

# 股牛期熊 解密煤焦钢“双面镜”

□本报记者 王蛟

“一半是海水，一半是火焰。”同时沉浮于股票市场和期货市场的投资者小路，以这样一句话总结自己煤炭类投资的酸甜苦辣。

上周五，煤炭概念股安源煤业强势拉升至13.56元，短短五个交易日就上涨了28.38%，而小路早在今年2月初就设下“埋伏”，从5元多的持股成本至13元的卖出价，他在这只股票上的实际收益超过150%。

如果说在煤炭股上的收益令小路欣喜，动力煤期货上的亏损则令他悲从中来。“不是在炒作行业见底回暖预期么？煤炭股随大市涨势凶猛，动力煤期货却不涨反跌，今年我一而再再而三地进去抄底，结果不仅把股市这点收益赔光了，还倒贴不少本金。”

煤炭类投资市场的双面表现几乎可以复制到整个黑色系。自今年2月中旬起，伴随着股牛的再次“撒蹄奔跑”，煤焦钢股票表现亮眼，A股煤炭板块和钢铁板块的累计涨幅分别超过50%和60%，与之形成鲜明对比的是，2月下旬至4月上旬，商品市场中的动力煤和螺纹钢加速跳水，跌幅分别累计12%和10%。

煤焦钢股票大涨、煤焦钢商品价格大跌，在股市和期市的冰火两重天中，有人跨市套利赢得盆满钵满，有人丢了西瓜捡了芝麻，也有人费力讨好好两头赔本。股票牛市PK商品熊市，煤焦钢的“双面镜”背后到底隐藏着什么秘密？投资者又该如何玩转牛熊转换间的双面投资？

## 煤焦钢的冰火两重天

股市大热，煤焦钢也可能成为不小心站在风口上的猪。

“安源煤业从5块多涨到13块左右（前复权，下同），涨了150%多；永泰能源从4块多涨到9块多，涨幅超过115%；还有百花村、云维股份、陕西煤业、黑化股份等也差不多涨了一倍！”说起煤炭类股票今年的表现，小路难掩兴奋之情。

A股今年的这场“大风”开始于2月中旬。截至5月22日，沪指指从3063.51点一路飙升至4657.6点，创逾7年新高，区间累计涨幅高达51.42%。

大风起兮，沉重的黑色系亦随之飞扬。

自2月9日起，Wind煤炭指数从4000.2点涨至6074.47点，累计上涨了51.55%；钢铁股的表现则更令人惊艳，截至上周末，Wind钢铁指数累计涨幅高达63.89%，其中龙头股沙钢股份以267%的涨幅领涨，创兴资源紧随其后，区间涨幅高达196%，行业中有14只股票涨幅超过1倍，占比超过25%。

上周就有投资者在新浪微博上秀战果：我们5月18日尾市10.35元买入安源煤业，5月20日涨停价11.86元短线卖出，三天实现14.50%；5月21日早盘11.52元买回，22日收市价12.65元，浮盈9.8%，4天实现25%的收益。

“确实有很多做黑色系股票的投资者，他们的主要逻辑是资产配置，由于商品价格偏低，资源类的股票价格在此前也处于低位，所有的板块炒完之后，发现资源类股票估值偏低，而炒作资源类股票，主要是看多中国未来经济，毕竟现在是相对底部。”混沌天成黑色产业研究所所长李伟告诉中国证券报记者。

与煤焦钢股票的熠熠生辉相比，煤焦钢在期货市场上的表现显得黯然失色。文华财经数据显示，2月9日至5月22日，动力煤期货价格从464元/吨跌至433.2元/吨，累计跌幅为6.76%；螺纹钢期货价格从2515元/吨至2352元/吨，累计跌幅为6.52%。

而若从去年7月22日开始计算，截至目前，上证综指累计涨幅为126.7%，煤炭指数累计涨幅为111.89%，钢铁指数累计涨幅为180.24%；与此同时，动力煤期货价格累计跌幅为10.9%；螺纹钢期货价格累计跌幅甚至高达22.87%。

“去年有个客户做商品期货赔死了，为什么赔呢？他看着股票做商品期货，一看煤炭类股票涨了，觉得期货也会涨，就‘抄底’进去，没想到煤炭期货板块继续往下跳水，结果亏损1000多万元。”一家期货公司研究院的相关负责人告诉记者。

当然也有投资者在期货上获利不菲的。兴证期货研究员林惠介绍称，“我们的大部分期货客户都是套保类型的，以螺纹钢为例，他们很多在年初初时就在RB1505上进行套保，点位在2500—2600元/吨之间，整体套保效果较好；部分投机客户在今年螺纹钢的下跌行情中收益也比较可观。”

□本报记者 王蛟

自4月10日触及398.4元的历史低点后，动力煤期货近期开始了一轮强势反弹。截至5月22日，文华动力煤指数收报433.2元/吨，反弹幅度超过5%。同时最新数据显示，5月20日，秦皇岛海运煤炭交易市场发布的环渤海动力煤价格指数收报于414元/吨，环比下降2元/吨。

多位业内人士认为，由于三大煤企纷纷试探性上调价格，而近期的煤炭库存已经降至四年来最低，煤价有触底之势，企稳迹象隐现。此外去年下半年以来的持续宽松效应逐渐显现，煤炭基本面将在二季度探明底部，行业大面积亏损现状将得到改善。

与此同时，近期螺纹钢期货的企稳态势也较为明显。截至5月22日，文华螺纹钢指数收报2357元/吨，较4月10日低点2262元/吨上涨逾4%。



CFP图片

## 双面镜背后的秘密

回顾过去5年的历史，黑色系期市与股市表现总体呈正相关关系，尤其是2011年至2014年上半年，煤焦钢股票和期货几乎同步震荡下跌。不过这种正相关性在2014年下半年开始发生了变化，煤焦钢期货价格步步下挫，相关概念股的股价却节节上扬。

而从基本面上看，实体经济增速持续下行，中国需求依然疲软，在产能过剩的重压之下，煤焦钢价格不断下跌也在情理之中，同时煤焦钢上市公司的整体盈利状况也不断恶化，让人不由得疑惑，黑色系品种为何会出现如此明显的股期背离？

对此，宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示，2014年下半年以来，股市上涨的驱动力一方面来自于原材料成本下降带来的利润的企稳回升；另一方面来源于政府发展直接融资的政策红利。而股市大幅上涨，面对的是不断下行的实体经济，因此煤焦钢期货在供给过剩的驱动因素主导下不断下跌。

“我们其实在去年就建议投资者做多煤炭钢铁类股票，同时做空煤价钢价。”林惠告诉记者，当前经济增速持续放缓，政策利好预期由此加强，这对整体股市利好，同时煤炭、钢材价格不断下跌，企业经营困难，落后产能将被淘汰，未来相关上市公司在市场的份额或将继续扩大，这也间接刺激了上市公司股价的上涨。而钢铁、煤炭等期货品种的价格走势更多反映该品种自身的基本面情况，目前钢材、煤炭整体仍表现为产能过剩而需求低迷的格局，因此期价也就难有好转。

李伟则认为，股市和商品的背离，主要逻辑是股市在讲未来3—5年的故事，在价格相对谷底的位置配置资产没有问题，而商品的逻辑在于事实，也就是说商品价格低是由于当前的基本面和实体经济较差造成的，商品的周期是看未来几个月而不是几年，所以也就造成了底部中商品市场

和股市的背离。

“商品市场反映更多是商品自身基本面，股票市场更多反映的是市场对未来经济和政策的预期。所以目前煤焦钢等商品期货态势依然疲弱，但相关股票却跟随整个股市震荡攀升。”南华期货研究所高级总监曹慧说。

火热的股市环境中，有投资者甚至表示，“虽然煤炭上市公司基本面处于低谷，但毕竟是国家战略资源，这些资源不可再生。基本面低迷不是做空的理由，主力没有拿到筹码才是不涨的唯一条件。”

“就看向风，找风口，跟着大妈走，如果煤焦钢也可能有打动大妈的概念，那就有涨的可能。”一位业内人士直言不讳地说。

而对期货市场而言，海通期货的郭军文认为，煤焦钢现货及期货的价格脱离了基本面，供需平衡仍然是决定其价格走势的关键因素。“终端需求的负增长及供给端偏高的产能决定了在较长一段时间内，煤焦钢仍然处于供过于求的状态；从目前来看，煤焦钢矿的产能退出并不充分，还不足以扭转这一格局，所以期货仍然表现比较弱势。”

## 如何玩转期股投资

值得注意的是，黑色系品种近期展开了一轮反弹。截至上周末，文华动力煤指数反弹幅度超过5%，焦煤指数和焦炭指数的累计涨幅也接近3%，与此同时，螺纹钢期货的企稳态势也较为明显，最近30个交易日，文华螺纹指数涨逾4%。

黑色系品种的反弹再度点燃了市场看涨相关股票的热情。中信建投证券分析师在研报中指出，“在经济复苏过程中，大宗商品类股票第一波往往是跟随性上涨，这一阶段从2014年7月至今，煤炭有绝对收益而无相对收益。牛市第二波，往往伴随着基本面改善，大宗类股票将有可能从跟涨到领涨，我们对煤炭股票依然趋势性看涨。”

扬慧表示。

中钢协统计数据显示，5月上旬重点钢企粗钢日产量为177.81万吨，旬环比下降1.65%，重点钢企粗钢日产量在连续三旬小幅回升后出现下降趋势，反映出钢铁的需求比较平淡。而焦煤和矿的需求都有赖于钢铁产业的生产状况，目前钢厂仍在减产当中，5月上旬重点钢企粗钢日产177.81万吨，环比降1.65%；全国估算值为226.9万吨，环比降3.5%。而截至5月上旬末，重点企业钢材库存1587.25万吨，旬环比增加90.98万吨，增幅为6.08%，重点企业钢材库存量在4月下旬短暂出现下降后延续回升趋势。

“从5月份的整体情况来看，钢厂产能有所回升，而价格反弹又导致煤炭和铁矿石去库存放缓，政策红利反而对于上游的产出恢复效果立竿见影，而下游需求还未见明显的回升，因此

## 煤焦钢期货及相关股票区间涨跌幅

2015年2月9日至5月22日	
商品期货	区间涨跌幅（%）
动煤指数	-6.76
焦煤指数	-8.51
焦炭指数	-12.44
螺纹指数	-6.32
热卷指数	-5.03

证券代码	证券简称	区间涨跌幅（%）
002075.SZ	沙钢股份	266.93
600193.SH	创兴资源	195.89
600532.SH	宏达矿业	143.42
002443.SZ	金洲管道	142.40
000717.SZ	韶钢松山	141.07
603969.SH	银龙股份	133.53
000408.SZ	金谷源	132.62
000906.SZ	物产中拓	130.07
600126.SH	杭钢股份	112.77
600634.SH	中技控股	110.62
002297.SZ	博云新材	108.18
600058.SH	五矿发展	105.09
002652.SZ	扬子新材	105.00
600005.SH	武钢股份	100.64
600581.SH	八一钢铁	99.36
000655.SZ	金岭矿业	97.07
300034.SZ	钢研高纳	94.32
600397.SH	安源煤业	150.40
600157.SH	永泰能源	115.44
600721.SH	百花村	97.61
600725.SH	云维股份	96.61
601225.SH	陕西煤业	94.41
600179.SH	黑化股份	94.29
000723.SZ	美锦能源	90.40
600408.SH	*ST安泰	86.67
000571.SZ	新大洲A	76.89
601918.SH	国投新集	73.70
601011.SH	宝泰隆	72.72
600546.SH	山煤国际	69.53
600121.SH	郑州煤电	64.54
000780.SZ	平庄能源	50.94

文华财经 Wind资讯

具体到煤炭类投资标的，该券商推荐“主题+弹性”组合。主题类主要是山煤国际（转型电商，市值目标第一步250亿）、陕西煤业（次新股、资产注入、供应链金融、国企改革）、安源煤业（供应链金融、国企改革、资产注入）；弹性类主要是潞安环保、阳泉煤业、冀中能源、盘江股份，同时建议投资者关注中煤能源、中国神华等稳健低估值蓝筹和国企改革概念。

综合基本面因素，业内同样预测钢价企稳将有利于改善行业业绩。“经济下行压力不减，但宏观政策利好频繁，钢市需求持续复苏，预计钢价盘整震荡。钢铁行业去产能的节奏有可能超过市场预期，钢铁行业供需形势将持续好转、盈利将加速回升。”广发证券维持钢铁行业“买入”评级，重点推荐盈利更加确定、估值水平更低、流动性更好的各细分领域龙头以及国企改革、一带一路等主题性投资机会，建议投资者关注宝钢股份、大冶特钢、久立特材、常宝股份、八一钢铁。

李伟认为，煤焦钢矿类的资源股确实可以建仓买入，而商品在一年内还是保持一种偏弱的看空观点。“套利的活，可以选择买股票空商品，但要随时关注政策面预期的改变，及时调整仓位。”

程小勇同时表示，对于煤焦钢股市和商品来讲，多股票空期货比较符合逻辑。从股票市场来看，改革的红利、居民资产配置的需求和低利率环境都使得股票可能尚未见顶，而煤焦钢期货却还将尽力更加残酷地去产能，因此期货价格还将继续探底。

“期货盘面反映的是品种的绝对价格，由供需关系决定；而股票则是对上市公司价值的评估，需要根据公司实际的经营情况进行判断。因此，在当前整个黑色系维持低位徘徊、股票牛市持续的情况下，可以考虑做空期价，做多经营情况较好的上市公司的股票进行对冲。”林惠说。

黑色系商品还有待价格再次下跌引发的去产能，只有大规模减产，那时候底才有可能出现。”程小勇说。

兴证期货研究员林惠同时表示，当前煤炭和钢铁价格呈现出一定的企稳迹象，然而此过程或仅是阶段性的，后期仍有走弱可能。当前市场整体供过于求，在去产能的背景下，相关品种的价格难有明显起色。终端消费需求疲软，黑色系言底仍为时尚早。

混沌天成黑色产业研究所所长李伟则认为，从基本面上看，商品的相对底部确实已经在形成，但由于基本面仍旧较差这个事实，所以价格短期内难以回升，甚至还有进一步探底可能。“绝对底部很难判断，宏观政策的预期对看多情绪产生支撑，而基本面又对看空的预期形成支撑，这样多空博弈就会造就行情的底部震荡，甚至出现行情的钝化。”

## 当代量化投资的交易策略发展趋势

□中信证券 何昱

近年来，全球经济在经历了大型金融危机和主权债务危机的洗礼，在步履蹒跚中艰难前行。在此期间，量化投资得到了很大的发展。据估计，资产管理行业中有25—30%的资金通过量化方式来管理。在技术革新的浪潮中，交易模式得到了很大的发展，硬件、软件与策略共同构成了量化投资的基础。多元化的交易策略极大地扩展了量化投资领域。随着经济和市场的复苏，美国和中国股市先后进入了牛市，对量化投资的需求进一步增强。

## 交易策略类型

在量化投资领域，交易策略主要有单边投机、套利交易和做市商等，这些基本类型衍生出各种实际应用，广泛适用于中低频和高频交易。

单边交易是金融市场中最基本的交易类型，根据其出发点可以分为趋势和反转。在趋势策略中，交易员试图识别已经形成的趋势，以继续跟进获利。而反转策略试图识别过度上涨或下跌的行为，在回归常态的过程中获利。单边交易被广泛应用于股票和期货市场。套利交易试图捕捉两种或多种金融工具间的价格错误，以从中获利。但当发生黑天鹅“肥尾”事件时，剧烈的价差波动会打破一些套利交易所能“承受”的极限，导致套利策略出现较大回撤。做市商提供双边报价，在承担存货价格风险的同时从买卖差价中获利。做市商会以其促进流动性的交易，获得交易所在交易费用上的优惠或者降低交易数量的限制，广泛存在于个股、ETF和期货及期权市场。

## 现货市场

首先是股票市场。量化投资最早就是在股票市场以统计套利的配对交易模式出现。根据套保比例的大小，股票策略有完全多头Long-Only、130/30和市场中性等。根据交易类型的不同，股票策略有配对交易、无风险期现套利、阿尔法套利、统计套利等。配对交易，寻找相关性最高的两只股票，当其价差过大时同时交易，以期从价差回归的过程获利。无风险期现套利使用与股指权重相同的成分股篮子，旨在获取基差。阿尔法套利对篮子股票进行抽样，以因子模型来附加选股，并加入择时等判断，以期同时获取基差和阿尔法收益。

其次是ETF市场。最近十年来，全球ETF市场已有数千支ETF投入交易，管理资金数万亿美元。最常见的ETF交易模式，有申赎套利、期现套利、做市商等。申赎套利已经在我国开展了多年，量化交易员充分利用了高频交易的模式，最高年换手率达到2000倍。此外，由于ETF的成交量不够活跃，做市商能够提供流动性，主要从交易所返佣获利，已在我国开展。相对于股票现货，交易不收印花税的ETF提供了费用更低的投资方式。而ETF期权的出现，使得多品种的交叉期现套利成为可能，将使相关策略更加丰富。

第三是债券市场。债券市场主要为机构投资者参与。现代国际债券市场已经基本上实现了电子化，除大宗交易仍然以询价模式在场外进行，做市商策略也得到了长足的发展。我国的债券市场以人工询价的银行间模式为主，交易所仅占有10%的交易量，很多债券的流动性较差，随着国债ETF、国债期货的推出，定价策略会被大量应用。

## 衍生品市场

首先是商品期货市场。商品交易顾问CTA即主要交易各种品种的期货，上世纪八十年代的海龟交易员即是一个典型。已经开展的量化投资模式有长期趋势交易、日内波段交易、日内高频交易、跨期套利、跨品种套利和做市商策略等。

其次是股指期货市场。自从2010年沪深300股指期货进入我国市场后，已经为量化投资的开展发挥了很大的作用。随着中证500和上证50股指期货投入市场，量化策略的种类将进一步丰富。

第三是国债期货市场。国债期货挂钩特定的国债现货指数，是一种高级的金融衍生品。除了对债券组合进行套保以外，长期趋势跟踪和高频做市商也较为适合。从长期来看，预计流动性更好后，更多的交易行为将得到应用。

第四是外汇市场。外汇市场是全球流动性最好的市场，但没有统一的交易平台，做市商是最主要的交易模式，事件投机和汇率套利也有较多的应用。其与相关的汇率期权、互换等衍生品也有很多关联，对场外合约的定价策略也是一个重点。

第五是期权和其他衍生品市场。由于期权对定价的要求很高，单边投机、期现套利和做市商等是最主要的交易行为。ETF等股票类期权已经投入市场，商品期权的步伐也将加快。随着我国进入期权时代，相信将在全球市场内占据更大份额。