



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-03-14

## 铁矿石：下跌之后

石 头

首席分析师

从业资格号：F03106597

交易咨询号：Z0018273

☎ 17740884007

✉ shitou@wkqh.cn

万林新（联系人）

黑色研究员

从业资格号：F03133967

☎ 0755-23375162

✉ wanlx@wkqh.cn

### 报告要点：

2月下旬以前，矿价偏强运行，发运端的持续扰动以及终端需求尚可，造成了阶段性的供需边际转紧，此外当时宏观预期尚未兑现，宏观环境也对价格起到了一定支撑作用。

2月下旬开始，铁矿石价格主跌，我们认为主要受到供给侧改革传闻、限产消息以及宏观兑现的影响，叠加前期发运扰动消退，多方面因素促成了矿价的流畅下跌。

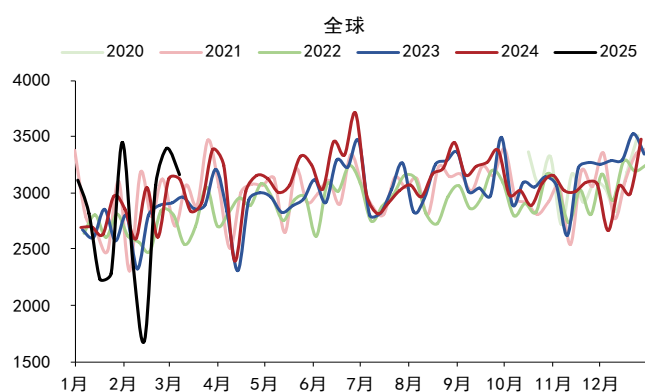
基本面看短期暂无深度负反馈迹象，钢厂暂无减产压力，同时港口库存因发运节奏影响还未摆脱去库趋势，后期高炉复产增多，则钢厂库存还有补库需求，因此从时间周期的角度来说，大矛盾可能在09合约体现，届时粗钢限产政策是否落地也更加明朗。因此，现实数据恶化前不急于过分看空，可持续跟踪钢厂利润变化以及旺季需求兑现。

## 前期发运扰动及需求尚可，矿价偏强运行

在年初对于 2025 年铁矿石价格走势的分析中，市场上并没有太大的分歧，基本遵循供给端的扩张以及需求端的相对乏力，供强需弱之下最终引导矿价中枢逐步下移的逻辑。但是，全年定性不代表短期节奏，2 月下旬以前，矿价偏强运行，发运端的持续扰动以及终端需求尚可，造成了阶段性的供需边际转紧，此外当时宏观预期尚未兑现，宏观环境也对价格起到了一定支撑作用。

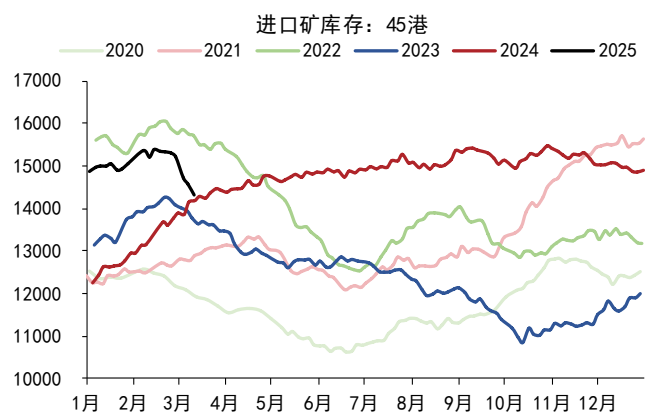
1) **天气扰动发运屡创新低**。一季度历来为海外矿山发运淡季，今年春节前后飓风天气持续影响西澳港口及矿山，黑德兰港一度关闭。力拓发布声明称一季度发运受到影响，但全年发运目标不变。巴西发运亦短暂受到降雨天气影响。在此情况下年初至 2 月中旬海外铁矿石累计发运量较去年同期减量明显，并逐步在近端到港量以及港口库存方面兑现，盘面则反映为 5-9 价差的持续走强。

图 1：海外铁矿石发运（万吨）



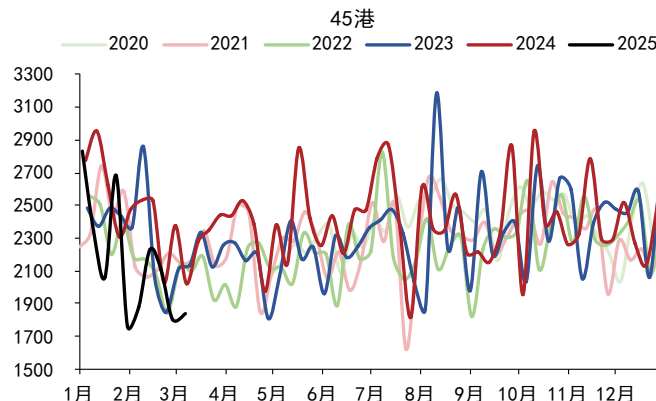
数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

图 3：45 港进口矿库存（万吨）



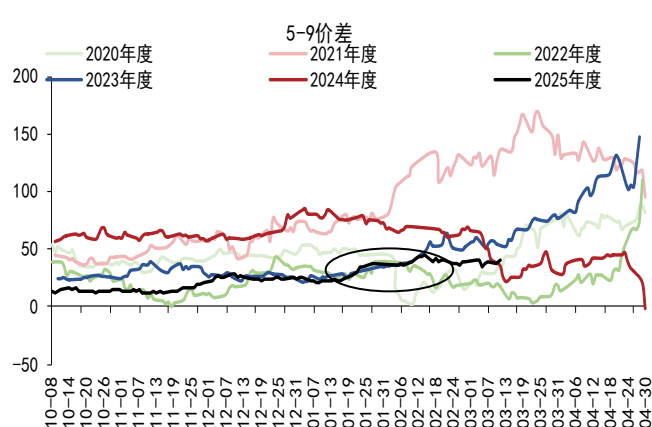
数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

图 2：45 港到港量（万吨）



数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

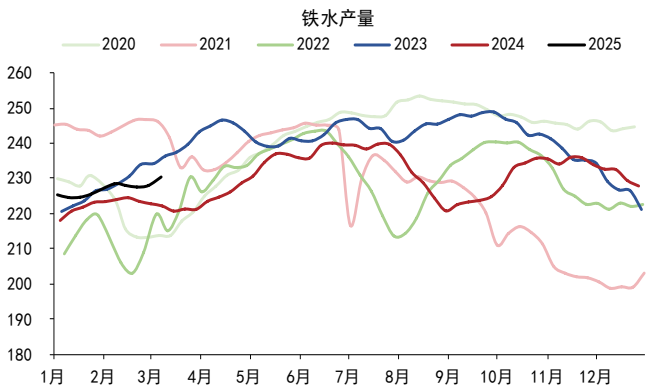
图 4：5-9 价差（元/吨）



数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

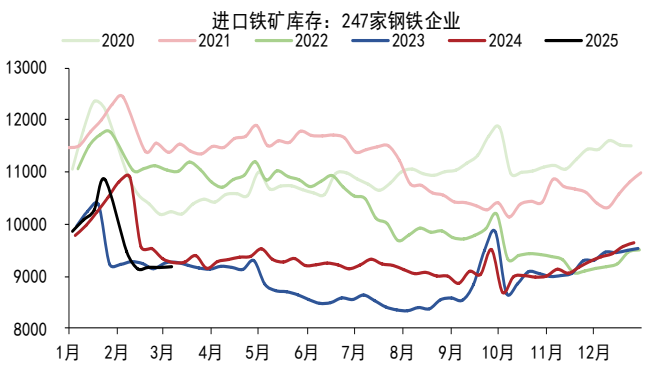
2) 终端需求尚可，支撑铁水。春节假期结束后，钢厂陆续复产，从终端数据来看，成材表需斜率较同期良好，库存也没有出现较大积累，反映终端需求尚可。钢厂有利润情况下周度铁水产量连续增加，支撑铁矿石需求。此外，假期钢厂进口矿库存消耗，后续也存在一定补库预期。

图 5：日均铁水产量（万吨）



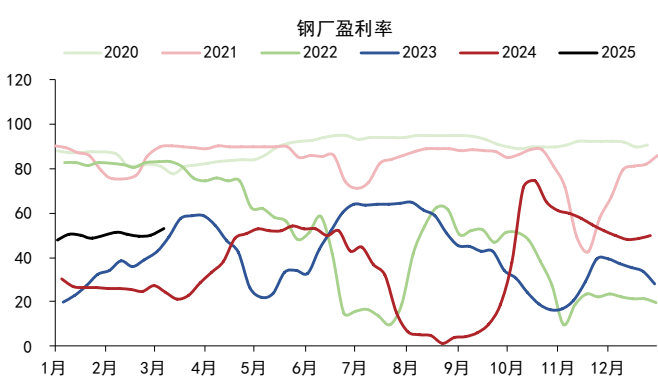
数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

图 7：钢厂进口矿库存（万吨）



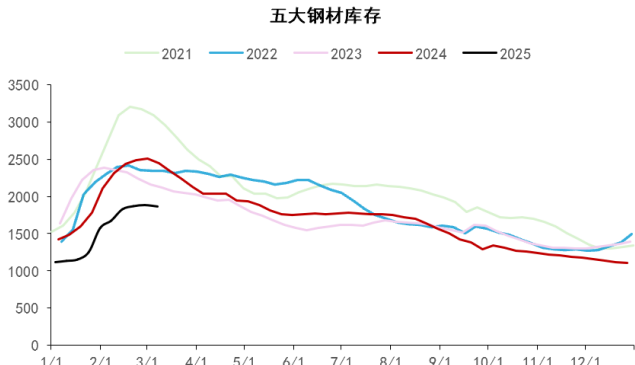
数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

图 6：钢厂盈利率（%）



数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

图 8：五大材库存（万吨）



数据来源：MYSTEELL、五矿期货研究中心

3) 宏观环境影响。除了供需边际变化外，宏观层面国内利好信息的不断释放，以及海外关税的不确定性都对矿价施加一定影响。彼时，市场对三月重要会议仍存一定预期，预期兑现前，在基本面有支撑的情况下，矿价仍能保持坚挺运行。

### 消息扰动+预期兑现，矿价流畅下跌

2月下旬开始，铁矿石价格主跌，我们认为主要受到供给侧改革传闻、限产消息以及宏观兑现的影响，叠加前期发运扰动消退，多方面因素促成了矿价的流畅下跌。

1) 供给侧改革“2.0”预期。《钢铁行业规范条件（2025 年版）》发布，在产能过剩、钢铁行业利润不佳的背景下，市场对钢铁行业会否开启新一轮供给侧改革燃起热情，这在股票市场上也一度出现反馈。对于供给宽松化趋势中的铁矿石而言，需求端可能的打击将进一步松动其较高估值。

2) **限产小作文满天飞，发运扰动消退。**澳洲天气影响消散后，铁矿石发运迅速反弹至同期高位，近端到港量相对滞后，预计后续也将随之回升。供给端预期由紧向松，对价格施加压力。粗钢限产小作文频出，但真实性均无法验证，市场选择“相信的力量”，下杀铁矿的板块内高估值。

3) **国内宏观兑现基本符合预期，海外关税考验出口。**三月重要会议召开后，主要表述基本都落在市场预期之内，对于黑色系影响较大的房地产等相关内容也没有过多提及，正所谓“没有利多就是利空”，短期国内宏观缺乏对黑色板块的进一步刺激。海外方面，越南等相继对中国钢材加征反倾销税，出口受阻预期增强，钢材需求的预期滑落引发对钢厂减产担忧，进而利空铁矿石需求。

## 后续怎么看

### 基本面暂无深度负反馈迹象，等待旺季需求验证

在铁矿主跌后，钢厂利润快速走扩，因此短期内钢厂并无减产压力，除非两点：一是粗钢限产政策落地成现实，政策迅速强力执行导致钢厂减产；二是终端需求的超预期垮塌，钢厂利润的快速回吐，产业打出深度负反馈。从目前的情况来看，暂且不论政策端强制限产能否落地或是落地时间，限产政策出台后，对于限产的具体量级、实施的方式以及实现的时点也还有“拉扯空间”，情绪上的影响或占更多，因此现在对于政策传言是“走一步看一步”；对需求会否出现超预期垮塌，则需要等待现实情况的进一步验证，当前铁水产量增加至 230 万吨附近，至少在现实数据恶化前，不急于过分看空，可持续跟踪钢厂利润变化。

### 节奏上来看矛盾或在 09 合约体现

短期看钢厂暂无减产压力，同时港口库存因发运节奏影响还未摆脱去库趋势，后期高炉复产增多，则钢厂库存还有补库需求，因此从时间周期的角度来说，大矛盾可能在 09 合约体现，届时粗钢限产政策是否落地也更加明朗。关注点在于：一是后期发运的持续同期高位，这将对铁矿石今年供给宽松定性的重要验证；二是铁水复产后，下游实际需求的承接情况，关税对于出口的影响；以及宏观及海外资产的共振情况。

## 免责声明

---

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

---

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：[www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)