



任尔冬储千百遍，正套逻辑终不变 ——正套策略在冬储环节中的应用

摘要

距离 2020 年已经仅剩 30 个交易日左右，距离春节假期也不过两个月的时间。一年一度的冬储即将到来，再次成为黑色产业人的关注点，但每年的冬储无一例外，有人欢喜有人愁。在下文中，我们将对历年的冬储环节进行深度分析，并阐述如何通过正套策略规避由于政策、预期及价格波动等因素造成的冬储期间黑色商品价格波动。

提起冬储，我们北方人第一反应就是儿时深秋时节跟随家人准备过冬的萝卜白菜，储备整个冬季的蔬菜来源，而在跨入黑色产业后，每年白雪落地之时，钢材的冬储成为了每一个黑色产业人不得不谈的话题，近年来，冬储的概念也有所扩大，与钢材生产息息相关的炉料品种同样开始进行节前补库备货，矿山放假停工也同样的反馈到了价格上，下文我们将以钢材为例，简述冬储的前世今生。。

从产业链上看，钢材的需求，尤其是建材类的需求主要集中在地产以及基建领域，因此天气环境对需求有较大影响。进入冬季，东北地区率先落雪，地表冻土层逐步加厚，严重影响地基作业的施工进度，随着气温的进一步降低，影响区域会向南扩散到华北地区直至苏北部分区域（零度线以北）。受气候条件影响，北方需求会迅速下滑并成一定加速的趋势。南方地区虽然不受气候影响，但春节假期因素也对需求端造成了较大的压力。对于上班族来说，春节假期往往只意味着 7 天法定假日，影响不大，但对于施工单位的主要劳动力，农民工而言，春节假期往往要长的多，农民工返乡往往会根据离家路途的远近程度酌情提前返乡。往往从腊月初八就逐渐开始，一般工程建设会在进入腊月二十三，也就是小年之前停止。农历年后，随着春季气温回升、员工回返，有些地区的春节结束是过完正月十五，而有些地区则是农历的二月二。这样算来，从春节返乡到回归工地，工地会由于缺少工人，往往进度会有所放缓，直至停工，少则二三十天，多则一个半月的时间，将大幅影响建材需求。

在供给端，由于需求端下滑，利润受到挤压，钢厂为降低库存累积，一般都会安排减产检修，钢材产量出现下滑，但整体库存依然会出现累积。为了化解库存风险，钢厂往往采取促销降库的措施，贸易商则会根据长协情况、优惠程度及春季开工预期进行被动冬储或主动冬储。

下游需求一般将从 2 月下旬起复苏，3 月起进入旺季，并在 4、5 月达到顶峰（金三银四），旺季期间，钢材往往供不应求，冬季积累的钢材库存将大幅消耗下降，冬储至此完成了调节供需的使命。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 黑色及建材组

研究员

孙宏园

☎021-68755929

✉sunny@htfc.com

从业资格号：F0233787

投资咨询号：Z0000105

联系人

王英武

✉wangyingwu@htfc.com

从业资格号：F3054463

王海涛

✉wanghaitao@htfc.com

从业资格号：F3057899

申永刚

✉shenyonggang@htfc.com

从业资格号：F3063990

赵钰

☎0755-23616492

✉zhaoyu@htfc.com

从业资格号：F3042576

王淼

☎021-60828507

✉wangmiao@htfc.com

从业资格号：F3063336

本质上，冬储是在供需错配下的市场自我调节行为，在这一阶段，价格会随着库存变化的节奏大幅波动。由于期货市场定价基于预期，在冬储之前钢厂以及贸易商就会对政策和价格进行博弈，这一阶段中，库存物权及价格是钢厂与钢贸商博弈的角力点，核心影响因素包括钢材利润、期初库存、春季消费预期、资金条件和宏观经济等。

接下来我们将对历年的冬储行情与库存情况进行回顾，并在此基础上对 2019 年冬储行情进行深入分析。

1 2015 年冬储：

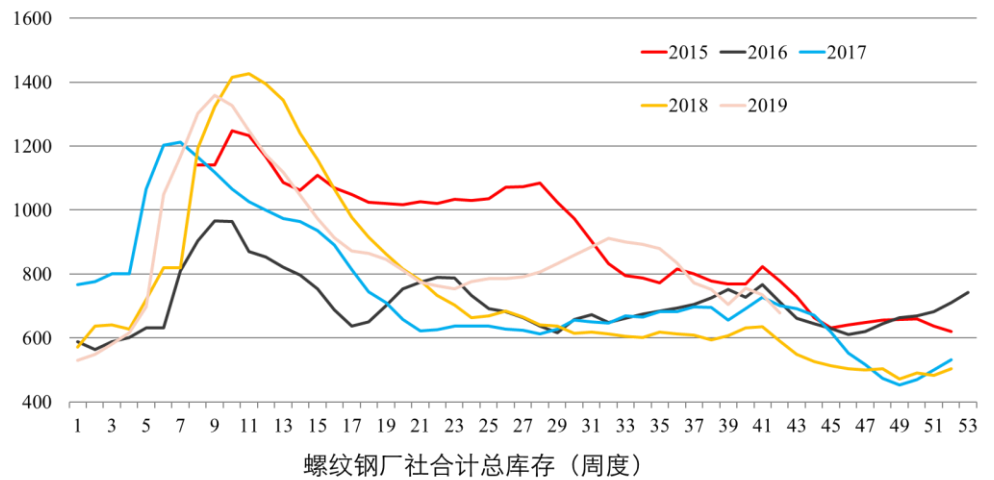
图 1：2015 年冬储前后螺纹钢现货利润走势（元/吨）



2015年冬储前后螺纹钢期现货利润走势

数据来源：Wind，华泰期货研究院

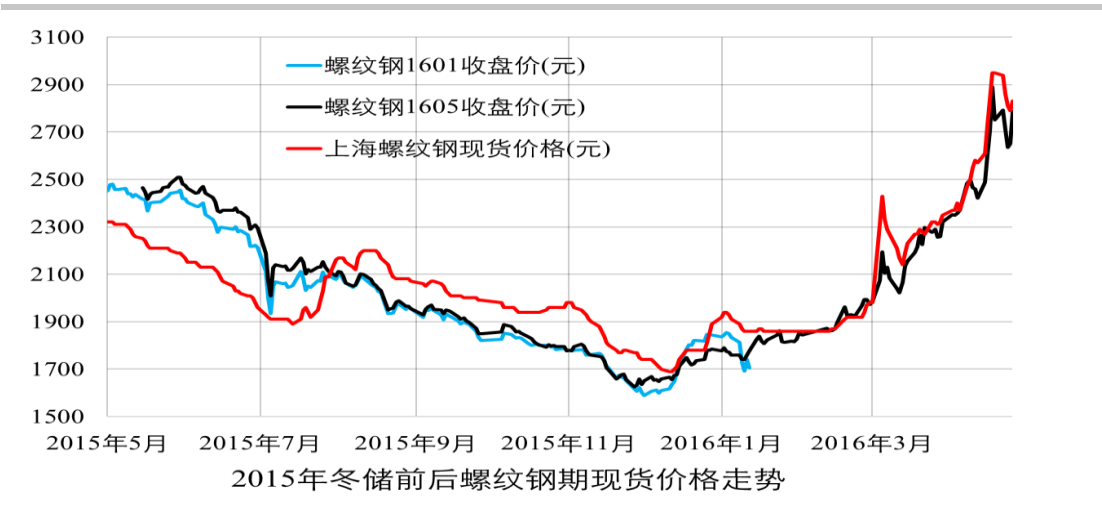
图 2：螺纹钢总库存



螺纹钢厂社合计总库存（周度）

数据来源：钢联数据，华泰期货研究院

图 3：2015 年冬储前后螺纹钢期现价走势

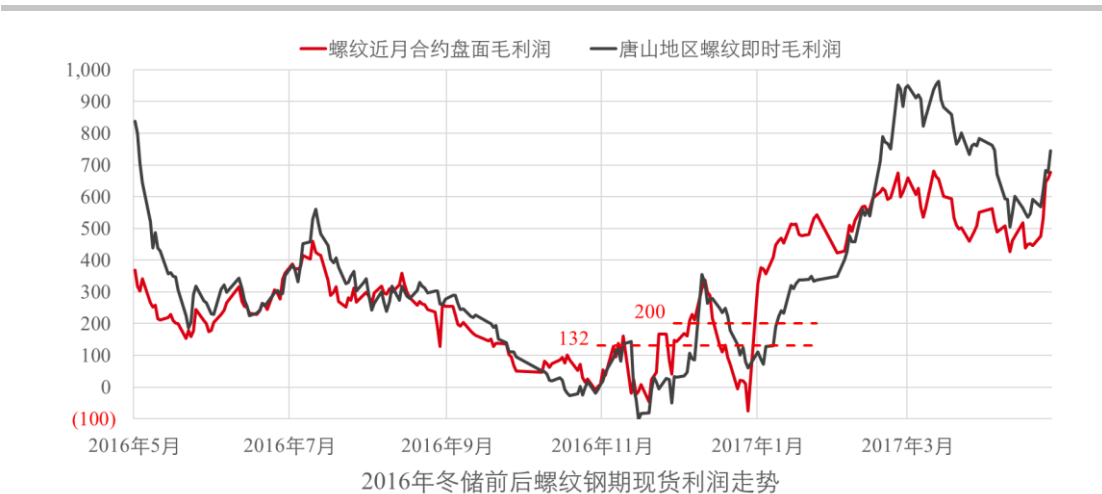


数据来源：Wind，华泰期货研究院

14~15 年是黑色产业的低谷期，当时钢铁产业环境恶劣，黑色相关产品经历了价格年内腰斩的惨痛，15 年的行业背景特点是，低利润，低价格，低库存以及低预期，在此背景下，绝大多数贸易商对钢材库存敬而远之，钢材价格一度跌入 1650 左右的历史低位，期货价格跟现货几乎平水，放在今天动辄数百元的基差条件下是不可想象的。在悲观情绪推动下，2015 年冬储库存来到数年内的最低值，钢材利润随之走低。节后宏观情绪转暖，消费启动舒畅，钢价飙涨，节前无论是被动还是主动冬储的贸易商只要有货源均可获得当时一年来较为惊艳的收益。

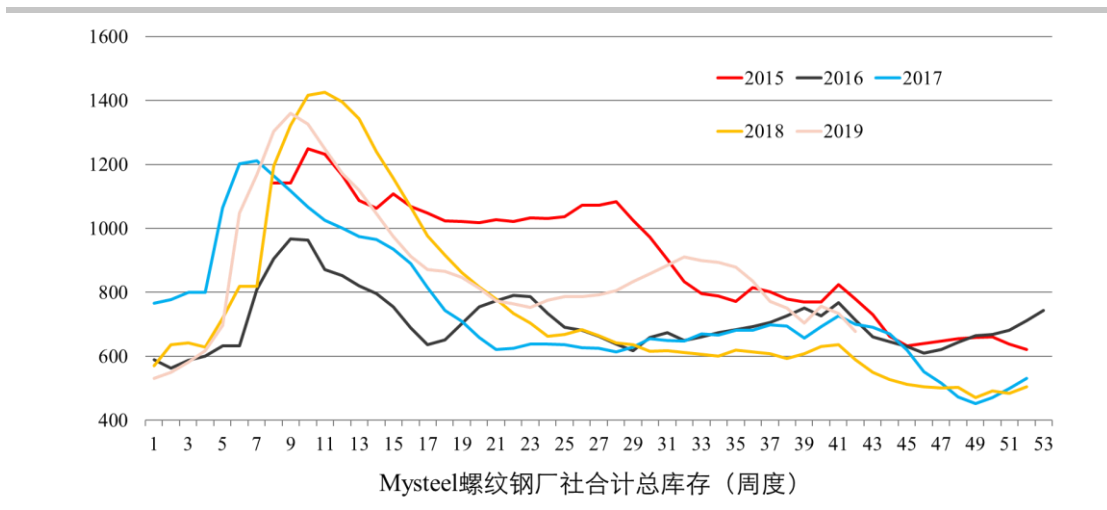
2 2016 年冬储

图 4：2016 年冬储前后螺纹钢现货利润走势（元/吨）



数据来源：WIND，华泰期货研究院

图 5：螺纹钢总库存



数据来源：钢联数据，华泰期货研究院

图 6：2016 年冬储前后螺纹钢期现价格走势



数据来源：WIND，华泰期货研究院

2016 年冬季，全行业仍未摆脱上一轮行业下行周期的惯性，虽然说这十一之后随着 276 政策的实施使得黑色产业商品整体上升一个台阶，但从基本面角度分析，利多钢材的因素并不多，276 主要是影响的煤炭供应环节，煤焦的价格被推高，而矿石主要是受到阶段结构性短缺的影响而上涨，黑色商品普涨并非由于对钢材的消费端未来良好的预期推动的，所以贸易商的冬储依然冷淡，甚至一度出现 30% 左右的行业亏损。经过动态博弈后，冬储价格被定到了相对低位，冬储库存虽然高于 15 年，但整体依然为近几年的低位，16 年的特点是低利润，低价格，库存同比偏高，高基差。节后随着消费启动，以及开始清理地条钢等举措，市场信心提振钢价开始一波 400~500 点左右的上漲。

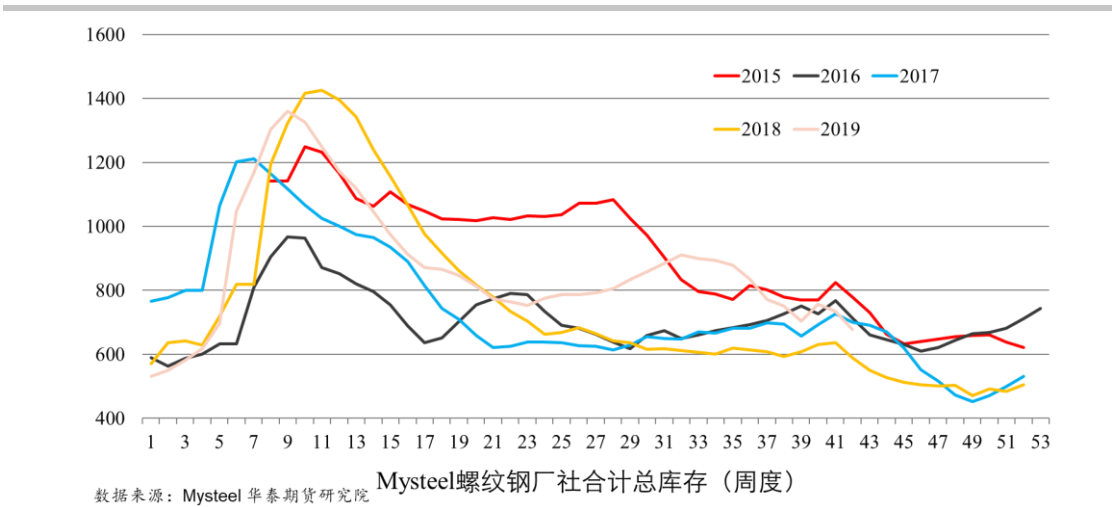
3 2017 年冬储

图 7：2017 年冬储前后螺纹钢现货利润走势（元/吨）



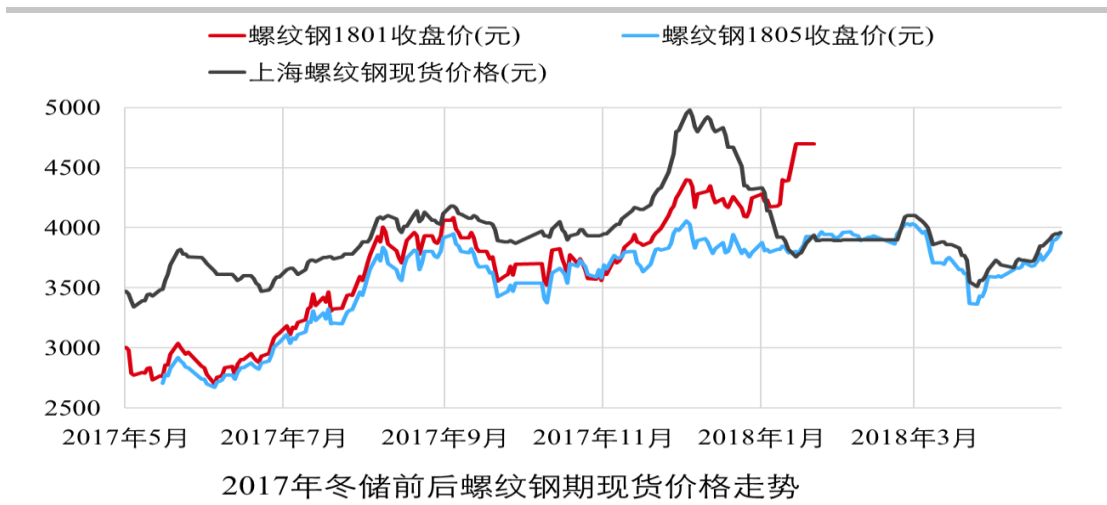
数据来源：WIND，华泰期货研究院

图 8：螺纹钢总库存



数据来源：钢联数据，华泰期货研究院

图 9：2017 年冬储前后螺纹钢期现价走势

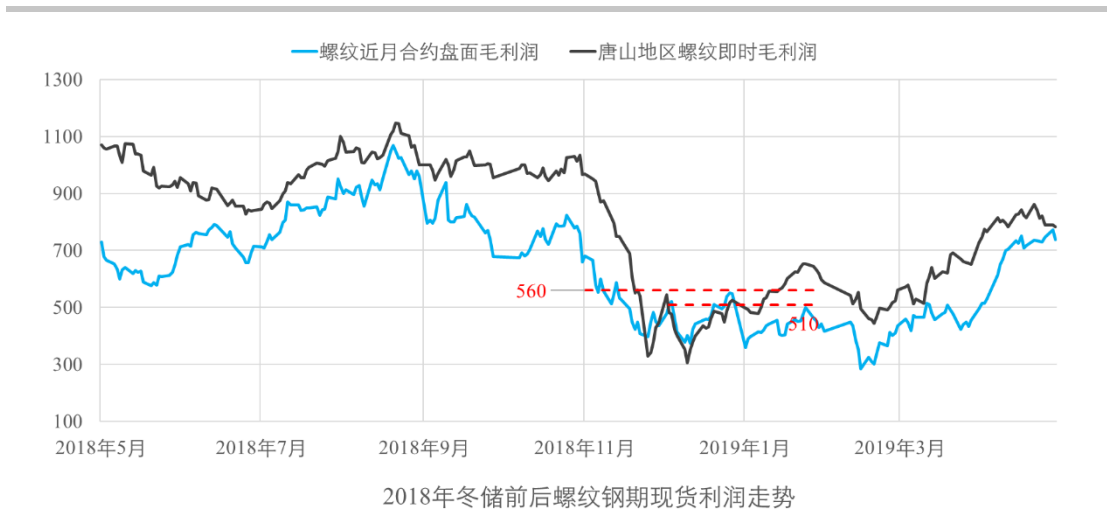


数据来源：WIND，华泰期货研究院

2017 年冬季，由于国家强烈的限产政策，造成了全行业的集体亢奋，整个冬季给钢铁企业留出来了 700-800 点利润，冬储价格高到 4000 以上，并且累出了近 6 年来的最高冬储库存。无论是螺纹还是线材钢坯都有大量的托盘资金涌入，高杠杆情况凸显，17 年特点，高利润，高价格，高杠杆，高预期，有一点相对较低的就是低基差。但由于节后受到两会期间工地停工方面的影响以及农名工返工迟缓等因素，造成春节消费启动迟缓，钢价节后出现了旺季大幅快速下跌的局面。

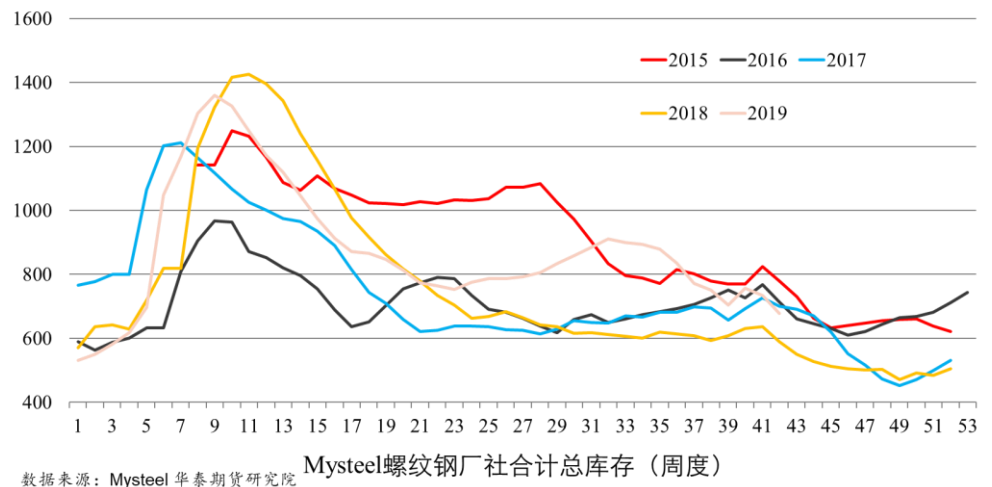
4 2018 年冬储

图 10：2018 年冬储前后螺纹钢现货利润走势（元/吨）



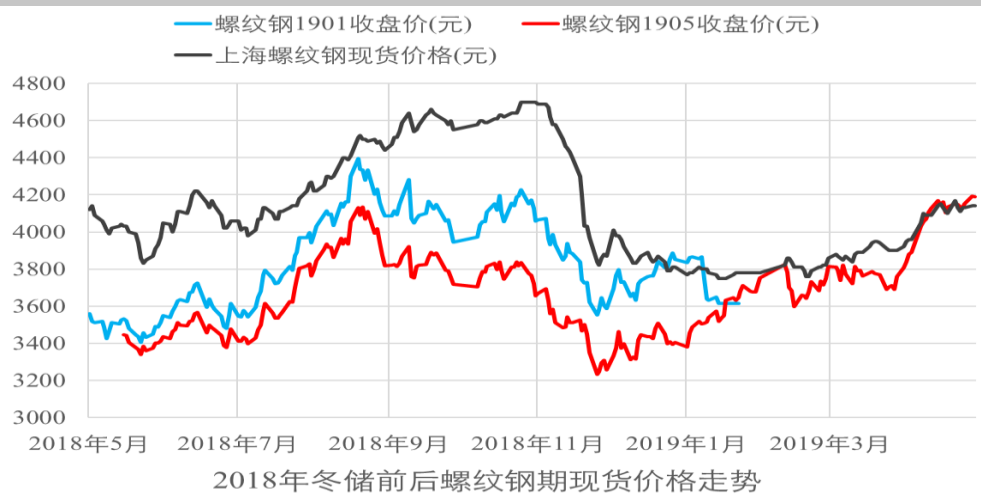
数据来源：WIND、华泰期货研究院

图 11: 螺纹钢总库存



数据来源: 钢联数据、华泰期货研究院

图 12: 2018 年冬储前后螺纹钢期现价格走势



数据来源: WIND、华泰期货研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8817



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn