

研究员：鲁晓静

期货从业证号：

F3018746

☎:021-60329589

✉:luxiaojing_qh@chinastock.com.cn

成材利润下跌压制铁矿需求，短期矿价难有进一步上涨

前言：为尊重投资者阅读习惯，节省投资者阅读时间，提高报告阅读效率，铁矿周度与月度报告的顺序将更改为：核心观点-未来逻辑推演-过去行情复盘。季度与月度报告观点适用周期长度为中长期（30-90天），周度报告为短期（10-15天）。

第一部分 核心观点

中长期尺度铁矿价格需要偏弱对待

到港量增加现货提涨窗口即将关闭，11月份外矿发运水平大概率将会继续提升。

当下基差代表未来贸易商投机库存倾向于累积（盘面做空套保），随着整体需求环比回落，到港量回升，现货价格倾向于向期货价格靠近来完成01合约基差闭合。

成材利润下滑影响短期（一个月尺度）钢厂铁矿备库行为以及钢厂高品粉矿需求的边际变化，而预期矿价会受到钢厂去库与高品粉矿需求下调的拖累。

11月份贸易商投机库存累积，钢厂铁矿库存倾向于去化，而整体高品粉矿需求下挫，中长期尺度铁矿价格需要偏弱对待。

短期操作建议：

1、01合约铁矿中长期以持空单为主，目标点位510-515区间。

2、做空01合约螺矿比（空螺多矿）

风险提示：

1、人民币汇率破7或加速贬值；

2、2018年采暖季钢厂限产执行力度不强。

第二部分 11月行情推演

1. 成材利润下滑压制钢厂铁矿需求

“供给侧”改革之后，高炉产能年度的同比变化并不明显，对于铁矿需求来讲，除了高炉生产季节性规律，其变化往往来源于环保限产对于短期铁矿需求的扰动，而长期尺度来讲，决定钢厂铁矿需求的核心因素在于钢厂成材利润，即钢厂当下利润的情况决

定钢厂未来铁矿备库的行为。

当下钢厂成材综合利润环比下滑较为明显，按照钢厂以往备库逻辑，当下利润缩窄时，钢厂将会降低高品矿的采购量，以降低原料成本，使钢材综合利润得到回升。钢厂对于高品矿的需求边际变化，我们用高低品矿价差（PB粉 VS. 超特粉）来表征。而另一方面，当下钢厂综合利润下滑，意味着未来整体铁矿备库的天数下降，随着钢厂铁矿日耗季节性环比回落，整体的铁矿钢厂库存量（日耗*备库天数）将会去化。

所以从需求的角度，成材综合利润的下滑会压制铁矿预期的价格。

图1：钢厂综合利润与高低品矿价差

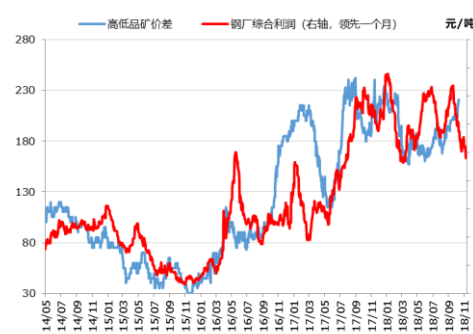


图2：钢厂综合利润与钢厂铁矿备库天数

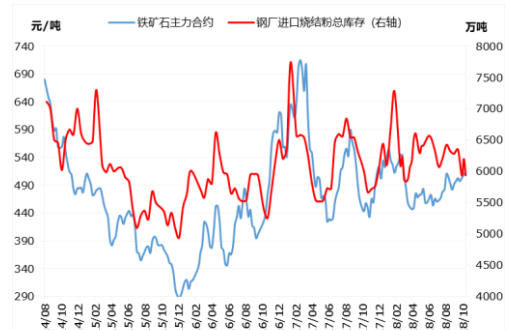


数据来源：银河期货、Mysteel

图3：钢厂铁矿日耗



图4：钢厂铁矿库存与盘面主力合约矿价



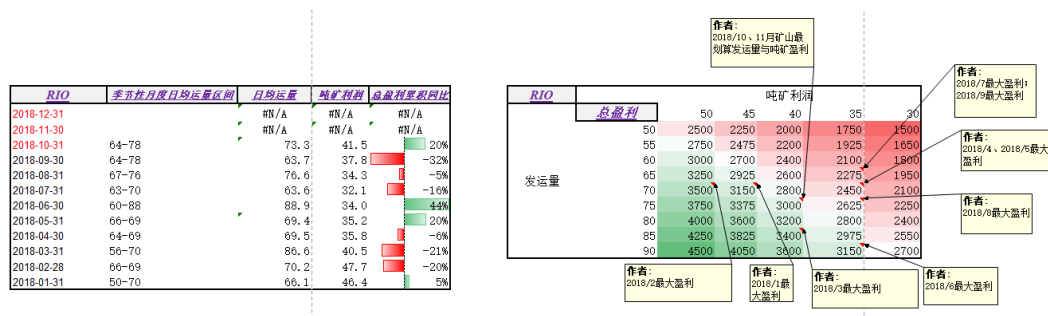
数据来源：银河期货、Mysteel

2. 外矿控制发运抬高外盘指数价格之后，后期发运水平大概率会有提升

外矿山过去两个月的发运量同比尺度大幅下滑，其中力拓发运下调较为明显，矿山此行为带来的结果是外盘铁矿指数回升，外矿吨矿收益上升。

站在目前这个时间点，未来11月份外矿山上调发运量的概率较大：当外矿山降低运量，吨矿收益上升后，外矿山往往会在接下来的一个月时间尺度内大幅上调发运量来兑现利润，而当下力拓的全年累积盈利同比亏损情况已经得到修复，11月份如果其兑现了利润，全年盈利的同比增速来到0以上的概率正在增加，所以从矿山盈利角度，未来外矿提升运量的概率较大，尤其是澳洲矿山力拓。

表一：力拓月度发运与全年累积盈利

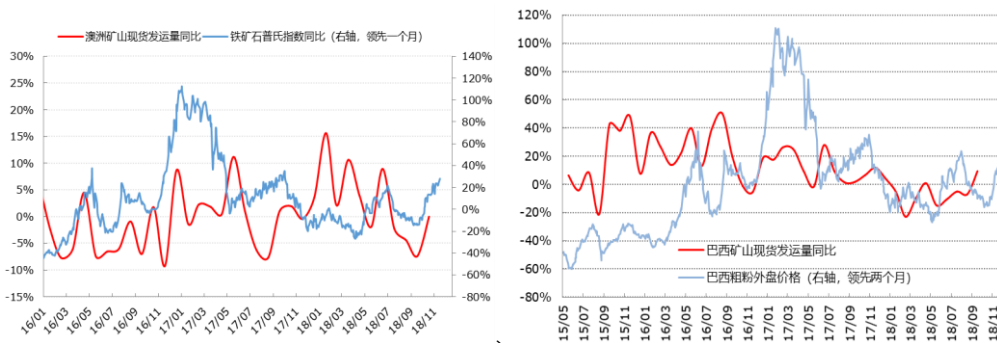


数据来源：银河期货、Mysteel

从贸易商投机需求的视角，前段时间港口现货的提涨使得贸易商利润情况得到好转，未来铁矿贸易商投机意愿正在逐步增强，所以从外矿山的角度，未来提高其现货发运量，可以匹配环比提升的投机需求。但是从数据的角度，未来我们也有可能看到整体的外矿运量环比变化并不大，但是运量当中，钢厂长协的比例因为采暖季限产而降低，但是矿山现货的比例会出现同比尺度的增加。

图5：澳洲现货运量与外盘指数

图6：巴西现货运量与外盘指数



数据来源：银河期货、Mysteel

3. 10月现货价格提涨之后，贸易商进口利润有所改善，远端投机库存倾向于累积

铁矿石整体全年的供需边际同比变化不大，但影响其短周期价格的因素取决于：1、钢材利润对钢厂库存行为的扰动；2、贸易商投机库存水平。远端贸易商库存预期水平则一定程度上决定当下的基差是否合理。目前铁矿01合约的价差有所扩大（期货相对于现货下跌），一定程度上代表了远端贸易商投机库存会出现累积。9月、10月港口现货价格得到提振，贸易商盈利得到修复，未来贸易商订货量环比提升，体现在期货盘面上，则是现货做空套保在盘面的货量正在增加，从而使得01合约价格贴水现货幅度扩大。

而最终01合约基差的回拢，倾向于当贸易商投机库存累积现实兑现后，现货价格向期货价格来靠近，但在此窗口中，叠加成材利润下跌影响，期货价格仍会有进一步下跌的空间。

图7：广义贸易商利润与高品粉矿库存占比

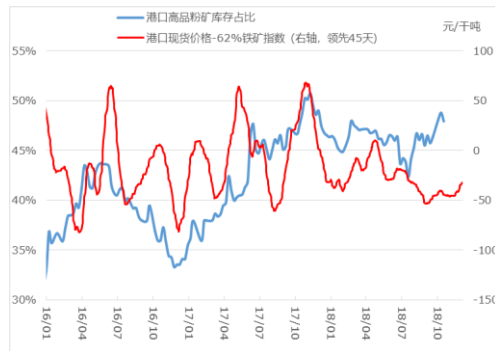


图8：广义贸易商利润与盘面主力合约价格



数据来源：银河期货、Mysteel

第一部分 三季度行情回顾

10月铁矿现货提涨带动盘面价格反弹，基差扩大意味着远期基本面并不向好：

由于9月外矿发运量同比与环比尺度均有下滑，所以10月外矿整体到港量环比有所降低，几个主流的矿种，尤其是力拓的PB粉，库存去化较为明显，而恰恰在这个时间窗口当中，环保限产相对放松，钢厂成材产量达到年内最高水平，10月铁矿现货市场部分主流品种出现了供需缺口。

10月份力拓PB粉现货价格相对于其他矿种价差迅速扩大，现货价格的提涨带动期货价格反弹，再加上10月人民币进一步贬值，与其他黑色品种相比，10月份铁矿整体价格偏强。但是，供给给予铁矿现货反弹的动力正在被削弱，现货挺价的窗口以及部分主流品种的供需缺口正在闭合，铁矿01合约基差扩大，市场对于远端铁矿基本面的悲观预期仍在，而这种悲观预期的合理性，决定11月份盘面矿价的走势。

表二：铁矿交割利润

本期日期：2018/10/31		新到-11901 合约										
品种	品种信息			价格及折算			卖方仓单折算			卖方交割利润 (未算资金成本)		
	含铁量	水分	交割扣价(干吨)	日照现货价	11901收盘价	折盘面	资金成本	保证金成本	厂库仓单成本 (可以取买方出库单12元)	仓库仓单成本	卖方厂库利润	卖方仓库利润
PB粉	61.50%	8.56	-11.95	581.00	533.50	658.28	17.23	0.58	662.37	674.37	-126.67	-140.87
纽曼粉	62.27%	3.85	1.30	605.00	533.50	628.58	17.84	0.61	632.69	644.69	-99.15	-111.19
麦克粉	61.03%	7.94	-19.30	560.00	533.50	626.60	16.32	0.56	630.66	642.66	-97.15	-109.16
金布巴粉	61.34%	7.04	-22.00	514.00	533.50	574.93	14.98	0.51	578.94	590.94	-45.44	-57.44
卡粉	65.30%	6.88	33.00	752.00	533.50	774.56	21.92	0.75	778.81	790.81	-245.31	-257.31
巴粗(BRBF)	62.50%	8.18	-25.60	598.00	533.50	676.87	17.43	0.60	680.97	692.97	-117.47	-129.47
罗伊山粉	61.53%	9.00	-11.50	536.00	533.50	600.51	15.62	0.54	604.55	616.55	-71.05	-83.05
托克粉	60.12%	11.20	-28.20	533.00	533.50	628.43	15.54	0.53	632.46	644.46	-98.95	-110.95
RTX-F	60.24%	8.32	-54.20	455.00	533.50	550.49	13.26	0.46	554.45	566.45	-20.95	-32.95

数据来源：银河期货、Mysteel

图9: PB粉-超特粉现货价差

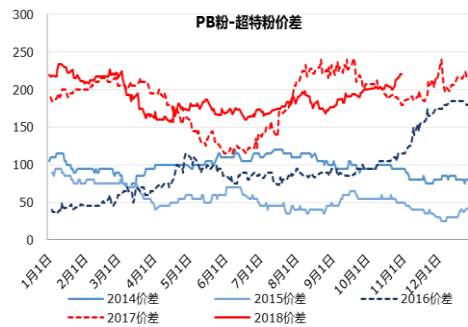
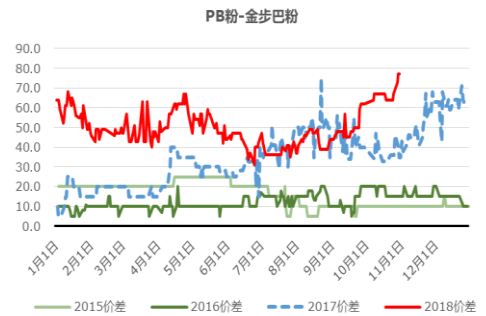


图10: PB粉-金步巴粉价差



数据来源: 银河期货、Mysteel

图11: 最划算交割品-01合约基差

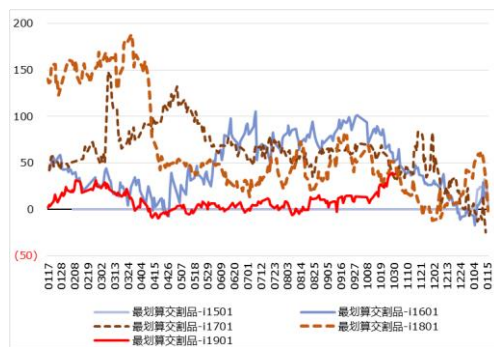
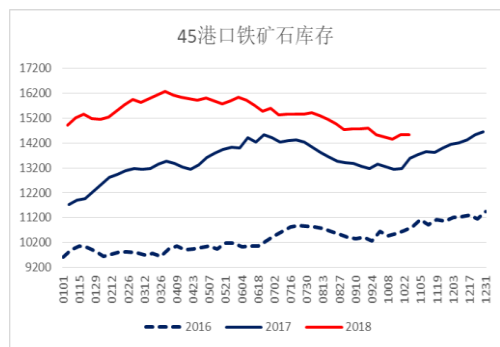


图12: 45港口铁矿石库存



数据来源: 银河期货、Mysteel

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书, 本人承诺以勤勉的职业态度, 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

本报告由银河期货有限公司(以下简称银河期货, 投资咨询业务许可证号 30220000)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可, 任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 钢铁事业部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 555 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799