

# 【黑色策略观察】长周期视角下铁矿/焦煤比价思考

原创 王静静 物产中大期货研究 2025年02月14日 09:00 浙江



报告分为四部分：铁矿和焦煤议价权差异，不同价格和利润周期下二者比价的周期变化规律，当下二者比价情况及后期展望，影响二者比价的其他短期影响因素。

## 一、自给率与行业垄断度存在差异，铁矿石在产业链议价权常常强于焦煤

### 1. 铁矿石和焦煤的自给率/对外依存度差异显著。

我国是钢铁生产大国，粗钢产量占全球粗钢产量一半以上，且粗钢产量中长流程钢厂占比在90%左右，意味着粗钢生产需要消耗大量的铁矿石、焦炭及焦煤。但我国铁矿石资源匮乏，严重依赖进口铁矿石，尽管近几年我国基石计划不断推进，但到目前为止钢厂依然以消耗进口矿为主，国产精粉年产量在2.7亿吨以下，而每个月进口矿在1亿吨上下，全年进口量在12亿吨左右，中国铁矿石自给率仅20%左右，对外依存度极高。而炉料的另一部分，我国的焦炭资源与焦煤资源较为丰富，国内焦炭产量在4.9亿吨左右，充分满足国内使用的基础上，少部分焦炭出口，焦煤24年国内产量4.7亿吨进口量为1.2亿吨，自给率在80%以上，部分年份接近90%。铁矿石和焦煤国内自给率的巨大差异，导致了两者在产业链价格博弈中地位的不同，通常情况下，铁矿石更易处于强势地位。

### 2. 自给率差异的前提下，铁矿与焦煤行业集中度也存在差异。

铁矿石资源集中度高，全球高品位铁矿石产量和贸易量集中在淡水河谷、力拓集团、必和必拓、福蒂斯丘金属四大国际矿业巨头（四大矿山）手中。四大矿山出品的主流矿烧结性、铁品位、其他微量元素配比等较为稳定，受国内钢厂青睐，其铁矿石产量约占全球总产量的50%左右，贸易量占全球贸易总量的70%左右，供应也较为稳定。四大矿山依托资源禀赋的天然优势，对铁矿石市场的供应市场形成近似垄断的格局，通过对产销发运进行调整，拥有强大的定价权，而中国缺少资源储备或其他资源进行替代，在对铁矿石的议价权上常处于劣势。

煤炭行业整体集中度在供给侧改革前较低，市场存在大量黑煤窑等违规产能，整体行业集中度在近几年才得以提升，主要受益于行业供给侧改革的推进，落后产能、中小零散产能以及违规产能关停退出，2023年前十大煤炭企业原煤产量占规模以上企业原煤产量的51.5%。具体到炼焦煤，市场没有比较明确的数据。我们粗略统计了6家上市炼焦煤企业（山西焦煤、潞安环能、冀中能源、平煤股份、淮北矿业、盘江股份）的市场占有率，预估产量占比大概在60%左右（如有不当欢迎指正）。煤炭行业整体集中度提升，但主要体现在焦煤对焦炭的议价权上，与铁矿石相比议价权仍显不足。

## 二、不同价格和利润周期中，焦煤/铁矿比价存在一定规律

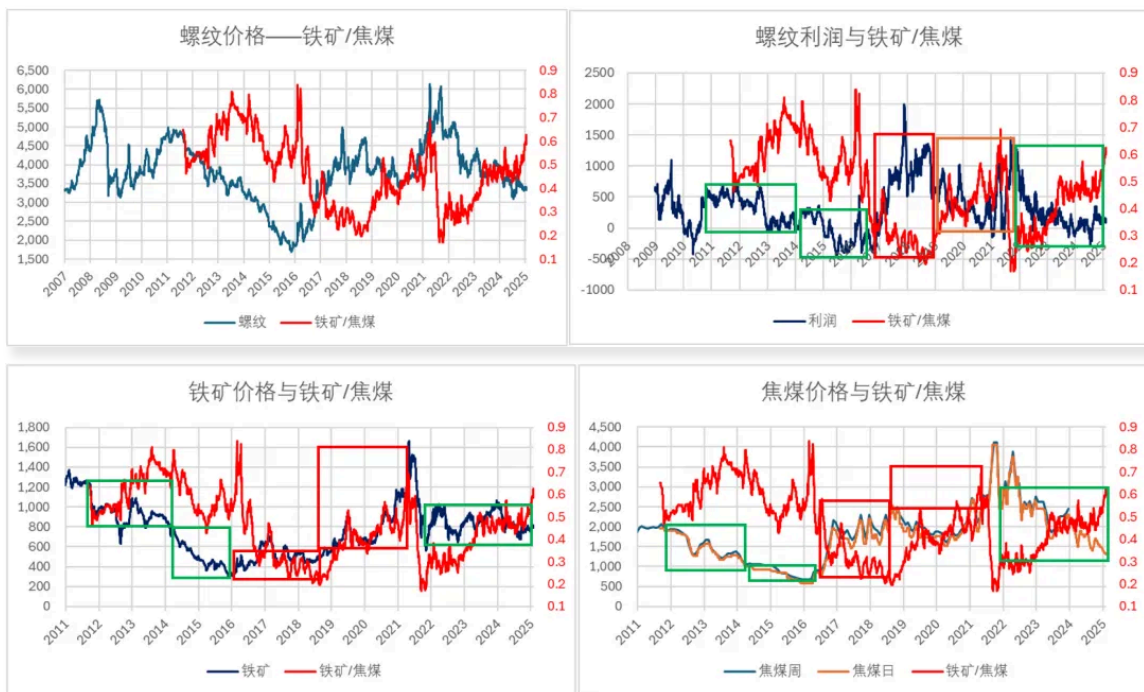
铁矿石和焦煤两个品种行业背景和行业格局的差异导致了市场认为，在多数时间内，铁矿石与焦煤比价更容易走强。但是二者比价并不能一直走强，持续上涨之后也曾出现过连续的下跌，因此，我们对铁矿/焦煤比价进行了复盘，主要比较不同价格走势及钢厂利润下，对应铁矿/焦煤比价强弱的走势与变化，并简单回顾当时行业变化。

首先要指出的是，黑色产业链各品种价格走势近似，产业相关性之外，宏观因素是主要原因之一。其次，钢厂利润走势与螺纹钢价格走势基本一致，个别特殊年份存在一定差异。



数据来源：WIND，MYSTEEL

理清利润走势与价格走势的异同后，我们分段比较铁矿/焦煤比值与价格走势以及钢厂利润的关系：



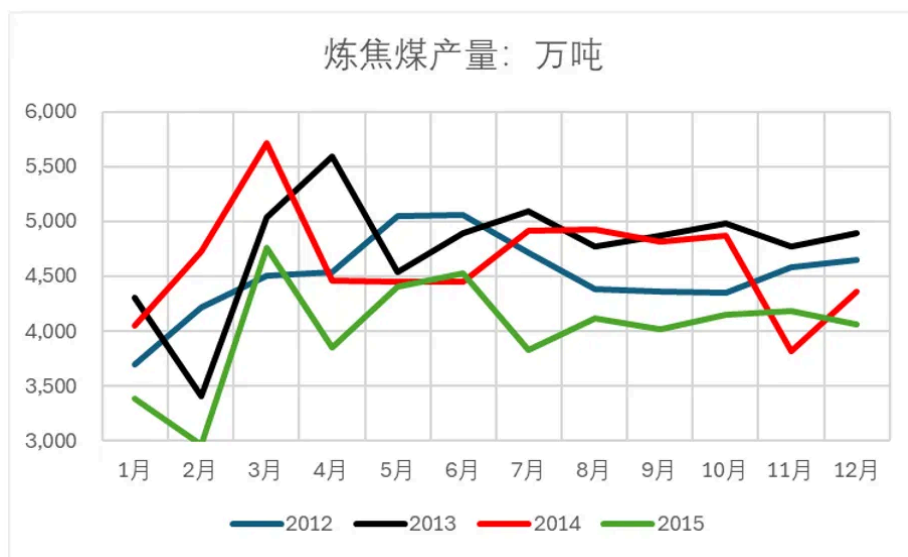
数据来源：WIND，MYSTEEL

1. 直观来看，铁矿/焦煤比价与铁矿石价格走势相关性要高于与焦煤价格走势的相关性，反映了在二者比价关系中，铁矿石价格的主导作用更强。

2. 矿石价格以及黑色商品价格由涨转跌后，铁矿/焦煤比价会遇到阻力发生阶段性调整，但通常情况下铁矿/焦煤比价经过调整会再次冲高。例如2011年至2014年以及2022年至近。在黑

色商品价格见顶回落前期，铁矿/焦煤比价依然会再次走强，此时主要表现为价格下跌前期焦煤跌幅更大。此阶段，钢厂利润压缩，主要压力在焦煤端。

3. 在价格下跌至一定阶段后，以2014年为例，焦煤价格下跌至1000附近，估值偏低，煤矿面临减产，而铁矿前期跌幅较小，价格依然维持在800-900附近，此时，焦煤下跌速度放缓而铁矿石接过最后一棒，产业链新一轮下跌再次启动，铁矿/焦煤比价见顶回落。此阶段，钢厂利润进一步压缩，铁矿利润压缩幅度更大。但是需要注意的是，在2014年焦煤实际产量的下降在2014年年底，滞后于比值走势的变化。



数据来源：WIND

4. 在产业链价格新一轮上涨初期，以2015年至2018年为例，铁矿/焦煤比价继续下跌。主要因为产业链供需格局的好转，很大程度上依赖于国内供给侧改革，国内焦煤供给端实现有效收缩，供需改善，而铁矿供给端主要来自海外，铁矿产量无法及时跟随国内大幅调整，因此铁矿/焦煤比值会继续走弱。此阶段，钢厂利润扩张，上游原料利润扩张主要体现在焦煤端。

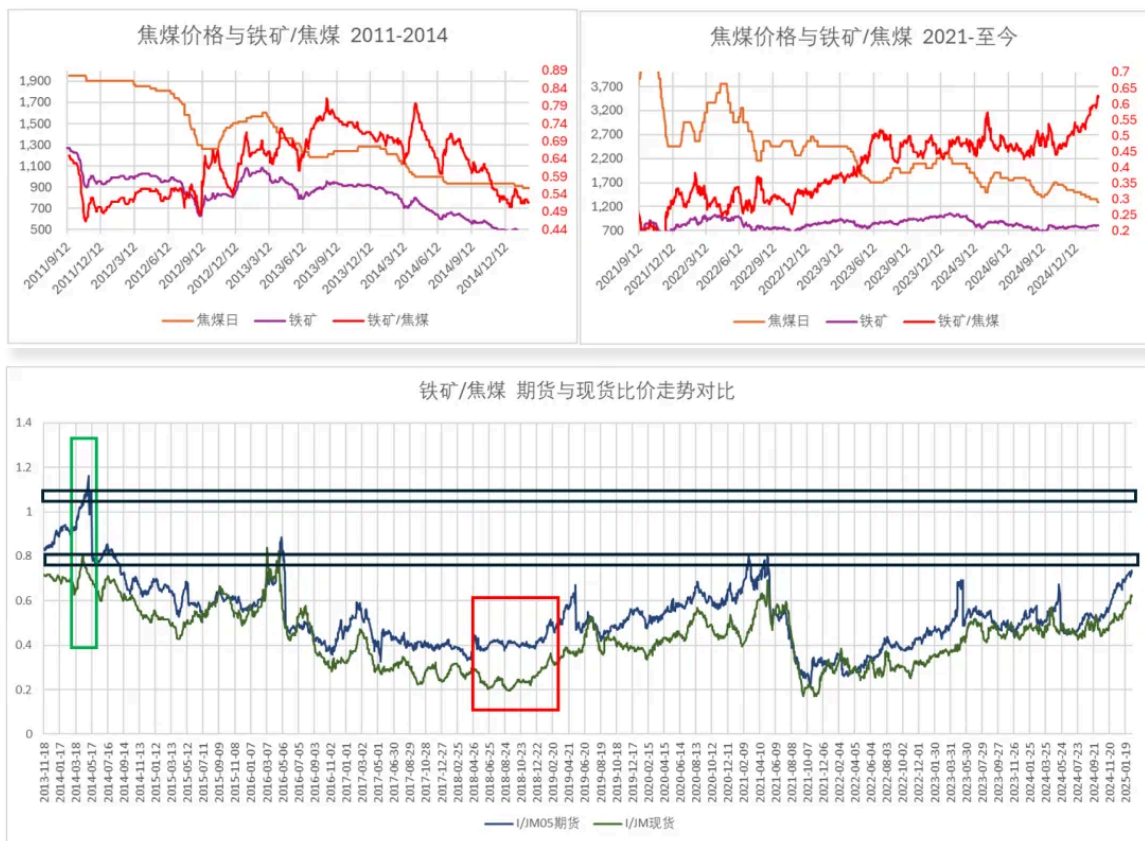
5. 产业链价格进一步上涨，以2019年至2022年为例，铁矿/焦煤比价触底反弹开始走强。在价格上涨中国内焦煤供应释放，供需格局边际宽松，此时铁矿在产业链中的议价权再次体现（19年铁矿溃坝事故加速了铁矿/焦煤比价的上涨）。此阶段钢厂利润通常难以继续扩张，总体表现为震荡回落（21年粗钢平控除外，钢厂利润出现过阶段性扩张），利润压缩中，铁矿/焦煤不断走强。

6. 2022年至今的情况在第二点中已进行描述。黑色商品价格见顶回落，原料供需格局继续宽松，但铁矿议价权强，跌幅较小，焦煤跌幅更大。

总结：原料均表现宽松阶段，铁矿议价权体现明显，铁矿/焦煤比值易走强；焦煤价格贴近成本，同时铁矿800-900水平，二者比值容易出现拐点，需警惕；国内供给侧改革如果出现，或其他原因导致煤矿供应显著减量时，二者比值进一步走弱。

价格	利润	铁矿/焦煤	主要原因
下跌初期	压缩	走强	原料供需宽松，议价权影响，矿>煤
下跌后期	压缩	走弱	焦煤跌至成本附近，铁矿 800-900，估值高度劈叉
上涨初期	扩张	走弱	国内供给侧改革，焦煤供需格局先好转
上涨后期	压缩	走强	原料供需宽松，议价权影响，矿>煤

### 三、目前二者比价情况和后期走势判断

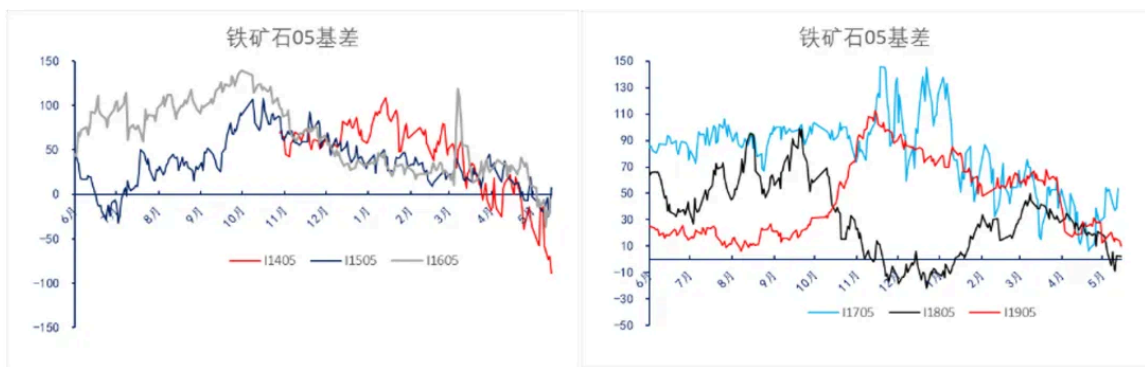


数据来源：WIND MYSTEEL

黑色商品价格于2022年至今整体呈现震荡下跌，钢厂利润不断压缩，与11年-14年情况较为类似。铁矿石和焦煤作为产业链上游原料，供需格局在近几年逐渐宽松，同样宽松格局下，铁矿的议价权强于焦煤，二者比价不断走高，也基本符合11-14年二者比价走势。二者比价趋势的改变，根据上文所述，大致需要出现以下条件：焦煤跌至成本附近，铁矿800-900，估值高度劈叉，目前看条件已逐渐接近14年情况。虽然从焦煤/铁矿比价绝对高度来看，距离14年尚有较大差距，但是供给侧改革后整体国内煤矿的合规性和集中度提高，样本外非法煤矿基本出尽，煤矿超采现象减少，行业平均成本有所提升，我们预计铁矿/焦煤比值高点要低于14年水平。

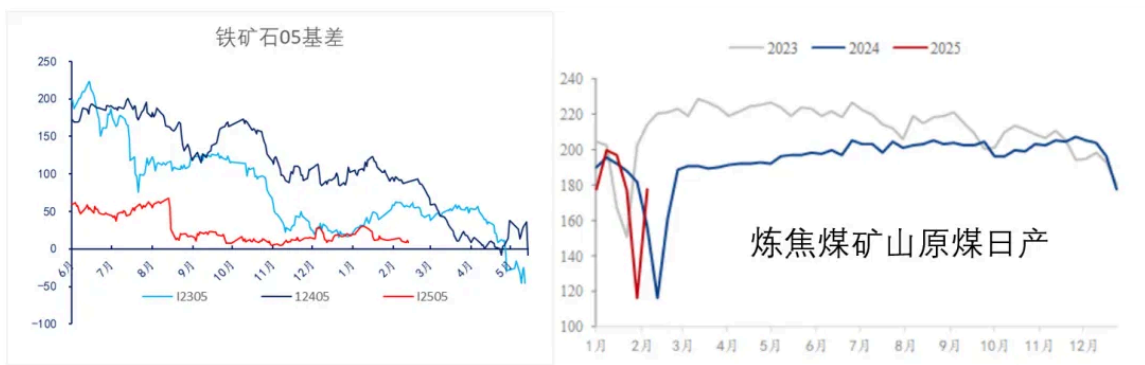
那么二者比价拐点的到来，可以通过什么高频指标来观测，我们将铁矿/焦煤期货比价与现货比价进行了对比，不难发现，在两个比较长周期的拐点中（14年与18年），现货比价见底或者见顶的发生略领先于期货比价，这意味着我们可能从品种的基差中发现端倪。2014年1月，铁矿石1405基差就开始快速收缩，14年4月比值见顶；2018年9月铁矿石1905基差快速扩大，18年12月比值见底。





数据来源：WIND，MYSTEEL

具体到2505合约来看，I2505/JM2505涨至0.74附近。但今年开年至今铁矿发运供应扰动频繁，而焦煤处在上半年的复产阶段，从目前数据来看，煤矿复产速度较快，矿强煤弱的趋势预计仍会维持，目前看上半年铁矿/焦煤比价拐点预计发生的概率不大，除非比值继续快速上冲；从基差角度看，铁矿基差已经在平水附近徘徊近半年时间，注意跟踪后期基差是否出现负向拉大。关于这个头寸，我们还要提醒的是，从历史复盘可以看到铁矿/焦煤比价走势，比值拐点的发生是非常迅速的，通常伴随着比值的极速扩张与垂直下跌，给到交易者反应时间极短，因此，尽管我们认为该头寸上方仍有空间，但建议二者比值在接近0.8时，买矿空焦煤的相关头寸分批减仓。



数据来源：WIND，MYSTEEL

#### 四、影响二者短期走势强弱的常见短期因素

铁矿石价格监管，仓单情况，宏观资金博弈，天气、假期、重大会议、突发事件等因素对铁矿和焦煤供应影响的差异等，本报告不对短期因素展开进一步讨论。

# 分析师简介 #



黑色建材组副组长/  
钢材高级分析师  
王静静

期货从业资格：

F3084543

投资咨询资格：

Z0018727

电话：

0571-87788888-8177

邮箱：wangjj7@wzgroup.cn

## 免责声明

本报告非交易咨询类项目，仅供参考，不直接构成投资建议。投资者据此进行投资责任自负，与我公司和分析师无关。文中所有数据、信息均为公开信息或调研所得。版权仅为物产中大期货有限公司所有，未经许可，不得转载。

编辑：余瑶/F03124004/

审核：赵晖/F0200914、Z0000914/

报告完成日期：2025年2月13日

投资咨询业务资格：证监许可[2011] 1283号



物产中大  
WZ GROUP

物产中大期货有限公司  
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO.,LTD.

《财富》世界500强成员企业  
600704.SH

打造具有创新力、  
竞争力的新时代期货行业窗口企业



长按关注二维码

焦煤 43    铁矿 47    黑色策略观察 2    黑色建材组 13

焦煤 · 目录

[上一篇](#)

【黑色重点数据点睛】模糊期，等盘面犯错机会

[下一篇](#)

【黑色重点数据点睛】将逐步超跌