

卖方之“惑”（下）

——量化结论与“择势”逻辑

【2012年3月30日】

Wind资讯 金融情报所

Wind 資訊

中国金融数据和解决方案的领导者

Leading Provider of Chinese Financial Data & Solutions



引 言

备受关注的国内煤炭价格连续十七周下跌之后迎来弱势反弹，在本轮下跌过程中，基于行业基本面因素的考虑，煤炭下游行业的需求放缓构成了煤炭价格下跌的首要动力，而在2011年四季度来自于国家发改委的“一纸限价令”则加速了国内煤炭价格的下跌趋势，从表现上看，煤炭行业作为国内目前最具话语权的上游垄断行业，究竟是何种原因导致了连续的下跌表现？

当然，我们清楚的知道这些原因来自于行业的供需倒挂因素，煤炭下游的主要需求行业持续维持低迷表现导致了最直接的需求萎缩，这恰恰也是煤炭价格现在处在买方市场状态最关键的影响因素，但是问题在于，煤炭价格已经连续走弱，那么到现在，煤炭价格的弱势反弹格局究竟会维持多久？究竟存不存在一个特定的时点或者是一个特定的因素能够反映煤炭价格迎来拐点？

本文正是基于这一因素的考虑，从日前市场关注的主要焦点——秦皇岛动力煤价格为主要考察数据，通过运用统计模型对该数据进行定量回归并藉此结果试图找出影响煤炭价格变化因素的主要权重，在所构建的量化模型基础上，通过分析煤炭主要需求下游行业的相关表现最终给出情景分析的结论和推断。《卖方之“惑”：下篇》将在《中篇》假设的模型基础上通过运用相关的指标以及历史表现，从情景分析的结果最终回到考虑煤炭行业的投资逻辑上，并给出相对客观的推论。

如有不当，敬请指正。

目 录

1、对疑点的思考

2、结合模型的情景推测

3、最终结论

4、对情景推论的评价

一、对疑点的思考

✓ 相关性系数存在的疑点：

➤ 疑点一:IAV (工业增加值) 与煤炭价格的负相关性

按照一般逻辑而言，工业增加值往往代表着经济运行的好坏，这跟煤炭价格的同步性存在较大的关联，煤炭价格往往也预示着经济表现，这里的负相关性，我们给出的解释是煤炭价格跟实体经济表现上的“时滞”，因为时滞的存在，使得煤炭价格的周期性表现往往要比实体经济反应更慢。

➤ 疑点二:GDP与煤炭价格的负相关性

同工业增加值的表现一样，GDP表现跟煤炭价格的同步性也存在着很大关联，对于GDP与煤炭价格的负相关性，我们给出的解释是煤炭价格上扬对煤炭下游企业的成本抬升效应异常显著，基于“成本角度”考察的话，这一点并不难解释，对于GDP贡献而言，煤价上扬“功小于过”，对社会的影响是全局性的。

➤ 疑点三:火电平均利用小时与煤炭价格的正相关性

➤ 疑点四:火电企业新增发电机组容量与煤炭价格的正相关性

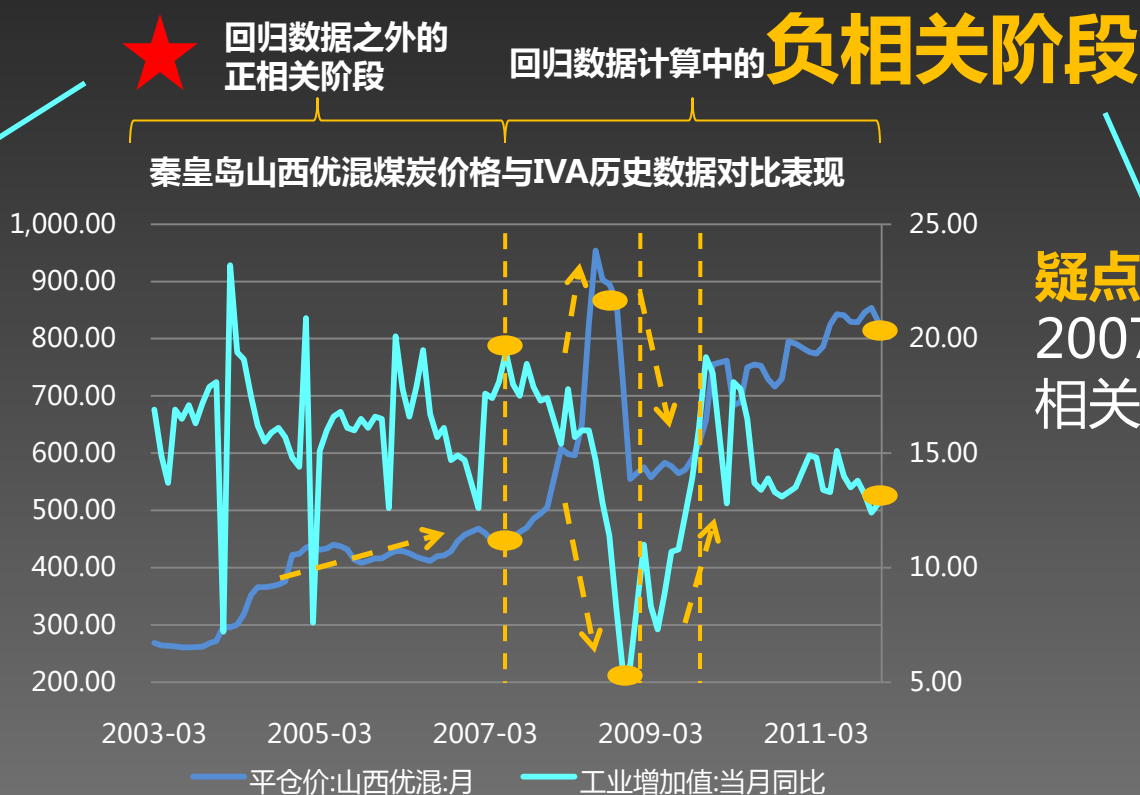
火电平均利用小时与火电企业新增发电机组容量对于煤炭价格的反映相比较而言要明显弱于钢铁行业，这两大指标我们综合在一起考察得出的是“正相关性”，其中很大一部分原因在于，结合目前中国的能源结构表现来看，发电企业当中火电占比的巨大份额与“电荒”的现状显示了目前国内火电发电企业在电力供给上的矛盾之处，一方面因素是由于成本端煤炭价格不断攀升带来的营业压力，另外一方面则是，电力供应普遍欠缺，中国有着世界上40%的煤炭消耗量，所以对于一个“富煤缺油贫气”的国家而言，随着对能源消耗的不断增加，火电企业存在着明显的“赶鸭子上架”压力，这个疑点我们将在下篇当中着重阐述。

一、对疑点的思考

✓ 宏观“悖论”：IAV、GDP与煤炭价格相关性讨论

$$P_1 = 949.21 - 3.2582 * IAV + 8.5327 * PPIRM - 20.1016 * GDP$$

疑点：
历史上曾经存在的
正相关原因

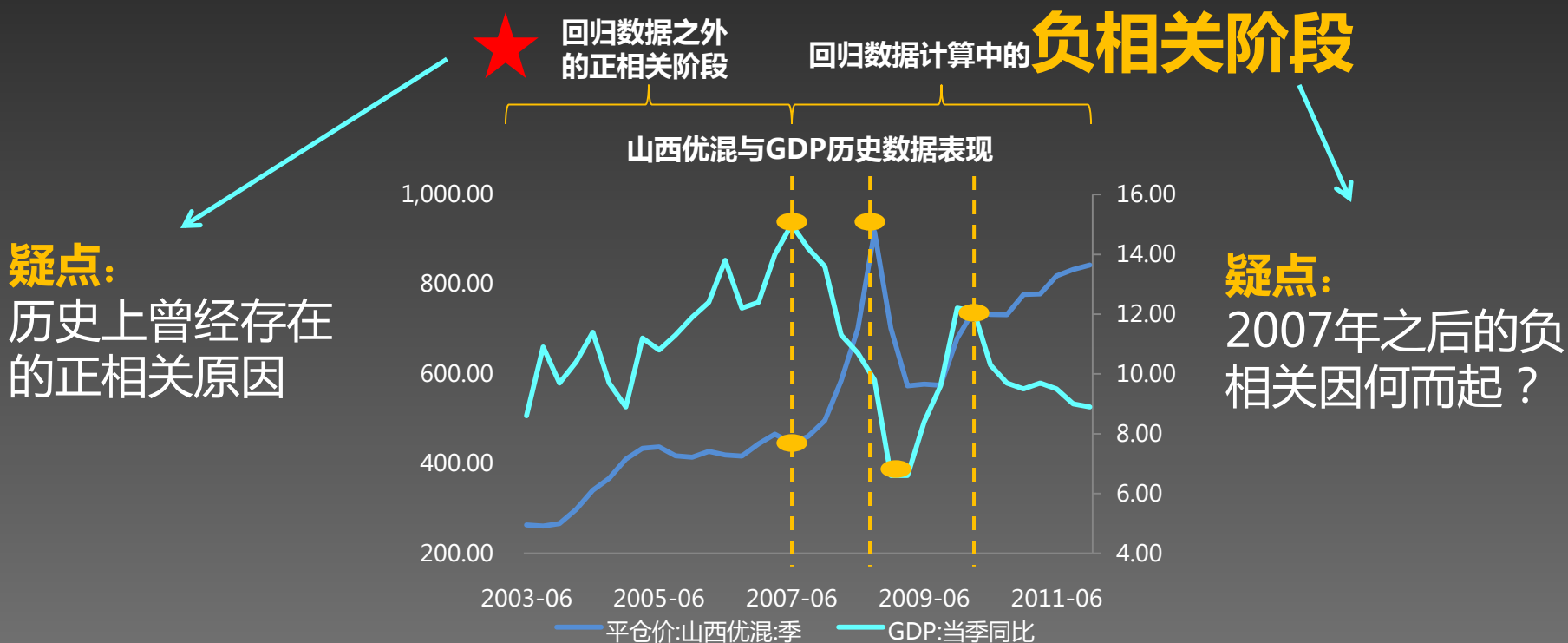


疑点：
2007年之后的负
相关因何而起？

一、对疑点的思考

✓ 宏观“悖论”：IAV、GDP与煤炭价格相关性讨论

$$P_1 = 949.21 - 3.2582 \cdot IAV + 8.5327 \cdot PPIRM - 20.1016 \cdot GDP$$



一、对疑点的思考

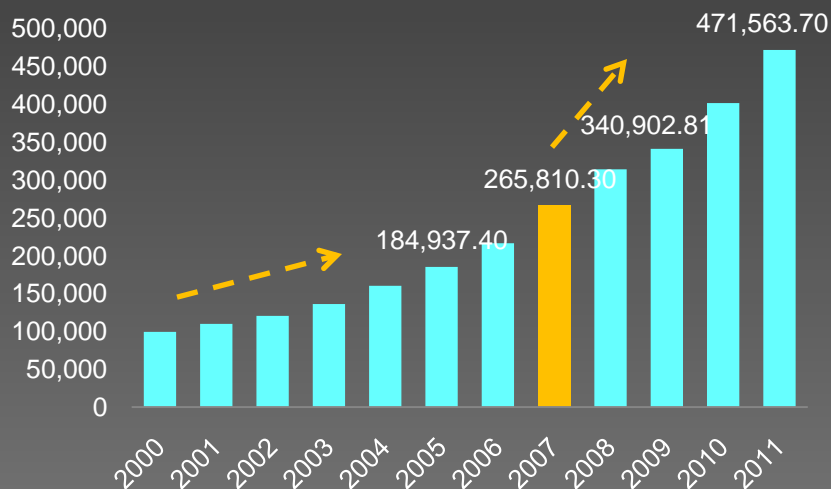
✓ 宏观“悖论”：IAV、GDP与煤炭价格正相关性

呈正相关表现的原因：

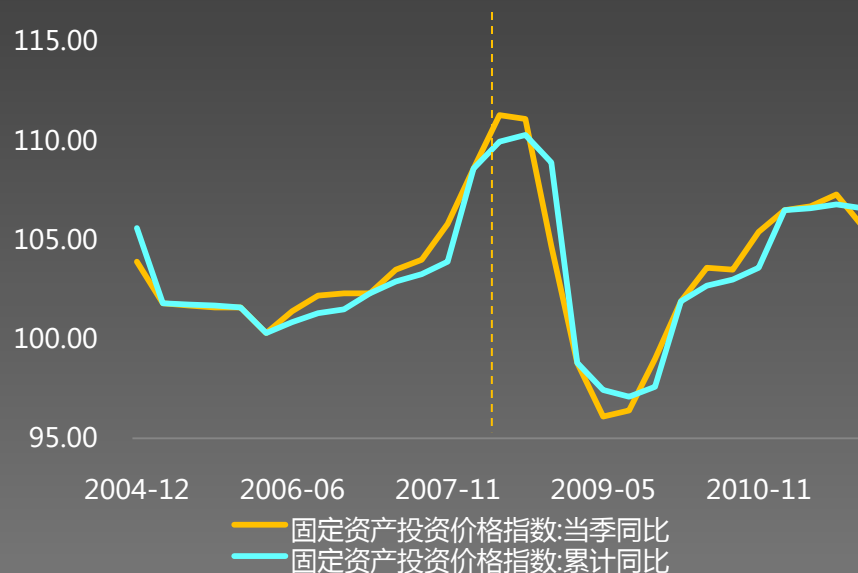
经济整体增长与“规模经济”匹配——“蛋糕可以不断做大”

统计数据显示，相比于2007年12月份之后的4年表现，2007年之前中国经济在积极的财政政策与货币政策共同推动下，经济增速整体平稳增长格局的特征较为明确，按照周期性的观点，像GDP、工业增加值的表现遵循了我们认为是受“外力”因素的影响较小，尤其是同期全球经济的表现未出现太大的波动态势，这为煤炭价格从产业属性向金融属性特征演变奠定了较好的先决条件。经济政策的正向作用对产业利润的贡献成为第一位驱动要素，从下图的表现来看，固定资产投资价格指数表现的转折点出现在2007年年底，这表明在07年之前，国内经济的整体表现是一个相对乐观的平稳状态。

中国2000年以来国内GDP表现（亿元）



中国2004年以来固定资产投资价格指数表现



一、对疑点的思考

✓ 宏观“悖论”：IAV、GDP与煤炭价格负相关性

呈负相关表现的原因：

✓ 政策转向是驱动“负相关”的第一要素

全球经济在2008年遭遇大幅滑坡，在美国次贷危机的冲击下，全球经济下滑显著，多年的扩张性货币政策最终导致了资源品金融属性的崩塌，随后的随着各国采用“货币超发”的救市政策推动经济复苏，但扩张性政策同时也导致了通胀的全面加速，在政策转向阶段，从紧的政策逐步开始显露，这对于限定的“蛋糕”而言，市场整体上步入了比较贴近于“零和博弈”的阶段。

2004年以来国内M1与M0同比增速表现



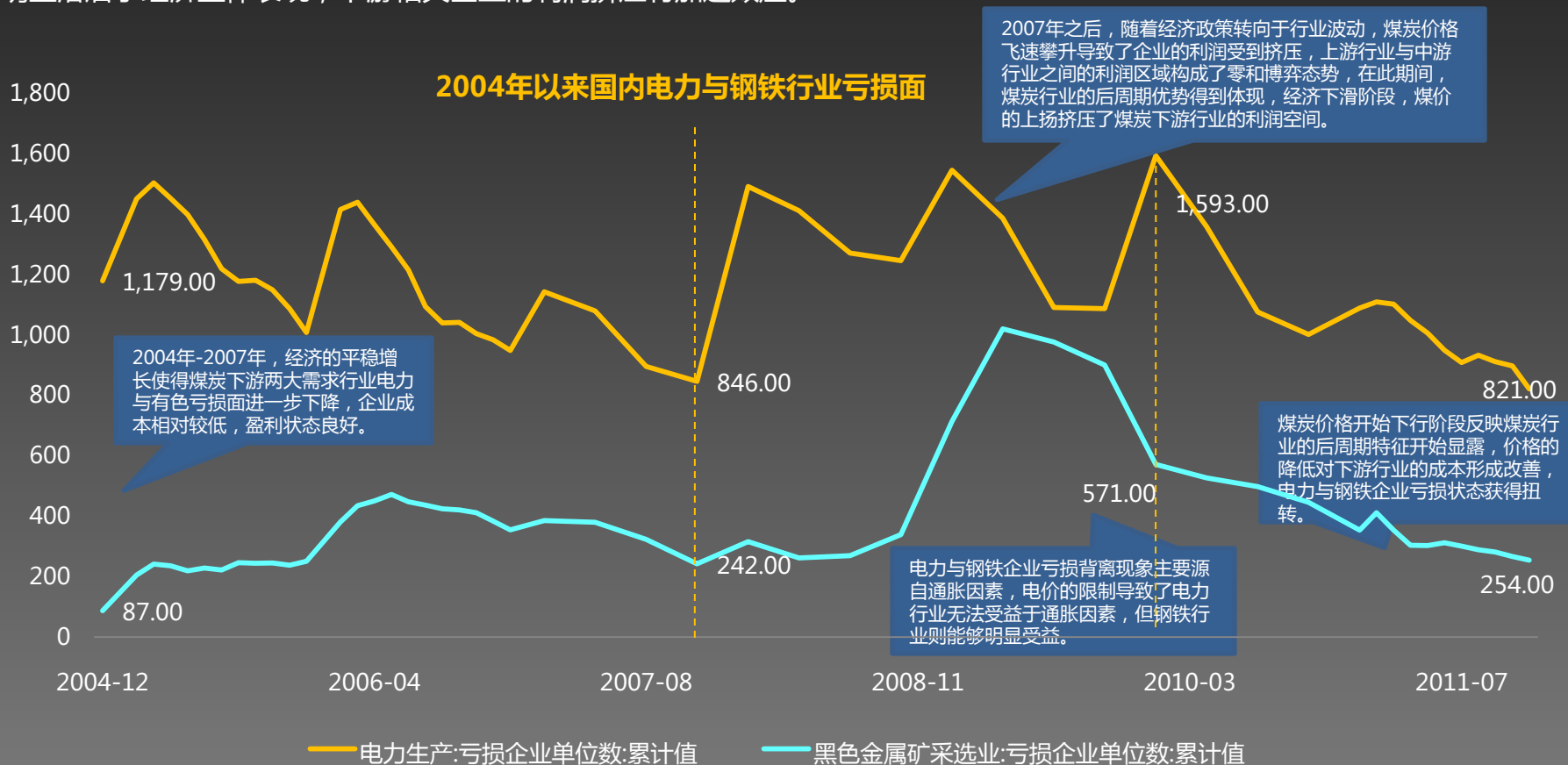
一、对疑点的思考

✓ 宏观“悖论”：IAV、GDP与煤炭价格负相关性

呈负相关表现的原因：

✓ 行业特性是“负相关”的第二诱因

最为明显的矛盾凸显在煤炭企业的利润疯狂增长与发电企业的成本不断攀升，煤炭行业整体上的滞后性对其价格的影响要明显落后于经济整体表现，下游相关企业的利润挤压有加速效应。



一、对疑点的思考

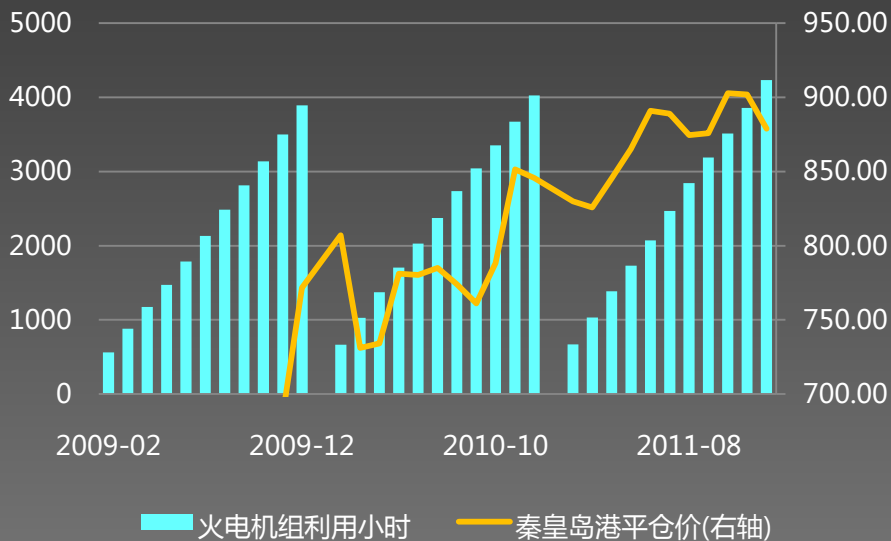
✓ 中观：火电平均利用小时为何与煤炭价格正相关

✓ 经济增长造成的“电荒”是矛盾的焦点——用电量显示“刚性需求”

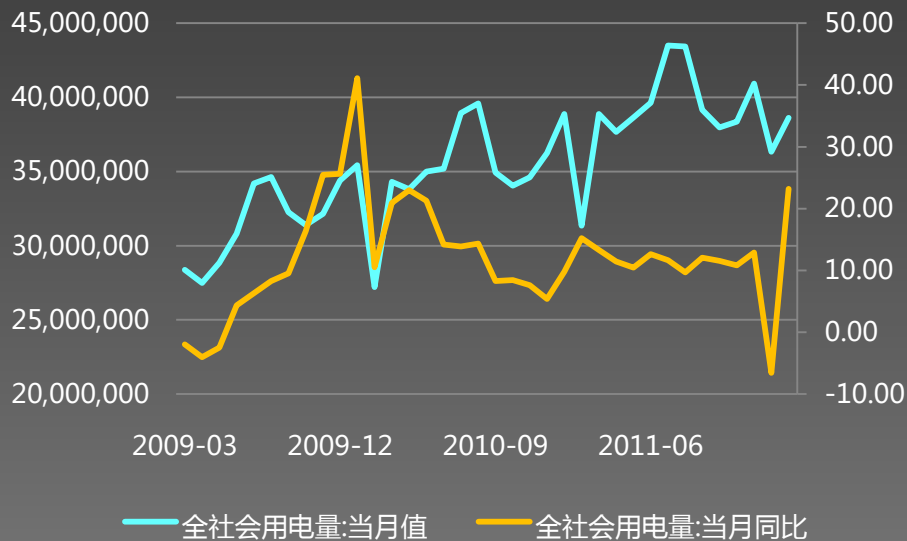
电价改革机制频频受阻、高耗能产业调控不到位，这使得目前国内有限的电力增长与粗放发展方式的矛盾日益突出，从根源上看，电力的刚性需求也正源自于此。而在深层的根源上，目前市场煤计划电的现状以及跨区电网建设的严重滞后对电力刚需形成了负面的冲击，同时也是近3年来，国内电荒状态持续维持的关键原因。

在下图当中，可以比较明显的看到全国火电机组平均利用小时的并没有随着煤炭价格的上扬出现大幅下跌，这显示了在目前阶段，国内经济对用电量的需求的“刚性”。而在用电量方面，波动性则更为剧烈。2009年全社会用电量当月同比一度达到了峰值，但用电量的当月值则显示了一个稳步上升的趋势，这表明煤炭价格的上涨难以对社会用电的刚性需求构成打压。

2009年以来火电机组利用小时与煤价表现



2009年以来全社会用电量与用电量当月同比



一、对疑点的思考

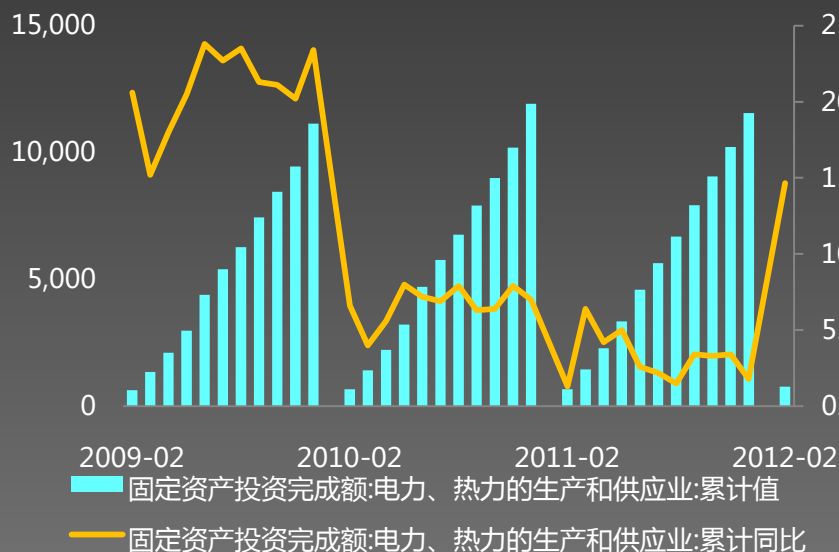
✓ 中观：火电企业新增发电机组容量与煤价的正相关性

✓ “刚性需求” 驱动下的新增发电机组容量

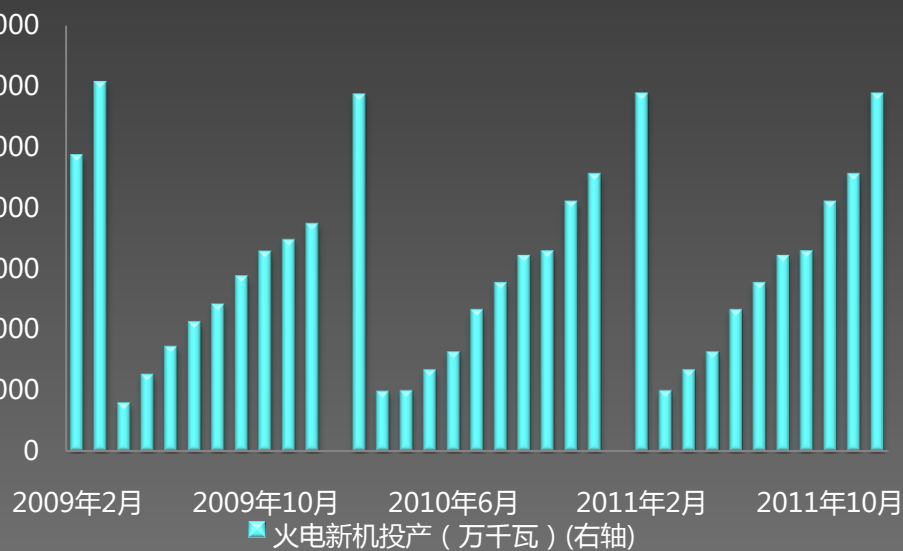
如果不考虑煤炭价格变化表现，火电企业新增发电机组容量近三年来仍然维持着平稳增长格局，这显示了目前中国能源结构决定的用电需求的“刚性”特征在较长市场间内仍然存在，所以用电的“刚性需求”成为了新增发电机组容量持续上升的首要驱动力。

中国电力企业联合会的报告指出，2011年，全国发电装机容量及火电设备容量分别增长9.2%和7.9%，分别低于同口径发电量增长2.5和6.2个百分点，加重了火电等常规能源机组保障电力平衡的压力。西部、东北、中部、东部地区装机容量分别增长14.5%、7.8%、7.3%和6.4%，东、中部装机增长分别低于用电量增长3.2和4.8个百分点，装机的地区结构出现变化，在跨区资源配置能力不能完全配套的情况下，东部电力供需更加紧张。

2009年以来电力企业固定资产投资完成额与当月同比



2009年2月份以来火电新机投产表现



二、结合模型的情景推测

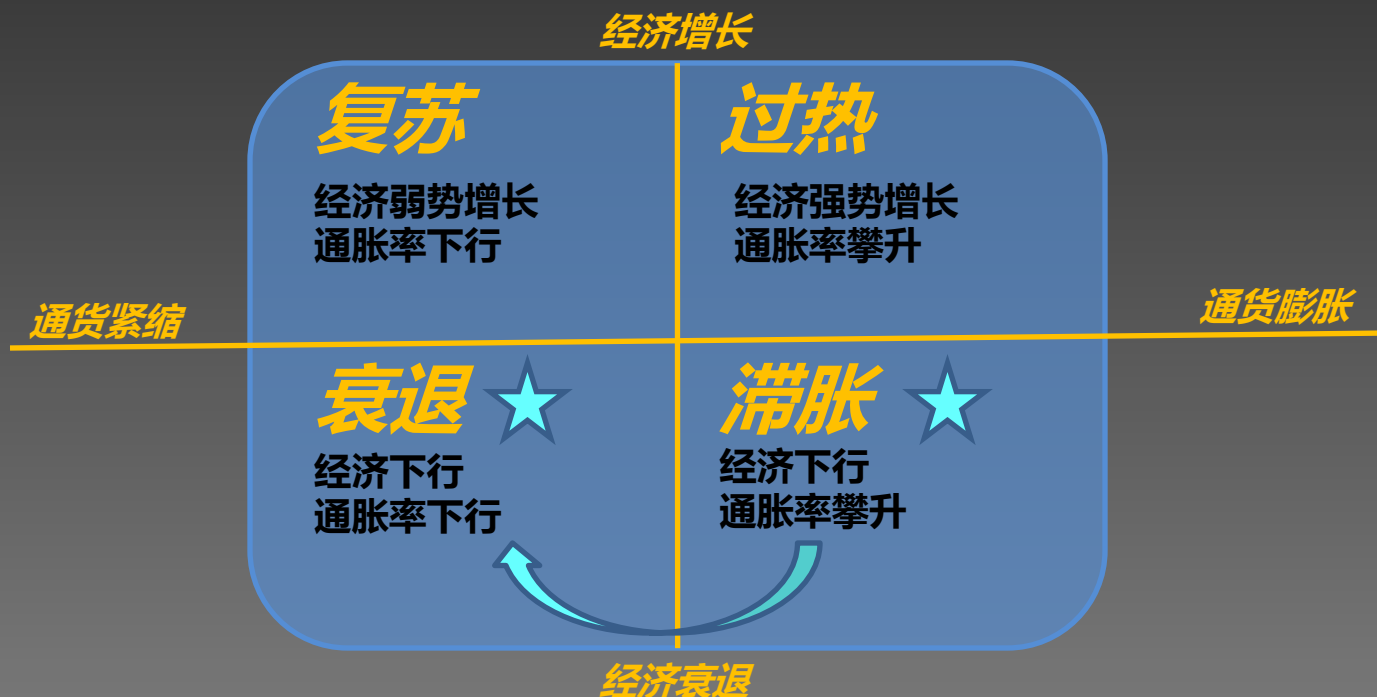
✓ 两个方向的推测重点：

模型的两个方向：

(宏观方向) $P_1 = 949.21 - 3.2582 * IAV + 8.5327 * PPIRM - 20.1016 * GDP$

(中观方向) $P_2 = 315.43 + 0.0515 * T + 0.0094 * CT - 8.2876 * PM + 2.8763 * RM$

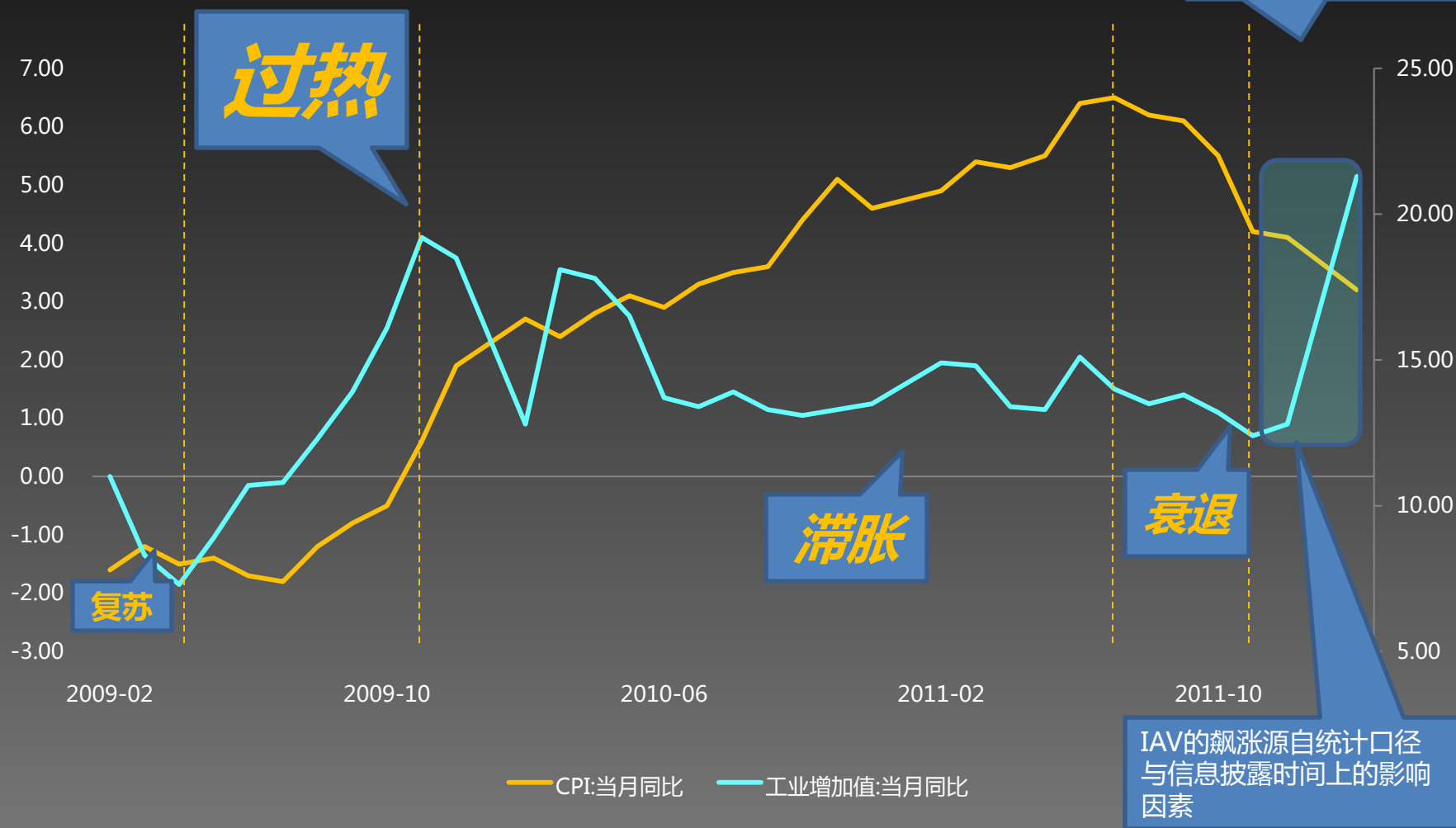
推测方向：短周期内的时钟逻辑



二、结合模型的情景推测

需推测的情景：以经济周期为标准

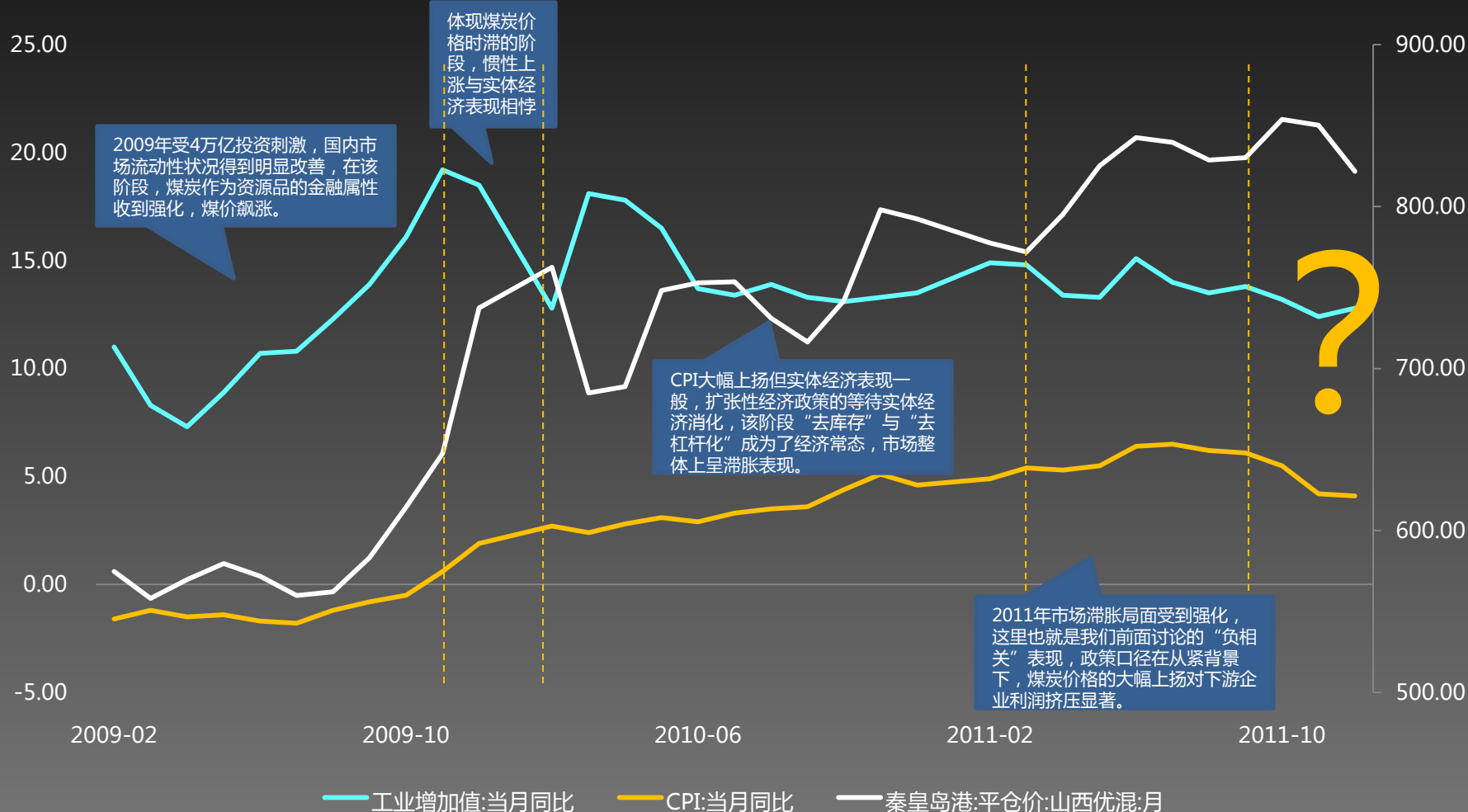
2009年以来国内CPI与工业增加值表现（短周期）



二、结合模型的情景推测

现实：目前的经济环境是什么状态？

2009年以来国内CPI、工业增加值与煤价表现



二、结合模型的情景推测

来自“？”的研判

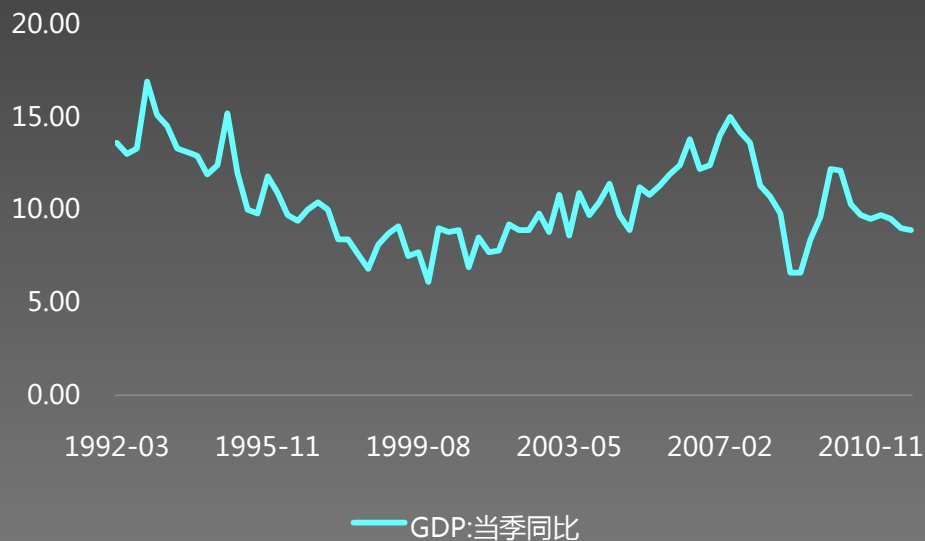
✓ 国内经济增速放缓已是不争事实

十一届全国人大五次会议审议通过的《政府工作报告》提出，今年国内生产总值的预期增长目标是 **7.5%**。对此，引起了国内外的热议。因为，7.5%的增速相对于以往的增长率，有“经济增长放缓”的迹象。2011年的预测目标是8%，实际增长9.2%；过去10年和20年实际增长的平均数均为10.5%。

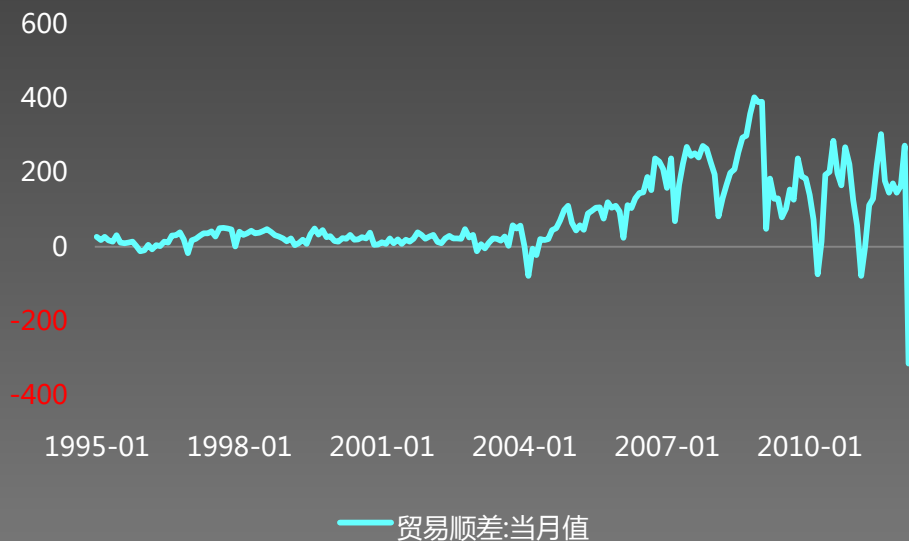
✓ 外围环境不确定性加强

外围经济复苏的进程维持疲弱态势，国际金融危机和欧盟的债务危机仍在威胁全球经济，统计数据显示，中国的出口状况形势严峻（2012年1月份与2月份两个月出口额增长6.9%，相比于去年平均增长率20.3%，今年前两月增速仅有其1/3。

中国GDP当季同比表现



中国贸易顺差额当月表现



二、结合模型的情景推测

滞胀 or 衰退？

经济表现	经济增长状况	通胀率	煤炭价格
衰退	下跌	下降	下跌
复苏	上涨	下降	—
过热	上涨	上升	—
滞胀	下跌	上升	上升

✓ CPI高位下行显示“经济衰退”可能更贴切

在针对中国经济表现方面，花旗银行的一份报告中指出，2012年将是一个全球经济增长放缓和分歧较大的一年。该报告认为，“经过连续6个月的下调，我们再次调降2012年全球经济增长预测，预计全球经济增长将放缓，从2010年的4.2%，2011年的3.0%至2012年的2.5%。欧元区陷入经济衰退而美国仅维持温和增长。”

花旗认为，中国的经济增长将会明显放缓，GDP增幅在7.5%左右已经低于中国政府8%的底线。尽管中国有很大可能避免硬着陆的发生，但是需要转型来适应一个低速平衡增长的经济。在‘十二五’计划的第二年，投资会呈现加速，但还是无法抵消房地产下滑造成的冲击。估计通胀还会在4%左右，短期通胀得以控制，但是长期压力还未舒缓，如薪资、资本、土地，以及原材料，很可能导致成本飙升。

另外，花旗银行认为4种风险可能打击中国宏观经济的稳定性：欧债危机的扩散、美国的第三拨量化宽松政策、房地产修正以及资本大搬家。

三、最终结论

划定情景分析的依据：经济增速放缓 VS 衰退

情景分析中，我们分别从模型测算的两个方向进行推测，即经济增速放缓但尚未真正步入衰退格局下，两个方向的表现将会如何演绎？另外则是在完全步入衰退格局下，模型两个方向所反映的结果又将如何？

情景1：经济增速放缓（乐观）

从业内的预期而言，乐观的预期仍然是中国经济在2012年经济增速进一步放缓而不是衰退，这一点在国内基本达成共识。无论考虑是在十一届全国人大五次会议审议通过的《政府工作报告》提出的GDP增速下调至7.5%，还是目前国内经济表现差强人意的现状，经济增速放缓成为必然趋势已是大势所趋。国家发改委宏观院常务副院长王一鸣认为，2012年中国经济的基本面不会有太大的问题，最大的不确定风险是外部环境的变化，特别是欧债危机。“这场危机并没有过去，而且未来怎么演化，现在还说不很清楚，还是很复杂的一件事。制定“十二五”规划的时候，中央领导说“十二五”前期依然是应对国际金融危机，现在看来这个判断是对的”，王一鸣说。

情景2：“硬着陆”与衰退（悲观）

一方面是经济增速放缓，但唱衰中国经济的声音也不绝入耳，从2005年开始到现在，中国经济是否会“硬着陆”的可能也充斥着业界。但最近几年，我们知道中国GDP的表现并没有如同硬着陆的定义那样，在短时间内迅速的扩大跌幅，而是更类似于“软着陆”，但是从情景分析的最坏打算出发，如果说，经济一旦大幅滑坡，GDP真出现硬着陆的表现，那么，基于我们分析的煤炭价格会在模型表现下呈现出怎样的价格变化？

三、最终结论

个别指标的修正：从PPI推导PPIRM的回归

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.766139	0.210934	-3.632134	0.0004
PPIRM	0.376171	0.017045	22.06926	0.0000
R-squared	0.757407	Mean dependent var		2.184494
Adjusted R-squared	0.755852	S.D. dependent var		4.150365
S.E. of regression	2.050751	Akaike info criterion		4.286867
Sum squared resid	656.0707	Schwarz criterion		4.325634
Log likelihood	-336.6625	F-statistic		487.0522
Durbin-Watson stat	0.102324	Prob(F-statistic)		0.000000

Estimation Equation:

$$PPI = C(1) + C(2)*PPIRM$$

Substituted Coefficients:

$$PPI = -0.7661390291 + 0.38*PPIRM$$

➡ $PPIRM \approx (PPI + 0.77) / 0.38$

三、最终结论

情景1：经济增速放缓与滞胀延续

关于数据：

经济增速放缓状态下，我们选取Wind资讯金融终端当中“宏观行业”模块下的“中国宏观预测”一项（具体算法详见说明）。

宏观方向的数据选择：

指标	201203F	201202	201201	201112	201111	201110	201109
GDP:累计(%)	8.4			9.2			9.4
GDP:当季(%)	8.4			8.9			9.1
CPI(%)	3.3	3.2	4.5	4.1	4.2	5.5	6.1
PPI(%)	-0.2	0	0.7	1.7	2.7	5	6.5
社会消费品零售(%)	16.1			18.1	17.3	17.2	17.7
PPIRM(%)	1.5	$(PPI + 0.77) / 0.38$					
工业增加值(%)	11.3	21.3		12.8	12.4	13.2	13.8

三、最终结论

情景1中观方向的数据选择：4个变量

✓ 电力行业：火电机组平均利用小时与新增发电机组容量

中国电业联合会相关负责人在2012年经济形势与电力发展分析预测会上表示，对于2012年的电力供需情况，根据目前情况判断综合平衡分析，预计2012年全国电力供需仍然总体偏紧，区域性、时段性、季节性缺电仍然较为突出，最大电力缺口3000万~4000万千瓦。火电设备利用小时在**5300~5400**小时，比2011年提高100小时以内。中电联预计2012年全国基建新增发电装机容量8500万千瓦左右；其中，水电新增2000万千瓦，火电新增**5000万**千瓦左右，核电新增100万千瓦，并网风电新增1400万千瓦，并网太阳能发电新增100万千瓦左右。综合考虑基建新增和“关小”因素后，2012年底，全国全口径发电装机容量11.4亿千瓦左右。

✓ 钢铁行业：产量与库存(具体表现后图将给出)

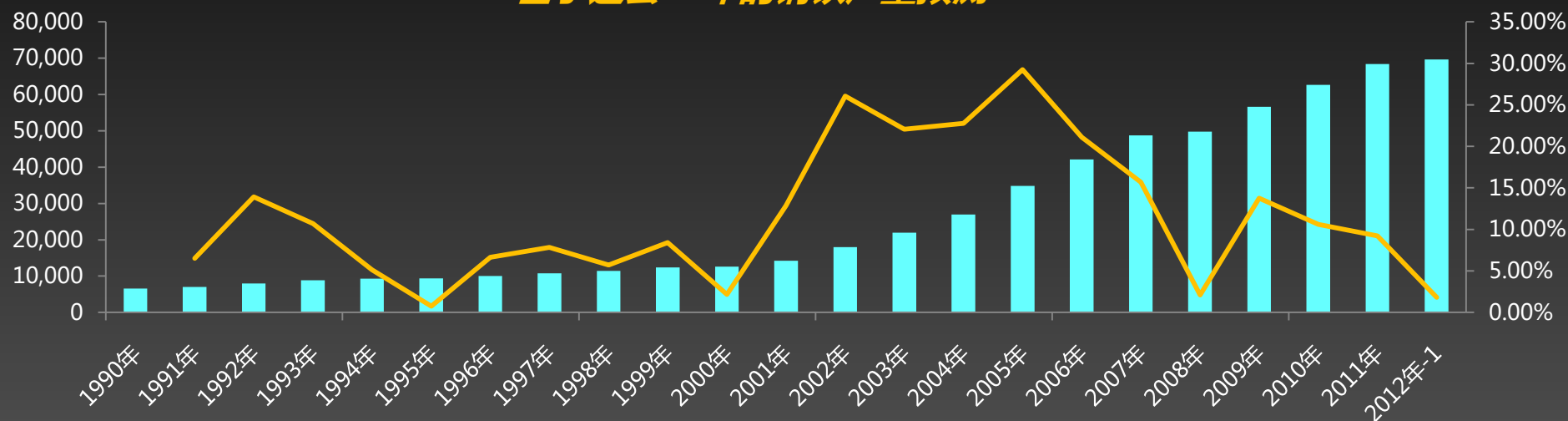
在模型所要求的数据当中，由于之前采用的是月度数据计算，我们选取的是粗钢产量增速与国内螺纹钢月度库存量，从产量增速来看，我们以中篇所提到的权重系数（**0.2**）来考虑，那么对于粗钢的产量增速来看，对比过去11年（2000年-2011年）粗钢产量均值预测，我们得出2012年如果在正常的经济增速放缓条件下，所给出的情景预测值为**1.82%**，最终得出的预测值为**0.364**。

而对于库存的预测，在情景1条件下，所测算的预测值为487.45万吨，推导预测值为**97.49**万吨。

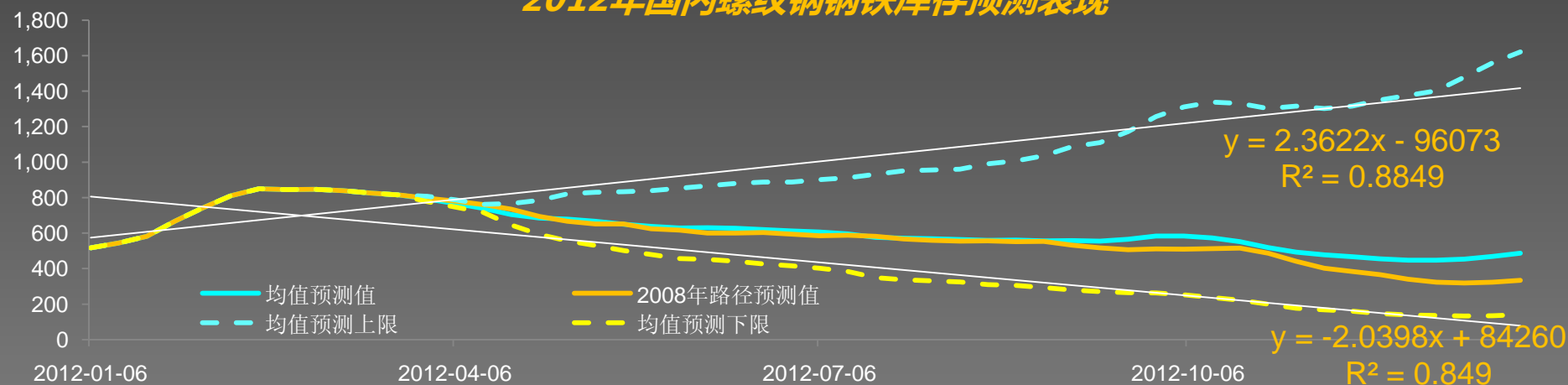
三、最终结论

✓ 钢铁行业产量与库存预测图表：

基于过去11年的钢铁产量预测



2012年国内螺纹钢钢铁库存预测表现



三、最终结论

情景1结论：

模型的两个方向：

(宏观方向) $P_1 = 949.21 - 3.2582 * IAV + 8.5327 * PPIRM - 20.1016 * GDP$

(中观方向) $P_2 = 315.43 + 0.0515 * T + 0.0094 * CT - 8.2876 * PM + 2.8763 * RM$



(宏观方向)

$$P_1 = 949.21 - 3.2582 * 11.3 + 8.5327 * 1.5 - 20.1016 * 8.4 = 756.44$$

(中观方向)

$$P_2 = 315.43 + 0.0515 * T + 0.0094 * CT - 8.2876 * PM + 2.8763 * RM$$

$$= 315.43 + 0.8 (0.0515 * 5350 + 0.0094 * 5000)$$

$$- 8.2876 * 0.364 + 2.8763 * 97.49 = 850.23$$

三、最终结论

情景2：硬着陆与衰退

关于数据：

如果出现硬着陆的状态下，由于在近几年当中未有更好的参照标准，我们选取08年次贷危机期间中国宏观经济数据的谷值表现作为主要参考标准：

宏观方向的数据选择：

指标	2012F	2011	2010	2009	2008
GDP(%)	★7.5	9.2	10.4	9.2	9.6
CPI(%)	3.2	5.4	3.3	-0.7	5.9
PPI(%)	1.4	6	5.5	-5.4	6.9
PPIRM(%)	5.71	$(PPI + 0.77) / 0.38$			
工业增加值(%)	11.8	13.9	15.7	11	12.9

★ GDP数据选择7.5按照十一届全国人大五次会议审议通过今年国内生产总值的预期增长目标。

三、最终结论

情景1中观方向的数据选择：4个变量

✓ **电力行业**：火电机组平均利用小时与新增发电机组容量

中国从近4年间的累计值表现来看，2009年国内火电机组平均利用小时累计值处于最低点，为**4839**小时，相比于今年中电联给出的预测数据**5300~5400**小时而言，火电机组平均利用小时并没有出现太过于明显的变化，这显示了目前国内电力需求具备明显的“刚性”。而在新增发电机组容量方面，2008年累计为**4876**万千瓦，也是近4年间的累计值低点，相比于今年给出的预测数据为**5000**万千瓦，变化并不算太大。

✓ **钢铁行业**：产量与库存(具体表现后图将给出)

对于情景2衰退表现下的粗钢产量，我们采取前面的预测图表进行悲观情景预测，从产量增速来看，我们以中篇所提到的权重系数（**0.2**）来考虑，那么对于粗钢的产量增速来看，对比过去11年（2000年-2011年）粗钢产量均值预测，我们得出2012年如果在硬着陆条件下，所给出的情景预测值为**-2.96%**，最终得出的预测值为**-0.592**。

而对于库存的预测，在情景2条件下，所测算的预测值为334.37万吨，推导预测值为**66.87**万吨。

三、最终结论

情景2结论：

模型的两个方向：

(宏观方向) $P_1 = 949.21 - 3.2582 * IAV + 8.5327 * PPIRM - 20.1016 * GDP$

(中观方向) $P_2 = 315.43 + 0.0515 * T + 0.0094 * CT - 8.2876 * PM + 2.8763 * RM$



(宏观方向)

$$P_1 = 949.21 - 3.2582 * 11.8 + 8.5327 * 5.71 - 20.1016 * 7.5 = 808.72$$

(中观方向)

$$P_2 = 315.43 + 0.0515 * T + 0.0094 * CT - 8.2876 * PM + 2.8763 * RM$$

$$= 315.43 + 0.8 (0.0515 * 4839 + 0.0094 * 4876)$$

$$- 8.2876 * -0.592 + 2.8763 * 66.87 = 743.13$$

三、最终结论

情景结论：

模型的两个方向：

(宏观方向) $P_1 = 949.21 - 3.2582 \cdot IAV + 8.5327 \cdot PPIRM - 20.1016 \cdot GDP$

(中观方向) $P_2 = 315.43 + 0.0515 \cdot T + 0.0094 \cdot CT - 8.2876 \cdot PM + 2.8763 \cdot RM$

基于情景分析条件下对秦皇岛山西优混价格推测的结论汇总

经济表现	预测方向	煤炭价格	实际煤炭价格
1：经济增速放缓	宏观	756元/吨★	775 元/吨
	中观	850元/吨	
2：硬着陆或更差	宏观	809元/吨	
	中观	743元/吨★	

四、对情景推论的评价

对结论的综合评价：

基于情景分析条件下对秦皇岛山西优混价格推测的结论汇总

经济表现	预测方向	煤炭价格	实际煤炭价格
1：经济增速放缓	宏观	756元/吨★	775 元/吨
	中观	850元/吨	
2：硬着陆或更差	宏观	809元/吨	
	中观	743元/吨★	

按照模型的结果，我们看到比较明显的差别来自于两个方向在不同阶段的表现：

✓经济增速放缓条件下，宏观方向的预测结果明显要优于中观方向的预测结果，宏观方向推导的秦皇岛煤炭价格为756元/吨，比中观预测的850元/吨的价格表现更优异。

✓在硬着陆或更差的经济表现下，中观方向的结果比宏观方向的预测结果更可信，此时中观方向预测结果仅为743元/吨。

四、对情景推论的评价

诠释：上游投资逻辑中的“择势”

- ✓情景1中，宏观方向的结果明显优于中观方向——自上而下
- ✓情景2中，中观方向的结果明显优于宏观方向——自下而上



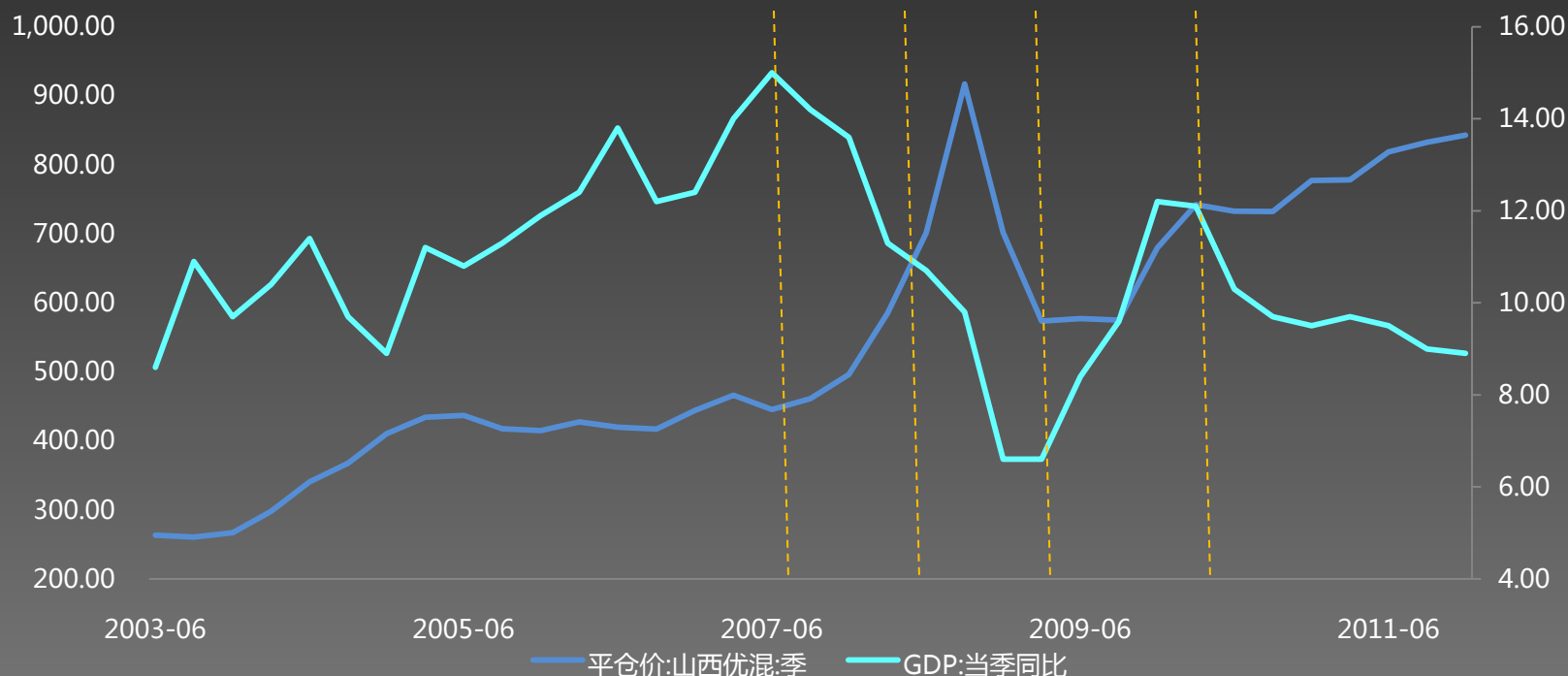
四、对情景推论的评价

周期中的时滞表现——“择势”根源

关于煤炭的周期表现：产业地位所决定的滞后周期品种

众所周知，中国目前的能源结构属于“富煤缺油贫气”的状态，受本身处于产业链上游位置的影响，煤炭产业对于下游需求的调整时间、项目建设周期以及行业进入壁垒等多种条件因素限制，表现出了明显滞后于实体经济的特征，从历史数据的匹配条件上看，煤炭价格与宏观经济、大宗商品价格的表现有着比较明显的滞后效应。

煤炭与宏观经济的滞后周期表现显著



四、对情景推论的评价

情景1的结论分析：宏观方向更有说服力

情景1：宏观方向好于中观方向 —— “择势”

经济表现	预测方向	煤炭价格
1：硬着陆或更差	宏观	756 元/吨
	中观	850元/吨

情景1的条件假设是中国经济在2012年能够达到GDP8.4%的推测，相比于悲观情景分析而言，条件反映相对较好，这是我们推论的前提条件。在近10多年的表现之中，煤炭产业自身经历的周期可以分为3个短周期顶部，和2个短周期的底部：

- ✓2003年1季度开始到2008年年底，煤炭行业经历的第1个“自上而下”的发展区间。
- ✓2009年中旬到2010年1季度，煤炭行业经历的是第2个“自上而下”区。
- ✓2010年3季度到2011年3季度，煤炭行业经历第3个“自上而下”区。

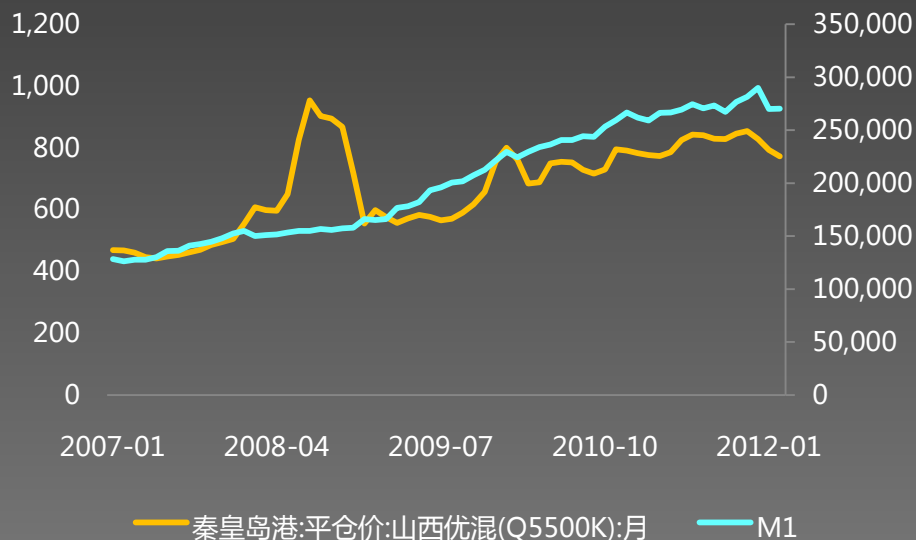
四、对情景推论的评价

情景1的结论分析：宏观方向更有说服力

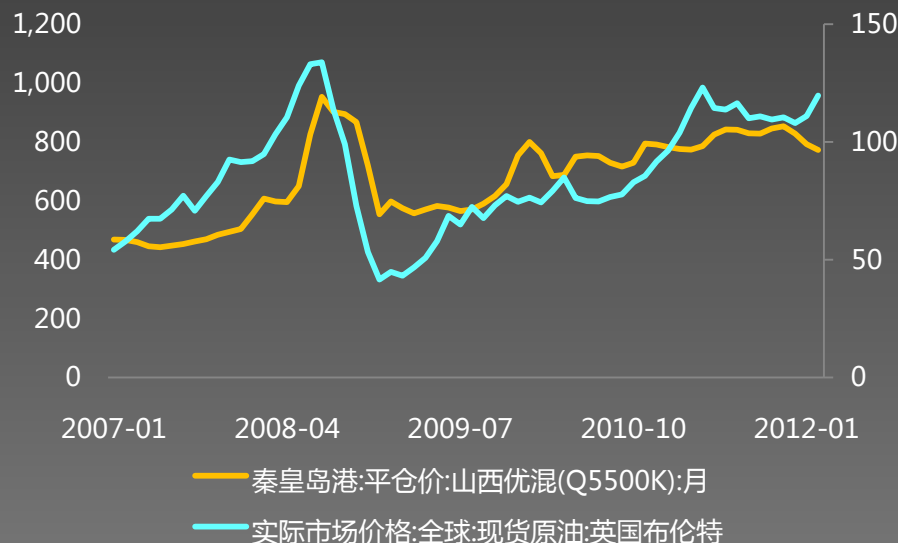
情景1：“择势”根源 —— “资源的金融属性”

下图拟合表现显示，在煤炭价格与国内M1的相互表现中，M1逐年走高提升通胀水平，进而传导到煤炭价格上，此时流动性泛滥成为煤炭价格受需求因素影响之外的关键驱动要素。与其它资源品价格表现上，我们拟合了煤炭价格与布伦特原油现货价格的走势，在图中的匹配上可以看到，从2007年开始，原油价格与国内煤炭价格的表现也存在着比较显著的相关性，但波动性上，国内煤炭价格更为剧烈。

2007年以来煤价与M1拟合表现



2007年以来煤价与BLUNT原油现货价格拟合表现



四、对情景推论的评价

情景2的结论分析：中观方向的思考

情景2：中观方向强于宏观方向 —— “重质”

经济表现	预测方向	煤炭价格
2：硬着陆或更差	宏观	809 元/吨
	中观	743 元/吨

情景2的条件假设是中国经济在2012年以GDP7.5%的推测，在两个方向的选择中，中观方向相比于宏观方向而言，煤炭价格的推论拟合现实条件的反映相对较好。

情景2：“自下而上”的传导条件



四、对情景推论的评价

情景2的结论分析：中观方向的思考

情景2：“重质”根源

“产业属性”

金融属性“让渡”于产业属性

产业链传导★

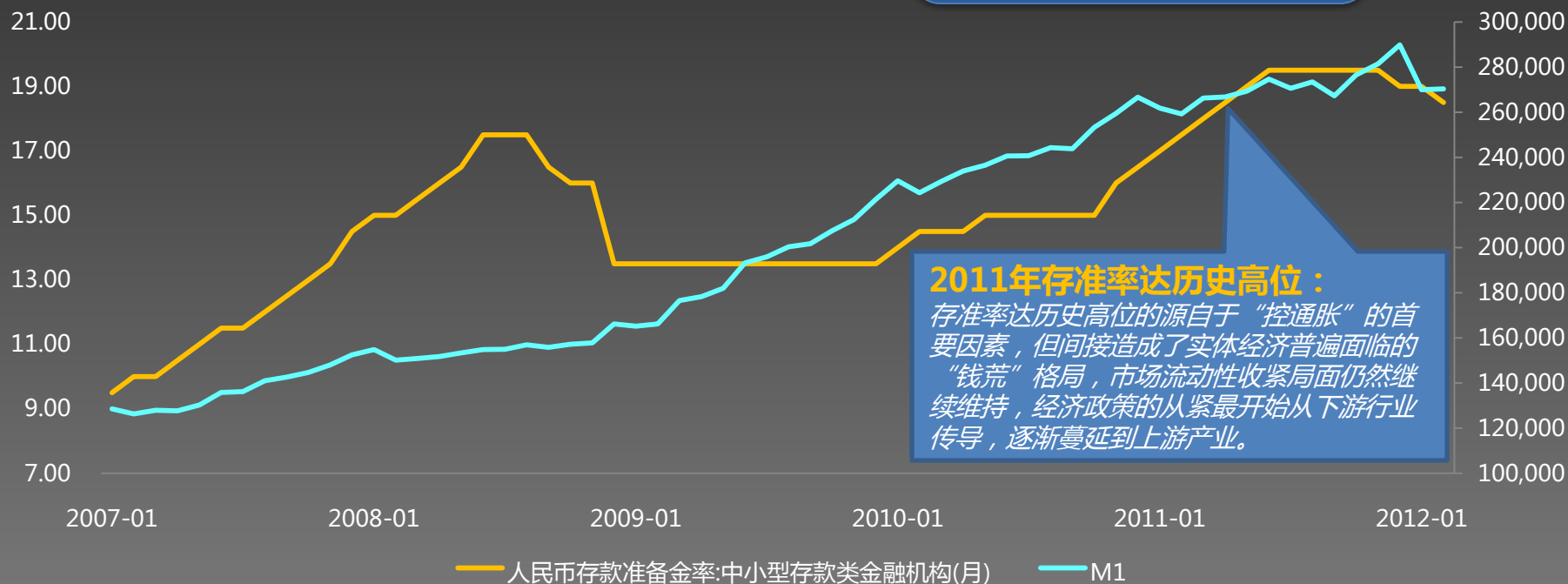
下游消费行业

时滞1

中游制造业

时滞2

煤炭（上游）



四、对情景推论的评价

两大方向结论的综合评价：

情景1的结论：“择势”逻辑源自宏观表现

在上面我们对结论的分析当中，情景1部分宏观方向的预测结果好于中观方向，这印证了在煤炭行业自身的行业特性上，作为资源品的特征，在经济环境相对较好的背景下很容易挥发其金融属性的表现，金融属性的优势也能够容易催化煤炭价格的表现，尽管我们这里给出的情景1条件并不是在一个相对较好，或者说是出于一个宏观环境很不错的格局之下所给出的，但是相比于情景2的悲观条件，1中的推论仍然还是具备较好的说服力，这是相比于情景2而言。

“择势”而论的原因，关键就是流动性环境，这是催化煤炭价格的首要因素，产业属性在此时让渡给煤炭自身的金融属性，所以，在较好的经济环境下，择势角度的自上而下选择仍然具备优势。

情景2的结论：“重质”决定着预判行业拐点的准确性

针对情景2的结论，我们看到来自中观方向的预测结果要好于宏观方向的结论，即煤炭价格处在743元/吨的价位上，这里的推论只是简单的匹配历史数据所做出的理想化预测，现实角度具备更多的扰动因素，所以从本文的主旨角度出发，讨论的重点并不是最终去确定煤炭价格会在一个什么样的位置上，而是去确定煤炭价格的影响因素以及权重，在一个怎样的背景下该从怎样的角度去看待煤炭价格的影响因素。

“重质”而论的原因，是在于政策转向形成的趋势下，流动性环境从之前的“泛滥”表现遭遇逆转，市场整体呈现出一个缺乏流动性的特征之下，煤炭行业的产业属性将逐步取代金融属性成为决定煤炭价格走势的首要因素，在刚刚结束的“十七周”下跌格局下，我们可以清楚的知道，实体经济在“钱荒”格局下受到影响，并最终传导到了煤炭行业自身的供需链条上，行业供需成为影响煤炭价格的首要因素，供需的形成源自于传导链上的时滞预判，准确的把握下游传导至上游的时滞将决定着煤价拐点预判的准确性。

免责声明

本文档是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具仅供参考之用，并非作为或被视为出售 或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的内容并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。



Wind 資訊

就是投资者的
万得资讯

谢谢!

Wind 資訊

中国金融数据和解决方案的领导者

Leading Provider of Chinese Financial Data & Solutions



www.wind.com.cn