

**铁矿半年度报告**
**2023 年 6 月 30 日**

## 铁矿：供需格局紧平衡，宏观推升盘面估值

**研究员：丁祖超**

### 前言概要

#### 铁矿供需推演及结论：

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，预计上半年基建增量 900 万吨，机械增量 700 万吨，其他增量在 200-300 万吨（带钢等）。5 月份地产新开工同比持续大幅回落，虽施工环节进度加快用钢需求会有支撑，但二季度地产用钢预计仍会大幅回落，因此上半年地产用钢需求预计回落 1400 万吨，上半年国内终端需求总增量超过 500 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，1-5 月份国内粗钢产量同比增加 960 万吨，同时净出口钢材同比增加 1230 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 1550 万吨，因此国内表观需求超过 700 万吨，与国内终端需求超 500 万吨差额超过 200 万吨基本可以理解成当前钢厂或下游隐性库存的增加，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超 10%，全年用钢需求回落 1300 万吨，而下半年小幅增加 100 万吨。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。

#### 全球铁矿供需紧平衡，宏观推升盘面估值：

一季度市场交易宏观强预期对盘面估值的推升，二季度市场交易地产端用钢的悲观预期，上半年交易逻辑在宏观强预期与产业弱现实之间进行博弈，下半年市场交易逻辑有望在地产端政策和实质恢复情况，相较于上半年预期与现实之间的博弈，下半年可能给予产业层面较高的权重，市场对于终端地产用钢需求的预期差会成为市场的博弈点。同时从终端需求推演来看，下半年用钢需求仍有增量超 500 万吨，全年国内用钢需求增量在 1000 万吨，而考虑钢坯净进口回落，以及废钢全年难有增量，因此今年国内铁矿消费增量预计达到 2200 万吨，而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。整体来看，下半年宏观预期推升盘面估值，铁矿价格重心相较于二季度会小幅抬升。

**风险提示：**1、全球铁矿供应超预期增加；2、下游地产用钢需求恢复不及预期。

期货从业证号：F03105917

投资咨询证号：Z0018259

☎：021-65789252

✉dingzuchao\_qh@chinastock.com.cn

## 第一部分 行情回顾

### 1. 2023 年上半年铁矿市场行情回顾

2023 年一季度铁矿价格整体呈现高位偏强走势，这一轮价格从 2022 年 11 月初开启，市场在当时主要基于悲观预期修复、国内地产政策放开，同时海外资金对国内经济修复较为乐观，多因素共同推动价格较快上涨。年初价格上涨至高位后，市场博弈加大，一方面宏观强预期持续推升盘面估值，另一方面在铁矿基本面并未显著好转但价格大幅上涨背景下，发改委加大政策调控力度，同时大商所加大持仓限制。

4 月份开始市场持续交易国内经济尤其是地产端的悲观预期，主力 09 合约在大幅贴水的背景下价格开启大幅下跌走势，这一阶段铁矿基本面并未出现较大变化，整体仍呈现供需紧平衡，这一波价格大跌更多是资金主导的悲观预期导致黑色系价格大跌，类似于去年 10 月底价格下跌，但在盘面估值低位时资金主导的价格下跌在基本面层面并未得到支撑。因此，5 月底开始市场对地产端出台刺激政策预期较强，盘面持续交易这一逻辑，且当前来看市场对这一预期持更多耐心，因此短期价格较快上涨。

图1：铁矿期货价格



数据来源：银河期货、Mysteel

2023 年上半年螺纹盘面利润均值在 325 元/吨，同比 2022 年上半年年 716 回落 391 元/吨，钢联口径全国螺纹高炉利润均值在 -75，同比去年均值 363 回落 438 元/吨；卡粉与 PB 粉价差均值 97 同比去年 202 回落 105 元/吨，PB 粉与超特粉价差均值 129 同比去年 259 回落 130 元/吨。

整体来看，今年上半年钢厂利润持续低位大幅压低钢厂利润，同时国内粗钢压减政策并未落地，钢厂复产力度较大，钢联铁水产量日均在 236 万吨左右，大幅高于去年上半年 226.6 万吨。下半年国内粗钢限产政策出台预期较强，在全年铁水微增背景下下半年铁水有较大下降空间。

图2: 62%普氏价格指数

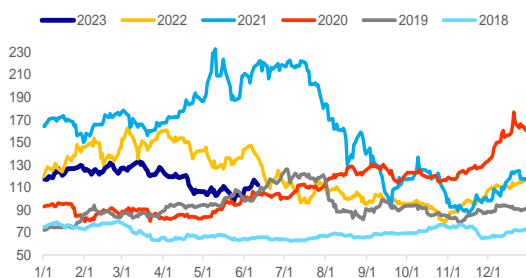
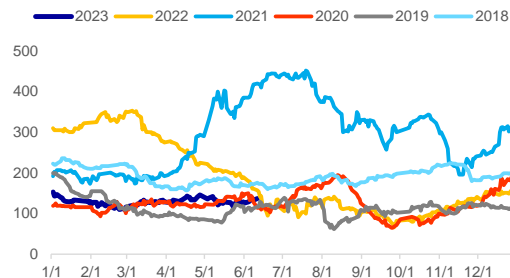


图3: PB粉与超特粉价差



数据来源: 银河期货、Mysteel

图4: 卡粉与PB粉价差

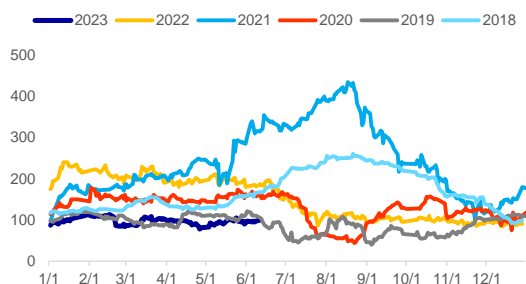
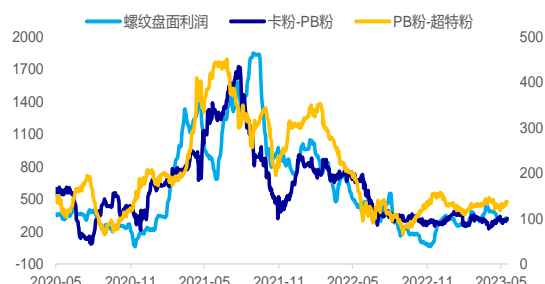


图5: 螺纹盘面利润与高低品矿价差



数据来源: 银河期货、Mysteel

图6: 内外盘美金价差 (国外-国内)

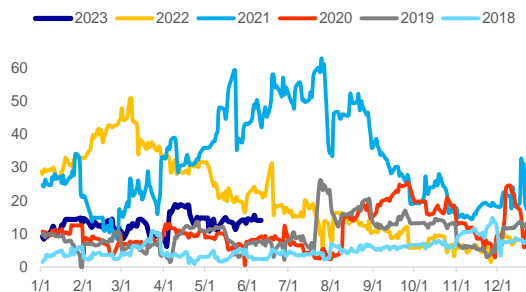
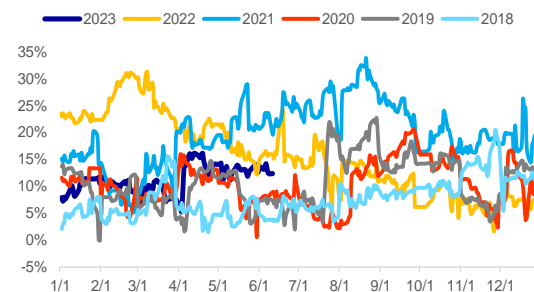


图7: 国内铁矿与新加坡掉期溢价



数据来源: 银河期货、Mysteel

2023 年上半年最优交割品主要是澳洲中高品粉为主, 且大部分时间以 PB 粉为主, 随着港口主流中低品粉库存底部回升, 中高品粉库存高位回落, 中低品粉性价比有所回落, 但最优交割品切换到中低品粉时间预计较为缓慢。

2023 年一季度铁矿 5/9 价差走势较以往不太一样, 1 月价差基本维持在低位变化不大, 进入 2 月份开始价差持续走扩。尤其铁矿自 2 月初春节后、以及 3 月下旬开始下跌这两个阶段, 铁矿跨期 5/9 价差持续走扩, 第一阶段背后的原因主要是现货较为坚挺, 第二阶段还有一个原因是国内对粗钢限产的悲观预期。4 月份开始 5/9 价差进一步走扩, 一方面是 05 临近交割, 盘面价格向现货价格收敛, 另一方面是市场悲观预期发酵, 09 主力在大基差情形下大幅下跌, 最终呈现出 5/9 跨期价差大幅走扩。

当前 9/1 价差呈现正套走势, 与上半年 5/9 价差对比来看, 近期跨期价差趋势性行情往往不再是以往

供需基本面的节奏不同，而是更多基于宏观预期和政策调控之间的博弈，具体来说主要是当前宏观预期好转，市场对地产端出台需求端刺激政策预期较强，但远月可能会交易政策调控加大和地产政策实际落地执行不及预期，从而呈现跨期价差呈现正套走势。

图8：最优交割品 - 01合约基差

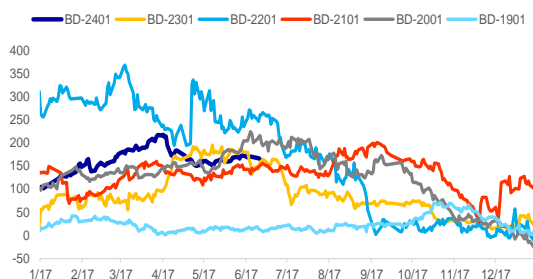
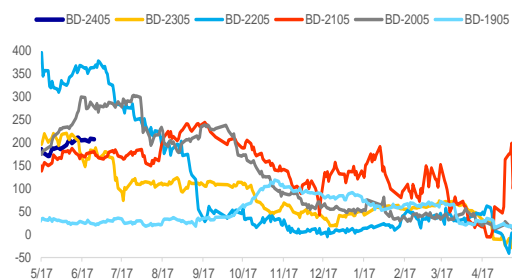


图9：最优交割品 - 05合约基差



数据来源：银河期货、Mysteel

图10：最优交割品 - 09合约基差

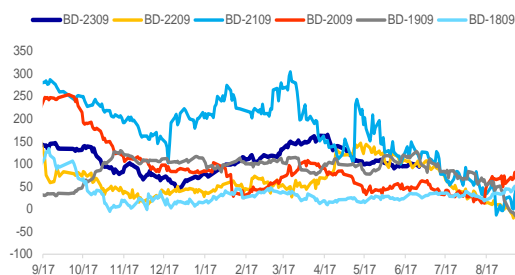
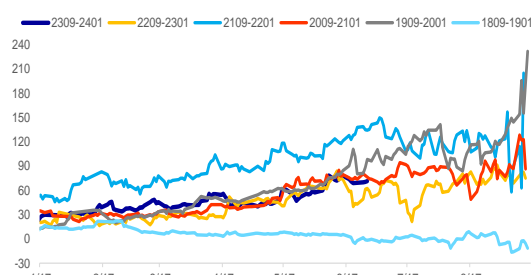


图11：铁矿跨期9/1价差



数据来源：银河期货、Mysteel

## 第二部分 基本面分析

### 1. 2023 年四大矿山供应预计增加 1000 万吨

2023 年全球主流矿山产量预测：

**力拓：**一季度铁矿石产量为 7930 万吨，环比减少 11%，同比增加 11%。发运量方面：一季度铁矿石发运量为 8250 万吨，环比减少 6%，同比增加 16%。2023 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运目标（100%）为 3.2-3.35 亿吨，与 2022 年保持不变。一季度发运的同比增幅更大的原因，在于其生产稳健增长的同时，一季度需求旺盛下消耗了其相当一部分库存。Gudai-Darri 的提产计划仍在继续之中，预计该项目将在 2023 年持续达到其设计产能，项目作为产能替代项目，主要是帮助该公司旗舰产品 PB 粉/块未来供应稳定。2023 年上半年发运量预计达到 16331 万吨，同比增加 7.9%（1194 万吨），假设全年发运目标完成区间中值 3.28 亿吨，下半年发运量在 16470 万吨，同比回落 3.3%。

**VALE：**一季度铁矿石产量达 6677.4 万吨，环比减少 17.4%，同比增加 5.8%。销量方面：一季度淡水河

谷销量达 5565.9 万吨，环比减少 39%，同比减少 6.2%。淡水河谷 2023 年铁矿石生产目标保持在 3.1-3.2 亿吨不变。一季度产销缺口高达 1111 万吨，产销分化矛盾突出。受 2022 年四季度该港口高出货量消耗大量港口库存影响，对铁矿石销售尤其是 BRBF 以及 IOCJ 产品形成较大制约。由于一季度 Serra Norte 和 Serra Leste 两大矿区的原矿利用率降低，进而导致矿区选矿比增加，成品产量下降；而 S11D 矿区因 2022 年完成矿区破碎安装，极大提高了矿区作业效率。**2023 年上半年发运量预计达到 12570 万吨，同比回落 5.1% (680 万吨)，VALE 全年产量目标预计完成区间下沿 3.1 亿吨。**

**BHP：**一季度铁矿石产量为 6616 万吨，环比减少 11%，同比回落 0.8%。发运量方面：一季度铁矿石发运量为 6658 万吨，环比减少 8%，同比回落 0.8%。必和必拓西澳铁矿 (WAIO) 在 2023 财年前三个季度 (2022 年 7 月 1 日-2023 年 3 月 31 日) 的产量创下历史新高，达到 2.13 亿吨。较去年同期来看，Jimblemar 矿区的产量同比实现显著增长，而资源面临枯竭的 Yandi 矿区，产量继续大幅下滑。南坡项目 (South Flank) 的稳步推进弥补了这部分减量，致使 2023 财年至今产量累计同比仍有所增长。必和必拓表示，南坡项目有望在 2024 财年末实现满产运营 (8000 万吨/年)。**2023 年上半年发运量预计达到 13944 万吨，同比回落 0.3% (46 万吨)。**

**FMG：**一季度 FMG 铁矿石产量 (铁矿加工量 Ore Processed) 为 4610 万吨，环比减少 8%，同比增加 4%。2023 财年 (2022 年 7 月至 2023 年 6 月) 至今铁矿石加工总量达到 1.44 亿吨，对比去年同期增长 2%。一季度 FMG 铁矿石发运量为 4630 万吨，环比减少 6%，同比减少 0.4%。分品种来看，其旗舰产品混合粉和超特粉发运量环比分别减少 6% 和 8%。FMG 铁桥磁精粉项目矿石加工于今年 4 月 21 日生产出第一批湿精粉，年产能 2200 万吨的 67% 铁品位的磁铁矿精矿，预计可在 12-18 个月内达到满产运作。**2023 年上半年发运量预计达到 9470 万吨，同比回落 1.4% (130 万吨)。**

2023 年一季四大矿山产量同比增加 1260 万吨，全球发运量增加 660 万吨。2023 年上半年四大矿全球发运量预计 52316 万吨，同比增加 0.6% (336 万吨)，上半年四大矿全球产量预计 26793 万吨，同比增加 1.8% (930 万吨)，下半年没有给到增量主要是一季度 VALE 产销差达到 1110 万吨 (产量-发运量)，但过去 5 年均值在 200 万吨左右，表明一季度 VALE 发运大幅降低由国内非主流矿山替代，而 VALE 发运大幅回落主要原因是受 2022 年四季度该港口高出货量消耗大量港口库存影响，对铁矿石销售尤其是 BRBF 以及 IOCJ 产品形成较大制约。

图12: VALE季度发运量

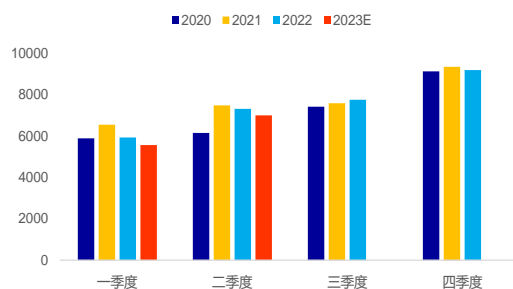
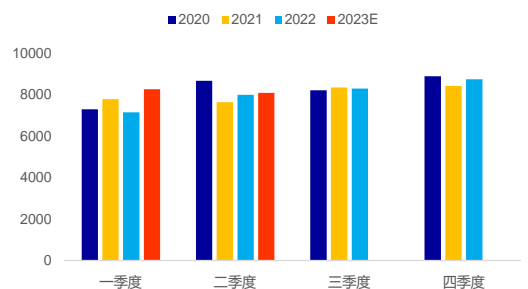


图13: 力拓季度发运量



数据来源：银河期货、Mysteel

图14: BHP季度发运量

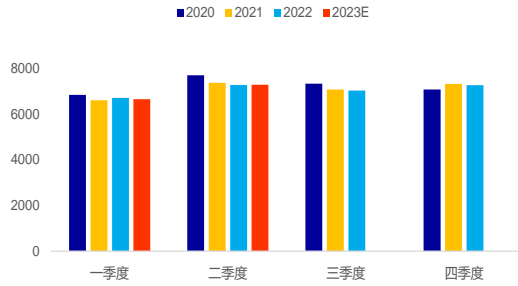
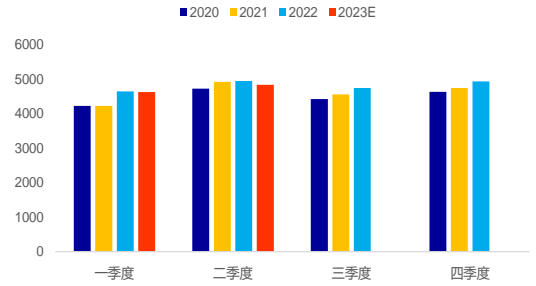


图15: FMG季度发运量



数据来源: 银河期货、Mysteel

图16: 全球四大矿季度销量

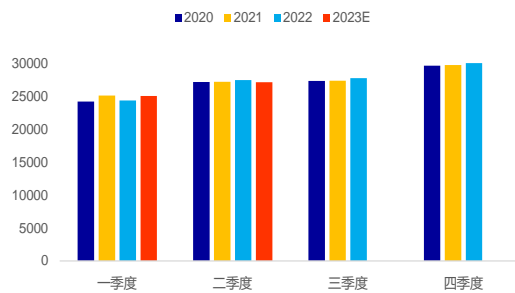
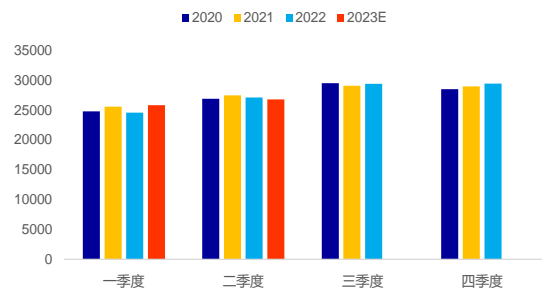


图17: 全球四大矿季度产量



数据来源: 银河期货、Mysteel

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,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,四大矿产量的增加大幅压缩了非主流矿产量,2013年-2018年,非澳巴矿产量明显下滑,增速基本维持负增长。



表1：2023年全球主流矿山产量预测

矿山	2019	2020	2021	2022	2023E	增量
VALE	3.02	3	3.16	3.08	3.1	200
RIO	3.27	3.33	3.2	3.24	3.28	400
BHP	2.72	2.88	2.84	2.85	2.87	200
FMG	1.83	1.75	1.93	1.89	1.91	200
Roy Hill	0.55	0.6	0.6	0.6	0.6	0
总计	11.39	11.56	11.73	11.66	11.76	1000

数据来源：银河期货

图18：全球铁矿分国家发运量

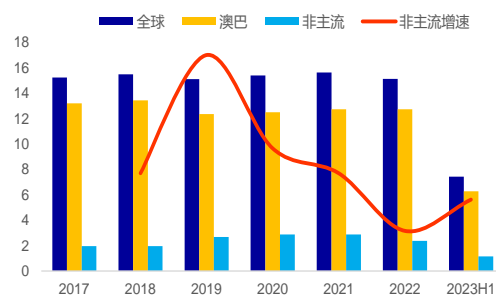
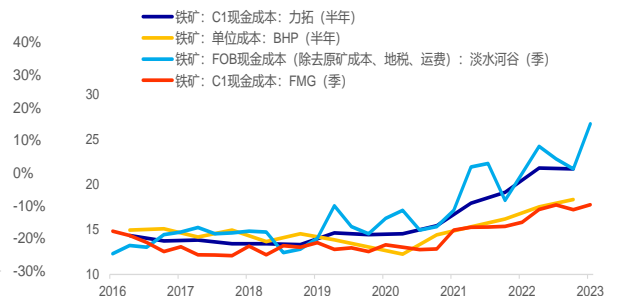


图19：全球四大矿山现金成本



数据来源：银河期货、Mysteel

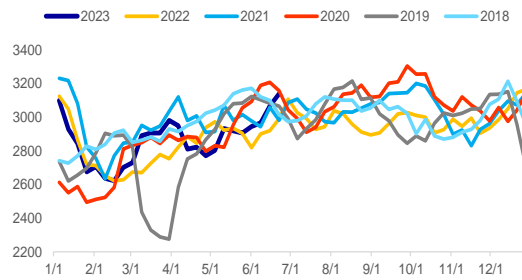
## 2. 2023 年上半年澳巴发运大幅增加，非主流矿发运同比延续回落

2022 年全年主流矿山发运平稳增加，大部分发运缺口来自于非澳巴国家发运量。2022 年全球铁矿周度发运量均值在 2912 万吨，同比 3012 万吨回落 3.3% (5182 万吨)。澳巴发运量均值在 5453 万吨，同比基本持平。非主流矿来看，2022 年非主流矿周度发运量均值在 459 万吨，同比回落 17.7% (5200 万吨)。(钢联 19 港口)

2023 年上半年全球铁矿周度发运均值在 2864 万吨，同比 2833 万吨增加 1.1% (800 万吨)，澳巴全球周度发货量均值在 2416 万吨，同比增加 3% (1825 万吨)，其中澳洲周度发货量均值 1791 万吨，同比增加 2.5% (1156 万吨)，巴西周度发货量均值 626 万吨，同比增加 4.3% (670 万吨)。具体分矿来看，FMG 发运量同比增加 0.5%，BHP 同比增加 1%，力拓同比增加 6.4%，VALE 同比回落 1.9%，巴西铁矿全球发运增量来自国内非主流矿发运，上半年周度发运均值在 171 万吨，同比增加近 25.3% (890 万吨)。

今年上半年全球铁矿发运量同比小幅增加，由于国内需求较好铁水产量持续高位，带动澳巴发运量同比大幅增加，同时主流矿继续挤占非主流矿发运量。澳洲增量大部分来自力拓，巴西非主流发运同比大幅增加，在 VALE 发运下降的背景下巴西全球发运量同比仍增加。

图20：全球铁矿发运量



数据来源：银河期货、路透、Mysteel

图21：澳巴铁矿全球发运量

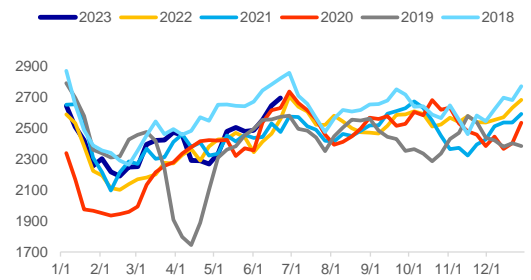
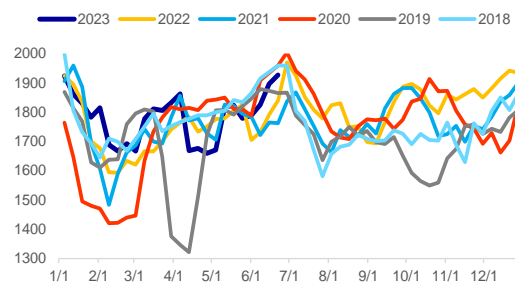


图22：澳洲铁矿全球发运量



数据来源：银河期货、路透、Mysteel

图23：巴西铁矿全球发运量

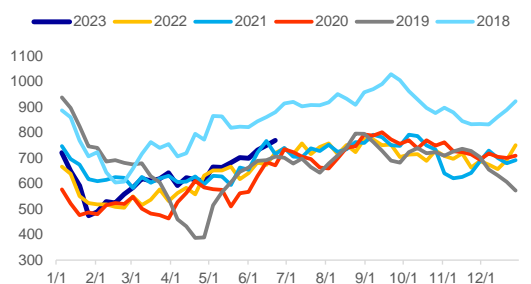
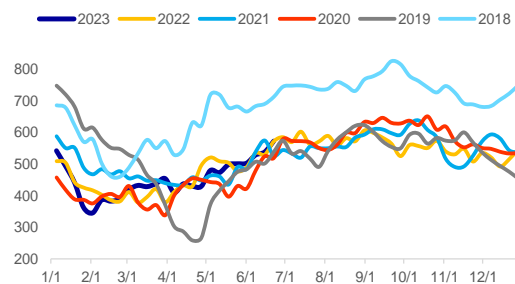


图24：VALE全球发运量



数据来源：银河期货、路透、Mysteel

图25：力拓全球发运量

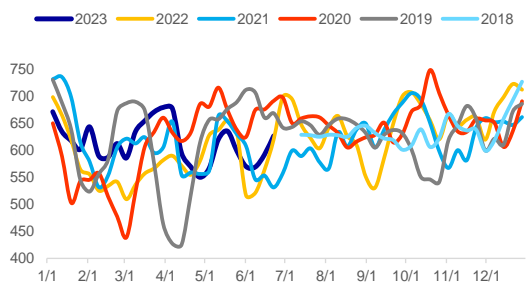
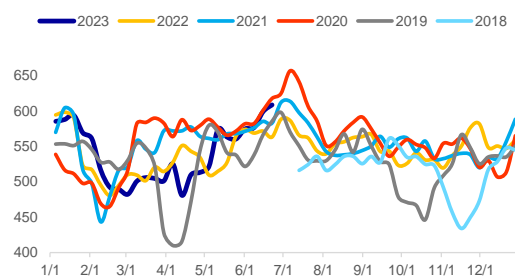
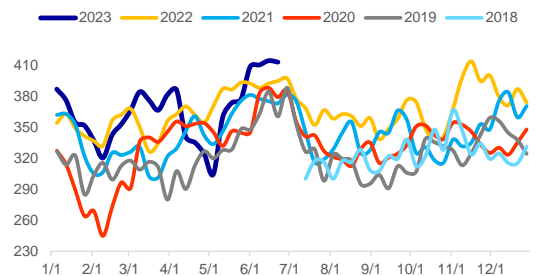


图26：BHP全球发运量



数据来源：银河期货、路透、Mysteel

图27：FMG全球发运量





2022 年非主流矿周度发运量均值在 459 万吨，同比回落 17.7% (5200 万吨)。2023 年上半年非澳巴周度发运均值 447 万吨，同比回落 8.1% (1020 万吨)，非四大矿发运 879 万吨，同比回落 0.6% (145 万吨)，澳巴非主流发运 432 万吨，同比增长 8.5% (880 万吨)。

2023 年非主流矿发运仍是影响供应的较大变量，从上半年数据来看非主流矿发运延续回落走势，部分原因是去年上半年基数较高，同时非主流发运国家差别较大，印度发运占比快速增加，而澳巴国家非主流矿发运在延续一季度发运节奏，同比持续较快增加。

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。

图28：非澳巴全球发运量

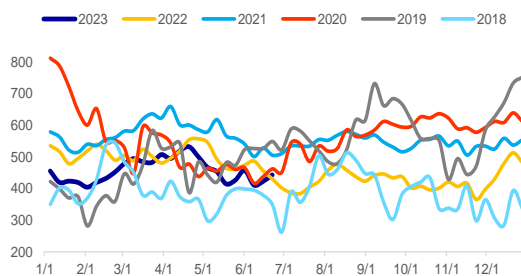
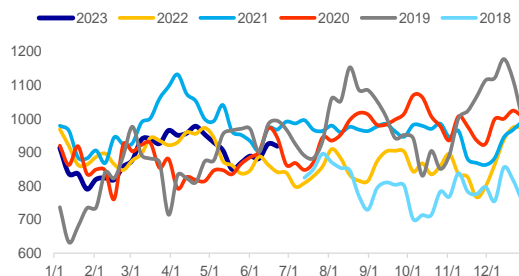


图29：非四大矿全球发运量



数据来源：银河期货、路透、Mysteel

图30：澳洲非主流矿全球发运量

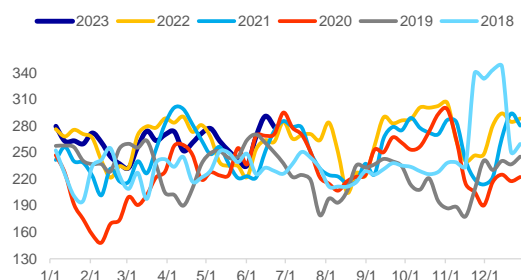
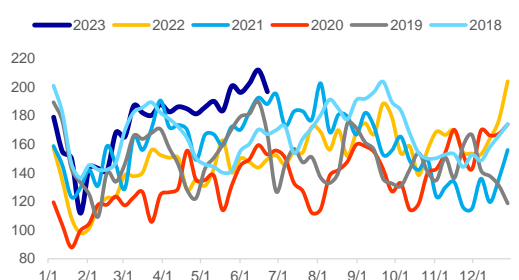


图31：巴西非主流矿全球发运量



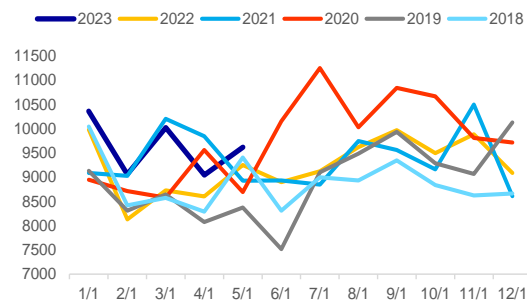
数据来源：银河期货、路透、Mysteel

从我国进口数量来看，2023 年 1-5 月份进口铁矿 4.81 亿吨，同比增加 3410 万吨。其中 1-4 月份澳洲铁矿进口同比增加 1438 万吨，巴西进口同比增加 145 万吨。非澳巴进口同比增加 1463 万吨，其中印度进口同比增加 826 万吨，非主流矿全球发运量同比持续回落，但发运至国内铁矿数量大幅增加，进口增量中印度粉矿占比较大。

2023 年下半年印度进口铁矿很难持续高位，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 40 左右，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。(4) 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，预计全年非主流国家进口铁矿总增量在 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。

图32：铁矿进口数量



数据来源：银河期货、Mysteel

图33：澳洲铁矿进口数量

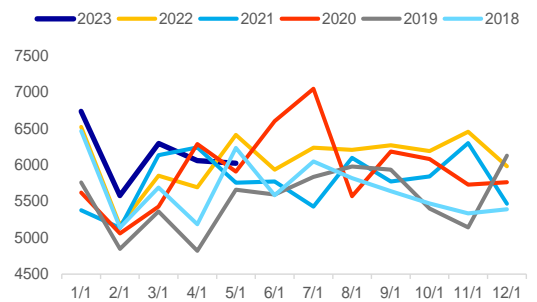
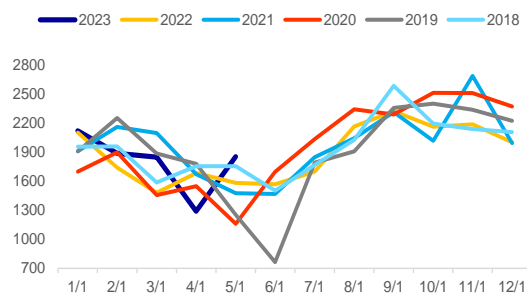


图34：巴西铁矿进口数量



数据来源：银河期货、Mysteel

图35：非澳巴铁矿进口数量

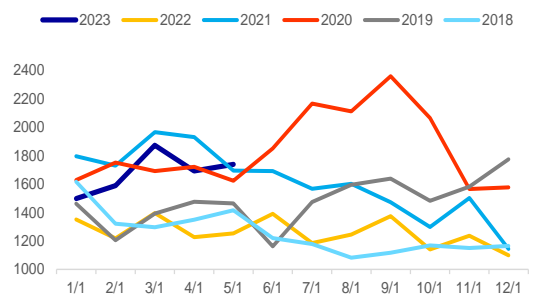
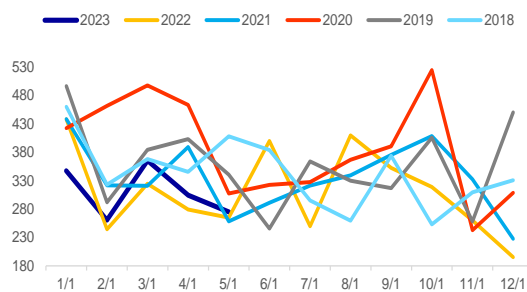
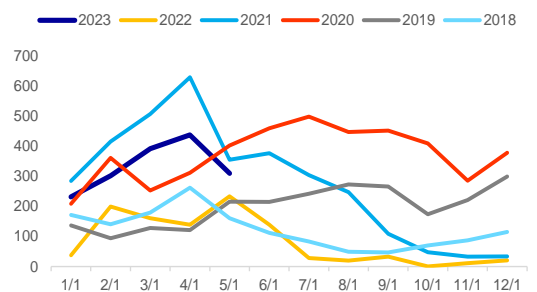


图36：南非铁矿进口数量



数据来源：银河期货、Mysteel

图37：印度铁矿进口数量



2022 全年铁精粉累计产量 28203 万吨，同比回落 1.5% (435 万吨/考虑产能折算)。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）。在基石计划的加速推进下，我国铁矿石有效供给能力明显提高，但实际产量的释放预计较为滞后。

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，实际产量的释放往往受价格影响较大，而主导价格的核心在于供需双弱下的紧平衡价格重心会下移（从年度周期考虑）。

**国内矿山“基石计划”出台背景：**铁矿石对外依存度走高，铁矿石价格居高不下，资源保障存在明显短板，严重威胁钢铁产业链供应安全；国际上铁矿资源高度垄断格局以及进口铁矿定价机制尚未发生改变；“基石计划”是将海外矿、国内矿和废钢三个方面整合为一个面向中长期的资源保障解决方案，用 2-3 个“五年计划”时间，切实改变我国铁资源来源构成。（国内铁元素来源构成：海外矿 61%、国产矿 16%、废钢 20%、合金 3%）

2023 年上半年总投资 108 亿元的中国五矿陈台沟铁矿项目在辽宁鞍山正式开工。位于辽宁鞍山的陈台沟铁矿是特大型沉积变质型铁矿，保有资源量 12.16 亿吨，是国内储量规模较大、资源禀赋好的优质地下铁矿山。陈台沟铁矿项目由中国五矿集团有限公司（简称中国五矿）投资建设，一期建设投资 75 亿元，设计生产规模 1100 万吨/年，年产铁精矿 470 万吨。这是维护我国钢铁产业链供应链安全的重大工程，也是深化央地合作开发矿产资源的典范项目，将为鞍山打造世界级铁矿基地注入强劲动能。

图38：国内铁精粉产量

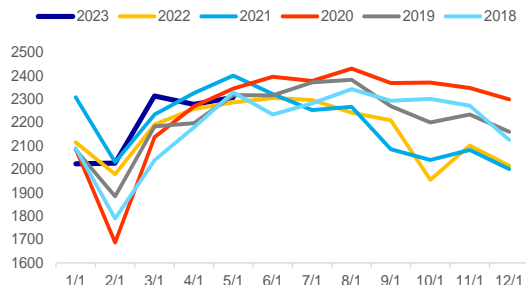
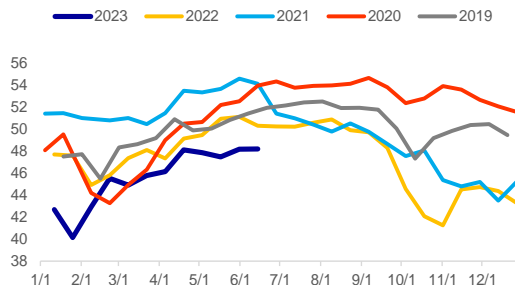


图39：363座矿山铁精粉产量



数据来源：银河期货、Mysteel

图40：266座矿山铁精粉产量

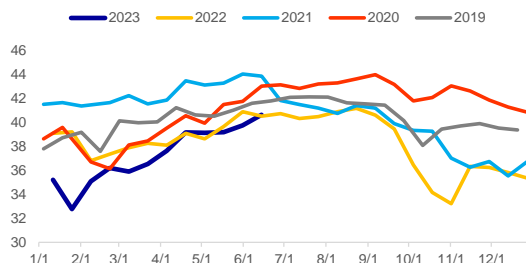
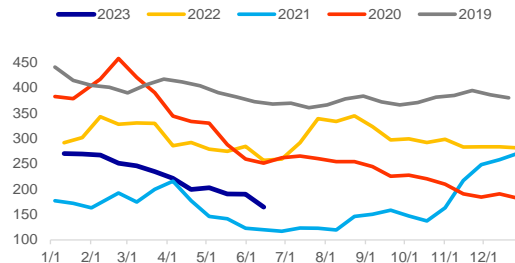


图41：363座矿山铁精粉库存



数据来源：银河期货、Mysteel

### 3. 2023 年下半年废钢消费量难以回补上半年回落

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。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。

2023 年年初至今 255 钢厂废钢日耗均值在 45.17 万吨，同比 2022 年同期日耗均值 50.44 万吨回落 10.5% (920 万吨)，今年上半年废钢日耗同比降幅预计在 900 万吨以上；年初至今废钢到货量日均在 40.71 万吨，同比 2022 年同期 44.94 万吨回落 9.4% (740 万吨)，上半年预计回落 700 万吨以上。

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 900 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。

图42：255钢厂废钢日耗

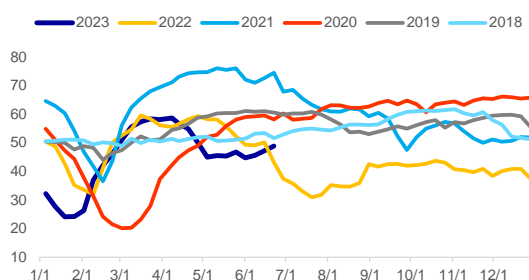
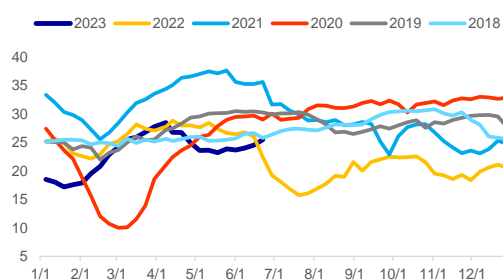


图43：132钢厂高+转长流程日耗



数据来源：银河期货、Mysteel、富宝资讯

图44：255钢厂废钢库存

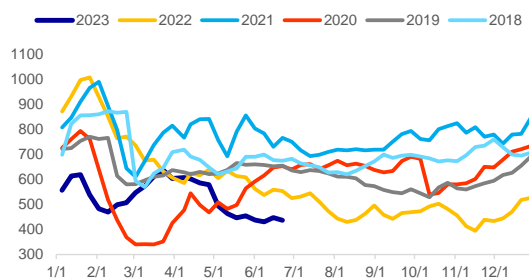
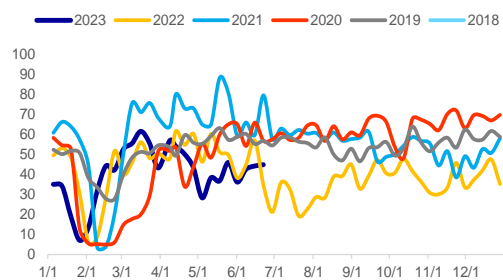


图45：255钢厂废钢到货量



数据来源：银河期货、Mysteel、富宝资讯

### 3. 2023 年下半年终端用钢需求测算

2023 年国内用钢需求基本假设和测算如下（本文测算从终端铁元素消耗和铁元素来源来推演）：

地产：2022 年地产新开工同比回落 39.4%，施工面积同比回落 7.2%，测算下来 2022 年地产用钢需求

回落 7800 万吨。政府工作报告对地产需求侧政策表态相对平淡，因城施策仍是今年主线逻辑，但 2022 年因城施策已大幅加码，地产却出现历史首次与政策刺激背离的表现。在 2022 年前的四轮地产周期中，货币政策与地产政策放松均会短期刺激地产需求，但 2022 年首次出现各地因城施策刺激地产销售（全年降息 140bp）、但地产销售深度负增长（-27%）。预计 2023 年全年地产新开工面积同比回落超 10%，施工面积同比回落 7%。由于预售缓停工面积大幅攀升，而新开工直接计入施工面积，致使单位施工面积的用钢强度提升，预计 2023 年地产用钢需求回落 1300 万吨。（2023 年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。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。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。）

**基建：**2022 年专项债发行前置，基建增速较高对冲地产投资下滑，全年基建增速超过 11%，拉动用钢需求达到 1600 万吨。今年《政府工作报告》确定的新增专项债 3.8 万亿，低于去年（4.0 万亿），且财政更加强调整建投资效率要求，去年下半年基建投资向效率较低的城建类基建倾斜的结构不可持续。上半年信贷等金融杠杆资金放量支持，上半年基建投资增速或将维持 10% 的较高增速，保障内需恢复环境。下半年内需恢复后对基建稳增长必要性下降，广义基建投资增速下半年或回到 3-4% 之间。全年基建增速预计达到 7% 左右，带动用钢需求 1200 万吨。

**制造业：**制造业分项中新基建相关、设备制造、汽车制造同比增长较快。下游用钢需求较为分散，2022 年增量主要集中在机械用钢（通用设备、专用设备增量），2023 年机械用钢预计保持平稳，测算下来预计机械增量 900 万吨，汽车回落 50 万吨，造船增量 30 万吨。

**其他：**预计 2023 年同比增长 2%，用钢需求回升 300 万吨（带钢等）。

整体来看，2022 全年预计用钢需求同比回落 6200 万吨，其中废钢消耗量回落 5000 万吨，净进口钢坯回落 700 万吨，铁水产量回落 500 万吨。2023 年全年国内用钢需求预计增加 1000 万吨。

图46：地产新开工面积

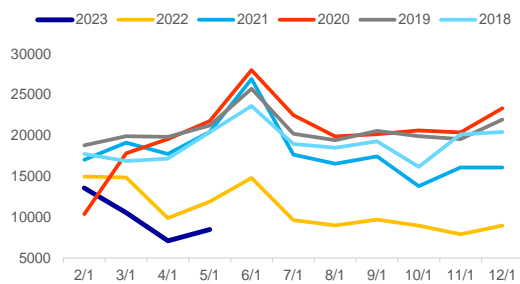
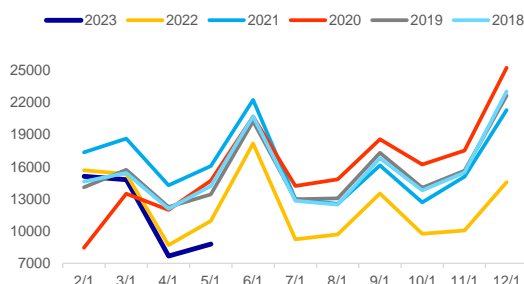


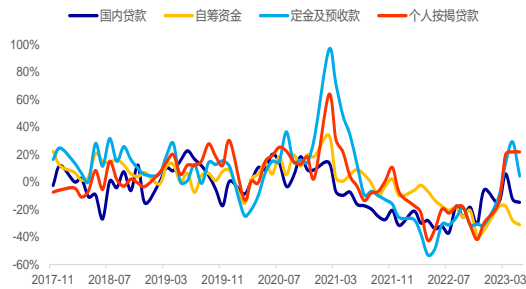
图47：地产销售面积



数据来源：银河期货、Mysteel



图48：房地产投资资金来源当月同比



数据来源：银河期货、Mysteel

图49：新增居民中长期贷款

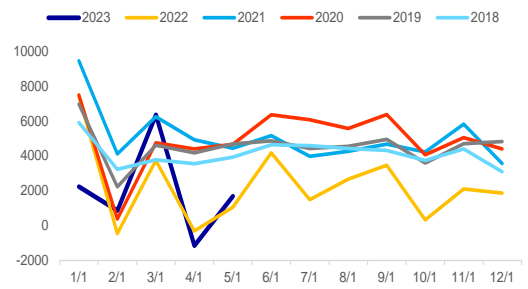
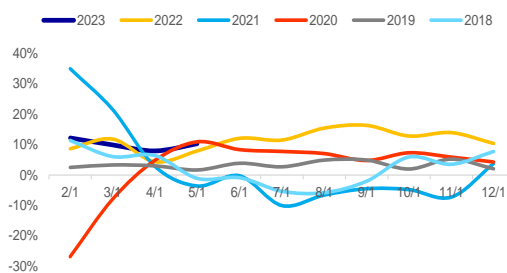
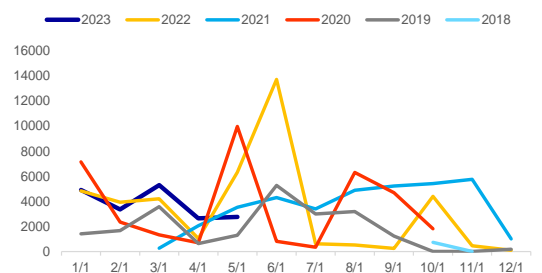


图50：基建投资当月同比



数据来源：银河期货、Mysteel

图51：地方政府新增专项债



### 2023 年下半年终端用钢需求推演：

从国内需求高频数据来看，2023 年至今国内铁元素表需周度均值在 1765 万吨，同比 2022 年周度均值 1732 万吨，增长 2%，钢材需求量增加超 700 万吨。对比来看螺纹表需周度在 265 万吨，同比去年周度均值 261 万吨增长 1.5%，但建材周度表需均值在 380，同比回落 2%（400 万吨），体现出基建对钢材的需求显著好于地产，非建材用钢需求增加在 1000 万吨以上，上半年国内非建材需求恢复较好，基建增速较高支撑用钢需求。

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，预计上半年基建增量 900 万吨，机械增量 700 万吨，其他增量在 200-300 万吨（带钢等）。5 月份地产新开工同比持续大幅回落，虽施工环节进度加快用钢需求会有支撑，但二季度地产用钢预计仍会大幅回落，因此上半年地产用钢需求预计回落 1400 万吨，上半年国内终端需求总增量超过 500 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，1-5 月份国内粗钢产量同比增加 960 万吨，同时净出口钢材同比增加 1230 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 1550 万吨，因此国内表观需求超过 700 万吨，与国内终端需求超 500 万吨差额超过 200 万吨基本可以理解成当前钢厂或下游隐性库存的增加，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超 10%，全年用钢需求回落 1300 万吨，而下半年小幅增加 100 万吨。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2：2023年下半年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	2023Q2E	2023H1E	2023H2
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

图52：螺纹表观需求

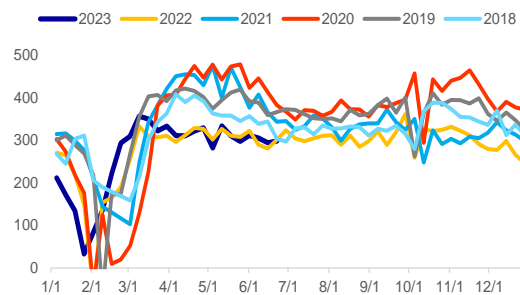
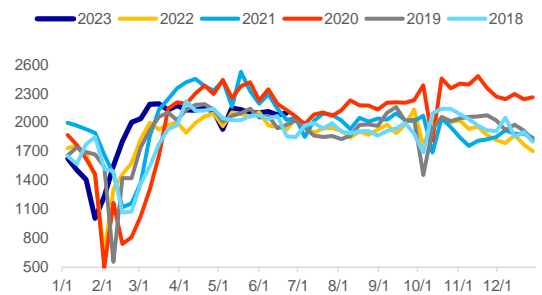


图53：铁元素表观需求



数据来源：银河期货、Mysteel

图54：247钢厂日均铁水产量

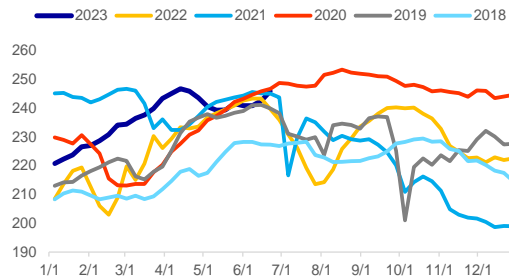
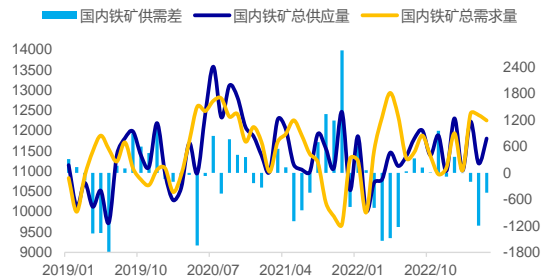


图55：国内铁矿供需差



数据来源：银河期货、Mysteel

#### 4. 2023 年下半年海外铁矿消费量预计会显著好转

海外需求方面，2022 年全球粗钢产量为 18.3 亿吨，同比下降 4.4%（8400 万吨），全球高炉生铁产量为 12.8 亿吨，同比下降 3.5%（3800 万吨），全球除中国外高炉生铁产量 4.15 亿吨，同比回落 9.4%（4300 万吨）。2022 年海外铁矿消费量 8.9 亿吨（包括直接还原性铁），同比回落 6.4%（6100 万吨）。

2023 年 1-5 月份全球除中国外高炉生铁产量 17349 万吨，同比回落 3.4%（620 万吨），海外铁矿消费量 3.68 亿吨，同比回落 2.1%（790 万吨），但海外铁元素消费量 3.75 亿吨，同比回落 2%（590 万吨）。

下半年海外铁矿消费量同比能否回升：从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，对比来看今年下半年同比有 7.5% 回升空间，虽然考虑海外需求低迷，但下半年同比去年低基数仍有较大增加空间。

图56：全球除中国外高炉生铁产量

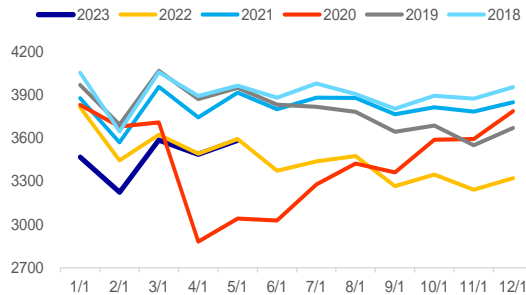
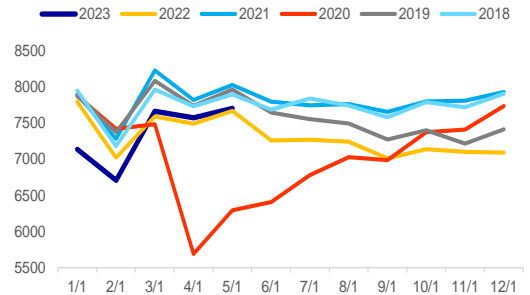


图57：海外铁矿消费量



数据来源：银河期货、Mysteel

图58：全球铁矿总消费量

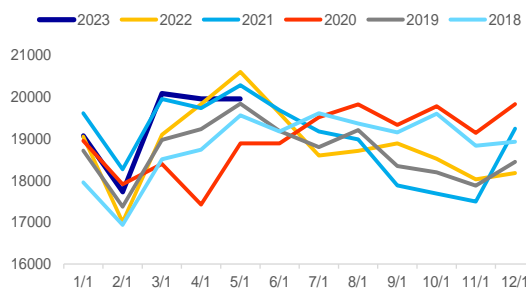
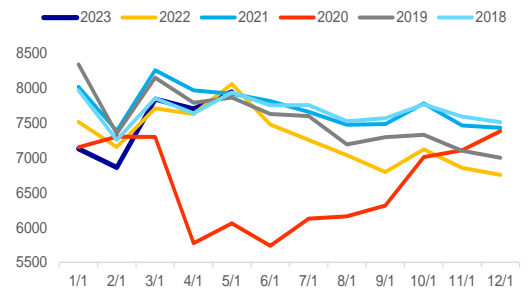


图59：海外铁元素消费量



数据来源：银河期货、Mysteel

## 5. 2023 年下半年进口铁矿港口库存难以进入累库周期

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。

图60: 进口铁矿港口总库存

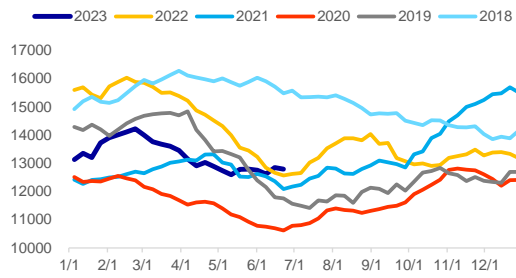
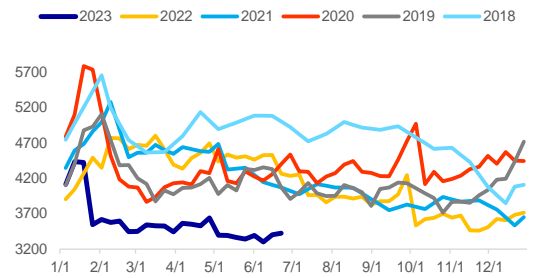


图61: 进口铁矿钢厂内库存



数据来源: 银河期货、Mysteel

图62: 进口铁矿贸易矿总库存

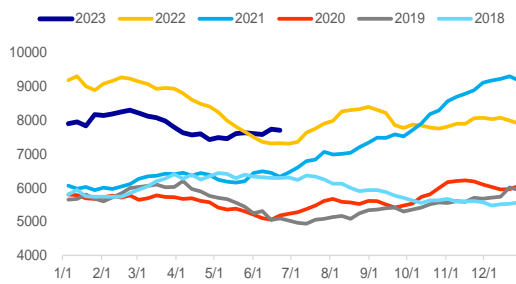
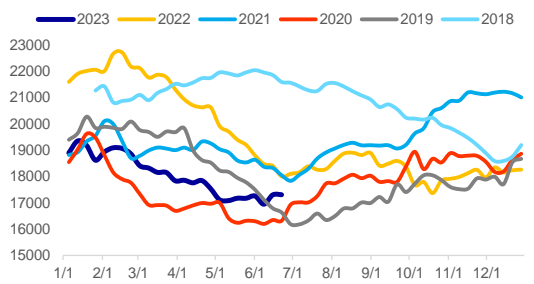


图63: 进口铁矿总库存



数据来源: 银河期货、Mysteel

图64: 全口径钢材总库存

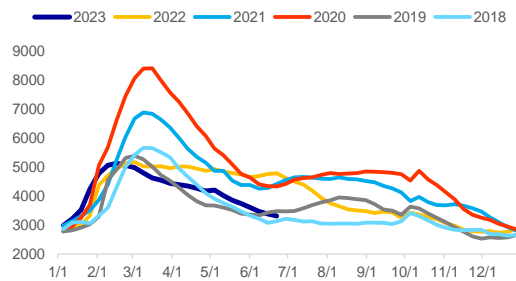
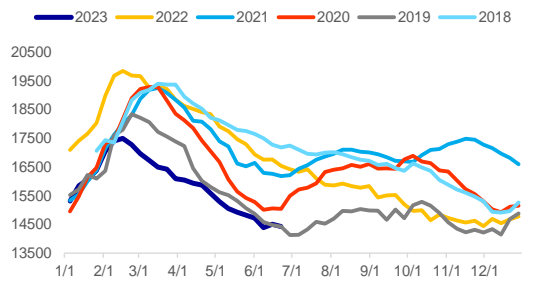


图65: 国内铁元素总库存



数据来源: 银河期货、Mysteel

## 第三部分 铁矿供需推演

### 1. 2023 年下半年国内铁矿平衡表推演及结论

#### 下半年终端需求推演：

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，预计上半年基建增量 900 万吨，机械增量 700 万吨，其他增量在 200-300 万吨（带钢等）。5 月份地产新开工同比持续大幅回落，虽施工环节进度加快用钢需求会有支撑，但二季度地产用钢预计仍会大幅回落，因此上半年地产用钢需求预计回落 1400 万吨，上半年国内终端需求总增量超过 500 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，1-5 月份国内粗钢产量同比增加 960 万吨，同时净出口钢材同比增加 1230 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 1550 万吨，因此国内表观需求超过 700 万吨，与国内终端需求超 500 万吨差额超过 200 万吨基本可以理解成当前钢厂或下游隐性库存的增加，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超 10%，全年用钢需求回落 1300 万吨，而下半年小幅增加 100 万吨。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。

#### 全球铁矿供需紧平衡，宏观推升盘面估值：

一季度市场交易宏观强预期对盘面估值的推升，二季度市场交易地产端用钢的悲观预期，上半年交易逻辑在宏观强预期与产业弱现实之间进行博弈，下半年市场交易逻辑有望在地产端政策和实质恢复情况，相较于上半年预期与现实之间的博弈，下半年可能给予产业层面较高的权重，市场对于终端地产用钢需求的预期差会成为市场的博弈点。同时从终端需求推演来看，下半年用钢需求仍有增量超 500 万吨，全年国内用钢需求增量在 1000 万吨，而考虑钢坯净进口回落，以及废钢全年难有增量，因此今年国内铁矿消费增量预计达到 2200 万吨，而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。整体来看，下半年宏观预期推升盘面估值，铁矿价格重心相较于二季度会小幅抬升。

风险提示：1、全球铁矿供应超预期增加；2、下游地产用钢需求恢复不及预期。

## 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 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

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

电话：400-886-7799