

2020 年 9 月 18 日 星期五

一文看懂卷螺价差

钢材策略报告

【报告摘要】

- 一、以形状分类，钢材包括长材、扁平材、管材和其他钢材。长材代表性品种是螺纹钢，主要用于建筑业，扁平材代表性品种是热卷，主要用于制造业。
- 二、螺纹钢民企居多，产能集中在华东地区，热卷以大国企为主，华北地区产能占比较高，部分钢厂则兼具两种产能。螺纹钢需求季节性特征较为明显，市场流通比例较高，库存对价格影响程度更大。
- 三、长流程热卷成本比螺纹钢高 50 元/吨左右，卷螺价差大致以成本差为锚上下波动，驱动主要来自供应变化、需求强弱、宏观情绪等因素。当两者偏离超过一定程度时，钢厂会调整铁水流向平抑极端价差。
- 四、卷螺价差有驱动有边界，是非常不错的对冲套利标的。当价差运行在-200 到 200 之间时，关注两者基本面强弱变化带来的机会，而当价差超出这个区间时，更多的以统计套利的思路把握均值回归机会。目前 2001 合约以多螺纹空热卷为主，待价差运行至 50 以下关注扩大机会。



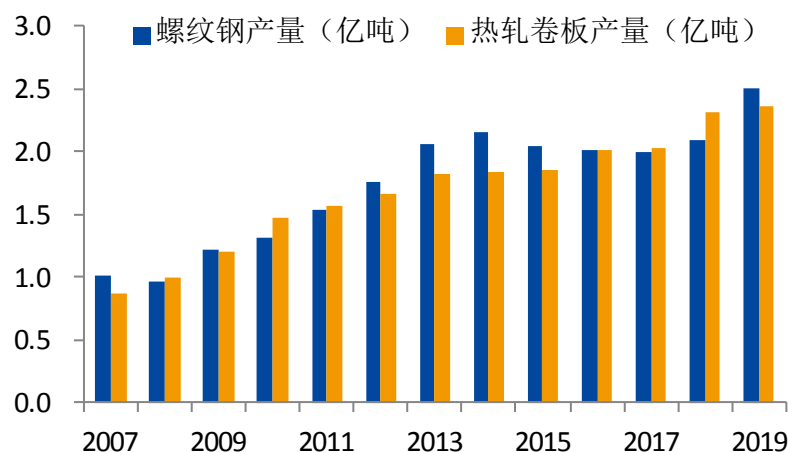
国投安信期货有限公司
黑金研投团队 何建辉
从业资格号：F0242190
投资咨询号：Z0000586
联系方式：010-58747723
hejh@essence.com.cn

一、品种概况

以形状分类，钢材包括长材、扁平材、管材和其他钢材，长材代表性品种是螺纹钢，扁平材代表性品种是热卷。2019年，我国粗钢产量9.96亿吨，其中螺纹钢产量2.5亿吨，占比25%，热卷产量2.37亿吨，占比23.7%。

螺纹钢俗称钢筋，以方坯为原料轧制而成，主要用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设。热卷以板坯为原料轧制而成，一般包括中厚宽钢带、热轧薄宽钢带和热轧薄板，中厚宽钢带产量占比近三分之二，是期货合约标的物。热卷具有强度高、韧性好、易加工成型等优点，被广泛应用于冷轧镀锌、钢结构、汽车、家电、机械、船舶等制造业。

图1：近年来螺纹钢、热卷产量变化



数据来源：wind，mysteel，国投安信期货整理

二、供需特点

供应方面，我国钢铁企业主要集中在华北、华东地区，华北地区热卷产能占比较高，华东地区螺纹钢产能占比较高，而有部分钢厂则既能生产螺纹，也能生产热卷。从企业性质看，螺纹钢民营企业居多，相对较为分散，热卷生产厂家以大型国企为主，供应集中度较高。

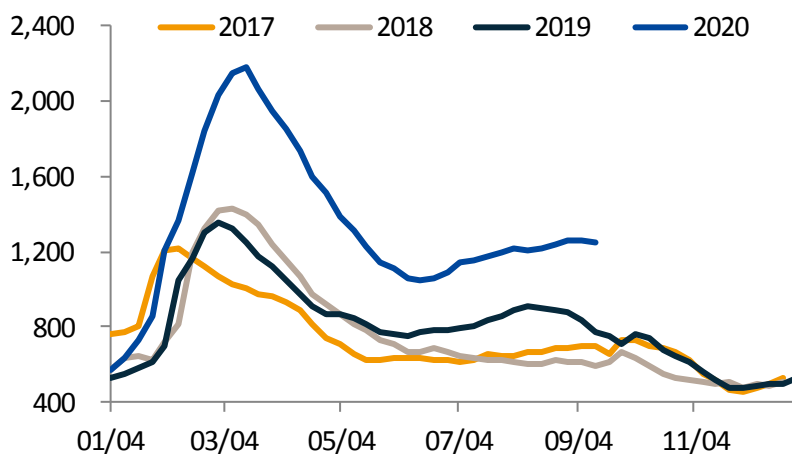
需求方面，螺纹钢下游主要是房地产和基建，以户外施工为主，受天气因素影响较大。每年夏季高温多雨，冬季北方低温冻土，均会造成需求明显走弱。热

卷下游主要是制造业，基本在厂房里完成，需求的季节性特征并不是太明显。

进出口方面，我国钢材以出口为主，进口数量不大且较为平稳。螺纹钢直接出口较少，2019年出口量仅为45.8万吨，占产量比重忽略不计，部分螺纹钢以棒材名义出口。热卷出口相对较多，2019年出口量897.5万吨，占产量比重3.8%。

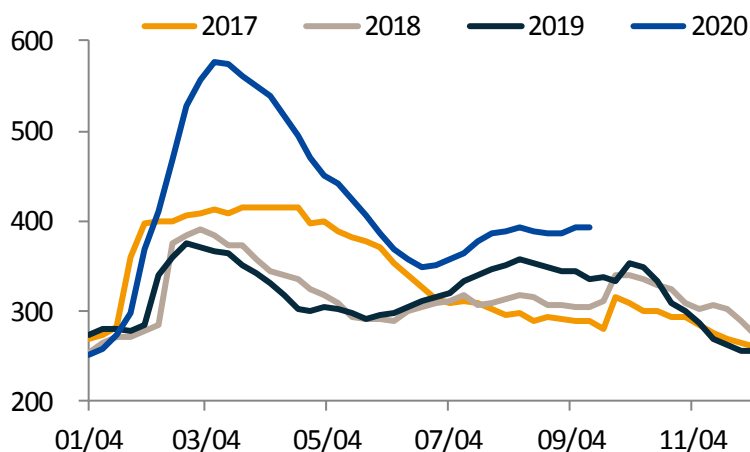
另外，螺纹钢中间贸易商数量众多，市场流通比例达到70-80%，钢厂定价周期短，主要参考目标市场现货价格。热卷直供比例较高，钢厂定价周期长，现货价格弹性相对较低。从库存来看，不管是绝对量还是上下波动幅度，螺纹钢均明显大于热卷，库存对螺纹钢价格的影响相对更为突出。

图2：螺纹钢总库存（35城社库+厂库）



数据来源：mysteel，国投安信期货整理

图3：热卷总库存（33城社库+厂库）



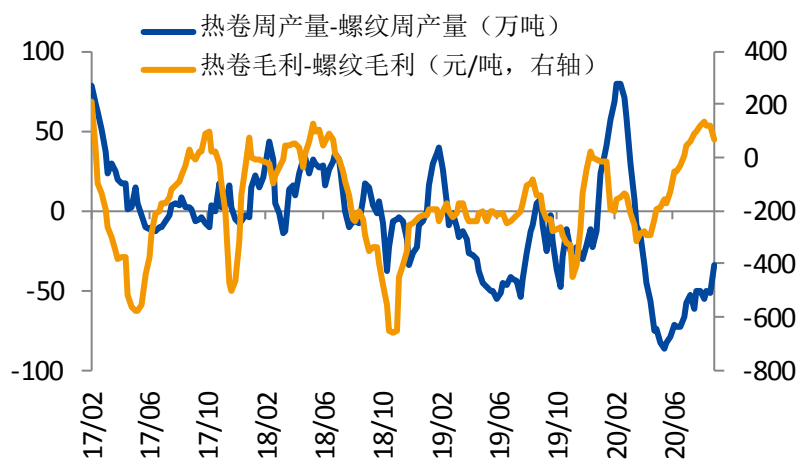
数据来源：mysteel，国投安信期货整理

三、价差驱动

钢材生产工艺分为长流程和短流程，长流程包括高炉炼铁、转炉炼钢、轧钢等环节，主要原料是铁矿石和焦炭，短流程则通过电炉加热废钢来炼钢。目前我国螺纹钢供应以长流程为主，短流程为辅，Mysteel周产量数据显示长流程占比85%左右，热卷则均为长流程。

从生产成本看，热卷轧制环节比螺纹钢高150元/吨左右，不过新国标下螺纹钢合金成本增加约100元/吨。因此，长流程热卷成本比螺纹钢高50元/吨左右，卷螺现货价差大致以成本差为锚上下波动。当价差超过正负200，且维持一段时间，兼有两种产能的钢厂会调整铁水流向，从而平抑极端价差。通过对比mysteel调研的热卷、螺纹钢周度产量差与利润差走势，不难发现两者相关性较高。

图4：热卷、螺纹产量差与利润差对比

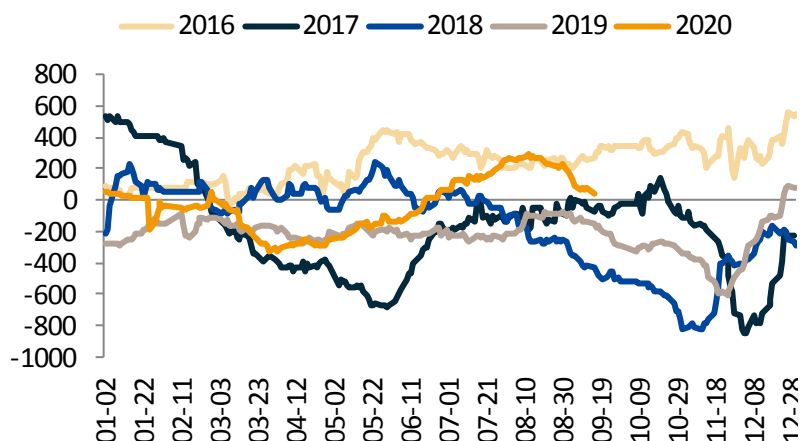


数据来源：mysteel，国投安信期货整理

卷螺价差的驱动主要来自以下因素：

1、供应变化，受供给侧改革大力清理地条钢影响，2017-2019年螺纹钢产能收缩幅度较大，造成卷螺价差明显偏低，2019年底以来这种局面有明显改观。今年4-8月，螺纹钢产量显著高于热卷，推动卷螺价差持续上行，近期部分钢厂在利润差刺激下开始转产，价差有所回落。另外，由于热卷、螺纹钢产能分布不同，不同地区的限产政策也会对价差形成一定影响，如唐山限产一般更利好热卷。

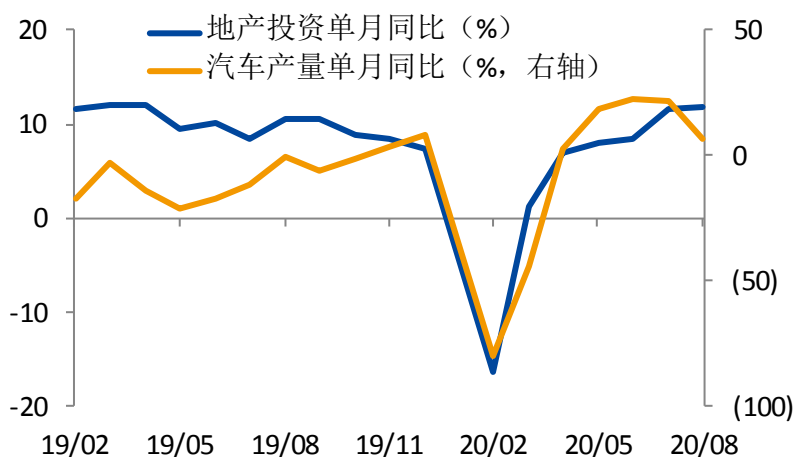
图5：上海热卷现货-上海螺纹现货（实重计价）



数据来源：wind，国投安信期货整理

2、需求强弱，主要体现在建筑业与制造业的差异上，疫情得到控制以后经济持续好转，但汽车、家电等行业的回暖力度大于地产、基建，是卷螺价差4-8月份持续走强的重要原因。从季节性上看，螺纹钢需求有淡旺季而热卷相对平稳，因此每年春、秋两季卷螺价差相对偏弱，冬、夏两季卷螺价差相对较强。而从出口角度看，热卷受海外需求影响相对较大。

图6：疫情好转后汽车行业回暖力度较大



数据来源：wind，国投安信期货整理

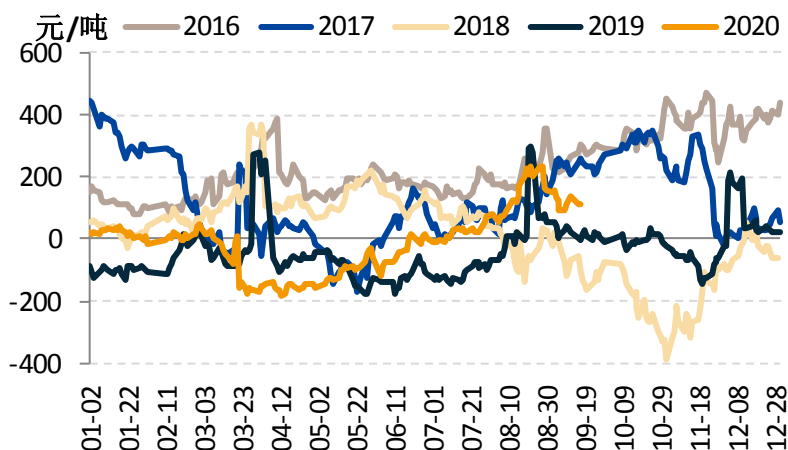
3、宏观情绪，螺纹钢参与主体众多，市场成交活跃，和股市以及大宗商品的联动性较高，盘面受宏观情绪影响较大。因此，螺纹钢基差波动幅度相对大于热卷，这也意味着盘面螺卷价差一定程度上会沿着螺纹单边方向运行。

四、交易策略

总体上，卷螺价差有驱动有边界，是非常不错的对冲套利标的。当价差运行在-200到200之间时，关注两者基本面强弱变化带来的机会，而当价差超出这个区间时，更多的以统计套利的思路把握均值回归机会。由于卷螺套利并非无风险套利，随着供需大环境的改变，价差波动区间也在不断调整，操作上注意风险控制。

从目前驱动因素看，供应端钢厂由螺纹钢转产热卷增多，需求端热卷增速放缓而螺纹进入旺季，供需格局对卷螺价差不利。在钢价整体走弱、钢厂利润微薄的情况下，卷螺价差向成本差靠拢的可能性较大，2001合约以多螺纹空热卷为主，待价差运行至50以下关注扩大机会。

图7：热卷主力合约-螺纹钢主力合约



数据来源：wind，国投安信期货整理

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。