



袁诗洋

研究员，期货执业证书编号F3040662
yuansy@dxqh.net

供需渐渐转好 矿价区间震荡

观点要点：

- 产量整体进入平稳期，澳洲矿山的产量增速明显放缓，目前的扩产项目有 BHP (South Flank)、FMG (Eliwana) 和 Royhill (增效提产)。总体而言，澳洲矿山增产项目较为有限，与此同时部分矿区的资源也开始逐渐枯竭，因此 2019 年澳洲矿区总产量预计为 8.97 亿吨，较去年微增 300 万吨。
- 巴西铁矿石总产量预计在 2019 年预计能达到 4.5 亿吨，较去年增加 2200 万吨左右。其主要增量来自于 Vale 的 BRBF 与球团的产量增加以及 Minas Rio 的复产计划。巴西铁矿石的供应量较澳洲铁矿石供应量而言，增量较大，或导致港口高品位铁矿石库存量进一步累计。
- 展望 2019 年，在钢厂利润面临下行风险的情况下，港口的低品位铁矿石需求量或存在被激活的可能性，在整体进口铁矿石发货稳定的情形下，低品矿石的需求增量可能对铁矿石的期货价格造成限制作用。
- 随着国内经济下行压力逐步传导至基本面，需求同比走弱，钢铁行业供需相对宽松，钢价易跌难涨，重心或下移，一定程度上也会对铁矿价格形成抑制。

供需渐渐转好 矿价区间震荡

回顾 2018 年铁矿石期货价格走势，整体呈现先跌后涨的大趋势，波动区间大约是在 430 元/吨至 550 元/吨之间，因为铁矿石供应相对较为宽松，所以其波动并不如其他黑色成材那么剧烈，铁矿石整体表现较为平稳，其供需基本面也在慢慢扭转，供应端的压力缓慢得到释放，具体行情回顾可以分为以下四个阶段。

一、行情回顾

第一阶段行情：2018 年一月至三月期间，成材的冬储预期过于乐观，年后工地开工不及预期叠加钢材高库存的现实，钢贸商急于底价甩货，铁矿石价格也跟随成材螺纹价格而大幅下滑。

第二阶段行情：2017 年四月至七月期间，环保督查对钢厂限产较为严厉，高利润推动了高品铁矿石的需求以及价格，但是盘面标的为中品铁矿，因此铁矿石期货价格涨幅较为有限。

第三阶段行情：2018 年八月至十月期间，环保压力渐渐放松，成材供应端压力慢慢释放，钢厂利润略有回撤，导致中品矿需求慢慢回升，叠加澳洲发货不及预期以及人民币贬值因素影响，铁矿石期货价格开始上涨。

第四阶段行情：2018 年第四季度，成材价格下降较快，铁矿石属于黑色系中跌幅较小的一个品种，究其原因是港口总库存不断高位下滑以及需求高于预期。

图表 1 铁矿石指数价格



来源：文华财经，东兴期货资产管理部

二、铁矿石供给端

1、BHP

BHP 近两年无新增产能投产，之后会有 South Flank 新增项目，这一新增项目并不能为 BHP 实际产量带来增加，主要是为了替代目前边临枯竭的杨迪矿。外加 South Flank 项目预计在 2021 年出矿，所以对 2019 年的铁矿石产量并不会带来影响。根据 BHP 年报，预计 2019 年总产量稳定在 2.73 亿吨至 2.83 亿吨之间，较 2018 年略增 -200 万吨至 800 万吨之间，产能基本持平。产能的变化因素主要看 BHP 的金步巴矿增量，年报预计金步巴矿的产量可以增加 3000 万吨左右，从而使金步巴矿的总产量达到 6000 万吨，这也符合国内目前金步巴矿为期货主要交割品的情形。

2. FMG

FMG 之前一直以低品位矿石作为其主打产品，但目前来看，FMG 新增项目 Eliwana 有望打破这一格局。此项目意在推出 WPF 新品种矿石，其品味可到达 60.1%，高于其他 FMG 出产矿石的品味。目前中国港口铁矿石库存格局中，因为钢厂利润较高，低品位矿石并不是特别受追捧，但 WPF 矿石的出产有望为 FMG 带来新的盈利增长点。公司年报预计 Eliwana 项目在 2021 年有望实现年产 4000 万吨，但 2019 年的产能还是维持 2018 年水平，基本不变。

3. RIO

Rio 目前的新增项目有 West Angelas Deposit C, D 和 Robe Valley，但是具体投产时间尚不明确，我们预计这两新增项目在 2019 年投产的概率较小，因此 Rio 在 2019 年的铁矿石总发货量或维持 2018 年水平，在 3.3 亿吨至 3.4 亿吨之间。

4. Vale

Vale 的铁矿石产量或有望在 2019 年成为新亮点，最主要得益于 Vale 的 S11D 项目。该项目在 2017 年开始投产，2018 与 2019 年将是其产量剧增的年份，根据测算，S11D 项目在 2018 年的产量为 5500 万吨，其产能利用率已经来到 70%。我们预计 2019 年，S11D 的产能利用率或接近满负荷，产量来到 8000 万吨左右，增量约为 1500 万吨至 2500 万吨之间。

另外值得关注的是 Vale 的球团产量，随着其南部系统的恢复开工，球团产量有望从 2018 年的 5500 万吨来到 2019 年的 6000 万吨，增量约为 500 万吨左右。综合 Vale 的其他项目，我们预测在 2019 年，其铁矿石产量增量有望达到 1000 万吨至 2500 万吨之间。

5. 国产铁精粉

2018 年全国铁精粉产量为 24985 万吨，较去年下降 1278 万吨，其中上半年铁精粉产量同比下滑 1226 万吨，占总降幅的 95.9%，究其

原因是上半年环保力度较大，下半年产量开始慢慢回暖。根据 Mysteel 调研显示，2019 年国产铁精粉产量约为 2.54 亿吨，同比增长 400 万吨至 500 万吨之间。

6. 港口铁矿石库存

国内港口铁矿石库存方面，目前总库存约为 1.4 亿吨左右，从高位回落，但依旧能满足钢厂的基本需求，其中值得关注的有以下两方面。

第一是四大矿山的发货进度问题，2018 年第一季度，受巴西卡车罢工以及天气因素的影响，Vale 的发货力度一直低于预期；随后从 2018 年 6 月起，受澳洲检修、运输事故等因素的影响，港口铁矿石总库存开始持续下降。因为较往年而言，四大矿山的发货进度在第一季度一直是处于偏低水平，所以我们预测在 2019 年一季度时，港口铁矿石库存量依旧会处于偏低水平。在 2019 年铁矿石增量幅度较小的情况下，我们预计一季度之后，港口铁矿石库存出现大幅度累库的概率较小，对铁矿石期货价格或形成一定支撑。

第二方面是铁矿石库存结构问题，2018 年因为受到环保造成的矿种需求差异，导致港口中高品铁矿石库存持续下降，其中 PB 粉、金步巴粉占比较低；另外块矿与球团也从高位开始不断下滑。我们预计在 2019 年港口库存结构问题或得到一定缓解，因为铁矿石的增产量主要集中于巴西的高品位矿石，一定程度弥补中高品铁矿石库存量；叠加钢厂利润面临下滑，低品位铁矿石需求量存在被激活的可能性。

图表 2：四大矿山未来增产项目

| 公司 | 项目 | 拟投产时间 | 总产能(万吨) | 2019 增量(万吨) |
|------|---------------------------------------|-------|---------|-------------|
| Vale | S11D | 2017 | 8000 | 1500~2500 |
| BHP | South Flank | 2021 | 8000 | / |
| FMG | Eliwana | 2021 | 4000 | / |
| Rio | West Angelas Deposit C,D, Robe Valley | / | / | / |

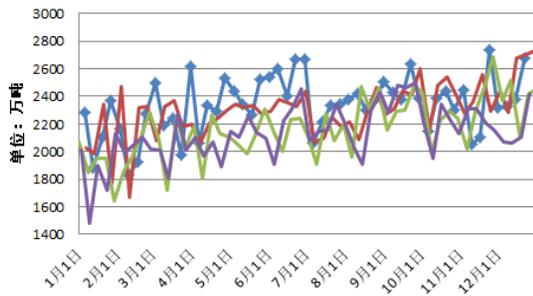
来源：公司公告，东兴期货资产管理部

图表 3：全球矿山产量（单位：百万吨）

| 国家 | 2017 | 2018 (E) | 2019 (E) |
|-------|--------|----------|----------|
| 澳大利亚 | 882.4 | 894.1 | 897.0 |
| 巴西 | 419.5 | 428.6 | 447.5 |
| 中国 | 262.0 | 249.0 | 253.0 |
| 印度 | 190.0 | 182.2 | 183.7 |
| 全球 | 2211.5 | 2206.8 | 2246.1 |
| 分类型产量 | | | |
| 四大矿山 | 1133.4 | 1167.0 | 1182.0 |
| 其他 | 1078.1 | 1039.8 | 1064.1 |

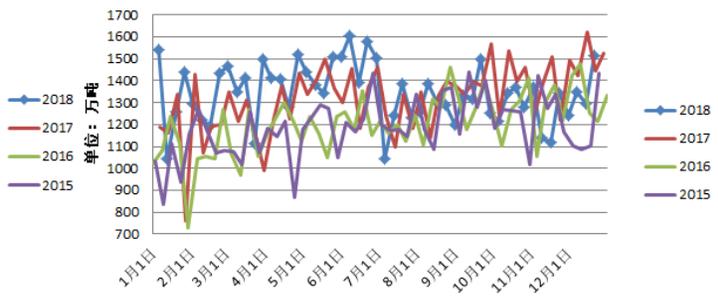
来源：Mysteel，东兴期货资产管理部

图表 4: 四大矿山总发货量



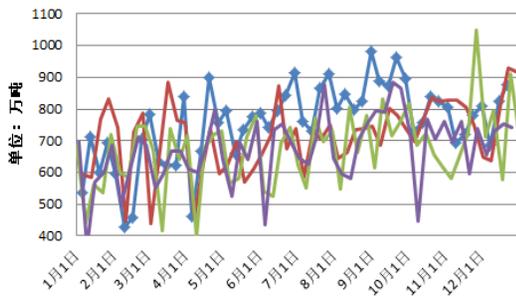
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 5: 澳洲矿山发往中国货物



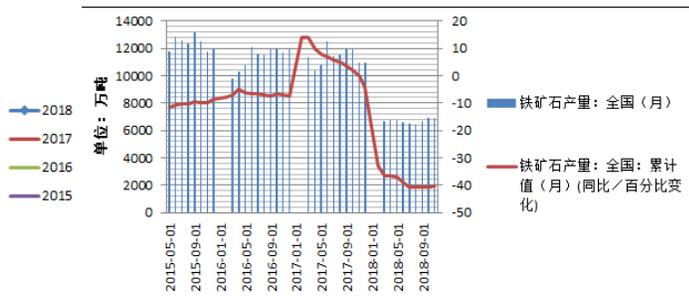
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 6: 巴西总发货量



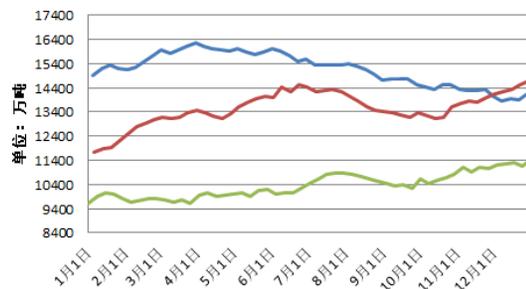
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 7: 中国铁精粉产量



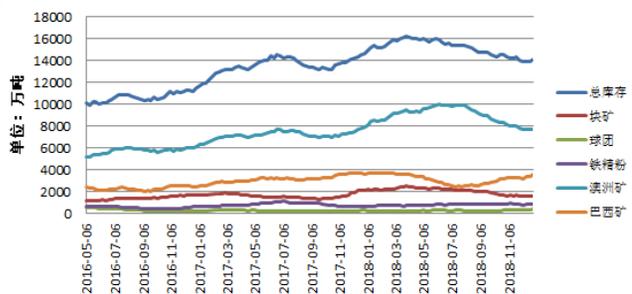
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 8: 港口进口铁矿石总库存



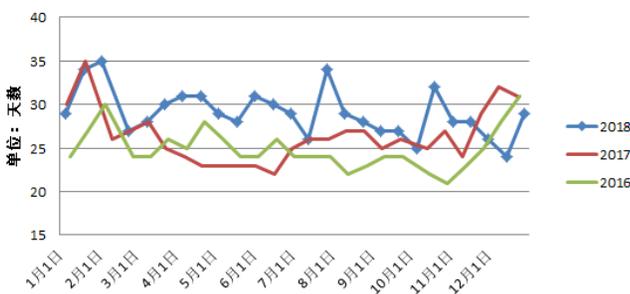
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 9: 港口库存结构分布



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 10: 钢厂进口铁矿石平均库存



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

三、铁矿石需求端

铁矿石产量的扩张周期已经基本结束，在产量增量不大的情形下，需求端或成为主宰铁矿石 2019 年价格走势的主要元素。我们预测铁矿石国内总需求保持平稳略增趋势，较 2018 年增加 1600 万吨至 2400 万吨之间，主要基于以下几个方面。

1. 政策面

自 2017 年 11 月起，钢铁行业开始采取采暖季限产政策，时间跨度为 2017 年 11 月至 2018 年 3 月，限产力度极其严厉，在限产期间河北地区的高炉开工率由 81.3% 下降至 49.8%，产能利用率由 85.8% 下降至 39.5%，粗钢产量直接由日均 295.3 万吨下降至日均 234.8 万吨，生铁产量也由日均 262.5 万吨下降至日均 193.9 万吨，限产力度接近 50%。

自 2018 年 4 月起，唐山钢铁行业又再次采取了非采暖季错峰限产，时间跨度为 2018 年 4 月至 11 月，唐山开始限产之后，徐州与邯郸等地也相继跟进，开始了非采暖季的错峰限产。在此期间，全国高炉开工率一直徘徊在 80% 以下，高炉产能利用率也维持在 70%-80%。虽然从高炉开工率以及产能利用率来看，在这段时间，钢厂经历了 10%-15% 左右的限产，但是生铁以及粗钢产量却创下了往年新高，其原因是在钢厂采用了品味更高的铁矿石以及在转炉阶段添加了更多的废钢。

自 2018 年 11 月起，钢铁行业再次开启了新一轮的采暖季限产政策，但是这次政策明确提出：要禁止环保“一刀切”，坚决避免以生态环境为借口紧急停工停业停产等简单粗暴行为。从开工率以及出港产量来看，2018 年的采暖季限产力度大大不及去年，限产对产量的减少非常有限。

我们预测未来对于钢铁行业的限产力度或维持今年四季度水准，采取“一刀切”的概率较小，根据当地空气 PM 值来确定限产力度的概率较大。这预示着未来钢铁生产受环保政策影响力度或有所减弱，2019 年驱动钢价变化的逻辑将会从之前的供给端切换至下游需求端。

2. 生铁产量预测

未来两年，钢铁行业的主要发展方向是产能的减量置换：城市钢厂搬迁以及工业入园等。所以我们判断铁矿石的需求量在 2019 年会处于较为平稳的阶段。因为 2018 年一季度，限产较为严厉，影响到生铁产量约 1000 万吨至 1500 万吨左右，但考虑到如今限产有所放松，我们预计 2019 年一季度生铁产量较 2018 年增加 1000 万吨左右；2018 年二、三季度的生铁产量影响约为 1000 万吨至 2000 万吨左右，但是面临钢厂利润下滑的时候，钢厂很难保证再采购品味较高的铁矿石，所以我们预测 2019 年二、三季度生铁产量或与 2018 年持平；2019 年四季度的取暖季限产或与 2018 年同期相当，生铁产量或维持持平。

整体来看，2019年生铁产量或同比增加1000万吨至1500万吨左右，增加的铁矿石消耗量约为1600万吨至2400万吨左右，考虑到2019年全球铁矿石增加的产量也维持在1500万吨左右，外加港口的铁矿石库存量，供应端应该依旧较为宽松。

3. 钢厂利润下行

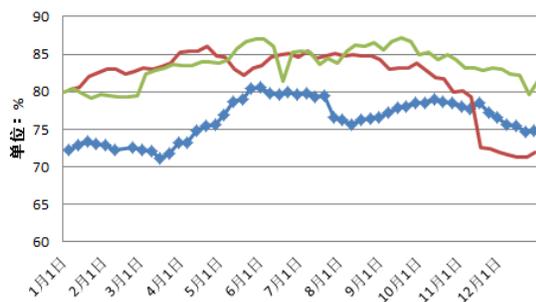
纵观2018年，钢厂利润普遍维持在一个较高水平(1000元/吨左右)，因此钢厂选取原材料的时候也会相对选择品质较好的铁矿石，但是进入2018年四季度之后，采暖季限产不及预期，导致钢厂利润开始下滑。钢厂在利润下滑的时候，一般会降低中高品铁矿的用量，而盘面标的品种基本为中品粉矿，一定程度上抑制了盘面铁矿石期货价格的上涨。我们预测2019年整体钢厂利润会维持在100元/吨至500元/吨之间区间震荡，港口的低品位矿石需求增量会抑制中高品矿石的走势，62%品位的铁矿普氏指数或维持在60美元/干吨至75美元/干吨区间震荡，其对应的铁矿石港口现货价格应为450元/干吨至580元/干吨之间。

图表 11：环保政策历史回顾

| 时间 | 事件 | 严厉程度 |
|-----------------|--------------|------|
| 2018.1-2018.3 | 2+26 采暖季限产 | 严厉 |
| 2018.4-2018.9 | 唐山、邯郸、徐州错峰限产 | 严厉 |
| 2018.5-2018.7 | 环保回头看 | 严厉 |
| 2018.7 | 打赢蓝天保卫战 | 严厉 |
| 2018.10-2018.12 | 采暖季限产 | 宽松 |
| 2018.11 | 第二批环保回头看 | 宽松 |

来源：公司公告，东兴期货资产管理部

图表 12：全国高炉产能利用率



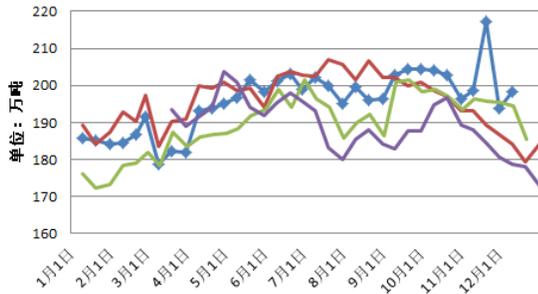
来源：Mysteel，东兴期货资产管理部

图表 13：全国高炉开工率



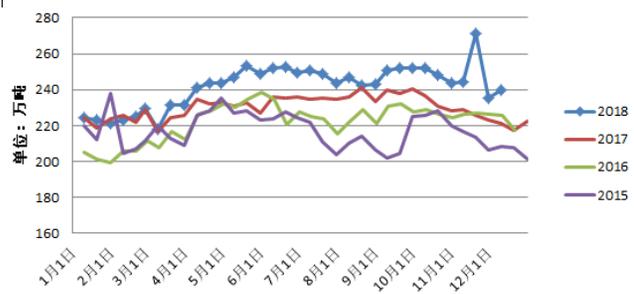
来源：Mysteel，东兴期货资产管理部

图表 14: 中国生铁日均产量



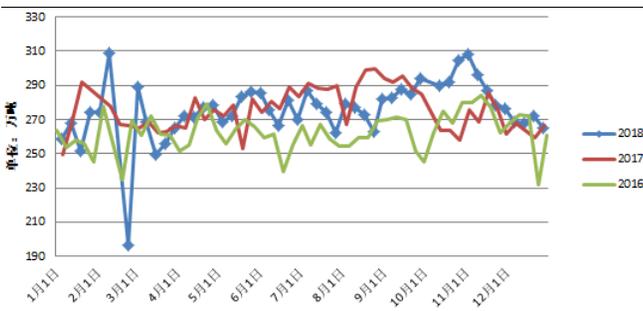
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 15: 中国粗钢日均产量



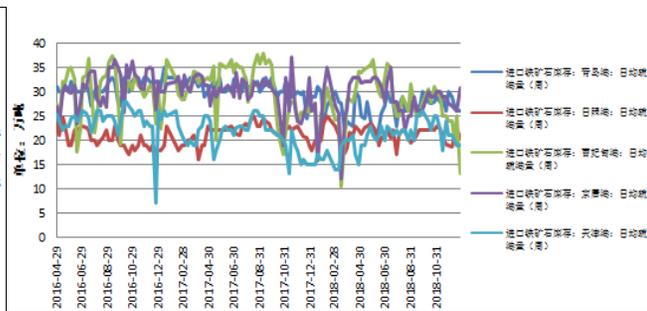
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 16: 进口铁矿石日均疏港量



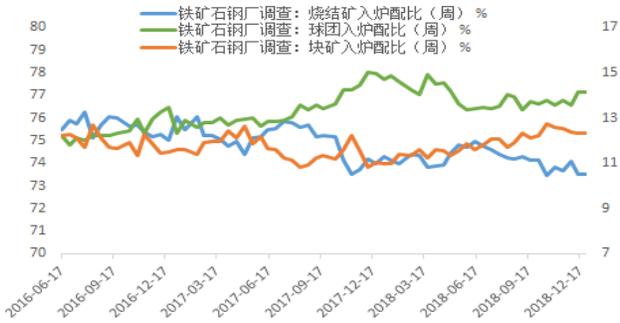
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 17: 主流港口疏港量



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 18: 铁矿石入炉配比



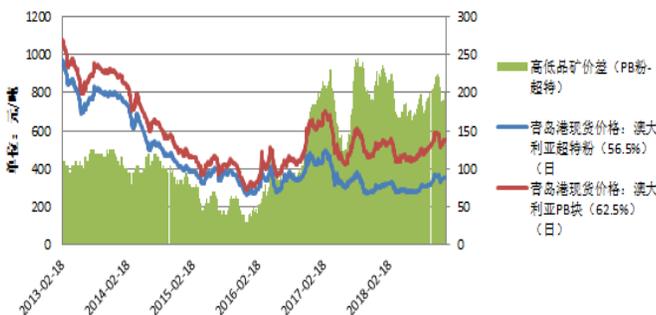
来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 19: 烧结入炉品味



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 20: 高低品矿价差



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

图表 21: 钢厂利润估算



来源: Mysteel, 东兴期货资产管理部

四、宏观因素

上文从铁矿石的供需方面分析了一下铁矿石期货价格在 2019 年的走势行情，基本面临供应收紧，需求略增的局面。但与此同时，铁矿石的价格有同样受到宏观层面的一些影响，具体以下面几点来论证。

1. 钢铁下游

钢材下游消费而言，房地产行业在 2018 年表现较为出色，1-10 月房地产累计增速为 9.7%，新开工增速 16.3%，均处于较高水平。但是市场普遍预计在 2019 年二季度之后，房地产施工面积会逐渐下滑，从而导致成材需求下滑。相对于房地产的强势，汽车以及家电行业在 2018 年表现偏弱，特别是汽车行业在购置税政策退出之后，汽车产量同比增速转负，预计全年增速或回落至-1%，对应钢材消费有所下降。我们预测房地产的悲观预期以及工业的需求下滑会对铁矿石价格形成负面影响。

2. 主要经济指标下行

过往两年，中国经济增长的核心驱动力是出口贸易和房地产投资。但是今年中美贸易摩擦不断，虽然中国出口在 2018 年 1-9 月份依旧保持 6.5% 的增速，但是我们推断这是得益于人民币贬值以及出口商品为规避加税抢出口所导致的，2019 年美元大概率出现触顶回落，人民币或触底反弹，届时不利于中国商品出口，出口增速或出现回调。同时，铁矿石又是以美元结算的品种，美元一旦高位回落，不利于铁矿石价格抬升。

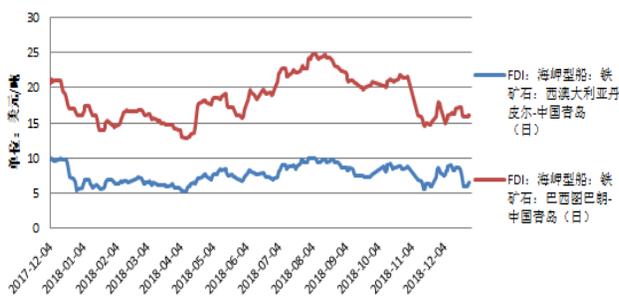
3. 海运运费

2018 年，原油价格也经历了大起大落，铁矿石的运费成本与原油价格也是息息相关。目前，西澳至中国青岛港的铁矿石运费为 6.435 美元/吨，已经从之前的高位 9 美元/吨回落；巴西至中国青岛港的铁矿石运费为 16.151 美元/吨，同样也从之前高位 24 美元/吨回落。运费的快速下滑是由于原油价格从高位迅速回落。目前来看，原油价格在 2019 年较难回到之前的高位，那也意味着铁矿石的运输成本会低于 2018 年的运输成本，在一定程度上也抑制了铁矿石的价格抬升。

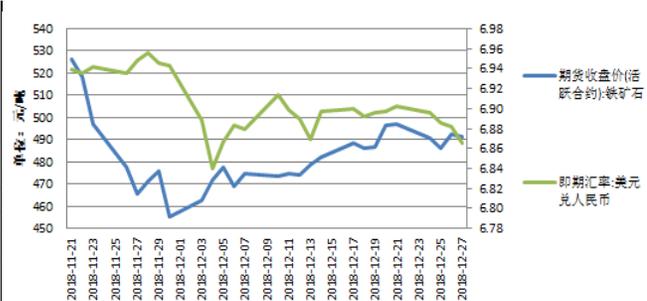
图表 22 钢铁下游表现

| 类别 | 2016 年增速 | 2017 年增速 | 2018 年1-10月增速 |
|-------|----------|----------|---------------|
| 房地产投资 | 6.9 | 7.0 | 9.7 |
| 新开工面积 | 8.1 | 7.0 | 16.3 |
| 施工面积 | 3.2 | 3.0 | 4.3 |
| 汽车产量 | 14.5 | 3.2 | -0.4 |
| 汽车销量 | 13.7 | 3.0 | 0.1 |
| 空调产量 | 4.5 | 26.4 | 10.6 |
| 电冰箱产量 | 4.6 | 13.6 | 2.2 |

来源：国家统计局，东兴期货资产管理部

图表 23：进口铁矿石运费


来源：Mysteel，东兴期货资产管理部

图表 24：汇率&铁矿石期货价格


来源：Mysteel，东兴期货资产管理部

五、总结

我们预测在 2019 年，铁矿石将或维持在 450-580 区间震荡。在二季度之前，铁矿石或因为四大矿山发货量偏少以及港口库存于低位而出现偏强走势，之后会随着成材的价格回落而回落，但下滑程度或不及成材。

从基本供需角度来看，铁矿石在 2019 年的局面会好于 2018 年，主要得益于四大矿山扩产周期的结束以及环保力度慢慢削弱导致铁矿石需求量上升。但是考虑到钢材宏观预期的悲观以及在钢厂利润下滑时，低品铁矿石需求量上升的可能性抬高，这一些因素或抑制铁矿石价格中枢的上升。

关于策略方面，我们预测因为环保放松，钢厂利润在 2019 年或维持在 100 元/吨-500 元/吨区间之内，因为铁矿石价格波动幅度较小，完全成本基本稳定在 430 元/左右，一旦铁矿石期货下跌至 450 元/吨附近，可以尝试多铁矿空成材的策略。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。