|  |  |
| --- | --- |
| 钢材铁矿石研究报告 | 2014-10-13 MON |
| 移仓换月中近远月不同逻辑下的套利机会 |
| 观点：房贷新政公布后，钢矿期现货出现反弹，触发了我们之前空头离场的条件。目前市场上的不确定性增多，短期缺乏单边操作的条件。但是，由于时间上正好处于连铁主力合约换月的阶段，近远月合约在不同的定价逻辑的作用以及资金的推动下，会出现买近卖远的套利机会。概要：* 套利的目的及逻辑基础
* 现货及I1501走势分析
* I1505走势分析
* 风险因素分析
* 短期采取买近卖远的套利操作
 | **良运期货研发部****黑色组****何北**🕿 **0411-84807563**🖃 **hebei@lyqh.cn****从业证书：F0255708****投资咨询：Z0001778****相关报告**《基本面与政策面博弈，铁矿石短期震荡反弹为主》 2014-06-27《近月震荡远月偏空，下半年焦点在需求》 2014-07-23《下游需求萎缩将激化矿石供需矛盾，矿石破前低概率大》 2014-08-10《紧抓供需矛盾，铁矿石超级熊市比的是耐心》 2014-09-26 |

**套利的目的及逻辑基础**

套利交易的目的通常有：1. 不合理价差的纠正；2. 对冲不确定性以降低风险。就近期的铁矿石来讲，我们之前推荐做空时提醒投资者注意政策风险，以及现货市场反弹的可能，在9月30日公布房地产贷款新政之后，市场预期发生改变，导致期现货出现反弹，触发了我们之前空单离场的条件。目前，政策短期对于市场情绪还是起到了较大的影响，但是远期的预期仍然较差，市场多空交织，在不确定性增高的情况下铁矿石期货缺乏单边的机会，在策略上我们要主动寻找套利的可能。

客观上，时间点上恰逢铁矿石期货主力合约移仓换月，近远月合约定价模式逻辑不同为我们套利提供了机会。由于时间的临近，i1501合约更多的受到现货走势的影响，近期的政策支撑，令现货价格反弹，而且，i1501贴水现货，所以期价短期反弹的可能要远大于下跌的可能。而远月的合约则依然受到较为悲观的预期影响，首先政策能否起到扭转经济走势的作用还难以估计，其次，基本面上的供需矛盾远期还有可能加大，虽然远月合约的贴水较多，也很难形成对下跌的支撑。近月看现货，远月看预期是套利的逻辑基础。

由于分析的时间周期属于短周期，所以要考虑市场上资金的操作。作为i1501上的空头来说，在政策、现货、价差及时间都不利的情况下，在换月的过程中将空头移至远月较为明智。而多头目前在远月根据价格或者相对价格来贸然买多风险较大,趁着反弹在近月合约上巩固阵地、等待时间推移再入场远月合约吃贴水为较佳的选择。资金的流动也会推动近远月价差进一步拉大。

**现货及I1501走势分析**

现货价格在十一假期前后出现了一定的上涨，十一之前钢厂备货，现货销售好转，各地价格均有小幅上涨，而十一之后，由于政府公布的关于首套房贷款的新政策，令市场信心回复，黑色品种也是出现了一定的反弹。另外，由于APEC会议对于钢厂的开工的影响，钢材的拉涨情绪较强，同时也带动了铁矿石的价格。短期内，在市场信心的作用下，以及十一之后的工地开工中，预计现货价格还会有一定的上涨，但是涨幅和时间都比较有限，但是同样的，下跌的幅度也受限。预计普氏指数在79-84美元之间波动的概率较大。

*图1. 铁矿石现货价格及指数价格*

库存方面，我们看到短期内，铁矿石港口库存还是出现了小幅的回落，十一过后，钢厂还是需要一定的补充库存。虽然目前港口铁矿石库存并不是市场的主要矛盾，但是库存的回落对支撑价格还是有一定的心理作用。而且，我们也要考虑一下钢厂的铁矿石冬储问题。虽然我们认为不会出现较大规模的冬储情况，但是适当的补充库存还是有较大的可能性的，而且在期现货的价差下，买期货较为合适。

*图2. 港口铁矿石库存及钢厂铁矿石库存*

换月后，i1501合约距离交割还有3个月的时间，期现价差是期货价格的重要参考。目前的期现价差

*图3. I1501与港口现货价差*

我们认为，现货价格在未来的2个月左右以震荡为主，区间为，而i1501合约在贴水的情况下，价格也难以出现进一步的下跌，跟随现货价格波动为主。

**I1505走势分析**

远月的i1505合约定价逻辑则完全不同于i1501，其主要还是受到远期的供需预期影响的，在期现价差方面只能做次要的参考。 从供给上来看，下一年矿山的扩产步伐继续，从目前力拓公布的财报来看，明年还会有更多的产能冲击市场，并且大矿的成本会进一步降低。而高成本矿的挤出过程是决定铁矿石供给端能否达到均衡的关键点，从个现在情况来看，国内中小矿基本已经挤出，而大矿的挤出进程较慢，下一步更多的压力还会体现在国外的高成本矿上。就目前我们可以预见的情况来看，明年在供给端，铁矿石的压力仍然巨大。

*表1：四大矿山产量及成本*

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2014H1 | 2013H1 | 增速 | 成本 | 估算全年 | 计划全年 |
| Vale | 1.51 | 1.35 | 11.14% | 22.1(FOB) | 3.16 | 3.5 |
| Rio | 1.09 | 1 | 9.78% | 20.8(FOB) | 2.31 | 2.9 |
| BHP | 0.98 | 0.82 | 18.90% |  | 2.06 | 2.03 |
| FMG | 0.73 | 0.59 | 23.15% | 53(CIF） | 1.54 | 1.55 |

*图4. 国内铁矿石原矿产量*

需求端，最大的压力来源于国内宏观经济的下行，尤其是房地产和固定资产投资的萎缩。政策上对于经济也没有较强的刺激，难以改变下滑的态势，终端需求的下行压力巨大。在直接需求上，钢厂产能上受到政策的限制，随着淘汰落后产能及限制新增产能的政策推进，明年钢铁产能会减少。产量上，随着中小钢厂及调坯轧材长资金困难造成的退出市场，钢厂的产量也会逐步降低。在需求端，明年开始压力会逐步增大。

*图5 国内房地产及固定资产投资*

*图6. 国内生铁产量*

无论是供给端还是需求端，铁矿石都面临着压力，现在还没有可以改变远期预期的因素出现。所以远期更有利于空头，虽然期现价差可能贴水较多，但是在i1501合约交割以前，这一因素绝不能成为考虑的第一要素，建立在此基础上的反弹都是根基不牢的。

**风险因素分析**

从以上的思路我们可以看出，买近卖远的操作其实适合黑色产业链上的所有品种。从基本面来看，螺纹的近月支撑应该是最强的，远月的需求预期也很差，所以套利效果应该很好。从价差角度看，焦煤焦炭的远月升水格局也很适合。铁矿石来讲套利效果可能不如煤焦钢，主要是近月的支撑有限，价格以区间震荡为主，另外，远月的贴水略大，下方空间也受限。

综合以上两点，铁矿石买近卖远的风险主要来自：1. 现货价格跌破区间造成近月价格大幅下跌；2. 远月跌幅较多后会造成统计角度的反弹。

*图8. I1501、I1505走势和价差*

**短期采取买近卖远的套利操作**

综合以上，由于短期内缺乏单边行情，所以采取套利的策略，而且在移仓换月过程中，由于近远月不同的定价基础令近远月合约的定价模式不同，就提供了套利的机会，所以短期内采取买近卖远的操作。

价差预计到50左右，而风险主要考虑现货价格跌破震荡区间，以及远月跌幅较大造成的反弹。

**【免责声明】**

本报告中的信息均来源于已公开的资料，良运期货公司力求信息的准确性和分析的客观性，但对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。在任何情况下，报告中的信息及分析建议均仅供参考，不构成个人投资建议或入市依据。良运期货不对任何因本报告中所有或部分信息、分析建议引起的直接、间接损失承担责任。

本报告版权归良运期货经纪有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如转载或引用，需注明出处为“良运期货”，且不得对报告进行有悖原意的删节和修改。