

2023年11月30日

需求此消彼长，价格区间运行

——铁矿石2024年年度投资策略

分析师：

刘慧峰
从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：LiuHF@qh168.com.cn

联系人

武冰心
从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- **国内需求稳中有降，海外小幅回升：**按照2024年粗钢产量10.19亿吨，同时假设废钢应用比例较2023年推升0.3个百分点（考虑性价比因素，转炉环节应用比例不增加），则2024年生铁产量约为8.7亿吨，同比下降约1.3%，折合铁矿石需求下降约1900万吨。海外钢材供应将有所修复，预计全年生铁产量增幅可能在3.6%或1493万吨左右，折合铁矿石需求约增加约2390万吨。
- **主流和非主流矿供应均回升：**通过自上而下和自下而上两种方式推算，2024年主流矿供应将增加1800万吨左右。非主流矿种澳洲、巴西中小矿山预计增加640万吨，其他国家增加650万吨。国内精粉考虑政策和基本面因素的话预计增加750万吨左右。
- **短期关注钢厂冬储补库情况：**多因素叠加决定了当前钢厂依然还是一个按需采购的策略，冬储时间可能会有所延后。不过，近两年一季度铁水产量一般环比四季度都会有所回升，且一季度是传统的铁矿发货淡季，所以春节前，钢厂大概率还是会有一轮补库。那么，短期冬储补库的时间点就尤为重要，冬储启动前，铁矿石价格大涨可能性不大。
- **结论：**2024年铁矿石供应整体呈现增加趋势，其中主流矿供应增加约1800万吨左右，非主流矿供应增加约1290万吨左右；按发运量推算预计国内进口量将增加1900万吨左右。国产矿综合考虑政策和行业因素，预计全年增长750万吨左右。需求端，结合钢材年报预估，并假设废钢供应略有回升国内生铁产量同比下降1.3%，折合铁矿需求1900万吨；海外考虑美联储加息结束以及印度工业化、城市化因素影响，全年生铁产量将增长3.6%，折合铁矿石需求2390万吨。所以2024年铁矿需求的增量主要在海外，且供应过剩程度相比2023年有所增加。节奏上看，上半年供需偏紧格局将延续，下半年过剩程度将有所增加。全年价格运行区间预计在90-130美元之间。
- **风险因素：**粗钢平控政策趋严，铁矿石供应大幅收缩

正文目录

1. 2023 年铁矿石价格走势回顾.....	3
2. 需求：国内稳中有降，海外小幅回升	3
3. 供给：主流矿及非主流矿均有增量	4
4. 短期需关注钢厂冬储及政策监管.....	7
5. 结论及投资建议	8

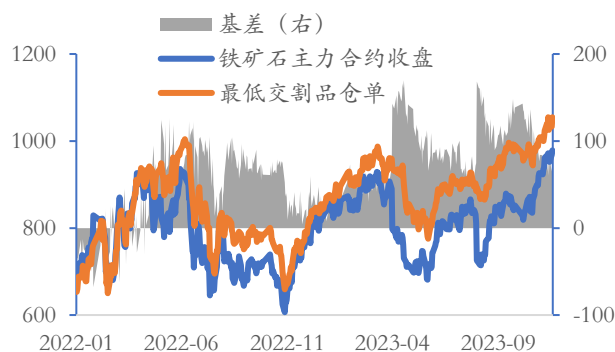
图表目录

图 1 铁矿石期现价差走势变化.....	3
图 2 日照港 PB 现货价格季节性走势	3
图 3 高炉日均铁水产量季节性走势	4
图 4 钢厂盈利占比与高炉日均铁水产量	4
图 5 全球制造业 PMI 和海外粗钢产量走势	4
图 6 海外生铁产量变化季节性走势	4
图 7 铁矿石进口量季节性走势.....	5
图 8 铁矿石周度到港量季节性走势	5
图 9 四大矿山资本开支与产量增量变化	6
图 10 四大矿山产量季节性走势.....	6
图 11 非主流矿进口与铁矿石价格变化走势.....	6
图 12 国内铁精粉产量季节性走势	6
图 13 铁矿石港口库存季节性走势	7
图 14 钢厂矿石库存季节性走势.....	7

1. 2023 年铁矿石价格走势回顾

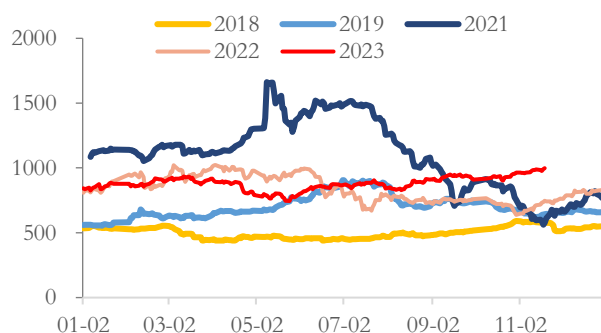
2023 年，铁矿石价格整体呈现 N 型走势，1-3 月份得益于疫情管控政策的放开，宏观预期的好转以及矿石自身阶段性供需错配，其价格整体表现强势。3 月月中之后，国内宏观政策力度以及旺季钢材现实需求表现均不及预期，海外硅谷银行、瑞信、第一共和银行接连暴雷，加上国内粗钢平控预期增强以及政策端对铁矿石得调控，铁矿石价格开启了两个月左右得下跌行情，至 5 月下旬，普氏 62%铁矿石指数一度跌至 100 美元/吨以下。6 月份之后，宏观预期在度转强，且粗钢平控预期不断证伪，铁水产量持续走高，加上 3-5 月因预期过于悲观，钢厂对原料采取了低库存策略，多因素叠加致铁矿石大幅上涨，本轮涨势一直持续至 9 月底 10 月初。之后在度因旺季现实需求不及预期出现阶段性回调，但进入四季度以后市场焦点更多还是在宏观层面，加上各环节库存都在比较低得位置，导致负反馈行情并不流程。10 月底之后，以增发万亿国债政策为转折点，市场得主要矛盾在度转向强预期，整个黑色板块包括铁矿石价格在度出现拉涨。

图1 铁矿石期现价差走势变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图2 日照港 PB 现货价格季节性走势



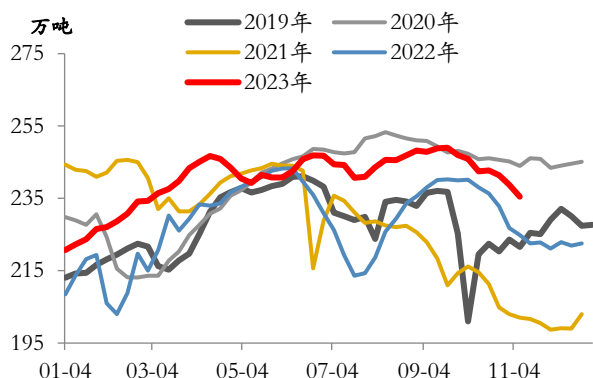
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

2. 需求：国内稳中有降，海外小幅回升

受到国内经济稳中向好预期偏强，加之废钢供应恢复偏慢，2023 年生铁产量一直居高不下。1-10 月份国内生铁产量 74474.8 万吨，同比增长 2.3%或 1674.41 万吨，远高于粗钢 1.4%和 1207 万吨得增幅。同时，鉴于政策性限产力度低于预期，从月度和周度高频数据得变化规律来看，铁矿石需求今年主要取决于钢厂利润以及市场对于现实端钢材需求预期的变化。根据粗钢消费得季节性变化规律，在假设 11-12 月得铁钢比和 10 月持平，按此预估，2023 年生铁产量将达到 8.83 亿吨，同比增长 2.1%或 1892 万吨。

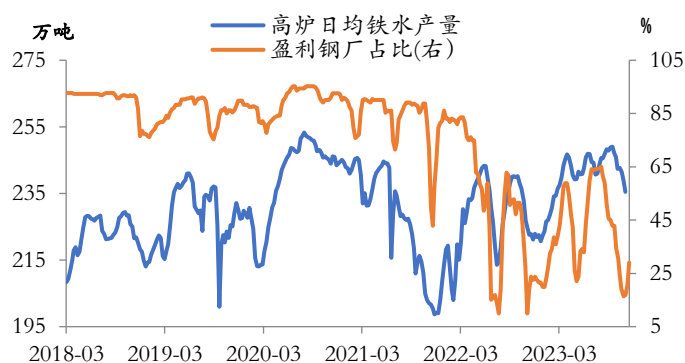
根据我们钢材年报中得预估，2024 年粗钢表观消费预计增长 0.9%左右，而供应则受到低利润和政策影响或有 1.1 个百分点得下滑，且废钢供应可能会有小幅回升。按照 2024 年粗钢产量 10.19 亿吨，同时假设废钢应用比例较 2023 年推升 0.3 个百分点（考虑性价比因素，转炉环节应用比例不增加），则 2024 年生铁产量约为 8.7 亿吨，同比下降约 1.3%，折合铁矿石需求下降约 1900 万吨。

图3 高炉日均铁水产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 钢厂盈利占比与高炉日均铁水产量

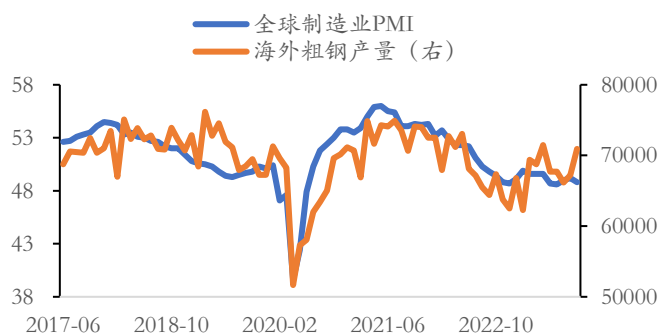


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

海外需求方面，2023年因俄乌战争以及美联储加息因素影响，除中国外的其他地区钢材供应整体表现较为平稳，前10个月生铁产量同比下降0.9%，日均产量基本在112-115万吨之间波动。分国家来看，印度、东南亚、韩国等亚洲国家增长明显，其他区域则都有不同程度得下滑。

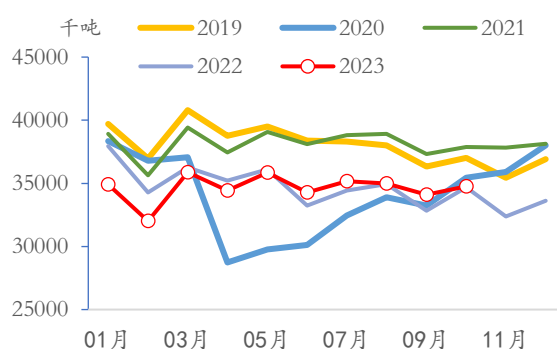
2024年美国加息周期逐步接近尾声，地缘政治风险也将有所缓解，加上印度工业化、城市化得推进，海外钢材供应将有所修复，预计全年生铁产量增幅可能在3.6%或1493万吨左右，折合铁矿石需求约增加约2390万吨。

图5 全球制造业 PMI 和海外粗钢产量走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 海外生铁产量变化季节性走势

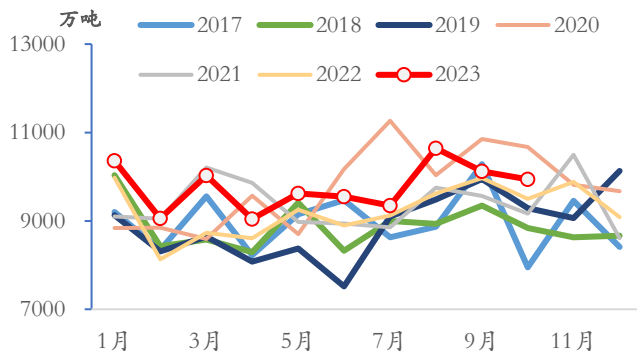


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

3. 供给：主流矿及非主流矿均有增量

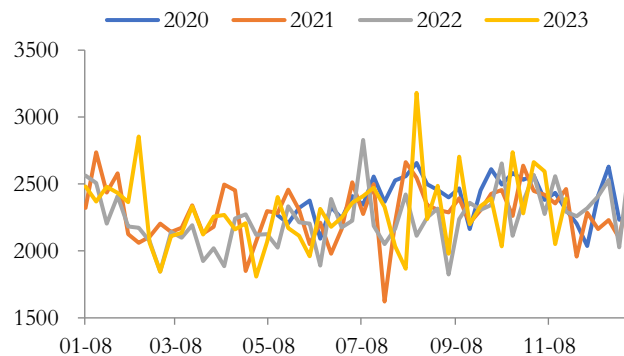
2023年尽管有飓风以及部分矿山事故得影响，但供应总体表现还是不错得。前10个月，国内铁矿石进口量9.77亿吨，同比增长6.5%或5959万吨；其中澳洲、巴西矿得进口量8.2亿吨，同比增长3.8%或3100万吨；除澳洲、巴西之外得其他地区铁矿石进口量1.55亿吨，同比增长21.88%或2795万吨。同时，截止到11月17日，周度的全国45港铁矿石到港量为10.55亿吨，同比增长2.75%，与月度数据走势基本吻合。四季度一般为传统得铁矿石供应旺季，结合以往季节性数据来看，11-12月国内铁矿石进口量将达到1.95亿吨，全年进口量将达到11.7亿吨，同比增加约6500万吨。

图7 铁矿石进口量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图8 铁矿石周度到港量季节性走势



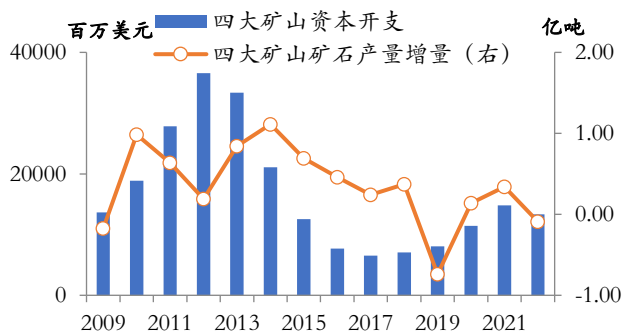
资料来源：东海期货研究所、Mysteel

对于2024年主流矿供应，我们从自上而下和自下而上两个角度来看。自上而下主要是看四大主流矿山得资本开支数据，该数据一般领先铁矿石产量约2-4年。从图表9中可以看出，上一轮矿山得资本开支高峰在2011-2013年，之后2013-15年就是矿山增产高峰期。本轮资本开始自2017年，到2021年达到高点148亿美元，2022年小幅回落15亿美元。所以如果按照投产周期推算，2024年依然是有一定增量的。按照资本开支与四大矿山产量得关系推算，2024年四大矿山产量增幅预计在1600-1800万吨之间。

自下而上主要是通过枚举法汇总矿山得投产计划得出增产数据，目前澳洲三大矿山均公布了2024财年产量目标指引，其中FMG为1.92-1.97亿吨，相比2022财年1.92亿吨上调500万吨，该部分增量主要由于Iron Bridge项目所贡献，另外，加蓬贝加林铁矿预计将贡献200万吨增量，但该部分产量有很大不确定性；BHP产量目标2.82-2.94亿吨，相比2023财年2.78-2.9上调约400万吨，其中Samarco贡献约100万吨，其余主要为South Flank项目贡献；力拓2024财年产量目标3.23-3.38亿吨，相比2023财年提升300万吨，主要为Gudai-darri项目提产所贡献。淡水河谷年产600万吨压块厂项目第二阶段预计在2024年半年投产，预计贡献产量约300-400万吨。合计在1800万吨左右，与按照资本开支的推算结果基本吻合。

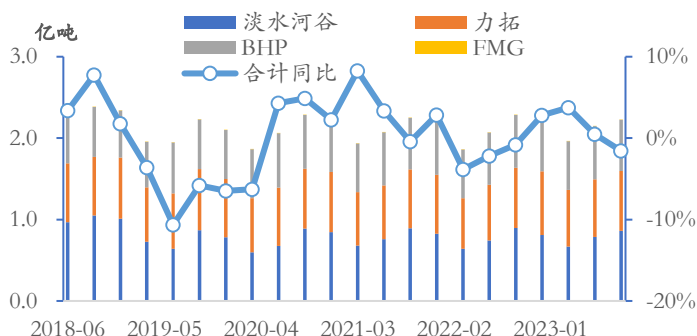
受铁矿石价格高企影响，非主流矿贡献了国内进口大部分增量。今年前10个月国内铁矿石进口量同比增长6.5%，而除去澳洲、巴西之外的非主流矿进口则同比增长了25.14%。从历史数据上看，普氏指数和非主流矿进口量之间有非常好的正相关性。2023年截止到11月下旬的普氏指数均值为118.3美元/吨，11月份的均值为130美元，在这种价格水平下，非主流矿具有很强的增产动能。

图9 四大矿山资本开支与产量增量变化



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

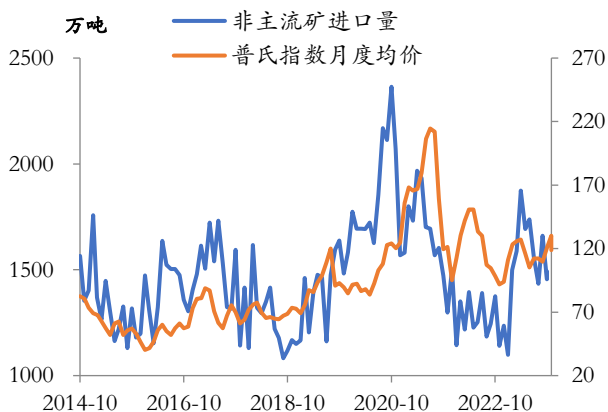
图10 四大矿山产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

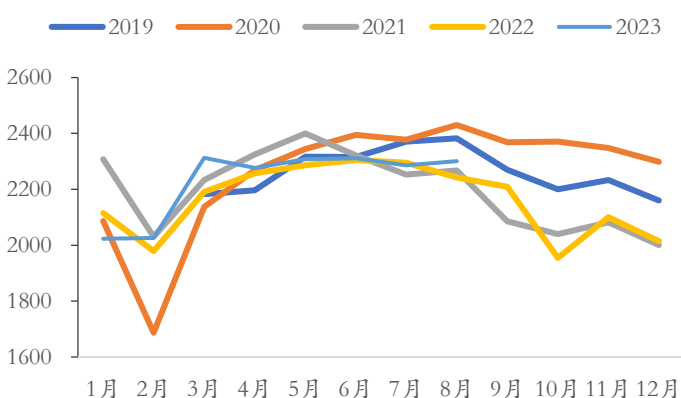
非主流矿的增产区域也主要是两部分，一是澳洲、巴西除四大矿山之外的其他中小矿山，巴西 CSN 公司 2024 年预计小幅增产 100 万吨；澳洲 Mineral Resources 公司的年产 3500 万吨的 Onslow 铁矿项目将于 2024 年年中投产，估计可贡献增量 300-400 万吨；阿特拉斯和汉考克集团共同开发得 McPhee Creek 铁矿石铁矿项目的投产时间推迟到 2024 年，该项目年产能 950-970 万吨，预计当年可贡献增量约 240 万吨。二是，除澳洲、巴西两个国家之外的其他的区域，英美资源目前将 2024 财年产量目标定在 6100-6500 万吨，相比 2023 财年提升约 400 万吨，印度 NMDC 公司可能有 250 万吨左右增产，但考虑到近两年印度粗钢产量增长较快，故其 2024 年对外出口可能会有所减量。总的来说，2024 年，海外铁矿石预计有 3090 万吨左右的增量，其中主流矿约 1800 万吨，非主流 1290 万吨。

图11 非主流矿进口与铁矿石价格变化走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图12 国内铁精粉产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

上半年，国产矿因成本高企，矿山事故频发因素影响，产量受到压制；下半年事故影响减弱后，产量开始有所恢复。根据 Mysteel 数据，全国 332 家矿山铁精粉产量 2.24 亿吨，同比增长 2.52% 或 550 万吨，其中 7-10 月份增量在 493.6 万吨。随着基石计划的推进，近两年国内铁矿勘探力度有所加大，一期年产 1100 万吨的陈台沟铁矿项目已经于 2023 年中开工，龙岭矿业-思岭铁矿项目预计也将在 2024 年投产，所以预计未来 2-3 年内随着政策的推进国内铁矿石供应增产潜力有望进一步释放。但目前国内铁矿开采仍受到高成本的制约，且

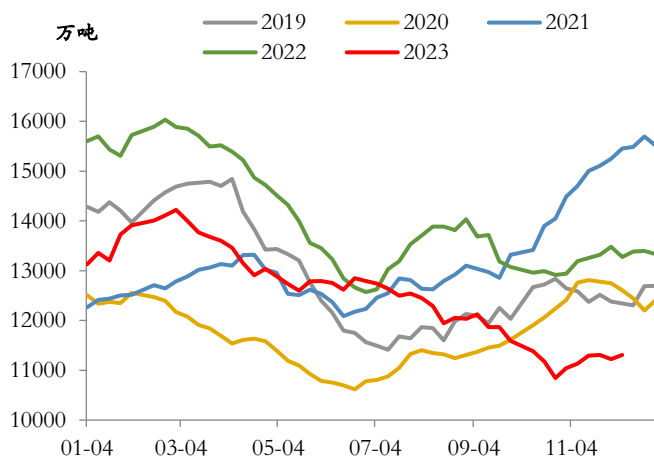
从储量转化为产量仍需大量投入，所以综合考虑预计国内铁精粉产量 2024 年将增加 750 万吨，增幅 2.82%。

4. 短期需关注钢厂冬储及政策监管

2023 年以来，因钢材需求持续走弱，而铁水产量又一直居高不下，钢厂的低库存策略一直贯穿全年。从图表 14 中可以看出，虽然 10 月份之后，随着钢厂利润的恢复，有一定的补库操作，但钢厂矿石库存一直处在比较低的位置。从往年经验看，每年四季度到春节之前，钢厂对原料的冬储都是市场关注的焦点，而在今年钢厂库存处于历史低位的情况下，市场则更为关注。

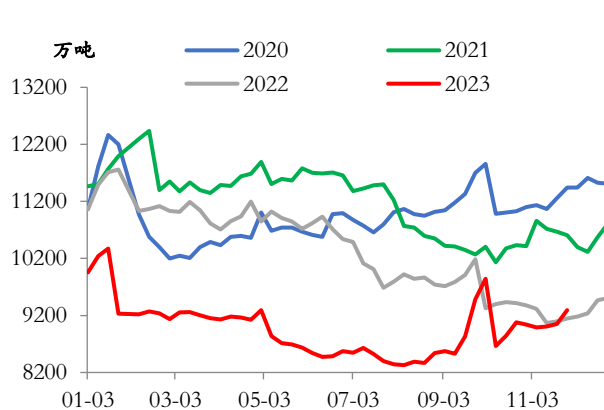
对于 2023-2024 年的钢厂补库，我们认为，一方面，当下铁矿石绝对价格 135 美元依然偏高，钢厂利润尽管有所恢复，但还是处在较低位置。另一方面，铁水产量依然处于下降周期中，矿石港口库存累积。按照我们用需求季节性因素做的推算，年底前铁矿石港口库存可能会累积到 1.2-1.3 亿吨。同时，今年春节在 2 月中旬，时间比较晚。几个因素叠加决定了当前钢厂依然还是一个按需采购的策略，冬储时间可能会有所延后。不过，近两年一季度铁水产量一般环比四季度都会有所回升，且一季度是传统的铁矿发货淡季，所以春节前，钢厂大概率还是会有一轮补库。那么，短期冬储补库的时间点就尤为重要，冬储启动前，铁矿石价格大涨可能性不大。

图13 铁矿石港口库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图14 钢厂矿石库存季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

政策因素近两年来也是决定铁矿石价格走势的关键因素，从以往经验看，一般铁矿石价格在 120-130 美元之间时，就会进入政策调控风险区。本轮铁矿石价格在突破 130 美元之后，国家发改委已经在 11 月 23 日和 24 日连续两次喊话，交易所也采取了限仓等措施。从 2023 年初的那轮调控来看，调控政策持续时间一般在 1 个月左右，铁矿石价格在调控期间表现为冲高回落，若在钢材需求淡季期间或者铁水产量处于下降周期，则铁矿石价格调整幅度会比较大（上一轮调控自 3 月 3 日发公告，铁矿石价格 3 月 15 日在 133 美元见顶，此后一路下跌至 100 美元以下）。所以在调控尚未见成效之前，矿石价格也会受到阶段性压制。

5. 结论及投资建议

综合以上分析，2024 年铁矿石供应整体呈现增加趋势，其中主流矿供应增加约 1800 万吨左右，非主流矿供应增加约 1290 万吨左右；按发运量推算预计国内进口量将增加 1900 万吨左右。国产矿综合考虑政策和行业因素，预计全年增长 750 万吨左右。需求端，结合钢材年报预估，并假设废钢供应略有回升国内生铁产量同比下降 1.3%，折合铁矿需求 1900 万吨；海外考虑美联储加息结束以及印度工业化、城市化因素影响，全年生铁产量将增长 3.6%，折合铁矿石需求 2390 万吨。所以 2024 年铁矿需求的增量主要在海外，且供应过剩程度相比 2023 年有所增加。节奏上看，上半年供需偏紧格局将延续，下半年过剩程度将有所增加。全年价格运行区间预计在 90-130 美元之间。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn