



徽商期货

HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



煤焦：趋势偏多、存套利机会

徽商期货研究所

工业品部

梅轶萌 建材分析师

从业资格号：F0289953

电话：0551-62874890

Email：4869890@qq.com

一、策略概述

焦煤、焦炭期货主力合约 2017 年上半年总体处于宽幅震荡行情，一度冲高很快回落，年中之后则大幅拉升，主要原因一是供给侧改革带来的基本面改善以及需求预期的升温，二是资金对黑色板块关注度较高，煤焦盘面较小相对利于行情拉升。从当前基本面和盘面表现分析，煤焦期货盘面从趋势上宜多不宜空。从供需角度看，下半年金九银十开始也是煤炭下游需求的旺季，综合来看对煤焦品种总体利多。套利从基本面考虑，推荐多焦炭空焦煤的策略。

图 1：焦炭主力合约 J1709/J1801 近期走势示意图



数据来源：徽商期货研究所 文华财经赢顺交易软件

从趋势上看,焦炭主力合约 J 1709 今年上半年走势主要是是宽幅区间震荡格局,这其中在 5-6 月间的大幅调整,对市场信心冲击很大。而后,焦炭 1709 合约借助供给侧改革利好及下跌行情中主流钢厂焦炭库存相对偏低的利好推动,再加上资金的推波助澜,一路连续上涨超过 2 个月,涨幅涨速在商品市场中首屈一指,且在近期突破了 2016 年的高点,向 2500 点冲击。

图 2：焦煤主力合约 JM1709/JM1801 近期走势示意图



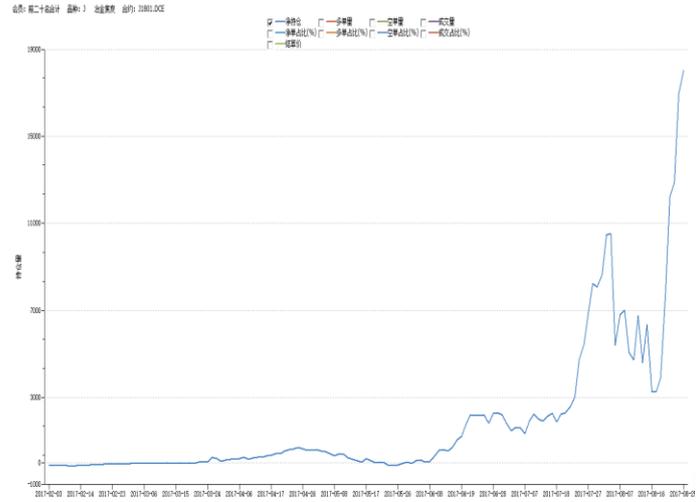
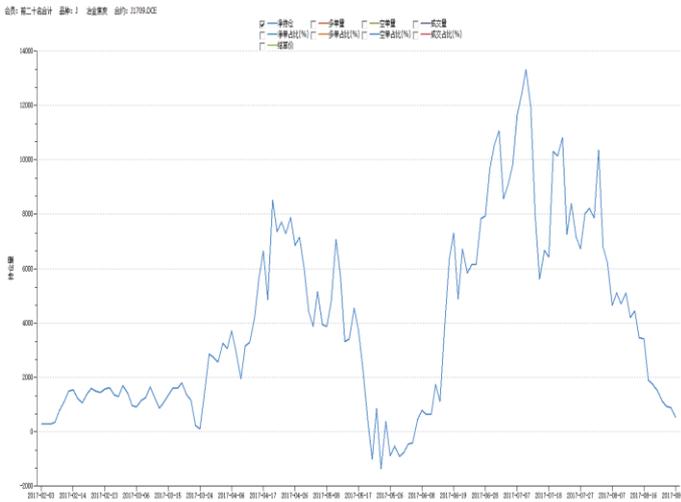
数据来源：徽商期货研究所 文华财经赢顺交易软件

相对焦炭而言，焦煤涨势较为温和。截止发稿之日，焦煤虽仍保持单边多头形态，但尚未突破 2016 年高点，斜率较小，且中途调整幅度也要大于焦炭。焦炭强于焦煤的主要原因，我们分析主要有以下几点：1、焦炭的供给弹性较差，价格对于库存的轮转变化较敏感；2、焦煤在供给侧改革中受到的作用不如焦炭直接；3、北方地区频繁的环保检查和行政性关停对焦炭影响更大；4、资金尤其是产业资金对焦炭热情明显更高。

目前商品市场大势仍是持续回暖的，焦煤焦炭在市场价格普遍上涨的过程中，暂且不存在价格被低估的问题，目前市场关注的焦点主要是像这样疯涨的品种，还能疯到何时。从近期的交易所对黑色期货品种调整保证金和日内开平仓手续费的举措，也能看出监管层对于控制防范风险的态度，不过暂时盘面上并没有反映出明确的中期回调意愿，因此当前建议仍保持多头思路，遇到回调在技术图形配合时逢低建多仓为好。

图 3：J1709 净多头持仓示意图

图 4：J1801 净多头持仓示意图

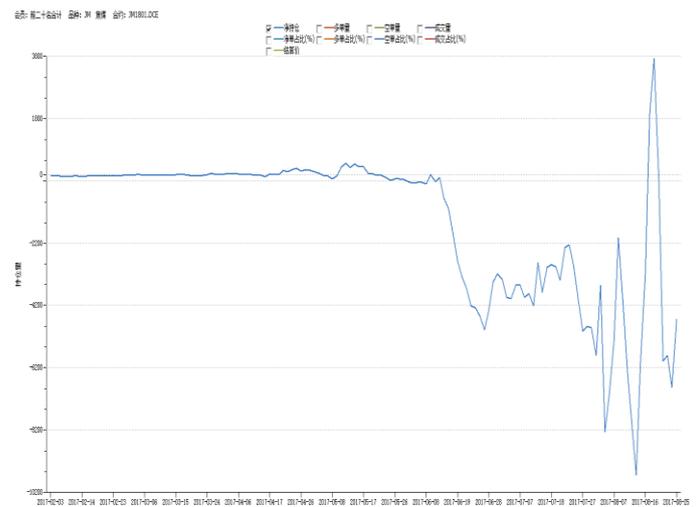
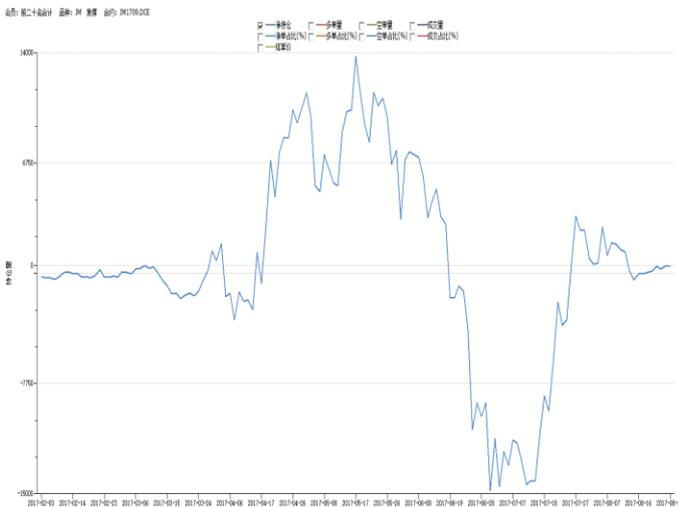


数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从主力净持仓变动来看，JM1709 在年中持续上行之之后，净多头主力明显占优，接近交割月后持仓则明显下滑，与此同时远月主力 JM1801 的主力净多头持仓极为活跃，向上且形成明显发散格局。对比多空强弱关系，在当前位置建议多单逢回调支撑位仍可以考虑轻仓介入，空单在强势格局中操作则要格外谨慎。

图 5：JM1709 净多头持仓示意图

图 6：JM1801 净多头持仓示意图



数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

对比焦煤的主力合约 JM1709 和 JM1801，盘面走势反映出其自身特点。一是涨幅增速明显不及焦炭，二是远月合约交易相对不活跃。从 JM1709 的走势看，其波动特性与净多头主力持仓接近，而远月合约近期主力持仓波动较大，也反映了未来盘面走势的不确定性。

小结：总的来看，黑色板块（包括煤焦钢矿等品种）近期仍维持有比较明确的上涨势头，牛市格局凸显，但近期波动频率快、幅度较大，也给操作带来了较大的风险。焦煤焦炭品种与玻璃、动力煤等品种有相似之处，投机属性较重，稳定性差，主力控盘、洗盘对盘面走势比较显著，需要防范短线大幅波动的风险，建议在远月合约上多头思路为主。强弱对比则推荐多焦炭空焦煤。

二、宏观及基本面分析：

1、宏观经济基本稳定，对商品品种无明确利好

图 7：M1&M2 同比示意图

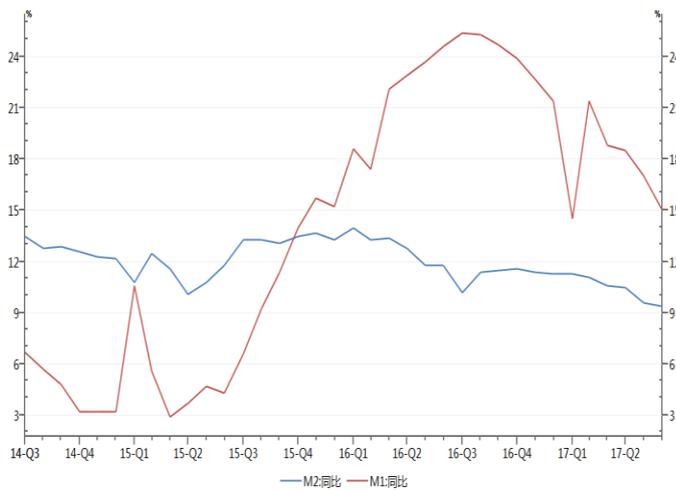
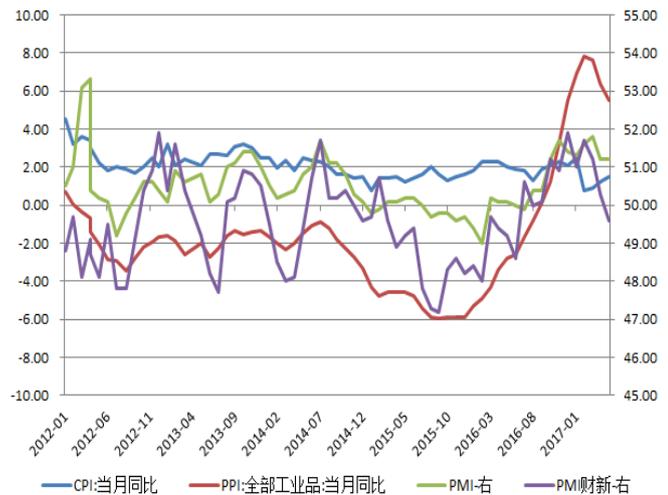


图 8：主要宏观经济指标对照示意图



数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从国内宏观经济看，目前经济走势基本稳定，部分数据在高位出现调整。GDP 二季度同比数据仍增长了 6.9%，大幅好于预期，同时也对商品市场整体的信心有比较明显的提振，但也有下半年增速下滑的隐忧。货币政策方面，高涨的 M2 增速在去年下半年以来出现回调，近期是 M1/M2 同步走低的格局，也反映了央行缩表和去杠杆的趋势。预计未来一段时间，宏观形势和货币政策对商品市场的影响我们认为维持中性。

对工业品最大的利多因素无疑是近两年的供给侧改革，2017 年供给侧改革步入深化之年，今年截止到 6 月份，钢铁去产能任务已全部完成，煤炭去产能任务完成近 3/4。业内指出，从中长期看，中国经济正在进入转型下半程，提质增效正在成为经济增长的主基调。在此背景下，我国供给侧结构性改革还将持续深入推进，预计去杠杆将成为下一步供给侧结构性改革的重点。

对比与工业品有关的主要宏观经济指标近半年来表现基本稳定。CPI、PPI、PMI 等主要经济指标近期增速有所放缓，其中 7 月 CPI 同比增速 1.40%，环比下滑 0.10%，同比下滑 0.37%；工业品 PPI 价格指数在连续 14 个月反弹后，近期略有下滑，7 月报 5.5%，环比持平，同比上升 7.2%；7 月制造业 PMI 指数报 51.40，环比下滑 0.3%，同比上升 1.5%，较去年同期有一定程度改善；反映中小企业运行状况的财新 PMI 指数 7 月报 51.10，环比上升 0.7%，同比上升 0.5%。

从目前来看，工业品价格仍在继续回暖，从近半个月以来有色金属板块的上涨来看，板块的轮动或已经开始，从黑色-有色-化工品逐次展开，但当前增速有所放缓，部分涨幅较高的工业品（如钢材、煤焦、铁矿石、锌等）在高位面临着一定的回调风险，因此在当前局面下，仍以多头思路为主，但追多必须谨慎。

2、行业基本面保持偏强格局

1) 煤焦价格已处在近年高位

图 9：天津港准一级冶金焦市场价格示意图

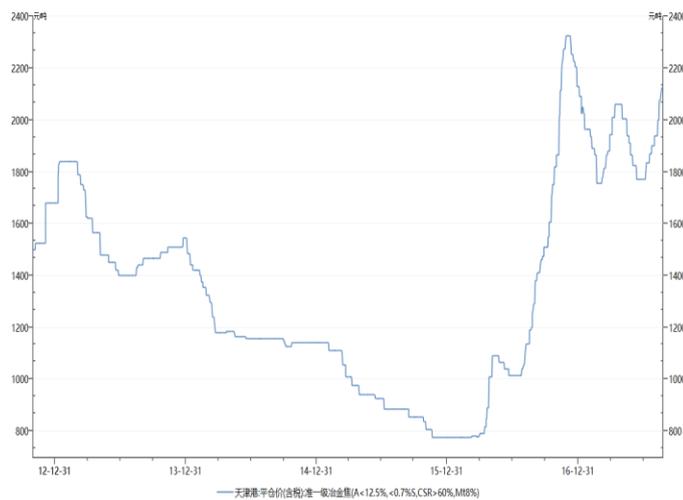
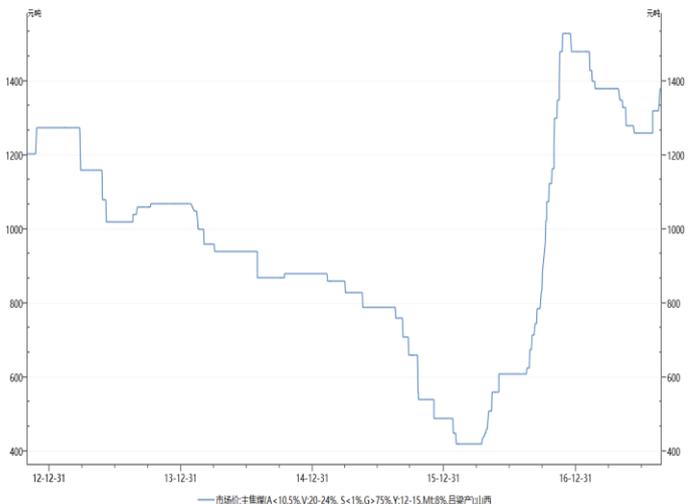


图 10：山西产主焦煤市场价格示意图



数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

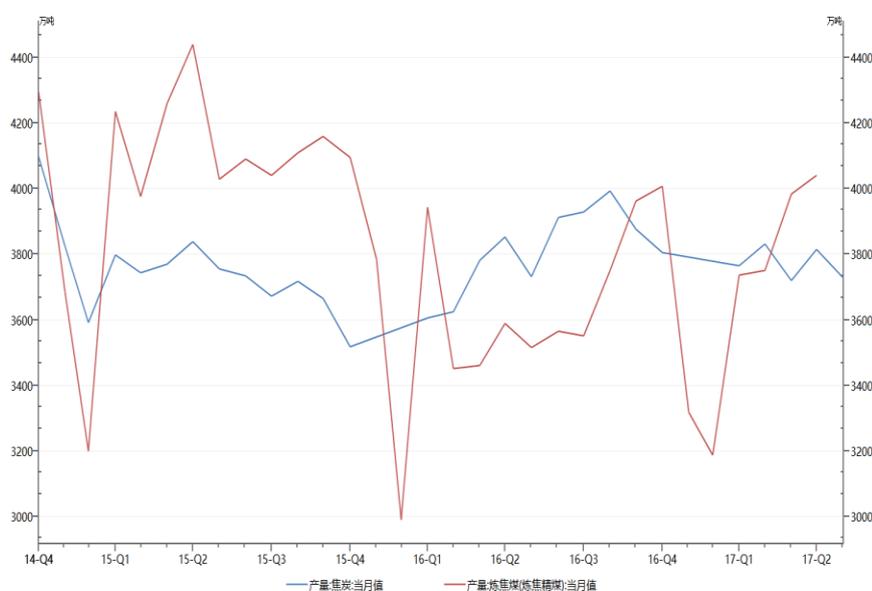
从价格走势图上看，已经能明显看出 2015 年底以来，煤焦价格反弹的速度和幅度堪称历史之最。一方面是宏观经济 7-8 年的运行周期所致，一方面中央推进的供给侧改革起到了积极的助推作用。

供给侧改革在工业产品方面的作用重点是煤炭、钢铁、水泥等，其中焦煤焦炭横跨了煤炭和钢铁两个重点区域，无疑是供给侧改革的核心品种。从当前形势看，煤炭

行情（包括焦煤、焦炭、动力煤等品种）仍然向好，尤其是在传统的煤炭消费淡季，需求仍然呈现紧缩状态，一方面是下游在高利润刺激下生产率居高不下，一方面是供给受到一定限制，市场上煤炭等原料品质普遍处于供不应求的局面，价格坚挺也在情理之中。

2) 供给面偏紧，库存支撑价格

图 11：焦煤焦炭产量（当月）示意图

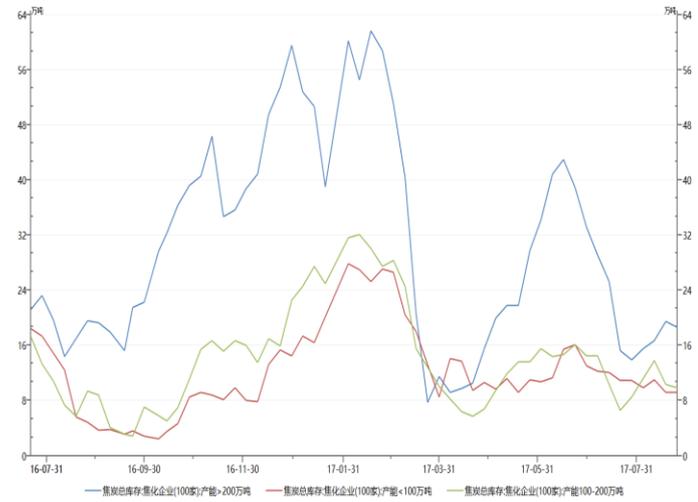
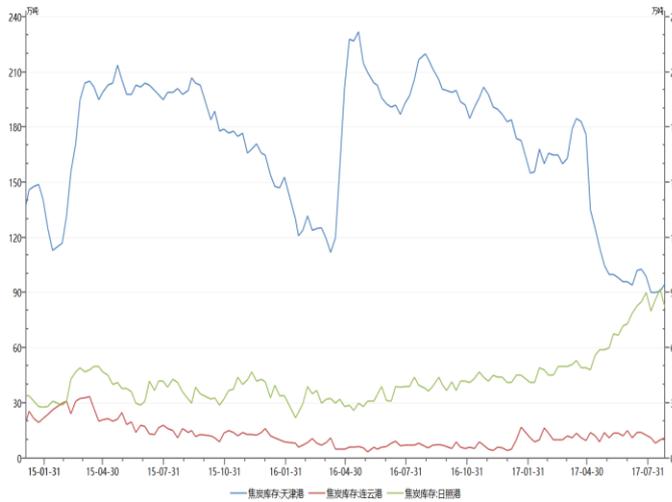


数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从焦炭/焦煤的产出量来看，虽然供给侧改革正在推进之中，但同比产量并未有明显的缩减，不过考虑到焦煤进口量的减少以及焦炭的出口量近期持稳，因此国内煤焦的供给偏紧现状并未有实质性改观。尤其是伴随着今年下半年的下游企业集中补库存，很明显的推高了焦炭和铁矿石的价格预期，也对焦煤价格上涨形成了连带效应。

图 12：主要港口焦炭库存示意图

图 13：主要焦化企业焦炭库存示意图



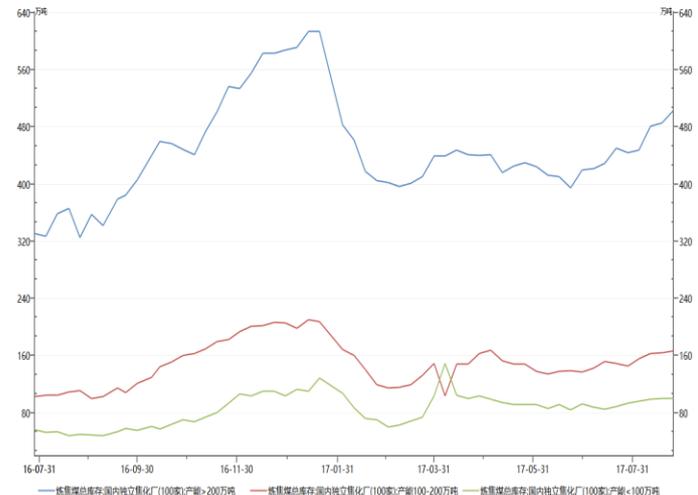
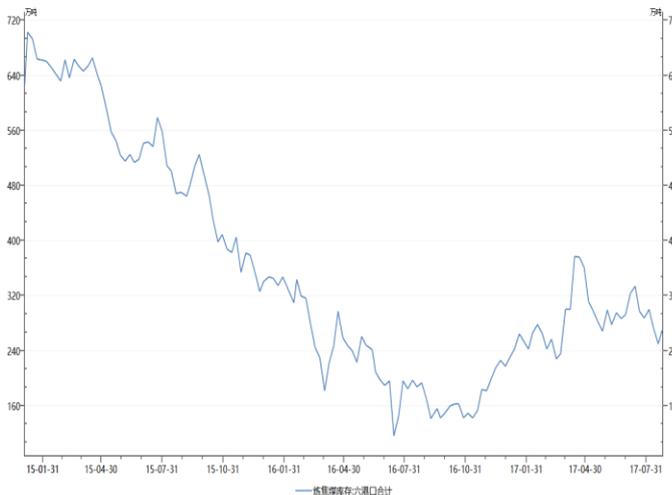
数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从焦炭的港口库存和主要焦化企业库存来看，当前焦炭的整体库存处在一个比较低的水平，尤其是随着主流钢企集中补库存周期的到来，北方主要焦炭输出港口——天津港的焦炭库存下降比较显著，与此同时虽然南方部分港口（如日照港等）焦炭库存略有上升，但并不能改变焦炭库存偏低的现状。

而主要焦化企业的产成品库存也较去年同期显著偏低，在需求传统淡季，焦炭库存一直处于低位，也加剧了焦炭供给端的不平衡，以至价格节节高涨。

图 14：主要港口炼焦煤库存示意图

图 15：主要焦化企业炼焦煤库存示意图

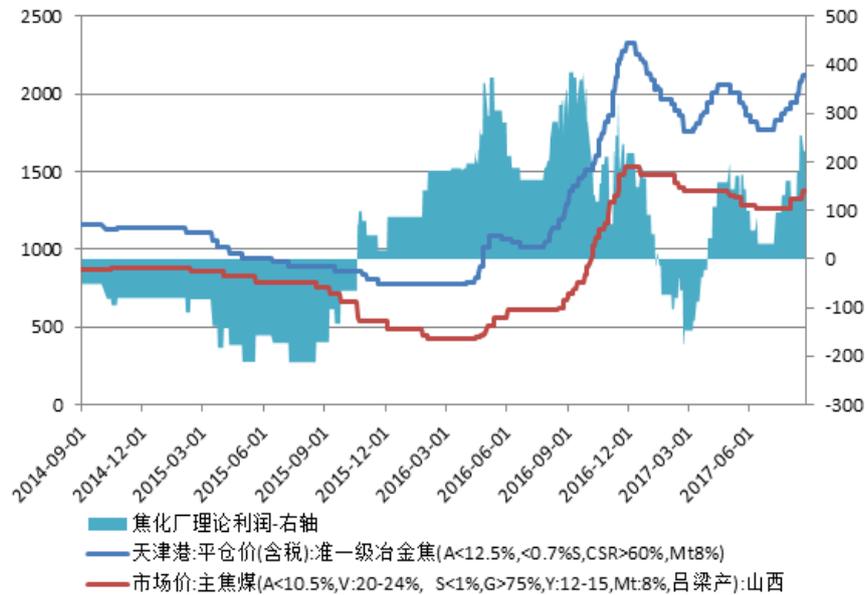


数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

炼焦煤的库存与焦炭类似，但在终端有所不同的是，焦化企业的库存明显有走高的迹象，这种情况一方面说明焦煤上游供给（煤矿）相对宽松，一方面是供给侧改革

及环保措施愈发严厉对焦化企业的刺激，例如在 6-7 月间就出现数次北方（如唐山地区）因为环保和举办会议等原因，以行政命令方式勒令焦化企业全部焖炉停产的情况。这种情况也在市场价格中体现出来，因此我们判断，就目前形势而言，一段时间内焦炭走势还将强于焦煤。

图 16：焦化厂粗算利润示意图



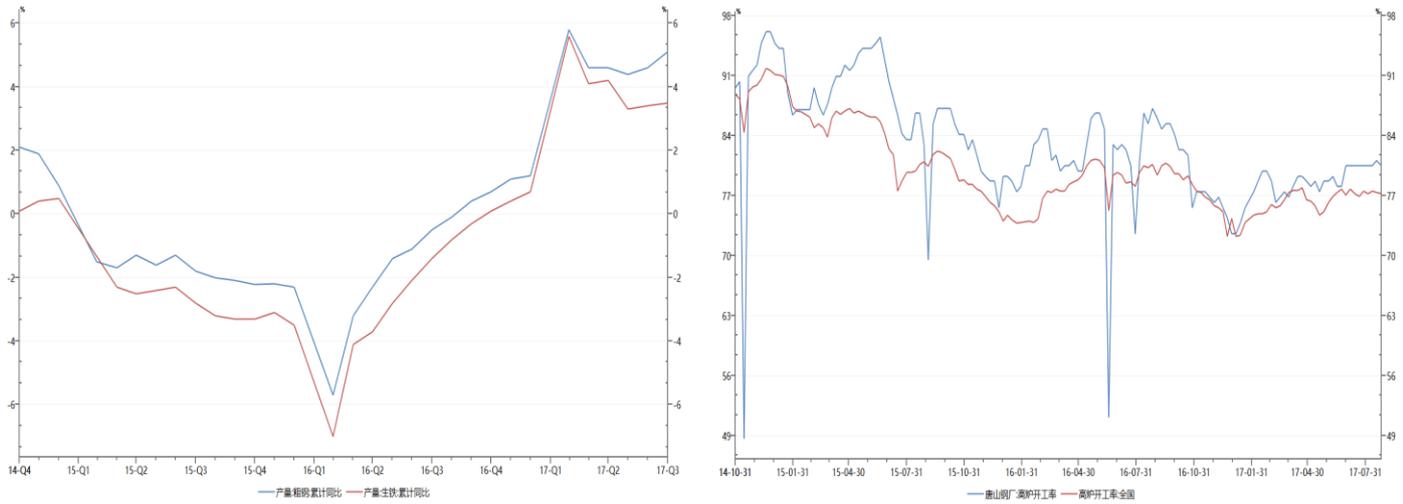
数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从焦化厂粗算利润来看，目前焦化厂利润尚可，虽焦炭价格高企，但由于焦煤价格涨幅较大，当前生产利润反而不及去年同期。从全年经营状况分析，目前焦化厂已经基本摆脱了困境，除今年一季度外，焦化厂生产经营状况良好。当前焦化厂面临的主要困境在于，焦煤价格后市仍有上涨空间，势必影响利润，当前基差理论上利于卖出套保，但焦炭价格（包括期货价格）一路飞涨，很难选择合理入场点，容易在盘面上产生巨大浮亏。

3) 煤焦下游需求表现尚稳定，并无过多利空因素

图 17：粗钢及生铁产量累计同比示意图

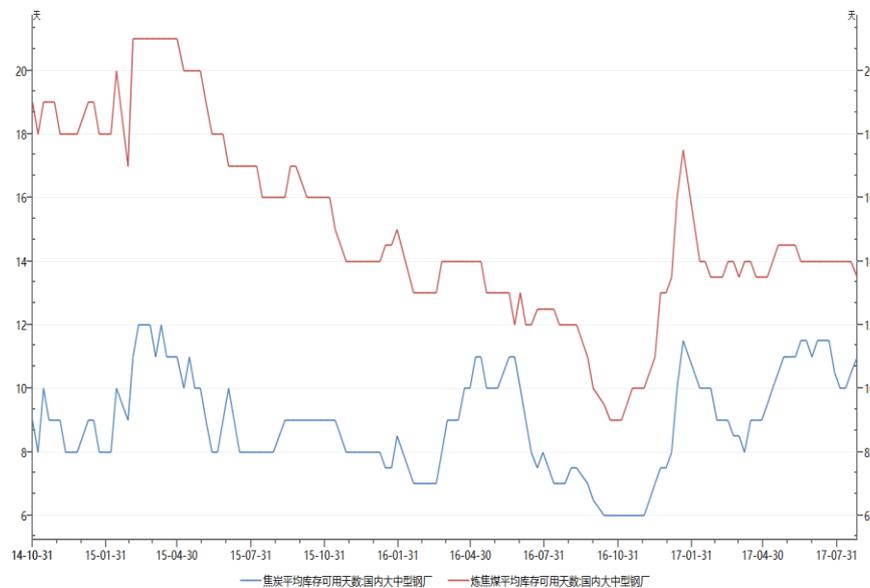
图 18：全国/唐山高炉开工率示意图



数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从下游钢厂的开工率和产出率可以看出，目前焦煤焦炭的需求还是相当旺盛的。今年前 7 个月，全国范围内粗钢与生铁产量累计同比达到 5.1%和 3.5%，较去年同期分别有 5.6%和 4.9%的增长，增速超过预期值。而焦煤和焦炭的产量同比去年仅有微幅增长，故供需端的不平衡被逐步放大，造成市场缺货现象普遍存在，从而进一步推高焦煤焦炭的价格。

图 19：主流钢厂焦炭/炼焦煤库存天数示意图



数据来源：徽商期货研究所 Wind 资讯

从主流钢厂的焦煤/焦炭库存来看，处于偏低的水平，在铁矿石补库存比较积极、

库存天数增加较快的同时，焦煤焦炭的库存天数增长并不明显，从侧面也反映了煤焦供给的紧张，预计在年底钢厂开始降低产出率之前，煤焦的供需紧缺现象没有明显缓解的迹象。

小结：焦煤焦炭的基本面总体利多，受到供给侧改革和环保政策的影响，供给相对偏紧，而下游需求有增无减，库存偏低均有利于推动价格上行。综合分析下半年焦煤焦炭价格还有望进一步创出新高，但过程可能曲折并伴随较大回调，希望投资者注意风险，不建议追高。

三、 下半年走势展望和操作建议

依据当前情况进行的分析，预计焦煤、焦炭期货后续走势仍较保持偏强格局，市场看多的心态比较明确，且基本面相对稳定且没有较大波动，整个现货市场心态也比较乐观，在此背景下，我们预计盘面将呈现偏强并伴随窄幅高位震荡格局。

（一）操作建议：

1、短线操作：建议偏多趋势或日内操作，多单介入时需耐心等待回调到位，最佳时机建议在回调接近布林中轨且 KDJ 等图形指标配合时。空单则暂不建议趋势性操作。

2、中线操作：中线趋势偏多，但考虑到连续上涨透支利好，期货相对现货升水较多，回调风险有所加大，不建议做长线单。

3、套利：目前由于基本面和盘面走势，焦炭相对焦煤偏强，且净多头在焦炭 1801 上更加活跃，建议做多焦炭做空焦煤的套利。配比建议按照多空头寸资金对等原则。

（二）具体操作策略

1、单边操作（焦炭）：

操作品种：J

操作合约：J1801

操作方向：多

入场区间：2230-2250 点附近

资金占用：30% 以内

操作手数：80-90 手

止损区间：2150-2160 点

目标区间：2500-2550 点

2、单边操作（焦煤）：

操作品种：JM

操作合约：JM1801

操作方向：多

入场区间：1360-1380 点附近

资金占用：30%以内

操作手数：200-250 手

止损区间：1320-1330 点

目标区间：1510-1550 点

3、套利操作（多焦煤空焦炭）：

操作品种：J、JM

操作合约：J1801、JM1801

操作方向：多 J 空 JM

入场价比：1.620 附近

资金占用：30%以内

操作手数：J 约 45 手，JM 约 125 手

止损区间：1.610 附近

目标区间：1.680-1.690