

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

黑色产业链品种
投资策略报告

2022年5月21日

分析师：

裴红彬
黑色首席分析师
期货从业资格： F0286311
投资咨询资格： Z0010786
联系人：盛世龙
期货从业资格： F03091804
联系电话：0531-81678995
E-mail：
peihongbin225@163.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：
<http://www.ztqh.com>

中泰期货研究所**中泰期货服务号****报告摘要****■ 卷螺差回顾：**

■ 热卷和螺纹，是钢材市场流通最主要的两个品种，从供应端，热卷和螺纹有不可分割的密切联系，铁水在部分钢厂是可以两个品种流转的；从需求端，螺纹的用途主要是基建和房地产，比较集中，而热卷的下游除了基建，还包括汽车、家电、船舶、钢结构、钢管、工程机械等等，需求比较分散。这样，在价格波动的过程中，两个品种因为供需的变化，价格虽然同向变化，但差异也会体现。而随着新国标的执行，热卷和螺纹的成本差异缩小，当两个品种价差因为影响因素扩大或者缩小到一定程度，因为铁水转移的原因，也会有回归的动力。期货品种上市后，两个品种的价差交易——卷螺差明显波动频繁，也就值得关注了。本文通过对两个品种价差波动的差异分析，来剖析卷螺差波动的规律，以期在套利交易上，能够提供决策支持。

■ 卷螺差驱动分析：

■ 1、季节性因素：螺纹钢的需求有明显的季节性特点，螺纹钢的需求端多为工地，工地施工在雨季、夏季高温、冬季都会受到影响，从而影响螺纹钢的需求；而热卷作为工业用材，需求端以加工厂为主，多为室内加工，受天气的影响要小。因此，螺纹钢在旺季的时候，价格表现往往要好于热卷，而在淡季的时候，价格表现要弱于热卷。

■ 2、供应驱动：

■ （1）限产影响：从供给侧改革开始，政策的干扰始终是钢材价格波动的重要因素，而因各地出台或者执行政策的差异，对热卷和螺纹钢生产的影响各不相同，比如，唐山限产，就要对热卷和带钢的供应影响较大，而山东和江苏的限产，就要对螺纹钢的供应影响较大，而对供应影响的差异，也会造成卷螺差的变化。

■ （2）利润差异转产影响：一些比较大的钢厂，既有螺纹钢生产线，又有热卷生产线，在生产安排上，效益优先，如果螺纹钢的利润明显高于热卷，会有部分铁水产量流向利润高的螺纹上，反之亦然。

■ （3）电炉螺纹利润影响：据我的钢铁统计，2020年我国电炉粗钢总产量约为0.96亿吨，其中螺纹产量0.53亿吨，盘螺产量0.13亿吨。而热卷电炉的贡献很少。因此电炉螺纹的利润会明显影响螺纹的供应，在电炉利润好的时段，有利于螺纹供应，卷螺差往往偏强运行；而在电炉利润没有利润的时段，螺纹供应会减少，卷螺差往往偏弱运行。

■ 3、需求驱动

■ （1）房地产驱动：房地产是螺纹钢需求端弹性最大的行业，因此，螺纹钢价格表现对房地产的依赖度很高，特别是房地产的新开工，对螺纹需求强度提振明显，在房地产新开工高的时段，热卷相对螺纹的价格表现往往要弱，卷螺差多偏高；而房地产新开工差的时候，热卷相对螺纹的价格表现要强，卷螺差多偏低。

■ （2）出口驱动：出口时热卷需求端的一个比较明显的变量因素，螺纹的出口量基本可以忽略，往往出口好的时候，热卷的出口订单表现会好，进而影响热卷的

国内供应，会有利于卷螺差的扩大。

- (3) 制造业景气驱动：热卷需求跟制造业景气度关联性较大，制造业好的时候，热卷价格表现往往要好于螺纹价格表现，反之亦然，而制造业的表现，我们会关注 PMI 的变化。
- 4、库存驱动（供需差的表现形式）：螺纹和热卷库存变化差异，也会对卷螺差有影响，螺纹去库比热卷好的时候，也就是螺纹和热卷库存差扩大的时候，螺纹价格表现要弱与热卷，往往卷螺差扩大；而螺纹去库比热卷差的时候，也就是螺纹和热卷库存差缩小的时候，螺纹价格表现要强于热卷，往往卷螺差会缩小。
- **行情展望：**
- 热卷和螺纹价差，受各种因素干扰较多，但在价差走出趋势的时候，总有一个主要的因素，导致价差打破平衡状态。近期因为疫情影响，热卷需求受压制更为直接，热卷价格明显疲弱，卷螺差在低位徘徊，新的价差驱动和预期还未体现，6 月份要进入螺纹淡季，往往淡季的时候，热卷表现要强于螺纹的预期在增强，因此，关注 6 月卷螺价差走强的机会；但中期看，今年稳增长的发力点还是基建和地产，随着下半年政策的逐渐落地，螺纹需求走强的预期更加强烈，而热卷在需求端的弹性季节性影响相对螺纹要弱，今年热卷出口弹性明显转弱，而下游制造业的需求弹性仍需要消费的刺激，因此，中期看，下半年卷螺差仍会走弱。
- **策略建议：**
- 近期逢低可以试着做多 10 合约卷螺差，或者等待螺纹进入淡季做多 10 合约卷螺差；中期看，后面淡季做旺季预期时，仍然有做空卷螺差的机会。
- **风险提示：**能耗双降及去产量政策的变化；宏观政策的变化，对需求影响的预期；疫情变化对供需两端的影响；海外冲突变化的影响。

卷螺差弱势中酝酿新机会

——螺纹钢、热卷品种价差策略报告

热卷和螺纹，是钢材市场流通最主要的两个品种，从供应端，热卷和螺纹有不可分割的密切联系，铁水在部分钢厂是可以两个品种流转的；从需求端，螺纹的用途主要是基建和房地产，比较集中，而热卷的下游除了基建，还包括汽车、家电、船舶、钢结构、钢管、工程机械等等，需求比较分散。这样，在价格波动的过程中，两个品种因为供需的变化，价格虽然同向变化，但差异也会体现。而随着新国标的执行，热卷和螺纹的成本差异缩小，当两个品种价差因为影响因素扩大或者缩小到一定程度，因为铁水转移的原因，也会有回归的动力。期货品种上市后，两个品种的价差交易——卷螺差明显波动频繁，也就值得关注了。本文通过对两个品种价差波动的差异分析，来剖析卷螺差波动的规律，以期在套利交易上，能够提供决策支持。

一、行情回顾

1、2019 年卷螺差走势

- 2018 年 11 月开始，螺纹钢执行新国标，螺纹钢和热卷在生产成本上的差异明显缩小，2019 年年初开始，卷螺差窄幅震荡，开春后，因为房地产景气度高，螺纹钢的需求和价格表现明显要好，卷螺差明显走弱；进入 6 月份，传统的淡季累库，螺纹需求转弱，而热卷需求稳定性高，卷螺差迅速走强；随着热卷投产增加，热卷供应压力加大，螺纹随着旺季预期逐渐进入旺季，价格表现明显要好，卷螺差从 6 月底开始走弱，低位震荡到 11 月底，大幅走弱；12 月开始，螺纹需求逐渐转弱，而热卷因为利润差异，铁水向螺纹转移，加上采暖季限产对热卷影响更加明显，供需错配，价格迅速回升，卷螺差再次大幅走强。

2、2020 年卷螺差走势

- 2020 年初，随着传统冬季淡季到来，螺纹钢需求走弱，卷螺差逐渐走强；开春时节，而突如其来的新冠疫情，打破了市场对年后行情判断的规律，疫情恢复后，国家为了稳定经济发展，基建和地产给了充分的政策，螺纹需求明显发力，带动卷螺差明显走弱；而进入 6 月，传统的多雨和高温季节，螺纹需求淡季走弱，卷螺差再次走强；随后，卷螺差震荡盘整；9 月底开始，海外钢厂受疫情影响，减仓增多，而海外需求受宽松的财政货币政策刺激逐步释放，热卷出口明显好转，带动卷螺差持续走强；进入 11 月，采暖季限产政策出台，限产力度不及预期，而螺纹钢库存偏低，需求逐步释放，供需错配明显，卷螺差小规模走弱；12 月，海外需求爆发，抢订单情况明显，热卷出口再次放量，而螺纹虽然仍然不错，但随着天气逐渐季节性转冷，需求也逐渐转弱，卷螺差再次走强。

3、2021 年卷螺差走势

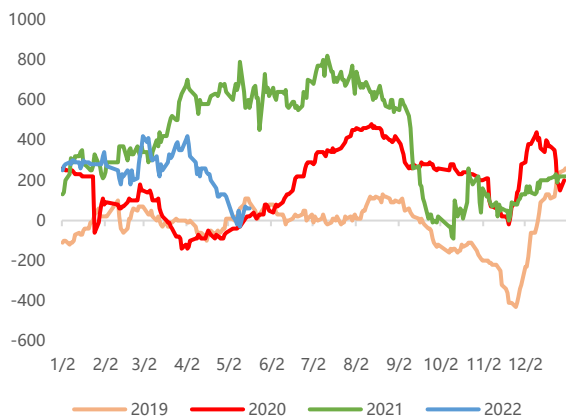
- 2021 年初，卷螺差在热卷出口强劲的支配下，一直偏强运行；在“碳达峰

峰”和“碳中和”政策影响下，发改委、中钢协等多部委多次发布全年粗钢产量不得超过 2020 年的要求。唐山率先做出表率，提出压降钢铁产量的政策要求，点燃了钢材市场涨价的情绪，而热卷产量受政策影响更大，价格表现也更为强烈，卷螺差大幅走强；直到 6 月底，山东开始执行去产量政策，螺纹产量开始影响更为明显，卷螺差逐渐走弱；而到了 9 月份，江苏也开始严格执行能耗双降，压降产量任务，进一步压减了螺纹的产量，螺纹钢旺季需求明显走强，卷螺差进入走弱通道；而进入 10 月以后，螺纹钢需求不及预期，特别是房地产的宏观调控政策，压制了地产需求，在需求崩塌的影响下，钢价大幅走弱，螺纹钢下跌更惨，带动卷螺差明显走强；到了年底，卷螺差略走弱，价差回归。

4、2022 年至今卷螺差走势

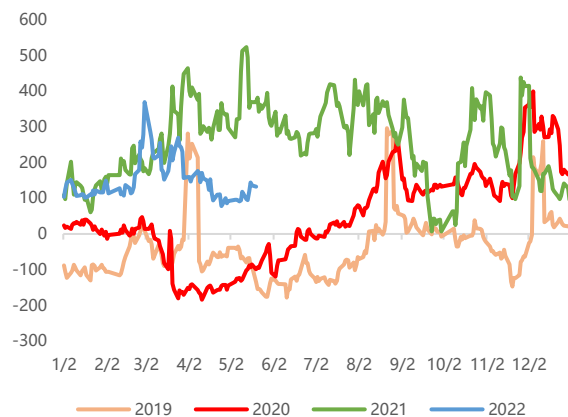
- 钢材在春节前后的传统淡季，热卷价格表现还是略好于螺纹，而螺纹钢在低产量下，宏观上不停的有向好预期刺激，在强预期下，卷螺差震荡盘整；2 月底，受俄乌战争影响，热卷出口突然放量，带动热卷价格走强，卷螺差随之走强；3 月份，新冠疫情再次来袭，4 月上海封城，全国物流都受到影响，而热卷出口转弱，海外高价需求减缓，疫情对下游制造业的影响更为明显，钢厂热卷库存积压更为严重，热卷价格表现和市场信心弱于螺纹，卷螺差明显走弱。

图表 1：现货卷螺差（单位：元/吨）



来源：Wind，中泰期货整理

图表 2：期货主力合约卷螺差（单位：元/吨）



来源：Wind，中泰期货整理

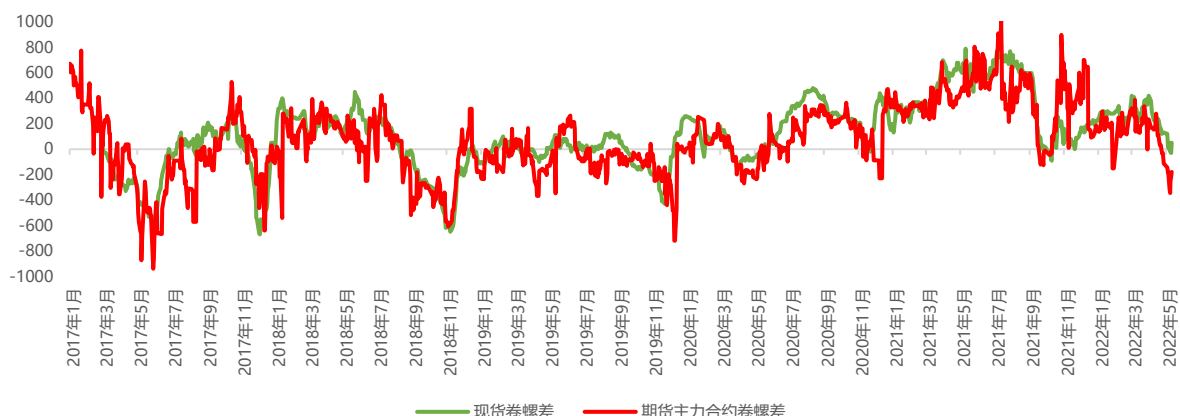
二、卷螺差波动原因分析

1、季节性因素

- 螺纹钢的需求有明显的季节性特点，螺纹钢的需求端多为工地，工地施工在雨季、夏季高温、冬季都会受到影响，从而影响螺纹钢的需求；而热卷作为工业用材，需求端以加工厂为主，多为室内加工，受天气的影响要小。因此，螺纹钢在旺季的时候，价格表现往往要好于热卷，而在淡季的时候，价格表现要弱于热卷。
- 从历史的数据看，不管是现货，还是期货，在冬季 1 月份和 6 月份前后，也就是传统淡季，热卷的价格表现一般是要优于螺纹，卷螺差偏强；而

3、4 月份和 9、10 月份，传统的旺季，热卷的价格表现一般要弱于螺纹，卷螺差偏弱。

图表 3：卷螺差（单位：元/吨）



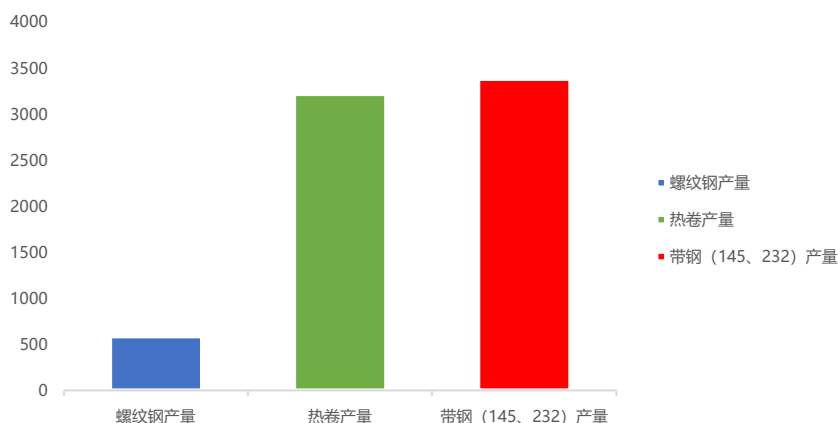
来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

2、供应驱动

（1）限产影响

- 从供给侧改革开始，政策的干扰始终是钢材价格波动的重要因素，而因各地出台或者执行政策的差异，对热卷和螺纹钢生产的影响各不相同，比如，唐山限产，就要对热卷和带钢的供应影响较大，而山东和江苏的限产，就要对螺纹钢的供应影响较大，而对供应影响的差异，也就造成卷螺差的变化。
- 以 2021 年为例，按照钢联统计，唐山 2021 年钢材产量 1.5 亿吨，统计口径热卷产量 3219 万吨，带钢产量 3383 万吨，螺纹钢产量 587 万吨，唐山限产对热卷和带钢的影响，明显要大于对螺纹的影响，这也是 2021 年上半年上涨过程中，卷螺差扩大的重要原因。

图表 4：唐山钢材产量对比（单位：万吨）

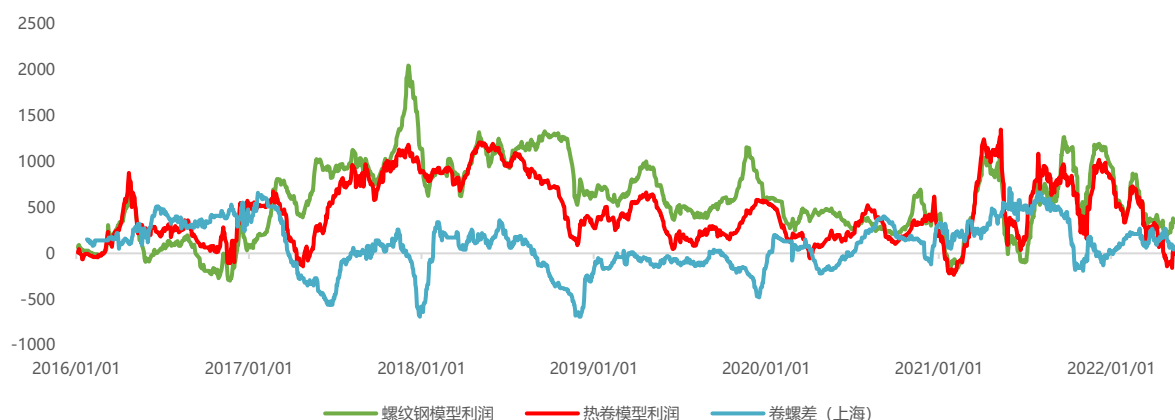


来源：Mysteel, 中泰期货整理

（2）利润差异卷螺相互转产

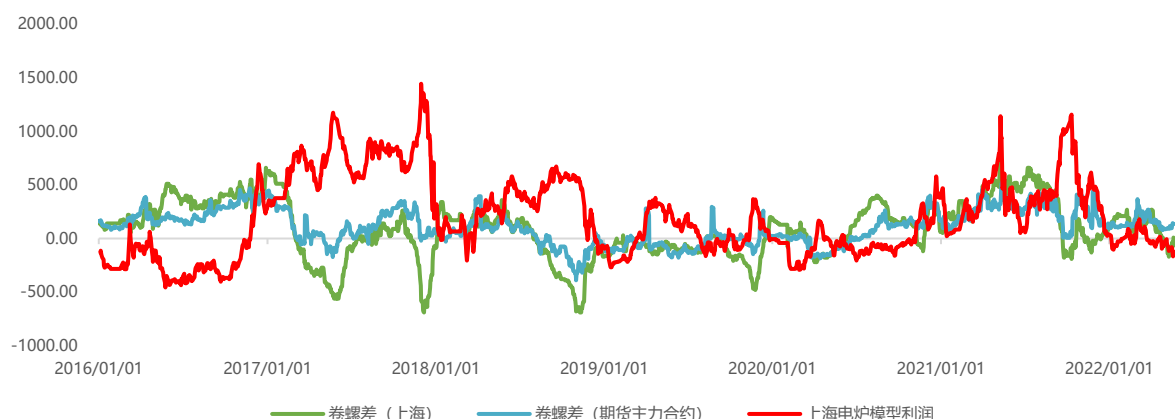
- 一些比较大的钢厂，既有螺纹钢生产线，又有热卷生产线，在生产安排上，效益优先，如果螺纹钢的利润明显高于热卷，会有部分铁水产量流向利润高的螺纹上，反之亦然。

- 从钢厂利润和卷螺差对比数据上看，2020年11月，螺纹利润持续高于热卷利润后，钢厂铁水明显有一部分流向螺纹，促使卷螺差明显逐渐走强。

图表 5：钢材模拟利润和卷螺差对比（单位：元/吨）


来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

- **（3）电炉螺纹利润对卷螺差影响**
- 据我的钢铁统计，2020年我国电炉粗钢总产量约为0.96亿吨，其中螺纹产量0.53亿吨，盘螺产量0.13亿吨。而热卷电炉的贡献很少。因此电炉螺纹的利润会明显影响螺纹的供应，在电炉利润好的时段，有利于螺纹供应，卷螺差往往偏强运行；而在电炉利润没有利润的时段，螺纹供应会减少，卷螺差往往偏弱运行。
- 从卷螺差同电炉模拟利润的对比也不难看出，2016年电炉利润差的时段，卷螺差多偏强运行；2017年电炉利润好的时段，卷螺差明显偏弱运行；2018年电炉利润好的时段，卷螺差明显偏弱运行；2019、2020、2021年，都有类似的卷螺差表现时段。

图表 6：卷螺差同电炉利润对比（单位：元/吨）


来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

3、需求驱动

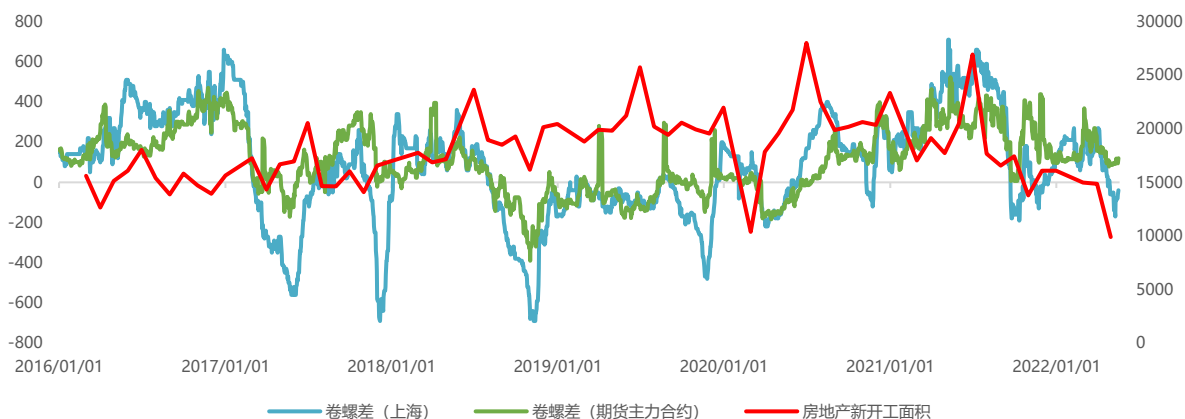
（1）房地产驱动：

房地产是螺纹钢需求端弹性最大的行业，因此，螺纹钢价格表现对房地产的依赖度很高，特别是房地产的新开工，对螺纹需求强度提振明显，

在房地产新开工高的时段，热卷相对螺纹的价格表现往往要弱，卷螺差多偏高；而房地产新开工差的时候，热卷相对螺纹的价格表现要强，卷螺差多偏低。

2019 年，房地产新开工持续偏好，而对应的时段，卷螺差明显偏弱运行；2021 年 10 月份之后，这个时间段是地产调控，房地产新开工迅速下滑的阶段，而对应的这个阶段，热卷的价格表现明显好于螺纹，卷螺差偏强波动。

图表 7：卷螺差（单位：元/吨）同房地产新开工面积（单位：万平方米）对比



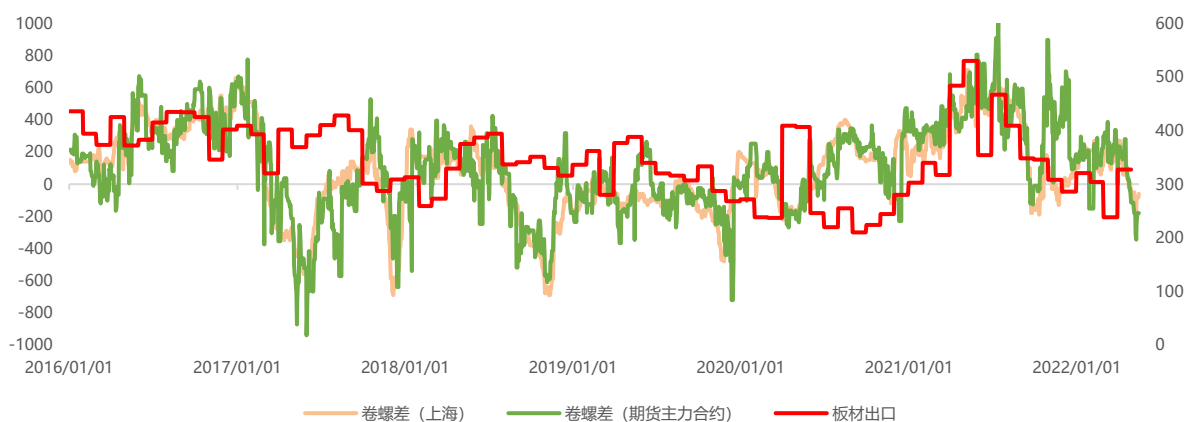
来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

（2）出口驱动：

出口时热卷需求端的一个比较明显的变量因素，螺纹的出口量基本可以忽略，往往出口好的时候，热卷的出口订单表现会好，进而影响热卷的国内供应，会有利于卷螺差的扩大。

从数据图表我们也不难看出，2020 年 9 月份热卷出口开始转好，并且一直持续到 2021 年的上半年，这个过程，基本上都是卷螺差偏强的局面。

图表 8：卷螺差（单位：元/吨）和板材出口量（单位：万吨）对比



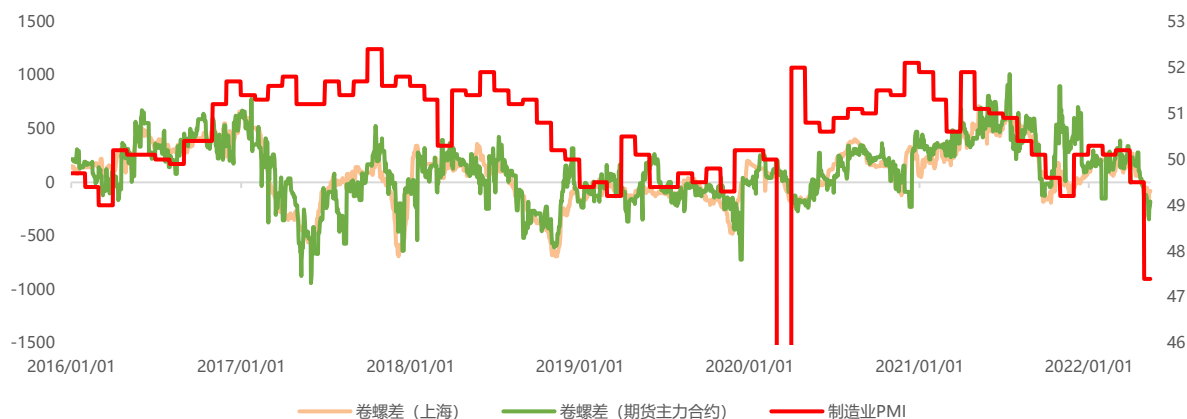
来源：Wind, Mysteel, 泰期货整理

（3）制造业景气驱动：

热卷需求跟制造业景气度关联性较大，制造业好的时候，热卷价格表现往往要好于螺纹价格表现，反之亦然，而制造业的表现，我们会关注 PMI 的变化。

从卷螺差和制造业 PMI 的对比，我们也不难看出，长周期看，PMI 指数向好的时候，热卷价格表现往往会强于螺纹价格表现，卷螺差会偏强运行；PMI 指数走弱的时候，热卷价格表现往往弱于螺纹，卷螺差偏弱运行。

图表 9：卷螺差（单位：元/吨）和制造业 PMI（单位：%）对比

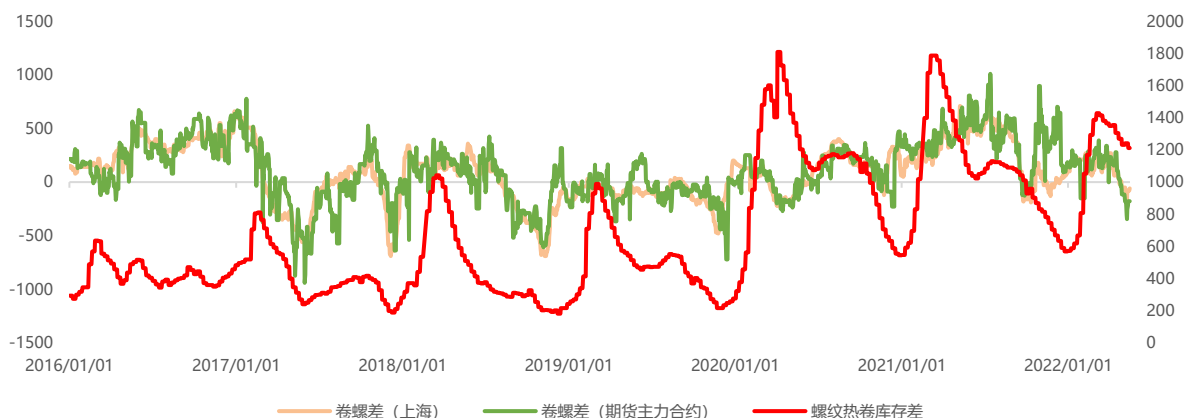


来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

4、库存驱动（供需差的表现形式）：

- 螺纹和热卷库存变化差异，也会对卷螺差有影响，螺纹去库比热卷好的时候，也就是螺纹和热卷库存差扩大的时候，螺纹价格表现要弱与热卷，往往卷螺差扩大；而螺纹去库比热卷差的时候，也就是螺纹和热卷库存差缩小的时候，螺纹价格表现要强于热卷，往往卷螺差会缩小。
- 从卷螺差和螺纹减热卷的库存差变化走势也能看出，库存差扩大周期，卷螺差表现偏强，而库存差缩小周期，卷螺差往往表现偏弱。

图表 10：卷螺差（单位：元/吨）和热卷螺纹库存差对比（单位：万吨）



来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

三、行情展望

- 热卷和螺纹价差，受各种因素干扰较多，但在价差走出趋势的时候，总

有一个主要的因素，导致价差打破平衡状态。近期因为疫情影响，热卷需求受压制更为直接，热卷价格明显疲弱，卷螺差在低位徘徊，新的价差驱动和预期还未体现，6 月份要进入螺纹淡季，往往淡季的时候，热卷表现要强于螺纹的预期在增强，因此，关注 6 月卷螺价差走强的机会；但中期看，今年稳增长的发力点还是基建和地产，随着下半年政策的逐渐落地，螺纹需求走强的预期更加强烈，而热卷在需求端的弹性季节性影响相对螺纹要弱，今年热卷出口弹性明显转弱，而下游制造业的需求弹性仍需要消费的刺激，因此，中期看，下半年卷螺差仍会走弱。

四、策略建议

- 近期逢低可以试着做多 10 合约卷螺差，或者等待螺纹进入淡季做多 10 合约卷螺差；中期看，后面淡季做旺季预期时，仍然有做空卷螺差的机会。
- **风险提示：**能耗双降及去产量政策的变化；宏观政策的变化，对需求影响的预期；疫情变化对供需两端的影响；海外冲突变化的影响。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。