



近期几个跨月套利策略的回顾

—兼谈跨月套利的投资框架

2024年8月7日

国联期货研究所

吴剑剑 从业资格证号：F03132084
投资咨询证号：Z0020830



CONTENTS

目录

01

基本思路 05

03

一个有趣的例子 20

02

近期几个策略的回顾
与分析 9



01

基本思路



基本思路

基本逻辑	如何判断跨月套利的行情，从本质上说，就是看当前的供求是紧张还是宽松，如果紧张，那现货一货难就，现货高企，近月也水涨船高，书上多有论述，不再重复。如何判断现货的供求情况呢，长期以来，当前商品分析主流框架形成：就是判断静态的安全边际和未来的行业驱动变化，简化下，就是看当前的基差和未来供求变化导致库存的累与去。
基差	基差大家耳熟能详，有次讲课很多，很多学生说，听过很多遍了，不想再听了。但是，我以为，很多人其实是不懂的。比如以前有人来前公司交流的时候，曾问了个问题，说基差有用吗，他看正基差的也经常大跌，负基差也经常大涨。我至今无言以对，只想起句话，“如果拜佛有用的话，你可能连庙门都挤不进去”。言归正传，我理解，跨月价差就是基差对于未来的投影，而这个投影如何消长就得看驱动。
驱动	驱动就是判断未来行业的变化，产能的增长与淘汰，产量的上升与下降，最终引起库存的变化，引起当时供求紧张程度的变化。如果类比权益类价值投资，基差类似于PE，驱动就是研究未来的PE变化。
其它	其它很多因素，比如季节性，比如资金的流向，市场和宏观的涨跌等等。但这些应该都是枝干，主体还是基差和驱动。虽然说起来容易，但实践中，信息的获取存在盲区，在各种因素的干扰下，对信息解读也会出现种种谬误，加之意外也是比我们想象的更常见。但是沿着正确的道路，梳理主脉，总是对投资和研究都有益处。

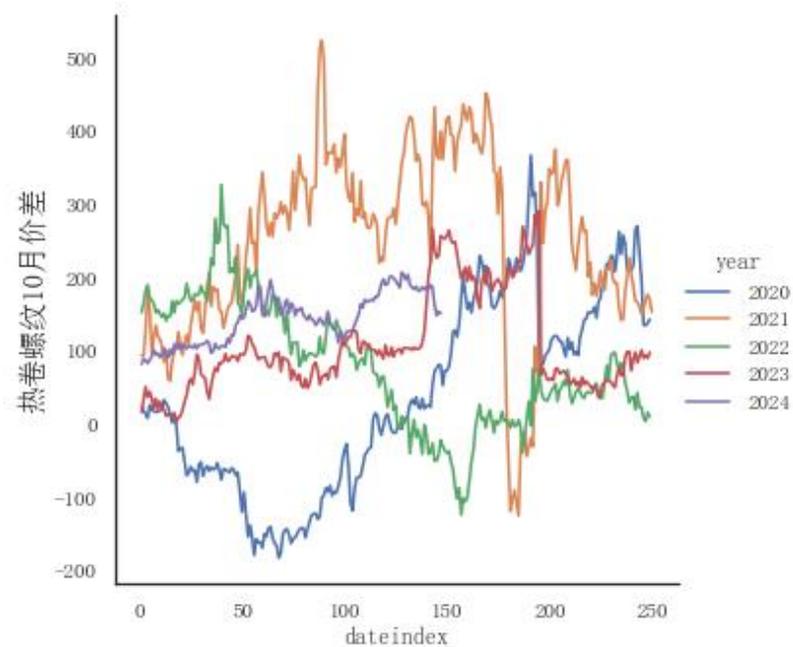
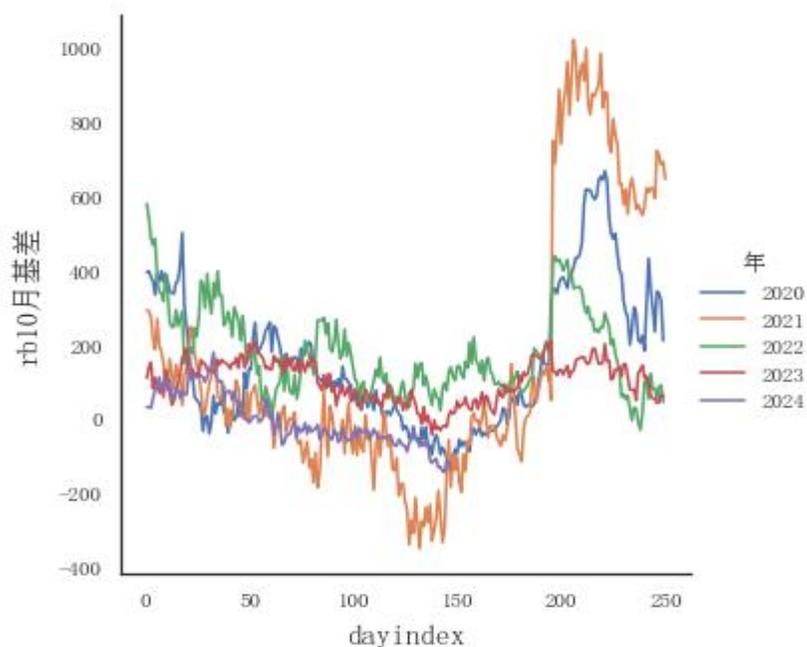


02

近期案例分析



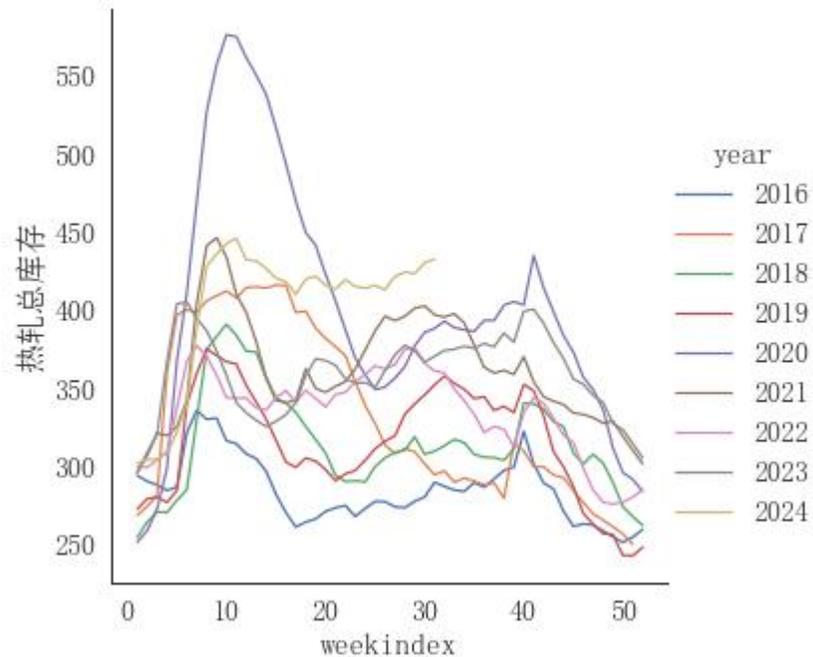
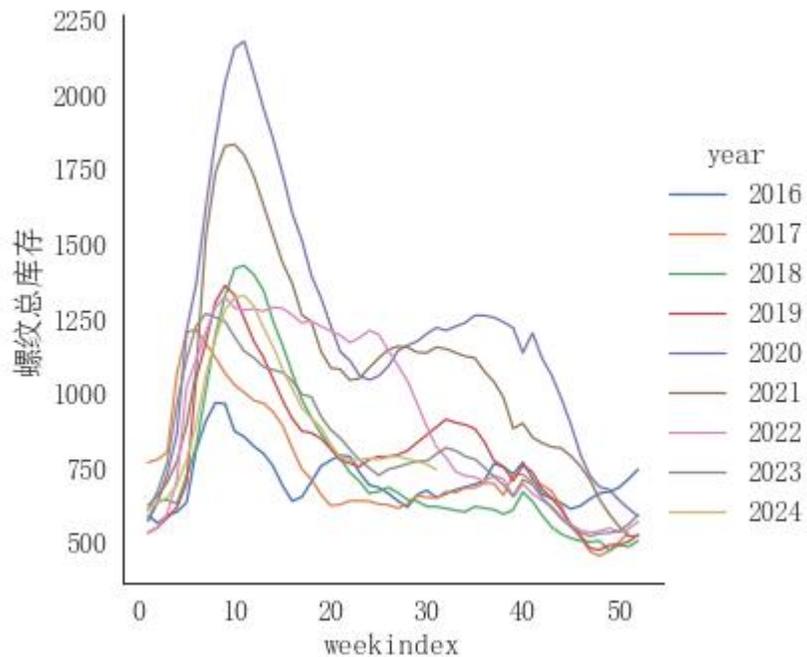
螺纹10-1和热卷螺纹价差



螺纹的负基差虽然看起来并不显著，但自去年以来交割规则修改后，了解这个品种的投资者的都知道是高估了。热卷虽然基差也不好，但因为热卷的交割机制，并没有特别大的影响。



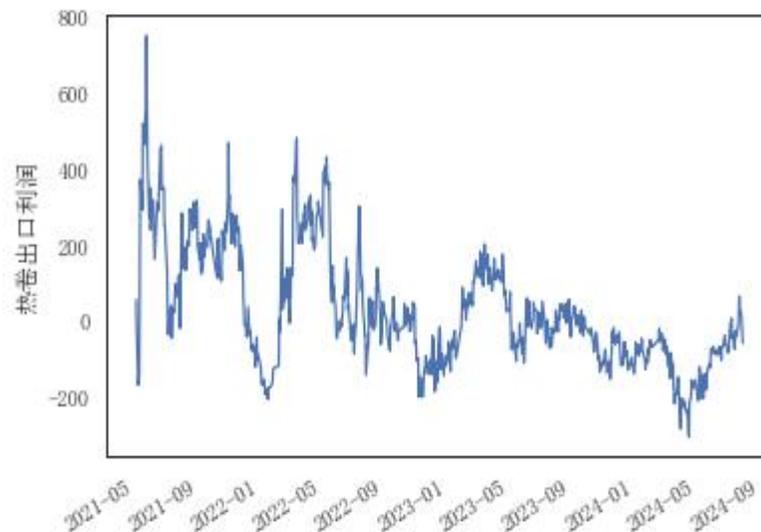
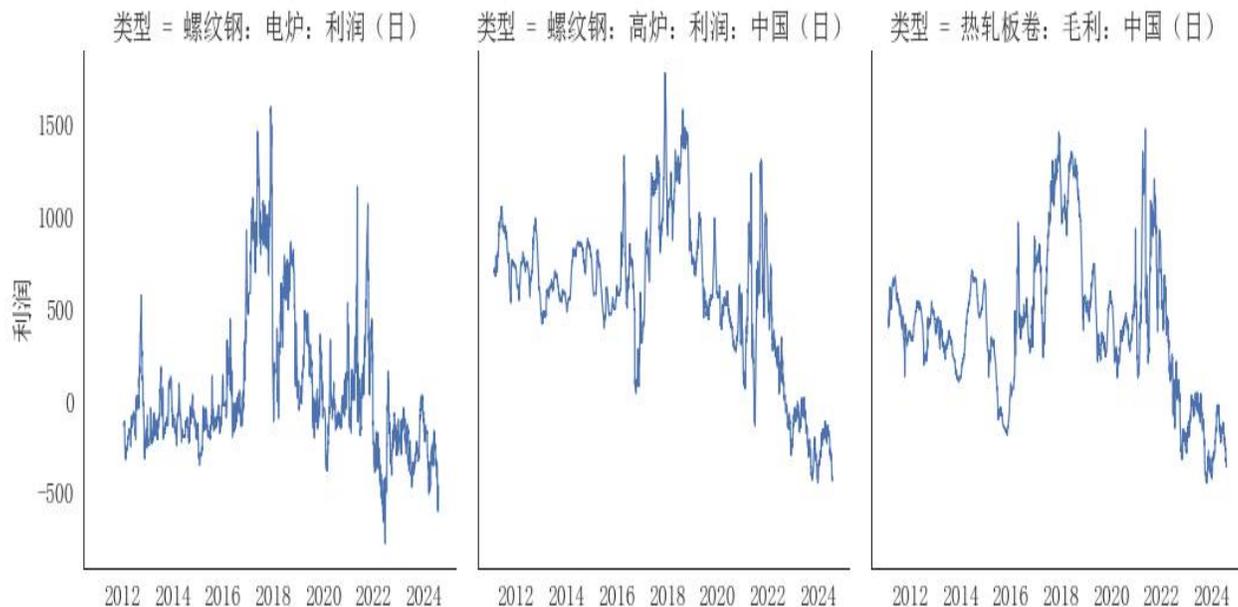
螺纹库存和热卷库存



表面看起来，螺纹的库存更好，但热卷高库存有较强的需求做支撑，如需求有韧性，就不会成为卷螺套的障碍。



螺纹库存和热卷库存



螺纹反套和卷螺套的分歧，出现在新旧标转换的压力下螺纹10月价格跌破3400以后，市场出现减产的声音，市场空头开始集中移仓热卷。



螺纹热卷套利小结

基差

静态的基差是明确的，螺纹一直高于现货100多以上，且有交割标的问题，热卷也是负基差，但热卷交割顺畅，静态热卷对螺纹有显著优势。

驱动

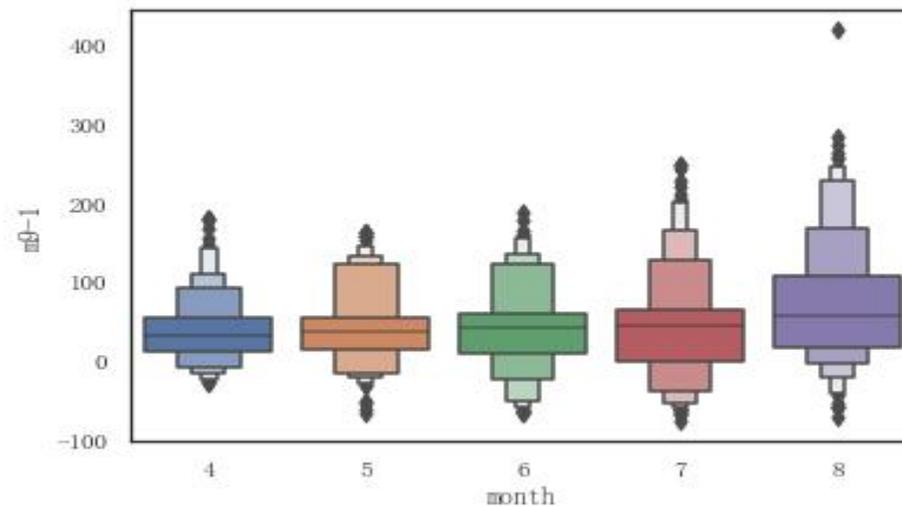
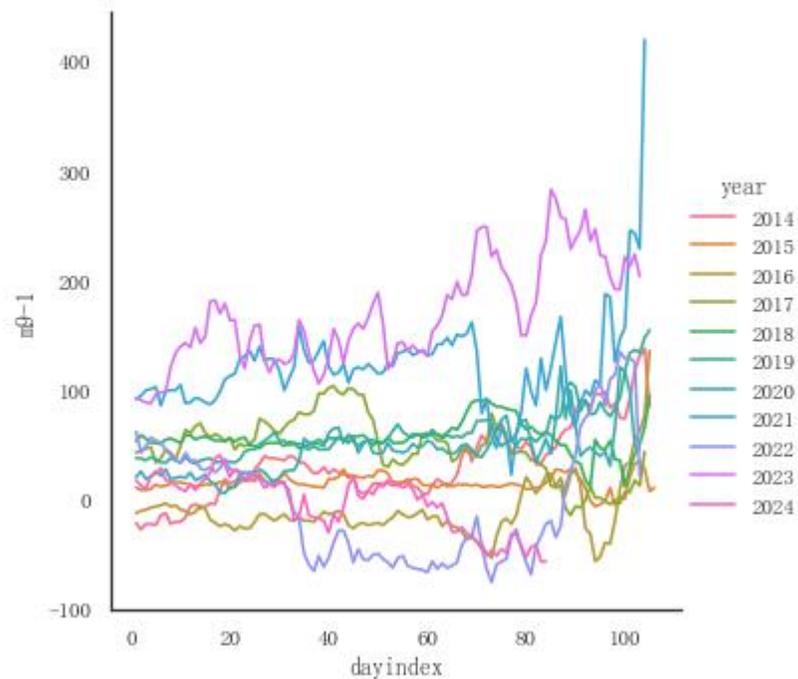
热卷虽然库存高，但出口和需求较好，能够相对承受高的库存压力。多空对垒的分歧，在于螺纹跌破3300后，市场出现了广泛的减产声音，从而空头云集热卷。但是，因为这种减产，从目前来看，更多的是‘休养生息’，对库存和现货价格的影响至少需要时间。

小结

从螺纹反套和螺卷套看，只要把握了静态的基差和相对驱动的变化，就能较好把握的跨月套利的机会，即使出现了减产，从而评级下降，但时至今日，总体仍然有较好的收益。



玻璃9-1价差

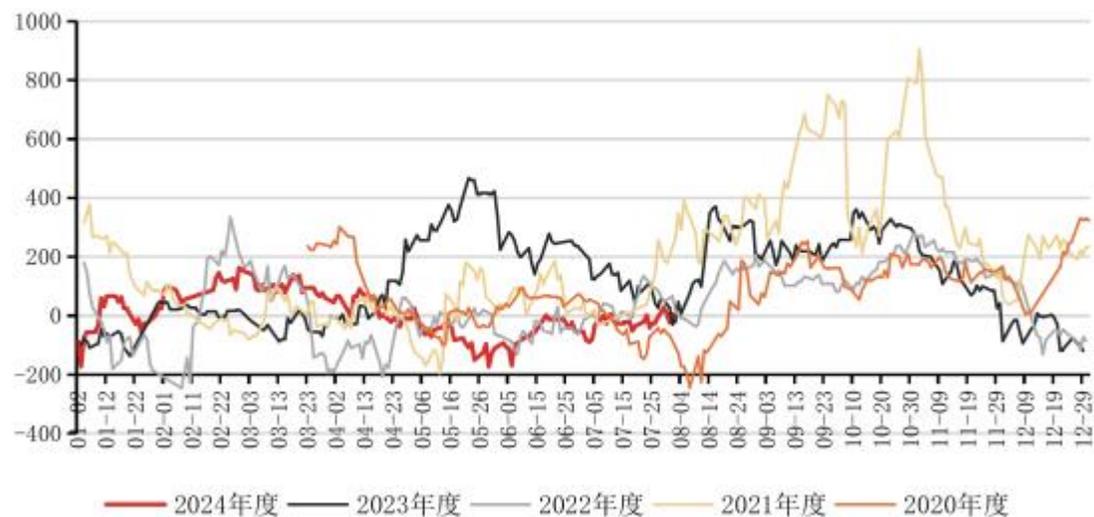


玻璃9-1价差是最近非常好的案例。如果我们有过需要领导中后台集体审批交易头寸的经历，大家都会有体会，如果今年递交玻璃正套的策略，看起来比较容易得到认同，因为从过去十年的历史看，价差位于多少百分比的低位，后面上涨概率大，大家一看就懂。事实上，玻璃从正价差一路走到了历史性低位-60附近。



玻璃基差

FG主力合约基差（元/吨）

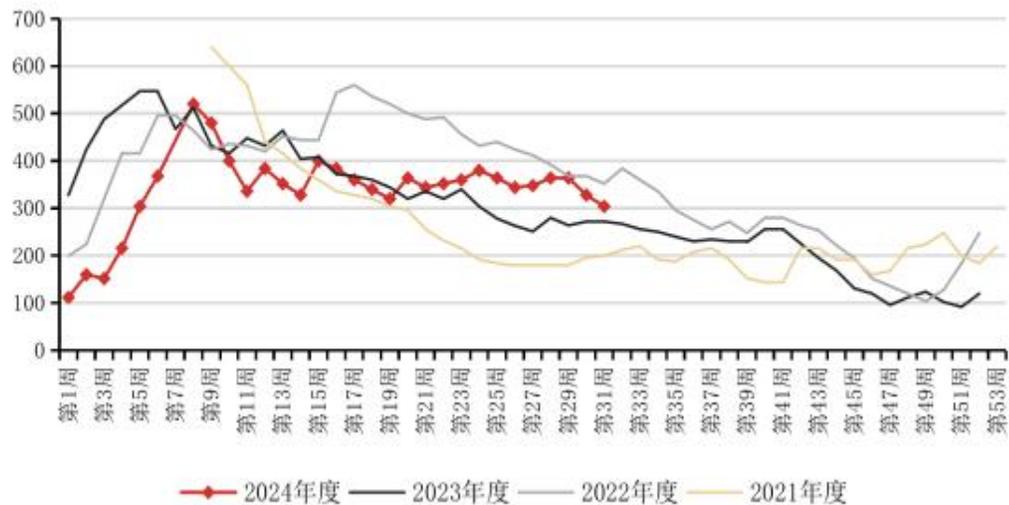


从5月开始，玻璃一直有比较大的负价差，而玻璃9-1是正价差。



玻璃库存

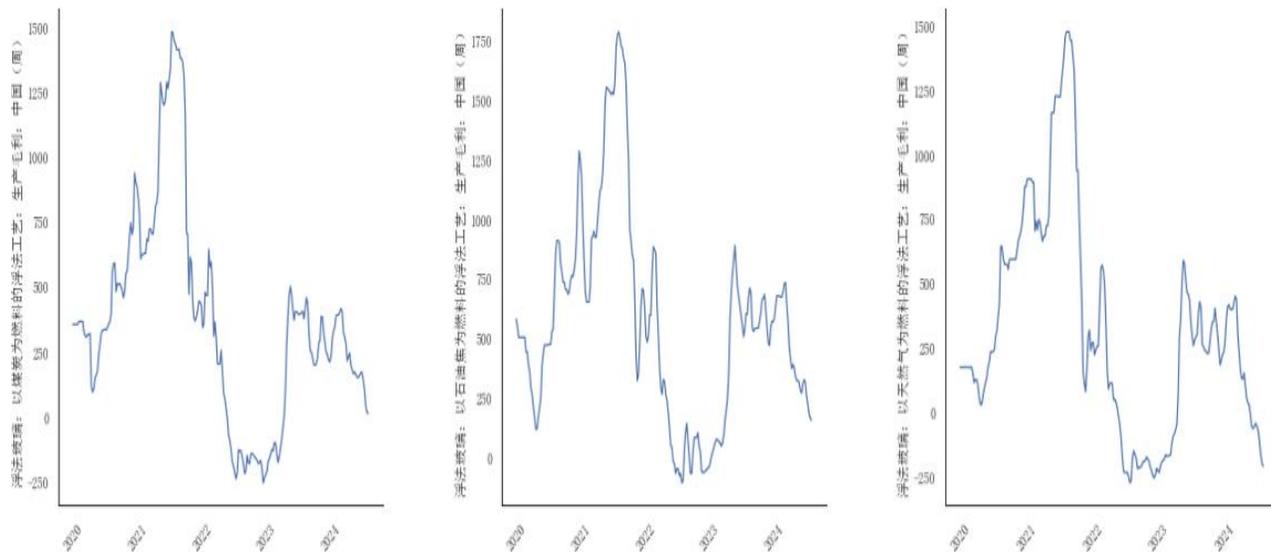
沙河地区浮法玻璃社会库存（万重量箱）



玻璃的库存也是相对稳定，而且需求弱。



玻璃生产利润



玻璃总体也略有利润，而且生产基本稳定。



玻璃跨月小结

基差

玻璃的基差也是明确的，一直是负基差，且有交割预期，而且现货也非常疲软，有连绵阴跌的感觉。

驱动

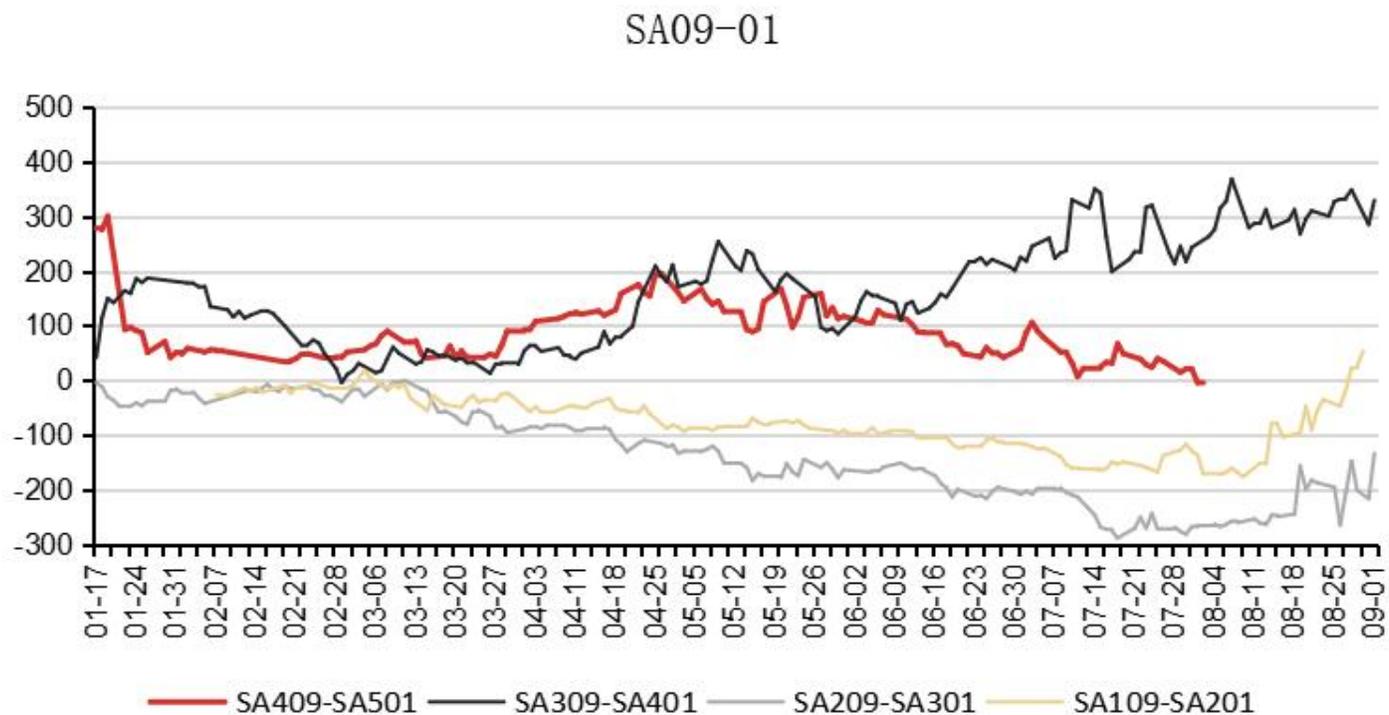
从生产利润看，在前期还是有明显的利润，且生产方面虽有冷修等等，但其实一直保持稳定。而需求看竣工数据仅凭常识就可以预料，事实也没有意外。

小结

玻璃跨月是二季度最好的跨月套利机会之一，而基于统计数据的正套策略给了反套非常多且好的入场机会。



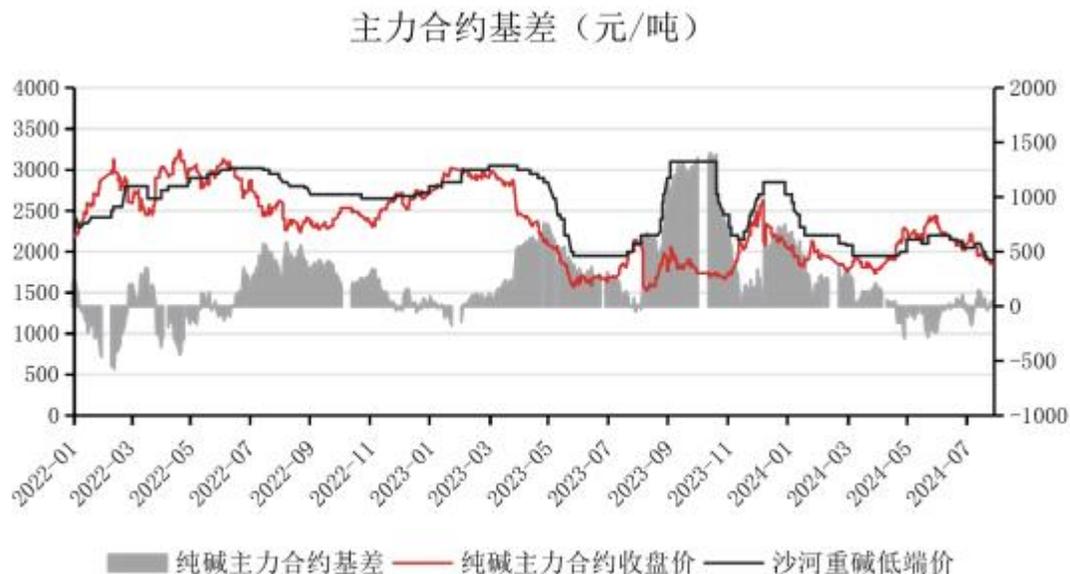
纯碱价差



纯碱价差又是近期非常好的机会，从正200以上回到了平水附近。



纯碱基差

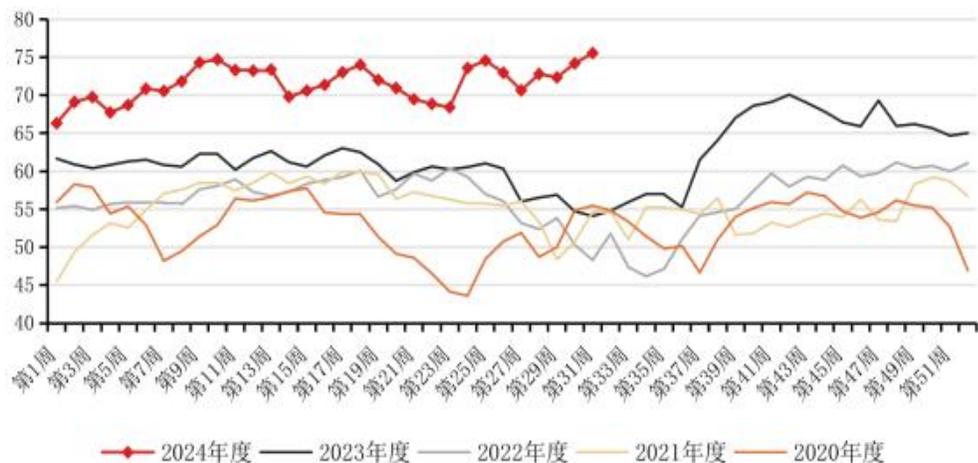


纯碱和去年有个很大的不同，去年是深B，而今年是大C。所以我把今年二季度中间的上涨，称为‘记忆性’上涨，去年的上涨即使有其它因素，基本面占比也是大头。

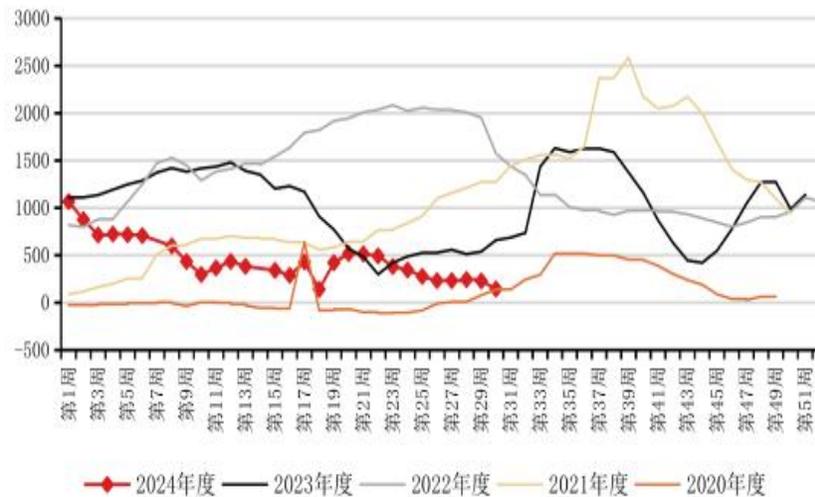


纯碱产量和利润

纯碱周产量（万吨）



卓创：华东联碱法制碱毛利（元/吨）

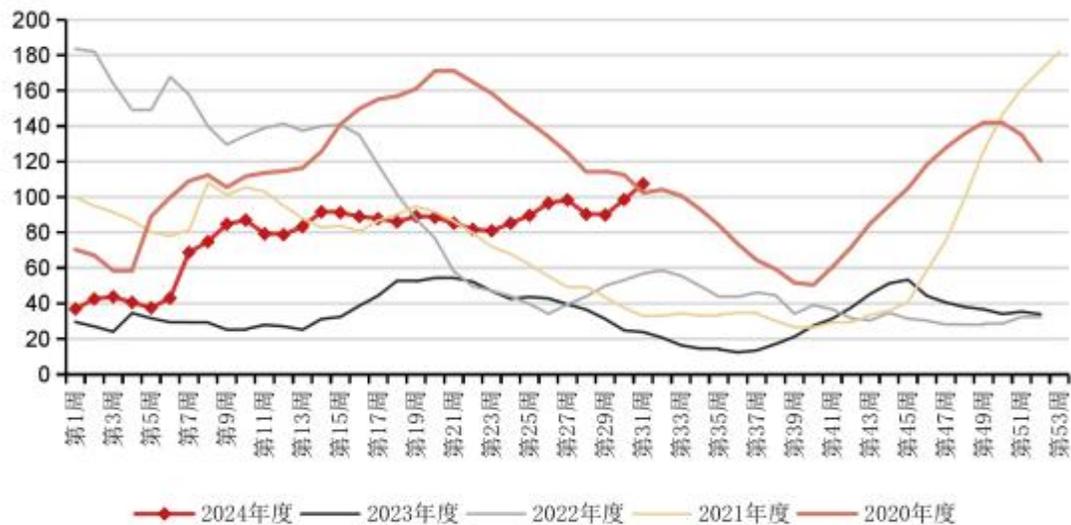


随着产能投产，今年纯碱的生产特点，典型的高利润，高产量。



纯碱库存

碱厂总库存（万吨）



纯碱的库存稳定上升。



纯碱跨月小结

基差

基差明确。

驱动

产量供给，库存明确。

小结

纯碱跨月也是二季度很好的跨月套利机会之一，唯一干扰的就是历史的记忆和高波动性。

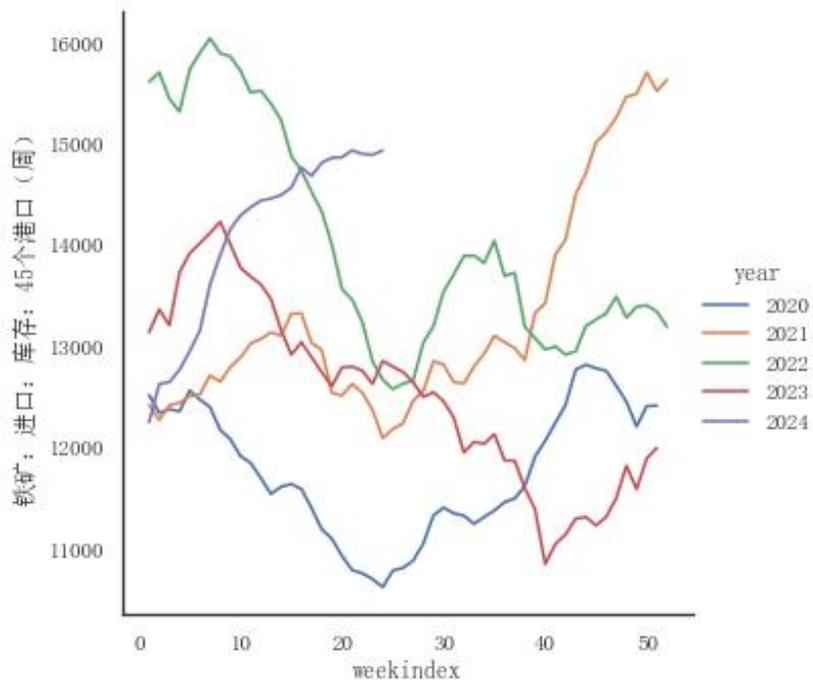


03

一个有趣的案例和小结



铁矿供给增加



上半年矿石的典型特征就是供应起来了，无论是发货还是到港，无论是同比还是环比，量都是确定性增加，只是幅度不同而已。



铁矿焦煤套利

基差

矿石是正基差，虽然并不多。焦煤仓单据说是比较低的，但是看到的资料，从1300多1550都有，作为千里之外的我们是很难确切了解的，不过蒙煤的长协价格是明确下降，且价格不高。

驱动

因为矿石的供给增加是明确的，而焦煤的内煤供给是下降的，加上蒙煤进口的增量，总体是相对平衡的。由此，不少分析师都提示了买煤空矿的策略，实际结果大家可以自行查看。

小结

这个案例非常有趣和非常值得思考，其中有个点就是矿石的走势比市场主流预测的强。



整体小结

在基差的基础上，预估驱动的框架，总体较好的判断了这几个策略的走势。当然其它因素，比如宏观等等都会影响跨月套利的情况，比如螺纹的减产就调降了钢材两策略的评级。

值得注意的是，有时候必须有某种干扰因素，或者说是分析中，发现某一两个不利的因素，才可能是好的机会。比如，玻璃的跨月套利，历史上10年整体都是不利的，那么自然就会给出相对较好的机会，因为从基本面分析，这个月间价差是有决定因子，并不是随机事件。当然，从更大的视野看，玻璃跨月是不是一个明显有偏的分布，是不是因为其商品特性或者某些制度，导致了一个分布，或者说有利正套，这是另外一个话题。

如果各方面都是完美的，更大的可能是早早的就没了机会，比如pvc的9-1，各方面都符合，但是早早的就-180以下。

最后补充下，以上的案例回顾仅为了探讨跨月套利的研究分析方法，并不是推荐上述策略，其中多数当前已经失去参与价值。



Thanks

感谢观看

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎