



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

春节前后黑色系商品分析以及策略建议

报告摘要

本文旨在研究当前疫情对于黑色系商品期货的影响以及相应的策略。

本次疫情的爆发修正了春节前市场普遍认同的宏观经济转暖的预期和钢材节后需求旺盛的预期，黑色系商品期货在假期结束后的第一天暴跌。恐慌情绪释放后，盘面开始逐步反弹。但当前疫情抑制黑色系商品需求的主要逻辑未变，策略上应仍以逢高做空为主，品种选择上以前期库存累积较高的螺纹钢和供应压力较大的铁矿石为主。直到疫情得到遏制，可以逐步减空离场。关键信号为新增确诊病例与新增疑似病例呈现下行趋势，解除医学观察和治愈出院病例呈现较为明显的上行趋势。

另外，通过对 2003 年非典的研究，疫情被控制后经济将快速恢复，被延后的用钢需求会再度开启加速模式。策略上以逢低做多为主，参考信号为钢材表观消费增速加快，钢材库存拐点出现。品种选择上以需求得以恢复的螺纹钢和焦炭为主。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

商品策略组

研究员：

刘高超

010-57762988

liugaochao@citicsf.com

从业资格号:F3011329

投资咨询号:Z0012689

许俐

0755-83212745

xuli@citicsf.com

从业资格号：F0271452

投资咨询号：Z0012283

联系人：

唐运

010-58135957

tangyun@citicsf.com

从业资格号：F1024390

屈涛

021-60812982

qutao@citicsf.com

从业资格号：F3048194

目 录

报告摘要	1
一、春节前黑色系市场的表现	3
1.1 春节前黑色系期货表现强势	3
1.2 宏观经济转暖和房地产韧性为主要驱动	4
二、疫情对宏观经济的影响	5
2.1 以史为鉴——2003 年非典对经济增长的影响	5
2.2 当前疫情对 2020 经济的影响	7
三、疫情对黑色系商品的影响	7
3.1 对黑色系需求的影响	7
3.2 对黑色系供给的影响	8
四、春节后黑色系商品策略	9
4.1 单边策略	9
4.2 套利策略	10
免责声明	12

图表目录

图 1：螺纹钢、铁矿石、焦炭期限结构曲线	3
图 2：螺纹钢 2005 合约基差&热卷 2005 合约基差	4
图 3：铁矿石 2005 合约基差&焦炭 2005 合约基差	4
图 4：货币供应量同比增速&房地产销售和新开工数据	5
图 5：2003 年 GDP 同比增速走势&2003 年 cpi 与 ppi 当月同比走势	6
图 6：2003 年工业增加值同比增速走势&2003 年房地产投资增速走势	6
图 7：钢厂铁矿石和焦炭库存走势	8
图 8：钢厂开工率&焦化厂开工率	9
图 9：澳巴铁矿石发运合计&澳洲铁矿石发运至中国	9
图 10：螺纹钢库存环比增速&螺纹钢库存预测	10
图 11：2013 年至今螺纹热卷利润&螺纹钢盘面利润	11

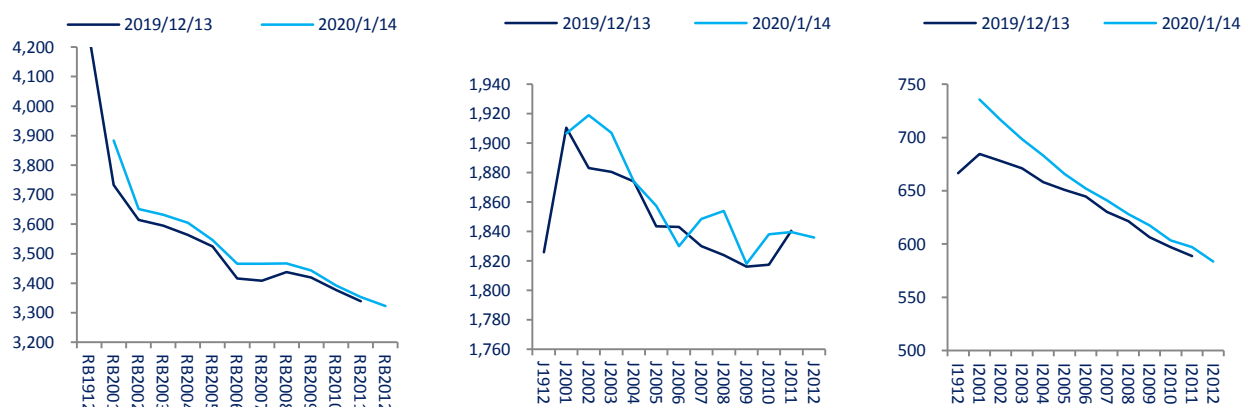
一、春节前黑色系市场的表现

1.1 春节前黑色系期货表现强势

从春节假期前的期限结构曲线变化以及基差水平，可以验证当时黑色系商品期货总体表现较为强势。

期限结构曲线的斜率不仅可以反映出该商品当前的供需状况，也可以反映出市场对于该商品远期价格的预期。从期限结构曲线角度来看，黑色系商品在节前乐观预期升温。

图 1：螺纹钢、铁矿石、焦炭期限结构曲线



资料来源：Wind 中信期货研究部

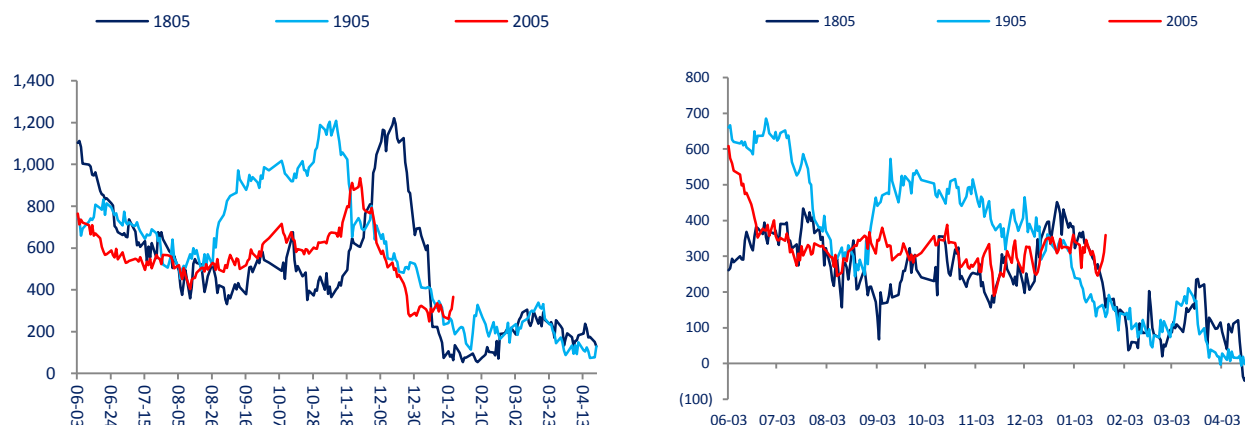
从春节前一个月的黑色系商品期限结构曲线图上可以看出，螺纹钢、铁矿、焦炭三个品种基本上均为 back 结构，虽然在斜率上均发生了不同变化，但位置都较 12 月同期有所提高，表明市场预期较之前继续转暖。

具体来看，螺纹钢和焦炭的期限结构曲线近月端 back 结构的斜率变小，表明当前螺纹钢现货的紧缺程度有所缓解，此时现货市场的供需矛盾较小。而远端 back 结构斜率基本上没有变化，反应出远期并未发生显著变化，但远期曲线整体位置较 1 月前有所提高。而铁矿石的期限结构曲线近月端 back 结构的斜率变大，说明当时现货市场表现较为紧缺，远月预期没有发生变化。

从基差角度来看，春节前黑色系各品种 2005 合约的期现货价格均以强势震荡为主，而现货价格因临近春节，有价无市故保持稳定。从图中可以看到，黑色系商品期货的基差不断收敛，且处于历史同期的最低水平。直至春节假期前最后两个交易日，受到疫情扩散速度加快影响，大类资产价格均出现不同程度的下跌，基差小幅回升，但仍处于较低水平。

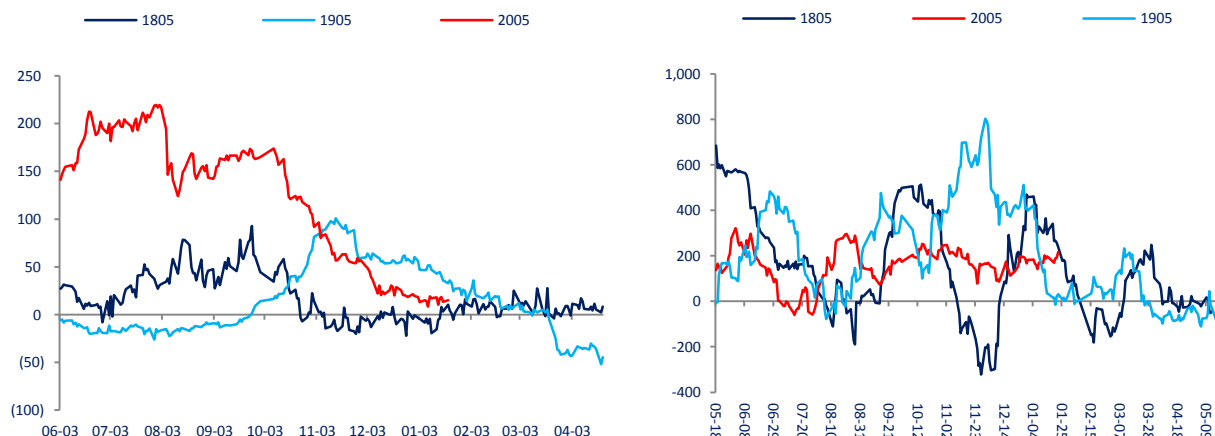
此时黑色系商品现货市场已经基本停滞，故此时期期货端的主要驱动为宏观经济转暖和节后季节性需求旺季的预期。

图 2： 螺纹钢 2005 合约基差&热卷 2005 合约基差



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 3： 铁矿石 2005 合约基差&焦炭 2005 合约基差



资料来源：Wind 中信期货研究部

1.2 宏观经济转暖和房地产韧性为主要驱动

宏观经济转暖的先行指标在于流动性的释放，2020 年 1 月 16 日，央行公布了 2019 年 12 月的金融统计数据：2019 年 12 月份，新增社会融资规模 2.1 万亿元，同比增加 1719 亿元；人民币贷款增加 1.14 万亿元，同比增加 543 亿元。财政投放加快、信贷同比增加，使得 2019 年 12 月份，货币增速明显回升，12 月 M2 同比上升 0.5 个百分点至 8.7%，M1 同比升 0.9 个百分点至 4.4%，M1 与 M2 的增速差在逐步收敛，反映出企业流动性在持续改善。

市场流动性增加显著抬升了各类金融资产的价格，上证指数从 2019 年 12 月初的 2878 点上涨至 2020 年 1 月中旬的 3115 点，一个月时间内涨幅超过 8%。

图 4：货币供应量同比增速&房地产销售和新开工数据



资料来源：Wind 中信期货研究部

同时，对于黑色系商品需求影响较大的房地产市场也依旧保有韧性。2020 年 1 月中旬公布的 2019 年 12 月份房地产数据显示，2019 年 12 月房地产开发企业房屋施工面积 893821 万平方米，比上年增长 8.7%，增速与 1—11 月份持平，比上年加快 3.5 个百分点。其中，住宅施工面积 627673 万平方米，增长 10.1%。房屋新开工面积 227154 万平方米，增长 8.5%，增速比 1—11 月份回落 0.1 个百分点，比上年回落 8.7 个百分点。其中，住宅新开工面积 167463 万平方米，增长 9.2%。这使得市场对 2020 年上半年的房地产用钢需求依旧乐观，同时正月十五过后会迎来房地产用钢需求的季节性旺季，旺季预期驱动黑色系商品期货上涨，收敛基差。

春节前由于预期驱动，导致黑色系整体表现偏强，同时现货端冬储热情较高，期现两端看涨情绪浓厚，预期过于一致的情况下易出现预期差，春节期间新型冠状病毒的爆发使得市场避险情绪加重，预期差显现。

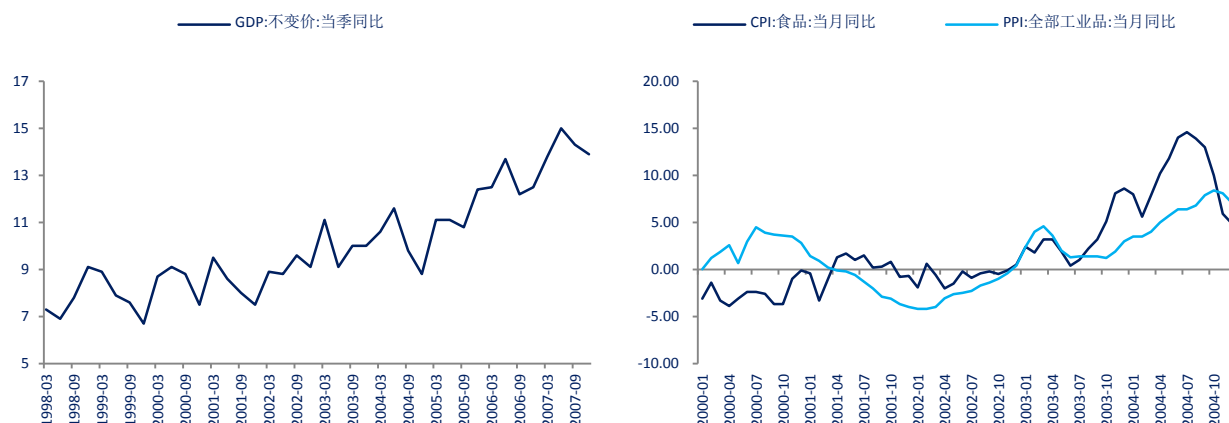
二、疫情对宏观经济的影响

2.1 以史为鉴——2003 年非典对经济增长的影响

首先，从 2003 年非典疫情发生时的宏观经济大背景来看。2002-2003 年国内正处于一轮经济短周期的上升期。GDP 同比增速自 2001 年 3 季度起不断上行，显示出经济稳定增长的良好势头，截至 2003 年 1 季度，GDP 同比增速达到 11%，经济增长进入加速期。但是 2003 年春节后非典疫情的爆发对经济增长产生了阶段性的不利影响。2003 年 3 月开始，非典进入扩散阶段，从华南沿海地区快速传播至全国各个省份，与病毒一同扩散的还有国内民众的恐慌情绪。从最初的减少出行，到后期的全社会停工停学，对宏观经济产生了较大的负面影响。在疫情最为严重的 2003 年二季度，GDP 同比增速为 9.1%，与一季度相比，出现了较为明显的下行。2003 年 6 月份非典疫情得到控制，生产活动恢复，GDP 同比增

速的短暂回调结束，三季度继续恢复上涨态势。

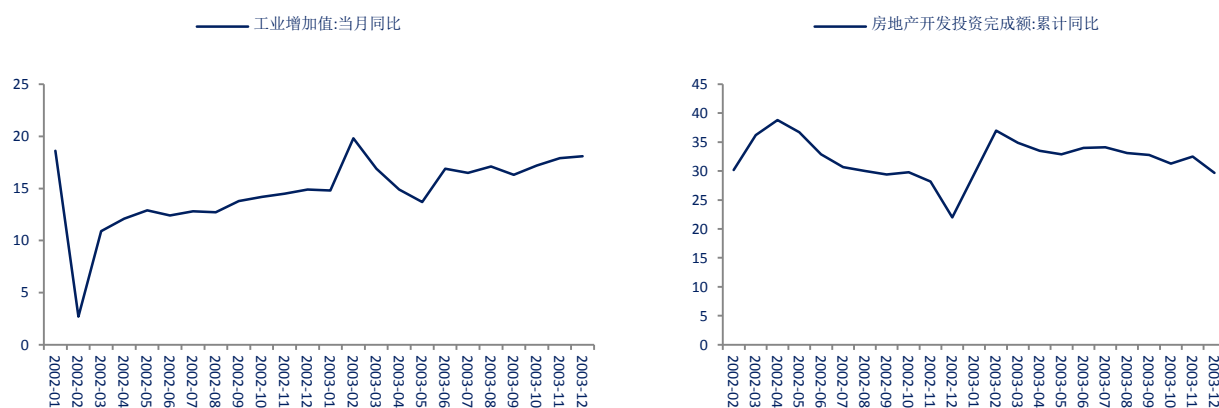
图 5： 2003 年 GDP 同比增速走势&2003 年 cpi 与 ppi 当月同比走势



资料来源： Wind 中信期货研究部

其次，从价格走势来看，非典疫情对工业品和食品（农产品）价格均有短暂的冲击。2003 年 3 月起，食品价格受到季节性和非典疫情的共同影响，4-5 月 cpi 食品环比增速出现了较大幅度的下降。在 6 月份非典疫情得到有效控制后，消费需求回暖，7 月份食品（农业品）价格出现回升。而工业品价格直至 2003 年 11 月份才出现了较为明显的回升。无论是从价格回落的幅度还是从回落的持续时间来看，非典疫情对工业品价格的影响都要强于对食品（农业品）的影响。

图 6： 2003 年工业增加值同比增速走势&2003 年房地产投资增速走势



资料来源： Wind 中信期货研究部

最后，从经济结构的角度来看，非典疫情对工业和房地产投资的影响也明显不同。工业增加值呈现 1 季度加速上升、2 季度高位回落、3 季度企稳回升的走势，其中 5 月疫情最严重的阶段过后工业增加值增速即出现反弹。从投资来，2003 年全年固定资产投资是稳中趋弱的态势，没有出现明显的下滑，反而在 4-5 月份有小幅上升的态势。

2.2 当前疫情对 2020 经济的影响

从经济背景角度来看，2020 年和 2003 年相比，宏观经济基本面均处于短期的回升趋势中。但与 2003 年不同的是当前时点为经济回暖初期，2019 年四季度 GDP 同比增速为 6%，预计受到此次疫情影响，2020 年 1 季度经济将出现小幅下行。

下行的幅度和持续时间受到两方面因素影响，第一是此次疫情的持续时间和后续扩散的程度。本次疫情相较于非典，引起政府重视的时间较早，但时间点处于春运的高峰，扩散速度较快，截至当前，疫情仍呈现上升趋势，并且尚无有效的治疗和抑制其发展的方法。随着春节后复工的来临，传播速度或将再次增加。短时间内大范围的扩散和长时间内得不到有效抑制，都会促使经济下行幅度加重、时间延长。第二是政策，包括财政政策和货币政策。在 2003 年的非典期间，我国主要通过税赋减免、给予补贴和国债支持等财政政策对冲非典疫情带来的影响。而货币市场总体保持稳健，维持流动性合理充裕。当前时点财政政策仍然为对冲疫情影响的首选，而若如非典期间，CPI 出现下行，那么未来货币政策有更大的发挥空间，同时我国当前货币政策工具较多，政策效用发挥更加精准。总体而言，乐观估计下，若 2020 年 2 季度疫情能被控制，1 季度的消费和生产被后移，则 2020 年 2 季度的经济数据将会出现较大幅度的反弹。

三、疫情对黑色系商品的影响

3.1 对黑色系需求的影响

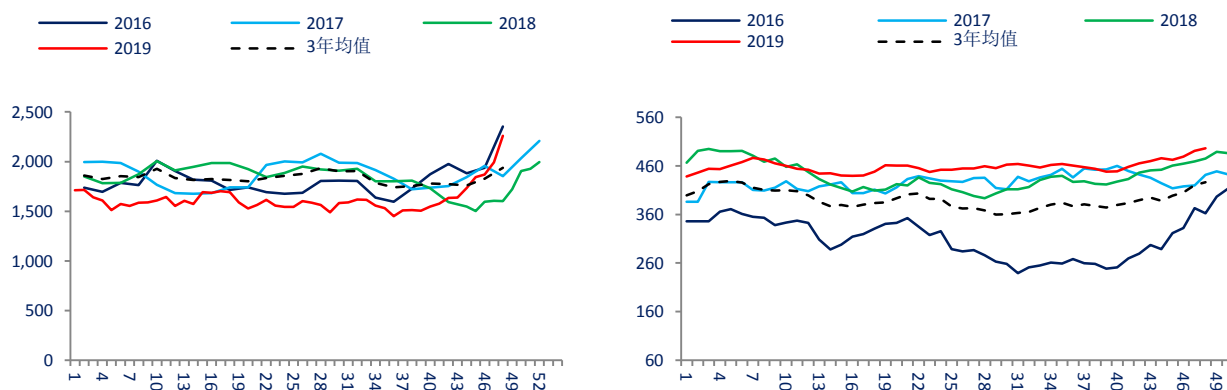
本次疫情爆发于春节前，人员流动量大，防治难度较大。截止 2 月 4 日 24 时，根据国家卫生健康委员会公布数据显示，全国确诊新型冠状病毒肺炎病例 24363 例，累计死亡病例 491 例，累计治愈出院病例 891 例，共有疑似病例 23260 例。从 2019 年 12 月 30 日首次发布疫情相关公告开始，仅仅一个多月的时间，这场新型冠状病毒感染的肺炎疫情确诊人数和死亡人数就远远超过了 2003 年“非典”疫情的相关病例数。

对钢材需求的影响：春节假期期间已经有 21 个省市地区明确表示，复工不得早于 2 月 9 日 24 时。但截至 2 月 4 日，疑似病人数量还在快速增加，疫情仍未出现拐点。国家卫生健康委专家组成员蒋荣猛表示，第一个潜伏期是 2 月 6 号，但后面可能还要出现一个潜伏期，推算是在 2 月 20 号。由于疫情拐点未到，对复工进度仍较为悲观，2 月 10 日以后即使复工，但需求释放的速度或仍较为缓慢。乐观估计下，预计 3 月中下旬需求会恢复至较高水平。后期钢材的需求恢复速度由疫情控制情况决定，可积极关注疫情发展情况。

对炉料需求的影响：炉料的需求主要来自长流程钢厂。春节前，长流程钢厂

均进行了炉料的补库，钢厂内炉料库存较高，处于历史同期较高水平。目前在疫情的影响下，已有部分钢厂宣布减产，对炉料需求形成利空。但中长期来看，钢材需求回升后，长流程钢厂的利润仍能得到保证，对炉料的需求也将回升。

图 7：钢厂铁矿石和焦炭库存走势



资料来源：Wind 中信期货研究部

3.2 对黑色系供给的影响

钢厂端：长流程钢厂方面，春节前长流程钢厂的开工率在高利润的支撑下维持在较高水平，但疫情对钢厂的影响较小，目前除了部分钢厂宣布降低负荷减产之外，对其他钢厂没有实质影响，预计开工率会出现小幅下降，但仍会维持较高水平。由于疫情期间交通运输困难，下游工地复工缓慢，累库周期延长，后期压力大概率将集中在钢厂，但是钢厂会优先保证计划生产，而计划外则可能减产。短流程钢厂方面，电炉厂的利润较薄，且受疫情影响相对较大，复工进度或较为缓慢。根据钢联数据，当前螺纹周产量为 300 万吨，同比仍增加 2.8%，预计后期供应压力仍较大。

炉料端：对于焦炭，由于焦化利润较高，在高利润的情况下焦化厂开工意愿较强，但由于春节期间煤矿停产，以及疫情对煤炭运输和煤矿复工均有较大影响，焦煤供应不足，对焦炭价格形成支撑。而对于铁矿，由于当前进口依赖度较高，即当前国内钢厂生产主要依靠进口铁矿石，疫情对于铁矿石进口的影响并不大。

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_7302

