

关于焦煤交割指标修改的解读

2018年7月11日

黑色专题解读

盛佳峰

黑色研究员

执业编号：F3021430

投资咨询号：Z0013489

联系电话：13757136939

邮箱：525108901@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资
大厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

核心观点：

1. 主要修改内容

将灰分、硫分、CSR等指标要求进一步提高，挥发份、G值、Y值、岩相维持不变。通过测算，选择新标准中最差指标的煤种，与修改前相比，最大贴水幅度将达到390元/吨（灰分贴水20+硫分贴水270+CSR贴水100）。

2. 对焦煤交割供应量的影响

通过升贴水设计可以有效控制中高硫煤种的交割，盘面代表煤种多为进口配合低硫煤。焦煤指标修改后，原本可供交割的品种仅剔除了10个煤种，贸易量减少了401万吨，是优化前贸易量的9.2%；但具备交割经济性的焦煤供应量增长到1925万吨，剔除长协余下1422万吨，占比17.69%，是原来的18.7倍。

3. 对盘面的影响及套利机会

由于交割品质的原因，市场对于焦煤交割品质较差，钢厂无法使用或者较难处理形成一致预期，经常给出较大贴水，成为基差波动性加剧的原因之一。随着后期交割品趋严，基差波动有望收敛。

提升交割标准后，期货价格理应向高标准的现货回归。可关注由于交割规则修改带来的做空JM1905合约，做多JM1909合约套利机会。

一、主要修改背景及内容

修改背景

对比现货主流焦煤和期货交割焦煤指标，期货交割的主流焦煤灰分、硫分指标略高于现货，CSR 强度低于现货，期现货指标存在差异。在研究企业用煤习惯和采购需求后发现，企业对骨架煤的稳定足量供应要求较高，如 100 万吨产能的中型炼焦厂 10 天焦煤消耗量超过 1.2 万吨。而经统计，58%的焦煤交割接货量在 1.2 万吨以下，期货交割量难以满足中大型焦化厂日常使用，因此焦煤期货更适用于降灰、降硫的配合焦煤。

修改内容

为了贴近现货使用习惯，确定期货配合焦煤定位，将灰分、硫分、CSR 等指标进一步细化，挥发份、G 值、Y 值、岩相维持不变。一般来说，灰分、硫分比例越低，CSR 强度越高的焦煤质量越好，通过修改指标影响升贴水设计可以有效控制中高硫煤种的交割，确保期货盘面代表进口配合低硫煤，同时也了控制高灰分以及低 CSR 的交割。通过测算，选择新标准中最差指标的煤种，与修改前相比，最大贴水幅度将达到 390 元/吨（灰分贴水 20 元+硫分贴水 270 元+CSR 贴水 100 元）。

值得一提的是，在 2017 年 8 月大商所发布过修改预案，通过对比发现，此次正式方案的指标控制更为严格，预案的灰分、硫份、CSR 最大贴水分别为 10 元、45 元、50 元，其中灰分贴水扩大 10 元，硫份扩大 225 元，CSR 扩大 50 元。这也进一步表明了交易所希望通过修改焦煤交割品质，规范焦煤交割品的意愿。

表 1：指标修改对升贴水影响举例

指标修改对升贴水影响举例（2018 年 7 月正式修改方案）			
	灰分以 10.5%为例	硫分以 1.6%为例	CSR 以 55%为例
修改前	无升贴水	不符合交割标准	无升贴水
修改后	贴水 20 元	贴水 270 元	贴水 100 元
前后价差	贴水 20 元	贴水 270 元	贴水 100 元
影响	控制高灰分交割	有效控制中高硫煤种的交割	控制低 CSR 交割

指标修改对升贴水影响举例（2017 年 8 月修改预案）			
	灰分以 10.5%为例	硫分以 1.6%为例	CSR 以 55%为例
修改前	无升贴水	不符合交割标准	无升贴水
修改后	贴水 10 元	贴水 45 元	贴水 50 元
前后价差	贴水 10 元	贴水 45 元	贴水 50 元
影响	控制高灰分交割	有效控制中高硫煤种的交割	控制低 CSR 交割

资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

图 1：2018 年 7 月 11 日大商所主要升贴水指标修改对比

灰分	现行指标	
标准品	$\geq 10.0\%$ 且 $\leq 11.5\%$	
升贴水	$\geq 9.0\%$ 且 $\leq 10.0\%$	每降低0.1%，升价2元
	$< 9.0\%$	以9.0%计价
灰分	修改指标	
标准品	$\leq 10.5\%$	
升贴水	$> 10.0\%$ 且 $\leq 10.5\%$	每升高0.1%，扣价4
	$\geq 9.0\%$ 且 $< 10.0\%$	每降低0.1%，升价2
	$< 9.0\%$	以9.0%计价
硫分	现行指标	
标准品	$\geq 1.10\%$ 且 $\leq 1.40\%$	
升贴水	$\geq 0.80\%$ 且 $\leq 1.10\%$	每降低0.01%，升价1元
	$< 0.80\%$	以0.80%计价
硫分	修改指标	
标准品	$\leq 1.6\%$	
升贴水	$> 1.30\%$ 且 $\leq 1.60\%$	每升高0.01%，扣价5，与前档扣价累计计算
	$> 1.00\%$ 且 $\leq 1.30\%$	每升高0.01%，扣价2.5，与前档扣价累计计算
	$> 0.70\%$ 且 $\leq 1.00\%$	每升高0.01%，扣价1.5
	$\geq 0.50\%$ 且 $< 0.70\%$	每降低0.01%，升价0.5
	$< 0.50\%$	以0.50%计价
CSR	现行指标	
标准品	$> 50\%$	
升贴水	无	
CSR	现行指标	
标准品	$\geq 55\%$	
升贴水	$\geq 55\%$ 且 $< 60\%$	扣价100
	$> 65\%$	0

资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

二、修改后对市场影响

对交割煤种升贴水的影响

焦煤指标修改后，可交割煤种的升水幅度均出现下降，其中合盛煤业煤种贴水幅度最大，主要是因为此次规则修改进一步提高了 CSR 的贴水；此外，通过升贴水设计可以有效控制中高硫煤种的交割，盘面代表煤种多为进口配合低硫煤，对于目前盘面最常见的介休洗煤厂洗配的仓单煤，在新标准下已完全失去经济性。

通过和 2017 年 8 月的预案对比发现，此次正式修改方案对于 Moranbah North、North Goonyella、Elkview 2、Premium、Goonyella 等品种更加友好，修改后升水高于预案的升水幅度，而这些品种的灰分以及硫份均较低，这也反应了交易所对降低灰分、硫分的意愿，同时进一步提高交割品的 CSR 指标要求，降低混煤交割的可能性。

表 2：预测前十大可能交割煤种升贴水变化

前十大可能交割煤种升贴水变化（2018 年 7 月正式修改方案）							
	灰分	硫分	CSR	修改前升贴水	修改后升贴水 (元/吨)	前后价差 (元/吨)	贸易量万吨
蒙古 5 号	10.5	0.65	62	30	-17.5	-47.5	760
蒙古 3 号	10	0.61	63	30	4.5	-25.5	240
Mavis Downs	8	0.35	63	50	30	-20	132
Hail Creek	10	0.35	69	30	-10	-40	41
Moranbah North	8.5	0.5	68	50	30	-20	27
North Goonyella	8.8	0.52	68	50	29	-21	22
Elkview 2	9.5	0.45	65	40	20	-20	25
Premium	8.8	0.6	67	50	25	-25	100
Goonyella	8.9	0.52	68	50	29	-21	45
合盛煤业	8	0.5	55	50	-70	-120	90

前十大可能交割煤种升贴水变化（2017 年 8 月修改预案）							
	灰分	硫分	CSR	修改前升贴水	修改后升贴水 (元/吨)	前后价差 (元/吨)	贸易量万吨
蒙古 5 号	10.5	0.65	62	30	-8	-38	760
蒙古 3 号	10	0.61	63	30	5	-25	240
Mavis Downs	8	0.35	63	50	30	-20	132
Hail Creek	10	0.35	69	30	10	-20	41
Moranbah North	8.5	0.5	68	50	25	-25	27
North Goonyella	8.8	0.52	68	50	21	-29	22

Elkview 2	9.5	0.45	65	40	15	-25	25
Premium	8.8	0.6	67	50	17	-33	100
Goonyella	8.9	0.52	68	50	20	-30	45
合盛煤业	8	0.5	55	50	-20	-70	90

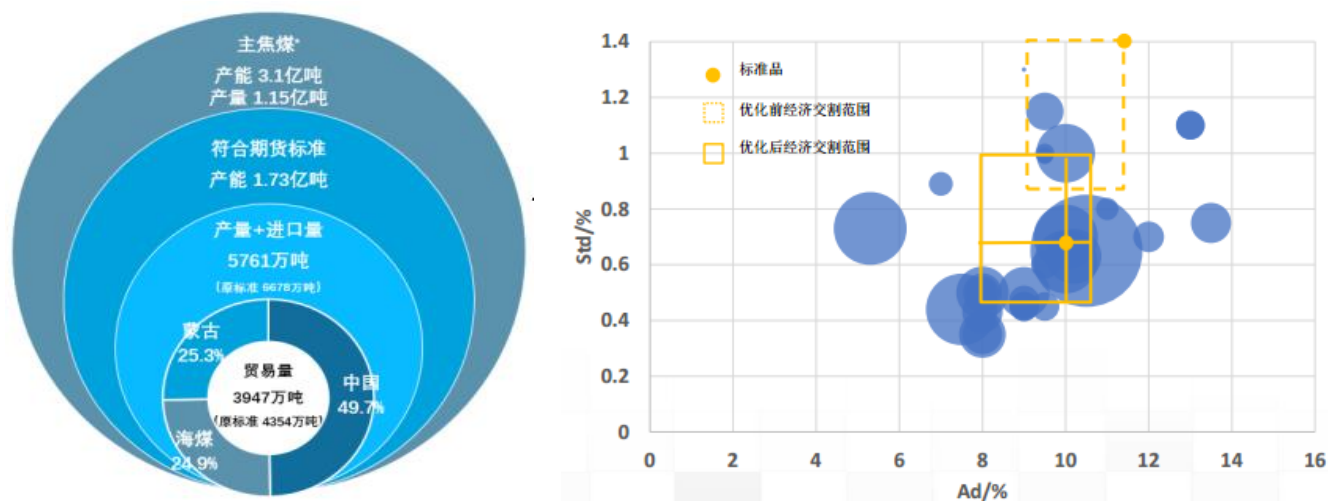
资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

对焦煤可交割供应量的影响

焦煤指标修改后，仅剔除了10个煤种，贸易量减少了401万吨，是优化前贸易量的9.2%。包括9个灰硫偏高、CSR偏低的国产煤，1个强度偏低的蒙古4号煤，对品质较好的海煤没有影响。

焦煤指标修改后，具备交割经济性（交割主焦煤作为炼焦煤骨架煤种，再添加其他配煤作为炼焦煤符合经济性）的焦煤供应量增长到1925万吨，剔除长协余下1422万吨，占比17.69%，是原来的18.7倍。据测算，焦煤交割质量标准实施后，符合新标准的焦煤供应量近6000万吨，占交割区域内焦煤总供应量50%左右，具备交割经济性的焦煤供应量增长近2000万吨，既保障充足可供交割量，又能延续期货价格代表性。

图2：指标修改后具备交割经济性的焦煤供应量变化



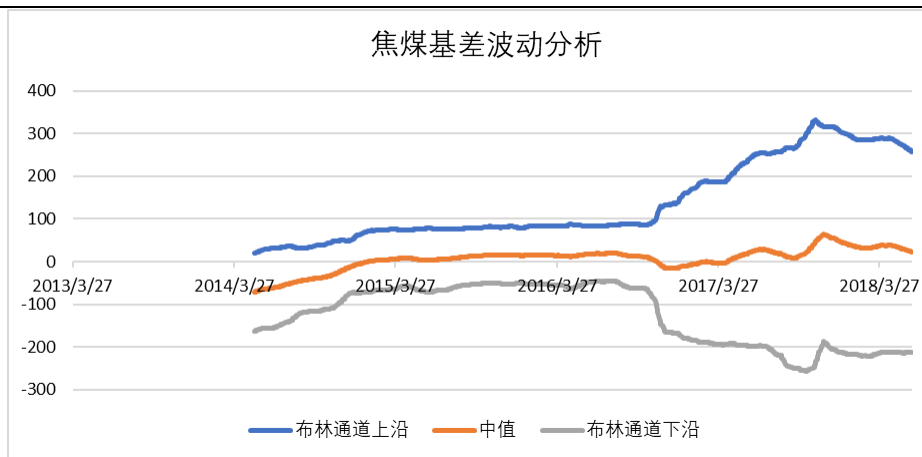
资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

焦煤基差波动有望收敛

通过对焦煤的基差分析（见下图，该基差原始数据由澳煤基差和内煤高硫混煤基差拼接成）发现 16 年供给侧改革之后，焦煤基差波动加剧，并且由于交割品质的原因，市场对于焦煤交割品质较差，钢厂无法使用或者较难处理形成一致预期，经常给出较大贴水，成为基差波动性明显加剧的原因之一。随着后期交割品趋严，基差波动也有望收敛。

图 3： 焦煤基差分析

单元：元/吨



资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

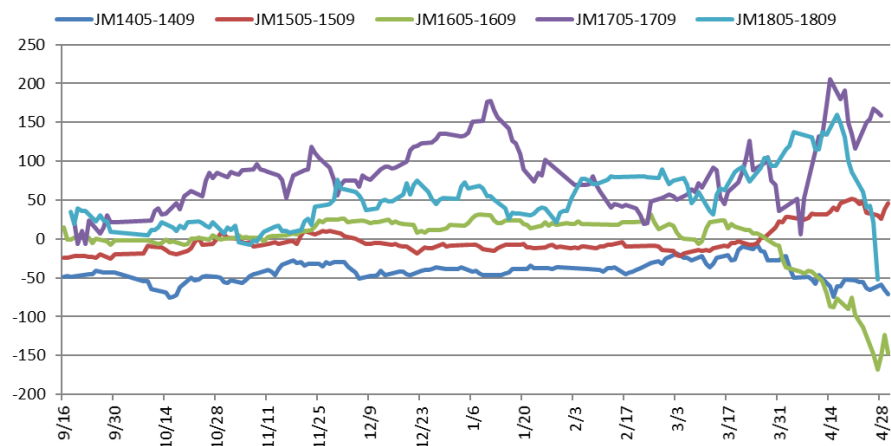
对盘面的影响及套利机会

提升交割标准后，期货价格理应向高标准的现货回归，可关注规则正式修改带来的套利机会。

此次修改方案已明确将在 JM1907 合约上开始实施（由于 07 合约为非活跃合约，考虑后延两个月以 JM1909 合约替代），JM1909 理论上应升水 JM1905 约 115 元/吨（不考虑持仓成本，交割成本等远月天然升水因素）。而根据历史数据，除了 JM1705-1709 受供给侧改革影响造成近月价格大幅拉涨以外，焦煤远月 09 新开合约一般略升水 05 合约或者平水，若新方案实施，则两者之间可能出现由于规则修改带来套利机会，即做空 JM1905 合约，做多 JM1909 合约。

图 4： JM 合约间价差

单元：元/吨



资料来源：大连商品交易所，信达期货研发中心

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），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、信誉高的大型期货经纪公司之一。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的交易提供最优的服务。

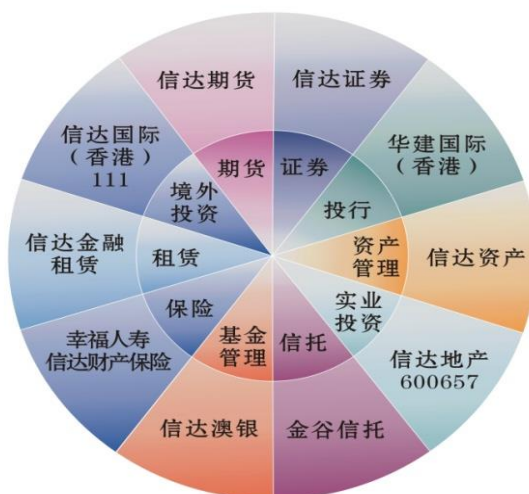
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、深圳分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部、萧山营业部、余杭营业部 18 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

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是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

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。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 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 (咨询电话: 0755-83739066)
- 北京营业部 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 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 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 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 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-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 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 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

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、财务状况或需要。

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。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。

期市有风险，入市需谨慎。