

恒泰期货有限公司

www.cnhtqh.com.cn

黑色产业链研究

分析师：曹有明

执业编号：Z005710

电话：021-60212719

邮箱：caoyouming@cnhtqh.com.cn

螺纹：乍暖还寒时候，震荡继续

摘要

- 宽松货币政策有望持续，财政政策有望由稳健转为宽松。
- 股市调整有利于资金回流至房地产市场。
- 产能过剩并未明显改变，淡季不淡旺季不旺的情形有望重现。
- 钢厂亏损加剧，铁矿石价格即使下跌，对钢材价格的打压作用相对有限
- 技术面上，在底背离之后再出现底背离，反弹的概率大大增加

操作策略

- 通过对基本面以及行情走势的分析，判断下半年螺纹将出现宽幅震荡走势。
- 在操作上，当前的空单应逐步逢低减持直至全部了结空头头寸。当在日 K 线图中出现比较明显的反转信号之后，多单可考虑逐步介入。在 9~10 月份，如果价格过度反应市场对旺季的消费预期，则应考虑顺大势继续做空。在 11~12 月份，市场有炒作冬储迹象之时，可考虑做多抢一波反弹；如果没有比较好的机会，也应观望，在这段时间不宜做空。

内容目录

一、行情回顾.....	1
1. 螺纹期货.....	1
2. 螺纹现货.....	1
二、宏观经济：下半年财政和货币政策有望双宽松	2
1. 宽松货币政策有望持续.....	2
2. 下半年财政政策将更加积极以发挥稳增长作用	3
3. 股市的调整有利于资金重新转向向房地产	3
三、供求：淡季不淡，旺季难旺.....	4
四、成本：高亏损状态下成本因素对螺纹价格影响有限	6
五、技术分析.....	7
六、下半年行情展望	8

图表目录

图 1：螺纹指数上半年走势	1
图 2：螺纹钢现货价格走势（型号：HRB400 Φ20，单位：元/吨）	2
图 3：5 年期和 10 年期国债即期收益率（%）	3
图 4：钢材产量累计值及累计同比	4
图 5：螺纹期货季节性走势对比	5
图 6：铁矿石港口库存以及普氏 62%铁矿石价格指数	6
图 7：文华财经螺纹指数周线图	8

一、行情回顾

1. 螺纹期货

今年上半年，螺纹期货弱势震荡下行。从图 1 可以看到，文华财经螺纹指数从年初的最高点 2658 元/吨一路震荡下行，至 6 月 25 日创上半年最低点 2220 元/吨。在今年三月下旬之前，价格一直维持低位震荡。自 3 月 24 日创造阶段性高点 2550 元/吨之后，螺纹指数出现一轮较大幅度的下跌，至 4 月 13 日达到此轮下跌的最低点 2262 元/吨，跌幅达到 11.3%。此后，螺纹指数大幅反弹，至 5 月 6 日到达反弹高点 2448 元/吨，反弹幅度高达 8.2%。进入 5 月中旬，螺纹指数震荡下行，6 月 9 日破位下行，开启新一轮新的跌势。

在价格反弹的过程中，螺纹指数明显受制于 60 均线的压制，一直未能有效突破此均线的阻力位。

图 1：螺纹指数上半年走势

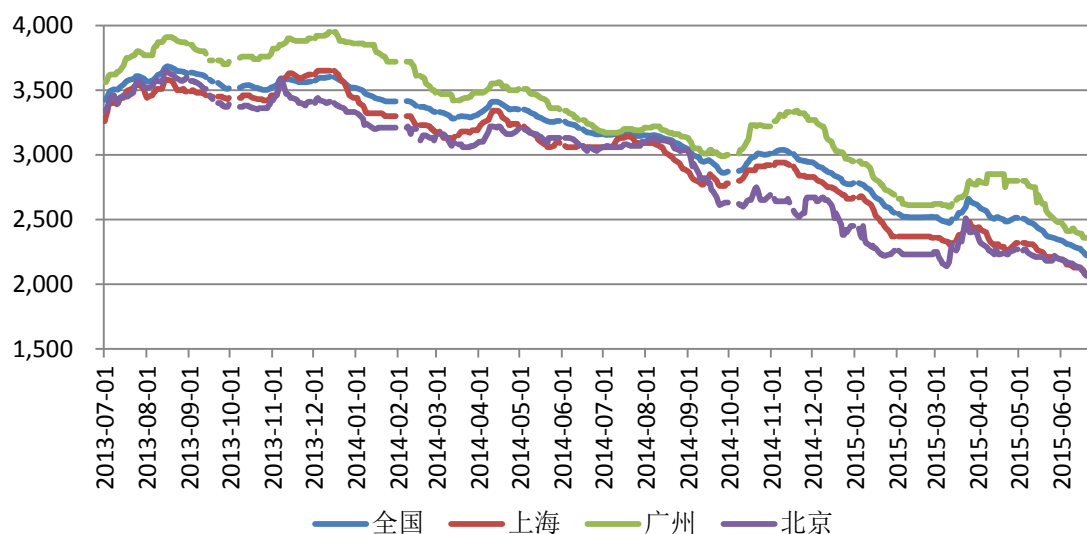


数据来源：文华财经 恒泰期货研究所

2. 螺纹现货

2015 年上半年，螺纹现货出现两波明显的下跌走势。从图 2 可以看到，在今年的农历新年之前，价格延续之前的下跌走势。由于今年新年来的比往年更晚一些，在整个 2 月份，现货价格维持稳定。在农历新年之后，价格出现约 20 天左右的反弹走势。之后现货价格先由北方地区开始，一直震荡下行，至今未见止跌迹象。

图 2：螺纹钢现货价格走势（型号：HRB400 Φ20，单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯 恒泰期货研究所

二、宏观经济：下半年财政和货币政策有望双宽松

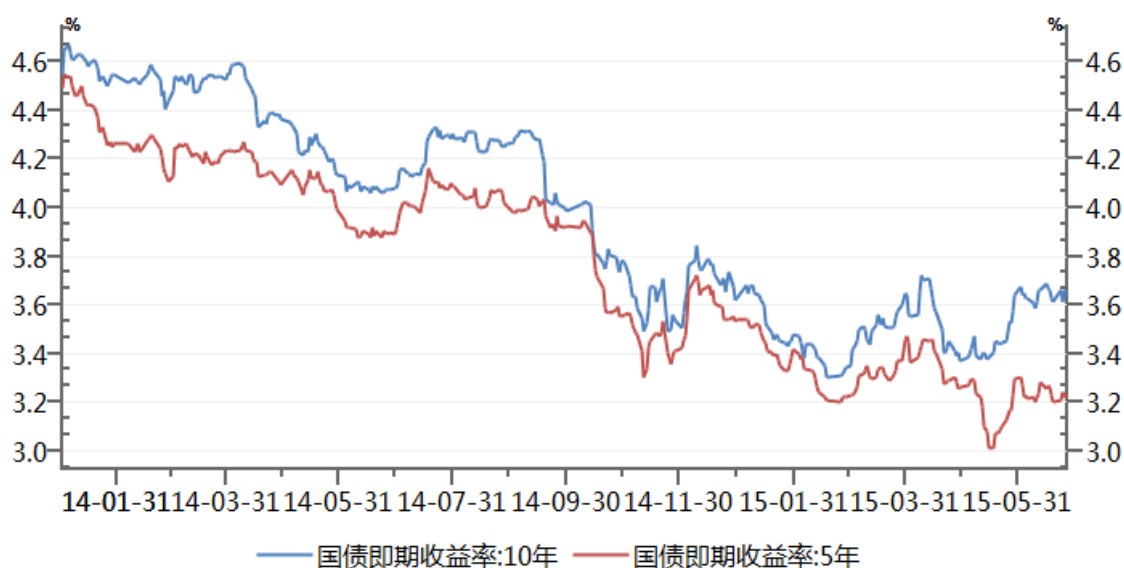
1. 宽松货币政策有望持续

今年上半年，本轮宽松货币政策并未明显刺激实体经济，且因股市的大涨，资金不断流入股市，导致实体经济失血严重。央行自去年 11 月 22 日开始进入降息周期以来，沪指最高涨幅达到 108%。股市的大幅上涨一方面促使居民加大对金融资产的配置，将更多资金投入股市，导致对房地产需求不足，价格出现明显下跌。另一方面，股市的上涨刺激融资需求。融资余额上涨幅度达到 4 倍，最高达到 2 万亿以上。而且这一数据尚不包括民间配资。

资金大量流入股市，对冲了降息和降准的效果，导致市场利率并未因为央行的将息和降准而下降。从图 3 可以看到，自去年 11 月 22 日央行宣布降息开始，5 年期国债即期收益率总体略有下降，而 10 年期国债收益率维持低位震荡。特别是进入今年 4 月中旬之后，5 年和 10 年期国债即期收益率总体上是上升的，显示市场利率有上升到压力。5 月 10 央行降息之后，利率并未如期下滑，导致市场普遍比较担心，在下半年，央行是否还有必要继续降准和将息。

6 月 27 日，央行宣布定向降准并将息 25 个基点，在一定程度上打消投资者对央行货币转向担忧。债券投资者可能将重新配置资产，进而可能推动市场利率的更大程度的下降。

图 3：5 年期和 10 年期国债即期收益率（%）



数据来源：Wind 资讯 恒泰期货研究所

2. 下半年财政政策将更加积极以发挥稳增长作用

自 5 月 10 日央行宣布降息之后，股市进一步走高，市场利率出现反弹，降息效果被资金流入股市再次对冲。降息的无效使市场普遍预期下半年可能不会再出台降息措施。另外，6 月 17 日和 6 月 24 日的国务院常务会议并未如往常一样继续强调降低社会融资成本，而是开始强调发挥积极财政政策稳增长作用，地方有钱不用的要把钱收回去，部署加大重点领域投资，强化棚户区和城乡危房改造及配套基建，发挥稳增长等多重作用。同时财政部突然下达了第二批 1 万亿地方债务置换额度。显然，6 月以来的政策重心转向了稳增长的积极财政政策，不再仅仅强调降低社会融资成本。因此，下半年中央不仅要维持宽松货币政策，而且财政政策将更加积极，以发挥稳增长作用。

3. 股市的调整有利于资金重新转向向房地产

沪指在 6 月 12 日创造本轮牛市高点 5178 点之后，在此后的 10 个交易日中大幅回撤超过 20%，进入技术上的熊市。虽然央行在 6 月 27 日宣布定向降准和将息 25 个基点，但股市的大幅回撤毕竟冲击了市场的人气 and 信心，调整在所难免，股市的杠杆也有望下降，慢牛格局有望形成。

股市的调整将在一定程度上迫使居民考虑降低金融资产的配置比例，资金有望重新进入房地产市场。最新的数据显示，房地产市场有企稳回升迹象。据易居研究院统计数据显示，6 月 1 日至 15 日，20 个典型城市新建商品住宅成交面积 619 万平方米，环比 5 月前 15 天增长 4%，同比

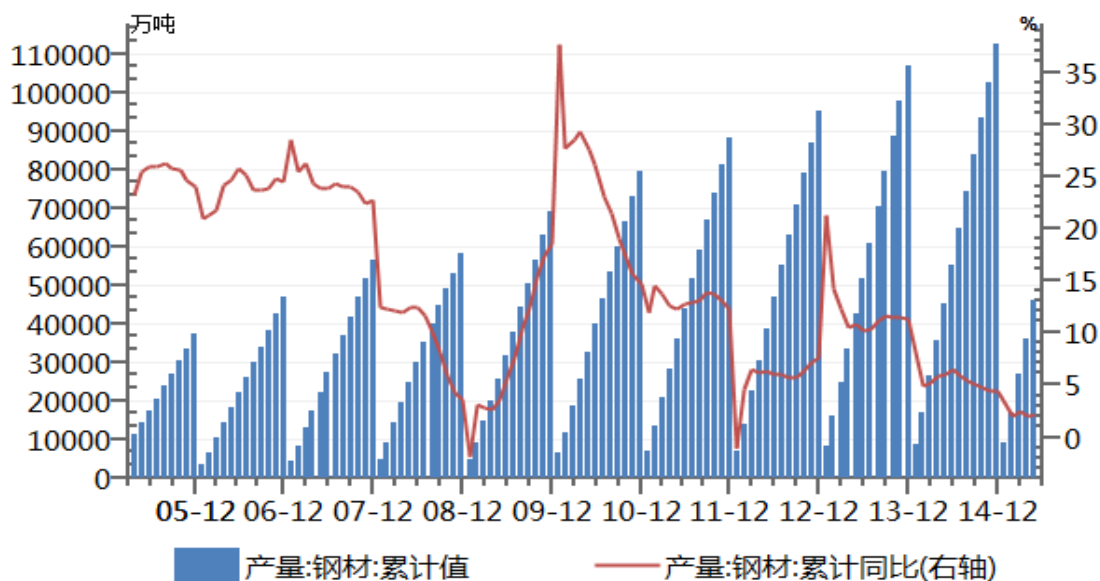
增长 62%。6 月份楼市聚集了今年一季度以来各类宽松政策效应，刚需和改善型购房需求积极释放，预计整个月份成交量仍将维持高位，而二季度市场成交总体乐观。下半年是楼市成交旺季，股市调整和慢牛状态叠加政策宽松有望助力房地产价格企稳回升。其他一些月度频率的数据也反映房地产市场在企稳回升中，只不过价格分化比较严重。一线城市回升较快，二线城市逐步企稳，三四五线城市暂时不见企稳迹象。

在宏观经济、供求关系以及成本等因素中，对下半年市场行情最有影响力的应主要是宏观经济方面。供给过剩已经是市场共识，而且当前低迷的价格已经充分反映了这种状态。但相对来说，市场对宏观经济能否改善的信心严重不足，因而这方面因素就显得尤为重要，而且必须紧密关注。

三、供求：淡季不淡，旺季难旺

今年上半年以及未来一段时间，落后的产能可能将会被淘汰，但钢材的产量不会明显下降。预计未来不久将要推出的《钢铁工业转型发展行动计划(2015-2017)》提出，钢铁工业未来要严控新增产能，优化产业布局，计划经过 3 年努力要压缩 8000 万吨钢铁产能。产能的削减并不意味着产量的降低。从钢厂生产情况来看，据国家统计局数据，1-5 月我国粗钢和钢材产量分别为 34017 万吨和 45997 万吨，同比分别下降 1.6%和增长 2.2%；其中 5 月份我国粗钢和钢材产量分别为 6995 万吨和 9848 万吨，同比分别下降 1.7%和增长 2.1%。5 月份粗钢和钢材日均产量分别为 225.65 万吨和 317.68 万吨，较上月环比分别下降 1.77%和 1.15%。

图 4：钢材产量累计值及累计同比



数据来源：Wind 资讯 恒泰期货研究所

在大的产能过剩的格局无法改变的前提下，钢厂以减产来托市、库存的降低等只能造成短期的波动，不会改变趋势性下跌行情。而且，在当前产能过剩的状态下，屡屡出现淡季不淡旺季不旺的现象。投资者往往对旺季过高期待，但当消费旺季到来时，市场并未达到预期情形时，价格出现一轮比较大的下跌行情。相反，在价格跌至低位之后，消费旺季行将结束，投资者对淡季的预期较差，但当淡季到来时，市场比预期的要好，则价格出现明显反弹，甚至能在反弹高位震荡相当场时间。最近几年螺纹价格的波动基本遵守这样的规律。

从图 5 可以看到，从每年 6 月下旬开始，上半年的跌势基本结束，螺纹价格开始走高，大约在 8 月初到达阶段性高点，此后价格开始下跌或者调整，持续时间基本在两个月左右。到 10 月中旬，价格阶段性见底，此时市场开始炒作冬储行情。从 10 月底至农历春节期间，价格比较坚挺，一般都是震荡上扬，价格易涨难跌。春节之后，市场开始去库存，且价格比较疲软，一般会出现一波较大的跌势，直到当年的 5 月底至 6 月初。

图 5：螺纹期货季节性走势对比



数据来源：Wind 资讯 恒泰期货研究所

当前产能过剩的格局决定了大的趋势性下跌行情没有结束，但在消费淡季如 7 月和 12 月出现阶段性的反弹行情的可能性是相当大的。虽然一带一路以及国际产能合作等概念在不断热炒，但这属于远期的规划，对今年下半年的行情应无实质性影响。如果今年在消费旺季房地产市场价格能企稳回升，在 9 月和 10 月，螺纹价格维持震荡的可能性非常大，而不再是以往的趋势性下

跌行情。

虽然决定商品价格的主要因素是供求关系。但当前产能过剩状态下，价格已经明显反映了供给过剩的现状。在产能、产量、库存等因素的变化至多只能造成价格的扰动，不能改变总体的趋势。对于下半年市场行情有至关重要影响的还是要看货币、财政政策以及房地产市场的情况。

四、成本：高亏损状态下成本因素对螺纹价格影响有限

当前决定螺纹成本的关键因素是铁矿石的价格走势。由于煤炭的生产已经处于成本线附近，甚至低于成本线，焦煤和焦炭下跌空间已经很小。但是，铁矿石的价格依然远离外矿的成本，有比较大的下跌空间。因此，螺纹成本的决定因素在铁矿石。

图 6：铁矿石港口库存以及普氏 62%铁矿石价格指数



数据来源：Wind 资讯 恒泰期货研究所

由于今年厄尔尼诺对澳大利亚和巴西铁矿石的生产和运输带来不利影响，铁矿石价格可能会有一定程度的支撑。另外，由于最近铁矿石港口库存下降较为迅速，现货价格一直在反弹高位震荡（如图 5 所示）。

但厄尔尼诺的影响程度到底能有多大有待进一步的确认。很有可能的情形是，当前市场可能过度担心（炒作）厄尔尼诺的对铁矿石生产的负面影响。即使当前国内港口铁矿石库存快速下跌幅度较大，但是，一旦市场发现前期过度炒作厄尔尼诺，则价格下跌的幅度可能将超越市场的预期。最近高盛、花旗的国际性投行不断发布报告称铁矿石价格有快速下跌的可能，下调铁矿石价格预期值 40 美元，如果以当前的价格来计算，则按照高盛和花旗的投资报告，铁矿石价格有 80~

100 元左右的下降空间。这一点，铁矿石投资者不得不认真防备。

当前钢厂吨钢亏损幅度普遍在 200~300 元/吨，逼近钢厂承受极限。铁矿石价格即使下跌，对钢材价格的打压作用可能并不大，毕竟成本的下降只能改善钢厂的亏损状况，难以使钢厂从亏损中走出。钢厂似乎对亏损已经麻木了。

当前有一种观点认为，港口铁矿石库存快速下降是由于需求旺盛导致的，铁矿石价格难以下跌。从钢材的产量数据看，产量不增加，对铁矿石的最终需求应该不会增加。导致港口铁矿石库存快速下降的主要原因应该是贸易商和钢厂主动去库存的结果。这部分释放的资金很有可能进入股市。库存的下降能否支撑铁矿石价格以及能支撑多久值得怀疑。未来价格的波动还需要考量厄尔尼诺现象对铁矿石生产和运输的影响。更为重要的是，要关注市场对厄尔尼诺的实际影响与预期影响之间的差距到底有多大。

五、技术分析

从螺纹指数的周线走势图看，自 2014 年 8 月开始，价格出现明显的底背驰，且最近价格出现明显的底背离，MACD 动能柱以及成交量等明显萎缩。虽然底背离并不意味着行情一定要出现上涨。但是，在价格底背驰之后，再出现底背离，行情出现反弹的可能性就大大增加，至少在交易上继续做空的风险报酬比就不太理想。如果价格果如技术图形反映的，出现反弹行情，则反弹高点应该可以达到 2600 附近甚至能更高一点。

出现底背离甚至是底背驰之后的底背离，并不意味着价格就不再能创造新低，也并不意味着价格走势即将要出现反转。但出现这种形态，即是要高度警惕价格企稳回升的可能。即使不能反转，出现反弹的概率是很大的。而且反弹的高度应该可以达到前一个下跌平台之中，即 2450~2650 这一区间。

图 7：文华财经螺纹指数周线图



数据来源：文华财经 恒泰期货研究所

六、下半年行情展望

从宏观面看，财政和货币政策双宽松在提振市场信心的同时，可能会扭转投资增速下滑的局面。另外，股市的调整，将促使部分散户的资金重新进入房地产市场，也有利于房地产价格企稳回升。这两点将从需求层面提振市场的信心。所以，在 7 月至 8 月，螺纹价格有望出现小幅反弹局面。但进入 9 月至 10 月之后，如果市场前期对旺季期待过高，则仍有可能出现旺季不旺的情形，价格将出现一定程度的回落。即使到时预期与实际情形相差不大，7 至 8 月的反弹也可能提前消耗此阶段的利好。进入冬季之后，市场仍有可能对冬储行情有期待甚至炒作，价格易涨难跌。因此，今年下半年的市场行情有可能是 7 至 8 月反弹，9 至 10 月回调，11 至 12 月再反弹，总体上将会出现宽幅震荡的行情。

因此，在操作上，当前的空单应逐步逢低减持直至全部了结空头头寸。当在日 K 线图中出现比较明显的反转信号之后，多单可考虑逐步介入。在震荡市场中，当反弹确立之后，就要将考虑要逢高逐步减持多单。在 9~10 月份，如果价格过度反应市场对旺季的消费预期，则应考虑顺势继续做空。在 11~12 月份，市场有炒作冬储迹象之时，可考虑抢一波反弹；如果倒是没有比较好的机会，也应观望，在这段时间不宜做空。

不过市场总会有意外发生。一是厄尔尼诺对市场的影响不确定性比较大，当前的市场预期也许并未准确反映实际的情形。二是操作股指的资金以及股市的资金有没有可能重新进入商品市场。今年在螺纹价格跌至 2400 左右的时候，市场上出现一种声音提到可以对螺纹等进行价值投资。而现在价格更低，价值更加凸显。一旦这种情绪弥漫开来，螺纹价格反弹的幅度将会比预想的要大。三是房地产市场的不确定性依然较大。即使下半年房地产价格能企稳回升，但开工率和施工面积能否同步回升，有待观望。

免责声明

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。 本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人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，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。