



南华期货
NANHUA FUTURES

政策红利下的铁矿石市场展望

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
周甫翰（投资咨询资格证号：Z0020173）

2024年12月10日 唐山

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏观：整个宏观政策仍是拖着，打破通缩螺旋还是需要更强有力的去产能/收入提升政策

1. 宏观现状：债务通缩-居民企业缩表-收入预期下滑-资产价格预期不稳
2. 宏观措施：仍鼓励居民加杠杆买房，鼓励企业加杠杆投资
3. 去产能政策仍是慢出清

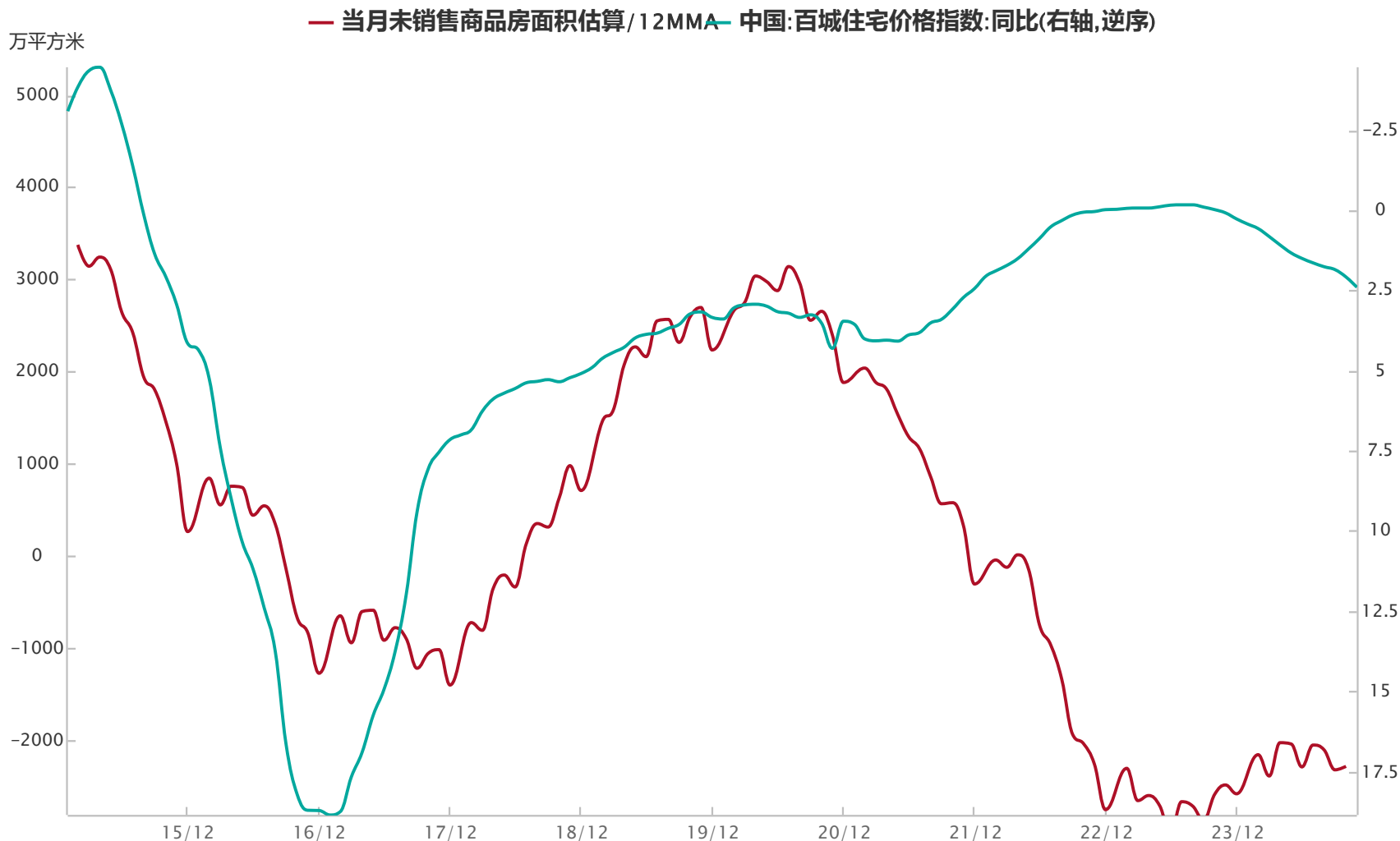
铁矿石：

短期供给偏紧，需求有韧性，库存超季节性去化，加之焦煤让利，价格易涨难跌。但中长期看价格偏过剩，整体估值难提升。

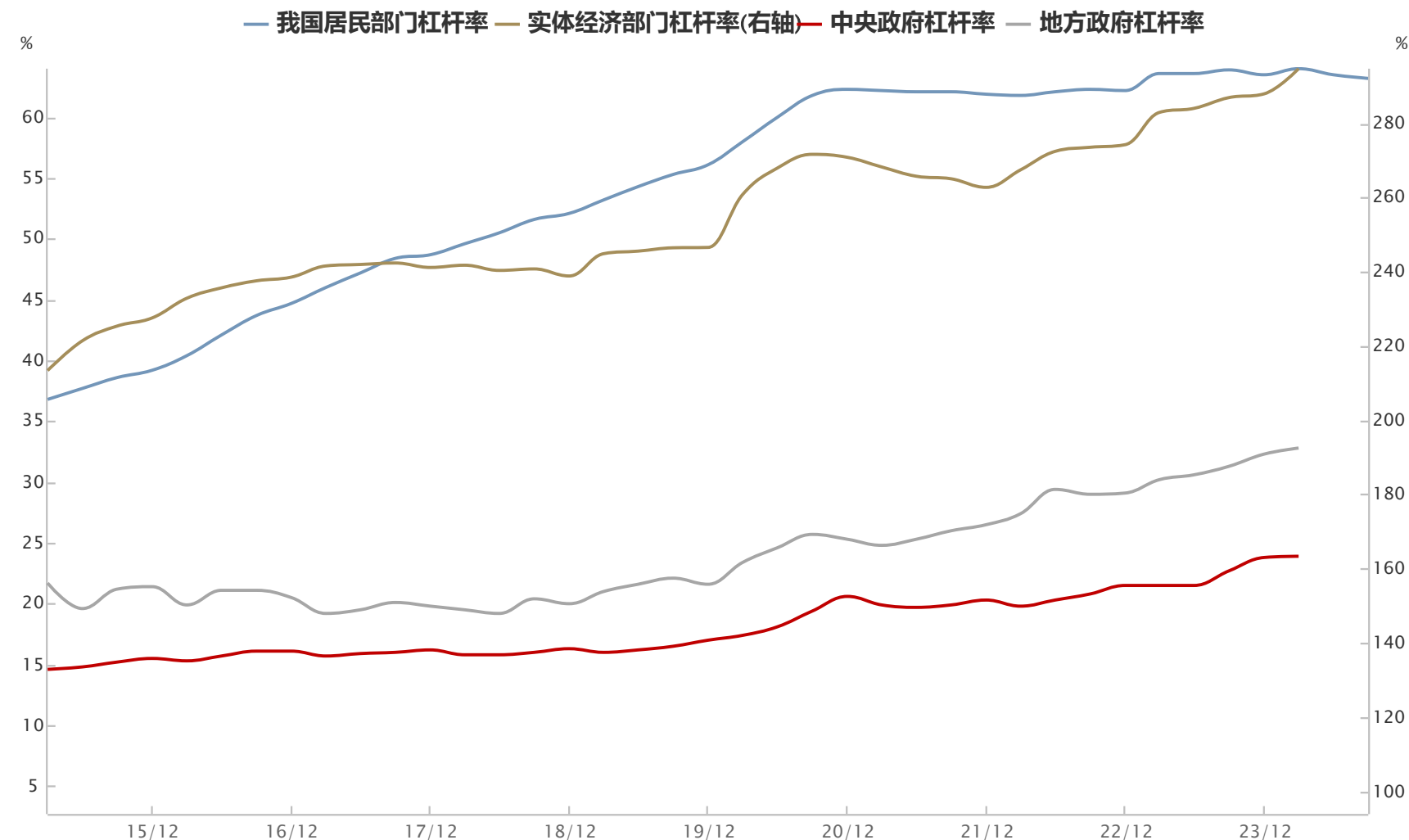
第一章 当下宏观现状和政策分析



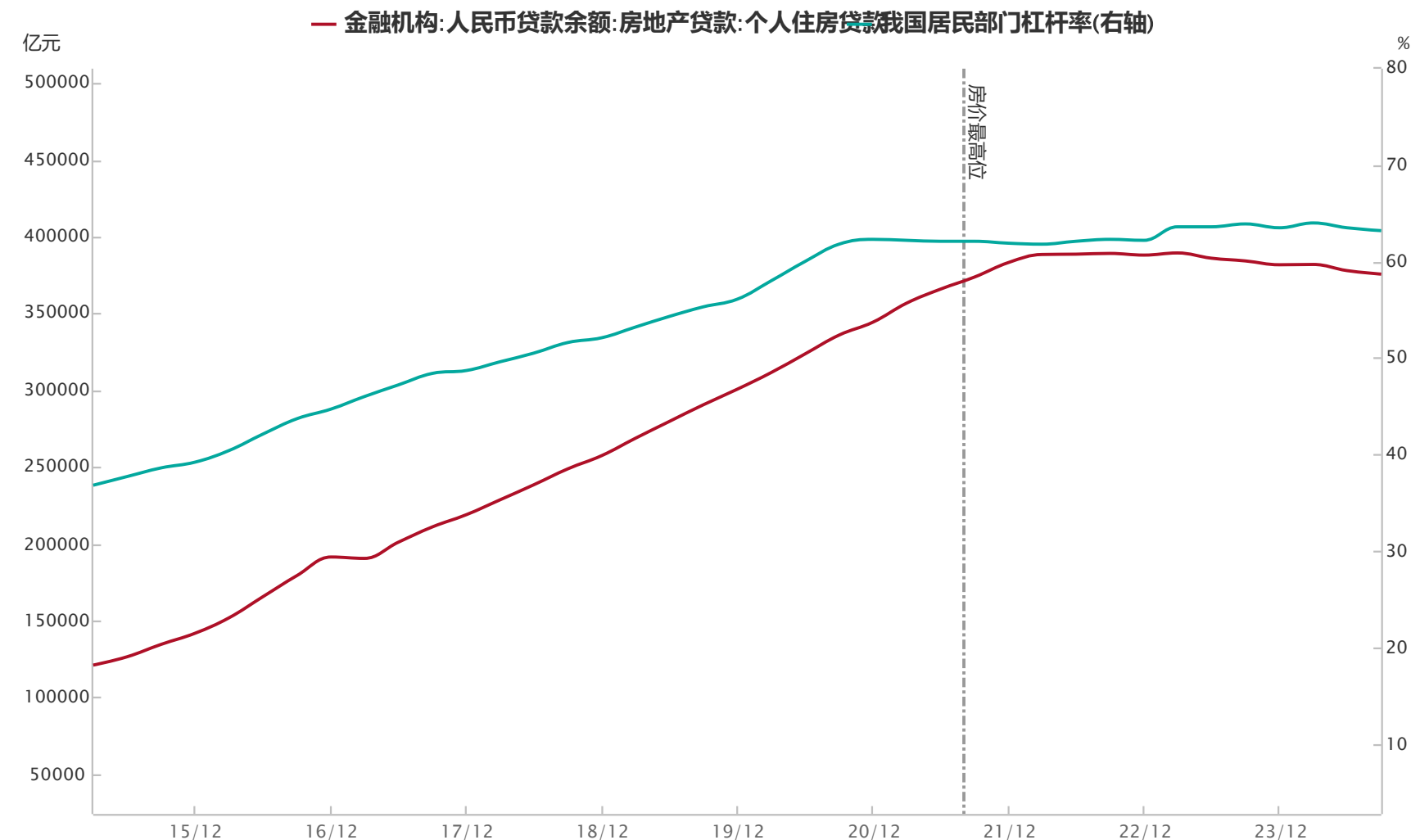
房地产边际去库，但房价继续阴跌



居民杠杆率已到极限



居民资产负债表受损



居民资产负债表受损，收入预期下降



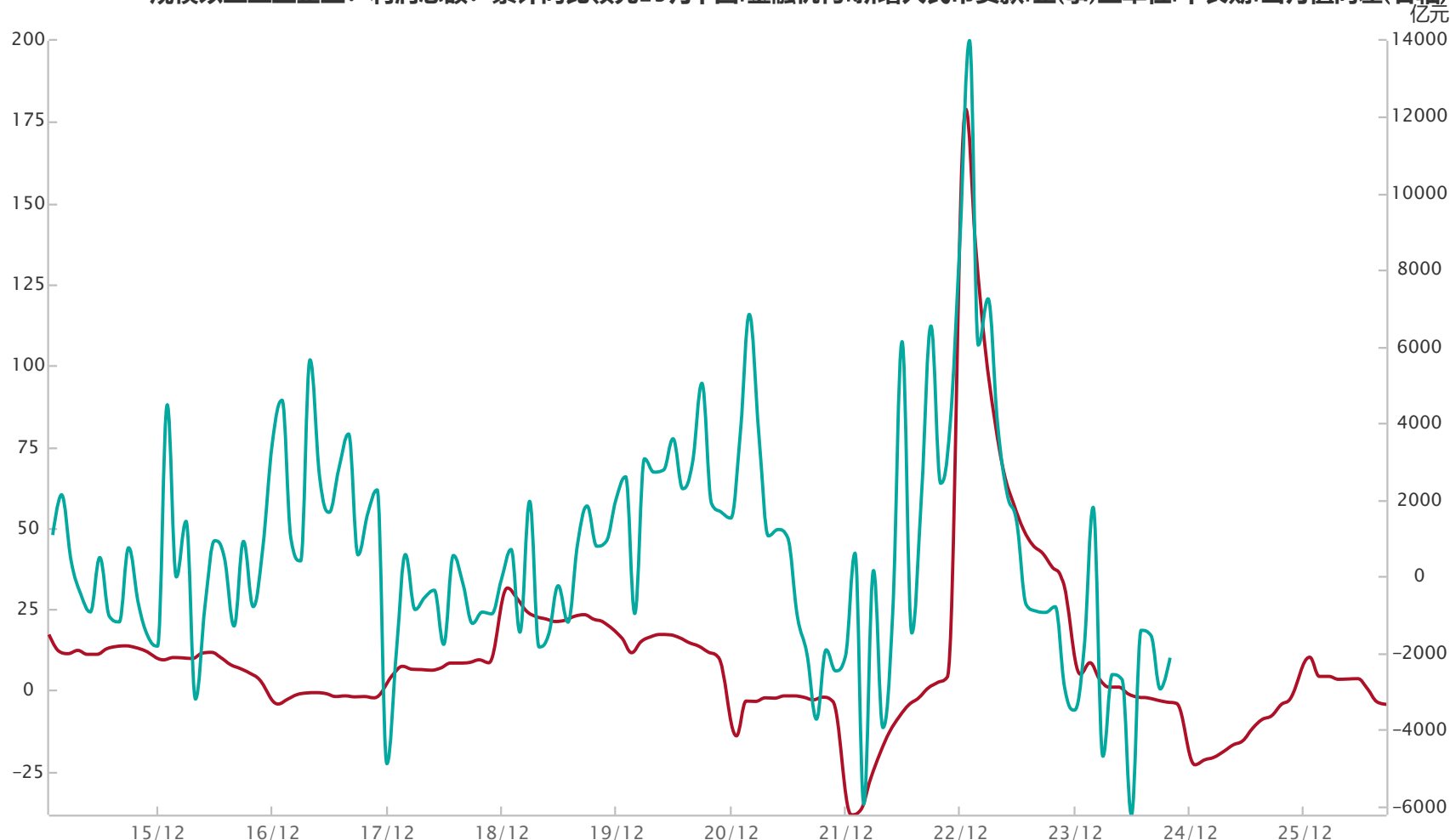
来源:同花顺,南华研究,wind

智慧创造财富

请务必阅读正文之后的免责条款部分

企业：从利润最大化到负债最小化

— 规模以上工业企业：利润总额：累计同比领先23月中国：金融机构：新增人民币贷款：企(事)业单位：中长期：当月值同差(右轴)



来源:同花顺,南华研究,wind

智慧创造财富

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资增速>消费增速，产能过剩

— 制造业投资-消费增速/3MMA(逆序) — 中国PPI:同比



产能过剩使得工业品价格承压



季度GDP平减指数已经连续6个季度为负

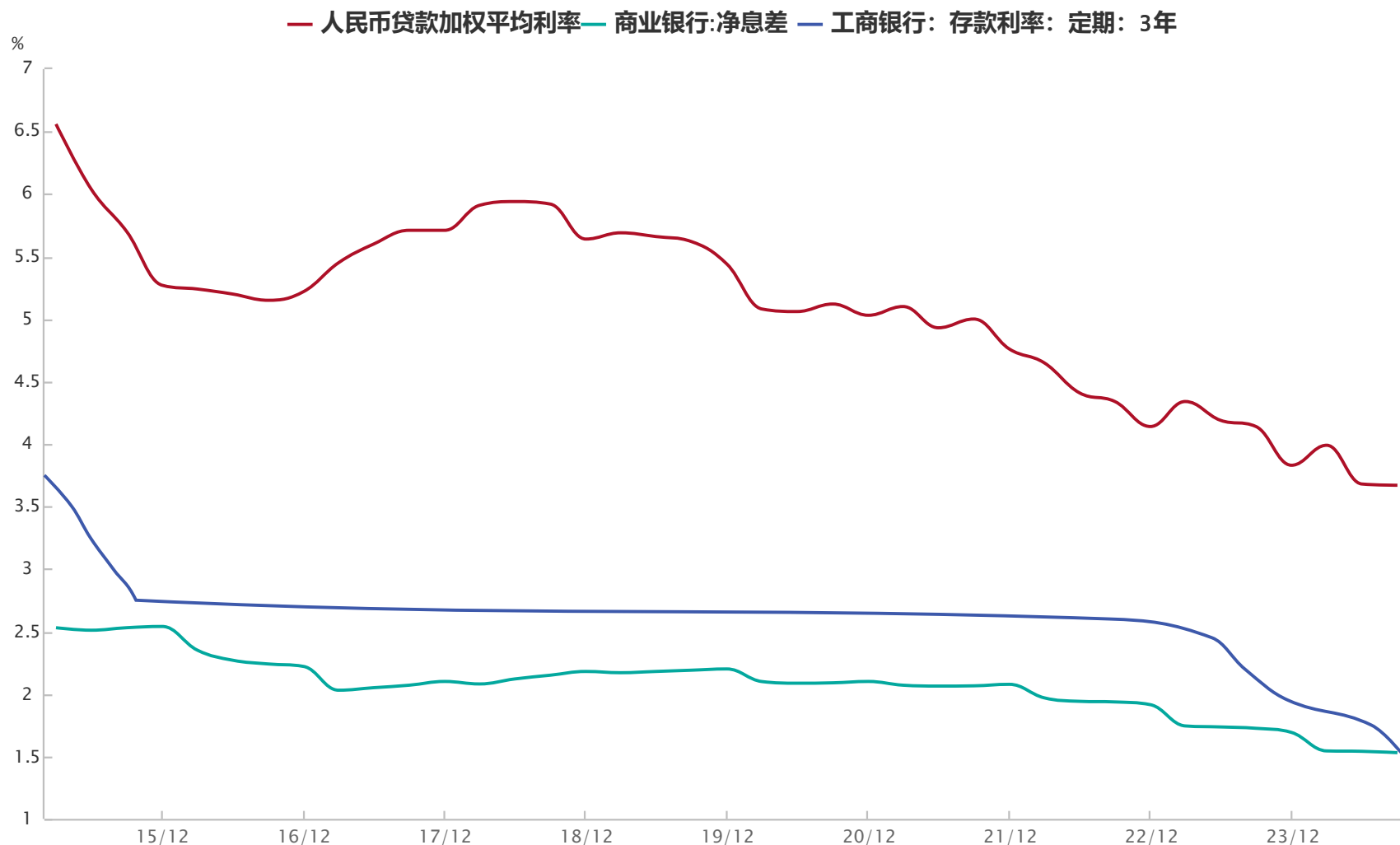


PPI增速已经连续25个月为负

CPI:累计同比和中国PPI:同比



降息的空间受限



财政政策

2024年举措：

财政赤字占GDP比重维持在3.0%；

地方专项债额度由去年的3.8万亿增加至3.9万亿；
发放1万亿超长期特别国债；

10月12日宣布举措：

加力支持地方化债，给更多额度，让地方促发展保民生；
发行特别国债，支持国有大行补充一级资本；
叠加地方专项债、专项资金、税收政策等，支持房地产止跌回稳；
支持民生，下一步针对学生加大奖励助困力度；
中央政府还有较大的举债与赤字提升空间；

11月4日人大常委会：

审议了国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案（6+4+2）；

货币政策

2024年举措：

1月24日，央行宣布将于2月5日降准50个基点，
1月25日起下调支农支小再贷款、再贴现利率25个基点；

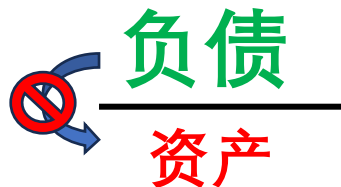
2月20日，五年期LPR利率从4.20%下调至3.95%，下调25个基点；

5月，设立3000亿元保障性住房再贷款，新增5000亿元PSL额度；

7月，7天逆回购利率由1.8%下调至1.7%，1年期与5年期以上LPR均下降0.1个百分点，分别为3.35%与3.85%；

9月24日，央行宣布降准0.5个百分点，将7天逆回购操作利率下调0.2个百分点，由1.7%下调至1.5%，将存量房贷利率下调50个BP；引入资本市场流动性工具；
近期，潘功胜行长表示，年底视市场流动性情况，择机进一步降准降息。下调存款准备金率0.25-0.5个百分点，下调7天逆回购利率0.2个百分点；

10月22日，1年期与5年期LPR均下降25个基点，分别为3.1%与3.6%



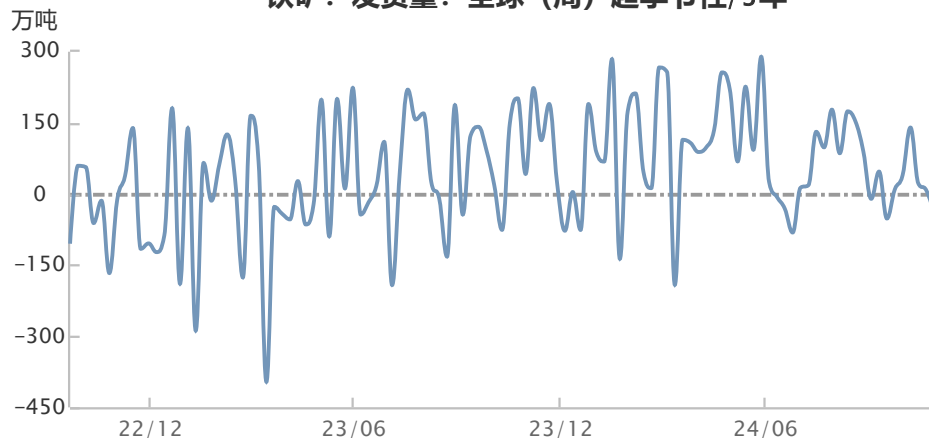
现状	现有政策	市场期待
制造业产能过剩，以价换量	鼓励企业加杠杆贷款加大投资	居民发钱
内需不足	鼓励居民加杠杆买房	福利政策
居民资产负债表受损，没有扩表的能力	地方政府化债	产能去化
投资过剩，资产收益率低	中央政府加杠杆	经济新增长点以提振企业/居民收入
企业资不抵债，从利润最大化到负债最小化	降息	
出口支起经济半壁江山，但对外贸易壁垒加剧		

第二章 铁矿石供求和估值分析



铁矿石发运超季节性分析

— 铁矿：发货量：全球（周）超季节性/3年



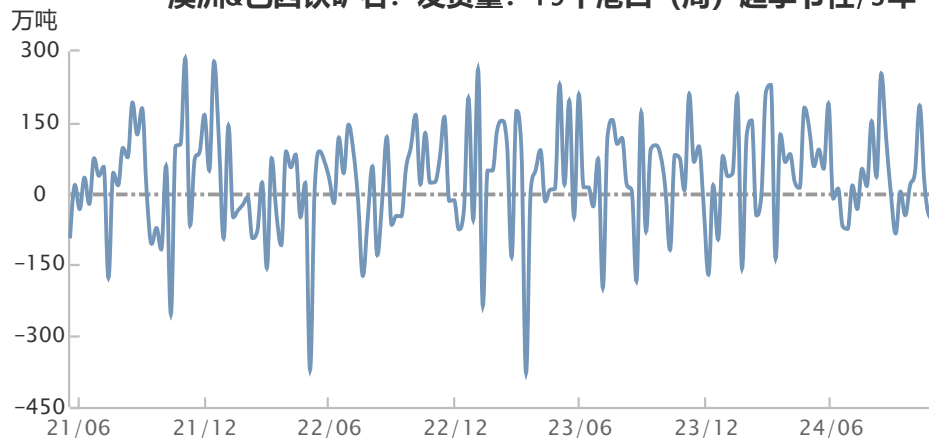
来源:南华研究

— 非主流矿发运量（全球-四大矿山）超季节性/3年



来源:南华研究

— 澳洲&巴西铁矿石：发货量：19个港口（周）超季节性/3年

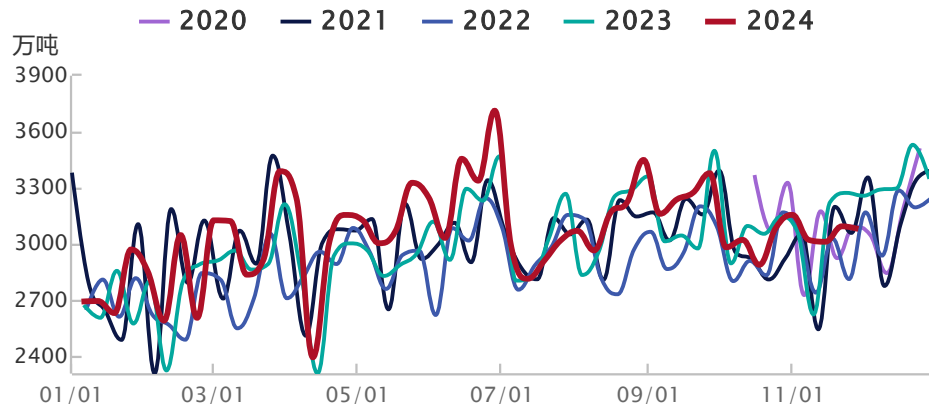


来源:南华研究

铁矿石发运一览

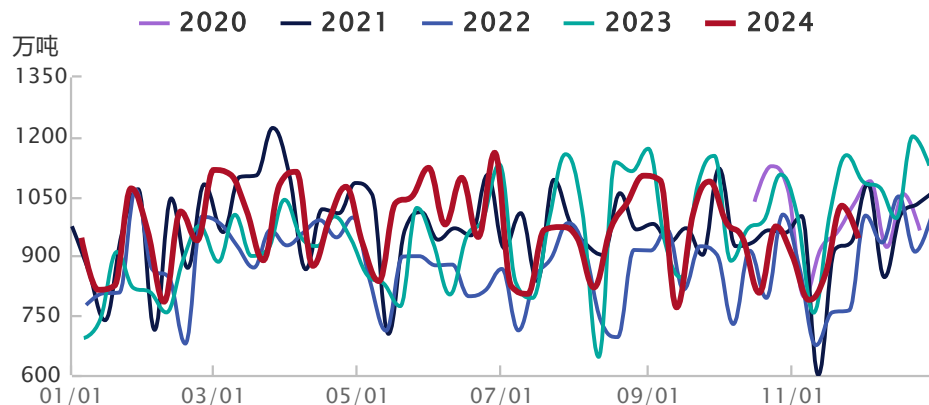


铁矿：发货量：全球（周）季节性



来源:钢联 南华研究

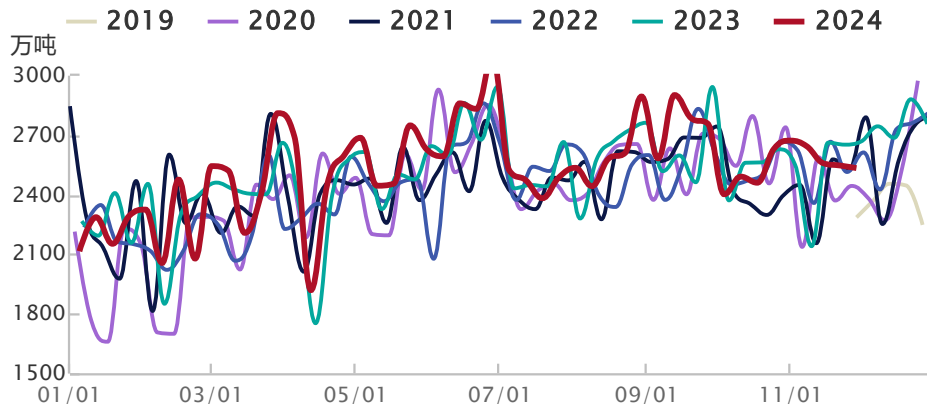
非主流矿发运量（全球-四大矿山）季节性



来源:钢联 南华研究

智慧创造财富

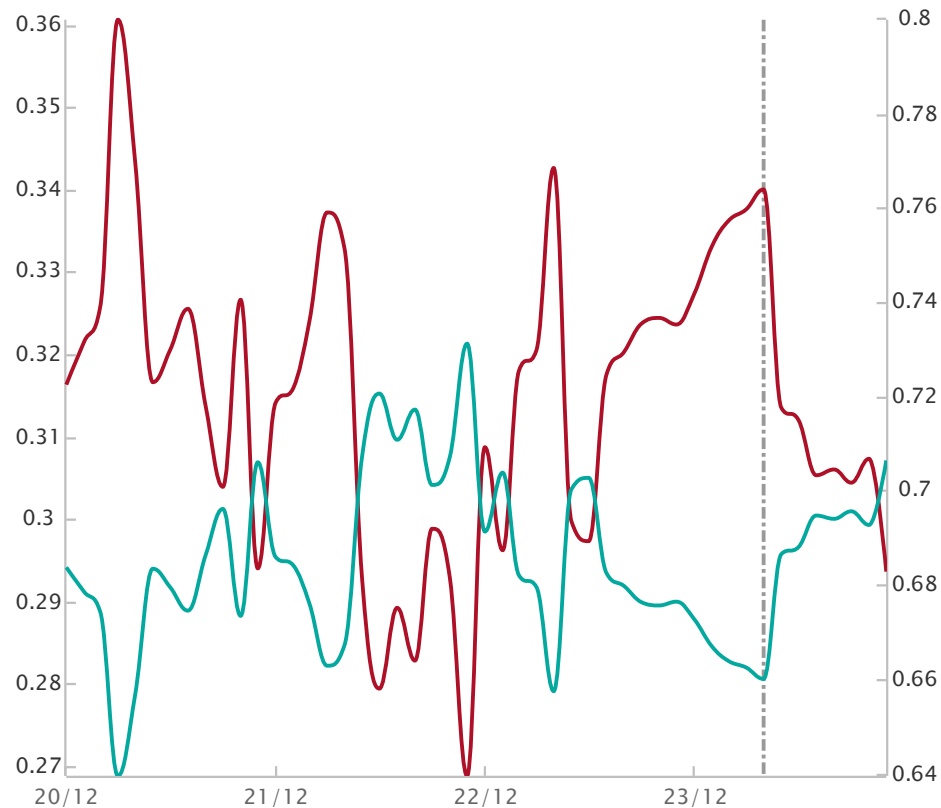
澳洲&巴西铁矿石：发货量：19个港口（周）季节性



来源:钢联 南华研究

发运结构变化

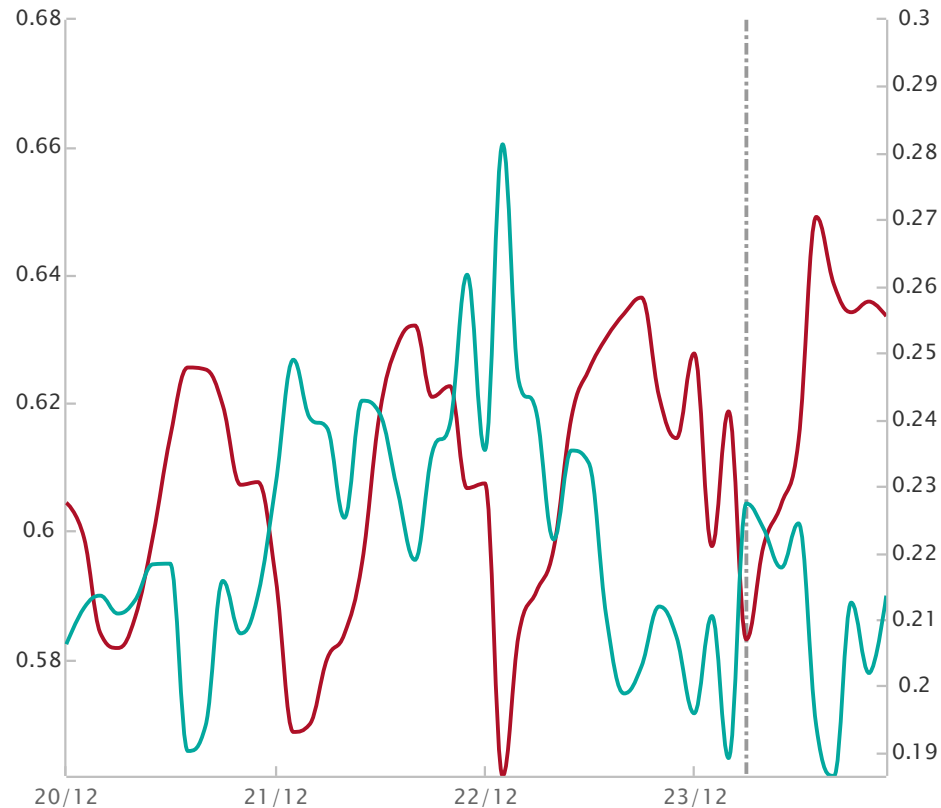
— 铁矿石非主流矿占全球发运量占比（月度）
— 铁矿石四大矿山占全球发运量比例（月）（右轴）



来源:南华研究

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

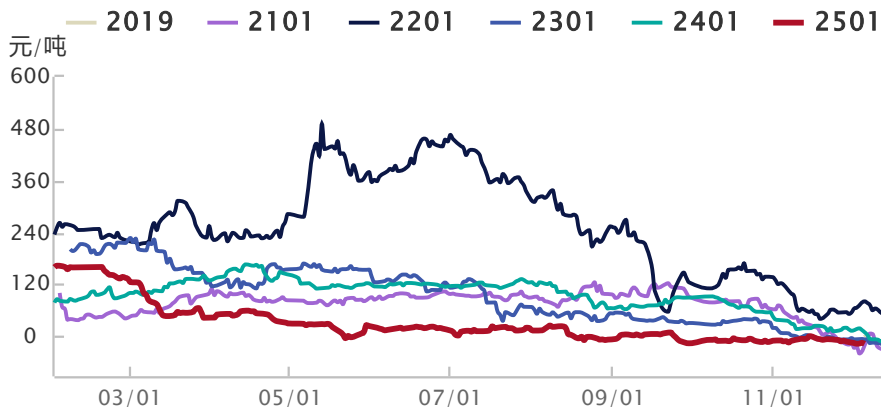
— 巴西占全球铁矿石发运量比例（月）（右轴）
— 澳大利亚占全球铁矿石发运量比例（月）



来源:南华研究

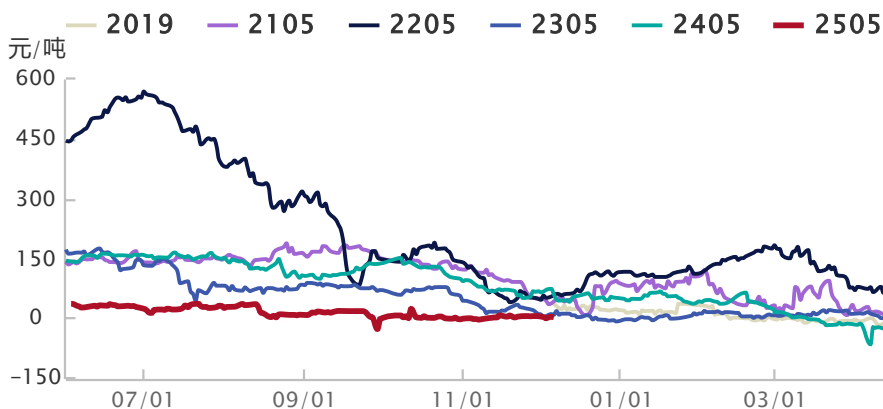
估值·基差

铁矿石01合约基差季节性 (PB粉)



来源:同花顺,南华研究

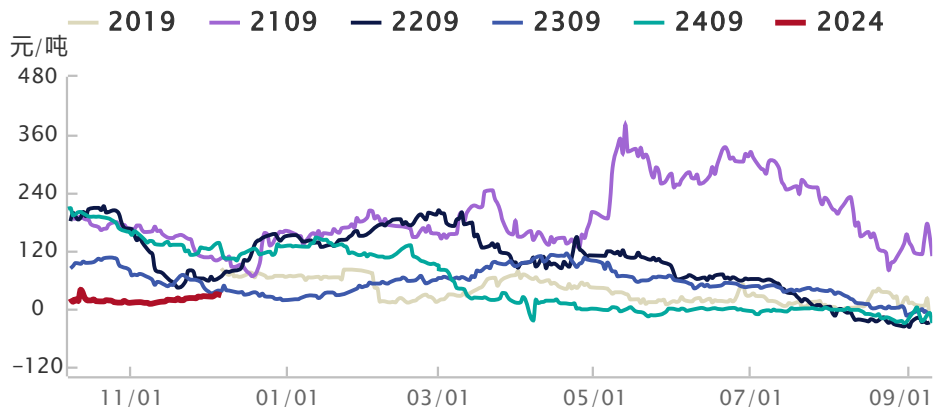
铁矿石05合约基差季节性 (PB粉)



来源:同花顺,南华研究

智慧创造财富

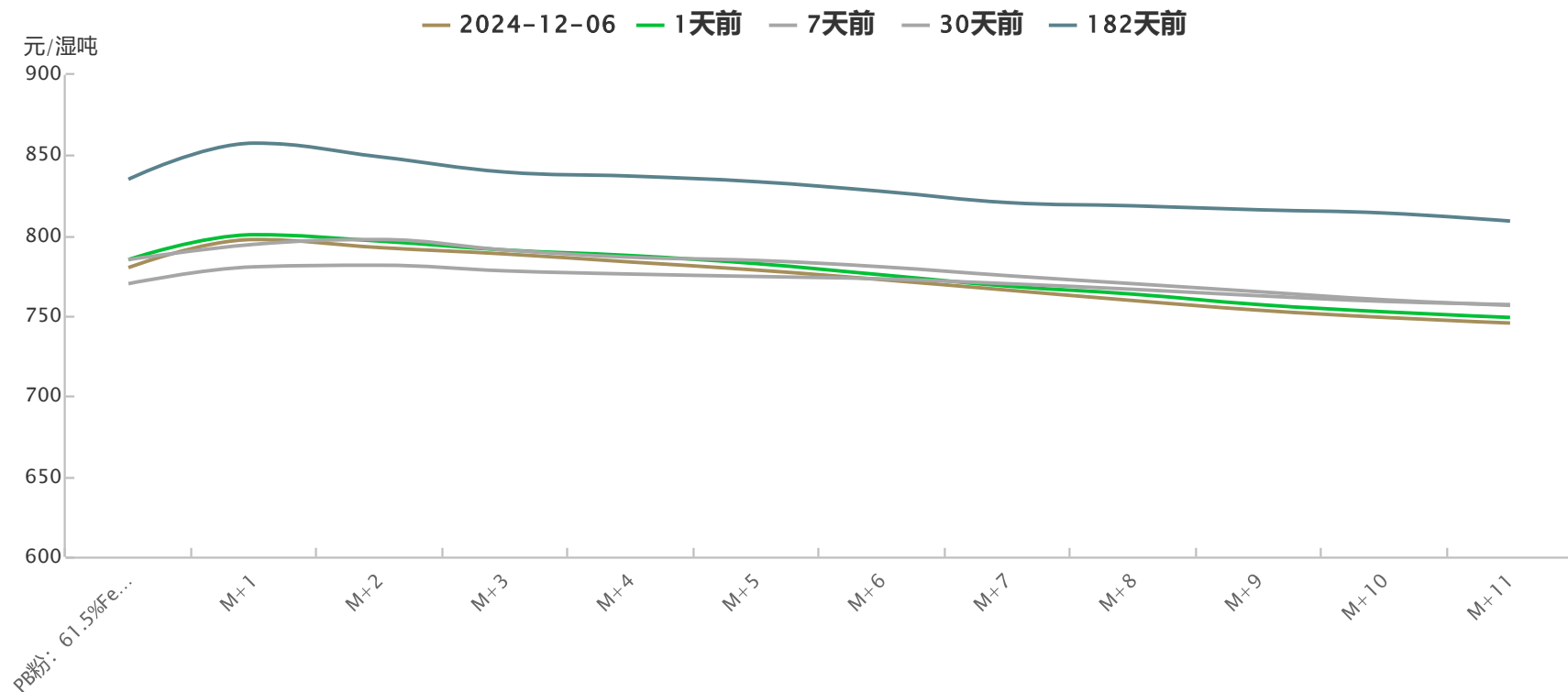
铁矿石09合约基差季节性 (PB粉)



来源:同花顺,南华研究

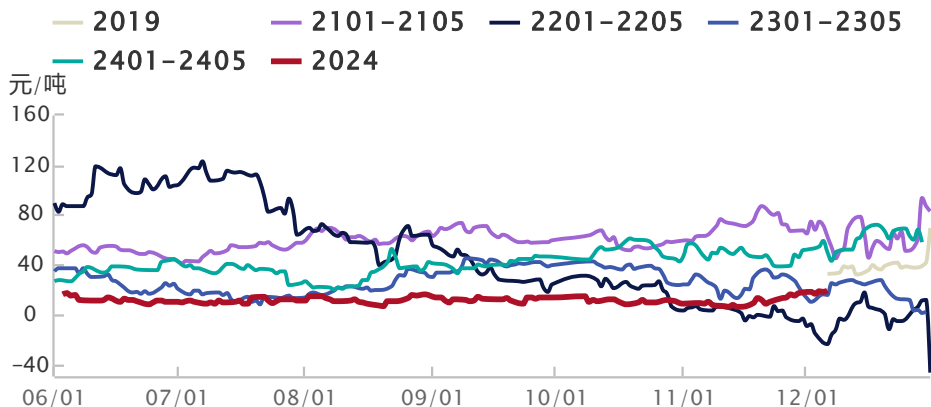
估值·期限结构

铁矿石连铁期货期限结构



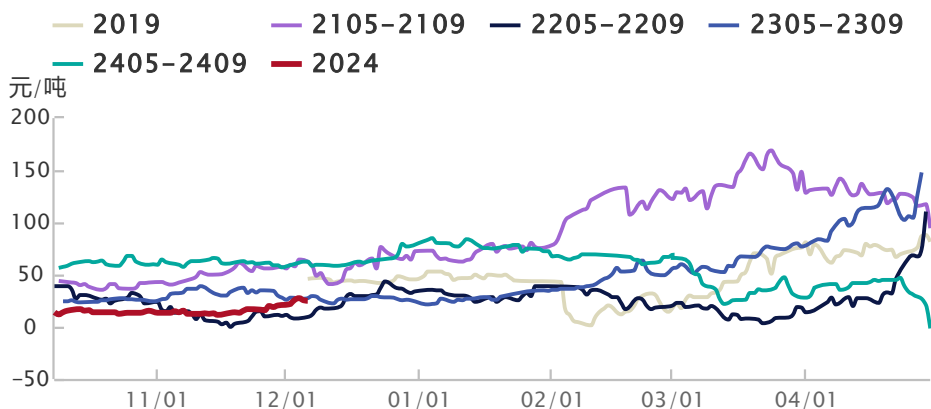
估值·月差

铁矿石期货01-05月差季节性



来源:同花顺,南华研究

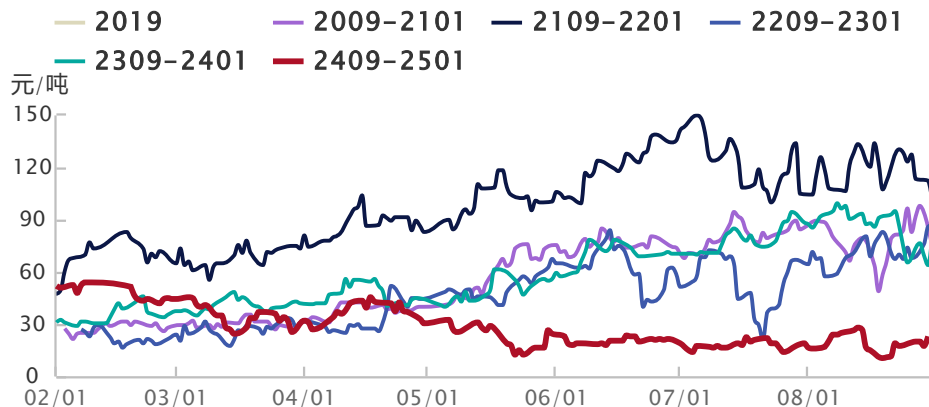
铁矿石期货05-09月差季节性图



来源:同花顺,南华研究

智慧创造财富

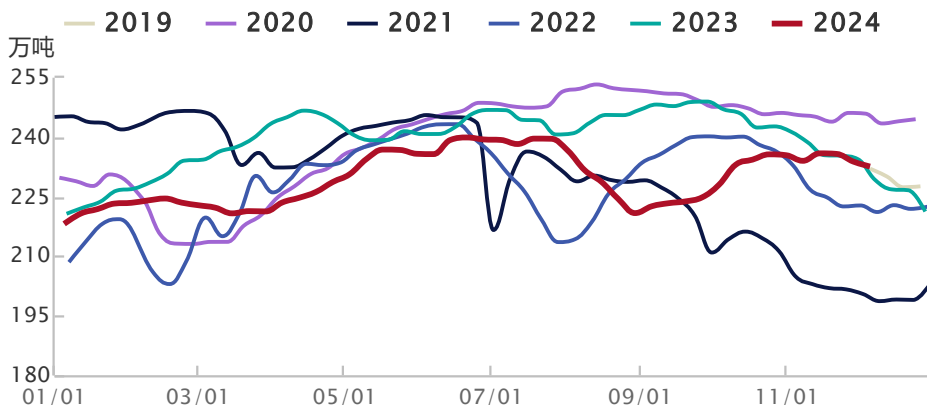
铁矿石期货09-01月差季节性



来源:同花顺,南华研究

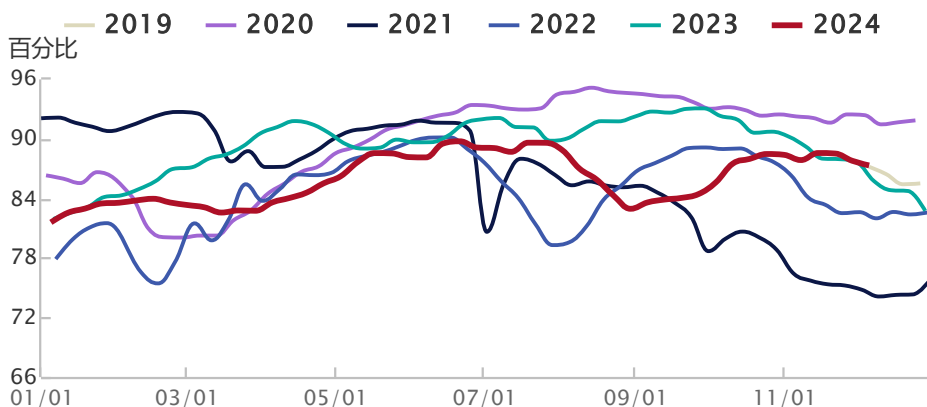
需求：铁水生产维持季节性高位

247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）季节性



来源:钢联 南华研究

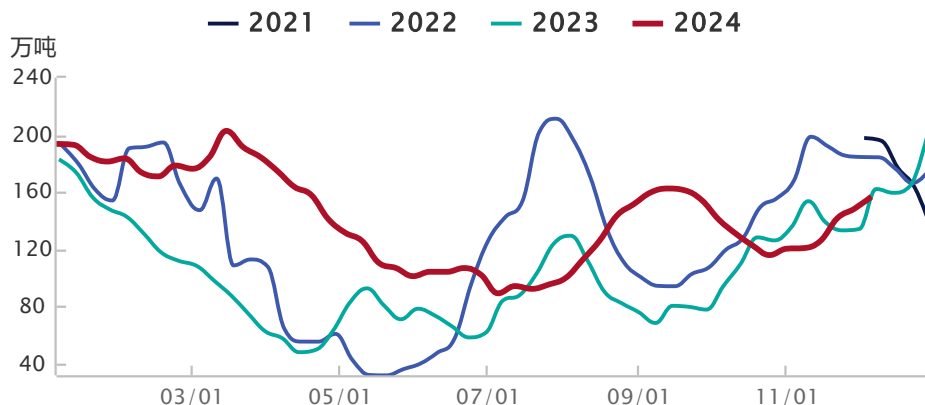
247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）季节性



来源:钢联 南华研究

智慧创造财富

高炉检修影响量（周）季节性

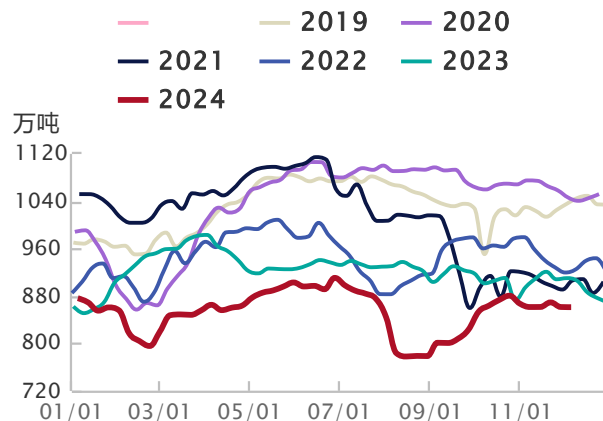


来源:南华研究

需求·下游五大材产量

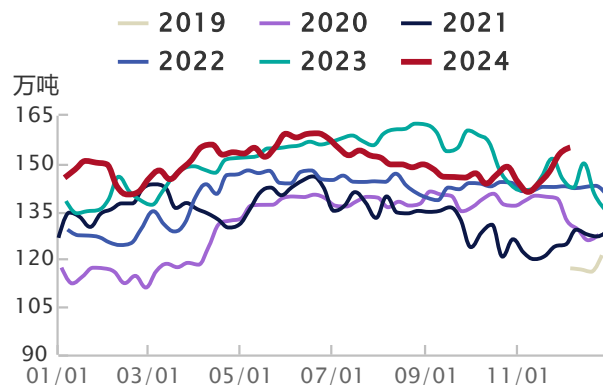


五大材产量季节性



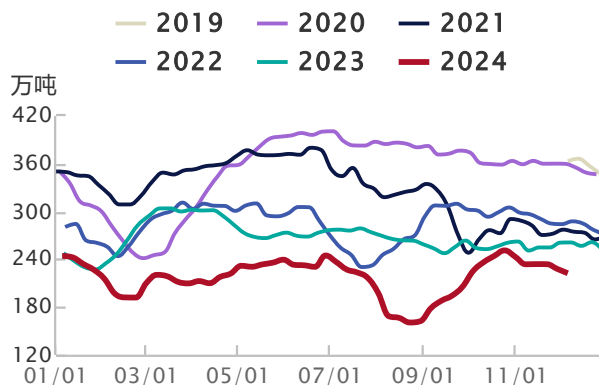
来源:南华研究

中厚板: 钢铁企业: 实际产量: 中国 (周) 季节性



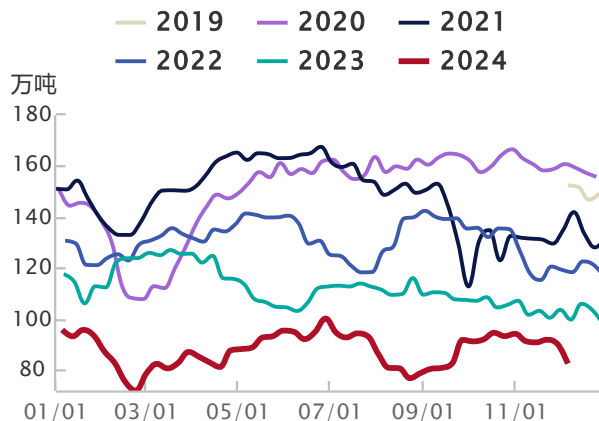
来源:钢联 南华研究

螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量: 中国 (周) 季节性



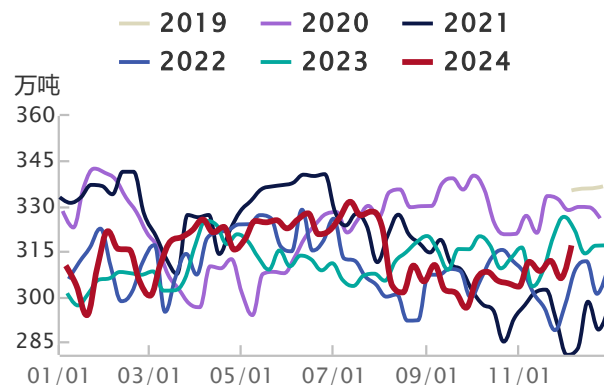
来源:南华研究

线材: 钢铁企业: 实际产量 (周) 季节性



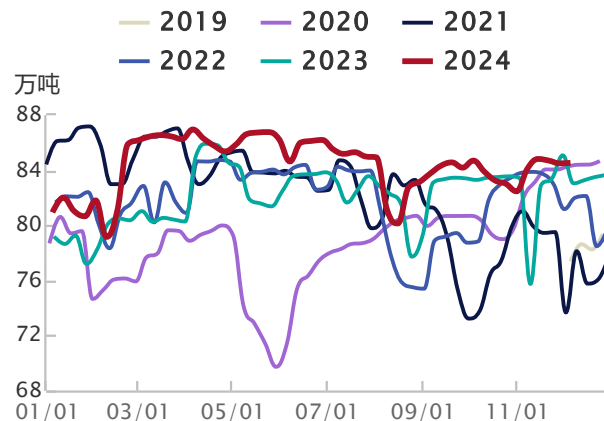
来源:钢联 南华研究

热轧板卷: 钢铁企业: 实际产量: 中国: 季节性



来源:南华研究 钢联

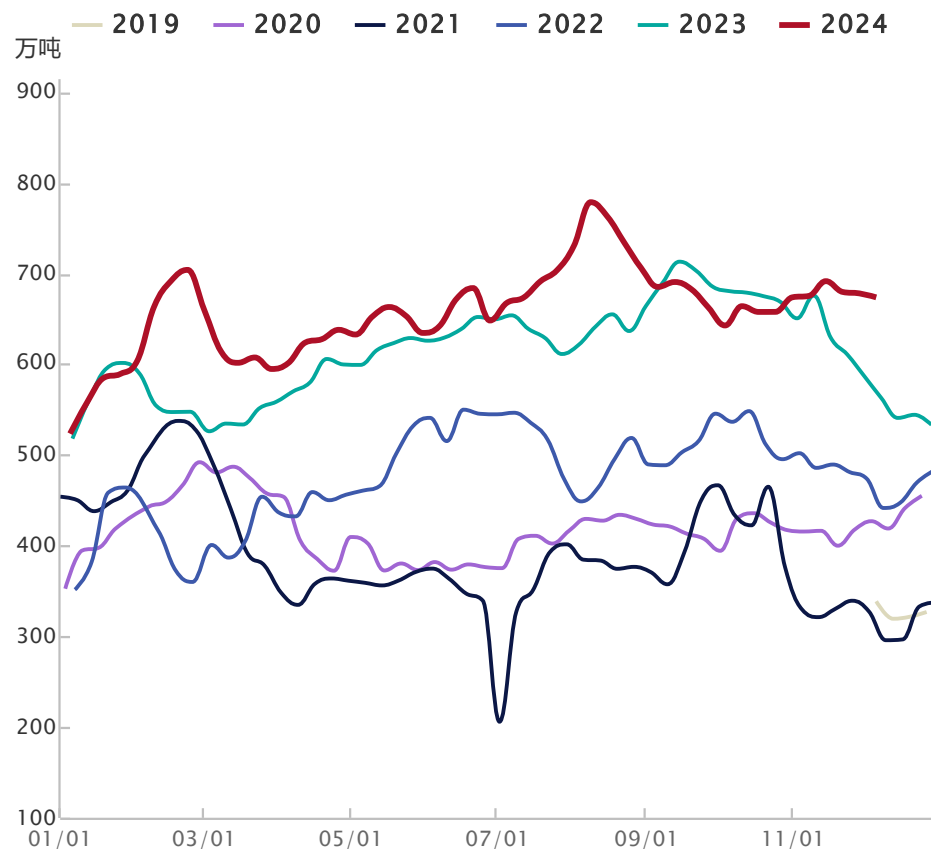
冷轧板卷: 钢铁企业: 产量 (周) 季节性



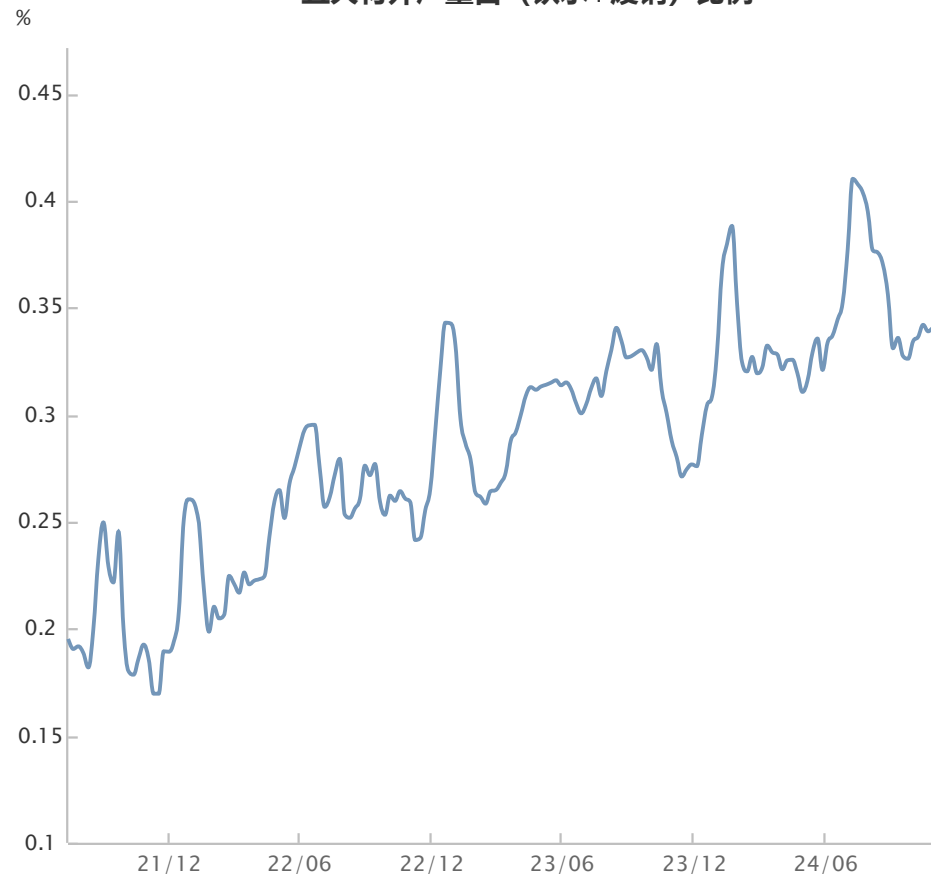
来源:钢联 南华研究 请务必阅读正文之后的免责条款部分

需求·五大材外产量

五大材外钢材产量（周）季节性

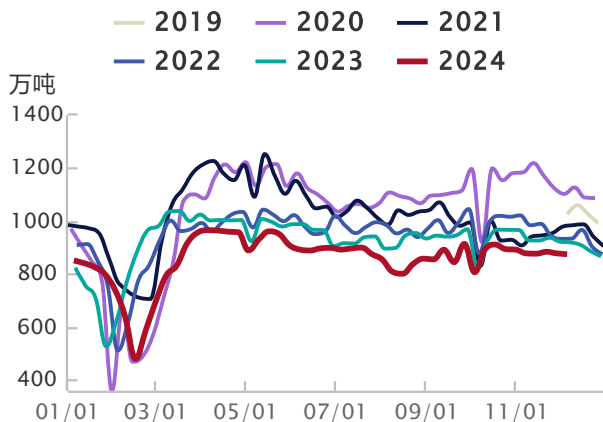


— 五大材外产量占（铁水+废钢）比例



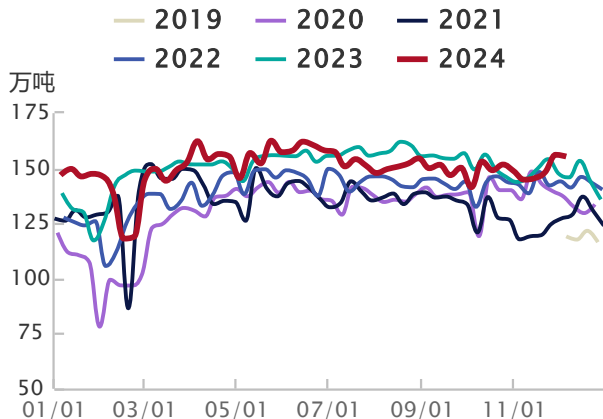
需求·下游五大材需求

五大材表需季节性



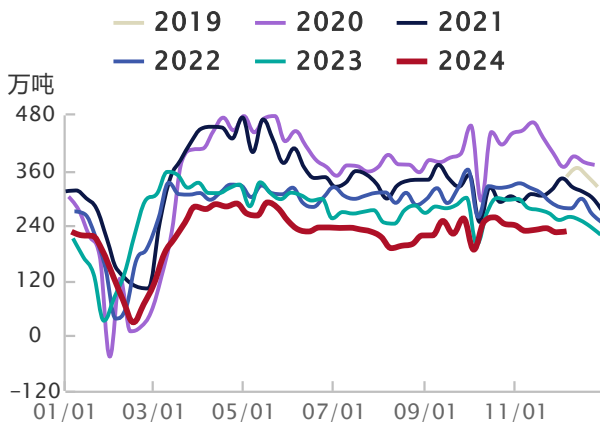
来源:钢联 南华研究

中厚板: 消费量: 中国 (周) 季节性



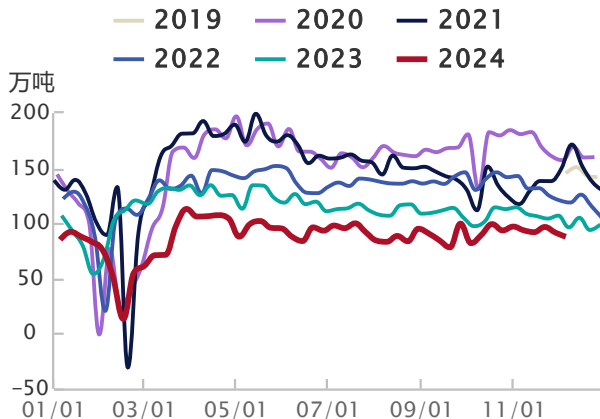
来源:钢联 南华研究
Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

螺纹钢: 消费量: 中国 (周) 季节性



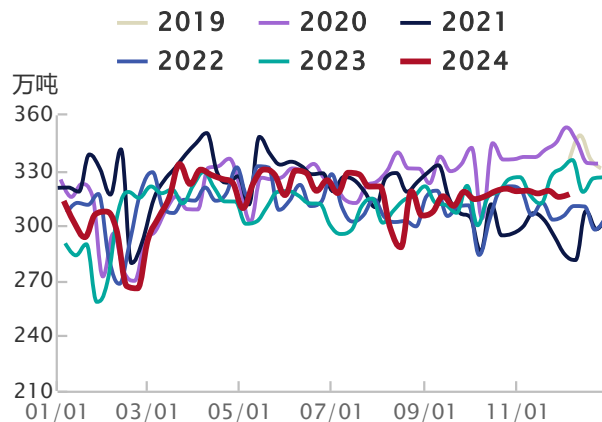
来源:南华研究

线材: 消费量: 中国 (周) 季节性



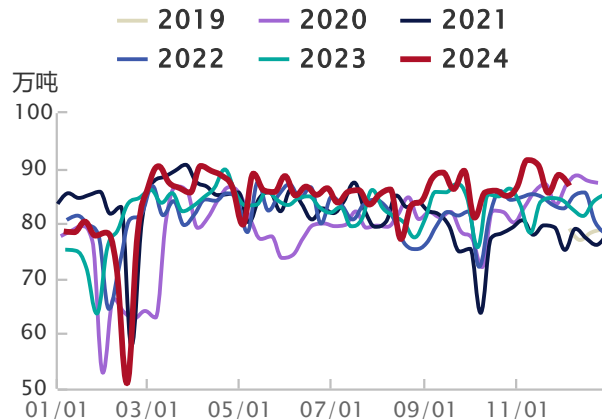
来源:钢联 南华研究

热轧板卷: 消费量: 中国: 季节性



来源:南华研究 钢联

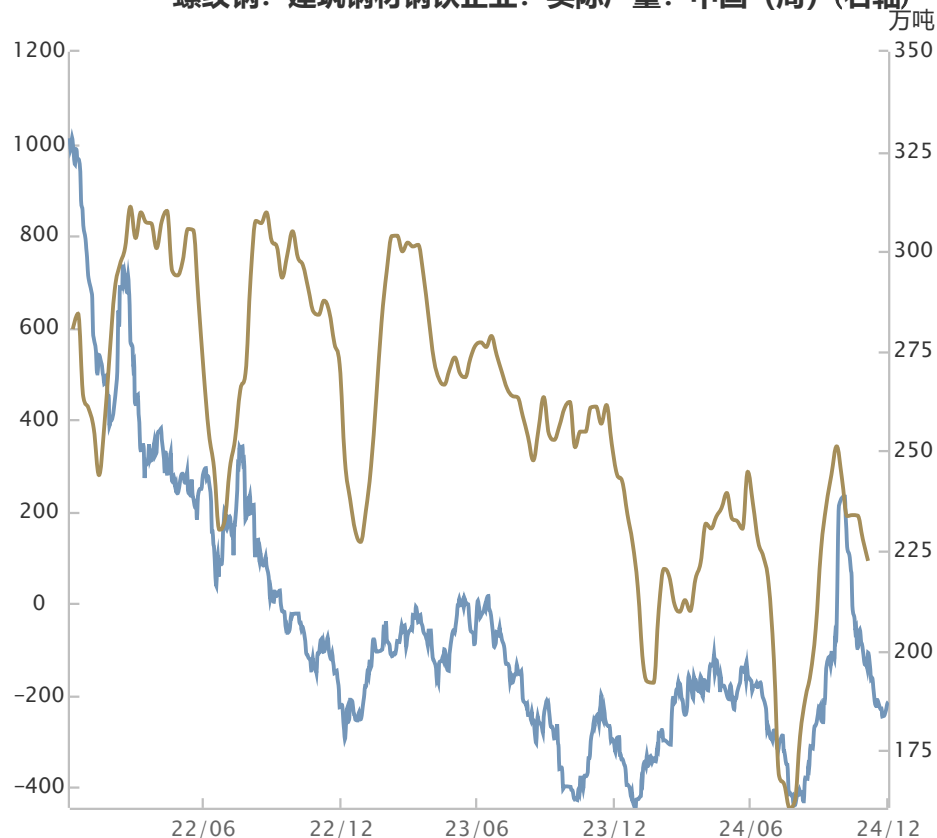
冷轧板卷: 消费量: 中国 (周) 季节性



来源:钢联 南华研究 请务必阅读正文之后的免责条款部分

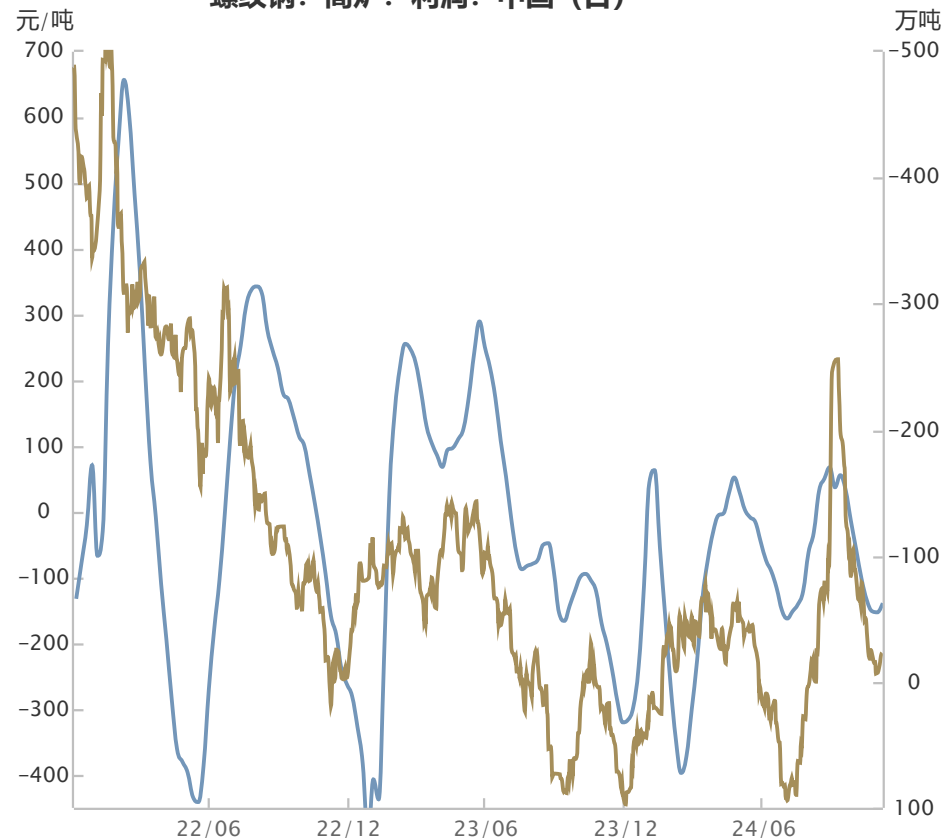
利润驱动生产（推演）

- 螺纹钢：高炉：利润：中国（日）领先4周
- 螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量：中国（周）（右轴）



来源:南华研究

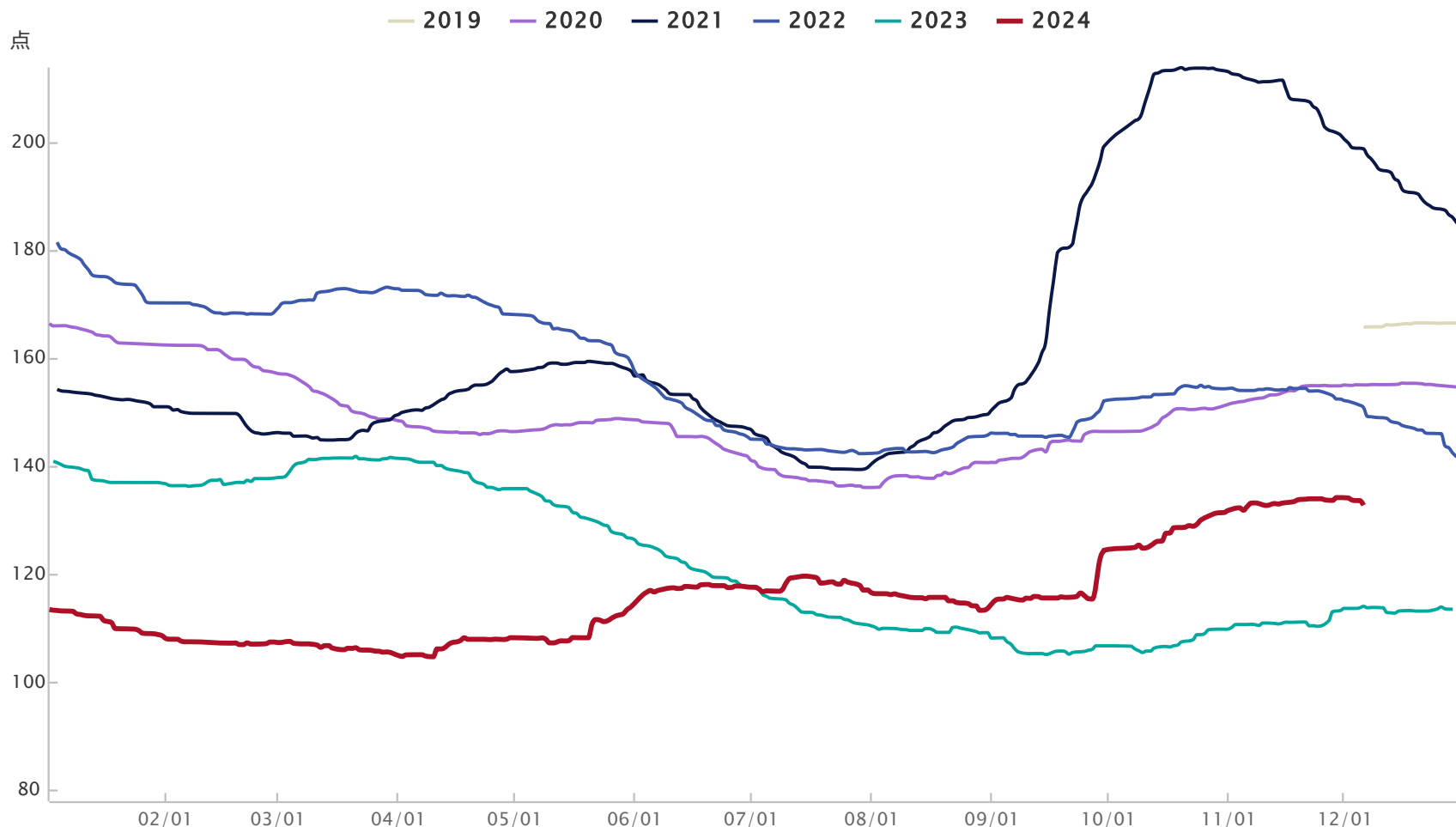
- 螺纹钢：库存：中国（周）超季节性/3年(右轴,逆序)
- 螺纹钢：高炉：利润：中国（日）



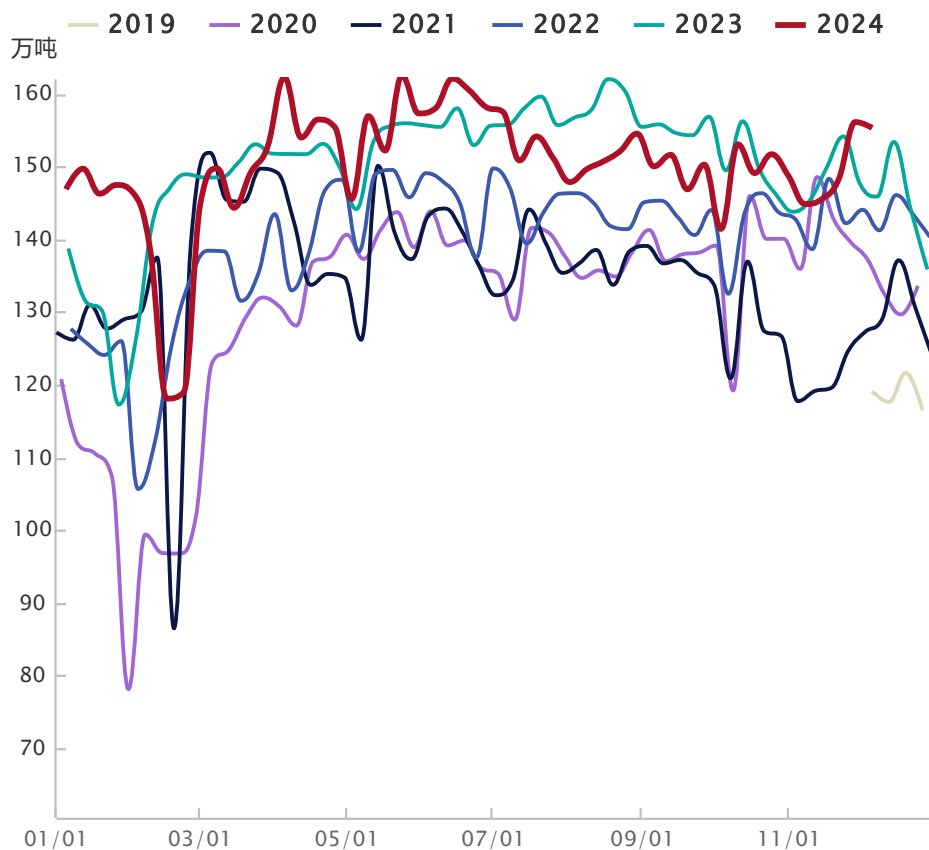
来源:南华研究

需求·其他产品价格

水泥价格指数:全国季节性



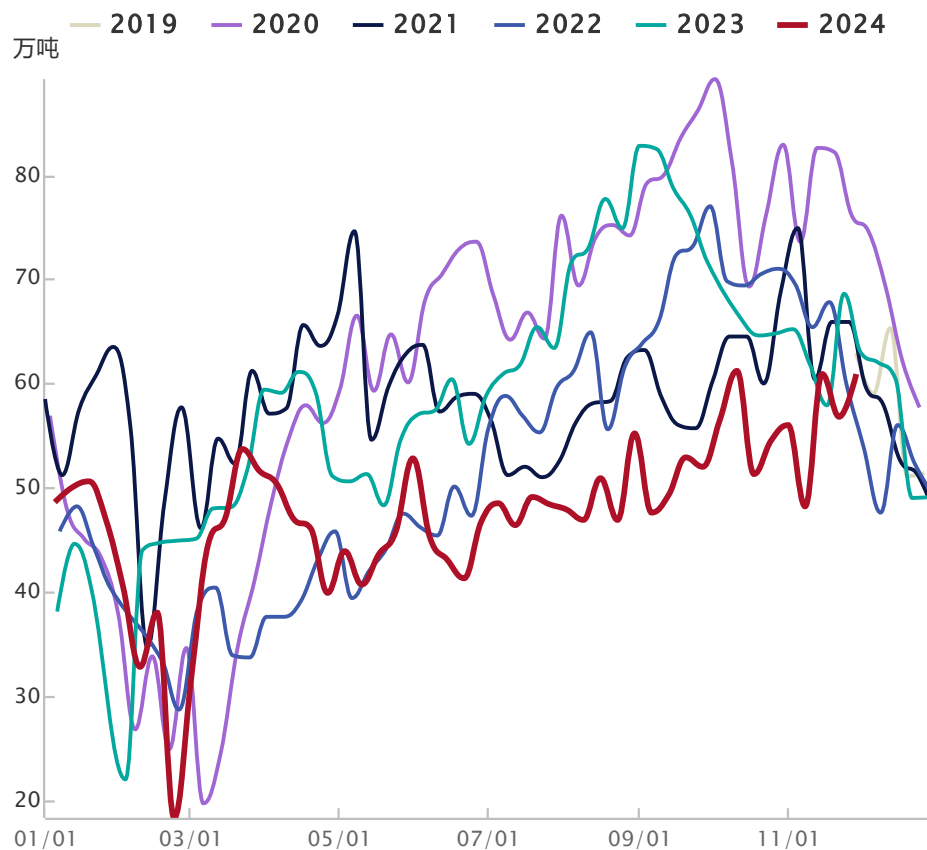
中厚板：消费量：中国（周）季节性



来源:钢联 南华研究

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

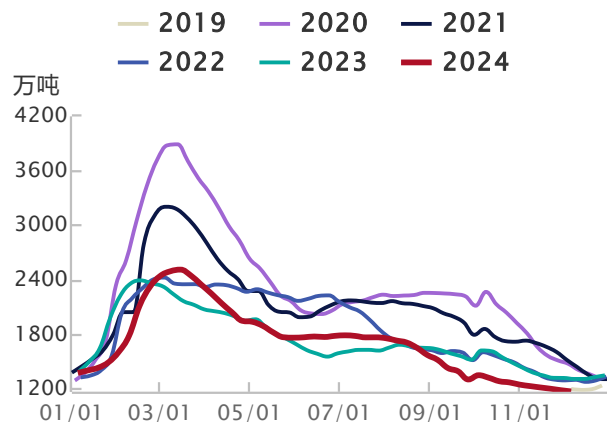
钢联沥青小样本表需季节性



来源:南华研究

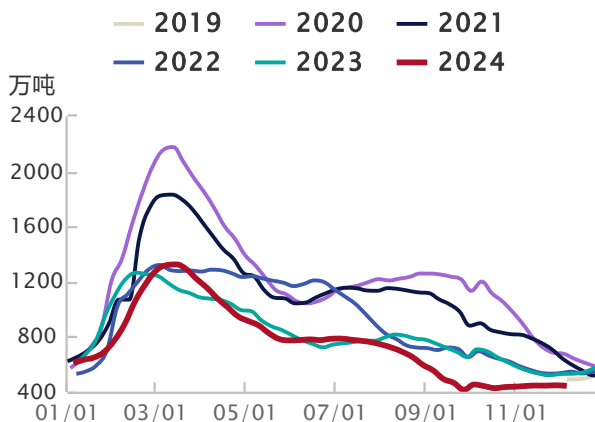
需求·下游五大材库存

五大材总库存季节性



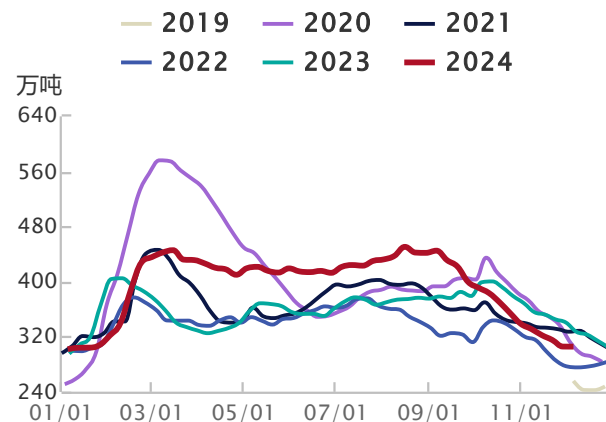
来源:钢联 南华研究

中国螺纹钢总库存季节性



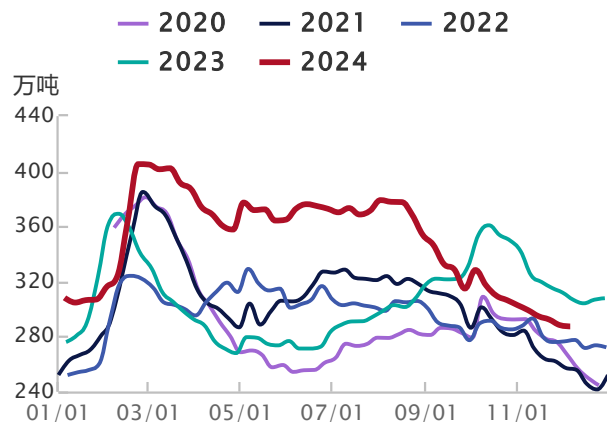
来源:钢联 南华研究

热轧板卷：库存：季节性



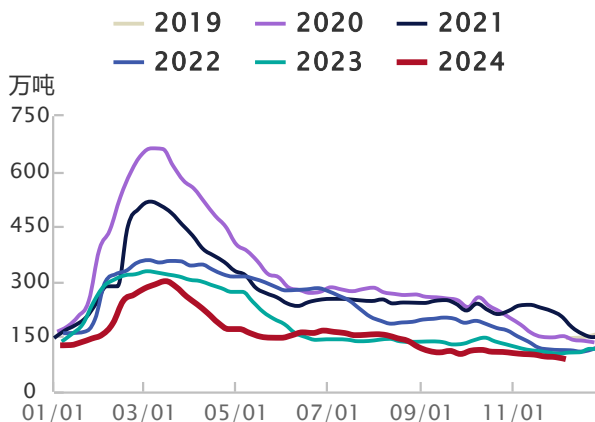
来源:南华研究 钢联

中厚板总库存(周) 季节性



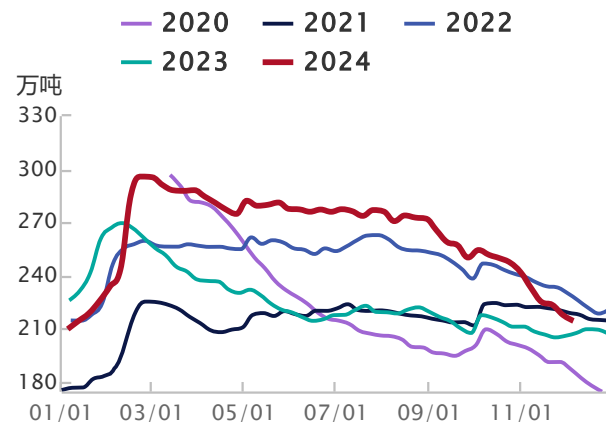
来源:钢联 南华研究

线材：库存：中国（周）季节性



来源:钢联 南华研究

冷轧卷板总库存(周) 季节性

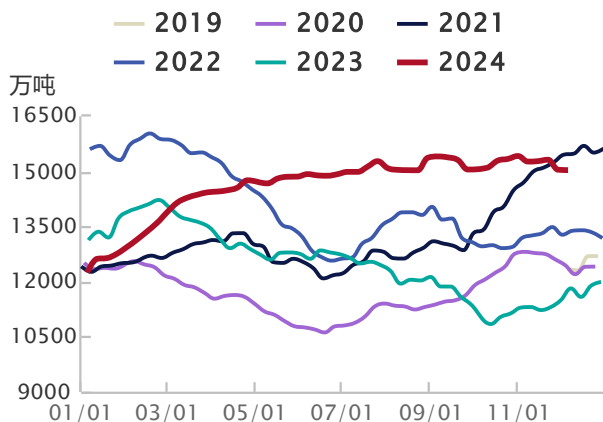


来源:钢联 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

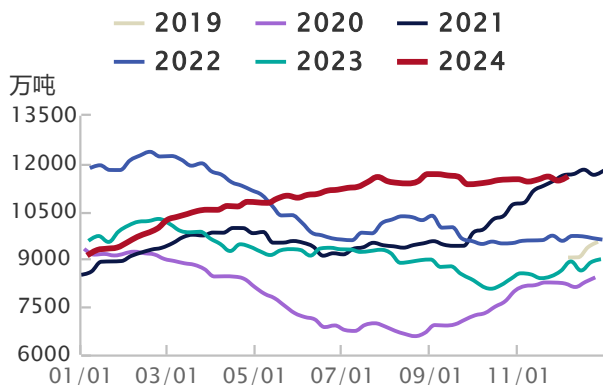
库存·港口库存结构

中国铁矿石45个港口库存季节性



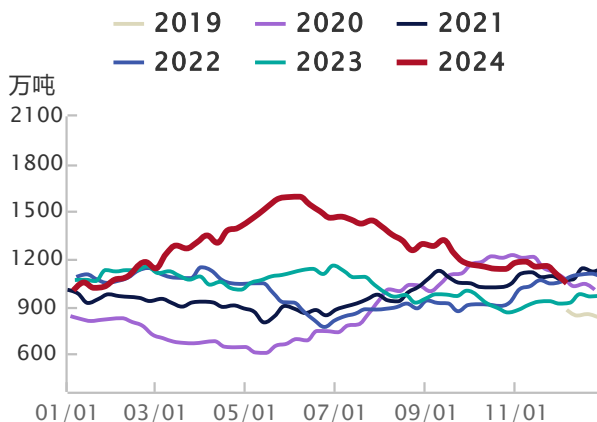
来源:钢联 南华研究

粗粉: 进口: 库存: 45个港口 (周) 季节性



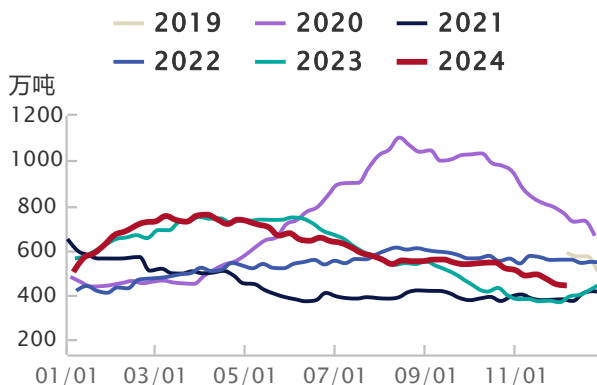
来源:钢联 南华研究

铁精粉: 库存: 45个港口 (周) 季节性



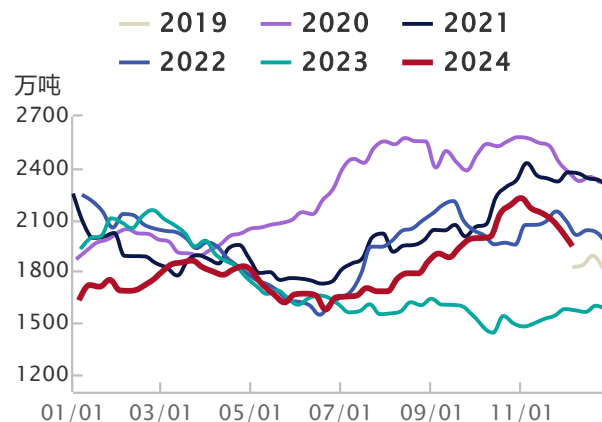
来源:钢联 南华研究

球团: 进口: 库存: 45个港口 (周) 季节性



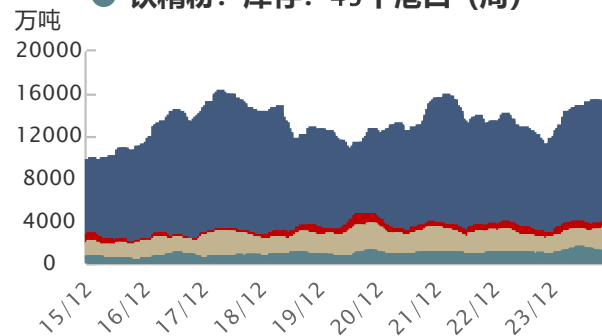
来源:钢联 南华研究

块矿: 库存: 45个港口 (周) 季节性



来源:钢联 南华研究

- 粗粉: 进口: 库存: 45个港口 (周)
- 球团: 进口: 库存: 45个港口 (周)
- 块矿: 库存: 45个港口 (周)
- 铁精粉: 库存: 45个港口 (周)

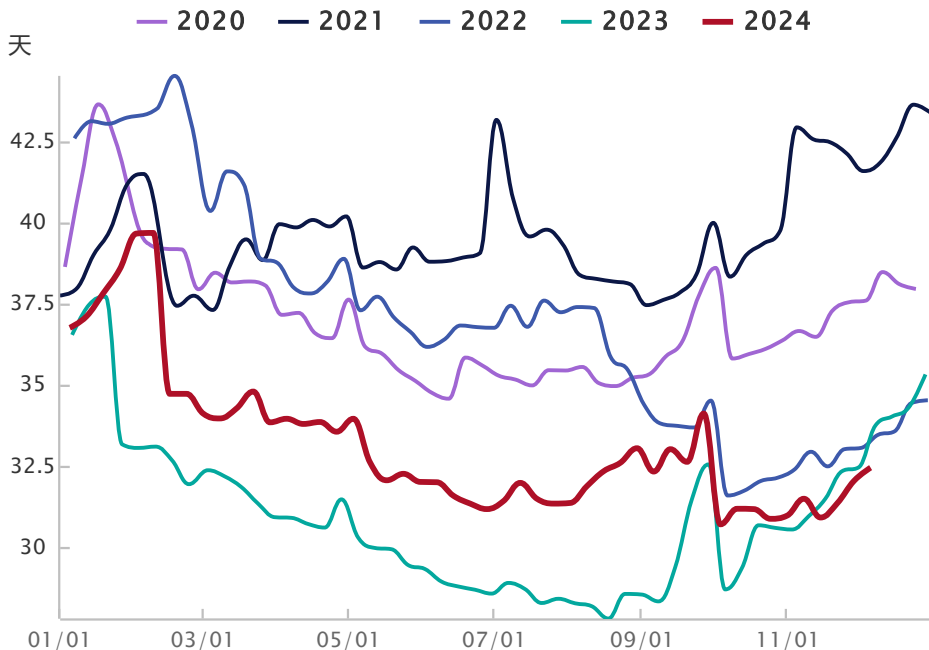


来源:钢联 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

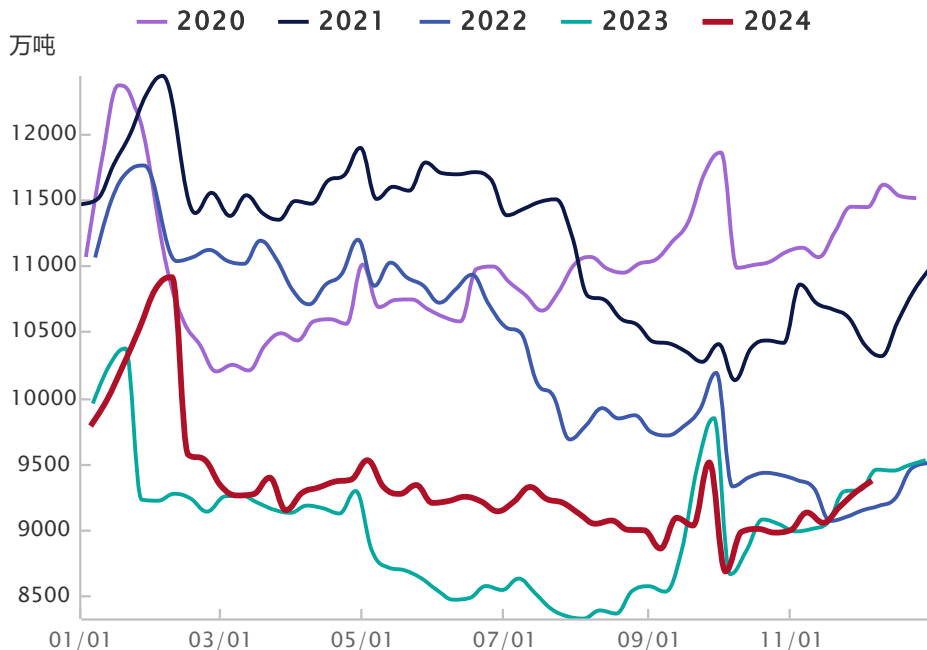
库存·钢厂厂内铁矿石库存

铁矿：进口：库存消费比：247家钢铁企业（周）季节性



来源:钢联 南华研究

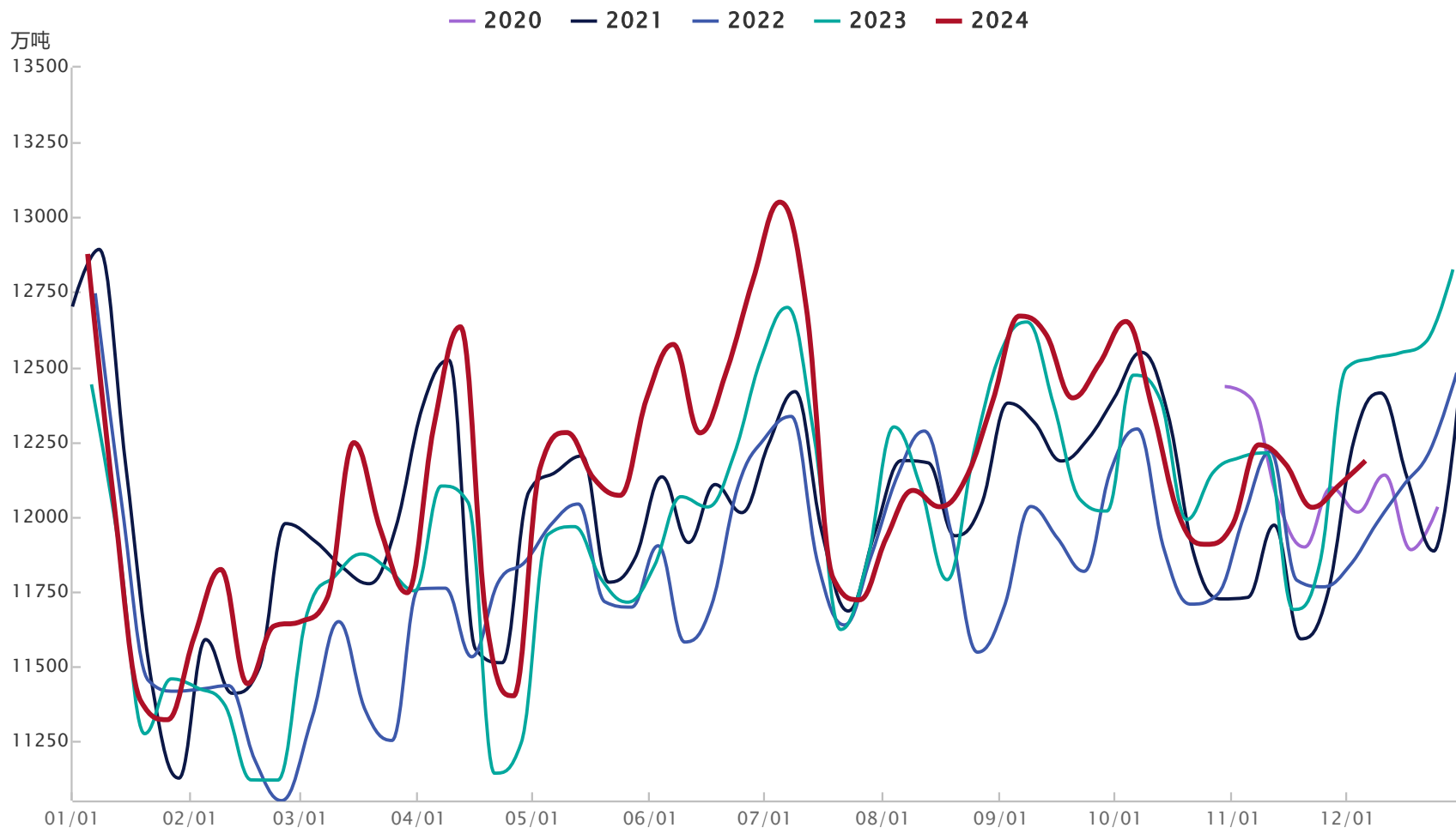
中国钢铁企业铁矿石库存季节性



来源:钢联 南华研究

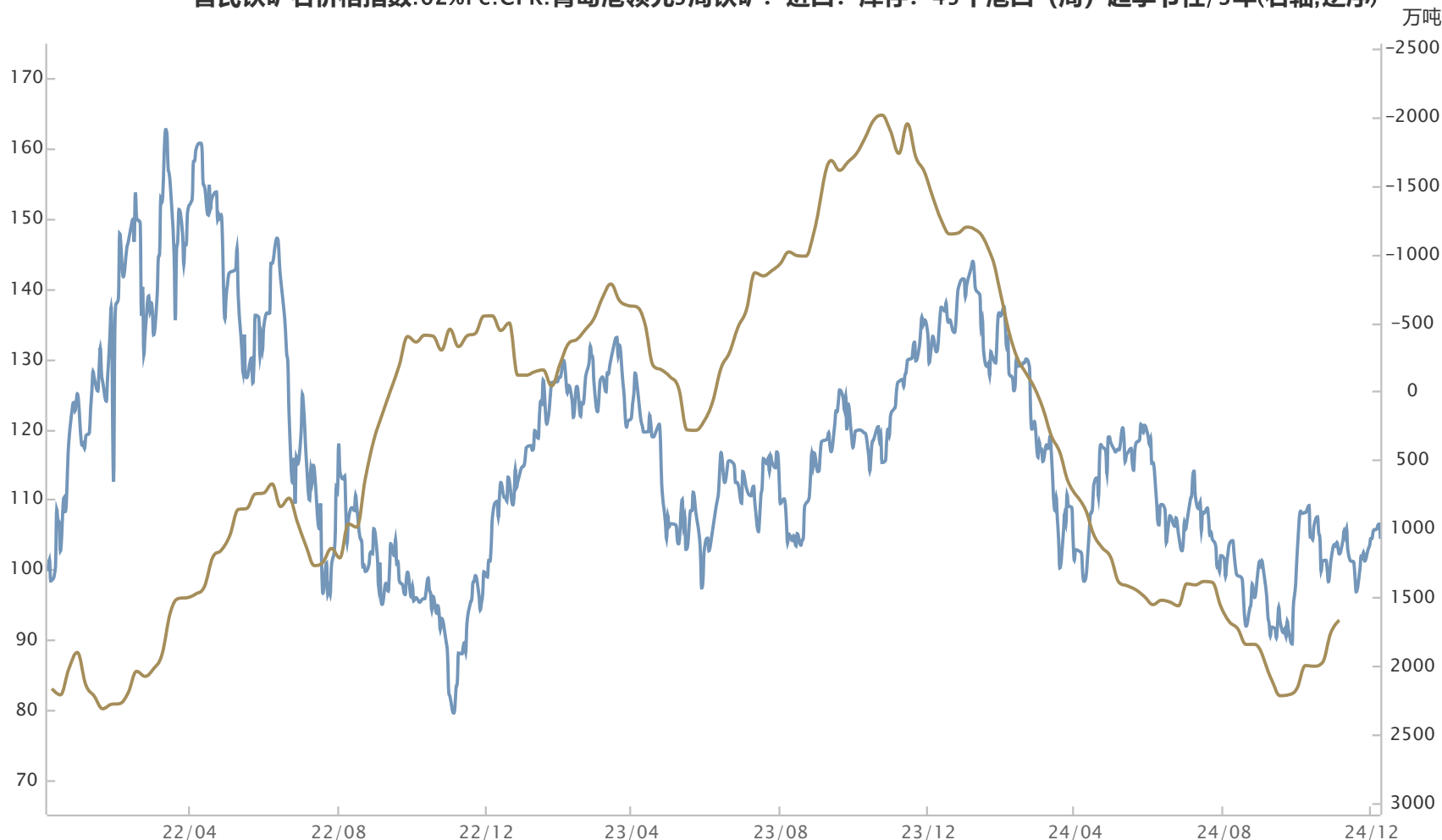
库存·海漂库存

铁矿石全球海漂库存（不考虑航速）季节性



库存·超季节性分析

— 普氏铁矿石价格指数:62%Fe:CFR:青岛港领先5周铁矿：进口：库存：45个港口（周）超季节性/3年(右轴,逆序)



替代品·废钢

— 钢铁企业：废钢：消耗比（周）



来源:南华研究

— 纯高炉企业：废钢：消耗比（周）



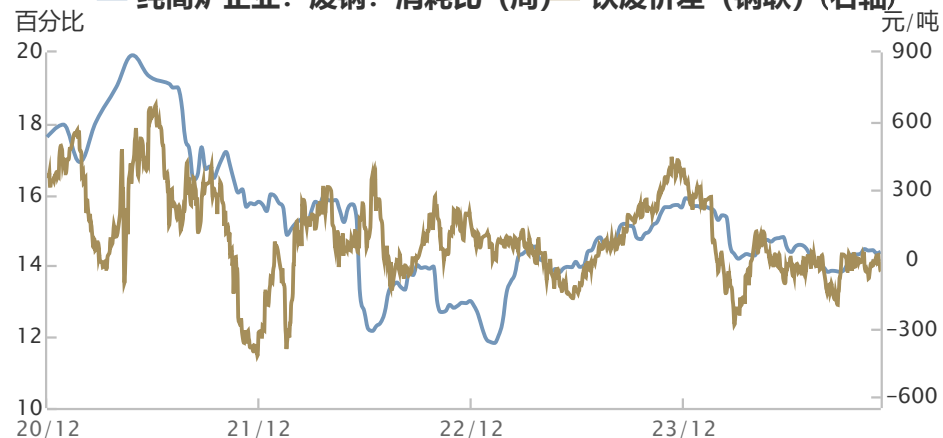
来源:南华研究

— 独立电弧炉企业：废钢：消耗比（周）



来源:南华研究

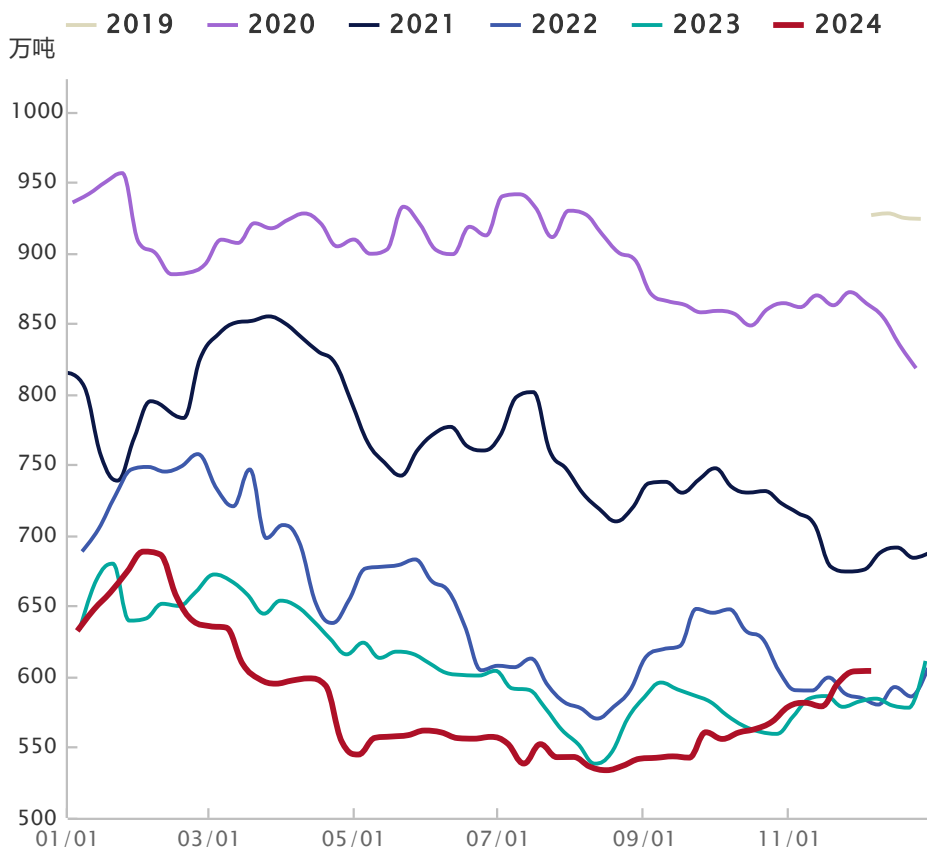
— 纯高炉企业：废钢：消耗比（周） — 铁废价差（钢联）（右轴）



来源:钢联 南华研究

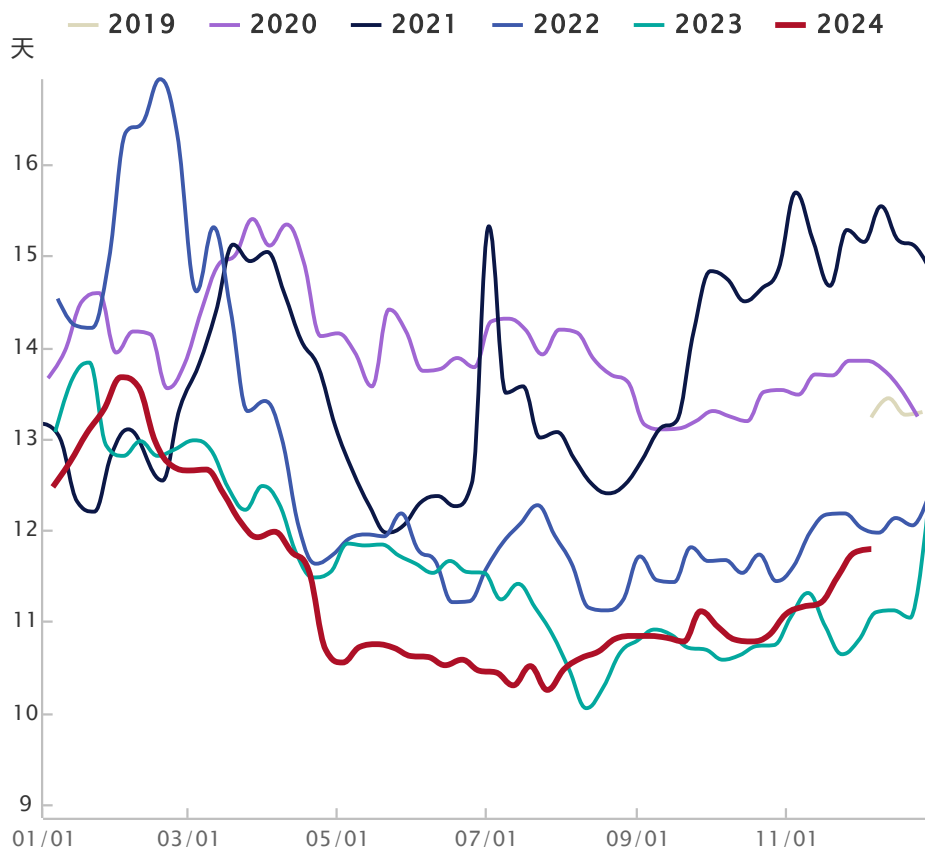
互补品·焦炭

中国焦炭钢铁企业库存季节性



来源:钢联 南华研究

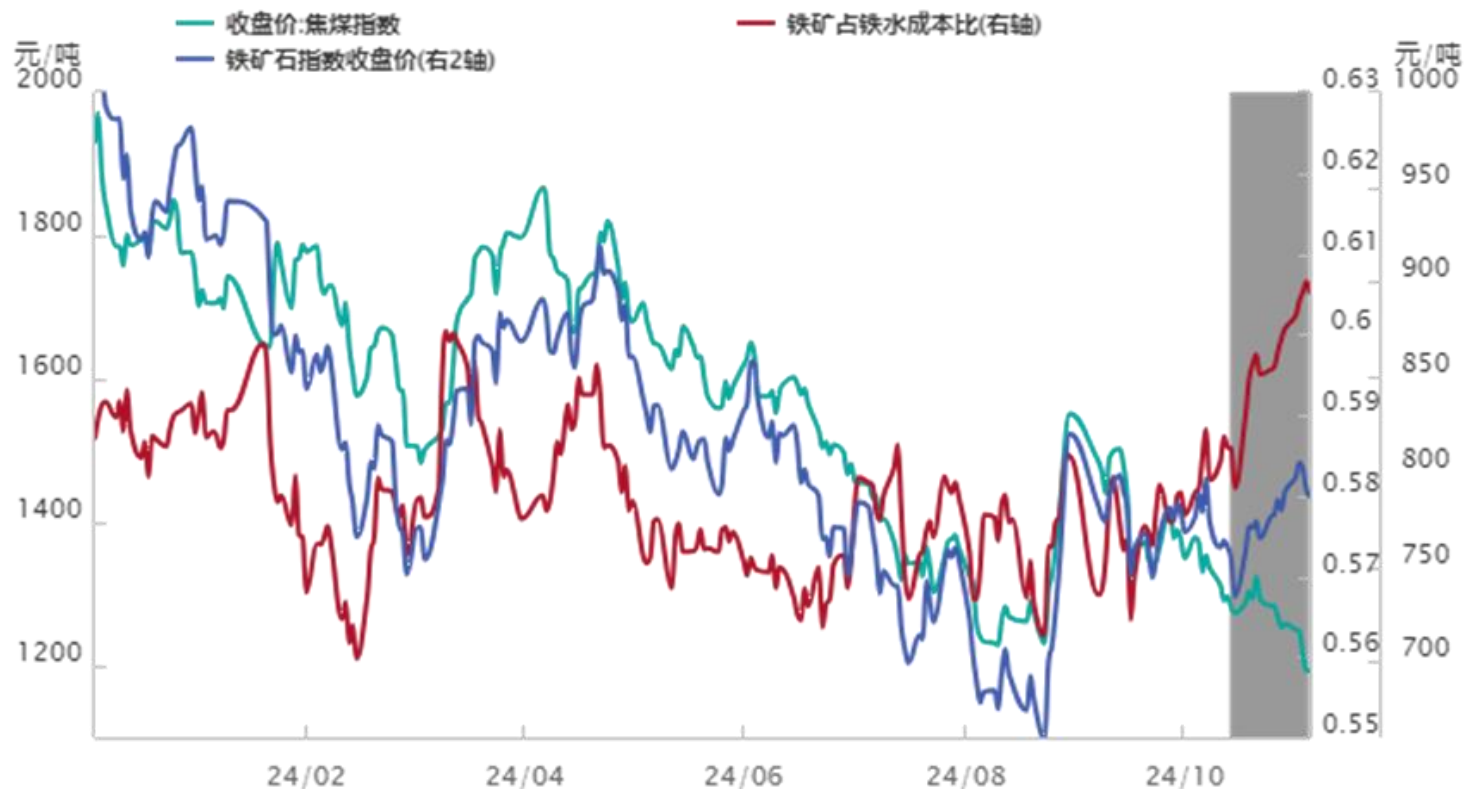
焦炭：247家钢铁企业：库存可用天数：中国（周）季节性



来源:钢联 南华研究

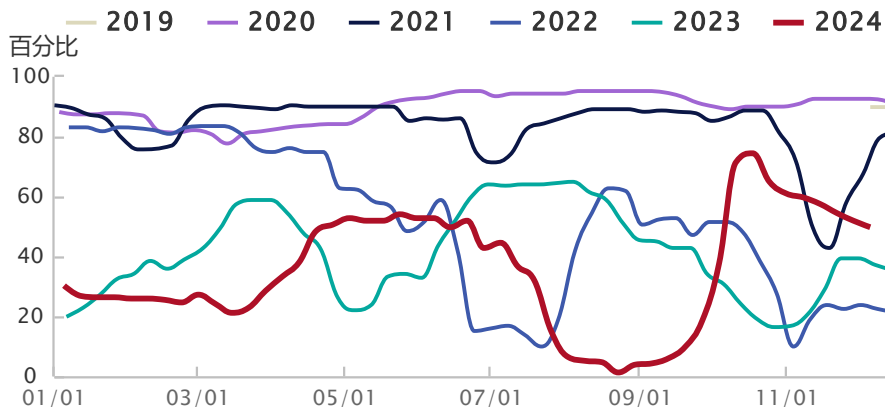
焦煤价格崩塌对铁矿石价格有抬升作用

铁矿占铁水成本比和收盘价:焦煤指数和铁矿石指数收盘价



利润·钢厂利润

247家钢铁企业：盈利率：中国（周）季节性



来源:钢联、南华研究

— 螺纹钢：电炉：利润（日）



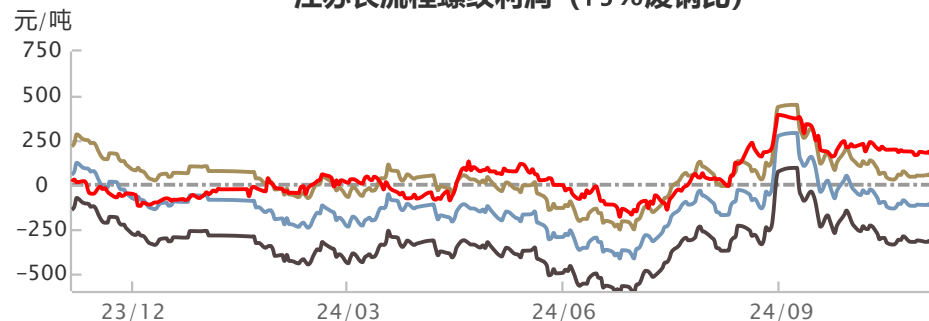
来源:南华研究

— 螺纹钢：高炉：利润：中国（日）



来源:钢联、南华研究
智慧创造财富

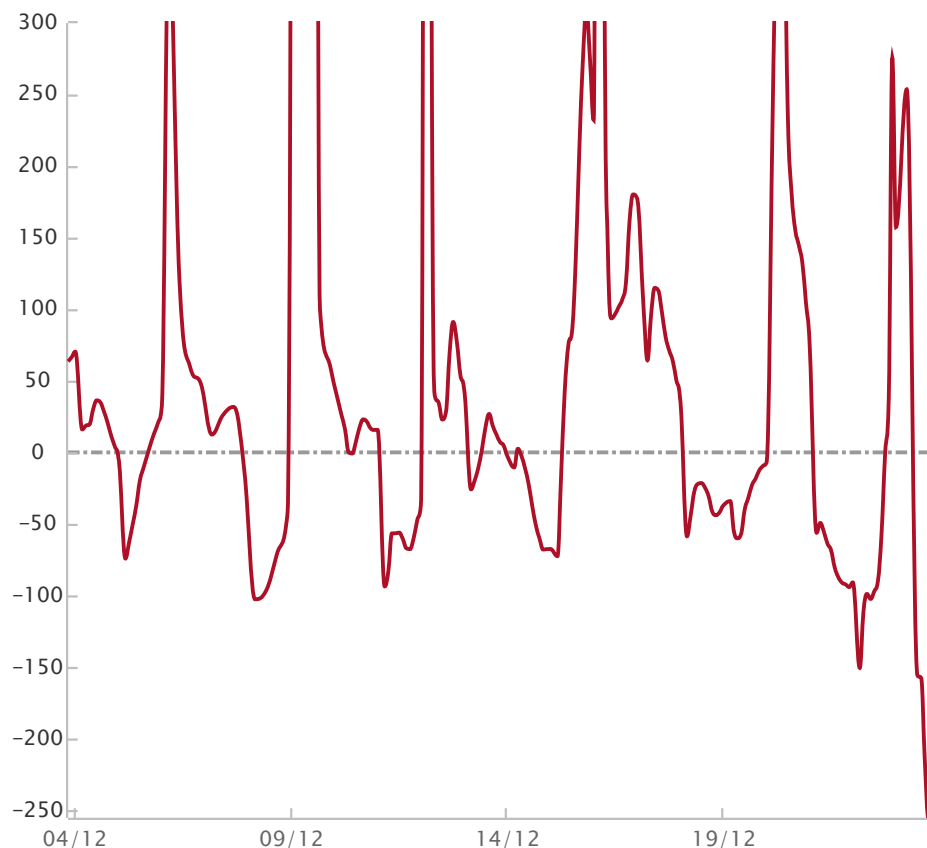
— 江苏电炉利润：平电
— 江苏电炉利润：谷电
— 江苏电炉利润：峰电
— 江苏长流程螺纹利润（15%废钢比）



来源:富宝、南华研究

产能政策猜想

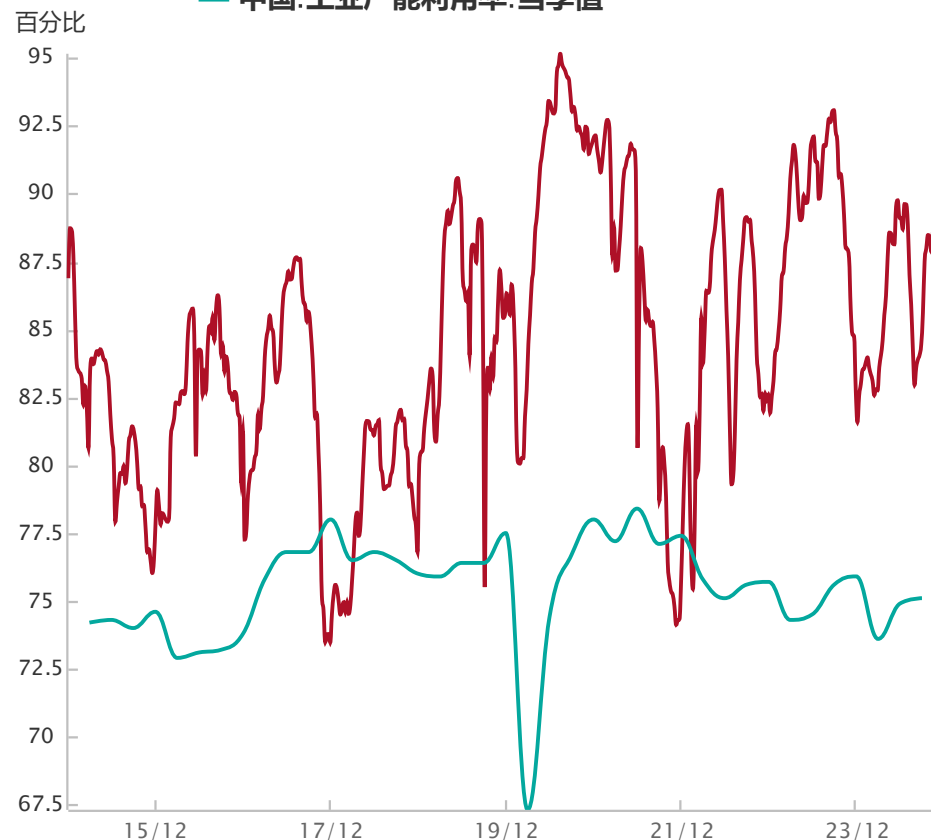
— 中国黑色金属冶炼和压延加工业利润总额累计同比



来源:wind,南华研究

— 247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）

— 中国：工业产能利用率：当季值



来源:南华研究,wind

第三章 结论



宏观：整个宏观政策仍是拖着，打破通缩螺旋还是需要更强有力的去产能/收入提升政策

1. 宏观现状：债务通缩-居民企业缩表-收入预期下滑-资产价格预期不稳
2. 宏观措施：仍鼓励居民加杠杆买房，鼓励企业加杠杆投资
3. 去产能政策仍是慢出清

铁矿石：

短期供给偏紧，需求有韧性，库存超季节性去化，加之焦煤让利，价格易涨难跌。但中长期看价格偏过剩，整体估值难提升。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区 富春路136号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

