

黑色金属专题报告

2023 年 07 月 19 日

研究员：丁祖超

期货从业证号：F03105917

投资咨询证号：Z0018259

☎：021-65789252

✉dingzuchao_qh@chinastock.com.cn

tock.com.cn

如何看待当前铁矿基本面

摘 要：

今年下半年能否呈现 2021 年下半年大幅累库格局？当前市场对铁矿下半年基本走势分歧较大，悲观者认为基本面可能呈现 2021 年下半年大幅累库格局，但 2021 年下半年是宏观和基本面共振转弱，房地产市场面临转折，同时高价格刺激全球铁矿供应处于高峰，国内铁矿港口库存大幅增加超 3000 万吨。但今年下半年显然看不到，首先，宏观方面二季度经济环比走弱、同比低于预期，6 月经济各分项也多数仍弱，地产销售和新开工进一步走弱，但考虑到 Q2 表现和 7 月以来高频延续走弱，预示实现全年 5% 左右的目标压力较大，可能地产端政策有望加快出台，但难有强刺激，有望以托底和结构性为主，因此宏观预期向好有望得到延续。其次基本面方面，由前文分析知国内港口库存很难进入累库周期，基本呈现供需双强下的紧平衡，因此当前铁矿与 2021 年下半年完全不同。

今年下半年能否呈现 2020 年铁矿价格持续上涨行情？2020 年主逻辑是宏观预期向好，供需双强下紧平衡支撑矿价上涨。但今年下半年不同之处也较为明显：首先，宏观方面市场博弈政策出台预期以及政策刺激力度难以形成一致性。其次，基本面方面的供需双强也有不同之处，2020 年铁矿和终端钢材需求都呈现供需双强，其对市场和情绪影响显著较强，但今年基本呈现的是铁矿自身基本面供需双强，但下游钢材终端需求弱预期仍然会延续，因此下半年铁矿价格高位的支撑力度会显著弱于 2020 年，但整体价格重心仍有望抬升。

一、全球铁矿供应增量难以较快增加

1、四大矿山产量难有较大增量

从产能周期来看，全球四大矿资本开支自 2013 年高峰之后，全球矿山资本开支进入低位维持阶段，而产能端资本开支到产量释放的高点 2018 年周期大概在 5 年。2018 年四大矿产量达到最高值，四大矿资本开支从 2015 年至 2021 年一直处于低位，全球四大矿山资本支出基本维持不变，产能难有增量，过去 4 年矿山资本支出的低位预计对未来 5 年产量释放形成较大抑制，同时 2019 年至今巴西矿难、全球疫情、澳洲劳动力影响，全球四大矿铁矿产量一直大幅低于 2018 年产量高峰。未来几年再考虑非主流矿由于开发成本增加，产能有进一步退出可能，因此全球铁矿供应预计偏紧。总结来看，全球铁矿石产能增加有限，叠加考虑矿山成本增加因素，长期来看全球铁矿供应难有较大增量。2020-2022 年四大矿增量年度均值不到 1000 万吨，2023 年四大矿预计会延续过去三年产销在目标区间下沿为主，叠加考虑矿山成本增加因素，长期来看全球铁矿供应难有较大增量。

成本优势是四大矿山在行业下行周期实现份额扩张的基础。四大矿山现金成本基本在 20 美金左右，远远低于世界平均水平，离岸现金平均成本不到 35 美金。低成本优势也使得四大矿山在行业是实现较好的盈利，而非主流矿山在铁矿价格下降的周期内出现现金流亏损而减产。四大矿山的扩产带动澳巴市占率提升，2012 年 FMG 大幅增产，其他三大矿为维持市场份额被动大幅增加资本开支，四大矿山产量的增加大幅压缩了非主流矿产量，2013 年-2018 年，非澳巴矿山产量明显下滑，增速基本维持负增长。

根据矿山季报，2023 年上半年四大矿全球发运量预计 52731 万吨，同比增加 1.4%/750 万吨（钢联口径增量超 900 万吨），但上半年发往中国比例明显提升。上半年四大矿全球产量增幅较快，大部分增量由力拓和 VALE 贡献，但 VALE 上半年产量-发运量差值在 1550 万吨，远高于过去几年均值 400 万吨水平，表明 VALE 矿山库存大幅增加，上半年 VALE 产量同比增加 830 万吨，但全球发运量同比回落 250 万吨，下半年季节性发运高峰可能部分消化上半年库存增量（VALE 产量目标仍维持在 3.1-3.2 亿吨）。

图1：全球四大矿季度销量

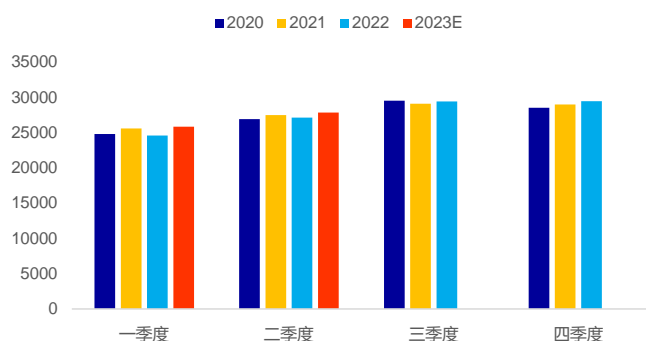
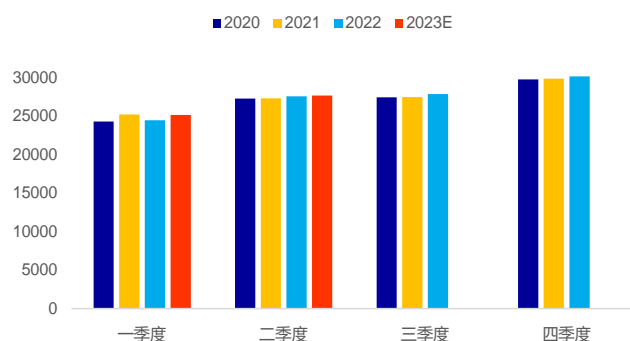


图2：全球四大矿季度产量



数据来源：银河期货、公司年报

2、下半年非澳巴进口有望较快回落

从全球发运角度考虑非主流矿难有较大增量。今年对比 2019-2021 年非主流矿发运高峰大幅回落，2019 年周度发运均值在 530 万吨，2020 年均值 557 万吨，2021 年 557 万吨，但对比 2017 年和 2018 年 390 万吨仍增加较多。总体来看，非主流发运量难以回到 2017-2018 年低点，主要原因这一阶段全球四大矿产销达到近十年最高峰，也是 2013 年前后大幅扩张资本开支后的结果，但 2019-2021 年三年非主流矿发运高峰也难以再现，主要在于全球铁矿消费量进入下行通道，在主流四大矿产量平稳微增背景下非主流矿难有较大增量。上半年钢联口径非澳巴铁矿全球发运量周度均值在 460 万吨，同比回落 5.4%/670 万吨。

今年上半年印度铁矿全球发运量大幅增加，有下调出口关税延迟发运影响，但 2023 年下半年印度进口铁矿环比上半年预计大幅回落，主要原因有：

(1) 去年 11 月份印度下调出口关税，国内积压的铁矿延迟发运，所以国内今年 1-2 月份进口数量同比大幅增加。

(2) 上半年由于钢厂利润大幅下降，钢厂在考虑性价比的情形下，3 月份超特粉-印度粉价差在 90 左右，性价比较高，所以钢厂大幅增加低品印度粉矿的用量，而当前两者价差收缩至不到 50，印度低品粉相比较澳洲主流低品粉超特粉和 FMG 混合粉性价比已经显著下降，因此下半年价差性价比这一影响因素对进口的刺激作用会显著减弱。

(3) 上半年焦炭价格持续低位，钢厂基于利润最大化角度考虑会加大对低品粉矿的用量。同时上半年港口印度铁矿累库达到 400 万吨，虽然进口同比增加 900 万吨，但实际消耗量只有 500 万吨。

(4) 从统计数据来看，2019 年下半年至 2021 年上半年印度进口铁矿月度均值超 350 万吨，19 年至今其他时间进口印度铁矿月度均值不到 150 万吨（剔除 2022 年上调关税影响）。按照以往过去几年进口数量来看，2019 年下半年至 2021 年上半年处于国内需求较好而主流四大矿受突发事件和疫情影响产量没有得到释放，而从 2021 年下半年至今由于全球总需求大幅回落，非主流矿发运持续较快回落。

(5) 在全球铁矿发运走弱的背景下，非主流国家铁矿发运量不具备独立性。四大矿山由于有大量长协比例，自身矿品味质量和稳定性较高在市场上流动性较好，但非主流矿并不会在价格 90 美金之上就大幅增加产量，主要是非主流发运取决于下游需求结构化差异的不同。

整体来看，全年非主流国家进口铁矿总增量预计在 1000 万吨，由于地缘政治问题进口乌克兰铁矿几乎为零，印度进口大幅增加可能会部分挤压其他非主流国家进口，但总增量预计很难超过 1000 万吨。同时虽然上半年国内进口铁矿同比增加超 4000 万吨，但当前海外铁元素消费量处于过去几年同期高位（上半年国内钢材净出口同比增加 1200 万吨，折铁矿消耗量增加 2000 万吨），而去年下半年基数非常低，下半年海外铁矿消费量预计较快回升分流国内铁矿高供应，因此 2023 全年国内铁矿总供应预计增量在 2000 万吨左右。

图3：全球铁矿分国家发运量

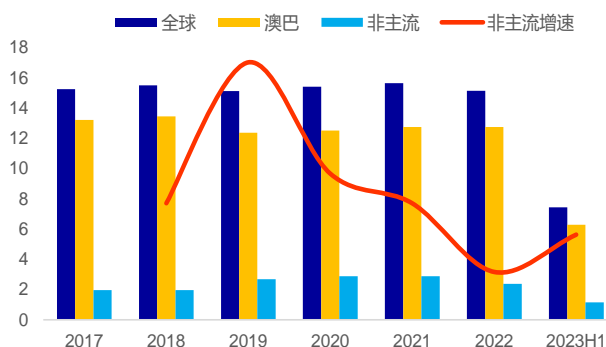
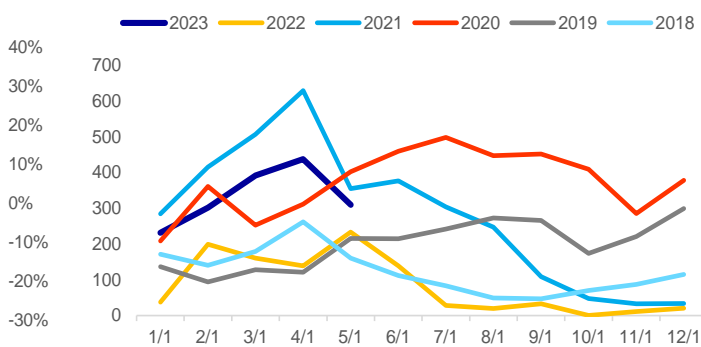


图4：印度铁矿进口数量



数据来源：银河期货、路透、mysteel

3、国内铁元素供应更依赖进口矿

国内铁元素供应分为进口铁矿、国产精粉、废钢和进口钢坯。

2022 年废钢消耗量大幅低于过去几年同期水平,钢厂废钢消耗量回落超 6000 万吨,考虑废钢产能和折算铁元素,废钢消耗量预计回落超 5000 万吨,今年废钢消费量在去年低基数背景下进一步回落。2021 年是过去几年废钢消耗量高峰,而 2022 年是过去几年消耗量的最低值,2021 年高峰可能跟上半年钢厂高利润大幅增产有关,2022 年低峰除了制造业折旧、地产拆迁等废钢回收因素有关外,可能还有 2021 年国内废钢提前出清有关,因此 2023 年国内废钢日耗除了与经济较快恢复下废钢供应好转外,钢厂低利润或粗钢限产都会对废钢的消耗量产生较大影响。

下半年废钢日耗在去年低基数背景下仍难以回补上半年回落,主要原因一是上半年粗钢产量高位,下半年市场对粗钢平控预期较强,在铁水的性价比好于废钢的背景下钢厂会优先压减废钢用量,虽然去年下半年基数较低,但下半年也很难回补上半年 800 万吨回落;另一方面是国内经济下滑背景下制造业废钢折旧、地产拆迁等废钢回收预计低位运行,同时当前钢厂利润低位,电炉钢大幅亏损,钢厂倾向于主动降低废钢消耗量。

国内精粉产量难以较快释放,基石计划加快产能投放,但原有产能利用率下降。2023 年 1-5 月份国内铁精粉产量 10946 万吨,同比增长 1.1%/120 万吨(大样本和小样本数据不一致,363 座矿山产量回落 5.5%/折全口径 700 万吨)。大样本和小样本分歧主要在于基石计划加速推进下,国内新增产能投放较快,但原有产能利用率在下降。从过去

几年来看，影响国产铁精粉产量的根本原因在于国内原矿生产和铁矿价格。对于国内矿山自有原矿，新产能建设投放增加供应，但周期往往偏长，同时受国内环保政策因素抑制较多。

整体来看，国产精粉由于原有产能利用率下降导致增量较小，全年废钢难有增量预计小幅回落，净进口钢坯预计回落超 500 万吨，导致国内铁元素供应更加依赖进口矿，在海外进口矿增量有限的背景下，国内铁矿供应紧平衡预计贯穿全年。

图5：255钢厂废钢日耗

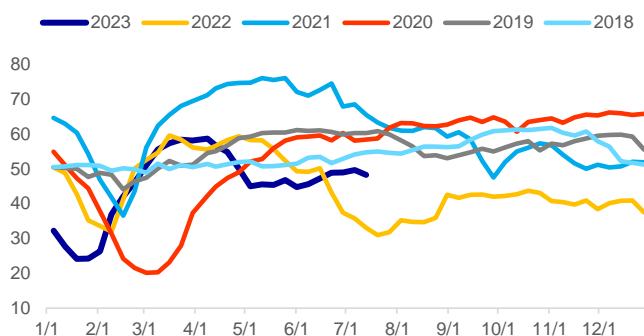
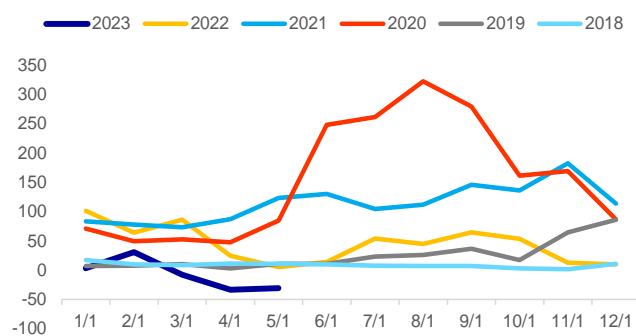


图6：国内钢坯净进口



数据来源：银河期货、mysteel

图7：国内铁精粉产量

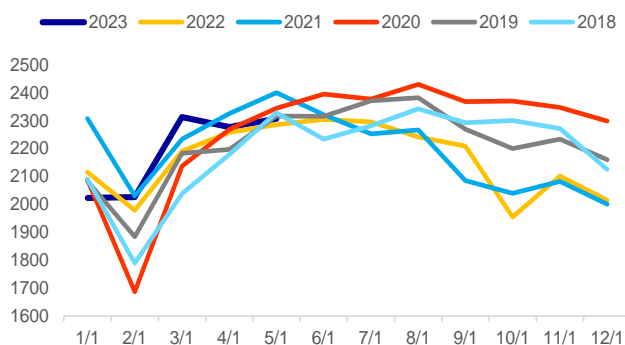
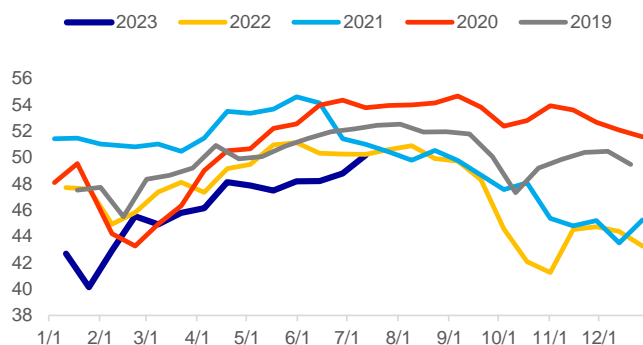


图8：363座矿山铁精粉产量



数据来源：银河期货、mysteel

二、铁矿基本面有望呈现供需双强

1、下半年国内需求仍有增量预期

二季度经济环比走弱、同比低于预期，6 月经济各分项也多数仍弱，地产、出口是主拖累。地产销售是一个主要问题，6 月地产销售单月同比-17.6%，显示前期递延需求释放结束后，城镇化加快降速、居民购房偏好磨底持续约束地产销售表现，在此背景下新开工面积同比跌幅低基数下回落至-30.3%较低水平。在销售回落的背景下，到位资金同比明显下降，多重因素指向地产端刺激政策有望加快出台，但难有强刺激，预计以托底为主、结构性为主。

当前地产政策中央层面预计仍恪守“房住不炒”总基调，背后是长期人口问题的核心约束，而在居民购房偏好拐点将至面前，单靠“因城施策”刺激政策难以趋势性拉升地产需求，全年地产用钢需求预计低位延续回落态势。18 年以来预售期房预计有 24 亿平方米未竣工，这也是目前保交楼政策对应的“去库存”下限规模（17 年后商品房期房销售开始明显超过净地产投资，大量已销售期房实质上停缓工）。未来 1-2 年内，房地产产业链的主线仍是将此前结余的近预售期房“去库存”，保交楼政策仍将持续加码。

图9：地产新开工面积

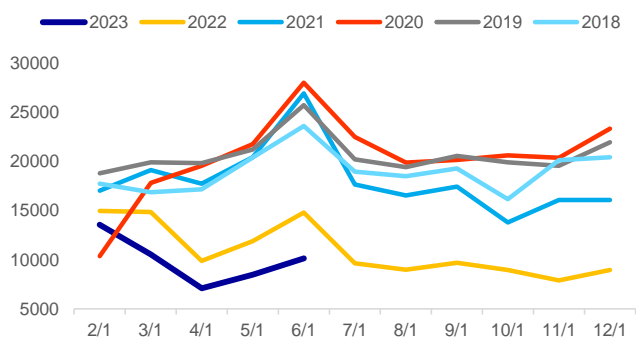
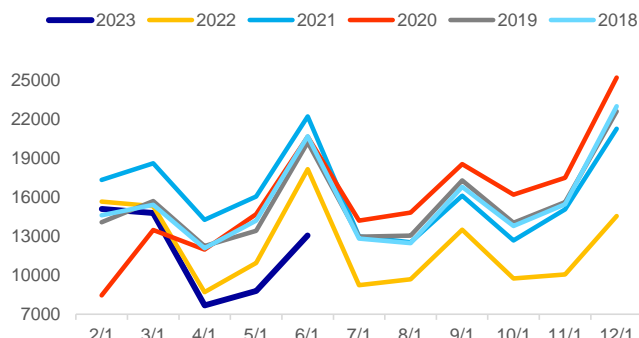


图10：地产销售面积



数据来源：银河期货、mysteel

2023 年下半年终端用钢需求推演：

2023 年上半年基建增速较高会支撑用钢需求，大部分用钢需求增量给到上半年，上半年基建增量 900 万吨，机械增量 700 万吨，其他增量在 200-300 万吨（带钢等）。上半年地产新开工同比大幅回落 24.3%，虽施工环节进度加快用钢需求会有支撑，但上半年地产用钢需求预计回落 1400 万吨。

2023 年上半年全口径下游钢材总库存同比去年去库超 1300 万吨，1-6 月份国内粗钢产量同比增加 880 万吨，同时净出口钢材同比增加 1200 万吨，净进口钢坯同比减少 320 万吨，两者对粗钢形成替代性消费超过 1500 万吨，因此国内表观需求超过 600 万吨，与国内终端需求超 500 万吨差额超过 100 万吨基本可以理解成当前钢厂钢坯半成品隐性库存的增加，从实际了解来看当前钢厂隐性库存同比偏高。

下半年地产端在新开工在去年低基数背景下预计会底部企稳，全年新开工预计回落 10%-15%，全年用钢需求回落超 1300 万吨，而下半年小幅增加 100 万吨（由于预售后续停工面积大幅攀升，而新开工直接计入施工面积，当前复工加快下致使单位施工面积的用钢强度提升）。基建和制造业边际放缓，但仍会提供 500 万吨用钢增量，下半年总用钢增量预计超过 500 万吨。

表1：国内铁元素终端需求测算

国内需求	用钢占比/2022	2022	用钢增量	2023E	用钢增量	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023H2E
地产	33%	-20%	-7800	-4%	-1300	-500	-900	-1400	100
基建	19%	11%	1600	7%	1200	400	500	900	300
机械	21%	5%	900	5%	900	200	500	700	200
汽车	8%	-2%	-100	-1%	-50	10	10	20	-70
家电	2%	-3%	-60	-1%	-20	10	10	20	-40
造船	2%	2%	30	2%	30	10	10	20	10
其他	15%	-6%	-800	2%	300	100	150	250	50
合计	100%		-6230		1060	230	280	510	550

数据来源：银河期货、Mysteel

图11: 建材周度表需

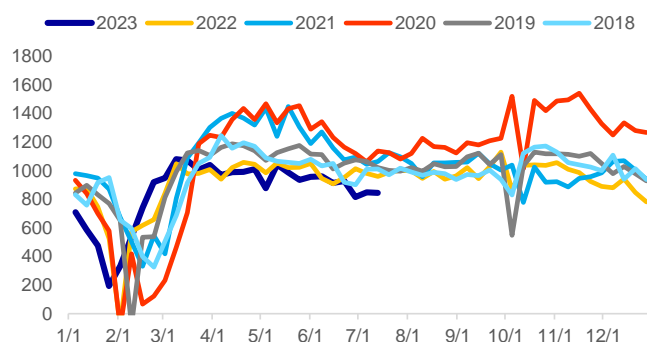
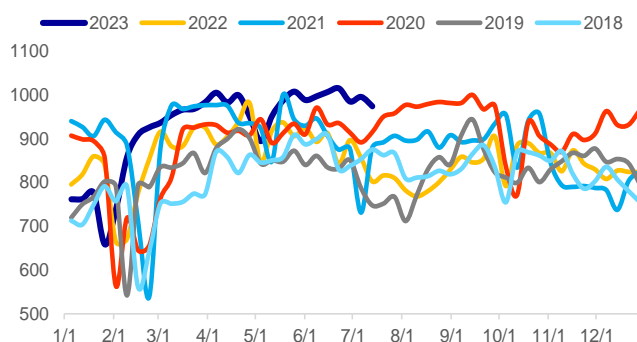


图12: 非建材周度表需



数据来源：银河期货、mysteel

下半年海外铁矿消费同比有望较快增加，加快分流国内铁矿高供应。今年国内对经济恢复预期发生较大转变，市场从一季度的乐观到二季度的悲观，甚至已经形成长期衰退的预期，而相反美国经济却表现出超出市场预期的韧性，欧美央行货币紧缩造成经济增速放缓，但海外整体经济不错。从海外铁元素表需来看，去年下半年月度均值在 6973 万吨，今年 1-5 月份月度均值在 7499 万吨，如果能维持当前水平今年下半年同比有 7.5% 回升空间。因此在海外经济超预期韧性的背景下，预计下半年同比去年低基数会有较大上升空间，较大比例分流国内铁矿高供应。

图13: 海外铁矿消费量

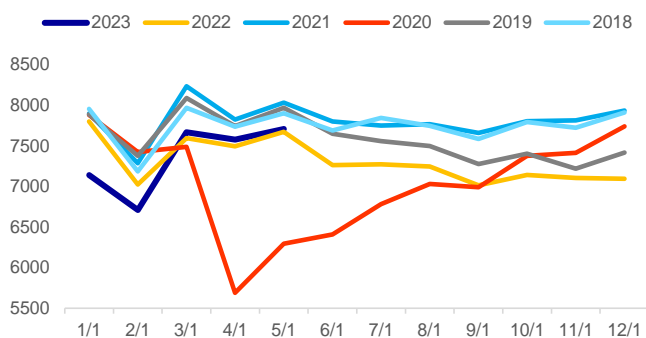
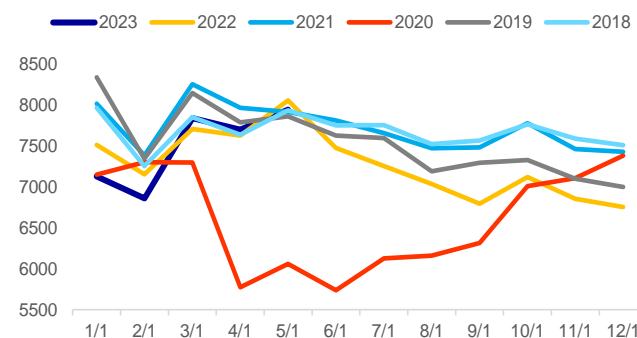


图14: 海外铁元素消费量



数据来源：银河期货、mysteel

2、下半年港口铁矿累库预计不及预期

由于季节性因素影响，上半年铁矿发运量均值回落基本由四大矿来贡献，从过去几年四大矿上半年发运量均值回落 2500 万吨，而 2500 万吨中主要由国内港口去库 1500-1700 万吨，海漂+压港去库 800-1000 万吨两者共同组成，因此单纯不考虑下游需求变化，四大矿发运量季节性变化体现在国内港口会有超过 1500 万吨去库。（注：均值回落=（全年日均发运量-上半年日均发运量）*上半年天数）

对比来看，下半年由于季节性因素，进口铁矿会进入季节性累库，同理而言，下半年由于季节性因素导致港口呈现超过 1500 万吨累库。但下半年进口铁矿难以进入超季节性累库，主要原因有：（1）全球四大矿山铁矿供应端增量 1000 万吨，非主流国家国内进口增量在 1000 万吨，供应总增量预计较为有限。（2）上文终端需求得知，下半年用钢需求仍有增量超 500 万吨，全年国内需求在 1000 万吨，而从铁元素来源来看，国内进口钢坯数量预计回落在 500 万吨左右，废钢全年难有增量，因此铁矿消费增量预计达到 2200 万吨，同时以去年供需数据基准会有小幅缺口（调整后），因此全年铁矿供需紧平衡预计得到维持，虽下半年会呈现季节性小幅累库，但全年来看去库预计在 500-1000 万吨。

此外，当前全产业链铁元素总库存处于过去 6 年同期最低值，与 2019 年同期水平相当，贯穿全年的终端弱需求预期难以对下半年价格形成趋势性下跌，反而现货供需的偏紧在价格低位时会形成较强的支撑。

图15：进口铁矿港口总库存

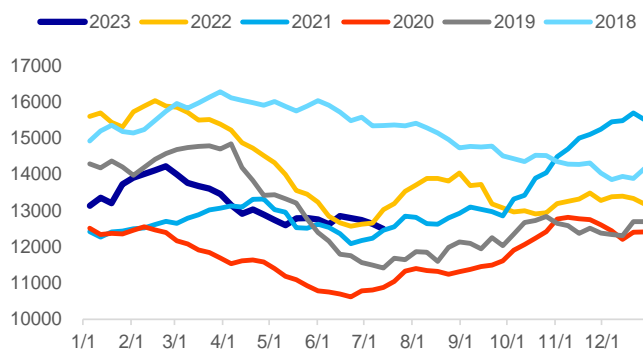
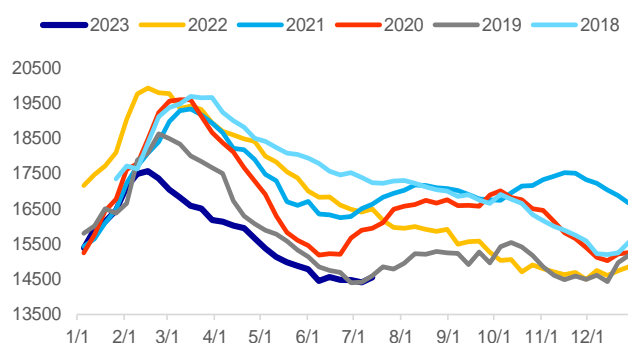


图16：国内铁元素总库存



数据来源：银河期货、mysteel

3、当前铁矿基本面与过去几年相似之处

今年下半年难以呈现 2021 年下半年大幅累库格局。当前市场对铁矿下半年基本面走势分歧较大，悲观者认为基本面可能呈现 2021 年下半年大幅累库格局，但 2021 年下半年是宏观和基本面共振转弱，房地产市场面临转折，同时高价格刺激全球铁矿供应处于高峰，国内铁矿港口库存大幅增加超 3000 万吨。但今年下半年显然看不到，首先，宏观方面二季度经济环比走弱、同比低于预期，6 月经济各分项也多数仍弱，地产销售和新开工进一步走弱，但考虑到 Q2 表现和 7 月以来高频延续走弱，预示实现全年 5% 左右的目标压力较大，可能地产端政策有望加快出台，但难有强刺激，有望以托底和结构性为主，因此宏观预期向好有望得到延续。其次基本面方面，由前文分析知国内港口库存很难进入累库周期，基本呈现供需双强下的紧平衡，因此当前铁矿与 2021 年下半年完全不同。

今年下半年能否呈现 2020 年铁矿价格持续上涨行情？2020 年主逻辑是宏观预期向好，供需双强下紧平衡支撑矿价上涨。但今年下半年不同之处也较为明显：首先，宏观方面市场博弈政策出台预期以及政策刺激力度难以形成一致性。其次，基本面方面的供需双强也有不同之处，2020 年铁矿和终端钢材需求都呈现供需双强，其对市场和情绪影响显著较强，但今年基本呈现的是铁矿自身基本面供需双强，但下游钢材终端需求弱预期仍然会延续，因此下半年铁矿价格高位的支撑力度会显著弱于 2020 年，但整体价格重心仍有望抬升。

表2：螺纹铁矿期限结构对比

	螺纹期限结构	铁矿期限结构	终端需求
2019	强基差、远月深贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期差、现货偏紧
2020	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期好、供需双强
2021H1	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	压减粗钢预期较强，下半年宏观产业共振走弱
2021H2		弱基差、远月弱贴水	
2022H1	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期好，终端供需双弱
2022H2	弱基差、远月弱贴水	弱基差、远月弱贴水	
2023	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	终端弱需求预期、铁矿供需双强

数据来源：银河期货

表3：国内铁矿表需近四年对比

	进口铁矿	铁矿总供应	国内铁矿表需	统计局生铁	钢联铁水
2019	107057	136181	137032	222	227
2020	116950	146669	147228	242	239
2021	112444	141422	138883	238	230
2022	110775	139388	142311	237	227

数据来源：银河期货、Mysteel

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，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。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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。

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。银河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银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河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。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河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。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgysyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799