

兴证期货·研发中心

2020 年 2 月 13 日 星期四

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: 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

● 我们的观点

2-3 月市场关注焦点集中在新型冠状病毒疫情，受此影响终端需求推迟，黑色产业链多数品种大跌。虽然一季度需求将受到明显影响，但经济中长期向好格局不变，我们看好远月钢材需求，故推荐逢高介入 5-10 螺纹反套以及空热卷 05 合约、多螺纹 10 合约的套利策略。

● 我们的逻辑

由于 12 月开始的新型冠病毒肺炎疫情爆发，全国春节假期延长，大部分省市延后复工时间。黑色成材受此影响大幅下挫。

供应端：由于疫情影响，全国多地钢厂减产，2 月日均影响产量约 10.2 万吨，减量主要集中在建材，但长期停产可能较低。

需求端：受到疫情冲击，全国需求恢复延迟。远月需求相对强势。

库存：当前钢材库存偏高，运输恢复后，社会库存或创历史极值。

策略方面，建议螺纹 5-10 反套：价差 [-20, 0]入场：价差扩大至[-120, -100]止盈离场；[30, 50]止损离场。

同时关注：空 05 热卷-多 10 螺纹合约。

● 风险提示

需求短期内迅速回升；产量继续受到压制；货币财政收紧。

报告目录

1. 钢材走势回顾.....	3
1.1 节后受疫情影响大幅下挫.....	3
2. 供应减量明显，短期恢复有限.....	3
2.1 钢厂增加检修.....	3
3. 需求复工有限，远期仍然可期.....	5
3.1 疫情影响终端复工.....	5
3.2 远期需求仍然可期.....	7
4. 现实库存压力较大.....	8
4.1 钢材社会库存持续累积.....	8
4.2 钢厂库存压力剧增.....	9
5. 疫情对板材影响更大.....	9
6. 建议螺纹钢 5-10 反套，关注空 05 螺纹，多 10 热卷.....	11

图目录

图 1: 节后钢材期货大幅下挫：元/吨.....	3
图 2: 螺纹钢生产利润：元/吨.....	5
图 3: 螺纹钢表观需求：万吨（产量调整后）.....	6
图 4: 央行公开市场操作：亿元.....	7
图 5: 人民存款准备金率：%.....	8
图 6: 螺纹钢社会库存预估：万吨.....	8
图 9: 全国确诊新型冠状病毒地区密度：例.....	10
图 12: 螺纹 5-10 价差历史走势：元/吨.....	11
图 13: 螺纹 05 合约基差历史比较：元/吨.....	12
图 14: 空 05 热卷-空 10 螺纹价差历史走势：元/吨.....	13

表目录

表 1: 2 月钢厂检修统计.....	4
表 2: 全国春节后复工统计.....	6
表 3: 无风险套利核算.....	12

1. 钢材走势回顾

1.1 节后受疫情影响大幅下挫

春节后钢材期货大幅下挫：2月3日螺纹钢、热卷主力合约双双跌停。随后期货价格逐步回升。截至2月12日收盘，螺纹钢主力合约收3404元/吨，较节前收盘下跌96元/吨，但较节后低点反弹216元/吨；热卷主力合约收3404元/吨，较节前收盘下跌117元/吨，但较节后低点反弹149元/吨。

图 1：节后钢材期货大幅下挫：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 供应减量明显，但影响时长较短

2.1 钢厂增加检修

由于疫情影响各地复工，作为劳动密集型的钢厂，在此前的检修计划中，适当增加检修时间和容积。根据我们统计，2月份全国钢厂新增检修影响产量295万吨，日均约减少产量10.2万吨。根据我们统计，建材产量受影响比例较大，日均产量约6.6万吨，占全部降幅的65%。

表 1: 2 月钢厂检修统计

企业	开始时间	持续时间	产线	日均影响	总影响产量
鞍钢	2月4日	55	热轧	1.3	71.5
鞍钢	2月1日	70	高炉	0.6	42
珠海粤钢	2月3日	18	线材	0.5	9
包钢	2月1日	待定	螺纹	0.38	-
广西盛隆冶金	2月4日	待定	线材	0.5	-
鞍钢莆田冷轧	2月1日	15	冷轧	0.19	2.8
鞍钢莆田冷轧	3月1日	12	冷轧	0.19	2.2
达钢	2月15日	待定	高炉	-	7.2
马钢	2月2日	15	建材	0.3	4.4
山东广富钢铁	2月1日	10	高炉	0.3	3
山东传洋	2月1日	待定	钢带	0.7	-
西王特钢	2月1日	9	建材	0.7	6.3
安钢	1月25日	待定	棒材	0.5	-
四川德胜	2月1日	20	高炉	0.34	6.46
威钢	3月12日	6	高炉	0.99	5
山钢永锋	2月	待定	转炉	-	7
冷水江钢铁	2月	待定	高炉	0.2	-
新疆新兴钢铁	2月1日	待定	高炉	0.3	-
山西美锦钢铁	2月7日	31	高炉	0.3	9
临沂江鑫	2月1日	待定	高炉、轧线	0.1	3
河北东海特钢	2月1日	待定	高炉、轧线	0.9	-
唐山东华钢铁	2月6日	待定	高炉、轧线	1.2	-
福建三宝	3月1日	15	高炉	0.42	6.3
山东闽源钢铁	2月1日	30	高炉	0.2	6
山东闽源钢铁	2月1日	30	螺纹产线	0.3	9
西宁特殊钢集团	1月31日	15	高炉	0.16	2.4
河南济源	2月1日	待定	高炉	0.18	-
包头亚新	2月1日	待定	高炉	0.2	-
河钢集团承钢公司	2月2日	60	高炉	0.6	36
山西宏达钢铁	2月5日	待定	高炉、轧线	0.55	-
陕晋川甘论坛内钢厂	2月5日	待定	高炉、轧线	5.5	-
鑫汇冶金有限公司	2月7日	待定	高线	0.4	-
重钢	2月14日	15	棒材	0.2	3
山西中钢特材	2月11日	待定	高炉	0.15	-
山西中钢特材	2月11日	待定	线材	0.2	-
永钢线材	2月11日	9	线材	0.23	2.07
首钢京唐	2月10日	待定	热轧	0.75	-
首钢集团	2月16日	70	高炉	1.2	84

中天钢铁	2月3日	待定	高炉	0.4	
鄂钢	2月9日	6	螺纹	0.25	1.5
2月合计	294.64		2月日均	10.16	

数据来源：Mysteel，钢之家，兴证期货研发部

根据我们统计，大部分钢厂检修时间在 10 天左右，长期停产可能性较低。当前钢厂利润偏低，截至 2 月 12 日，全国螺纹钢长流程平均生产利润为 84.4 元/吨，较节前下滑 224 元/吨；电炉生产利润为-350 元/吨，较节前下滑 285 元/吨。不过相对较低的生产利润限制了钢厂的短期复产。

图 2：螺纹钢生产利润：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 需求复工有限，远期仍然可期

3.1 疫情影响终端复工

相较于供应的回落，需求的下滑更为明显。受疫情影响，春节假期延长，全国多地推迟复工时间：其中国务院要求春节假期延长至 2 月 2 日，其余各地针对地域特征“因城施策”。其中湖北省将社会复工时间推迟至 2 月 14 日。作为钢铁终端下游的建材行业，各地要求建筑工地也按要求推迟复工，钢材需求将受到大幅影响。

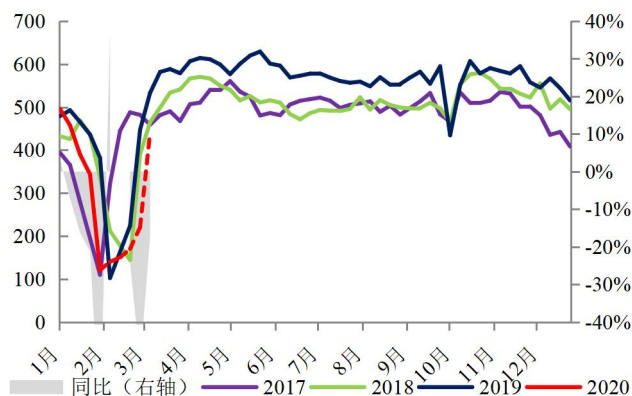
表 2：全国春节后复工统计

国务院	2月3日
交易所	2月3日
湖北	2月14日
北京	2月10日
河北	2月10日
上海	2月10日
安徽	2月10日
山东	2月10日
浙江	2月10日
江苏	2月10日
福建	2月10日
广东	2月10日
广西	2月10日
贵州	2月10日
云南	2月10日
重庆	2月10日
江西	2月10日
湖南	2月9日
河南	2月10日
吉林	2月3日
哈尔滨	2月10日
天津	2月10日

数据来源：政府网站，兴证期货研发部

往年春节后螺纹钢消费需要两周得到恢复，但今年的恢复周期将大幅拉长。通过对往年螺纹钢表观需求的回顾，我们发现春节期间的的需求基本维持在 150 万吨/周的水平，经过 2 周的调整，需求将稳定在 400 万吨以上水平。受制于复工延后，预计今年的需求将延后 2 周才开始缓慢恢复。

图 3：螺纹钢表观需求：万吨（产量调整后）



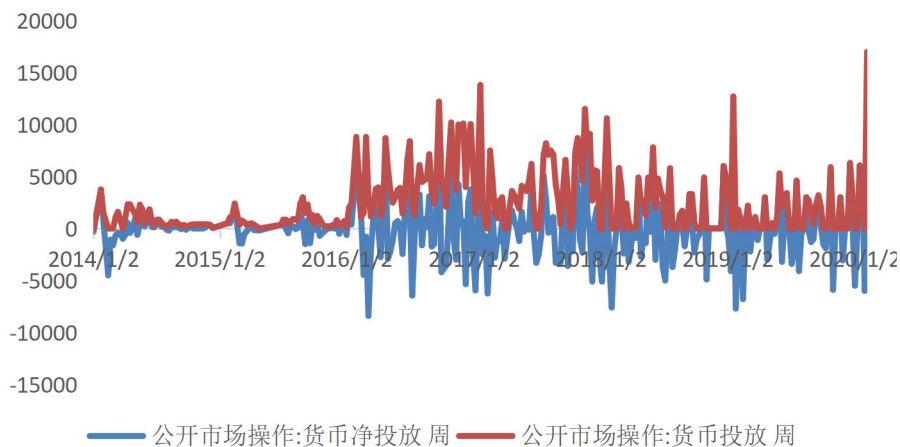
数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

3.2 远期需求仍然可期

虽然受到疫情影响，全国复工受限，但2月3日以来，全国各大金融机构纷纷出台政策，扶持企业渡过难关：截至2月12日，春节后人民银行共通过公开市场投放2.7万亿元流动性，达到历史新高；2月7日当周净投放流动性1.12万亿元也是历史峰值水平；另外，2月11日，财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。加上此前提前下达的专项债务1万亿元，共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元，相较于2019同比增长30%。

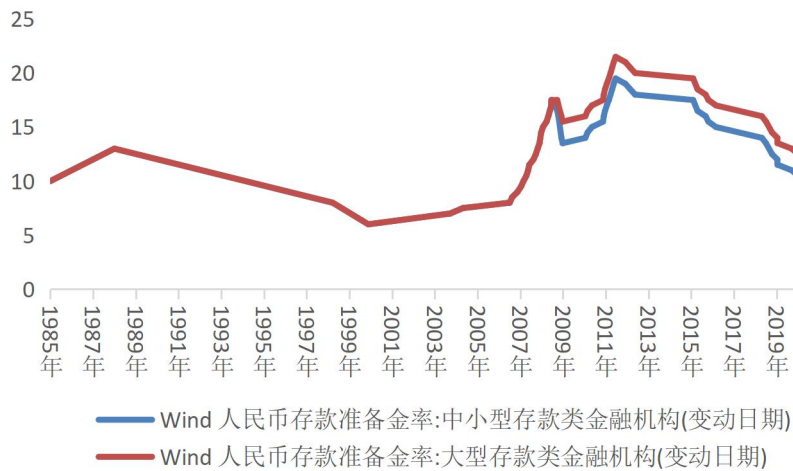
相较于对近期现实层面的冲击，远月需求仍有较大韧性。一方面是国内的货币政策存有较大调整空间：2020年1月6日，央行最新一次降准，将中小型存款类金融机构的人民币存款准备金率下调至10.5%；大型存款类金融机构的人民币存款准备金率下调至11.0%。相较于其他发达国家：类似日本、欧盟的1%利率甚至负利率，我国仍有较大货币调整空间。另一方面：春节假期的延长，复工时间的推迟更多体现在一季度：发改委在新闻发布会中提到：严格制止以审批等形式限制企业复工复产行为，需求有望超预期恢复。

图4：央行公开市场操作：亿元



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：人民币存款准备金率：%



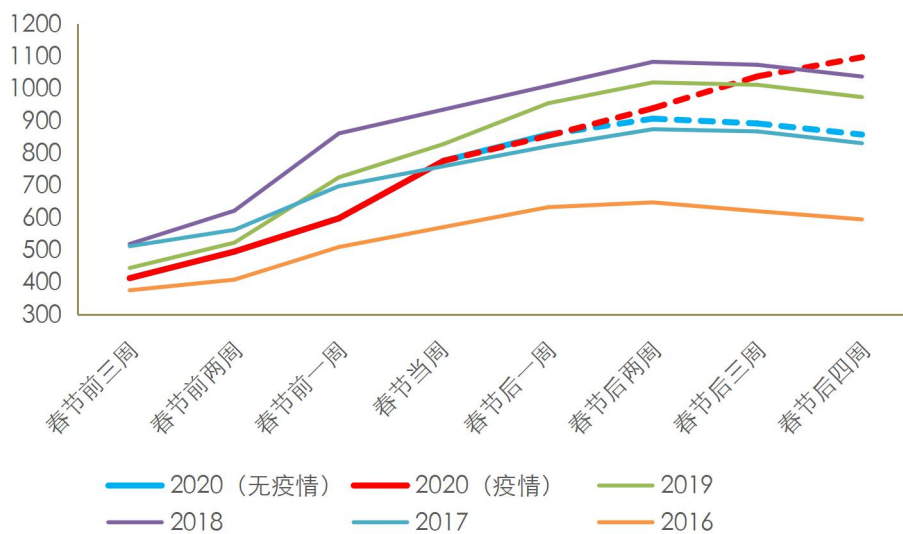
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 现实库存压力较大

4.1 钢材社会库存持续累积

根据供应和需求的延后预期，我们对节后一个月内的库存表现进行了估计。如果今年没有疫情，螺纹钢社会库存预计在节后第三周（2月20日）出现拐点，库存峰值在900万吨，较2019年峰值减少11.0%。但受到疫情影响，实际库存将累积至3月6日当周，峰值或超过1100万吨，较2019年峰值上升8.5%，为近5年新高，中期钢材价格将持续承压。

图 6：螺纹钢社会库存预估：万吨

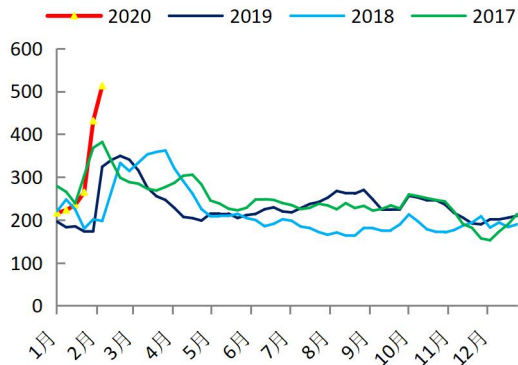


数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

4.2 钢厂库存压力剧增

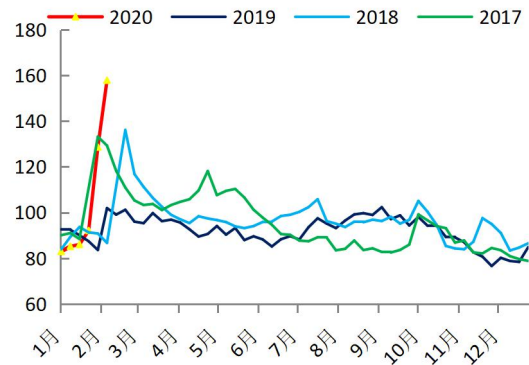
截至 2 月 6 日，Mysteel 统计的全国样本钢厂库存总量 978.89 万吨，较节前上升 83.1%，同比上升 49.77%；其中螺纹钢钢厂库存为 512.8 万吨，较节前上升 93.9%；热卷钢厂库存为 157.86 万吨，较节前上升 71.4%。Mysteel 统计的钢厂库存均创下统计以来新高。由于节后运输受限，大规模钢材被滞留在钢厂，库存压力仍然较大。

图 7：螺纹钢钢厂库存：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：热轧卷板钢厂库存：万吨

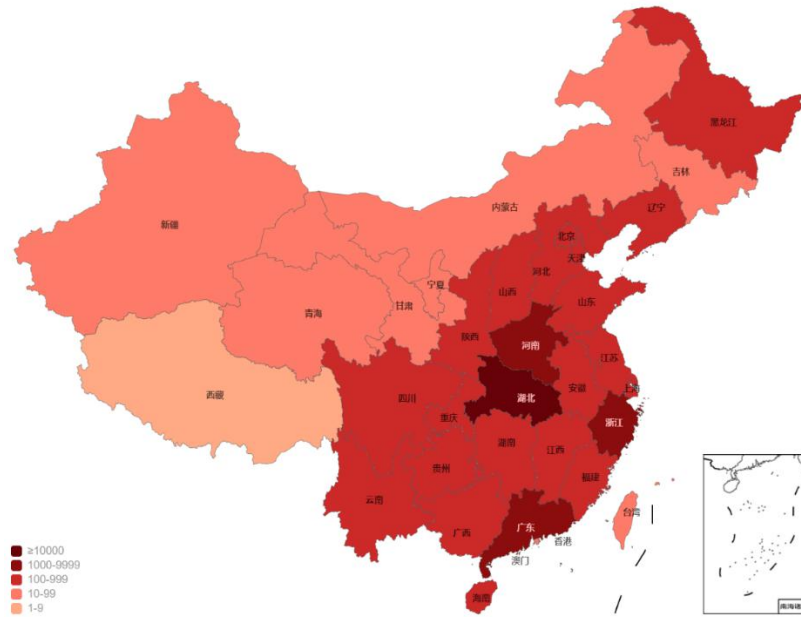


数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 疫情对板材影响更大

此次疫情主要影响地区为湖北省及周边省份，其中华东和中南区域确诊病例最多：截至 2 月 11 日，全国共累计诊断新型冠状病毒人数为 44653 例，华东和中南（上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东以及河南、湖北、江西、湖南、广西、广东、海南）的累计确诊人数为 41352 人，占全国确诊人数的 93.0%。因此本次疫情对华东和中南地区的企业生产形成重大影响。

图 9：全国确诊新型冠状病毒地区密度：例



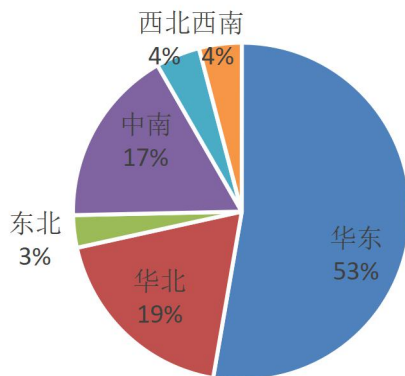
数据来源： Wind，兴证期货研发部

我们通过对全国钢材流向进行比较分析，发现相较于螺纹钢，板材受疫情影响或更大：2019 年全国热轧薄宽钢带累计流向华东和华南共 1995 万吨，占全国流量的 69.7%。2019 年全国钢筋累计流向华东和华南共 5219 万吨，但仅占全国流量的 32.0%。由此可见，华东、中南地区是板材的主要消费地，而建材主要消费地是东北地区。

同时，我们观察到 2018 年湖北的汽车产量占全国产量的 9%，由于汽车消费占热卷的下游需求中约 25%，湖北地区推迟的汽车企业复产将直接导致板材需求下降 2.25%。

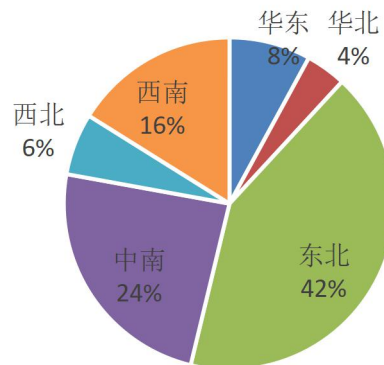
因此，本次疫情影响导致华东及中南地区企业复工延后，在钢材需求端对板材的影响强于长材。

图 10：热轧薄宽钢带流向占比：%



数据来源： Wind，兴证期货研发部

图 11：钢筋流向占比：%



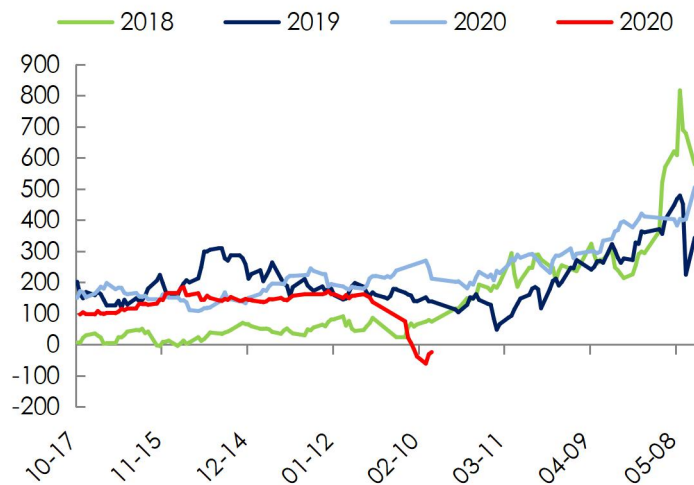
数据来源： Wind，兴证期货研发部

6. 建议螺纹钢 5-10 反套，关注空 05 螺纹，多 10 热卷

截至 2 月 12 日收盘，螺纹 5-10 价差为-24。根据上文中对钢材基本面的分析，螺纹钢 5-10 价差存在继续向负扩大的动力。主要原因是：供应端方面，节后钢厂检修较多，但大部分将在 2 月下旬复产；需求上：受疫情影响，近月需求受到冲击，远月需求存在触底反弹动力。此外，当前社会、钢厂库存处在较高水平，对近月价格有明显压制。

根据测算，建议在螺纹 5-10 价差[-20, 0]入场：螺纹 5-10 价差扩大至[-120, -100]止盈离场。[30, 50]止损离场。

图 12：螺纹 5-10 价差历史走势：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

同时提示 5-10 反套的风险：

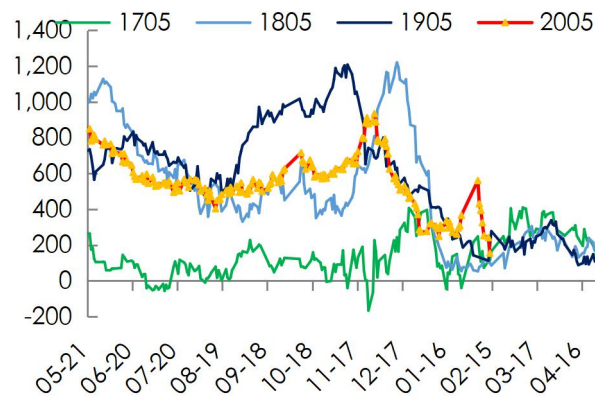
- 与往年 5-10 价差走势背离：**从 2015 年开始，受到供给侧改革后钢材利润恢复，国内经济下行压力的累积，导致钢材期货持续呈现远月贴水的结构。但本策略推荐的是钢材 5-10 反套，与往年的远期结构不同，存在一定风险。
- 5-10 价差持续扩大存在无风险套利机会：**由于无风险套利的存在，5-10 反套的上限确定。按照当前的价格粗略估算，RB2010 升水 149 元以上就会出现无风险套利机会，其中资金成本按照 8% 的年息计算。实际中，由于部分仓库提供一段时间的免费仓储时间，以及期货现货价格都在变化，因此具体时点的交割成本需具体时点计算。
- 基差出现提前收缩：**虽然目前的螺纹 05 合约的基差为 155 元/吨，为现货价格的 4.35%；同时目前离 05 合约交割还有较长时间，基差对 05 合约的引导作用有限。

表 3：无风险套利核算（元/吨）

价格	05 合约价格	3404
固定费用	入库费	15
	出库费	15
	交割费	2
	交易手续费	0.68
仓储费用	现货仓储费	0.1 元/吨/天
	现货仓储时间	140
	仓单仓储费用	0.15 元/吨/天
	仓单仓储时间	10
	仓储费用	1.5
现金成本	资金成本	114.15
成本合计		148.33

数据来源：SHFE，兴证期货研发部

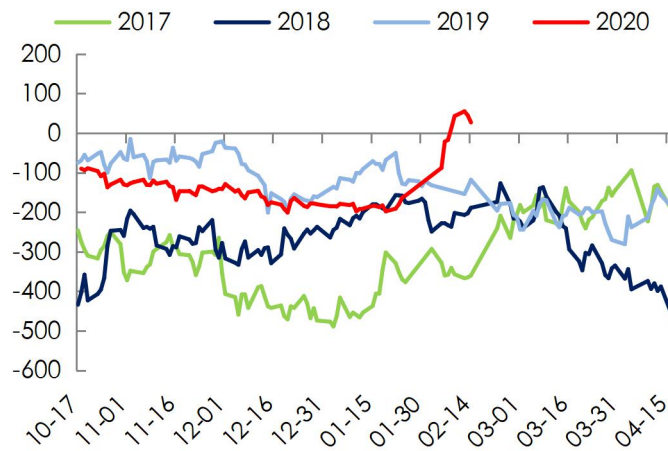
图 13：螺纹 05 合约基差历史比较：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据第 5 节中我们对此次疫情中对板材需求影响更大，我们另外推荐空 05 热卷-多螺纹 10 合约的跨期、跨品种套利。截至 2 月 12 日收盘，此套利价差为 27 元/吨。根据测算，建议在此价差价差为[0,20]入场：价差扩大至[100, 120]止盈离场。[-50, -30]止损离场。

图 14：空 05 热卷-多 10 螺纹价差历史走势：元/吨



数据来源： Wind，兴证期货研发部

与螺纹 5-10 反套类似，此套利也存在：与往年价差走势背离、价差持续扩大存在无风险套利机会和基差出现提前收缩等风险。

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。