最亢奋的时间点：1. 16年供给侧改革启动，终端需求超预期，螺纹钢强势带动；2. 焦煤受276政策影响，供给大幅收缩后强势上行带动焦炭、铁矿石，炉料共振。在上下游多重利好下，铁矿石并未能持续维持90美元/吨的高位，随后面临回调。

其次，此次VALE矿难后实际影响仍有缓冲时间：1. 目前仍是矿难发酵后的情绪释放，供给实质影响并未传导，2. 根据数据显示，目前钢厂库存可用天数33天，处于季节性高位，中国进口巴西铁矿石库存达到3696万吨，也处于14年来历史极值水平，减产带来的实质影响预估在1-2个月后才能逐步显现。

综合来看，铁矿石在矿难发生后24%的涨幅已部分透支，淡季情绪端推动的补涨后，90美元/吨的高位短期难以维持，将面临回调。退一步看，若矿石强势维持或继续走强，甚至上冲100美元/吨高位，即再上冲10美元/吨，挤压螺纹成本在130元/吨左右，也并不足以改变后期成材的下行驱动，当前位置仍有较高的做空安全边际。

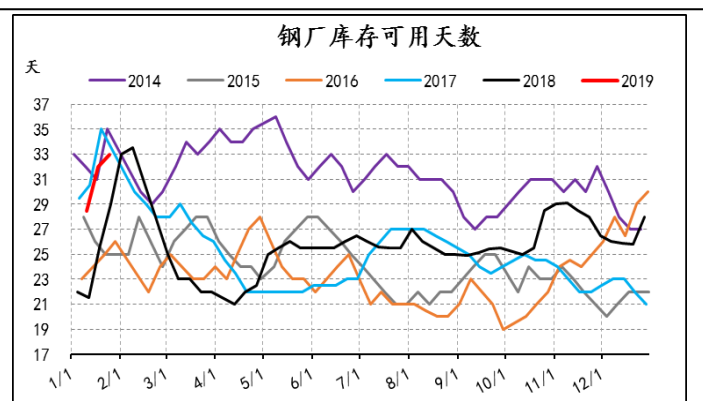
图：铁矿石普氏季节性

单位：美元/吨



图：铁矿钢厂库存可用天数

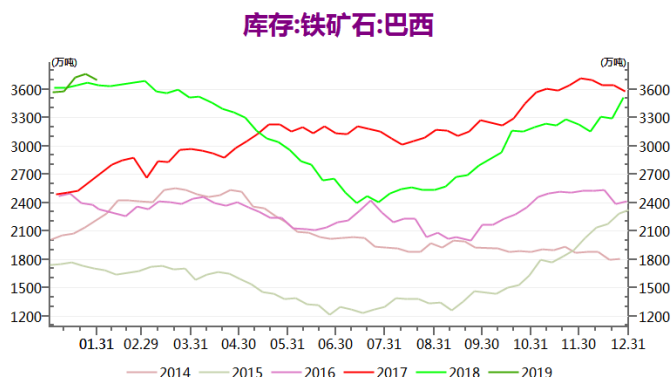
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

图：中国进口巴西铁矿石库存

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

图：17、19 年情形类比

单位：元/吨

	2017年2-3月	2019年2-3月
螺纹利润	600-700元/吨	600-700元/吨
螺纹价格高位	3700-3800元/吨	3800-3900元/吨
铁矿价格高位	90-95美元/吨	90-95美元/吨
焦炭价格高位	1950-2000元/吨	2000-2100元/吨

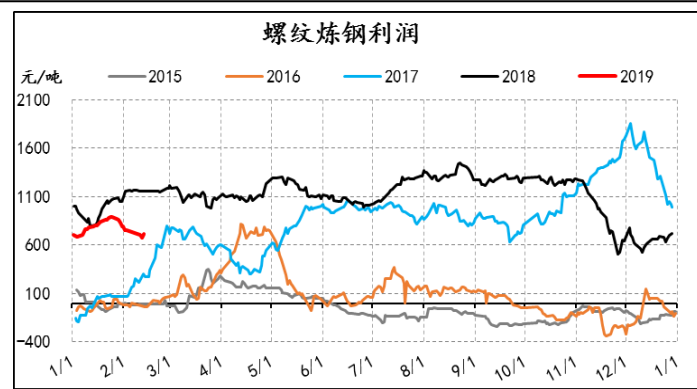
2. 供给高位下累库速率加快

供给端压力仍强于 18 年同期

春节前后，螺纹利润依然维持 600 元/吨以上的较高水平，生产意愿不减；同时，采暖季限产纠偏，力度同比弱化，高炉开工依然维持相对高位。对应到产量，粗钢日均仍在 230 万吨/天上方，MYSTEEL 螺纹周度产量在 300 万吨上方，同比依然偏高。此外，电炉作为重要的边际增量，确实其成本为对于现货是重要支撑，但力度逐步减弱。从影响时间看，电炉主产区利润从 11 月中旬逐步收缩，12 月中下旬开始逐步进入亏损区间，此时电炉开工从 77% 高位下滑至 63% 低点，再到春节进入冰点，电炉产量的收缩影响也逐步兑现，后期成本支撑作用也相应减弱。供给端压力仍强于 18 年同期。

图：螺纹利润

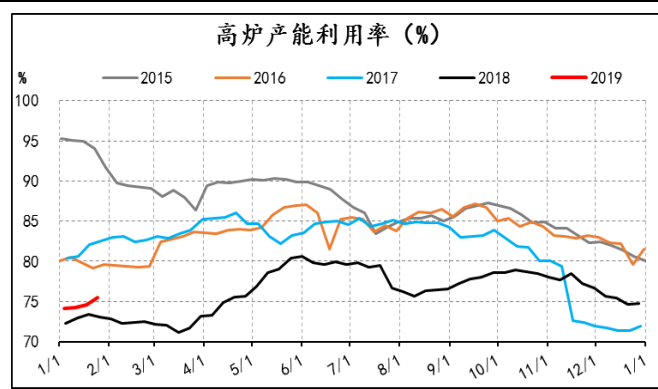
单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

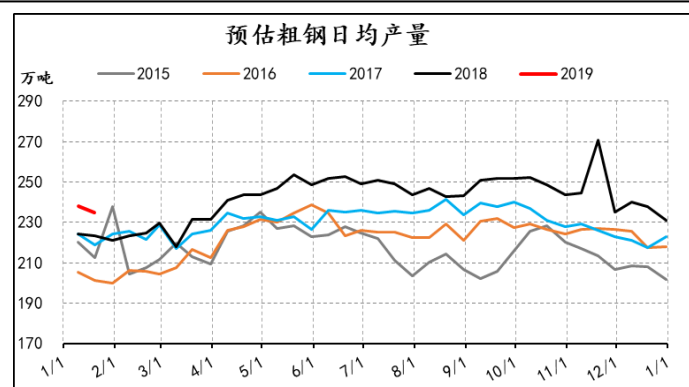
图：高炉开工

单位：%



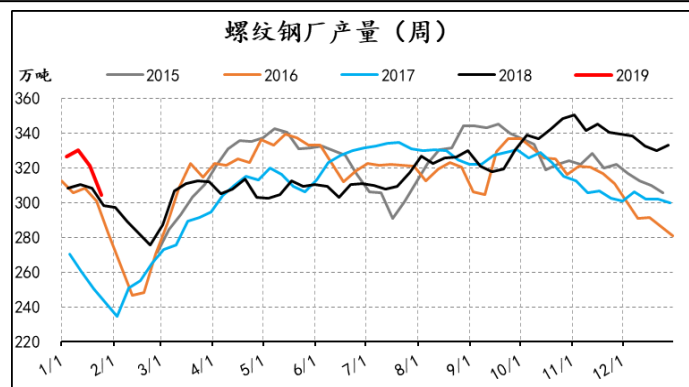
图：螺纹日均产量

单位：万吨



图：螺纹钢厂产量

单位：万吨



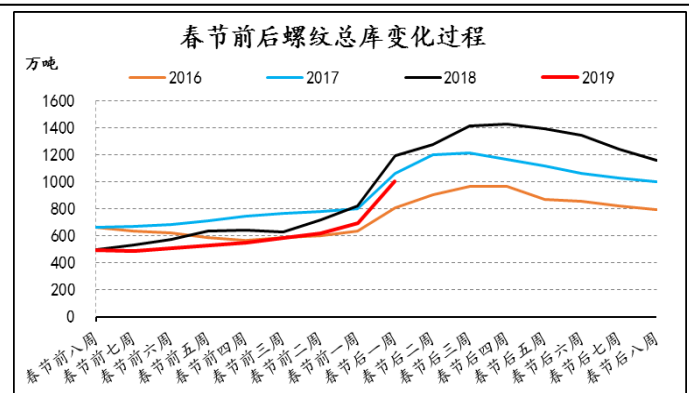
资料来源：信达期货研发中心，WIND

累库速率加快，后期去库速率预期低于18年同期

目前对于螺纹库存来看分为两块，前期的累库（反应下游预期和钢厂生产意愿）以及后期的去库累库（反应下游预期和实际需求）。根据测算，11月以来节后累库阶段，MYSTEEL 螺纹社会库存周度累积幅度在 10.6%，剔除 18 年对于整体幅度的抬升，累积幅度为 8.96%。统计估算，当周度累积幅度高于 9.8% 时，期价下跌概率逐步加大。而最新数据显示，螺纹周度累库速率为 16.2%，触发统计下跌预警线，压力明显。逻辑上，去年社库基数高位，今年基数偏低，叠加前述供给依然偏高，钢厂供给压力向下游转移；总库存口径看，今年开年的累库速率也依然偏高。后期，去库速率即需求兑现是核心。当前需求估算数据显示钢材整体需求以及螺纹需求均低于 18 年同期，根据后续对终端需求的阐述，需求韧性存疑，我们认为需求将呈缓步下行趋势，去库速率预期低于 18 年同期。

图：螺纹总库存变化

单位：万吨



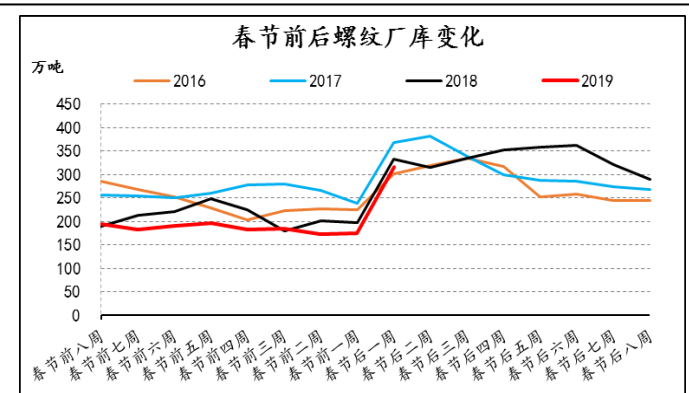
资料来源：信达期货研发中心，WIND

图：钢材总需求估算

单位：万吨

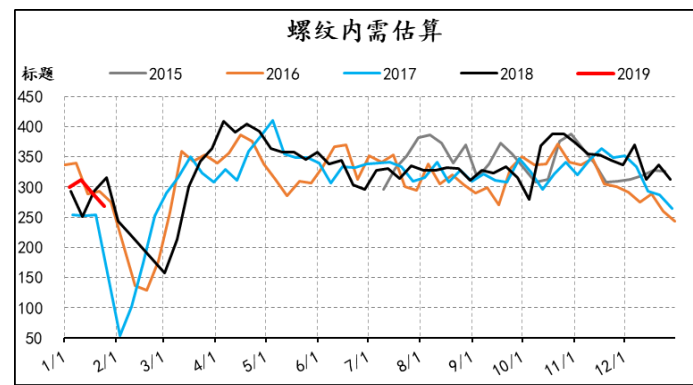
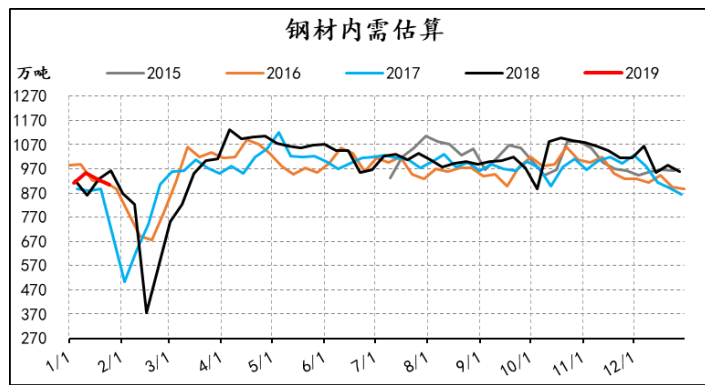
图：螺纹厂库变化

单位：万吨



图：螺纹需求估算

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

3. 终端需求或缓步下行

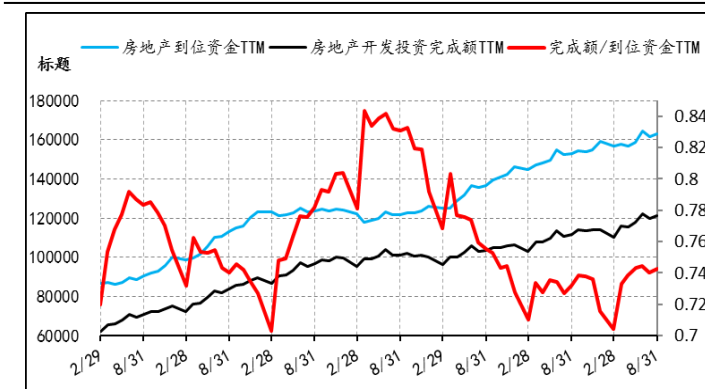
终端短期需求兑现存疑，中长期需求或将开启缓步下行。18年传统地产框架中，销售持续下滑并未向资金和开工传导，而是被高周转切断，新开工维持较高增速。但中长期数据反馈该模式持续性存疑，主要表现为：

1. 地产库存从11年低位边际上行，表明销售端有传导迹象；
2. 三、四线房价拐头，期现房销售同比背离有望逐步收敛（上一轮背离持续时间为1年，本轮已持续11个月）；
3. 管桩数据环比下行，根据2-3个月的传导时滞，新开工增速放缓后有望下行。

从最新的地产数据来看，春节期间城市销售面积出现大幅下滑，销售面积同比下滑50%以上，样本口径管桩订单量也显示同比下滑20-30%。短期宏观预期提振仍有待观察，信用宽松目标针对中小微民企，是否再度流向地产且后期对地产的限制放宽暂未知。整体看，目前地产需求不至于失速下行，但成材端矛盾从供需转向需求后，终端有望缓步下移带动成材。

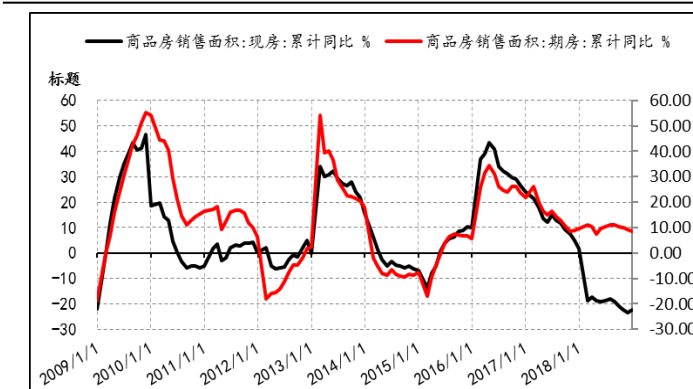
图：房地产完成额/到位资金 TTM

单位：%



图：期现房销售同比

单位：%



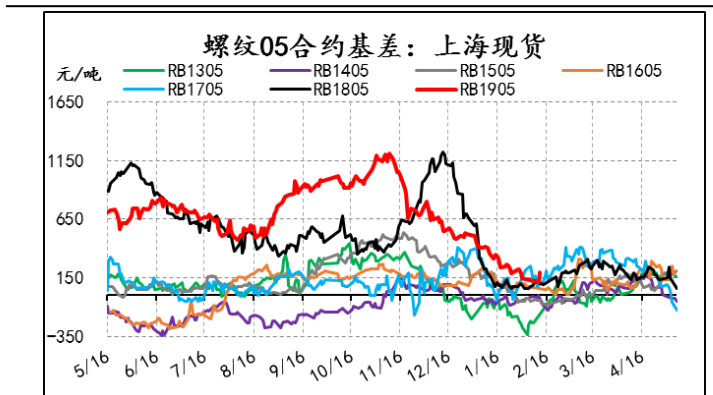
资料来源：信达期货研发中心，WIND

4. 基差收敛，做空安全边际显现

铁矿前期上行后，在需求淡季带动 RB1905 上行持续基差修复，最高接近平水，部分锁价贸易商也有卖出套保做基差扩大驱动，做空安全边际逐步给出。

图：螺纹 05 合约基差

单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

5. 主力席位逐步减仓，技术上行阻力显现

从 RB1905 主力持仓来看，主要是第一多头永安和第一空头银河的对垒，且银河在矿石端也是第一大空头，随着成材持续上行以及矿难事件发酵，银河盘面亏损加大，RB1905 从 1 月 30 日开始逐步减仓，2 月 11 日开始大幅减仓。永安在 1 月 25 日多单开始逐步撤退，随着矿石高位回调，短期由铁矿石引发的提涨或告一段落。此外，从技术上看，3750-3900 元/吨是重要阻力区间，日线级别面临大三浪回调。随着铁矿面临回调，支撑减弱，螺纹弱势显现。

图：RB1905 走势

单位：元/吨

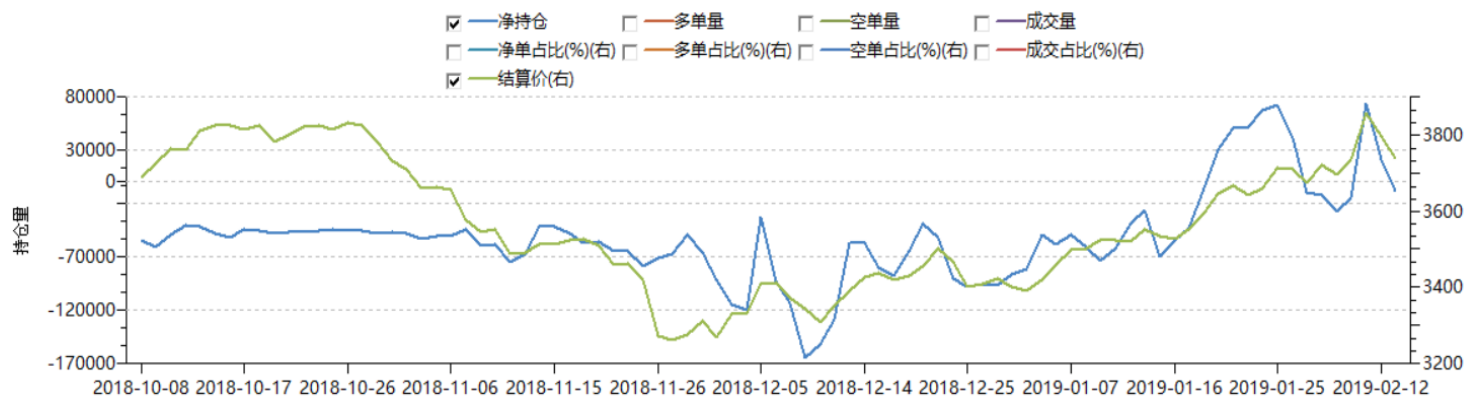


资料来源：信达期货研发中心，文华财经

图：RB 多空持仓变化

单位：%

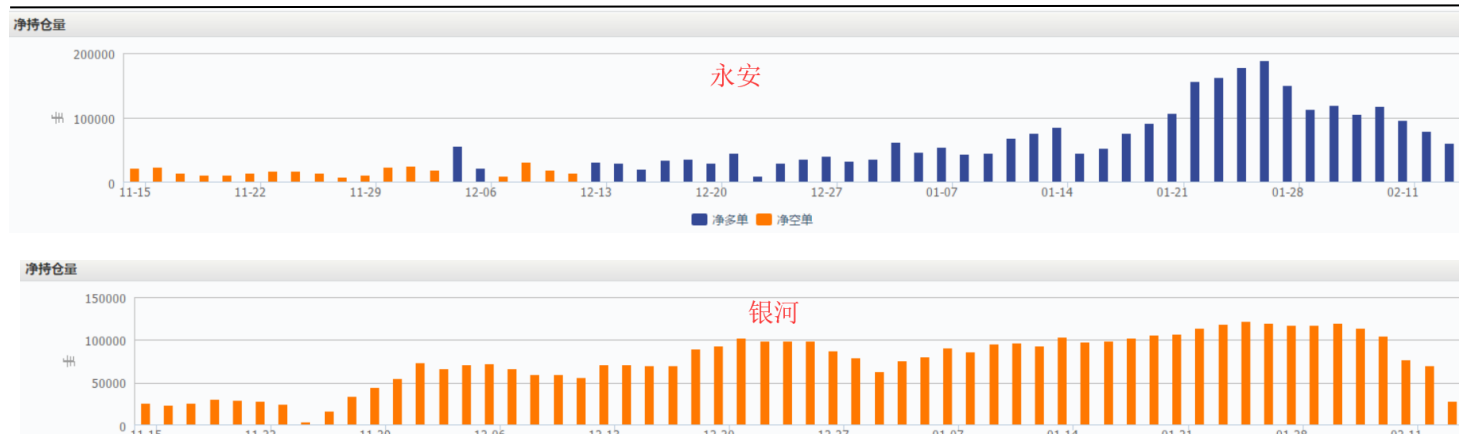
会员：前十名合计 品种：RB 螺纹钢 合约：RB1905.SHF



资料来源：信达期货研发中心，WIND

图：永安、银河净持仓变化

单位：%



资料来源：信达期货研发中心，WIND

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

公司总部设在杭州，下设21家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭15家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，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情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。