

## 铁矿还能涨多久？

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

**结论：**短期铁矿在补库和铁水增加预期之下，仍然偏强运行。但铁矿石价格从前期海外通胀输入变为国内消化阶段；预计铁矿自身进一步上行驱动减弱，将会逐步进入全球供应过剩的下跌周期。港口属于钢厂的权益矿库存变动领先内盘铁矿价格两个月，预计4月下旬开始铁矿或开启下跌趋势。

### 摘要：

铁矿自11月上旬以来的上涨体现的是供需基本面的边际收紧，而近期铁矿的上涨驱动主要来自于国内港口现货的采购，内外价差明显收缩。受此影响，铁矿石价格从前期海外通胀输入变为国内消化阶段；同时海外铁元素紧张逐步缓解，国内需求向下趋势难以改变，预计铁矿自身进一步上行驱动减弱，将会逐步进入全球供应过剩的下跌周期。

从时间角度来看，港口属于钢厂的权益矿库存变动领先内盘铁矿价格两个月，预计4月下旬开始铁矿或开启下跌趋势。

**风险提示：**复产力度加强，宽松政策持续推出（上行风险）终端需求改善不及预期，疫情影响时间延长（下行风险）。

中信期货黑色建材指数走势



### 黑色建材研究团队

研究员：  
辛修令  
021-80401749  
从业资格号 F3051600  
投资资格号 Z0015754

俞尘泯  
021-61051109  
从业资格号 F03093484  
投资资格号 Z0017179

自去年 11 月以来，铁矿石价格持续上涨，2205 合约从最低 512 元/吨一度反弹至 965 元/吨，上涨超过 400 元/吨，涨幅接近 90%。在经历了冬奥会及两会的限产以及近期疫情扰动后，铁矿石重新开启补库预期，驱动向上的行情。展望后市，铁矿石的强势是否能延续、宽松格局何时回归？我们将在本文中进行详细梳理。

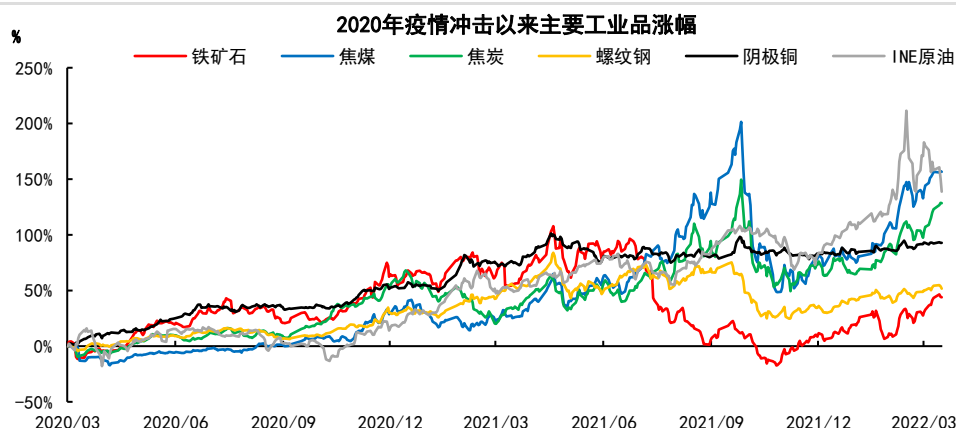
## 一、铁矿延续强势：供给维持低位，补库驱动持续

### 1、铁矿大幅上涨，政策压力仍存

自去年 11 月中旬以来，铁矿石大幅上涨，主力合约 2205 一度涨幅超过 85%，远超往年涨幅。11 月中旬至 2 月中旬铁矿出现第一波上涨，主要驱动来自于低产量钢厂的提产以及补库驱动，同时在稳增长预期之下，黑色产业链出现全面上涨。2 月下旬铁矿价格受发改委监管影响，出现阶段性回调。但从 3 月开始，随着冬残奥会、两会胜利闭幕以及北方采暖季结束，复产及补库预期重新主导盘面，铁矿库存连续去化下的强势基本面驱动铁矿石重新上涨，并创出 2021 年 7 月以来的新高。

但铁矿石在经历去年下半年粗钢减产政策后，远未回到前期高点；同时横向比较工业品自疫情冲击以来的涨幅，铁矿石也处在绝对低位，远低于原油、双焦等能源品种。在相对估值偏低以及国内极强的需求回补预期之下，从配置角度来看也带来了铁矿石超过一个季度的牛市行情。

图 1： 横向对比铁矿石涨幅处在疫情以来工业品的极低水平



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 2： 发改委政策回顾



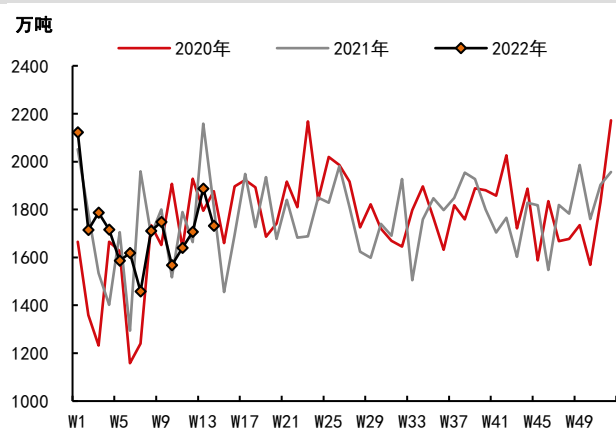
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 2、供给短期偏低，库存持续去化

今年以来，巴澳铁矿发运持续处在较低水平：1 月的巴西强降雨影响当地东部地区铁矿生产一周；澳大利亚 2 月以来港口检修较多，导致发运持续处在同期偏低水平。

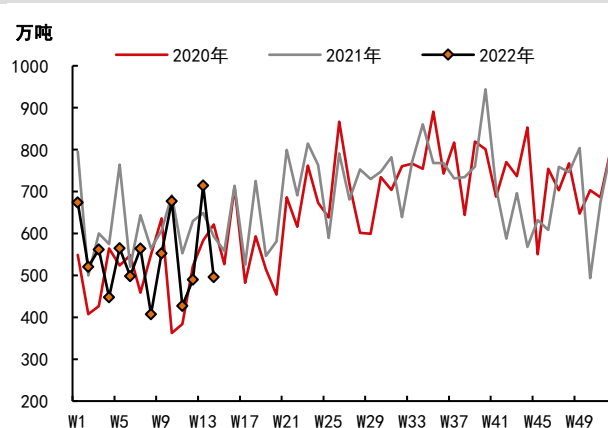
进入 2 月下旬，受海外地缘政治影响，俄乌铁矿发运停滞，导致全球铁矿贸易市场减少日均 10 万吨的资源。同时日韩、欧盟等进口乌克兰精粉的国家也转向巴西寻求替代。受此影响，巴澳发往国内的铁矿总量受到挤压，到港总量仍在同期低位。

图 3： 澳大利亚铁矿石发运量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 4： 巴西铁矿石发运量

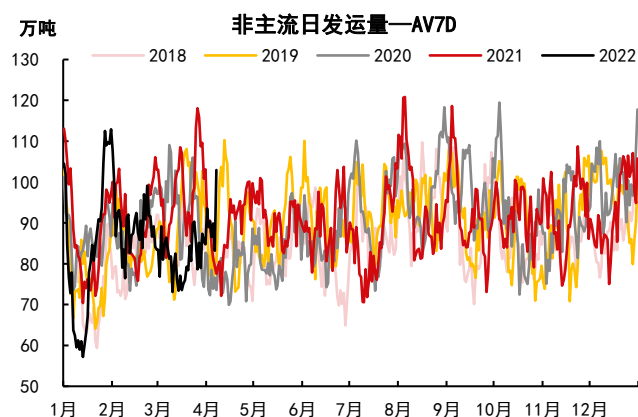


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

但在矿价持续高位运行的背景下，利润敏感性的非主流矿山发维持高位：尤其以印度为主的低品粉矿发运量逆季节性增加，并已弥补乌俄发运减量造成的供给缺口。每年 3 月是印度地区矿山的财报季，往年进入二季度后均会出现发运下

降，但今年整体发运延续上升趋势，高利润持续刺激当地矿山向外出口铁矿。

图 5： 非主流铁矿石发运目标乌俄减量



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 路透 中信期货研究所

图 6： 印度铁矿石发运逆季节性增加

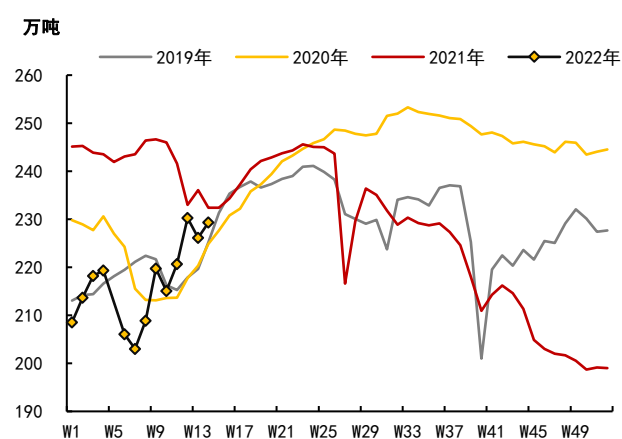


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 路透 中信期货研究所

需求侧，虽然 3 月下旬以来北方受疫情扰动，出现短期的原料紧缺导致的减产。但地区内部疫情管控力度较好，4 月上旬原料运输恢复，本周部分地区已完全解封，钢厂生产逐步恢复正常。虽然华东部分钢厂受运输限制影响，产量被迫下降，但全国钢厂仍在稳步提产阶段。因此铁水产量稳步回升至 230 万吨/天水平。

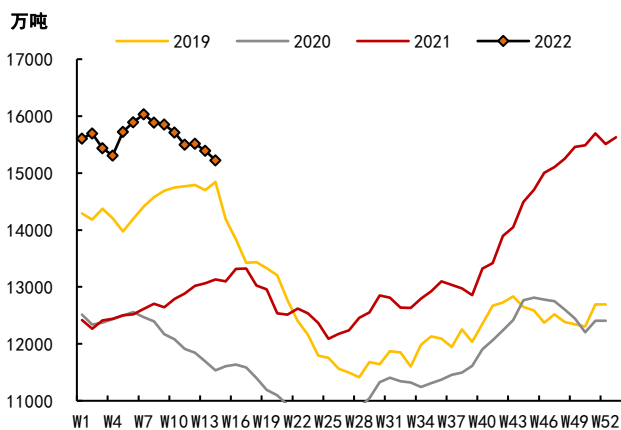
受到港偏低和铁水产量增加带动，港口铁矿石库存持续去化，从高点已降低超过 800 万吨。虽然当前库存总量仍在历史高位，但铁矿价格自 11 月以来的上涨反映了边际紧张的供需格局以及稳增长预期的持续强化。

图 7： 铁水产量逐步回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 8： 港口库存持续走低



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 二、后市展望：供需紧张延续，沽空仍需时间

### 1、内外价差快速收缩，海外紧缺逐步缓解

与 2 月份铁矿价格受到发改委关注出现内盘领跌，外盘相对抗跌不同，近期铁矿价格上涨的主驱动来自于国内：内外盘价差自 3 月中旬开始收窄，累积幅度超过 100 元/吨。

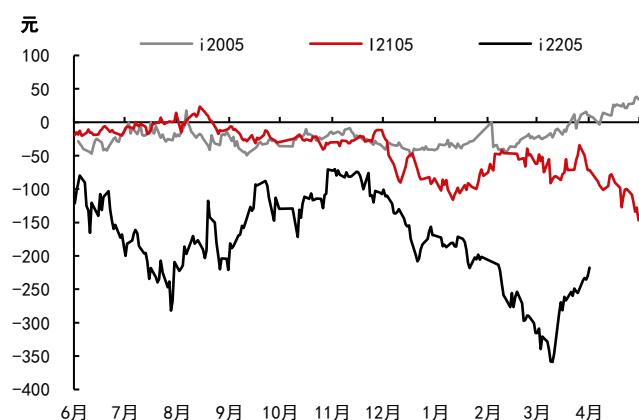
内外价差收窄的驱动来自于两方面：第一点是**内外标的的差异**。连铁当前的最低交割品仍然是低品超特粉，而掉期铁矿标的是普氏 62%指数，两者价差天然隐含中低品价差。自连铁修改合约规则后，铁矿内外价差与 PB 和超特粉价差走势相关性极高。但自 3 月中旬以来的中低品价差收缩明显小于内外价差下降，内外价差的缩小也含有**国内和海外铁矿基本面紧张程度的不同**。

去年 11 月至 3 月铁矿主流矿进口落地利润持续为负：反映出国内钢厂对铁矿石需求趋弱，而海外铁矿供给端有季节性减量和地缘政治冲击导致的总量减少以及需求端铁水产量环比增加，基本面呈现出显著的内弱外强格局。

3 月中旬后，随着国内钢厂进入复产周期，同时因疫情管控，厂内库存大幅下降，钢厂补库需求明显增加。同时因终端需求仍未明显恢复，钢材利润大幅收窄，钢厂为降低生产成本，**配矿倾向于使用更有性价比的低品矿**，因此看到超特粉落地利润快速回升的同时 PB 粉落地利润仍然为负。**海内外格局也出现逆转**：国内在复产补库驱动下铁矿需求走强；海外因为煤焦价格高企以及供应链堵塞，部分高炉厂被迫减产；同时海外高需求或难以持续，**铁矿格局变为内强外弱**。

近期铁矿内外价差的收窄同时体现中低品价差的下降以及内外供需格局的转变，预计内外价差将继续收窄。

图 9： 内外价差大幅走缩



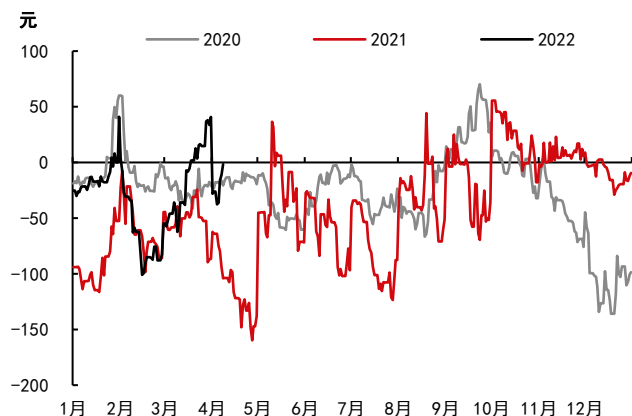
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 10： 内外价差与中低品价差走势吻合



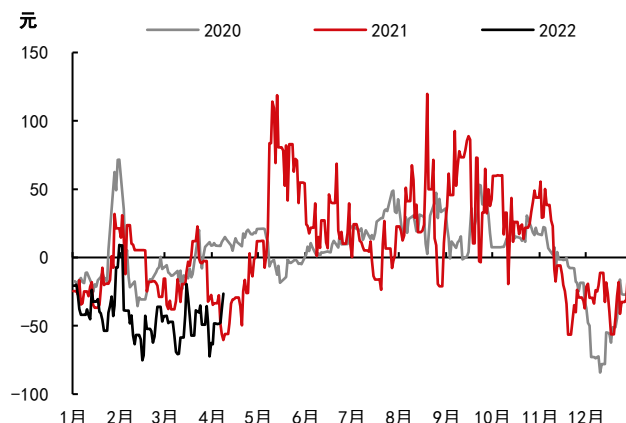
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 11： 超特粉落地利润转正



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 12： PB 粉落地亏损大幅减少



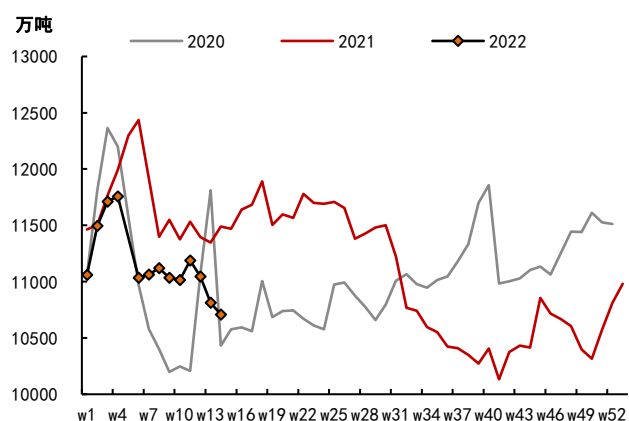
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

## 2、补库驱动延续，中期仍有累库预期

虽然疫情冲击导致部分钢厂出现减停产的现象，但铁矿价格继续上涨，驱动源于钢厂近期持续消耗厂内库存，补库意愿逐步增强；而日均铁水产量仍不足以支撑全年产量平控要求，钢厂尚有提产空间。

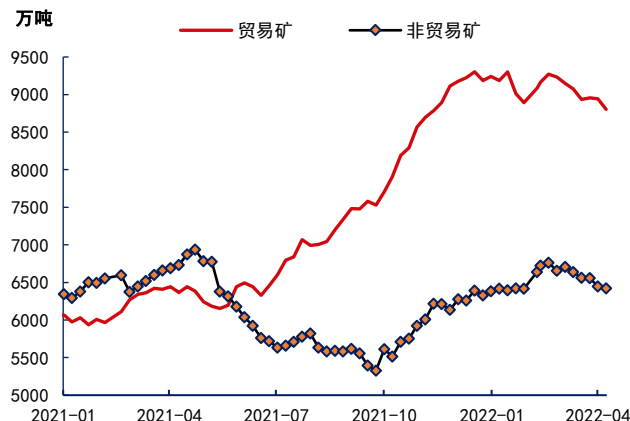
不过根据我们中期的供需平衡表预估（参考《【中信期货黑色】稳增长政策持续，黑色高位运行——2022 年二季度策略报告》的铁矿部分），进入 5 月中旬后，铁矿供需逐步宽松，库存或重新累积。同时在钢厂补库完成后，铁矿厂内库存将进入惯例去库阶段，预计疏港持续低于进口矿需求，港口库存累积的确定性或进一步增强。

图 13： 进口矿烧结粉库存持续走低



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

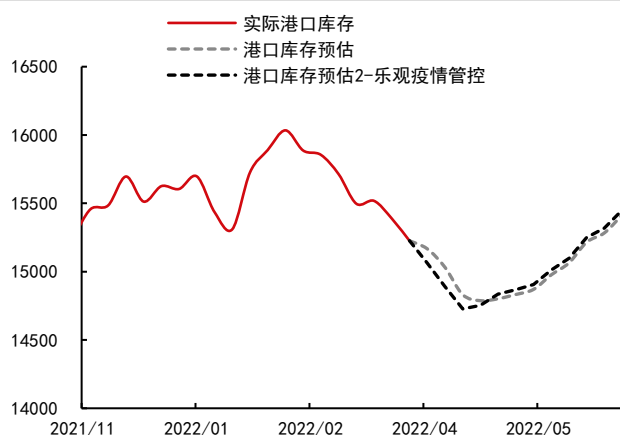
图 14： 港口库存结构



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

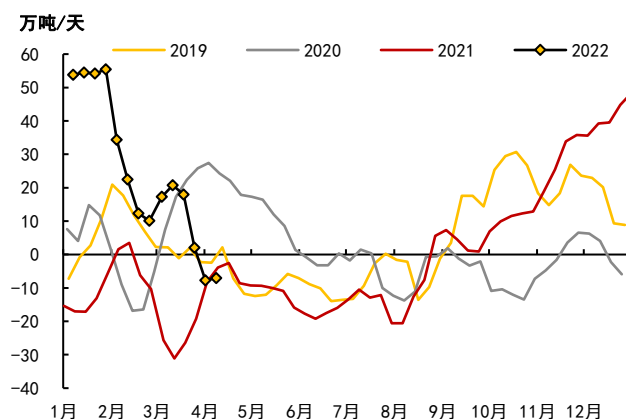


图 15： 铁矿库存展望



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 16： 港口疏港量与进口矿需求差



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

### 3、铁矿酝酿下跌

铁矿基本面预计在钢厂补库和复产阶段性完成后逐步转宽松，同时长期过剩格局难以改变，矿价存在较大下行压力。我们通过比较掉期月差和绝对价格可以看到，往年铁矿石掉期价格与月差具有同涨同跌的关系，但自去年 11 月以来，月差未跟随掉期的上涨出现反弹。主要原因是铁矿的持续上涨支撑来自于国内稳增长以及钢厂复产和补库预期，远期基本面好于现实带动所致。因此一旦钢厂补库完成，掉期月差与绝对价格预期趋同，铁矿石或面临较大回调压力。

通过比较港口属于钢厂权益矿库存和铁矿价格指数可以发现，自 2020 年 10 月以来，两者关联度极高；并且钢厂权益矿变化具有 2 个月左右的领先性。如果剔除今年 2 月铁矿价格因发改委关注出现的价格回调，可以看到当前铁矿石指数接近于港口钢厂权益矿库存的拐点附近。造成这种关联性的根本原因在于国内铁矿石期货的标的是港口现货，而属于堆存在港口属于钢厂的库存增减直接取决于钢厂对后市的判断；贸易商也将据此进行买卖操作，从而驱动铁矿价格变化。库存上涨往往预示着补库和提产预期，带动铁矿价格上涨；而库存去化则反应出未来钢厂主动去库和降低生产负荷的可能性，从而压制矿价。本次港口钢厂权益矿库存拐点出现在 2 月下旬，根据模型预估的铁矿下跌或发生在 4 月下旬。

图 17： 掉期绝对价格与月差



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 18： 铁矿指数与港口钢厂权益库存（领先两个月）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

**综合来看**，铁矿自 11 月上旬以来的上涨体现的是供需基本面的边际收紧，而近期铁矿的上涨驱动主要来自于国内港口现货的采购，内外价差明显收缩。受此影响，铁矿石价格从前期海外通胀输入变为国内消化阶段；同时海外铁元素紧张逐步缓解，国内需求向下趋势难以改变，预计铁矿自身进一步上行驱动减弱，将会逐步进入全球供应过剩的下跌周期。

从时间角度来看，港口属于钢厂的权益矿库存变动领先内盘铁矿价格两个月，预计 4 月下旬开始铁矿或开启下跌趋势。

**风险提示**：复产力度加强，宽松政策持续推出（上行风险）终端需求改善不及预期，疫情影响时间延长（下行风险）。



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

### 中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826