

# 关注做扩远月卷螺差机会

研究中心黑色团队

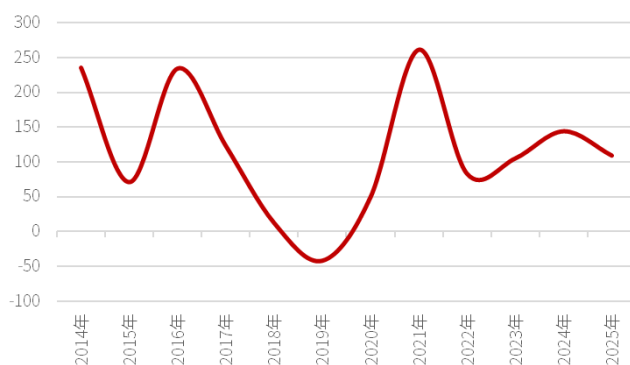
摘要：卷螺差作为黑色系重要的套利组合，其波动本质是热卷与螺纹供需结构差异及产业变迁的映射。我们通过复盘 2015-2024 年卷螺差的历史走势，提炼出三大核心驱动框架：**需求比（热卷/螺纹表需）决定方向，库存比（螺纹/热卷库存）界定波动区间，转产调节提供边际驱动**。根据全年基本面格局来看，后续可持续**关注做扩远月卷螺差机会**。

正文：

## 一、策略历史复盘

近十年来，中国钢铁行业经历了供给侧改革、环保限产、需求结构调整等多重变革，卷螺差套利策略亦随之演化，以下将从长周期对主力卷螺差的变化进行复盘分析。

图 1 卷螺差年度均值（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

### （一）2015-2017 年（-172 元/吨到 448 元/吨）

2015 年前热卷长期升水，主因制造业需求稳健（PMI 维持荣枯线上）及热卷轧制成本较螺纹高约 150 元/吨。2016 年供给侧改革淘汰中频炉产能 1.4 亿吨（80%用于螺纹钢生产），其中螺纹产能削减显著，导致 2017 年螺纹合规产能缺

口明显增加，推动螺纹价格涨至 4000 元/吨，螺纹库存快速去化，叠加房地产投资高增，卷螺差首次转负，中枢明显下移。

图 2 2015-2017 年卷螺差相关指标对比

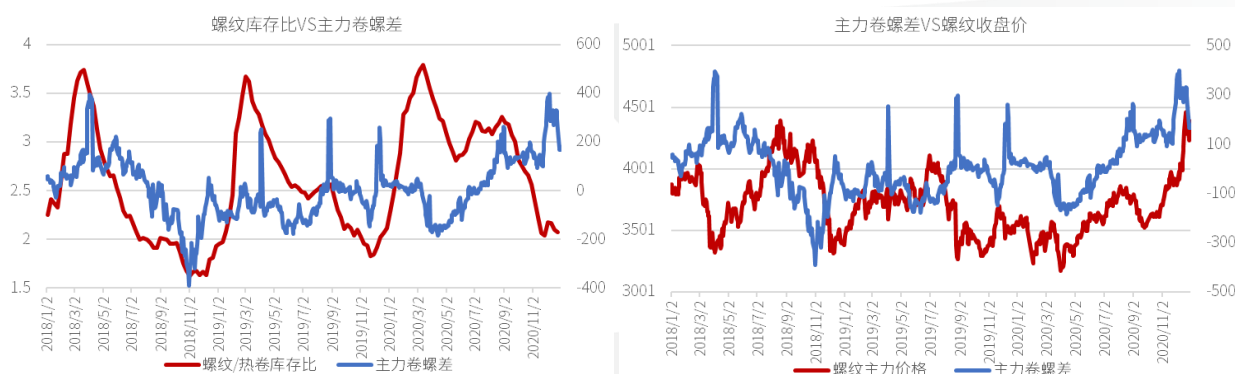


资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

## (二) 2018-2020 年 (-393 元/吨到 344 元/吨)

2018 年螺纹钢新国标实施，因加钒工艺增加成本约 80 元/吨，卷螺成本差有所收窄。需求方面，房地产发展支撑螺纹需求，而热卷下游（汽车、机械）受制造业景气度下滑拖累，卷螺差中枢收窄至-100~100 元区间。2019 年，热卷下游汽车行业需求触底，卷螺差中枢小幅上移，但波动区间仍显著低于 2018 年的 1000 元波动。

图 3 2018-2020 年卷螺差相关指标对比



资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

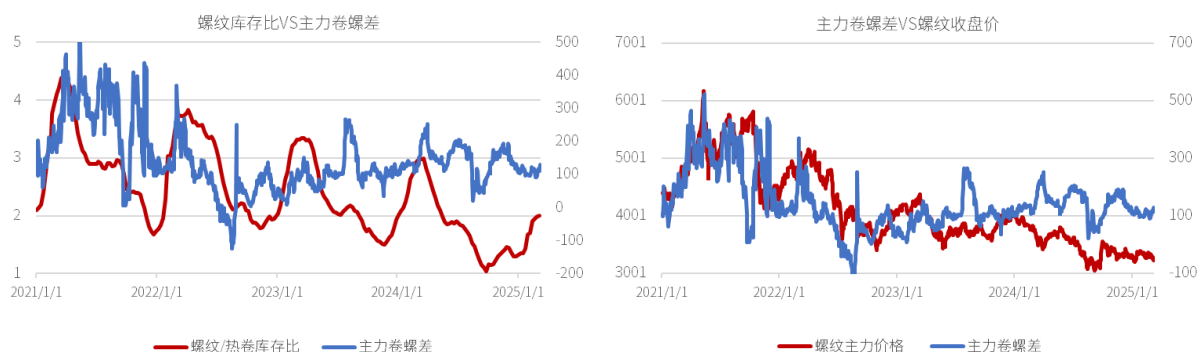
## (三) 2021-2024 年 (-125 元/吨到 523 元/吨)

2021 年开始，房地产投资增速放缓，新开工面积明显回落，而热卷受益于

制造业复苏（机械、家电），卷螺差震荡回升。2022 年，螺纹因供应快速回落（开工率低至 62%）导致价格反超热卷，形成“卷弱螺强”格局。2022 年，房地产市场未出现实质性好转，但其降速逐渐放缓，使得房地产投资增速放缓对螺纹价格带来的边际影响逐渐减小。反观热卷，其主要下游机械等行业月度产销量同比一度“腰斩”，集装箱、汽车等产销表现不佳，使得热卷价格下行压力凸显，后续通过转产缓解了部分热卷供应压力。

2023 年粗钢调控政策压制热卷增产预期，远月卷螺差明显回升。2024 年起，螺纹供需双弱，热卷供需双强，卷螺差波动范围逐步压缩。新旧国标切换后螺纹成本小幅回升（+20 元/吨），卷螺差中枢小幅下移。但因螺纹始终维持偏低库存运行，因此螺纹/热卷库存比与卷螺差的拟合性有所回落。

图 4 2021-2024 年卷螺差相关指标对比



资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

## 二、策略逻辑框架

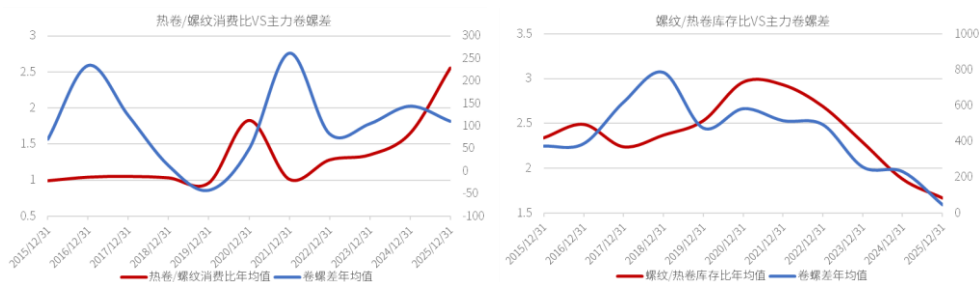
卷螺差的套利头寸具有较为明显的核心驱动机制，其中需要关注三个方面：需求及库存差异、生产成本差异及供给弹性差异。

### （一）需求比与库存比：方向与波幅的锚

螺纹需求以房地产为主（占比 70%），热卷则依赖制造业（汽车、机械等）。需求相对强弱决定价差方向，例如 2021 年制造业韧性推动热卷需求比回升，支撑卷螺差中枢上移。除此之外，需求预期的冲击也将显著影响卷螺差的短期波动。

例如，2018 年 3 月底特朗普 232 条款、2024 年 5 月拜登对中国钢铝产品加征关税以及 2024 年 7 月底越南进行反倾销调查均对卷螺差的短期走势带来较大影响。

图 5 卷螺差 VS 表需比及库存比的年度均值比较

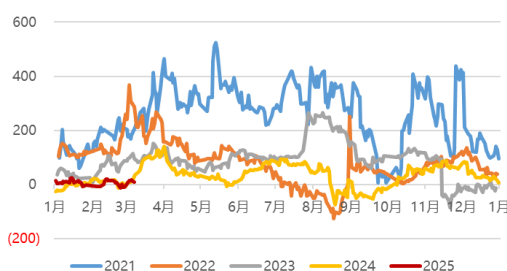


资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

## (二) 生产成本差异：估值中枢的基准

热卷轧制成本长期高于螺纹 150 元/吨，但阶段性政策（如螺纹新旧国标切换）可影响轧制成本差。近 10 年来，历史卷螺差的价格中枢为 50-250 元/吨，24 年以来中枢回归至 110 元/吨，处于中性水平。除此之外，因热卷及螺纹盘面计价方式不同，因此还需关注理计卷螺差的估值情况。

图 6 理计卷螺差（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

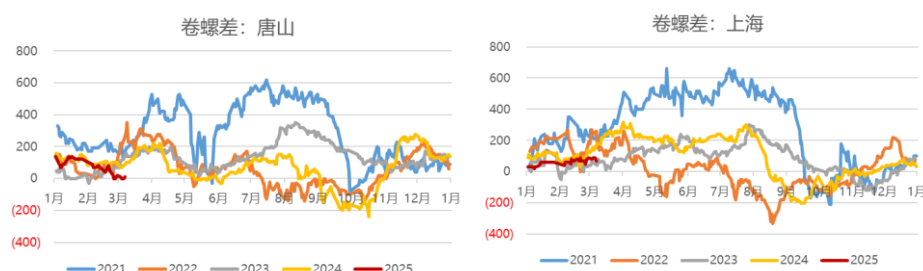
## (三) 供给弹性差异：边际驱动的关键

2021 年前，螺纹对环保限产与产能置换政策更为敏感（如中频炉淘汰），而热卷生产多集中于大型钢厂，产能调整略有滞后。但 21 年后，螺纹产量逐年下滑，当前开工率已低至 40%左右，因此粗钢调控预期对热卷供应压制更为显著，

利于卷螺差走扩。

短期而言，卷螺转产是较为明显的边际驱动，可重点关注华北（YF、LG、SH、DH 等）、华东（RG）及华南（LG 及 WG 等）的卷螺差，偏低时将会引发特定区域钢厂内的铁水转产，从而导致热卷及螺纹自身供应出现边际变化，以调节两者基本面的相对强弱。

图 7 华北及华东卷螺差（单位：元/吨）



资料来源：Mysteel、永安期货研究中心

### 三、策略机会展望

2025 年，商品房销售呈现小幅回暖态势，但房地产开发商资金状况仍未明显改善，导致新开工面积难以快速企稳。基建端开工情况受资金和天气等因素制约，部分地区表现欠佳，后续发力的进度和力度仍存在不确定性。制造业方面，两会后特别国债规模略低于市场预期，短期情绪偏利空，但上半年制造业各分项产销、零售及排产表现尚可，需求韧性仍在。直接出口方面，越南反倾销政策落地后，部分钢厂宽卷接单情况良好，唐山部分地区通过以冷系产品代替热卷出口，短期直接出口压力整体可控。

因此，目前 05 卷螺差仍面临反倾销及关税政策的频繁扰动，绝对估值略高，上下驱动不足。但长周期来看，25 年螺纹因钢厂及贸易商均较为谨慎，预

计全年将维持低库运行。在螺纹库存/热卷库存保持低位的情况下，卷螺差波动幅度将进一步收窄，但热卷需求韧性仍明显强于螺纹。鉴于当下远月卷螺差估值相对合理，因此后续或可考虑逢低做扩远月卷螺差策略。

## 免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。