

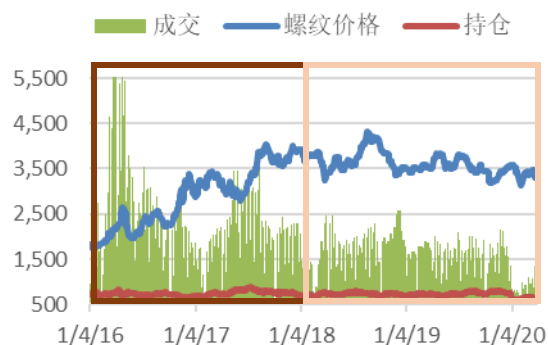
钢材走势复盘

--杜少伦

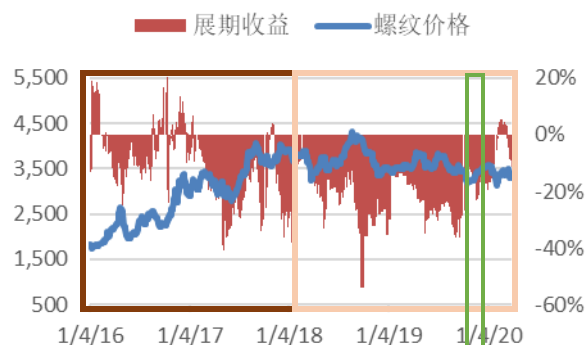
2020-03-30

*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。

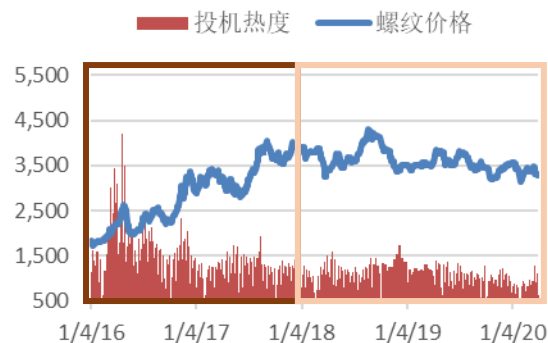
钢材是基建和地产的必备原材料，上游原材料直接连接着铁矿石和焦炭。对于政策的敏感度钢材可谓是首当其冲，同时由于进口铁矿石受到人民币价格的影响很大，作为炼钢的原材料，钢材自然也会受到人民币价格的影响。同时作为基建的主要品种，对于通胀的敏感度也是很高的，因为人工成本是钢材生产的一大指出，随着通胀上行人工工资水平要求上升，自然会对钢材生产成本造成直接影响。所以下面我们将会和以前一样从交易的角度复盘钢材的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：钢材盘面交易价格，交易量和持仓量，钢材盘面远期价格和近期价格的对比，钢材交易所库存情况，钢材行业股票指数对比，钢材和国债期货价格相关性，钢材对人民币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



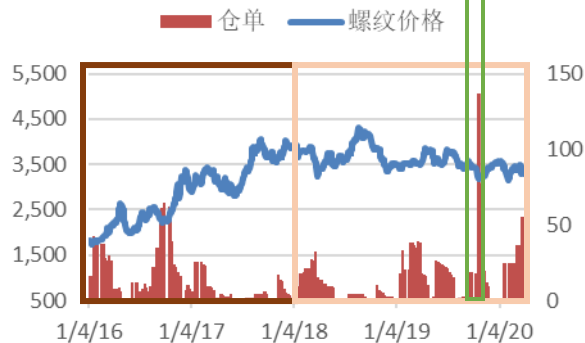
图一、螺纹钢盘面价格



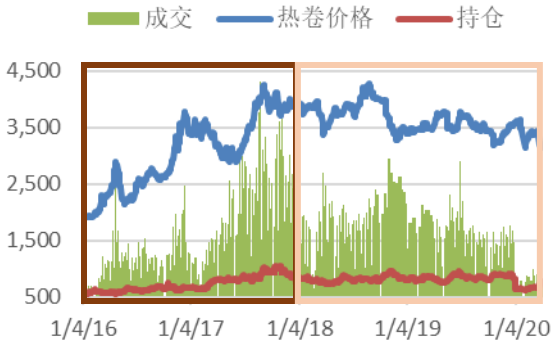
图三、螺纹钢展期收益



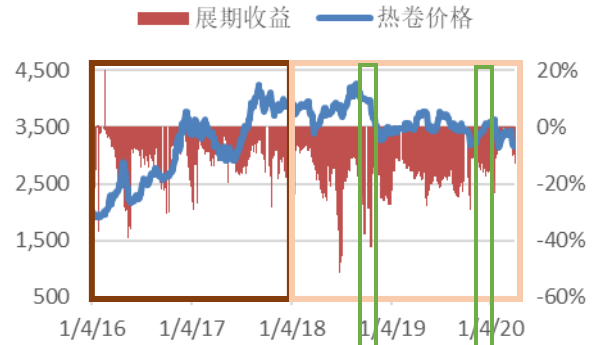
图二、螺纹钢投机热度



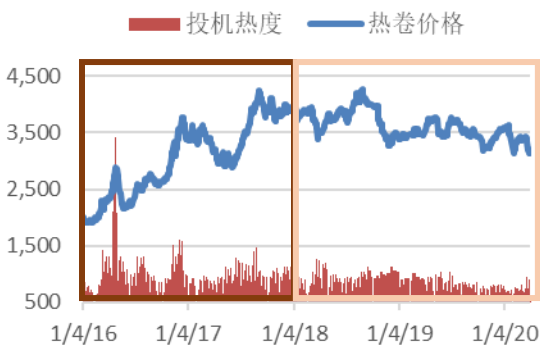
图四、螺纹钢仓单



图五、热卷盘面价格



图七、热卷展期收益



图六、热卷投机热度

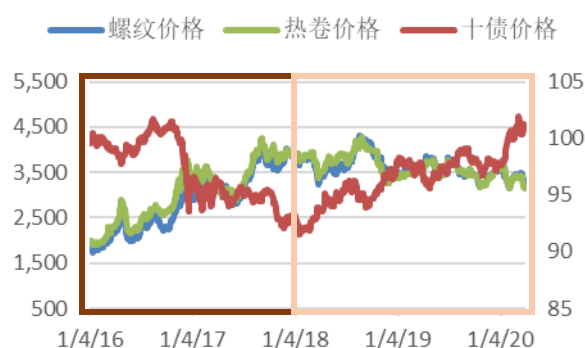


图八、热卷仓单

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。

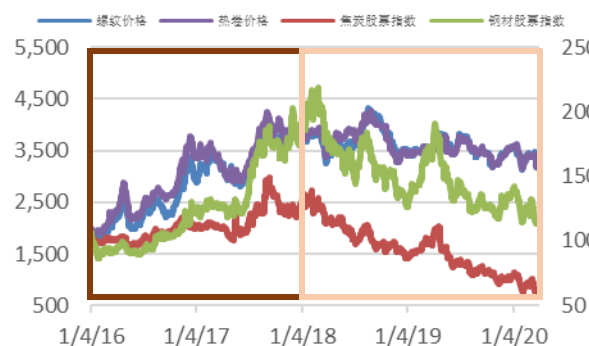
下面我们再看看钢材对应的宏观指标走势和股票指数相关性。



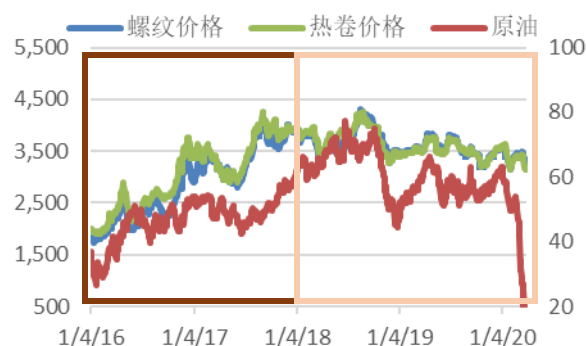
图九、钢材和十债关系



图十一、钢材和人民币关系



图十、钢材和股票指数关系

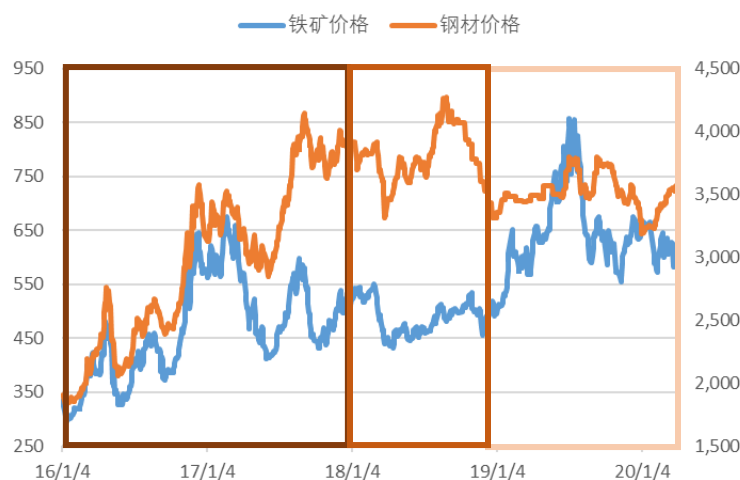


图十二、钢材和原油关系

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势弱了，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。