

## 成材价格波动区间缩小，铁矿供需出现边际改变

### 摘要

#### 核心观点

受益于上半年逆周期政策调节，尽管粗钢供给再创新高，供需缺口却维持稳定，目前500万吨左右。

短期消费回暖无望抑制了板材需求，但房地产和基建对建材的支撑维持高水平。下半年预计还是长材强于板材的走势。若制造业在四季度开始回暖，热卷方面可能会逐渐恢复。

用北方六港每周的港口到货量来大致表示铁矿石进口的变化，今年铁矿进口一直处于较低水平，六月末累计港口到货同比-9.0%。而同期生铁产量累计增长8.9%，供需缺口较大。

今年前五月生铁累计同比8.9%，下半年产量增速将放缓。

#### 行情展望

成材：终端需求上，货币政策边际继续宽松，虽然房地产监管加强，但仍没有大幅下滑的环境，对钢材拖累有限。财政政策侧重稳增长，地方债发行额度有望扩大，根据之前的发行目标。地方债在9月之前发行完毕，那么至少在三季度，支持基建的决心还是在的。螺纹终端需求仍有一定增长空间。制造业目前受国际贸易关系的不确定性影响较大，热卷需求差，最早可能在四季度开始恢复，下半年钢材品种长材仍将强于板材。供给上，大部分钢厂环保设备达标，高炉开工率将继续在较高水平震荡。整体来看，成本高企，供给宽松，需求弱增长，钢厂利润难言客观，但也处于钢厂可承受范围。螺纹和热卷下半年波动区间可能较小，大概在3600-4000元/吨之间。

下半年主要的机会一是国庆节的安排。若在国庆期间再次提出限产，且力度加强，三季度钢材会有一波确定的涨势。二是需求的走弱。若四季度房地产监管加强，且正值基建扶持力度减弱，可能会有做空的机会。

铁矿石：上半年不管是全球格局还是国内来看，供需缺口均有较大的变化。下半年，随着巴西和澳大利亚发货逐渐恢复正常，以及生铁产量增速的放缓，供需将出现边际上的变化。虽然铁矿石当前需求支撑在高位，但上行的空间可能有限。而需求上若是有较大波动（可能在四季度），价格有一定下跌空间，整体先上后下。

#### 风险提示

1. 十一国庆限产力度不及预期
2. 稳增长政策不及预期
3. 制造业没有回暖迹象
4. 铁矿石供给不能恢复

报告日期 2019-07-01

#### 研究所

王琼玮

黑色金属分析师

从业资格号：F3048777

电话：010-84183054

邮件：wangqiongwei@guodu.cc

## 目 录

一、行情回顾 .....	4
(一) 成材震荡走强 .....	4
(二) 上半年铁矿石强势上涨 .....	4
二、成材：波动区间缩小 .....	5
(一) 板材景气度持续弱于长材 .....	5
(二) 粗钢产量高增长，但供需缺口变化不明显 .....	7
(三) 逆周期政策托底螺纹价格 .....	7
三、铁矿石：供需发生边际变化 .....	9
(一) 2019 年全球铁矿石供需缺口 .....	9
(二) 国内铁矿石供需格局 .....	9
(三) 铁矿石需求支撑较强 .....	10
四、2019 年下半年展望 .....	11
五、风险提示 .....	12

## 插图

图 1 螺纹期货价格（元/吨） .....	4
图 2 热卷期货价格（元/吨） .....	4
图 3 铁矿石价格连续（元/吨） .....	5
图 4 现货普式指数（美元/吨） .....	5
图 5 热卷指数-螺纹指数（元/吨） .....	5
图 6 房地产投资和土地成交的背离（累计同比：%） .....	6
图 7 施工面积累计同比（%） .....	6
图 8 基建累计同比（%） .....	6
图 9 地方债发行额（亿元） .....	6
图 10 总出口和对美出口金额同比（%） .....	7
图 11 制造业固定资产投资累计同比（%） .....	7
图 12 粗钢和生铁产量累计同比（%） .....	7
图 13 粗钢供需缺口（万吨） .....	7
图 14 房企债券量（国内发行）（亿元） .....	8
图 15 长流程吨钢毛利（元/吨） .....	8
图 16 港口到货量（万吨） .....	10
图 17 铁矿石港口库存（万吨） .....	10
图 18 海运指数 .....	10
图 19 铁矿石普式指数（美元/吨） .....	10
图 20 高低品矿指数价差（元/吨） .....	11
图 21 主力合约基差（元/吨） .....	11

## 一、行情回顾

### （一）成材震荡走强

年初，货币政策超预期宽松，社融大增，需求改善的预期增强，钢价开始上行，且铁矿的强势上涨也带动了成材价格。3月之后，供需的预期较为平衡，多空双方均等待信息确认，盘面走势震荡，螺纹整体横在3700元/吨的位置。4月和5月中旬，正值经济数据和金融数据公布，数据显示政策继续宽松，且房地产市场情绪回暖，螺纹带动热卷迎来了一波较大行情。5月份，螺纹主力最高涨到3947元/吨。随后房地产市场监管加严，“住房不炒”不断被提起，钢价震荡下行。6月中旬，虽处于钢材淡季，但唐山地区再次提及限产，消息面炒作推高钢材价格，螺纹主力合约一度站到4000元/吨以上。

图1 螺纹期货价格（元/吨）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 热卷期货价格（元/吨）



数据来源：Wind、国都期货研究所

### （二）上半年铁矿石强势上涨

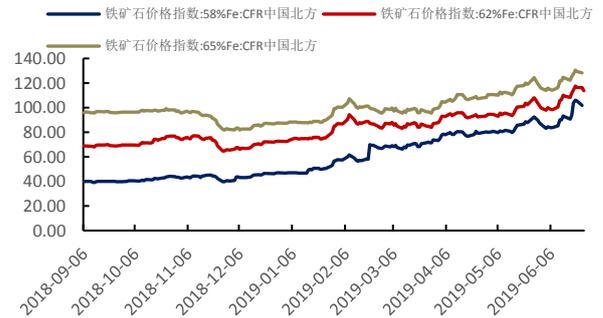
上半年铁矿石涨幅超60%，在商品中表现靛眼。今年市场本就预期铁矿供需缺口收紧，而巴西淡水河谷尾坝矿溃坝事件助推了供需偏紧的预期，铁矿石一路上行。3月份，澳大利亚飓风使矿山运营受阻，加剧了市场对供应的担忧，价格被再一次抬高。随后，矿山安全相关问题不断扰乱市场，而国内粗钢产量不断创新高也支撑起需求稳定的预期，现货普氏62%指数在5月涨超100美元/吨。

图3 铁矿石价格连续 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图4 现货普式指数 (美元/吨)



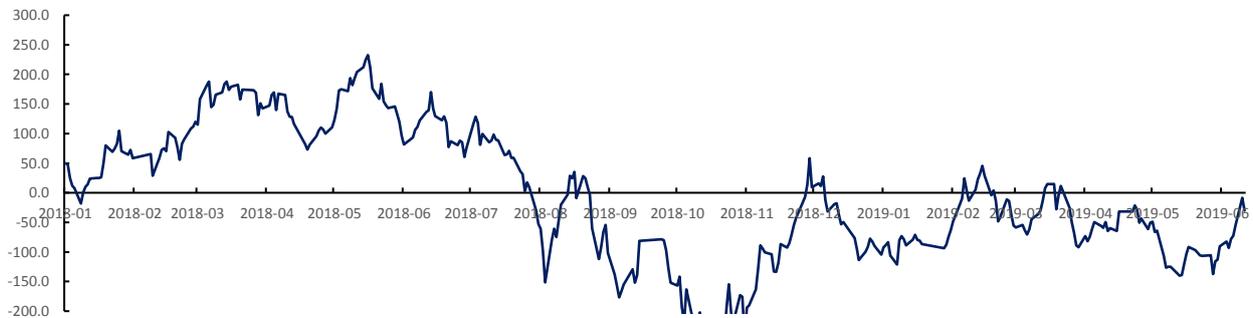
数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、成材：波动区间缩小

### (一) 板材景气度持续弱于长材

今年上半年，受益于宽松的环境和稳经济的托底政策，以地产和基建为代表的投资端整体表现强于制造业，延续了建材和热卷基本面的分化，热卷和螺纹价差持续维持负值。

图5 热卷指数-螺纹指数 (元/吨)

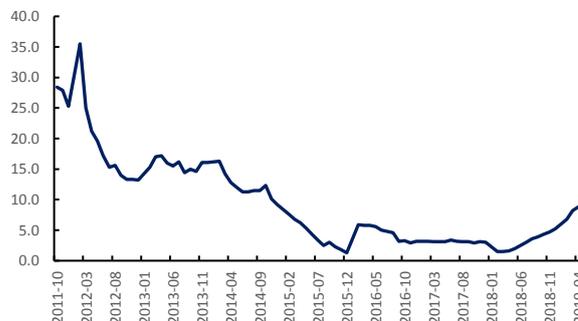


数据来源: Wind、国都期货研究所

**地产“小阳春”：**3月以来，房地产市场一扫年前的冷清，逐渐回暖。房地产市场投资完成额在上半月累计同比增速均超10%，接近2014年的水平。5月份投资增速有小幅回落，但仍维持高位。而与此同时，土地成交价款大幅下跌，最低月累计同比跌幅触及35.6%。投资的高增长和土地市场的冷清相背离，那么中间的差值主要去向只能是施工，而施工需要消耗大量的建材。施工面积的缓慢恢复也验证了楼市的韧性。

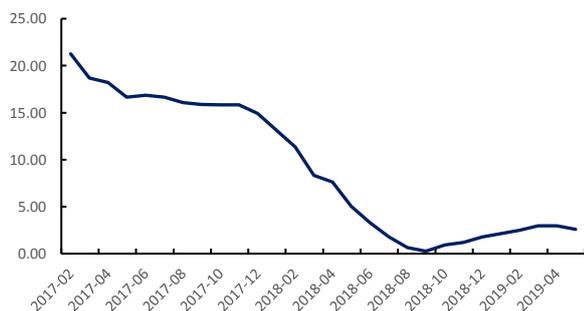
**图6 房地产投资和土地成交的背离（累计同比）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

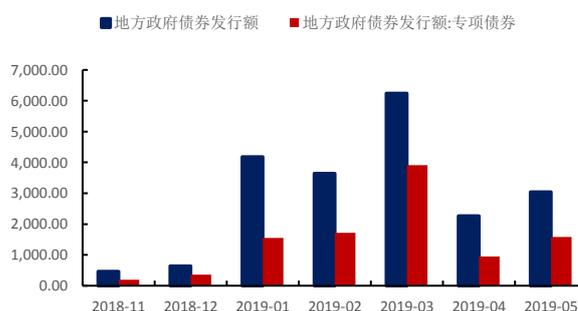
**图7 施工面积累计同比（%）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**基建缓慢回暖：**去年下半年开始，基建补短板、稳经济开始不断抬升市场预期。基建投资逐渐小幅复苏，截止到今年4月，基建投资完成额累计同比向上修复到2.97%。5月，基建扶持力度相对减弱，但宏观下行压力之下，逆周期政策再次发力。6月份地方债发行额度预计超6000亿元，环比翻倍。今年1-5月全国发行地方政府债券19376亿元。其中，发行一般债券9680亿元，发行专项债券9696亿元。按照今年2.15万亿元专项债的安排计划，年内仍有近1.2万亿元专项债等待发行。且6月份《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》发布，通知允许地方专项债作为项目资本金。该政策有望带动基建投资稳定回升，利好基础设施相关行业。上半年基建方面用钢需求稳定，对钢价不形成拖累。

**图8 基建累计同比（%）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图9 地方债发行额（亿元）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**出口拖累制造业投资：**今年上半年因全球主要经济体走弱，且国际贸易局势不确定性增加，出口表现较差。其中美国对出口的拖累较为明显，自去年四季度以来，对美出口大幅下滑，上半年，跌幅超10%。与此同时，制造业固投和备货减少，投资累计同比从去年9.5%的高点回落

到今年5月的2.7%。行业的不景气拖累板材消费，热卷订单量持续萎靡，相对于螺纹的稳定需求，热卷走势偏弱。

**图 10 总出口和对美出口金额同比 (%)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 11 制造业固定资产投资累计同比 (%)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 粗钢产量高增长，但供需缺口变化不明显

今年上半年，粗钢和生铁产量保持高增长。5月粗钢累计产量4亿吨，同比多增10.2%，生铁产量也有9%的增速。钢材品种吨钢毛利的改变使产量短期波动，但整体来看，钢厂生产十分积极。而受益于上半年逆周期政策调节，投资端相关需求表现不差，尽管粗钢供给再创新高，供需缺口却维持稳定，目前500万吨左右。

**图 12 粗钢和生铁产量累计同比 (%)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 13 粗钢供需缺口 (万吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## (三) 逆周期政策托底螺纹价格

楼市监管没有放松的迹象。“小阳春”之后，部分城市房价抬升，多部委便密集发布文件打压房地产市场。5月，银保监会发布23号文表示要整治金融乱向，信托渠道受阻，交易所也向上市房企发函问询。融资环境收紧。随后在住建部的指导下，央行与证监会也将暂停部分房企的债券及ABS融资渠道。融资困难加剧，为缓解资金压力，房企纷纷转向海

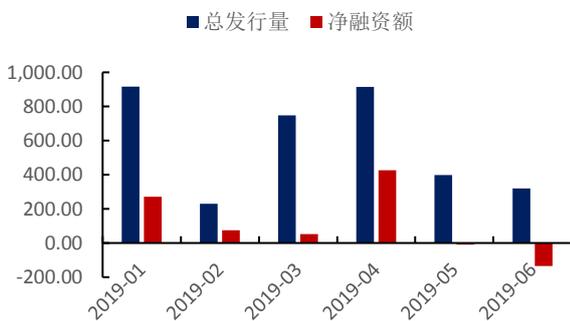
外发债。5、6月份，房企发债规模近300多亿元，较4月份下降过半。短期内，房地产市场有一定压力。

但在国际贸易争端不确定和全球经济放缓的背景下，稳经济逆周期依然是主基调。货币政策虽然边际上空间不大，却仍然会维持宽松状态。在这样的环境下，房地产市场可是走势偏弱，但不存在大幅下滑的风险，对钢材的需求还是保持稳定。

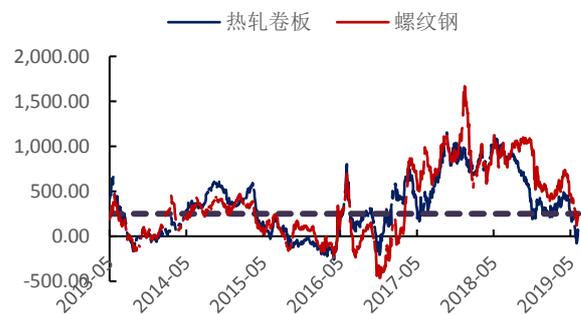
逆周期意味着在进一步减税降费消费刺激之外，各种重大基建项目也会集中开工，基建托底的逻辑仍在，且下半年专项债有望增发。基建用钢需求虽然不及地产，但大规模的项目施工还是会对建材有一定支撑。

整体来看，虽然短期消费回暖无望抑制了板材需求，但房地产和基建对建材的支撑维持高水平。下半年预计还是长材强于板材的走势。若制造业在四季度开始回暖，热卷方面可能会逐渐恢复。

从产业层面上看，现在吨钢毛利虽较去年有大幅下降，和供给侧改革之前相比，仍然处于合理区间，所以大概率来说，钢厂高炉开工率仍会维持在比较高的位置。高炉开工主要有两个风险因素，一个是钢厂盈利下滑太多，部分钢厂会自主收缩生产，比如5月份的时候，旬度重点企业粗钢产量有小幅缩减。另一个就是行政方面的干扰，比如6月份唐山地区的限产，也引起了市场对供给收紧的谨慎情绪。成本上看，铁矿价格今年涨幅较大，煤炭方面因供给的变数价格也下不去太多，原材料价格对钢材价格形成支撑。

**图 14 房企债券量（国内发行）（亿元）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 15 长流程吨钢毛利（元/吨）**


数据来源：Wind、国都期货研究所

整体来看，成本高企，供给宽松，需求弱增长，钢厂利润虽难言客观，但也处于钢厂可承受范围，螺纹和热卷下半年波动区间可能较小，大概在3600-4000元/吨之间。

下半年引起市场广泛关注的事件就是国庆节的安排。若在国庆期间再次提出限产，并力度加强，三季度钢材会有一波确定的涨势。下半年政策重心主要放在稳增长的财政政策上，那么房地产监管是否会趋严还未可知。若四季度房地产监管加强，且正值基建扶持力度减弱（专项债按计划9月发完），可能会有做空的机会。

### 三、铁矿石：供需发生边际变化

#### （一）2019 年全球铁矿石供需缺口

去年生铁累计同比3.0%。从主要下游看，今年基建较去年小幅回暖，房地产维持弱增长，工业制造业还在筑底，那么假设今年生铁累计同比5%（平均），前五个月同比8.9%，下半年产量增速将放缓。去年生铁产量77,105.40万吨，预计今年产量80,960.67万吨，转化成铁矿的需求量，即129,537.1万吨，需求增量为6168.4万吨。

三大矿山均调低了今年的产销量目标，Vale方面减产约5000万吨，力拓下调800万吨，必和必拓下调产量也大致800万吨左右。那么总供给下调6600万吨。假设全球其他中小矿山今年产能扩张2500万吨（平均），那么供给减少4100万吨。

国内需求增量为6168.4万吨，假设全球其他地区今年的高炉产能增加1500万吨，即铁矿石需求增量2400万吨，那么今年铁矿石供需改善1.26亿吨。

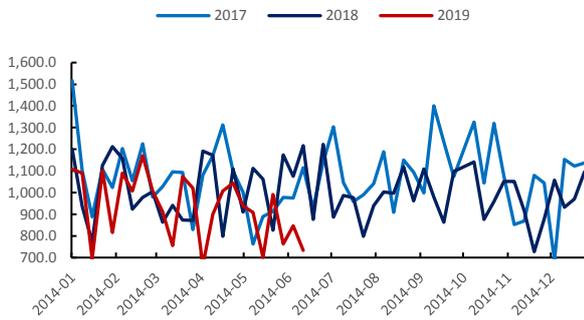
自巴西矿难以来，矿山安全问题逐渐受到关注，BHP已经开始预警部分危险矿山。未来几年，主流矿包括中小矿山预计都会增加检修，铁矿石供应进入减缩周期，铁矿石价格中枢抬升。

#### （二）国内铁矿石供需格局

假设用北方六港每周的港口到货量来大致表示铁矿石进口的变化，今年铁矿进口一直处于较低水平，六月末累计港口到货同比-9.0%。而同期生铁产量累计增长8.9%，供需缺口较大。6月末，港口库存11,565.03万吨，较年初减少2,723万吨，港口库存的减少承担了大部分需求缺口。

当前钢厂铁矿石库存处于低位，需求的变化主要通过港口库存和疏港量来表现。随着下半年矿山发货的逐渐恢复，港口到货量预计会有增加。下半年高炉开工率预计会低于上半年，供需缺口会逐渐收缩。铁矿石继续上行的空间较上半年相比较小。

图 16 港口到货量 (万吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 铁矿石港口库存 (万吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

### (三) 铁矿石需求支撑较强

上半年波罗的海和好望角指数分别涨10%和9%，反弹明显，铁矿石海运需求回暖。

现货市场普式62%铁矿石指数已经涨超100美元/吨，但和2009年、2010年铁矿石需求比较旺盛的年份相比还有一定空间。目前高品位矿62%和65%指数与58%指数差值处于低位，对价格支撑较强。而期现方面，铁矿石主力合约基差超100元/吨，期货较现货仍然便宜。基差处于高位也说明铁矿石当前的价格是需求支撑起来的，没有太多泡沫，除非需求大幅下滑，否则价格很难下跌。

图 18 海运指数



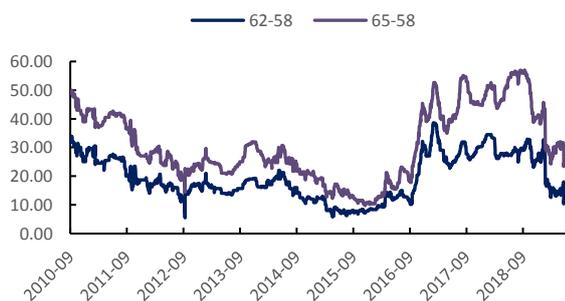
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 铁矿石普式指数 (美元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 高低品矿指数价差 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 主力合约基差 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

综合来看,铁矿石当前支撑仍然较强,但伴随着下半年供需格局的边际变化,铁矿上行空间将小于上半年,而需求上若是有较大波动(可能在四季度),价格有一定下跌空间,整体先上后下。

#### 四、2019 年下半年展望

**成材:** 终端需求上,货币政策边际继续宽松,虽然房地产监管加强,但仍没有大幅下滑的环境,对钢材拖累有限。财政政策侧重稳增长,地方债发行额度有望扩大,根据之前的发行目标。地方债在9月之前发行完毕,那么至少在三季度,支持基建的决心还是在的。螺纹终端需求仍有一定增长空间。制造业目前受国际贸易关系的不确定性影响较大,热卷需求差,最早可能在四季度开始恢复,下半年钢材品种长材仍将强于板材。供给上,大部分钢厂环保设备达标,高炉开工率将继续在较高水平震荡。整体来看,成本高企,供给宽松,需求弱增长,钢厂利润虽难言客观,也处于钢厂可承受范围、纹和热卷下半年波动区间可能较小,大概在3600-4000元/吨之间。

下半年主要的机会一是国庆节的安排。若在国庆期间再次提出限产,并力度加强,三季度钢材会有一波确定的涨势。二是需求的走弱。若四季度房地产监管加强,且正值基建扶持力度减弱,可能会有做空的机会。

**铁矿石:** 上半年不管是全球格局还是国内来看,供需缺口均有较大的变化。下半年,随着巴西和澳大利亚发货逐渐恢复正常,以及生铁产量增速的放缓,供需将出现边际上的变化。虽然铁矿石当前需求支撑在高位,但上行的空间可能有限。而需求上若是有较大波动(可能在四季度),价格有一定下跌空间,整体先上后下。

## 五、风险提示

1. 十一国庆限产力度不及预期
2. 稳增长政策不及预期
3. 制造业没有回暖迹象
4. 铁矿石供给不能恢复

### 分析师简介

王琼玮，EDHEC 金融硕士，国都期货研究所黑色金属分析师。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自海内外一流名校，具有丰富的衍生品研究、投资经验。坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，以基本面研究为基础，结合宏观趋势和产业研究，国都期货力求为客户提供全方位的专业投研服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，欢迎致信国都信箱(yffwb@guodu.cc)告诉我们您对本报告的想法。

本报告所有信息均建立在可靠的资料来源基础上，但国都期货有限公司不担保其准确性或完整性。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，国都期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，国都期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

我们力求为您提供精确的数据、客观的分析和全面的观点，但我们必须声明，本报告仅反映编写人的判断及分析，本报告所载的观点并不代表国都期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

本报告并不提供量身定制的投资建议，报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-84183058。