

不锈钢产业链初探（3）——

不锈钢期货上市初期投资机会

兴证期货·研发中心

2019年9月17日 星期二

黑色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

咨询资格编号：Z0012934

蒋馥蔚

从业资格编号：F3048894

俞尘泯

从业资格编号：F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

2019年8月30日，证监会批准上海期货交易所开展不锈钢期货交易，挂牌时间定在9月25日。随着不锈钢期货的上市，不锈钢产业链相关企业有了除电解镍期货以外的期货工具用于风险管理。

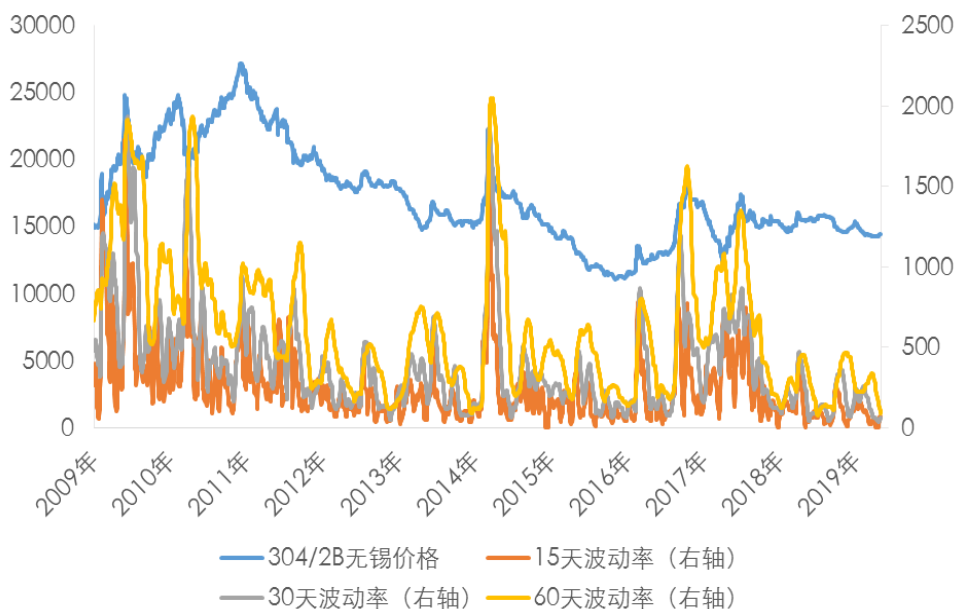
我们根据目前不锈钢产业链的相关定价和价差模型，对不锈钢上市初期存在的交易机会进行了分析。我们发现在当前的价格和供需水平下，在不锈钢上市初期，可以尝试建立正向套利以及多不锈钢、空镍的套利组合。有现货渠道的投资者，也可以尝试在价格合适时，进行期现套利或无风险正套操作。我们认为这些操作的盈利概率较大。

1. 不锈钢期货

1.1 不锈钢期货上市背景

根据不锈钢市场调查，国内不锈钢交易的定价模式比较混乱，交易价格形成主要是协议价、一单一议、每日定价为主，与国际上的冷轧板基价+合金加价的单一定价模式有较大差别。正因为这种定价模式，因此目前市场难有公认的价格参考体系，对市场参与者运营形成一定阻碍。此外，根据我们对不锈钢价格走势的回溯，不锈钢价格的波动性较大：从2008年11月至2019年8月，无锡304/2B不锈钢价格最高为27400元/吨，最低为11200元/吨，10年最大及最小值偏差超过均价的100%。而从波动性上也可以看出，不锈钢30天平均波动为1500元/吨，约为平均价格的10%。波动剧烈和定价模式不唯一对不锈钢行业的发展造成较大阻力。因此，上期所在经过多年的研究后，在今年正式上市了不锈钢期货，为不锈钢行业提供全新风险管理工具。

图 1：不锈钢现货价格及年化波动率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 不锈钢期货介绍

根据上海期货交易所的文件，不锈钢期货对标的标准品是 304/2B 不锈钢，边部状态为切边、厚度为 2.0mm、宽度为 1219mm 的冷轧卷板。替代可交割品方面，还包含了边部状态为毛边以及不同厚度的不锈钢冷轧卷板。我们在下文对上市后交易机会的论述中，也会多次引用不锈钢合约及其他文本作为支撑。

表 1: 不锈钢现货合约

交易品种	不锈钢
交易单位	5 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	5 元/吨
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±4%
合约交割月份	1~12 月
交易时间	上午 9: 00~11: 30, 下午 1: 30~3: 00 和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约交割月份的 15 日（遇法定假日顺延）
交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割品级	标准品 2.0mm 厚、宽度 1219mm、表面加工类型质量为 2B、边部状态为切边的 304 奥氏体不锈钢冷轧卷板。 替代交割品厚度可选 0.5、0.6、0.7、0.8、0.9、1.0、1.2、3.0mm。 替代交割品卷型可选毛边。 质量符合 GB/T3280-2015《不锈钢冷轧钢板和钢带》要求的 06Cr19Ni10, 或符合日本 JIS 标准的 SUS304。
交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的 5%
交割方式	实物交割
交易代码	SS

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 不锈钢期货上市初期投资机会

不锈钢期货的上市，给产业链中不同企业的风险管理带来春风，同时也为广大投资者引入全新的交易品种。那么上市初期，如何交易不锈钢期货，不锈钢期货与现有期货品种如何联动，我们根据现有资料和过往走势，进行简要论述，以供参考。

2.1 期现套利

期现结合是期货品种与实体企业最直接的途径。但在实际操作中，如果期现价差超过一定边界，则可以介入其中，获得一定的超额收益。

期现套利主要分为两种：**买（现货）交割**：当价差高于持仓费，可以买入现货，同时卖出相关期货合约，等合约到期就用现货进行交割；**卖（现货）交割**：及当价差低于持仓费，可以通过卖出现货，买入相关期货合约，待合约到期后，用交割获得的现货来补充之前卖出的现货。

根据上期所公布的期转现的成本，我们分析出在期现价差（期货交割月盘面价格-现货价格）大于 127 元/吨时，可以进行“买现货交割”：在期货盘面抛出，然后在实际交割时，将现货制

作成仓单用现货交割，获得超额收益。

在期现价差（期货交割月盘面价格-现货价格）小于 32 元/吨时，可以进行“卖现货交割”：在期货盘面买入，然后在实际交割时，期货盘面平仓，接到现货不锈钢，在现货市场抛出获得超额收益。

表 2：不锈钢期货交割成本

收费项目	收费标准（元/吨）
入库费	20
出库费	20
仓储费	0.8（/天）
过户费	3
汽运	出入库费
专用线、港口	出入库费+5

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：不锈钢买交割成本

收费项目	收费标准（元/吨）	说明
入库	20	汽运入库
仓储费用	12	按 15 天计
交割手续费	3	正常收取
交易手续费	0.6	3 元/手
增值税成本	23.01	期现价差按照 200 元/吨计，13% 增值税
资金占用成本	59.25	期货持仓 2 个月、现货 1 个月收涨期；4.35% 利率
运费	10	从钢厂运抵交割库（厂库可以免除）
合计	127.86	仓单质押可以降低成本

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 4：不锈钢卖交割成本

收费项目	收费标准（元/吨）	说明
出库	20	汽运入库
仓储费用	4	按 15 天计
交割手续费	3	正常收取
交易手续费	0.6	3 元/手
资金占用成本	5.01	期货持仓 2 个月
运费	10	从交割库运抵仓库
合计	32.61	还可能有理计与实重差别

数据来源：Wind，兴证期货研发部

除了期现存在套利机会外，由于在交割替代品的厚度设计上，与现货不同厚度间的价差存在一定差异。因此对于手中有标准品的不锈钢企业，可以使用较低成本的不锈钢卷板交割来换取较高的升水溢价。

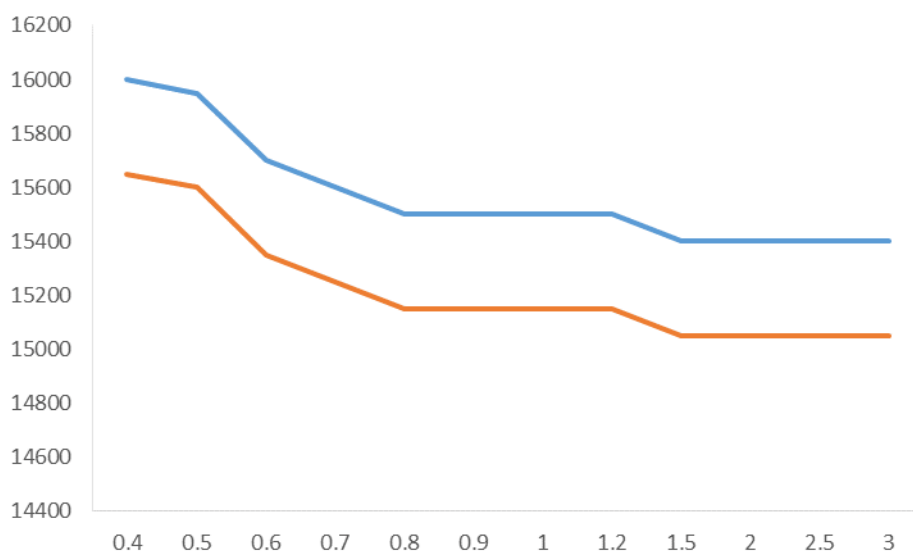
表 5：不锈钢冷轧卷板不同厚度升贴水

厚度	升水（元/吨）
0.5-0.7mm	400
0.8-1.0mm	200
1.2-3.0mm	0

数据来源：Wind，兴证期货研发部

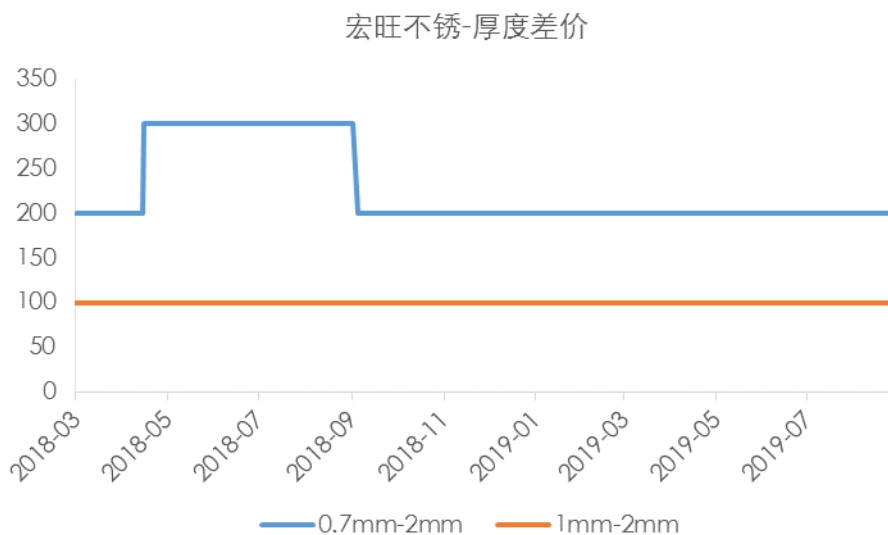
据我们了解，304 不锈钢冷轧卷板不同厚度间的价差呈现缓慢变化，因此，上期所定义的升水对于处在范围阈值附近的卷板存在一定溢价。我们发现如果交割同样品级的不锈钢 304/2B 卷板，使用 0.7 或 1.0mm 厚度来交割，可以换得 200 元/吨的厚度升水溢价。因此，我们建议现货商在期现价差较小时，用 0.7、1.0mm 的卷板注册仓单，从而获得稳定的厚度溢价。

图 2：无锡地区主流民营 304/2B 不同厚度价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：无锡地区主流民营 304/2B 不同厚度价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 期货盘面无风险正套

除了期现之间存在一定的套利机会，由于期货合约的到期时间不同，不同合约间的价差也

存在交易机会。根据我们的测算，按期货仓单成本来看，近远月（一个月时差）价差达到 79 元/吨以上（近月低于远月），可以选择买入近月合约、卖出远月合约来获得无风险正套收益。

如果我们使用现货仓单成本计算，则近远月价差缩小到 67 元/吨，便可以介入正套获利。

表 6：不锈钢期货持仓成本（一个月）

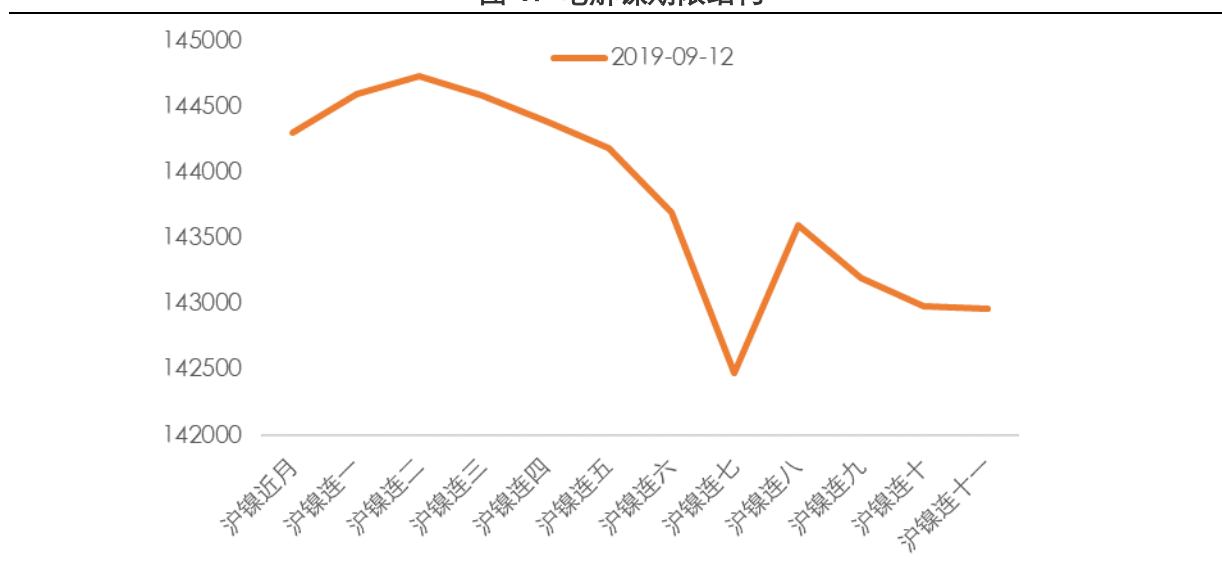
项目	期货持仓（元/吨）	现货持仓（元/吨）	说明
仓储成本	24	12	0.8/0.4（元/天） （期货/现货）
资金成本	54.4	54.4	年化 4.35% 不锈钢单价 15000
总成本	79	67	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 跨期套利

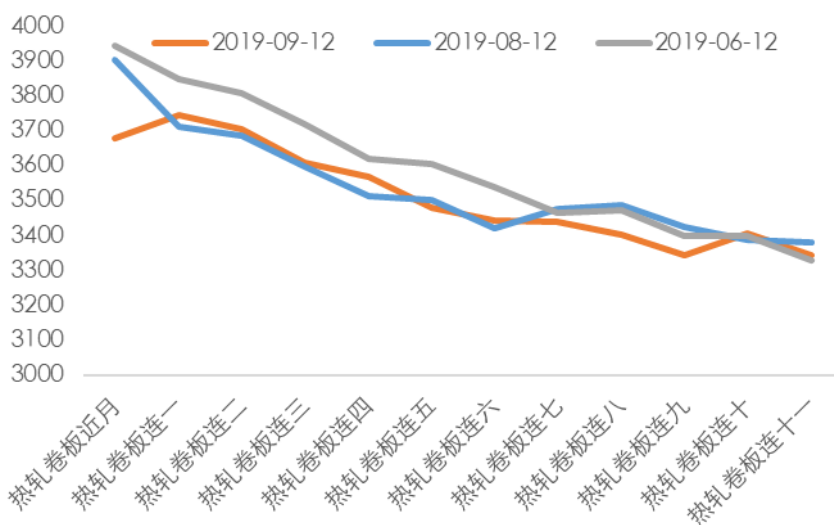
以上均是根据上期所的合约设计，我们找寻出的无风险套利机会。但实际交易中，这样的交易机会转瞬即逝，同时出现的可能性也非常小。我们在系列报告（2）中对当前的不锈钢供需情况分析，当前供大于求的格局比较明显。同时，我们分析了不锈钢上下游和相关品种的期限结构，发现目前无论是原料端还是成才段，都是远期贴水结构。因此我们建议在上市首日，在盘面上进行正套操作。

图 4：电解镍期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：热轧卷板期限结构



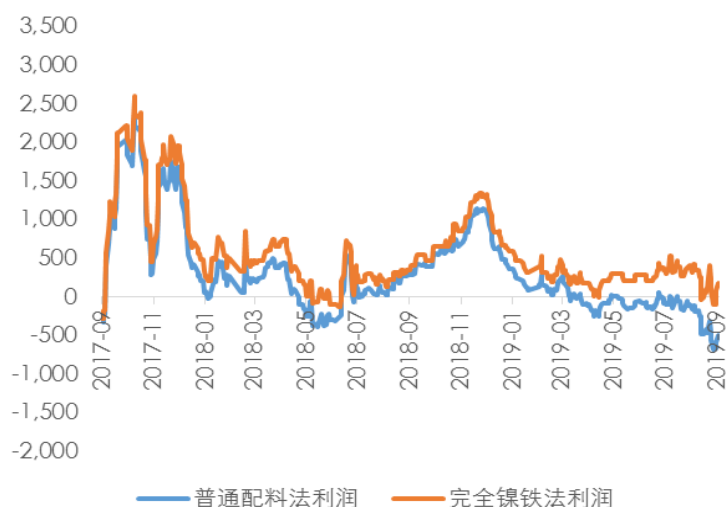
数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于期货合约上市时，交易所会将所有合同约定在同一价格发行。根据目前我们对不锈钢供需情况、未来展望，上市首日呈现近强远弱格局的可能性非常高。因此我们建议投资者在上市集合竞价阶段，直接试挂买近抛远介入正套。

2.4 跨品种套利

根据我们的跟踪，截止 9 月 12 日，不锈钢 300 系利润接近 0 值：完全镍铁法利润为 264 元/吨，环比上升 180 元/吨；普通配料生产利润为-486 元/吨，周环比上涨 187 元/吨。近期受制于原料偏强而需求不佳，不锈钢现货价格涨幅明显不及原料：截止 9 月 12 日，无锡不锈钢 304 环比 8 月上涨 1.61%，镍生铁上涨 5.56%，电解镍上涨 10.48%，电解镍涨幅领先。

图 6：304 不锈钢利润表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：304 不锈钢价格与电解镍现货走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

按照不锈钢中的镍含量配比（8%）将电解镍从不锈钢价格中减去，我们发现截止 9 月 12 日，不锈钢现货与电解镍原料价差为 4346 元/吨，环比 8 月下跌超过 24%，跌幅超过 1000 元/吨；而使用期镍作为原料来计算，截止 9 月 12 日的价差为 4183 元/吨，环比 8 月下跌超过 29%，跌幅接近 2000 元/吨。由此可见，由于期货的高波动性和预期性，近期的禁矿事件在期货端影响更大。但从产业链生产角度来看，不锈钢生产利润会长期维持在固定区间，近期快速收缩甚至转负的利润不会持续：据我们了解，近期已有部分华东钢厂主动检修减供，以应对亏损。

因此，从产业链利润角度，不锈钢与镍的价差会维持在一个固定区间。由于目前没有不锈钢期货价格，我们假设不锈钢的连三合约价值贴水现货 5%。回溯历史，我们发现不锈钢连三（模拟）与期货镍连三（按原料配比计算）的历史价差运行在 3000 至 9000 元/吨之间。

图 8：304 不锈钢价格与电解镍原料（按 8%计算）价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

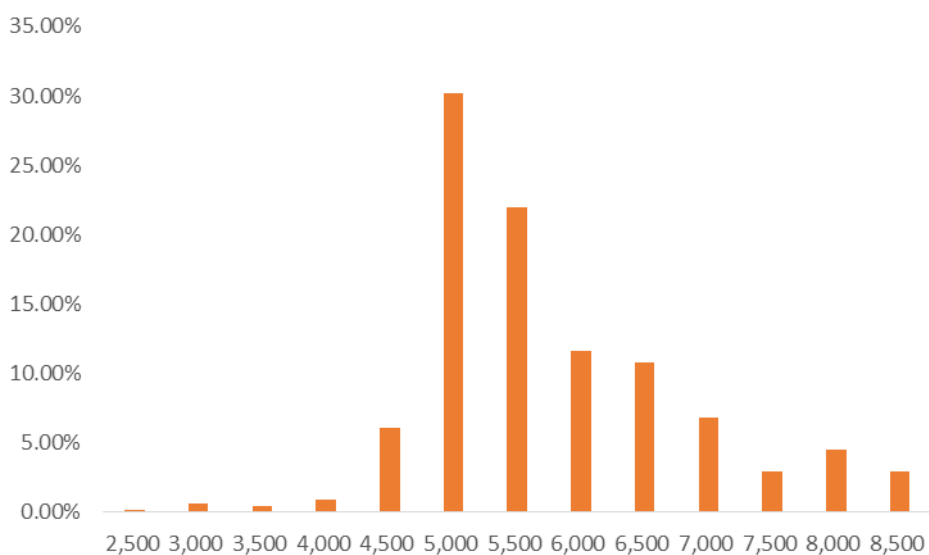
图 9：304 不锈钢价格与镍期货（按 8% 计算）价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据我们统计，不锈钢连三（模拟）与期货镍连三价差在 5000 以下的概率仅为 8.23%，针对目前 3100 元/吨的价差，存在较强扩大的驱动。在实盘操作中，我们建议以配比 5 手不锈钢（25 吨不锈钢）对应 2 手镍（2 吨镍）进行套利建仓。

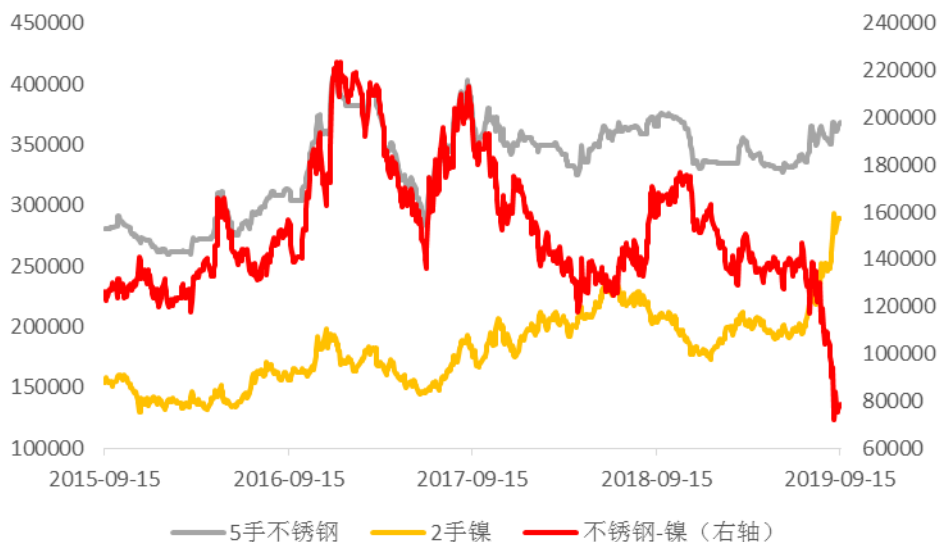
图 10：不锈钢连三（模拟）与镍期货连三概率分布



数据来源：Wind，兴证期货研发部

按照设定的手数核算时，我们发现当不锈钢与电解镍价差低于 130,000 元的情况下，适宜入场做多不锈钢、做空期镍。目前套利组合的价值在 78000 元左右，非常适宜进场做多此套利组合。

图 11: 5 手不锈钢连三（模拟）与 2 手镍期货连三走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

除了以上提及的相关套利交易策略外，我们也会在今后的定期、不定期报告中提示单边、套利策略，敬请关注。

3. 总结

2019年8月30日，证监会批准上海期货交易所开展不锈钢期货交易，挂牌时间定在9月25日。随着不锈钢期货的上市，不锈钢产业链相关企业有了除电解镍期货以外的期货工具用于风险管理。

我们根据目前不锈钢产业链的相关定价和价差模型，对不锈钢上市初期存在的交易机会进行了分析。我们发现在当前的价格和供需水平下，在不锈钢上市初期，可以尝试建立正向套利以及多不锈钢、空镍的套利组合。有现货渠道的投资者，也可以尝试在价格合适时，进行期现套利或无风险正套操作。我们认为这些操作的盈利概率较大。

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。