

# 关注铁矿石 9-1 正套

研究中心黑色团队

## 摘要:

黑色商品在 2025 年一季度的基本面表现整体平稳，市场未出现明显矛盾。价格维持在低位区间震荡运行，品种间则呈现相对估值修复的态势。清明节假期间以美方先行的关税摩擦升级，引发市场大幅波动。后续随着中美“对等关税”措施持续发酵，以及其他国家和地区也陆续出台针对我国成材的反倾销政策，我国直接及间接出口均受较大影响。海外潜在需求回流将对国内尚未完成结构调整的内需形成冲击，不确定性明显上升。

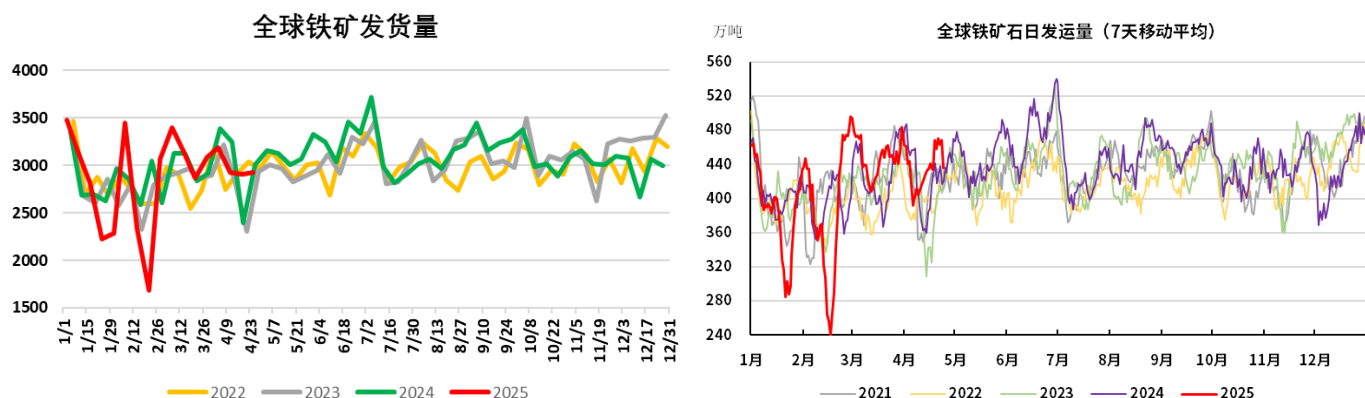
受此影响，市场对于二月以来“粗钢减产”的预期迅速升温。从需求走弱的现实出发，顺势而为推进产量压减，成为供需再平衡的合理路径。但最终何时减产，以何种方式落地，目前在铁水产量较高的背景下，仍未明朗。从基本面的角度预判，铁矿石三季度或呈现供需双稳的局面，四季度面临季节性供强需弱格局，由此判断四季度港口库存累库斜率或大于三季度，在月差估值合理的情况下，建议关注 9-1 月差正套策略。

## 正文:

### 一、预期冲击，价格下移

根据数据观察，2025 年一季度铁矿石全球发运同比 2024 年下滑较多，但去年是供需两端均反季节性的表现，所以若是对比往年来看，今年以来供需表现依然较好。2 月以来，澳洲受连续性的飓风影响冲击主要发运港口，三大矿山短期均不同程度受到影响，发运量也创近几年历史新低。巴西在其发运淡季表现同样不如去年同期亮眼，且期间存在部分罢工活动，但较往年对比，依然处于后矿难时期较好水平，整体影响有限。2 月底，随着天气的好转，劳工问题的改善，全球发运以四大矿山为主不断回升，近期无论是钢联，或是路透口径的数据，均显示累计发运量较去年同期已相差无几，后续供应端的同比增量或随着时间推移开始显现。

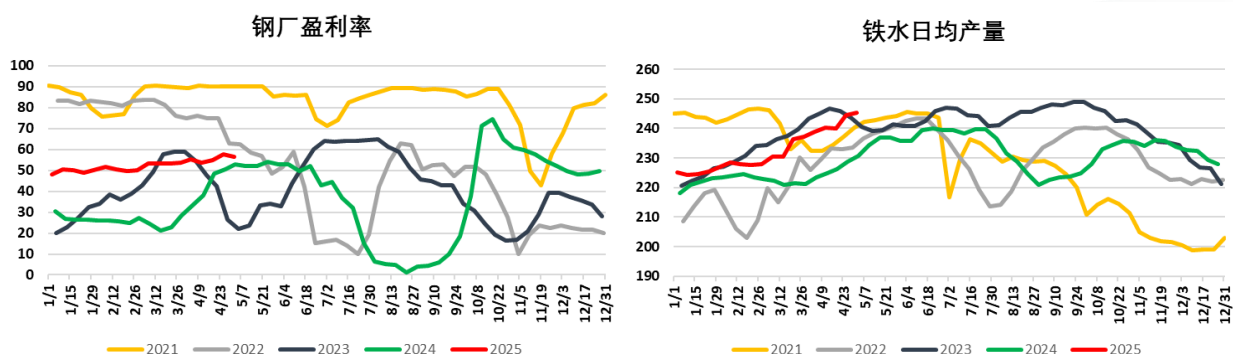
图 1 全球铁矿石发运（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、路透、永安期货研究中心

终端需求方面虽然一季度地产保持下行，但基建、制造业开局平稳，项目资金到位情况略优于去年同期，出口取得开门红且结构多样化，促使春节后铁水的产量呈现快速回升趋势。在焦炭受煤端价格下移，跌价让利钢厂利润的情况下，铁水产量持续快速回升，五一数据已来到近年同期新高，日均同比去年增加约 4%，在如此需求情况下，铁矿石港口库存去化至同比偏低水平。**当前对于铁矿石来说，产业静态基本面偏好，但价格其实已经在过往体现，现阶段的价格下滑表现是被预期冲击，等待兑现的过程。**

图 2 钢厂盈利率和日均铁水（单位：百分比、万吨）



数据来源：Mysteel、永安期货研究中心

一方面虽然中美“对等关税”要维持多久是不确定的，但至少在此博弈背景下，一段时间内我们要做好外需回流的准备，内需在新工业“接棒”旧地产还未顺利完成交接的情况下，能够承接多少是较大挑战，略显悲观的需求下移或已经在路上。若是需求下移最终定会带动利润水平回落，那么“粗

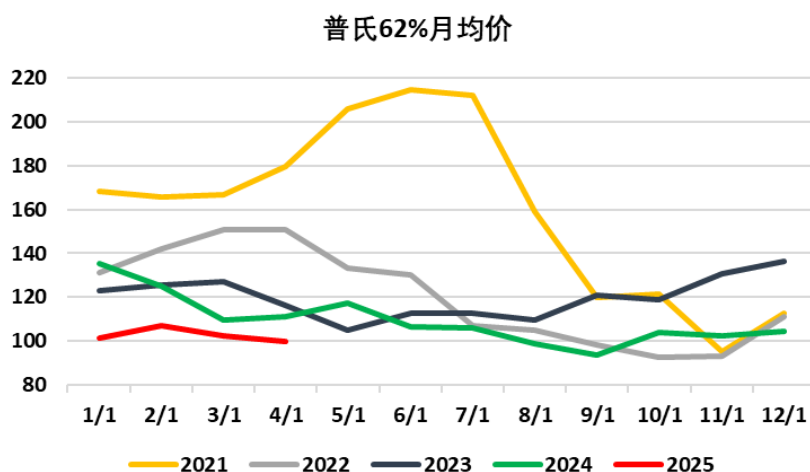
钢减产”也会进入主动性调节期。受两重预期的影响，均指向铁水高产量难以维持现状，造成铁矿石在后续供应增量或显现的预期下，价格先行下滑也就显得合理。

## 二. 现实趋弱，普氏回落

随着二季度铁矿石全球发运数据的回升，预计后续没有天气大幅波动的影响下，到5月底累计发运增量即将体现。RT在前期天气影响中减量较多，后续将持续补发，西芒杜的合资项目正常情况下，11-12月存在到港预期。FMG和BHP在财年末不到两个月的时间中存在冲量计划，VALE预计在天气没有影响的情况下，发运将有条不紊的增加，虽然目前指数绝对水平无法有效刺激非主流矿发运的积极性，但在四大矿的主流影响下，接下来两个月时间可以对供给增量持乐观预期。叠加上文对于后续双重预期的影响判断，铁矿石需求下滑或不可避免，供增需减的格局相对明朗。

近端港口库存已经体现拐点，若后续供需两端没有超预期的影响因素变化，铁水高产量徘徊见顶也只是待下游需求矛盾体现的时间问题，那么港口铁矿石将重回累库趋势。由于全球经济不确定性较强，地缘冲突还在不断加剧的情况下，需求没有增量期待，铁矿石处于较为过剩状态。我国铁矿石需求在其中占比接近7成，累库有望带动普氏指数的中枢价格继续下移。从指数今年的表现来看，整体波动区间已经收窄，在未来两个月我国的潜在需求矛盾显现下，中枢的区间或进一步下移至90-100美金。

图3 普氏月均价（单位：美元/干吨）



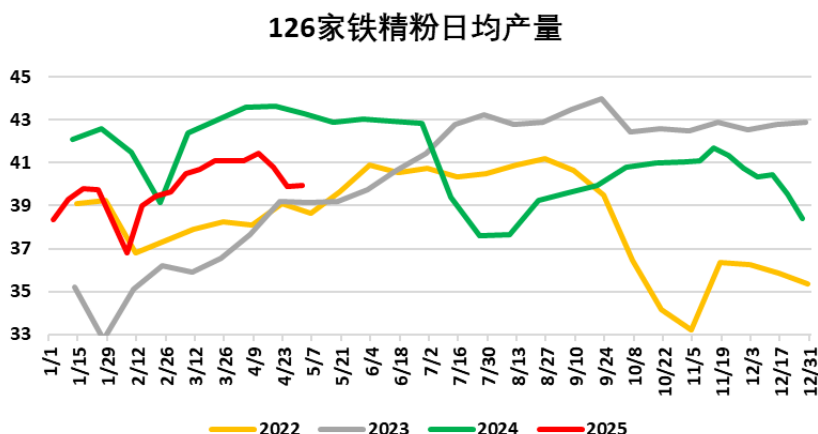
数据来源：Wind、永安期货研究中心

### 三．价格寻底，波动降低

基于以上对于当前产业基本面的分析，以及宏观冲击的影响判断，黑色商品长周期的下行趋势调整虽然未结束，但是短周期的内需对冲刺激政策也会带动价格阶段性的反弹。我们认为年内在需求无增量的情况下，价格的波动区间是会进一步被压缩向下，但如果上半年超预期的见到阶段低点，那么下半年的对内循环，经济刺激，潜在的发力空间必然存在预期，产业链中相对偏低价格的成材便不能作为持续性的需求空配品种。煤的矛盾我们认为若不减产，很难解决，那么价格或许始终处于黑色产业链中弱势的一方，下半年无论是产业现实变化，还是预期情绪波动，价格更多会体现在成材和铁矿石。如果成材阶段上涨，弱需求对应微利润，铁矿石虽然过剩格局不改，但受其依赖进口的属性，以及金融属性偏强的影响，价格从成材成本角度来看，依然具备跟涨托底作用。对于其自身来说，也存在成本支撑的观点。

国产精粉在我们去年年报中给了同比增量，结合目前的高频产量数据来看相差较远。即便后续河北、山西区域有项目复产，东北区域项目有投产，但不确定性依然存在，且当前的指数价格无法刺激增产的积极性。叠加我们长期以来对于国产精粉 66-69%铁品位的成本估算基本在 90-100 美金，目前处于平衡状态，微利对应低产。

图 4 国产铁精粉日均产量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、永安期货研究中心

进口矿成本主要考虑主流矿和非主流矿，100 美金附近的普氏月均价格，澳洲主流矿的利润较为

丰厚，不在边际观察范围。非主流矿今年以来整体发运量并不高，也并没有增产计划，现阶段观察度较低。巴西矿目前处于一个值得关注的边际价格节点，印象中的巴西矿和澳洲矿成本相差更多是长运距带来的变化，虽然目前开采成本并没有较强的上升，但从我们的实际调研了解，巴西贸易矿港口现货及远期到岸成本多数在 90 美金以上，几点因素值得参考。1. 后矿难时期的高额赔付 2. 项目重启的再投资 3. 品种变化带来的指标变化，总结认为几点因素导致了当下进口巴西矿的成本变动。那么在未来指数均价下移，造成矿山理论边际减产或是采购减少，需要观察的边际价格支撑顺序便是国产精粉，非主流矿和巴西矿。国产精粉产量下滑，会直接带来进口矿的消耗比例上升，那么即便是在铁水产量下滑过程中，边际打掉非主流矿的增量供给，在我国铁水产量高基数的支撑下，巴西矿的边际成本是短期难以打破的支撑。**所以我们认为，90 美金的铁矿石均价在中短期具备支撑的作用。政策对于需求的提振一定是有效的，然而现实的落地需要缓慢变现，这过程中价格虽然有底但可能波动率会持续降低。铁矿石区间价格可能相较过往动辄 50 美金区间波动进入 20 美金区间低波动时代。**

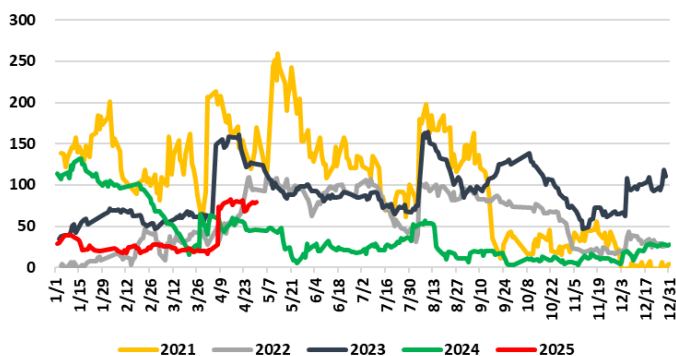
#### 四．库存累积，月差可期

虽然全年需求是下滑预期，可近端钢材的库存量并没有较大压力，在多数品种存在生产利润，且没有行政性减产政策落地情况下，铁水的产量自然会保持在较高水平。拉长时间周期观察，需求瓶颈难破，地产端还在减量，出口冲击陆续体现，当下高供应带来的库存矛盾终将体现，减产也会随之而来。实际减产若发生在年中，全年持续保持低产并不现实，以及对于传统工业旺季“金九银十”的预期还会存在，那么减产实际发生后的复产预期也会到来。

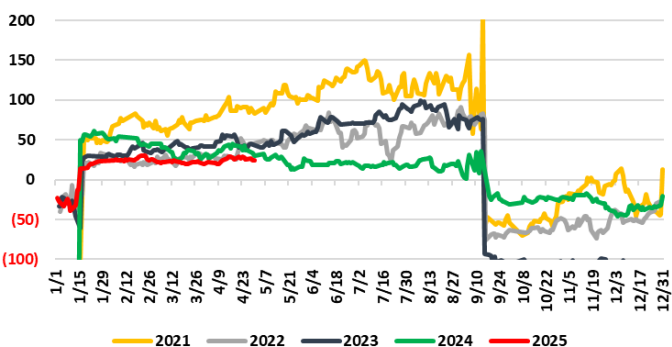
铁矿石下半年处于持续累库的预期，综合评估 7-9 月和 10-12 月的累库斜率来看，预计在下半年的项目投产时间，及季节性发运旺季和年终的矿山发运冲量等判断，10-12 月的供给量或更大。铁水产量即便在今年没有“减产政策”以及成材需求超预期找到了增量点情况下，10-12 月季节性的减量也会存在，那么我们认为 10-12 月的铁矿港口累库斜率会较 7-9 月更大。**当前 09 合约的贴水较多，且 9-1 的月差处于合理估值位置，正套具备参与条件和价值。**

图 5 铁矿基差和月差（单位：元/吨）

主力合约基差



9-1月差



数据来源：大商所、Mysteel、永安期货研究中心

## 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。