

动力煤专题报告： 基差的影响因素简析

日期：2020年9月18日

联系人：臧加利

执业编号：F3049542

执业咨询号：Z00156130

电话：0571-28132591

邮箱：zangjiali@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：

供需层面：

一、宏观经济政策变动领先产业基本面变动：宏观经济变动领先于行业基本面变动，从而主流市场可以通过这些信息去对更准确的判断未来现货价格的走势，从而在期货价格上对这一可得的信息进行定价，从而影响基差。

二、主流市场预期需求增速大于供应增速，基差绝对值相对较小：当主流市场预期需求端的增速快于供应端的增速时，基差相对较小；当市场主流预期需求增速小于供应增速，合约的基差均值相对较大。

三、旺季合约贴水幅度要小于淡季合约：01旺季合约对应的期货平均贴水幅度要小于05合约，05期货合约贴水幅度要小于09淡季合约。

四、现货价格处于高位期货贴水幅度较大，现货低位期货贴水幅度较小：动力煤现货价格2015、2020年处于历史相对低位，2017、2018年处于相对高位，对应的1601、2101合约期货贴水幅度要小于对应的1801、1901合约。

规则层面：

五、随着交割日的临近，基差的绝对值收敛：期货合约一般先走预期逻辑，随着慢慢进入交割月，期货走现货逻辑；期货逐渐向现货收敛，基差的波动幅度在逐渐降低，并逐渐向现货价格回归。

六、期货交割具有一定的成本，决定着期货合约运行中一般处于贴水结构。



目录索引

1、基差的定义	4
2、供需因素	4
2.1 宏观经济	4
2.2 供需缺口与基差	5
2.3 季节性	6
2.4 价格的绝对位置	6
3、交割制度规则	7
3.1 合约交割时间	7
3.2 交割成本	7
4、总结	7



图表索引

图 1: 社融累计同比增速	4
图 2: ZC01 合约 1-4 月基差均值	4
图 3: 供应与需求增速	5
图 4: 01 合约基差均值	5
图 5: 现货价格	6
图 6: 各主力合约历年来基差均值	6
图 7: 秦皇岛动力煤 5500Q	6
图 8: ZC05 合约基差	6
图 9: 05 合约基差历史走势	7



1、基差的定义

基差是某种商品的现货价格与相同商品的某一特定期货合约价格间的价差。通常用公式可表示为：基差=现货价格-期货价格。当现货价格大于期货价格，基差值为正；当现货价格低于期货价格，基差为负值。

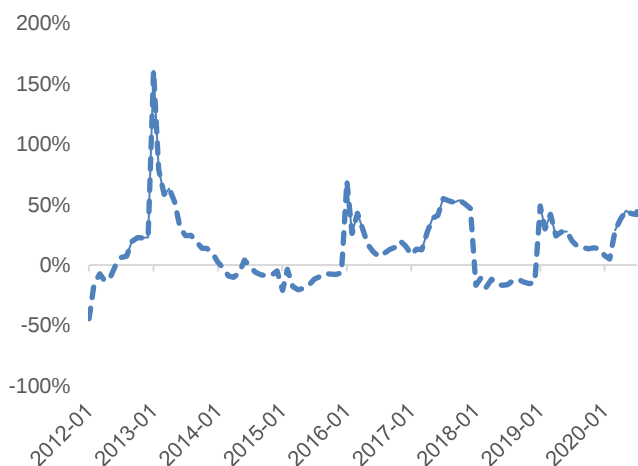
影响基差变动的因素有很多，大致可以分为两类，一个是供需层面的因素，一个是制度规则层面的因素；其中供需层面的因素包括宏观经济、产业政策、行业供应、行业需求、季节性等通过影响供需从而影响价格的因素；另一个方面是制度层面，这个包括现货与期货市场运行效率的问题，包括现货的交割标准、交割费用、合约到期的时间等市场运行机制层面的因素。

2、供需因素

2.1 宏观经济

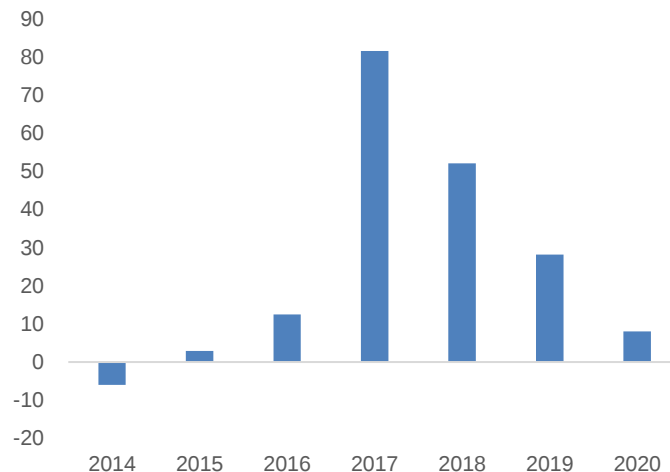
宏观经济变动领先产业基本面变动：一般情形下，由宏观驱动的价格变动要领先行业基本面变动；货币政策和财政政策等宏观驱动作用于行业需求，导致商品价格变动，商品价格变动引导行业供应端变动去匹配行业需求的变动。宏观经济变动领先于行业基本面变动，主流市场从而可以通过这些信息去对更准确的判断未来现货价格的走势，从而在期货价格上对这一可得的信息进行定价，从而影响基差。

图1：社融累计同比增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图2：ZC01合约1-4月基差均值



数据来源：Wind、信达期货研发中心

宽松的货币政策驱动基差缩小：每年上半年货币政策变动幅度较大，我们选取自16年以来，每年上半年社融增速不同的年份作为对比，来分析宏观驱动对合约基差的影响。选择01合约作为分析对象，由于01合约上半年走的是预期逻辑，宏观因素对基差影响所占的权重较大；2014-2020年1-4月社融累计同比增速分别为-10%、-20%、30%、27%、-11%、24%、38%；14年与15年动力煤的绝对价格相似，15年社融增速要低于14年，对应15年01合约1-4月份的基差要大于14年的；19年与20年现货价格的均值相差不多，20年社融增速高于19年，20年01合约对应的基差要小于19年01合约对应的基差。16年、17年受供给侧改革影



响较大，宏观因素的重要性下降。

2.2 供需缺口与基差

动力煤供需结构较为稳定，且每年变动的幅度都不大；2014、2016年需求的增速要大于供应端的增速，2015、2018、2019、2020年需求增速要低于供应端的增速。

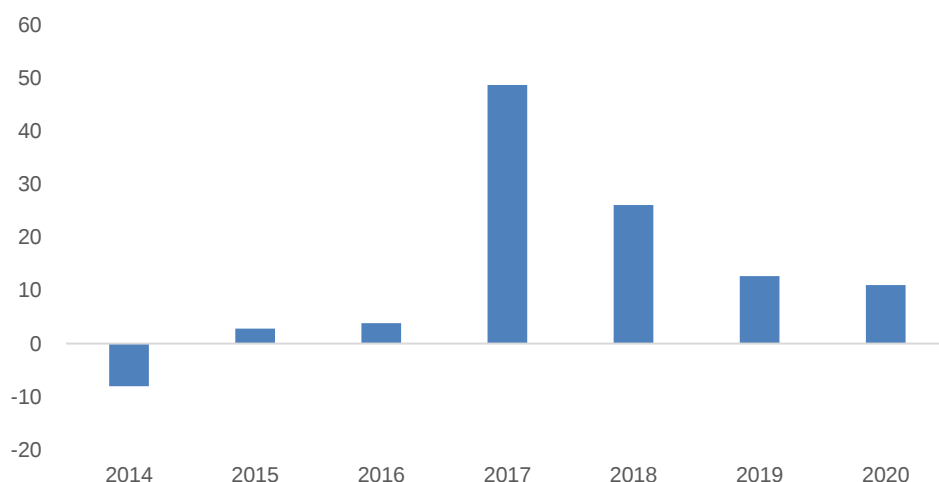
图3：供应与需求增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

市场主流预期需求增速大于供应增速时，基差趋向于下降：我们用历年来动力煤供应及需求的增速来表征主流市场对动力煤未来一段时间供需增速的预期，由于动力煤的供需结构较为稳定，供需变动等趋势性慢变量是可以通过一些经济数据去提前预判，这些信息是主流市场可以获得的，从而将这部分可预期的信息定价在期货价格上，从而对基差产生影响。当主流市场预期需求端的增速快于供应端的增速时，如14、16年，这些年份的基差相对较小；18、19年需求增速小于供应增速，对应01合约的基差均值相对较大。

图4：01合约基差均值



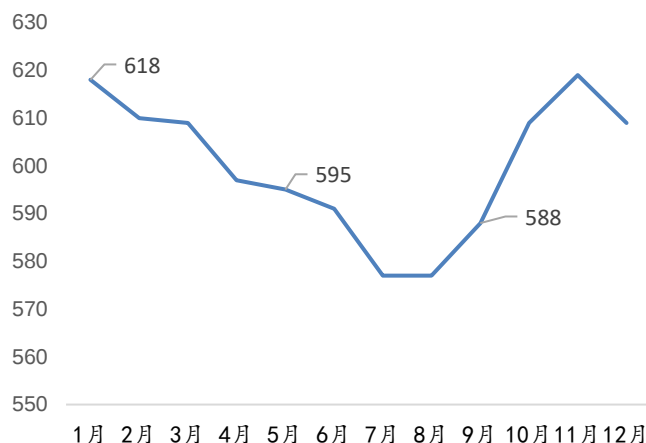
数据来源：Wind、信达期货研发中心



2.3 季节性

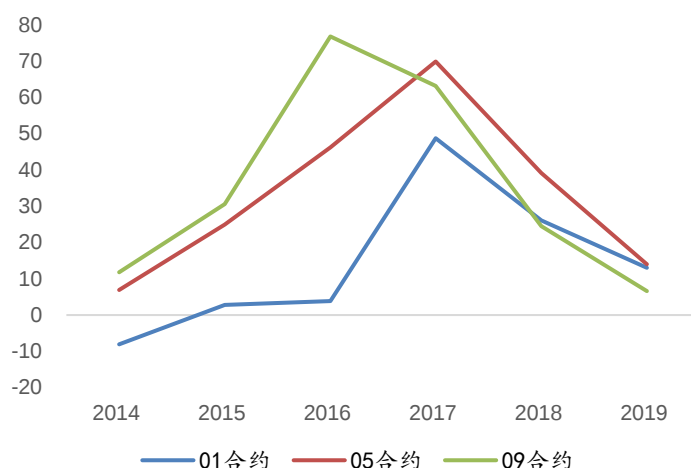
旺季合约贴水幅度要小于淡季合约：统计自2011-2019年以来各月份的动力煤现货价格均值可以发现，1月现货历史价格均值高于5月，5月现货历史价格均值高于9月；01合约相对应的是旺季合约，09合约对应的是淡季合约，05合约处于中间水平。统计历年来各合约每年的均值发现，01旺季合约对应的期货平均贴水幅度要小于05合约，05期货合约贴水幅度要小于09合约。

图5：秦皇岛山西产5500现货价格



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图6：各主力合约历年来基差均值



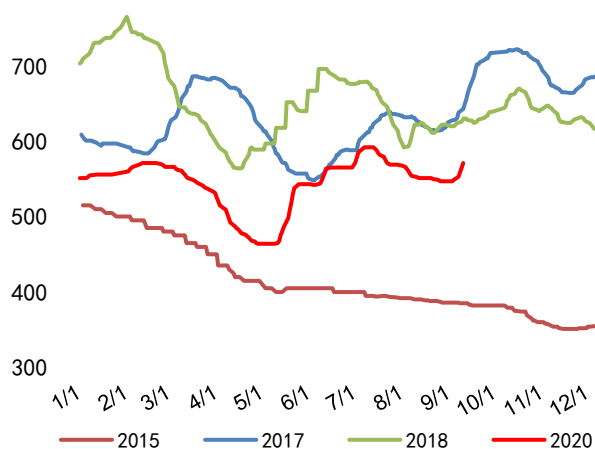
数据来源：Wind、信达期货研发中心

由于动力煤交割制度及期货市场运行效率原因，动力煤期货一般都是贴水运行，当合约对应现货的旺季，期货合约的贴水幅度相对较小；合约对应的是现货的淡季，期货合约贴水的幅度相对较大。

2.4 价格的绝对位置

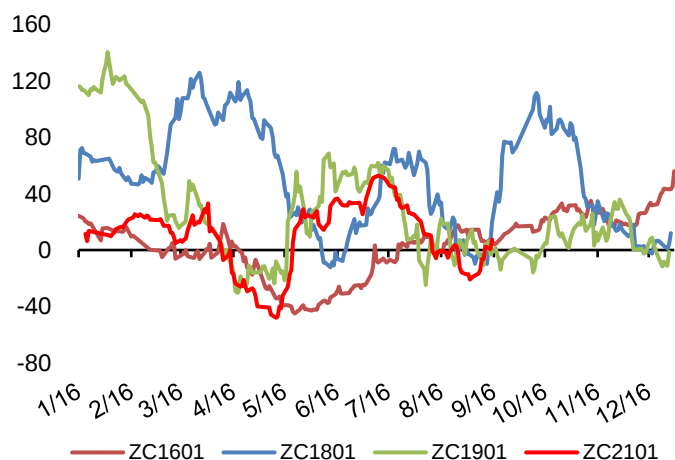
现货高位期货往往贴水，现货低位期货往往升水：动力煤现货价格2015、2020年处于历史相对低位，2017、2018年处于相对高位，对应的1601、2101合约期货贴水幅度要小于对应的1801、1901合约。

图7：秦皇岛动力煤5500Q现货价格



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图8：ZC05合约基差



数据来源：Wind、信达期货研发中心

现货价格波动一般在特定的区间波动，越偏离价格中枢难度量越大，所以当



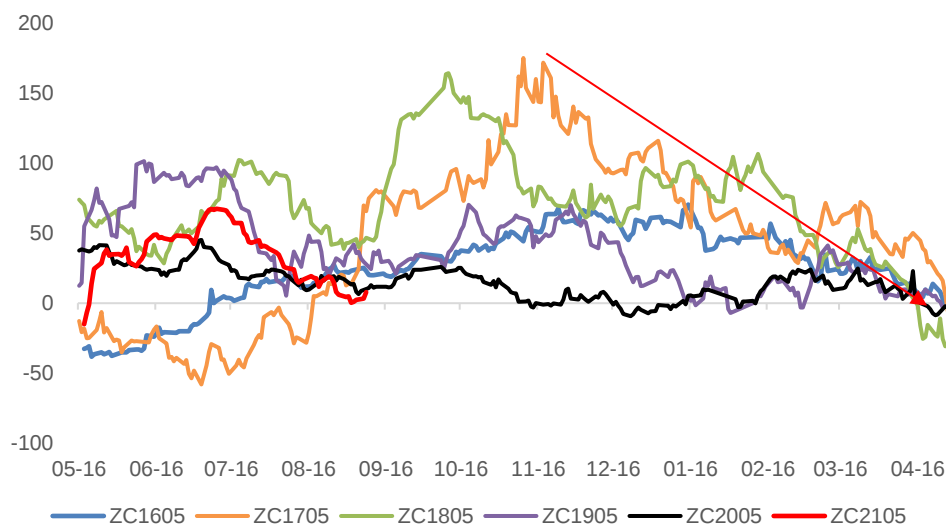
现货价格涨到高位,市场预期现货很难继续上行,期货一般贴水且跌水幅度较大;当现货下跌到低位时,市场预期现货进一步下跌的概率变小,期货一般升水。

3、交割制度规则

3.1 合约交割时间

随着交割日的临近,基差的绝对值收敛:期货合约一般先走预期逻辑,随着慢慢进入交割月,期货走现货逻辑;期货逐渐向现货收敛,基差的波动幅度在逐渐降低,并逐渐向现货价格回归;通过05合约历年来的基差走势可以发现,合约到期前4-5个月基差的绝对值就开始逐渐下降,快临近交割月基差逐渐收到0左右。

图9: 05合约基差历史走势



数据来源: Wind、信达期货研发中心

3.2 交割成本

交割成本较高,决定着期货合约运行一般处于贴水结构:交割成本是期货参与者在参与期货交割时所承担的一切费用,包括购进成本、运输成本、仓储费用、质检费、交割保证金、交割手续费等等。决定交割成本的因素主要有现货市场的发育程度、交割地点的选择、运输条件、交割制度、套期保值收益和套利收益、降低交割成本的动机、套期保值的动机和投机动机的平衡状况等等。交割成本的高低还取决于因特定的交割制度而导致的费用和时间及机会成本。

4、总结

一、宏观经济政策变动领先产业基本面变动:宏观经济变动领先于行业基本面变动,从而主流市场可以通过这些信息去对更准确的判断未来现货价格的走势,从而在期货价格上对这一可得的信息进行定价,从而影响基差。

二、主流市场预期需求增速大于供应增速,基差绝对值相对较小:当主流市场预期需求端的增速快于供应端的增速时,基差相对较小;当市场主流预期需求增速小于供应增速,合约的基差均值相对较大。



三、旺季合约贴水幅度要小于淡季合约：01旺季合约对应的期货平均贴水幅度要小于05合约，05期货合约贴水幅度要小于09淡季合约。

四、现货价格处于高位期货贴水幅度较大，现货低位期货贴水幅度较小：动力煤现货价格2015、2020年处于历史相对低位，2017、2018年处于相对高位，对应的1601、2101合约期货贴水幅度要小于对应的1801、1901合约。

五、随着交割日的临近，基差的绝对值收敛：期货合约一般先走预期逻辑，随着慢慢进入交割月，期货走现货逻辑；期货逐渐向现货收敛，基差的波动幅度在逐渐降低，并逐渐向现货价格回归。

六、期货交割具有一定的成本，决定着期货合约运行中一般处于贴水结构。



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
- 研究报告八: [《内外价差驱动下,关注01-03正套机会》](#) 2020-8-21





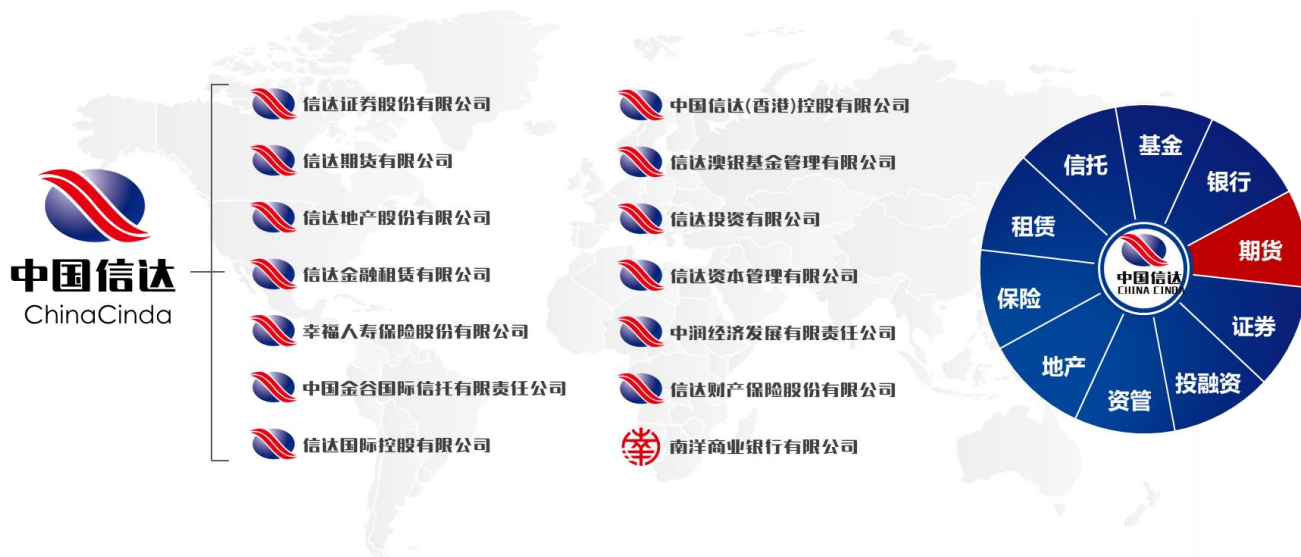
【信达期货简介】

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 11 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】





【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、财政状况或需要。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。