



兴证期货研发部 2017 理财 12 月报 目录

股指期货	2
市场波动加剧 建议谨慎观望	2
国债期货	16
11 月先抑后扬，12 月关注套利机会	16
有色金属·铜	25
供应端对铜价支撑较强	25
铁矿石&螺纹钢	39
十二月见顶回落	39
动力煤	50
国家大力保供稳价，煤市或维稳运行	50
原油	61
OPEC 延长减产协议，供需平衡仍在路上	61
天然橡胶	68
低位区域性震荡整理	68
PTA	88
社会库存拐点将现，关注装置开启进度	88
豆类油脂	100
油脂低位区间震荡	100
白糖	111
横盘待突破	111
玉米&玉米淀粉	117
玉米供应压力释放缓慢，淀粉回归理性	117
分析师承诺	124
免责声明	124

市场波动加剧 建议谨慎观望

2017年12月4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

11月共22个交易日,沪指先扬后抑,3450点冲高回落,月下旬日内波动加剧,中小盘股率先调整后,前期强势领涨的金融蓝筹及消费白马接力大幅回调,沪指回踩120日均线,考验下方3300点支撑。纵观十一月行情,宏观经济数据如期下滑,市场超乐观预期有所修正,加上十九大期间监管层对防范系统性风险的重视,去杠杆政策预期对短期情绪有所扰动,市场风险偏好下降,市场高位回调。从走势分化来看,各大行业多数收跌,钢铁、煤炭、银行、非银金融等行业领涨,商贸零售、纺织服装、轻工制造、汽车等行业领跌。最终,11月上证综指跌76.15点跌幅为2.24%至3317.19点,沪深300指数结束连涨,跌0.62点跌幅0.02%至4006.10点。

● 后市展望及策略建议

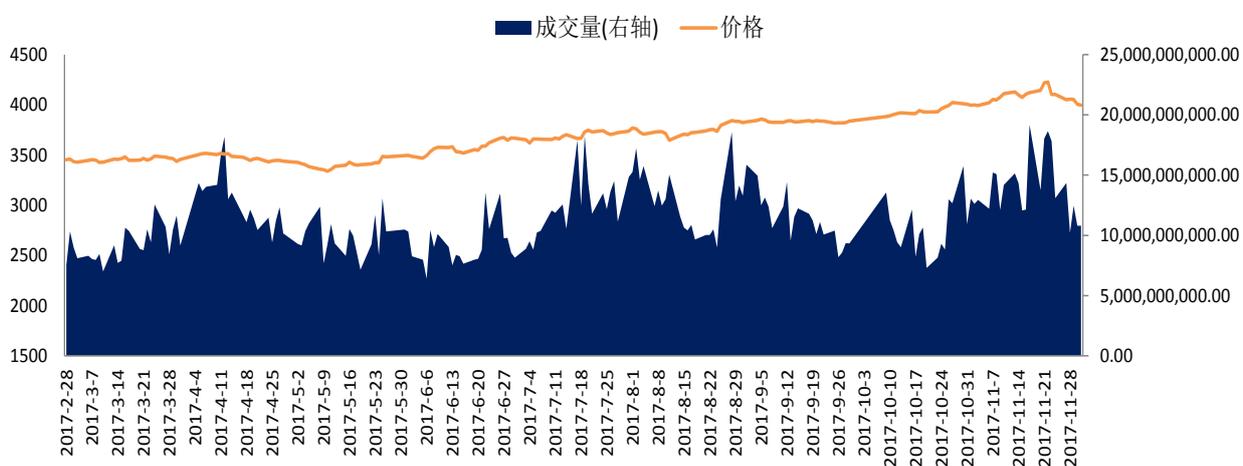
综合来看,近期金融及白马股继续大幅回调,中小创股虽有所超跌反弹,但市场成交量低迷,且暂无持续热点提升市场情绪。基本上宏观经济下滑符合市场预期,股市大幅回调主要是受去杠杆等利空因素影响市场风险偏好下降,考虑到12月历年来变盘风险较大,随着公募基金临近考核期开始落袋为安、以及北上资金调仓换股,前期强势的板块遭资金大量流出。目前观望情绪主导市场,预计短期市场维持弱势,时间上仍需调整,空间上关注3300点的支撑,12月建议谨慎观望,减少股票仓位或采取套保策略。期指方面,前期IF及IH累计涨幅较大,资金流出及回调压力较大,IC在9月末已开启调整,累计跌幅较大,短期有止跌企稳的迹象,但在市场偏弱的环境下反弹空间有限,近期指数日内波动加剧,建议暂时观望。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

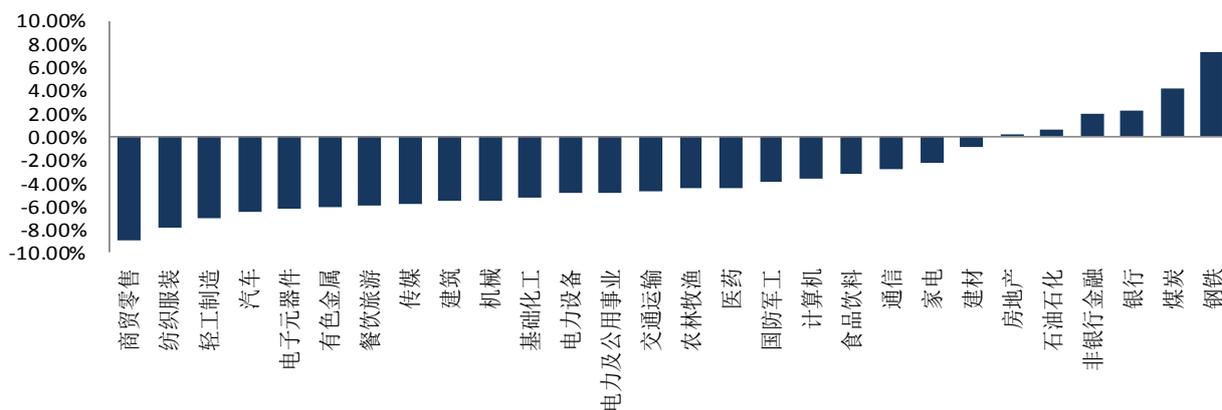
11月共22个交易日，沪指先扬后抑，3450点冲高回落，月下旬日内波动加剧，中小盘股率先调整后，前期强势领涨的金融蓝筹及消费白马接力大幅回调，沪指回踩120日均线，考验下方3300点支撑。纵观十一月行情，宏观经济数据如期下滑，市场超乐观预期有所修正，加上十九大期间监管层对防范系统性风险的重视，去杠杆政策预期对短期情绪有所扰动，市场风险偏好下降，市场高位回调。从走势分化来看，各大行业多数收跌，钢铁、煤炭、银行、非银金融等行业领涨，商贸零售、纺织服装、轻工制造、汽车等行业领跌。最终，11月上证综指跌76.15点跌幅为2.24%至3317.19点，沪深300指数结束连涨，跌0.62点跌幅0.02%至4006.10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	3996.816	-2.616527	20.74677	1.42%	-1.03%
上证综指	3308.593	-1.348546	6.603738	2.45%	2.13%
深证综指	1912.694	-0.5214662	-2.8651	3.90%	4.03%
上证50	2840.604	-3.276657	24.2121	0.30%	-2.42%
中证500	6301.032	0.3664079	0.5972137	3.08%	4.00%
上海B股	342.4051	0.1840945	0.1768552	1.58%	2.72%
深圳B股	1134.554	-2.514748	0.6077861	5.97%	5.16%
恒生指数	29138.74	-2.436123	32.44545	-0.57%	-2.15%
国企指数	11495.26	-3.467617	22.35677	1.10%	-0.55%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	170.406	-1.548762	26.18611	-0.28%	-2.15%
亚洲市场除日本	695.9709	-3.059088	35.31338	0.62%	-1.25%
美国市场	2520.55	1.866741	18.37124	-2.30%	-3.54%
欧洲市场	130.4631	-0.1235576	6.503365	0.82%	0.37%
日本市场	1061.57	0.5522202	16.14551	-0.92%	-4.10%
沪深300分类指数					
能源	1909.787	-1.341579	9.668686	-0.14%	-0.08%
材料	2621.055	0.1770974	29.0661	0.10%	0.93%
工业	2604.127	-1.284187	4.274026	2.09%	1.44%
可选	5737.387	-3.978105	23.72394	4.07%	0.07%
消费	13408.46	-3.196963	61.80451	4.05%	-4.27%
医药	9686.196	-1.679878	21.50603	4.20%	-0.25%
金融	6559.876	-3.236722	19.42499	-0.54%	-2.12%
信息	2299.055	-2.846381	21.87048	5.00%	0.92%
电信	3515.561	-8.618424	25.11762	4.43%	-0.52%
公用	2008.614	-2.807867	13.94413	1.51%	0.24%

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11月30日，以收盘价计算，11月各期货合约涨跌不一。IF1712合约微跌0.13%至3982.0点；合约IF1801合约收盘至3980.0点，IF1803合约月线小跌0.18%收盘至3979.2点；IF1806收平至3984.6点。IH1712合约上涨1.88%至2857.6点；合约IH1801合约收盘至2866.0点，IH1803上涨1.97%收盘至2877.0点；IH1806上涨2.03%至2890.6点。IC1712合约下跌4.03%至6200.0点；合约IC1801收盘至6163.2点，IC1803下跌4.12%收盘至6118.4点；IC1806下跌4.30%至6054.2点。

2.2 IF及IH合约成交量上升

截止到11月30日，IF1712合约成交了22.30万手；IF1801合约成交了5696手；IF1803合约成交了2.46万手；IF1806合约成交7215手。IH1712合约成交了15.06万手；IH1801合约成交了3994手；IH1803合约成交了1.25手；IH1806合约成交4392手。IC1712合约成交了15.22

万手；IC1801 合约成交了 3319 手；IC1803 合约成交 1.07 万手；IC1806 合约成交 3289 手。

2.3 IF 合约持仓量有所提高

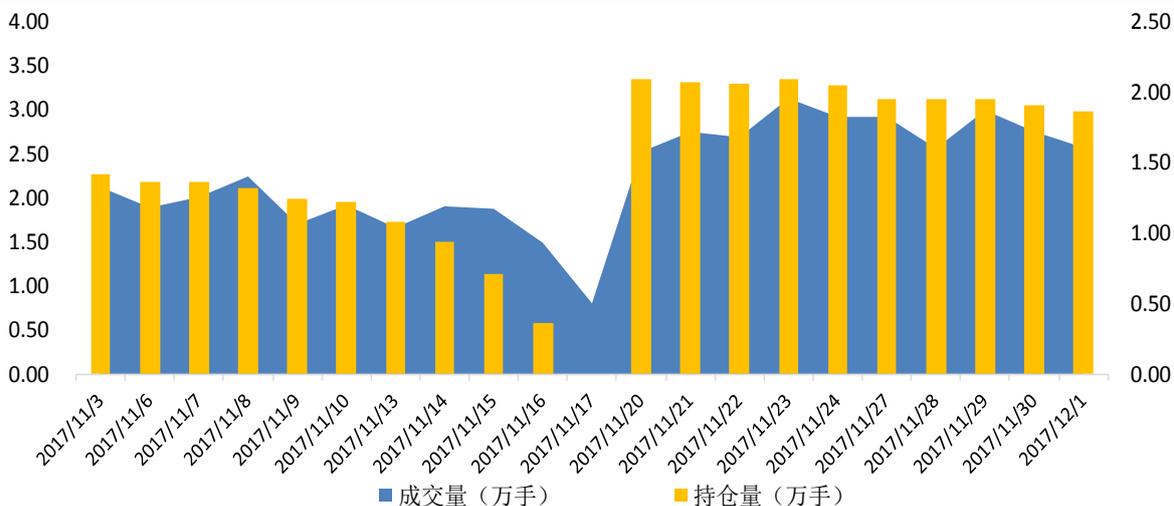
截至 11 月 30 日，合约 IF1712 持仓 3.06 万手；IF1801 持仓 1936 手；IF1803 持仓 6873 手；IF1806 持仓 2140 手。合约 IH1712 持仓 1.84 万手；IH1801 持仓 1317 手；IH1803 持仓 3380 手；IH1806 持仓 1121 手。合约 IC1712 持仓 2.34 万手；IC1801 持仓 961 手；IC1803 持仓 4137 手；IC1806 持仓 1272 手。

图 3：期指 IF 当月合约价差变化



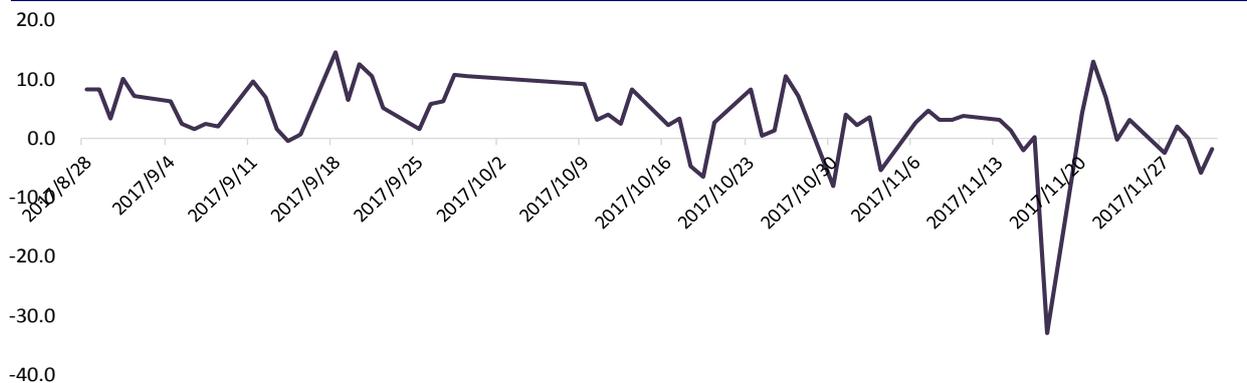
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：IF 当月合约本月成交持仓情况



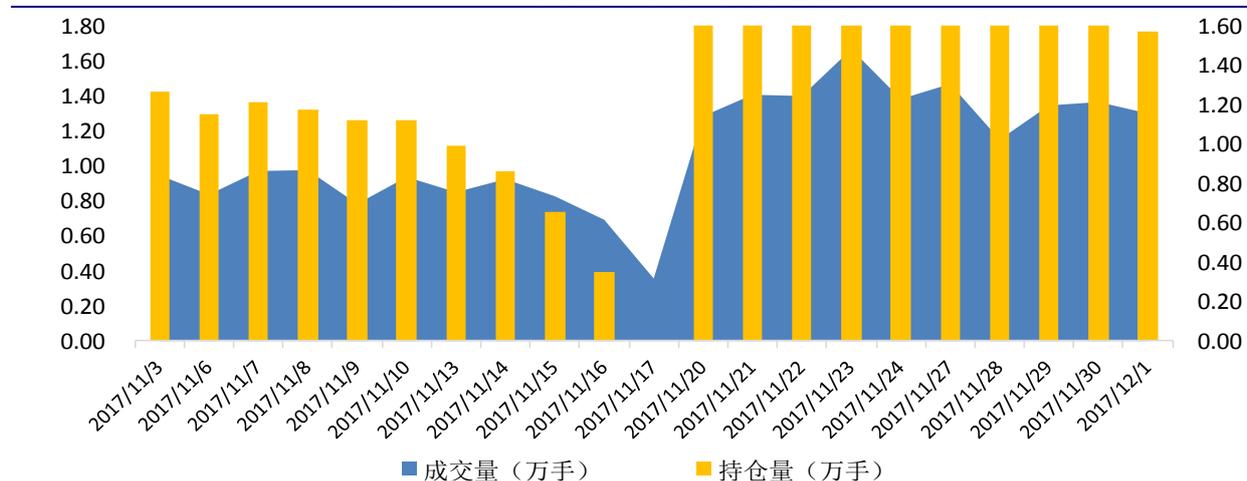
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 期指 IH 当月合约价差变化



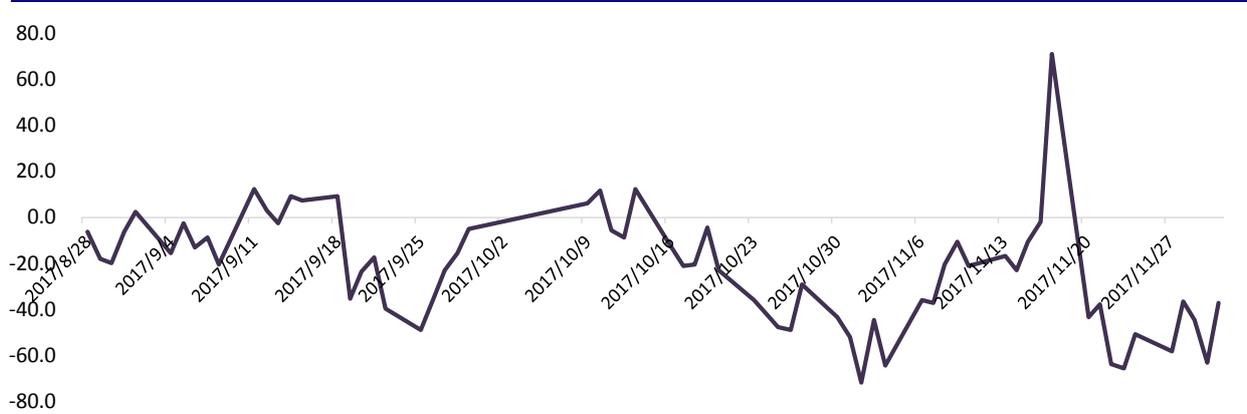
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 当月合约本月成交持仓情况



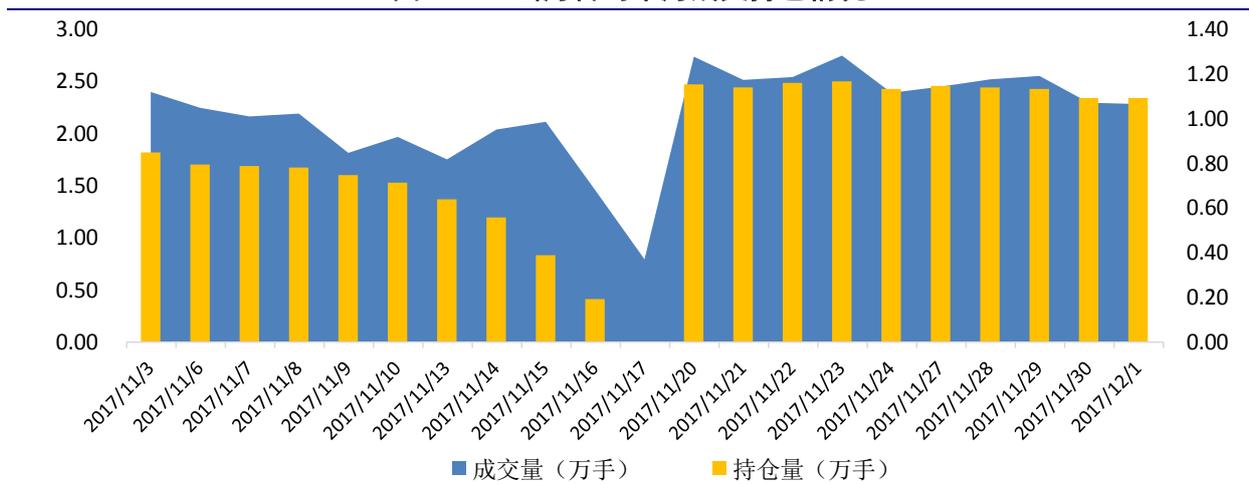
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 期指 IC 当月合约价差变化



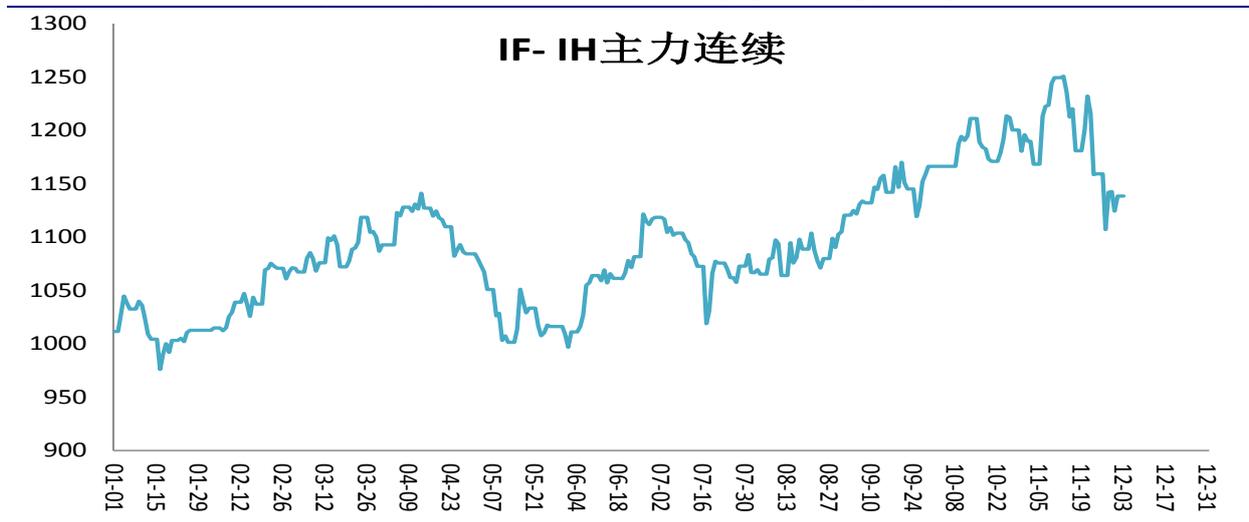
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IC 当月合约本月成交持仓情况



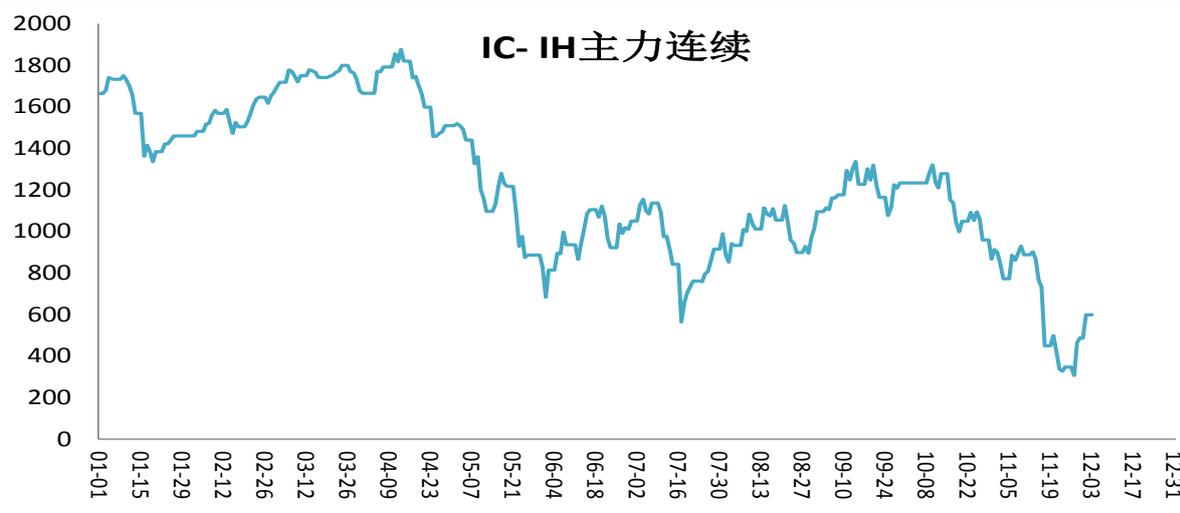
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 及 IH 基差 (IF 及 IH 配比 1:1) 走势情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 及 IH 基差 (IC 及 IH 配比 1:2) 走势情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 市场分析

3.1 宏观经济延续高位回落, 符合市场预期

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, 基本符合市场预期, 目前宏观经济下行趋缓, 并未出现基本面明显转差的迹象, 加上海外市场全面回暖, 市场继续对国内经济韧性保持乐观。

首先, 三大经济数据表现均有所下滑。10 月社会消费品零售总额同比增长 10.0%, 前值 10.3%, 较上月同比增长有所回落, 其中消费升级类商品快速增长, 而双 11 电商购物促销对于 10 月销售数据有所影响, 整体来看目前消费仍处高位。投资方面, 1-10 月份, 全国固定资产投资同比增长 7.3%, 增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点, 其中房地产投资、制造业投资及基建投资累计同比增速集体下滑; 同时 1-10 月民间固定资产投资增速为 5.8%, 较 1-9 月降低 0.2 个百分点, 增速为今年新低, 民间投资增速从去年见底回升后可能再次进入下跌趋势, 固定资产投资数据全面回落, 体现实体经济整体投资需求继续呈现下滑趋势。出口增速有所放缓, 按人民币计 10 月出口同比增长 6.9%, 较上月水平略有回落, 略低于预期, 发达国家需求暂时进入平稳期。

10 月工业增加值及工业企业利润亦高位回落, 但企业盈利持续改善。10 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%, 比 9 月份回落 0.4 个百分点, 环比较上月增长 0.50%, 同时, 10 月份, 我国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 25.1%, 增速比 9 月减缓 2.6 个百分点, 但仍是今年以来月度较高增速, 受益于限产主导的供需关系改善, 大中型企业多项效益继续呈现积极变化。

PMI 数据方面, 官方及民间数据再现背离。11 月官方制造业 PMI 超预期录得 51.8, 比上月上升 0.2 个百分点, 此前市场普遍预期该数据将回落至 51.4。分类指数中, 生产指数为 54.3%, 比上月上升 0.9 个百分点, 制造业生产扩张步伐加快; 同时新订单指数为 53.6%, 比上月上升 0.7 个百分点, 制造业市场需求也持续增长。但 11 月财新制造业 PMI 录得 50.8, 低于 10 月 0.2

个百分点，虽然仍处于扩张区间，但已降至五个月以来最低，显示制造业扩张速度放缓，制造业仍面临一定下行压力。

物价水平方面，10月CPI同比上涨1.9%，环比上涨0.1%，走势继续保持平稳，节后需求回落，鸡蛋、水产品 and 猪肉价格小幅回落，非食品价格继续上升，整体来看，物价延续温和平稳的态势。PPI同比增速6.9%，涨幅与上月相同，环比上涨0.7%，受环保等因素影响生产资料价格继续上涨，四季度面临冬季减产停工，后续回落压力较大。

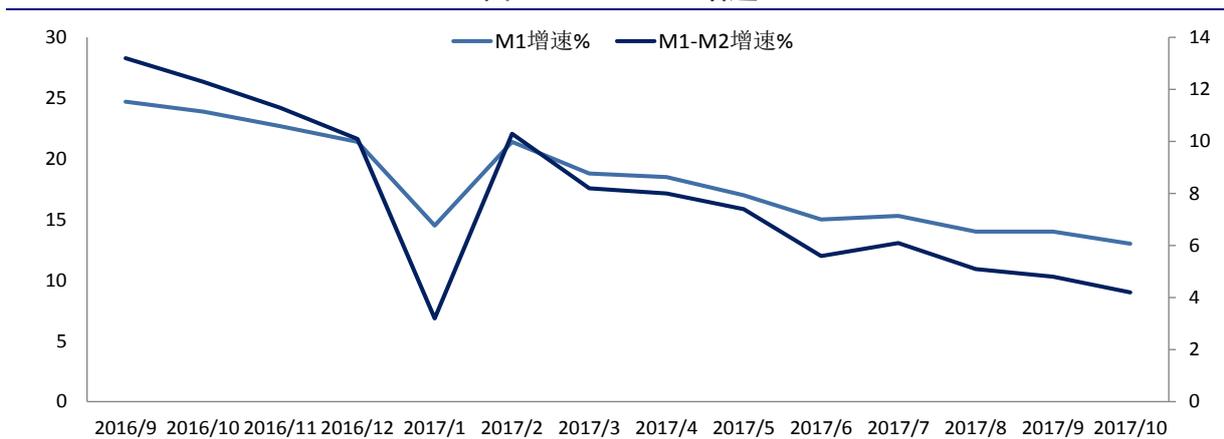
整体来看，10月宏观经济数据延续回落态势，基本符合此前预期，继续修正前期超乐观情绪，但经济转型的成效继续展现，企业盈利有结构性改善，加上全球经济呈现向好趋势，欧美主要经济体制造业增长强劲，对工业品需求形成一定支撑。中长期来看宏观经济L型转型韧性较强，对股票市场仍有一定支撑。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
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 15:19	BoP Current Account Balance	3Q P	--	\$37.1b		\$50.9b --
11/07/2017 17:33	外汇储备	Oct	\$3110.0b	\$3109.2b		\$3108.5b --
11/08/2017 11:42	出口同比人民币	Oct	7.00%		6.10%	9.00% --
11/08/2017 11:42	进口同比人民币	Oct	17.50%		15.90%	19.50% --
11/08/2017 11:42	贸易余额人民币	Oct	280.45b	254.47b		193.00b --
11/08/2017 11:42	出口同比	Oct	7.10%		6.90%	8.10% 8.00%
11/08/2017 11:42	进口同比	Oct	17.00%		17.20%	18.70% 18.60%
11/08/2017 14:54	贸易余额	Oct	\$39.10b	\$38.17b		\$28.50b \$28.64b
11/09/2017 09:30	CPI 同比	Oct	1.80%		1.90%	1.60% --
11/09/2017 09:30	PPI 同比	Oct	6.60%		6.90%	6.90% --
11/13/2017 16:00	货币供应M2同比	Oct	9.20%		8.80%	9.20% --
11/13/2017 16:00	New Yuan Loans CNY	Oct	783.0b	663.2b		1270.0b --
11/13/2017 16:00	总融资人民币	Oct	1100.0b	1040.0b		1820.0b 1833.4b
11/13/2017 16:00	货币供应M0年同比	Oct	7.00%		6.30%	7.20% --
11/13/2017 16:00	货币供应M1年同比	Oct	13.70%		13.00%	14.00% --
11/14/2017 10:00	零售销售额同比	Oct	10.50%		10.00%	10.30% --
11/14/2017 10:00	社会消费品零售	Oct	10.40%		10.30%	10.40% --
11/14/2017 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Oct	7.30%		7.30%	7.50% --
11/14/2017 10:00	工业产值 同比	Oct	6.30%		6.20%	6.60% --
11/14/2017 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Oct	6.70%		6.70%	6.70% --
11/14/2017 11:26	外国直接投资同比人民币	Oct	--		5.00%	17.30% --
11/16/2017 15:00	FX Net Settlement - Clients CNY	Oct	--	50.1b		21.8b --
11/18/2017 09:30	China October Property Prices					
11/27/2017 09:30	Industrial Profits YoY	Oct	--		25.10%	27.70% --
11/30/2017 09:00	制造业采购经理指数	Nov	51.4		51.8	51.6 --
11/30/2017 09:00	非制造业采购经理指数	Nov	--		54.8	54.3 --
11/30/2017 09:00	Swift全球支付人民币	Oct	--		1.46%	1.85% --
11/30/2017 10:00	彭博11月中国调查 (表格)					
12/01/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Nov	50.9		50.8	51 --
12/05/2017 09:45	财新中国PMI综合	Nov	--	--		51 --
12/05/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Nov	--	--		51.2 --
12/07/2017	外汇储备	Nov	\$3120.0b	--		\$3109.2b --
12/08/2017	贸易余额	Nov	\$35.00b	--		\$38.17b \$38.19b
12/08/2017	出口同比人民币	Nov	--	--		6.10% --
12/08/2017	进口同比人民币	Nov	--	--		15.90% --
12/08/2017	贸易余额人民币	Nov	--	--		254.47b --
12/08/2017	出口同比	Nov	5.00%	--		6.90% --
12/08/2017	进口同比	Nov	11.80%	--		17.20% --
12/08/2017 12/18	外国直接投资同比人民币	Nov	--	--		5.00% --

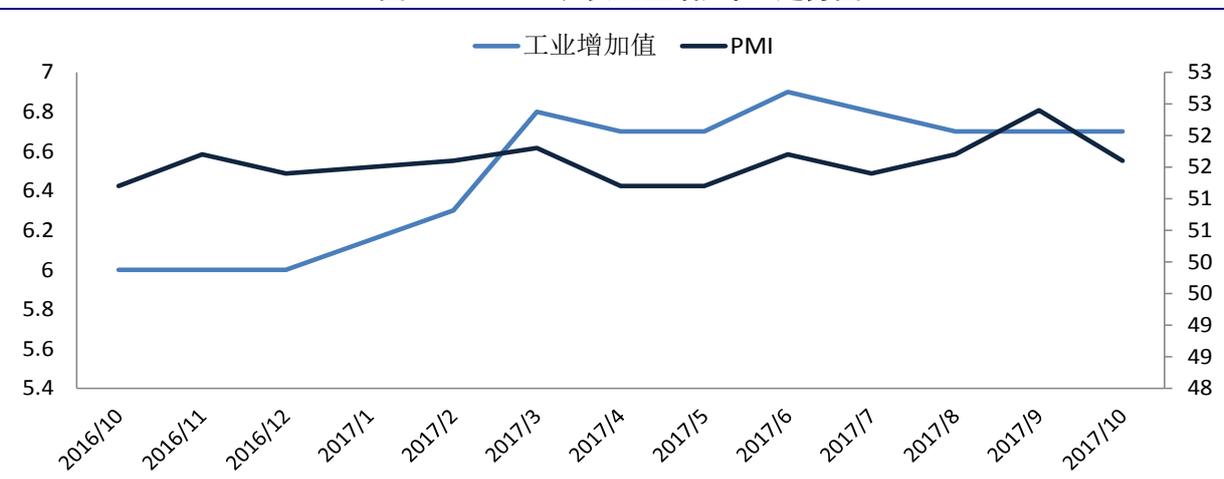
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 11: M1、M2 增速



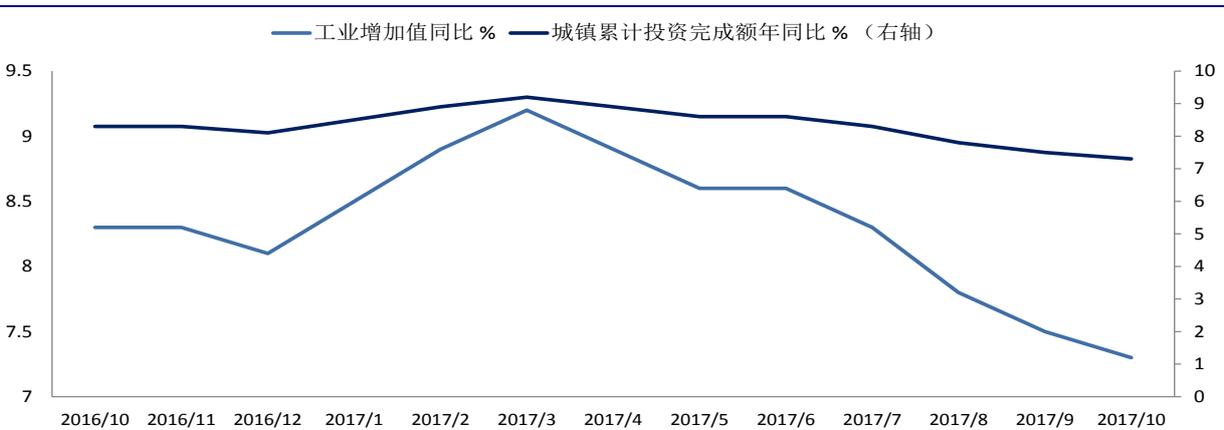
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 12: PMI 以及工业增加值 走势图



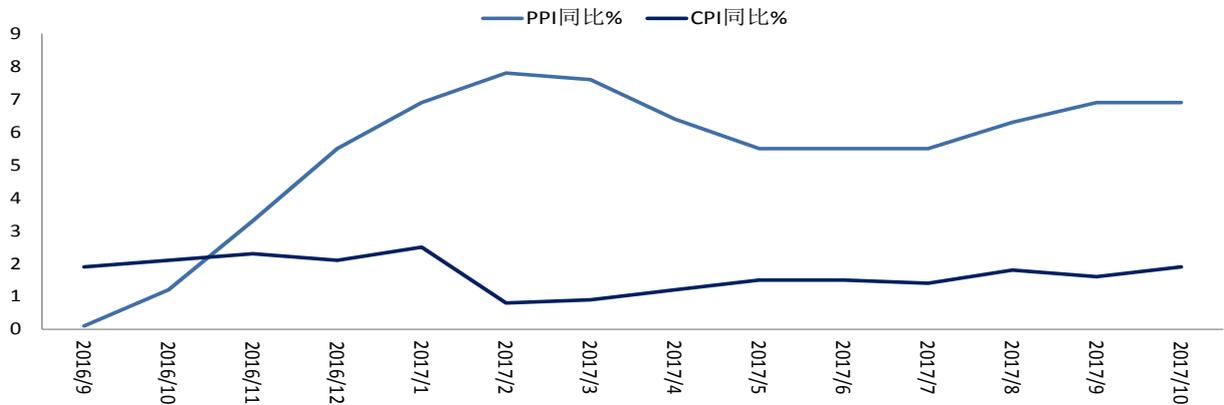
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: 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 14: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 政策重心转向防风险，去杠杆进程加快

十一月市场政策重心转向防风险，去杠杆进程加快。

金融去杠杆方面，资管行业监管意见落地。11月央行等五部委联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，从资金募集方式及投资资产性质的两个维度对资管产品进行分类，强化“合适的产品卖给合适的投资者”的理念，主要涉及了规范资金池、设定资管产品的杠杆水平、打破刚性兑付、抑制多层嵌套和通道业务等内容，继续贯彻防范金融风险的思想，符合市场此前的去杠杆预期，自此我国资管行业从此迎来统一监管规范。

同时，政府去杠杆也有所加速。11月16日，财政部发布通知规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理，要求各级财政部门及时纠正PPP泛化滥用现象。继政府和社会资本合作（PPP）模式被严格规范后，国资委近日正式印发《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》，从强化集团管控、严格准入条件、严格规模控制等六方面来防范央企参与PPP的经营风险，同时从严设定PPP业务规模上限防止过度推高杠杆水平。而在政府基建方面，近期发改委表示正在更慎重的对待地方地铁项目规划的审批，分处于中部、西部两省省会城市的地方政府人士分别表示，其所在市上报的总计四条（一个城市两条）地铁规划至今也尚未审核通过，内蒙古包头市更是紧急叫停了正在建设的地铁项目，加速政府去杠杆。

另外，近期IPO发行审核日趋严格，在目前IPO审核速度不断加快的同时，监管部门也在加强新股发行制度改革，严格控制新股增量。目前，新一届的发审委员会更加关注申请上市公司财务数据的真实性、更加关注企业的盈利情况、更加关注企业的合规和风险控制，上任近两个月来，IPO通过率明显降低已成大势所趋。11月29日，A股上会的三家企业IPO全部被否，首次出现单次0通过率。新股发行审核趋严的监管取向已经确立，未来审核只会更严，短期会放缓新股上市步伐，长期来看有利于国内上市公司的质量把关，为证券市场健康发展奠定基础。

不过11月市场也有利好消息传来。11月10日，国新办举行的中美元首北京会晤经济成果吹风会上传出信息，中国金融业将迎深度开放。券商方面，单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制将放宽至51%，政策实施三年后，投资比例不受限制；银行方面，将取消对中资银行和金融资产管理公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则；对外资人身险（寿险、健康险、养老险）公司而言，三年后，外资投资设立人身险公司的投资比例将被放宽至51%，

五年后投资比例不受限制。

3.3 流动性维持紧平衡，美国减税及加息压制估值

资金流动性方面，11月市场继续维持紧平衡，货币政策仍维持中性。

从金融数据来看，信贷和社融数据表现不及预期，10月新增人民币贷款6632亿元人民币，预期7830亿元，前值12700亿元；10月社会融资规模10400亿元人民币，预期11000亿元，前值修正为18199亿元。同时10月M2增长8.8%，增速再创新低，继上月短暂反弹后回到下降通道，M1增长13%。整体而言，金融数据整体下滑，与宏观数据的走低互相印证，反映经济高位回落压力。

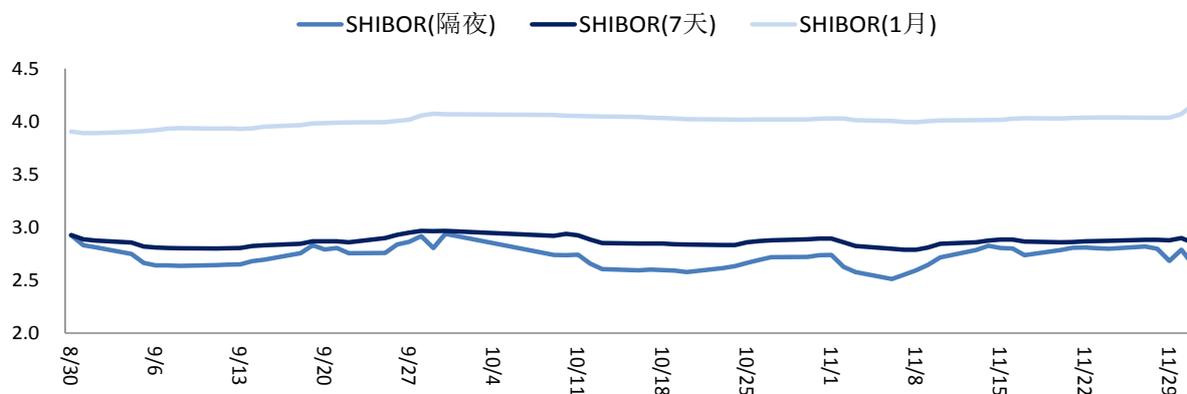
从市场利率来看，央行操作偏向中性。由于11月既不是缴税大月也不是财政支出大月，叠加地方债发行力度有限，流动性扰动因素较少，央行公开市场操作在月底持续完全对冲到期量，适时适量精准调控。上周截至11月30号，公开市场实现零净投放，央行继续精准微调流动性，继续呵护年末资金面，延续了削峰填谷以稳定市场对资金面预期的思路。

海外市场的重磅消息，美国税改落地，美国当地时间12月1日，美国参议院通过税改法案，31年来国会首次修改税法，将把企业所得税从35%降低到20%，允许企业主从企业收入中扣减20%。而本次税改的落地，可能促使海外资本在较短时间内集中回归美国本土，在华的投资资本及金融市场资本有流出的压力。同时，通过减税来刺激投资和消费来刺激经济增长，加上目前美国经济数据强劲，美联储加息及缩表的进程有望加快，当下12月加息的概率较大，将对汇率及国内利率带来一定压力，同时压制国内资产估值。

另外，A股市场即将迎来密集解禁潮，12月及明年1月解禁规模合计约8600亿元。12月和明年1月分别有157家、172家公司解禁；12月是今年解禁规模第二大的月份，占今年全年解禁规模的10.37%，较11月上升467.82亿；而明年1月是2018年解禁规模最大的月份，也是2016年以来单月解禁规模最大的月份。

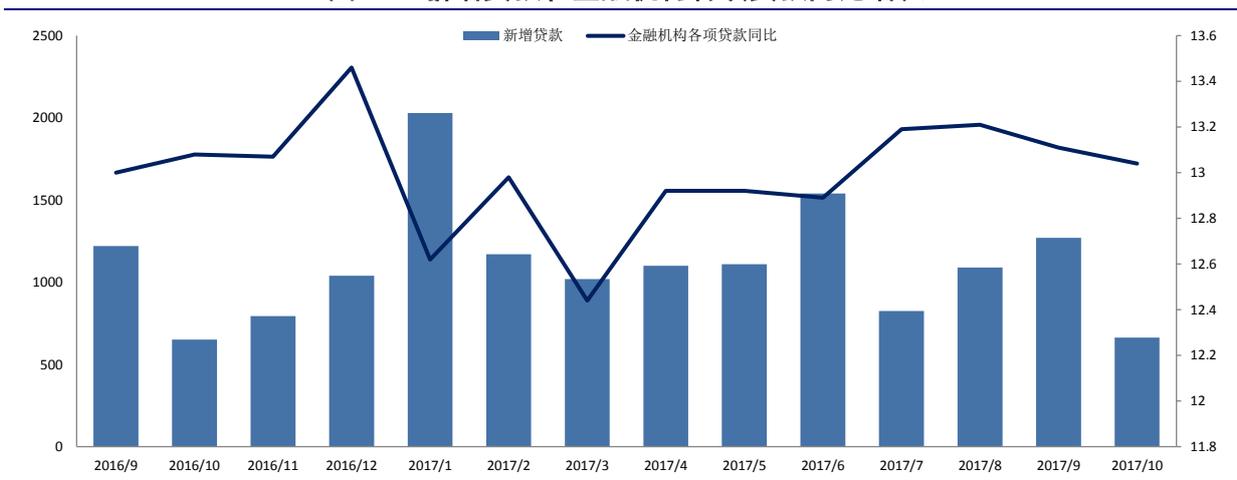
回顾11月市场，资金流动性基本保持平稳，对股市影响较为中性。但随着欧美经济的复苏，全球过去施行的宽松货币政策有望继续收紧，美联储12月加息对权益类资产估值有一定压制，短期减税造成的资本外流也会对市场资金面造成一定影响，加上股票市场在12月及明年1月的解禁压力较大，股票市场有所承压。

图 15：短期 SHIBOR 走势



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 16: 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

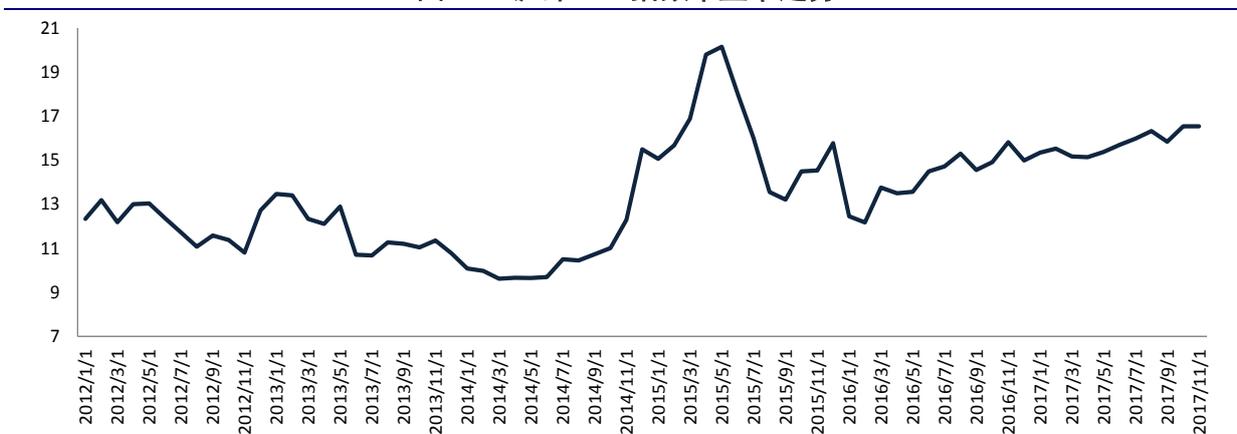
3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2017 年 11 月 30 日, 沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.41, 标准差是 8.70; 市净率均值是 2.55, 标准差是 1.25。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 16.54, 与上月基本持平, 低于均值 0.21 个标准差; 整体市净率是 2.02, 也基本维持上月水平, 低于均值 0.42 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, 近一月主要在 130 附近波动, 波动区间在 127 至 131 之间; 金融板块 11 月继续小幅走强, 行业指数的整体市盈率延续升势, 今年 11 月底在 11.4 左右。

从风格表现来看, 11 月大盘股的市盈率基本持平, 而中小盘股市盈率则有继续回落, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.78 倍, 估值比继续下降, 这主要是因为 11 月中小盘股的阶段表现明显差于大盘股。

图 17: 沪深 300 指数市盈率走势



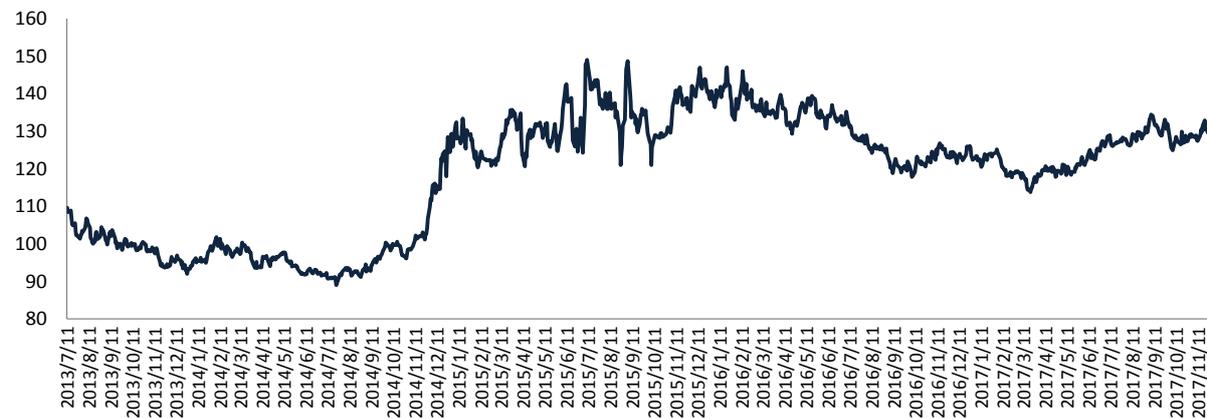
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 18: 金融指数市盈率走势



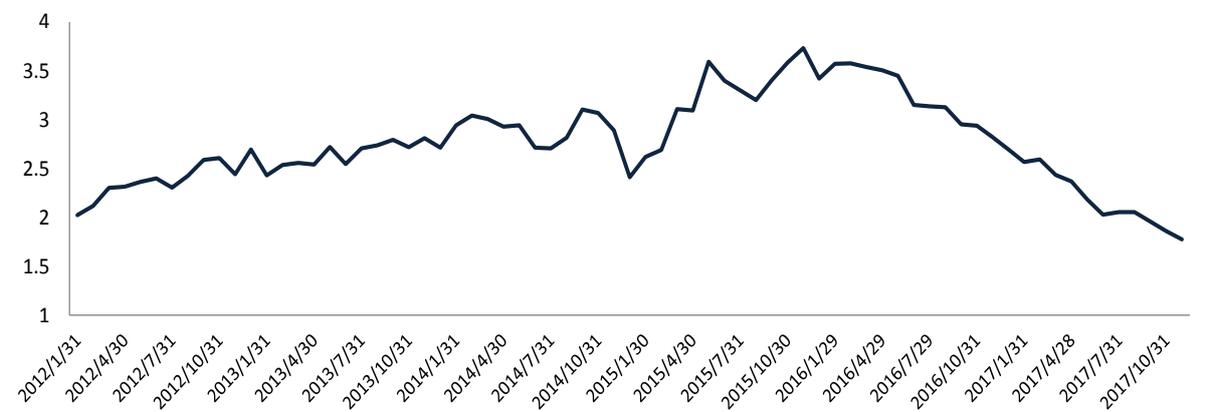
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: 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

纵观十一月行情，沪指先扬后抑，上半旬震荡冲高后，月下旬日内波动加剧。市场风格方面，中小盘股率先调整后，前期强势的金融蓝筹及消费白马接力回调，沪指回踩 120 日均线，考验下方 3300 点支撑。

从基本面分析，10 月宏观经济延续回落态势，各大经济及金融数据全面下滑，基本符合此前预期，继续修正前期超乐观情绪，但企业盈利有结构性改善，加上全球经济呈现向好趋势，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。政策面上，经历第三季度的盈利修复后，十一月市场处于业绩真空期，政策重心转向防风险，去杠杆进程加快，资管行业监管落地及政府 PPP 严格规范修正市场预期。资金面上，央行削峰填谷意图明显，资金面保持紧平衡，未来美联储 12 月加息对权益类资产估值有一定压制，短期减税造成的资本外流也会对市场资金面造成一定影响，加上股票市场在 12 月及明年 1 月的解禁压力较大，股票市场有所承压。

综合来看，近期金融及白马股继续大幅回调，中小创股虽有所超跌反弹，但市场成交量低迷，且暂无持续热点提升市场情绪。基本上宏观经济下滑符合市场预期，股市大幅回调主要是受去杠杆等利空因素影响市场风险偏好下降，考虑到 12 月历年来变盘风险较大，随着公募基金临近考核期开始落袋为安、以及北上资金调仓换股，前期强势的板块遭资金大量流出。目前观望情绪主导市场，预计短期市场维持弱势，时间上仍需调整，空间上关注 3300 点的支撑，12 月建议谨慎观望，减少股票仓位或采取套保策略。中长期来看，中国经济韧性较强，全球经济环境偏暖，企业盈利有望继续改善，我们仍然对 2018 年的股票市场保持乐观，结构转型下消费升级、高端制造等仍有较高成长性，二八行情有望扩散。

期指方面，近期市场情绪转弱，前期升水的 IH 合约创新高后大幅回撤且回到平水状态，一度转为升水的 IF 合约回到贴水状态，而 IC 合约虽有超跌反弹但基差贴水再度走扩，前期 IF 及 IH 累计涨幅较大，资金流出及回调压力较大，IC 在 9 月末已开启调整，累计跌幅较大，短期有止跌企稳的迹象，但在市场偏弱的环境下反弹空间有限。十一月下半旬以来指数日内波动加剧，建议暂时观望。仅供参考。

11月先抑后扬，12月关注套利机会

2017年12月4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

11月期债先抑后扬，在前三周偏弱震荡，月末最后两个交易日十年期债大幅上行，走势明显强于现券，出现正套机会。主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转，令债市承压；二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策，但美联储12月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压，同时资管新规将银行理财纳入资管产品实行监管，而市场等待具体的细则落地，情绪谨慎；三是资金面在11月整体上维持紧平衡；四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅，令国开行暂停10年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行债券，表明二级市场利率上行后对一级发行规模起到一定程度抑制，叠加11月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓，十年期债在最后两个交易日走出较大幅减仓上行的反弹行情。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，市场对经济预期好转令债市承压；从政策面看，美联储12月大概率加息和特朗普税改通过令国内稳健的货币政策可能承压；从资金面看，11月资金面整体上维持紧平衡，但月底资金面紧势不及预期；从供给端看，国债供给在利率上行后规模有所缩减；从需求端看，利率上行后需求相对好转，继续观察供需相对改善是否持续。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者关注反弹带来的正套机会或做陡曲线（多TF空T(2;1)）继续止盈。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场供需略有改善，国债发行规模缩减

11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29154.85亿元，较上月增加6235.56亿元，其中地方债供给规模为4540.87亿元，较上月大幅增加1140.08亿元，四季度地方债发行规模和速度或将进一步加快；国债发行规模合计为3517.7亿元，较上月小幅减少205.8亿元，国债一级市场大多数期限发行利率低于中债估值且低于二级市场收益率，投标倍数一般，显示国债供需略有改善；同业存单供给规模为18663.6亿元，较上月较大幅度增加5517.8亿元，且同业存单发行利率上行。

图 1：利率债月度供给规模（亿）（左）& 国债月度一级市场发行（右）

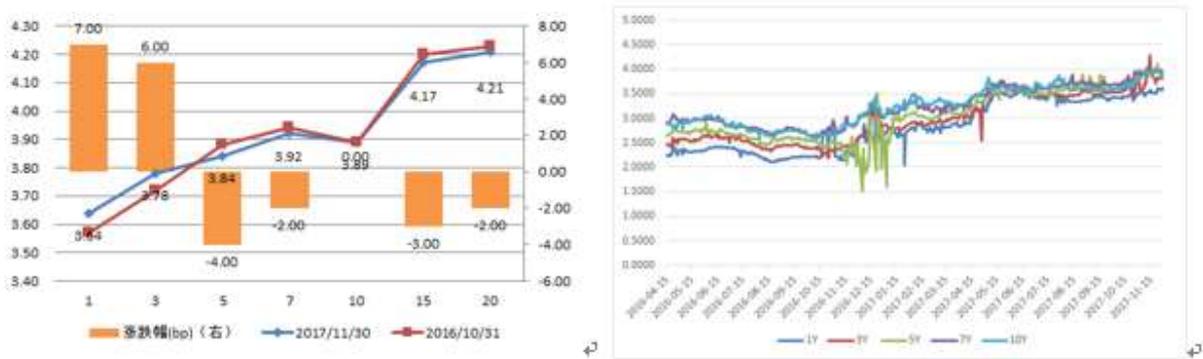


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率涨跌不一

11月主要期限国债收益率涨跌不一，短端收益率出现6-7个bp上行，中长端收益率小幅下行，其中5年期收益率下行4个bp至3.84%，10年期收益率下行0个bp至3.89%，10-1年利差走平，10-5年利差走陡，主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转，令债市承压；二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策，但美联储12月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压，同时资管新规将银行理财纳入资管产品，实行监管，而市场等待具体的细则落地，情绪谨慎；三是资金面在11月整体上维持紧平衡；四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅，令国开行暂停10年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行100亿元债券，表明二级市场收益率上行后对一级发行市场规模起到一定程度的抑制，叠加11月月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓，十年期债在最后两个交易日走出较大幅减仓上行的反弹行情，亦带动现券收益率在月末最后两个交易日出现较大幅下行。具体从月度数据来看，1Y期上行7bp至3.64%，3Y期上行6bp至3.78%，5Y期下行4bp至3.84%，7Y期下行2bp至3.92%，10Y期上行0bp至3.89%，15Y期下行3bp至4.17%，20Y期下行2bp至4.21%。

图 2：11 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

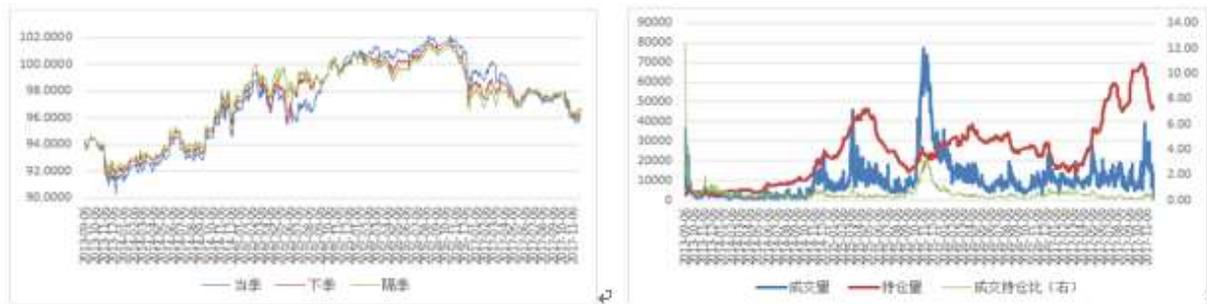
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬

截止到 11 月 30 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1712 收于 96.365 元，月涨 0.29 元或 0.31%；主力合约 TF1803 收于 96.58 元，月涨 0.175 或 0.24%；隔季合约 TF1806 收于 96.695 元，月涨 0.00 或 0.55%；成交方面，主力合约 TF1803 成交量日均 10410 手，三个合约日均成交 18265 手；持仓方面截止到 11 月 30 日，主力合约 TF1803 持仓量为 46007 手，三个合约持仓达到 47727 手，较上月底大幅减少 18173 手。十年期国债期货近交割月合约 T1712 收于 92.60 元，月跌 0.13 元或 0.09%；主力合约 T1803 收于 93.04 元，月涨 0.14 或 0.25%；隔季合约 T1806 收于 93.285 元，月涨 0.22 或 0.36%；成交方面，主力合约 T1803 成交量日均 39009 手，三个合约日均成交 56575 手；持仓方面截止到 11 月 30 日，主力合约 T1803 持仓量为 60117 手，三个合约持仓达到 62685 手，较上月底较大幅减少 11302 手。

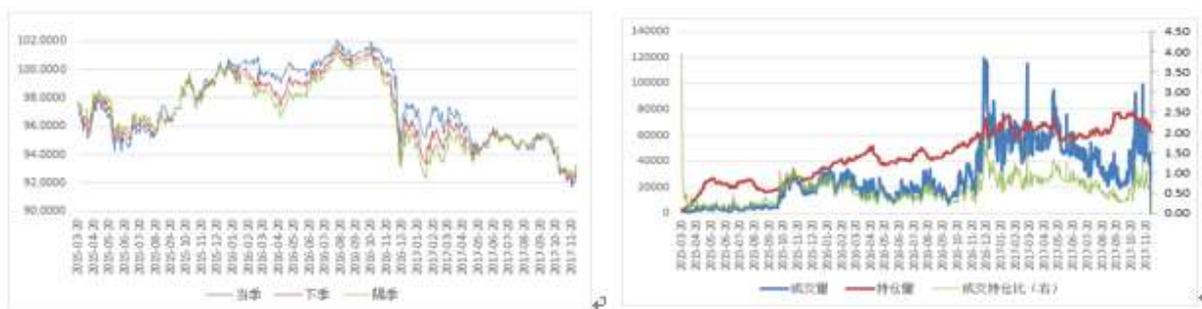
11 月期债先抑后扬，在前三周偏弱震荡，月末最后两个交易日十年期债上行接近 1 元，走势明显强于现券，出现正套机会。主要原因一是市场对经济基本面预期有所好转，令债市承压；二是央行在《三季度货币政策执行报告》中维持稳健货币政策，但美联储 12 月大概率加息叠加特朗普税改通过概率上升令国内货币政策承压，同时资管新规将银行理财纳入资管产品，实行监管，而市场等待具体的细则落地，情绪谨慎；三是资金面在 11 月整体上维持紧平衡；四是前期国债利率上行后国开债利率亦出现较大涨幅，令国开行暂停 10 年期品种发行、进行以短换长的换券操作和进出口行推迟发行 100 亿元债券，表明二级市场收益率上行后对一级发行市场规模起到一定程度的抑制，叠加 11 月月末资金面紧势不及预期和传闻银行理财新规执行细则或不及预期的严厉等因素共同导致前期空头获利盘止盈平仓，十年期债在最后两个交易日走出较大减仓上行的反弹行情。

图 3: 11 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)

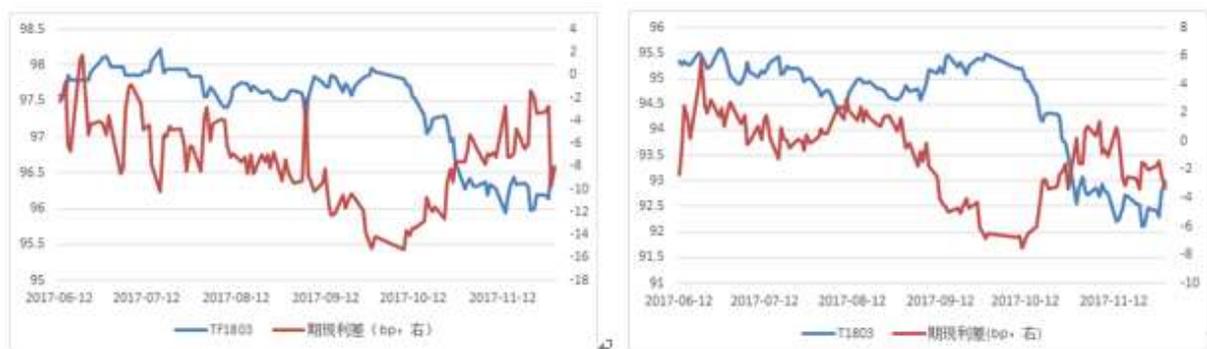


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差波动相对较大

从 11 月份的期现利差来看, 随着 11 月国债期货价格先抑后扬, 而现券价格走势先强于国债后弱于国债。合约 TF1803 的期现利差较之上个月负向收窄后走阔, 合约 T1803 的期现利差较之上个月由负转正后再度转负, 11 月期债正套机会在最后两个交易日明显。

图 5: TF1803 结算价与期现利差 (左) & T1803 结算价与期现利差 (右)

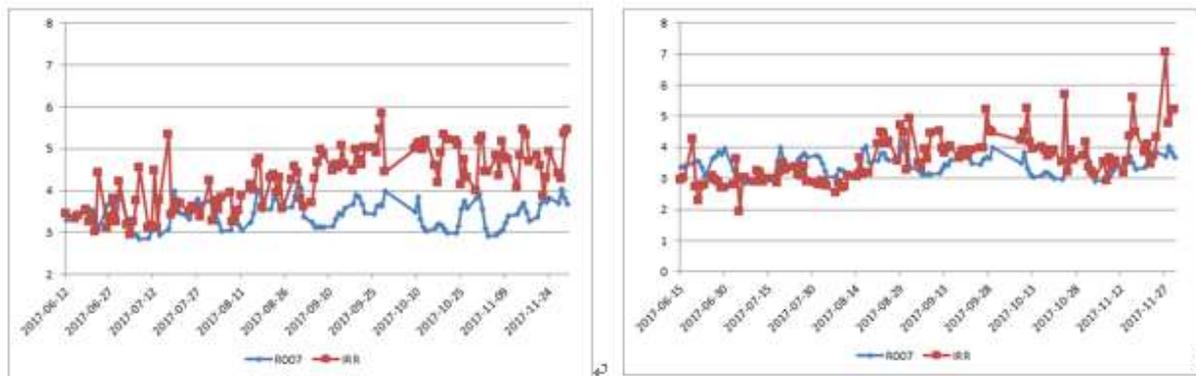


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从11月份TF1803合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR震荡上行，而R007区间震荡，在11月份TF1803合约有较多的正向期现套利机会；从11月份主力合约T1803活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR震荡上行，而R007区间震荡，在11月T1803有较多的正向期现套利机会。

图 6: TF1803 活跃 CTD 券 IRR (左) &T1803 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

TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB 和 170021.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差；T1803 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170025.IB、170018.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差，170020.IB 略有上行，适宜做多基差。

图 7: TF1803 活跃券基差走势 (左) &T1803 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11月份初，国债期货处于移仓换月阶段，本次移仓换月跨期价差走势较为反复，整体看，11月初适宜多当空下操作，12月期债不处于移仓换月，无跨期套利策略推荐。

图 8: TF 当季、下季及价差走势 (左) & T 当季、下季及价差走势 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

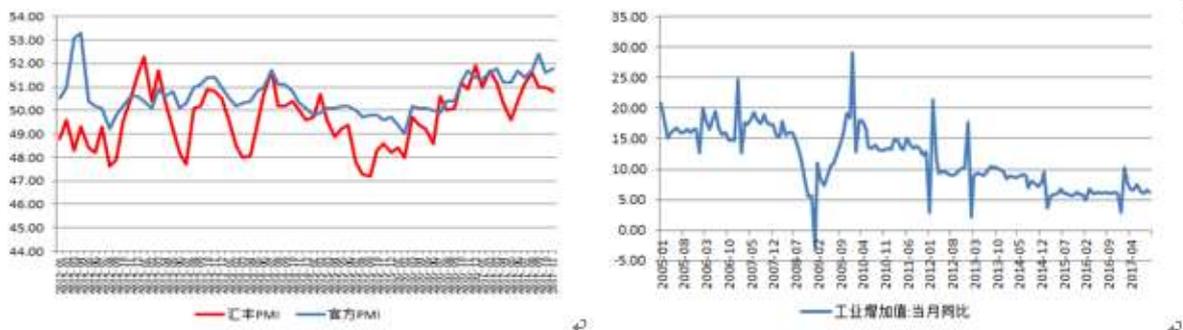
2017 年 11 月财新中国制造业 PMI 为 50.8%，较上月下行 0.2%，国家统计局公布的 11 月中国官方制造业 PMI 为 51.8%，较上月上行 0.2%，制造业延续扩张的发展态势。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数、新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点，生产指数为 54.3%，比上月上升 0.9%，持续位于临界点之上，表明制造业生产扩张步伐加快，新订单指数为 53.6%，比上月上升 0.7%，位于临界点之上，表明制造业市场需求持续增长，原材料库存指数为 48.4%，比上月下降 0.2%，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量下降。从已经公布的数据来看，官方 PMI 略好于预期，而财新 PMI 数据略低于预期，短期经济走势仍较平稳。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 10 月小幅下降，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；10 月份基建投资增速继续小幅回落至 15.85%，目前基建对经济支撑力度在逐渐减弱；10 月份制造业投资增速放缓至 4.1%，从投资角度来看，10 月投资数据继续小幅回落，经济韧性可持续性存疑；消费增速由升转降至 10.0%；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速小幅回落至 6.9%，进口增速小幅回落至 17.2%，贸易顺差小幅增加，后续出口仍有继续回落的压力。

通胀方面，10 月份 CPI 为 1.9%，较上月上行 0.3%，略超预期，PPI 超预期维稳在 6.9%，较上月持平，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 11 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 11 月 PPI 同比或转为下行，环比或小幅下行，11 月 CPI 或小幅回升。

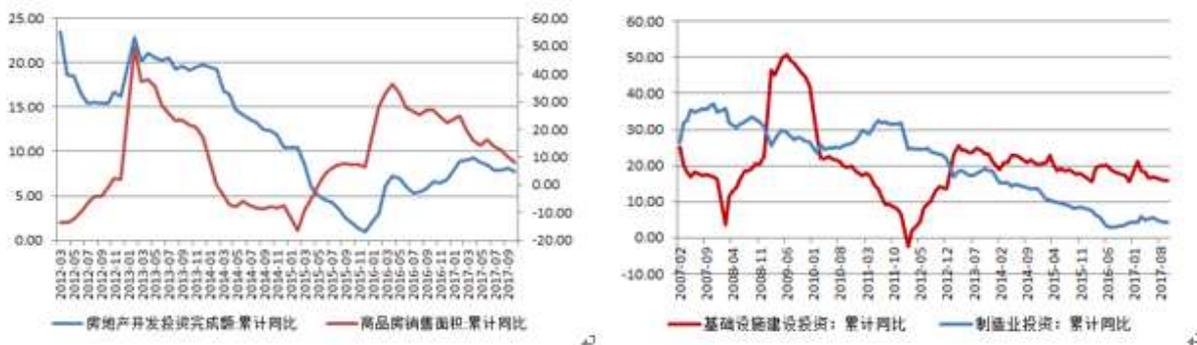
2017 年 10 月新增贷款 6635 亿元，较上月大幅减少 5250 亿元，债券融资为 1508 亿元，比上月小幅减少 145 亿元，信用债供给压力不大；M2 同比为 8.8%，创历史新低，较上月下行 0.3%，M1 较上月下行 1% 至 13.0%，导致 M1-M2 的剪刀差小幅收窄。预计 11 月社融增速或有所走低，M2 或持平。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



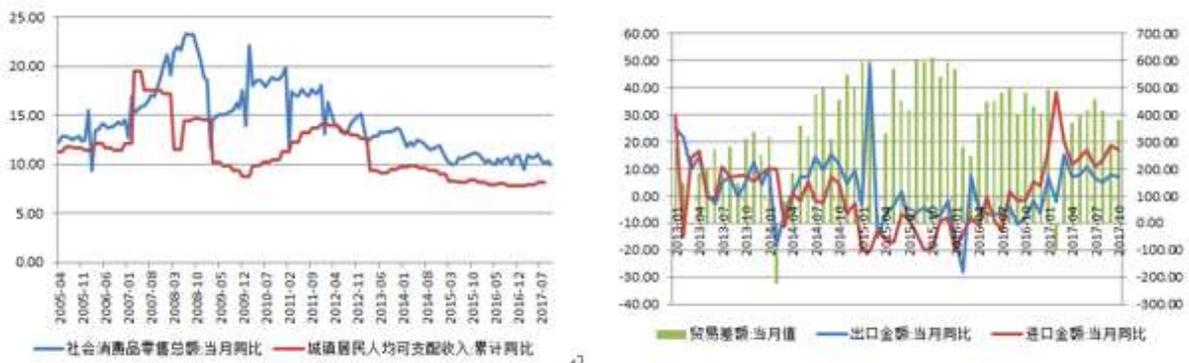
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



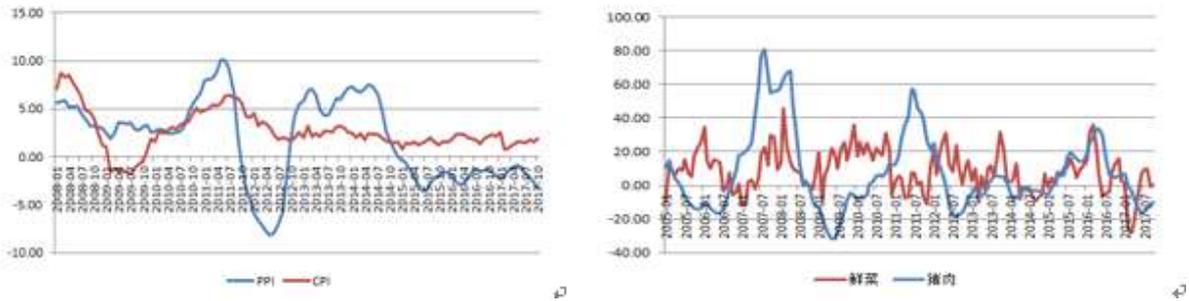
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



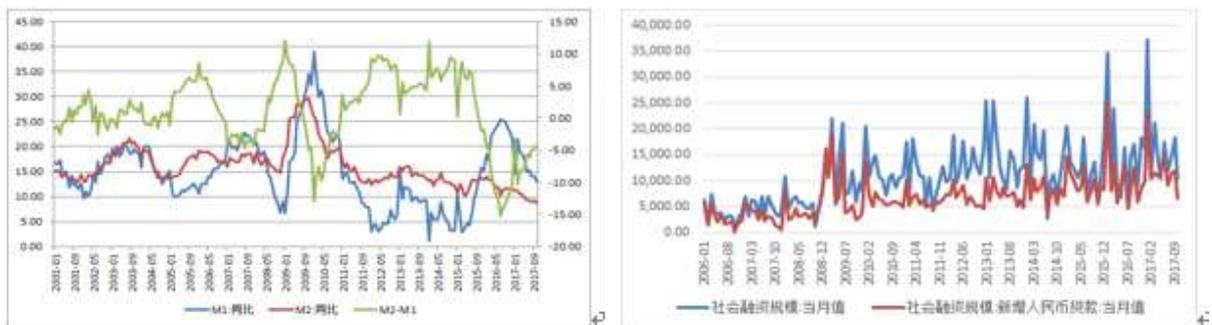
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

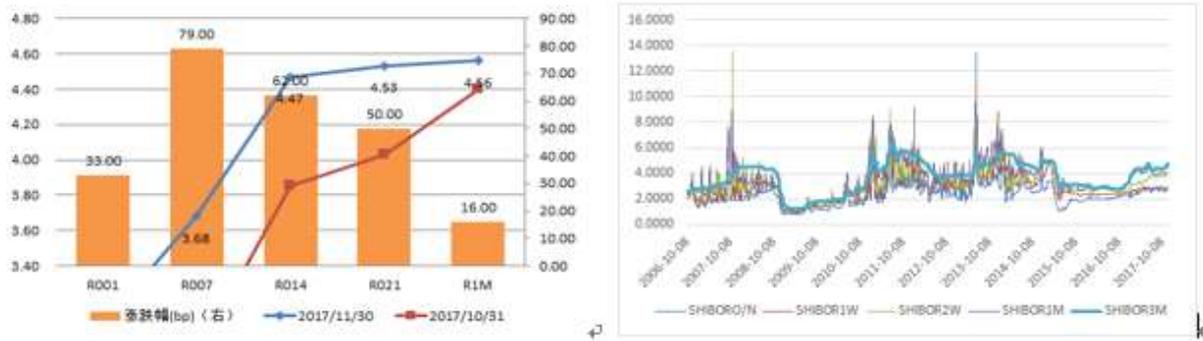
3.2 货币政策和监管政策

央行发布的三季度货币政策执行报告强调继续实施稳健中性的货币政策, 密切关注流动性形势和市场预期变化, 加强预调微调和与市场沟通, 维护银行体系流动性的基本稳定, 政策基调目前仍是稳健, 维持流动性的“不紧不松”, 2018 年开始进行定向降准, 但由于超储率目前较低, 资金面仍将呈现阶段性紧张; 央行发布资管新规征求意见稿, 其中对债市影响较大的在于明确银行理财纳入资管产品, 实行净值管理, 打破刚兑, 但具体实施力度和细节并未落地, 11 月底传出监管接触银行可能对具体细节进行商议, 后续政策落地力度暂存不确定性; 国外美联储 12 月加息几无悬念, 叠加特朗普税改通过, 国内货币政策或承压。

3.3 资金利率: 11 月底资金面较预期宽松, 12 月或维持紧平衡

11 月资金面整体上延续紧平衡, 但在月末紧势不及市场预期, 从质押式回购利率来看, 隔夜上行 33bp 至 3.07%, 7 天上行 79bp 至 3.68%, 14 天上行 62bp 至 4.47%, 1M 上行 16bp 至 4.56%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 5.2bp 至 2.79%, 7 天上行 0.4bp 至 2.90%, 14 天上行 3.8bp 至 3.88%, 1M 上行 4.5bp 至 4.07%, 3M 上行 36bp 至 4.76%。12 月份有 16050 亿元公开市场操作到期, 其中有 3750 亿元 MLF 到期, 预计央行或提前进行对冲 MLF 到期, 公开市场到期压力较大, 央行或在公开市场上进行对冲操作。

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

供应端对铜价支撑较强

2017年12月4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

11月份再度出现铜矿山罢工情况，虽然对产量影响不大，但铜矿山大周期上即将步入产能释放放缓周期，叠加明年对废铜进口限制的政策，供应端对铜价支撑较强。

整个11月，全球铜库存持续下滑，其中三大交易所库存下滑4.23万吨，保税区库存下滑3.3万吨。由于进口窗口打开，国内上期所库存当月增长4.17万吨，但随着月末进口窗口的关闭，预计后期上期所库存增加，LME及保税区库存减少的局面将出现逆转。

欧美国家对铜的实体需求维持强劲，11月欧元区制造业PMI收于60.1，其中德国制造业PMI收于62.50，美国PMI有所下滑，但依旧维持在58.2的高位，整体看目前欧美国家对铜消费较好。

国内宏观数据不佳，10月份电网与电源基础设施建设投资累计增速继续下滑，家电方面，空调、洗衣机产量增速下滑，电冰箱产量增速上升，汽车产量增速小幅上升。

整体看，目前供应端对铜价支撑较强，欧美国家实体需求强劲，铜消费难出现大的滑坡。我们对铜价维持中长期走强的预判。

行业要闻

1. 【Codelco 维持对美国电解铜现货长单升水】据知情人士透露，全球最大的铜生产商 Codelco 决定将 2018 年运抵美国南部港口的电解铜现货长单升水控制在约每磅 2.5 美分/磅，与今年水平持平，结束了四年以来的持续下降的格局。

2. 【辽宁省质监局通报电线电缆抽查情况 抽样合格率为 95.7%】近期，辽宁省质监局组织开展了对电线电缆、水泥等 7 种产品的质量监督检查。本次共抽查 408 家企业生产的 491 批次产品。经检验，有 18 家企业生产的 21 批次产品不合格，390 家企业生产的 470 批次产品合格，产品质量抽样合格率为 95.7%。

3. 【IWCC：全球铜市可能在 2017-2018 年面临缺口】据国际铜协委员会（IWCC）称，经过数年的供应过剩之后，铜市可能在 2017 年和 2018 年面临短缺。预计 2017 年铜需求量达 2316 万吨，超过 2280 万吨的精炼铜供应；预计 2018 年铜需求量达 2367 万吨，超出 2330 万吨的供应量；预计今年中国铜需求增长 5.2%，预计 2018 年将增 3.0%。

4. 【印度未来两年将拍卖铜矿山】近日，印度矿业部秘书长 Arun Kumar 称，政府将在未来两年拍卖年产能为 20-30 万吨的铜矿山，钢铁部正在考虑铁矿石定价和出口关税。

5. 【挖掘机】10 月共计销售各类挖掘机械产品 10541 台，同比增长 81.2%。挖掘机销量仍然保持高速增长，但环比略有下滑。分析师表示，销量环比下滑或是受去年高基数影响，预计未来两个月，挖掘机销量将保持较平稳增长。

6. 【葫芦岛宏跃北方铜业有限责任公司电解铜投产计划】据 SMM 了解，葫芦岛宏跃北方铜业 15 万吨电解铜项目将于 11 月进行投产。

7. 【SMM 铜冶炼厂开工率调研】据 SMM 调研数据显示，10 月份铜冶炼厂开工率为 91.57%，同比增加 5.95 个百分点，环比增加 4.97 个百分点。

8. 【中国 10 月未锻轧铜及铜材进口量降至 4 月以来最低位】海关数据显示，10 月未锻轧铜及铜材进口量降至 4 月以来最低位水平，因价格飙升至逾三年来最高位。铜矿砂及其精矿进口量亦减少。中国 10 月未锻轧铜及铜材进口量为 33 万吨，高于上年同期进口的 29 万吨，但低于 9 月进口的 43 万吨。1-10 月未锻轧铜及铜材进口量为 376 万吨，较 2016 年同期下降 7.8%。10 月铜矿砂及其精矿进口量为 137 万吨，创 5 月以来最低位。

9. 【智利南部 Anglo Sur 铜矿产能降至 1 月以来最低水平】智利国家铜业委员会表示：智利南部 Anglo Sur 铜矿产能降至 1 月以来最低水平；Escondida 铜矿 9 月铜产量同比增长 24%，环比下降 2.2%。

10. 【刚果前9月铜产量同比增9.3%】非洲头号产铜国—刚果民主共和国央行周一公布，该国今年1-9月铜产量同比增长9.3%至83.1万吨。

11. 【明年固废进口许可证将从严从紧减量审批 大幅压减进口量】在11月16日环保部召开的禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革工作视频会议上，环保部部长李干杰表示，禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革，“当务之急是大幅压减进口量”。环保部透露，将从2018年起连续三年，每年组织开展打击进口废物加工利用行业环境违法行为专项行动。同时从严从紧减量审批2018年固体废物进口许可证。

12. 【自由港旗下位于印尼巴布亚岛港口设施发生火灾】铜矿产商自由港迈克墨伦铜金公司消息人士表示，旗下位于印尼巴布亚岛的主要港口发生火灾。Amamapare的港口设施爆发火灾，这是大型Grasberg铜矿加工铜精矿后通过船只发运的港口。消息人士表示，事故原因尚不清楚，但港口的维修工作已经于周四稍早展开。

13. 【波兰铜业:今年公司有铜精矿的电解铜产量将减少】波兰铜业集团周三表示，下调2017年资本投资至5.10亿兹罗提左右，之前预估为10.2亿，因旗下海外资产经营状况好转。该公司还表示，今年自有铜精矿的电解铜产量将较之前计划的401,000吨减少35,000吨，因旗下冶炼厂发生事故。

14. 【刚果（金）卡莫阿铜矿一期工程开工】11月9日，位于刚果（金）的卡莫阿铜业公司卡库拉铜矿斜坡道工程正式开工，紫金矿业集团陈景河董事长要求卡莫阿铜业公司及建设单位加快建设进度，争取2020年实现卡莫阿铜业公司一期工程建成投产。2015年，紫金矿业抓住矿产资源价值被严重低估的机会，以25.2亿元人民币获得卡莫阿铜矿49.5%的股份，初期拥有铜资源量约2400万吨，平均品位2.56%。

15. 【自由港印尼公司再度封闭通往巴布亚铜矿的主要道路】美国自由港迈克墨伦铜金矿公司印尼分公司周二封闭通往巴布亚Grasberg铜矿的主要道路，为三天以来第二次封闭，因再度反生枪击事件。自由港在声明中称，一辆运输车辆遭遇炮火袭击，一名乘客受伤但在当地诊所治疗下情况稳定。

16. 【横峰10万吨电解铜项目投产】近日，江西飞南环保科技有限公司建设的年产10万吨电解铜项目全面建成并投产出铜。该项目投资10亿元，位于江西横峰县经济开发区，投产后可实现年回收处理30万吨废旧金属，生产出年产10万吨电解铜产品。

17. 【上期所暂停南储仓储管理集团有限公司期货入库业务】据《上海期货交易所指定交割仓库管理办法》和《上海期货交易所违规处理办法》等有关规定，经研究决定，自本通知发出之日起，暂停南储仓储管理集团有限公司铝、锌、铅、铜、锡期货入库业务，不得生成新期货仓单，期限为6个月。据了解，目前南储仓储只是6个月内不能进行交割业务，没法注册生成新的期货仓单，但可以正常入库，且原有期货仓单不受影响，可继续交割。

18. 【2018 年 PPC 发往中国电解铜长单基准价】据悉，2018 年，PPC 发往中国的电解铜长单基准价为 72 美元/吨。

19. 【力拓旗下美国铜冶炼厂恢复运营】力拓矿业集团的一位发言人周一表示，旗下美国 Kennecott 大型矿场上周五恢复冶炼工作，不过精炼铜生产的不可抗力尚未解除。之前该冶炼厂停工近六周。

20. 【Codelco 提高 2018 年发往中国的电解铜长单 premium】据 SMM 了解，Codelco 2018 年发往中国的电解铜长单溢价为 75 美元/吨，较 2017 年高 3 美元/吨。此外其 2018 年发往欧洲的电解铜长单溢价为 88 美元/吨，较 2017 年高 6 美元/吨。

21. 【南方铜业：秘鲁铜矿生产不受罢工影响】南方铜业在其电子邮件中表示，公司所有的生产部门都保持着 100% 的运营状态。

22. 秘鲁矿业联合会秘书长 Ricardo Juarez 在电话中表示，工人们从周二午夜开始无限期罢工。之前工人们试图与该公司达成协议，但未能成功。但是，据 Juarez 称，公司的生产被迫中止，与这与该公司的说法相互矛盾。

23. 【南方铜业有部分储备 称罢工非法当局进入调停】南方铜业首席财务官 Raul Jacob 表示，“冶炼厂通常有足够的储备量够 5 到 6 天使用”，并要求政府宣布本次罢工为非法行为。当局也已进行调停，“我们希望这一问题在未来的几天内能得以尽快解决，我们认为工人的要求并不能成为罢工的正当理由”。

24. 【紫金矿业：刚果(金)卡库拉铜矿开发拉开序幕】紫金矿业披露公司与加拿大艾芬豪矿业公司等合作的刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿项目进展情况：卡库拉铜矿段超高品位矿体的并列双斜井施工完成首次爆破，表明该铜矿开发正式拉开序幕；卡莫阿-卡库拉两个采区合计年处理矿石量 1200 万吨的新版初步经济评估及工程设计即将完成；涵括卡库拉矿段控制范围的最新资源估算有望在 2018 年 1 月完成。

25. 【Codelco 铜产量前 9 月同比降 3% 利润跳增】智利国家铜业公司（Codelco）周四表示，2017 年 1-9 月公司铜产量较上年同期小幅下降 3% 至 124 万吨，但公司税前利润超过 16 亿美元，上年同期为税前亏损 1800 万美元。1-9 月铜的直接现金成本从 2016 年的每磅 1.27 美元升至每磅 1.32 美元，因公司旗下矿场的矿石品位下降--这是困扰智利多年的一个问题继续带来负面影响。

26. 【Escondida 铜矿工人举行罢工 抗议资方裁员】一份工会声明显示，全球最大铜矿--智利 Escondida 铜矿的工会工人周四开始举行 24 小时罢工，以抗议公司近期的裁员举动。此前 Escondida 矿宣布将裁员 3% 约 120 人，因受“调整生产工艺”战略的影响。

27. 【泰克资源 Quebrada Blanca 铜矿面临工会罢工】据外网消息，泰克资源 Quebrada Blanca 铜矿工会在周三拒绝接受加拿大矿商的合同，此举增加了罢工的可能性。但泰克公司和拥有 106 名（占矿工总数的 24%）矿工的工会，有可能在罢工前接受政府的调解。

28. 【CME 下调 12 月和 1 月 COMEX 铜期货保证金】芝加哥商业交易所周四称，下调针对投机客的 12 月和 1 月 COMEX 铜期货保证金 11.1%，至每手 2,800 美元，目前为每手 3,150 美元。CME 称，所有初始保证金为上述水平的 110%。此次保证金调整自 12 月 1 日收盘开始生效。

29. 【冶炼商与矿企未就铜精矿 TC 达成一致】据六名产业消息人士，中国铜冶炼商与国际矿企尚未就明年的铜精矿 TC 达成一致，谈判可能拖入 2018 年，因双方在供应紧张与需求问题上争执不休。两名贸易消息人士表示，本周报出最低费用分别是每吨 72.80 美元和每磅 7.28 美分。但另两名贸易商和一名矿商表示每吨 78 美元或每磅 7.8 美分左右更为合理。这四位金属交易商预计双方最终会在每吨 85 美元或每磅 8.5 美分左右找到共识。

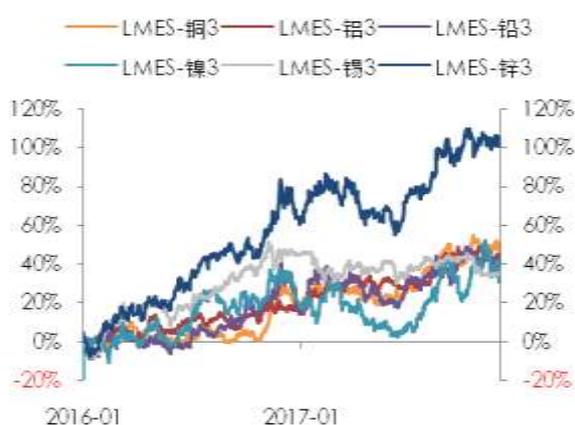
30. 【11 月中国进口铜精矿现货 TC 基本持稳】上海有色网 11 月进口铜精矿现货 TC 报 85-93 美元/吨，较 10 月份涨 0.5 美元/吨。

31. 【京津冀废铜制杆企业限产】据 SMM 调研，目前京津冀地区废铜制杆企业已限产 50%，遇红、橙色天气预警则全面停产。

32. 【大型线缆企业 11 月消费好于预期】据 SMM 调研了解，目前部分大型电线电缆企业表示，11 月接单量较 10 月份有所增加，消费好于预期，并且预计 12 月有望延续增长态势。

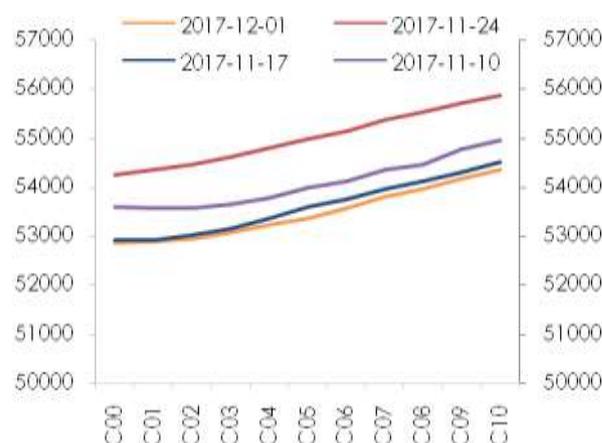
1.行情回顾

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

截至 11 月 30 日，铜现货贴水当月合约 50 元/吨，环比上月下滑 85 元/吨。11 月份铜现货跌 1220 元/吨，收于 52520 元/吨。

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

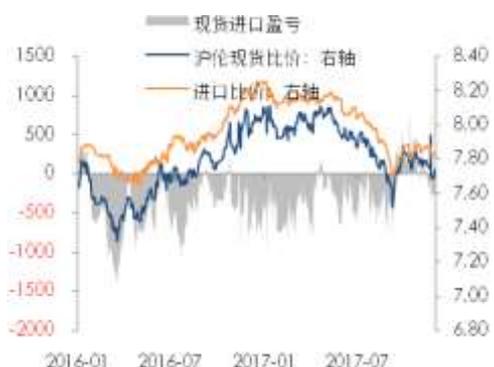
图6:洋山铜溢价：美元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

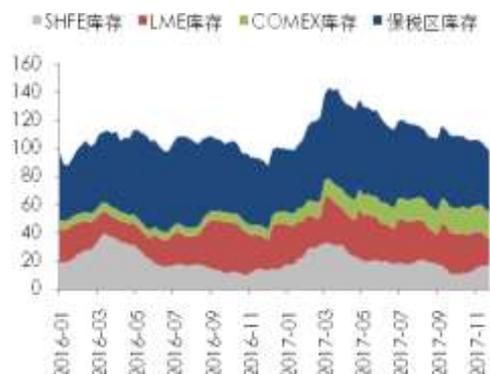
库存方面，截至 12 月 1 日，全球显性库存降至 98.26 万吨，整个 11 月份累计下滑 7.53 万吨。其中上期所库存增加 4.17 万吨，LME 库存下滑 8.69 万吨，COMEX 库存上升 0.28 万吨，上海保税区库存下滑 3.3 万吨。

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)万吨



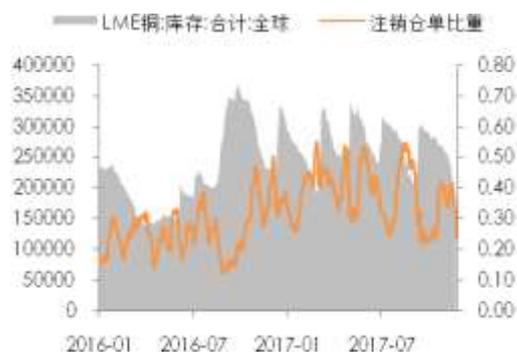
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

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



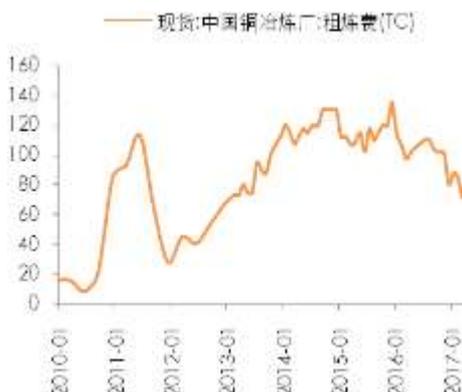
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.2 供应端情况

中国 10 月份精炼铜产量 78.1 万吨, 同比增 6.3%。1-10 月精炼铜累计产量 737.1 万吨, 累计同比增 6.3%。

加工费方面, 上海有色网 11 月进口铜精矿现货 TC 报 85-93 美元/吨, 较 10 月份涨 0.5 美元/吨。但目前中国铜冶炼商与国际矿企尚未就明年的铜精矿 TC 达成一致, 谈判可能拖入 2018 年, 因双方在供应紧张与需求问题上争执不休。

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

中国海关公布数据显示，10月废铜进口量同比增7.03%至252,196吨，环比减21.58%，1-10月废铜累计进口总量为3,023,011吨，同比增12.30%。10月虽然为传统进口淡季，从2010年至今，10月进口量平均环比降16.08%，今年远低于此平均值。据SMM调研获知，大多数废七类进口商的环保批文已被回收，据悉目前暂无企业获明年批文。

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

海关总署数据显示，中国10月铜矿砂及精矿进口量同比小增0.37%，至136万吨，环比下滑7%，创5月以来最低位。

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

ICSG 最新数据显示，2017 年 8 月矿山产能利用率回升至 84.8%，环比 7 月上升 0.60%。但近期又传出矿山罢工消息，叠加大周期上铜矿即将步入产能释放放缓周期，整体看，铜矿供应端对铜价支撑较强。

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

据 SMM 最新调研数据显示, 11 月份电线电缆企业开工率为 86.97%, 同比下降 1.16 个百分点, 环比增加 0.28 个百分点。

10 月份铜管企业开工率为 78.92%, 同比增加 6.22 个百分点, 环比下降 1.02 个百分点。10 月份铜板带箔企业开工率为 69.13%, 同比增加 0.45 个百分点, 环比下降 4.75 个百分点。

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	4,126.40	0.64	↓
电源基础建设投资	亿元	1,977.33	-17.20	↓
发电设备	万千瓦	10,128.00	-3.50	↑
交流电动机	万千瓦	24,601.90	8.50	↓
家用空调	万台	16,164.70	18.50	↓
家用洗衣机	万台	6,395.40	3.90	↓
家用电冰箱	万台	8,224.60	13.70	↑
汽车	万辆	2,349.40	5.30	↑
新能源汽车	万辆	47.30	36.70	↑
挖掘机	万台	16.25	65.80	↓
房地产新开工面积	万平米	145,127.07	5.60	↓
铜材	万吨	1,635.50	3.30	↓

数据来源：WIND、兴证期货研发部

欧美制造业维持强劲，11月欧元区制造业PMI收于60.1，其中德国制造业PMI62.50，美国PMI有所下滑，但依旧维持在58.2的高位，整体看目前欧美国家对铜消费较好。

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

据最新WBMS数据，2017年1-9月全球铜市供应短缺2万吨。而ICSG数据显示8月铜供应过剩8.5万吨

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

11 月份再度出现铜矿山罢工情况，虽然对产量影响不大，但铜矿山大周期上即将步入产能释放放缓周期，叠加明年对废铜进口限制的政策，供应端对铜价支撑较强。

整个 11 月，全球铜库存持续下滑，其中三大交易所库存下滑 4.23 万吨，保税区库存下滑 3.3 万吨。由于进口窗口打开，国内上期所库存当月增长 4.17 万吨，但随着月末进口窗口的关闭，预计后期上期所库存增加，LME 及保税区库存减少的局面将出现逆转。

欧美国家对铜的实体需求维持强劲，11 月欧元区制造业 PMI 收于 60.1，其中德国制造业 PMI 收于 62.50，美国 PMI 有所下滑，但依旧维持在 58.2 的高位，整体看目前欧美国家对铜消费较好。

国内宏观数据不佳，10 月份电网与电源基础建设投资累计增速继续下滑，家电方面，空调、洗衣机产量增速下滑，电冰箱产量增速上升，汽车产量增速小幅上升。

整体看，目前供应端对铜价支撑较强，欧美国家实体需求强劲，铜消费难出现大的滑坡。我们对铜价维持中长期走强的预判。

十二月见顶回落

2017年12月4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:

受钢材拉动的影响,上月铁矿石上涨幅度较大。I1805收于520元/吨,月涨67.5元/吨,涨幅14.92%。

发货量方面,上个月受港口检修的影响,澳洲巴西的发货量浮动较大,虽然单周发货量一度有明显回升,但月均发货环比出现了下降,11月月均发货量为2374.68万吨。港口库存方面压力依然较大,继续呈现上升的趋势,全国45个港口库存为14135.5万吨。

钢厂方面,受环保限产影响,上个月高炉开工率及产能利用率较往年同期降幅较大。163家钢厂高炉产能利用率下降至71.96%,高炉开工率下降至63.12%。而近期北方天气较差,预计环保限产力度不会下降,故高炉开工率难有明显好转。

目前钢材社会库存处于近几年低位。近期库存连续下降,尤其是螺纹钢库存下降幅度较大。需求的好转和偏低的库存使得钢厂对于铁矿石的补库需求有所上升,月末钢厂进口矿可用天数有所反弹,上升0.5天至22.5天。同时随着钢材和铁矿近期走高,目前贸易商挺价意愿较强,高品矿价格上涨较好,市场成交积极性有所恢复。目前铁矿自身基本面仍然较差,但钢材库存偏低,价格坚挺,带动铁矿上涨,但预计上涨空间有限。预计铁矿石12月或先扬后抑,建议投资者暂时观望,等待逢高沽空的机会,仅供参考。

螺纹钢:

随着11月取暖季限产的实施,而南方需求仍然较旺,螺纹钢价格出现了较为强劲的上涨。社会库存创下新低,市场供不应求,价格大幅上涨,钢厂利润飙升至1500元每吨以上。12月以后随着天气寒冷,华东需求会出现回落,市场供需矛盾有望得到缓解。高利润刺激的新增产能和长期需求见顶的预期让钢价有望见顶。

1. 行情回顾

11 月份铁矿石走高，截至 11 月 30 日，I1805 收于 520 元/吨，月涨 67.5 元/吨，涨幅 14.92%。月末持仓量为 162.4 万手。

11 月份螺纹钢走高，截至 11 月 30 日，RB1805 收于 3990 元/吨，月涨 338 元/吨，跌幅 9.26%。月末持仓量为 292.5 万手。

图 1：铁矿石主力 I1805 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 RB1805 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。11月30日，青岛港澳澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于508元/吨，月环比涨51元/吨。唐山66%铁精粉价格上涨10元/吨，至480元/吨。

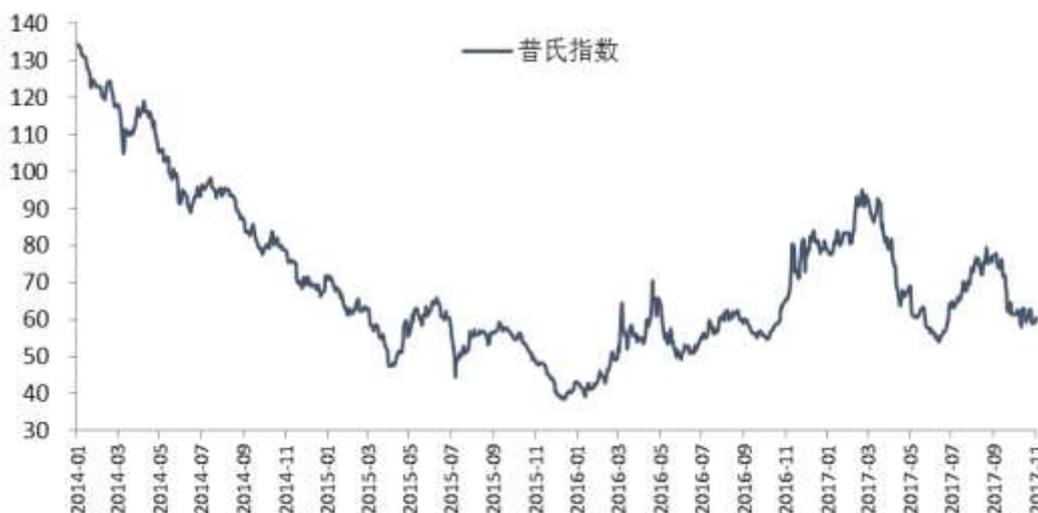
图3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

普氏指数11月30日报收于69.3美元/吨，环比上月上涨9.8美元/吨，涨幅16.5%。

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1-10月，国内铁矿石原矿累计生产10.8亿吨，同比去年增6%，其中10月份同比增幅0.66%。

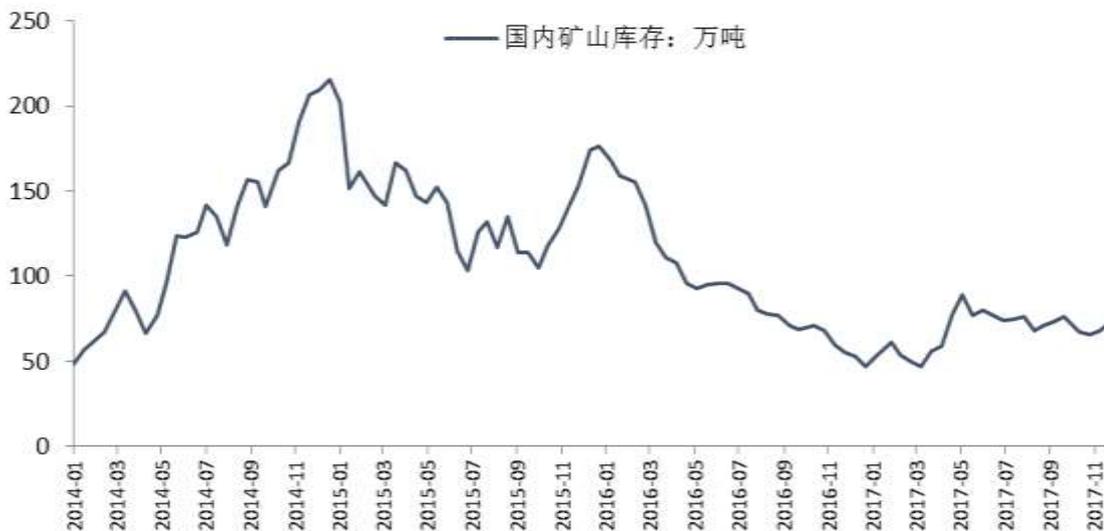
图5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至12月1日，国内矿山铁精粉库存73万吨，与11月3日相比增加7万吨。

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 铁矿进口量减少

2017年10月份进口铁矿砂及其精矿7949万吨，同比减少-1.62%，1-10月累计进口8.96亿吨，同比去年增加6.28%。

图7：铁矿石进口量（万吨）

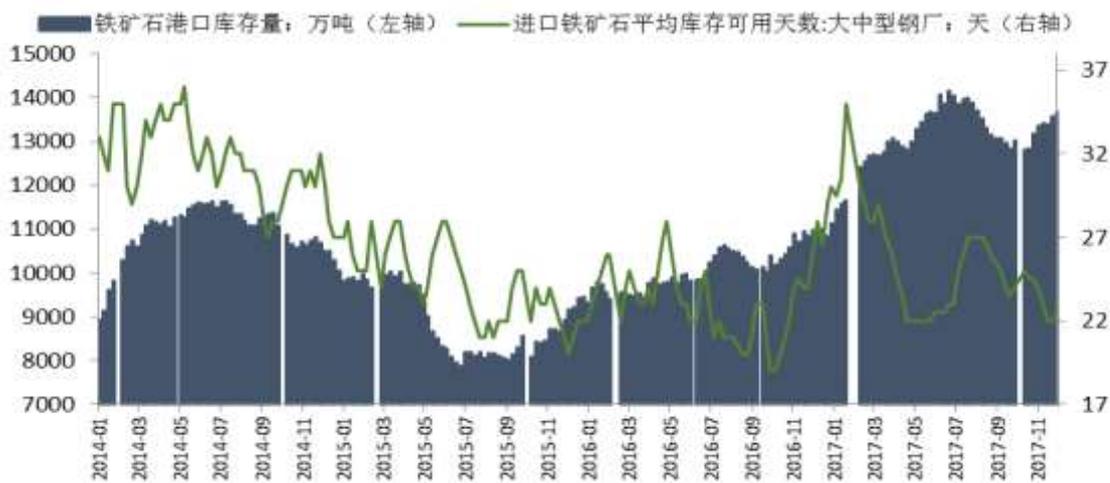


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 港口库存上升

截至12月1日，港口库存14135.5万吨，与10月末相比上升，钢厂的进口矿库存可用天数22.5天，与10月末相比下降2天。

图7：铁矿石港口库存（万吨）



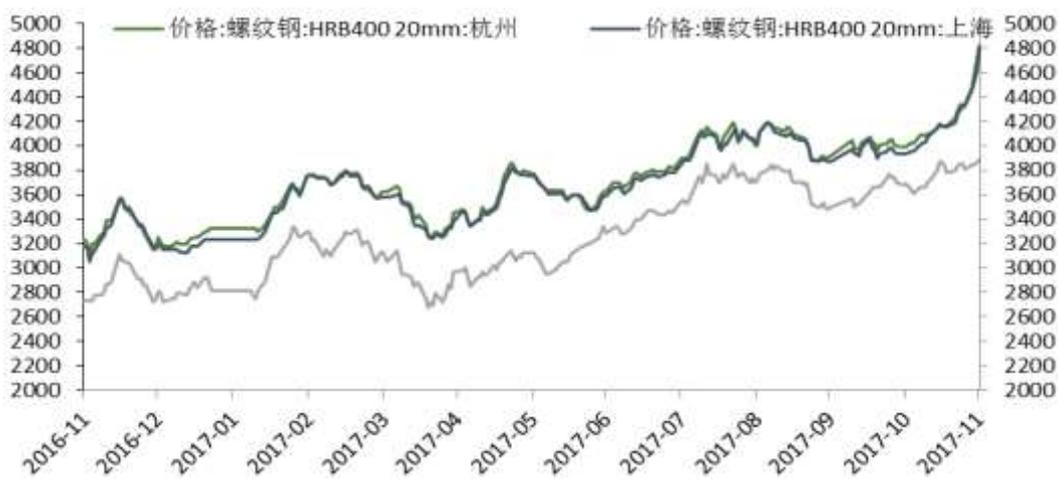
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 螺纹钢基本面分析

3.1 钢价回升

截至 11 月 30 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）

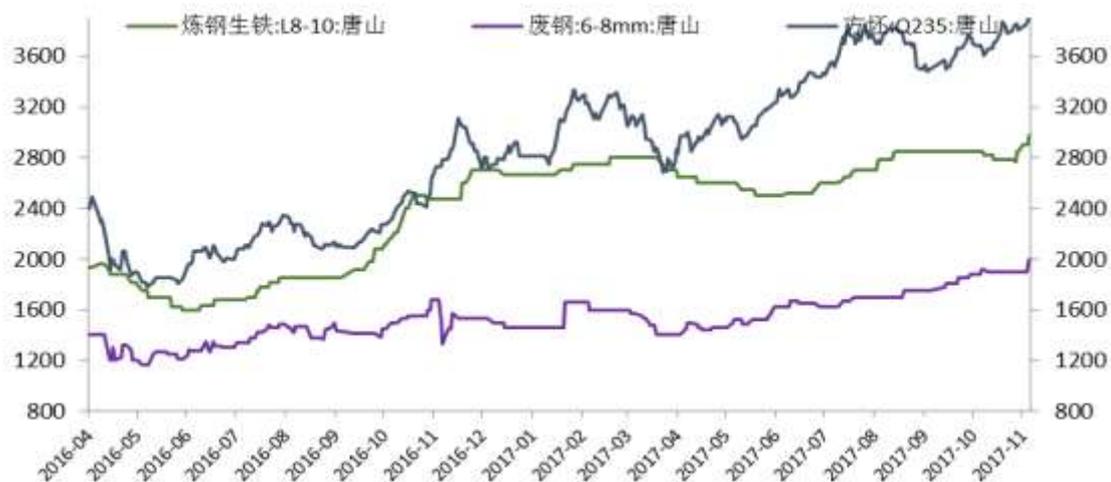


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 废钢价格上涨

钢坯收于 3890 元/吨，月涨 200 元/吨。生铁价格收于 2900 元/吨，月涨 50 元/吨。废钢价格上涨 70，收于 1950 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、焦炭现货走强

京唐港焦煤收于 1490 元/吨，月环比涨 50 元/吨；天津港焦炭持平，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 钢厂生产下降

2017 年 11 月中旬重点钢企粗钢日产 177.18 万吨，旬环比减少 2.99 万吨，下降 1.66%；重点企业库存 1226.95 万吨，旬环比增加 29.72 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

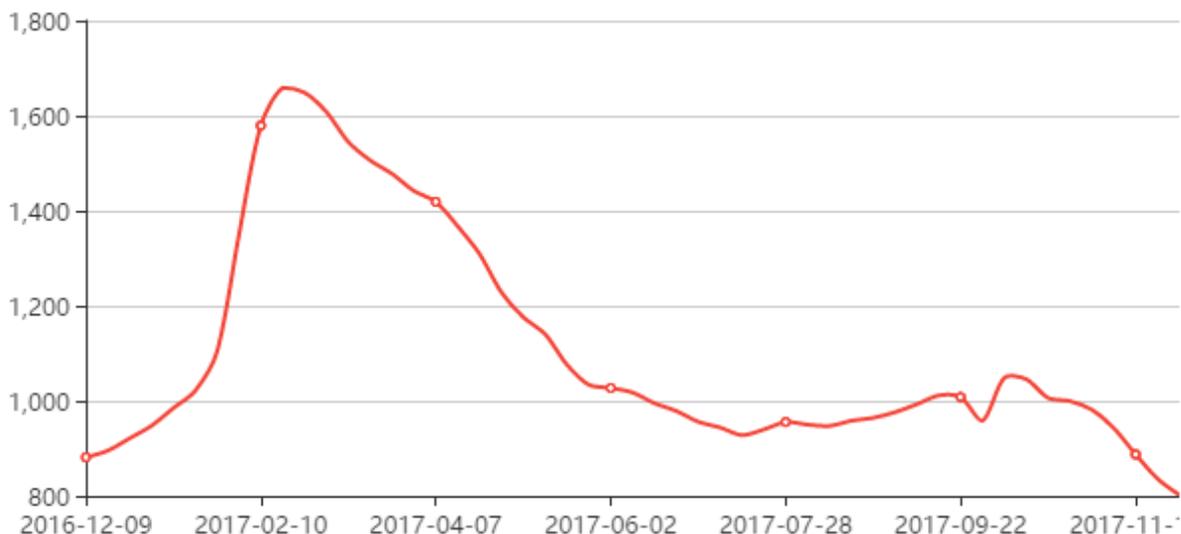


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存大幅下降

截至 12 月 1 日，全国主要钢材品种库存总量为 801.95 万吨，较上月大幅走低。

图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 1 日，北京库存 12.14 万吨，月环比下降 7.27 万吨，上海库存下降 4.13 万吨，广州下降 9.41 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 12 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 85.28%。高炉开工率 63.12%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)

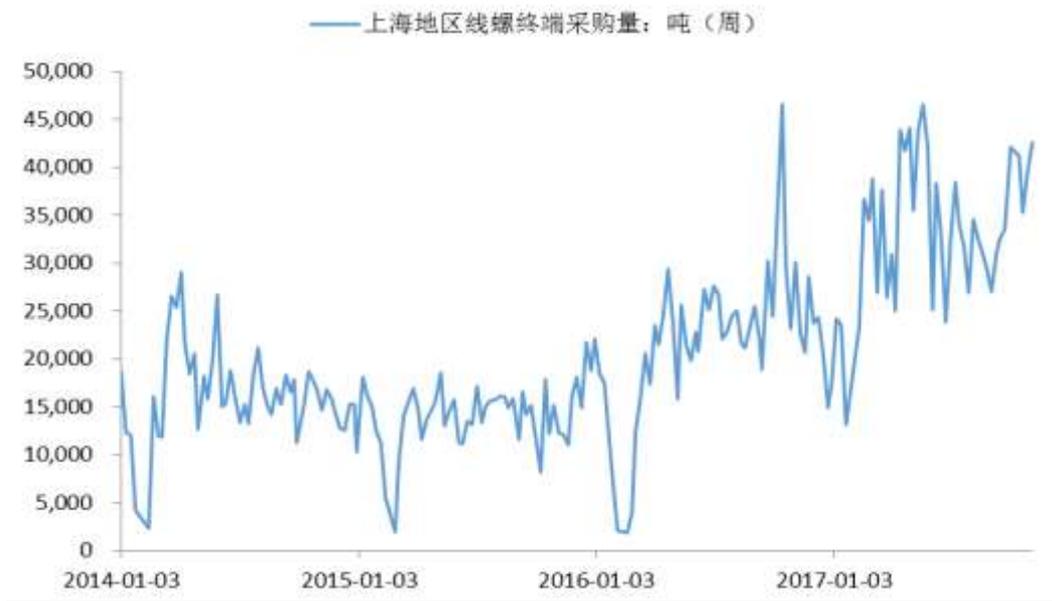


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.7 终端采购环比转好

上海地区线螺采购量 11 月周度均值 40639 吨，9 月周度均值 38614 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10月钢材出口为498万吨，同比下滑35.24%。1-10月累计出口6449万吨，同比去年下滑30.38%。

图 17：钢材出口（万吨）

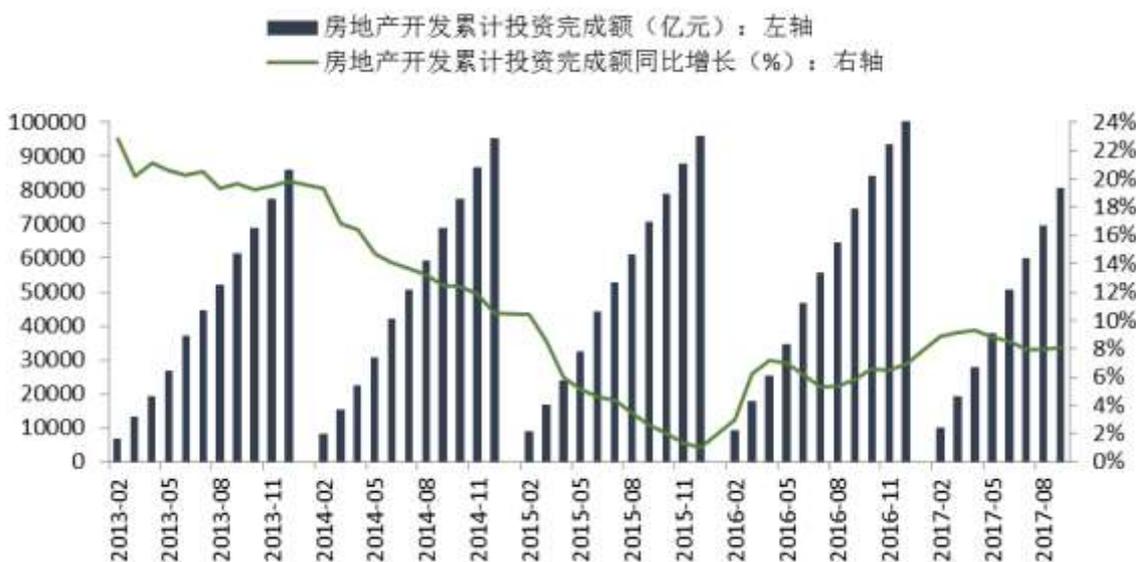


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资增速环比持稳

2017年1-10月房地产累计开发投资为9.05万亿元，同比去年增加7.8%，增长率环比上升。

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:

目前钢材社会库存处于近几年低位。近期库存连续下降，尤其是螺纹钢库存下降幅度较大。需求的好转和偏低的库存使得钢厂对于铁矿石的补库需求有所上升，月末钢厂进口矿可用天数有所反弹，上升 0.5 天至 22.5 天。同时随着钢材和铁矿近期走高，目前贸易商挺价意愿较强，高品矿价格上涨较好，市场成交积极性有所恢复。目前铁矿自身基本面仍然较差，但钢材库存偏低，价格坚挺，带动铁矿上涨，但预计上涨空间有限。预计铁矿石 12 月或先扬后抑制，建议投资者暂时观望，等待逢高沽空的机会，仅供参考。

螺纹钢:

随着 11 月取暖季限产的实施，而南方需求仍然较旺，螺纹钢价格出现了较为强劲的上涨。社会库存创下新低，市场供不应求，价格大幅上涨，钢厂利润飙升至 1500 元每吨以上。12 月以后随着天气寒冷，华东需求会出现回落，市场供需矛盾有望得到缓解。高利润刺激的新增产能和长期需求见顶的预期让钢价有望见顶。

国家大力保供稳价，煤市或维稳运行

2017年12月4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

由于600一线附近支撑较强，动煤价格筑底，加之在期现基差的支撑下，11月份动力煤期货价格偏强震荡走高，主力合约ZC1801创下年内新高。但受到政策面保供稳价的影响，动力煤现货价格平稳回落，期现基差逐步缩窄；随着煤电中长协合同的签订，市场价格企稳反弹。主力合约ZC1801报收666.6元/吨，月涨54.8元/吨，涨幅8.96%；持仓36.1万手，成交435.2万手，缩量减仓。

截至11月29日，环渤海动力煤价格指数报576元/吨，较上月下跌了6元/吨，同比下行1.03%；目前指数止跌企稳，结束了连续七期的下降局面。由于运力紧张，短期供给偏紧格局得不到缓解，加之冬季供暖用煤需求开始增加，下游采购积极性有所回升，煤炭价格企稳反弹，从而近期BSPI指数止跌企稳。

● 后市展望及策略建议

随着北方采暖季来临，供暖用煤需求开始增加，电厂日耗煤量也有所回升，煤炭需求逐渐回暖；同时近期运力较为紧张，短期煤炭供需面相对偏紧，现货价格企稳反弹。

但随着先进产能持续释放，后期供给将逐渐宽松；加之环保力度加大，下游行业错峰生产，煤电需求受到限制，对煤价将形成一定的抑制。

再者国家有关部门保供稳价意愿强烈，同时随着2018年煤电中长协合同的陆续签订，预计短期煤市或维稳运行为主，后期煤价或将逐渐回归合理区间运行。

当前动煤期现基差大幅收敛，一定程度上抑制了动煤期货价格进一步上涨的空间，预计期货价格继续上行动力趋弱，或维持高位调整为主，谨防回落风险。

1. 信息回顾

1.1 PMI 指数持续位于荣枯线上方，经济保持平稳态势

2017 年 11 月 30 日，国家统计局发布数据显示，2017 年 11 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.8%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业继续保持稳中有升的发展态势。同期，10 月财新中国制造业 PMI 为 50.8%，低于 10 月 0.2 个百分点，虽然仍处于扩张区间，但已降至五个月以来最低，显示制造业扩张速度放缓。

官方制造业 PMI 指数与财新制造业 PMI 指数走势不同，但均位于荣枯线上方，四季度经济有望维持下半年以来的平稳态势。随着供需两侧的联动上升，我国经济运行稳中向好态势继续深入发展，2017 年经济增速将好于去年，但明年或面临一定下行压力。

1.2 “2+26”城市错峰生产

为落实《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》(环大气〔2017〕29 号)和《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》(环大气〔2017〕110 号)，推进京津冀及周边地区秋冬季环境空气质量持续改善，工业和信息化部办公厅和环境保护部办公厅将开展“2+26”城市部分工业行业 2017-2018 年秋冬季错峰生产工作。

1.3 发改委：将依法严肃查处哄抬煤价、价格垄断等行为

国家发展改革委于 11 月 15 日召开定时定主题新闻发布会，发改委政策研究室副主任兼新闻发言人孟玮指出，发改委将对重点地区煤炭市场价格检查工作进行督查，并对重点地区和重点企业进行直接检查。

下一步，发改委将对重点地区检查工作进行督查，并对重点地区和重点企业进行直接检查。一旦发现哄抬价格、价格垄断等违法行为，将依法严肃查处。

1.4 关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知

近年来，各地区、有关部门和企业认真贯彻党中央、国务院关于供给侧结构性改革、推进煤炭去产能决策部署，扎实开展相关工作，行业发展状况明显好转，生产经营秩序不断规范。同时也应看到，随着市场需求大幅增加和南方部分地区小煤矿关闭退出力度超出预期，煤炭生产、运输格局发生明显变化，对统筹做好煤炭去产能、稳供应工作提出了更高要求。为指导煤炭产运需三方做好 2018 年中长期合同签订履行工作，促进煤炭稳定供应和上下游行业健康发展，国家发展改革委办公厅印发《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》。

1.5 中央财政今年安排 160 亿元支持京津冀等 13 省份治霾

11 月 23 日从环保部了解到，2017 年，中央财政大气、水、土壤污染防治等专项资金规模达 497 亿元，在大气污染防治方面安排专项资金 160 亿元，支持京津冀及周边、长三角、珠三角 13 个省(区、市)大气污染防治，其中 60 亿元专项用于北方地区冬季清洁取暖试点。

1.6 环保税明年1月1日起开征

《中华人民共和国环境保护税法》将于明年1月1日起正式实施。环保税法是我国第一部专门体现“绿色税制”、推进生态文明建设的单行税法。采取“企业申报、税务征收、环保协同、信息共享”的税收征管模式。

该税法的纳税人是指，在中华人民共和国领域和中华人民共和国管辖的其他海域，直接向环境排放应税污染物的企事业单位和其他生产经营者。居民个人不属于纳税人，不用缴纳环保税。

2.行情回顾

2.1 动力煤期价走势

由于600一线附近支撑较强，动煤价格筑底，加之在期现基差的支撑下，11月份动力煤期货价格偏强震荡走高，主力合约ZC1801创下年内新高。但受到政策面保供稳价的影响，动力煤现货价格平稳回落，期现基差逐步缩窄；随着煤电中长协合同的签订，市场价格企稳反弹。主力合约ZC1801报收666.6元/吨，月涨54.8元/吨，涨幅8.96%；持仓36.1万手，成交435.2万手，缩量减仓。

图1：动煤ZC1801行情走势

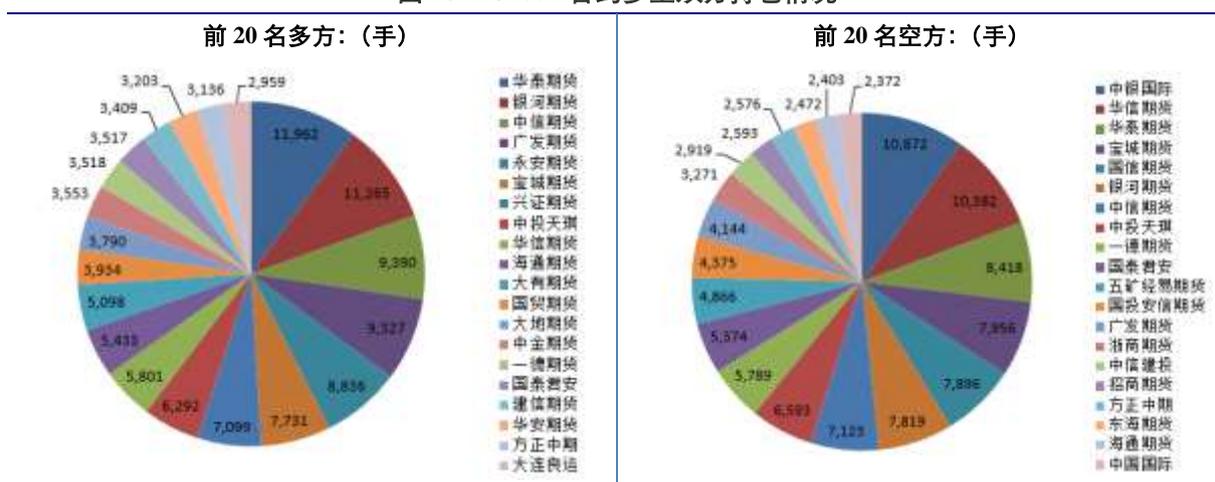


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至12月1日，主力合约ZC1801前20名持买仓量由147301手减至119253手，前20名持卖仓量由104367手增至110213手；ZC合约前20名持买仓量151217手，前20名持卖仓量146177手。从机构层面看，多方较空方的优势明显缩窄，但仍维持着一定的优势。

图 2: ZC1801 合约多空双方持仓情况



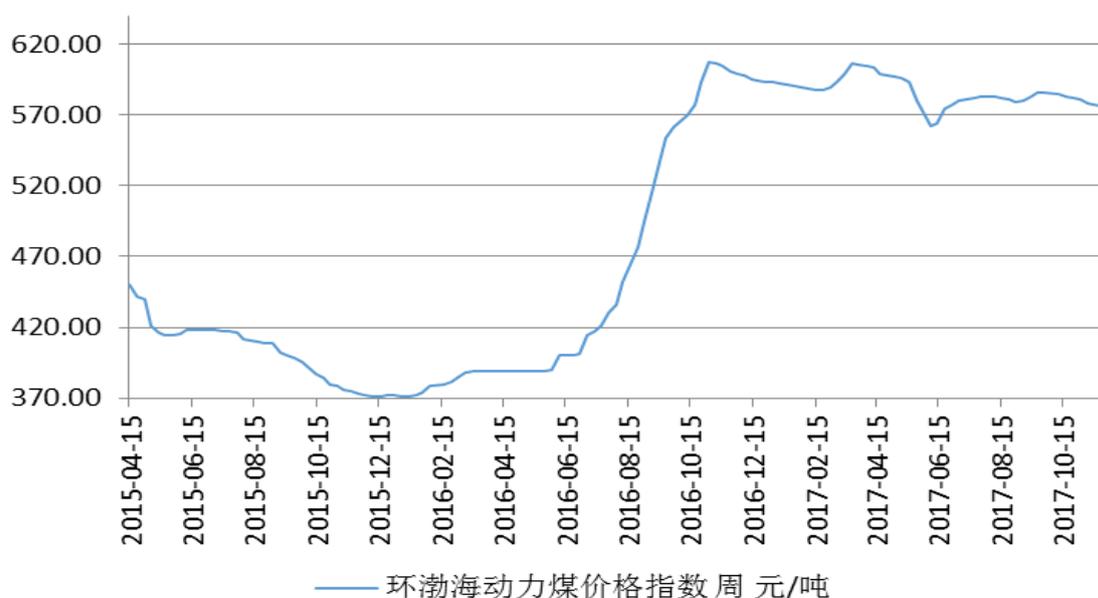
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 11 月 29 日, 环渤海动力煤价格指数报 576 元/吨, 较上月下跌了 6 元/吨, 同比下行 1.03%; 目前指数止跌企稳, 结束了连续七期的下降局面。由于运力紧张, 短期供给偏紧格局得不到缓解, 加之冬季供暖用煤需求开始增加, 下游采购积极性有所回升, 煤炭价格企稳反弹, 从而近期 BSPI 指数止跌企稳。

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

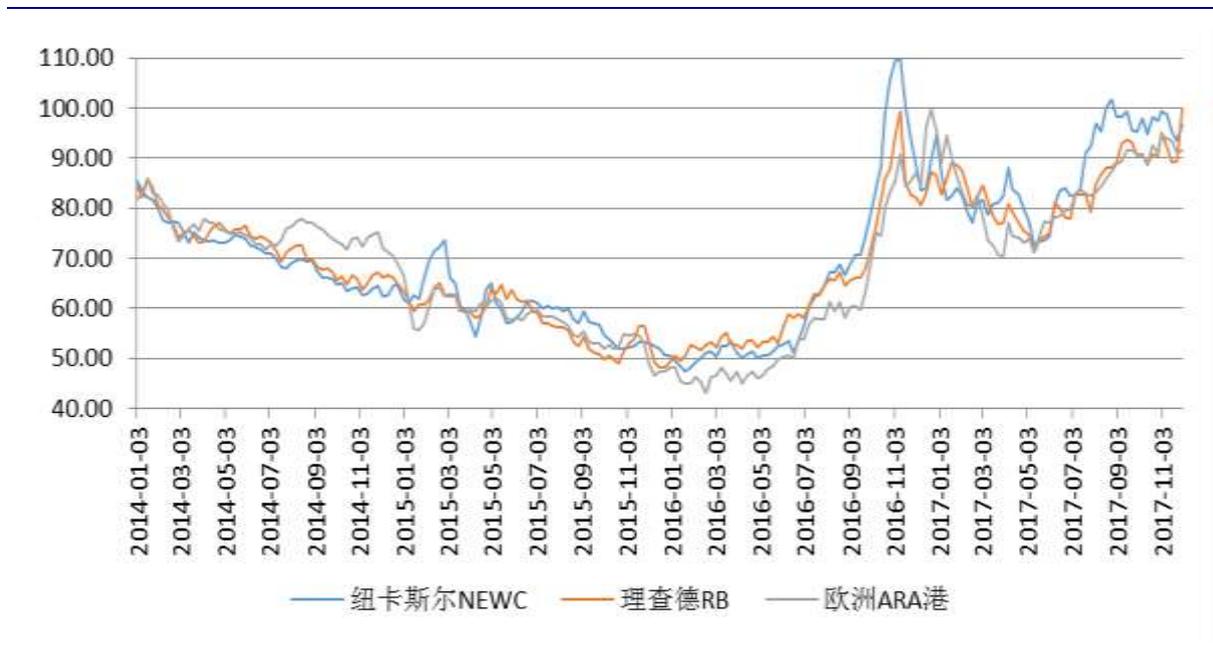
3.2 国际动力煤市场

11 月份，国际动力煤市场涨跌不一，整体先抑后扬。

(单位: 美元/吨)	10月31日	11月3日	11月10日	11月17日	11月24日	11月30日
纽卡斯尔 NEWC	98.85	99.31	98.66	95.21	93.36	96.70
理查德 RB	95.75	95.13	92.29	89.16	89.53	99.76
欧洲 ARA 港	93.38	94.46	94.07	93.43	90.95	91.66

截止 11 月 30 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 96.70 美元/吨，较上月下跌 2.15 美元/吨，跌幅为 2.18%；南非理查德港动力煤价格指数 99.76 美元/吨，较上月上涨 4.01 美元/吨，涨幅为 4.19%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 91.66 美元/吨，较上月下跌 1.72 美元/吨，跌幅为 1.84%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

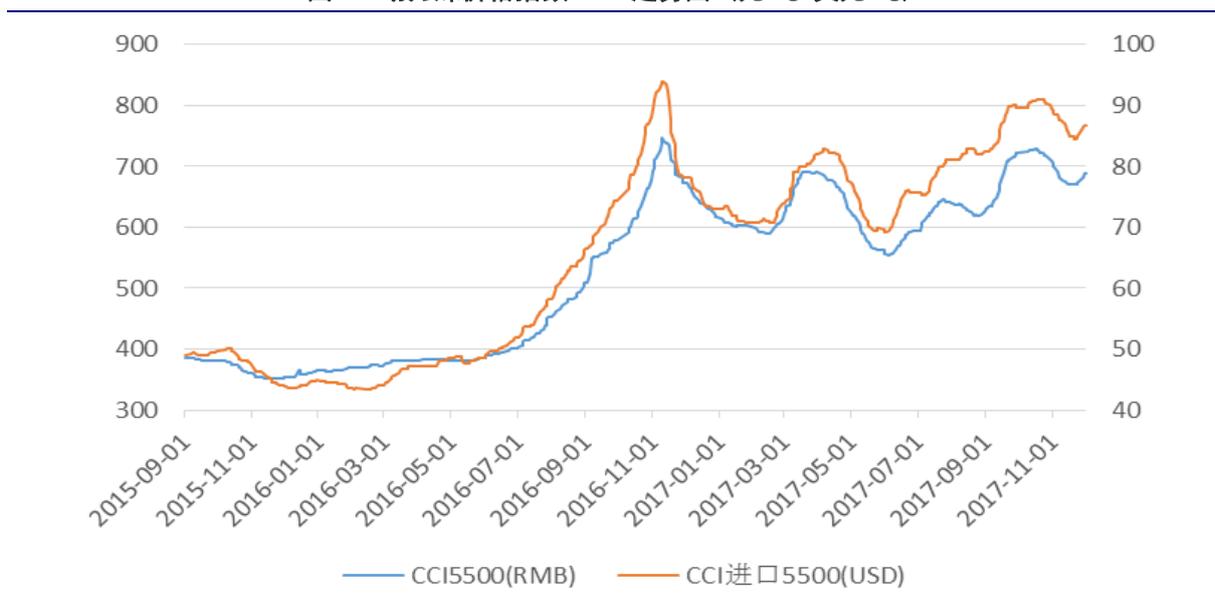


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

11 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均探底回升。CCI5500 指数由 708 元/吨下跌至 670 元/吨后回升至 689 元/吨；CCI 进口 5500 指数由 89.5 美元/吨下跌至 84.5 美元/吨后回升至 86.7 美元/吨。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



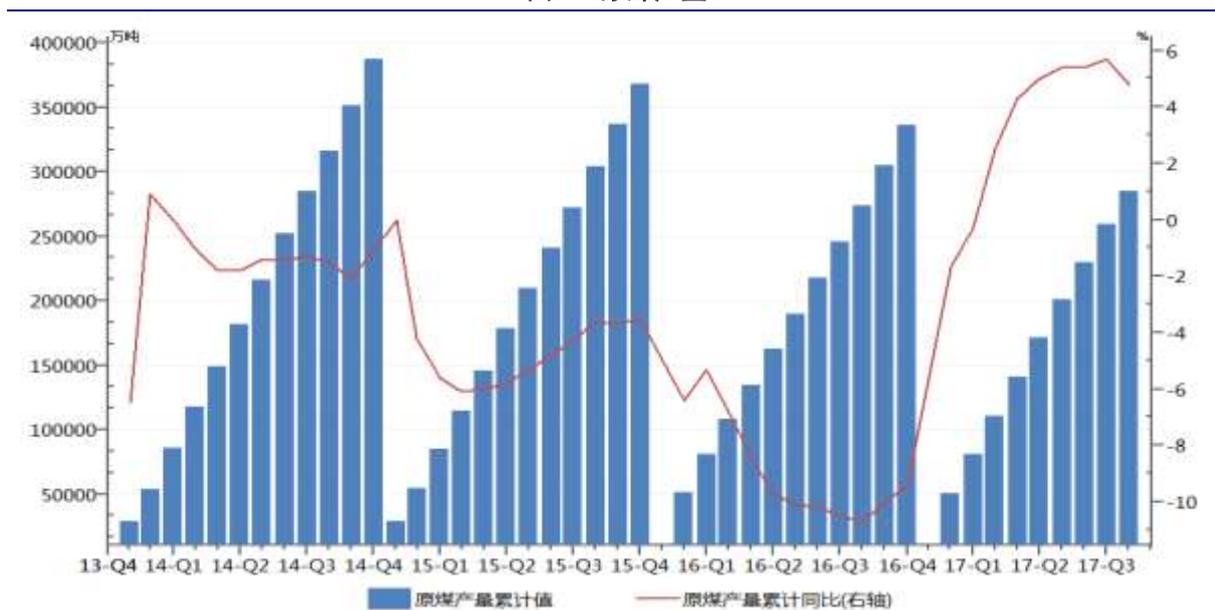
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 基本面

4.1 产量环比有所下降，但先进产能仍在持续释放

2017 年前 10 个月全国原煤产量 28.53 亿吨，累计同比增长 4.8%；其中 10 月份原煤产量 2.84 亿吨，同比增长 1.5%，环比减少了 1458 万吨。2017 年前 10 个月动力煤累计供应量 23.22 亿吨，累计同比增长 2.83；其中 10 月份动力煤供应量 2.31 亿吨，同比下降 1.47%。

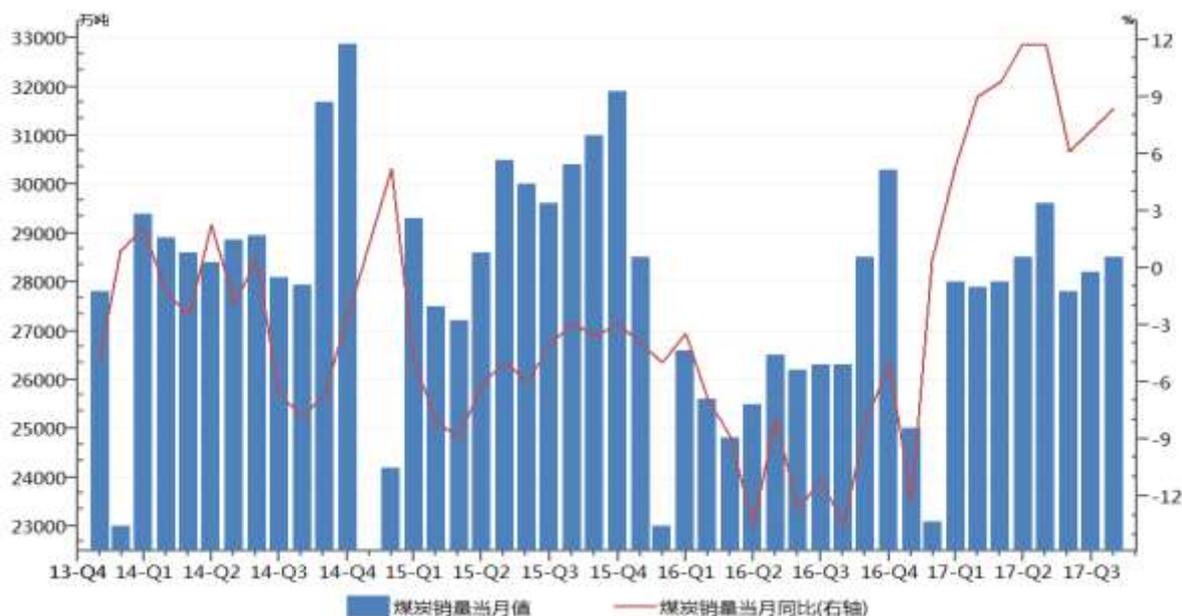
图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

2017年10月份煤炭销量28500万吨，同比增长8.37%。

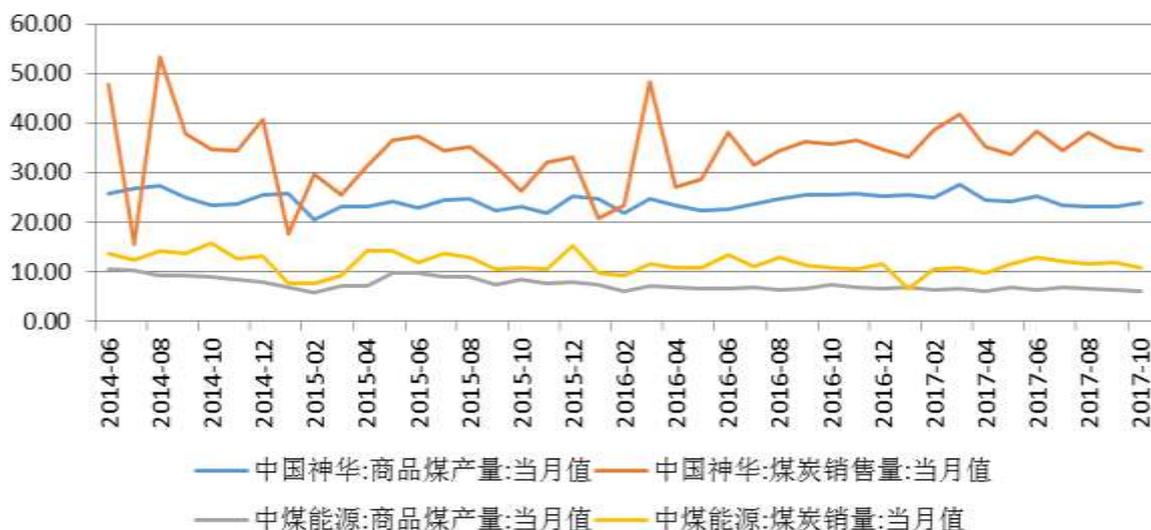
图7：全国煤炭销量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

10月份，中国神华集团煤炭产销同比继续减少；中煤能源煤炭产量有所减少，销量略有增加。其中10月份，中国神华集团商品煤产量2380万吨，同比减少160万吨或6.30%；煤炭销售量3440万吨，同比减少120吨或3.37%。10月份，中煤能源商品煤产量为592万吨，同比减少153万吨或20.54%；商品煤销量为1071万吨，同比增加5万吨或0.47%。

图8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



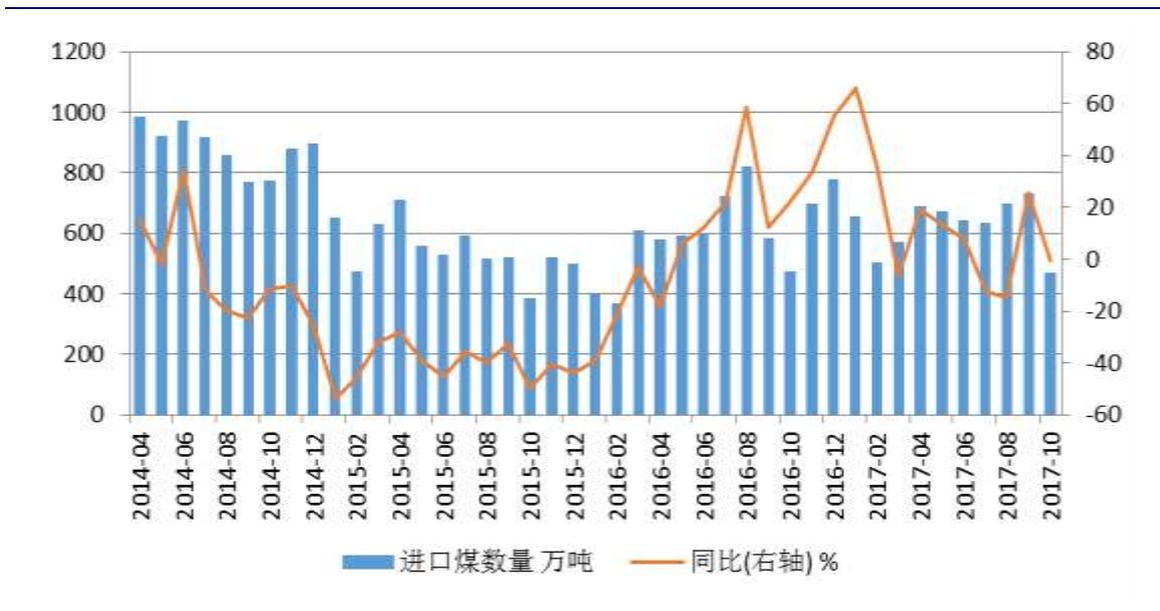
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤量有所下行

2017年10月份全国煤炭进口量2128万吨，同比减少30万吨，下降1.39%；环比减少580万吨，下降21.42%。

2017年10月我国进口动力煤470.75万吨，同比减少2.12万吨或0.49%。10月份，排名前三的进口来源国依次为：澳大利亚259.68万吨，俄罗斯88.57万吨，印尼84.06万吨。

图9：进口动力煤情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存有所回落，但仍维持高位

近期北方港口煤炭吞吐量开始扩大，成交有所转好，港口库存高位小幅回落。截至12月1日，环渤海四港动力煤库存1500.4万吨，较上月同期减少71.9万吨或4.57%。秦皇岛港库存670万吨，较上月同期减少33万吨或4.69%。黄骅港煤炭库存216万吨，较上月同期增加了26万吨，维持在200万吨上下运行；曹妃甸港煤炭库存256.7万吨，较上月同期减少42.6万吨；京唐国投港煤炭库存122万吨，较上月同期增加21万吨。广州港煤炭库存197.1万吨，较上月同期减少27.9万吨或12.40%。

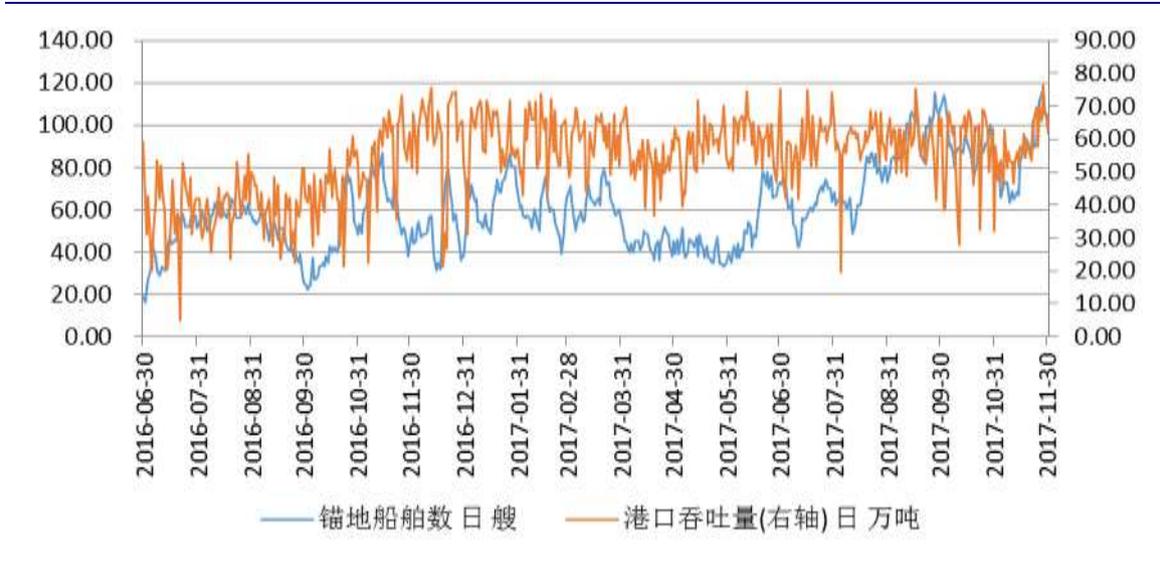
图10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于大秦线秋季检修以及运力紧张，港口煤炭调入量有所减少；但近期北方港口煤炭吞吐量开始扩大，成交有所转好。11月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7152.93 车，环比减少 379.74 车；日均调入量 57.08 万吨，环比减少 2.95 万吨。日均吞吐量 58.11 万吨，环比增加 0.74 万吨。锚地船舶数日均 84.57 艘，环比减少 6.56 艘，下游采购意愿依然较高。

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 电厂日耗有所回升，库存相对充裕

随着北方采暖季来临，供暖用煤需求开始增加，电厂日耗煤量也有所回升；但随着中长协议的陆续签订，当前电厂采购仍以长协煤为主。截至 12 月 1 日，沿海六大发电集团煤炭库存 1241.6 万吨，较上月同期增加 57.6 万吨或 4.86%；可用天数由 23 天回落至 19 天。日均耗煤量 65.87 万吨，较上月同期大幅回升了 13.93 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 供暖用煤需求增加，错峰生产抑制下游需求

随着北方采暖季来临，供暖用煤需求开始增加；但受采暖季环保限产影响，下游行业错峰生产，煤电需求受到抑制。

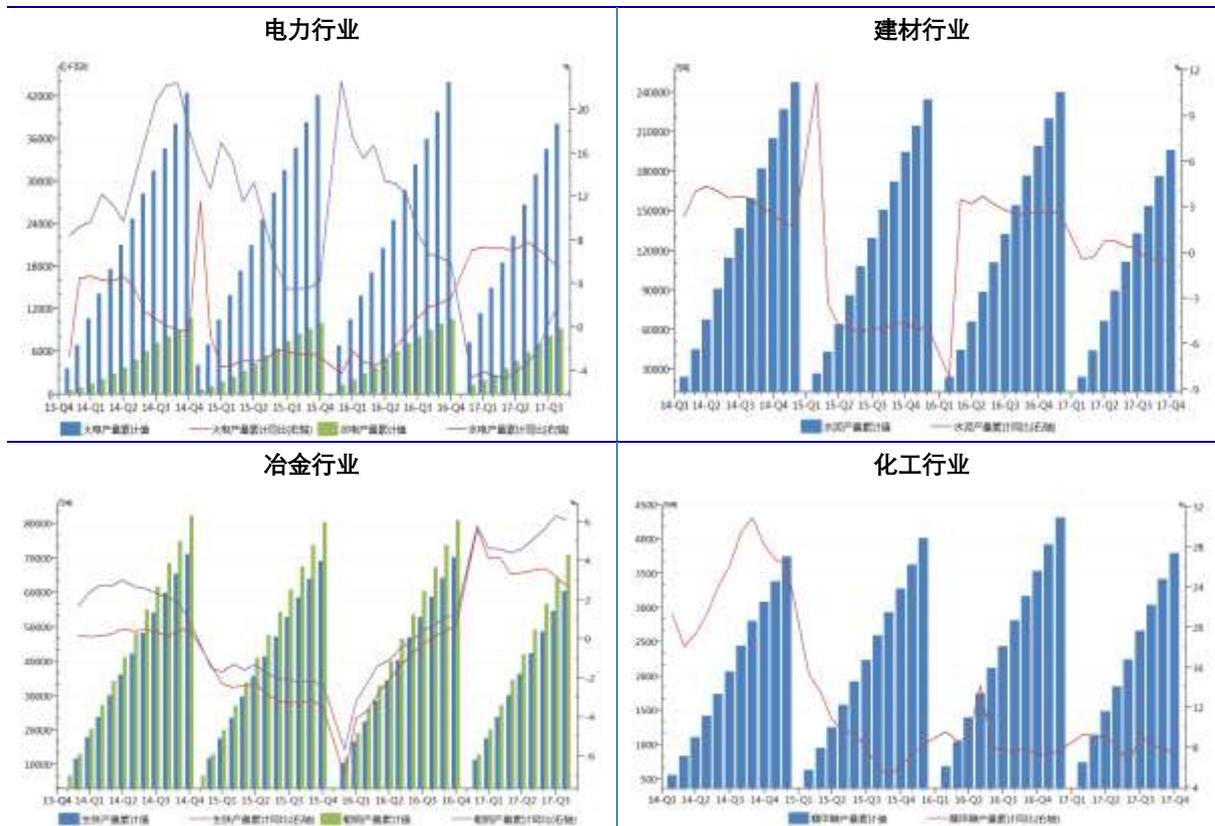
电力：受下游行业错峰生产，加之水电冲击加大，火力发电继续减少。2017 年前 10 个月全社会用电量 52018 亿千瓦时，累计同比增长 6.7%；其中 10 月份全社会用电量 5130 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2017 年前 10 个月全国累计发电量 51944 亿千瓦时，累计同比增长 6.0%；其中 10 月份全国发电量 5038 亿千瓦时，同比增长 2.5%。2017 年前 10 个月火电累计发电量 37993 亿千瓦时，累计同比增长 5.4%；其中 10 月份火电发电量 3475 亿千瓦时，同比下降 2.8%。2017 年前 10 个月水电累计发电量 9234 亿千瓦时，累计同比增长 2.2%；其中 10 月份水电发电量 1079 亿千瓦时，同比大幅增长 16.9%。

建材：受环保限产影响，水泥企业限产停产，水泥价格稳中上升，产量有所减少。2017 年前 10 个月全国水泥累计产量 196288 万吨，累计同比下降 0.5%；其中 10 月份水泥产量 21990 万吨，同比下降 3.1%。

冶金：虽然受环保限产影响，但钢厂利润维持高位，钢厂生产积极性较高，产量继续增加。2017 年前 10 个月全国粗钢累计产量 70950 万吨，累计同比增长 6.1%；其中 10 月份粗钢产量 7236 万吨，同比增长 6.1%。2017 年前 10 个月全国生铁累计产量 60297 万吨，累计同比增长 2.7%；其中 10 月份生铁产量 6002 万吨，同比增长 2.3%。

化工：原油市场转好，甲醇价格大幅上涨，产量有所增加。2017 年前 10 个月全国甲醇累计产量 3791 万吨，累计同比增长 7.4%；其中 10 月份甲醇产量 373 万吨，同比增长 4.5%。

图 13：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

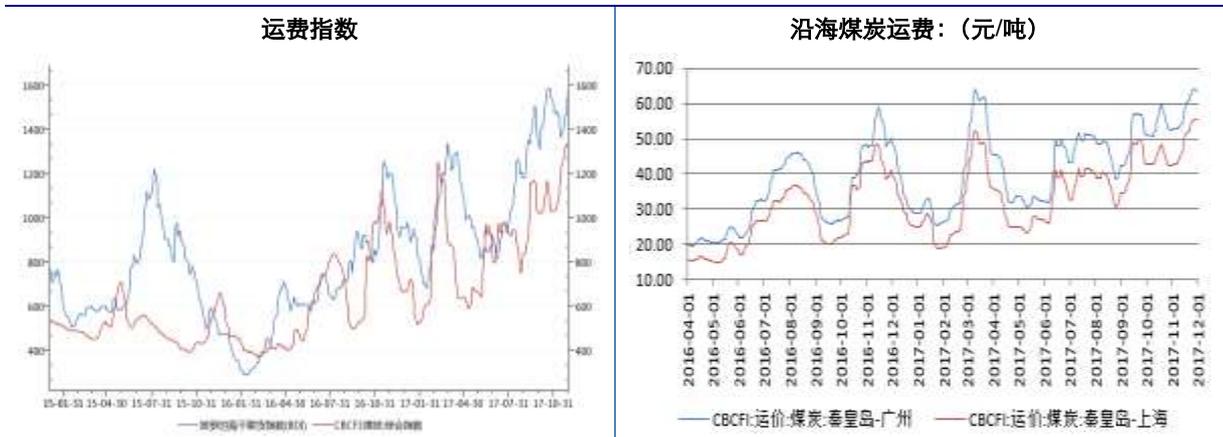
4.6 国际运费不断下行，沿海运费维持低位

由于全球经济逐渐复苏，贸易有所增加，加之原油价格的上涨，从而波罗的海干散货指数（BDI）维持高位偏强运行，屡创近3年新高。截至12月1日，波罗的海干散货指数（BDI）为1626点，较上月同期上涨了130点，涨幅为8.69%，先降后升。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为1317.01，较上月同期大幅上涨了280.74点，涨幅为27.09%，期间创下近四年来新高。11月份沿海煤炭运费的大幅上涨与石油天然气等动力原料价格的上涨有一定的关系，此外其他大宗货物的运输也挤占了一部分船舶运力；加之煤炭市场的回暖、下游需求的回升对沿海煤炭运费的上涨起到了重要的作用。但随着2018年煤电中长协合同的陆续签订，以及国家有关部门保供稳价意愿强烈，同时当前沿海煤炭运费上涨态势趋缓，预计后期将逐渐平稳运行，或有所下降。

截至12月1日，秦皇岛-广州海运费63.2元/吨，较上月上涨了10.5元/吨；秦皇岛-上海海运费55.4元/吨，较上月上涨了12.6元/吨。

图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5 总结

随着北方采暖季来临，供暖用煤需求开始增加，电厂日耗煤量也有所回升，煤炭需求逐渐回暖；同时近期运力较为紧张，短期煤炭供需面相对偏紧，现货价格企稳反弹。

但随着先进产能持续释放，后期供给将逐渐宽松；加之环保力度加大，下游行业错峰生产，煤电需求受到限制，对煤价将形成一定的抑制。

再者国家有关部门保供稳价意愿强烈，同时随着2018年煤电中长协合同的陆续签订，预计短期煤市或维稳运行为主，后期煤价或将逐渐回归合理区间运行。

当前动煤期现基差大幅收敛，一定程度上抑制了动煤期货价格进一步上涨的空间，预计期货价格继续上行动力趋弱，或维持高位调整为主，谨防回落风险。

OPEC 延长减产协议，供需平衡仍在路上

2017 年 12 月 4 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

11 月份国际原油期货价格延续震荡上扬格局。WTI 主力合约月度上涨 3.65 美元/桶，涨幅 6.68%，截至月末收于 58.29 美元/桶，是自 2015 年 7 月以来的新高。从月线来看，已经连续 3 个月收阳线。同样布伦特原油期货价格也是持续上扬，11 月主力合约共上涨 2.52 美元，涨幅 4.12%，截至月末收于 63.7 美元/桶，创下 2015 年 6 月以来新高。

● 后市展望及策略建议

总体来看，OPEC 与俄罗斯等非 OPEC 产油国决定将原油减产协议延长至 2018 年年底，这一决定将直接影响未来国际原油供需平衡与价格走向，OPEC 与页岩油生产国之间的原油定价权之争也将陷入持久战。

尽管经过近一年的努力，OPEC 减产取得了一定成效，原油供过于求的局面得到一定缓解，国际油价有所回升，原油库存也明显下降，但距离其市场平衡的目标仍然较为遥远，让市场价格恢复至 2013 年前后每桶 100 美元的水平仅有理论上的可能性，而目前的国际油价也远远不能满足高度依赖原油出口的 OPEC 成员国的财政需求。

而打乱国际原油市场格局的就是美国页岩油的井喷。OPEC 及非 OPEC 产油国限产让油价有所回暖，这导致不少页岩油钻井提高产量，在抵消传统产油国减产效果的同时也挤压了其市场占有率。

目前唯一对传统产油国有利的是全球经济回暖，国际原油需求量明年有望保持回暖趋势。这会在一定程度上缓解供大于求的局面，但后市油价走势究竟将如何变化，主要还是取决于页岩油增加的产量是否能抵消传统产油国减产的效果并满足全球原油需求的增长，而这不确定性仍较大。

1. 原油市场行情回顾

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

11 月份国际原油期货价格延续震荡上扬格局。WTI 主力合约月度上涨 3.65 美元/桶，涨幅 6.68%，截至月末收于 58.29 美元/桶，是自 2015 年 7 月以来的新高。从月线来看，已经连续 3 个月收阳线。

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

同样布伦特原油期货价格也是持续上扬，11月主力合约共上涨2.52美元，涨幅4.12%，截至月末收于63.7美元/桶，创下2015年6月以来新高。

2. 基本面分析

2.1 OPEC 延长减产协议至 2018 年底

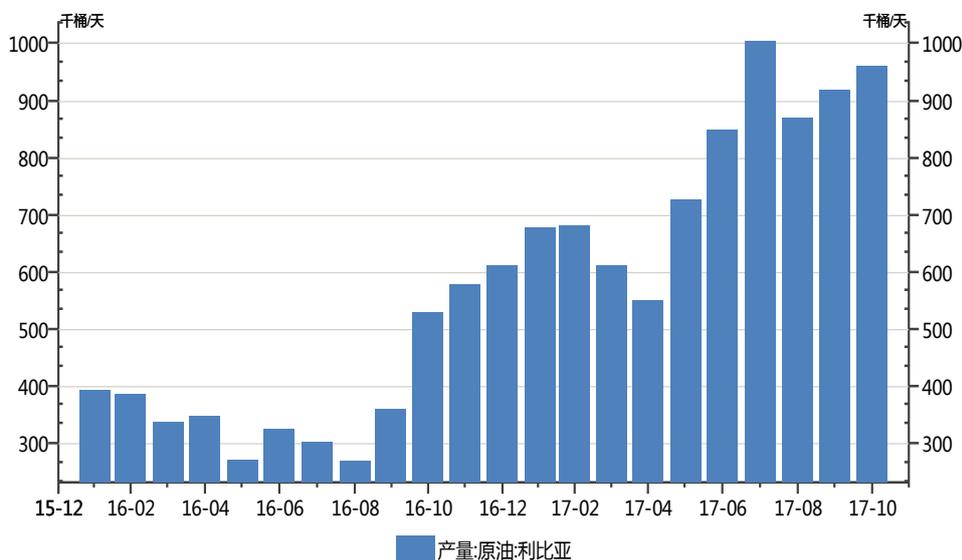
11月国际油市最重要的事件莫过于OPEC会议。此次会议在北京时间11月30日下午17:00召开，会议结果显示参会各方一致同意，继续按照OPEC120万桶/日，非OPEC55.8万桶/日的减产幅度，将减产协议延长至2018年底。另外，将在2018年6月份，根据基本面情况评估减产协议，形势有变则将讨论调整减产协议。同时，利比亚和尼日利亚将从2018年1月1日开始加入OPEC减产协议。利比亚被要求实施110万桶/日的生产限额，尼日利亚同意冻结产能在180万桶/日。

因在会议举行前，市场普遍预期减产将延续至明年年底，因此结果基本符合市场预期，当天油价也是冲高回落，基本走平。

2.2 利比亚和尼日利亚将限产

虽然利比亚和尼日利亚纳入限产让市场意外，但受制于国内地缘政治情况，两国本身的增产空间其实已经较为有限。

图3：利比亚原油产量变化

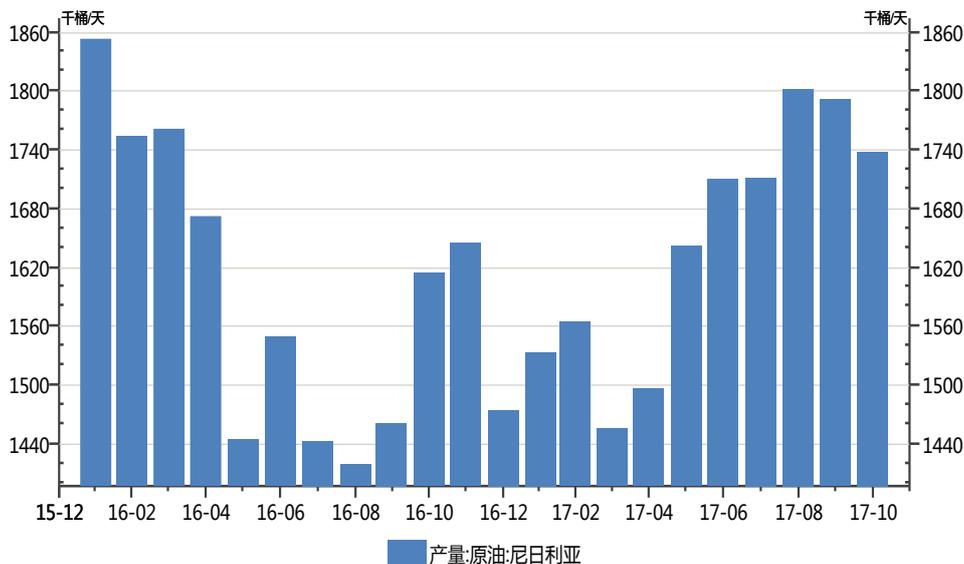


数据来源:Wind资讯 数据来源: Wind, 兴

证期货研发部

利比亚是OPEC成员国中拥有非洲最大原油储量的，由于饱受内战困扰而享有减产豁免权。目前原油产量在96万桶/日左右，最高时略超100万桶/天，在OPEC里的比重为3%。

图 4：尼日利亚原油产量变化



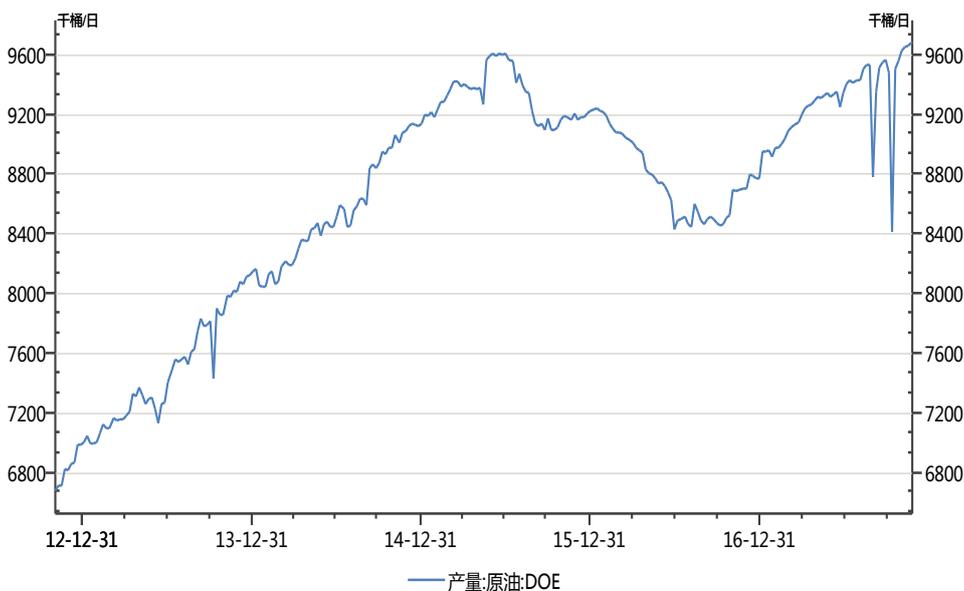
数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

尼日利亚同样也享有减产豁免权，因其需要恢复饱受武装袭击影响的原油产量。与利比亚一样，尼日利亚的产量复苏也将部分抵消其他产油国减产所带来的提振效果。目前原油产量在174 万桶/天，在 OPEC 里的比重在 5.3%左右。

2.3 美国原油产量仍持续增加

图 5：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

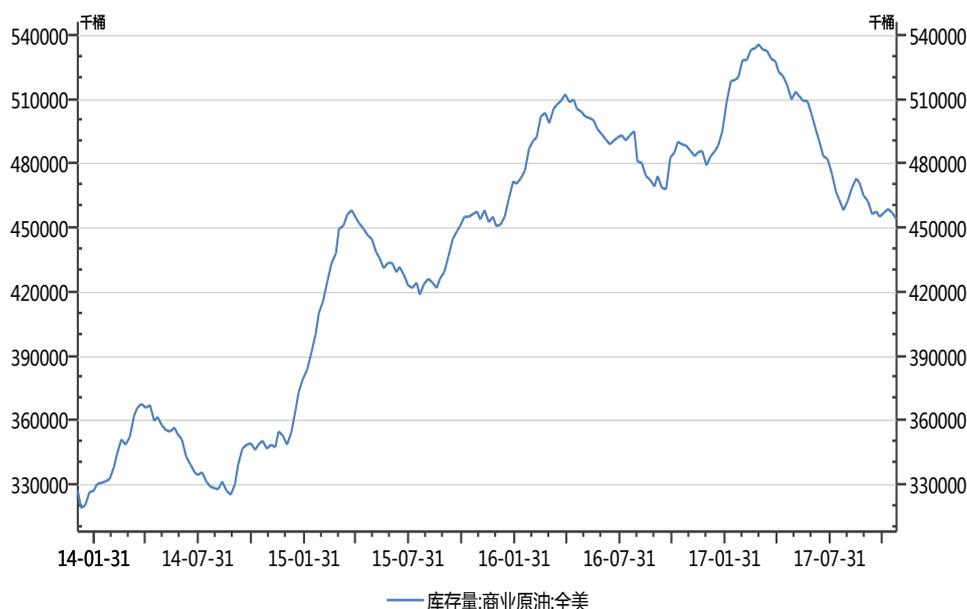
目前来看，原油市场能否完成再平衡，依然取决于非 OPEC 供给和需求增速，而不确定性较大。

供应方面，上周美国国内原油产量继续增加 2.4 万桶至 968.2 万桶/日，连续 6 周增长，继续刷新纪录高位。另外，EIA 也在其最新发布的月度能源展望报告中预计今年美国原油日产量增长 37 万桶，至 923 万桶，明年美国原油日产量将增长 72 万桶至 995 万桶。同时将今年美国石油日需求增长预估从之前的 23 万桶下修至 16 万桶。预计明年美国石油日需求增长 41 万桶，低于之前预估的增长 42 万桶。

另外贝克休斯 12 月 1 日公布的数据显示，截至 12 月 1 日当周，美国石油活跃钻井数增加 2 座至 749，连续第二周录得上升且触及 9 月来最高，因油价接近 2015 年夏季以来最高位，促使美国页岩油产商加大生产。去年同期美国石油活跃钻井数为 597 座。更多数据显示，截至 12 月 1 日当周美国石油和天然气活跃钻井总数增加 6 座至 929 座。

2.4 原油库存下降，成品油库存上升

图 6：美国原油库存变化



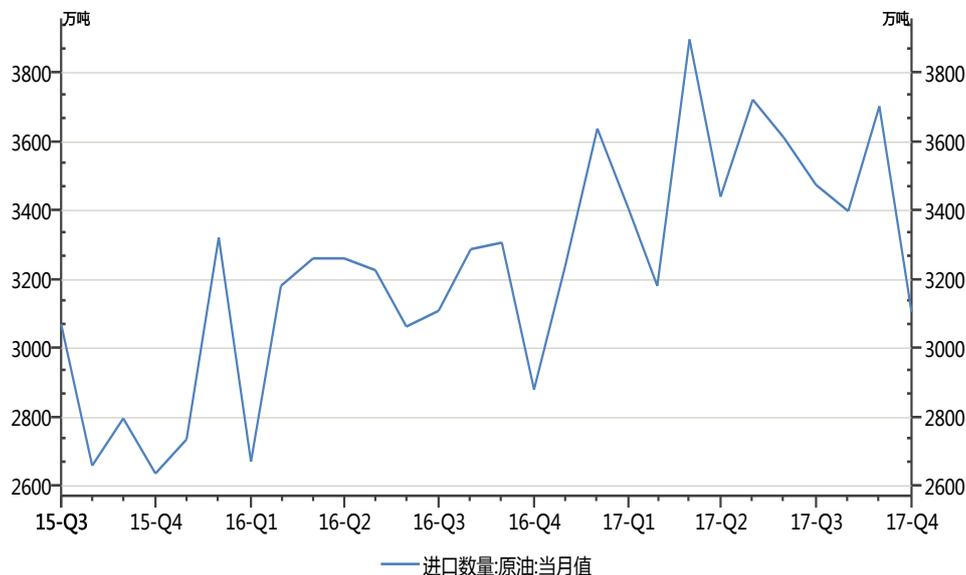
数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

库存方面，截至 11 月 24 日当周，美国原油库存减少 342.9 万桶，创近 6 周以来最大降幅，美国原油主要交割地库欣库存减少 291.4 万桶，连续 3 周录得下滑，且创 2009 年 9 月 18 日以来最大降幅。不过美国精炼油库存增加 274.7 万桶，创近 20 周以来最大增幅，美国汽油库存增加 362.7 万桶，连续第 3 周录得增长且创 7 月以来最大增幅。

2.5 中国原油进口需求增加

图 7：中国原油进口数量

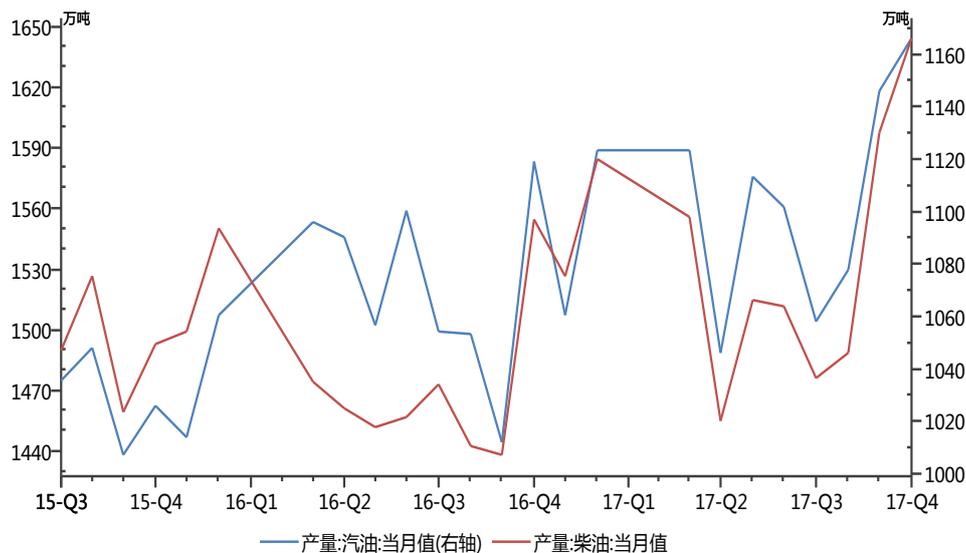


数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据海关最新的数据显示，中国 10 月份的原油进口数量为 3103 万吨，同比增加 7.8%。中国 11 月份日均从美国进口大约 24.2 万桶原油。2016 年中国从美国进口几乎为零，而今年前 10 个月月均约 13.5 万桶/日。

图 8：中国汽油、柴油进口数量



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，兴证期货研发部

另外，根据中国国家统计局公布的数据显示，10月份中国的汽油和柴油产量创历史新高，汽油产量同比上升3.7%至1166万吨，至少是2014年12月统计局开始发布该数据以来的最高水平；柴油产量增长4.4%，达到1644吨，也是自统计局发布此项数据以来的新高。

3.后市展望

总体来看，OPEC与俄罗斯等非OPEC产油国决定将原油减产协议延长至2018年年底，这一决定将直接影响未来国际原油供需平衡与价格走向，OPEC与页岩油生产国之间的原油定价权之争也将陷入持久战。

尽管经过近一年的努力，OPEC减产取得了一定成效，原油供过于求的局面得到一定缓解，国际油价有所回升，原油库存也明显下降，但距离其市场平衡的目标仍然较为遥远，让市场价格恢复至2013年前后每桶100美元的水平仅有理论上的可能性，而目前的国际油价也远远不能满足高度依赖原油出口的OPEC成员国的财政需求。

而打乱国际原油市场格局的就是美国页岩油的井喷。OPEC及非OPEC产油国限产让油价有所回暖，这导致不少页岩油钻井提高产量，在抵消传统产油国减产效果的同时也挤压了其市场占有率。

目前唯一对传统产油国有利的是全球经济回暖，国际原油需求量明年有望保持回暖趋势。这会在一定程度上缓解供大于求的局面，但后市油价走势究竟将如何变化，主要还是取决于页岩油增加的产量是否能抵消传统产油国减产的效果并满足全球原油需求的增长，而这不确定性仍较大。

低位区域性震荡整理

2017年12月4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。

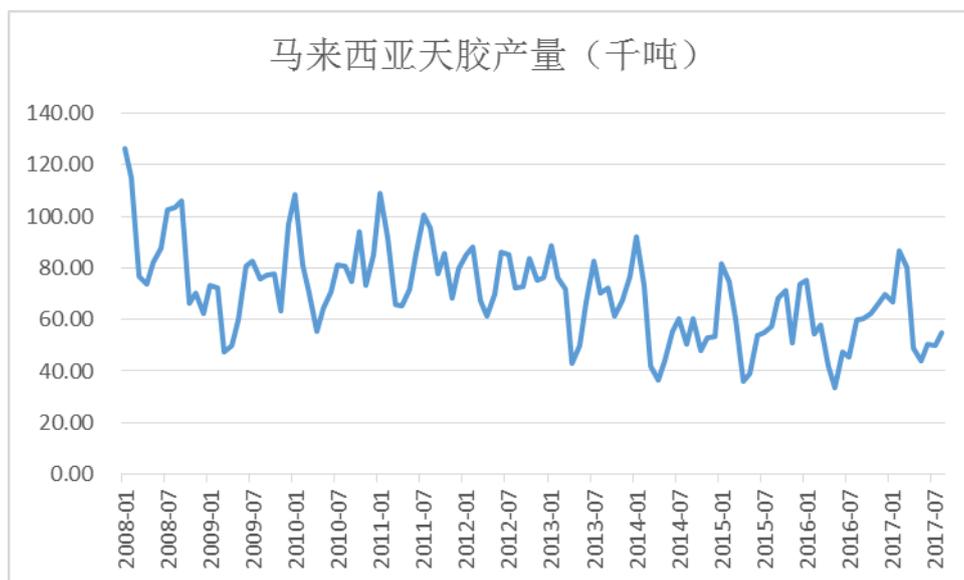
印尼橡胶出口目的国主要有 5 个国家：美国、中国、日本、韩国和新加坡。2006 年中国从印尼进口 33.4221 万吨，比去年增加了 30%，成为印尼橡胶的第三大输出国。印尼向中国出口稳步增长，增长幅度平均达到了 35.5%，从 2000 年到 2006 年平均增长幅度更是高达 83.7%，15 年内向中国的出口已经从 1990 的 6682 吨翻了 37 倍而在 2006 年达到了 33.72 万吨。

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%。

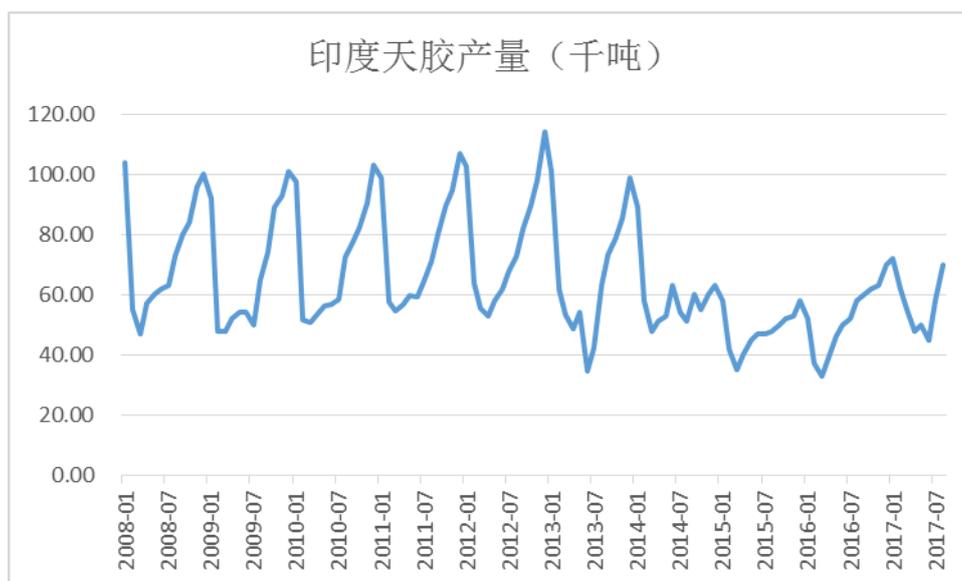
8 月，马来西亚天然橡胶进口量为 86129 吨。较上个月增加了 7.2%，与去年同期相比，上升了 23.2%。

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。

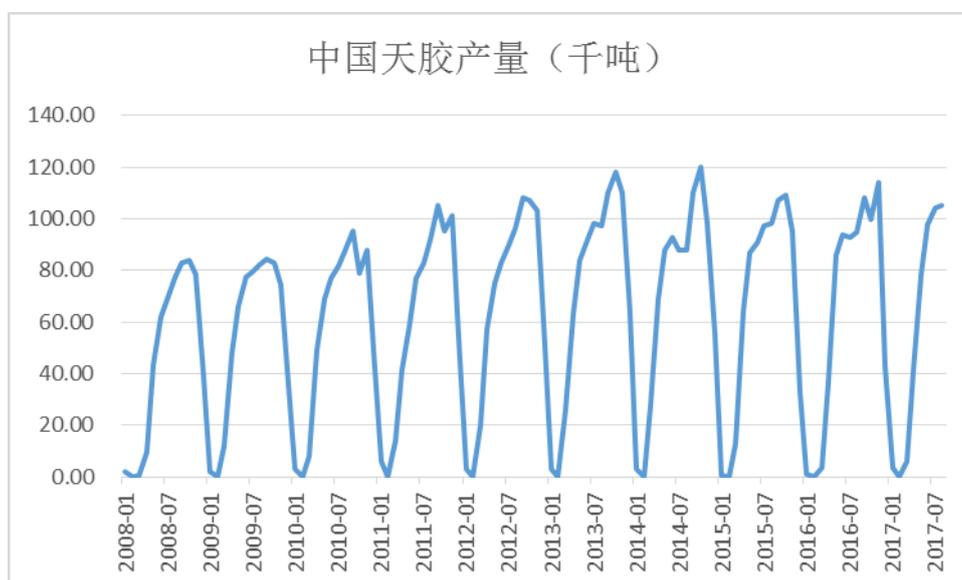
据外媒消息，印度橡胶管理局 (IRB) 的报告称，价格上涨推动印度天然橡胶 (NR) 产量和出口量强劲增长。

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。

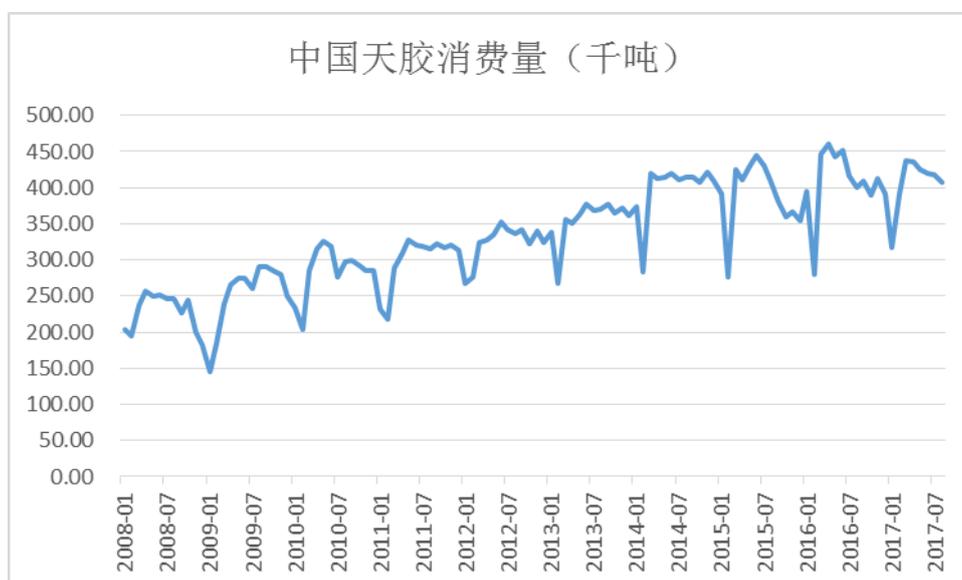
期市库存方面，截止 10 月 27 日，上期所橡胶库存量大幅增加 13959 吨至 478168 吨，注册仓单增加 5240 吨至 376310 吨，期货新库存压力大幅加重，仓单数量同样增加，由此对市场仍产生较重压制作用。

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。

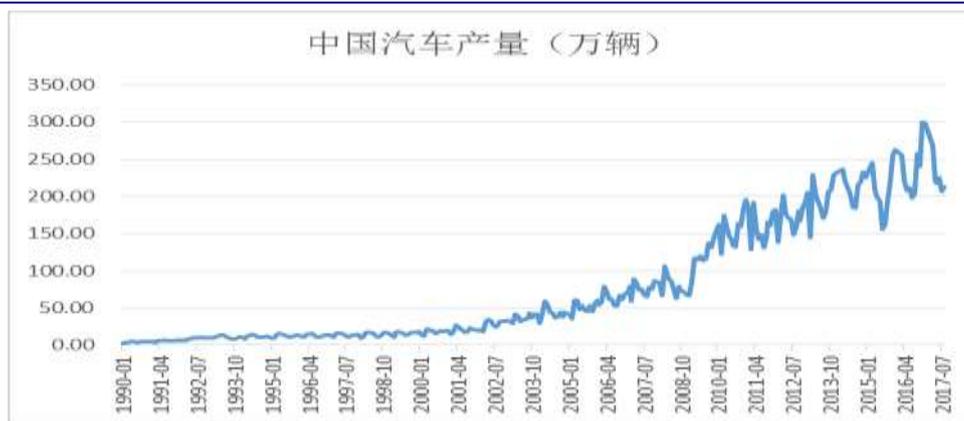
国家逐渐加大对轮胎行业的规范力度，靠扩产能、上规模就能取胜的时代过去了。严格准入条件、兼并重组、战略合作，这些都是行业发展的理性回归，是走向健康发展的开始。

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%。

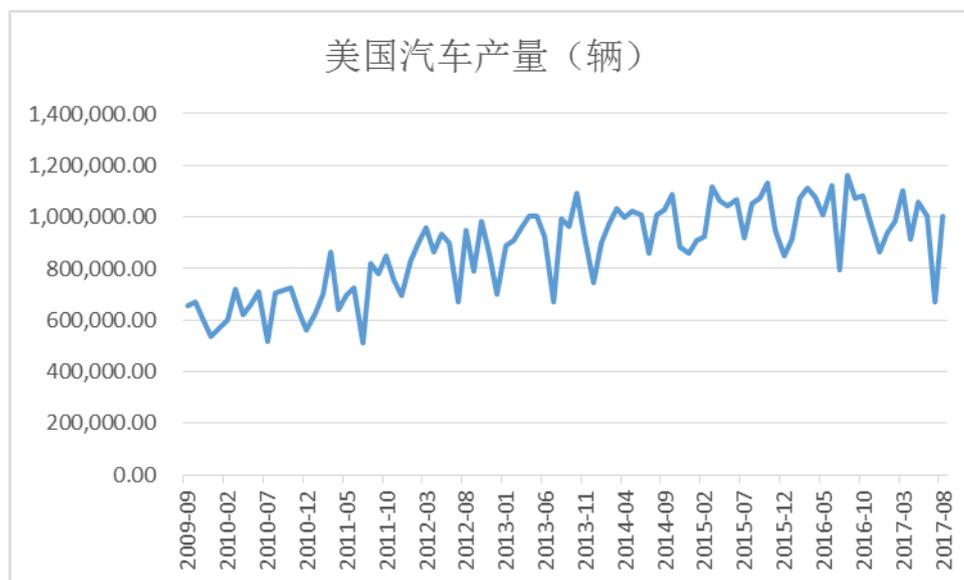
1-9 月，汽车产销 2034.92 万辆和 2022.45 万辆，同比增长 4.77%和 4.46%，增幅比 1-8 月提升 0.10 个百分点和 0.21 个百分点，比上年同期减缓 8.48 个百分点和 8.71 个百分点。其中乘用车产销 1732.80 万辆和 1715.05 万辆，同比增长 3.03%和 2.38%；商用车产销 302.11 万辆和 307.40 万辆，同比增长 16%和 17.85%。

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。

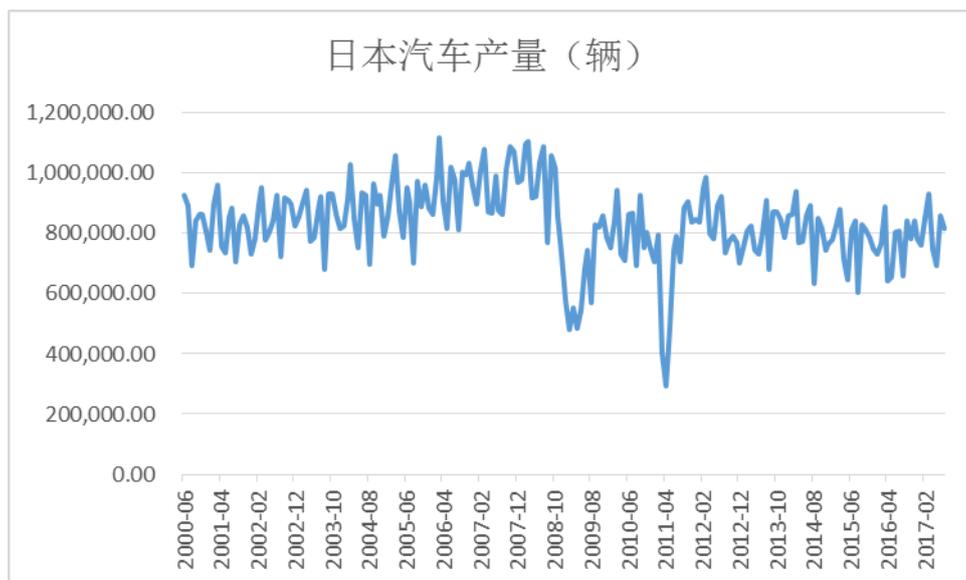
根据美国 Autodata 提供的数据，8 月份，雷克萨斯超越奔驰、宝马再次获得美国豪华车月度销量冠军。至此，雷克萨斯今年已连续两月获得美国豪华车销量冠军。

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。

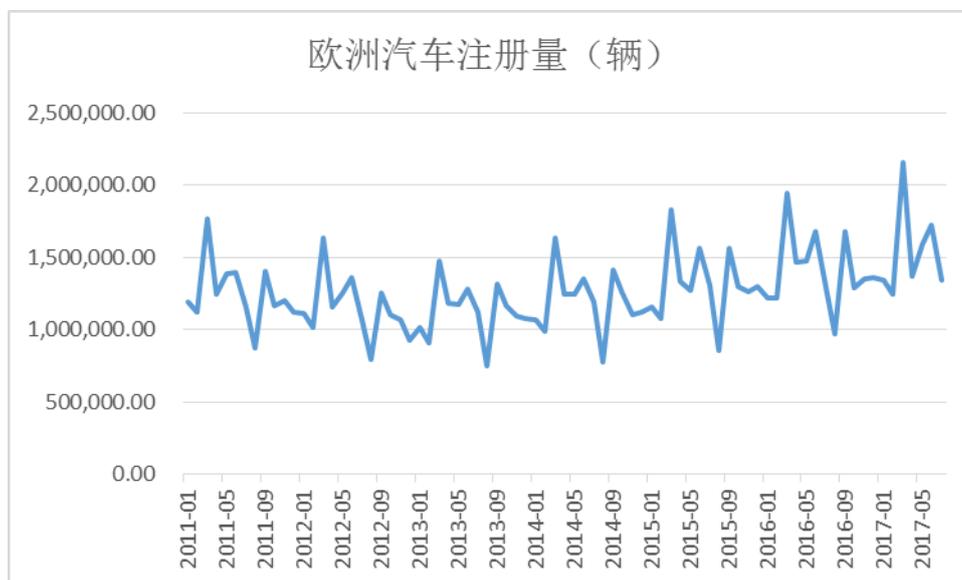
实际上，神户制钢所在 2016 年也曝出篡改数据丑闻，旗下一家生产钢丝的子公司在 9 年里持续伪造不锈钢产品强度，将不符合行业强度标准的不锈钢产品冒充合格品出售，影响产品包括热水器等家电以及汽车。

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。

社会库存拐点将现，关注装置开启进度

2017年12月4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

11月份PTA期货价格震荡上行，供应一侧几套装置重启进度较预期偏弱，月中炒作现货紧张概念有大幅拉升，1-5价差大幅扩大，后期随翔鹭开启，供应紧张预期消退，月末随OPEC延长减产协议9个月，PTA再度上拉。需求呈现季节性走弱态势。社会库存拐点并未出现。

● 后市展望及策略建议

12月PTA需求一侧，库存仍然偏低下，可预期聚酯负荷继续维持高位运行。供应则仍需关注翔鹭、华彬、嘉兴石化的开启进度，另外逸盛两套装置和三房巷一套装置有年检可能。目前估计12月社会库存拐点出现概率较大，但力度仍需跟踪观察，三套装置全部年检可能性偏低，若装置开启顺利，加之没有意外故障，12月或累库存20万吨左右。

操作建议上，原油高位企稳下，PTA仍有补涨原油空间，此外现货稳定升水期货，库存紧张下，期价大幅下挫可能性偏低，远月前多可继续持有，若短期急涨出现指标乖离，或外围气氛转空，则可择机平仓。1-5价差正套可适当参与，若后期开车不顺，加之部分装置意外故障，1-5价差仍有大幅扩大可能。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

5. PTA

1.1 生产与库存

11月PTA装置复产较多，前期关注较多的翔鹭石化及华彬石化均于月中重启，提升了全行业负荷，但复产坎坷、前期检修装置延长检修、部分装置意外故障，负荷环比基本持平。全月而言，11月月均负荷在74%左右，月产量约为310万吨。

PTA需求方面，聚酯厂全月负荷约在92%附近，环比下降约1%左右，负荷下降主要来自瓶片装置的降负，瓶片季节性降负约6%，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，11月份PTA库存继续去化，社会库存降幅约在5-10万吨左右，去库至累库的拐点再度延后。

12月份，PTA供应仍有较大不确定性，主要关注装置为翔鹭石化450万吨、华彬石化140万吨、嘉兴石化220万吨、逸盛（大连）225万吨、逸盛（海南）200万吨和三房巷120万吨。前三套装置有潜在提负可能，后三套装置距上次年检超过1年，近期有较大概率年检。

若翔鹭石化12月上旬能由目前不到5成负荷率提升至满负荷运行，华彬石化在12月上旬满负荷运行、嘉兴石化在12月下旬5成负荷开启，后三套装置年检两套，年检时间15天左右，同时不考虑装置意外故障，则12月产量或在340万吨左右。

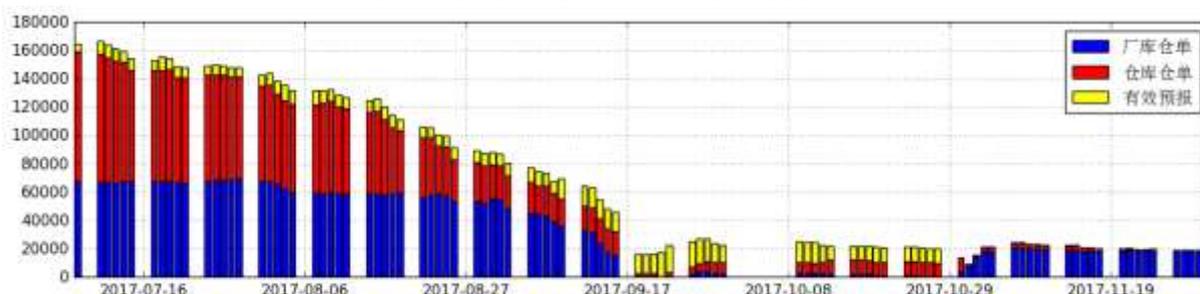
需求方面，截止11月底，聚酯负荷稳中走弱至91%，瓶片负荷有较大降负，但涤丝及短纤负荷仍持续走高，11月月均产销低于100%，聚酯库存有所积累，但仍处于偏低水平，12月可考虑下调聚酯月均负荷估计2%左右，则12月聚酯产量约在365万吨左右，对应PTA需求量在314万吨附近。12月社会库存或会积累20-25万吨。

表 1: 未来检修变动一览

企业名称	产能	地点	备注
翔鹭石化	450	福建漳州	一、二线共300万吨已开车并出料，目前负荷7成左右
扬子石化	60	南京	11.25因故短停，重启待定
华彬石化	140	浙江绍兴	140万吨装置停车中，预计12月上旬重启
逸盛大连	600	大连	225万吨装置有年检可能
三房巷	120	江阴	120万吨装置有年检可能
逸盛海南	200	海南	200万吨装置或在1月份有安排检修
嘉兴石化二期	220		或在12月上旬开车

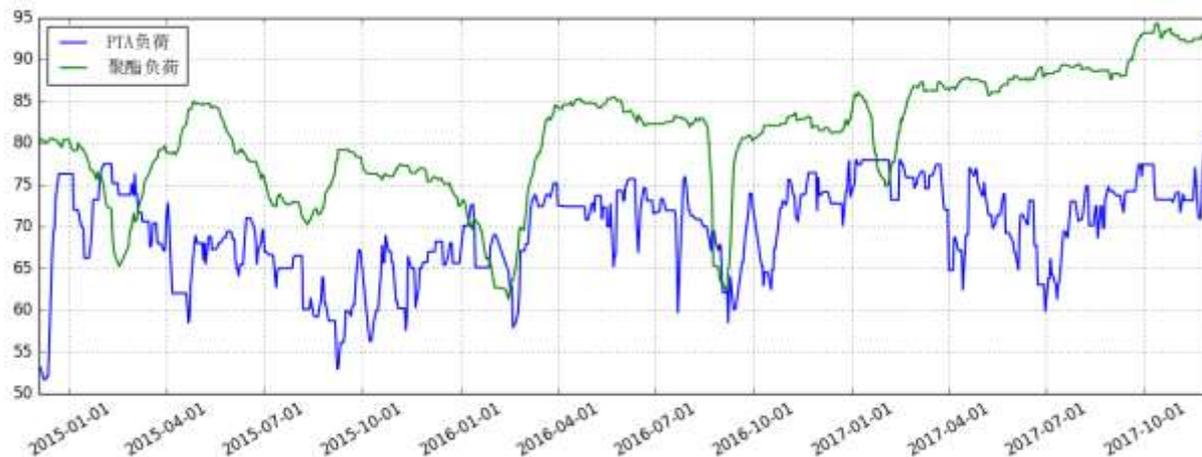
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: 实物仓单几无，厂库仓单稳定



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 2：月末 PTA 负荷拉升，聚酯负荷稳中有弱



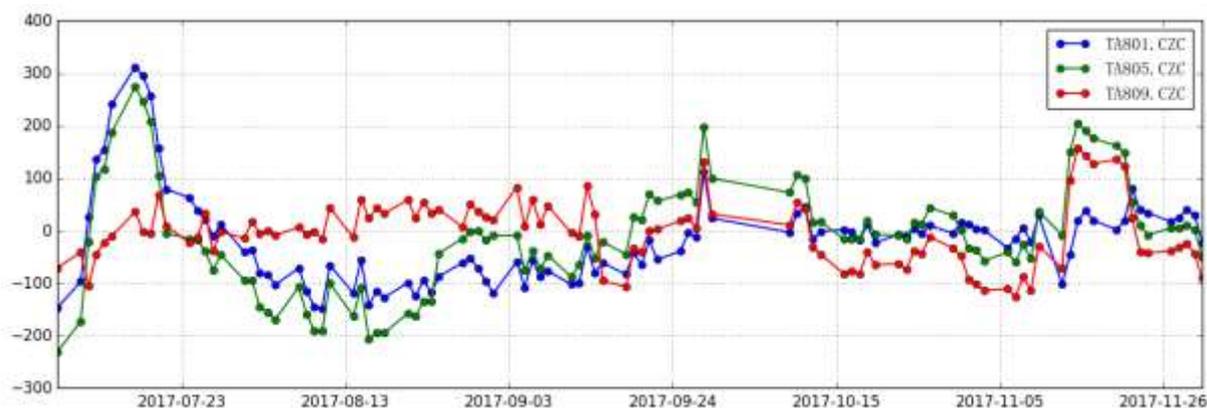
数据来源：CCF，兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

11 月 PTA 现货价格大幅上升，PTA 现货月均价 5405 元/吨，环比上升 236 元/吨，CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 900 美元/吨，环比上涨 50 美元/吨，11 月月均加工差在 747 元/吨，环比上升 11 元/吨。11 月 ACP 没能谈成。

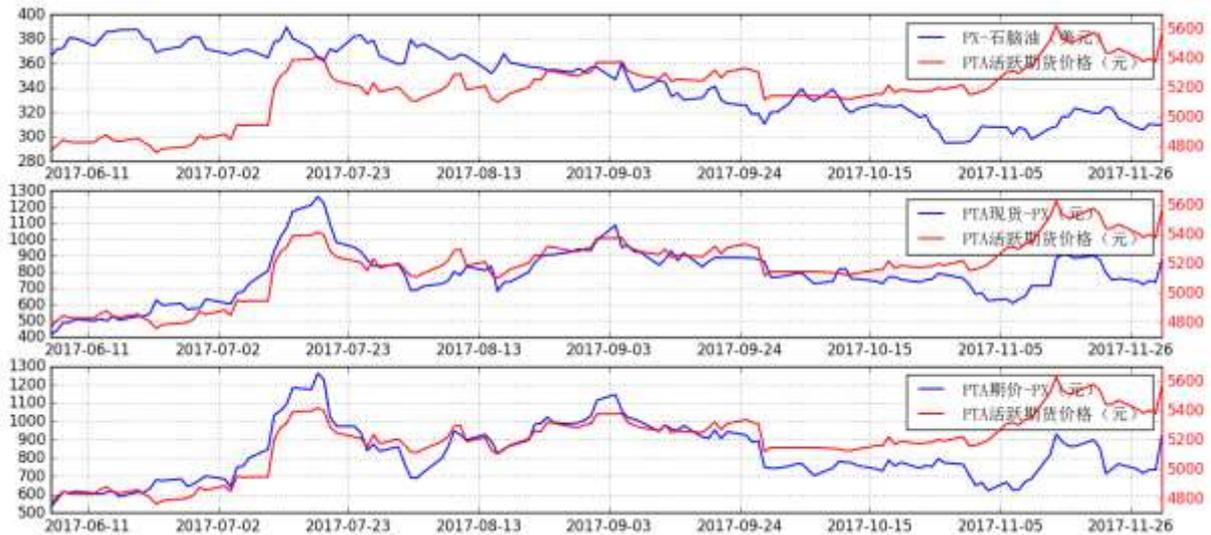
12 月份预期来看，PTA 成本方面，ACP 谈判均价在 910 美元/吨 CFR，由韩国 S-Oil 和逸盛石化谈定，谈判价高于 11 月月均价，一方面是由于 OPEC 减产协议达成，上游成本有望企稳，一方面是由于未来 PTA 装置复产较多，PX 需求相对增加，但目前国内 PX 社会库存处于历史偏高水平，因此 PX 厂商议价能力被削弱。在 910 美元/吨的水平下，PTA 工厂仍能获得 700 元/吨左右的加工差。考虑到目前 PTA 社会库存仍偏低，期货仓库几无实物仓单，尽管未来 PTA 供应有扩大可能，但供应积累需要时间，并且嘉兴石化重启仍存不确定性，短期压制加工差能力较弱，预计 12 月加工差能维持在目前水平，PTA 工厂良好利润有望延续。

图 3：现货稳定升水 01 合约



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 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

6. 聚酯

11 月份, 上半月, 聚酯产销尚可, 终端尽管新单季节性走弱, 但旧单仍在生产, 个别时段因聚酯原料价格大涨, 仍有投机性备货显现, 交投气氛尚可。进入中下旬, 随着 PTA 期货多头资金撤离, 聚酯原料价格回落, 加之旧单逐步收尾, 终端消化前期备货为主, 聚酯产销持续偏弱, 工厂让利出货为主。切片、长丝、短纤、瓶片价格月均价均有 100-200 元/吨降负, FDY 降负略多在 400 元/吨左右。

2.1 切片

切片方面, 上旬, 随聚酯原料上涨, 价格上行, 交投气氛良好。中旬, 随原料企稳走弱, 交投气氛回落, 价格弱势震荡。下旬随终端走弱影响, 交投气氛继续回落, 价格窄幅走弱。月均价而言, 半光切片在 7738 元/吨, 环比上涨 75 元/吨, 有光切片在 7876 元/吨, 环比上涨 20 元/吨, 月末在 7677 元/吨和 7800 元/吨, 环比持平。

2.2 长丝

长丝方面, 上半月受聚酯原料大涨, 终端投机性备货增多, 在低库存下, 价格大幅上涨, 下半月随原料价格回落, 以及终端订单逐步收尾, 产销回落, 工厂让利出货。月均价而言, POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8966 元/吨、9332 元/吨和 10564 元/吨, 环比变动 403、327 和 342 元/吨, 月末在 8810 元/吨、9030 元/吨和 10420 元/吨, 环比变动 30、-135 和 90 元/吨。

长丝产销上, 国内主流直纺工厂长丝平均产销在 93%附近, 环比下降 12%, 长丝工厂库存逐步积累。

长丝库存上, 月均而言, POY、FDY、DTY 分别在 2.4 天、5.91 天和 12.6 天。月末在 3.4 天、8.7 天和 13.7 天。

2.3 瓶片

瓶片方面，市场整体波动有限，终端季节性走弱，瓶片报价上调有限，报价窄幅波动至8050-8150元/吨出厂附近徘徊，华东水瓶片月均价在8002元/吨，环比上涨171元/吨。全月终端工厂以刚需补货为主。

2.4 短纤

短纤方面，直纺涤短高位盘整。上半月，随聚酯原料大涨，直纺涤短跟随上行，下半月，在终端走弱下，终端以消化前期备货为主，涤短弱势调整。月均价上，1.4D直纺涤短月均价在9104元/吨，环比上涨143元/吨，月末在8935元/吨环比下降50元/吨。库存月均在2.1天左右，环比下降3天，月末在5.4天左右。

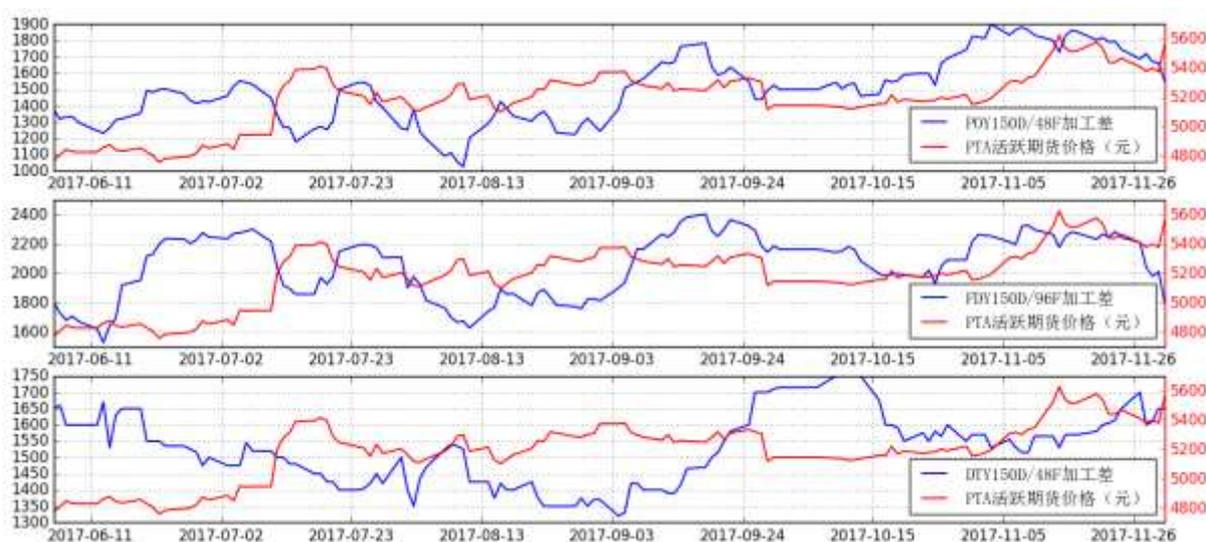
2.5 展望

12月长丝方面，终端负荷继续季节性走弱，新单依旧偏弱。涤丝工厂普遍对短期需求悲观，目前涤丝现金流仍然处于较好水平，有较大让利空间，未来随着库存积累，涤丝价格预计逐步下降。

瓶片方面，短期有装置重启，但季节性走弱趋势不改，预计未来瓶片库存将继续积累，价格稳中偏弱为主。

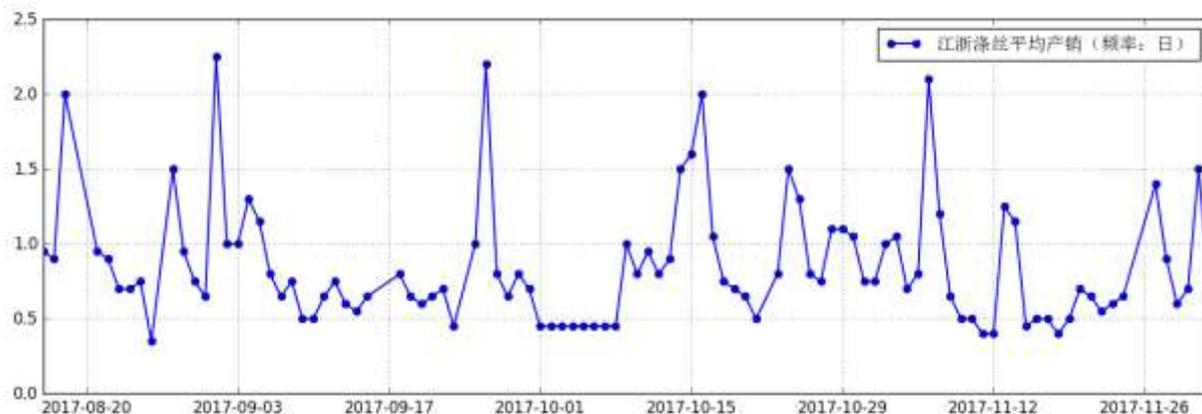
短纤方面，与长丝相似，终端走弱下，涤短产销偏弱，走货不畅，库存积累，涤短同样有较高让利空间。棉花价格走稳，现货需求偏弱，价格维持弱势，对涤短难有带动作用。

图 5: POY 及 FDY 加工差大幅回落, DTY 加工差持稳



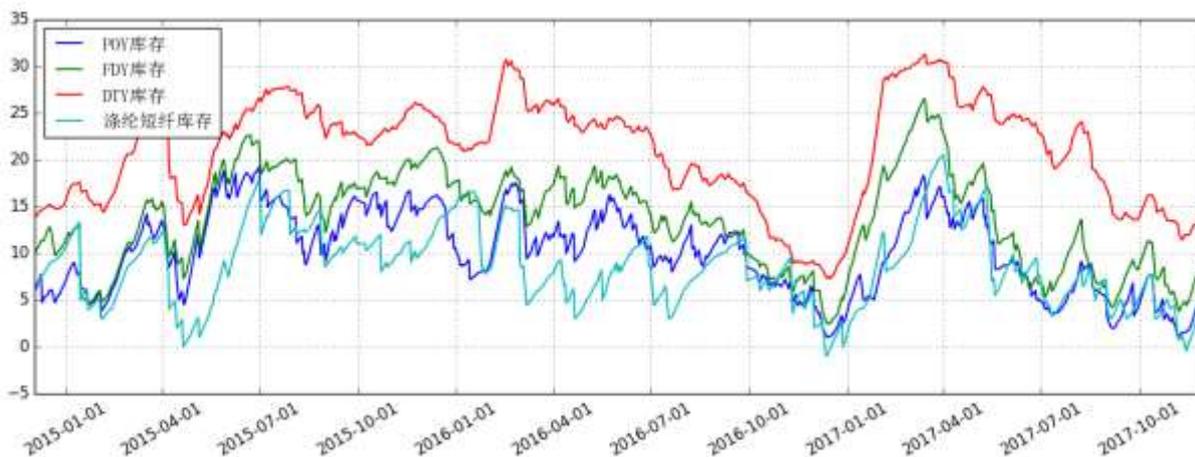
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6：月末偶有放量，环比上月走弱



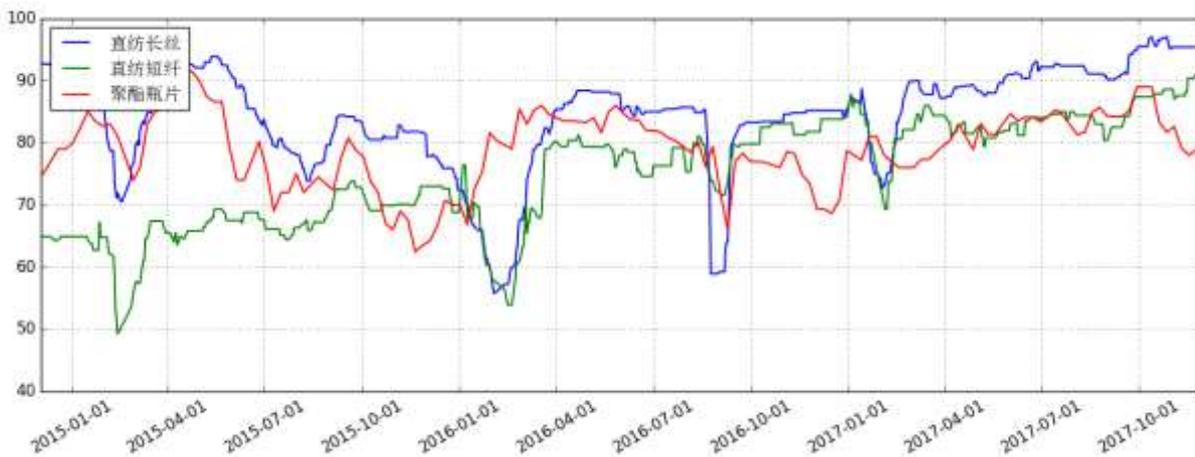
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 7：长丝及短纤库存逐步积累



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 8：瓶片负荷继续走弱，短纤负荷有所提升，长丝企稳



数据来源：CCF，兴证期货研发部

7. 终端

11月,各纺织基地负荷稳中有弱,月均来看江浙织机、江浙加弹、华南织机负荷分别在77%、85%、51%。

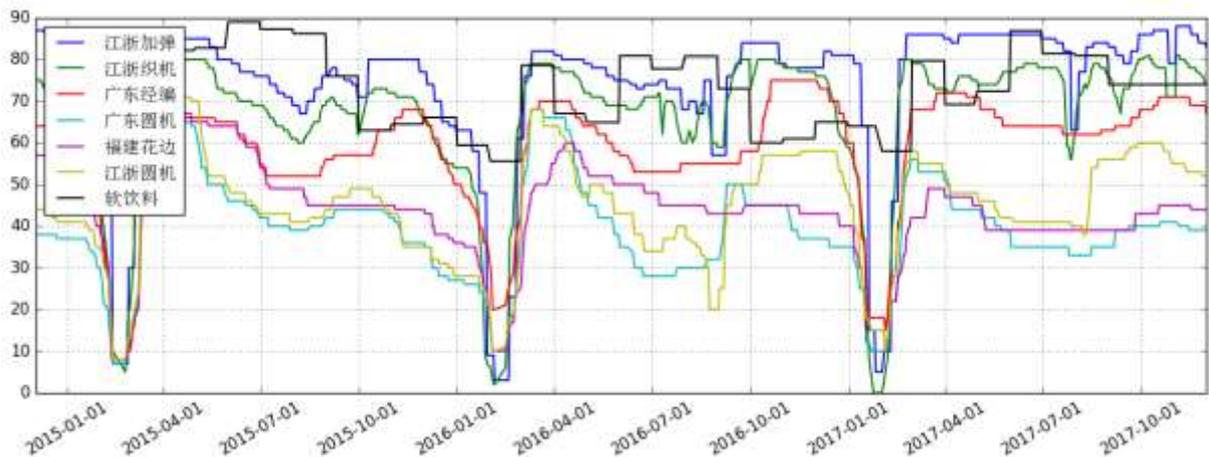
轻纺城数据来看,10月坯布市场销量显著回落,10月轻纺城成交总量平均在852829 万米/天,环比上升23万米/天左右,化纤布成交平均在625万米/天左右,环比上升34万米/天左右。从月内走势来看,维持季节性偏弱态势。终端坯布库存继续上升,目前在31天左右水平,环比上月末上升4天。

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

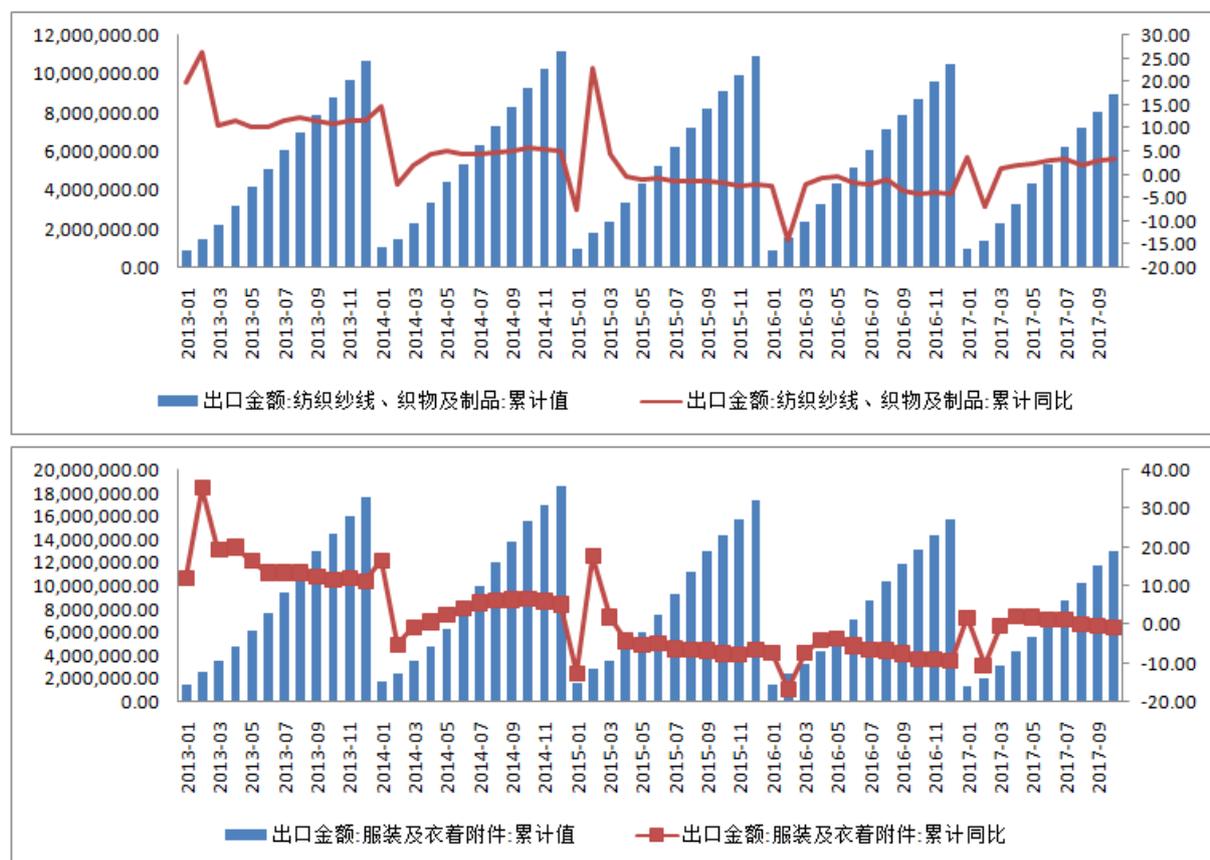
图 10：终端负荷稳中有弱



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1-10月我国累计出口纺织纱线、织物及制品8982843.5万美元，同比增加3.3%，2016年同期数据减少4.4%。累计出口服装及衣着附件13032766.7万美元，同比减少0.6%，2016年同期数据减少8.8%。出口数据略有改善。

图 11：纺织品出口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

8. 原油

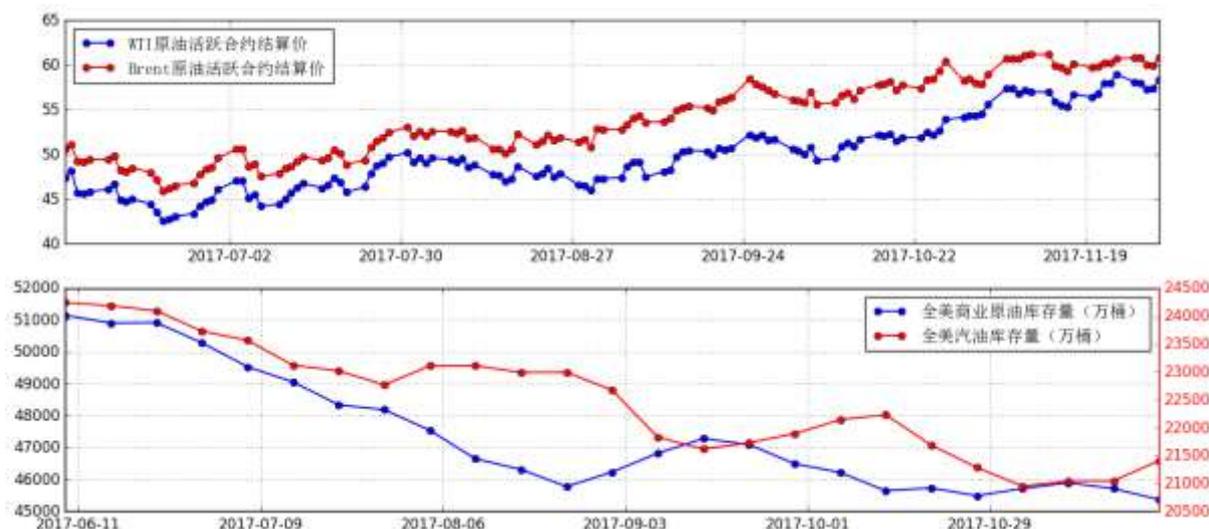
本月原油市场整体重心上移。

月初，虽然伊拉克原油产量上升，但市场预期石油输出国组织(OPEC)将延长减产行动至2018年，同时美国8月原油日产量微降，从前月的923.4万桶小幅下滑至920.3万桶，油价价格有所上涨。

月中，OPEC月报显示减产执行率依然高涨，加上中东局势仍趋紧张，为油价提供了有效支撑，但国际能源署(IEA)发布悲观原油需求预期，且美国石油钻井数攀升以及美国原油产量继续上升使得油价开始回调。

月底，受俄罗斯减产仍然是未知之数的影响，油价有所承压，不过受加拿大向美国输送原油的最大输油管之一Keystone输油管关闭以及媒体称OPEC决定延长9个月的消息，市场看涨情绪转向乐观，油价最终收涨。

图 12：原油价格及 EIA 库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

9. 操作建议

11 月份 PTA 期货价格震荡上行，供应一侧几套装置重启进度较预期偏弱，月中炒作现货紧张概念有大幅拉升，1-5 价差大幅扩大，后期随翔鹭开启，供应紧张预期消退，月末随 OPEC 延长减产协议 9 个月，PTA 再度上拉。需求呈现季节性走弱态势。社会库存拐点并未出现。

12 月 PTA 需求一侧，库存仍然偏低下，可预期聚酯负荷继续维持高位运行。供应则仍需关注翔鹭、华彬、嘉兴石化的开启进度，另外逸盛两套装置和三房巷一套装置有年检可能。目前估计 12 月社会库存拐点出现概率较大，但力度仍需跟踪观察，三套装置全部年检可能性偏低，若装置开启顺利，加之没有意外故障，12 月或累库存 20 万吨左右。

操作建议上，原油高位企稳下，PTA 仍有补涨原油空间，此外现货稳定升水期货，库存紧张下，期价大幅下挫可能性偏低，远月前多可继续持有，若短期急涨出现指标乖离，或外围气氛转空，则可择机平仓。1-5 价差正套可适当参与，若后期开车不顺，加之部分装置意外故障，1-5 价差仍有大幅扩大可能。提防市场情绪及原油异动。仅供参考。

图 13: 1-5 价差高位回落, TA 移仓结束



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: TA1801 净持仓

席位	2017-12-01	2017-11-30	2017-11-29	2017-11-28	2017-11-27
永安期货	9172	10995	12859	12490	12299
国泰君安	8698	8371	9011	9298	10114
格林大华期货	8306	8248			
浙商期货	5337	6199	6910	6546	6616
华泰期货	4210	6641	9437	22514	27244
上海中期	4068	1358	1512	4472	4618
中粮期货	3828	1879	1537	4496	968
国投安信期货	3314	2347	2172	-2795	
招商期货	2932	2849	2638		2712
海通期货	2716	4205	5312	4705	4518
申银万国	2641	2438	2467	2530	
同信久恒	2502	2508	2507		
东海期货	2440	2831	3440	3637	3641
国联期货	2036	3460	2993	3042	3334
深圳瑞龙	1875	1900			
中融汇信	1535	-164	120	-3398	-3405
宝城期货	1234	1093	2673	2677	3512
银河期货	1066	-323	-5174	-5552	-12097
东证期货	-738	-2890	-3053	-3243	-4884

福能期货	-1836				
中信期货	-2371	-4333	-4608	-1064	514
华安期货	-2487	-2468	-3070	-4827	-5288
弘业期货	-2537				
浙江新世纪	-2817	-2813	-2813	-2811	-2912
大越期货	-3117	-3643	-3664	-6025	-6605
南华期货	-3683	-5044	3763	-5910	3245
中大期货	-4110	-3303	-4400	-4295	-6115
大地期货	-5843	-5780	-5900	-5952	-6074
五矿经易期货	-7651	-9891	-10236	-7933	-8083
通惠期货	-10026	-9746	-11016	-11001	-14731
国贸期货	-17849	-18034	-19389	-19390	-20179
建信期货	-22298	-22305	-22410	-22615	-22547

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: TA1805 净持仓

席位	2017-12-01	2017-11-30	2017-11-29	2017-11-28	2017-11-27
海通期货	26379	18998	22454	19509	31532
兴证期货	22673	11605	18360	16960	15689
中信期货	19611	20105	22985	15381	14374
国泰君安	16944	5791	5665	7305	6072
华泰期货	15942	19310	30450	24248	27951
东航期货	15898	12507	13133	12204	12621
中信建投	12560				
中金期货	12104	11850	11374	10960	9167
宏源期货	11882	7304	10140	7347	7512
中辉期货	9622	9608	10538	10728	11992
五矿经易期货	8587	6725	6314	7051	
广发期货	8519	8724	9223	8663	16128
中粮期货	8234		536	-6138	552
申银万国	3564	1798	2142	1951	435
中原期货	309	386	340	253	200
银河期货	218	4156	-6451	-7244	-17032
南华期货	-4181	3787	9480	7761	130
华安期货	-5874	-5728	-12750	-11129	-10936
浙商期货	-9536	-8352	-10484	-7838	-9286
上海中期	-9986	-7598	-9188	-9312	-9249
格林大华期货	-10438	-10140	-11082	-11290	-10734
东海期货	-11794		-6235		
光大期货	-12647	-16527	-18393	-18208	-17116

东吴期货	-13684	-13381	-13560	-12571	-13784
中国国际	-16217	-11790	-14989	-15898	-16956
通惠期货	-17083	-14727	-15077	-15133	-16737
新潮期货	-17440	-13058	-13092	-13194	-12977
永安期货	-28587	-30953	-29778	-21394	-10799
鲁证期货	-39040	-21135	-21394	-21164	-21058
建信期货	-41562	-41513	-41373	-38783	-38798
国贸期货	-45507	-33087	-42590	-40625	-50101

数据来源：Wind，兴证期货研发部

油脂低位区间震荡

2017年12月4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

11月，豆油维持区间震荡走低的行情；供给方面，美国收割基本结束，丰产概率极高，新作收割压力得到环节，后期销售数据可能对市场有影响；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；但阿根廷和巴西逐步进入到天气炒作时间，且由于拉尼娜现象将发生，干旱预期对南美大豆产量造成较大影响，对豆价有预期；需求方面，需求旺季将逐步到来给价格带来支撑。目前，豆油库存维持168万吨的历史记录水平。棕榈油库存维持低位震荡反弹；9月马来西亚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12月以后，美豆的出口销售将继续影响市场价格；南美大豆的种植情况和后期的天气情况将影响市场行情；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有小幅反弹；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。

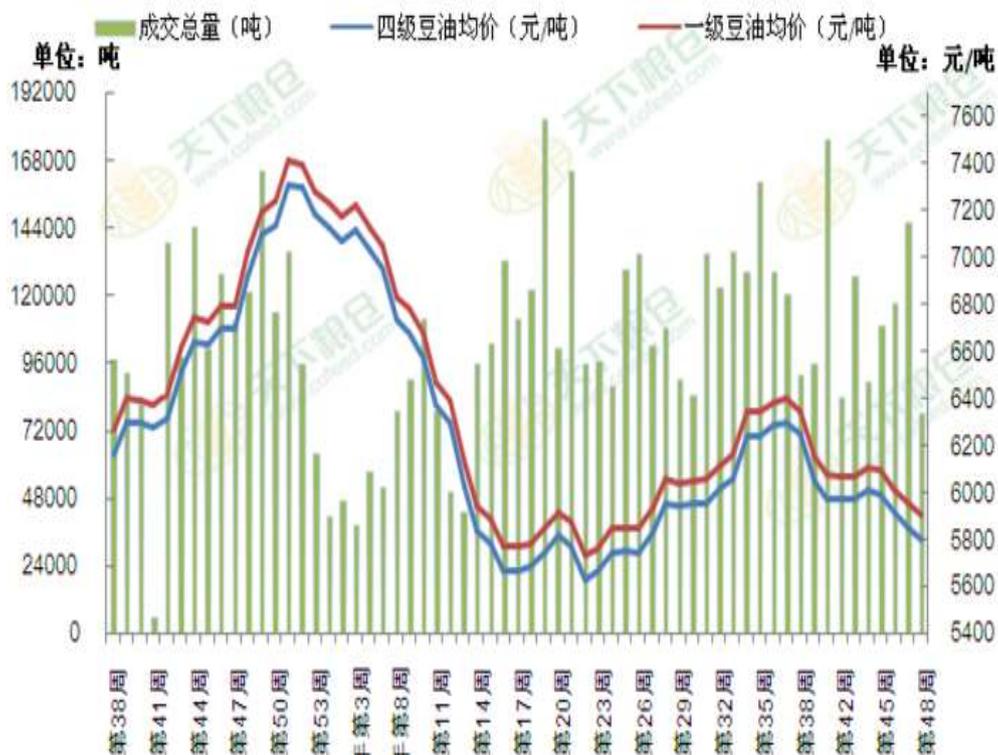
1. 油脂基本面

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；但由于种植面积大幅提高，以及种植条件改进，美豆总量继续创出新高的可能性很高。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。阿根廷天气偏干旱，影响播种进度，后期的拉尼娜天气的炒作对远期产量有影响，市场关注度将提高。

国内方面，11 月整个国内油厂开工率维持高位，但进口大豆大量到港量有所放缓，主要因为进口转基因大豆许可证发放延期所致；但随着年末节假日的到来，可能会出现一波备货行情，给豆油价格带来一定支撑；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。

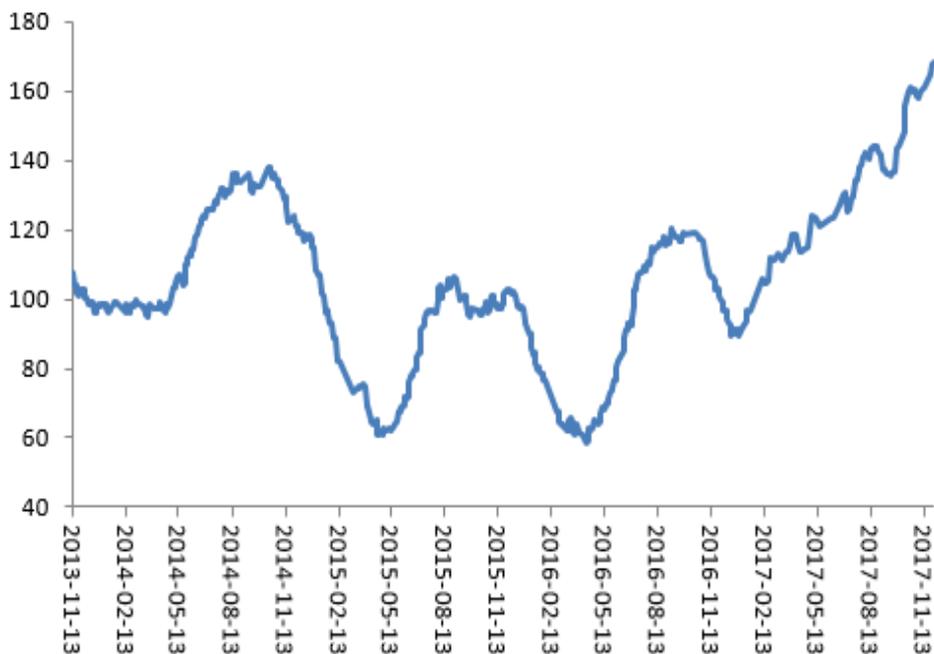
图 1：豆油价格及成交量走势



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 8 月下旬以来，豆油的现货价格维持震荡走低行情，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，目前价格已经有最高的 6300 元下滑到 5800 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡走低行情。

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 850 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

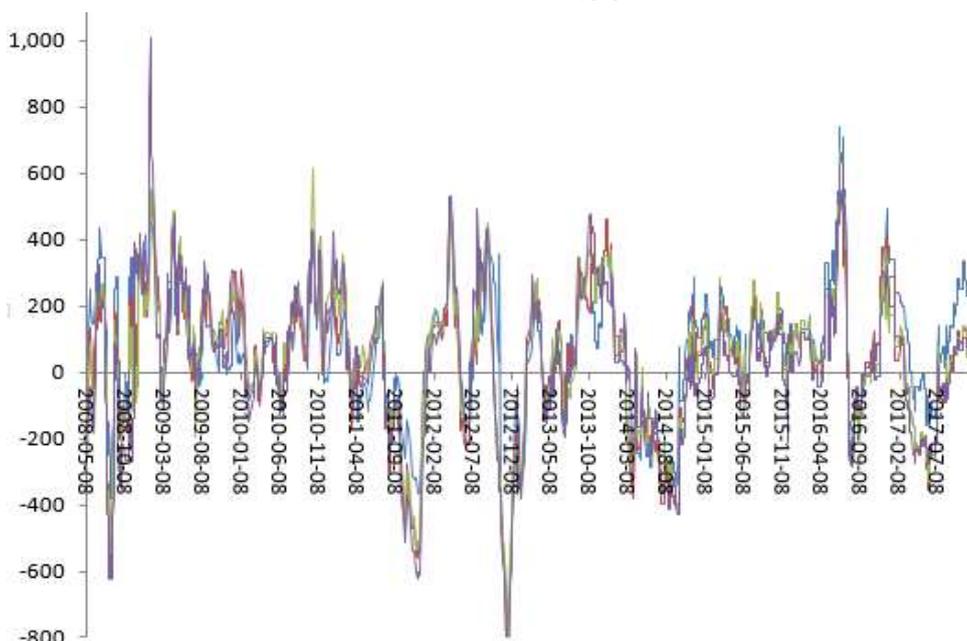


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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。

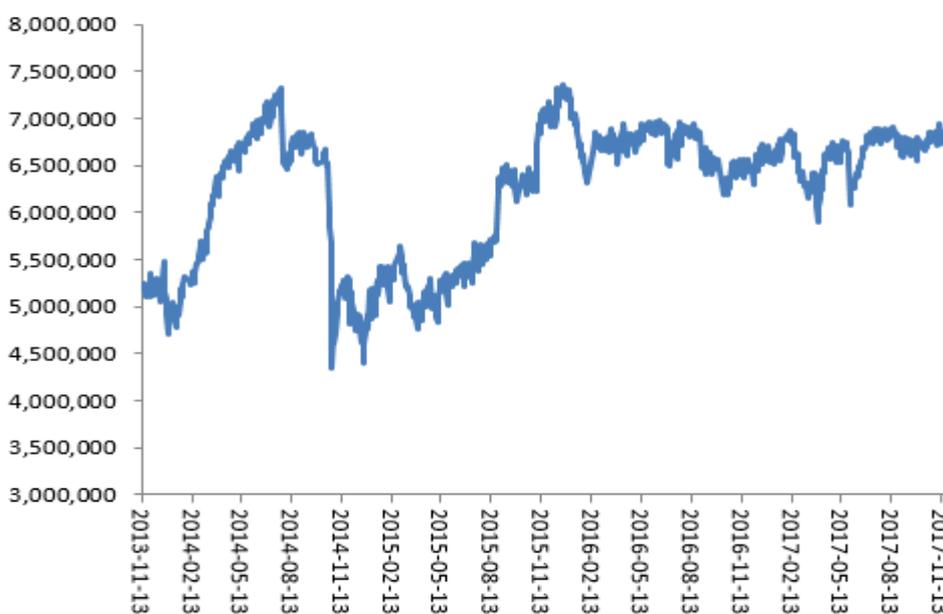
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求尚可，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，11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675万吨，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，12月美豆的供求格局基本确定，南美的天气炒作有利于大豆价格；需求方面，豆粕的需求尚可，后期进入到油脂的消费旺季，油厂的开工率维持高位，库存可能逐步见顶；预期12月油脂在需求逐步利好的情况下区间震荡转强的概率更大，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；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 10 月马来西亚棕榈油产量同比出现增加，导致库存增加较快；从 11 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，10 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，11 月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端目前处于棕榈油的消费旺季，后期可能给棕榈油价格带来一定支撑。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

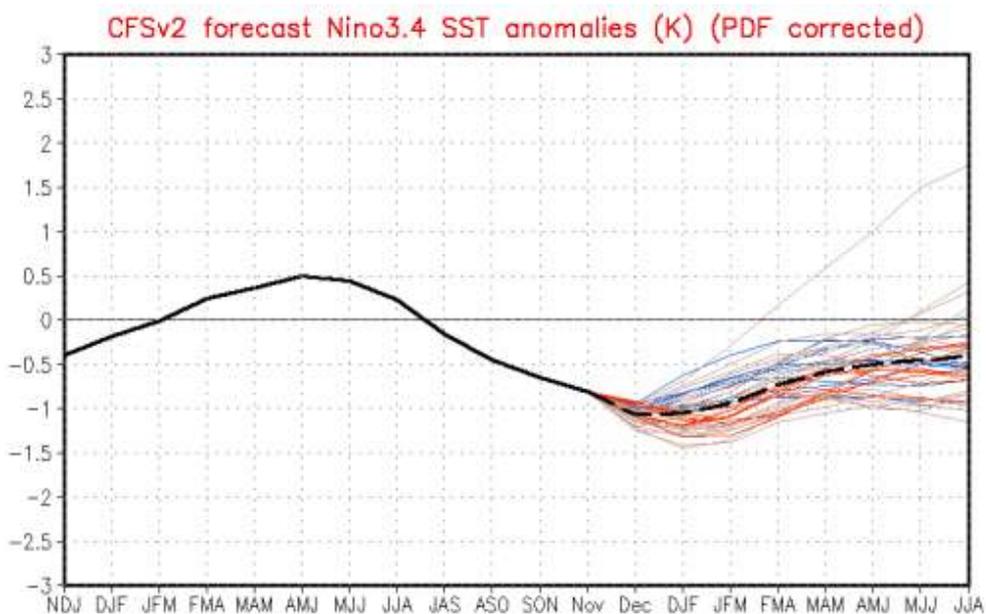
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/09	1,715,125	1,547,173	1,451,144	-12.5%	-41.1%
2016/10	1,677,873	1,574,114	1,430,946	-17.6%	-44.5%
2016/11	1,574,935	1,655,884	1,370,385	-4.7%	-43.1%
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，10 月马来西亚棕榈油的产量为 200.88 万吨，同比增加 19.7%。预期马来和印尼的棕榈油 11 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 10 月棕榈油出口量为 154.87 万吨，较 9 月出现了小幅增加；目前情况看，11 月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的走低，会对棕榈油的价格有压力。

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。

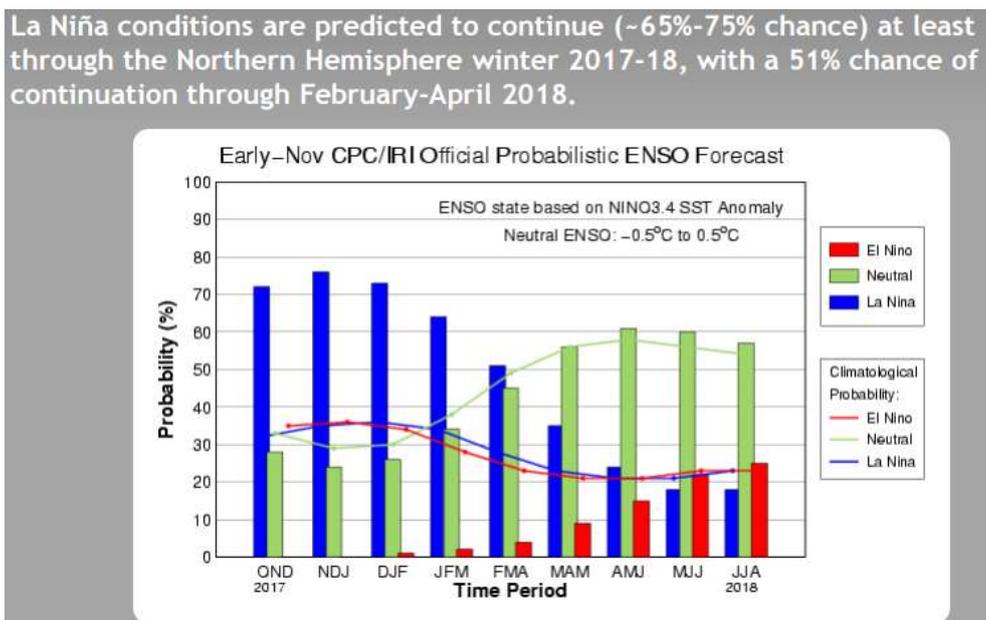
图 1: 天气预测模型



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 70%。

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

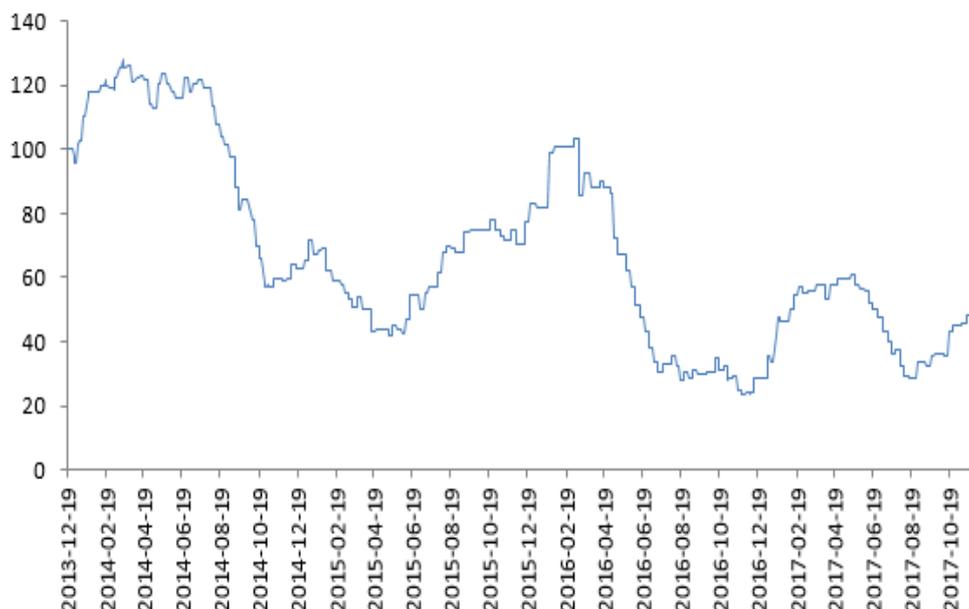


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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 47 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。

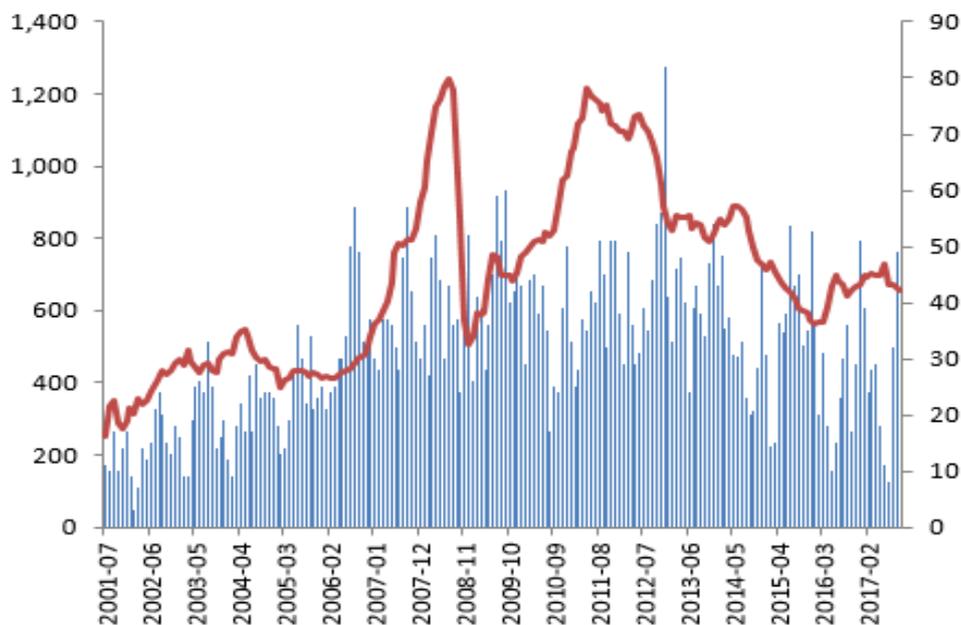
图 4：棕榈油库存走势



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，10月进口量为32万吨，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	12月	647.5	+02.50	20	667.5	5400	(华南)
		647.5	+02.50	25	672.5	5440	(华东)
		647.5	+02.50	28	675.5	5460	(华北)
	1月	650	00.00	20	670	5420	(华南)
		650	00.00	25	675	5460	(华东)
		650	00.00	28	678	5480	(华北)
	2/3月	657.5	+02.50	20	677.5	5480	(华南)
		657.5	+02.50	25	682.5	5520	(华东)
		657.5	+02.50	28	685.5	5540	(华北)
4/5/6月	665	00.00	20	685	5540	(华南)	
	665	00.00	25	690	5580	(华东)	
	665	00.00	28	693	5600	(华北)	
33度棕榈油	12月	645	+02.50	25	670	5420	(华东)
	1月	647.5	00.00	25	672.5	5440	(华东)
	2/3月	655	+02.50	25	680	5500	(华东)
	4/5/6月	662.5	00.00	25	687.5	5560	(华东)
44度棕榈油	12月	662.5	00.00	25	687.5	5210	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

豆油和棕榈油的期货价差低位震荡反弹，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；12月以后供应进入淡季对价格有支撑；需求方面，年末的需求旺季将给棕榈油价格带来支撑，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，11月豆油价格维持区间震荡走低行情，供求宽松状态持续，后期将逐步进入到春节备货，维持区间震荡行情。

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，棕榈油冲高回落，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

横盘待突破

2017年12月4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

提保前后郑糖 801 期价大幅波动，冲高回落。基本面看，广西逐渐进入开榨高峰，南华首家糖厂新糖厂仓报价在 6400，南宁车板报价 6500 左右。进入 12 月之后，云南也将逐渐开榨。近期陈糖的价格逐渐下跌至 6350 左右，一般来说，在新糖上市初期，新老糖的价差在 100-200 元左右。如果新糖集中上市后报价逐渐下移将对盘面产生压力，宜继续关注新糖价格及新老糖价差。

市场预期 11 月产量相对偏少，在 60 万吨左右。随着北方绵白糖价格的下移，甜菜糖逐渐转向生产白砂糖，关注新仓单的注册情况。12 月份的加工糖会议将确定新一年的配额外许可量，关注会议结果。

广西的甘蔗收购价提高至 500 元/吨后，制糖成本在 6100 元/吨附近，短期内将对 SR805 的价格形成支撑。目前新糖虽然未集中上市，但是 6500 左右的报价相对于 SR805 期价仍高出约 300 多元，短期内也对 SR805 期价形成支撑。投资者宜关注新糖价格的变化，预计短期郑糖将维持震荡行情。

1. 行情回顾

郑糖反弹后横盘，短期看或维持震荡，关注下方支撑。

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

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 巴西甘蔗含糖量反季节上升，乙醇销量回暖

10 月下半月巴西中南部入榨甘蔗 3002.5 万吨，环比下跌 7.36%，同比下跌 5.62%。产糖 188.3 万吨，环比下跌 4.8%。甘蔗含糖量反季节超预期上升，重新回到 150 公斤/吨以上的水平，环比上涨 4.97%。甘蔗制糖比环比下调 0.91%，同比下降 6.44%。中南部地区甘蔗含糖量上升短期利空糖价，但报告公布后市场反应不大，美糖震荡上行，主要原因是巴西榨季生产接近尾声。

乙醇方面传来利好，10 月中南部糖厂乙醇销量同比上升 15.21%，含水乙醇销量同比上升 20.46%。乙醇销量回暖有利于糖价反弹。

10 月份巴西乙醇进口量环比下跌 17.06%，连续第二个月下跌。从同比的情况来看，10 月份的乙醇进口量依然处于 2014 年以来的高位。目前巴西 Santos 与美国 Gulf 乙醇港口离岸价的价差有继续扩大的趋势，虽然 9 月份开始巴西对配额外乙醇征收 20% 的关税，但如果价差继续扩大的话，虽然不会出现像去年四季度和今年一季度一样大肆进口的情况，但从同比的角度看，进口量或依然偏高。

从周度的数据看，进入 11 月份以后，巴西圣保罗乙醇汽油价格同步上升，但乙醇汽油比价持稳，维持在 0.67 左右。小于 0.7 的汽油替代比例，有利于乙醇消费。

图 1：巴西中南部双周甘蔗压榨量

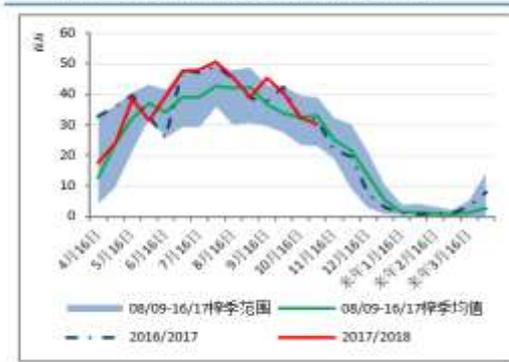
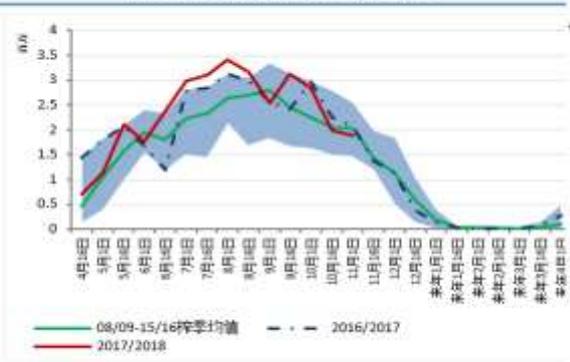


图 2：巴西中南部双周产糖量



数据来源：unica，兴证期货研发部

图 3：巴西中南部双周甘蔗含糖量



图 4：巴西中南部双周甘蔗制糖比

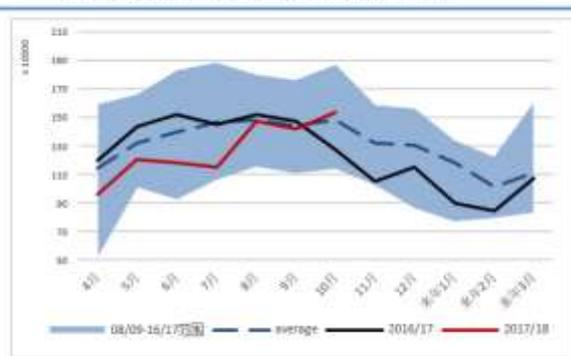


数据来源：unica，兴证期货研发部

图 5: 巴西中南部月度乙醇总销量



图 6: 巴西中南部月度含水乙醇销量



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

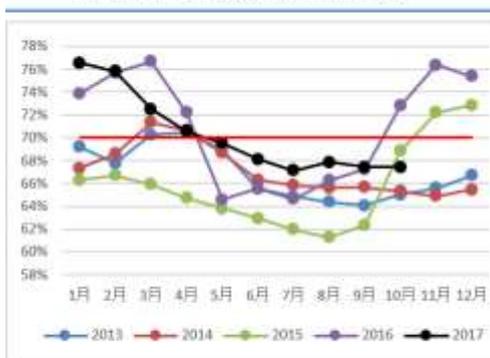


图 8: 巴西乙醇进口量 (单位: 立方米)

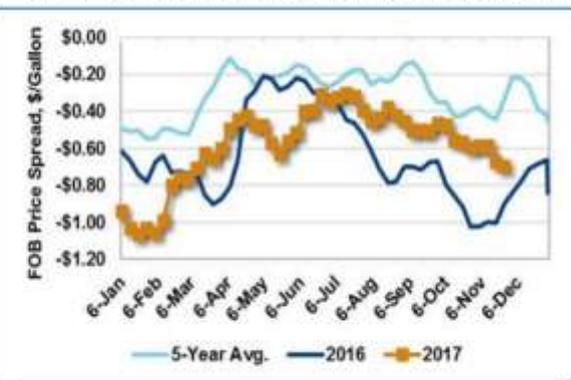


数据来源: unica, 兴证期货研发部

图 9: 巴西东南部加油站乙醇/汽油中间价比价



图 10: 美国 gulf 乙醇离岸价/巴西 santos 乙醇离岸价



数据来源: unica, 兴证期货研发部

2.2 印度天气有利于产量

印度北方邦较为干燥, 有利于农民收获甘蔗, 南部马邦水库水位较为充足, 有利于来年产量。

表 1: 印度马邦水库水位 (11 月 23 日)

地区	当日水位占设计水位的百分比	去年同期
Amaravati	37.14%	69.31%
Konkan	90.46%	90.34%
Marathwada	75.27%	74.31%
Nagpur	33.72%	48.24%
Nashik	83.77%	88.84%
Pune	90.62%	93.07%
total state	78.07%	80.34%

数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

表 2: 印度主产省 (10 月 1 日至当周) 累计降雨量偏离度

	10/4	10/11	10/18	10/25	11/1	11/8	11/15	11/22
EAST UTTAR PRADESH	-91	-92	-94	-94	-94	-94	-94	-94
WEST UTTAR PRADESH	-100	-99	-99	-99	-99	-99	-99	-99
MADHYA MAHARASHTRA	-68	61	89	55	41	32	32	32
S. I. KARNATAKA	55	68	80	40	19	14	7	2

数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

表 3: 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)	10/4	10/11	10/18	10/25	11/1	11/8	11/15	11/22
pune	41.27	-91	43	81	44	32	23	14	23
kolhapur	27.76	24	20	86	50	31	21	15	14
latur	14.13	-86	49	63	32	16	7	0	-5
aurangabad	8.39	-100	140	132	97	77	64	51	44
state total	97.83	-68	61	89	55	41	32	32	32

数据来源: 印度气象局, 兴证期货研发部

2.3 国内

郑商所发布公告称将于 11 月 28 日结算时起提高 SR801 的保证金, 27 日早上开盘后, 郑糖大幅波动, 先是减仓上涨随后又跌回至起涨位置附近。出现减仓上涨的原因可能有三点, 第一, 前期下跌的过程中积累了一定的有待了结的老空头, 第二, SR801 持仓偏高, 但目前仍未见新仓单注册, 第三, SR1-5 价差的多头相对于单边做空 SR801 的空头, 对提保的忍耐度更高。因此出现了开盘后空头踩踏离场, 之后套利多头也随之离场的情况。

基本面看，广西逐渐进入开榨高峰，南华首家糖厂新糖厂仓报价在 6400，南宁车板报价 6500 左右。进入 12 月之后，云南也将逐渐开榨。近期陈糖的价格逐渐下跌至 6350 左右，一般来说，在新糖上市初期，新老糖的价差在 100-200 元左右。如果新糖集中上市后报价逐渐下移将对盘面产生压力，宜继续关注新糖价格及新老糖价差。

市场预期 11 月产量相对偏少，在 60 万吨左右。随着北方绵白糖价格的下移，甜菜糖逐渐转向生产白砂糖，关注新仓单的注册情况。12 月份的加工糖会议将确定新一年的配额外许可量，关注会议结果。

广西的甘蔗收购价提高至 500 元/吨后，制糖成本在 6100 元/吨附近，短期内将对 SR805 的价格形成支撑。目前新糖虽然未集中上市，但是 6500 左右的报价相对于 SR805 期价仍高出约 300 多元，短期内也对 SR805 期价形成支撑。投资者宜关注新糖价格的变化，预计短期郑糖将维持震荡行情。

玉米供应压力释放缓慢，淀粉回归理性

2017年12月4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

上月玉米期货行情震荡上行，玉米淀粉冲高后回落；现货市场玉米价格震荡偏强，玉米淀粉价格先扬后抑。

由于玉米减产，深加工行业产能大幅扩张，市场普遍看好玉米后期价格，产区农户惜售情绪较重，售粮进度偏慢。北方强冷空气来临，降温降雪，运力紧张，运费上涨阻碍玉米上量。东北直属库开启轮换收购，对玉米价格形成支撑。深加工企业补贴政策未出台，深加工企业观望情绪较重，采购谨慎。养殖业恢复缓慢，存栏量低，饲料需求稳中偏弱。

月初淀粉企业库存处于低位，木薯淀粉大幅上涨，与玉米淀粉价差拉大，下游企业对玉米淀粉需求旺盛，补库需求较强，玉米淀粉紧缺，供不应求，叠加市场担忧11月15日华北环保从严影响淀粉企业开机，玉米淀粉价格大涨。下半月华北环保并未对淀粉企业产生实质影响，河北部分企业限产，环保炒作影响消散，市场回归理性，淀粉企业新增订单减少，走货放缓，玉米淀粉库存回升。

● 后市展望及策略建议

12月后，随着春节渐渐临近，农户售粮意愿将普遍增强，后期供应压力将逐渐释放，但是由于华北新玉米霉变较高，优质玉米价格仍坚挺，对后期玉米价格形成支撑。肉禽消费开始进入旺季，压栏育肥生猪增多，一定程度上利好后期饲料需求。部分深加工企业新增产能陆续投建，明年一月后部分项目开始投料生产，利好中长线玉米价格。预计近期玉米价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望。

淀粉企业开机率仍处于高位，下游需求放缓，淀粉库存保持上升，制约淀粉价格上行空间，后期玉米供应增加，或打压玉米淀粉价格。由于目前木薯淀粉与玉米淀粉价差较大，玉米淀粉仍有价格优势，对玉米淀粉价格形成一定支撑。预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱，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强，北方强冷空气来临，降温降雪，运力紧张，运费上涨阻碍玉米上量。东北直属库开启轮换收购，对玉米价格形成支撑。

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

11月1日广东港口玉米价格1840元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1650元/吨，南北港口价差190元/吨，截止12月1日，广东港口玉米价格1840元/吨，鲅鱼圈港玉米价格上涨至1695元/吨，南北港口价差145元/吨，南北港口价缩小45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，上月北方港口库存上升 106.6 万吨，南方广东港口库存下降 6.8 万吨。随着产区玉米上量增加，北方港口库存大幅提升，锦州港月库存上升 46.9 万吨，鲅鱼圈港月库存上升 26.6 万吨，北良月库存上升 26.8 万吨，大窑湾月库存上升 6.3 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	104.1	151	46.9
鲅鱼圈港	161.4	188	26.6
北良	48	74.8	26.8
大窑湾	12.4	18.7	6.3
总计	325.9	432.5	106.6
南方港口			
广东港(内贸)	41.1	34.3	-6.8

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4 深加工企业玉米库存

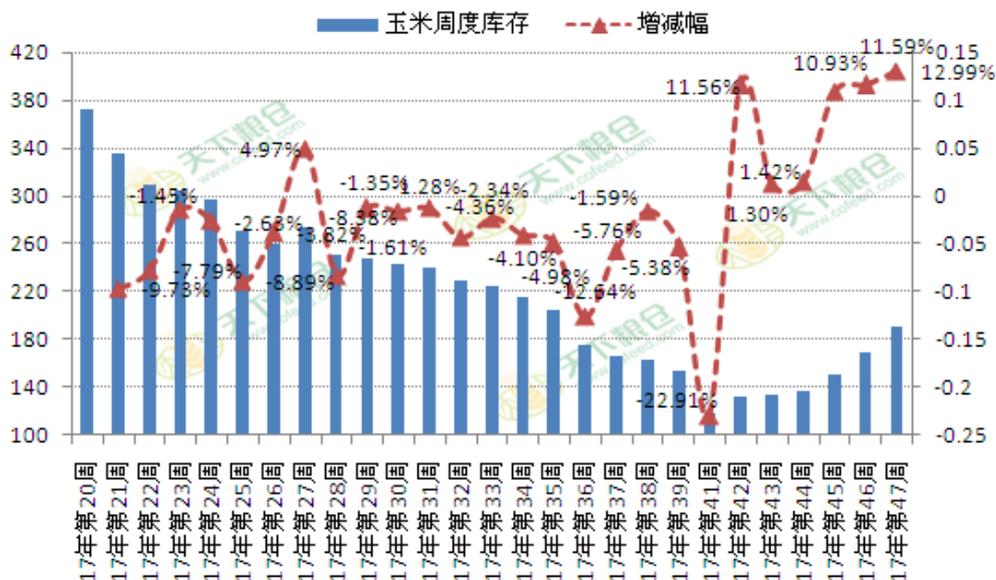
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 1343900 吨，月末玉米库存 1906500 吨，库存增加 41.86%。山东地区玉米月库存增加 25.49%，东北地区玉米月库存增加 62.57%，河北地区玉米月库存下降 11.08%，河南地区玉米月库存增加 53.33%。玉米深加工企业补贴尚未出台，深加工企业观望避险情绪较浓，采购谨慎。

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	399400	501200	25.49
河北	8	74000	65800	-11.08
河南	7	45000	69000	53.33
山西	1	1500	1500	0
陕西	2	30000	18000	-40.00
宁夏	1	115000	100000	-13.04
内蒙古	4	140000	273000	95
东北	11	529000	860000	62.57
总计	56	1343900	1906500	41.86

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)



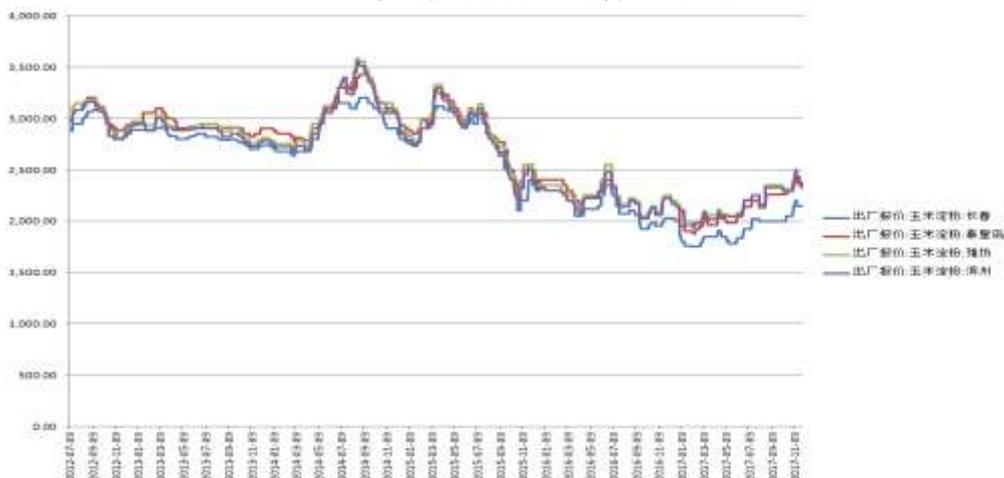
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

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先扬后抑。环保炒作结束后, 市场回归理性, 淀粉企业新增订单减少, 走货放缓, 淀粉库存增加。

图 4: 玉米淀粉现货价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 企业玉米淀粉库存

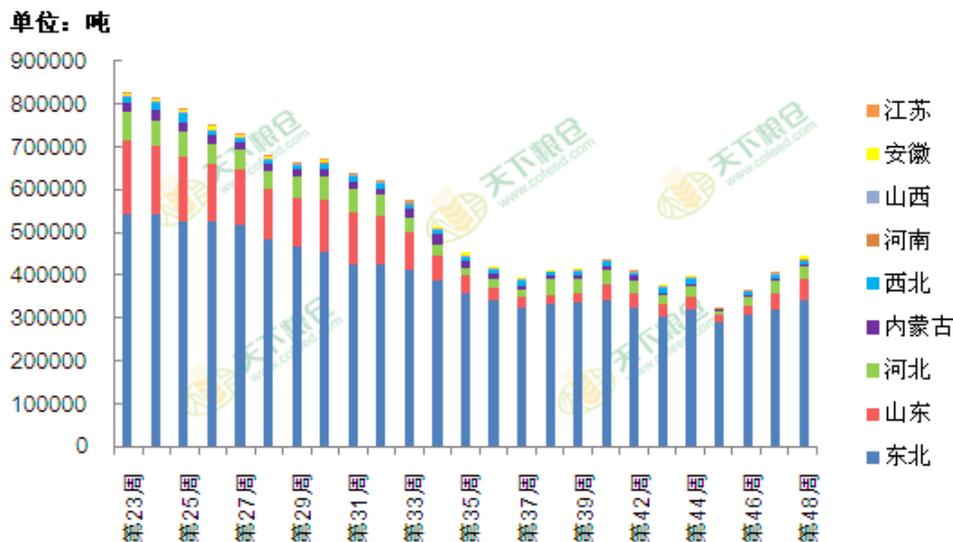
据调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 399700 吨，月末玉米淀粉库存总量 443800 吨，库存增加 11.03%。月初由于下游需求旺盛，叠加环保炒作，玉米淀粉库存处于低位，随着环保炒作结束，下游企业的库存积累，淀粉企业走货放缓，玉米淀粉库存增加。

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	30100	48700	61.79
河北	11	26000	30500	17.31
河南	4	900	1200	33.33
山西	3	-	-	-
西北	2	13000	11300	-13.08
安徽	2	5000	6500	30
内蒙古	3	6500	4500	-30.77
东北	10	318000	341100	7.26
总计	60	399700	443800	11.03

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

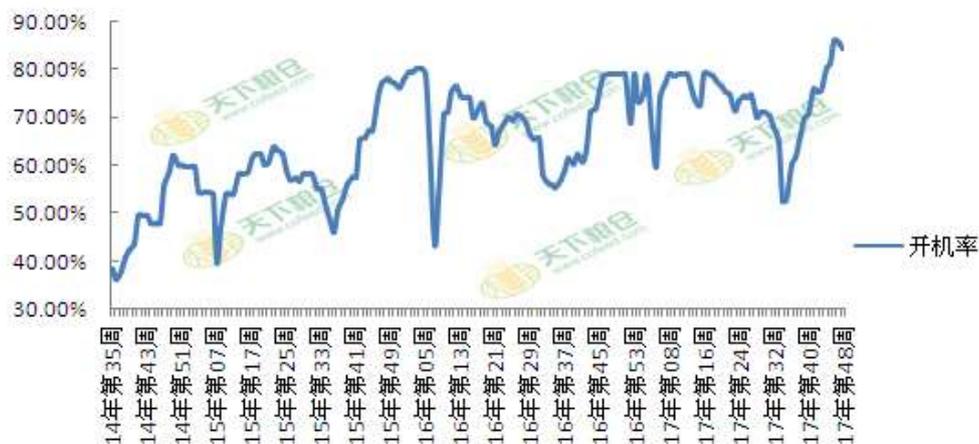
据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 81.37%，月末开机率 82.49%，月开机率上升 1.12%，保持高位。随着月初玉米淀粉库存紧缺，供应紧张，淀粉企业加紧生产，开机率保持高位。

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)	86.96	89.96	3.00
河北 (10 家)	85.02	75.51	-9.51
山西 (4 家)	25.00	16.07	-8.93
内蒙古 (2 家)	77.44	82.46	5.02
河南 (4 家)	46.67	46.67	0
陕西 (1 家)	48.00	50.00	2
东北 (17 家)	84.34	88.84	4.5
总计 (67 家)	81.37	82.49	1.12

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

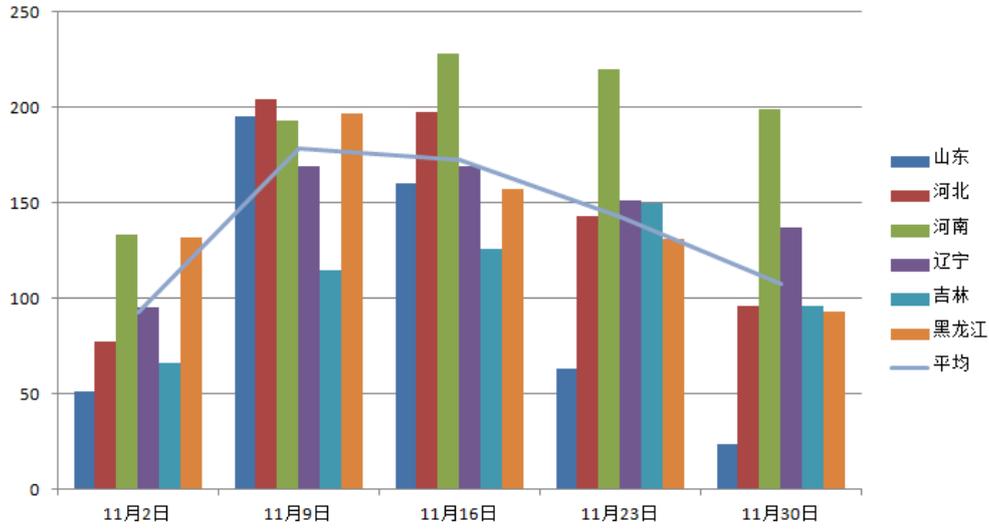


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

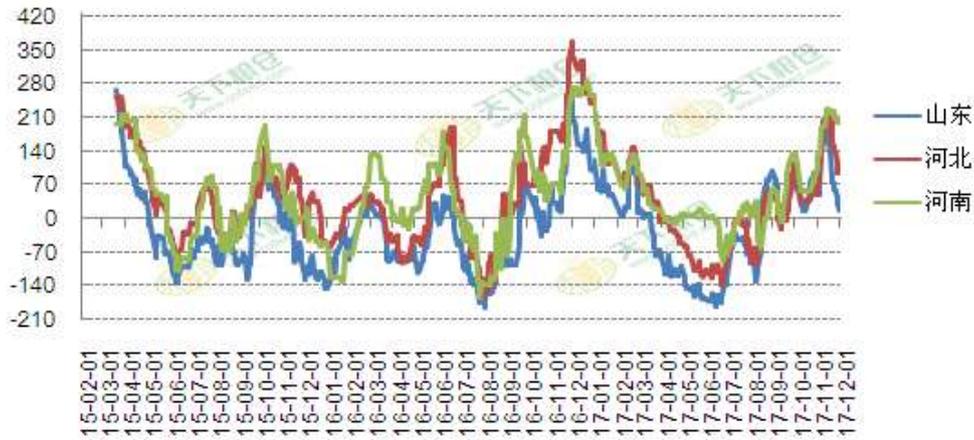
上月玉米淀粉企业加工利润先升后降，上半月玉米淀粉紧缺，供应紧张，玉米淀粉价格高涨，利润随之飙升，后半月玉米淀粉供应趋于缓和，玉米淀粉价格回落，利润下降。上月河南地区加工利润总体保持高位，山东地区加工利润下降幅度较快，截止月末，除山东外全国大部分地区玉米淀粉企业加工利润仍处于较丰厚的盈利状态。

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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。