

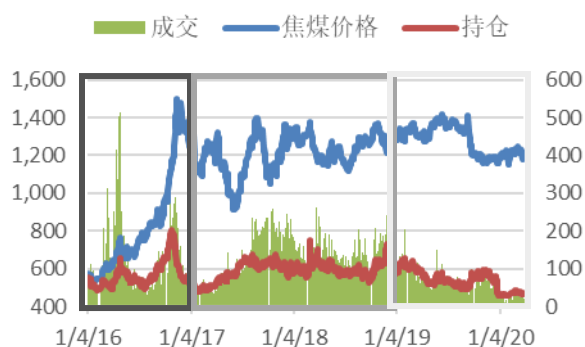
煤炭走势复盘

--杜少伦

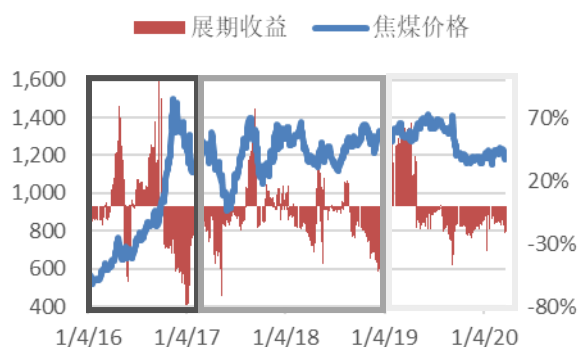
2020-03-27

*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。

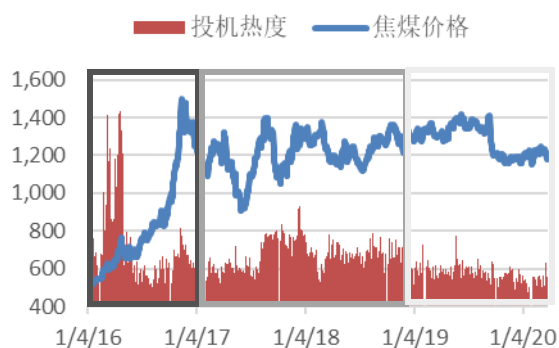
煤炭走势复盘我们综合焦煤和焦炭一起分析，因为焦炭是焦煤的直接产品，主要用于炼钢的还原剂，同时焦煤不同于动力煤在于焦煤是不直接进行焚烧发电的，它的主要作用其实就是炼焦。将焦煤烧成焦炭之后加入铁矿石一起煅烧形成钢材。所以这里我们分析需要综合钢材价格走势和焦煤焦炭走势一起分析，同时我们将焦煤焦炭合并来看因为他们走势实在是在相近了。所以下面我们将会和以前一样从交易的角度复盘焦煤焦炭的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：焦煤焦炭面交易价格，交易量和持仓量，焦煤焦炭面远期价格和近期价格的对比，焦煤焦炭交易所库存情况，焦煤焦炭行业股票指数对比，焦煤焦炭和国债期货价格相关性，焦煤焦炭对人民币相对走势。复盘历史范围选择从2016年开始到2019年结束。



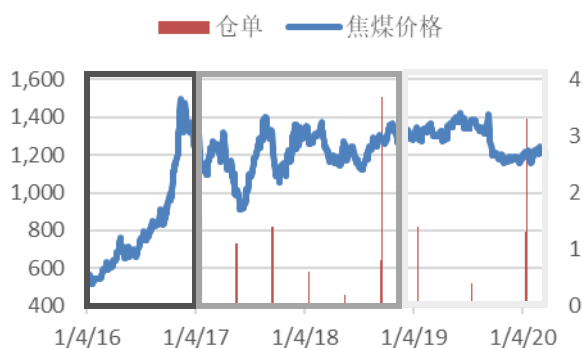
图一、焦煤盘面



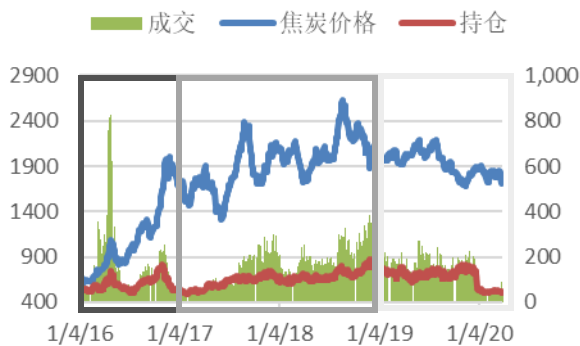
图三、焦煤和展期收益



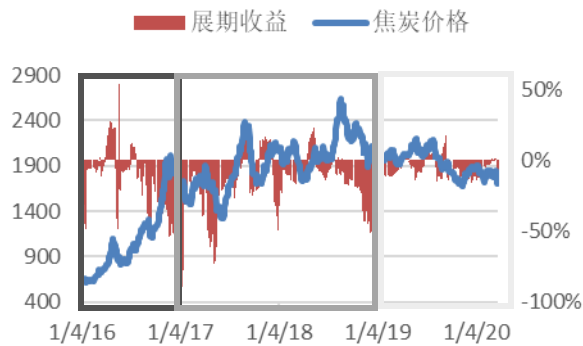
图二、焦煤和投机热度



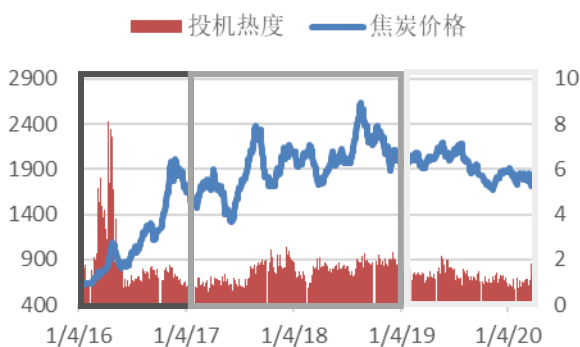
图四、焦煤和仓单



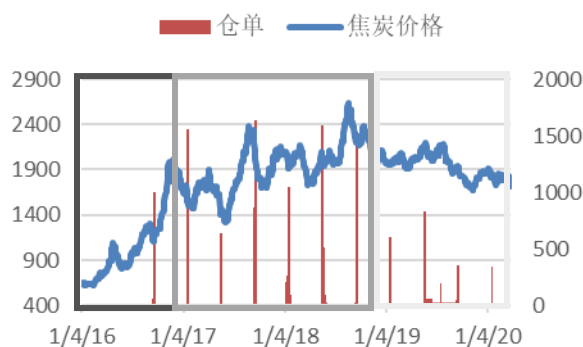
图五、焦炭盘面



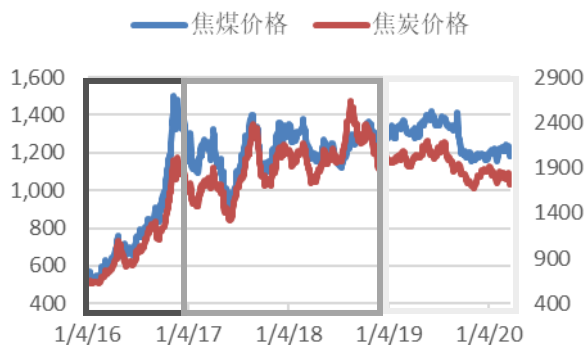
图七、焦炭展期收益



图六、焦炭投机热度



图八、焦炭仓单

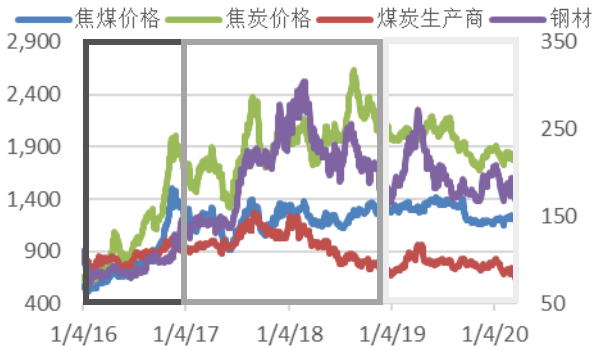


图九、焦炭焦煤对比图

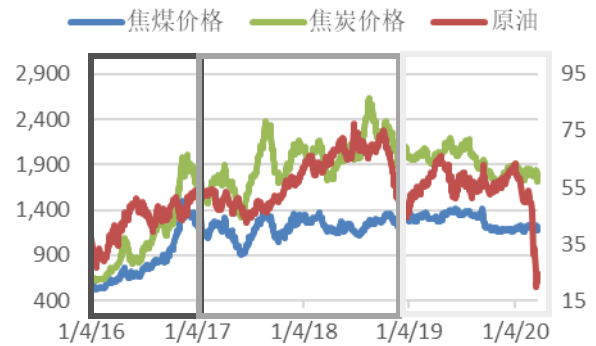
废话不多说，首先看图九、焦炭焦煤对比图。从图上可以清楚看到焦炭和焦煤的相对价格走势十分平缓，呈现完美正相关，从2019年以来焦炭价格开始弱势于焦煤价格但是趋势相关性保持良好。只是每次下跌时候焦炭的跌幅往往稍微大于焦煤。这也是为什么我们在这里将他们两个放在一起进行历史复盘的原因。从历史上来看焦煤的最高点出现在2016年末的拉升，但是焦炭的最高点出现在2018年末的拉升。总的说来两者都从2016年的大反弹行情走出了至少翻倍的价格涨幅。这里为了同时标准我们将双焦的强势弱势周期进行三段划分：拉升（2016-2017）---宽幅震荡（2017-2019）---弱势（2019---）。当我们把两者放在一起观察时候就会发现很有意思的现象，他们的远期价格结构和绝对价格结构都很相近，同时投机热的反应也都基本一样。可以说，从2016

年初投机者大肆做多商品开始爆发了一轮投机热度快速上升，当时当个品种都出现了从小幅贴水结构快速向巨大升水结构的转变，说明当时投机者入场做多的是远期合约为主。这种预期拉升行情也发生在很多别的商品上面，当时尽管预期已经高高耸起但是仓单却迟迟没有跟上预期拉升的节奏，造成了短时间的仓单小但预期高的完美做多行情（这个概念我就不在这里重复了）。于是乎看到了双焦一起拔地而起。这种拉升很正常完全符合我们操作逻辑没什么可讲的。主要看第一阶段快要结束的时候，焦煤是从明显的超高原期升水一下子转变成了贴水拉升，并最终完成大幅拉升走出高点，但是焦炭拉升的开始是从小幅贴水不断扩大到超级远期贴水的，这两者变化上完全不同。从一个侧面反映出他们基本面上的实力差距，可以说焦煤的盘面预期比较高，但是被投机者完美捕捉之后直接给出了倒挂盘面开始拉升，但是同一时期的焦炭拉升确实慢慢的从近期价格一点一点拉上来的，同一时期的远期价格并不是很跟随近期拉升，这就是为什么盘面贴水是一点一点放大的，直到贴水放大到年化利率-60%，上涨趋势告一段落。焦炭下跌过程是快速的一气呵成近期价格回归理性的过程，但是同一时期的焦煤的下跌过程确实远期跌幅超过近期的，也就是说当时的市场盘面来看焦煤远期预期更加看空，但是焦炭近期价格明显高估，远期预期没有很大变化。从这里看来焦炭的未来走势会更加值得期待一点。到了第二阶段可以看到焦煤和焦炭的远期结构都开始变得不稳定，时而正向时而负向，对应的盘面价格开始宽幅剧烈震荡，在这个阶段出现了比较高频率的焦炭仓单，但是焦炭价格却开始正当上行并走出了盘面最近五年的新高价格。先看焦煤的仓单情况，出现了五次仓单注册，其中第一次和第五次是符合我们的做空逻辑，但是第一次失败了，在跌倒阶段性深处时候出现了仓单注册同时盘面深度贴水，合理做空范围，不过没有跌下去盘面贴水在仓单之后突然消失，价格开始反弹。但是最后一次的仓单配合着盘面深度贴水远期价格，再次达到了做空有力条件，最终盘面走出了最近几年的头部。再看焦炭，从仓单方面明显注册多于焦煤，同时在第二阶段基本一致保持着贴水盘面结构，从这里可以看到第二次，第五次和最后一次的仓单变化都是符合我们的做空逻辑的，最后一次确定了头部，开始正式走弱。整个震荡过程维持了长达两年的时间是非常煎熬的。所以在第二阶段快要结束时候几乎在同一时刻，焦煤和焦炭一起发出了明显的做空信号，表明头部形成。可以说在第二阶段焦炭是要强于焦煤走势，但是到了第三阶段的焦炭就明显远远弱于焦煤了。从第三阶段开始焦煤和焦炭的远期结构在开始时候出现了明显的不同，其中焦煤出现了一小波高原期升水行情，但是焦炭从19年以后开始就明显一直维持平水左右的盘面结构。也就是说焦煤在第三阶段开始时候出现了高预期的行情，但是焦炭预期已经没有任何波澜。所以我们看到焦煤在第三阶段开始时候来一波预期拉升，焦炭持续走弱形成剪刀差。随后焦煤的预期拉升并没有维持多久就突然崩塌转而进入了稳定的预期看空盘面结构焦炭则一直维持倒挂结构并持续走弱。可以看到焦煤在第三阶段出现了三次明显的仓单注册而焦炭则陆续出现了五次左右。同时两者的贴水程度都不大，只是稍微贴水行情。从19年这个分水岭之后焦炭就明显弱于焦煤了。

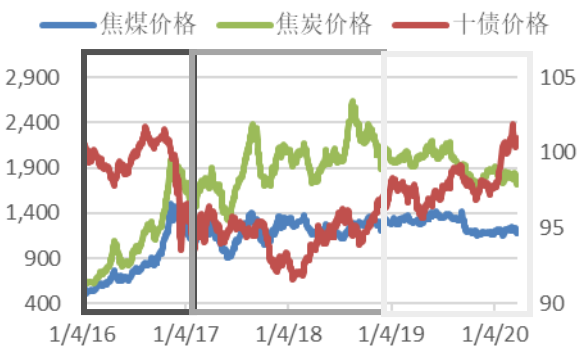
再看两者对宏观变量和产业链指数的反应情况：



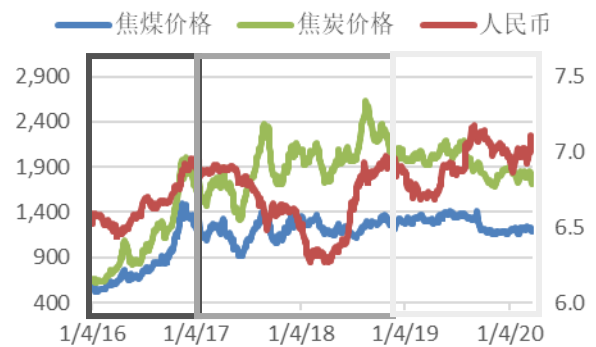
图十、煤炭和产业链指数



图十二、煤炭和原油价格



图十一、煤炭和十债价格



图十三、煤炭和人民币

首先看图十，煤炭价格走势和对应的行业指数变化这里采用煤炭生产商指数和钢材生产商指数作为参考指标。我们可以看到从2016年初的大反弹开始，钢材指数和煤炭生产商指数都明显拉升，这是一波明显的需求拉升行情，同时看到2016年初煤炭价格盘面远期结构都是呈现小幅升水的，配合没有仓单和拉高的行业指数，多头疯狂入场肆无忌惮。但是从2017年中期开始煤炭生产商就已经疲软，钢材生产商还能够坚挺，最终两个指数一起走出了头部大概在2018年1月份，钢材生产商和煤炭生产商同时走出了最近五年的高点价格。但是不同于煤炭生产商的一路向下，钢材生产商明显强势许多呈现宽幅震荡走势。钢材指数价格一直没有跌破2019年初的深坑价位。但是可以肯定的是钢材指数也已经进入空头趋势了。这种弱势反应明显是从供应商开始的，作为炼钢的必备原料煤炭价格就是供应端的输入成本。从盘面上走势来看煤炭和钢材是一起上涨的，但是下跌时候是煤炭先开始下跌的，说明需求端也就是钢材减少幅度大于供给端的减少导致供给端煤炭生产商利润被压缩，估值自然下降。但是有意思的地方是钢材股票指数明显抗跌，主要原因是政策拖住市场使得市场偏离了均衡价格。每每有政策刺激市场出现，钢材都是基建首当其冲的拉升品种，但是由于刚才已经积累了大量库存，导致基建消耗的是已经存在的库存没有有效拉动新的需求产生，所以煤炭股票自然走弱。从目前图上价位来看就算是钢材股票指数也已经回到了2017年中期启动前的水平，对比与当前的煤炭价格和钢材期货价格明显还是处在价格高估的位置的，从资产定价角度这个偏差应该会被修复。再看原油价格对煤炭的影响，可以说从趋势上来看正相关，但是影响能力有限，大周期的上升走势和下降走势原油和煤炭价格是正相关的但是最近从3月份以来的原油跌幅却没有被煤炭价格进行定价反应。这又产生了一个背离。再看主要的通

胀指标+债期货价格指数，在通胀预期进行定价的时候也就是 2016-2018 年间，煤炭商品很好的反映了通胀预期，但是从之后的通胀预期消退甚至再度转为通缩预期时候煤炭商品没有跟随进行定价。目前的通胀预期已经回到了 2016 年水平，但是煤炭商品价格还在 2017 年末水平徘徊，中间的差距就是 2016 年的暴利拉升行情，目前的煤炭商品被政策左右但是最终还是会跟随市场经济运行规律进行重新定价。煤炭商品价格和人民币之间没有明显的联动关系，这里可以不予考虑人民币价格变动会对煤炭商品价格造成的影响。总的来看煤炭商品存在明显的定价偏差，这个偏差产生的成本损耗完全被宏观经济政策吸收，也就是说本来该亏钱的买卖由政府最终买单了所以还能维持运行，一旦政策开始退潮，煤炭商品会迎来伶俐的重新定价行情。