

2022 年 12 月 27 日 星期二

兴证期货.研发中心

黑色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

陈庆

电话：021-68982760

邮箱：chenqingqh@xzfutures.com

内容提要

2022 年，铁矿价格先扬后抑，重心明显下移。年初强预期占据主导，钢厂补库和铁水复产使得港口库存快速下降，叠加俄乌战争引发的全球铁元素供应减少预期，铁矿价格大幅反弹。但欧美加息浪潮、国内疫情不断恶化、地产经济持续下滑，二三季度钢价的下行使得矿价承压。四季度，随着“金融 16 条”出台，地产预期改变，叠加防疫政策全面放开，强预期再次占据主导，补库逻辑下铁矿反弹幅度大于成材。

展望 2023 年，美联储加息步伐放缓，终端利率或止步 5.25%，美元升值压力减轻，大宗具备反弹动能。国内疫情防控政策优化，居民消费有望得到释放，地产融资渠道重启，基建托底下，国内经济有望缓慢修复，GDP 增速或重回 5% 以上。但欧美高利率或抑制全球钢铁消费，海外经济衰退带来的冲击或导致国内机电产品出口增速放缓。从基本面来看，2023 年铁矿将呈现供增需减，矿价或先扬后抑，重心下移，整体呈现“N”型。

风险提示

海外经济衰退冲击；国内强力政策刺激；粗钢压减政策。

报告目录

一、2022 年铁矿市场回顾.....	4
1. 价格和价差表现：矿价重心下移；高低品价差大幅收窄.....	4
2. 运行逻辑：矿价跟随钢价波动，相关性明显提高.....	5
3. 铁矿供需：供需变化均超预期，库存大幅下降.....	6
二、2023 年铁矿市场展望.....	9
1. 铁矿需求：内外需或皆下降.....	9
1.1. 外需：海外经济衰退预期，生铁产量或下降.....	9
1.2. 内需：粗钢需求下滑，废钢供应增加，生铁产量或同比略降.....	10
2. 铁矿供应：供应或同比增加.....	11
三、价格预测：2023 年铁矿价格或先扬后抑，重心下移.....	12

图目录

图表 1：普式价格.....	4
图表 2：日照港 PB 粉价格.....	4
图表 3：PB 和超特价差大幅收窄.....	4
图表 4：中高品基差收窄.....	4
图表 5：2022 年钢矿价格走势相关性较强.....	5
图表 6：全球铁矿发运量.....	6
图表 7：四大矿山发运至中国.....	6
图表 8：中国铁矿进口量.....	7
图表 9：自印度进口铁矿量.....	7
图表 10：10 月铁精粉产量出现明显下滑.....	7
图表 11：322 矿业铁精粉月累计产量.....	7
图表 12：海外高炉生铁产量.....	8
图表 13：废钢日均消耗同比明显下降.....	8
图表 14：45 港铁矿库存同比下降.....	8
图表 15：钢厂主动采取低库存策略.....	8
图表 16：钢厂进口矿可用天数.....	9
图表 17：钢厂进口矿库存消费比.....	9
图表 18：美国个人耐用品支出曲线异常陡峭.....	9

图表 19: 耐用品订单增速与制造业相关性较强.....	9
图表 20: 美国各个环节商品库存或见顶回落.....	10
图表 21: 明年中国机电产品出口或下降.....	10
图表 22: 2023 年铁矿供需平衡表 E.....	12

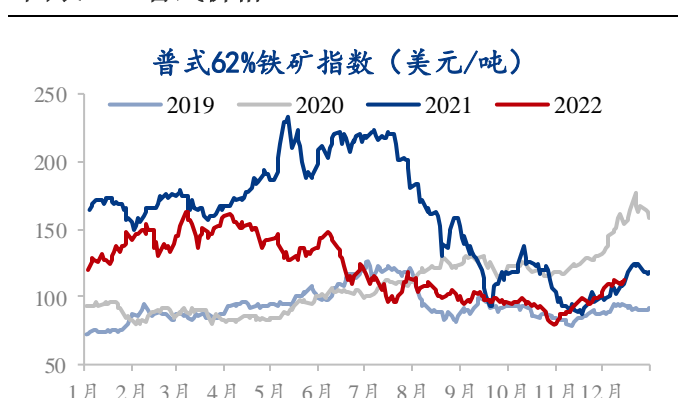
一、2022 年铁矿市场回顾

1. 价格和价差表现：矿价重心下移；高低品价差大幅收窄

2022 年，铁矿价格先扬后抑，重心明显下移。据钢联数据，截止 12 月 26 日，日照港 61.5%PB 粉价格 823 元/吨，同比上涨 3%，但均价下跌 24%；期货主力 828 元/吨，同比上涨 21%，重心同样出现大幅下移。

长期的低利润使得钢企更加追求性价比，高低品矿价差明显收窄，铁矿的最优交割品由去年的低品转为卡粉等高品质。

图表 1：普式价格



数据来源：兴证期货研发部，Wind

图表 2：日照港 PB 粉价格



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 3：PB 和超特价差大幅收窄



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 4：中高品基差收窄

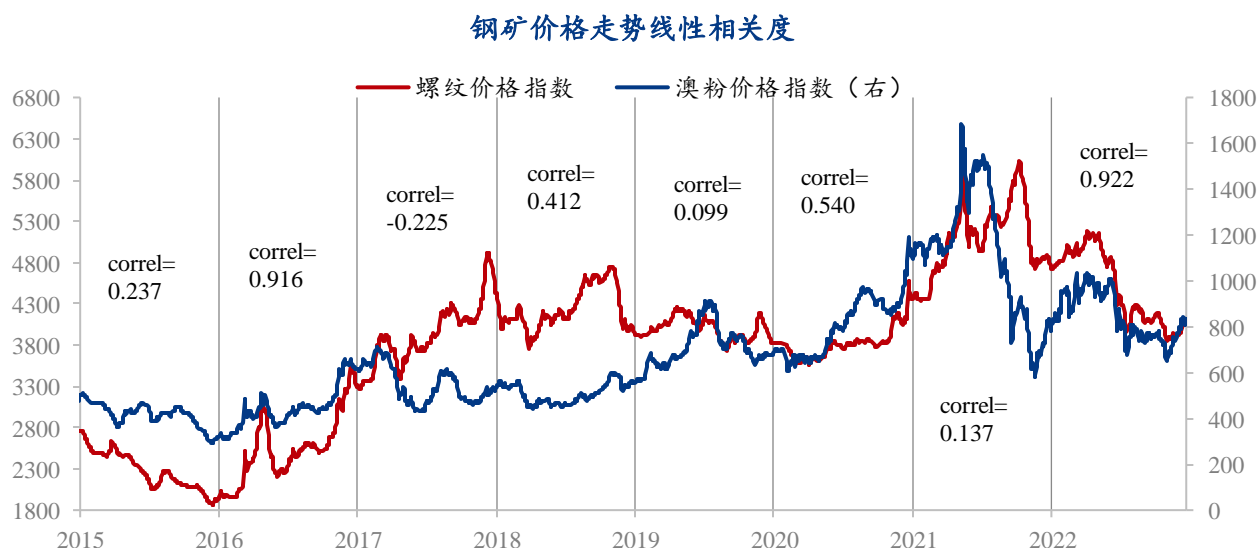


数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

2. 运行逻辑：矿价跟随钢价波动，相关性明显提高

2022 年铁矿的价格走势与钢价高度一致，线性相关度高达 0.92，属于供给侧改革以来较为少见的情况。其主要原因有：一方面需求是 2022 年黑色的主驱动，价格是由下游向上游传导，且铁矿自身没有较强的供需矛盾驱动。另一方面，自 2015 年以来，行政压产往往会使得钢矿呈相反的走势，2022 年虽也有减产行为，但完全属于行业利润调节，负反馈会使得钢矿价格趋于一致走势。此外，焦煤挤占了大部分的黑色系利润空间，低利润的钢企对铁矿上涨容忍度明显降低，亏损即减产、盈利即复产。

图表 5：2022 年钢矿价格走势相关性较强



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

2022 年铁矿行情主要可以分为三个阶段：

第一阶段：年初-4 月价格强势上涨期。同钢价一样，年初的反弹可以追溯到 2021 年的 11 月中下旬，在强预期的刺激下，钢矿价格均开始出现反弹。钢企开始积极对铁矿进行补库，据钢联数据，从 2021 年 12 月 10 日至 2022 年 1 月 28 日，247 家钢厂的进口矿库存增加了 1440 多万吨。铁水产量下降的同时，矿价却从 87 美元/吨反弹至 148 美元/吨，涨幅明显高于成材。冬奥会结束后，钢厂开始快速的复产，大约只用了 35 天时间日均铁水产量就从低点 203 万吨攀升至 230 万吨，叠加俄乌战争导致全球非主流矿减量预期，铁矿价格多次冲高到 160 美元/吨附近。此外，废钢供应的意外缺失使得铁水替代性需求大幅增强，加速了铁水的回升。

第二阶段：5 月-10 月价格大幅下跌后的震荡盘整。5 月开始，由于钢材旺季需求的多次证伪，叠加美联储加息步伐加快，持续上行的铁水产量也没能止住铁矿价格的下跌颓势。随着钢价的持续下跌，钢企盈利率达到了极低的水平，多数钢企开始主动减产，并由此导致了产业链负反馈的形成，从而加

速价格下跌。8-9 月铁水快速复产，但预期和现实双弱，短暂的反弹结束后就开启了漫长的阴跌走势。10 月末，铁矿价格已经跌破 80 美元/吨，触及了全球矿山发往中国 CFR 的平均成本线。

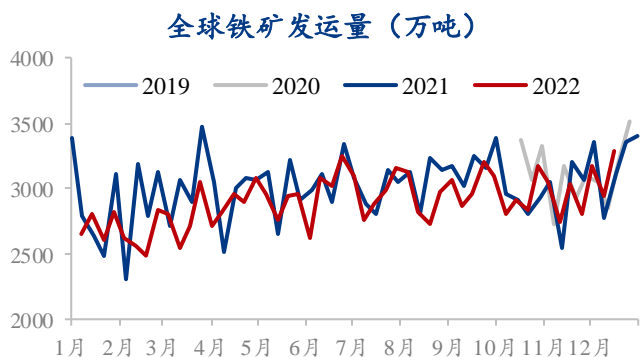
第三阶段：11 月价格再次趋势性反弹。11 月开始，政策对地产进行了全方位的松绑，出台“金融 16 条”、允许房企进行股权融资等。另一方面，防疫政策转变超预期，市场情绪转为乐观。强预期提振下，黑色系全面反弹。海外资本也把铁矿作为看多中国地产的投资标的，新加坡铁矿掉期指数、地产美元债收益率等大幅上涨。年末港口和钢厂铁矿库存都出现了显著的下降，补库逻辑的驱动下，炼铁原料铁矿价格反弹更快更猛。

3. 铁矿供需：供需变化均超预期，库存大幅下降

2022 年的全球铁矿供需双降，但两端变化均有所超预期，一是供应端的减量超预期，二是国内生铁的产量高于预期。

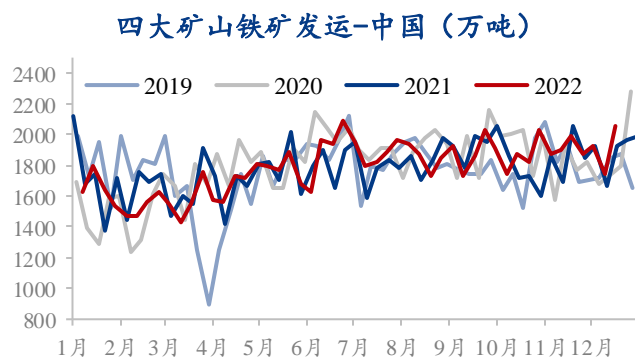
供应端，据钢联数据，1-11 月，全球铁矿石累计发运量 13.77 亿吨，同比下降 4821 万吨，其中澳洲矿同比增 1342 万吨，巴西矿同比降 1422 万吨，南非矿同比降 594 万吨，印度矿同比降 1987 万吨，乌克兰同比降 2052 万吨。海关数据显示，1-11 月我国铁矿累计进口 10.17 亿吨，同比下降 2147 万吨，降幅 2.07%。

图表 6：全球铁矿发运量



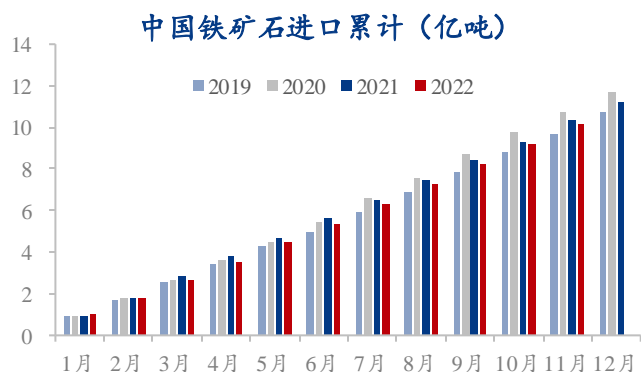
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 7：四大矿山发运至中国



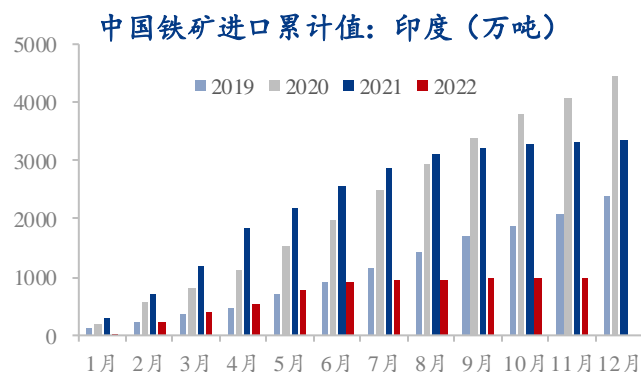
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 8：中国铁矿进口量



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 9：自印度进口铁矿量

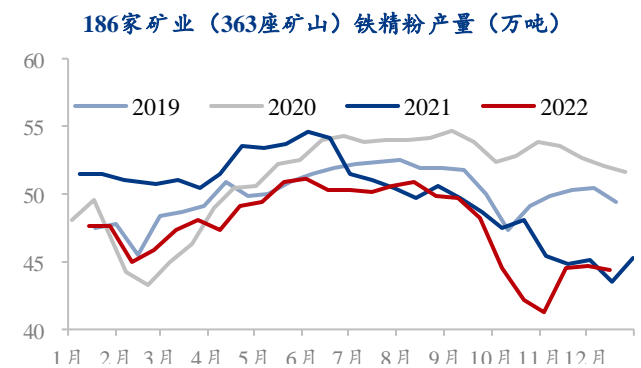


数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

外矿的减少主要是因为：1) 由于矿价的重心下移以及悲观预期，海外部分较高成本的非主流矿发运积极性下降；2) 俄乌战争影响乌克兰精粉出口；3) 5月下旬印度上调其铁矿石出口关税，对球团矿征收 45%出口关税，对所有粉矿和块矿征收 50%的出口关税。

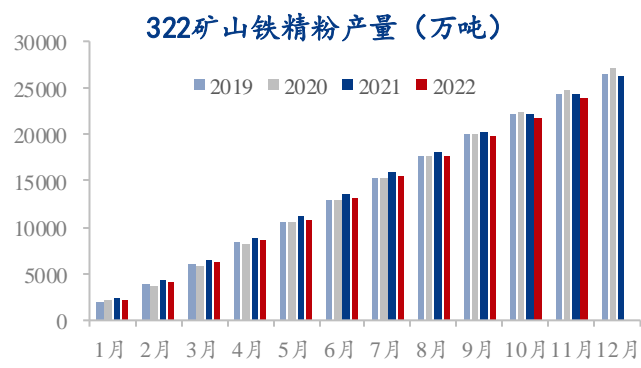
内矿方面，冬奥会结束后，矿山产量开始回升，但疫情影响以及 9 月河北迁西、山西代县有矿山发生重大安全事故，导致区域性的停产，10 月内矿产量出现明显下降。据钢联数据，占全国铁精粉产能 88%的 322 家矿山企业 1-11 月铁精粉产量 2.39 亿吨，同比减少 411 万吨，预计全年内矿供应减量 500 万吨左右。

图表 10：10 月铁精粉产量出现明显下滑



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 11：322 矿业铁精粉月累计产量



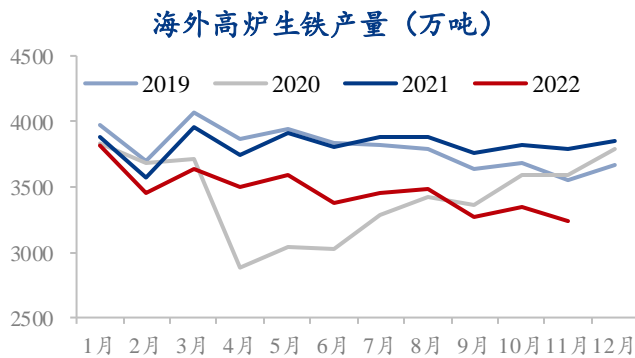
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

需求端，据世界钢协数据，1-11 月全球高炉生铁产量 11.74 亿吨，同比下降 3802 万吨，其中海外高炉生铁产量 3.79 亿吨，同比下降 3685 万吨，中国生铁产量 7.95 亿吨，同比略降 117 万吨。海外尤其是欧洲受加息以及高价的燃料价格冲击，工业生产受挫，高炉生铁产量降幅明显。而国内生铁产量则高于预期，一方面，虽然螺纹钢等建筑钢材产量降幅显著，但板材产量逐年增加，在基建和制造业的

加持下，铁水需求并未出现明显下降。另一方面，房屋拆迁量明显减少，工地产废大幅减少，叠加疫情影响收集和运输，整体废钢供需出现了较大的缺口，从而使得铁水替代性需求增加。据废钢协会数据，1-8月钢铁企业废钢消费量累计同比下降13%；钢联数据，截止12月23日，61家钢厂废钢周均消费量同比下降23.56%，211家钢厂废钢周均消耗量同比下降了30.9%，由此推导2022年废钢消费同比减少了2成左右。

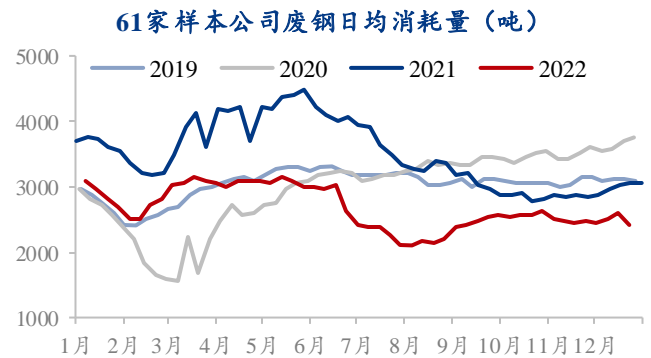
由于国外需求降幅更为明显，因此矿山发往中国的铁矿比例较去年整体提高。

图表 12：海外高炉生铁产量



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

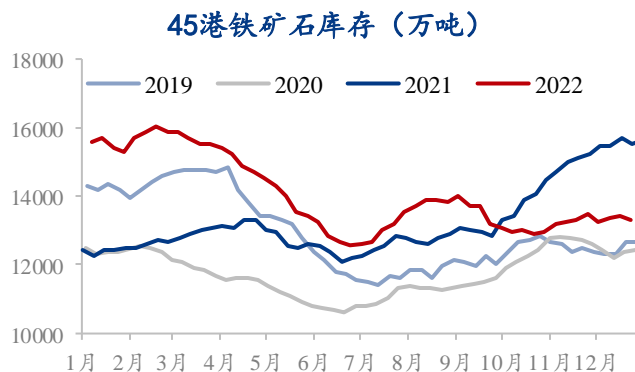
图表 13：废钢日均消耗同比明显下降



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

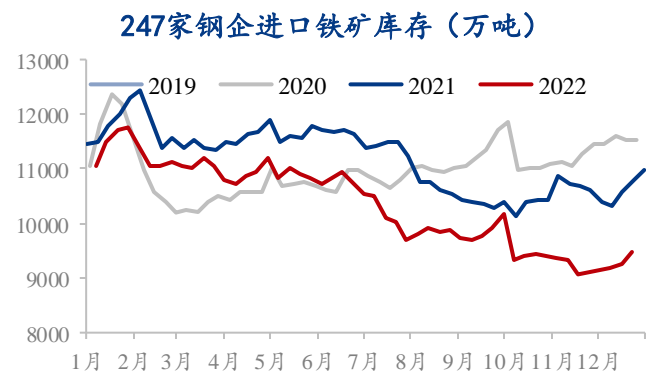
供给降幅大于消费，整体供需由之前预估的过剩转为平衡，港口铁矿库存水平显著下降。据钢联数据，截至12月23日，45港铁矿库存13336万吨，年同比下降2176万吨；247家钢材进口矿库存9465万吨，年同比下降1346万吨。由于长期低利润，2022年国内钢厂主动采取了低库存的策略，因此进口矿库存远低于往年平均水平，钢厂的进口矿可用天数也明显低于正常水平。

图表 14：45港铁矿库存同比下降



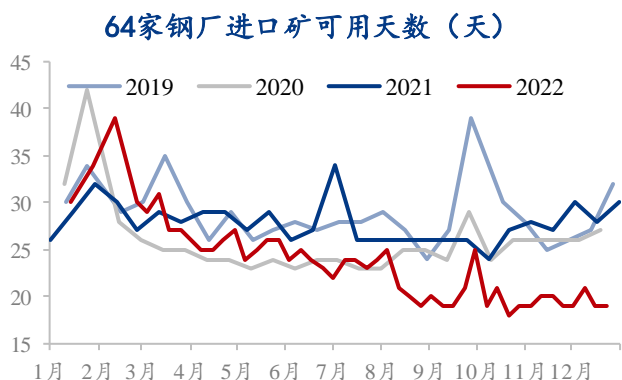
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 15：钢厂主动采取低库存策略



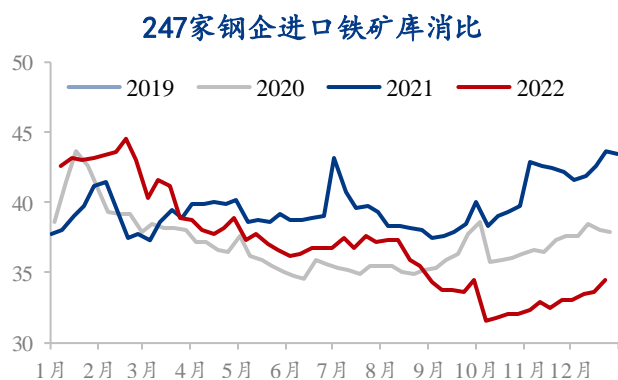
数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 16：钢厂进口矿可用天数



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

图表 17：钢厂进口矿库存消费比



数据来源：兴证期货研发部，Mysteel

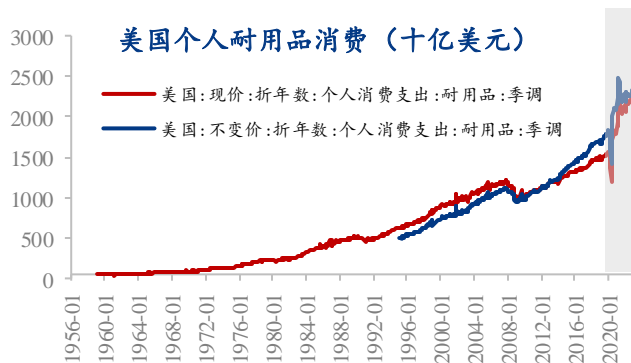
二、2023 年铁矿市场展望

1. 铁矿需求：内外需或皆下降

1.1. 外需：海外经济衰退预期，生铁产量或下降

2023 年加息退潮对黑色系无疑是利好，但若明年联邦基金利率长时间保持在 5% 以上，高利率将会抑制耐用品消费需求。由于疫情期间美国的货币政策和财政补贴，2020-2022 年的美国个人耐用品消费支出曲线斜异常陡峭，与常规的经济发展规划不符。10 月新增耐用品消费订单增速仍保持在 10% 以上，而与之相关度较高的 ISM 制造业新订单指数已经处于收缩区间。若 2023 年美国出现经济衰退，在高利率的压制和低收入人群超额储蓄见底的情况下，耐用品支出增速或阶段性转负，从而使得曲线斜率回归。

图表 18：美国个人耐用品支出曲线异常陡峭



图表 19：耐用品订单增速与制造业相关性较强



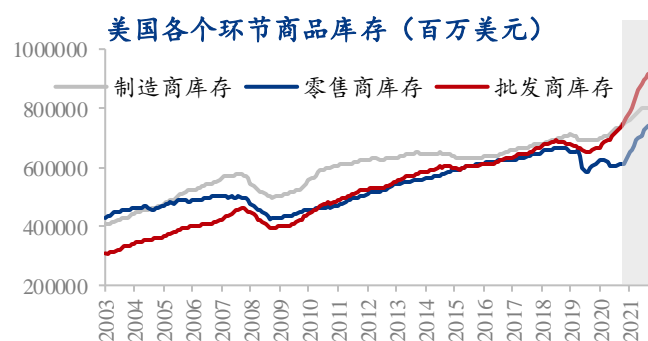
数据来源：兴证期货研发部，Wind

数据来源：兴证期货研发部，Wind, ISM

另一方面，美国因疫情受损的商品供应链已经得到了修复，BDI 指数以及集装箱运价指数的大幅回落也表明运输已经不再是商品流通的主要限制。目前美国各个环节的商品库存也呈现出见顶回落的态势，制造业的库销比也回到了疫情前正常水平，进口补库动能的减弱或将导致全球制造业需求放缓。预计 2023 年中国机电产品出口或负增长，相关的用钢行业如机械、汽车、家电、健身器材等出口增速也会放缓。

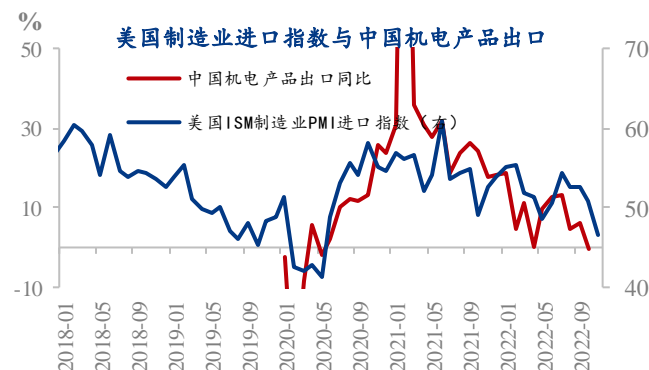
预计 2023 年海外的生铁产量同比仍会小幅下滑。

图表 20：美国各个环节商品库存或见顶回落



数据来源：兴证期货研发部，Wind

图表 21：明年中国机电产品出口或下降



数据来源：兴证期货研发部，Wind, ISM

1.2. 内需：粗钢需求下滑，废钢供应增加，生铁产量或同比略降

从钢材供需平衡表来看，2022 年在地产用钢大幅下滑的背景下，粗钢和铁水供需并未出现重大失衡，基建用钢起到了较强的支撑作用。但地方隐性债务压力较大，一方面是房地产被限制后，地方政府卖地收入大幅下降；二是疫情长期影响，地方经济受到了明显的负面影响，叠加疫情防控支出，各地政府对于基建投资捉襟见肘，从而限制了 2022 年基建的实际开工。如果 2023 年中央加大财政支出力度，提前下发更多的专项债额度，保持基建增速在较高水平，那 2023 年的基建用钢可期。

地产方面，政策进一步松绑，但销售并非一朝一夕的能够改善的，考虑到经济转型以及人口问题，国家不大可能出台过度刺激政策，所以地产需求仍将回归自身。从行业产业链传导来看，销售-拿地-新开-施工-竣工，由于前两年地产商拿地面积以及新开工面积锐减，2023 年的新开工面积或维持负增长，降幅可能收窄，施工面积量降幅扩大，地产用钢需求也会再下一个台阶。

制造业与出口，海外耐用品供需缺口逐渐补齐，库存也回到了疫情前的水平，在加息抑制需求的大背景下，欧美的需求都会下滑。国内出口需求增速也会逐渐放缓，因此整体制造业需求呈现下滑，部分行业可能表现好于预期。

生铁产能方面，据钢联数据，2023 年全国将新增高炉 26 座，新增产能 3633 万吨，淘汰高炉 63 座，涉及产能 4078 万吨，其中 58% 已经处于长期停产状态。若如期投产，2023 年新增高炉年化产量 1940 万吨，淘汰高炉年化产量 2251 万吨，其中淘汰的在产高炉年化产量 915 万吨。按利用率 80% 计算，预计产能置换贡献产量约 820 万吨，整体高炉炼铁产能仍处于过剩状态。

预计 2023 年国内粗钢供需双降，废钢供应增加，生铁产量同比下降 300 万吨。

2. 铁矿供应：供应或同比增加

巴西淡水河谷：据淡水河谷官网发布的数据，其 2022 年铁矿石产量约 3.1 亿吨，预计 2023 年产量将达 3.1-3.2 亿吨，2026 年达 3.4-3.6 亿吨，2030 年之后产量将超过 3.6 亿吨。其中本年度球团产品产量约 3300 万吨，预计 2023 年产量达 3600-4000 万吨，2026 年达 5000-5500 万吨，2030 年之后产量将超过 1 亿吨。预计 2023 年淡水河谷铁矿或有 500 万吨的增量。

澳大利亚力拓：据钢联统计，力拓 2022 年前三季度皮尔巴拉业务铁矿石产量总计 23469 万吨，同比基本持平，发运量总计 23429 万吨，同比减少 1%。由于天气和疫情影响，上半年发运同比略减，但随着 Gudai-Darri 和 Robe Valley 矿区的持续增产，三季度力拓铁矿石产量明显发力，预计 2022 年全年产量能达到 3.2 亿吨左右，同比持稳，而 2023 年预计同比增加 300 万吨。

澳大利亚必和必拓：据钢联统计，必和必拓 2022 年前三季度铁矿石产量总计 2.1 亿吨，同比小幅增加 0.2%。预计 2022 年全年产量能达到 2.85 亿吨左右，2023 年持稳。

澳大利亚福蒂斯丘：据钢联预计，2022 年 FMG 铁矿产量预计 1.9 亿吨，2023 年同比增加 300 万吨。

印度：印度政府自 11 月 19 日起，已经下调了铁矿出口关税，低于 58% 的块、粉以及球团矿实施零关税，仅对 58% 以上铁矿征收 30% 的关税，据钢联预计，2023 年印度矿供应或增加 1000 万吨。

2023 年铁矿供应或增加，增量主要来自澳巴和印度，但这是基于铁矿价格高于成本线做出的预估，若铁矿重心下移，增量可能不及预期。

国产矿方面，根据“基石计划”，到 2025 年，国内矿产量、废钢消耗量和海外权益矿分别达到 3.7 亿吨、3 亿吨和 2.2 亿吨，分别比 2020 年增加 1 亿吨、0.7 亿吨和 1 亿吨。预计 2023 年国产铁精粉产量可达到 2.9 亿吨，同比增加 1000 万吨，废钢供应也可能得到一定的回升。

图表 22：2023 年铁矿供需平衡表 E

万吨	国产铁精粉	铁矿进口	铁矿出口	铁水产量
2021 年	28500	112443	2334	86857
2022 年 E	28000	110444	2350	86095
同比变动	-1.8%	-1.8%	0.7%	-0.9%
2023 年 E	29000	112444	2350	85750
同比变动	3.6%	1.8%	0.0%	-0.4%

数据来源：Mysteel

三、价格预测：2023 年铁矿价格或先扬后抑，重心下移

2023 年矿价或继续跟随钢价，从影响价格的因素来看，明年初主要是强预期占据主导，一方面是美联储加息步伐放缓后，全球大宗商品的价格将继续反弹，另一方面，国内政府换届，摆脱疫情的桎梏后，明年初 3 月两会或将 GDP 目标定在 5% 以上，新的经济政策密集出台，强预期将盖过弱需求。二季度，由于需求的不及预期，价格或出现一轮下跌，三四季度随着经济修复，矿价或随着钢价逐步反弹，全年走势类似“N”型，重心下移。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。