

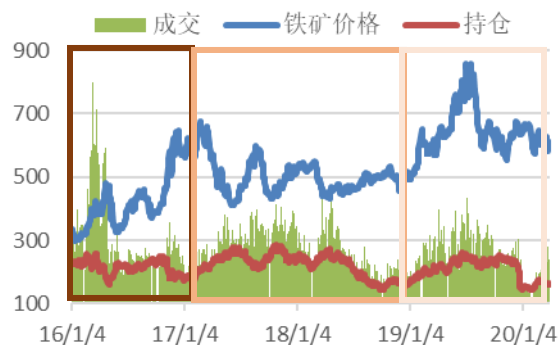
铁矿走势复盘

--杜少伦

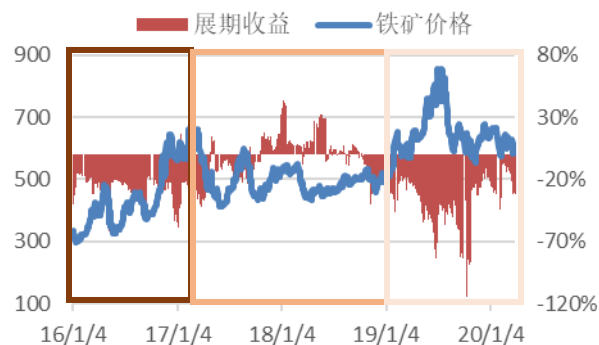
2020-03-29

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

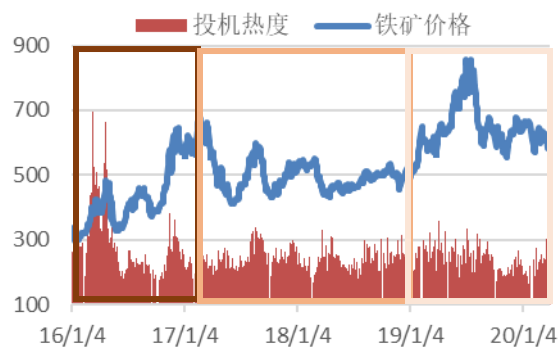
铁矿石是炼钢的必备原料，中国铁矿石主要进口来自澳大利亚和巴西的铁矿石，基本上不出口铁矿石。所以中国内部的铁矿石消费需要进口份额来弥补不足的供给，所以铁矿石价格自然会受到外汇的影响。作为所有钢材的原材料铁矿石同样会对宏观经济变动敏感。下面从交易的角度复盘铁矿的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：铁矿面交易价格，交易量和持仓量，铁矿盘面远期价格和近期价格的对比，铁矿交易所库存情况，铁矿行业股票指数对比，铁矿和国债期货价格相关性，铁矿对人民币还有澳元的相对走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



图一、铁矿石盘面走势



图三、铁矿石和展期收益



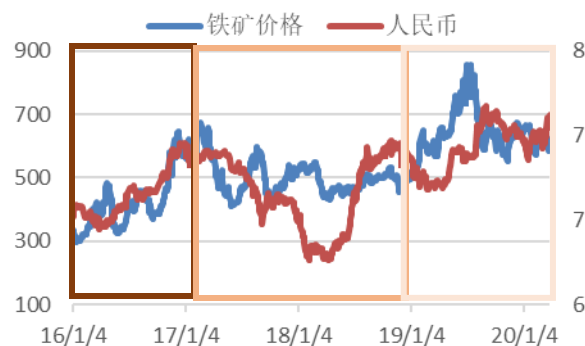
图二、铁矿石和投机热度



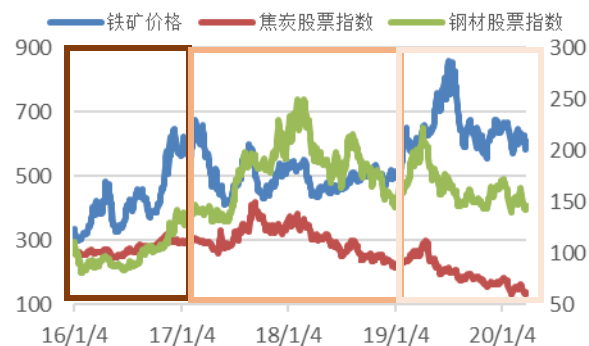
图四、铁矿石和仓单

铁矿石从 2016 年开始就一直处在震荡上行走势，我们将铁矿石的走势分成三段进行分析：第一段（经济复苏拉升）、第二段（收敛震荡）、第三段（供应收缩拉升）。总的看来铁矿石的走势和其他大宗商品包括煤炭在内的都不太一样，大部分的商品都是呈现出暴力拉升，崩盘进入空头然后再次暴力拉升最后在 2020 年跌破最低价。之前我们看过了有色金属，整体来看有色金属的走势

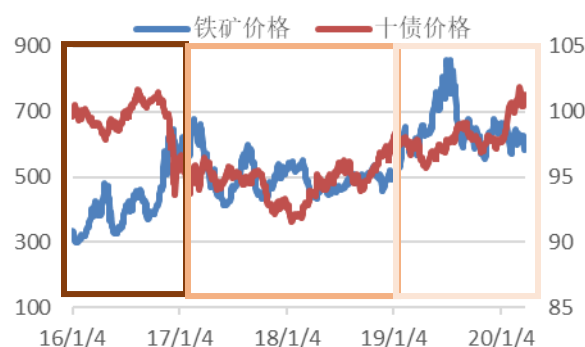
都是暴力拉升之后震荡下行为主，彻底转为弱势。但是铁矿石不是，铁矿石一直维持多头强势区间运行。只有第二阶段出现了明显的收敛性震荡但是价格始终维持在 2016 年的启动价格之上。下面我们一段一段来看。第一段（2016 年的经济复苏拉升），16 年初商品市场集体大反攻铁矿石当然也不例外，从年初的 300 点到 17 年初的 650 点，反弹幅度超过了 100%。从盘面投机度可以看到 16 年初大量投机者涌入市场抄底铁矿石短期投机热情暴增，同时创下了最近五年的投机热情最高点。当时的盘面结构是远期贴水的，同时交易所没有仓单，投机者认为远期贴水给出了很好的换月移仓价格优势，有利于做多，同时当时盘面已经跌倒了新低价位，最勇敢的一批投机者入场抄底了。当时的盘面远期倒挂，说明远期价格并没有被市场乐观估计，整体氛围还是看空远期的。第一波拉升走势和其他所有商品一样但是启动过程特别缓慢，甚至出现了两次大幅回调。直到 16 年第三节度才开始真正的暴力拉升并走出了阶段性新高。这里我们回顾一下远期的结构在启动时候其他的品种基本都是远期高于近期同时伴随交易所仓单小的结构，铁矿石不一样，这种远期倒挂并且还在绝对的低价区间其实说明铁矿石的基本面没有其他的品种好。这就解释了为什么其他的品种在 16 年刚开始就明确进入多头拉升行情，但是铁矿石一直涨不起来直到 16 年后期。铁矿石在 17 年初的阶段头部出现了巨大的远期倒挂结构，当时的年化倒挂率达到了 -50% 水平，说明从 2016 年以来的所有拉升行情，远期几乎都不太愿意跟随。出现过这个极端价差结构之后铁矿石开始走弱。整个从 17 年到 19 年之间铁矿石都是处在收敛震荡走势，价格波动越来越小，市场对当时的价格产生了认同的预期。同时一个很关键的变量是远期结构，从 17 年初的下跌开始远期贴水结构有了实质性的修复，大幅减少甚至在 18 年出现了正向远期结构，同时远期结构刚出现正向以后立马出现了一批仓单交割套利盘在交易所，仔细看图四，18-19 年的铁矿石远期正向结构，同时该年的仓单注册量大增。说明现货商趁着价格结构合理开始用库存套利。但是值得注意的是远期价格随着波动率的收敛逐渐转变成正向，说明市场已经认同了当时的铁矿石价格，甚至开始看多远期的铁矿价格了。到这儿我们才能放心的说铁矿石底部完整了。这盘面价格结构和大多数在 16 年初反弹的商品如出一辙，正向的远期结构伴随特别小的交易所仓单。可想而知仓单结束之后就是投机者跑步入场做多的机会。果不其然，在 19 年之后盘面价格结构被拉成了贴水，同时交易所仓单注册结束，铁矿石价格开始真正的暴涨行情。第三阶段铁矿石开始了真正的暴力拉升行情，我们可以这么认为，从盘面信息来讲 19 年的铁矿石暴力拉升才是对应的其他的大宗商品在 2016 年初的暴力拉升（都是小仓单，远期正向和投机热情加重）。这是一次铁矿石迟到的春天。再看盘面价格结构，顶峰时候的盘面贴水年化利率来到了极端的 -70%，也就在此时价格开始崩塌，近期的价格涨幅不能和远期疲软的需求匹配，投机热情过高开始从新定价走势。但是再看第三段区间，尽管铁矿石出现了大幅回撤一样没有打破 18 年做出的底部。不同之处是在这次下跌过程中远期贴水得到了大幅修复，说明远期相对近期还是明显抗跌的。目前铁矿石大概 -20% 年化贴水利率，只能算是正常的水平。整体来看铁矿石完美符合我们使用的理论框架，下面我们再看看铁矿石相对其他变量的相关性，我们主要考虑人民币价格，十债价格，股票行业指数和原油价格。



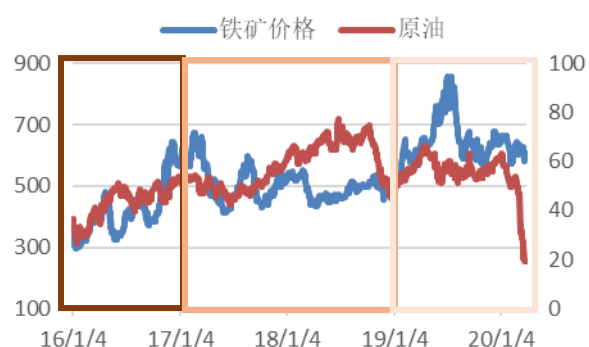
图五、铁矿石和人民币



图七、铁矿石和股票行业指数



图六、铁矿石和十债



图八、铁矿石和原油

从图五可以看到，铁矿石对人民币价格的趋势性高度相关，同时由于铁矿石大量进口的特点，这种相关性从经济学角度得到支撑。所以人民币币值作为铁矿石的一个重要参考因素是十分得当的。可以看到从2016年开始人民币开始了缓慢的震荡走弱，同一时期铁矿石开始震荡走强部分原因是人民币换算过来的价格提高了。同时在人民币开始受到外资流入中国影响下大幅升值，铁矿石同一时期开始了震荡走弱，从趋势的角度讲，衔接的十分完整得体，再看第二阶段中人民币开始再度走弱之后行程的拐点，铁矿石在同一时间形成走强的拐点。可以说第二阶段铁矿石经历了长期的盘整阵痛期，一个最大的形成价格支撑的因素就是人民币再度开始走弱的信号。在2018年6月份左右人民币开始了跳空贬值，铁矿石的底部得到了确认，开始缓慢走强蓄势待发。预计这种完美的切合走势随着中国铁矿石产量继续减少，同时需求维持现状的弱势需求下还是主导行情的一大诱因。再看铁矿石和上下游企业股票指数的关系，其实股票指数从第二阶段开始就已经明显弱势了，铁矿石当时收到人民币贬值影响还能撑得住并且开始走强，但是上下游企业并不能支持这种强势。在第三阶段开始时候铁矿石由于澳洲矿难短期供给不足，市场开始炒作但是上下游企业却在持续走弱，这种不一致性最后还是用铁矿石的暴跌收场。市场炒作过后回归理性的过程就是通过不同市场间给出的不同定价差完成的，每次回归过程总是遵循小资金量市场向大资金量市场的定价回归，这就是为什么股票指数给出了明显的看空定价，最后铁矿石由于矿难造成的供给不足暴力拉升之后还是向股票市场给出的弱势定价回归了，没有形成新的价格平台让价格重心上移。从图六可以看到，铁矿石对利率市场反应不敏感，甚至没有明显的相关性可言。这里大可

不必将利率市场和通胀预期纳入对铁矿石的分析之中来。再看最后一幅图，原油作为所有商品的老大哥，在每一个商品的成本端都有着自己的贡献和影响。整体来看铁矿石价格和原油价格呈现正相关，但是短期的波动情况各自收到各自不同的冲击影响。原油端主要受到政治因素影响，表现为沙特，俄国和美国的三大国博弈局面。任何一个新的政策的言论都会造成原油的短期波动，但是长期来看原油还是和市场整体的通胀预期和经济景气度高度相关的。再看铁矿石端，短期的波动主要受到个体生产商的供给影响，需求端则受到国家对地产的政策影响。可以说中国的地产已经是明显的政策市场了，铁矿石作为钢材的原材料直接受到政策性需求影响。我们说 2016 年的商品大反弹是一次需求预期的拉动行情，所以当时的铁矿石明显抱着贴水倒挂的盘面价格结构是起不来的，这就是为什么他的反弹力度小于其他的品种，但是到了 2019 年之后的那次暴力拉升是明显的个体事件冲击影响，铁矿石在 2018 年后期已经完成了从贴水结构到升水结构的盘面转变，预期不在看空价格，跟随库存仓单明显下行给出了做多需求的预期。但是短期的矿难造成了供给不足的情况，所以盘面一下子从升水便到了贴水结构，短期价格被直线拉升，这时候的远期价格并不敢大量跟随。铁矿石开始在不停高涨的贴水格局下拉升，尽管同一时期的原油价格和股票行业指数都在下跌趋势。铁矿石再把基差年化率干到了 -70% 之后轰然倒台，远期价格跟近期价格矛盾在那个时候达到了巅峰，同时投机者看到了明显的宏观弱势，从对短期缺货的定价回归对宏观弱势需求的重新定价。铁矿石价格最终回归了较为正常的价格，但是相比于 2018 年来看价格重心还是太高了一个台阶的。后期铁矿石价格依然会收到个体事件冲击的影响，但是目前来看由于原油大跌，导致铁矿石成本下降，不过人民币还在持续贬值在另一个方面产生了利多因素导致宏观面上不能确定整体趋势，从微观盘面来看目前铁矿石倒挂基差并不严重，少量交易所仓单也不能说明问题，所以目前微观层面也处在不上不下的格局。整体预计会宽幅震荡暂时没有主体趋势。