

2012 年 12 月 19 日

国际煤炭价格中的金融因素约有二成

——基于全球型本土化的中国资源全周期战略布局研究系列报告（煤炭篇）之七

相关研究

“五星模型”下中国如何在全球进行煤炭资源的战略布局？，12 月 10 日
以史为镜：世界煤炭产业发展的五个阶段，12 月 11 日
储备、生产、消费、价格与贸易：多维视角下世界煤炭产业朝何处去？，12 月 12 日
垄断竞争的中国煤炭产业进入复兴期，12 月 13 日
中国获取海外煤炭资源的 13 个目标国和 15 家目标公司，12 月 14 日
煤炭国际贸易具有明显的地域性和集中性，12 月 17 日
以多种形式丰富煤炭战略储备，12 月 18 日

证券分析师

蒋健蓉 A0230511040021

jiangjr@swsresearch.com

研究支持

罗云峰 A0230112070030

luoyf@swsresearch.com

联系人

刘贝

(8621) 23297711

liubei@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

- I 英国石油公司（BP）提供的年度数据显示，从 1987 年至 2010 年今，国际煤炭价格经历了三个阶段：1987-2002 年的低位震荡阶段、2003-2008 年的单边上升阶段和 2009-2010 年的下跌阶段。与国际油价和国际天然气价格相比，国际煤炭价格本轮上涨的启动时间明显较晚。
- I 目前国际煤炭期货产品主要有三种，分别是美国纽交所的美国阿巴拉契亚中部煤炭期货合约、英国伦敦交易所的鹿特丹煤炭期货合约和南非理查德湾煤炭期货合约；他们对于国际现货煤炭价格的影响不大。
- I 与国际原油和天然气市场明显不同的是，2008 年后国际煤炭期货价格与现货价格出现明显的两分情况。2009 年，西北欧煤炭现货价格比 2008 年大幅下跌 52.2%至 70.66 美元/吨，2010 年回升 30.9%至 92.50 美元/吨。与此相对，鹿特丹煤炭期货和南非理查德湾煤炭期货价格在 2009 年和 2010 年都实现了小幅平稳增长。2008 年鹿特丹煤炭期货和南非理查德湾煤炭期货价格分别为 98.62 美元/吨和 88.42 美元/吨，大幅低于西北欧煤炭现货价格 147.67 美元/吨；而在 2010 年鹿特丹煤炭期货和南非理查德湾煤炭期货价格分别为 107.17 美元/吨和 101.35 美元/吨，已经超出西北欧煤炭现货价格 92.50 美元/吨。
- I 从实体经济角度进行分析，似乎也不能完全解释油价上涨的原因。1988-2002 年，全球煤炭消费量年均同比增长 0.90%、全球煤炭产量年均同比增长 0.86%、全球 GDP 年均同比增长 2.91%、全球 GDP 平减指数年均均为 6.02%，同期西北欧煤炭现货价格年均同比增长 1.07%。2003-2010 年，全球煤炭消费年均同比增长 4.67%、全球煤炭产量年均同比增长 5.28%、全球 GDP 年均同比增长 2.74%、全球 GDP 平减指数年均均为 5.10%，同期西北欧煤炭现货价格年均同比增长却高达 22.07%。即使如我们此前分析，影响国际煤价的主要是需求因素，而供给增长对煤价的抑制作用不明显，这一涨幅也明显偏高。
- I 我们在计算国际煤价中的金融因素时，以 2004 年为截点，以 1 年（2003）价格上涨作为此前若干年价格没有变动而需求上涨的补偿。根据我们的测算，剔除金融因素后在高端、中端两种情景下：2004-2010 年，国际煤价年均同比增速分别为 10.7%和 8.3%；2004-2010 年，年均国际煤价中的金融因素分别为 16%和 24%。也就是说，我们认为，在当今的国际煤价中，有约二成是受金融因素的影响，而供需因素对国际煤价的影响约为八成。

目 录

1. 2008 年国际煤价达到顶峰	3
2. 国际煤价本来上涨启动时间晚于油气	3
3. 国际煤炭期货市场与现货市场出现两分情况	4
4. 实体经济不能完全解释国际煤价变动	6
5. 国际煤价中的金融因素约有二成	7

图表目录

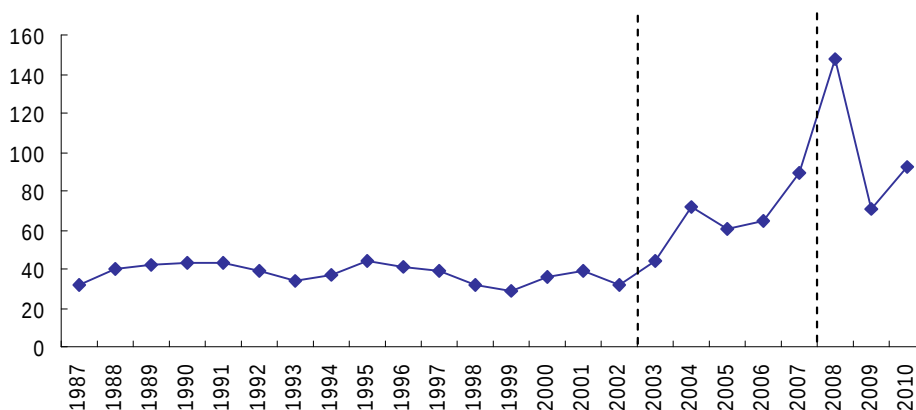
图 1: 国际煤炭价格走势的三个阶段 (美元/吨)	3
图 1: 国际煤炭价格本来上涨启动时间晚于油气	4
图 3: 美国期货市场对煤炭现货价格影响仅限于短期	5
图 4: 欧洲期货市场对煤炭现货价格影响不大	5
图 5: 08 年后国际煤炭期货价格与现货价格出现明显分离	6
表 1: 实体经济不能完全解释国际煤价变动	7
表 2: 国际煤价中的金融因素约有二成	8

从 1990 年至今，国际煤炭价格经历了三个阶段：1987-2002 年的低位震荡阶段、2003-2008 年的单边上升阶段和 2009-2010 年的单边下跌阶段。2008 年，西北欧煤炭现货价格创历史新高达 147.67 美元/吨。而正是从这一年开始，煤炭期货的交易开始日趋活跃。但与油气两大金融市场发展较为完善的能源相比，金融市场对煤炭价格的影响相对较小。我们通过历史比较、实体经济分析和情景模拟等方法论证了国际煤炭现货价格主要由实体经济因素（供需因素）决定。在情景模拟中，我们将金融因素从国际油价中剔除，得出国际油价的金融属性占比大约在二成左右。

1. 2008 年国际煤价达到顶峰

英国石油公司（BP）提供的年度数据显示，从 1987 年至 2010 年今，国际煤炭价格经历了三个阶段：1987-2002 年的低位震荡阶段、2003-2008 年的单边上升阶段和 2009-2010 年的下跌阶段。1988-2002 年，西北欧煤炭现货价格年均同比增长 1.1%；2003-2008 年，西北欧煤炭现货价格年均同比增长 33.0%；2009-2010 年，西北欧煤炭现货价格年均同比增长 -10.6%。

图 1：国际煤炭价格走势的三个阶段（美元/吨）

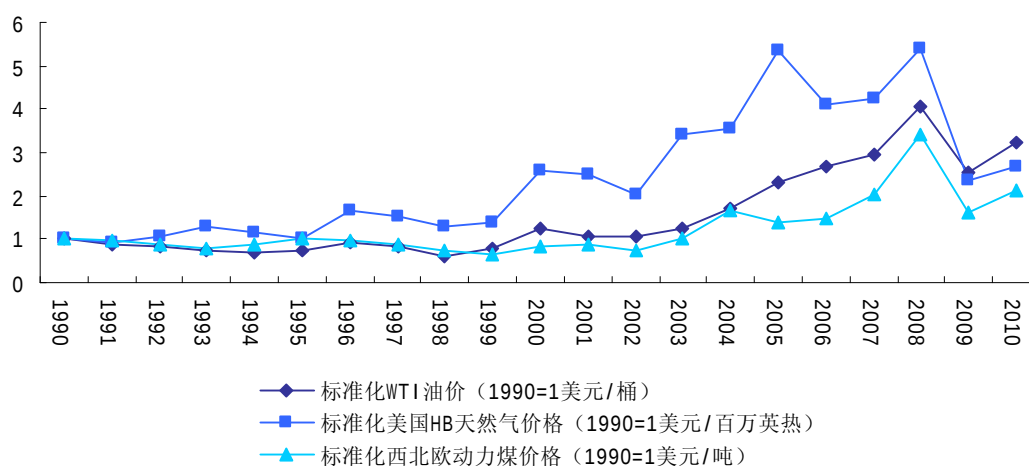


资料来源：BP，申万研究

2. 国际煤价本轮上涨启动时间晚于油气

与国际油价和国际天然气价格相比，国际煤炭价格本轮上涨的启动时间明显较晚；本轮国际油价和天然气价格的上涨均始于 2000 年，比国际煤炭的启动时间早了 3 年。此外，本轮国家煤价涨势也明显不及国际油价和天然气价格。

图 2：国际煤炭价格本轮上涨启动时间晚于油气



资料来源：BP，申万研究

3. 国际煤炭期货市场与现货市场出现两分情况

我们在此前的报告中介绍过，目前国际煤炭期货产品主要有三种，分别是美国纽交所的美国阿巴拉契亚中部煤炭期货合约、英国伦敦交易所的鹿特丹煤炭期货合约、英国洲际交易所的南非理查德湾煤炭期货合约。

纽交所于 2001 年推出美国阿巴拉契亚中部煤炭期货合约，但交易清淡，直到 2007 年交易才开始活跃。从美国阿巴拉契亚中部煤炭现货价格来看，2001 年确实出现了一次显著增长，当年美国阿巴拉契亚中部煤炭现货价格为 50.15 美元/吨，比 2000 年上涨了 66.7%，而同期西北欧煤炭现货价格仅同比增长 8.5%。不过，金融市场对于煤炭现货价格的影响似乎仅限于初期，随后的 2002 年，美国阿巴拉契亚中部煤炭先后价格大幅回落至 33.20 美元/吨。2007 年，美国阿巴拉契亚中部煤炭期货交易的活跃也没有显著刺激煤价，当年美国阿巴拉契亚中部煤炭现货价格为 51.16 美元/吨，同比回落 18.7%。