

铁矿石：基本面支撑，宏观与产业政策扰动

观点

1、一季度，矿石自身的基本面维持紧平衡，发运淡季，供给持稳，而高炉开工和日均铁水不断向上，入炉需求火热。

2、二季度，铁矿供需双旺，但下游需求仍有隐忧，受钢厂利润压制和外部宏观冲击犹存，矿价上方空间有限，更多跟随钢价走势，供需紧平衡对价格亦有明显支撑，粗钢压减预期不变，近强远弱格局犹存。

整体建议：二季度矿价延续偏强，逢低做多为主，近强远弱格局犹存，跨月正套仍可关注，钢厂利润难有大幅改善。

风险关注：钢厂利润、矿山发运及外部宏观等。

核心逻辑

1、由于四大矿山的年度计划驱使，且部分新增项目的投产，预计二季度供给将有部分增量。高矿价下，非主流矿山的供应有望增加，国产矿生产不再受疫情影响，亦有增量。因此，综合看来，二季度供给稳中有增。

2、二季度国内入炉需求将维持旺盛，日均铁水有望维持在 235 万吨以上，海外钢厂需求延续弱复苏。终端需求方面，稳经济预期下，基建将持续发力支撑用钢需求，制造业和地产用钢需求弱复苏，整体下游用钢需求韧性较强，但向上空间不大，因此钢厂利润承压下，负反馈动能犹存。

3、二季度驱动矿价向上的动能主要还是需求端，价格上方明显受到钢厂利润不佳的抑制。阶段性正负反馈下，矿价跟随钢价起伏。而欧美加息尾声，部分银行风险骤增，欧美经济衰退可能加大，大宗商品受到明显冲击。总体看来，矿价或延续高位偏强，但上方空间不大，受钢厂利润、产业政策及宏观冲击掣肘，矿价更多跟随钢价走势，而供需紧平衡对价格明显支撑，建议逢低布局多单，另外近强远弱格局和粗钢压减预期犹存，跨月正套仍值得关注。

2023 年 4 月 2 日 星期日

黑色金属研究中心
黑色金属·季度报告

张宝慧

联系方式：0592-5863255

从业资格号：F0286636

投资咨询号：Z0010820

黄志鸿

联系方式：0592-5831694

从业资格号：F3051824

投资咨询号：Z0015761

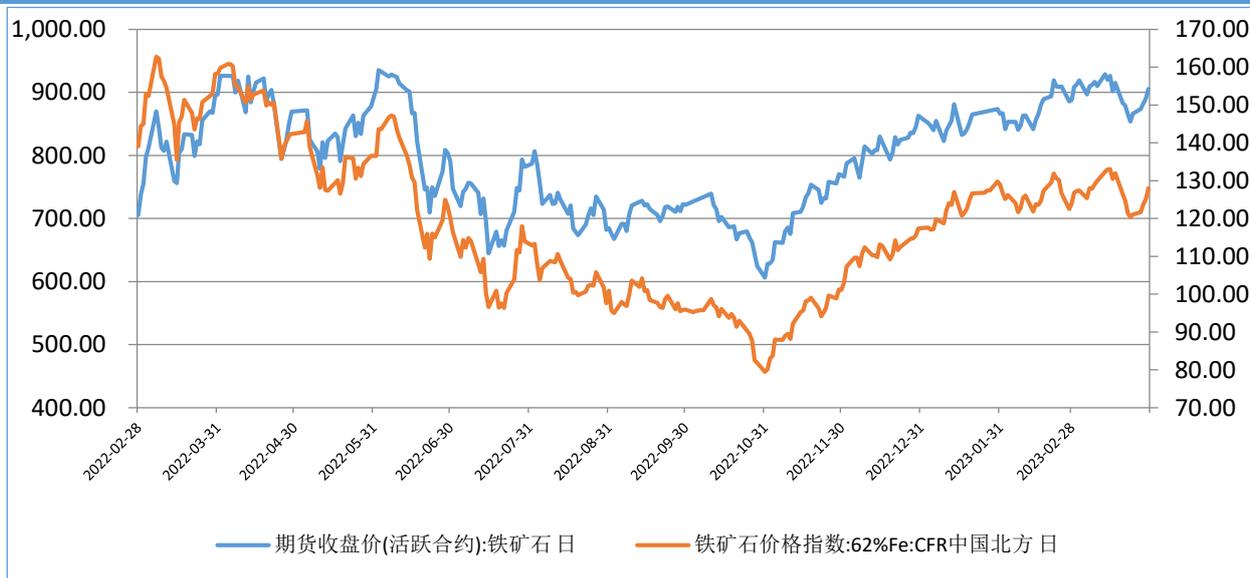
欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、行情回顾

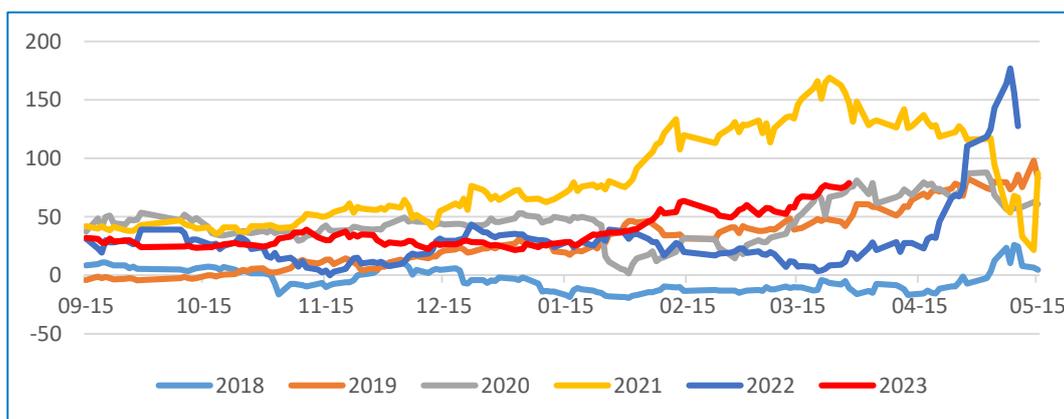
图表 1：铁矿石价格走势



数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

一季度以来，普氏 62%指数均价 125.44 美元，比去年四季度的 99 美元均价明显抬升。1 月初价格突破 120 美元后，价格整体维持在 120-130 美元左右震荡，整体偏强。一季度影响矿价的主要因素是国内经济复苏的预期和外部宏观利空。国内经济复苏的预期下，用钢需求保有韧性，节后以来钢材库存明显去化，五大钢材库存去化 500 万吨，用钢需求预期向好下，铁水不断向上，从日均 220 万吨不断上冲至 243 万吨左右，而供给端难有增量，故而供需矛盾支撑矿价高位运行，期间由于矿价不断过快上涨，多次引发监管。宏观利空主要是美联储延续加息，2 月和 3 月均加息 25 个基点，目前整体利率维持在 4.75%-5%，高位的利率水平继续冲击全球各类资产，特别是三月以来，以美国硅谷银行破产为起点，签名银行等美国中小银行风险持续发酵，而欧洲瑞士信贷风险事件更加剧市场担忧，市场避险情绪升温，大宗商品承压。整体看来，矿石自身基本面延续紧平衡，用钢需求整体也不差，但外围宏观和政策风险冲击频繁。

图表 2：铁矿石 05-09 价差



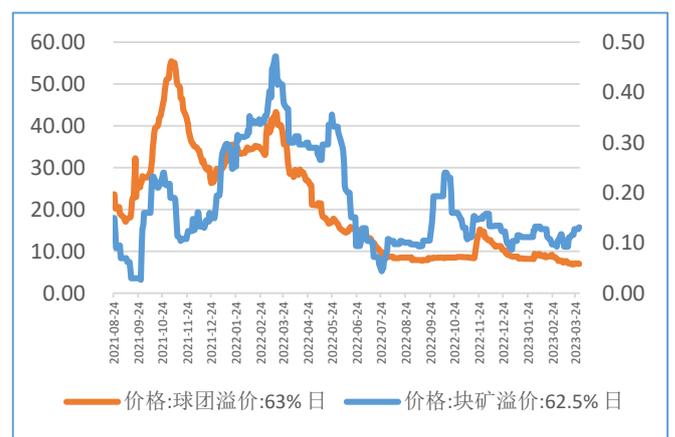
数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

月间价差方面，一季度矿价近强远弱依旧，延续正套结构。05-09 价差一路从 21.5 不断拉大至 80 以上。并且在单边价格震荡或向下调整时，穿越涨跌，不断走阔。总体看来矿石近月供需矛盾突出，期货向上修复基差的动能仍较强。在 3 月初，市场一度交易远月用钢需求更好，即远月预期改善，而且政策监管压力下，近月合约出现较大的不确定性，因此 05-09 价差出现阶段回落。不过与去年类似，当粗钢压减政策的预期抬头时，近月入炉需求更加确定而远月需求可能受政策影响下，05-09 价差继续走阔。

图表 3：品种价差



图表 4：球团和块矿溢价



数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

一季度由于钢厂利润承压，大幅低于历年同期，吨钢利润基本在-100 至 100 元左右波动，由于低利润，钢厂依旧对低品矿种需求较好，高低组合和中品价差偏高，而环保限产基本以烧结为主，高炉影响不大，因此球团和块矿溢价依旧低迷。在钢厂利润承压的大周期下，低品矿的需求仍有支撑，而盘面标的则对标中高品。

图表 5：螺纹生产利润

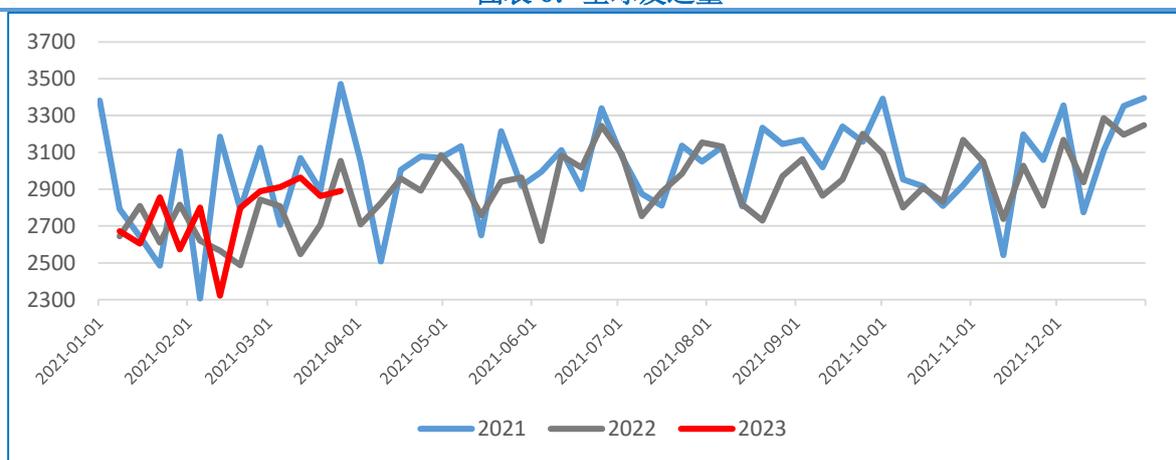


数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

二、供给持稳

2023 年一季度的铁矿石供给持稳为主，从全球发运量来看，到三月底的发运量 3.31 亿吨，较去年增量仅有 600 万吨，其中澳洲发运 2.08 亿吨，巴西发运 0.67 亿吨，分别高出去年同期 900 万吨和 340 万吨。本季度矿价重心维持在 125 美元左右，巨头矿山的利润丰厚，非主流矿山的利润有明显修复。从我国进口铁矿数据来看，2023 年 1-2 月份，我国进口铁矿砂及其精矿累计进口量为 19420 万吨，同比增加 7.3%。一季度澳巴发运持稳，减量主要是非主流矿山。澳洲矿山由于新的替代项目投放，供给小幅增量。由于印度关税取消，进口量明显恢复。1-2 月份国产矿原矿产量也明显恢复，产量 1.5 亿吨，同比增加 3.7%。预计二季度随着发运旺季来临，南半球自然灾害减少，高矿价刺激下，非主流矿山生产积极，整体供给将稳中有增。

图表 6：全球发运量



数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

1、四大矿山

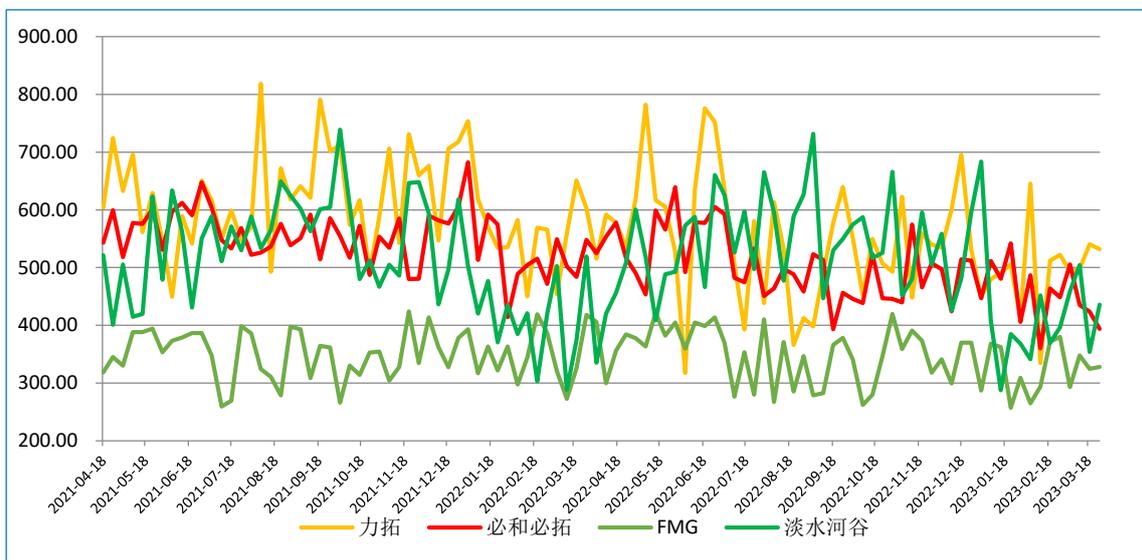
从一季度来看，在黑色产业整体利润下滑明显之际，矿山卖方地位强势，因此四大矿山的利润依旧丰厚。一季度是发运淡季，目前新老项目交替产量回升，澳洲矿山的四大矿山发运整体持稳，巴西淡水河谷的发运波动较大，增量并不明显。步入二季度，处于发运旺季，澳洲矿山新老项目交替，供给仍有增量。在年度目标驱使下，澳巴矿山的供给将稳中有增。

力拓方面已经完成皮尔巴拉矿区置换项目，Gudai-Darri 将持续发力至满负荷生产。其 2023 年发运量为 3.2 亿-3.35 亿吨，C1 成本目标为 21.0-22.5 美元/吨。Gudai-Darri 2023 年将达到 4300 万吨产能，2022 年力拓与宝武合资项目已经动工开发南坡矿项目，非洲几内亚西芒杜项目也取得了重要进展，去年 12 月合资方签署了基础设施建设协议。

必和必拓其 2023 财年产量目标（2.78-2.90 亿吨）大概率可以顺利达成。除 Yandi 矿区外，必和必拓所有矿区产量去年四季度产量同比均出现了不同程度的增幅，其中 Jimblebar 矿区同比增长 15.6%，成为

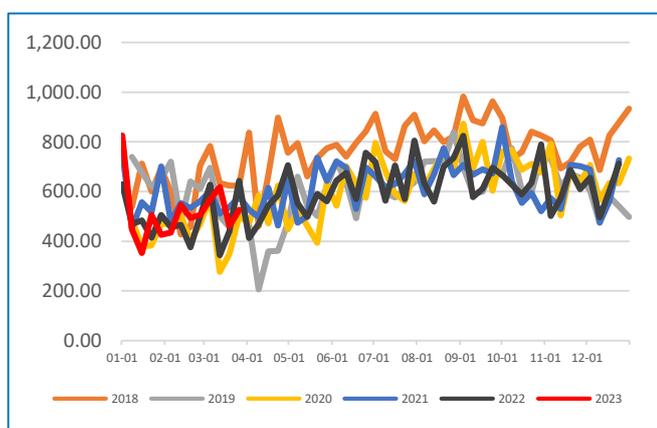
产量增幅最为明显的矿区。南坡项目（South Flank）产量的稳步增长也助力了其他矿区产量增长，该项目预计于 2024 财年末（2025 年 6 月底）实现满产能运行。

图表 6：四大矿山发运量

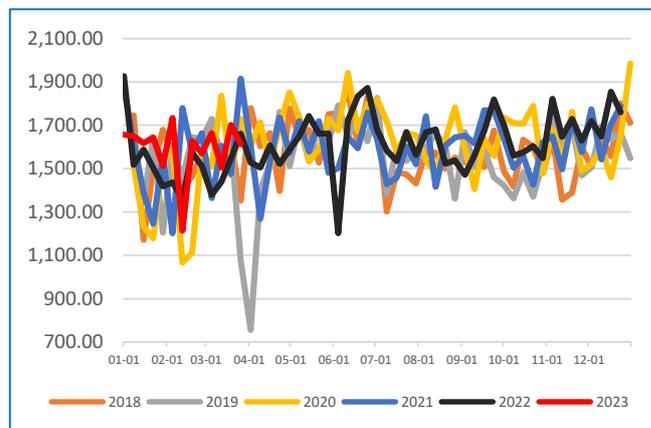


数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

图表 7：巴西发货量



图表 8：澳洲发货量



数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

淡水河谷 2022 年铁矿石产量总计 3.08 亿吨，同比下降 1.6%，这主要由于北岭矿区许可审批延迟及 S11D 矿区碧玉铁质岩废料处理和运营业绩影响导致。其 2023 年铁矿石生产目标保持在 3.1-3.2 亿吨不变，而球团生产目标上调 200 万吨至 3600-4000 万吨。一季度其发运波动较大，发运总量较去年同期小幅下降 150 万吨。

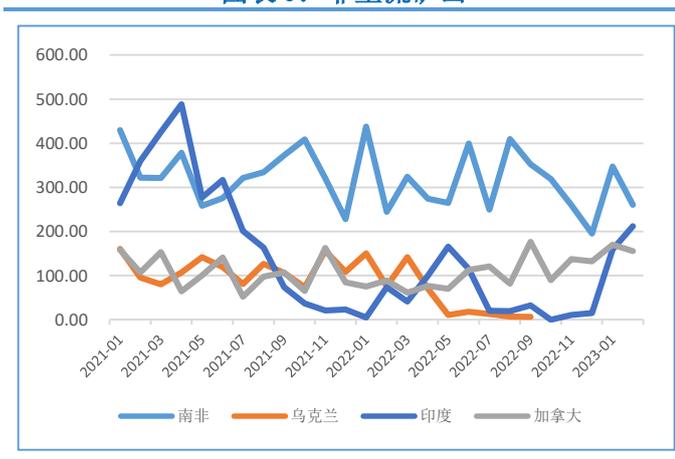
FMG 由于 Eliwana 项目的顺利达产以及其采矿、加工、铁路运输和发运等各供应链环节上的高效配合，使得其产销极为强劲。并且未来铁桥项目每年将交付 2200 万吨高品位 67%铁精粉，该项目原本预计 3 月开工，近期再次推迟到 4 月下半月开工，该项目预计在随后的 12 至 18 个月时间内达到满产能运行。

若铁桥项目投产顺利，预计有将有较大可能实现该财年目标范围的上限。

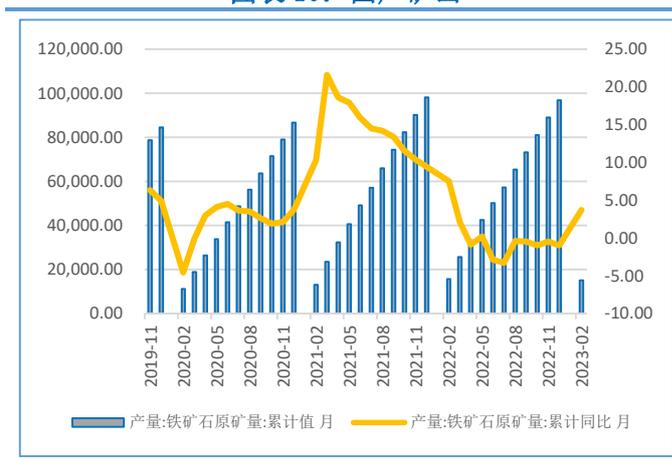
2、中小矿山

今年以来，非主流矿山的供应明显分化，俄乌冲突后，乌克兰精粉的供应就完全暂停，由于冲突持续，目前仍未恢复，印度方面，调整铁矿出口关税后，1-2月，我国进口印度铁矿 530 万吨，高出去年同期 300 万吨，全年预计增量近 2000 万吨。南非方面，受罢工影响，港口发运小幅下降。总体看来，在高矿价下，非主流矿山的供应整体略有增量。

图表 9：非主流矿山



图表 10：国产矿山



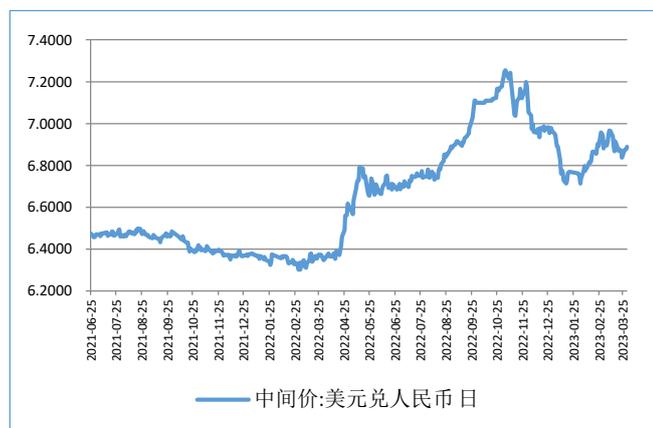
数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

一季度，国产矿产量有明显增量。1-2月全国铁矿石产量 15035.3 万吨，同比增长 3.7%。由于国产矿事故较多，非煤矿山与煤炭矿山均有重大事故发生，因此供给受安监等影响。不过随着疫情防控政策的调整，国产矿产量有望逐步释放。当前来看，国产矿产量的增加主要还是产能利用率的提高，随着国家不断推进基石计划，国内矿山的开发有望加速，但短期恐难较快兑现。

3、成本支撑

一季度人民币汇率波动剧烈，而海运费触底反弹。随着国内经济复苏加快和欧美高利率下，二季度人民币汇率或保持双向波动，人民币汇率易受冲击。不过全球经济仍旧低迷，使得货运需求短期难有较快提振，海运费持续走低。因此汇率对成本支撑较强而运费对矿价支撑弱化。

图表 10: 人民币汇率



图表 11: 海运费



数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

4、供给展望

供给上, 一季度整体持稳。展望二季度, 由于四大矿山的年度计划驱使, 且部分新老项目交替, 随着发运淡季过去, 发运将有明显恢复, 因此预计二季度供给将有部分增量, 另外海外钢厂需求难有明显提升, 预计外矿发往我国的比例将维持高位。高矿价下, 非主流矿山和国产矿的供给整体亦稳中有增, 因此, 综合看来, 二季度矿石供给稳中有增。

三、需求谨慎乐观

一季度, 铁矿石入炉需求持续走高, 用钢需求同比走弱, 但保有韧性。日均铁水从 221 万吨一路走高至 243 万吨, 连续 12 周上升。统计局数据显示 1-2 月, 我国粗钢产量 16870 万吨, 同比增长 5.6%; 生铁产量 14426 万吨, 同比增长 7.3%。节后以来, 终端需求逐步回归。从热卷的表需来看, 处于近几年的数据的正常区间, 而螺纹表需虽处于近几年数据的下沿, 较 2019 年下降 20%, 但整体仍高出 2022 年同期, 保有韧性。随着国内经济复苏的节奏加快, 基建兜底的功能强化, 制造业韧性, 地产弱复苏下, 终端需求整体并不过分悲观, 但向上空间有限。故而钢厂提产之下, 产业利润挤压严重, 仍旧集中于上游矿山, 钢厂利润延续承压, 由于入炉需求受终端需求牵引, 矿价虽然偏强, 但向上受到明显抑制。

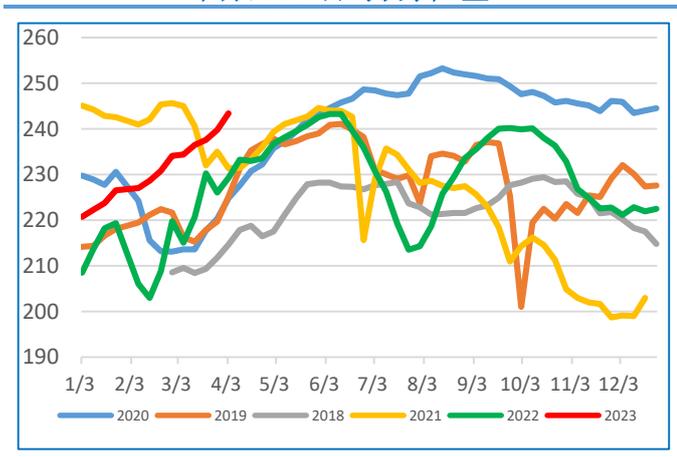
展望二季度, 废钢供给偏紧下, 铁矿依旧是补充铁元素的重要来源, 因此入炉需求或维持旺盛, 但粗钢压减预期下, 易受政策扰动, 下游需求方面, 由于经济复苏加速, 政策利好不断, 二季度用钢需求维持谨慎乐观, 部分需求仍存隐忧, 用钢高峰已过, 且用钢需求易受资金、天气及外需等影响, 阶段性负反馈动能犹存, 也抑制了矿石的价格上沿。

1、入炉需求旺盛

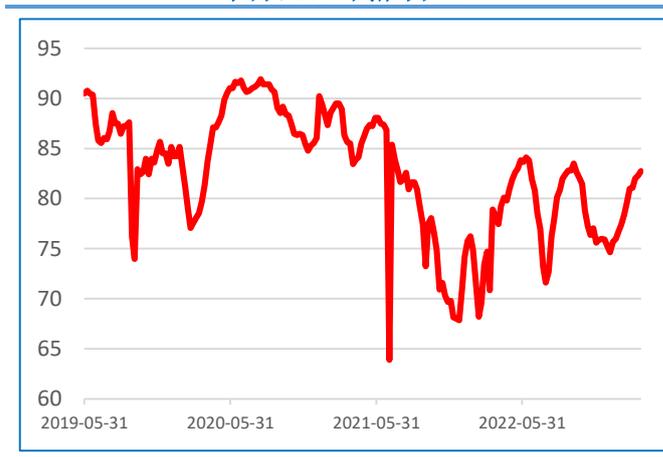
国内需求方面, 进入一季度, 钢厂复产不断, 入炉需求持续向好。尽管钢厂利润承压, 但整体在钢厂可承受范围, 日均铁水从 221.5 万吨不断向上突破, 重回 243 万吨, 连续 12 周上升。

参照往年铁水走势，进入二季度，入炉需求有望维持高位，日均铁水有望维持在 235 万吨以上。不过终端需求仍是主要影响因素，即钢厂利润的波动，钢厂利润在二季度恐难有较大改善，仍将继续延续承压格局，因此入炉需求旺盛，但钢厂采购依旧偏谨慎。而粗钢压减预期下，不排除部分地区和钢厂率先行动，采取产量压减策略。

图表 12: 日均铁水产量

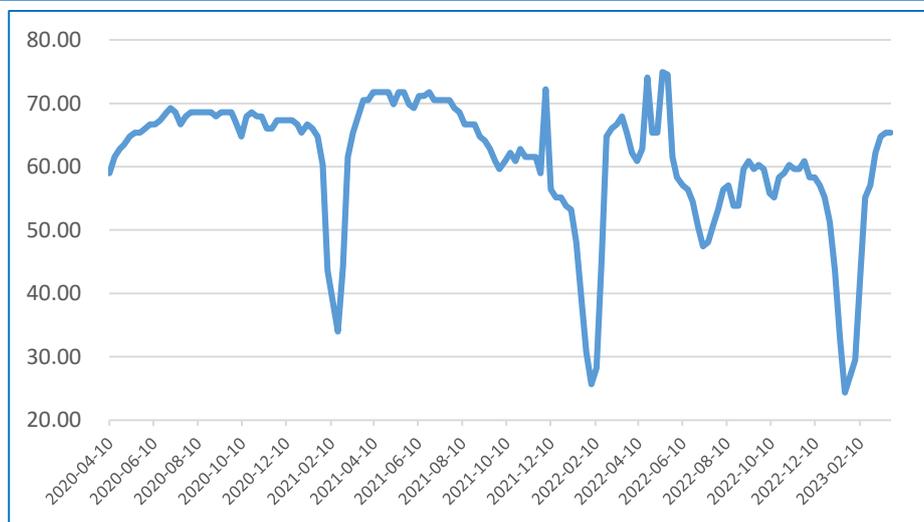


图表 13: 高炉开工



数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

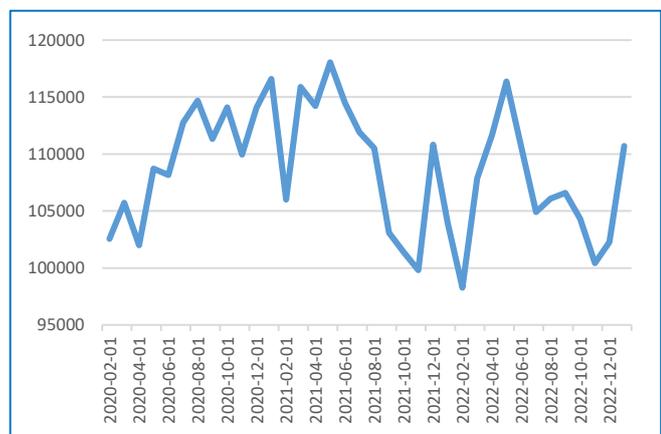
图表 14: 电炉开工



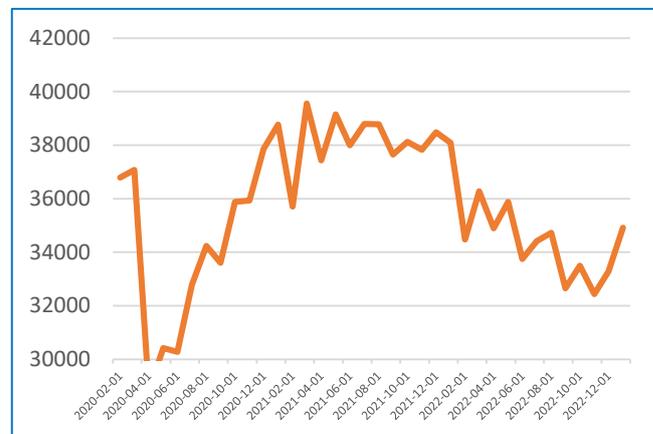
数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

海外需求方面，一季度海外需求明显恢复，但复苏偏弱，1 月份海外生铁产量 34914 万吨，较去年 12 月产量 33287 万吨增加 1627 万吨，同比去年 1 月减少 3179 万吨。整体看来，海外钢厂需求延续弱复苏。能源价格调整后，海外钢厂延续复产，但欧美经济体整体需求偏弱，预计二季度海外生铁产量或保持弱复苏的态势。

图表 15: 全球生铁月度产量



图表 16: 海外生铁月度产量

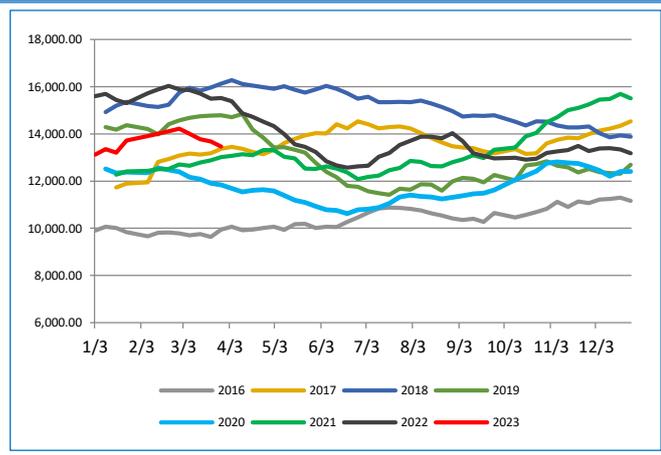


数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

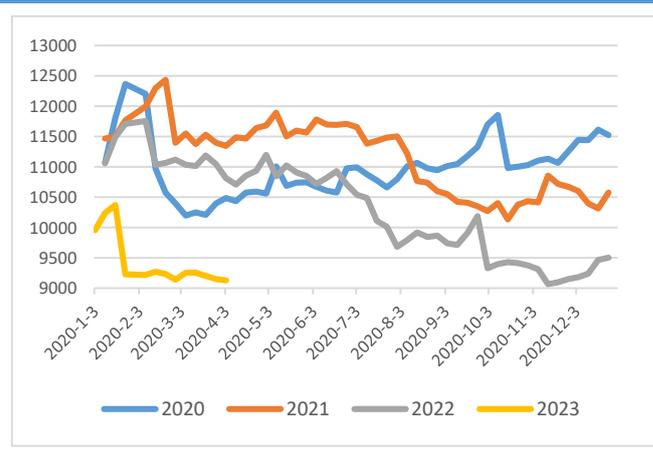
2、库存持续去化

一季度港口库存整体在 1.3 亿吨至 1.4 亿吨左右波动, 由于供给并未明显放量, 而入炉需求持续走高, 整体累库压力不大, 另外钢厂利润大幅压缩后, 钢厂出于降本需要, 大幅压缩库存, 随采随用。钢厂进口矿库存也从 10300 万吨滑落至 9128 万吨, 整体处于 1 亿吨以下, 大幅低于往年同期。港口库存与钢厂库存整体低于去年同期 3600 万吨左右, 短期看来库存压力并不大。如果二季度日均铁水在 235 万吨以上, 预计港口库存大概率延续去库, 年内最低库存或降至 1.2 亿吨以下。

图表 17: 港口库存



图表 18: 钢厂进口矿库存



数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

3、品种结构

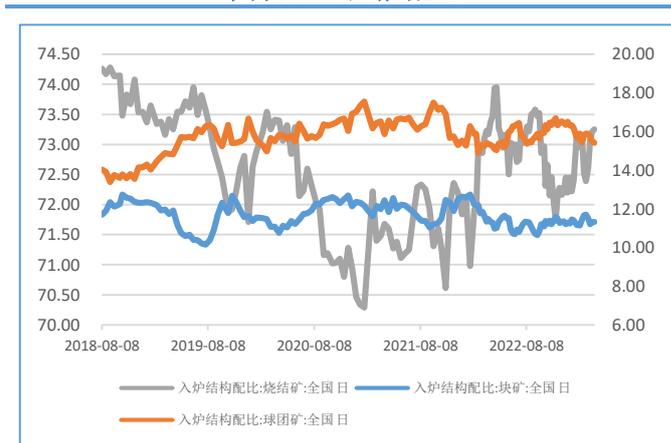
一季度，钢厂利润虽有阶段性反弹，但整体继续承压。因此钢厂对低品矿的需求将持续向好，导致高低-中品价差维持高位，不过随着矿山不断降低低品折扣中品性价比凸显，价差难以持续向上。另外由于焦炭价格偏强，钢厂调整入炉配比，更偏向于熟料，块矿溢价承压，块矿入炉配比持续走低。

预计进入二季度，钢厂利润恐将继续承压，高低-中品价差预计易阔难收，块矿和球团的溢价仍旧低迷。

图表 19: 矿山折扣



图表 20: 入炉配比



数据来源: 国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

4、用钢需求韧性

一季度经济复苏加快，用钢需求复苏，但同比 2019-2021 整体依旧偏弱。今年以来，钢联口径的螺纹表观需求量同比 2019 年降幅达 20%左右，热卷表观需求小幅下降 4%左右。一季度钢材整体库存从 2487 万吨的高点缓慢下降至 1967 万吨左右，库存处于近几年同期低点，产业链库存压力并不大，供需矛盾并不尖锐。在稳经济预期下，国内经济恢复增长，终端需求有望在二季度保持韧性，用钢需求并不悲观，但向上空间并不大，终端需求阶段性高点已过。

基建方面，今年 1-2 月，基建投资累计同比增长 9%，当前资金端和项目端情况均表现良好，预计今年一季度基建投资增速有望达到 10%左右。今年的《政府工作报告》提出，积极的财政政策要加力提效，赤字率计划 3%安排，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿。截至到目前，今年地方债发行规模达到 19146.26 亿元。其中，新增专项债发行 11989.62 亿元，约占全年限额的三成，预计还有约 2.7 万亿新增专项债待发。因此，基建端将是二季度黑色产业的重要支撑。

制造业处于复苏加速中，一季度，制造业采购经理指数 (PMI) 大幅跃升至 52.6%，制造业强劲复苏。不过 1-2 月，规模以上工业企业实现营业收入 19.30 万亿，同比下降 1.3%，而利润总额 8872.1 亿元，同比下降 22.9%。且 3 月份制造业 PMI 指数中订单类指数均出现回落，反映需求不足的企业占比超过 55%。随着全球经济增长放缓，海外需求向下，主要经济体的 PMI 持续滑落，国际上外部环境依然复杂，出口恢复

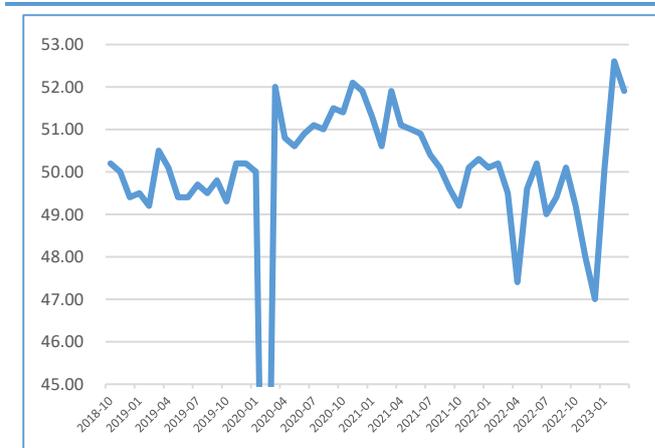
不确定性因素较多，新出口订单指数 2 月份短暂回升，3 月份又再次下降至 50.4%，降幅 2 个百分点。制造业用钢需求谨慎乐观。

地产复苏缓慢，1—2 月份，全国房地产开发投资 13669 亿元，同比下降 5.7%；房地产开发企业房屋施工面积 750240 万平方米，同比下降 4.4%。房屋新开工面积 13567 万平方米，下降 9.4%。1—2 月份，商品房销售面积 15133 万平方米，同比下降 3.6%。商品房销售额 15449 亿元，下降 0.1%。短期以 30 城的销售为前瞻指标来看，地产仍处下方。随着各地楼市政策进一步放松，“保交楼”工作稳步推进，房地产市场边际改善，但走出底部尚需时间。中期在经济放缓、城镇化提升空间收窄以及新增人口萎缩等大背景下，地产难现往日荣光。对于二季度，地产预计难有较快起色，仍处弱复苏。

图表 21：基建投资

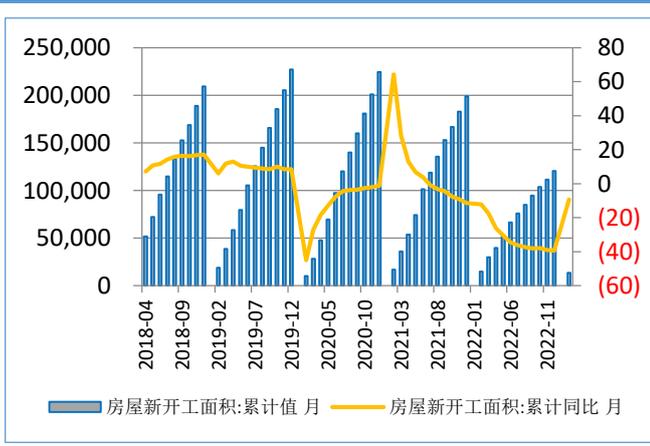


图表 22：PMI

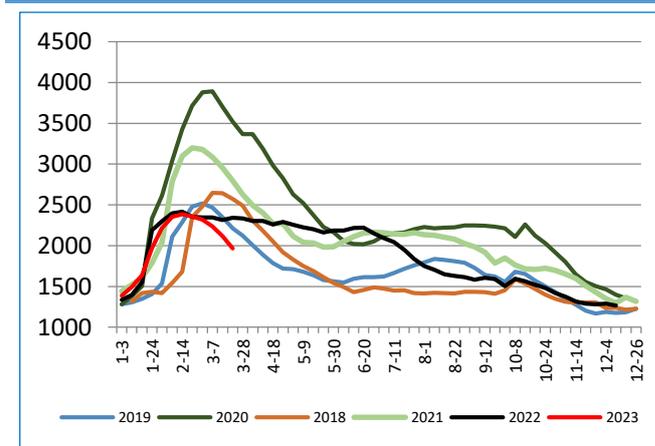


数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

图表 23：房地产新开工



图表 24：五大钢材库存



数据来源：国贸期货根据 wind 及 mysteel 数据整理

5、需求展望

一季度直接需求旺盛而间接需求复苏，钢材与炉料阶段性正反馈。直接需求旺盛，尽管钢厂利润承压，但整体呈修复态势，铁水不断向上，创历年同期新高，突破 243 万吨，重回高位。终端需求延续复苏，但较 2019 年依旧相对疲弱，钢材表需改善，下游库存去化，但部分需求仍有隐忧。二季度国内入炉需求将有望继续维持旺盛，海外需求亦有增量，整体库存将持续去化，品种上低品仍较中品更具优势。终端需求方面，稳经济预期下，基建将持续发力支撑用钢需求，制造业和地产用钢需求弱复苏，总体看来终端需求高点已过，弱于往年同期，但保持韧性。

四、综述

2023 年一季度矿价重心较去年四季度明显上移，价格强势反弹维持高位波动，波动程度亦低于去年四季度。供给上，一季度整体持稳。展望二季度，由于四大矿山的年度计划驱使，且部分新老项目交替，随着发运淡季过去，发运将有明显恢复，因此预计二季度供给将有部分增量，另外海外钢厂需求难有提升，预计外矿发往我国的比例将维持高位。高矿价下，非主流矿山和国产矿的供给整体亦稳中有增，因此，综合看来，二季度矿石供给稳中有增。

一季度直接需求旺盛而间接需求复苏，钢材与炉料阶段性正反馈。直接需求旺盛，尽管钢厂利润承压，但整体呈修复态势，铁水不断向上，创历年同期新高，突破 243 万吨，重回高位。终端需求延续复苏，但较 2019 年依旧相对疲弱，钢材表需改善，下游库存去化，但部分需求仍有隐忧。二季度国内入炉需求将有望继续维持旺盛，海外需求亦有增量，整体库存将持续去化，品种上低品仍较中品更具优势。终端需求方面，稳经济预期下，基建将持续发力支撑用钢需求，制造业和地产用钢需求弱复苏，总体看来终端需求高点已过，弱于往年同期，但保持韧性。

一季度尽管矿石自身的基本面偏紧，但价格上方明显受到钢厂利润不佳的抑制。阶段性正负反馈下，矿价跟随钢价起伏。而欧美加息周期下，部分银行风险骤增，且欧美经济衰退可能加大，大宗商品受到明显冲击。尽管黑色板块与国内经济联动性更强，但板块亦不时受到外围宏观冲击，导致价格大幅波动。中美经济错位且部分需求隐忧下，钢价上方空间有限，使得矿价亦难向上突破。总体看来二季度，矿价或延续高位偏强，但上方空间不大，受钢厂利润和外部政策及宏观掣肘，矿价更多跟随钢价走势，而供需短期紧平衡对价格明显支撑，建议逢低布局多单，另外近强远弱格局和粗钢压减预期犹存，跨月正套仍值得推荐。风险关注：钢厂利润、矿山发运及外部宏观等。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎