

研究员：沈恩贤

期货从业证号：F3025000

投资咨询资格编号：

Z0013972 电话：021-65789219

✉shenexian_qh@chinastock.com.cn

n

为什么当前铁矿价格市场不应悲观

摘要：

本文第二部分主要解释当前黑色市场为什么很难再次交易中 6-7 月份市场大跌逻辑，总结如下：

一是从当前产业基本面来看，下半年市场相较于上半年发生显著变化，上半年从钢材基本面来看是强预期逻辑主导价格走势，现货层面是二季度钢材库存并没有进入季节性去库阶段。进入 10 月份钢材供应端存一定扰动，需求端在去年低基数背景下同比难以大幅回落，同时在下游钢材低库存背景下价格难以进入下跌通道。总结来说，在钢材需求旺季且低库存背景下，需求端若恢复较好，市场很容易交易一个中短期供需错配的价格，而年中 6 月份从终端钢材高库存、淡季弱需求所引发的自下而上导致产业链价格的崩塌很难发生。

二是从期限结构角度，通过对比发现与 7 月中旬市场大跌由宏观经济衰退主导的大宗商品普跌相比，四季度很难出现一是经济衰退这一逻辑市场已经大部分消化，二是通过期限结构推导出的螺纹铁矿期限结构致使盘面价格已经打入这一预期，除非市场出现超预期的宏观面，否则市场难以再次交易。

后市铁矿交易逻辑：短期盘面价格回落大部分消化近期的弱需求预期，价格很难进入下跌通道，同时盘面企稳后在下游钢材低库存、且需求存恢复预期背景下价格回升动力较强。

一、2022 年年中价格大跌复盘分析

1、年中 6-7 月份黑色板块价格大跌分为两个阶段，第一阶段是 6 月中旬至 6 月底，第二阶段是 7 月中旬。

先看第一阶段，这次价格大跌主要是钢材端淡季弱需求、钢材高库存，从产业数据来看，6 月中下旬下游钢材表需月度均值同比去年回落近 9%，同时螺纹表需同比回落近 20%；钢材库存环节来看，总库存从 3 月份最高点至 6 月下旬回落 500 万吨左右，虽同比 2021 年和 2020 年基本持平，但对比 2019 年之前几年均值来看仍高近 1000 万吨。而现货层面钢坯价格持续大跌，市场呈现从终端钢材基本面和情绪面崩塌致使整个产业链价格重心持续下移。

图1：螺纹表观需求（万吨）

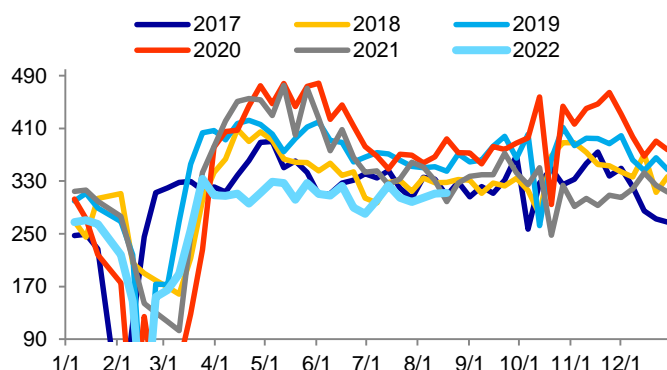
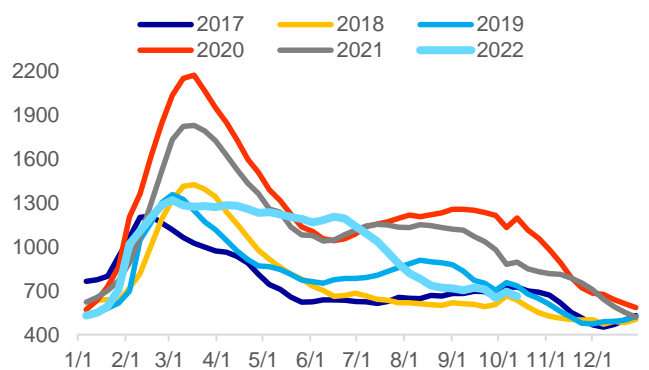


图2：螺纹总库存（万吨）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

图3：钢材去库速度（万吨）

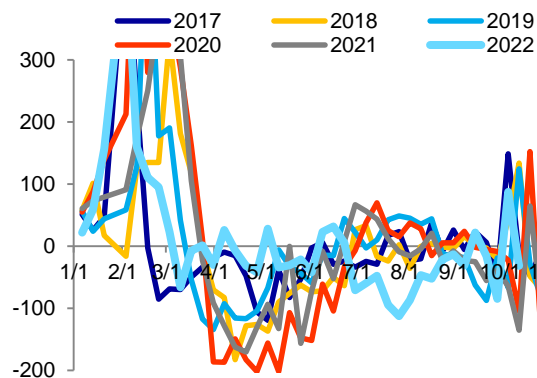
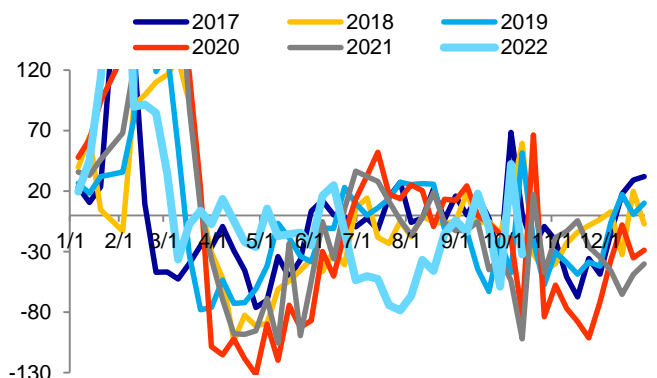


图4：螺纹去库速度（万吨）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

2、再看第二阶段 7 月中旬市场大跌，这一阶段大跌主要有两方面原因：

一是海外美联储加息加快，市场预期国外经济进入衰退，从 LME 铜价格走势可以看出，这个阶段最大跌幅达到 27%。虽黑色系品种主要由国内内需定价，但也受到海外宏观影响拖累。

二是国内股市价格大幅回落。从历史上看，2010 年至今绝大多数时间，螺纹钢价格下跌与沪深 300 指数下跌同步性较强。7 月中旬开始，国内沪深 300 指数价格转头下跌，如果海外加息交易经济衰退逻辑对内需定价的黑色品种影响较小，那国内股市的大跌显然对黑色品种价格的下跌起到较强推动作用。

图5：LME3个月铜（美元/吨）

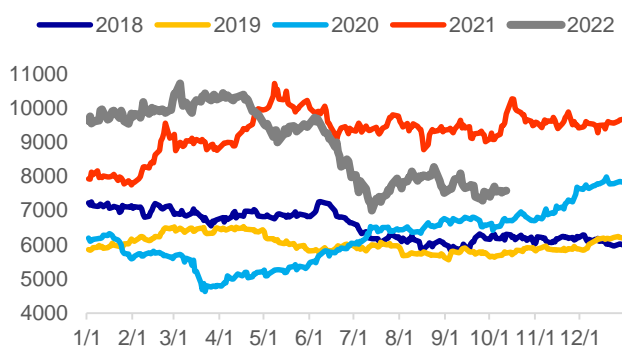


图6：沪深300指数（点）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

同时 7 月中旬，市场对需求端的担忧还有终端地产需求仍未实质好转。房地产短周期和长周期都面临很大压力，而黑色商品价格与中国房地产高度正相关，受地产影响很大。

6 月份 30 大中城市商品房成交面积同比快速好转，月度均值同比来看已接近去年同期水平，但 7 月上旬商品房成交面积增速明显回落，同比降至约-39%。100 城土地成交占比面积同比修复至回落 15%左右，但今年一季度最大回落超过 30%。

图7：100城土地成交占地面积（万平方米）

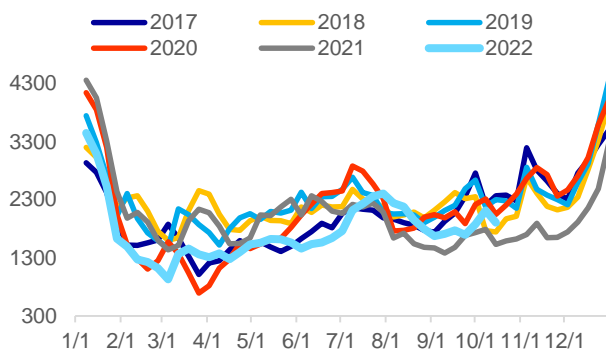
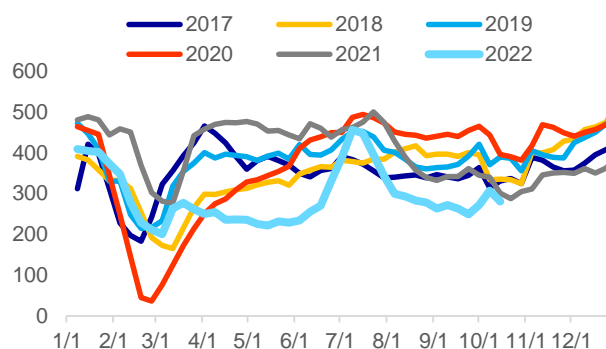


图8：30城商品房成交面积（万平方米）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

前文探讨了黑色品种两个阶段大跌的主要原因，单纯从铁矿来说，交易逻辑不同之处在于铁矿供应端基本面有所弱化，二季度供应端四大矿发货量持续恢复，同时钢厂铁水产量在达到 243 万吨之后钢厂进入大面积检修减产，铁水产量快速回落以及铁矿发货量较快恢复致使铁矿港口库存进入累库周期。

图9：澳巴铁矿全球发货量（万吨）

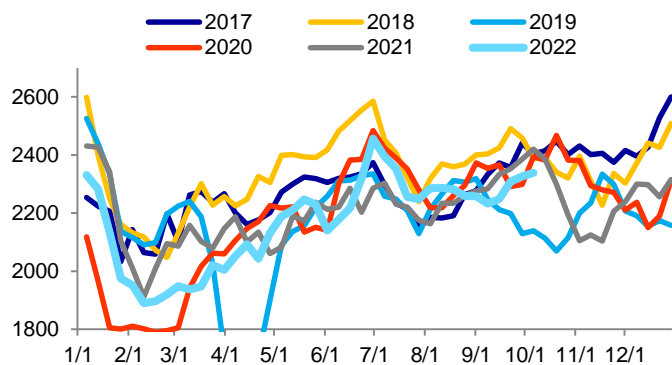
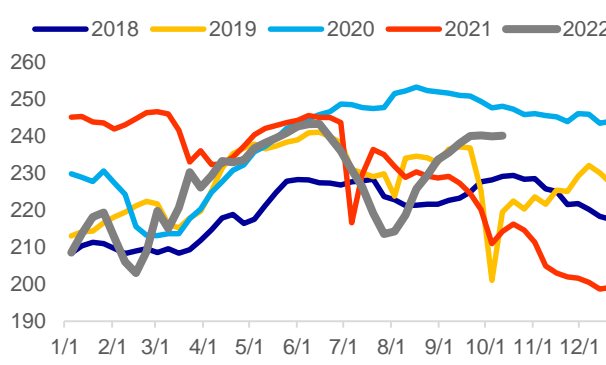


图10：247钢厂日均铁水产量（万吨）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

3、7月下旬价格底部反弹因素总结

前文从黑色板块和铁矿自身探讨了前期价格大跌的几大原因，但这两个阶段价格大

跌市场显然过度交易悲观预期。因此，在价格企稳之后前期过度交易的逻辑有望得到市场修正。

首先修正的应该是前期价格大跌的第一阶段（下游钢材淡季弱需求叠加钢材高库存），因为产业自身对市场情绪面的崩坍具备较强的修复能力，同时从下游钢材基本面来看，表需逐步恢复，淡季钢材持续去库，而历史来看黑色产业往往只有政策端改变才能扭转整个产业基本面。

其次修正的是宏观预期的转变，在前期第二阶段价格大幅回落时期，市场对于国内宏观预期有所转弱，但现实是7月底会议指出“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求”，基本明确了稳定房地产市场的政策路径。总体来看，2022年下半年国内地产端需求有望逐步企稳，同时随着稳增长政策的加速，下半年地产政策仍有望进一步实质性松动，地产景气度也有望逐步恢复，因此下半年地产需求可能会好于市场预期。

最后修正的是铁矿自身基本面，短期钢厂复产预期较强，铁水产量有望快速回升，同时铁矿供应端收缩预期较强，VALE 全年预计减产 1000 万吨，下半年非主流矿仍存进一步减产动力，因此中短期铁矿基本面有所好转，进口铁矿港口库存预计累库不及预期。

二、当前黑色市场为什么很难再次交易上一次逻辑

1、节后首周价格大跌主要是短期弱需求预期主导，但产业链逻辑自身崩塌致使价格大跌很难发生

国庆假期前黑色市场由于补库驱动炉料价格短期上涨，节后虽然库存偏低补库预期较强，但市场转而交易需求端逻辑，虽国庆假期唐山钢坯价格上涨，但上涨幅度低于市场预期，现货市场对于采购积极性较为谨慎。整个黑色市场的核心矛盾点在于下游需求恢复的不确定性，当前市场对于地产需求的悲观预期已经在黑色市场的价格中得到体现，短期价格的涨跌更多的在于市场情绪面以及预期层面。

从当前产业基本面来看，下半年市场相较于上半年发生显著变化，上半年从钢材基

本面来看是强预期逻辑主导价格走势，现货层面是二季度钢材库存并没有进入季节性去库阶段，从3月份至6月下旬，钢材总库存几乎维持不变。进入10月份钢材供应端存一定扰动，需求端在去年低基数背景下同比难以大幅回落，同时在下游钢材低库存背景下价格难以进入下跌通道。总结来说，在钢材需求旺季且低库存背景下，需求端若恢复较好，市场很容易交易一个中短期供需错配的行市，而年中6月份从终端钢材高库存、淡季弱需求所引发的自下而上导致产业链价格的崩塌很难发生。

图11: 钢材表观需求 (万吨)

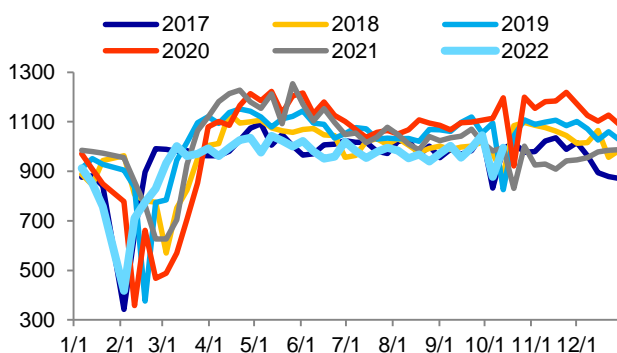
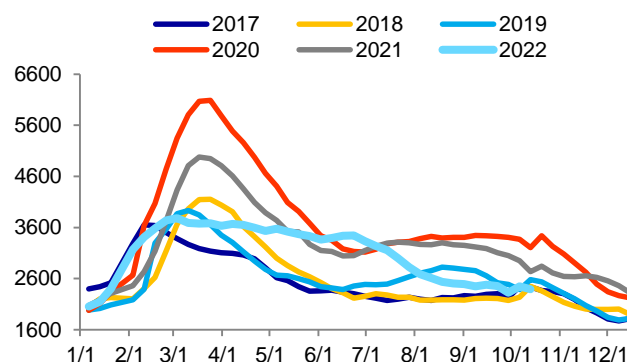


图12: 钢材总库存 (万吨)



数据来源: 银河期货、mysteel 资讯

2、从期限结构角度来看，主力强基差、远月贴水已经交易大部分宏观悲观预期

本部分先复盘 2019 年至今螺纹铁矿期限结构

从表 1 中来看，不同于 2019 年螺纹强基差、远月深贴水期限结构，从 2020 年至今螺纹期限结构大部分时间呈现主力合约弱基差、远月弱贴水格局。具体来看，2020 年主逻辑是宏观预期好（需求端），但现货高库存，而 2021 年主逻辑是粗钢压减政策预期较强（供应端）。

铁矿来看，从 2019 年至 2021 年 H1 期限呈现主力合约强基差、远月深贴水结构，基本面供应偏紧或供需双强格局。2021 年 H2 至今铁矿期限呈现主力合约弱基差、远月弱贴水格局，基本面主逻辑是供应持续宽松格局难改。总结来说，2021 年螺纹铁矿价格

持续分化主要原因是自身期限结构的转变，螺纹有压减粗钢政策强预期支撑，但铁矿由利润高估值逻辑转换到供需过剩逻辑，且一直被市场和资金交易。

表1：螺纹铁矿期限结构

	螺纹期限结构	铁矿期限结构	终端需求基本面
2019	强基差、远月深贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期差、现货偏紧
2020	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期好、供需双强
2021H1	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	压减粗钢预期较强
2021H2		弱基差、远月弱贴水	
2022H1	弱基差、远月弱贴水	强基差、远月深贴水	宏观预期好、供需双弱
2022H2	强基差、远月深贴水		宏观预期差、现货偏紧

数据来源：银河期货

2022 年上半年螺纹期限呈现 2020 年结构，背后核心是宏观预期持续向好，但两者基本面有不同点，2020 年供需双强，2022 年上半年呈现供需双弱格局，两者对价格的支撑作用不同。2022 年下半年期限结构预计持续维持当前强基差、深贴水结构，反应出当前市场交易更多的宏观层面的悲观预期，但现货端却偏紧，两者出现矛盾，也是当前市场交易的矛盾点。

进入 2022 年铁矿市场整体呈现供需双弱且供应小幅缺口，上半年缺口达到 3600 万吨，下半年在全球发货量恢复情形下供需基本平衡，进口铁矿港口库存难以进入趋势性累库，铁矿期限结构回归 2019 年至 2021 年上半年结构，预计四季度这一期限结构会维持且有所走强。

但对比 2022 年第二阶段大跌由宏观经济衰退主导的大宗商品普跌相比，四季度很难出现，一是经济衰退这一逻辑市场已经大部分消化，二是本部分所说的螺纹铁矿期限结构致使盘面价格已经打入这一预期，除非市场出现超预期的宏观面，否则市场难以再次交易。总结来说，基于经济衰退逻辑主导价格下跌很难发生。

3、四季度港口铁矿库存难以进入累库通道

从中短期来看，库存变量绝对值或变化量是引起短期价格变化的主要因素之一，虽然从最近两来看，铁矿盘面交易的逻辑周期显著拉长，但库存这一变量对价格的影响仍然值得关注，本文也维持铁矿四季报观点，国内铁矿供应全年存在 2000 万吨以上缺口，四季度港口库存难以进入累库通道。

回顾 2021 年下半年，去年下半年进口铁矿港口进入累库周期，累库接近 4000 万吨，去年下半年地产调控加强，地产新开工面积同比大幅回落，同时全年粗钢压减政策执行，下半年处于宏观面与基本面共振阶段，从而价格出现大幅回落。但对比今年四季度不同之处在于：

一是基本面的走弱可能不及市场预期，主要在于供应端四大矿 VALE 发运量难以完成全年目标，预计全年减产 1000 万吨，同时三季度非主流矿发运量回落幅度加大，供应端收缩预期较强；二是对比以往黑色出现大的上涨或下跌走势，核心在于宏观面或国家政策调控因素，但显然今年下半年难以看到。

图13：进口铁矿港口总库存（万吨）

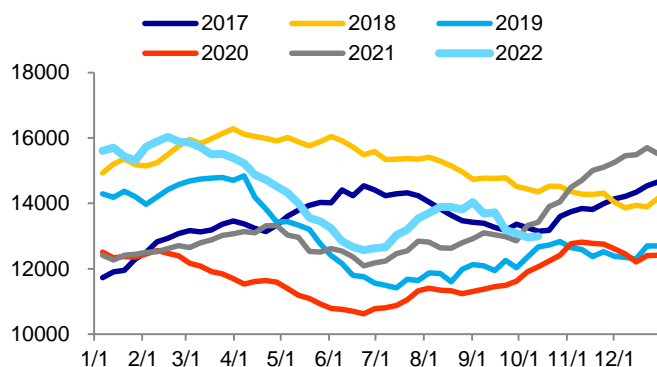
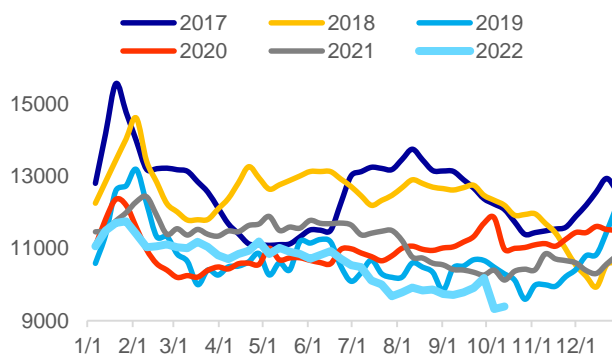


图14：进口铁矿钢厂总库存（万吨）



数据来源：银河期货、mysteel 资讯

图15: 国内铁矿总供应量 (万吨)

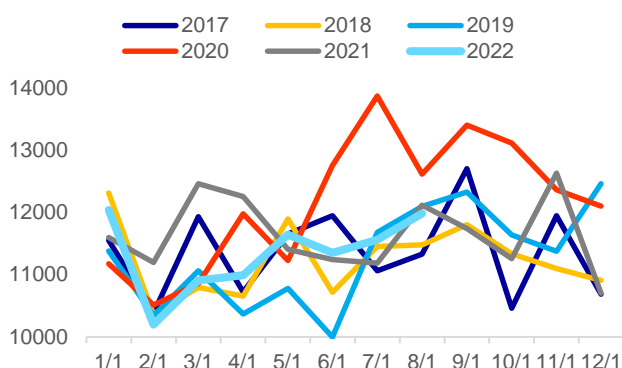
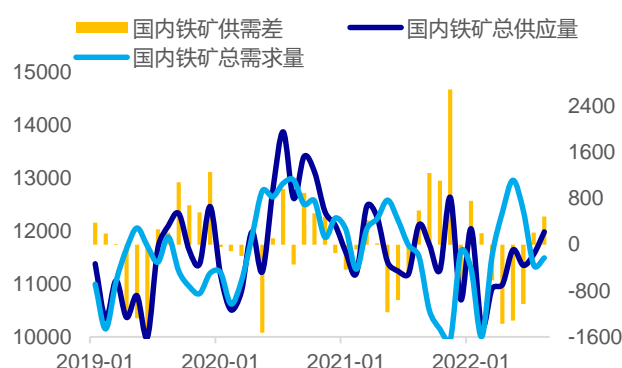


图16: 国内铁矿供需差 (万吨)



数据来源: 银河期货、mysteel 资讯

三、投资逻辑总结与交易策略

本文对于当前黑色市场关注的矛盾点进行分析,分两部分进行,第一部分先复盘今年6月份开始的价格大跌,从中分析出导致价格大跌的两大因素,同时对7月下旬价格底部反弹进行解释,总结如下:

第一阶段价格大跌是黑色市场从终端钢材基本面和情绪面崩塌致使整个产业链价格重心持续下移;第二阶段是海外加息交易经济衰退逻辑对大宗商品交割影响,同时国内股指进入下跌通道,多因素共振引起价格大跌。因此价格修复也是先修复产业面崩塌致使价格大跌,进而再修复经济衰退对价格影响。

本文第二部分主要解释当前黑色市场为什么很难再次交易这一逻辑,总结如下:

一是从当前产业基本面来看,下半年市场相较于上半年发生显著变化,上半年从钢材基本面来看是强预期逻辑主导价格走势,现货层面是二季度钢材库存并没有进入季节性去库阶段。进入10月份钢材供应端存一定扰动,需求端在去年低基数背景下同比难以大幅回落,同时在下游钢材低库存背景下价格难以进入下跌通道。总结来说,在钢材需求旺季且低库存背景下,需求端若恢复较好,市场很容易交易一个中短期供需错配的行市,而年中6月份从终端钢材高库存、淡季弱需求所引发的自下而上导致产业链价格的崩塌很难发生。

二是从期限结构角度，通过对比发现与 7 月中旬市场大跌由宏观经济衰退主导的大宗商品普跌相比，四季度很难出现一是经济衰退这一逻辑市场已经大部分消化，二是通过期限结构推导出的螺纹铁矿期限结构致使盘面价格已经打入这一预期，除非市场出现超预期的宏观面，否则市场难以再次交易。

后市铁矿交易逻辑：短期盘面价格回落大部分消化近期的弱需求预期，价格很难进入下跌通道，同时盘面企稳后在下游钢材低库存、且需求存恢复预期背景下价格回升动力较强。

风险提示：1、终端地产需求进一步走弱；2、四季度非主流矿发运超市场预期。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的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。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhgasyb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799