



兴证期货研发部 2017 理财 9 月报 目录

| | |
|---------------------------|-----|
| 股指期货 | 2 |
| 机会大于风险，延续多头思路 | 2 |
| 国债期货 | 15 |
| 8 月期债略偏强震荡，9 月或偏弱震荡 | 15 |
| 铁矿石&螺纹钢 | 24 |
| 高价或使 9 月需求不再给力 | 24 |
| 动力煤 | 35 |
| 全国安全生产大检查，煤炭市场有所支撑 | 35 |
| 豆类油脂 | 46 |
| 人民币大幅升值，油脂下跌不易 | 46 |
| 白糖 | 56 |
| 外盘出现利好，国内传闻抛储 | 56 |
| 玉米及玉米淀粉 | 63 |
| 供给青黄不接，环保压制需求 | 63 |
| 天然橡胶 | 75 |
| 遇撑回升遇阻回调 | 75 |
| 原油 | 94 |
| 短期弱势震荡为主 | 94 |
| PTA | 102 |
| 现货仍然偏紧，关注需求变动 | 102 |
| 分析师承诺 | 112 |
| 免责声明 | 112 |

机会大于风险，延续多头思路

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

高歆月

从业资格号：F3023194

联系人：高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8月共23个交易日，沪指整体来看先抑后扬，上旬受经济回落影响消化整固后下旬延续上行态势，最终月线连续三月收涨。纵观八月行情，虽宏观经济数据高位回落，但基本面韧性较强，企业盈利向好，外部地缘政治紧张缓解叠加十九大维稳预期，投资者情绪继续回暖，周期板块与金融板块合力上涨，沪指有效突破3300点，延续上行趋势。各大行业基本收涨，仅石油石化行业收跌，计算机、非银金融、钢铁、通信等行业领涨。最终，8月上证综指涨87.78点涨幅为2.68%至3360.81点，沪深300指数涨84.22点涨2.25%至3822.09点。

● 总结展望

综合来看，目前基本面好于市场预期，下方支撑力度较强，市场看涨热情回暖，热点接力轮动，价值及成长股形成共振，放量突破3300点后打开上行空间。中报披露完毕，业绩盈利主导市场，叠加十九大维稳预期，股票市场机会大于风险，建议继续股票多头思路配置业绩向好股，把握盈利修复机会。短期来看，沪指突破3300点后继续上行，近两周涨幅较大，需要高位震荡消化，但震荡上行趋势未改。期指方面，前期基差贴水大幅修复，显示市场向好预期，目前三大期指主力合约均转为小幅升水状态，且IH各大合约均呈现升水排列，IF及IC远月贴水仍有修复空间，建议继续持多。跨品种套利方面，近期市场全线反弹，价值及成长共振，风格切换周期缩短，跨品种套利风险可能大于单边操作。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

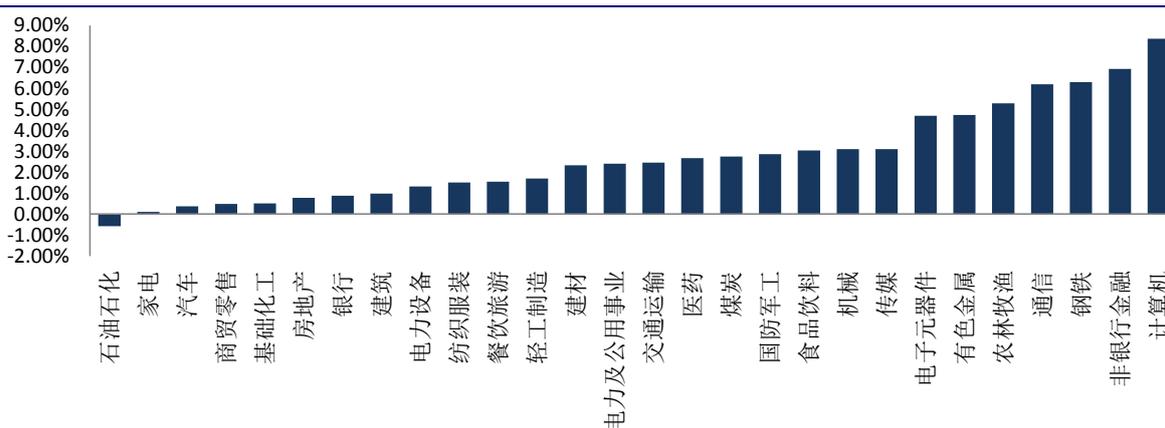
8 月共 23 个交易日，沪指整体来看先抑后扬，上旬受经济回落影响消化整固后下旬延续上行态势，最终月线连续三月收涨。纵观八月行情，虽宏观经济数据高位回落，但基本面韧性较强，企业盈利向好，外部地缘政治紧张缓解叠加十九大维稳预期，投资者情绪继续回暖，周期板块与金融板块合力上涨，沪指有效突破 3300 点，延续上行趋势。各大行业基本收涨，仅石油石化行业收跌，计算机、非银金融、钢铁、通信等行业领涨。最终，8 月上证综指涨 87.78 点涨幅为 2.68% 至 3360.81 点，沪深 300 指数涨 84.22 点涨 2.25% 至 3822.09 点。

图 1：沪深 300 价格及成交量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 2：沪深 300 分类行业月涨跌幅



数据来源：兴证期货研发部，WIND

表1 我国及全球市场近期表现

| | 指数水平 | 最近一周 | 年至今 | %高于或低于日均线 | |
|-------------------|----------|------------|------------|-----------|---------|
| | | | | 30日 | 60日 |
| 我国主要指数 | | | | | |
| 沪深300指数 | 3842.587 | 1.233815 | 16.08741 | -2.63% | -4.05% |
| 上证综指 | 3380.913 | 1.482529 | 8.933893 | -3.02% | -4.47% |
| 深证综指 | 1951.798 | 2.181415 | -0.8792533 | -3.35% | -3.61% |
| 上证50 | 2725.471 | 0.7105355 | 19.17761 | -2.90% | -4.75% |
| 中证500 | 6527.421 | 2.850222 | 4.211545 | -3.57% | -5.24% |
| 上海B股 | 347.0729 | 2.33572 | 1.542501 | -3.28% | -4.66% |
| 深圳B股 | 1151.071 | -0.245044 | 2.07249 | 1.57% | 0.36% |
| 恒生指数 | 28057.51 | 0.7517547 | 27.53088 | -2.43% | -5.12% |
| 国企指数 | 11337.45 | 0.4348696 | 20.67703 | -3.52% | -5.51% |
| MSCI全球指数表现 | | | | | |
| 亚洲市场 | 160.915 | 0.280485 | 19.15799 | -0.58% | -2.04% |
| 亚洲市场除日本 | 662.7675 | 0.3712277 | 28.85785 | -1.27% | -3.14% |
| 美国市场 | 2355.08 | 1.352181 | 10.60037 | -0.51% | -0.95% |
| 欧洲市场 | 126.195 | -0.1774707 | 3.019104 | 0.88% | 1.99% |
| 日本市场 | 957.2 | 1.19035 | 4.726479 | 0.13% | 0.08% |
| 沪深300分类指数 | | | | | |
| 能源 | 1971.027 | 4.732858 | 13.18535 | -3.80% | -4.62% |
| 材料 | 2733.938 | 5.796897 | 34.62467 | -6.54% | -12.13% |
| 工业 | 2625.509 | 0.3247502 | 5.130204 | -0.61% | -1.71% |
| 可选 | 5320.263 | -0.7080031 | 14.72888 | 0.03% | 0.82% |
| 消费 | 11261.37 | 1.89105 | 35.89484 | -2.97% | -4.94% |
| 医药 | 8984.934 | -0.1568697 | 12.70923 | -0.55% | 1.11% |
| 金融 | 6377.204 | 1.194457 | 16.09938 | -3.26% | -5.20% |
| 信息 | 2155.154 | 1.263649 | 14.24242 | -3.80% | -4.73% |
| 电信 | 3234.844 | -0.1390523 | 15.12698 | -2.96% | -3.80% |
| 公用 | 2029.401 | 0.4086926 | 15.12334 | -0.57% | -0.38% |

资料来源：Bloomberg，兴业期货研发部

数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

2. 股指期货回顾

2.1 各期货合约全线收涨

截止到8月31日,以收盘价计算,8月各期货合约全线收涨。IF1709 合约上涨 3.07%至 3829.6 点; 合约 IF1710 合约收盘至 3817.4 点, IF1712 上涨 3.16%收盘至 3795.8 点; IF1803 上涨 3.09% 收盘至 3771.4 点。IH1709 合约上涨 3.16%至 2724.8 点; 合约 IH1710 合约收盘至 2729.6 点, IH1712 上涨 3.34%收盘至 2732.0 点; IH1803 上涨 3.44%收盘至 2734.0 点。IC1709 合约上涨 4.01%至 6464.2 点; 合约 IC1710 合约收盘至 6419.8 点, IC1712 上涨 4.26%收盘至 6337.2 点; IC1803 上涨 4.25%收盘至 6230.6 点。

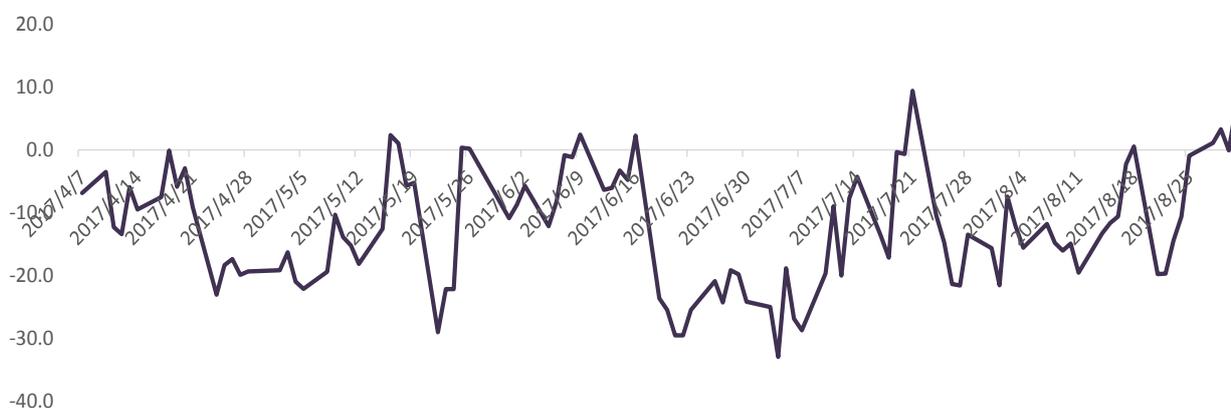
2.2 期货合约总成交量情况

截止到8月31日，IF1709合约成交了16.92万手；IF1710合约成交了5038手；IF1712合约成交了1.77万手；IF1803合约成交4052手。IH1709合约成交了12.12万手；IH1710合约成交了3985手；IH1712合约成交了1.23万手；IH1803合约成交2460手。IC1709合约成交了14.49万手；IC1710合约成交了3926手；IC1712合约成交1.08万手；IC1803合约成交2705手。

2.3 期货合约总持仓量情况

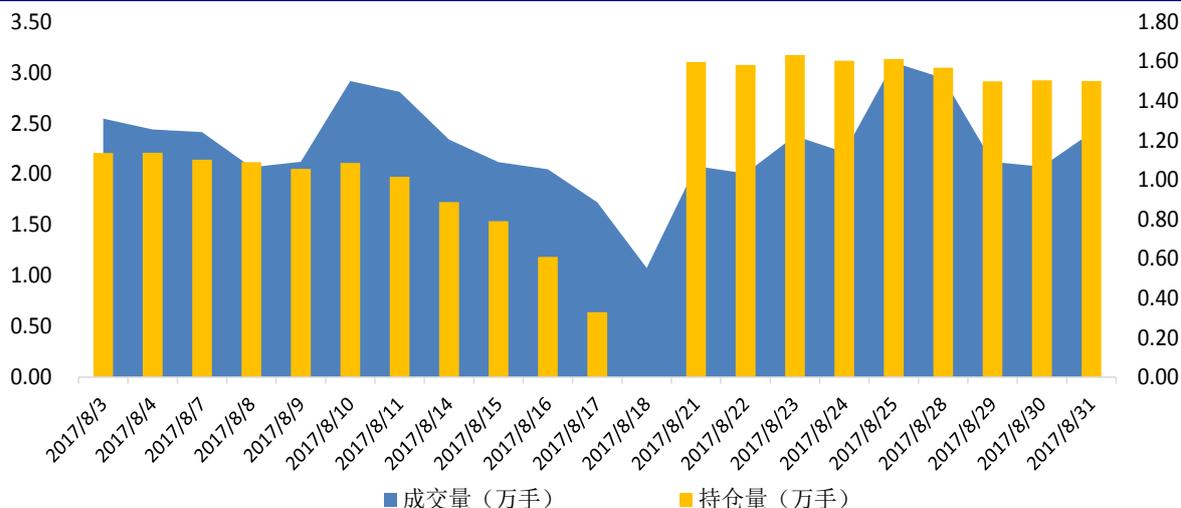
截至8月31日，合约IF1709持仓2.92万手；IF1710持仓2057手；IF1712持仓7300手；IF1803持仓1455手。合约IH1709持仓1.83万手；IH1710持仓1380手；IH1712持仓4197手；IH1803持仓988手。合约IC1709持仓2.40万手；IC1710持仓1436手；IC1712持仓5068手；IC1803持仓940手。

图3：期指IF当月合约价差变化



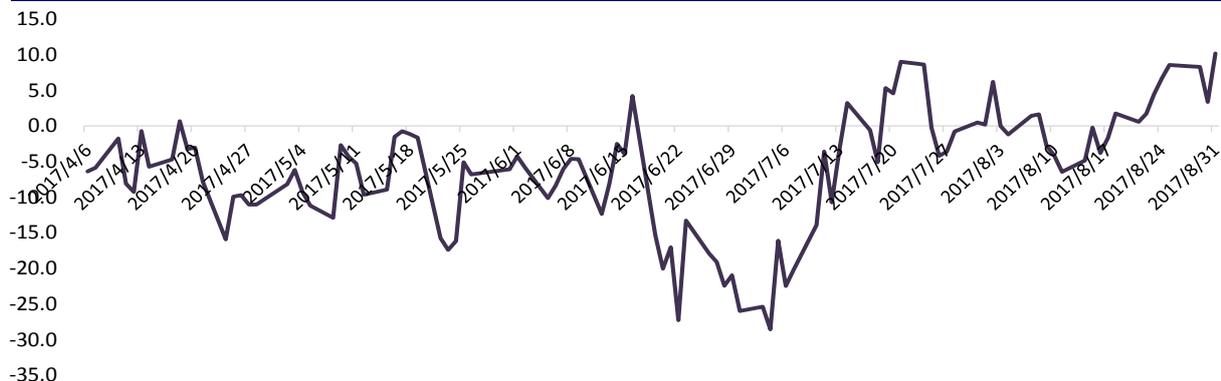
数据来源：兴证期货研发部，WIND

图4：IF当月合约本月成交持仓情况



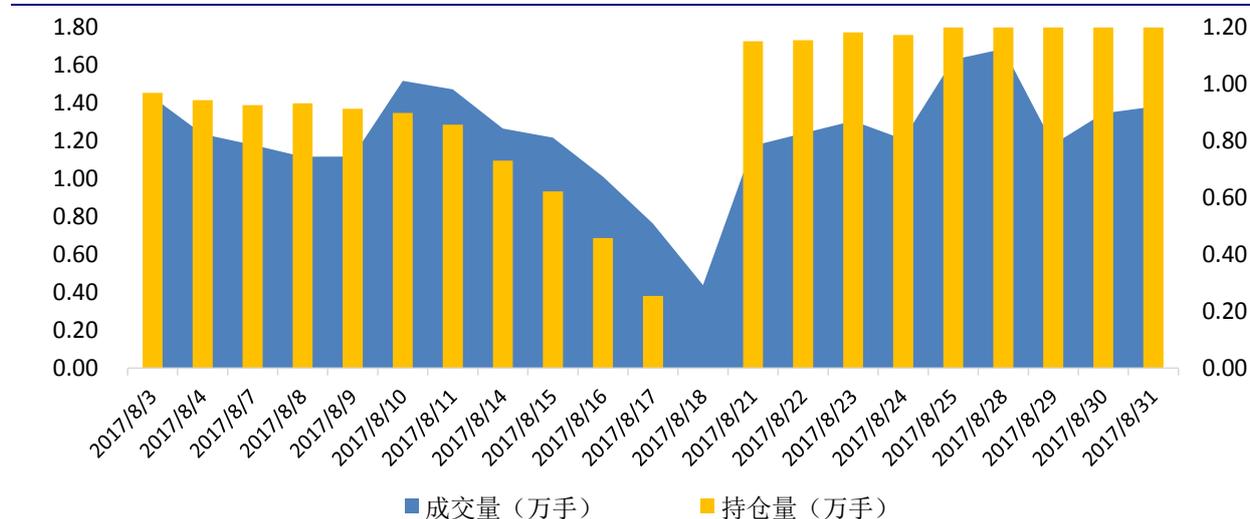
数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 5: 期指 IH 当月合约价差变化



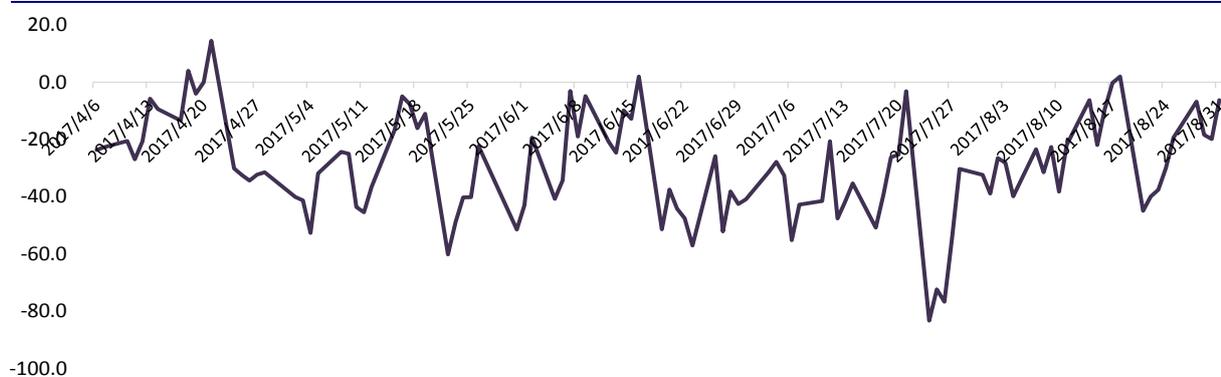
数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 6: IH 当月合约本月成交持仓情况



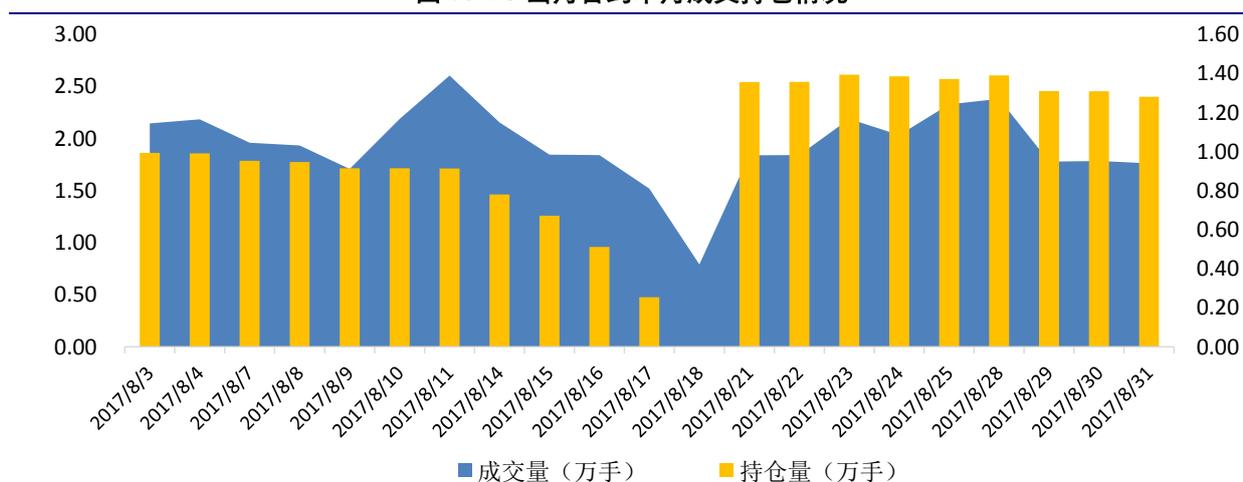
数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 7: 期指 IC 当月合约价差变化



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 8: IC 当月合约本月成交持仓情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3. 市场分析

3.1 经济基本面

从国内经济的宏观层面来看，宏观经济数据从前期高位有小幅回落，整体延续平稳态势，基本符合市场预期。

首先，从经济的三驾马车来看，消费、投资、出口均较为平稳，1-7 月社会消费品零售总额同比增长 10.4%，增速与上半年持平，从实际增速看，扣除价格因素，7 月份社会消费品零售总额增长 9.6%，比上半年实际增速提高 0.3 个百分点。1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 8.3%，增速比 1-6 月份回落 0.3 个百分点，7 月环比较 6 月增长 0.61%。出口方面，1-7 月，我国货物贸易进出口总值 15.46 万亿元人民币，比去年同比增长 18.5%，其中出口增长 14.4%，进口增长 24%；贸易顺差收窄 14.5%，整体来看 7 月份进出口增速环比 6 月份回落。三驾马车下行风险平稳趋缓，好于上半年市场预期。

PMI 数据方面，8 月份，中国制造业采购经理指数录得 51.7%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业总体保持稳中向好的发展态势，连续十一个月处于荣枯线上方。其中，生产指数及新订单指数均比上月上升，继续位于临界点之上，表明制造业生产增速有所加快，且市场需求进一步改善。原材料库存指数、从业人员指数及供应商配送时间比上月回落，且均低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续下降，企业用工量有所减少，原材料供应商交货时间也逐渐放缓。而 8 月财新中国制造业 PMI 为 51.6，前值为 51.1，连续 2 个月位于枯荣线上方，为 2 月以来最高，显示制造业整体运行良好，向好趋势与国家统计局制造业 PMI 接近，宏观制造业生产仍处于向好区间。官方非制造业商务活动指数为 53.4%，比上月回落 1.1 个百分点，继续保持在临界点之上，非制造业总体仍延续扩张态势。

工业增加值及工业企业利润有所回落，7 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，比 6 月份回落 1.2 个百分点，其中，采矿业增加值同比下降 1.3%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.8%。1-7 月全国规模以上工业企业实现利润同比增长 21.2%，增速比 1-6 月份放缓 0.8 个百分点。

物价水平方面，7月CPI同比上涨1.4%，环比上涨0.1%，走势基本平稳，食品方面，受大范围持续高温天气和区域性强降水影响，鲜菜及鸡蛋价格上涨，而鲜果价格由于时令水果大量上市而下跌，猪肉消费进入淡季价格也有所下降；非食品方面，由于暑期旅游出行人数增多，飞机票和旅行社收费价格出现上涨。整体来看，物价将延续温和平稳的态势。PPI由降转升，同比上涨5.5%，连续三个月相同；环比上涨0.2%，主要受钢材、有色金属等工业品价格上涨影响。

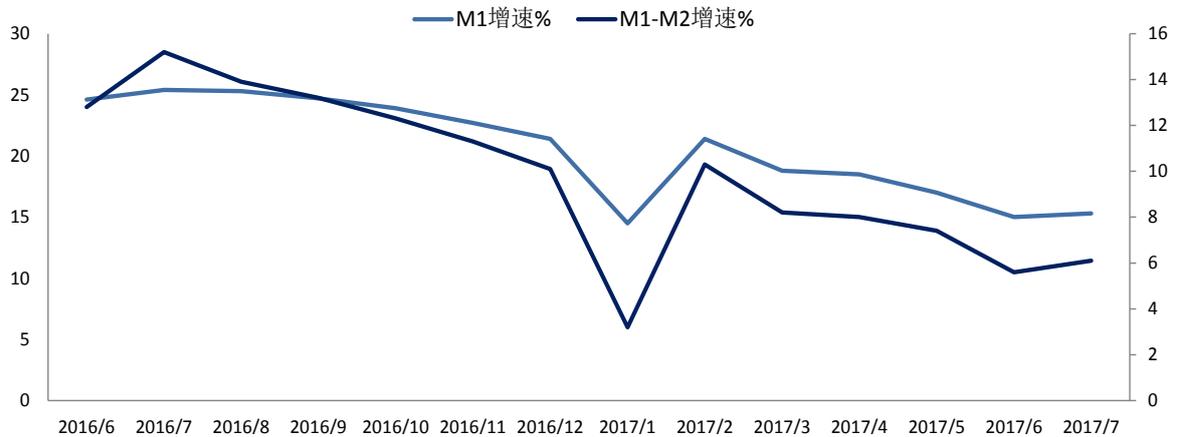
整体来看，7月宏观经济数据的回落基本符合市场预期，其中高温及强降水等天气因素对投资和生产产生较大影响，国内经济整体运行仍平稳，稳中向好态势并未改变。中长期来看宏观经济L型转型韧性较强，下行风险低于市场预期，市场延续盈利修复。

| 时间 | 事件 | 期间 | 调查 | 实际 | 前期 | 修正 |
|------------------|--|------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 07/31/2017 09:00 | 制造业采购经理指数 | Jul | 51.5 | 51.4 | 51.7 | 51.7 |
| 07/31/2017 09:00 | 非制造业采购经理指数 | Jul | -- | 54.5 | 54.9 | -- |
| 08/01/2017 09:45 | 财新中国PMI制造业 | Jul | 50.4 | 51.1 | 50.4 | -- |
| 08/03/2017 09:45 | 财新中国PMI综合 | Jul | -- | 51.9 | 51.1 | -- |
| 08/03/2017 09:45 | 财新中国PMI服务业 | Jul | -- | 51.5 | 51.6 | -- |
| 08/07/2017 16:24 | 外汇储备 | Jul | \$3074.9b | \$3080.7b | \$3056.8b | -- |
| 08/07/2017 17:10 | BoP Current Account Balance | 2Q P | -- | \$52.9b | \$18.4b | -- |
| 08/08/2017 10:08 | 出口同比人民币 | Jul | 14.80% | 11.20% | 17.30% | -- |
| 08/08/2017 10:08 | 进口同比人民币 | Jul | 22.60% | 14.70% | 23.10% | -- |
| 08/08/2017 10:08 | 贸易余额人民币 | Jul | 293.55b | 321.20b | 294.30b | -- |
| 08/08/2017 10:43 | 出口同比 | Jul | 11.00% | 7.20% | 11.30% | -- |
| 08/08/2017 10:43 | 进口同比 | Jul | 18.00% | 11.00% | 17.20% | 17.10% |
| 08/08/2017 10:47 | 贸易余额 | Jul | \$45.00b | \$46.74b | \$42.80b | \$42.82b |
| 08/09/2017 09:30 | CPI 同比 | Jul | 1.50% | 1.40% | 1.50% | -- |
| 08/09/2017 09:30 | PPI同比 | Jul | 5.60% | 5.50% | 5.50% | -- |
| 08/14/2017 10:00 | 零售销售额同比 | Jul | 10.80% | 10.40% | 11.00% | -- |
| 08/14/2017 10:00 | 社会消费品零售 | Jul | 10.50% | 10.40% | 10.40% | -- |
| 08/14/2017 10:00 | 固定资产除农村年迄今同比 | Jul | 8.60% | 8.30% | 8.60% | -- |
| 08/14/2017 10:00 | 工业产值 同比 | Jul | 7.10% | 6.40% | 7.60% | -- |
| 08/14/2017 10:00 | 工业生产 年迄今(同比) | Jul | 6.90% | 6.80% | 6.90% | -- |
| 08/15/2017 16:00 | 货币供应M2同比 | Jul | 9.50% | 9.20% | 9.40% | -- |
| 08/15/2017 16:00 | New Yuan Loans CNY | Jul | 800.0b | 825.5b | 1540.0b | -- |
| 08/15/2017 16:01 | 总融资人民币 | Jul | 1000.0b | 1220.0b | 1780.0b | 1763.9b |
| 08/15/2017 16:01 | 货币供应M0年同比 | Jul | 6.50% | 6.10% | 6.60% | -- |
| 08/15/2017 16:01 | 货币供应M1年同比 | Jul | 14.00% | 15.30% | 15.00% | -- |
| 08/16/2017 15:16 | FX Net Settlement - Clients CNY | Jul | -- | -42.8b | -92.3b | -- |
| 08/18/2017 09:30 | China July Property Prices | | | | | |
| 08/22/2017 21:00 | Conference Board China July Leading Economic Index | | | | | |
| 08/27/2017 09:30 | Industrial Profits YoY | Jul | -- | 16.50% | 19.10% | -- |
| 08/31/2017 09:00 | 制造业采购经理指数 | Aug | 51.3 | 51.7 | 51.4 | -- |
| 08/31/2017 09:00 | 非制造业采购经理指数 | Aug | -- | 53.4 | 54.5 | -- |
| 08/31/2017 09:00 | Swift全球支付人民币 | Jul | -- | 2.00% | 1.98% | -- |
| 09/01/2017 09:45 | 财新中国PMI制造业 | Aug | 51 -- | | 51.1 | -- |
| 09/05/2017 09:45 | 财新中国PMI综合 | Aug | -- | -- | 51.9 | -- |
| 09/05/2017 09:45 | 财新中国PMI服务业 | Aug | -- | -- | 51.5 | -- |
| 09/07/2017 | 外汇储备 | Aug | -- | -- | \$3080.7b | -- |

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

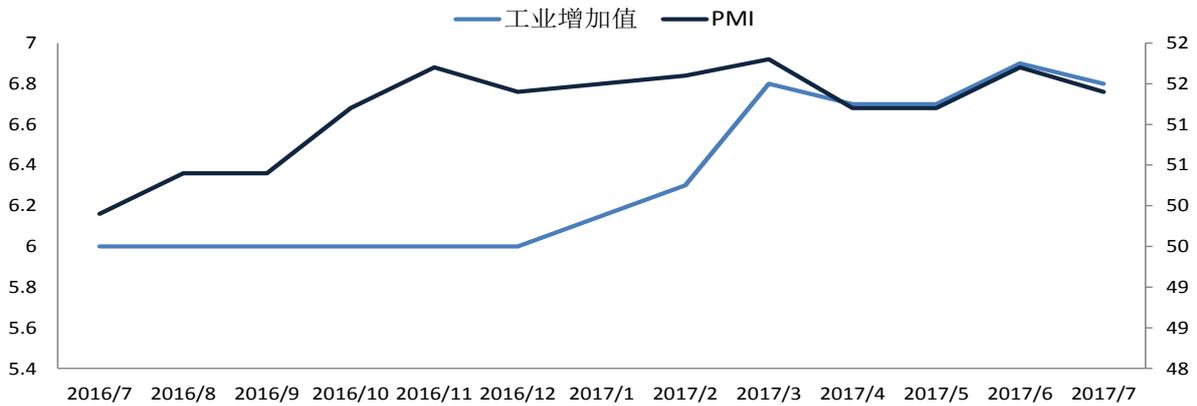
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 9: M1、M2 增速



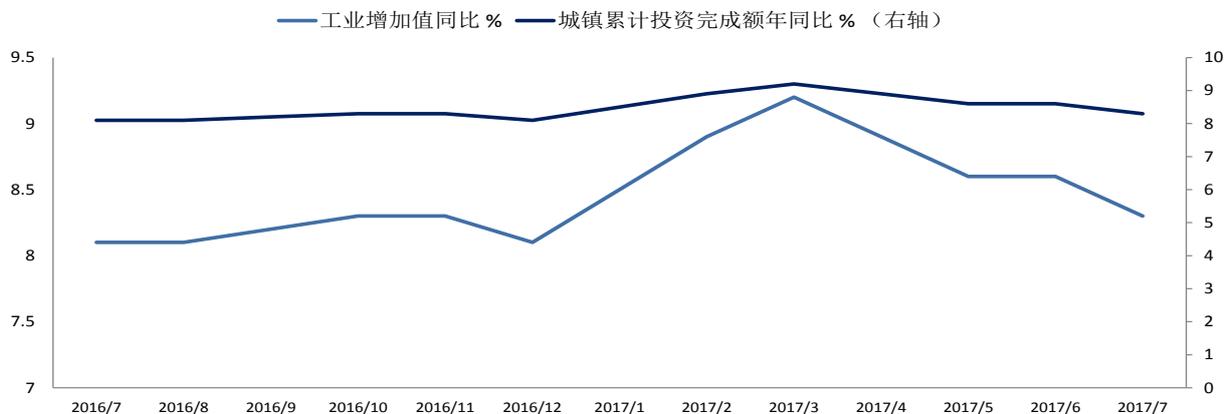
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 10: PMI 以及工业增加值 走势图



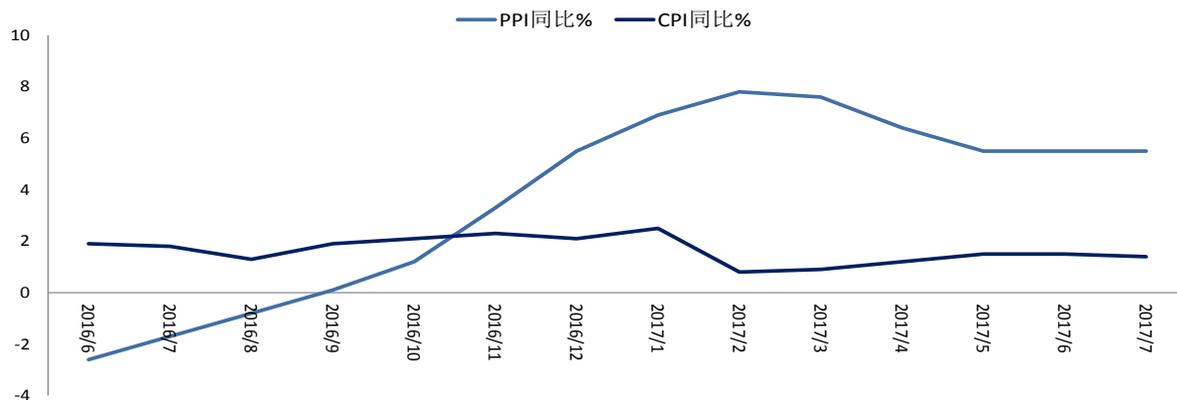
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 11: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 12: CPI 以及 PPI 走势



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

3.2 政策面

8月市场国企改革再度升温。联通混改方案正式出炉，不仅涉及的交易价款惊人，高达约780亿元，引入的战略投资者也实力雄厚，腾讯、百度、京东、阿里、苏宁云商等多家互联网巨头参与其中，此前市场存疑的联通混改涉及的非公开发行有关事项，中国证监会经与国家发展改革委等部门依法依规履行相应法定程序后，对中国联通混改涉及的非公开发行股票事项作为个案处理，适用2017年2月17日证监会再融资制度修订前的规则，认为此次混改对于深化国企改革具有先行先试的重大意义，混改推进在国家发改委的指导下势在必行。另外，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司实施联合重组，合并重组为国家能源投资集团，国电、神华旗下合计8家上市公司，重组后部分上市公司将分别承接煤炭、火电和风电资产。随着即将召开的十九大，国企改革步伐有望提速，目前市场已反应十九大预期，国企改革站上市场风口，混改和整合成为关键的两大突破点。

另一方面，供给侧改革及环保限产继续助推周期狂潮。8月中旬，第四批8个中央环保督察组全部实现督察进驻，将对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆（含新疆生产建设兵团）开展环境保护督察，这也意味着，我国今年将实现对31个省份的中央环保督察的全覆盖。同时，环保部联合六省市联合印发《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动巡查方案》，并在8月31日在京召开座谈会，贯彻落实行动方案及六个配套方案，环保决心高于市场预期，相关工业品供应受限继续推动价格提升。

市场监管仍然以防风险为主，前期上涨较猛的钢铁、煤炭及稀土等周期板块受监管层干预。针对钢铁行业，中钢协表示当前钢材期货价格大幅上涨并非市场需求拉动或是市场供给减少所致，而是一部分机构对去产能、清除“地条钢”和环保督查以及2+26城市大气污染防治计划进行了过度解读，甚至是误读，对于后续的市场行情提出了“钢价难以大幅上涨，将呈波动运行态势”的判断。同时上海期货交易所也对期货公司进行提高保证金等一系列窗口指导，表明管理层加强对黑色金属期货的风险控制。煤炭方面，发改委研究起草了《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》以及《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》，设立库存上下限可调节市场，达到供需平衡的目的，进一步发挥好库存的蓄水池和调节器作用，有利于促进煤炭价格稳定在合理区间。稀土行业也现窗口指导，国家稀土办给六大稀土集团（中铝公司、北方稀土、厦门钨业、中国五矿、广东稀土、南方稀土）下发文件，以稳定稀土市场，

业内流传的广东稀土下发的通知显示，按国家稀土办通知，鉴于目前稀土市场出现报价无序、囤货居奇的现象，要求六大稀土集团必须加强行业自律，维护行业生产经营秩序，严格按照稀土生产总量控制计划抓好生产，顺价销售产品，共同促进稀土市场健康良性发展。

中报披露 8 月顺利落幕，截至 2017 年 8 月 31 日凌晨，沪深两市 3344 家上市公司披露半年度财务报告完毕。从中报业绩来看，2017 年上半年 A 股营业收入、净利润双双呈现两位数的大幅增长，所有上市 A 股合计实现总营收 18.13 万亿元，同比增长 24.10%；合计实现净利润 1.67 万亿元，同比增长 21.12%。从分类上来看，主板公司业绩表现稳中有进，盈利能力回升明显，与中小板差距有所拉近，中小板营业收入和净利润继续保持高速增长，但创业板公司业绩增速有所下滑，盈利水平有所下降。

3.3 流动性

资金流动性方面，自 7 月下旬起流动性超预期紧张，一是由于财政存款大幅回笼紧缩，体现缴税的季节性冲击；第二，短期政策基调有所收紧，央行在公开市场连续进行净回笼操作，8 月流动性偏紧。

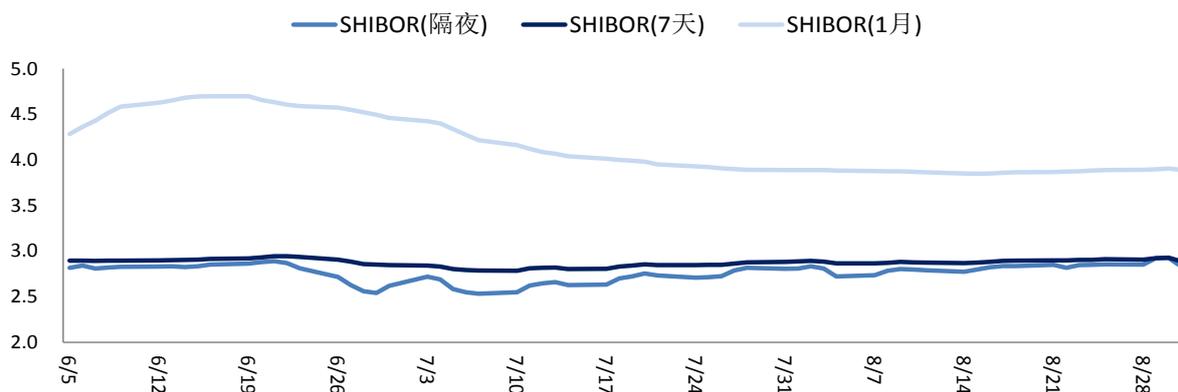
从金融数据来看，信贷数据结构继续优化。7 月末人民币贷款余额 115.4 万亿元，同比增长 13.2%，增速比上月末和上年同期均高 0.3 个百分点，其中当月人民币贷款增加 8255 亿元，同比多增 3619 亿元。7 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，比上年同期多 7415 亿元。具体来看，当月对实体经济发放的人民币贷款增加 9152 亿元，同比多增 4602 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 213 亿元，同比少减 188 亿元；委托贷款增加 163 亿元，同比少增 1612 亿元；信托贷款增加 1232 亿元，同比多增 1022 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 2039 亿元，同比少减 3079 亿元；企业债券净融资为 2840 亿元，同比多 632 亿元；非金融企业境内股票融资 536 亿元，同比少 599 亿元。7 月新增贷款虽远低于 6 月，但居民和企业中长期贷款保持快速增长，体现了信贷需求的持续回升。

货币投放方面，M2 增速继续回落。7 月 M2 同比增长 9.2%，增速比上月末和上年同期分别低 0.2 和 1 个百分点，增速再创新低，而 M1 同比增长 15.3%。虽然 M1 保持较高增速，M2 持续下滑，主要是由于金融去杠杆导致的货币派生下降，未来市场仍将中长期维持货币政策稳健中性货币以及金融监管全面加强，预计 M2 增速仍将保持较低水平。

外汇市场上，受全球恐怖袭击及朝鲜地缘政治紧张影响，美元指数持续走低，8 月人民币汇率延续反弹，7 月 31 日，人民币对美元中间价为 6.7283，8 月 31 日为 6.6010，创下自 2016 年 6 月 24 日以来新高，人民币对美元 8 月份升值 1273 点，涨幅高达 1.89%。

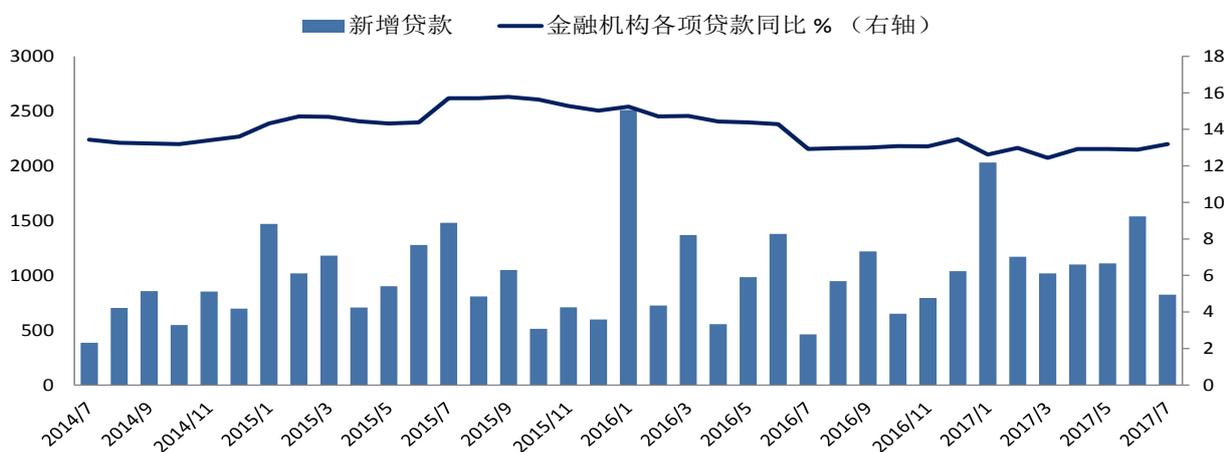
回顾 8 月市场，资金面偏紧状态，而人民币汇率近期表现较强，未来预期央行操作仍偏稳健中性，9 月处于跨季月份，且央行宣布 9 月 1 日起金融机构不得新发行期限超过 1 年的同业存单，资金面流动性维持紧平衡状态的概率较大。

图 13: 短期 SHIBOR 走势



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 14: 新增贷款和金融机构各项贷款同比增长



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2017 年 8 月 31 日，沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.45，标准差是 8.79；市净率均值是 2.56，标准差是 1.26。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 16.51，较上月有小幅上升，低于均值 0.22 个标准差；整体市净率是 1.99，也较上月小幅上升，低于均值 0.45 个标准差。

2013 年 7 月至 2014 年 7 月，AH 股溢价指数在 100 上下进行徘徊并延续回落，2014 年 8 月至 2015 年 2 月，溢价指数出现明显走强，迅速飙升到 120 点附近，这主要与股市牛市有关，2015 年 2 月至 2015 年底，指数主要在 120-150 左右震荡，从 2016 年开始，指数震荡走弱，2017 年 4 月起有小幅反弹，8 月主要在 127 至 130 之间波动；金融板块 8 月继续走强，行业指数的整体市盈率继续上升，今年 8 月涨至 11.27 左右。

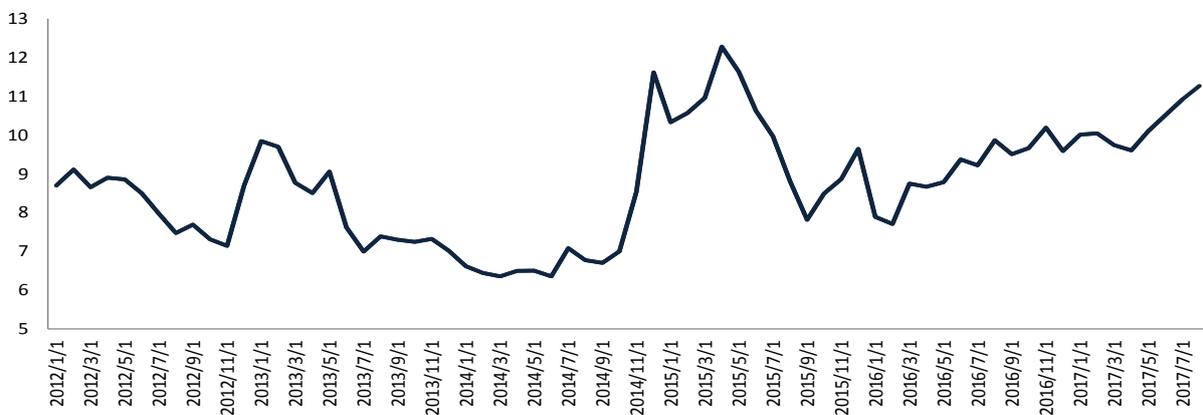
从风格表现来看，8 月大盘股的市盈率有所上升，而中小盘股市盈率也有所反弹，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 2.03 倍，估值比略有回升，这主要是因为 8 月中小盘股的阶段表现略强于大盘股。

图 15: 沪深 300 指数市盈率走势



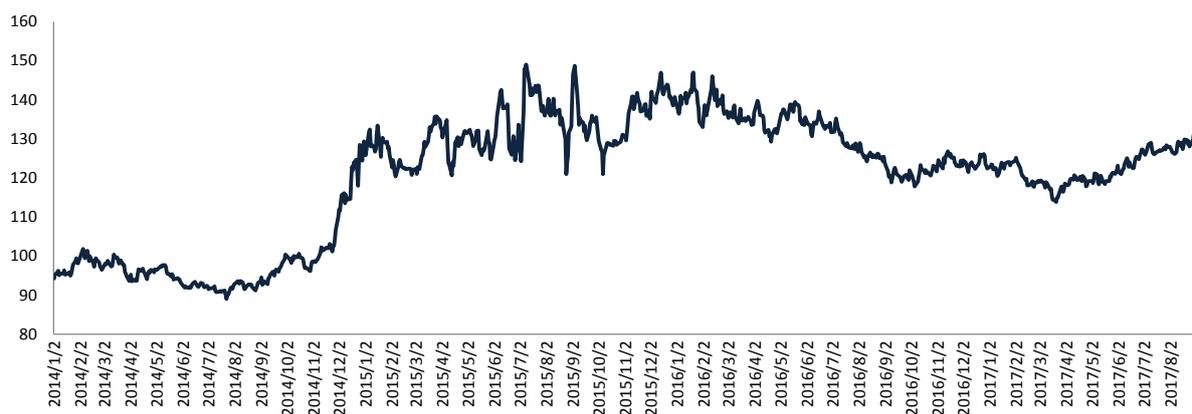
数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 16: 金融指数市盈率走势



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 17: A-H 股溢价走势



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 18: 中小盘与大盘估值比率



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

4. 总结展望

纵观八月行情，沪指整体来看先抑后扬，虽宏观经济数据高位回落，但基本面韧性较强，企业盈利向好，外部地缘政治紧张缓解叠加十九大维稳预期，投资者情绪继续回暖，周期板块与金融板块合力上涨，沪指有效突破 3300 点，延续上行趋势。

从基本面分析，宏观经济整体延续平稳态势，虽然工业增加值及规模以上工业企业利润有所下滑，但 PMI 等数据显示市场环境并未明显走弱，企业中报业绩明显提升，经济 L 型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。政策面上，联通混改落地再度点燃国企改革预期，供给侧改革及环保限产助推周期热潮，中小创股大幅释放估值风险后显低吸机会获机构增持，市场热点接力轮动。

综合来看，目前基本面好于市场预期，下方支撑力度较强，市场看涨热情回暖，热点接力轮动，价值及成长股形成共振，放量突破 3300 点后打开上行空间。中报披露完毕，业绩盈利主导市场，叠加十九大维稳预期，股票市场机会大于风险，建议继续股票多头思路配置业绩向好股，把握盈利修复机会。

短期来看，沪指突破 3300 点后继续上行，近两周涨幅较大，需要高位震荡消化，前期涨幅较大板块恐有回调，但震荡上行趋势未改。期指方面，前期基差贴水大幅修复，显示市场向好预期，目前三大期指主力合约均转为小幅升水状态，且 IH 各大合约均呈现升水排列，IF 及 IC 远月贴水仍有修复空间，建议继续持多。跨品种套利方面，近期市场全线反弹，价值及成长共振，风格切换周期缩短，跨品种套利风险可能大于单边操作。仅供参考。

8 月期债略偏强震荡，9 月或偏弱震荡

2017 年 9 月 4 日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

高歆月

从业资格号：F3023194

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8 月期债在经济数据由强转弱，物价略不及预期，监管政策由预期转向逐步落地，商品价格较大幅走高对债市情绪影响偏负面，抬高未来 CPI 预期，同时资金面从 8 月中下旬超预期偏紧叠加央行连续净回笼，国债一级市场需求转弱的共同影响下，呈现先震荡走弱后反弹的走势，五年期国债期货主力合约移仓 TF1712，收于 97.715 元，月跌 0.05 或 0.03%，十年期国债期货主力合约移仓 T1712，收于 94.85 元，月涨 0.06 或 0.13%；现券方面，5 年期国债收益率上行 5bp 至 3.61%，10 年期国债收益率上行 0bp 至 3.63%。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，CPI 维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，央行公布“将拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核，对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。”并在 8 月 31 日“决定自 2017 年 9 月 1 日起，将同业存单的期限明确为不超过 1 年，取消 2 年和 3 年期同业存单，此前已发行的 1 年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。”，同时货币基金新规落地，限制定制货基，提取风险准备金控制扩张速度，国外美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，9 月资金面或整体比 8 月略偏紧，资金利率可能维持在高位；从供给端看，国债供给有所增加，且 8 月份信用债取消发行规模同比扩大。从需求端看，一级市场需求转弱，中标利率持平或高于二级市场收益率，且投标倍数降低。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

1. 现货市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求转弱，国债发行增加

8月利率债(国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债)总供给规模为33437.65亿元,较上月增加3651.27亿元,其中地方债供给规模为4697.35亿元,较上月大幅减少3755.73亿元,下半年地方债发行规模和速度或将加快;国债发行规模合计为9337.3亿元,较上月大幅增加,大部分期限国债投标倍数较低,显示一级市场需求有所减弱,中标利率与二级市场相差不大。

图 1: 2015 年来利率债月度供给规模 (亿)

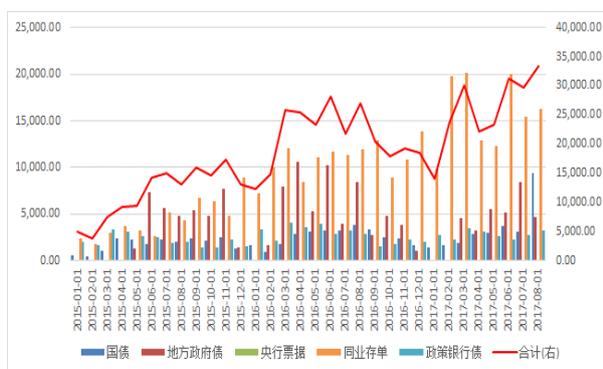


图 2: 月度国债一级市场发行

| 发行起始日 | 债券简称 | 发行规模(亿) | 发行期限(年) | 票面利率(%) |
|------------|------------|----------|---------|---------|
| 2017-08-31 | W1171701 | | 1.00 | 3.33 |
| 2017-08-31 | W1171810 | | 10.00 | 3.59 |
| 2017-08-25 | 17 贴现国债 41 | 100.40 | 0.25 | 2.90 |
| 2017-08-29 | 17 特别国债 02 | 2,000.00 | 10.00 | 3.62 |
| 2017-08-29 | 17 特别国债 01 | 4,000.00 | 7.00 | 3.60 |
| 2017-08-23 | 17 附息国债 16 | 360.00 | 3.00 | 3.46 |
| 2017-08-18 | 17 贴现国债 40 | 100.00 | 0.25 | 2.81 |
| 2017-08-18 | 17 附息国债 15 | 286.30 | 30.00 | 4.05 |
| 2017-08-16 | 17 附息国债 13 | 360.00 | 7.00 | 3.57 |
| 2017-08-11 | 17 贴现国债 39 | 100.00 | 0.50 | 3.22 |
| 2017-08-11 | 17 贴现国债 38 | 100.00 | 0.25 | 2.81 |
| 2017-08-09 | 17 附息国债 14 | 363.50 | 5.00 | 3.47 |
| 2017-08-09 | 17 附息国债 12 | 282.50 | 2.00 | 3.62 |
| 2017-08-04 | 17 贴现国债 37 | 100.00 | 0.25 | 2.92 |
| 2017-08-02 | 17 附息国债 18 | 360.70 | 10.00 | 3.59 |
| 2017-08-02 | 17 附息国债 17 | 363.90 | 1.00 | 3.33 |
| 2017-08-10 | 17 储蓄 08 | 230.00 | 5.00 | 4.22 |
| 2017-08-10 | 17 储蓄 07 | 230.00 | 3.00 | 3.90 |
| | 合计 | 9,337.30 | | 3.58 |

数据来源：兴证期货研发部，WIND

1.2 国债现券市场：二级市场大多数期限国债收益率上行

7月除1年期国债收益率下行外,其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的上行,长端上行幅度大于短端,收益率曲线继续走陡。主要原因是资金面超预期偏紧,一级市场发行利率走高和认购倍数走低表明需求转弱,叠加7月经济数据回落和物价数据略不及预期,监管政策逐步落地,大多数期限国债收益率震荡小幅走高,特别是长期国债上行幅度约10bp。具体从月度数据来看,1Y期下行1bp至3.39%,3Y期上行7bp至3.58%,5Y期上行5bp至3.61%,7Y期上行4bp至3.70%,10Y期上行0bp至3.63%,15Y期上行9bp至4.11%,20Y期上行11bp至4.14%。

图 3：2017 年 8 月国债利率期限结构变化

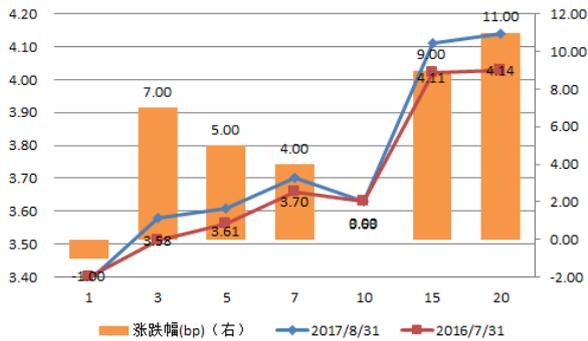


图 4：关键年限国债收益率走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2. 期货市场回顾

2.1 期债整体略偏强震荡

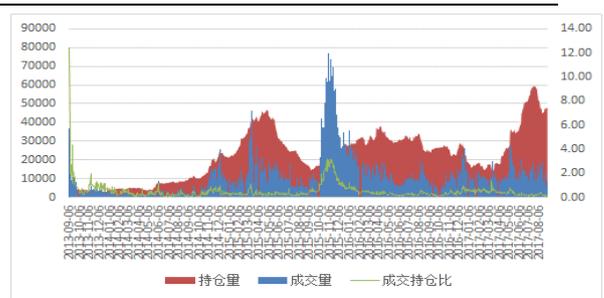
截止到 8 月 31 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1709 收于 97.385 元，月涨 0.055 元或 0.05%；主力合约 TF1712 收于 97.715 元，月跌 0.05 或 0.03%；隔季合约 TF1803 收于 97.64 元，月跌 0.015 或 0.02%；成交方面，主力合约 TF1712 成交量日均 7010 手，三个合约日均成交 11949 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 TF1712 持仓量为 46411 手，三个合约持仓达到 48287 手，较上月底较大幅减少 9442 手。十年期国债期货近交割月合约 T1709 收于 94.56 元，月跌 0.155 元或 0.13%；主力合约 T1712 收于 94.85 元，月涨 0.06 或 0.13%；隔季合约 T1803 收于 94.86 元，月涨 0.055 或 0.10%；成交方面，主力合约 T1712 成交量日均 25874 手，三个合约日均成交 37212 手；持仓方面截止到 8 月 31 日，主力合约 T1712 持仓量为 59774 手，三个合约持仓达到 62753 手，较上月底较小幅减少 1380 手。

整体来看，期债走势先偏弱震荡后反弹，月度来看五年期债和十年期债有所分化，五年略偏弱震荡，十年略偏强震荡，主要原因一是公布的经济数据由强转弱，7 月 CPI 和 PPI 略不及预期，二是监管政策由预期转向逐步落地，三是商品价格较大幅走高对债市情绪影响偏负面，抬高未来 CPI 预期，四是资金面从 8 月中下旬超预期偏紧叠加央行连续净回笼，国债一级市场需求转弱，8 月期债走势强于现券，导致大多数活跃券基差走低，会存在阶段性的正套机会。

图 5：5 年期国债期货价格走势



图 6：5 年期国债期货成交与持仓

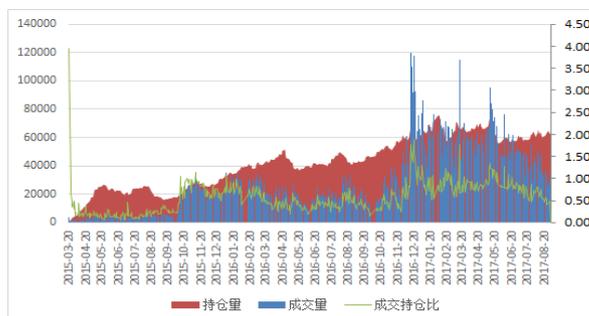


数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 7：10 年期国债期货价格走势



图 8：10 年期国债期货成交与持仓



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.2 期现对比：期现利差负向有所扩大

从 8 月份的期现利差来看，随着 8 月国债期货价格先下后上，而现券价格走势弱于期货，合约 TF1712 的期现利差较之上个月负向扩大，合约 T1712 的期现利差较之上个月小幅收窄，8 月期债升水幅度有所扩大，即期债价格涨幅大于现券价格涨幅。

图 9：TF1712 期货结算价与期现利差



图 10：T1712 期货结算价与期现利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

注：期现利差=期货价格对应标准券的收益率-5 年期国债收益率

2.3 期现套利机会

根据活跃 CTD 券的价格可以推算出期货的理论价格，与期货的实际价格做对比，如果二者相差比较大，就有期现套利的机会。但是在实物操作中，更加倾向于利用 CTD 券的 IRR 来判断期现套利机会，当 IRR 明显大于融资成本（如 R007）时，就有期现套利的机会（买现券，抛期货）。

从 8 月份 TF1712 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡走高，而 R007 也震荡走高，在 8 月份 TF1712 合约有正向期现套利机会；从 8 月份主力合约 T1712 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 波动范围较大，而 R007 震荡走高，在 8 月上半个月 T1712 有正向期现套利机会。

图 11: 近期 TF1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

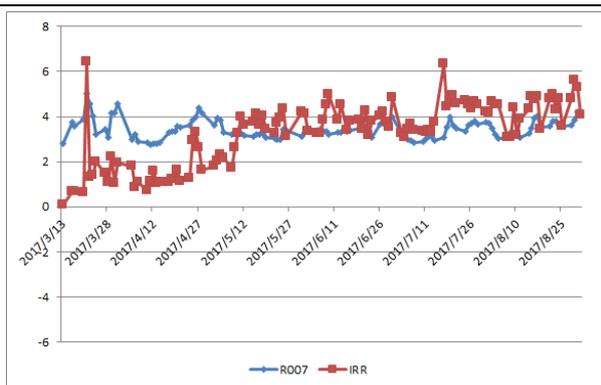
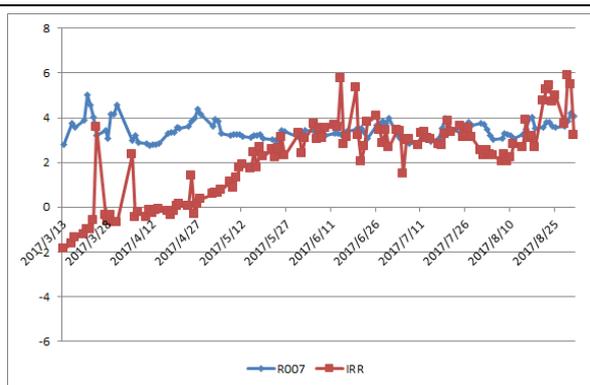


图 12: 近期 T1712 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.4 活跃券基差走势

TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、170007.IB 和 170014.IB 的基差震荡走低，适宜做空基差；T1712 合约的活跃券 160010.IB 和 160023.IB 基差先收窄后跳升，适宜先做空基差然后及时止盈，160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB 和 170018.IB 的基差震荡走低，适宜做空基差。

图 13: TF1712 活跃券基差走势

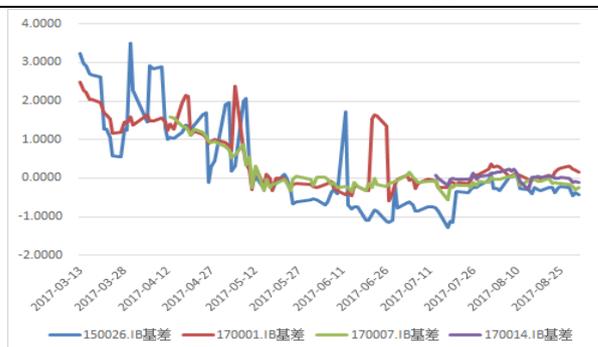
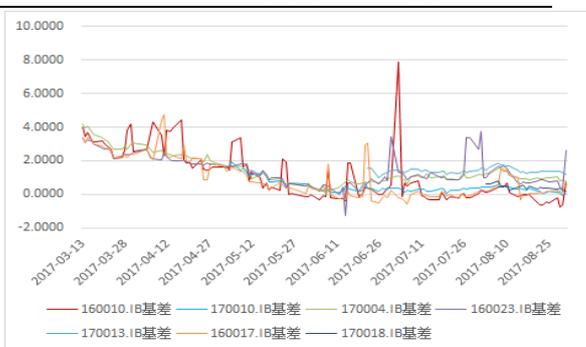


图 14: T1712 活跃券基差走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

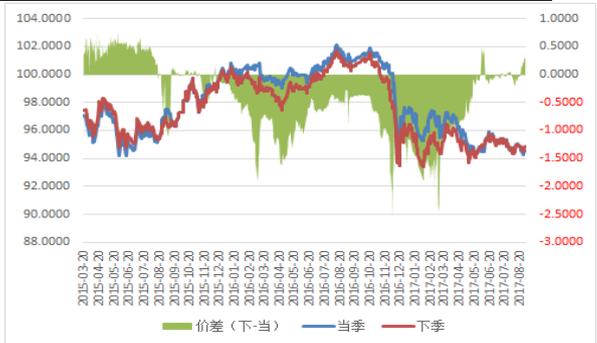
2.5 跨期价差分析

在 8 月份，国债期货完成移仓换月，五年期债主力合约切换为 TF1712 合约，推荐的多下空当策略止盈；十年期债主力合约切换为 T1712 合约，推荐的多下空当策略止盈。

图 15: TF 当季、下季及二者价差走势



图 16: T 当季、下季及二者价差走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

2017 年 8 月份，中国官方制造业 PMI 为 51.7%，较上月上行 0.3%，超出市场预期，表明经济韧性仍强。官方 PMI 数据分项来看，生产指数和新订单指数为 54.1%和 53.1%，分别比上月上升 0.6%和 0.3%，供需持续扩张，但供给增速大于需求；新出口订单指数和进口指数为 50.4%和 51.4%，分别比上月回落 0.5%和上升 0.3%，出口增速继续放缓，可能与美国等复苏放缓有关；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 65.3%和 57.4%，分别比上月上升 7.4%和 4.7%，表明原材料端价格上涨比产品端上涨更为显著，主要原因是环保限产导致市场对原材料价格上涨的预期，可持续需观察。8 月财新 PMI 为 51.6%，较上月上行 0.5%，连续第三个月上升，调查显示 8 月中国制造商新接业务总量有可观增长，增速为 37 个月以来最高，受访厂商反映，海外需求回升是促使新订单增长的主要动力，月内新增出口销量录得 2010 年 3 月以来的最高增速。从已经公布的数据来看，短期经济表现出韧性，但可持续性依然待观察。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 7 月继续回落，商品房销售面积增速放缓，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或震荡回落；7 月份基建投资增速小幅回落，目前基建对经济支撑力度仍在；7 月份制造业投资增速放缓，从投资角度来看，短期经济仍表现出韧性；消费增速出现小幅回落；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏放缓，进出口增速出现较大幅度回落，贸易顺差继续小幅增加。

图 17: 中国制造业 PMI

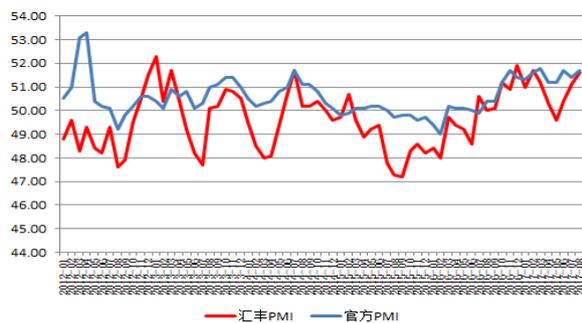


图 18: 工业增加值



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 19: 房地产投资与商品房销售

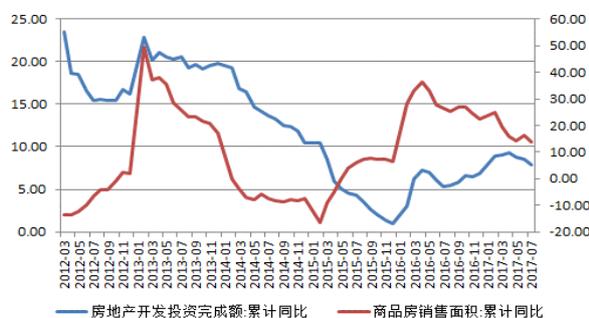


图 20: 基建投资增速与制造业投资增速

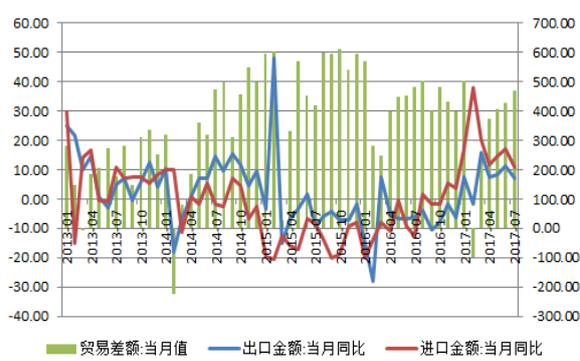


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 21: 消费增速



图 22: 进出口增速



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

通胀方面, 7 月份 CPI 为 1.4%, 较上月下行 0.1%, 略超市场预期, PPI 为 5.5%, 持平于上月, 略不及市场预期, 蔬菜价格继续回升, 速度有所放缓, 猪肉价格继续下行, 但下行速度开始放缓, 猪价是 CPI 维持低位的主要原因, 而从 8 月 PMI 数据中的购进价格指数来看, 预计 8 月 PPI 同比或反弹, 环比或较大幅度上行, 8 月 CPI 或小幅上行。

图 23: CPI 与 PPI

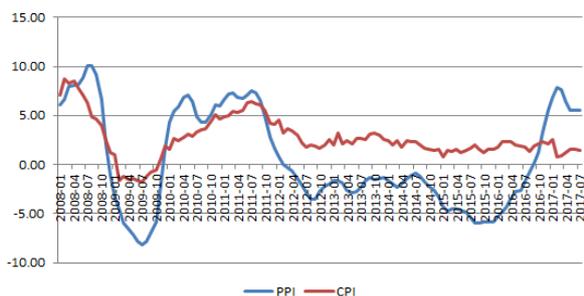
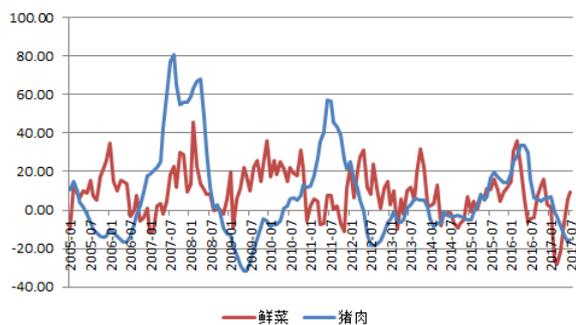


图 24: 蔬菜与猪肉价格同比



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2017 年 7 月新增贷款 9152 亿元，较上月减少 5322 亿元，债券融资为 2840 亿元，比上月增加 3088 亿元，信用债发行开始恢复正常，融资规模转正；M2 同比增 9.2%，较上月继续小幅减少 0.2%，M1 小幅上升 0.3% 至 15.3%，导致 M1-M2 的剪刀差有所扩大。

图 25: M1 与 M2 增速

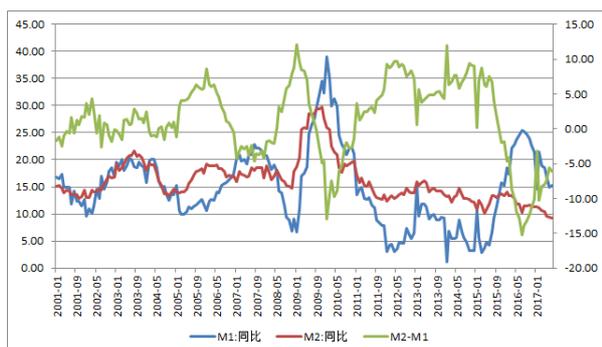
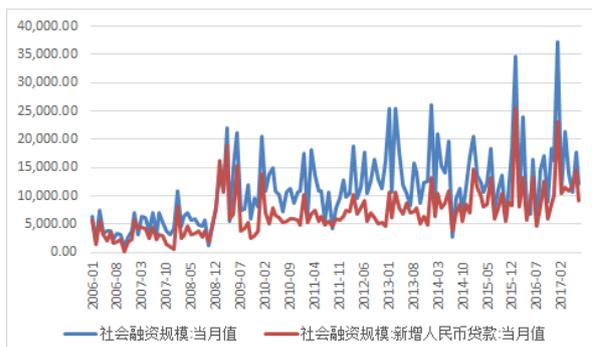


图 26: 社融规模及新增人民币贷款



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 政策面：去杠杆，防风险，下半年监管将继续

国内货币政策的基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”，由于超储率较低，资金面仍将呈现阶段性紧张；央行在二季度货币政策执行报告中公布“将拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核，对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。”并且在 8 月 31 日公告，“决定自 2017 年 9 月 1 日起，将同业存单的期限明确为不超过 1 年，取消 2 年和 3 年期同业存单，此前已发行的 1 年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。”，同业存单纳入同业负债监管落地，由于距离正式考核有接近半年的时间整改且 1 年及以上期限存单本身发行量很小，目前对市场负面影响不大，但中长期看会对债市需求带来不利影响；国外主要经济体货币政策倾向于逐步收紧，目前处于观望期，对国内货币政策仍形成压力，关注美联储 9 月缩表，而 12 月是否继续加息可能取决于美国经济和通胀水平。

3.3 资金面：8月资金面超预期偏紧，9月或维持高位

8月资金面在中下旬超预期偏紧，主要原因是在超储率处于1%附近低位，外汇占款改善有限和央行维持资金面紧平衡的政策基调下，由于缴税、缴准、地方债发行和央行持续净回笼等带来扰动，资金利率在较长时间维持高位，超出市场预期，特别是8月中下旬R007-DR007利差维持在20-30bp左右的高位，显示非银资金成本更高。从质押式回购利率来看，隔夜上行18bp至3.16%，7天上行46bp至4.07%，14天上行47bp至4.65%，1M上行36bp至4.4%；从shibor利率变动来看，月度隔夜和14天期上行2bp左右，7天和1M变化不大，而3M大幅上行10bp。9月份有7930亿元公开市场操作到期，其中有2830亿元MLF到期，预计央行将在OMO上进行对冲操作，9月资金利率可能维持高位。

图 27：质押式回购利率月度变动

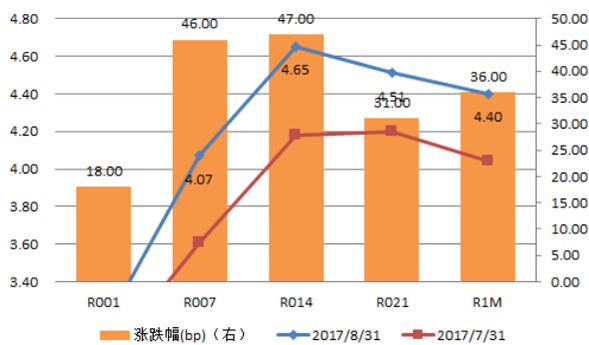
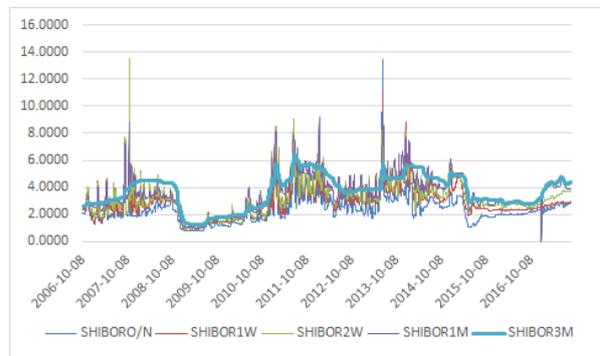


图 28：关键期限 shibor 走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

综上所述，从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价绝对值维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，央行公布“将拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核，对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求。”并且在8月31日公告，“决定自2017年9月1日起，将同业存单的期限明确为不超过1年，取消2年和3年期同业存单，此前已发行的1年期（不含）以上同业存单可继续存续至到期。”同时货币基金新规落地，限制定制货基，提取风险准备金控制扩张速度，国外美联储9月大概率将缩表，12月是否加息存在不确定性；从资金面看，8月资金面在中下旬超预期偏紧，9月资金面或整体比8月略偏紧，资金利率可能维持在高位；从供给端看，国债供给有所增加，且8月份信用债取消发行规模同比扩大。从需求端看，一级市场需求转弱，中标利率持平或高于二级市场收益率，且投标倍数降低。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多TF空T(2:1)）或在超调时逢低建仓。

高价或使 9 月需求不再给力

2017 年 9 月 4 日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

韩 惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

联系人: 李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

内容提要

铁矿石:

虽然 7 月铁矿到港量减少, 但 8 月整体市场仍然处于供大于求的状态, 钢厂在 8 月采购铁矿的热情有所下降, 使得钢厂内部铁矿可用天数出现小幅的下滑。铁矿近期走势还是跟随钢材偏向强势, 8 月中旬粗钢日均产量新高, 说明对铁矿的需求仍然是增加的。预计 9 月铁矿石走势可能随着钢材而动。如果企业重新备库, 铁矿可用天数上升, 则价格会继续走强。

螺纹钢:

8 月螺纹期货总体走势为冲高后高位震荡的态势。

螺价格在高位震荡之后, 由于整体市场仍然偏向乐观, 本钢高炉烧穿的事件影响了整体市场情绪, 9 月 1 日期螺再创新高。笔者前期判断错误。

看数据的变化, 社会库存继续回升, 上海线螺成交回落至 2.6 万吨, 表内生产数据创出历史新高。

期货走势受到连续三天都爆出的生产事故, 以及环保减产影响, 创出新高。但基本面数据并不支持。

笔者认为高炉起火事件虽然偶发, 也是说明目前钢厂的生产积极性非常高, 这也促使 8 月中旬粗钢产量历史新高, 同时社会库存和钢厂库存增加说明生产出来的产品已经能供应需求了。但是市场乐观的气氛和看多的预期非常强烈, 对取暖季限产的恐惧, 使得市场低位接多的兴趣非常浓厚, 也使得价格向下承接力度较强。

建议投资者观望。

笔者预计 9 月螺纹钢可能面对真实的需求, 在供应回升的基础上, 如果高位需求乏力, 价格可能会走出偏弱的走势。

1.行情回顾

8月份铁矿石冲高震荡，截至8月31日，I1801收于573元/吨，月涨25.5元/吨，涨幅4.66%。月末持仓量为159.1万手。

螺纹钢冲高后高位震荡，截至8月31日，RB1801收于3927元/吨，月涨331元/吨，涨幅9.20%。月末持仓量为362.3万手。

图 1：铁矿石主力 I1801 合约行情走势



数据来源：兴证期货研发部，文华财经

图 2：螺纹钢主力 RB1801 合约行情走势



数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.铁矿石基本面分析

2.1 现货价格

铁矿石港口现货小幅上涨。8月31日，青岛港澳澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于580元/吨，月环比涨65元/吨。唐山66%铁精粉价格上涨17元/吨，至535元/吨。

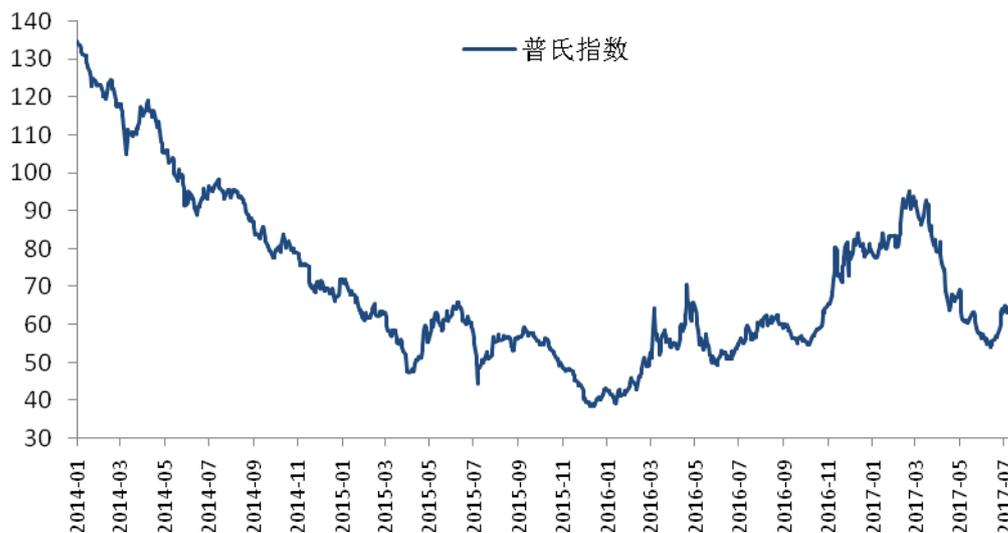
图3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

普氏指数8月31日报收于77.1美元/吨，环比上月涨3.1美元/吨，涨幅4.2%。

图4：普氏指数（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.2 国产原矿复产进程放缓

2017年1-6月，国内铁矿石原矿累计生产7.5亿吨，同比去年增7.7%，其中7月份同比减幅0.93%。

图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

9月1日，国内矿山铁精粉库存71万吨，与上月底略微下滑4万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

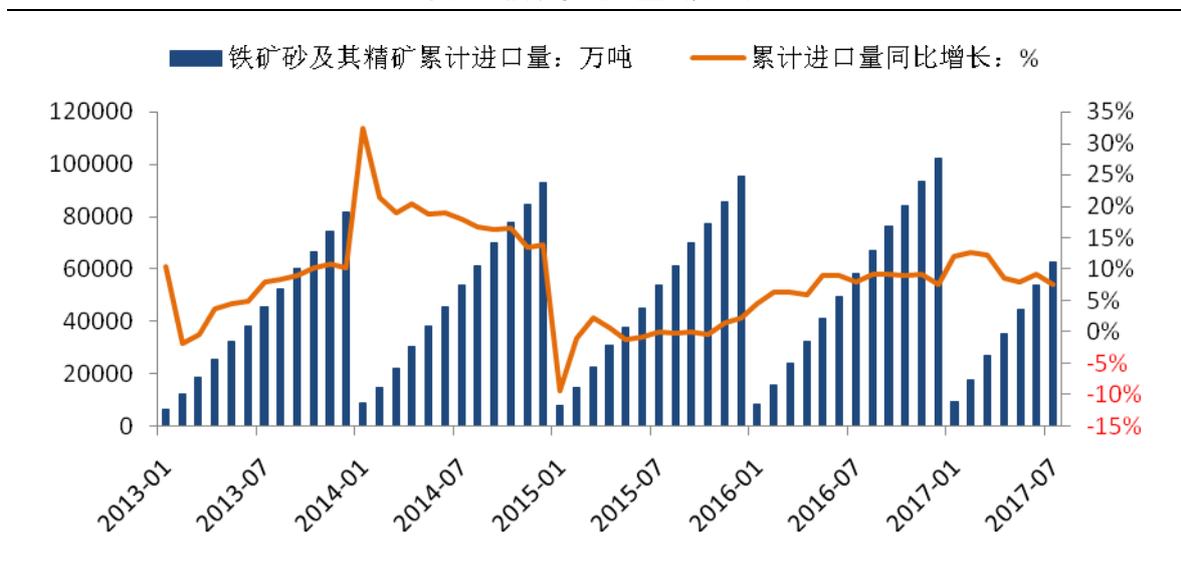


数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.3 铁矿进口量小幅回落

2017年7月份进口铁矿砂及其精矿8625万吨，同比减少2.43%，1-7月累计进口6.3亿吨，同比去年增加7.45%。

图7：铁矿石进口量（万吨）

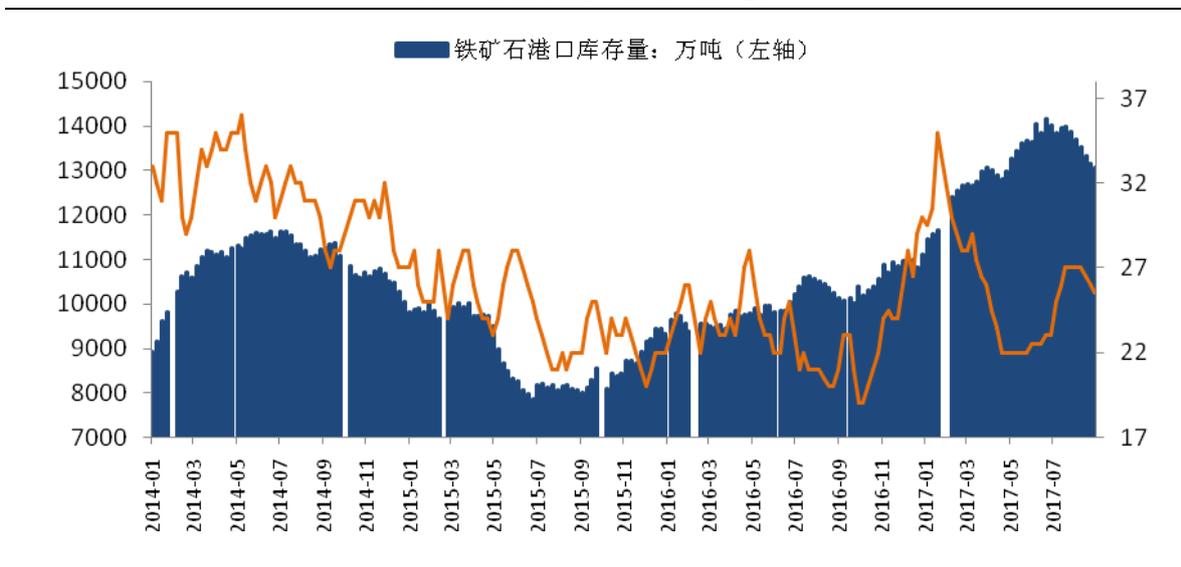


数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.4 港口库存小幅下滑

9月1日，港口库存13078吨，比6月末下降808万吨。钢厂的进口矿库存可用天数25.5天，环比减少1.5天。

图8：铁矿石港口库存（万吨）



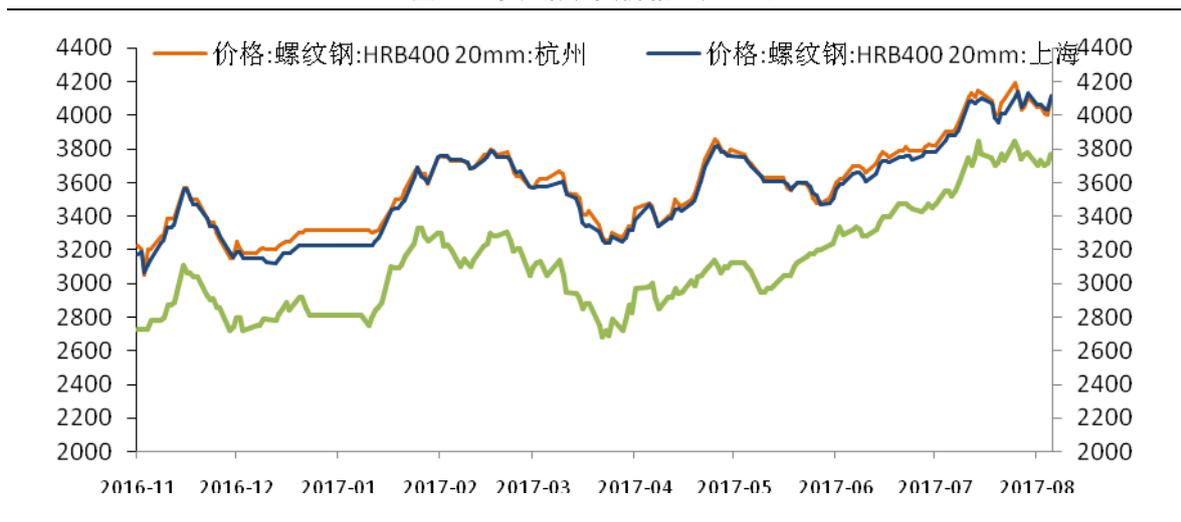
数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢价强势

截至8月31日，上海螺纹钢收于4030元/吨，月涨180元/吨。杭州螺纹钢收于4000元/吨，月涨100元/吨。

图9：螺纹钢现货价格（元/吨）

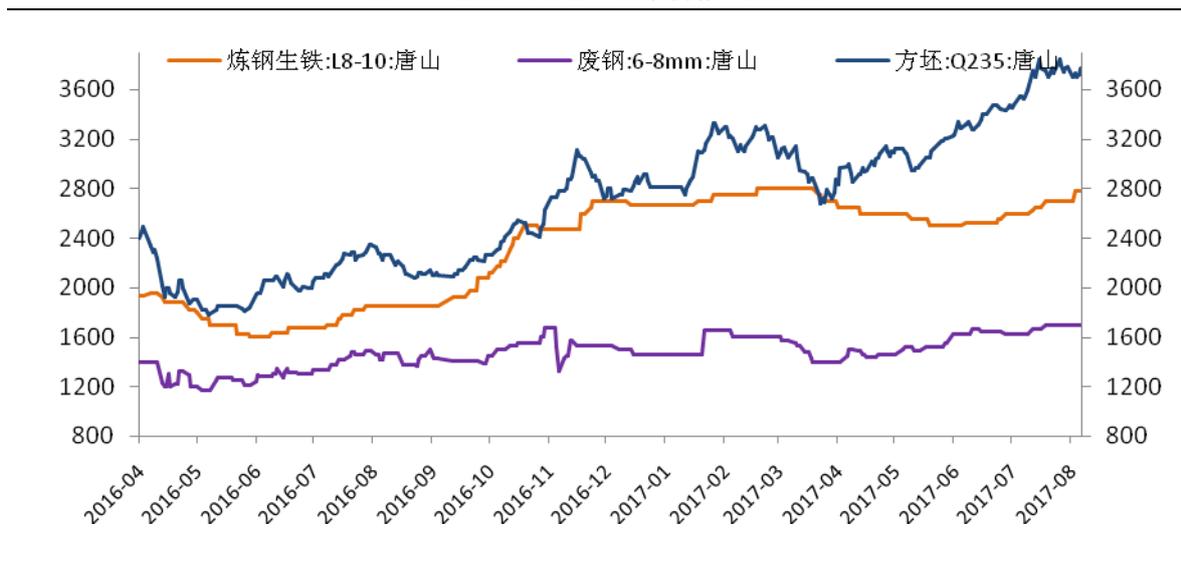


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 废钢价格稳定

钢坯收于3770元/吨，月涨220元/吨。生铁价格涨180元/吨，至2780元/吨。废钢价格涨80，收于1700元/吨。

图10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

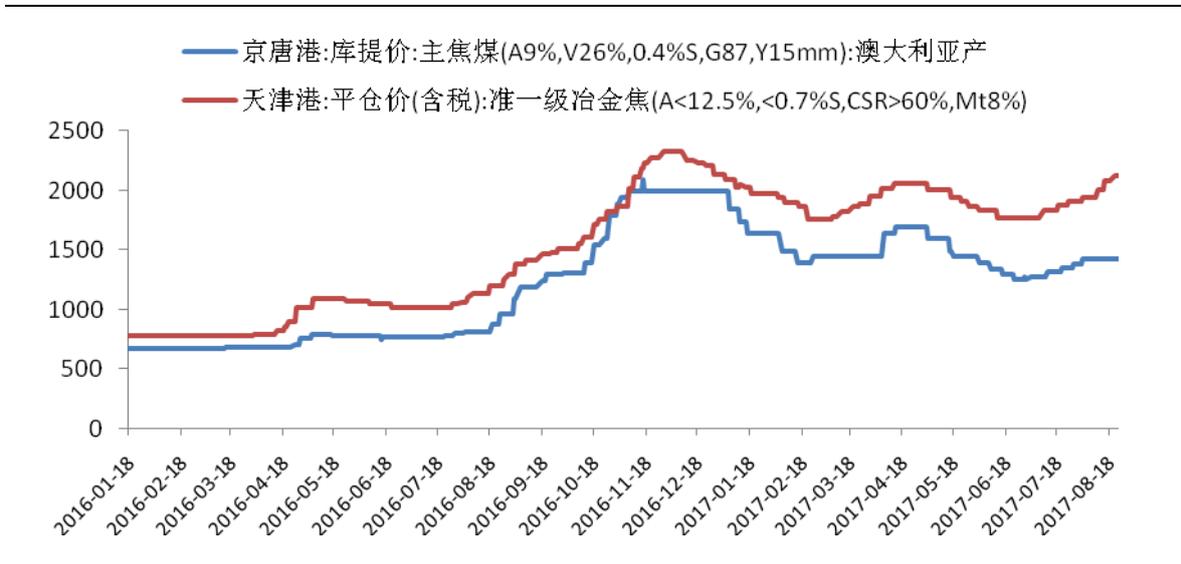


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 焦煤、焦炭现货走强

京唐港焦煤收于 1440 元/吨，月环比上涨 60 元/吨。天津港焦炭涨 325 元/吨，至 2225 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

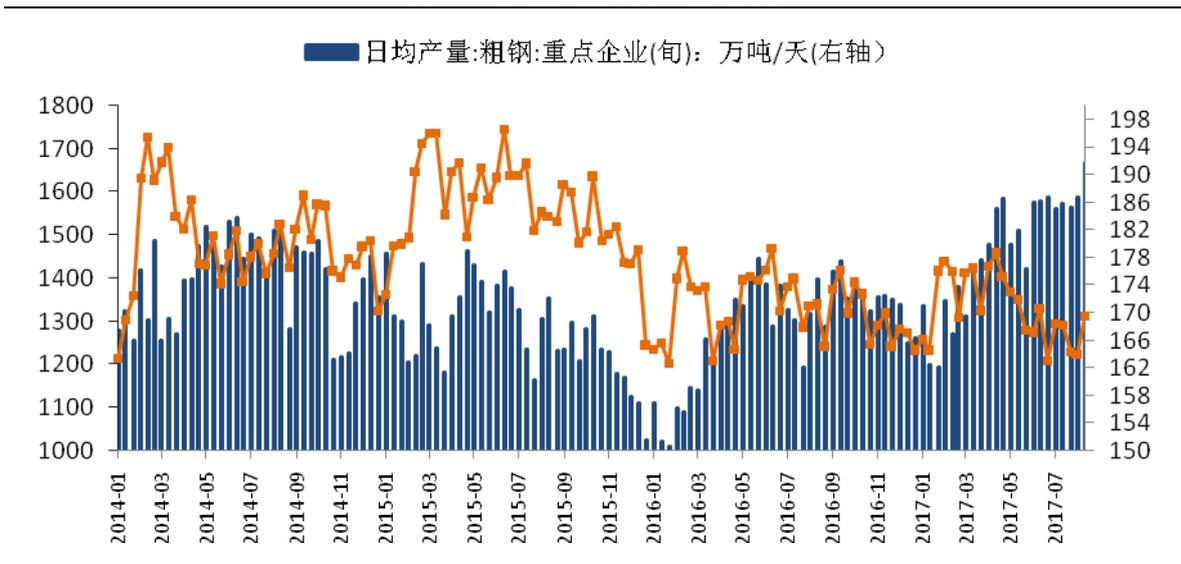


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.4 钢厂生产新高

2017 年 8 月中旬重点钢企粗钢日产 191.71 万吨，旬环比增加 4.91 万吨，增长 2.63%；重点企业库存 1313.42 万吨，旬环比增加 91.01 万吨

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

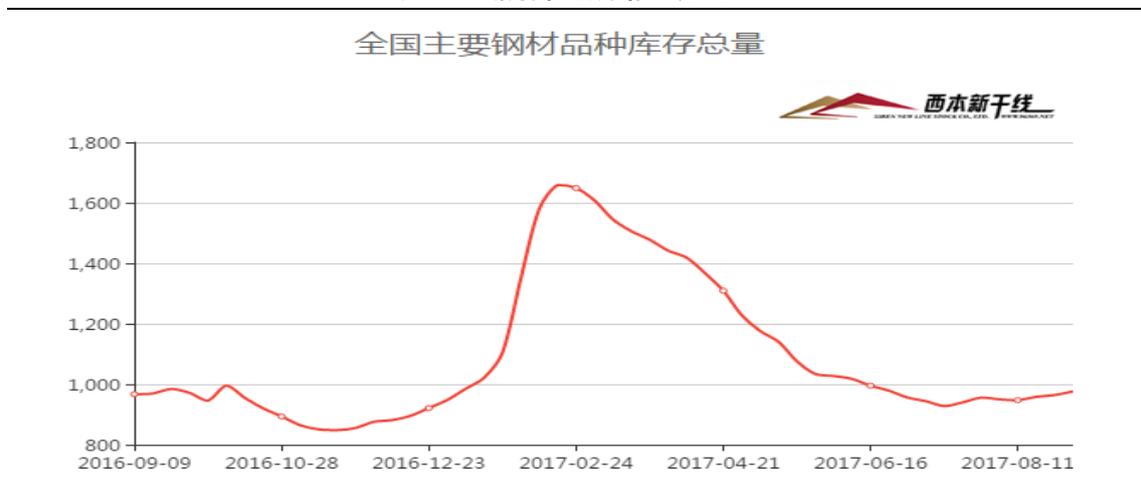


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.5 钢材社会库存回升

截至 9 月 1 日，全国主要钢材品种库存总量为 976.25 万吨，8 月中旬开始钢材社会库存连续回升。有些品种如螺纹钢社会库存回升速度较快。

图 13: 钢材社会库存 (万吨)

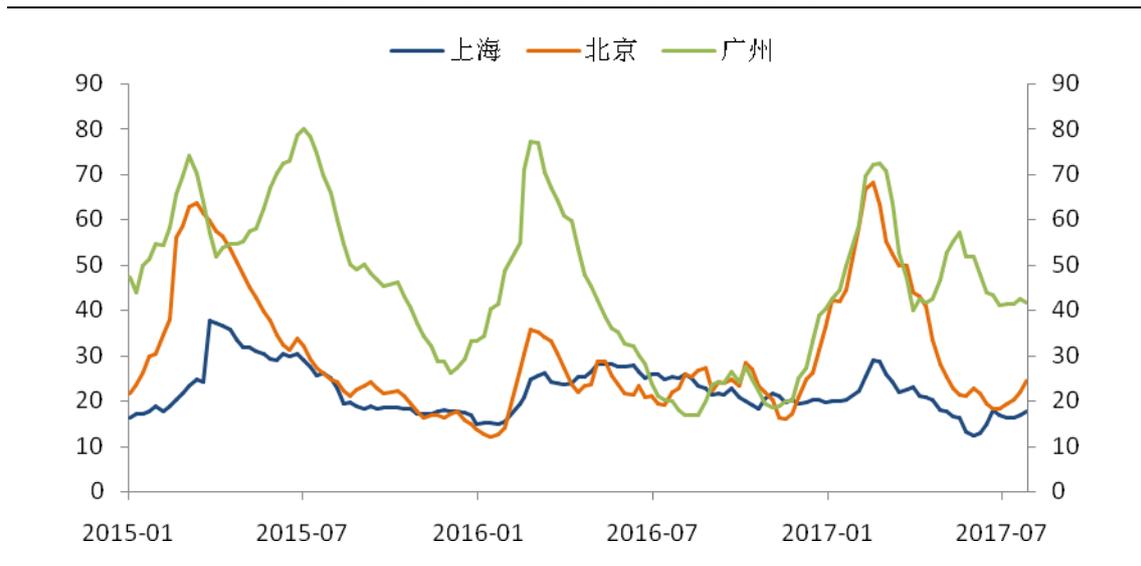


数据来源：兴证期货研发部，西本新干线

3.6 螺纹社会库存分化

北京库存 27.36 万吨，月环比增加 2.86 万吨，上海库存增加 0.96 万吨，广州因天气影响到港，减少 9.47 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)

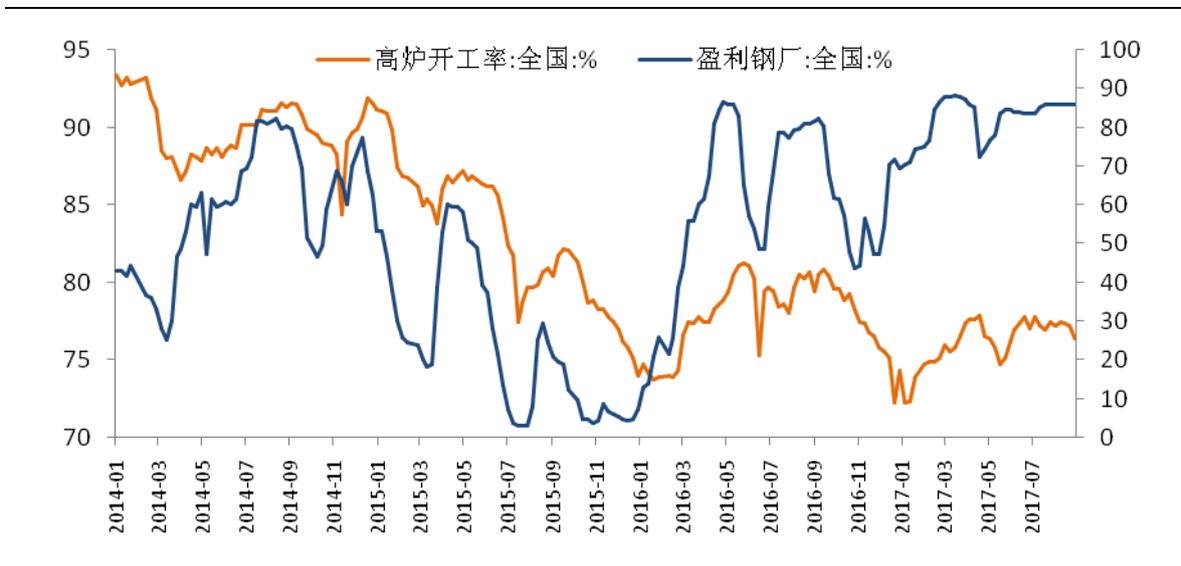


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.7 钢厂盈利维持高位

截至 9 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 85.89%。高炉开工率 76.38%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)

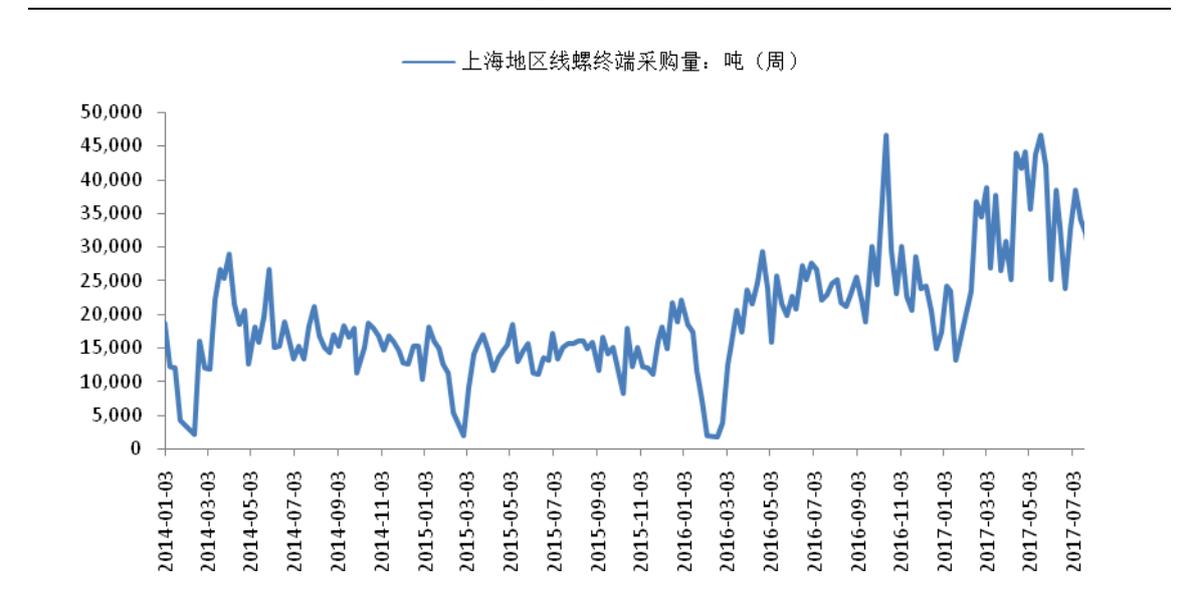


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.8 终端采购环比转差

上海地区线螺采购量 8 月周度均值 30967 吨，7 月周度均值 32845 吨，环比消费转差。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

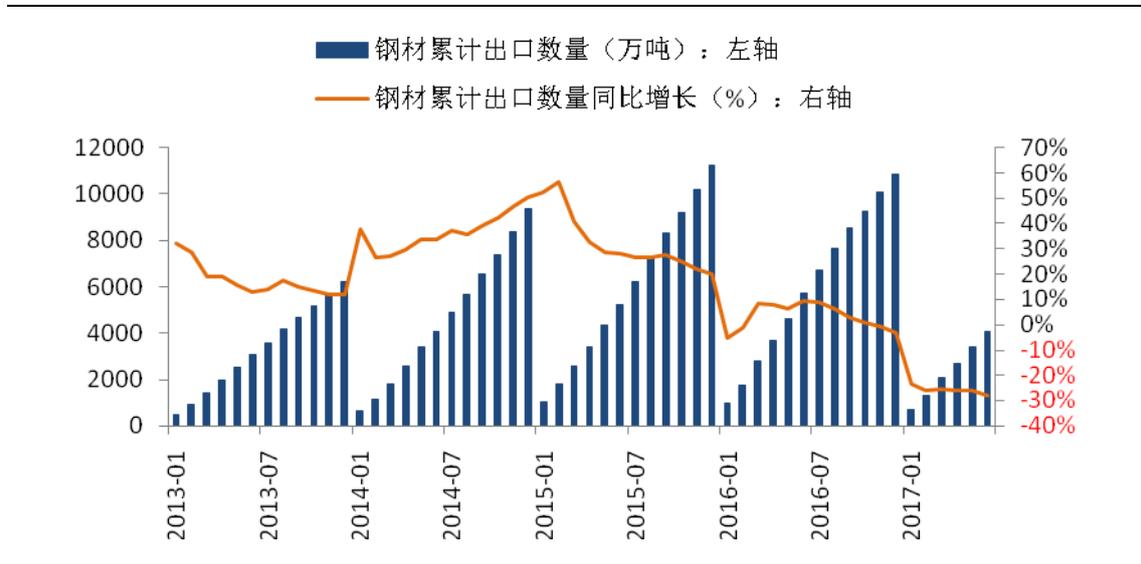


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.9 钢材出口继续萎缩

2017年7月钢材出口为696万吨，同比下滑32.43%。1-7月累计出口4795万吨，同比去年下滑28.86%。

图 17: 钢材出口 (万吨)

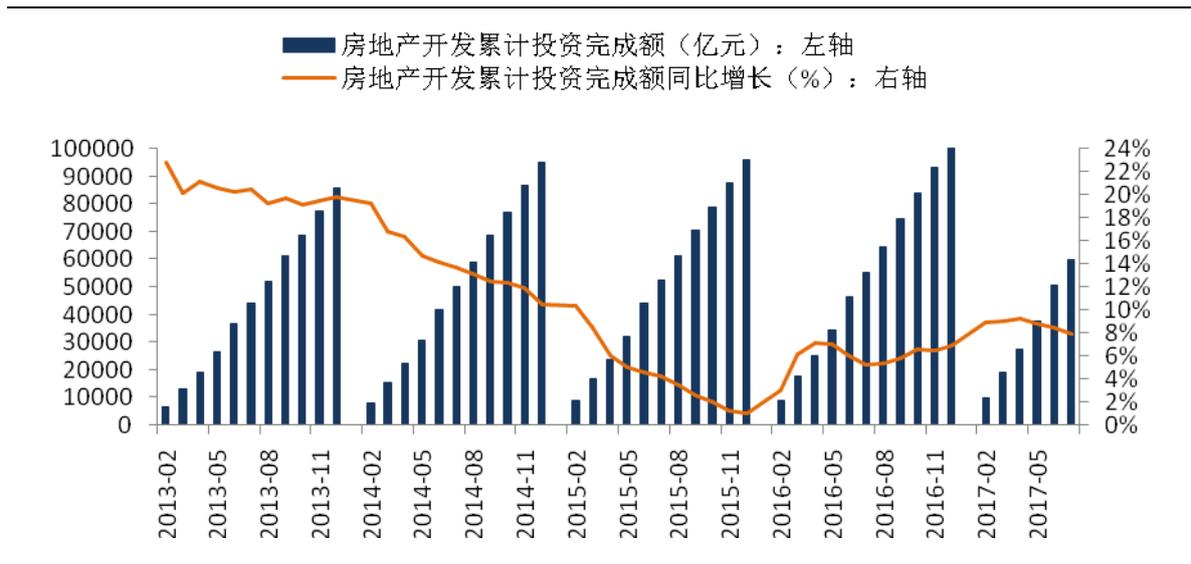


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 房地产投资增速小幅回落

2017年1-7月房地产累计开发投资为5.98万亿元，同比去年增加7.9%，增长率环比下降0.6%。

图 18: 房地产开发投资完成额 (亿元)



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5. 总结

铁矿石:

虽然7月铁矿到港量减少，但8月整体市场仍然处于供大于求的状态，钢厂在8月采购铁矿的热情有所下降，使得钢厂内部铁矿可用天数出现小幅的下滑。铁矿近期走势还是跟随钢材偏向强势，8月中旬粗钢日均产量新高，说明对铁矿的需求仍然是增加的。预计9月铁矿石走势可能随着钢材而动。如果企业重新备库，铁矿可用天数上升，则价格会继续走强。

螺纹钢:

8月螺纹期货总体走势为冲高后高位震荡的态势。

螺价格在高位震荡之后，由于整体市场仍然偏向乐观，本钢高炉烧穿的事件影响了整体市场情绪，9月1日期螺再创新高。笔者前期判断错误。

看数据的变化，社会库存继续回升，上海线螺成交回落至2.6万吨，表内生产数据创出历史新高。

期货走势受到连续三天都爆出的生产事故，以及环保减产影响，创出新高。但基本面数据并不支持。

笔者认为高炉起火事件虽然偶发，也是说明目前钢厂的生产积极性非常高，这也促使8月中旬粗钢产量历史新高，同时社会库存和钢厂库存增加说明生产出来的产品已经能供应需求了。但是市场乐观的气氛和看多的预期非常强烈，对取暖季限产的恐惧，使得市场低位接多的兴趣非常浓厚，也使得价格向下承接力度较强。

环保限产虽然会限制螺纹钢的供应，但也会限制需求，环保是一把双刃剑，而且钢材的下游企业往往比钢企更加分散规模更小，受到的环保影响也会更大。板材下游对钢材价格比螺纹钢更敏感，如果9月热卷库存明显回升，则多螺空卷。

笔者预计9月螺纹钢的需求会真实显露出来，由于供应恢复，如果高位需求乏力，则走势可能会重新回落。

全国安全生产大检查，煤炭市场有所支撑

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

8月份，受煤矿事故、安全大检查的影响，煤炭供给受到一定的限制；加之下游电厂日耗维持高位运行，电煤库存偏低，存在一定的补库需求，煤炭市场有所支撑，动力煤期货震荡上行。主力合约ZC1801报收619.8元/吨，月涨37.8元/吨，涨幅6.49%；持仓28.2万手，成交440.2万手，大幅放量增仓，主力合约完成移仓换月。

截至8月30日，环渤海动力煤价格指数报579元/吨，较上月下降了4元/吨，同比下行0.69%，连续三期下降。随着高温天气的回落，电厂日耗有所下降，下游消费企业采购积极性不高，对煤炭价格有所压制；同时长协煤供应稳定，先进产能逐渐释放，煤炭产量有所增加，市场观望情绪浓厚，从而近期BSPI指数小幅回落。

随着天气逐渐转凉，电厂日耗减少，电煤需求有所萎缩；同时环保政策不断出台，部分钢铁、水泥企业限产减产，加之电解铝行业受到去产能的影响，也有所停产，煤炭需求受到一定的压制。

但十九大召开在即，市场信心有所转好；加之煤矿事故、全国安全生产大检查，先进产能释放速度减缓，短期煤炭供给偏紧，煤炭市场受到一定的支撑。

当前煤炭价格位于红色价格区间运行，随着煤炭需求逐渐进入淡季，后期煤价回落预期增强；但在安全监管压制供给的情况下，煤价有所支撑，料后期煤价回落压力有限，预计动煤维持高位运行的概率较大。

1.信息回顾

1.1 8月 PMI 好于预期，制造业稳中向好

2017年8月30日，国家统计局发布数据显示，2017年8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.7%，比上月上升0.3个百分点，连续13个月在荣枯线上方，制造业总体保持稳中向好态势。同期，8月财新中国制造业PMI为51.6，比上月上升了0.5个百分点，连续第三个月加速，显示制造业整体运行良好，8月制造业景气度继续上升，市场需求有所好转。

8月份中采PMI指数和财新PMI指数均为年内次高，一定程度上缓解了市场对中国经济的担心；随着市场需求增加，制造业整体运营状况进一步改善，但若价格涨得过快，供应链中游企业利润率可能承压。

1.2 十九大召开时间确定

中共中央政治局8月31日召开会议，研究中国共产党第十八届中央委员会第七次全体会议和中国共产党第十九次全国代表大会筹备工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议决定，中国共产党第十八届中央委员会第七次全体会议于2017年10月11日在北京召开。中共中央政治局将向党的十八届七中全会建议，中国共产党第十九次全国代表大会于2017年10月18日在北京召开。

1.3 国务院安委会开展全国安全生产大检查综合督查

国务院安委会8月29日发出通知，将于9月份在全国开展安全生产大检查综合督查，推动大检查扎实深入开展，有效防范和坚决遏制重特大事故发生。国务院安委会将组织31个综合督查组，由国务院安委会成员单位负责同志担任组长，分赴31个省和新疆生产建设兵团，对地方各级人民政府及其有关部门和部分重点企业的安全生产大检查进行综合督查。

1.4 建立健全煤炭最低库存和最高库存制度

根据进一步健全国家储备制度的有关精神，按照建立推动煤炭行业长期健康发展长效机制的工作要求，我们研究起草了《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》以及《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》。此前，我们已将文稿多次征求过有关部门、地方和企业的意见，并进行了修改完善，现向社会公开征求意见。

1.5 “2+26”城市非天然气生产企业采暖季将全部停产

8月21日，环保部印发《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求“2+26”城市全面完成《大气十条》考核指标。其中，包括陶瓷行业在内的建材行业非天然气生产企业，在采暖季全部实施停产。

1.6 国电与神华重组为国家能源投资集团

神华集团 8 月 28 日收到国务院国资委的通知，同意中国国电集团公司与神华集团实施联合重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司，作为重组后的母公司，吸收合并中国国电集团公司。

1.7 10 月 1 日起河北港口全面禁止柴油货车运输集疏港煤炭

从河北省交通运输厅港航管理局获悉，10 月 1 日起，河北省港口将全面禁止柴油货车运输集疏港煤炭。

这是河北省交通运输厅贯彻落实《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》的重要举措之一。按照该方案，河北省将进一步加强港口大气污染防治，推进绿色港口发展。

2. 行情回顾

2.1 动力煤期价走势

8 月份，受煤矿事故、安全大检查的影响，煤炭供给受到一定的限制；加之下游电厂日耗维持高位运行，电煤库存偏低，存在一定的补库需求，煤炭市场有所支撑，动力煤期货震荡上行。主力合约 ZC1801 报收 619.8 元/吨，月涨 37.8 元/吨，涨幅 6.49%；持仓 28.2 万手，成交 440.2 万手，大幅放量增仓，主力合约完成移仓换月。

图 1：动煤 ZC1801 行情走势

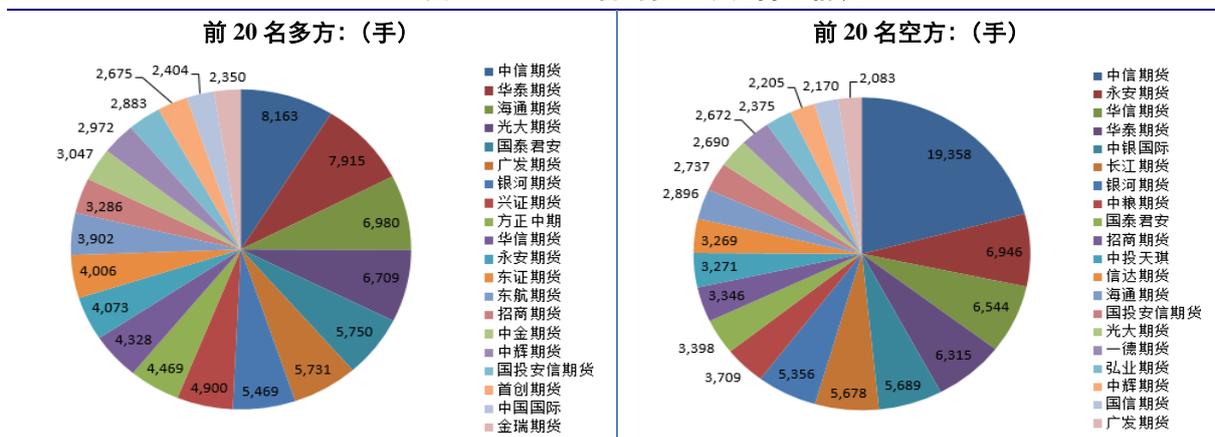


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至 9 月 1 日，主力合约 ZC1801 前 20 名持买仓量由 29958 手增至 92012 手，前 20 名持卖仓量由 30287 手增至 92707 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 102741 手，前 20 名持卖仓量 99592 手。从机构层面看，多空双方博弈较为胶着。

图 2: ZC1801 合约多空双方持仓情况



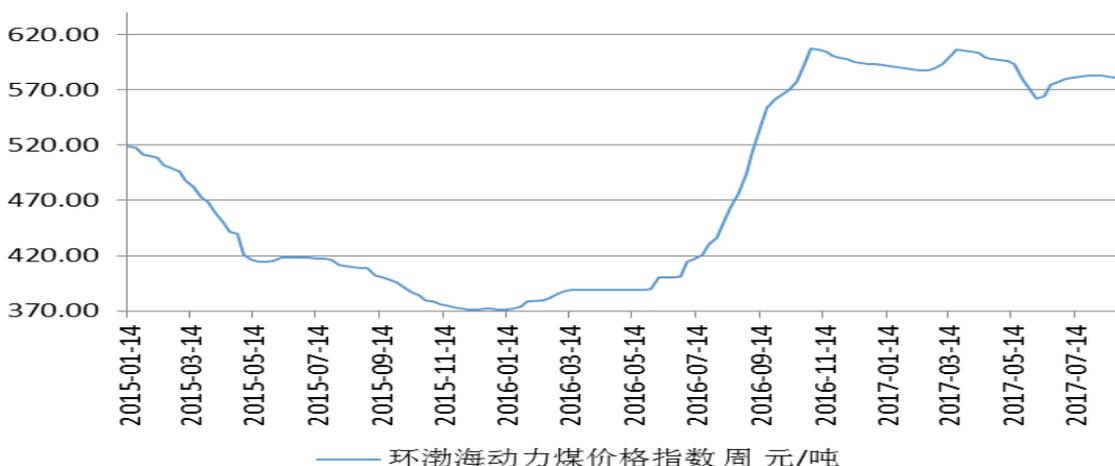
数据来源：兴证期货研发部，郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 8 月 30 日，环渤海动力煤价格指数报 579 元/吨，较上月下降了 4 元/吨，同比下行 0.69%，连续三期下降。随着高温天气的回落，电厂日耗有所下降，下游消费企业采购积极性不高，对煤炭价格有所压制；同时长协煤供应稳定，先进产能逐渐释放，煤炭产量有所增加，市场观望情绪浓厚，从而近期 BSPI 指数小幅回落。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)



数据来源：兴证期货研发部，WIND

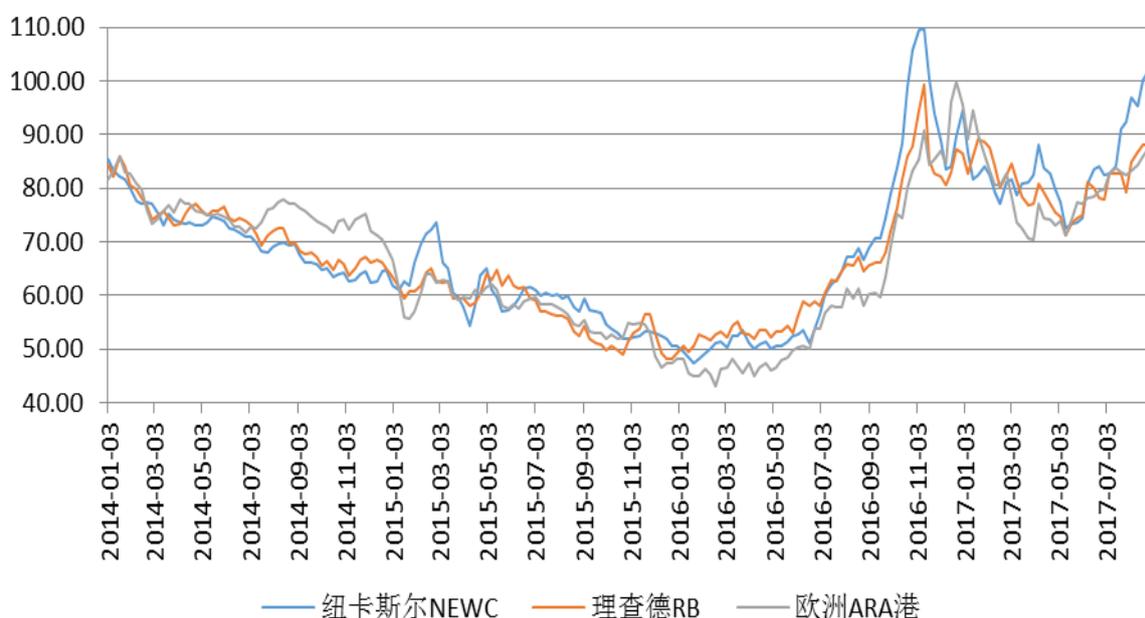
3.2 国际动力煤市场

8 月份，国际动力煤市场全面上涨。

| (单位: 美元/吨) | 7 月 31 日 | 8 月 4 日 | 8 月 11 日 | 8 月 18 日 | 8 月 25 日 | 8 月 31 日 |
|------------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 纽卡斯尔 NEWC | 96.25 | 97.00 | 95.40 | 100.10 | 101.83 | 98.56 |
| 理查德 RB | 84.55 | 84.77 | 86.75 | 88.05 | 88.21 | 89.65 |
| 欧洲 ARA 港 | 83.75 | 83.23 | 84.21 | 86.02 | 87.22 | 89.23 |

截止 8 月 31 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 98.56 美元/吨，较上月上涨 2.31 美元/吨，涨幅为 2.40%；南非理查德港动力煤价格指数 89.65 美元/吨，较上月上涨 5.10 美元/吨，涨幅为 6.03%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 89.23 美元/吨，较上月上涨 5.48 美元/吨，涨幅为 6.54%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

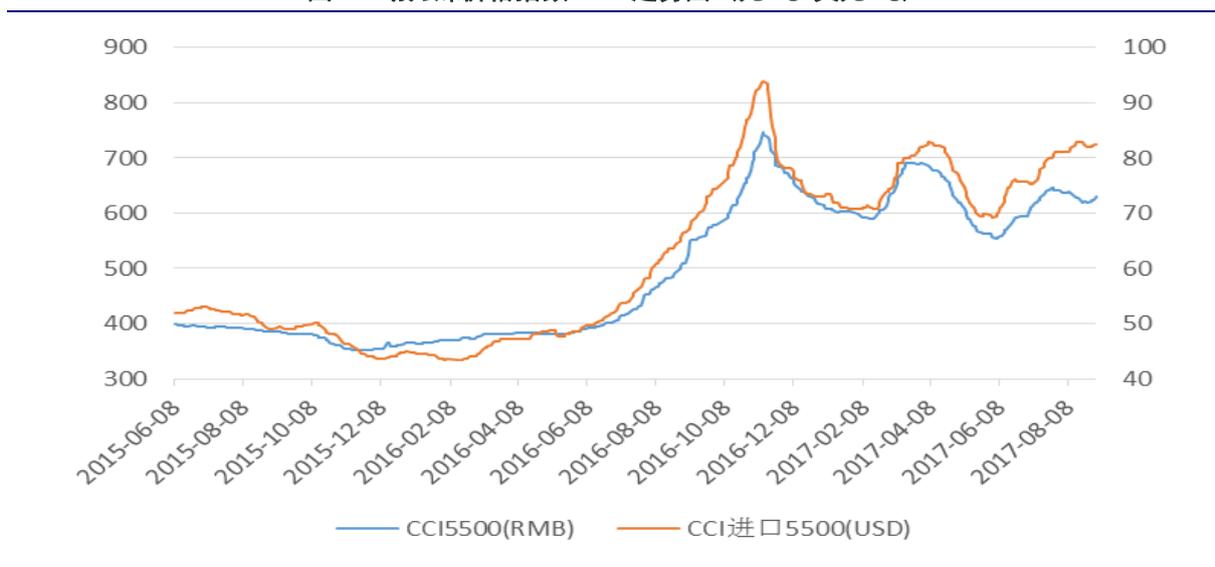


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

8 月份，CCI5500 指数先抑后扬，由 640 元/吨下跌至 620 元/吨后回升至 631 元/吨，跌幅为 1.41%；CCI 进口 5500 指数震荡上行，由 81.2 美元/吨上涨至 82.5 美元/吨，涨幅为 1.60%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



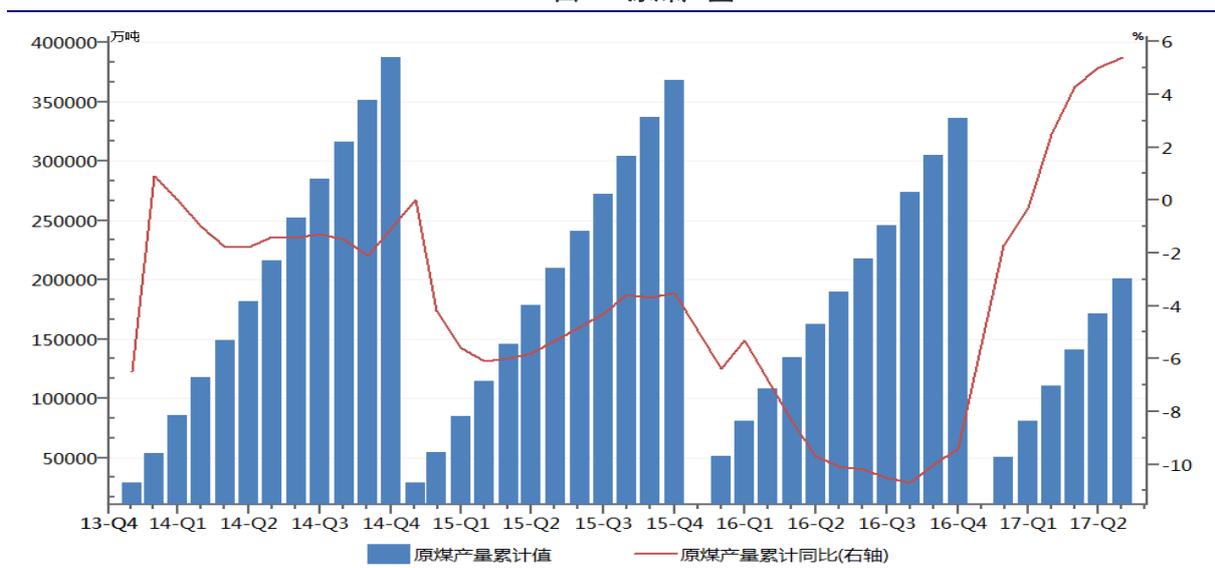
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 基本面

4.1 产量同比继续增加，但供给释放低于预期

2017 年前 7 个月全国原煤产量 20.06 亿吨，累计同比增长 5.4%；其中 7 月份原煤产量 2.94 亿吨，同比增长 8.5%，环比减少了 1400 万吨。2017 年前 7 个月山西省煤炭累计产量 49286 万吨，累计同比增长 6.6%；其中 7 月份产量 7530 万吨，同比增长 13.1%。陕西省煤炭累计产量 30767 万吨，累计同比增长 10.8%；其中 7 月份产量 4935 万吨，同比增长 19.8%。内蒙古煤炭累计产量 53406 万吨，累计同比增长 12.9%；其中 7 月份产量 7348 万吨，同比增长 10.4%。

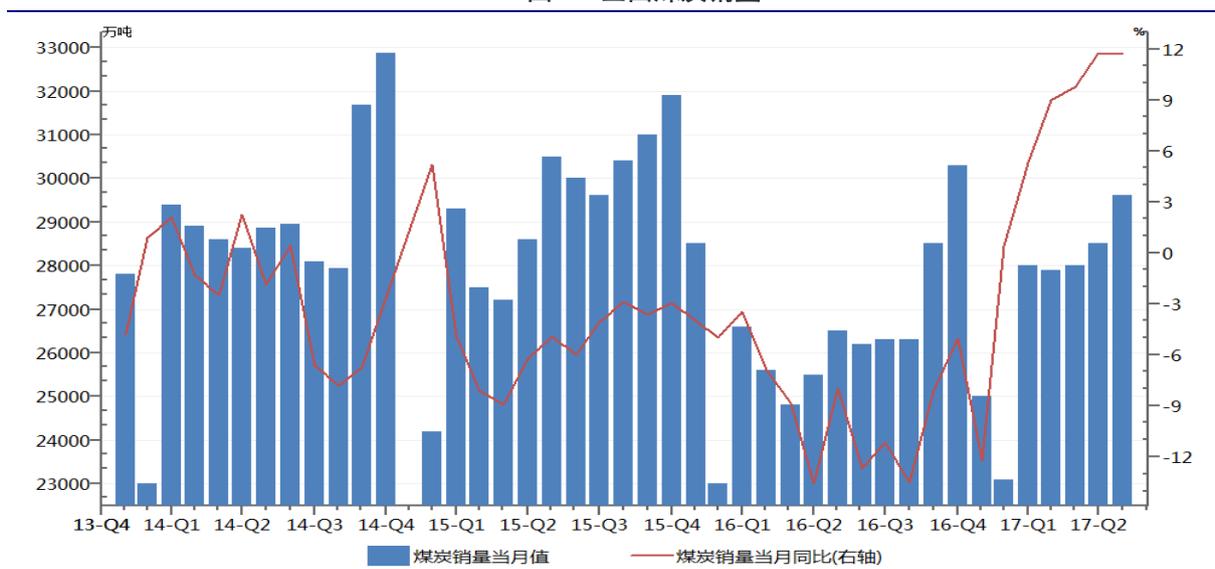
图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

2017年7月份煤炭销量 29600 万吨，同比增长 11.7%。

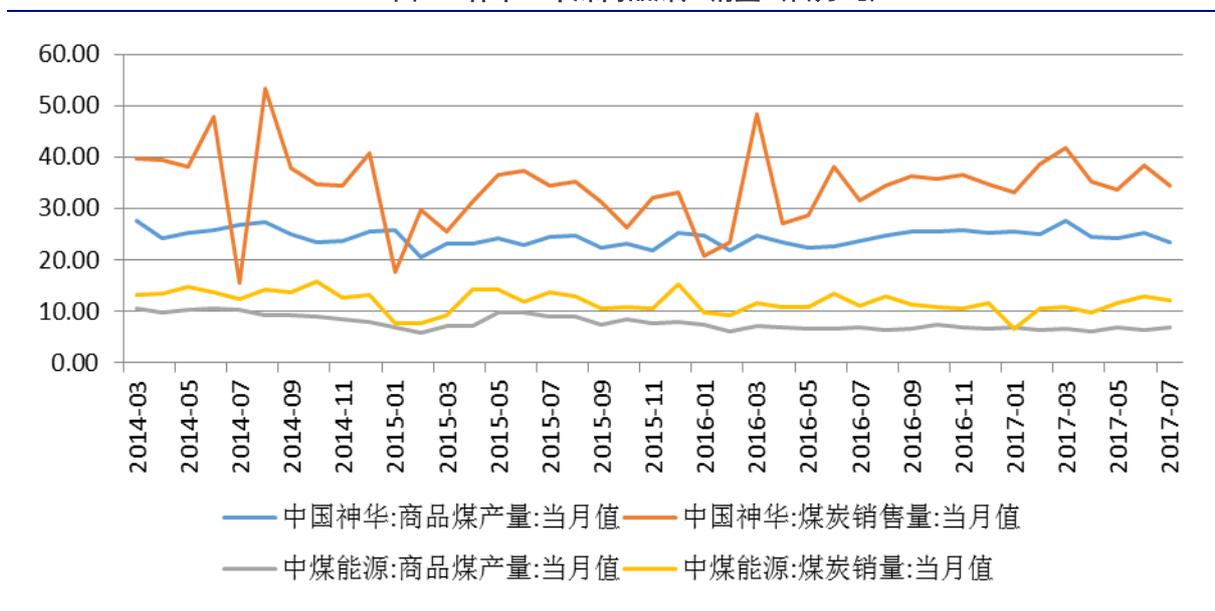
图 7：全国煤炭销量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7 月份，中国神华集团煤炭产量略有减少，销量继续增加；中煤能源煤炭产销同比均有所增加。其中 7 月份，中国神华集团商品煤产量 2330 万吨，同比减少 30 万吨或 1.27%；煤炭销售量 3440 万吨，同比增加 300 吨或 9.55%。7 月份，中煤能源商品煤产量为 684 万吨，同比增加 12 万吨或 1.79%；商品煤销量为 1215 万吨，同比增加 123 万吨或 11.26%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



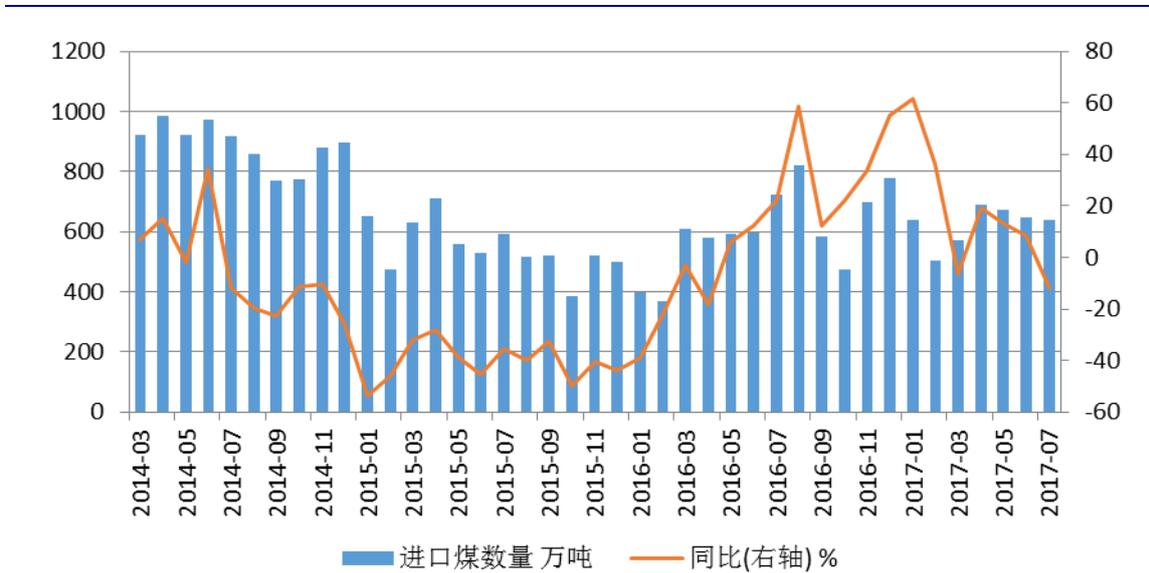
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤量有所下降

2017年7月份全国煤炭进口量 1946 万吨，同比减少 175 万吨，下降 8.25%；环比减少 214 万吨，下降 9.91%。

2017年7月我国进口动力煤637.82万吨，同比减少85.50万吨或11.82%。7月份，排名前4的进口来源国依次为：澳大利亚412.88万吨，俄罗斯90.03万吨，印尼82.43万吨，蒙古41.77万吨。

图9：进口动力煤情况

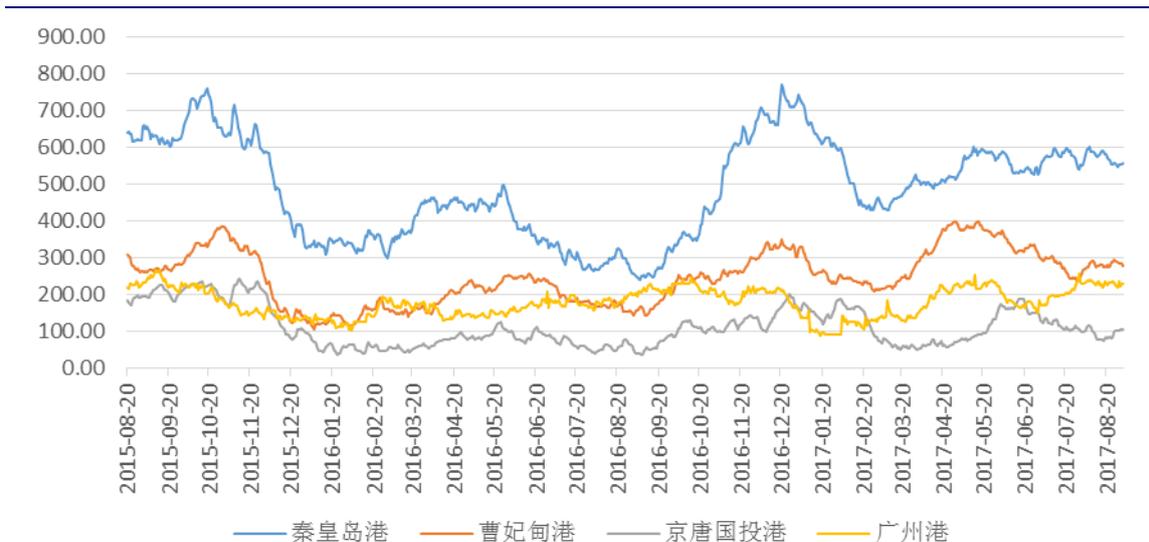


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存维稳运行

截至9月1日，环渤海四港动力煤库存1410.1万吨，较上月同期增加5.9万吨或0.42%，港口库存维稳运行。秦皇岛港库存556万吨，较上月同期增加3万吨或0.54%，库存先升后降。曹妃甸港煤炭库存276万吨，较上月增加27.7万吨；京唐国投港煤炭库存104万吨，较上月增加2万吨。同期，广州港煤炭库存228.8万吨，较上月同期减少4.4万吨或1.89%。

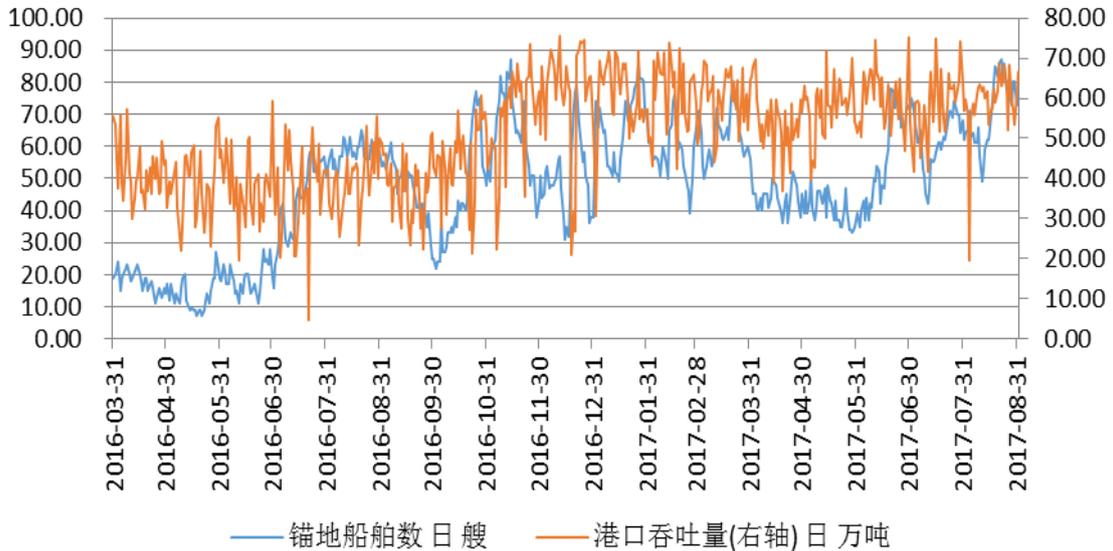
图10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

近期市场观望情绪浓厚，煤炭到港量维持稳定，市场成交一般。8月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7384.6 车，环比增加 32.3 车；日均调入量 58.99 万吨，环比增加 0.34 万吨。日均吞吐量 58.84 万吨，环比增加 0.54 万吨。锚地船舶数日均 70.48 艘，环比增加 8 艘。

图 11：秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

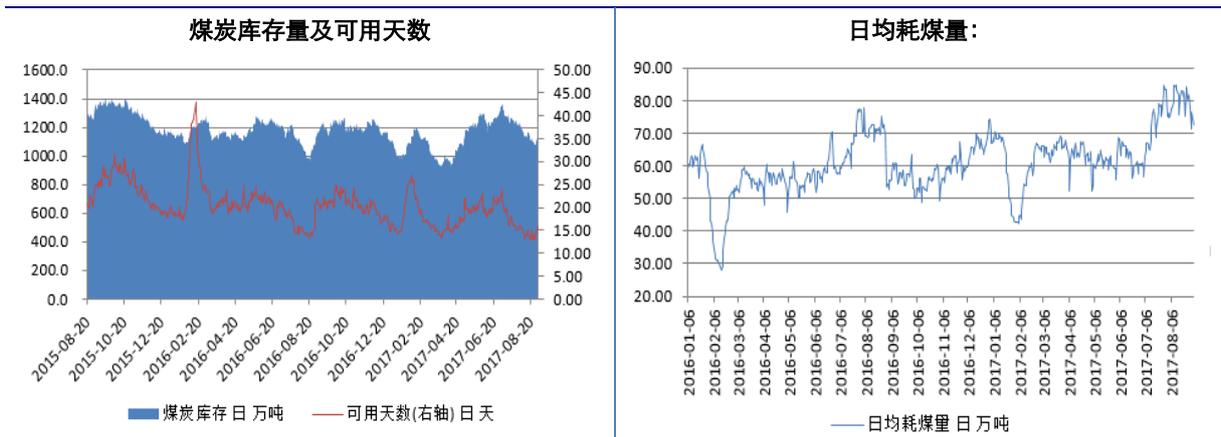


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 电厂库存低位，日耗有所下降

随着天气逐渐转凉，电厂日耗煤量有所回落，促使电煤可用天数有所恢复；电厂大面积补库热情欠缺，仍以采购长协煤为主。截至 9 月 1 日，六大发电集团煤炭库存 1139.5 万吨，较上月同期减少 101.2 万吨或 8.16%；可用天数由 16 天下降至 13 天后回升至 16 天，先降后升。日均耗煤量 72.77 万吨，较上月同期下降了 2.46 万吨，先升后降。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 下游需求仍显强劲

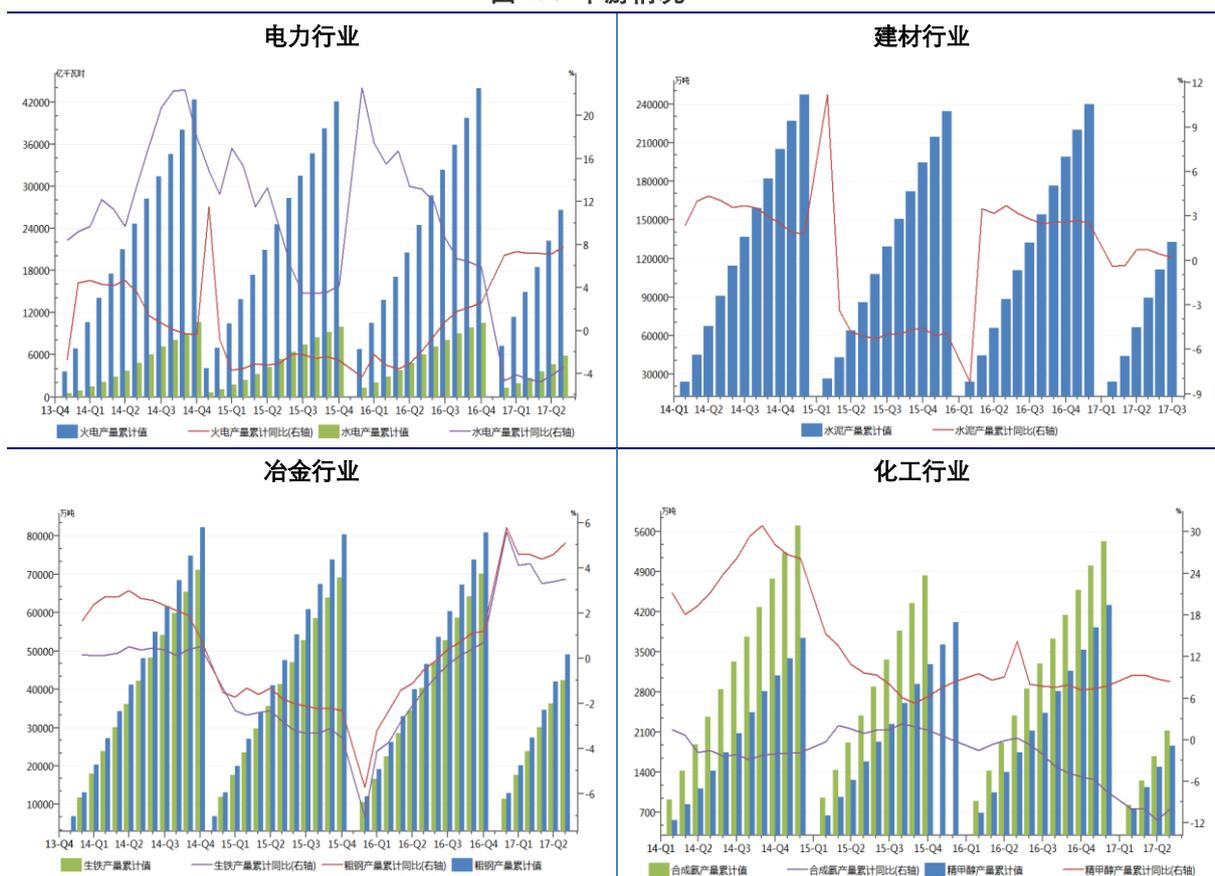
电力：火电需求旺盛，环比大幅增加。2017年前7个月全社会用电量35578亿千瓦时，累计同比增长6.9%；其中7月份全社会用电量6072亿千瓦时，同比增长9.9%。2017年前7个月全国累计发电量35698亿千瓦时，累计同比增长6.8%；其中7月份全国发电量6047亿千瓦时，同比增长8.6%。2017年前7个月火电累计发电量26581亿千瓦时，累计同比增长7.8%；其中7月份火电发电量4334亿千瓦时，同比增长10.5%。2017年前7个月水电累计发电量5857亿千瓦时，累计同比下降3.4%；其中7月份水电发电量1246亿千瓦时，同比增长0.2%。

建材：水泥价格维稳运行，产量微降。2017年前7个月全国水泥累计产量132612万吨，累计同比增长0.2%；其中7月份水泥产量21283万吨，同比下降0.9%。

冶金：钢价暴涨，产量大幅增长。2017年前7个月全国粗钢累计产量49155万吨，累计同比增长5.1%；其中7月份粗钢产量7402万吨，同比增长10.3%。2017年前7个月全国生铁累计产量42420万吨，累计同比增长3.5%；其中7月份生铁产量6207万吨，同比增长5.1%。

化工：甲醇价格大涨，尿素价格回落。2017年前5个月全国甲醇累计产量1849万吨，累计同比增长8.4%；其中5月份甲醇产量361万吨，同比增长6.3%。2017年前5个月全国合成氨累计产量2123万吨，累计同比下降10.0%；其中5月份合成氨产量428万吨，同比下降8.7%。

图 13：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

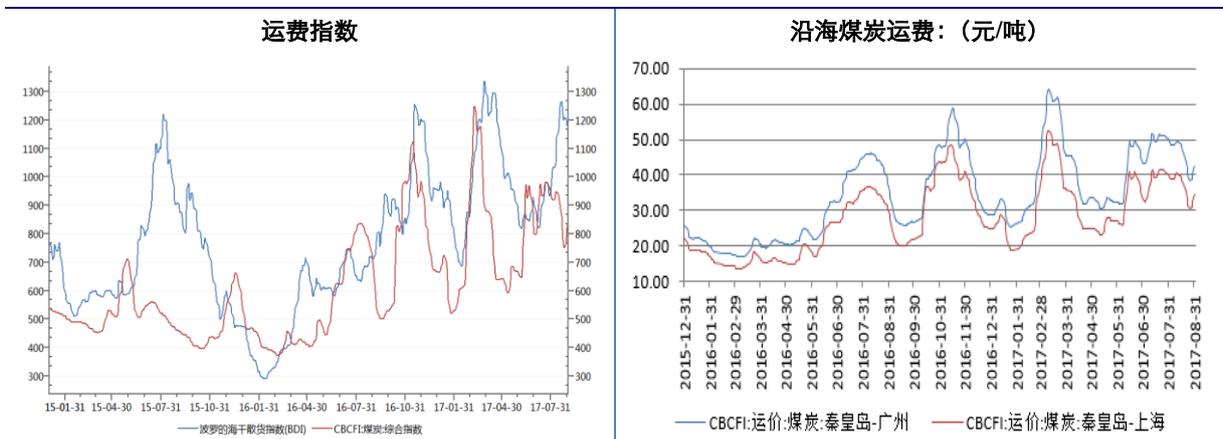
4.6 国际运费不断下行，沿海运费维持低位

由于大宗商品价格大幅上涨，全球贸易有所活跃，波罗的海干散货指数（BDI）震荡上行；随后受到地缘局势紧张影响，波罗的海干散货指数（BDI）有所回落。截至9月1日，波罗的海干散货指数（BDI）为1183点，较上月同期上涨了218点，涨幅为22.59%，先升后降。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为837.71，较上月同期下降了95.12点，跌幅为10.20%，先降后升。随着“迎峰度夏”季节性特点逐步消退，煤炭市场悲观预期加大，市场观望情绪浓厚，海运需求减弱，从而沿海煤炭运费开始下行。临近月末，十九大召开时间确定，市场信心转好；加之全国安全生产大检查，煤炭供应偏紧，煤价企稳释放利好信号，沿海煤炭运费有所回升，预计后期沿海煤炭运费或将震荡运行。

截至9月1日，秦皇岛-广州海运费由49.5元/吨下跌至38.3元/吨后回升至42.3元/吨，较上月下跌了7.2元/吨；秦皇岛-上海海运费由39.3元/吨下跌至30.4元/吨后回升至34.5元/吨，较上月下跌了4.8元/吨。

图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5. 总结

随着天气逐渐转凉，电厂日耗减少，电煤需求有所萎缩；同时环保政策不断出台，部分钢铁、水泥企业限产减产，加之电解铝行业受到去产能的影响，也有所停产，煤炭需求受到一定的压制。

但十九大召开在即，市场信心有所转好；加之煤矿事故、全国安全生产大检查，先进产能释放速度减缓，短期煤炭供给偏紧，煤炭市场受到一定的支撑。

当前煤炭价格位于红色价格区间运行，随着煤炭需求逐渐进入淡季，后期煤价回落预期增强；但在安全监管压制供给的情况下，煤价有所支撑，料后期煤价回落压力有限，预计动煤维持高位运行的概率较大。

人民币大幅升值，油脂下跌不易

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8月，豆油维持区间震荡的行情；供给方面，美国大豆主产区的天气干旱有所缓解，大豆的生长优良率小幅反弹，对美豆价格利空。南美大豆出口量大且价格偏低，对价格利空；目前全球大豆库存充裕，供给维持宽松状态，但美豆丰产的利空炒作已经接近尾声，后期继续炒作的空间不大；需求方面，油脂的消费旺季逐步到来，油厂开工率维持高位，供应压力不断增加，豆油库存维持143万吨的较高水平。棕榈油库存维持低位震荡；7月马来棕榈油的产量继续同比大幅增加，消费转弱，使得库存出现了大幅增加，对价格有一定的利空；市场预期8月马来西亚棕榈油产量将维持稳定，供求偏紧的状态可能逐步改观。

● 后市展望及策略建议

进入9月以后，美国大豆的天气炒作接近尾声，美国农业部9月的报告将基本确定后期美豆的供求形势；但近期人民币大幅升值将导致商品价格普涨可能带动商品价格上涨；南美大豆的出口销售将给市场带来压力；需求方面，由于进入到消费旺季，油脂的需求转好，后期豆油的价格可能偏强；东南亚棕榈油的产量处于恢复状态，对棕榈油价格产生利空影响，但需求的影响可能更为关键。综合来看，豆油和棕榈油可能维持区间震荡偏强的行情，建议投资者震荡偏强对待。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

美国方面，美国大豆种植面积达到 8951 万英亩，远远超出去年的种植面积；美豆的天气炒作成为市场运行的主要模式，由于干旱炎热的气候持续，美豆的优良率大幅下降，使得市场预期美豆单产下降的空间较大，这也带动了美豆价格反弹且维持高位震荡的行情。现货方面，美国大豆的库存仍旧维持高位区间，在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。巴西的产量创出历史新高达到 1.14 亿吨，远远超出去年产量 9650 万吨；阿根廷大豆产量为 5780 万吨，较去年的 5680 万吨增加 100 万吨；随着南美大豆的入市，整体大豆供应压力继续增加，可能打压大豆的价格。

国内方面，油厂开工率维持高位，近三个月来进口大豆大量到港，也利于企业加大开工；目前接近 52.3% 的开工率略高于正常水平；但由于需求维持平稳向好，豆油的库存维持高位震荡；后期随着需求的增加，库存可能小幅下降。整体来看，由于全球大豆的供应非常充裕，油脂尤其是豆油的潜在供应量非常大，给价格上涨带来很大压力。

图 1：豆油价格及成交量走势



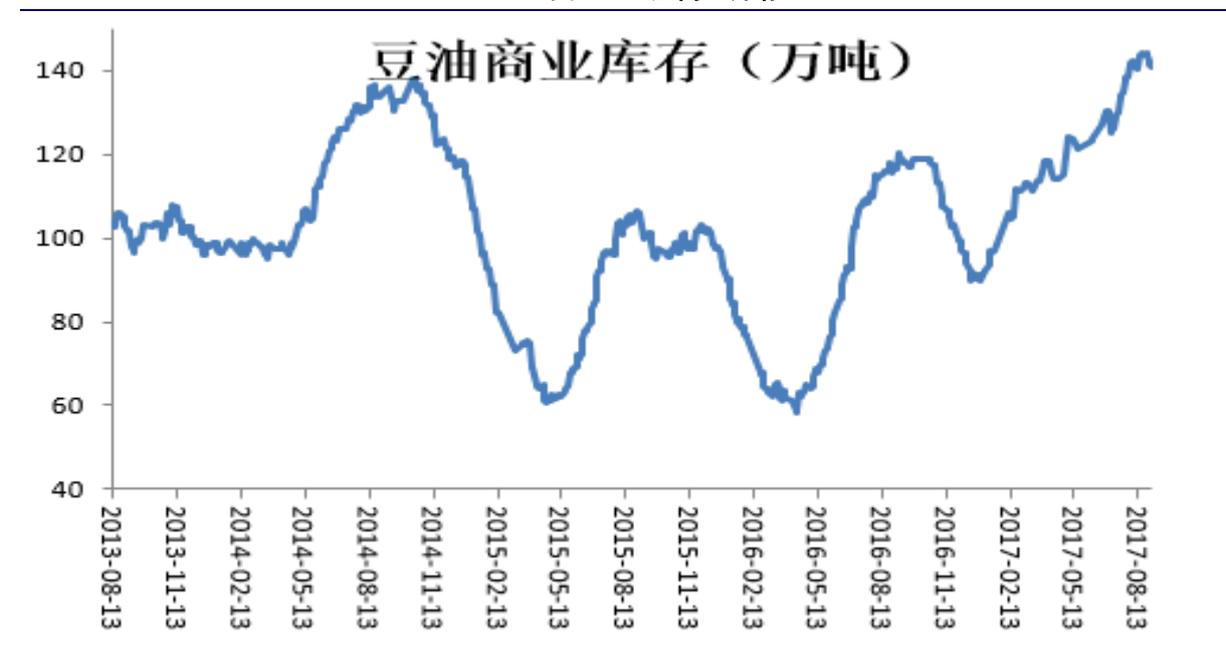
数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 4 月以来，豆油的现货价格维持低位震荡行情，目前仍旧维持在 5600 到 6260 元/吨的区间震荡反弹；由于供应压力较大，整体的需求量并没有大幅增加，预期后市豆油的价格可能仍将维持低位震荡反弹。

从库存来看，豆油的库存由维持震荡走高，随着近期大豆到港量增加及开工率的维持高位，

豆油的供应量将逐步放大，但需求同样出现了好转，库存维持高位震荡；如图 2 所示，国内豆油的商业库存为 140 万吨，较 8 月初的库存出现小幅增加，库存压力有所缓解。

图 2：豆油商业库存



数据来源：wind、兴证期货研发部

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 300 元；近期国内和外盘豆油的价差大幅收敛，但仍旧维持在亏损区间。短期来看，外盘豆油价格仍旧偏强而国内豆油价格则相对较弱，导致进口维持亏损状态。

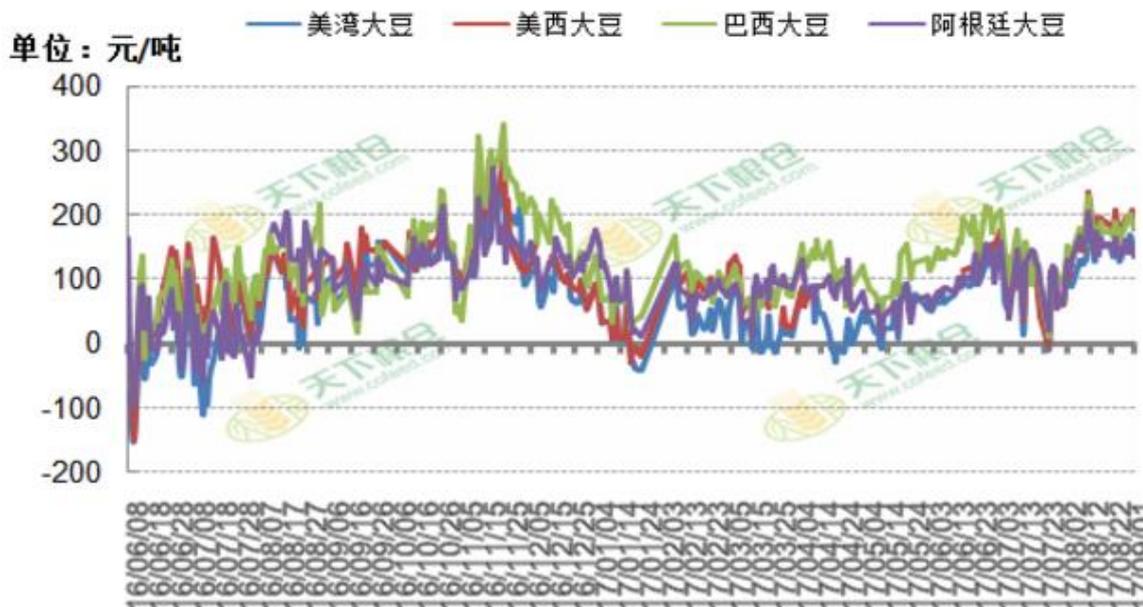
图 3：豆油进口利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持低位震荡，豆油、豆粕反弹力度不大，压榨企业大豆进口压榨利润维持反弹，若后期压榨企业降低开工率将会对国内豆油和豆粕的价格形成一定的支撑。

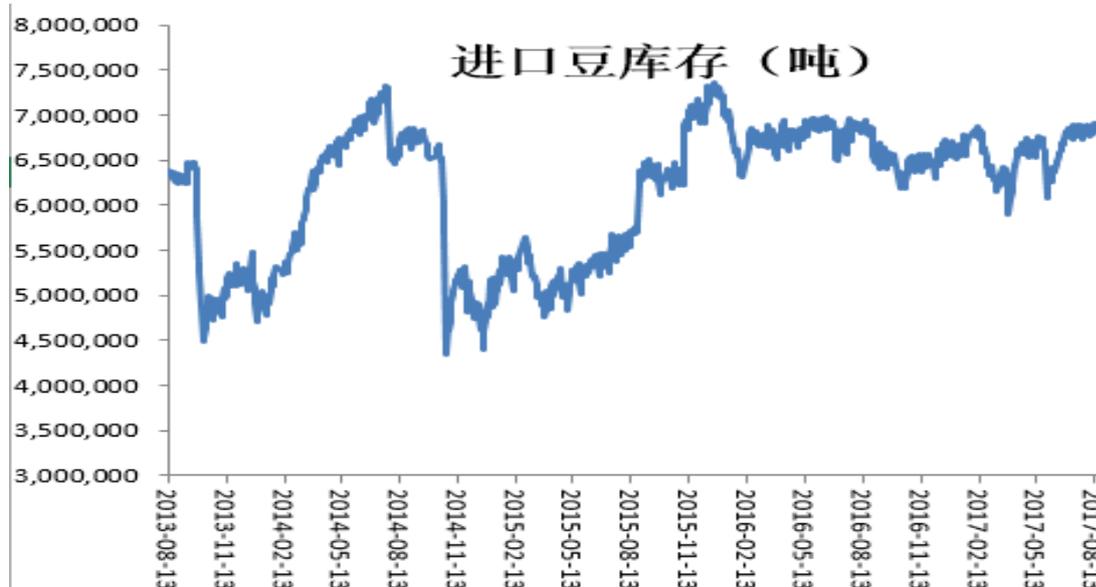
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求仍旧偏弱，养殖企业的行业恢复不及预期，对豆粕价格有压力。从大豆供给的角度来看，8月进口大豆量维持高位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存存为 666 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 5：大豆结转库存



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，9月美豆的供求情况将逐步明朗，若产量没有意外大幅调整利空将逐步消化；需求方面，豆粕的需求较差但进入到油脂的消费旺季，油厂的开工率维持高位，但库存出现高位回调的迹象；近期人民币大幅升值，导致商品价格大幅上涨，可能会影响到农产品，我们预期9月油脂在需求利好的情况下震荡走高的概率更大，建议投资者少量参与多单。

1.2 棕榈油基本面

每年的3月到次年10月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现逐步增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，但由于需求也同样恢复，棕榈油的成交将增加，价格可能维持相对的坚挺。从马来西亚公布的产量数据来看，2017年6月马来西亚棕榈油产量同比出现减少，低于市场预期，主要因为斋月节日工人放假所致；从7月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量可能会继续增加，市场对供应压力仍有所担忧。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓，后期的需求令人担忧；随着产量的逐步增加以及需求的逐步放缓，预期后市棕榈油的库存将逐步震荡走高；出口数据方面，7月棕榈油出口量出现小幅增加；综合马来西亚和印度尼西亚供求，8月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端目前处于棕榈油的消费旺季，后期可能给棕榈油价格带来一定支撑。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

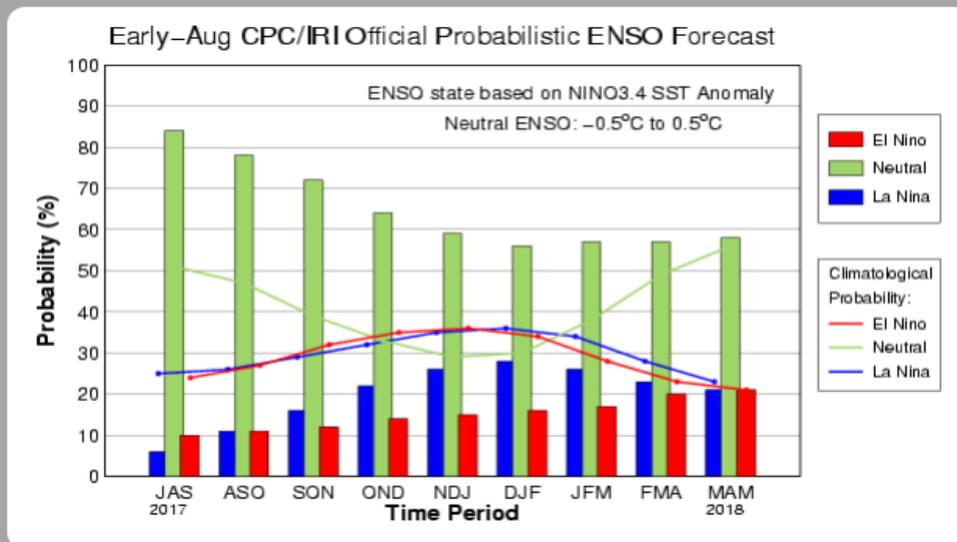
| 马来西亚棕榈油数据 | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|
| | 产量 | 期末库存 | 出口 | 产量同比 | 库存同比 |
| 2016/07 | 1,585,882 | 1,770,650 | 1,384,220 | -12.7% | -21.8% |
| 2016/08 | 1,701,905 | 1,464,491 | 1,812,394 | -17.0% | -41.3% |
| 2016/09 | 1,715,125 | 1,547,173 | 1,451,144 | -12.5% | -41.1% |
| 2016/10 | 1,677,873 | 1,574,114 | 1,430,946 | -17.6% | -44.5% |
| 2016/11 | 1,574,935 | 1,655,884 | 1,370,385 | -4.7% | -43.1% |
| 2016/12 | 1,473,717 | 1,665,388 | 1,267,941 | 5.3% | -36.7% |
| 2017/01 | 1,276,848 | 1,540,832 | 1,282,584 | 13.0% | -33.2% |
| 2017/02 | 1,258,538 | 1,459,056 | 1,107,011 | 20.7% | -32.7% |
| 2017/03 | 1,464,021 | 1,554,106 | 1,265,771 | 20.0% | -17.6% |
| 2017/04 | 1,548,053 | 1,599,894 | 1,283,308 | 19.0% | -11.3% |
| 2017/05 | 1,654,494 | 1,557,619 | 1,505,929 | 21.2% | -5.3% |
| 2017/06 | 1,514,170 | 1,527,043 | 1,379,691 | -1.2% | -14.0% |
| 2017/07 | 1,827,108 | 1,784,143 | 1,397,846 | 15.2% | 0.8% |

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，7月马来西亚棕榈油的产量为182.7万吨，同比增加15.2%。预期马来和印尼的棕榈油8月产量将恢复同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚7月棕榈油出口量为139.8万吨，较6月出现了小幅增加；目前情况看，8月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的反弹但产量的反弹幅度可能会更大，会对棕榈油的价格有压力。

图 6：天气预测模型

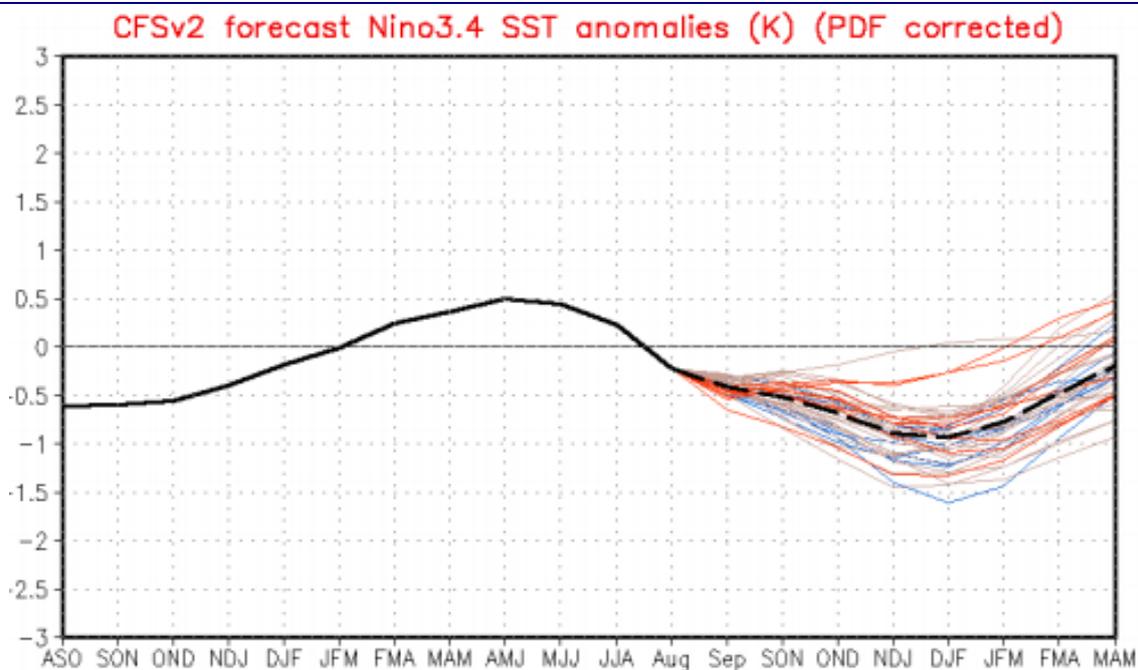
ENSO-Neutral is favored (~85% chance during Jul-Sep, decreasing to ~55% during Dec-Feb) through the Northern Hemisphere winter 2017-18.



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。从目前的情况看，厄尔尼诺现象已经结束，目前全球气候呈厄尔尼诺中性，有利于棕榈油的产量。

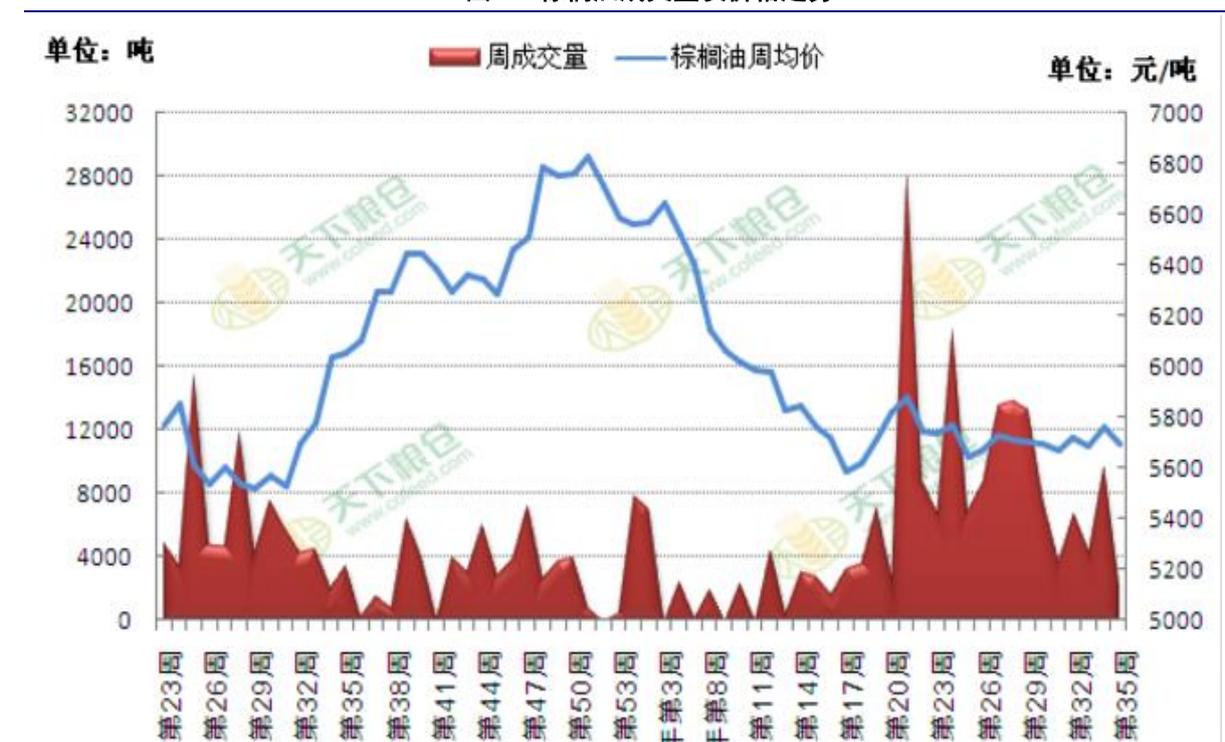
图 7：厄尔尼诺温差指数（温差越大越严重）



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

目前，马来西亚和印度尼西亚降雨充沛，使得棕榈油的产量出现增加。目前，整个东南亚棕榈油的产量已经摆脱了之前厄尔尼诺天气的影响，我们预期棕榈油的产量将逐步增加，尤其是远期增产的幅度预期较大，导致整个棕榈油远期的价格不容乐观。

图 8：棕榈油成交量及价格走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位，周度的成交量低于往年的正常水平，豆油和菜籽油价格偏低，需求较棕榈油好导致国内棕榈油的需求走弱；目前国内棕榈油库存维持低位震荡，消费的低迷对价格有压力。

目前，国内棕榈油的商业库存达到 33 万吨的水平，近期出现低位震荡反弹的情况；主要是因为棕榈油进口量开始增加；国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代的情况还将持续，棕榈油的成交和库存仍将维持偏弱状态。

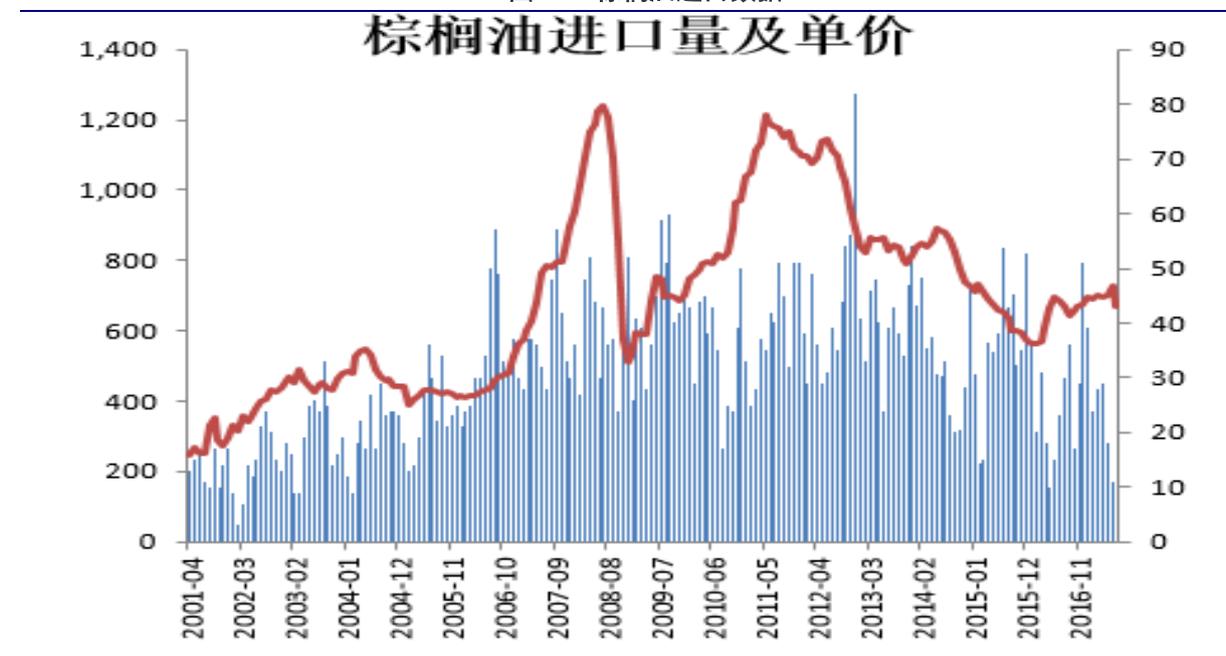
图 9：棕榈油库存走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年12月开始大幅反弹，4月份棕榈油的进口数量达到42万吨，较去年同期大幅增加。但5月进口量为18万吨，6月进口量为21万吨，7月进口量为8万吨，远远小正常的进口水平。

图 10：棕榈油进口数据



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从价差的角度来看，目前国内棕榈油的进口价差已经由前期的大幅亏损到目前的小幅盈利状态，主要是因为进口价格大幅走低所致。

图 11：棕榈油进口成本

| 品名 | 月份 | FOB (美元/吨) | 涨跌 | 运费 (美元/吨) | CFR (美元/吨) | 完税价 | 港口 |
|--------|--------|---------------|-------|--------------|---------------|------|------|
| 24度棕榈油 | 9月 | 672.5 | 00.00 | 20 | 692.5 | 5610 | (华南) |
| | | 672.5 | 00.00 | 25 | 697.5 | 5650 | (华东) |
| | | 672.5 | 00.00 | 28 | 700.5 | 5670 | (华北) |
| | 10月 | 670 | 00.00 | 20 | 690 | 5590 | (华南) |
| | | 670 | 00.00 | 25 | 695 | 5630 | (华东) |
| | | 670 | 00.00 | 28 | 698 | 5650 | (华北) |
| | 11/12月 | 670 | 00.00 | 20 | 690 | 5590 | (华南) |
| | | 670 | 00.00 | 25 | 695 | 5630 | (华东) |
| | | 670 | 00.00 | 28 | 698 | 5650 | (华北) |
| 1/2/3月 | 672.5 | 00.00 | 20 | 692.5 | 5610 | (华南) | |
| | 672.5 | 00.00 | 25 | 697.5 | 5650 | (华东) | |
| | 672.5 | 00.00 | 28 | 700.5 | 5670 | (华北) | |
| 33度棕榈油 | 9月 | 667.5 | 00.00 | 25 | 692.5 | 5610 | (华东) |
| | 10月 | 665 | 00.00 | 25 | 690 | 5590 | (华东) |
| | 11/12月 | 665 | 00.00 | 25 | 690 | 5590 | (华东) |
| | 1/2/3月 | 667.5 | 00.00 | 25 | 692.5 | 5610 | (华东) |
| 44度棕榈油 | 9月 | 662.5 | 00.00 | 25 | 687.5 | 5210 | (华东) |

数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

豆油和棕榈油的期货价差震荡走高，二者现货价差同样出现了一定的走高；主要因为进口棕榈油价格大幅下跌所致，后期还需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 12: 豆油棕榈油价差



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比将出现增加，将对价格有一定压力；8 月以后需求将小幅反弹，可能对价格有一定支撑；目前国际方面棕榈油的库存尚维持低位对价格有一定的支撑，且近期人民币升值对商品价格有支撑，建议投资者以震荡偏强对待。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，8月豆油价格维持区间窄幅震荡，目前供求宽松，但受人民币升值影响可能震荡走高。

图 13: 豆油技术分析 (日 K 线)



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油震荡反弹，后期可能偏强，建议投资者少量试多或观望。

图 14: 棕榈油技术分析 (日 K 线)



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

外盘出现利好，国内传闻抛储

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

外盘传出利多，巴西提高乙醇进口关税，巴西国产乙醇产销或回暖，支撑国际糖价。印度方面，雨季期间印度部分产区出现干旱，明年的耕种面积可能会受到影响。但印度最大产区产量增加较为明显，2017/18榨季印度增产的格局没有改变。国内方面，广西现货价格较为强势，仓单加速流出。前期销售的利空有可能转化为利多，买涨不买跌的心态可能会助推涨势。但目前产销区价差较大，销区不能跟涨的话，广西现货再次大幅提价的空间不大。8月底有关方面开会讨论抛储，会议认为抛储势在必行但数量与时间待定。抛储落地前，主力仍有可能拉高寻求高位套保的机会。

总的来看，我们认为短期内郑糖或维持强势。但内外盘增产的大局没有发生改变，期价做出顶部形态的可能性较大。

1. 行情回顾

1.1 ICE 糖走势回顾

图 1-1-A: 美糖主连周线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 1-1-B: 美糖主连日线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

美糖关注颈线位 15.24 附近的压制力度。

1.2 国内行情走势

图 1-2-A: 郑糖主连周线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 1-2-B: 郑糖主连日线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

短期郑糖可能会回调，中期看仍有上行动力。

2. 基本面分析

2.1 印度部分产区出现干旱，但最大产区产量增加

印度甘蔗主产区之一的 karnataka 邦干旱较为严重，雨季新播种的蔗苗只有可耕种面积的 30%，当地媒体预计 2018 年甘蔗种植面积将下降 58%。

不过本榨季，印度最大产区 UP 邦的种植面积增长了 12%，从 205.4 万公顷增加到 230 万公顷，产量可能会达到 1000 万吨，而上一榨季的产量为 877.3 万吨。新榨季早熟品种占比增加了

13%，占比从去年的 52% 增加至 65%。新的早熟品种 Co-0238 能够有效提高甘蔗出糖率，2012/13 榨季，UP 邦甘蔗的出糖率只有 9.8%，在新品种逐步推广后，出糖率已经上升到 10.62%。北方邦 Bundki 地区糖厂 2012/13 榨季的平均出糖率为 10.32%，2015/16 榨季提升至 12.12%，Bahadarpur 糖厂的出糖率从 10% 提升至 11.77%，随着新品种甘蔗种植面积上升，当地负责人预计出糖率会提高至 12%。

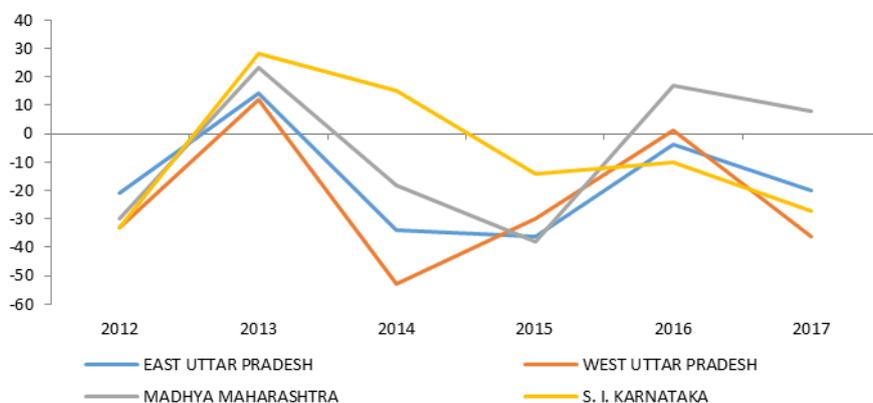
UP 邦的农民一般在每年 2-3 月播种早熟甘蔗，11-12 个月后成熟。宿根蔗一般需要 9-11 个月成熟。早熟品种并不是指甘蔗的生长周期缩短，而是指糖分积累的时间缩短。Co-0238 的宿根蔗一般在 11 月达到糖分最大值（约 15%），而新植蔗在 1 月中旬达到糖分最大值。这和一般品种的甘蔗不同，一般品种的宿根蔗要到 11 月中旬以后达到糖分最大值，而新植蔗要到 3 月以后。

表一：印度从 2017 年 6 月 1 日至当周累计降雨量偏离历史均值幅度

| | 6/7 | 6/14 | 6/21 | 6/28 | 7/5 | 7/12 | 7/19 | 7/26 | 8/2 | 8/9 | 8/16 | 8/23 |
|--------------------|-----|------|------|------|-----|------|------|------|-----|-----|------|------|
| EAST UTTAR PRADESH | 26 | -41 | -28 | -54 | -9 | 32 | 1 | 1 | -9 | -13 | -13 | -20 |
| WEST UTTAR PRADESH | 56 | 6 | 21 | -16 | 39 | 15 | -8 | -15 | -22 | -27 | -33 | -36 |
| MADHYA MAHARASHTRA | -31 | 64 | 28 | 28 | 27 | 3 | 16 | 25 | 18 | 7 | 1 | 8 |
| S. I. KARNATAKA | -33 | -2 | -21 | -21 | -30 | -39 | -35 | -32 | -36 | -36 | -31 | -27 |

数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 1：历年 6 月 1 日至 8 月 23 日印度主产区累计降雨偏离均值幅度



数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

2.2 印度政府要求 UP 邦和马邦提前开榨，或影响马邦出糖率

印度政府要求糖厂提前在 10 月初开榨，印度糖厂一般在 Diwali 节后开榨，今年由于期末库存低，糖厂被要求在 10 月初就开榨。印度糖协预计 10 月印度可以产糖 80 万吨，其中马邦生产 39 万吨，UP 邦生产 29 万吨。马邦糖厂认为提前开榨会造成甘蔗出糖率下降，因此要求政府给予每吨 500 卢比的压榨补贴。而 TN 邦则寻求零关税进口以满足节日需求。如果在 12 月前后收榨的话，马邦甘蔗的出糖一般在 10-11%，如果提前到 10 月初开榨的话，出糖率会下降到 8.5%-9% 左右。

但是也有不同的观点。一般印度糖厂正常开榨是指在 Diwali 节后三天左右。今年的 Diwali

节在 10 月 19 日，如果正常开榨的话，应该在 10 月 23 日左右。而 10 月份马邦甘蔗的出糖率在 8.5%左右，11 月份在 9%-9.7%，只有到了 12 月份出糖率才会明显上升。

2.3 印度食糖生产出现“南北分化”

印度南部五省 Karnataka, Kerala, Tamil Nadu (TN), Andhra Pradesh (AP) 和 Telangana 的年消费总量约 550 万吨，印度全国消费量约 2500 万吨。往年，该地区的总产量约 600 万吨（karnataka350-400 万吨，TN150-200 万吨，AP 和 Telangana 的产量约 100 万吨。），能够满足该地区的用糖需求。但是在 2016/17 榨季，情况发生了改变。Karnataka 邦的产量下滑至 210 万吨，Tamil Nadu (TN), Andhra Pradesh (AP) and Telangana 的产量也急剧下滑。五省的总产量只有约 360 万吨，不能满足需求量。

一般来说，印度产不足需的地区主要是中部（Madhya Pradesh, Chhattisgarh and Rajasthan），东部（West Bengal, Odisha and Jharkhand），以及东北部地区。这些地区的需求主要由 UP, maharashtra 以及 karnataka 来满足。现在南部也出现了缺糖的情况，印度国内现货贸易流向将会改变。

Karnataka 和 TN 的糖厂一直在寻求零关税进口配额，这有助于弥补供应缺口并减少糖厂损失。2017/18 榨季，karnataka 糖厂希望零关税进口 100 万吨原糖。TN 邦雨季降雨量偏少，目前干旱情况较为严重，TN 邦的产量预计会有明显下滑（2011/12 榨季 238 万吨，2012/13 榨季 193 万吨，2016/17 榨季约 100 万吨，新榨季预估将减少到 60 万吨）TN 邦希望在新榨季零关税进口 60 万吨糖。

印度南部想要零关税进口 150-200 吨糖并非易事，因为印度糖协一直在强调国内不缺糖，他们预计新榨季印度全国产量仍为 2400 万吨左右，从总量看，可以满足印度国内的需求。

但印度是否会打开进口窗口，供需平衡表仅仅是一方面，政治因素也需要考虑。7 月 10 日印度政府把进口关税从 40%提升到 50%。不仅如此近期印度政府还提高了食用油的进口关税，并且对进口豆类的数量做出了限制。这些动作表明，穆迪政府的政策目标可能发生了变化，从以前的“保护国内消费者”转向“保护农民”，对于印度食糖业，受政策影响收益最大的是 UP 邦的糖厂，马邦糖厂仍未从 2014,2015 连续两年的干旱中恢复过来。UP 邦已经一跃成为印度最大产区。UP 邦耕种的 Co-0238 早熟品种甘蔗的单产以及出糖率都很高。目前，零关税进口糖成本约在 27.5 卢比/千克，而 UP 邦和马邦食糖出厂价在 37 卢比/千克，karnataka 约 38 卢比/千克，TN 邦约 39 卢比/千克。

2.4 巴西对进口乙醇征税，巴西国产乙醇产销或回暖，利多美糖

2017/18 榨季 8 月 23 日，巴西政府宣布对配额外乙醇征收 20%的关税，配额内免关税量为 6 亿升，时效 2 年。今年上半年巴西进口乙醇 12.9 亿升，同比增长 330%。巴西主要从美国进口乙醇，美国与巴西是世界头两大乙醇生产国。小布什政府时期，两国为促进乙醇贸易把乙醇列为免关税产品。从去年年底至今年一季度，巴西与美国乙醇的价差拉大，导致美国乙醇大量进口到巴西。巴西为保护国内产业决定对进口乙醇征税，美国也必将采取报复措施。在此之前，中国与欧盟也上调了乙醇进口关税，国际乙醇贸易壁垒重重。另外美国乙醇生产结构性过剩，国外买家相继断线令国内压力陡升，特朗普政府的新能源政策可能会发生改变。

去年四季度至今，巴西含水乙醇产销均大幅下降，主要原因是进口替代以及汽油替代。在巴西提高进口关税后，巴西乙醇进口量或将回到正常区间偏低的位置。因此巴西含水乙醇的产销将完全取决于与汽油的比价。8 月初巴西上调燃油税，对乙醇的加征比例小于汽油。从实际效果来看，截止 8 月 19 号，乙醇和汽油的价格都有所上行（图 2，图 3）。从两者的比价看，变

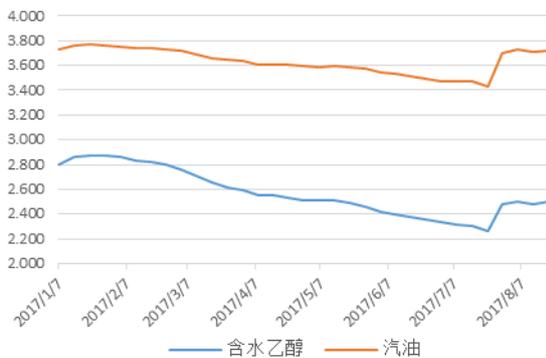
动不大，加油站平均价的比例在 0.67 附近，贸易商平均价的比例在 0.64 附近，较加税前没有明显变化。

从图 4 与图 5 可以看出，虽然年初的时候乙醇/汽油比价较高，但随后一路下行，5 月后已经跌破 0.7 的替换比例，但含水乙醇的销量却未见起色（图 6）。主要原因还是 5-7 月的乙醇进口量偏高，如图 6 所示。在巴西宣布对进口征收关税后，巴西乙醇进口量会回到正常区间下沿。因此较低的乙醇/汽油比价会明显提升巴西含水乙醇的销量与产量。

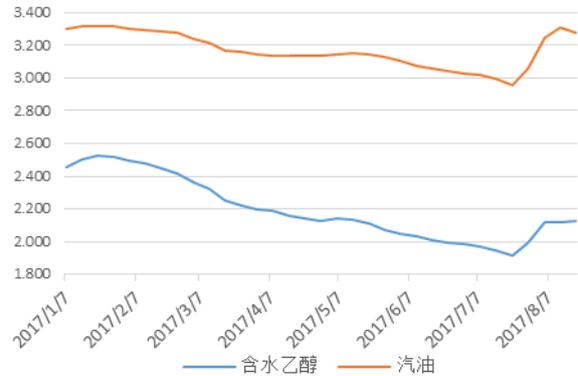
不过从图 4，图 5 可以看出，四季度乙醇/汽油比价会有一个季节性的上升，而乙醇销量会季节性下滑。如果乙醇/汽油比价能反季节性地位于 0.7 以下，可能会是预期外的利多。

总的来看，5 月以来受乙醇进口量较大影响，低乙醇/汽油比价没有提升含水乙醇销量，在巴西增加关税后，这一利多的影响将逐渐体现，巴西主产区乙醇产销可能会有所回升，甘蔗制糖比或将下降，利好美糖。

图 2：巴西东南部加油站平均零售价（单位：雷亚尔/升） 图 3：巴西东南部贸易商平均价（单位：雷亚尔/升）

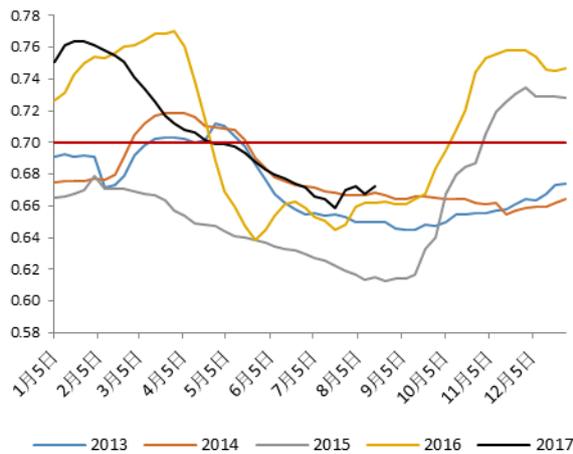


数据来源：bloomberg，兴证期货研发部



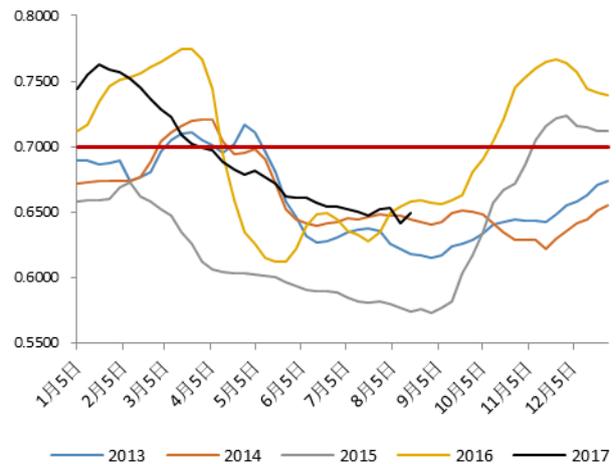
数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

图 4：巴西东南部加油站乙醇/汽油比价



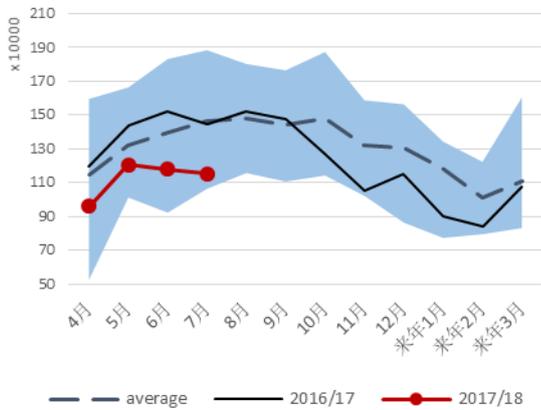
数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

图 5：巴西东南部贸易商乙醇/汽油比价



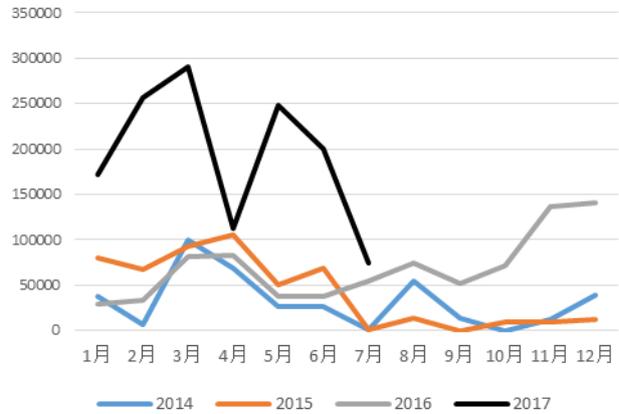
数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

图 6：巴西中南部甘蔗厂含水乙醇销量（单位：立方米）



数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

图 7：巴西乙醇进口量（单位：立方米）



数据来源：bloomberg，兴证期货研发部

2.5 国内方面

近期郑糖震荡上行，广西现货价格较为强势，仓单加速流出。但云南，北方加工糖与主要销区的跟涨力度较弱，与广西的价差有所拉大。本周若销区不能及时跟涨的话，广西现货再度上涨的空间不大。短期看，市场预期 8，9 月销量或明显回升，郑糖呈现出近强远弱的格局。7 月广西销量较差，一方面表明现货弱势，另一方面也表明下游库存可能不高。但随着郑糖持续反弹，前期销售的利空有可能转化为利多，买涨不买跌的心态可能会助推涨势。我们预计四季度现货供需较为平衡，但在国储不出库，走私不至于泛滥的情况下，主产区惜售挺价对短期价格有明显影响。

但是从长期看，国内增产的预期没有明显改变。虽然近期巴西政策端传出利好，前期利空因素逐渐消退，近期印度部分产区降雨也偏少，但外盘增产的大趋势尚未发生改变。综合国内外的产量预期，在郑糖距离前高只有 15% 的情况下，我们认为期价做出顶部形态的可能性较大，大涨后可能会接急跌。

3. 总结

外盘传出利多，巴西提高乙醇进口关税，巴西国产乙醇产销或回暖，支撑国际糖价。印度方面，雨季期间印度部分产区出现干旱，明年的耕种面积可能会受到影响。但印度最大产区产量增加较为明显，2017/18 榨季印度增产的格局没有改变。国内方面，广西现货价格较为强势，仓单加速流出。前期销售的利空有可能转化为利多，买涨不买跌的心态可能会助推涨势。但目前产销区价差较大，销区不能跟涨的话，广西现货再次大幅提价的空间不大。8 月底有关方面开会讨论抛储，会议认为抛储势在必行但数量与时间待定。抛储落地前，主力仍有可能拉高寻求高位套保的机会。

总的来看，我们认为短期内郑糖或维持强势。但内外盘增产的大局没有发生改变，期价做出顶部形态的可能性较大。

供给青黄不接，环保压制需求

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

本月玉米、玉米淀粉期货行情冲高后回落；现货市场玉米价格窄幅震荡，玉米淀粉价格大幅上涨。

本月分贷分还玉米拍卖成交量 22.8 万吨，包干销售玉米拍卖成交量 349.2 万吨，上半月成交率和成交价处于低位，下半月成交率和成交价回升，市场上玉米供应青黄不接，拍卖热情回温。南方、华北春玉米已上市供应市场，但是已上市的春玉米质量不能完全满足深加工企业和饲料企业的需求，部分企业采购国储玉米以及东北轮出玉米暂时过渡。受环保督察的影响，华北、四川等地区，尤其是山东省遭受冲击，饲料厂、养殖场、深加工企业停产限产，山东不少小型加工企业倒闭，肉禽养殖场被拆除，玉米下游需求减少。玉米淀粉企业行业开工率降低，玉米淀粉库存下降，淀粉厂提价，导致玉米淀粉价格持续走高。

● 后期走势观点

华北地区已上市的春玉米霉变较高，淀粉收率较低，不能完全满足饲料以及深加工企业的需求，市场上玉米供应青黄不接。华北夏玉米今年涨势良好，种植面积和往年持平，产量稳定，夏玉米还有半个月进入收割期，距离夏玉米大面积上市还有将近一个月的时间。下游受环保影响，养殖行业恢复缓慢，深加工行业开工率下降，部分中小企业关停，玉米需求减弱。9月10日本轮华北地区环保督察进入尾声，距离十九大召开还有一个月，9月1日环保部发文开启秋冬季大气污染治理督察，后期环保影响仍存变数，预计短期玉米价格以窄幅震荡行情为主，面临下行压力，建议暂时观望。

玉米淀粉企业因环保督察影响，行业开工率下降，大型企业限产，部分中小企业停产倒闭，玉米淀粉库存减少，

淀粉价格持续上涨。华北夏玉米即将大面积上市，或对玉米淀粉价格形成一定的冲击，十九大即将召开，届时物流受限，运费上涨，对玉米淀粉价格形成支撑，预计短期玉米淀粉价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

1. 玉米基本面

1.1 玉米现货价格

8月玉米现货价格总体呈现窄幅震荡走势，8月1日玉米价格1690元/吨，到8月7日价格持续下跌至1677元/吨，随后价格回升，8月16日价格回到1690元/吨，下半月价格总体维持稳定，窄幅震荡，截止9月1日，玉米价格1689元/吨。

图 1：玉米现货价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

1.2 港口玉米价格

8月1日广东港口玉米价格1750元/吨，鲅鱼圈港口玉米价格1640元/吨，南北港口价差110元/吨，截止9月1日，广东港口玉米价格上涨至1770元/吨，鲅鱼圈港口玉米价格上涨至1670元/吨，南北港口价差100元/吨，价差缩小10元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

1.3 港口玉米供需情况

港口库存方面，本月北方港口库存下降 11.9 万吨，南方广东港口库存上升 4.4 万吨，港口玉米库存总体呈下降趋势。锦州港月库存下降 21.1 万吨，鲅鱼圈港月库存下降 11.8 万吨，北良月库存上升 7.6 万吨，大窑湾月库存上升 13.4 万吨，北方港口月库存下降 11.9 万吨，广东港口月库存上升 4.4 万吨。

图 3：南北港口玉米库存

| 港口 | 月初库存 (万吨) | 月末结转库存 (万吨) | 月变化 (万吨) |
|---------|-----------|-------------|----------|
| 北方港口 | | | |
| 锦州港 | 114.3 | 93.2 | -21.1 |
| 鲅鱼圈港 | 177.8 | 166 | -11.8 |
| 北良 | 48.4 | 56 | 7.6 |
| 大窑湾 | 4.4 | 17.8 | 13.4 |
| 总计 | 344.9 | 333 | -11.9 |
| 南方港口 | | | |
| 广东港(内贸) | 36.4 | 40.8 | 4.4 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 4：北方港口玉米库存变化

单位：万吨



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

1.4 临储玉米拍卖情况

本月分贷分还玉米拍卖成交量 22.8 万吨，包干销售玉米拍卖成交量 349.2 万吨，上半月成交率和成交价处于低位，下半月成交率和成交价回升，市场上玉米供应青黄不接，拍卖热情回温。

图 5: 国家临储存储定向 2012 年及以前玉米竞价交易结果

| 日期 | 计划销售 | 成交量 | 成交率 | 成交均价 | 最高价 | 最低价 |
|-----------|--------|--------|---------|------|------|------|
| 2017-5-5 | 501887 | 370177 | 73.76% | 1640 | 1220 | 1425 |
| 2017-5-12 | 440720 | 335337 | 76.09% | 1331 | 1550 | 1260 |
| 2017-5-19 | 989806 | 989630 | 99.98% | 1225 | 1380 | 960 |
| 2017-5-26 | 234150 | 233660 | 99.79% | 1155 | 1210 | 920 |
| 2017-6-2 | 162697 | 162538 | 99.90% | 1235 | 1350 | 1010 |
| 2017-6-9 | 20361 | 19671 | 96.61% | 1211 | 1300 | 1000 |
| 2017-6-16 | 690 | 690 | 100.00% | 1064 | 1340 | 1000 |
| 2017-7-7 | 1000 | 1000 | 100.00% | 1680 | 1680 | 1680 |

数据来源: 兴证期货研发部, 天下粮仓

图 6: 国家临储存储分贷分还 2013 年玉米竞价交易结果

| 日期 | 计划销售 | 成交量 | 成交率 | 成交均价 | 最高价 | 最低价 |
|-----------|---------|---------|--------|------|------|------|
| 2017-5-5 | 2009389 | 1824767 | 90.81% | 1379 | 1540 | 1250 |
| 2017-5-11 | 2504158 | 2138732 | 85.41% | 1378 | 1620 | 1210 |
| 2017-5-18 | 4001524 | 3562276 | 89.02% | 1409 | 1640 | 1210 |
| 2017-5-25 | 4699191 | 3447179 | 73.36% | 1375 | 1540 | 1250 |
| 2017-5-26 | 2299576 | 2103437 | 91.47% | 1383 | 1670 | 1210 |
| 2017-6-1 | 3473469 | 3231671 | 93.04% | 1377 | 1500 | 1300 |
| 2017-6-2 | 2295640 | 1361031 | 59.29% | 1347 | 1550 | 1250 |
| 2017-6-8 | 1859813 | 474845 | 25.53% | 1332 | 1400 | 1250 |
| 2017-6-15 | 1384969 | 98293 | 7.09% | 1333 | 1390 | 1250 |
| 2017-6-22 | 1288220 | 120924 | 9.39% | 1386 | 1620 | 1250 |
| 2017-6-29 | 1177297 | 149129 | 12.67% | 1335 | 1460 | 1250 |
| 2017-7-6 | 1033241 | 48939 | 4.74% | 1251 | 1290 | 1250 |
| 2017-7-13 | 1000811 | 408340 | 40.80% | 1274 | 1440 | 1250 |
| 2017-7-20 | 591468 | 54115 | 9.15% | 1250 | 1260 | 1250 |
| 2017-7-27 | 537818 | 11745 | 2.18% | 1286 | 1290 | 1250 |
| 2017-8-3 | 526073 | 0 | 0.00% | 0 | 0 | 0 |
| 2017-8-10 | 526090 | 20103 | 3.82% | 1290 | 1450 | 1290 |
| 2017-8-17 | 505987 | 15000 | 2.96% | 1250 | 1250 | 1250 |
| 2017-8-24 | 490987 | 28825 | 5.87% | 1257 | 1290 | 1250 |
| 2017-8-31 | 462162 | 28798 | 6.23% | 1253 | 1290 | 1250 |

数据来源: 兴证期货研发部, 天下粮仓

图 7：包干销售玉米竞价交易结果

| 日期 | 计划销售 | 成交量 | 成交率 | 成交均价 | 最高价 | 最低价 |
|-----------|---------|---------|--------|------|------|------|
| 2017-5-9 | 859496 | 859496 | 100% | 1673 | 1830 | 1500 |
| 2017-6-2 | 1210560 | 682924 | 56.41% | 1301 | 1470 | 1250 |
| 2017-6-9 | 1648059 | 996321 | 60.45% | 1340 | 1530 | 1200 |
| 2017-6-16 | 2130656 | 1253507 | 58.83% | 1366 | 1540 | 1250 |
| 2017-6-23 | 2325137 | 1171196 | 50.37% | 1347 | 1580 | 1250 |
| 2017-6-30 | 3468430 | 2633163 | 75.92% | 1408 | 1700 | 1210 |
| 2017-7-7 | 4251220 | 3126526 | 73.54% | 1420 | 1720 | 1250 |
| 2017-7-13 | 990709 | 219669 | 22.17% | 1272 | 1340 | 1250 |
| 2017-7-14 | 2987561 | 2600980 | 87.06% | 1492 | 1680 | 1280 |
| 2017-7-20 | 982064 | 867667 | 88.35% | 1442 | 1550 | 1310 |
| 2017-7-21 | 3353979 | 1872819 | 55.84% | 1441 | 1640 | 1250 |
| 2017-7-27 | 795932 | 273637 | 34.38% | 1407 | 1530 | 1310 |
| 2017-7-28 | 3643973 | 1512740 | 41.51% | 1437 | 1650 | 1210 |
| 2017-8-3 | 597552 | 72885 | 12.19% | 1439 | 1490 | 1400 |
| 2017-8-4 | 2862319 | 826029 | 28.86% | 1406 | 1550 | 1210 |
| 2017-8-10 | 301807 | 129996 | 43.07% | 1423 | 1500 | 1310 |
| 2017-8-11 | 1284849 | 336316 | 26.17% | 1413 | 1700 | 1250 |
| 2017-8-17 | 304083 | 123811 | 40.71% | 1420 | 1560 | 1310 |
| 2017-8-18 | 1218024 | 494714 | 40.61% | 1444 | 1610 | 1250 |
| 2017-8-24 | 308087 | 147991 | 48.04% | 1438 | 1560 | 1330 |
| 2017-8-25 | 1193198 | 533643 | 44.72% | 1442 | 1640 | 1250 |
| 2017-8-31 | 295462 | 127152 | 43.03% | 1455 | 1570 | 1310 |
| 2017-9-1 | 1199835 | 696919 | 58.09% | 1437 | 1650 | 1250 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

1.5 深加工企业玉米库存

据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 2399600 吨，月末玉米库存 2149200 吨，库存下降 10.44%。山东地区玉米月库存下降 7.97%，东北地区玉米月库存下降 17.5%，河北地区玉米月库存下降 21.50%，华北、东北地区深加工企业玉米库存下降。距离华北夏玉米大面积上市还有一个月的时间，已上市春玉米质量不能完全满足深加工需求，玉米供应青黄不接，深加工企业多限制玉米收购量，消耗库存陈玉米，待 10 月夏玉米大面积上市，深加工企业将大量采购新玉米。

图 8：56 家深加工企业玉米库存

| 地区 | 调查企业样本数 | 月初库存（吨） | 月末库存（吨） | 月增减幅（%） |
|-----|---------|---------|---------|---------|
| 山东 | 20 | 770600 | 709200 | -7.97 |
| 河北 | 8 | 214000 | 168000 | -21.50 |
| 河南 | 7 | 91000 | 69000 | 24.18 |
| 安徽 | 4 | 7000 | 5000 | -28.57 |
| 山西 | 1 | 16000 | 11000 | 31.25 |
| 陕西 | 2 | 80000 | 100000 | 25.00 |
| 宁夏 | 1 | 23000 | 48000 | 108.70 |
| 内蒙古 | 4 | 278000 | 280000 | 0.72 |
| 东北 | 11 | 920000 | 759000 | -17.5 |
| 总计 | 56 | 2399600 | 2149200 | -10.44 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 9：56 家深加工企业玉米库存变化（单位：万吨）



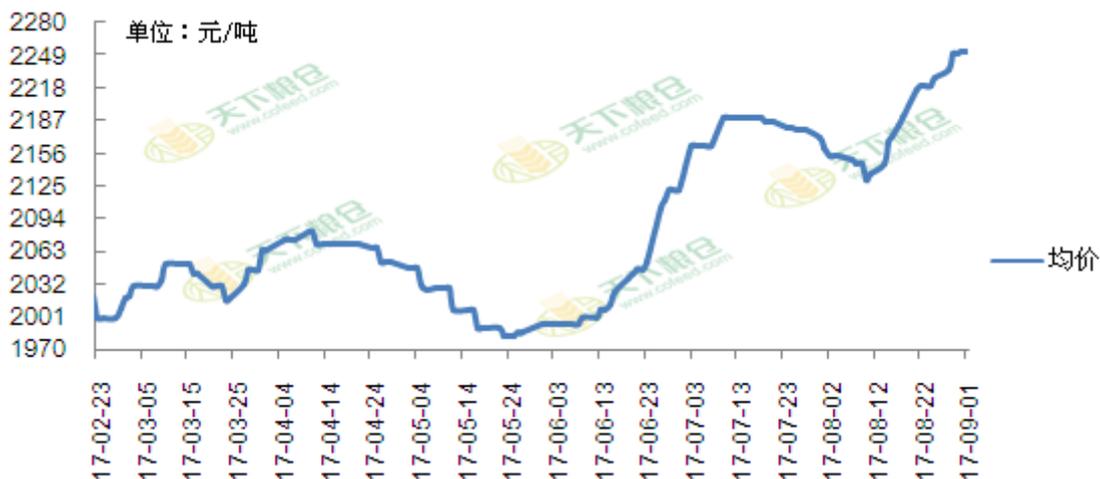
数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

2. 玉米淀粉基本面

2.1 玉米淀粉价格

8月玉米淀粉现货价格先抑后扬,8月1日玉米淀粉价格2161元/吨,下跌至8月10日2131元/吨,跌幅1.39%,随后价格开始一路冲高,截止9月1日,价格上涨至2253元/吨,涨幅5.73%。

图 10: 玉米淀粉价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

2.2 企业玉米淀粉库存

据天下粮仓调查的 60 家玉米淀粉加工企业,月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 639080 吨,月末玉米淀粉库存总量 511950 吨,下降 19.89%,华北、东北地区淀粉企业玉米淀粉库存下降。

图 11: 60 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计

| 地区 | 调查企业样本数 | 月初库存 (吨) | 月末库存 (吨) | 月增减幅 (%) |
|----|---------|----------|----------|----------|
| 山东 | 24 | 120500 | 39400 | -67.30 |
| 河北 | 11 | 52900 | 18700 | -64.65 |
| 河南 | 4 | 1080 | 800 | -25.93 |
| 山西 | 3 | 800 | 200 | -75 |
| 西北 | 2 | 15000 | 13000 | -13.33 |
| 安徽 | 2 | 3000 | 4800 | 60 |

| | | | | |
|-----|----|--------|--------|--------|
| 内蒙古 | 3 | 18000 | 24000 | 33.33 |
| 东北 | 10 | 426300 | 386400 | -9.36 |
| 总计 | 60 | 639080 | 511950 | -19.89 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 12：60 家淀粉企业玉米淀粉分地区周度库存变化



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

2.3 玉米淀粉企业开机率

据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月末开机率 58.07%，较月初的 73.07% 下降 15%，行业开机率处于低位。受环保影响，华北、东北地区玉米淀粉企业开机率大幅下降，山东地区开机率下降 21.33%，河北地区开机率下降 3.1%，东北地区开机率下降 12.84%。

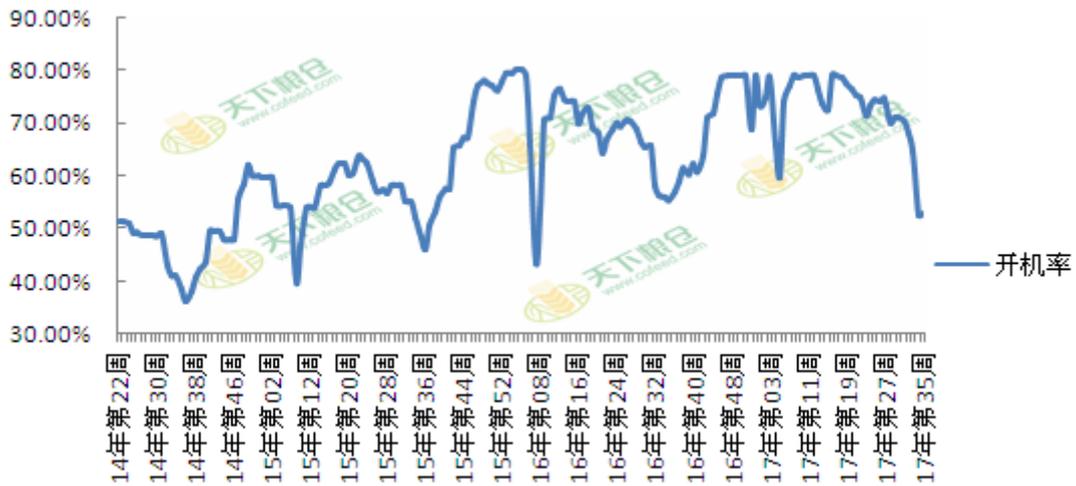
图 13：67 家玉米淀粉企业开机率

| 地区样本数 | 月初开机率 (%) | 月末开机率 (%) | 月增减 (%) |
|-----------|-----------|-----------|---------|
| 山东 (24 家) | 72.44 | 51.11 | -21.33 |
| 河北 (10 家) | 67.79 | 64.69 | -3.1 |
| 山西 (4 家) | 12.50 | 37.50 | 25 |
| 内蒙古 (2 家) | 73.68 | 78.70 | 5.02 |
| 河南 (4 家) | 44.44 | 51.11 | 6.67 |

| | | | |
|-----------|-------|-------|--------|
| 陕西 (1 家) | 56.00 | 56.00 | 0 |
| 东北 (17 家) | 88.13 | 75.29 | -12.84 |
| 总计 (67 家) | 73.07 | 58.07 | -15 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 14：玉米淀粉企业开机率变化



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

2.4 玉米淀粉企业开停机情况

受环保督察影响，部分深加工企业停产限产。山东受环保影响最为严重，不少小型加工企业停产倒闭，中型企业限产，大型企业由于环保环节较为完善，受到的影响相对较少。

图 15：玉米淀粉企业开停机情况

| 省份 | 企业样本数 | 开停机情况 | | |
|-----|-------|-------|-------|--------|
| | | 月初开机数 | 月末开机数 | 开机数月增减 |
| 黑龙江 | 3 | 1 | 0 | -1 |
| 吉林 | 3 | 2 | 2 | 0 |
| 辽宁 | 3 | 2 | 2 | 0 |
| 山西 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 陕西 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 河北 | 4 | 3 | 3 | 0 |

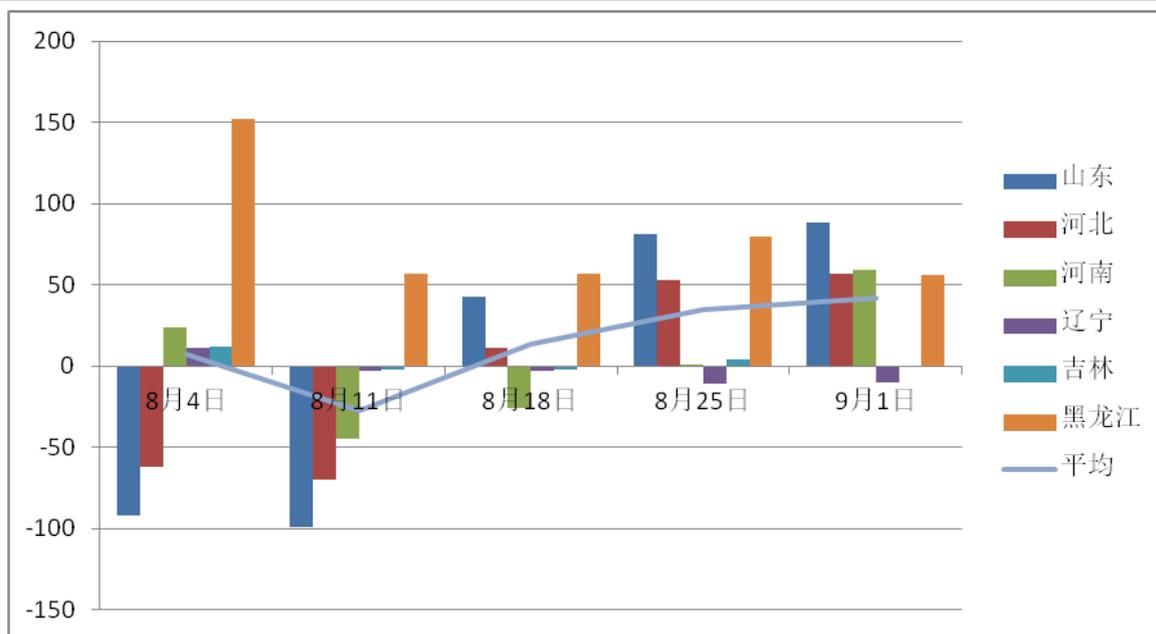
| | | | | |
|-----|----|----|----|----|
| 山东 | 19 | 15 | 10 | -5 |
| 河南 | 3 | 1 | 1 | 0 |
| 内蒙古 | 1 | 1 | 1 | 0 |

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

2.5 玉米淀粉加工利润

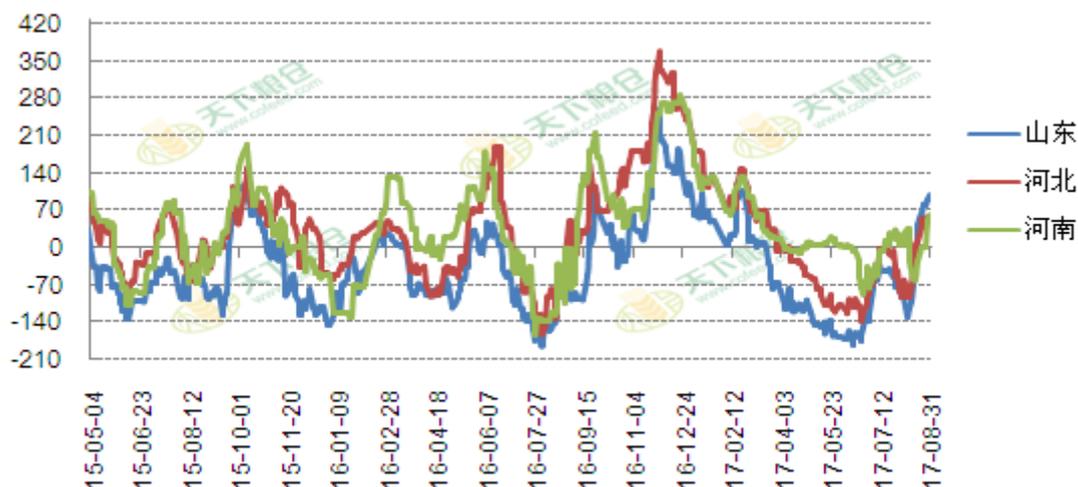
由于玉米淀粉价格持续走高，玉米淀粉企业加工利润上涨，截至 9 月 1 日，除辽宁外，山东、河北、河南、吉林、黑龙江地区加工利润处于盈利状态。

图 16：玉米淀粉月加工利润（单位：元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 17：玉米淀粉加工利润走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

3. 总结

南方、华北春玉米已上市供应市场，但是已上市的春玉米质量不能完全满足深加工企业和饲料企业的需求，部分企业采购国储玉米以及东北轮出玉米暂时过渡。受环保督察的影响，华北、四川等地区，尤其是山东省遭受冲击，饲料厂、养殖场、深加工企业停产限产，山东不少小型加工企业倒闭，肉禽养殖场被拆除，玉米下游需求减少。9月10日本轮华北地区环保督察进入尾声，距离十九大召开还有一个月，9月1日环保部发文开启秋冬季大气污染治理督察，后期环保影响仍存变数，预计短期玉米价格以窄幅震荡行情为主，面临下行压力，建议暂时观望。

玉米淀粉企业因环保督察影响，行业开工率下降，大型企业限产，部分中小企业停产倒闭，玉米淀粉库存减少，淀粉价格持续上涨。华北夏玉米即将大面积上市，或对玉米淀粉价格形成一定的冲击，十九大即将召开，届时物流受限，运费上涨，对玉米淀粉价格形成支撑，预计短期玉米淀粉价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

遇撑回升遇阻回调

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

8月，天然橡胶探低遇撑，止跌企稳，并返身浅幅回升，随即又冲高遇阻，止涨企稳，并返身回落，由此反映了天胶市场供需关系利空逐渐转变为偏多的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望9月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑浅幅回升的走势牵制下，沪胶后市也将可能探低遇撑浅幅回升的走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势中性因素影响，虽然短线可能回升，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势，操作上宜以短线逢低吸纳为主。

1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，8月，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.7%，比上月上升0.3个百分点，制造业总体保持稳中向好的发展态势。

分企业规模看，大型企业PMI为52.8%，比上月微降0.1个百分点；中型企业PMI为51.0%，比上月上升1.4个百分点，重回扩张区间；小型企业PMI为49.1%，比上月回升0.2个百分点。

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。

生产指数为54.1%，比上月上升0.6个百分点，继续位于临界点之上，表明制造业生产增速有所加快。

新订单指数为53.1%，比上月上升0.3个百分点，持续位于临界点之上，表明制造业市场需求进一步改善。

原材料库存指数为48.3%，比上月下降0.2个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续下降。

从业人员指数为49.1%，比上月下降0.1个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工量有所减少。

供应商配送时间指数为49.3%，比上月下降0.8个百分点，落至临界点以下，表明制造业原材料供应商交货时间有所放缓。

分行业看，服务业商务活动指数为52.6%，比上月回落0.5个百分点，服务业继续保持增长，但增速略有放缓。从行业大类看，航空运输业、邮政业、电信广播电视和卫星传输、互联网及软件信息技术服务等行业商务活动指数均连续位于60.0%以上的高位景气区间，业务总量快速增长。批发业、资本市场服务、房地产业、居民服务及修理业等行业商务活动指数位于收缩区间，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为58.0%，比上月回落4.5个百分点，仍高于临界点，企业生产增速有所放缓。

新订单指数为50.9%，比上月回落0.2个百分点，继续位于临界点以上，表明非制造业市场需求增速略有回落。分行业看，服务业新订单指数为50.3%，比上月上升0.1个百分点，连续4个月高于临界点。建筑业新订单指数为54.5%，比上月回落1.5个百分点，仍高于临界点。

投入品价格指数为54.4%，比上月上升1.3个百分点，连续位于临界点以上，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平继续上涨。分行业看，服务业投入品价格指数为53.2%，比上月上升1.3个百分点。建筑业投入品价格指数为61.4%，比上月上升1.6个百分点。

销售价格指数为51.5%，比上月上升0.6个百分点，连续两个月高于临界点，表明非制造业销售价格总体水平持续上涨，且涨幅扩大。分行业看，服务业销售价格指数为51.0%，比上月上升0.4个百分点。建筑业销售价格指数为54.4%，比上月上升1.9个百分点。

从业人员指数为49.5%，与上月持平，继续位于临界点以下，表明非制造业从业人员数量有所减少。分行业看，服务业从业人员指数为48.6%，与上月持平。建筑业从业人员指数为54.3%，比上月微升0.1个百分点。

业务活动预期指数为61.0%，比上月微落0.1个百分点，连续4个月位于60.0%以上的高位景气区间。分行业看，服务业业务活动预期指数为60.1%，比上月回落0.3个百分点。建筑业业务活动预期指数为66.0%，比上月上升0.7个百分点。

从主要分项指数来看，供需双侧联动回升明显，企业生产经营活动整体向好，大企业保持

稳定，中小企业明显回升，年内预期较为乐观，生产扩张意愿较强，原材料采购积极。

综合来看，当前经济运行基本回归稳中趋升基本态势，前期季节性因素影响造成的短期波动基本平复，也显示出经济运行抗短期波动的韧性增强，保持平稳健康发展具有较为坚实内在基础。

供需双侧联动回升。新订单指数较上月上升 0.3 个百分点，回升至 53% 以上较高水平。从调查来看，企业反映市场需求良好，接单较为理想，反映订单不足的企业数量明显下降，在受调查企业所占比重降至 38.8%，较上月下降 2.4 个百分点，为最近 5 个月以来的最低值。由于市场需求较好，价格上升，企业效益改善，生产扩张意愿增强，供给侧生产活动明显加快。生产指数上升 0.6 个百分点，达到 54% 以上较高水平。

企业生产经营活动整体向好。8 月份，大型企业 PMI 基本保持稳定，较上月稍有回落，继续保持去年四季度以来 53% 左右的相对较为水平，生产指数和新订单指数较高，保持在 55% 左右。中型企业上升较为明显，PMI 指数较上月上升 1.4 个百分点，升幅超过 7 月份降幅，达到 51%，生产指数和新订单指数上升较为突出，升幅在 2 个百分点左右。小型企业尚未走出 7 月份的震荡下行，但也有积极变化，PMI 指数有所上升。

行业普遍上升，传统行业回升明显。在调查的 21 个行业大类中，14 个行业较上月上升。上升比较明显的主要是钢铁、化工等基础原材料行业。8 月份，基础原材料行业 PMI 指数较上月上升 1.2 个百分点，达到 51% 以上，创近年来的高点。从趋势上看，传统行业最近 3 月呈回升之势，PMI 指数一改持续低迷徘徊局面，升至 50% 以上。2016 年以来，钢铁、煤炭、水泥、电解铝等基础原材料行业供给侧改革持续推进，转型升级加快，老化供给产能逐渐出清，传统行业焕发出了新活力。

当前经济运行当中值得关注的问题：

一是上游产品价格过快上涨。最近两月，购进价格指数涨势突出，涨幅均超过 7 个百分点，8 月份达到 65.3%，创今年以来的最高记录。相对于购进价格指数，出厂价格指数上涨滞后，8 月份上升 4.7 个百分点，指数水平为 57.4%，同购进价格指数差距明显扩大，达到 8 个百分点。这种趋势发展下去，虽然上游行业效益会得到提升，但下游行业成本会明显增加、效益下滑，不利于企业协同发展，不利于经济稳定。

二是出口呈回落态势。最近两月新出口订单指数持续回落，目前指数略高于 50%。从外部环境来看，世界经济复苏势头良好，国际市场需求保持稳步上升。在这种情况下，国内出口呈下降态势，虽然有国内市场价格回升，企业出口积极性有所下降等原因，但一些国家针对中国的贸易壁垒、贸易摩擦增加等因素导致贸易环境恶化不容忽视。

三是部分能源和原材料供应阶段性紧张。8 月份，从调查来看，反映这一问题的企业比重上升较为明显，达到 8%，较上月上升 2.2 个百分点，为今年以来的最高值。

总的来看，PMI 指数自去年下半年以来，保持稳步回升，期间虽有小幅波动，但不改变这一基本态势，表明经济企稳回升态势基本形成，也表明供给侧结构性改革加快推进，“三去一降一补”持续深入，持续为实体经济减负，推动实体经济转型升级，成效显著，下半年经济运行稳中向好态势将继续深入发展。

国际方面，8 月 25 日，飓风“哈维”（Harvey）以 130 英里的时速登陆美国得州沿岸地区，这是美国自 2005 年以来最强大的“怪兽级”飓风，数十万民众被迫避难。

为了加快联邦政府救援行动，得州州长艾伯特（Greg Abbott）要求总统特朗普宣布“哈维”为“重大灾难”，对 30 个郡发出灾难公告。

美国总统特朗普宣布，由于“哈维”飓风登陆，为保证在必要情况下立即提供联邦援助，得

克萨斯州进入自然灾害状态。

特朗普在推特上写道“应得州州长要求，我签署了有关宣布进入自然灾害状态的文件，这将保证联邦政府充分提供帮助。”此前，特朗普要求受飓风影响地区的居民遵守当地政府指示并确保安全。

虽然许多地方预计将遭遇毁灭性洪水和破坏，许多居民仍不听从强制撤离令，纷纷囤积粮食、燃料和沙包。

飓风“哈维”预估将成为 2005 年飓风威尔马（Wilma）登陆佛罗里达州以来，直扑美国本土威力最强大的飓风，恐造成数十亿美元的灾损。

宏观经济形势，对天胶构成中性偏多作用。

2.全球天胶供需关系分析

据行业咨询机构 Rubber Economist 消息，全球天然橡胶产量将不足以满足需求，橡胶库存料进一步减少，天然橡胶的替代品合成橡胶的产量过去 3 年都无法满足需求，预计这一趋势将继续下去。

预计 2016 年全球天然橡胶产量不足 1160 万吨，消费量 1250 万吨；2017 年产量不足 1200 万吨，消费量有望突破 1260 万吨。

又有统计显示，全球 2016 年橡胶原料总消费需求量为 2713 万吨，包括 1250 万吨天然橡胶和 1463 万吨合成橡胶。预计未来几年全球橡胶的消费需求量仍可保持 2%-3% 的增长率，大致和全球 GDP 的增长率维持同步。

经过多年胶价连续下跌，割胶积极性越来越低迷，新胶资源越来越少，但用胶消费需求却没有减少，还维持稳步增长态势，所以供需由供过于求转变为供不应求也是必然的。

国际橡胶研究组织（IRSG）发布预测，以目前东南亚种植情况来看，可以种植橡胶的资源殆尽，预计 2020 年全球橡胶将会出现供不应求的局面。以现有的产能 1250 万吨来看，届时全球天然橡胶消费量将到达 1360 万吨，消费需求大大超过产能。

东南亚主产国种植状况显示，从总种植面积来看，2016 年 ANRPC 的总面积达到 1154 万公顷，一直有增无减。但是增速却是逐年递减，从 2010 年的 4% 滑落至今年的 1.8%。可见 IRSG 预测橡胶种植面积资源殆尽还是有据可依的。

市场关注的供应增量还是要落到新种植面积上，从 ANRPC 的新增种植面积来看，2012 年开始新种植面积开始急速下滑，从新增 48 万公顷下落到 2016 年的 9.4 万公顷。低胶价的确打击着 ANRPC 的橡胶种植热情。数据显示，泰国方面新增种植面积减少，越南方面确实有着激增，且越南在 2008-2012 年的新增种植面积都高于其他国家。以橡胶 6-7 年的种植周期来看，越南在 2013 年超越马来西亚成为第三大橡胶出产国也是有原因的。总的来看，2013-2016 年是新增面积明显下滑的几年，对应 2019-2023 年应该是 ANRPC 供应增长乏力的几年。

橡胶树的旺产期可达到 10 年，以目前泰国橡胶树树龄分布来看，到 2020 年前高产树还是占大部分。所以泰国产能影响更多在于种植区是否发生灾害，而未来橡胶产量增量更多关注在越南。天胶供需缺口更多在于需求增长大于供应增长。

从 ANRPC 的开割面积来看，2016 年的开割总面积为 866 万公顷，且近几年 ANRPC 的开割率都稳定在 75% 左右。其中印尼今年的割胶面积为 303 万公顷，割胶率为 83%，而泰国方面开割面积为 283 万公顷，割胶率为 91%。大体来看，ANRPC 开割面积的趋势与总种植面积相似，总量在上升但是增速仍在减少，从 2010 年的 4.6% 下降到今年的 1.6%。

天然橡胶生产国协会 (ANRPC) 数据显示,天胶供应量已经连续 3 年增长速度放缓。从 2013 年的增长速度为 5%, 2014 年增长速度下降至 1.9%, 而 2015 年增长速度仅有 0.8%。

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量的 65%, 2016 年有望继续增长 4.5%。当前供需面有利于天胶产业发展。

2017 年全球天胶将增产, 预计为 1256.2 万吨。主要原因是 2010—2012 年新种胶树进入割胶期, 以及价格逐渐好转, 印度、马来西亚被弃割的成熟橡胶树会恢复割胶。国内天胶市场上, 天胶产量近年下降趋势与弃割胶树复割因素对冲, 中国天胶产量与 2016 年持平, 预计为 74 万吨。预计 2017 年全球天胶消费量为 1263.8 万吨。

从数据来看, 印尼有着最大的橡胶种植面积为 364 万公顷, 而泰国以 309 万公顷排名第 2。之所以泰国天胶产量能超印尼, 主要还是靠着自身年轻的胶树们及 90% 的高割胶率, 而印尼方面橡胶树产量就稍许小一点。

据国际橡胶组织 (IRSG) 统计预测, 全球天然橡胶的年供需缺口近 110 万吨。

IRSG 最新数据显示, 2017 年全球天然橡胶产量预计为 1385.5 万吨, 同比增长 5.6%; 亚太地区产量增长 5.3%, 其中, 泰国、印度尼西亚、越南、马来西亚产量分别为 446.4 万吨、304 万吨、113 万吨和 88.8 万吨, 同比分别增长 2.9%、3.1%、12.4% 和 -0.6%。中国产量为 118.9 万吨, 同比增长 9.2%。

此外, 数据还显示, 2017 年非洲、南美洲地区的产量分别为 67.1 万吨和 36.4 万吨, 同比分别增长 11.5% 和 4.3%。

而据 ANRPC 预估, 2017 年上半年天胶总产量 499 万吨, 同比增长 3.9%; 出口量同比增长 1.5%。全年天胶产量同比增长 4.7%, 出口量同比增 0.5%。

ANRPC 报告显示, 2017 年 1—6 月, 全球 (含非 ANRPC 国家) 天然橡胶产量同比增长 5.8% 至 572.9 万吨。

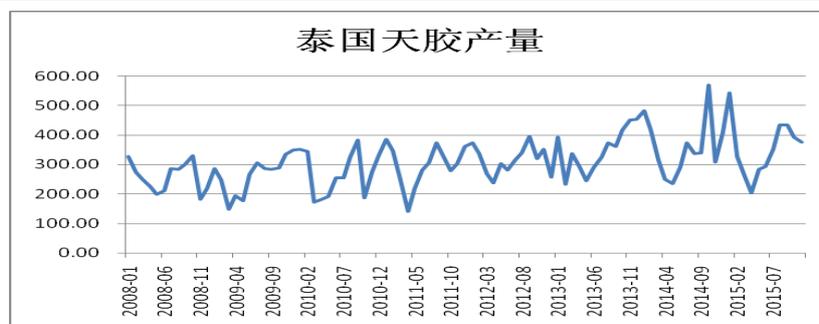
受此影响, 沪胶主力合约 RU1801 由 7 月 31 日收盘价 15325 元上涨至 8 月 31 日收盘价 16545 元, 累计涨幅为 1220 元, 相对涨幅为 7.96%。

由此对天胶构成中性偏多作用。

3. 主要产胶国产量分析

3.1 泰国天胶产量分析

图 1: 泰国天胶产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

8月3日，泰国防灾减灾局局长透露，根据气象部门的监测结果显示8月4日-6日泰国的北部、东北、东部及南部的30个府会迎来强度降雨，有可能会造成洪灾和山体滑坡，提醒以下30个府的群众及有关部门做好防灾措施。

近日陆续有泰国媒体报道，泰国将增大天然橡胶在道路建设中的使用量，南部宋卡府有6条以上新修公路均添加了天然橡胶，某组织主席成有两条添加天然橡胶作为原料的供即将完工，宽约8米，长分别为1.85Km和1.5km，另外一条合艾到胡安的公路已于2015-2016年完工。

宋卡是泰国第一个修建添加天然橡胶柏油路的省份，并希望一次促进泰国天然橡胶国内消费量。

自春节之后天然橡胶开始下跌，胶价萎靡不振，难见柳暗花明之态，泰国作为全球最大的产胶国动作频频，但胶价萎靡之态未见起色。

老生常谈的论调不外乎减产降出口、提高国内需求、发放贷款补贴胶农几种，那么这几种措施实施的可能性有多大呢？

提高国内需求，增加天然胶在公路建设中的用量

这一项旷日弥久的措施终于在泰国媒体的报道中见到了雏形，只能说等来的好不容易。

据悉天然橡胶仅添加于路面，且需与沥青混合，天然橡胶添加量仅占路面原料总重的5%-10%，路面基层较普通柏油马路约高出20%，在公路使用寿命上约比普通公路5~7年，以8米宽马路为例，每千米公路花费要高出1百万泰铢。

根据泰国官方数据显示，宽8米长1千米路面厚度为5厘米的马路天然胶添加量约为2.5吨，那么即将完工的两条1.85千米和1.5千米的公路中，消耗的天然橡胶仅有8.38吨，而根据目前消息尚未听闻泰国大型公路建设中添加天然胶的报道，仅靠几个省几条短距离公路的修见对于提升国内消费收效甚微，只能说聊胜于无。

减产降出口——橡胶磋商会召开

减产降出口在6月胶价持续低迷之时再度被提及，但是泰、马、印3国并未达成一致意见，暂定于9月继续开会协商。降出口意味着什么呢？

对于3个产胶大国来说最直接的损失就是出口额降低，将直接影响本国外汇收入，首先减产、降低出口的国家还可能面临的就是市场份额被其他国家挤占，在去年降低出口进行过一次之后，泰、马、印3国恐怕谁也不会再首先松口并执行了。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏多作用。

3.2 印尼天胶产量分析

图 2：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据印尼《雅加达邮报》8月4日报道，印尼工业部长在与到访的美国-东盟商务理事会代表团会见时表示，美国对印尼投资和贸易多集中在资本和技术密集性产业，印尼对美出口多为棕榈油、家具、纸张、橡胶等，双方贸易互补性较强。

为促进印尼产品对美出口，印尼政府正寻求与美国签署双边贸易协议。

美国与越南已签署双边贸易协议，对越输美纺织品关税为零税率，但对印尼输美纺织品征收 12.5% 的关税。

因此，为促进更多纺织品对美出口，签署双边贸易协议很有必要。

据悉，印尼与美国经贸合作渠道除美国-东盟商务理事会外，还有美国贸易投资委员会和印尼-美国商业论坛。

2016 年印尼对美国产品出口 156.8 亿美元，美为其第 1 大出口国；自美国进口 72.1 亿美元，美为印尼第 4 大进口国。

此前，印尼曾考虑成为 TPP 谈判成员国，对美等国家和地区纺织品等大宗出口商品是其拟加入 TPP 的主要目的。

俄罗斯《导报》网站 8 月 7 日报道称，俄罗斯技术公司称，8 月 4 日莫斯科与印尼国家贸易公司签署了一项备忘录，内容包括供给印尼 11 架苏-35 战机。

该公司在新闻稿中写道：俄方保留在印尼选择商品和贸易合作厂商的权利。协议框架里提到了扩大最有前景商品的供应。

印尼国防部长 7 月 28 日称，印尼政府批准了 11 架苏-35 战机的采购。

俄技术公司下属的国防产品出口公司的消息人士说，印尼已经列装了 15 架苏-27 和苏-30 战机。

有关向印尼供应苏-35 战机的谈判至少从 2013 年起就一直在进行，有好几次双方几乎签订了协议。

谈判因为一些问题而拖延，最首要的是资金问题，但现在双方接近达成一致，俄技术公司签署的备忘录证实了这一点。

消息人士称，合同极可能在年底前签署，部分将用棕榈油、橡胶和其他的印尼商品支付。俄国防产品出口公司发言人拒绝发表评论。

苏-35 战机由苏霍伊公司靠银行贷款研发，俄空军是首位客户，共采购了 98 架（其中超过

60 架已交付)。

2015 年，在 10 年不曾采购俄战机之后，中国与俄罗斯签署了购买 24 架苏-35 战机的合同，目前合同正在履行中。

用油品和其他商品支付不代表它们会以实物形式进入俄罗斯，这里通常指的是期货。

11 架苏-35 的售价可能达到 10 亿美元。

和印尼签订合同的意义不逊于与中国签订合同，因为印尼有获取西方战机的渠道，同时合同可以刺激一些周边国家，例如越南，推动它们采购俄罗斯新型战机。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏多作用。

3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3: 马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据路透社 8 月 16 日报道，泰国橡胶部门官员 8 月 16 日表示，亚洲最大的几家橡胶生产商将于 9 月在泰国举行会议，将会把以出口限制来提高橡胶价格的计划提上日程。

据报道，国际三方橡胶理事会 (ITRC) 由世界顶级的天然橡胶生产国泰国、印度尼西亚和马来西亚的组成，通常一年举行一次会议。

泰国橡胶工业与橡胶生产局的一名官员说：“国际三方橡胶理事会(ITRC)的会议通常会讨论包括出口机制等一系列问题。重要的是 3 国部长之间将会进行商讨。”

该官员说，马来西亚已经正式接受了 9 月 12 日至 15 日的会议邀请，而印度尼西亚还尚未确认。

报道称，近年来橡胶供过于求，橡胶价格一直走低。

在 2016 年下半年橡胶主要生产地经历洪水后，橡胶价格曾一度飙升，然而现在又开始下跌。泰国、印度尼西亚和马来西亚 3 国生产的天然橡胶占全球的近 70%。这 3 个国家曾于 2016 年商定以削减出口来提振市场，不过未能如愿。

据国际 3 方橡胶理事会(ITRC)发表声明称，理事会的高级官员及其业务部门国际橡胶联盟(IRCo)的董事会成员于 8 月 3 日在曼谷进行了会面。

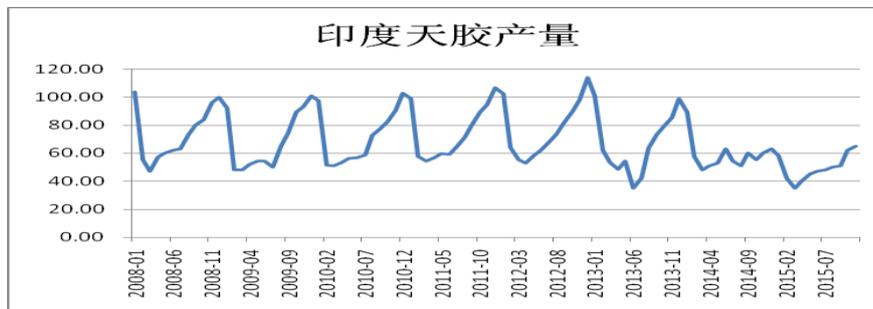
他们对目前橡胶价格下滑趋势表示担忧，并讨论了提高橡胶价格的一系列措施。

官员们预计，由于橡胶价格低廉且天气情况恶劣，例如泰国北部的大雨和洪水，今年泰国和马来西亚的橡胶出口量将会减少。

由此对包括马来西亚天胶供应均将产生中性偏多作用。

3.4 印度天胶产量分析

图 4：印度天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

8月2日印度新德里，一个议会小组再次建议商务部制定了国家橡胶政策，以促进该行业的发展。

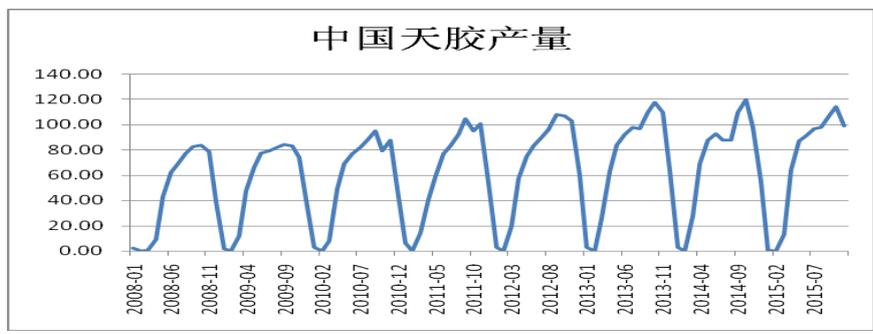
天然橡胶是一种战略性工业原料，它不能与其他种植作物放在相同的基础上的。

该委员会表示，考虑到国家橡胶政策最早可能被框定，该委员会的报告涉及到与商务部有关的问题，委员会还建议制定橡胶政策。

由此对印度橡胶价格走势产生利多作用。

3.5 中国天胶产量分析

图 5：中国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

8月9日，云南省质量技术监督局官网通报，2017年云南省天然橡胶产品质量监督抽查情况，不合格产品检出率2.86%。

据通报，2017年4月—6月，云南省质量技术监督局在全省范围内组织开展天然橡胶产品质量监督抽查。

抽查的重点产品为技术分级橡胶(TSR)，包括：全乳胶(SCR WF)、5号胶(SCR 5)、10号胶(SCR 10)和20号胶(SCR 20)；抽查的重点对象为生产企业。

所抽样品严格按照《天然橡胶产品质量监督抽查实施规范》有关规定执行，重点对产品氮含量、灰分、塑性初值、塑性保持率、挥发份、杂质、颜色标志、色泽等指标进行检测。

此次抽查由国家橡胶及乳胶制品质量监督检验中心负责。全省共抽查70家生产企业70个

批次产品，涉及版纳、普洱、德宏、临沧、文山、红河等 6 个州市。

经检验，有 2 个批次产品不合格，不合格产品检出率 2.86%，较 2016 年同期的 5.4% 下降 2.5 个百分点；不合格指标主要是塑性保持率达不到国家标准规定要求。

根据《中华人民共和国产品质量法》的有关规定，对此次抽查不合格的产品及企业，按照属地管理的原则，云南省质量技术监督局将移交企业所在地质量技术监督部门依法进行处理。

资料显示，2016 年到 2017 年上半年，海南省共查处 14 家橡胶加工企业。

据了解，这些企业存在大量环境违法行为。

其中，儋州市一家橡胶加工厂生产车间，存在废水排放沟液体外洒、废水偷排雨水沟等环境违法行为。

执法组发现这一情况后，立即联合儋州市环保部门，依法进行调查取证、立案查处，并责令企业进行整改。

此外，临高县共有 5 家橡胶企业，除了因污染防治设施等问题停产整改的 3 家企业外，其余 2 家正常生产。

白沙县共有 2 家橡胶加工厂，均符合环保要求。

对此，海南省表示，该省在淘汰橡胶加工落后产能、控制污染的同时，也在积极引导橡胶加工企业进行环保改造，为传统产业注入新动能。

海南橡胶集团有关负责人介绍说：“海胶集团有 15 家橡胶加工厂，其中 14 家正常生产，只有澄迈金福加工分公司停产。”

据了解，这家公司停产是海胶集团的自发行为，其原因是该公司在最近的一次检查中，被发现存在氧化塘没有覆盖等问题。

目前，海胶集团已投入多项环保资金，对加工厂氧化塘、厌氧罐等升级改造，以确保环保达标。

海口 8 月 21 日消息，海垦农垦控股集团通过旗下境外投融资平台，该集团出资 1.37 亿美元，近期完成了对印度尼西亚最大的天然橡胶加工贸易企业 KM 公司 45% 股权以及新加坡 ART 橡胶贸易公司 62.5% 股权的收购。

据了解，印尼是全世界天然橡胶第 2 大生产国，印尼 KM 公司年加工天然橡胶能力约 72 万吨，已取得包括米其林、普利司通、固特异等全球前 20 家轮胎制造商中 13 家的认证。

2016 年度，印尼 KM 公司和新加坡 ART 公司合计实现营业收入约 65 亿元人民币，净利润约 1.06 亿元人民币。

海南橡胶集团积极践行国家一带一路建设，近年来实施走出去战略，加强国际合作。海垦控股集团负责人表示，完成本次收购不仅能提高海南农垦在天然橡胶加工技术和生产管理方面的水平，还能进一步提升海南农垦在国际天然橡胶市场的地位和话语权。

由此国内天胶生产动态对天胶构成中性作用。

3.6 越南天胶产量分析

图 6：越南天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

近年越南胶在中国市场的地位与日俱增，实现了进口量与进口国家排名双赢。

越南胶年度进口量（含天然橡胶旗下 10 个税则号）从 2013 年之前不足 20 万吨上升至 2016 年的 73.30 万吨，名次更是顺利超越马来、印尼，成为第 2 大天胶进口国，进口量占比突破 2 位数，2016 年进口量占天然橡胶总进口量的近 17%。

国内市场上越南胶以越南 3L 原胶、越南 3L 混合、越南 10#混合胶和越南小烟片为主。其中前两种数量占比超 70%，其次是越南 10#混合，也充斥少量越南小烟片。

众所周知，越南胶缺乏统一的国家标准，质量也是参差不齐。

一般情况下，我们把越南胶分国营和民营两种，国营胶包括越南橡胶总公司（大金杯）、越南人民军下属生产企业（兵团胶）；民营胶包括民营生产企业（小厂货），价格也是各有差异。

国内市场上畅销的越南胶多数为民营小厂货，而国营大厂货相对偏少。

这与我国下游生产企业用胶习惯及胶种本身的价格优势有关。

越南橡胶产业动态，对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

4.中国天胶库存量分析

图 7：中国天胶库存量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

国内天胶库存数据包括产区橡胶厂和胶农库存、青岛保税区现货库存和最终用户（工厂）库存。

国内天胶产区方面，目前时值天胶供应旺季，由于进口压力加重，致使天胶库存量不但未

有减轻，反而还有所加重。

青岛保税区库存量小幅缩减，说明国内进口胶供应呈现增长态势，但消费需求逐渐改善，进口橡胶库存压力逐渐减轻。而国内期货天胶库存持续增加，胶价承受压制作用加重。

库存方面，根据公布的最新数据，截止到8月18日，青岛保税区橡胶库存量大幅缩减至22.64万余吨，较8月2日的23.36万余吨缩减0.72万余吨，缩减幅度为3.08%，其中天胶库存量缩减至17.13万余吨，较8月2日的18.05万余吨大幅缩减0.8万余吨，缩减幅度达到4.43%，说明进口胶库存量继续缩减，库存压力继续减轻。

据了解，保税区仓库普遍反映出库增多，部分大型仓库出库量在1000吨左右，其中标胶出库较多，相比较进口规模，进口胶库存量缓慢缩减，说明进口胶消费形势正慢慢好转。

期市库存方面，截止8月25日，上期所橡胶库存量大幅增加11068吨至406226吨，注册仓单减少1100吨至355960吨，期货库存压力大幅加重，仓单压力小幅减轻。

目前产业链上下游库存均处于高位，在大量进口以及库存逐渐消耗的背景下，预计保税区库存将持续小幅缩减。

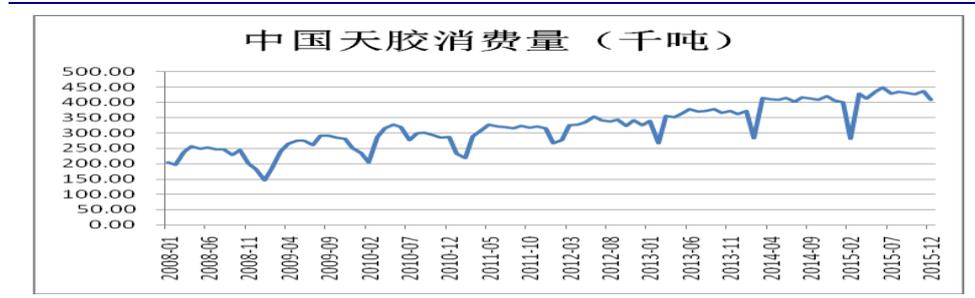
国内对进口胶消费需求稳步增长，促使青岛保税区进口胶库存量逐渐缩减。

实盘压力稳步加重，原因是新胶依然源源不断流入期货市场注册成仓单，期货市场正成为国产胶抛售的理想场所。同时轮胎企业开工率在春节后上升，对进口胶消费有所增长。

由此将对天胶市场期货和现货价格走势分别构成利多和偏空作用。

5.中国天胶消费量分析

图 8：中国天胶消费量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

全球的轮胎市场已经由2003年的828亿美元增至2016年的2080亿美元（约14560亿人民币），市场规模仍然在不断增大。

7月，国内外胎产量为8279.6万条，环比6月的8964.3万条缩减684.7万条，缩减幅度为7.64%，同比去年7月的8286.4万条缩减6.8万条，缩减幅度为0.08%，3-7月国内外胎累计产量为42669.7万条，同比去年同期的42181.6万条增加488.1万条，增长幅度为1.16%，虽然由于高温季节性、人工紧张、尤其是环境保护压力较重等诸多因素影响，导致外胎产量短线小幅缩减，但中期依然由于汽车产业稳步增长、终端对轮胎消费需求刚性增长，而稳步小幅增长，由此对天胶价格构成偏多作用。

从国内废旧轮胎利用产业发展看，近几年来，随着汽车保有量的不断增多，国内废旧轮胎以年产生量8%-9%的幅度急速增长，中国橡胶工业协会根据2016年国内机动车保有量已达2.9亿辆进行测算，当年，我国废旧轮胎产生量已超3.5亿条，重约1270万吨；到2020年，我国废旧轮胎重量将达到2000万吨。目前，国内废旧轮胎综合利用主要以生产再生胶为主，产量已

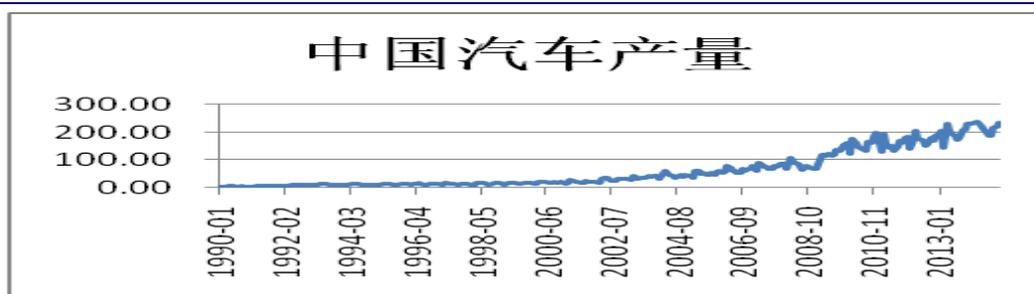
占到了全球再生胶的 70%以上，是弥补我国天然橡胶严重不足的重要原材料；其次是制造胶粉，开辟新应用；再次是对轮胎进行翻新。可以预计，随着国内废旧轮胎产业规模显著增长，将缩减对橡胶的消费需求，继而对天胶价格构成偏空影响。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.各国汽车产量分析

6.1 中国汽车产量分析

图 9：中国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

中国汽车产业存在闲置产能，产能利用率差异很大，在 60%-80%之间，汽车产量仍不断上升。

中国去年汽车产量超过 2800 万辆，高于美国 1700 万辆。中国消费者无法完全消化这些车辆。中国的车辆购置税优惠措施已在一定时期内提振了销量，但也只是刺激消费者提前购车。中国政府去年削减了购车优惠力度，导致截至今年 4 月汽车销量增幅下降 2/3。

中国汽车行业产能过剩问题在国内现有的几十家汽车厂商身上得到体现，许多汽车厂商都受到地方政府支持，地方政府不愿舍弃这些能够提供大量工作机会的汽车厂商。作为改善汽车行业现状的方式，整合似乎不是优先考虑的选择。

中国能有把握做好的就是出口，像针对太阳能电池板、钢铁和玻璃行业采取的那种做法，将国内汽车行业的过剩产能输出海外是一种方法。中国已经在向其他新兴市场出口汽车，中国每月向伊朗等国出口的汽车占其总产量的 2%至 3%，一年约 50 万辆，但近年来在该地区的增长已陷入停滞。

由于受质量方面约束，中国汽车打入日本、美国和欧洲等发达市场更具挑战性。此外，美国总统特朗普及其他人的反全球化论调看起来也是个障碍，除非中国能够通过贸易协定将其汽车运进这些市场。

但海外汽车厂商不应将中国视为一种威胁，从中国境外汽车销量来看，今年全球汽车需求量只会增长 0.6%。只要这一高度商品化行业引起中国汽车厂商重视，就有可能对价格形成压力，即便它们还没有成为发达市场的主要参与者。

中国继续向新兴市场发力，这将给雷诺、现代等专攻新兴市场的汽车厂商以及印度的塔塔和 Maruti 等本地品牌带来麻烦，全球汽车厂商将不得不与中国惊人的汽车产量相抗衡。

根据中国政府规划，力争未来 3 年使汽车年产量达到 3000 万辆，到 2025 年达到 3500 万辆，这足够全球消费者消化了。

据中国汽车工业协会对行业内 17 家汽车工业重点企业（集团）经济指标快报显示，2017 年上半年，汽车工业重点企业（集团）主要经济指标呈较快增长，营业收入、利润总额等指标高于上年同期，增幅与年初相比，虽有所回落，但增长率仍超过 10%。具体情况如下：1、工业经济效益综合指数高于上年同期；2、产出指标高于上年同期；3、营业收入高于上年同期，增幅有所回落；4、利润总额、利税总额较快增长；5、应收账款增幅下降、产成品库存资金增幅上升。

同时，据中国汽车工业协会统计分析，2017 年 7 月，汽车产销比上月有所下降，同比呈一定增长。1-7 月，汽车产销同比呈小幅增长，增幅比上半年略有提升。

7 月，汽车生产 205.94 万辆，环比下降 4.98%，同比增长 4.76%；销售 197.12 万辆，环比下降 9.24%，同比增长 6.15%。其中：乘用车生产 175.86 万辆，环比下降 4.67%，同比增长 1.97%；销售 167.84 万辆，环比下降 8.37%，同比增长 4.27%。商用车生产 30.08 万辆，环比下降 6.75%，同比增长 24.73%；销售 29.28 万辆，环比下降 13.90%，同比增长 18.36%。

1-7 月，汽车产销 1558.52 万辆和 1532.52 万辆，同比增长 4.65% 和 4.10%，增速比上半年提升 0.01 个百分点和 0.29 个百分点。其中乘用车产销 1324.13 万辆和 1293.14 万辆，同比增长 3% 和 1.95%；商用车产销 234.38 万辆和 239.38 万辆，同比增长 15.10% 和 17.51%，增速比上半年提升 1.30 个百分点和 0.12 个百分点。

从汽车出口方面看，根据中国汽车工业协会的统计数据显示，7 月我国汽车企业出口 6.9 万辆，同比增长 23.7%。1-7 月，汽车企业出口 46.5 万辆，同比增长 25.9%；其中乘用车出口 32.1 万辆，同比增长 36.2%；商用车出口 14.5 万辆，同比增长 7.9%。海关总署最新数据也显示，7 月我国汽车及汽车底盘出口 10 万辆，同比增长 42.86%；1-7 月累计出口汽车及汽车底盘 54 万辆，同比增长 46.2%。至此，我国汽车出口从去年 8 月起，已连续 11 个月同比保持增长。究其原因，除主要出口市场经济回暖等外部因素外，随着“一带一路”倡议不断深化，自主品牌企业对海外布局的加快也起到了很大作用。

从重卡汽车市场看，7 月，国内重卡市场预计销售各类车型 9.4 万辆，比去年同期的 4.97 万辆大幅增长 89%，环比 6 月只有微弱下降。而且这个增速比今年 3、4、5、6 月的月度同比增速都要高。预计 8 月市场产销量也不会低，估计在 8.5 万辆以上，同比增长超过 70%。今年 1-7 月，重卡市场预计累计销售 67.8 万辆，比去年同期的 39 万辆同比大幅增长 74%，整体市场净增长 28.8 万辆，累计增速比 1-6 月的 72% 还高出 2 个百分点。

按照 1-7 月 67.8 万辆的累计销量推算，如果要突破 1 百万辆大关，那就意味着，在接下来的 5 个月的时间里，重卡市场累计销量要达到 32.23 万辆，也就是月均销量达到 6.45 万辆。如果按照 8 月 8.5 万辆的规模来计算，今年最后 4 个月（9-12 月）的月均销量只需要达到 5.94 万辆，就可以让 2017 年的重卡市场年销量再上 1 百万辆台阶。今年 1-7 月，重卡市场的月均销量是 9.68 万辆，按照目前各家主流企业的排产态势和旺盛的订单需求情况，目前完全看不到月均销量从 9.7 万辆陡然下降到 6.5 万辆以下的迹象。因此，国内重卡市场销售规模在时隔 7 年后，很可能重新突破 100 万辆水平，由此对轮胎橡胶产业均将构成显著利多提振作用。

从国内汽车产销率变化趋势看，去年 1-7 月，除了 1 月和 2 月分别达 101.98% 和 100.44% 以外，其余月陷于 98.85%-99.52% 之间波动，今年 1-7 月，除了 1 月达到 106.35% 以外，其余月则陷于 98%-98.73%，对比显示，今年汽车产销率同比去年略有下降，意味着汽车库存有所上升，由此对轮胎及橡胶产业构成偏空影响。

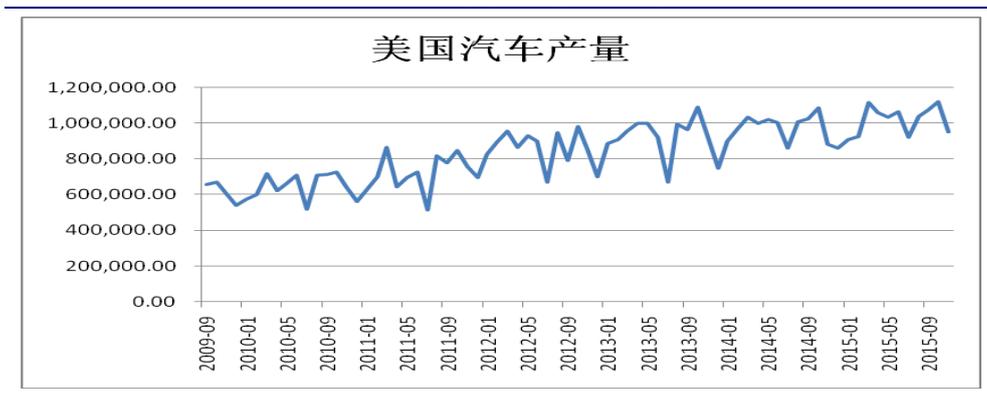
未来汽车产业趋势变化将主要体现在 3 个方面：第一，新能源、互联、智能等技术的跨界进入和融合，汽车将成为下一个移动智能终端；第二，移动互联网、大数据的出现让智能制造成

为可能；第三，随着新生代消费者消费模式的变化，以及互联网技术的快速发展，服务体验在汽车产业中的地位得到显著的提升。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 美国汽车产量分析

图 10：美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据外媒报道，通用汽车首席财政官表示，美国 2017 年的汽车销量预计将低于 1700 万辆，而外界对此也普遍认为美国汽车工业也正走向下滑趋势。

据报道，电动车曾经被行业观察人士和汽车行业高管视为一时的时尚潮流，但如今大多数人都承认，电动汽车的崛起将是不可避免的。

在电动车销售方面，美国无疑是落后的，但美国电动车销售增长速度正在加快。随着几款新电动汽车进入市场，美国的电动车销售很可能出现爆炸式增长。

从 2012 年至 2016 年，美国电动汽车销量的年增长率为 32%，但现在已经达到了 40%。

电动汽车销量在 2023 年将占美国汽车总销量的 10%，到 2025 年可能接近 20%。

随着特斯拉公司在本月推出量产版 Model 3，并在美国上市，如果特斯拉能够实现自己的生产目标，那么到明年年底，特斯拉的电动汽车销量可能会翻一番。

但在明年，其他品牌的电动汽车也将为美国的电动汽车增长做出贡献。

新一代日产聆风将在今年年底前推出，借助设计更新和更长续航里程等优势，这款电动汽车的销量很可能会得到大幅提升。

奥迪将于明年上市，并将在高端市场上夺取汽油动力车型的一些市场份额。

这是 2018 年的情况。从 2019 年到 2020 年，预计将有十几款电动汽车进入美国市场。即使只有一半的电动汽车车型最终成功实现批量生产，这仍然会对电动汽车的普及产生巨大的影响。

连续两年创下销售纪录后，盛极一时的美国汽车业开始渐渐滑入一个新低谷。今年 6 月，美国汽车市场销量同比下跌 3%，这已经是今年连续第 6 个月出现销量下滑。

分析认为，近期的下滑势头不太可能停止。

过去 6 个月里，汽车工厂产量一直在减少，而下半年状况只会更加疲软。

汽车产量缩减意味着裁员，最先倒霉的是那些装配传统动力轿车的工人。

去年，这类员工数量达到了 211000 人的高峰，相较 2009 年经济严重萧条时期增加了 55%。美国劳工统计局相关数据显示，今年美国汽车工厂减员幅度将超过 2%。随着销量继续下行，工厂会继续缩减雇佣规模。

通用汽车和克莱斯勒都是靠着破产和紧急财政援助才撑过了金融危机。

如今，这些缩减的数据表明，底特律走出那段阴影的脚步已暂时停止了。

尽管美国总统特朗普承诺会强迫汽车制造商保留、创造薪资优厚的美国工厂工作岗位，但依然难以阻止这一情况的发生。

由于信贷紧缩、车辆贷款更加昂贵，消费者可能需要紧缩开支。

更高的利率和财政政策的不确定性会阻碍经济增长，还有可能阻碍汽车销售。

汽车业工作就业受到的影响参差不齐。这表明，美国消费者的喜好正在改变。较低的汽油价格促使顾客卖出中小型汽车，重新购置排量更大的车型。生产卡车与 SUV 车型的工厂生机勃勃，工人们全天候三班倒地生产着这些车型。甚至在 6 月汽车销量整体下滑时，卡车和 SUV 的销量相较前一年增长了大约 4 个百分点。

在生产小型与中型车辆的工厂，其趋势却恰恰相反。这些工厂纷纷缩减规模或彻底关门歇业，转型生产卡车和 SUV。

有两件事是任何一家汽车制造商近期都不会做的：一是开设新工厂，二是增加大量新岗位。过去几年里，美国这个行业的工作岗位急剧增多，但现在行情已经没以前那么好了。

目前，各大汽车制造商正越来越多地考虑在美国境外生产利润较低的车型。

比如，今年 6 月，福特汽车宣布要将三厢福克斯的生产业务从密歇根州迁至中国。公司此前计划将这款车的生产业务转移至墨西哥一家新的工厂，但最终因受到特朗普的强烈反对而作罢。

福特将这款车的生产业务转移到中国后，美国的工作岗位并不会因此而减少。密歇根州的福特工厂将转而生产卡车和 SUV。

但是，这一决定可能会引发贸易紧张态势。如果福特在美国全境的销量持续走低，美国工厂工作岗位数量减少，特朗普政府可能会采取保护主义措施，比如对进口车辆征收关税。

缩减汽车工厂工作岗位，是汽车制造商新发现的策略之一，其可以帮助他们在销量出现下滑时消解庞大的薪资支出与库存。

这和经济衰退前的状况大不相同。经济衰退前，美国国内的汽车制造商常常出现产能过剩，或者要负担工会合同——工会合同会把懒散的工人聚集到所谓的人力银行，让他们获得近乎完整的工资福利。

后来，汽车公司与美国汽车工人联合会签订的劳动协议里剔除了该项目。此外，底特律的公司还用低廉的薪水雇佣了大量拿着较低失业救济金的入门级员工。通过这些举措，公司能够更轻易地根据市场变化缩减产量。

以通用汽车为例：通用汽车几家在美国境内的工厂已经减少了工作班次，最近一次公司采取此类措施是宣布缩减堪萨斯州一家生产雪佛兰迈锐宝的工厂的产量。随着更多顾客被 SUV 吸引，雪佛兰迈锐宝这类中型车的相关业务正在迅速下滑。

堪萨斯州堪萨斯城一家通用汽车装配厂负责生产中型车型雪佛兰迈锐宝。近来，通用汽车宣布缩减此处产量。这都是些艰难的决定。但到头来，还是得规定好生产计划。

菲亚特-克莱斯勒已经减少了密歇根州与伊利诺伊州工厂的小型与中型车辆整体产量。工厂暂时停工，更换工厂设施，以便转产 SUV 与卡车。

伊利诺伊州贝尔维迪尔的菲亚特-克莱斯勒工厂大约有 4200 名员工近来结束了长达几个月的暂时停工，重返工作岗位，他们将在这座工厂生产一种全新的 SUV 车型。

就总体就业形势而言，一大亮点在于，特斯拉电动汽车公司等小众汽车制造商和宝马等外国汽车公司扩大了生产。宝马在南卡罗来纳州的唯一一家美国工厂目前正在扩招人手。

汽车制造商希望，在接下来 6 个月内，车型较大的汽车销量能像前一年一样变得更好。由于季节因素，下半年卡车与多功能车的销量更高，因此额外进行生产调整是有意义的。

但几乎没有业内专家认为，近期汽车行业工作岗位会大量增加。比如，通用汽车近来降低了公司对今年下半年行业销售情况的预期。分析人员预计，下一年汽车的年销量将减少 1700 万辆，这是 2014 年以来首次出现这样的情况。

汽车开始进入了所谓的峰后时代。

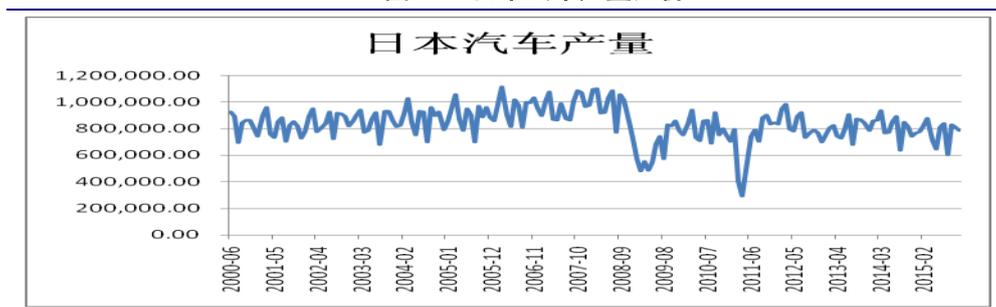
通用汽车在密歇根州底特律北部的奥赖恩镇开设有一家小型汽车工厂，它是 2009 年通用汽车破产后蓬勃发展起来的一家工厂。通用汽车公司投资 5 亿多美元翻新了这家工厂，开始生产超小型汽车。去年，公司增加了全新雪佛兰 Bolt 电池电动汽车产量。

随着燃油价格下跌，节能省油的超小型汽车业务大幅萎缩。配备了现代生产技术的奥赖恩镇通用汽车工厂目前已减少到只有一班生产，并且近期几乎没有希望扩大生产。

由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.3 日本汽车产量分析

图 11: 日本汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据路透报道，日本经济新闻称，在正在进行的贸易协商中，欧盟准备提出立即取消对多数日本汽车零件征收进口关税。

日系车厂商在中国的新车销量 2016 年将首次突破 400 万辆大关，今后预计将继续增长。

日本国内新车市场约为 484 万辆（2016 年预期），日系车在中国的销量正在逼近这个数字。在美国新车市场出现减速感的背景下，能否在全球最大汽车市场中国保持坚挺势头左右着日本各大车企的业绩。

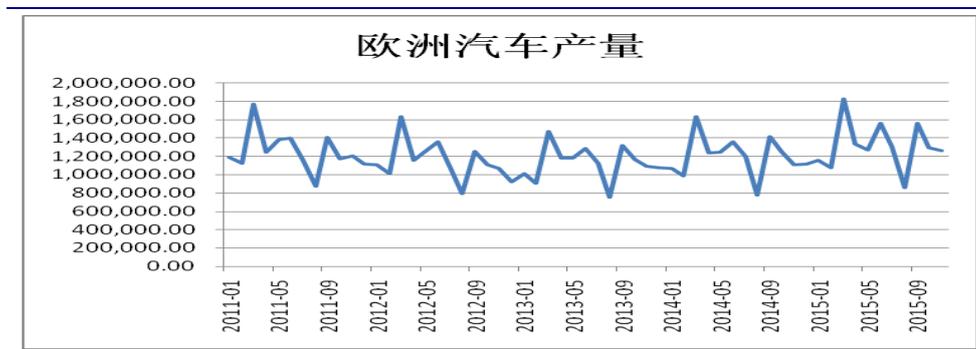
据《日本经济新闻》8 月 4 日报道，日产汽车 8 月 3 日宣布，7 月的在华新车销量(零售量)同比增长 14.2%，增至 10 万 4794 辆，连续 6 个月实现同比增长。以主力轿车“轩逸(SYLPHY)”为首，SUV 和商用车均销售势头良好，时隔 5 个月实现了 2 位数的大幅增长。

日产 7 月的最畅销的是小型车轩逸，销量同比增长 14%，增至 2 万 8382 辆。其次是热门 SUV 车型。

由此对天胶构成中性偏多作用。

6.4 欧洲汽车产量分析

图 12：欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7月25日，欧洲汽车制造商协会（ACEA）于比利时布鲁塞尔发布数据显示，6月，得益于轻型车和公交车2个细分市场的贡献，欧洲市场新注册商用车22.96万辆，同比增长2.5%，除了德国市场销量同比显著下滑6.7%以外，欧洲其他主要区域市场均表现较好，意大利和西班牙增幅分列第一、第二，各自增长了12.7%和8.8%。

接下来是法国，同比增长2.6%。英国市场在经历了5月的下滑之后，6月也得以恢复元气，同比增长2.1%。

上半年，欧洲市场新注册商用车122.18万辆，同比增长4.2%。从区域市场来看，西班牙的表现最为突出，同比增长14.2%，接下来是意大利、法国、和德国，增幅分别为8.7%、6.0%和2.1%。不过英国市场今年前6个月的总销量同比有所下滑，降幅为2.7%。

轻型车上半年销量过百万 意大利和西班牙表现突出

6月，欧洲市场新注册轻型商用车19.34万辆，同比增长3.2%。5大区域市场中有4个都是增长的。意大利增幅最大，为13.3%，接下来是西班牙，同比增长8.7%，法国和英国分别增长2.0%和1.8%。唯一销量下滑的区域市场是德国，降幅为4.5%。

上半年，欧洲市场轻型商用车销量超过100万辆，同比增长4.7%。英国是惟一销量下滑的区域市场，降幅为3.7%。西班牙增幅最大，同比增长16.3%，接下来是意大利，增幅为6.5%，之后是法国和德国，同比分别增长6.4%和3.3%。

中重卡上半年保持平稳：重卡意大利大增23%

6月，欧洲5大区域市场中，德国出现两位数字的下滑，降幅达13.1%。其他四大市场均表现良好。德国的严重拖后腿致使欧洲6月中重卡市场同比较轻微下滑1.7%，新注册中重卡数量为3.26万辆。

上半年，欧洲市场新注册中重卡18.70万辆，同比增长1.8%。5大区域市场中，意大利、法国和英国表现相当不错，增幅分别为21.5%、5.7%和5.6%，但德国和西班牙市场销量下滑，降幅分别为1.6%和1.5%。

在重型商用车领域，经历了5月份的增长之后，6月销量稍有回落。6月，欧洲新注册重型商用车2.63万辆，同比下滑1.0%。从区域市场来看，西班牙、英国和法国表现出色，同比分别增长15.1%、10.6%和10.5%。但德国市场对重型商用车的需求下滑，降幅超过11%。

上半年，欧洲市场新注册重型商用车15.19万辆，同比增长2.2%。区域市场情况差异较大，意大利有非常亮眼的表现，销量同比大增23%，德国和西班牙的销量均稍有下滑，分别下降了1.2%和1.1%。

客车上半年微增 意大利单月增幅近 60%。

6月，欧洲市场新注册 3506 辆客车，同比增长 2.7%。各区域市场的表现差异较大，英国、法国和德国的客车销量分别同比下滑 9.9%、9.4%和 6.5%，但意大利和西班牙市场却有较大增长，增幅各自为 57.8%和 32.4%。

上半年，欧洲市场共销售客车 1.99 万辆，同比增长 3.8%。法国市场和英国市场均出现萎缩，销量同比下滑 18.4%和 3.5%，而意大利市场有较大增幅，同比增长近 50%，西班牙和德国也分别增长 16.5%和 9.7%。

由此对天胶构成偏多影响。

7.结论

由于全球宏观经济、金融形势、及天胶市场供需关系依然呈现中性偏空态势，天胶供应由于气候和人为因素而缩减趋势得以缓解，消费需求则由于经济好转，而缓慢平稳增长，因此天胶市场供需关系也呈现多空交织、中性偏空态势，由此对天胶市场构成中性偏空作用。

后市方面，由于橡胶所受多空交织、中性偏空因素影响，沪胶短线走势可能由于价格偏低、种植效益薄弱、胶农弃割、胶林闲置、供应面临缩减而回升，但中期仍可能逐渐回归低位区域性震荡整理走势。

短期弱势震荡为主

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘佳利

021-20370972

liujl@xzfutures.com

内容提要

尽管美国原油库存持续下降，但目前市场焦点仍在产量方面，包括 OPEC 与美国的原油产量。而 OPEC 减产执行率受到豁免国的拖累，总体并不能令人满意；美国原油产量又延续增长势头，短期还难有下降。总体供应压力仍在，油价继续以弱势震荡为主，还难有趋势性行情。

一.行情回顾

图 1: WTI 原油期货主力合约价格走势 (美元/桶)



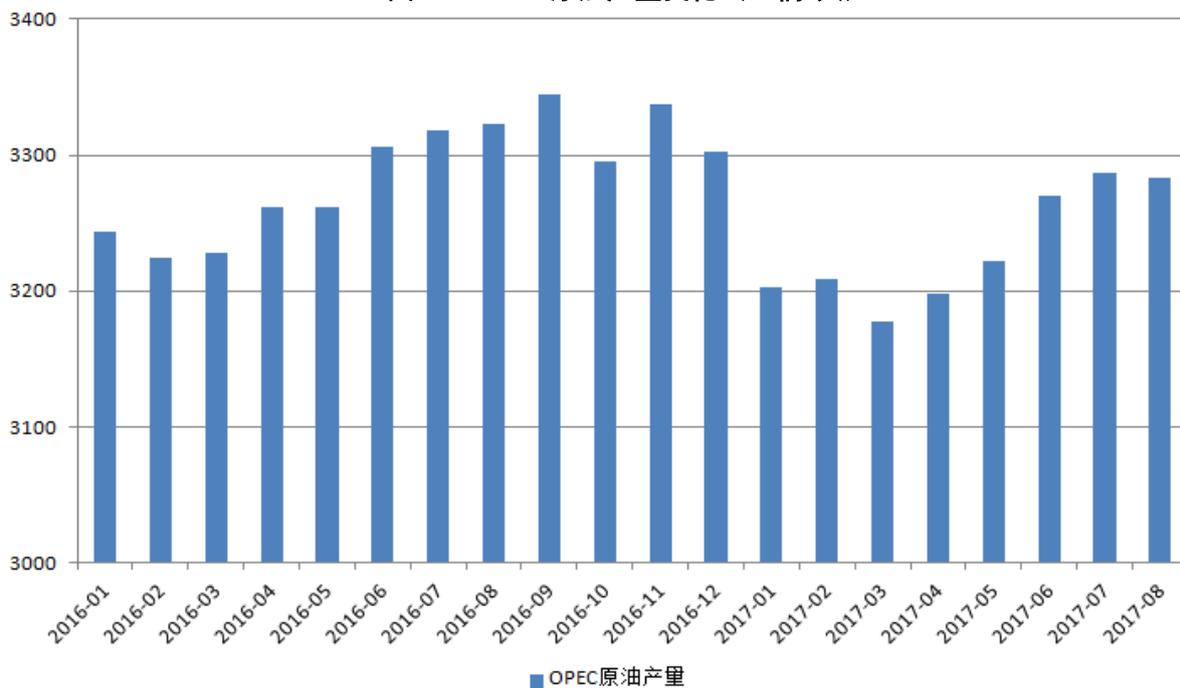
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

8 月份国际原油期货价格走势震荡下跌。月初 WTI 期价最高一度突破 50 美元/桶，但随后震荡下行。截至 8 月底，主力合约收于 47.09 美元/桶，月下跌 3.08 美元，跌幅 6.14%。8 月上旬，EIA 原油库存连续下降，同时汽油需求创新高带来利好，但 OPEC 7 月产量仍有增长迹象，交易商忧虑情绪再现。中旬，EIA 预计 9 月美国页岩油增长显著，美国产量创 2015 年 7 月来新高，加之美元指数反弹，国际油价走跌明显。进入下旬，美国石油钻井数量下降缓解超供担忧，美国原油库存延续下行趋势，国际油价再度回升。然而月末飓风来袭美湾，逼停炼厂、抑制大量原油需求，油价再度转跌。

二.基本面分析

豁免国是影响 OPEC 产量关键因素

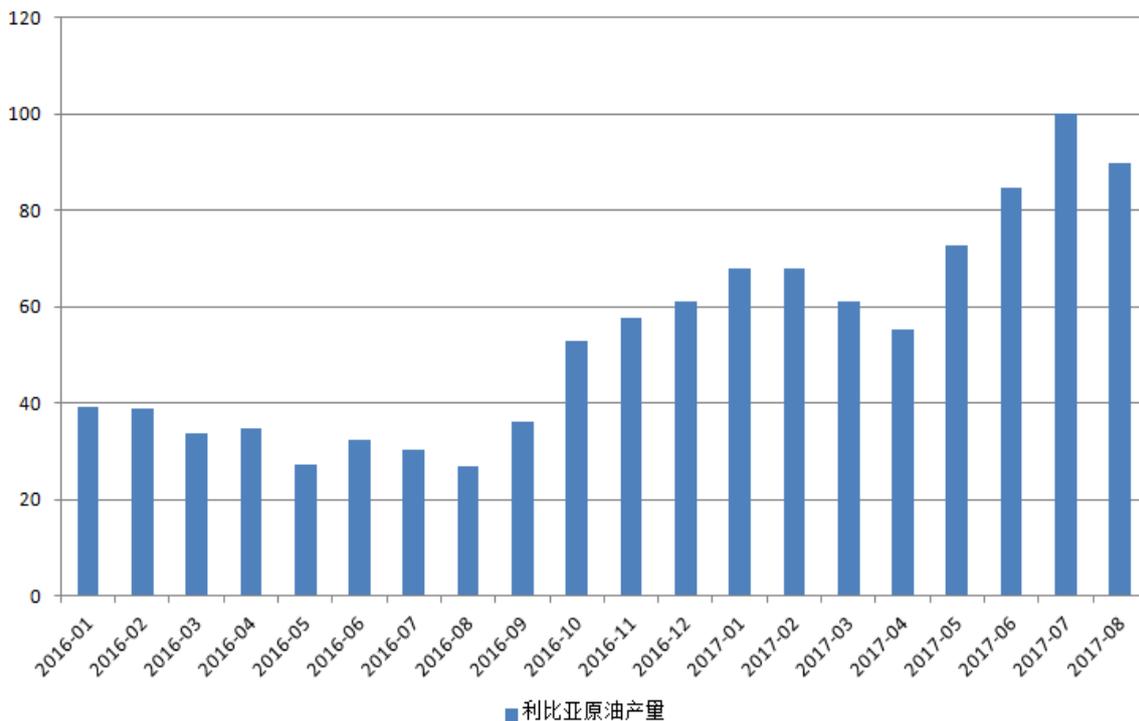
图 2: OPEC 原油产量变化 (万桶/天)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

7 月份 OPEC 原油产量创下今年最高, 而根据路透社数据, OPEC 8 月份原油产量较 7 月份下降了 17 万桶/日至 3283 万桶/日, 减产执行率为 89%, 比 7 月份的 84% 高出五个百分点。

图 3：利比亚原油产量变化（万桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

OPEC 能否继续以高力度执行减产，仍将对原油市场产生重要影响，而变数主要就集中在包括利比亚在内的几个享有豁免权的成员国。

7 月 OPEC 产量创新高时，背后的主要推动因素是利比亚。其 7 月产量达到 100 万桶/日，然而在 8 月份，继最大油田停产后，又有两个输油管道被武装组织切断，让刚刚恢复的原油产量再次受到打击，这使得利比亚 8 月份的原油产量一路向下，降低至了 90 万桶/日。OPEC 的 13 个成员国 8 月份总共减产了 17 万桶/日，其中利比亚一国就贡献了近 10 万桶/日。

利比亚拥有非洲最大的原油储量，但是由于内战的影响，导致该国的原油设施经常成为封锁和抗议活动的目标，该国原油产量一度从 2011 以前的 160 万桶/日跌至 30 万桶/日。在结束了长达 2 年的管道封锁后，Sharara 油田于去年 12 月恢复了生产。但是由于武装组织和石油工人的抗议活动，该油田已经经历了几次暂时性停产。不过近几周以来，Sharara 油田的原油产量已达至 28 万桶/天。

飓风来袭，油价承压下行

图 4：美国原油期货与汽油期货裂解价差变化



数据来源：wind，兴证期货研发部

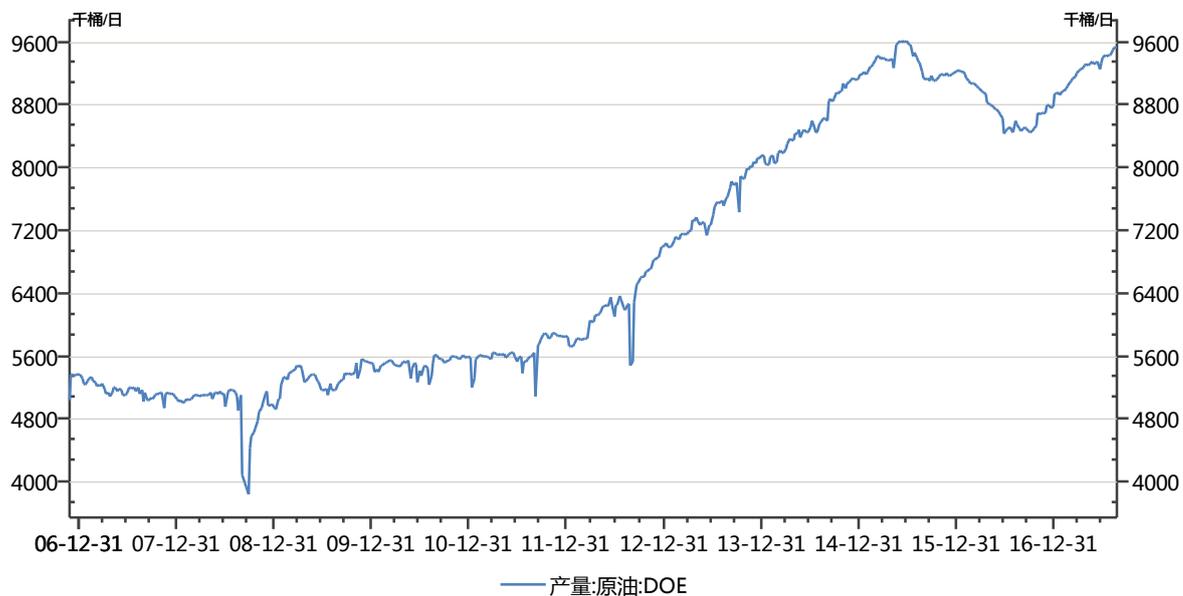
哈维自 8 月 25 日袭击美国墨西哥湾，波及美国石油产业核心区域德克萨斯州和路易斯安那州。根据公司报告和路透估算，哈维造成美国炼厂日产能关停约 440 万桶，接近美国炼厂总产能的四分之一，目前美国炼厂产能已经接近 2008 年的低位。

与 2005 年的卡崔娜等前几次大型飓风不同，哈维实际上还让油价小幅下跌，因为受到影响的主要是美国炼厂，这就导致成品油减少，并且对原油的需求也会降低。

目前飓风天气因素开始减弱，美国墨西哥湾部分炼油厂已经开始恢复生产，随着两家炼油厂重启生产，美国汽油裂解价差下降近 11%，而汽油期货价格在 9 月 1 日盘中跌幅也超过 4%。

美国原油产量延续增长势头

图 5：美国原油产量变化（千桶/日）



数据来源:Wind资讯

数据来源: wind, 兴证期货研发部

美国原油产量延续增长势头仍然是阻碍油价大幅上涨的阻力之一。截至 8 月 25 日，美国原油产量增加至 953 万桶/日，连续三周录得增长，连续 28 周维持在 900 万桶/日关口上方。自 2016 年 10 月以来，美国原油日产量已经飙升了超过 100 万桶，抵消了 OPEC 减产协议中逾三分之二的份额。

钻井平台数量增长放缓

图 6：美国活跃石油钻井数量变化

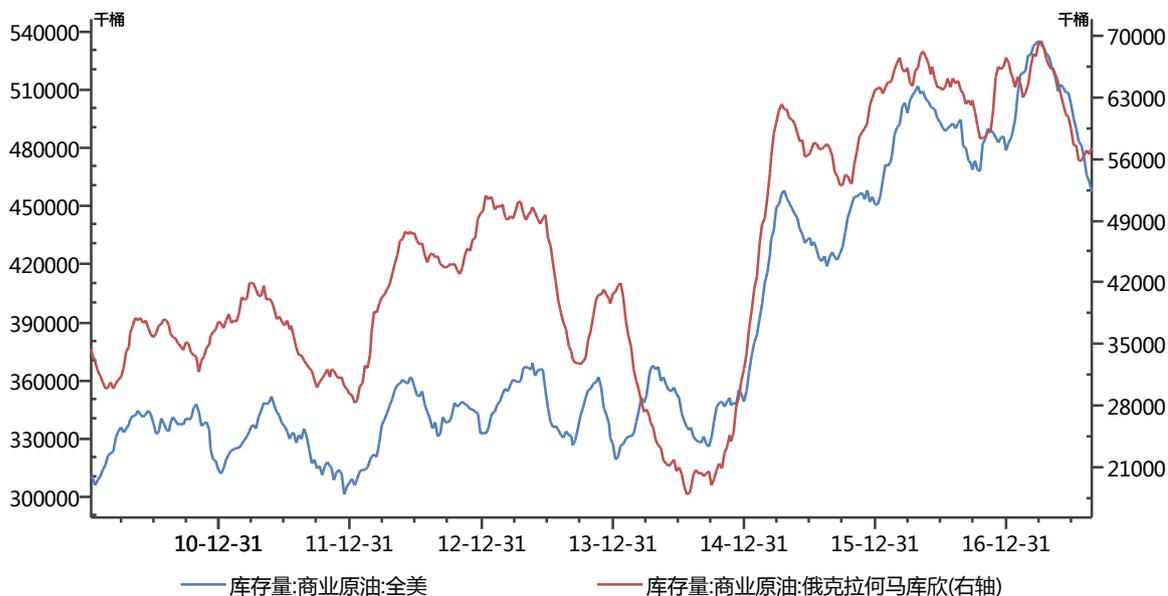


数据来源：wind，兴证期货研发部

美国油服公司贝克休斯最新公布的数据显示，截至 9 月 1 日当周，美国石油活跃钻井数持平于 759 座，与前值持平，去年同期为 497 座。石油钻井平台大约需要 4 个月左右的时间才能开始生产大量的石油，目前运行的钻井数量比 4 月份多出 100 台左右，意味着未来几个月的时间内，产量可能依旧会增加，但之后整体供应可能将下滑。

库存持续下降，总体水平仍偏高

图 7：美国原油库存变化



数据来源:Wind资讯

数据来源: wind, 兴证期货研发部

根据 EIA 最新公布的数据显示，截至 8 月 25 日当周，美国原油库存下降 539.2 万桶，降幅略微不及预期，目前美国原油库存已经连续 9 周录得下滑；原油主要交割地库欣库存减少 50.3 万桶，降幅为 7 月 27 日当周以来最大；美国精炼油库存增加 2.8 万桶，市场预估为增加 3.8 万桶；美国汽油库存减少 122.3 万桶，市场预估为减少 30 万桶。总体来看，美国原油库存已经从 3 月底峰值 5.4 亿桶下降了 14% 至 4.6 亿桶，为 2016 年 1 月以来最低水平，但相比于 2015 年之前的数据，库存仍是过剩的。

三、总结

尽管美国原油库存持续下降，但目前市场焦点仍在产量方面，包括 OPEC 与美国的原油产量。而 OPEC 减产执行率受到豁免国的拖累，总体并不能令人满意；美国原油产量又延续增长势头，短期还难有下降。总体供应压力仍在，油价继续以弱势震荡为主，还难有趋势性行情。

现货仍然偏紧，关注需求变动

2017年9月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

8月PTA以企稳回落再上涨为主，8月供应受意外事件及天气影响，供应较预期偏紧。需求一侧，聚酯厂仍以低库存状态进入9月，终端受环保检查影响，局部地区织机、印染及后整理均有影响，表现为白坯库存堆积，织机产能收缩，但短期剩余产能生产积极性有明显刺激，投机性备货有所增加，另外随着终端逐步进入传统销售季节，下游市场交投气氛有所转暖。9月展望来看，目前环保影响以局部地区为主，后期若其它地区政策跟进，则产业链顺畅性会受到影响，聚酯厂库存偏低，有利于该利空因素延后传导，PTA供给较8月宽松，9月以供需持稳为主，社会库存难累。

操作建议上，PTA社会库存偏低，基本面仍然良好，后期关注终端需求变动影响，近期商品市场情绪高昂，黑色系受装置意外故障影响，多有上涨，TA在此情绪带动下仍有上行可能，前多可继续持有，也可在RSI乖离时适度止盈，注意提防商品市场情绪转向，一五价差受供应偏紧影响，从近月贴水转为近月升水，目前来看供给偏紧情况仍将延续，同样可继续持有，或在RSI乖离时止盈。仅供参考。

1、PTA

1.1 生产与库存方面

8 月份，PTA 工厂负荷环比有所回升，但不及预期，主要因恒力石化延长停车，逸盛石化意外降负，以及台风导致 BP 石化延长检修等因素，月中负荷最低降至 68% 左右，月末随恒力及 BP 重启，负荷有所回升。全月而言，8 月月均负荷在 72% 附近，环比回升近 5%，月产量约为 287 万吨。

PTA 需求方面，聚酯厂全月负荷约在 88% 附近，环比基本持平，聚酯产量约在 335 万吨左右，对应 PTA 需求在 285 万吨附近，加上 PTA 进出口以及 PTA 在其它领域的消耗，在 7 月份，PTA 供需结构呈现反季节性特点，延续去库存态势，社会库存约有 5 万吨到 10 万吨的降幅。

9 月份，PTA 供给方面，目前检修计划已确定的装置是虹港石化 150 万吨装置，据此推算，9 月月均负荷约在 77% 左右，但逸盛共 775 万吨装置、三房巷 120 万吨装置仍有可能在近期进行年度检修，同时考虑到装置意外停车可能，综合估计，预计 8 月份全月 PTA 负荷量约维持在 75%-76% 附近，产量在 291 万吨上下。

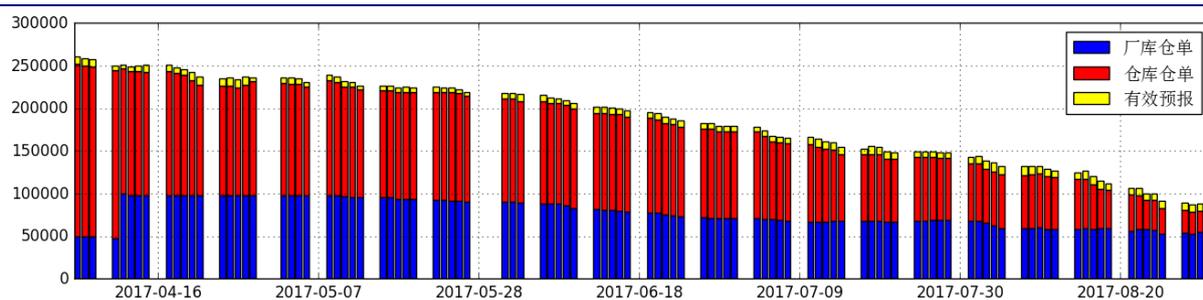
需求方面，截止 8 月底，聚酯负荷仍在 87% 高位，基本与月初持平，终端纺织负荷近期有所回落，主要因环保限产下，印染及后整理等产能不足，导致白坯堆积。但目前聚酯库存水平仍为低位，同时尽管利润缩窄，但仍有正现金流，预计短时聚酯负荷不会有明显下调，或后期库存积累起来之后会有明显降幅。预计聚酯月均负荷在 85% 左右，对应 PTA 需求量在 289 万吨左右。

表 1: 近期装置变动一览

| 企业 | 地点 | 产能 | 检修计划 |
|------|-----|-----|----------------------|
| 虹港石化 | 连云港 | 150 | 9.4 号起检修 14-18 天 |
| 翔鹭石化 | 漳州 | 450 | 努力复产中，存在 PX 供应及股权等问题 |
| 远东 | 绍兴 | 320 | 生产许可获批，预计 10-11 月重启 |
| 逸盛 | 宁波 | 200 | 未来有年检可能 |
| 逸盛 | 大连 | 375 | 未来有年检可能 |
| 三房巷 | 江阴 | 120 | 未来有年检可能 |
| 逸盛 | 海南 | 220 | 未来有年检可能 |

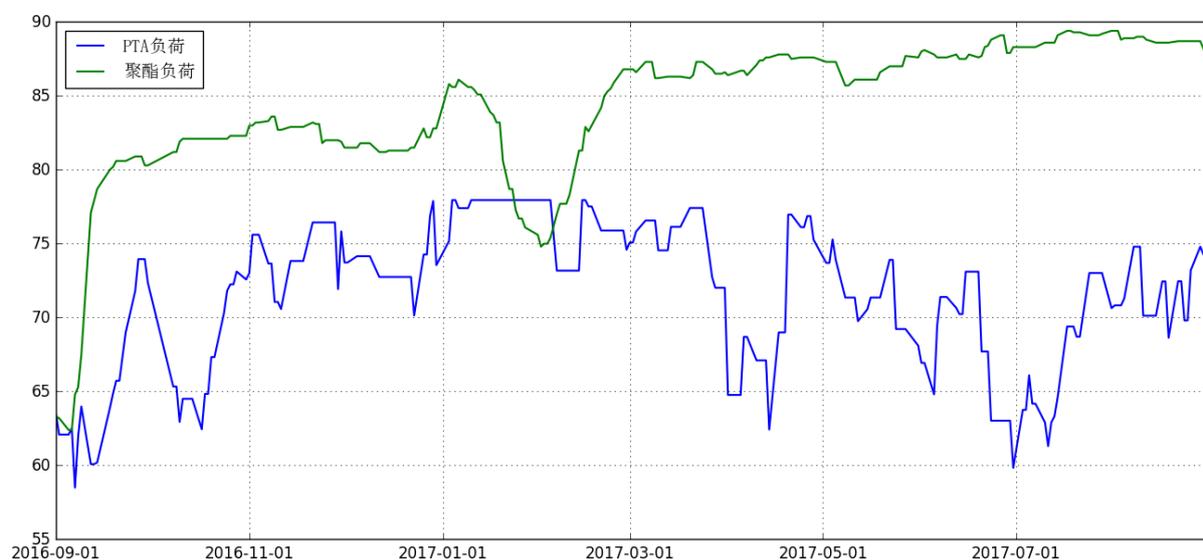
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1：现货紧缺，仓单持续流出



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 2：PTA 负荷回升，聚酯负荷仍高位持稳



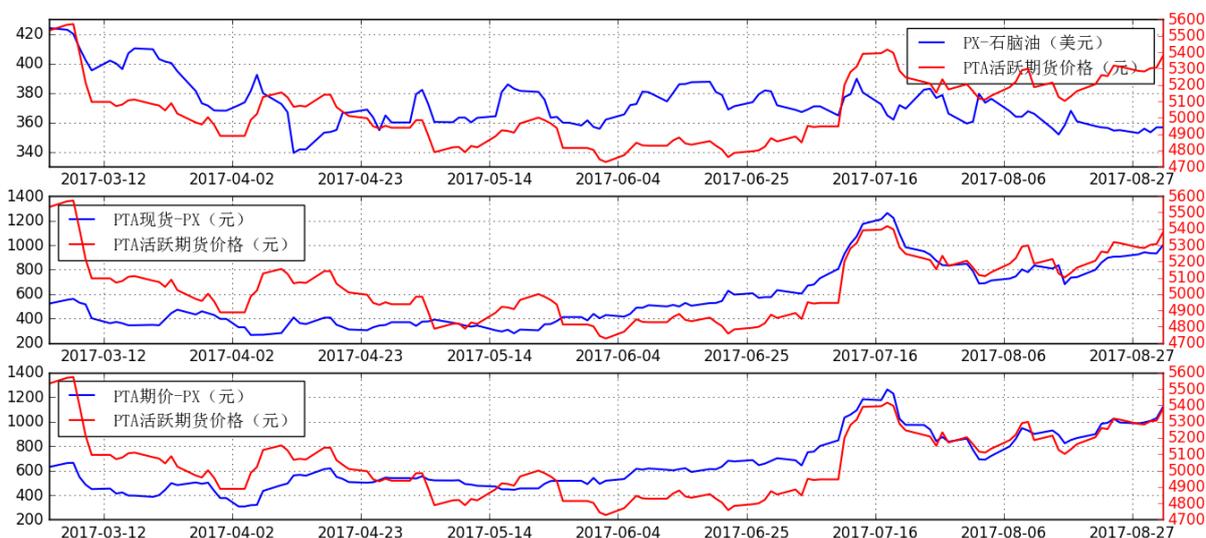
数据来源：CCF，兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

8 月 PTA 现货价格持稳为主，PTA 现货月均价 5132 元/吨，环比回落 15 元/吨，CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 829 美元/吨，环比上涨 31 美元/吨。8 月 ACP 谈成在 810 美元/吨。PTA 加工差月均计算，现买现做在 809 元/吨附近，环比回落约 100 元/吨，利润稍有缩窄，但仍有可观毛利。ACP 合同货买家在 859 元/吨，利润可观。

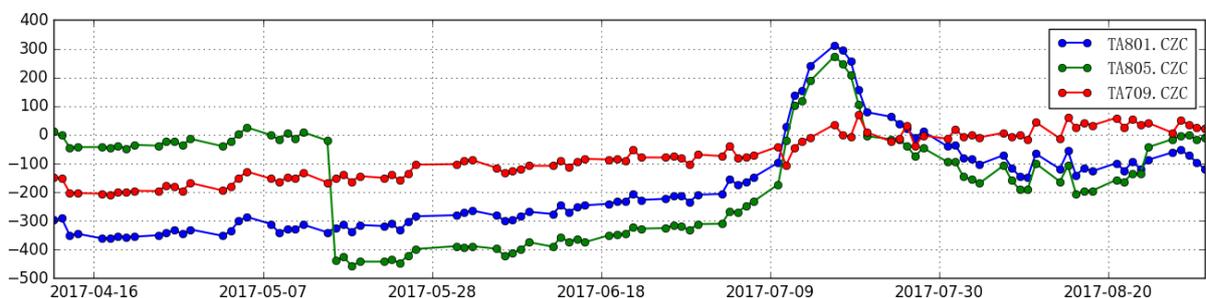
9 月份，PTA 成本方面，ACP 谈在 820 美元/吨。经过 3-8 月持续去库存，PTA 目前社会库存维持在 100 万吨偏下的水平，处于历史低位，8 月期货仓单持续流出，至月末有暂缓趋势，此外，随着 PTA 大型装置的重启，现货供应紧缺压力得到一定缓解，下游虽有转弱，但聚酯厂库存仍低，短时不会大幅降负，或等库存积累后有降负可能，9 月社会库存持稳为主，价格大幅回落可能性偏低，加工差或更多呈现高位持稳，小幅回落状态，若有回落更多来自成本端变化。

图 3：裂解价差维持低位，PTA 加工差随价格上扬而上扬



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 4：基差转为远月贴水结构



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2、PTA 下游—聚酯工厂

8 月份，聚酯产品价格稳中有弱，POY、FDY、DTY 月均价有 90-300 元/吨不等的跌幅，价格走势上持稳走弱。聚酯厂库存继续延续良好态势，月初放量后，全月随产销上升而持续回落，POY、FDY、DTY 产品月均库存天数均上升 0-3 天，与月初相比，月末库存则下降 1-5 天不等。聚酯产销上，8 月较 7 月有明显好转，月均产销放量至在 100%左右，环比上升 20%，终端需求放量显著。

聚酯切片方面，8 月价格企稳，月均价而言，半光切片在 7328 元/吨，有光切片在 7332 元/

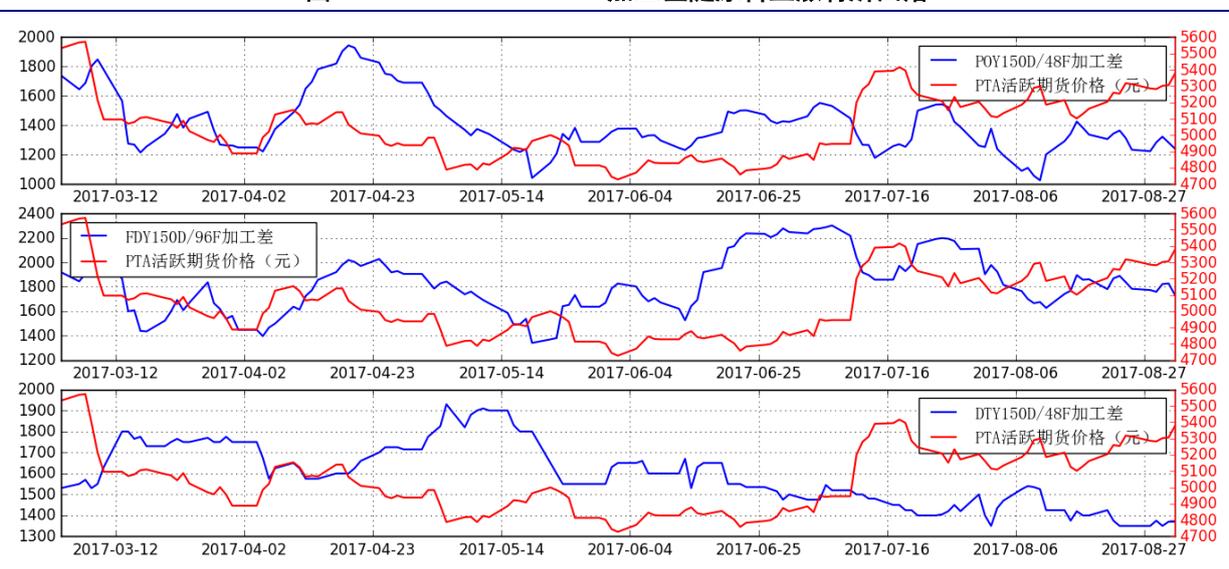
吨，环比有 50-100 元/吨的波动。

涤纶长丝方面，月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8160 元/吨、8636 元/吨和 9673 元/吨，环比有回落 100-200 元/吨。

涤纶长丝库存方面，8 月库存维持低位，截至月末江浙 POY、FDY、DTY、涤短产品库存可用天数分别在 5 天、6.4 天、17 天和 7.2 天，环比 6 月末分别变化-0.8 天、-4.6 天、-5.5 天和 +0.6 天。

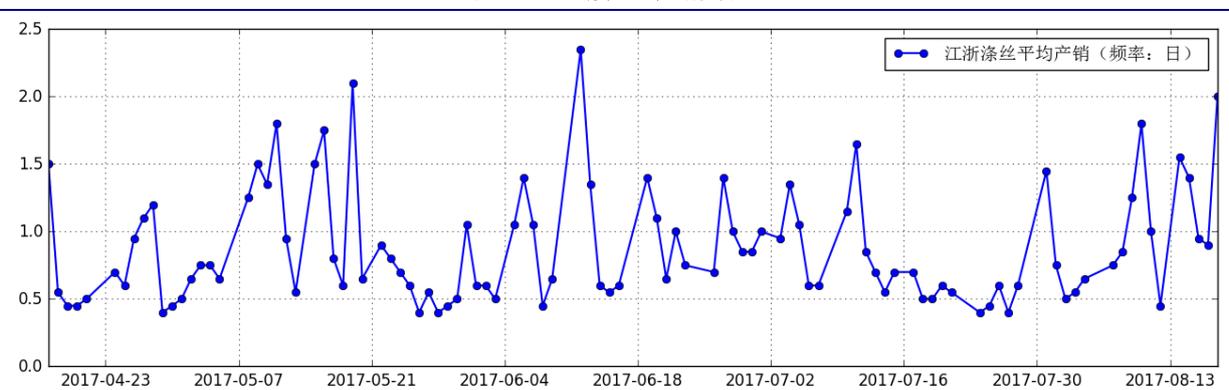
9 月份，终端来看，印染、后整理产能受限的地区，织造厂白坯产品库存堆积，存在织造厂出货顺畅性受限情况，负荷有所下调，但其余地区则表现较为良好，库存去化程度较大，整体需求却没有明显转弱，仍有可观订单数量。较强的成本支撑和对“金九银十”旺季需求的较强预期，投机性备货增加，截至月末，终端原料备货整体在 15 天附近，较多在一至两月，平均增加 5 天左右，利润方面，前期库存以微利或持平为主，涤丝涨价后，新建库存有所亏损。

图 5: POY、FDY、DTY 加工差随原料上涨有所回落



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 6: 江浙长丝产销放量



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 7：江浙市场聚酯产品库存回落



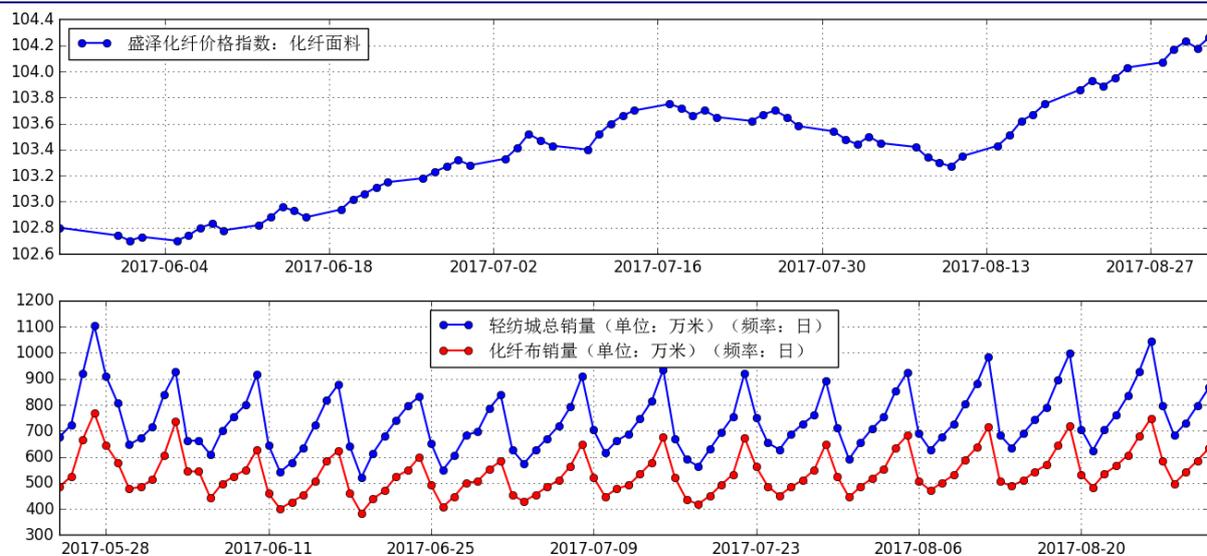
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3、PTA 下游—纺织终端

7 月，各纺织基地负荷上升后持稳，月末有所小降，截至月末江浙织机、江浙加弹、华南织机负荷分别在在 83%、76%、52%。

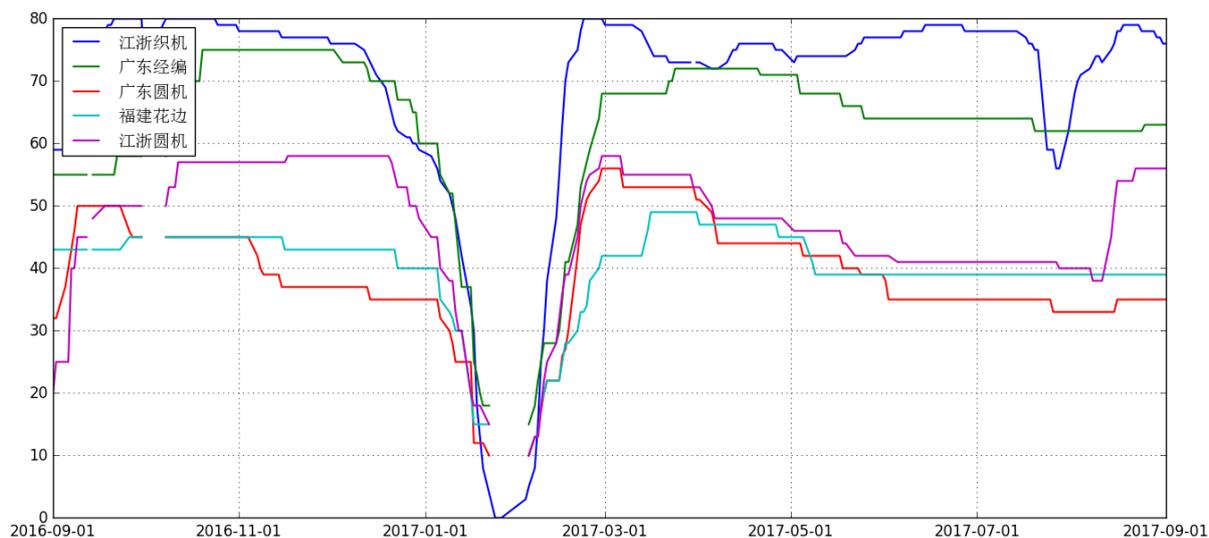
轻纺城数据来看，8 月坯布市场销量有所回升，8 月轻纺城成交总量平均在 780 万米/天左右，环比回升 68 万米/天左右，化纤布成交在 573 万米/天左右，环比回升 60 万米/天左右。从月内变化来看，呈现稳步上升。

图 8：盛泽面料指数逐步上扬，轻纺城成交量回暖



数据来源：WIND，CCF，兴证期货研发部

图 9：各地纺织机械负荷



数据来源：CCF，兴证期货研发部

4、PTA 与其它品种的联动

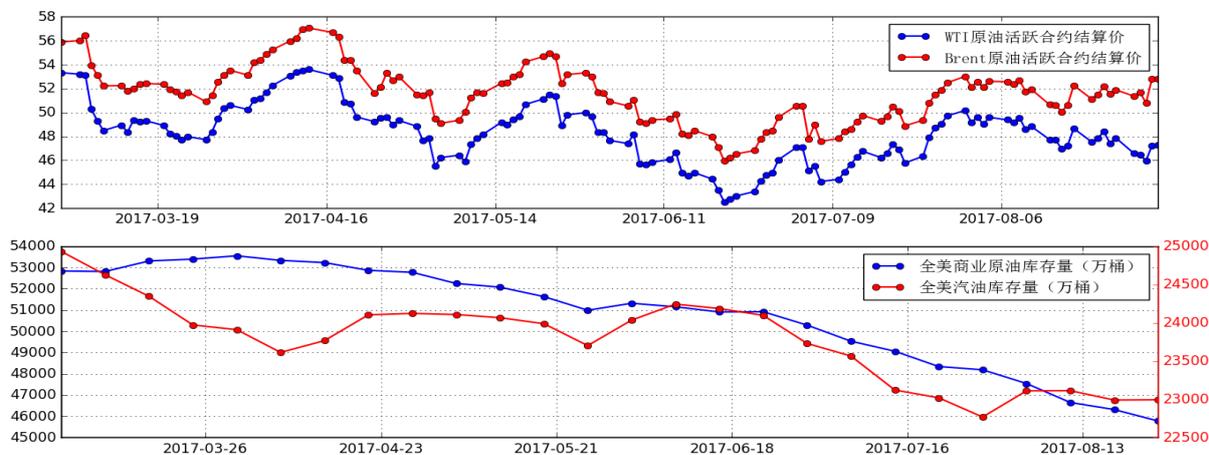
7月原油市场整体下跌。

月初，美国汽油需求高涨给原油多头带来支撑，同时美元继续疲软也为油价带来了有效支撑，但 OPEC 产量 7 月环比数据骤升，使市场再度担忧供应过剩问题，油价走高回落。

月中，尽管 EIA 公布原油库存继续大降，但投资者依然对供应过剩担忧，需求面疲软迹象展现令油价下行风险大幅攀，再加上中国原油需求回落，原油多头信心受到影响。

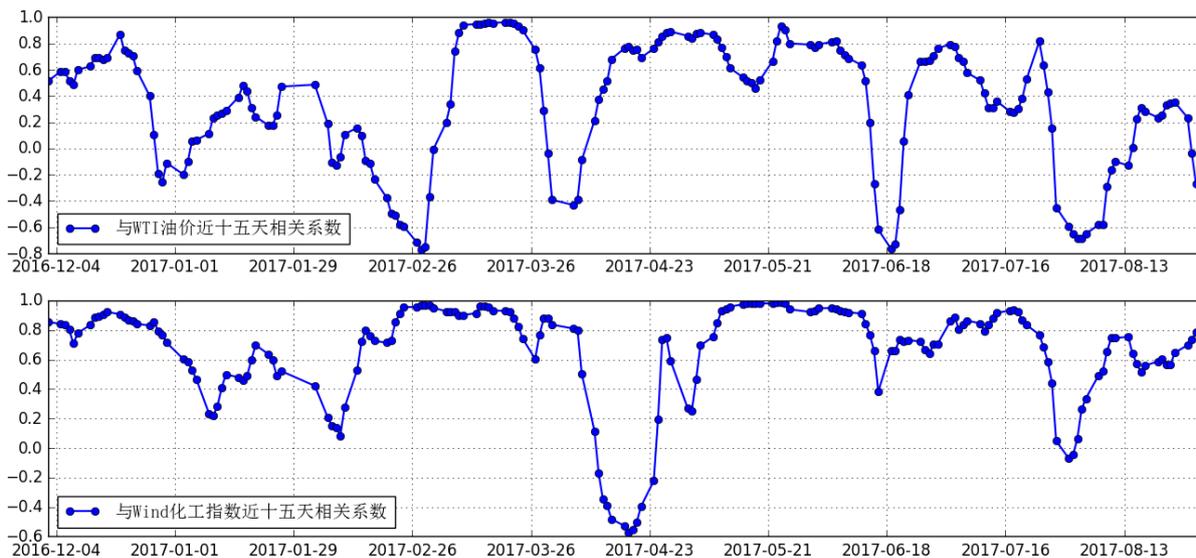
月底，受利比亚最大油田意外故障利好，油价略有上移，但美国“哈维”飓风袭击墨西哥湾一带炼厂，造成炼厂大面积停工，原油需求受到打压，尽管运输管道同样受飓风影响，但市场评估对炼厂影响更大，油价在此影响下继续下跌，汽油裂解价差走强，WTI 与 Brent 价差不断走弱。

图 10：全美汽油库存显著回落，原油库存仍继续去化



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11: TA 期价与 WTI 油价、WIND 化工指数近十五天的相关系数



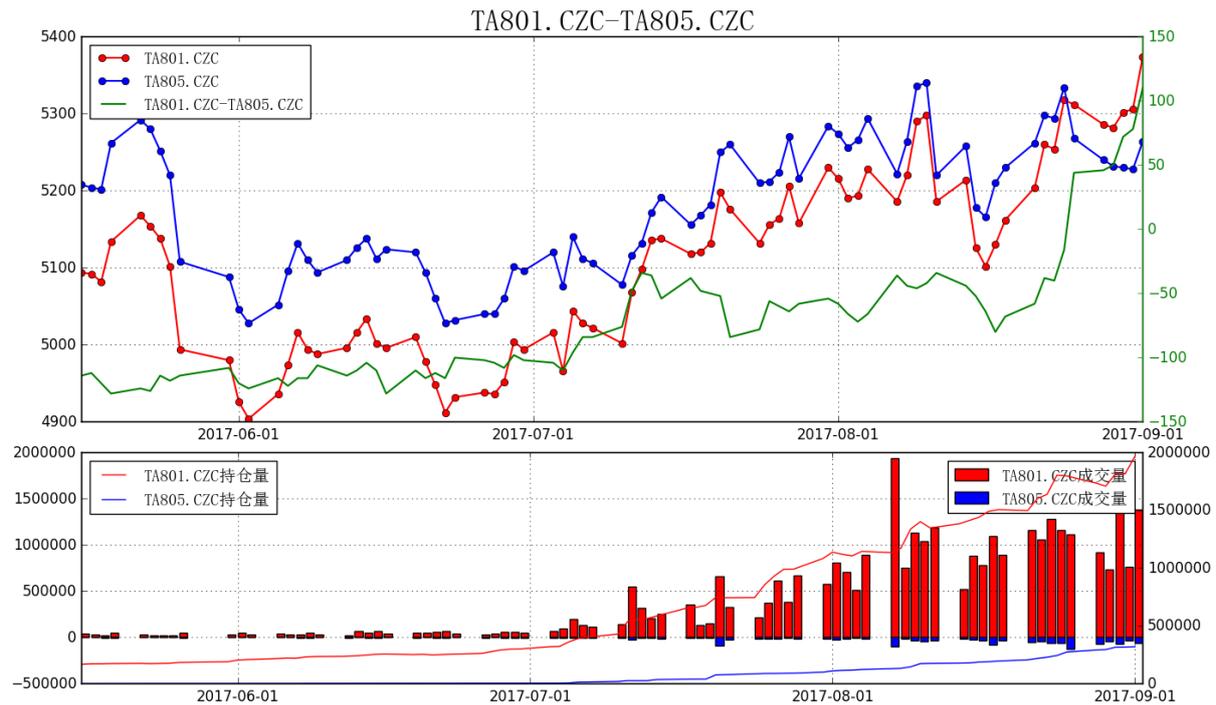
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5、操作建议

8月PTA以企稳回落再上涨为主,8月供应受意外事件及天气影响,供应较预期偏紧。需求一侧,聚酯厂仍以低库存状态进入9月,终端受环保检查影响,局部地区织机、印染及后整理均有影响,表现为白坯库存堆积,织机产能收缩,但短期剩余产能生产积极性有明显刺激,投机性备货有所增加,另外随着终端逐步进入传统销售季节,下游市场交投气氛有所转暖。9月展望来看,目前环保影响以局部地区为主,后期若其它地区政策跟进,则产业链顺畅性会受到影响,聚酯厂库存偏低,有利于该利空因素延后传导,PTA供给较8月宽松,9月以供需持稳为主,社会库存难累。

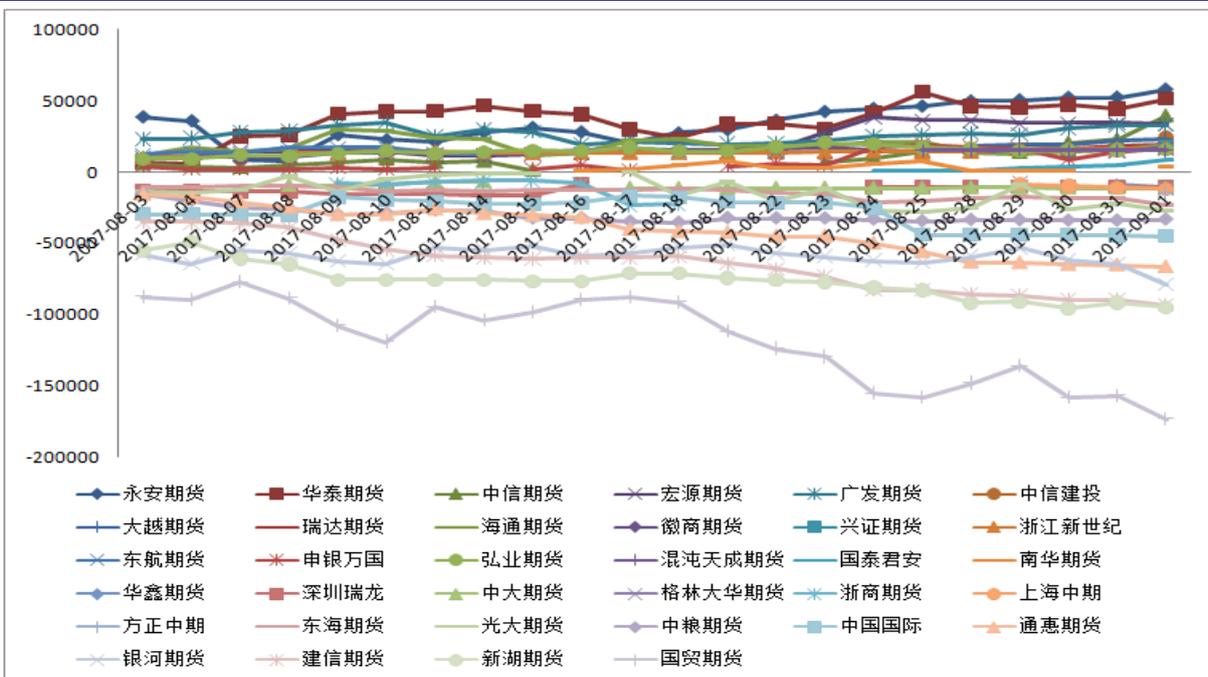
操作建议上,PTA社会库存偏低,基本面仍然良好,后期关注终端需求变动影响,近期商品市场情绪高昂,黑色系受装置意外故障影响,多有上涨,TA在此情绪带动下仍有上行可能,前多可继续持有,也可在RSI乖离时适度止盈,注意提防商品市场情绪转向,一五价差受供应偏紧影响,从近月贴水转为近月升水,目前来看供给偏紧情况仍将延续,同样可继续持有,或在RSI乖离时止盈。仅供参考。

图 12: TA801 走势图



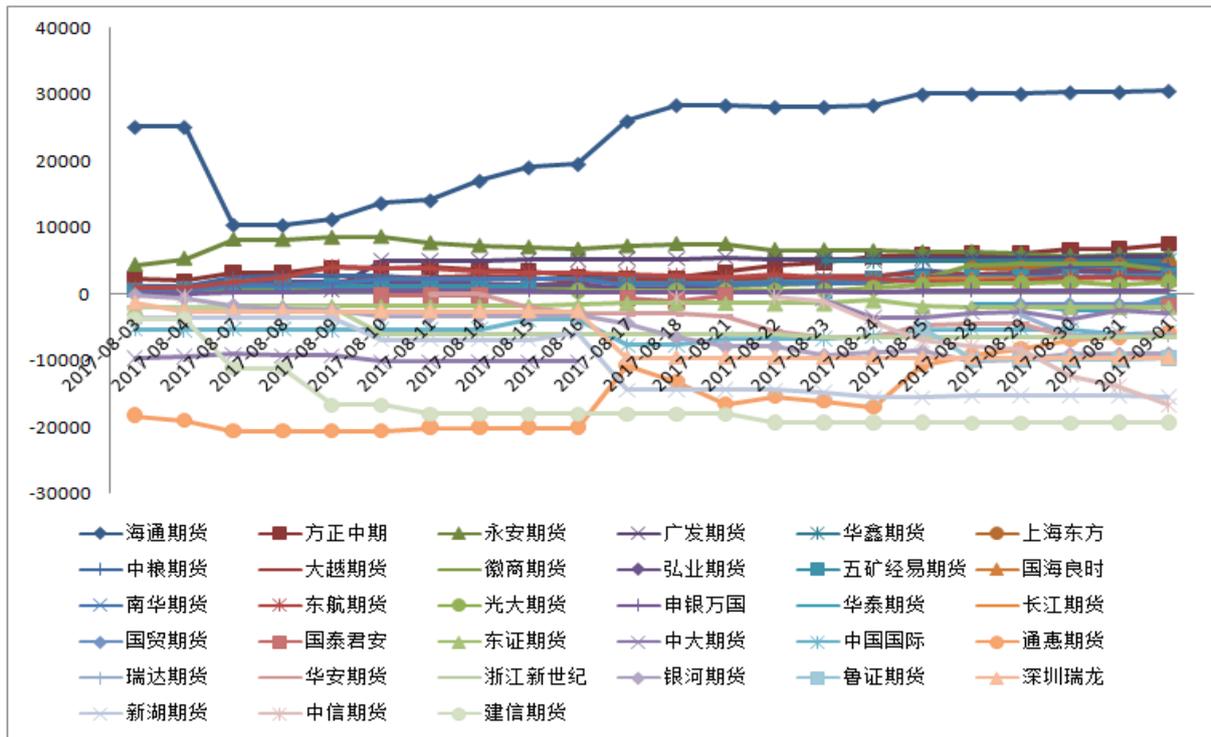
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 13: TA1801 净持仓变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 14: TA1805 净持仓变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。