

铁矿石的中期上行逻辑

进入11月以来，铁矿石持续上行，10月份的跌幅基本收复，市场从极度悲观到乐观进行了无缝切换，快速的上行让人有些措手不及。回顾铁矿石从2022年4月开始的流畅下跌，是由宏观与产业共同推动的。宏观方面有两个因素，一是美联储持续加息收紧流动性，让大宗商品集体承压，二是国内地产下行，黑色需求预期悲观；产业端则是黑色终端需求下滑带动的负反馈。本次宏观方面压力有明显缓解，产业端在主动去库存阶段过度去库配合，空头逻辑受到挑战，中期上涨的概率较大。

一、宏观方面，虽然长期逻辑不变，但中期压力缓解。

长期看，宏观方面的两个逻辑并没有发生改变。美联储加息预期放缓影响的仍是节奏，加息还没停止，市场当下心态可能过分乐观，随着加息放缓预期兑现，市场仍要面对较高及较长时间的高利率，同时加息导致的现实需求走弱将在后期逐渐显现。国内地产端的政策也还是刺激保交楼，推动的仍是存量需求释放，新开工、拿地等预期并不会出现明显好转，长期仍然是在下行。问题在于年度级别的下行逻辑并不阻碍中周期的上行波动。

美联储持续加息带来的压力，在11月初已经明显缓解，中期驱动转为修复性上行。10月美国CPI见顶基本确认，市场认为美联储12月加息50个基点的可能性已升至85.4%，明年加息将同样明显放缓，按高盛预测，除了12月会加息50个基点，明年2月、3月和5月将各加息25个基点，终端利率区间预期为4.75%-5%。市场现在交易的是加息放缓以及终端利率降低的预期，大宗商品压力减轻。

地产方面，市场预期转强。11月份的“金融16条”，与之前的稳地产政策力度上有很大不同，在进入2022年以来，随着房地产大幅下行拖累经济，政策面不断出台政策进行托底，希望延缓下行速度，但效果都不理想，主要原因是前期各政策目标仍然是刺激居民买房，而居民杠杆已经难以继续加码，尤其是在房价难涨甚至下跌的预期下，观望情绪浓厚。所以地产企业寄希望于通过销售回款非常困难，更多的依靠金融机构贷款周转。现实情况下，地产企业负债过高、风险过大导致金融机构不敢放贷，这样在债务临近期暴雷，项目被迫停止就导致恶性循环，也导致前期政策推动的保交楼难以落地。本次的金融16条其中很重要的几点是：1、相关融资不再只提供给国企，国企民企均有资金支持，所以民企接下来企业活力恢复，拿地开工力度将有所增强；2、支持开发贷款、信托贷款存量融资合理展期，那意味着地产企业暴雷会被延后或者化解；3、金融机构新发放的融资若出现问题，而相关人员已经尽职尽责了的，可以免责。这些措施对症下药，基本宣告地产下行的连环雷终止，而且保交楼推动能真正落地，房地产回暖带来的需求会后续逐渐体现到产业端。

二、产业端，主动去库存期间过度去库导致供需错配预期。

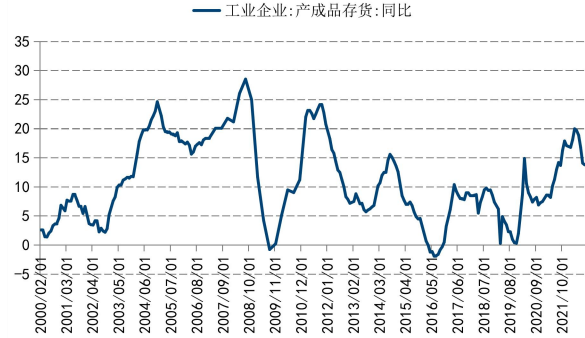
当前我国工业企业库存下降，工业利润累计同比低位下滑，处于主动去库存阶段，长期驱动仍然向下，但是长期下降中也会有阶段性反弹，产业端的因素决定价格的下跌不会一帆风顺。

图：工业企业利润总额 累计同比

图：工业企业产成品存货累积同比



数据来源: wind 国信期货

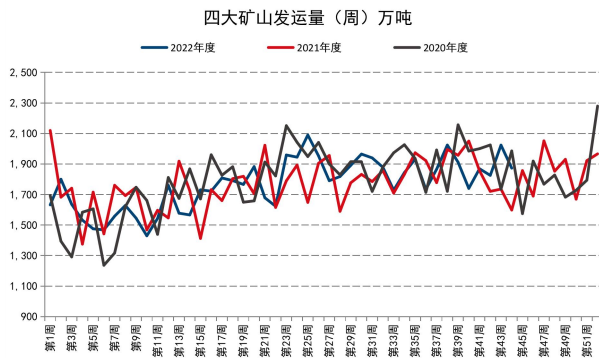


数据来源: wind 国信期货

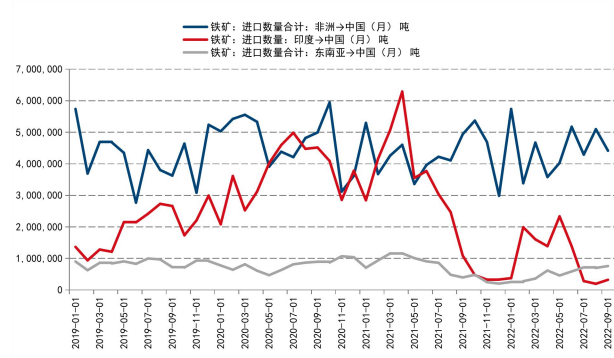
供应端,铁矿石维持平稳。主流矿山发运同比近持平,非主流矿山在价格下跌后发运维持低位。按照四大矿山发运计划,后期发运同比大概率持平,供应方面不对铁矿石价格波动造成主要影响,影响价格的主要矛盾仍集中在需求端。

图:四大矿山发运量(周)万吨

图:非主流矿山发运量(周)万吨



数据来源: Mysteel 国信期货

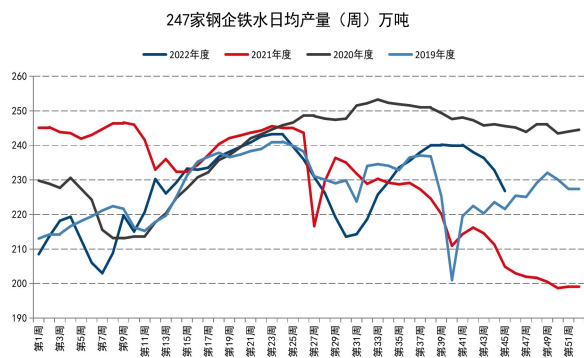


数据来源: Mysteel 国信期货

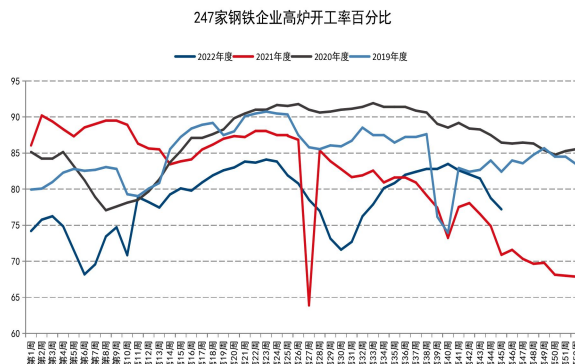
需求端看,黑色终端需求疲软,高炉开工率下降,铁水产量回落到226.8万吨,向下的斜率很大,铁矿石需求快速下滑,市场预期到年底铁水产量将达到2021年同期水平,铁矿石价格也在负反馈预期下快速下跌。只是在当前的钢材产量下供需已经基本平衡,若终端需求好转,铁水产量的下滑将快速结束,从而对应铁矿石的需求将增加,因此现在铁水产量的下滑对盘面的压力有限。

图:铁水日均产量(周)万吨

图:钢铁企业高炉开工率(周)万吨



数据来源: Mysteel 国信期货

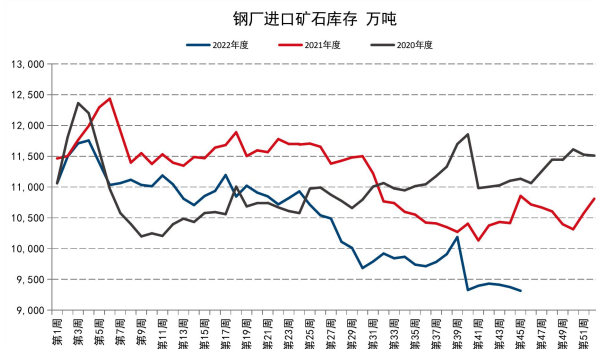


数据来源: Mysteel 国信期货

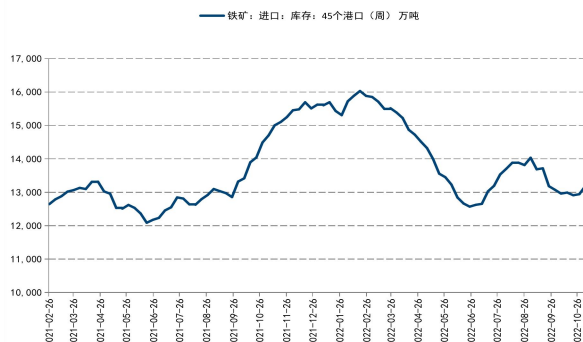
今年的主动去库存与过往有很大不同。上个库存周期的惨烈景象让市场心惊胆战，加上本次地产周期下行幅度大，导致产业端过于悲观。一致预期下，为了应对未来的价格下跌，生产和贸易企业均过度去库。这样做一方面加剧了下跌时的幅度，另一方面，一旦需求有阶段性走强，过低库存又会因短期供需错配导致大幅上涨，这个现象已经在近年反复上演。从库存数据可以看出，铁矿石港口库存略有增加，但钢厂在对未来的悲观预期下，持续降低自身库存，已经创出近年新低，从库存总量看仍是处于下降态势，最新数据铁矿石库存开始积累，但是若需求回暖，持续时间存疑。10月份铁矿石的大幅下跌有很大因素是钢厂对铁矿石集中去库导致的，一旦需求回升，钢厂集中补库大概率对应强势反弹，因此在贸易企业看来“跌下来的都是利润”。

图：钢厂进口铁矿石库存（周）万吨

图：铁矿石港口库存（周）万吨



数据来源: Mysteel 国信期货



数据来源: Mysteel 国信期货

不管是宏观还是产业端，都支持一波中周期级别的反弹行情，乐观估计反弹可能持续一个季度左右，其中产业端供需的走强应该在反弹末期才能体现出来。短期期货已经修复贴水，预期有一定兑现，上行压力增大，需要适当谨慎，操作上仍逢回调做多为主。

分析师：李文婧

从业资格号：F3069340

投资咨询号：Z0015101

电话：021-55007766-6607

邮箱：15568@guosen.com.cn

分析师助理：马钰

从业资格号：F0309736

电话：021-55007766-6652

邮箱：15627@guosen.com.cn

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。