



兴证期货研发部 2017 理财 11 月报 目录

股指期货	2
结构性机会仍存 期指回调可低吸	2
国债期货	15
10 月期债大幅走弱，11 月或反弹	15
有色金属·铜	24
短期调整后或再度走强	24
铁矿石&螺纹钢	38
取暖季真刀实枪见供需	38
动力煤	49
先进产能释放加快，动煤或偏弱震荡为主	49
原油	60
关注月底会议	60
天然橡胶	66
低位区域性震荡整理	66
PTA	86
装置集中复产	86
豆类油脂	98
油脂维持区间震荡	98
白糖	109
反弹延续	109
玉米&玉米淀粉	116
季节性供应增多，后期价格承压	116
分析师承诺	126
免责声明	126

结构性机会仍存 期指回调可低吸

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

10月共17个交易日,沪指震荡走高至3400点上方,月末受资金面紧张影响承压回落,整体保持震荡中枢上行的趋势,家电、白酒、医药等价值蓝筹重回市场风口,周期板块则继续回撤。纵观十月行情,长假节后市场情绪有所回暖,叠加十九大维稳预期,及三季报披露显示企业盈利依旧向好,市场正面因素偏多。从走势分化来看,各大行业涨跌不一,消费板块延续强势,周期板块领跌,保险、酒类、家电、机场等行业领涨,煤炭、券商、贵金属、造纸板块领跌。最终,10月上证综指涨44.40点涨幅为1.33%至3393.34点,沪深300指数连续6月收涨,涨170.22点涨幅4.44%至4006.72点。

● 后市展望及策略建议

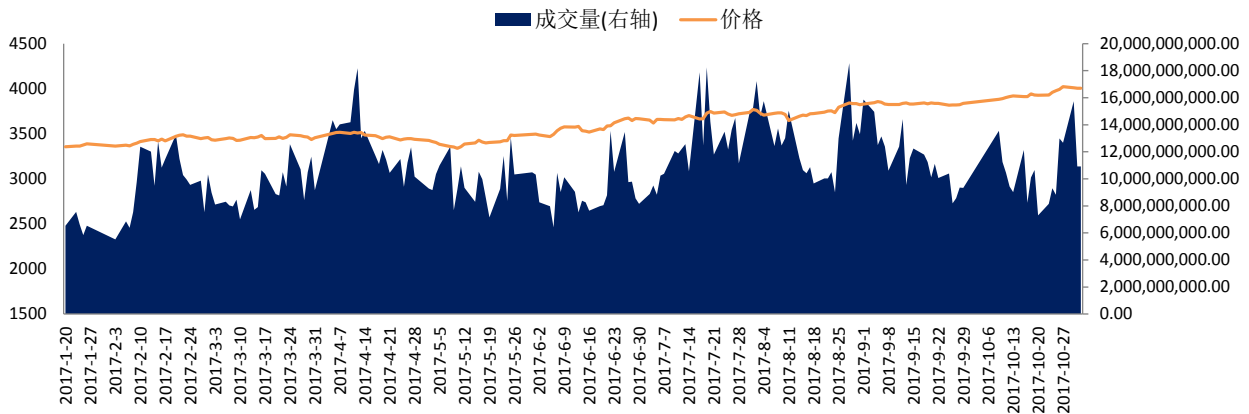
从基本面分析,宏观经济L型韧性较强,未来下行风险有限。政策面上,十九大继续释放偏暖信号,供给侧改革的龙头企业、消费升级、环保、新兴产业以及国企改革主题将有所受益,三季度报披露显示盈利持续改善才是A股长期向好的重要依据。资金面保持紧平衡,预计后续金融监管政策将出台,加上全球过去施行的宽松货币政策有望继续收紧,预计将对权益类资产估值有所压制。综合来看,目前股市基本面仍有企业盈利支撑,3400点附近虽震荡整固,但缩量下跌的空间有限,整体震荡中枢上升的趋势不改,仍有结构性机会,机会仍大于风险,建议继续股票多头思路配置,板块方面建议业绩稳健的金融及电子、医药等大消费板块,我们坚定看好。热点主题可关注新能源汽车、环保及国企改革板块。期指合约基差再度走扩,有基差修复空间,现货下行空间有限,建议保持多头思路,逢低吸纳。仅供参考。

1.股指现货分析

1.1 股指现货回顾

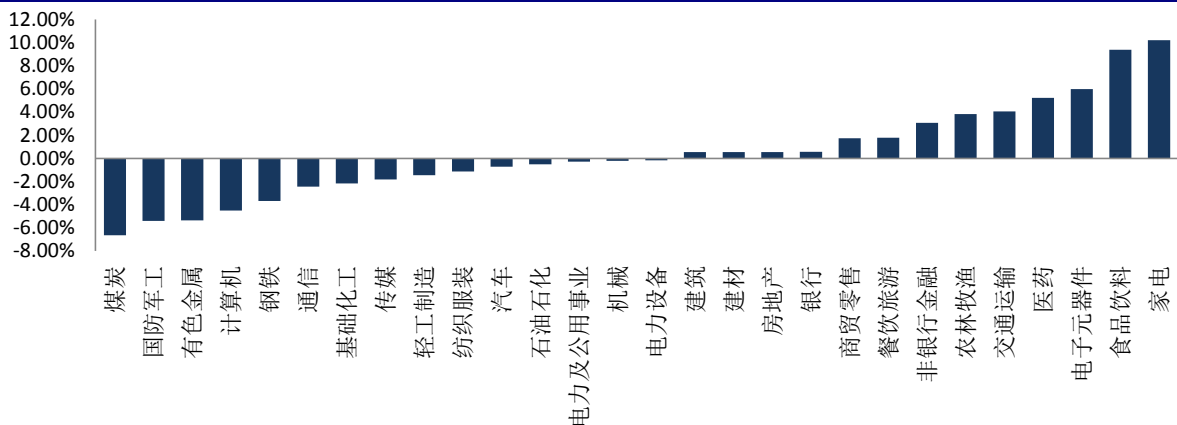
10月共17个交易日，沪指震荡走高至3400点上方，月末受资金面紧张影响承压回落，整体保持震荡中枢上行的趋势，家电、白酒、医药等价值蓝筹重回市场风口，周期板块则继续回撤，最终沪指月线收涨1.33%。纵观十月行情，宏观经济数据整体保持平稳，长假后市场情绪有所回暖，叠加十九大维稳预期，及三季报披露显示企业盈利依旧向好，市场正面因素偏多。从走势分化来看，各大行业涨跌不一，消费板块延续强势，周期板块领跌，保险、酒类、家电、机场等行业领涨，煤炭、券商、贵金属、造纸板块领跌。最终，10月上证综指涨44.40点涨幅为1.33%至3393.34点，沪深300指数连续6月收涨，涨170.22点涨幅4.44%至4006.72点。

图 1：沪深 300 价格及成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：沪深 300 分类行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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	4006.718	1.195201	21.04593	-2.79%	-4.34%
上证综指	3393.342	0.1503562	9.334356	-0.59%	-1.51%
深证综指	2002.284	-0.3666295	1.684649	-0.01%	-2.14%
上证50	2793.712	1.4549	22.16161	-2.88%	-3.81%
中证500	6560.206	-0.6481655	4.734967	0.84%	-0.81%
上海B股	350.5844	-0.2089244	2.569856	1.57%	-0.63%
深圳B股	1216.433	0.6306661	7.868531	-1.46%	-2.88%
恒生指数	28245.54	0.3216814	28.38554	-0.18%	-1.19%
国企指数	11507.72	0.8957937	22.4894	-1.47%	-2.73%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	168.0212	0.6494595	24.42015	-1.95%	-3.17%
亚洲市场除日本	691.958	0.8406101	34.53318	-1.95%	-3.34%
美国市场	2452.15	0.2674135	15.15901	-1.23%	-2.76%
欧洲市场	133.4576	1.460661	8.947914	-1.56%	-3.21%
日本市场	1046.82	0.6596445	14.53172	-3.32%	-6.05%
沪深300分类指数					
能源	1876.403	0.04879183	7.751607	0.69%	1.17%
材料	2607.898	-1.548048	28.4182	1.42%	0.99%
工业	2691.159	1.716872	7.758947	-2.21%	-2.54%
可选	5911.287	1.004249	27.47402	-4.22%	-7.21%
消费	13596.43	3.90507	64.07281	-9.26%	-14.08%
医药	10038.07	-0.1346986	25.92003	-5.40%	-7.96%
金融	6400.15	0.5626843	16.51712	-1.19%	-2.07%
信息	2388.351	3.613066	26.60395	-5.44%	-8.25%
电信	3591.062	7.010903	27.80465	-5.96%	-8.75%
公用	2020.355	-0.9560145	14.61018	-1.29%	-0.85%

数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2. 股指期货回顾

2.1 各期货合约涨跌不一

截止到 10 月 31 日, 以收盘价计算, 10 月各期货合约涨跌不一。IF1711 合约上涨 4.00% 至 3993.8 点; 合约 IF1712 合约上涨 4.00% 收盘至 3990.0 点, IF1803 上涨 4.07% 收盘至 3988.2 点; IF1806 收盘至 3979.4 点。IH1711 合约上涨 3.85% 至 2797.8 点; 合约 IH1712 合约上涨 3.90% 收盘至 2807.2 点, IH1803 上涨 3.86% 收盘至 2823.0 点; IH1806 收盘至 2831.8 点。IC1711 合约下跌 0.60% 至 6507.6 点; 合约 IC1712 合约下跌 0.65% 收盘至 6470.0 点, IC1803 下跌 1.17% 收盘至 6395.8 点; IC1806 收盘至 6328.0 点。

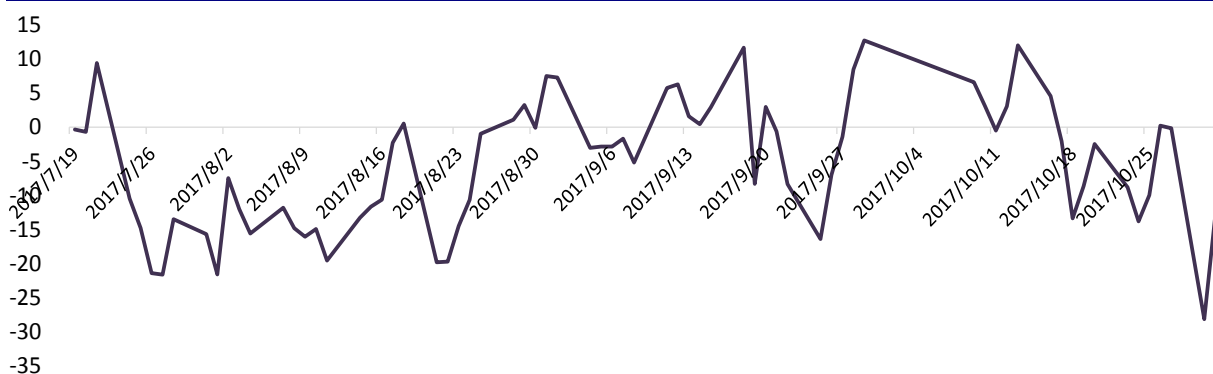
2.2 期货合约总成交量

截止到 10 月 31 日，IF1711 合约成交了 11.43 万手；IF1712 合约成交了 2.53 万手；IF1803 合约成交了 7766 手；IF1806 合约成交 1004 手。IH1711 合约成交了 7.76 万手；IH1712 合约成交了 1.57 万手；IH1803 合约成交了 3125 手；IH1806 合约成交 464 手。IC1711 合约成交了 10.91 万手；IC1712 合约成交了 1.65 万手；IC1803 合约成交 3954 手；IC1806 合约成交 875 手。

2.3 期货合约总持仓量

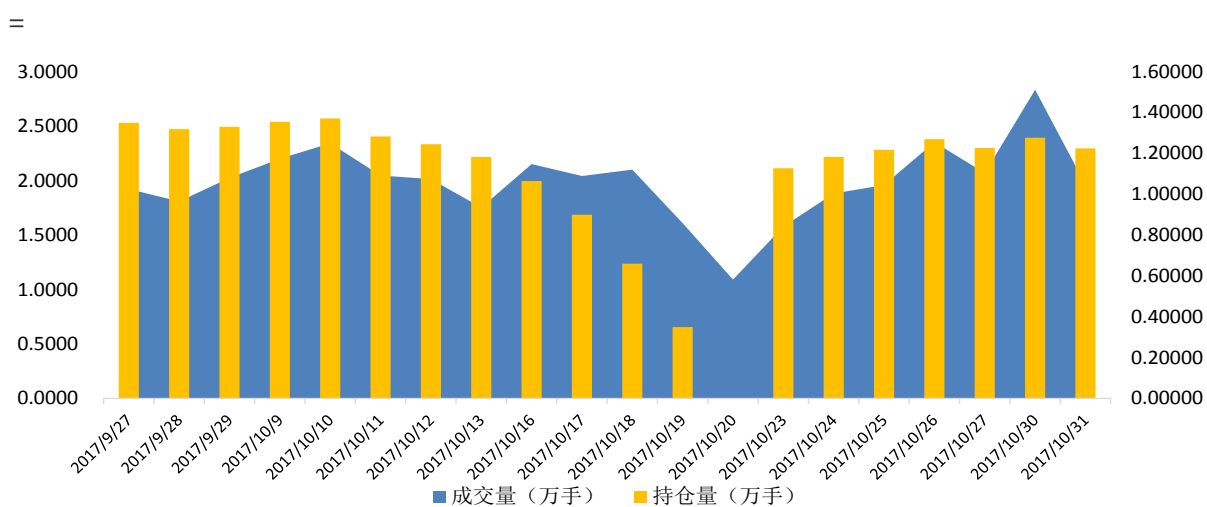
截至 10 月 31 日，合约 IF1711 持仓 2.30 万手；IF1712 持仓 1.47 万手；IF1803 持仓 4242 手；IF1806 持仓 464 手。合约 IH1711 持仓 1.36 万手；IH1712 持仓 7667 手；IH1803 持仓 2352 手；IH1806 持仓 190 手。合约 IC1711 持仓 1.75 万手；IC1712 持仓 8641 手；IC1803 持仓 2373 手；IC1806 持仓 414 手。

图 3：期指 IF 当月合约价差变化



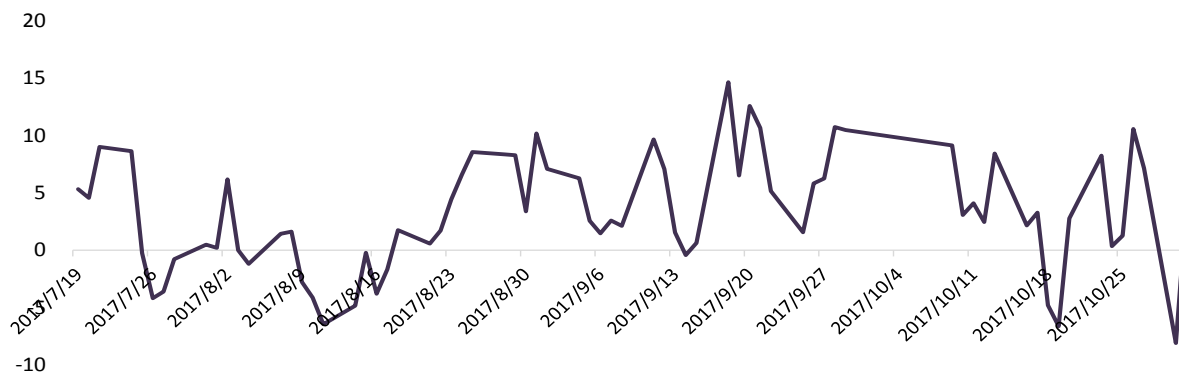
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：IF 当月合约本月成交持仓情况



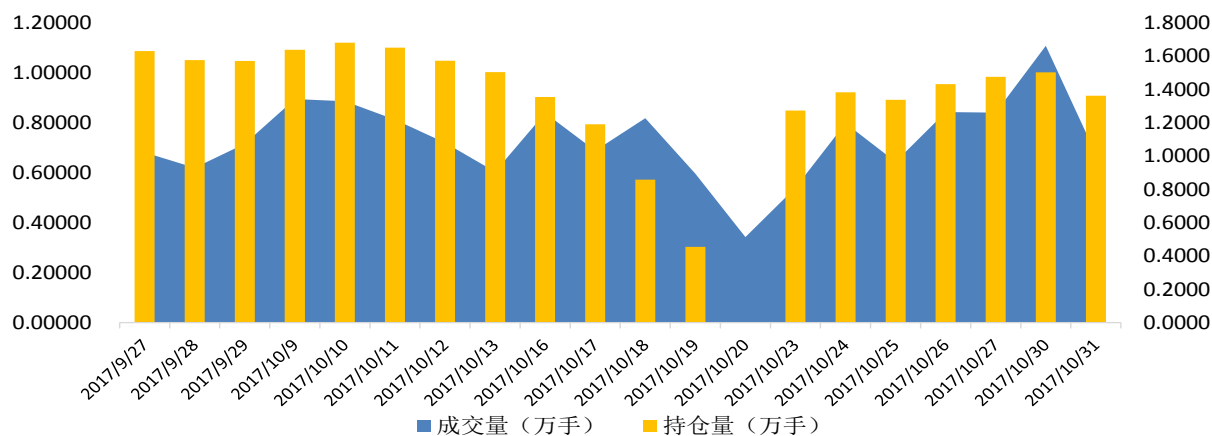
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 期指 IH 当月合约价差变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 当月合约本月成交持仓情况



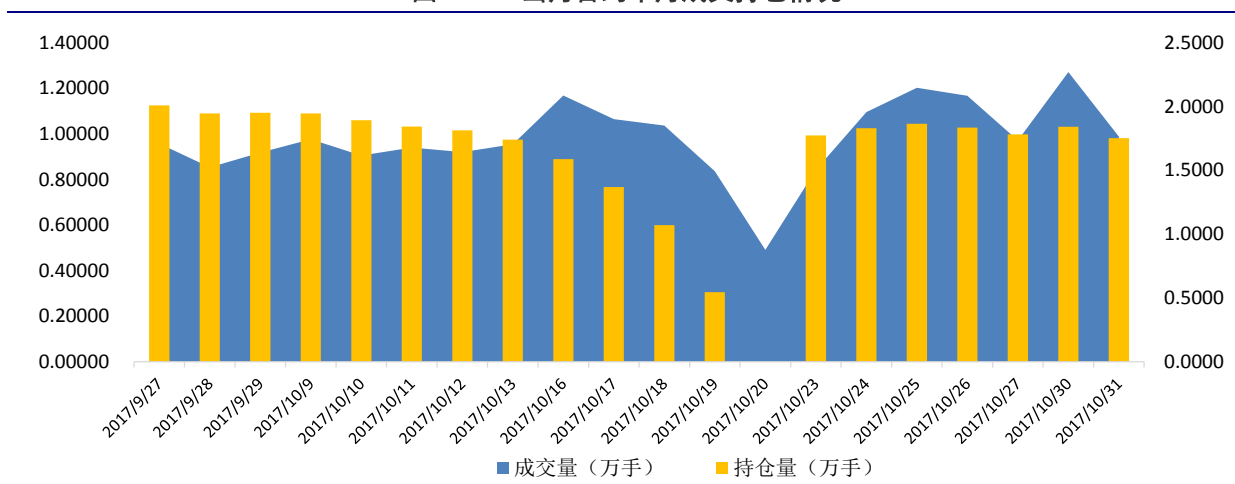
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 期指 IC 当月合约价差变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IC 当月合约本月成交持仓情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 市场分析

3.1 经济基本面下行趋缓，整体保持平稳

从国内经济的宏观层面来看，宏观数据显示经济整体继续高位回落，但下行趋缓，加上海外经济全面回暖，市场对未来经济仍偏乐观，国内经济整体韧性较强。

首先，第三季度 GDP 同比增长 6.8%，表现并未超出市场预期，前三季度 GDP 同比增长 6.9%，增速与上半年持平，第三季度经济增速略有放缓，整体能平稳完成全年目标。

经济三驾马车的月度数据好坏不一。9 月社会消费品零售总额同比增长 10.3%，较上月有所回升，装潢、家具、建材零售增速均有所反弹，略好于市场预期，1-9 月社会消费品零售总额实现同比增长 10.4%。1-9 月份，全国固定资产投资同比增长 7.5%，增速比 1-8 月份回落 0.3 个百分点，连续 6 个月下滑，再创 2000 年以来最低增速，实体经济整体投资需求继续呈现下滑趋势，但当月数据有所好转。出口方面，增速回升，按人民币计 9 月出口同比增长 9%，今年前九个月出口同比增长 12.4%，进出口回稳向好的势头在巩固。

工业数据向好，9 月工业增加值有所反弹，工业企业利润继续向好。9 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%，比 8 月份回升 0.6 个百分点，同时，工业企业盈利继续向好，9 月份，我国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 27.7%，增速比 8 月加快 3.7 个百分点，主要受益于供给侧改革持续发力，大中型企业多项效益指标继续呈现积极变化，国企利润结构性分化延续，生产和销售加快、价格上涨，企业杠杆率明显降低，资金周转继续加快。

PMI 数据方面，宏观经济高位回落，制造业景气转弱。10 月官方制造业 PMI 在上月创下近五年高点后出现回调，录得 51.6，比上月回落了 0.8 个百分点，五大分项指数四降一平，其中生产、新订单、原材料库存和供应商配送时间指数分别比上月下降 1.3、1.9、0.3、0.5 个百分点，从业人员指数勉强与上月持平。10 月官方服务业 PMI 也比 9 月回落 0.9 个百分点。而民间 PMI 数据表现略好，10 月财新制造业 PMI 录得 51.0 与上月持平，服务业 PMI 为 51.2，高于 9 月 0.6 个百分点，但仍低于长期均值。

物价水平方面，9 月 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 1.6%，环比上涨 0.5%，符合市场预期，

走势基本平稳，同比下行主要受到食品价格同比跌幅扩大的影响，整体来看，物价延续温和平稳的态势。PPI 同比增速进一步走高至 6.9%，环比上涨 1.0%，生产资料价格涨价明显，四季度受基数影响有较大下行压力。

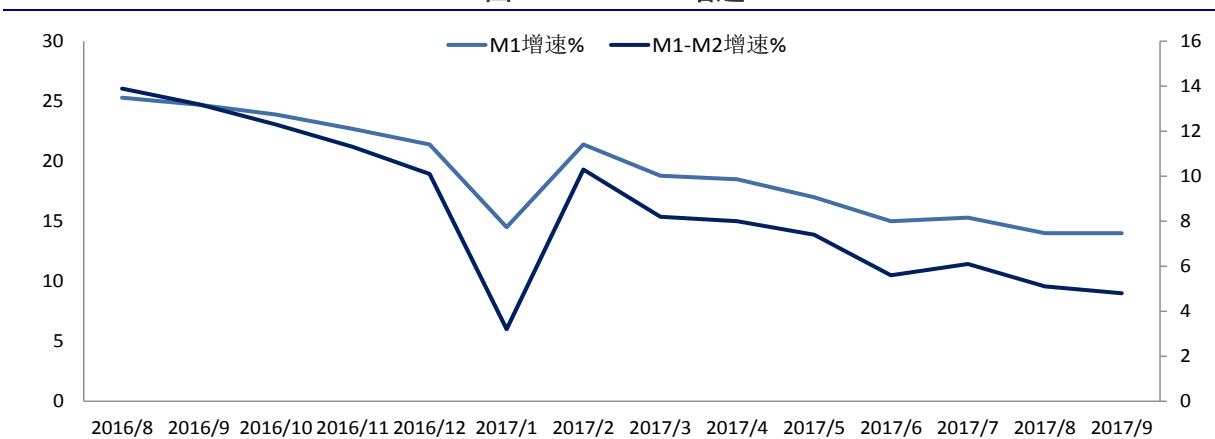
整体来看，10 月公布的宏观数据显示经济有所回落，基本符合此前预期，继续修正前期超乐观情绪，但整体运行较为平稳，经济转型的成效继续展现，企业盈利有结构性改善，加上全球经济呈现向好趋势，欧美主要经济体制造业增长强劲，市场对未来增长预期明显提升，对工业品需求形成一定支撑。中长期来看宏观经济 L 型转型韧性较强，下行风险有限。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
10/09/2017 15:59	外汇储备	Sep	\$3100.0b	\$3108.5b	\$3091.5b	--
10/13/2017 10:00	贸易余额人民币	Sep	266.05b	193.00b	286.50b	--
10/13/2017 10:00	进口同比人民币	Sep	16.50%		19.50%	14.40%
10/13/2017 10:00	出口同比人民币	Sep	10.90%		9.00%	6.90%
10/13/2017 11:27	贸易余额	Sep	\$38.00b	\$28.47b	\$41.99b	\$41.21b
10/13/2017 11:27	出口同比	Sep	10.00%		8.10%	5.50%
10/13/2017 11:27	进口同比	Sep	14.70%		18.70%	13.30%
10/13/2017 14:36	外国直接投资同比人民币	Sep	--		17.30%	9.10%
10/14/2017 10:00	货币供应M2同比	Sep	8.90%		9.20%	8.90%
10/14/2017 10:00	货币供应M1年同比	Sep	13.50%		14.00%	14.00%
10/14/2017 10:00	货币供应M0年同比	Sep	6.60%		7.20%	6.50%
10/14/2017 10:00	New Yuan Loans CNY	Sep	1200.0b	1270.0b	1090.0b	--
10/14/2017 10:00	总融资人民币	Sep	1572.7b	1820.0b	1480.0b	1492.2b
10/16/2017 09:30	CPI 同比	Sep	1.60%		1.60%	1.80%
10/16/2017 09:30	PPI同比	Sep	6.40%		6.90%	6.30%
10/18/2017 19:25	Swift全球支付人民币	Sep	--		1.85%	1.94%
10/19/2017 10:00	GDP 同比	3Q	6.80%		6.80%	6.90%
10/19/2017 10:00	GDP经季调季环比	3Q	1.70%		1.70%	1.70%
10/19/2017 10:00	GDP年迄今同比	3Q	6.80%		6.90%	6.90%
10/19/2017 10:00	零售销售额同比	Sep	10.20%		10.30%	10.10%
10/19/2017 10:00	社会消费品零售	Sep	10.30%		10.40%	10.40%
10/19/2017 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Sep	7.70%		7.50%	7.80%
10/19/2017 10:00	工业产值 同比	Sep	6.50%		6.60%	6.00%
10/19/2017 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Sep	6.70%		6.70%	6.70%
10/19/2017 15:07	FX Net Settlement - Clients CNY	Sep	--	21.8b	-27.6b	--
10/23/2017 09:30	China September Property Prices					
10/27/2017 09:30	Industrial Profits YoY	Sep	--		27.70%	24.00%
10/31/2017 09:00	制造业采购经理指数	Oct	52		51.6	52.4
10/31/2017 09:00	非制造业采购经理指数	Oct	--		54.3	55.4
11/01/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Oct	51		51	51
11/03/2017 09:45	财新中国PMI综合	Oct	--		51	51.4
11/03/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Oct	--		51.2	50.6
11/06/2017	BoP Current Account Balance	3Q P	--	--	\$50.9b	--
11/07/2017	外汇储备	Oct	\$3110.0b	--	\$3108.5b	--
11/08/2017	进口同比	Oct	16.50%	--	18.70%	18.60%
11/08/2017	出口同比	Oct	7.00%	--	8.10%	--
11/08/2017	贸易余额	Oct	\$39.90b	--	\$28.50b	\$28.61b
11/08/2017	出口同比人民币	Oct	7.40%	--	9.00%	--
11/08/2017	进口同比人民币	Oct	18.10%	--	19.50%	--
11/08/2017	贸易余额人民币	Oct	284.20b	--	193.00b	--
11/08/2017 11/18	外国直接投资同比人民币	Oct	--	--	17.30%	--
11/09/2017 09:30	CPI 同比	Oct	1.70%	--	1.60%	--
11/09/2017 09:30	PPI同比	Oct	6.60%	--	6.90%	--
11/10/2017 11/15	货币供应M2同比	Oct	9.20%	--	9.20%	--
11/10/2017 11/15	货币供应M1年同比	Oct	13.60%	--	14.00%	--
11/10/2017 11/15	货币供应M0年同比	Oct	7.00%	--	7.20%	--
11/10/2017 11/15	New Yuan Loans CNY	Oct	750.0b	--	1270.0b	--
11/10/2017 11/15	总融资人民币	Oct	1105.0b	--	1820.0b	1819.9b

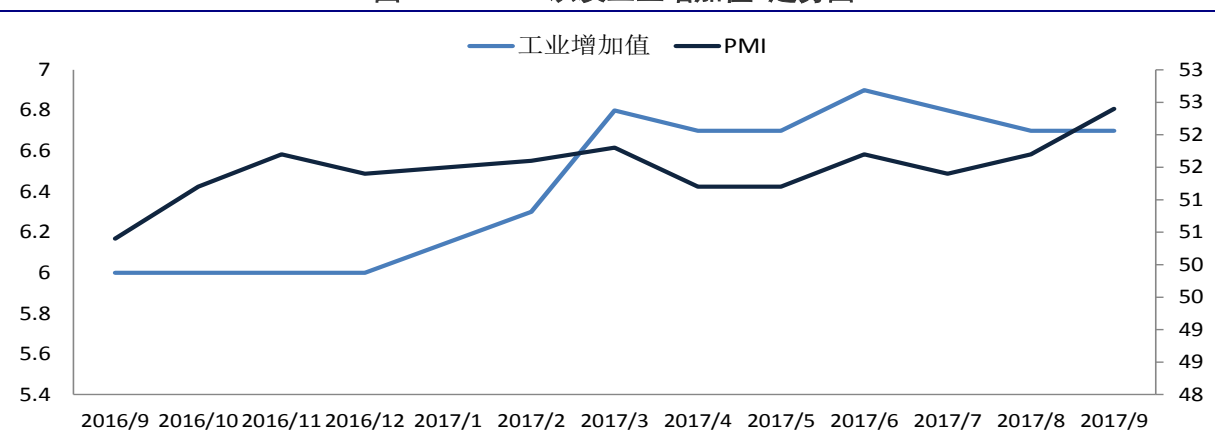
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 9: M1、M2 增速



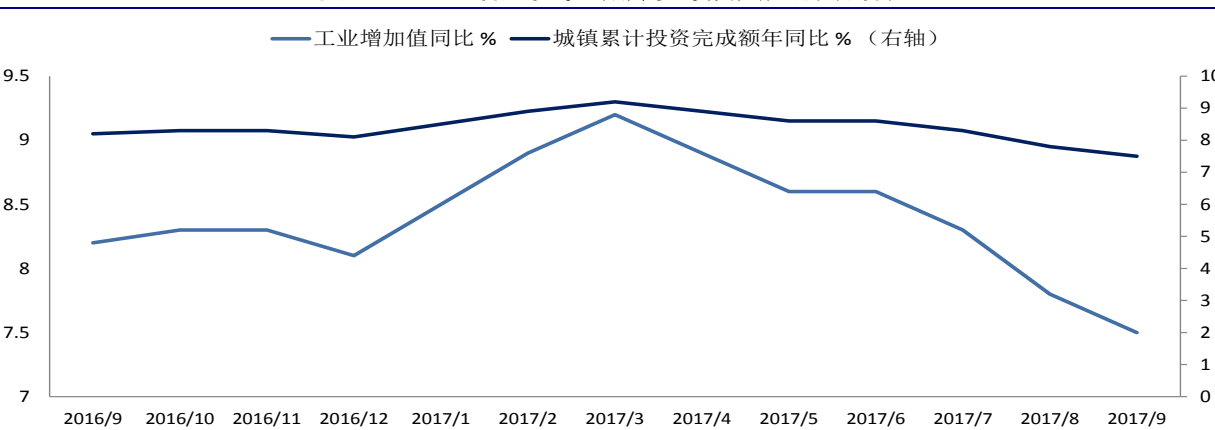
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 10: PMI 以及工业增加值 走势图



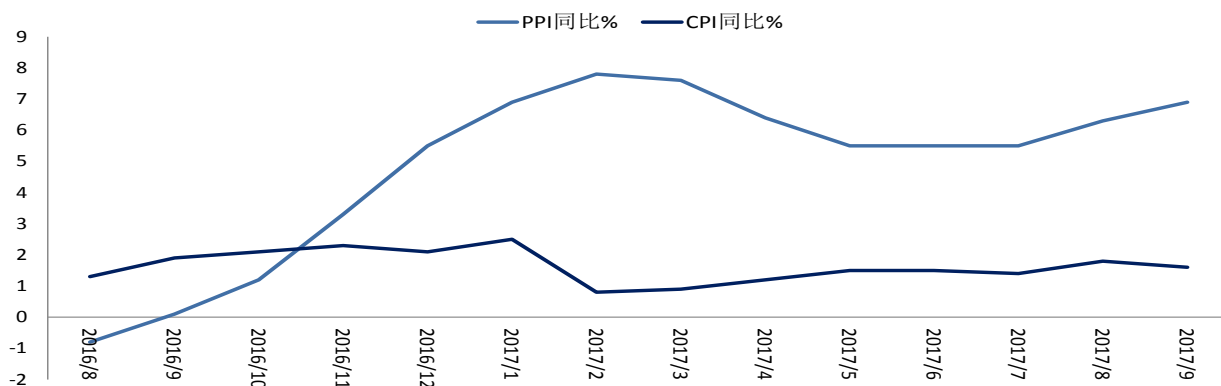
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 11: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 12: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 政策面释放偏暖信号，三季度报奠定向好格局

十月市场瞩目的焦点十九大顺利召开，会议期间提出，新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，需要由高速增长阶段转向高质量发展阶段。供给侧改革仍然是目前主要的宏观经济政策主线，加快建设制造强国、支持传统产业优化升级、加快发展现代服务业、坚持三去一降一补，因此我们预计相关龙头企业将继续受益，提高盈利水平。其次，习近平总书记重点关心贫困群众，提出精准扶贫，延包有利于土地流转交易，全产业链释放红利，提升农业长期竞争力。另外，“科技”和“创新”更在十九大报告中被频频提及，未来消费升级和新兴产业将是未来发展方向。同时，习总书记也在十九大中号召“加快生态文明体制改革，建设美丽中国”，在整个报告中提及到环境或相关字眼的次数高达 89 次，反映出中国治理污染，建设美好家园的决心，环保产业仍有加速发展可能和必要，环保园林和水务将成为未来较为确定的增长机会。十九大也进一步明确改革方向，提出要加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失，深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业，其中“做强做优做大”是国企改革的根本思路，主要手段仍然是重组和混改，以提升市场竞争力。

整体来看，十九大继续释放政策面偏暖信号，供给侧改革的龙头企业、消费升级、环保、新兴产业以及国企改革主题将有所受益。但会议再次强调加强金融监管，银监会主席郭树清表示，今后金融监管会越来越严，银监会今年确定同业、理财、表外三个重点领域。市场预计后续金融监管政策也将迎来密集出台期，对资金面有一定压制。

另外，三季度报披露正式落下帷幕，全年稳中向好总体格局确立。截至 10 月 31 日，沪深两市 2017 年三季度报披露正式收官，3419 家上市公司的业绩全部出炉。整体来看，受益于供给侧改革带动下的宏观经济企稳，上市公司盈利状况在持续改善，盈利持续改善才是 A 股长期向好的重要依据，未来市场机会仍以业绩为王。

从三季报的数据来看，前三季度，上市公司整体营业收入和净利润均实现两位数增长，A

股整体实现总营收 27.79 万亿元,较去年同期增 19.5%;实现净利润 2.56 万亿元,同比增 18.26%。分板块来看,主板盈利增速进一步回升,向中小板靠近,中小企业板和创业板继续保持较高营收增幅,但创业板盈利增速下滑较为明显。从净资产收益率来看,A 股整体净资产收益率为 8.56%,较去年同期的 8.09%回升了 0.47 个百分点。其中主板盈利能力回升明显,上证 A 股 ROE 由去年同期的 8.47%上升至 8.95%,上升了 0.48 个百分点,深圳主板 ROE 上升 0.98 个百分点至 7.5,创业板盈利能力下滑明显,板块整体 ROE 从去年同期的 7.57%下滑至 6.51%,降幅达 1.06 个百分点。而从净利润同比增速看,受益于供给侧改革及环保限产,周期行业强劲复苏,采掘业以近 20 倍的增幅居首;钢铁、有色行业紧随其后,增幅均超过 100%。

3.3 流动性维持紧平衡,对股市影响偏中性

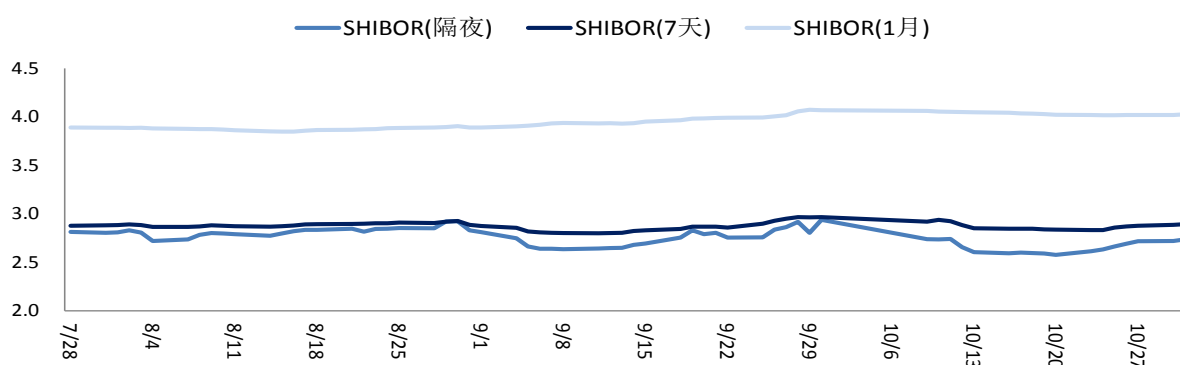
资金流动性方面,10 月市场继续维持紧平衡,月末流动性有所收紧,货币政策仍维持中性。

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,新增信贷和社融延续回升,但增速均略有回落,表外融资和债券融资继续向表内信贷转移。9 月信贷增加 12700 亿元,前值 10900 亿元;新增社融 18200 亿元,前值 14791 亿元。9 月 M2 增长 9.2%,从低位重新回升至 9.2%;M1 增长 14%,持平前值。但是在目前货币政策紧平衡、十九大继续强调加强金融监管的背景下,金融数据延续反弹的压力较大,预计未来 M2 仍将低位运行。整体而言,信贷数据与经济数据有所背离,金融数据对经济的解释意义减弱。

从市场利率来看,央行操作偏向中性,月末资金利率有所上升,但央行再度超额续作 MLF,缩短放长引导长期利率,在削峰填谷的操作理念下,维稳资金流动性,随着月末时点结束资金面有所放松。而美联储主席人选落地,有望延续目前加息的鸽派态度,短期对资金面影响较小,但随着美国经济数据强劲,12 月加息的概率较大,届时将对国内利率有一定压力。

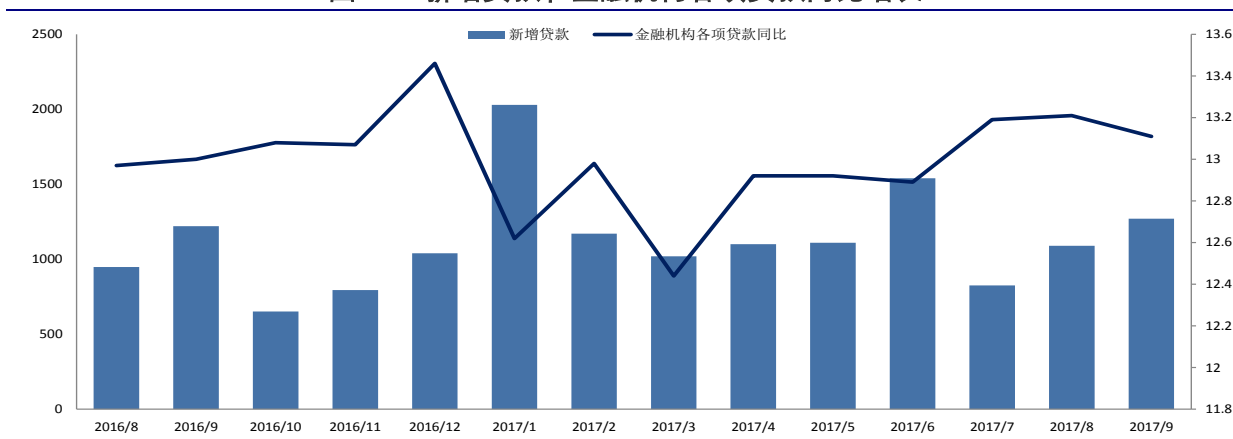
回顾 10 月市场,节后资金回流加上十九大维稳,资金面维持紧平衡,虽有月末扰动因素,央行操作遵循削峰填谷的理念,流动性基本保持平稳,对股市影响较为中性。随着欧美经济的复苏,全球过去施行的宽松货币政策有望继续收紧,对权益类资产估值有一定压制,未来关注美联储 12 月议息会议及央行对应操作。

图 13: 短期 SHIBOR 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: 新增贷款和金融机构各项贷款同比增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

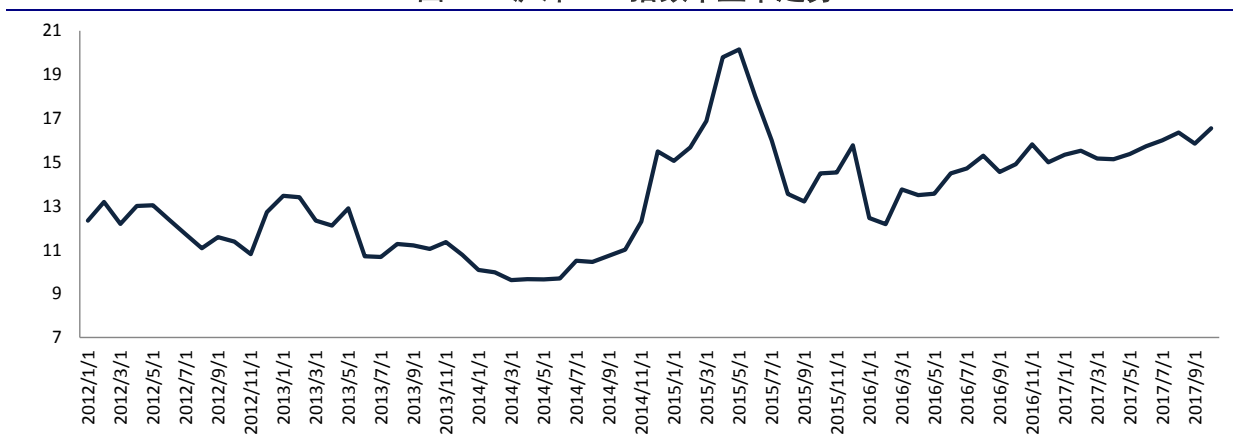
3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2017 年 10 月 31 日, 沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.42, 标准差是 8.73; 市净率均值是 2.55, 标准差是 1.26。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 16.55, 较上月有小幅上升, 低于均值 0.21 个标准差; 整体市净率是 2.03, 亦较上月小幅上升, 低于均值 0.41 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, 近两月主要在 130 附近波动, 10 月波动区间在 125 至 130 之间; 金融板块 10 月继续走强, 行业指数的整体市盈率延续小幅上升, 今年 10 月回落至 11.1 左右。

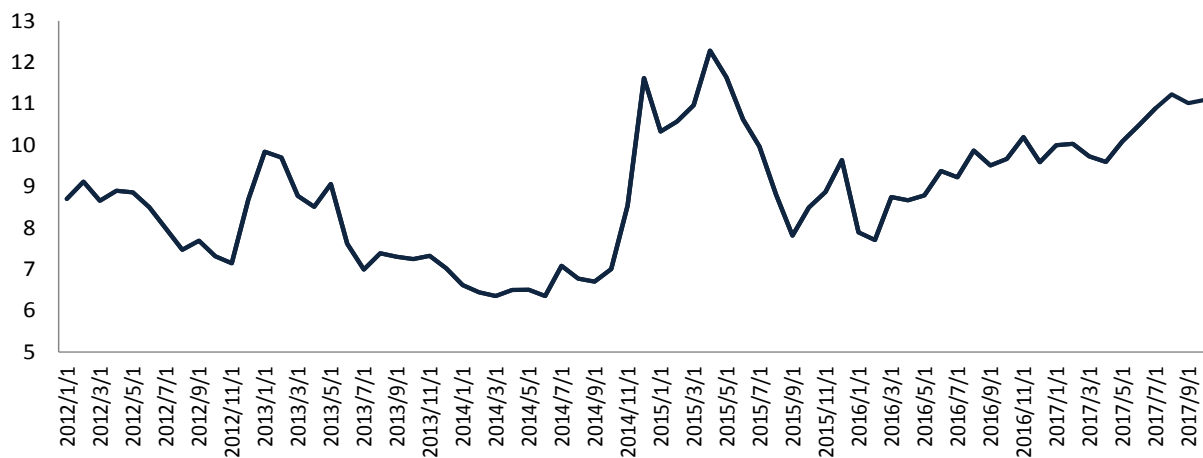
从风格表现来看, 10 月大盘股的市盈率有所上升, 而中小盘股市盈率则有小幅回落, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.89 倍, 估值比有所下降, 这主要是因为 10 月大盘股的阶段表现明显好于中小盘股。

图 15: 沪深 300 指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 16: 金融指数市盈率走势



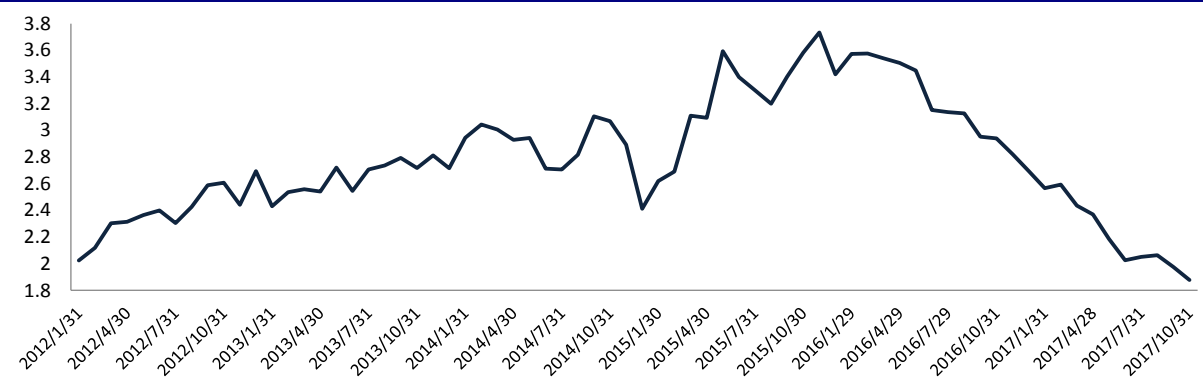
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 17: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 18: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

4.总结展望

纵观十月行情，沪指整体保持高位震荡，周期板块继续回调，题材股有所回暖，消费板块延续强势，沪指冲高至 3400 点上方，但量能未能有效释放，月末有所震荡调整。

从基本面分析，宏观经济继续高位回落，各项宏观经济数据好坏不一，但工业增加值及规模以上工业企业利润仍然表现向好，市场延续结构性分化，大中型企业中报业绩继续向好，经济 L 型韧性较强，未来下行风险有限。政策面上，十九大继续释放政策面偏暖信号，供给侧改革的龙头企业、消费升级、环保、新兴产业以及国企改革主题将有所受益。三季度报披露也显示上市公司营收及净利两位数增长，盈利持续改善才是 A 股长期向好的重要依据。资金面上，央行削峰填谷意图明显，资金面保持紧平衡，十九大再次强调加强金融监管，预计后续金融监管政策将密集出台，对资金面有一定压制。加上随着欧美经济的复苏，全球过去施行的宽松货币政策有望继续收紧，预计将对权益类资产估值有一定压制，股票市场仍需关注个股业绩及估值能否匹配。

综合来看，目前基本面保持平稳，企业盈利有所支撑，3400 点附近虽需震荡整固，但缩量下跌的空间有限，整体震荡中枢上升的趋势不改，仍有结构性机会，机会仍大于风险，建议继续股票多头思路配置，板块方面建议业绩稳健的金融及电子、医药等大消费板块。四季度基金面临年终排名，变盘风险较大，前期风口的周期板块前期涨幅较大且限产利好力度减弱，后市不确定性上升，而对于消费及金融板块来说，业绩稳健与市场估值的匹配度较好，因此我们今年一直坚定看好，四季度将迎来结构性机会。热点主题可关注新能源汽车、环保及国企改革板块。

短期来看，沪指在 3400 点附近仍需震荡整固，但缩量下跌的空间有限，企稳后有望继续上攻，建议把握金融及大消费板块的低吸机会。期指方面，近期市场情绪转弱，期指合约基差再度走扩，有基差修复空间，现货下行空间有限，建议保持多头思路，逢低吸纳。跨品种套利方面，缩量调整行情下可多 IF/IH 空 IC 对冲市场风险，但近期风格切换周期缩短，跨品种节奏快速切换，市场情绪好转后仍建议单边看多。仅供参考。

10 月期债大幅走弱，11 月或反弹

2017 年 11 月 6 日 星期一

兴证期货·研发中心

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

10 月期债破位下行，大幅走弱，五年期国债期货主力合约 TF1712 收于 96.065 元，月跌 1.63 元或 1.67%，十年期国债期货主力合约 T1712 收于 92.68 元，月跌 2.535 元或 2.64%，十年期债跌幅大于五年期债，且十年期债先强于现券后弱于现券令最后一周无明显的正套机会，主要原因一是周行长关于 7%GDP 增速的讲话令市场对未来经济预期好转；二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧，央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实，但市场情绪仍偏谨慎；三是国庆节后资金面宽松不及预期，且央行在 2018 年才开始定向降准，政策力度和时间不及预期；四是期债破位下行后引发前期多头止损行为，加剧市场跌幅。现券方面，5 年期国债收益率上行 26bp 至 3.88%，10 年期国债收益率上行 28bp 至 3.89%。

● 后市展望及策略建议

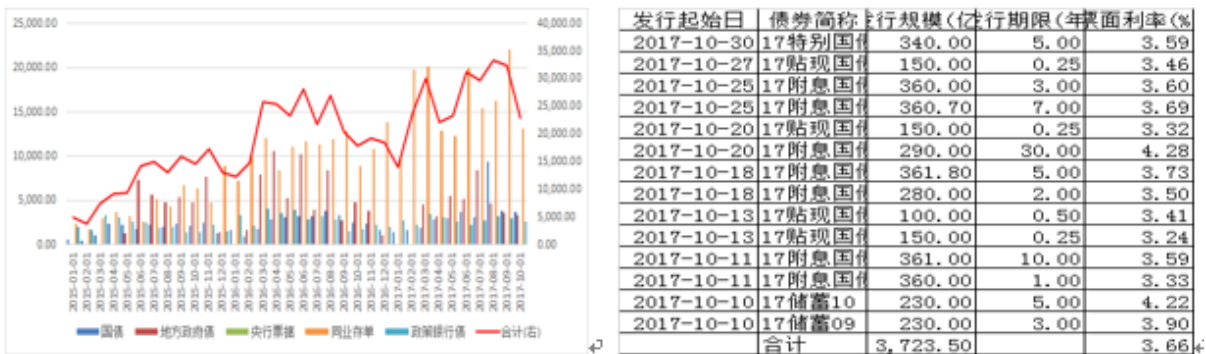
从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济对债市支撑力度仍在，但市场对经济预期好转短期难以证伪令债市承压；从政策面看，十九大后市场对监管担忧加剧，央行虽澄清不实传闻但情绪仍偏谨慎，美联储 12 月大概率加息国内货币政策或承压；从资金面看，10 月资金面比预期略偏紧，央行进行净投放、首次进行 63 天期逆回购和小额超额续作 MLF 表明其维稳意图；从供给端看，国债供给压力有所加大；从需求端看，一级市场需求偏弱，但利率大幅上行后配置需求有所好转。操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者关注跨期套利（T 多当空下和 TF 多下空当）或者做陡曲线（多 TF 空 T (2:1)）或日内逢低试多。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求转弱，国债供给压力较大

10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22919.29亿元,较上月减少9399.81亿元,其中地方债供给规模为3400.79亿元,较上月减少155.61亿元,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3723.5亿元,较上月小幅减少70.8亿元,国债一级市场发行利率与二级市场收益率相差不大,投标倍数较低,显示国债需求相对较弱;同业存单供给规模为13145.8亿元,较上月大幅减少8861.4亿元,在跨季后同业存单发行量大幅减少。

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大幅上行

10月主要期限国债收益率大幅上行,曲线走陡,主要原因一是周行长关于7%GDP增速的讲话令市场对未来经济预期好转;二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧,央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实,但市场情绪仍偏谨慎;三是国庆节后资金面宽松不及预期,且央行在2018年才开始定向降准,政策力度和时间不及预期;四是利率破位上行后引发前期多头止损行为,加剧利率涨幅。具体从月度数据来看,1Y期上行10bp至3.57%,3Y期上行15bp至3.72%,5Y期上行26bp至3.88%,7Y期上行25bp至3.94%,10Y期上行28bp至3.89%,15Y期上行14bp至4.20%,20Y期上行14bp至4.23%。

图 2: 10 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. 期货市场行情回顾

2.1 期债大幅走弱

截止到 10 月 31 日收盘, 五年期国债期货主力合约 TF1712 收于 96.065 元, 月跌 1.63 元或 1.67%; 下季合约 TF1803 收于 96.35 元, 月跌 1.57 或 1.59%; 隔季合约 TF1806 收于 96.165 元, 月跌 1.095 或 1.69%; 成交方面, 主力合约 TF1712 成交量日均 12695 手, 三个合约日均成交 13585 手; 持仓方面截止到 10 月 31 日, 主力合约 TF1712 持仓量为 56050 手, 三个合约持仓达到 65900 手, 较上月底小幅增加 605 手。十年期国债期货主力合约 T1712 收于 92.68 元, 月跌 2.535 元或 2.64%; 下季合约 T1803 收于 92.805 元, 月跌 2.625 或 2.77%; 隔季合约 T1806 收于 92.955 元, 月跌 2.54 或 2.67%; 成交方面, 主力合约 T1712 成交量日均 38265 手, 三个合约日均成交 40971 手; 持仓方面截止到 10 月 31 日, 主力合约 T1712 持仓量为 59934 手, 三个合约持仓达到 73987 手, 较上月底小幅增加 503 手。

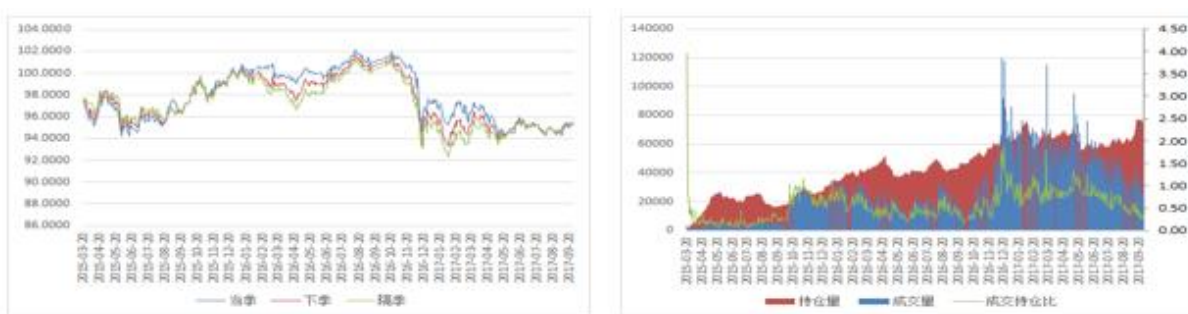
10 月期债破位下行, 大幅走弱, 其中十年期债跌幅大于五年期债, 且十年期债先强于现券后弱于现券令后一周无明显的正套机会, 主要原因一是周行长关于 7%GDP 增速的讲话令市场对未来经济预期好转; 二是十九大期间银监会关于加强监管的言论令市场对监管担忧加剧, 央行虽澄清同业负债占比下降的传闻消息不实, 但市场情绪仍偏谨慎; 三是国庆节后资金面宽松不及预期, 且央行在 2018 年才开始定向降准, 政策力度和时间不及预期; 四是期债破位下行后引发前期多头止损行为, 加剧市场跌幅。

图 3: 10 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

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: 期现利差由负转正

从 10 月份的期现利差来看, 随着 10 月国债期货价格大幅走弱, 而现券价格走势稍强于期货, 合约 TF1712 的期现利差较之上个月由负转正, 合约 T1712 的期现利差较之上个月亦由负略转正, 10 月期债正套机会相对减少, 即期债价格跌幅大于现券价格跌幅。

图 5: TF1712 结算价与期现利差 (左) & T1712 结算价与期现利差 (右)

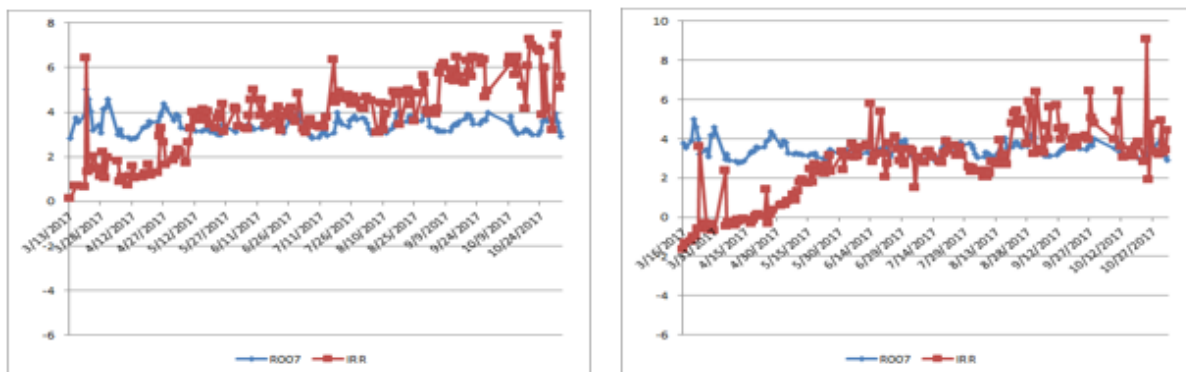


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从10月份TF1712合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR探底回升，而R007冲高回落，在10月份TF1712合约有较多的正向期现套利机会；从10月份主力合约T1712活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR冲高回落，而R007亦冲高回落，在10月上半个月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)

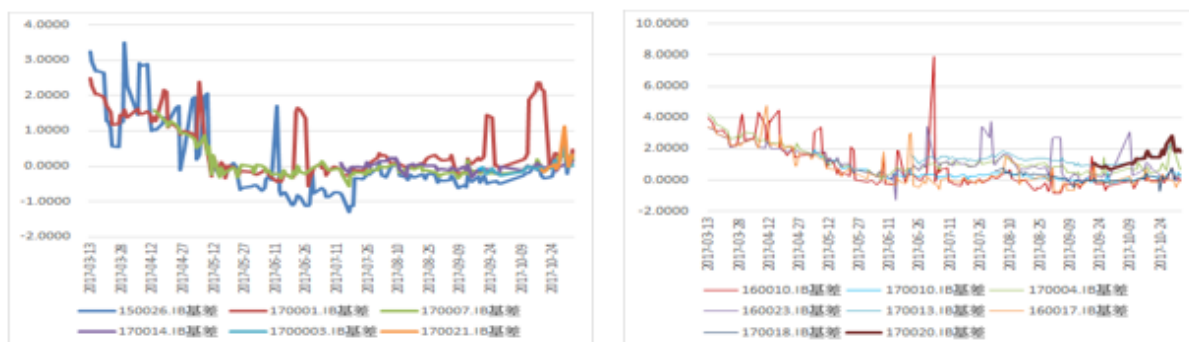


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1712 合约的活跃券 150026.IB、170001.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 和 170021.IB 的基差震荡走高，适宜做多基差；T1712 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、170010.IB、170004.IB、170013.IB、170018.IB 和 170020.IB 的基差震荡走高，适宜做多基差，160023.IB 的基差小幅走低，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)

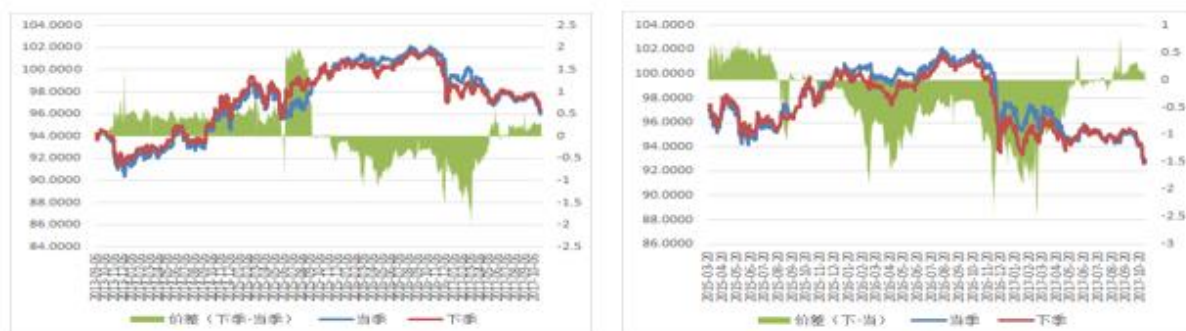


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 10 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走低，10 月下旬期债开始进行移仓换月，推荐 TF 多下季空当季和 T 多当季空下季操作。

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

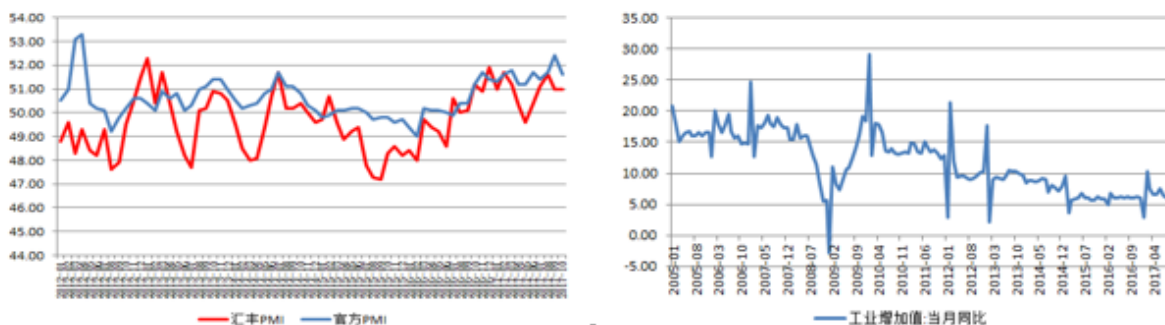
2017 年 10 月财新中国制造业 PMI 为 51.0%，持平于上月，国家统计局公布的 10 月中国官方制造业 PMI 为 51.6%，比上月回落 0.8%，制造业延续扩张的发展态势。从分类指数看，生产指数为 53.4%，比上月回落 1.3%，表明制造业生产继续保持增长，增速有所放缓；新订单指数为 52.9%，比上月回落 1.9%，表明制造业市场需求增幅有所收窄；原材料库存指数为 48.6%，比上月下降 0.3%，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从已经公布的数据来看，官方 PMI 不及预期，短期经济韧性可持续性存疑。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 9 月小幅回升，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；9 月份基建投资增速小幅回落至 15.88%，目前基建对经济支撑力度仍在；9 月份制造业投资增速放缓至 4.2%，从投资角度来看，9 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升至 10.3%；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速反弹至 8.1%，贸易顺差小幅减少，后续出口仍有继续回落的压力。

通胀方面，9 月份 CPI 为 1.6%，较上月下行 0.2%，与预期相符，PPI 超预期走高至 6.9%，较上月上行 0.6%，蔬菜价格增速由正转负，猪肉价格继续下行，但下行速度延续放缓，猪价和鲜菜价格是 CPI 维持低位的主要原因，而从 10 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 10 月 PPI 同比或转为下行，环比或较大幅度下行，10 月 CPI 或小幅回升。

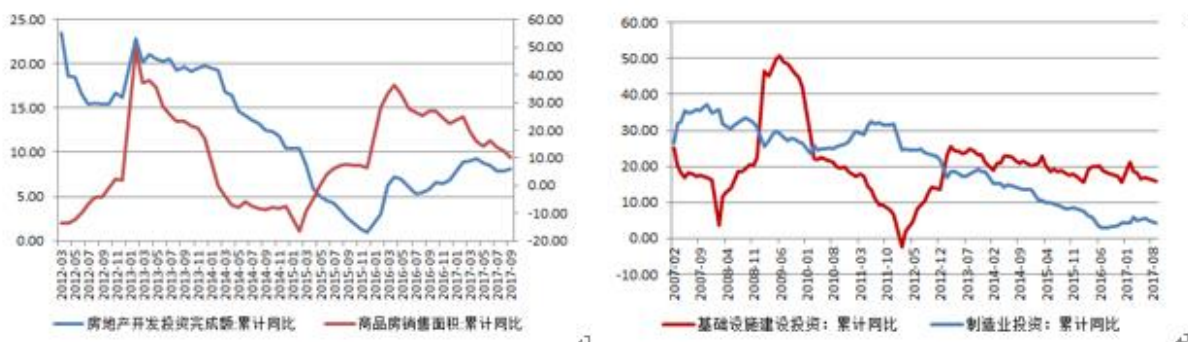
2017 年 9 月新增贷款 11885 亿元，较上月小幅增加 419 亿元，债券融资为 1562 亿元，比上月小幅增加 398 亿元，信用债供给压力不大；M2 同比止跌回升至 9.2%，较上月增加 0.3%，M1 持平于上月为 14.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。预计 10 月社融增速或有所走低，M2 或持平。

图 9：制造业 PMI（左） & 工业增加值（右）



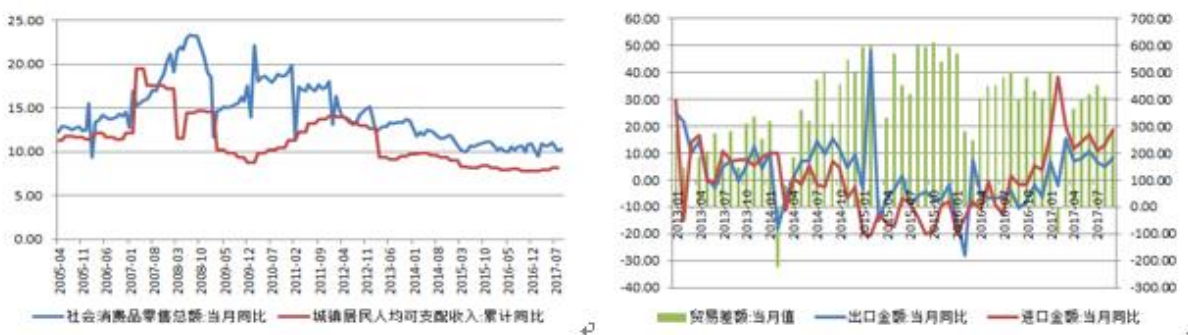
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



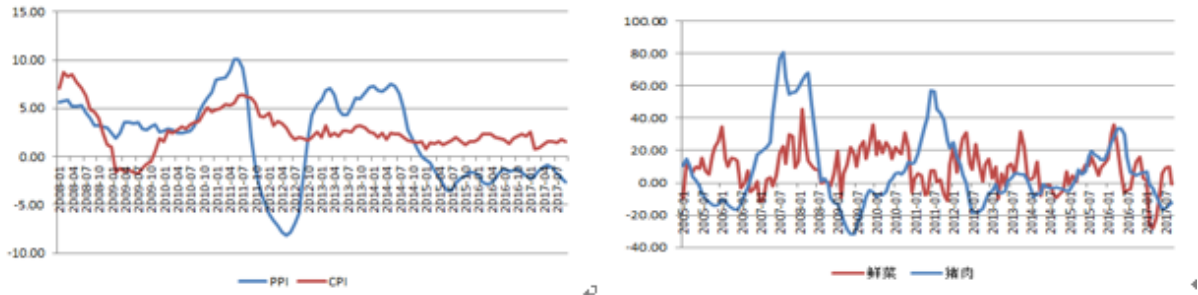
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



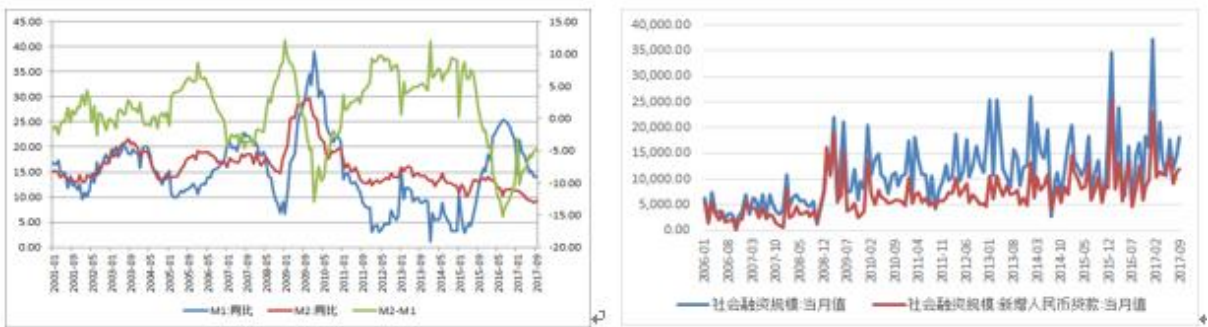
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

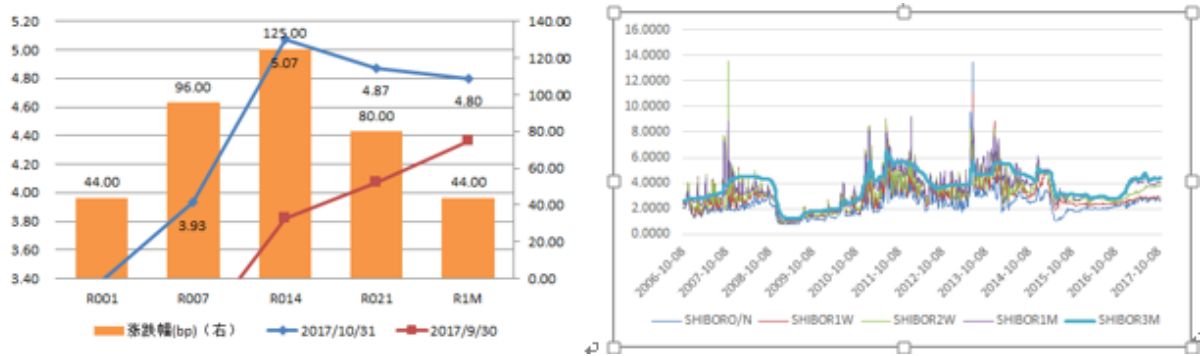
3.2 货币政策和监管政策

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; 银监会在十九大召开期间表明国内监管趋严, 令市场对监管担忧加剧, 市场传闻 2018 年将同业负债占比由 1/3 下调至 1/4, 央行虽澄清消息不实但市场反应平淡表明对未来监管预期不乐观; 国外特朗普税改计划提升美国经济和通胀预期, 美联储 12 月加息几无悬念, 国内货币政策将承压。

3.3 资金利率: 10 月资金面宽松不及预期, 11 月或小幅回落

10 月节后资金面宽松不及预期, 且由于缴税延后, 在 10 月最后一周资金面再度紧张, 虽然央行首次进行 63 天逆回购操作且进行净投放, 但资金面仍整体上偏紧。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 44bp 至 3.38%, 7 天上行 96bp 至 3.93%, 14 天上行 125bp 至 5.07%, 1M 上行 44bp 至 4.8%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 20bp 至 2.74%, 7 天下行 8bp 至 2.89%, 14 天上行 3bp 至 3.85%, 1M 下行 4bp 至 4.03%, 3M 上行 4bp 至 4.4%。11 月份有 16860 亿元公开市场操作到期, 其中有 3960 亿元 MLF 到期, 央行进行 4040 亿元 MLF 投放进行超额对冲, 公开市场到期压力较大, 预计央行将在 OMO 上进行对冲操作, 11 月资金利率可能回落。

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

短期调整后或再度走强

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

有色金属研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

联系人: 孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

供应端，近期公布的大矿山三季度财报显示铜精矿供应环比二季度好转，罢工等因素对铜矿产出干扰力度下降。从大周期上看，由于自2012年左右矿山资本支出逐年减少，2018年后矿山产能释放速度开始放缓，铜精矿可能逐步进入短缺周期中。

需求端，欧美地区经济数据依旧不差，铜实体需求预期稳中向好。国内方面，房地产、电力、汽车等铜下游消费行业表现略微疲软，但家电产量数据不错，从SMM调研看，空调11月排产情况依然较乐观。在近期举办的LME WEEK上，市场普遍看好未来新能源汽车对铜的消费增长预期。

ICSG公布的7月份全球供需情况显示，铜7月短缺3.5万吨，1-7月累计缺口16.3万吨。WBM数据显示1-8月全球铜累计短缺3.2万吨。

结合供需两端来看，铜基本面不差，铜价可能在震荡调整后再度走强。

1.行业要闻

1、2018年起贸易单位代理进口废铜资格将被取消

从2018年起，贸易单位代理进口废铜资格将被取消，国内收货人证书中利用单位和收货人统一，进口许可证中进口商和利用商统一，该项政策实施后，仅能申请到国内收货人证书和进口许可证的实体企业或拆解企业有进口废铜的资质，贸易商将失去进口废铜资格，无论是废六类还是废七类废铜进口都会受到影响。SMM根据海关数据统计，进口废七类的金属量为60-70万吨，进口废六类的金属量为60万吨左右。

2、力拓下调今年铜产量预估

矿业巨擘力拓表示，下调今年开采铜产量预估，因其部分所有的智利Escondida铜矿增产计划推迟。该公司第三季度铜产量下滑，第二季度铜产量反弹，但随后Escondida铜矿举行旷日持久的罢工。力拓周二表示，预计今年铜产量介于46-48万吨，低于稍早预估的50-55万吨。产量预估缩减同样反映出位于犹他州Kennecott矿产量将发生变化。

3、智利Escondida铜矿产量增加 助推铜市供应过剩

必和必拓旗下智利Escondida铜8月产量达到97,800吨，创下2015年6月以来最高水平。随着新的供应陆续投产或者重启，铜市明年可能面临过剩。

4、铜杆企业开工率调研

据SMM调研数据显示，9月份铜杆企业开工率为74.84%，同比下降0.52个百分点，环比增加3.23个百分点。

5、智利铜业委员会上调今明两年铜均价预期

智利国有铜业委员会(Cochilco)周三上调2017年铜均价预期至每磅2.77美元，因中国市场中国的需求大于预期，之前预估为每磅2.64美元。Cochilco上调2018年铜均价预期至每磅2.95美元，之前预期为2.68美元。

Cochilco亦预估2017年铜产出为527万吨，较前一年下滑4%；预计2018年铜产出为574万吨，较前一年增长7.8%。

6、WBMS全球金属供需平衡

WBMS公布数据显示：今年前8个月，全球铜市供应短缺3.2万吨，2016年全年为短缺10.2万吨。

7、精炼铜产量与进口量

国家统计局周一公布数据显示，中国9月精炼铜产量同比增长6.8%，至77.4万吨；1-9月精炼铜产量同比增加6.3%，至660.8万吨。中国海关总署周二公布的数据显示，中国9月精炼铜进口量同比增加19.6%，至290,446吨。1-9月精炼铜进口总量为2,372,124吨，同比下降15.36%。

8、Sonami：2018年智利铜产量料增7%

智利国家矿业协会(Sonami)周二称，2018年智利铜产量料达590万吨，较今年增长7%。智利为全球头号产铜国，全球最大铜矿的罢工活动削弱了该国今年的铜产量。该协会称，明年国际铜均价将在每磅2.90-3美元。

9、秘鲁8月铜产量增4.3% 锌产量增7%

秘鲁央行称，秘鲁8月矿业产量较去年同期增长4.4%。8月铜产量增加4.3%至204,000吨，因Cerro Verde、Antamina、Toromocho及南方铜业矿场的产量攀升。8月锌产量增加7%。

10、英美资源集团三季度铜产量同比增5.4%，智利矿商Antofagasta三季度铜产量同比增

加 3.3%

英美资源集团周三发布报告称，该公司三季度铜产量较去年同期的 139,800 吨增加 5.4%，至 147,300 吨。该公司全年铜产量目标区间被收紧至 570,000-580,000 吨。智利铜矿企业安托法加斯塔公司周三称，该公司三季度铜产量同比增加 3.3%，至 180,200 吨。该公司今年的铜产量目标依然为 685,000-720,000 吨，2018 年产量料增至 705,000-740,000 吨。

11、武汉市新一轮电线电缆专项整治启动

为加强武汉市电线电缆全面质量监管，严防产品质量安全事故发生，25 日，全市新一轮电线电缆专项整治行动启动。对涉及线缆产品的招投标项目中存在使用低于成本价中标、低于合同标准的“瘦身”线缆产品；存在违反廉洁纪律，违规插手干预工程招投标、物资材料采购，为企业非法牟利提供方便等违法违规行为，将依法予以查处。

12、铜矿商 KAZ Minerals 上调 2017 年铜产量目标

哈萨克斯坦铜生产商 KAZ Minerals PLC 称，该公司三季度铜产量较前一季度增加 14%。已将 2017 年铜产量目标上调至 25-27 万吨，之前的目标为 23.5-26 万吨。

13、自由港迈克墨伦公司季报好于预期 受铜价上涨支撑

自由港迈克墨伦铜金公司周三称，季度获利好于预期，因印尼一新矿许可旷日持久的谈判取得进展。该公司称，三季度调整后的利润为 4.92 亿美元，或每股 34 美分。分析师此前预期为每股 31 美分。自由港的收入为 43 亿美元，好于分析师预估的 40.8 亿美元。

14、ICSG：2017 年全球精炼铜市场预计供应短缺 15.1 万吨

国际铜业研究小组(ICSG)称，全球精炼铜市场 2017 年预计供应短缺 15.1 万吨，2018 年供应短缺 10.4 万吨。预估 2018 年矿山铜产量为 20,311 千吨，2018 年精炼铜产量为 24,179 千吨，2018 年精炼铜消费量为 24,283 千吨。

15、必和必拓：预计 2035 年铜价或增 50% 将增加勘探

随着电动汽车带来的对铜前景的看涨情绪，全球最大的矿业公司必和必拓(BHP Billiton Ltd.)表示希望拥有更多的铜矿储量，该公司已是全球第四大铜矿生产商。必和必拓矿业美洲部门负责人 Daniel Malchuk 在 LME WEEK 论坛上表示：“我们希望在投资组合中拥有更多的铜矿资源。预计到 2035 年，铜价仍有 50% 以上的增长空间。”

16、LME 周：LME 拟下调合约保证金 吸引投资者回归

伦敦金属交易所 (LME) 正准备从其竞争对手 CME 手中“夺回”投资者，因为后者在相对较低的保证金的推动下，铜期货成交量大幅攀升。LME 称其正计划采用新的计算方法，以便将铜期货合约的交易保证金水平下调四分之一。

17、秘鲁矿业部长预期 2018 年矿业投资将达 100 亿美元

秘鲁矿业部长 Cayetana Aljovín 表示，预计 2018 年秘鲁矿业投资将达到 100 亿美元，包括三到四个项目。其中一个项目预计将是英美资源集团(AngloAmerican)的 Quellaveco 铜项目。

18、11 月大型空调企业排产量环比增加显著

据 SMM 了解，为迎接即将到来的“双十一”和“双十二”，以及明显消费旺季，空调企业进入备库周期，11 月 8 家重点空调企业排产量环比增加 22.07%。

19、进入四季度线缆企业订单下滑

据 SMM 近期调研发现，10 月下旬开始，各大线缆企业均表示远期接单量下滑较为显著，且同比弱于去年，从 1-9 月电网工程完成投资额来看，增速仅为 4.6%，其增速同比大幅下降。此外，随着铜价的不断攀升，电缆企业利润出现大幅减少。

20、澳洲 Capricorn 铜矿定于 11 月投产

澳大利亚股权私募基金 EMR Capital 的首席执行官 Jason Chang 称，位于昆士兰州的 Capricorn 铜矿定于本月投产。Capricorn 铜矿将是近年来少有的几个新投产的铜矿之一。新矿较少令业内分析师担忧铜供应可能出现短缺。该矿年产量预计为 2.5-3.5 万吨，为 EMR 与 Lighthouse Minerals 矿业集团的合资项目。

21、自由港计划降低 2018 年铜精矿长单 TC

据自由港麦克莫兰 (Freeport-McMoRan Inc.) 销售主管表示，由于铜市频传供应紧张的信息，自由港计划降低冶炼费用。

市场营销副总裁 Javier Targhetta 在 LME WEEK 期间接受采访时表示，自由港将致力于在年度基准谈判上降低 2018 年铜精矿长单加工费 (TC / RCs)。

22、Codelco：“实质性”短缺将使铜价突破 1 万美元/吨

全球最大铜生产商 Codelco 提供最为乐观的铜市前景，其表示，铜供需平衡从 2018 年将转为“实质性”短缺，铜价可能会突破 1 万美元/吨以上的创纪录高点。Codelco 铜产量占全球铜产量不到 10%，这一预测是其态度的一种巨大转变，因就在几个月前，这位生产商对铜后市还不太乐观。

23、LME Week 投票结果：最看好铜 其次是镍

据 LME Week 现场参会者投票结果显示，2018 年基本金属中最具上升潜力的金属为铜，其投票占比为 31%；其次是镍，占比为 29%；铝占比为 20%；锌占比为 13%；铅占比仅有 7%。

24、LME week 智利矿业部长：2018 年铜均价预计上涨。

SMM 网讯：据外电 10 月 31 日消息，智利矿业部长 Aurora Williams 周二称，预计明年铜均价为每磅 2.95 美元，高于今年的 2.77 美元，指因市场持续供应短缺。

25、俄罗斯诺里尔斯克镍业启动 Bystrinsky 铜金矿项目

全球第二大镍生产商和最大的钯金生产商--俄罗斯诺里尔斯克镍业公司 (Norilsk Nickel) 表示，周二启动位于远东地区的 Bystrinsky 铜、铁矿石和黄金矿场项目。Bystrinsky 项目位于西伯利亚赤塔(Chita)地区，距离中国边境的铁路距离约 400 公里。该项目的矿产计划出口至全球最大的铁矿石消费国--中国。首席执行官 Sergey Dyachenko 称，2018 年 Bystrinsky 项目计划生产 2.8-3 万吨铜精矿，大约 14 万盎司黄金以及多达 100 万吨磁铁精矿。

26、俄罗斯诺里尔斯克维持 2017 年金属产量目标不变

据外电 10 月 30 日消息，全球第二大镍生产商及头号铂金生产商——俄罗斯 Norilsk Nickel 公司周一宣布维持 2017 年产量预期不变，此前公布的三季度业绩强劲。SMM 网讯：据外电 10 月 30 日消息，全球第二大镍生产商及头号铂金生产商——俄罗斯 Norilsk Nickel 公司周一宣布维持 2017 年产量预期不变，此前公布的三季度业绩强劲。

27、嘉能可下调金属产量预测

嘉能可将其 2017 年的铜、锌、铅和铬铁产量预测下调 2%，并将其对煤炭的预测下调 6%，理由是天气相关和操作中断。

28、天津秋冬季错峰生产自 11 月 1 日起实施

31 日从天津市环保局获悉，10 月 1 日起，全市 27 家重点用车企业已全面启动错峰运输，自 11 月 1 日起，铸造、钢铁、原料药、有色再生、建材等 13 个行业 396 家重点企业全面实施错峰生产；此外，全市 27 家火电企业、45 家钢铁企业、15 家水泥企业已全部发放排污许可证，确保年底前钢铁产能控制在 2000 万吨以内。

29、嘉能可取消在港第二上市 预期明年 1 月底正式除牌

全球最大商品交易商--嘉能可周二宣布，建议其股份在香港联交所撤回上市，预期明年 1

月 10 日收市后停止买卖，1 月 31 日正式除牌。据路透，嘉能可 2011 年 5 月 25 日在联交所主板第二上市，仅有少数股东选择在香港股东名册持有彼等股份，占公司全部已发行股本约 0.3%。在香港退市后，嘉能可股份继续在英国及约翰内斯堡证券交易所上市。

30、ICSG：前七月全球精炼铜市场短缺 16.3 万吨

国际铜研究组织(ICSG)在其最新的月报中称，7 月全球精炼铜市场供应短缺 3.5 万吨，6 月短缺 7 万吨。今年前七个月，全球精炼铜市场供应短缺 16.3 万吨，去年同期短缺 28.1 万吨。

31、智利 9 月铜产量同比增 4.4%

智利政府周一公布的数据显示，智利 9 月铜产量为 485,929 吨，较去年同期增加 4.4%。

32、秘鲁 9 月铜产量同比增加 4.86%

周一公布的官方数据显示，秘鲁 9 月铜产量同比增加 4.86% 至 209,234 吨，锌产量同比大增 16.21%。

33、哈萨克矿业(00847)三季度铜产量增加 14%至 7.5 万吨。

34、Codelco 四年来首次提高对欧洲客户的电解铜升水

据本周在伦敦召开的 LME Week 上传出消息称，全球最大的铜生产商 Codelco 四年来首次提高对欧洲客户的电解铜升水至 88 美元/吨，2017 年 Codelco 发往欧洲客户的电解铜基准价为 82 美元/吨，为 7 年低点。2018 年电解铜升水提高源于 Codelco 对欧洲消费信心增强，以及运费的提高。

35、嘉能可前 3 季自有铜产量同比减 11% 锌产量增 5%

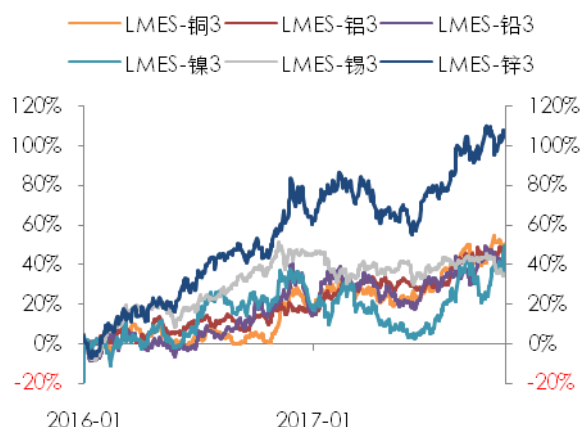
GLENCORE-S 发布 2017 年第 3 季度生产报告，该集团于 2017 年年度至今，自有资源的铜产量为 94.65 万吨，同比减少 11%。自有资源的锌产量为 82.74 万吨，同比增加 5%。

36、LME Week 欧洲最大铜冶炼商 Aurubis 手握巨资拟行收购扩张之路。

欧洲最大铜冶炼商 Aurubis 的首席执行官 Jürgen Schachler 表示，受益于低负债及企业内部流程的改善，该公司手握 12 亿欧元巨资，计划通过收购来继续发展壮大。

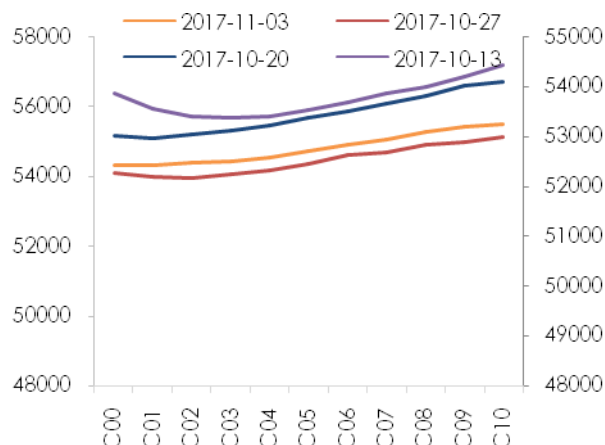
2.行情回顾

图 1 :LME 各品种 2016 年以来的涨幅



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 2 :沪铜期限结构

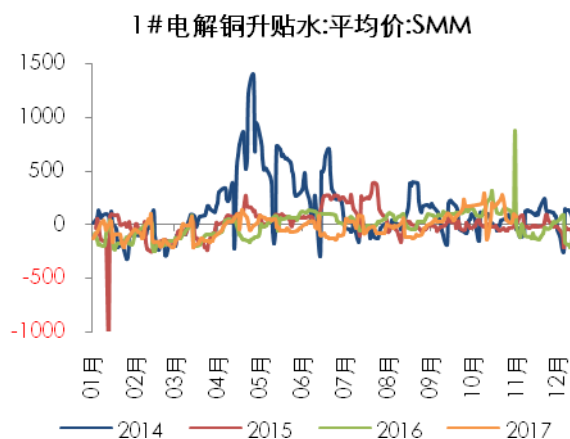


数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.基本面

2.1 现货与库存

图 3:国内铜现货升贴水: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 4: 铜现货价格: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 5: LME 铜现货升贴水: 美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 6:洋山铜溢价: 美元/吨



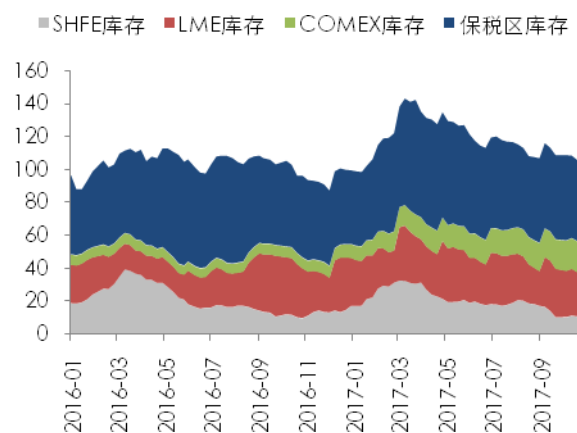
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7:进口铜盈亏: 元/吨



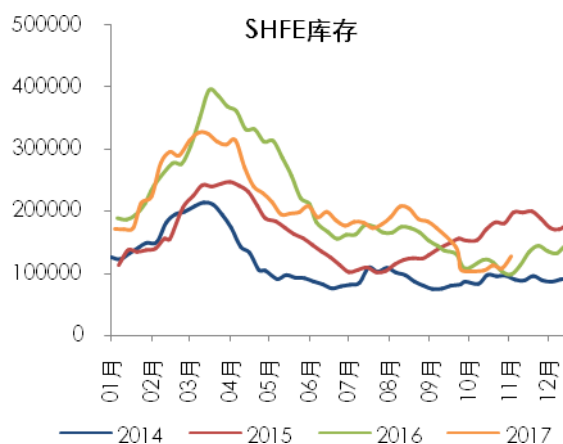
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 8:全球铜总库存 (显性库存+保税区库存): 万吨



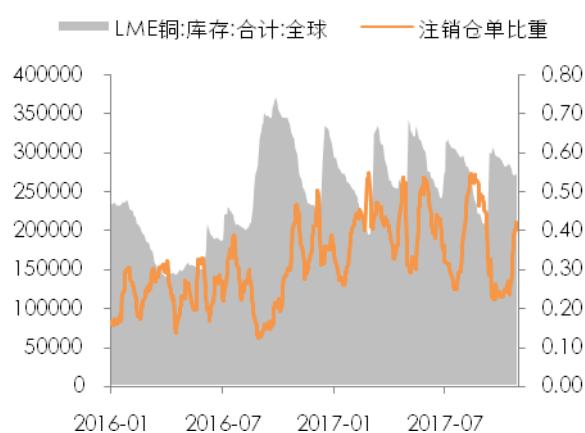
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 9:上期所库存: 吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 10:LME 库存及注销仓单比重: 吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

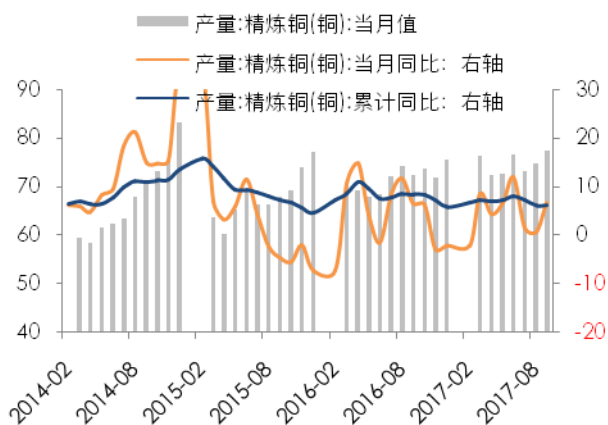
2.2 供应端情况

图 11:铜精矿加工费 TC : 美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 12:国内电解铜产量: 万吨



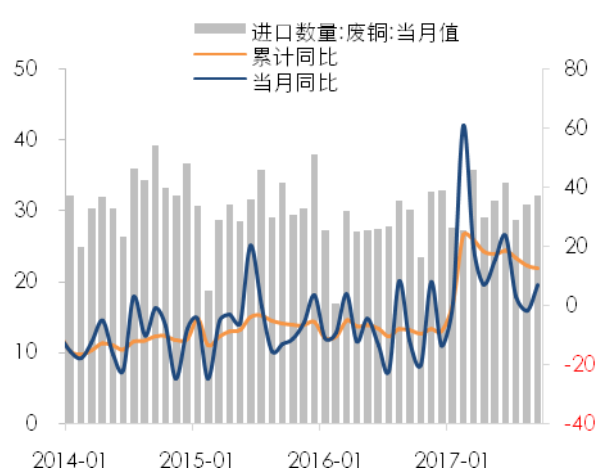
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 13:精废铜价差: 元/吨



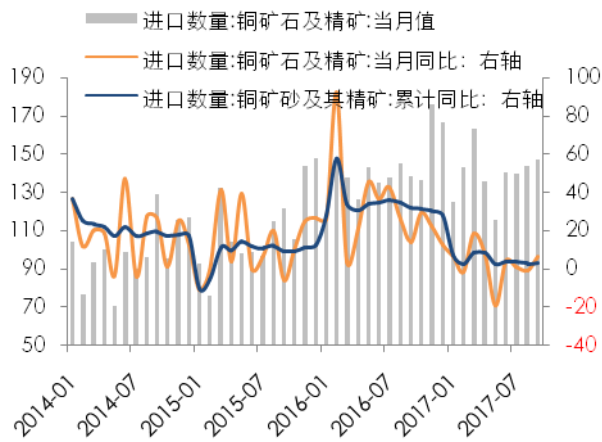
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 14:废铜进口: 万吨



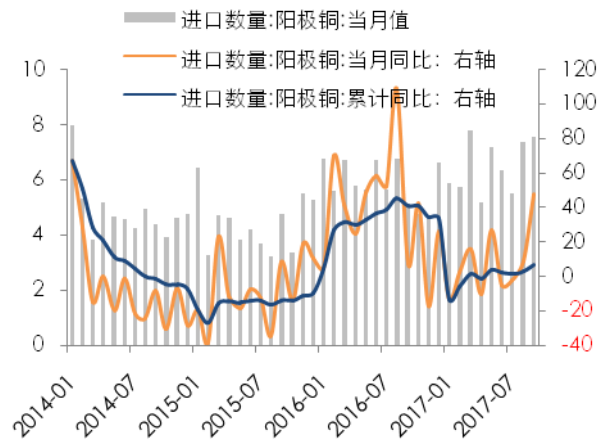
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 15:铜精矿进口：万吨



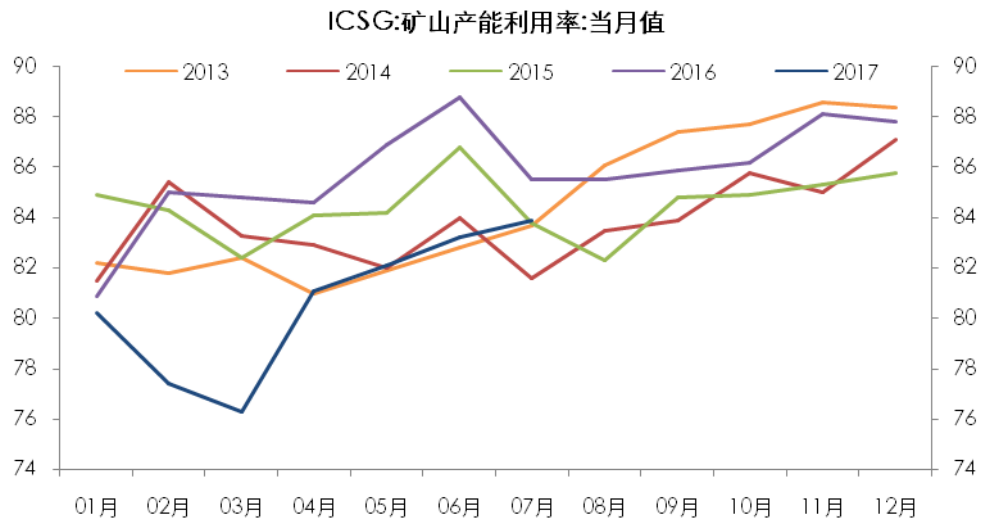
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 16:阳极铜进口：万吨



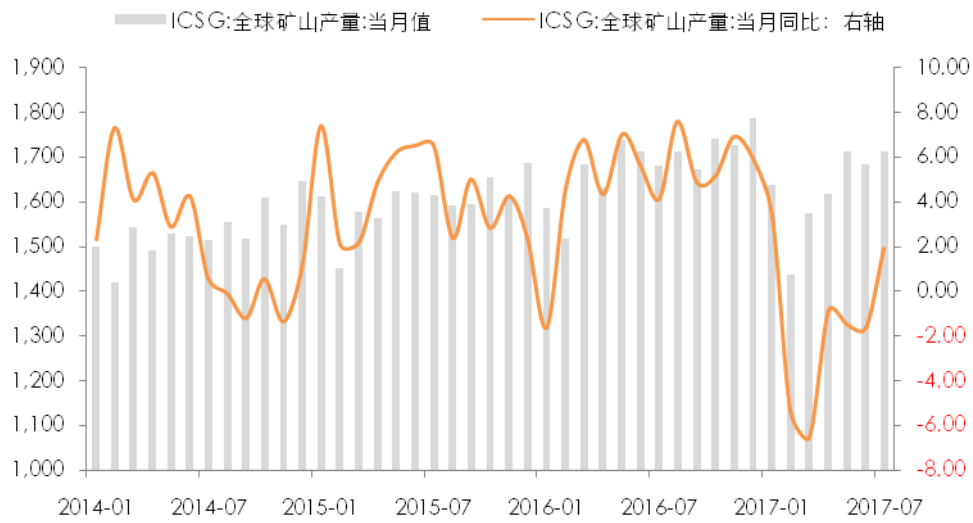
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 17:ICSG 全球矿山产能利用率：%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

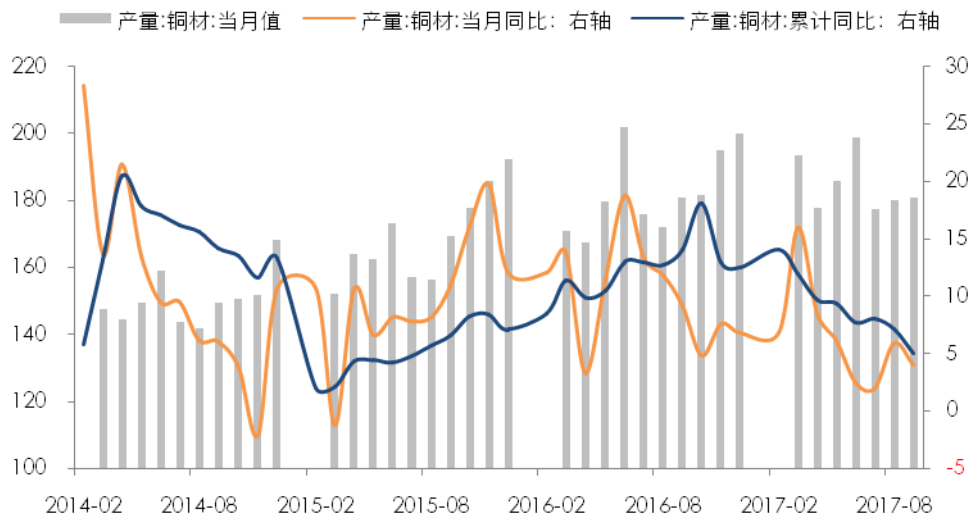
图 18:ICSG 全球矿山产量：千吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

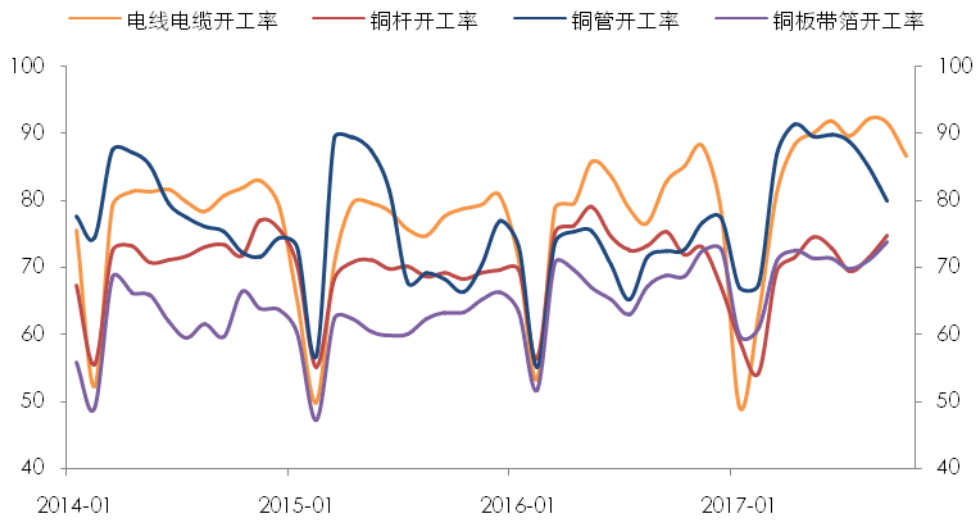
2.3 需求端情况

图 19:国内铜材产量：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 20:国内铜材开工率情况: %



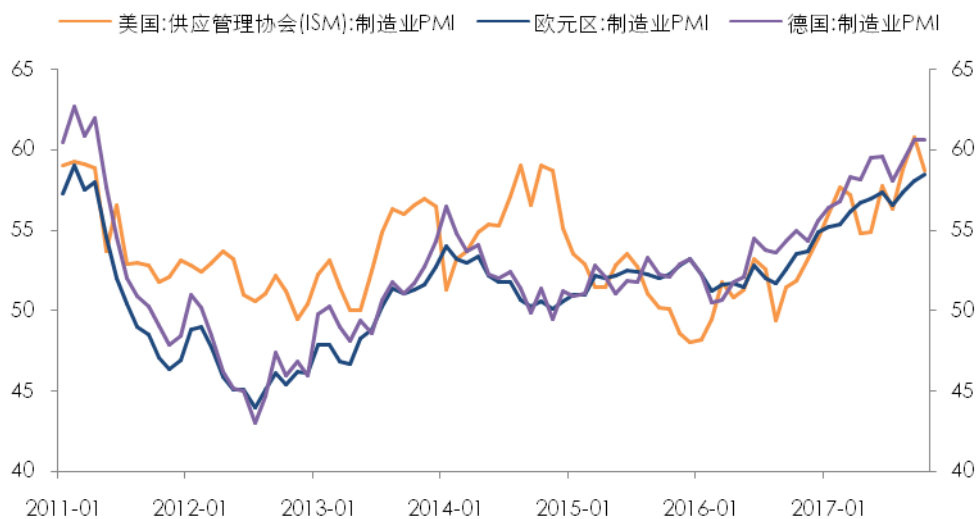
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 1: 中国铜终端需求变化

铜的终端情况	单位	2017年1-9月	累计同比 (%)	增速变化
电网基础建设投资	亿元	3,731.34	4.63	↓
电源基础建设投资	亿元	1,728.06	-13.12	↑
发电设备	万千瓦	9,096.90	-4.70	↓
交流电动机	万千瓦	21,725.90	9.10	↓
家用空调	万台	14,830.80	18.90	↑
家用洗衣机	万台	5,728.10	4.00	↑
家用电冰箱	万台	7,414.40	13.30	↑
汽车	万辆	2,278.90	4.90	↓
新能源汽车	万辆	42.50	30.80	↑
挖掘机	万台	14.62	67.00	↓
房地产新开工面积	万平米	131,032.74	6.80	↓
铜材	万吨	1,542.90	5.00	↓

数据来源: WIND、兴证期货研发部

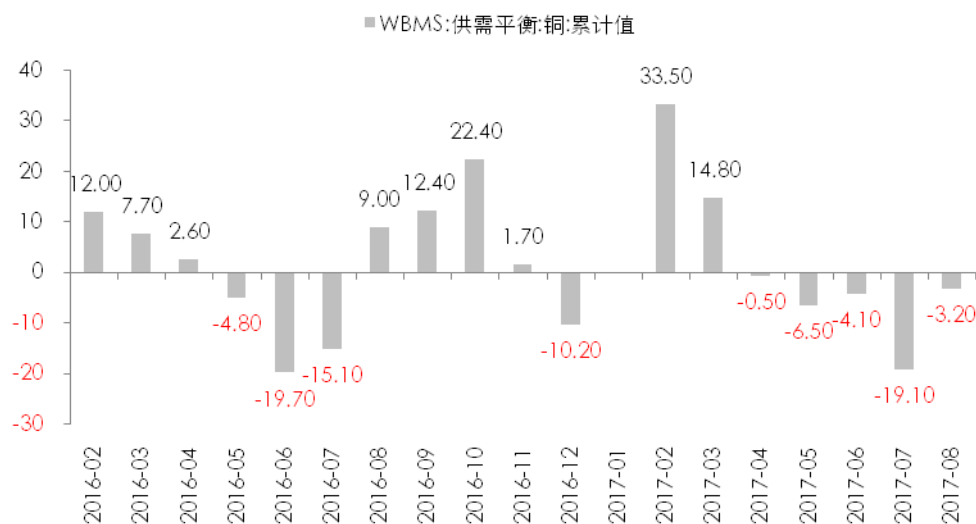
图 21:欧美地区制造业 PMI



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

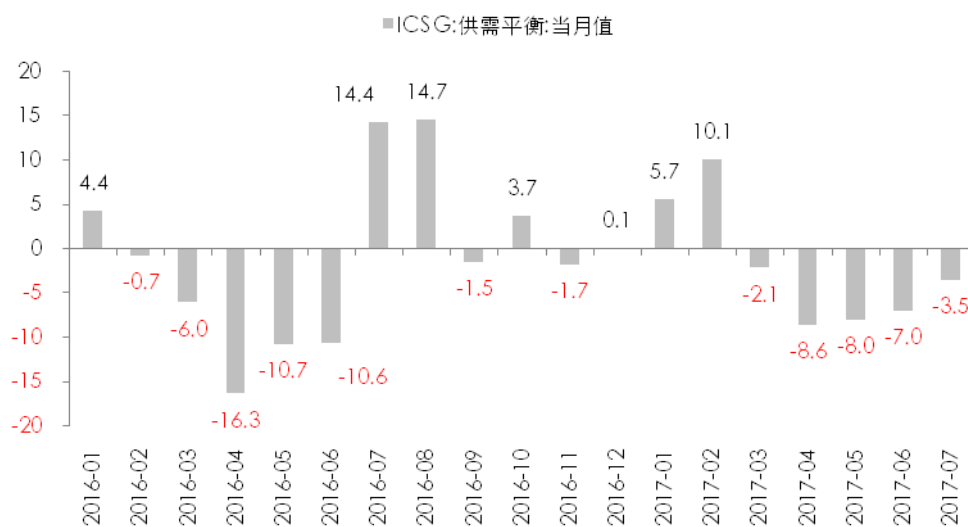
2.4 供需平衡表

图 22:WBMS 累计供需平衡: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 23:ICSG 当月供需平衡：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

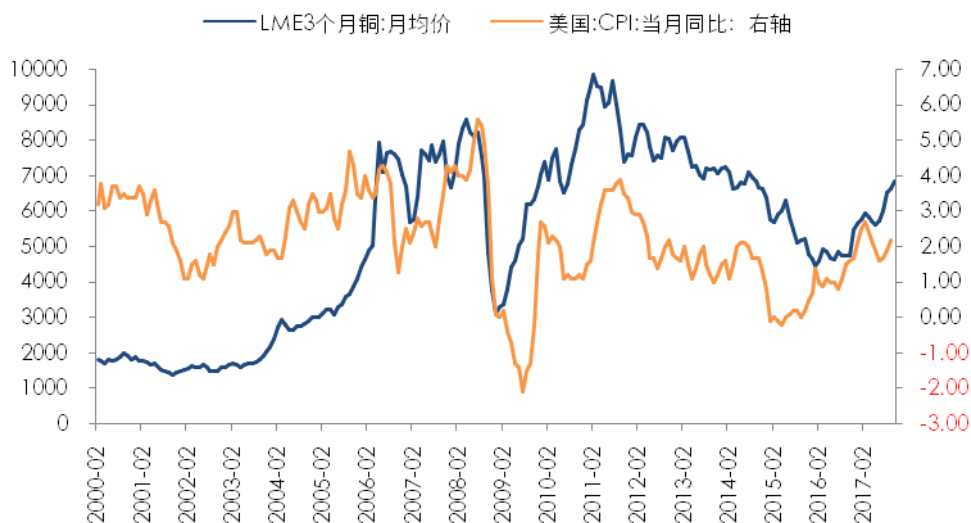
3.铜相关金融属性指标

图 24:美元指数



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图25:美国通胀变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

4.后市展望

供应端, 近期公布的大矿山三季度财报显示铜精矿供应环比二季度好转, 罢工等因素对铜矿产出干扰力度下降。从大周期上看, 由于自 2012 年左右矿山资本支出逐年减少, 2018 年后矿山产能释放速度开始放缓, 铜精矿可能逐步进入短缺周期中。

需求端, 欧美地区经济数据依旧不差, 铜实体需求预期稳中向好。国内方面, 房地产、电力、汽车等铜下游消费行业表现略微疲软, 但家电产量数据不错, 从 SMM 调研看, 空调 11 月排产情况依然较乐观。在近期举办的 LME WEEK 上, 市场普遍看好未来新能源汽车对铜的消费增长预期。

ICSG 公布的 7 月份全球供需情况显示, 铜依旧短缺。WBM 数据显示 1-8 月全球铜累计短缺 3.2 万吨。

结合供需两端来看, 铜基本面不差, 铜价可能在震荡调整后再度走强。

取暖季真刀实枪见供需

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

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

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

铁矿石: 铁矿石 10 月份跌幅较大。发货量方面, 10 月澳洲巴西发货继续回暖, 同比环比均出现上升。港口库存方面, 截至 11 月 3 日, 全国 45 个港口库存 13348 吨, 与 9 月末相比上升。由于四季度为外矿发货旺季, 加上港口出现压港情况, 我们预计 11 月外矿发货量和港口库存将维持高位。

钢厂方面, 受取暖季环保限产的影响, 截至 11 月 3 日, 高炉开工率为 70.99%, 下降幅度较大。同时钢厂进口烧结粉矿的库存及日耗本月下跌幅度也较大, 使得铁矿库存可用天数环比出现了上升。预计随着取暖季限产影响的逐渐显现, 钢厂仍将保持铁矿石的低库存运行, 难以出现大规模的补库, 整体需求偏弱。

10 月份铁矿石 1-5 价差出现较大回落, 主要原因是取暖季限产影响了铁矿 1 月需求, 而明年 5 月则有复产的预期。目前来看价差走势仍有较大不确定性。

总体来看, 目前铁矿石供大于求的局面未有改观, 随着取暖季的到来, 铁矿石需求或将进一步受到影响, 建议投资者暂时观望, 等待后续逢高沽空的机会, 仅供参考。

螺纹钢: 10 月螺纹钢期货下跌现货上涨。现货市场需求平稳较好, 库存偏低, 导致现货价格偏强为主。期螺受到宏观预期转弱的影响走势较为疲软。导致 10 月螺纹钢基差有所拉大。

11 月以后持仓移仓远月合约, 5 月走势逐渐升水 1 月合约。

我们认为进入 11 月以后, 取暖季限产的真正影响会出现, 市场供需状况会对现货产生直接的影响。期现价差后期还是需要回归。那么如果取暖季市场供需拉紧, 期货很难独自下跌; 如果供需没有更加紧张, 随着供需淡季, 现货很难上涨。

热卷供需有走差的情况展现。11 月可能热卷走势弱于螺纹。

暂时建议观望为主。见后期供需实际情况变化。

1.行情回顾

10月份铁矿石走低，截至10月31日，I1801收于428元/吨，月跌26.5元/吨，跌幅5.83%。月末持仓量为186万手。

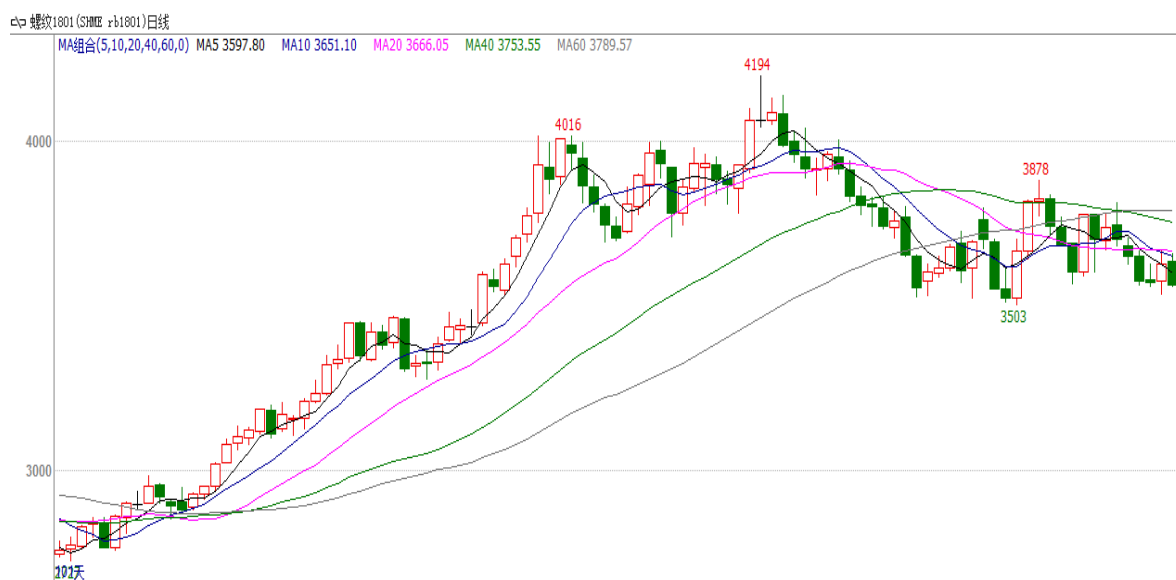
10月份螺纹钢走低，截至10月31日，RB1801收于3628元/吨，月跌67元/吨，跌幅1.81%。月末持仓量为267.7万手。

图 1：铁矿石主力 I1801 合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：螺纹钢主力 RB1801 合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.行情回顾

2.1 现货价格

铁矿石港口现货小幅上涨。10月31日，青岛港澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于457元/吨，月环比跌30元/吨。唐山66%铁精粉价格下跌5元/吨，至470元/吨。

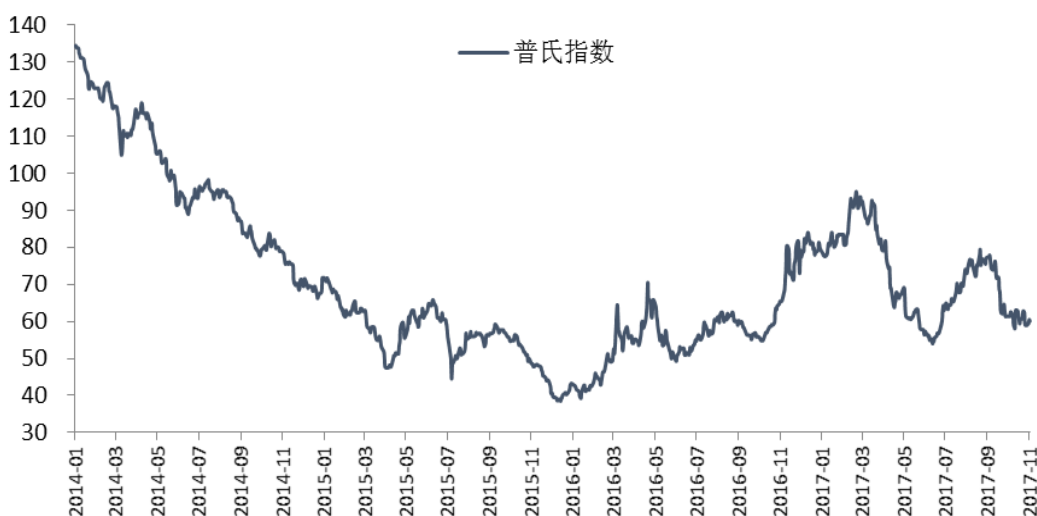
图3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

普氏指数10月31日报收于59.5美元/吨，环比上月下跌1.85美元/吨，跌幅3%。

图4：普氏指数（美元/吨）

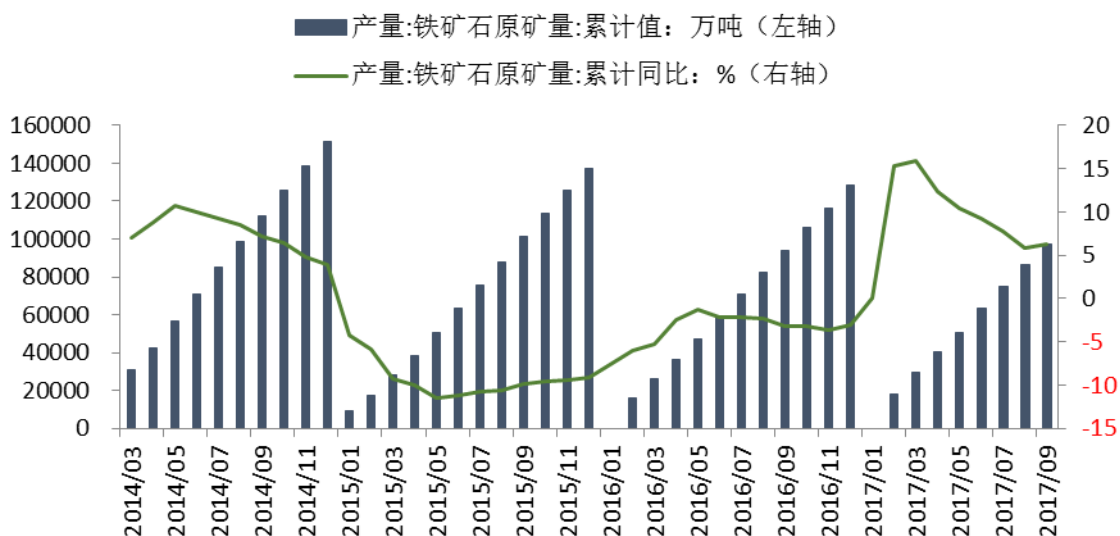


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿复产进程放缓

2017年1-9月，国内铁矿石原矿累计生产9.76亿吨，同比去年增6.3%，其中9月份同比增幅0.17%。

图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 11 月 3 日，国内矿山铁精粉库存 66 万吨，与 9 月 29 日相比减少 10 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）



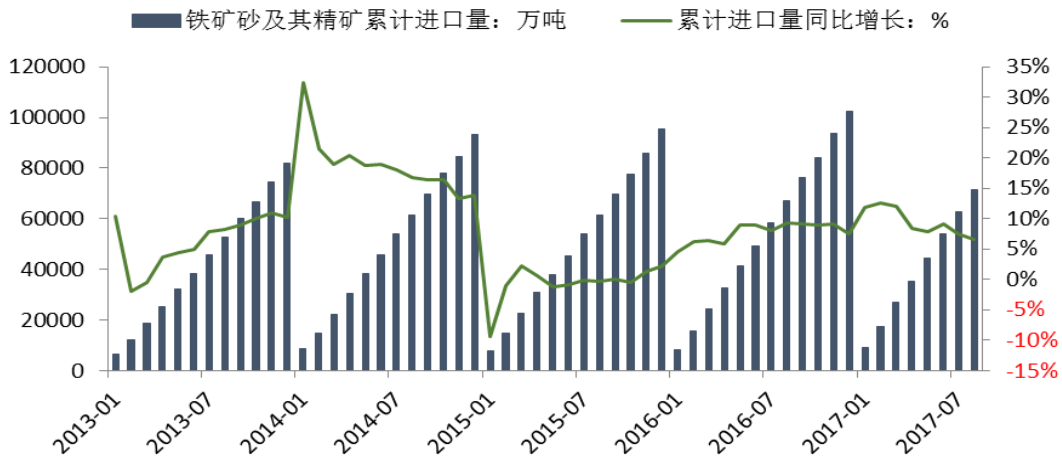
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿进口量增加

2017年9月份进口铁矿砂及其精矿10283万吨，同比增加10.58%，1-9月累计进口8.17亿

吨，同比去年增加 7.1%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

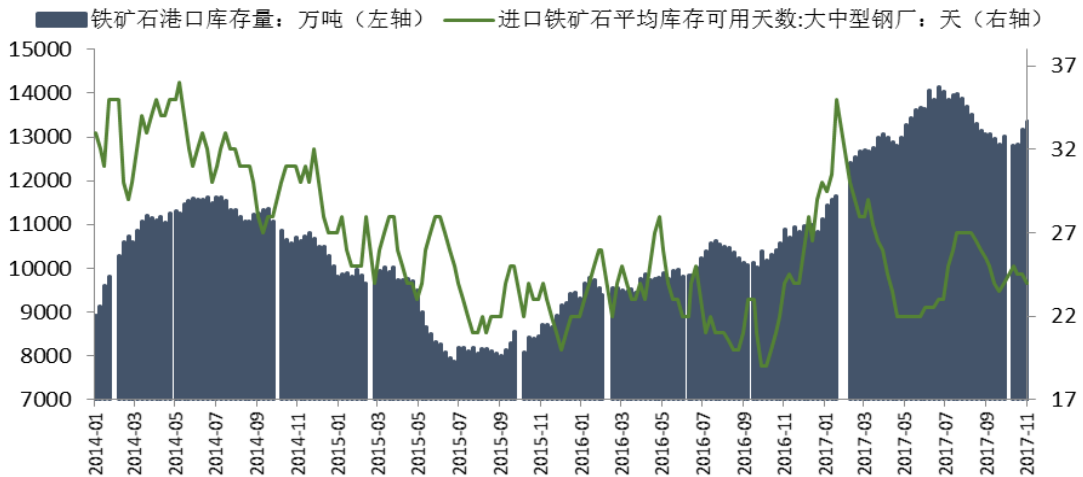


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 港口库存上升

截至 11 月 3 日，港口库存 13348 吨，与 9 月末相比上升，钢厂的进口矿库存可用天数 24 天，与 9 月末相比持平。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 螺纹钢基本面分析

3.1 钢价回升

截至 10 月 31 日，上海螺纹钢收于 3930 元/吨，月涨 60 元/吨。杭州螺纹钢收于 3990 元/吨，月涨 70 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

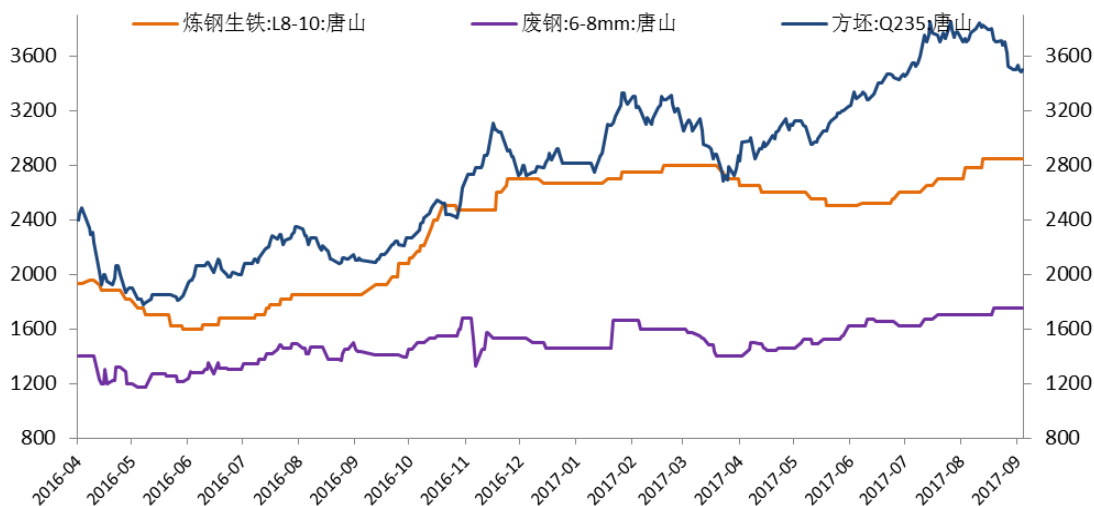


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 废钢价格上涨

钢坯收于 3690 元/吨，月涨 190 元/吨。生铁价格持平于 2850 元/吨。废钢价格涨 130，收于 1880 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

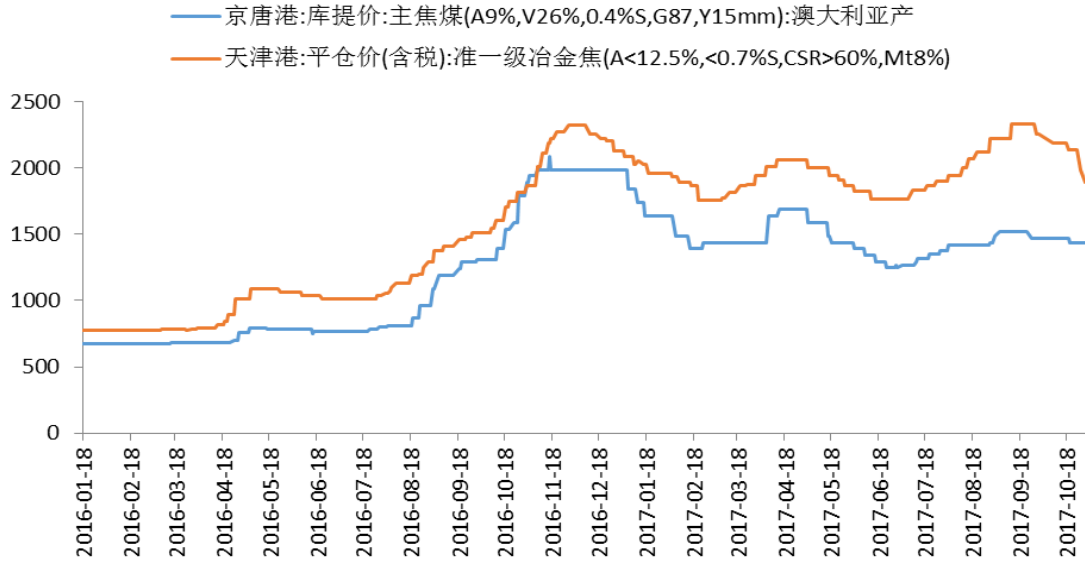


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤、焦炭现货走弱

京唐港焦煤收于 1440 元/吨，月环比跌 30 元/吨；天津港焦炭跌 370 元/吨，至 1890 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

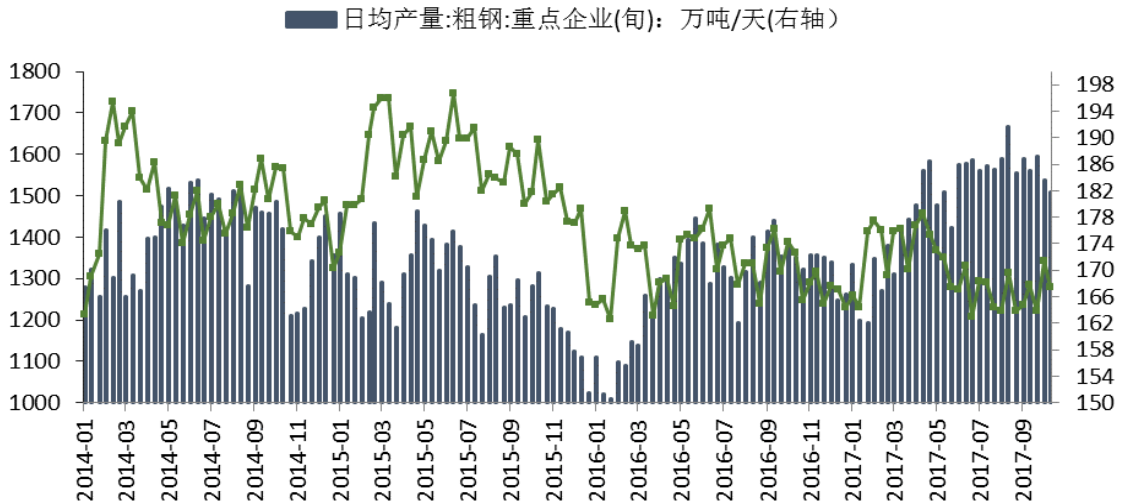


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂生产维持高位

2017 年 10 月中旬重点钢企粗钢日产 181.83 万吨，旬环比减少 1.76 万吨，下降 0.96%；重点企业库存 1280.15 万吨，旬环比减少 62.27 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

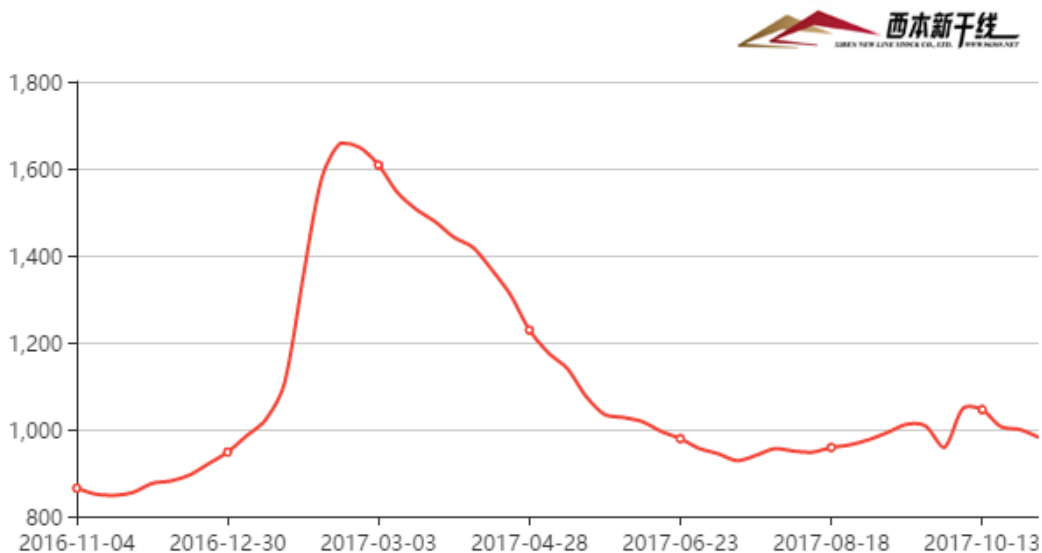


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存回升

截至 11 月 3 日，全国主要钢材品种库存总量为 981.4 万吨。

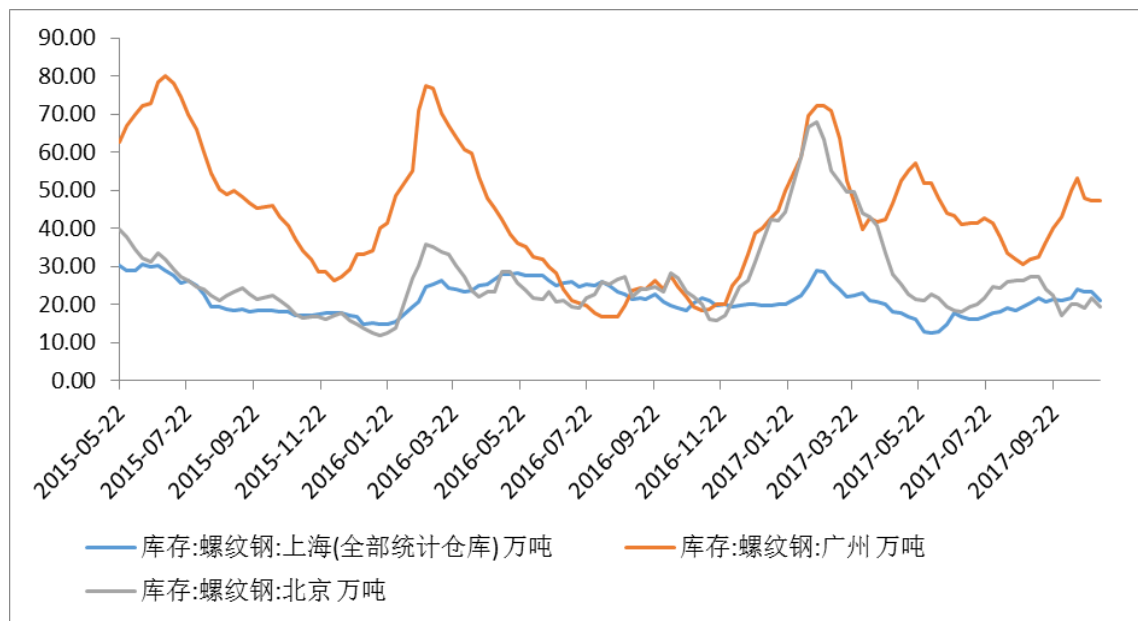
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 10 月 27 日，北京库存 21.77 万吨，月环比上升 4.61 万吨，上海库存增加 2.13 万吨，广州增加 4.36 万吨。

图 14：北上广三地螺纹钢社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率下滑

截至 11 月 3 日，163 家钢厂盈利比例为 85.28%。高炉开工率 70.99%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.7 终端采购环比转好

上海地区线螺采购量 10 月周度均值 38614.33 吨，9 月周度均值 33206.6 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：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口萎缩

2017年9月钢材出口为514万吨，同比下滑41.59%。1-8月累计出口5960万吨，同比去年下滑29.98%。

图 17：钢材出口（万吨）

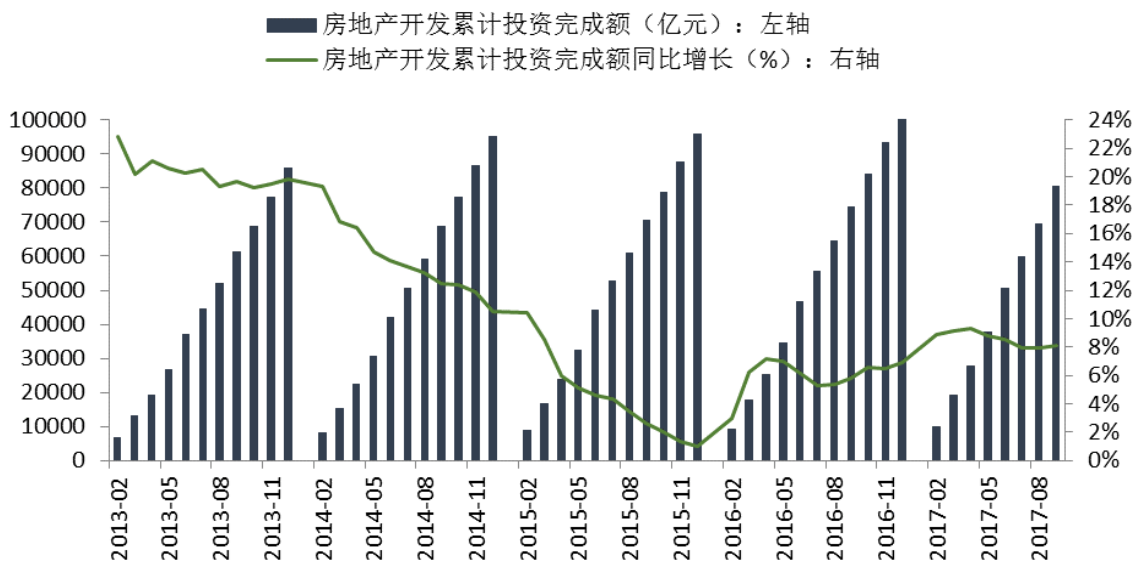


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资增速环比持稳

2017年1-9月房地产累计开发投资为8.06万亿元，同比去年增加8.1%，增长率环比微升。

图 18：房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.总结

铁矿石：铁矿石 10 月份跌幅较大。发货量方面，10 月澳洲巴西发货继续回暖，同比环比均出现上升。港口库存方面，截至 11 月 3 日，全国 45 个港口库存 13348 吨，与 9 月末相比上升。由于四季度为外矿发货旺季，加上港口出现压港情况，我们预计 11 月外矿发货量和港口库存将维持高位。

钢厂方面，受取暖季环保限产的影响，截至 11 月 3 日，高炉开工率为 70.99%，下降幅度较大。同时钢厂进口烧结粉矿的库存及日耗本月下跌幅度也较大，使得铁矿库存可用天数环比出现了上升。预计随着取暖季限产影响的逐渐显现，钢厂仍将保持铁矿石的低库存运行，难以出现大规模的补库，整体需求偏弱。

10 月份铁矿石 1-5 价差出现较大回落，主要原因是取暖季限产影响了铁矿 1 月需求，而明年 5 月则有复产的预期。目前来看价差走势仍有较大不确定性。

总体来看，目前铁矿石供大于求的局面未有改观，随着取暖季的到来，铁矿石需求或将进一步受到影响，建议投资者暂时观望，等待后续逢高沽空的机会，仅供参考。

螺纹钢：10 月螺纹钢期货下跌现货上涨。现货市场需求平稳较好，库存偏低，导致现货价格偏强为主。期螺受到宏观预期转弱的影响走势较为疲软。导致 10 月螺纹钢基差有所拉大。

11 月以后持仓移仓远月合约，5 月走势逐渐升水 1 月合约。

我们认为进入 11 月以后，取暖季限产的真正影响会出现，市场供需状况会对现货产生直接的影响。期现价差后期还是需要回归。那么如果取暖季市场供需拉紧，期货很难独自下跌；如果供需没有更加紧张，随着供需淡季，现货很难上涨。

热卷供需有走差的情况展现。11 月可能热卷走势弱于螺纹。

暂时建议观望为主。见后期供需实际情况变化。

先进产能释放加快，动煤或偏弱震荡为主

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

● 行情回顾

10月份，动煤延续9月下旬跌势，期货价格重心下移，整体维持在600-640区间震荡调整。由于节前各大煤企相继下调市场煤价格，节后动煤大幅走弱；随后在“十九大”利好预期带动下，动煤震荡反弹；会后先进产能释放加快，下游需求减弱，现货价格开始回落，动煤偏弱震荡下行。主力合约ZC1801报收611.8元/吨，月跌32.4元/吨，跌幅5.03%；持仓42.2万手，成交512.2万手，缩量增仓。

截至11月1日，环渤海动力煤价格指数报581元/吨，较上月下跌了4元/吨，同比下行0.68%；目前指数已连续四期下降，累计跌幅5元/吨。由于煤炭市场供给逐渐增加，港口库存维持高位；同时电厂日耗开始下降，下游需求有所减弱；加之政策导向以及长协煤的带动作用，导致近期BSPI指数小幅回落。

● 后市展望及策略建议

会后先进产能释放加快，煤炭供给逐渐增加，港口煤炭库存较为充裕；同时沿海六大电厂日耗下行至50万吨水平，加之采暖季下游行业错峰生产，煤炭需求有所减弱，煤炭市场供需紧张局面得以缓解。

进入11月，随着采暖季的来临，加之大秦线秋季集中检修，煤炭市场或受到一定的支撑；但近期煤炭市场供需格局逐渐转变，同时政策面对于采暖季煤炭保供、抑制价格进一步上涨的意图较为明显，预计后期煤价将继续回落，逐渐回归合理运行。

由于动力煤期现基差较大，一定程度上抑制了动煤期货价格继续下跌的空间，预计后期动煤或偏弱震荡为主。

1.信息回顾

1.1 PMI 指数延续扩张态势，符合市场预期

2017年10月31日，国家统计局发布数据显示，2017年10月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.6%，虽比上月回落0.8个百分点，但仍高于去年同期0.4个百分点，达到今年均值水平，制造业持续保持扩张的发展态势。同期，10月财新中国制造业PMI为51.0%，与9月持平，显示制造业整体运行轻微改善。

10月制造业平稳扩张，但严格的环保限产和较低的库存进一步加大了中下游企业成本压力，或对后期生产造成不利影响，需要警惕对经济过度乐观的预期。

1.2 三季度 GDP 同比增 6.8%

初步核算，前三季度国内生产总值593288亿元，按可比价格计算，同比增长6.9%，增速与上半年持平，比上年同期加快0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值41229亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值238109亿元，增长6.3%；第三产业增加值313951亿元，增长7.8%。三季度，国内生产总值同比增长6.8%，经济连续9个季度运行在6.7-6.9%的区间。

1.3 京津冀环保督查再加码

环保部抽调280名监测人员，对京津冀28城重点行业的达标排放情况进行执法监测。第一轮执法监测已于10月13日开始。这是京津冀迎来的第三组环保钦差。此次执法监测主要针对京津冀28城的钢铁、水泥、火电、焦化、石化、化工、有色、平板玻璃等8个重点行业。

1.4 关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知

发改委印发《关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知》，严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为。一旦发现煤炭生产流通企业、煤炭行业相关社会组织、煤炭价格指数编制企业，以及其他为煤炭交易提供服务的单位，存在捏造、散布涨价信息，扰乱市场秩序，推动煤炭价格过高过快上涨的行为，要依法严肃查处。一旦发现下游用煤企业和消费者举报煤炭经营者达成垄断协议、滥用市场支配地位以不公平高价销售煤炭的违法行为，要依法严肃查处。一旦煤炭市场出现重大或异常情况，各地价格主管部门要随时上报。

2.行情回顾

2.1 动力煤期价走势

10月份，动煤延续9月下旬跌势，期货价格重心下移，整体维持在600-640区间震荡调整。由于节前各大煤企相继下调市场煤价格，节后动煤大幅走弱；随后在“十九大”利好预期带动下，动煤震荡反弹；会后先进产能释放加快，下游需求减弱，现货价格开始回落，动煤偏弱震荡下行。主力合约ZC1801报收611.8元/吨，月跌32.4元/吨，跌幅5.03%；持仓42.2万手，成

交 512.2 万手，缩量增仓。

图 1: 动煤 ZC1801 行情走势

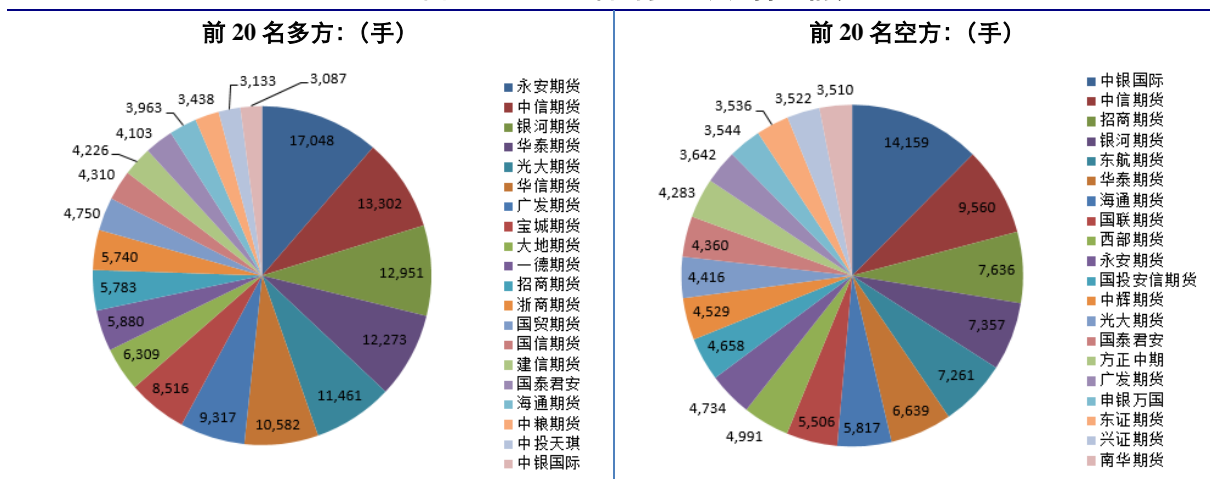


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至 10 月 31 日，主力合约 ZC1801 前 20 名持买仓量由 141330 手增至 150172 手，前 20 名持卖仓量由 109251 手增至 113660 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 163590 手，前 20 名持卖仓量 124470 手。从机构层面看，多方较空方维持着明显的优势。

图 2: ZC1801 合约多空双方持仓情况



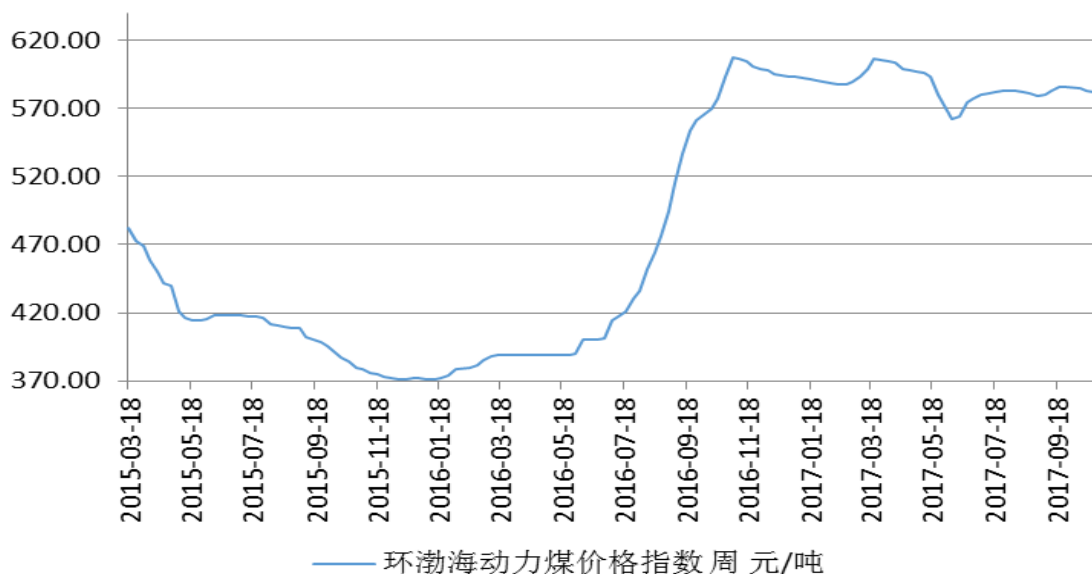
数据来源：兴证期货研发部，郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 11 月 1 日,环渤海动力煤价格指数报 581 元/吨,较上月下跌了 4 元/吨,同比下行 0.68%;目前指数已连续四期下降,累计跌幅 5 元/吨。由于煤炭市场供给逐渐增加,港口库存维持高位;同时电厂日耗开始下降,下游需求有所减弱;加之政策导向以及长协煤的带动作用,导致近期 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

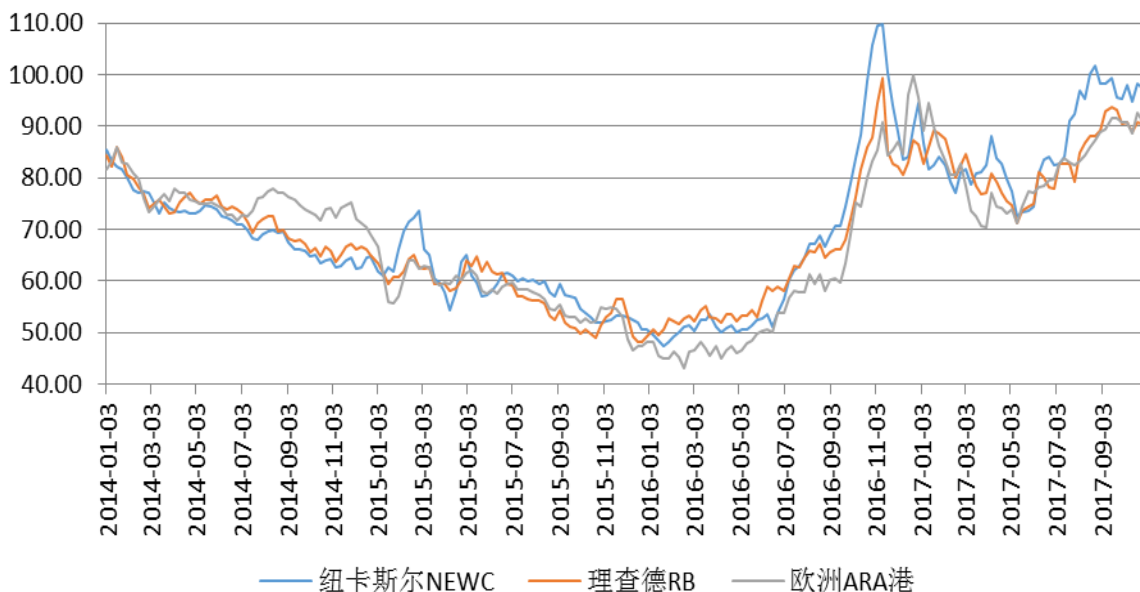
3.2 国际动力煤市场

10 月份,国际动力煤市场全面上涨。

(单位: 美元/吨)	10月2日	10月6日	10月13日	10月20日	10月27日	11月1日
纽卡斯尔 NEWC	95.50	97.88	94.85	98.25	97.46	99.32
理查德 RB	89.25	90.82	89.00	90.89	90.55	95.46
欧洲 ARA 港	88.50	90.88	88.63	92.65	91.03	94.46

截止 11 月 1 日,澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 99.32 美元/吨,较上月上涨 3.82 美元/吨,涨幅为 4.00%;南非理查德港动力煤价格指数 95.46 美元/吨,较上月上涨 6.21 美元/吨,涨幅为 6.96%;欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 94.46 美元/吨,较上月上涨 5.96 美元/吨,涨幅为 6.73%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

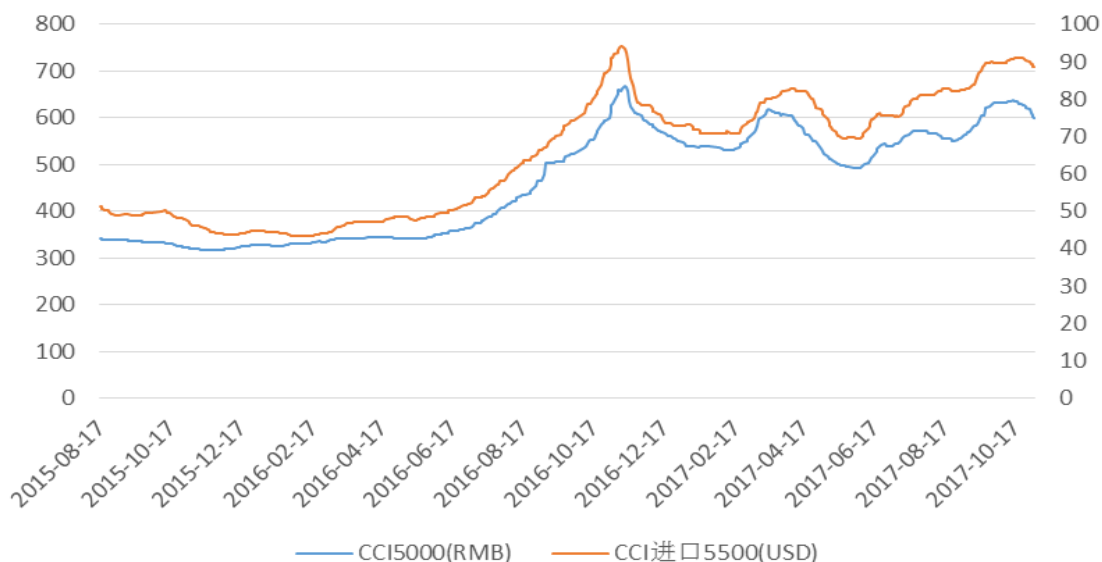


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

10 月份，CCI5000 指数弱势下行，由 632 元/吨下跌至 600 元/吨，跌幅为 5.06%；CCI 进口 5500 指数冲高回落，由 89.7 美元/吨上涨至 91.0 美元/吨后回落至 88.5 美元/吨，跌幅为 1.34%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



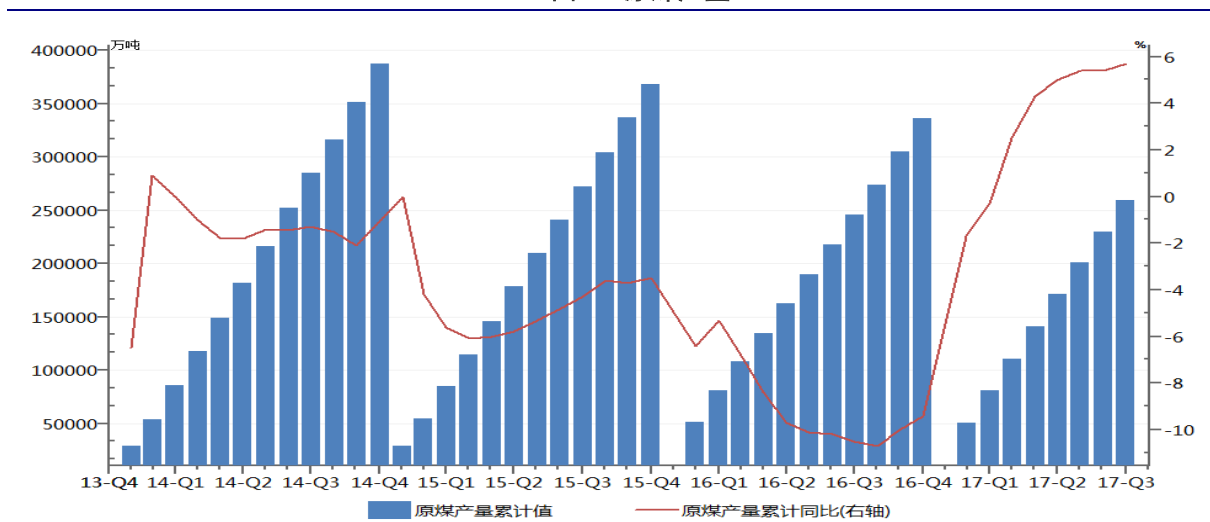
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.基本面

4.1 产量环比增加，产能释放初见成效

2017年前9个月全国原煤产量25.92亿吨，累计同比增长5.7%；其中9月份原煤产量2.98亿吨，同比增长7.6%，环比增加了735万吨。2017年前9个月山西省煤炭累计产量64184万吨，累计同比增长7.5%；其中9月份产量7247万吨，同比增长8.2%。陕西省煤炭累计产量41294万吨，累计同比增长12.2%；其中9月份产量5564万吨，同比增长24.4%。内蒙古煤炭累计产量68066万吨，累计同比增长12.8%；其中9月份产量7521万吨，同比增长11.8%。

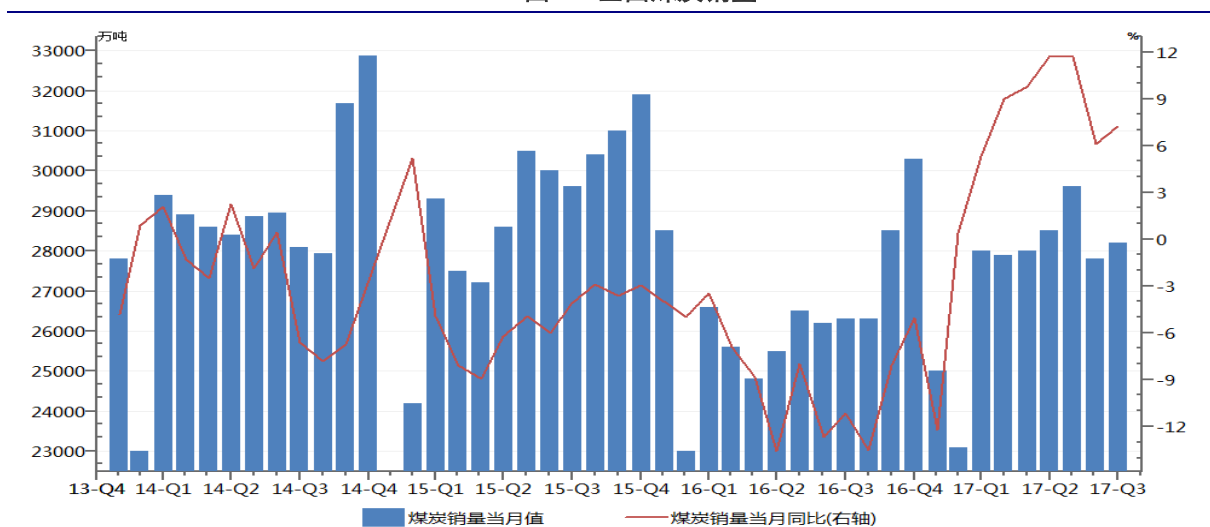
图6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

2017年9月份煤炭销量28200万吨，同比增长7.22%。

图7：全国煤炭销量

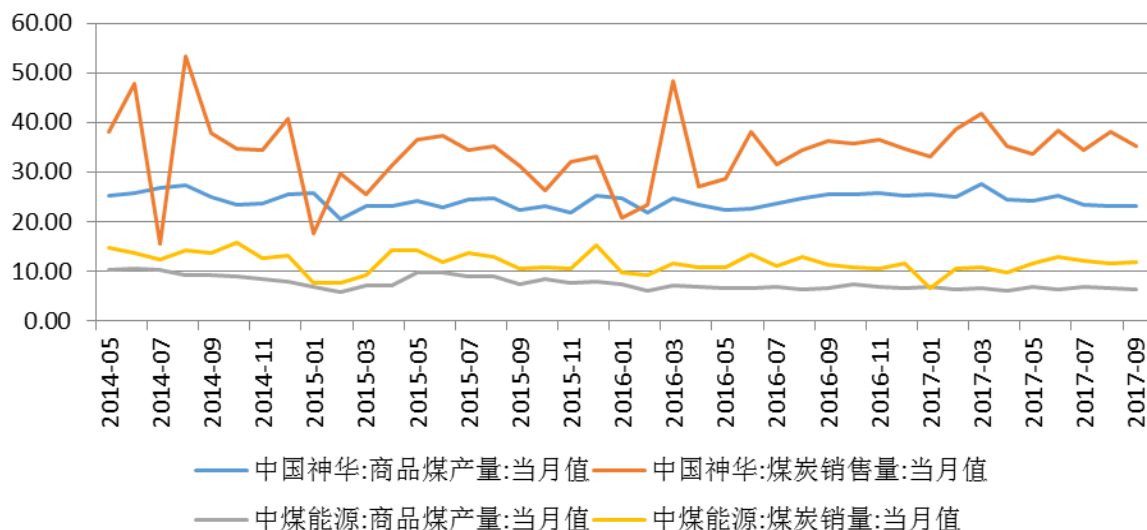


数据来源：兴证期货研发部，WIND

9月份，中国神华集团煤炭产销同比均有所减少；中煤能源煤炭产量有所减少，销量有所增加。其中9月份，中国神华集团商品煤产量2310万吨，同比减少230万吨或9.06%；煤炭销

销量 3520 万吨，同比减少 100 吨或 2.76%。9 月份，中煤能源商品煤产量为 639 万吨，同比减少 21 万吨或 3.18%；商品煤销量为 1173 万吨，同比增加 44 万吨或 3.90%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



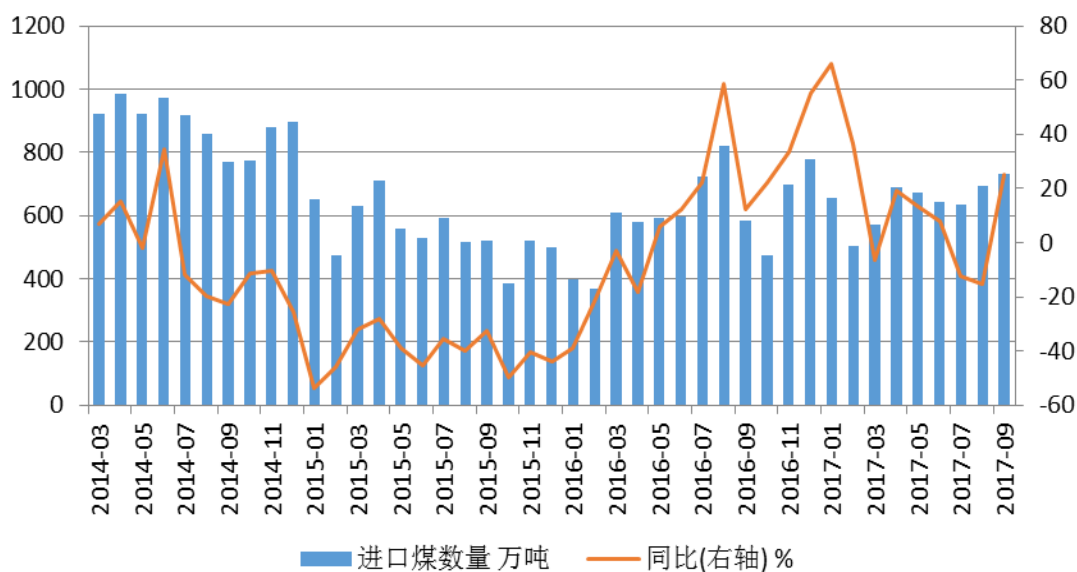
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤量集中到港，创年内新高

2017 年 9 月份全国煤炭进口量 2708 万吨，同比增加 264 万吨，增长 10.8%；环比增加 181 万吨，增长 7.16%。

2017 年 9 月我国进口动力煤 729.61 万吨，同比增加 147.49 万吨或 25.34%。9 月份，排名前 3 的进口来源国依次为：澳大利亚 471.22 万吨，俄罗斯 130.87 万吨，印尼 106.14 万吨。

图 9：进口动力煤情况

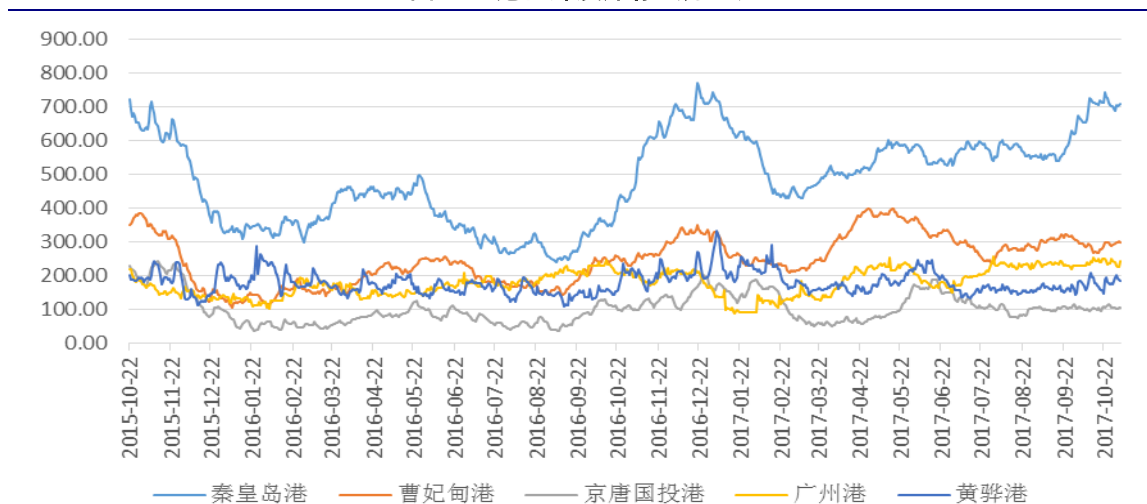


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存维持高位

截至 11 月 3 日，环渤海四港动力煤库存 1572.3 万吨，较上月同期增加 66.6 万吨或 4.42%，港口库存维持高位。秦皇岛港库存 708 万吨，较上月同期增加 84.5 万吨或 13.55%，维持 700 万吨上方运行。黄骅港煤炭库存 183 万吨，较上月增加了 42 万吨；曹妃甸港煤炭库存 297.0 万吨，较上月减少 6.1 万吨；京唐国投港煤炭库存 106 万吨，较上月减少 1 万吨。同期，广州港煤炭库存 243.1 万吨，较上月同期增加 13.4 万吨或 5.83%。

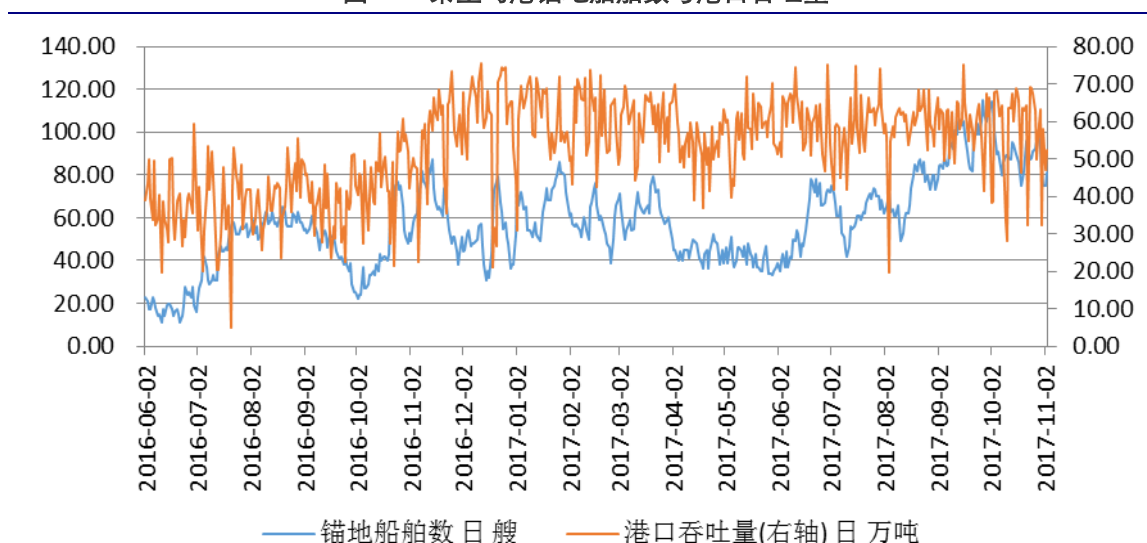
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

随着大秦线秋季检修开启，港口煤炭调入量有所减少；近期下游需求有所减弱，市场观望情绪浓厚，成交一般。10 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7532.68 车，环比减少 117.96 车；日均调入量 60.02 万吨，环比减少 1.12 万吨。日均吞吐量 57.37 万吨，环比减少 1.90 万吨。锚地船舶数日均 91.13 艘，环比减少 4.47 艘，下游拉煤意愿有所降低。

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 电厂日耗快速下降，库存有所回升

进入 10 月份，电力耗煤进入传统淡季，六大电厂日耗下行至 50 万吨水平，电厂采购意愿降低；同时采暖季下游行业错峰生产，煤电需求受到一定的限制。截至 11 月 3 日，沿海六大发电集团煤炭库存 1225.5 万吨，较上月同期大幅增加 205.1 万吨或 20.10%；可用天数由 14 天快速增加至 24 天。日均耗煤量 51.58 万吨，较上月同期大幅下降了 19.21 万吨。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 下游需求开始减弱

受采暖季环保限产影响，下游行业错峰生产，近期煤炭需求开始逐渐减弱。

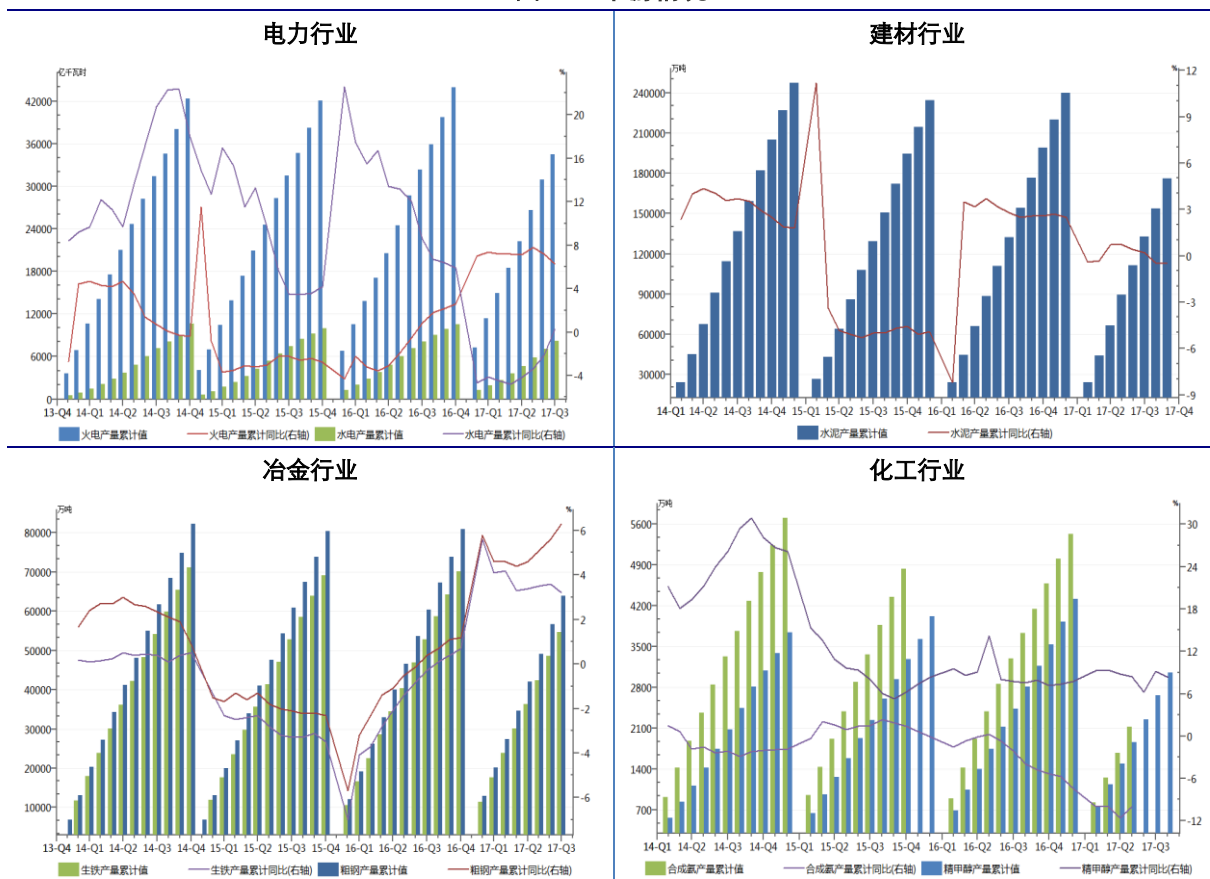
电力：电力耗煤进入淡季，同时重工业错峰生产，加之水电冲击加大，火力发电有所减少。2017 年前 9 个月全社会用电量 46888 亿千瓦时，累计同比增长 6.9%；其中 9 月份全社会用电量 5317 亿千瓦时，同比增长 7.2%。2017 年前 9 个月全国累计发电量 46891 亿千瓦时，累计同比增长 5.3%；其中 9 月份全国发电量 5220 亿千瓦时，同比增长 5.3%。2017 年前 9 个月火电累计发电量 34525 亿千瓦时，累计同比增长 6.3%；其中 9 月份火电发电量 3623 亿千瓦时，同比下降 0.5%。2017 年前 9 个月水电累计发电量 8147 亿千瓦时，累计同比增长 0.3%；其中 9 月份水电发电量 1122 亿千瓦时，同比大幅增长 18.6%。

建材：水泥价格稳中有升，产量环比增加。2017 年前 9 个月全国水泥累计产量 176124 万吨，累计同比下降 0.5%；其中 9 月份水泥产量 22140 万吨，同比下降 2.0%。

冶金：钢厂利润维持高位，产量继续增加。2017 年前 9 个月全国粗钢累计产量 63873 万吨，累计同比增长 6.3%；其中 9 月份粗钢产量 7183 万吨，同比增长 5.3%。2017 年前 9 个月全国生铁累计产量 54614 万吨，累计同比增长 3.2%；其中 9 月份生铁产量 5960 万吨，同比增长 0.5%。

化工：甲醇价格高位运行，尿素价格强势上涨。2017 年前 8 个月全国甲醇累计产量 3042 万吨，累计同比增长 8.29%。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

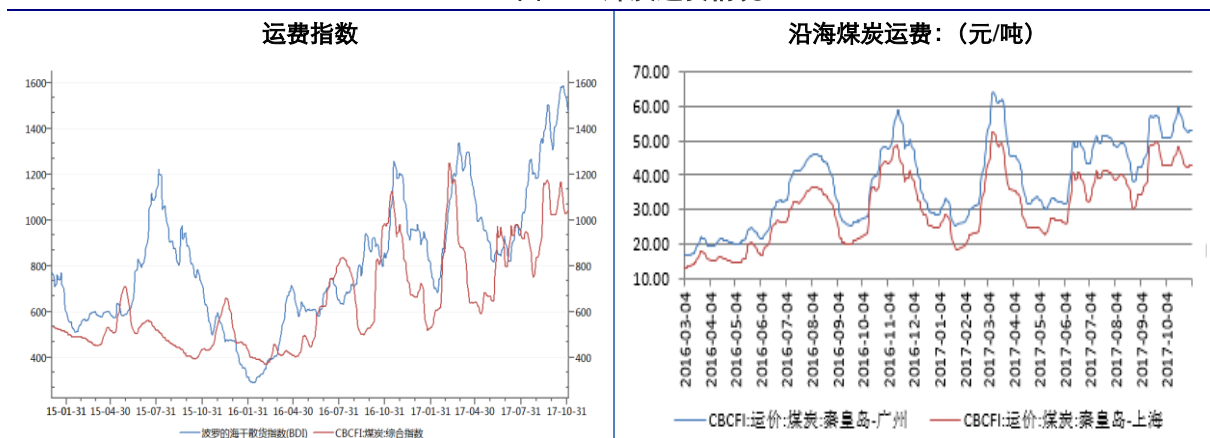
4.6 国际运费不断下行，沿海运费维持低位

由于全球经济逐渐复苏，贸易有所增加，从而波罗的海干散货指数（BDI）维持高位运行，期间创下近 3 年新高。截至 11 月 3 日，波罗的海干散货指数（BDI）为 1476 点，较上月同期上涨了 120 点，涨幅为 8.85%，先升后降。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为 1039.85，较上月同期上涨了 14.52 点，涨幅为 1.42%，冲高回落。上半月由于部分船舶选择南下运沙，使得煤炭运力有所缩减，加之随后受到台风影响，海上运输难以进行，导致沿海煤炭运费持续上涨；接着由于会议期间，钢厂、工地限产停工，市场可用运力增多；加之采暖季下游行业错峰生产，需求开始降低，从而沿海煤炭运费开始下跌。在煤价持续回落的背景下，市场观望情绪浓厚，成交较少，预计后期煤炭运费将持续震荡运行。

截至 11 月 3 日，秦皇岛-广州海运费由 50.7 元/吨上涨至 59.9 元/吨后回落至 52.9 元/吨，较上月上涨了 2.2 元/吨；秦皇岛-上海海运费由 42.8 元/吨上涨至 48.3 元/吨后回落至 42.9 元/吨，较上月上涨了 0.1 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

会后先进产能释放加快，煤炭供给逐渐增加，港口煤炭库存较为充裕；同时沿海六大电厂日耗下行至 50 万吨水平，加之采暖季下游行业错峰生产，煤炭需求有所减弱，煤炭市场供需紧张局面得以缓解。

进入 11 月，随着采暖季的来临，加之大秦线秋季集中检修，煤炭市场或受到一定的支撑；但近期煤炭市场供需格局逐渐转变，同时政策面对于采暖季煤炭保供、抑制价格进一步上涨的意图较为明显，预计后期煤价将继续回落，逐渐回归合理运行。

由于动力煤期现基差较大，一定程度上抑制了动煤期货价格继续下跌的空间，预计后期动煤或偏弱震荡为主。

关注月底会议

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

● 行情回顾

继9月份国际原油期货价格大幅上扬之后,10月份延续强势,并且创下新高。WTI原油期货主力合约月上涨3美元,涨幅5.81%,最高触及54.85美元/桶,最终收于54.64美元/桶。布伦特原油期货主力月上涨4.65美元,涨幅8.23%,最高触及61.19美元/桶,最终收于61.18美元/桶。

● 后市展望及策略建议

目前来看,国际原油市场基本面偏向乐观,一方面沙特和俄罗斯均支持延长减产计划,另一方面,近期中东部地缘政治局势紧张,也使油价轨迹继续向上。当然,美国原油市场仍是一个风险点,但当前市场焦点可能更集中在中东局势,之前地缘政治一直淡出市场,但目前又再次受到关注。目前在基本面偏乐观的情况下,WTI和布伦特原油均刷新今年新高,短期或仍将维持强势。

1.原油市场行情回顾

1.1 油价延续强势

图 1：WTI 原油期货主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

继9月份国际原油期货价格大幅上扬之后，10月份延续强势，并且创下新高。WTI原油期货主力合约月上涨3美元，涨幅5.81%，最高触及54.85美元/桶，最终收于54.64美元/桶。

图 2：布伦特原油期货主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

布伦特原油期货主力月上涨 4.65 美元，涨幅 8.23%，最高触及 61.19 美元/桶，最终收于 61.18 美元/桶。两地油价均创下 2015 年 7 月以来新高。

2. 基本面分析

10 月份国际原油期货价格能维持强势上升格局，主要是两个因素导致，一是国际政治地缘格局再次紧张，引起市场高度关注；二是沙特与俄罗斯均表态支持延长减产协议，使得市场看多油价情绪高涨。

2.1 地缘政治紧张推升油价

10 月上旬，伊拉克政府军和库尔德地区武装在盛产石油的基尔库克地区日益紧张的对峙关系，促使油价持续上涨。

库尔德人是中东地区不属于阿拉伯人的独立族群，主要是逊尼派穆斯林，聚居在伊拉克、叙利亚、伊朗和土耳其四国交界地带，总人口约 3000 万。而在 2003 年萨达姆政权倒台后，伊拉克中央政府及其军队是由阿拉伯什叶派穆斯林控制的。目前估计有 600 万多名库尔德人居住在伊拉克，约占该国总人口的 20%，其中大部分位于内陆北部地区。

在伊拉克半自治区库尔德斯坦 9 月举行的全民投票中以压倒性优势支持独立后，伊拉克中央政府被迫对当地进行军事干预。伊拉克总理海德尔·阿巴迪谴责投票违宪，宣告投票结果无效，但“首都”位于埃尔比勒市的库尔德地区政府却为捍卫公投结果合法性，而不惜与巴格达对抗。

基尔库克省有着日产量逾 100 万桶的基尔库克油田，是伊拉克的产油“心脏”，占伊拉克全国石油产量的近三成。若爆发严重的地区性冲突，来自伊拉克的原油可能面临严重的出口中断。大型跨国油企在当地的业务会因伊拉克局势而受到影响，甚至出现油田全面关停，继而可能导致国际油价剧烈波动。

另外伊朗局势也令市场关注。之前尽管国际核查人员表示德黑兰地区有遵守履行伊朗核协议内容，但美国总统特朗普仍对此予以否定。根据美国一项法律规定，总统须每 90 天向国会确认伊朗在遵守核协议，如果确定未履行，国会将在 60 天内决定是否对德黑兰重新实施经济制裁。而在上一轮对伊制裁中，伊朗方面被缩减近 100 万桶/日的原油供给。新一轮制裁可能不会有如此大的力度，尤其是这次为美国单方行动，不过具体情况仍需关注。

2.2 沙特与俄罗斯支持延长减产

2016 年 11 月 OPEC 与非 OPEC 国家达成原油减产协议，协议于今年 1 月份开始执行，明年 3 月底到期，而到期后是否延长协议时间，成为市场关注的焦点。近期 OPEC 秘书长穆罕默德·巴尔金都向路透社表示，下一次会议的“迷雾”现已云开雾散，原因是沙特阿拉伯和俄罗斯都明确表示支持将减产协议延长 9 个月。

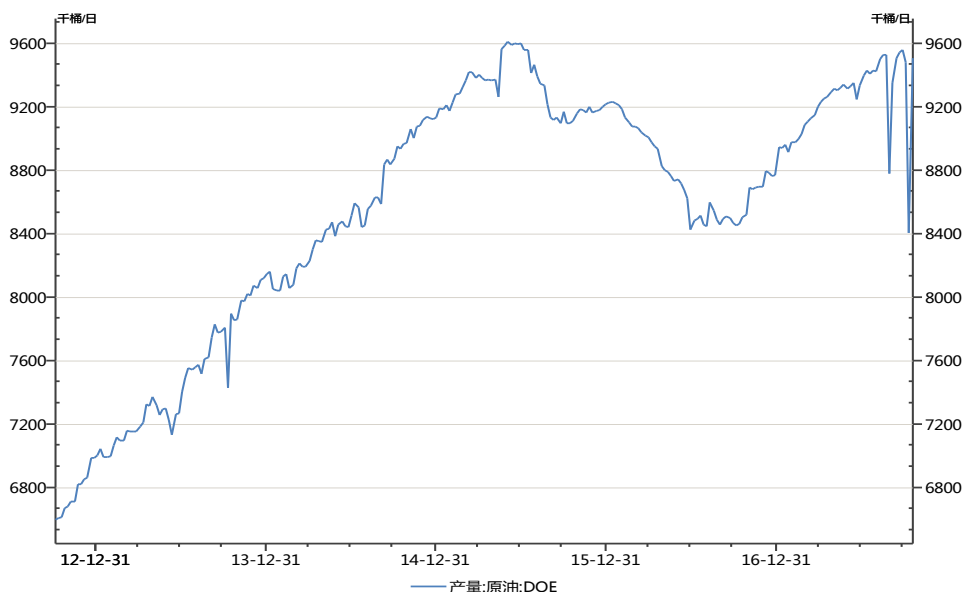
根据自今年 1 月份开始正式生效的减产协议，OPEC 和成员国以及俄罗斯和其他 9 个产油国一直都在以 180 万桶/日的规模削减原油产量，这项计划目前定于 2018 年 3 月份到期。就在市场想要在 11 月底的会议中得到答案的时候，10 月下旬，沙特阿拉伯王储穆罕默德·本·萨勒曼称其支持将减产协议延长 9 个月，而俄罗斯总统普京也已发表了类似的言论。

“OPEC 对沙特阿拉伯王储作出的明确指导表示欢迎，他认为有必要让原油市场实现平衡，将减产协议延长到 2018 年第一季度以后。”巴尔金都说道。“另外，俄罗斯总统普京也已经发表了声明，从而使得 11 月 30 日维也纳会议的‘迷雾’就此消散。”

就目前来看，市场普遍预计 OPEC 将在 11 月 30 日举行的会议上达成延长减产协议。

2.3 美国原油产量持续增加仍不容忽视

图 3：美国原油产量变化



数据来源:Wind资讯

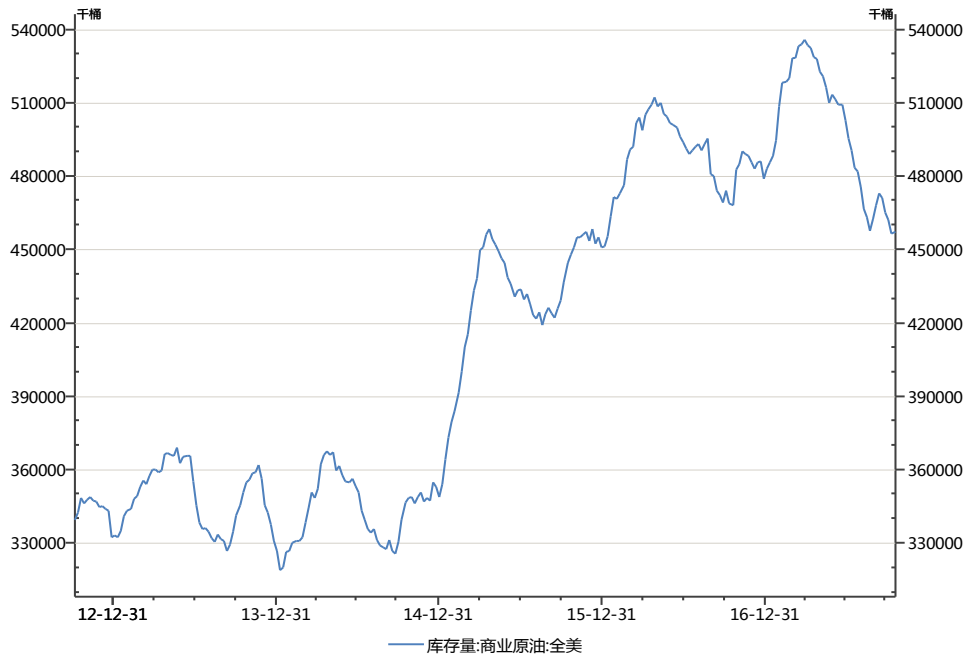
数据来源：Wind，兴证期货研发部

上周美国国内原油产量增加 4.6 万桶至 955.3 万桶/日；上周原油出口增加 20.9 万桶/日至 213.3 万桶/日，连续三周录得增长；美国精炼油出口量创历史新高 169 万桶/日。

从今年 2 月份算起，美国原油产量只有两次位于 900 万桶/日下方，且这两次均是受飓风影响，之后产量均快速恢复至 950 万桶/日以上水平。如此看来，美国原油产量大概率会突破 960 万桶/日的历史峰值。居高不下的产量或将成为价格持续上行的障碍。

2.4 美国原油库存情况持续好转

图 4：美国原油库存变化



数据来源:Wind资讯

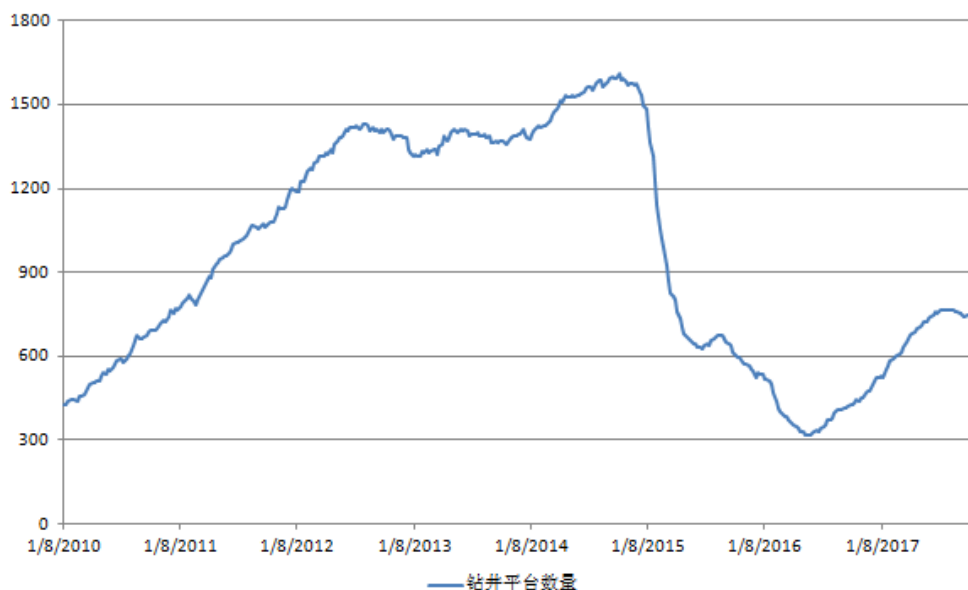
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据上周三 EIA 公布的数据显示,截至 10 月 27 日当周,美国原油库存减少 243.5 万桶,预期为减少 175.6 万桶,前值是增加 85.6 万桶。

具体数据显示,截至 10 月 27 日当周,俄克拉荷马州库欣地区原油库存录得增加 9 万桶,前值为减少 23.7 万桶;汽油库存录得减少 402 万桶,预期为减少 150.6 万桶,前值为减少 546.5 万桶;精炼油库存录得减少 32 万桶,预期为减少 212.8 万桶,前值为减少 524.6 万桶。

2.5 美国原油钻井平台出现回落

图 5: 美国原油钻井平台数量变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

上周根据贝克休斯公布的数据显示,美国活跃原油钻井平台数量减少8座至729座,为2016年5月以来的最大降幅。在过去五周中,石油钻井数有四周录得减少,目前已经是2017年5月以来最低。

3.后市展望

目前来看,国际原油市场基本面偏向乐观,一方面沙特和俄罗斯均支持延长减产计划,另一方面,近期中东部地缘政治局势紧张,也使油价轨迹继续向上。当然,美国原油市场仍是一个风险点,但当前市场焦点可能更集中在中东局势,之前地缘政治一直淡出市场,但目前又再次受到关注。目前在基本面偏乐观的情况下,WTI和布伦特原油均刷新今年新高,短期或仍将维持强势。

低位区域性震荡整理

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

10月，天然橡胶延续原有的低位区域性震荡整理走势，上涨和下跌幅度均相对较小，由此反映了天胶市场供需关系维持偏空的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望11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，国家统计局 10 月 27 日发布的工业企业财务数据显示，1-9 月，规模以上工业企业利润同比增长 22.8%，增速比 1-8 月份加快 1.2%。其中，9 月利润同比增长 27.7%，增速比 8 月加快 3.7%，连续两个月保持明显加快势头。

一、生产销售增长加快，价格稳中有升，工业利润增速进一步提高 9 月份工业利润增长继续加快的主要原因是：

生产和销售增长均有所加快。9 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%，增速比 8 月加快 0.6%；工业企业主营业务收入同比增长 10.8%，增速比 8 月加快 1.2%。

工业品价格均稳中有升。9 月，工业生产者出厂价格同比上涨 6.9%，涨幅比 8 月提高 0.6%；工业生产者购进价格同比上涨 8.5%，涨幅比 8 月提高 0.8%。初步测算，因出厂价格上涨，企业主营业务收入增加约 6526 亿元；因购进价格上涨，企业主营业务成本增加约 5164 亿元。收支相抵，利润增加约 1362 亿元，比 8 月多增加约 89 亿元。

电力、酒和电子等行业拉动作用明显。9 月，受部分特高压工程投入运行及投资收益增加等影响，电力、热力生产和供应业利润同比增长 22.6%，扭转了 8 月利润同比下降 8.5%的局面；受市场销量增加影响，酒、饮料和精制茶制造业利润同比增长 52.9%，增速比 8 月加快 37.4%；受部分品牌移动通讯产品畅销等影响，计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长 23.6%，增速比 8 月加快 2.1%。上述 3 个行业合计影响全部规模以上工业企业利润增速比 8 月加快 3.8%。

二、前三季度工业企业效益明显好转，运行质量提升今年以来，随着供给侧结构性改革深入推进，供给体系的质量和效率不断提升，供需关系稳步改善，工业经济运行平稳，经营状况明显改善，企业效益明显提高。

一是成本降低，盈利能力增强。1-9 月，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本费用为 92.9 元，同比降低 0.5 元；其中，每百元主营业务收入中的成本为 85.56 元，同比降低 0.23 元；每百元主营业务收入中的费用为 7.34 元，同比降低 0.27 元。1-9 月，工业企业主营业务收入利润率为 6.17%，同比提高 0.51%。

二是亏损企业减少，亏损额下降。1-9 月，规模以上工业企业中，亏损企业个数同比减少 3.4%；亏损企业亏损总额同比下降 18.1%。

三是资金周转加快，经营效率提高。9 月末，规模以上工业企业应收账款平均回收期为 37.3 天，同比减少 1 天；产成品存货周转天数为 13.7 天，同比减少 0.6 天。1-9 月，工业企业每百元资产实现的主营业务收入为 113.2 元，同比提高 4.8 元；人均主营业务收入为 134.2 万元，同比提高 16 万元。

四是企业杠杆率下降，经营风险降低。9 月末，规模以上工业企业资产负债率为 55.7%，同比降低 0.6%。其中，国有控股企业资产负债率为 61%，同比降低 0.5%。

五是高技术制造业、工业战略性新兴产业较快增长。1-9 月，高技术制造业主营业务收入同比增长 13.5%，增速比全部规模以上工业高 1%。

初步测算，1-9 月，工业战略性新兴产业主营业务收入同比增长 13%，增速比全部规模以上工业高 0.5%；部分战略性新兴产业利润增长明显较快，高端装备制造业、新材料产业利润同比分别增长 28.1%、29.9%，均高于规模以上工业利润平均增速。

10 月，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.6%，比上月回落 0.8%，达到今年均值水平，

制造业延续扩张的发展态势。

分企业规模看，大型企业 PMI 为 53.1%，比上月回落 0.7%，继续位于扩张区间。中、小型企业 PMI 为 49.8%和 49.0%，分别比上月下降 1.3%和 0.4%，位于临界点以下。

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 53.4%，比上月回落 1.3%，仍在临界点之上，表明制造业生产继续保持增长，增速有所放缓。

新订单指数为 52.9%，比上月回落 1.9%，位于临界点之上，表明制造业市场需求增幅有所收窄。

原材料库存指数为 48.6%，比上月下降 0.3%，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续减少。

从业人员指数为 49.0%，与上月持平，低于临界点，表明制造业企业用工量减少。

供应商配送时间指数为 48.7%，比上月下降 0.6%，继续位于临界点以下，表明制造业原材料供应商交货时间有所放慢。

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，所以供不应求是一必然的。

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%。

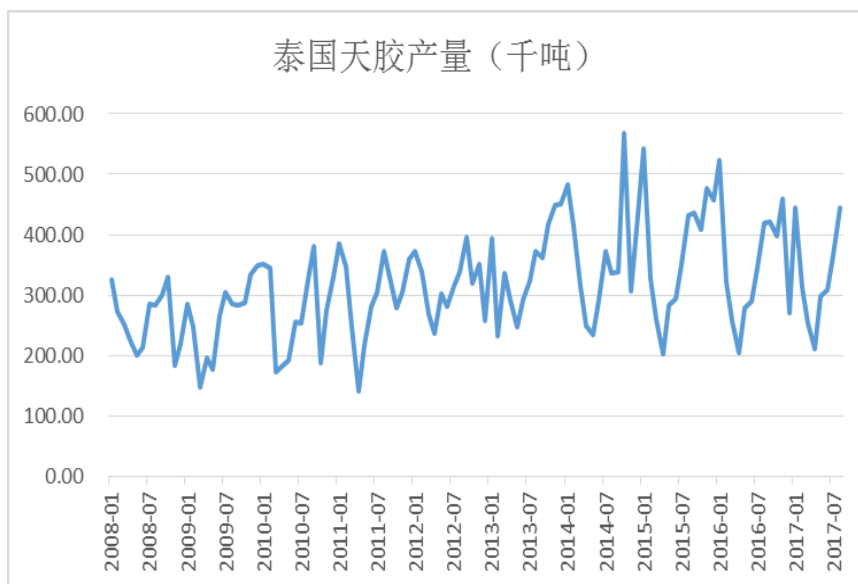
受此影响，沪胶主力合约 RU1801 由 9 月 29 日收盘价 13495 元下跌至 10 月 31 日收盘价 13260 元，累计跌幅为 235 元，相对跌幅为 1.74%。

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

据泰国海关公布的数据显示，9月，泰国天然橡胶（包括烟片胶、标胶、乳胶、邹橡胶、复合橡胶及其他）出口量达31.02万吨，同比下跌4.59%，环比下跌5.01%。

9月份，泰国烟片胶出口量占其总出口量的23%；标胶出口量占其总出口量的33%；乳胶出口量占其总出口量的34%。其他胶种出口量占比较少。

相比8月，乳胶、烟片出口量占比均上升2%，标胶出口量占比下滑5%。

9月，泰国标胶出口量为10.40万吨，同比大降26%，环比下跌14.7%。

自2017年4月份以来，泰国标胶出口量同比即连续下跌，主要因混合胶受青睐度增加导致，9月份，泰国混合胶出口量同比增长101.3%。

由于8月中国市场氛围较好，混合胶套利窗口打开，不少商家买进混合胶船货，故9月混合胶到港量较多，泰国混合胶出口量出现大幅增长，同时也挤占了部分标胶市场。

泰国乳胶9月出口量达10.70万吨，同比大增20.1%，环比小涨1.8%。

中国市场买盘情绪较好在一定程度上助力泰国乳胶出口。

8月，中国乳胶市场现货缺货，而下游制品企业库存处于低位，补库情绪较为积极，造成美金船货成交火热，9月国内乳胶到港量明显增加，而泰国又是中国进口乳胶进口最大的来源国。

9月，泰国烟片胶出口量继续增加，同比大增53.2%，环比小涨1.3%至7.02万吨，刷新泰国烟片胶出口量年内新高。

随着中国烟片胶套利窗口的关闭，商家买进烟片的意愿减淡，但前期套利盘船货陆续发货到港，故泰国出口量仍有增加。

10月，泰国天然橡胶出口量将出现同环比双增的情况。

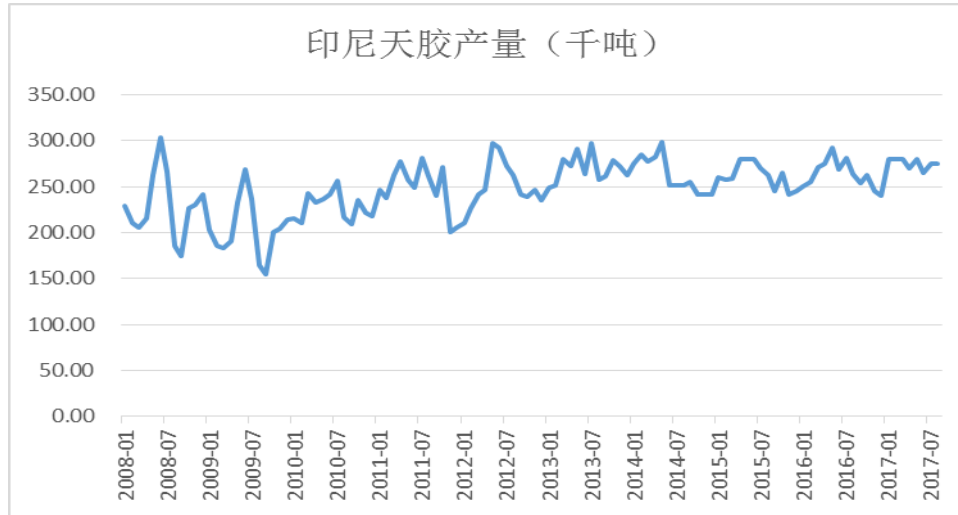
相比2016年，泰国并未遭遇恶劣天气，天胶产出情况更为顺畅。预计乳胶出口量还将延续

同环比均增长的预期；标胶出口量同环比仍有下跌可能；烟片胶出口情况或出现环比下跌，同比小涨的可能。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏空作用。

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

印度尼西亚是居泰国之后的世界第 2 大天然橡胶生产国，是世界上天然橡胶种植面积最大的国家。因此不论是目前的产量和还是未来的发展，印尼作为天然橡胶的供应国对世界橡胶市场的影响具有举足轻重的作用和地位，充分的熟悉和了解印尼天然橡胶生产特点以及有关的信息，对于把握世界橡胶市场行情的变化具有重要的意义。

印度尼西亚共和国地处亚洲东南部，地跨赤道南北，是由太平洋和印度洋之间的 17508 个岛屿和群岛组成，素有“千岛之国”之称，是东南亚地区土地面积最大的国家，主要的岛屿为加里曼丹岛、苏门答腊岛、苏拉威西岛和爪哇岛。

印尼地处赤道两侧，属于热带海洋性气候，终年湿热多雨，各地平均气温多在 25°C 左右，月温差较小，印尼雨量非常充沛，高温多雨的气候条件非常有利于植物生长，是世界最主要的适宜种植天然橡胶的国家之一。

印尼人口有 2.1 亿，是世界上第四人口大国，是东南亚人口最多的国家，有 100 多个民族，爪哇族是人口最多的民族，通用印尼语，约 88% 的居民信奉伊斯兰教，是世界上穆斯林人口最多的国家。

印尼资源物产较丰富，橡胶、椰子、棕榈油是主要的出口资源，也是印尼农民的经济来源基础，森林面积为 1.45 亿公顷，占国土面积的 74%，全国人均占有森林面积近 1 公顷。天然橡胶种植面积世界第一，产量和出口量居世界第二。椰子产量世界第二，棕榈油产量占世界需求的 2/5。

印度尼西亚于 1902 年开始种植天然橡胶，是目前世界上种植天然橡胶面积最大的国家，目前 2006 年统计种植总面积达到 330.9 万公顷。

印尼主要有三类企业在负责种植，第一种是小农场主，第二种是国有控股企业，第三种是私人企业。第三种私有企业又包括国内投资和国外投资企业。90 年代末，由于棕榈油利润高，有很多的橡胶种植园和小农场都改种棕榈树而导致天然橡胶种植面积下降，而从 2002 年开始，

当橡胶价格回升，很多原来由于生活所迫而改种其他农作物的农民又纷纷回来重新种植橡胶和恢复管理原来的旧胶园，并且还吸引了很多大型和小型农场主扩大橡胶的种植面积。到 2006 年，印尼各类型的胶园所占的比例分别为：小农场主：84.5%；国有胶园：7.2%；私人胶园：8.3%。

印尼天然橡胶种植区域主要分布在苏门答腊岛和加里曼丹岛，整个苏门答腊岛占总面积的 75%，加里曼丹岛占 20%，主要分布在以棉兰为中心的北苏门答腊约占苏门答腊的产量的 30%，以居港为中心的南苏门答腊占 35%，加里曼丹岛主要分布在昆甸和班加班干，另外，西苏曼答腊的巴东和廖省也是主要产地。如果以赤道为界，赤道以南的地区占总面积的 60%。

印尼天然橡胶种植面积是世界上第一，但是产量居世界第二，主要是因为印尼天然橡胶的生产率低下，由于天然橡胶价格下降时，小胶园主被迫离开胶园，另找生计，致使小的胶园疏于管理，甚至面临废弃，但是近几年来，由于天然橡胶的价格逐年上涨，胶农的产胶积极性大大提高，重新回到胶园致力于橡胶的生产，因此产量增长很快，尽管印尼单产的产量还是比较低，但是天胶的产量年平均增长率从 1991-2000 年 2.8% 增加到 2000-2006 年的 8.7%，甚至 2006 年的增产率达到了 11.6%。印尼橡胶产量占世界总产量的比例从 2001 年的 22.1% 增加到 2006 年的 27.8%。

印尼天然橡胶产量最大的胶园所有者是小农场主，占总产量的 80.2%；国有胶园产量占 9.5%；私人胶园产量占：10.3%。

印尼天然橡胶种植面积虽然是世界第一，但是单产较低，平均 1 吨/公顷·年。印尼橡胶各区域的产量主要分布在北苏曼答腊、南苏门答腊、西苏曼答腊、西加里曼丹等区域。

印尼的产胶区域地跨南北半球，因此，南北半球不同的气候特点决定了印尼的橡胶生产规律也具有南北不同的特点，赤道南北的产胶区的雨季和落叶期和高产期分布特点如下：赤道北部 12-2 月份为高产期，8---11 月雨季，3—5 月份为落叶期；赤道南部：4—7 月份高产期，8—10 落叶期，12—2 月份雨季。根据南北气候不同而形成的印尼产胶变化规律来看，高峰期出现在 6-8 月份和 1 月份。

因为印尼常年高温多雨，影响印尼产胶的气候主要的特征是北部的雨水和干旱，而南部相对稳定，特别是北部的持续的干旱会严重影响到橡胶的产量。

印尼橡胶胶种主要是 SIR20，产总产量的 80%，大多数小胶园主使用杯胶凝块作为生产 SIR20 的原料，这些凝块是由乳胶自然凝固而成，常含有杂质，且含有大量的水分，储存时不容易失重，因此胶农主要是以凝块重量估净胶含量销售，一般凝块的净胶含量为 55%。

印尼目前仍然采用传统的加工工艺，SIR 的加工与其他国家不同，最主要的不同之处是原料须经 10-14 天的自然风干过程，其生产工艺流程如下：原料---破碎---清洗挑杂质---碾压制片---自然风干---造粒---烘烤---包装。

印尼各个工厂都非常注重质量控制，每个工厂都有自己的化验系统，取样的方法：每箱都有化验样本，每 9 块取一块割取两个角，也就是一拖有 8 个样本，样本化验后保留 90 天。

目前印尼的橡胶主要是通过新加坡转口贸易，也有部分工厂直接与欧美日韩等国的轮胎企业世界进行贸易，上规模的工厂以长约为主，约占 80%。大部分的印尼出口商以 FOB 方式销售，印尼橡胶出口到中国，多数是通过新加坡转口贸易，从巴东装船到中国主港需要 21 天，从巨港装船需要 14 天。

印尼橡胶工业尚未发展起来，除了 GT 和普里斯通以及国内的轮胎企业 在本国建立工厂外，印尼本国的天然橡胶消费比率很低，约占总产量的 14%，其余的用于出口。出口的橡胶有三大品种：浓缩乳胶、烟片、标准胶，其中 SIR20 位主要的出口品种。乳胶的出口量每年都在下降，

国内的有的手套生产商需要从国外进口乳胶。

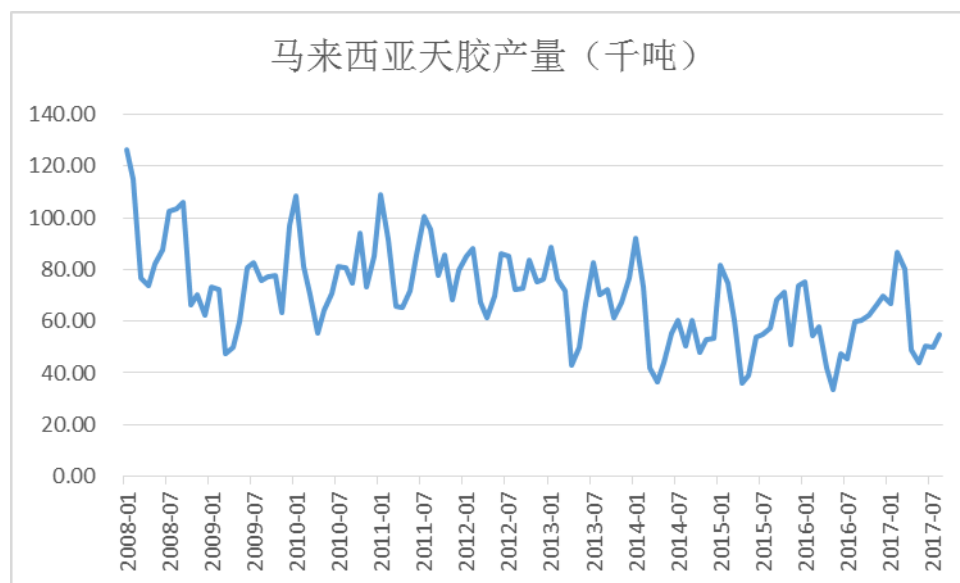
印尼橡胶出口目的国主要有 5 个国家：美国、中国、日本、韩国和新加坡。2006 年中国从印尼进口 33.4221 万吨，比去年增加了 30%，成为印尼橡胶的第三大输出国。印尼向中国出口稳步增长，增长幅度平均达到了 35.5%，从 2000 年到 2006 年平均增长幅度更是高达 83.7%，15 年内向中国的出口已经从 1990 的 6682 吨翻了 37 倍而在 2006 年达到了 33.72 万吨。

为了加快就业率、收入、相对优势和经济效益，印尼已在 2005 年底制定了国家发展计划，农业部已经在 2006 年中期制订了国有农作物发展计划，该计划主要目标是加快小农场主的种植，包括新种植、翻新和恢复生产，其中提高小农场主橡胶的产量，主要是为了配合国际市场对天然橡胶的需求，政府并采用了一套明确的翻新种植政策，在这个政策下，有 25 万公顷的小农场将被翻新种植，还有分散在 14 个省 5 万公顷的新的农场那个野哟阿在 2006 年以后的 5 年内翻新种植，国家银行将对必要的投资提供信贷服务，政府原来制订的对小农场主的 5 年翻新种植和新种植计划也由于预算问题而改为 4 年计划。在完成此项任务后，政府将按照既定的日程设立新的政策来对那些大约 2% 的产量很低的小农场进行翻新种植。而在加里曼丹岛，将是印尼以后增加种植面值的主要区域，由于在种植面积的发展空间和潜力比泰国大，印尼将很快就可以取代泰国而成为世界上第一产胶国。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏空作用。

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%。

马来西亚统计局最新公布的数据显示，2017 年 8 月，马来西亚天然橡胶产量为 61252 吨，较上个月增加了 11.1%，与去年同期相比，上升了 2.6%。

马来西亚 8 月橡胶产量为 61252 吨，环比月增长 11.1%

8 月，马来西亚天然橡胶国内消费量为 41715 吨。较上个月增加了 2%，但与去年同期相比，上升了 3.1%。

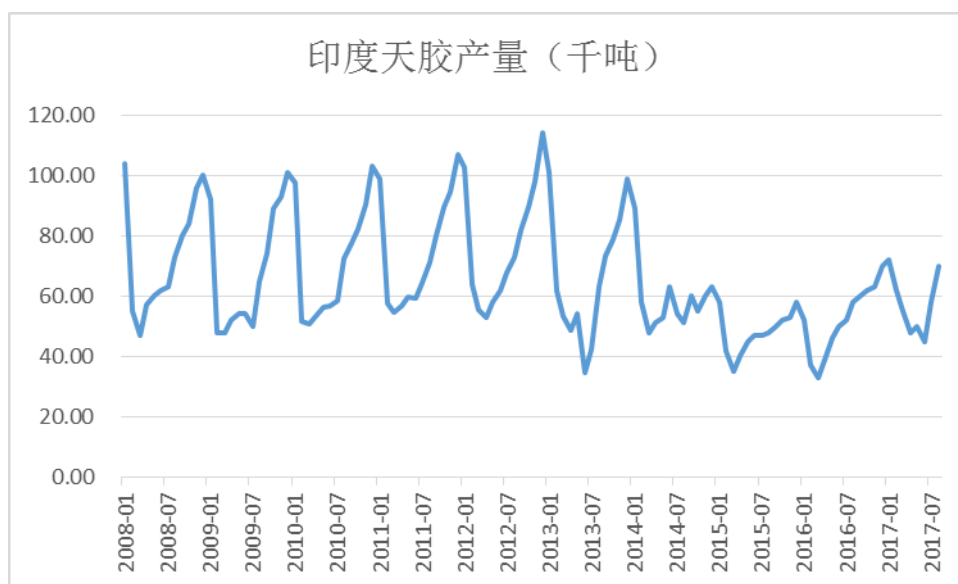
8 月，马来西亚天然橡胶进口量为 86129 吨。较上个月增加了 7.2%，与去年同期相比，上升了 23.2%。

8 月，马来西亚天然橡胶出口量为 55563 吨，较上个月增加了 17.1%。与去年同期相比，上升了 19.4%。

8 月，天然橡胶库存为 194281 吨，较上个月增加了 1.1%。与去年同期相比，上升了 14.9%。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。

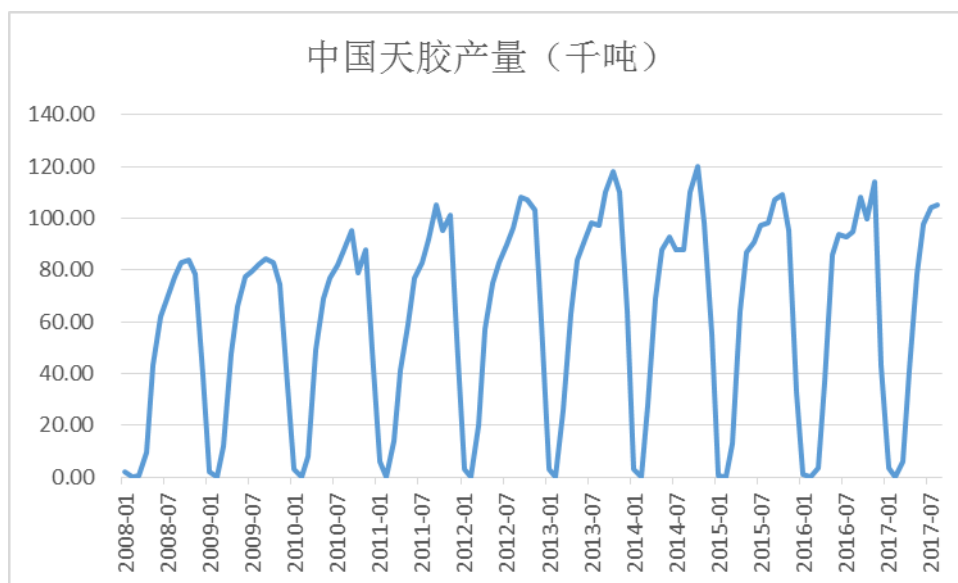
据外媒消息，印度橡胶管理局 (IRB) 的报告称，价格上涨推动印度天然橡胶 (NR) 产量和出口量强劲增长。

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%。

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。

近日，橡胶期货价格大跌，诸多胶农面临巨额损失。

为响应中央一号文件的政策精神，今年 3 月，上海期货交易所向金融单位发起了橡胶品种“保险+期货”精准扶贫项目，向贫困地区的农业项目提供资金支持。

人保财险上海市分公司与申银万国期货公司联合，推出了橡胶期货价格保险产品，在保险期间内，当约定的橡胶期货主力合约在理赔结算期间每个交易日收盘价的平均价低于保险目标价格时，产生的价差由保险公司负责赔偿。

经过近 3 个月的沟通和对接，国家级贫困县云南省永德县的 2010 吨天然橡胶被纳入橡胶价格指数保险保障，该保单于 2017 年 9 月 1 日起正式生效，保障当地贫困种植户的橡胶作物收益。

天有不测风云，虽然今年云南、海南等地胶农喜迎丰收，但由于 9 月以来橡胶期货合约价

格的惨烈下跌，导致橡胶现货收购价连续遭遇重挫，胶农损失惨重。

橡胶期货价格的连续下跌使得 9 月交易平均价低于保险目标价，触发了橡胶价格指数保险责任，按照保险约定，国庆刚结束，上海期货交易所、人保财险上海市分公司和申银万国期货公司就联合将首笔赔款送达永德县农户手中，以缓解农户的损失程度。

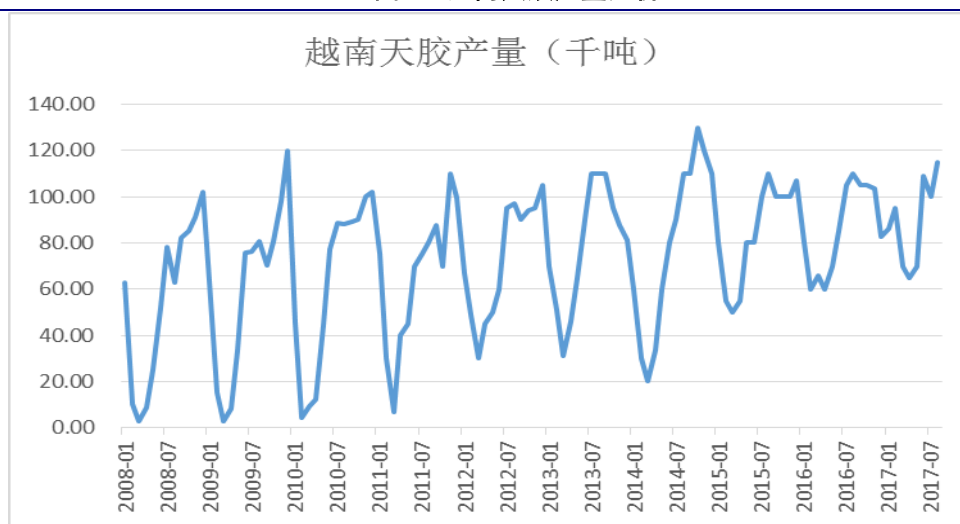
“保险+期货”作为传统农业的补充，目的是让农民能够安心生产，并能获得一个合理回报。人保财险积极响应中央一号文件政策精神，不断开拓创新，以保障贫困农民利益、助力农业发展为出发点和落脚点，始终坚持一个目标、两个重点、三个机制、四个必须、五个一批、六个精准为导向，做到帮真贫、真帮贫、真扶贫、扶真贫，以实际行动践行中央精准扶贫工作的开展。

据悉，上海期货交易所、申银万国期货有限公司以及人保财险上海市分公司三方将继续联手，进一步研究和探索橡胶的“保险+期货”保障机制，以更好发挥金融支持农业，金融助推扶贫工作的积极作用。

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

越南橡胶产量已经超越马来西亚，并成为世界第 3 大天然橡胶出口国。

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。

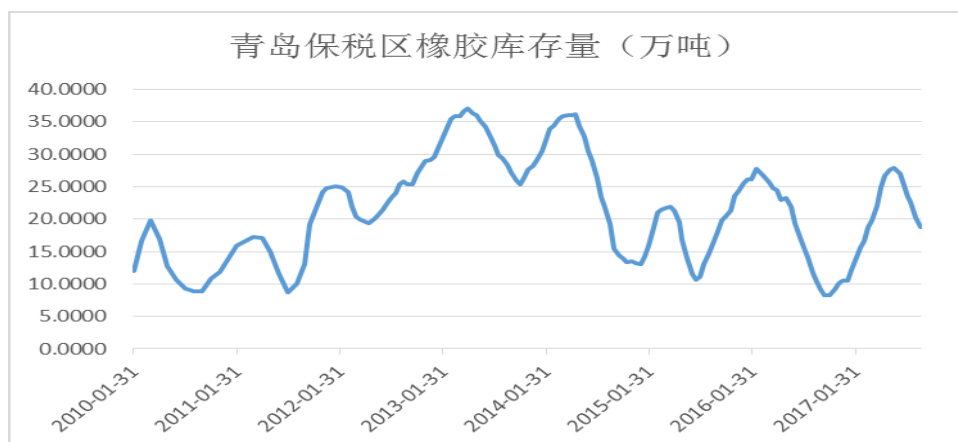
目前，若干越南橡胶公司正通过上海交易所寻找买家，如果达成协议，越南天然橡胶对华出口预计将每周增长 25%。

未来越南橡胶产业是向着轮胎的生产满足国内需求、进口高质量轮胎、开发新的出口市场而实现橡胶出口市场多样化的目标发展。据悉，目前，全球橡胶产出增速大于消费，世界最大的橡胶消费市场——中国的需求放缓，橡胶价格下帖，因此，橡胶生产国需要寻找新的出路。

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。

青岛保税区库存量转减为增，说明国内进口胶供应呈现增长态势，而消费需求逐渐疲软，进口橡胶库存压力逐渐加重。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，截止 10 月 16 日，青岛保税区橡胶库存量增加至 19.89 万余吨，比 9 月 30 日的 18.93 万余吨增加 0.96 万余吨，增长幅度为 5.07%，成为 6 月 15 日该区橡胶库存量达到 27.88 万余吨阶段性高点、并持续稳步缩减后的第 2 次转减为增，说明进口胶消费需求增长逐渐弱于供应量增长，导致库存量逆转缩减趋势为增长趋势，说明进口胶库存量增长，直接导致库存压力加重。

据了解，保税区仓库普遍反映出库缩减，进库增长，致使进口胶库存量净增长，进口胶供需正慢慢过剩。

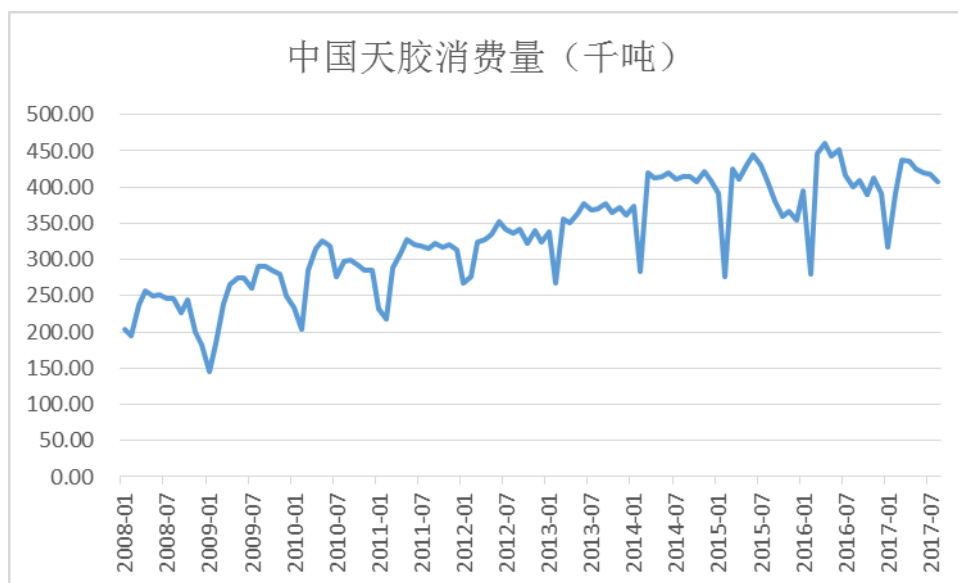
期市库存方面，截止 10 月 27 日，上期所橡胶库存量大幅增加 13959 吨至 478168 吨，注册仓单增加 5240 吨至 376310 吨，期货新库存压力大幅加重，仓单数量同样增加，由此对市场仍产生较重压制作用。

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均构成利空作用。

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。

轮胎行业目前面临的形势比以往更为复杂和严峻，轮胎企业必须改变以往的经营思路，发现和满足市场的新需求。

从去年开始，炭黑、橡胶助剂等轮胎原材料价格出现剧烈上涨，轮胎企业盈利受到较大影响，行业“增产增收不增利”情况突出。

此外，国家正在调整混合橡胶标准，未来会使天然胶关税提高，再加上对加工贸易的管理更为严格，部分企业可能还将面临补缴税款的情况，轮胎行业未来将会受到重大影响。

轮胎企业必须谋求新一轮竞争发展的新思维新优势，把挑战危机转化为机遇。

企业要创新求变，推动质量变革，将以往的求规模发展大、求规模增长快模式，转变为追求价值增长模式。

同时，推动效率变革和动力变革，市场端开拓渠道，并由制造变为创造，改变以往跟着跨国公司走的模式。

在未来发展的过程中，中国轮胎企业首先要谋求技术进步、服务提升等水平，从根本上满足客户和市场的需求，实现与轮胎使用者的无缝对接。在此基础上，

轮胎企业要通过产品质量和服务，逐步在消费者中建立起品牌信任、功能信任、价格信任和服务信任，并进一步建立起自有的供销渠道和支持平台，最终实现线上、线下无缝融合，全方位为消费者提供产品和服务的支持。

目前中国轮胎行业属于劳动密集型、资金密集型和资源密集型产业，行业品牌集中度低、产品附加值低、制造水平低。

中国虽在 10 年前就已经成为全球最大的轮胎生产国和制造中心，但截至目前还没有一个真正意义上的世界品牌，更谈不上话语权。

中国轮胎企业必须加速智能化转型，以智能化实现产品升级、缩短与用户之间的距离，才

能真正掌握市场节奏。

在管理方面，轮胎企业要以集群用户为导向，通过需求细分、产品细分、网络细分等，不断满足和发现用户的需求。

当前，我国轮胎行业迎来了新一轮并购重组潮。

日前，江苏省兴化市庆丰橡胶轮胎有限公司所属资产在经历过一次流拍后，第二次被拍卖。

同时，盛泰轮胎与兴源轮胎整合，永泰轮胎被华盛橡胶重组。

随着世界经济增速放缓、出口受阻，以及国家淘汰落后产能和环保督察等因素，未来我国轮胎企业倒闭并购会有一个高潮期，轮胎行业开启了新一轮的整合期。

由于资金运转不佳，部分轮胎企业无法支付银行贷款利息，而被逼走上拍卖道路。

位于浙江温州的百力橡胶轮胎有限公司，曾一度雄心勃勃，豪言成为国内大型轮胎生产企业并计划 2016 年上市。

但因摊子铺得太大，又遇上温州民间借贷风波，资金面吃紧，加上企业投产后产能没有跟上，

无法及时支付银行贷款利息，最终被银行逼债，通过变卖厂房及设备还债。据悉，其相应资产评估价 3.721 亿元，变卖价为 2.081 亿元，竞拍者在经过 146 次出价后，最终以 2.41 亿元成交。

像这样被逼拍卖的企业，其实并不止百力橡胶轮胎一家。

许多轮胎企业追求短期效益，盲目地扩充产能，导致企业进入困境。这些企业无一例外，都是依靠银行借贷来无序扩大产能，最终走向了倒闭拍卖的命运。

国内轮胎企业依靠信贷资本投资扩产、低水平重复建设扩张的传统发展模式，让中国成为世界第一大轮胎生产国，但也造成轮胎行业低端产能严重过剩、低端产品同质化严重的现状。近几年，随着产能日益过剩、美国双反等贸易摩擦加剧，我国轮胎行业进入一个瓶颈期，于是产品积压、资金链断裂、借款还不了、员工工资发不出去成为部分企业的梦魇。

同时，很多中小轮胎企业为了从银行贷款，早已经把不动产抵押给了银行，面对越来越严厉的贷款政策，目前已经很难贷到款了，从民间借的高利贷更像是饮鸩止渴。

天然胶的暴涨暴跌又让企业本来就脆弱的财务变得更加艰难，部分轮胎企业为了减少开支只得关闭部分生产线。

中小企业首当其冲除了市场问题，橡胶轮胎产业的外围环境也发生了很大变化。近段时期，各地大规模开展环保督察、安全监管、取缔“小散乱污”等系列行动，包括轮胎在内的众多中小化工企业，因环保问题被关停整顿。

青岛关停 165 家化工和橡胶企业、70 家化工企业被责令关停、日照关停 14 家橡胶轮胎企业、“散乱污”企业 9 月底前一律关闭。

近段时间，轮胎主产地山东不断爆出此类消息。据不完全统计，该省因环保、安全设施不达标被关停的化工类企业，已达千家之多。

环保督察给了政府淘汰落后产能、发展绿色制造产业一个契机，一些环保和节能不达标的中小企业首当其冲，而且今后的环保政策将越来越严厉。

大批中小型轮胎企业因为环保不达标面临罚款整顿，没有政策支持，就得不到贷款，只能退出市场。

山东省日前发布的《山东省制造业“十三五”发展规划》也明确指出要加快去产能。

显而易见，一些斜交胎等低档产品一定将被淘汰，一些高污染、高能耗的企业将被勒令停产。

因此，未来很长一段时间内，中小型轮胎企业倒闭、整合、收购的现状将不会改变，而且不排除未来有大型轮胎企业倒闭的可能。

为了扭转这一困局，轮胎行业又一次开始了整合大潮。

目前，盛泰轮胎与兴源轮胎的战略合并已经确认，并得到当地政府和银行在政策、资金上的支持。

这两家轮胎企业在全国的地位非常重要，去年全球 75 强轮胎企业排名中，兴源轮胎位列第 22 名，销售额达到 12.85 亿美元；盛泰则位列第 30 名，销售额达到 8.24 亿美元。

此外，恒丰橡塑继拿下德瑞宝、沃森橡胶等公司后，近期又与涌金轮胎签订租赁协议，涌金轮胎有可能被恒丰橡塑全部接盘。

与此同时，兴源轮胎还正在洽谈对宏宇橡胶的整合，奥戈瑞被曝与山东大海集团达成深度合作。

轮胎产业是规模经济，一个地区上百家轮胎企业，从资金、设备、原材料供应等方面看，都不是科学配置。

以资产为纽带，成立几家大的轮胎集团，淘汰落后产能，能够形成规模经济，进一步提高产业集中度。

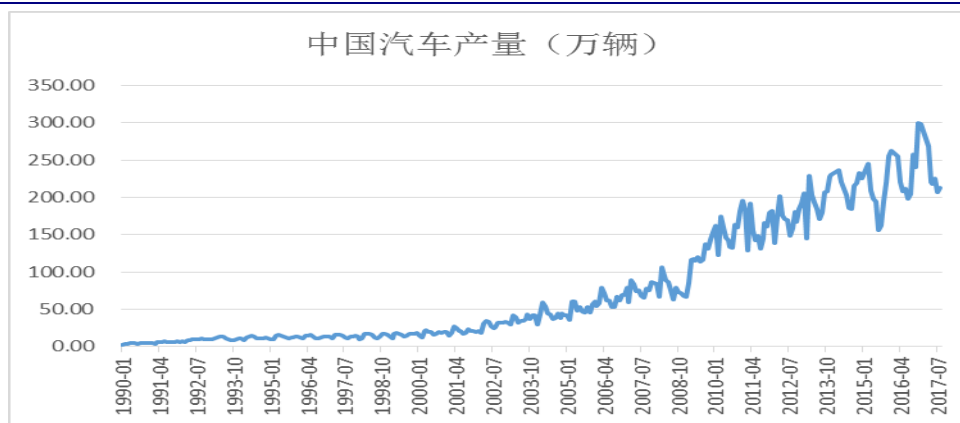
国家逐渐加大对轮胎行业的规范力度，靠扩产能、上规模就能取胜的时代过去了。严格准入条件、兼并重组、战略合作，这些都是行业发展的理性回归，是走向健康发展的开始。

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，9 月，汽车产销延续了增长态势，且环比增幅明显高于 8 月。1-9 月，汽车产销同比增速比前 8 月略有提升，但仍明显低于同期。

9 月，汽车生产 267.09 万辆，环比增长 27.64%，同比增长 5.54%；销售 270.91 万辆，环比增长 23.93%，同比增长 5.66%。其中：乘用车生产 229.72 万辆，环比增长 28.37%，同比增长 2.94%；销售 234.26 万辆，环比增长 24.92%，同比增长 3.27%。商用车生产 37.37 万辆，环比增长 23.33%，同比增长 24.97%；销售 36.66 万辆，环比增长 17.94%，同比增长 23.94%。

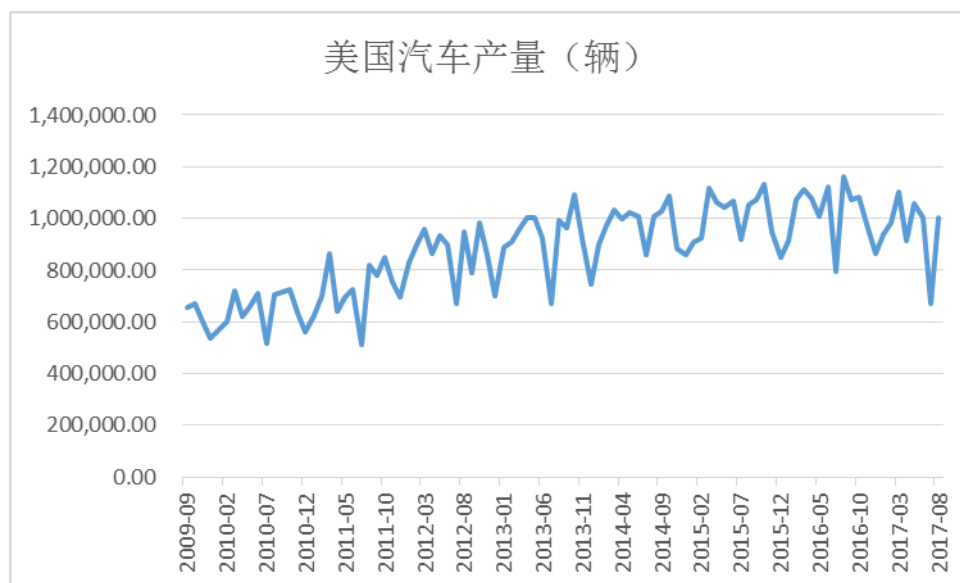
1-9 月，汽车产销 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，同比增长 4.77%和 4.46%，增幅比 1-8 月提升 0.10 个百分点和 0.21 个百分点，比上年同期减缓 8.48 个百分点和 8.71 个百分点。其中乘用车产销 1732.80 万辆和 1715.05 万辆，同比增长 3.03%和 2.38%；商用车产销 302.11 万辆和 307.40 万辆，同比增长 16%和 17.85%。

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、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

第 4 轮更新北美自贸协定谈判本周开启。美国政府 13 日提出要求，在北美自贸协定下销售的汽车，其中美国制造的零部件价值应占整车价值的一半。分析认为，这一要求并不可行，也给谈判最终结果带来更多不确定性。

路透社援引消息灵通人士的话报道，美国在谈判中要求，在签署更新的北美自贸协定一年内在协定下销售的小汽车、卡车和大型汽车引擎中，美国制造的零部件价值提高到占整车价值的一半。

同时，美国还要求，美国、加拿大、墨西哥三国制造的零部件在自贸协定下销售的汽车中所占比例，要在几年内从 62.5% 提高到 85%。

美国的提议还包括，要求制造汽车所用的钢、铝、铜、塑料、电子器件等从上述三国采购，以获得自贸协定的免税资格。

对于这一要求，墨西哥方面认为荒唐。墨西哥经济部副部长胡安·卡洛斯·贝克在华盛顿的墨西哥驻美国大使馆对记者坦承：毫无疑问，现在有些十分棘手的提议，有些提议违背我们国家的目标，尽管如此，墨西哥政府会考虑所有提议。

代表加拿大大多数汽车业工人的工会说，美国的提议根本站不住脚，这是美国政府的霸道行为。

加拿大官员表示，现在放弃达成协议的努力为时尚早，美国贸易代表、加拿大外长和墨西哥经济部长将在华盛顿会晤，评估谈判进展。

美国商会将在汽车上使用更多美国产品的谈判要求称为毒药提议，认为这样的提议将导致谈判失败。

美国商会称，这一提议将减少美国就业岗位，因为汽车制造商和零部件供应商可能会放弃自贸协定的优惠，宁可支付美国 2.5% 的进口汽车和零部件关税。

据路透社报道，本论谈判中，在美方提出开局的汽车制造业提议前，还提出了所谓日落条款。

这一日落条款要求美、墨、加三国每 5 年开启谈判、更新北美自贸协定，否则该协定终止。这一要求同样遭到墨、加两国反对。墨西哥和加拿大高级官员 13 日说，北美自贸协定不应包括美方提出的所谓日落条款。

墨西哥经济部长伊尔德方索·瓜哈尔多和加拿大国际贸易部长弗朗索瓦-菲利普·尚帕涅 13 日一同做客墨西哥一档电视节目。瓜哈尔多说，北美自贸协定不需要日落条款；尚帕涅持同样观点，称日落条款会带来不确定性。

瓜哈尔多还说，如果美国选择退出北美自贸协定，墨、加两国仍将执行该协定。

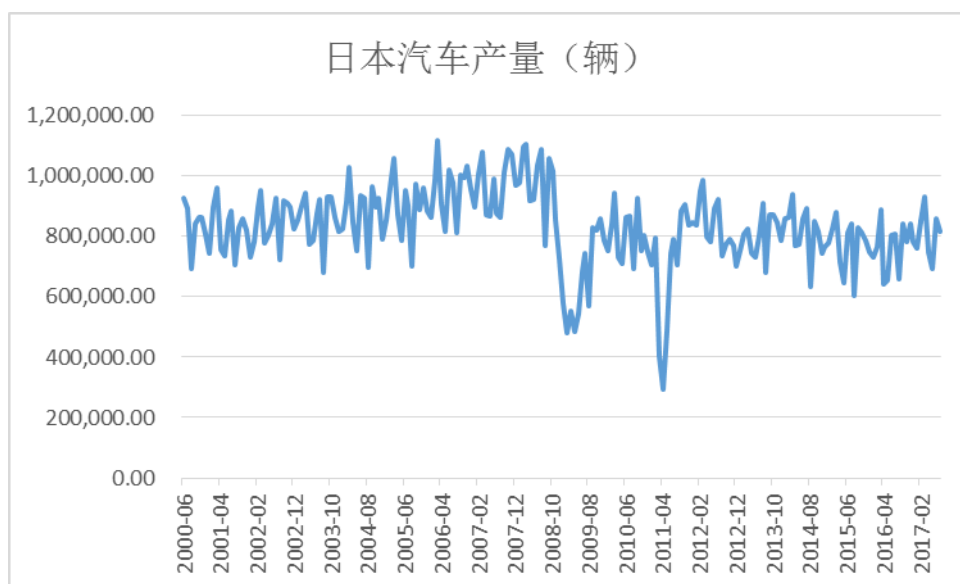
根据美国 Autodata 提供的数据，8 月份，雷克萨斯超越奔驰、宝马再次获得美国豪华车月度销量冠军。至此，雷克萨斯今年已连续两月获得美国豪华车销量冠军。

由于受到美国飓风哈维的影响，美国 8 月份轻型车销量同比下滑 1.8%。相比之下，美国 8 月份豪华车销量跌幅较大，为 3.8%，总量为 171307 辆。

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。

日产汽车公司 10 月 19 日宣布，该公司车辆出厂检验违规操作被曝光后仍未停止，公司决定日本国内 6 家整车厂全面停止发货和新车登记手续。

日产发布的公告说，公司 4 家工厂使用无资质检验员进行车辆出厂检验被曝光后仍存在违规行为。因此，公司决定面向日本国内市场的全部车辆停止出厂检验，并停止车辆发货和新车登记。

公告说，日产正探讨重新检验库存车辆，还将追加召回于 9 月 20 日至 10 月 18 日生产的约 3.4 万辆车。

9 月，日产被查出辅助检验员进行车辆出厂检验。为此，日产决定召回约 121 万辆车。

日本第三大钢铁企业神户制钢所 8 日承认篡改部分产品的技术数据，以次充好交付客户。

问题产品波及丰田汽车、三菱重工等约 200 家日本企业，日本新干线部分车辆也有使用。分析人士指出，神户制钢所丑闻可能给长年来号称以质取胜的日本制造业信誉一次带来巨大打击。

问题产品不达标 却在出厂前被篡改数据。

神户制钢所说，今年 8 月底公司内部调查发现，旗下 3 家工厂和 1 家子公司长期篡改部分铝、铜制品出厂数据，冒充达标产品出售。在截至今年 8 月底的一年里，有约 2.15 万吨铝和铜制品流入大批企业。这些问题产品约占该公司年产量的 4%。

涉事工厂在产品出厂前就已发现某些方面不达标，却在产品检查证明书中修改强度和尺寸等数据。不过，神户制钢所称，虽然这些产品未能达到客户的要求，却满足日本工业标准调查会制定的行业标准。神户制钢所已成立调查委员会，并委托第三方对此展开进一步调查。

神户制钢所副社长梅原尚人 8 日就篡改数据致歉。他承认问题产品“可能引发安全问题，我们也请客户进行检查。现阶段，尚未发现可能因此引发的安全隐患”。

约 200 家日企中招 不排除部分企业召回问题车辆可能

神户制钢所是日本第三大钢铁企业，这次的问题产品波及约 200 家企业，包括丰田汽车、三菱重工等日本制造业巨头。

丰田汽车 8 日表示，该公司使用了神户制钢所生产的问题产品，包括在日本国内工厂组装的部分车型的引擎盖、尾门。丰田说，正在确认使用这些产品的车辆及可能带来的影响，据此决定今后对策。

三菱重工 8 日说，该公司正在研发的日本首款国产喷气式支线客机“三菱支线客机”（MRJ）也使用了神户制钢所的问题产品。三菱重工没有透露具体使用情况，其公关部门说，已经确认相关部件不存在安全问题，预计不会影响客机今后的开发进程。

日本东海旅客铁道公司运营的部分新干线列车也使用了神户制钢所的问题产品。这家公司表示，已经确认相关数据，问题产品的强度没有对运行安全构成危害，今后将定期检查车辆并适时更换合格产品。

9 日，马自达、斯巴鲁公司表示，在自家生产的汽车或飞机部件中使用了神户制钢所的问题产品。

梅原说，不排除部分客户将因此召回问题车辆的可能，目前正与相关企业协商。梅原将篡改数据的部分原因归结于按期交货的压力，他同时否认经营层曾因财务赤字向生产一线施压。

篡改数据已有 10 年并非个案 据称是上层知情默许

梅原 8 日承认，篡改数据一事并非个案。调查还发现，部分产品从 10 年前开始就一直沿用篡改后的数据。

本次篡改数据丑闻牵涉包括管理层在内的数十名雇员。梅原坦言，篡改数据并非个人所为，而是获得管理层默许，是公司整体性问题。

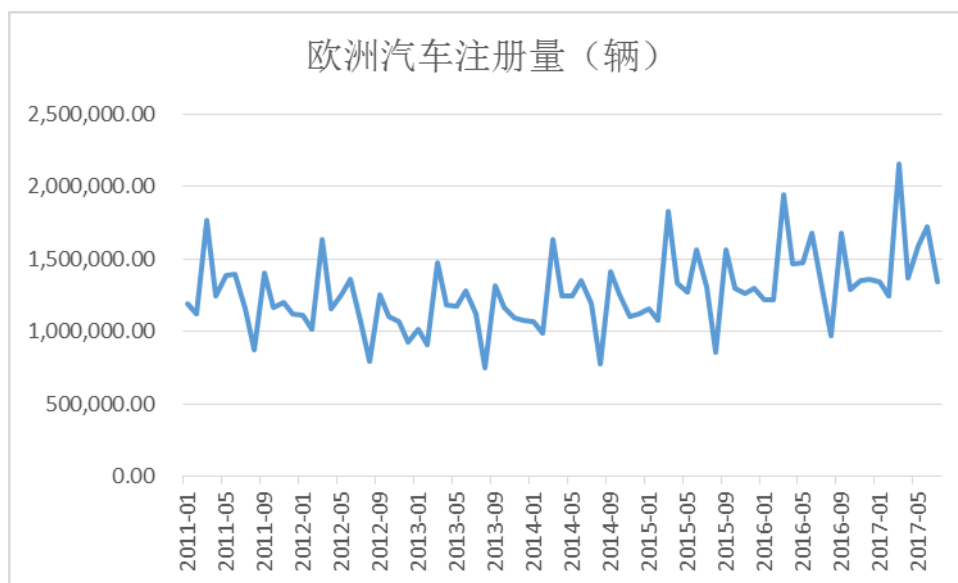
实际上，神户制钢所在 2016 年也曝出篡改数据丑闻，旗下一家生产钢丝的子公司在 9 年里持续伪造不锈钢产品强度，将不符合行业强度标准的不锈钢产品冒充合格品出售，影响产品包括热水器等家电以及汽车。

日本经济产业大臣世耕弘成 8 日批评神户制钢所篡改数据是动摇公平交易根基的不当行为，要求其尽最大努力挽回信誉。

由此对天胶构成中性偏空作用。

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

10月19日，欧盟委员会公布了对华卡客车轮胎反倾销案欧盟生产商、中国出口商最终抽样结果。

有4家中国出口商被抽取为最终抽样企业：中国化工橡胶有限公司（包括：风神轮胎股份有限公司、中车双喜轮胎有限公司和倍耐力轮胎有限公司）、佳通轮胎股份有限公司、韩泰轮胎有限公司、兴源轮胎集团有限公司。

从初步抽样结果与最终抽样结果对比来看，被抽中的欧盟生产商前后变化较大，而被抽中的中国出口商前后维持不变。

这说明欧委会考虑并初步接受了中方律师前期提交的有关评论意见，在选取最终欧盟抽样生产商时考虑了抽中企业充分代表性问题，而拒绝了申请人提出的关于替换若干初步抽样出口商的请求。

这也表明中方前期的工作成效，通过争取使尽可能多的并具有代表性的欧盟生产商提供信息，获得更具有代表性的欧盟产业价格；挫败了申请人试图通过修改抽样结果达到压低中国出口价格、增加损害幅度和提高反倾销措施水平的图谋。

由此对天胶构成偏空影响。

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。

装置集中复产

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

● 行情回顾

10月份PTA期货价格窄幅波动为主,基本面变化不大。供应端小幅变动,偶有装置投料试车等消息打压期价,最终在月底远东开启了140万吨装置的50%产能,剩下产能也将开启,但多以自用为主。需求一侧,聚酯整体负荷持续高位,加之部分新装置投产,需求稳中有涨,库存短暂积累后重新接近年内低位。终端订单尚可,负荷同样高位维持。

● 后市展望及策略建议

11月TA关注点仍在装置复产上,翔鹭目前投产概率较大,此外还有嘉兴石化试车,预计届时TA期价将受到一定压制。此外终端需求持续性也需关注,“双十一”订单结束后,终端订单有走弱预期。

操作建议上,笔者对装置复产看法维持利空有限观点,因下游聚酯产能增长将覆盖TA产能恢复,在原油价格及终端需求没有显著走弱的情况下,装置复产或是利空出尽。TA可暂时离场观望,或逢低入多05合约,一五可暂观望。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

1. PTA

1.1 生产与库存

10月PTA装置检修不多不少，环比基本持平，主要有三房巷120万吨装置及仪征石化65万吨装置检修，另外浙江利万70万吨装置意外短停一周，其它如恒力等装置零星短停，对全月负荷几无影响。全月而言，10月月均负荷在74%左右，环比持平，月产量约为305万吨。

PTA需求方面，聚酯厂全月负荷约在93%附近，环比上升3%左右，聚酯产量约在372万吨左右，对应PTA需求在320万吨附近，加上PTA进出口以及PTA在其它领域的消耗，在9月份，PTA供不应求，去库存继续去化，社会库存约有5-10万吨的降幅。

11月份，PTA供给方面，目前检修计划已确定的装置有亚东石化、天津石化以及蓬威石化共约200万吨装置。华彬石化在11月初已经将其140万吨装置投产一半，另一半也将在近期投产，预计上旬即可出产品，多以自用为主。翔鹭石化则预计11月10日开车，或先开225万吨装置，中旬起或可以供货。据此推算，11月月均负荷或上升至80%左右，预计10月份产量在315万吨偏上。

需求方面，截止10月底，聚酯负荷稳中有升至90%高位，瓶片负荷有较大降负，但涤纶及短纤负荷仍持续走高，聚酯产销及库存也维持在良好水平，库存环比未有明显上升。综合估计，聚酯负荷月均负荷将在92%附近，对应PTA需求量在318万吨左右。

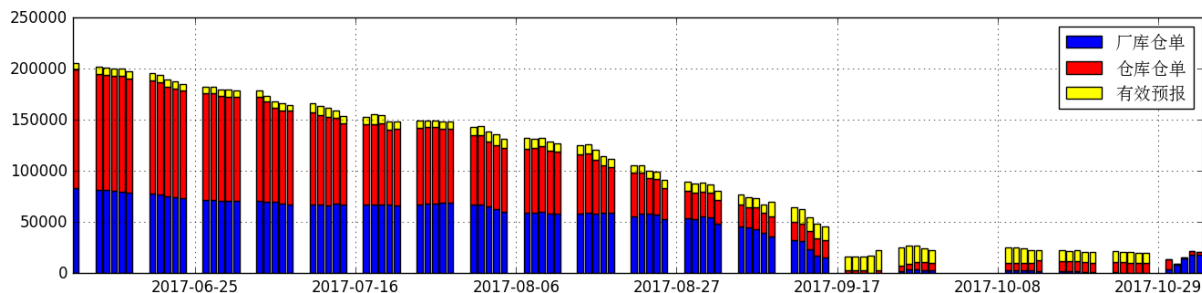
11月份PTA供需或出现库存变化转折点，从去库存转向累库存。

表 1：近期检修装置一览

企业名称	产能	地点	备注
翔鹭石化	450	福建漳州	计划于11.10开车，预计中旬起供货
仪征化纤	60	江苏仪征	10.11起停车检修35天
华彬石化	320	浙江绍兴	140万吨其中70万吨已出料，另外70万吨设备调试中，初步预计下周出产品
浙江利万	70	浙江宁波	10.28因故障停车检修，已于11.3重启
亚东石化	75	上海	11.3起停车检修，预计停车两周
天津石化公司	34	天津	计划11月上旬停车检修10天
逸盛海南	200	海南	正常运行，12月份检修计划可能推后
蓬威	90	重庆	负荷9成，计划11.4-11.11停车检修
嘉兴石化二期	220		开车计划推迟至11月中下旬

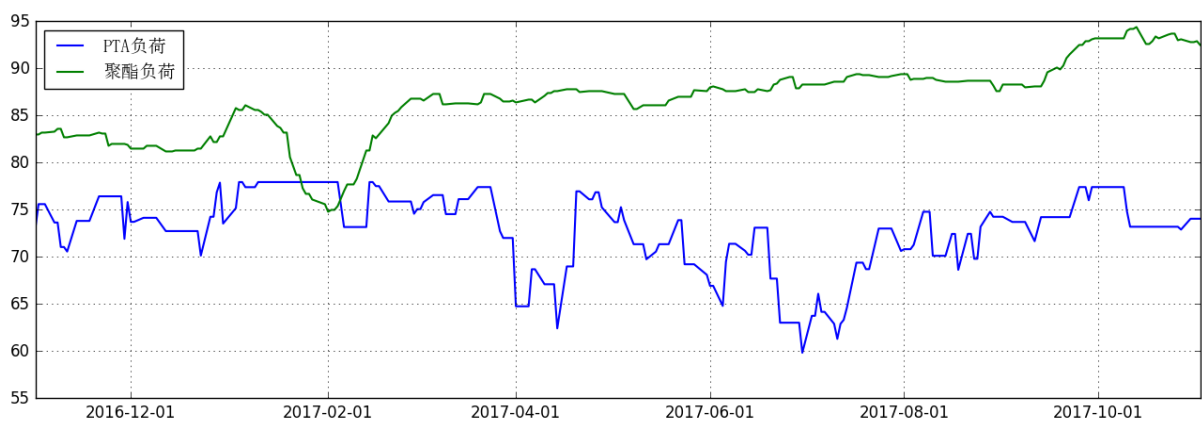
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1：仓单生成依旧缓慢



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 2：TA 负荷小降，聚酯负荷维持高位



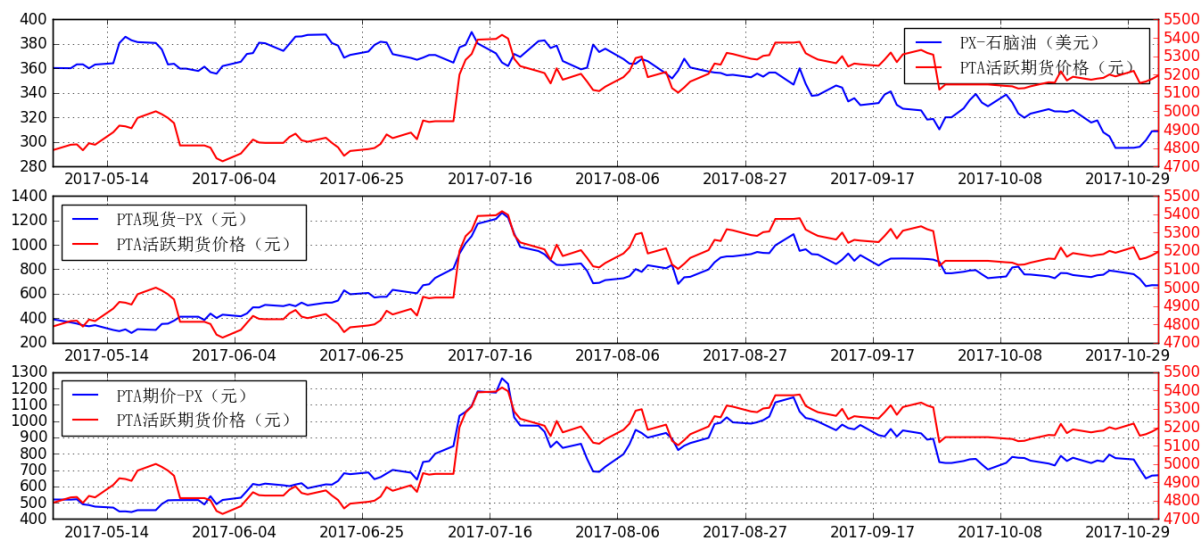
数据来源：CCF，兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

10 月 PTA 现货价格略有下降，PTA 现货月均价 5169 元/吨，环比下降 64 元/吨，CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 850 美元/吨，环比上涨 4 美元/吨，10 月月均加工差在 736 元/吨，环比下降 157 元/吨。10 月 ACP 没能谈成。

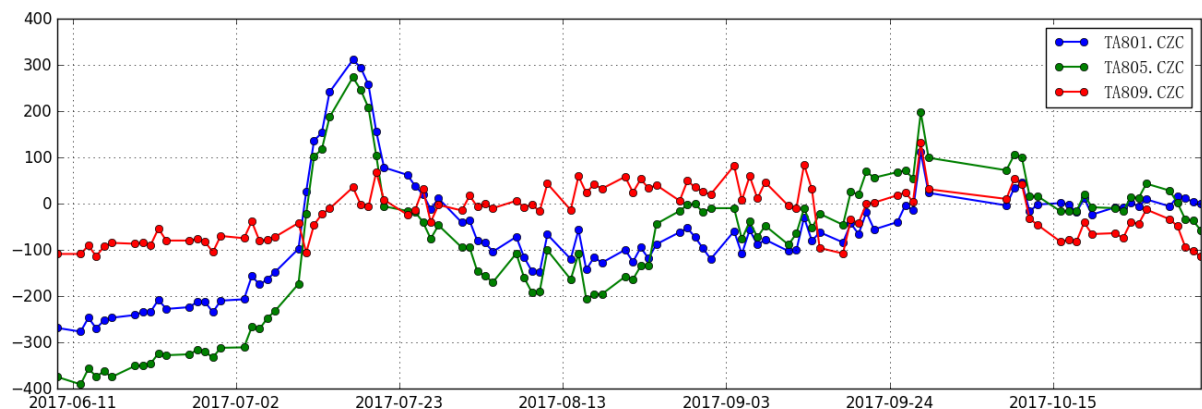
11 月份，PTA 成本方面，ACP 谈判再次失败，因国内装置复产较多，PX 需求有望显著增加，价格有上涨动力，近一周价格从 850 美元/吨左右，上涨至 880 美元/吨左右。PTA 库存仍不高，期货仓单生成缓慢，但 11 月装置复产将打压现货价格，库存或出现积累，价格有一定下行压力，预计 PTA 加工差将在 11 月有较大收缩。

图 3: PX-石脑油价差回升, PTA 加工差回落



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 基差走弱



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 聚酯

10 月份, 上半月, 节后交投气氛均以平淡为主, 消化前期备货, 价格弱势下行, 进入中下旬, 随着原油连续上涨, PTA 及 MEG 价格同样上行, 推动聚酯产销回暖, 价格抬升, 但后期原料走弱后, 价格重回震荡。切片、长丝、瓶片价格月均价均有 100-200 元/吨降负, 短纤则有 100 元/吨涨幅。

切片方面, 上旬, 节后下游消化备货为主, 价格下行。中旬随 MEG 等原料反弹, 交投气氛

略有回升，价格适度抬升。下旬，原料走弱，价格重回震荡。价格小幅震荡，半光因供应宽松，价格局部小幅下移，有光货源紧张，价格持稳。月均价而言，半光切片在 7663 元/吨，环比下降 123 元/吨，有光切片在 7756 元/吨，环比下降 47 元/吨，月末在 7690 元/吨和 7800 元/吨。

长丝方面，丝价先抑后扬。国庆前终端备货较多，上旬以消化前期备货为主，涤丝工厂库存回升，月中，原料上涨与终端补货共振，产销放量，价格回升，下旬补票和投机需求释放，丝价继续上涨。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8563 元/吨、9005 元/吨和 10222 元/吨，环比变动-51、-249 和-1 元/吨，月末在 8780 元/吨、9165 元/吨和 10330 元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在 105%附近，环比上月略有回升，长丝工厂继续去库存至低位。

长丝库存上，月均而言，POY、FDY、DTY 分别在 4.75 天、6.74 天和 14.8 天。月末在 3.5 天、6.6 天和 13.5 天。

瓶片方面，市场整体波动有限，报价维持在 7800-7900 元/吨出厂附近徘徊，华东水瓶片月均价在 7831 元/吨，环比下降 205 元/吨。上半月，下游企业以消化节前备货为主，偶有刚需补，报价回落，下半月因 PTA 等原料稳中有弱，报价继续下移，下游企业在低位附近适量补货。

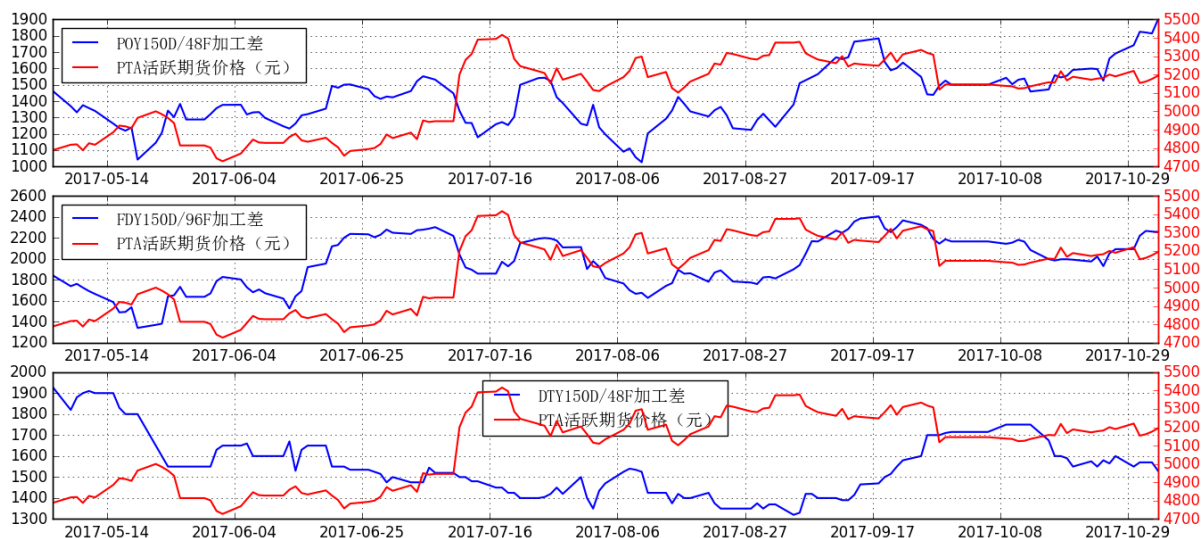
短纤方面，直纺涤短高位盘整。上旬，节后下游观望，直纺涤短让利促销，月中在原料反弹及终端补货共同作用下，涤短企稳，下旬终端重回消化库存阶段，涤短走稳再度弱勢调整。月均价上，1.4D 直纺涤短月均价在 8961 元/吨，环比上涨 150 元/吨，月末在 8985 元/吨。库存月均在 5 天左右，环比上升 1.05 天，月末在 5 天左右。

11 月长丝方面，目前终端坯布订单氛围仍表现较好，纺织厂负荷高企，预计短期将维持为主，长丝有刚需支撑，终端备货稳定，而长丝目前库存水平仍处于较低水平，接近年内低位，低库存下长丝价格将继续坚挺。仍需关注终端订单及负荷是否有出现显著走弱。

瓶片方面，未来仍有瓶片工厂检修计划，但同样有装置投产，同时饮料消费进入淡季，瓶片有累库压力，价格预计将稳中偏弱。

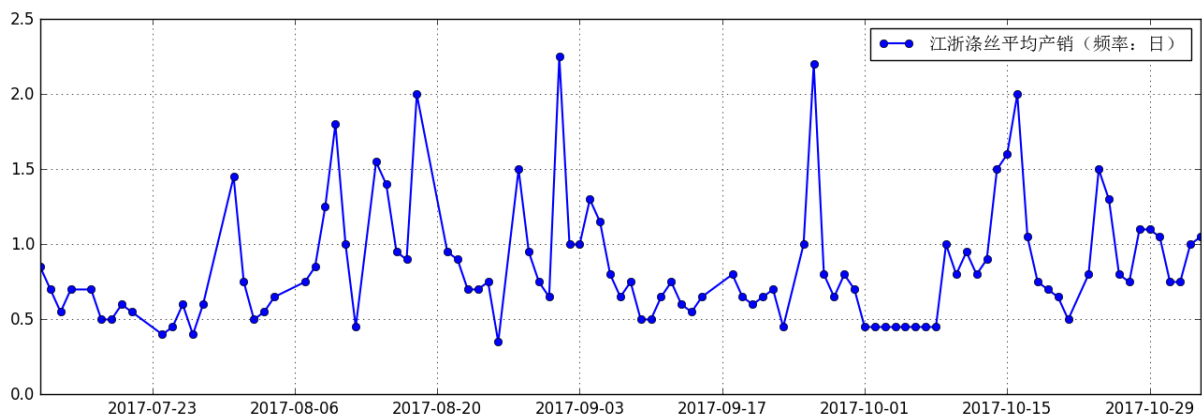
短纤方面，产成品库存同样接近年内低位，终端订单尚可，短纤同样有刚需支撑，同样需关注终端订单是否有显著走弱，此外棉花供应充足，价格偏弱，涤短投机性需求难有放量，价格上涨空间或较为有限。

图 5: POY 及 FDY 加工差上升, DTY 加工差持稳



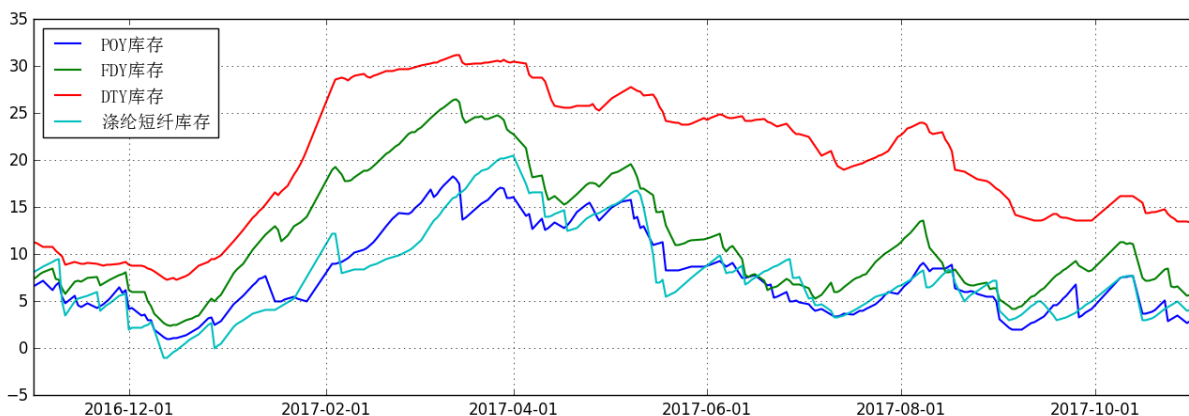
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 产销适度放量, 环比上月回暖



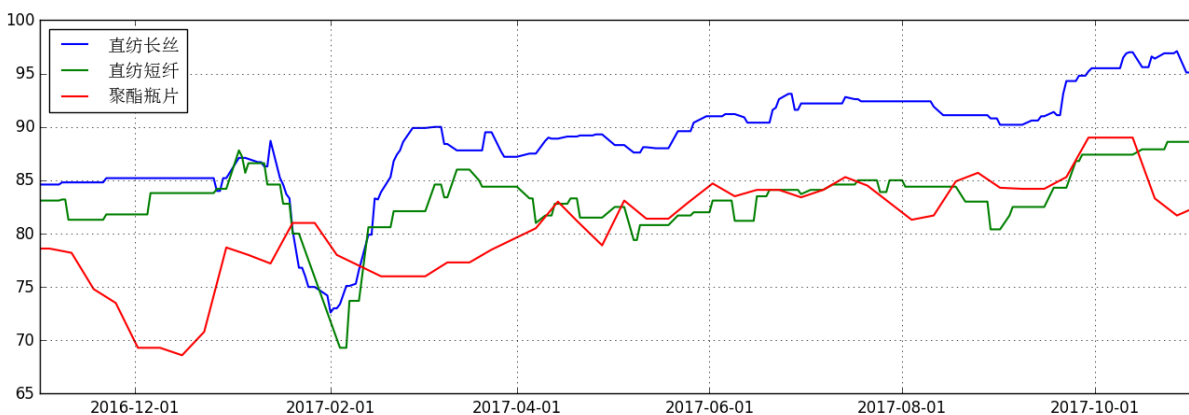
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 7：长丝及短纤库存接近年内低位



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 8：瓶片负荷走弱，长丝及短纤负荷持稳



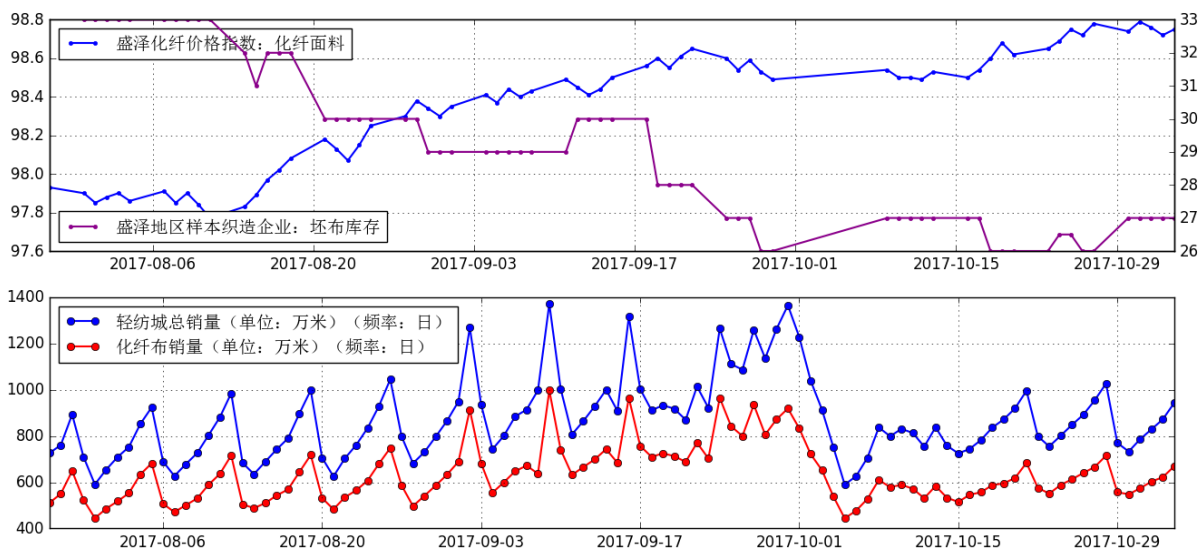
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3. 终端

10 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 88%、81%、55%。

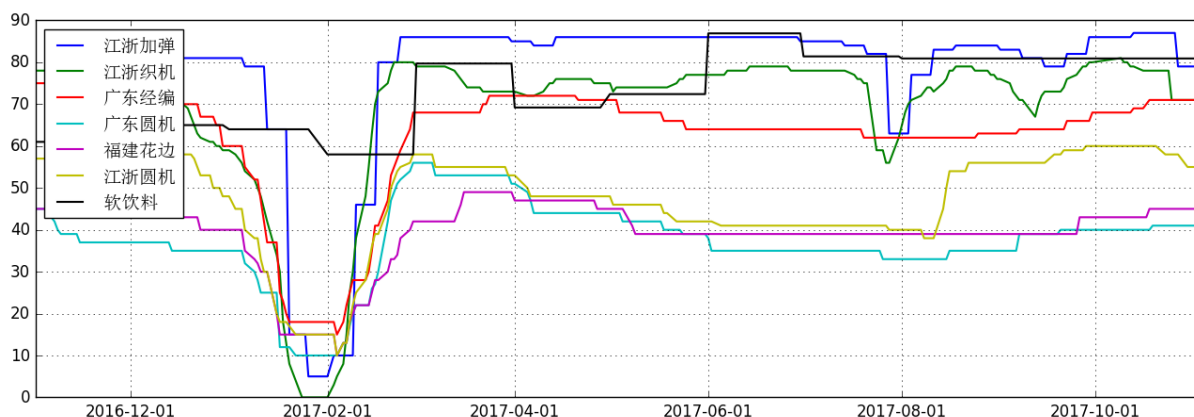
轻纺城数据来看，10 月坯布市场销量显著回落，10 月轻纺城成交总量平均在 829 万米/天，环比下降 196 万米/天左右，化纤布成交平均在 591 万米/天左右，环比下降 166 万米/天左右。从月内走势来看，呈现逐步走弱态势。

图 9：坯布库存偏低，面料价格走高，轻纺城成交走弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

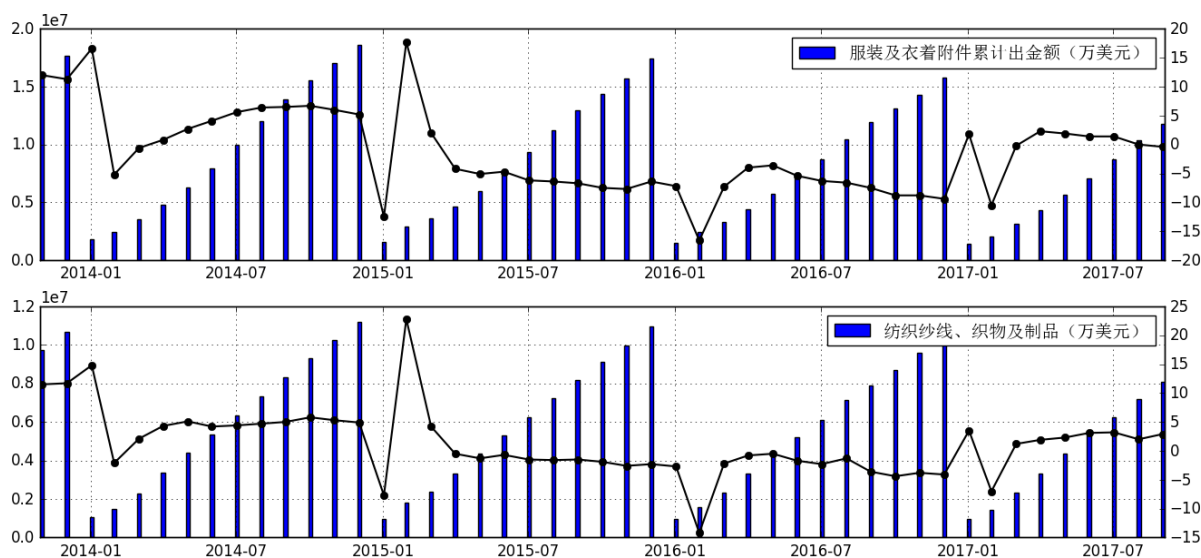
图 10：终端负荷略有回升



数据来源：CCF，兴证期货研发部

出口方面，据海关总署公布数据显示，按美元计，2017 年 1-9 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 8066247 万美元，同比增加 2.9%，2016 年同期数据减少 3.6%。累计出口服装及衣着附件 11785478.8 万美元，同比减少 0.4%，2016 年同期数据减少 7.5%。

图 11: 纺织品出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 原油

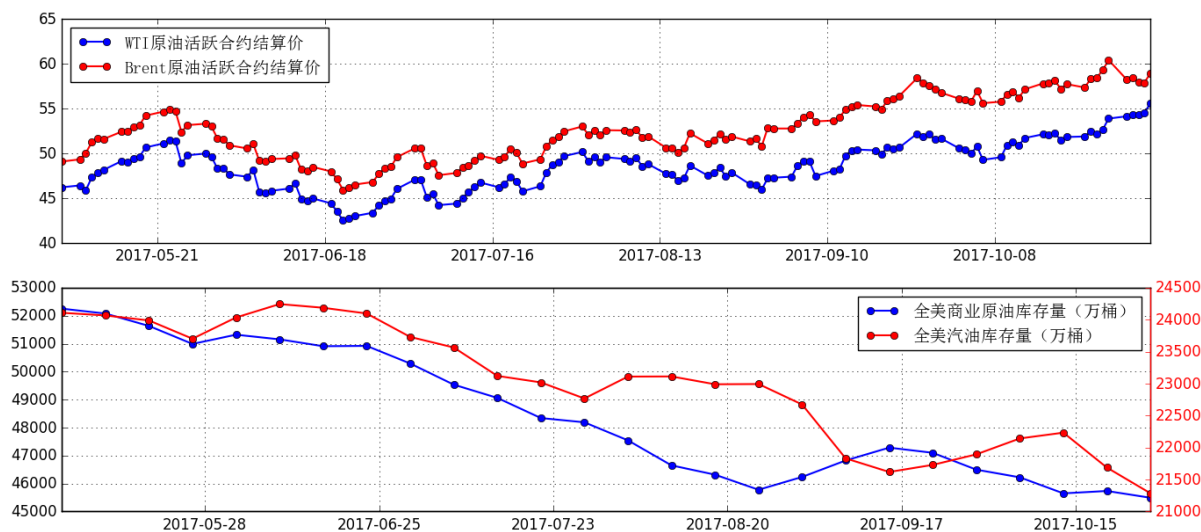
本月原油市场在库存整体下移, 地区局势以及产油国减产延期预期等影响下, 整体走高。

月初, 沙特阿拉伯承诺要削减原油出口、以及飓风导致美国原油产量下降, 推动原油期货价格出现上涨情况, 不过随着美国墨西哥湾原油生产设施的逐步重启, 油价上行空间遭受一定程度的限制。

月中, 伊拉克库尔德地区油田被迫关闭为油价带来了有效支撑, 伊拉克政局不稳以及伊朗核协议的不确定性令中东局势愈发紧张, 对油价构成了一定的支撑, 而美国原油产量和出口量将继续走高的预期令油价涨幅缩减, 美国汽油和精炼油库存意外增长抵消了原油库存大降带来的利好影响。

月底, 美国众议院通过伊朗制裁法案, 地缘政治风险再度发酵, 同时沙特与俄罗斯宣布支持延长减产, 多重利好共振下, 油价进一步走高。

图 12: 原油价格及 EIA 库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

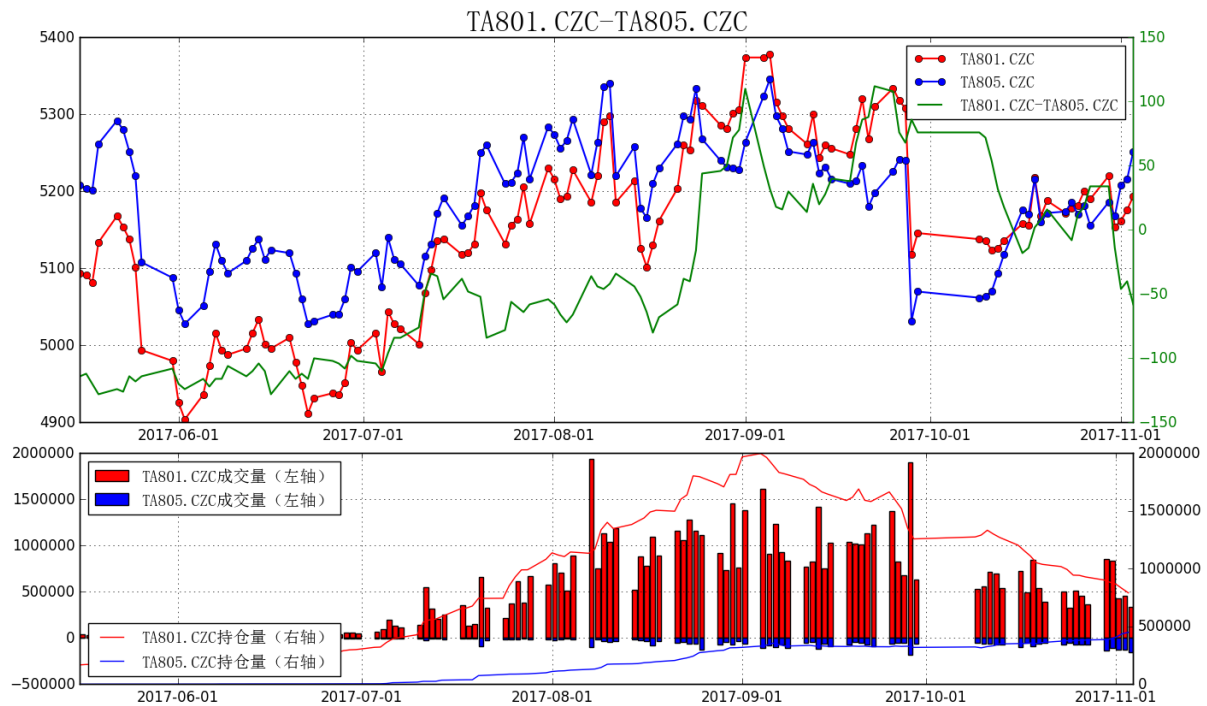
5. 操作建议

10 月份 PTA 期货价格窄幅波动为主, 基本面变化不大。供应端小幅变动, 偶有装置投料试车等消息打压期价, 最终在月底远东开启了 140 万吨装置的 50% 产能, 剩下产能也将开启, 但多以自用为主。需求一侧, 聚酯整体负荷持续高位, 加之部分新装置投产, 需求稳中有涨, 库存短暂积累后重新接近年内低位。终端订单尚可, 负荷同样高位维持。

11 月 TA 关注点仍在装置复产上, 翔鹭目前投产概率较大, 此外还有嘉兴石化试车, 预计届时 TA 期价将受到一定压制。此外终端需求持续性也需关注, “双十一” 订单结束后, 终端订单有走弱预期。

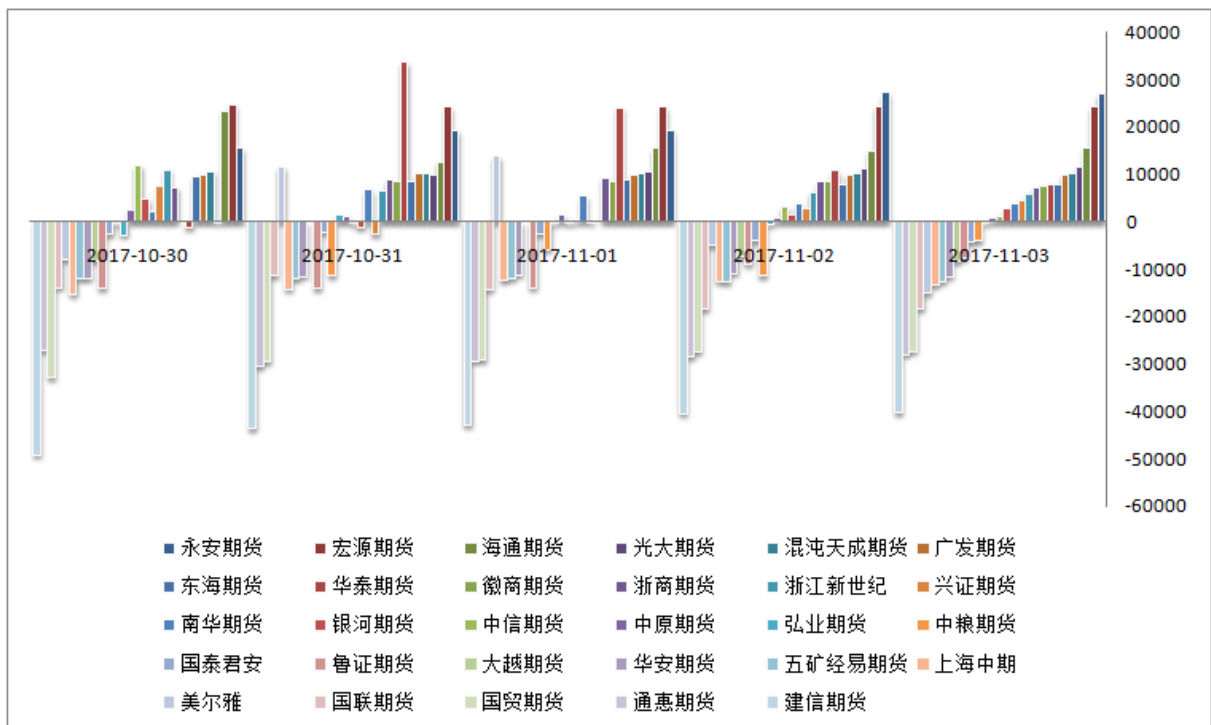
操作建议上, 笔者对装置复产看法维持利空有限观点, 因下游聚酯产能增长将覆盖 TA 产能恢复, 在原油价格及终端需求没有显著走弱的情况下, 装置复产或是利空出尽。TA 可暂时离场观望, 或逢低入多 05 合约, 一五可暂观望。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

图 13: 1-5 价差走弱, TA 移仓中



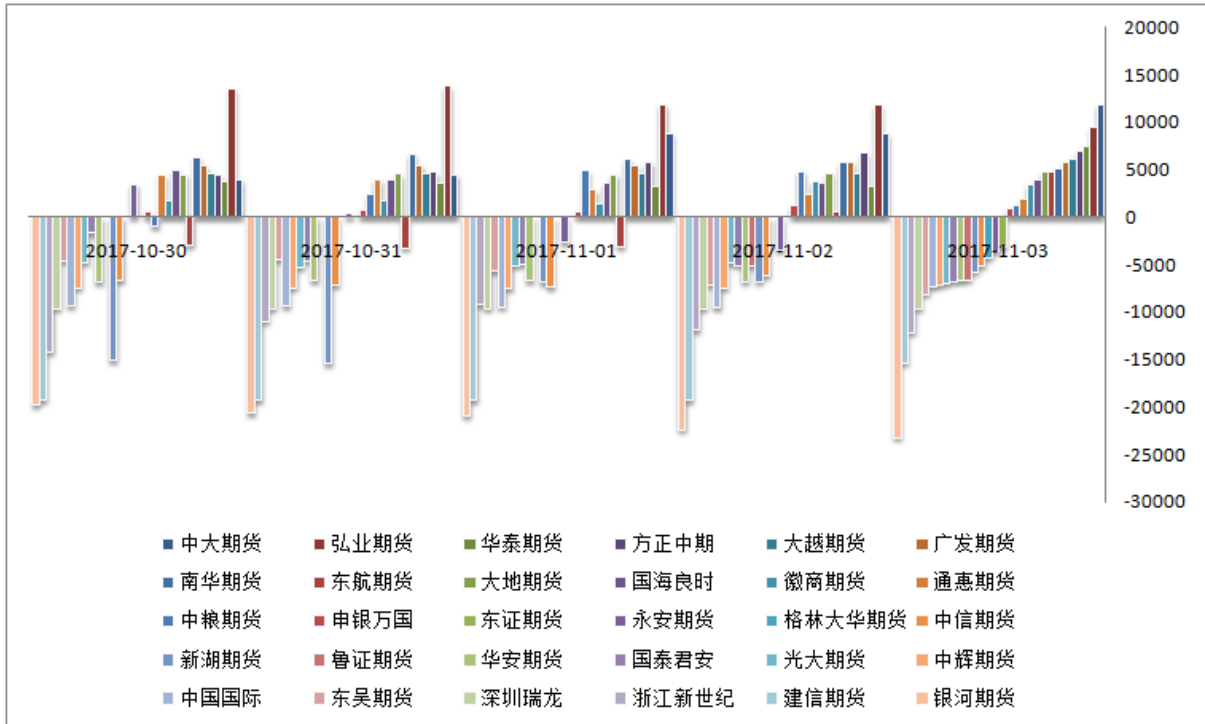
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TA1801 净持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TA1805 净持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

油脂维持区间震荡

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

10月，豆油维持区间窄幅震荡的行情；供给方面，美国部分主产区降雨拖延了收割且近期收割显示单产可能有所下降，调研机构纷纷小幅下调了美豆的单产和总产数据，对美豆价格有一定支撑。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，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158万吨的历史记录水平。棕榈油库存维持低位震荡反弹；9月马来棕榈油的产量同比小幅增加，出口有所恢复，库存出现了一定增加，对价格有一定的利空；市场预期10月马来西亚棕榈油产量将维持稳定，供求偏紧的状态继续改观。

● 后市展望及策略建议

进入11月以后，美国大豆的天气炒作结束，美国农业部11月的报告将给市场带来明确的结论，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；东南亚棕榈油进入减产周期，对棕榈油价格产生一定利多，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。

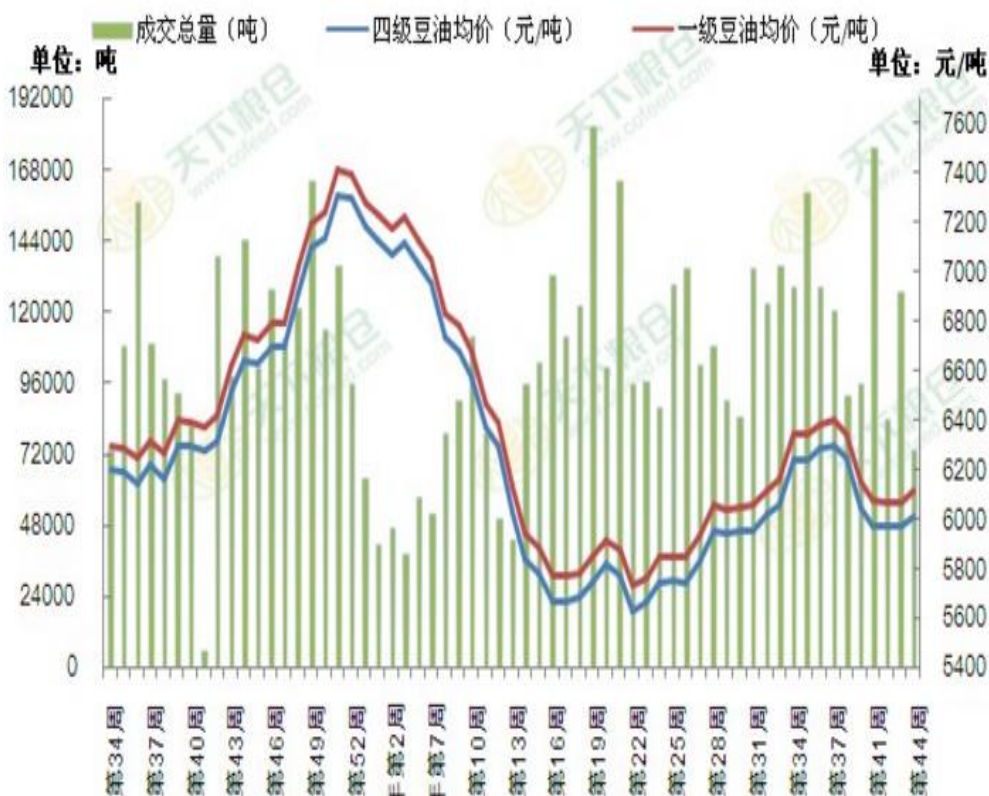
1. 油脂基本面

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；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；从近期收割的情况来看，美豆的单产可能较 10 月报告还有一定的下调可能。现货方面，美国大豆的库存维持不变，显示后期供应仍旧宽松；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，由于天气较差，巴西大豆种植的进度低于正常水平，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，10 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。

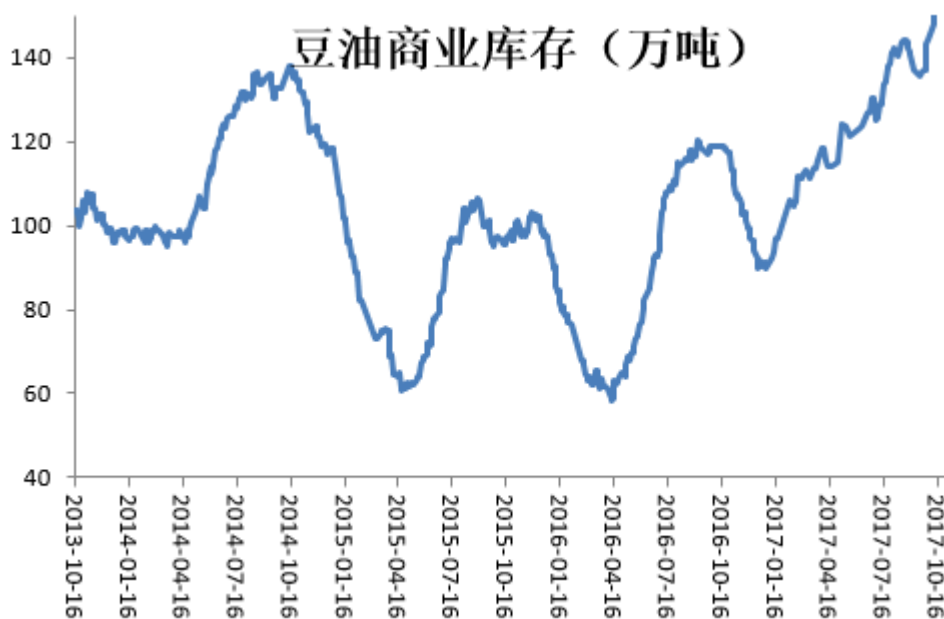
图 1：豆油价格及成交量走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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。

图 2：豆油商业库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 800 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。

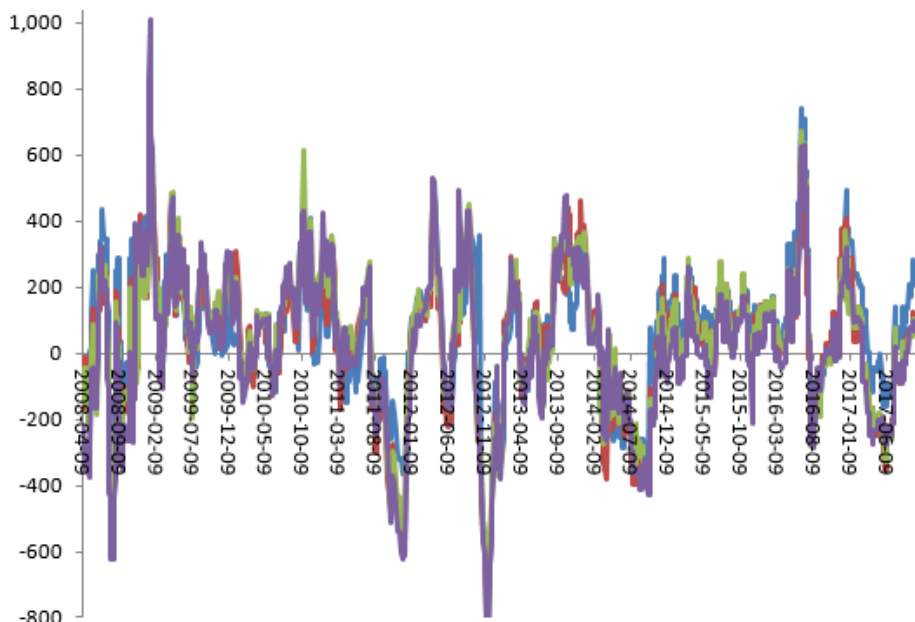
图 3：豆油进口价差



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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、豆粕现货价格相对偏强，压榨企业大豆进口压榨利润维持较高水平，若后期环保导致压榨企业降低开工率将会对国内豆油和豆粕的价格形成支撑。

图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，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，10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687万吨，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：兴证期货研发部、天下粮仓

综合来看，11月美豆的供求情况将明朗，需关注美国农业部10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，库存可能逐步震荡回调；预期11月油脂在需求逐步利好的情况下区间震荡偏强的概率更大，建议投资者区间震荡对待。

1.2 棕榈油基本面

每年的10月到次年3月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现逐步减小的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向偏紧的局面，但由于厄尔尼诺现象的影响消失，相信棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；当然，需求方面，受节后备货的不断展开影响，棕榈油的成交将有所增加，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9月马来西亚棕榈油产量同比出现增加，但低于市场预期；从10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11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，9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，10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	库存环比
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%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%	4.0%

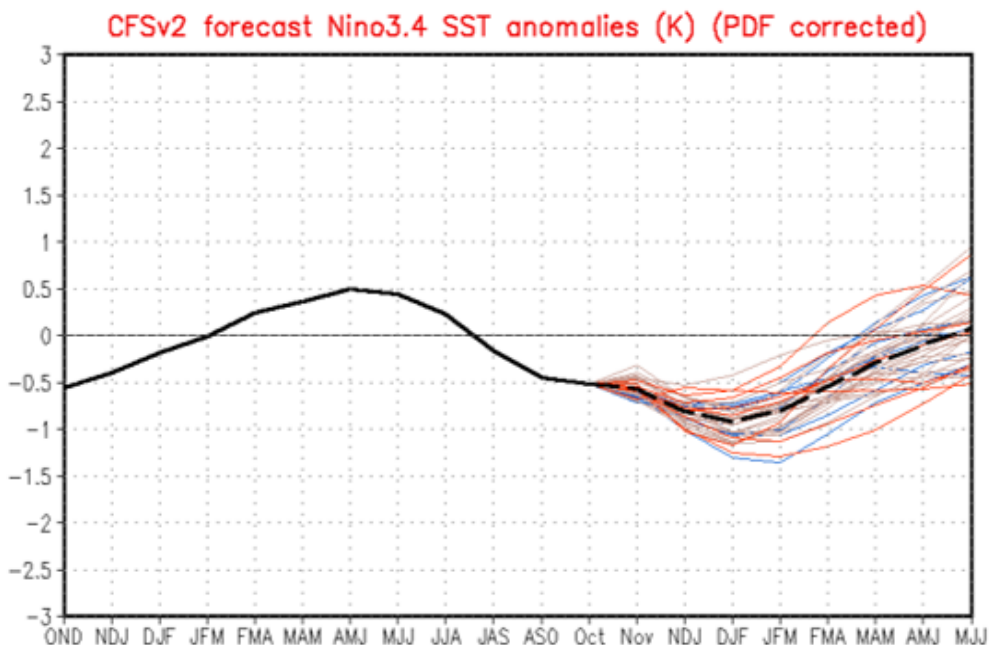
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，9月马来西亚棕榈油的产量为177.99万吨，同比增加3.8%。预期马来和印尼的棕榈油10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9月棕榈油出口量为151.5万吨，较8月出现了小幅增加；目前情况看，10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。

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据NOAA的最新预测，本年度出现拉尼

娜的概率较大，意味着棕榈油的产量将逐步恢复。

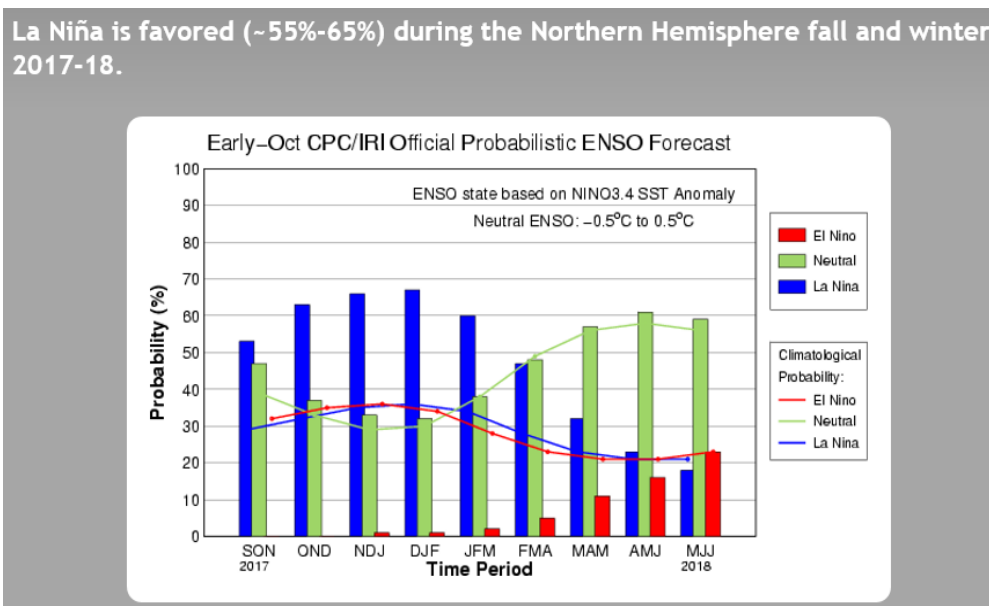
图 1: 天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，2017 年末全球气候出现拉尼娜现象的概率接近 60%。

图 2: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部

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。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，11 月棕榈油将进入到减产周期，供应压力大幅缩小。

图 3：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震荡反弹，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 45 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，棕榈油的成交偏弱和库存维持增加状态。

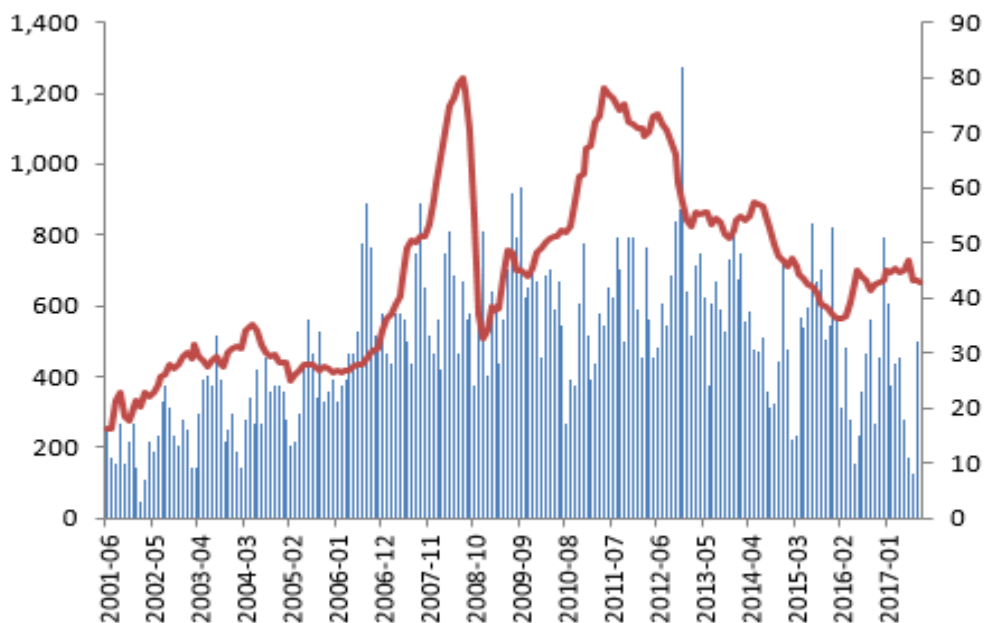
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，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，9月进口量达到49万吨，在进口利润转正的情况下，出现了大幅增加。

图 5：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，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盈亏平衡状态，主要是因为国内价格坚挺所致。

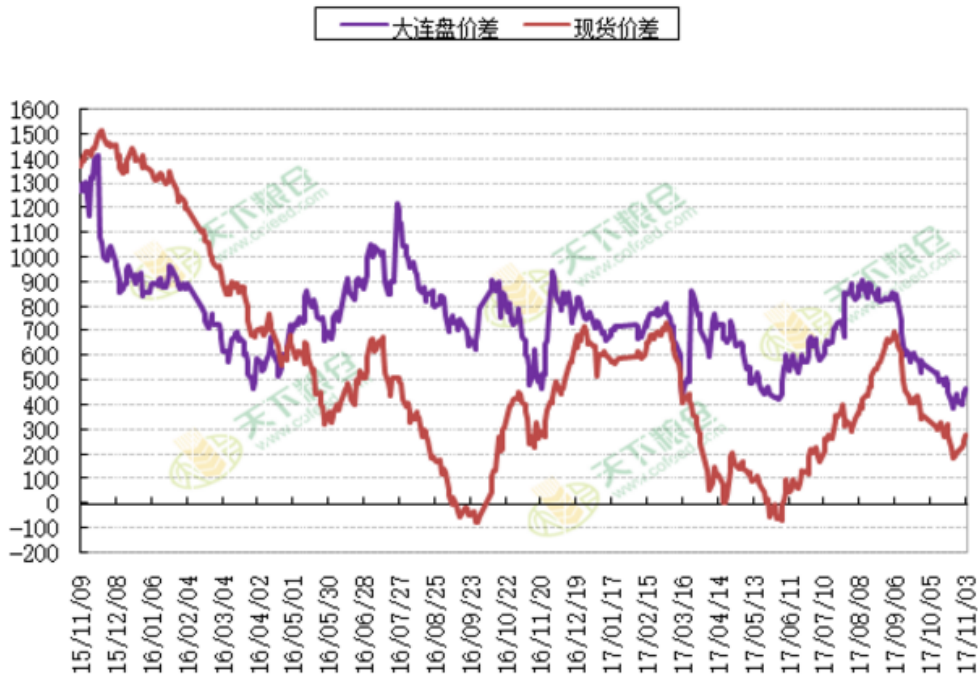
图 6：马来西亚棕榈油进口成本

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	11月	697.5	-02.50	20	717.5	5810	(华南)
		697.5	-02.50	25	722.5	5850	(华东)
		697.5	-02.50	28	725.5	5870	(华北)
	12月	697.5	-02.50	20	717.5	5810	(华南)
		697.5	-02.50	25	722.5	5850	(华东)
		697.5	-02.50	28	725.5	5870	(华北)
	1/2/3月	700	-02.50	20	720	5830	(华南)
		700	-02.50	25	725	5870	(华东)
		700	-02.50	28	728	5890	(华北)
4/5/6月	700	-02.50	20	720	5830	(华南)	
	700	-02.50	25	725	5870	(华东)	
	700	-02.50	28	728	5890	(华北)	
33度棕榈油	11月	692.5	-02.50	25	717.5	5810	(华东)
	12月	692.5	-02.50	25	717.5	5810	(华东)
	1/2/3月	695	-02.50	25	720	5830	(华东)
	4/5/6月	695	-02.50	25	720	5830	(华东)
44度棕榈油	11月	710	00.50	25	735	5570	(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低位震荡反弹，二者现货价差同样出现了一定反弹；主要因为棕榈油需求转弱所致，后期需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 7：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；11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 & 操作策略

2.1 豆油

由日线图看，10月豆油价格维持低位区间窄幅震荡，虽然供求宽松，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 1：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，棕榈油震荡偏强，后期预期供应增加，建议投资者区间震荡偏弱对待。

图 2：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

反弹延续

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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

郑糖增仓上行，现货报价略有下调，基差继续回落。由于供应压力后移，且目前糖源比较集中，前期基差修复以期货更快地上涨的方式回归。在中期看空的情况下，基差恢复至平水附近可能是起跌的信号。由于此前反弹的逻辑是现货强势叠加期货超跌，基差修复引发的反弹行情。因此熊市的开启应该是现货价格崩塌，由现货价格更快的下跌来修复基差，因此目前看不具备期现共振下跌的条件，关注反弹力度。

1. 行情回顾

郑糖延续反弹，从图 1 看，目前突破了前期运行轨道的上沿。如果下方支撑有效的话，可能会形成双底，进而形成新一波上涨。

外盘方面，美糖在 14.5 美分下方连续横盘后，选择向上突破，关注能否站稳 14.5 美分。

图 1：郑糖主连日线



数据来源：wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：wind，兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 印度天气有利于产量，但库存偏紧

印度政府在新榨季伊始就出台了一些新的食糖政策。首先政府对糖厂的库存做了更严格的限制，允许糖厂囤糖的最高比例从 2017 年 9 月的 21% 下降到 10 月份的 8%，这主要是为了保证新榨季初期的供给。另外 2017 年 10 月开始，进口关税将从 40% 提高到 50%，以抑制进口。全国甘蔗最低收购价由上榨季的 2300 卢比/吨提高至 2550 卢比/吨，另外 UP 邦等地区的收购价还会在此基础上有所上调。

据印度糖协估计，2016/17 榨季，印度消费量为 2440 万吨，结转库存 405 万吨，如果新榨季产量在 2500 万吨左右，需求量按 2% 的速度增长的话，2017/18 榨季的结转库存可能也会在 400 万吨左右。由于国际公认的安全库存需要三个月的消费量，因此这个库存可能并不那么安全。

不过印度糖协认为 400 万吨左右的期初库存足以应付榨季初期的需求，不会出现糖价暴涨的现象。并以此推论认为 2017/18 榨季预估的 400 万吨左右的结转库存也足以应对下榨季初期的需求，因此本榨季印度不需要进口。随着印度新榨季逐渐展开，印度的结转库存是否够用，糖价是否会出现大涨，值得投资者关注。

截止 10 月 31 日，UP 邦 116 家糖厂中有 14 家已经开榨，目前的出糖率在 10.2%，略高于去年。虽然 UP 邦早熟品种的甘蔗收购价在全国收购价的基础上提高至 3250 卢比/吨，但农民希望提高到 4000 卢比/吨，为此多个农民团体组织抗议活动。不仅 UP 邦，印度其他主产区也爆发抗议互动。

目前印度北方邦天气干燥，有利于收榨甘蔗，而马邦水库水位较为充裕，有利于下榨季产量。

表 1：印度主产区（10 月 1 日至当周）累计降雨量偏离度

	10 月 4 日	10 月 11 日	10 月 18 日	10 月 25 日
EAST UTTAR PRADESH	-91	-92	-94	-94
WEST UTTAR PRADESH	-100	-99	-99	-99
MADHYA MAHARASHTRA	-68	61	89	55
S. I. KARNATAKA	56	70	83	42

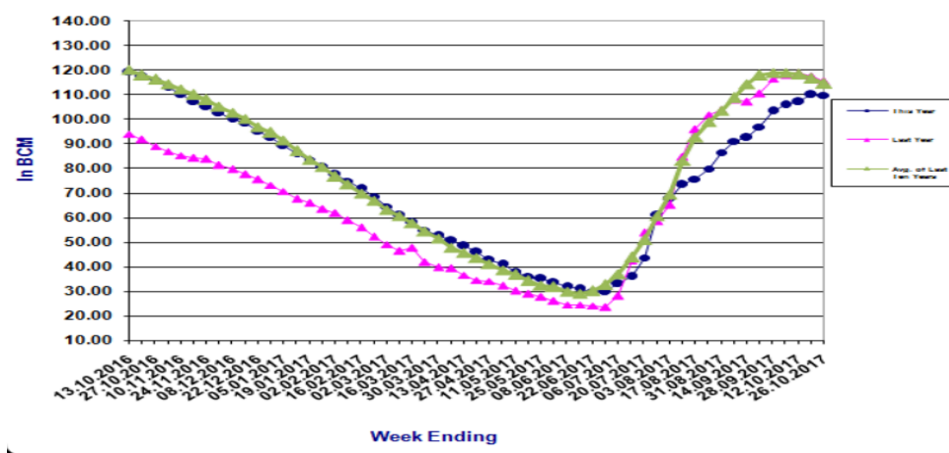
数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

表 2: 印度马邦主产区 (10 月 1 日至当周) 累计降雨量偏离度

	种植面积 (单位: 万公顷)	10 月 4 日	10 月 11 日	10 月 18 日	10 月 25 日
pune	41.27	-91	43	81	44
kolhapur	27.76	24	20	86	50
latur	14.13	-86	49	63	32
aurangabad	8.39	-100	140	132	97
state total	97.83	-68	61	89	55

数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

图 1: 印度水库水位 (10 月 31 日)



数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

表 3: 印度马邦水库水位 (11 月 2 日)

地区	当日水位占设计水位的百分比	去年同期
Amaravati	41.42%	73.91%
Konkan	96.13%	95.04%
Marathwada	78.85%	76.52%
Nagpur	36.12%	50.31%
Nashik	92.60%	95.24%
Pune	96.23%	94.59%
total state	81.18%	84.83%

数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

2.2 巴西生产数据有所转多，但货币贬值施压糖价

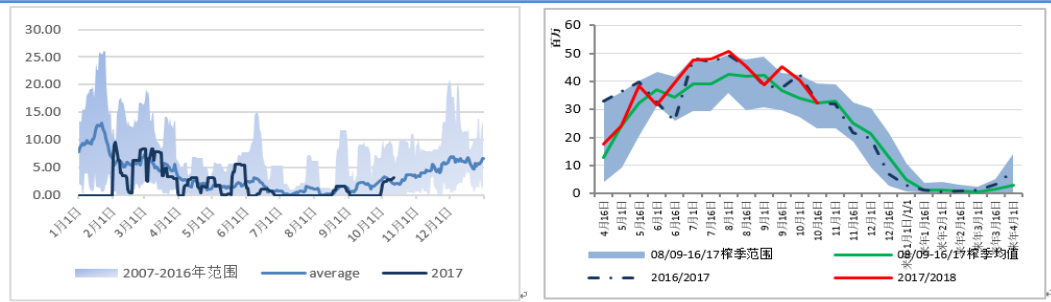
巴西在前期利空基本体现完毕后，数据上有所转多。最新的 unica 双周报显示，中南部主产区的甘蔗压榨量，产糖量以及含糖量出现季节性下跌。10 月上半月巴西甘蔗入榨 3241.1 万吨，环比下跌 19.59%，同比略增 0.68%。产糖 197.8 万吨，环比下跌 30.55%，同比下跌 12.28%。甘蔗含糖量下降至 146.36 千克/吨，环比下降 8.14%，同比下降 1.21%。甘蔗制糖比 43.76%，环比下降 2.78%，同比下降 5.86%。

10 月上半月甘蔗入榨量，制糖量，含糖量都出现了季节性下滑，但是下降幅度较大，其中双周产糖量更是出现了同比减少 12.28%，含糖量同比下降 1.2% 的情况。双周产糖量同比减少 12.28%，一方面是因为季节性的下跌，另一方面是因为由于气候的问题，含糖量出现了超跌，另外甘蔗制糖比快速下降也是重要的原因。总的来看，巴西前期的立刻空已经逐步体现，生产数据有朝着利多方向移动的趋势。

乙醇方面，甘蔗制乙醇比终于有所上升，有朝均值移动的趋势。但乙醇销量没有继续环比上升，9 月份的乙醇销量与 8 月基本持平，销量与去年的差距有所减少，8 月份同比下降 3.51%，9 月同比下降 1.28%。从乙醇汽油比价来看，目前的数据应该是有利于乙醇消费的，圣保罗州无论是加油站还是贸易商的乙醇汽油比价均位于替代值以下。但是乙醇销量没有出现持续回升。

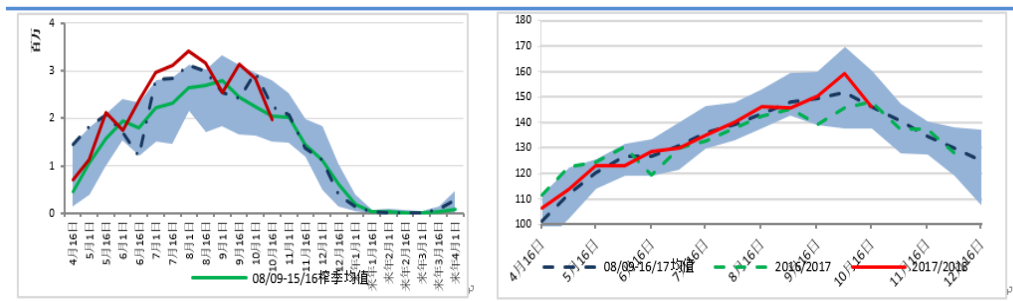
但是巴西也出现了新的不利因素，巴西雷亚尔拉出大阳线，虽然目前依然处于箱体震荡的格局，但是似乎在三角形震荡后选择了向上突破，未来可能有有一波新的向上波段。如果巴西雷亚尔真的向上突破的话，会给国际糖价带来压力。

图 1：巴西主产区 12 天滚动降雨量（单位：毫米） 图 2：巴西主产区甘蔗压榨量（单位：吨）



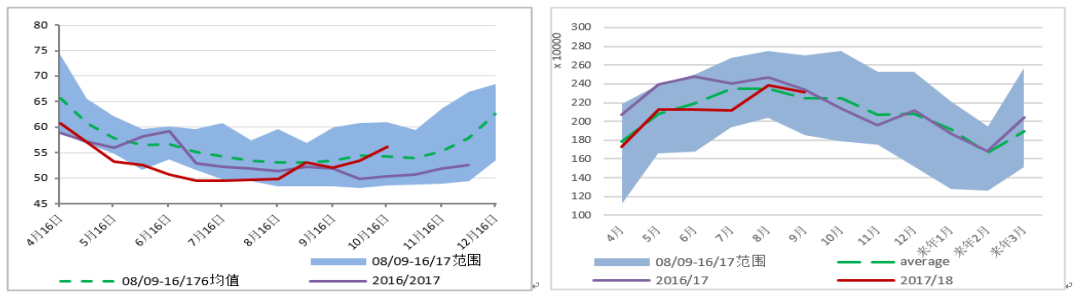
数据来源：unica，兴证期货研发部

图 3：巴西中南部双周产糖量（单位：吨） 图 4：巴西中南部双周 ATR



数据来源：unica，兴证期货研发部

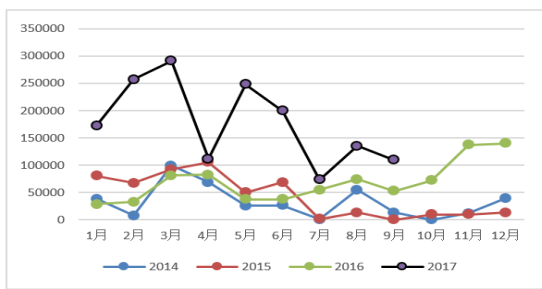
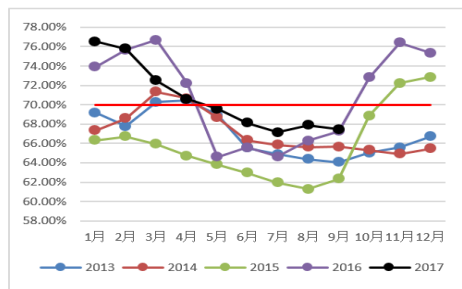
图 5：巴西中南部甘蔗制乙醇比图 6：巴西中南部糖厂乙醇销售量（单位：立方米）



数据来源：unica，兴证期货研发部

图 7：巴西圣保罗乙醇汽油比价

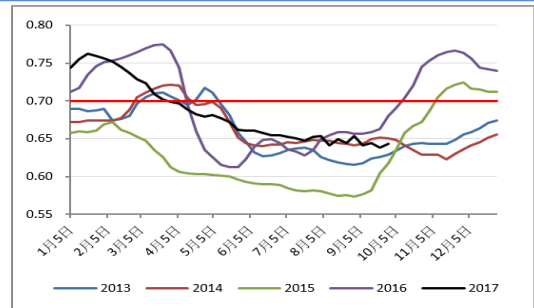
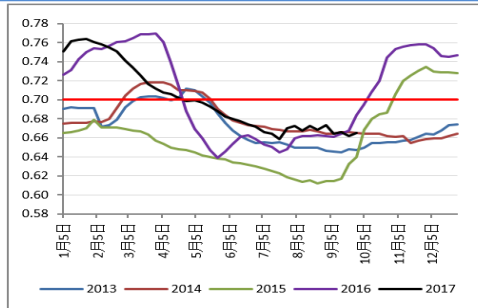
图 8：巴西乙醇进口量（单位：立方米）



数据来源：unica，兴证期货研发部

图 9：巴西东南部加油站乙醇/汽油中间价比价

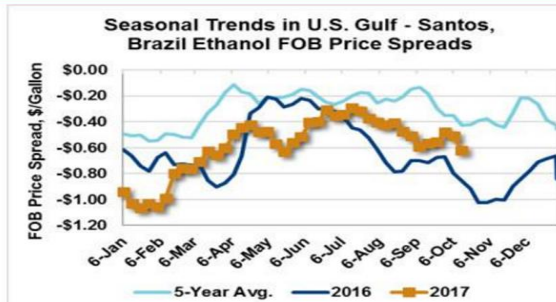
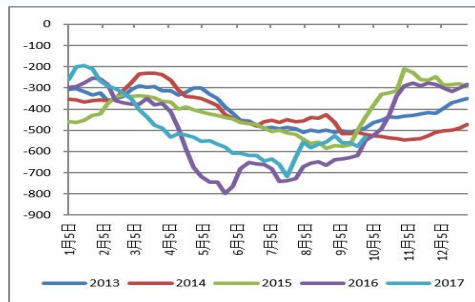
图 10：巴西东南部贸易商乙醇/汽油中间价比价



数据来源：unica，兴证期货研发部

图 11：巴西东南部与东北部加油站乙醇价差

图 12：美国与巴西离岸乙醇价差



数据来源：unica，兴证期货研发部

2.3 国内

郑糖增仓上行，现货报价略有下调，基差继续回落。由于供应压力后移，且目前糖源比较集中，基差修复将继续以期货更快地上涨的方式回归。在中期看空的情况下，基差恢复至平水附近可能是起跌的信号。由于目前反弹的逻辑是现货强势叠加期货超跌，基差修复引发的反弹行情。因此熊市的开启应该是现货价格崩塌，由现货价格更快的下跌来修复基差。因此短期反弹行情可能延续。

从基本面看，空头预期打得比较足，加上现货端压力后移，基差依然较高，因此新的行情很可能会在年底左右发动。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13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。

季节性供应增多，后期价格承压

2017年11月6日 星期一

兴证期货·研发中心

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 上月玉米期货行情低位震荡，玉米淀粉震荡上涨；现货市场玉米价格震荡偏弱，玉米淀粉价格上涨。

上月包干销售玉米拍卖成交量 696.83 万吨，包干销售玉米拍卖成交率 46.71%-72.59%，成交均价 1410-1436 元/吨，拍卖成交率和成交均价较 9 月回落，随着 10 月底国家粮食交易中心停止临储玉米拍卖，今年玉米拍卖正式结束。累积成交玉米 5568 万吨。上半月产区持续阴雨天气，玉米晾晒上量受阻，新玉米水分、霉变较高，优质干玉米供应偏紧。下半月东北新玉米收割开始进入尾声，产区天气好转，玉米晾晒上量进度加快。由于深加工企业补贴政策一直未出台，政策的不明朗导致深加工企业观望情绪较重，多维持安全库存，一般随用随买。养殖业受限环保，恢复缓慢，饲料需求偏弱。

月初淀粉企业开机率、淀粉库存继续回升，压制淀粉价格。十九大召开期间，山东、河北部分企业受限环保要求停产限产，开机率下降，淀粉库存止升下降，拉升淀粉价格。随着十九大结束，山东、河北部分停产限产企业开始陆续恢复生产，开机率回升至高位。玉米淀粉下游需求情况较好，由于木薯淀粉价格较高，造纸、食品企业采购玉米淀粉增多，淀粉企业走货情况较好。

● 后市展望及策略建议

随着月底东北新玉米收割进入尾声，产区天气好转，玉米晾晒上量进度加快，将迎来一波供应高峰，玉米季节性供应压力将逐渐显现。深加工企业新增产能较多，玉米工业需求总体增加，一旦补贴政策出台，或将积极补充库存。养殖行业因环保冲击恢复缓慢，养殖厂补栏积极性较弱，养殖存栏量暂无明显增量，饲料终端需求偏弱。在深加工补贴政策出台前，预计玉米价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望。

新玉米水分较高，霉变率高，优质干玉米供应偏紧，对

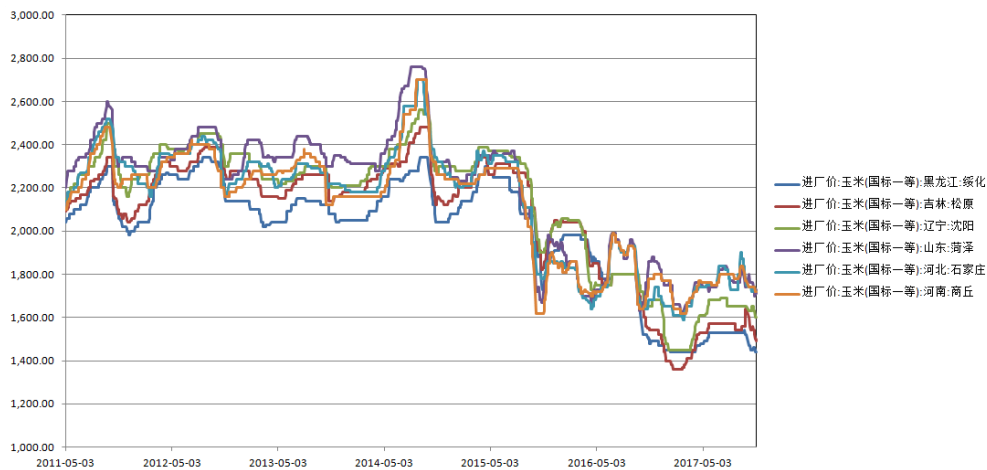
玉米淀粉价格形成支撑，随着新玉米晾晒上量进度加快，供应增多，制约后期淀粉价格上行空间。现阶段淀粉企业库存不多，下游需求较好，11月15日华北环保从严，市场担忧后期供应，下游企业积极采购淀粉备货，预计近期玉米淀粉价格以震荡调整为主，建议暂时观望，仅供参考。

1. 玉米基本面

1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格震荡偏弱，上半月产区持续阴雨天气，玉米晾晒上量受阻，新玉米水分、霉变较高，优质干玉米供应偏紧。下半月东北新玉米收割开始进入尾声，产区天气好转，玉米晾晒上量进度加快，价格承压下跌。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

9月30日广东港口玉米价格1810元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1755元/吨，南北港口价差55元/吨，截止11月3日，广东港口玉米价格上涨至1840元/吨，鲅鱼圈港玉米价格下跌至1650元/吨，南北港口价差190元/吨，南北港口价扩大135元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 港口玉米供需情况

港口库存方面，本月北方港口库存上升 13.2 万吨，南方广东港口库存下降 0.3 万吨。港口玉米库存总体呈上升趋势。锦州港月库存上升 7.5 万吨，鲅鱼圈港月库存上升 2.4 万吨，北良月库存下降 0.4 万吨，大窑湾月库存上升 13.2 万吨。

表 1：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	96.6	104.1	7.5
鲅鱼圈港	159	161.4	2.4
北良	48.4	48	-0.4
大窑湾	8.7	12.4	3.7
总计	312.7	325.9	13.2
南方港口			
广东港(内贸)	41.4	41.1	-0.3

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

上月包干销售玉米拍卖成交量 696.83 万吨，包干销售玉米拍卖成交率 46.71%-72.59%，成交均价 1410-1436 元/吨，拍卖成交率和成交均价较 9 月回落，随着 10 月底国家粮食交易中心停止临储玉米拍卖，今年玉米拍卖正式结束。

表 2: 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
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
2017-10-12	910064	660618	72.59%	1436	1520	1310
2017-10-13	2104497	1195722	56.81%	1435	1580	1250
2017-10-19	903245	662292	73.32%	1428	1520	1310
2017-10-20	3756316	1940695	51.66%	1429	1630	1250
2017-10-26	916907	438960	47.87%	1410	1490	1310

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

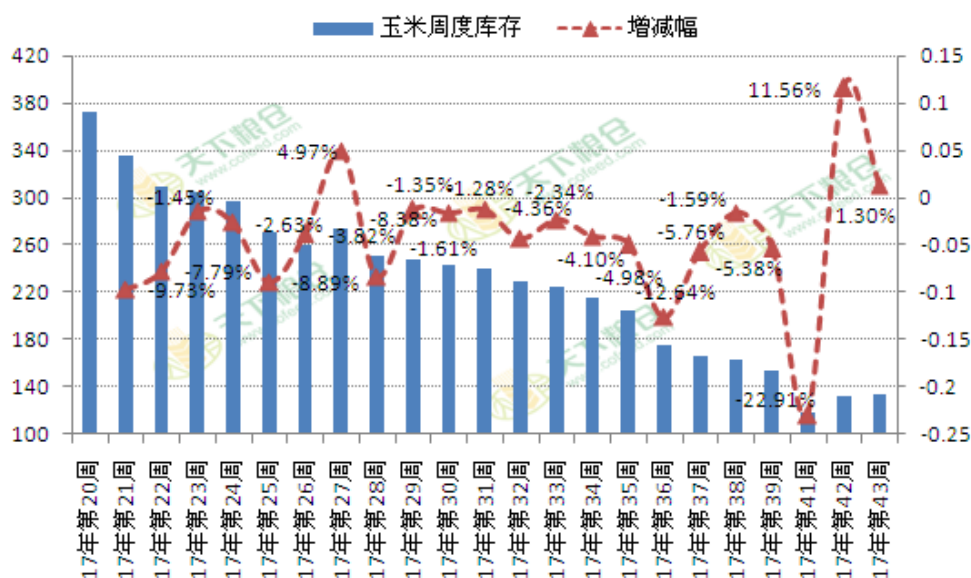
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 1542500 吨, 月末玉米库存 1326600 吨, 库存下降 14.00%。山东地区玉米月库存下降 4.34%, 东北地区玉米月库存下降 14.15%, 河北地区玉米月库存下降 27.80%, 河南地区玉米月库存增加 52.54%, 主要玉米深加工地区企业玉米库存下降。玉米深加工企业补贴政策尚不明朗, 深加工企业观望避险情绪较浓, 多维持安全库存, 随用随购。

表 3: 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	417500	399400	-4.34
河北	8	102500	74000	-27.80
河南	7	29500	45000	52.54
山西	1	1000	1500	50
陕西	2	80000	30000	-62.5
宁夏	1	75000	115000	53.33
内蒙古	4	201000	127000	-36.82
东北	11	636000	546000	-14.15
总计	56	1542500	1326600	-14.00

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 3: 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

上月玉米淀粉现货价格总体上涨。淀粉企业库存不多，玉米淀粉下游需求情况较好，由于木薯淀粉价格较高，造纸、食品企业采购玉米淀粉增多，淀粉企业走货情况较好。

图 4：玉米现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 企业玉米淀粉库存

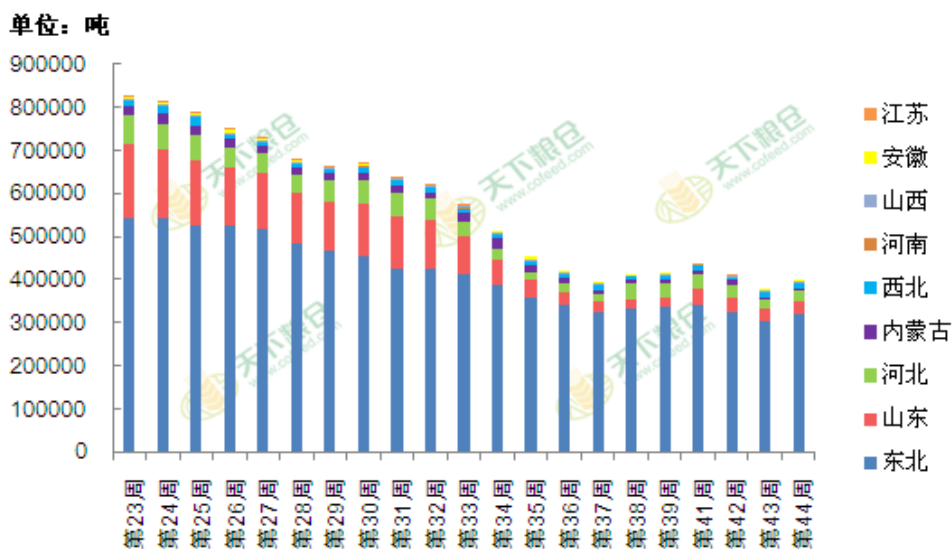
据调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 415960 吨，月末玉米淀粉库存总量 399700 吨，库存下降 3.91%。十九大召开期间，山东、河北部分企业停产限产，淀粉下游需求情况较好，玉米淀粉库存下降。

表 4：60 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	24100	30100	24.90
河北	11	32500	26000	-20.00
河南	4	1150	900	-21.74
山西	3	200	200	0
西北	2	11500	13000	13.04
安徽	2	3000	5000	66.67
内蒙古	3	8500	6500	-23.53
东北	10	335000	318000	-5.07
总计	60	415950	399700	-3.91

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 5：60 家淀粉企业玉米淀粉库存变化



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

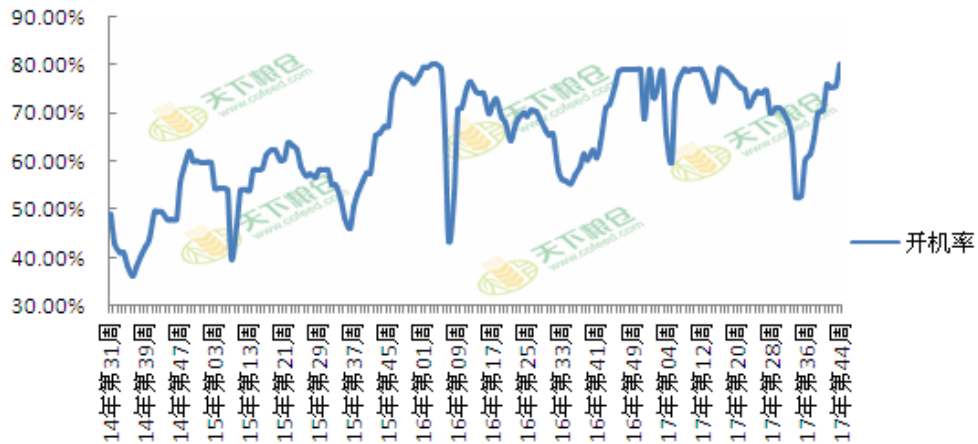
据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 73.66%，月末开机率 81.37%，月开机率上升 7.71%，处于高位。十九大期间华北部分企业停机限产，开机率下滑，随着月末十九大结束后，山东、河北的限产停产企业陆续开始恢复正常生产，开机率回升高位。

表 5：67 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)	79.30	75.89	-3.41
河北 (10 家)	67.87	85.02	17.15
山西 (4 家)	25.00	25.00	0
内蒙古 (2 家)	56.14	77.44	21.3
河南 (4 家)	51.11	46.67	-4.44
陕西 (1 家)	56.00	48.00	-8
东北 (17 家)	83.42	84.34	0.92
总计 (67 家)	73.66	81.37	7.71

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 6：玉米淀粉企业开机率变化

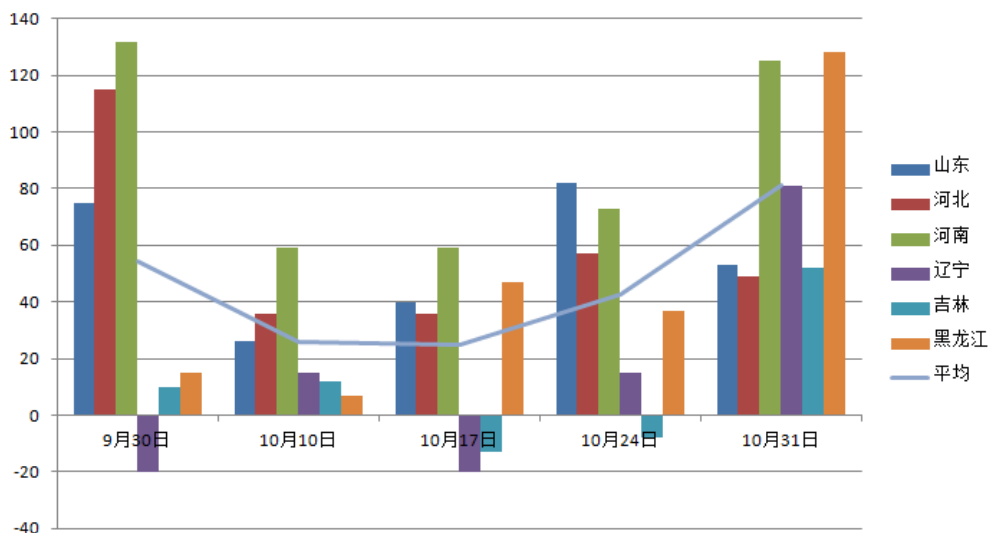


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

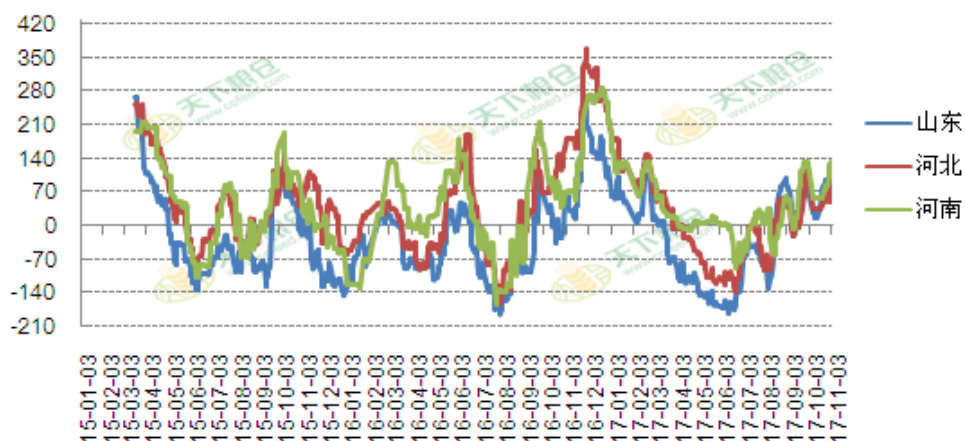
上月玉米淀粉企业加工利润总体稳定上涨，黑龙江地区加工利润增幅最大；山东、河北、河南地区加工利润略有下降，仍保持较丰厚利润；辽宁地区加工利润由亏损转为盈利，吉林、辽宁加工利润大幅增加，月末全国大部分地区玉米淀粉企业加工利润均处于较丰厚的盈利状态。

图 7：玉米淀粉加工利润（单位：元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 8：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

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。