

【黑色策略观察】再看铁矿5-9价差

原创 陈晓伟 王静静 物产中大期货研究 2025年03月19日 10:16 浙江



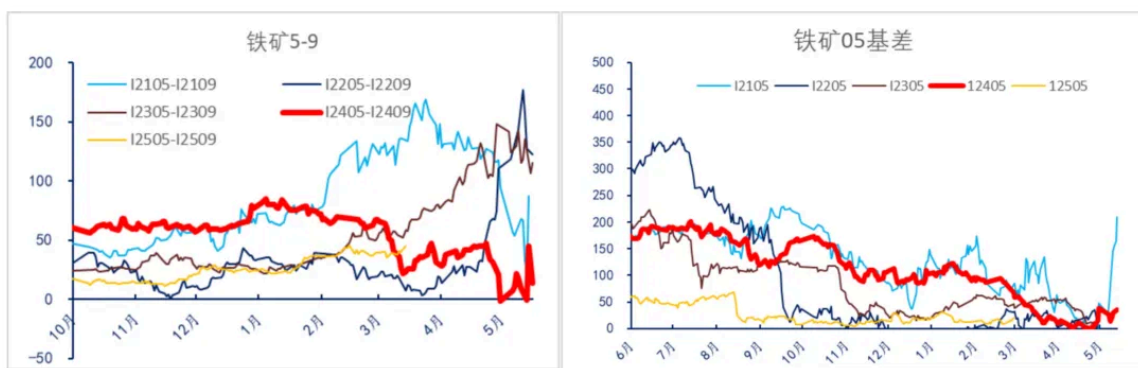
铁矿石5-9正套长时间以来一直是黑色套利头寸中胜率较高的一个头寸，2023年我们也曾经发布过一篇专题报告《铁矿石5-9价差变动框架研究》，复盘了2019年-2023年铁矿石5-9价差不同阶段走势，并总结了相关规律：1、5-9价差存在季节性走扩规律；2、铁水是价差走扩及价差最终高度的重要驱动；3、4月份基差如维持较高，也是5-9价差走扩的重要驱动；4、库存对5-9价差没有直接影响。

但是高胜率并非意味着百战百胜，2024年铁矿5-9价差最终让许多投资者马失前蹄。前车之鉴下，市场对今年5-9正套头寸即铁矿石2505-2509正套保持高度警惕，即便去年11月份5-9价差长时间维持在15左右从估值看非常合适，市场参与者并不多。

本报告第一部分，回顾近两年铁矿石5-9价差走势和市场情况，站在当下的视角来验证我们2023年发表的专题报告中总结的规律是否依然正确；报告第二部分，对2014年至2018年的情况进行简要回顾，作为上一篇专题报告的补充；报告第三部分，对2014-2024年铁矿石5-9价差变化进行统计，对其走势规律进行进一步分析总结。

一、近两年铁矿石5-9价差回顾

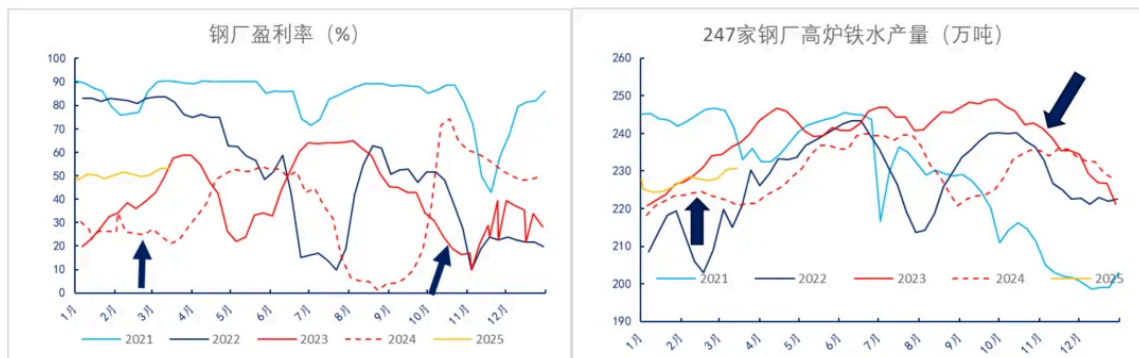
1、2024年铁矿石5-9价差回顾



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

在2409合约上市之初，I2405-I2409价差即达到了铁矿石合约上市以来同期高位。2023年9月至2023年12月，铁矿5-9价差长期维持在50-60区间波动；2024年2月中旬之前，5-9价差仍处在历年同期高位；5-9持续维持高价差，不仅与市场对来年黑色的需求预期有关，也受到越来

越多5-9正套交易者的抢跑行为影响。从基差角度看，此时铁矿05基差也处在同期高位150附近，似乎为5-9正套提供了充足的上涨空间。但从钢厂生产角度来看，2023年8月份开始钢厂盈利率和利润水平已经开始快速收缩，尽管此时静态铁水产量仍较高，但钢厂已面临亏损减产压力。我们23年的专题报告中提出过，铁水回升是5-9价差走扩的核心驱动，而铁水回升背后的驱动是钢厂利润；因此，从估值高，钢厂亏损，铁水高位存在下滑风险角度来看，此时介入5-9正套并非是一个最佳选择。



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

退一步讲，即便是按照高基差和往年5-9价差季节性走势规律，提前布局了5-9正套头寸，之后的市场也给出过离场的信号。2024年2月份-3月份，钢材下游需求持续低迷，钢厂盈利率不到30%处在近几年低位，钢厂持续亏损并未好转，铁水处在除2022年疫情影响外的同期低位，并且在春节后铁水产量持续未见增长。从铁水环比变化来看，2月中旬开始铁水不增反降，并持续数周。高估值，无驱动，此时铁矿5-9正套头寸已经可以考虑止损立场。



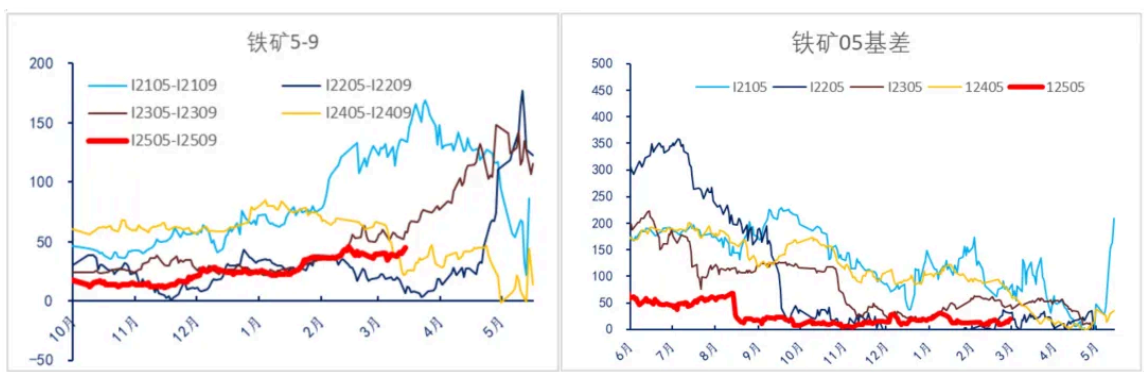
数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

我们认为，钢材需求差-钢厂亏损-铁水低位难以增长，是2024年铁矿5-9价差走向反套的核心原因，而市场看到的铁矿石的高库存仅是弱需求低铁水的外在表现。在3月中旬后，钢厂盈利率触底回升，铁水开始复产，此时铁矿石仍在继续累库，但5-9价差触底反弹，此时，铁矿05基差已收敛，但铁矿5-9价差仍从20走扩到40附近。2024年的铁矿石5-9价差走势进一步印证了我们的观点：铁水驱动5-9价差的走扩，库存相关性较小，基差是次要因素。



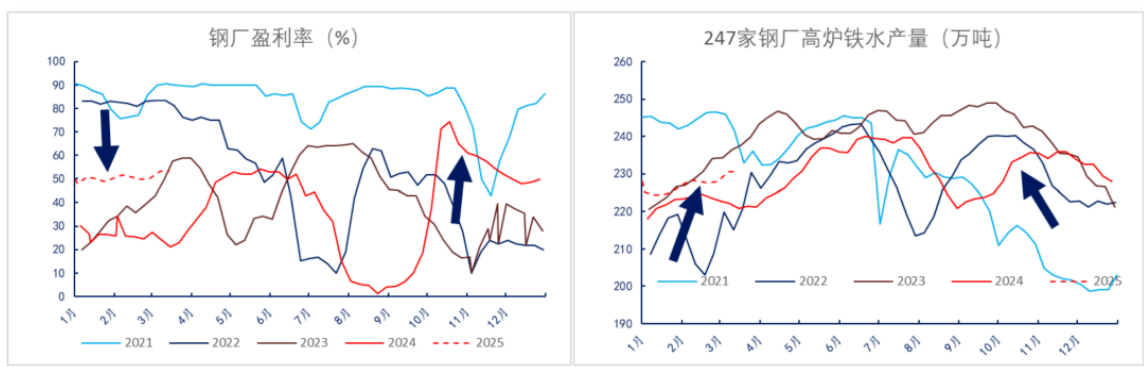
数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

1 2、2025年铁矿石5-9价差回顾



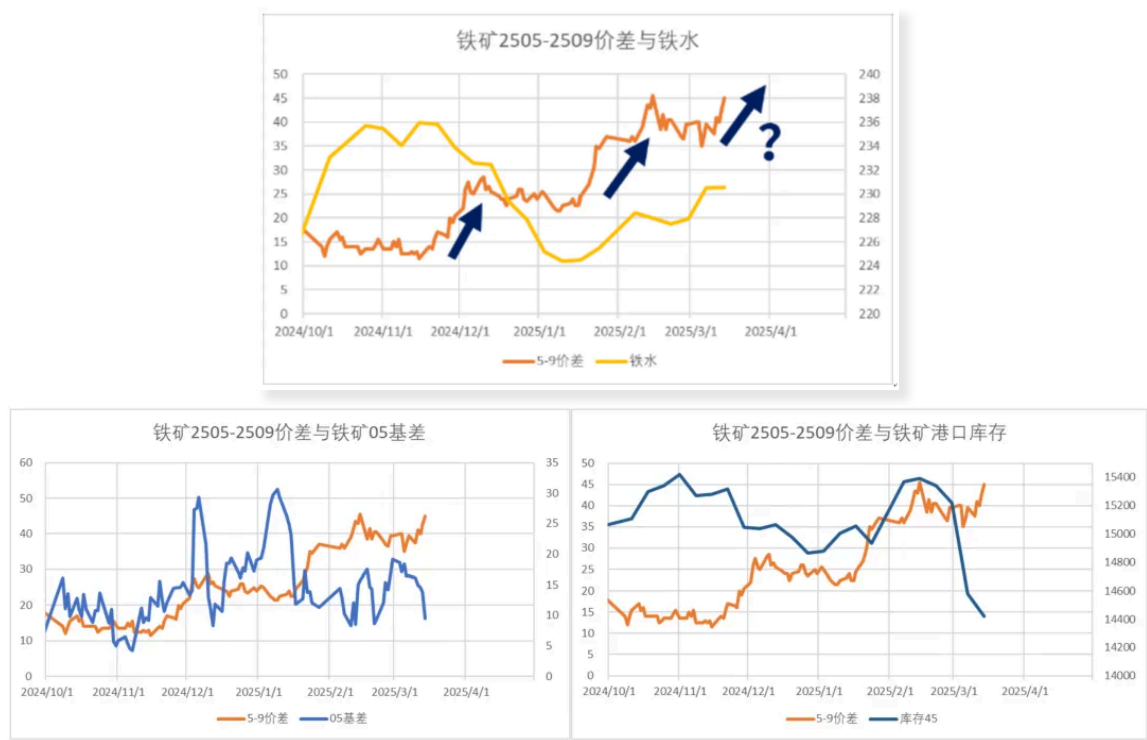
数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

有了24年5-9正套马失前蹄的经验，I2505-I2509的开局显得格外保守，2024年11月中旬之前价差稳定在15附近，处在同期偏低水平。经历过24年预期的破灭，投资者对25年需求已不再抱有过高期待；此外，24年下半年以来铁矿石近月基差持续处在接近平水的状态，基差空间不足，也对5-9价差走扩形成潜在制约；同时，市场对25年铁矿石增量以及过剩的预期一致；因此，24年四季度5-9价差尽管估值合适，但并没有吸引市场的目光与资金。



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

但是，从当时钢厂生产角度来看，情况与上一年有明显差异，钢厂盈利率和利润水平都仅次于21年，铁水在12月份仍处在同期较高水平。市场弱预期已经体现在价差中，5-9价差估值偏低，而现实情况并不差甚至好于过去几年，布局5-9正套风险较低。



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

从后期走势来看，5-9价差经历了两次中枢的上移，第一阶段，24年12月份，铁水季节性下滑，但绝对高度仍较高，钢厂盈利率和利润维持不错的水平，5-9价差小幅走扩；第二阶段，25年1-2月，铁矿发运影响较大，而钢厂盈利率和利润不错，铁矿供应影响，叠加铁水复产预期，5-9价差进一步走扩。两个阶段，基差没有明显趋势性变化，围绕10-20区间波动。

3月中旬以来，铁水受到北方钢厂环保限产扰动，恢复受阻，5-9价差在40附近反复震荡。尽管此时，铁矿石港口快速去库，也并没有给5-9价差带来向上的驱动。目前看，相对确定的是钢厂盈利率和利润情况仍然比较不错，而北方短期的环保限产结束后，钢厂预计陆续复产，铁水有望继续增加，因此，铁矿5-9正套仍有进一步走扩的空间，可以继续持有。

综合24年和25年情况来看，铁水增产情况和铁水高度仍然是5-9价差的重要驱动，而铁水高度可以结合钢厂的利润和盈利率情况进行综合判断。铁矿石库存及库存变化对5-9价差影响较低；多数情况下，基差的高低也并不能成为5-9价差是否入场的依据。

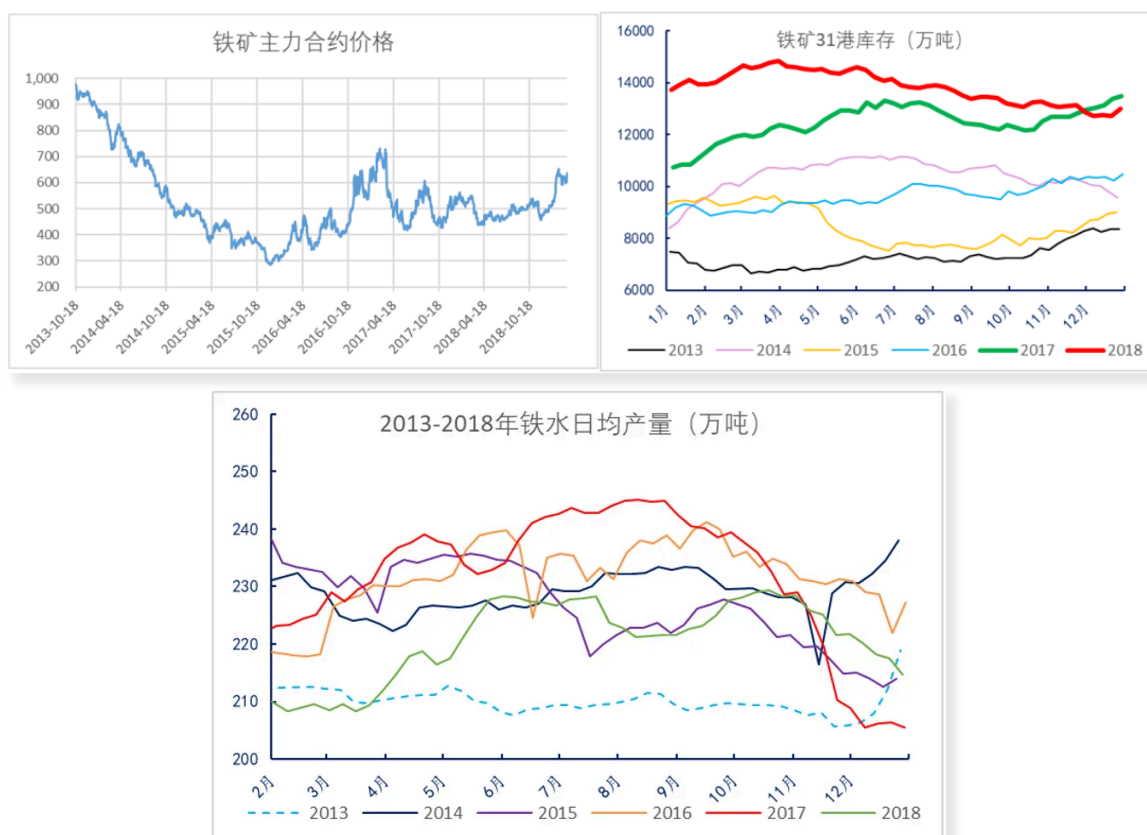
二、2014-2018年铁矿石5-9价差简要回顾

1. 说明

1) 2014至2018年2月份钢联高炉铁水数据由163样本模拟得出，可能与实际情况存在误差；

2) 通过长周期的复盘，我们发现，5-9价差与05合约价格的走势也极为相似，因此，这一部分我们添加单边价格走势与铁矿5-9价差走势图，基差、库存与5-9价差走势相关性较低，不再做一一展示，如有需要可联系作者查看。

3) 行业大背景：2014-2015年行业低迷，铁矿跟随黑色产业链下跌为主；2016-2018年供给侧改革后，铁矿价格跟随黑色产业链震荡反弹。铁矿石港口库存中枢（因2016年前无45港库存数据，此处统一使用31港库存数据）从2014年开始显著提高，2015年暂时性回落，2016年开始库存中枢再次逐年抬升。



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

1 2. 2014年-2018年铁矿5-9价差复盘

2014年——5-9价差先震荡后走扩



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

2014年1月份以来铁水持续高位（相较于2013年），铁矿库存不断累积；铁矿石价格连续下跌，基差持续收缩。5-9价差前期变化不大，在10-20之间波动，2月底最低收窄到0，之后开始走扩，3-4月两个月价差从0扩大至60。铁矿石05合约价格3月中旬出现阶段性反弹，价格转折点滞后于5-9价差的变化。2014年铁矿5-9价差的走扩主要来自交割的影响，1405合约是铁矿石期货上市以来第二个交割合约，最后呈现期货升水交割。

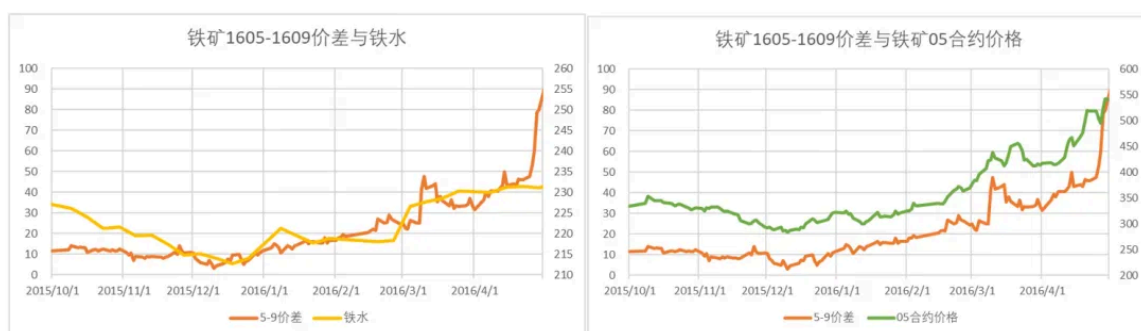
2015年——5-9价差先震荡后走扩



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

2015年黑色商品价格仍处在下跌通道。钢厂亏损，铁水在元旦后不断下滑，从接近250的铁水降至225附近，铁矿港口库存变化不大；铁矿价格经历长期的下跌后，已回到500以下，铁矿基差不断收缩。随着价格的不断下跌，铁矿近远月价格的下行空间都在不断收窄，铁矿5-9价差在10-20之间窄幅波动，4月份价差最低回到-10左右，之后半个月时间扩大到40以上，铁矿价格在4月中旬也出现反弹。2015年铁矿5-9价差最后阶段的走扩，依然主要是受到交割的影响，1505合约再次呈现期货升水交割。

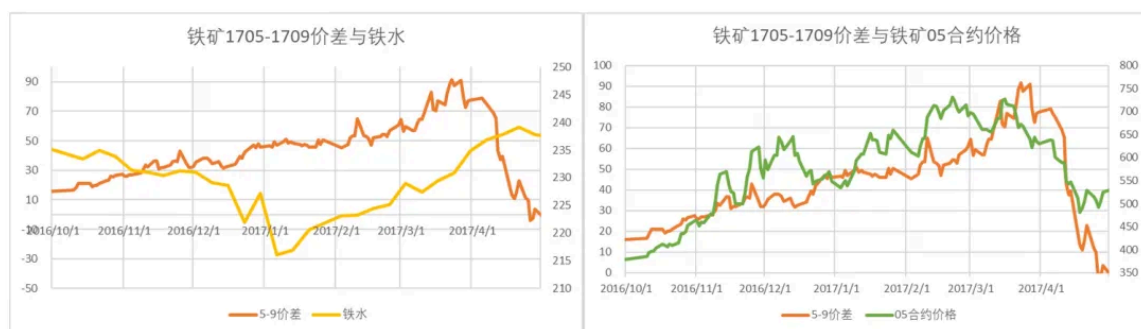
2016年——5-9价差走扩



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

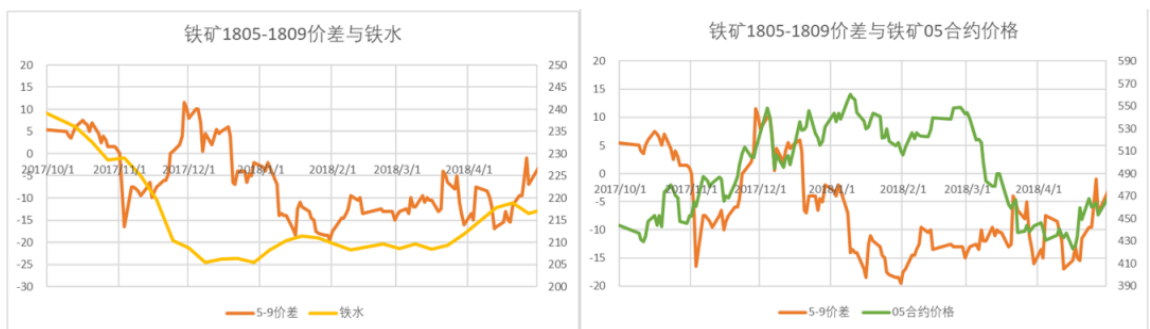
2015年底黑色商品在供需政策的双向提振下，迎来上涨，2016年黑色商品价格继续上行。钢厂利润开始好转，铁水稳步抬升，铁矿港口库存变化不大。铁矿5-9价差和铁矿价格震荡上行，5-9价差最终扩大至80左右。2016年铁矿5-9价差的走扩主要来自近月钢厂铁水需求的好转，现实需求提振下对铁矿近月价格拉动更加明显。

2017年——5-9价差先走扩后收缩



2017年行情剧烈波动。钢厂利润扩张明显，铁水产量1月开始不断增长，并处于同期高位，铁矿供应增加，港口库存不断累积。伴随着铁矿价格的持续上涨，铁矿5-9价差也不断走扩至90附近。但是，3月中旬开始，铁水仍然保持增长并处在高位，但是铁矿5-9价差快速收缩。2017年铁矿5-9价差3月后出现逆季节性收缩，主要受到铁矿石价格单边快速下跌影响，从图中可以看到铁矿石绝对价格的下跌领先于铁矿5-9价差的下跌。当年铁矿价格的突然下跌，主要受到政策的影响，政府在3月份密集出台房地产调控政策，钢材需求预期转悲观，而铁矿石内外产量不断提高，港口库存持续攀升，最终导致铁矿价格连续下跌。价格持续下跌后，现货抛压明显，进一步加速了05合约的下跌，最终导致5-9价差持续走缩。

2018年——5-9价差罕见倒挂



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

铁矿1805-1809 呈现罕见的长期远月升水结构。一季度因“2+26”采暖季限产政策，铁水处在历年低位水平。二季度河北非采暖季限产政策出台，同时徐州地区钢厂因环保问题长期停产，高炉铁水产量在05合约结束前始终未能恢复。钢厂低开工，铁水持续低位，铁矿库存不断累积。铁矿5-9价差自2017年12月份以来与铁矿石价格走势出现了明显的差异，铁矿价格继续高位震荡，而铁矿5-9价差不仅走出反套行情，并长期维持09升水05的情况（除此2018年之外，铁矿5-9价差仅偶尔短时间出现过远月升水的情况）。

三、复盘2014-2025年铁矿石5-9价差变化规律总结

1. 多数情况下，铁矿5-9价差与铁矿05合约价格及铁水走势相关性较高。铁矿以现实铁水需求定价为主，铁水的高度和铁水增减情况对铁矿价格及铁矿5-9价差影响较为显著。在铁矿价格与铁矿5-9价差走势出现劈叉时，可能是行情阶段性见顶或者见底的信号。

2. 铁矿5-9价差与铁矿库存关系不显著，累库或者去库并不会给铁矿5-9价差带来直接影响。

3. 铁矿5-9价差与基差的关系：铁矿05基差对铁矿5-9价差的影响主要体现在4月份，4月份基差如果仍然较高，铁矿5-9价差走强概率较大。临近交割月的高基差，意味着不论是供应或是需求的问题，导致现货更强；在收基差逻辑的驱动下，5-9价差容易走扩。

4. 铁矿5-9价差走缩主要影响因素：近月突发价格单边下跌，限产或利润原因铁水减产或持续低位，交割因素。

我们对2014-2024年铁矿5-9价差进行进一步统计（2505合约尚未结束）。可以发现：

5. 铁矿5-9价差波动幅度（Y-X）除2015和2018年之外，均在60以上；而波动幅度的高低主要与绝对价格高低有关。假设在10月中旬到11月中旬平均建仓，到4月中旬平均平仓，即B-A。从统计结果来看，铁矿5-9价差走扩的概率较高，仅2018和2024年价差走缩15-20个点。意味着，不考虑基本面和择时因素，在合约上市初期建仓，在交割月前半个月平仓，该头寸盈利概率高，同时亏损幅度有限，但是需要考虑的是，持仓时间较长时，回报率情况。

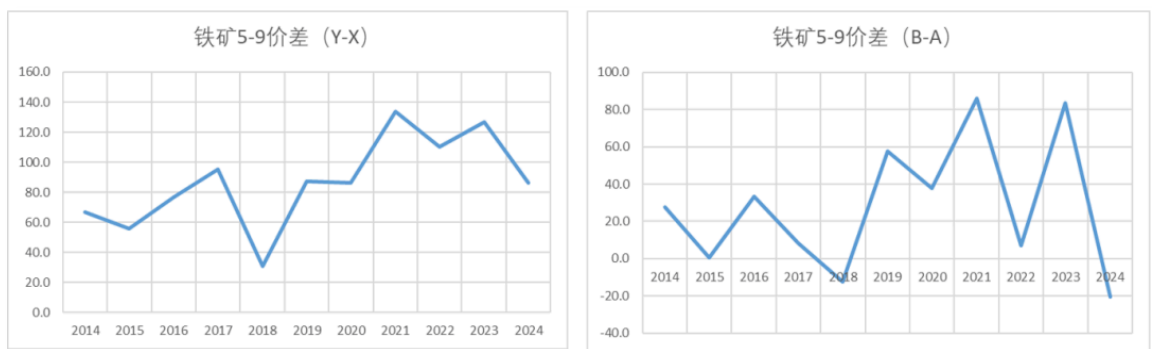
铁矿5-9价差	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Y-X	67.0	56.0	77.0	95.5	31.0	87.5	86.5	133.5	110.5	126.5	86.5
9.17-4.30最大值:Y	68.0	47.0	80.0	91.5	11.5	83.0	88.0	169.0	110.5	148.0	85.0
9.17-4.30最小值:X	1.0	-9.0	3.0	-4.0	-19.5	-4.5	1.5	35.5	0.0	21.5	-1.5
B-A	28.0	0.4	33.4	8.2	-12.4	57.7	37.6	85.8	6.9	83.6	-20.6
4.10-4.20均值:B	45.4	2.8	44.0	34.8	-14.0	61.9	74.5	127.9	27.3	112.6	41.9
10.15-11.15均值:A	17.4	2.4	10.6	26.6	-1.6	4.3	36.9	42.2	20.4	29.0	62.4

数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

备注：

1) X指一个合约周期内铁矿5-9价差最小值，Y指一个合约周期内铁矿5-9价差最大值，Y-X反应一个合约周期内铁矿5-9价差最大波动幅度。

2) A指从10月15日到11月15日铁矿5-9价差均值，B指从4月10日到4月20日铁矿5-9价差均值，B-A反应一个合约周期内铁矿5-9价差的变化方向，数值为正代表价差走扩，数值为负代表价差走缩。



数据来源：Mysteel、WIND、物产中大期货研究院

6. 如果考虑估值，20以下建仓铁矿5-9正套的胜率是超过60%的，跌破0的概率为8.7%，可在0设置止损。因此，如果估值合适，再结合对产业判断，铁矿5-9正套仍然是值得关注的黑色套利策略。

5-9价差	≥-10	≥0	≥10	≥20	≥30	≥40	≥50	≥60	≥70	≥80	≥90	≥100	≥110	≥120	≥130	≥140
概率（2014-2024）	96.60%	91.3%	77.7%	61.4%	47.8%	35.4%	25.1%	17.8%	10.9%	6.2%	4.8%	4.4%	3.9%	3.1%	1.7%	0.8%

分析师简介



黑色建材组组长
黑色产业链高级分析师
陈晓伟

期货从业资格：
F3083030
投资咨询资格：
Z0016218
电话：
0571-87788888-8712
邮箱：
chenxw2@wzgroup.cn

联系人：王静静
联系方式：
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3月19日
投资咨询业务资格：证监许可[2011] 1283号



物产中大
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

铁矿 47 黑色建材组 13 黑色策略观察 2

铁矿 · 目录

上一篇
青岛铁矿会议期间行业交流纪要

下一篇
【黑色重点数据点睛】如无宏观加持，总体区间震荡

