

热卷、螺纹钢价差背后的产业逻辑

分析师：楚新莉 期货交易咨询从业信息：Z0018419

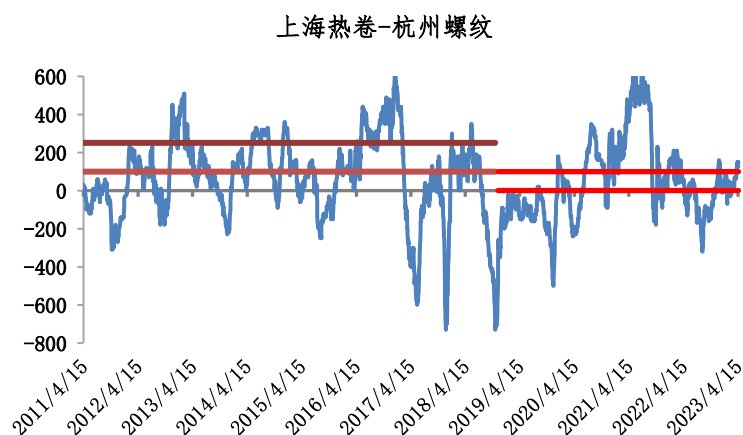
发布日期：2023 年 5 月 25 日

1、成本差不是热卷、螺纹价差的恒定约束

热轧板卷与螺纹钢的价格差，两者价差最初来源于两个品种生产工艺流程所产生的**成本差**，由于螺纹的工艺中间发生过变化，导致两者成本差在 2018 年 11 月之后也出现变化。事情是这样的：钢厂在钢筋（也就是螺纹）生产过程中既可以通过添加钒合金来提高钢筋强度，也可通过“穿水工艺”生产高强度钢筋。穿水工艺”是钢坯通过轧后穿水来提高钢筋性能，这样可以降低合金元素含量，以达到降低生产成本、增加经济效益的目的。尽管穿水工艺钢筋在强度上能够达标，成本也节约很多，但容易生锈，且强度容易衰竭，在建筑混凝土里的作用与不穿水螺纹钢根本无法相比。2018 年 11 月穿水螺纹工艺被取缔前，由于热卷的生产工序比螺纹更复杂，通常热卷成本比螺纹钢高出 150-200 元/吨。不过 2018 年 11 月之后，螺纹钢开始执行新国标，由于添加了钒合金，螺纹钢成本抬升，螺纹钢与热轧板卷的成本差在 100 元附近，甚至有时会因为钒合金价格上涨，成本相差无几。也就是说，在 2018 年 11 月之前，卷螺成本差在 100-250 之间，2018 年 11 月之后卷螺成本差在 0-100 之间。

然后我们选取杭州 HRB400/HRB400E，9m，20mm 规格的螺纹钢价格作为代表，选取上海 Q235B，4.75mm，1500mm 规格的热轧板卷价格作为代表，来观察现货卷螺**价格差**的历史表现。从历年现货的表现来看，两个品种的价差波动区间远远大于成本差所在的区间，两个品种的价差并没有表现出成本差值的恒定约束。

图 1：现货卷螺差



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

成本无法对卷螺价差形成约束，那么驱动卷螺价差的因素有哪些呢？我们大致上可以把驱动分为四类：环保限产驱动、需求端季节性差异、库存周期差异、投资周期差异。

2、环保限产对热卷螺纹影响不同

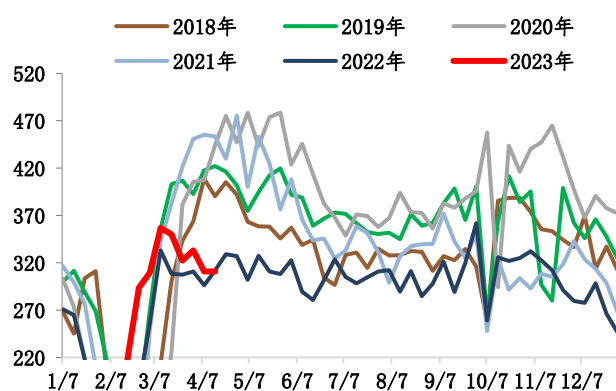
钢铁行业是个高耗能行业，几乎每年都有环保限产政策出台，市场最熟悉的是 2+26 城限产，也就是华北地区的大气通道城市限产。每逢华北地区限产，卷螺差就会有所反应，这跟热轧板卷和螺纹的产能分布有关。热卷生产都是长流程工艺，当前央企产能占比更高一些，同时河北唐山产能较为集中；而螺纹钢产能中民企占比更高一些，产能分布较为分散，且有相当部分产能是电弧炉短流程工艺。基于此类差异，河北环保限产，尤其限高炉时，卷螺差通常就会扩大；而江苏（华东螺纹的主产地）、四川（电弧炉多）等地环保督察时，或者废钢资源趋紧时，或者各地大面积拉闸限电时，卷螺差通常就会收缩甚至反转。

3、热卷螺纹需求端存在季节性差异

螺纹下游主要是房地产和基建，而建筑施工通常有所谓的金三银四和金九银十。受季节性需求影响，螺纹钢一年中不同时段价格强弱程度差异较大。当雨季来临、高温酷暑或寒冬腊月时，无论房地产前景多么向好，室外工地都会停工或减少工时，螺纹钢的用量也会大幅下降。当天气适宜室外施工时，螺纹钢的需求便会大幅上升，需求高度则取决于当年房地产的景气程度，房地产业越景气，螺纹钢的季节性需求高点就会越高。

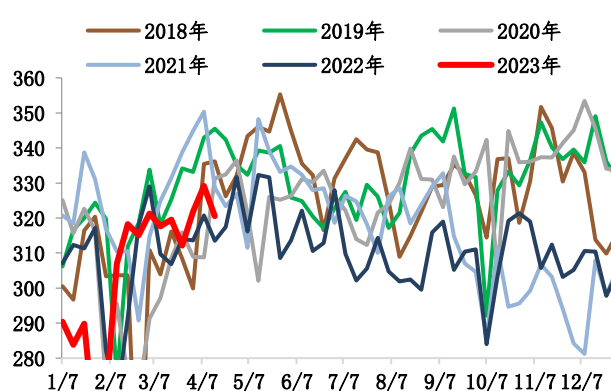
热轧板卷是一种应用广泛的钢材，在制造业、建筑业中都有应用。当制造业下滑或者经济下行时，热轧板卷的需求一般偏弱，反之偏好。另一方面，热轧板卷的需求并不具有明显的季节性特征，由于制造业多数是在室内工作，热卷的需求受天气的影响要远小于螺纹钢，与螺纹钢相比，热轧板卷在一年中的需求都相对平稳。因此对于热轧板卷来说，其价格的相对高低取决于经济周期的景气程度，且波动幅度小于螺纹钢。

图 2：螺纹近 5 年表观消费季节性明显



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

图 3：热卷近 5 年表观消费季节性不明显



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

从钢联口径的螺纹和热卷的表观消费历史数据来看，螺纹的需求高点上半年通常在四五月份，下半年则是 10-11 月份，全年低点年春节前后，6-9 月就是所谓的淡季。而热卷虽然也受春节的影响，但明显受影响时间比螺纹短，且其他月份并没有明显的淡旺季特征。不过因为热卷重要的下游需求汽车、家电、冰箱、洗衣机等，四季度往往会有各种优惠促销活动，比如双十一和双十二及元旦等购物节，需求相对旺盛，刺激热卷价格向上概率较高。所以，基于季节性表现，通常市场会预期 12 月份前后热卷的需求会比螺纹好。

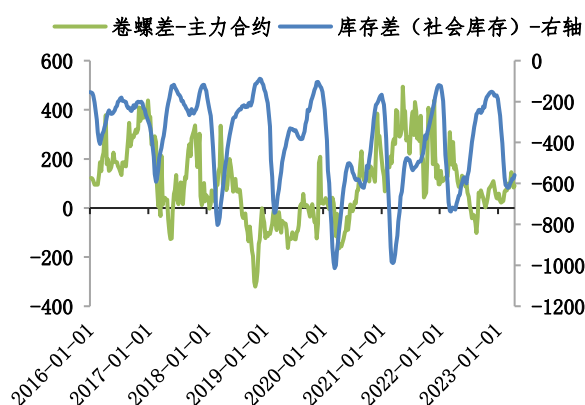
从卷螺差历史来看，11 月和 12 月做多卷螺差的胜率确实非常高。不过基于季节性套利逻辑做多卷螺差需要注意：季节性规律并不一定完全可靠。两者需求都向好时，卷螺差可能在季节性差异下表现得会更好一些，比如 2020 年；两者需求前景都处于下行，那么卷螺差未必有很好表现，比如 2021 年。逻辑是：经济周期上行时，制造业需求向好，卷板涨势更好；反之在经济下行周期，制造业需求萎缩，为了稳增长，建筑业表现会相对好些，卷板更多是跟随建筑钢材趋势波动。

4、库存周期差异是影响短期价差的关键因素

库存所处周期不同，也会导致卷螺差走出大行情，这里库存指的是社会库存。当库存差（热卷-螺纹）上升时，说明热卷的库存压力比螺纹大，可能是需求偏弱或者供给偏高，价格表现应该是螺强卷弱，此时卷螺差（热卷-螺纹）应该缩小。当库存差（热卷-螺纹）下降时，说明热卷的库存压力小于螺纹，可能是热卷需求偏强或供给偏低，价格表现应该是卷强螺弱，此时卷螺差（热卷-螺纹）应该扩大。

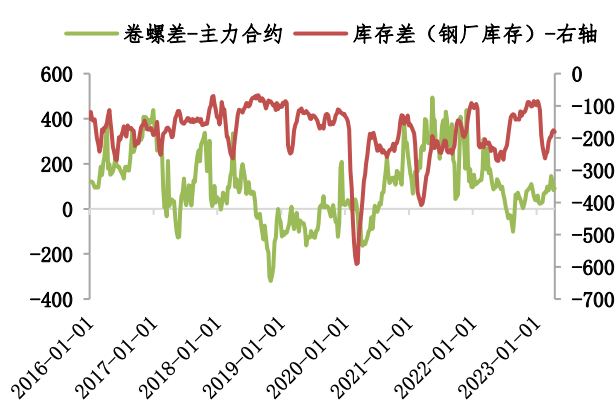
我们可以看到社会库存差和卷螺差现货价格具有高度的负相关关系，即社会库存差上升的时候，卷螺差下降；社会库存差下降，卷螺差上升。相比社会库存差，钢厂库存差与卷螺差的关系大部分时间都不明显。

图 4：社会库存差与卷螺差有明显负相关关系



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

图 5：钢厂库存差与卷螺差关系不明显



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

从历史上来看，社会库存差周期性很明显。往往 3 月中旬到 6 月中旬、9 月中下旬到 11 月底，库存差呈现上升趋势，个别年份甚至可能整个下半年库存差呈上升趋势。而从四季度末到 2 月底 3 月

初，库存差往往呈现下降趋势，有时6月中旬到9月中旬，库存差也会呈现下降趋势。另外，库存差上升的速度比下降的速度慢。

究其根本，社库差的周期性还是源于螺纹需求季节性。春节后螺纹累库高峰期慢慢过去，从3月中旬开启降库周期，赶工潮启动，螺纹的需求会迅速放大，这样的状态一直延续到6月中旬，也就是雨季到来的时候。然后6月中旬到9月中旬，高温多雨不利于工地施工作业，螺纹需求往往偏弱，库存去化结束，进入淡季累库周期。9月份中下旬后，秋高气爽，施工便利，螺纹需求在全国范围内再次开启，这种状态一直延续到11月底，淡季积累的库存逐渐消耗掉。随后南北方需求依次停滞，市场进入冷冻状态，库存大幅累积，一直延续到正月过后。季节性因素决定了螺纹的需求在某种意义上也是“看天吃饭”，但生产端往往不会受天气影响，所以库存的趋势是波动起伏的。而热卷受天气影响较小，两者库存消耗的速度差决定了库存差的变化。

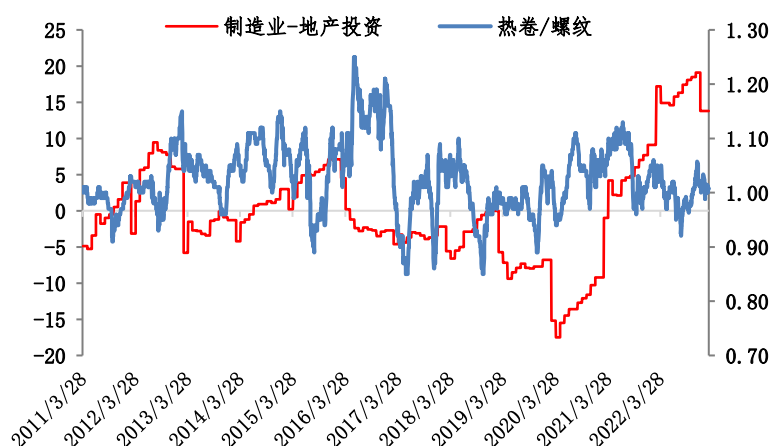
目前库存差处于下降的趋势当中，也就是螺纹去库速度快于热卷。

5. 投资周期差异是卷螺价差周期性波动的根本原因

以上几个因素都是微观因素，会造成卷螺差阶段性走强或走弱。事实上，从大的周期来看卷螺差的关系，其实就是房地产投资周期与制造业投资周期的关系。螺纹钢主要用于房地产和基建，热卷主要需求是制造业，卷螺差出现周期性波动的根本原因是房地产投资和制造业投资的周期性错位。在房地产投资周期比较强的时候，适合多螺空卷；在制造业投资周期比较强的时候，适合多卷空螺。

房地产投资周期受国家的政策影响比较大，时而打压，时而刺激，连续性不佳；制造业投资趋势性相对更强一些，所以制造业投资相对容易把握一些。使用制造业和地产投资的同比增速做差值，可以知道未来一段时间内卷和螺孰强孰弱，目前这一领先指标已经处于历史新高。从较长周期来看，地产投资增速正逐步下行，制造业投资相对地产投资相对走强，做多卷螺差是经济大周期给出的信号。

图6：制造业-地产投资增速差与卷螺比值



数据来源：Mysteel, 中信建投期货

基于投资周期逻辑做多卷螺差需要注意几点：第一，房地产投资以及制造业设备投资增速与盘面

卷螺差不是同步关系，两者投资增速出现差异一段时间之后，盘面卷螺差才会反映出这种周期性差异，这个时滞大概是 1 年，所以可以用投资增速差当作领先指标；第二，注意周期反转问题，比如制造业投资很高，甚至已经见顶了，这个时候可能更适合反周期操作，而不应该只是看到了制造业投资静态处于顶部，而一味的看多热卷。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

苏州分公司

地址：苏州市相城区高铁新城南天成路55号相融大厦5层501-1

电话：0512-65093771

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话：0791-82082701

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com