

2015年10月21日

煤焦钢矿

工业品部

## 焦煤月间价差套利策略：买1抛5

刘亮亮（助理分析师）

010-85113159

liull@yafco.com

F0304956

### 摘要：

#### ★操作建议：

交易标的：JM1601, JM1605

交易头寸：买JM1601 卖JM1605

交易周期：两个月

#### 开仓逻辑：

1. JM1601 价格严重贴水，临近交割月，基差有修复动力；
2. 澳洲炼焦煤进口关税将于 2016 年 1 月 1 日取消，远月进口成本将下降 18 元/吨；
3. 近期钢厂有所减产，短期内不具备大规模减产的动力，而远月的减产预期相对确定；
4. 近期炼焦煤各个环节库存均在下降。

预期收益：40 个点，预期年化收益率 42.1%

止损位：1、5 价差达到-10 的时候止损

风险点：1、钢厂突发性大规模减产

- 2、宏观面出现急剧利空事件
- 3、市场出现大规模廉价仓单

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 核心逻辑 1：近月基差修复

当前，无论从外煤还是从内煤的价格来看，焦煤期货均处于深贴水的状态。从外煤的价格来看，目前，澳洲峰景硬焦煤价格 87.25 美元/吨，折合人民币港口价格 700 元/吨左右，最便宜的可交割外煤价格在 82.5 美元/吨左右，折合盘面大约 635 元/吨。而从内煤的价格来看，钢厂焦化厂主焦煤到厂价、港口主焦煤价格折合盘面均在 650 以上，而从了解到的情况来看，可交割的混煤价格在 580~600 元/吨之间，但是数量稍小。

目前已经处于 10 月下旬，距离 1 月合约交割不足 3 个月，焦煤基差可能加速修复。而进入四季度后，天气开始转冷，炼焦煤洗选将会受到很大影响，运输也将受到限制，加之春节放假因素的影响，炼焦煤现货价格将会得到一定的支撑，那么焦煤近月合约的基差修复很可能是通过期货靠近现货的方式完成的，基于基差修复的角度，近月合约将强于远月合约。

## 核心逻辑 2：关税政策

2015 年 6 月 17 日，中国商务部部长高虎城与澳大利亚贸易与投资部部长安德鲁·罗布在澳大利亚堪培拉分别代表两国政府正式签署《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》。协议规定，自 2016 年 1 月 1 日起，澳洲进口炼焦煤关税将降为 0。如果澳洲进口炼焦煤按照 80 美元/吨的价格计算，关税取消后，炼焦煤进口成本将下降 18 元/吨。该协议生效时间距离 JM1601 合约交割仅有半个月时间，时间过短，因为关税下调而节约的成本将无法体现在 1 月合约当中，对 JM1601 影响有限，但是对 JM1605 将产生实实在在的影响，从这个角度来看，JM1601 也将强于 JM1605。

图1：焦煤主力合约基差



数据来源：大连商品交易所，中国货币网，永安期货研究院

表1：煤炭进口关税调整情况

时间	关税
2005 年之前	动力煤进口关税为 6%，无烟煤和炼焦煤进口关税为 3%
2005 年 1 月	炼焦煤进口关税下调至 0%
2005 年 4 月	动力煤、无烟煤进口关税由 6% 下调为至 3%
2006 年 11 月	动力煤、无烟煤进口关税由 3% 下调至 1%，焦炭进口关税由 5% 降至 0%
2007 年 6 月	动力煤、无烟煤进口关税税率由 1% 降低至 0%
2012 年 1 月	褐煤进口关税由 3% 下调至 0%
2014 年 10 月	取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复到 3%、3%、6%、5%、5%
2016 年 1 月	澳洲炼焦煤进口关税降为 0

数据来源：永安期货研究院

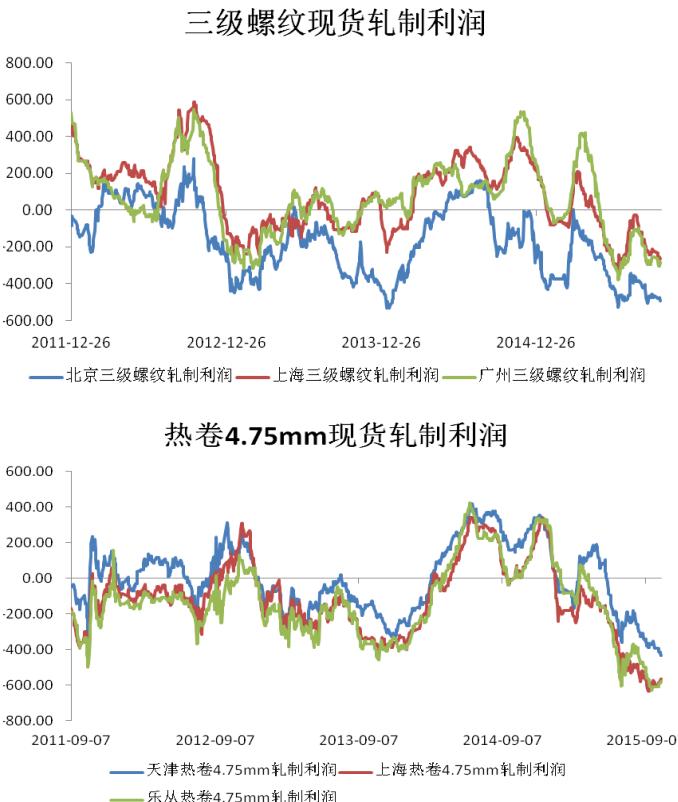
## 核心逻辑 3：钢厂近期不具备大规模减产的动力，远月减产预期相对确定

由于钢铁产能严重过剩，钢材下游需求十分疲弱，钢材价格跌跌不休，加之矿石现货价格相对坚挺，因此钢厂利润处于持续压缩状态。目前，据了解，钢厂生产1吨螺纹钢大约亏损150~200元，钢厂生产1吨热卷亏损300~400元。进入10月份后，钢厂开始减产，但尚未出现大规模减产情况。

在整个产业去产能的大背景下，整个产业都在亏损经营，基于信贷和生存等方面的考虑，钢厂不敢轻易减产，对于某些钢厂来讲，减产即意味着“死亡”，只要其现金流为正，就不会减产，它们更加注重自身的存亡问题。而目前开始减产的钢厂大部分是现金流较好的钢厂，有些钢厂是例行检修，有些钢厂是基于减亏的角度而进行减产。因此，在当前的情况下，现金流是决定钢厂是否进行减产的关键指标。

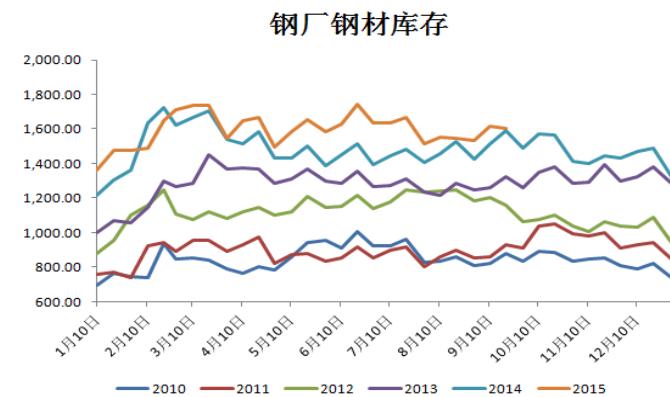
通常情况下，钢厂会压低自身库存(包括原料库存和钢材库存)，钢厂可以根据自身的生产情况调节原料库存，也就是说，钢厂原料库存占用的资金是可控的，但是钢材库存的调节需要钢材需求的配合，其占用的现金流不可控性更大些，钢厂钢材库存对于钢厂现金流影响较大。今年6月中旬，钢厂钢材库存达到高点，钢厂现金流尤其紧张，因此，钢厂被迫减产，结合9月份阅兵，最终导致了今年7、8月份的钢材减产。而从目前的库存情况来看，钢厂钢材库存积压不是很严重，短期内钢厂尚不具备大规模减产的动力。

图2：螺纹钢和热卷轧制利润



数据来源：钢之家，wind 资讯，永安期货研究院

图3：钢厂钢材库存



数据来源：西本新干线，永安期货研究院

但是，钢厂持续严重亏损毕竟不是长久之计，随着亏损时间的延长，亏损幅度的加剧，钢厂终将减产，因此钢厂远月的减产预期较为确定，从这个角度来看，JM1601 要强于 JM1605。

## 核心逻辑 4：炼焦煤各个环节库存均在下降

进入四季度后，北方天气将逐渐转冷，煤炭开采、洗选以及运输均要受到一定的影响。国内的主焦煤资源主要分布在山西，山西省的主焦煤具有不可替代性（至少不能完全替代），因此，通常情况下，山东、河北等地的钢厂焦化厂将在 9 月下旬开始逐渐补库炼焦煤，而山西当地的钢厂焦化厂也会在 10 月中旬进行炼焦煤库存。炼焦煤库存可用天数将从 10 天逐步上升到 15 天。但是，截至 10 月 15 日，钢厂焦化厂尚没有开始补库，钢厂焦化厂依然维持炼焦煤低库存。截至 10 月 10 日，钢厂焦化厂炼焦煤库存可用天数 12.95 天，较上期下降 1 天。今年钢厂焦化厂炼焦煤补库被延迟，甚至落空。

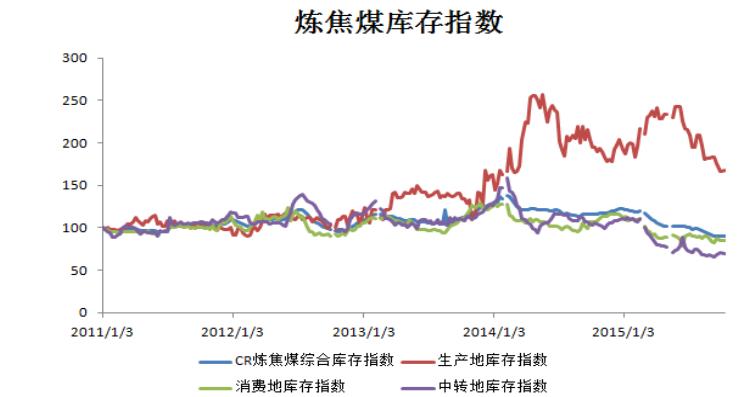
值得注意的是，虽然今年四季度钢厂焦化厂的库存可能落空，但是目前煤矿的库存也在持续下降，结合之后的气候及春节放假因素来看，煤矿库存仍处于下降通道当中，对焦煤近月合约形成支撑。

## 结论

任何投资都是有风险的，虽然从逻辑分析的角度来看，短期内钢厂大规模减仓的可能不大，但是并不排除这从可能，此为该策略的第一个风险点。第二个风险点在于宏观面出现急剧利空事件。第三个风险点在于市场上出现大量的廉价仓单，从目前来看，这种可能性较小。从外煤的价格角度来看，外煤的价格普遍偏高，不具备交割的经济性；从内煤价格的角度来看，市场上可能存在的廉价仓单产至山西，其产量较小，运输也将受到限制。山西的焦煤运抵港口的运力大致是 1 万吨/天，若提前运输，煤质将会出现问题，若运输较晚，则运力将制约仓单的注册量，因此，市场上大量廉价仓单的可能性较低。

基于上面的几方面的考虑，我们认为焦煤期货买 1 抛 5 的策略具有较高的胜率，盈亏比达到 1 : 2，具有较高的投资价值。

图4：钢厂焦化厂炼焦煤库存可用天数



数据来源：wind 资讯，永安期货研究院