



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-01-02

## 铁矿石：冬储回顾与展望

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：

原材料冬储的主要原因有二：1）物流角度。降低运输因素对生产连续性的影响，保证春节假期的生产活动正常进行；2）预期角度。冬季作为需求淡季，部分生产企业选择提前储备原料，应对次年旺季生产时可能出现的原料涨价风险，前提是企业能够对次年需求和价格作出有效判断，本质是对旺季需求有较高预期。

对近几年冬储情况进行梳理，一般从春节前十二周左右，钢厂进口矿库存呈现季节性增长，补库峰值一般在库存可用天数 30 天左右，库存上升幅度 12%-21%，近几年节前库存峰值有所下移。

从价格来看，年末铁矿石多呈现“易涨难跌”的走势，且从 2020 年后，期货价格 12 月涨幅明显高于以往，我们认为这其中还包含有宏观预期和情绪的溢价因素。

根据近五年季节性推演，以及去年冬季补库的后续情况。在年初冬储效果不佳，钢厂利润相对一般，资金不充裕的情况下，冬储幅度要想与去年匹配可能性不高，预计最终库存向上幅度在 14%-15% 左右。从补库的时间来说，今年冬季气温整体偏暖，天气对运输影响减弱，同时港口库存较高，补库时间较往年或有所后移，库存斜率陡峭阶段更靠近于春节。

原材料冬储作为每年末钢厂为保证淡季和节假日期间正常生产的重要手段，历来为市场所关注。本文对近年来铁矿石冬储情况进行简要梳理，并对今年铁矿石冬储情况进行简要分析与展望。

## 为什么需要原料冬储

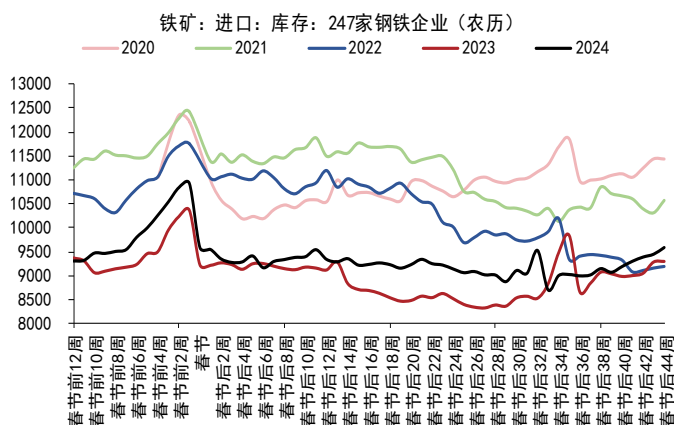
原材料冬储的主要原因有二：

- 1) 物流角度。春节假期和冬季天气对原料运输效率产生较大影响，但长流程钢厂在春节假期的生产保持连续，因而需要提前储备原料库存以用于假期生产。对于地处内陆的钢厂企业而言，由于远离港口，物流运输时间相较沿海钢厂时间更长，其面临的原料运输过程中的不确定性更高，因此更有必要进行预防式库存储备，以保证春节假期的生产活动正常进行。
- 2) 预期角度。冬季作为需求淡季，部分生产企业选择提前储备原料，应对次年旺季生产时可能出现的原料涨价风险，前提是企业能够对次年需求和价格作出有效判断，本质是对旺季需求有较高预期。但从近年实际情况看，冬季高价冬储效果不尽人意，节后市场常呈现弱现实状态，难以兑现强预期，致使提前储备的高价原材料面临成本损失风险，企业在冬储决策上需更为审慎。

## 历年冬储情况

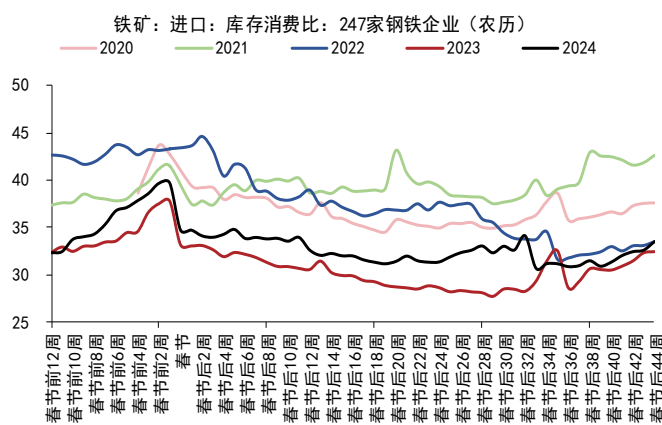
我们对近几年的钢厂进口矿库存进行整理统计，一般从春节前十二周左右，即公历的每年十一月中旬起，钢厂进口矿库存会呈现季节性增长，随后在春节后以较快速度回落至正常水平。从补库的峰值来看，钢厂的库存可用天数一般会提高至 30 天左右。

图 1：247 钢厂进口矿库存（万吨）



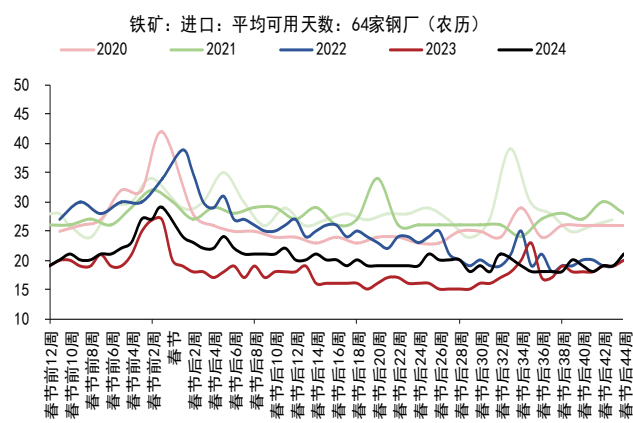
数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 2：247 钢厂进口矿库销比



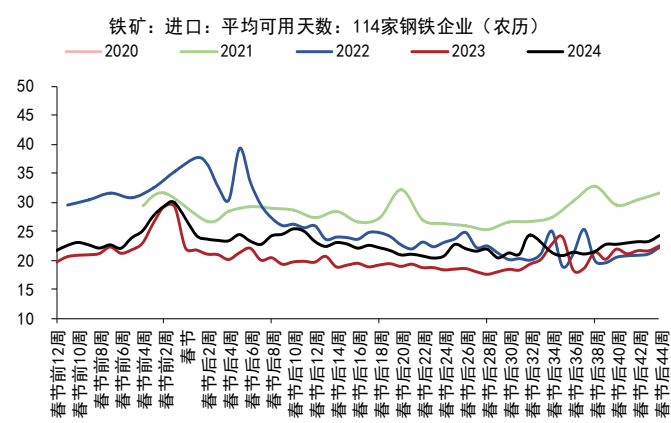
数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 3：64 家钢厂进口矿可用天数（天）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 4：114 家钢铁企业进口矿可用天数（天）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

表 1：历年钢厂库存春节前上升幅度（万吨，%）

年份	2021	2022	2023	2024
库存低点	11063.94	10314.5	9067.08	8988.09
春节前库存	12435.93	11757.57	10372.14	10912.13
库存上升	1371.99	1443.07	1305.06	1924.04
上升幅度	12.40%	13.99%	14.39%	21.41%

数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心 注：库存低点取春节前十周前后的库存低值

春节前库存峰值逐步下移。从近五年春节前钢厂进口矿库存绝对数以及进口矿平均使用天数来看，近两年库存峰值较前几年显著下移。低库存状态下，钢厂基本以随用随采为主，247 钢厂的节前库存峰值由 1.24 亿吨左右下降至 24 年春节前的 1.09 亿吨，64 家钢厂企业可用天数峰值也随之下移。

图 5：铁矿石主力合约价格月度涨跌幅（元/吨）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2024	-1.89%	-7.13%	-17.04%	18.11%	-1.03%	-4.62%	-6.91%	-1.82%	8.95%	-4.87%	2.05%	-2.76%
2023	0.35%	2.60%	2.08%	-21.28%	-0.42%	15.68%	2.31%	0.89%	0.35%	5.46%	7.90%	0.98%
2022	21.91%	-14.90%	27.14%	-3.07%	2.65%	-11.37%	-1.14%	-12.40%	5.33%	-15.94%	26.79%	12.22%
2021	-0.60%	16.26%	-6.21%	0.83%	1.61%	5.33%	-11.85%	-21.32%	-10.71%	-11.64%	-4.39%	11.57%
2020	0.15%	-5.08%	-6.81%	6.18%	23.28%	-1.00%	14.10%	-0.65%	-4.15%	-1.79%	14.73%	9.27%
2019	19.01%	3.57%	3.61%	1.19%	13.77%	15.34%	-9.00%	-20.38%	7.90%	-5.34%	4.11%	0.39%
2018	-4.05%	6.47%	-18.32%	3.83%	0.43%	2.49%	2.95%	-0.61%	2.16%	7.67%	-14.71%	8.68%
2017	20.44%	4.62%	-20.06%	-5.62%	-18.52%	11.54%	20.49%	0.44%	-20.68%	-5.83%	21.50%	2.21%
2016	-0.31%	15.11%	2.84%	21.58%	-25.54%	24.42%	7.71%	-10.52%	-1.94%	24.10%	10.76%	-1.44%
2015	-6.88%	2.32%	-17.32%	3.12%	4.47%	-3.70%	-11.78%	5.99%	-5.91%	-0.96%	-19.03%	9.71%

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

从近几年 12 月前后铁矿石期货主力合约价格涨跌幅来看，年末铁矿石多呈现“易涨难跌”的走势，且从 2020 年后，期货价格 12 月涨幅明显高于以往，我们认为这其中还包含有宏观预期和情绪的溢价因素。

2020-2023 年间，四季度都有宏观上的因子驱动矿价上涨：2020 年，全球流动性宽松的大背景下，国内地产高周转，需求持续旺盛，铁水维持高位。2021 年，政治局会议提出超前开展基建投资。2022 年，疫情政策全面放开，市场对于来年经济及需求前量十分乐观。2023 年，一万亿特别国债带动市场积极财政预期，需求前景向好。综合来看，除了钢厂为春节期间所提前储备的必要库存支撑铁矿石需求外，宏观预期的提振也会一定程度上带动价格上涨，同时对铁矿石的补库有所带动。

从另一个角度佐证宏观预期的溢价影响，2020 年末，铁矿石指数合约已经来到 12 月均价 992 元/吨的高位，但在宏观大背景下冬储期间价格依旧维持上涨，体现了强预期对价格的带动作用。

表 2：铁矿石指数合约月均价（元/吨）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
1 月	528.54	661.33	1035.93	730.45	848.66	962.18
2 月	609.67	621.43	1036.57	730.69	865.18	898.57
3 月	601.1	635.4	1011.35	816.89	874.22	810.93
4 月	646.23	604.57	1047.74	887.68	786.63	837.83
5 月	693.99	672.91	1112.33	831.79	711.93	882.23
6 月	763.1	746.86	1101.14	826.9	781.65	815.08
7 月	834.84	784.13	1086.41	696.21	802.36	802.35
8 月	647.49	848.99	841.52	724.7	786.63	743.09
9 月	640.76	807.22	702.15	705.12	853.6	702
10 月	617.29	780.56	704.63	671.97	845.65	772.26
11 月	612.33	823.22	568.39	698.7	933.73	771.46
12 月	644.65	992.4	658.52	812.55	961.36	789.72

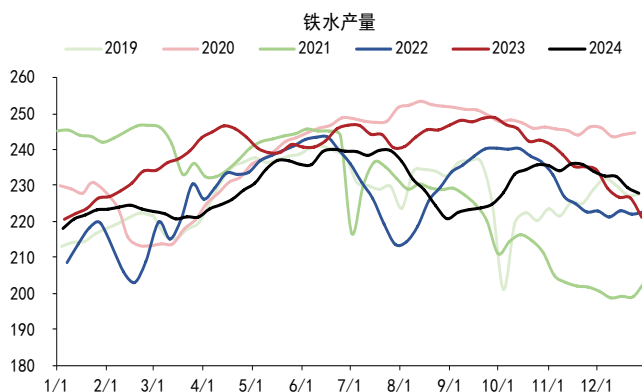
数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

### 冬储还有多少空间

11 月中旬开始，部分美金货为主的钢厂已经陆续开始补充库存，前期铁矿石进口利润不佳，美金货采买有一定性价比。现货为主的钢厂补库预计将缓慢开启，一方面，今年铁矿石进口量高增，45 港港口库存仍在 1.5 亿吨左右，货源充足，尤其是沿海钢厂来说，距离较近，补库并不迫切；另一方面，今年钢材下游需求不振，小型钢厂对未来前景不确定性提高，对补库行为更加谨慎。

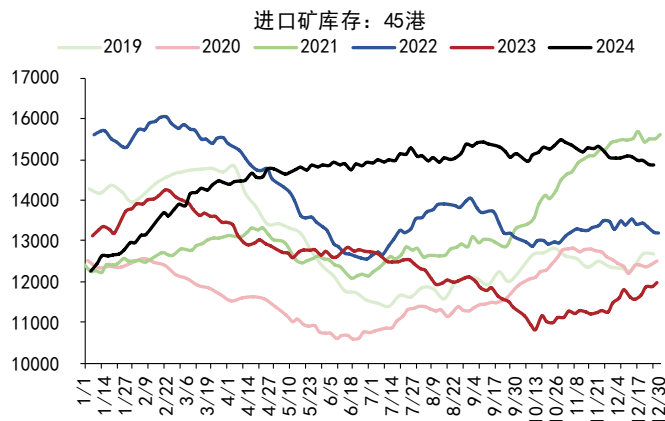
从铁水的角度来说，11 月中旬以来钢联口径日均铁水产量高于近几年同期，高铁水对库存持续消耗为补库提供了一定空间，我们估计这部分量大约在 150-200 万吨左右。

图 6：日均铁水产量（万吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

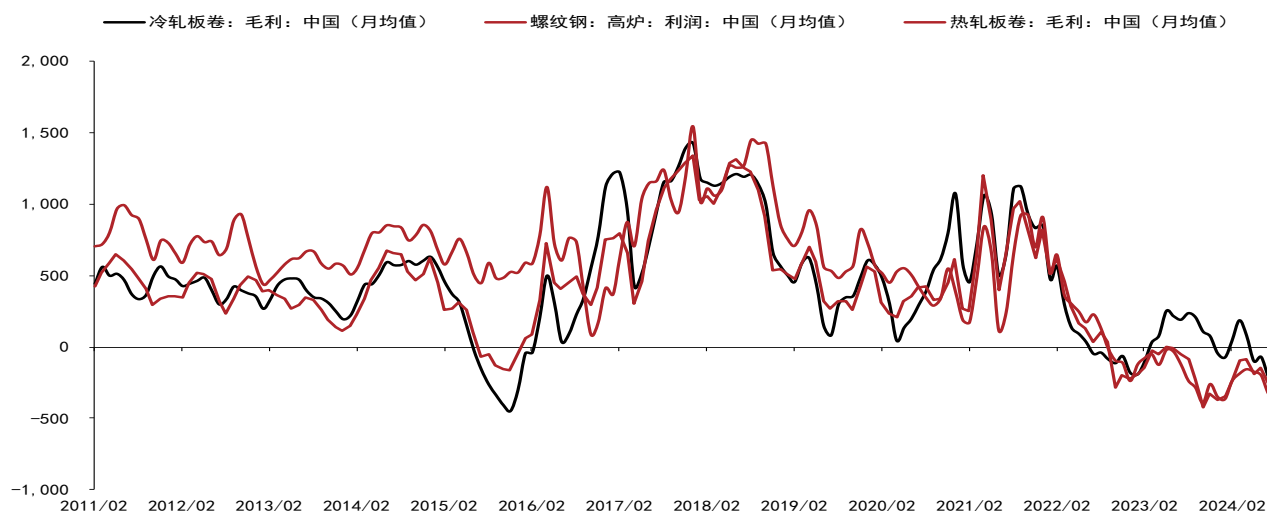
图 7：45 港港口库存（万吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

从钢厂的角度来说，可用资金会限制其补库空间。根据钢联口径的利润测算，近两年主要品种利润并不理想，在此情况下，钢厂的冬储规模与利润丰厚时不可同日而语，资金不充裕的情况下补库的空间会受到限制。

图 8：主要产品利润月均值（元/吨）



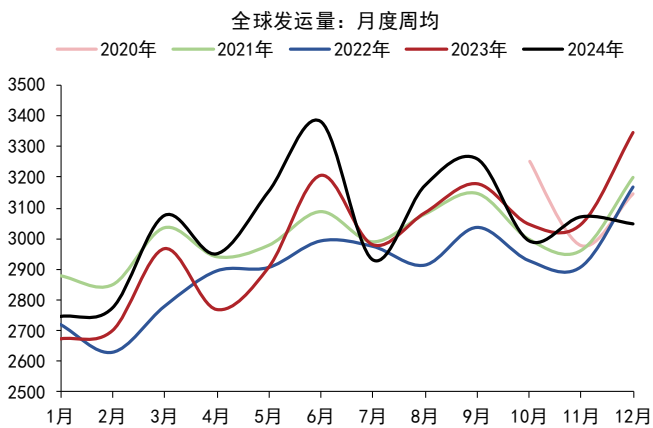
数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

综上，根据近五年季节性推演，以及去年冬季补库的后续情况。在年初冬储效果不佳，钢厂利润相对一般，资金不充裕的情况下，冬储幅度要想与去年匹配可能性不高，预计最终库存向上幅度在 14%-15%左右。从补库的时间来说，今年冬季气温整体偏暖，天气对运输影响减弱，补库时间较往年有所后移，库存斜率陡峭阶段更靠近于春节。

基于此，我们对后续矿价做简单分析，随着现货钢厂补库缓慢开启，铁矿石库存继续由港口向厂内库存转移。供应端角度来看，今年 12 月全球铁矿石发运偏弱，月度发运周均值低于往年同

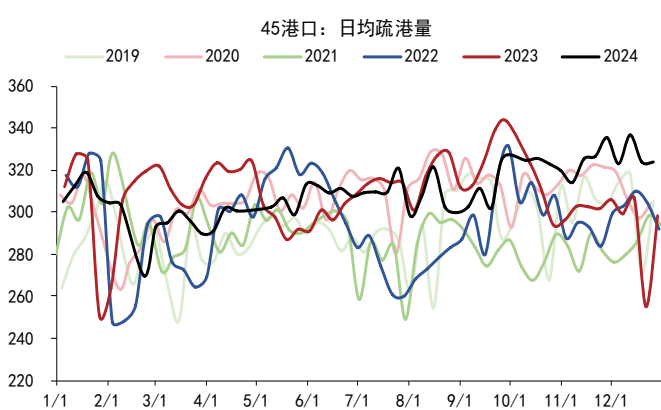
期，矿山冲量积极性一般。假设疏港量维持在 320 万吨左右水平，则港口库存有望呈现小幅去化的走势。对于下游成材而言，螺纹钢库存在低位继续去化，当前钢厂高炉陆续年检，铁水下移后或使得下游平衡表继续改善，进而降低负反馈可能性。从这一点看，当前在政策真空期中铁矿石深跌可能性不高，但向上亦缺乏驱动，预计短期仍以震荡为主。

图 9：全球发运量月度周均值（万吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

图 10：45 港日均疏港量（万吨）



数据来源：钢联数据、五矿期货研究中心

## 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