

国内宏观持续发力 铁矿供需有所改善

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询号: Z0021505

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

四季度,随着原料需求进入消费旺季,铁矿石市场也迎来了显著的补库需求。按照过去几年补库均值来算还有 920 万吨补库空间,按照 2022 年补库高点 10,372 万吨考虑,则还需补库 940 万吨。若是考虑冬季补库及估值情况,预计铁矿 01 合约运行区间大致在 100-110 美元/吨较为合理。05 合约则需要考虑补库和明年一季度钢材消费情况,波动相对较大。

核心观点

■ 市场分析

海外需求创新高,中国出口延续高位。据华泰期货研究院测算,2024 年 1-10 月,海外粗钢产量累计 69,585 万吨,同比增长 0.1%,10 月份同比下降 2.4%,降幅环比进一步扩大;海外粗钢消费累计 78,961 万吨,同比增长 2.90%,10 月份消费创历史同期新高;在海外需求大幅增加,中国钢材出口持续大幅增加,1-11 月折粗钢累计净出口 10,402 万吨,同比大幅增长 30.4%;1-10 月海外全铁累计产量 45,001 万吨,同比增长 0.8%,折铁矿石消费增加 587 万吨,其中 10 月份海外全铁增长 2.4%,创 3 月份以来最高增长幅度。

国内需求环比改善,铁矿消费同比转增。据华泰期货研究院测算,2024 年 1-11 月国内粗钢累计产量 100,344 万吨,同比下降 1.0%,分单月日均产量增速来看,近三月分别为 -7.6%、-1.5%和+1.4%,11 月份产量同比转正;国内粗钢累计消费 90,239 万吨,同比下降 3.2%,分单月日均消费来看,近三月分别为 -8.60%、-7.20%和-1.60%,11 月份消费同比降幅明显收窄,9 月底宏观政策刺激效果较为明显;国内生铁产量累计 81,514 万吨,同比下降 1.3%,折铁矿消费减少 1,772 万吨,其中 11 月份日均铁水产量 259.2 万吨,同比增 1.2%,铁矿消费 11 月增速转正。

供应减需求增,铁矿阶段性维持紧平衡。从发运数据来看:截止 12 月 13 日,钢联全球发运累计同比增加 2,811 万吨,较 11 月高点回落 1,431 万吨。其中澳洲累计同比降 552 万吨,较高点回落 711 万吨;巴西累计同比增 1,583 万吨,较高点回落 425 万吨;非主流发运累计同比增 1,781 万吨,较高点回落 665 万吨。近期关注降雨对 BHP 供应的影响。随着 9 月底宏观政策的陆续出台,国内经济进入了“百日攻坚”的关键时期。在国内粗钢需求改善的背景下,钢铁冶炼行业也呈现出复苏迹象,11 月份国内铁水产量同比增长了 1.2%,这是自 8 月以来国内铁水产量首次恢复正增长。此外,11 月份国内铁矿石供应有所减少,通过对全口径铁矿石库存和“铁元素”库存数据的监测,铁矿石总库存和“铁元素”库存均显示出减少趋势,显示出铁矿石市场供需处于紧平衡状态。

原料面临冬季补库，铁矿短期偏强运行。四季度，随着原料需求进入消费旺季，铁矿石市场也迎来了显著的补库需求。2020-2023 年间，平均补库幅度为 1,668 万吨。今年，247 家钢厂权益矿库存四季度最低点为 10 月初的 8,685 万吨，截止 12 月 13 日，权益矿库存已经补库至 9,432 万吨，增幅为 745 万吨，按照过去几年补库均值来算还有 920 万吨补库空间，按照 2022 年补库高点 10,372 万吨考虑，则还需补库 940 万吨。观察铁矿石现货价格的历史走势，我们可以发现，在钢厂补库活动的积极推动下，过去几年铁矿石价格均实现了不同程度的上涨。具体来看，2020 至 2023 年间，铁矿石价格的平均涨幅达到了 37.4%，显示出补库周期对铁矿石市场价格的显著影响。今年铁矿石供需格局向宽松转变，铁矿石港口库存维持偏高态势运行。截止 12 月 16 日，普氏指数收于 106 美金。连铁 01 合约收于 810.5 元/吨，05 合约收于 802.5 元/吨，估值均超 100 美金，目前铁矿石估值较为中性。若是考虑冬季补库及估值情况，铁矿 01 合约运行区间大致在 100-110 美元/吨较为合理。05 合约则需要考虑补库和明年一季度钢材消费情况，波动相对较大。

策略

冬季钢厂补库下，铁矿价格表现相对强势

■ 风险

钢厂利润、海外发运情况、宏观经济环境、国内消费超预期等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、全球钢铁行业供需分析.....	5
1.1 海外需求创新高，中国出口延续高位.....	5
1.2 国内需求环比改善，铁矿消费同比转增.....	5
1.3 价格回落挤压供应，进口量同比转降	7
二、供应减需求增，铁矿阶段性维持紧平衡.....	9
2.1 全球发运量持续下降，澳巴非均成同比转负.....	9
2.2 到港量高位维持，后期将呈现下降趋势.....	10
2.3 国内需求持续回升，铁矿库存有所去化.....	11
三、原料面临冬季补库，铁矿短期偏强运行.....	12
3.1 年底补库尚未结束，铁矿石价格较为坚挺.....	12
3.2 铁矿供应较为充足，持续关注铁矿估值.....	13
四、结论	14

图表

图 1: 海外粗钢产量季节性图 单位: 万吨	5
图 2: 海外粗钢消费季节性图 单位: 万吨	5
图 3: 中国粗钢净出口季节性图 单位: 万吨	5
图 4: 海外全铁产量季节性图 单位: 万吨	5
图 5: 全国粗钢日均产量 单位: 万吨	6
图 6: 全国粗钢日均消费量 单位: 万吨	6
图 7: 全国生铁日均产量 单位: 万吨	6
图 8: 全国废钢消费量 单位: 万吨	6
图 9: 全国铁矿石月度消费量 单位: 万吨	7
图 10: 全国铁矿石月度累计消费量 单位: 万吨	7
图 11: 中国铁矿石月度进口量 单位: 万吨	7
图 12: 中国月度进口澳洲铁矿石量 单位: 万吨	7
图 13: 中国月度进口巴西铁矿石量 单位: 万吨	8
图 14: 中国月度进口印度铁矿石量 单位: 万吨	8
图 15: 中国月度进口南非铁矿石量 单位: 万吨	8
图 16: 中国进口澳巴印南以外铁矿石量 单位: 万吨	8
图 17: 国内精粉月度产量 单位: 万吨	8
图 18: 国内精粉月度累计产量 单位: 万吨, %.....	8
图 19: 全球铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨.....	9
图 20: 澳洲铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	9
图 21: 巴西铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	9
图 22: 非主流铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	9

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

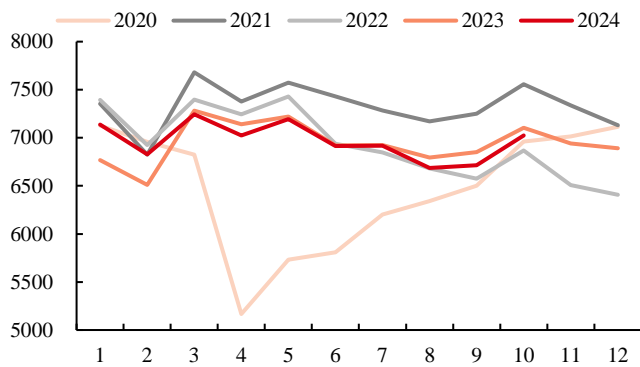
图 23:VALE 铁矿发运（累计同比） 单位：万吨	10
图 24: RIO TINTO 铁矿发运（累计同比） 单位：万吨	10
图 25: BHP 铁矿发运（累计同比） 单位：万吨	10
图 26: FMG 铁矿发运（累计同比） 单位：万吨	10
图 27: 钢联 45 港到港量数据（累计同比） 单位：万吨	11
图 28: 粗钢日均消费 单位：万吨	12
图 29: 中国粗钢内需+净出口（日均） 单位：万吨	12
图 30: 全国铁矿石总库存 单位：万吨	12
图 31: 全口径铁元素库存 单位：万吨	12
图 32: 青岛港 PB 现货价格及澳洲粉矿 62%远期现货价格指数 单位：元/吨，美元/吨	13
图 33: 247 家钢厂权益矿库存 单位：万吨	13
图 34: 澳洲粉矿 62%远期现货指数 单位：美元/吨	14
图 35: 青岛港 PB 现货价格 单位：元/吨	14
表 1: 45 港到港量累计同比 单位：万吨， %	11
表 2: 近 5 年 247 家钢厂冬季补库情况及青岛港 PB 粉价格变动情况 单位:万吨， 元/吨， %	13
表 3: 普式指数折算成连铁仓单 单位:美元/吨， 元/吨， %	14

一、全球钢铁行业供需分析

1.1 海外需求创新高，中国出口延续高位

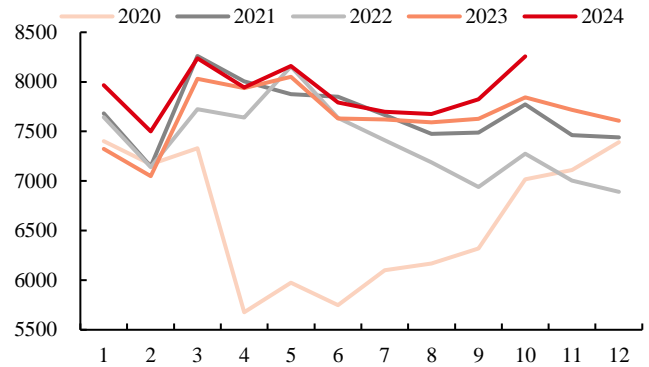
据华泰期货研究院测算，2024 年 1-10 月，海外粗钢产量累计 69,585 万吨，同比增长 0.1%，10 月份同比下降 2.4%，降幅环比进一步扩大；海外粗钢消费累计 78,961 万吨，同比增长 2.90%，10 月份消费创历史同期新高；在海外需求大幅增加，中国钢材出口持续大幅增加，1-11 月折粗钢累计净出口 10,402 万吨，同比大幅增长 30.4%；1-10 月海外全铁累计产量 45,001 万吨，同比增长 0.8%，折铁矿石消费增加 587 万吨，其中 10 月份海外全铁增长 2.4%，创 3 月份以来最高增长幅度。

图 1: 海外粗钢产量季节性图 | 单位: 万吨



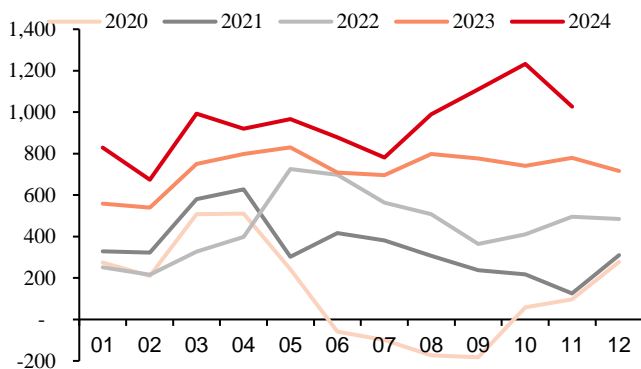
数据来源: WSA 华泰期货研究院

图 2: 海外粗钢消费季节性图 | 单位: 万吨



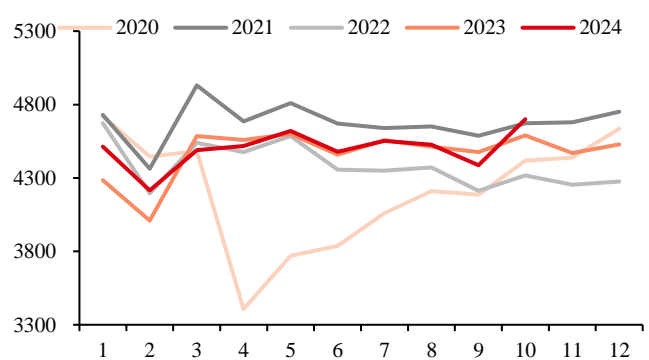
数据来源: WSA 华泰期货研究院

图 3: 中国粗钢净出口季节性图 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 4: 海外全铁产量季节性图 | 单位: 万吨



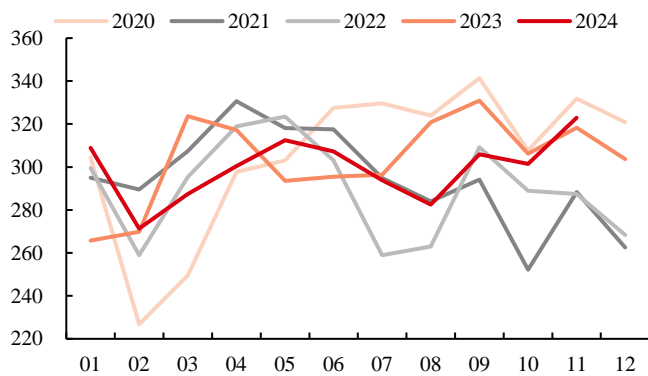
数据来源: WSA 华泰期货研究院

1.2 国内需求环比改善，铁矿消费同比转增

据华泰期货研究院测算，2024 年 1-11 月国内粗钢累计产量 100,344 万吨，同比下降 1.0%，

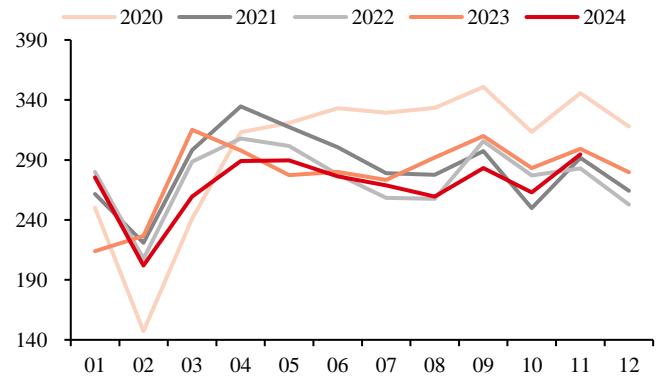
分单月日均产量增速来看，近三月分别为-7.6%、-1.5%和+1.4%，11月份产量同比转正；国内粗钢累计消费 90,239 万吨，同比下降 3.2%，分单月日均消费来看，近三月分别为-8.60%、-7.20%和-1.60%，11 月份消费同比降幅明显收窄，9 月底宏观政策刺激效果较为明显；国内生铁产量累计 81,514 万吨，同比下降 1.3%，折铁矿消费减少 1,772 万吨，其中 11 月份日均铁水产量 259.2 万吨，同比增 1.2%，铁矿消费 11 月增速转正。

图 5: 全国粗钢日均产量 | 单位: 万吨



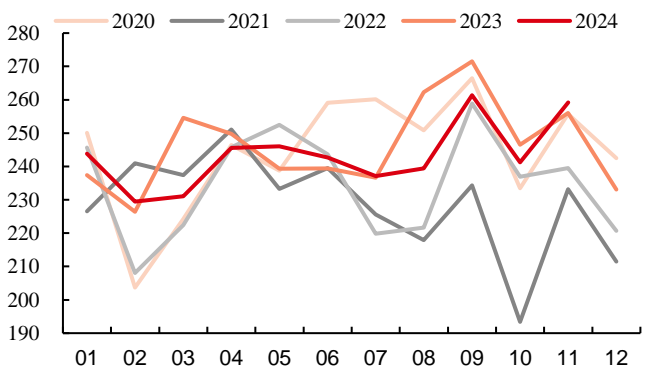
数据来源: 华泰期货研究院

图 6: 全国粗钢日均消费量 | 单位: 万吨



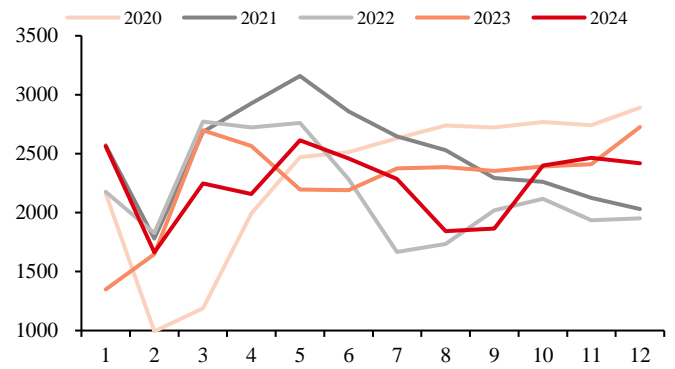
数据来源: 华泰期货研究院

图 7: 全国生铁日均产量 | 单位: 万吨



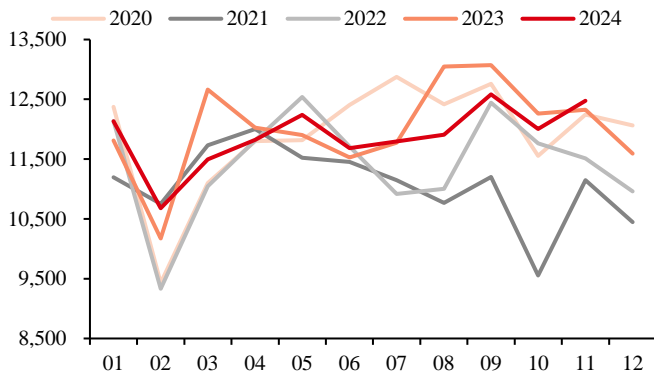
数据来源: 华泰期货研究院

图 8: 全国废钢消费量 | 单位: 万吨



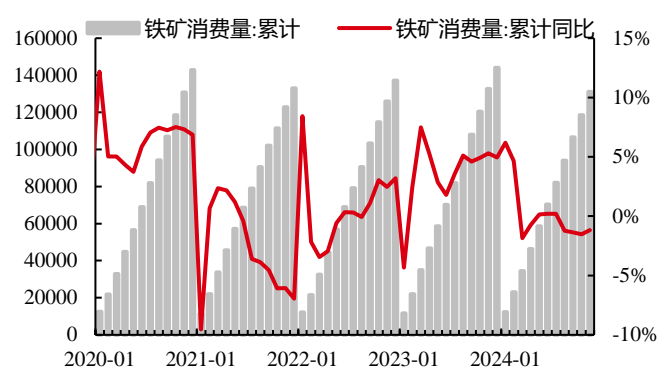
数据来源: 华泰期货研究院

图 9: 全国铁矿石月度消费量 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 10: 全国铁矿石月度累计消费量 | 单位: 万吨

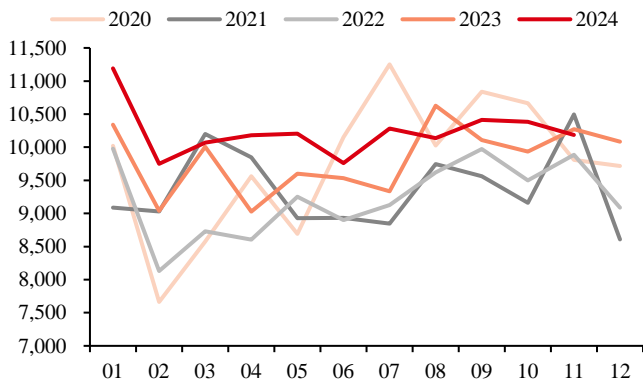


数据来源: 华泰期货研究院

1.3 价格回落挤压供应, 进口量同比转降

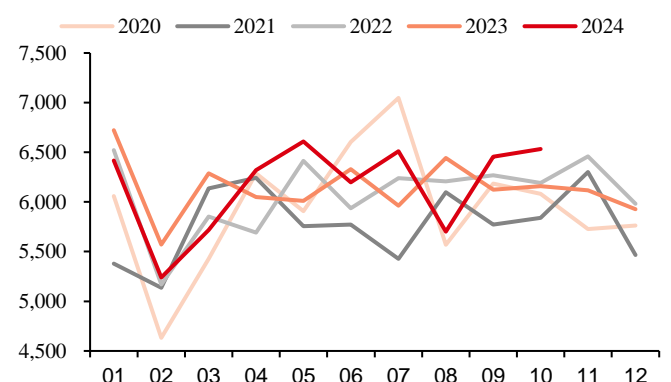
进口矿方面: 2024 年 1-11 月, 我国铁矿石进口 11.26 亿吨, 较去年增加 4,742 万吨, 累计同比增长 4.40%; 从进口国来看, 1-10 月, 中国进口澳大利亚铁矿石 6.17 亿吨, 累计同比增长 0.1%; 进口巴西铁矿石 2.19 亿吨, 累计同比增长 10.2%; 进口南非和印度铁矿石 3,218 万吨、3,307 万吨, 累计同比分别增长 6.0%、9.7%; 进口除澳巴印南四国以外铁矿石 12,210 万吨, 累计同比增长 23.1%, 其中进口乌克兰铁矿石 1,087 万吨; 整体来看, 11 月份国内铁矿石进口同比出现下降, 供应端呈现收缩态势。

图 11: 中国铁矿石月度进口量 | 单位: 万吨



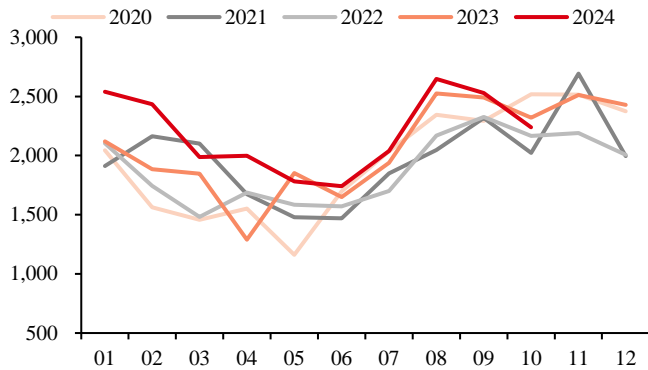
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 12: 中国月度进口澳洲铁矿石量 | 单位: 万吨



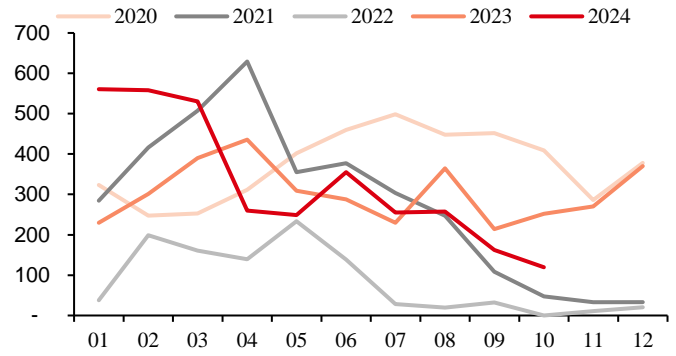
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 13: 中国月度进口巴西铁矿石量 | 单位: 万吨



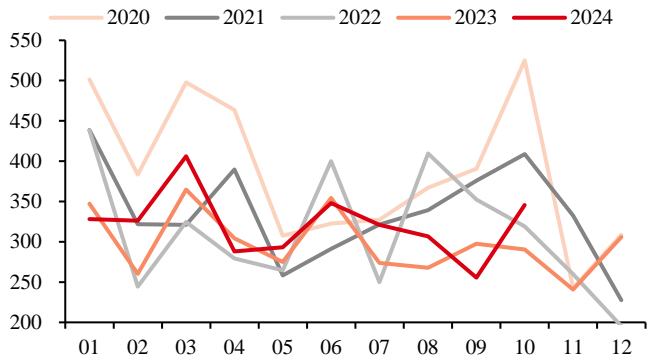
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 14: 中国月度进口印度铁矿石量 | 单位: 万吨



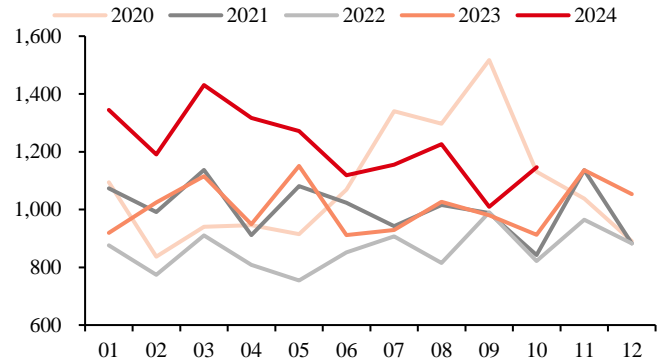
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 15: 中国月度进口南非铁矿石量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

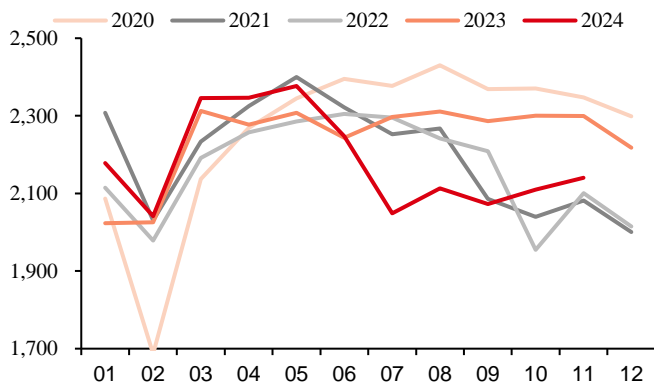
图 16: 中国进口澳巴印南以外铁矿石量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

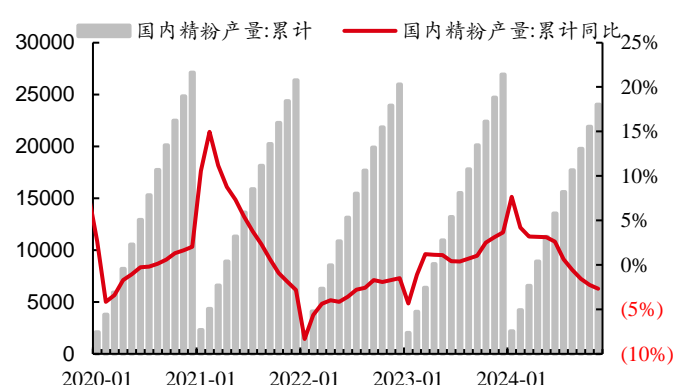
国产铁矿石供给: 1-11 月份, 我国国产铁矿精粉 2.4 亿吨, 累计同比下降 2.70%, 累计同比降幅进一步扩大。综合来看, 我国 1-11 月份铁矿石总供给增加近 3,852 万吨。今年以来, 铁矿供给持续高位, 预计全年铁矿石供应将大幅增长。

图 17: 国内精粉月度产量 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 18: 国内精粉月度累计产量 | 单位: 万吨, %



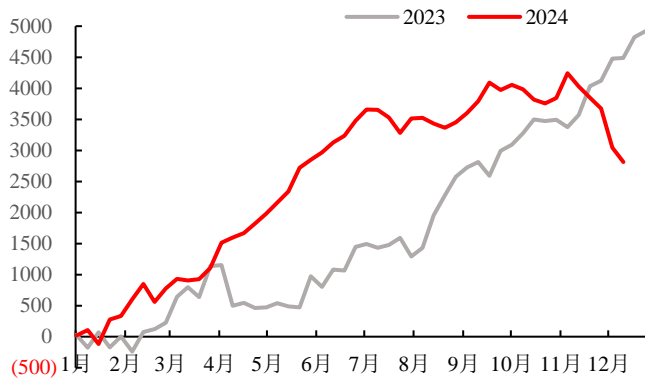
数据来源: 华泰期货研究院

二、供应减需求增，铁矿阶段性维持紧平衡

2.1 全球发运量持续下降，澳巴非均成同比转负

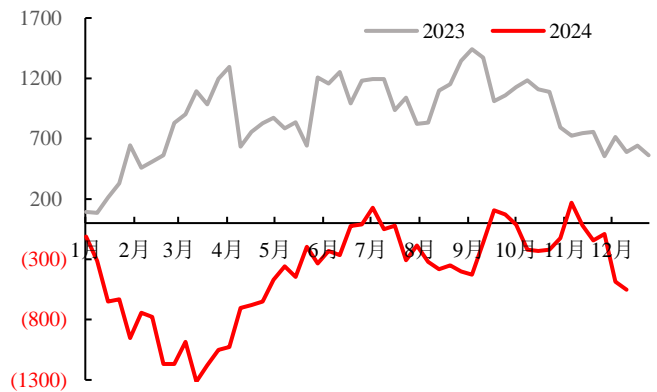
从发运数据来看：截止 12 月 13 日，钢联全球发运累计同比增加 2,811 万吨，较 11 月高点回落 1,431 万吨。其中澳洲累计同比降 552 万吨，较高点回落 711 万吨；巴西累计同比增 1,583 万吨，较高点回落 425 万吨；非主流发运累计同比增 1,781 万吨，较高点回落 665 万吨。

图 19:全球铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



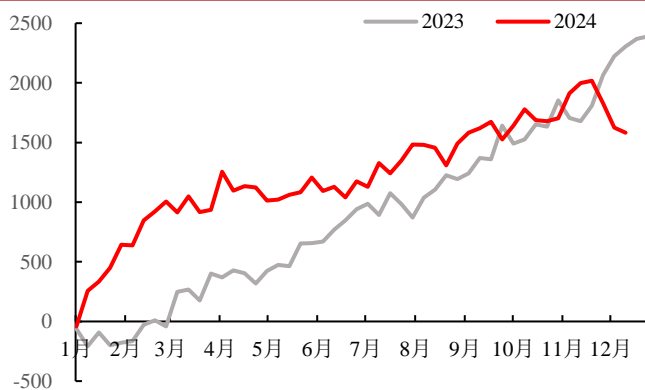
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 20: 澳洲铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



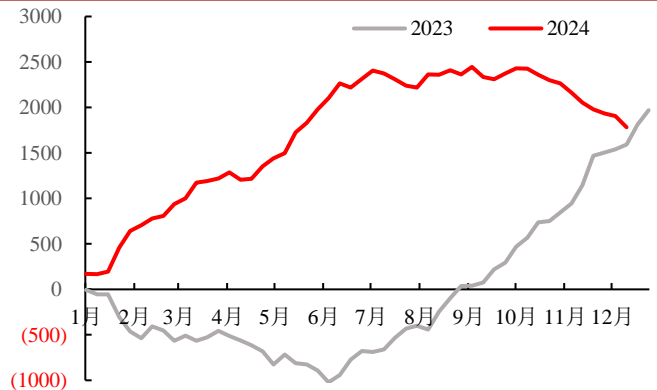
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 21:巴西铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 22: 非主流铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨

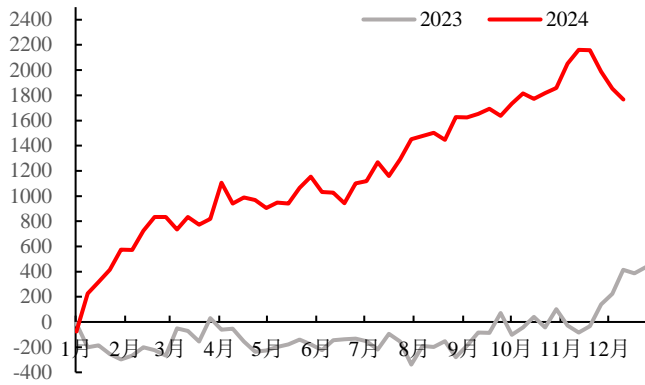


数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

截止 12 月 13 日，四大矿山铁矿发运累计同比增加 2,248 万吨。其中 VALE 铁矿发运累计同比增加 1,768 万吨，过去三周连续下降；RIO TINTO 铁矿发运累计同比减少 725 万吨，发运量持续维持低位；BHP 铁矿发运累计同比增加 800 万吨，较年内高点回落 231

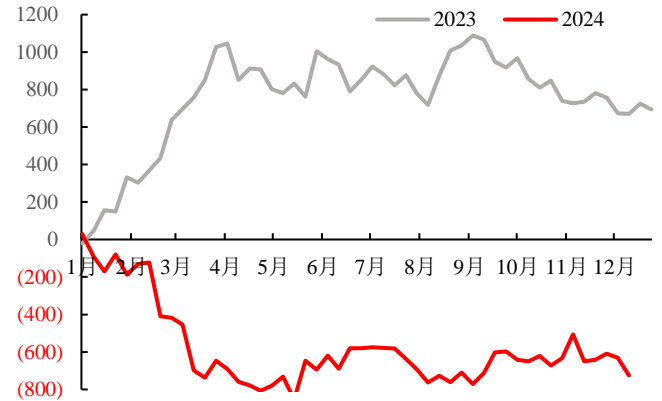
万吨；FMG 铁矿发运累计同比增加 405 万吨，维持年内相对高位。近期关注降雨对 BHP 供应的影响。

图 23: VALE 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



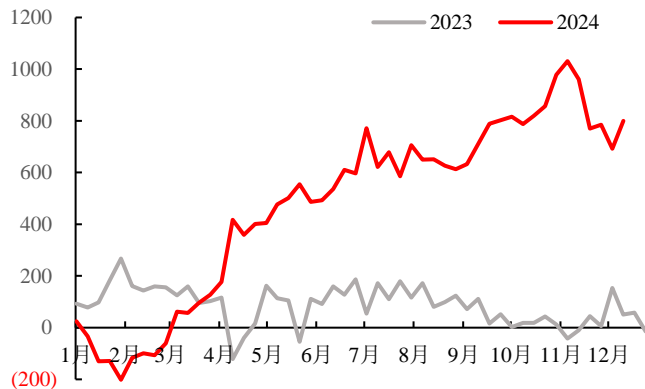
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 24: RIO TINTO 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



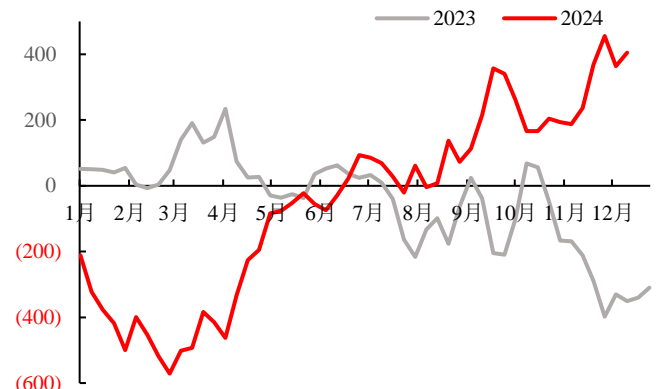
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 25: BHP 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 26: FMG 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

2.2 到港量高位维持，后期将呈现下降趋势

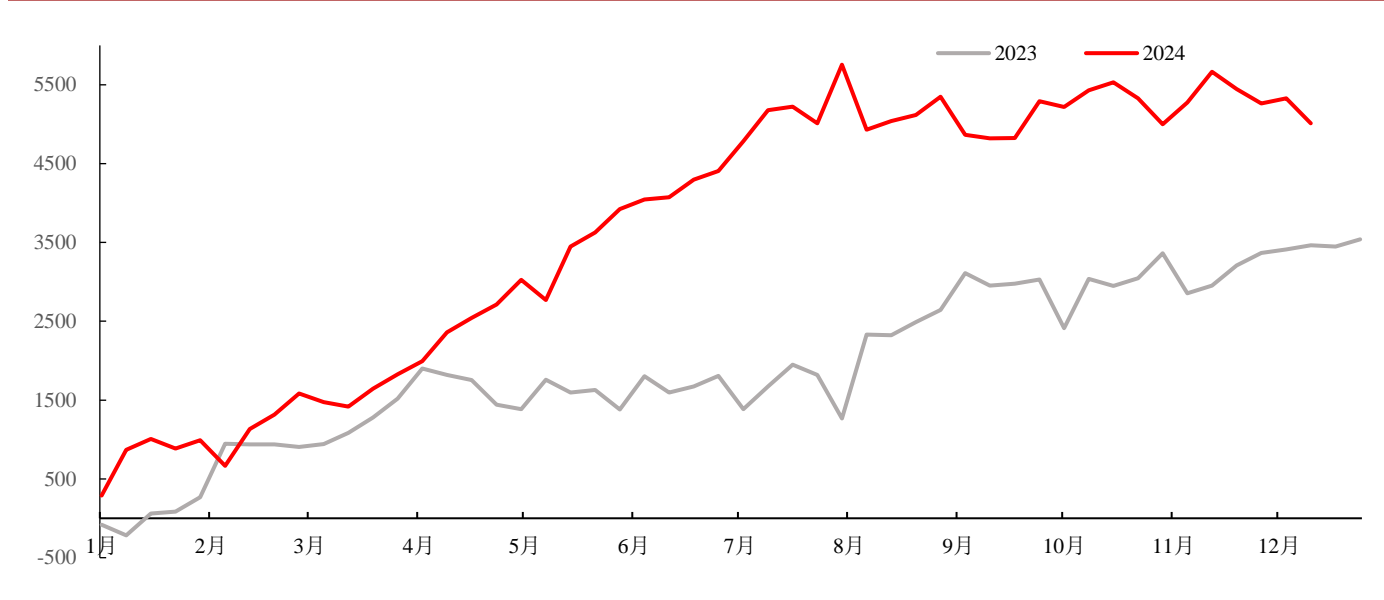
到港量数据：截止 12 月 13 日，钢联 45 港到港量累计同比增加 5,012 万吨，其中澳洲累计同比降 120 万吨，巴西累计同比增 2,869 万吨，非主流发运累计同比增 2,264 万吨，其中印度增 169 万吨，乌克兰增 1,365 万吨。到港量数据显示，近一个月铁矿到港同比降 654 万吨，按照发运量数据测算，未来一段时间铁矿到港量仍将处于收缩态势。

表 1: 45 港到港量累计同比 | 单位: 万吨, %

日期	12 月 13 日	12 月 6 日	11 月 29 日	11 月 22 日	三周平均	周变动	环比
45 港到港量	5012	5327	5264	5447	5201	(315)	-5.9%
澳洲到港量	(120)	19	62	102	(13)	(140)	-724.6%
巴西到港量	2869	2994	2873	2857	2912	(125)	-4.2%
非主流到港量	2264	2314	2329	2489	2302	(50)	-2.2%
南非	159	235	271	320	222	(76)	-32.5%
印度	169	257	291	293	239	(88)	-34.1%
乌克兰	1365	1330	1313	1314	1336	34	2.6%
秘鲁	160	201	172	201	177	(41)	-20.4%

数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 27: 钢联 45 港到港量数据（累计同比） | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

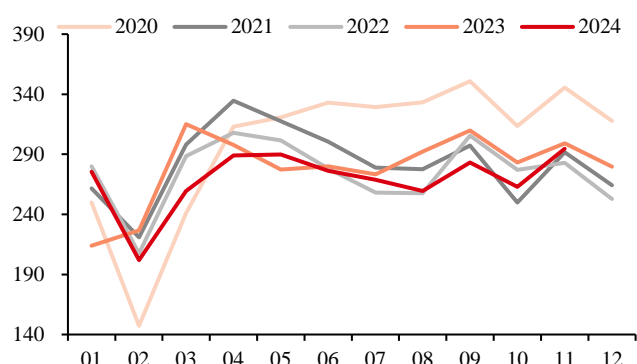
2.3 国内需求持续回升，铁矿库存有所去化

今年国内需求表现略显疲软，而对外出口则保持了较为强劲的增长势头。在 8 月至 10 月期间，国内粗钢消费量分别下降了 11.2%、8.6%和 7.2%；与此同时，出口方面表现亮眼，8 月至 10 月粗钢净出口的增长率分别达到了 24.1%、42.8%和 66.5%。内需与出口的总和呈现出明显的下降趋势，10 月份整体下降了 1.4%，但降幅有所减缓。

随着 9 月底宏观政策的陆续出台，国内经济进入了“百日攻坚”的关键时期。粗钢消费量环比有所回升，根据华泰期货研究院的估算，11 月份国内粗钢消费量同比下降了 1.6%，降幅显著缩小；11 月份内需与出口的总和最终实现了 1.1%的正增长，这是今年下半年

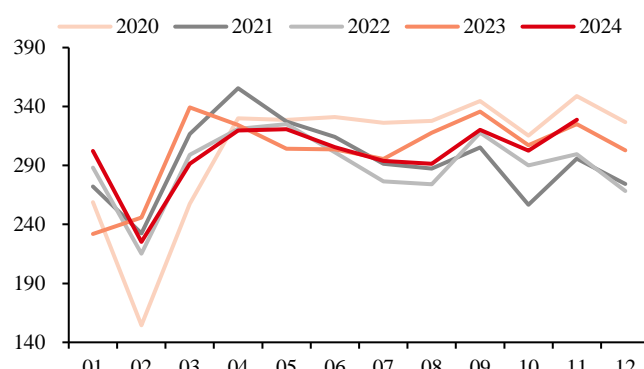
首次出现的正增长。这一变化表明，宏观经济政策对国内粗钢消费产生了显著的提振作用。在国内粗钢需求改善的背景下，钢铁冶炼行业也呈现出复苏迹象，11月份国内铁水产量同比增长了1.2%，这是自8月以来国内铁水产量首次恢复正增长。此外，11月份国内铁矿石供应有所减少，通过对全口径铁矿石库存和“铁元素”库存数据的监测，铁矿石总库存和“铁元素”库存均显示出减少趋势，显示出铁矿石市场供需处于紧平衡状态。

图 28: 粗钢日均消费 | 单位: 万吨



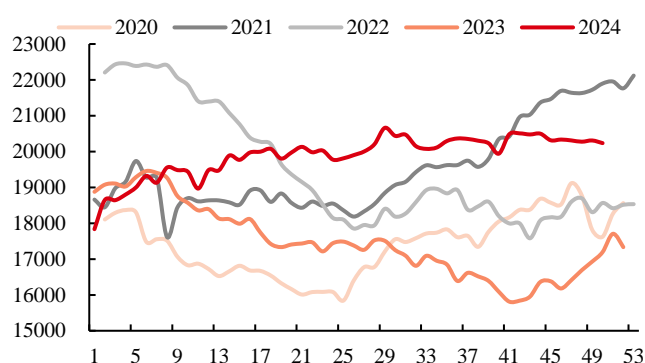
数据来源: 华泰期货研究院

图 29: 中国粗钢内需+净出口(日均) | 单位: 万吨



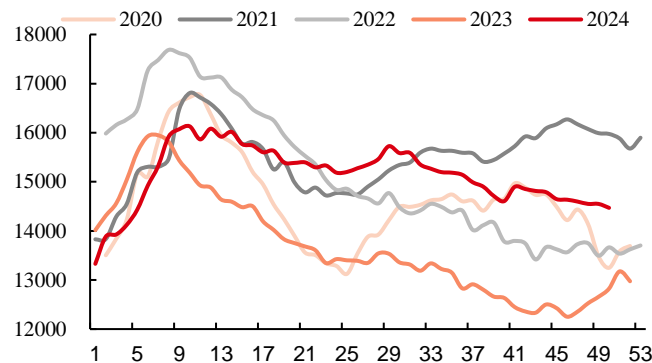
数据来源: 华泰期货研究院

图 30: 全国铁矿石总库存 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 31: 全口径铁元素库存 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

三、原料面临冬季补库，铁矿短期偏强运行

3.1 年底补库尚未结束，铁矿石价格较为坚挺

四季度，随着原料需求进入消费旺季，铁矿石市场也迎来了显著的补库需求。通过对过去几年钢联 247 家钢厂权益矿库存数据梳理，我们可以看到 2020-2023 年间，平均补库幅度为 1,668 万吨，分别为 1452 万吨、1625 万吨、1305 万吨和 2047 万吨，其中，2023 年钢厂补库幅度为近年最高，2022 年为近年最低。今年，247 家钢厂权益矿库存

四季度最低点为 10 月初的 8,685 万吨，截止 12 月 13 日，权益矿库存已经补库至 9,432 万吨，增幅为 745 万吨，按照过去几年补库均值来算还有 920 万吨补库空间，按照 2022 年补库高点 10,372 万吨考虑，则还需补库 940 万吨。观察铁矿石现货价格的历史走势，我们可以发现，在钢厂补库活动的积极推动下，过去几年铁矿石价格均实现了不同程度的上涨。具体来看，2020 至 2023 年间，铁矿石价格的平均涨幅达到了 37.4%，显示出补库周期对铁矿石市场价格的显著影响。

表 2: 近 5 年 247 家钢厂冬季补库情况及青岛港 PB 粉价格变动情况 | 单位:万吨, 元/吨, %

247 家钢厂库存 (万吨)			青岛港 PB 粉现货价格 (元/吨)				
项目	最低库存	最高库存	变动	项目	最低价	最高价	变动幅度
年份				年份			
2020	10984	12436	1452	2020	840	1175	39.9%
2021	10133	11758	1625	2021	566	950	67.8%
2022	9067	10372	1305	2022	638	863	35.3%
2023	8665	10912	2047	2023	903	1062	17.6%
2024	8685			2024	736		
2020-2023 平均值	9712	11370	1668	2020-2023 平均值	737	1013	37.4%

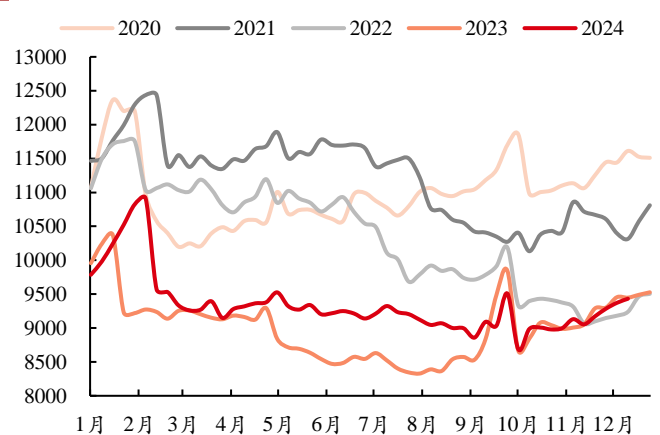
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 32: 青岛港 PB 现货价格及澳洲粉矿 62%远期现货价格指数 | 单位: 元/吨, 美元/吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 33: 247 家钢厂权益矿库存 | 单位: 万吨



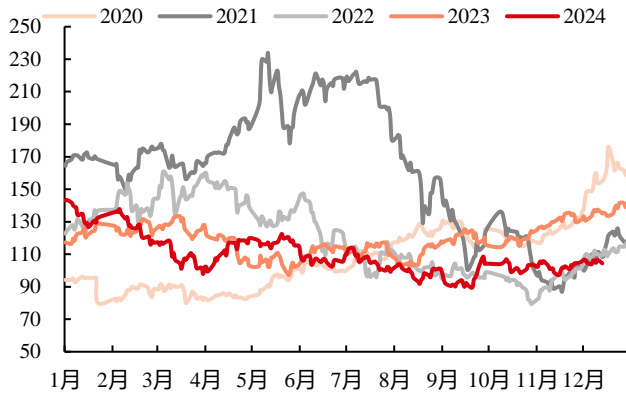
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

3.2 铁矿供应较为充足，持续关注铁矿估值

今年铁矿石供需格局向宽松转变，铁矿石港口库存维持偏高态势运行。截止 12 月 16 日，普氏指数收于 106 美金，高成本铁矿边际供应将有所减少，但下降幅度有限。连铁 01 合约收于 810.5 元/吨，05 合约收于 802.5 元/吨，估值均超 100 美金，目前铁矿石估值较为中性。若是考虑冬季补库及估值情况，铁矿 01 合约运行区间大致在 100-110 美元/吨

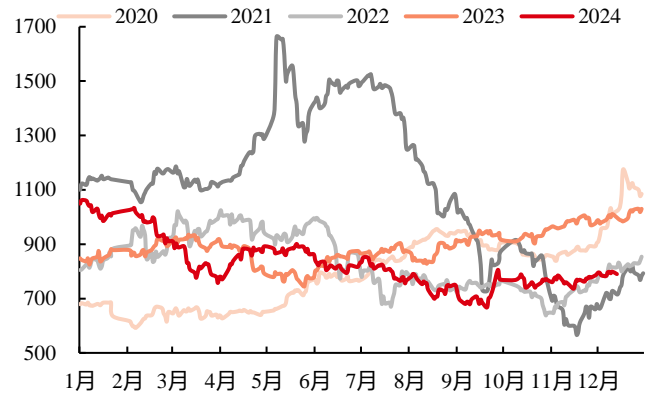
较为合理。05 合约则需要先考虑补库和明年一季度钢材消费情况，波动相对较大。

图 34: 澳洲粉矿 62%远期现货指数 | 单位: 美元/吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 35: 青岛港 PB 现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

表 3: 普氏指数折算成连铁仓单 | 单位:美元/吨, 元/吨, %

普氏指数\矿种	超特粉折扣	折连铁仓单	金布巴折扣	折连铁仓单	罗伊山折扣	折连铁仓单	PB 粉	折连铁仓单
2024 年 11 月	11.00%	X=1.5	7.28%	X=1.5	4.34	X=1.5	0.00%	X=1.5
70	508	643	557	618	563	552	606	584
80	575	710	631	693	644	633	688	666
90	642	777	706	767	725	714	771	748
100	708	844	780	842	806	795	853	831
110	775	910	855	916	887	876	935	913
120	842	977	929	991	968	957	1018	995
130	909	1044	1004	1065	1049	1038	1100	1078
140	975	1111	1078	1140	1130	1119	1182	1160
150	1042	1177	1153	1214	1210	1199	1265	1242

数据来源: 华泰期货研究 (取 X=1.5, 即时汇率: 日期截至 12 月 13 日)

四、结论

海外需求创新高，中国出口延续高位。据华泰期货研究院测算，2024 年 1-10 月，海外粗钢产量累计 69,585 万吨，同比增长 0.1%，10 月份同比下降 2.4%，降幅环比进一步扩大；海外粗钢消费累计 78,961 万吨，同比增长 2.90%，10 月份消费创历史同期新高；在海外需求大幅增加，中国钢材出口持续大幅增加，1-11 月折粗钢累计净出口 10,402 万吨，同比大幅增长 30.4%；1-10 月海外全铁累计产量 45,001 万吨，同比增长 0.8%，折铁矿石消费增加 587 万吨，其中 10 月份海外全铁增长 2.4%，创 3 月份以来最高增长幅度。

国内需求环比改善，铁矿消费同比转增。据华泰期货研究院测算，2024 年 1-11 月国内

粗钢累计产量 100,344 万吨，同比下降 1.0%，分单月日均产量增速来看，近三月分别为 -7.6%、-1.5%和+1.4%，11 月份产量同比转正；国内粗钢累计消费 90,239 万吨，同比下降 3.2%，分单月日均消费来看，近三月分别为-8.60%、-7.20%和-1.60%，11 月份消费同比降幅明显收窄，9 月底宏观政策刺激效果较为明显；国内生铁产量累计 81,514 万吨，同比下降 1.3%，折铁矿消费减少 1,772 万吨，其中 11 月份日均铁水产量 259.2 万吨，同比增 1.2%，铁矿消费 11 月环比增速转正。

供应减需求增，铁矿阶段性维持紧平衡。从发运数据来看：截止 12 月 13 日，钢联全球发运累计同比增加 2,811 万吨，较 11 月高点回落 1,431 万吨。其中澳洲累计同比降 552 万吨，较高点回落 711 万吨；巴西累计同比增 1,583 万吨，较高点回落 425 万吨；非主流发运累计同比增 1,781 万吨，较高点回落 665 万吨。近期关注降雨对 BHP 供应的影响。随着 9 月底宏观政策的陆续出台，国内经济进入了“百日攻坚”的关键时期。在国内粗钢需求改善的背景下，钢铁冶炼行业也呈现出复苏迹象，11 月份国内铁水产量同比增长了 1.2%，这是自 8 月以来国内铁水产量首次恢复正增长。此外，11 月份国内铁矿石供应有所减少，通过对全口径铁矿石库存和“铁元素”库存数据的监测，铁矿石总库存和“铁元素”库存均显示出减少趋势，显示出铁矿石市场供需处于紧平衡状态。

原料面临冬季补库，铁矿短期偏强运行。四季度，随着原料需求进入消费旺季，铁矿石市场也迎来了显著的补库需求。2020-2023 年间，平均补库幅度为 1,668 万吨。今年，247 家钢厂权益矿库存四季度最低点为 10 月初的 8,685 万吨，截止 12 月 13 日，权益矿库存已经补库至 9,432 万吨，增幅为 745 万吨，按照过去几年补库均值来算还有 920 万吨补库空间，按照 2022 年补库高点 10,372 万吨考虑，则还需补库 940 万吨。观察铁矿石现货价格的历史走势，我们可以发现，在钢厂补库活动的积极推动下，过去几年铁矿石价格均实现了不同程度的上涨。具体来看，2020 至 2023 年间，铁矿石价格的平均涨幅达到了 37.4%，显示出补库周期对铁矿石市场价格的显著影响。今年铁矿石供需格局向宽松转变，铁矿石港口库存维持偏高态势运行。截止 12 月 16 日，普氏指数收于 106 美金。连铁 01 合约收于 810.5 元/吨，05 合约收于 802.5 元/吨，估值均超 100 美金，目前铁矿石估值较为中性。若是考虑冬季补库及估值情况，铁矿 01 合约运行区间大致在 100-110 美元/吨较为合理。05 合约则需要考虑补库和明年一季度钢材消费情况，波动相对较大。

策略

冬季钢厂补库下，铁矿价格表现相对强势

■ 风险

钢厂利润、海外发运情况、宏观经济环境、国内消费超预期等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com