

铁矿石四季度报告

2023 年 9 月 28 日

供需格局紧平衡，宏观产业再博弈

研究员：丁祖超

前言概要

全球铁矿供需推演：

供应端，全年四大矿山增量 1500 万吨，非主流矿预计超过 500 万吨，国内铁精粉增量超过 300 万吨，全球铁矿总供应在 2300-2500 万吨。前三季度四大矿山整体发运较好，在全年目标完成下四季度同比会小幅回落。需求端，海外需求韧性较强，全年同比会有小幅增量，大部分出现在四季度。国内建材需求持续低位运行，但非建材需求同比大幅增加，全球铁元素需求增量预计超 1500 万吨，基本会大部分消耗掉全球铁矿供应增量。而去年铁矿供需基准存 3000 万吨缺口，因此全球铁矿供应紧平衡预计维持到年底，缺口预计超 1500 万吨。

四季度铁矿交易逻辑总结：

四季度海外铁矿发运平稳增加，但发运增量预计减缓，同时钢材净出口会是国内粗钢平控政策的推进与海外钢材消费韧性的缓冲调节变量，而四季度海外需求韧性会导致高炉进一步提产，进而分流国内铁矿高供应。今年国内终端用钢需求韧性较强，但建材市场的需求持续走弱带动市场悲观预期贯穿全年，而产业端相对于机构更加悲观导致三季度建材市场一直在结构性去库，且当前产业端对建材的悲观预期仍未发生转变，三季度建材市场表外去库预计超 500 万吨。经历长时间地产端需求持续低位，当前市场对终端弱需求预期较为一致，而当前暴露出来的风险主要在库存环节的结构性问题。库存来看，当前全产业链铁元素总库存处于过去 6 年同期最低值，单纯资金端的主导难以对铁矿价格形成趋势性下跌。因此，四季度市场对于铁矿基本面不应悲观，价格存较强支撑。

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

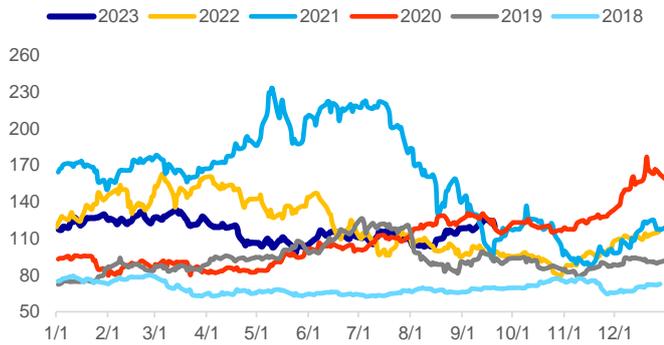
2023 年一季度铁矿价格整体呈现高位偏强走势，这一轮价格从 2022 年 11 月初开启，市场在当时主要基于悲观预期修复、国内地产政策放开，同时海外资金对国内经济修复较为乐观，多因素共同推动价格较快上涨。年初价格上涨至高位后，市场博弈加大，一方面宏观强预期持续推升盘面估值，另一方面在铁矿基本面并未显著好转但价格大幅上涨背景下，发改委加大政策调控力度，同时大商所加大持仓限制。

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。

三季度铁矿价格整体呈现大幅拉升走势，7 月初铁矿呈现高位震荡偏强走势，7 月底铁矿由于政策调控价格较快回落。8 月中旬开始，铁矿价格底部开始快速拉升，主要原因是前期悲观预期修复+结构性库存低位+资金对上游资源品的推升，铁矿价格自 720 附近大幅上涨至 880 左右，最大涨幅超过 20%，价格高位政策调控有所加大，市场情绪显著回落。

今年跨期 5/9 和 9/1 价差正套大幅走扩，最大达到 120，不同的是跨期价差趋势性行情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1: 62%普氏价格指数

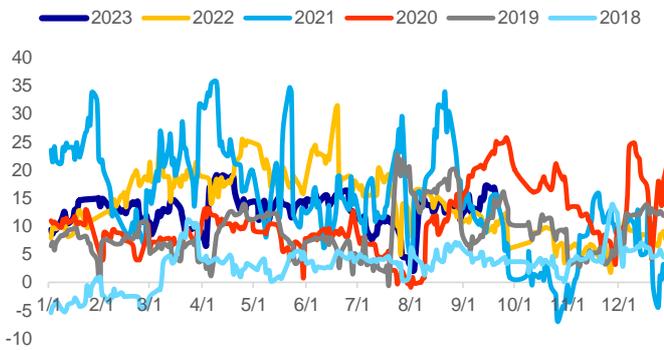


数据来源: 银河期货、mysteel

图2: 螺纹盘面利润与高低品矿价差



图3: SGX主力-DCE主力 (美金)



数据来源: 银河期货、mysteel

图4: SGX主力溢价率

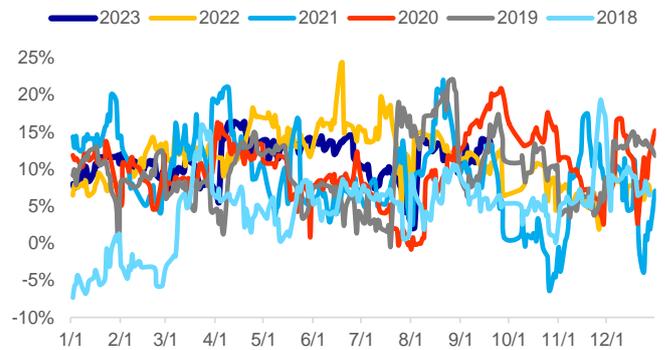
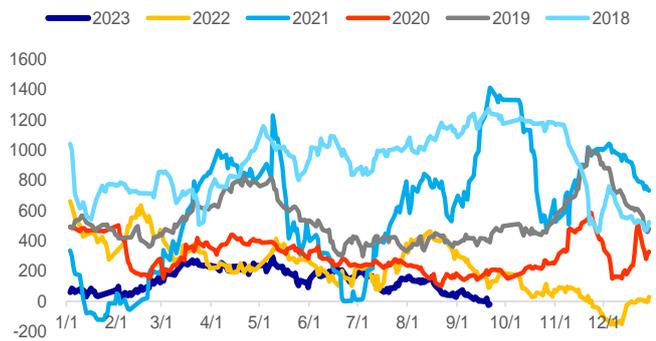


图5: 华东螺纹现金利润



数据来源: 银河期货、mysteel

图6: 华东热卷现金利润

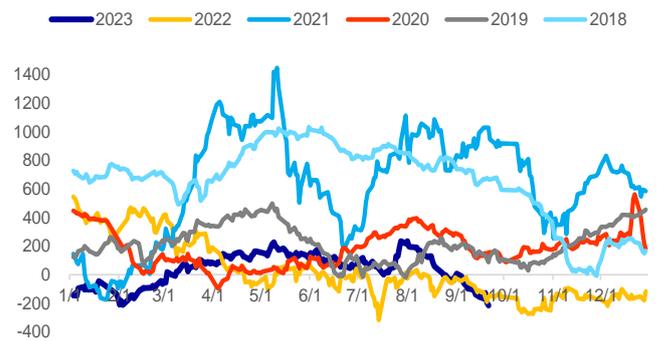


图7：最优交割品 -01合约基差

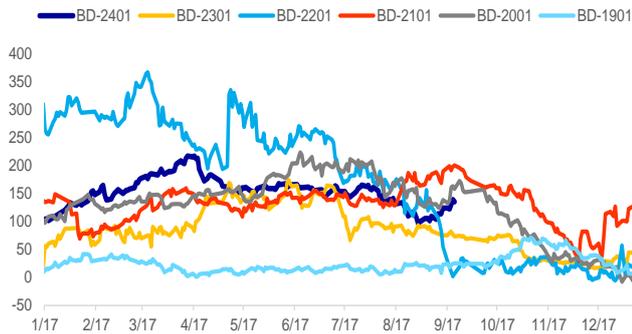


图8：铁矿跨期1/5价差



数据来源：银河期货、mysteel

第二部分 基本面分析

一、全球铁矿供应端难以显著增量

(1) 全球四大矿山增量预计在 1500 万吨

力拓：预计三季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 8543 万吨，环比增加 5.1%，同比增加 1.3%。预计三季度皮尔巴拉业务铁矿石发运量为 8528 万吨，环比增加 7.8%，同比增加 2.8%。2023 年前三季度发运量达到 24692 万吨，同比增加 5.4%（1260 万吨），前三季度力拓产销超市场预期，预计全年有望接近完成发运目标区间上沿 3.32 亿吨，四季度发运量在 8510 万吨，同比回落 220 万吨。

VALE：预计三季度铁矿石产量为 8574 万吨，环比增加 8.9%，同比回落 4.4%。预计三季度铁矿石发运量为 8279 万吨，环比增加 11.3%，同比增加 6.7%。2023 年前三季度产量达到 23126 万吨，同比增长 1.9%（430 万吨），VALE 全年产量目标预计完成区间下沿 3.1 亿吨或小幅增加，四季度产量在 7874 万吨，同比回落 200 万吨。

BHP：预计三季度铁矿石产量为 6976 万吨，环比回落 4.1%，同比回落 3.3%。预计三季度铁矿石发运量为 6978 万吨，环比回落 2%，同比回落 0.7%。2023 年前三季度发运量达到 20754 万吨，同比回落 1.3%（265 万吨），前三季度产量达到 20863 万吨，同比回落 0.87%/180 万吨。

FMG: 预计三季度铁矿石产量为 4811 万吨, 环比回落 0.2%, 同比增加 0.2%。预计三季度铁矿石发运量为 4756 万吨, 环比回落 2.7%, 同比增加 0.1%。2023 年前三季度发运量达到 14276 万吨, 同比回落 0.52%/70 万吨。

总结来看, 预计 2023 年前三季度四大矿全球发运量 8.1 亿吨, 同比增加 1.5%/1200 万吨, 前三季度产量预计 8.28 亿吨, 同比增加 2.12%/1700 万吨。

图9: VALE季度发运量

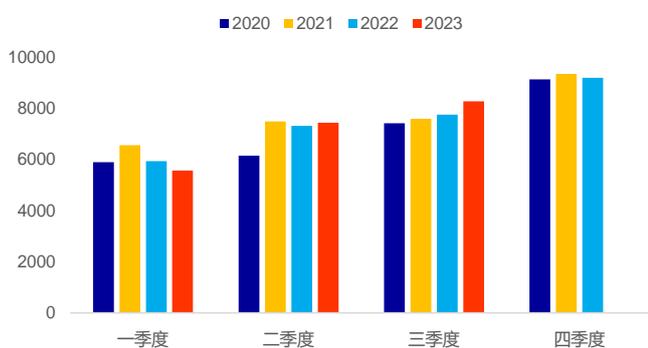
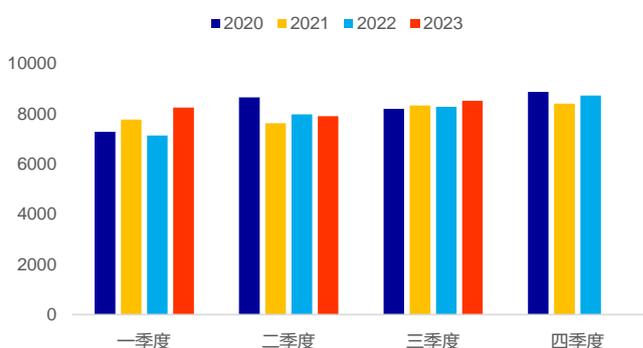


图10: 力拓季度发运量



数据来源: 银河期货、mysteel

图11: BHP季度发运量

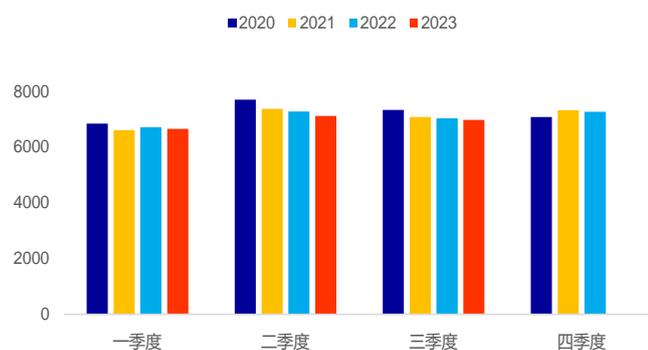
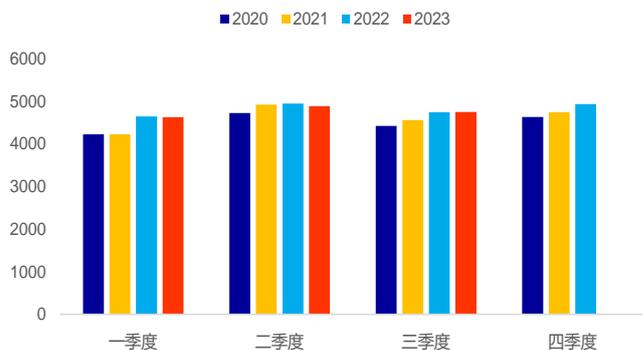


图12: FMG季度发运量



数据来源: 银河期货、mysteel

图13: 全球四大矿季度销量

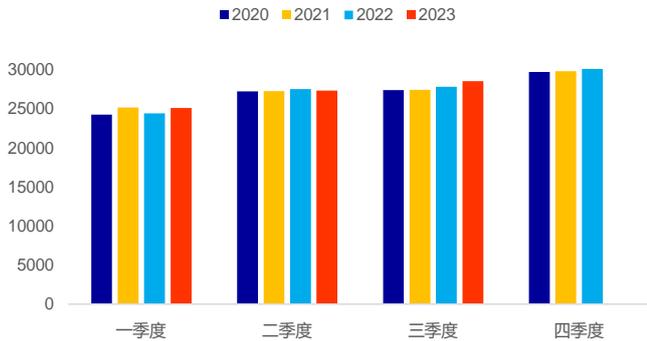
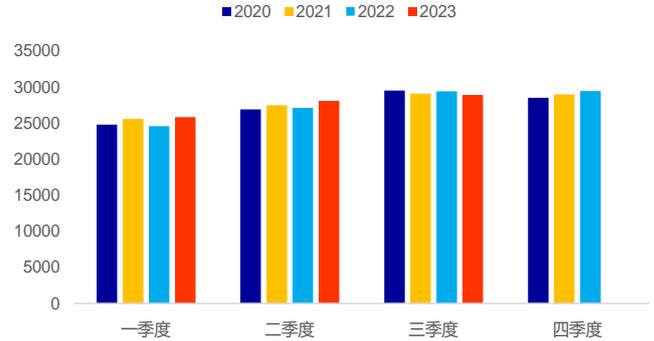


图14: 全球四大矿季度产量



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。

非主流矿来看, 对比 2019-2021 年非主流矿发运高峰大幅回落, 2019 年周度发运

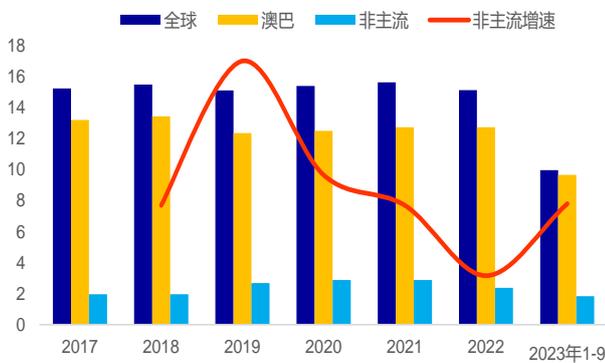
均值在 530 万吨，2020 年均值 557 万吨，2021 年 557 万吨，但对比 2017 年和 2018 年 390 万吨仍增加较多。总体来看，非主流发运量难以回到 2017-2018 年低点，主要原因这一阶段全球四大矿产达到近十年最高峰，也是 2013 年前后大幅扩张资本开支后的结果，但 2019-2021 年三年非主流矿发运高峰也难以再现，主要在于全球铁矿消费量进入下行通道，在主流四大矿产量平稳微增背景下非主流矿难有较大增量。

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	3.12	400
RIO	3.27	3.33	3.2	3.24	3.32	800
BHP	2.72	2.88	2.84	2.85	2.86	100
FMG	1.83	1.75	1.93	1.89	1.91	200
总计	10.84	10.96	11.13	11.06	11.21	1500

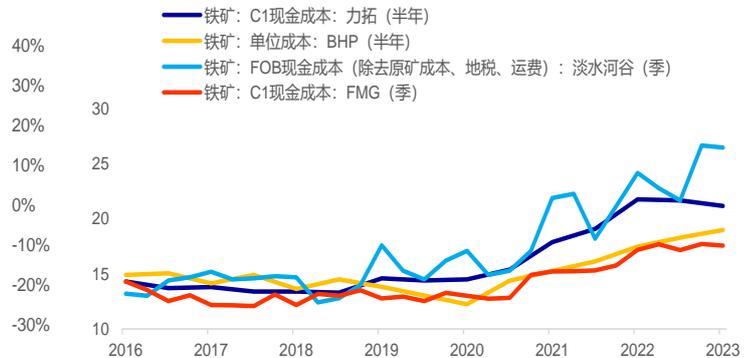
数据来源：银河期货

图15：全球四大矿季度销量



数据来源：银河期货、mysteel

图16：全球四大矿季度产量



(2) 国内铁矿进口同比大幅增加

从我国进口数量来看，2023年1-8月份进口铁矿7.76亿吨，同比增加7.3%/5300万吨。其中1-8月份澳洲铁矿进口同比增加3%/1430万吨，巴西进口同比增加7.8%/1100万吨。非澳巴进口同比增加27.1%/2780万吨，其中印度进口同比增加

167%/1600 万吨。今年前三季度国内进口铁矿同比大幅增加，虽然非主流矿全球发运量同比基本持平，但发往中国数量大幅增加。

图17: 铁矿进口数量

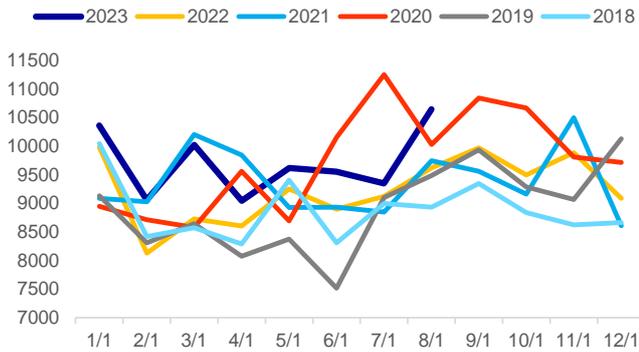
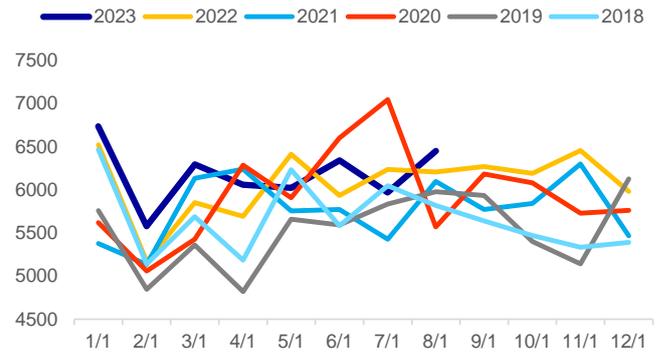


图18: 澳洲铁矿进口数量



数据来源: 银河期货、mysteel

图19: 巴西铁矿进口数量

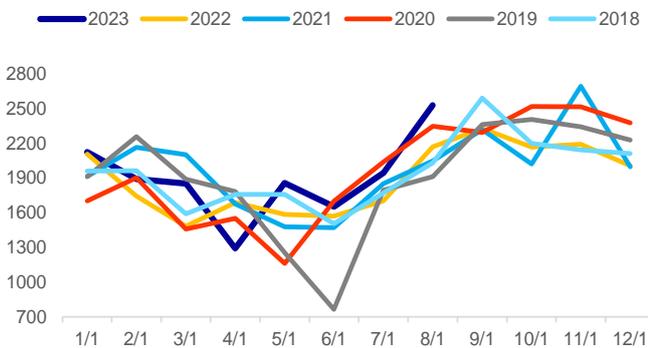
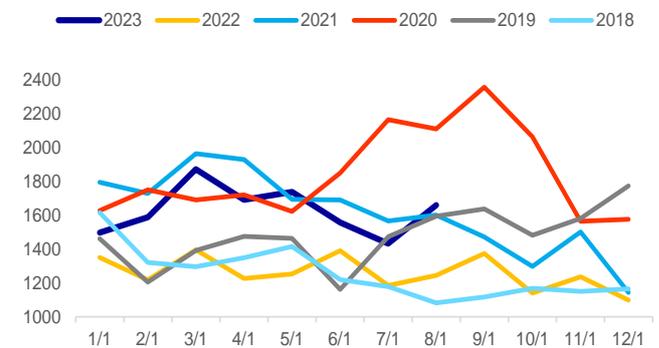


图20: 非澳巴铁矿进口数量



数据来源: 银河期货、mysteel

(3) 国内铁矿供应紧平衡贯穿全年

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 1-8 月份国内铁精粉产量 17798 万吨，同比增长 0.4%/130 万吨（大样本和小样本数据不一致，363 座矿山产量回落近 4%/折全口径 500 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。由于去年四季度国内铁精粉产量基数较低，预计全年国内铁精粉增量在 300 万吨。

整体来看，四大矿山增量 1500 万吨，非主流矿预计超过 500 万吨，国内铁精粉增量超过 300 万吨，全球铁矿总供应在 2300-2500 万吨。2023 年 1-8 月份国内进口铁矿增量 5300 万吨，钢材+钢坯净出口增量 1940 万吨，折算下来国内铁矿增量在 2100 万吨，全球铁矿的增量基本全部给到国内。同时钢联铁水增量超 3200 万吨，除去出口基本消耗掉进口铁矿增量。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21：国内铁精粉产量

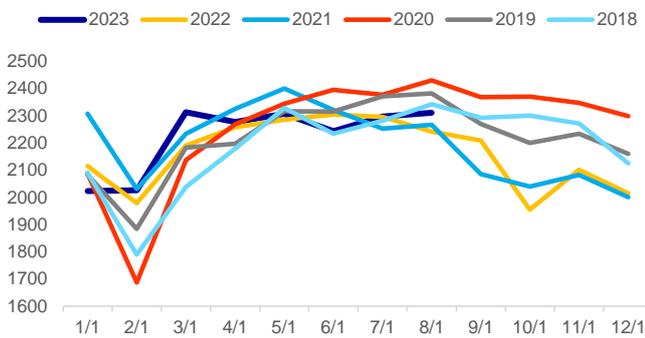
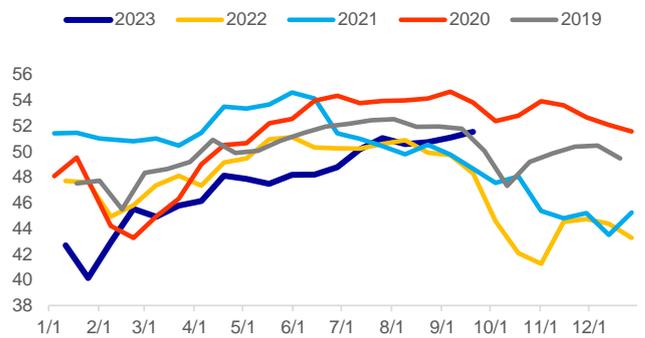


图22：363座矿山铁精粉产量



数据来源：银河期货、mysteel

图23：266座矿山铁精粉产量

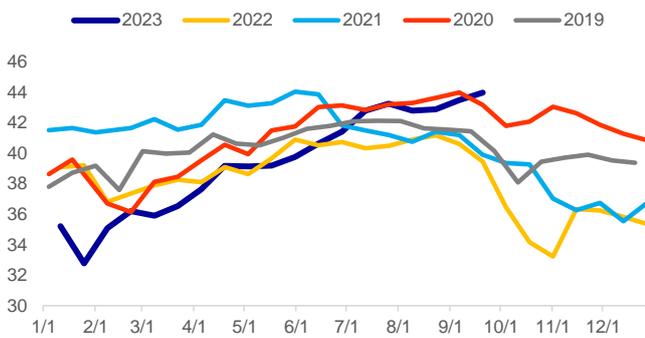
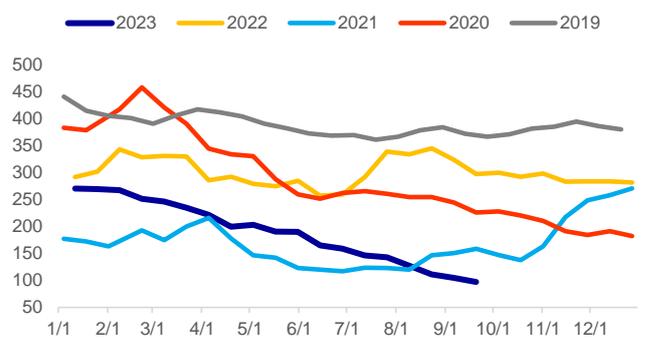


图24：363座矿山铁精粉库存



数据来源：银河期货、mysteel

(4) 四季度废钢消耗量有望高位回落

今年废钢消费量在去年低基数背景下未出现显著增量。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。

若四季度粗钢平控政策执行，虽大概率执行不及预期，但四季度粗钢同比仍会有较大下降空间，而废钢消耗量会显著降幅预计显著大于铁水降幅。对比 2022 年来看，3-5 月废钢日耗均值在 56.6 万吨，6-8 月份废钢日耗均值在 38.5 万吨，环比降幅达到 32%，而对比来看铁水降幅不到 10%，预计本轮粗钢平控政策的推动仍会在废钢环节出现较大力度下降。总体来看，四季度废钢消耗量有望高位回落，对铁矿替代性消费较强，而粗钢平控政策执行越严，废钢消耗量环比降幅也会越大。

图25: 255钢厂废钢日耗

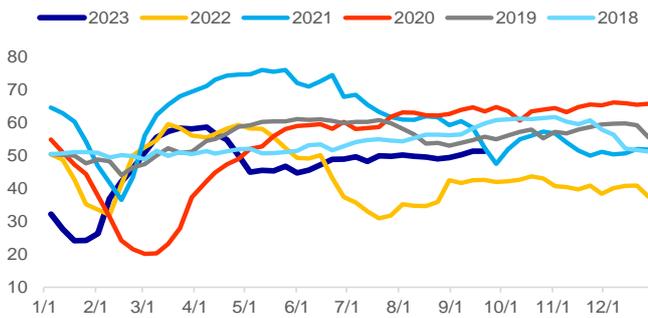
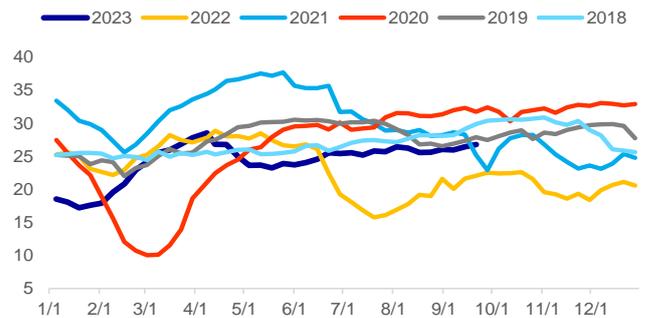


图26: 132钢厂高+转长流程日耗



数据来源：银河期货、mysteel

图27: 255钢厂废钢库存

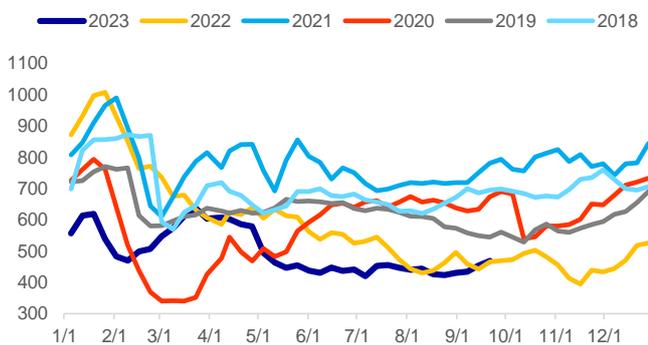
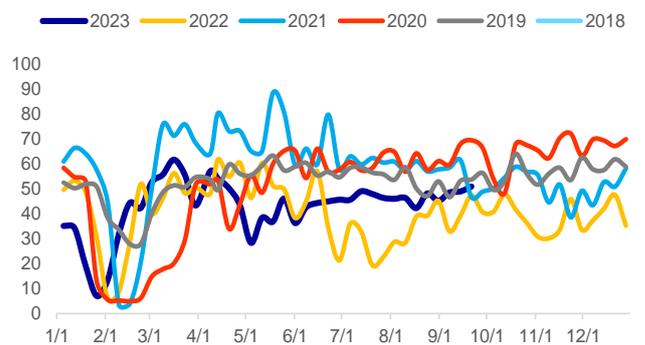


图28: 255钢厂废钢到货量



数据来源：银河期货、mysteel

二、下半年终端用钢需求仍有增量预期

(1) 粗钢平控严格执行大概率无法落地

粗钢平控政策与宏观预期博弈贯穿全年市场。统计局数据，1-8 月份国内生铁产量同比增加 2140 万吨，粗钢产量同比增加 1980 万吨，若粗钢平控落地执行，9-12 月份同比降幅达到 2000 万吨。同时 1-8 月份净出口钢材（包括钢坯）同比增加 1900 万吨，2022 年 9-12 月份净出口钢材 1800 万吨，若要达到平控的目的，假设今年 9-12 净出口钢材清零，国内需求的增量可以通过库存环节消耗，这样能基本达到平控的目标。但过去 5 年 9-12 月份净出口钢材月度均值在 370 万吨，若假设今年 9-12 月份月均也在 370 万吨，那 9-12 月份净出口钢材同比可以压减 320 万吨，剩余缺口包括国内需求在内在有 2500 万吨，**完全通过钢材库存环节根本无法实现**（一般年底全产业链钢材总库存不到 3000 万吨，实际情况是库存去化达到 1000 万吨可以导致钢材价格出现大幅上涨）。

因此当前市场对于粗钢平控政策已经消化较多，终端钢材实际需求对政策的执行力度形成较强的压制，对整个黑色而言，严格执行平控致钢材价格大幅上涨，而在当前环境下严格执行粗钢平控导致钢材高利润显然会给予炉料较高的估值。对比来看，2021 年上半年粗钢平控预期持续得到市场交易，但钢材的高价格会给予炉料较高的估值（利润估值逻辑），而 2021 年下半年终端需求较快回落（宏观和产业共振），钢厂主动减产致黑色产业链价格共振下跌。因此，平控对市场的影响核心在于终端钢材需求是否存较大缺口，即使在供需层面会有所走弱，但钢材高价格对炉料价格支撑性较强。总结而言，粗钢平控政策的推行更多是在情绪层面给予炉料利空，短期对价格可能会有一定的冲击，但**粗钢平控执行对钢材价格的支撑会部分对冲掉炉料需求端的利空**。

因此整体来看，粗钢平控严格落地执行的概率其实并不太大，四季度粗钢会有较大幅度压减，但大概率仍是执行不到位，全年粗钢会有 1500 万吨以上增量，而且铁水贡献的增量接近 2000 万吨（四季度废钢消耗量同比预计较快回落）。

(2) 国内地产新开工持续低位运行，基建大幅对冲地产用钢下滑

当前地产逻辑发生转变，由“销售好转-新开工”转变为“信用融资好转-复工”。中央对地产定调发生较大转变，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。当前一线城市“认房

“不认贷”政策的推出，四季度预计会有新一轮地产放松政策出台。

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”、形成投资和竣工，保交楼政策仍将持续加码。

2023年8月国内新增专项债的发行额为5946亿元，同比增加5430亿元。8月新增专项债发行额同比去年激增，1-8月国内新增专项债发行额达30917亿元，占全年发行额度的81%。新增专项债应于9月底前基本发行完毕，因此9月将集中发行剩余额度，将对四季度基建投资增速起到企稳作用。

图29：地产新开工面积

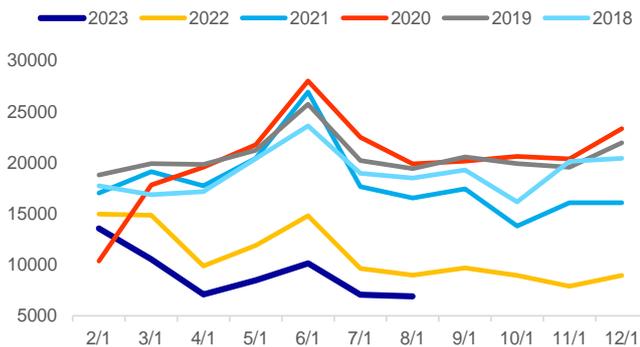
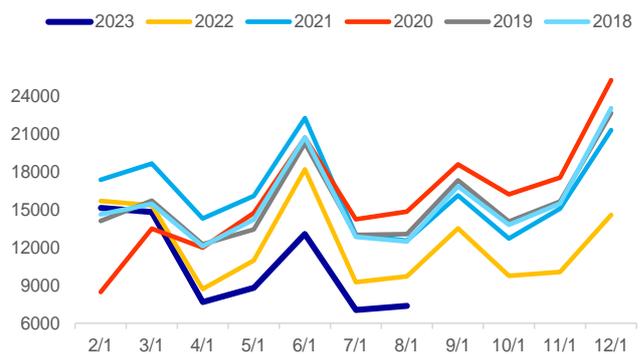


图30：地产销售面积



数据来源：银河期货、mysteel

图31：房地产投资资金来源当月同比

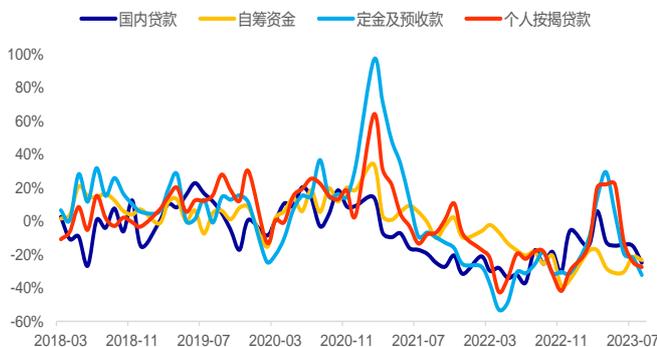
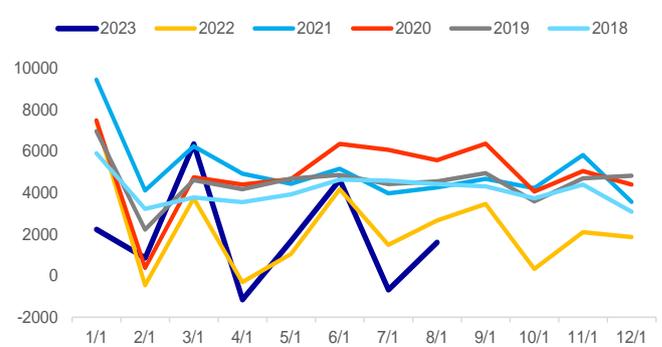


图32：新增居民中长期贷款



数据来源：银河期货、mysteel

图33: 基建投资当月同比

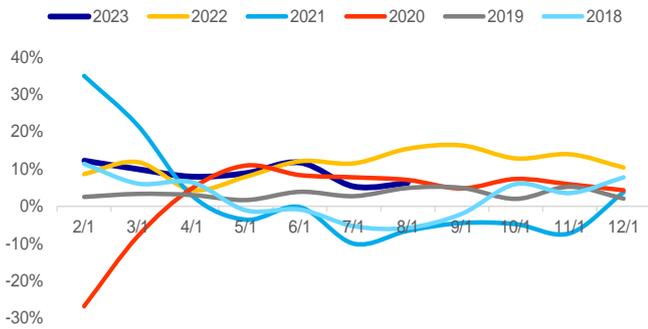
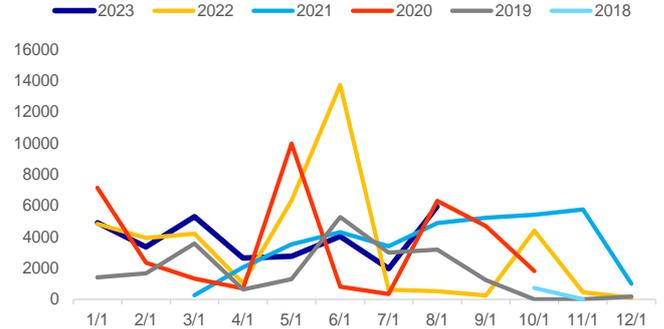


图34: 地方政府新增专项债



数据来源: 银河期货、mysteel

(3) 2023 年下半年终端用钢需求推演:

终端用钢弱需求预期博弈钢材表需高位。下半年地产新开工面积同比预计回落显著收窄, 全年新开工面积预计回落近 20%。全年用钢需求回落超 2200 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)。虽然终端用钢弱需求预期贯穿全年, 但现实终端钢材表需较好, 三季度非建材表需同比大幅增加, 四季度基建和制造业边际放缓, 但仍会提供 500 万吨用钢增量。

今年国内终端用钢需求韧性较强, 但建材市场的需求持续走弱带动市场悲观预期贯穿全年, 而产业端相对于机构更加悲观导致最近 2 个多月建材市场一直在结构性去库。

产业端对建材的悲观预期仍未发生转变。7-8 月份国内建材表需大幅低于去年同期水平, 同比回落超 1000 万吨, 虽地产端新开工持续回落, 但二季度在地产新开工大幅回落背景下建材表需回落 400 万吨, 一季度建材表需回落 200 万吨。虽三季度以来地产新开工大幅回落, 同时存在天气超预期影响, 以及基建边际放缓, 但共同对建材消费量的影响应该远远低于 1000 万吨, 更多的可能因素是基于地产端悲观预期下游终端建材在主动降低库存, 预计本轮终端表外去库力度超过 500 万吨。

总结来看, 经历长时间地产端需求持续低位, 当前市场对建材的弱需求预期基本形成一致, 同时下半年大概率呈现“旺季不旺”格局。因此市场对终端建材需求难以看到较大矛盾点, 而当前暴露出来的风险主要在库存环节的结构性问题。从当前市场来看,

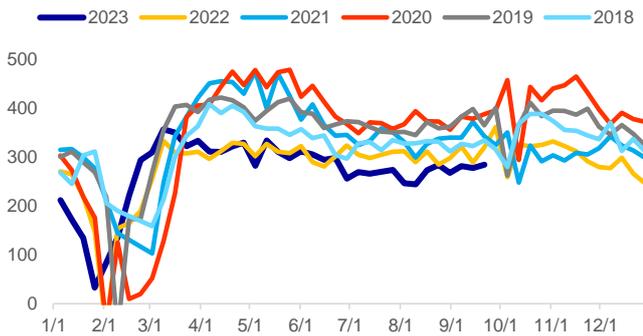
近期市场持续在修复上游炉料端估值，产业端对建材的悲观预期并未发生转变，三季度建材终端持续在主动降库存，这一预期持续在市场中延续会导致终端持续降低库存，而在市场预期发生转变后，产业端的补库会对黑色市场价格形成较强的推动作用。

表2：2023年四季度国内铁元素终端需求测算

国内需求	用钢占比/2023	2022	用钢增量	2023E	用钢增量	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
地产	30%	-20%	-7800	-7%	-2200	-700	-1000	-400	-100
基建	22%	10%	1600	8%	1500	500	600	200	200
机械	22%	5%	900	3%	700	200	200	200	100
汽车	7%	-1%	-100	3%	350	100	100	100	50
家电	2%	-3%	-100	8%	200	50	50	50	50
造船	2%	5%	100	17%	400	100	100	100	100
其他	15%	-7%	-800	2%	300	100	100	100	0
合计	100%		-6200		1250	350	150	350	400

数据来源：银河期货

图35：螺纹表观需求



数据来源：银河期货、mysteel

图36：铁元素表观需求

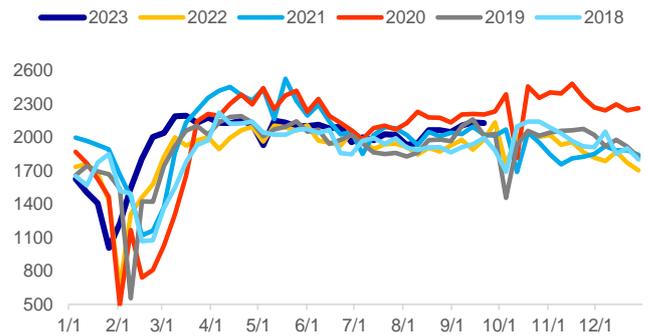
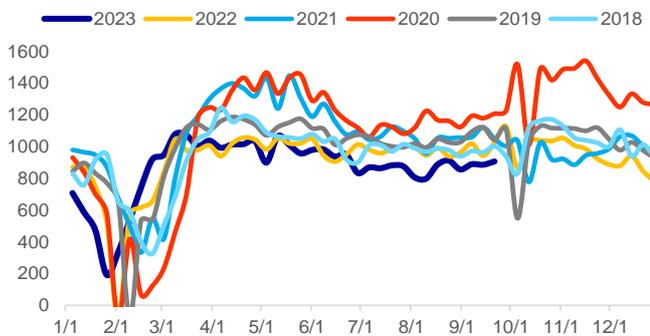


图37：建材表观需求



数据来源：银河期货、mysteel

图38：非建材表观需求

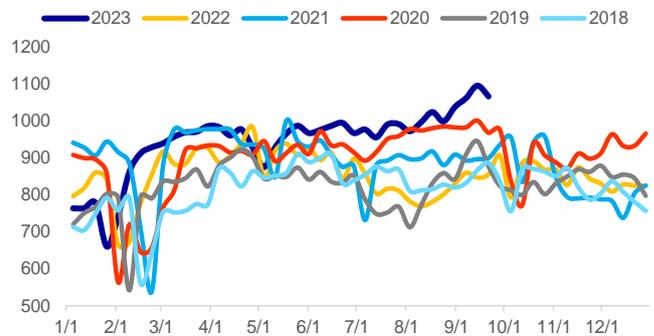


图39: 247钢厂日均铁水产量

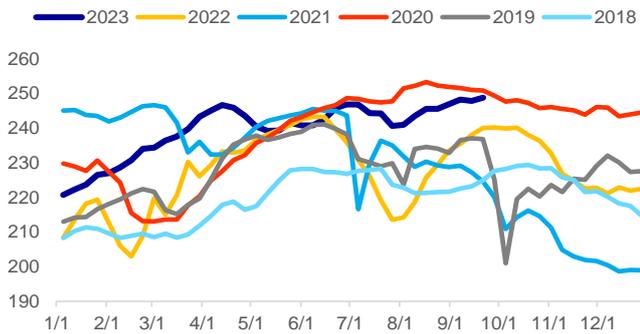
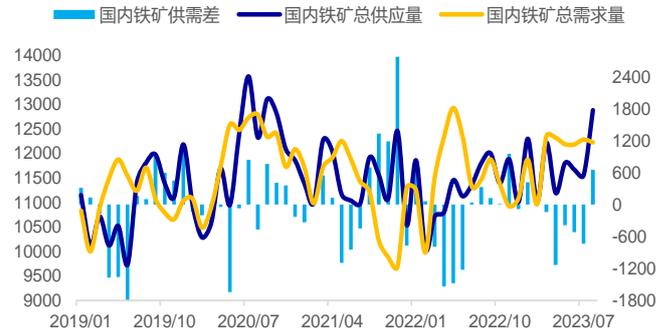


图40: 国内铁矿供需差



数据来源：银河期货、mysteel

(4) 下半年海外铁矿消费量预计会显著好转

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。

1-8 月份全球除中国外高炉生铁产量 27723 万吨，同比回落 1.9%/530 万吨，海外铁矿消费量同比回落 0.2%/130 万吨（包括直接还原性铁），海外铁元素消费量同比回落 0.1%/90 万吨，三季度海外铁矿消费量同比较快增加。当前海外部分国家增产积极性不断增强，海外对国内钢材需求有望逐步走弱。从海外铁元素表需来看，去年 9-12 月度均值在 6885 万吨，今年 1-8 月份月度均值在 7470 万吨，如果能维持当前水平今年下半年同比近 9%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41：全球除中国外高炉生铁产量

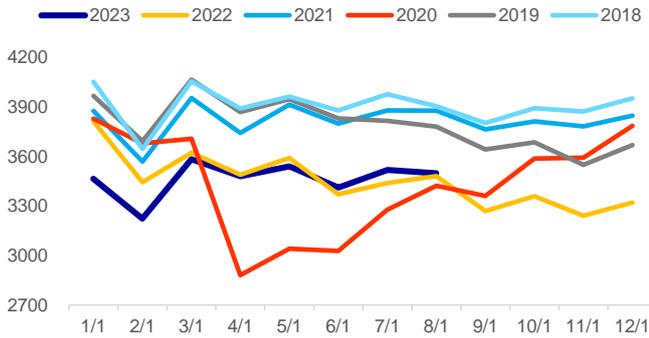
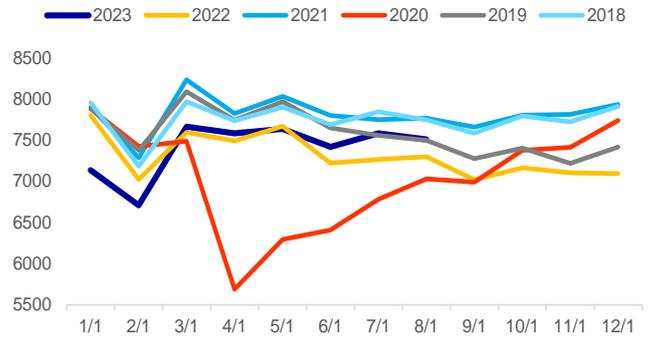


图42：海外铁矿消费量



数据来源：银河期货、mysteel

图43：全球铁矿总消费量

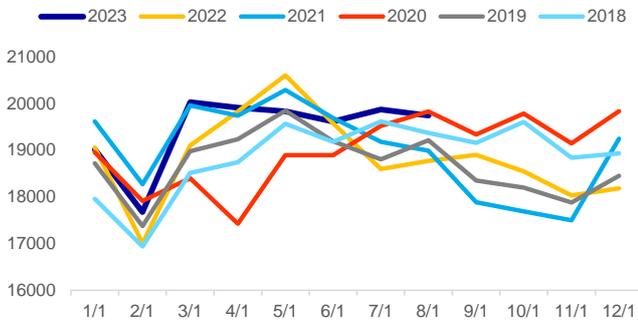
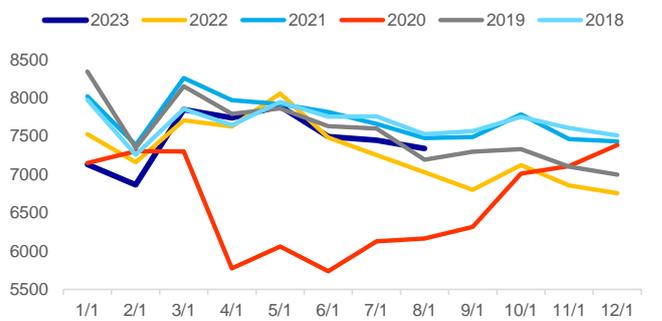


图44：海外铁元素消费量



数据来源：银河期货、mysteel

三、四季度港口累库预计大幅不及预期

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，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 1000 万吨左右。

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45: 进口铁矿港口总库存

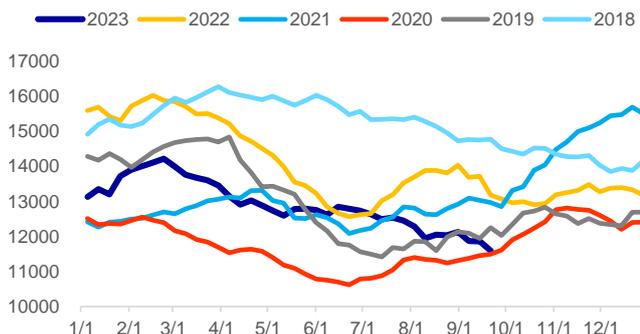
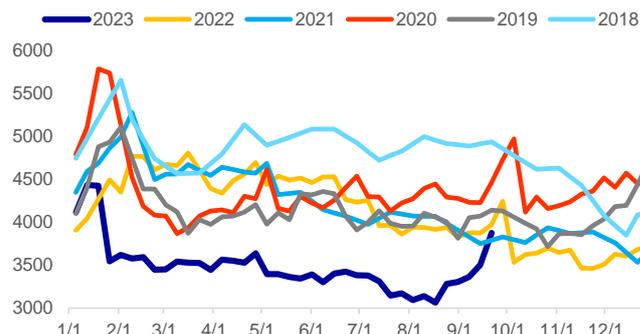


图46: 进口铁矿钢厂厂内库存



数据来源: 银河期货、mysteel

图47: 进口铁矿贸易矿总库存

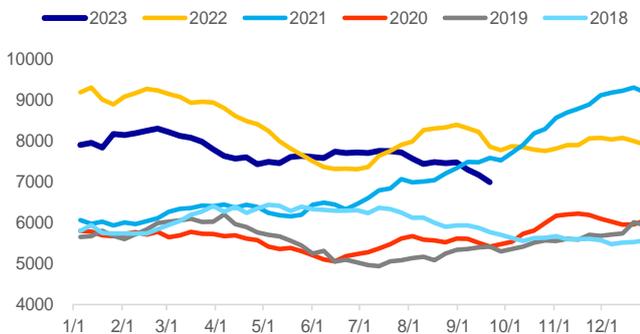
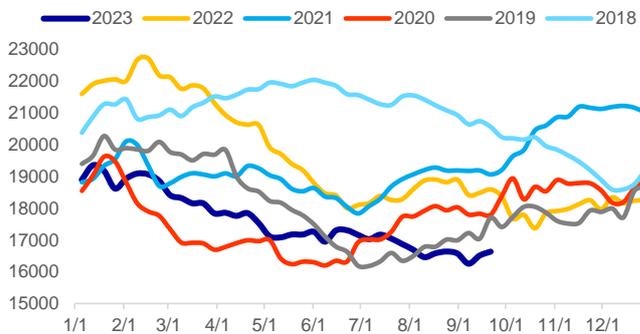


图48: 进口铁矿总库存



数据来源: 银河期货、mysteel

图49: 全口径钢材总库存

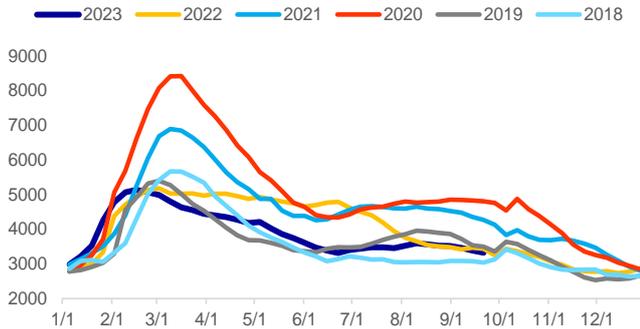
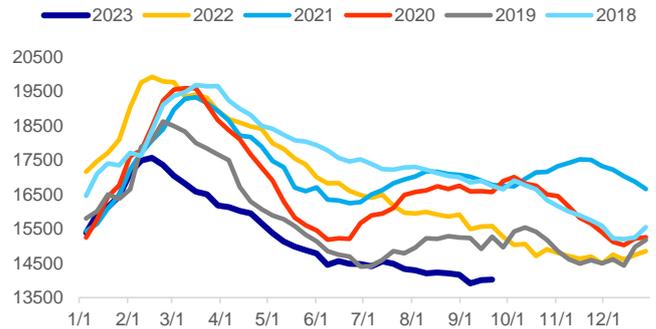


图50: 国内铁元素总库存



数据来源: 银河期货、mysteel

第三部分 铁矿供需推演

1. 2023 年四季度国内铁矿平衡表推演及结论

全球铁矿供需推演:

供应端, 全年四大矿山增量 1500 万吨, 非主流矿预计超过 500 万吨, 国内铁精粉增量超过 300 万吨, 全球铁矿总供应在 2300-2500 万吨。前三季度四大矿山整体发运较好, 在全年目标完成下四季度同比会小幅回落。需求端, 海外需求韧性较强, 全年同比会有小幅增量, 大部分出现在四季度。国内建材需求持续低位运行, 但非建材需求同比大幅增加, 全球铁元素需求增量预计超 1500 万吨, 基本会大部分消耗掉全球铁矿供应增量。而去年铁矿供需基准存 3000 万吨缺口, 因此全球铁矿供应紧平衡预计维持到年底, 缺口预计超 1500 万吨。

四季度铁矿交易逻辑总结:

四季度海外铁矿发运平稳增加, 但发运增量预计减缓, 同时钢材净出口会是国内粗钢平控政策的推进与海外钢材消费韧性的缓冲调节变量, 而四季度海外需求韧性会导致高炉进一步提产, 进而分流国内铁矿高供应。今年国内终端用钢需求韧性较强, 但建材市场的需求持续走弱带动市场悲观预期贯穿全年, 而产业端相对于机构更加悲观导致三季度建材市场一直在结构性去库, 且当前产业端对建材的悲观预期仍未发生转变, 三季

度建材市场表外去库预计超 500 万吨。经历长时间地产端需求持续低位，当前市场对终端弱需求预期较为一致，而当前暴露出来的风险主要在库存环节的结构性问题。库存来看，当前全产业链铁元素总库存处于过去 6 年同期最低值，单纯资金端的主导难以对铁矿价格形成趋势性下跌。因此，四季度市场对于铁矿基本面不应悲观，价格存较强支撑。

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

邮箱：yhqhgtsyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799