

多焦煤 01 空焦煤 05 投资报告

2017年8月28日

广州期货研究所

王栋

F3028811

邓文哲

F3032559



多焦煤 01 空焦煤 05 投资报告

一、多螺纹 01 空焦煤 01 策略

合约	焦煤
方向	多 1801, 空 1805
资金利用	总仓位控制 30%
建仓策略	围绕 60-80 建仓, 平均成本 70 附近
止损	到达 45 全部止损
止盈	到达 140 止盈

二、推荐理由

1. 供需维持紧平衡，焦煤现货价格仍有上涨趋势

当前焦煤供应维持紧平衡，主要由于三方面因素，第一是各地正处于开展安全生产大检查期间，煤矿正常生产受到一定限制。且在此期间山西和顺发生煤矿安全事故，由于其瞒报性质恶劣，国务院通报该项事故，有消息称山西省将对全省露天矿进行停产检查，等待验收完毕方可复产，因此供应受限时间预计较长。第二是由于当前海关限制蒙古煤进口，当前蒙古煤日均进口量减量达到 50%-60%，通关时间普遍延长至 20 余天，8 月影响量预计在 180 万吨左右。且有消息称海关总署将对蒙古进口煤总量作出限制，若此消息属实，对今年供应端的总体减量预期将达到 600 万吨以上，超出澳洲飓风的影响量一倍以上，我们认为这是引发本轮价格快速上涨的主要原因，但当前蒙古国已派出相关人员进行交涉，后续实际影响未定。第三是由于京唐港、曹妃甸 9 月 30 日前禁止汽运煤疏港，将对进口澳大利亚焦煤的采购从成本和运输方面造成限制，导致需求回流国产焦煤。

在当前情况下，由于下游钢厂利润持续位于高位且有采暖季限产预期的情况下，下游钢厂为提前生产备货当前开工率基本处于峰值，主动备原料库存现象较为明显，为保证原料供应让渡部分利润，对原料端提价接收程度较高。因此预计焦炭现货价格上涨趋势仍然持续，而在焦炭利润扩大的情况下，焦化厂对焦煤主动补库需求仍然良好，且焦煤现货价格的上涨轮数和幅度远落后于焦炭，因此预计现货价格上涨趋势仍将维持。在现货价格仍处涨势的情况下，01 合约预计维持偏强运行。

2. 采暖季限产，后期需求减弱预期较强

采暖季期间，预估焦煤需求量影响将在 3100 万吨-3800 万吨，若以全年预估产量 4.5 亿吨计算，3800 万吨接近国内一个月的焦煤产量，3100 万吨和 3800 万吨分别约占全年产量 6.9%和 8.4%，占四个月产量的 20.7%至 25.2%。因此在下游需求明显减弱，而上游供应暂无大幅缩减计划下，焦煤库存预计将在采暖季开始后由于销售不畅，原煤库存逐步累积。且煤矿由于环保要求搭建煤棚和筒仓后库容有限，因此矿上在顶库的情况下一般而言将采取降价销售的策略，压低现货价格。而由于采暖季限产将在 11 月 15 日-3 月 15 日执行，按照过往情况，焦煤主力移仓换月一般提前一个月执行，因此采暖季限产的利空大部分将体现在 05 合约上。由于当前现货供需维持紧平衡，若现货价格持续强势并维持高位直至 01 合约换月，01 合约下方将有较强支撑。因此 05 合约可能将成为空头主力的主要建仓合约。

3. 焦煤存在一定炒作，期价相对高估

远月基本面利空暂时较为明确的情况下，由于近期供应端偏紧结合国内外焦煤供应均有政策受限下，当前焦煤期价有上涨过快的可能性。01期价的上涨过快带动新上市尚不活跃的05合约亦上涨至一个相对偏高的水平。

由于交割设计问题，焦煤近月合约期价长期存在贴水正常优质主焦煤的情况，贴水幅度约在100-150，焦煤1709正反映此情况。因此当前期价1480对应的现货价格应处于1550-1650区间，那将是自去年11月以来宣布放开“276工作日”限制以来现货价格的次高点。当前京唐港优质主焦现货价格处于1475，若按照当前现货每轮提涨30-50的幅度，现货价格再次提涨2-3轮，仍存在一定合理性。且按照当前供需情况而言，焦煤供需紧平衡的局面有可能维持至11月采暖季限产之前，因此当前01合约升水现货的现象，仍有可能通过后续现货价格的上涨支撑期价处于高位震荡。

而05合约当前期价1381，贴水现货94元，而这一贴水仅反映了部分交割的升贴水，并未反映对05合约后期基本面需求大幅减少的预期。参考下表，当前1805合约的贴水幅度对比过往主力合约在有政策性利空预期下都是偏小的，对比1705和1709合约，因此后期1805合约基差扩大和期价下跌的空间可能较大。

4. 基差及价差统计分析

过往数次焦煤合约基差统计：

合约时间	合约名称	基差均值	最大值	最小值	对应基本面背景
8.15-11.29	主力合约 JM1701	96	277	-52	276工作日限产执行中，钢厂焦炭库存下降至历史低位库存，焦煤上中下游库存低位。11月15日宣布供暖季放开限产后，期价位于高位震荡。
11.30-3.30	主力合约 JM 1705	436	624.5	192	11月宣布放开276限产后，期价持续下跌，基差持续扩大。之后由于春节假期，两会限产，安全检查等因素导致复工缓慢，且下游需求良好，期价逐步反弹。
3.31-8.4	主力合约 JM 1709	329.7	491.5	66	3月底发改委宣布今年不再执行276工作日限产后，叠加供应逐步放开，下游压价情绪明显，现货价格和期货价格持续回落。但6月开始，由于下游需求良好，钢厂利润上升至高位，对原材料补库需求良好，期价持续上涨。
8.5-8.23	主力合约 JM 1801	100.3	207.5	-10.5	当前现货供需紧平衡，现货价格维持上涨，但远月需求预期利空较为明显。
	远月合约 JM 1805	171	265	95	

过往数次跨期价差对比:

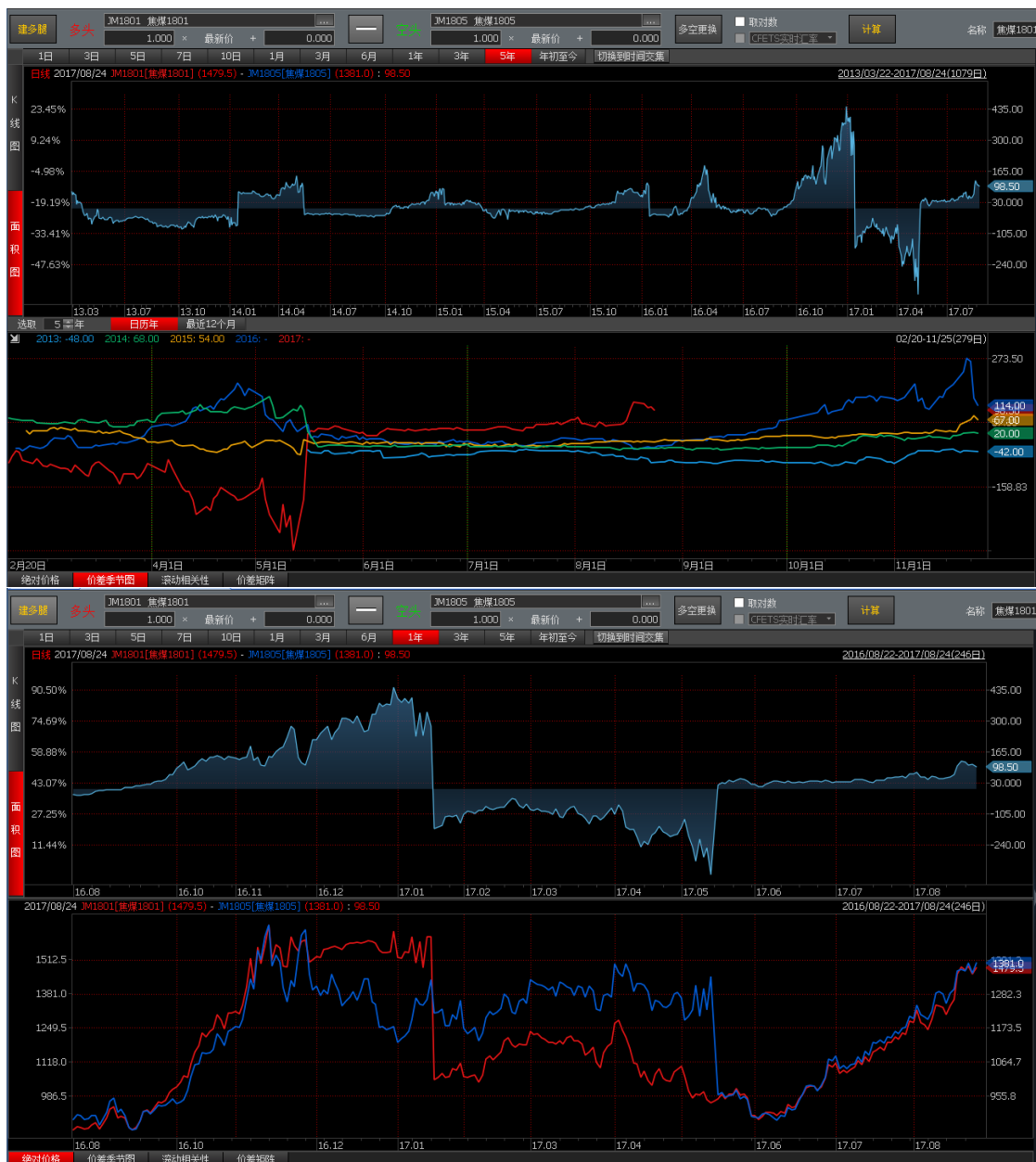
9-1价差:



从历史上看，9-1价差显著快速扩大，仅出现在今年7月11-19日，焦煤1709合约经过底部盘整后开始突破快速上涨，而1801合约跟随速度较慢。价差从29迅速上升至80。

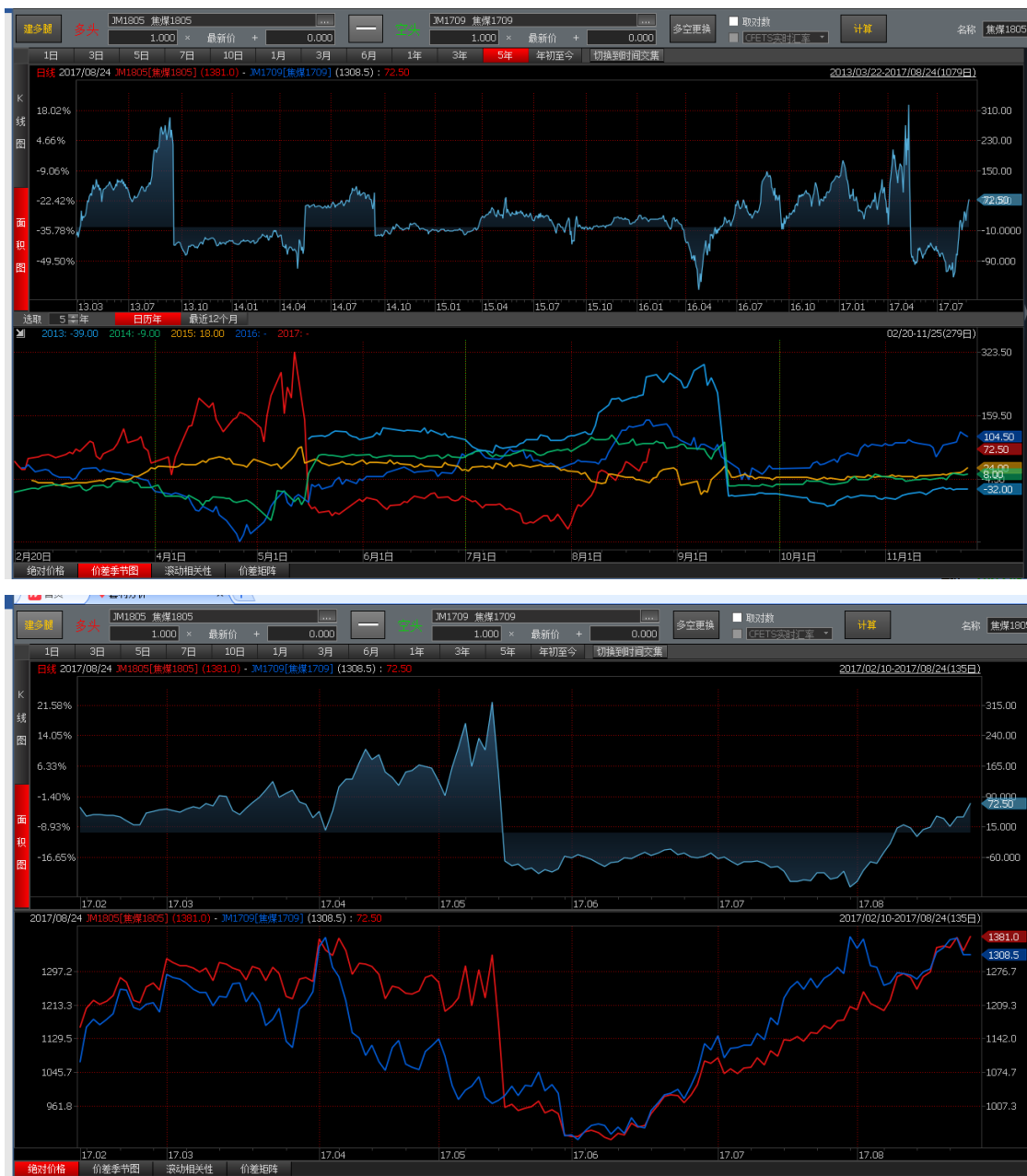
但9-1价差出现缩窄的情况较为普遍分别再13、16和17年均出现了9-1价差快速缩窄并超过-100的情况。三次情况出现的背景均是供需面出现紧缺，现货和期货价格持续出现上涨，而在近月合约距离结束一个月左右的时间点，多头主力换月到01合约导致01价格快速上涨，而09合约价格由于交割压力被现货价格压制。最终出现9-1价差反套的现象。

1-5价差:



1-5价差历史上三次扩大，其中两次出现在1701和1705合约，第一次出现自9月9日至11月7日，价差从-4扩大至187.5，主要由于在去年双焦大幅拉涨行情中，01作为主力合约与05价差持续拉开。第二次出现在宣布采暖季276全面放开后，05期价开始回落而01期价仍维持高位运行。价差分别拉升两次，均从100附近开始迅速拉升，分别到达279（11月11-23）和443（11月28-12月30日）。第三次出现在今年8月15-18日，焦煤1801由于山西煤矿事故连续三日拉升，17日触及涨停，导致01价格迅速拉升，与05价差从51.5扩大至124。

5-9价差:



从历史上看，5-9价差明显扩大两次分别是在15和17年，明显缩窄两次分别是在14和16年。15年的价差扩大是从3月4日的-22上行至4月20日的52，价差的扩大主要是由于1509合约升水05合约后出现快速回落，而1505合约处于低位且临近交割，在现货价格的支撑下，回落幅度有限。17年的价差经历过从3月23日起由于澳洲飓风价差从126急速缩小至5.5，4月6日市场炒作情绪过后，1709合约开始迅速回落而1705合约由于现货的支撑维持高位震荡，价差从5.5再度上涨至205。

14年的缩窄是在期价和现货下行的情况下，由于焦煤和焦炭库存的快速减少，市场对后期补库需求有一定预期下，1409合约在3月20日之后开始成为主力做多合约，与1405合约出

现分化，从3月20日的日-14下行至4月16日的-61。16年的价差扩大缩窄是市场在276背景下对后期价格看涨的情绪较为一致的情况下，1609合约成为了做多的主力合约从3月14日23.5缩窄至4月26日的-168.5。

过往数次焦煤合约跨期价差变动情况统计：

合约	日期	价差方向		期货方向
9-1	2017年7月11-19日	扩大	29迅速上升至80	上涨
	2013年8月7-31日	缩小	-66至-194	趋势下跌 09盘整，01上涨
	2016年8月11-24日	缩小	-37.5至-121	趋势上涨
	2017年7月31-8月25日	缩小	63至-204	趋势上涨
1-5	16年9月9日至11月7日	扩大	-4至187.5	趋势上涨
	16年11月11-23日	扩大	100至279	05开始快速下跌
	16年11月28-12月30日	扩大	100至443	05开始快速下跌
	17年8月15-18日	扩大	51.5至124	趋势上涨
5-9	14年3月20日至4月16日	缩窄	-14至-61	05低位盘整，09上行
	15年3月4日至4月20日	扩大	-22至52	09快速回落
	16年3月14日至4月26日。	缩小	23.5至-168.5	趋势上涨
	17年3月23日至4月6日	缩小	126至5.5	消息炒作，快速上涨
	17年4月6日后	扩大	5.5至205	趋势下跌，09快速回落

从过往历次的情况可以看出，当期货合约处于上升阶段，正套的价差扩大上升至150附近就会出现回头迹象，且随着时间靠近交割，如果期货合约维持涨势，那么由于近月合约受交割限制，且做多资金的移仓至正套将持续缩小，甚至到负值。过往正套的突破200上方的情况，均出现在近月合约由于现货价格的支撑维持高位震荡，而远月由于基本面利空的预期而出现快速下跌。这与我们预期焦煤期价和基本面的发展方向较为一致。

4. 交易计划

套利组合设计：

多焦煤1801空焦煤1805，有大商所跨期套利保证金优惠下，收取单边手续费，按8月29日盘中1400元/吨计算，每套保证金为 $1400*60*0.14=11760$ ；

资金分配：

考虑到跨期的套利交易风险性以及波动性较小，可以选择40%资金用于该方案操作，60%资金作为风险准备金。假设100万投资资金，可用40万资金用于套利，60万用于风险准备，40万资金可购买： $400000/11760=34$ 套。

操作策略：

建仓点于60-80附近，平均成本70左右。

止损情况：

如果行情向不利方向发展，价差低于45

$$\begin{aligned} \text{亏损} &= (70-45) * 60 \text{ 吨/手} * 34 \text{ 套} = 51000; \\ 51000/1000000 &= 5.1\% \end{aligned}$$

止盈情况：

行情到达目标位价差140，则

$$\begin{aligned} \text{盈利} &= (140-70) * 60 \text{ 吨/手} * 34 \text{ 套} = 142800; \\ 142800/1000000 &= 14.28\% \end{aligned}$$

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。