

**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

## 铁矿盘面高估值能否持续抬升？

### 摘要：

本文从宏观预期和供需基本面来分析当前铁矿盘面估值。

宏观预期层面来看，2022 年市场对于下游钢材需求回落幅度存较强分歧，由于当时市场对地产回落幅度不一致，因此市场在强预期和持续的弱现实之间博弈，且市场交易宏观强预期逻辑持续时间较长。但今年上半年市场对于地产需求这一方面分歧显然没有那么大，经历地产一年大幅度下滑之后，市场对今年上半年地产恢复状况较为悲观，地产用钢需求难以实质好转较为确定，市场再次交易强预期逻辑更多体现在地产边际好转，但这一因素对价格支撑因素明显较弱，且交易时间预计也较短。如若强预期这一逻辑能得到长时间交易需要地产需求端在上半年超预期的好转，即产业端实质恢复较好支撑铁矿高估值。

供需基本面来看，2023 年上半年很难看到铁元素从上游向下游转移，主要原因：一是当前市场强预期并未给予钢厂合适利润，全国高炉钢厂平均利润较长时间在 -200 元/吨甚至更低，长期低利润难以维持铁水高产量；二是今年一季度或上半年铁水产量难以较快回升，全球铁矿发运难以看到明显大幅回落，进口铁矿港口总库存难以进入去库周期。因此从供需基本面来看，考虑到产业基本面明显弱于去年同期，当前市场强预期逻辑很难长时间交易，因此盘面交易逻辑可能切换到 2022 年 6 月份第一阶段，交易产业端预期和情绪面崩坍致使价格高位回落。

从宏观和供需基本面可以看出，当前宏观和基本面对价格支撑都显著弱于去年同期，但从铁矿盘面基差率来看，盘面估值显著高于过去几年几乎所有时间，盘面高估值风险较大。总结来说，当前市场强预期难以进一步推升铁矿估值，反而市场存较强的预期释放致使价格大幅回落风险。

## 一、宏观预期对盘面估值支撑预计回落

2022 年上半年市场对地产需求回落状况市场分歧较大，去年二季度开始地产新开工面积同比回落超 40%，基本持续至年底，地产需求回落远超市场预期。但去年上半年市场预期并没有这么悲观，因此钢材在宏观强预期和产业弱现实之间进行博弈，宏观强预期给予钢厂较好利润从而带动铁矿消费量。

但 2023 年上半年不同之处在于，本轮地产下行较以往地产调整不同，下行幅度和时间远超以往，因此地产政策的落地到实质好转需要较长时间。过往周期看，中央政策落地到销售转正通常需要 6 个月（2008 年 10 月中央降按揭，2009 年 3 月销售转正；2014 年 9 月中央降按揭，2015 年 4 月单月销售完全转正）。而本轮销售自 2021 年 7 月至今持续 17 个月负增长，单月销售金额最大降幅-47%，下行幅度和时间均超过 2008、2014 周期，基本面压力超过以往，预计 2023 年地产端实质好转需要更长时间。

从销售到新开工环节来看，销售通常领先拿地、开工变化，08、12、14 年周期，都是销售增速率先见底、转正后，拿地、开工增速再见底转正，而 2015 年销售转正到新开工转正滞后 8 个月，预计本轮周期销售转正到新开工转正时滞会进一步拉长。因此今年地产新开工大概率维持低位运行。

总结来说，2022 年市场对于下游钢材需求回落幅度存较强分歧，由于当时市场对地产回落幅度不一致，因此市场在强预期和持续的弱现实之间博弈，且市场交易宏观强预期逻辑持续时间较长。但今年上半年市场对于地产需求这一方面分歧显然没有那么大，经历地产一年大幅度下滑之后，市场对今年上半年地产恢复状况较为悲观，地产用钢需求难以实质好转较为确定，市场再次交易强预期逻辑更多体现在地产边际好转，但这一因素对价格支撑因素明显较弱，且交易时间预计也较短。如若强预期这一逻辑能得到长时间交易需要地产需求端在上半年超预期的好转，即产业端实质恢复较好支撑铁矿高估值。

图1：地产新开工面积当月值

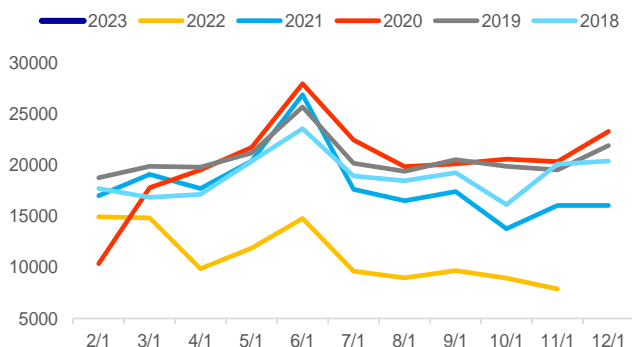
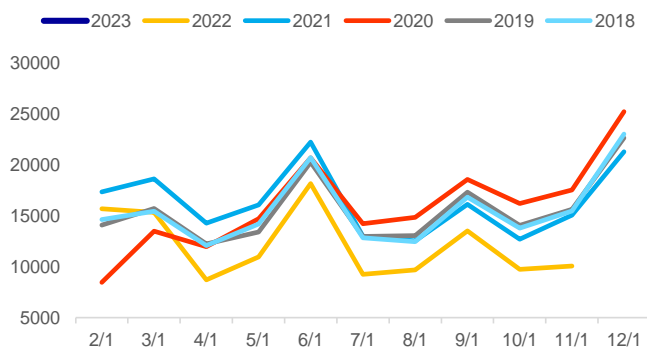


图2：地产销售面积当月值



数据来源：银河期货、mysteel

图3：本年土地购置面积当月值

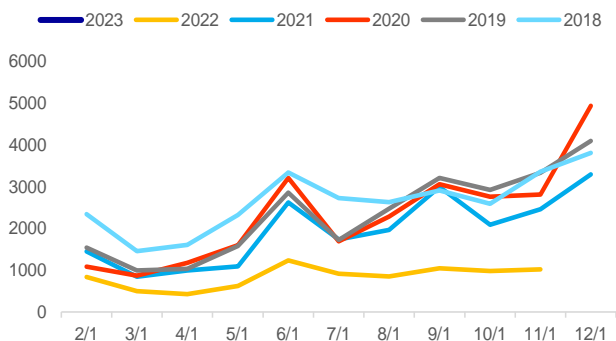
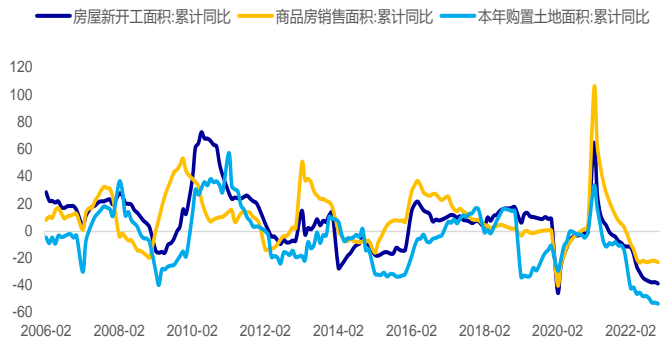


图4：地产数据累计同比



数据来源：银河期货、mysteel

## 二、2023 年上半年铁矿供需基本面难见明显缺口

### 1、对比 2022 年上半年铁矿供应缺口在当前难以看到

2022 年上半年澳巴铁矿全球发运量不及预期，主要是巴西铁矿受天气影响较大，2022 年一季度巴西铁矿发运量周度均值在 472 万吨，同比 2021 年 562 万吨降幅 16%（1200 万吨），而非主流矿发运在俄乌冲突之后同比降幅进一步拉大，一季度同比降幅 15%（1150 万吨），两者共同导致一季度铁矿全球发运量降幅 7.5%，达到 2900 万吨左右。

对于巴西铁矿发运来看，过去几年 2019 年-2021 年连续三年产量不及预期，市场对 2022 年上半年供应端收缩预期较强，同时非主流矿发运进入二季度同比降幅还进一步拉大，供应缺口持续拉大，盘面资金一季度提前交易供应大幅缺口预期，且在二季度在现实端得到验证，具体基本面呈现是进口铁矿港口库存大幅回落，二季度国内铁矿供需缺口最大在 4000 万吨。

总结来看，对于以上这一因素今年一季度或上半年都难以看到，一是巴西 2023 年产销目标相较于前两年已经小幅下调，其实已经考虑到一季度天气对供应端的扰动，但目前来看天气对发运的影响远没有去年那么大；二是当前资金端交易的宏观预期在产业端很难得到验证，除非市场再次出现超预期事件发生，否则上半年国内铁矿难以看到明显的缺口。

图1：铁矿全球发运量

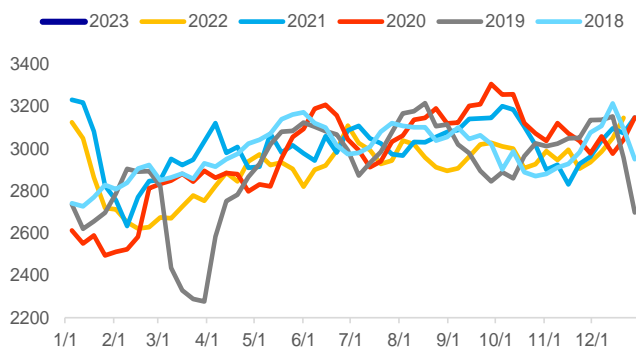
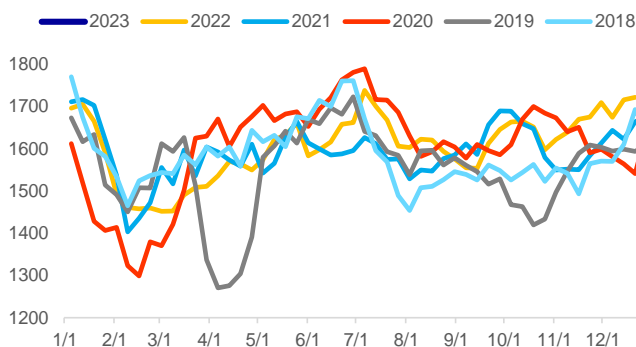


图2：澳洲铁矿全球发运量



数据来源：银河期货、路透、mysteel

图3：巴西铁矿全球发运量

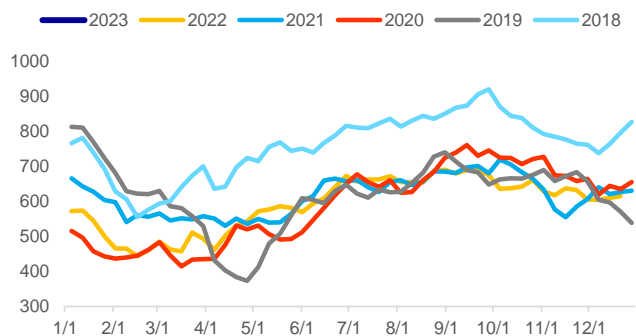
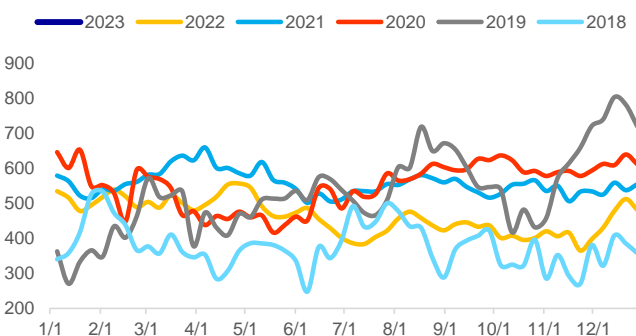


图4：非主流铁矿全球发运量



数据来源：银河期货、路透、mysteel

## 2、全产业链铁元素库存难以向下游转移

从铁矿终端需求来看，2022 年一季度需求并未如市场预期那么差，海外铁矿消费量一季度同比降幅只有 650 万吨（2022 全年海外铁矿消费回落 6000 万吨左右），而国内铁水产量持续增加，虽然在 2021 年高基数背景下（2021 年一季度铁水日均 243 万吨）同比回落超 11%，折算铁矿需求回落在 3600 万吨，但铁水产量在一季度从 200 万吨左右持续回升至超过 230 万吨，某种程度上打破市场之前弱现实预期。因此，虽然去年一季度国内铁矿基本供需平衡，但市场提前交易供应端收缩的延续，以及国内铁矿需求持续较快恢复。

总结去年同期，国内铁矿供需基本平衡或小幅过剩，但市场交易逻辑在于一季度全球铁矿供应缺口难以在二季度得到补充，同时铁水高产量有望得到维持（二季度铁水能达到 230 万吨以上），进口铁矿港口库存预计进入去库周期，实际也如市场预期那样，强预期逻辑支撑钢材价格给予钢厂合适利润，钢厂铁水产量持续高位，**铁元素整体呈现从上游向下游转移，铁矿基本面好于下游钢材。**

但 2023 年上半年很难看到铁元素从上游向下游转移，主要原因：一是当前市场强预期并未给予钢厂合适利润，全国高炉钢厂平均利润较长时间在 -200 元/吨甚至更低，长期低利润难以维持铁水高产量；二是今年一季度或上半年铁水产量难以较快回升，全球铁矿发运难以看到明显大幅回落，进口铁矿港口总库存难以进入去库周期。总结来看，当前市场强预期逻辑很难长时间交易，同时考虑到产业基本面明显弱于去年同期，因此盘面交易逻辑可能较快切换到 2022 年 6 月份第一阶段，交易产业端预期和情绪面崩坍致使价格高位回落。

图1：进口铁矿港口总库存

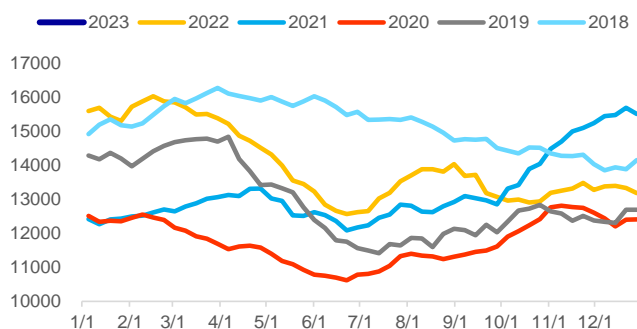
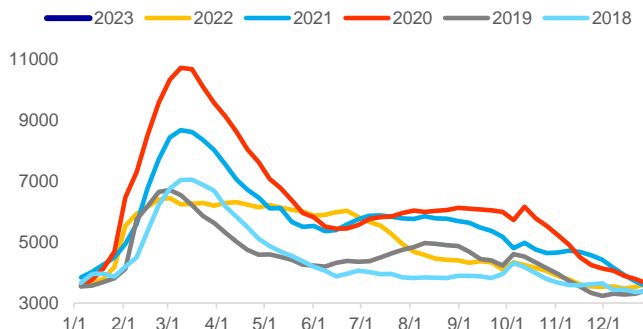


图2：全口径钢材总库存



数据来源：银河期货、mysteel

图3：全产业链铁元素总库存

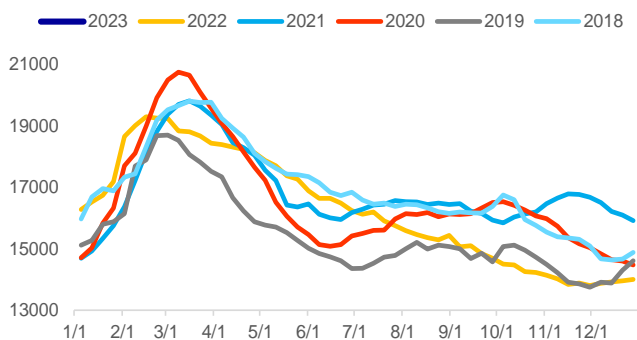
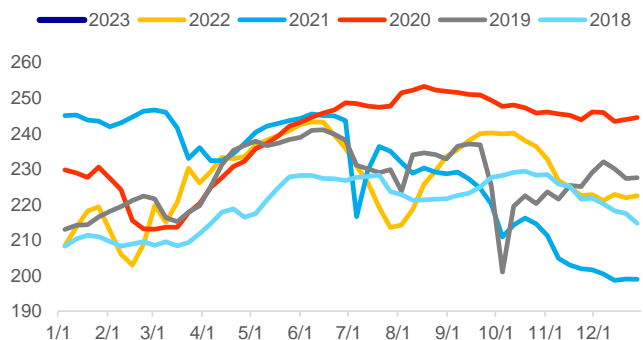


图4：247钢厂日均铁水产量



数据来源：银河期货、mysteel

### 3、铁矿期限结构反映盘面估值明显高于去年上半年

从基差角度分析来看，当前螺纹铁矿整体呈现弱基差、远月弱贴水结构，去年 12 月份强预期一直推升盘面估值，因此期限结构相较于去年上半年更加平坦。

对比来看，2022 年上半年铁矿基差率在 15%以上，而从去年 11 月份至今基差率只有 5%不到且持续时间较长，基差率水平为过去 5 年最低值。总体来看，当前市场在宏观和产业基本面对价格支撑不及去年同期时，但盘面估值显著高于去年同期，盘面高估值风险较大。

图5：螺纹基差率

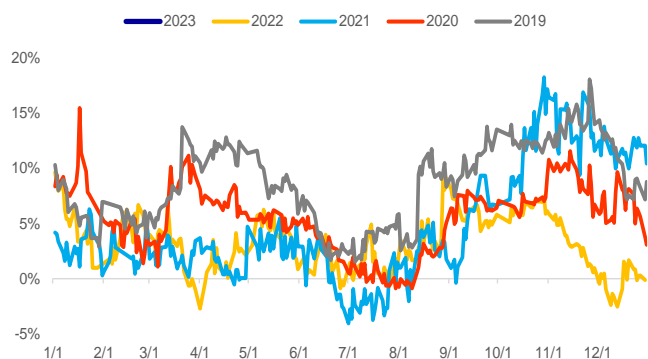
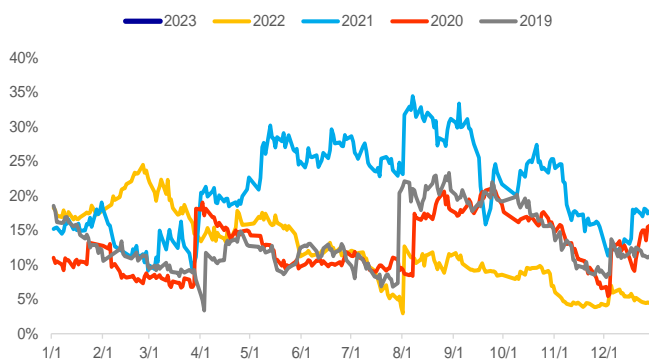


图6：铁矿基差率



数据来源：银河期货、mysteel

### 三、投资逻辑总结与交易策略

本文从宏观预期和供需基本面来分析当前铁矿盘面估值。

宏观预期层面来看，2022 年市场对于下游钢材需求回落幅度存较强分歧，由于当时市场对地产回落幅度不一致，因此市场在强预期和持续的弱现实之间博弈，且市场交易宏观强预期逻辑持续时间较长。但今年上半年市场对于地产需求这一方面分歧显然没有那么大，经历地产一年大幅度下滑之后，市场对今年上半年地产恢复状况较为悲观，地产用钢需求难以实质好转较为确定，市场再次交易强预期逻辑更多体现在地产边际好转，但这一因素对价格支撑因素明显较弱，且交易时间预计也较短。如若强预期这一逻辑能得到长时间交易需要地产需求端在上半年超预期的好转，即产业端实质恢复较好支撑铁矿高估值。

供需基本面来看，2023 年上半年很难看到铁元素从上游向下游转移，主要原因：一是当前市场强预期并未给予钢厂合适利润，全国高炉钢厂平均利润较长时间在 -200 元/吨甚至更低，长期低利润难以维持铁水高产量；二是今年一季度或上半年铁水产量难以较快回升，全球铁矿发运难以看到明显大幅回落，进口铁矿港口总库存难以进入去库周期。因此从供需基本面来看，考虑到产业基本面明显弱于去年同期，当前市场强预期逻辑很难长时间交易，因此盘面交易逻辑可能切换到 2022 年 6 月份第一阶段，交易产业

端预期和情绪面崩坍致使价格高位回落。

从宏观和供需基本面可以看出，当前宏观和基本面对价格支撑都显著弱于去年同期，但从铁矿盘面基差率来看，盘面估值显著高于过去几年几乎所有时间，盘面高估值风险较大。总结来说，当前市场强预期难以进一步推升铁矿估值，反而市场存较强的预期释放致使价格大幅回落风险。

**风险提示：1、终端地产需求超预期好转；2、上半年主流矿发运低于市场预期。**

## 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](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[yhqhqgsyb@chinastock.com.cn](mailto:yhqhqgsyb@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799