

螺纹钢多空逻辑梳理及预判
中信建投期货
张少达 期货从业资格号：F3072263
赵永均 期货投资咨询从业证书号：Z0014584

摘要：

K 线有阳有阴，每根阳线里都有人做空，每根阴线里也有人做多，只是投资者根据不同的多空逻辑进行交易而已。基于估值与驱动的分析框架，我们认为低估值下价格继续下跌的阻力较大，除非原料端带动螺成本继续下行，或需求端大幅下降，例如近期化工品的下跌。同样，高估值状态下价格继续上涨的阻力较大。因此，低估值叠加驱动方向向上，价格大概率上涨，高估值叠加驱动方向向下，价格大概率下跌。不确定性因素：需求超预期、国外疫情发展情况等

正文

螺纹钢期货价格自 2020 年 1 月 9 日收盘价 3393 元/吨（以 RB2010 合约为例）开始，运行至 2020 年 4 月 16 日收盘价 3385 元/吨，虽然价格又一次回到起点，但中间却经历了 4 轮幅度在 400 点左右的行情。每轮行情的判断与操作有对有错，相比懊恼或自得，回过头来重新梳理各轮行情的发展逻辑，审视自己的判断与市场运行逻辑有何差异，在研判方向时究竟有何遗漏或错误，就显得尤为重要了。在重新梳理前，需要着重强调的是：针对每一轮行情的梳理工作，以上帝视角来寻找每轮行情的极值入场点是不合理的，我们更应关注行情运行逻辑的分析。

图 1：RB2005 合约（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 2：RB2010 合约（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

一、1月9日至2月3日下跌-悲观预期驱动向下

冬储前房地产赶工潮带动螺纹钢需求上行，市场普遍预期2020年上半年房地产市场韧性十足，钢贸商冬储备货积极，主力合约RB2005迎来基差修复行情，基差由2019年10月底600元/吨修复至2020年1月中旬的150元/吨。同时，我们推算的即期利润和现货利润都在300-400元/吨左右，在乐观预期下利润水平相对中性，螺纹钢整体估值并不算太高。但是，1月9日武汉市出现首例COVID-19至死病例，1月20日钟南山院士证实存在人传人现象，1月22日湖南省启动重大突发公共卫生事件II响应，年前最后一个交易日也就是23日武汉市宣布封城，市场情绪一步步走向恶化，螺纹估值水平重新定价，期货价格大幅下跌。春节期间疫情发展迅速，新加坡铁矿FE持续下跌，市场悲观情绪持续积累，2月3日开盘RB2005合约直接跌停。整个下跌过程中行情由预期主导，节前相对乐观预期突变为悲观预期是最主要逻辑。

二、2月3日至3月18日上涨-原料端支撑螺纹估值+悲观预期修复驱动向上

基于悲观预期，我们仍然看空RB2005合约。主要逻辑有两方面：一是、疫情导致建筑行业开工整体延后，压制螺纹钢需求，同时春节期间钢材快速累库，供需错配下螺纹钢期货及现货价格大概率继续下跌；二是、为应对库存压力，钢厂大幅减产，铁矿石需求减少，原料端价格下降带动螺纹成本中枢下移。现在回过头来看，这一个月的时间市场并没有交易此逻辑。我们自己思考认为此逻辑主要存在以下两个问题。

首先，螺纹钢估值方面。2月3日现货市场重新开始报价，当天上海螺纹钢理计3680元/吨、青岛PB粉车板价648元/湿吨，较节前分别降低2%和5%，现货价格下降幅度弱于期货价格，说明现货端估值偏高。此后，现货螺纹和青岛PB粉价格一路下降至2月10日的3440元/吨和600元/吨左右，较节前分别降低8%和12%左右，与期货价格跌幅基本一致。此外，本轮上涨起点3200-3300元/吨的螺纹钢期货价格，已经触

及了长流程即期生产成本，而 3440 元/吨的螺纹钢现货对长流程钢厂而言是没有利润的，短流程钢厂更是亏损 300 元/吨，估值水平明显偏低。在这种情况下，要使得螺纹钢期现价继续下降，原料端价格必须下移一个台阶。然而，澳洲和巴西受天气影响，发货量始终处于近五年来的最低值，需求端钢厂虽有减产，但减产主要集中于转炉方面，高炉减产幅度并不大，铁矿石供需格局偏紧，价格获得支撑。原料端成本坍塌风险阶段性解除后，无论是现货还是期货估值水平偏低的状态下，我们给出的第二条逻辑不成立。然后，对于第一条逻辑而言，频繁出台的货币政策和财政政策也在一定程度上对冲了悲观情绪。虽然悲观情绪在一定程度上得到了缓解，但市场情绪并未转向乐观，这主要体现在 RB2005 和 RB2010 合约的价差上，本轮上涨 RB2010 合约升水 RB2005 合约也是一个重要特征。

通过上述分析，认为本轮上涨主要逻辑：铁矿石供需偏紧，原料端价格支撑螺纹估值不会坍塌，期货价格跌至即期长短流程成本附近，现货端微利甚至亏损；货币政策和财政政策对冲悲观情绪，驱动 RB2005 合约价格震荡上行、RB2010 合约升水 RB2005 合约。

三、3 月 18 日至 4 月 2 日下跌-高估值+高库存低需求和废钢价格下跌驱动向下

高库存始终是压制螺纹钢价格的重要因素之一，进入 3 月中旬以后，高库存带来的产业压力并未得到缓解，螺纹钢钢厂库存最高达到 750 万吨，社会库存最高达到 1427 万吨，库存合计 2177 万吨，与 2019 年最高值 1359 万吨相比，本年库存总量增加近 60%。分析累库过程中库存成本结构就会发现，短流程电炉带来的库存约 500 万吨，成本在 3650-3700 元/吨左右，长流程高炉带来的库存约 1200 万吨，成本在 3300-3350 元/吨。3 月 18 日上海螺纹价格 3570 元/吨，按此价格计算，库存中长流程生产的螺纹钢盈利 200-300 元/吨，电炉生产的螺纹小幅亏损，超高库存面前现货螺纹估值明显偏高。而盘面上 RB2005 合约最高价 3592 元/吨，RB2010 合约最高价 3530 元/吨，基差平水。期货价格大幅上涨出现了两个严重的隐忧：一是、螺纹终端需求萎靡，现货成交量很小，给出了贸易商在期货上卖出套保的机会；二是、长流程即期利润达到 300 元，短流程平电生产不亏损，钢厂买原料生产螺纹钢，并在期货市场卖出可以提前锁定利润，也会带动螺纹产量上行，增加库存压力。因此，螺纹钢期货估值也明显偏高。此周期，除高库存、低需求驱动螺纹价格下行外，废钢价格暴跌也起到了推波助澜的作用。由于前期钢厂减产主要是通过降低废钢需求这一途径实现的，钢厂日均废钢到货量明显大于日均消耗量，废钢供需格局比较宽松，废钢价格下跌引发螺纹钢估值下行。

通过上述分析，认为本轮下跌主要逻辑：期货面临贸易商卖出套保压力的同时，还面临钢厂买原料抛盘面锁定利润的压力，双重压力下螺纹钢估值水平偏高；超高库存和低需求驱动螺纹钢价格向下，废钢价格暴跌带动螺纹钢估值中枢下移。

四、4 月 2 日至今上涨-低估值+需求超预期驱动向上

从 4 月 2 日开始废钢供需格局面临微妙变化，之前钢厂废钢日均到货量明显高于日均消耗量，而此日废钢日均到货量与消耗量基本持平。此外，前期废钢大幅下跌导致废钢价格低于铁水不含税成本，废钢的成本优势逐渐显现，长短流程废钢使用量增加，废钢价格跌幅趋于平缓。在上述条件下，螺纹钢长短流程即期生产成本趋于稳定，大幅下跌的可能性暂时变小，螺纹钢期货价格也受到即期长短流程成本支撑作用开始企稳。根据之前的预判认为期货价格大概率反弹至 3300-3350 元/吨左右，就会受阻回落。之所以给出这样的预判，主要原因在于，此价格区间为短流程螺纹钢峰电成本区间，如果期货价格升破此区间，就会导致电炉螺纹产量上升。但是，4 月 9 日螺纹钢表观消费量达到 444 万吨，此数值是数据记录以来的最高值，显示螺纹钢需求大幅超市场预期，当周总库存大幅下降近 120 万吨，期货价格上破 3300 元/吨。并且，废钢供需格局扭转，当周废钢日均到货量 25.3 万吨，日均消耗量 25.6 万吨，消耗量大于需求量，废钢价格开始反弹，带动螺纹钢成本抬升、期货价格上涨。此外从基差来看，RB2010 合约与上海螺纹基差为 260 元/吨，基差相对中性略偏大。而现货利润上，根据我们的估算，长流程盈利 100 元/吨，短流程平电亏损 200 元/吨，整体来看利润偏低。

通过上述分析，认为本轮上涨主要逻辑：期货价格跌至即期长短流程成本附近，基差中性偏大，现货

利润偏低，螺纹钢估值水平偏低；废钢价格企稳反弹带动螺纹钢估值中枢上移，螺纹钢表观需求超预期带动库存降幅较大，整体驱动螺纹价格向上。

五、此轮行情何时结束

随着价格的反弹，目前螺纹钢估值正在回升。截至4月16日，长短流程即期利润由0扩大至350元/吨，长流程和短流程平电现货利润分别扩大至260元/吨和10元/吨，基差由升水260元/吨减小至120元/吨。整体来看，利润偏高，但基差中性，估值仍有回升区间。驱动方面，由于前期废钢价格大幅下跌，钢厂废钢日耗提升，螺纹产量增加，本周产量达到343万吨/周左右，但是表观消费达到475万吨/周，总库存大幅下降132万吨，需求继续创出新高，价格上涨驱动力度并未减弱。综上，螺纹钢估值仍有回升空间，向上的驱动力量仍然较强，预计螺纹钢价格短期仍将维持向上格局。那么此轮价格上涨的格局何时打破呢？我们认为需要密切关注两个方面：一是、RB2010合约基差变为平水甚至贴水；二是、表观消费降低，叠加周产量上升，去库进程不顺。

总结

我们从估值和驱动两个角度回顾了春节后每轮行情的运行逻辑，认为：低估值叠加驱动方向向上，价格大概率上涨，高估值叠加驱动方向向下，价格大概率下跌。但是，低估值下并非不可以做空，高估值下并非不可以做多，只是需要密切关注原料端供需情况和钢材供需情况两方面。以低估值状态为例进行说明：若原料端供需偏紧，螺纹钢成本中枢难以下行，价格继续下跌概率不大；若钢材供需有所改善，不管这种改善来自于预期还是现实，价格上涨的概率很大。同样，高估值状态也会出现类似的情况。