



铁矿石价格对大类资产配置的指引作用

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：宏观策略组 梁海宽

执业编号：F3064313(从业) Z0015305(投资咨询)

联系方式：010-68518650/ lianghaikuan@foundersc.com

成文时间：2022年5月9日星期一

摘要：

一国权益资产价格受资产端的潜在回报与负债端成本的双重影响。铁矿价格由于同时计价了国内投资增速，资产回报预期以及美债的实际利率，不但可以作为国内权益市场的较好先行预期指标，也可以间接对美股起到一定的前瞻作用。由于铁矿石产业链上下游自身的特点，我国钢厂利润水平的高低相较铁矿石自身供需结构而言对其价格有着更为决定性的作用。2021 年之前我国粗钢产量呈现逐年增加的趋势，钢厂利润水平的高低本质上由下游需求决定，即地产，基建和制造业。故钢厂利润空间可在一定程度上反映我国的固定资产投资增速。我国作为以投资驱动为主的生产制造大国，固定资产投资增速又在很大程度上决定了自身利率水平。从历史中长期走势来看，铁矿价格和对国内债券市场也有较好的指引作用。铁矿由于自身的商品属性，对流动性以及总需求的变化更为敏感，价格往往提前于利率和权益资产价格变动。去年 11 月底至今，铁矿价格—>利率—>权益资产价格的传导路径再度显现。当前 A 股整体估值已降至偏低水平，长端国债利率仍处于年初以来的缓步上行通道中，后续若铁矿价格出现再度走强，则权益资产的超卖状态将得到确认，中长期多配价值将开始显现。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

一. 资产回报率与负债成本是影响权益资产的主要因子

一国的利率水平反映该国经济的强劲与否以及资产的回报预期。当一国经济处于扩张周期，国内总需求旺盛，将带动利率上行，使得本国资产回报率提升，吸引海外资本流入，推升本国资产价格，本币汇率。而本币汇率和资产价格的走强又进一步加速外资的流入，形成自身不断强化的正向反馈机制。反之，若一国经济增速下降，资产潜在回报率下降，则利率水平将出现回落，面临着资金流出。资金的流出使得该国资产价格回落，汇率走弱，又会进一步加速外资流出，形成自身不断强化的负反馈机制。除去资产端自身的回报预期外，估值也是影响权益市场价格的重要因素。美元是全球的美元，美债是全球的美债，美元流动性的宽松与否，美债的实际收益率的高低决定了全球权益市场估值水平。在资产端回报下降的情况下，若美元流动性宽松，美债实际利率下降导致负债端成本下降，估值抬升将对冲企业盈利预期的下降。

资产回报率和估值同时提升推升权益市场价格的路径：

2009-2011 年，彼时为对冲全球金融危机的影响，国内开启四万亿，固定资产投资增速大幅回升，国内总需求旺盛，带动利率持续上行，10 年期国债利率升破 4%，国内资产回报率明显上升，吸引海外资金流入。而当时美联储正开启量化宽松，美债实际利率处于低位，抬升全球权益市场估值端。资产端和估值端双向驱动使得当时 A 股市场出现快速反弹，上证指数半年内近乎翻倍。离我们更近的一次资产端和估值端的双驱动发生在 2020 年，疫情后的半年内（2020 年 4 月到 10 月），国内产业链领先全球复产，出口大幅增加，总需求曲线的快速恢复带动国内利率抬升，10 年期国债收益率突破 3%，国内资产回报预期向好，外资持续流入。而美联储此时开启无限量宽松，美债利率降至 0 附近，实际利率转负，又大幅抬升了全球权益市场估值水平。A 股下半年迎来快速反弹，上证指数较年初低点累计涨幅近千点。

估值端上升推升资产价格的路径：

主要体现在 2010 年四季度至 2021 年三季度期间国内权益市场价格的变化。这一期间，国内总需求在经过疫情后的短期集中释放后开始逐步转弱，国债长端利率出现见顶而后缓步回落，国内债券市场走出了一年的牛市。而海外需求开始逐步恢复，中美利差开始收窄。国内资产回报预期的下降使得权益市场中的受盈利预期驱动的价值风格资产价格承压。而此时由于通胀预期仍较强，使得美债实际利率仍处于低位水平，对权益资产的估值部分仍有支撑，负债成本的下降抵消盈利预期的下行压力。2021 年上证综指全年维

持窄幅盘整，分化行情明显，成长风格表现明显强于价值，对估值更为明显的创业板指数全年涨幅明显大于上证综指。

资产回报率上升提升资产价格路径：

2016-2017 年国内供给侧改革开启，传统周期行业景气度大幅改善，同时地产销售明显改善，地产投资增速出现明显回升。国内利率水平持续抬升，截止 2017 年底 10 年前国债收益率已逼近 4%。国内资产回报率的明显上升使得权益市场的价值部分受到提振，即便美联储当时处于加息周期，美债实际利率上行使得估值端承压，但资产端的高回报率完全可以抵消估值端的下行压力。2017 年 A 股市场走出一轮大盘蓝筹行情，价值风格走势明显强于成长，全年创业板指数累计下跌超过 10%。

价值和估值端的双向负反馈路径：

2018 年在国内去杠杆的背景下，同时叠加出口预期转差，总需求的疲弱使得国债长端利率全年持续下降，国内资产回报预期转差。而同期美联储处于加息尾声，加息节奏速度加快，全年累计四次加息使得美债名义利率持续上行，通胀预期回落，实际利率抬升，使得全球权益市场估值端也面临下调压力。资产回报率下降和估值端回调的双重压力下，A 股 2018 年全年持续阴跌。



图 1-1：权益资产价格受盈利预期与估值双重驱动

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

二、铁矿石价格可同时计价资产回报率和美元流动性

通过前文分析可知，我国权益资产的价格一方面受国内自身经济周期影响（扩张期利率上行，资产回报预期向好，资本流入；反之利率下行，资本回报预期下降，资本流出），另一方面受负债端成本影响（即美债实际利率水平）。而以上两方面因素也是铁矿石价格最为重要的两个驱动，故从历史走势上看铁矿价格与国内权益资产价格的中长期走势呈现出较好的一致性。

首先铁矿石虽然自身具备商品属性，但相较其它商品而言，其价格受下游利润水平的影响更为显著。由于铁矿石产业链上下游自身的特点，我国钢厂利润水平的高低相较铁矿石自身供需结构而言对其价格有着更为决定性的作用。2016 年全国铁水产量同比增速为近年来的绝对低位，全年铁水产量为 7.02 亿吨，同比 2015 年仅增长 1.6%。铁矿实际需求在 2016 年极为低迷，进口矿港口库存年度累库近 2000 万吨，但同期铁矿价格却出现了明显上涨。以 PB 粉价格为例，年内价格几乎实现翻番。主因当前国内开启供给侧改革使得钢厂利润大幅改善，给予铁矿价格上行空间。如果我们再复盘 2014 年铁矿石市场的表现，全年粗钢和铁水产量同比增幅分别为 5.65% 和 0.32%，对铁矿需求有一定的增量。同期外矿主动减缓了发运节奏，使得进口矿港口库存从春节后持续下降，至年底已跌至 9955 万吨的低位水平。从供需的角度来看，2014 年是铁矿石供需持续改善的一年，但同期铁矿价格却一泻千里，全年单边下行。主因彼时钢厂几无利润，对炉料端价格形成明显的负反馈。



图 2-1：2016 年进口矿港口库存变化（万吨）

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

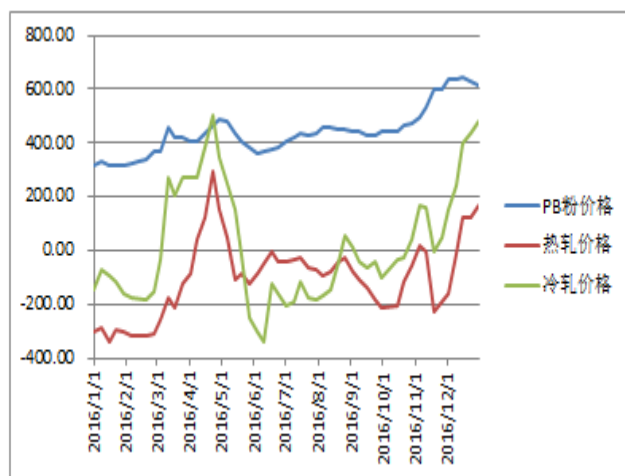


图 2-2：2016 年成材与铁矿价格走势（万吨）

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

2021 年之前我国粗钢产量呈现逐年增加的趋势，钢厂利润水平的高低本质上由下游需求决定，即地产，基建和制造业。故钢厂利润水平的高低可在一定程度上反映我国的固定资产投资增速。我国作为以投资驱动为主的生产制造大国，固定资产投资增速又在很大程度上决定了利率，进而决定国内资产的整体收益率。

而另一方面，钢厂利润又是影响铁矿石价格的决定性因素，故铁矿价格与国内权益资产价格有一定的内在关联性，同时对国内债券市场也有一定的指引作用。

从流动性的角度来看，如上文所述，美债收益率作为全球资产定价之锚决定了全球资产的负债端成本，美债实际利率的变动对全球权益市场的估值水平有重要影响。而铁矿石由于自身国际化程度高，需求旺盛，成交活跃，贸易方式较为成熟，且以美元计价的特点，使得美元流动性对其价格的影响同样显著。从 2008 年至今，铁矿价格的两次大周期级别的上涨（2009 年初-2011 年初普氏指数从 60 美金涨至 190 美金，2020 年 2 月-2021 年 5 月普氏指数从 80 美金涨至 230 美金）均处于美债实际利率绝对低位时期。疫情之后美联储无限量宽松的货币政策使得美债实际利率一度转负，是铁矿价格在 2021 年二季度创出历史新高的重要原因。

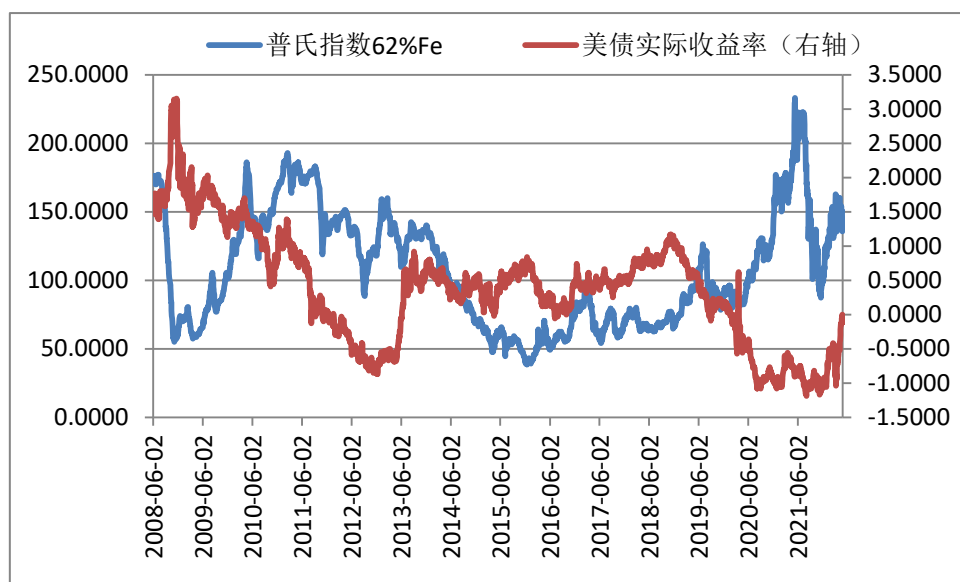


图 2-3：铁矿石价格与美债实际收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

铁矿价格同时计价了国内投资增速，资产回报预期以及美债的实际利率，不但可以作为国内权益市场的较好的先行预期指标，也可以间接对美股起到较好的前瞻作用。从近 30 年的历史走势来看，澳元兑日元汇率的变化与 VIX 之间呈现明显的长期负相关性。背后的主要逻辑在于澳大利亚作为全球铁矿石品最重要的输出国，铁矿价格的涨跌将在很大程度上影响其经常项目下的收支，进而影响澳元汇率。铁矿价格的上涨对澳元汇率有较强的提振作用，对应着全球总需求曲线的扩张，全球资产整体回报率较好。而日元汇率又隐含了美债实际利率，澳元兑日元汇率同时计价了全球资产自身回报率和估值水平。故澳元兑日元汇率

的走强意味着当前全球总需求曲线仍处于扩张期，且资金成本较低，往往对应着美国权益市场的低波动，股市处于上行周期。

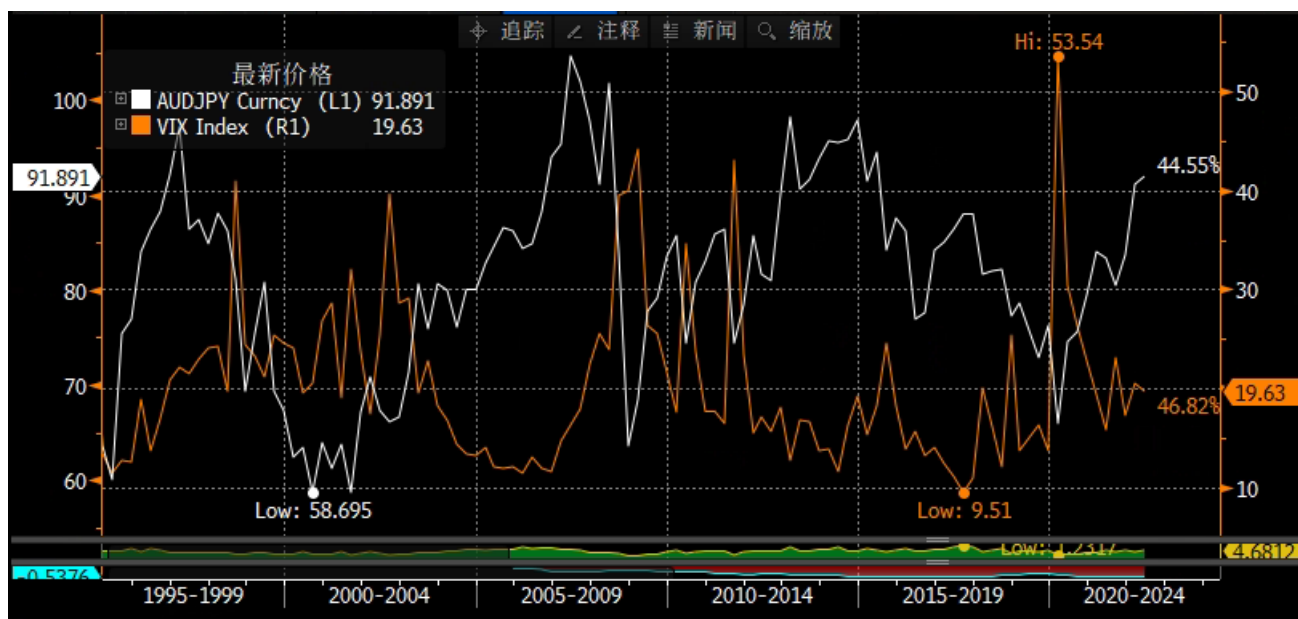


图 2-4：澳元兑日元汇率与美股波动率走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

三、铁矿价格对后续大类资产价格的指引



图 3-1 铁矿价格与长期国债收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

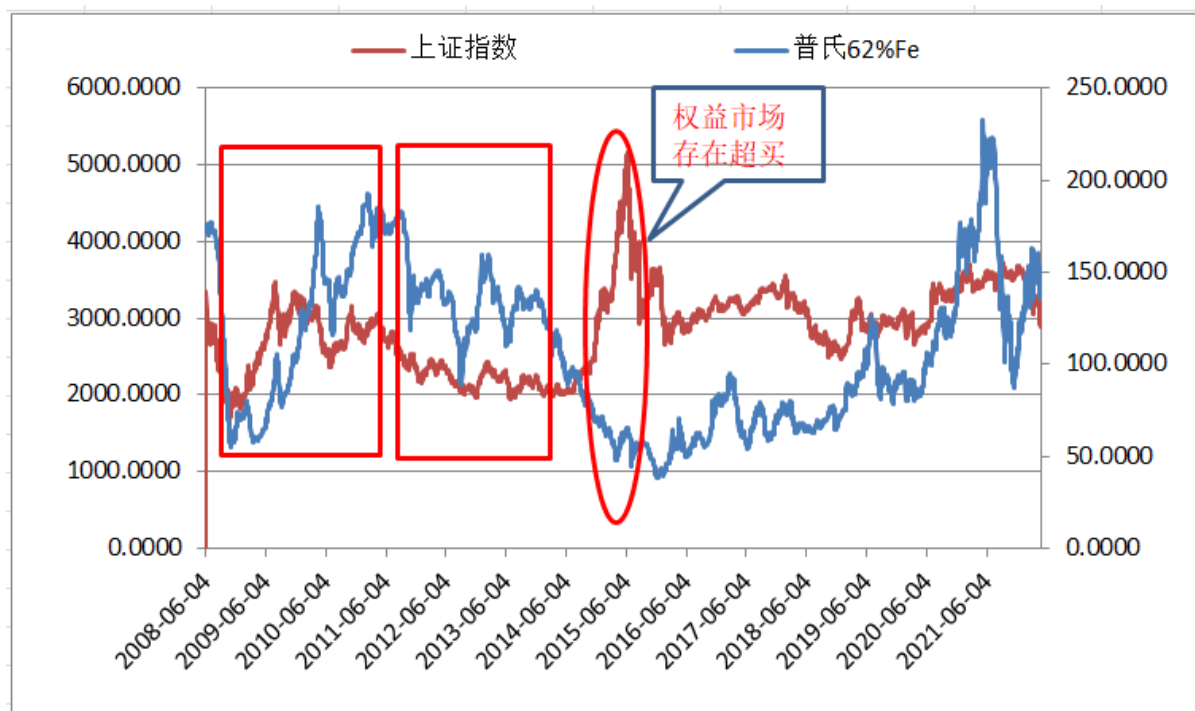


图 3-2 铁矿石价格与上证指数走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

从历史中长期走势来看，铁矿价格和对国内权益市场和债券市场均有较好的指引作用。铁矿由于自身的商品属性，对流动性以及总需求变化更为敏感，价格往往提前于利率和权益资产价格变动。

从2008年金融危机至今，铁矿价格与我国10年期国债收益率的走势多数时间段内呈现较好的一致性，近年来只出现过一次短暂的劈叉。2019年二季度，当时巴西淡水河谷出现矿难使得铁矿供给端短期受到明显冲击，价格快速上行，而此时国内投资增速尚未出现明显恢复，利率仍处于下行通道。但随着铁矿供给端的逐步恢复，二者走势再度趋于一致。相较于债券市场，铁矿价格对权益市场的前瞻性指引更为明显。尤其是结合利率的变化，可以用于判断权益资产是否存在超卖和超买。以2014-2015年为例，彼时铁矿石价格处于持续下行通道，绝对价格也处于历史低位水平，预示着国内投资增速疲弱，美元流动性边际收紧。这一时期10年期国债利率也处于持续回落，国内资产回报预期较差。而国内权益市场在这一时段涨势凌厉，与利率和铁矿价格的走势形成明显分化，可以判断超买的状态较难持续。

铁矿价格从去年11月底开始出现止跌回升，10年期国债收益率在今年1月底出现触底，铁矿价格对利率的指引作用再度得到印证。年初以来铁矿石期货5-9价差与10年期国债利率呈现负相关走势，铁矿石期货远月合约价格与国债长端利率同向波动。3月中旬铁矿远月合约一度平水近月，同时10年期国债利率升破2.6%，都隐含着宽货币向宽信用传导以及未来投资增速回升的预期，权益市场出现止跌反弹。铁矿—>利率—>权益资产价格的传导路径再度显现。当前A股整体估值已降至偏低水平，长端国债利率仍处于年初

以来的缓步上行通道中，后续若铁矿价格出现再度走强，则权益资产的超卖状态将得到确认，中长期多配价值将开始显现。

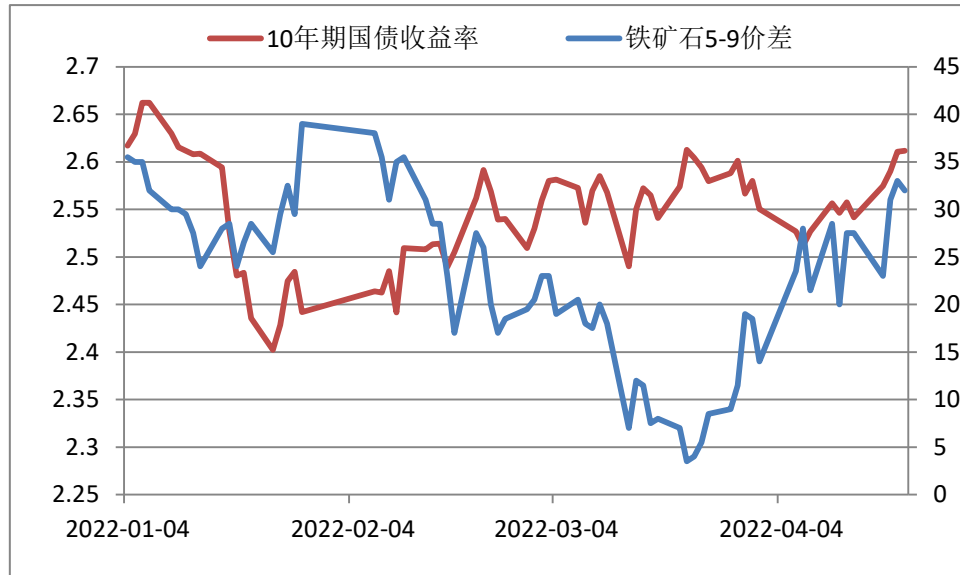


图 3-3 铁矿石期货 5-9 价差与中债长期利率走势

资料来源：Wind，Bloomberg，方正中期研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路 360 号新上海国际大厦 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093
上海自贸试验区分公	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278

司		
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有 限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，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，须注明出处为方正中期期货有限公司。