

供需边际宽松，跟随成材利润波动

---2024 年铁矿石期货行情展望

马亮 投资咨询从业资格号：Z0012837

maliang015104@gtjas.com

张广硕（联系人） 从业资格号：F03096000

zhangguangshuo025993@gtjas.com

报告导读：

综合供需两方面看，2024 年铁矿石整体格局或将出现供需双增趋势，但供应端增幅或显著高于需求端增幅，使其整体处于较为宽松的状态，价格仍将受到较多宏观经济和政府干预层面因素的影响。

供应方面，主流进口矿方面，四大矿山在新落地项目和新产能爬坡的帮助下，或实现一定生产增量，预计四大矿山 2024 年合计产量较 2023 年增加 2400 万吨；非主流和国产矿合计增加 2000 万吨，供应总计增加 4400 万吨。需求方面，我们认为国内黑色系终端行业需求的托底效果或在 2024 年逐渐显现，海外或将迎来逐步宽松的货币政策，预计 2024 年全球铁矿石总需求上升 2562 万吨。

我们预计 2024 年普氏指数核心价格区间为 80-130 美金/干吨，全年均价为 105 美金/干吨，对应国内铁矿石期货波动区间约为 600-975 元/吨。

目录

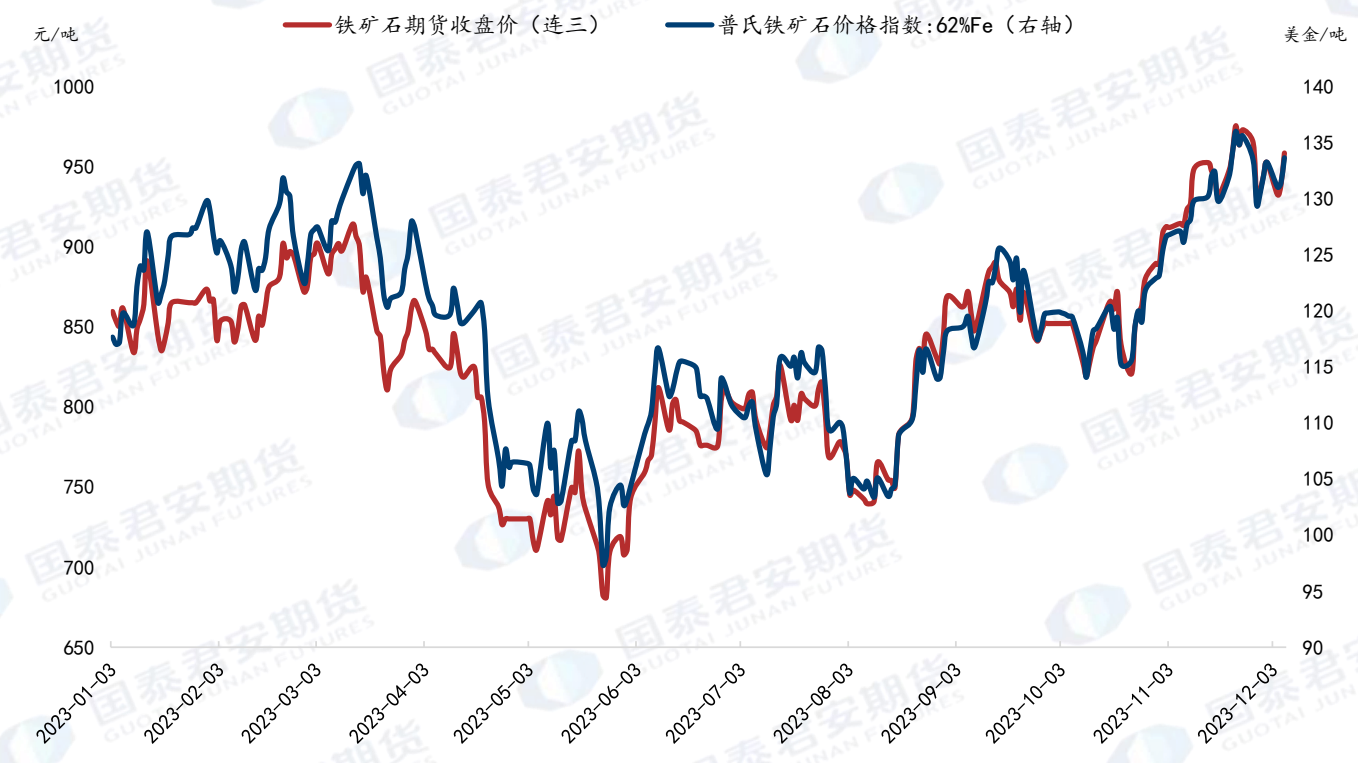
1. 2023 年铁矿石期货走势回顾	3
2. 2024 年铁矿石价格运行逻辑展望	5
2.1 供应端：延续宽松稳定态势，主流矿产量或创近年新高	5
2.1.1 四大矿山：新落地产能爬坡，产量延续增长势头	5
2.1.2 海外非主流与国产矿：矿价吸引力仍在，维持高产	10
2.2 需求端：海内外宽松干预政策或成主旋律，需求小幅走强	12
2.2.1 海外：降息预期渐起，需求动能或后半年发力	12
2.2.2 国内：下游高产或有所维持，需求高位平稳	14
2.3 2024 年铁矿石供需平衡表	18
3. 结论与投资展望	20
3.1 2024 年铁矿石价格预判	20
3.2 投资展望	20

(正文)

1. 2023 年铁矿石期货走势回顾

2023 年铁矿石价格走势整体呈“V 型”走势。从 2022 年底延续至 2023 年的乐观偏强情绪在上半年的 4-5 月份逐渐转弱，需求兑现的不足使得铁矿期价在这期间出现较快地回调，铁矿普氏价格在 3 月中旬创下上半年新高后一路回调，在 5 月下旬最低跌至 100 美金以下；而后矿价进入 6 月至 8 月中旬的震荡调整区间，这期间终端需求的现实表现依然不佳，但宏观预期再次逐渐抬升，又对矿价底部形成一定支撑；在较为纠结的价格走势之后，铁矿期价最终在 8 月中旬开启了价格上行通道，主力合约价格震荡上涨并一度逼近千元大关，铁矿估值在年底再创新年内新高。

图 1：2023 年铁矿石期货/普氏价格走势



资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

第一阶段（年初至 3 月中旬）——强预期延续，宏观支撑均较强：

2023 开年的第一季度整体仍然延续了 2022 年年底的价格运行高度，尤其在 2022 年年末出台的地产刺激等政策的支撑下，市场对于整体经济面预期较为乐观。从宏观层面来看，今年年初市场普遍对于房企融资环境的改善抱有较高预期，且融资渠道的打通对于地产偏前端的拿地、新开工等行为意味着重大利好，同时像后端的大中城市商品房销售也在一季度出现回暖迹象，这些都对铁矿的需求预期形成显著拉动；从产业层面来看，在市场对于“金三银四”的旺季预期影响之下，铁水产量快速攀升，并在 3 月中旬突破 2021 年同期水平，创下近五年的新高，对铁矿石价格形成较强支撑。

第二阶段（3 月下旬至 5 月下旬）——需求预期面临证伪，估值回调：

从 3 月的第三周开始，铁矿石价格出现快速下跌，而且下跌趋势一直维持到 5 月下旬才逐渐触底，这轮下跌的主要原因来自成材需求驱动的边际转弱和海外风险事件的发酵。从产业层面来看，虽然铁水产量依然维持高位，但五大钢种的表需数据在 3 月第三周已触及阶段性顶部，终端需求的兑现似乎并不理想；从宏观层面来看，海外

的银行业危机也扮演了一定的导火索角色，对于市场参与者的风险偏好也产生较大影响，另一方面国内地产方面的需求兑现情况不佳，大中城市商品房成交面积在一季度连续攀升后，4月份出现环比下滑，使市场担忧情绪有所加重。

第三阶段（6月至8月中旬）——宏观预期不断调整，区间震荡：

随着前期的悲观情绪在铁矿估值大幅下调的过程中逐渐释放，市场对于政府干预的期待值也逐渐升高，但在具体政策或信号释放之前，铁矿估值上调的驱动又较为有限，因此价格整体走势较为纠结，以区间内（大致区间在100-115美金之间）震荡调整为主。

从宏观数据来看，中国制造业PMI自3月起出现连续环比下滑，且4-8月份制造业PMI均处于50%枯荣线以下。虽然现实数据起色不佳，但制造业PMI如此的表现也令市场对于政策的预期逐渐有所加强，因此这个阶段矿价在预期支撑下并未继续下探至区间以下。地产方面也未能兑现之前的强预期，黑色产业链主要下游行业情况并不十分乐观。在这个阶段，降息的靴子也于6月初落地，市场当时又对于7月下旬召开的中央政治局会议也抱有较高期待，进一步帮助宏观情绪走强，对矿价也形成一定支撑。但之后随着市场情绪的降温，以及成材终端需求在淡季的疲弱表现影响之下，铁矿估值也出现一定理性回归并有所回落。

第四阶段（8月中旬至年底）——“低库存、高铁水”，铁矿估值逐步攀升：

在这个阶段，铁矿价格经历了两波强势上涨行情。

第一波段是8月中旬至9月中旬：从产业层面来看，前期在平控预期的影响之下，成材利润有所扩张，钢厂开工情况也较为良好，因此炉料现货的采购和成交也相应地较为活跃。除了需求端的驱动外，港口库存水平也为矿价提供了较强的向上弹性。回溯历史数据，往年铁矿港口库存的季节性变化趋势多是在6-7月展现出累库趋势，而当时累库拐点却迟迟没有到来，同比去看，当时的港库高度也属于历史同期偏低水平。从宏观层面来看，一方面当时地产行业密集推出的政策刺激大大改善了市场对于未来黑色终端需求，尤其房地产销售方面的预期；另一方面，除了政策刺激对于黑色需求预期改善的积极影响外，当时的汇率波动在一定程度上也推动了美金定价商品（如铁矿石），甚至整个工业商品板块估值的抬升。自6月份起，汇率、商品指数和铁矿价格走势相对一致，仅铁矿8月初的大幅回调短暂背离整体趋势，但随后铁矿价格的向上修复不禁使人联想汇率在其中的影响。

第二波段是国庆假期后至11月下旬：从产业层面来看，起初在秋季传统旺季需求的带动下，铁水产量继续维持相对高位。且节后港口库存仍在逆季节性继续去化，最低触及1.08亿吨的近年绝对低位水平。而后，虽然铁水产量进入下行通道、港口库存开启累库上行通道，但无论是铁水产量的下滑斜率、还是港口的累库速度，都不及市场之前的预期。且随着下游矛盾的缓和，钢厂利润未出现继续向下恶化的迹象，进一步降低了主动减产意愿，因此铁矿产业需求端驱动持续偏强。从宏观层面来看，增发万亿国债的落地再次提振了市场对于黑色终端行业需求的预期，也在一定程度上通过下游成材投机需求的提升帮助缓解成材供需矛盾，这些也都为铁矿估值的持续上调提供更多基本面逻辑与未来预期空间的支撑。

与此同时，监管方面对于矿价的关注和干预也在一定程度上打压了市场上的过热情绪和过度投机氛围，铁矿主力合约价格在长时间连续攀升后再次进入震荡调整区间。

2. 2024 年铁矿石价格运行逻辑展望

2.1 供应端：延续宽松稳定态势，主流矿产量或创近年新高

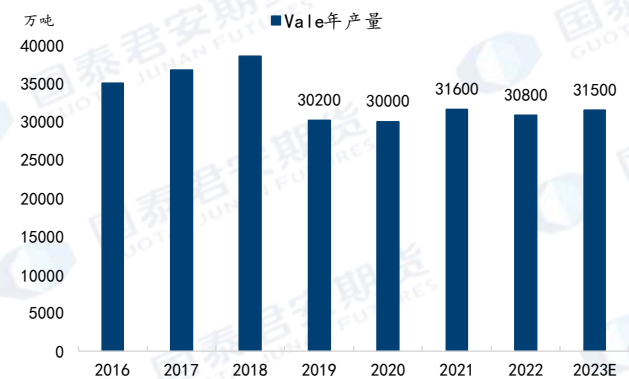
从总量角度来看，对于 2024 年铁矿石供应，主流进口矿方面，四大矿山在新落地项目和新产能爬坡的帮助下，或实现一定生产增量，预计四大矿山 2024 年合计产量较 2023 年增加 2400 万吨；非主流进口矿方面，印度出口强势增长的势头或在国内需求旺盛的影响下逐渐走弱，但其产量或继续高位运行，叠加其他国家可能在 2024 年继续实现增量，我们预计 2024 年国外非主流产量合计为 9.6 亿吨，增量约 1500 万吨；国产矿方面，在下游需求和政策的扶持下，国产矿山或延续较高的产能利用率，预计 2024 年国产矿产量 3.0 亿吨，同比涨幅在 1.5-2.0% 之间。

2.1.1 四大矿山：新落地产能爬坡，产量延续增长势头

Vale: Vale 在 2022 年未能完成全年生产目标，因此 2023 年的目标区间仍然维持在 3.10-3.20 亿吨，且 2023 年至今未对该目标区间进行任何调整。截至 2023 年第三季度，Vale 累计产量 2.32 亿吨，同比增长约 480 万吨，增幅 2.1%。其中东南部系统贡献了 2023 年前三季度的大部分累计同比增量，其前三季度累计同比增量约 650 万吨，增幅达到 12.0%。

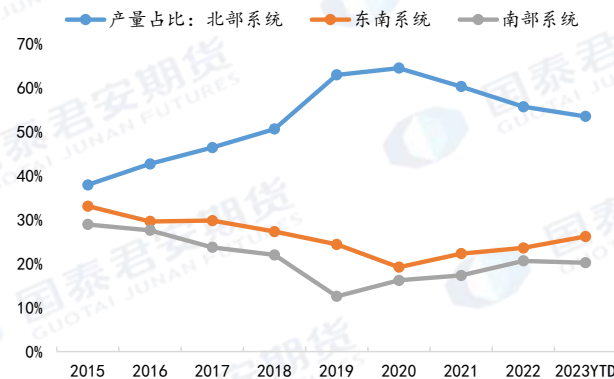
回顾 2023 年前三季度，Vale 巴西各大系统并未受到太多负面天气的影响，同时在 Brucutu 矿区 Torto 大坝正式投产的帮助下，东南部系统的产量和产出结构均有所提升，因此从下面右图中不难发现，东南部系统产量在巴西产区的占比今年继续攀升。若在接下来的时间里无重大负面天气的影响，我们预计 Vale 在 2023 年全年的生产可以完成其产量目标，全年产量在 3.15 亿吨左右，较 2022 年生产增量约 700 万吨。

图 2：淡水河谷 2023 年产量增幅依然相对有限



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 3：东南部系统产量占比继续攀升



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

未来潜在产量增长点展望：

- (1) 北部系统：根据 Vale 的 2023 年三季报内容显示，北部系统 1000 万吨的产能扩增项目——“北部系统 2.4 亿吨计划 (NS 240Mt Program)”建设进度已超过 90%，预计会帮助北部系统在 2024 年释放更多的产量；Serra Sul 矿区 1.2 亿吨计划的建设进度也超过一半，计划投产日期仍在 2025 年下半年，满产产能增量将达到 2000 万吨。
- (2) 东南部系统：Mariana 下面的 Timbopeba 矿区目前在建的 Capanema Maximization 项目建设进展也已超过一半，预计投产日期在 2025 年上半年，未来满产产能净增量约 1400 万吨。
- (3) 球团/热压铁生产：Tubarão 矿区的 1 号团矿厂 (briquette plant) 已于 2023 年 8 月完成第一阶段的装载测试，Vale 在 3Q23 运营报告中表示 1 号厂将于 2023 年 Q4 投产，2 号厂将于 2024 年

上半年投产，未来 1 号和 2 号团矿厂满产产能将达到 600 万吨/年。从集团战略层面来看，这也是淡水河谷迈向绿色钢铁产业计划的重要一步。

表 1: Vale 产能增量项目梳理 (截至 3Q23)

系统 / 板块 名称	具体矿点/项目名称			项目情况介绍/产能增量详解	产能增量 (万吨/年)	(预计/实际) 投产 时间
北部系统	Serra Sul / S11D			增产 1000 万吨的产能扩增项目 - NS 240 Mt program	1000	1H24
				Serra Sul 120Mt 增产项目，全面运营后，可以帮助 S11D 矿区增产 2000 万吨至 1.2 亿吨。	2000	2H25
东南部系统	Mari- ana	Timbop- eba	Capanema Maximization	建设进度已超过一半	1800 (净增量 1400)	原 2H24，现推迟至 1H25
球团 / 热压 铁生产	Briquettes Tubarão		1 号厂	2023 年 8 月已完成一阶段转 载测试	600	原 3Q23，现推迟至 4Q23
			2 号厂			1H24

资料来源: Vale 集团官网, 国泰君安期货研究

根据 Vale 目前的建设状态更新和计划安排来看，由于部分项目的进展在 2023 年的进度略慢于预期，因此部分产量增量或将后移至 2024 年，我们预计 2024 年 Vale 产量可达到 3.2 亿吨，较 2023 年预估值增长约 500 万吨。

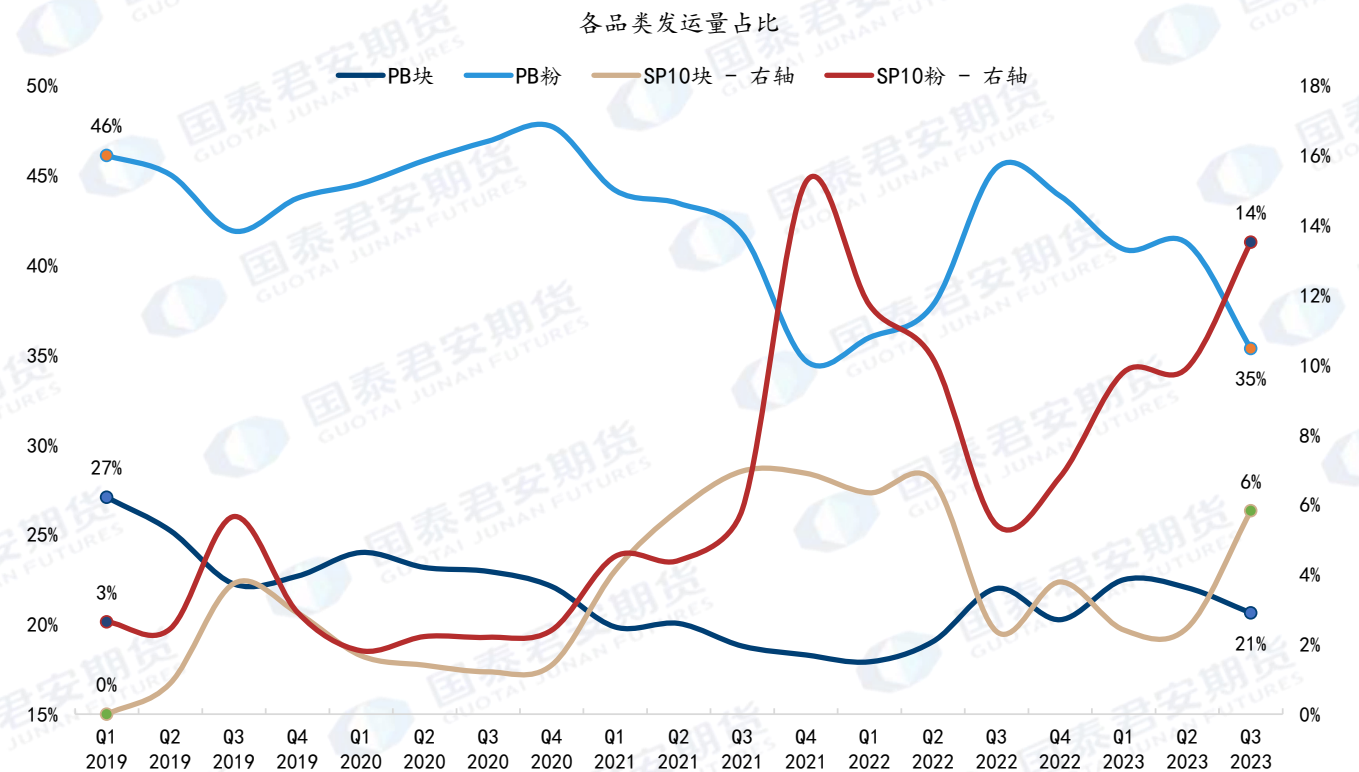
Rio Tinto: 截至 2023 年三季度，Rio Tinto 是四大矿山中产量累计增量幅度最大的矿山，其皮尔巴拉矿区口径产量累计增量达 9343 万吨，增幅 4.0%。公司 2023 年（皮尔巴拉矿区口径）运量目标区间为 3.20-3.35 亿吨，与 2022 年目标区间一致，但基于目前情况来看，2023 年运量目标的完成情况或将明显优于 2022 年表现。公司在 3Q23 运营报告中明确表示预计 2023 全年运量将超过 3.275 亿吨（即目标区间中间值），目前公司已完成指导区间下沿值的 76.7%，考虑到年底可能出现的冲量趋势，预计力拓可以完成全年运量目标。

Rio Tinto 在 2022 年饱受西澳疫情的困扰，但 2023 年的生产情况还是迎来诸多利好：

首先，Gudai-Darri 矿区在 2Q23 顺利将生产速率维持在满产状态——即 4300 万吨/年。

其次，Western Range（西坡铁矿项目，中国宝武持股 46%）在 1Q23 顺利获得中国监管方面的批复，目前建设进度仍在按部就班地推进。Western Range 是公司 Paraburdoo 矿区的产量延展项目，主要产出为大家熟知的 PB 品类，首产时间预计在 2025 年，满产产能约 2500 万吨/年。其实 Western Range 项目只是力拓诸多产能置换项目中的一个，也是目前进度最快的一个，其他正在持续跟进的还有 Hope Downs, Brockman, Greater Nammuldi 和 West Angelas 矿区的延展和产量维持工作，据最新消息显示，目前集团正与当地的原住民部落和当地政府沟通环境以及文化遗产方面的保护工作以尽快得到相关批复。在产能置换的过程中，我们也可以发现 Rio Tinto 发运品类分布的变化，从结构性上来看，2023 年备受市场追捧的主流 PB 品类受产能置换项目影响出现一定减量，与之相对应的是 SP10 产品占比的提升，后续随着 Western Range 项目的投产，这样的结构性变化或将恢复。

图 4: Rio Tinto 在产能置换的过程中, 部分主流 PB 品类运量被 SP10 品类所替代



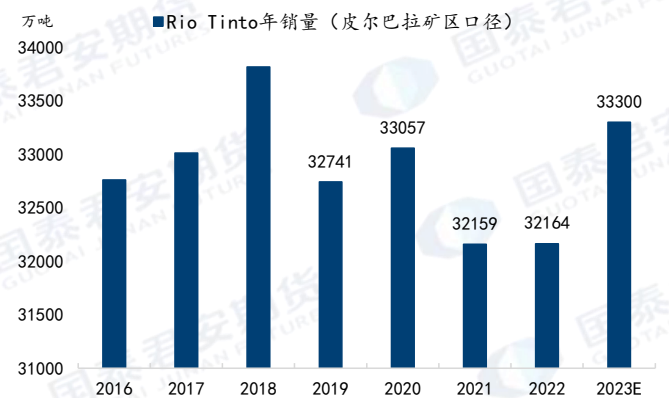
资料来源: Rio Tinto 集团官网, 国泰君安期货研究

图 5: Rio Tinto 产量近年有稳步回升态势



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 6: Rio Tinto 销量近年有稳步回升态势



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

而海外方面, 在几内亚西芒杜 (Simandou) 铁矿项目上, 据集团最新对外公告¹显示, Rio Tinto 的 Simfer 主体所拥有并开发的 3 号和 4 号矿块未来将拥有 6000 万吨/年 (其中 Rio Tinto 权益产能为 2700 万吨) 的产能, 预计 2025 年投产, 产能爬坡过程大约需要 30 个月。该矿区计划第一阶段只产出单一粉矿产品, 并在之后逐渐过渡到生产高炉粉矿和直接还原铁原料矿的同步生产阶段。根据最新达成的基建共同开发协议, Simfer 主体将负责一条长度约 70 公里的自有直线铁路和一座吞吐量 6000 万吨的转运港口的建设, 而 WCS 联盟负责建设 536 公里长的主线铁路、自有的 16km 长的支线铁路和一座吞吐量 6000 万吨的驳船码头。待这些基建项目建设完毕后, 所有基建项目将转交 CTG 合资主体运营, CTG 主体股权结构为: Simfer 与 WCS 联盟共同持股 42.5%,

¹ <https://www.riotinto.com/en/news/releases/2023/simandou-iron-ore-project-update>

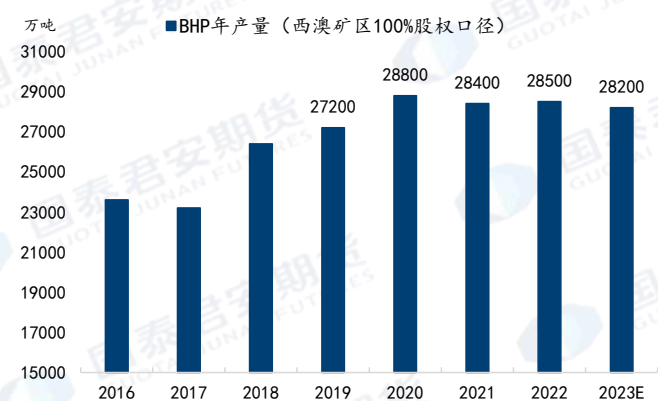
几内亚政府持股 15%。

相比 Vale, Rio Tinto 方面并没有明确的将在 2024 年投放的新产能, 但 Gudai-Darri 项目在 2024 年全年的满产表现仍值得期待, 我们预计 2024 年 Rio Tinto 产量为 3.35 亿吨, 同比增长约 700 万吨。

BHP: 对于 BHP 来说, 2023 年二季度是其财年的最后一个季度, BHP 在 FY2023 取得了优异的产运表现, 其中西澳矿区(WAIO)全财年(3Q22-2Q23)产量达到 2.53 亿吨, 靠近 FY2023 全财年产量指导区间的上沿(2.56 亿吨), 同时公司还将 WAIO 在 FY2024 的产量指导区间上调 400 万吨至 2.50-2.60 亿吨。但 BHP 在 3Q23(FY2024 的第一个季度)表现平平, 仅金布巴矿区和巴西 Samarco 主体实现产量同比正增长。最终, BHP 在 2023 年前三季度的累积权益产量为 1.88 亿吨, 同比微降 0.3%。

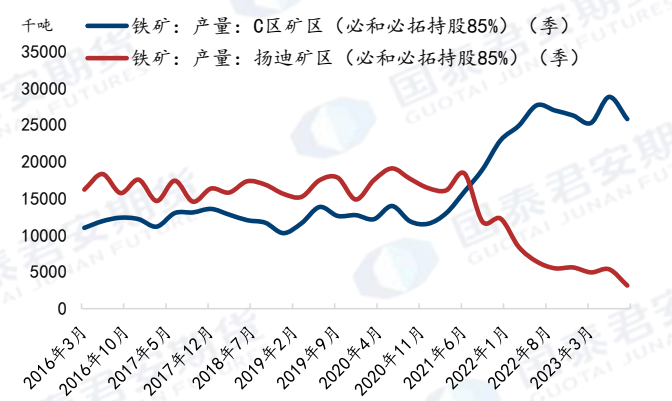
今年影响 BHP 生产的因素主要来自于物流方面的革新建设工作。一是 PDP (Port Debottlenecking Project/港口产能瓶颈释放项目) 一期工程, 该项目旨在提升黑德兰港的出口能力。PDP1 工程预计将在 2024 年完工, 因此可能仍将对 BHP 在 2024 年的产运表现产生一定影响。二是 RTP (Rail Technology Programme/铁路技术革新计划) 一期工程, 该工程的植入对接工作也对 BHP 在 2023 年三季度成品矿的产量造成了部分影响。从 BHP 产出的结构性分布来看, 扬迪矿区的产量仍在逐步下降, 后续随着南坡项目达到稳定满产状态, C 区矿区产量或将在高位企稳。

图 7: BHP 西澳矿区产量近年稳定在 2.8 亿吨上方



资料来源: BHP 集团官网, Mysteel, 国泰君安期货研究

图 8: C 区对于扬迪矿区的替代效应近年显著



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

展望 2024 年, 随着各项检修工作的完成和迭代更新工程的推进, 再加上即将在 2024 年提产至满负荷运转的南坡 (South Flank) 项目, 我们预计 BHP 集团 2024 年产量 (西澳矿区全部产量, 含非 BHP 权益量) 约 2.88 亿吨, 较 2023 年预估值增加 600 万吨。

Fortescue: Fortescue 在 2023 年的表现较为平稳, 仅在三季度 (FY24 的第一季度) 安排了较多的检修活动。截至 2023 年前三季度, Fortescue 铁矿加工量合计 1.423 亿吨, 累计同比增幅 2.4%; 发运量合计 1.415 亿吨, 累计同比微降 0.1% (主要由于前一年高基数的影响)。

表 2: Fortescue 各品类发运情况（铁桥精粉首次被计入数据汇总）

品类名称(单位:万吨)	3Q23	3Q22	2Q23	同比	环比	9M23	9M22	同比
铁桥精粉(Iron Bridge Concentrate)	40.0	0.0	0.0	#N. A.	#N. A.	40.0	0.0	#N. A.
西皮粉(West Pilbara Fines)	430.0	370.0	440.0	16.2%	-2.3%	1310.0	1080.0	21.3%
国王粉(Kings Fines)	350.0	360.0	400.0	-2.8%	-12.5%	1110.0	1180.0	-5.9%
混合粉(Fortescue Blend)	2020.0	2050.0	2060.0	-1.5%	-1.9%	6050.0	6200.0	-2.4%
FMG 块(Fortescue Lump)	230.0	110.0	240.0	109.1%	-4.2%	690.0	340.0	102.9%
超特粉(Super Special Fines)	1560.0	1760.0	1750.0	-11.4%	-10.9%	4950.0	5370.0	-7.8%
合计						14150.0	14170.0	-0.1%

资料来源: Fortescue 集团官网, 国泰君安期货研究

展望未来, Fortescue 之后的产量增长点或新产能释放主要围绕铁桥 (Iron Bridge) 项目和加蓬贝林加 (Belinga) 铁矿项目:

铁桥项目首产时间从 2023 年一季度推迟至 5 月, 首批铁精矿产品的铁品位超过 68%, 第一批铁精矿产出也已于当地时间 7 月份发往越南, 并且最终铁桥于 2023 年 8 月进入正常运营生产状态。此外, Fortescue 在二季度报告中曾表示, 铁桥提产过程的用时长度有所延长, 预计在 2025 年 8 月中旬前达到满产速率——2200 万吨/年。据三季报运营报告数据显示, 铁桥 2023 年第三季度的单位创收达到 131 美金/干吨 (同期皮尔巴拉赤铁矿平均单位营收为 100 美金/干吨), 且公司预计铁桥 2024 财年 (3Q23-2Q22) 总发运量约 500 万吨。铁桥项目前后总资本投入高达 39 亿美金 (其中 Fortescue 份额约 30 亿美金), Fortescue 在该项目中的权益为 69%, 剩下 31% 的权益由台湾台塑集团在澳大利亚的主体 (Formosa Steel IB Pty Lt) 持有。

海外加蓬方面, 最新消息显示, 贝林加项目第一船铁矿石已于 2023 年 12 月 4 日完成装船并顺利发运。目前来看, 2023 年 8 月发生的政变事件对于当地矿区的生产和物流活动影响相对有限。伊温多铁矿是贝林加项目的运营实体, Fortescue 拥有该公司 72% 的间接权益。

我们预计 2024 年 Fortescue 铁矿产量 (加工量口径) 为 1.98 亿吨, 较 2023 年预估值增加 600 万吨。

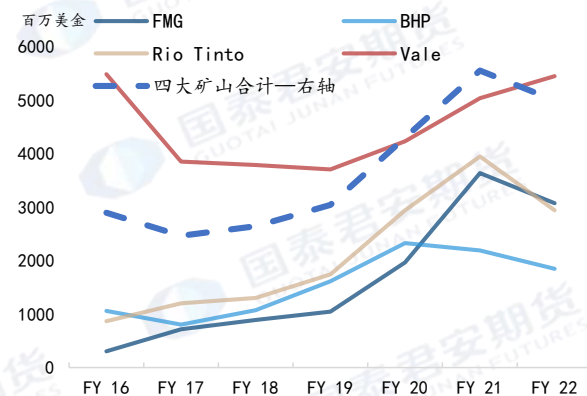
总体而言, 随着新项目的逐渐落地和已投产项目产量进入爬坡阶段, 四大矿山 2024 年的增长亮点依然值得期待。但跟往年不同的是, 2023 年四大矿山受到天气的扰动相对较小, 这方面的风险在 2024 年同样不可忽视。因此, 我们预计 2024 年四大矿山产量将实现一定增长, 合计达到 11.41 亿吨, 较 2023 年预估值增加 2800 万吨, 其中 Vale 增量为 500 万吨, 澳三大矿山产量合计增加 1900 万吨。

表 3: 预计 2024 年四大矿山产量增幅将超 2000 万吨

年份	Vale	Rio Tinto	BHP	Fortescue	合计	同比增减 (万吨)	同比增减 (%)
2019	30200	32700	27200	18300	108400		
2020	30000	33300	28800	17500	109600	1200	1.1%
2021	31500	32500	28400	18000	110400	800	0.7%
2022	30800	32400	28500	18900	110600	200	0.2%
2023E	31500	32800	28200	19200	111700	1100	1.0%
2024F	32000	33500	28800	19800	114100	2400	2.1%

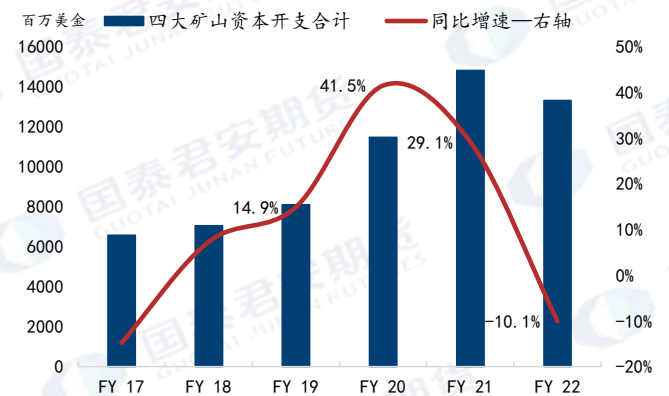
资料来源: Mysteel, 各集团官网, 国泰君安期货研究

图 9：Vale 近年资本开支维持高位



资料来源：各公司年报，国泰君安期货研究

图 10：四大矿山资本开支增速近年有所下滑



资料来源：各公司年报，国泰君安期货研究

2.1.2 海外非主流与国产矿：矿价吸引力仍在，维持高产

海外非主流矿方面，从 2022 年的全年进口数据与 2023 年 1-10 月份进口数据对比可以发现，我国进口铁矿石来源最大的五个国家及其非主流进口量中的占比格局发生了一些变化。印度在关税政策重新调整的帮助下，重登非主流矿最大进口来源国；乌克兰掉出前五，取而代之的是俄罗斯。

图 11：非主流矿进口来源国格局的变化

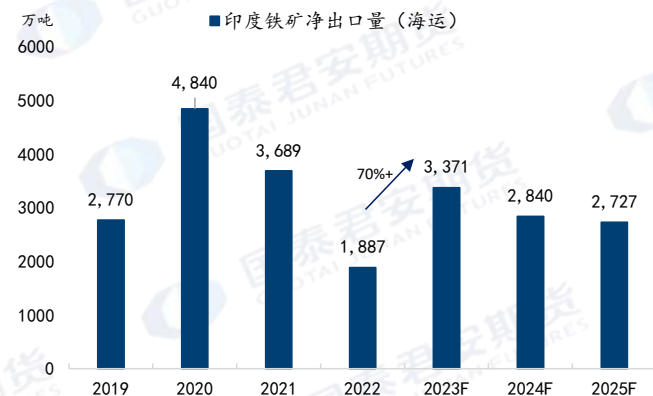


资料来源：Mysteel，海关总署，国泰君安期货研究

从主要几个非主流矿生产国的出口总量的对比来看，印度在关税政策重新调整之后，今年出口出现明显增量，据克拉克森预测，印度 2023 年铁矿石海运出口量将达到 3371 万吨，较 2022 年大幅增长超 70%；而对比之下，其他几个主要国家（南非、加拿大、俄罗斯、秘鲁）今年前三季度的累计总出口量约 1.06 亿吨，较去年同期增幅仅 3%。因此，2023 年非主流供应的增量中，印度成为了“绝对主力国”。

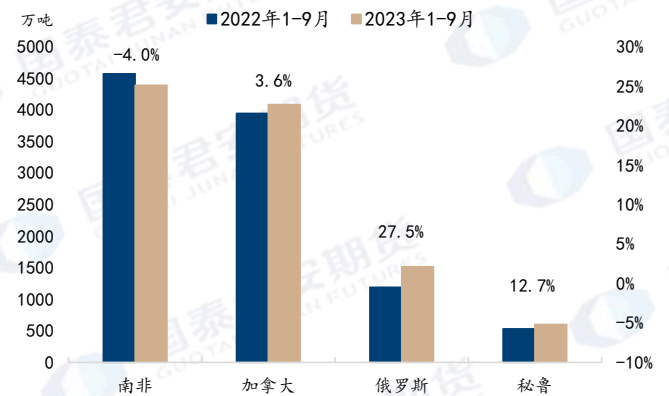
在前一年的年报中，我们提到了影响非主流矿生产国的三大非市场因素风险事件，除了刚刚提到的印度关税调整和对 2023 年边际影响相对较小的南非铁路工人罢工事件，还有就是仍未结束的俄乌地缘冲突。在 2023 年，乌克兰受制于港口等物流受限问题，其铁矿出口仍未能出现明显转好，对比之下，俄罗斯的铁矿海运出口量有所回升，但距离战前水平仍有一定距离。

图 12：印度铁矿净出口量较 2022 年大幅回升



资料来源：Clarksons，国泰君安期货研究

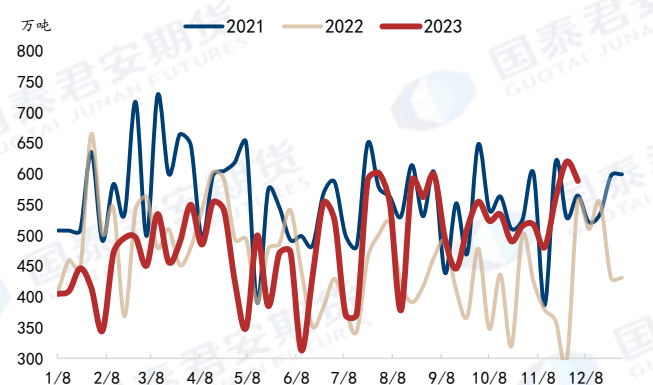
图 13：其他国家海运出口量变化趋势较小



资料来源：Clarksons，国泰君安期货研究

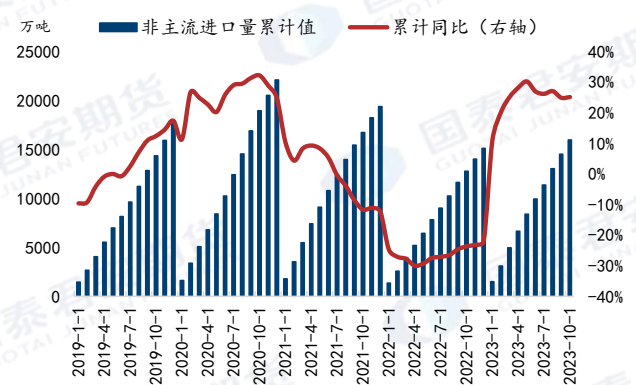
对于这些国家的未来增量而言，首先，印度方面的供给或受到本国需求抬升的影响难以延续环比攀升；其次，俄乌方面或将继续受到冲突下物流（对于乌克兰）和制裁（对于俄罗斯）等方面的制约；而其他国家根据 2023 年下半年的出口发运表现可以看出，即使矿价出现较大幅度的攀升，这些国家短时间内可以释放的供应增量也相对较为有限。

图 14：2023 下半年非主流矿发运量抬升较为明显



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 15：2022 低基数下，2023 非主流进口增幅显著



资料来源：Mysteel，中国海关总署，国泰君安期货研究

具体分企业来看，根据我们跟踪的八大非主流矿生产企业，其 2023 年前三季度总产量达到 1.79 亿吨，同比增长 5.9%。其中，巴西 CSN 贡献了（较 2022 年同期）2023 年前三季度的最大部分增量，一方面由于 2022 年巴西 CSN 饱受矿区强降雨的影响，使得 2022 年同比基数偏低，另一方面 CSN 在 2023 年的运营效率显著提高，且跟之前相比 CSN 自产原矿与外采的比例也有所提高，保证了其供应的稳定性，CSN 也在 2023 年三季度将 2023 年全年产量指导区间由 3900-4100 万吨提高至 4200-4250 万吨。此外，加拿大冠军铁 2023 年前三季度的累计同比增幅也超过 40%，主要系 2022 年年底公司正式开启了 Bloom Lake 矿区二期项目的常态化生产。

表 4：主要非主流矿生产企业 2023 年前三季度产量（单位：万吨）

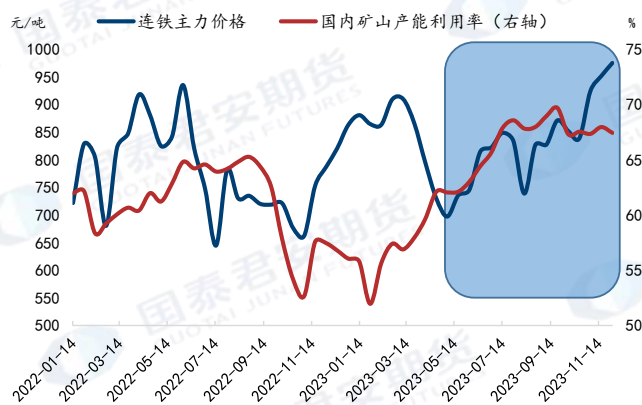
公司名称	3Q23 YTD	3Q22 YTD	同比增（减）量（万吨）	同比增（减）幅度（%）
安赛乐米塔尔 (ArcelorMittal)	3200	3460	-260	-7.5%
英美资源	4612	4359.88	252.12	5.8%
印度 NMDC	3384	3003	381	12.7%
Metinvest	751.3	880.4	-129.1	-14.7%
CSN	3168.5	2434.8	733.7	30.1%
Mineral Resources	1428.8	1480.7	-51.9	-3.5%
冠军铁	993.14	700.89	292.25	41.7%
Ferrexpo	347.5	572.1	-224.6	-39.3%
非主流矿主要生产企业产量合计	17885.24	16891.77	993.47	5.9%

资料来源：各公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

因此，结合各个国家以及各大企业 2023 年的综合表现，和对于未来潜在增（减）量的展望，我们预计 2024 年国外非主流矿产量为 9.6 亿吨，较 2023 年预估值增加 1500 万吨。

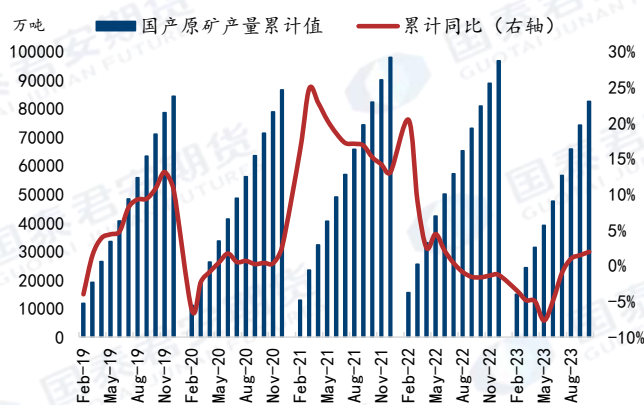
国产矿方面，2023 年 1-10 月份国产原矿产量累计 8.26 亿吨（统计局数据），同比微增 2.0%；433 家样本企业铁精粉产量累计 2.40 亿吨（Mysteel 数据），同比增幅 3.0%。而且国内矿山产能利用率自今年春节后持续处于攀升状态，预计 2023 年全年铁精矿口径产量将再次突破 3 亿吨。展望 2024 年，考虑到终端需求在 2024 年或将得到较强的底部支撑，国产矿产能利用率年均值或维持甚至突破 2023 年水平，因此我们预计 2024 年铁精矿口径产量为 3.05 亿吨，较 2023 年预估值增加 500 万吨，同比涨幅在 1.5-2.0%之间。

图 16：高矿价同样推高国产矿山产能利用率



资料来源：同花顺 iFinD，Mysteel，国泰君安期货研究

图 17：国产矿产量增速从 2023 年下半年逐渐转正



资料来源：Mysteel，统计局，国泰君安期货研究

2.2 需求端：海内外宽松干预政策或成主旋律，需求小幅走强

2.2.1 海外：降息预期渐起，需求动能或后半年发力

高息环境仍是 2023 年海外经济体所面临的大背景，市场对于衰退担忧的交易已反映得较为充分，海外钢厂产量也逐渐在 2023 年下半年逐渐实现月度产量的同比增长。根据世界钢协的数据显示，2023 年 1-10 月，全球（除中国）高炉生铁产量累计 3.46 亿吨，累计微降 0.7%，其中 1-6 月份累计降幅 2.9%，7-10 月份累计增长 2.8%。海外高炉生铁 2023 年增量前低后高的走势较为显著，我们也认为这样缓慢回升的势头或将延续至年底甚至 2024 年。

从海外主要几个铁矿石消费地区（也是海外钢铁产能较为集中的地区）来看：

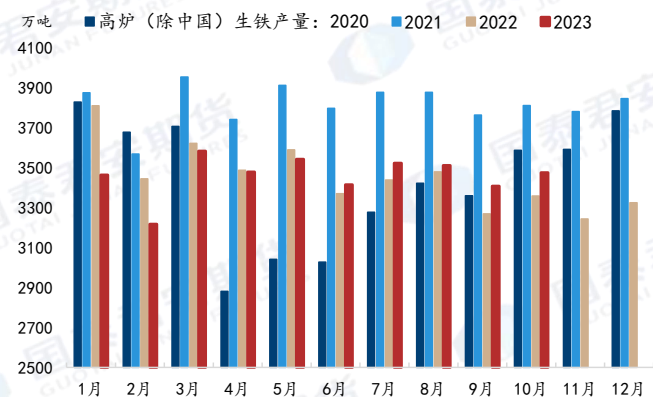
首先，印度方面延续增长势头，2023 年 1-10 月份高炉生铁产量累计增幅达 8.1%，我们已经在之前的印度黑色系市场研究系列报告中对印度近年增长迅猛的钢铁行业进行了详细阐述，而且在印度“国家钢铁政策 2017”的引导之下，我们认为印度未来的钢铁消费和生铁产量增量仍然值得期待。

其次，日本方面，虽然日本今年的经济复苏预期是市场所追溯的热点话题，但严峻的现实是，日本自 2022 年 7 月起，连续 16 个月制造业 PMI 处于收缩区间，直到最新的 2023 年 11 月 PMI 数据终于回到 50%临界点，因此 2023 年前 10 个月日本生铁累计产量同比增长仍然为负。但从趋势上来讲，日本的宏观形势已在预期层面逐渐转暖，且随着全球钢铁消费的回升，日本钢铁出口有望得到一定恢复。

再次，欧洲地区可能是海外前五大铁矿消费地区中前景最不乐观的，受到俄乌冲突和海外加息的双重打击之后，其宏观经济和制造业的恢复仍未有明显起色，高炉生铁产量连续下滑，2023 年前 10 个月累计同比下降 1.9%。

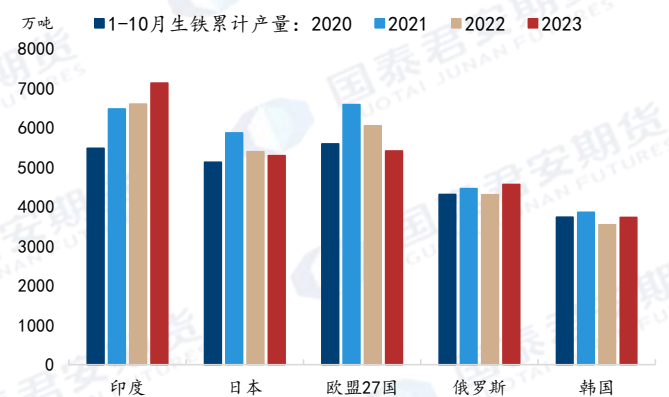
最后，对于量级相对较小的俄罗斯和韩国来说，其生铁产量表现较为稳定，2023 年 1-10 月高炉生铁产量累计增幅分别为 6.2%和 5.2%，预计小幅增长的势头也将在 2024 年有所延续。

图 18：海外生铁增量在下半年显现



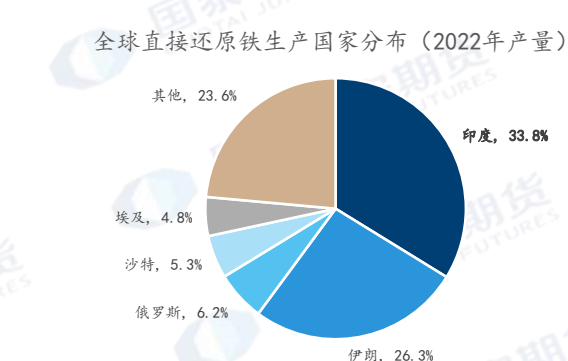
资料来源：Mysteel, WSA, 国泰君安期货研究

图 19：印、俄、韩均录得产量的同比上涨



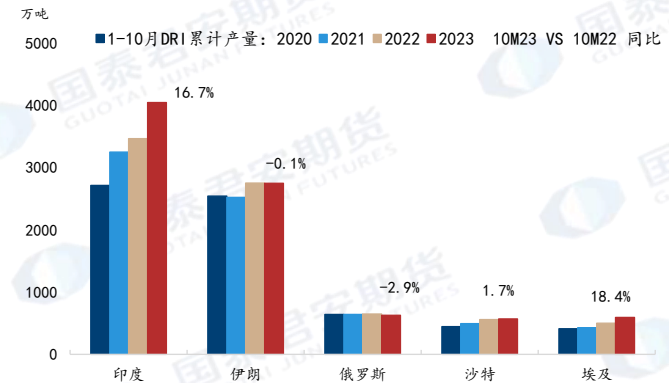
资料来源：Mysteel, WSA, 国泰君安期货研究

图 20：全球直接还原铁产量分布



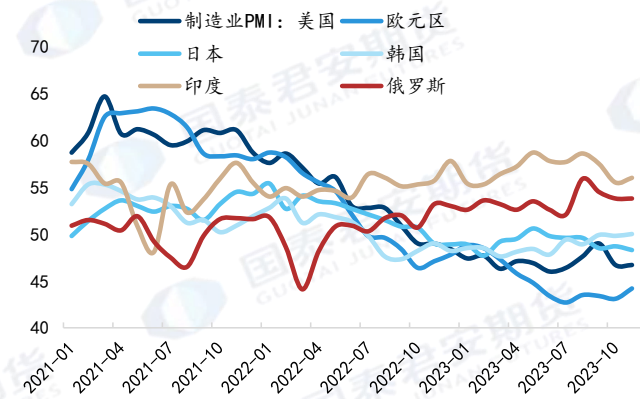
资料来源：Mysteel, WSA, 国泰君安期货研究

图 21：印度与埃及 2023 年录得较大同比增幅



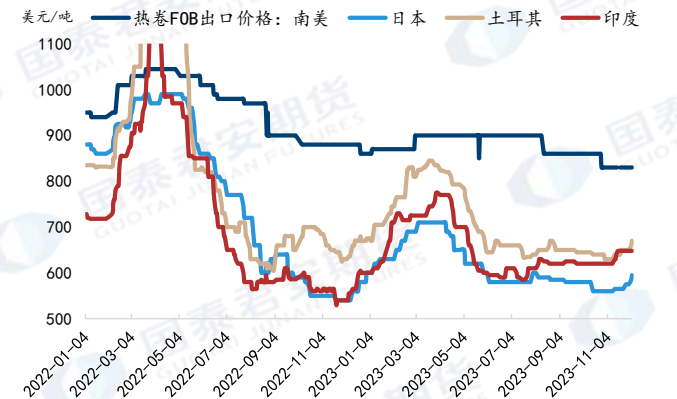
资料来源：Mysteel, WSA, 国泰君安期货研究

图 22：印、俄制造业 PMI 与欧元区分化较大



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 23：海外钢材出口价格已出现一定回暖趋势



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

总体而言，我们认为海外主要钢铁产能集中地区（除欧盟外）或在 2024 年后半程逐渐形成内外生相结合的增长驱动，若 2024 年海外央行如期进行降息操作，宏观经济有望迎来一定提振，黑色系的生产与消费需求或将随之小幅抬升。预计 2024 年海外生铁产量（含直接还原铁）约 5.7 亿吨，较 2023 年预估值提升 1.85%。

2.2.2 国内：下游高产或有所维持，需求高位平稳

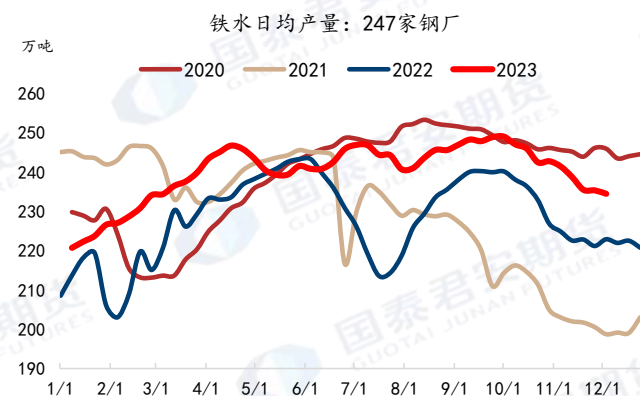
2023 年国内需求表现简单回顾：

上半年，国内的主旋律是“强预期延续”向“现实需求旺季表现不足”的切换。从下游的生产情况来看，铁水日均产量从年初开始连续攀升，仅 4 月中旬至 5 月中旬出现了一定的下滑，且二季度基本维持在 239 万吨上方。

下半年，黑色系的主要终端行业，如地产、制造业等整体上并未出现显著的现实需求提振，一方面是地产销售的相对疲弱，另一方面我国制造业 PMI 也在 4-8 月份连续处于收缩区间，因此下游钢厂开工情况未能持续上行，铁水日均产量仅在国庆复工前的补库阶段曾略微超过 2020 年同期水平。但好在成材的供需情况并未出现过于恶化的表现，使得铁水产量即使在四季度淡季需求的影响下，也未出现过快的下滑。

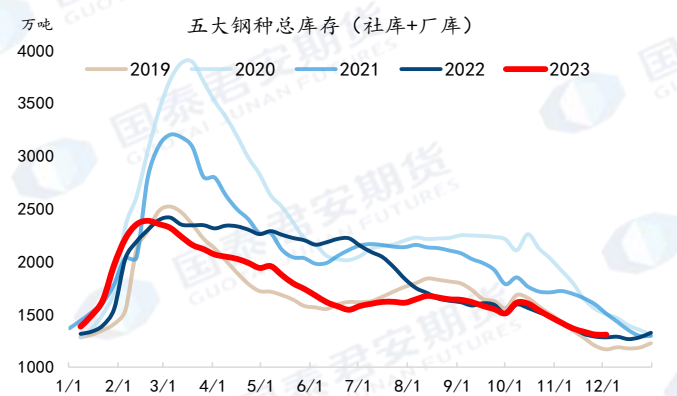
也正是因为铁水产量全年整体维持较高水平，使得钢厂对于铁矿的消费得以拉动，港口库存也创下同期水平的新低。

图 24：2023 年铁水产量整体维持较高水平



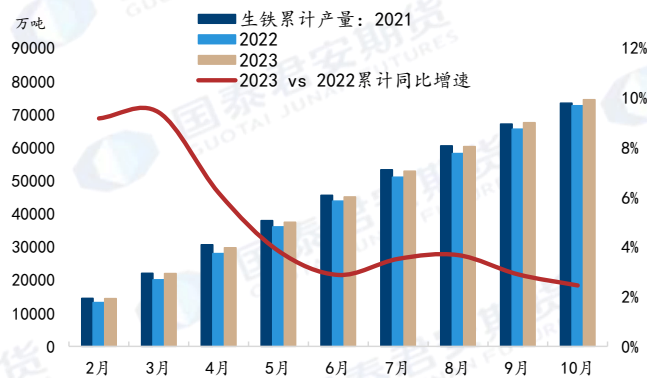
资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 25：下游五大材并未呈现过多累库迹象



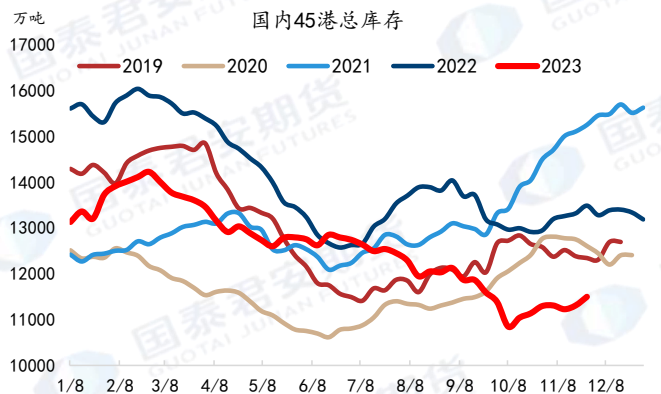
资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 26：2023 年下半年生铁产量增幅相对较小



资料来源：Mysteel，统计局，国泰君安期货研究

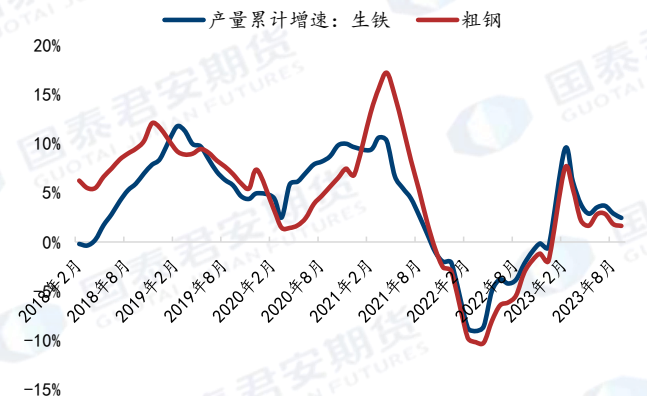
图 27：港口 4Q23 库存创下近年历史新低



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

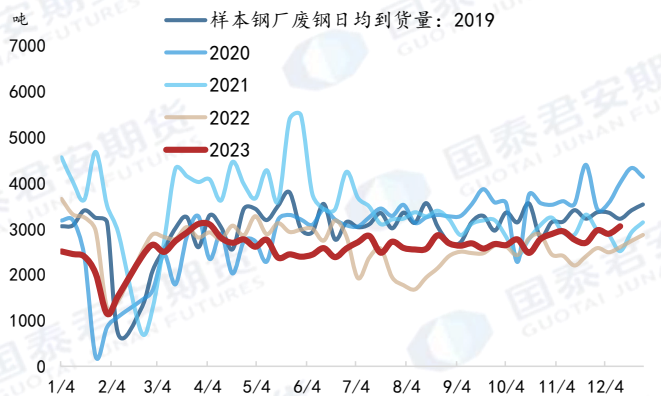
从粗钢生产的结构性上来看，自 2021 年底至 2023 年 10 月，生铁累计产量增速持续高于粗钢，反映到实际供应的结构上即生铁产量的贡献要高于废钢。一方面，由于前期（尤其 2022 年）废钢的供应和物流并不顺畅，使得钢厂废钢货源不足；另一方面，在 2023 年的大部分时间里，下游钢厂利润表现依然不佳，整体趋势较 2022 年的情况更为恶化，因此钢厂更倾向于高炉生产且减少转炉环节的废钢添加比例以节省成本。预计 2024 年前半段钢厂利润较难得到大幅度的改善，这对于结构性上的生铁产量替代或铁矿的边际需求或将起到一定支撑作用。

图 28：今年生铁产量增速快于粗钢



资料来源：Mysteel，统计局，国泰君安期货研究

图 29：钢厂废钢到货量较 2022 年有所回升



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 30：2023 下半年成材生产持续亏损



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 31：2023 下半年成材生产持续亏损



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

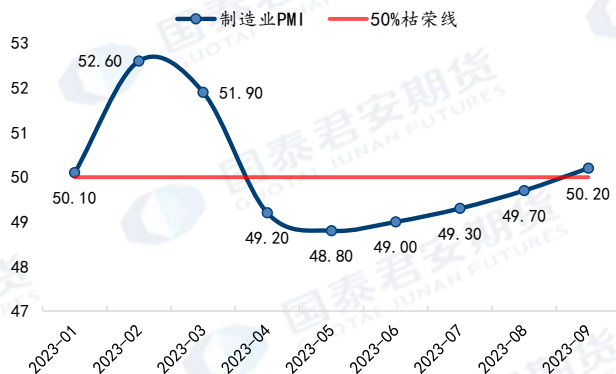
从影响终端需求的干预政策来看，2023 年政府已经推出了一些重磅刺激性政策，如与地产销售相关的房贷政策调整、以及和基建相关的万亿国债的增发等，而这些政策的落地效果或逐渐在 2024 年显现出实际的进展。此外，对于其他方面的干预如货币政策等，市场同样抱有较高的宽松预期，未来终端行业钢铁消费的提振或将在 2024 年有所体现。

表 5：2023 年地产相关政策干预梳理

日期	涉及部门	政策内容
2023. 1. 18	发改委	尊重搬迁人口落户城镇意愿，因地制宜制定具体落户办法
2023. 2. 15	人民银行	拓展民营企业债券融资支持工具支持范围，推动金融机构增加民营企业信贷投放
2023. 2. 21	证监会	启动不动产私募投资基金试点，发挥服务实体经济的功能作用
2023. 2. 21	证监会	正式发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》
2023. 3. 5	国务院	加强住房保障体系建设，有效防范化解优质头部房企风险，拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元
2023. 3. 10	银保监会	各银行业金融机构要不断提升贷款质效，避免“唯指标论”和粗放式发展
2023. 3. 24	国家发改委	发布《规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作》的通知
2023. 3. 30	自然资源部、银保监会	印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》
2023. 4. 19	国家发改委	加大对民间投资项目的信贷支持，鼓励民间资本通过产权交易、并购重组、不良资产收购处置等方式盘活自身资产
2023. 4. 21	最高法院	发布关于商品房消费者权益保护问题的批复
2023. 5. 8	住建部、国家市场监管总局	明确监管措施，加强房地产经纪行业管理，保护交易当事人合法权益
2023. 5. 15	央行	坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期
2023. 6. 29	国务院	通过《关于促进家居消费的若干措施》
2023. 6. 30	央行	因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生各项工作
2023. 7. 10	央行、国家金融监督管理总局	鼓励金融机构与房地产企业自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付
2023. 7. 24	中央政治局会议	切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化
2023. 8. 1	央行	支持房地产市场平稳健康发展，落实好“金融 16 条”
2023. 8. 25	住建部、央行、金融监管总局	印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》
2023. 8. 25	财政部、税务总局、住建部	发布《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》
2023. 8. 31	中国人民银行、国家金融监督管理总局	下发《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》
2023. 9. 28	财政部、税务总局、住建部	对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税
2023. 10. 12	住建部	城中村改造，分三类推进实施

资料来源：公开来源资料梳理，国泰君安期货研究

图 32：中国制造业 PMI 于 9 月重回扩张区间



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

表 6：2023 年降息新闻梳理

日期	具体内容
2023/4/14	河南、广东等多地部分中小银行下调人民币存款利率
2023/6/8	五大国有银行调整存款挂牌利率，3 年期利率下调 15 个基点
2023/6/13	央行：SLF 利率下调 10 个基点
2023/6/13	11 家股份制银行下调存款利率，或为 LPR 下调提供“缓冲垫”
2023/6/15	央行：MLF 利率下调 10 个基点
2023/6/20	央行：1 年期与 5 年期以上 LPR 均下调 10 个基点
2023/8/15	央行：SLF 利率下调 10 个基点；MLF 利率下调 15 个基点
2023/8/21	央行：1 年期 LPR 下调 10 个基点，5 年期以上 LPR 保持不变
2023/9/1	国有五大行、招行等迎新一轮存款利率下调，最高降幅达 25 个基点
2023/11/13	多家银行存款利率下调，下调幅度从 10 个基点至 40 个基点不等

资料来源：公开来源资料梳理，国泰君安期货研究

总体而言，我们认为黑色系终端行业需求的托底效果或在 2024 年逐渐显现，钢铁消费以及铁矿石需求或延续 2023 年高位运行的趋势，因此我们预计 2024 年国内生铁产量为 8.79 亿吨，较 2023 年预估值小幅增长约 500 万吨，增幅在 0.5%-1%之间。

2.3 2024 年铁矿石供需平衡表

供应方面，2024 年海外主流四大矿山产量同比增加 2400 万吨，非主流矿山产量同比增加 1500 万吨，国产矿同比小幅增加 500 万吨，合计全球铁矿石供应增加 4400 万吨，总量突破 24 亿吨；需求方面，2024 年中国铁矿石需求同比上涨 853 万吨，海外铁矿石需求同比增加 1709 万吨，全球铁矿石需求同比上升 2562 万吨。

综合供需两方面看，2024 年铁矿石整体格局或将出现供需双增趋势，但供应端增幅或显著高于需求端增幅，使其整体处于较为宽松的状态。

表 7：铁矿石 2024 年整体供需格局或较为宽松（单位：万吨）

铁矿供需平衡表												
	2019	增速	2020	增速	2021	增速	2022	增速	2023E	增速	2024F	增速
国内生铁产量	80936	4.97%	88752	9.66%	86857	-2.14%	86383	-0.55%	87383	1.16%	87900	0.59%
国内铁矿需求	137591	4.97%	146441	6.43%	143314	-2.14%	142532	-0.55%	144182	1.16%	145035	0.59%
国外生铁产量	58443	-0.73%	53771	-7.99%	60196	11.95%	56245	-6.56%	55964	-0.50%	57000	1.85%
国外铁矿需求	99353	-0.73%	88722	-10.70%	99323	11.95%	92804	-6.56%	92341	-0.50%	94050	1.85%
全球铁矿需求	236944	2.50%	235163	-0.75%	242637	3.18%	235336	-3.01%	236523	0.50%	239085	1.08%
四大矿山产量	108400	-6.78%	109600	1.11%	110300	0.64%	110600	0.27%	111700	0.99%	114100	2.15%
其中：VALE	30200		30000	-0.66%	31500	5.00%	30800	-2.22%	31500	2.27%	32000	1.59%
RIO TINTO	32700		33300	1.83%	32500	-2.40%	32400	-0.31%	32800	1.23%	33500	2.13%
BHP	27200		28800	5.88%	28300	-1.74%	28500	0.71%	28200	-1.05%	28800	2.13%
FMG	18300		17500	-4.37%	18000	2.86%	18900	5.00%	19200	1.59%	19800	3.13%
国外非主流产量	101195	9.54%	93710	-7.40%	107029	14.21%	92000	-14.04%	94500	2.72%	96000	1.59%
国产矿产量	28000	7.69%	29000	3.57%	30000	3.45%	29200	-2.67%	30000	2.74%	30500	1.67%
全球铁矿供给	237595	1.25%	232310	-2.22%	247329	6.47%	231800	-6.28%	236200		240600	
供给-需求	651		-2853		4692		-3536		-323		1515	

资料来源：统计局、各公司官网、Mysteel，国泰君安期货研究

3. 结论与投资展望

3.1 2024 年铁矿石价格预判

价格方面，供给增量或使港口库存逐步走高，使得铁矿价格的向上弹性有所降低，下游利润或持续压制铁矿估值的上调空间，但另一方面，需求的托底也为铁矿价格的绝对底部形成一定支撑。

供应方面，巴西 Vale 的生产或在产能扩张项目落地的帮助下有所突破，产量有望创下 2019 年以来的新高，BHP 和 Fortescue 在 2024 年将迎来新投产项目产能的持续爬坡，增量同样可期，预计主流矿山 2024 年同比增量为 2400 万吨；非主流矿面对 2023 年底铁矿价格的高位运行或延续增产趋势，预计 2024 年同比增加 1500 万吨，国产矿同样在下游需求和政策的扶持下或将在 2024 年实现 500 万吨的增量。因此，2024 年全球铁矿石总供应较 2023 年或将增加 4400 万吨。

需求方面，我们认为国内黑色系终端行业需求的托底效果或在 2024 年逐渐显现，钢铁消费以及铁矿石需求或延续 2023 年高位运行的趋势，预计 2024 年国内铁矿石需求同比增加 853 万吨；而海外在经历了地缘政治和高通胀的困扰之后或将迎来逐步宽松的货币政策，需求有望在 2024 后半程逐渐回暖，预计 2024 年海外铁矿石需求同比增加 1709 万吨，即 2024 年全球铁矿石总需求上升 2562 万吨。

综合供需两方面看，2024 年铁矿石整体格局或将出现供需双增趋势，但供应端增幅或显著高于需求端增幅，使其整体处于较为宽松的状态。

总体而言，2024 年铁矿石宽松的供需格局或将对当前高位运行的矿价形成一定反向阻力，全年的价格中枢或将出现一定下移。从价格变化的节奏来看，随着当前高位运行的矿价进入 2024 年，海内外终端需求的弱势表现或使钢厂利润持续恶化，最终传导至炉料使铁矿价格出现一定回调，同时海外供给延续宽松稳定态势，春季前国内港口或迎来快速累库，逐步走高的库存也会使铁矿价格的向上弹性有所降低；而后，国内政策端的发力效果或逐渐显现，海外预计对于各大央行降息的预期逐渐加强，最终海内外宽松干预政策的共振或对黑色系需求形成托底效果，也使铁矿价格的绝对底部得到一定支撑。因此，我们预计 2024 年矿价或呈现出先弱后强的整体走势，但价格中枢较 2023 年会出现一定下移。

3.2 投资展望

我们预计 2024 年普氏指数核心价格区间为 80-130 美金/干吨，全年均价为 105 美金/干吨，对应国内铁矿石期货波动区间约为 600-975 元/吨。基于前面提到的价格变化节奏，建议上半年以逢高空思路对待，在后半程需求筑底确认后寻找逢低做多钢厂利润的机会。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。