



卷螺价差回升原因及后市走势判断

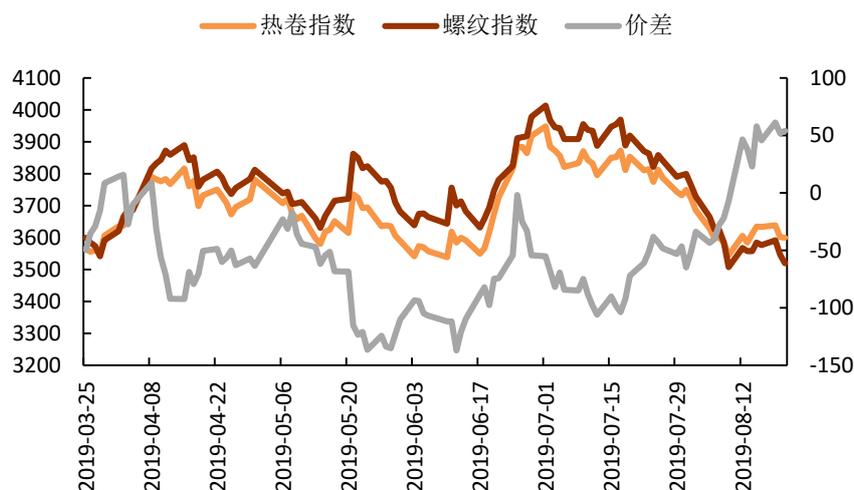
联系人：刘亚威

电话：021-68555105

邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

近期黑色系不断大幅波动成为市场资金关注热点，期价大幅波动背景下卷螺价差亦走出阶段性机会，我们选取 WIND 热卷和螺纹期货指数来看，两者价差从 5 月底的-140 附近截止目前已经涨至 70，近三个月累计上涨约 210 元/吨。那么本轮卷螺价差回升的原因及后市走势将会如何？

图表 1 卷螺价差走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

一、原因分析

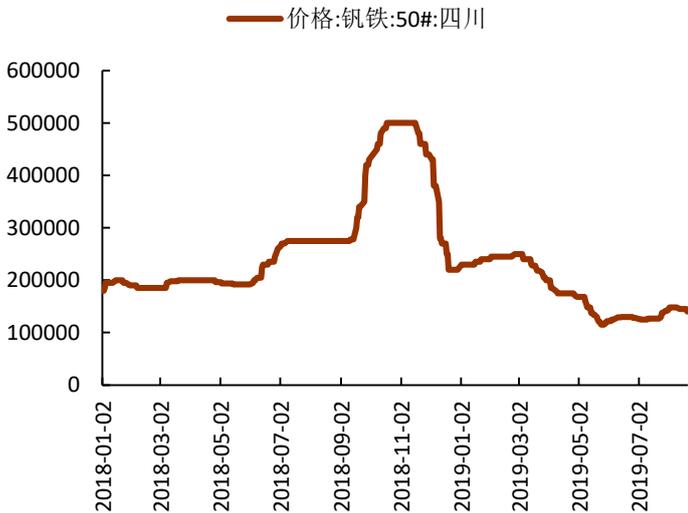
1、利润差低位修复，钢厂铁水调剂逻辑推动卷螺价差回归

在 2018 年 11 月 2 日实施的螺纹钢新国标中增加了金相组织检验要求及其配套检验方法这一条件，该条件引起市场关注最大的就是穿水工艺，作为判定热轧钢筋(主要是通过添加合金元素来提高强度)和穿水钢筋(主要是通过穿水工艺提高强度)的依据，可有效避免用穿水钢筋仿冒热轧钢筋。过去，穿水钢筋在工地上很难用肉眼区分，穿水钢筋在需要焊接时，

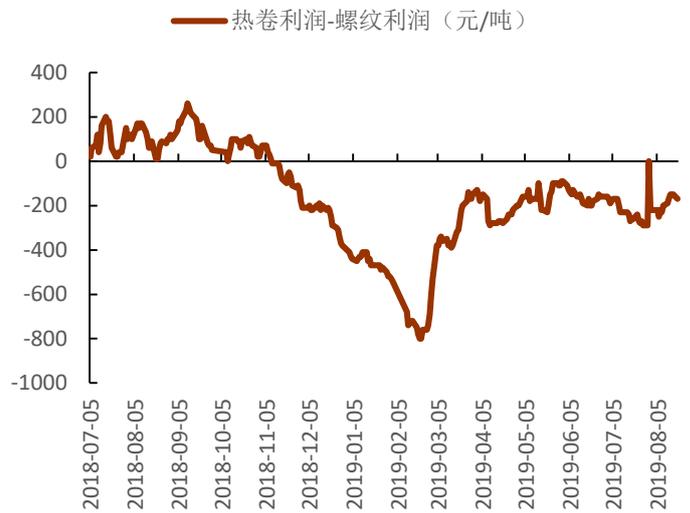
由于温度升高其晶体结构会膨胀，进而导致焊接部位的强度下降，这样就会影响建筑物的质量。新国标调整之后，由于工艺的改变，螺纹钢生产成本也将出现较大幅度提高。新国标实施后，生产工艺中要求加入的锰、硅、钒钛等主要合金元素以及钒等微合金元素占比提升。在不穿水工艺中，以钒元素 0.025-0.03%，锰元素 1.3-1.4%，硅 0.4-0.5%，合金综合成本约为 420 元/吨，新增钒成本 230 元/吨。这几乎磨平了卷螺之间因工艺差别造成的价差，造成卷螺价差的理论中枢进一步下移。

通过下图可以看到从去年 11 月以来钒价一直处于下跌趋势，换句话说也就是说新国标实施后虽成本有所抬升，但实际上螺纹相对热卷的利润收缩并没有想象中的那么严重。而通过中钢协给出的计算公式来看，同期热卷和螺纹的的利润差也呈现探底回升走势。因此综合以上原因，我们认为卷螺利润差的修复使得钢厂铁水流向更偏向螺纹，从而在成本的角度上支撑了卷螺价差低位回升。

图表 2 钒价走势



图表 3 卷螺利润差



图表 4 热卷周产量 (万吨)



图表 5 螺纹周产量 (万吨)



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

2、房地产政策边际收紧，交易逻辑的反转加速了卷螺价差回升

备受关注的政治局经济会议强调了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”观点。银保监会近日也剑指房地产违规融资，开展银行机构房地产业务专项检查。列入专项检查的32个城市中就包括了北京、天津、石家庄、秦皇岛、上海、南京、苏州、无锡等热门城市。在传统信贷方面，除了要查房地产开发贷款和土地储备贷款、个人住房贷款、住房租赁贷款，个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等，以及流动资金授信、经营性物业授信等改变资金用途流向房地产的也在检查之列。在表外融资方面，银行理财、同业投资、用自身信用提供支持或通道、多层嵌套、委托贷款等资金，只要违规用于房地产的，同样也要严查严管。

因此需求角度来看，房地产政策边际收紧逻辑快速替代供应端环保炒作逻辑，直接导致市场对于未来螺纹偏强预期的反转，在热卷需求本就疲软的背景下也成为本轮卷螺价差回升的重要原因。

二、走势判断

1、螺纹消费预期过于悲观，中期卷螺价差走扩不可持续

库存作为供需的一种集中体现形式，从库存角度，当螺纹累库速度高于热卷，利多卷螺价差，反之热卷累库速度高于螺纹，则利空卷螺价差。我们通过螺纹和热卷的库存之比可以观察到在历史上其与卷螺价差走势正相关性保持较好。

图表6 库存比与卷螺价差

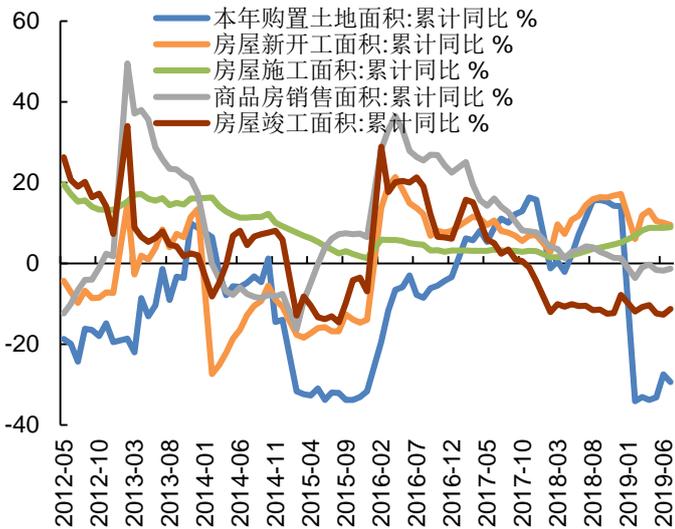


数据来源：Wind，铜冠金源期货

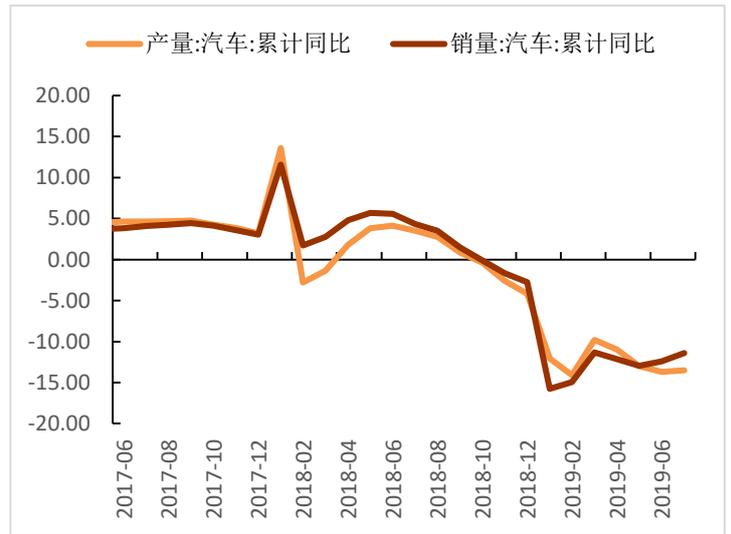
但在近期库存比的一轮跌势中，卷螺价差却表现背离，显示市场忽略实际情况而预期则成为当下交易主逻辑。我们认为目前市场对于螺纹的预期过于悲观，盘面或矫枉过正，房地

产作为螺纹钢下游需求中最重要的一环，房地产新开工累积同比虽有所下滑，但施工面积依旧维持高位，另外国庆时段有着较强的环保限产预期，下游也存在提前赶工可能，因此需求难以出现大幅下滑局面，旺季需求真实客观存在。而近期库存去化迹象也逐渐显现，钢价仍可能走出震荡盘底走势。反观热卷需求因车市低迷则无太大看点，综上所述我们认为中期卷螺价差继续走扩的可能性偏小。

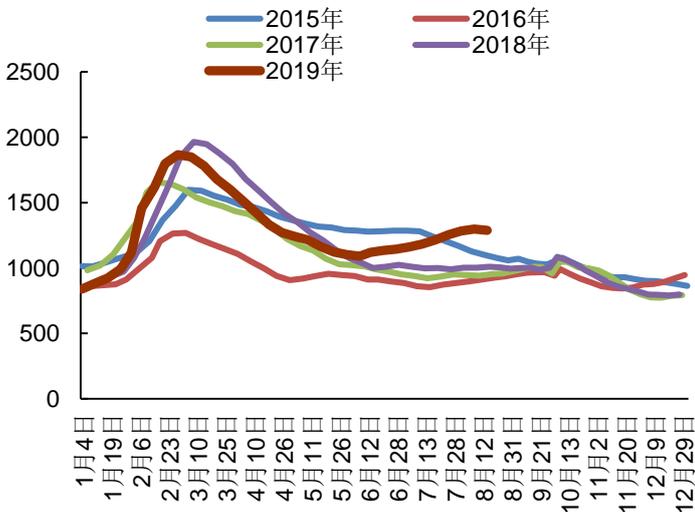
图表 7 房地产相关



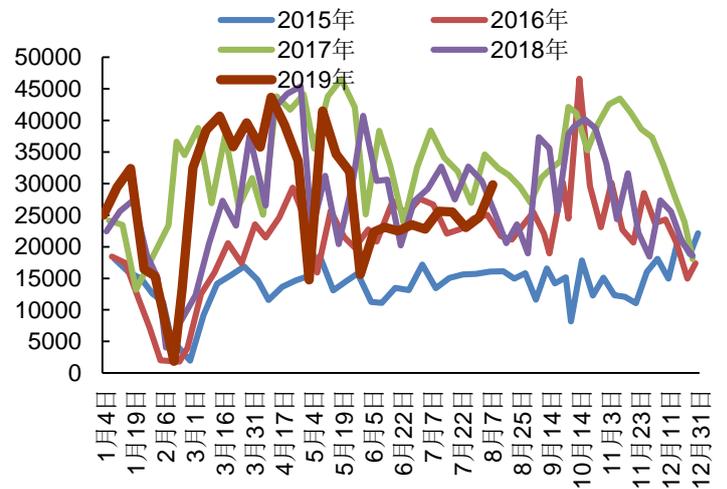
图表 8 汽车增速



图表 9 钢材库存



图表 10 上海线螺周度采购量

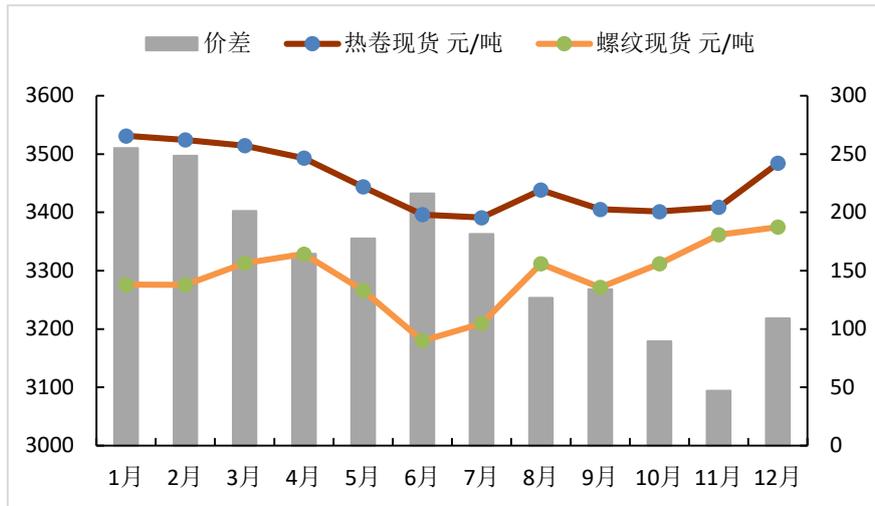


数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、从卷螺价差季节性表现看中期上行概率偏小

我们统计了过去 7 年现货价格的均值可以看到，两者下游淡旺季的转换对卷螺价存在一定驱动力，热卷需求集中体现在年底，而此时螺纹需求处于淡季，对应着此段卷螺价差走扩，螺纹需求集中体现在春秋两季，此时热卷需求平稳，对应此段卷螺价差收窄，因而从这一角度来看中期卷螺价差持续上行的概率也较小。

图表 10 近 7 年卷螺价差平均表现



数据来源：Wind，铜冠金源期货

综上，我们认为卷螺价差短期或维持强势，但中期走弱的可能性依旧存在，当螺纹需求回归库存大幅去化时可尝试逢高做空卷螺价差。

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。