



兴证期货研发部 2017 理财 10 月报 目录

股指期货	2
节后上涨概率大，多头思路为主	2
国债期货	15
9 月期债走势偏强，10 月或继续	15
铁矿石&螺纹钢	24
旺季或仍弱勢	24
动力煤	35
十九大召开在即，煤市或维稳运行	35
豆类油脂	47
丰产预期兑现，油脂低位区间震荡	47
白糖	57
偏弱震荡	57
玉米及玉米淀粉	64
新玉米即将大量上市，观望情绪较重	64
天然橡胶	78
冲高遇阻返身回落	78
原油	96
高处不胜寒	96
PTA	103
基差持续走强，关注商品变化	103
分析师承诺	113
免责声明	113

节后上涨概率大，多头思路为主

2017年10月9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

9月共21个交易日，沪指冲高至3390点附近承压回落，整体保持高位震荡，题材股有所反弹，但受宏观经济回落影响，周期板块明显回撤，最终月线结束连涨态势，月线小幅收跌。纵观九月行情，宏观经济数据高位回落，市场上行趋缓后有所转弱，加上长假前市场交投清淡，观望情绪上升，但三季报预告显示企业盈利依旧向好，资金流动性好于预期叠加十九大维稳预期，下行空间有限。各大行业涨跌不一，消费板块重回升势，周期及金融法板块领跌，食品饮料、通信、汽车、电子元件、餐饮旅游等行业领涨，钢铁、交运、非银及银行板块领跌。最终，9月上证综指跌11.87点跌幅为0.35%至3348.94点，沪深300指数涨14.41点涨幅0.38%至3836.50。

● 总结展望

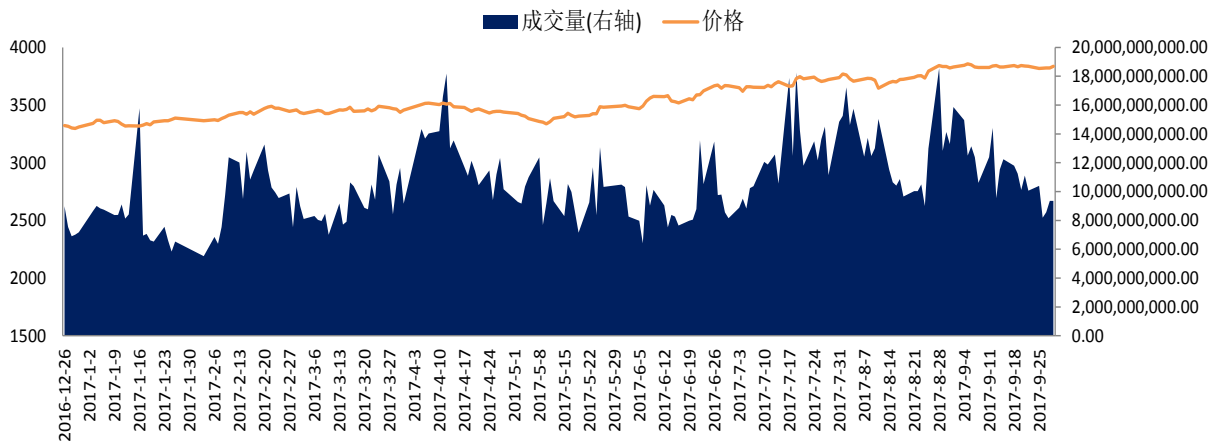
从基本面分析，宏观经济数据出现分化，大中型企业中报业绩继续向好，经济L型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。政策面上，三季度报披露及十九大召开为市场带来投资机会。资金面上，定向降准利好市场情绪，解禁规模下降也减少上方抛售压力。综合来看，目前基本面较为平稳，下方支撑力度较强，股票市场机会大于风险，建议继续股票多头思路配置业绩向好股，板块方面建议业绩稳健的金融及电子、医药等大消费板块。短期来看，十一节后资金回流，上涨概率较大，加上近期外围市场普遍走强，股市风险偏好有所回升。期指方面建议继续持多，近期基差贴水明显修复，盘中可关注近月合约的正套机会。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

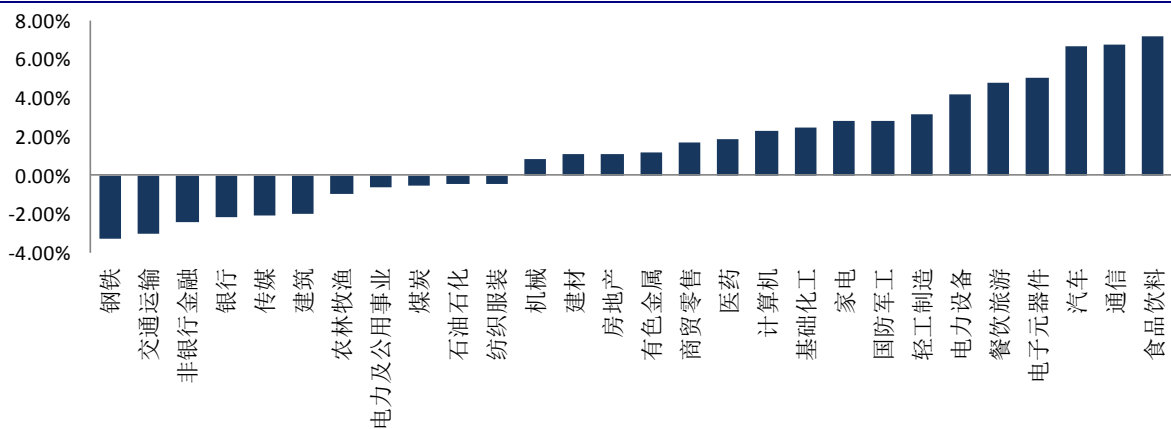
9月共21个交易日，沪指冲高至3390点附近承压回落，整体保持高位震荡，题材股反弹，但受宏观经济回落影响，周期板块明显回撤，最终月线结束连涨态势，月线小幅收跌。纵观九月行情，宏观经济数据高位回落，市场上行趋缓后有所走弱，加上长假前市场交投清淡，观望情绪上升，但季报预告显示企业盈利依旧向好，资金流动性好于预期叠加十九大维稳预期，下行空间有限。各大行业涨跌不一，消费板块重回升势，周期及金融法板块领跌，食品饮料、通信、汽车、电子元件、餐饮旅游等行业领涨，钢铁、交运、非银及银行板块领跌。最终，9月上证综指跌11.87点跌幅为0.35%至3348.94点，沪深300指数涨14.41点涨幅0.38%至3836.50。

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	3836.501	-0.03203635	15.90354	-0.40%	-1.84%
上证综指	3348.943	-0.1069729	7.903812	0.08%	-1.52%
深证综指	1988.492	-0.004883429	0.9842253	-1.22%	-3.62%
上证50	2672.327	-0.2510581	16.85377	0.47%	-0.69%
中证500	6603.259	0.4754898	5.422312	-1.01%	-3.54%
上海B股	361.6345	1.066623	5.802758	-3.06%	-5.63%
深圳B股	1196.537	0.9098858	6.104232	-2.34%	-2.26%
恒生指数	28458.04	2.950574	29.35143	-2.12%	-3.47%
国企指数	11459.09	3.835793	21.97178	-2.50%	-4.01%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	163.3061	1.19563	20.92861	-0.88%	-1.54%
亚洲市场除日本	676.0529	2.002916	31.44085	-1.39%	-2.44%
美国市场	2428.16	1.176287	14.03238	-2.14%	-2.78%
欧洲市场	131.483	0.3636872	7.335957	-2.19%	-2.46%
日本市场	1000.35	0.90073	9.447481	-2.82%	-3.39%
沪深300分类指数					
能源	1899.023	0.1968437	9.05055	0.71%	0.26%
材料	2642.092	0.5734301	30.10199	0.58%	-2.69%
工业	2588.876	-0.8727905	3.663349	1.34%	0.84%
可选	5537.575	-0.005725822	19.4151	-2.64%	-3.16%
消费	12001.41	3.888364	44.82515	-6.13%	-8.42%
医药	9247.124	2.334862	15.99821	-2.09%	-2.75%
金融	6240.844	-1.293733	13.6169	0.93%	-0.46%
信息	2212.345	1.792698	17.27406	-1.39%	-4.70%
电信	3457.306	3.548835	23.04432	-5.52%	-8.08%
公用	1958.791	-0.778461	11.11779	1.89%	2.46%

资料来源：Bloomberg，兴证期货研发部

数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

2. 股指期货回顾

2.1 各期货合约涨跌不一

截止到9月30日,以收盘价计算,9月各期货合约全线收涨。IF1710 合约上涨 0.85%至 3849.2 点; 合约 IF1711 合约收盘至 3845.8 点, IF1712 上涨 1.19%收盘至 3837.6 点; IF1803 上涨 1.78% 收盘至 3833.8 点。IH1710 合约下跌 1.64%至 2682.8 点; 合约 IH1711 合约收盘至 2694.0 点, IH1712 下跌 1.08%收盘至 2700.0 点; IH1803 下跌 0.55%收盘至 2719.8 点。IC1710 合约上涨 2.77%至 6598.2 点; 合约 IC1711 合约收盘至 6570.0 点, IC1712 上涨 3.16%收盘至 6539.0 点; IC1803 上涨 4.05%收盘至 6485.0 点。

2.2 期货合约总成交量情况

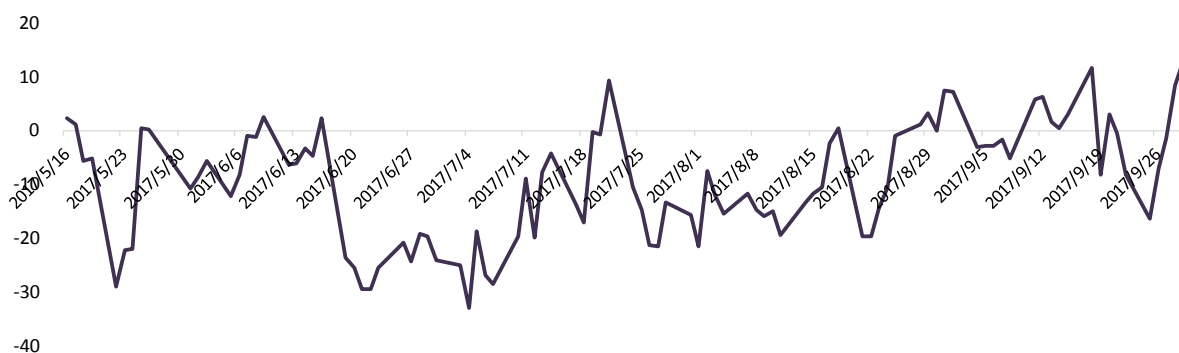
截止到9月30日, IF1710 合约成交了 16.09 万手; IF1711 合约成交了 3227 手; IF1712 合约成交了 2.46 万手; IF1803 合约成交 6163 手。IH1710 合约成交了 10.57 万手; IH1711 合约成交了 1372 手; IH1712 合约成交了 1.41 万手; IH1803 合约成交 2925 手。IC1710 合约成交了 14.04

万手；IC1711 合约成交了 4107 手；IC1712 合约成交 1.75 万手；IC1803 合约成交 3870 手。

2.3 期货合约总持仓量情况

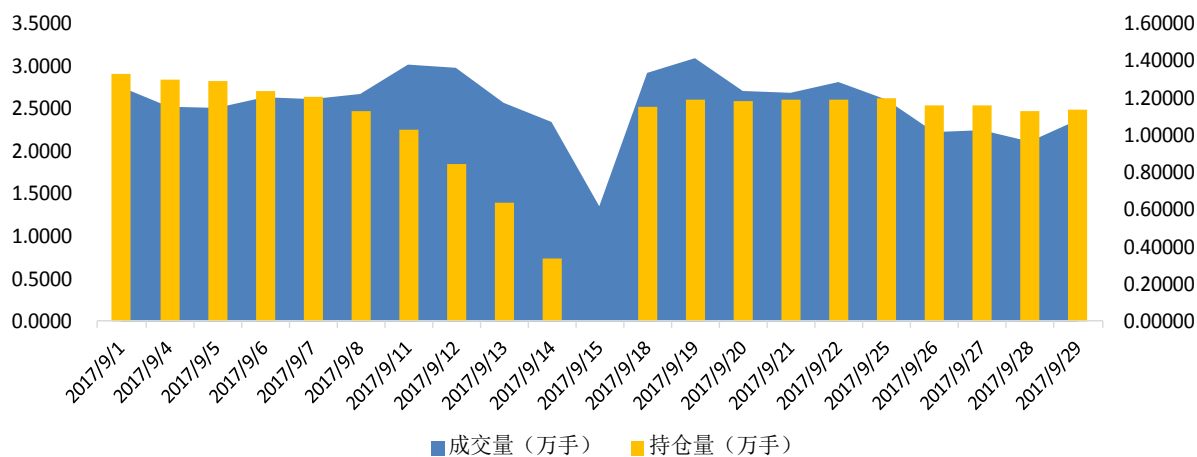
截至 9 月 30 日，合约 IF1710 持仓 2.49 万手；IF1711 持仓 997 手；IF1712 持仓 1.12 万手；IF1803 持仓 2773 手。合约 IH1710 持仓 1.51 万手；IH1711 持仓 346 手；IH1712 持仓 5702 手；IH1803 持仓 1694 手。合约 IC1710 持仓 1.95 万手；IC1711 持仓 1052 手；IC1712 持仓 7202 手；IC1803 持仓 1709 手。

图 3：期指 IF 当月合约价差变化



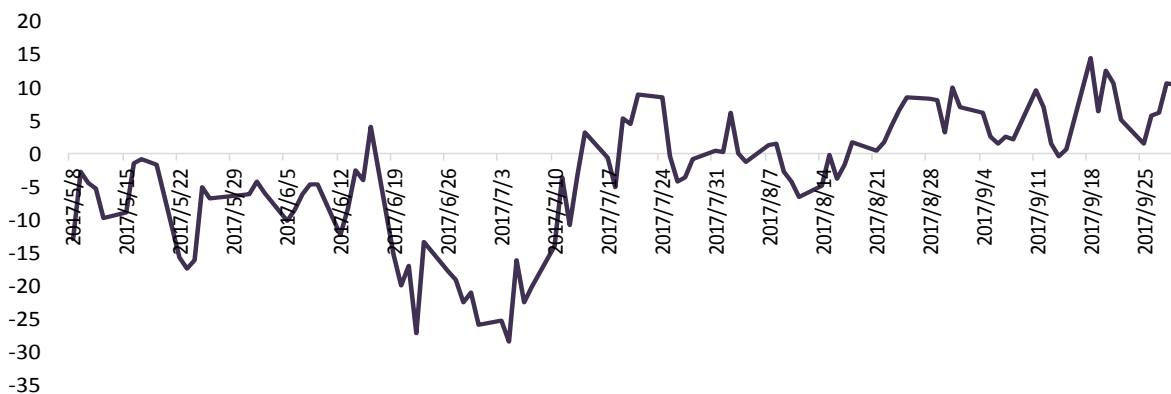
数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 4：IF 当月合约本月成交持仓情况



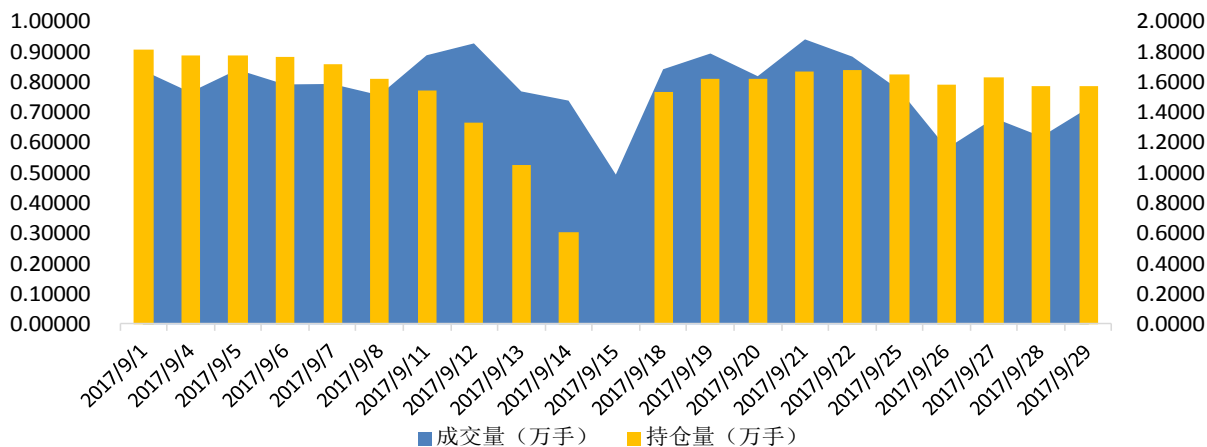
数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 5: 期指 IH 当月合约价差变化



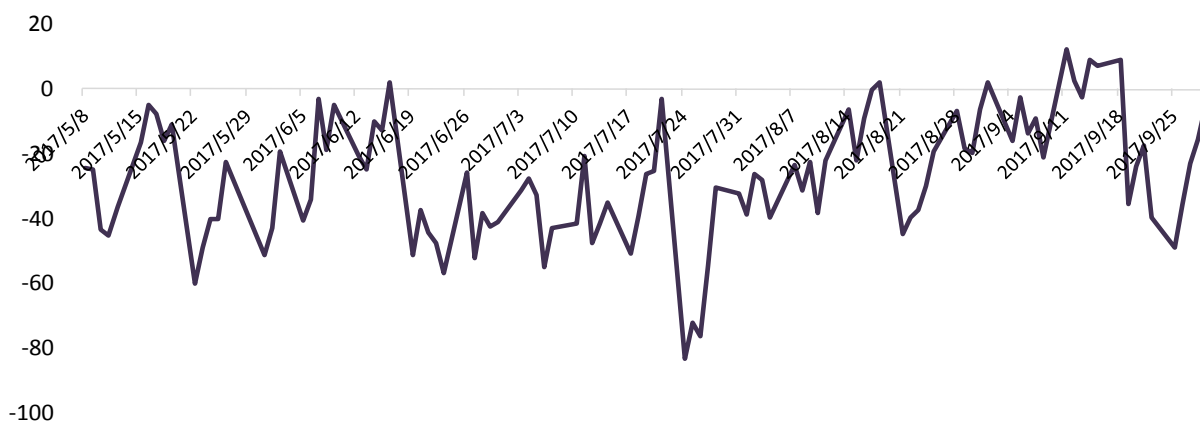
数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 6: IH 当月合约本月成交持仓情况



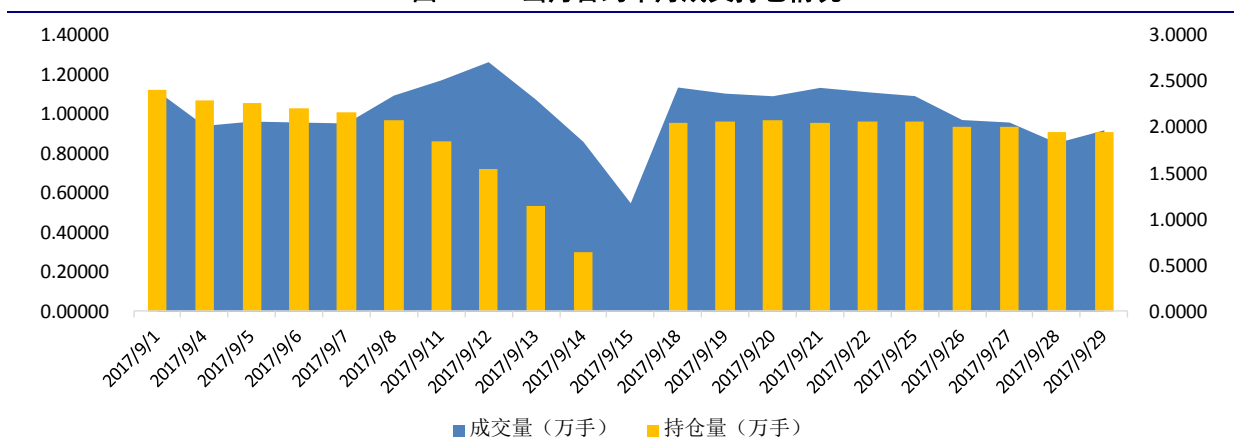
数据来源: 兴证期货研发部, WIND

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, 宏观经济出现分化, 多项数据高位回落, 对经济的乐观预期有所降温, 但整体体现韧性较强。

首先, 经济的三驾马车全面回落。8 月社会消费品零售总额同比增长 10.1%, 扣除价格因素, 同比实际增长 8.9%, 地产等相关消费减弱及前期提前消费使得近期核心消费回落。1-8 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 同比增长 7.8%, 增速比 1-7 月份回落 0.5 个百分点, 制造业受限产而疲软、房地产资金受限、基建大幅回落。出口方面, 出口增速继续回落, 8 月美元计价出口同比增长 5.5%, 前值 7.2%, 人民币汇率升值对出口的滞后影响逐步展现。

工业方面, 8 月工业增加值大幅回落, 但工业企业利润继续回升。8 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.0%, 比 7 月份回落 0.4 个百分点, 主要受出口减弱、环保限产计算库存贡献下降等因素影响, 工业品价涨量跌。但工业企业盈利继续向好, 受益于供给侧改革持续发力, 企业多项效益指标呈现积极变化, 8 月份, 我国规模以上工业企业实现利润总额 6719.7 亿元, 同比增长 24%, 增速比 7 月加快 7.5 个百分点, 1-8 月, 规模以上工业企业利润同比增长 21.6%, 增速比 1-7 月加快 0.4 个百分点, 其中国企利润结构性分化延续, 1-8 月, 国有企业利润同比增长 21.7%。

PMI 数据方面, 9 月份, 中国制造业采购经理指数录得 52.4%, 比上月上升 0.7 个百分点, 创 2012 年以来新高, 制造业继续保持稳中向好的发展态势。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, 表明制造业市场需求及生产增速均有所加快。原材料库存指数低于临界点但有所回升, 表明制造业主要原材料库存量降幅有所收窄, 而从从业人员指数及供应商配送时间指数基本持平上期, 仍处于临界点之下, 企业用工量保持减少态势, 且原材料供应商交货时间继续放缓。而民间 PMI 数据则与官方数据相悖, 9 月财新中国制造业 PMI 仅为 51.0, 低于市场预期, 说明结构性差异较大, 中小制造业企业扩张放缓, 大型企业运行仍向好。官方非制造业商务活动指数为 55.4%, 比上月回升 2.0 个百分点, 为 2014 年 6 月以来最高, 非制造业延续扩张且增速有所加快。

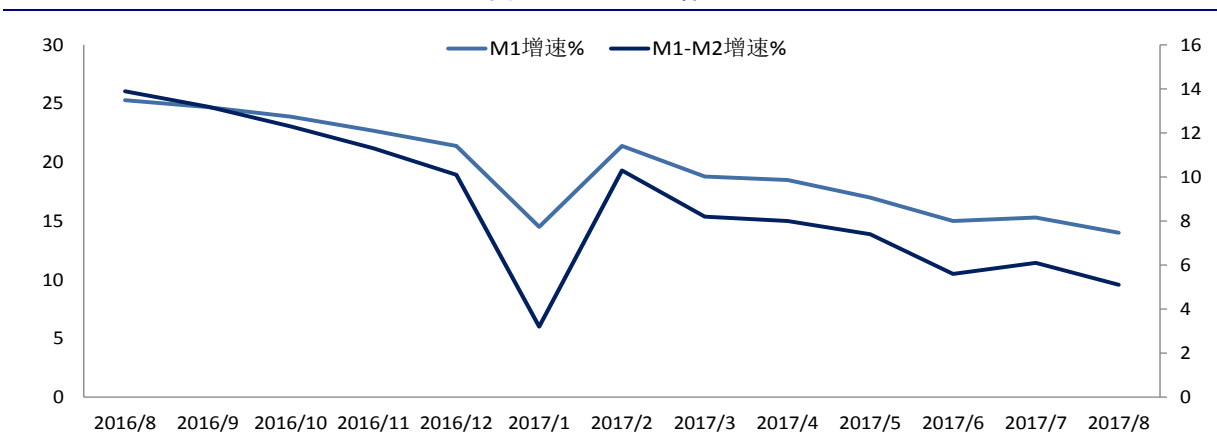
物价水平方面，8月CPI同比上涨1.8%，环比上涨0.4%，走势基本平稳，主要受鸡蛋和鲜菜价格上涨较多影响，整体来看，物价延续温和平稳的态势。PPI同比上涨6.3%，环比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.7个百分点，主要受钢材、有色金属等主要生产资料价格上涨影响。

整体来看，8月宏观经济数据有所回落，修正前期乐观情绪，但由于环保限产等因素对投资和生产影响较大，实际上国内经济整体运行较为平稳，多家机构预测三季度GDP增速约为6.8%左右。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。

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
09/01/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Aug	51	51.6	51.1	--
09/05/2017 09:45	财新中国PMI综合	Aug	--	52.4	51.9	--
09/05/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Aug	--	52.7	51.5	--
09/07/2017 16:17	外汇储备	Aug	\$3095.0b \$3091.5b	\$3080.7b	--	--
09/08/2017 11:03	出口同比人民币	Aug	8.70%	6.90%	11.20%	--
09/08/2017 11:03	进口同比人民币	Aug	11.70%	14.40%	14.70%	--
09/08/2017 11:03	贸易余额人民币	Aug	335.70b 286.50b	321.20b	--	--
09/08/2017 11:11	出口同比	Aug	6.00%	5.50%	7.20%	6.80%
09/08/2017 11:11	进口同比	Aug	10.00%	13.30%	11.00%	10.90%
09/08/2017 11:11	贸易余额	Aug	\$48.45b \$41.99b	\$46.74b	\$46.20b	--
09/09/2017 09:30	CPI 同比	Aug	1.60%	1.80%	1.40%	--
09/09/2017 09:30	PPI 同比	Aug	5.70%	6.30%	5.50%	--
09/12/2017 08:01	人力资源调查	4Q	--	9%	5%	--
09/14/2017 10:00	外国直接投资同比人民币	Aug	--	9.10%	2.30%	--
09/14/2017 10:00	零售销售额同比	Aug	10.50%	10.10%	10.40%	--
09/14/2017 10:00	社会消费品零售	Aug	10.40%	10.40%	10.40%	--
09/14/2017 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Aug	8.20%	7.80%	8.30%	--
09/14/2017 10:00	工业产值 同比	Aug	6.60%	6.00%	6.40%	--
09/14/2017 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Aug	6.80%	6.70%	6.80%	--
09/15/2017 16:00	货币供应M2同比	Aug	9.10%	8.90%	9.20%	--
09/15/2017 16:00	New Yuan Loans CNY	Aug	950.0b 1090.0b	825.5b	--	--
09/15/2017 16:00	总融资人民币	Aug	1280.0b 1480.0b	1220.0b	1220.6b	--
09/15/2017 16:00	货币供应M1年同比	Aug	14.80%	14.00%	15.30%	--
09/15/2017 16:01	货币供应M0年同比	Aug	6.00%	6.50%	6.10%	--
09/18/2017 09:30	China August Property Prices					
09/18/2017 15:28	FX Net Settlement - Clients CNY	Aug	--	-27.6b	-42.8b	--
09/27/2017 09:30	Industrial Profits YoY	Aug	--	24.00%	16.50%	--
09/28/2017 09:00	Swift全球支付人民币	Aug	--	1.94%	2.00%	--
09/28/2017 16:44	BoP Current Account Balance	2Q F	--	\$50.9b	\$52.9b	--
09/30/2017 09:00	制造业采购经理指数	Sep	51.6	52.4	51.7	--
09/30/2017 09:00	非制造业采购经理指数	Sep	--	55.4	53.4	--
09/30/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Sep	51.5	51	51.6	--
10/09/2017 09:45	财新中国PMI综合	Sep	--	--	52.4	--
10/09/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Sep	--	--	52.7	--
10/09/2017	外汇储备	Sep	\$3100.0b	--	\$3091.5b	--
10/10/2017 10/18	货币供应M2同比	Sep	9.00%	--	8.90%	--
10/10/2017 10/18	货币供应M1年同比	Sep	13.60%	--	14.00%	--
10/10/2017 10/18	货币供应M0年同比	Sep	6.60%	--	6.50%	--
10/10/2017 10/18	New Yuan Loans CNY	Sep	1230.0b	--	1090.0b	--
10/10/2017 10/18	总融资人民币	Sep	1572.7b	--	1480.0b	--
10/10/2017 10/18	外国直接投资同比人民币	Sep	--	--	9.10%	--
10/13/2017	贸易余额人民币	Sep	266.00b	--	286.50b	--
10/13/2017	进口同比人民币	Sep	16.70%	--	14.40%	--
10/13/2017	出口同比人民币	Sep	11.50%	--	6.90%	--
10/13/2017	进口同比	Sep	15.20%	--	13.30%	13.50%
10/13/2017	出口同比	Sep	9.80%	--	5.50%	5.60%
10/13/2017	贸易余额	Sep	\$38.05b	--	\$41.99b	\$41.92b
10/16/2017 09:30	CPI 同比	Sep	1.60%	--	1.80%	--
10/16/2017 09:30	PPI 同比	Sep	6.50%	--	6.30%	--

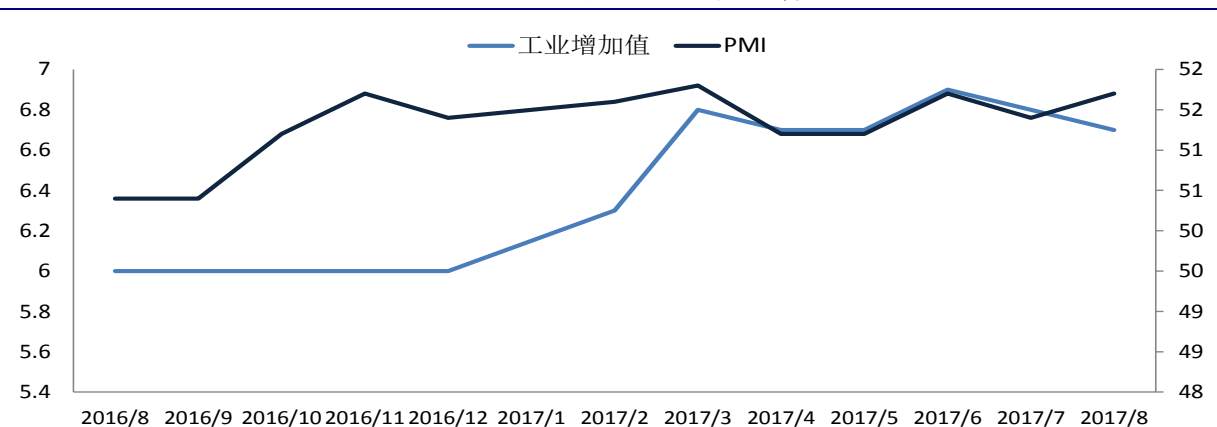
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 9: M1、M2 增速



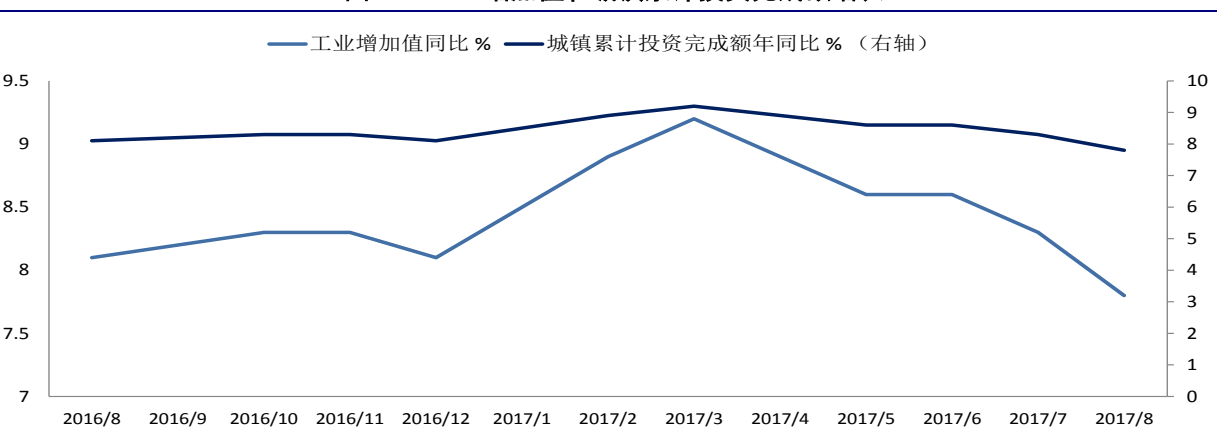
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 10: PMI 以及工业增加值 走势图



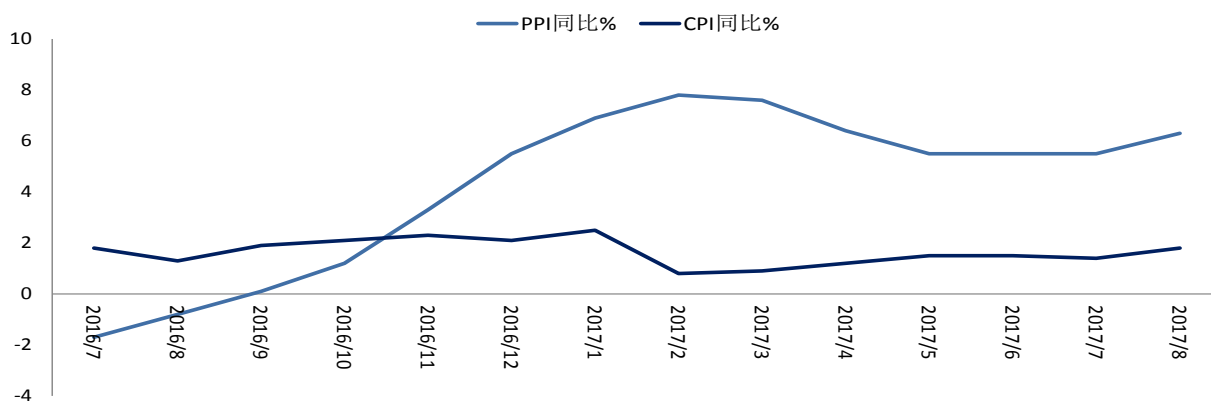
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

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

9月15日晚中金所宣布进一步放宽股指期货交易。整体来说，本次松绑政策的推出时点略超市场预期，体现出股指期货松绑顺应市场趋势。相较于初次松绑措施来说，本次松绑进一步调低了沪深300和上证50股指期货的保证金标准，降幅为25%，现15%的标准是限制前的10%的1.5倍，而中证500股指期货的非套持仓交易保证金则保持30%的标准不变。同时，三大股指期货合约的平今仓交易手续费标准由首次松绑的万分之九点二调整为万分之六点九，降幅为25%，但仍是“限制前万分之一点一五的6倍。另外，关于非套保账户的交易手数限制，本次松绑并未涉及，因此对于非套保参与者的放松力度有限，对股票市场的影响仍然是情绪大于实质，从松绑后两周的成交持仓量来看影响有限。不过，本次减少沪深300和上证50股指期货交易保证金及平今仓交易手续费标准的调整一出，有利于股指期货市场的短线操作，IF及IC合约贴水明显收缩，有利于合约贴水的进一步改善，减少套期保值等策略在期货端的贴水成本。

我国公募FOF正式发行，9月南方基金、华夏基金、泰达宏利基金、嘉实基金、海富通基金、建信基金6家基金公司旗下的首批公募FOF获批。在9月26日，首批6只公募FOF产品中的5只开始发行，泰达宏利旗下的产品也将在节后正式发行。10月1日起，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》开始实施，其中对货币市场基金的流动性风险管控做出了相关规定。随着公募FOF的上场，不仅推动了投资者的大类资产配置，公募基金也有望迎来新格局。

同时，三季度报进入窗口期，节后揭开披露序幕，沪市公司中旗滨集团、博汇纸业拔得头筹，均于10月11日披露；中国巨石10月12日披露；安信信托、银鸽投资、红星发展10月13日披露；10月14日，将有凌钢股份、万华化学、江山股份等7只股票披露。深市主板公司方面，方大化工将于10月10日率先披露；三毛派神10月12日披露；北新建材10月14日披露。根据之前披露的业绩预告，受益于供给端环保督查和限产的持续超预期，建议关注钢铁、有色、化工等业绩超预期的板块。

10月中旬，市场期待已久的十九大将隆重召开，届时将为中国经济指明方向，定调政策方向，为市场提供相关政策性热点，国企改革有望迎来新突破。而重要会议期间市场存在维稳预期，下行空间有限，机会大于风险。

3.3 流动性

资金流动性方面，9月市场定向降准，缓解季末资金压力，流动性好于市场预期。

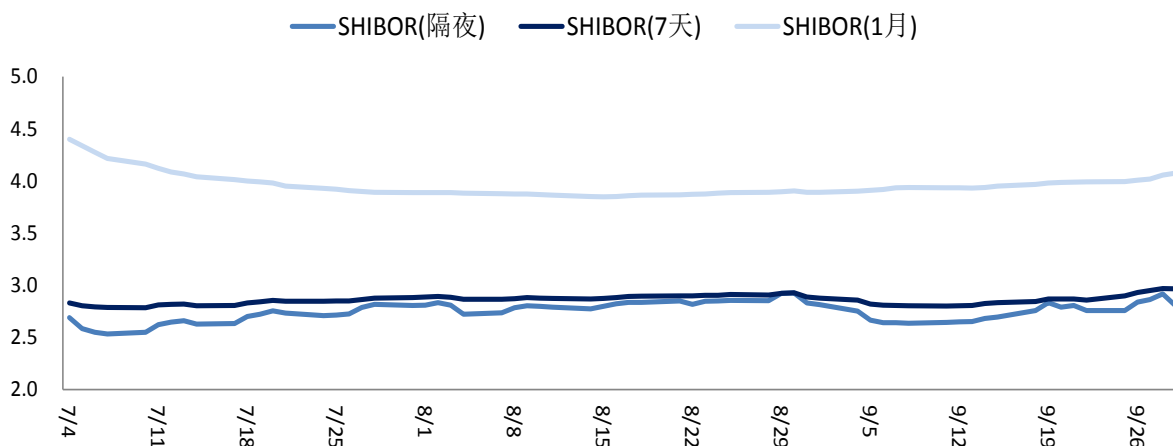
从金融数据来看，信贷和社融数据延续了4月以来的超预期和超季节性趋势，企业贷款继续高增，表外融资和债券融资继续向表内信贷转移，8月信贷增加10900亿元，新增社融14800亿元。货币投放方面，M2增速再创新低，8月同比增长8.9%，M1同比增长14.0%，增速双双回落。监管对货币派生的抑制使得M2高增长很难再现，而财政存款大幅增加也对M2形成拖累。整体而言，信贷数据与经济数据出现背离。

从市场利率来看，央行操作偏向中性，月末资金利率有所回落，主要受超预期定向降准影响，资金面有所改善，9月30日央行宣布对普惠金融贷款余额或增量占比1.5%的商业银行降准50个基点，占比达到10%的银行可再下调100个基点，自2018年起实施。定向降准非央行放水，但有利于流动性相对平稳，资金面利多。而九月美联储缩表落地，首次缩表符合市场预期，短期对资金面影响较小。

另外，10月市场解禁减小，10月份沪深两市限售股上市数量共计222.25亿股，较9月份环比急速下降23%，以9月29日收盘价计算，10月份解禁市值为2647亿元，较9月份环比下降8.9%。由于“十一长假”导致解禁累积延后，10月9日单日解禁规模最大，为66.88亿股，此外，10月单日解禁规模较大的还有10月16日的18.34亿股、25日的13.3亿股及30日的16.34亿股，以上4个交易日解禁数量占10月份的51.68%。除以上交易日解禁压力较大外，其他时间解禁压力均相对偏小。

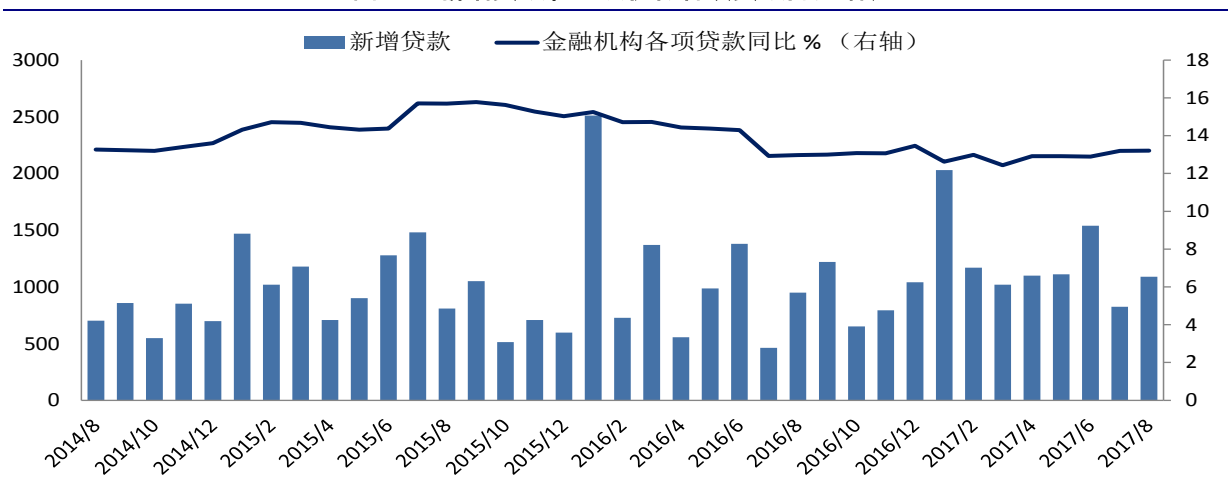
回顾9月市场，跨季月份资金面保持紧平衡态势，流动性好于预期，10月十九大召开资金面仍将保持平稳，对股市影响较为中性，加上解禁压力减小，股市环境偏暖。

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

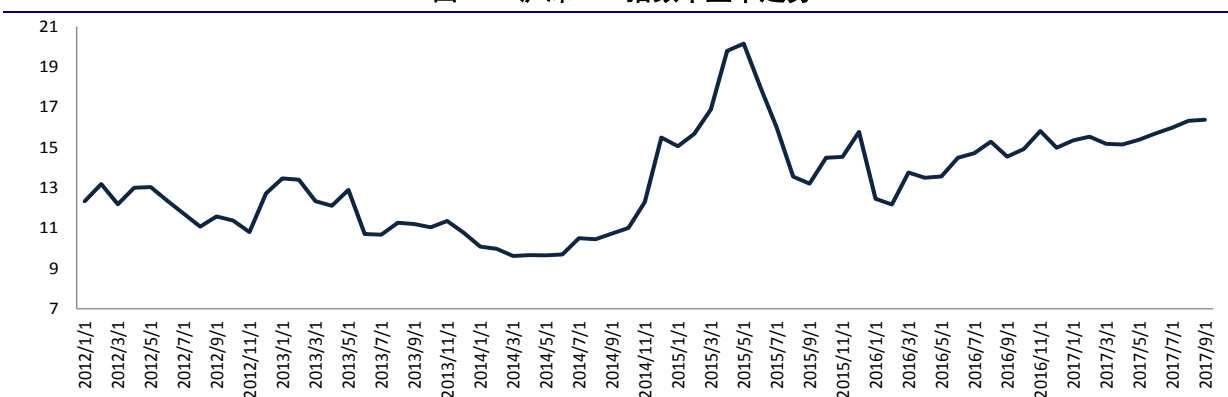
3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2017 年 9 月 30 日, 沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.43, 标准差是 8.76; 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 16.38, 较上月有小幅上升, 低于均值 0.23 个标准差; 整体市净率是 2.00, 也较上月小幅上升, 低于均值 0.44 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, 9 月主要在 130 附近波动; 金融板块 9 月继续走弱, 行业指数的整体市盈率小幅下降, 今年 9 月回落至 11.0 左右。

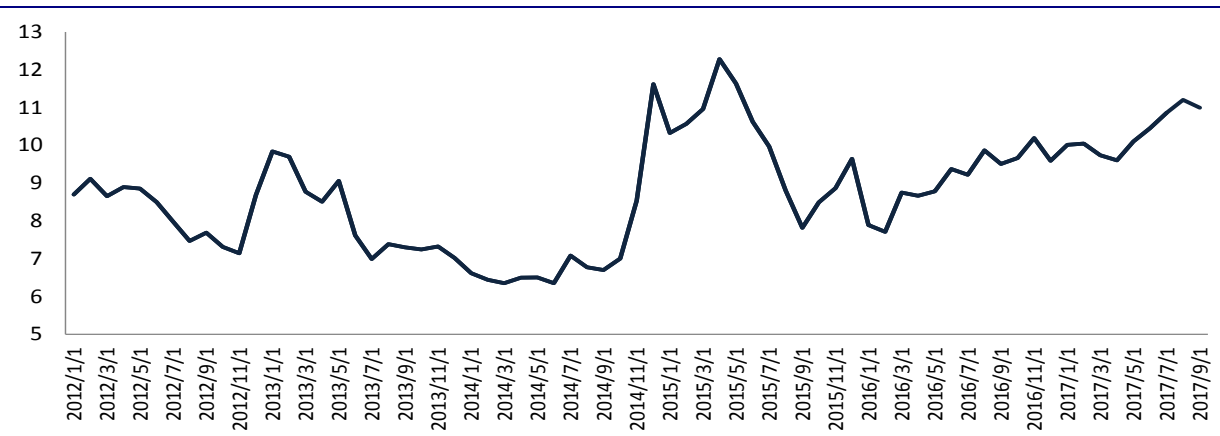
从风格表现来看, 9 月大盘股的市盈率有所上升, 而中小盘股市盈率也有所反弹, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 2.09 倍, 估值比略有回升, 这主要是因为 9 月中小盘股的阶段表现略强于大盘股。

图 15: 沪深 300 指数市盈率走势



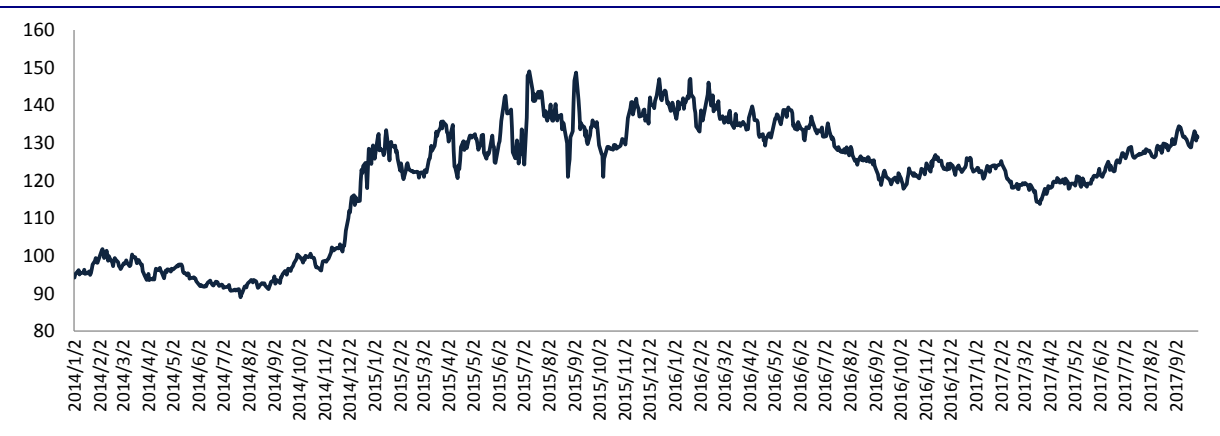
数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 16: 金融指数市盈率走势



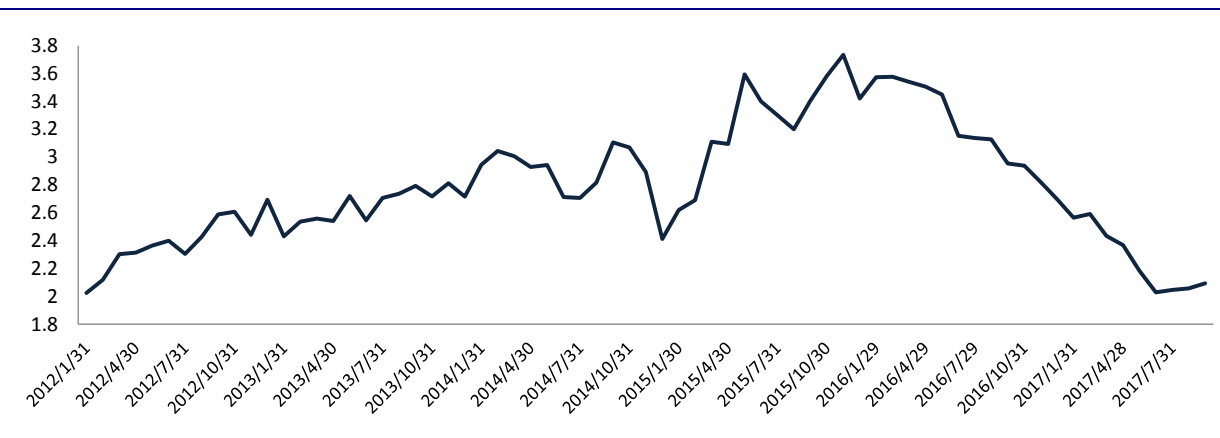
数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

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

纵观九月行情，沪指整体来看冲高回落，整体保持高位震荡，周期板块高位回调，题材股有所回暖，消费板块节前反弹，虽宏观经济数据出现分化，但基本面韧性较强，企业盈利继续向好，市场仍以结构性机会，下行空间有限。

从基本面分析，宏观经济数据出现分化，虽然消费、投资及出口等数据明细下滑，但工业增加值及规模以上工业企业利润仍然较强，PMI 等数据显示市场环境并未明显走弱，生产及消费受限产等影响，市场出现结构性分化，大中型企业中报业绩继续向好，经济 L 型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。政策面上，股指期货二度松绑体现管理层对未来股市的信心；公募 FOF 开始发行也为资产配置打开空间。接下来，三季度报披露及十九大召开为市场带来投资机会。资金面上，定向降准利好市场情绪，解禁规模下降也减少上方抛售压力。

综合来看，目前基本面较为平稳，下方支撑力度较强，市场热点接力轮动，仍由业绩盈利主导市场，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，板块方面建议业绩稳健的金融及电子、医药等大消费板块。

短期来看，十一节后资金回流，上涨概率较大，加上近期外围市场普遍走强，股市风险偏好有所回升。期指方面，建议继续持多，近期基差贴水明显修复，显示市场向好预期，目前 IH 各大合约均呈现升水排列，IF 近月已转为升水状态，IC 当月接近平水状态，盘中可关注近月合约的正套机会。跨品种套利方面，十月市场延续上涨概率较大，加上近期风格切换周期缩短，跨品种套利风险可能大于单边操作。仅供参考。

9 月期债走势偏强，10 月或继续

2017 年 10 月 9 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

9 月期债走势偏强震荡，其中十年期债涨幅大于五年期债，且五年期债走势强于现券，正向套利机会相对较多，主要原因一是 PMI 数据超宇期向好，但 8 月工业增加值和固定资产投资等不及预期，基本面对债市支撑力度在边际上增强，二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准，美国如预期缩表并暗示 12 月可能加息，三是 9 月资金面在央行维稳操作下，虽然处于紧平衡但不及预期。现券方面，5 年期国债收益率上行 1bp 至 3.62%，10 年期国债收益率下行 2bp 至 3.61%。

● 后市展望及操作建议

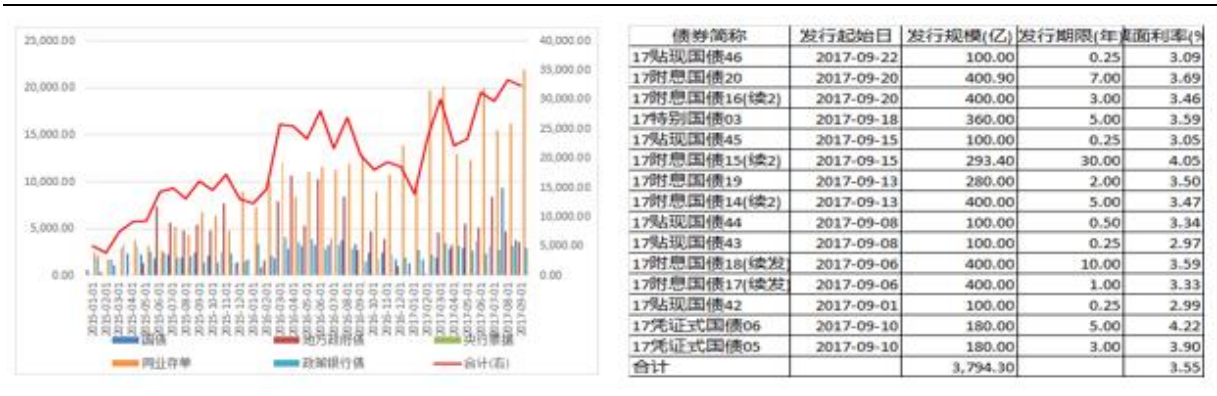
从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性可持续性存疑，CPI 有小幅上行压力，PPI 大概率震荡走低，基本面对债市支撑力度在边际上有所增强；从政策面看，央行公布自 2018 年起实施定向降准，对普惠金融贷款余额或增量占比 1.5% 的商业银行降准 0.5%，占比达到 10% 的银行可再下调 1%，同时市场对国内监管担忧仍存，国外美联储如预期缩表并暗示 12 月可能加息；从资金面看，9 月资金面在央行维稳下不及预期的紧张；从供给端看，国债供给大幅减少；从需求端看，一级市场需求偏弱，中标利率虽略低于二级市场收益率，但投标倍数不高。操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或关注正套机会。

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，国债发行大幅减少

9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32319.11亿元,较上月减少1118.55亿元,其中地方债供给规模为3556.41亿元,较上月减少1140.95亿元,四季度地方债发行规模和速度或将加快;国债发行规模合计为3794.3亿元,较上月大幅减少5543亿元,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,四季度国债计划发行41只,其中记账式国债22只,供给压力较大;同业存单供给规模为22007.2亿元,较上月大幅增加5796.6亿元。

图1: 利率债月度供给规模(亿)(左) & 国债月度一级市场发行(右)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率涨跌不一

9月除1年和5年期国债收益率上行外,其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的下行,长端下行幅度大于短端,收益率曲线继续走平。主要原因一是PMI数据超宇期向好,但8月工业增加值和固定资产投资等不及预期,基本面对债市支撑力度在边际上增强,二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准,美国如预期缩表并暗示12月可能加息,三是9月资金面在央行维稳操作下,虽然处于紧平衡但不及预期,但在下半个月国债需求有所偏弱,债市继续小幅震荡。具体从月度数据来看,1Y期上行8bp至3.47%,3Y期下行1bp至3.57%,5Y期上行1bp至3.62%,7Y期下行1bp至3.69%,10Y期下行2bp至3.61%,15Y期下行5bp至4.06%,20Y期下行5bp至4.09%。

图 2：9 月关键期限国债收益率变动（左）&关键期限国债收益率走势（右）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2 期货市场回顾

2.1 期债偏强震荡

截止到 9 月 29 日收盘，五年期国债期货交割月合约 TF1709 收于 97.21 元，月涨 0.05 元或 -0.18%；主力合约 TF1712 收于 97.695 元，月涨 0.16 或 0.15%；隔季合约 TF1803 收于 97.91 元，月涨 0.29 或 0.28%；成交方面，主力合约 TF1712 成交量日均 9200 手，三个合约日均成交 9258 手；持仓方面截止到 9 月 29 日，主力合约 TF1712 持仓量为 64470 手，三个合约持仓达到 65392 手，较上月底较大幅增加 17105 手。十年期国债期货交割月合约 T1709 收于 94.35 元，月涨 0.25 元或 -0.22%；主力合约 T1712 收于 95.19 元，月涨 0.37 或 0.36%；隔季合约 T1803 收于 95.45 元，月涨 0.59 或 0.62%；成交方面，主力合约 T1712 成交量日均 29052 手，三个合约日均成交 29215 手；持仓方面截止到 9 月 29 日，主力合约 T1712 持仓量为 71544 手，三个合约持仓达到 73541 手，较上月底增加 10788 手。

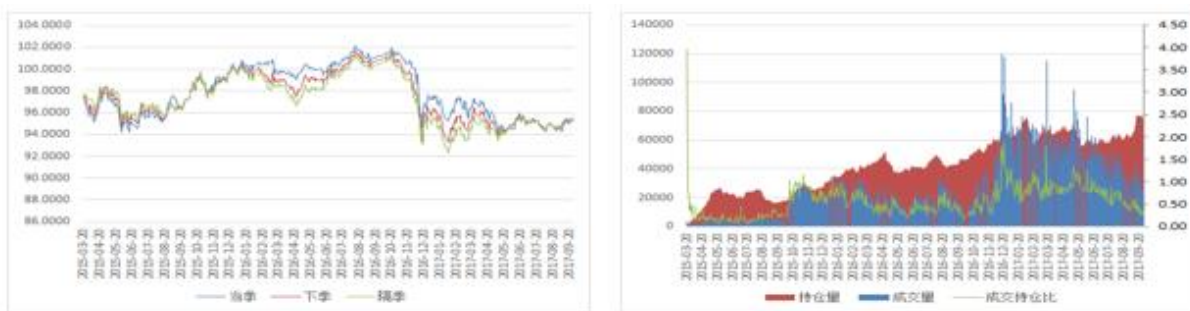
期债走势偏强震荡，其中十年期债涨幅大于五年期债，且五年期债走势强于现券，正向套利机会相对较多，主要原因一是 PMI 数据超宇期向好，但 8 月工业增加值和固定资产投资等不及预期，基本面对债市支撑力度在边际上增强，二是央行公布货币基金和同业存单新规以及定向降准，美国如预期缩表并暗示 12 月可能加息，三是 9 月资金面在央行维稳操作下，虽然处于紧平衡但不及预期。

图 3: TF 价格走势 (左) & TF 成交与持仓 (右)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势 (左) & T 成交与持仓 (右)

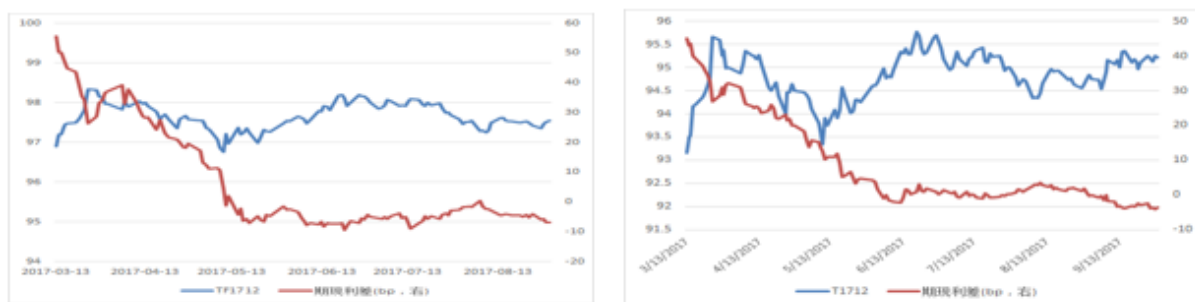


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差继续负向走扩

从 9 月份的期现利差来看, 随着 9 月国债期货价格震荡走高, 而现券价格走势继续弱于期货, 合约 TF1712 的期现利差较之上个月继续负向扩大, 合约 T1712 的期现利差较之上个月也负向走扩, 9 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 5: TF1712 结算价与期现利差 (左) & T1712 结算价与期现利差 (右)

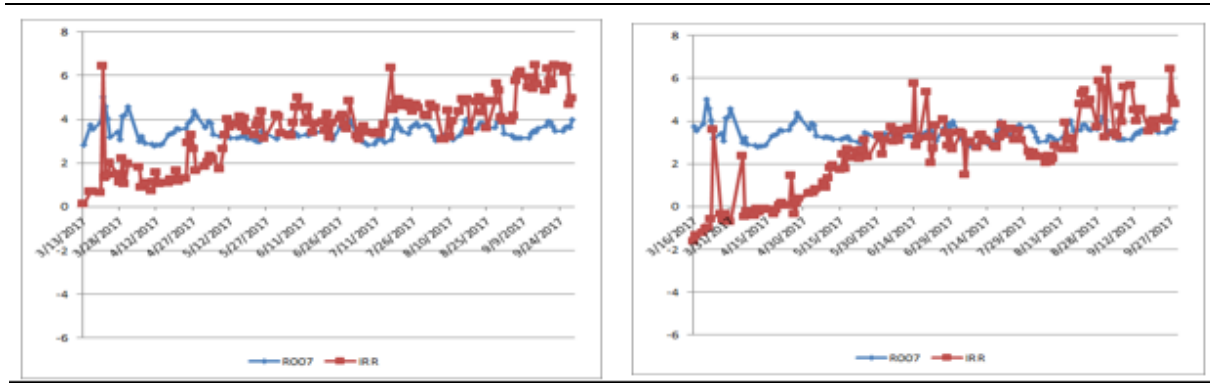


数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.3 期现套利机会

从9月份TF1712合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先走高后回落，而R007震荡走高，在9月份TF1712合约有较多的正向期现套利机会；从9月份主力合约T1712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9月下半个月T1712有正向期现套利机会。

图6：TF1712 活跃 CTD 券 IRR（左）&T1712 活跃 CTD 券 IRR（右）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差走势

TF1712合约的活跃券150026.IB、170001.IB、1700003.IB的基差震荡走低，适宜做空基差，170007.IB和170014.IB的基差微幅走高；T1712合约的活跃券160010.IB和160023.IB、160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB和170018.IB的基差走低，适宜做空基差。

图7：TF1712 活跃券基差走势（左）&T1712 活跃券基差走势（右）

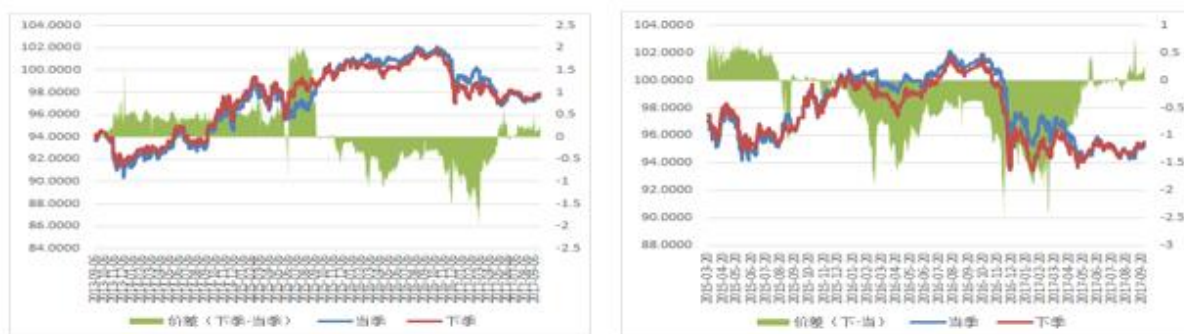


数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.5 跨期价差分析

在 9 月份，国债期货不处于移仓换月阶段，五年期债和十年期债跨期价差先震荡走高后再次走低，由于期债不处于移仓换月阶段，暂无跨期策略推荐。

图 8：TF 当季、下季及价差走势（左）&T 当季、下季及价差走势（右）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

3 后市分析及展望

3.1 宏观经济

2017 年 9 月财新中国制造业 PMI 为 51.0%，为今年 6 月以来低点，低于 8 月 0.6%，预期为 51.5%，但仍然连续第四个月超过 50.0% 临界值，显示制造业扩张速度继续放缓，与官方制造业 PMI 并不一致，国家统计局公布的 9 月制造业 PMI 为 52.4%，比 8 月上升 0.7%。从财新数据来看，9 月新订单增速降至三个月来最低，部分受访厂商表示，市况改善有助促进销售，另一些厂商则反映，客户需求疲弱，影响了新业务增长，与新订单类似，产出增速降至 6 月以来最低点，9 月制造业企业平均成本负担大幅加速上升为九个月来最显著，许多受访厂商表示，这与原料成本上涨有关，制造业产品出厂价格也因此加速上升。从已经公布的数据来看，短期经济韧性可持续存疑。

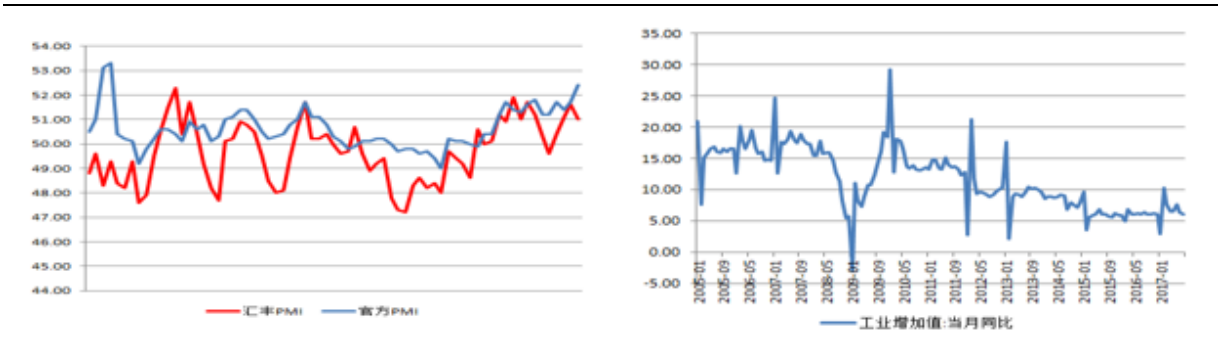
从房地产销售来看，房地产开发投资在 8 月持平，商品房销售面积增速继续放缓，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或将震荡回落；8 月份基建投资增速小幅回落至 16.09%，目前基建对经济支撑力度仍在；8 月份制造业投资增速放缓至 4.5%，从投资角度来看，8 月投资数据回落，经济韧性可持续性存疑；消费增速出现小幅回落至 10.1%；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏放缓，出口增速继续较大幅度回落至 5.6%，贸易顺差小幅增加，后续出口仍有继续回落的压力。

通胀方面，8 月份 CPI 为 1.8%，较上月上行 0.4%，略超市场预期，PPI 为 6.3%，较上月上行 0.8%，超出市场预期，蔬菜价格继续回升，速度有所放缓，猪肉价格继续下行，但下行速度延续放缓，猪价是 CPI 维持低位的主要原因，而从 9 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预

计 9 月 PPI 同比或转为下行，环比或较大幅度下行，9 月 CPI 或小幅上行。

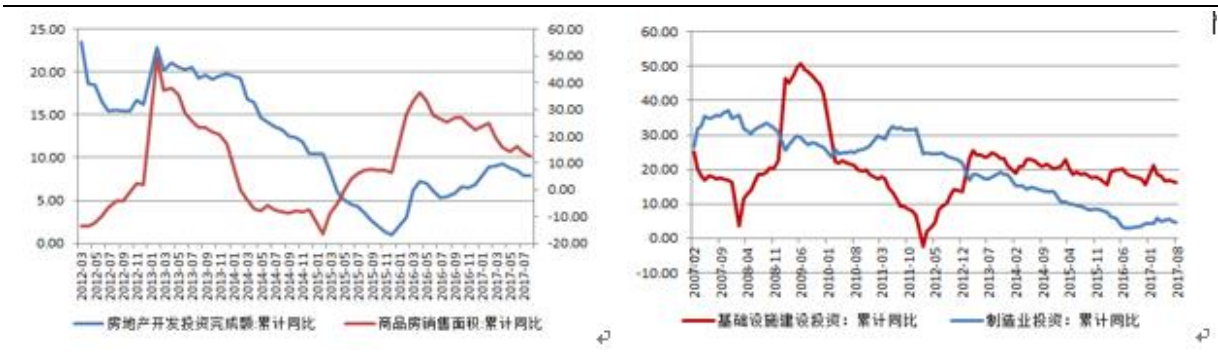
2017 年 8 月新增贷款 11466 亿元，较上月增加 2314 亿元，债券融资为 1063 亿元，比上月减少 1505 亿元，信用债发行规模有所收窄；M2 同比增 8.9%，较上月继续小幅减少 0.3%，M1 小幅上升 1.3%至 14.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



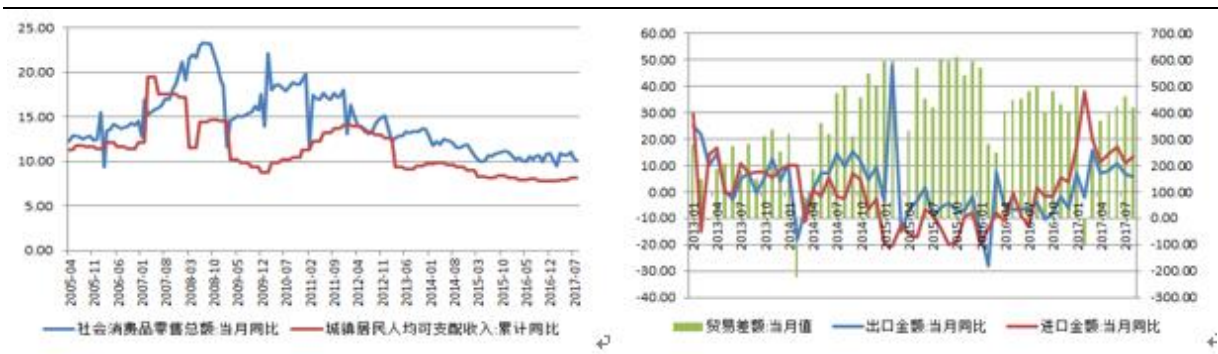
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 10：房地产投资与商品房销售面积增速（左）&基建与制造业投资增速（右）



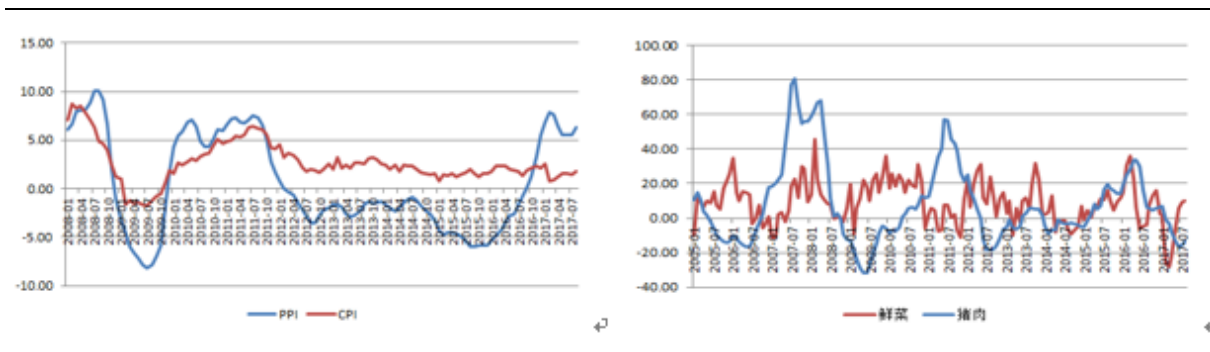
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11：消费与居民可支配收入增速（左）&进出口增速与贸易差额（右）



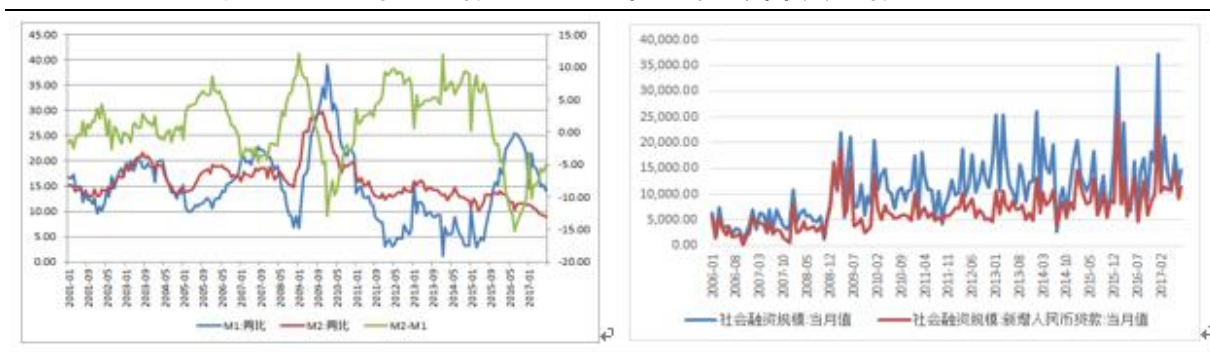
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 12: PPI 与 CPI 增速 (左) & 鲜菜与猪肉增速 (右)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 13: M1 与 M2 增速 (左) & 社融与人民币贷款增速 (右)



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

3.2 政策面：去杠杆，防风险，监管或将继续

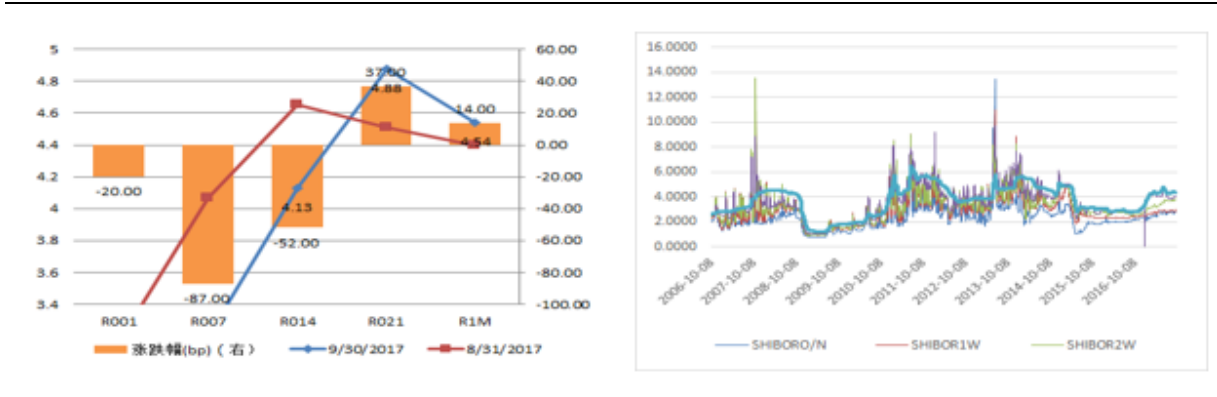
国内货币政策的基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”，且央行公布在 2018 年进行定向降准，市场对流动性预期有所好转，但由于超储率目前较低，资金面仍将呈现阶段性紧张；央行二季度货币政策执行报告公布的同时存单监管政策落地后，国内监管政策暂处于“真空期”，预计与十九大召开在即维稳有关，但十九大之后可能会出台相关的监管政策，市场对监管政策仍存担忧；国外美联储如预期缩表，并暗示 12 月可能加息，国内货币政策或承压。

3.3 资金面：央行维稳 9 月资金面，10 月或小幅回落

9 月资金面在央行维稳下，在跨季和跨节下并不及预期的紧张，且央行公布从 2018 年开始进行定向降准，市场对资金面的预期有所好转。从质押式回购利率来看，隔夜下行 20bp 至 2.96%，7 天下行 87bp 至 3.20%，14 天下行 52bp 至 4.13%，1M 上行 14bp 至 4.54%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜上行 11bp，7 天上行 8bp，14 天上行 9bp，1M 上行 18bp，而 3M 下行 1bp。10 月份有 9195 亿元公开市场操作到期，其中有 4395 亿元 MLF 到期，公开市场到

期压力大，预计央行将在 OMO 上进行对冲操作，10 月资金利率可能小幅回落。

图 14：关键期限质押式回购利率变动（左）&关键期限 shibor 走势（右）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

旺季或仍弱勢

2017年10月9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:

基本面来看,铁矿石近期发货量回暖,今年9月澳洲平均发货量为1605.85万吨,平均发往中国的量为1371.9万吨,而去年同期发往中国的量为1294.78万吨,今年上升明显。港口库存方面,9月29日当周,全国45个铁矿石港口库存上升至13357万吨,处在高位,也是近两个月多来的首次上升,后期随着外矿发货的回暖,仍然有上升的趋势。钢厂方面,未来一段时间2+26城市取暖季限产导致铁矿石需求量存在收缩预期,对铁矿石构成利空。

在总体来看,铁矿石外矿发货回暖,港口库存处于高位,供应压力较大;同时由于取暖季限产,钢厂方面的需求也将受到影响。但矿石短期下跌幅度较大,预期短期将以震荡为主,建议投资者暂时观望,等待逢高沽空的机会,仅供参考。

螺纹钢:

国庆期间钢坯价格上涨了130元/吨,螺纹钢现货也有不同程度的上涨。预计节后期螺高开为主。此外,央行普惠金融降准的举动也对市场起到一定的支撑。但是我们认为节假日价格上涨更多是博弈不充分的状态下,现货的个别行为。从供需的角度来说,可能未来价格还会下跌。

往年来说由于国庆假日期间下游会提前采购,库存都会出现一定的上升,但是本次国庆库存上升幅度是近5年最多,螺纹社会库存上升35.73万吨,线材社会库存上升17.35万吨。热卷方面社会库存上升22万吨,增幅10%,钢厂库存上升15万吨,增幅17%。

节后市场面临的主要变化为2+26取暖季限产的真实实施和环保对下游制约,供需双降,但是程度不一。由于目前高炉限产停留在理论层面,还未看见真实的实施效力,因此还不好评估。但是从目前的库存变化来说,钢厂的生产积极性高涨,而下游的消化能力有限。从周期来说,废钢稳中趋强,电炉的生产会继续加速。我们暂时认为,向下的驱动还未结束。建议逢高沽空为主,套利可多螺空卷。

1.行情回顾

9月份铁矿石大幅走低，截至9月29日，I1801收于454.5元/吨，月跌118.5元/吨，跌幅-20.68%。月末持仓量为172.3万手。

9月份螺纹钢走低，截至9月29日，RB1801收于3695元/吨，月跌232元/吨，跌幅5.91%。月末持仓量为310.2万手。

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。9月30日，青岛港澳澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于487元/吨，月环比跌93元/吨。唐山66%铁精粉价格下跌60元/吨，至475元/吨。

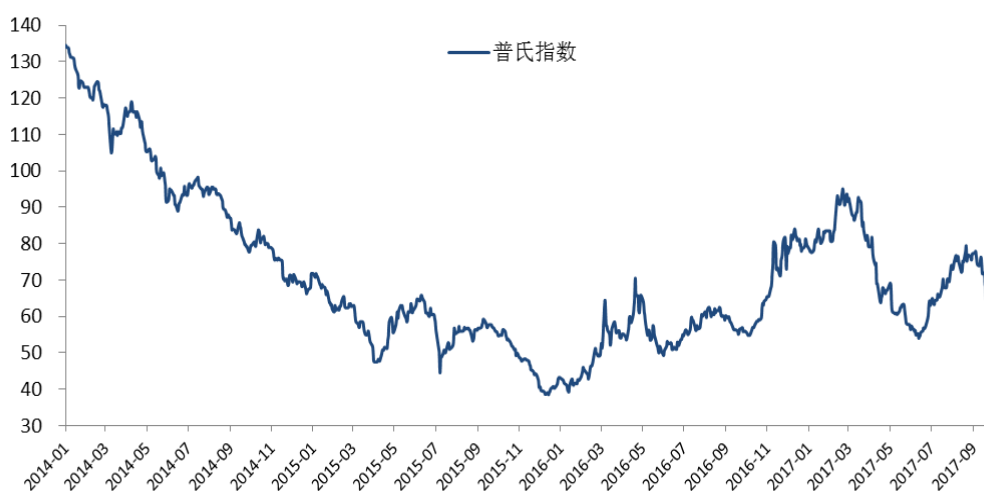
图3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

普氏指数9月29日报收于61.35美元/吨，环比上月下跌15.75美元/吨，跌幅2%。

图4：普氏指数（美元/吨）

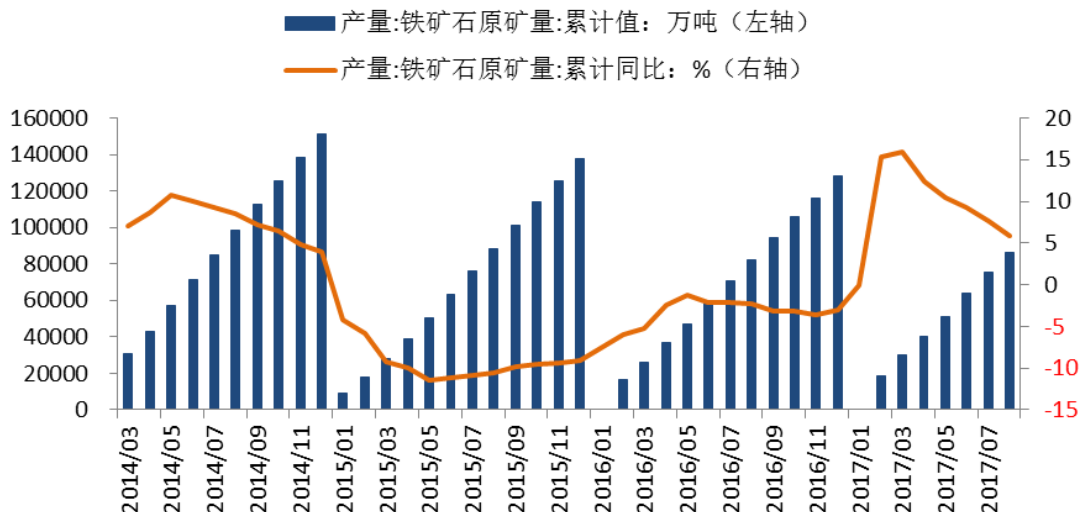


数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.2 国产原矿复产进程放缓

2017年1-8月，国内铁矿石原矿累计生产8.6亿吨，同比去年增5.9%，其中8月份同比增幅0.37%。

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29日，国内矿山铁精粉库存76万吨，与月初相比略增55万吨。

图6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

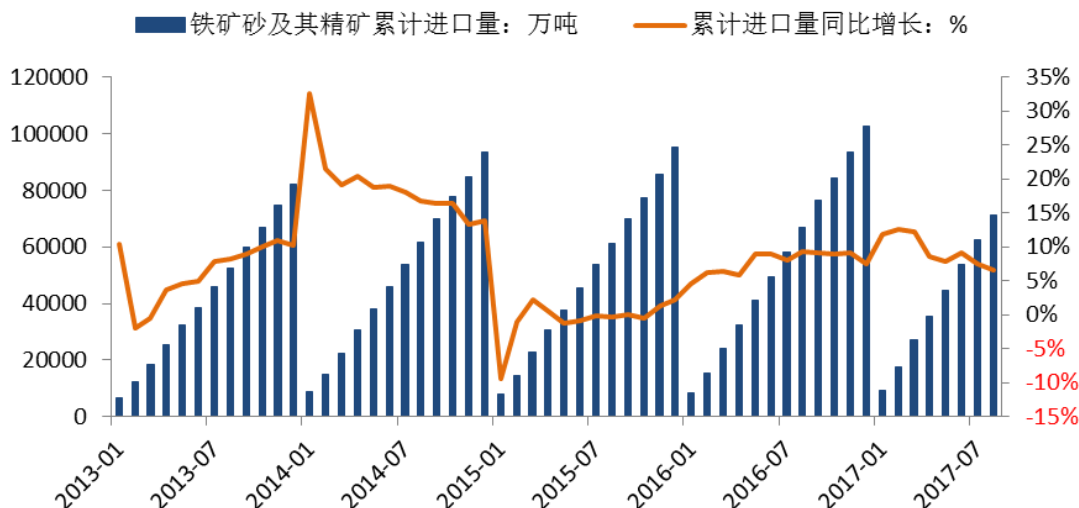


数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.3 铁矿进口量小幅增加

2017年8月份进口铁矿砂及其精矿8866万吨，同比增加1.07%，1-8月累计进口7.1亿吨，同比去年增加6.62%。

图7：铁矿石进口量（万吨）

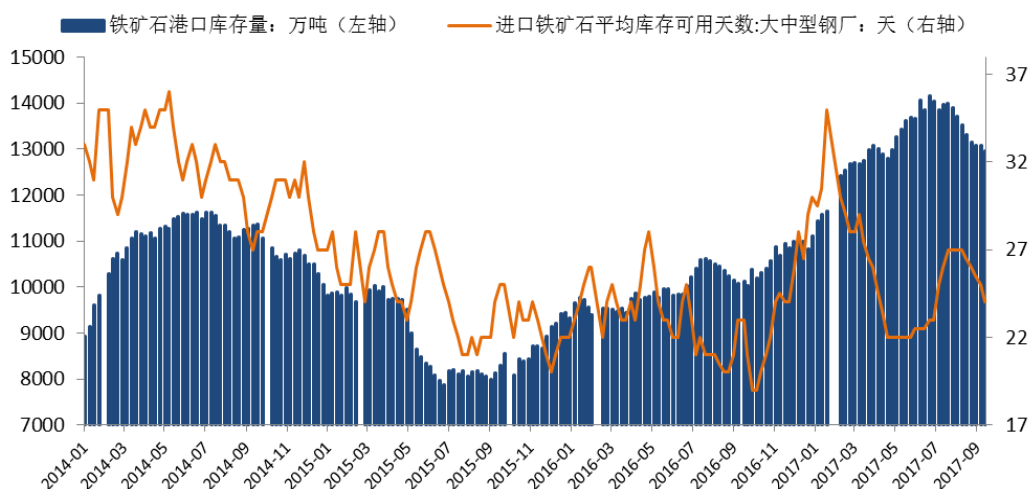


数据来源：兴证期货研发部，WIND

2.4 港口库存小幅下滑

9月15日，港口库存12953吨，比9月初下降125万吨。钢厂的进口矿库存可用天数24天，环比减少1.5天。

图8：铁矿石港口库存（万吨）



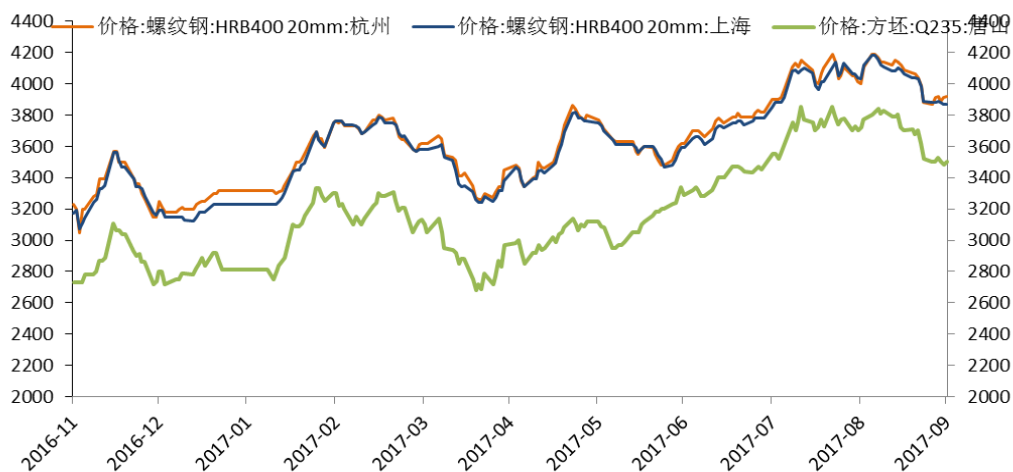
数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢价回落

截至 9 月 30 日，上海螺纹钢收于 3870 元/吨，月跌 160 元/吨。杭州螺纹钢收于 3920 元/吨，月跌 80 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 3500 元/吨，月跌 220 元/吨。生铁价格涨 70 元/吨，至 2850 元/吨。废钢价格涨 50，收于 1750 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

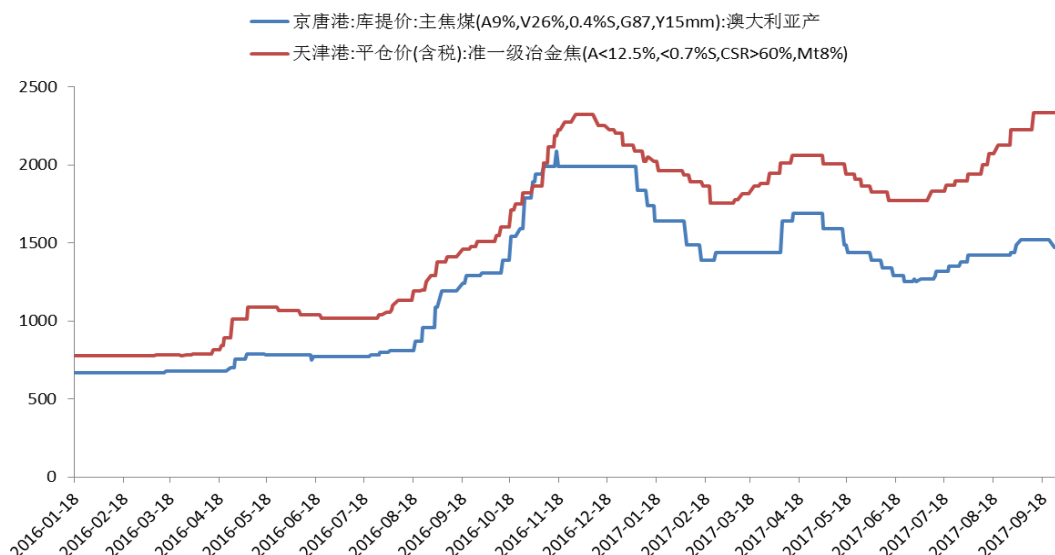


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 焦煤、焦炭现货走强

京唐港焦煤收于 1470 元/吨，月环比上涨 30 元/吨。天津港焦炭涨 35 元/吨，至 2260 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

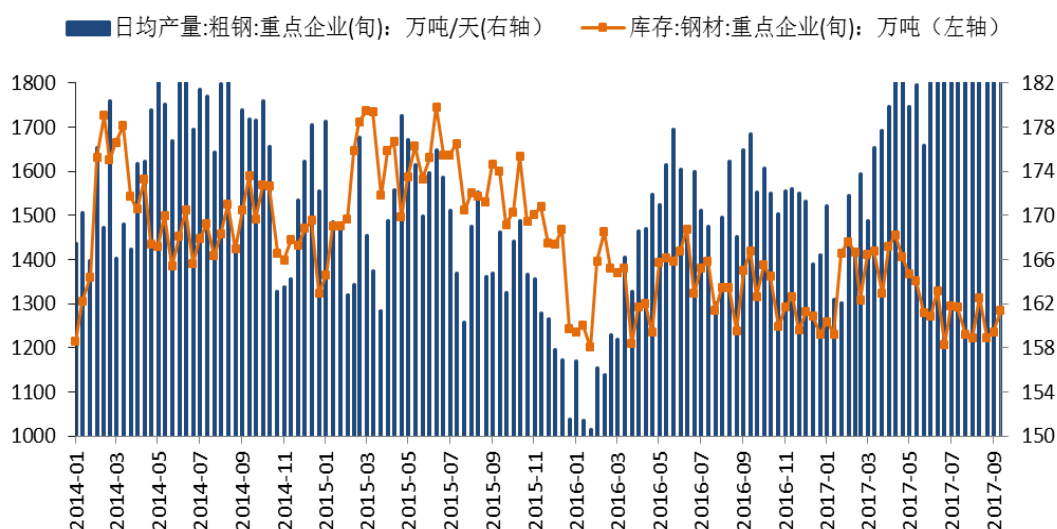


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.4 钢厂生产维持高位

2017 年 9 月中旬重点钢企粗钢日产 185.04 万吨，旬环比减少 1.71 万吨，下降 0.92%；重点企业库存 1284.33 万吨，旬环比增加 48.44 万吨

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

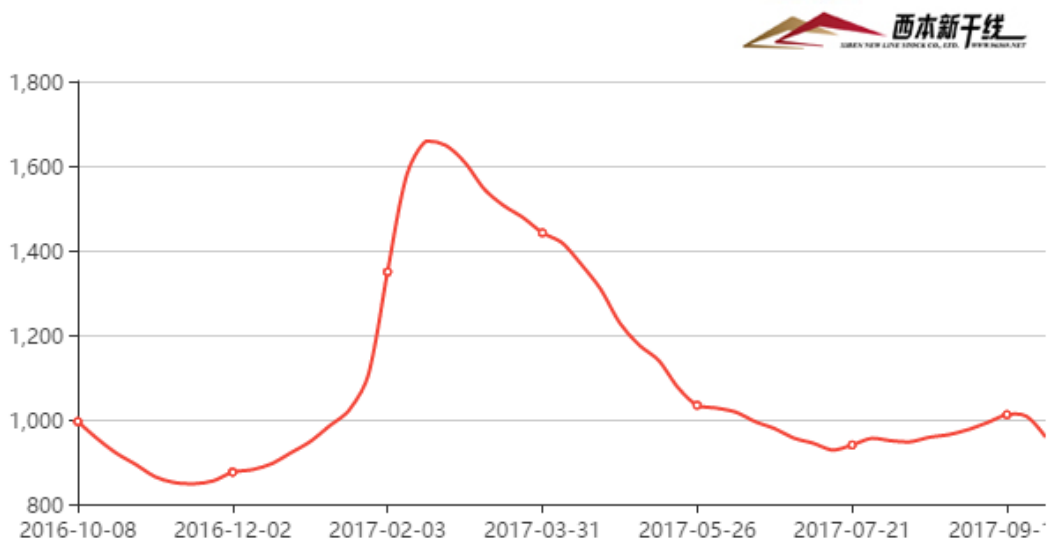


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.5 钢材社会库存下降

截至 9 月 29 日，全国主要钢材品种库存总量为 958.45 万吨。

图 13: 钢材社会库存 (万吨)

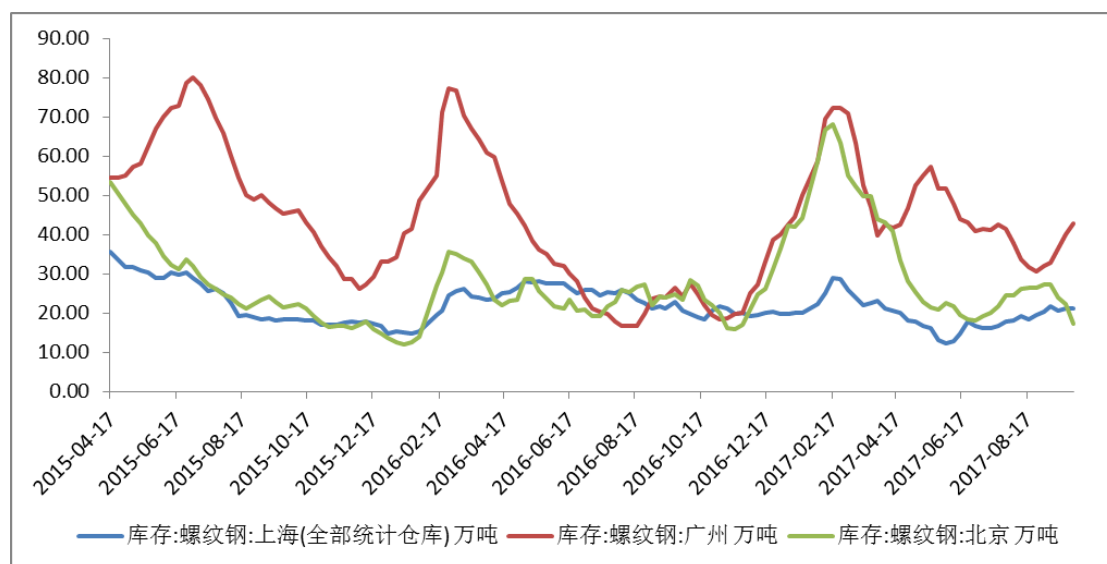


数据来源：兴证期货研发部，西本新干线

3.6 螺纹社会库存分化

北京库存 17.16 万吨，月环比下降 9.26 万吨，上海库存增加 1.6 万吨，广州增加 12.29 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)

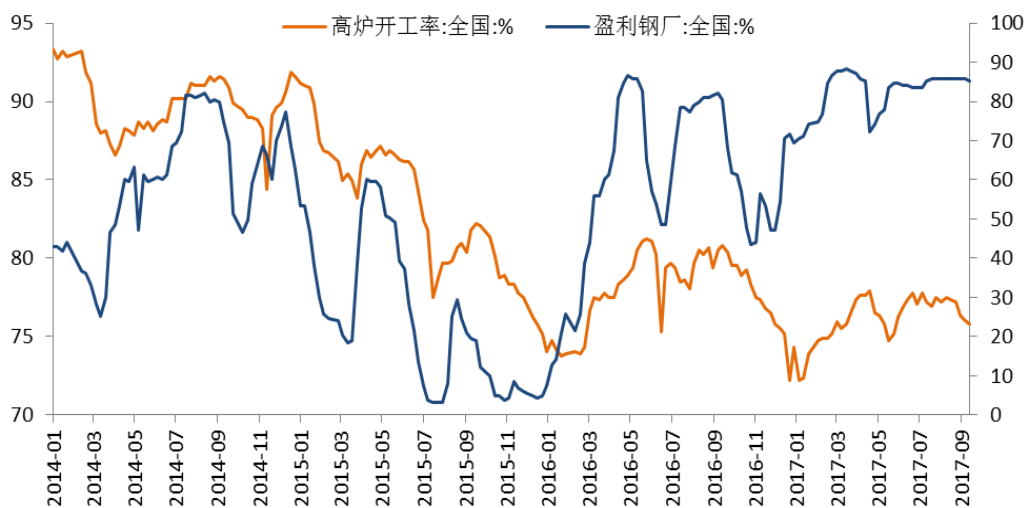


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.7 钢厂盈利维持高位

截至 9 月 15 日，163 家钢厂盈利比例为 85.28%。高炉开工率 75.83%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)

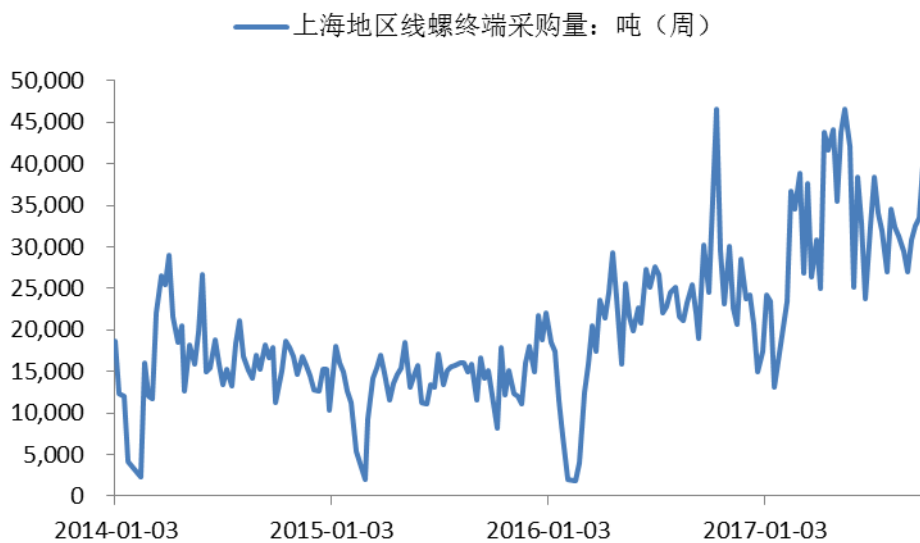


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.8 终端采购环比转好

上海地区线螺采购量 9 月周度均值 33206.6 吨，8 月周度均值 30967.2 吨，环比消费转好。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

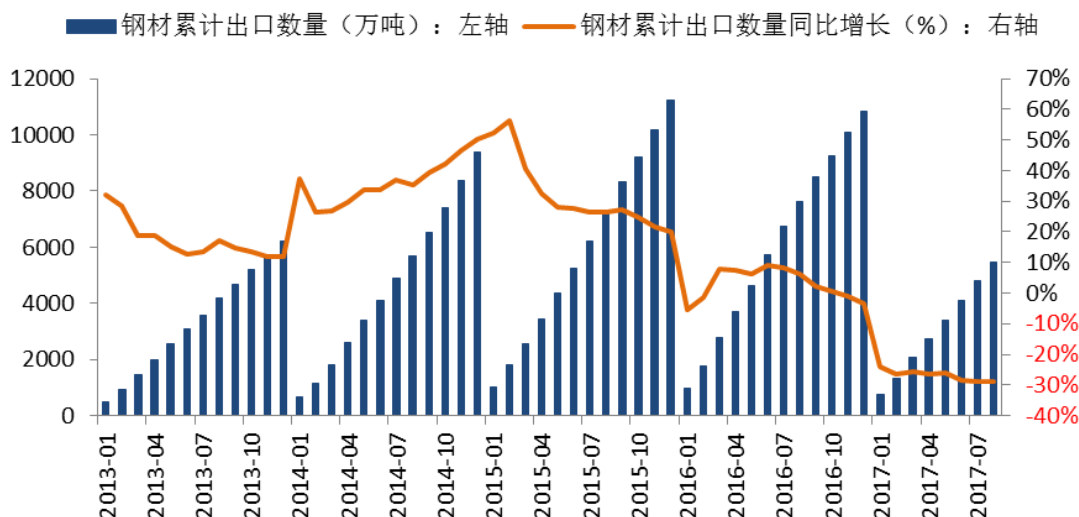


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.9 钢材出口萎缩

2017年8月钢材出口为652万吨，同比下滑27.64%。1-8月累计出口5447万吨，同比去年下滑28.66%。

图 17: 钢材出口 (万吨)

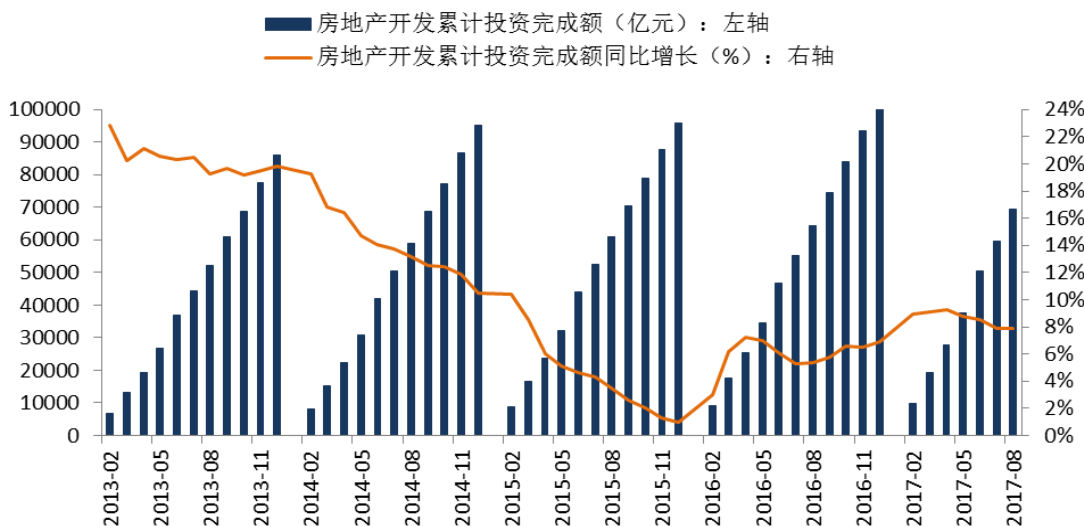


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 房地产投资增速环比持稳

2017年1-8月房地产累计开发投资为6.95万亿元，同比去年增加7.9%，增长率环比持平。

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:

基本面来看，铁矿石近期发货量回暖，今年9月澳洲平均发货量为1605.85万吨，平均发往中国的量为1371.9万吨，而去年同期发往中国的量为1294.78万吨，今年上升明显。港口库存方面，9月29日当周，全国45个铁矿石港口库存上升至13357万吨，处在高位，也是近两个月多来的首次上升，后期随着外矿发货的回暖，仍然有上升的趋势。钢厂方面，未来一段时间2+26城市取暖季限产导致铁矿石需求量存在收缩预期，对铁矿石构成利空。

在总体来看，铁矿石外矿发货回暖，港口库存处于高位，供应压力较大；同时由于取暖季限产，钢厂方面的需求也将受到影响。但矿石短期下跌幅度较大，预期短期将以震荡为主，建议投资者暂时观望，等待逢高沽空的机会，仅供参考。

螺纹钢:

国庆期间钢坯价格上涨了130元/吨，螺纹钢现货也有不同程度的上涨。预计本日期螺高开为主。此外，央行普惠金融放水的举动也对市场起到一定的支撑。但是我们认为节假日价格上涨更多是博弈不充分的状态下，现货的个别行为。从供需的角度来说，可能未来价格还会下跌。

往年来说由于国庆假日期间下游会提前采购，库存都会出现一定的上升，但是本次国庆库存上升幅度是近5年最多，螺纹社会库存上升35.73万吨，线材社会库存上升17.35万吨。热卷方面社会库存上升22万吨，增幅10%，钢厂库存上升15万吨，增幅17%。根据库存增幅来看，建议加仓多螺纹空热卷的套利操作。

节后市场面临的主要变化为2+26取暖季限产的真实实施和环保对下游制约，供需双降，但是程度不一。由于目前高炉限产停留在理论层面，还未看见真实的实施效力，因此还不好评估。但是从目前的库存变化来说，钢厂的生产积极性高涨，而下游的消化能力有限。从周期来说，废钢稳中趋强，电炉的生产会继续加速。我们暂时认为，向下的驱动还未结束。建议逢高沽空为主，套利方面多螺空卷。仅供参考。。

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。

十九大召开在即，煤市或维稳运行

2017年10月9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

9月份，受到安全大检查影响，先进产能释放缓慢，动力煤现货价格不断攀升；随后由于经济数据不及预期，大宗商品价格开始下跌，动煤价格也随之下行。9月份动力煤期货市场整体表现为冲高回落，维持高位宽幅震荡调整。主力合约ZC1801报收644.2元/吨，月涨24.4元/吨，涨幅3.94%；持仓38.2万手，成交810.2万手，大幅放量增仓。

截至9月26日，环渤海动力煤价格指数报579元/吨，较上月上涨了7元/吨，同比上行1.21%，连续三期上行后趋稳。受安全大检查等因素影响，主产地煤炭产能释放缓慢，产量增长不及预期；同时秦港锚地船舶数维持高位，北上拉煤热情高涨，从而近期BSPI指数有所回升。但随着发改委在促进产能释放的同时，也要求加强运输协调保障，BSPI指数继续上行的动力减弱。

十九大召开在即，安全、环保检查从严，主产区煤管票发放规模受限，先进产能释放不及预期，短期煤炭供给偏紧格局仍将延续。

但国家发改委的保供应政策开始显效，上游煤炭产能释放逐步加快；与此同时，铁路总公司加大调运力度，港口煤炭库存得到一定的补充。

再者，迎峰度夏结束后，民用电需求将开始减少；加之环保限产将对工业用电及煤炭消费产生明显影响，预计10月份煤炭需求将逐渐减弱。

随着先进产能逐步释放，煤炭需求开始回落，加之节前各大煤企相继下调市场煤价格，煤价上涨乏力；但在十九大召开在即、以及央行定向降准、PMI强劲的背景下，预计短期煤价或维稳运行为主。

1. 信息回顾

1.1 中采 PMI 创今年新高，制造业延续扩张步伐

2017年9月30日，国家统计局发布数据显示，2017年9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.4%，比上月上升0.7个百分点，连续两个月上升，达到2012年5月以来最高点；中国制造业继续保持稳中向好的发展态势，扩张步伐有所加快。同期，9月财新中国制造业PMI为51.0%，比上月下降了0.6个百分点，跌至4个月新低，显示制造业扩张速度继续放缓。

9月份中采PMI指数和财新PMI指数走势并不一致，但均处于荣枯线上方，三季度经济表现平稳，但中下游行业成本压力进一步增大，未来盈利改善、生产走强的持续性仍待观察。

1.2 央行定向降准

央行9月30日发布通知，根据国务院部署，为支持金融机构发展普惠金融业务，聚焦单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，人民银行决定统一对上述贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。上述措施将从2018年起实施。

1.3 先进产能释放或加快

9月14日，国家发改委发布《国家发展改革委关于做好煤电油气运保障工作的通知（发改运行〔2017〕1659号）》，要求加快推进煤炭优质产能释放，做好电力稳发稳供，提高油品天然气供应保障能力，加强运输协调保障。

1.4 美国非农就业人数意外下降

美国9月非农就业人口意外降3.3万，录得七年来首次负增长，预期+8万，前值+15.6万；美国8月非农就业人口修正为+16.9万，初值+15.6万；美国7月非农就业人口修正为+13.8万，初值+18.9万；美国9月失业率持续走低至4.2%，降至16年低点，预期4.4%，前值4.4%；美国9月劳动力参与率63.1%，前值62.90%。

1.5 《关于推进北方采暖地区城镇清洁供暖的指导意见》

9月6日，国家发改委、能源局等四部委联合发布《关于推进北方采暖地区城镇清洁供暖的指导意见》，对北方采暖区清洁供暖工作作出部署。按照安排，京津冀及周边地区“2+26”城市重点推进“煤改气”、“煤改电”及可再生能源供暖工作，减少散煤供暖，加快推进“禁煤区”建设。其他地区要进一步发展清洁燃煤集中供暖等多种清洁供暖方式，加快替代散烧煤供暖，提高清洁供暖水平。

1.6 各大煤企相继下调价格

神华集团为了抑制煤炭价格快速上涨，稳定煤炭供需形势，决定自9月28日起下调北方港市场煤价格10元/吨。同期，中煤集团为落实国家发展改革委《关于做好煤电油气运保障工作的通知》精神，也从9月28日起下调北方港口市场煤价格10元/吨。

随后伊泰集团决定在严格执行年度长协价格的基础上，自9月28日起下调北方港市场煤销售价格10元/吨。大同煤矿集团为落实国家发展改革委《关于做好煤电油气运保障工作的通知》精神，自9月29日起下调北方港口市场煤价格10元/吨。

2. 行情回顾

2.1 动力煤期价走势

9月份，受到安全大检查影响，先进产能释放缓慢，动力煤现货价格不断攀升；随后由于经济数据不及预期，大宗商品价格开始下跌，动煤价格也随之下行。9月份动力煤期货市场整体表现为冲高回落，维持高位宽幅震荡调整。主力合约ZC1801报收644.2元/吨，月涨24.4元/吨，涨幅3.94%；持仓38.2万手，成交810.2万手，大幅放量增仓。

图 1：动煤 ZC1801 行情走势

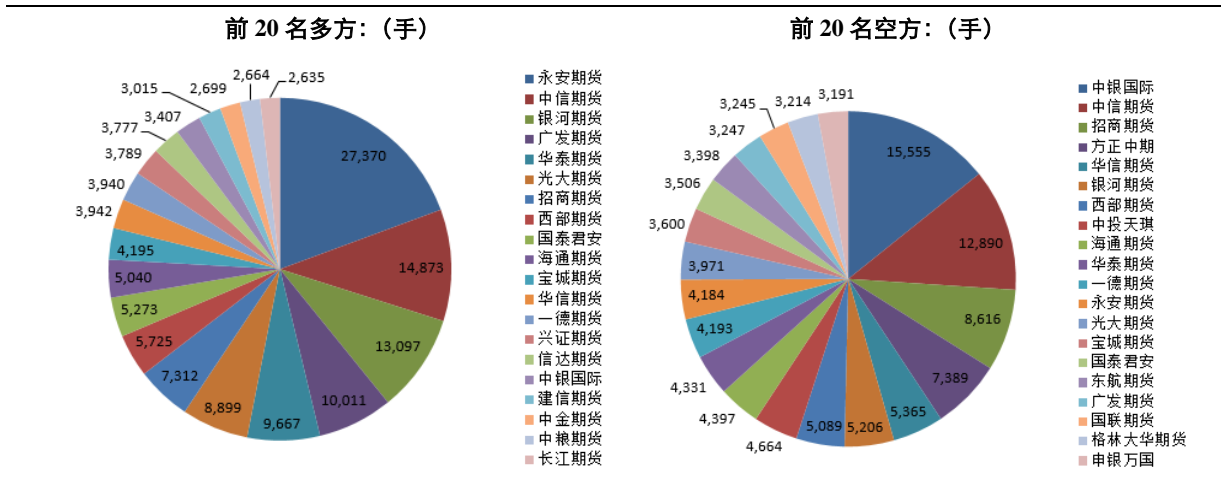


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至9月29日，主力合约ZC1801前20名持买仓量由87074手增至141330手，前20名持卖仓量由91944手增至109251手；ZC合约前20名持买仓量144895手，前20名持卖仓量112626手。从机构层面看，多方较空方呈现出明显的优势。

图 2: ZC1801 合约多空双方持仓情况



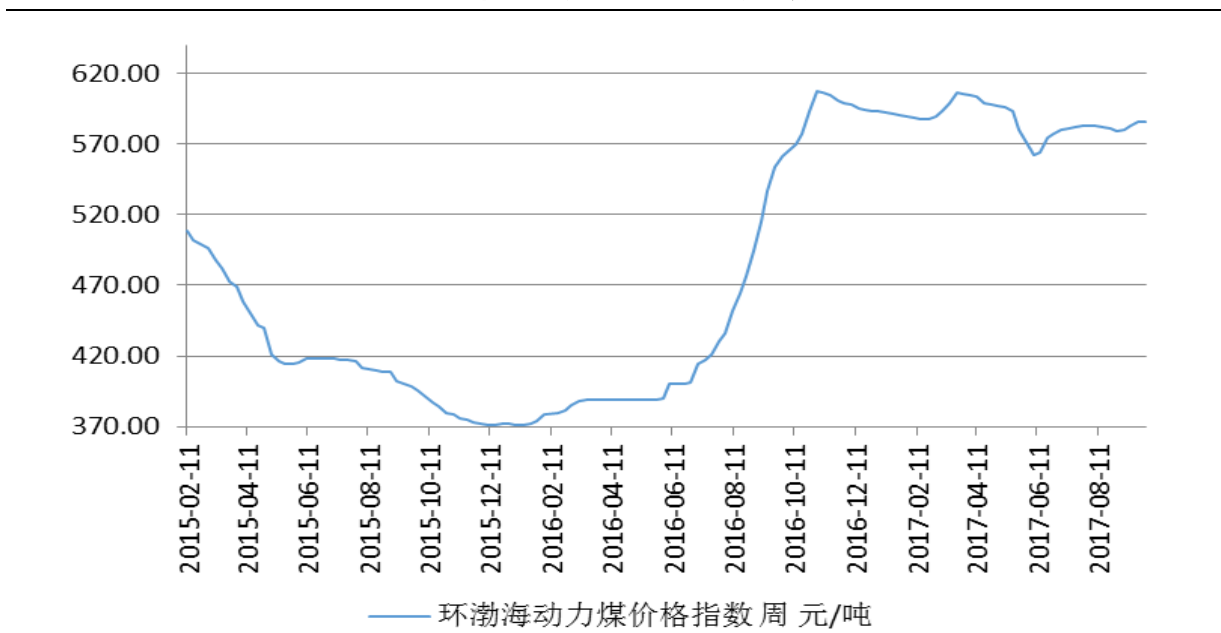
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 9 月 26 日,环渤海动力煤价格指数报 579 元/吨,较上月上涨了 7 元/吨,同比上行 1.21%,连续三期上行后趋稳。受安全大检查等因素影响,主产地煤炭产能释放缓慢,产量增长不及预期;同时秦港锚地船舶数维持高位,北上拉煤热情高涨,从而近期 BSPI 指数有所回升。但随着发改委在促进产能释放的同时,也要求加强运输协调保障,BSPI 指数继续上行的动力减弱。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图



数据来源: 兴证期货研发部, wind

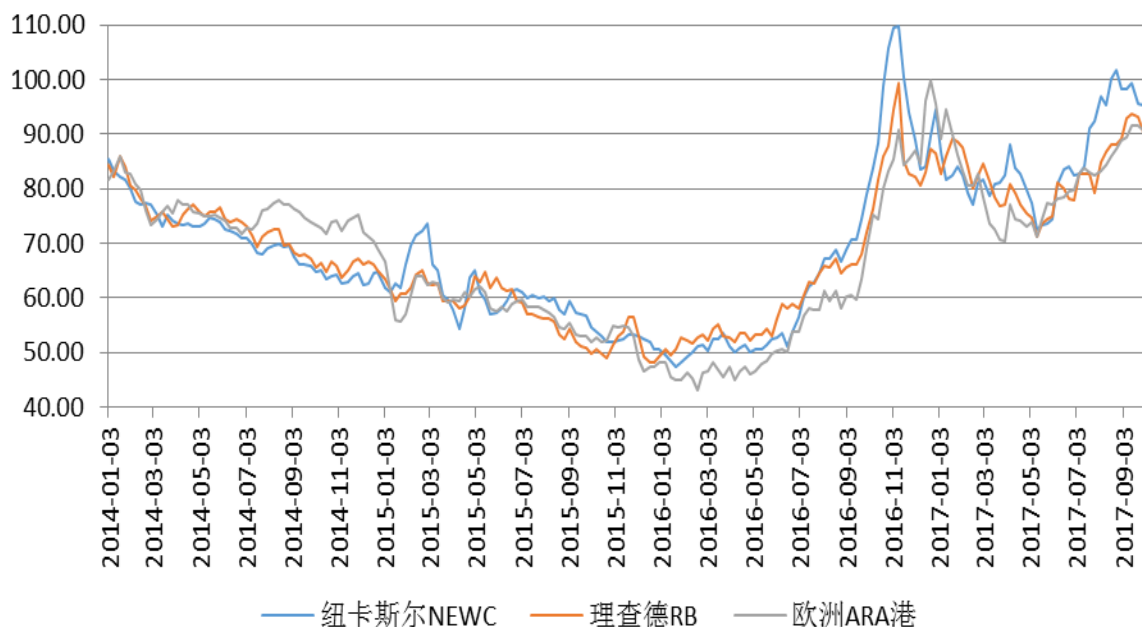
3.2 国际动力煤市场

9 月份，国际动力煤市场维稳运行，略有回落。

(单位: 美元/吨)	9 月 1 日	9 月 8 日	9 月 15 日	9 月 22 日	9 月 29 日	10 月 6 日
纽卡斯尔 NEWC	98.16	98.15	99.44	95.53	95.37	97.88
理查德 RB	89.17	92.85	93.83	93.06	90.58	90.82
欧洲 ARA 港	88.85	89.29	91.53	91.62	90.89	90.88

截止 10 月 2 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 95.50 美元/吨，较上月下跌 2.66 美元/吨，跌幅为 2.71%；南非理查德港动力煤价格指数 89.25 美元/吨，较上月上涨 0.08 美元/吨，涨幅为 0.09%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 88.50 美元/吨，较上月下跌 0.35 美元/吨，跌幅为 0.39%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

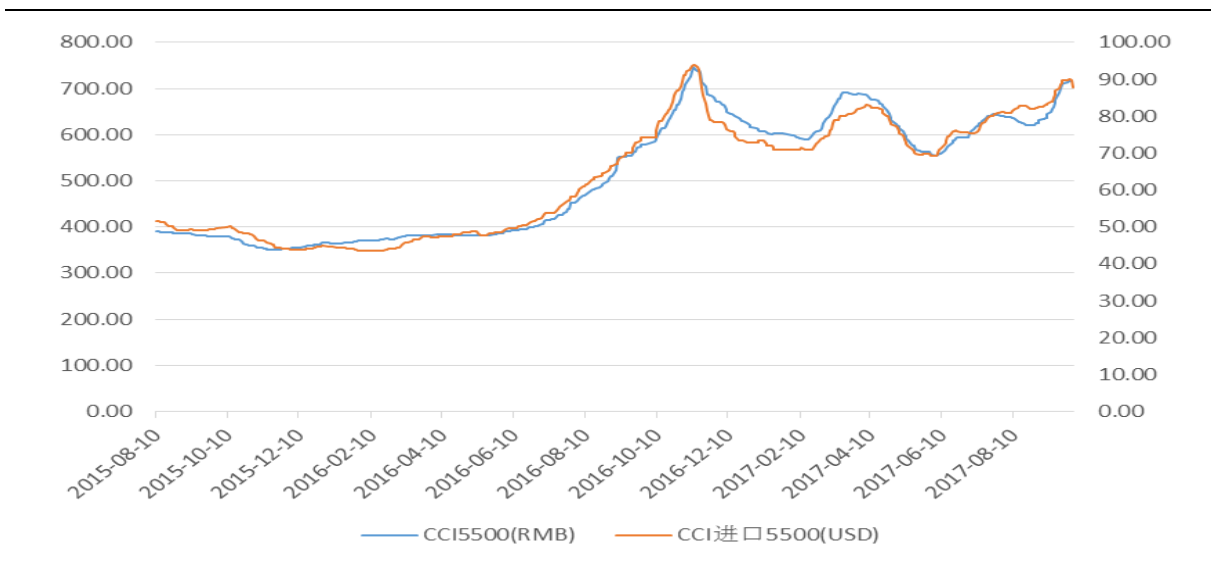


数据来源：兴证期货研发部，wind

3.3 CCI 指数

9 月份，CCI5500 指数、CCI 进口 5500 指数均大幅上涨。截至 9 月 27 日，CCI5500 指数为 716 元/吨，较上月同期上涨了 90 元/吨或 14.38%；截至 9 月 30 日，CCI 进口 5500 指数为 87.7 美元/吨，较上月同期上涨了 5.2 美元/吨或 6.30%。

图 5: 动力煤价格指数 CCI 走势图 (元/吨 美元/吨)



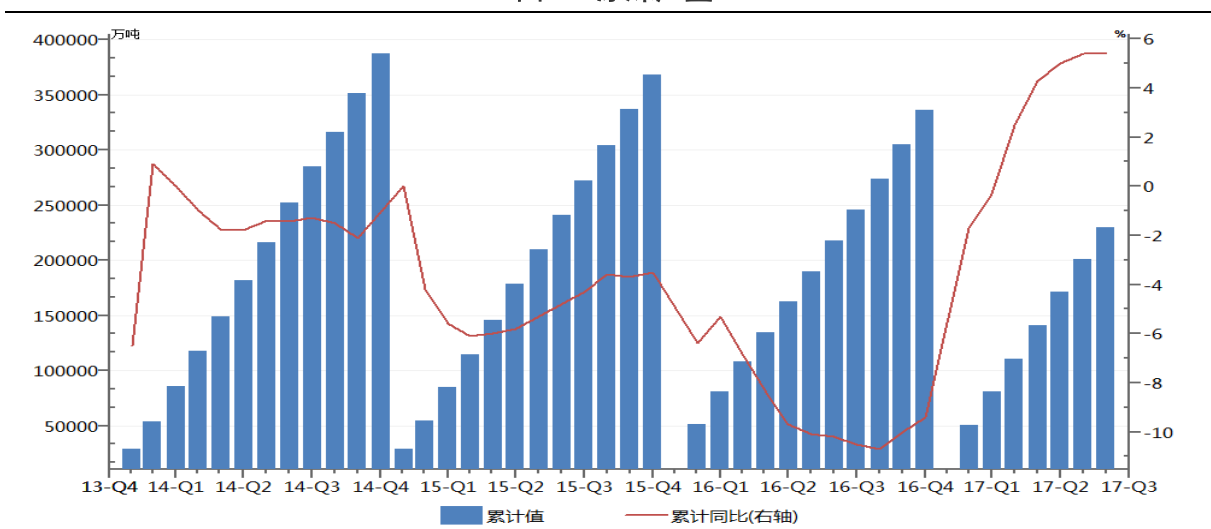
数据来源：兴证期货研发部，wind

4. 基本面

4.1 产量环比有所减少，产能释放缓慢

2017 年前 8 个月全国原煤产量 23.00 亿吨，累计同比增长 5.4%；其中 8 月份原煤产量 2.91 亿吨，同比增长 4.1%，环比减少了 361 万吨。2017 年前 8 个月山西省煤炭累计产量 56916 万吨，累计同比增长 7.4%；其中 8 月份产量 7444 万吨，同比增长 10.3%。陕西省煤炭累计产量 35730 万吨，累计同比增长 10.4%；其中 8 月份产量 4963 万吨，同比增长 8.5%。内蒙古煤炭累计产量 60960 万吨，累计同比增长 12.7%；其中 8 月份产量 7458 万吨，同比增长 9.9%。

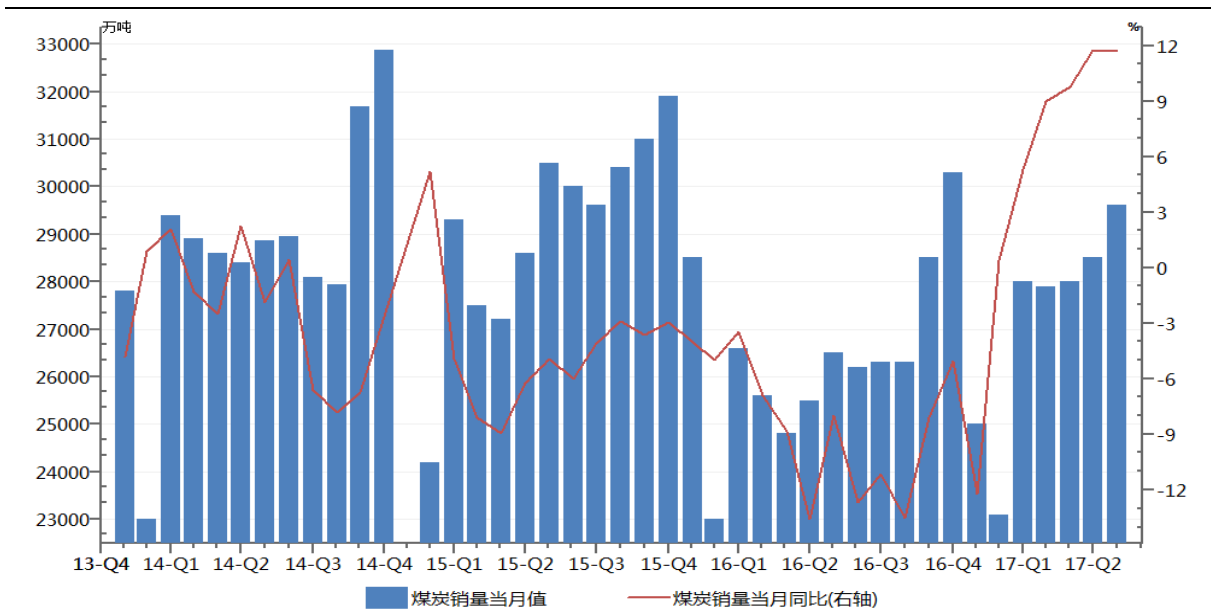
图 6: 原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，wind

2017年7月份煤炭销量 29600 万吨，同比增长 11.7%。

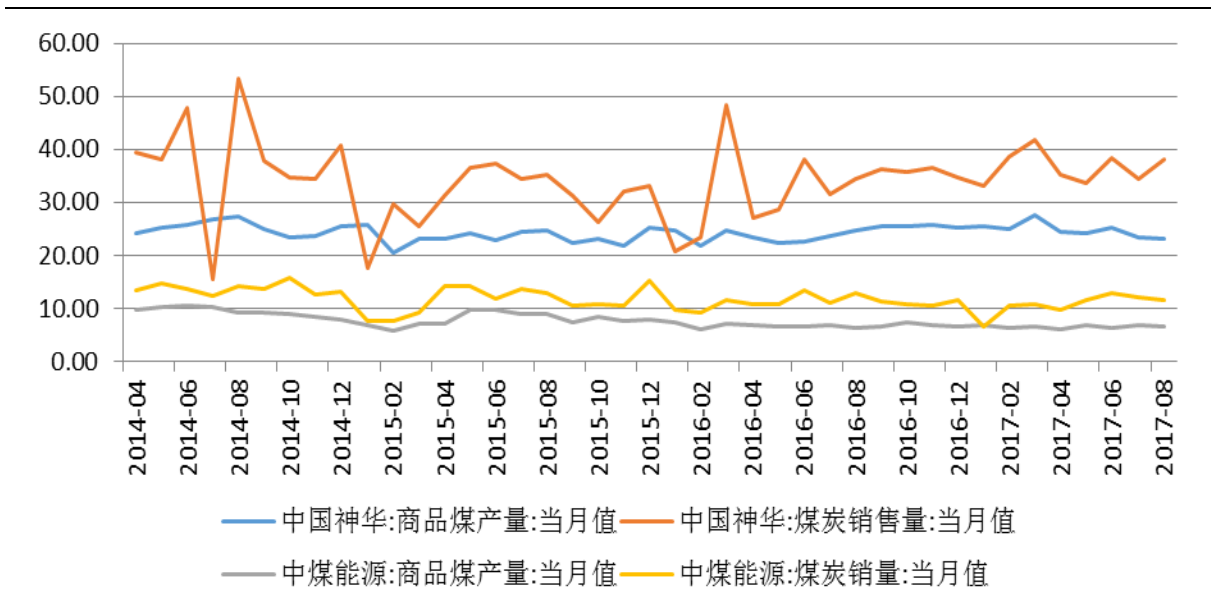
图 7：全国煤炭销量



数据来源：兴证期货研发部，wind

8 月份，中国神华集团煤炭产量有所减少，销量继续增加；中煤能源煤炭产量略有增加，销售有所减少。其中 8 月份，中国神华集团商品煤产量 2320 万吨，同比减少 140 万吨或 5.69%；煤炭销售量 3820 万吨，同比增加 390 万吨或 11.37%。8 月份，中煤能源商品煤产量为 649 万吨，同比增加 12 万吨或 1.88%；商品煤销量为 1144 万吨，同比减少 134 万吨或 10.49%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



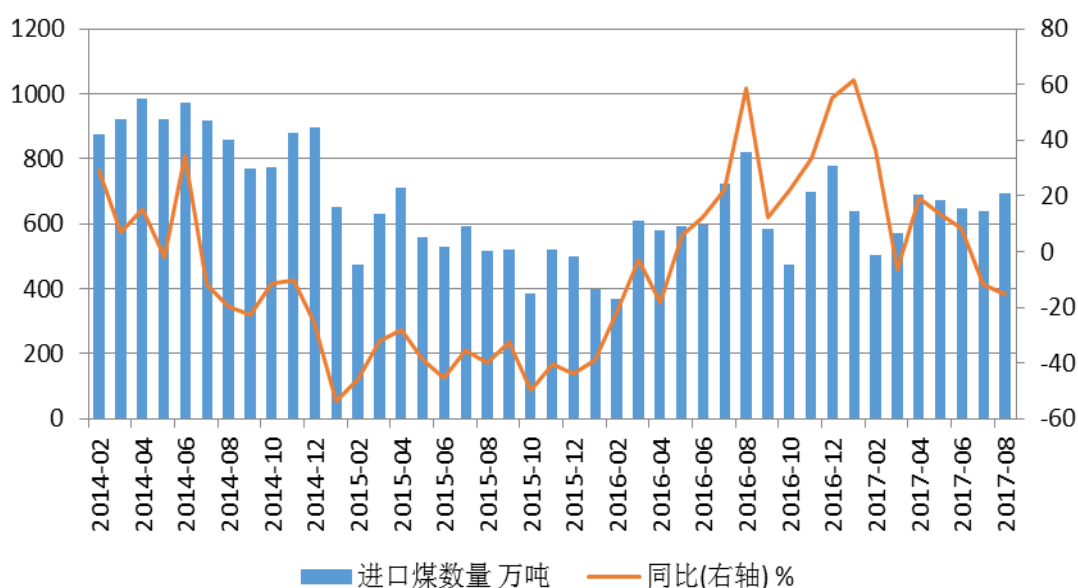
数据来源：兴证期货研发部，wind

4.2 进口煤量有所下降

2017年8月份全国煤炭进口量2527万吨，同比减少132万吨，下降5.0%；环比增加581万吨，增长29.9%。

2017年8月我国进口动力煤691.69万吨，同比减少127.28万吨或15.54%。8月份，排名前4的进口来源国依次为：澳大利亚453.66万吨，俄罗斯106.35万吨，印尼82.11万吨，蒙古40.37万吨。

图9：进口动力煤情况

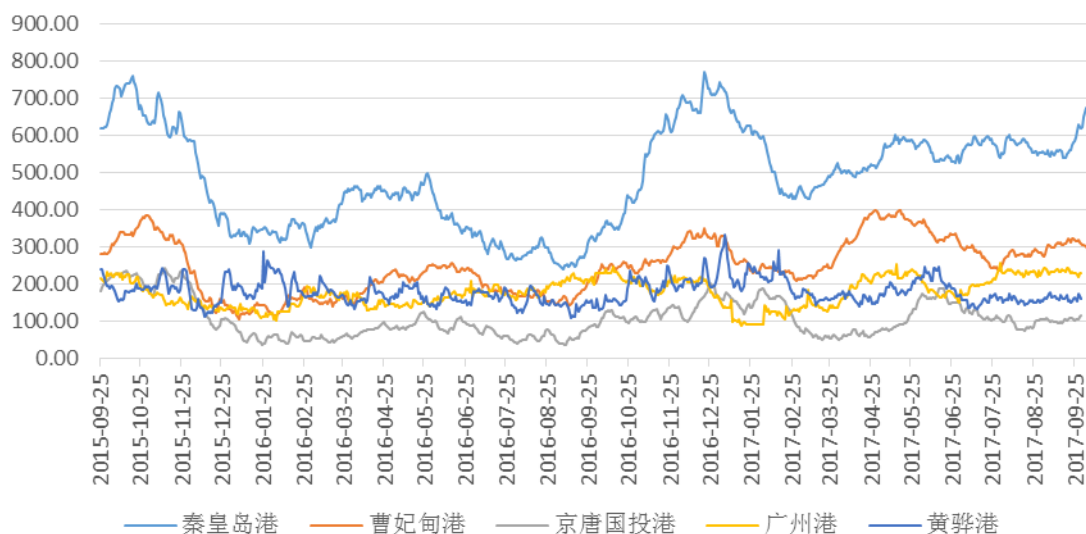


数据来源：兴证期货研发部，wind

4.3 港口库存维稳运行

随着上游煤炭产能释放逐步加快、铁路总公司加大调运力度，港口煤炭库存有所增加。截至9月29日，环渤海四港动力煤库存1351.3万吨，较上月同期增加96.8万吨，同比增长7.72%。截至10月7日，秦皇岛港库存654.5万吨，较上月同期增加98.5万吨，同比增长17.72%；曹妃甸港煤炭库存287.9万吨，较上月增加11.9万吨。截至9月30日，黄骅港煤炭库存159万吨，较上月同期增加3万吨，同比增长1.99%；京唐国投港煤炭库存113万吨，较上月增加8万吨。同期，广州港煤炭库存229.7万吨，较上月同期增加0.9万吨，同比增长0.39%。

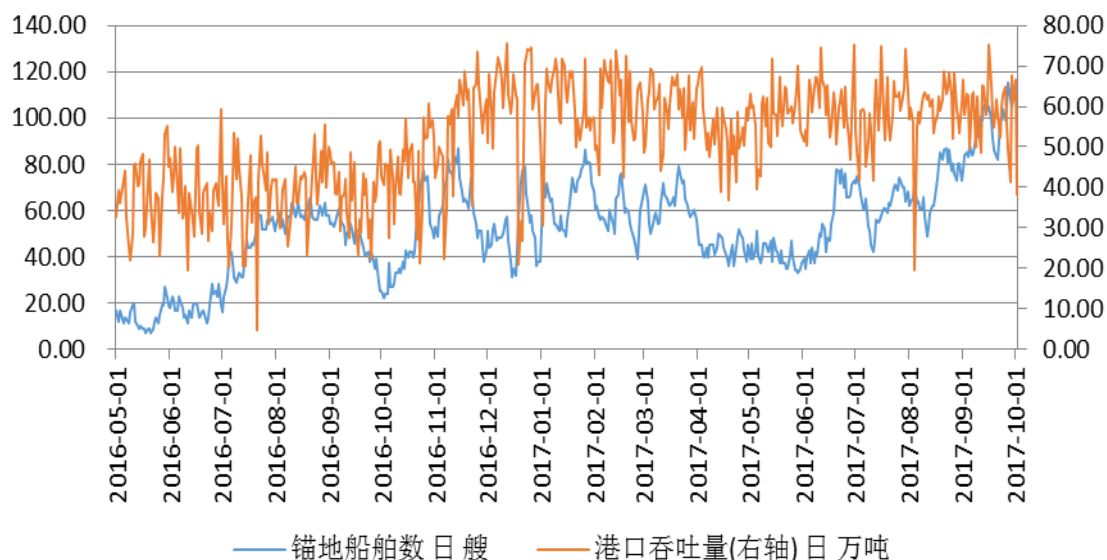
图 10: 港口煤炭库存 (万吨)



数据来源: 兴证期货研发部, wind

近期铁路总公司加大调运力度, 日均装车高位运行, 港口煤炭调入量有所增加; 下游北上拉煤意愿高涨, 锚地船舶数维持高位运行, 但市场观望情绪浓厚, 成交情况一般。9 月份, 秦皇岛港日均铁路到车量 7650.63 车, 环比增加 266.02 车; 日均调入量 61.14 万吨, 环比增加 2.15 万吨。日均吞吐量 59.27 万吨, 环比增加 0.43 万吨。锚地船舶数日均 95.60 艘, 环比大幅增加 25.12 艘。

图 11: 秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

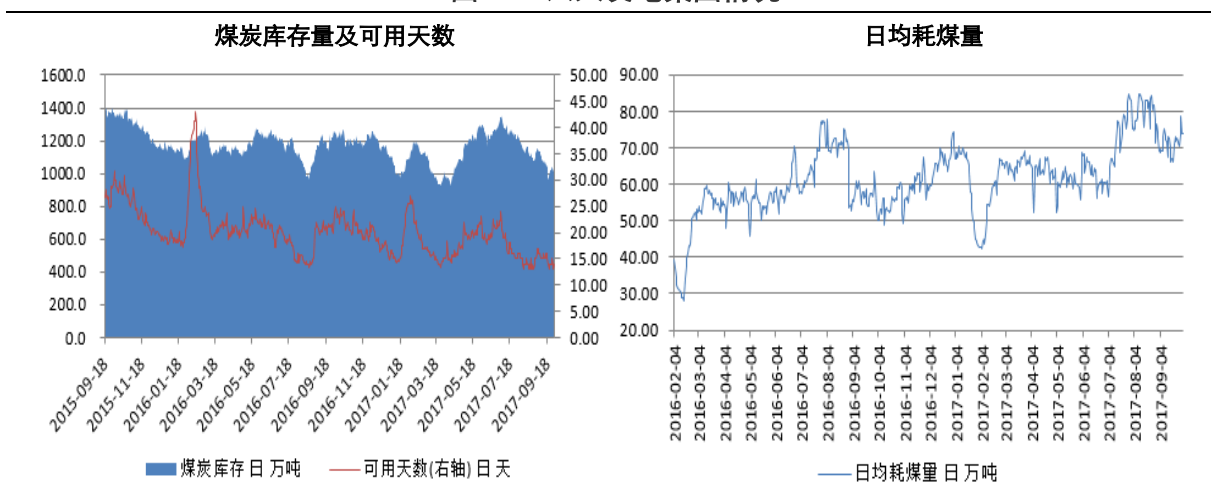


数据来源: 兴证期货研发部, wind

4.4 电厂库存低位，仍存一定的补库意愿

随着迎峰度夏逐渐结束，民用电需求开始减少，加之环保限产将对工业用电产生明显影响，电厂日耗水平开始逐渐回落；但电厂电煤库存仍不足 15 天，后期仍存一定的补库意愿。截至 9 月 30 日，六大发电集团煤炭库存 1026.0 万吨，较上月同期减少 105.6 万吨或 9.33%；可用天数由 15 天下降至 14 天，整体维持在 15 天上下运行。日均耗煤量 74.00 万吨，较上月同期下降了 0.38 万吨，先降后升。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，wind

4.5 环保限产，下游需求或受影响

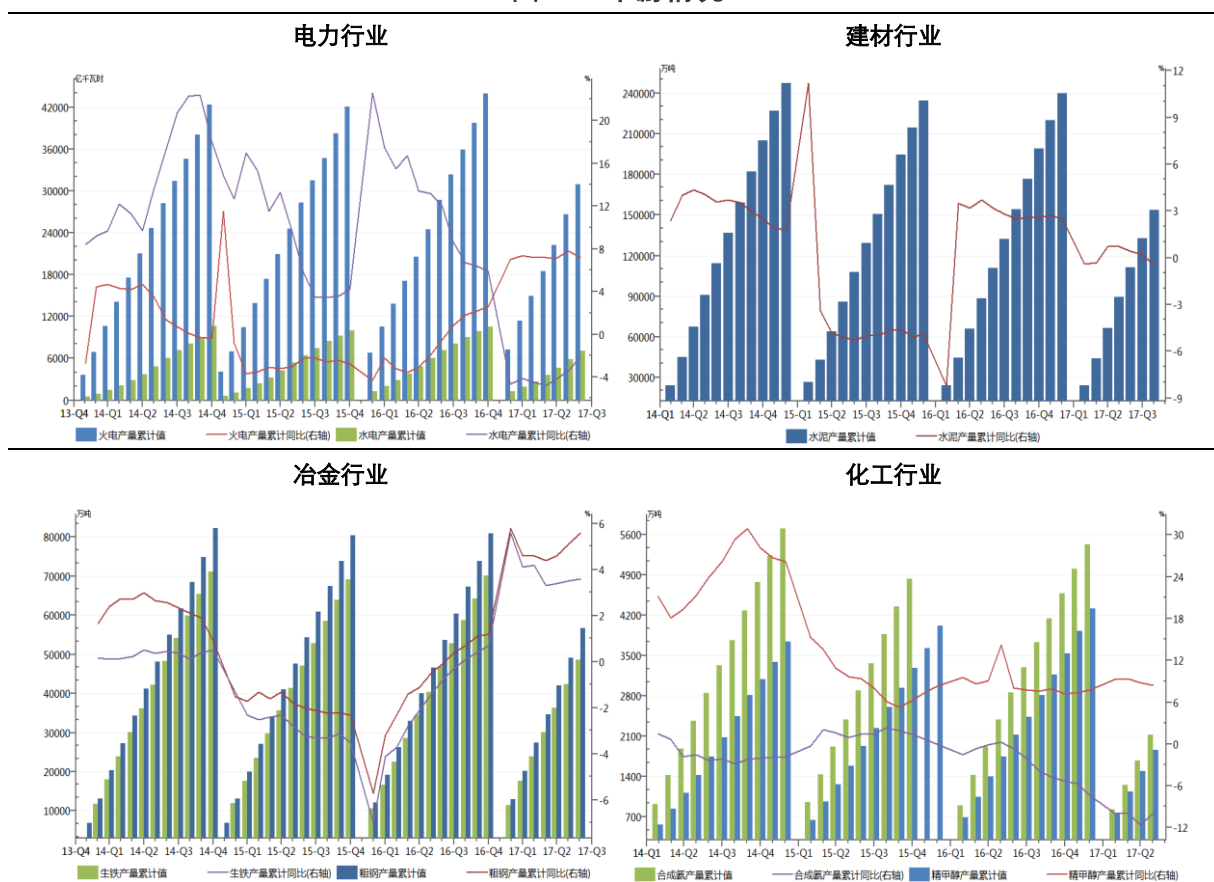
电力：迎峰度夏逐渐结束，水电冲击增强，火电增速放缓。2017 年前 8 个月全社会用电量 41571 亿千瓦时，累计同比增长 6.9%；其中 8 月份全社会用电量 5991 亿千瓦时，同比增长 6.4%。2017 年前 8 个月全国累计发电量 41659 亿千瓦时，累计同比增长 6.5%；其中 8 月份全国发电量 5945 亿千瓦时，同比增长 4.8%。2017 年前 8 个月火电累计发电量 30894 亿千瓦时，累计同比增长 7.2%；其中 8 月份火电发电量 4310 亿千瓦时，同比增长 3.5%。2017 年前 8 个月水电累计发电量 7024 亿千瓦时，累计同比下降 2.1%；其中 8 月份水电发电量 1168 亿千瓦时，同比增长 5.0%。

建材：水泥价格维稳运行，产量继续下降。2017 年前 8 个月全国水泥累计产量 153705 万吨，累计同比下降 0.5%；其中 8 月份水泥产量 21185 万吨，同比下降 3.7%。

冶金：随着供暖季环保限产，产量或逐渐回落。2017 年前 8 个月全国粗钢累计产量 56641 万吨，累计同比增长 5.6%；其中 8 月份粗钢产量 7459 万吨，同比增长 8.7%。2017 年前 8 个月全国生铁累计产量 48670 万吨，累计同比增长 3.6%；其中 8 月份生铁产量 6261 万吨，同比增长 3.8%。

化工：化工市场弱稳运行。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

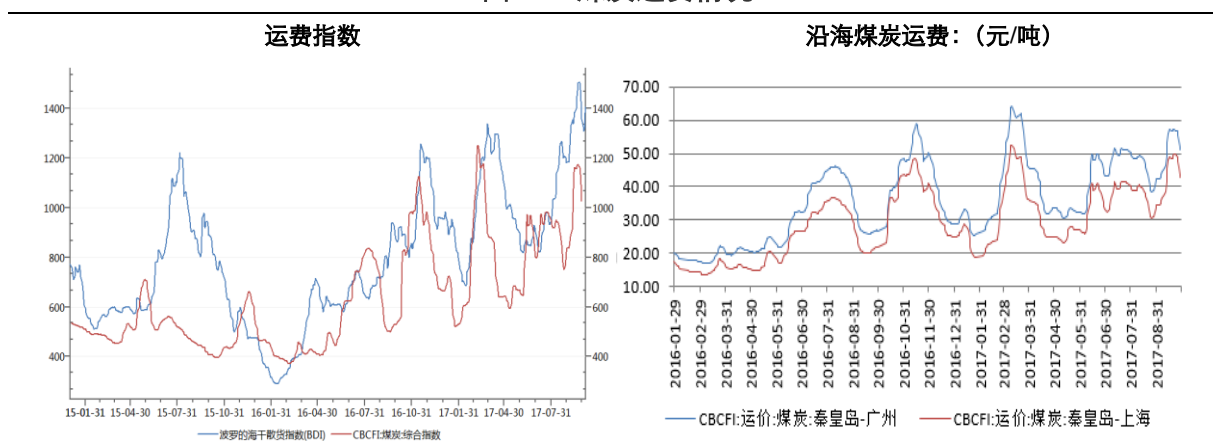
4.6 国际运费高位运行，沿海运费冲高回落

由于铁矿石、煤炭等大宗商品补库存叠加北半球粮食旺季出货，海运需求有所增加；同时海运市场新增运力减少，从而波罗的海干散货指数（BDI）大幅上涨，并维持高位运行。截至10月6日，波罗的海干散货指数(BDI)为1405点,较上月同期大幅上涨了222点,涨幅为18.77%，先升后降。

截至9月29日，沿海煤炭运费综合指数(CBCFI)为1025.33,较上月同期大幅上涨了187.83点,涨幅为22.43%，先升后降。随着港口锚地船舶数的不断增多，船舶运力出现紧张，加之下游刚性拉运需求释放，从而沿海煤炭运费震荡上行。但随着煤价的不断上涨，下游接受程度逐渐触顶，市场观望情绪渐浓；加之发改委再度发文，加快推进煤炭优质产能释放，保障重点地区发电供暖煤炭供应，沿海煤炭运费继续上行压力增大。预计短期沿海煤炭运费或维持高位震荡，节后仍需关注船舶运力释放情况、煤价走势情况和冬储情况。

截至9月29日，秦皇岛-广州海运费由42.4元/吨上涨至57.2元/吨后回落至50.9元/吨，较上月上涨了8.5元/吨；秦皇岛-上海海运费由34.5元/吨上涨至49.6元/吨后回落至42.8元/吨，较上月上涨了8.3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

十九大召开在即，安全、环保检查从严，主产区煤管票发放规模受限，先进产能释放不及预期，短期煤炭供给偏紧格局仍将延续。

但国家发改委的保供应政策开始显效，上游煤炭产能释放逐步加快；与此同时，铁路总公司加大调运力度，港口煤炭库存得到一定的补充。

再者，迎峰度夏结束后，民用电需求将开始减少；加之环保限产将对工业用电及煤炭消费产生明显影响，预计 10 月份煤炭需求将逐渐减弱。

随着先进产能逐步释放，煤炭需求开始回落，加之节前各大煤企相继下调市场煤价格，煤价上涨乏力；但在十九大召开在即、以及央行定向降准、PMI 强劲的背景下，预计短期煤价或维稳运行为主。

丰产预期兑现，油脂低位区间震荡

2017年10月9日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

9月，豆油区间震荡后出现大幅下挫的行情；供给方面，美国大豆主产区收割基本顺利，调研机构纷纷小幅上调了美豆的单产和总产数据，对美豆价格利空。南美大豆出口量创出历史新高且价格偏低，对价格利空；目前全球大豆库存充裕，供给维持宽松状态；需求方面，虽然双节过去，但后期年末需求旺季将逐步到来给价格带来支撑。目前，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；8月马来棕榈油的产量同比小幅增加，出口转弱，使得库存出现了大幅增加，对价格有一定的利空；市场预期9月马来西亚棕榈油产量将维持稳定，供求偏紧的状态逐步改观。

● 后市展望及策略建议

进入10月以后，美国大豆的天气炒作结束，美国农业部10月的报告将给市场带来较明确的结论，对市场价格影响较大；南美大豆的出口将逐步转到美国；需求方面，由于逐步进入到年末的消费旺季，油脂的需求转好，后期豆油的价格可能低位反弹；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的行情，建议投资者震荡对待。

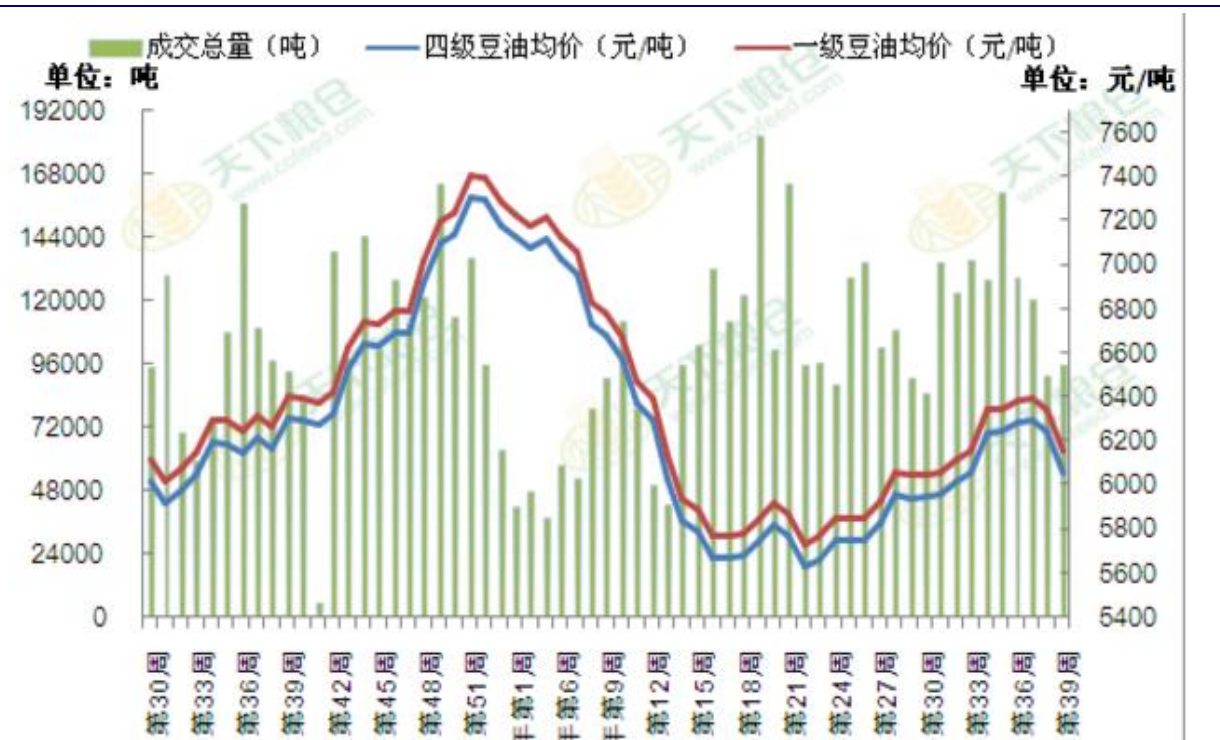
1. 油脂基本面

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；尽管今年美国大豆主产区的天气较差，导致美豆的单产不及去年的水平；但从近期收割的情况来看，美豆的单产可能还维持在历史的偏高水平，单产和总产量较 9 月报告可能有小幅提高。现货方面，美国大豆的库存意外大幅低于预期，说明消费和出口好于预期；但在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。目前巴西的大豆已经开始播种，由于降雨较少，天气偏干旱，巴西大豆种植的程度低于正常水平，导致种植面积和单产可能市场预期，对价格有一定支撑。

国内方面，9 月整个国内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；但随着双节的结束，备货的结束导致豆油的库存在小幅下降之后又出现了回升，说明供求宽松的局面仍旧维持；尽管后期逐步进入到年末最大的需求备货期，但供求宽松的状态很难发生改变；豆油维持低位区间震荡的概率较大。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

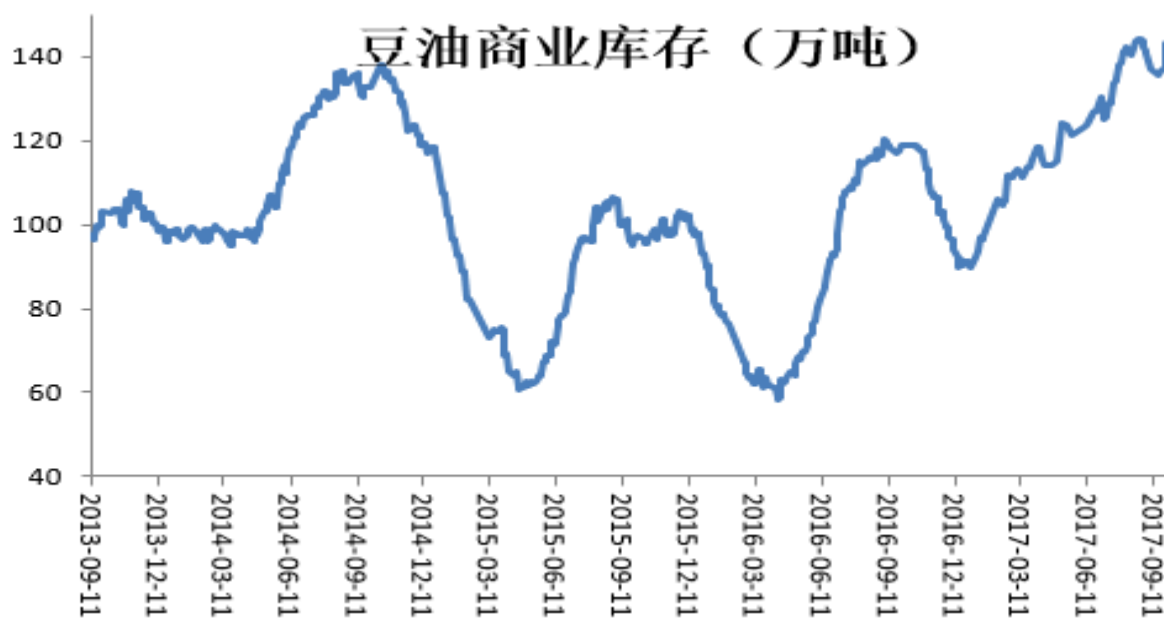


数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 5 月以来，豆油的现货价格维持低位震荡反弹行情，目前仍旧维持在 5600 到 6260 元/吨的低位区间；由于供应压力较大，后期整体需求量的增加并不能改变宽松的状态，豆油的价格可能仍将维持低位区间震荡行情。

从库存来看，豆油的库存由维持高位震荡，随着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 143 万吨，较 9 月初的库存出现小幅增加，库存压力仍旧较大。

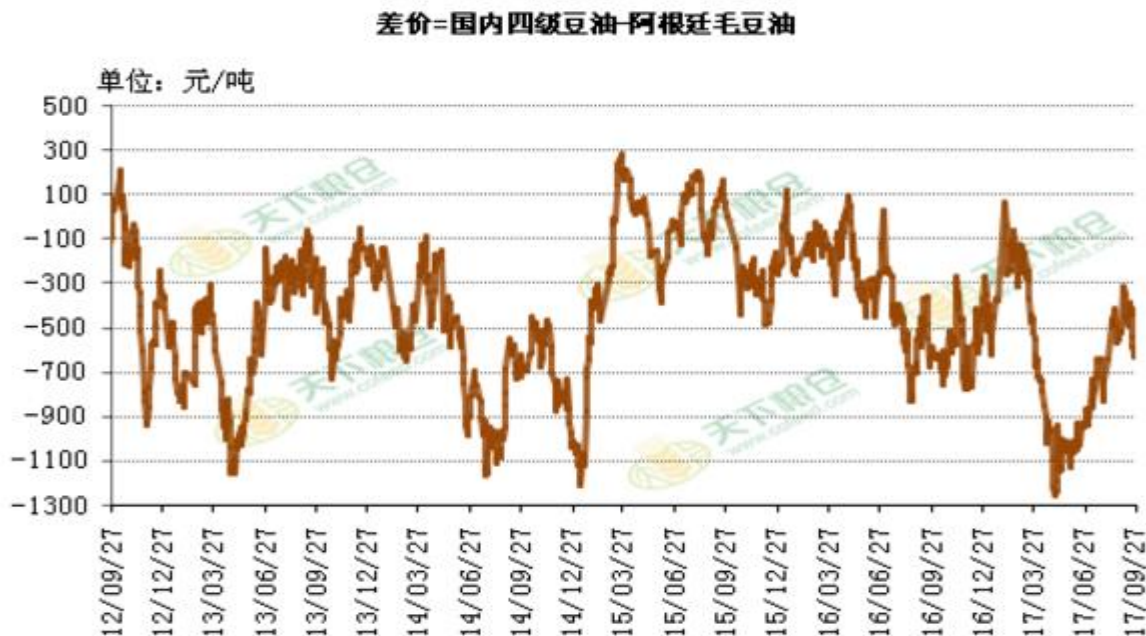
图 2：豆油商业库存



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 500 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，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。

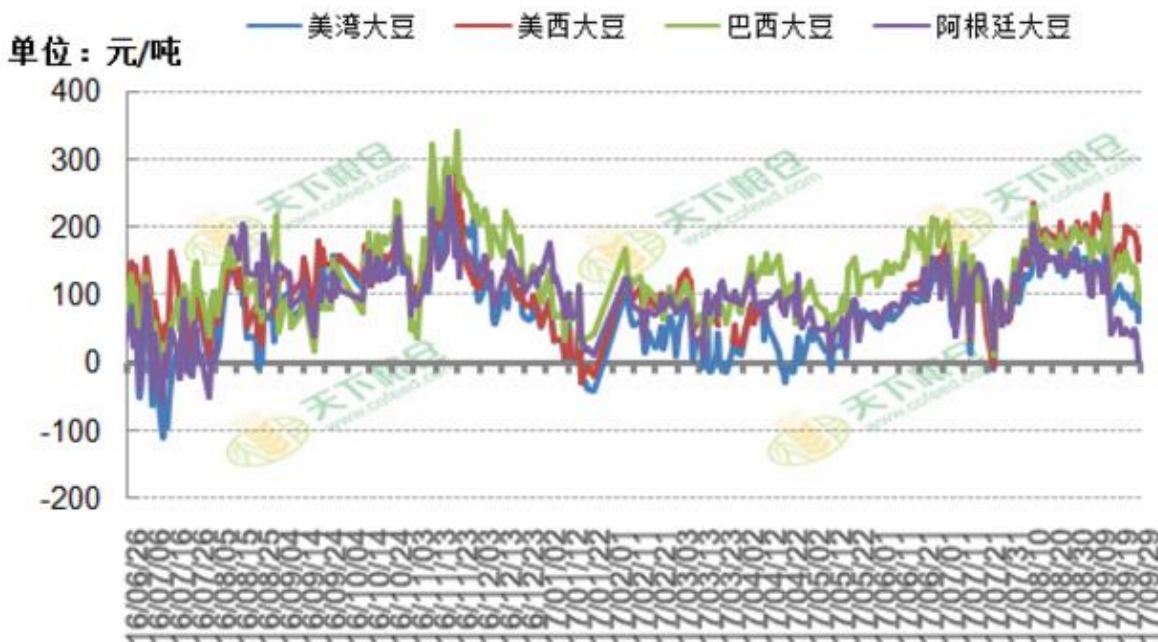
图 3：豆油进口价差



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、豆粕价格转弱，压榨企业大豆进口压榨利润维持大幅收窄，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。

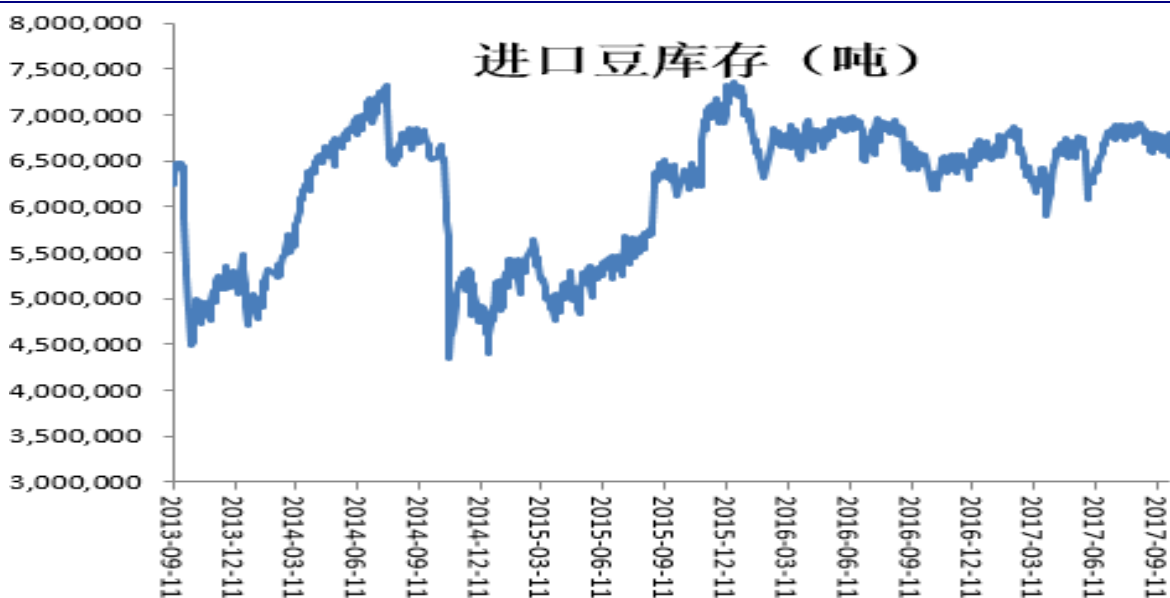
图 4：进口大豆压榨利润



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，养殖企业的恢复不及预期，对豆粕价格有压力。从大豆供给的角度来看，9 月进口大豆量维持高位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 680 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，10 月美豆的供求情况将逐步明朗，需关注美国农业部 12 日的报告；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，但库存可能逐步震荡回调；预期 10 月油脂在需求逐步利好的情况下震荡反弹的概率更大，建议投资者区间震荡对待。

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8月马来西亚棕榈油产量同比出现增加，但低于市场预期；从9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；但进入10月以后，棕榈油将进入到减产周期，加之年末需求好转，棕榈油的库存可能逐步进入到去化阶段；出口数据方面，8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，9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。

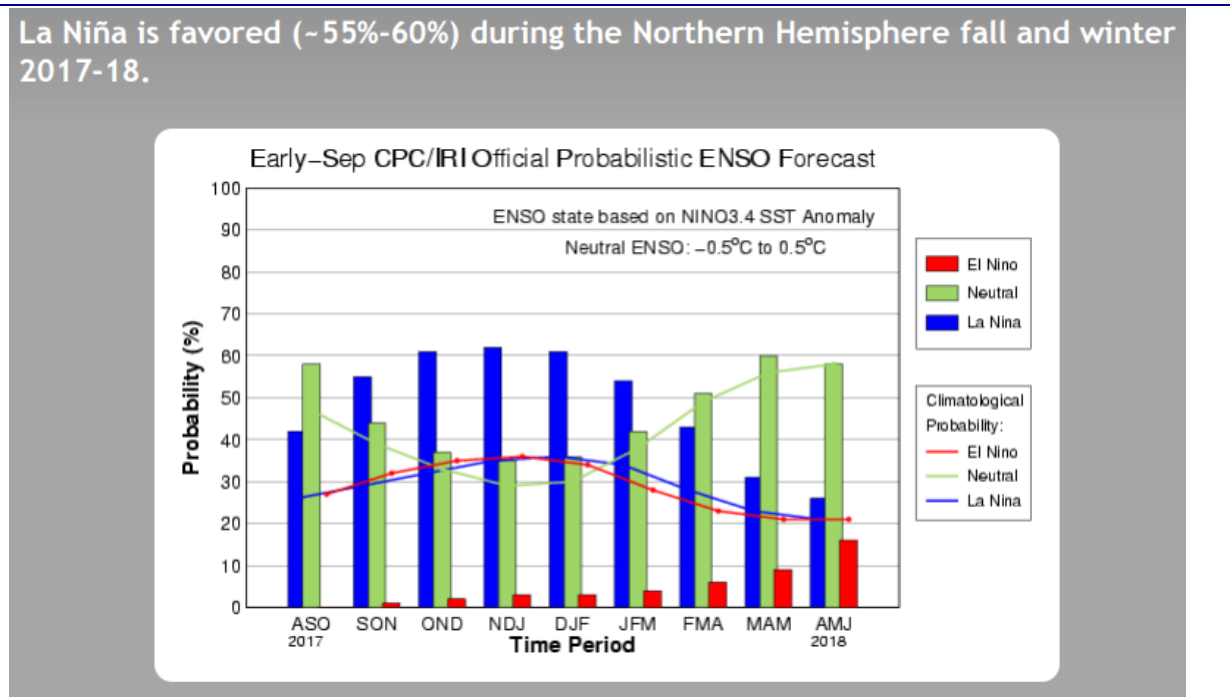
表 1: 马来西亚棕榈油数据

	马来西亚棕榈油数据			产量同比	库存同比	库存环比
	产量	期末库存	出口			
2016/08	1,701,905	1,464,491	1,812,394	-17.0%	-41.3%	-17.3%
2016/09	1,715,125	1,547,173	1,451,144	-12.5%	-41.1%	5.6%
2016/10	1,677,873	1,574,114	1,430,946	-17.6%	-44.5%	1.7%
2016/11	1,574,935	1,655,884	1,370,385	-4.7%	-43.1%	5.2%
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%	0.6%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%	-7.5%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%	-5.3%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%	6.5%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%	2.9%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%	-2.6%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%	-2.0%
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%	16.8%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%	8.8%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，8月马来西亚棕榈油的产量为181.1万吨，同比增加6.4%。预期马来和印尼的棕榈油9月产量将维持同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚8月棕榈油出口量为148.8万吨，较7月出现了小幅增加；目前情况看，9月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的反弹，会对棕榈油的价格有支撑。

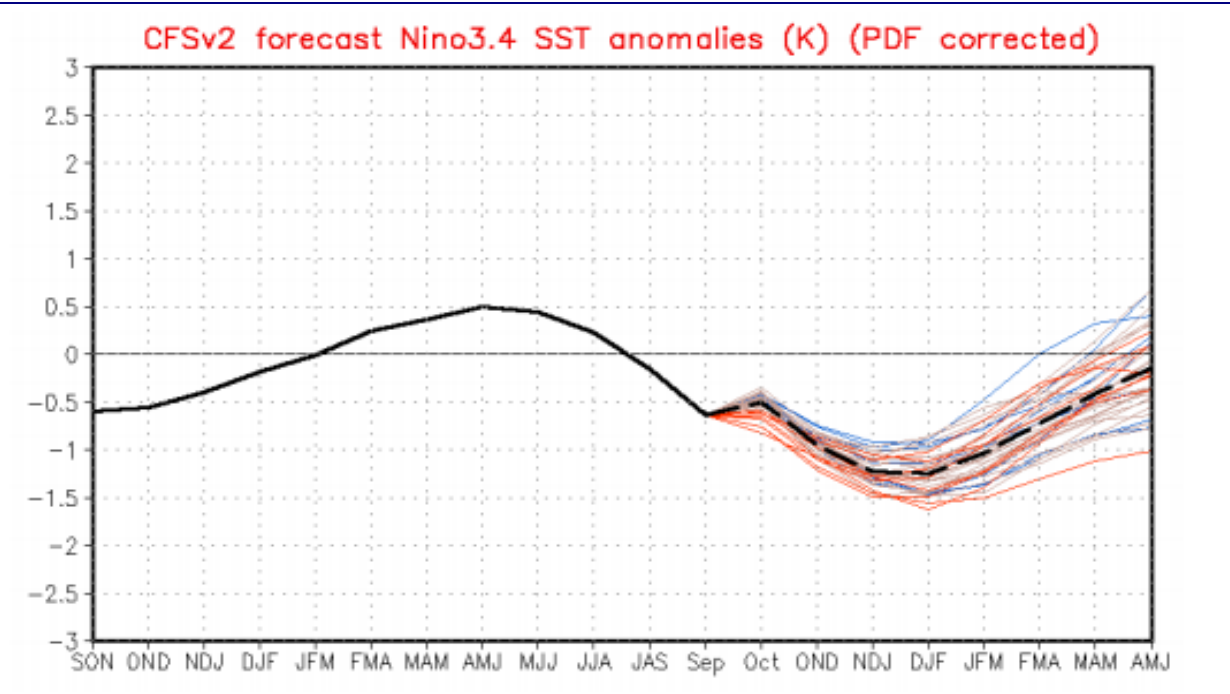
图 6: 天气预测模型



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，年末拉尼娜现象发生的概率较大，有利于棕榈油的产量提升。

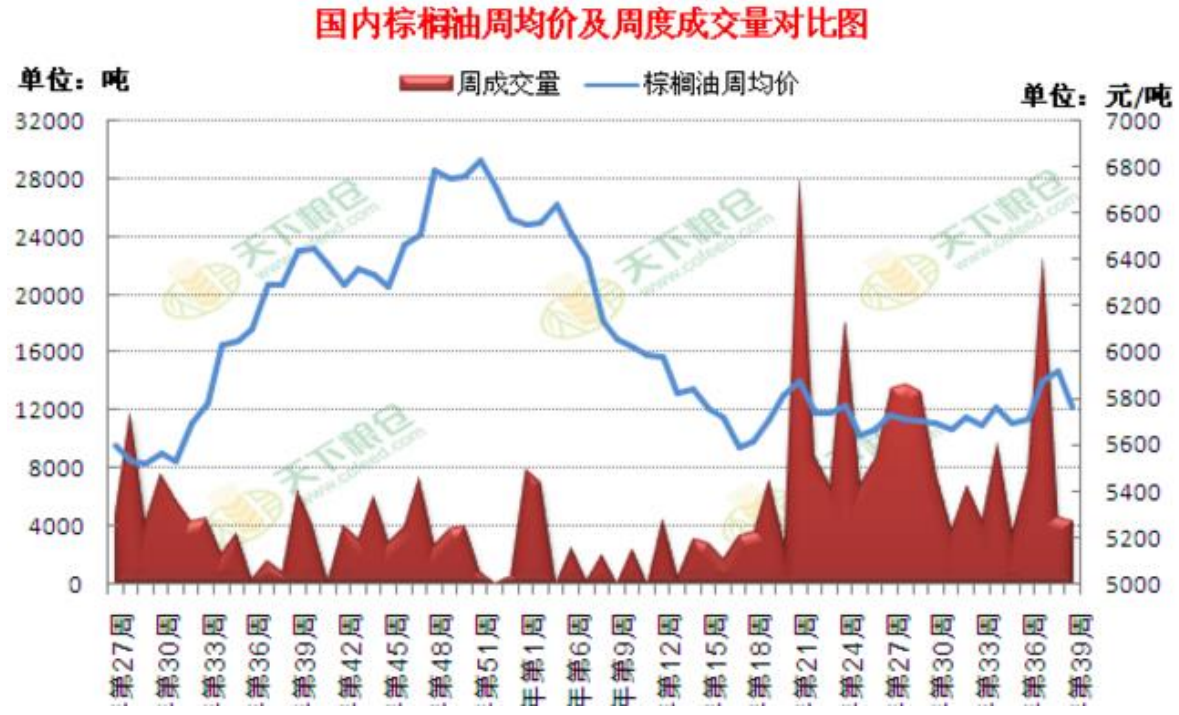
图 7: 厄尔尼诺温差指数 (温差越大越严重)



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，若进入到拉尼娜天气，预期棕榈油的产量将逐步增加。但从季节行角度来看，10月棕榈油将进入到减产周期，供应压力大幅缩小。

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 35.5 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。

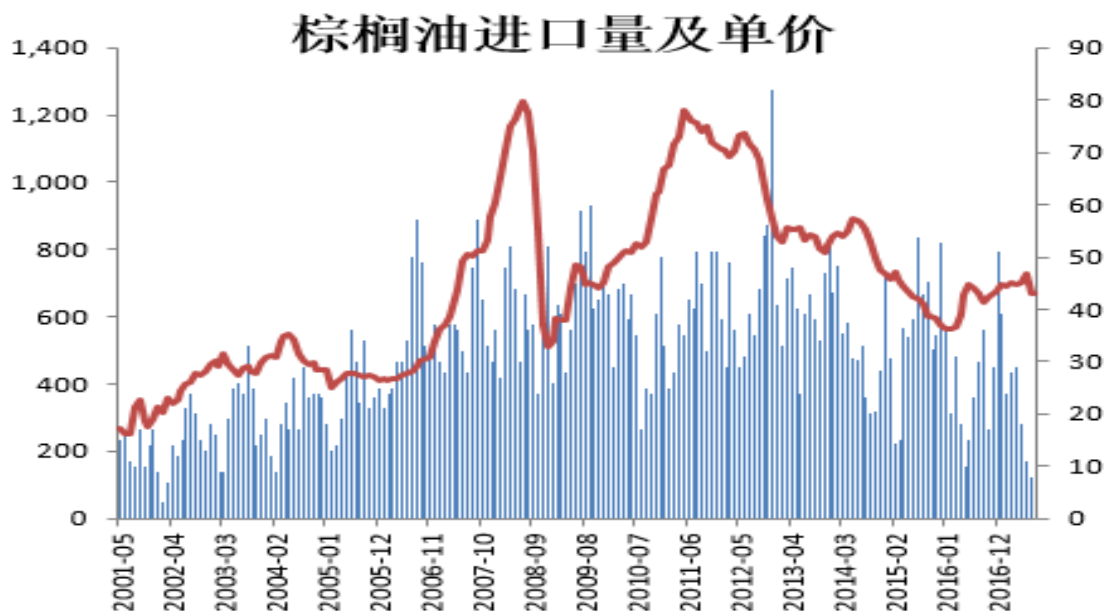
图 9：棕榈油库存走势



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。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，8 月进口 32 万吨，在进口利润转正的情况下，出现了大幅增加。

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，主要是因为国内价格坚挺所致。

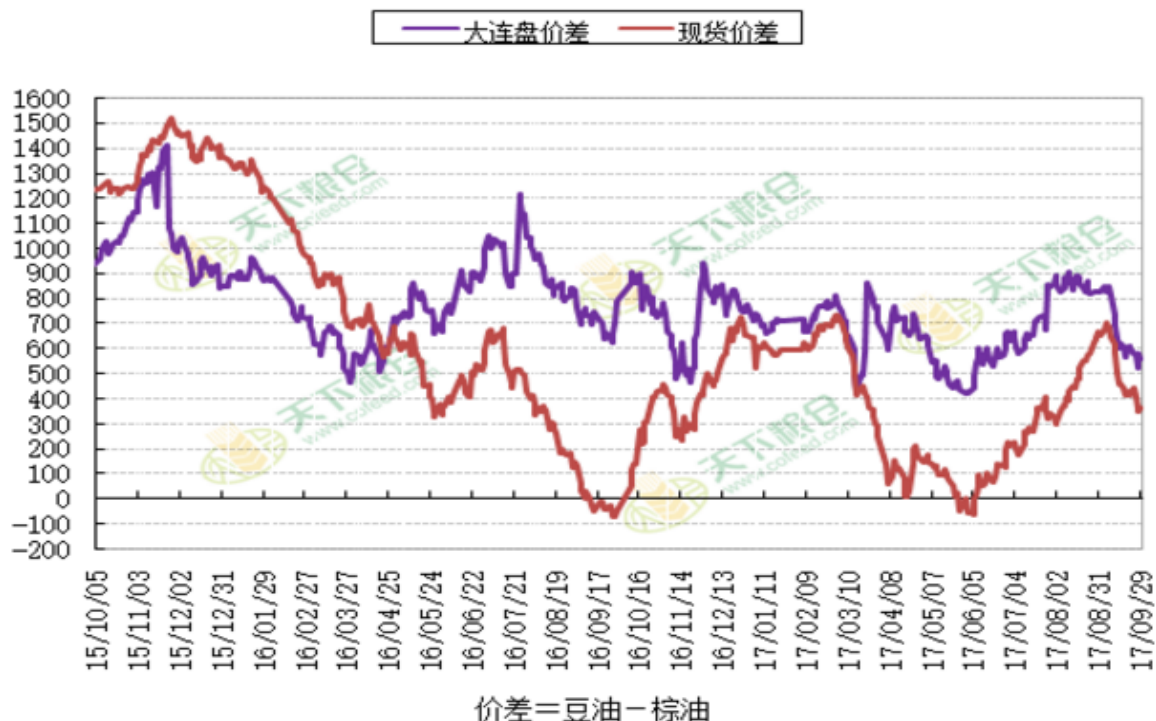
图 11: 棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	10月	680	00.00	20	700	5730	(华南)
		680	00.00	25	705	5770	(华东)
		680	00.00	28	708	5790	(华北)
	11/12月	675	+02.50	20	695	5690	(华南)
		675	+02.50	25	700	5730	(华东)
		675	+02.50	28	703	5750	(华北)
	1/2/3月	675	+02.50	20	695	5690	(华南)
		675	+02.50	25	700	5730	(华东)
		675	+02.50	28	703	5750	(华北)
33度棕榈油	10月	675	00.00	25	700	5730	(华东)
	11/12月	670	+02.50	25	695	5690	(华东)
	1/2/3月	670	+02.50	25	695	5690	(华东)
44度棕榈油	10月	665	-05.00	25	690	5650	(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低，二者现货价差同样出现了一定的走低；主要因为国内棕榈油价格坚挺所致，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出现增加，将对价格有一定压力；10月以后供应进入淡季对价格有支撑；需求方面，年末的需求旺季将给棕榈油价格带来支撑，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，9月豆油价格区间震荡后走低，目前供求宽松，但后期将逐步进入到春节备货，维持区间震荡偏强概率较大。

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，棕榈油震荡回调，后期可能受需求好转支撑，建议投资者区间震荡偏强对待。

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

偏弱震荡

2017年10月9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

黄维

从业资格号：F3015232

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

假期期间美糖偏弱震荡，巴西雷亚尔小幅升值。从基本面看，前期利空已基本反映，近期乙醇较汽油有价格优势但甘蔗制糖比没有明显下降，我们认为这是暂时的，长期看制糖比将回归到历史均值水平。

国内方面，今年是预期进入增产周期的第一年，情况类似于2012年，由于外盘，政策等因素，郑糖下行的节奏会有所不同，我们认为市场预期与价格之间的距离形成交易机会。操作上暂时观望。

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

美糖未能站上 14.5 美分，可能会继续探底。

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

郑糖关注前低支撑力度。

2. 基本面分析

2.1 雨季期间印度部分产区干旱, 不影响 17/18 增产格局

雨季期间, 印度气象局监测的全印水库水位同比与较历史均值都有所降低。但从主产区的情况看, 对甘蔗产量的影响不大。从表 1 看, UP 邦近期降雨量有所降低, 但由于 UP 邦本榨季种植了大量早熟品种, 这些甘蔗是在今年二三月份的时候种植的, 因此对 11 月开榨的产量可能不会有很大影响。另一大主产区马邦自 8 月底开始的降雨较好, 从表 2 看, 马邦主要产区降雨

量充沛。从图 1 看，截至 6 月 13 日的累计降雨量位于 5 年来较高水平。但是另外两个此主产区 Kanataka 与 TN 邦的水库水位较历史均值较低。从表四看，本榨季 UP 邦种植面积有所增加，叠加高产品种的扩张，市场预计产量可能会达到 1000 万吨，马邦的种植面积也迅速恢复，因此本榨季增产的大格局不变。

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

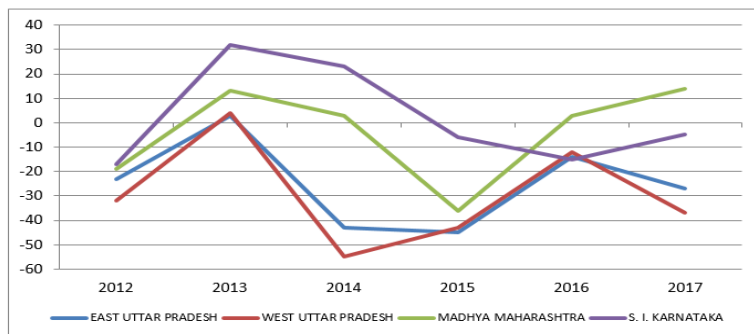
数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

表 2：印度马邦雨季（6 月 1 日至当周）累计降雨量偏离度

	种植面积（单位：万公顷）	6/7	6/14	6/21	6/28	7/5	7/12	7/19	7/26	8/2	8/9	8/16	8/23	8/30	9/6	9/13	9/20
pune	41.27	-36	102	30	114	56	-69	189	189	-16	-74	-44	120	256	-75	168	164
kolhapur	27.76	-82	0	-65	28	6	-79	19	40	-68	-79	-90	-67	50	-57	78	360
latur	14.13	191	157	11	-35	-99	-46	16	-75	-97	-92	-37	176	154	-94	105	37
aurangabad	8.39	72	88	-11	-60	-71	-82	8	-42	-85	-97	-79	214	12	-88	77	166
state total	97.83	-31	154	-22	29	22	-75	77	70	-22	-82	-57	101	118	-75	103	134

数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 1：印度主产区历年雨季（6 月 1 日至 9 月 13 日）累计降雨量偏离度



数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

表三：印度主产区水库水位

	监测水库数量	可用容量 (BCM)	实际水位 (BCM)			较 10 年平均值变化
			今年	去年	10 年 均值	
UTTAR PRADESH	2	6.36	3.89	5	3.33	16
MAHARASHTRA	17	14.07	10.61	10.5	10.35	3
KARNATAKA	14	23.49	14.56	12.7	18.6	-22
TAMIL NADU	6	4.23	1.53	1.59	2.66	-43

数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

表四：印度主产区甘蔗种植面积（单位：万公顷）

	总耕种面积均值	当周面积历史均值	2017/18	2016/17	较均值 (%)	同比(%)
UTTAR PRADESH	218.2	216.2	229	217.9	5.92%	5.09%
MAHARASHTRA	98.2	90.4	94.3	63.3	4.31%	48.97%
KARNATAKA	44.1	44.9	44.5	41.7	-0.89%	6.71%
TAMIL NADU	30.5	29.6	21.5	26.1	-27.36%	-17.62%
全印度	500.5	494.9	499.5	456.4	0.93%	9.44%

数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

2.2 巴西

巴西中南部甘蔗联盟 unica 相关人员表示，由于近期中南部地区异常干旱，本榨季余下产量以及下榨季的甘蔗产量可能会受到影响。

今年四五月份的时候，由于降雨较均值较高，因此 unica 对 2017 年的产量较为乐观。但是六月至八月，中南部主产区降雨较少，无雨的天气多达约 70 天。Unica 认为中南部的产量会低于四五月时的预期。Unica 相关人员表示目前还有三分之一的甘蔗等待收割，这一部分甘蔗的单产可能会大幅低于此前的水平。去年巴西中南部地区生产了 6.07 亿吨的甘蔗，今年四五月份的时候，unica 预测今年的产量为 5.85 亿吨，目前已经收榨了 3.43 亿吨。尽管干燥天气会使得甘蔗含糖量有所上升，但单产的流失可能会导致最终产糖量下降。另外，今年 7、8 月种植的甘蔗也收到了干旱的影响，明年的产量可能也会受到影响。Unica 并没有公布调整后的估产结果，但 INTL FCStone 把今年中南部地区的甘蔗产量从 5.88 亿吨下调至 5.84 亿吨。单产从 75.2 吨/公顷下调至 74.7 吨/公顷。

巴西公布了甘蔗和乙醇产销数据，由于乙醇进口关税要到 9 月 1 号开始实施，因此 8 月份的进口量依旧较高。从乙醇汽油比看，8 月份的月度数据略微上升，从周度数据看，比价也小幅上升，巴西汽油提价的影响没有体现出来，主要因为乙醇价格随销量上升。生产方面，中南部地区甘蔗制乙醇比由 8 月上半月的 49.96 大幅上升至 53.05%，同时，甘蔗压榨量季节性下滑，而甘蔗出糖率也小幅下滑，因此 8 月下半月的产糖量有明显的下滑。巴西对进口乙醇加征关税后，巴西国产乙醇销量显著回升，累计销售量从 7 月的同比下降 11.88% 上升至同比下降 3.52%。

巴西 9 月上半月生产数据偏空，主要是因为乙醇较汽油有价格优势但甘蔗制糖比没有明显下降，我们认为这是暂时的，长期看制糖比将回归到历史均值水平。我们认为前期利空已基本

体现在价格中。

图 2：巴西圣保罗乙醇汽油比价

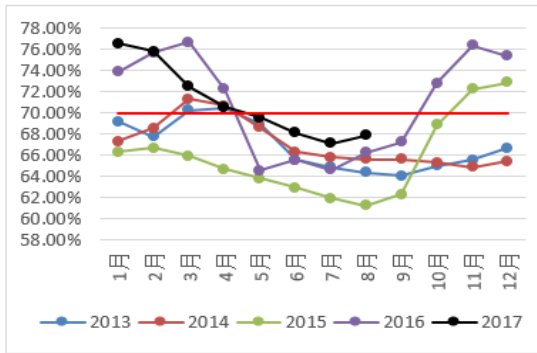
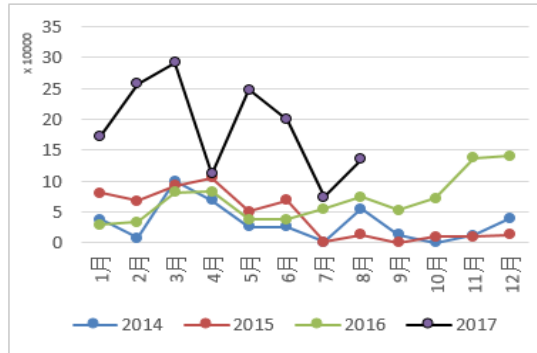


图 3：巴西乙醇进口量 (单位：立方米)



数据来源：巴西能源局，兴证期货研发部。

图 4：巴西东南部加油站乙醇/汽油中间价比价

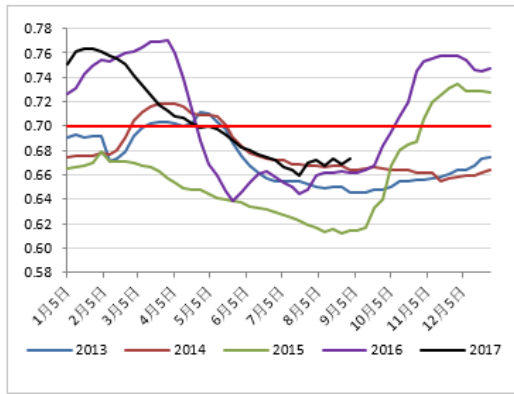
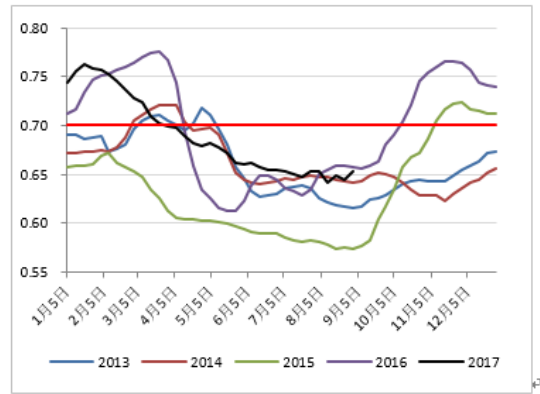


图 5：巴西东南部贸易商乙醇/汽油中间价比价



数据来源：巴西能源局，兴证期货研发部。

图 6：巴西圣保罗 Sao Simao 12 天累计滚动降雨量 (单位：毫米)

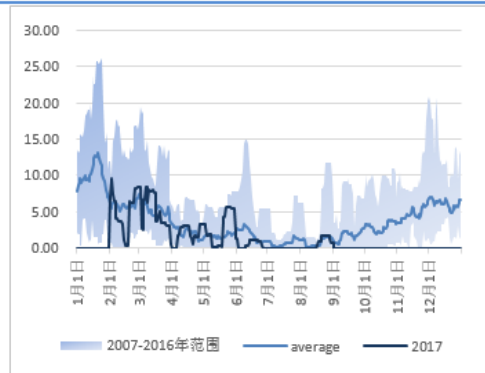
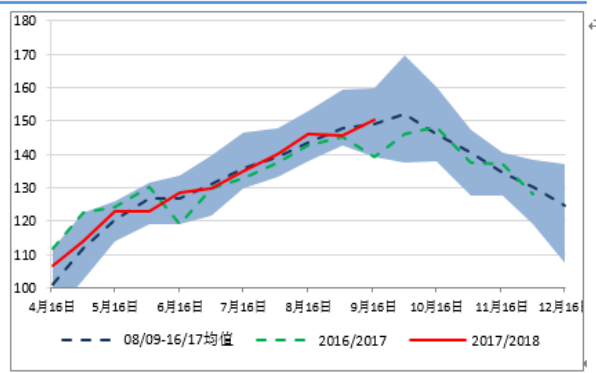


图 7：巴西中南部甘蔗 ATR



数据来源：巴西能源局，兴证期货研发部。

图 8：巴西中南部双周甘蔗压榨量（单位：吨）

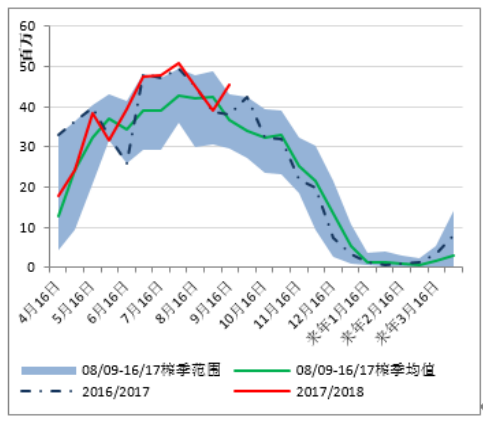
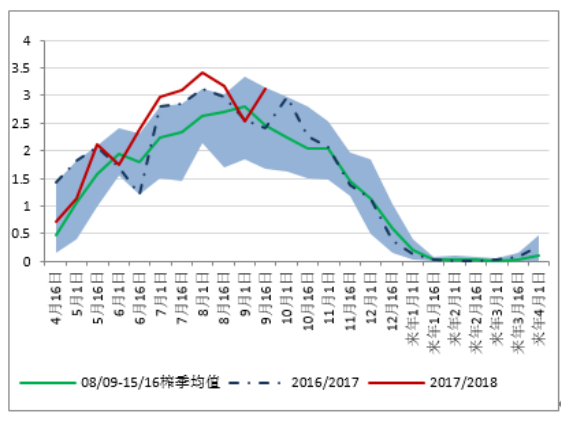


图 9：巴西中南部双周产糖量（单位：吨）



数据来源：巴西能源局，兴证期货研发部。

图 10：巴西中南部双周甘蔗制乙醇比

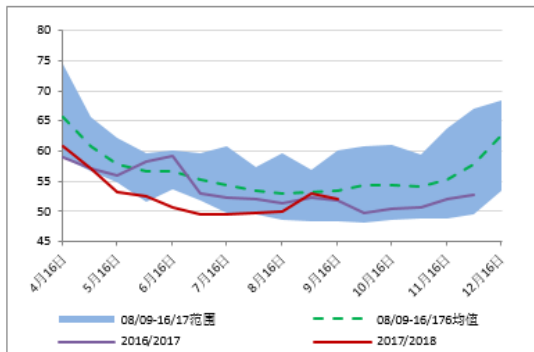
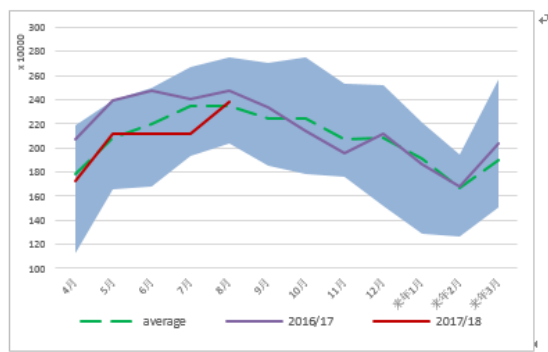


图 11：巴西中南部糖厂乙醇销量（单位：吨）



数据来源：巴西能源局，兴证期货研发部。

2.3 国内

广西现货价格仍较为强势，仓单加速流出。

抛储落地。抛储短期内不会对现货市场造成较大压力。主要是因为抛的 37 万吨古巴糖质量较好，而目前高品质的糖价格在 6900 左右，因此不会对主流糖价造成影响。而 32 万吨广西地储旧糖，应该会等新榨季开榨后一起回炉重做，因此投放市场可能要等到年底，因此短期内也不会带给现货压力。

市场对旺季消费期望较高，主要是因为夏季饮料行业销售超预期，但数据上并没有明显体现。8 月全国销糖 122.31 万吨，同比下降 3.3%，广西销量 60 万吨，同比下降 1.64%。原因或是市场长期看空，另外现货价格较高，特别是品质较好的加工糖价格偏高，下游囤货意愿不高。

另一方面，销量同比小幅下降表明下游库存不高，如果期货向上突破的话，可能会出现买涨不买跌的情况。但是，从目前的情况看，长期看空的逻辑较难证伪。外盘是主要的变量，外盘利好叠加存在向上突破的可能。如果郑糖跟涨的话，期价做出顶部形态的可能性较大，大涨后可能会接急跌。

今年是预期进入增产周期的第一年，情况类似于 2012 年，但 2012 年初美糖在 25 美分，目前只有 14 美分，外部环境可能有所不同。由于外盘，政策等因素，郑糖下行的节奏会有所不同，我们认为市场预期与价格之间的距离形成交易机会。操作上暂不追空。

新玉米即将大量上市，观望情绪较重

2017年10月9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

黄维

从业资格号：F3015232

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

9月玉米期货行情震荡上涨，玉米淀粉行情震荡下跌；现货市场玉米价格、玉米淀粉价格先涨后跌。

本月分贷分还玉米拍卖成交量39.93万吨，包干销售玉米拍卖成交量789.89万吨，成交率和成交价处于高位。上半月持续阴雨天气阻碍早熟春玉米晾晒上量及玉米运输，导致玉米供应紧张，价格上涨。下半月天气状况好转，已拍卖东北玉米集中出库，玉米供应增加，玉米价格下跌。新玉米即将大量上市，玉米深加工企业及饲料企业观望避险情绪较浓，玉米需求偏弱。

9月10日前玉米淀粉企业受环保影响开机率处于低位，玉米淀粉市场需求较好，库存持续下降，玉米淀粉供应紧张，玉米价格上涨带动玉米淀粉成本上升，导致价格上涨。随着环保督查在9月10日结束，玉米淀粉企业开机率开始回升，玉米淀粉库存降幅放缓，下半月玉米价格下跌带动玉米淀粉生产成本下降，利空玉米淀粉价格，导致玉米淀粉价格回落。

● 后期走势观点

10月份华北新玉米开始大量上市，玉米供应显著增多，在新玉米刚集中上市的一段时间内供应压力较大，今年玉米预计减产700万吨，降幅3.2%，但是今年下游深加工行业大幅扩增产能，预计17/18年度玉米工业消费量7300万吨，增幅14.1%。养殖行业弱势运行，受之前环保影响冲击，养殖业恢复仍旧缓慢，山东、河北禽类养殖业较低迷，总体来看饲料需求偏弱。预计短期玉米价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望。

新玉米大量上市后，玉米淀粉生产成本或将降低，淀粉行业开工率处于高位，玉米淀粉供应增加，节后玉米淀

粉需求相对减少，玉米淀粉库存可能增加。十九大即将召开，华北地区物流受限，运力紧张，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

9月玉米现货价格总体呈现先扬后抑的走势，9月1日玉米价格1689元/吨，到9月11日价格持续上涨至1739元/吨，涨幅2.96%，随后价格回落，9月30日价格下跌到1685元/吨，跌幅3.11%，月末比月初现货价格下跌4元/吨，跌幅0.24%。

图 1：玉米现货价格走势



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

9月1日广东港口玉米价格 1770 元/吨, 鲅鱼圈港口玉米价格 1670 元/吨, 南北港口价差 100 元/吨, 截止 9 月 30 日, 广东港口玉米价格上涨至 1800 元/吨, 鲅鱼圈港口玉米价格上涨至 1690 元/吨, 南北港口价差 110 元/吨, 价差扩大 10 元/吨。

图 2: 南北港口玉米价格走势



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

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 20.3 万吨, 南方广东港口库存上升 0.6 万吨。港口玉米库存总体呈下降趋势。锦州港月库存上升 3.4 万吨, 鲅鱼圈港月库存下降 7 万吨, 北良月库存下降 7.6 万吨, 大窑湾月库存下降 9.1 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	93.2	96.6	3.4
鲅鱼圈港	166	159	-7
北良	56	48.4	-7.6
大窑湾	17.8	8.7	-9.1
总计	333	312.7	-20.3
南方港口			
广东港(内贸)	40.8	41.4	0.6

数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

1.4 临储玉米拍卖情况

本月分贷分还玉米拍卖成交量 39.93 万吨，包干销售玉米拍卖成交量 789.89 万吨，成交率和成交价处于高位，新玉米大量上市前玉米供应主要依靠陈玉米拍卖，市场拍卖热情高涨。

图 4：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：天下粮仓，兴证期货研发部

图 5: 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
2017-9-7	434364	124494	28.66%	1255	1290	1250
2017-9-14	309870	70981	22.90%	1277	1330	1250
2017-9-15	238889	15000	6.27%	1250	1250	1250
2017-9-18	223889	1205	0.01%	1250	1250	1250
2017-9-19	222684	5000	2.15%	1290	1290	1290
2017-9-20	217684	11878	5.45%	1250	1250	1250
2017-9-21	205806	7722	6.75%	1290	1290	1290
2017-9-22	198101	16	0.00%	1363	1380	1340
2017-9-25	198085	0	0.00%	0	0	0
2017-9-26	198085	22721	11.47%	1290	1290	1290
2017-9-27	175364	23766	13.55%	1290	1290	1290
2017-9-28	160654	24000	15.83%	1250	1250	1250
2017-9-28	101366	101366	100.00%	1353	1460	1250
2017-9-29	127598	0	0	0	0	0

数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 6：包干销售玉米竞价交易结果

日期	计划销售	成交里	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
2017-9-7	893161	641628	71.83%	1480	1590	1310
2017-9-8	672681	453194	67.37%	1438	1700	1250
2017-9-14	900589	654684	72.70%	1485	1590	1310
2017-9-15	1077017	891526	82.77%	1458	1680	1250
2017-9-21	903801	755459	83.58%	1468	1550	1310
2017-9-22	2100490	1747330	83.18%	1452	1610	1250
2017-9-28	813709	451922	55.53%	1448	1550	1310
2017-9-29	2215404	1606315	72.50%	1443	1570	1290

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.5 深加工企业玉米库存

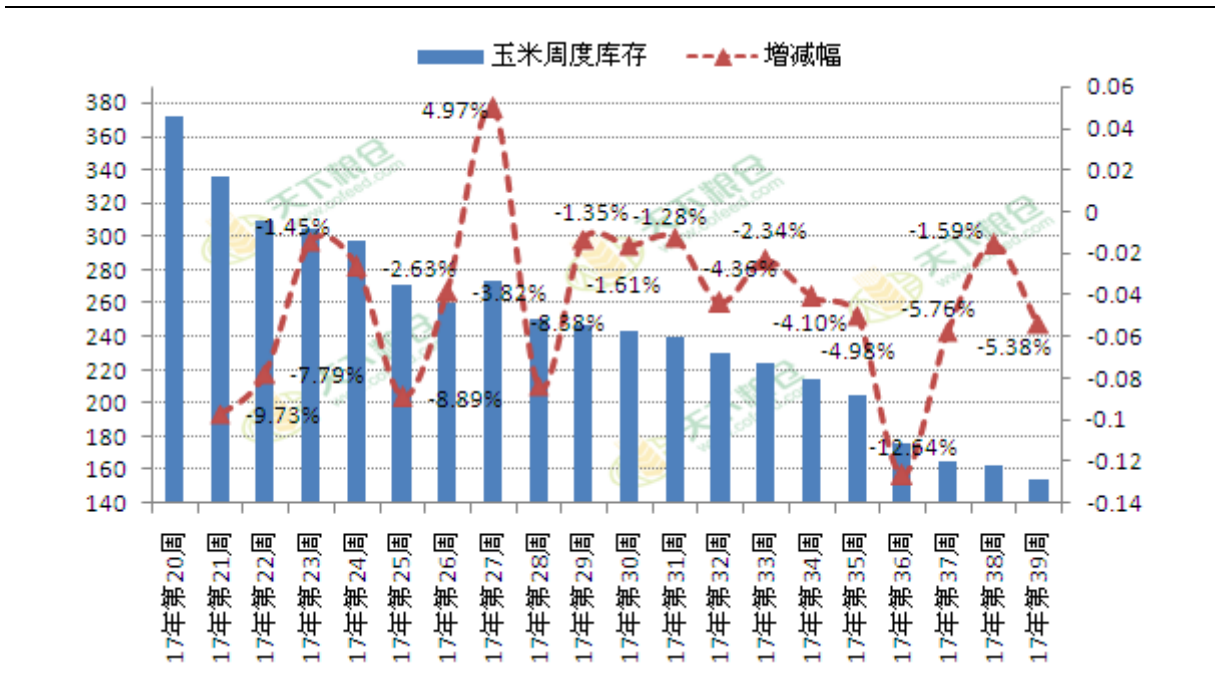
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 2042100 吨，月末玉米库存 1542500 吨，库存下降 24.47%。山东地区玉米月库存下降 32.77%，东北地区玉米月库存下降 19.90%，河北地区玉米月库存下降 41.86%，河南地区玉米月库存下降 34.33%，主要玉米深加工地区企业玉米库存下降。在新玉米大量上市前，深加工企业观望避险情绪较浓，多限制玉米收购量，一般随用随购，以消耗库存陈玉米为主。

图 7：56 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	621000	417500	-32.77
河北	8	176300	102500	-41.86
河南	7	45000	29500	-34.33
安徽	4	-	-	-
山西	1	6800	1000	-85.29
陕西	2	110000	80000	-27.27
宁夏	1	35000	75000	114.29
内蒙古	4	250000	201000	-19.60
东北	11	794000	636000	-19.90
总计	56	2042100	1542500	-24.47

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 8：56 家深加工企业玉米库存变化 (单位：万吨)



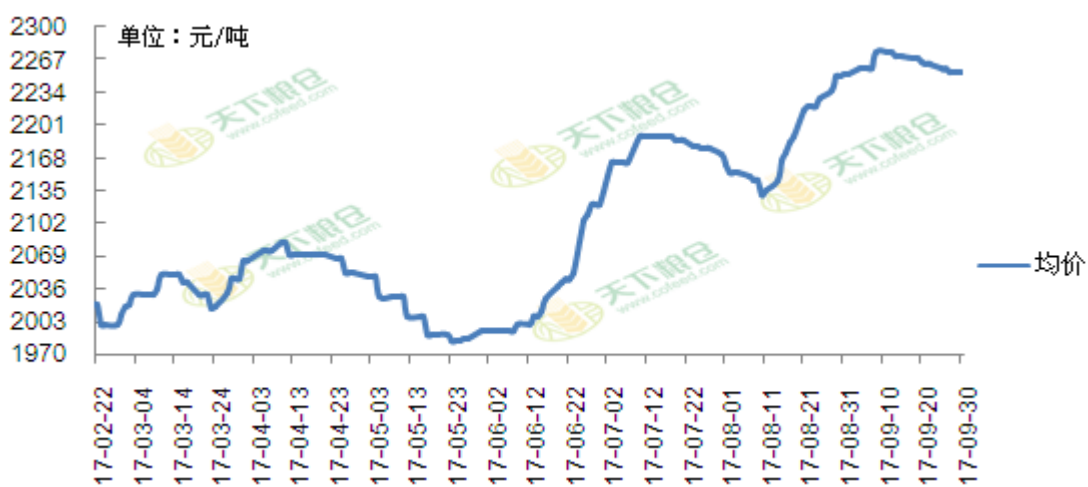
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2. 玉米淀粉基本面

2.1 玉米淀粉价格

9月玉米淀粉现货价格总体先扬后抑，9月1日玉米淀粉价格2253元/吨，上涨至9月8日2275元/吨，涨幅0.98%，随后价格下跌，截止9月30日，价格下跌至2255元/吨，跌幅0.88%，月末比月初上涨2元/吨。

图9：玉米淀粉价格走势



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2 企业玉米淀粉库存

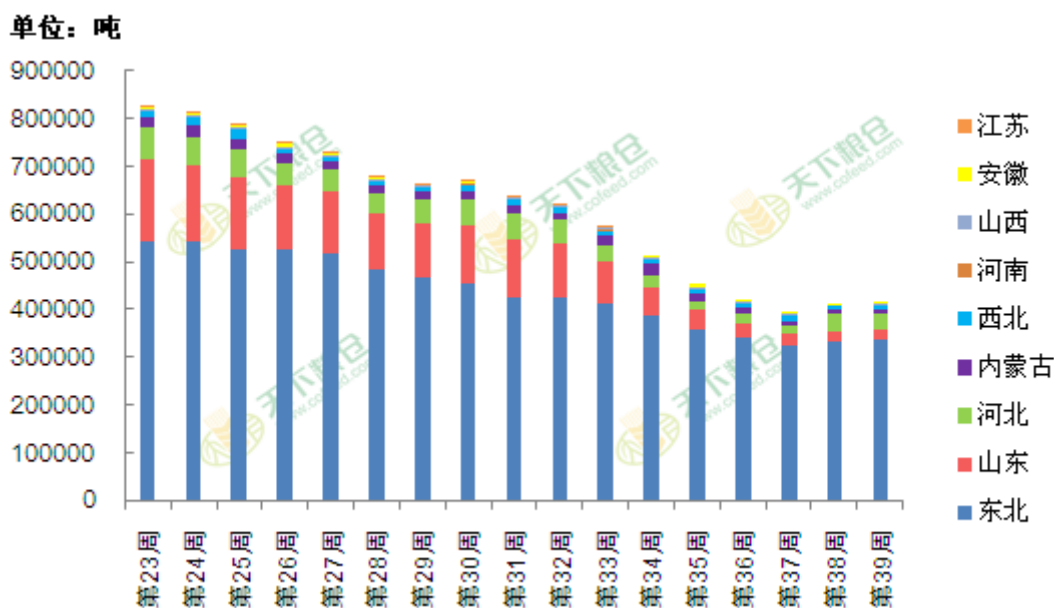
据天下粮仓调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 452400 吨，月末玉米淀粉库存总量 415950 吨，下降 8.06%，大部分地区玉米淀粉企业的玉米淀粉库存下降。上半月受环保影响，玉米淀粉库存下降，下半月随着环保督查结束，玉米淀粉库存回升。

图 10：60 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	39400	24100	-38.83
河北	11	18700	32500	73.80
河南	4	800	1150	43.75
山西	3	200	200	0
西北	2	13000	11500	-11.54
安徽	2	4800	3000	-37.50
内蒙古	3	17000	8500	-50
东北	10	358500	335000	-6.56
总计	60	452400	415950	-8.06

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 11：60 家淀粉企业玉米淀粉分地区周度库存变化



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.3 玉米淀粉企业开机率

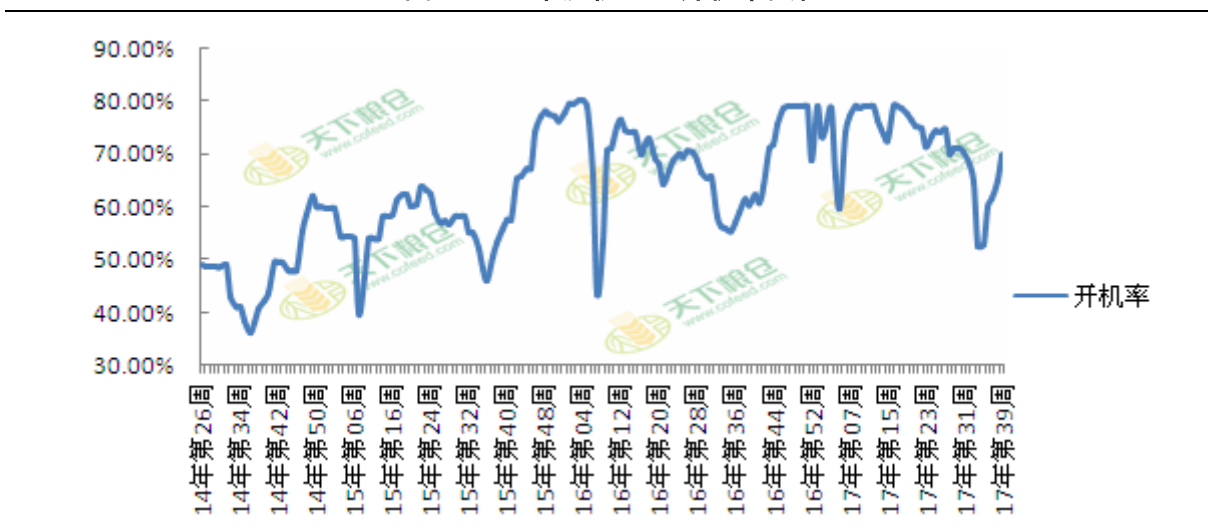
据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月末开机率 73.66%，较月初的 58.07% 上涨 26.85%，行业开机率回升。上半月受环保影响，主产区玉米淀粉企业开机率大幅下降，处于低位，下半月随着环保督查结束，开机率回升到 73.66%，处于较高位。

图 12：67 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)	47.12	79.30	68.29
河北 (10 家)	64.69	67.87	4.92
山西 (4 家)	37.50	25.00	-33.33
内蒙古 (2 家)	78.70	56.14	-28.67
河南 (4 家)	51.11	51.11	0
陕西 (1 家)	56.00	56.00	0
东北 (17 家)	75.29	83.42	10.80
总计 (67 家)	58.07	73.66	26.85

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 13：玉米淀粉企业开机率变化



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉企业开停机情况

月初受环保督察影响，部分深加工企业停产限产，山东受环保影响最为严重，下半月环保督查结束，大部分玉米淀粉企业恢复正常生产，开机数增加。据天下粮仓调查的样本企业中，黑龙江、吉林、河北开机数增加 1 家，山东开机数增加 5 家。

图 14：玉米淀粉企业开停机情况

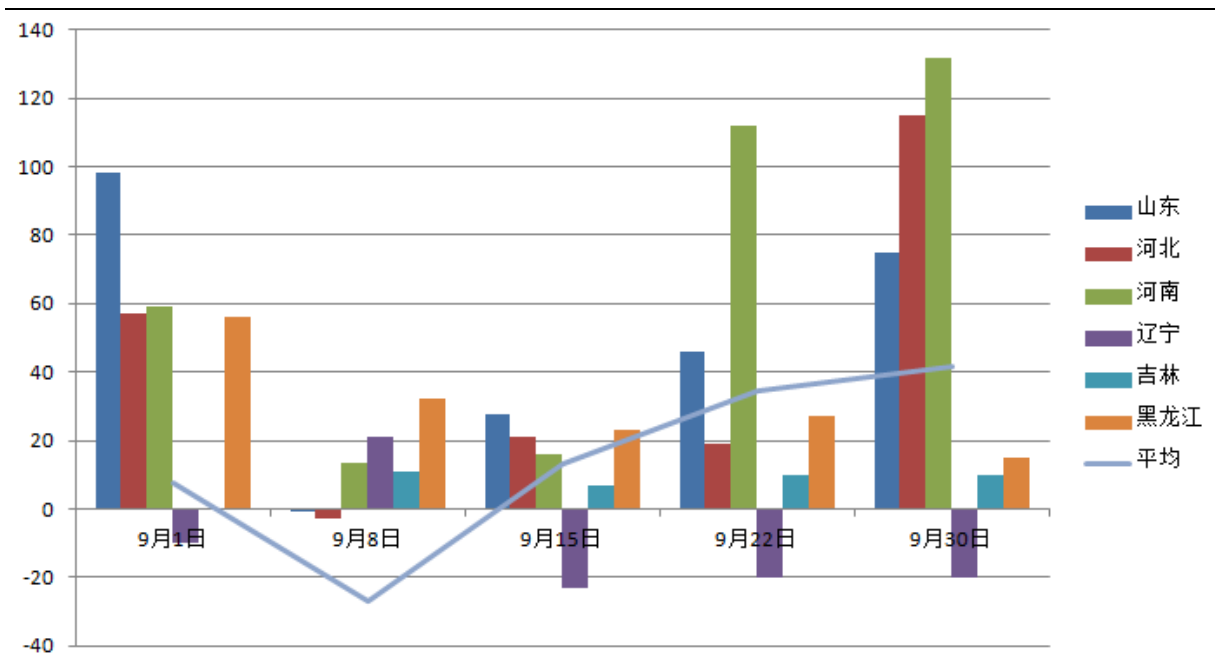
省份	企业样本数	开停机情况		
		月初开机数	月末开机数	开机数月增减
黑龙江	3	0	1	1
吉林	3	2	3	1
辽宁	3	2	2	0
山西	1	0	0	0
陕西	1	1	1	0
河北	4	3	4	1
山东	19	11	16	5
河南	3	1	1	0
内蒙古	1	1	0	-1

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.5 玉米淀粉加工利润

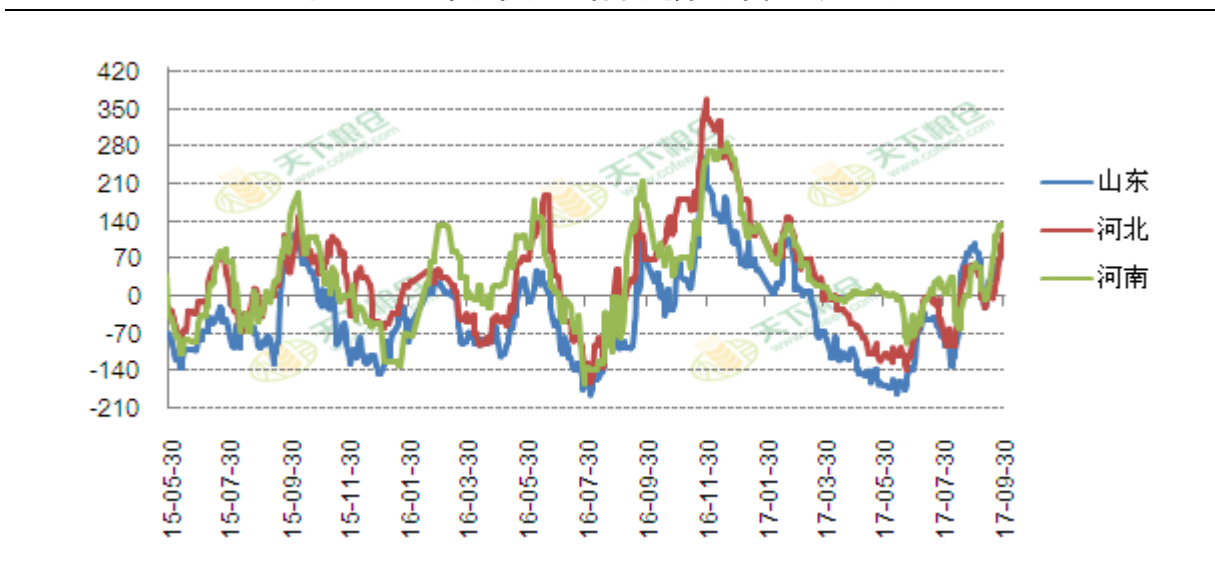
上半月玉米淀粉企业加工利润总体下降，下半月玉米淀粉加工利润好转，山东、河北、河南加工利润上升明显。大部分地区玉米淀粉企业加工利润处于盈利，辽宁加工利润处于亏损。

图 15: 玉米淀粉月加工利润 (单位: 元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 16: 玉米淀粉加工利润走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

3. 总结

拍卖玉米成交率和成交价处于高位。上半月持续阴雨天气阻碍早熟春玉米晾晒上量及玉米运输，导致玉米供应紧张，价格上涨。下半月天气状况好转，已拍卖东北玉米集中出库，玉米供应增加，玉米价格下跌。10月份华北新玉米开始大量上市，玉米供应显著增多，在新玉米刚集中上市的一段时间内供应压力较大，今年玉米预计减产700万吨，降幅3.2%，但是今年下游深加工行业大幅扩增产能，预计17/18年度玉米工业消费量7300万吨，增幅14.1%。养殖行业弱势运行，受之前环保影响冲击，养殖业恢复仍旧缓慢，山东、河北禽类养殖业较低迷，总体来看饲料需求偏弱。预计短期玉米价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望。

9月10日前玉米淀粉企业受环保影响开机率处于低位，玉米淀粉市场需求较好，库存持续下降，玉米淀粉供应紧张，玉米价格上涨带动玉米淀粉成本上升，导致价格上涨。随着环保督查在9月10日结束，玉米淀粉企业开机率开始回升，玉米淀粉库存降幅放缓，下半月玉米价格下跌带动玉米淀粉生产成本下降，利空玉米淀粉价格，导致玉米淀粉价格回落。新玉米大量上市后，玉米淀粉生产成本或将降低，淀粉行业开工率处于高位，玉米淀粉供应增加，节后玉米淀粉需求相对减少，玉米淀粉库存可能增加。十九大即将召开，华北地区物流受限，运力紧张，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。

冲高遇阻返身回落

2017年10月9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

9月，天然橡胶延续原有下跌走势，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多逐渐转变为偏空的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望10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、新加坡胶市双双冲高遇阻并返身回落的走势牵制下，沪胶后市也将可能冲高回落的走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势中性因素影响，虽然短线可能技术性反弹，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势，操作上宜以短线逢高沽空为主。

1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，统计局9月27日公布8月工业利润数据显示，中国8月规模以上工业企业利润同比增长24%，前值增长16.5%。中国1-8月规模以上工业企业利润同比增长21.6%，前值增长21.2%。

虽然近期基建投资与民间投资走弱，房地产投资滞后回落，但目前需求结构正从投资转向消费与净出口，对投资与房产依赖小，且外需回升与消费升级具有中长期逻辑，未来期间工业企业利润进入中高速增长的稳定状态。

本月中国工业出现了硬数据与软数据的背离，反映预期（PMI）与价格（PPI增速）的软数据出现上升，而硬数据——工业增加值、固定资产投资、工业用电量与铁路货运量等则出现降速。8月当月工业企业利润增速大幅超出前值与预期，更多是向软数据靠拢，其中价格因素的贡献度国家统计局测算是31.2%。

此外，8月成本下降，存货周转与资金周转都在加快，利润率明显提升，效率改善使得工业企业在主营业务收入增速下降（1-8月同比增长12.7%，前值13.1%）的情况下实现了利润加速。

行业结构层面，有5个行业合力使8月工业企业利润提速7.1个百分点，贡献率达到94.6%，分别是：

- (1) 化学原料和化学制品制造业，同比增长65%，提速38个百分点；
- (2) 石油加工、炼焦和核燃料加工业，同比增长103.4%，提速89个百分点；
- (3) 石油和天然气开采业，同比增加49.4亿元，而7月则是同比减少10.3亿元；
- (4) 黑色金属冶炼和压延加工业利润同比增长131.1%，提速5.9个百分点；
- (5) 计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长21.5%，提速18.9个百分点。

可以看到，工业企业本月增速超预期，是中上游涨价所致。不过其他行业表现也相对稳定，如制造业整体1-8月增速18.6%，前值18.1%；汽车11.7%，前值11.9%；通用设备16.9%，前值18.1%；专用设备22.7%，前值22.6%；电气机械和器材制造业8.1，前值8.7，医药制造业18.3。总体而言，纺织业与轻工业稳中有升；设备制造业稳中有降，原材料加工的贡献仍大。

中长期看，当前市场已开始再度争论工业盈利改善的可持续性，看空逻辑主要是基建投资与民间投资走弱，房地产投资滞后回落等。而看多的逻辑主要有三点：

- (1) 行业集中度已经提升，高集中度一般对应着高盈利；
- (2) 当前分配格局正在转向有利于企业的方向，中共中央与国务院发布《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》就是集中表现之一。
- (3) 需求结构从投资转向消费与净出口，对投资与房产依赖小，且外需回升与消费升级具有中长期逻辑。综合作用之下，使得工业盈利改善逐渐脱离经济周期波动。因此我们仍然维持年初以来的判断：工业企业利润进入中高速增长的稳定状态，中枢15-20%。

国际方面，经济合作与发展组织9月20日发布报告说，全球多个主要经济体今明两年有望加速增长，这反映出全球经济的复苏步伐变得更加同步，但中期增长前景仍不稳定。

经合组织当天发布的中期经济展望报告预计，今年全球经济增速将达3.5%，与6月的预测持平；明年增速将达3.7%，比此前预期上调0.1个百分点。

报告再次呼吁各国政策决策者制定均衡的货币和财政政策，更好地利用税收和支出政策，以实现包容性增长和推进结构性改革取得实效。

报告预计，欧元区今明两年经济增速为2.1%和1.9%，比此前预期分别上调0.3和0.1个百

分点。德国、法国、意大利等欧元区主要国家今明两年经济增长预期均有上调。

今明两年，日本经济预计增长 1.6%和 1.2%，美国经济预计增长 2.1%和 2.4%，英国经济预计增长 1.6%和 1.0%。

报告说，主要新兴经济体的增长总体有所改善，预计中国今明两年分别增长 6.8%和 6.6%，均比此前预期有所上调；俄罗斯今明两年均将增长 2.0%左右。不过，受商品服务税改革影响，印度今明两年经济增长预期被下调至 6.7%和 7.2%。

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。

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，但需求却没有减少，所以供不应求应是必然的。

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，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。

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 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，开割率为 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%。当前供需面有利于产业发展。

2017 年世界天胶将增产，预计为 1256.2 万吨。主要原因是 2010—2012 年新种胶树进入割

胶期，以及价格好转下，印度、马来西亚被弃割的成熟橡胶树会恢复割胶。国内市场上，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。

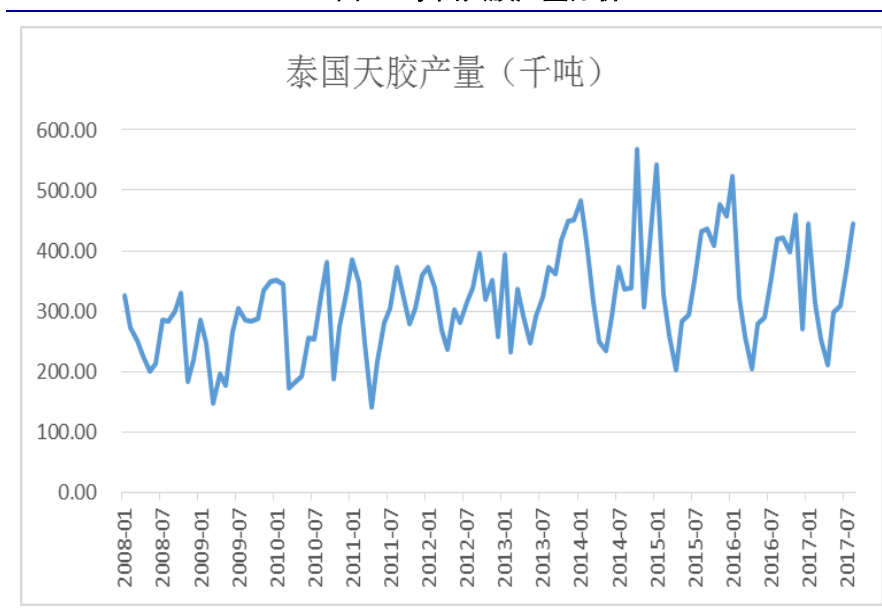
受此影响，沪胶主力合约 RU1801 由 8 月 31 日收盘价 16545 元下跌至 9 月 29 日收盘价 13495 元，累计跌幅为 3050 元，相对跌幅为 18.43%。

由此对天胶构成中性偏空作用。

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

泰国橡胶管理局近日表示，随着泰国橡胶价稳定基金发挥作用，今年泰国橡胶价格将日趋稳定。

泰国媒体引述泰国橡胶管理局局长的话称，由政府及国内橡胶出口商联手设立的橡胶稳定基金已出资 10.2 亿泰铢（约合人民币 2.04 亿元）购买现货及期货市场橡胶，自 7 月以来，该次购买已将 3 号烟胶片的价格从每千克 49 泰铢（约合 9.8 元）提振至 58 至 60 泰铢（约合 11.6 至 12 元）。

他说，现在泰国乳胶的价格维持在每千克 52 泰铢（约合 10.04 元）。

橡胶管理局准备向乳胶生产商再提供 100 亿泰铢（约合 20 亿元）贷款,让其直接向农民购买天然乳胶,这一政策定会使乳胶价格成为橡胶市场的基准价格。

预计市场将消化超过 10 万吨的乳胶，这将使今年的橡胶价格提升至每千克 70 泰铢（约合 14 元）。

受橡胶进口大国减少进口量、及某些投资者暂停采购橡胶，以期压低橡胶价格的影响，泰国橡胶行情持续低迷。

农业与合作社部在 6 月同意由泰国橡胶管理局和 5 家出口商设立一个价格稳定基金，每个实体出资 2 亿泰铢（约合 4000 万元）以支撑天然橡胶的价格至一个合理水平。

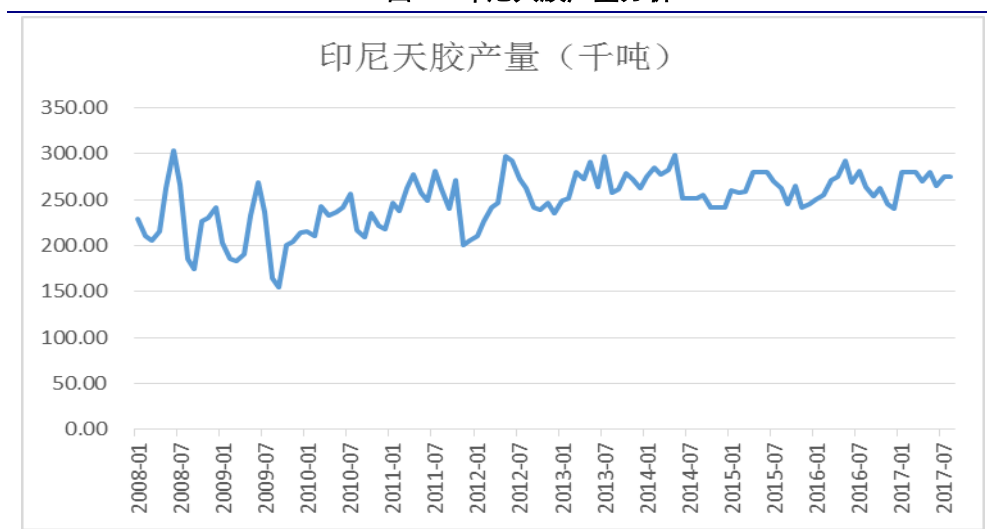
为了减少对橡胶出口的依赖、增加国内橡胶使用量,泰国内阁 7 月批准同意向农合社部、国防部以及旅游和体育部等提供总计 18 亿泰铢（约合 5.6 亿元）的预算,以支持他们使用橡胶计划，这也是政府稳定国内橡胶价格的行动之一。

此外,泰国政府将继续直接每莱胶园补贴 1500 泰铢(约合 300 元),每户最多补贴 15 莱(24000 平方米)，以补贴家庭橡胶生产的费用及胶农生活费用。

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

天然胶生产国协会(ANRPC)最近发布的报告称，尽管全球供应不足，但是主要现货市场天然胶价格竟加速下跌。

ANRPC 称，当前阶段橡胶价格低迷，主要是大宗商品中普遍存在着下跌趋势的表现，而不是唯独橡胶才特有的现象。

这份报告指出，预计胶农们将因价格低迷会减少收获，并推迟越冬季节结束后重新开割的时间。

ANRPC 称，2017 年印度尼西亚天然胶供应仅会微增 0.2%，由 310 万吨增至 320 万吨。

泰国尽管开割胶树有望大幅增加，但预计其供应将从 417 万吨增至 438 万吨，低于预期的 5.1%。而柬埔寨和印度 2017 年的天然胶供应有望大幅增长，柬埔寨的产量将增长 35.3%，由 2016 年的 14.52 万吨增至 19.64 万吨；印度的产量则将会增长 20.2%，由 2016 年的 62.4 万吨增至 75 万吨。

ANRPC 在报告中称，天然胶价格之所以越来越脆弱，缘于外部因素对其需求和供应的影响。上海期货交易所和东京工业品交易所的期货行情，对天然胶现货价格的“绑架”效应日益凸显，期交所很容易受汇率波动、原油价格和地缘政治动向的影响。

分析显示，对天然胶价格普遍看跌的趋势主要归因于原油价格意外下跌，6 月份美国上调利率成为压制亚洲大宗商品(包括橡胶)价格回升的另一主要因素。

8 月底，海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。

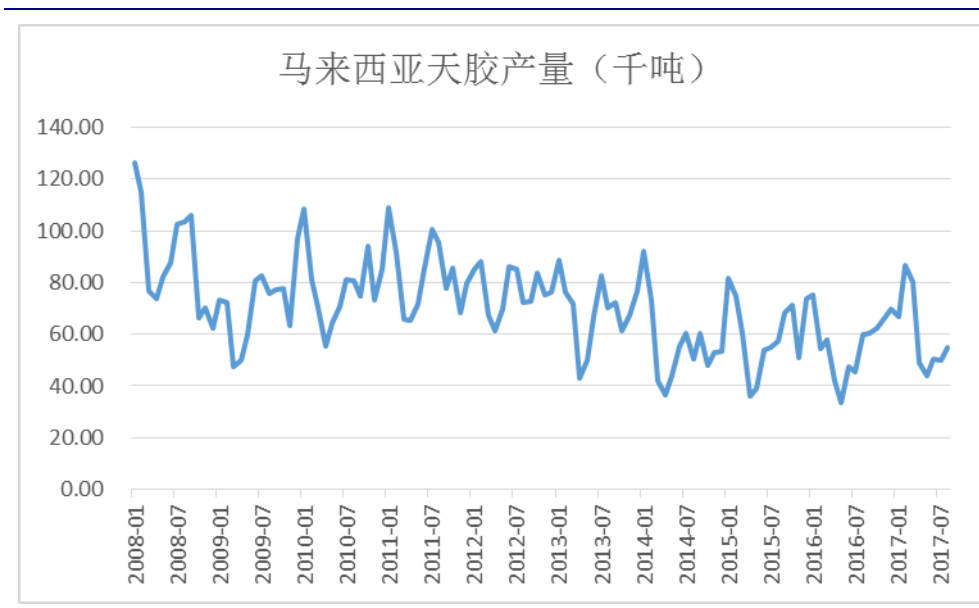
据了解，印尼是全世界天然橡胶第 2 大生产国，印尼 KM 公司年加工天然橡胶能力约 72 万吨，已取得包括米其林、普利司通、固特异等全球前 20 家轮胎制造商中 13 家的认证。2016 年度，印尼 KM 公司和新加坡 ART 公司合计实现营业收入约 65 亿元人民币，净利润约 1.06 亿元人民币。

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。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

马来西亚是东南亚老牌天然橡胶生产国，橡胶种植业曾是其两大支柱产业之一。

根据 IRSG（国际橡胶研究组织）公布的数据，2017 年全球橡胶需求量将持续微增。

2016 年全球天然橡胶消耗量达 1250 万吨，增长率为 3%，2017 年全球天然橡胶消耗量预计为 1287 万吨，增长率约为 2.9%。

2016 年全球合成橡胶消耗量达 1462.8 万吨，增长率约为 0.5%；2017 年全球合成橡胶消耗量预计为 1517.7 万吨，增长率约为 3.8%

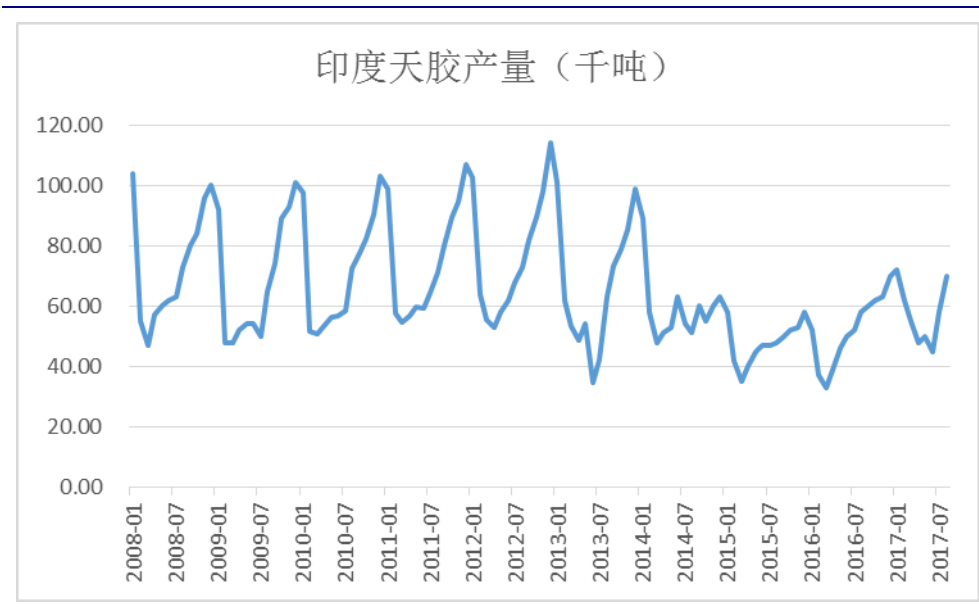
2016 全球天然橡胶产量约为 1229.5 万吨，增长率约为 0.2；预计 2017 年全球天然橡胶产量约为 1300 万吨，增长率约为 5.7%。

2016 年全球合成橡胶产量约为 1456.3 万吨，增长率约为 0.6%，预计 2017 年全球合成橡胶产量约为 1495.7 万吨，增长率约为 2.7%。

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

印度 2016 年度天胶产量预计 57 万吨，全球占比 4.5%，印度是天然橡胶生产国协会重要成员。印度橡胶产量接近 60 万吨，消费量约 80 万吨左右，每年印度需要进口 20 万吨橡胶。

据外媒消息，印度橡胶管理局（IRB）的最新数据显示，该国天然橡胶生产持续增长，2017 年，本财年（2016 年 4 月~2017 年 3 月）天然橡胶产量有望达到预计的 65.4 万吨。

据外媒消息，印度橡胶管理局（IRB）的报告称，价格上涨推动印度天然橡胶（NR）产量和出口量强劲增长。

IRB 称，2016-2017 财年国内 NR 产量达到 69 万吨，远高于此前的预期产量，即 65.4 万吨，较 2015-2016 财年的纪录（56.2 万吨）高 22.8%。今年 3 月份印度 NR 产量达到了 5.5 万吨，较去年同期水平更是高出 66.7%。

9 月 21 日印媒称，印度已开始对大巴和卡车使用的某种进口子午线轮胎征收反倾销税，以

便在 5 年中保护国内制造商不受价格低于成本的中国产品伤害。

据印度报业托拉斯网站 9 月 19 日报道，印度消费税和海关中央委员会发布的一份公告称，反倾销税已经以每吨 245.35 到 452.33 美元的标准开始征收。

报道称，此税的征收对象是大巴和卡车使用的“名义轮辋直径代号大于 16（英寸）的新的/未经使用的有内胎或无内胎充气子午线轮胎和/或橡胶垫带（包括无内胎轮胎）”。

这项关税的征收遵循了印度反倾销和联合关税总局（DGAD）的建议。此前，印度汽车轮胎制造商协会代表国内生产商阿波罗轮胎公司、JK 轮胎工业公司和西特轮胎公司提出了申请，就轮胎倾销调查与 DGAD 进行了接触。

据报道，DGAD 在建议中称，国内产业因为来自中国的进口产品而遭受了重大损害。DGAD 发现，中国向印度出口的轮胎价格低于正常价值。

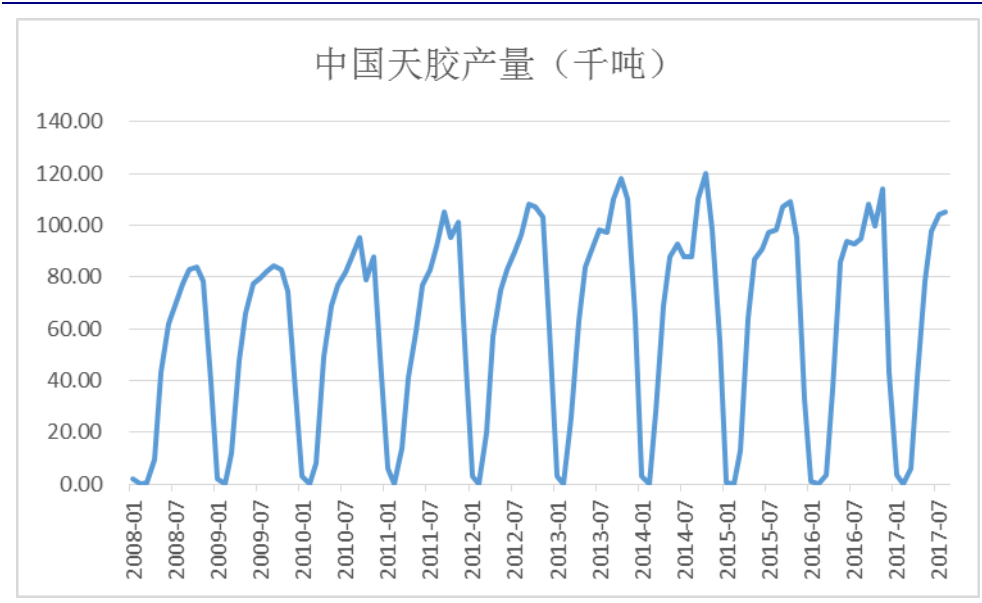
各国征收反倾销税是为了保护国内产业免受价格低于成本的进口商品冲击。

印度也对来自中国等不同国家的钢铁、纺织品和化学制品等几种产品征收了类似关税。

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

目前，我国植胶业主要分布于海南、云南和广东等省区。2015 年，云南种植面积约 57.3 万公顷，海南约 54.2 万公顷，广东约 4.2 万公顷；海南和云南的产量占全国产量的 98%，其中云南占 53.8%。

经过了 60 多年的发展，我国天然橡胶产业不断壮大，现已有 1700 多万亩胶园，天然橡胶产能 100 万吨、年产量 85 万吨以及吸纳 300 多万人就业。

目前，我国植胶业主要分布于海南、云南和广东等省区。2015 年，云南种植面积约 57.3 万公顷，海南约 54.2 万公顷，广东约 4.2 万公顷；海南和云南的产量占全国产量的 98%，其中云南占 53.8%。我国天然橡胶种植面积仅次于印度尼西亚和泰国，居世界第 3 位，产量仅次于泰国、印度尼西亚和越南，居世界第 4 位。

橡胶是海南省农垦投资控股集团有限公司的支柱产业，自 1957 年开始生产胶乳，创造了北

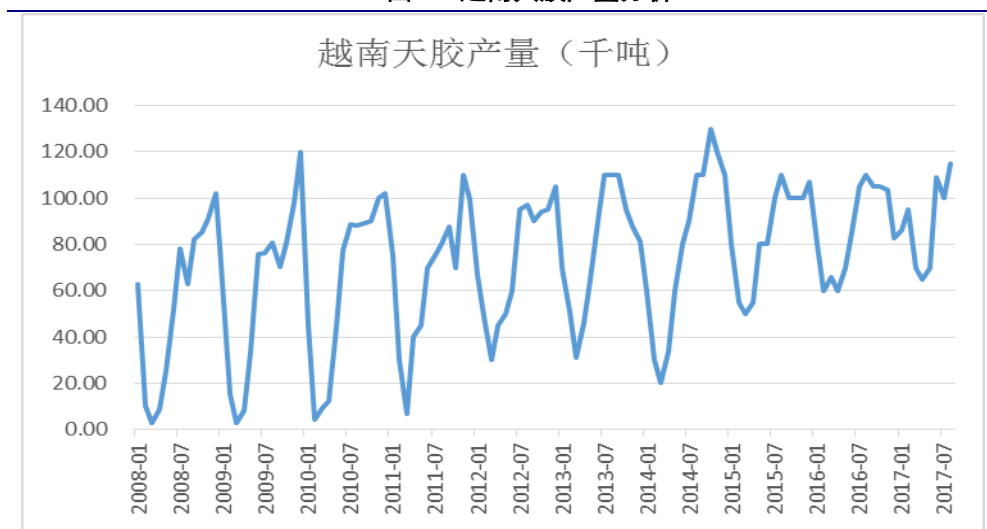
纬 18 度以北大面积成功种植天然橡胶的奇迹。

目前海南农垦橡胶种植面积约 353 万亩，年自产干胶能力 15 万吨，年加工能力 30 万吨以上，是中国最大的天然橡胶生产企业。

由此国内天胶生产动态对天胶构成利空作用。

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

《越南经济时报》9 月 20 日报道：越南农业和农村发展部透露，1-8 月份越南共出口天然橡胶 79.5 万吨，出口额 13.6 亿美元，分别同比增长 11.2% 和 52%。

今年天然橡胶出口平均价为 1765.2 美元/吨，同比上涨 41.2%。中国、马来西亚和韩国是越南橡胶的前 3 大出口市场，其中对中国出口量占出口总量的 62.1%。

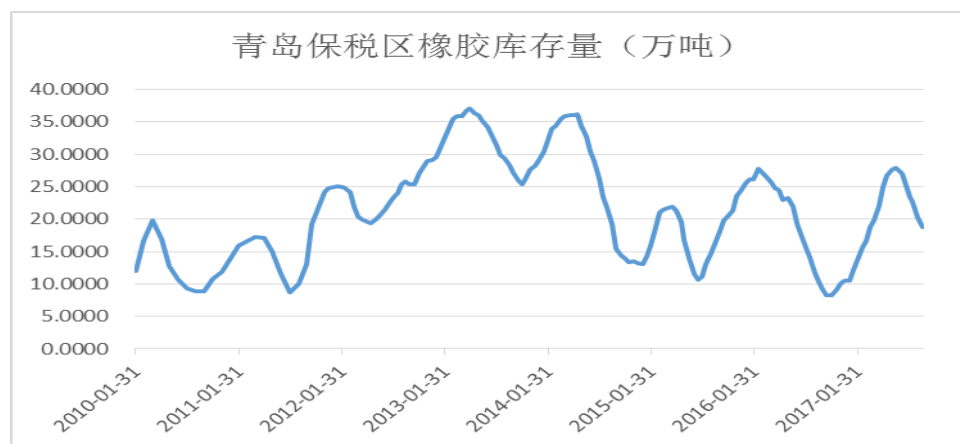
近 5 年来，中国市场占越南天然橡胶出口比重在 70%-80%，但 2016 年下降至 50% 以下。而自今年二季度初起，越南天然橡胶出口增长迅猛，中国场所占比重不断提高。

目前，若干越南橡胶公司正通过上海交易所寻找买家，如果达成协议，越南天然橡胶对华出口预计将每周增长 25%。

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9月19日，青岛保税区橡胶库存量大幅缩减至18.72万余吨，较9月1日的20.33万余吨缩减1.61万余吨，缩减幅度为7.92%，其中天胶库存量缩减至13.02万余吨，较9月1日的14.96万余吨大幅缩减1.94万余吨，缩减幅度达到12.97%，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。

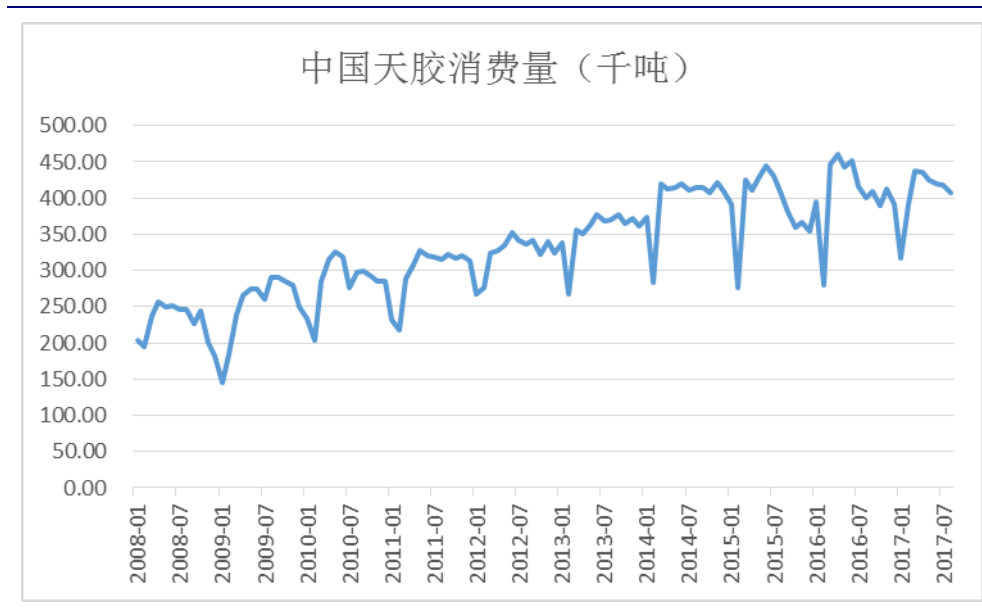
期市库存方面，截止9月22日，上期所橡胶库存量大幅增加5338吨至436073吨，注册仓单增加3980吨至374150吨，期货库存压力加重，仓单压力加重。

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。

由于目前全球的轮胎产业投资已经明显汇集到中国 and 东南亚发展中国家。而中国轮胎产业技术持续升级，加大海外布局，更加奠定了中国轮胎的全球地位。

轮胎代理商方面，当前受国庆、中秋小长假的因素推动，代理商整体出货情况相比前期有所提升。

代理商批发价格方面趋于稳定，国产品牌多延续前期调涨后的水平，但是二批市场价格仍呈现低位水平，迫使部分商家为了完成第 3 季度的销售目标不得不低价出货。

外资方面部分品牌零售商网络订货会根据区域不同时间段有差异。

值得关注的是，东北地区、新疆相继召开一年一度的冬季胎订货会，商家均有一定量备货。近期原料价格下跌弱化部分轮胎前期或持续涨价的氛围，并有一部分代理商表示高价难以延续，新增备货积极性较上月同期有所下降，持币观望状态居多。

轮胎零售商方面，国庆、中秋小长假将至，终端消费者主动到店进行车辆检测的有所增加，潜在的替换需求逐渐得到显现，零售成交量略胜于前期。

此外，为了吸纳到店量，商家亦主动针对消费者推出买轮胎赠送礼品、价格直接折扣等营销方式来满足车主的多样化需求。

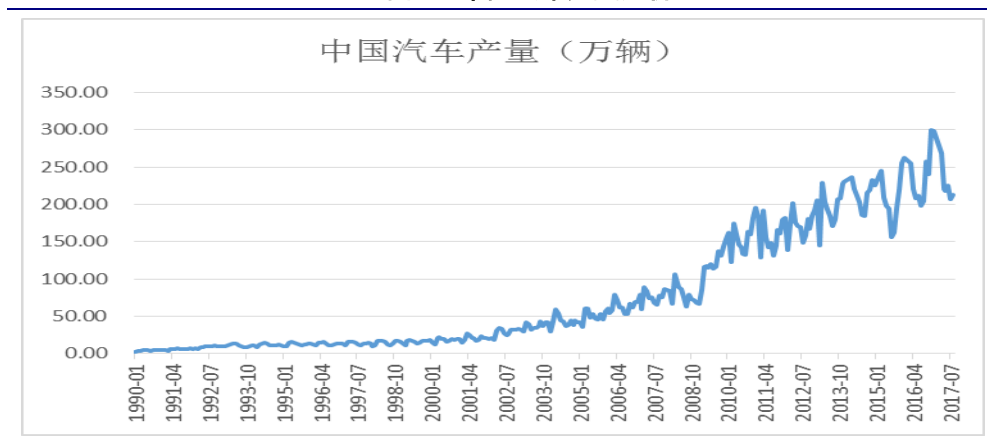
备货方面，基于阶段性销售季和供货商国庆放假状态，库存方面亦已准备充足。

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统计分析，2017 年 8 月，汽车产销环比和同比均呈增长，保持了平稳发展的态势，由于多数企业本月放高温假，汽车销量高出产量近 10 万辆，企业端库存压力有所减缓。1-8 月，汽车产销同比增速继续保持在 4%-5% 的区间。其中：乘用车产销增速在 2%-3%

左右，仍处于低速增长状态；商用车保持 15%-17% 左右，维持了快速增长势头。

8 月，汽车生产 209.26 万辆，环比增长 1.61%，同比增长 4.84%；销售 218.60 万辆，环比增长 10.89%，同比增长 5.27%。其中：乘用车生产 178.96 万辆，环比增长 1.76%，同比增长 3.55%；销售 187.52 万辆，环比增长 11.72%，同比增长 4.12%。商用车生产 30.30 万辆，环比增长 0.76%，同比增长 13.19%；销售 31.08 万辆，环比增长 6.15%，同比增长 12.81%。

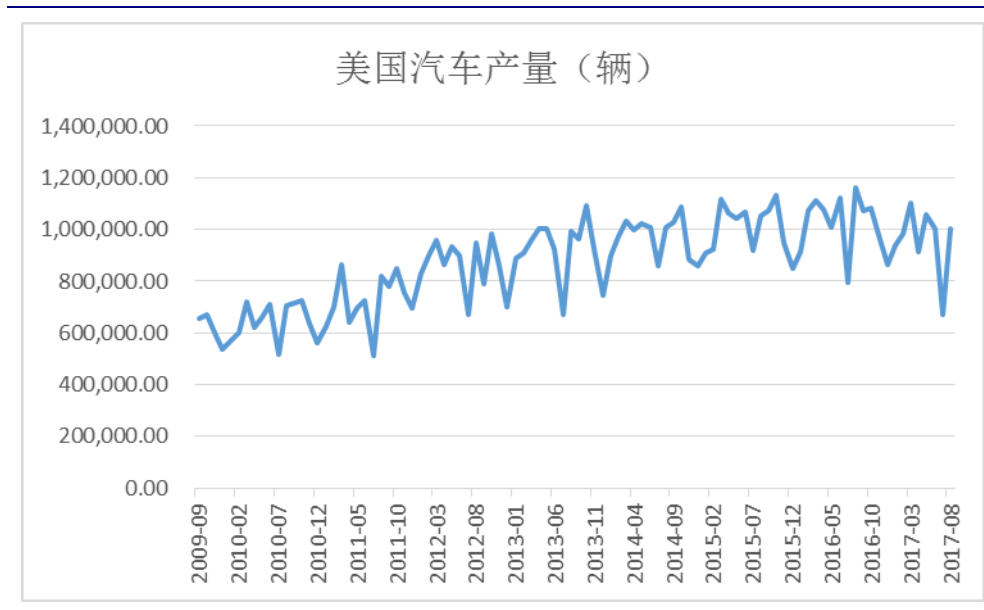
1-8 月，汽车产销 1767.83 万辆和 1751.11 万辆，同比增长 4.67% 和 4.25%。其中乘用车产销 1503.08 万辆和 1480.74 万辆，同比增长 3.06% 和 2.23%；商用车产销 264.74 万辆和 270.37 万辆，同比增长 14.84% 和 16.91%。

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 2 年创下销售纪录后，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。

过去 6 个月里，汽车工厂的产量一直在减少，而下半年的状况只会更加令人心惊。

产量减少意味着裁员，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，这些下滑数据表明，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。更高利率和财政政策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。

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。

减少汽车工厂工作岗位，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。本月早些时候，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，预计下一年汽车年销量将减少 1700 万辆，这是 2014 年以来首次出现这样的情况。

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。

但随着燃油价格下跌，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。

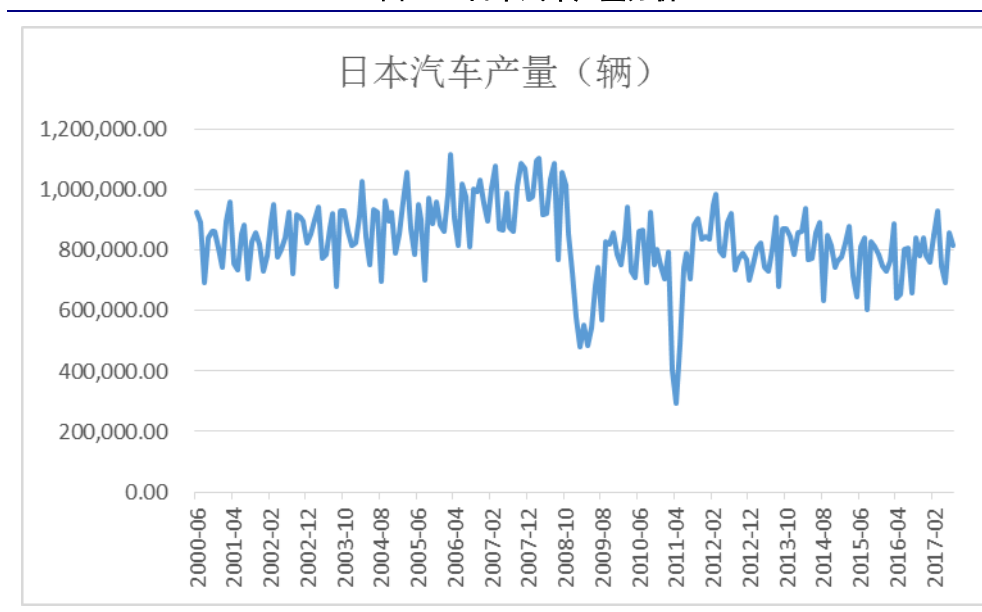
今年，为了进行测试，通用汽车增加了一小道工序，把 Bolt 转变成了自动驾驶汽车。当时，工厂员工都很受鼓舞。

在没有新岗位情况下，自动驾驶汽车方面的新增项目受到了还有富余产能的工厂欢迎。

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。

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。

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。

在中国几年前一直是欧美系汽车厂商的轿车和大型车相对受欢迎。但是随着市场日益成熟，日系车特长的 SUV 和故障较少的小型车越来越受欢迎。

由于本田很早在中国投放 SUV，销量实现了增长。目前在中国对于排量在 1600cc 以下的小型车，消费者购车之际可获得补贴。本田的主力车型中，很多都属于减税对象车，这也是本田业绩坚挺的主要原因之一。

丰田的小型车“卡罗拉”也是减税对象车，目前正在广州建设新工厂。

在华销量最高的日系车企日产的销量也同比增长 6% 至 80 万辆。中国是全球最大的汽车市场，对日产来说也是重要市场，今后将强化纯电动汽车（EV）等汽车的销售。

中国汽车市场今年的新车销量有望比 2015 年增长 6% 至 2604 万辆。

中国的新车销量在 2009 年超过美国，成为在全球新车销量约 3 成的最大汽车市场。

得益于小型车减税政策的效果，新车销量持续扩大，但是该政策将于年内到期。

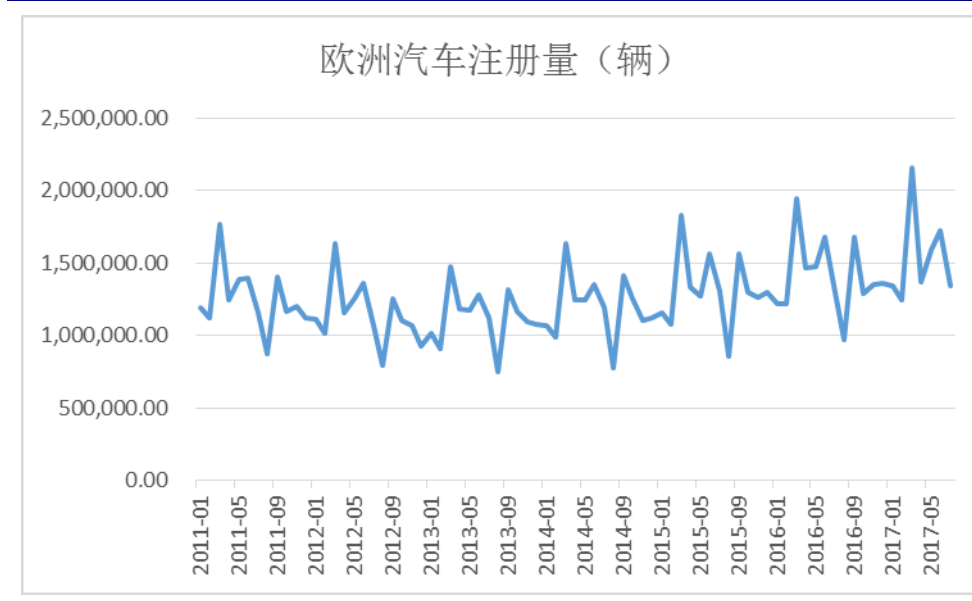
日本国内受少子化和年轻人远离汽车等因素影响，难以大幅增长。

能否在中国保持坚挺势头，将左右着日系各车企今后的增长。

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

据美媒 9 月 14 日消息报道，欧洲汽车行业数据报告于当日新鲜出炉。

报告显示，8 月欧洲新车销售量同比增长 5.5%，高于 7 月 2.6% 的增幅。

总部位于布鲁塞尔的欧洲汽车制造商协会（AECA）称，今年 8 月，欧盟(EU)和欧洲自由贸易联盟（EFTA）国家的新车注册量增至 903,143 辆，7 月则为 11.9 万辆。1 至 8 月新车注册量增长了 4.4%，达到 1056 万辆。

欧洲最大的两个汽车市场，德国汽车销量增长 3.5%，而英国则下降了 6.4%，7 月降幅为 9.3%。法国销售量增长了 9.4%，意大利上升了 16%，西班牙注册量增长了 13%。但在其他市场，爱尔兰因为英国进口的二手车大量涌入，影响了新车销售，注册量下降了 21%，比利时的市场下跌了 8.1%，罗马尼亚销售量下降了 3.3%。

据路透社 9 月 5 日报道，9 月 4 日，德国汽车运输管理局(KBA)在柏林公布，德国这一欧洲最大的汽车市场 8 月份新车注册量增长，达到了 8 年来的最高水平。

德国和欧洲其他汽车市场的情况十分有利，因为就业率和工资都在上涨，利率走低。直到今年年底，预计这一趋势不会有大变化。

根据英国汽车制造商协会（SMMT）公布的数据显示，英国 8 月份新车销量连续 5 月下滑。8 月份，英国新车销量达到 76,433 辆，与去年同期相比下滑 6.4%；1-8 月份累计销量达到 1,640,241 辆，同比微跌 2.4%。

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。

高处不胜寒

2017年10月9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

目前 WTI 油价也是再次来到 50-55 美元/桶的震荡上沿区间，之前数次来到此高位附近，皆开始调头向下；同时结合基本面来看，目前市场仍是利空因素较多，比如美国原油产量再次增加，出口量创新高，原油库存仍处于纪录高位，OPEC 短时间可能不会采取进一步措施减产，利比亚最大油田恢复生产，以及美元近期走势强劲等。所以近期大概率会出现回落，而今年油价区间震荡可能是常态。

1. 国际原油期货价格走势回顾

1.1 利好刺激油价 9 月走高

图 1: WTI 原油期货主力合约价格走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

9 月份，国际原油期货价格一路上扬，9 月 28 日主力合约最高上冲至 52.86 美元/桶，较 8 月 31 日的低点 45.58 美元/桶，上涨了 7.28 美元/桶，涨幅达 16%。

月初，因飓风“哈维”退场，墨西哥湾炼厂陆续开工，缓解了部分原油库存的压力，同时墨西哥湾向美国中西部地区输送成品油管道的主要管道也开始重启，油价因此止跌企稳。

月中，IEA、EIA、OPEC 三大机构纷纷发布月报，上调了后市全球石油需求预期。而 OPEC 月报显示产量下降，并且在考虑延长减产协议，多重利好刺激下，油价持续反弹。

月末，OPEC 在维也纳举行的减产监督会议未对延长减产协议作出决定，也没有对原油出口方面达成任何最终决定，市场再次担忧油市供给过剩，并且 WTI 油价也来到了关键点位，因此在国庆期间，油价大幅下挫，WTI 主力合约从 9 月 28 日最高 52.86 美元/桶下滑至 10 月 6 日最低 49.1 美元/桶，最大跌幅达 7.1%。

2. 原油市场基本面分析

2.1 三大机构上调原油需求

图 2：三大机构预测全球原油需求情况



数据来源：IEA, EIA, OPEC, 兴证期货研发部

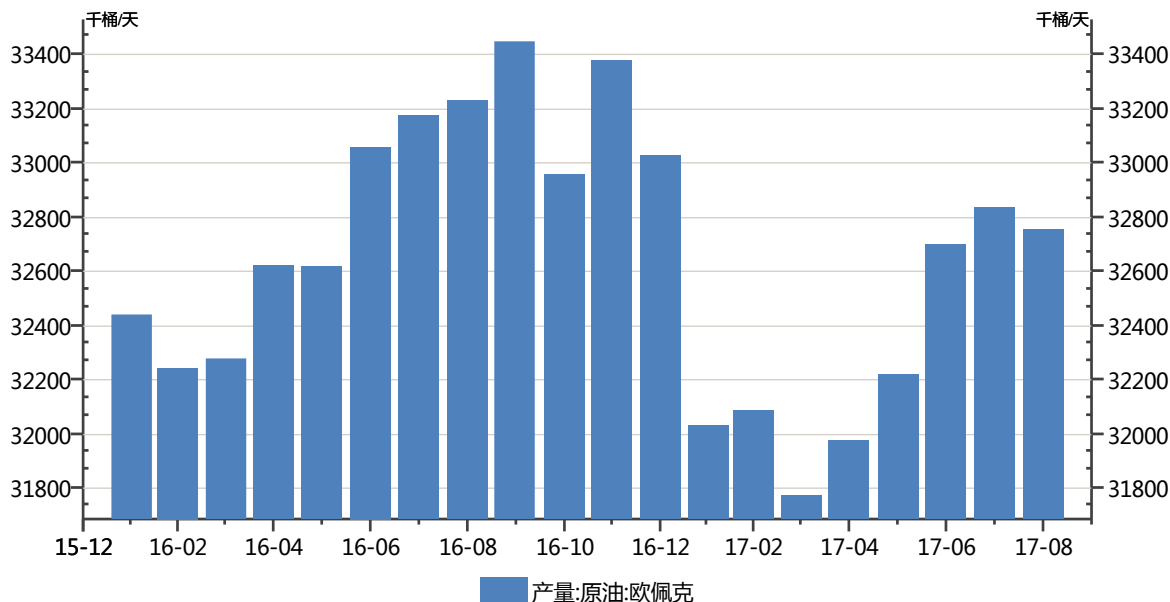
在 9 月中旬三大机构发布的最新月报中，IEA 将今年全球原油需求增长预期上调 10 万桶/日至 160 万桶/日。全球原油供应在 8 月份下降 72 万桶/日，为四个月来首次下降，主要受非 OPEC 影响。非 OPEC 产油国 8 月份减产执行率达到 118%，减产量首次完全达到协议目标。非 OPEC 产油国 8 月份的合计日产量较 7 月份减少了大约 27 万桶。

EIA 将今年全球原油需求增速预期下调 7 万桶/日，同比仍增长 135 万桶/日，将明年上调 8 万桶/日，同比增长 169 万桶/日。EIA 预计今年美国原油产量将上涨 40 万桶/日；明年产量将上涨 59 万桶/日；今年美国原油需求增速预期为同比增长 35 万桶/日。

OPEC 月报将今年全球原油需求增长预期由 137 万桶/日上调至 142 万桶/日；将明年全球原油需求增长预期由 128 万桶/日上调至 135 万桶/日。上调明年全球原油需求预期至 3280 万桶/日，并预计中国、欧洲的需求增长。将 2018 年非 OPEC 供应增长预期由 110 万桶/日下调至 100 万桶/日。

2.2 豁免国是影响 OPEC 产量的关键因素

图 3: OPEC 原油产量



数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

OPEC 月报显示其 8 月份的原油产量环比减少了 7.9 万桶/日至 3276 万桶/日。这主要是受到利比亚内乱影响,使得 OPEC8 月减产率得以提升。Sharara 油田是利比亚最大的油田,6 月份利比亚原油产量一度上升至 100 万桶/天,是去年中期的 4 倍以上,而 Sharara 油田产量达到 28 万桶/日。今年以来,由于武装组织、安全问题和抗议活动的封锁,Sharara 油田多次关闭或部分关闭,同时利比亚目前也不受 OPEC 的减产限制,所以该国的原油产量波动幅度很大,对 OPEC 乃至全球原油的供应有较大的影响。

2.3 OPEC 短期可能不会有进一步措施

另外 9 月下旬,OPEC 在维也纳举行了减产监督会议,会议上各国油长并未对延长减产协议作出决定,尽管讨论了监控原油出口量的提议,不过未达成最终决定。

会议上,一些油长都发表了讲话,科威特油长表示,在 11 月会议前还不能确定是否将延长减产,可能要等到下次会议再决定是否延长减产协议。但他同时表示 OPEC 没有深化减产协议的理由。他建议利用出口水平来核实产量数据。

尼日利亚油长指出,减产执行率高、需求增长减少了利比亚、尼日利亚对油市的影响。尼日利亚目前产能约 169 万桶/日,一旦产能达到 180 万桶/日,将立刻加入减产,他补充不知道尼日利亚产能何时能稳定在 180 万桶/日。他表示如有必要,OPEC 将在 3 月解决延长减产协议的问题。

阿尔及利亚油长认为减产协议的效果开始显现,阿尔及利亚决定遵守减产配额。他补充,出口监测或许能用来评估减产履约率,但 OPEC 暂未达成对监测出口的最终决定。

利比亚油长表示，利比亚局势仍未稳定，OPEC 仍在评估减产协议的各种选择。

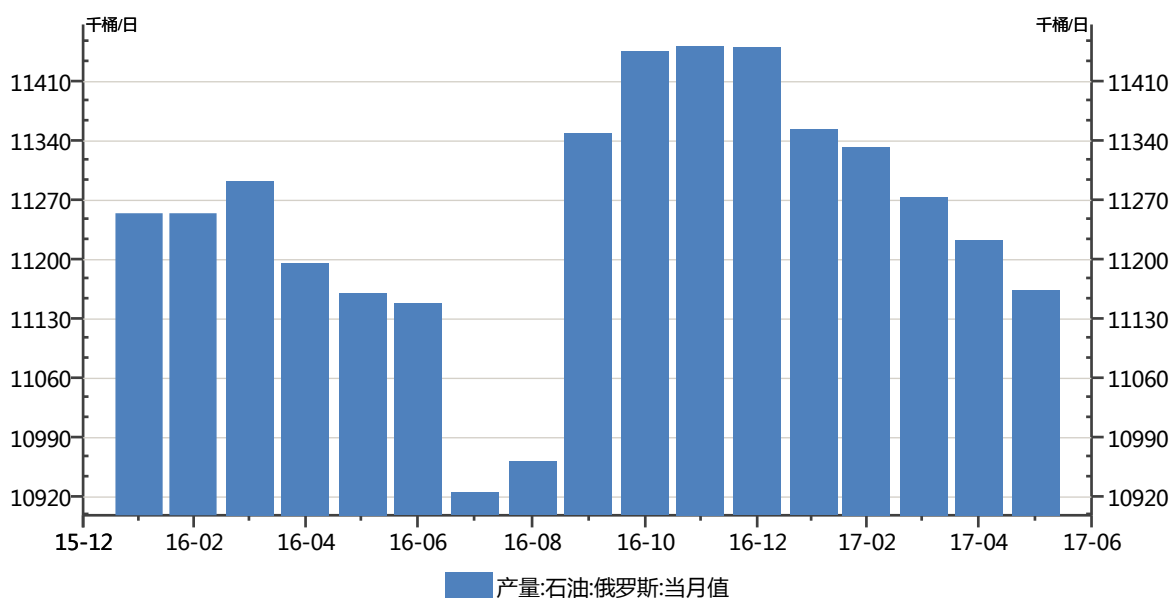
委内瑞拉油长称，油市正在强势恢复，OPEC 与非 OPEC 国家考虑了减产协议的相关选项，包括延长减产协议。

俄罗斯能源部长诺瓦克称，讨论了延长减产协议这个选项，但目前作出决定还为时尚早，可能不会在 2018 年 1 月之前，就去决定延长石油减产协议。他补充，与 OPEC 具共识的减产协议将在某个时间点结束；随着市场平衡协议将渐进式结束，而结束的最佳时间点是在需求高企时。

从会议结果来看，OPEC 仍在审时度势，短期可能不会有大的举动来进一步对原油产量和出口量进行限制。

2.4 俄罗斯原油产量与出口量情况

图 4：俄罗斯石油产量



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，兴证期货研发部

据俄罗斯能源部的数据显示，8 月份俄罗斯原油产量为 1091 万桶/日，环比下滑 40 万桶/日，同比上升 190 万桶/日。OPEC 预测俄罗斯三季度保持在 1098 万桶/日的水平，而 EIA 预测值为 1113 万桶/日。7 月份俄罗斯原油出口量减少至 774.3 万桶/日，环比下降 11.7 万桶/日。

2.5 美国原油产量再次回升，出口量创纪录

图 5：美国原油产量



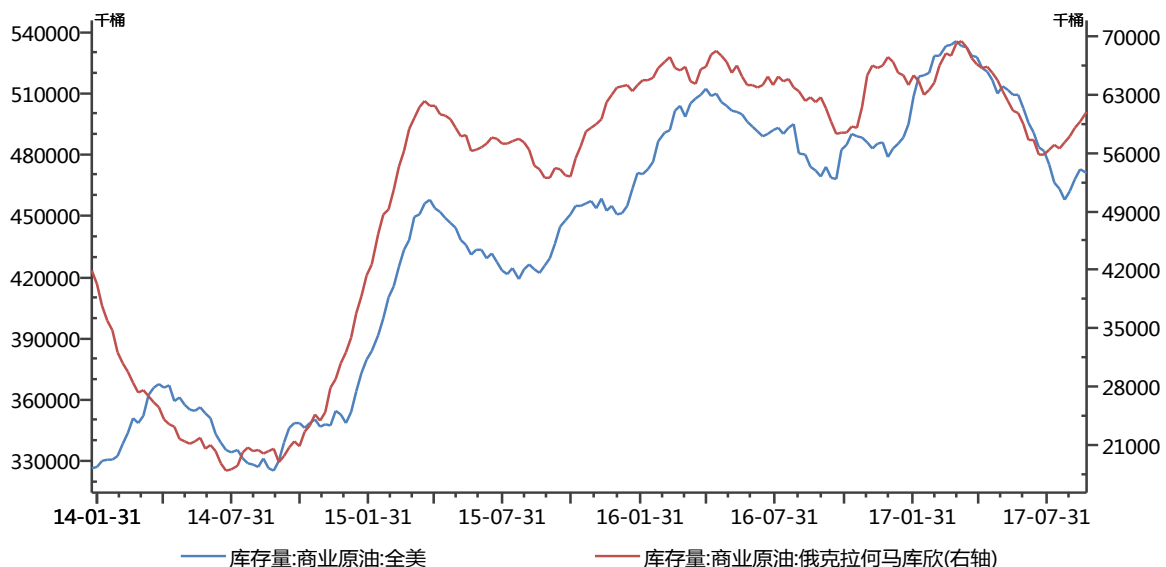
数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，兴证期货研发部

EIA 发布的最新周报显示，美国原油产量继续回升至 956 万桶/日的高位，连续第四周上升，同时也是 2015 年 7 月以来最高水平。另外美国原油日均出口量也猛增至 198 万桶，比去年同期高 154.4 万桶，今年以来，美国原油日均出口量 81.4 万桶，比去年同期高 69%。这些利空信息使得市场再次对供应过剩产生担忧，因而国庆假日期间，外盘油价也大幅回落。

2.6 库存意外下降，但难抵消利空影响

图 6：美国原油库存



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，兴证期货研发部

另外从库存数据来看，截至 9 月 29 日当周，美国原油库存减少了 602.3 万桶，近七周以来新低，市场预估为减少 75.6 万桶。美国原油主要交割地库欣库存增加 152.5 万桶，连续 6 周录得增长，且创近 29 周以来新高。美国汽油库存增加 164.4 万桶，创近 8 周以来新高，市场预估为增加 108.8 万桶。美国精炼油库存减少 260.6 万桶，连续 5 周录得下滑，市场预估为减少 181.3 万桶。

尽管美国国内原油库存意外减少是利好消息，但目前库存仍较 5 年均值高 24%，另外产量又开始增加叠加出口创纪录，抵消了库存下降的利好影响，从而带动油价回落。

3. 总结

目前 WTI 油价也是再次来到 50-55 美元/桶的震荡上沿区间，之前数次来到此高位附近，皆开始调头向下；同时结合基本面来看，目前市场仍是利空因素较多，比如美国原油产量再次增加，出口量创新高，原油库存仍处于纪录高位，OPEC 短时间可能不会采取进一步措施减产，利比亚最大油田恢复生产，以及美元近期走势强劲等。所以近期大概率会出现回落，而今年油价区间震荡可能是常态。

基差持续走强，关注商品变化

2017年10月9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

9月份PTA期货价格有所下跌，基本面变动不大，供应端持稳，翔鹭、远东重启等利空因时间较远，整体影响有限。需求一侧持续放量，尽管涤丝产销偏低，但库存利好下，聚酯负荷不减反增，使9月PTA社会库存继续去化。月末，受资金大幅流出以及商品市场情绪影响，期货价格有较大回落。但基本面尚可下，表现较为抗跌。

操作建议上，终端成交逐步放量，预计10月聚酯开工将维持高位，PTA供需仍以紧平衡为主，社会库存不会有大幅增加。PTA基差持续走强，货源紧张现象仍在，加之大量净空席位离场，尽管商品整体弱势，PTA预计将保持抗跌状态。TA可暂时离场观望，或做多头配置，一五可暂观望，后期若有装置年检或意外故障，仍有可能再度拉升。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

1、PTA

1.1 生产与库存方面

9月份,随着前期检修工厂重启,加之国内 PTA 装置涉及检修不多,主要有虹港石化 150 万吨以及个别装置的短暂停车及降负荷, PTA 工厂负荷环比继续上升。全月而言,9 月月均负荷在 74%左右,环比上升 2%,月产量约为 301 万吨。

PTA 需求方面,聚酯厂全月负荷约在 90%附近,环比同样上升 2%,聚酯产量约在 340 万吨左右,对应 PTA 需求在 300 万吨附近,加上 PTA 进出口以及 PTA 在其它领域的消耗,在 9 月份,PTA 供需大体持稳,去库存略微去化,社会库存约有 5-10 万吨的降幅。

10 月份,PTA 供给方面,目前检修计划已确定的装置有仪征化纤、汉邦石化和三房巷几套装置,远东及翔鹭 10 月重启概率偏低,11 月重启概率较高,同时逸盛的装置存在年检可能。据此推算,10 月月均负荷或持稳在 75%左右,预计 10 月份产量在 300 万吨上下。

需求方面,截止 9 月底,聚酯负荷稳中有升至 90%高位,同时存在涤丝的旺季预期,预计涤丝一侧负荷会稳中有涨,但瓶片或因淡季和反倾销影响有所降负,综合估计,聚酯负荷月均负荷将在 89%附近,对应 PTA 需求量在 300 万吨左右。

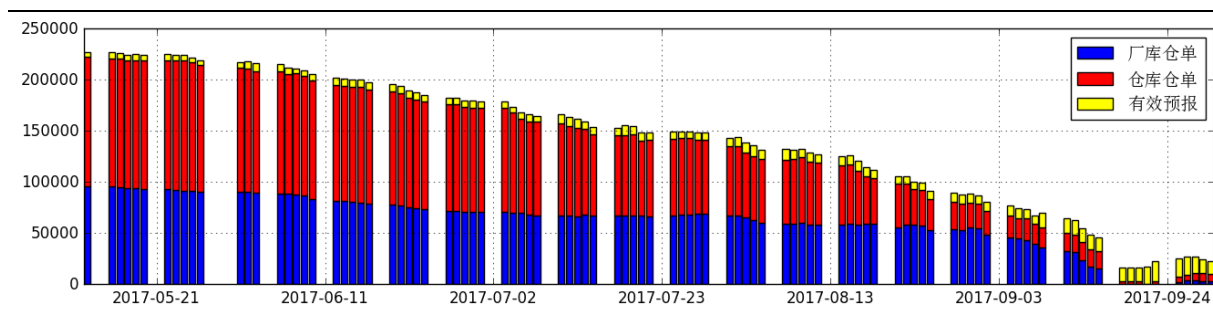
10 月份 PTA 供需或呈现平衡状态。

表 1: 近期检修装置一览

企业名称	产能	地点	备注
翔鹭石化	150	漳州	8.31签订重组协议,开车计划逐步落实中,初步预计11-12月份恢复部分产能
	150		
	150		
仪征化纤	65	仪征市	计划10.10起检修35天
远东	60	绍兴	PX陆续到货中,初步预估11月下旬开车
	60		
	60		
	140		
三房巷	120	江阴	正常运行,10.10起检修15天左右

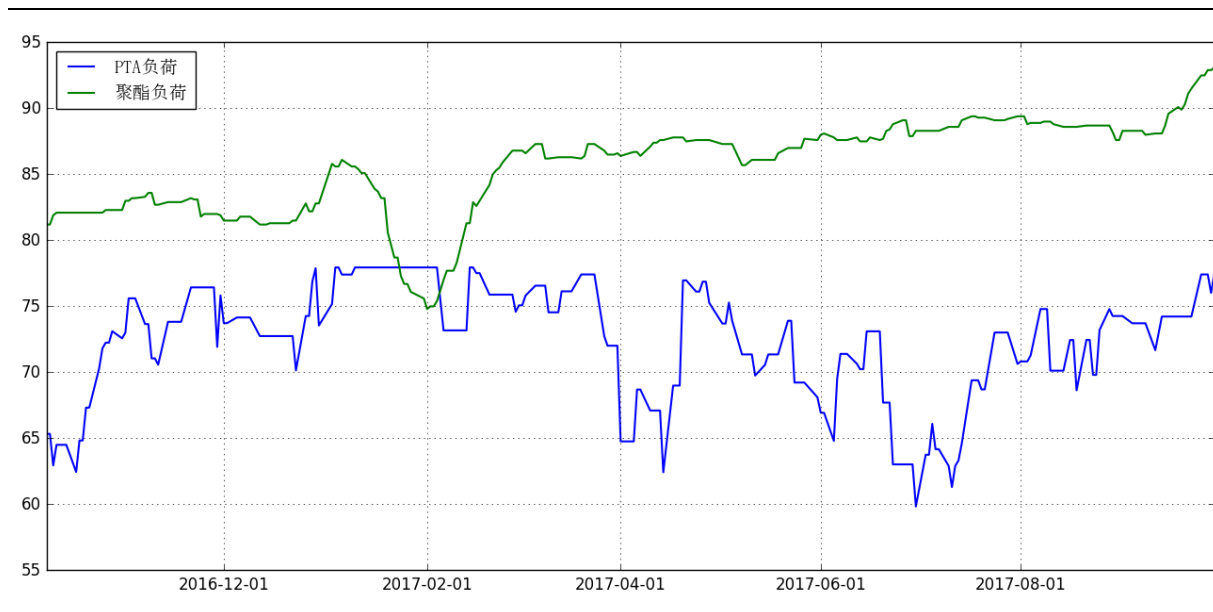
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 1: 现货紧缺, 仓单生成缓慢



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

图 2: PTA 负荷回升, 聚酯负荷稳中有升



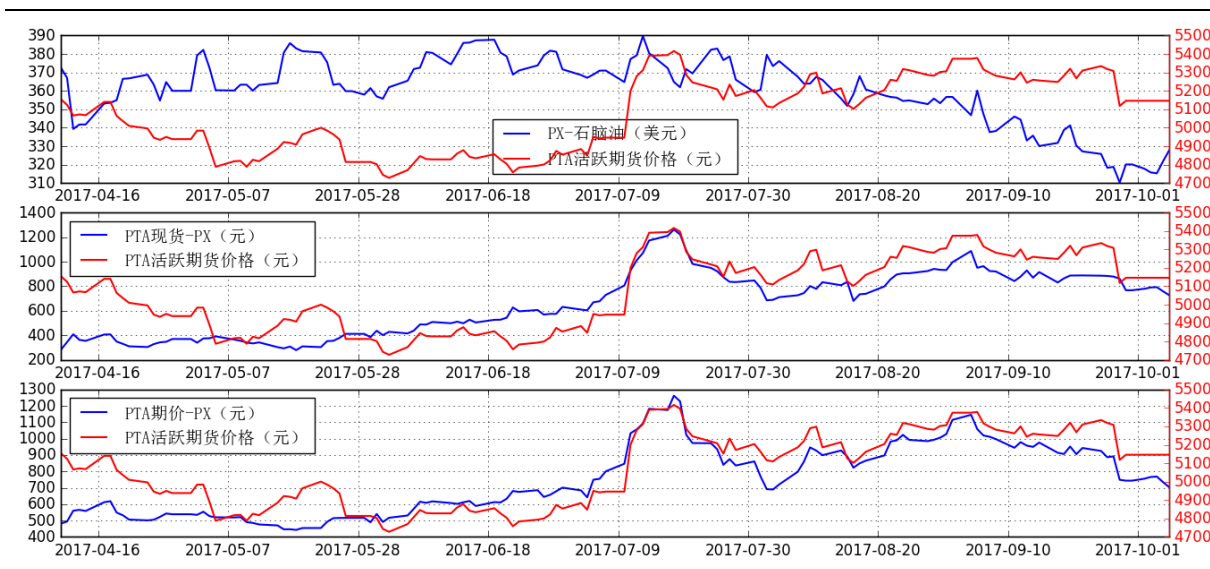
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

9 月 PTA 现货价格稳中有涨, PTA 现货月均价 5233 元/吨, 环比上涨 100 元/吨, CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 846 美元/吨, 环比上涨 17 美元/吨, 9 月月均加工差在 894 元/吨上下, 环比上涨 90 元/吨。9 月 ACP 谈成在 820 美元/吨, 按 ACP 计算, 9 月加工差在 913 元/吨上下, 环比上涨 60 元/吨。

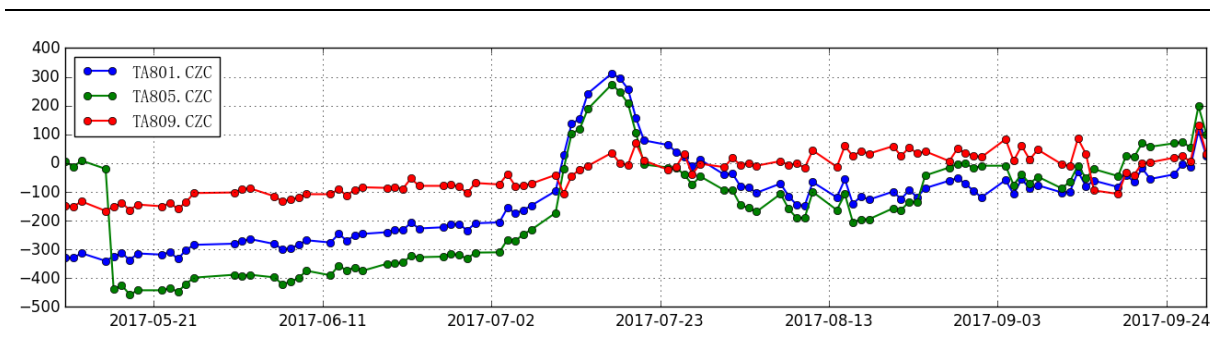
10 月份, PTA 成本方面, ACP 谈判失败, 但后期 PX 装置检修偏少, 社会库存较高, 供应充足, 价格上涨动力较弱。而下游 PTA 仍库存偏低, 在 100 万吨偏下的水平, 仓单生成缓慢, 货源时有紧张, 尽管 9 月末随橡胶等商品, PTA 价格有较大回落, 但基本面尚可下, PTA 下跌空间较为有限, 10 月 PTA 加工差或持稳为主。

图 3：裂解价差维持低位，PTA 加工差随价格回落而回落



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

9 月份，聚酯产品价格大幅上涨，切片、POY、FDY、DTY 月均价有 300-500 元/吨不等的涨幅，价格走势上先强后弱，月中达到价格最高点，月末有所走弱。聚酯厂库存稍有抬升，随价格上涨，产销持续走低，但国庆节前，随着价格回落以及节中备货需求，产销明显放量，库存再度得到释放，重回前期低点。月均库存而言，POY、FDY、DTY，均较 8 月下滑 3-6 天不等，其中 DTY 月均库存下降最多到 6 天。

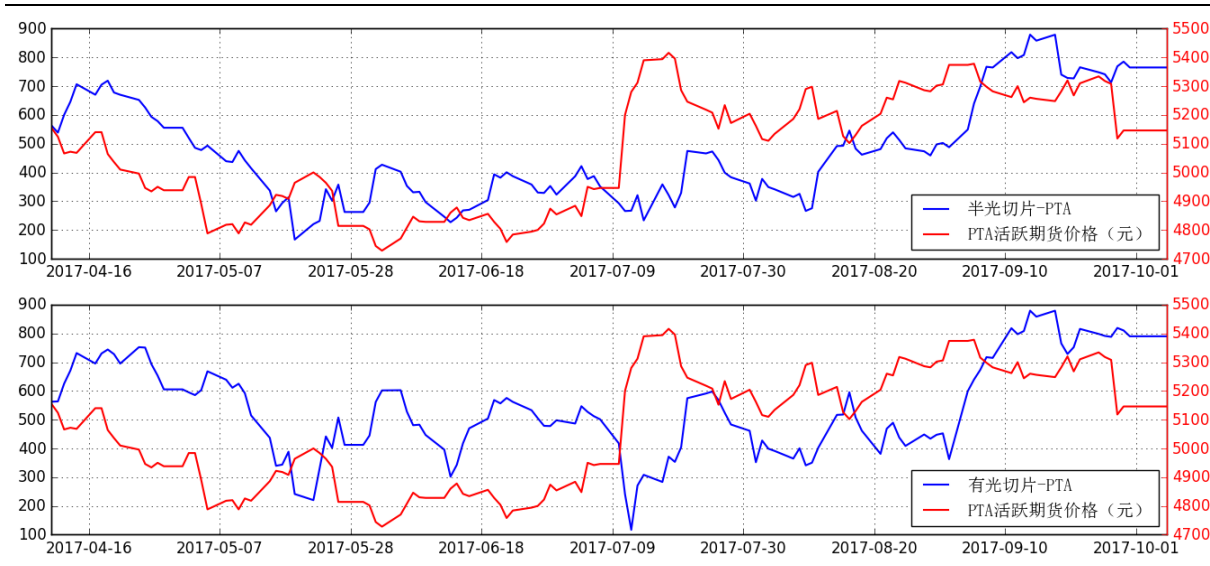
聚酯切片方面，月均价而言，半光切片在 7786 元/吨，有光切片在 7803 元/吨。月末在 7700 元/吨和 7750 元/吨。

涤纶长丝方面，月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8614 元/吨、9254 元/吨和 10232 元/吨。月末在 8465 元/吨、9040 元/吨和 10220 元/吨。

涤纶长丝库存方面，月均而言，POY、FDY、DTY 分别在 3.59 天、6.74 天和 14.1 天。月末在 4 天、8.2 天和 13.6 天。

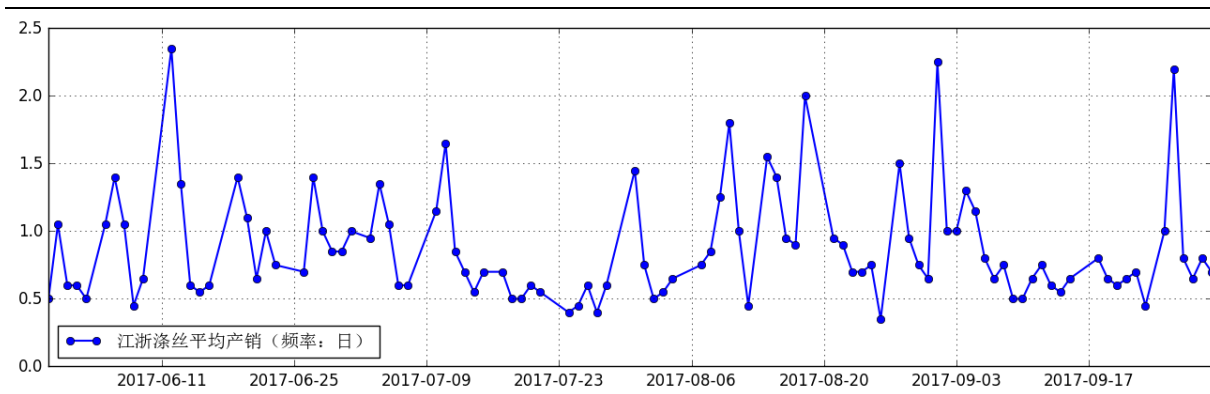
10 月份，随环保撤离及旺季预期，预计各地坯布成交氛围将延续 9 月底继续好转，目前萧山圆机和海宁经编已有旺季需求体现，其它如吴江喷水、常熟经编、长兴喷水等氛围仍偏弱。目前工厂产品库存尚可，预计各地织造负荷能维持高位。节日期间终端放假安排较少，预计节前备货能顺利消化，节后有补原料需求。综合评估，10 月涤纶刚需有较强支撑，但投机性上需要关注成本端能否形成动力。

图 5: POY、FDY、DTY 加工差随原料回落而持稳



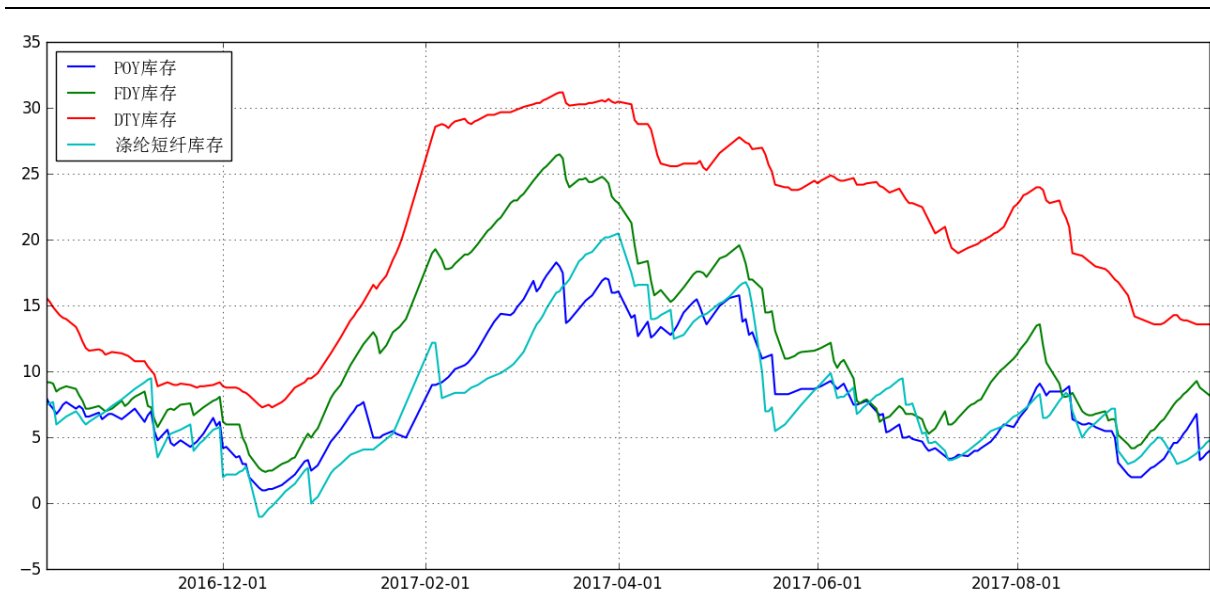
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 6: 江浙长丝产销清淡, 月末有放量



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 7: POY、FDY、DTY 及涤纶库存继续维持低位



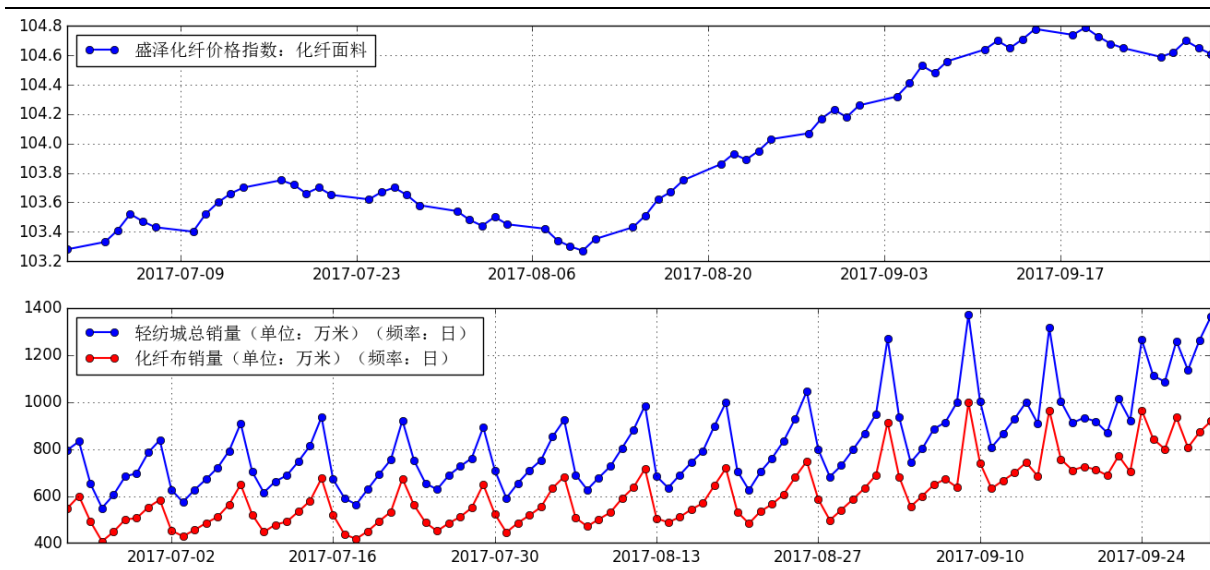
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3、PTA 下游—纺织终端

9 月, 各纺织基地负荷稳中有升, 月末有回升, 截至月末江浙织机、江浙加弹、华南织机负荷分别在在 86%、80%、51%。

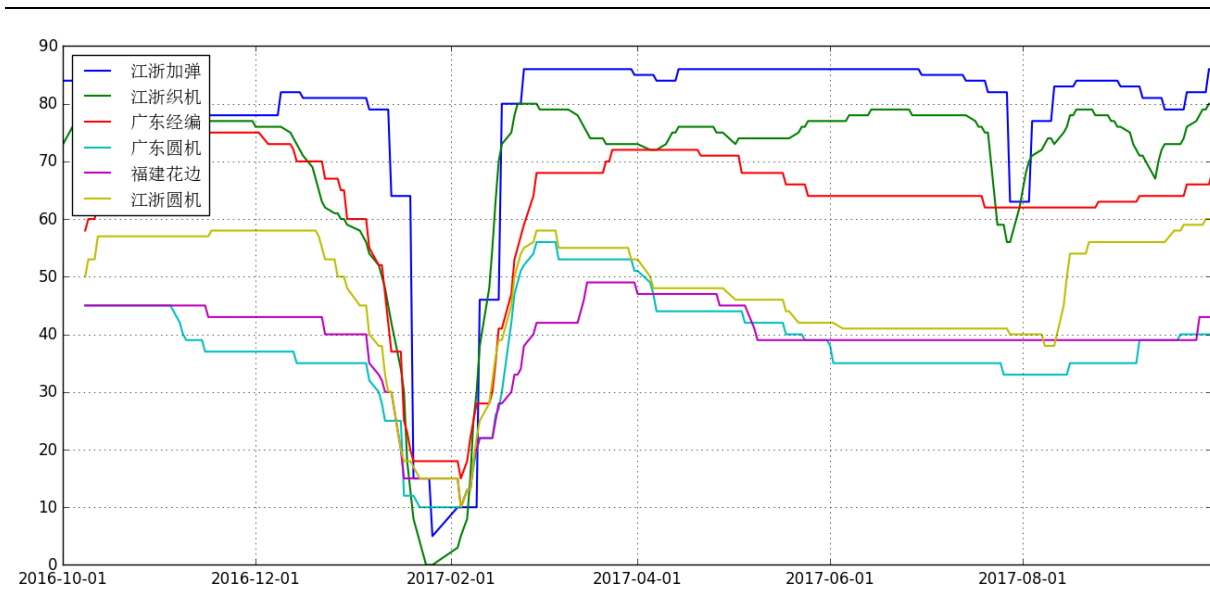
轻纺城数据来看, 9 月坯布市场销量有明显上升, 9 月轻纺城成交总量平均在 1025 万米/天左右, 环比上升 245 万米/天左右, 化纤布成交在 757 万米/天左右, 环比上升 184 万米/天左右。从月内走势来看, 呈现稳步走高态势。

图 8: 盛泽面料指数逐步上扬, 轻纺城成交量呈现明显旺季特征



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

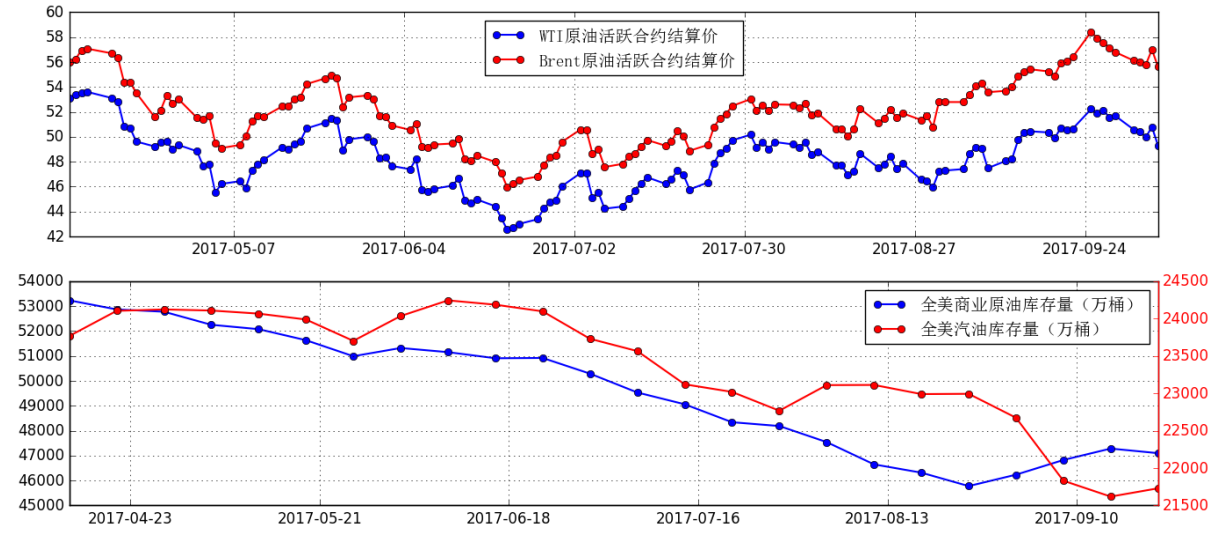
9 月原油市场整体上涨。

月初，市场重心主要在美国飓风问题上，不过由于哈维影响减弱，同时美国墨西哥湾沿岸炼厂逐步恢复生产，加大原油需求，原油价格收涨。

月中，伊拉克表示减产行动有望延长至明年 3 月以后，同时 IEA 将 2017 年全球原油需求增长预估上调至 150 万桶/日，此前报告为 140 万桶/日，今年全球原油需求的增长将快于预期，这将帮助减轻供应过剩，而 2018 年全球石油需求将增长 140 万桶/日，这为多头注入了信心，尽管 EIA 库存上升，但未能组织油价上涨步伐，油价继续收涨。

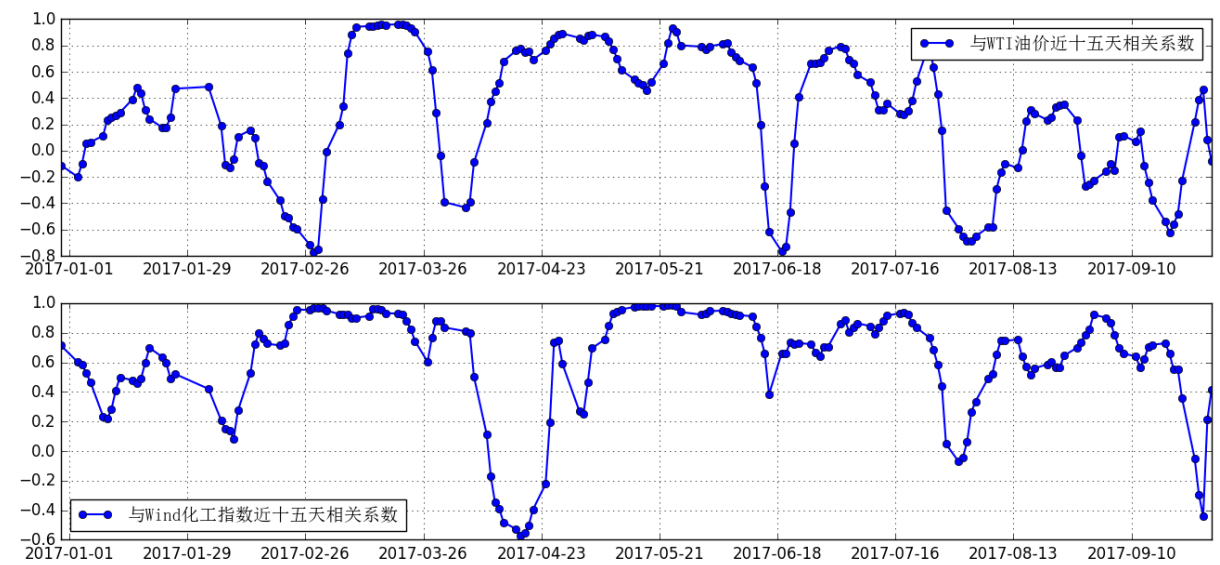
月底，伊拉克库尔德人开始公投后，埃尔多安警告土耳其可能切断伊拉克出口管道，地区局势重燃，油价在此影响继续走高，不过投资者获利了结，限制了上涨幅度。

图 10: 全美汽油库存显著回落, 原油库存略有增加



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



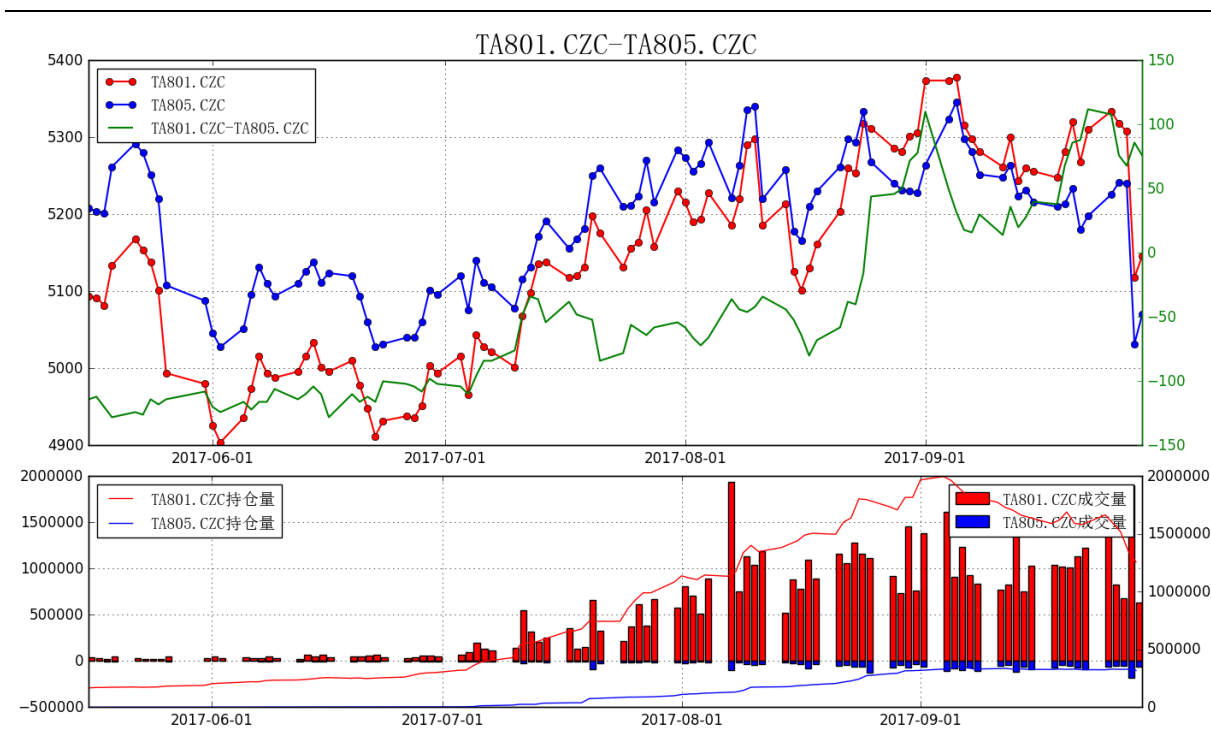
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

5、操作建议

9 月份 PTA 期货价格有所下跌，基本面变动不大，供应端持稳，翔鹭、远东重启等利空因时间较远，整体影响有限。需求一侧持续放量，尽管涤丝产销偏低，但库存利好下，聚酯负荷不减反增，使 9 月 PTA 社会库存继续去化。月末，受资金大幅流出以及商品市场情绪影响，期货价格有较大回落。但基本面尚可下，表现较为抗跌。

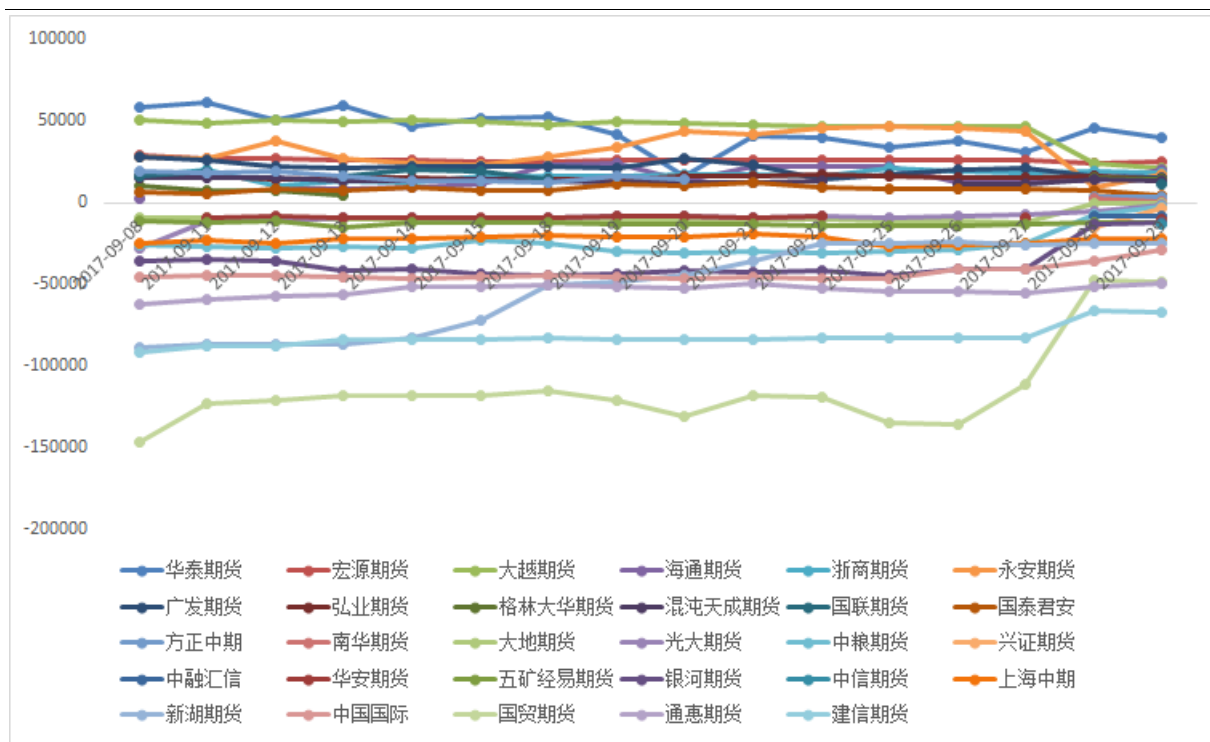
操作建议上，终端成交逐步放量，预计 10 月聚酯开工将维持高位，PTA 供需仍以紧平衡为主，社会库存不会有大幅增加。PTA 基差持续走强，货源紧张现象仍在，加之大量净空席位离场，尽管商品整体弱势，PTA 预计将保持抗跌状态。TA 可暂时离场观望，或做多头配置，一五可暂观望，后期若有装置年检或意外故障，仍有可能再度拉升。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

图 12: TA801 和 TA805 走势图



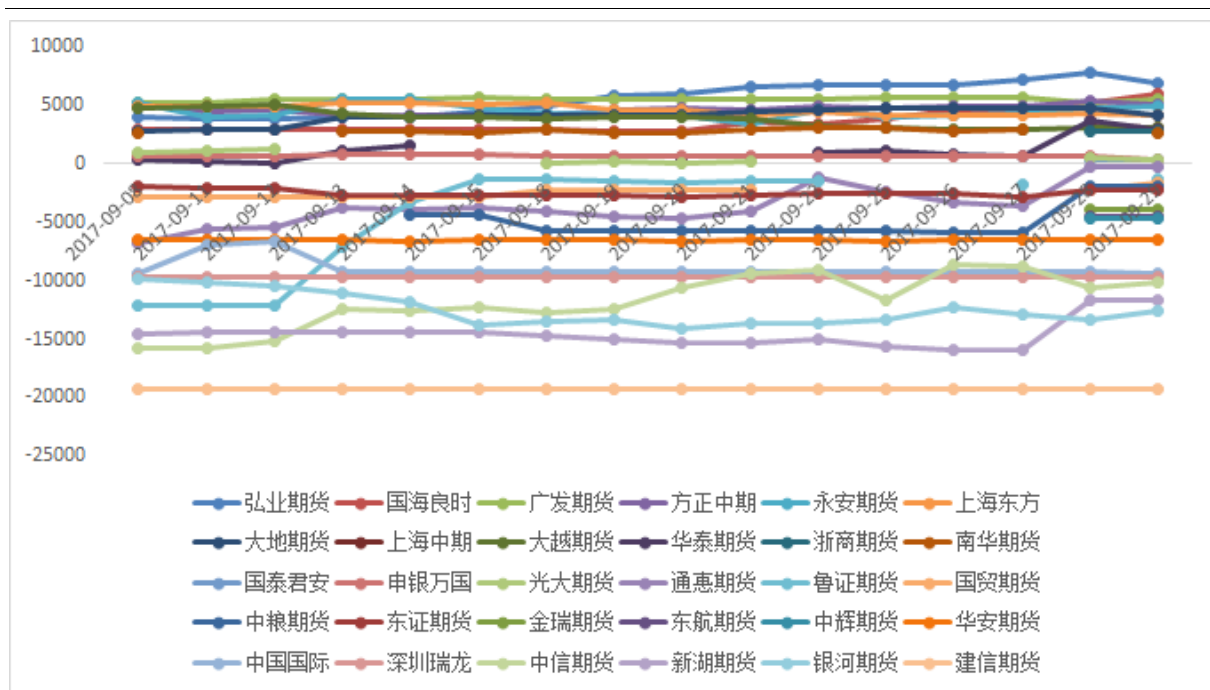
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

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。本报告清晰准确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惟一因素。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。