

弱现实迎来强预期，矿价或宽幅震荡



走势评级：铁矿石：震荡
报告日期：2022 年 12 月 07 日

许惠敏 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F3081016
投资咨询号：Z0016073
Tel: 8621-63325888-1595
Email: huimin.xu@orientfutures.com

★ 2022 年复盘：需求回落，钢厂由主动补库转向主动降库

2022 年，铁矿石行情经历先扬后抑的过山车行情，终端钢材需求低位弱稳，原料价格跟随钢厂复产和减产节奏波动。上半年，钢厂利润较高伴随铁水缓慢恢复，矿价由年初 120 美金上行至 4 月份最高 160 美金。5-6 月份市场情绪依然乐观，但实际成品库存急速堆积。整体工业品价格在 7 月份美联储加息后快速刺破泡沫，矿价一度跌破 100 美金至 96 美金。下半年以来，钢厂生产调节愈发灵活，矿价伴随铁水和钢厂利润重心回落最低跌至 80 美金。11 月末整体宏观情绪回暖，矿价反弹至 100 美金附近。

★ 2023 年铁矿供需增需减，100 美金下全年预计累库 5800 万吨

2022 年铁矿石供应端缩量主要源自非主流和国产矿，2023 年非主流很难继续贡献更多减量。澳洲巴西等主流矿山 2023 年预计小幅增产 2500 万吨。2021-2022 年两年期间，部分国产矿产能推迟投产，国产矿 2023 年大约也有 500-800 万吨增量。预计 2023 年铁矿石全年增产量 3300 万吨。供应端增量压力并不明显，矿价核心依然取决于铁水和钢厂利润情况。需求方面，国内、日韩台湾和欧洲等主要铁矿石进口地区，需求预估分别-3.2%、3%和 0%。全年铁矿石预计供需过剩约 5800 万吨。对应铁矿石边际成本支撑线维持 70-80 美金，折合盘面价格 570-650 元。

★ 产业低库存+宏观强预期，全年节奏预计宽幅震荡

2023 年，铁矿石实际供需基本面依然偏谨慎。但考虑产业链低库存，宏观利好信号不断，盘面价格整体节奏预计易涨难跌。实际需求改善或需要防疫政策、地产销售（信心）回暖等多重要素转变。传导时间周期上，我们对 05 合约上旺季需求力度存谨慎态度，年度整体需求启动力度前低后高。弱现实+强预期，矿价或震荡反复筑底，操作上建议以成本支撑为锚逢低短多。

★ 风险提示：

防疫政策，地产政策，钢铁控产量政策。

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2022 年复盘：供需双降，矿价估值跟随钢厂利润回落.....	5
2、2023 年铁矿供应展望：小幅增产 3300 万吨.....	7
2.1、澳洲巴西等主流矿山 2023 年预计增产 2500 万吨.....	8
2.2、非主流：印度出口成本边际下调，乌克兰存不确定性.....	11
2.3、国产矿：核增产能逐渐投放，2023 年或增产 500 万吨.....	12
3、2023 年铁矿需求展望：国内铁水下降 3%，外需维持疲软.....	14
4、供需之外的几点结构性因素探讨.....	18
4.1、主动降库空间有限，利空需要等待实质需求恶化兑现.....	18
4.2、主疫情对供需端生产效率的影响.....	19
4.3、中国矿产资源集团的成立或改变买方长期定价能力.....	20
5、年度展望及策略建议.....	20
6、风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 普氏价格与国内铁矿石库存.....	5
图表 2: 普氏指数与国内钢厂利润.....	5
图表 3: 螺纹表需与 247 铁水产量.....	5
图表 4: 港口铁矿石库存季节性.....	5
图表 5: SGX 和期货主力内外价差.....	6
图表 6: PB-超特高低品价差.....	6
图表 7: 2022 年全球铁矿石发货量变化.....	7
图表 8: 2022 年全球主要国家铁矿石到货量变化.....	7
图表 9: 2023 年铁矿石供应量预估 (亿吨)	8
图表 10: 澳洲-全球周度发货量季节性 (MA4)	9
图表 11: 巴西-全球周度发货量季节性 (MA4)	9
图表 12: 力拓-全球周度发货量季节性 (MA4)	9
图表 13: BHP-全球周度发货量季节性 (MA4)	9
图表 14: FMG-全球周度发货量季节性 (MA4)	10
图表 15: Vale-全球周度发货量季节性 (MA4)	10
图表 16: 力拓-PB 粉产量季节性.....	10
图表 17: 四大矿山国内港口库存.....	10
图表 18: 2022Q3 四大矿发货量比较 (万吨)	10
图表 19: 印度矿出口政策一览.....	11
图表 20: 印度矿月度出口量和出口价格.....	12
图表 21: 乌克兰铁矿石月度出口量.....	12
图表 22: 部分国内矿“基石项目”列表.....	13
图表 23: 国产矿开工率季节性.....	13
图表 24: 统计局原矿产量月度同比.....	13
图表 25: 近年铁矿年初预计增产量与实际增量对比.....	14
图表 26: 2023 年国内铁水预估 (万吨)	15
图表 27: 富宝-转炉废钢系数.....	15
图表 28: 电炉废钢日耗量.....	15
图表 29: 247 铁水产量季节性.....	15
图表 30: 钢厂模拟生产利润.....	15
图表 31: 房屋销售数据.....	16

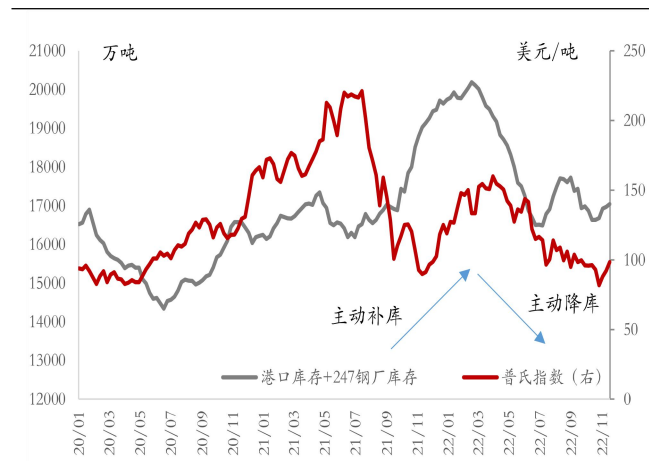
图表 32: 百城房企拿地数据季节性.....	16
图表 33: 全球除中国外铁水产量增速.....	16
图表 34: 全球钢材贸易量/产量比例.....	16
图表 35: 全球主要经济体 PMI.....	17
图表 36: 欧洲电炉模拟盈利.....	17
图表 37: 2023 年铁矿石供需平衡表 (万吨)	17
图表 38: 汇率 7.2 条件下美金对应盘面价格.....	18
图表 39: 铁矿石边际成本曲线.....	18
图表 40: 港口库存对比钢厂库存.....	19
图表 41: PMI-库存.....	19
图表 42: 确诊+无症状人数.....	19
图表 43: 7 月份以后海外权益矿投资项目.....	20

1、2022 年复盘：供需双降，矿价估值跟随钢厂利润回落

2022 年，铁矿石行情经历先扬后抑的过山车行情，终端钢材需求低位弱稳，原料价格跟随钢厂复产和减产节奏波动。上半年，钢厂利润较高伴随铁水缓慢恢复，矿价由年初 120 美金上行至 4 月份最高 160 美金。5-6 月份市场情绪依然乐观，但实际成品库存急速堆积。整体工业品价格在 7 月份美联储加息后快速刺破泡沫，矿价一度跌破 100 美金至 96 美金。

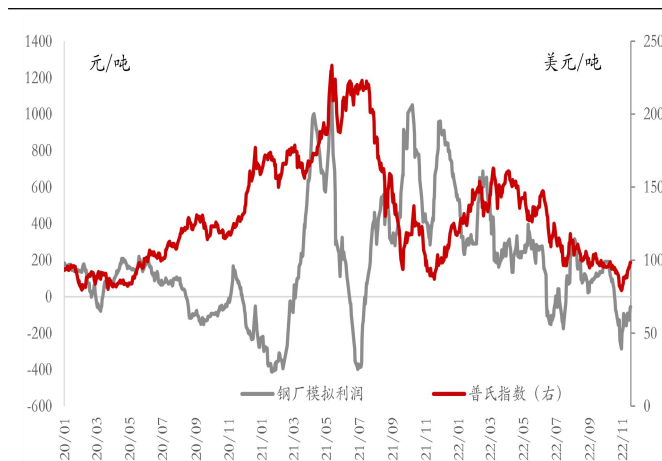
下半年以来，钢厂生产调节愈发灵活，矿价伴随铁水和钢厂利润重心回落最低跌至 80 美金。11 月末整体宏观情绪回暖，矿价反弹至 100 美金附近。铁矿 2022 年供需双降，年末实际供需总量和累库幅度远远好于年初预期，矿价压力更多源自钢厂利润恶化。

图表 1：普氏价格与国内铁矿石库存



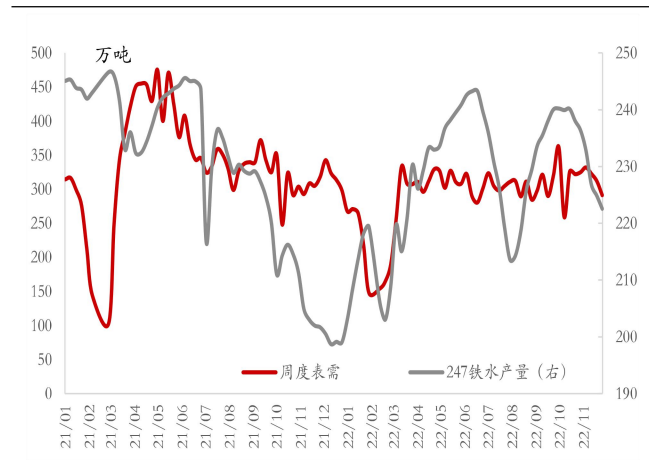
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 2：普氏指数与国内钢厂利润



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 3：螺纹表需与 247 铁水产量



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

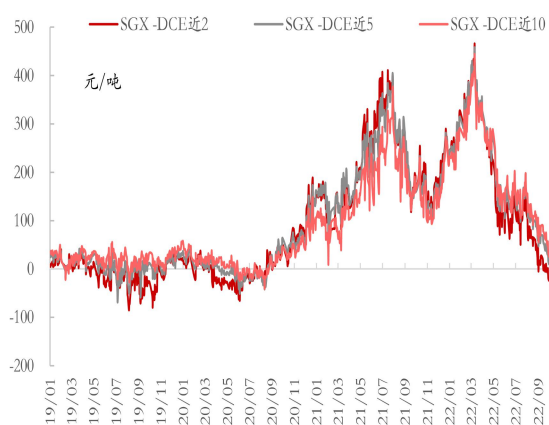
图表 4：港口铁矿石库存季节性



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

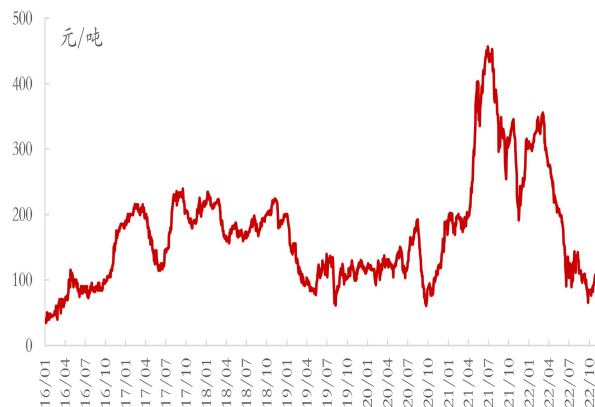
铁矿品种价差也跟随者钢厂利润反转呈现巨大波动。2022 年一季度，PB 粉供应未能恢复叠加钢厂利润仍在高位，PB-超特价差维持 300 元/吨以上高位。二季度开始，PB 粉供应持续恢复，钢厂利润快速收敛至零值附近，PB-超特价差跌至 100 元/吨以内。PB-超特价差的剧烈波动也带来了最近 2 年 SGX-内盘价差较长的套利机会。

图表 5: SGX 和期货主力内外价差



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 6: PB-超特高低品价差



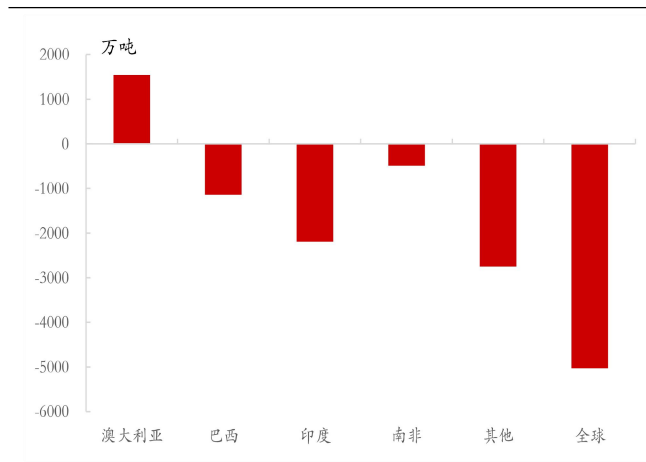
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

基本上，2022 年铁矿石供需持续超预期。2022 年初，市场普遍给予全年供应零增长的预判。但受俄乌冲突、印度减量（预期内）、国产矿产量下降等影响，实际铁矿石供应大幅低于年初预期。根据 1-11 月份航运数据推算，2022 年全年，全球铁矿石发货量同比下降 5000 万吨，到中国铁矿石到货量预计下降 2700W。国产矿产量预计下降 1700W，对应到中国总供应量下降 4400W。

需求角度，2022 年粗钢需求预计下滑 3.7%，但 2022 年产量和需求下滑更多通过废钢环节实现，高炉铁水实际降幅有限。统计局口径的全国生铁产量 7.27 亿吨，同比降 1.2%；Mysteel 口径的 247 家样本钢厂铁水均值较前一年基本持平。铁水实际降幅小于粗钢需求降幅，很大程度上缓解了铁矿需求总量压力。

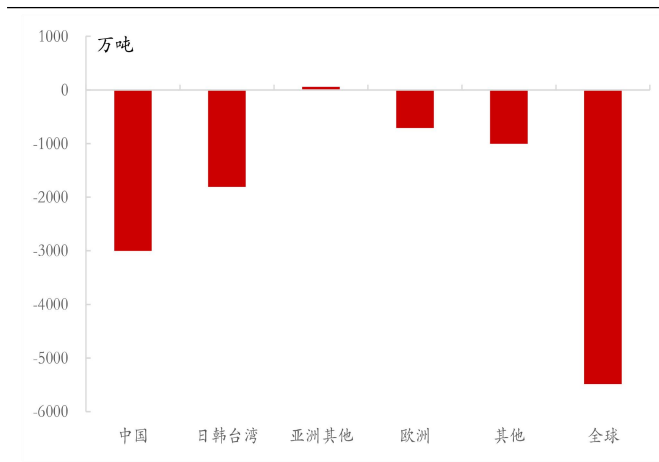
综合来看，2022 年全年到中国总供应量下降 4400W，需求端绝对值环比大约持平，库存角度的供需矛盾并不大。但伴随钢厂利润萎缩和订单恶化，钢厂和贸易环节下半年开始持续主动降库。全年推算，钢厂库存大约下降 1700 万吨，国内港口显性库存下降 2300 万吨。

图表 7: 2022 年全球铁矿石发货量变化



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 8: 2022 年全球主要国家铁矿石到货量变化



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

2、2023 年铁矿供应展望：小幅增产 3300 万吨

展望 2023 年铁矿供需，我们预估整体平衡表仍然保持过剩态势。

供应角度，澳洲巴西等主流矿山 2023 年预计小幅增产 2500 万吨。其中，Vale 预计增产 1000 万吨，BHP 产量持平，Rio 和 FMG 产量分别增产 1100 万吨和 300 万吨，其他矿山小幅增产 100 万吨。但从经验上看，Vale 最近几年产量恢复始终不及预期，实际增量预计小于预估值。

2022 年供应端缩量主要源自非主流和国产矿，2023 年这部分产量很难贡献更多减量。2022 年 11 月份印度取消了 5 月增加的出口关税，预计带来 2023 年发货增量 700-1000 万吨。假设乌克兰维持现状，根据其下半年实际发货量推算 2023 年全年，乌克兰出口量预计同比 2022 年仍有 800 万吨减量。但需要注意的是，一旦俄乌冲突缓和，俄罗斯、乌克兰的铁矿产销有一定可能恢复。

国产矿方面，2021-2022 年，受疫情、安监等影响，国产矿释放持续不及预期。考虑部分推迟投产的产能在 2023 年释放，国产矿年度大概率也有 500-800 万吨增量。

综合来看，预计 2023 年铁矿石全年增产量 3300 万吨。其中，乌克兰、国产矿产量恢复存不确定性。最近 3-4 年以来，铁矿石实际年度产量增速往往低于年初预期，总产能见顶周期下，实际产量极易受到意外因素（或主观因素）带来的下修。

图表 9：2023 年铁矿石供应量预估（亿吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
澳洲巴西增量		0.28	0.74	0.17	-0.38	0.03	0.30	-0.03	0.25
Vale	3.21	3.34	3.86	3.66	3.13	2.86	3.00	2.87	2.97
BHP(100%)	2.54	2.57	2.68	2.82	2.80	2.83	2.84	2.84	2.84
Samarco	0.25	-	-	-	-	-	0.07	0.08	0.08
Rio	3.25	3.27	3.30	3.38	3.27	3.31	3.20	3.19	3.30
FMG	1.65	1.65	1.70	1.68	1.67	1.78	1.85	1.87	1.90
澳洲-其他									
RoyHill	0.01	0.24	0.33	0.53	0.53	0.53	0.57	0.63	0.65
Atlas	0.12	0.14	0.14	0.09	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09
Grange	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Karara	-	-	-	-	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Mount Gibson	0.06	0.05	0.03	0.04	0.04	0.05	0.03	0.03	0.03
Mineral resource	-	-	-	-	0.11	0.14	0.17	0.19	0.17
Citic Pacific	-	-	-	-	0.12	0.20	0.26	0.26	0.27
巴西-其他									
CSN	0.26	0.37	0.33	0.35	0.34	0.31	0.33	0.32	0.34
非主流发货增量					-0.10	0.38	-0.15	-0.41	0.03
乌克兰	-	-	-	-	0.45	0.46	0.45	0.26	0.18
Anglo America-kumba			0.45	0.43	0.42	0.37	0.41	0.38	0.4
Anglo-minas-rio				0.08	0.03	0.24	0.24	0.22	0.24
印度			0.29	0.18	0.31	0.52	0.35	0.17	0.24
国内矿产量	3.84	3.56	3.41	2.12	2.35	2.40	2.47	2.30	2.35
内矿增量					0.22	0.05	0.07	-0.17	0.05
海漂+国内供应增量					-0.26	0.47	0.21	-0.61	0.33

资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

2.1、澳洲巴西等主流矿山 2023 年预计增产 2500 万吨

我们预计澳洲巴西等主流矿山 2023 年预计小幅增产 2500 万吨。其中,Vale 预计增产 1000 万吨, BHP 产量持平, Rio 和 FMG 产量分别增产 1100 万吨和 300 万吨, 其他矿山小幅增产 100 万吨。但从经验上看, Vale 最近几年产量恢复始终不及预期, 实际增量预计小于预估值。

根据主要矿山 2022 年前三季度表现, 我们对主要矿山发货量进行预估。

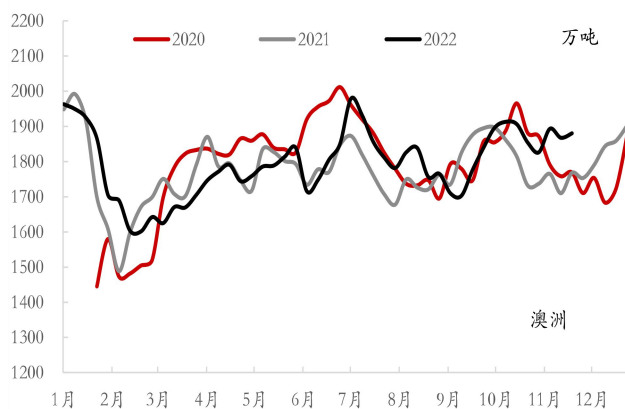
其中, 力拓置换矿 Gudai-Darri 终于顺利投产, PB 粉和 PB 块连续两个季度产量大幅回升。2021Q4, PB 粉单季度发货量最低仅有 2430W, 2022Q3 恢复至 3160W。2022 年, 力拓实际发货量预计 3.2 亿吨左右, 根据公司产品计划, 2023 年铁矿石出货量将与 2022 年持平, 在 3.2-3.35 亿吨之间。乐观预估下, 力拓 2023 年产量预计较 2022 年小幅增加 1100 万吨

至 3.3 亿吨。

FMG2023 年财年产量目标保持 1.87-1.92 亿吨。由于缺乏劳动力，此前 Iron Bridge 项目投产时间被推迟至 2023Q1。该项目总产能 2200 万吨，产品为铁品位为 67% 的磁铁矿。公司预计该项目投产后 2023Q2 产量约 100 万吨，全部达产需要 12-18 个月爬坡。

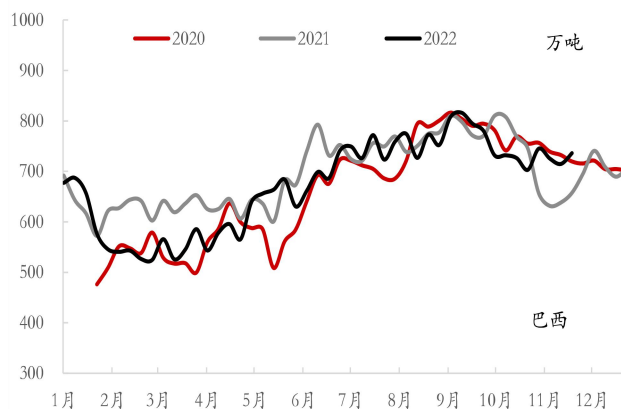
Vale 前三季度表现差强人意，若需要完成其年度 3.1 亿吨的产量计划&降库的目标，预计其 ValeQ4 产量和发货量将大幅抬升至 8230 万吨和 8300 万吨。从最近几年 Vale 的表现来看，整体持续不及预期，我们给予 Vale2023 年增量约 1000 万吨预估。

图表 10: 澳洲-全球周度发货量季节性 (MA4)



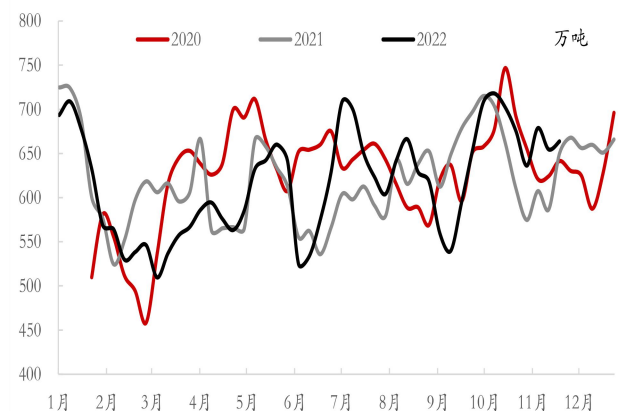
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 11: 巴西-全球周度发货量季节性 (MA4)



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 12: 力拓-全球周度发货量季节性 (MA4)



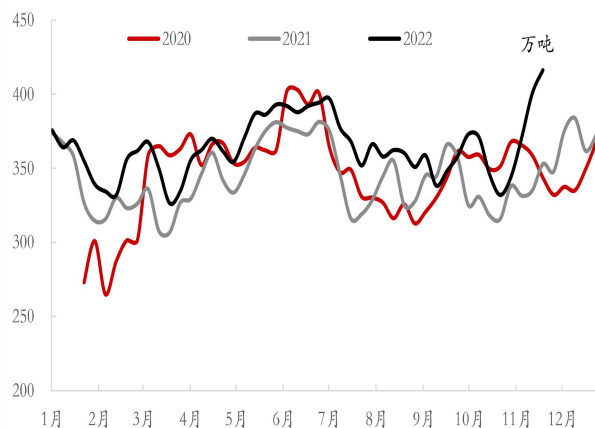
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 13: BHP-全球周度发货量季节性 (MA4)



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 14: FMG-全球周度发货量季节性 (MA4)



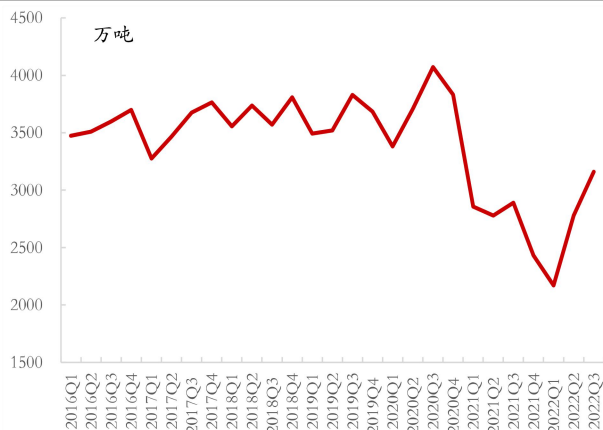
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 15: Vale-全球周度发货量季节性 (MA4)



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 16: 力拓-PB 粉产量季节性



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 17: 四大矿山国内港口库存



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 18: 2022Q3 四大矿发货量比较 (万吨)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	环比	同比
Rio	7640	7360	8340	8870	7489	7990	8290	300	-50
BHP	6603	7371	7082	7322	6711	7280	7028	-252	-54
FMG	4230	4930	4560	4750	4650	4740	4750	10	190
Vale	6560	7490	7588	8315	5360	7317	7760	443	172

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2.2、非主流：印度出口成本边际下调，乌克兰存不确定性

印度矿是全球铁矿石市场中一个极为波动的变量。2022 年 5 月份，为抑制钢材暴涨，保证其本国的基建需求，印度一度全面上调其铁矿石和钢材出口关税。随着下半年以来印度本国需求严重衰退，财政压力下，印度很快推翻了这一政策。2022 年 11 月份，印度财政部宣布下调今年 5 月份刚刚调整过的铁矿石出口关税。其中，铁品位 58% 以上的铁矿石关税由 50% 下调至 30%，58% 以下铁矿石和球团矿恢复 0% 的关税。

2021 年，印度全年铁矿石出口量 3600 万吨，其中 3300 万吨以中国为目的地。2022 年 1-5 月份，印度每个月出口量约 250 万吨。加关税政策落地后，由于出口成本抬高、叠加普氏价格下跌，印度出口量急剧收缩，三季度以来印度每个月出口量仅有 20-50 万吨。随着印度出口关税再度下调，全球海漂矿供应将面临印度矿的潜在增量。

关税下调降低了印度矿出口的盈亏平衡点，压制了长期矿价顶部。测算下来，取消出口关税后，印度球团和 57% 低品矿出口边际成本分别由 150 美金、100 美金下调至 100 美金和 87 美金。

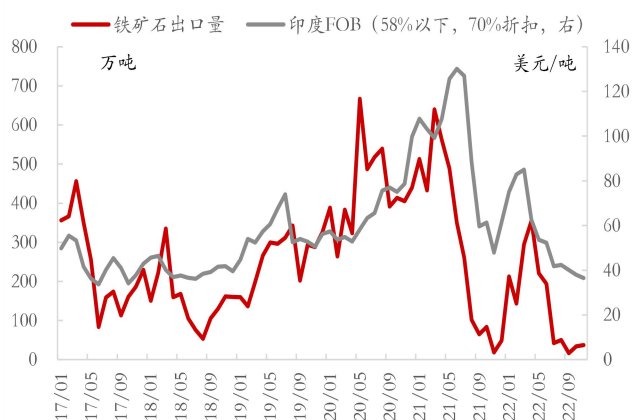
根据印度资讯机构 SteelMint 预计，2022 年，印度全年铁矿石出口量预计 1700 万吨，2023 年预计增长至 3000 万吨。印度矿实际可出口量取决于矿价能否长期保持在 87 美金上方。保守估计，预计 2023 年印度矿实际增量大约 700-1000 万吨。

图表 19：印度矿出口政策一览

时间	措施
2009 年	块矿出口关税从 5% 上调至 10%；粉矿 0 上调到 5%
2010 年 4 月	块矿出口关税提高到 15%
2010 年 7 月	Karnataka （卡纳塔克邦）禁止出口
2011 年 3 月	粉矿和块矿出口关税均上调至 20%
2011 年 12 月	粉矿和块矿出口关税均上调至 30%
2012 年 9 月	GOA 矿区作业因违规被禁止生产
2014 年 1 月	球团征 5% 出口关税
2014 年 4 月	GOA 果阿邦被禁矿 18 个月，恢复后要求生产上限 2000 万/年
2015 年 4 月	低品矿（低于 58%）的出口税从 30% 降至 10%
2016 年 2 月	低品矿（低于 58%）的出口税从 10% 降至 0（包括块矿）
2018 年 2 月	最高法院命令 GOA（果阿邦）禁止开采铁矿，88 个矿权租约被政府收回
2019 年	印度品位超过 58% 的出口关税维持 30%，58% 以下无关税
2020 年	GOA 申请恢复采矿，但未有结果。
2021 年初	Odisha 邦两座新铁矿区投产、Karnataka 邦（批准印度国有矿山开发公司（NMDC）重启一座矿山运营
2022 年 5 月	所有精粉提高关税 50%，球团关税从 0% 提高至 45%
2022 年 11 月	58% 以上的，50% 降到 30%；58% 以下的降到 0%，球团 0%

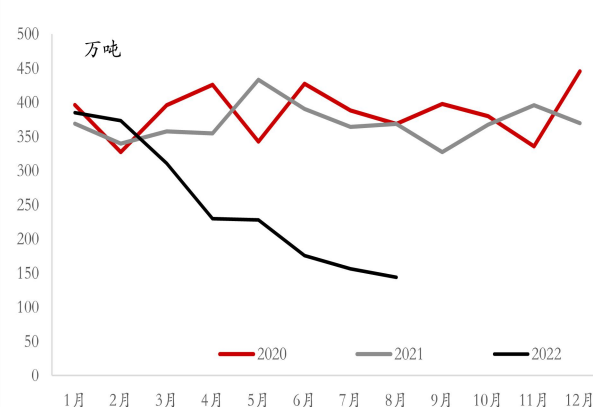
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20: 印度矿月度出口量和出口价格



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 21: 乌克兰铁矿石月度出口量



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

受俄乌冲突影响,今年3-4月份以来,乌克兰铁矿石出口量持续下滑。由正常370万吨每个月下滑至150万吨/月。乌克兰2022年全年铁矿石出口量预计下滑至2600万吨,较2021年下降1800万吨。假设外部条件不变,2023年乌克兰铁矿石出口量维持150万吨/月,对应全年出口总量1800万吨,较2022年进一步下滑800万吨。若俄乌冲突得到缓和,乌克兰2023年出口量有望小幅恢复。

2.3、国产矿:核增产能逐渐投放,2023年或增产500万吨

2022年,国产矿表现持续未见增量,精粉产量预计环比2021年减少1700万吨。2021年6月和2022年10月,代县因透水问题连续出现事故,导致国内矿山开工率持续走低。根据Mysteel统计,2022-2023国内矿产新投产扩产产能约500万吨。假设内矿开工率较2022年环比增加2%,对应铁精粉可提产空间约500万吨。即,2023年,国内矿产量可增加500-800万吨左右。

目前看来,抑制国产矿开工的安监和疫情等因素并未得到改善。由于长时间满负荷开采(煤矿为主),2023年预计为安监核查大年。而疫情等基于防疫政策的潜在变化,或也存在一定变数。我们对2023年国产矿产量恢复力度保持一定警惕。

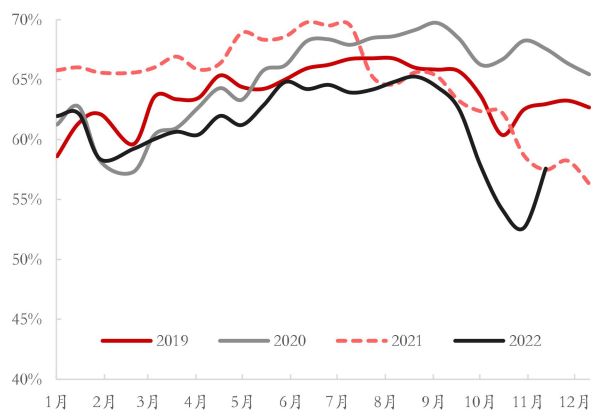
长期来看,随着“基石计划”推进,2025国内铁精粉产能预计年比2020年新增5000万吨-1亿吨。其中,包括鞍钢矿业的西鞍山铁矿2022年11月份正式开工建设。但考虑新矿建设周期较长,短期国产矿产能大幅增长空间受限。

图表 22: 部分国内矿“基石项目”列表

地区	矿山项目	原矿产能 (万吨)	铁精粉产能 (万吨)
鞍山	西鞍山铁水	3000	1000
鞍山	陈台沟铁矿	800	300
鞍山	鞍钢尾矿综合利用	4000	400
本溪	龙新矿业	750	300
本溪	大台沟铁矿	3000	900
唐山	马城铁矿	1700	600
攀枝花	红格南矿区	4000	1000

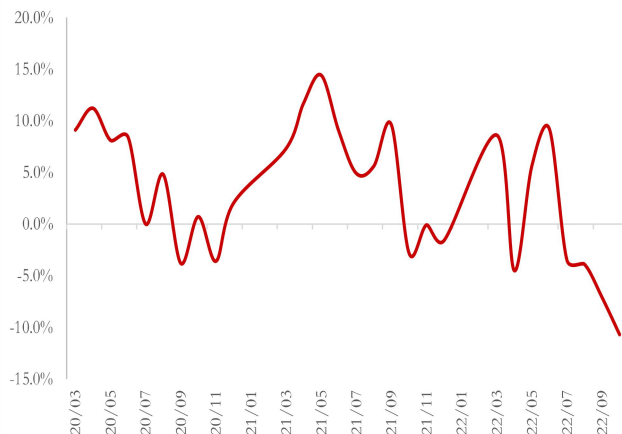
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 23: 国产矿开工率季节性



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

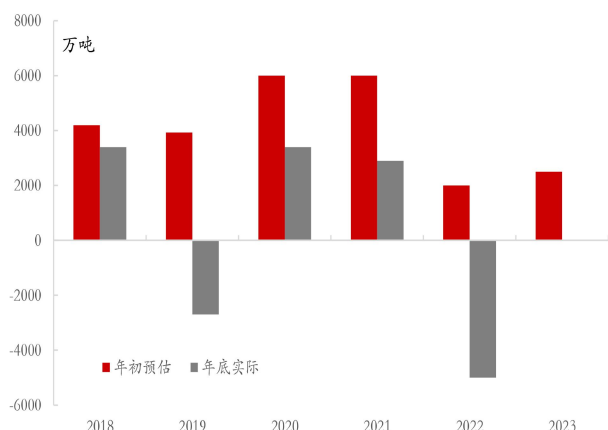
图表 24: 统计局原矿产量月度同比



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

但是, 与众多矿产资源类似, 随着铁矿项目集中大规模投产结束后。现有的矿山增产更多源自小型增产项目和天气等客观条件配合。即, 总体产能大幅增长时期已过, 现有产能极易受到意外因素 (或主观因素) 调节。跟们汇总了最近 3-4 年的年初增产预计和最终实际产量情况, 均出现了持续不及预期的现象。因此, 相较于每年 16-17 亿的贸易规模, 3000 万吨左右供应增量压力并不大, 矿价核心驱动依然更多取决于铁水和钢厂利润情况。

图表 25：近年铁矿年初预计增产量与实际增量对比



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

3、2023 年铁矿需求展望：国内铁水下降 3%，外需维持疲软

需求方面，2022 年粗钢需求降幅预计-3.7%，但国内减产更多依赖电炉和长流程废钢，不论是统计局还是 247 家口径的铁水降幅均不到 1%。2022 年铁矿石需求实际减量远远低于成材表需，铁矿绝对供需总量矛盾不大，价格压力更多源自下游钢厂亏损后的估值下移。

展望 2023 年，考虑需求已经大幅恶化，政策托底作用逐步兑现，钢材表需降幅预计会有所缩窄。根据我们钢材团队测算，2023 年粗钢需求预计下滑 2.3%。但考虑不论是转炉废钢系数、还是电炉开工率，2022 年下半年均已跌至较低水平，废钢同比继续挤压空间有限。相较于 2022 年，2023 年的需求下降预计更多由铁水承担，预计国内铁水需求较 2022 年下跌 3.2%，铁水降幅扩大。

成材需求总量和细分项展望参考 2023 年度钢材年报，我们这里仅提示几点关键假设提示：

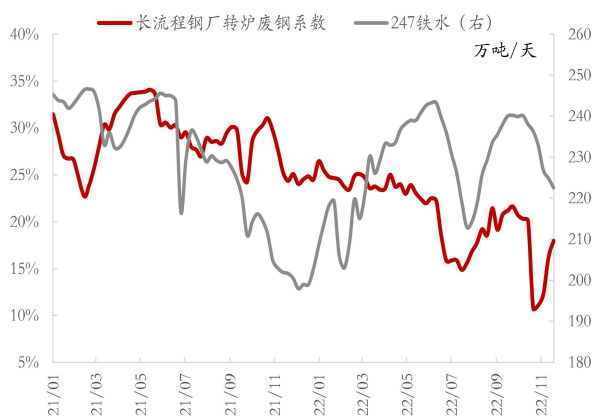
- 1) 当前地产宽松政策更多集中在主体救助和保交付，销售（新房）未见明显起色下，实际需求难言转势。实际地产新开工预计在明年上半年维持当下水平，下半年由小幅回升预期。
- 2) 基建仍然作为重要支撑。实际力度取决于防疫政策和财政政策变化，基建支撑力度预计弱于 2022 年。
- 3) 市场对国内外经济判断为“国内弱复苏+海外衰退”，家电、机械、制造业等下游分项中 30%-40%用于海外出口。海外订单恶化在 2022 年下半年已经有所体现，2023 年外需或延续疲软态势。

图表 26: 2023 年国内铁水预估 (万吨)

	2019	2020	2021	2022E	2023E
247 口径铁水日均	227	239	229	227	220
铁水降幅		5.0%	-3.9%	-0.9%	-3.2%
废钢系数	10.3%	9.3%	11.0%	7.9%	9.0%
模拟粗钢产量	96588	100534	98048	94466	92328
总粗钢降幅		4.1%	-2.5%	-3.7%	-2.3%

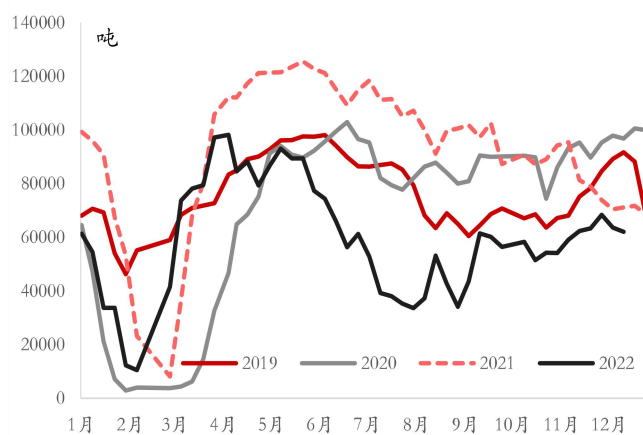
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 27: 富宝-转炉废钢系数



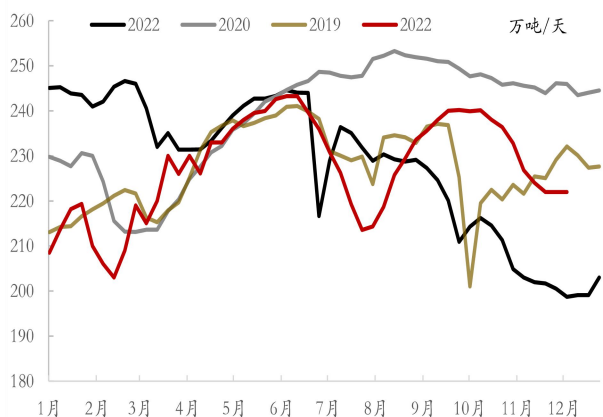
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 28: 电炉废钢日耗量



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 29: 247 铁水产量季节性



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

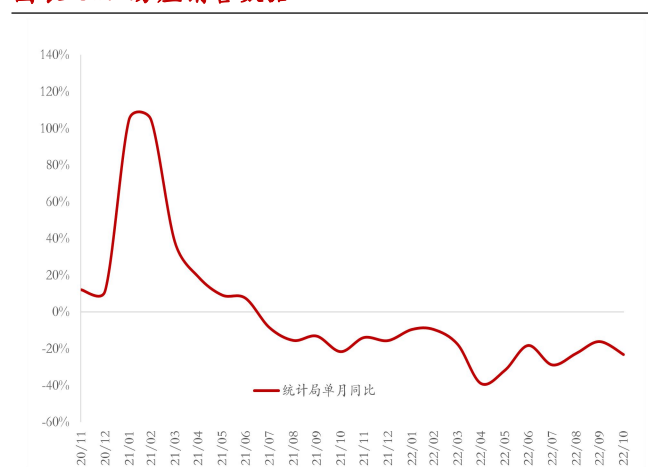
图表 30: 钢厂模拟生产利润



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

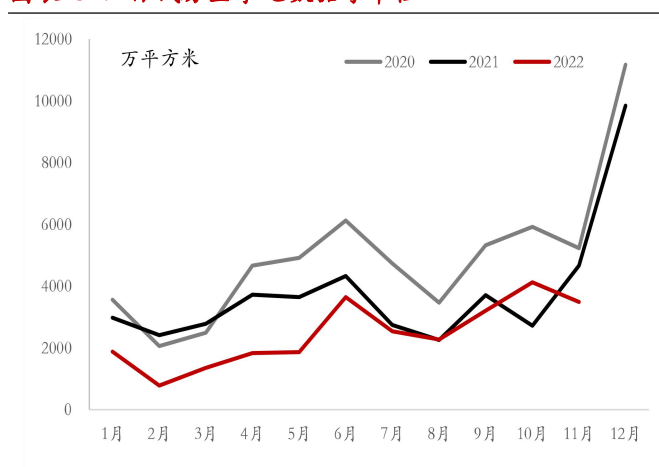
钢厂盈利层面，尽管地产“三支箭”陆续出台后，对市场信心有所提振。但决定地产周期的核心指标在于房屋销售。高频数据显示，房屋销售仅在9月份短暂回升之后，10-11月份以来同比继续回落。地产恶化对2023年钢材需求拖累开始收窄，但难言趋势性回升。终端需求难以回升，且粗钢产能依然过剩，钢厂利润中枢2023年预计难以长期打开。钢厂盈利方面对矿价估值同样难以长期支撑。

图表 31: 房屋销售数据



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 32: 百城房企拿地数据季节性



资料来源: 中指院、东证衍生品研究院

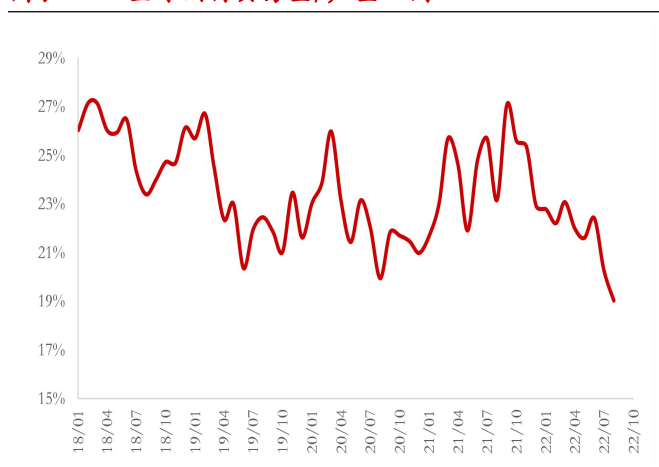
国内铁水有继续下行压力外，海外铁水增速也将维持疲软。截止10月份，全球除中国外铁水降幅单月达到11%。宏观层面，随着美元加息缩表，美国居民被动降杠杆后对实际需求的压制愈发清晰。欧洲能源危机以杀伤需求的方式缓解，欧洲需求同样预计难以明显提振。考虑高通胀、能源问题对外需掣肘减弱，预估2023年外需铁水低位持平。

图表 33: 全球除中国外铁水产量增速



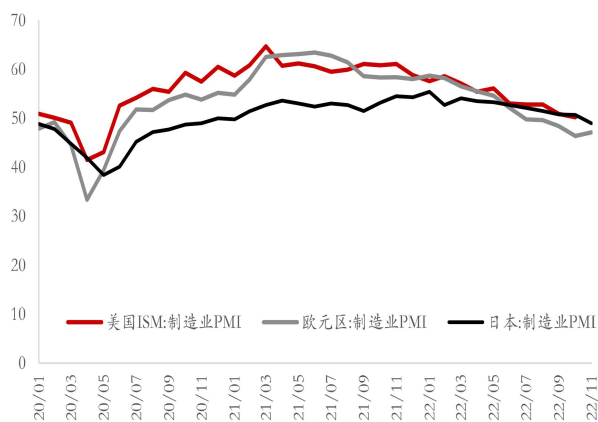
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 34: 全球钢材贸易量/产量比例



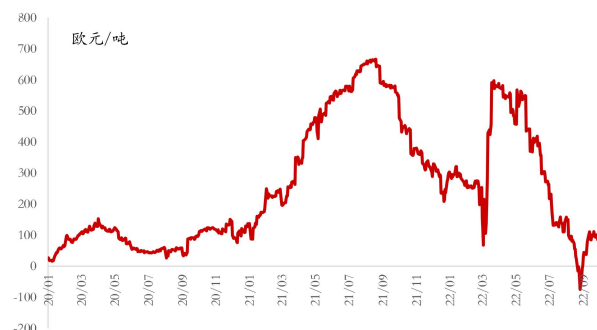
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 35: 全球主要经济体 PMI



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

图表 36: 欧洲电炉模拟盈利



资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

需求层面,我们对国内铁水、日韩台湾和欧洲等需求增速分别给到-3.2%、3%和 0%。假设 2023 年供应端增加 3300 万吨,对应全年铁矿石预计供需过剩约 5800 万吨。根据海外矿山成本曲线,80 美金对应边际挤出量 10%,70 美金对应边际挤出量 15%,60 美金对应边际挤出量 20%。四大矿最高边际成本 55 美金。考虑边际过剩量挤出后,对应铁矿石边际成本支撑线维持 70-80 美金,按照 7.2 汇率、PB 粉 1 美金溢价,折合盘面价格 570-650 元。

图表 37: 2023 年铁矿石供需平衡表 (万吨)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
铁矿石供应		155000	152300	155700	158600	152600	155400
铁矿石需求	中国	77105	80937	88752	85796	84938	82205
			5.0%	9.7%	-3.3%	-1.0%	-3.2%
	日韩台湾	13929	13694	12040	13075	12029	12390
			-1.7%	-12.1%	8.6%	-8.0%	3.0%
	欧洲	9100	8569.4	6875.1	7847	7219	7219
			-5.8%	-19.8%	14.1%	-8.0%	0.0%
铁矿需求	中国	131079	137592	150879	145853	144395	139748
	内矿产量	21205	23454	21668	24693	23000	23500
	日韩台湾	23680	23279	20469	22228	20450	21063
	欧洲	15470	14568	11688	13340	12273	12273
	综合	149024	151985	161367	156728	154117	149585
			2.0%	6.2%	-2.9%	-1.7%	-2.9%
供需平衡表		5976	315	-5667	1872	-1517	5815

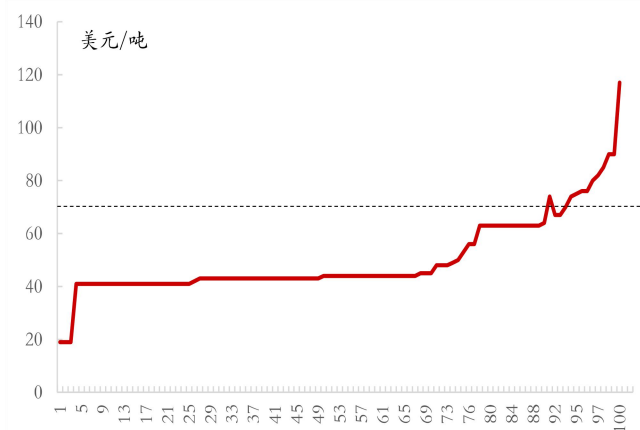
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 38: 汇率 7.2 条件下美金对应盘面价格

普氏 (美元/吨)	港口 PB (元/吨)	连铁盘面 (元/吨)
140	1081	1144
130	1006	1063
120	931	981
110	857	900
100	782	819
90	707	737
80	632	656
70	557	575
60	482	493

资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 39: 铁矿石边际成本曲线



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

尽管现实端需求依然疲软，但从政策预期角度，地产、防疫等主要政策均已经出现转向。叠加产业行为谨慎，现实矛盾堆积较慢。2023 年全年交易节奏或转向“弱现实+强预期”，铁矿石作为产业链中卖方议价能力最强、预期成分最大的品种，整体节奏预计易涨难跌。

4、供需之外的几点结构性因素探讨

4.1、主动降库空间有限，利空需要等待实质需求恶化兑现

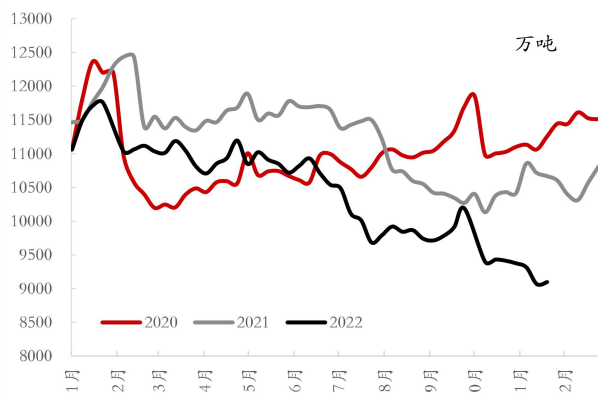
另一个导致“做空”难度更大的原因在于产业链完成主动降库后的低库存现状。统计局 PMI 数据显示，经历 3-4 月份被动累库、订单下滑之后，整体工业品自二季度以来开启了主动降库。这一去库行为伴随着订单恢复和利润修复 9-10 月份开始企稳。

黑色微观层面同样能够得到验证。由于持续亏损，对长期需求预期谨慎，全产业链自今年 5 月份以来开启了持续的主动降库模式。以铁矿石为例，11 月末数据显示，247 家样本钢厂铁矿石库存为 9000 万吨，对应可用库存天数为 33 天，为近 3 年来最低值。

剔除季节性影响，终端成材需求自 9 月份以来重心略有回升。产业链价格下降更多通过主动降库，向原料要利润。在未看到终端需求和铁水进一步下移的前提下，钢厂主动降库要利润的模式无法一直延续。

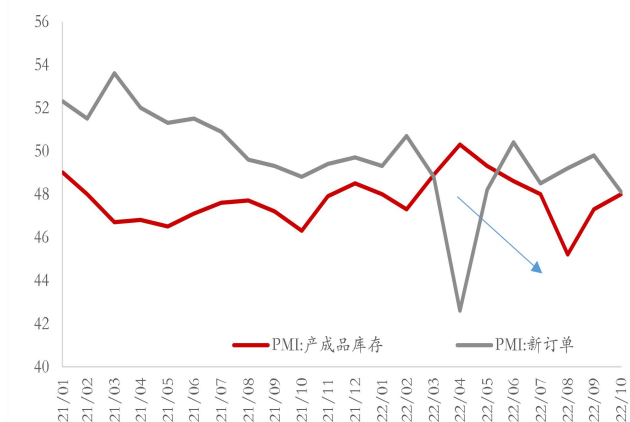
因此，尽管我们预计年度需求重心仍有下滑空间。但在全产业链低库存和预期谨慎（不犯错）条件下，在未看到实际需求进一步恶化之前，下行空间较难打开。

图表 40: 港口库存对比钢厂库存



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 41: PMI-库存

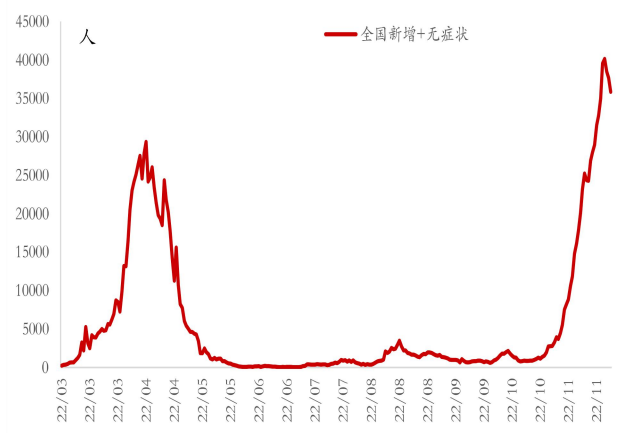


资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

4.2、主疫情对供需端生产效率的影响

另一方面，我们可能要重新面对疫情放开后对供需端生产效率的潜在影响。尽管目前防疫政策并未明确转向，但从各类政策和疫情感染人数来看，2023 年防疫政策转变为大概率时间。11 月份以来，市场情绪也一度对此进行向上定价。但考虑一旦放开，实际工业生产将因为病例的自我隔离而产生扰动，从而导致钢铁及其下游生产企业开工率被动下降。根据海外经验，整体经济运行效率提高需要 3-6 个月左右适应期，05 合约上这一利多预期预计难以充分兑现。

图表 42: 确诊+无症状人数



资料来源: Wind、东证衍生品研究院

4.3、中国矿产资源集团的成立或改变买方长期定价能力

2022 年 7 月份，中国矿产资源集团有限公司正式成立，或成为矿石行业的重要里程碑。根据官网新闻，组建中国矿产资源集团有限公司，是党中央、国务院着眼于用好国内国际两个市场、两种资源，增强我国重要矿产资源供应保障能力的重大举措，对于保障产业链供应链安全，促进高质量发展具有重要意义。作为中央直接管理的国有独资公司和国家授权投资机构，公司将打造具有全球竞争力和影响力的世界一流矿产资源综合服务企业。

通过汇总公开新闻，我们看到中矿成立之后，陆续出现一批新的矿山投资项目。内矿增产叠加权益矿比例增加，或将平抑长期矿石价格波动。

图表 43：7 月份以后海外权益矿投资项目

签订时间	合作主体	矿山项目	投产时间	品位	产能（万吨）	股权结构
2022/8/29	宝武，MineralResources	澳洲，Pilbara 矿区，Onslow 铁矿石项目	2023 年底	60.30%	3500	总投资 30 亿澳元，宝武占 57% 的股份，其他合作方包括韩国浦项以及美国投资集团 AMCI
2022/9/14	宝武，力拓	澳洲，Western Range	2025 年		2500	西坡铁矿项目，是东坡铁矿项目的延续。总投资 20 亿澳元，宝武占比 46%，2023 年开工，预计 2025 年前开始生产，最大年生产能力为 2500 万吨。按照双方协议，宝武集团将在 13 年内从 Western Range 购买 1.265 亿吨铁矿石。
2022/9/30	宝武，赢联盟（签约，未有细节）	西芒杜	未知		7000-1 亿？	西芒杜北部区块（1、2 号区块）矿权现为赢联盟西芒杜控股公司持有，承诺投资 140 亿美元。

资料来源：公开资料、东证衍生品研究院

5、年度展望及策略建议

2022 年，铁矿石供需双弱，价格跟随钢厂利润估值下移。2023 年，铁矿石供应微增需求继续下滑，整体基本面依然偏谨慎。但考虑产业链低库存，宏观利好信号不断，价格整体节奏预计易涨难跌。实际需求改善或需要防疫政策、地产销售（信心）回暖等多重要素转变。传导时间周期上，我们对 05 合约上旺季需求力度存谨慎态度，年度整体需求启动力度前低后高。弱现实+强预期，矿价或震荡反复筑底，操作上建议以 70-80 美金成本支撑为锚逢低短多。

6、风险提示

防疫政策，国内外需求变化，钢铁控产量政策变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。

东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com