



2022年12月04日

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：姚兴航

· 从业资格编号 F3073320

· 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

· 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com

驱动自上而下，双焦跟随为主

内容提要

当下无疑是弱现实与强预期的组合，在这一组合下近月将呈现疲态，预计震荡之中完成移仓换月，而远端由于政策的导向愈发明确加上预期的难以证伪，乐观情绪将不断发酵直至预期差的出现，而这或将逐步熨平长期以来的 back 结构（请特别注意：焦煤由于 04 合约之后存在交割品质变化与基准交割地变化，1-5 天然有 300 左右价差），不过预期的转向到现实的改善直接需要时间过渡，目前依然处于过渡期，高昂的情绪容易出现预期差，高波动在所难免，注意控制风险。

操作建议

单边建议观望，05 合约不追高，月间套利暂时观望。

风险提示

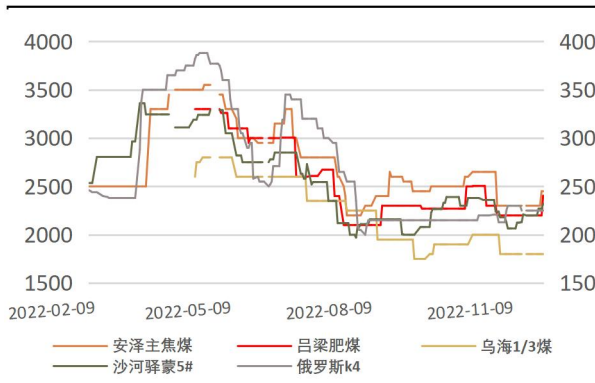
蒙煤通车量超预期增长、冬储力度超预期、政策预期差



一、行情回顾

11月行情实现了完美的V型反弹，并在月中完成了现实修复与预期修复的接棒，多头热情高涨。焦煤现货经历了阶段的企稳，竞拍保持了强劲韧性，价格在焦炭提涨的提振下在月末开启快速大幅的反弹。焦炭现货11月中终于扭转颓势，逐步开启提涨，但步伐仍偏缓慢，目前两轮回涨，市场对第三轮仍抱有期待。盘面从近强远弱向近稳远强的格局转变，双焦的移仓换月进入尾声，月度级别，2301合约焦煤收涨19.73%报2233元/吨，焦炭收涨17.38%报2780元/吨，2305合约焦煤收涨16.8%报1769元/吨，焦炭收涨17.01%报2631元/吨。

图一：焦煤现货价格



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二：焦炭现货价格



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三：焦煤主力合约走势



图四：焦炭主力合约走势



资料来源: iFind, 优财研究院

二、 要点分析

2.1 不断松绑的环境下复苏预期难证伪

从目前的盘面与市场氛围来看，在近月合约基本平水之后，现实的逻辑被逐渐的淡化，市场更多回到了针对所谓“明天会更好”的预期交易之中，冬储补库的故事从主角变成了配角，新的剧本的主线在于用国家出手托底地产、防疫管控政策自南向北逐步放开等政策导向来推定经济将进入企稳复苏并在明年年中即直接反应到需求端。

站在当前这个时点，政策的导向是逐步明确的，地产端的“三支箭”以及托外债是实在的对地产松绑，防疫的步伐虽然全国并不一致，但居民认知的引导正在进行，可以推测后续全国放宽管制是大概率会发生的事情。

不过对于后续的路径及对于黑色系的实际影响，却需要更加谨慎的思考。

目前地产端的各项政策的重心事实上依然放在了保竣工保交楼，而前端的销售、购地目前并没有看到更多的好转，这两项背后，一是市场对于房地产的信心和预期已经与以往发生了根本的改变，在房住不炒的大前提下预期的重建的极其困难的，而缺乏预期的支撑信心的重建则更需要时间；二是当下乃至未来一段时间，地产环节的周转效率下降是大趋势，保交楼的背景下，企业的重心势必更多放在后端竣工-交房-现金流释放的链条上，拿地开工的优先级被滞后，而这也导致政策的放松向前端环节的需求传导需要更长的周期，至少需求看到更多的非城投公司参与进来，因此目前来看，地产政策层面给出了积极且重要的信号，但是从信号的出现最终落到前端需求的改善还有很长的一段路要走，至少需求看到销售指标的企稳改善。

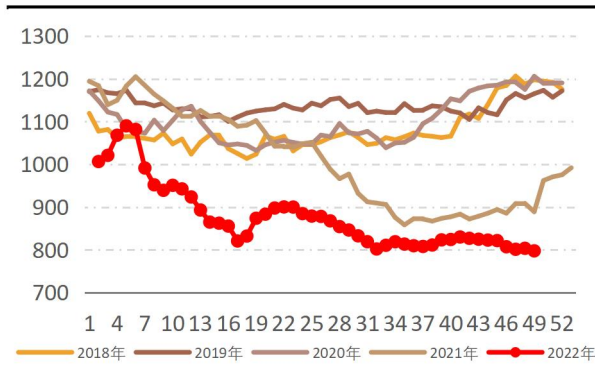
至于疫情层面，目前还处于认知扭转的阶段，一方面是当前各种版本的奥密克戎毒株均有较强的传染能力，快速的放开基本意味着快速大面积的感染，而我国居民部门事实上缺乏面对大面积感染的经验，未知则会带来恐慌，因此短期的混乱难以避免，也只有逐步让居民部门重新认识防疫现状，重新认识病毒新特点，才能解除恐慌平抑混乱实现进一步的放松，因此快速的扭转放开，对于中短端而言是好是坏需要时间来兑现，但带来更高的波动率是必然的，至于长期来看，减少管控无疑是有利于经济的高效发展。

2.2 最理想状态下的蒙煤多少钱？

回到产业本身，对于 01 合约，无论预期多么生动，随着时间的减少，产业的逻辑的影响势必越来越大，那么就需要更多的从微观的角度来评估。近端双焦乃至黑链已经实质性的进入的淡季之中，供需的博弈更多围绕冬储而展开，当下的矛盾点在于，由于持续的亏损，导致中下游环节偏悲观与保守，钢厂最为明显，目前无论是焦煤还是焦炭库存水平均维持在绝对低位，而铁水却维持在相对中游的水平，这意味着原料的刚需依然存在韧性，且今年春节较早，后续留给钢厂的补库时间较短，绝对低的库存加上不充裕的时间可以形成两个路径，一条是短期进一步大幅压减铁水降低需求同时适当补库，达到曲线实现安全库存水平的建立，另一条则是短期大幅提高拿货力度，显然路径一的概率目前较小，因为这需要更大更持久的亏损刺激配合更悲观的预期，随着市场预期的改善，价格走强，市场显然更加期待路径二的实现，而这将从需求侧给予近端原料强价格支撑。

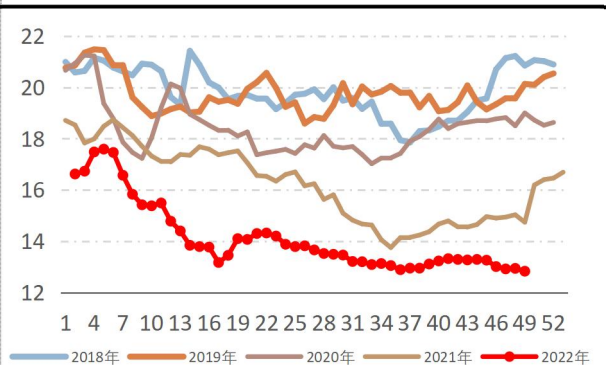
不过价格并非全无压制，至少在 01 合约上，蒙煤的估值将是重要的锚点。由于产区、口岸疫情管控保守，使得双焦的库存实际上以焦煤的形势积压在了上游，国内煤矿由于安全、达到年度目标有减产所以表现不是非常明显，但甘其毛都口岸监管口岸监管库 240 万吨以上的库存是实打实的积压，这一库存水平刷新了近今年的新高，对于口岸库容产生的很大的挑战，而后续疫情管控放松再加上中蒙协力保进口，这部分库存将逐步释放回市场，可能形成短期供给冲击，施压价格。目前蒙煤仓单在 2394-2440，但成本仓单为 2150-2200，因此近月合约以此为锚有较强压力，因为一旦出现偏离，贸易商有较强期现套驱动，一是可以库存保值；二是能化解春节后的销售不确定性。

图十七：钢厂焦煤库存



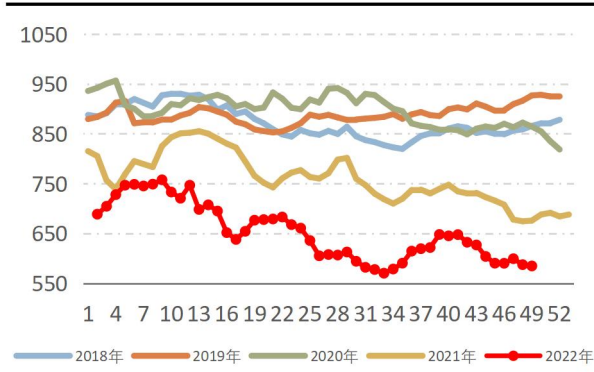
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十八：钢厂存煤可用天数

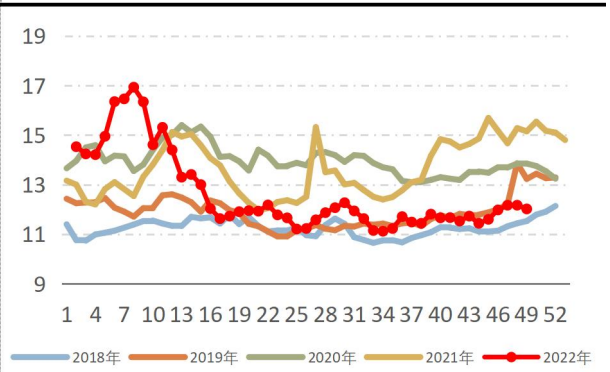


资料来源: Mysteel, 优财研究院

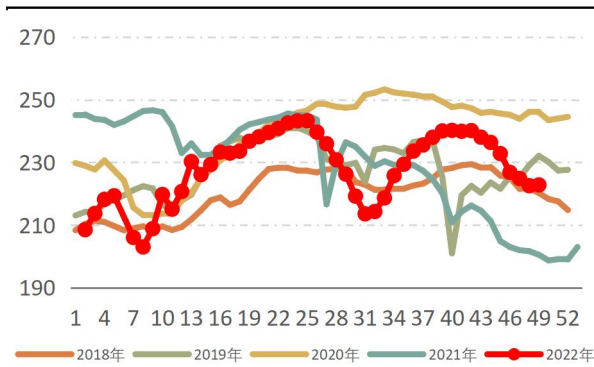
图二十五：钢厂焦炭库存



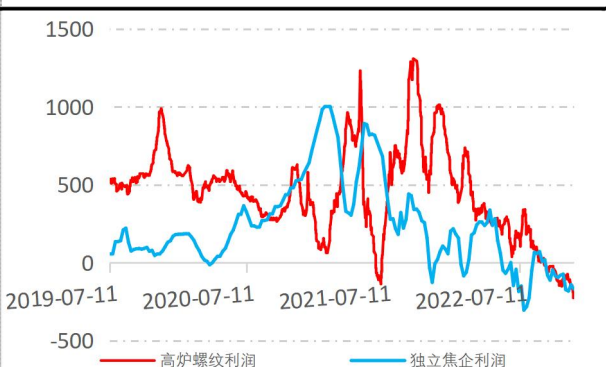
图二十六：钢厂焦炭可用天数



图二十九：铁水日产量

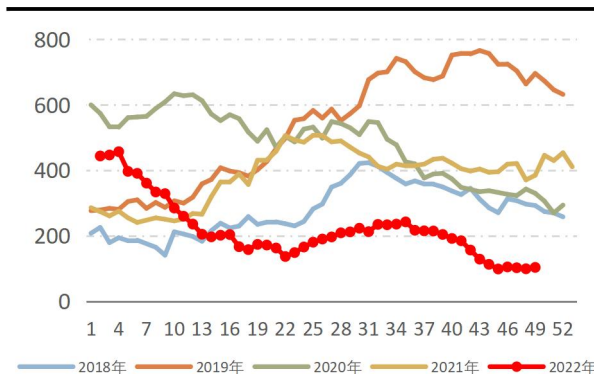


图三十：螺纹、焦炭利润

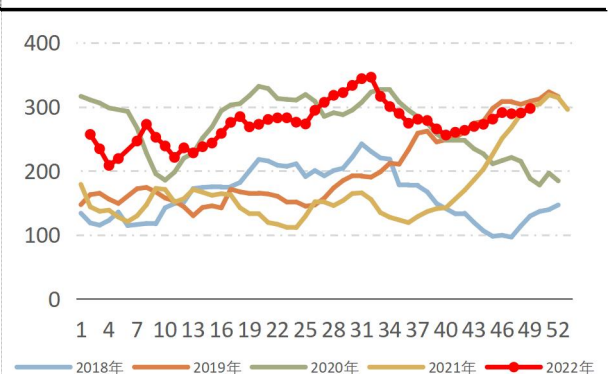


2.3 周度数据图表更新

图五：焦煤港口库存

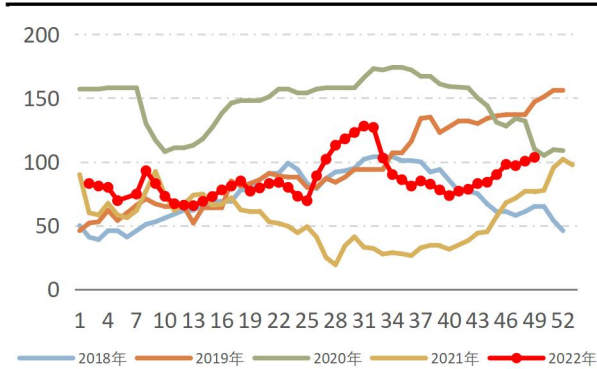


图六：焦煤矿山库存

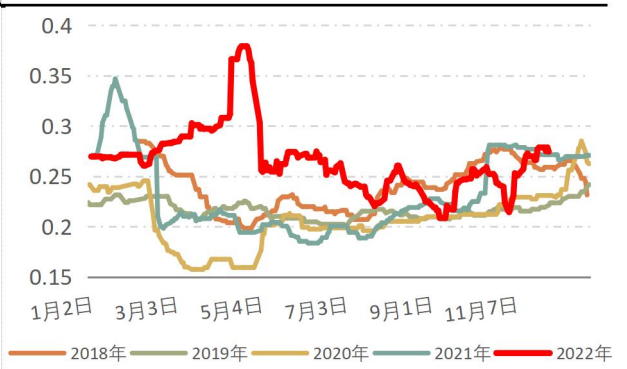




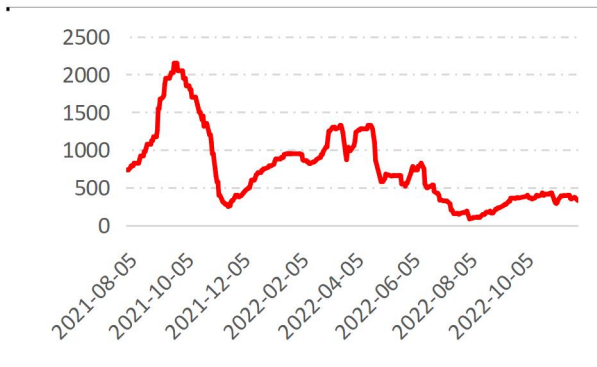
图七：山西煤矿库存



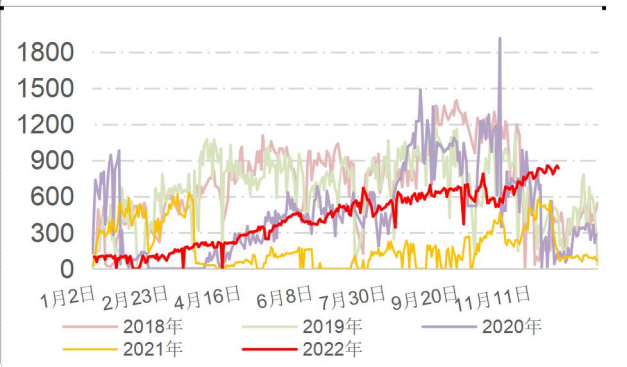
图八：公路运价平均



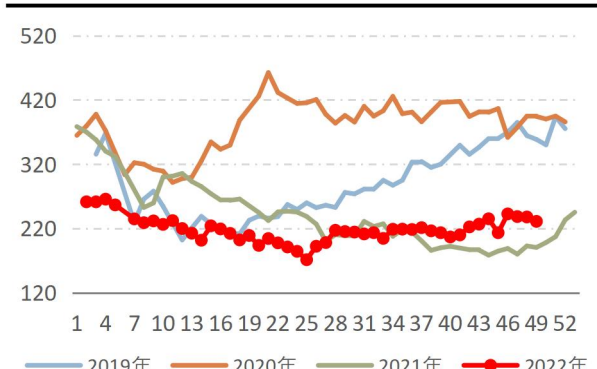
图九：288 口岸短盘运费



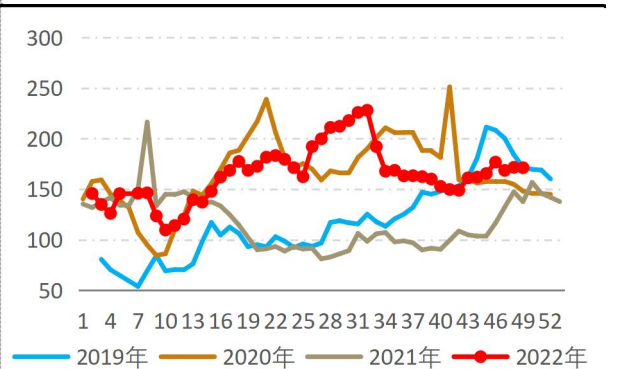
图十：甘其毛都口岸日通车



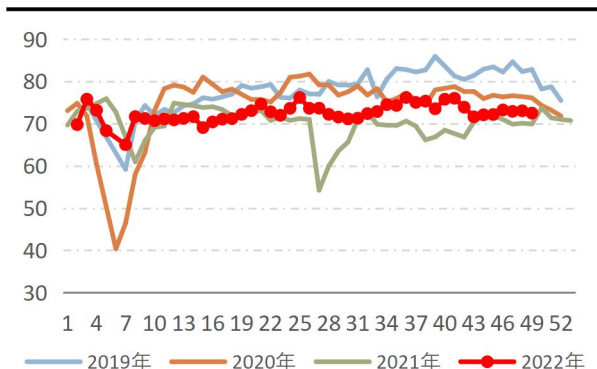
图十一：洗煤厂原煤库存



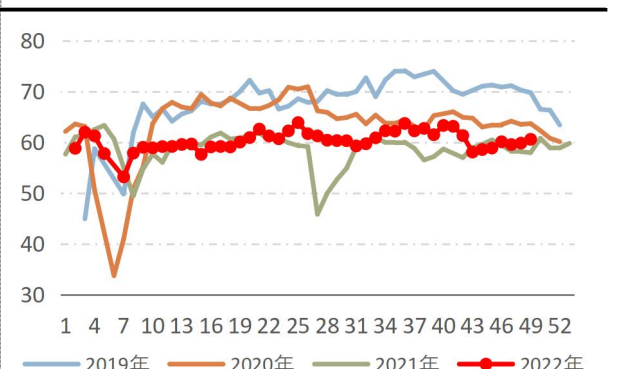
图十二：洗煤厂精煤库存



图十三：洗煤厂开工率



图十四：洗煤厂产量

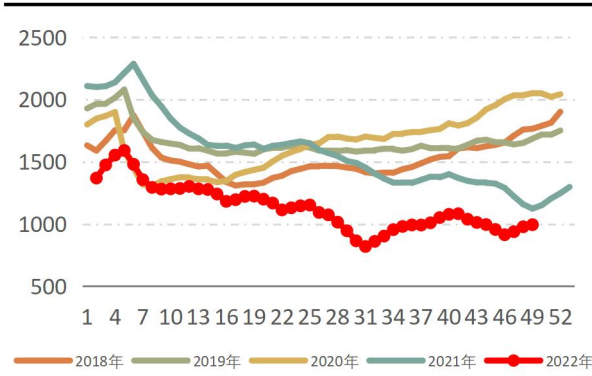


资料来源: Mysteel, 优财研究院

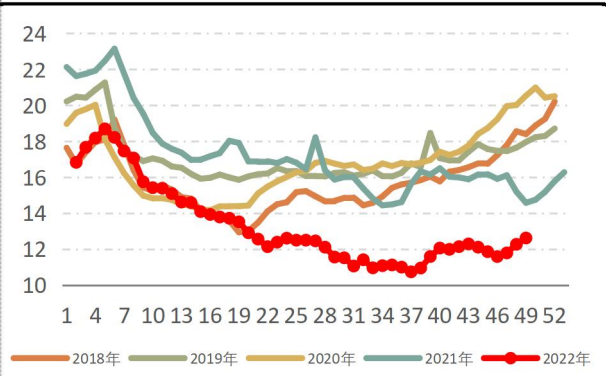
资料来源: Mysteel, 优财研究院



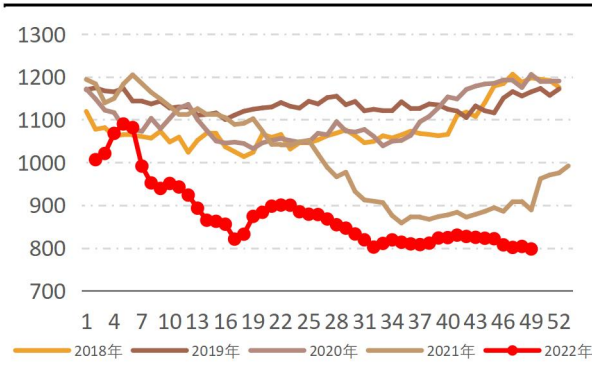
图十五：独立焦企焦煤库存



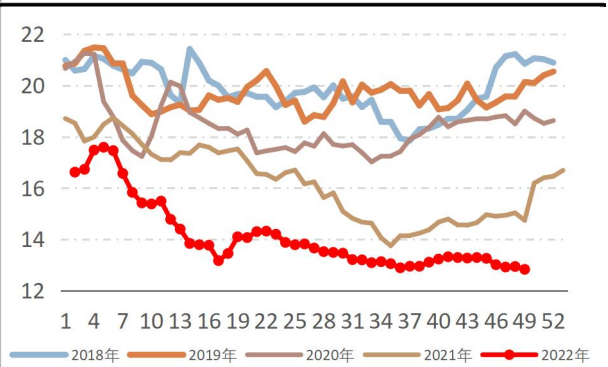
图十六：独立焦企存煤可用天数



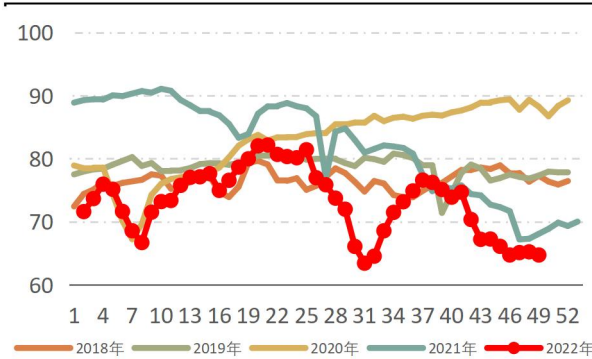
图十七：钢厂焦煤库存



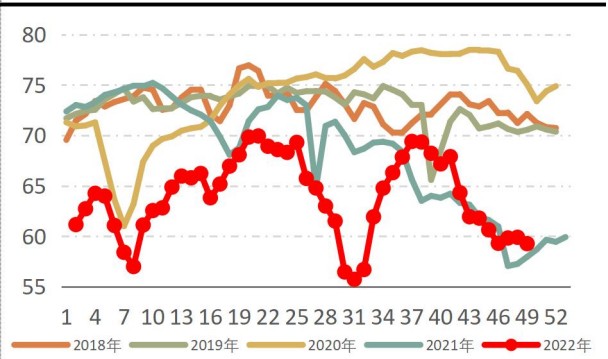
图十八：钢厂存煤可用天数



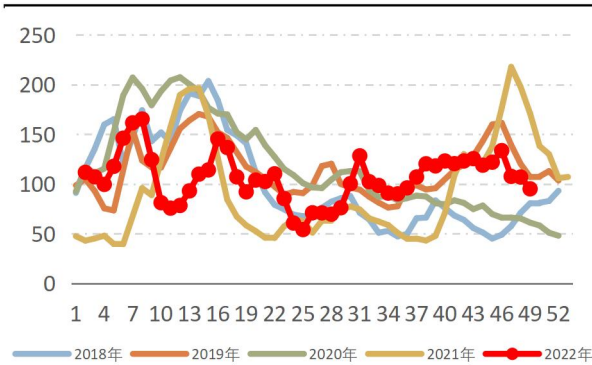
图十九：独立焦企产能利用率



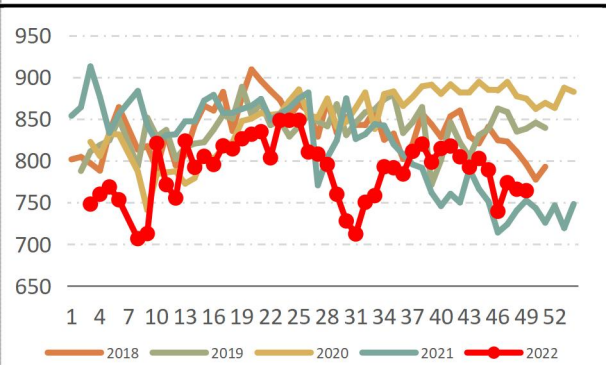
图二十：独立焦企日产量



图二十一：焦企焦炭库存



图二十二：焦炭表需

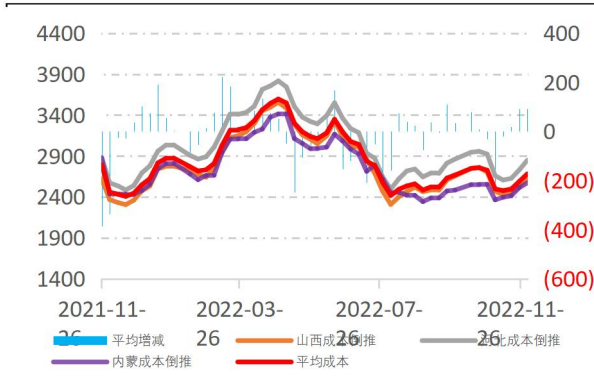


资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院



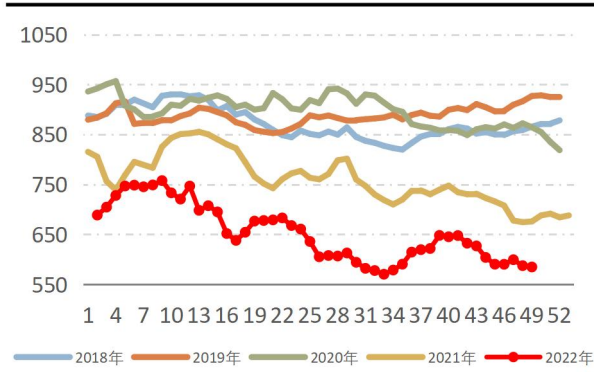
图二十三：焦化成本



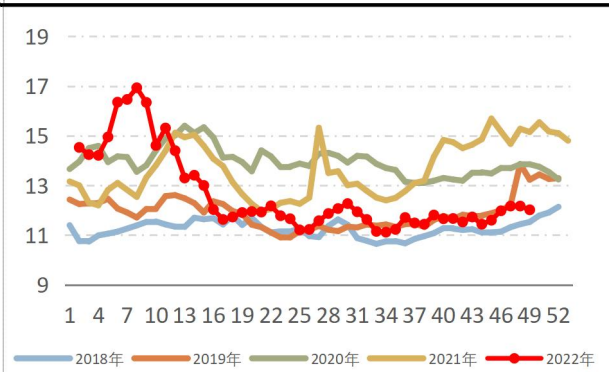
图二十四：螺焦利润对比



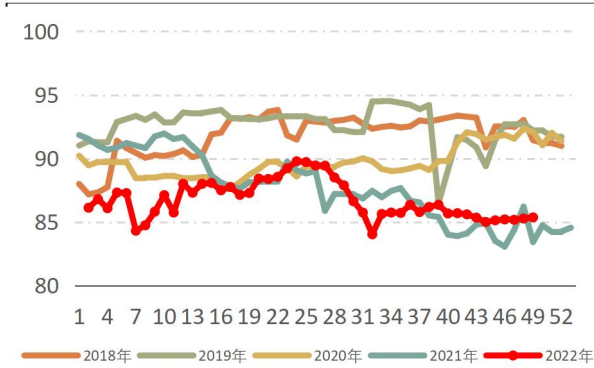
图二十五：钢厂焦炭库存



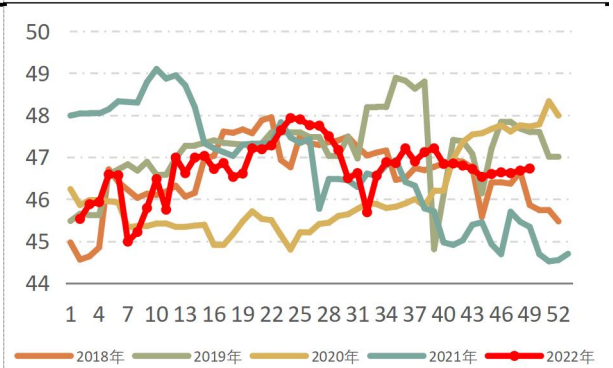
图二十六：钢厂焦炭可用天数



图二十七：钢厂焦化产能利用率



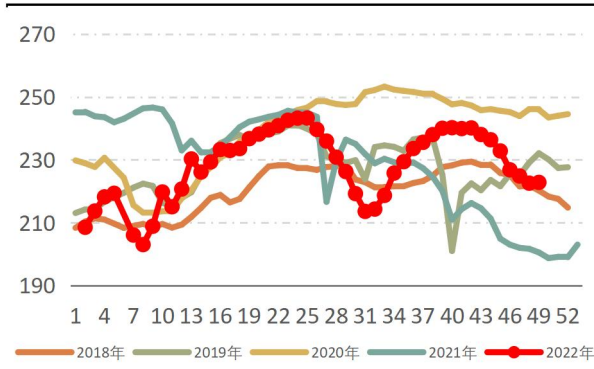
图二十八：钢厂焦炭日产量



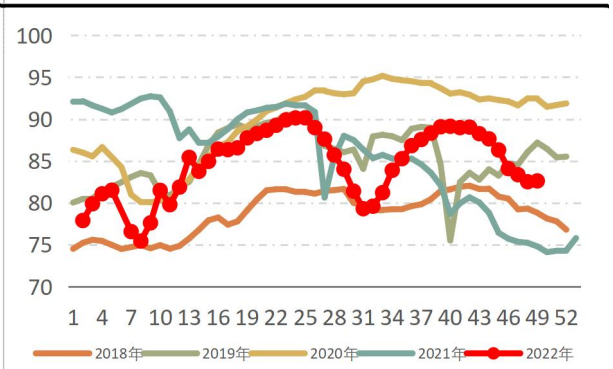
资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十九：铁水日产量



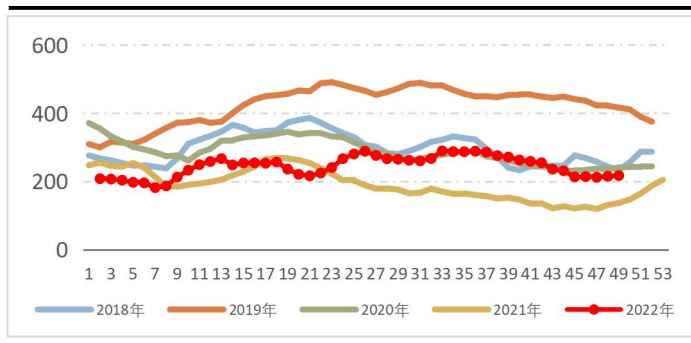
图三十：钢厂高炉开工率



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 31：焦炭港口库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

当下无疑是弱现实与强预期的组合，在这一组合下近月将呈现疲态，预计震荡之中完成移仓换月，而远端由于政策的导向愈发明确加上预期的难以证伪，乐观情绪将不断发酵直至预期差的出现，而这或将逐步熨平长期以来的 back 结构（请特别注意：焦煤由于 04 合约之后存在交割品质变化与基准交割地变化，1-5 天然有 300 左右价差），不过预期的转向到现实的改善直接需要时间过渡，目前依然处于过渡期，高昂的情绪容易出现预期差，高波动在所难免，加上双焦远端低流动性，单边建议观望，05 合约不追高，月间套利暂时观望。

四、风险提示

蒙煤通车量超预期增长、冬储力度超预期、政策预期差

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/>