

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：盛文字

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



## 极致的情绪下等待极限的价格

### 内容提要

总结来看，当前依然极端情绪下可能会交易出极端的价格，目前空头趋势依然在延续，从基本面的判断来看，预计下方焦煤还有 100-200 元的杀跌空间，黑链共振且缺乏上行驱动的背景下建议不要在没有安全边际的位置过早的介入多单。中长期来看价格重心下移将是趋势，不过在情绪充分释放后，做空的逻辑可能会被逐步证伪或者说弱化（比如蒙煤四季度价格不会出现这么理想的价格，至少短期不会），那么盘面将迎来阶段性修复的机会，预计时间窗口会出现在 10 月的中下旬。

### 操作建议

操作上建议前期空单持有，盘面以焦煤为锚，在价格跌至 1820 元附近后可考虑减仓或者买入 2305 合约或者买入焦炭 2301 合约做套利。

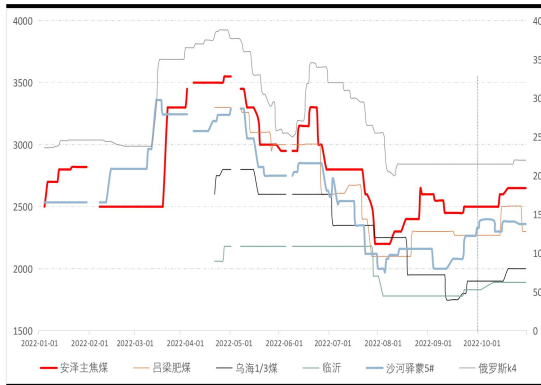
### 风险提示

蒙煤通车量超预期增长、钢厂力度复产超预期、终端需求旺季不显

## 一、行情回顾

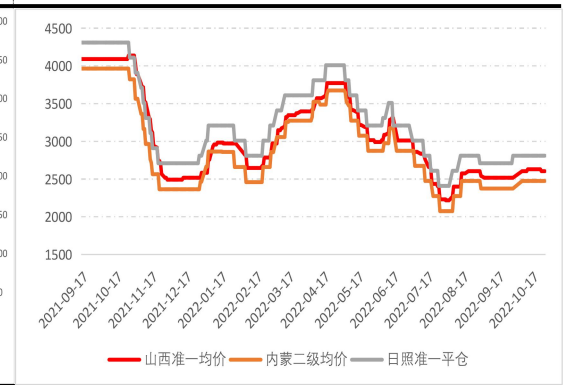
节后归来黑链盘面整体高开表达假期内高涨情绪，双焦在次日创下阶段新高后反弹行情戛然而止，展开了历时一个月的单边下杀行情，焦煤落回 8 月震荡区间中枢，焦炭则直破支撑逼近前低。盘面更多在进行预期交易，黑链板块整体呈现明显共振下去的格局，压力自成材端向上转移，形成“负反馈”的现象，当前来看极端的情绪下可能会杀出极端的价格。截止 10 月 28 日夜盘，焦煤 2301 合约跌 10.25% 至 1891 元/吨，焦炭 2301 合约跌 13.26% 至 2421 元/吨。焦煤现实层面，双焦价格走出先稳后弱的势头。焦煤价格持续呈现强韧性，直到中下旬预期转变，刚需、投机同时退出，竞拍情绪快速转差才带动焦煤价格开始缓慢调整。焦炭方面，二轮提涨 100 元/吨在博弈中焦企逐渐失声，至月底钢厂反降第一轮 100 元/吨，正式宣告焦炭止涨转跌，不过整体节奏缓慢。整个 10 月，盘面撇下现实大幅大幅下杀，期现背离的情况严重，双焦基差均大幅走阔至 450 元/吨上下，观察后续期现共振后是否能够收敛基差，即关注现货是否会加速走弱。

图一：分煤种焦煤价格



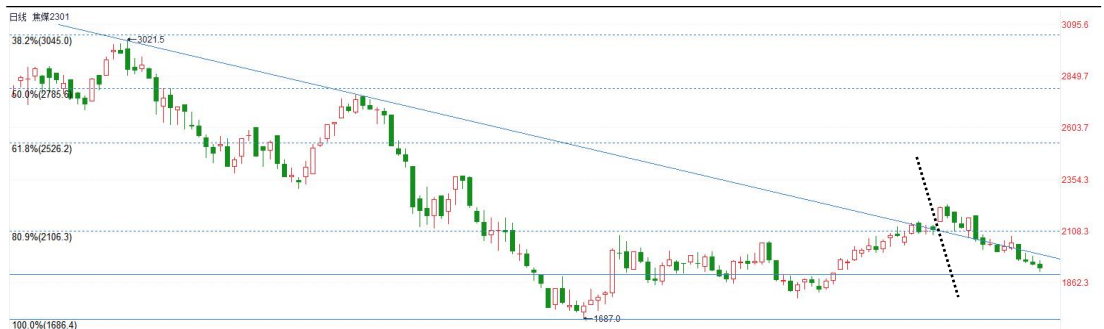
资料来源：钢联，优财研究院

图二：分区域焦炭价格



资料来源：钢联，优财研究院

图三：焦煤期货主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图四：焦炭期货主力合约走势



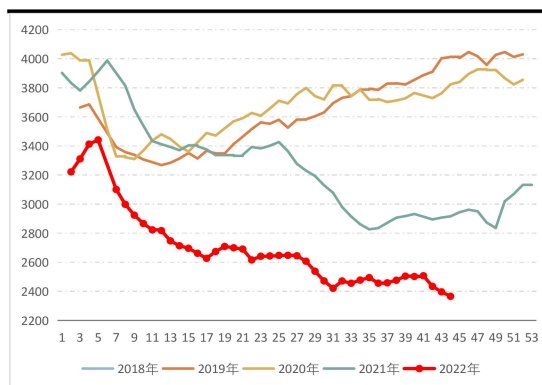
资料来源：iFind，优财研究院

## 二、 基本面分析

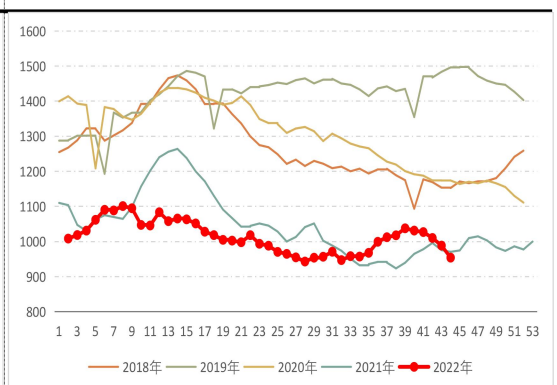
### 2.1 低库存真的是支撑吗？

市场常有观点认为双焦的绝对库存已经接替新低，到了历史极低水平，这样的库存水平下反应双焦供需紧张价格有强支撑，这样的逻辑笔者认为放在一个正常的、积极的市场是没有问题的，但是，当前双焦乃至黑链各环节所处的大背景并非如此，因此这样的逻辑就将一定程度上失效。如果将各环节拆解来看，不难发现总库存新的背后是存在明显结构性差异的，上游的煤矿、焦化厂均在累库，库存水平均在往年正常或相对偏高的位置，而需求侧的无论是贸易环节还是使用环节，库存都压到了低位。这表明当前的环境下，下游无论贸易环节还是刚需，都在主动的降低库存减小风险敞口，这背后是行业信心的缺失以及产业链迟迟没能迎来利润修复的直接体现，因此库存会被在供给侧积累直至供给侧减产来平衡需求，即负反馈。那么现在来看，经过了所谓的金九银十，市场没有看到行业利润的修复，只有煤矿吃肉中下游骨头都被抢走的现实，逆向市场里库存将会一低再低，而所谓支撑只能在品种间的强弱结构中得到一定的体现。

图五：焦煤总库存



图六：焦炭总库存



资料来源：钢联，优财研究院

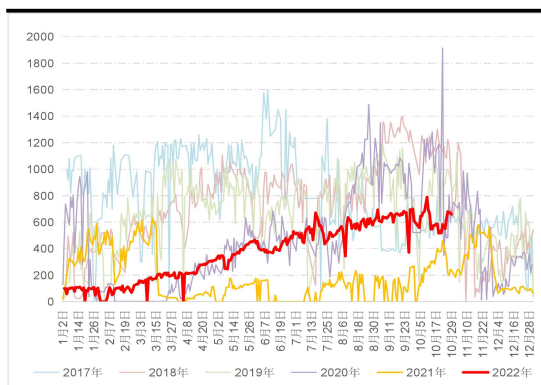
资料来源：钢联，优财研究院

## 2.2 最理想状态下的蒙煤多少钱？

本月满都拉、策克口岸基本正常通关，两会期间由于疫情管控收紧，甘其毛都口岸通关量出现一个低谷，不过整体仍保持在 550 车附近，蒙煤进口整体有小幅减量但仍呈高位稳定，在大会结束后甘其毛都口岸通车水平寻找回升至 650 车附近，目前来看通关量下有底，上仍有空间未释放（压力测试时曾接近 800 车）。那么就是质与量的问题。这是两个相互关联的因素，当前的现状是，由于抢运风化煤、中煤的销做动力煤的需求持续存在，导致口岸短盘运费持续盘在 300、400 元/吨的相对高位，进而导致蒙 5# 成本抬升价格，因此后续要看到现实层面蒙煤仓单向长协成本靠拢，不可缺少的条件之一就是国内动力煤价格见顶明显回落，而这已有迹象。

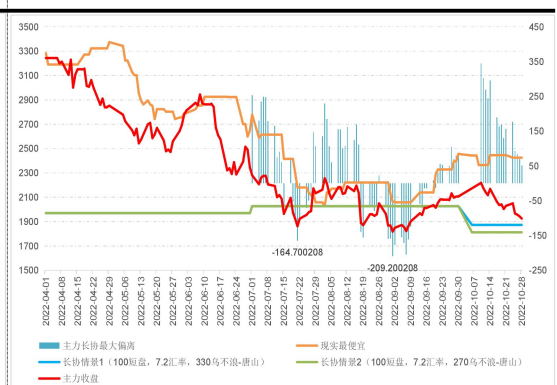
那么再细看价格，基本已知的市场信息，可以推算出在四季度市场可以出现的理想的、成本价直销的蒙煤仓单成本在 1820-1880 直接，即盘面已经非常接近这一理想仓单成本的位置，但是这个位置依然不极限，市场曾两次突破这一支撑，分别是 7 月与 9 月，且都给了 200 左右的偏离，这一偏离值笔者认为一是给到未来蒙煤长协掉价预期，二是标准蒙煤进口亏损退出，那么在当前这样的极端情绪下，很有可能再次突破理想仓单支撑，走出一下极限的价格后再做修复，即真正的安全边际可能在焦煤 2301 进入 1600-1700 元/吨这一区间才会出现。

图七：甘其毛都口岸日通车



资料来源：掌上煤焦，优财研究院

图六：蒙煤仓单预期

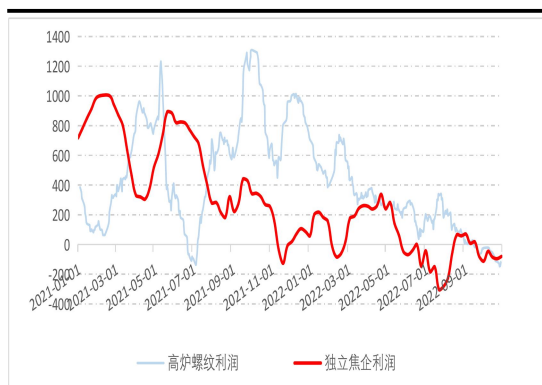


资料来源：钢联，优财研究院

### 2.3 困境中的中下游

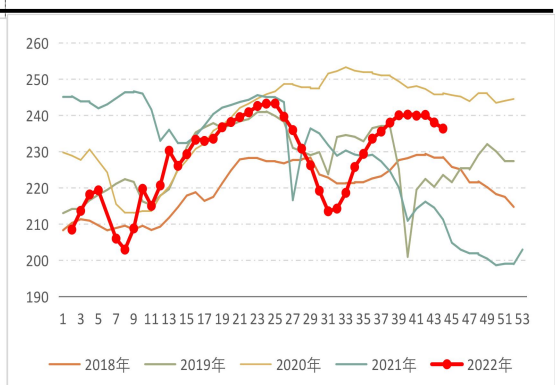
金九银十已经走完，展现出的是基建独木难支，旺季不旺的景象，钢厂、焦化厂利润旺季收缩将行业疲态放映的极其充分。今年需求不在呈现季节性波动最大的原因就是由于地产需求依然没有起色，而关注高频数据可以发现，这一现实依然没有被持续释放的政策利好扭转，后端企稳但前端购地衰竭，销售没有发生质变，种种表现很容易给市场一种后继乏力的感觉，即悲观预期还将延续，那么焦、钢企业不得不考虑的就是中期乃至长期的产能都偏过剩的问题，这定下来中长期价格重心不断下移的基调，这意味着行情演绎中只要核心逻辑不变，只有下跌路径上阶段性的修复性反弹，而难以看到趋势反转。那么短期就需要关注钢厂端的动向，假设情景 1，钢厂由于前期已经大规模完成了冬季检修，加上保明年生产基数等原因持续不减产，那么下游的基本利润将无法得到保证，连带着中上游也难以有效扩利润，即利润顶降低且持续存在，那么即使反弹也无法看到太高；假设情景 2，钢厂或主动或被动再次出现大规模减产，这将对下游利润形成保护，但中上游原料需求坍塌，价格重心随成本下移，利润从焦煤侧下移至中下游利润水平恢复至可维持低水平为止，类似 7 月。

图八：“旺季”亏损



资料来源：掌上煤焦，优财研究院

图九：铁水日产量



资料来源：钢联，优财研究院

### 三、逻辑总结与策略建议

总结来看，当前依然极端情绪下可能会交易出极端的价格，目前空头趋势依然在延续，从基本面的判断来看，预计下方焦煤还有 100-200 元的杀跌空间，黑链共振且缺乏上行驱动的背景下建议不要在安全边际的位置过早的介入多单。中长期来看价格重心下移将是趋势，不过在情绪充分释放后，做空的逻辑可能会被逐步证伪或者说弱化（比如蒙煤四季度价格不会出现这么理想的价格，至少短期不会），那么盘面将迎来阶段性修复的机会，预计时间窗口会出现在 10 月的中下旬。操作上建议前期空单持有，盘面以焦煤为锚，在价格跌至 1820 元附近后可考虑减仓或者买入 2305 合约或者买入焦炭 2301 合约做套利。

### 四、风险提示

蒙煤通车量超预期增长、钢厂力度复产超预期、终端需求旺季不显

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>