

## 限产宽松预期逐步实现，铁矿长期看多

### 摘要

9月初，螺纹钢获利了结盘较多，成交减弱，资金向价格偏低的铁矿聚集；随后限产不及预期传言开始在市场上流传，行情反复震荡，9月末，相关部门确认2018年秋冬采暖季限产不规定限产比例，成材端对螺纹钢和热轧卷板大跌，对消息充分反映，而铁矿石因供需并未有太多变化，区间震荡为主。

美联储完成第三次加息，新兴市场承压，部分国家爆发危机，叠加越演越烈的国际贸易重塑格局，市场充满了不确定性。国内宏观运行整体偏弱，但融资环境有好转迹象。宏观政策以稳为主，开发商加快项目周转，新开工增速有保障。市场传言房产销售逐步取消预售制度，但是从房地产市场现状来看，目前期房销售带来的资金回笼是房企的重要来源之一，且现房库存并不能完全满足当前需求，短期内大范围取消预售制度的可能性并不具备。

9月下旬，相关部门正式发布秋冬季限产文件，确认取消限产比例。同时，成材产量也开始上行，尤其是最后一周，增产极其明显。市场原本就预期环保有所放松，目前这一预期正逐步实现。而随着环保限产的放松，尤其是将秋冬季限产开始时间从推迟到10月底。预计10月份，在大规模限产之前，钢企开工水平会大幅上行，供给压力增大，螺纹钢不会有太大行情，但在长期看多的环境下，谨慎做空。

四大矿山二季度产量环比上行，市场普遍预期今年三季度铁矿的供应量也会相应增长，但澳大利亚和巴西的发货量并未有明显增加，港口库存却不断消耗。根据往年的惯例，四季度发货量较大，预计10月份主流矿供应会比上月有所增加。从全球海运贸易水平来看，八九月份是交易旺季，可是今年的贸易量却呈下降水平，而今明两年中国、印度和美国等市场对钢材的需求较为迫切，供给可能不如预期般充足。同时市场对原油供给端偏紧的担忧使原油价格持续攀升，提高了海运的成本，铁矿石在供给端价格有所支撑。同时在需求端铁矿石受益于钢厂赶工，采购量和采购价格都有保证，价格长期看多。

报告日期 2018-10-08

### 研究所

王琼玮

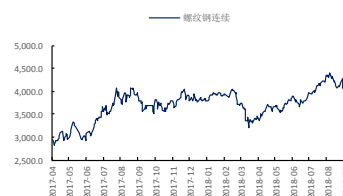
黑色金属分析师

从业资格号：F3048777

电话：010-84183054

邮件：wangqiongwei@guodu.cc

### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾 .....	4
二、融资环境有望改善，基建投资缓慢回升 .....	4
三、房地产销售长期增长难以维持，短期仍有支撑 .....	4
四、螺纹钢：秋冬季限产方案逐渐出台，供给端感到压力 .....	5
（一）环保限产放松，产量或大幅上行 .....	5
（二）建材现货市场维持活跃 .....	7
五、铁矿石供需矛盾改善 .....	5
（一）主流矿供给或不及预期 .....	7
（二）钢厂对铁矿需求处于上行通道 .....	7
六、套利分析 .....	5
七、后市展望 .....	11

## 插图

图 1 铁矿石连续 (元/吨)	4
图 2 螺纹钢连续 (元/吨)	4
图 3 铁矿石主力合约成交量及持仓量 (手)	4
图 4 螺纹钢主力合约成交量及持仓量 (手)	4
图 5 社融规模 (万亿)	5
图 6 货币供应情况	5
图 7 基建投资增长	6
图 8 地方政府债发行	6
图 9 房地产开发面积同比	6
图 10 房地产开发资金来源分项同比	6
图 11 螺纹钢-钢厂库存 (万吨)	8
图 12 螺纹钢-社会库存 (万吨)	8
图 13 沪市线螺终端采购量 (吨)	8
图 14 螺纹钢现货价格 (元/吨)	8
图 15 巴西和澳大利亚每周发货量 (万吨)	9
图 16 当月海运贸易量 (万吨)	9
图 17 港口库存周数据 (万吨)	9
图 18 运费指数	9
图 19 全国高炉开工率	10
图 20 中钢协重点企业旬度日均粗钢产量	10
图 21 钢厂铁矿石烧结矿日耗	10
图 22 铁矿石青岛港现货价格	10
图 23 螺纹钢铁矿石比价	11
图 24 热卷螺纹差价	11

## 一、行情回顾

9月初，螺纹钢获利了结盘较多，成交减弱，资金向价格偏低的铁矿聚集；随后限产不及预期传言开始在市场上流传，行情反复震荡，9月末，相关部门确认2018年秋冬采暖季限产不规定限产比例，成材端对螺纹钢和热轧卷板大跌，对消息充分反映，而铁矿石因供需并未有太多变化，区间震荡为主。整个九月份，限产宽松的预期对盘面扰动较大，叠加特朗普政府宣布新一轮关税，将对2000亿美元中国进口商品征收10%关税影响，螺纹钢整体下行。铁矿石方面，9月份的港口库存持续下滑，发货量下降，而需求依然强劲，铁矿石虽然受成材影响，在一定程度上跟随成材走势，但自身基本面也会在价格上有一定反映，9月份铁矿石走势震荡偏强。上月结束时，铁矿石主力合约收于495.50元/吨，涨2.16%，成交量持续增加而持仓减少，盘面投机性更突出。螺纹钢主力合约收于3,944.00元/吨，跌3.48%。

图1 铁矿石连续（元/吨）



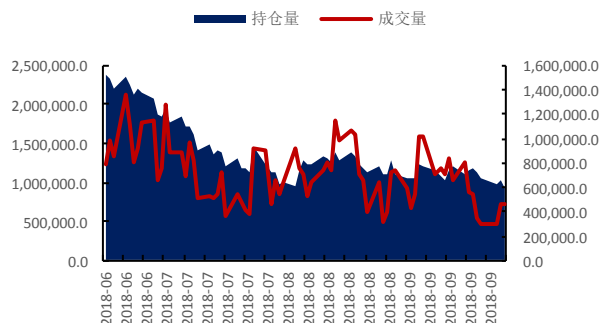
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 螺纹钢连续（元/吨）



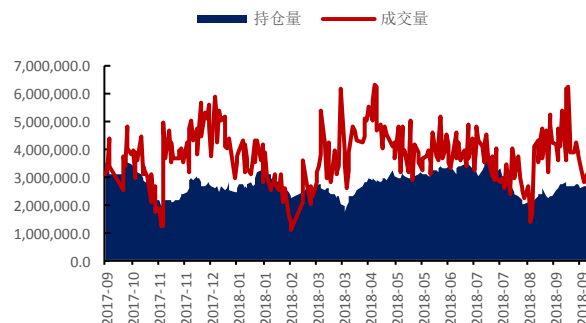
数据来源：Wind、国都期货研究所

图3 铁矿石主力合约成交量及持仓量（手）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 螺纹钢主力合约成交量及持仓量（手）

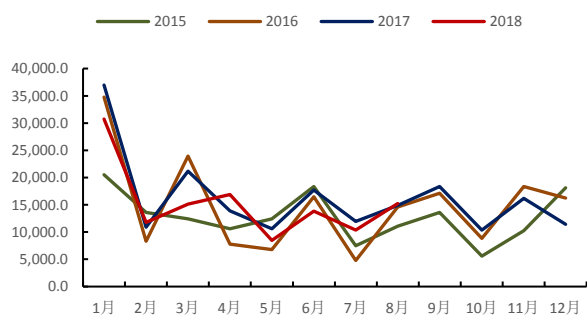


数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、融资环境有望改善，基建投资缓慢回升

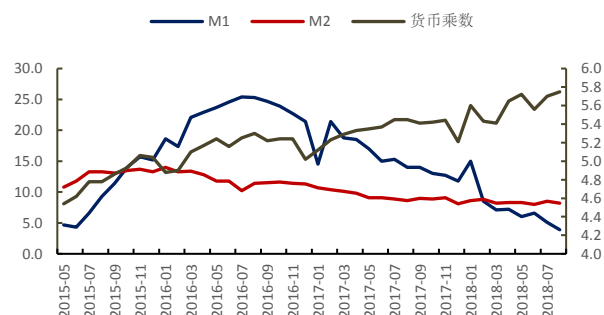
9月份美联储完成第三次加息，新兴市场承压，部分国家爆发危机，叠加越演越烈的国际贸易重塑格局，市场充满了不确定性。国内方面，8月份工业企业利润同比16.20%，主营业务销售同比9.80%，均小幅下滑；8月社会消费品零售总额同比9.00%，小幅回升，然而整体依然处于低位。国内宏观运行整体偏弱，但融资环境有好转迹象，8月份社融规模1.52万亿，同比继续下行，但环比有明显抬升。其中债券融资3,376.50亿元，增长最快。7、8月M2持续回落，并不意味着政策的收紧，之前宽松的货币政策产生的流动性主要在银行内部流动，只有小部分流入了实体企业，但货币乘数在这两个月维持上行，实体经济的融资环境有望改善。

图5 社融规模（万亿）



数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 货币供应情况

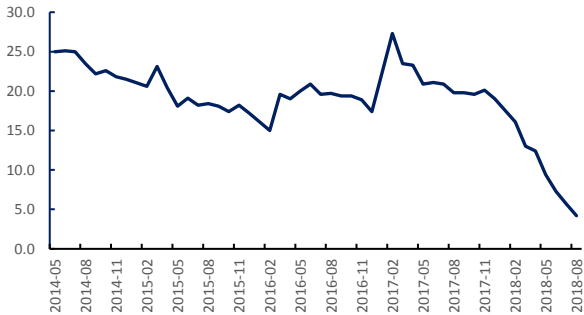


数据来源：Wind、国都期货研究所

7月23日，国常会提出“有效保障在建项目资金需求，避免烂尾，利用地方专项债推动基建”；7月31日的政治局会议强调“加大基础设施领域补短板的力度”，基建在政策层面持续发力。随后8月份，相关部门陆续发布各项政策加快基建项目的审批；同时地方债和非标贷款逐步宽松，基建投资融资渠道不断拓宽。9月份发改委又召开发布会介绍“加大基础设施建设领域补短板力度稳定有效投资”相关工作情况，强调要加大基础设施领域补短板力度。

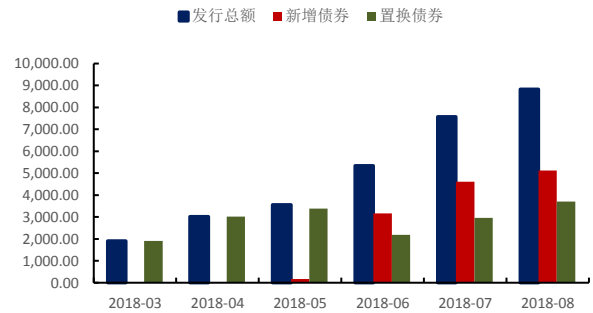
1-8月基建投资累计同比（不含电力）4.2%，较1-7月下降1.5个百分点，继续探底。短期内，政策拉动还未有体现。交通运输和市政建设是资金聚集的主要领域，下半年，政策或会继续向公路和铁路项目倾斜。从融资方面来看，地方政府基金支出8月份止跌回升，债券新增部分5,127亿元，自6月份以来持续增长。城投债方面，政府虽对其发行加强监管，但净融资额并未有大幅缩减，今年以来每月融资维持在4,000亿以上。3月份PPP清库结束，项目库中处于执行阶段的投资额从5.7万亿增加至7月份6.2万亿，落地率有一定上升。整体来看，外部融资环境仍然偏紧，但有一定程度的放松，预计短期内会维持弱势偏松的状态。

图7 基建投资增长



数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 地方政府债发行

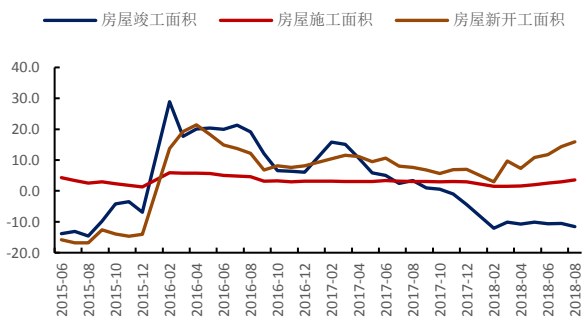


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、房地产销售长期增长难以维持，短期仍有支撑

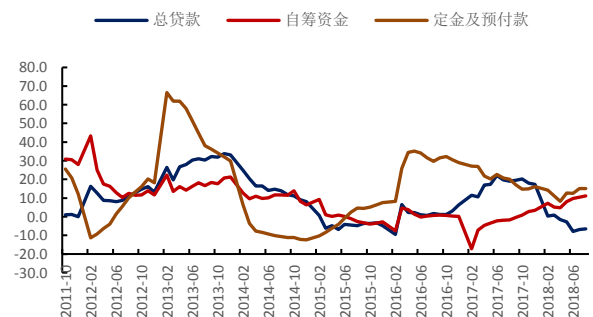
棚改货币化政策转向之后，土地溢价水平持续下行，反映了开发商投资的谨慎情绪，但土地成交市场依然活跃，后期房地产市场新开工面积的增加和相关投资支出得到了一定支撑。销售方面，2018年1-8月，全国实现商品房销售面积102,474万平方米，同比增长4.0%，增速较上月下滑0.2个百分点，销售额89,396亿元，同比增长14.5%，增速较上月增加0.1个百分点，市场销售依然有动力。1-8月新开工面积累计同比增速15.9%，开发商依然处于补库过程。当前融资环境要求开发商加快资金回笼，加快开工，预计新开工力度在短期内会继续维持高位。1-8月施工面积累计同比增长3.6%整增加0.6个百分点。1-8月竣工面积累计同比增长-11.6%，减少1.1个百分点。

图9 房地产开发面积同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 房地产开发资金来源分项同比



数据来源: Wind、国都期货研究所

整体来看，国内宏观政策以稳为主，开发商加快项目周转，新开工增速有保障。并且房地产到位资金情况维持稳定，1-8月同比增速6.9%，预计在后期宽信用的市场环境下，施工和竣工情况会有所好转。9月末，市场传言广东省房协建议逐步取消预售制度，同时住建部向其他多省征询取消该制度。但是从房地产市场现状来看，目前期房销售带来的资金回笼是

房企的重要来源之一，且现房库存并不能完全满足当前需求，短期内大范围取消预售制度的可能性并不具备。

### 三、螺纹钢：秋冬季限产方案逐渐出台，供给端感到压力

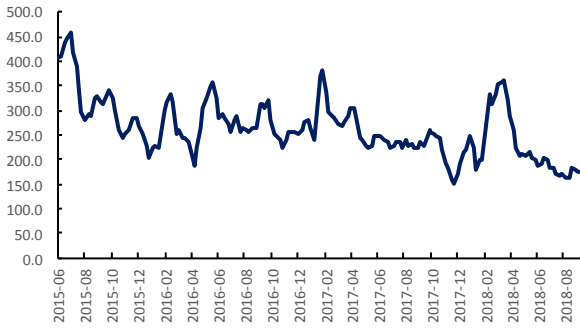
#### （一）环保限产放松，产量或大幅上行

9月份市场上充斥限产放松的传言，引起盘面大幅波动，直到9月下旬，相关部门才正式发布秋冬季限产文件，确认取消限产比例。9月25日，河北省环保厅印发《河北省重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见》提出，对重点行业开展秋冬季差异化错峰生产绩效评价，科学制定差异化停限产措施，严禁“一刀切”。对实现超低排放、工艺技术先进、运输结构合理、产品优质高端的企业，不予错峰生产；对污染物不能稳定达标排放，未达到排污许可管理要求，不符合现行行业产业政策，或未按期完成2018-2019年秋季大气污染综合治理改造任务的企业，全面停产治理。9月27日，生态环境部正式印发《京津冀及周边地区2018-2019年秋季大气污染综合治理攻坚行动方案》的通知。之前传闻基本都体现在攻坚行动方案中。关于工业企业错峰生产方面，取消了征求意见稿中的重点城市及其他城市限产比例；征求意见稿中的工业企业错峰生产中的差异化改为因地制宜，且错峰生产方案时间由原来的9月底改为10月底前。且方案中大气污染治理主要目标有所下调。和去年相比，全国范围内整体限产会相对宽松，但因河北省的监管和指导更加具体化，通过排放标准、外部运输结构、产品附加值三个差异化指标对钢铁企业进行分类限产，力度的强弱还有待观察，取消“一刀切”式限产并不意味着力度一定会减弱。

7、8月份唐山地区限产驱严，高炉开工率从74.39%的高位大幅下降20%至最低50.61%，进入9月份以来，开工数据有所好转，但仍维持在60%左右，增长5%。全国高炉开工率7、8月份变化不大，最新数据68.09%，比7月份仅下降3%左右。和全国高炉开工数据相比，河北省限产放松空间或不会太大。

9月上旬钢材库存在低位小幅波动，总体库存最低608.10万吨，而最后一周库存累计明显，钢厂库存增加13.11万吨至189.32万吨，社会库存因国庆假期带来的不确定性而增幅较小，仅增加1.71万吨至418.78万吨，整体库存增加了14.82万吨。9月下旬限产不及预期传言流传之后，成材产量也开始上行，尤其是最后一周，增产极其明显。特别是建材，上周全国主要钢厂螺纹钢生产增加3.43%，即10.96万吨。市场原本就预期环保有所放松，目前这一预期正逐步实现。

图 11 螺纹钢-钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 螺纹钢-社会库存 (万吨)



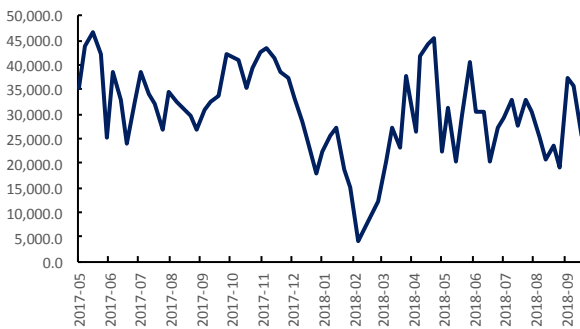
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 建材现货市场维持活跃

上月螺纹钢现货市场整体较活跃,但成交价格变化不大。截止月末,螺纹钢HRB400材质20mm现货北京均价4360.00元/吨,涨10.00元/吨;上海均价4550.00元/吨,涨110.00元/吨;广州均价4690.00元/吨,跌10.00元/吨。

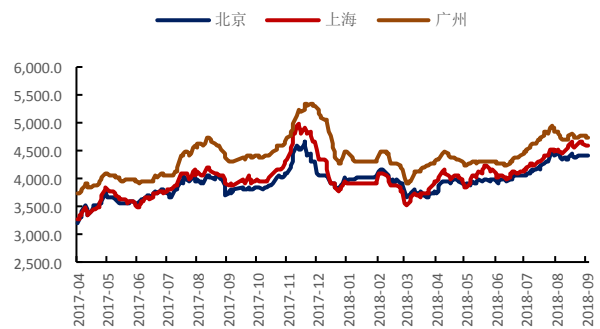
基建方面,各地方政府继续贯彻积极的财政政策,加速地方债的发行,加快基建项目的落地,但融资环境的改善并不显著,基建投资能够拉动需求还未可知。而地产方面,虽然销售盛况难以长期持续,但受融资需求影响,短期内仍有支撑,预计10月份钢材需求空间受房地产的影响较大。

图 13 沪市线螺终端采购量 (吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 螺纹钢现货价格 (元/吨)



数据来源: Wind、国都期货研究所

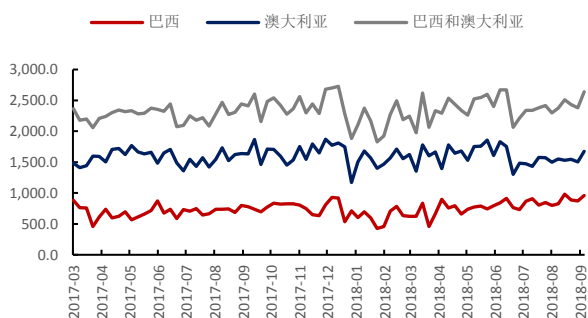
## 五、铁矿石供需矛盾改善

### (一) 主流矿供给或不及预期

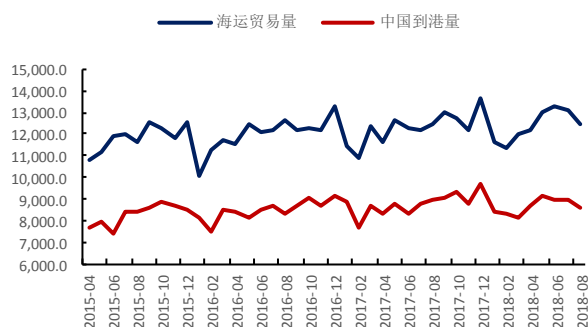
主流矿二季度产量环比增加,尤其是淡水河谷和必和必拓,二季度产量创历史最高水平,四大矿山总产量2.8亿吨,同比增长3.40%。市场普遍预期今年三季度铁矿的供应也会相应增长,但澳大利亚和巴西的发货量



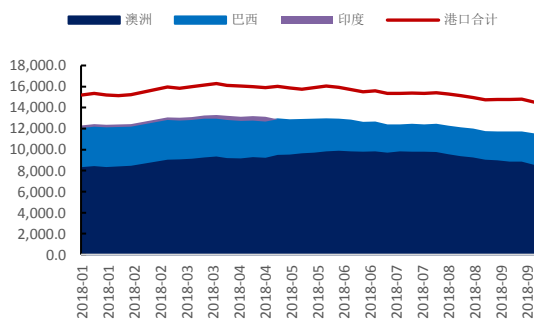
并未有明显增加，港口库存却不断消耗。截止9月末，港口库存1.45亿吨，较上月减少400万吨左右。上半年，澳大利亚发货量一直高于巴西，但八九月份以来，巴西发货水平骤增，国内市场对高品矿的需求增多。根据往年的惯例，四季度发货量较大，预计10月份主流矿供应会比上月有所增加。从全球海运贸易水平来看，八九月份是交易旺季，可是今年的贸易量却呈下降水平，而今明两年中国、印度和美国等市场对钢材的需求较为迫切，供给可能不如预期般充足。同时市场对原油供给端偏紧的担忧使原油价格持续攀升，提高了海运的成本，铁矿石在供给端价格有所支撑。

**图 15 巴西和澳大利亚每周发货量 (万吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 16 当月海运贸易量 (万吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 17 港口库存周数据 (万吨)**


数据来源: Wind、国都期货研究所

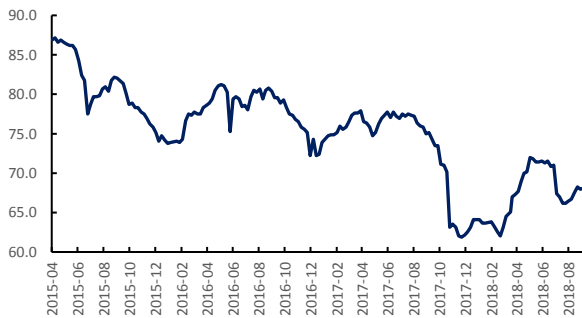
**图 18 运费指数**


数据来源: Wind、国都期货研究所

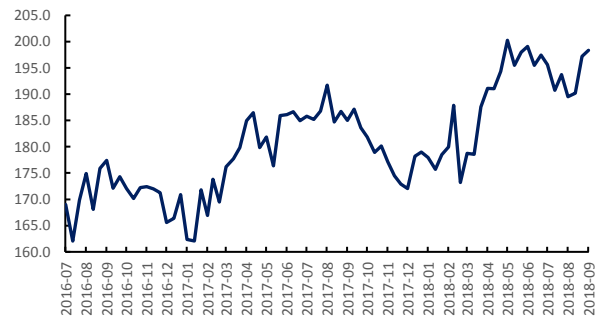
## (二) 钢厂对铁矿需求处于上行通道

上半年国内铁矿需求受环保限产抑制窄幅波动，进入9月份以来，限产强度有多松动，全国高炉开工率68.09%，较上月上升2个百分点。进口铁矿石烧结矿日耗66.76万吨，自八月下旬以来不断增加。相应的，粗钢产量也再创新高，九月下旬重点企业日均产量198.34万吨，大幅增长。8月中旬开始，铁矿石的采购就有好转迹象，当时钢厂对高品矿需求较大，高低品矿价差处于高位。但9月以来，因高品矿供给受限，普通粉矿需求加大，现货市场澳大利亚进口粉矿持续上行。供给决定了铁矿的底部支撑，

而上行的空间则由需求决定。若10月份钢厂开工加快，铁矿需求稳定，预计价格长期处于上行通道。

**图 19 全国高炉开工率**


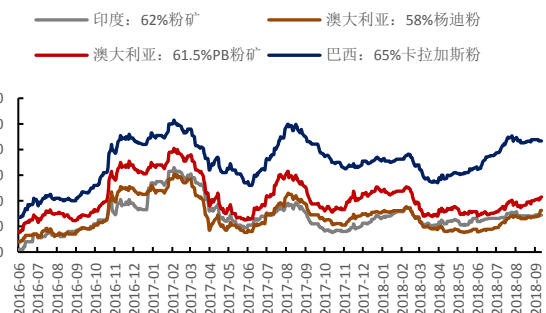
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 20 中钢协重点企业旬度日均粗钢产量**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 21 钢厂铁矿石烧结矿日耗**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 22 铁矿石青岛港现货价格**


数据来源：Wind、国都期货研究所

## 六、套利分析

根据我们的模型，螺纹钢基差和铁矿石基差均处于无套利区间。

跨品种套利方面，螺纹铁矿比价顶点回落，后期可继续做空钢厂利润。螺纹钢焦炭比较也较上月有所下行，但焦炭供给端逻辑和铁矿不同，而且和成材的相关性也更大，目前的环境并不适合做这两个品种。热卷和螺纹的价差处于历史低位，但是螺纹钢新标实行在即，若按照新的标准，螺纹钢生产的成本和热卷相差不大，预计后期两者价差会长期处于负值区间，短期内观望为主，不可冒进。

**图 23 螺纹钢铁矿石比价**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 24 热卷螺纹差价**


数据来源：Wind、国都期货研究所

## 七、后市展望

10月份，外部环境复杂，经济依然存在下行压力，根据这两月财政和货币政策的观察，预计财政政策会维持积极，而货币政策也会相对宽松，融资供给压力较小，主要看需求是否有所突破。基建方面，虽然政府一直提倡要补短板，但短期内拉动效果并未体现，房地产依然是钢材需求的主要市场。长期来看，房地产相关调控政策不断出台，未来发展阻力加大，但短期内房地产开发依然有支撑。而随着环保限产的放松，尤其是将秋冬季限产开始时间从推迟到10月底。预计10月份，在大规模限产之前，钢企开工水平会大幅增加，供给压力增大，螺纹钢不会有太大行情，但在长期看多的环境下，谨慎做空。而铁矿石受益于钢厂赶工，采购量和采购价格都有保证，而同期铁矿进口量可能会若于预期，为铁矿石价格长期看多提供支撑。

### 分析师简介

王琼玮，EDHEC 金融硕士学历，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，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。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，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能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，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

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：010-64000083。