

关税风波背景下，铁矿石何去何从？

铁矿深度报告

摘要：

短期内，关税扰动暂时退潮，基本面矛盾不大，矿价震荡运行。随着对等关税政策在月初落地，市场对贸易摩擦的恐慌情绪已部分兑现，铁矿石估值已经历了一轮下探调整。尽管宏观扰动余波未消，但短期内驱动逻辑或转向供需基本面的边际变化。基本面来看，钢厂利润尚可，短期内或维持高铁水产量，需求韧性仍存，而供给端在一季度发运扰动消除的影响下，逐渐进入历史正常区间，对应到港量即将迎来下降，故 4 月下旬基本面驱动不大，甚至港口或有小幅去库。此外，近期还有五一补库的支撑和 4 月底的重要会议的预期，稳地产、消费复苏的定调需要重点关注，若专项债、地产融资等政策端释放超预期刺激信号，或短暂提振市场情绪。整体来看，短期内宏观和基本面带来的下跌驱动不足，但不排除关税预期的反复。

中期内，5-6 月基本面存转弱预期，矿价或迎来拐点。

一方面，年内过剩格局确立，供应增量进入释放周期，西坡项目计划在二季度放量，西芒杜项目将于年底第一批发运。且从历史发运节奏看，5-6 月发运将进入季节性回升通道，达到年内的高点。一方面，下游需求有转弱的预期，外需有抢出口后的回落，内需也将在二季度迎来季节性旺季向淡季的切换，届时铁水产量亦或触顶回落，港口可能转向累库。另外，目前主力合约已转至 09，对应年内粗钢的压减预期，并随着时间推移，预期愈发强烈，或限制铁矿石上方的高度。整体来看，铁矿石基本面或在 5-6 月迎来拐点，偏空对待为宜，但也不排除盘面有抢跑的情况，需要密切关注高频需求数据。

策略：短期铁矿 2509 合约震荡对待，5-6 月择机布空。

风险提示：海外金融风险、国内经济复苏节奏、宏观政策力度、上下游供需情况。

分析师：楚新莉

期货交易咨询从业信息：Z0018419

研究助理：杨陈渝虎

期货从业信息：F03135237

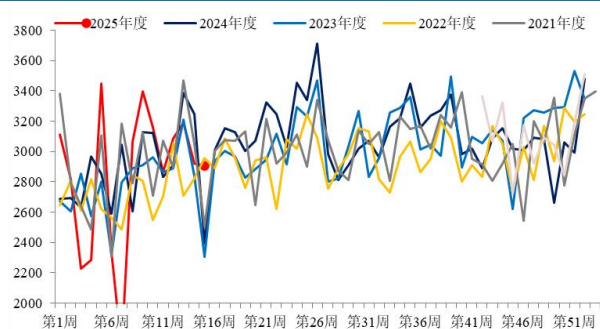
一、市场行情回顾

清明节后以来，铁矿石价格大幅波动。本轮行情由宏观主导，在关税扰动背景下，节后 09 合约大幅下跌，上周三一度跌至 670 元/吨，随后铁矿石触底回升，一方面是有关部门相继发声，维护市场平稳运行，一方面铁矿石自身供需矛盾不大，目前 09 合约运行于 710 元/吨附近，横盘整理近一周。

二、供给进入正常水平，二季度有提升预期

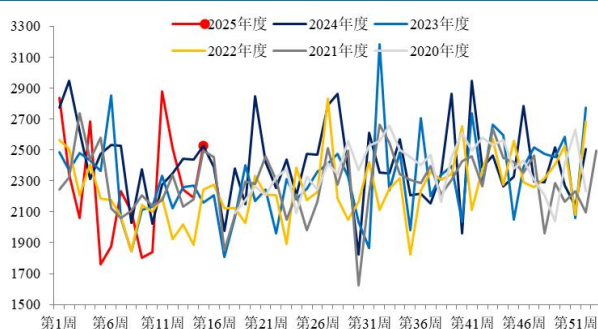
最新的发运和到港量已经步入历史正常区间。25 年 4 月 7 日-4 月 13 日 Mysteel 澳洲巴西铁矿发运总量 2434.8 万吨，环比增加 41.8 万吨，澳洲发运量 1706.3 万吨，环比增加 47.1 万吨，其中澳洲发往中国的量 1476.3 万吨，环比增加 23.2 万吨，巴西发运量 728.5 万吨，环比减少 5.4 万吨，全球铁矿石发运总量 2907.7 万吨，环比减少 14.2 万吨。到港方面，25 年 4 月 7 日-4 月 13 日中国 47 港到港总量 2617.9 万吨，环比增加 258.8 万吨，中国 45 港到港总量 2525.5 万吨，环比增加 336.8 万吨。另外，结合历史数据和前期发运量推测，到港量在未来的 2-3 周或维持下行。

图 1：铁矿石全球发运量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

图 2：中国铁矿石 45 港到港量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

25 年一季度发运偏弱，二季度有提升预期，增量将主要体现在 5-6 月。一般来看，铁矿石一季度供给容易受到海外极端天气影响，通常在全年中的发运量是 4 个季度中最低的，二季度则会开始逐渐回升，且增量主要体现在 5-6 月。近三年 22-24 年二季度全球发运量为 4.12、4.15 和 4.41 亿吨，分别环比一季度增长 8.2%、14.2%、17.7%，呈现逐年增幅扩大的特点。25 年来看，一季度受到 3 次影响力较大的飓风，造成 2 月全球、澳巴 19 港的周度发运量一度下降至 1688.2、1241.8 万吨的历史低位，虽然后续逐渐补足前期减量，但仍遭成了 25 年一季度发运同比去年下滑 2.1%，特别是澳洲主流矿山，近期公布的力拓 25 年一季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 6980 万吨，同比下降 10%，发运量为 7070 万吨，同比下降 9%，

略低于市场预期，且力拓仍维持 25 年的供给指引，预计全年的发运量处于区间下沿。整体来看，在二季度环比增幅逐年加大，25 年一季度发运同比下滑，和主流矿山供给指引不变等背景下，预计 25 年全球铁矿石二季度发运增幅较大，或维持在 10% 附近。

图 3：25Q1 力拓公司产品供给量

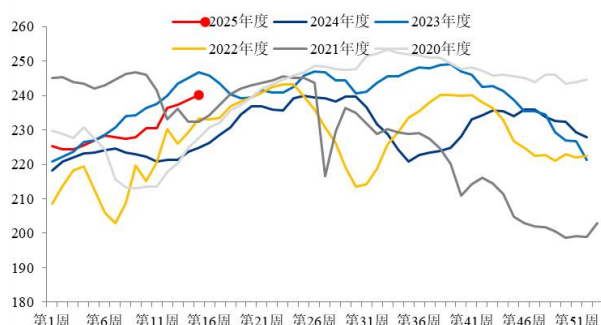
Production ¹		Q1 2025	vs Q1 2024	vs Q4 2024	2025 guidance ⁵	Guidance status
Pilbara iron ore shipments (100% basis)	Mt	70.7	-9%	-17%	323 to 338	Unchanged ⁶
Pilbara iron ore production (100% basis)	Mt	69.8	-10%	-19%	NA	Unchanged
Bauxite	Mt	15.0	+12%	-3%	57 to 59	Unchanged
Alumina	Mt	1.9	+3%	-4%	7.4 to 7.8	Unchanged
Aluminium ²	Mt	0.83	+0%	-1%	3.25 to 3.45	Unchanged
Copper (consolidated basis) ³	kt	210	+16%	-8%	780 to 850	Unchanged
Titanium dioxide slag	Mt	0.2	-12%	-5%	1.0 to 1.2	Unchanged
IOC ⁴ iron ore pellets and concentrate	Mt	2.3	-11%	-9%	9.7 to 11.4	Unchanged
Boric oxide equivalent	Mt	0.1	-4%	-11%	~0.5	Unchanged

数据来源：力拓公司季报

三、铁水进入高位，下游能否承接存疑

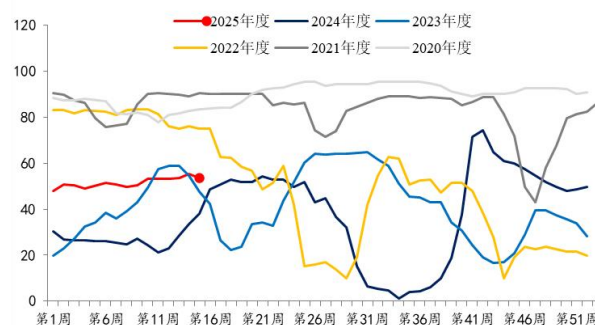
目前日均铁水产量已突破 240 万吨，钢厂盈利率维持五成以上。春节后，铁水并未立马复产，而是在日均 227-230 万吨的水平附近整理了近 5 周，随后在钢厂利润维持不错的水平背景下，铁水产量一路上行，目前已经突破 240 万吨，和去年的同期相比大幅增长 15.5 万吨。从最新的数据来看，截至 4 月 11 日，Mysteel 调研 247 家钢厂盈利率 53.7%，环比上周减少 1.7 个百分点，同比去年增加 15.6 个百分点，日均铁水产量 240.2 万吨，环比上周增加 1.5 万吨。

图 4：247 家钢厂日均铁水产量（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

图 5：247 家钢厂盈利率（%）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

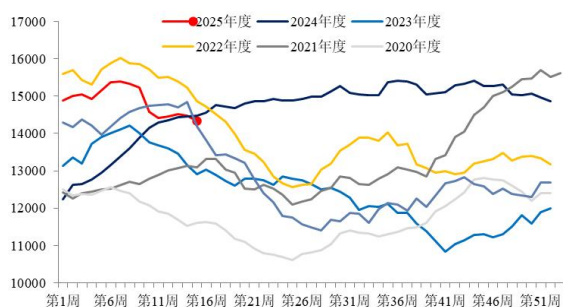
后续铁水复产高度存疑，下游钢材承接存疑。春节后一段时间内，铁水产量和下游钢材的表需是同步修复的，虽然铁水日均产量在节后第二周小幅下滑，但整体在一个月内从 227 万吨提升至 230 万吨附近，下游五大材的周度表需也从 600 万吨修复至 880 万吨附近。而近一个月以来，铁水产量与下游的表需出现劈叉，铁水迅速提升，而五大材表需增速放缓，甚至上周数据已经显示为环比下降，钢材的去库斜率放缓，下游已经开始感受到了供需的边际转弱，除内需并不亮眼外，重要的因素可能是因为关税落地前存在抢出口的现象，进入四月后，外需逐步开始受到影响，25 年一季度中国粗钢产量 25933 万吨，同比增 0.6%，而钢材产量为 35874 万吨，同比增长高达 6.1%。但最新一周的五大材表需较上周增长 48.1 万吨，打破了横盘整理的情况，未来铁水和钢材能否共振还有待观察。另外，目前利好的一点仍然是钢厂自身利润还不错，超过五成的钢厂实现盈利，且根据测算，近两周华东螺纹长流程的利润还维持在 50-150 元/吨的水平，铁水的趋势上升将带动短期钢材产量走高，但是持续性仍然受到终端需求的制约。所以，基于以上的推测，预计铁水在短期内仍能维持较高的位置，拐点可能出现在 5-6 月份。

四、4 月或是二季度港口库存的低点

节后港口大幅去库，目前矛盾不大。节后以来，受到海外飓风的影响，发运阶段性大幅下降，导致港口去库明显，45 港口库存下降至 1.45 亿吨，而最近在一季度发运影响逐步消除，和供需双增的背景下，港口库存已连续一个月变化不大。截至 4 月 11 日，Mysteel 统计全国 47 个港口进口铁矿库存总量 14831.0 万吨，环比下降 112.4 万吨。钢厂库存仍维持历史低位。截至 4 月 11 日，Mysteel 统计全国钢厂进口铁矿石库存总量为 9077.1 万吨，环比减 94.6 万吨。

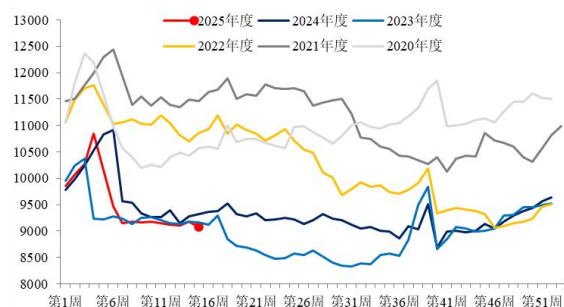
4 月或是二季度港口库存的低点。基于前文对供需的判断，4 月下旬到港量进入下降区间，铁水产量高位运行概率大，供需博弈的矛盾不明显，港口库存累库压力不大，甚至有可能延续小幅的去库。而向后看，5-6 月供给增长预期强烈，一方面历史上的二季度增量主要集中在 5-6 月，一方面西坡项目也将于二季度投产爬坡，且铁水产量可能在 5-6 月触顶回落，届时铁矿石供需矛盾或在港口库存上体现。

图 6：45 港口库存（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

图 7：247 家钢厂进口铁矿石库存（万吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货绘制

五、总结与展望

短期内，关税扰动暂时退潮，基本面矛盾不大，矿价震荡运行。随着对等关税政策在月初落地，市场对贸易摩擦的恐慌情绪已部分兑现，铁矿石估值已经历了一轮下探调整。尽管宏观扰动余波未消，但短期内驱动逻辑或转向供需基本面的边际变化。基本面来看，钢厂利润尚可，短期内或维持高铁水产量，需求韧性仍存，而供给端在一季度发运扰动消除的影响下，逐渐进入历史正常区间，对应到港量即将迎来下降，故4月下旬基本面驱动不大，甚至港口或有小幅去库。此外，近期还有五一补库的支撑和4月底的重要会议的预期，稳地产、消费复苏的定调需要重点关注，若专项债、地产融资等政策端释放超预期刺激信号，或短暂提振市场情绪。整体来看，短期内宏观和基本面带来的下跌驱动不足，但不排除关税预期的反复。

中期内，5-6月基本面存转弱预期，矿价或迎来拐点。一方面，年内过剩格局确立，供应增量进入释放周期，西坡项目计划在二季度放量，西芒杜项目将于年底第一批发运。且从历史发运节奏看，5-6月发运将进入季节性回升通道，达到年内的高点。一方面，下游需求有转弱的预期，外需有抢出口后的回落，内需也将在二季度迎来季节性旺季向淡季的切换，届时铁水产量亦或触顶回落，港口可能转向累库。另外，目前主力合约已转至09，对应年内粗钢的压减预期，并随着时间推移，预期愈发强烈，或限制铁矿石上方的高度。整体来看，铁矿石基本面或在5-6月迎来拐点，偏空对待为宜，但也不排除盘面有抢跑的情况，需要密切关注高频需求数据。

风险提示：海外金融风险、国内经济复苏节奏、宏观政策力度、上下游供需情况。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。