

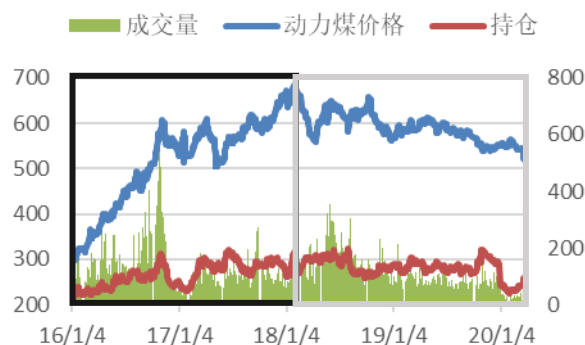
动力煤走势复盘

--杜少伦

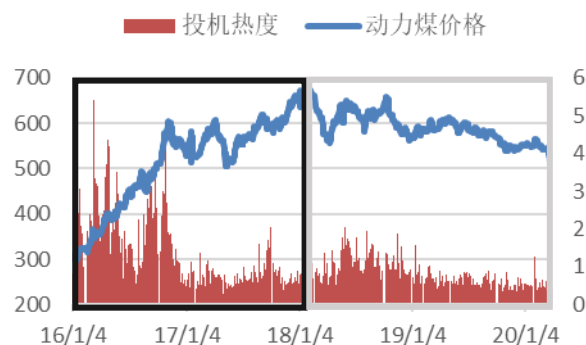
2020-03-26

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

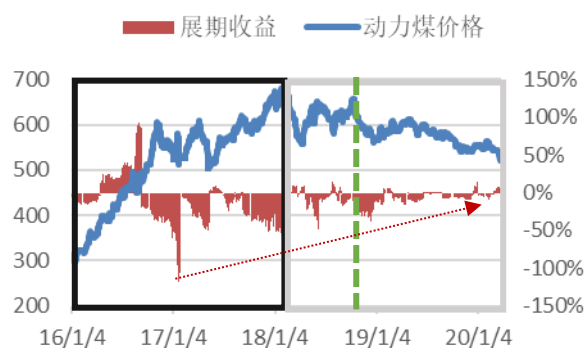
动力煤主要是指用作动力原材料的煤炭，主要用于火力发电的原材料。作用用量最大的煤炭种类动力煤受到宏观影响的程度很深，对于宏观变量的反应强度也会更大。对于动力煤的下游行业我们只关注最重要的电力火力发电用煤即可，同时中国在动力煤进出口方面一直保持净进口主导，所以外部煤炭（主要是印度尼西亚和澳大利亚）进入中国的部分会受到中国人民币币值的明显影响。下面从交易的角度复盘动力煤的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：动力煤面交易价格，交易量和持仓量，动力煤面远期价格和近期价格的对比，动力煤交易所库存情况，动力煤行业股票指数对比，动力煤和国债期货价格相关性，动力煤对人民币还有日元的相对走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



图一、动力煤盘面



图三、动力煤和投机热度



图二、动力煤和展期收益



图四、动力煤和仓单

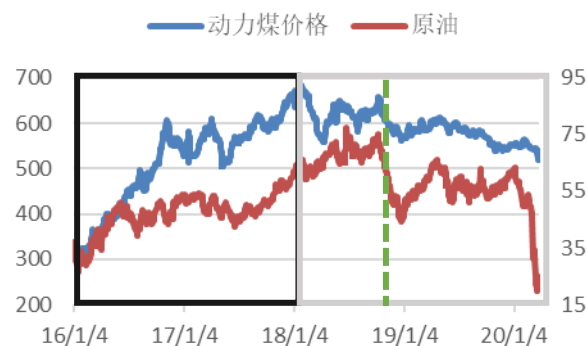
从上面组图中看到动力煤从 2016 年初跟随商品市场大反弹行情开始了多头暴力拉升的走势，反应时间很快速，同时反应力度很强。黑色系是 2016 年初反弹行情的主力军，当时市场依据的主要逻辑就是供给侧导致的供给端过分收缩，大规模生产商破产。虽然当时的需求端仍然很差，但是收

缩程度远远不及供给端收缩的力度。这种突然地供给侧收缩导致市场价格失衡，同时这种冲击来的过于快速，市场没有来得及给出提前预期价格定价，于是造成了市场开始追赶已经发生了的供给侧事实，行情暴利拉升。从上图看出，动力煤价格走势可以分为两个阶段：2016年初到2018年初的拉升走势，2018年至今的弱势震荡下行。我们用深色框线表示拉升行情，浅色框线表示震荡走弱。这里需要注意的是动力煤一直保持交易所零仓单！所以我们之前一直使用的远期价格配合仓单变化的分析逻辑不在适用了。这里我们从远期价格走势和投机热情方面来分析动力煤价格走势复盘。从2016年开始动力煤进入多头开始了长达两年的多头行情，当时的盘面信息是零交易所仓单，同时远期小幅贴水行情，同时投机热度爆发式增长，持仓和成交量屡创新高。小幅贴水行情伴随投机热度暴涨，就是明显的投机者入场抄底信号，因为远期的低价格有利于投机者滚动合约换月节省做多成本。但是同时说明当时的市场远期并不高看动力煤价格，利空因素仍然占据远期的主导逻辑。到了16年第一季度结束，动力煤出现了戏剧性转变，市场开始对远期价格进行了明显的修正，从小幅贴水变成了持续的高升水，同时伴随交易所零仓单，远期升水环境下如果贸易商有货现在是个不错的仓单套利交易的机会，但是一直持续了长达一个季度都没有任何仓单出现，取而代之的是不停拉大的远期升水幅度。投机者看到远期价格被拉高之后确实出现了有大概一个月的冷静期，投机热度下降，重新评估市场。之后投机热度再次暴涨，行情也就被炒到了第一次小高峰。在这个位置的做多行情大多都表现为明显的上涨速度很快因为交易对手变少，同时暴涨暴跌，基本也是最后一波拉涨行情了。可以看到在最后一波暴力拉升开始前，行情盘面还是给出了明显的小幅远期倒挂，同时投机热度高涨，吸引场外的投机者进场炒作。大概在17年初，最后一波小高潮走完之后动力煤进行了半年的宽幅震荡，这一时期主要表现为每一次远期价格过分降低之后行情都会开始反转，同时投机热情很差，基本断定为贸易商在操作盘面价格清洗小散。直到17年6月份左右行情又迎来了一小波高潮，当时和16年初的反应如出一辙，都是给出了短暂的远期升水之后，投机者进场，开始远期贴水拉升，炒作目的都是近期现货不足，供给端过分收缩。当时不同于16年的破产行情，主要是国家政策面进行了环保要求，导致大面积工厂无法正常生产，投机者入场炒作现货供给变紧。但是这一次炒作没有持续很久，也没有有效的拉高动力煤的高点，只持续了不到半年时间创出的新高位置在700左右之比16年暴涨行情的高点600多了100点，之后戛然而止，可以看到动力煤每次在远期价格贴水超多25%之后都会开始反转。这一点在没有仓单作为依据的市场中还是可以作为有效参考的。动力煤在18年初达到近五年高点之后开始了震荡下跌走势，这一时期的明显表现是：远期结构坍塌。仔细看图二，动力煤再高点位置大概650左右有长达半年的震荡期，当时的远期价格却没有一个一致性的走势，表现为时而正向时而反向，同时最大贴水幅度也远不及之前的上升走势。直到19年之后远期价格结构彻底被拉平，没有任何极端情况出现了，市场的投机热度也慢慢消减。这种远期结构的改变代表着整个品种的参与者预期已经转变。

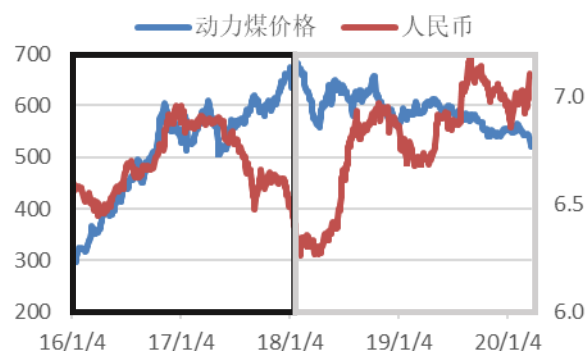
下面再看看动力煤对宏观变量和产业股票指数的相关性走势：



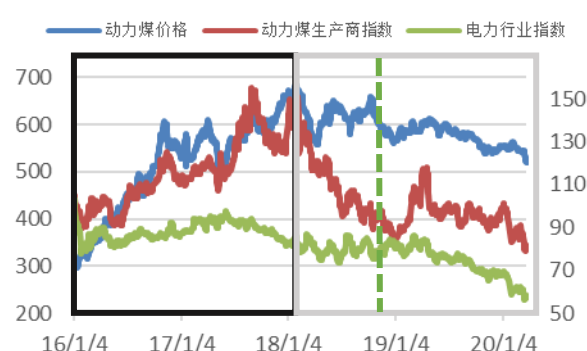
图五、动力煤和十债



图七、动力煤和原油



图六、动力煤和人民币



图八、动力煤和股票指数

动力煤整体来看受到宏观预期影响，但是不受人民币汇率影响，十债价格隐含的通缩预期基本上和动力煤走势呈现明显反相关，十债期货价格的拐点和动力煤价格拐点基本一致。之后通胀预期炒作结束，经济恢复预期结束之后，十债开始再度走强动力煤随之开始走弱。原油价格变动和动力煤价格呈现略带延后的正相关走势，但是相比较于动力煤，原油的波动率更大，同时原油见顶落后于动力煤大概大半年时间，原油从18年后期开始进入空头市场，动力煤则从18年初已经开始走弱。但是最近原油的暴跌却没有被动力煤反映到价格当中去，原油从今年3月以来连续暴跌，价格一路跌回了历史最低点，但是动力煤表现相对原油来看十分坚挺，主要受到中国内部资金控盘的影响。同时再看十债价格已经涨回了16年初启动价格，但是动力煤价格还能维持17年初的相对高位。再看动力煤上下游产业链指数，上游是煤炭生产商，下游是火力发电企业。我们做了加权平均数来表示行业景气度。可以看到，从2016年以来的反弹确实是伴随着生产商的股票价格大幅拉升的，说明当时市场一致预期动力煤会开始涨价，所以生产商的边际利润率开始修复促进股票价格回升。同时作为需求端的下游企业，火电发电的股票指数也跟着震荡走强，虽然远没有煤炭生产商的股票价格涨幅高，但是当时表现并不弱势。所以行业上下游基本同意了意见，煤炭价格上行势在必行。紧接着，从17年中期开始，火电发电的股票价格已经率先疲软，进入空头走势，说明跟进了一段时间以后投资者发现预期的好转似乎没有来到，或者大幅不及预期。对于下游需求端没有明显扩张，同时上涨的动力煤价格作为原材料成本上升，挤压利润空间。在新增需求用电不及预期的情况下，火力发电企业承受损失，股票价格破位下行。紧接着从18年初开始生产商股票指数也彻底沦陷，动力煤股票端定价已经完全进入空头。但是当时的期货市场盘面

价格却没有明显反应，一直维持震荡整理长达半年。再结合我们之前讨论过的，动力煤盘面远期结构在进入 2018 年之后明显坍塌，出现了一段时间升水一段时间贴水的震荡走势，叠加当时已经明确进入空头的企业上下游股票指数，就可以解释当时的行情了。动力煤从一直贴水的拉升达到高点之后投机者在近期合约上集体平仓直接把近期价格打下去了，这种多杀多的行情短时间给出盘面一个远期升水的结构，投机者一看盘面远期贴水福利消失，转而做空远期合约导致远期价格下行，升水结构消失。之后由于升水结构消失配合供给侧低库存，投机者再次进场做多近期合约出现贴水结构。周而复始了很多次形成了盘面上的宽幅震荡走势。这个时候从股票端就可以明显的看出整个动力煤行业已经疲态尽显，没有成交量的强势盘整是维持不住的，所以崩溃是迟早的事。我们来仔细讨论动力煤破位的关键时间点：2018 年 10 月份，图中的绿色竖线。可以看到当时盘面给出的定价是：1.动力煤行业股票指数明显进入空头。2.十债期货价格隐含的通货膨胀已经回到了 17 年初水平，通胀担忧已经消失。3.原油价格破位进入空头。4.远期价格结构已经崩塌。当时唯一能够支撑动力煤不过分下跌的就是低库存和供给端产能严重收缩。但是这两个点已经是老新闻了，从 2016 年就已经被市场的大幅上涨进行了定价。当时看到这样的盘面信息我能得到的逻辑是：宏观面（通胀开始转变成通缩，至少是开始谨慎，同时原油引起成本下跌），微观面（行业指数已经崩溃，供需双弱之下供给侧的弱势已经被盘面反应，需求端的弱势会进行重新定价，盘面远期价格贴水结构崩溃说明市场价格预期已经动摇）。之后动力煤价格就一路弱势缓慢重心下移，在下跌过程中出现了一次生产商股票指数的死灰复燃，但是没有能够有效带动需求端电力指数的恢复，最终反弹没能变成反转，继续下跌。同一时期动力煤价格走出了横盘整理，之后继续破位下行。

总的来看虽然少了交易所仓单的帮助，我们还是可以从比较高的产业相关性上进行弥补和分析。而受到宏观影响比较大的标的同时加入债券价格进行辅助定价也很有帮助。从目前的市场定价来看，宏观面债券已经回到了 16 年初的位置，同时动力煤行业指数早已经跌破了 16 年初的打底，同时维持了 4 年的贴水结构目前已经坍塌，短暂的升水结构会给投机者很好的做空赔率，所以对应的动力煤价格大概率也是要回到 16 年初的底部的阶段的。