

铁矿石内外价差套利跟踪和行情展望

——铁矿石夏季策略

报告导读

由于二季度铁矿石单边波动减弱，内外价差套利相比单边操作简单易行，铁矿石 09 合约多内空外策略今年预计收敛概率较大。

未来几个月铁矿石供需双增，铁矿石供需总矛盾不大。根据月度平衡表推演，供需过剩可能会发生在四季度，这意味着一直到三季度结束为止，铁矿石都不会出现趋势性累库。

内外套利策略建议 09 合约多内空外入场后一直持有，单边建议 90 美金附近开始布局连铁远月多单。

报告要点

□ 2025 年内外价差走势背离发生概率极低

国内仍是全球铁矿石需求的主力；2025 年无论政府、行业主管部门、企业都难有强烈的统一规划行政减产需求；国产矿供应充足导致进口长期亏损这一情况也难以发生。

□ 铁矿石供需双增，库存平稳

生铁见顶后出现趋势下行的时间仍旧较远，因此短期不看深跌；由于供应增加较快，09 铁矿基本面有转弱趋势，因此上方空间也有限。

□ 策略建议

多内空外套利策略可随时入场只有；单边行情上，全年不再维持逢高做空判断，紧平衡下更加倾向于逢低做多。

风险提示

未来二到三个月内的中美关税继续反覆带来的期货现货价格波动加剧。

分析师：沈凡超

中央编号：BTT231

联系电话：852-4623 5564

邮箱：hector@cnzsqh.hk

相关报告

正文目录

1. 内外价差套利跟踪	4
1.1. 内外价差指标跟踪	4
1.2. 09 合约内外价差收敛概率较大	5
2. 铁矿石夏季行情展望	7
2.1. 铁矿石供需分析	7
2.2. 铁矿石估值分析	9
3. 铁矿石夏季策略建议	10
3.1. 内外价差建议	10
3.2. 单边策略建议	10

图表目录

图表 1：09 合约内外价差	4
图表 2：内外价差年化收益核算	5
图表 3：WSA 高炉生铁产量：中国	5
图表 4：WSA 高炉生铁产量：中国外	5
图表 5：螺纹钢毛利	6
图表 6：钢厂盈利率	6
图表 7：全国铁精粉产量	6
图表 8：国产矿-进口矿价差（唐山铁精粉-PB 粉）	6
图表 9：247 钢厂日均生铁产量	7
图表 10：高炉检修影响量	7
图表 11：生铁产量和高炉利润	7
图表 12：全球铁矿石发运量	8
图表 13：全球铁矿石非主流国家发运量	8
图表 14：国内铁矿石总库存	8
图表 15：国内铁矿石港口库存	8
图表 16：铁矿石月度平衡表	8
图表 17：连体 9-1 价差	9
图表 18：铁矿石 1-5 价差	9
图表 19：铁矿石普氏 62 指数	9
图表 20：连铁 09 基差	9
图表 21：铁矿石进口利润	10

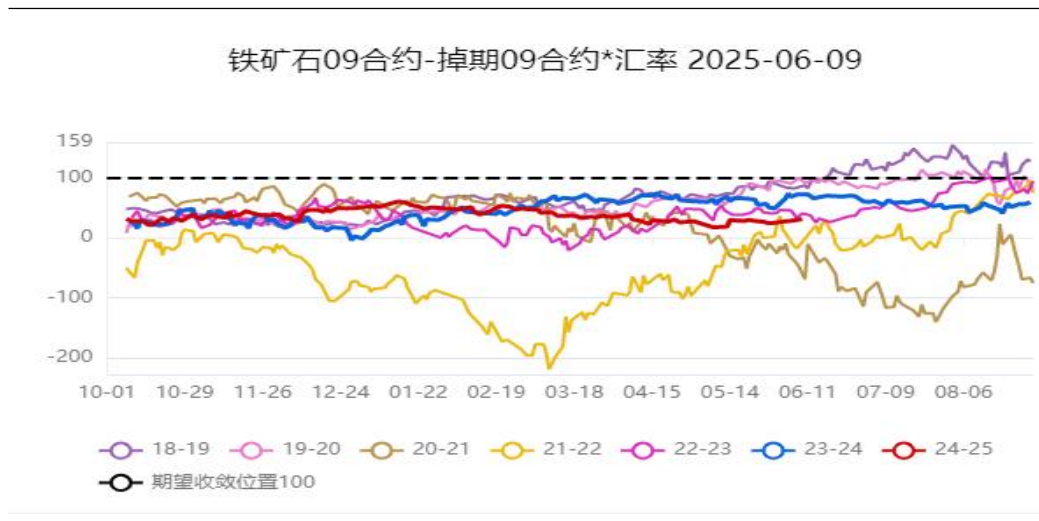
1. 内外价差套利跟踪

1.1. 内外价差指标跟踪

期货基差收敛是期货的基本原理。由于铁矿石贸易商数量众多，并且进口铁矿石港口现货贸易流转方便，导致铁矿石的基差收敛一直很好。这一条件导致了随着主力合约的临近，连铁主力和进口铁矿石现货价格逐渐收敛。

由于月度的进口成本中可变部分为（月度指数均价*汇率），可约等于（掉期价格*汇率）。最后，就形成了连铁和（掉期价格*汇率）的收敛。因此，（连铁-掉期*汇率）就是多内空外的观察指标，也是实际操作中的头寸——在入场时用人民币买入连铁期货多单，以当天的汇率把人民币换成美元持有相同数量吨数的掉期空单；在平仓时平仓连铁期货多单，平仓相同数量吨数的掉期空单，并以当天的汇率把美元换成人民币（期间不需要任何换汇操作，连铁和掉期*汇率的收敛过程中不会受到汇率波动的影响）。

图表 1：09 合约内外价差



资料来源：DCE，SGX，浙商期货，浙商国际

2018 年以来，内外价差逆向趋势性变动的时间主要有三段：

1、2021 年 3-7 月：

21 年 3 月至 7 月，铁矿石美金价格不断上涨，带动铁矿石人民币现货价格高位跟涨，屡创新高。连铁被动跟涨，恐高情绪蔓延，基差被动扩大，5 月总理开会提及大宗商品上涨过快，进一步压制连铁跟随美金上涨速度和幅度，内外价差（大商所 I2201-掉期 01 合约*汇率价差）从 50 一路下跌至-170。

2、2021 年 10-12 月：

21 年下半年，国内实行严格的粗钢压减政策，钢厂对铁矿石需求大幅减少，I2201 合约的主要活跃月份是 9-12 月，因此合约活跃期内铁矿石需求大降，现货价格下跌来完成连铁的基差收敛，随后现货和连铁在 I2201 存续期内一直上涨乏力。内外价差（大商所 I2201-掉期 01 合约*汇率价差）和内外价差（大商所 I2109-掉期 09 合约*汇率价差）在各主力合约到期时没有完成收敛（回到 50-100 区间范围视为收敛）。这也是 2018 年以来唯二内外价差没有收敛的合约。

3、2022 年 2-3 月：

2022 年春节前最后一个交易日收盘后，国家发改委针对铁矿石价格过快上涨发出公告。春节期间，陆续发出后续公告，明确提出严查散布铁矿石虚假消息和铁矿石囤积居奇。春节后开盘连铁大幅下跌，随后两周时间内，发改委陆续召集贸易商、期货公司、产业开座谈会，连铁下跌扩大。内外价差（大商所 I2205-掉期 05 合约*汇率价差）从-100 下跌至-230。

总结这三段内外价差逆向波动的原因，均是由于非市场因素导致的连铁相对掉期偏弱，最终导致了内外价差的逆向趋势。

图表 2：内外价差年化收益核算

日期	2025-06-18	日期	2025-06-18	日期	2025-06-18
01 合约	670.5	05 合约	652.5	09 合约	695.5
掉期 01 合约	91.7	掉期 05 合约	90.0	掉期 09 合约	93.5
汇率	7.2	汇率	7.2	汇率	7.2
内外价差	10.26	内外价差	4.5	内外价差	22.3
目标内外价差	50	目标内外价差	80	目标内外价差	100
期望收益	39.74	收益	75.5	收益	77.7
到期日	2025-12-31	到期日	2026-04-30	到期日	2025-08-31
剩余日期	196	剩余日期	316	剩余日期	74
年化收益（元/吨）	74	年化收益（元/吨）	87	年化收益（元/吨）	383

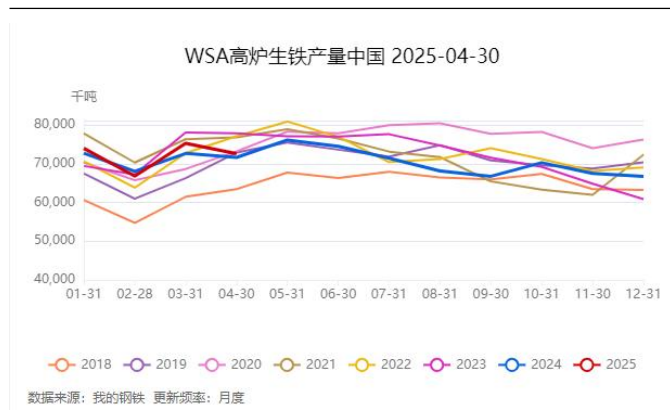
资料来源：DCE，SGX，浙商期货，浙商国际

1.2. 09 合约内外价差收敛概率较大

由于内外价差收敛是常态，主要分析内外价差背离的风险。

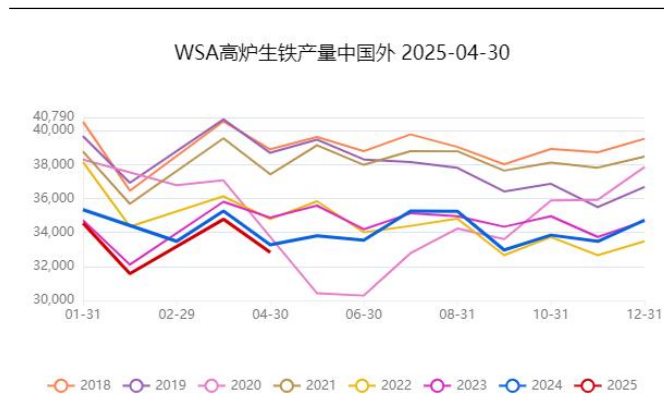
1、国内仍是全球铁矿石需求的主力，这是我们基于国内情况分析铁矿石供需和价格的基础：

图表 3：WSA 高炉生铁产量：中国



资料来源：WSA，浙商期货，浙商国际

图表 4：WSA 高炉生铁产量：中国外



资料来源：WSA，浙商期货，浙商国际

根据世界钢协 WSA 数据，2025 年 1-4 月，中国高炉生铁产量同比增加；中国外高炉生铁产量同比下降。中国仍是最主要的高炉生铁生产国，并且 25 年的需求并没有相比海外减少。由于地产基建两大板块的下行，螺纹钢需求偏弱，钢厂自主调节螺纹钢减产。螺纹钢产量从 2020 年见顶以来逐年减少。2025 年春节回来后的金三银四传统旺季，螺纹钢产量也没有大幅增加。

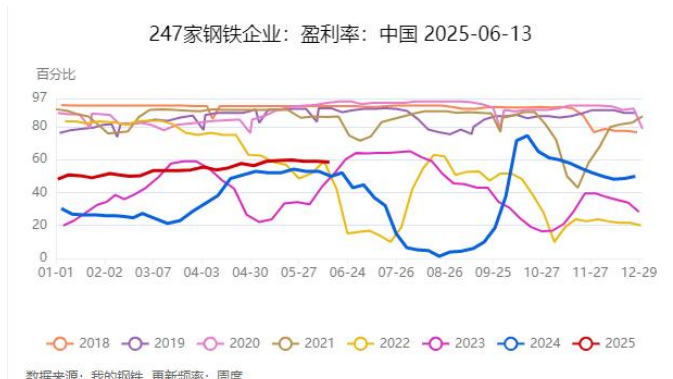
2、根据以往内外价差背离的原因分析，非市场因素导致连铁相对掉期大幅走弱是最需关注的风险：

图表 5：螺纹钢毛利



资料来源：Mysteel，浙商期货，浙商国际

图表 6：钢厂盈利率



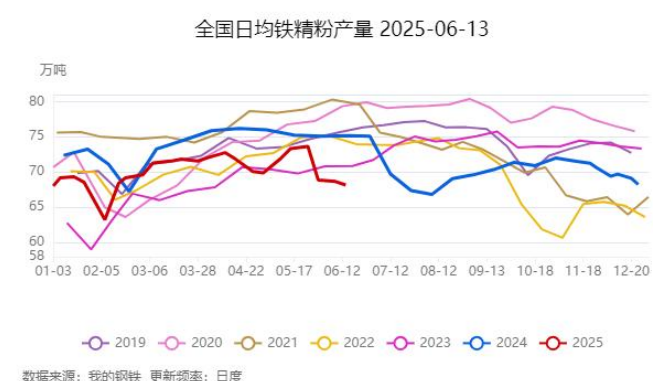
资料来源：Mysteel，浙商期货，浙商国际

今年的相关风险在市场传言的粗钢压减 5000 万吨。目前高炉利润较好，钢厂盈利率稳定，废钢供应没有大幅增加的迹象，因此国内生铁产量不会出现大幅度的自主减产。2025 年 1-4 月，国内粗钢产量 34535 万吨，同比增加 168 万吨；1-4 月国内出口 3790 万吨，同比增加 288 万吨；也就是说，1-4 月国内粗钢产量中，供给国内使用的数量已经在下降，以调节国内需求的不足。1-4 月粗钢产量累计同比增加 0.4%，控制得较好。

利润角度看，钢厂有利润，不需要统一规划减产提振行业利润；产业发展角度看，供应在减量以匹配国内需求，同时积极对外出口；统计局数据角度看，未见明显增量，全年产量在没有行政限产情况下已经处于可控范围。因此无论政府、行业主管部门、企业都没有很强烈的统一规划行政减产需求。

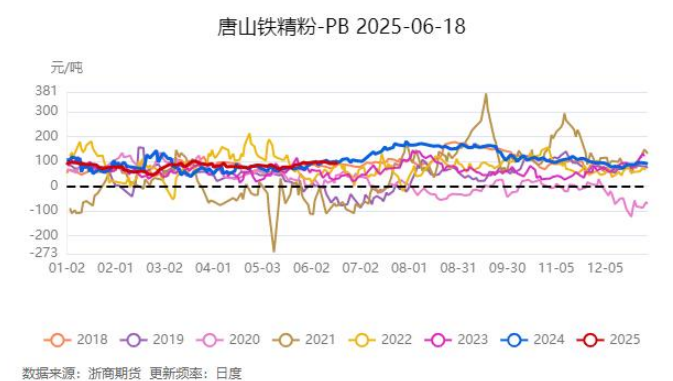
3、国产矿供应不会影响外矿的进口利润：

图表 7：全国铁精粉产量



资料来源：Mysteel，浙商期货，浙商国际

图表 8：国产矿-进口矿价差（唐山铁精粉-PB 粉）



资料来源：Mysteel，浙商期货，浙商国际

在内外价差收敛的底层原理中，进口矿港口现货价格和外矿进口成本可视为相同。如果这一条件被打破，进口矿港口现货价格长期大幅弱于外矿进口成本（或者说进口贸易商陷入长期亏损）则多内空外效果不佳甚至走反。由于港口进口矿现货和美金价格走势一致，只有港口进口矿现货受到国产矿大量竞争压价，才会出现港口进口矿现货长期偏弱于美金价格。目前来看，国产矿产量不高，库存低位。

回顾唐山铁精粉-PB 价差历史上出现的大幅下行行情：1) 2019 年上半年，海外溃坝，美金价格暴涨；2) 2020 年下半年，国内需求旺盛，进口矿价格暴涨。没有发生过内矿带着外矿下跌，导致国产铁矿石和进口铁矿石现货价差缩小的情况。

因此，目前来看国产矿供应充足导致进口长期亏损这一情况也难以发生。

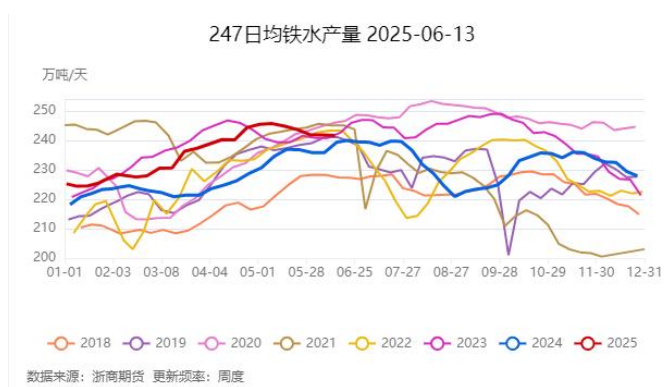
结合以上 3 点的结论，预计 2025 年内外价差走势背离发生概率极低，多内空外的内外价差策略收敛策略风险较小。

2. 铁矿石夏季行情展望

2.1. 铁矿石供需分析

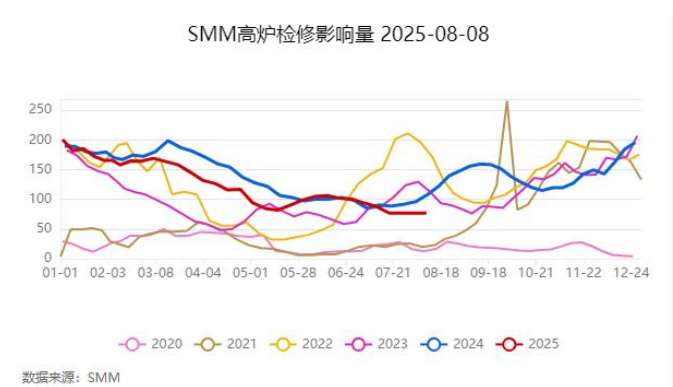
需求是铁矿石行情的主导因素。6 月 12 日钢联生铁产量 241.6 万吨/天，环比减少 0.2 万吨/天，小幅下降，但仍在高位；SMM 检修数据显示 6-7 月检修小幅减少，预示生铁产量一直到 8 月初仍会小幅增加，预计会回到 244 万吨的今年高点位置，至少难以大幅下跌。

图表 9：247 钢厂日均生铁产量



资料来源：Mysteel，浙商期货，浙商国际

图表 10：高炉检修影响量



资料来源：SMM，浙商期货，浙商国际

高炉利润一般提前于生铁产量一个月变化。目前钢厂高炉利润仍在增加，和检修数据显示的生铁产量增加相匹配。

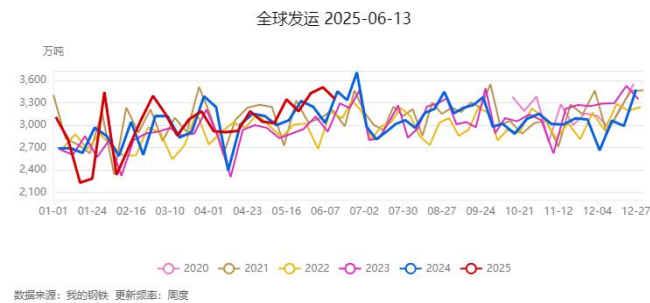
图表 11：生铁产量和高炉利润



资料来源: Mysteel, 浙商期货, 浙商国际

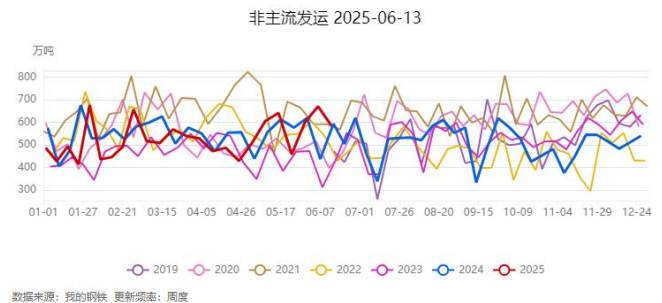
2025 全球累计铁矿石发运 68170 万吨, 同比增加 104 万吨; 澳洲巴西累计发运 55854 万吨, 同比增加 351 万吨。近两周全球发运增量明显; 今年以来的发运主要减量在非主流国家发运量上。

图表 12: 全球铁矿石发运量



资料来源: Mysteel, 浙商期货, 浙商国际

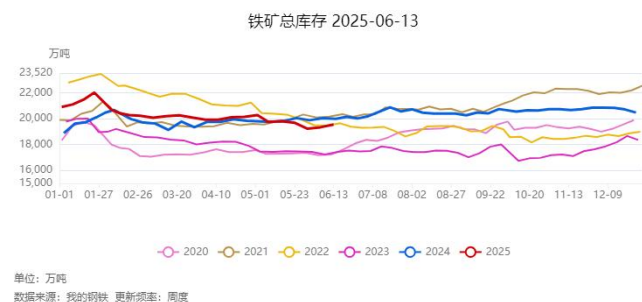
图表 13: 全球铁矿石非主流国家发运量



资料来源: Mysteel, 浙商期货, 浙商国际

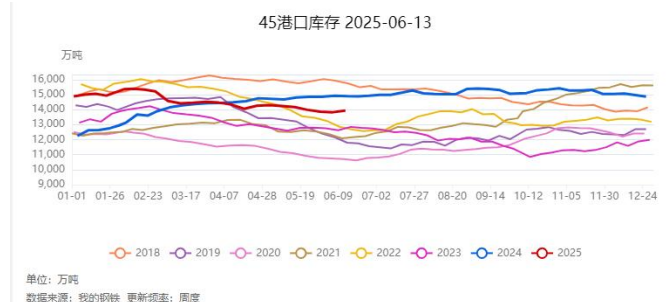
国内铁矿石总库存涵盖港口库存, 钢厂厂内库存和海漂库存, 压港库存。今年国内铁矿石总库存持续去库, 进入 6 月后小幅累库。整体库存压力小于去年。

图表 14: 国内铁矿石总库存



资料来源: Mysteel, 浙商期货, 浙商国际

图表 15: 国内铁矿石港口库存



资料来源: Mysteel, 浙商期货, 浙商国际

未来几个月供需双增, 累库压力不大; 铁矿石供需矛盾不大。根据月度平衡表推演, 供需过剩可能会发生在四季度, 这意味着一直到三季度结束为止, 铁矿石都不会出现趋势性累库。

图表 16: 铁矿石月度平衡表

2025年铁矿月度平衡表 (万吨)													
指标	2025/1/31	2025/2/28	2025/3/31	2025/4/30	2025/5/31	2025/6/30	2025/7/31	2025/8/31	2025/9/30	2025/10/31	2025/11/30	2025/12/31	总计
铁矿粉月度产量	2108.6	1957.5	2194.1	2175.8	2250.0	2300.0	2200.0	2200.0	2100.0	2200.0	2250.0	2200.0	26136.0
铁矿净进口量 (海关)	9715.0	9421.0	9397.4	10313.8	9813.1	10200.0	10400.0	10400.0	10600.0	10600.0	10800.0	10900.0	122560.3
日均铁水产量 (钢铁)	224.9	228.0	233.7	241.8	243.0	240.0	235.0	225.0	230.0	235.0	233.0	225.0	232.9
日均铁水产量 (金)	234.3	237.5	243.4	251.9	253.1	250.0	244.8	234.4	239.6	244.8	242.7	234.4	242.6
入炉品位调整	67.8	56.0	64.2	63.5	59.8	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	58.0	59.8
铁矿表观消费量	10,708.8	13,146.7	11,747.1	12,299.1	13,113.1	12,931.0	13,083.7	12,526.9	12,392.2	13,083.7	12,533.9	12,526.9	130113.2
月度铁矿总库存	21965.1	20196.9	20041.3	20231.8	19181.8	18750.8	18267.1	18340.1	18647.9	18364.2	18860.3	19433.4	19433.4
铁矿库存比 (月)	2.1	1.5	1.7	1.6	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6

资料来源：中国海关，Mysteel，浙商期货，浙商国际

2.2. 铁矿石估值分析

普氏指数 19 年以来价格表现：全球铁矿第一道成本 90 美金，第二道成本 80 美金；80 美金位置会有强支撑；80 美金对应连铁价格 600。根据普氏价格底部预计在 80 美金左右较难破位下行。

图表 17：连铁 9-1 价差



资料来源：DCE，浙商期货，浙商国际

图表 18：铁矿石 1-5 价差



资料来源：DCE，浙商期货，浙商国际

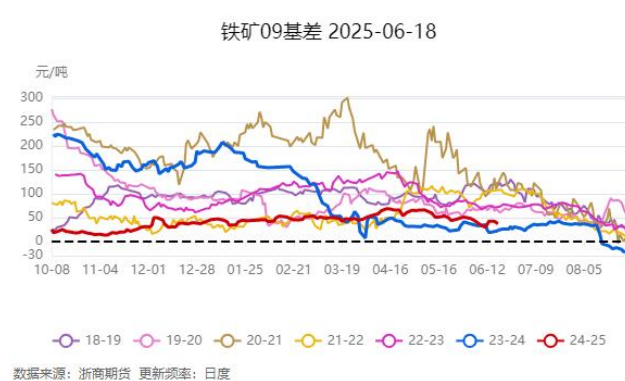
根据铁矿月差的远月贴水结构来看，9-1 价差目前为 30，和往年相比偏低；1-5 价差历年表现弱于 9-1 价差，预计会于 30；即连铁 2509 合约升水 2605 合约约 50 元，如果锚定 2605 合约底部价格 80 美元，即 600 人民币，预计连铁 2509 合约在 650 位置见底。

图表 19：铁矿石普氏 62 指数



资料来源：Platts，浙商期货，浙商国际

图表 20：连铁 09 基差



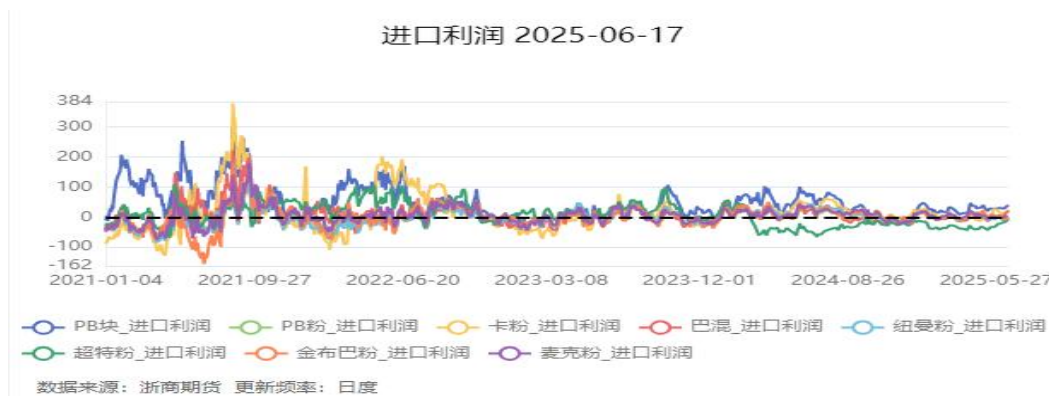
资料来源：DCE，浙商期货，浙商国际

3. 铁矿石夏季策略建议

3.1. 内外价差建议

- 1、内外价差（连铁主力-掉期*汇率）有随着连铁主力到期逐渐向上收敛的特点
- 2、内外价差向下波动的历史原因主要是非市场因素导致的连铁偏弱
- 3、未来连铁（国内）大幅弱于掉期（国外）的风险在粗钢压减和国产丰富，目前看都难发生
- 4、策略上，单笔的角度考虑近月随时可以入场；资产组合的角度，参考对比年化收益，可以替换其他套利组合
- 5、时间上，可以不择时；也可以选择进口利润（跟踪指标之一）较低时间入场。

图表 21：铁矿石进口利润



资料来源：浙商期货，浙商国际

3.2. 单边策略建议

长期：2025 全年供需紧平衡，价格中枢难以大幅下降，累库趋势预计需要到四季度才能形成，全年不再维持逢高做空判断，紧平衡下更加倾向于逢低做多；2024 年均价 110 美金，预计 2025 全年价格中枢在 95-100 美金之间，因此 90 美金附近开始布局多单性价比较高。

短期：2025 年焦煤带动黑色整体下行，并给出钢厂利润——目前焦煤盘面虽然反弹，但现货仍旧弱势，不挤压钢厂利润下铁矿下跌难度较大；生铁见顶后出现趋势下行的时间仍旧较远，因此短期不看深跌；由于供应增加较快，09 铁矿基本面有转弱趋势，因此上方空间也有限。建议远月 650 附近逐步建立多单，09 建议 830 以上时卖出虚值看涨期权。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（沈凡超，中央编号：BTT231），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港上环德辅道中 199 号无限极广场 17 楼 1703-1706 室

客服热线：+852-2367 2367

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk