**2015年9月15日 星期二**

**黑色金属研究**

**研发系列·专题报告**





 【铁矿石】—买01卖05套利分析

**研发中心**

1. 摘要

8月份宏观数据出炉，经济向下趋势未改，地产、固投等数据持续回落显示下游需求痼疾仍在；同时，国际矿山扩产计划不止，低成本外矿冲击国内市场，行业供需失衡问题仍是制约铁矿石价格趋势反转的主因。

从绝对价格来看，黑色金属各品种目前均处于历史低位，由基本面激化带来的矛盾或价格波动区间相对有限，而国内外资本或大宗商品市场间联动性加强，行业自身也在艰难环境中寻求微妙平衡，价格敏感度及分歧均明显增加，在此价位寻求单边趋势性行情的安全边际相对较低。因此，我们从黑色金属各品种间价格传导机制的内在逻辑出发，寻找品种间强弱关系或单品种间跨期套利机会。

基于此思路，我们从宏观面、基本面及统计价差等几个角度进行分析，认为在铁矿石供给端宽松、需求端疲软及黑色金属熊市行情等背景下，铁矿石期货买近卖远的正向套利策略，即买i1601卖i1605的跨期套利有一定可操作性。

1. 行情回顾

铁矿石期货自2013年上市以来一路向下，熊市行情尽显。毋庸置疑，供需结构决定价格趋势——供给端低成本外矿冲击严重，实体经济、地产、固投等主导的钢材需求缩量，全行业产能过剩格局明显，钢材产业链由下自上的价格传导机制贯穿近年行情。我们看到因市场普遍看跌铁矿石价格，连盘铁矿石期价贴水现货成为常态、远月期价贴水近月亦成为常态。

但是观察临近交割月铁矿石期价走势，基差收敛是大概率事件；同时观察今年以来铁矿石两波相对明显的反弹，现货价格坚挺对近月合约的影响更为明显。

7月份以来，因铁矿石期价超跌、基差高位及9月合约临近交割等因素影响，导致i1509大幅拉涨，且涨势明显高于远月合约。

|  |
| --- |
| 图表一：跨月价差变动 |
| 合约 | **6月10日** | **9月10日** | **涨幅** |
| I1509-I1601 | 17 | 65 | 48 |
| I1601-I1605 | 5 | 28 | 23 |

1. 宏观面分析——经济向下，政策向上

建立在钢材产业仍处于自下游需求端向上游原料端的需求决定型价格传导路径，宏观经济形势及产业供需结构决定行业长期趋势，钢材市场价格运行成为上游炉料价格走势的主要风向标，利润影响钢厂开工率的动态平衡，环保、事件性限产等是阶段性强弱关系的触发因子。

3.1 国内宏观经济艰难探底

* 2015年8月份，官方制造业PMI再度跌破荣枯线，制造业萎缩的下行压力不可忽视；钢铁业PMI尽管三季度以来有所回升，但仍徘徊在低位。GDP亦触及年初经济工作会议提出的7%安全线，而我们判断实际情况要弱于单纯依靠数字反映出来的经济现实。**经济弱势下行，难以贡献钢材需求增量。**

|  |  |
| --- | --- |
| 图表二：PMI数据显示制造业疲态 | 图表三：GDP与钢材表观消费量当季同比 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 wind** |

* 一季度工业增加值持续下滑，二季度后有所企稳；全社会电量数据低位运行，环比下滑明显，经济复苏迹象并不明显。PPI指数延续自2012年以来的阴跌走势，负增长幅度扩大，**工业生产疲软及产能过剩情况如旧，通缩压力增大。**

|  |  |
| --- | --- |
| 图表四：PPI指数负增长幅度扩大 | 图表五：工业增加值及用电数据疲软 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 wind** |

* 1～8月份城镇固定资产投资同比 10.9%，低于预期且增速降至 15 年来最低。其中，除基础设施投资的累计同比增速环比1～7月份有所提高，其他分项数据均不同程度下滑，尤其是铁路运输业回落明显，房地产投资增速也环比下降。尽管如此，基础建设投资亮点匮乏，尚不能对冲掉固定资产投资总量缩减对钢材市场的整体需求减量。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表六：固投增速疲弱拖累需求 | 图表七：地产市场仍悲观 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 wind** |

* 尽管近期政策层面暖风频吹，政府稳增长决心较大，但是我们认为今年投资增速下滑仍凸显经济下行压力增加。基建投资的落实力度有待加强，一方面房地产低迷，房地产企业土地新购置面积降幅扩大，地方政府土地出让金额大幅缩水，地方债务问题凸显，使得很多项目存在资金到位的问题，难以有效落实；另一方面在于当前地方政府官员的激励机制及约束机制发生重大转变，导致政策层面的传导相对消极。房地产方面一线城市同二、三线城市之间所存在的结构性差异，导致了一线城市热度不减，房价依旧坚挺，而二、三线城市则受庞大的库存基数所致，在今后的一段时间内仍将以去库存为主基调。
* 从地产市场前端数据来看，房地产开发连续下行，2015年8月份累计同比增速3.5%，环比及同比均回落明显；而房地产新增固定资产投资连续4个月负增长。下游主要钢材需求市场依旧疲软，尽管上半年国内一线城市房价有止跌迹象，房屋成交量有所回升，**但地产市场去库存压力大及投资启动的滞后，依靠地产拉动上游钢材需求的预期恐在下半年面临落空，市场仍需时间换空间。**

3.2 政策仍有空间

我们可以看到，自2014年11月央行正式宣布降准降息以来，国内货币政策开始步入宽松周期。今年上半年央行几次通过降准降息等手段，降低企业融资成本，支持实体经济发展。目前银行贷款利率依旧较高，普遍在6%以上，远高于企业利润率，未来仍有降息空间。

6月及8月，央行两次下调“双率”，证伪了之前部分分析师认为国内经济企稳、货币政策将出现转向的命题，一方面依然显示国内实体经济差，继续探底的步伐可能并没有那么快结束；同时近两次央行双降均选择在股市暴跌之际，彰显了当政层次的政策底。

|  |
| --- |
| 图表八：央行年内降准降息汇总 |
| 时间 | **内容** | **详细内容** |
| 2月4日 | 降准0.5个百分点 | 2月4日，中国央行宣布下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，央行宣布对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。 |
| 3月1日 | 降息0.25个百分点 | 2月28日，中国央行宣布自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。 |
| 5月11日 | 降息0.25个百分点 | 金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%； 一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%。同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。 |
| 6月27日 | 定向降准 | 1、自2015年6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准，以进一步支持实体经济发展，促进结构调整。（1）对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率0.5个百分点。（2）对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率0.5个百分点。（3）降低财务公司存款准备金率3个百分点，进一步鼓励其发挥好提高企业资金运用效率的作用。 |
| 6月27日 | 降息0.25个百分点 | 自2015年6月28日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。 |
| 8月11日 | 汇改 | 中国央行宣布完善人民币兑美元汇率中间价的报价机制，提高市场化程度，此举旨在让人民币汇率更多地由市场力量决定。人民币兑美元汇率中间价 11 日出现近 2%的跌幅， 创下 20 年来最大单日跌幅。此次人民币大幅贬值不外乎以下三方面原因：一是稳定或者刺激出口；二是为加入 SDR 做市场化准备；三是一次性调整到位打消贬值预期和资本外流趋势。 |
| 8月26日 | 降准降息 | 下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时，放开一年期以上(不含一年期)定期存款的利率浮动上限。 |
|  |  | **资料来源：国贸期货 央行网站** |

在国内维持相对宽松的货币政策的背景下，我们也需要考虑到美国经济复苏叠加加息预期等带来的冲击。美联储主席耶伦表示如果美国经济持续复苏，不排除年内启动加息的可能性。未来，美元继续走牛仍是大概率事件，必然冲击新兴市场；同时国内货币政策相对宽松，利率进入下行周期，国内资本外流在所难免。

* 联储加息和美元走强可能会导致国际市场流动性重置及对大宗商品价格的压制，尤其是对于多数处于严重供需失衡状态下的工业品来讲，强美元、弱需求及供给大于需求的格局很有可能导致大宗工业品继续承压。
1. 基本面分析——漫漫寻底路

4.1 钢材市场——经济增速堪忧，行业仍面临去产能压力

上半年，钢铁行业未能走出阴霾，市场价格阴跌，6月份跌势加剧，唐山普方坯累计跌幅达150元/吨，钢厂经营情况再度恶化。上文宏观部分的分析中，我们可以明显看出，实体经济疲软的形势依旧，由下自上的传导路径决定了产能过剩格局与需求停滞对钢铁行业的绑架。二季度以后，铁矿石与螺纹钢价格走势背离导致钢厂的实际生存情况进一步恶化。

* 粗钢供给环比缩量，黑色金属冶炼行业固定投资放缓。从上文宏观部分的一些数据可以看出，经济增速放缓、固定资产投资增速放缓、地产调整周期未完等压制因素依旧存在，供给缩量并未跑赢下游需求缩量，在去库存周期尚未完成的前提下，更不能指望累计的过剩产能实现出清。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表九：粗钢供给缩量 | 图表十：钢材出口占比杯水车薪 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 Wind** |

* 上半年因内需持续疲软，国内大宗商品进出口表现良好，其中贡献了一部分钢材需求增量。比较可惜的是，钢材出口占比有限，对比国内巨大钢铁产能实在“杯水车薪”。

|  |
| --- |
| 图表十一：螺纹钢社会库存走势 |
|  |
| 数据来源：国贸期货 Wind |

* 截止9月上旬，螺纹钢社会库存约480万吨，居于历史均值的中偏低位。从2015情况来看，一季度末社会库存有明显回升，对应现货价格小幅反弹。近几年行情不好，贸易商受损严重，囤涨不囤跌的情况不再明显。同时，最需要注意的是尽管供给有缩量，但因下游需求减速，钢材去库存速度也明显弱于往年。
* **未来，行业仍面临相对严重的去库存压力。**

4.2 矿石供给—外矿扩产，内矿开工率对价格敏感度提高

国际四大矿山年度财报进一步验证主流矿增产明显，同时继续挤出非主流外矿与国内高成本矿山。

|  |
| --- |
| 图表十二：四大矿山上半年增产情况 |
| http://img03.mysteelcdn.com/esite-adv/1000019/article/1438071851068.jpg |
| 数据来源：国贸期货 、wind |

另一方面，主要铁矿出口国巴西及澳大利亚铁矿石总发货量环比也有增加，外矿冲击不减。

|  |
| --- |
| 图表十三：巴西、澳洲铁矿石发货量不减 |
|  |
| 数据来源：国贸期货 、wind |

但需要注意的是今年4月下旬及5月上旬，因澳洲天气影响，铁矿石发货量出现了明显的回落，导致国内到港量也跟随下降，进而演绎成铁矿石短期供不应求情况出现，现货价格获得支撑。我们观察到随着铁矿石价格反弹，国产矿山开工率随之回升，因此，**铁矿石本身存在价格与产能的动态平衡，尤其是国产矿山对价格的敏感度较高，**一旦铁矿石价格反弹伴随而来的可能就是国产高成本矿山的复产，这也是制约铁矿石价格能够大幅反弹的原因之一。

|  |
| --- |
| 图表十四：国产矿山开工对价格的敏感度高 |
|  |
| 数据来源：国贸期货 、wind |

4.3 港口低库存——现货价格暂获支撑

自4月份铁矿石价格反弹以来，北方港口进口矿库存持续偏低运行，一定程度折射国内铁矿石供需结构动态调整，国内铁矿石现货价格对港口库存相对敏感。

此外，航运指数等数据一直是可下水的大宗商品贸易活动的先行指标，参考Cape船运指数BCI及澳洲、巴西至中国青岛港指数。6月份以来，海运费波动剧烈，剔除原油影响因子外对外矿到岸成本影响明显，这也增加了我们对铁矿石价格预判的难度。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表十五：港口库存低位运行为现货提供支撑 | 图表十六：海运费波动剧烈 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 、wind** |

4.4 钢厂的纠结——亏损or停产

9月初环保限产解除之后，以唐山地区钢厂开工率回升为代表，钢厂复产明显，补库行情启动为铁矿石需求及价格提供支撑，而与此同时钢材价格不断下跌，两者价格背离再度挤压钢厂利润，未来钢厂会否因此主动检修停产成为逻辑的触发点。

据我们了解，银行对钢铁行业抽贷限贷等造成的企业资金面紧张状况并没有得到很好缓解，即使央行降准降息也并不能有效地降低社会融资成本，钢铁企业流动性困境依旧存在。从成本及盈利角度来看，8月份以后炉料成本中铁矿石逆势反弹，成材价格却呈现与之背离下跌，钢厂亏损面扩大。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表十七：阅兵后唐山地区钢厂开工率提高 | 图表十八：钢厂亏损严重 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 、wind** |

4.5 总结

**1．钢材行业基本面可能仍然处于继续恶化的阶段。从宏观角度来看，尽管一些数据显示经济有企稳迹象，但我们认为实际情况弱于数据本身。国家政策市的进一步强化，进而引导投资者对需求转好的预期，但是对于下半年来看，我们暂时看不到钢铁行业拐点的到来。**

**2．当前及未来一段时间，行业自下而上的价格传导机制不会出现更改，必然会导致行业最底端如地产、基建、机械等需求决定钢材价格，钢材需求决定炉料需求等路径来实现价格的动态平衡，而在各个环节供给均出现过剩的背景下，传导至铁矿石价格仍将偏弱。**

1. 价差分析

5.1 逻辑驱动

* 基于上文对基本面的分析，我们认为铁矿石价格在钢厂复产的背景下仍有一定支撑，但行业悲观情绪存在，熊市格局短期不能更改，价格远月贴水将成为常态。
* 受铁矿石港口库存偏低、基差修复、现货相对坚挺及盘面部分套利资金等因素影响，近月合约将提前进入基差修复行情。
* 尽管钢厂亏损严重，但从当前所处的形势来看，钢厂并不会轻易减产。一是考虑到市场份额不易拱手出让；二是考虑到生产以维持企业现金流，以防减停产导致银行抽贷等行为；三是考虑到钢厂对地方性税收、就业等问题的影响，钢厂产能被政府“绑架”。
* 从交割套利的角度来分析，买近卖远的正向套利也有一定的可行性。

5.2 基差分析

基差收敛以两种形式完成：现货下跌或期货上涨。以i1509合约为例，7月份中下旬以后，铁矿石现货价格持稳，但期货价格反弹明显，自7月20日收盘价381.5元/吨上涨至9月10日的475元/吨，涨幅93.5元；而同期铁矿石现货价格仅从52.75美金上涨至59.25美金，基差收敛明显。

据我们统计，除i1409合约以外，其余几大主要交割月份合约均在交割月来临之际完成基差修复。主力合约i1601当前基差73元/吨，处于历史基差中等偏高水平，从期现价差结构看，铁矿石期价贴水程度依然较大，为近月合约基差收敛提供较大空间。

|  |
| --- |
| 图表十九：铁矿石下跌行情中，期价贴水常态化 |
|  |
| 数据来源：国贸期货 、wind |

5.3 跨月价差分析

基于铁矿期价的深贴水及阶段性影响近远月铁矿石价格的因素，使得铁矿石基差修复行情存在可行性——近月合约价格更容易随着期现价差的收敛而逐步上涨，直接导致了跨月合约之间价差的扩大。09-01合约价差自7月份以来明显扩大，6月初价差仅为2.5，随着09合约临近交割，期货价格逐渐向现货价格收敛，**9月初最高至85元**。

作为比较我们观察i101-i1605合约价差尚处于相对低位， 7月下旬i1601-i1605合约价差不足5元，目前也在25元左右徘徊。未来随着i1601合约交割期临近，i1601合约期现收敛加速，价差有望进一步扩大。因此，买i1601卖i1605存在可行性。

|  |  |
| --- | --- |
| 图表二十：I1509-I1601价差 | 图表二十一：I1601-I105价差 |
|  |  |
|  | **数据来源：国贸期货 、wind** |

1. 总结及操作策略

综上，在当前国内经济低迷，下游需求不足的背景下国外矿山产量不减，铁矿石趋势性疲弱的态势不改；而短期内国内钢厂复产提振，配合港口库存持续下降，一定程度上为矿石期价提供支撑，多空因素并存使的得单边操作存较大风险。

从价差结构上看，期货贴水、远月贴水格局持续，随着近月合约临近交割，期现价差回归促使近月合约上行，从而拉大跨月间价差。在此基础上我们认为买入1601合约、卖出1605合约，进行跨期套利利润空间较大。

**操作建议：**

* **做多i1601，做空i1605**
* **建仓价差：20～30**
* **目标价差：50～55**
* **仓位控制：60%**

**风险点：短期现货价格大幅下跌，导致期现价差迅速收敛。**

* **止损：亏损20%或价差回落至5元。**

以上建议，仅供参考。

**免责条款：**

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国贸期货研发部力求准确可靠，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状况。本报告仅向特定客户传送，未经国贸期货研发部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传的行为均可能承担法律责任。

**联系我们：**

电话：400-888-8598，0592-5898894

地址：厦门市湖滨南路国贸大厦11层

网址：[www.itf.com.cn](http://www.itf.com.cn/)