

2024 年 5 月

永安研究

螺纹钢、热轧卷板、铁矿石

李天佑

Leeluqiao@163.com

F3048648

Z0015714

免责声明

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做任何保证，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所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

矿石年报：夜坐听风，静候天明

摘要

行情回顾：

2022 年，铁矿石期现价格大幅波动，行情表现为淡季做强预期，旺季做弱现实，强预期弱现实博弈加大了黑色板块商品的波动率。由于疫情、房地产需求下移以及海外加息、俄乌冲突等多重因素的影响，黑色估值中枢年中开始下移。基于废钢供给以及非主流矿山供应下滑等因素，年末铁矿石形成了相对夯实的底部支撑基础。全年铁矿石价格较 2021 年下滑明显，并一度考验主流矿山成本线，年末低库存也给了钢厂冬储节点大涨的底气。

供需展望：

2023 年，铁矿石主流矿山发运目标变化不大，非主流矿山供给或将微增，内矿产量持平，废钢供给预估回升 1500 万吨，在整体压减粗钢的任务维持的情况下，矿石供需格局预期偏宽松，不排除出现需求再次引导供给下滑的局面。

行情展望：

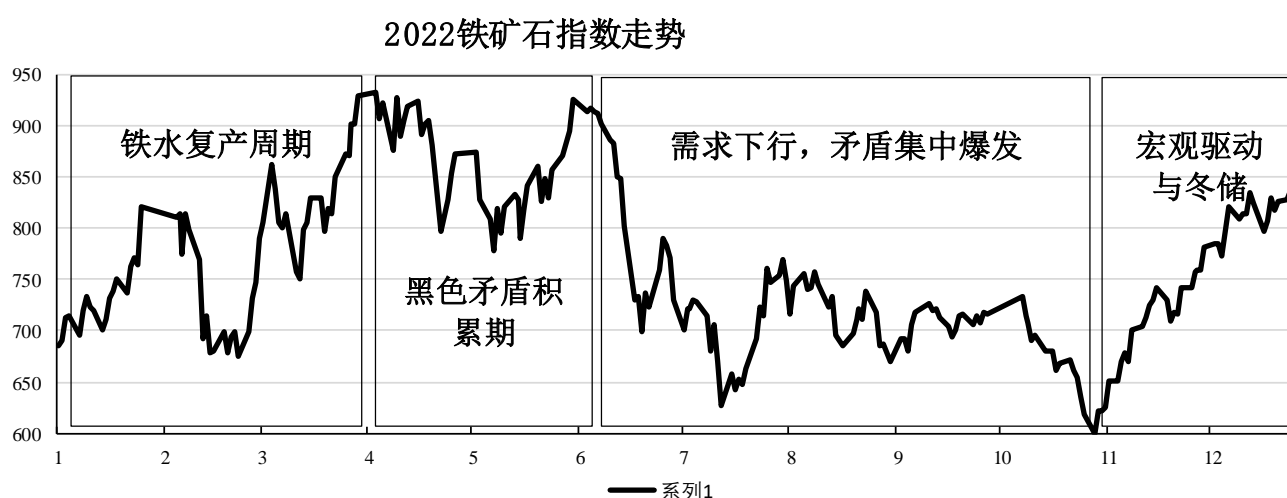
展望 2023 年行情，当前铁矿石静态看供需偏紧，但供需预期宽松下普氏指数中枢将有所下移，由于矿山投产偏低与废钢瓶颈等问题下方支撑夯实，上方高度在强现实基础上上半年多头仍然有牌可打，阶段性上涨突破 140 美金可能并不意外，但价格维持高位难度较大，2023 年铁矿石较难走出单边行情，结合矿山发运与钢厂生产节奏动态看待矿石的走势变化会是优先选择，节奏上延续淡季做预期、旺季做现实。

一、行情回顾：

2022年，黑色大宗商品先扬后抑，大涨大跌，行情表现为淡季做强预期、旺季做弱现实，强预期弱现实博弈增加了黑色商品的波动率。铁矿石价格在2022年4月份达到年度高点，经历了商品集体估值中枢下移后，于10月底来到年内低点，普氏指数一度跌至80美金以下，考验主流矿山的成本支撑，随着年末钢厂补库驱动临近，矿石估值中枢再次抬升，并来到120美金附近。

2022年铁矿石行情走势可以分为4个阶段：1-3月铁水复产周期价格中枢抬升，4-5月需求真空期高位博弈，6-10月需求下滑引发估值中枢下移，11-12月钢厂冬储与宏观预期推升铁矿石大幅上涨。

图1：2022年铁矿石行情的四个阶段

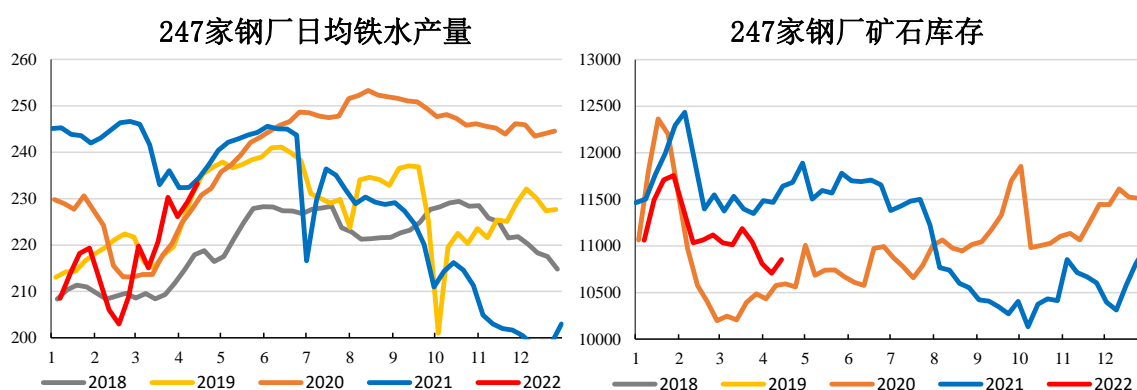


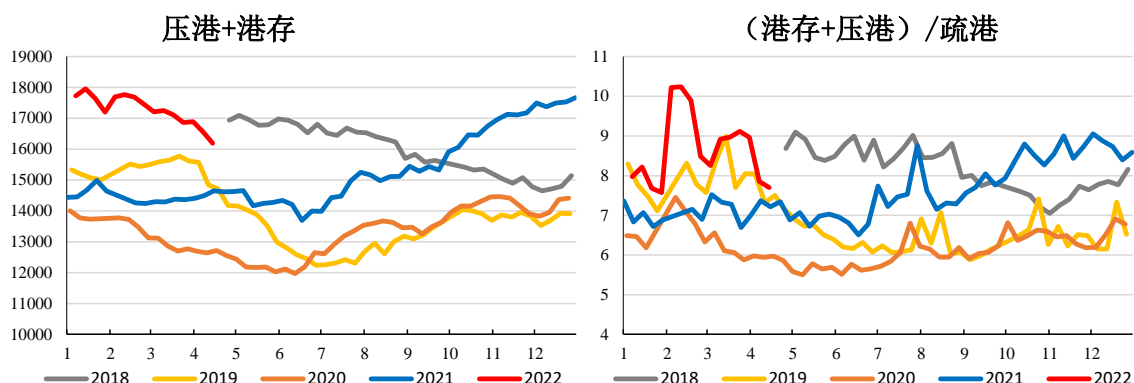
数据来源：Mysteel，永安期货研究院

铁水复产（1-3月）：低估值驱动向上，GDP5.5预期背景下，钢厂快速复产。

22年政府工作报告中把GDP增速确定在5.5%左右，不仅体现了发展需要，也体现了我国高质量发展导向，实现这一目标在2022年需要付出巨大努力。站在铁元素需求角度上看，地产公司连续性的债务违约给未来的需求蒙上了阴影，基建成为了刺激经济、扩大内需的重要抓手。在弱现实强预期的基础上，铁矿石接续2021年年末冬储补货行情继续大幅上扬，虽然受制于冬奥会限产与政策监管有所回调，但随着铁水逐步攀升至年内高点，引发矿石库存大幅回落，从而大幅推升了铁矿石的高度。

图2：铁水上扬，宏观预期强势



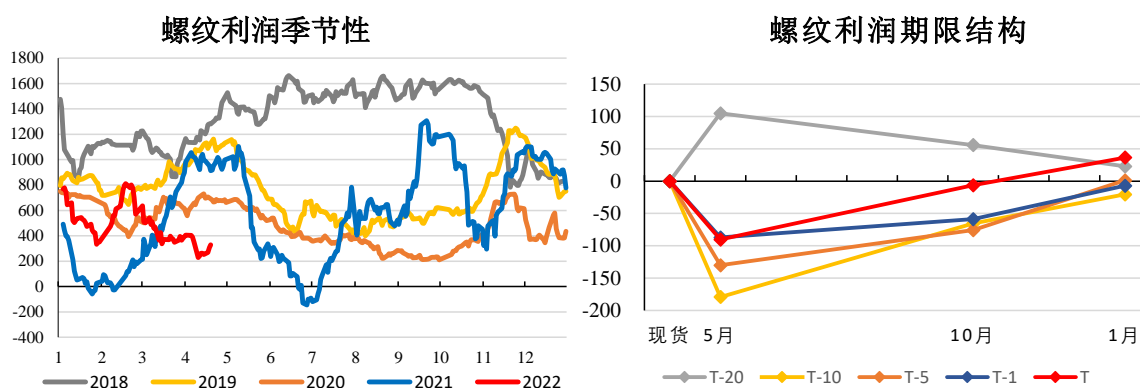


数据来源: Mysteel, 永安期货研究院

高位博弈(4-5月): 高估值, 弱现实强预期, 钢厂生产行为成为市场关注焦点

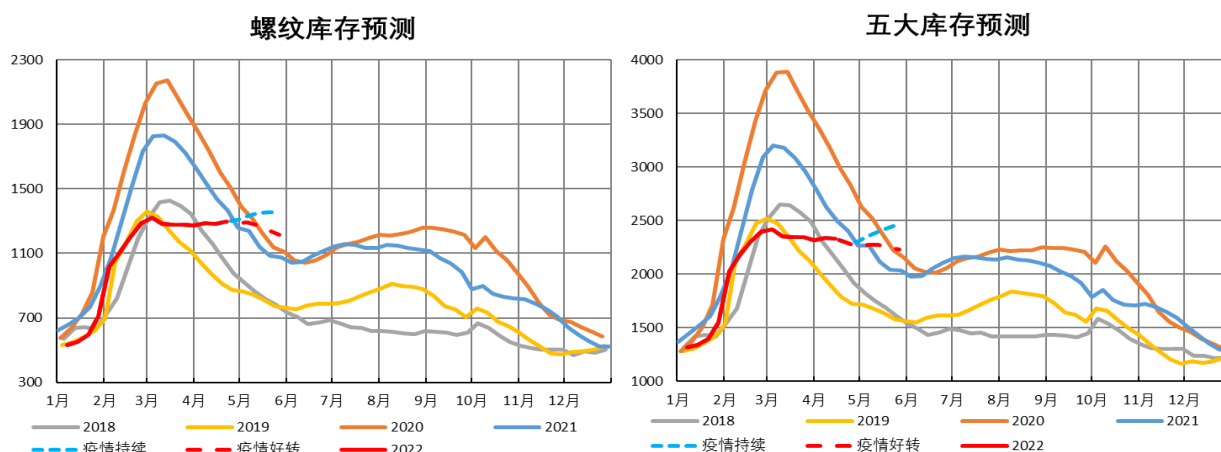
二季度, 上海疫情发酵, 钢材旺季需求逻辑兑现延后, 弱现实强预期逻辑进入自我强化阶段, 在这种情况下, 钢厂依旧选择在低利润的情况下维持高产量, 黑色呈现成本推动型上涨, 矛盾逐步积累至下游钢材, 铁矿石也在自身需求强现实、下游需求弱现实的背景下高位博弈, 估值进入高估区间。

图3: 成材低利润下高产, 矛盾积累



数据来源: Wind, Mysteel, 永安期货研究院

图4: 五大品种需求表现平平, 需求被疫情掩盖, 产业博弈加剧

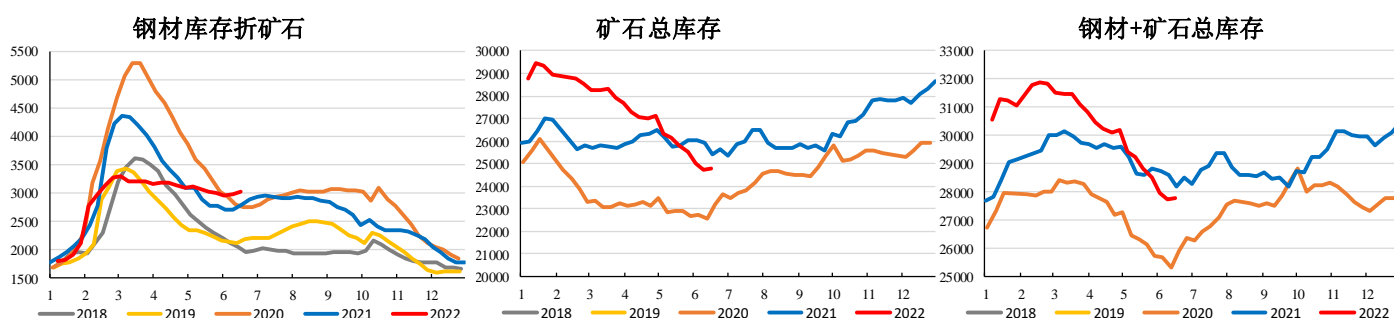


数据来源: Mysteel, 永安期货研究院

需求预期落空(6-10月): 高估值驱动向下, 旺季需求落空, 负反馈铁水产量大幅下滑。

6月，钢厂低利润的情况下持续维持高铁水产量，铁水逐步逼近243万吨/日，其中铁矿石作为黑色中去库斜率最快的品种，价格大幅拉升。但随着疫后需求连续被证伪，钢厂利润逐步压缩至低位水平，市场针对钢厂利润亏损引发的减产消息甚嚣尘上，叠加海外通胀愈发严峻引发更猛烈经济紧缩政策，多种因素影响下铁矿石交易逻辑从强现实快速切换为弱预期，黑色板块期货品种大幅下挫。

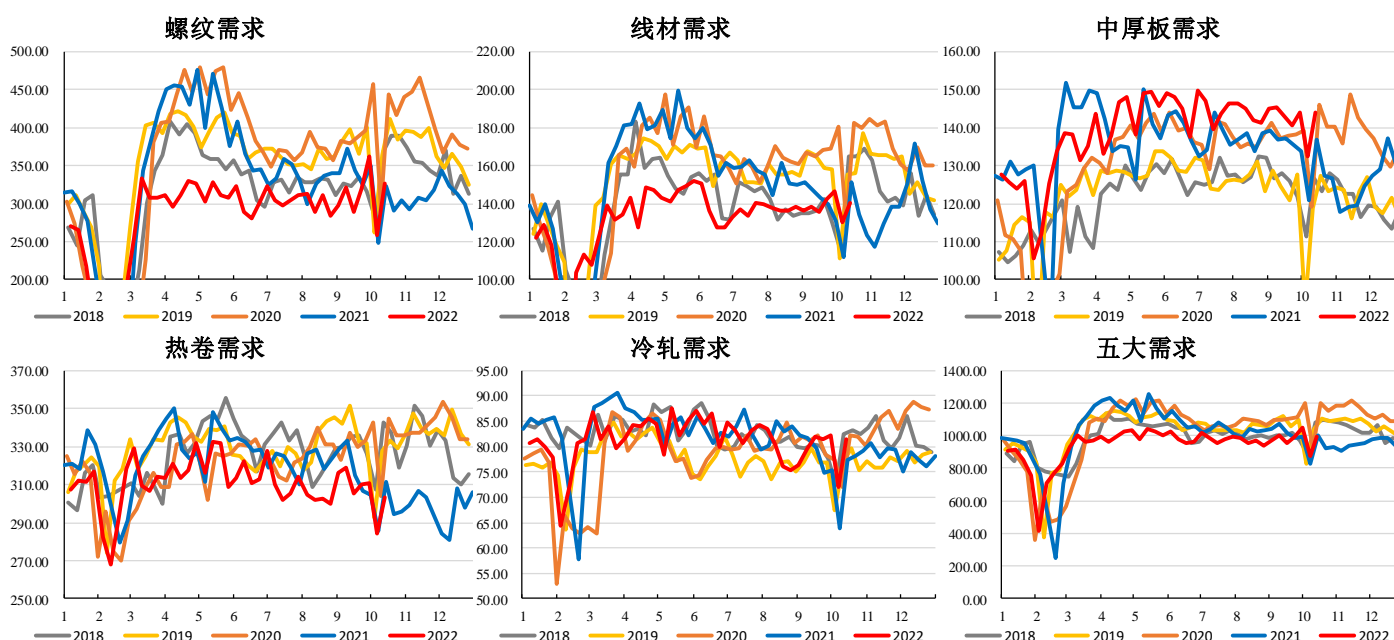
图5：铁元素库存前置，货权结构促使价格大幅走弱



数据来源：Wind, Mysteel, 永安期货研究院

7月下旬由于钢厂减产过快导致成材大幅去库，叠加悲观预期交易充分，黑色板块形成了限产下跌，复产上涨的市场状态，受制于弱需求抑制，反弹高度相对受限，年内钢厂利润并未得到有效扩张，旺季需求环比没有大幅抬升的情况下，黑色在旺季末再次下跌。

图6：钢材旺季需求回升受限，铁矿石再次下跌



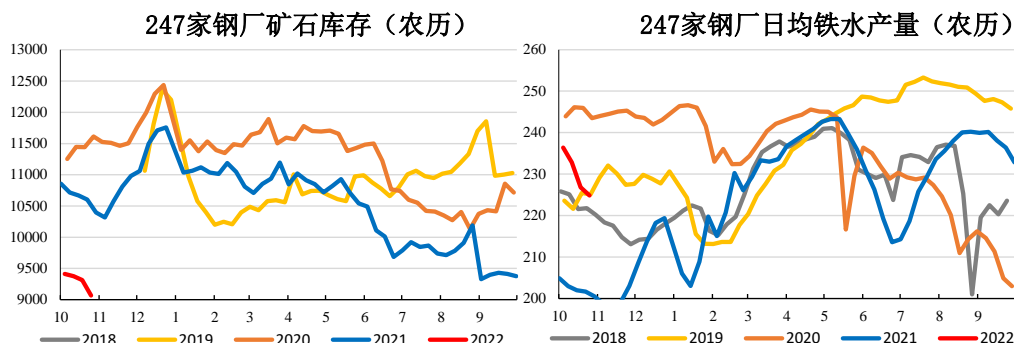
数据来源：钢联云终端，永安期货北京研究院

复产+冬储（11-12月）：低估值驱动向上，价格大幅上扬倒逼钢厂补库。

进入四季度末，疫情政策预期放开以来，铁矿石期货与普氏指数大幅反弹，基本上跳出前期因为疫情砸下的低点（600-680），而2022年11月9日，人民银行提供再贷款交易商协会支持2000亿民营企业发债额度接连落地，叠加央行、银保监会发布做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知，支持房地产市场平稳健康发展。基于预期的好转，铁矿石期货二度上扬（680-730），价格反弹接近20%。随着冬储临近，铁矿石库存积累不及预期，低库存基数下叠加废钢到货持续偏

低，钢厂季节性补库大幅推升了铁矿石近月期货，盘面持续上扬倒逼下游工厂采购，黑色开启了一轮较大幅度的反弹行情。

图7：库存整体偏低，需求刚性



数据来源：Wind, Mysteel, 永安期货研究院

图8：钢厂铁矿石冬储，价格季节性上扬

	铁矿开始上涨		钢厂开始累库		铁矿石结束上涨		钢厂结束累库	
	起始日期	起始价格	起始日期	起始库存	结束日期	结束价格	结束日期	结束库存
2016	10月16日	54.85	10月27日	1595.9	2月21日	95.05	1月18日	2352.9
2017	10月27日	59.1	10月25日	1722.9	1月11日	79.35	1月31日	2209.6
2018	11月26日	64.7	12月12日	1503.2	1月25日	74.6	1月23日	1926.1
2019	11月11日	78.5	11月13日	1505.6	1月20日	95.85	1月22日	2240.8
2020	10月16日	115	10月9日	1608.5	1月18日	173.6	2月5日	2062
2021	11月10日	89.5	10月8日	1470.6	2月10日	152.8	1月28日	1754.9
2022	10月13日	79	11月25日	1078				

数据来源：Wind, Mysteel, 永安期货研究院

二、行情展望

2.1 国际铁矿石供应端

当前矿价整体处于历史中位以上水平，2023 年全球矿山仍然会维持相应产能。力拓 2022 年铁矿业务一度受到列车脱轨事故与疫后劳动力不足等干扰，上半年整体的发运偏低，但随着各大矿区逐步达产，三季度以后发运小幅抬升，在疫情以及矿山发运没有特别大影响的情况下，预计 2023 年力拓铁矿石发运将持稳。得益于产地工作效率的抬升，必和必拓顺利完成 2022 年财年产销目标，整体维持平稳生产的情况下，预估 2023 年产量 2.9 亿吨，环比持平小增。FMG 上半年整体发运表现良好，年中抬升全年发运目标，新项目 iron bridge 也将于 2023 年一季度投产，FMG 产能将继续抬升，考虑到投产初期矿山满产的可能性并不高，预估 2023 年 FMG 发运目标 1.9 亿吨，小幅抬升。淡水河谷受制于巴西降雨以及许可证延期等影响，上半年产销同比小幅下滑，在二季度宣布下调全年生产目标，预估 2023 年产量抬升 1000 万吨。

图9：主流矿山供应预估

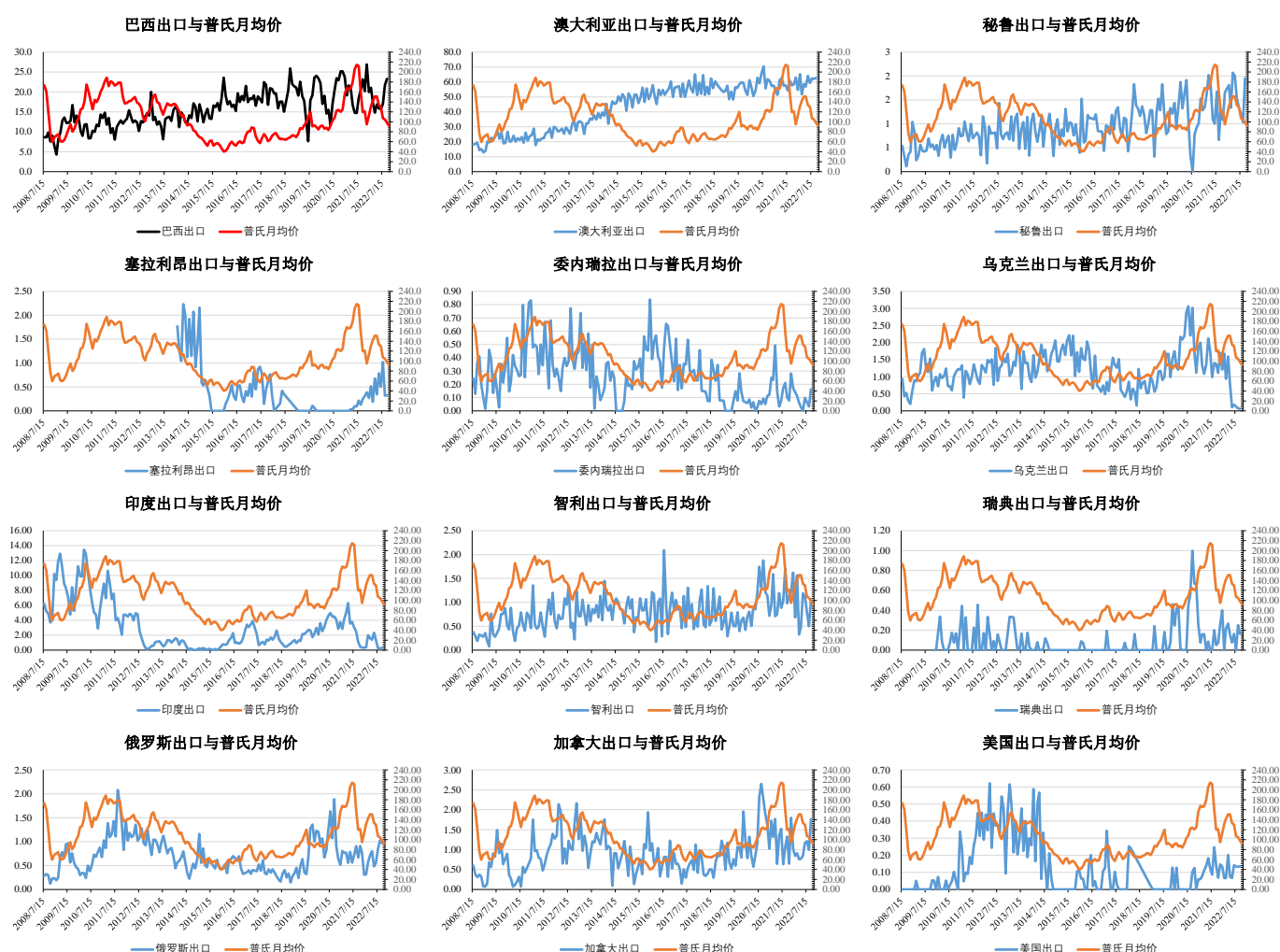
单位 (亿吨)	2022 年目标	2023 年预估	变化量
VALE	3.1-3.2	3.2	0.1
力拓	3.2-3.35	3.2	0
必和必拓	2.78-2.88	2.9	0.05

FMG	1.85-1.88	1.9	0.03
合计		11.2	0.18

数据来源：公司公告，永安期货研究院，Bloomberg

非主流矿山新增产能不多，预期整体供应也将增加，2022 年国内外需求整体偏疲软的情况下，矿价中枢下移抑制了高成本矿山的生产积极性，尤其是以非洲矿为代表的矿山对于原油电力系统的依赖度较高，高价能源抑制了边际供给。此外，不乏出现印度矿的关税问题以及俄乌冲突影响导致非主流供给下滑。预估 2023 年印度矿关税影响弱化后，印粉供给同比增加，而伊朗精粉受制于制裁问题依旧难以放量。国产矿方面，在国家基石计划的大背景下，国产铁精粉的产能将有较大范围的投入，但受制于终端需求与环保影响，2023 年的国产矿产量预计仍然难有放量。

图10：非主流矿山与普氏指数存在一定相关性



数据来源：Wind，永安期货研究院，Mysteel

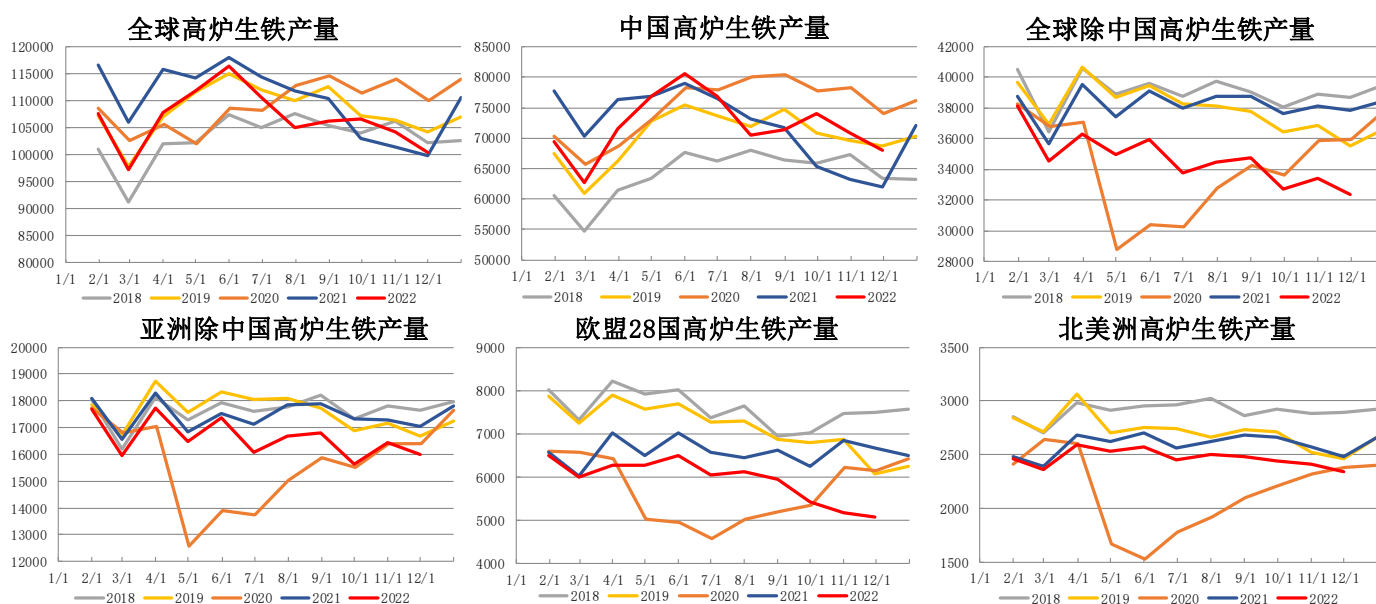
总体来看，2023 年全球铁矿石将出现一定程度增产，国际矿山供给将同比增加 2500 万吨。主流矿山边际供给并不多，而非主流矿山更多受到价格的影响，预期 2023 年全球铁矿石供给将表现为偏刚性。

2.2 国际铁矿石需求端

美联储年初以来的货币紧缩政策的负作用已经开始在中国出口需求上显现，10 月的出口增速出现 29 个月以来首现负增长，而 11 月以美元计价的出口同比下降 8.7%，超出市场预期，这也意味着

由于海外仍旧处于需求下滑的去库存周期，随着海外国家从滞涨走向衰退，外需带给钢材的对冲效果将会趋弱，由于外需带给钢材需求的边际权重已然放大，若彼时内需尚无有效接力外需，则需要警惕钢材需求的超预期下滑。在海外衰退背景下，各国的财政刺激政策收缩或将引起海外需求重心下移，海外钢铁产能可能短期延续 2022 年末的态势，由于 2023 年海外新增产能并不多，预计整体产量将偏弱于 2022 年水平，但也应该防范货币政策对需求节奏的影响。

图11：国际高炉生铁产量



数据来源：Wind，永安期货研究院，Mysteel

2.3 中国废钢供给

2022 年，废钢供给受制于弱需求的压制，钢厂整体提产意愿不佳，叠加疫情影响社会人员流动，因而整体供给表现并不亮眼。废钢的主要供给来源于社会折旧废钢、钢厂自产废钢以及下游消费损耗等，其中钢厂自产废钢与下游消费损耗等表现相对稳定，与粗钢的相关度较高，在粗钢压减背景下很难有过高的期待值，2023 年的废钢边际供应变化与社会折旧废钢相关度或许更高，社会折旧废钢与上半年疫情管控、钢厂利润等情况存在一定相关性。

我们假设疫情放开后，社会人员流动逐步修复，在给予疫情常态化的时间小半年的时间窗口基础上，上半年由于感染人数高位对废钢的供给问题仍有影响，但 23 年下半年废钢到货瓶颈预计能够恢复至 2021 年的 3-4 季度水平。基于此，2023 年上半年社会废钢环比持平，富宝口径 255 家钢厂日度到货维持 40 至 45 万吨瓶颈，下半年随着疫情常态化，社会人员流动密集，废钢到货瓶颈预期抬升至接近 60-70 万吨，全年共计废钢供给 16600 万吨，同比 2022 年增加 1500 万吨，此情景假设建立在全年粗钢持平与疫情对废钢供给影响转弱的基础上。

由于全年钢材需求整体中性向下移，长流程钢厂并不会给短流程钢厂很好的成本溢价能力，废钢价格在 2023 年仍旧会是制约短流程生产的主要因素，接近 1500 万吨的同比增量主要来源于疫情防控恢复后的人员流动，整体增幅中性，后续根据事实的情况做相应的调整。

图12：2022 废钢供需分项

单位: 百万吨		中国废钢平衡表 (单位: 百万吨)																		
		废钢供给								废钢需求							库存表现			
		钢厂自产 (5%产废率) (20%)	社会废钢 (60%)				进出口	总供给	总供给 累计	统计局口径				富宝口径			供需差	月末库存 (钢厂+社会)	库存变化	库存预估
年度	月度		消费加工废钢 mysteel	社会 折旧	峰值	废钢 到货				废钢日 到货	粗钢 产量	生铁 产量	废钢 需求	废钢 需求	废钢 日耗	废钢 月耗				
2021	一月	4.37	4.25	8.17	11.48	12.42	0.40	0.00	16.79	16.79	87.5	78.4	9.1	9.1	0.6	18.8	-2.0	10.58		
	二月	4.37	3.15	0.19		3.34	0.12	0.00	7.71	24.51	87.5	78.4	9.1	18.1	0.4	11.8	-4.1	6.87	-3.71	
	三月	4.70	4.44	11.32		15.76	0.51	0.00	20.46	44.97	94.0	74.7	19.3	37.4	0.6	19.5	0.9	8.82	1.95	
	四月	4.89	4.42	11.48		15.90	0.53	0.00	20.79	65.76	97.8	76.0	21.9	59.3	0.7	21.8	-1.0	8.32	-0.50	
	五月	4.97	4.75	8.81		13.56	0.44	0.00	18.53	84.30	99.5	78.2	21.3	80.6	0.8	23.4	-4.9	8.74	0.42	
	六月	4.69	4.24	9.74		13.98	0.47	0.00	18.67	102.97	93.9	75.8	18.1	98.7	0.7	21.8	-3.1	8.21	-0.53	
	七月	4.34	4.31	8.97	8.97	13.28	0.43	0.00	17.62	120.59	86.8	72.8	13.9	112.6	0.7	20.3	-2.6	7.82	-0.39	
	八月	4.16	4.21	8.78		12.99	0.42	0.00	17.15	137.74	83.2	71.5	11.7	124.3	0.6	19.0	-1.9	7.84	0.02	
	九月	3.69	4.06	8.03		12.09	0.40	0.00	15.78	153.52	73.8	65.2	8.6	132.9	0.6	16.7	-0.9	8.60	0.76	
	十月	3.58	3.92	5.57		9.49	0.31	0.00	13.07	166.59	71.6	63.0	8.6	141.5	0.6	17.3	-4.2	8.82	0.22	
	十一月	3.47	3.68	6.86		10.54	0.35	0.00	14.01	180.59	69.3	61.7	7.6	149.0	0.5	15.9	-1.9	8.29	-0.53	
	十二月	4.31	3.76	7.91		11.67	0.38	0.00	15.98	196.57	86.2	72.1	14.1	163.1	0.5	15.9	0.1	9.09	0.80	
2022	一月	3.95	3.76	4.82	7.80	8.58	0.28	0.00	12.53	12.53	80.1	67.3	12.8	12.8	0.4	13.7	-1.2	10.70	1.61	
	二月	3.95	3.00	1.95		4.95	0.18	0.00	8.90	21.43	80.1	67.3	12.8	25.6	0.4	11.5	-2.6	8.23	-2.47	
	三月	4.41	4.16	6.83		10.99	0.35	0.00	15.40	36.83	88.3	71.6	16.7	42.3	0.6	17.5	-2.0	6.83	-1.40	
	四月	4.64	4.16	7.80		11.96	0.40	0.00	16.60	53.43	92.8	76.8	16.0	58.3	0.6	17.2	-0.6	6.96	0.13	
	五月	4.83	4.32	6.03		10.35	0.33	0.00	15.18	68.61	96.6	80.5	16.1	74.4	0.6	17.4	-2.2	6.53	-0.43	
	六月	4.54	3.97	4.43		8.40	0.28	0.00	12.94	81.55	90.7	76.9	13.9	88.3	0.5	13.7	-0.8	5.99	-0.54	
	七月	4.07	4.00	1.75	4.34	5.75	0.19	0.00	9.82	91.37	81.4	70.5	10.9	99.2	0.3	10.2	-0.4	5.17	-0.82	
	八月	4.19	4.04	4.07		8.11	0.26	0.00	12.30	103.67	83.9	71.4	12.5	111.7	0.4	11.4	1.0	5.10	-0.07	
	九月	4.35	4.22	4.34		8.56	0.29	0.00	12.91	116.58	86.9	73.9	13.0	124.7	0.4	12.7	0.2	5.15	0.05	
	十月	3.99	4.31	2.77		7.08	0.23	0.00	11.07	127.65	88.0	70.8	17.2	141.9	0.4	13.3	-2.2	5.18	0.03	
	十一月	4.00	4.05	3.57		7.62	0.25	0.00	11.62	139.27	82.0	77.0	5.0	146.9	0.4	12.4	-0.8	4.83	-0.35	
	十二月	4.00	4.05	3.57		7.62	0.25	0.00	11.62	150.89	82.0	77.0	5.0	151.9	0.4	12.2	-0.5	4.90	0.07	

数据来源: Wind, 永安期货研究院, Mysteel

2.4 废钢平衡表与汇率视角看矿石月差结构

2022 年美元指数大幅走强来源于其加息力量, 美联储加息进入尾声, 使得美元上行驱动转弱, 虽然欧洲衰退可能阶段性支持美元指数抬升, 但美国自身经济下行甚至是衰退方向相对明确, 因而导致美联储货币政策转向可能性加大, 美元的强势或将不可持续。中国国内经济在防疫政策调整等多重因素下或将迎来抬升, 在内外经济分化背景下, 人民币走强将相对明确。

铁矿石当前人民币高价格是建立在美元指数偏强的基础上进行的, 与 2022 年上半年不同的是, 当前 850 元连铁价格对应 120 美元以下普氏指数, 而 2022 年 850 连铁价格对应铁矿石美金价格则为 140 美金。因此在美元汇率存在走弱预期, 加上 2023 年下半年废钢供给有增量的情况下, 09 并且较多的反映了未来的需求好转预期, 铁矿石当前贴水结构换一种视角看待问题, 或许已经是升水结构。

2.5 中国铁矿石需求

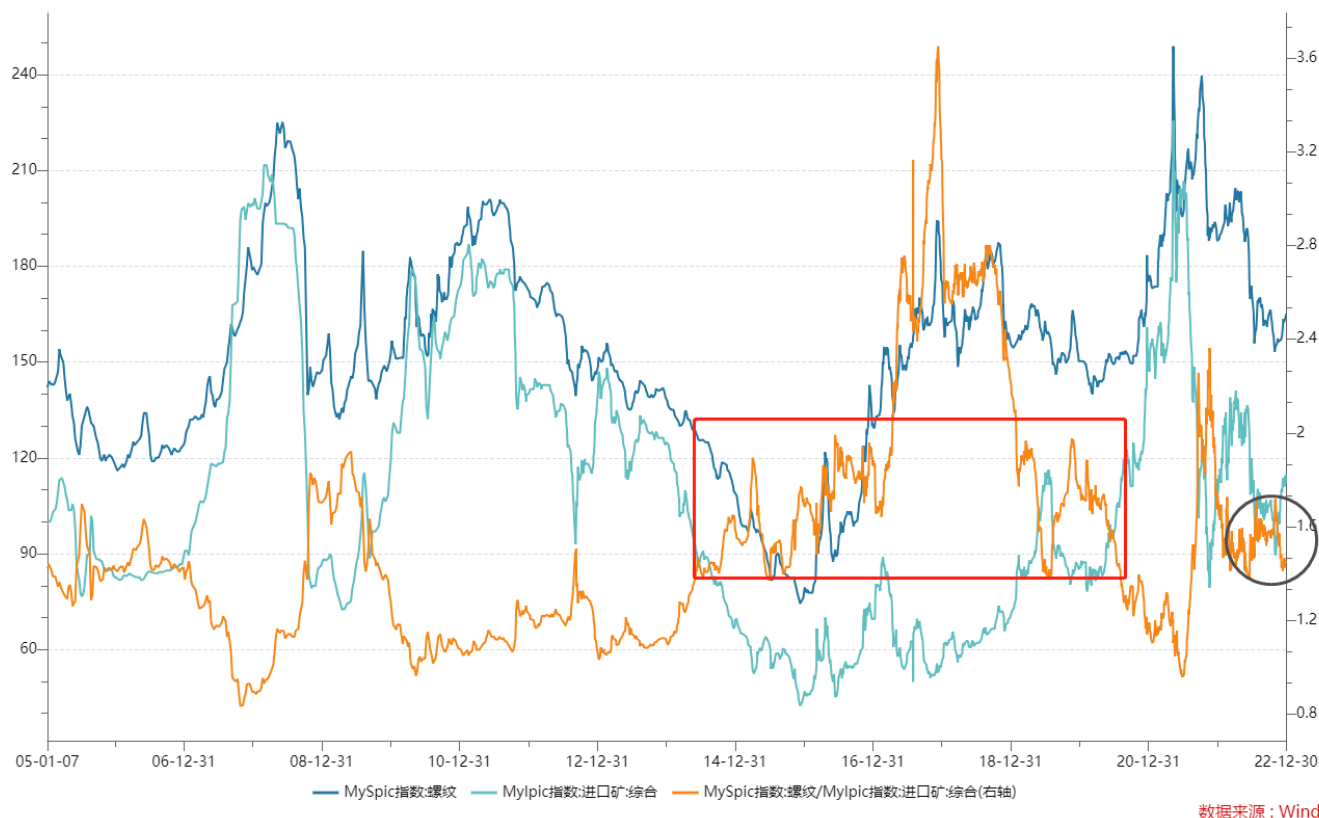
从钢材下游视角上看, 海外经济的下行将拖累钢材外需, 内需何时以及能否接替外需成为新的增长动力将左右行情的节奏; 而在地产需求总量下行下, 钢材产能过剩仍是市场需要面对的困境, 炉料短期供应偏紧下利润能否再分配也将成为行情重点; 短期来看, 防疫政策的根本性转向以及地产政策的宽松令国内资产有较大的估值修复, 但现实能否有效兑现预期是短期行情值得注意的问题。由于地产端的拿地水平始终没有看到明显改善, 地产大方向下行、尤其是施工端下行逻辑相对明确, 虽然 2023 年基建与制造业能缓冲用钢需求下滑, 但整体对于用钢需求的抬升空间相对有限, 造成铁元素供需偏紧的可能性并不大。

站在粗钢压减的视角上看, 在碳达峰、碳中和大背景下, 钢铁行业推进碳中和的目标是明确的, 因此 2023 年粗钢产量大概率不会高于 2022 年的水平, 而废钢整体供给有增量的情况下, 铁矿石供需预期宽松。考虑到废钢供给弹性较大, 在上涨过程中废钢将成为铁元素主要边际供给增量, 在下跌过程中, 铁矿石将成为主要铁元素供给来源, 因而铁矿石将形成底部夯实, 顶部受库存预期压制的局面。2023 年铁矿石港口库存可能与 2022 年类似, 阶段性有一定的降库可能, 但平衡表视角将同比累库 2000-3000 万吨。

2.6 铁矿石行情展望

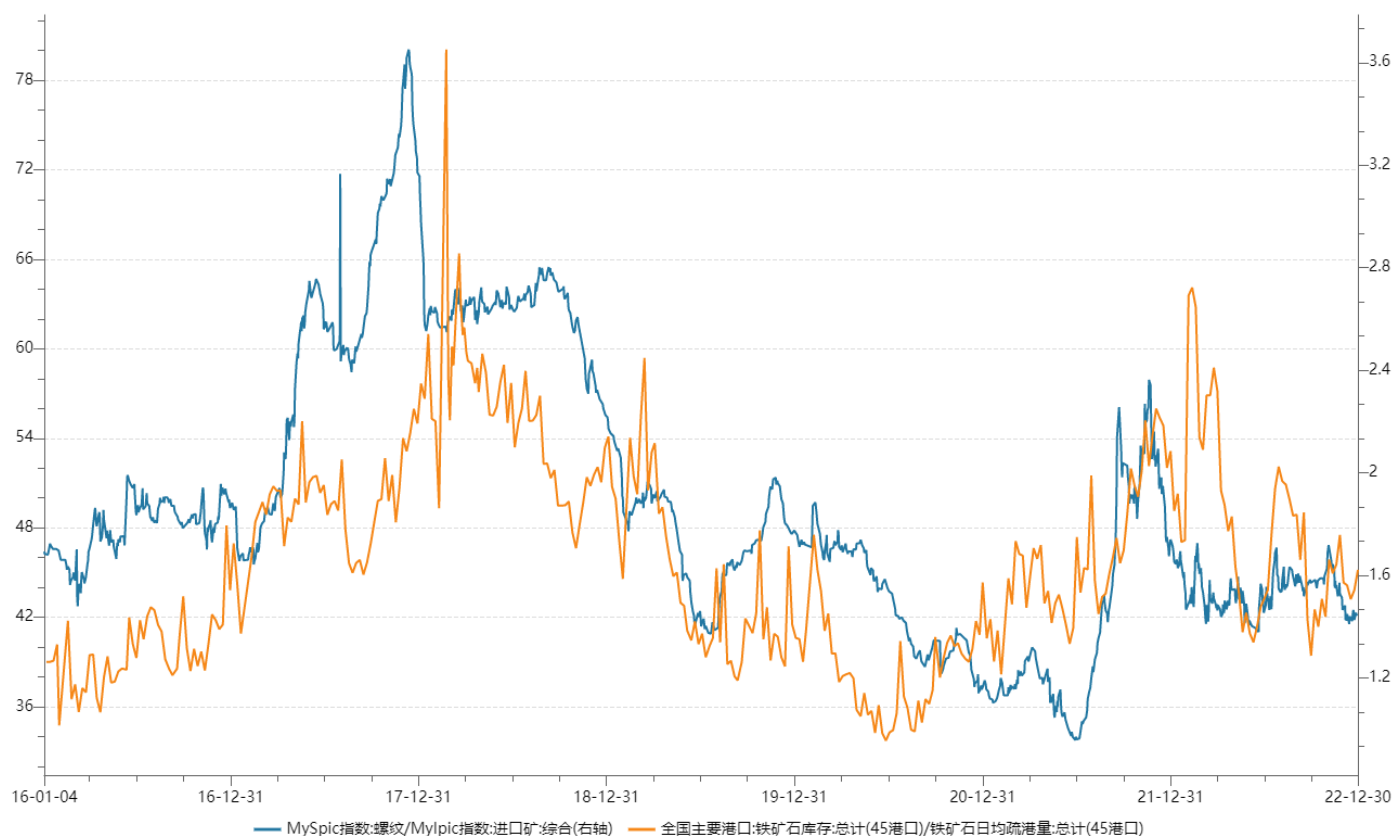
比价视角上看，铁矿石处于估值中性水平，当前螺矿比走势基本上回归至 2016 年以前水平，05-14 年中 MySpic 螺纹与 MyIpic 铁矿比值波动范围在 1-1.5，而随着 13-14 年矿山的大规模投产，螺矿比值上升到 1.5-2 的范围波动，自 16 年供给侧改革以来螺矿比逐渐推升至 3.5 以上。但随着 18 年底环保限产政策调整以及其后的产能置换进程，同时矿山却矿难灾害不断导致生产不顺，螺矿比值开始逐步下行。截止 12 月 30 日，MySpic 螺纹与 MyIpic 铁矿比值为 1.4，重新回到了 16 年之前的波动区间。与之对应的则是，铁矿石港口库存与疏港量比值也回落到了历史中低水平。

图13：螺矿比回到 16 年之前的区间



数据来源：Wind，永安期货研究院，Mysteel

图14：螺矿比与铁矿库销比均有长期的正相关性

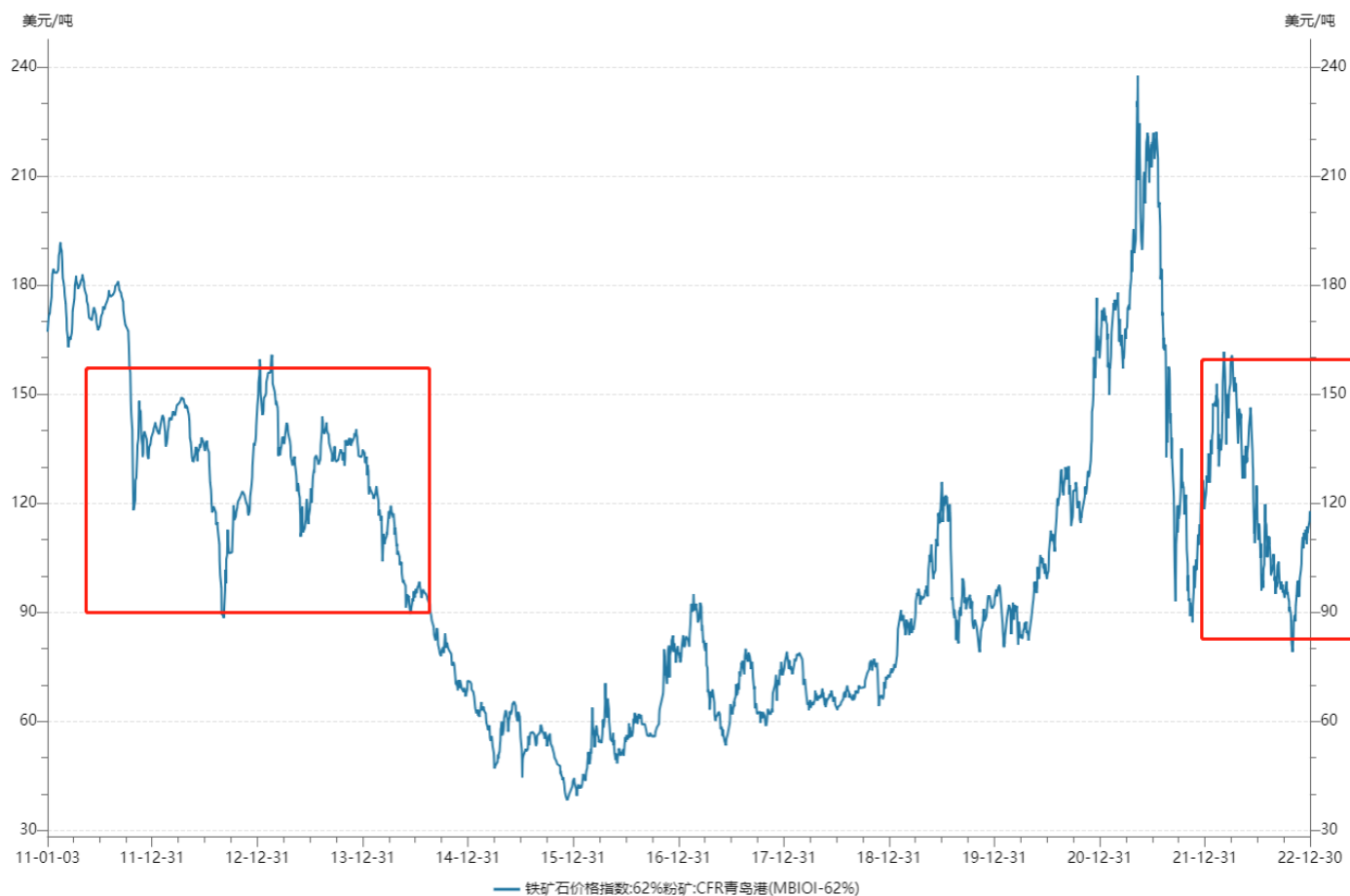


数据来源: Wind

数据来源: Wind, 永安期货研究院, Mysteel

从绝对价格视角上看,铁矿石供需预期宽松,较难走出类似于2021年的单边独立行情,大方向将跟随钢材表现,旺季做预期,淡季做现实,基于预期供需宽松的格局视角上看,铁矿石2022年均普氏指数120美金,预估2023年普氏指数将有所下移,阶段性绝对价格冲上140美金,甚至是160美金将并不意外,但普氏指数很难月度级别维持高位,由于矿石整体供应相对刚性,矿山并没有大幅度投产计划,铁矿石将很难跌破2014-2015的低点,主流矿山成本支撑相对夯实,铁矿石将形成上有顶下有底的格局。

图15: 23年预估供需宽松下很难跌破15年低点,上方高度相对有限



数据来源: Wind

数据来源: Wind, 永安期货研究院, Mysteel

展望 2023 年, 铁矿石将继续延续宽松格局, 这意味着矿石的价格中枢相较于 2022 年下移, 但并不意味着矿石在黑色系中会走出单边下跌的行情。静态来看, 当前矿石估值中性, 但在铁水产量还未见顶且补库驱动仍存的情况下, 近端矿石仍然强势。动态来看, 矿石与铁元素的需求端与供给端仍然存在较大变数, 2023 年铁矿石较难走出单边行情, 结合矿山发运与钢厂生产节奏动态看待矿石价格走势仍然是优先选项。

免责声明:

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做任何保证, 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所述证券或期货的买卖出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发, 须注明出处为永安期货公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。