

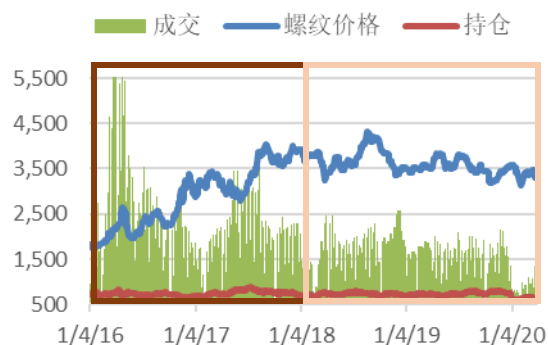
钢材走势复盘

--杜少伦

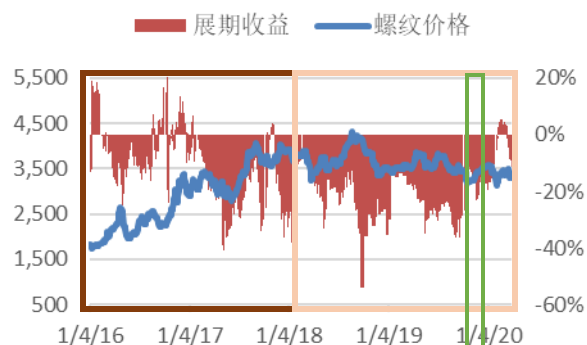
2020-03-30

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

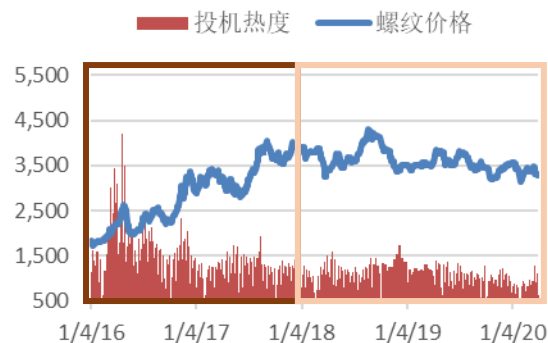
钢材是基建和地产的必备原材料，上游原材料直接连接着铁矿石和焦炭。对于政策的敏感度钢材可谓是首当其冲，同时由于进口铁矿石受到人民币价格的影响很大，作为炼钢的原材料，钢材自然也会受到人民币价格的影响。同时作为基建的主要品种，对于通胀的敏感度也是很高的，因为人工成本是钢材生产的一大指出，随着通胀上行人工工资水平要求上升，自然会对钢材生产成本造成直接影响。所以下面我们将会和以前一样从交易的角度复盘钢材的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：钢材盘面交易价格，交易量和持仓量，钢材盘面远期价格和近期价格的对比，钢材交易所库存情况，钢材行业股票指数对比，钢材和国债期货价格相关性，钢材对人民币相对走势。这里我们把螺纹钢和热轧卷板合并在一起讨论研究，复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



图一、螺纹钢盘面价格



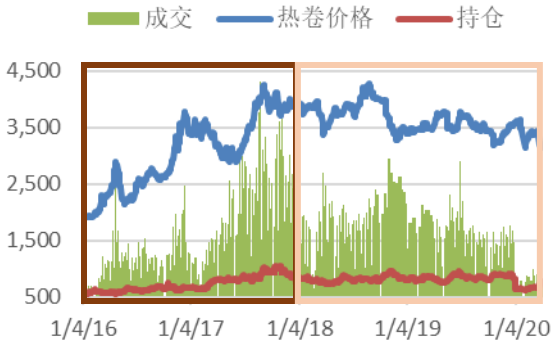
图三、螺纹钢展期收益



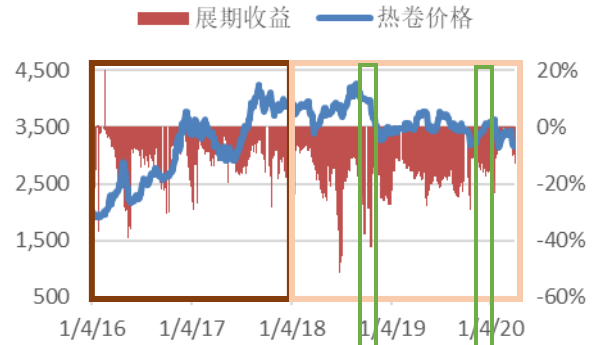
图二、螺纹钢投机热度



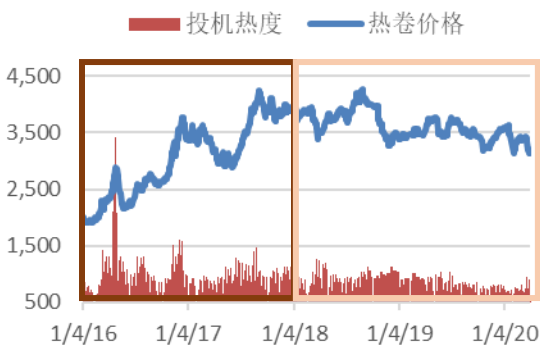
图四、螺纹钢仓单



图五、热卷盘面价格



图七、热卷展期收益



图六、热卷投机热度

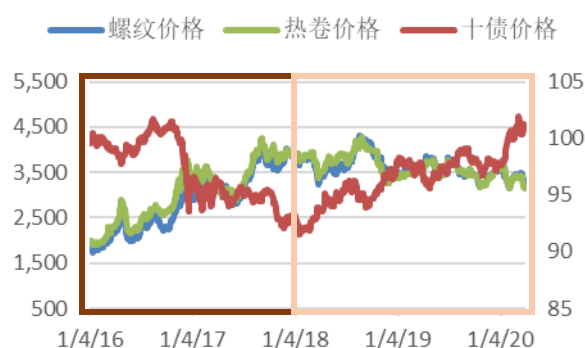


图八、热卷仓单

从上图中看到，热卷和螺纹钢同样属于钢材期货走势基本一致，连盘面价格都基本一致，不同时期会有些许误差而已。这里我们将他们的走势分成两个阶段来讨论，第一阶段 2016 年-2018 年，震荡上行阶段这一阶段螺纹和热卷分别从 1600 左右的价格涨到了 4000 左右成功翻了一倍都不止。第二阶段 2018 年-现在，震荡下行阶段，从 2018 年以后钢材市场开始出现颓势，钢材价格震荡下行，但是目前仍然维持在 17 年初的水平没有将 16 年开始时候的涨幅回吐。可以看到在第一阶段中，钢材市场内部还是有很大不同的，虽然两个品种都是进行了快速的报复性反弹最终走出大牛市，但是螺纹钢反弹初期的盘面出了明显的升水行情同时当时也出现了一小部分仓单抛售，同一时期的热卷就没有任何升水行情出现，在反弹初期的市场认为当时螺纹钢更加强势，对未来存在一定的乐观预期。热卷在整个第一阶段都保持完整的倒挂盘面结构，螺纹钢在 16 年末期再次出现升水盘面结构，主要观察这次上涨过程中的价格结构转变，当时的螺纹钢盘面出现了仓单抛售，外加升水行情是一种比较正常的贸易商利用仓单套利的行为，并不能够成强弱的重新判断。正如我们之前的几篇文章提到的，只有当远期升水伴随仓单减小的时候才能确定是预期强烈看涨了，因为贸易商开始惜售，甚至不用仓单套利了，因为他们也认为远期价格会更高。同一时期的热卷一直表现盘面贴水同时没有仓单，这并不能说明近期缺货，只是贸易商没有办法进行仓单套利所以交易所仓单很小。再看螺纹钢在升水之后出现了明显的仓单下降，同时保持了升水行情形成了新的价格平台。这里仓单消失之后螺纹钢马上回到了贴水行情，所以平台上的那一小段回调其实是远期拉动近期下行的。并在贴水率高达-40%之后结束回调，再次开始暴力拉升。之后的长达两年时间里螺纹钢都是维持着贴水行情，只要是因为近期货源紧张导致的。同时热卷也

一直维持了很好的贴水行情。这里有个关键点，仔细看热卷在 18 年中后期形成近几年头部时候的盘面反应，当时出现了极大地贴水行情贴水率将近年化-40%，同时热卷在这个时候出现了仓单抛售，最近几年最高的一次仓单抛售出现在贴水率最高的时间段，这是明显的强烈看空信号。所以热卷完美的形成了当时的头部。再看 19 年末期的螺纹钢和热卷，当时两个品种都处在远期中上等贴水行情大概同时在-20%左右的年化贴水率，就在这个时候两个品种又同时出现了巨量的仓单抛售，价格下跌，盘面远期贴水，巨量仓单抛售，明确的看空信号！这里再次强调我们的基本逻辑：当盘面出现明显过分的倒挂价格结构时候，说明贸易商抛售库存实际会亏损盘面价格，但是如果这个时候贸易商宁愿亏损盘面价格还要抛售，就说明当时的价格被明确高估了。这就是为什么我们很好地把握了从 2018 年之后的黑色系空头逻辑和走势。

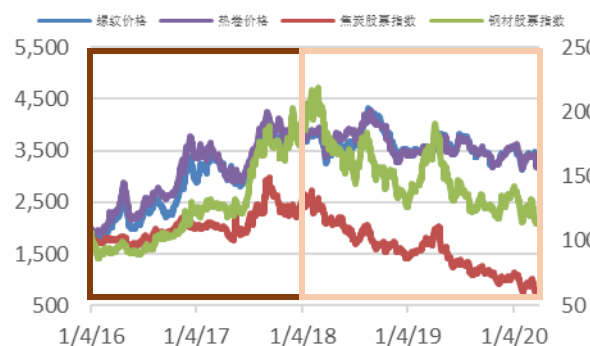
下面我们再看看钢材对应的宏观指标走势和股票指数相关性。



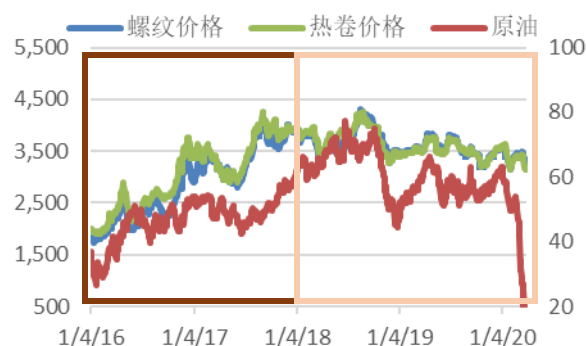
图九、钢材和十债关系



图十一、钢材和人民币关系



图十、钢材和股票指数关系

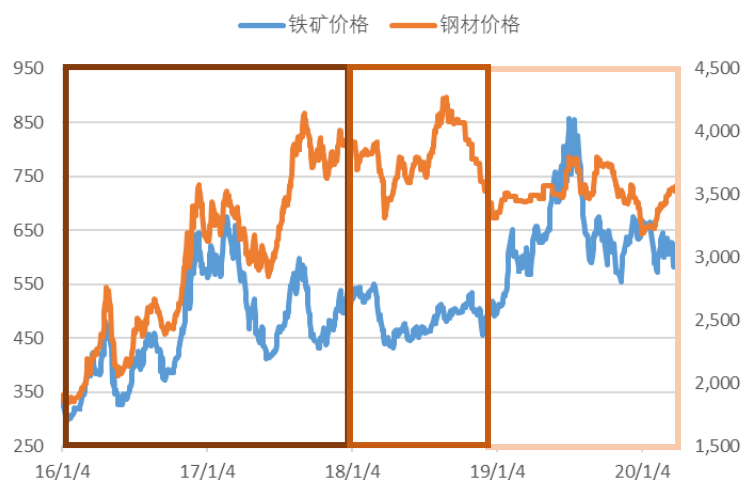


图十二、钢材和原油关系

从宏观面来看，和所有别的大宗商品一样，2016 年以来的反弹是宏观通胀预期拉动的整体报复性反弹。可以看到钢材和煤炭的股票价格指数在 16 年开始以后大幅上行，同时伴随原油大幅上行。从成本端和需求端一起出现了的乐观预期构成了本次经济脉冲的主要因素。同时国债价格也在确立了反弹逻辑之后开始大幅抛售，反应这一乐观预期进入价格之中。从图九可以看到，明显的盘面二次拉升开始时期主要原因是国债大幅下行，通胀预期大幅上行。宏观面的转这点发生在 18 年初的时候主要的盘面信号是：国债筑底开始反弹，同时煤炭和钢材股票价格指数筑顶完成，开始走弱，但是同一时期的原油价格还在上行通道、我们看到钢材价格从 2018 年开始震荡走势，同一

事情其他的大部分商品都开始走弱，唯独黑色系还能维持相对强势走势，主要是因为政策面一直给与扶持，形成了强势震荡走势。在第二阶段时候，可以看到所有的宏观指标基本上都转向了空头，其中十债价格完全涨回了之前的跌幅，对通胀的预期完全崩溃，甚至转为了通缩预期。同时煤炭和钢材的股票指数已经明显进入空头，原油也开始走弱。所以宏观面来看大环境明显看空了，只是钢材价格还在维持震荡走势，这已经形成了明显的价格错误估计，市场最终会纠正这种偏差。从宏观相关性来看，国债走势和钢材价格呈现明显的反相关关系，可以作为一个很好的参考指标。同时配合我们常用的仓单加盘面价格结构的方法来确定整体走势。

下面我们作为黑色系的结尾再看看板块内部的联动性情况，就如我们所知道的那样，黑色系是个连续的整体，中国保持铁矿石进口，然后利用焦煤焦炭炼钢，最后形成钢材出口。这一系列的商品都是一条产业链上的，所以他们之间的强弱关系自然会相互影响，比如提前看到了铁矿石走弱，那么大概率也会开始拖累钢铁价格等等。



图十三、铁矿石和钢材价格

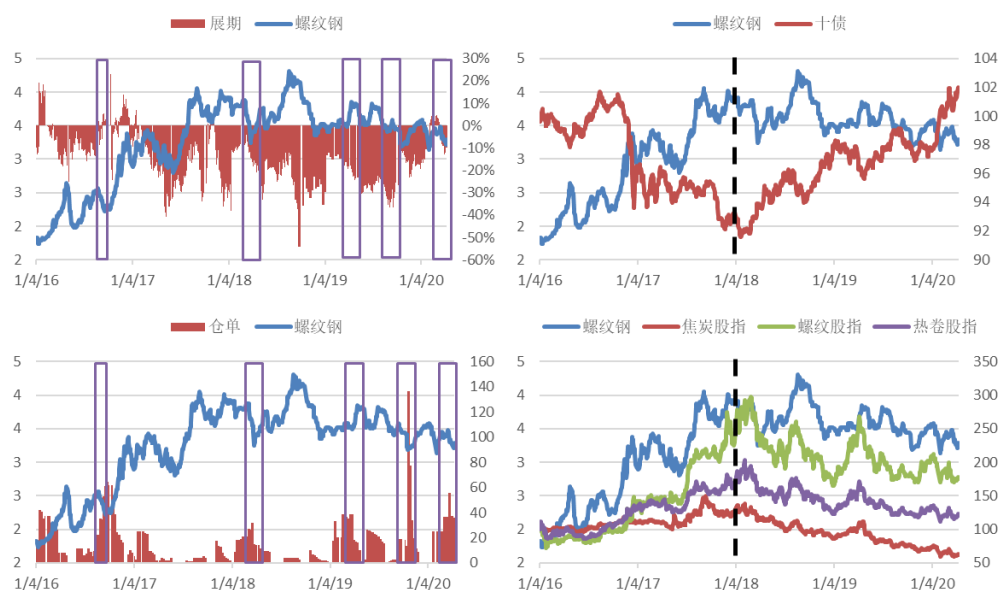


图十四、钢材和煤炭价格

从价格相关性来看，钢材和煤炭的联动性明显非常强，但是钢材和铁矿石的价格相关性就明显偏弱。2016 年大反弹开始到 2017 年钢材和铁矿石还有煤炭都保持良好联动性，但是从 2017 年开始铁矿石就独自弱勢弱了，钢材和煤炭反而在这个时候一飞冲天。铁矿石由于一直保持进口的原因受到人民币价格影响较大，从 2017 年开始人民币出现了连续的升值走势。导致铁矿石直接价格开始开始下跌，但是相对来说钢材和煤炭对人民币反应不够灵敏，反而更加和利率水平相关。这就是为什么铁矿石在黑色系内部走出了独立行情。目前来看，不管是煤炭还是铁矿石都已经明显走弱了，剩下的钢材稍显强势，但是从板块整体走势来说，钢材的成本端已经明显下降，需求端没有足够预期（股票指数弱势），价格下跌基本已经成为定局只是时间问题。

04/12/2020，补充：

综上所述，对于钢材而言主要还是看宏观趋势，以十债价格为代表的工业品通缩通胀，以股票指数为代表的未来预期，同时配合盘面远期价格和仓单变化来进行操作。从 2016 年到现在一共盘面发出过 5 次信号，下面我们一一回顾：



图十五、螺纹钢操盘组图

第一次信号：2016 年第三季度，当时宏观面十债价格已经崩溃，通胀预期强烈，螺纹钢盘面短期出现升水格局，同时仓单小幅上涨，这里构成了做多入场信号，但是随后因为仓单压力继续下跌。不过还是没有改变宏观的上涨趋势。螺纹钢最终突破上行迎来了第二次拉升。

第二次信号：2018 年初，整个 2017 年螺纹钢的盘面仓单压力几乎为零，价格自然也很坚挺。但是到了 18 年初时候盘面一直是明显的倒挂价格结构同时仓单开始上行，这一次十债刚刚开始筑底仍在不确定区间。螺纹第一次发出看空信号，价格短时间崩塌，但是没有持续下来。随着仓单压力的解除，价格反弹甚至创下新高。

第三次信号：2019 年第一节螺纹钢盘面再次出现仓单上行，远期严重倒挂走势，同时这个时候的宏观面已经明显看空，十债价格已经完成筑底并且缓步上行。宏观面配合微观面的联动形成了一次完美的做空信号。这也是近期螺纹钢明显的顶部特征了。

第四次信号：2019 年第四季度初，螺纹钢出现了天量仓单抛售，同时当时盘面处在近期最严重的远期深度贴水，贸易商看空情绪十分强烈。宏观面十债价格和股票指数都明显看空未来市场。再次形成了宏观和微观面的共振，完美的做空信号。之后价格短时间崩塌，之后快速反弹，韧性十足走出了近期的最低点。

第五次信号：2020 年初，伴随原油崩盘，十债新高，股票指数持续走弱，宏观面悲观到了极点。但是螺纹钢的盘面价格远期小幅倒挂，程度不深，说明盘面参与者对现在的价位没有强烈悲观预期，当时仓单抛售持续增加，特别是对比 2019 年之后和 2019 年之前的仓单抛售情况，可以明显看出之后的仓单抛售远远大于之前的仓单抛售。直接说明了现在的供给端其实已经相对宽松，并且贸易商对于远期价格并不看好。目前的虽然宏观面已经悲观，微观面贸易上已经开始抛售库存，但是远期价格还没有被投机者进行吸收，等待远期价格再次深度倒挂会再次构成做空信号。

总的来看螺纹钢的走势，大周期依赖于宏观变量比如十债价格隐含的工业品通胀和通缩预期，同时叠加了股票指数隐含的未来需求预期。短周期来看，主要依靠盘面的远期价格和仓单压力的协同作用，但是由于螺纹钢大部分时间都没有仓单压力。一般来说在远期贴水拉大的时候盘面短期看空，远期贴水缩小的时候盘面短期看多。目前的盘面远期在逐步拉大的过程中，从上个月的盘面升水现在开始盘面贴水并且逐步拉大贴水力度，短期来看远期的看空情绪依然占据主导地位。