



近期黑色系品种价差分析

联系人：刘亚威

电话：021-68555105

邮箱：liu.yw@jyqh.com.cn

主要观点

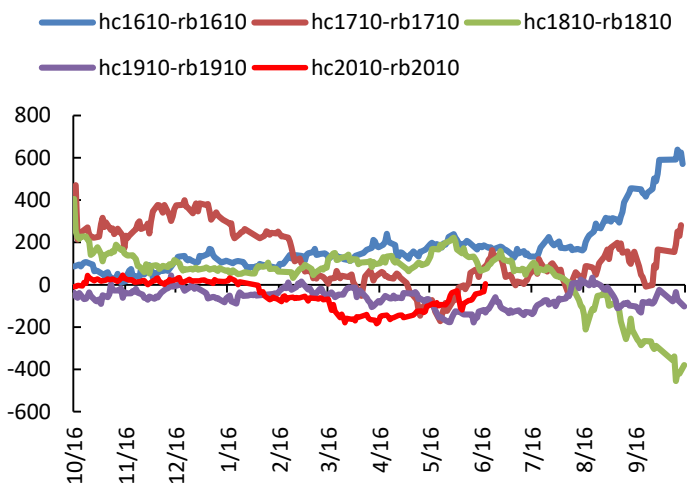
- 黑色系近期整体波动率下滑不利单边策略，而各个品种间的基本面强弱相对清晰，建议尝试跨品种对冲策略
- 铁矿上行驱动力正在弱化，中期螺矿比价继续大幅回落空间有限，大概率震荡偏弱运行，参与意义不大
- 制造业回暖，卷螺价差与库存比指标在经历过前期的背离后，仍存在较大向上修复空间，可继续尝试做多价差
- 风险点：海外发运继续下滑、建材消费韧性超预期

一、单边策略失效，跨品种对冲机会增多

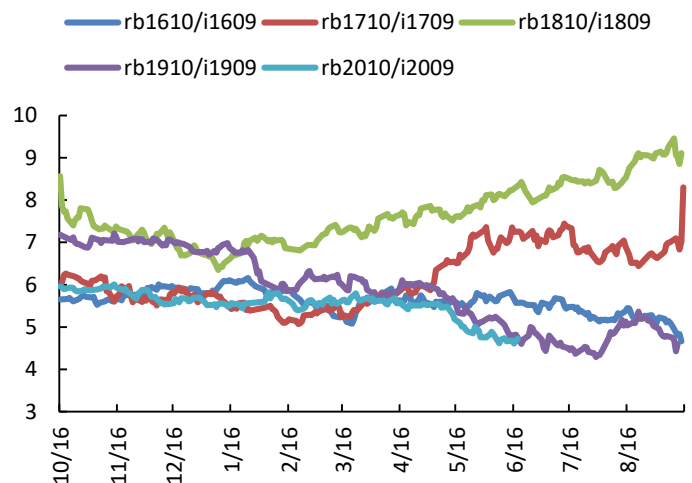
进入 6 月以来，黑色系整体波动率急剧下降，盘面一改此前单边上行走势，铁矿、热卷、螺纹同时步入高位震荡格局。具体来看，截至 6 月 17 日，铁矿主力 2009 合约全月涨幅为 1.93%，较 5 月 23% 的涨幅大幅收窄；螺纹主力 2010 合约全月涨幅仅为 0.17%，较 5 月 6.3% 的涨幅明显收窄；热卷主力 2010 合约全月涨幅为 0.28%，较 5 月 10.3% 的涨幅亦快速收窄。显然单边策略在失去波动的市场已经丧失了赚钱效应。

但我们注意到对冲策略波动性依旧良好，由于铁矿、螺纹、热卷三者属于同一产业链上的关联品种，因此彼此之间在大的波动方向上往往能够保持一致，而他们之间的相对强弱则受到自身基本面供需的驱动会有所不同，因此短期的波动错位通常能够带来较为稳定的对冲收益。近一个月以来，作为钢厂利润替代指标的螺矿比价下行趋势明显，自 5.4 高位跌至 4.6 附近，跌幅高达 17.3%。而作为制造业与建筑业相对强弱指标的卷螺价差，波段机会也增多，近半个月以来，卷螺价差自 -108 元/吨快速修复至平水附近。综上，我们认为短期高位震荡市下，可尝试跨品种对冲操作。

图表 1 卷螺价差



图表 2 螺矿比价



数据来源：WIND，铜冠金源期货

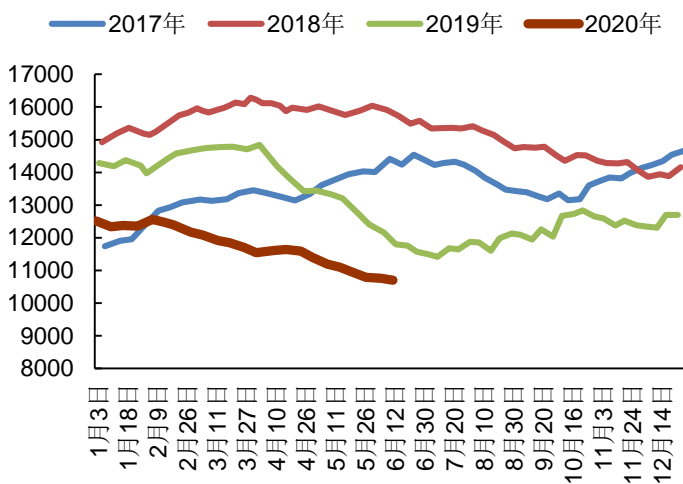
二、螺矿比价运行逻辑分析

6 月南方已经进入梅雨季节，广西、贵州、广东、江西、福建等多地受灾严重，雨水天气相继增多，部分地区的内涝严重影响了交通运输，工地施工节奏也出现明显放缓，那么螺纹需求的边际下滑在一定程度上拖累盘面表现。具体数据来看，截至 6 月 18 日 mysteel 螺纹总库存合计 1056.16 万吨，自 3 月以来首次出现累库，环比增 1.3%。截至 6 月 18 日螺纹 3 周平均表观消费量 413.97 万吨，较 5 月初下降 9.27%，环比连续第 4 周下降。铁矿的强势主因库存处于 1.06 亿吨极低水平，供需格局始终偏紧。具体供需来看，一方面 5-6 月国内

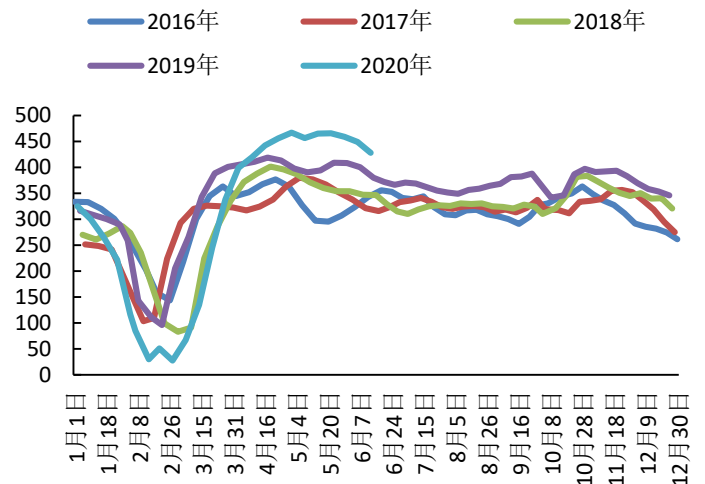
高炉开工持续保持 70%以上高位运行，大部分钢厂基本处于满负荷生产中，截至 6 月上旬重点企业日均生铁产量 188.13 万吨，突破去年新高，钢厂需求的旺盛支撑连铁走势强劲。另一方面，淡水河谷受巴西疫情影响发运水平偏低，后官方又确认产量占比约为 10%的伊塔比拉矿区暂停运营，由此带来的预期扰动也给予连铁支撑。

综上，我们认为螺纹需求边际下滑、矿端供需偏紧是前期螺矿比价大幅收窄的原因。而从最新的情况来看，基本面变化主要集中于矿端，首先淡水河谷被获准恢复在伊塔比拉的铁矿石开采，且停产的产量影响也不到 100 万吨。由此供应端炒作落空，再配合上近几周发运数据的回暖，这不利于盘面进一步上行。而需求端，建材消费边际下滑后，卷板需求仍有回归支撑，铁水需求总体则有望持稳。因此综上，铁矿上行驱动力有所弱化，我们预计中期螺矿比价大幅回落空间有限，大概率震荡偏弱运行，参与意义不大。

图表 3 铁矿港口库存



图表 4 螺纹表观消费量



数据来源：WIND，铜冠金源期货

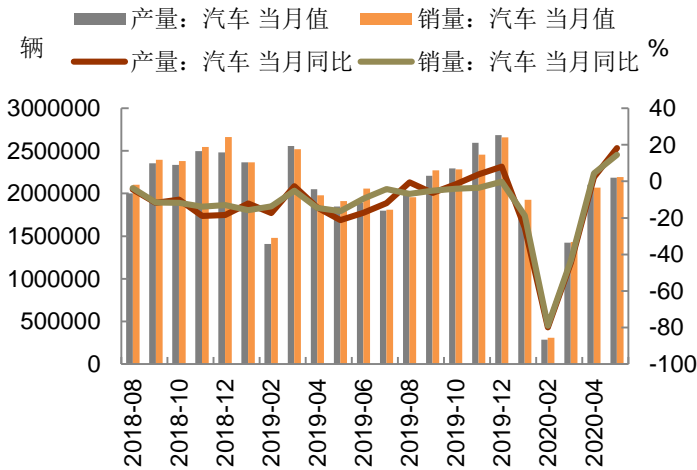
三、卷螺价差运行逻辑分析

热卷大部分作为中间产品被消耗，需求整体相对分散，但汽车行业始终是市场关注热卷需求的热门指标，汽车行业约占热卷下游需求的 30%左右。据中汽协公布数据显示，5 月汽车产销分别为 218.73 万辆和 219.35 万辆，同比分别增长 18.2%和 14.48%，可以看到自 4 月单月增速首次转正以来，5 月产销环比继续大幅增长 10 个点以上，终端车市表现快速复苏。与此同时前文分析到，此时正值建材消费淡季，因此我们认为建筑业和制造业需求走势的分化，是近期卷螺价差快速收窄的主要原因。

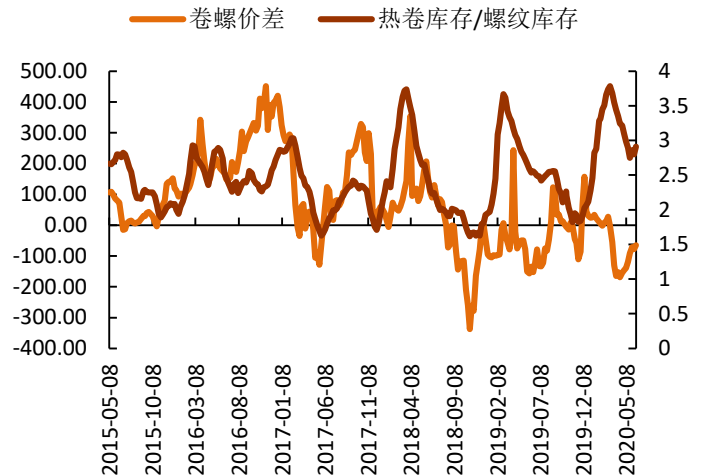
而库存作为供需的一种集中体现形式，从库存角度，当螺纹累库速度高于热卷，利多卷螺价差，反之热卷累库速度高于螺纹，则利空卷螺价差。我们通过螺纹和热卷的库存之比可以观察到在历史上其与卷螺价差走势正相关性保持较好。从库存比指标来看，自疫情以来该指标一直处于偏高位置，而对应卷螺价差却未能给予向上修复，甚至出现反向背离的情况。

我们认为，这主要与前期市场对于基建政策的高关注度有关，在基建潮预期的拉动下，螺纹深跌后率先修复走强，导致卷螺价差快速走低。但中期来看，随着两会结束预期逐步释放，以及建材淡季的来临，市场关注目光将重新转向制造业，因此卷螺价差与库存比指标在经历过前期的背离后，仍存在较大向上修复空间，可继续尝试做多价差。

图表5 铁矿港口库存



图表6 卷螺库存比



数据来源: WIND, 铜冠金源期货

四、总结及操作建议

黑色系近期整体波动率下滑不利单边策略，而各个品种间的基本面强弱相对清晰，建议尝试跨品种对冲策略。具体来看，铁矿上行驱动力正在弱化，中期螺矿比价继续大幅回落空间有限，大概率震荡偏弱运行，参与意义不大，而随着制造业逐步回暖，卷螺价差与库存比指标在经历过前期的背离后，仍存在较大向上修复空间，可继续尝试做多价差

风险点: 海外发运继续下滑、建材消费韧性超预期

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

上海市虹口区逸仙路 158 号
305、307 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。