



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-08-04

站在政策主线角度回顾 2016 年焦煤行情

陈张滢

黑色研究员

从业资格号：F03098415

交易咨询号：Z0020771

☎ 0755-23375161

✉ chenzy@wkqh.cn

报告要点：

我们完整回顾了 2016 年焦煤从底部 515.5 元/吨一路攀升至 1650.5 元/吨的过程。观察到了政策是如何一步步从提出、细化、强化到最终落地，盘面行情又是如何一步步从混沌、质疑最后到坚信、狂热的过程。单纯站在“供给侧结构性改革”政策主线的视角之下，我们能够清晰的感受到高级别政策的强大意志以及其对于行情的强烈指引性。我们认为这是在基本面之上更为清晰而且底层的主线，且领先于品种自身的基本面情况。

站在政策主线角度回顾 2016 年焦煤行情

“看它的过去，就可以知道它的现在；看它的过去和现在，就可以知道它的将来。”

借着“反内卷”之下对于当前这轮浩浩荡荡行情的思考，我们尝试换一个视角去观察焦煤 2016 年“供给侧结构性改革”之下的行情。全文我们将主要以“供给侧结构性改革”政策相关的主要会议、文件为展开脉络（按时间顺序），并对应到当时焦煤盘面的价格反应，以此观察政策是如何一步步从提出、细化、强化到最终落地，盘面行情又是如何一步步从混沌、质疑最后到坚信、狂热，期间我们看到了国家战略层次政策意志的强大以及盘面价格演绎的疯狂，希冀能够为未来相类似的交易机会提供一定参考。

图 1： 2014 年年初至 2015 年财经领导小组会议期间铁矿、煤炭、钢材等累计跌幅居前

名称	收盘价 2014-01-03	名称	收盘价 2015-11-10	累计跌幅
DCE铁矿石	902	DCE铁矿石	348	-61.42%
SHFE线材	3726	SHFE线材	1788	-52.01%
DCE焦炭	1426	DCE焦炭	714	-49.93%
SHFE螺纹钢	3540	SHFE螺纹钢	1797	-49.24%
SHFE沥青	4278	SHFE沥青	2292	-46.42%
SHFE燃油	4480	SHFE燃油	2416	-46.07%
CZCE动力煤	558	CZCE动力煤	310	-44.48%
DCE焦煤	986	DCE焦煤	563	-42.95%
SHFE橡胶	17625	SHFE橡胶	10740	-39.06%
CZCE棉花	19325	CZCE棉花	11790	-38.99%
CZCE PTA	7220	CZCE PTA	4724	-34.57%
CZCE甲醇	2884	CZCE甲醇	1901	-34.08%
DCE胶合板	123	DCE胶合板	83	-32.53%
CZCE玻璃	1285	CZCE玻璃	877	-31.75%
DCE棕榈油	6068	DCE棕榈油	4248	-29.99%
DCE PVC	6380	DCE PVC	4590	-28.06%
SHFE铜	51920	SHFE铜	37570	-27.64%
DCE塑料	11070	DCE塑料	8025	-27.51%
SHFE铝	13995	SHFE铝	10270	-26.62%
DCE豆粕	3338	DCE豆粕	2465	-26.15%
CZCE菜粕	2627	CZCE菜粕	1952	-25.69%
SHFE白银	4213	SHFE白银	3258	-22.67%
DCE玉米	2333	DCE玉米	1848	-20.79%
DCE豆二	3969	DCE豆二	3180	-19.88%
CZCE菜油	6988	CZCE菜油	5616	-19.63%
DCE豆油	6822	DCE豆油	5544	-18.73%
CZCE菜籽	4893	CZCE菜籽	4038	-17.47%
DCE纤维板	70	DCE纤维板	60	-14.02%
SHFE锌	15120	SHFE锌	13225	-12.53%
SHFE铅	14200	SHFE铅	12765	-10.11%
SHFE黄金	246	SHFE黄金	225	-8.77%
DCE鸡蛋	4015	DCE鸡蛋	3720	-7.35%
CZCE强麦	2825	CZCE强麦	2777	-1.70%
CFFEX5年期国债期货	91	CFFEX5年期国债期货	99	8.78%
CZCE早籼稻	2280	CZCE早籼稻	2491	9.25%
CZCE白糖	4762	CZCE白糖	5365	12.66%
沪深300期货	2302	沪深300期货	3776	64.00%

数据来源：WIND、五矿期货研究中心

2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组（第十八届）第十一次会议召开（中央财经委员会的前身，设立的目的在于加强党中央对**涉及党和国家事业全局的重大工作**的集中统一领导），习近平总书记在会上做重要讲话，首次提及“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”

革”。自此，“供给侧结构性改革”开始进入大众视野。

我们截取了 2014 年初到 2015 年 11 月 10 日财经领导小组第十一次会议期间各期货品种涨跌幅情况（如图 1，按跌幅居前排序），排名靠前的除铁矿、燃油等供给大部分掌握在海外的品种外，首当其冲便是钢材（螺纹钢）及煤炭（焦煤、焦炭、动力煤）。因此，站在当时的视角，如果具备政策足够的敏感度，就能够获悉“供给侧结构性改革”所针对的，大概率是钢铁及煤炭行业。

只是彼时，政策尚处在“概念”阶段，市场对此相对混沌。且焦煤市场仍处在周期熊市的尾部，长达三年的持续、大幅下跌以及严重过剩的现实基本面使得市场选择性忽略一切可能的利好，焦煤及钢材盘面在当时对此几乎毫无反应，甚至在 11 月中旬继续创下新低。

2015 年 12 月 18 日，中央经济工作会议召开，会议指出“…要更加注重供给侧结构性改革…在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板（后简称“三去一降一补”），提高供给体系质量和效率，提高投资有效性…”，“供给侧结构性改革”进一步具象化为“三去一降一补”（政策线路的强化）。

2016 年 1 月 4 日，李克强总理组织召开钢铁煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展工作座谈会，国务院、发改委、工信部等 15 部委负责人，山西、河北、内蒙古、山东 4 个产能过剩省份负责人。全国 24 家钢铁、煤炭行业龙头企业负责人悉数参会，会上，李克强总理明确指出“当前产能过剩最突出的两个行业，一是钢铁，一是煤炭”，且要以“‘硬措施’化解产能过剩”，正式将“供给侧结构性改革”矛头指向钢铁、煤炭行业。

2016 年 1 月 18 日，中央财经领导小组（第十八届）第十二次会议召开，再次强调“供给侧结构性改革”工作部署，明确“制定好方案是做好供给侧结构性改革的基础”，且强调“要把思想统一到党中央关于推进供给侧结构性改革的决定部署上来”，各部门要“抓紧抓好抓实，切实取得实效”，“供给侧结构性改革”进入方案制定阶段且政策意志显著增强。

2016 年 2 月 4 日，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕6 号），要求“在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨”。2016 年 2 月 5 日，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号），要求“在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”，且“严格控制超能力生产…从 2016 年开始，按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，原则上法定节假日和周日不安排生产”。钢铁、煤炭行业具体的“供给侧结构性改革目标”得到量化，并推出煤炭生产“276 工作日”规定，钢铁、煤炭供给侧去产能正式拉开序幕。

2015 年 12 月至 2016 年 2 月，“供给侧结构性改革”相关会议、政策文件密集发生，但盘面价格表现相对温和。2015 年 12 月 18 日当天，虽然焦煤开始摆脱短期下跌趋势线，出现一定涨幅，但更多还是基于中央经济工作会议“阶段性提高财政赤字率”这一积极表述的反应。2016 年 1 月 4 日，钢铁煤炭行业化解产能过剩实现脱困发展工作座谈会释放明确方向信息，但焦煤盘面并未给出太大反应，小幅高开后反倒受 A 股大幅下跌情绪影响，开启了长达半个月的回调。2016 年 1 月 18 日，中央财经领导小组第十二次会议召开，“供给侧结构性改革”方案制定阶段

且政策意志显著强化，部分先觉资金开始入场布局。紧接着2月4日、5日接连发布国发(2016)6号、7号文件，钢铁、煤炭供给侧去产能正式拉开序幕，但受特殊时间节点下的避险影响，资金并未选择推高价格(2016年2月5日为春节假期前最后一个交易日)。

该阶段市场对于“供给侧结构性改革”仍处于相对混沌的时期，部分敏锐资金已经嗅到大机会的味道。

图2：焦煤加权指数日线走势图，政策初期市场价格表现相对温和（截取部分，元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

图3：上证指数指数日线走势图，2016年1月4日A股指数熔断机制推出首日便登场亮相（截取部分，元/吨）



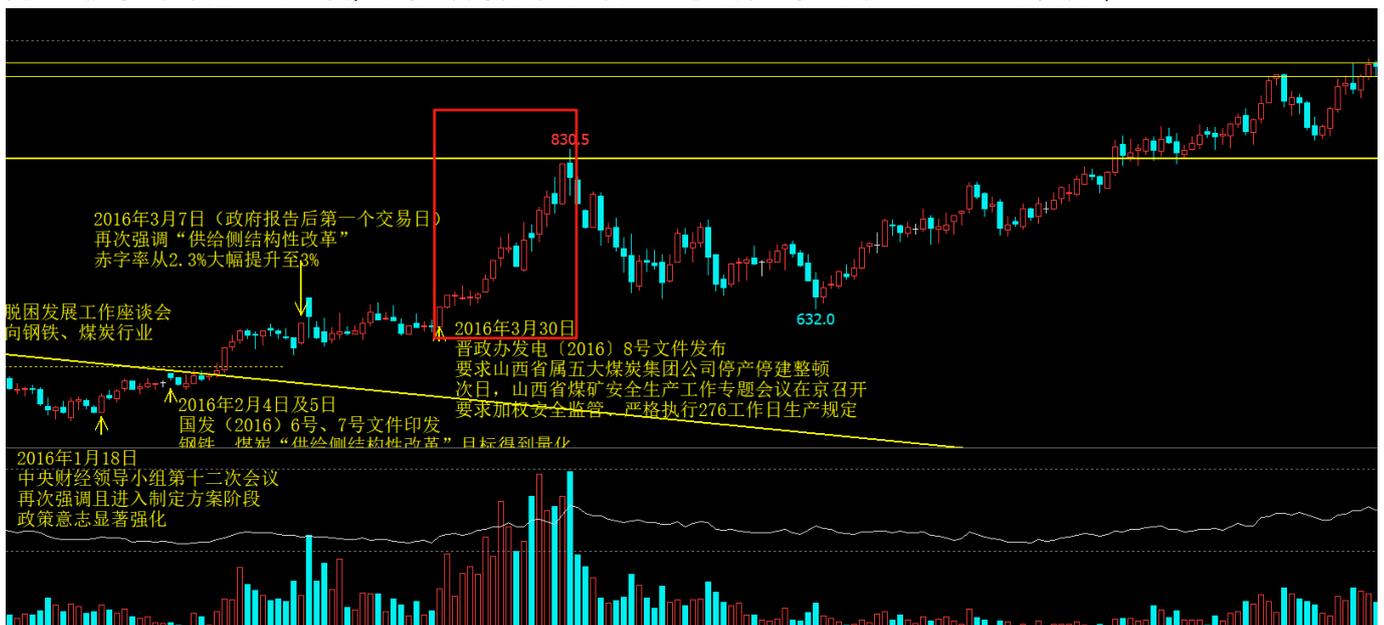
数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

2016年3月5日，“两会”顺利召开，李克强总理作2016年《政府工作报告》，报告中继续强化“供给侧结构性改革”，指出“...着力化解过剩产能和降本增效。重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能，坚持市场倒逼、企业主体、地方组织、中央支持，...严格控制新增产能，**坚决**淘汰落后产能，有序退出过剩产能。采取兼并重组、债务重组或破产清算等措施，积极稳妥处置‘僵尸企业’...”。“两会”前后，焦煤盘面价格出现显著抬升，对此我们并不将其归因于市场对于焦煤“供给侧结构性改革”的定价，而是《政府工作报告》中“赤字率提高到3%”（2015年为2.3%）所带来的财政政策切实加大力度的预期，原因在于在该阶段，商品整体价格几乎都出现了显著性的抬升。

2016年3月30日，受山西大同煤矿集团公司同生安平煤业公司“3·23”重大事故影响，山西省人民政府办公厅印发《关于加强全省煤矿依法合规生产的紧急通知》（晋政办发〔2016〕8号），要求“全省所有煤矿严格执行276个工作日规定组织生产。同时，从即日起，山西省属五大煤炭集团公司（同煤、焦煤、阳煤、潞安、晋煤）所属整合煤矿一律进行停产停建整顿，时间不得少于一个月。停产停建整顿结束后，须经集团公司验收合格后方可恢复生产建设”。次日，山西省煤矿安全生产工作专题会议在京召开，要求“山西省煤炭厅要加强对省属五大煤炭集团公司所属资源整合矿井安全监管...做好煤炭行业化解过剩产能工作。推动灾害严重、资源枯竭等落后产能和不安全产能淘汰退出，严格按照276个工作日规定组织煤矿生产...”。煤炭端供给侧改革因同生安平煤业公司“3·23”重大事故第一次被市场较显著交易，带来价格显著、大幅的拉升。

该阶段，随着价格的大幅拉升，煤炭端“供给侧结构性改革”下的去产能以及“276工作日”生产规定被市场普遍熟知，但市场对此仍呈现出明显的质疑态度。当时市场就煤炭去产能能否按要求落地以及“276工作日”生产规定执行力度均存在质疑，认为产量的显著收缩是基于矿难导致的阶段性管控，管控过后高价将催生供给重新恢复，且当时山西煤企的负债率不足以支撑其完成去产能（据山西七大省属煤企2016年一季度报数据，一季度，七大煤企资产总额1.47万亿元，负债总额1.2万亿元，几乎相当于全山西省在2015年1.28万亿元的生产总值）。

图4：焦煤加权指数日线走势图，矿难触发煤炭端“供给侧结构性改革”第一次较显著交易（截取部分，元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

盘面价格阶段性爆发之后，大商所紧急对价格进行管控，2016年4月26日至28日，焦煤、焦炭交易手续费经历“三连涨”，一度从成交金额的万分之0.6大幅增加至万分之7.2，盘面价格显著回落（价格的回落也包含钢材端消费进入淡季、煤炭产量环比小幅回升等因素的叠加），焦煤价格开始进入调整、整理阶段。

期间，同样伴随大量关于“供给侧结构性改革”相关会议及文件的发生：

2016年5月16日，中央财经领导小组（第十八届）第十三次会议召开，习近平总书记再次强调“各地区各部门要把思想和行动统一到党中央决策部署上来，重点推进‘三去一降一补’，不能因为包袱重而等待、困难多而不作为、有风险而躲避、有阵痛而不前，要树立必胜信念，坚定不移把这项工作向前推进。”，凸显“供给侧结构性改革”势在必行的决心；

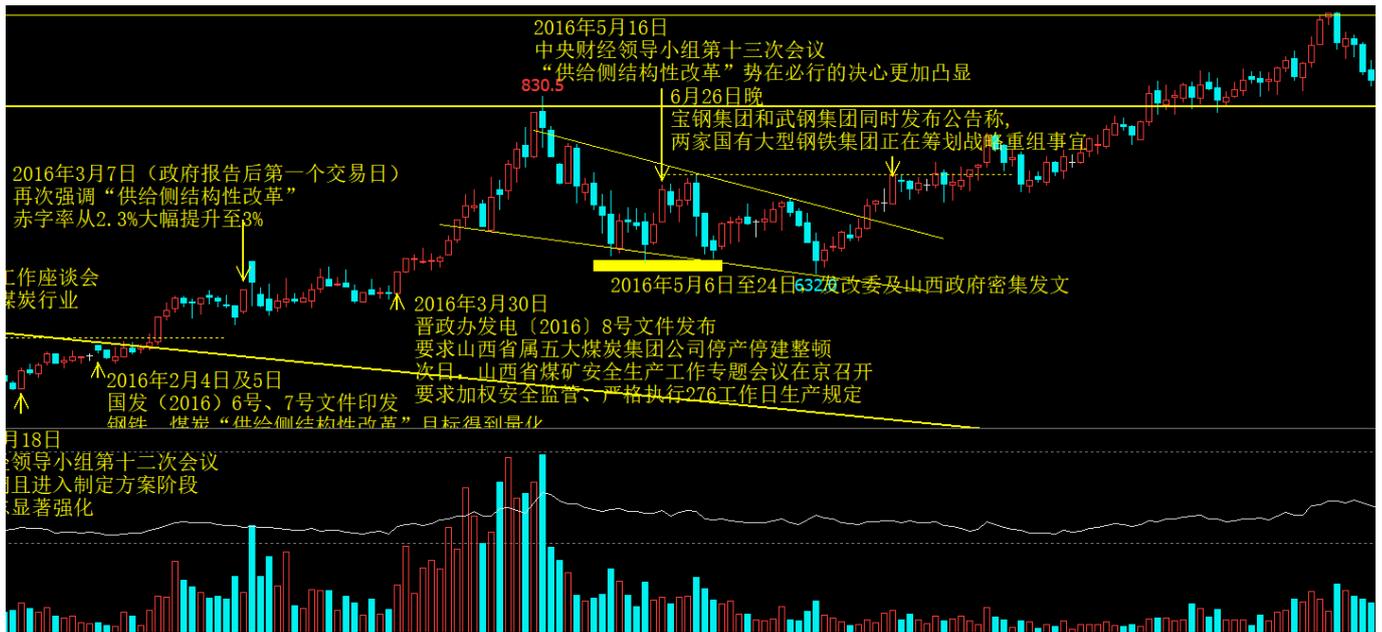
2016年5月18日，发改委印发《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行〔2016〕593号），强调“把思想认识和实际行动统一到《意见》精神上来，采取有效措施，切实把控制超能力生产、减量化生产、节假日停产、维护公平竞争等规定要求落到实处”、“从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以0.84（276除以330）的系数后取整，作为新的合规生产能力”、“严禁向煤矿下达超法定生产能力的生产经营指标。煤矿要严格按照重新确定的产能组织生产，不得超能力、超强度生产”、“对于超能力组织生产的，一律责令停产整改，并列为重点监管监察对象”等，向下传达中央财经领导小组（第十八届）第十三次会议精神；

山西省人民政府分别在5月6日、17日、24日、6月25日发布关于推进煤炭“供给侧结构性改革”工作相关第一、二、三、四批实施细则通知（晋政办发〔2016〕54号、60号、65号文件），响应上级指示。

市场仅在2016年5月16日、17日对中央财经领导小组会议做出积极回应，价格显著上涨，但情绪释放后又回到回调趋势中，并未对发改委及山西政府印发的文件给出太多反应。

回溯当时市场上相关的文章、会议观点，其根本原因还是在于市场在该阶段对于煤炭“供给侧结构性改革”下的去产能仍未有充分的信心，对政策的执行效果依旧存疑。一方面价格已经在短时间内收复了2015年全年跌幅，给到了相对高的估值（当时市场认为）；另一方面，部分调研机构在走访调研后给出“276工作日”生产规定执行力度一般的结论（实际上该阶段山西、内蒙等地执行进度确实显著落后，其在四季度安排的任务超过了全年任务的50%）。

图5：焦煤加权指数日线走势图，煤价在5-6月份进入回调整理阶段（截取部分，元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

2016年8月5日（周五），山西银行业支持省属煤炭集团化解过剩产能加快转型升级推进会召开，会上表示“针对煤炭产业项目属性和生产经营周期长的特点，**山西将设立3至5年的省属煤炭集团转型升级中长期专项贷款**。焦煤、同煤、阳煤、潞安、晋煤等**七大省属煤企的4000多亿元银行贷款将全部重组为转型升级中长期专项贷款**”，阻碍山西煤炭企业进行“供给侧结构性改革”的负债压力得到极大缓解。

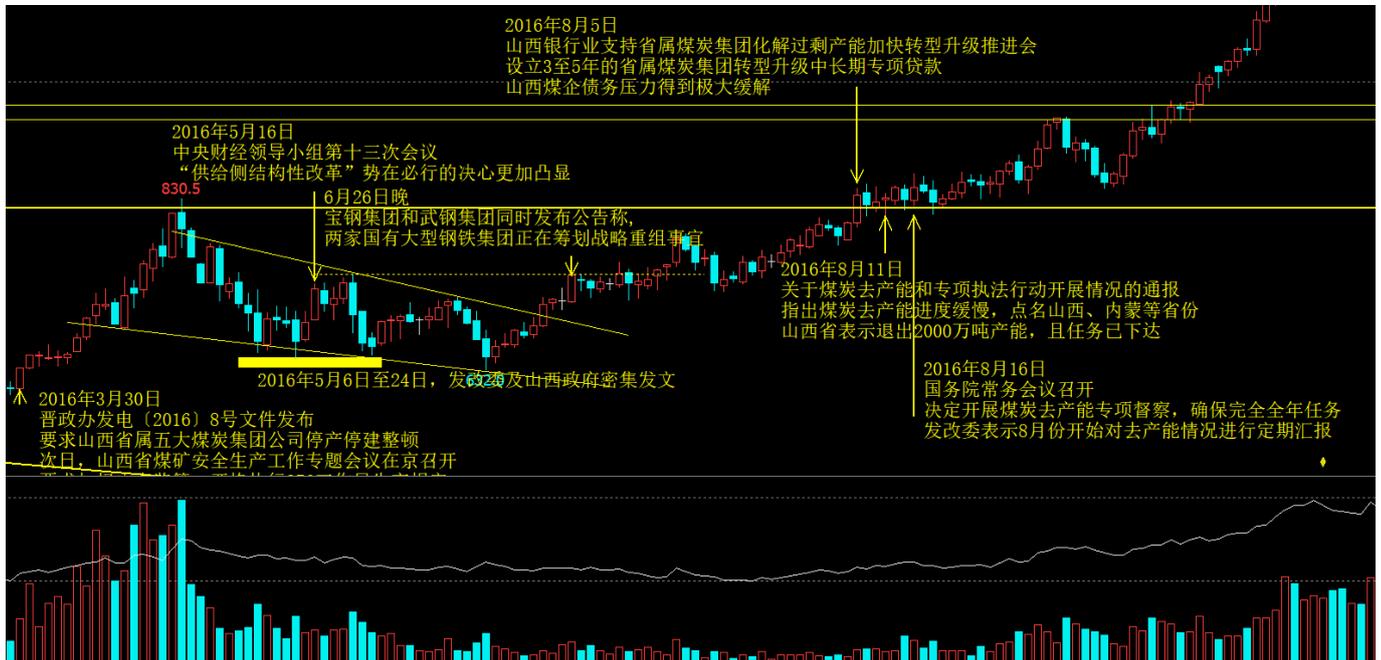
2016年8月11日，发改委针对8月4日在京召开的《钢铁煤炭行业化解过剩产能工作全国电视电话会议》做相关通报（关于煤炭去产能和专项执法行动开展情况的通报），指出“**前7个月煤炭去产能进度比较迟缓**，退出煤炭产能9500多万吨，**只完成了目标任务的1/3多一点**，特别是7月份退出产能不到1000万吨，工作进度明显滞后于时间进度；**其中山西、内蒙古、黑龙江等省区将大部分去产能任务安排在四季度完成，年底集中赶进度的现象十分突出，全年完不成任务的风险很大**”。当日，据相关新闻报道，“山西省煤炭厅副厅长胡万升于近日公开表示，今年山西将退出2000万吨煤炭产能，到2020年前退出1亿吨以上。这一目标占全国煤炭去产能目标的十分之一左右。据悉，今年2000万吨退出产能指标已被层层分解，属于6家国有大型煤炭集团的21座煤矿将被关闭退出”。

2016年8月16日，国务院常务会议召开，主题为：部署对钢铁煤炭行业化解过剩产能开展专项督查，确保完成既定目标任务。会上指出“**按照推进供给侧结构性改革的部署要求，在全国开展一次对钢铁煤炭行业化解过剩产能的专项督查，确保全年目标任务严格按进度要求和时间节点顺利完成**。”，会后发展改革委新闻发言人赵辰昕表示“下一步将落实月度报告通报制度，**从8月份开始对各地去产能进展情况定期通报报告**。”。自此，针对煤炭行业的“供给侧结构性改革”进入加速阶段。

2016年8月5日及8月8日，焦煤盘面给出十分积极的表现，焦煤价格在8月8日突破上一轮上涨高点（4月26日），随后煤炭价格一路震荡走高。该阶段，市场才真正进入对于“供给侧

结构性改革”的**坚信阶段**。

图 6：焦煤加权指数日线走势图，市场对于“供给侧结构性改革”进入坚信阶段（截取部分，元/吨）



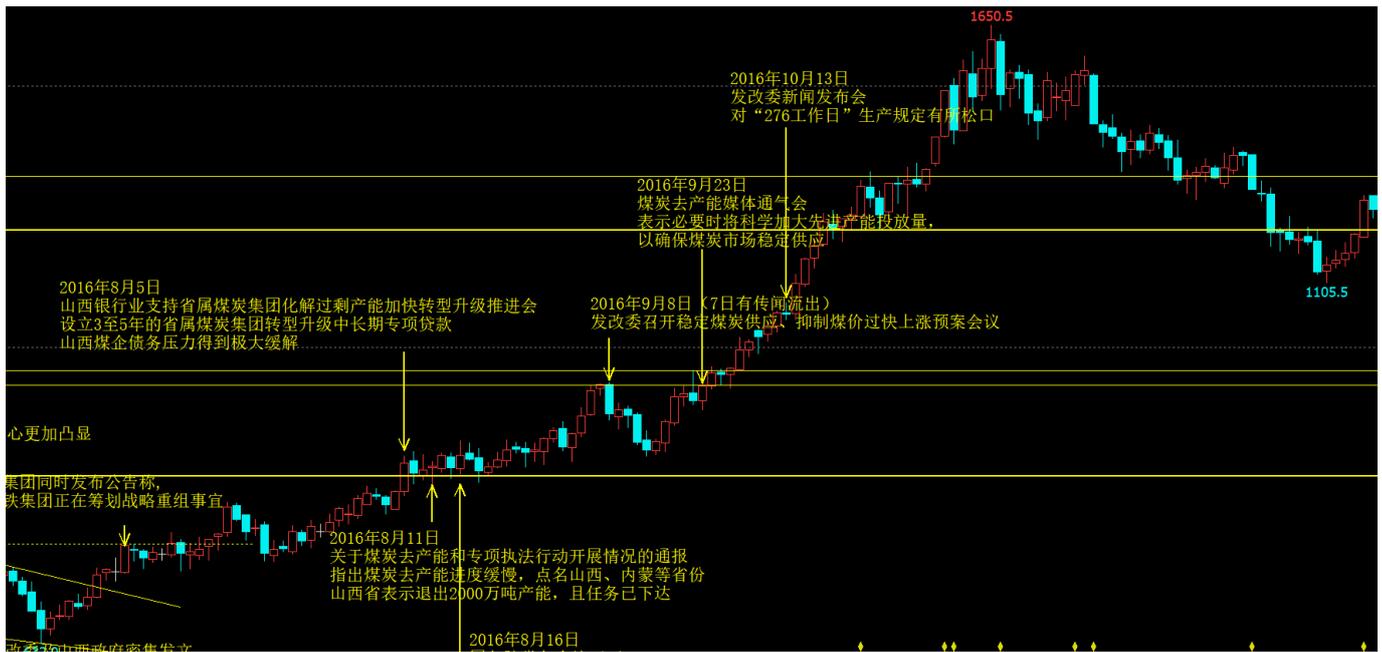
数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

随着资金、情绪不断推升煤炭价格，发改委开始尝试抑制煤价的过快上涨。

2016年9月8日（7日有传闻流出），发改委及神华、中煤等部分重点煤企、主产区煤炭行业管理部门相关人士等召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动工作的会议，并给出响应方案，煤价随即开始出现一定回落。

但当时，**市场的情绪已经被点燃**，在煤炭基本面已经转为紧张（在投机需求加持下）、未来的大秦线检修、下游终端煤炭冬储、2016年寒潮的极端气候（预期）等因素叠加之下，焦煤价格在经历短暂调整后再创新高且一路加速上扬，在短短两个月内焦煤价格从低点 844 元/吨（9月13日）最高涨至 1650.5 元/吨（11月14日），涨幅超过 95%。期间发改委分别在 9月23日、10月13日喊话，表示将适时增加产能投放量，但被市场选择性忽视，**市场进入狂热阶段**，直至焦煤 1701、1705 合约结束，煤价均维持在高位（加权指数价格下移受远期合约向下影响）。

图 7：焦煤加权指数日线走势图，市场进入狂热阶段，两个月内煤价近乎翻倍（截取部分，元/吨）



数据来源：文华财经、五矿期货研究中心

我们完整回顾了 2016 年焦煤从底部 515.5 元/吨一路攀升至 1650.5 元/吨的过程。当然，期间价格除“供给侧结构性改革”政策因素外，也受到当时基本面情况的影响，同时，包括房地产端“棚改货币化”政策的发展也对行情起到了关键性作用，这些部分虽然我们在文章中为了拎出主要矛盾并未体现，但也是行情发展不可分割的一部分（提供了波动节奏以及行情发展基础），这是我们需要提醒的。

单纯站在“供给侧结构性改革”政策主线的视角之下，我们能够清晰的感受到**高级别政策的强大意志以及其对于行情的强烈指引性**。我们认为这是在基本面之上更为清晰而且底层的主线，且领先于品种自身的基本面情况。

处在当时当地时间发展的洪流中，包括持续下跌所形成的悲观市场情绪、各地区政策执行过程中的阻碍及快慢节奏、品种现实基本面情况变化的滞后性等都会不断影响我们对于行情的判断（行情展开需要时间，而等待的过程容易滋生质疑）。但如果跳开以上种种，抓住政策的主线路，我们所需要判断的将只是政策的意志如何，是否在不断强化，以及主要矛盾所在和如何把握上手时机。当时当地，钢铁、煤炭就是站在主线之上最明确的矛盾点，而三次中央财经领导小组会议、中央经济工作会议、《政府工作报告》等高级别会议的频繁点名，正是政策强大意志的体现。

回到本轮的“反内卷”，且不谈是否是供给侧 2.0，其点名的是光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业。光伏，或者更根本的多晶硅才是站在主线上的品种，我们始终认为本轮的煤炭是在亢奋的市场环境下资金凭借 2016 年“肌肉记忆”的投机拉升行为，其终归向基本面靠拢。当然，站在我们顺势的角度，前期做情绪的涨无可厚非。近期价格开始显著回落，切记保持理性、谨慎参与。

至于多晶硅的未来，考虑到政治局会议把 7 月 1 日中央财经委员会会议中“推动落后产能有序



退出”的说法改成了“推动重点行业产能治理”，其表述存在一定纠偏的情况（存在弱化），需要继续观察后续相关政策的表述情况。但毕竟是踩在主线上的主要矛盾品种，后期仍具备相当的观测价值，建议持续关注，但注意风险、理性参与。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道 3165 号五矿金融大厦 13-16、18 层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn