

动力煤专题报告： 内外价差驱动下，关注 01-03 正套机会

日期：2020年8月14

陈敏华 研究主管

投资咨询号：Z0012670

电话：0571-28132578

邮箱：chenminhua@cindasc.com

李涛（黑色研究员）

执业编号：F3064172

电话：0571-28132591、

18307211494（微信）

邮箱：litao@cindasc.com

金成（黑色研究员）

执业编号：F3061509

电话：0571-28132639

邮箱：jincheng@cindasc.com

方家驹

黑色研究员

执业编号：F3066474

联系电话：0571-28132639

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

地址：杭州市萧山区宁围街道利一路188号天人大厦19-20层

邮编：310004

电话：0571-28132578

网址：www.cindaqh.com

信达期货网址：www.cindaqh.com

核心要点

驱动因素：

内外价差较大，年初进口将大幅增加：目前我国进口实行进口配额，年初由于进口配额较多，进口量往往较多，年底进口量较少；

19 年内外价差维持在 50 元/吨的水平，19 年底进口数量比 20 年初的进口数量要少 1000 万吨左右，预计明年年初进口量比年底进口量至少要多 1000 万吨，对供应的冲击至少有 3%。

宏观驱动边际走弱，导致现货价格近月强于远弱：这轮信用扩张起始于 3 月份，后续信贷规模的增速逐渐趋缓，预计从今年 4 季度开始，经济增长动能将衰减，经济的增速将环比下滑，对应近月的现货将强于远月的现货。

安全边际：

市场的 back 结构不会扭转：随着宽松的政策退出，后续经济回升的动能越来越弱，整个大宗商品的需求增速将会下降，市场对后续经济较为悲观，目前市场呈现的 back 结构在未来的半年内不会改变。

01 对应旺季合约，03 对应淡季合约：01 合约对应下游需求的旺季，每年冬季采暖需求，叠加产地的限产、安保政策较多，12 月、1 月现货价格较为坚挺；03 合约对应用电淡季，现货价格一般表现较弱。

策略建议：01-03 合约正套，入场价差建议区间【5-10】，止损点位 0，目标点位 40，盈亏比 4：1。



目录索引

1、行情回顾.....	4
2、驱动因素.....	5
2.1 内外价差维持历史高位，明年年初进口量将大增.....	5
2.2 需求略大于供应.....	6
2.3 宏观驱动边际走弱.....	6
3、安全边际.....	7
3.1 市场 BACK 结构.....	7
3.2 01 旺季合约，03 淡季合约.....	8
4、投资策略.....	8



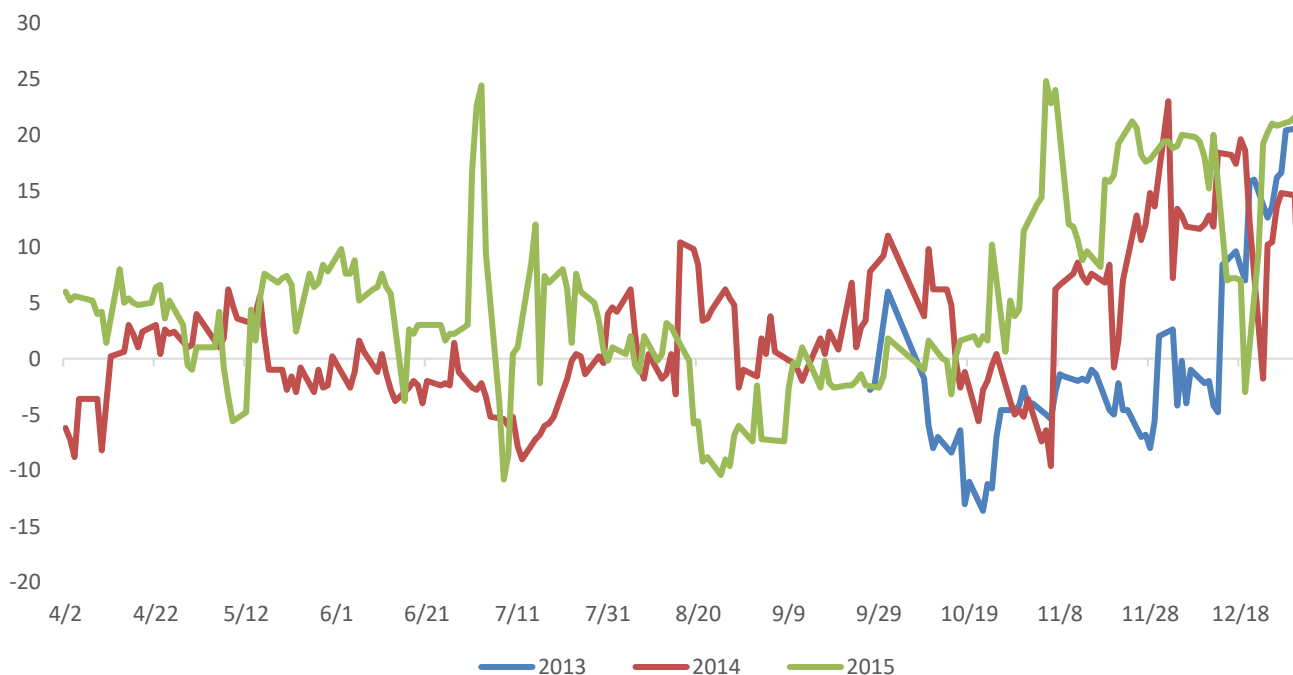
图表索引

图 1: 2013-2015 年 ZC01-03 历史价差	4
图 2: 2017-2020 年 ZC01-03 历史价差	4
图 3: 动力煤 CCI 内外价差走势图	5
图 4: 广义动力煤进口数量	6
图 5: 动力煤供需平衡表	6
图 6: 社会融资规模同比增速	7
图 7: 市场结构	7
图 8: 供应及需求的季节性	8

1、行情回顾

15年前 01-03 价差主要体现季节性：2013-2015，我国进口煤占比较小，且在没有进口管制的情形下，01-03 合约价差均值在 11、12 月一般维持在 10 元左右，主要体现的是淡旺季合约的逻辑，01 合约对应旺季合约，03 合约对应旺季合约。

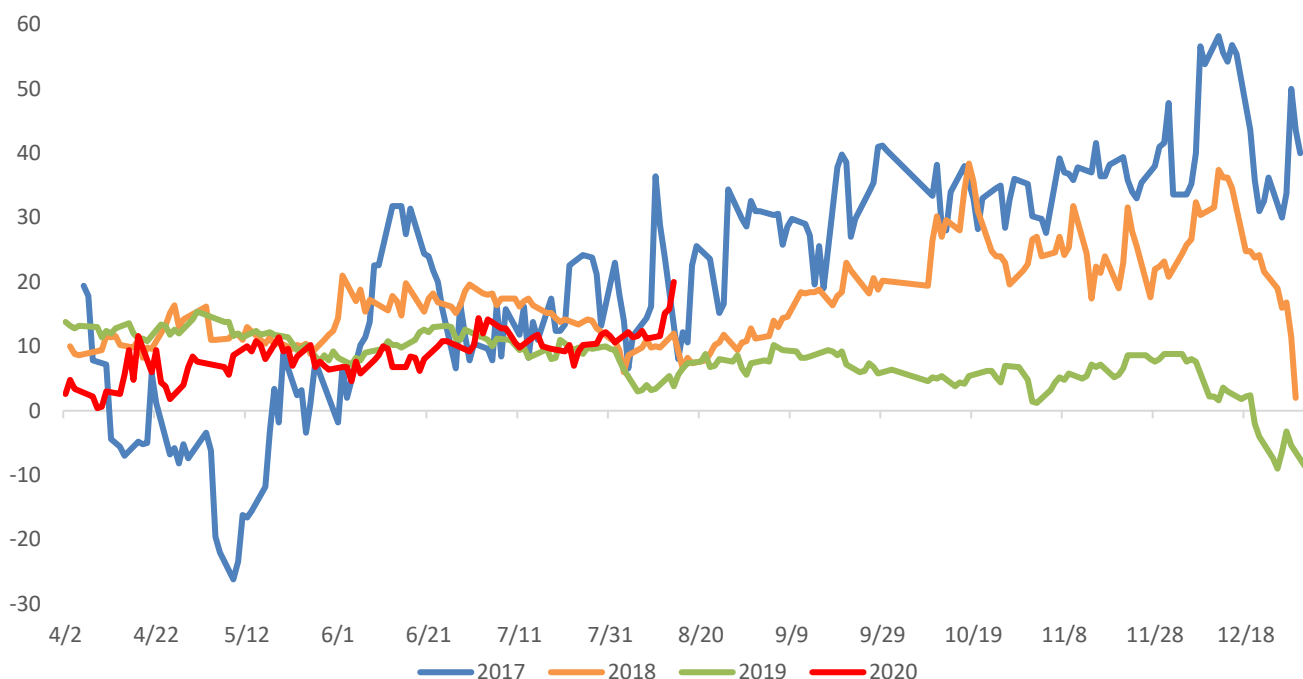
图1：2013-2015年ZC01-03历史价差



数据来源：文华财经、信达期货研发中心

16年后 01-03 价差体现季节性和进口管制：随着我国煤炭供给侧改革，国内动力煤价格大涨，内外价差逐渐扩大，进口动力增强，由于政府要保护供给侧改革的成果，自 17 年起，动力煤进口政策开始趋严。由于进口政策趋严，导致动力煤每年年初在进口配额较充足的情形下，进口较大；在一年的年末进口额度紧张，进口数量减少；我们可以通过 17-19 年的动力煤 01-03 合约价格可以看出，由于进口年底与年初的进口量相差较大，每年年底 01-03 合约的价差中枢扩大至 30 元附近。

图2：2017-2020年ZC01-03历史价差



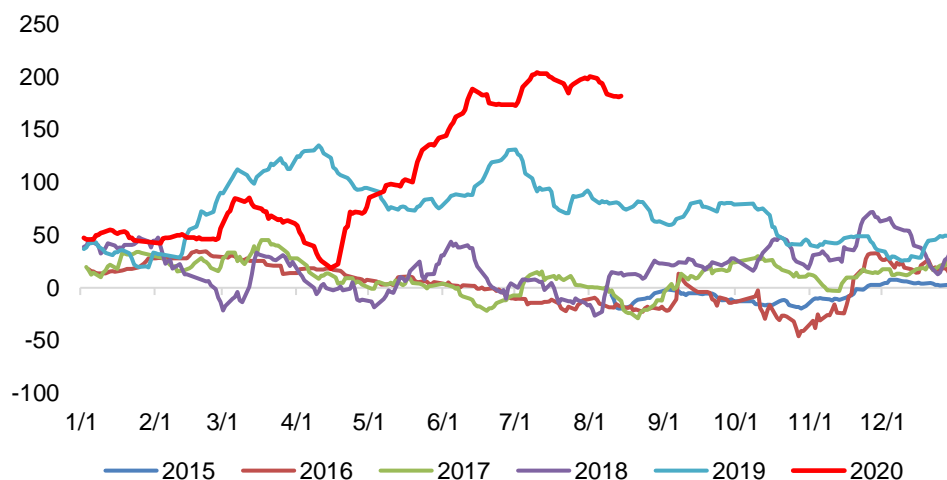
数据来源：文华财经、信达期货研发中心

2、驱动因素

2.1 内外价差维持历史高位，明年年初进口量将大增

内外价差维持高位：受疫情影响，国内外经济增速剪刀差较大，我国动力煤价格相对坚挺，国外动力煤价格相对较为疲软。同时叠加进口政策较严，国内外价差迟迟没有得到修复。后续国外经济虽然继续恢复，但是中国经济的增速依然高于国外，预计下半年国内动力煤价格表现依然会强于国外，在国内进口政策依然趋紧的情形下，动力煤内外价差依然有望维持在150元以上。

图3：动力煤CCI内外价差走势图

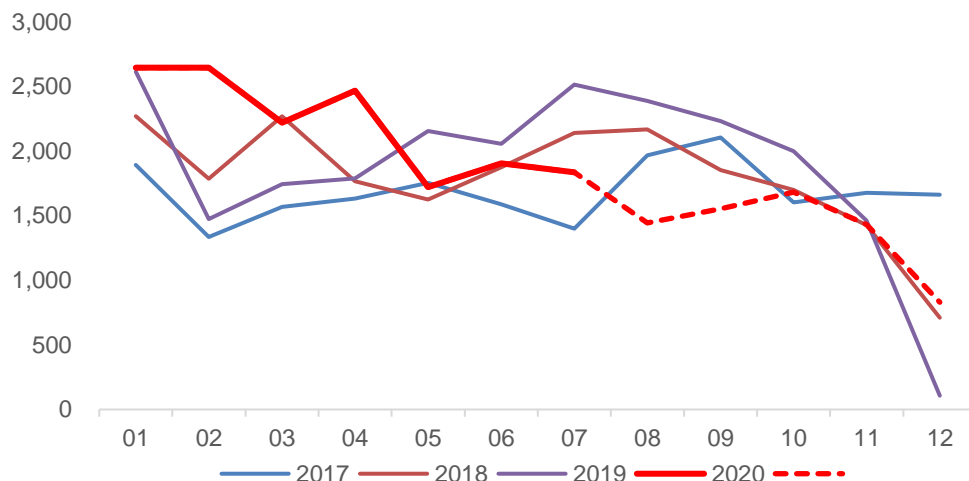


数据来源：Wind、信达期货研发中心

内外价差极高，年初进口将大幅增加：目前我国进口实行进口配额，年初

由于进口配额较多，进口量往往较多，年底进口量较少；19年内外价差维持在50元/吨的水平，19年底进口数量比20年初的进口数量要少1000万吨左右。今年动力煤内外价格极高，预计2020年底与2021年年初的进口数量的差距还要扩大，进口政策时间节点的差别，12月和2月由于进口节奏的差异，将导致两个不同月份供应量至少有3%以上的差别。

图4：广义动力煤进口数量

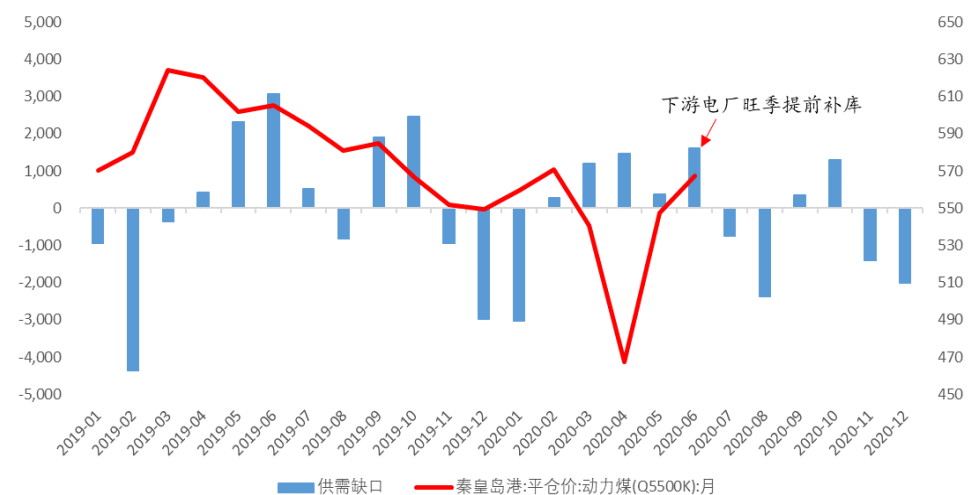


数据来源：Wind、信达期货研发中心

2.2 需求略大于供应

在假设今年进口煤炭数量与去年持平，国内供应端的增速4%左右，预计今年国内整体供应端的增速在3.6%左右；需求端，综合考虑火电行业、基建、建材、冶金、化工行业耗煤，预计今年下半年动力煤的需求增速在4%左右，需求略微大于供应，预计动力煤下半年价格将震荡上涨，但上涨的斜率不是很大。下半年现货价格大幅向下的可能性较小，有利于正套行情的走出。

图5：动力煤供需平衡表



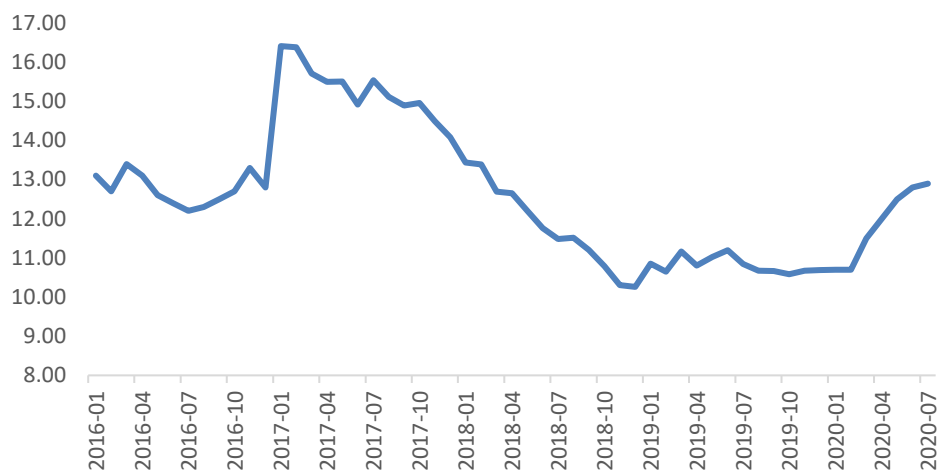
数据来源：Wind、信达期货研发中心

2.3 宏观驱动边际走弱

宏观驱动边际走弱，导致现货价格近月强于远弱：今年疫情，货币政策及财

政策双宽松，导致中短期经济强劲反弹，随着宽松的货币政策逐渐退出，后续经济继续回升的动能在衰减。从历史经验看，信贷和社融实现一轮扩张，传导至经济一般需要两个季度左右。7月社会融资规模增长1.69万亿，相比6月大幅回落；7月表内新增贷款相比去年同期略微收缩，表明政府在三季度开始有意识的控制信贷增速节奏。这轮信用扩张起始于3月份，后续信贷规模的增速逐渐趋缓，预计从今年4季度开始，经济增长动能将衰减，经济的增速将环比下滑，对应近月的现货将强于远月的现货。

图6：社会融资规模同比增速



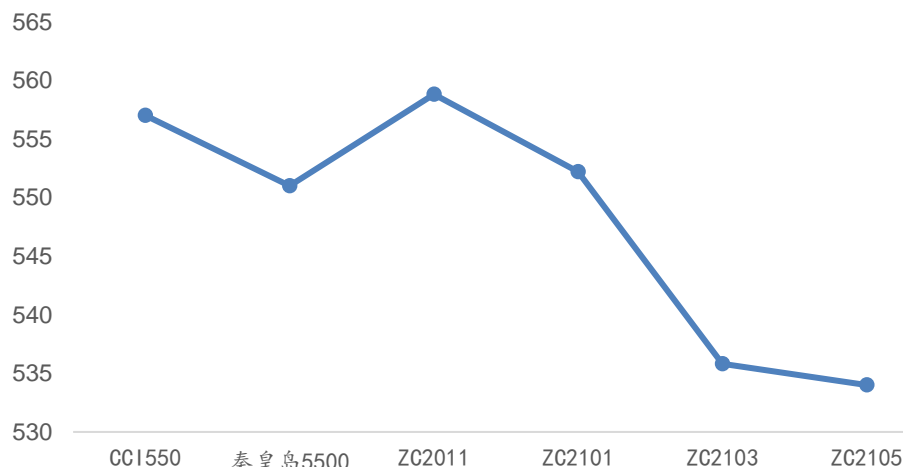
数据来源：Wind、信达期货研发中心

3、安全边际

3.1 市场 back 结构

市场的back结构不会扭转：随着政策的退出，后续经济回升的动能越来越弱，整个大宗商品的需求增速将会下降，市场对后续经济较为悲观，目前市场呈现的back结构在未来的半年内不会改变。

图7：市场结构

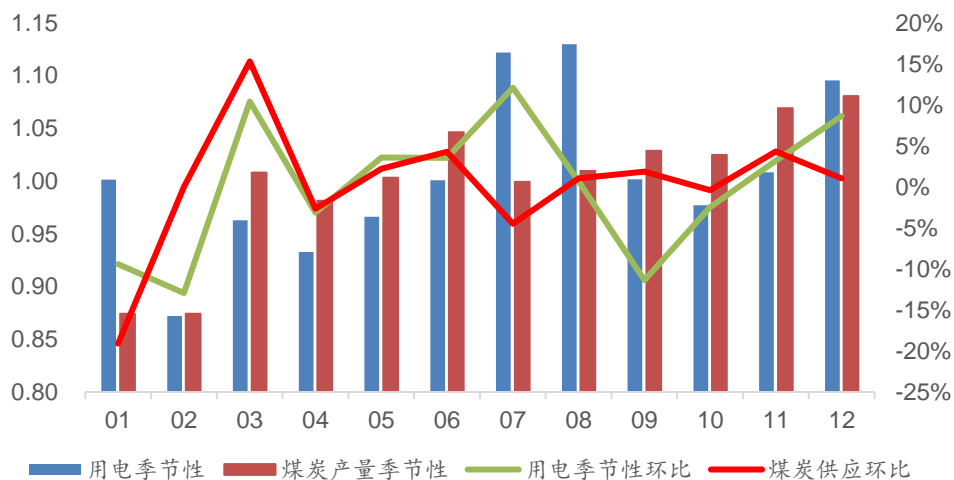


数据来源：Wind、信达期货研发中心

3.2 01 旺季合约，03 淡季合约

01对应旺季合约，03对应淡季合约：01合约对应下游需求的旺季，每年冬季采暖需求，叠加产地的限产、安保政策较多，12月、1月现货价格较为坚挺；03合约对应用电淡季，现货价格一般表现较弱。

图8：供应及需求的季节性



数据来源：Wind、信达期货研发中心

4、投资策略

01-03正套主要逻辑：一、内外价差维持历史高位，将导致明年初动力煤进口数量大幅增长，将会对03合约造成较强冲击；二、宏观驱动边际走弱，导致现货价格近月强于远月。

入场点位：根据前文分析，在不考虑进口政策影响以及宏观经济大背景的影响，正常情形下，由动力煤供需淡旺季特征影响，01-03合约的价差合理中枢在10元左右。

目标点位：考虑到动力煤内外价差处于历史极大的位置，将导致年初进口的动力强，年初与去年底的进口量的差将比往年更大，3%供应的不同，预计会导致25元的价差；宏观驱动的边际趋弱，预计将导致5元左右的价差；参考19年的价差情形，在19年的基差上加30元/吨，目标点位在40元左右。

止损点位：由于01对应旺季合约，03对应淡季合约，正常情形下，01合约价格要大于03，所以01-03合约价差很难小于0，止损位设为0。

策略建议：01-03合约正套，入场建议区间【5-10】，止损点位0，目标点位40，盈亏比4：1。

风险提示：进口政策超预期放松。



相关研究报告及链接:

- 研究报告一: [《加快优质产能释放政策落地存在时滞、供需缺口回落价格重心下移》](#) 2019/9/3
- 研究报告二: [《电力市场化改革对动力煤中长期价格形成较强压制》](#) 2019-11-04
- 研究报告三: [《需求走弱、进口冲击,逢高做空03合约》](#) 2019-12-25
- 研究报告四: [《黑色商品春节节后提示》](#) 2020-2-12
- 研究报告五: [《供应端恢复速度快于需求端,逢高做空05合约》](#) 2020-2-12
- 研究报告六: [《动力煤现货大幅下跌,止跌企稳为时尚早?》](#) 2020-4-24
- 研究报告七: [《现货难跌期货大幅贴水,逢低做多09合约》](#) 2020-7-14

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、临安、萧山 12 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078



	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营 业 部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨市南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。