

兴证期货·研发中心

2018年1月24日 星期四

黑色研究团队

李文婧

投资咨询编号: Z0010649

从业资格编号: F3024409

韩惊

投资咨询编号: Z0012908

从业资格编号: F3010931

联系人

李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

## 内容提要

### ● 过去十年冬储盈亏

冬天淡季储存的钢材明年能涨价挣钱吗?

这个问题每年都困扰着钢厂和贸易商,以及从事期货价格分析的我们。为了寻找答案,我们想通过对历史的回溯,来找一点灵感。

### ● 几方面分析盈亏根源

根据分析,我们得到以下结论:冬储盈亏和前年盈亏关系不大;春节早晚和需求对冬储盈亏有微弱影响;冬季库存累积与冬储盈亏有关系但比较滞后;**短流程钢厂利润或是冬储盈亏关键因素。**

### ● 本年度开春后行情预判

我们预计2019年3月底的价格并不会太差,可能相较于2018年底持平或小涨为主。上海螺纹钢价格在3800元每吨以上。

## 1. 过去十年冬储盈亏

冬天淡季储存的钢材明年能涨价挣钱吗？

这个问题每年都困扰着钢厂和贸易商,以及从事期货价格分析的我们。为了寻找答案,我们想通过对历史的回溯,来找一点灵感。或许会有“刻舟求剑”的嫌疑,但也总好过“凭感觉一梭哈,输了工地搬砖,赢了会所嫩模”的随意。

因为钢厂出台冬储政策保价与否大多用阳历年的指标,而且三月底一般市场都可以进入消费启动的时期,冬储的货可以大量卖了。上海作为华东主要消费地之一,价格具有较强的参考性。因此我们用上海每年3月31日价格减去前一年12月31日的价格差作为冬储是否赚钱的指标。得到下图表1。

表 1: 近 11 年冬储盈亏(单位: 元每吨)

年份	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
冬储盈亏	420	-380	350	-40	-100	-40
年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
冬储盈亏	-250	-240	430	430	-670	?

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

可以看到,从过去 11 年来看,冬储是有盈有亏的。其中 4 年亏损较多,分别是 2009 年、2014 年、2015 年、2018 年,4 年盈利较多,分别是 2008 年、2010 年、2016 年、2017 年,其余年份 2011-2013 年以小亏为主。

## 2. 几方面分析盈亏根源

### 2.1 冬储盈亏和前年盈亏关系不大

首先我们想到的冬储是否挣钱和前一年价格的走势是不是有一定的关系。如果前一年上涨，后一年的冬储会不会比较容易赚钱。根据研究发现前一年的价格和次年冬储是否赚钱几乎没有关系。2016年上海螺纹钢大涨 1260 元每吨，然后 2017 年冬储盈利 430 元每吨；而 2017 年上海螺纹钢大涨 1170 元每吨，然后 2018 年冬储则亏损 670 元每吨。

表 2：近 11 年价格变动及次年冬储盈亏(单位:元每吨)

日期	年末价格	当年变动	次年盈亏
2009 年	3,830	200	350
2010 年	4,690	860	-40
2011 年	4,330	-360	-100
2012 年	3,670	-660	-40
2013 年	3,440	-230	-250
2014 年	2,670	-770	-240
2015 年	1,890	-780	430
2016 年	3,150	1,260	430
2017 年	4,320	1,170	-670

数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2 春节早晚和需求对冬储盈亏有微弱影响

然后我们考虑春节早晚会不会对冬储盈亏造成影响。因为如果春节早那么可能需求就会来得早一些；反之亦然。这样开春后需求好，

总归价格会强势一些。我们分析了过去 11 年的行情发现，需求早晚确实和春节早晚强相关。但是和冬储盈亏仅有弱正向关系。就是说如果需求好和早，那么冬储赚钱概率较大。但这个相关度还是比较微弱的，而且短期需求可能也是冬春价格变动影响的结果。光从短期需求着眼可能少了点什么。

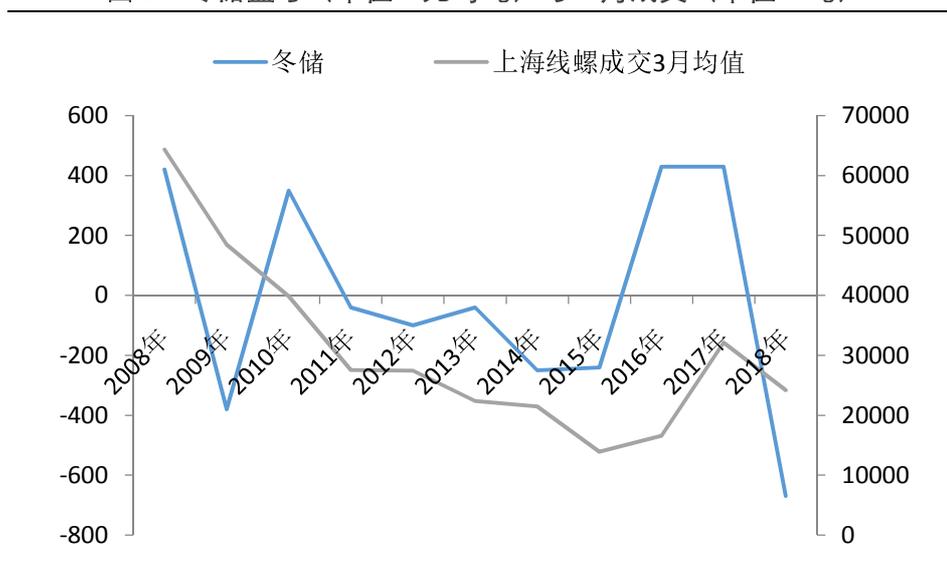
表 3：近 11 年价格变动及次年冬储盈亏(单位:元每吨)

时间	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
冬储盈亏	420	-380	350	-40	-100	-40
春节时间	2.7	1.29	2.14	2.3	1.23	2.1
成交 3 月 均值 (吨)	64382	48528	39875	27588	27464	22395
时间	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
冬储盈亏	-250	-240	430	430	-670	?
春节时间	1.31	2.19	2.8	1.28	2.16	2.5
成交 3 月 均值 (吨)	21467	13921	16579	32129	24211	?

数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于长周期需求数据比较难以获得，我们用西本新干线公布的上海周度线螺成交的 3 月均值来看节后需求的强弱。虽然上海市场处于趋势性萎缩中，但还是可以看到春节较早的年份由于工人回来早，需求总归会好一些，反之亦然。

图 1：冬储盈亏（单位：元每吨）与 3 月成交（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们再用需求来反推冬储盈亏，确实发现有微弱正向的关系，也就是春节早，那么冬储赚钱的概率会稍微大一点。

但也有反例，比如 2009 和 2014 年春节偏早但价格走势却不太给力。而且需求不仅可能是原因也有可能是价格变动的结果。如果价格上涨较大，囤货需求也会有所增加。

### 2.3 冬季库存累积与冬储盈亏

再然后我们思考冬储的盈亏总归是个短期的供需配合行情。比如 2009 年和 2018 年随后的需求复苏都不错，但是因为开春后库存累积较大，短期供应压力使得冬储盈亏不佳。因此我们研究了过去 11 年冬储与最大钢材社会库存之间的关系，发现是较弱的负相关。也就是说如果社会库存累积较多，那么可能会造成冬储后行情不佳。

我们分析库存确实代表了潜在的供应。如果 2019 年库存不及 2018 年的高点，我们认为可能对冬储后盈亏有正面作用。

表 4：年后最高点库存（单位：万吨）及次年冬储盈亏(单位：元每吨)

时间	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
冬储盈亏	420	-380	350	-40	-100	-40
最高点库存	1003	1257	1858	1890	1900	2245
时间	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
冬储盈亏	-250	-240	430	430	-670	?
最高点库存	2082	1595	1257	1639	1965	?

数据来源：Wind，兴证期货研发部

但这一论断也有反例，2010 年钢材社会库存高点大增，约为 1858 万吨，但冬储盈利 350 元每吨；2015 年库存高点下降为 1595 万吨，但冬储亏损 240 元每吨。我们认为原因在于库存只是一个纬度的供应。如果贸易商的数量有变化，比如说 2015 年行业企业数量下降了。或者贸易商获取资金的能力有变化，比如说 2010 年信贷比较宽松，也会对结果造成干扰。通过库存来预测价格也可能存在其他一些问题，首先库存高点是较晚出现的，而且库存是否高可能也跟贸易商的冬储行为和价格表现有关系。

## 2.4 短流程钢厂利润或是冬储盈亏关键因素

2019 年库存高点如何我们认为可能是一种结果，因此我们想研究这种结果造成的原因是什么。在 2018 年初华北取暖季限产的同时

库存却出现大增，原因之一在于华北平原之外的产能增产了，在于高炉之外的产能增产了。短流程钢厂产能约占钢厂产能的 15%，因为关停容易，销售半径短，一般短流程钢厂在冬季会因为利润变化调节开工率的变化。我们分析了过去 11 年螺纹钢减废钢的价差当作短流程钢厂的盈亏指标发现，如果价差高，那么当年的冬储就比较容易失败。这是比较强烈而且比较领先的关系。

表 5：螺纹钢废钢价差（单位：元每吨）及冬储盈亏(单位：元每吨)

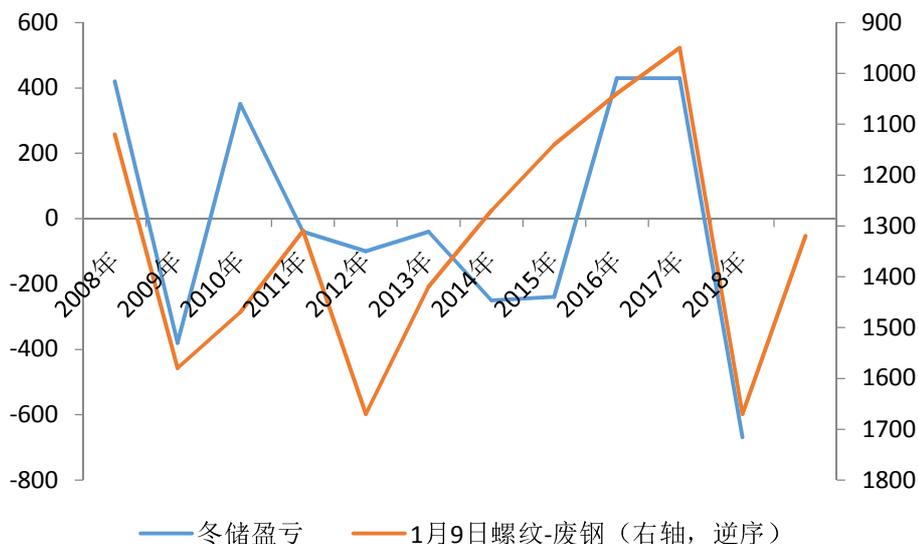
日期	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
冬储盈亏	420	-380	350	-40	-100	-40
1 月 9 日 螺纹-废钢	1120	1580	1470	1310	1670	1420
日期	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
冬储盈亏	-250	-240	430	430	-670	?
1 月 9 日 螺纹-废钢	1270	1140	1040	950	1670	1320

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年初就是因为短流程钢厂利润很好，螺纹和废钢价差大，造成废钢利用率的提升，使得市场的潜在供应水平很高。

2017 年以前短流程钢厂对应的是中频炉的生产，规范性较差，不调节微量元素，所以预计成本较 2017 年之前更低。但我们未对此再进行调整。

图 2：螺纹钢废钢价差（单位：元每吨）及冬储盈亏(单位：元每吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

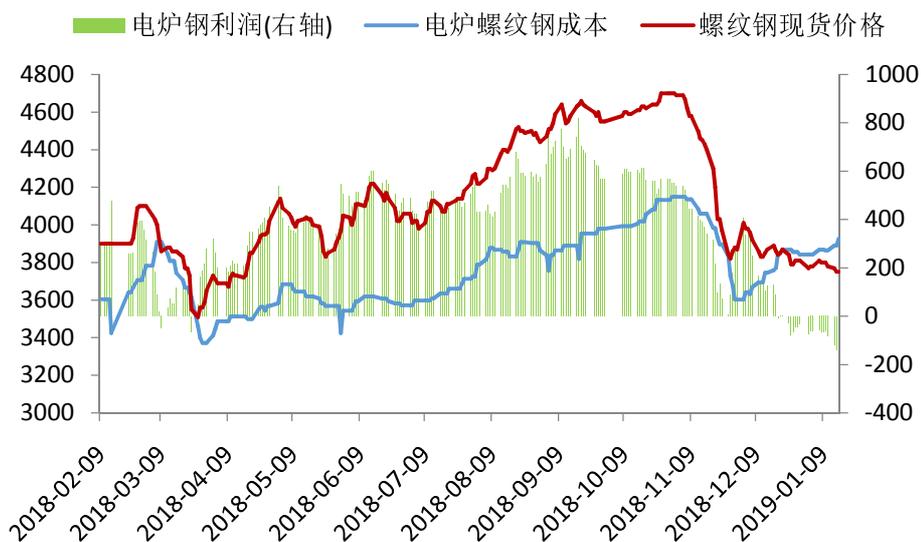
除了影响可见库存，如果短流程钢厂开工率高，那么还有许多隐形的下游库存会比较高，这也会导致开春后需求的强度减弱。

因此我们分析了 2019 年初的短流程钢厂利润，发现由于废钢紧缺，2019 年初电炉厂几乎是没有利润的，部分地区出现亏损。

### 3. 本年度开春后行情预判

因为短流程钢厂目前亏损，可以预测 2019 年初的供应可能并不像市场想象的那么多。虽然环保限产减弱了，但是因为废钢资源有限，市场的供应增加也不会特别显著。加上 2019 年春节较早，预计需求回暖也会较早，从冬储盈亏主要影响因素短期供需来看，我们预计 2019 年 3 月底的价格并不会太差，可能相较于 2018 年底持平或小涨为主。上海螺纹钢价格在 3800 元每吨以上。

图 3：电炉利润（单位：元每吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

冬储后价格如果不跌，此前期货对现货的贴水就不太合理了。因此 1 月以后期货连续上涨。现货的弱势也使得贸易商存储现货的意愿下降，社会库存升幅不快，更加利好节后走势。在期货市场的投机资金通过在期货的“虚拟冬储”获利，使得期现实现了基差的修复。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。