



2013.10.17

## 铁矿石期货上市首日策略

近期报告:

基准价偏低，高开概率较大



付阳  
52138738

林小春



投资咨询证书号 Z0000136

### 摘要:

我们认为:铁矿石期货主力合约 1405 合约(下称 I1405)的可能性大;其 960 元/干吨的挂牌基准价偏低,高开或早盘冲高可能性大,首日主要运行区间很可能在 1000 元/干吨上方。理由:

目前青岛港主流的 61.5%PB 粉湿吨车板价是 915 元左右,换算为标准品干吨价是 1005 元/干吨左右。按照期现无风险套利理论估算出的 I1405 合约价格约在 1065 元/干吨左右;但参考新加坡矿石掉期和国内螺纹钢期货价差结构分别估算,则分歧较大:目前新加坡市场远月高贴水,而国内螺纹钢期货远月升水。一种逻辑认为铁矿石期货的内外盘套利会使得国内矿石期货也出现远月贴水的状态;另一种逻辑认为国内铁矿石期货和螺纹钢期货之间的套利会使得矿石期货出现远月升水的状态。我们偏向于后者, I1405 合约会跟随螺纹钢期货出现小幅升水。假设 I1405 合约升水 2%的水平,则合理价位在 1025 元/干吨;即使平水, I1405 合约价格也将在 1005 元/干吨左右。 I1405 和首日运行区间将在 1005-1025 元/干吨之间。无论采用期现无风险套利的方法估算还是参考已上市相关期货品种价差结构估算, I1405 合约首日直接高开或冲高站上 1000 元/干吨的可能性较大。

从套利角度看,新加坡矿石掉期和国内矿石期货跨市场套利可行性较难,投资者主要可参考做多钢企和焦化企业利润水平、做空矿石商利润水平这一逻辑,考虑到螺纹与矿石比值处于阶段性低位的现状,尝试买螺纹抛矿石的套利操作。但这一策略还得看矿石期货首日运行后的价位水平,如果矿石期货主力合约平水甚至有不小升水,中长期买螺纹抛矿石期货的操作可以尝试。



### 一、近期铁矿石市场状况

2005年以来，全球的铁矿石产能一直处于稳步上升过程，2008年金融危机期间出现有较大幅度的下滑，但2009年开始，又进入到产能快速扩张阶段，其中澳洲FMG矿商在中国资金的支持下，开始了快速扩张之路，目前已发展成为全球第四大的矿商。2013年1-9月，矿石产量同比去年上升了近80%。

图1：三大矿产量稳步增长

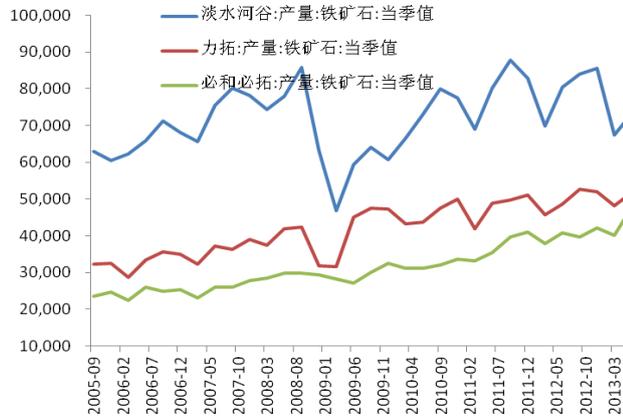
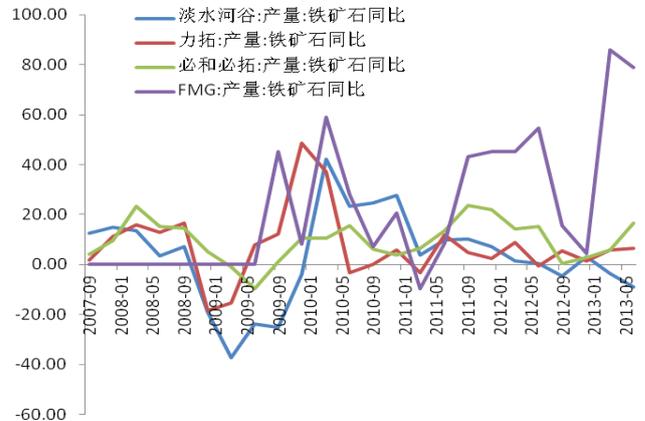


图2：今年FMG产能释放最为明显



数据来源：wind 国泰君安期货产业服务研究所

美洲地区：淡水河谷2012年产量和销量为3.2亿吨和2.58亿吨(49%销往中国)；13年上半年产量和销量为1.41亿吨和1.17亿吨；其卡拉加斯的S11D项目预计于2016年出货，于18年实现9000万吨的产能，2014年淡水河谷产能还不会有大的释放，2016年后会有快速上升。巴西钢铁企业CiaSiderurgicaNacionalSA(CSN)2012年产量和销量为3370万吨和2580万吨(66%销往中国)；未来几年将实现8900万吨的产能，增加约6000万吨的产能。阿赛洛米塔尔2012年产量和销量为6810万吨和5440万吨；13年上半年产量为3360万吨；计划与2015年实现8400万吨的产能(主要为加拿大和利比亚等地区)。

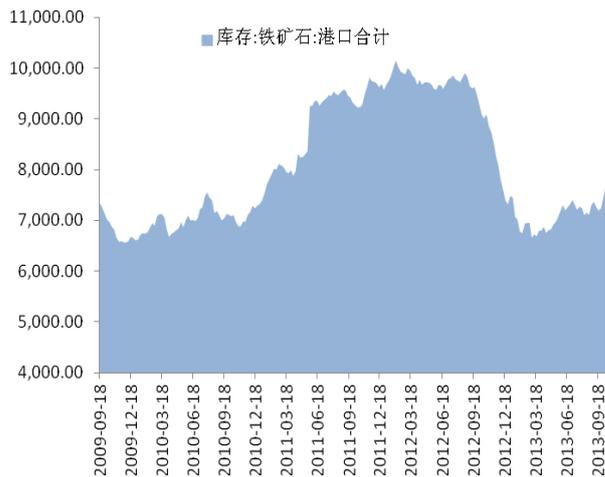
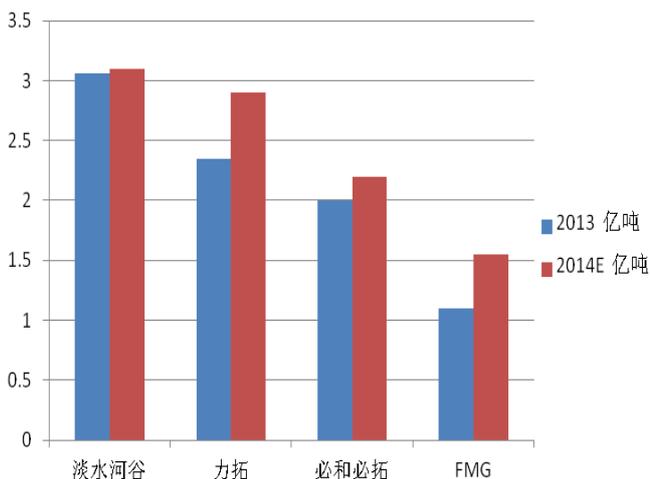
澳洲地区：力拓目前产能是2.3亿吨，在今年年底后产能就将达到2.9亿吨，增加6000万吨。必和必拓目前产能2亿吨，2014年增为2.2亿吨。FMG在2014年产能将达到1.55亿吨，此后不会有大的变化。

而非洲铁矿石产能扩张也值得市场关注，南非最大的昆巴铁矿石公司年产量将从2013年的5300万吨增至2019年的7000万吨以上。

整体估算，到2014年全球前四大矿商产能扩张将在1.2亿吨左右，而今年1-8月全球粗钢产量增速仍停留在2.4%附近，如中国钢铁需求增速继续放缓，2014年全球的粗钢产量增速可能会回落到2%以下水平，按这一增速估算，2014年全球粗钢产量可能仅增长3000万吨，折合增加62%品位铁矿石需求4800万吨。四大矿的新增产能即大大高于未来矿石需求。中长期看，矿石市场的供过于求局面很可能出现，反映到期货市场上看，远月合约难出现大的升水。例如新上市的铁矿石期货合约是I1403至I1409合约，结合螺纹钢期货的主力合约马上会换月至RB1405，新上市的铁矿石期货合约第一个主力合约很可能也会是I1405合约，考虑到2014年全年可能出现的矿石供过于求局面，I1405合约相对现货标准品价格的升水会在5%以内，会与目前RB1405合约升水4%这一幅度接近甚至更低。

图3：2014年全球四大矿产能可能再增加1.2亿吨

图4：目前矿石库存处于阶段性低位，钢厂补库谨慎

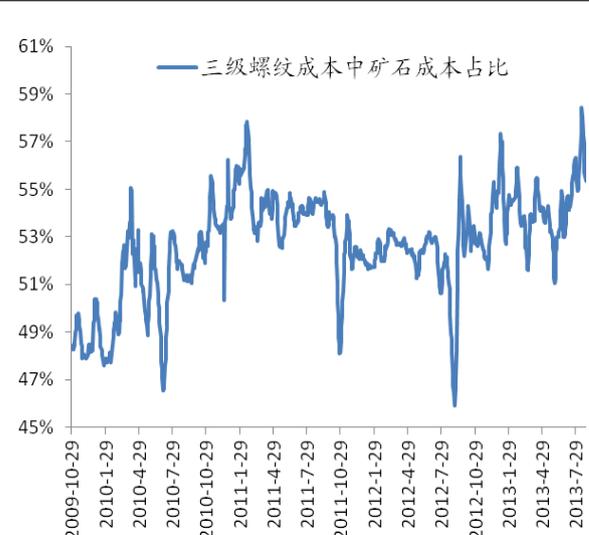
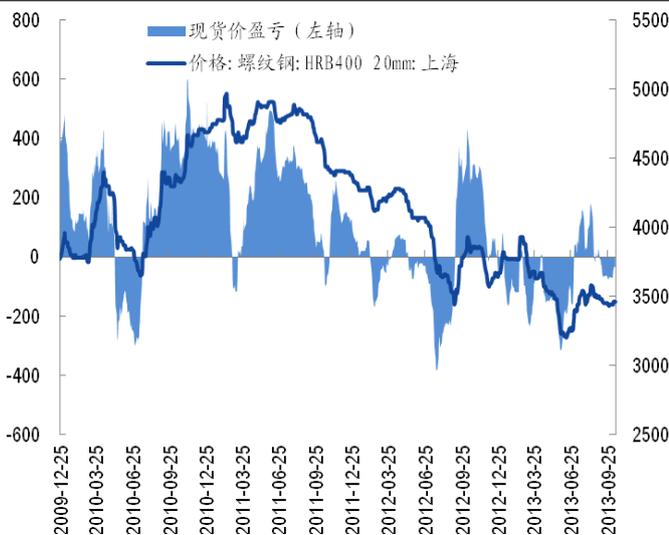


数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

从库存状况看,目前港口矿石库存处于阶段性低位,但在大的去库存化阶段,钢厂补库非常谨慎,随着炼钢处于盈亏点附近,钢厂集中补库情况难以出现。而目前矿石占炼钢成本中的比重已处于近四年来的高位,在55%以上,而中值是在52%左右,矿商侵占钢企利润的迹象比较明显,这种情况下,钢企高位采购矿石会更谨慎。

图 5: 大型钢企三级螺纹目前处于小幅亏损状态

图 6: 矿石成本占钢材成本处于高位

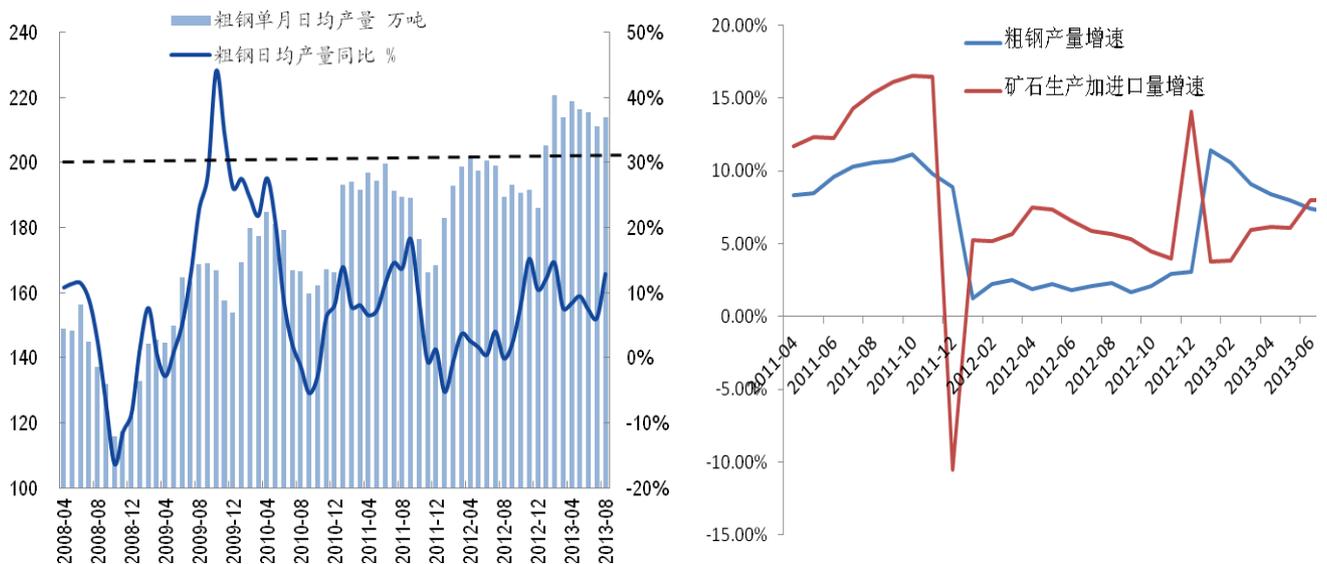


数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

目前粗钢日均产量维持在 215 万吨左右,年化 7.8 亿吨,日均产量继续上升的空间有限,而从粗钢产量和矿石供应增速看,目前已出现矿石供应增速超过粗钢产量增速。

图 7: 粗钢日均产量历史高位,继续扩大产量的空间不大

图 8: 矿石供应量增速已经有超过粗钢产量增速的迹象



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

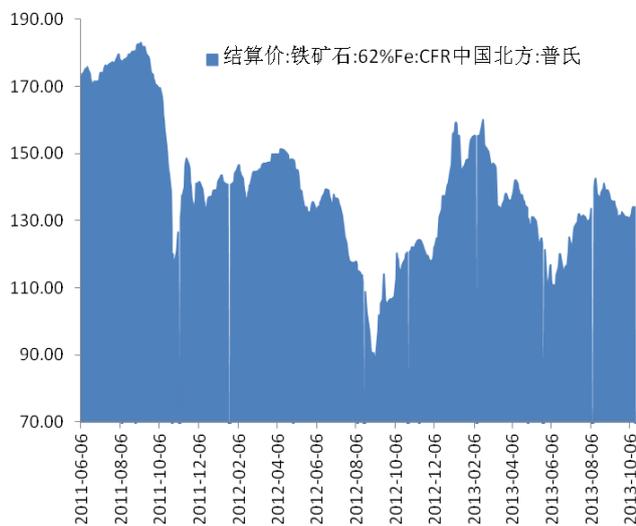
## 二、矿石期货上市首日价格及价差分析

### 按无风险套利理论估算:

目前青岛港主流的 61.5%PB 粉湿吨车板价是 915 元左右, 换算为标准品干吨价是 1005 元/干吨左右。目前普氏指数统计的 62%品位矿石价格为 134 美元, 折算为标准品价格约为 1002 元/干吨左右。可以认为, 我国新上市的铁矿石期货首日现货标准品价格在 1002-1005 元/干吨附近。

图 9: 普氏指数横盘整理阶段

图 10: 主流粉矿价格折算成标准品价格走势



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

假设目前买入现货同时卖出期货 1405 合约, 囤货至 2014 年 5 月份进行交割, 期间是 7 个月的时间, 按无风险套利理论估算 2014 年 5 月的期货价格:

交割费: 0.5 元/干吨

入出库费: 按 56 元/干吨估算 (假设按青岛港或日照港船舶运输输入出库估算)

仓储费: 0.5 元/干吨/天 210\*0.5=105 元/干吨

资金成本:  $1000(1+9\%) * 210 / 365 * 6\% = 37.6$  元/干吨 (假设期货卖出保证金是 9%, 7 个月按 210 天估算, 贷款利息按 6% 估算)

如按现货标准品价格是 1004 元/干吨估算, 则 1405 合约的合理价位是:

$1004 + 0.5 + 56 + 105 + 37.6 = 1203.1$  元/干吨

从理论上估算的铁矿石 1405 合约会出现近 20% 的升水, 主要是由于仓储费和资金成本占比较大。实际操

作中，不排除存在套利者先将采购的矿石囤积在社会仓库，临近交割时再注册仓单拖入交割库待交割。目前社会仓库的仓储成本可以降低至 0.1 元/千吨/天，这样中间套利成本会减少近 80 元/吨，I1405 合约的合理价位将在 1123 元/千吨左右。

如果采取的是提货单交割，由于目前进口矿大多还是采取的月度指数定价，锁定远期合约进口铁矿石同时抛期货进行的套利可行性较难。期间节省的套利成本主要是入出库费，按提货单买入现货同时抛出期货 I1405 进行期现套利，成本比交割库交割方式的期现套利成本会节省约 56 元的入出库费。则 I1405 合约的合理价位将在  $1123-56=1067$  元/千吨左右。

#### 按目前螺纹钢期货价差结构估算：

目前 RB1405 合约价格在 3700 左右，华东地区可交割标准品价格在 3560 左右，RB1405 合约升水 3.9%，假设铁矿石 I1405 合约升水 2%，则价格可能在  $1004*(1+2\%)=1024$  元/千吨附近。

#### 按目前新交所铁矿石掉期合约的价差结构估算：

目前新交所铁矿石掉期主要参与者是机构、贸易商、矿石商，类似于国内钢材电子盘，每一笔交易的背后存在现货市场的买卖意愿，但成交量不大，对于全球铁矿石价格的影响有限。如果国内铁矿石期货上市之初跟随新加坡铁矿石掉期交易的价差结构，则很可能出现远月高贴水的状态，这也是反映出了矿石商垄断格局凸显出的现货面紧张所造成的价差结构。按照目前新交所铁矿石掉期 1403 合约相比现货价贴水约 10% 估算，则国内铁矿石期货 1403 合约首日价格会运行在 904 元/千吨附近，而 1405 合约则可能运行在 900 元/千吨下方。

表 1：2013 年 10 月 16 日新交所铁矿石掉期交易结算价格和成交状况

合约月份	月度结算价格 (US\$)	日成交吨数	持仓量 (手)
1310	132.75	545000	39835 手合计为 1991.75 万吨
1311	131.12		
1312	128.94		
1401	130.94		
1402	126.56		
1403	120.02		

随着国内铁矿石期货上市，新加坡铁矿石掉期远月合约的高贴水和目前国内螺纹钢期货远月合约的升水形成鲜明对比，一个逻辑是铁矿石期货的内外盘套利会使得国内矿石期货也出现远月贴水的状态；另一种逻辑是国内铁矿石期货和螺纹钢期货之间的套利会使得矿石期货出现远月升水的状态。

到底国内铁矿石期货合约的价差结构会是哪种，取决于目前全球铁矿石定价权的转变，如果仍是一个强势垄断的矿石市场，卖方市场中无疑容易造成现货市场的紧缺局面，导致近月合约强势；如果在铁矿石供过于求的趋势下，卖方市场的格局出现了转变，则国内铁矿石期货价差结构很可能参照螺纹钢期货的价差结构，出现远月升水。我们偏向于后者。首日铁矿石的参与者会以国内曾经参与螺纹、焦炭期货等投资者为主，会偏向于矿石与螺纹之间的套利操作。（如果出现矿石期货远月贴水，自然会有大量买矿石抛螺纹的虚拟生产套利盘出现，将远月矿价拉高。）

按三种估算方法得出的结果差别较大，结合前面我们对铁矿石基本面的分析，在供过于求的预期下，市场可能难以出现第一种无风险套利估算方法得出的高升水，而出现跟随新交所铁矿石掉期出现远月高贴水的状态也难以出现。我们偏向于首日铁矿石合约价差结构会跟随国内螺纹钢期货，如按 1405 合约升水 2%-5% 估算，我们预计 I1405 合约首日的运行区间在 1024-1054 元/千吨。

### 三、螺纹钢期货与矿石期货之间的套利机会

从以上关于铁矿石基本面的分析看，矿石的中长期基本面可能会弱于钢材；从目前矿石成本占一般低附加值的钢材成本中比例看，55% 左右的比例高于了 52.9% 这一 4 年来的平均值，焦炭在成本中的占比则从 2010 年的 27% 降低到目前的 19.3% 附近，大幅下降了 7.7 个百分点。这说明矿石价格的坚挺吞噬了国内炼钢行业和焦化行业的利润。做多钢企和焦化企业利润水平，做空矿石商利润水平的逻辑可以尝试。

从螺纹钢与矿石现货价格比值看，目前这一比值处在 3.55 的阶段性的低位，近两年这一比值的均值是 3.95，统计上存在螺纹钢价格低估而矿价高估的可能。买螺纹抛矿石的跨品种套利机会值得投资者关注。



图 11: 矿石成本占比目前处于高位

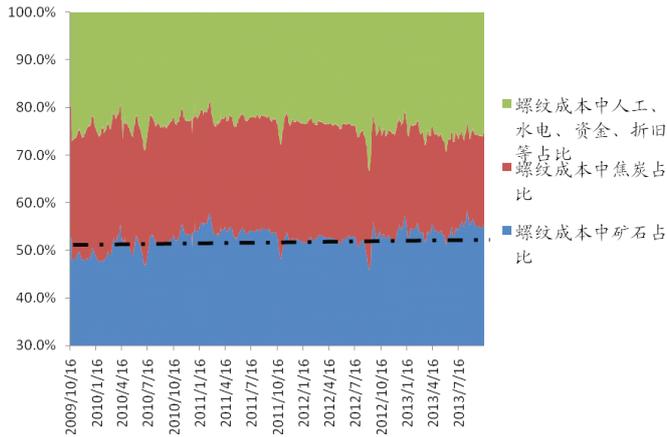


图 12: 螺纹矿石价格比值处于阶段性低位



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

综上所述: 矿石供过于求的局面逐渐产生, 随着国内铁矿石期货上市, 矿石定价金融化步伐可能加速, 铁矿石期货的主力合约很可能跟随螺纹期货也是 1405 合约, 升水会在 5%以内。如按 1405 合约升水 0-2%估算, 我们预计 I1405 合约首日的运行区间大概在 1000-1020 元/干吨。按照大商所给出的 960 元/干吨的首日挂牌基准价, 我们认为这一定价可能偏低, 直接高开或早盘冲高的可能性大。

从套利角度看, 新加坡矿石掉期和国内铁矿石期货跨市场套利可行性不高, 投资者主要可参考做多钢企和焦化企业利润水平, 做空矿石商利润水平这一逻辑, 以及螺纹与矿石比值处于阶段性低位这一现状, 尝试买螺纹抛矿石的套利操作。但这一操作还得看矿石期货首日运行后的价位水平, 如果期货与现货价持平, 中长期买螺纹抛矿石期货的操作可以尝试。



## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安期货产业服务研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话：021-52138151 传真：021-52138150

#### 金融理财部

上海延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)

电话：021-52138122 传真：021-52138110

#### 上海曲阳路营业部

上海市曲阳路 910 号复城国际 11 号楼 705/706 室

电话：021-55392185 传真：021-65447766

#### 上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)

电话：021-68401887 传真：021-68402738

#### 上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 506-508 室 邮编：200063

电话：021-32522832 传真：021-32522823

#### 天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)

电话：022-23023170 传真：022-23300841

#### 北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 29 层

电话：010-58795755 传真：010-58795787

#### 杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号金隆花园三楼 (310000)

电话：0571-56112999 传真：0571-56112821

#### 宁波营业部

海曙区中山西路 2 号恒隆中心 26 A (315010)

电话：0574-56868088 传真：0574-56868191

#### 深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 6 楼

电话：0755-83734575 传真：0755-23980597

#### 四平营业部

吉林省四平市铁东区南一纬路 629 号 (136001)

电话：0434-6121571 传真：0434-6121579

#### 长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 565 号盛世国际 A 座 5 楼 5019 室

电话：0431-89867677 传真：0431-85916622

#### 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话：0411-84807755 传真：0411-84807759

#### 广州营业部

广州市天河区体育西路 111-115 单号 9 楼 AB

电话：020-38628010 传真：020-38628583

#### 国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

客户服务中心：40088-95521

<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 40088-95521

