

## 现货涨势进入后半程，关注期现顶部压力

东海期货 | 东海策略 2020-05-22

### 投资要点

研究所 黑色金属策略组

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号: F3033924

投资分析证号: Z0013026

联系电话: 021-68757223

邮箱: [liuhf@qh168.com.cn](mailto:liuhf@qh168.com.cn)

联系人: 李公然

从业资格证号: T316470

联系电话: 021-68757827

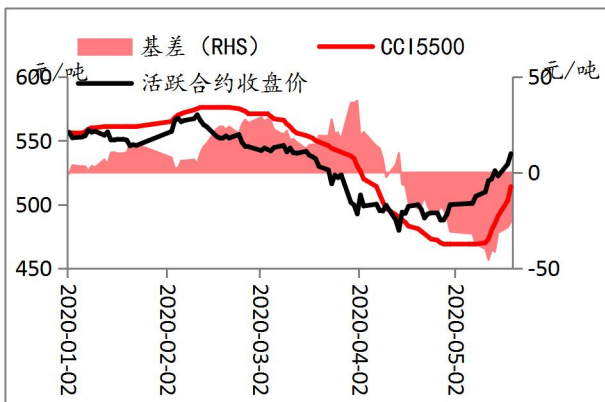
邮箱: [ligr@qh168.com.cn](mailto:ligr@qh168.com.cn)

- 在供给能力整体充裕的环境下，在短期的政策扰动告一段落后，叠加坑口煤价企稳反弹后的小煤矿重新开工，坑口供给再次放量所带来的压力也不容忽视。
- 按照上半年进口煤与去年同期持平做简单测算，5-6月月均进口量将降至1740万吨，较前4个月下降1250万吨，在电厂传统的旺季补库周期内，这部分的采购将转向内贸，从而给予沿海内贸煤价格一定的支撑。
- 本轮煤价上涨与2018年类似，本质上都是由淡季日耗的超预期所引发的，北港锚地船舶数、北方四港与沿海五大电厂库存这三项指标的阶段性极值均基本对应了当年那轮煤价上涨的高点。由于驱动类似，这三项指标也能用作判断本轮煤价上涨持续时间的参考。
- 从终端耗煤需求看，由于内陆电厂在淡季累库的幅度不够，若要继续维持高库存策略，补库力度将强于去年。坑口环节的价格受此影响，短期内也难再深跌，这也给了港口价格发运成本的支撑。
- 根据我们对日耗和库存的线性外推，我们预计今年沿海电厂的日耗与去年的差值在6月上旬前难以明显收窄，而库存的低点预计出现在6月中旬。结合未来一段时间江南中南部、华南地区内汛期的到来，我们认为沿海市场的现货涨势或将持续到6月初。
- **总的来说**，结合坑口到港发运成本和政策调控的考虑，我们预期本轮现货的上涨的高度在550-570元/吨的区间。参考1809合约在现货上涨过程后半段盘面转为贴水的历史经验，以及后期内产供给将重新放量的预期，ZC2009合约或由前期升水现货转为贴水现货。
- **操作建议**:09合约建空的时机可以参考上文提到的3项基本面指标阶段性见顶的时间，绝对价格上可以参考545-565元/吨的顶部区间。
- **风险因素**:工业生产强度持续性超预期，水电持续偏弱，进口煤超预期收紧

## 一、利多因素集中释放下，动力煤期现货低位反弹

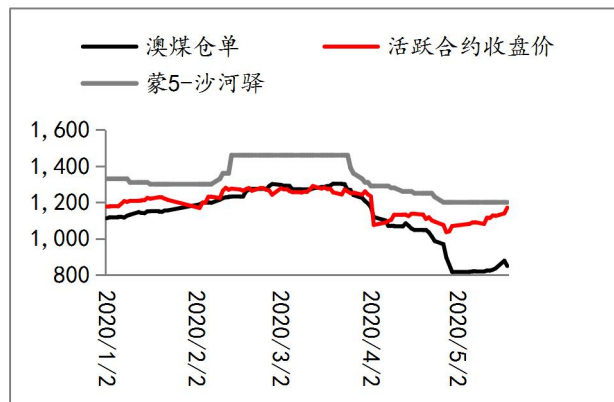
4月底至今，受终端需求超预期、上游供给端在两会前减量生产，以及进口煤收紧概率不断加大等一系列利多因素的集中释放下。动力煤在绝对价格跌至低位后走出了流畅的反弹上行态势。

图 1. 动力煤期现货走势



数据来源：wind，东海期货

图 2. 焦煤期现货走势



数据来源：wind，东海期货

动力煤期现货自4月下旬低点至今分别上涨了65元/吨（13.9%）和44元/吨（12.2%）。本文将就4月底以来动力煤期现货上涨原因及后期走势作简要的分析研判。

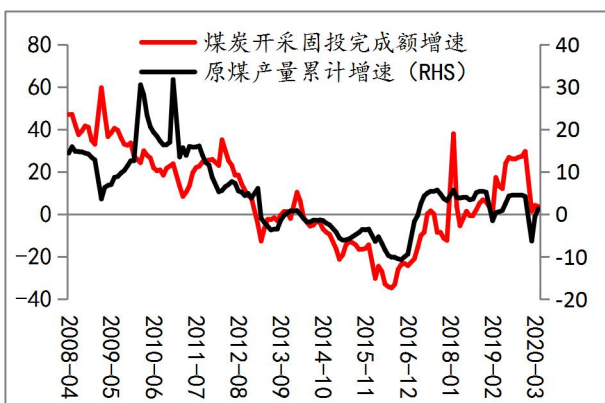
## 二、基本面解析-多重利好集中释放，后市重点在于需求持续性

### 1. 内产供给长期无忧，短期受政策扰动略有减量

自2000年以来，我国原煤的供给共经历了3轮完整的产能周期，而2016年至今则是新一轮产能扩张周期。

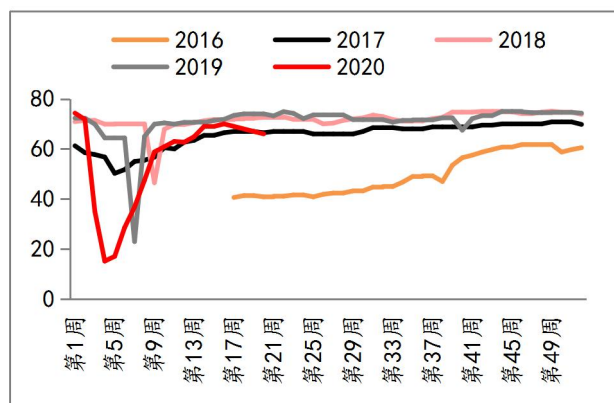
2016年至今行业固定投资不断上行，今年的产能较去年有7000多万吨的增产空间，这也是3月以来产量能迅速释放的前提。根据统计局的数据，4月我国原煤当月产量3.2亿吨，较去年同期有6%的增幅，所以从长周期看，我们认为动力煤供给能力不存在短缺的问题。

图 3. 原煤产量 VS 行业投资增速



数据来源：wind，东海期货

图 4. 鄂尔多斯样本煤矿开工率



数据来源：wind，东海期货

但短期来看，坑口的供给的确有环比减少的现象，鄂尔多斯样本煤矿开工率较4月中旬70%的水平下降了4个百分点，且较往年同期偏低8%。

究其原因，一方面，经过2月底开始的坑口煤价大幅下行后，部分由于需求不济而顶仓的小煤矿开始陆续减产。另一方面，临近两会，主产地煤矿通过安检停产、收紧煤管票等方式进一步阶段性的削减了坑口的原煤供给。

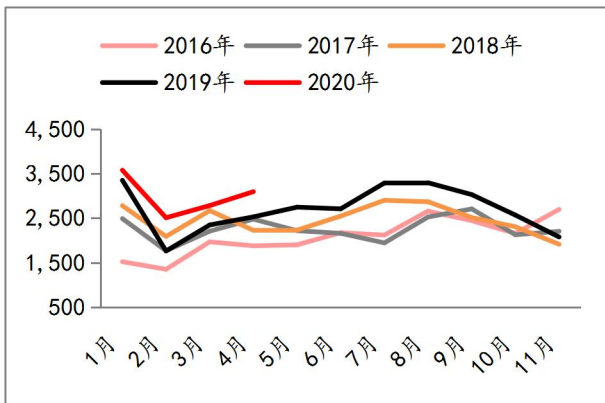
但结合上述对原煤产能周期的分析，我们认为，在供给能力整体充裕的环境下，在短期的政策扰动告一段落后，叠加坑口煤价企稳反弹后的小煤矿重新开工，坑口供给再次放量所带来的压

力也不容忽视。

## 2. 进口煤收紧预期愈演愈烈，沿海地区内贸煤需求或有增加

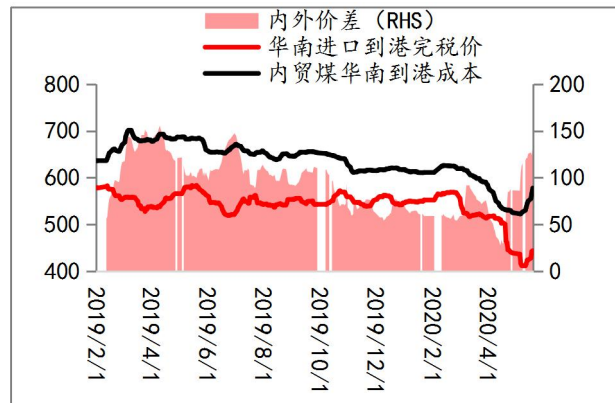
进口煤作为我国南方沿海市场的重要用煤补充，虽然进口量只占到我国原煤总供给 7%的比重，但却是沿海电厂的重要采购来源，占到沿海重点港口煤炭运量的 40%左右。所以进口煤的限制与否在短期内将对沿海市场的供需产生重要的影响。

图 5. 1-4 月进口煤量远超往年同期水平



数据来源: wind, 东海期货

图 6. 内外贸煤价差居高不下



数据来源: wind, 东海期货

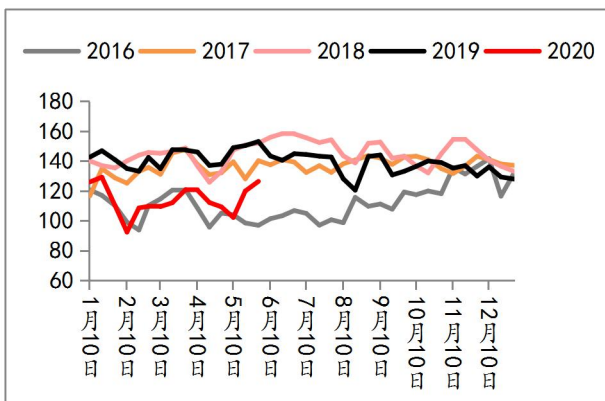
1-4 月我国累计进口广义动力煤 1.2 亿吨，较去年同期水平高出 20%。1-4 月巨量的进口煤一方面是由于去年 12 月积压在港口的海运煤集中通关，另一方面也和春节后我国原煤产量较往年恢复偏慢，叠加巨大的内外贸煤价差所致。可以说，当时的进口煤的确在我国原煤供应偏紧时为沿海市场提供了及时的货源补充。

但也正是由于 1-4 月进口煤额度的过度透支，导致目前南方沿海港口普遍出现通关额度偏紧的现象，进口煤后期阶段性收紧的预期也愈演愈烈。按照上半年进口煤与去年同期持平做简单测算，5-6 月月均煤量将降至 1740 万吨，较前 4 个月的月均进口量下降 1250 万吨，在电厂传统的旺季补库周期内，这部分的采购将转向内贸，从而给予沿海内贸煤价较强的支撑。

## 3. 发运减量叠加采购陡增，北港供需阶段性偏紧

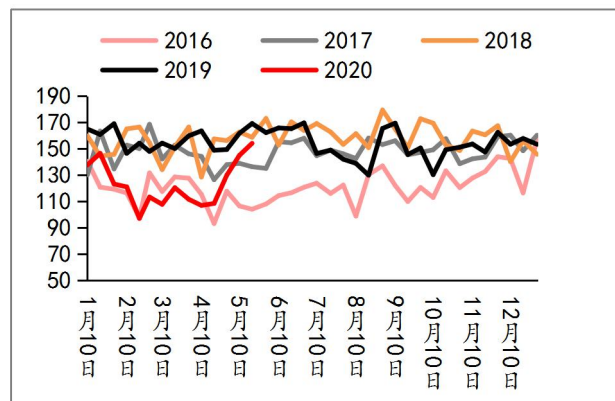
从 3 月底开始，随着港口煤价的加速下行，产地到港口的发运户亏损比例持续升高，直接导致了整个 4 月港口发运的迅速减量，并达到了 5 年来的同期低位。但从 4 月下旬开始，受高速收费恢复，五一节前备货，以及终端耗煤需求超预期的影响，锚地船舶数和港口调出量迅速跳升。

图 7. 北方四港调入量 (10DMA)



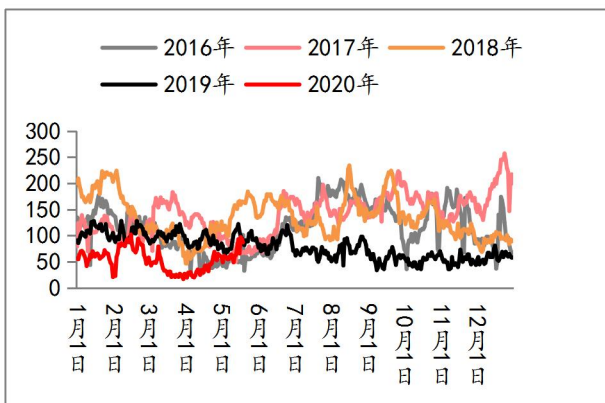
数据来源: wind, 东海期货

图 8. 北方四港调出量 (10DMA)



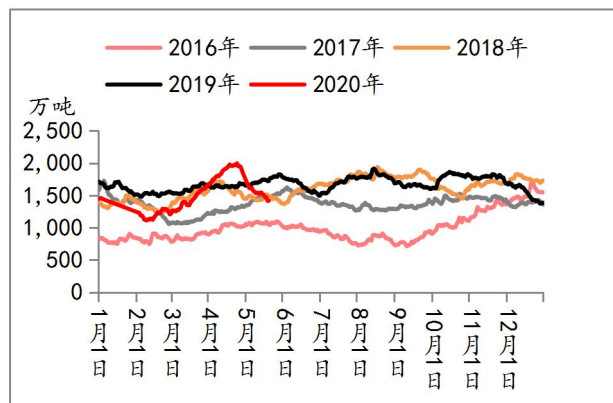
数据来源: wind, 东海期货

图 9. 北方四港锚地船舶数



数据来源: wind, 东海期货

图 10. 北方四港库存



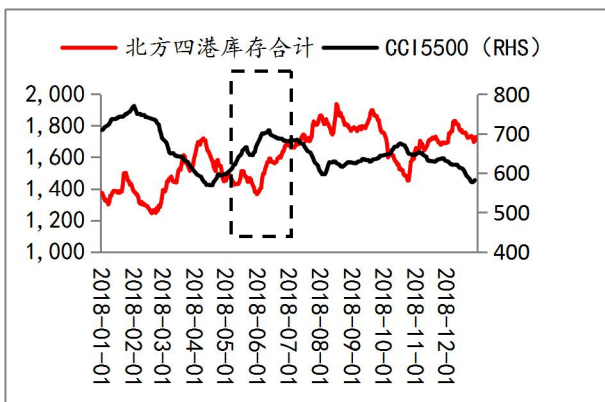
数据来源: wind, 东海期货

发运的减量叠加采购需求的陡增,使得北港原本供需两弱的格局向着供需偏紧边际转向,北港库存比也在此过程中迅速去化,4月下旬至5月下旬这一个月时间内库存去化幅度达到30%。叠加ZC05合约140多万吨的巨量交割锁定货源,北港的现货煤资源在采购需求的强势下结构性偏紧,这也给了北港贸易商惜售提价的底气。

类似的情形发生在2018年。由于淡季日耗的超预期,CCI5500指数由2018年4月18日的全年低点569元/吨上涨至了6月13日的708元/吨(一季度后高点),涨幅超百元。

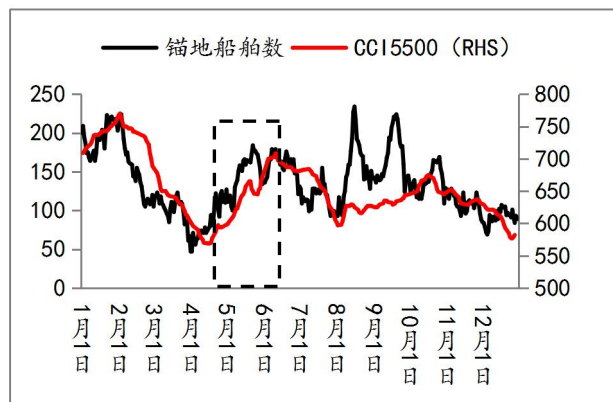
从当时北港及沿海终端的基本面情况来看,2018年沿海5大电厂的日耗从4月21起开始显著走强,与2017年日耗的差值不断拉大,这一趋势一直保持到了5月底,给了当时市场对夏季日耗极高的预期。

图 11. 2018 年北港库存 VS 港口现货



数据来源: wind, 东海期货

图 12. 2018 年锚地船舶数 VS 港口现货



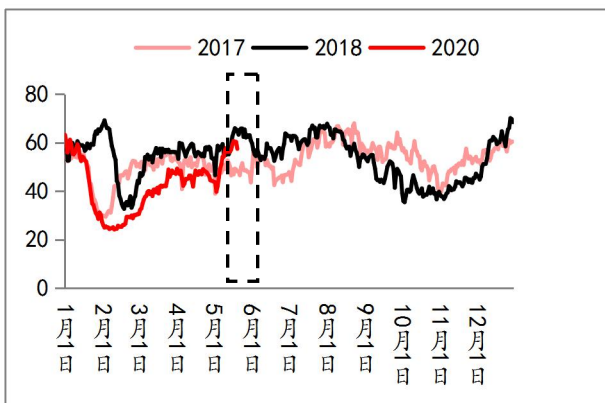
数据来源: wind, 东海期货

另外,淡季突如其来的高日耗在推升煤价同时,也带来了北港锚地船舶数的不断抬升、北港以及沿海电厂的不断去库。其中,北港锚地船舶数于6月8日达到阶段性的高点,北方四港与沿海五大电厂库存于6月上旬达到阶段性低点。这三项指标的阶段性极值基本都能对应到2018年那轮煤价上涨的终点。由于同样是需求驱动的上漲,所以这三项指标也能用作判断本轮煤价上涨持续时间的参考。

总的来说,本轮煤价上涨与2018年类似,本质上都是由淡季日耗的超预期所引发的,北港及终端的库存去化只是在此底层逻辑上的数据体现。与2018年不同的是,当前原煤的供给和运输能力都强于当年,所以由库存去化而引发的价格反弹弹性或将弱于当年。

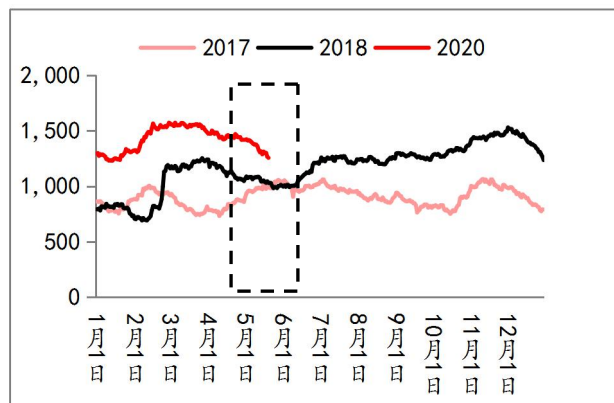
另一方面,2018年6月起沿海电厂库存不断回升与进口煤对沿海电厂的倾斜密切相关。而今年由于1-4月进口煤额度的透支,第三季度的进口煤政策仍存在很大的不确定性,若进口煤确定性收紧,那么沿海电厂补库对煤价拉动的持续性也将较强。

图 13. 2018、2020 淡季日耗超预期



数据来源: wind, 东海期货

图 14. 2018 年终端煤价上涨对应终端降库

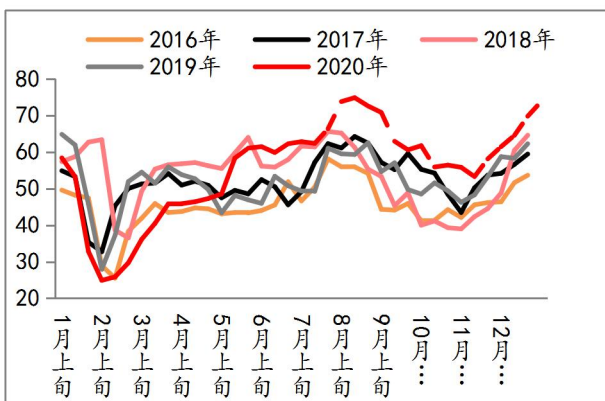


数据来源: wind, 东海期货

#### 4. 补库需求短期持续, 6月初以前现货仍是多头市场

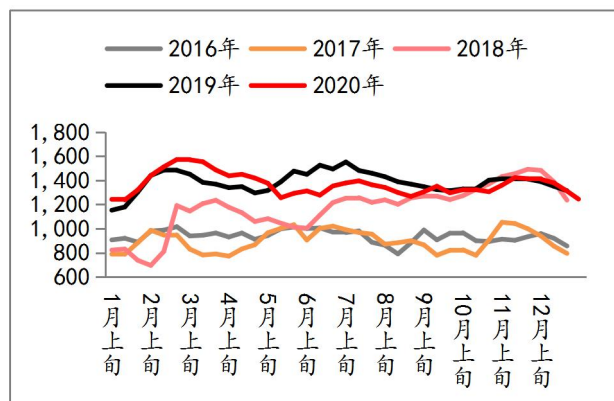
从目前终端电厂的库存和日耗水平来看, 目前重点电并没有走出往年同期的累库走势, 反而在高日耗的侵蚀下, 库存跌破了 2019 年的同期水平。而从日耗的绝对量变化趋势上看, 日耗的攀升将持续到 7 月底。所以在该段时间内, 内陆电厂若要继续维持高库存策略, 补库力度将强于去年。坑口环节的价格受此影响, 短期内也难再深跌, 这也给了港口价格发运成本的支撑。

图 15. 沿海五大电日耗模拟



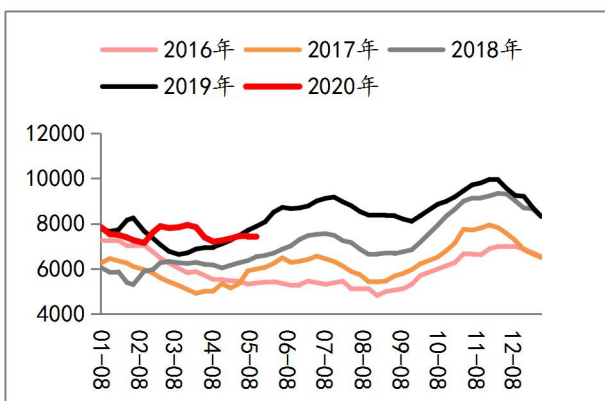
数据来源: wind, 东海期货

图 16. 沿海五大电库存模拟



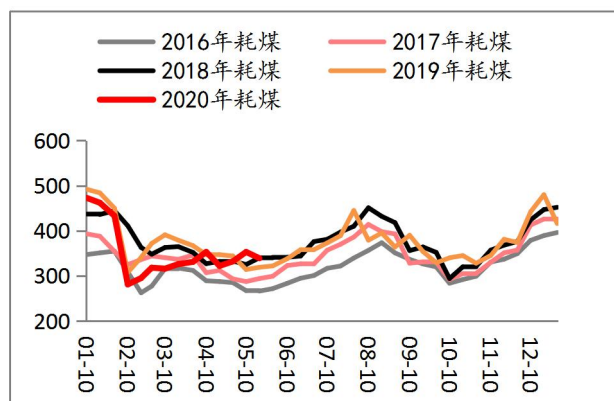
数据来源: wind, 东海期货

图 17. 重点电厂库存



数据来源: wind, 东海期货

图 18. 重点电厂日耗



数据来源: wind, 东海期货

针对沿海电厂而言, 我们结合目前的日耗水平以及过去 5 年的季节性走势, 对沿海电厂的库存和日耗作了线性外推。结果显示, 今年的日耗与去年日耗的差值在 6 月上旬前难以明显收窄,

而库存的低点预计出现在6月中旬。结合未来一段时间江南中南部、华南地区内汛期的到来，我们认为沿海市场的现货涨势或将持续到6月初。

## 二、总结与展望

总的来说，就内产而言，在5月短期的政策扰动告一段落后，6月起坑口供给的再次放量将部分缓解目前供需偏紧的局面。但第三季度的进口煤政策仍存在很大的不确定性，若进口煤确定性收紧，那么沿海电厂补库对煤价拉动的持续性也将较强。

参考2018年4-6月的煤价淡季冲高行情，北港锚地船舶数、北方四港与沿海五大电厂库存这三项指标的阶段性极值均基本对应了当年那轮煤价上涨的高点。由于驱动类似，这三项指标也能用作判断本轮煤价上涨持续时间的参考。

从终端耗煤需求看，由于内陆电厂在淡季累库的幅度不够，若要继续维持高库存策略，补库力度将强于去年。坑口环节的价格受此影响，短期内也难再深跌，这也给了港口价格发运成本的支撑。另外，根据我们对日耗和库存的线性外推，我们预计今年沿海电厂的日耗与去年的差值在6月上旬前难以明显收窄，而库存的低点预计出现在6月中旬。结合未来一段时间江南中南部、华南地区内汛期的到来，我们认为沿海市场的现货涨势或将持续到6月初。

结合坑口到港发运成本和政策调控的考虑，我们预期本轮现货的上涨的高度在550-570元/吨的区间。参考1809合约在现货上涨过程后半段盘面转为贴水的历史经验，以及后期内产供给将重新放量的预期，ZC2009合约或由前期升水现货转为贴水现货。

操作上，09合约建空的时机可以参考上文提到的3项基本面指标阶段性见顶的时间，绝对价格上可以参考545-565元/吨的顶部区间。

**风险因素：**工业生产强度持续性超预期，水电持续偏弱，进口煤超预期收紧

### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路1928号东海证券大厦8层

邮政编码：200125

公司网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)