



2024年3月18日

钢材&amp;铁矿石

## 复产预期未退，螺矿比上行趋弱

### 核心观点：

春节以来黑色金属集体下行，尤以铁矿石价格跌幅最大，为此螺纹钢与铁矿石价格比值呈现出触底回升走势。

螺矿比值回升主要发生在春节节后，多为矿价大跌所致。随着“两会”结束，政策预期趋弱，黑色金属运行逻辑重回自身基本面，其中矿石基本面则是持续走弱，高估值矿价承压大幅回升，而引发其走弱主要有以下几方面因素，其一是节后矿石需求恢复不佳，负反馈不断发酵；其二则是一季度天气扰动因素偏少，矿石供应回升加剧供需矛盾。

不过，国内稳增长预期未退，钢材需求释放短期受限，随着资金逐步到位以及天气好转，钢材旺季需求仍会好转，钢材库存将逐步去化，钢厂复产动能已然存在。一旦钢厂复产，矿石需求将低位回升，则自身供需格局会好转，继而支撑矿价相对偏强运行。

此外，当前成材天量持仓使得盘面在资金扰动下波动显著加剧，单边操作风险偏大，且矿价已逼近关键价位，后续可关注做空螺矿比值交易机会。

操作方面，选取螺纹 2410、铁矿石 2409 合约进行交易，品种资金配比以等额资金为主。建仓价位方面，倾向于两方面考虑，其一是 RB2410/I2409 比值若回升至 4.88 附近（即前期合约上市震荡区间中位）；其二则是铁矿石 2409 合约跌至关键价位 80 美金以下。目标价位方面：第一目标位是 4.4（2/20 日平台突破上沿），最终目标为 4.24（年内低位）。止损价位方面：5.0（年内新高）。

需注意的是螺矿比转弱下行核心驱动是钢厂复产，而抑制目前复产主要因素是成材旺季需求表现不佳，因而后续需重点关注成材需求情况，谨防旺季需求迟迟未兑现引发钢厂扩大减产来稳价，届时螺矿比值或创合约新高。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：涂伟华

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3060359

投资咨询证号：Z0011688

电话：0571-87006873

邮箱：tuweihua@bcqhgs.com

### 作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 正文目录

1 矿价大跌带来螺矿比值回升 .....	4
2 多因素共振驱动节后矿价大跌.....	4
2.1 矿石需求恢复不佳 .....	5
2.2 矿石供应持续回升 .....	6
3 钢厂复产或带来供需格局转变.....	8
3.1 矿石高估值迎修复 .....	8
3.2 钢材利润改善，复产动能存在.....	9
3.3 螺矿比值走势待变 .....	10
4 结论 .....	11

## 图表目录

图 1 普氏铁矿石价格指数 (CFR, 62%FE)	4
图 2 青岛港主流澳粉价格走势	4
图 3 螺纹钢与铁矿石主力期价比值	4
图 4 螺矿比 (05) 走势	4
图 5 钢联 247 家钢厂日均铁水产量	5
图 6 钢联 247 家钢厂进口矿日耗	5
图 7 钢联 1-2 月全国项目开工投资额	5
图 8 五大材厂内库存量	6
图 9 国内 45 港铁矿石到货量	6
图 10 全球 19 港铁矿石发运量	6
图 11 全国 126 家矿山产能利用率	7
图 12 全国 126 家矿山日均铁精粉产量	7
图 13 全球部分铁矿石投产情况	7
图 14 铁矿石 05 合约基差变化	8
图 15 铁矿石 05/09 价差走势 (远月-近月)	8
图 16 焦炭与铁矿石比值	8
图 17 DCE 铁矿石期价折美元报价	8
图 18 华东铁水成本与废钢价格走势	9
图 19 华东主流品种吨钢利润走势 (即期)	9
图 20 钢联 247 家高炉开工率和产能利用率	9
图 21 铁矿石库存总量	9
图 22 螺纹钢 2410 与铁矿石 2409 比值走势	10

## 1 矿价大跌带来螺矿比值回升

春节以来黑色金属集体下行，尤以铁矿石价格跌幅最大，主力期价累计下跌 18.9%，同期普氏铁矿石价格指数（CFR，62%FE）跌幅超 22.8%，创下自去年 5 月下旬以来价格新低。

得益于矿价大跌，螺纹钢与铁矿石价格比值呈现出触底回升走势。截至 3 月 15 日，螺纹钢与铁矿石主力期价比值为 4.47，较前期低点(3.97)回升 12.59%，已然升至自去年 9 月以来高位；相应的螺纹钢 2410 合约与铁矿石 2409 合约的比值则是低位累计回升 9.86%至 4.69。

图 1 普氏铁矿石价格指数（CFR，62%FE）



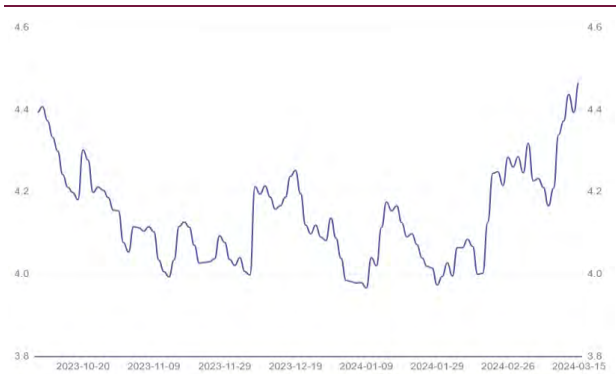
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 2 青岛港主流澳粉价格走势



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 3 螺纹钢与铁矿石主力期价比值



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 4 螺矿比（05）走势



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

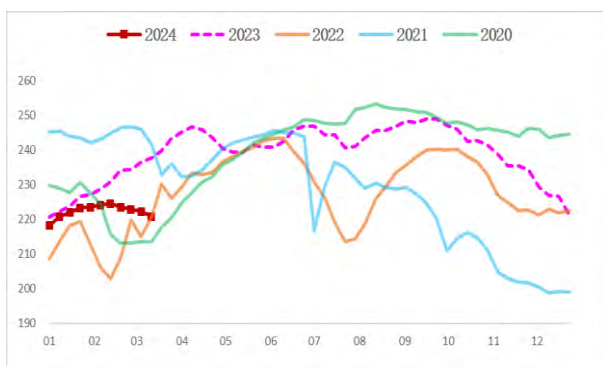
## 2 多因素共振驱动节后矿价大跌

螺矿比值回升主要发生在春节节后，多为矿价大跌所致。随着“两会”结束，政策预期趋弱，黑色金属运行逻辑重回自身基本面，其中矿石基本面则是持续走弱，高估值矿价承压大幅回升，而引发其走弱主要有以下几方面因素，其一是节后矿石需求恢复不佳，负反馈不断发酵；其二则是一季度天气扰动因素偏少，矿石供应回升加剧供需矛盾。

## 2.1 矿石需求恢复不佳

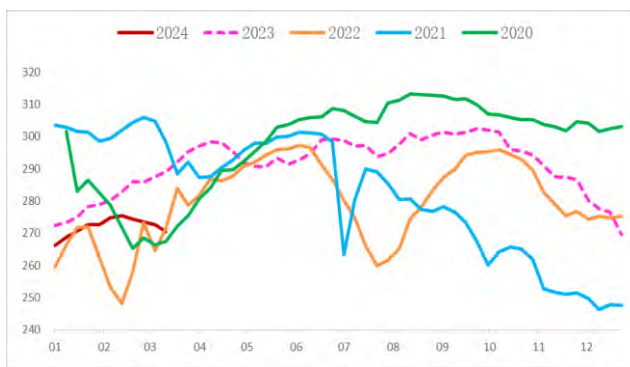
与往年有所不同，节后国内铁水产量呈现出逆季节性回落，且长期处于低位，铁矿石需求弱势明显。截至3月15日当周，钢联247家样本钢厂日均铁水产量和进口矿日耗分别为220.82万吨、270.44万吨，节后连续四周回落，双双显著低于去年同期水平，同比降幅分别为7.05%、6.42%。

图5 钢联247家钢厂日均铁水产量



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图6 钢联247家钢厂进口矿日耗

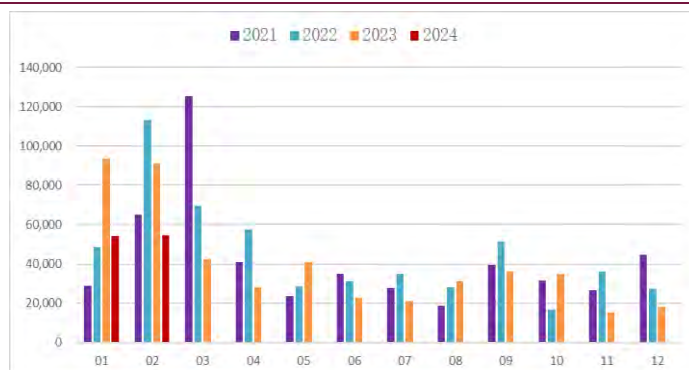


数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

抑制钢厂复产动能的核心因素便是旺季钢材需求恢复缓慢。节后螺纹需求虽连续三周，但仍是近年来农历同期低位，相应的高频每日成交量和水泥出货量走势也能佐证建筑钢材需求改善有限，多因地产与基建项目复工偏慢所致。百年建筑网的调研数据显示节后第四周全国建筑工地项目复工率及劳务到位率分别为75.4%、72.4%，较去年农历同期分别下降10.7%、11.5%。

细分来看，地产项目节后第四周开复工率为68.2%，相应的高频商品房销售和拿地数据表现也低迷，地产用钢需求依然疲弱。非房地产项目（市政基建）开复工率为78.1%，但考虑到目前新增专项债发行节奏依然偏慢，项目资金到位不佳，基建端表现同样不佳。值得注意的是目前新增项目开工减量明显，钢联统计的1-2月全国项目开工累计投资额同比下降41.15%，而节前国务院发文要求12省市项目叫停，部分区域自发加强化债力度，严格管控新项目审批，个别施工进度超过50%的项目也有叫停情况，基建用钢需求仍不乐观。

图7 钢联1-2月全国项目开工投资额

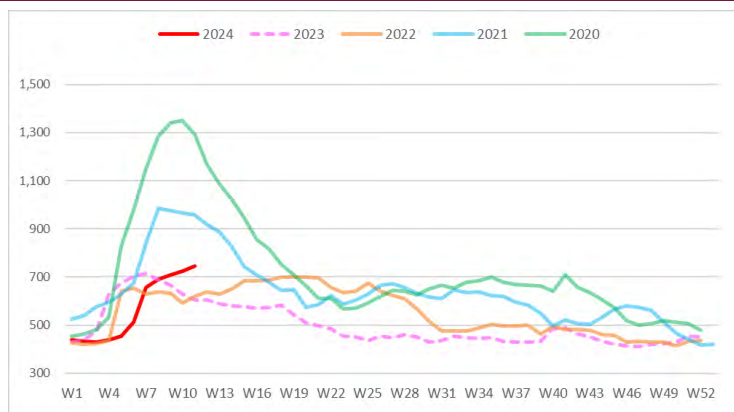


数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所



此外，钢材厂内库存偏高，市场对减产负反馈预期增强，进一步加剧矿石需求担忧。截至 3 月 15 日当周，钢联同口径下五大材厂内库存总量为 746.37 万吨，连续八周回升，并显著高于去年同期水平，同比增长 23.22%。

图 8 五大材厂内库存量



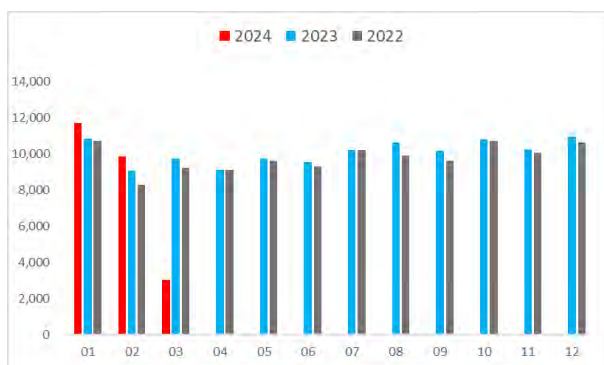
数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

综上，节后钢材需求虽迎来恢复，但整体表现不及预期，叠加高库存压力下钢厂复产动能受限，负反馈不断发酵，继而使得矿石需求恢复不佳，弱势需求格局下高估值矿价承压大。

## 2.2 矿石供应持续回升

季节性扰动因素较少，铁矿石供应持续回升。海外矿石供应一季度表现强劲，统计局数据显示 1-2 月国内铁矿石进口量为 2.09 亿吨，同比增长 7.85%。相应的海外矿石发运和国内铁矿石到货量同样增量显著，截至 3 月 10 日当周，全球 19 港最新周度发运量为 3121.70 万吨，同比增 9.07%，持续年内高位运行；累计发运量为 2.83 亿吨，相较去年同期增 1316 万吨，增量主要来源于巴西矿和非澳巴矿，两者合计增量高达 2080 万吨，澳矿发运则是同比下降 764 万吨。国内 45 港铁矿石累计到货量为 2.46 亿吨，同比增 1700 万吨，增幅大于矿石发运，显示海外矿石供应积极转向国内市场。

图 9 国内 45 港铁矿石到货量



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

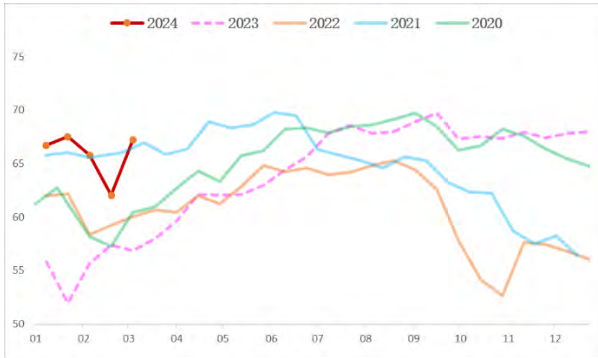
图 10 全球 19 港铁矿石发运量



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

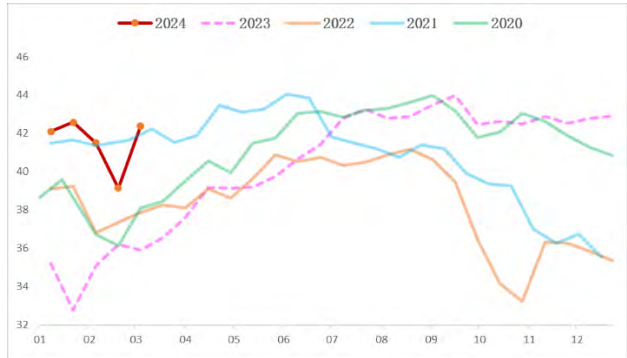
节后国内矿山复产积极,内矿供应重回高位水平,全国 126 家矿山企业(266 座矿山)日均铁精粉产量最新值为 42.39 万吨,已升至节前高位水平,同比增 18.1%,今年春节及两会因素对国内矿开采的影响明显减弱。

图 11 全国 126 家矿山产能利用率



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

图 12 全国 126 家矿山日均铁精粉产量



数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

与此同时,尽管近年来四大矿商资本支出增量不大,但产能置换支撑下预计 2024 年发运将增 1700 万吨左右;相应的澳巴地区中小矿商以及其他国家矿山也将带来 3000-4000 万吨供应增量,其中最大变数则是印度矿。国内铁精粉产量在老矿山产能的复产叠加新产能投产预计增量超 1000 万吨,整体来看 2024 年全球铁矿石供应存有明显增量。

图 13 全球部分铁矿石投产情况

全球部分铁矿石投产情况(万吨)					
地区	矿企	项目	投产时间	备注	24年增量
澳洲	Rio Tinto	Gudai-Darri提产	2023年	已经满产,公司计划将该矿区产能提升 700 万吨	300
	BHP	南坡矿South Flank	2021年5月	预计 24 财年满产,有望在 2024 财年年底前达到 8000 万吨的计划年产量	400
	FMG	铁桥Iron Bridge	2023年4月	预计年产能 2200 万吨,但铁桥产出慢于预期	900
	Mineral Resource	The Onslow Iron Project	2024年6月	设计年产能 3500 万吨	400
	Atlas	Mophee Creek	2023年12月	公司预计 23 年 12 月拿到许可证,项目设计年产能 950万吨,目前存在较大不确定性	100
巴西	Vale	Northern System 240Mtpy	2023年H1	计划提升北部系统产能 1000 万吨	300
	CSN	Ultra thin	2024Q4	设计年产能 100 万吨	100
	Anglo American	Minas-Rio	-	产量预计提升 200 万吨	200
	Samarco	-	-	当前900w产能到25年实现1800w产能	200
乌克兰	Trafigura	-	-	2024年 增量在 500 万吨左右	500
南非	Anglo American	Yuzhny港口发运恢复	-	俄乌战争后生产有所恢复	200
加蓬	FMG	kumba	2023年底	2024年 Kumba 产量预计提升 200 万吨	200
	Genmin	Belinga Iron Ore Baniaka	2024年中	该项目年产能 200 万吨	100
利比里亚	宝武资源	Bomi	2024年Q2	设计年产能 500 万吨	100
	宝武资源	邦矿一期	2023年10月	2023年4月开始运营,该项目年产 200 万吨	50
印度				设计年产能 150万吨	100
中国				SteelMint预计印度铁矿石产量将从 2023 的 2.57 亿吨增加 7%至 2024 的 2.75 亿吨	1000-1800
		河北铁矿复产			300
		本溪思山岭铁矿	2024年	第一阶段750万吨采选系统预计2023年初投入生产,年产能计划为 250万吨	200
合计		马城铁矿	2024年6月	铁精粉年产能700万吨	200
					5850-6650

数据来源: Mysteel、宝城期货金融研究所

### 3 钢厂复产或带来供需格局转变

#### 3.1 矿石高估值迎修复

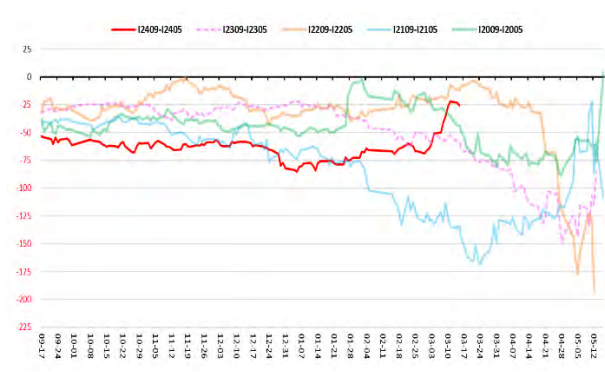
节后利空因素发酵，驱动矿价高位大幅下行，矿石估值迎来显著修复。首先，铁矿石绝对价格大幅下跌，创下自去年5月价格新低，已然降至近年来同期低位；而且跌幅要显著大于黑色其他产业链品种，相关比值也触底回升。其次，铁矿石自身相关价差均已降至近年来低位，期现共振下跌且现货跌幅更大，盘面贴水显著修复，主力合约基差仅有13.7元/吨，为近年来同期低位；相应主力与次主力合约价差也快速收缩，目前2405/2409合约价差仅有25.5元/吨，显著低于去年同期水平。最后，盘面远月主力合约均已跌至关键价位，2409、2501合约折美元报价分别为89美元/吨、86美元/吨，逼近80美元关键价位，此价位下国产矿和其他非主流矿生产受限，在无宏观风险扰动全球经济引发矿石需求超预期下行格局下，国产矿和非主流矿生产成本依旧是全球矿石价格下方强支撑。

图 14 铁矿石 05 合约基差变化



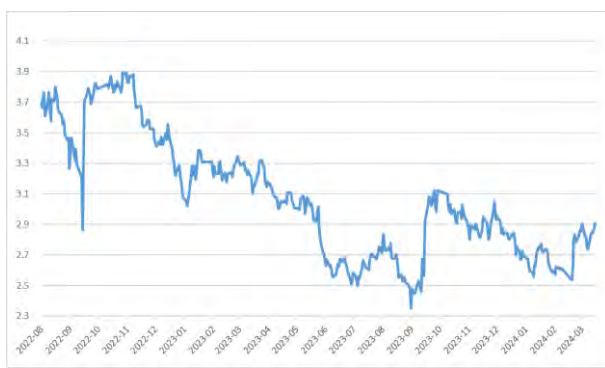
数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 15 铁矿石 05/09 价差走势（远月-近月）



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 16 焦炭与铁矿石比值



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 17 DCE 铁矿石期价折美元报价



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所



### 3.2 钢材利润改善，复产动能存在

“金三”旺季钢材和原料价格共振下行，且原料跌幅更大，因而钢材成本大幅下移，使得品种吨钢利润迎来改善。节后焦炭调降三轮，累计降幅为 300 元/吨，相应的铁矿石价格高位大幅回落，继而带来铁水成本大幅下移，目前华东、华北地区成本较节前回落幅度均超 470 元，即期成本核算下主流品种吨钢利润均迎来显著改善。

图 18 华东铁水成本与废钢价格走势



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

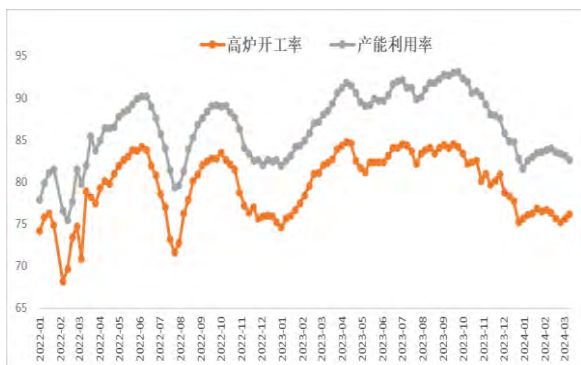
图 19 华东主流品种吨钢利润走势（即期）



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

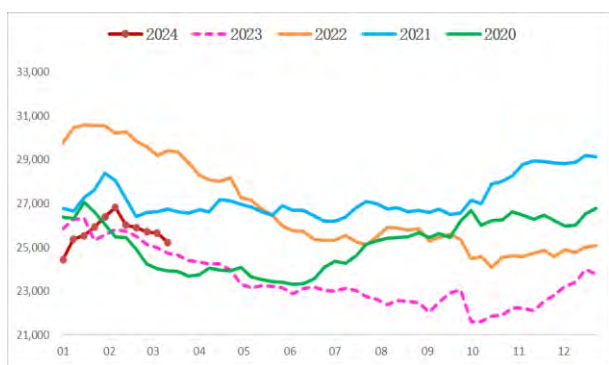
受制于节后需求恢复缓慢以及厂库压力，钢材利润改善暂未带来钢厂复产，目前高炉开工率和产能利用率依旧处于低位。不过，国内稳增长预期未退，钢材需求释放短期受限，随着资金逐步到位以及天气好转，钢材旺季需求仍会好转，钢材库存将逐步去化，钢厂复产动能已然存在。一旦钢厂复产，矿石需求将低位回升，则自身供需格局会好转，继而支撑矿价相对偏强运行，后续可重点跟踪矿石库存变化和高频需求指标进行验证。

图 20 钢联 247 家高炉开工率和产能利用率



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

图 21 铁矿石库存总量



数据来源：Mysteel、宝城期货金融研究所

### 3.3 螺矿比值走势待变

现阶段，成材天量持仓使得盘面在资金扰动下波动显著加剧，单边操作风险偏大，相应的目前矿价已逼近关键价位，若钢厂复产则矿石供需格局会好转，铁矿石领涨产业链局面也将迎来变化，届时螺矿比值上行态势待变，后续可关注做空螺矿比值交易机会。

操作思路：合约选择方面，因 2405 合约离交割月较近，扰动因素偏多，操作上选取螺纹 2410、铁矿石 2409 合约进行交易，品种资金配比以等额资金为主。建仓价位方面，倾向于两方面考虑，其一是 RB2410/I2409 比值若回升至 4.88 附近（即前期合约上市震荡区间中位）；其二则是铁矿石 2409 合约跌至关键价位 80 美金以下。目标价位方面：第一目标位是 4.4（2/20 日平台突破上沿），最终目标为 4.24（年内低位）。止损价位方面：5.0（年内新高）。

不过，需注意的是螺矿比转弱下行核心驱动是钢厂复产，而抑制目前复产主要因素是成材旺季需求表现不佳，因而后续需重点关注成材需求情况，谨防旺季需求迟迟未兑现引发钢厂扩大减产来稳价，届时螺矿比值或创合约新高。

图 22 螺纹钢 2410 与铁矿石 2409 比值走势



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

## 4 结论

春节以来黑色金属集体下行，尤以铁矿石价格跌幅最大，为此螺纹钢与铁矿石价格比值呈现出触底回升走势。

螺矿比值回升主要发生在春节节后，多为矿价大跌所致。随着“两会”结束，政策预期趋弱，黑色金属运行逻辑重回自身基本面，其中矿石基本面则是持续走弱，高估值矿价承压大幅回升，而引发其走弱主要有以下几方面因素，其一是节后矿石需求恢复不佳，负反馈不断发酵；其二则是一季度天气扰动因素偏少，矿石供应回升加剧供需矛盾。

不过，国内稳增长预期未退，钢材需求释放短期受限，随着资金逐步到位以及天气好转，钢材旺季需求仍会好转，钢材库存将逐步去化，钢厂复产动能已然存在。一旦钢厂复产，矿石需求将低位回升，则自身供需格局会好转，继而支撑矿价相对偏强运行。

此外，当前成材天量持仓使得盘面在资金扰动下波动显著加剧，单边操作风险偏大，且矿价已逼近关键价位，后续可关注做空螺矿比值交易机会。

操作方面，选取螺纹 2410、铁矿石 2409 合约进行交易，品种资金配比以等额资金为主。建仓价位方面，倾向于两方面考虑，其一是 RB2410/I2409 比值若回升至 4.88 附近（即前期合约上市震荡区间中位）；其二则是铁矿石 2409 合约跌至关键价位 80 美金以下。目标价位方面：第一目标位是 4.4（2/20 日平台突破上沿），最终目标为 4.24（年内低位）。止损价位方面：5.0（年内新高）。

需注意的是螺矿比转弱下行核心驱动是钢厂复产，而抑制目前复产主要因素是成材旺季需求表现不佳，因而后续需重点关注成材需求情况，谨防旺季需求迟迟未兑现引发钢厂扩大减产来稳价，届时螺矿比值或创合约新高。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

### 获取每日期货策略推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。