

黑色金属衍生品周度投资策略报告—20140118

核心观点：

本周黑色金属衍生品价格整体保持了低位窄幅震荡的走势，正如我们在上周策略报告中所述，我们认为黑色金属衍生品价格在春节前继续大幅下探的可能性比较小。本周螺纹1405合约结束了一个多月来的持续下跌行情，开始在相对偏低的区域盘整，基本上维持在3450-3500点之间运行。

尽管本周股指在IPO重启的影响下继续下挫，但从2014年前两周宏观经济的运行来看，并非市场表现的那般悲观。截止到12日，四大行本月新增人民币贷款约3200亿元，远高于去年同期的2700亿元，并且这一数据是在四大行存款流失5500亿元的基础上逆势完成的，这大大缓解是市场的资金紧张问题；与之遥相呼应的是土地市场开局火爆，截止到本周北京土地出让金已达到369.58亿元，这一数据预计将在本月突破400亿元，同时广州等其他城市的土地出让数量也稳步攀升，土地市场呈现出了一片欣欣向荣的迹象。这也从实际上表明了2013年房地产企业在经历了去库存化过程之后，拿地的意愿进一步增强，再配合年初四大行贷款的放量增长，我们更加有理由对春节之后需求的释放保持乐观态度。

虽然从宏观层面上看整体经济开始好转，但目前毕竟已经进入到传统的冬季，随着天气的进一步变冷以及春节的日益临近，现货市场表现非常平淡。据了解，北京地区的一些贸易商或将在下周开始进入到节假日状态，这也将进一步抑制钢材的需求。本周螺纹库存增幅进一步扩大，周环比增加52.07万吨，至620.97万吨；同时，中钢协公布的1月上旬数据显示，粗钢日均产量为199.7万吨，仍旧保持相对偏低的水平。偏低的产量加上大幅增长的库存，表明下游需求已经步入较弱的状态，预计这一状况将成为春节前的主流。不过在这一过程中我们需要注意的是，今年与往年有一个巨大的不同，商家主动囤货的意愿下降，而库存的增加主要源自于从钢厂的被动接货。因此，在这种情况下，即使宏观经济有好转的迹象，但从目前来看行业基本面来看也不支持钢价的回升，更无从谈起能够反转。

与此同时，铁矿石、焦煤和焦炭等原材料价格同样保持了弱勢盘整的走势，其中矿价开始小幅回调，不过幅度也并不大，远不及螺纹下跌的幅度大。本周银河钢铁事业部对华东地区铁矿石贸易商进行了集中调研，我们发现贸易商手中普遍有1-2船现货出现小幅亏损的现象，这其中固然有商家通过赚取内外利差和汇差所形成的内矿较外矿价格便宜的状况，另一方面钢厂不愿意补库也是一大原因。截止到目前为止，我国北方地区尤其是环渤海地区并未出现恶劣的天气，这也使得汽车运输没有受到任何影响，在这种情况下钢厂采取偏低库存的策略成为了首选，这也在很大程度上压制了矿价。

整体来看，我们仍旧维持黑色金属衍生品价格下方将受到一定支撑的观点，在节前仅有的9个交易日中，黑色金属衍生品或将维持继续在相对偏低的位置进行盘整，从目前来看，节前大幅向上和向下的动力均不足。

未来一周风险点：

(1) 21日沙钢将出台下旬螺纹结算价，关注是否进一步下降；(2) 25日河北钢铁出台北方地区结算价，关注1月份价格；(3) 节前贸易商库存以及商家的心态仍旧是市场关注的重点；(4) 港口铁矿石库存需持续关注，是否能够再次升至亿吨之上；(5) 环保问题是持续关注的焦点，北京市长近期的极端表态值得关注。

策略概述：

投资策略	策略操作	推荐评级	本周操作提示	
1	钢厂套期保值策略	(1) 买入近月 Swap, 卖出螺纹钢 1405	★★★	继续持有
		(2) 买入 Swap 1410, 卖出螺纹钢 1410	★★★★	继续持有
2	螺纹钢调坯轧材策略	买唐山钢坯、卖螺纹 1405 策略	★★★	继续持有
3	焦化企业套期保值策略	卖出焦炭 1405 合约	★★★	继续持有
4	螺纹钢单品种套利策略	买螺纹钢 1410、卖螺纹钢 1405 策略	★★★	继续持有
5	焦煤焦炭套利策略	卖焦炭 1405、买焦煤 1405 策略	★★★	注意止盈
6	螺纹钢和焦炭套利策略	买螺纹 1405、卖焦炭 1405 策略	★★★	继续持有
7	螺纹钢和焦煤套利策略	买螺纹 1405、卖焦煤 1405 策略	★★★	继续持有
8	螺纹钢和铁矿石套利策略	买铁矿石 1405、卖螺纹钢 1405 策略	★★★	继续持有
9	铁矿石内外盘套利策略	买掉期, 卖铁矿石期货	★★	持有
10	螺纹钢和股指对冲策略	买股指 1402, 卖螺纹 1405 策略	★★	继续持有
11	长期单边趋势策略	(1) 卖螺纹钢 1405 合约	★★★	注意止盈
		(2) 卖焦炭 1405 合约	★★★	继续持有
		(3) 卖焦煤 1405 合约	★★★★	继续持有
		(4) 卖铁矿 1405 合约	★★★	继续持有

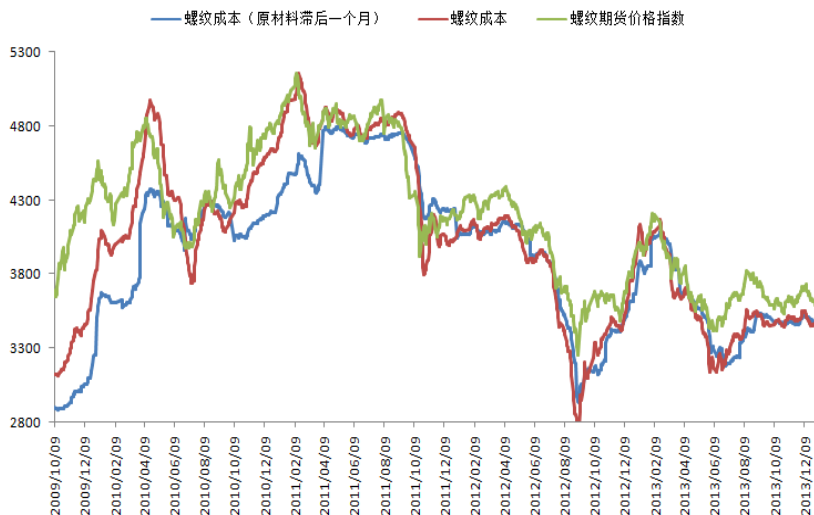
请务必阅读附件中评级说明

一、企业套期保值策略

(一) 锁定利润策略:

投资逻辑: 对钢厂的生产成本进行测算, 若螺纹钢期货价格高于螺纹钢的生产成本, 则可选择进行卖出套期保值; 若钢厂生产成本高于螺纹钢期货价格, 除非预测价格仍将保持跌势, 将暂时不进行操作。

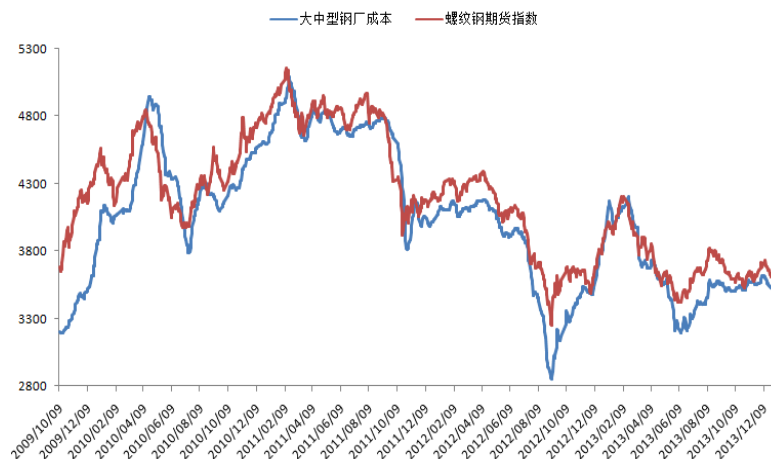
1、行业平均成本:



通过计算, 截止到1月17日, 我国钢铁行业的平均成本为3350元/吨(当日普氏指数), 原材料成本滞后一个月(M-1)的行业平均成本为3461元/吨, 而17日的螺纹钢主力1405合约收盘价格为3470元/吨。

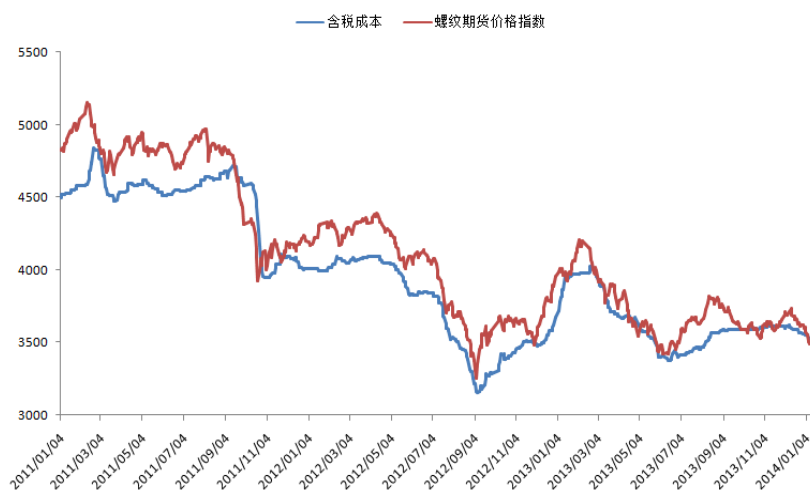
按当前的铁矿石价格计算, 期货价格与螺纹成本之间相差120元/吨, 存在一定的利润空间, 利润水平较上周略有扩大, 可进行卖出套期保值以锁定利润。由于12月份普氏指数均价为135.6美元/吨, 与当前的矿价差略大, 因此利用M-1定价的铁矿石成本与利用当日普氏指数计算的成本相差较多, 价差为9元/吨, 因此铁矿石使用M-1定价的钢厂也可通过卖出1405合约锁定微弱利润。

2、大中型钢厂平均成本:



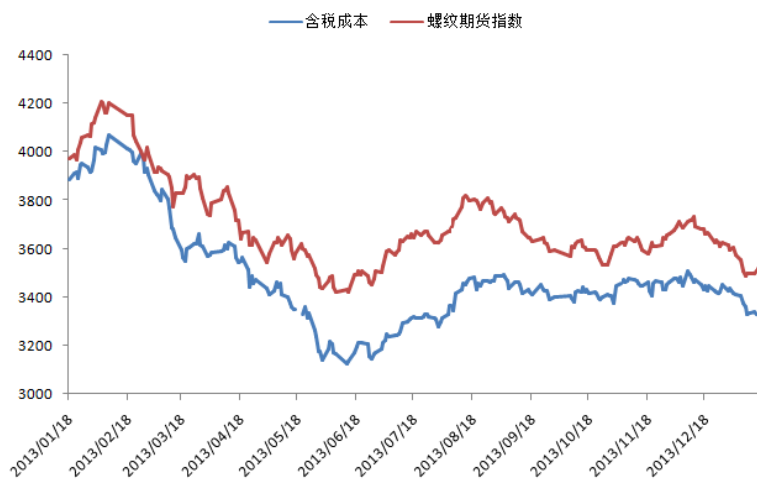
通过计算，截止到1月17日，我国大中型钢厂成本为3428元/吨，小于螺纹钢期货价格3470，两者之间相差大约42元/吨，利润水平同样较上周略有扩大，大中型钢厂可为其螺纹钢进行卖出套期保值，以锁定微薄利润。

3、民营钢厂平均成本：



通过计算，截止到1月17日，我国民营钢厂成本为3480元/吨，两者之间的价差大约为-10元/吨，价差较上周有所收窄，但民营钢厂仍不可为其螺纹钢进行卖出套期保值。

4、锁定掉期的平均成本：



尽管目前国内已经上市铁矿石期货，但钢厂仍可通过新交所的铁矿石掉期市场来对其采购的铁矿石价格进行锁定，并且在锁定铁矿石价格成本的同时，将产成品螺纹钢在国内的期货市场中销售出去，以获取正常的加工利润。

目前铁矿石掉期远月5月份的价格大约在118.08美元，与其对应的螺纹钢成本大约为3266元/吨，要远低于3470元/吨的期货价格，价差为204元/吨，盈利水平较上周有所扩大，且整体利润水平可观。

因此，钢厂可通过“买铁矿石掉期、同时卖出螺纹钢期货”来获得正常的利润水平。

另外，从去年3月份开始的铁矿石掉期各个合约之间呈现逆向市场的状态，前期得到了较大程度的改变，套利机会一度消失。从9月份开始，掉期市场中各个合约再次出现逆向排列的状态，但随着铁矿石期货的上市，套利者利用“买掉期抛期货”的策略进行套利，使得近期掉期各个合约之间的价差开始缩小。不过“买掉期抛螺纹”的策略可继续使用。

5、利用螺纹钢期货为铁矿石套期保值

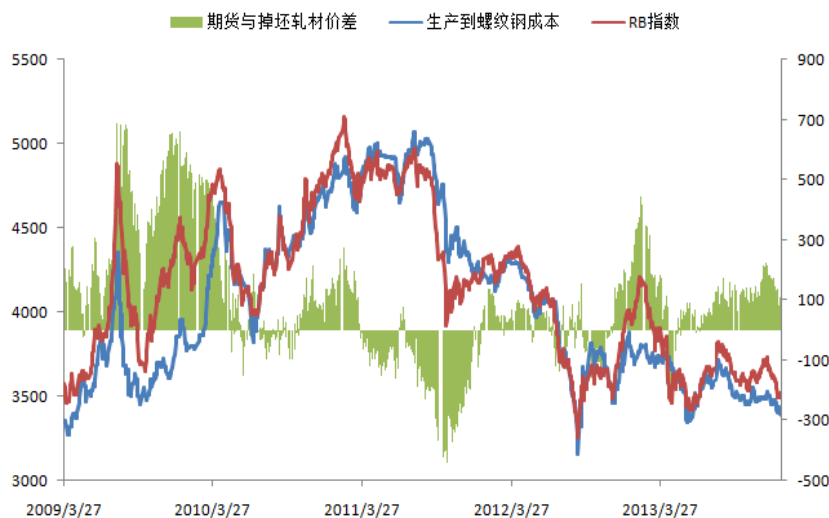
尽管目前新交所有铁矿石掉期，同时大商所也上市了铁矿石期货，钢厂可以利用掉期和铁矿石期货来为自己的铁矿石进行套期保值。但新交所铁矿石掉期受到流动性不足以及操作并不如国内期货操作方便，同时目前铁矿石期货流动性并不如螺纹钢期货流动性好，因此钢厂可考虑使用螺纹钢期货为铁矿石进行套期保值。其模型为：

$$h = \rho \cdot \frac{\sigma_s}{\sigma_f}$$

对于长期的套期保值者来说，这一比率为1.6，即长期均衡比率。若进行短期的套期保值，我们利用过去65天的数据进行动态套期保值比率的计算，截止到10日这一比率为：1:4.61。

(二) 调坯轧材策略：

投资逻辑：由于唐山地区钢铁产能较多，且较为集中，导致唐山地区钢坯价格几乎为全国最低价。较低的钢坯价格就给调坯轧材策略带来了较大的机会。

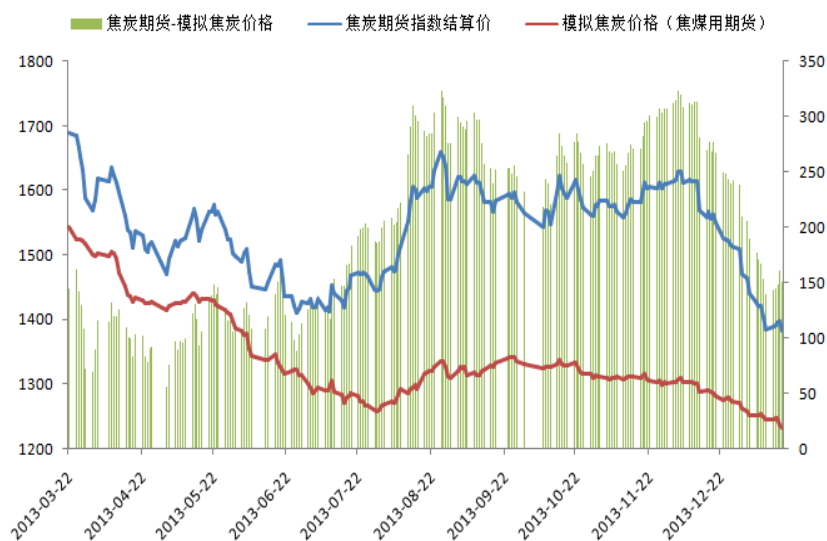


通过计算，我们发现当前调坯轧材生产出的螺纹成本大约在3386元/吨，与此同时螺纹钢期货的价格在3470元/吨，价差大约为84元/吨，价差水平较上周有所扩大，对于调坯轧材企业来说可获得利润，因此可执行此策略。

(三) 焦化企业利用焦煤焦炭期货保值策略：

投资逻辑：2013年3月22日，焦煤期货登陆国内期货市场，进一步完善了“钢-焦-煤”产业链。焦化企业的原材料为焦煤，因此焦化企业可以通过焦煤期货为其原材料进行保值。通过使用焦煤期货价格

来锁定原材料成本，同时可以利用已经锁定的焦煤期货价格对焦炭成本进行测算，若成本小于焦炭期货价格则焦化企业可通过卖出焦炭期货来进行保值。最终做到从原材料到产成品的套期保值。



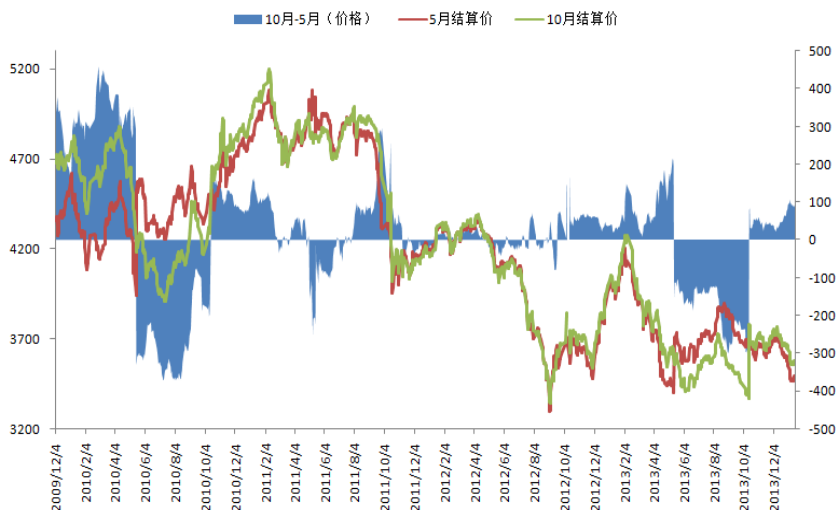
通过计算，按照焦煤期货价格计算，焦炭的成本大约为 1232 元/吨，另外加上 150 元/吨的加工成本，焦炭的成本为 1382 元/吨，而 17 日焦炭期货 1405 价格为 1375，其中有 -7 元/吨的利润空间。因此，焦化企业不可以通过卖出焦炭期货来锁定焦炭销售价格。

二、套利策略

(一) 单品种跨期套利策略：

投资逻辑：在单品种套利策略中，更多的机会出现在螺纹钢期货主力合约的换月过程中，我们利用在换月过程中出现的价格偏离进行套利操作。若不是在换月过程中，那么非主力合约就面临一定的流动性风险，并且若选择近月合约进行操作，还要考虑到保证金水平提高的风险。

由于本周 1401 合约交割，随后上市的 1501 合约成交和持仓量均不大。另外，春节后主力合约将移至 1410 合约，因此我们在近期主要考虑 1405 和 1410 合约之间的套利机会。



时间已经来到偏冷的冬季，现货市场表现不佳，且成交并不理想，导致现货价格持续偏低，受此拖累，螺纹钢 1405 合约同样相对偏弱，因此本周 1405 和 1410 之间的价差继续扩大，因此我们之前推荐的“买 1410 抛 1405”的套利策略可继续持有。

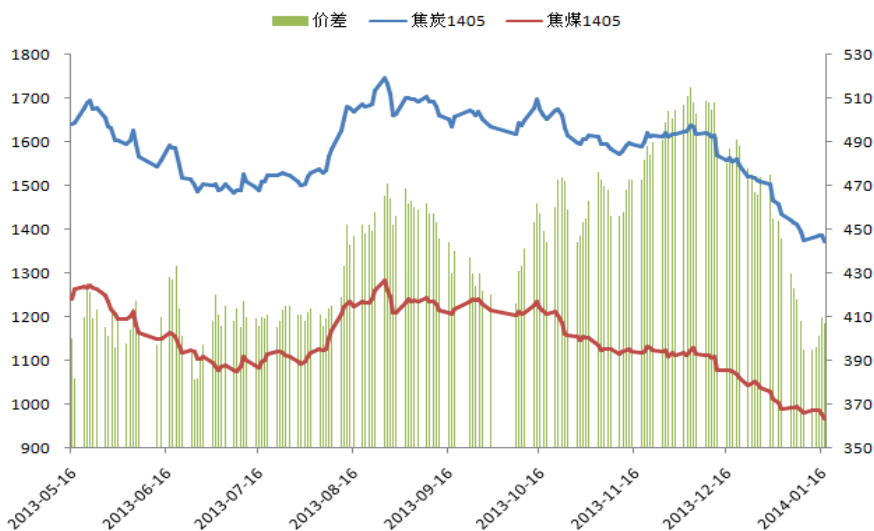
本周最大回撤：0.11%。

止损方案：今年以来 5 月合约和 10 月合约的价差基本维持在【22,106】之间，而去年同期两者之间价差最大曾达到过 147，因此，若后期市场未能如我们前期预测，1405 和 1410 之间的价差未能达到 100 点以上，相反回落至 80 点之间，我们则考虑进行止盈。

（二）跨品种套利策略：

1、焦煤焦炭套利策略：

投资逻辑：2013 年 3 月 22 日，焦煤期货登陆国内期货市场，进一步完善了“钢-焦-煤”产业链，给了市场更多的套利机会。由于焦煤是焦炭的上游，即焦炭是由焦煤生产出来的，因此我们可以通过分析两者之间的不同强弱关系来进行套利操作。



正如我们在前期策略报告中所述，焦炭和焦煤的价差扩大了到 500 元/吨以上，创下了历史最高，因此我们当时建议对“买焦炭空焦煤”的策略进行止盈，并开始进行正套。截止到 17 日，焦炭和焦煤的价差为 407 元/吨，较上周略有扩大，但盈利水平仍在。

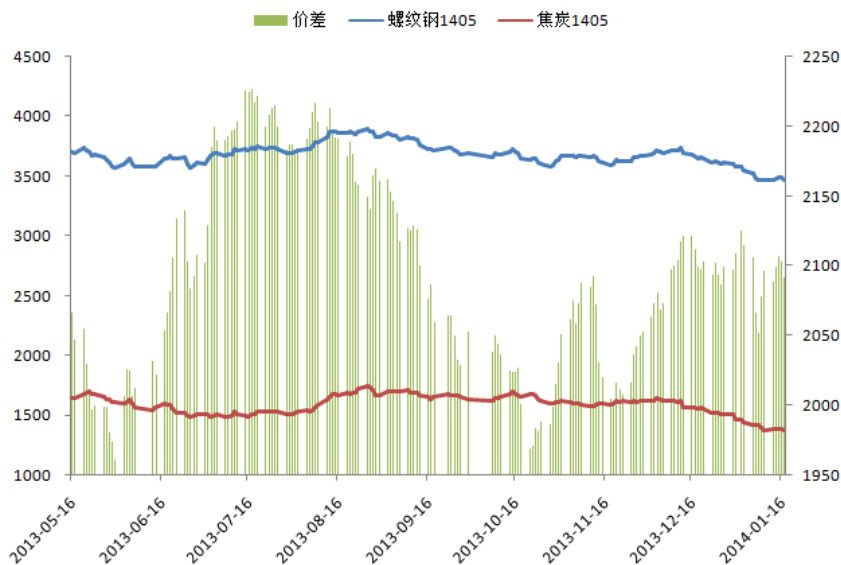
上周最大回撤：1.23%。

止损方案：自从焦煤期货上市以来，两者之间的价差保持在【321,515】之间，前期已经创造了历史最大价差，当前已经有所回落，若后期两者之间价差再次回到 500 点以上，我们则考虑止损。

2、螺纹钢和焦炭套利策略：

投资逻辑：焦炭作为炼钢的原材料，和螺纹钢是上下游的关系。据粗略计算，焦炭约占钢铁原材料成本的 20% 左右，仅次于铁矿石占钢铁原材料成本约 40% 的比例，是炼钢过程中的第二大原料成本。因此，从理论上讲，焦炭价格和螺纹价格之间有着一定的相关关系。通过数理计算，两者之间的相关性高达 92%，具备套利的理论基础。由于在 2012 年 9 月份之前焦炭期货并不活跃，所表现出来的特征是“逢交割必暴跌”，但从 2012 年 9 月份之后，焦炭交易变得非常活跃，价格也表现出了一定的新特征，因此我

们利用两者之间近期所表现出的特征进行套利。



通过对历史数据的计算，我们发现螺纹钢和焦炭之间的价差维持在【1930,2250】之间，因此我们可通过两者之间的强弱关系进行套利。截止到1月17日收盘，两者之间的价差为2091，价差较上周略有收窄。鉴于当前市场已经进入冬季，粗钢产量持续下降，减弱了对焦炭的需求，因此焦炭表现较螺纹更弱，因此我们仍旧坚持前期建议的“买螺纹抛焦炭”的操作，以期两者价差继续扩大。

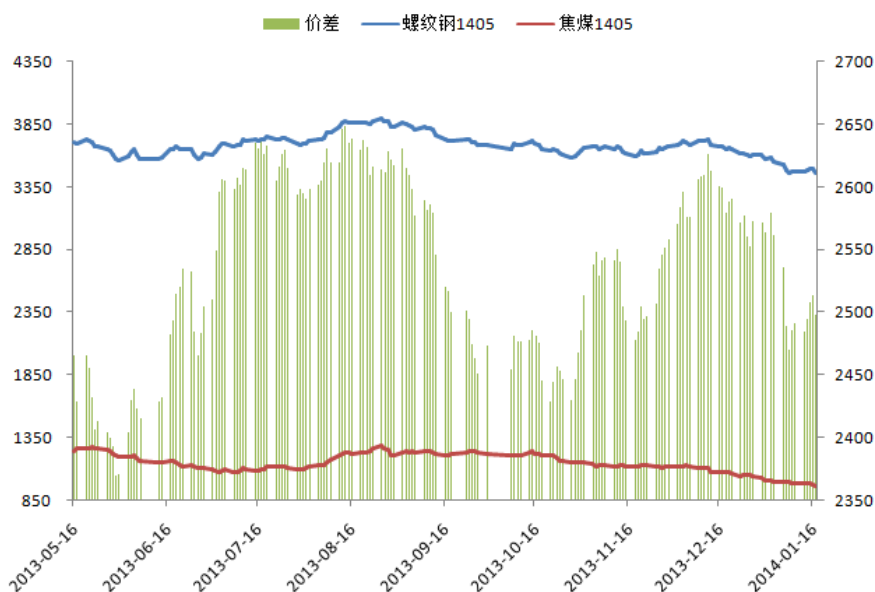
上周最大回撤：0.2%；

止损方案：若后期螺纹和焦炭之间的价差跌至2000点之内，则进行强制平仓操作。

3、螺纹和焦煤套利策略：

投资逻辑：焦煤的主要用途在于冶炼焦炭，而焦炭的最主要用途在于炼钢，因此焦煤与螺纹钢之间同样存在着上下游的关系。焦煤价格在一定程度上受螺纹影响，不过由于焦煤其本身属于煤炭品种，因此其也有着较强的煤炭属性，因此可利用焦煤的不同属性和螺纹钢进行套利。

由于焦煤价格整体偏弱，而螺纹价格相对偏强，因此我们选择“买螺纹空焦煤”的套利策略。通过前期的对比来看，螺纹和焦煤之间的价差保持在【2328,2652】之间，截止到17日，两者之间的价差为2498，较上周有所扩大，因此我们认为两者之间的价差或将扩大，前期提示的“买螺纹空焦煤”套利操作可继续持有。



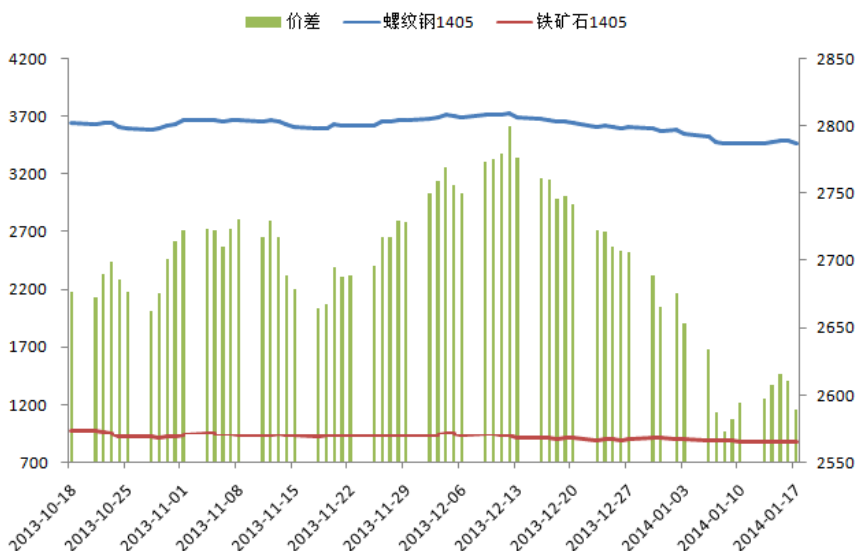
上周最大回撤: 0.43%;

止损方案: 由于目前焦煤价格数据较少, 因此没有长期的比对关系, 若后期焦煤转强, 而螺纹大幅走弱, 则选择及时保护利润。若后期两者之间价差强势回归 2450 点之内, 甚至更低, 则进行止损。

4、螺纹和铁矿石套利策略:

投资逻辑: 铁矿石的主要用途就是用来冶炼生铁, 因此铁矿石价格和螺纹钢价格之间同样存在着较强的联动关系。根据历史的数据统计, 铁矿石价格和螺纹钢价格之间的相关系数高达 96%, 因此我们也可以利用两者之间的不同变动来进行套利。2013 年 10 月 18 日, 国内的铁矿石期货上市, 给这一套利带来了较大的便利。

近期由于螺纹价格表现较弱, 而铁矿石价格受上游定价权的影响表现相对偏强, 因此我们前期推荐的“买铁矿石抛螺纹”的策略可以继续持有。通过前期的对比来看, 螺纹和铁矿石之间的价差保持在【2573,2800】之间, 截止到 17 日, 两者之间的价差为 2589, 较上周基本持平, 因此我们认为前期提示的“买铁矿石抛螺纹”套利操作可继续持有。

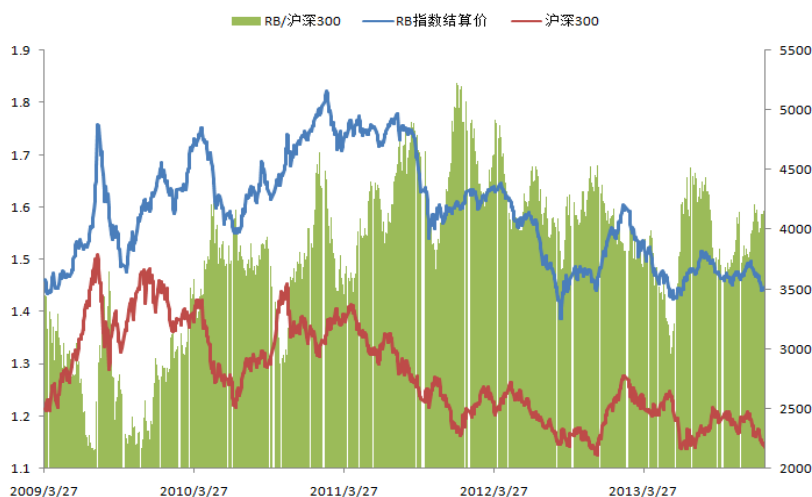


上周最大回撤: 0.63%;

止损方案: 由于目前铁矿石期货价格数据较少, 因此没有长期的比对关系, 若后期螺纹转强, 而铁矿石大幅走弱, 则选择及时保护利润。若后期两者之间价差强势扩大到 2700 点至上, 甚至更高, 则进行止损。

5、螺纹钢和股指对冲策略:

投资逻辑: 螺纹钢被市场称为“小股指”, 这主要是因为当前我国的经济驱动力仍主要是依靠固定资产投资, 而固定资产投资中又以基础设施建设为主, 基础设施建设对螺纹钢构成了较强的需求, 因此, 螺纹钢期货和股指期货两者之间的走势有着极大的相关性。不过, 由于在不同的阶段, 引发价格运动的主要因素不同, 就导致了螺纹和股指在不同阶段有着不同的引导与被引导关系, 本策略正是通过螺纹和股指在不同阶段的不同强弱关系来进行对冲。

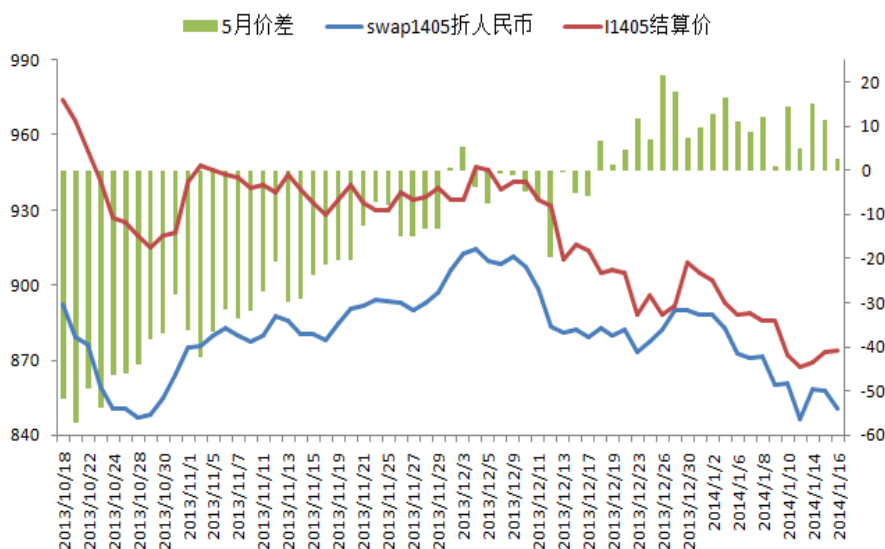


截止到 17 日收盘, 螺纹和股指的比值为 1.60, 较上周基本持平。由于本周钢价走势企稳, 而股指表现相对较弱, 因此我们进行的“买股指抛螺纹”策略有一定的回撤, 因此注意止盈。

上周最大回撤: 0.11%。

止损方案: 螺纹和股指的比值重新跌至 1.45 以下的水平, 因此我们考虑进行平仓。

(三) 铁矿石跨市场套利策略:



铁矿石期货上市后，和铁矿石掉期产生了较强的套利机会。由于铁矿石掉期远月价格偏低，因此可进行“买掉期抛铁矿石期货”的策略。

三、长期单边趋势策略

投资逻辑：以5周均线为依据，当期货价格上涨超过5周均线后，即作为开仓做多的依据；相反，若螺纹钢期货价格跌破5周均线，即作为开仓做空的依据。

1、螺纹钢1405合约策略：

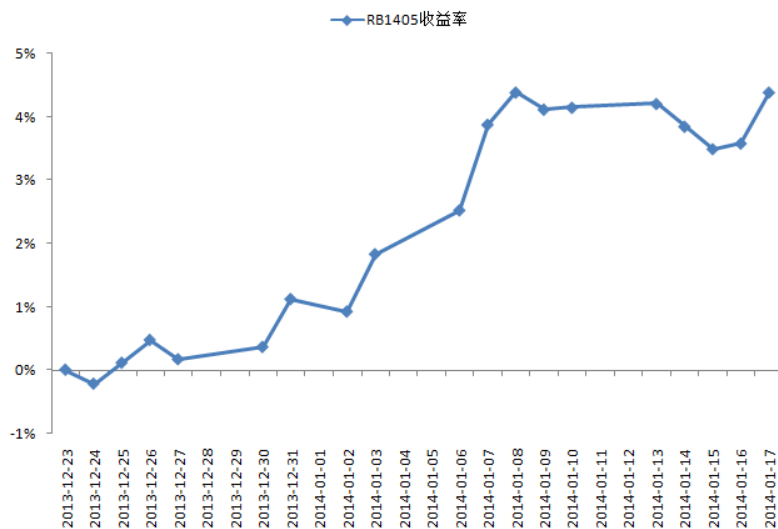
螺纹钢1405合约在12月20日跌破25日均线，在23日得到进一步确认之后，在23日进行开空单操作，建仓均价为3615。



近期最大回撤：0.37%。

止损方案：若后期螺纹钢期货价格转头向上，且周五的收盘价格上涨超过5周均线，我们则在第二个周一将前期的空单进行平仓，同时进行反手做多操作。12月20日，螺纹1405合约下跌至25日均线下方，并在此后的周一仍在25日均线下方运行，因此考虑在12月23日进行止损，并反手做空。

收益率: 截止1月17日收盘后, 螺纹1405 合约均价为3463, 累计盈利为: 4.39%。



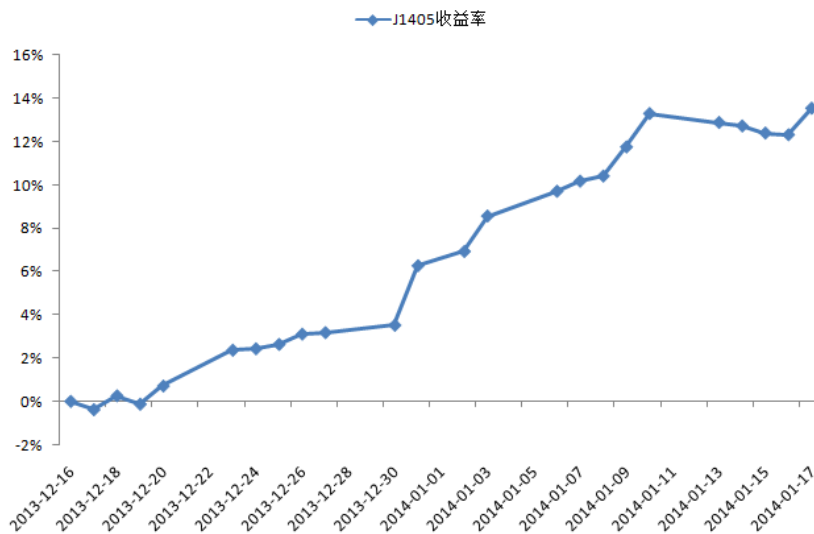
2、焦炭1405 合约策略:

我们利用同样的方法进行焦炭期货的长期投资策略。12月13日, 焦炭出现做空信号, 因此我们将前期多单平仓, 并在12月16日建立空单。



近期最大回撤: 0.33%。

收益率: 本策略从12月13日(周五)出现信号, 并且16日信号再次验证, 因此选择在12月16日(出现信号的下一个周一)进行建仓操作, 建仓均价为16日结算价1558点。截止到1月17日, 本策略暂时累计盈利13.56%。



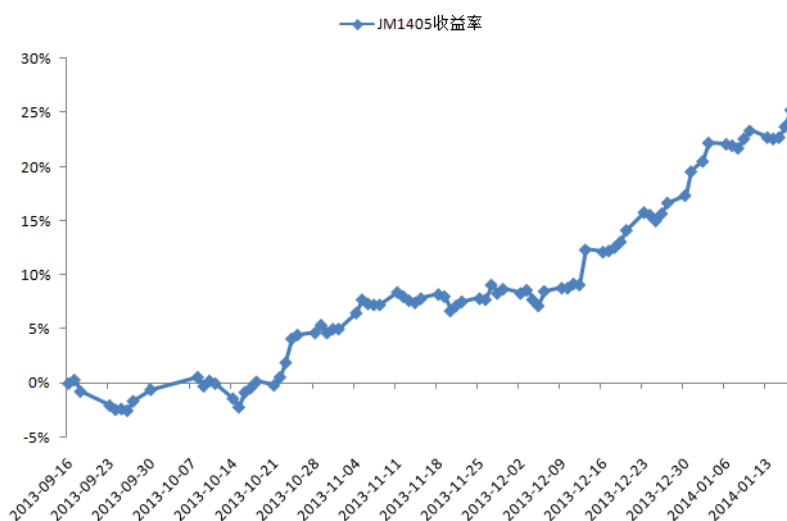
3、焦煤 1405 合约策略：

我们利用同样的方法进行焦煤期货的长期投资策略。



近期最大回撤： 0%。

收益率： 本策略从 9 月 13 日（周五）出现信号，并且 16 日信号再次验证，因此选择在 9 月 16 日（出现信号的下一个周一）进行建仓操作，建仓均价为 16 日结算价 1209 点。截止到 1 月 17 日，本策略暂时累计盈利 25.28%。



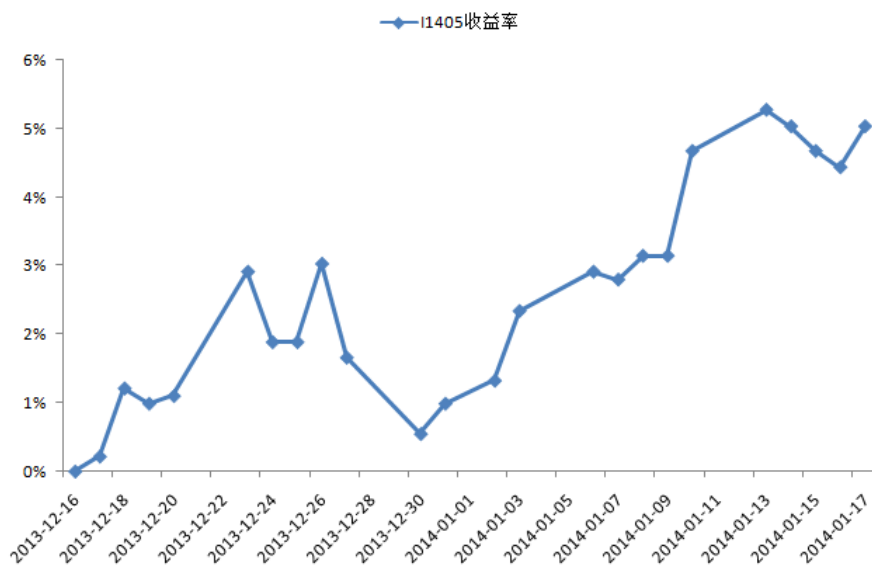
4、铁矿 1401 合约策略：

我们利用同样的方法进行铁矿石期货的长期投资策略。



近期最大回撤： 0.35%。

收益率： 本策略从 12 月 11 日（周三）出现做空信号，并且 16 日信号再次验证，因此选择在 12 月 16 日（出现信号的下一个周一）进行建仓操作，建仓均价为 16 日结算价 918 点。截止到 1 月 17 日，本策略暂时累计盈利 5.03%。



在长期单边投资策略中，当趋势性行情出现时收益率较为可观；而当出现震荡行情时，很容易出现频繁止损的状况。在第一部分中，我们预计未来一段时间黑色金属衍生品或将在区间内震荡，因此长期单边投资策略并非推荐的最佳投资方式，投资者应注意防范震荡所带来的风险。

附件：银河期货钢铁事业部投资策略评级说明

策略评级	评级说明	建议仓位
★	不推荐	0%
★★	谨慎推荐	5%
★★★	推荐	10%
★★★★	乐观推荐	20%
★★★★★	强烈推荐	30%

■ **免责声明** 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货钢铁事业部所有。未获得银河期货钢铁事业部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货钢铁事业部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货钢铁事业部及其研究员知情的范围内，银河期货钢铁事业部及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。本投资策略报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，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任何损失负任何责任。