

作者：曹有明

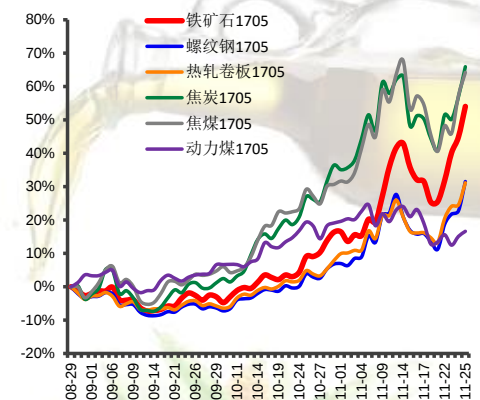
执业编号：Z0011385

电话：021 - 60212719

微信：caoyouming666

邮箱：caoyouming@cnhtqh.com.cn

黑色板块商品走势对比



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

在线开户请打开网页：

<https://cnhtqh.cfmmc.com/>

恒泰期货官方微信



铁矿石仍有上行空间

摘要

前三季度 GDP 增速保持在 6.7%，全年在 6.5%以上应是大概率事件。当前政策的主要目标由稳增长向防风险转换，近期央行逐渐引导市场资金利率上行意图明显，对诸多商品构成压力。但是，目前市场热钱泛滥，商品市场整体处强势格局，铁矿石的价格也会受到其他品种上涨的带动。从供求层面来看，当前供给过剩的状态并没有出现明显改观，且在 12 月，需求方面不大可能会有超预期表现，但供需不是目前市场的主要矛盾。另外，当前铁矿石期货 1705 合约仍有相当大幅度的贴水，深度贴水也是驱动价格上涨的重要因素。在技术面上，铁矿石上 1705 合约已经突破前期高点，随着持仓量的增加，多头主力资金不断推动价格上涨仍为大概率事件。

操作策略

对于 I1705 合约，可在近期回调时，逐步逢低轻仓做多，入场价位控制在 580-590 附近。如果有效跌破 11 月 11 日高点附近的支撑位，则必须及时止损离场。目标价位控制在 680 附近。

一、行情回顾

在今年的 11 月份，铁矿石价格又出现了两轮的暴涨。从图 1 可以看到，进入 11 月之后，大商所铁矿石指数短暂调整两天之后，即开启一轮强势上涨。在 11 月 11 日当晚冲高至 629.5 元/吨之后，展开一轮凌厉的调整，调整的低点达到 508.0 元/吨，调整的幅度达到 19.22%。不过，11 月 21 日铁矿石调整结束，又展开一轮强势上攻，铁矿石指数突破 11 月 11 日的高点。

图 1：大商所铁矿石指数



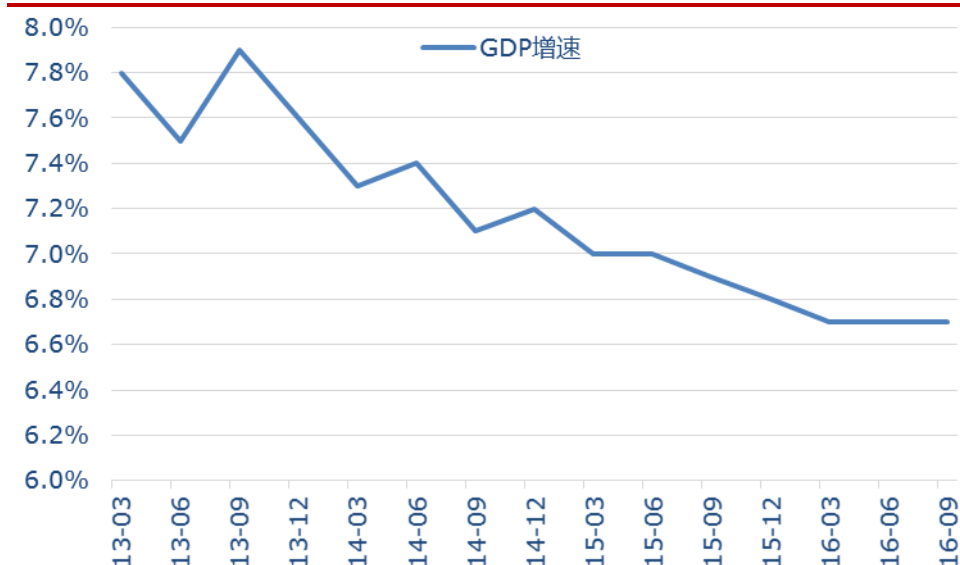
数据来源：文华财经、恒泰期货研究所

二、宏观经济：热钱泛滥与利率上行并存

(1) 经济增速企稳回升

近期国家统计局公布的第三季度宏观经济运行数据显示，GDP 增速为 6.7%，显示宏观经济增速下滑趋势得到遏制。从图 2 可以看到，今年 GDP 增速前三个季度均稳定在 6.7% 的水平。而且，在 9 月份，铁路货运量、发电量均有较大幅度上升，说明近期经济企稳回升迹象更为明显，今年第四季度 GDP 增速甚至可以超过 6.7% 的水平，全年经济增速在大概率上有望超越年初定下的 6.5% 下限的目标。

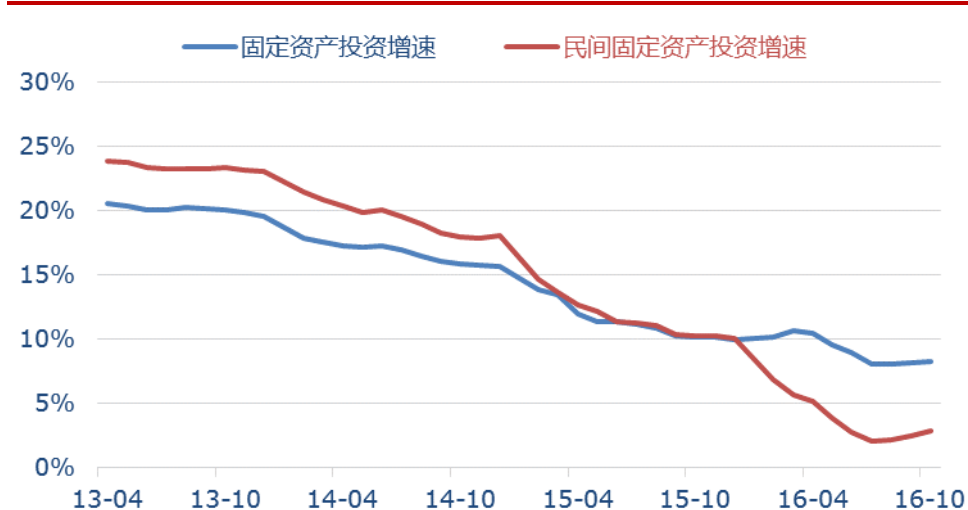
图 2：GDP 增速连续三个季度企稳于 6.7%的水平



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

另外，固定资产投资增速开始企稳回升，一改之前不断下降的趋势。从图 3 可以看到，固定资产投资增速以及民间固定资产投资增速在 7 月份触底之后，8 月和 9 月和 10 月均出现回升。由于近期发改委批复大量基建项目、各地大力推进 PPP 项目落地，未来一段时间，固定资产投资增速有望进一步回升，对经济增速企稳回升具有重大积极影响。

图 3：固定资产投资增速开始企稳回升



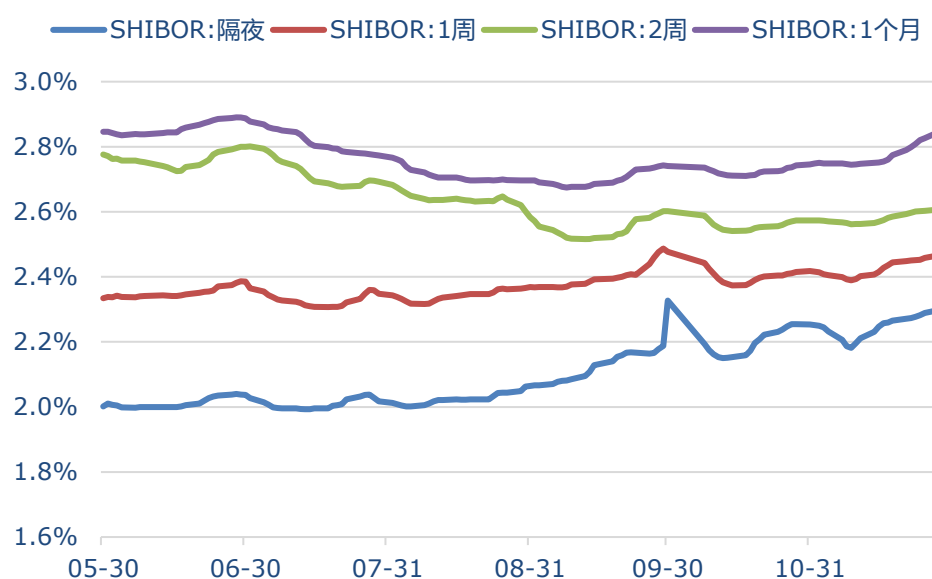
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

（2）资金利率有上行风险

近期上海银行间市场拆借利率不断上行，国债期货价格出现断崖式下跌，说明市场对央行降准降息的预期开始降温，信贷平稳增长将是下阶段主基调。央行在未来一段时间对降息降准这样“强刺激”、“大水漫灌”式的工具使用仍会比较谨慎，稳健货币政策不会改变。另外，接近年底，资金面仍有不断收紧的可能，利率倾向于上行。

从图 4 可以看到，从 8 月份开始，上海银行间市场隔夜以及一周的拆借利率开始震荡上行；从 9 月中旬开始，2 周和 1 个月的拆借利率开始上行。在整个 11 月，拆借利率上升更为迅速。拆借利率的逐步上行显示资金面开始逐步收紧。

图 4：上海银行间市场拆借利率走势



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

另外，从图 5 可以看到，最近一个多月来，十年期国债期货指数从最高的 101.905 跌至 99.350，跌幅达到 2.51%，相当于是加息 25 个基点。国债期货价格大幅下跌，显示近期国内流动性出现了收紧的趋势。前三季度 GDP 增速保持在 6.7%，全年在 6.5% 以上肯定没问题。这时的主要目标已经不是稳增长，而应该是防风险了。因此不难理解为何央行在 8 月份以后逐渐引导市场资金利率上行。

图 5：十年期国债期货出现断崖式下跌



数据来源：文华财经、恒泰期货研究所

（3）场外热钱仍在不断寻找出路

由于经济增速下滑趋势得到遏制，且一二线城市房价大幅攀升，房地产部门泡沫风险逐渐加大。因此，从 8 月份开始，央行有意引导资金利率逐步上行，控制潜在风险。

另外，近期一线城市和部分二线城市房地产调控加码，而广大三四线城市房地产市场仍存在较大去库存压力，房地产市场价格又缺乏上行基础。因此，一线城市和部分二线城市房价具有较大上行空间，但无法实现配置目标。而三四线城市不限购，但价格又缺乏吸引力。而且，随着调控的深入，原先已经进入房地产市场的资金也会逐渐撤出。这些撤出的资金和无法进入的资金不断寻找投资标的，导致近期商品期货市场价格出现大幅拉升。

随着经济增速企稳回升，货币政策有所转变，未来一段时间，去杠杆可能会加快进度，对商品以及其他风险资产价格构成压力。但是，由于房地产调控措施不断收紧，使得资金流入房地产市场受阻，这部分场外热钱不断涌入股票和商品期货市场，推动价格的不断上行。

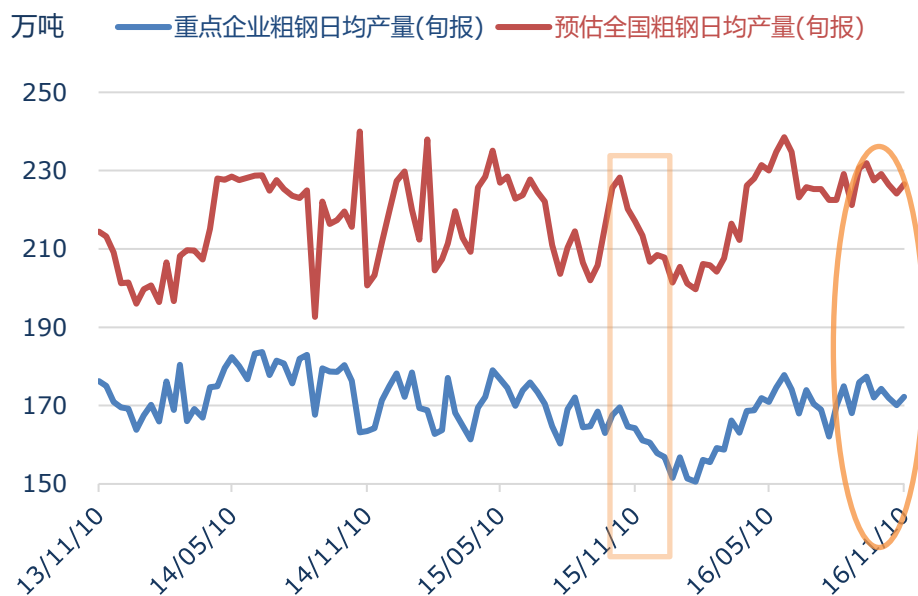
三、终端需求进入消费淡季

铁矿石的终端需求主要在房地产和基础设施建设。进入 11 月份之后，施工、开工都会减少。另外就是 10 月 1 日以后，房地产新政出台，也会对需求造成影响。而包括汽车在内的机械制造领域，需求会维持平稳增长。因此，未来一段时间，钢铁的需求维持稳定或者略有下降，铁矿石的需求难有大的利好出现。

（1）粗钢产量难有大的回升

从图 6 可以看到，每年进入 11 月中下旬之后，由于终端需求出现季节性收缩，钢铁停产检修增加，国内粗钢日均产量将出现大幅回落。因此，从 11 月份开始，铁矿石的需求也就不会有太大的惊喜出现。

图 6：粗钢产量将出现季节性下滑



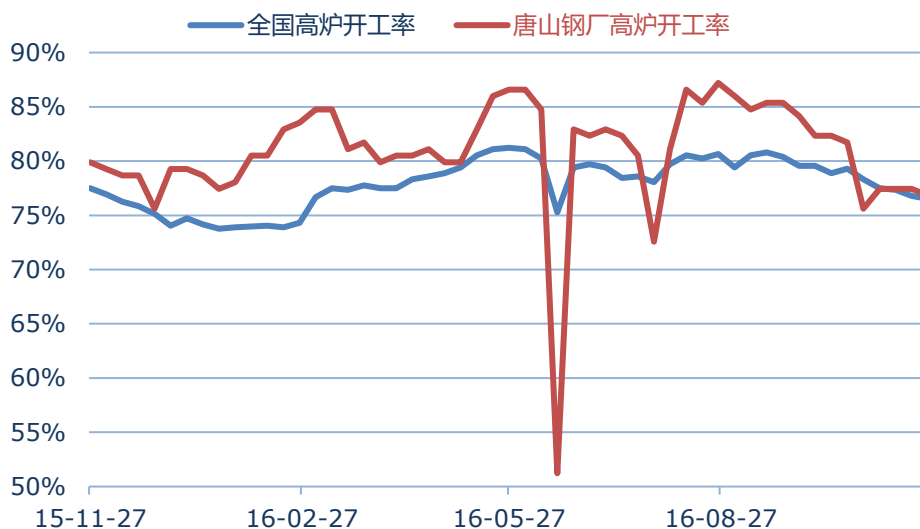
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

（2）高炉开工率不断下行

另外，随着近期焦炭价格的强劲上涨，钢厂已经进入盈亏平衡的附近，板材是生产略有盈利，长材的生产普遍出现亏损，这导致钢厂开工率近期出现较大幅度的下降。

从图 7 可以看到，从今年 8 月中旬开始，随着焦炭价格的大幅上涨，全国高炉开工率出现小幅下行，而唐山地区钢厂高炉开工率从最高时的 87% 降至近期的 77%。如果吨钢利润不能恢复，则开工率不会有很大上升，对铁矿石的需求亦产生抑制作用。

图 7：高炉开工率不断下行



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

综上所述，进入 12 月份之后，由于即将进入消费的淡季，且当前钢厂高炉开工率不断降低，铁矿石的需求难有超预期表现。

四、供给压力并没有真正缓解

进入 11 月份之后，供过于求的压力并不能真正缓解。一方面，目前的铁矿石的港口库存仍然处于高位；另一方面，国际上铁矿石巨头依然在不断增产。

（1）铁矿石港口库维持在高位

目前港口铁矿石库存已经接近到达 1.1 亿吨，已经快要接近 14 年 5 月峰值的水平。一旦市场的预期有所变化，特别是当价格开始下降的时候，贸易商则会加大出货力度，推动现货价格加速下行。

从图 8 可以看到，最近一年来，港口铁矿石库存从 7900 万吨左右的水平不断攀升至 8 月初的 1.1 亿吨附近。之后，又小幅下滑，但国庆节之后，又出现大幅攀升，目前已经到达 14 年 5 月峰值时的水平。期间，在今年 2 月至 5 月，库存水平一直维持在 1 亿吨。进入 6 月之后，铁矿石的港口库存又快速增加。价格上涨，贸易商大量囤货是造成库存上涨的主要原因。

图 8：铁矿石港口库存依然偏高



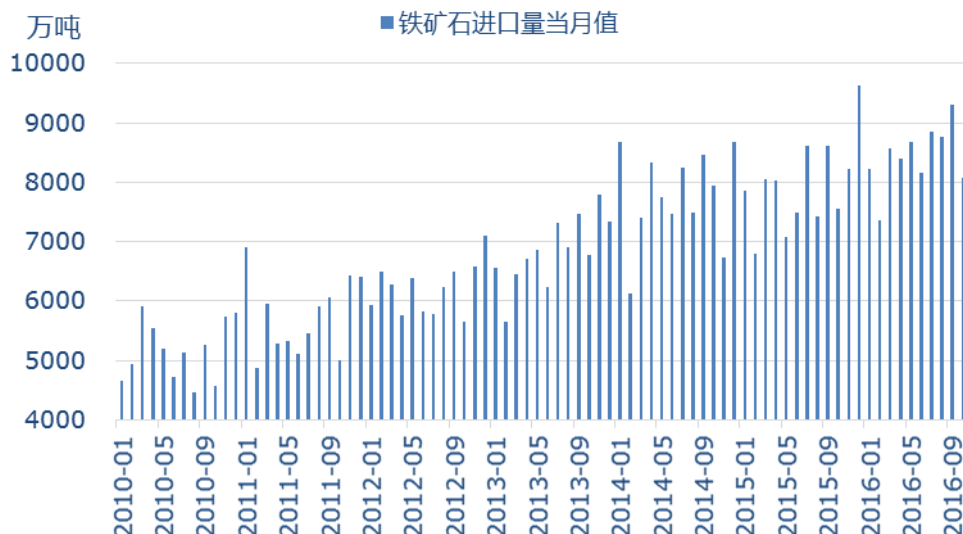
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

在多头情绪比较高涨的时期，库存的上涨往往是中间贸易商不断囤积的结果。但是，一旦市场预期有所转变，贸易商会及时抛售变现，且钢厂也尽量控制采购节奏，庞大的库存会对价格造成很大的抛压，届时可能将重现价格和库存同时走低的局面，铁矿石将遭恐慌性抛售。在 11 月中旬就出现了类似的情况。

(2) 12 月铁矿石进口量维持在高位

从最近几年的铁矿石月度进口量看，进入年底，铁矿石的进口量都会出现较大幅度的环比增幅。从图 9 可以看得，每年年底，铁矿石的进口量都是一年的高峰时期。这主要是因为下游的厂商以及中间贸易商为第二年的销售旺季进行冬储的结果。预计这种情况今年也不例外。只是，由于目前的港口库存维持在高位。进入 12 月之后，铁矿石的供给将会更为充裕。

图 9：每年年底铁矿石进口量一般都会出现较大幅度上升



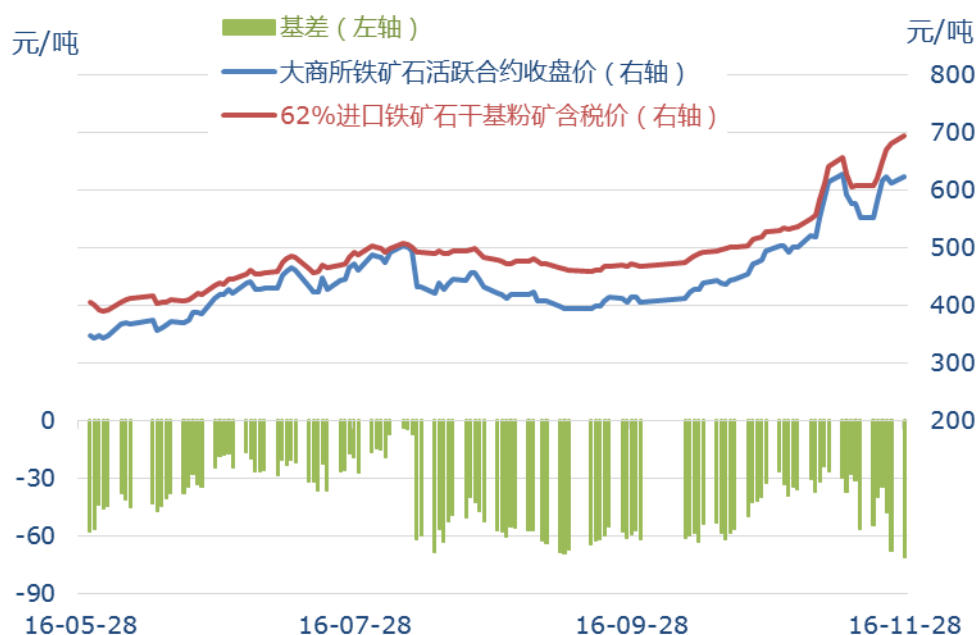
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

所以，总体来看，近月 12 月之后，维持在高位的港口库存以及较大的进口量仍使供给维持在较为宽松的状态，供给的宽松以及需求的季节性萎缩仍给价格造成压力。不过，当前的供需矛盾不是市场的主导性因素。

五、基差仍对多头有利

最近一年多时间，铁矿石期货价格的上涨主要逻辑在于期货价格一直低于现货价格，行情总是在弥补贴水。不过，在期货价格上涨的同时，现货价格也几乎会同步上涨。但当期货价格大幅拉涨之后，贴水消失，行情也就阶段性的结束了。不过，目前铁矿石的基差仍然高达-70 元/吨左右，当前的贴水结构对多头十分有利。在某种程度上说，多头主力资金之所以在 1705 合约上继续发力，主要是看到当前的基差仍处在-70 元/吨的高位。所以，当前铁矿石 1705 合约的上涨空间依然很大。

图 10：铁矿石期货仍处深度贴水中



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

六、技术面：形成向上有效突破的概率大

从铁矿石的技术面看，当前铁矿石 1705 已经突破 11 月 11 日创造的高点，且日线图上出现 MA5 和 MA10 金叉，附图指标中，价格也在 MACD 的金叉之下运行，总体处于强势上涨行情里。在价格大幅拉升之后，中线技术派的多头应该已经入场，而空头也已止损离场，因此，未来价格的大幅上涨仍要看多头主力资金的意图。未来价格只要没有有效跌破 11 月 11 日高点构成的支撑位，则随着持仓量的不断增加，多头主力只能不断推动继续上行。

图 11：大商所铁矿石指数技术分析



数据来源：文华财经、恒泰期货研究所

七、结论以及操作策略

总体来看，前三季度 GDP 增速保持在 6.7%，全年在 6.5%以上应是大概率事件。当前政策的主要目标由稳增长向防风险转换，近期央行逐渐引导市场资金利率上行意图明显，对诸多商品构成压力。但是，目前市场热钱泛滥，商品市场整体处强势格局，铁矿石的价格也会受到其他品种上涨的带动。从供求层面来看，当前供给过剩的状态并没有出现明显改观，且在 12 月，需求方面不大可能会有超预期表现，但供需不是目前市场的主要矛盾。另外，多头之所以敢于在 1705 合约上继续发力，在于目前贴水幅度较大，基差也对多头非常有利。在技术面上，铁矿石上 1705 合约已经突破前期高点，随着持仓量的增加，多头主力资金不断推动价格上涨仍为大概率事件。

在交易上，对于 I1705 合约，可在近期回调时，逐步逢低轻仓做多，入场价位控制在 580-590 附近。如果有效跌破 11 月 11 日高点附近的支撑位，则必须及时止损离场。目标价位控制在 680 附近。

八、风险分析

12 月份的主要风险在于：

（1）美联储加息仍对价格构成打压。虽然目前看来美联储加息“板上钉钉”，股票和期货市场也对这一利空因素作了必要准备。但是，一旦加息落地，仍有可能对市场信心造成影响。

（2）央行重新介入外汇市场维稳人民币汇率，导致人民币兑美元出现较大幅度升值。前期铁矿石的大幅上涨就有人民币贬值因素的驱动。一旦人民币出现反弹，则对铁矿石的价格构成一定压力。

（3）商品市场其他板块品种出现深度调整。在大幅拉涨一段时间之后，锌、铜、橡胶等涨幅巨大，面临较大的技术性调整压力。一旦这些品种展开调整，预计仍会拖累铁矿石的上涨势头。

（4）年底资金面突然大幅收紧。前面的分析中已经提到目前的资金面在不断收紧，但仍未对价格造成打压。但是，一旦年末资金面突然收紧，则必然会影响多头信心，对价格施加下行压力。

恒泰期货研究所 曹有明

免责声明

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。 本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及

其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。