



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 下半年行情展望和期现结合方式探讨

20220825 广州

黑色建材组 赵 钰

■ zhaoyu@wkqh.cn

■ 0755-23375155/18566632951

从业资格号： F3084536

投资咨询号： Z0016349



# CONTENTS



五矿期货

- 1 公司简介
- 2 上半年回顾之实例分析
- 3 下半年分析展望
- 4 期现结合方式探讨之期权工具





五矿期货有限公司

## 公司简介



中国五矿集团有限公司（简称中国五矿）是由两个世界500强企业（原中国五矿和中国中冶）战略重组形成的中国最大、国际化程度最高的金属矿业企业集团，是全球最大最强的冶金服务建设运营服务商，于2022年位列《财富》世界500强第**58**位。

五矿期货成立于1993年，是中国成立最早的一批期货公司之一，是集期货经纪业务、资产管理业务、风险管理业务、国际业务为一体的综合性期货公司。公司总部坐落在深圳，下设1家全资风险管理子公司——五矿产业金融服务（深圳）有限公司，1家香港子公司——五矿金融服务有限公司，全国范围内设有4家分公司和17家营业部。

五矿期货隶属于中国五矿集团有限公司，股东背景雄厚，公司控股股东五矿资本股份有限公司（股票代码：600390），是A股市场上稀缺的全牌照金融控股公司。依托中国五矿产业背景和五矿资本综合金融平台资源，五矿期货深入推进投研一体化建设，致力于为客户提供专业高效的风险管理服务和综合金融增值服务，打造国内一流的商品投行。



## 2 上半年回顾之实例分析

# 实例分析



- 2022年1月。多螺纹策略。
- 2021年平控接近结束时，期货市场开始交易钢厂生产产量恢复，这期间原料涨幅远大于成材。1月份当时钢厂复产炒的差不多了，螺纹即将进行冬储，库存低，盘面8%贴水，向上弹性空间大。

# 实例分析



五矿期货



- 2022年2月。空铁矿策略。
- 铁矿在累库的时候还炒作稳增长预期，上涨不合理，发改委已经多次喊话，考虑到年后钢厂生产增加会带来铁矿去库，此时累库不干预价格未来更加管不住，因此判断发改委干预会动真格。技术上755是压力位，接近年关期货盘面波动加剧，实际价格在年前最后一天突破压力位，并且年后高位盘整了4天顺利下跌。

# 实例分析



- 2022年4月。多铁矿策略。
- 发改委打击铁矿炒作、囤积居奇风险释放，进入底部盘整，等待选择方向。2月21日俄罗斯总统普京签署命令，承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，标志着俄乌冲突升级，俄乌铁矿出口占全球4%，供应链受阻影响更大的原油、天然气、小麦等价格大涨，大通胀背景下做多优于做空。

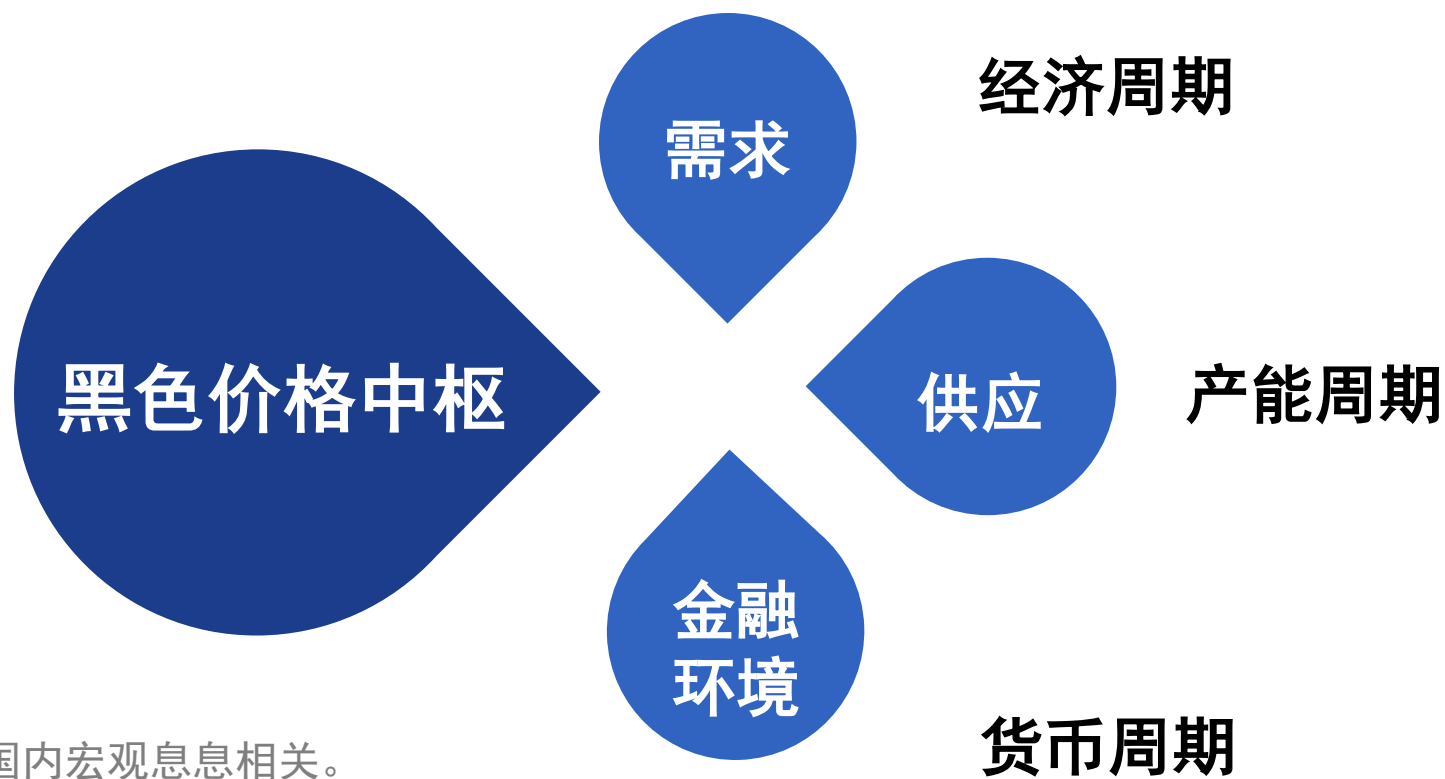
# 实例分析



- 2022年4月。空螺纹、空铁矿策略。
- 螺纹需求差，库存会横着走，导致负反馈钢厂被迫减产，从而矿价下跌。伴随着螺纹需求差，衰退模式，策略上空成材和原料皆可，类似2019年7月有个暴跌。实际上铁矿发运到港比较少，导致下跌不如成材顺畅，资金打出负反馈预期后，进入6月才开始实质上的减产负反馈。



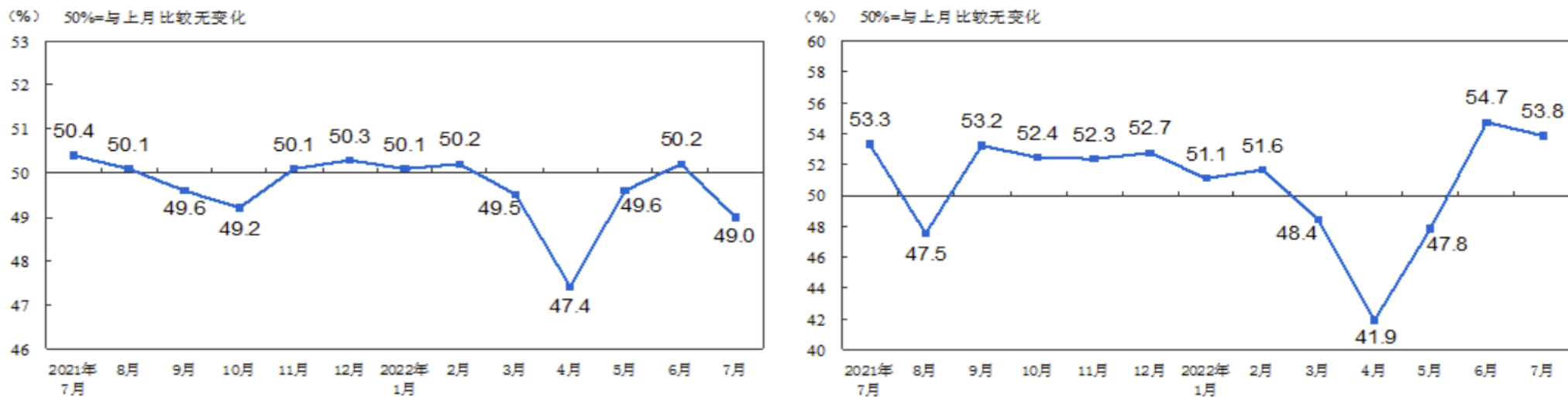
### 3 下半年展望：经济、产业



经济周期、货币周期与国内宏观息息相关。

# 经济及需求

图1： 制造业PMI指数、非制造业商务活动指数



资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、五矿期货研究中心

- 7月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降1.2个百分点，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落。在构成制造业PMI的5个分类指数中，供应商配送时间指数高于临界点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。
- 7月份，非制造业商务活动指数为53.8%，比上月下降0.9个百分点，仍位于扩张区间，非制造业连续两个月恢复性增长。分行业看，建筑业商务活动指数为59.2%，比上月上升2.6个百分点。表明基础设施项目建设加快推进，市场需求有所回升，企业用工继续增加，行业有望保持平稳增长。
- 国内经济正从疫情造成的低谷中复苏，不过复苏力度预计较为温和缓慢，复苏过程伴随波折。

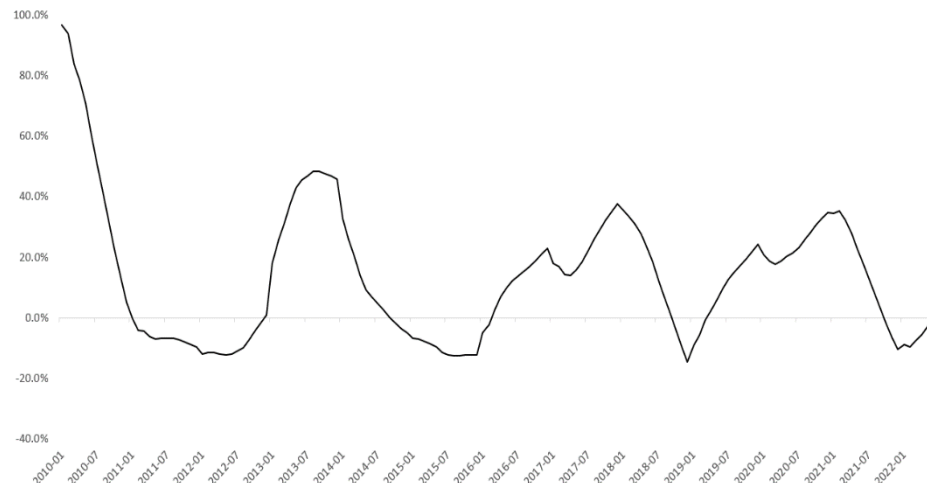
# 杠杆率高企



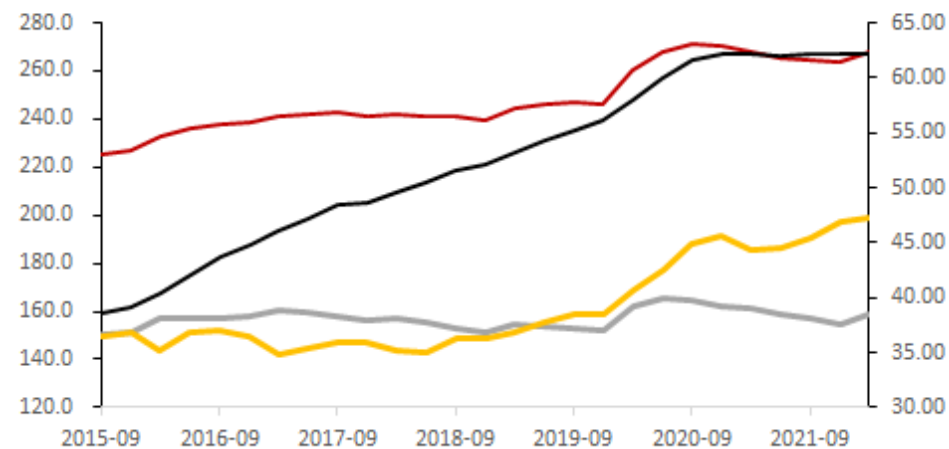
五矿期货

中国五矿

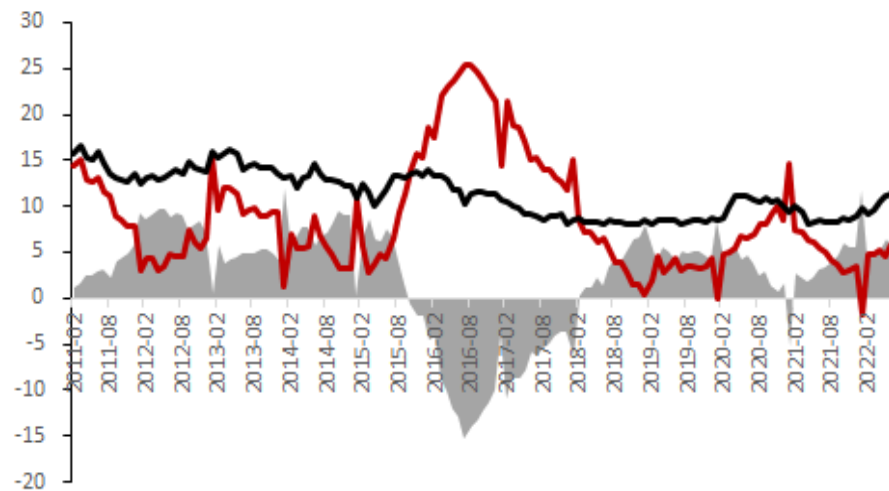
社融规模：累计同比 (MA12)



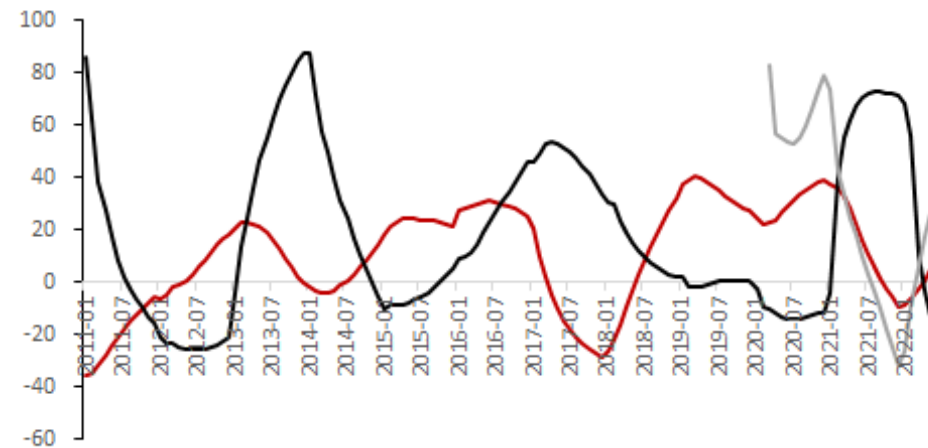
— 实体经济部门杠杆率 — 非金融企业部门杠杆率  
— 居民部门杠杆率 — 政府部门杠杆率



■ M2-M1 — M1:同比 — M2:同比



— 社融累计增速：企业部门(MA12) — 社融累计增速：居民部门(MA12)  
— 社融累计增速：政府部门(MA12)

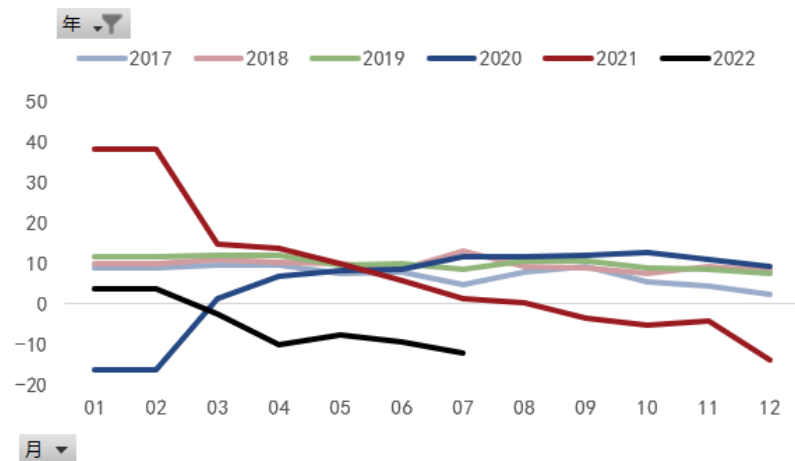


# 房地产开发活动表现

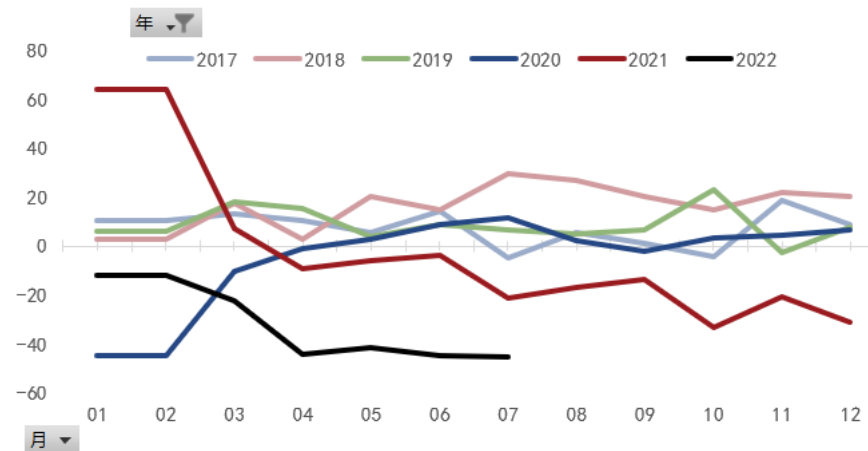


五矿期货

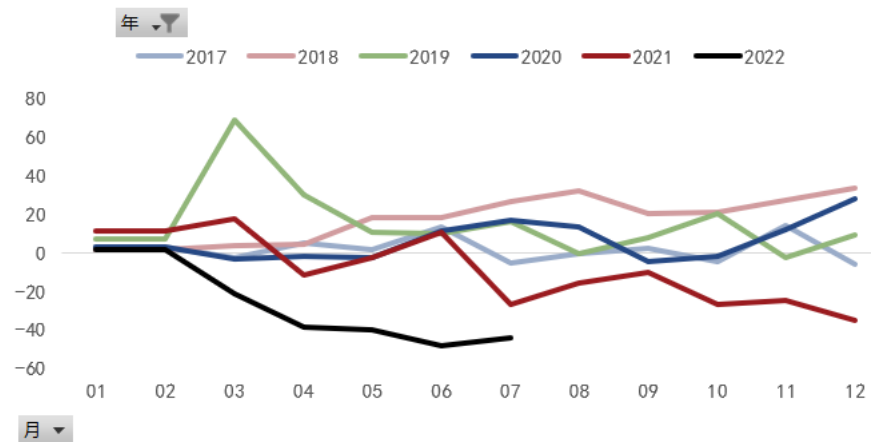
平均值项:房地产开发投资完成额:当月同比



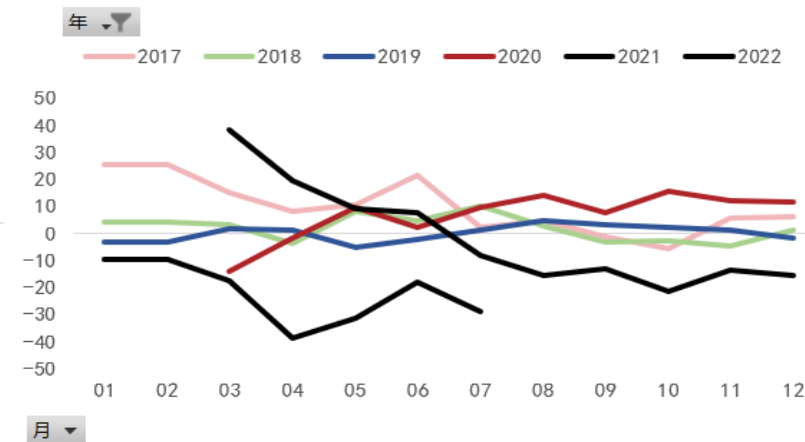
平均值项:房屋新开工面积:当月同比



平均值项:房屋施工面积:当月同比



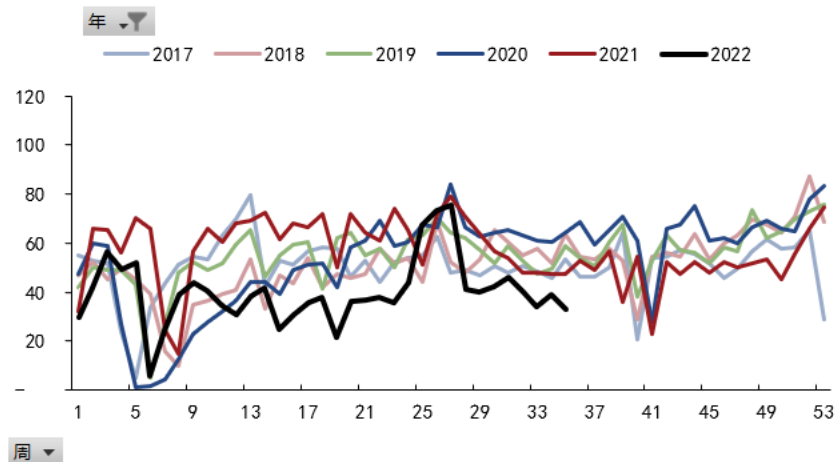
平均值项:商品房销售面积:当月同比



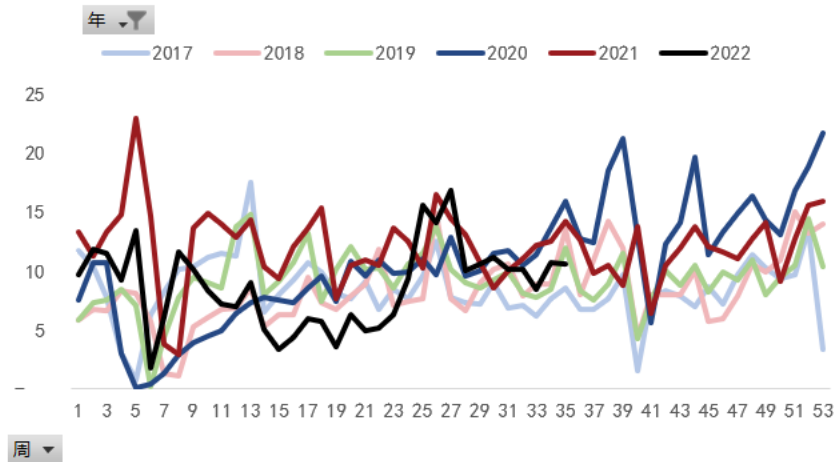
- 房地产开发活动中，销售、投资、新开工、施工环节未见改善。

# 销售情况各地有差异

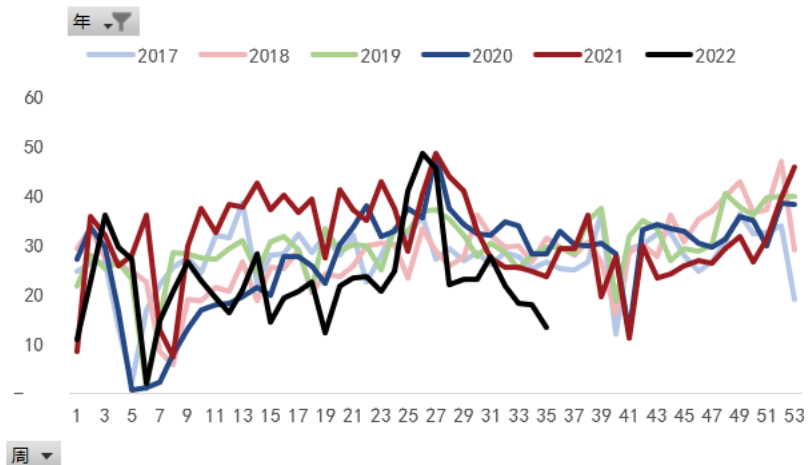
平均值项:30大中城市:商品房成交面积



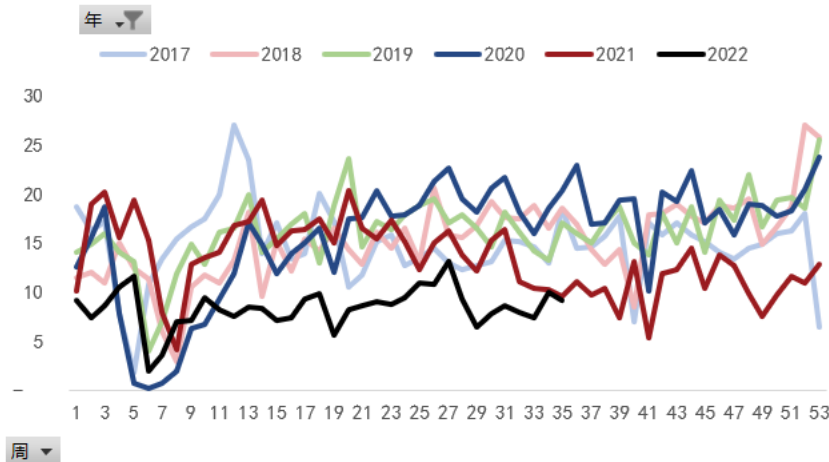
平均值项:30大中城市:商品房成交面积:一线城市



平均值项:30大中城市:商品房成交面积:二线城市



平均值项:30大中城市:商品房成交面积:三线城市



- 一线城市成交情况好于二线、三线城市，二三线城市购房信心恢复困难。
- 停贷风波副作用令二三线城市居民购房热情减弱。

- **对银行静态影响有限。**工商银行、农业银行、交通银行、邮储银行等多家银行公告表示，保交楼风险楼盘逾期按揭占整体按揭的0.01%，静态影响有限。
- **对开发商影响。**加强预售资金监管，开发商资金愈发紧张。
- **政府态度。**关乎民生稳定问题，银保监会对此高度重视，加强与住建部、人民银行等部门的协同配合，坚持“房住不炒”，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，支持地方更加有力地推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。
- **解决办法。**政府合作代建、发行专项资金等，停贷问题大概率可以得到解决。不过，历时半年多时间，居民刚刚恢复的购房信心因烂尾事件再度受到打击，房企尤其是民企的销售复苏节奏或将放慢。

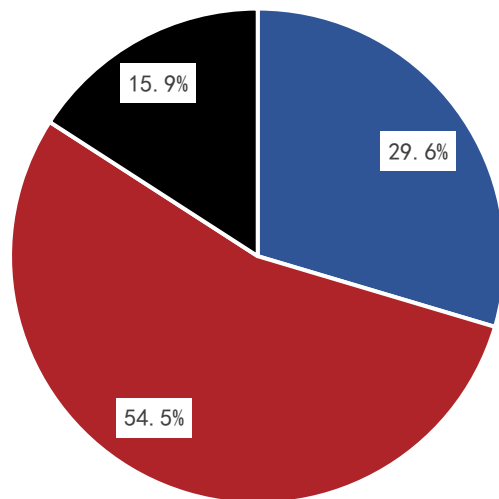
图11： 居民新增中长期贷款（亿元）



## 二三线城市购房信心缺乏，拖累地产成交

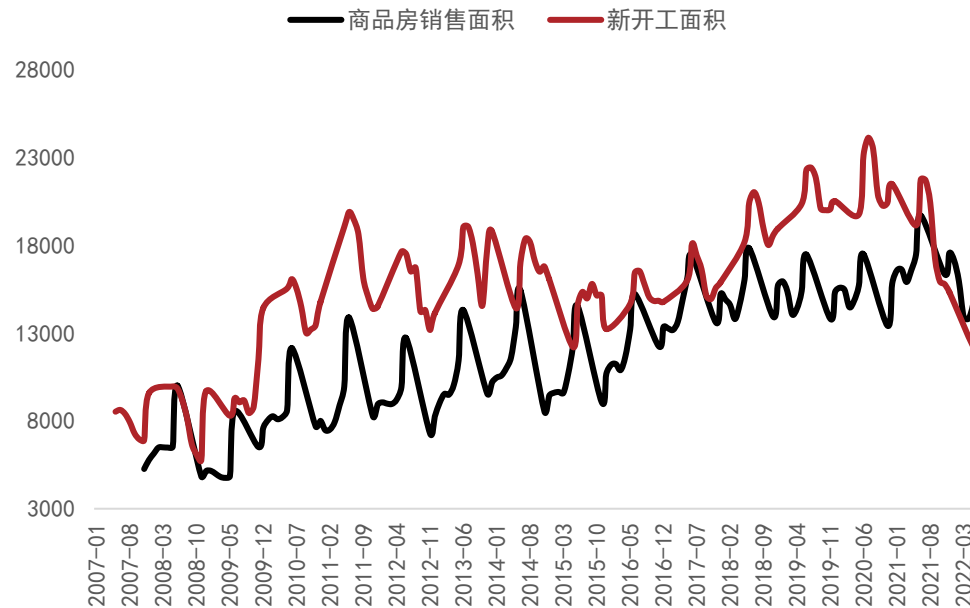
图16： 一、二、三线城市成交面积占比（%）

■成交面积占比：一线 ■成交面积占比：二线 ■成交面积占比：三线



资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

图17： 商品房销售面积与新开工面积



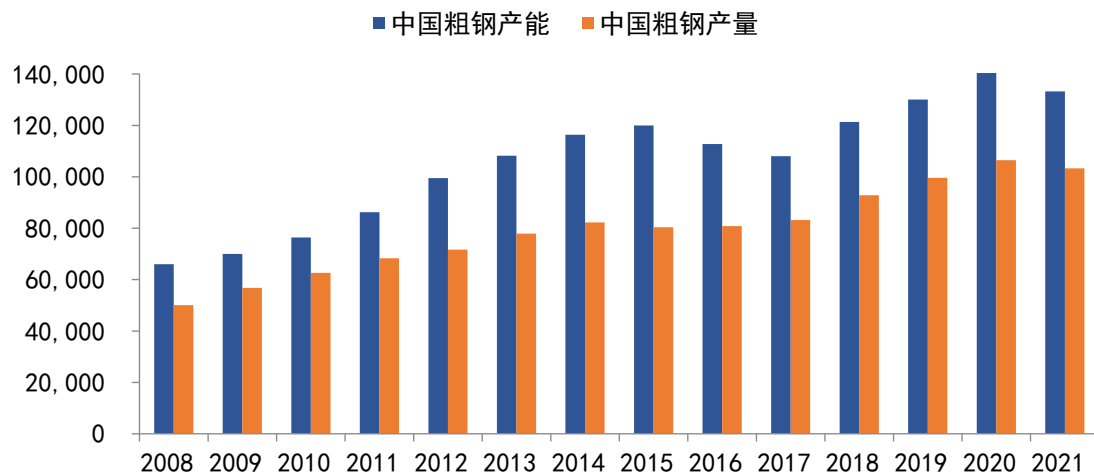
资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

- 30城成交面积中，二线占到54%，二三线合计占到83%。信心缺乏拖累整体地产成交。
- 若是乐观估计，下半年成交能出现改善，那么对于钢铁行业而言，新增的地产用钢需求最早也是在明年才会体现。

# 产业基本面

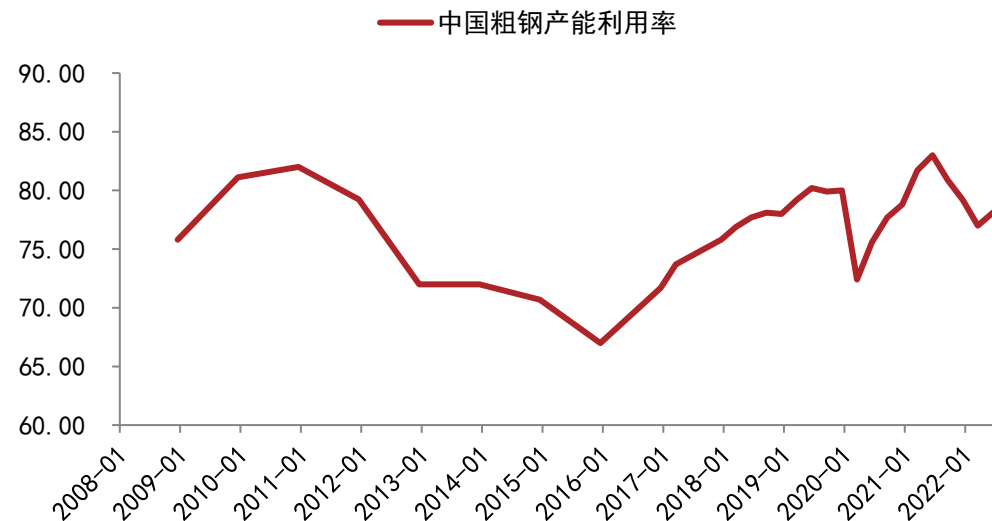
# 粗钢产能

图18： 中国粗钢产能和产量（万吨）



资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

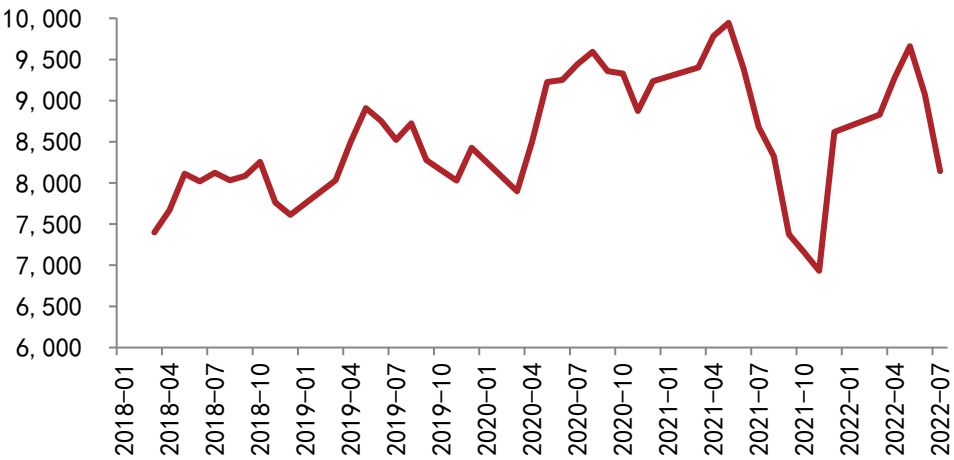
图19： 粗钢产能利用率



资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

- “十三五”期间供给侧改革令我国粗钢产能先破后立，先是去除僵尸产能、落后产能，产能产量明显下降，随后旧置换成先进产能，并在2020年集中投放，产能产量达到峰值。当前我国粗钢产能13.3亿吨，粗钢产量10.6亿吨。
- “十四五”期间双碳目标接棒供给侧改革，对产能产量形成新约束。《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》把钢铁行业碳达峰时间要求定在2030年。预计未来粗钢产量保持在10-11亿吨之间。
- 粗钢产量的调节有市场和行政两种方式。市场化调节通过利润改变，对电炉尤其有效；行政化调节通过产量平控或减控政策，应对钢材需求端变化和碳排放变化。

图20： 粗钢当月产量（万吨）



资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

表1： 粗钢平控假设下产量测算（万吨）

单位：万吨	粗钢产量
2022年1-7月	60,928.02
8-12月产量	42,350.78
8-12月当月产量	8,470.16
7月当月产量	8,142.86

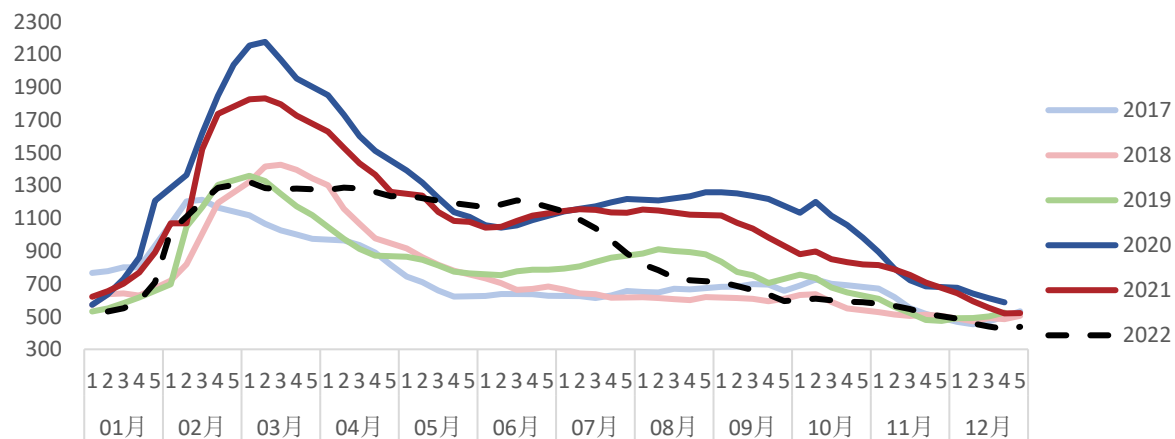
资料来源： 文华、WIND、MYSTEEL、同花顺、五矿期货研究中心

- 粗钢产量去年5月份到达阶段性顶峰9945万吨，随后在平控政策和利润的作用下产量快速下降至11月的6931万吨。而在今年上半年，产量快速上升并保持在高位，7月粗钢产量8143万吨。若是按照产量平控政策执行，8-12月当月粗钢产量8470万吨，7月产量已有显著减少。1-7月同比已经减少4000万吨，后5个月按照去年同期产量即可完成粗钢减产4000万吨。
- 上海疫情保卫战胜利之后，政府全力稳增长，呼吁多出早出扩张型政策，不出收缩型政策，而粗钢压减于钢铁行业是整治环保、调节供需的手段，但在经济增长的大背景下，预计压减政策发布时间将靠后。
- 5月份以来，在原料高成本挤压下，各地钢厂利润大幅受损，盈利比例下降，但钢厂仍旧保持较高的生产积极性，可能有两方面原因：1、粗钢压减任务往往按照上一年产量为基准，当前积极生产可以为未来争取更多配额；2、去年钢厂利润丰厚，加上当前资金宽松，钢铁企业对亏损的容忍程度提高，以往发生亏损的1-2个月会安排停产检修，但在今年可能检修会来得更晚一些。

# 低需求低产量低库存格局

- 经济、房地产、钢需乏善可陈。
- 供应受制于利润因素，不能按往年生产计划生产，呈现低供应状态。
- 库存将会去库至中低位水平。
- 价格在低库存下会有拉涨，但需求这个大驱动没有起色甚至还会下降，价格涨不高，冬季面临冬储定价。

图11： 螺纹库存推演（万吨）



# 螺纹钢期货合约生命周期



五矿期货



## 4 期现结合方式探讨之期权工具

# 期权简介



五矿期货

期权是投资者约定在未来买入或卖出某项资产的权利。

期权产品是个宝，风险管理少不了。  
转移风险作用大，组合交易效果好。  
买期权，享权利，以小博大增收益。  
开空仓，尽义务，收取对价押财物。

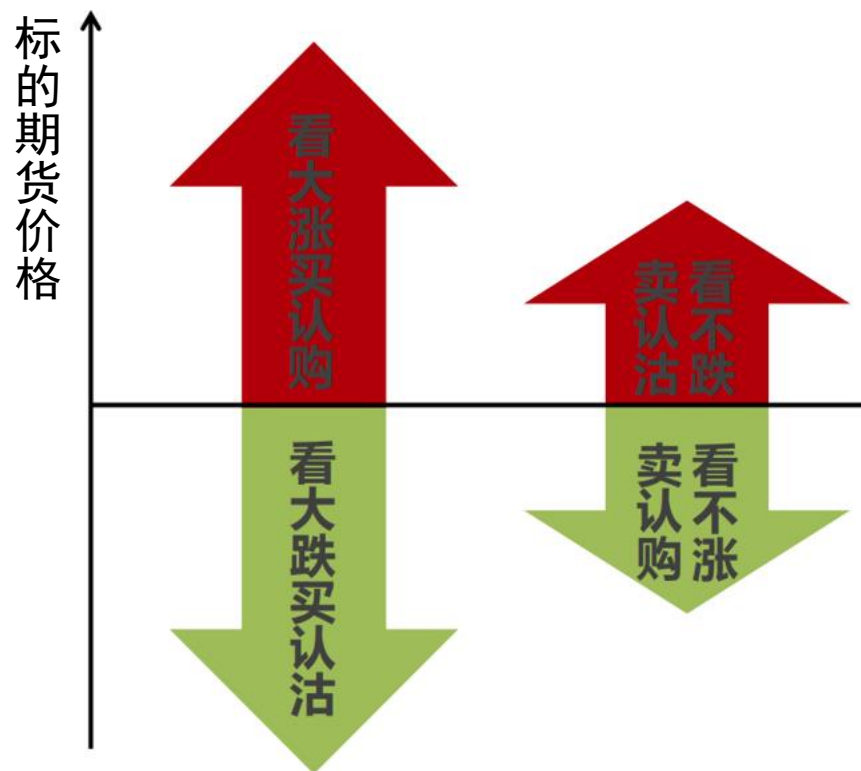
# 期权投资四步骤



五矿期货



# 期权投资四步骤



看大涨买认购

看大跌买认沽

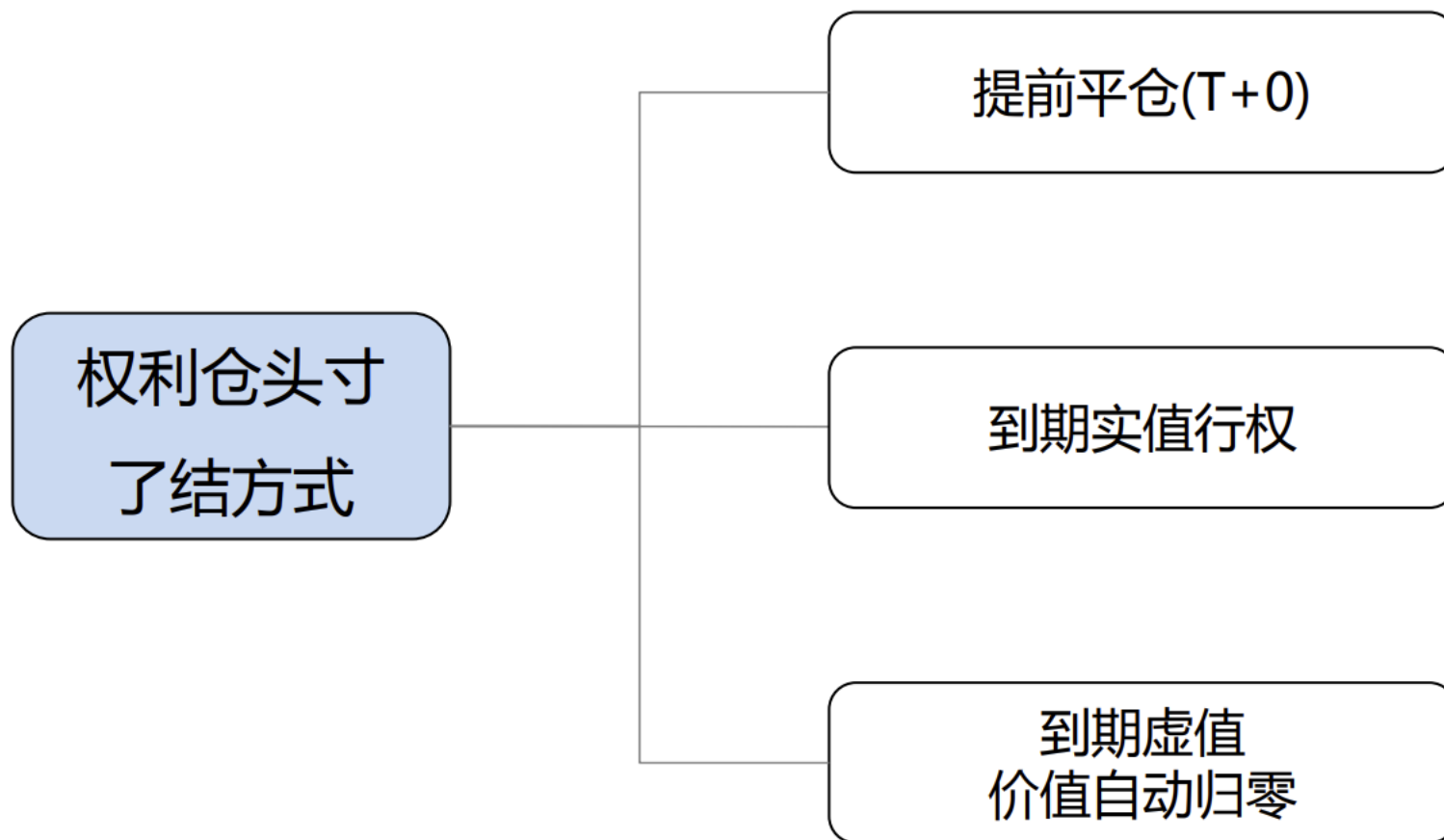
看不涨卖认购

看不跌卖认沽

## 期权投资四步骤



五矿期货

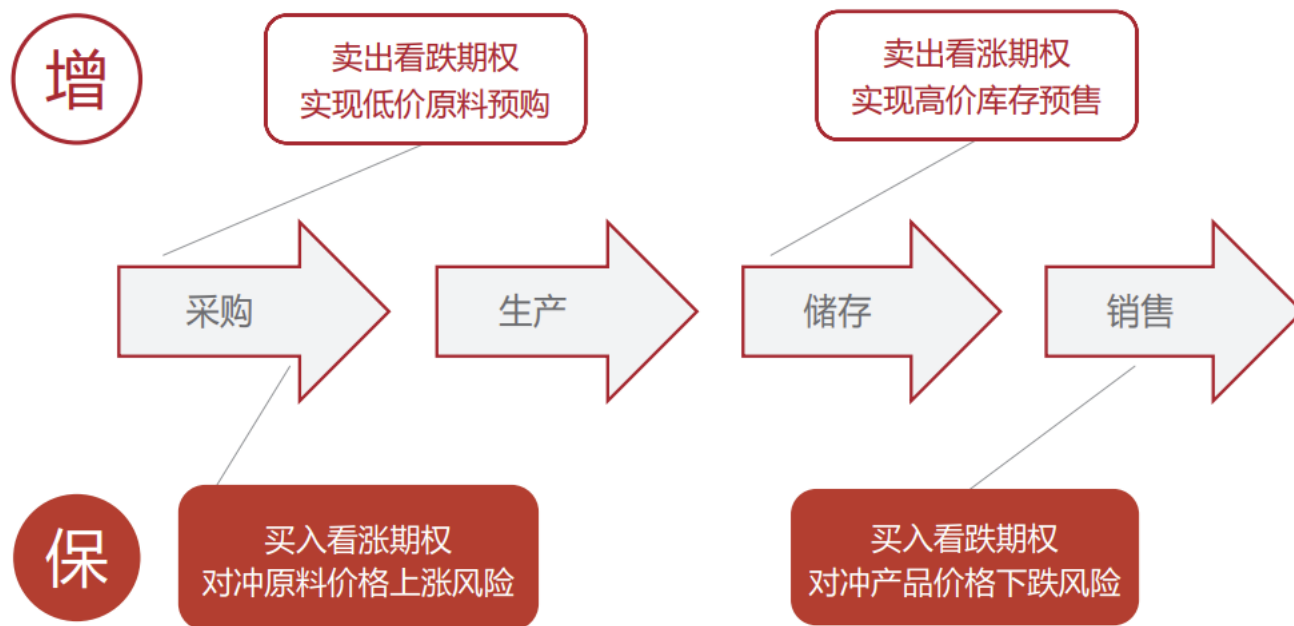


# 利用期权进行套期保值或者收益增强



五矿期货

- 采购环节，企业持有现货空头，为降低原材料价格上涨的风险可买入看涨期权，当价格上涨时期权的收益将弥补现货的部分或全部亏损，而当价格下跌时，期权仅亏损权利金，现货可以保留低价采购的好处；同样，若企业认为原材料价格不会大跌，则可通过卖出看跌期权获取固定的权利金收入，降低采购成本。
- 储存环节，企业拥有现货多头头寸，如果认为价格不会大涨至一定点位，则可卖出该点位之上的看涨期权获得权利金收入，从而达到降低库存成本的目的。
- 销售环节，上端成本已确定，若销售价格下跌，企业将承担亏损的风险，可通过买入看跌期权有效规避跌价风险。若未来销售价格下跌，期权的收益可部分或全部覆盖现货端的亏损；若销售价格上涨，期权仅亏损权利金，现货可以保留高价销售的好处。



## 案例：买入看跌期权为库存保值



五矿期货

某钢贸商持有一批螺纹库存，现RB1901价格为4000元/吨（不考虑基差问题），短期来看，价格处于高位，需求不确定性较大，有下跌的可能，但同时由于库存较低，再加上环保限产等因素，价格也有继续上涨的可能性。

为了规避该风险，客户可选择买入执行价格为3900元/吨为期30天的看跌期权，期权权利金支出约为60元/吨，则30天内：

**情景1：**若螺纹价格下跌至3600元/吨，与期初相比现货跌价损失400元/吨，看跌期权收益 $=3900-3600-60=240$ 元/吨，部分弥补了现货的跌价损失。无论价格下跌多少，最低销售价格 $=3900-60=3840$ 元/吨。

**情景2：**若螺纹价格上涨至4400元/吨，则企业看跌期权放弃行权，期权端仅损失期权权利金60元/吨，与期初相比现货增值收益 $=4400-4000=400$ 元/吨。期权和现货的组合收益为 $=400-60=340$ 元/吨。最终销售价格 $=4000+340=4340$ 元/吨。

可见，买入看跌期权可以规避价格大幅下跌的风险，限定了库存的最低销售价格，同时保留了价格继续上涨的好处，而代价是需要支付一定的权利金。如果客户觉得短期来说价格的不确定性较小，比较大可能区间震荡，也可以考虑卖出虚值的看涨期权备兑获利，降低库存的持有成本。

## 免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货投资咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

## 公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博