

下游韧性超预期，铁矿中枢有所上移



走势评级：铁矿石：震荡
报告日期：2023 年 06 月 28 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

★ 2023H1：刺激政策未能兑现，但终端需求韧性超预期

市场年前“弱现实”+“强预期”逻辑均未兑现。上半年实际需求仍然保持正增长，传统意义的经济下行周期冲击并未在微观需求上直接验证；“强预期”层面，市场并未等来如期中政策刺激。地产、地方债等层面呈现极强的政策定力。

★ 2023H2 供应：年度增量维持 3600W，但非主流发货不稳定

我们维持铁矿石海运供应量增加 3600 万吨的预估。1-6 月份航运数据显示，全球铁矿石发运量累计同比增加 1300 万吨，折合年化 2600 万吨。考虑下半年新投产项目，预计年度增量仍能维持在 3600 万吨左右。但印度、南非、俄罗斯等非主流发货量表现并不稳定。国产精粉增产增量维持 500 万吨的判断。

★ 2023H2 供应：国内铁水有支撑，但宏观尾部风险仍存

上半年国内粗钢需求持平，出口带动内外总需求增长 2%。2023 年以来的内需弱、出口强的钢材需求结构可对比与上一轮周期中的 2014、2015 年。在粗钢总需求有增量的前提下，247 家样本钢厂铁水在 230 万吨/天有支撑。但仍需要警惕的是，现有钢材需求“韧性”依赖于外需承接，但若价格上涨后成材出口窗口可能关闭；地产、基建等需求分项下半年重心也有下移风险。

★ 总结及建议：

综合来看，整体黑色依然处于长期筑底的大震荡格局中。黑色整体下方仍有空间，但幅度受限。而经历 2022Q3-2023Q1 去库存周期后，整体黑色产业链向上弹性逐步打开。但在宏观政策未见明显转向之前，国内需求难有持续性好转。我们对矿价维持 80-120 美元的震荡市思维。产业估值锚建议参考钢厂利润和钢材出口价差。

★ 风险提示：

宏观政策，粗钢平控，海外衰退。

目录

1、2023H1 复盘：刺激政策未能兑现，但终端需求韧性略超预期.....	5
2、2023H2 供应：年度增量维持 3600W，但非主流发货逐渐不稳定.....	6
2.1 海运增量仍以澳洲、巴西为主，非主流发货波动剧烈.....	6
2.2 国产矿：内矿增产有限，等待政策推进.....	9
3、2023H2 需求展望：粗钢需求有增量，铁水 230 万吨/天有支撑.....	10
3.1 粗钢总需求增长假设下，国内铁水难跌破 230 万吨/天.....	10
3.2 海外经济衰退逐渐明朗，外需负增长.....	12
4、总结及展望.....	14

图表目录

图表 1: 2023H1 铁矿价格走势复盘.....	5
图表 2: 铁矿石主力基差季节性.....	5
图表 3: DCE 与 SGX 主力价差.....	5
图表 4: 铁矿石 9-1 价差季节性.....	5
图表 5: 铁矿石年度供应增量预估.....	6
图表 6: 2023 年 1-6 月全球供应分地区增量.....	6
图表 7: 澳洲发货量季节性.....	7
图表 8: 巴西发货量季节性.....	7
图表 9: 全球除澳巴发货量季节性.....	7
图表 10: 印度发货量季节性.....	7
图表 11: 南非发货量季节性.....	8
图表 12: 俄罗斯发货量季节性.....	8
图表 13: 2023 年 1-6 月全球进口量分地区.....	8
图表 14: 全球-中国比例季节性.....	8
图表 15: 国产矿开工率季节性.....	9
图表 16: 外矿库存倒推的内矿使用量.....	9
图表 17: 普氏指数和精粉价格.....	9
图表 18: 块矿、球团溢价.....	9
图表 19: 近十年来粗钢内需与外需结构对比.....	10
图表 20: 国内粗钢表观消费量.....	11
图表 21: 彭博-中国钢材需求增速（内需）.....	11
图表 22: SMM 热卷排单增速.....	11
图表 23: 247 周度铁水预估.....	11
图表 24: 富宝废钢到货量季节性.....	12
图表 25: 富宝废钢基地库存.....	12
图表 26: 不同粗钢需求&废钢供应条件下 2023H2 铁水均衡点.....	12
图表 27: 全球除中国外铁水产量增速.....	13
图表 28: 海外主要钢厂生产利润（模拟值）.....	13
图表 29: 全球主要经济体 PMI.....	13
图表 30: 德国厂房与机械订单.....	13
图表 31: 日本机床订单.....	14
图表 32: 铁矿石港口库存季节性（考虑压港）.....	15
图表 33: 近 10 年钢厂利润中枢.....	15

图表 34：中国和越南热卷出口报价对比.....	15
--------------------------	----

1、2023H1 复盘：刺激政策未能兑现，但终端需求韧性略超预期

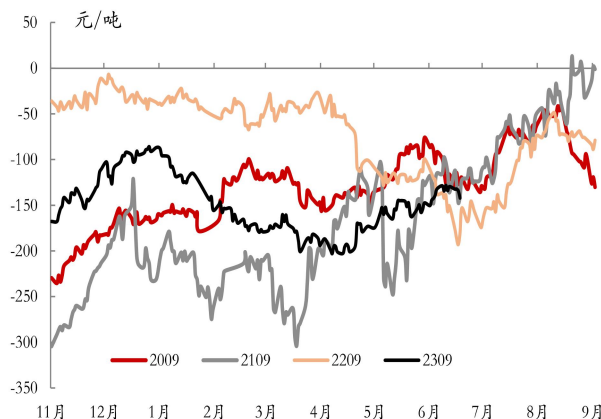
回顾上半年铁矿及黑色行情，市场年前“弱现实”+“强预期”逻辑均未兑现。需求端，实际表现强于整体市场预期。尽管地产在已有低基数下继续下平台、基建3月份短暂脉冲后资金持续紧张，但在新能源、制造业投资、出口等增量支撑下，上半年实际需求仍然保持正增长。传统意义的经济下行周期冲击并未在微观行业的需求上完美验证；“强预期”层面，经历疫情放开后的狂热情绪后，市场并未等来如期中政策刺激。地产、地方债等层面呈现极强的政策定力，市场对“强刺激”预期和时间点不断推后。

图表 1：2023H1 铁矿价格走势复盘



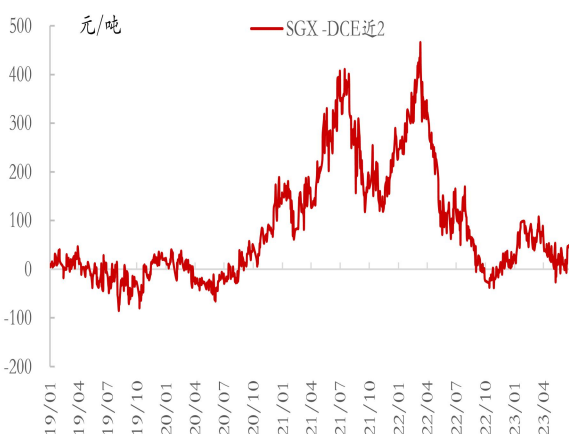
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 2：铁矿石主力基差季节性



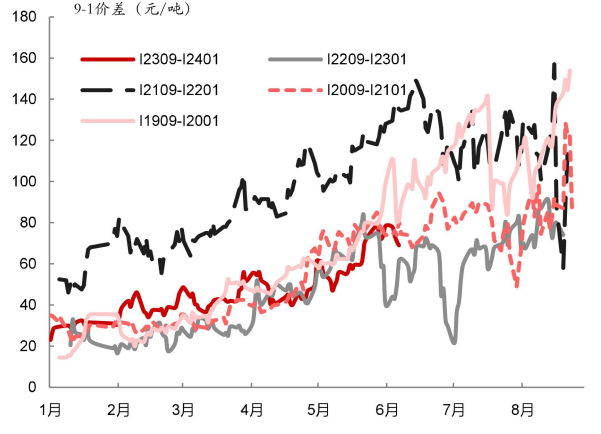
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 3：DCE 与 SGX 主力价差



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 4：铁矿石 9-1 价差季节性



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

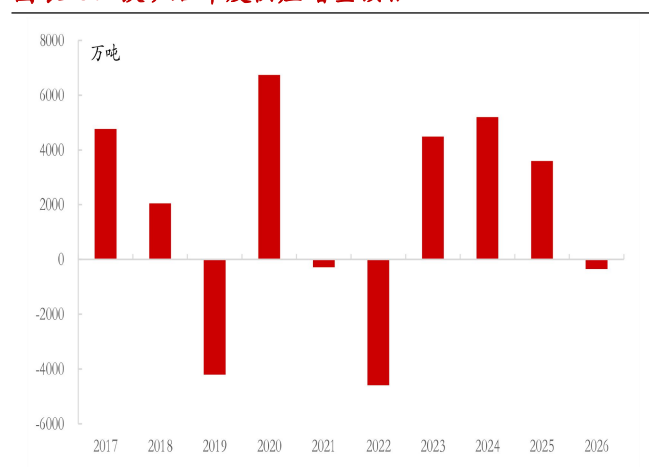
2、2023H2 供应：年度增量维持 3600W，但非主流发货逐渐不稳定

2.1 海运增量仍以澳洲、巴西为主，非主流发货波动剧烈

供应方面，我们维持铁矿石全球供应量增加 3600 万吨的预估。1-6 月份航运数据显示，全球铁矿石发运量累计同比增加 1300 万吨，折合年化 2600 万吨。考虑下半年 FMG 铁桥、Altas 的 Mcphee Creek 项目等新投产项目，预计年度增量仍能维持在 3600 万吨左右。

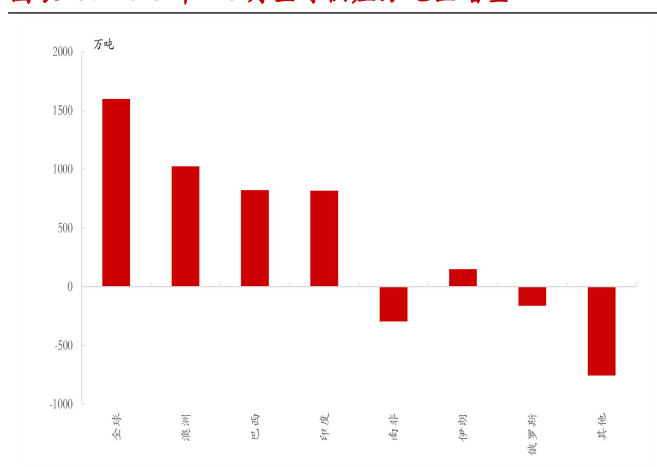
其中，2023 年上半年澳洲发货累计同比增加 1000 万吨，年化 2000 万吨。巴西、印度年化发货量均增加 1600 万吨。但印度、南非、俄罗斯等非主流发货量表现并不稳定。1-4 月份，印度月度铁矿石发货量维持在 350-400 万吨，6 月份这一体量下降至 250 万吨。简单折算后的印度年度增量贡献由一季度的 2000 万吨下降至 1600 万吨；南非更是饱受物流、罢工等持续影响，上半年以来发货累计减少 300 万吨，年化 600 万吨。俄罗斯上半年发货量减少 160 万吨，折合年化 320 万吨，且俄罗斯单月发货量仍在刷新去年下半年以来的低点；乌克兰未有恢复，海运无铁矿出口。

图表 5：铁矿石年度供应增量预估



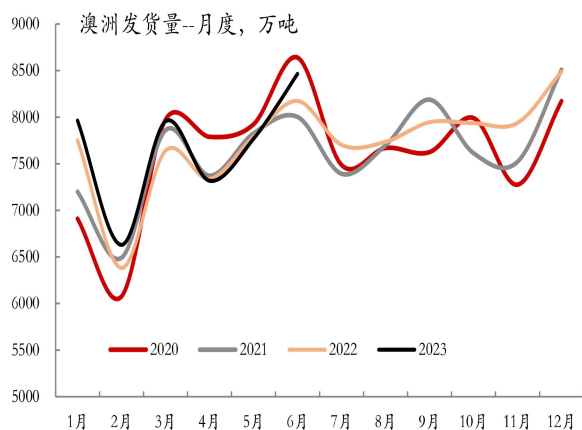
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 6：2023 年 1-6 月全球供应分地区增量



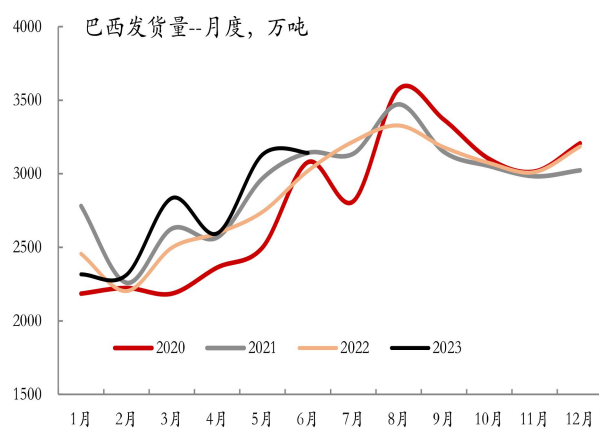
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 7: 澳洲发货量季节性



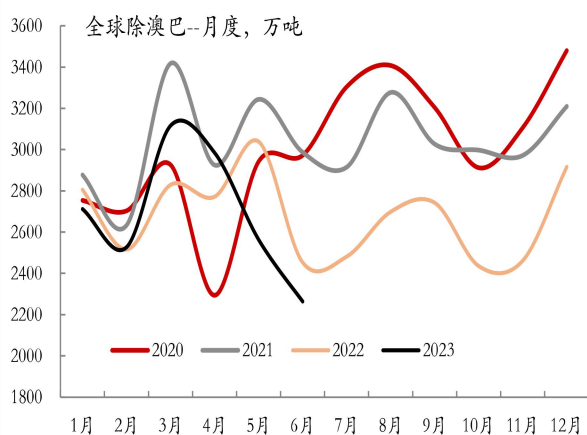
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 8: 巴西发货量季节性



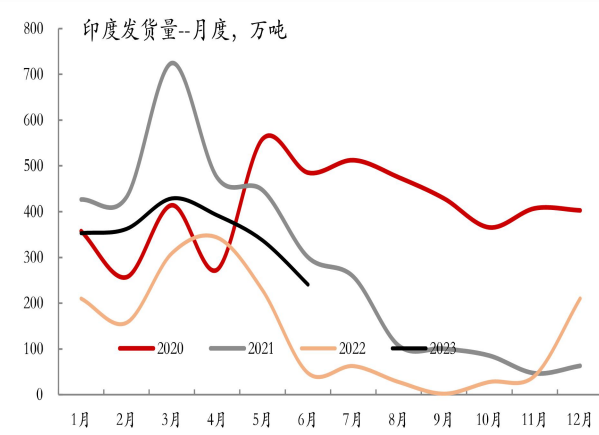
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 9: 全球除澳巴发货量季节性



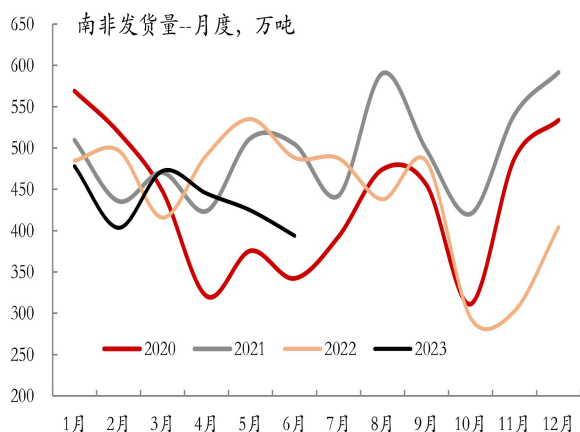
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 10: 印度发货量季节性



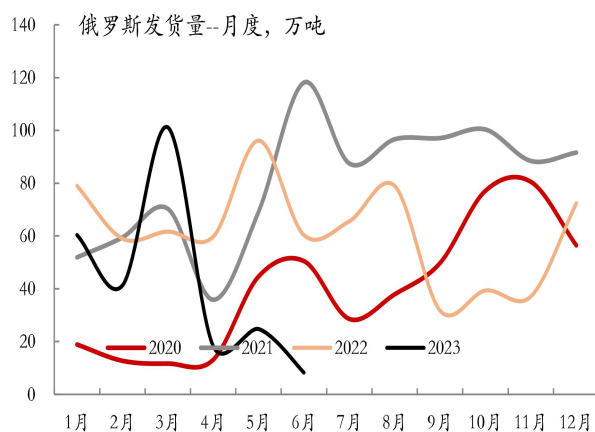
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 11: 南非发货量季节性



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 12: 俄罗斯发货量季节性

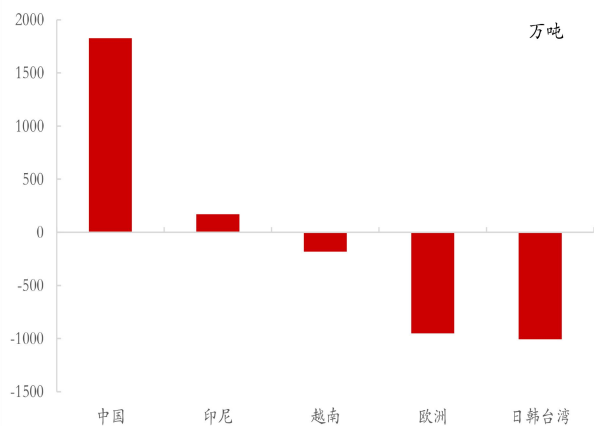


资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

到货量角度, 全球发运量增量虽从年初的 3000 万吨小幅调降至 2600 万吨, 但并未影响中国到货量。外需持续疲弱下, 全球铁矿发中国比例提升。1-6 月份中国铁矿石到货量累计增加 1830 万吨, 折合年化 3600 万吨; 即, 全球发除中国外市场铁矿石量, 1-6 月份累计减少 540 万吨, 折合年化约 1080 万吨。

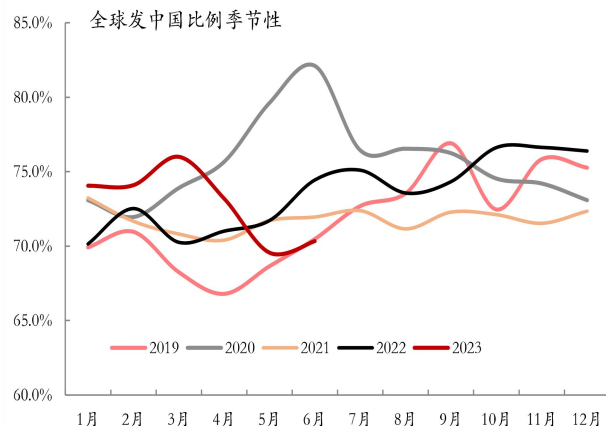
对比 1-6 月份以来主要铁矿石进口国到货量, 中国累计增加 1830 万吨, 印尼增加 170 万吨, 越南减少 180 万吨, 欧洲累计减少 950 万吨, 日本韩国台湾累计减少 1000 万吨。铁矿石分国别进口分化, 验证了铁水内强外弱、国内钢材出口外流的现状。

图表 13: 2023 年 1-6 月全球进口量分地区



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 14: 全球-中国比例季节性



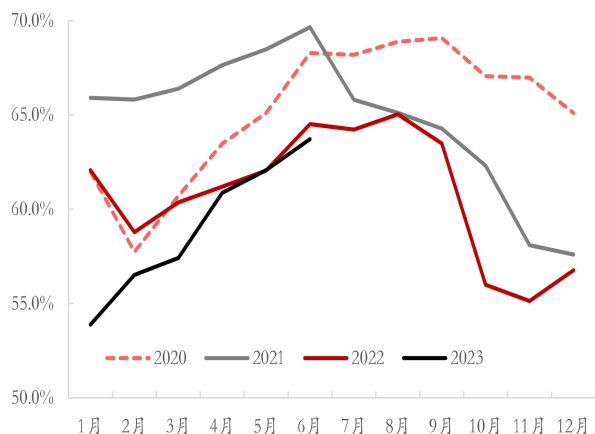
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

2.2 国产矿：内矿增产有限，等待政策推进

上半年以来，在政策鼓励支持下，国产矿产量有所增加。但受制于环保安监趋严，国产矿开工恢复较慢。Mysteel 统计的样本内矿开工率上半年以来小幅抬升，平均开工率较去年同期略低 2.7%。

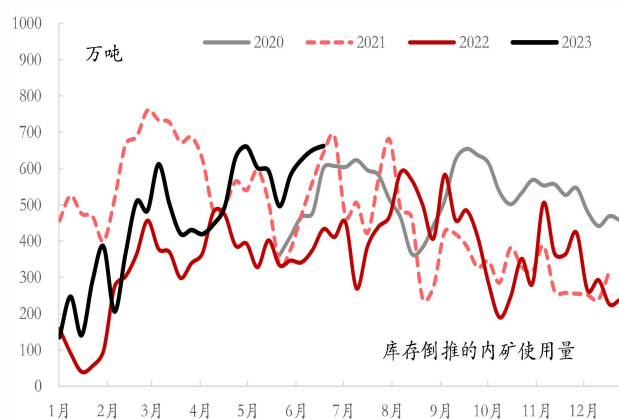
但不论统计局口径，还是用外矿库存倒推的内矿使用量，上半年以来均显示内矿有一定增产。统计局数据显示，内矿原矿 1-5 月份累计增长 6.5%，即 2400 万吨，对应精矿产量约 600 万吨。以外矿显性库存倒推的内矿使用量同样得出国产矿增产。由于国产矿原矿洗选率分化较大，难以准确推算出精粉增量。我们维持对 2023 年国产精粉增产 500 万吨的判断。

图表 15：国产矿开工率季节性



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 16：外矿库存倒推的内矿使用量



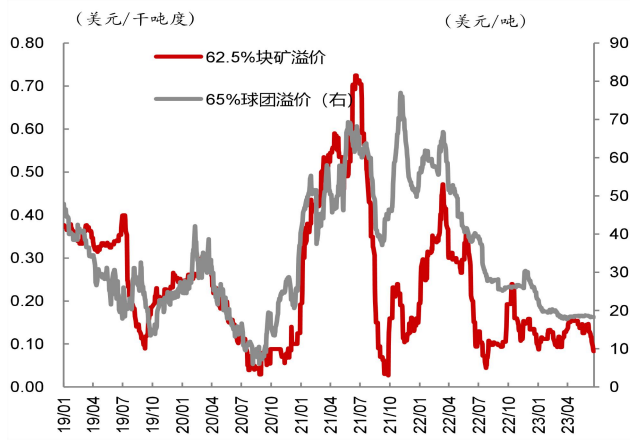
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 17：普氏指数和精粉价格



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 18：块矿、球团溢价



资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

3、2023H2 需求展望：粗钢需求有增量，铁水 230 万吨/天有支撑

3.1 粗钢总需求增长假设下，国内铁水难跌破 230 万吨/天

尽管房地产新开工在 2022 年下滑 40%的基础上，2023 年仍在以 40%的幅度萎缩；基建 3 月份短暂脉冲后后续乏力，项目回款自 4 月份以来持续恶化。但这些宏观数据急速恶化，并未在钢材需求上完全映射。

根据统计局和海关数据折算，1-5 月份统计局口径国内粗钢表观消费量增速 0.6%。1-5 月累计出口钢材 3637 万吨，同比增长 40.9%。考虑出口之后，国内+出口粗钢总需求累计增长 2%。

5-6 月份以来，以板材为主的需求韧性引起市场普遍关注。现有需求亮点主要包括：板材大量出口（30-40%增速）、船舶（15%）、新能源（5%）等。2023 年以来的内需弱、出口强的钢材需求结构似曾相识，可简单对比与上一轮下跌周期中的 2015 年。剔除出口增量后，国内钢材需求 2023 年预期值仍然仅在零值附近。截止 6 月末，钢厂普遍反馈 7 月份接单依然较好，短期需求没有恶化风险。

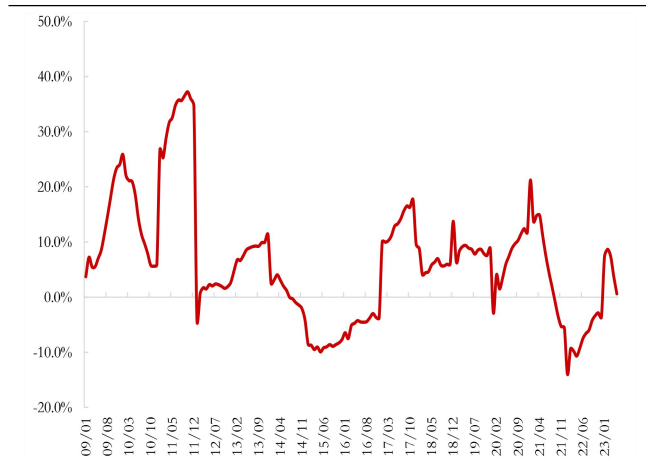
订单韧性提振了钢厂生产信心，6 月份以来 247 口径铁水逐步走高。截止 6 月末，样本钢厂铁水已经由前期最低 237 万吨/天回升至 245 万吨/天。且根据检修计划推算，7 月份有望进一步抬升至 247 万吨/天。

图表 19：近十年来粗钢内需与外需结构对比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
国内增速	1.1%	-3.2%	3.9%	5.7%	4.0%	5.0%	9.0%	0.5%	-3.2%	-0.6%
出口增速	48.9%	19.8%	-9.9%	-25.3%	-8.0%	-7.5%	-16.6%	24.6%	0.8%	38.4%
需求总增速	4.9%	-0.5%	4.0%	2.0%	3.0%	4.0%	7.3%	1.8%	-2.9%	2.0%

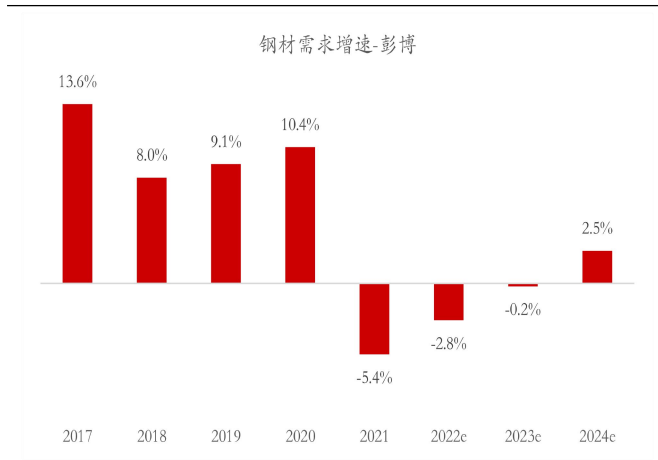
资料来源：Mysteel、东证衍生品研究院

图表 20: 国内粗钢表观消费量



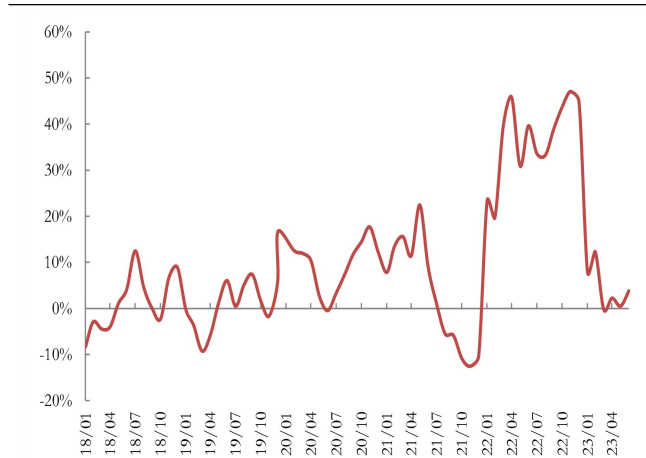
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 21: 彭博-中国钢材需求增速 (内需)



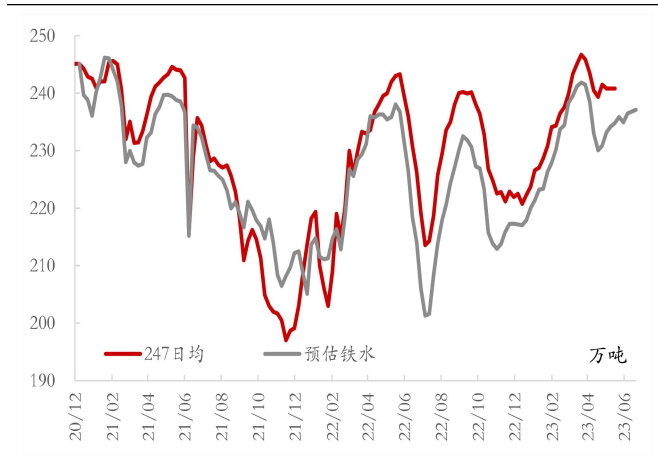
资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 22: SMM 热卷排单增速



资料来源: SMM、东证衍生品研究院

图表 23: 247 周度铁水预估

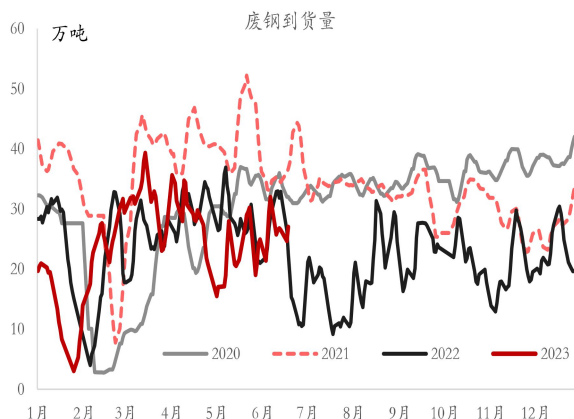


资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

与 2015 年不同的是,废钢端的灵活调节,给与成材供应更多弹性。2023 年以来,市场再度发现,废钢供应并未如去年年底预期一般出现持续增量。富宝日耗数据显示,1-6 月份废钢日耗同比去年同期低 1 万吨/天,年化约 400 万吨。废钢日耗减少,源自传统制造业订单缩量和钢厂低利润下主动降废钢比例。

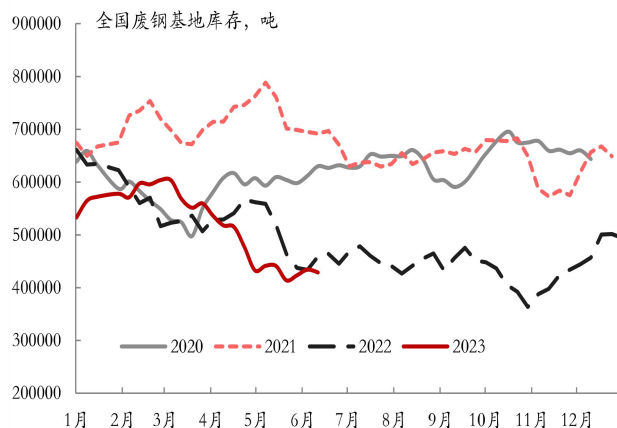
下表中,我们对不同粗钢需求&废钢供应条件下的 2023H2 铁水均衡点进行测算。在粗钢总需求有增量的前提下,247 家样本钢厂下半年铁水均值在 230 万吨/天有支撑。但仍需要警惕的是,现有钢材需求“韧性”依赖于外需承接,但若价格上涨后成材出口窗口可能关闭;地产、基建等需求分项下半年重心也有下移风险。

图表 24：富宝废钢到货量季节性



资料来源：富宝、东证衍生品研究院

图表 25：富宝废钢基地库存



资料来源：富宝、东证衍生品研究院

图表 26：不同粗钢需求&废钢供应条件下 2023H2 铁水均衡点

	产量平控（粗钢不增）			需求增 1%			需求增 2%		
	废钢增 500	不变	废钢减 500	废钢增 500	不变	废钢减 500	废钢增 500	不变	废钢减 500
7-12 月产量	47532	47532	47532	49511	49511	49511	50529	50529	50529
废钢日均	26	24	21	26	24	21	26	24	21
7-12 月 247	219	222	224	229	232	235	234	237	240
全年 247 平均	228	229	231	233	234	236	236	237	238
铁矿累库	1959	1300	205	-1336	-2213	-3091	-3031	-3909	-4786
年末库存	17659	17000	15905	14364	13487	12609	12669	11791	10914

资料来源：Mysteel、富宝、东证衍生品研究院

3.2 海外经济衰退逐渐明朗，外需负增长

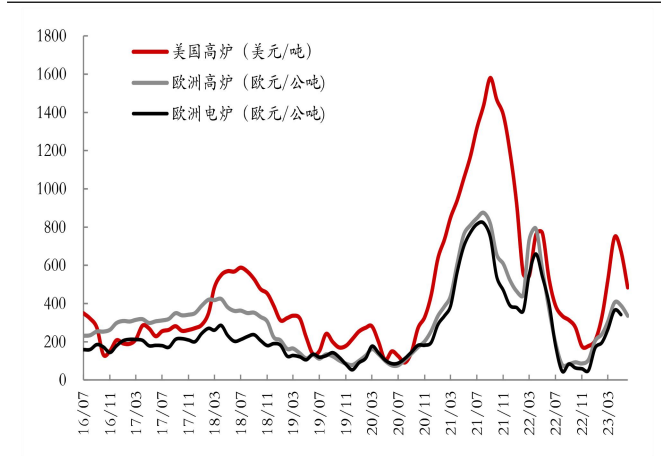
外需则如期般表现出明显的经济下行。1-5 月份，全球除中国外铁水累计下滑 3%，地区间分化较大。其中，传统铁矿石进口国日、韩、台湾地区等累计铁水下滑 3%；欧洲地区累计下滑 10%。中国铁矿石进口增量，转化为钢材出口，对海外铁水造成了一定挤出。考虑海外 PMI 等指标持续疲软，我们预计 2023H2 海外铁水将维持疲态。但海外钢价低迷，也抑制了国内反弹空间。国内需求未见趋势性转向，外需托底背景下，出口价格或成为国内钢价的阶段性顶部。内外钢材价差也可以作为国内估值的参考系之一。

图表 27: 全球除中国外铁水产量增速



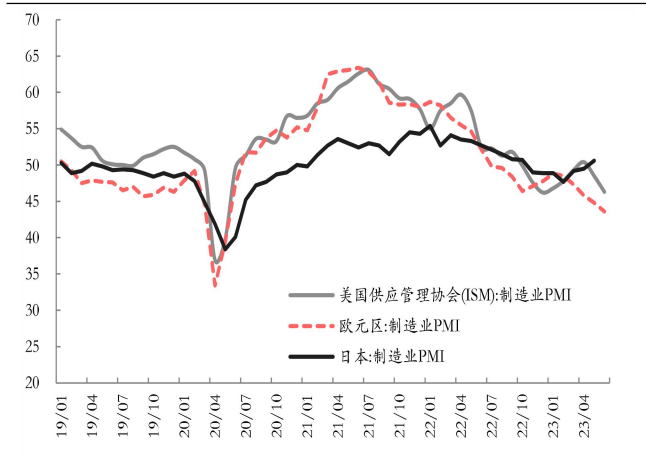
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 28: 海外主要钢厂生产利润 (模拟值)



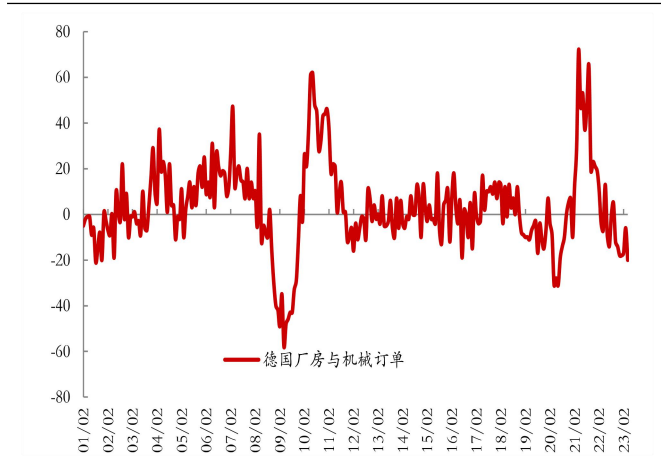
资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 29: 全球主要经济体 PMI



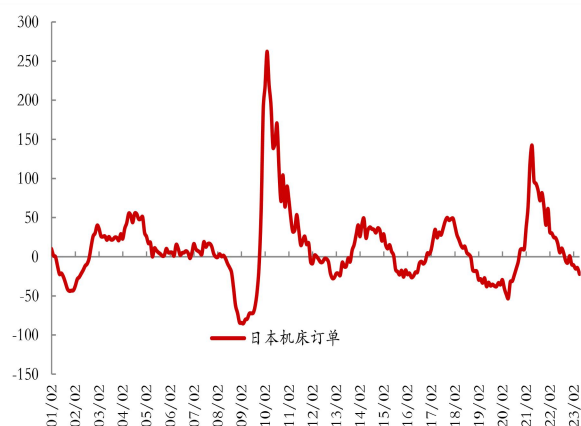
资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 30: 德国厂房与机械订单



资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 31：日本机床订单



资料来源：Bloomberg、东证衍生品研究院

4、总结及展望

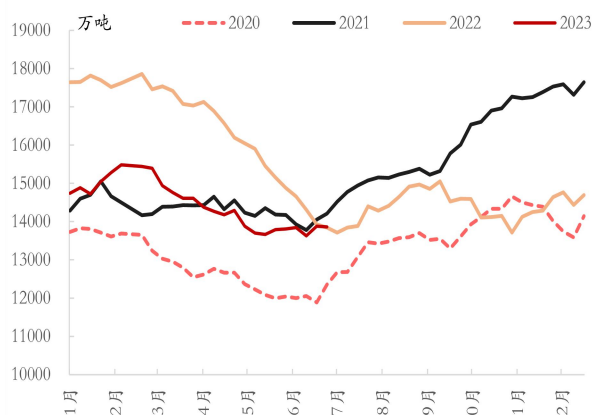
综合来看，上半年表现，国内需求向上超预期，海外需求向下低于预期。国内需求韧性，除造船、新能源、钢结构等新增需求之外，也伴随着钢材主动出口释放压力。在粗钢总需求 2% 的假设下，下半年 247 家钢厂铁水均值约 237 万吨/天，与上半年持平。全年铁矿或维持降库，港口（含压港）显性库存年末将降低至不到 1.2 亿吨。

但在地产再度走弱、基建强度降低、出口订单持续性存疑等背景下，粗钢年度需求是否能维持 2% 值得考量。且当前钢材出口带动了总体粗钢需求 3% 左右，一旦国内价格上涨至内出口窗口关闭，内需依然承压。

综合来看，整体黑色依然处于长期筑底的大震荡格局中。往下看，随着双焦逐渐接近其成本曲线最上端，黑色整体下方仍有空间，但幅度受限。而经历 2022Q3-2023Q1 去库存周期后，整体黑色产业链向上弹性逐步打开。但在宏观政策未见明显转向之前，国内需求难有持续性好转。叠加宏观层面尾部风险仍在，上涨的可持续性和反弹空间同样受限。我们对矿价维持 80-120 美元的震荡市思维。

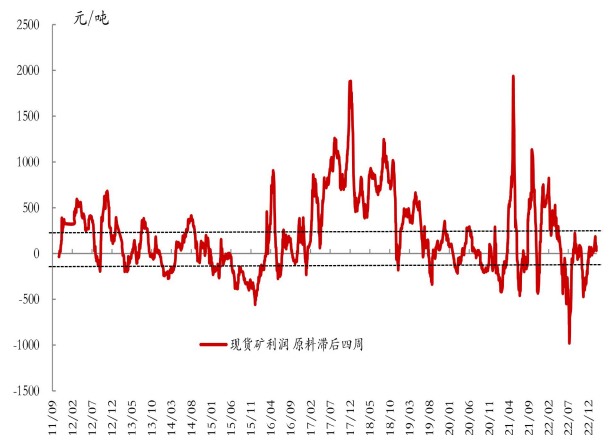
估值角度，建议以钢厂利润、出口价差作为参考系。随着双焦等原料成本趋势性下移，成材绝对价格一定程度上并不便于做直接对比。相较于绝对价格，以生产利润为估值锚更为准确。在未见到需求趋势性改善，产业主动去库结束，钢厂实际生产利润将维持在 [-150,200] 元/吨区间波动。内需疲软，外需出口量承担了最主要的泄压渠道，国内价格反弹空间受制于出口市场。

图表 32: 铁矿石港口库存季节性 (考虑压港)



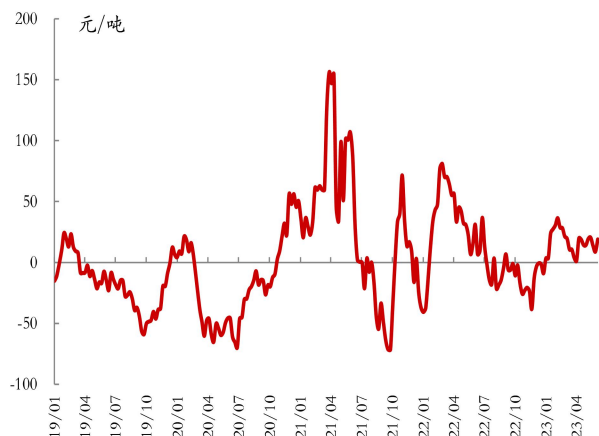
资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

图表 33: 近 10 年钢厂利润中枢



资料来源: Bloomberg、东证衍生品研究院

图表 34: 中国和越南热卷出口报价对比



资料来源: Mysteel、东证衍生品研究院

5、风险提示

宏观政策，粗钢平控，海外衰退。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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