

# 定价偏低 动力煤期货首日或迎来做多良机

□本报记者 王超

多位业内人士认为,结合动力煤期货的挂牌基准价、焦炭和焦煤期货近期走势等推断,首日动力煤期货或现震荡偏强走势,建议投资者关注TC1401合约或更远月合约的做多机会。

根据交易所通知,动力煤期货各合约挂牌基准价均为520元/吨,据此测算,动力煤期货合约的涨停价为561.6元/吨,跌停价为478.4元/吨。业内人士预计,TC1401成为主力合约的概率较大,首日持仓将集中在TC1312、TC1401合约上。

另据记者了解,期货公司保证金拟为10%,以520元/吨的价格、200吨/手计算,一手合约资金占用10400元。

## 首日或震荡走高

首批上市交易的动力煤期货合约号为TC1312、TC1401、TC1402、TC1403、TC1404、TC1405、TC1406、TC1407、TC1408、TC1409,各合约挂牌基准价均为520元/吨。动力煤期货涨停停板为上一交易日结算价的±4%,上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±8%,交易保证金为5%。

银河期货研究员刘毅认为,520元/吨的挂牌基准价低于9月25日最新公布的环渤海指数531元/吨,而持平于9月25日秦皇岛港5500大卡动力煤现货价格520元/吨。从现货方面看,环渤海价格指数的跌幅不断收窄,北方港口价格、主要产地坑口价格也有走稳的势头,山东地区甚至出现了反弹。因此,随着冬季取暖期的来临,北方对煤炭需求必将有所增加。同时,各港口库存也处于不断下滑中,而进口煤由于海运费飙升等原因造成价格偏高,令其在国内的销售压力较大,再加上9月25日起大秦线分时段的检修,众多利好使得市场在动力煤上市之初持较为乐观的态度。策略上,近期大宗商品都处于远期升水状态,预计动力煤TC1405合约涨幅也会略高于TC1401合约,建议以做多为主。

但安信期货能源化工分析师胡华钎向记者表示,目前动力煤期货可能不是趋势性做多或做空的理想入场点位,动力煤价格仍处在下跌趋势中,但中国经济数据转好,美国推迟退出量化宽松,动力煤价格跌势放缓,继续下跌空间有限。他建议投资者可等待期价止跌企稳后逢低做多。

风险提示方面,光大期货张笑金认为,自2009年到2012年,以

5000大卡的动力煤为例,年度价格波动幅度分别为43.5%、26.8%、14.4%、30.8%。考虑到期货杠杆效应,提醒投资者注意持仓比例。

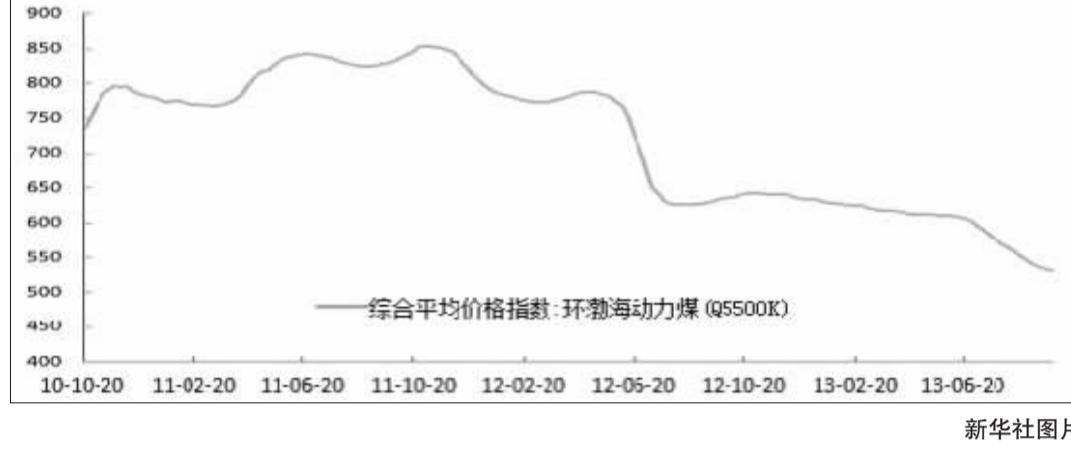
此外,动力煤期货采用车(船)板为主的交割方式,且煤炭库存周期较短,不适宜以计算仓单成本的方式测算期现套利成本,企业保值入场时机主要基于对市场走势的预测。

## 活跃度值得期待

业内人士认为,动力煤期货活跃度值得期待。我国全年煤炭产量36.5亿吨,按照动力煤占比75%计算,动力煤产量约27.4亿吨,加上1.9亿吨的进口量,按照500元/吨的价格计算,市场规模约1.5万亿元,是目前期货品种中规模最大的。动力煤涉及的行业广、企业规模大,未来成交活跃度值得期待。另外动力煤期货最小变动价位0.2元/吨×200吨/手,一个最小变动价位资金波动为40元/手,从目前的手续费收取标准来看,性价比高,会吸引众多投资者参与。

市场规模大、交割方式创新以及鼓励近月合约交易等成为动力煤期货的几大亮点。”中信建投期货研究员张贵州介绍,交割创新方面,动力煤期货将实行“车船交割+厂库交割”的实物交割方式,打破了以往以厂库交割或仓库交割为主的交割模式,不但符合现货贸易习惯,也可以最大限度地满足企业交割的需求,解决了仓库交割或仓库交割库容不足的问题,有利于期货风险规避功能的发挥。鼓励近月合约交易方面,郑商所进行了合理的交易、交割及风控等制度设计来鼓励近月合约交易。例如,郑商所在风险控制相关制度中规定,动力煤期货合约在交割月前一个月下旬才将最低5%的保证金上调至10%,晚于其他郑商所品种从交割月前一个月上旬或中旬就开始逐步上调保证金比例,且动力煤期货合约在交割月前一个月下旬的最低保证金比例较其他郑商所品种至少高出5%,有利于投资者或企业参与近月合约交易。

动力煤期货不但可以给企业提供对冲的工具,还能够通过价格发现的功能引导煤炭产业向健康发展的道路。”银河期货总经理姚广表示,纵观世界经济的发展史,大国经济的崛起无不伴随着能源产业及相关科技的重大变革,我国也制定了新的能源政策,以求降低对石油和煤炭的依赖性。在此历史机遇期,动力煤期货可谓应运而生。



新华社图片

## 行业产能过剩 中长期跌势未结束

□南华期货 冯晓

随着进口煤炭的增加,铁路运力持续释放,再加上东南沿海动力煤需求不足,中长期内供应过剩成为行业主基调,而前几年煤炭的过剩产能冲击还将持续,动力煤此轮下跌还远没有结束。所以从基本面来看,动力煤期货上市后中长期走势并不乐观。

2000年以来随着我国煤炭需求的大幅增长,煤炭产能持续增长,除了2008年受金融危机影响,当年新增产能有所回落外,其他年份新增产能呈现逐年递增走势。但从新增产量的角度看,2003、2004年的新增产量已经开始达到顶峰,2004-2008年新增产量逐年递减,到2009年后新增产量有所恢复。对比新增产能和新增产量,2001-2005年新增产能落后于新增产量,产能利用率逐渐提高,煤炭行业进入景气周期,但是2006年成为拐点,当年的新增产能已经大于新增产量4748万吨,2007年后每年的新增产能

较新增产量都超过了1亿吨,煤炭实际上的供需结构已经发生了调整,2012年中国煤炭社会库存更是首次突破了3亿吨,达到3.44亿吨。而2013年的产能过剩形势将更加严重,根据估算,2013年煤炭行业的社会库存可能将高达5亿吨。

从新增产能和新增需求的角度看,我国煤炭供需拐点同样发生在2005年,2006-2008年基本维持弱势平衡。而到了2011年产能过剩的问题开始凸显,2011年当年累计过剩产能达到了8450万吨,也就是从2011年起,动力煤价格开始跳水,到2012年底,各等级的动力煤价格大约只有2011年最高点时的三分之二。

进口煤炭同样冲击着国内市场,2008年之前,我国一直是煤炭净出口国。我国煤炭价格长期低于国外价。但出口在我国煤炭产量中的比例并不高,出口最多的一年是9392万吨,不足当年煤炭总产量的6%。虽然我国煤炭价格在2008年之前的绝大部分时期,

内盘价格都高于外盘价格,尤其是在2007年-2008年,外盘煤炭价格大幅高于国内煤炭价格,但受制于煤炭出口配额的限制,当年出口数量仍在下降。2008年后,煤炭倒挂局面发生了逆转。2009年我国煤炭进口1.26亿吨,首次超过1亿吨,同比增幅210%,此后3年的平均增幅也达到33.6%。进口煤炭大幅增长,导致东南沿海地区对国内煤炭的需求正在减少。2012年大秦线运煤量首次出现下降。进口煤炭的增加也对国内煤炭市场造成了巨大的冲击,2012年后国内煤炭价格出现了持续下跌。

动力煤现货与期货的相关性很高,由于国内动力煤期货还未上市,我们采用澳大利亚动力煤期现价格数据,从其期现价格走势来看,两者价格走势保持高度一致性。数据显示,两者价格相关系数达到0.938。事实上澳大利亚的动力煤期货价格自2011年最高峰以来一路下行,呈现出非常明显的空头排列。

## 首日高开概率大

□中信建投期货 张贵州

纵观近几年几大交易所上市的新品种,上市初期市场分歧往往较大,使得期货定价容易大幅偏离其合理价格,进而表现出巨大的波动性特征,为投资者带来诸多投资良机。

首先,挂牌基准价略偏低,上市首日高开概率大。10个合约挂牌基准价均为520元/吨,上市首日涨跌停板限定为±8%,按此测算可知动力煤首日价格运行区间在478.4-561.6元/吨范围内。以秦皇岛动力煤现货价为基础,初步测算动力煤仓储、交易交割及资金成本等费用后,合计得出的期货理论价格高于郑商所给出的挂牌基准价,若进一步将2011年以来上市的铝、焦炭、焦煤等9个期货品种首日开盘平均涨幅等因素纳入考虑范围,我们认为动力煤期货上市首日高开概率较大,开盘价有望落在535-540元/吨区间。

其次,上市首日或演绎冲高回落行情。经过统计发现,2011

年以来上市的9个期货品种中,除焦炭和菜籽外,其它品种上市首日均走出冲高回落行情,最高价较开盘价平均高出0.75%,而所有的品种收盘时都较开盘价下跌,平均下跌幅度达到1.54%,基于此,动力煤上市首日走出冲高回落行情的概率较大,且在开盘价附近或开盘价上方逢高沽空较为有利。

最后,整个行业依然低迷,上市初期难有强劲表现。今年以来,在国内经济增速放缓、煤炭产能快速释放、进口不断增加等因素作用下,我国煤炭市场出现了供需总量宽松、结构性过剩明显的特点。虽然近期全球和中国经济表现出逐步企稳回升态势,但在煤炭产能继续释放、进口压力依然不减、需求难有明显提升背景下,煤炭市场不会出现根本性好转。另外,进一步分析以往上市的产能过剩品种可以发现,在上市初期(一般指五个交易日内)走势基本呈现出逐步下行趋势,基于此我们认为动力煤期货上市初期或难有强劲表现,整体或震荡走低。

## 日内波动幅度可能不小

□首创期货 马龙 陈帅帅

首批上市合约号为TC1312至TC1409,共计十个合约,各合约挂牌基准价均为520元/吨。值得注意的是,并无远近合约升贴水,笔者认为郑商所此举考虑到了目前市场对动力煤走势的分歧,让该品种担负起期货价格发现功能,同时发挥规避市场风险的作用。

动力煤期货上市初期,产业链上下游国有企业参与量可能较小,市场流动性还需大量中小企业和投机者提供,因此动力煤合约的设计,在提高流动性的同时也降低了交易的风险,具有巨大的投资、投机机会,极有可能成为活跃品种。

近期国家出台了一系列稳增长、促改革的政策,煤炭行业的景气度有所回升。目前煤炭市场为买方市场,从现货角度看,国内动力煤市场以稳为主,全国各地高温天气正在消退,用电需求逐渐下降,部分电厂处于补库存阶段,港口库存持续下降。以上因素一定程度缓

解了价格继续下行的压力。截至目前,环渤海动力煤价格指数531元/吨,环比下降2元/吨;秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价为515-525元/吨,520元/吨的合约挂牌价对于近月合约来说处于居中位置,预计波动幅度有限。

动力煤期货合约上市首日涨跌停板幅度为挂牌基准价的±8%,上市首日波动范围可能较小。

按照投资者的习惯,TC1401成为前期主力合约的概率相对较大。基于前文分析,虽然目前国内煤炭市场有趋稳迹象,但此前价格的下跌影响仍未完全消除,基本面改善仍较缓慢,合约上市期间正值国庆长假的节前两个交易日,考虑到长假的避险情绪,动力煤期货上市首日主力合约行情有可能呈现震荡格局,区间范围或在510-530元/吨之间。从经验上看,品种上市初期,市场交投热情往往较高,行情波动也将较为剧烈,但之后将逐步回归基本面,要做好风险上的控制。

## 易盛农产品期货价格系列指数(20130925)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	788.51	792.09	788.51	790.63	3.84	790.63
易盛农基指数	1453.25	1463.83	1453.09	1459.93	5.91	1458.26

## ■铁矿石期现货知识系列介绍(一)

### 铁矿石贸易定价体系

铁矿石是全球干散货海运市场中最重要的商品之一。我国是世界铁矿石第二大生产国、第一大进口国和最大的现货贸易市场。2012年,中国铁矿石的对外依存度超过60%。铁矿石价格波动频繁剧烈,无论是贸易商还是钢铁企业对于成本风险叫苦不迭。2004年,铁矿石一度上涨71.5%,可谓举国倍感炎凉。即日起,本报推出“铁矿石期现货知识系列介绍”,以期促进铁矿石期货的功能发挥,提升国际定价影响力。

铁矿石的定价体系主要包括长协定价和现货定价体系。长协体系曾经是世界最重要的铁矿石定价体系,其核心是铁矿石供需双方通过长期合同锁定供货数量或采购数量,期限一般达到5-10年,甚至达到20-30年,但其价格并不固定。从上世纪80年代以来,长协定价体系则经历了年度谈判—季度指数—现货化的演变过程,其定价基准也由最初的离岸价(FOB),转为现今流行的到岸价(CFR)。

长协年度定价机制。1950年前全球铁矿石交易方式以现货交易为主;20世纪60年代,日本成为澳大利亚铁矿石的主要购买方,双方开始签订短期合同,并在60年代后期逐步发展为长期合同,铁矿石量和价都锁定10-20年;20世纪70年代,欧美借鉴日本经验大量进口铁矿石和签订长期合约。

铁矿石长协定价机制决定年度铁矿石价格的谈判开始于1980年(1981财年),并平稳运行近30年。在长协年度定价机制下,供方可长期均衡占领市场,需方则获得稳定供货渠道。在铁矿石供需

平稳的背景下,该体制较好地维护了谈判双方利益。20世纪90年代以来,伴随着中国等发展中国家钢铁工业蓬勃发展,铁矿石全球供需格局变化剧烈,矿石产量的增长无法满足钢铁产能的迅速扩张,原材料严重紧缺,现货价远高于长协价,成为长协年度定价机制解体的导火索。

出于对长协年度定价机制不满,三大矿山各自谋求对自身有利的定价方式。2008年在Vale谈判首发价后,RIO单独争取到了更大的涨幅,“同涨幅”规则被打破。2009年在日韩钢厂与三大矿确认了“首发价”后,中国与三大矿山之外的FMG达成了价格略低的协议,“首发—跟风”规则被打破,铁矿石长协年度谈判就此破裂。

2010年3月,Vale率先将原有年度基准定价改变为季度定价,之后RIO和BHP与多数亚洲客户以到岸价基础达成协议,至此铁矿石年度定价机制瓦解,转而代之的是季度定价机制。在季度定价仅仅运行两个季度之后,BHP开始推行月度定价。2011年6月23日,RIO方面也表示放弃季度定

表:铁矿石价格与定价机制变迁

时间	事件
1950年以前	现货交易为主
20世纪60年代早期	供给短期合同出现
20世纪60年代以后	长期合同为主
1975年	铁矿石输出组织成立,改签长期合同为短期合同
1980年	年度合同谈判机制形成
2003年(2004财年)	宝钢代表中国企业加入年度长协谈判
2008年	“首发—跟风”模式被打破——RIO单独定价
2009年	“首发—跟风”模式再度打破——中国没有接受33%跌幅
2010年	三大矿山改为季度定价,定价基准由离岸价转为到岸价,指定期价模式随之产生
2011年	月度定价渐成趋势

价,将转向更为灵活的铁矿石定价策略,包括按季度、月度甚至每天进行定价。长协体系目前虽然协议时期依然较长,但其定价机制逐步贴近现货。

贸易定价。由于长协谈判中以三大矿山的产品作为标准,而铁矿石种类较多,其他铁矿石厂商在贸易定价时,往往参照三大矿山的价格,并进行一定的调整,形成如下机制:

(一)基准价格:以往,价格每年由三大铁矿石生产商及主要钢铁客户谈判确定。亚洲通常以Hamersley块矿及粉矿、河北精矿、Vale Carajas粉矿及MBR球团矿为基准矿石;欧洲则以Kumba块矿、Itabira (SSF)粉矿及Vale Carajas粉矿为基准矿石。

(二)净回值(Net Back Pricing):三大矿山以外的铁矿石生产商定价能力较低,其产品定价通常参考



美元强势需求疲软 四季度黄金走势堪忧

□广东盈瀚投资 罗茜

决定黄金价格走势有两个关键因素,分别是美元强弱和黄金的实物需求。之前,美元持续下跌以及黄金实物需求强劲,推动黄金价格一路上涨。而如今美联储将逐步撤出QE政策已经成为市场共识,量化宽松的结束预期,使得美元一改颓势,一路强势上行。而一直火爆的黄金实物需求以开始显露出疲软的迹象,特别是印度的黄金需求大幅下降。

印度由于其浓厚的宗教色彩,使得国内对黄金存在巨大需求。同时除了因宗教信仰带来的黄金崇拜,还有一点与中国相似,就是黄金是作为一个家庭对下一代的财产保证,在家庭的传承中占据重要地位。所以印度一直是世界黄金消费大国,其黄金需求对黄金市场产生着重要影响。

今年初,印度政府