



兴证期货研发部 2018 年 2 月理财月报 目录

股指期货	2
期指短期转弱 市场震荡为主	2
国债期货	16
1 月期债先抑后扬，2 月期债或偏弱	16
有色金属·铜	25
维持铜价中长期震荡向上的预判	25
铁矿石&螺纹钢	38
供需矛盾仍然突出	38
动力煤	49
短期下游低库存支撑煤价，中长期谨防回落风险	49
原油	61
短期油价维持高位运行	61
天然橡胶	67
低位区域性偏弱震荡整理	67
PTA	89
社会库存预期显著积累	89
豆类油脂	102
春节到来，油脂交投清淡	102
白糖	113
不宜过分看空	113
玉米&玉米淀粉	118
年前总体保持平稳	118
分析师承诺	125
免责声明	125

期指短期转弱 市场震荡为主

2018年2月5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

投资咨询资格号: Z0013058

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

1月共22个交易日,在金融地产及周期板块大幅拉升下,沪指单边走高,在3550点上方承压回落,月末震荡下跌至3450点下方,中小盘股大幅回调。纵观一月行情,2017年度宏观数据延续经济韧性,加上临时准备金动用安排及定向降准释放流动性,资金面平稳偏松,风险偏好大幅走高,沪指续创两年内新高。月末多股业绩变脸加上资管信托监管利空打压,大盘冲高后震荡回调。从板块来看,各大行业涨跌不一,房地产、银行、家电、煤炭等行业领涨,通信、电子元器件、国防军工、电子设备等行业领跌。最终,1月上证综指涨173.66点涨幅为5.25%至3480.83点,沪深300指数涨245.04点涨幅6.08%至4275.90点。

● 后市展望及策略建议

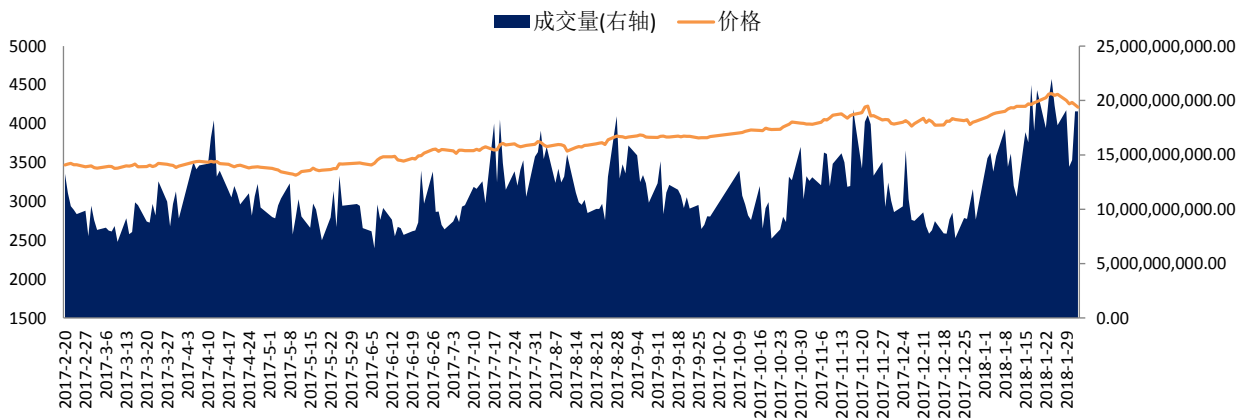
综合来看,近期PMI数据不及预期、中小创多股业绩变脸及资管信托窗口指导等多重利空打压下,大盘创下两年来的最大单周跌幅,中小创股重挫,再现多股闪崩,市场已由上涨行情转为震荡,超跌反弹空间有限。从期指来看,短期对IH的看涨预期仍然较强,对IF及IC预期有所转弱。年初股市累计涨幅较大,上行动能减缓,随着外围股市集体转弱下跌,市场风险偏好有所下降,而对金融监管的担忧则压制了增量资金的流入,叠加春节前后交投清淡,预计近期市场以震荡为主,金融监管下业绩确定性及流动性溢价占优,中小创股走势偏弱,建议投资者谨慎观望,短线逢高减少股票仓位,可继续持多IH/IF空IC对冲。中长期来看,我们仍然对2018年的股票市场保持乐观,短期震荡不改中长期震荡中枢上行趋势。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

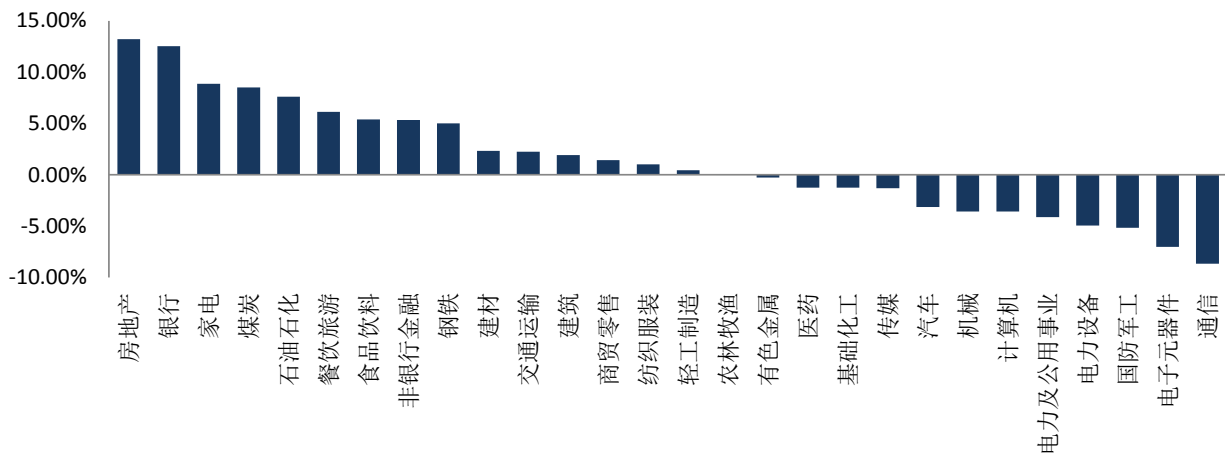
1月共22个交易日，在金融地产及周期板块大幅拉升下，沪指单边走高，在3550点上方承压回落，月末震荡下跌至3450点下方，中小盘股大幅回调。纵观一月行情，2017年度宏观数据延续经济韧性，加上临时准备金动用安排及定向降准释放流动性，资金面平稳偏松，风险偏好大幅走高，沪指续创两年内新高。月末多股业绩变脸加上资管信托监管利空打压，大盘冲高后震荡回调。从板块来看，各大行业涨跌不一，房地产、银行、家电、煤炭等行业领涨，通信、电子元器件、国防军工、电子设备等行业领跌。最终，1月上证综指涨173.66点涨幅为5.25%至3480.83点，沪深300指数涨245.04点涨幅6.08%至4275.90点。

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

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	4213.938	-3.819912	4.542039	-0.38%	-1.97%
上证综指	3419.225	-3.903847	3.388181	-0.01%	-1.13%
深证综指	1821.061	-6.622515	-4.121579	5.48%	5.91%
上证50	3113.299	-1.874654	8.840017	-3.21%	-5.26%
中证500	5937.62	-6.986797	-5.010538	6.24%	6.50%
上海B股	335.3276	-3.610033	-1.897269	2.55%	2.19%
深圳B股	1181.305	-3.286248	1.535713	0.82%	-0.16%
恒生指数	32642.09	-1.544397	9.100992	-4.03%	-7.36%
国企指数	13434.14	-2.111781	14.73051	-6.38%	-10.17%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	184.401	-1.504158	6.092701	-2.26%	-4.88%
亚洲市场除日本	761.2809	-1.915361	6.704649	-2.62%	-5.30%
美国市场	2686.48	-0.607124	5.576555	-2.15%	-4.68%
欧洲市场	132.7183	-1.352864	0.9951319	0.70%	-0.37%
日本市场	1108.72	-0.6077992	3.145374	-0.36%	-2.35%
沪深300分类指数					
能源	2165.673	-1.354186	11.62475	-4.23%	-7.83%
材料	2654.9	-2.502299	1.172345	0.74%	-0.50%
工业	2600.668	-4.871094	-0.6914276	2.07%	1.58%
可选	6264.533	-4.669252	5.187357	-0.59%	-3.01%
消费	15846.22	-3.977238	5.636252	0.35%	-5.06%
医药	10096.3	-4.033125	0.220165	1.95%	0.31%
金融	7112.805	-2.582065	10.00161	-3.46%	-5.32%
信息	2210.247	-7.719174	-4.542491	6.16%	7.51%
电信	3033.379	-9.959837	-13.29619	13.99%	18.21%
公用	1946.453	-2.413729	0.406586	1.38%	2.77%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2. 股指期货回顾

2.1 各期货合约多数收涨

截止到1月31日，以收盘价计算，2018年1月各期货合约多数收涨。IF1802 合约月线上涨 5.87%至 4280.0 点；合约 IF1803 合约上涨 6.03%收盘至 4283.6 点，IF1806 合约上涨 6.35%收盘至 4308.4 点；IF1809 收盘至 4313.4 点。IH1802 合约大涨 8.32%至 3125.0 点；合约 IH1803 合约上涨 7.97%收盘至 3138.0 点，IH1806 合约上涨 7.55%收盘至 3150.2 点；IH1809 收盘至 3150.0 点。IC1802 合约微跌 0.05%至 6186.6 点；合约 IC1803 合约微跌 0.05%收盘至 6156.0 点，IC1806 合约小涨 0.56%收盘至 6123.0 点；IC1809 收盘至 6085.0 点。

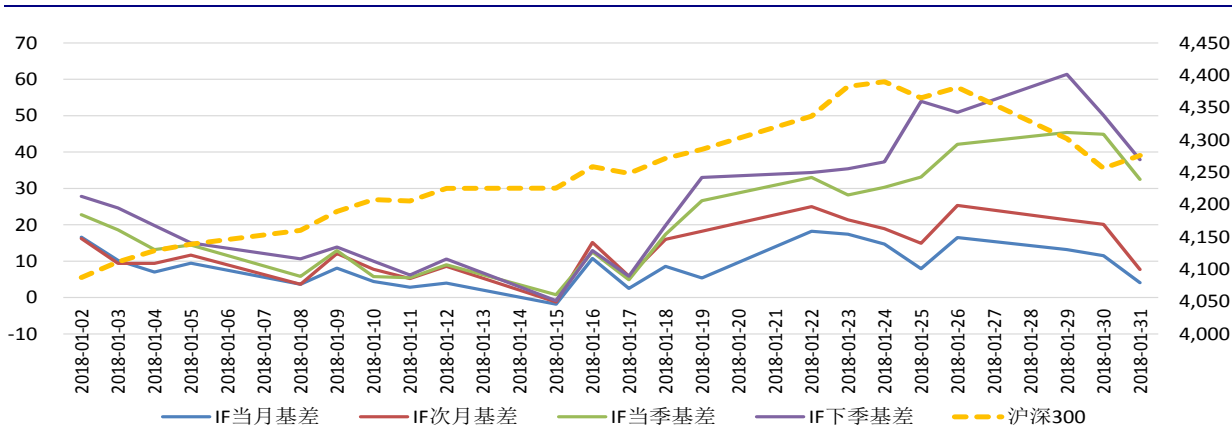
2.2 IH 成交量有所上升

截止到1月31日，IF1802 合约成交了 16.52 万手；IF1803 合约成交了 5.72 万手；IF1806 合约成交了 9297 手；IF1809 合约成交 1196 手。IH1802 合约成交了 13.76 万手；IH1803 合约成交了 4.20 万手；IH1806 合约成交了 7183 手；IH1809 合约成交 1131 手。IC1802 合约成交了 10.24 万手；IC1803 合约成交了 2.65 万手；IC1806 合约成交 6682 手；IC1809 合约成交 1268 手。

2.3 期指持仓量有所提高

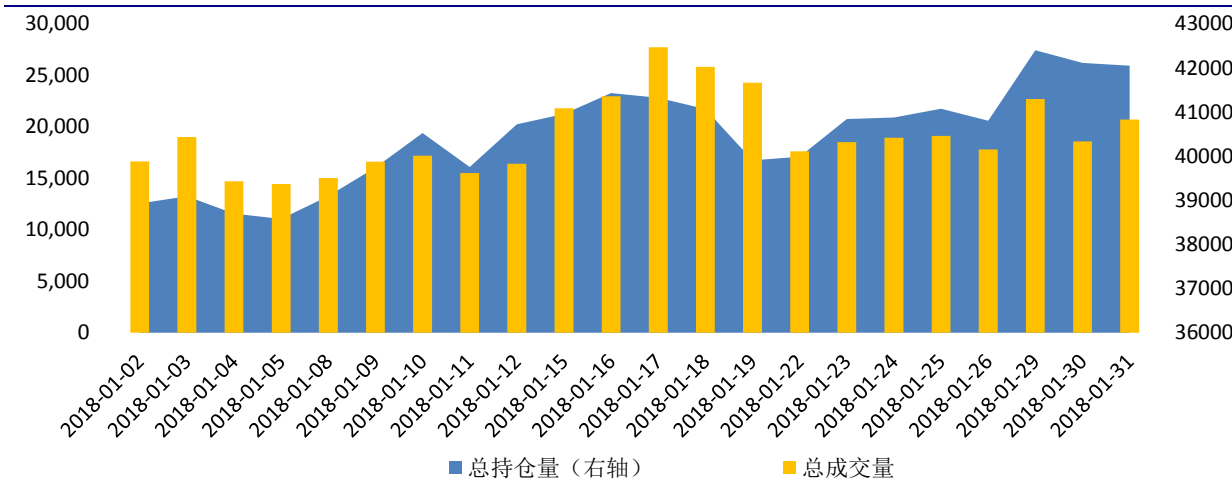
截至1月31日, 合约IF1802持仓2.01万手; IF1803持仓1.74万手; IF1806持仓3993手; IF1809持仓580手。合约IH1802持仓1.43万手; IH1803持仓8333手; IH1806持仓2504手; IH1809持仓541手。合约IC1802持仓1.55万手; IC1803持仓1.11万手; IC1806持仓3608手; IC1809持仓643手。

图3: 期指IF各合约价差变化



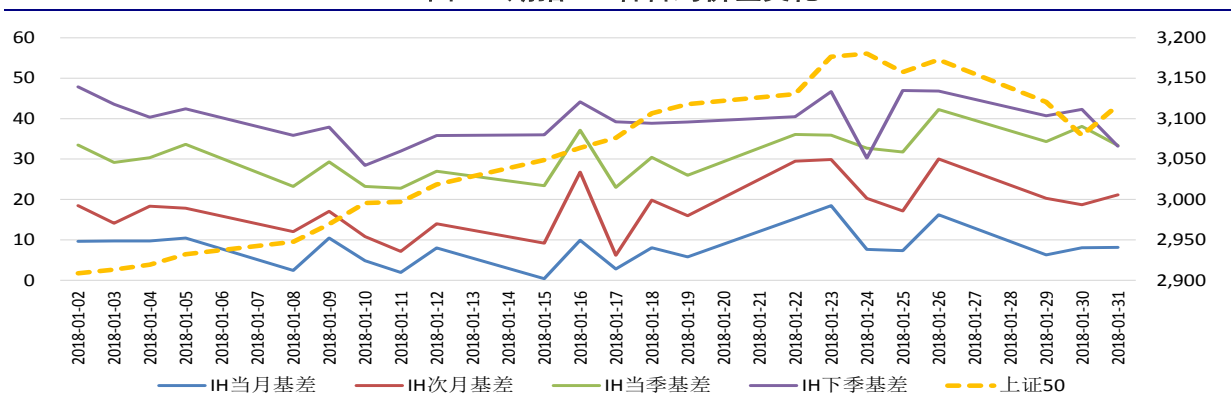
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图4: IF合约本月总成交持仓情况



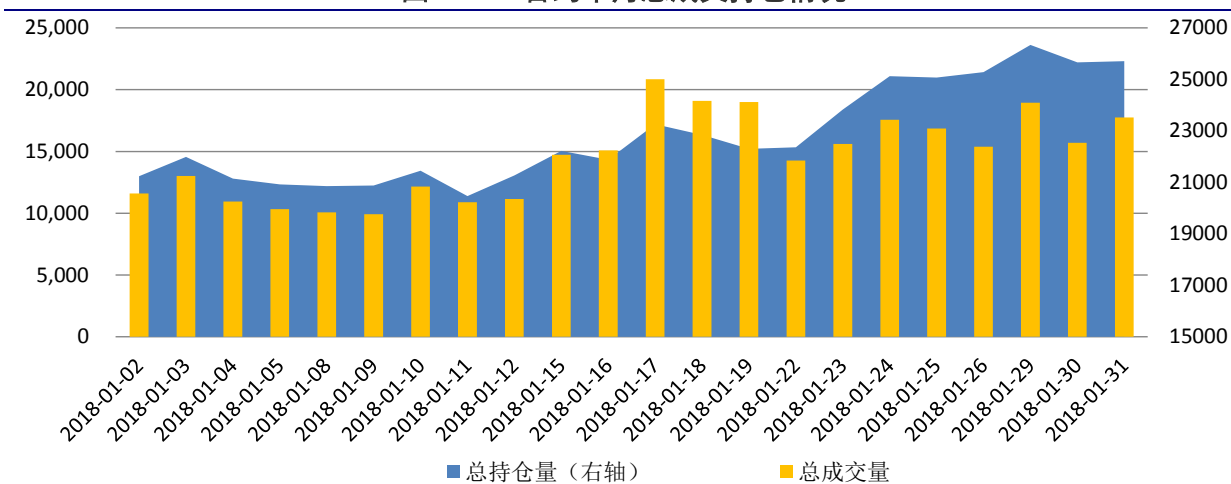
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 期指 IH 各合约价差变化



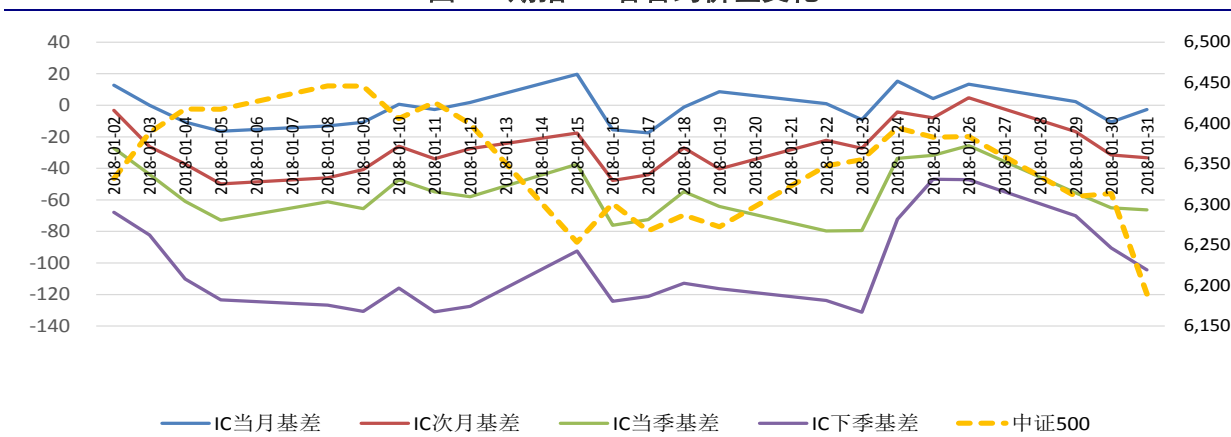
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 合约本月总成交持仓情况



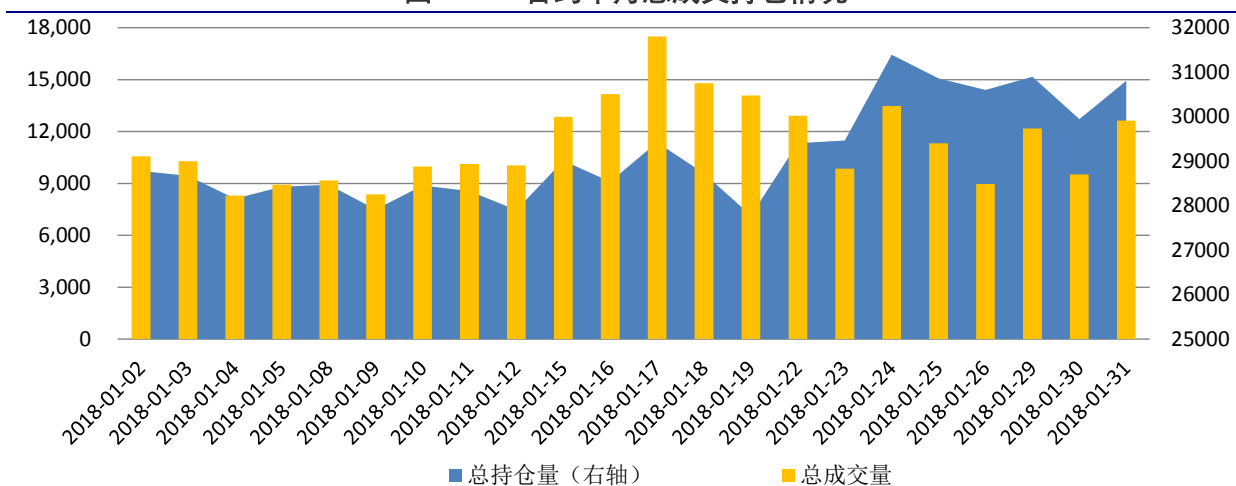
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 期指 IC 各合约价差变化



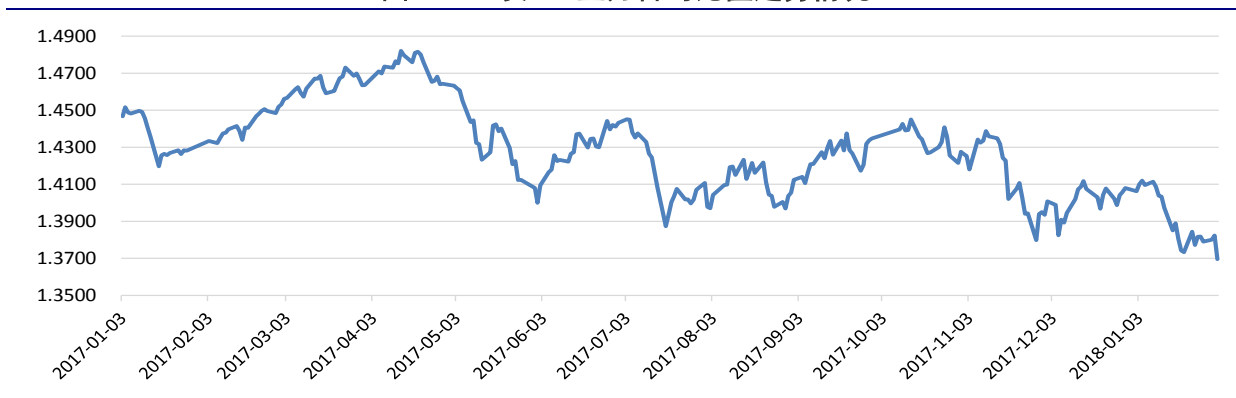
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IC 合约本月总成交持仓情况



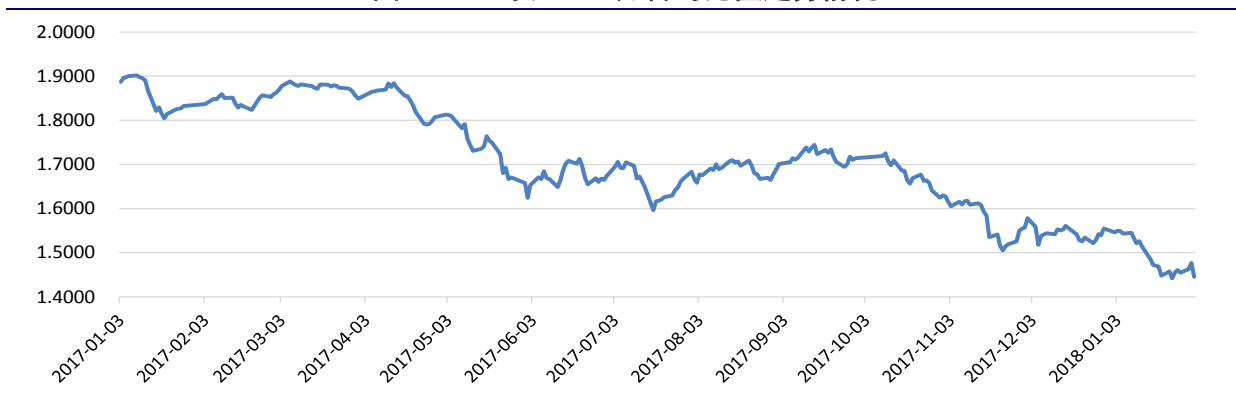
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 及 IH 主力合约比值走势情况



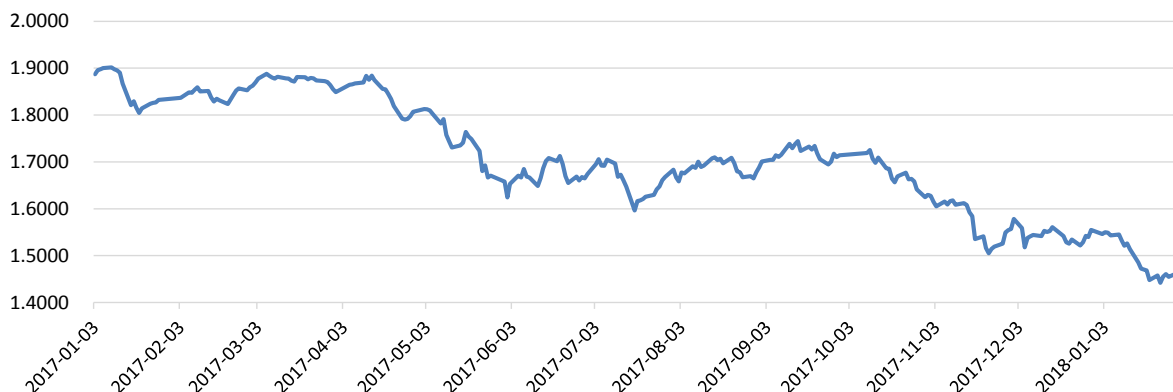
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 及 IH 主力合约比值走势情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IC 及 IF 主力合约比值走势情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 市场分析

3.1 宏观经济平稳收官

从国内经济的宏观层面来看，2017年宏观数据显示经济韧性，年底小幅下滑基本符合市场预期，全年平稳收官，市场对2018年国内经济韧性继续保持乐观。

首先，中国GDP 2017年全年增速达6.9%，超出此前提出的6.5%增长目标，更是七年来首次提速，四个季度国内生产总值增速分别为6.9%、6.9%、6.8%和6.8%，经济总体运行平稳，扭转了之前市场下行预期。同时我们发现中国经济结构正在逐步优化，服务业对经济增长的贡献持续提升。2017年，三大产业对经济增长的贡献率分别为4.9%、36.3%和58.8%，分别拉动经济增长0.4、2.5和4.0个百分点。中国经济对于传统经济增长模式的依赖程度正在下降，新的经济增长模式正在崛起。

三大经济数据继续高位回落。12月社会消费品零售总额同比增长9.4%，较上月同比增长有所回落，但全年10.2%的同比涨幅，保持两位数较快增长，若扣除汽车类商品，增速比上年高0.3个百分点，消费转型升级态势明显。投资方面，1-12月份，全国固定资产投资同比增长7.2%，增速与1-11月持平，增速较2016年全年回落0.9个百分点，其中房地产投资及基建投资累计同比增速下滑，而制造业投资企稳回升，增长4.8%，增速比上年提高0.6个百分点。投资结构不断优化，市场资本对高技术制造业投资的配置提高，高耗能制造业投资增速继续下降，其中产能过剩严重的钢铁、有色行业投资2017年各月均为负增长。出口增速有所放缓，12月出口同比(按人民币计)7.4%，12月份外贸出口先导指数较上月回落0.7个点。

12月工业增加值及工业企业利润显示企业盈利持续改善。12月工业增加值同比增长6.2%，较11月上升0.1个百分点，12月规模以上工业企业利润同比增长10.8%，增速比11月份放缓4.1个百分点，在环保限产下工业需求仍较为稳定。2017年全国规模以上工业增加值增速较上年提高0.6个百分点，继2011年以来首次加快，工业企业稳中向好态势明显。2017年全国规模以上工业企业实现利润同比增长21%，为近六年来最快增速，增速比2016年加快12.5个百分点，企业资产负债表得到修复，降低违约风险。同时，受益于产业结构转型及资源合理再分配，市场扩大了中高端供给和有效供给，推动新产业新产品发展，规模以上工业战略性新兴产业增加值比上年增长11.0%，规模以上工业高技术产业增加值比上年增长13.4%，分别高于整个规模以上工业4.4和6.8个百分点，为经济持续健康发展注入了新的动力。

PMI 数据方面，2018 年 1 月官方制造业 PMI 回落至 51.3，分类指数均有所回落，表现略低于市场预期，但连续 16 个月位于 51% 以上的扩张区间，经济 L 型韧性较强；同时 1 月财新制造业 PMI 51.5，持平前值。非制造业商务活动指数连续 3 个月高位扩张，消费升级加快，现代服务业发展加快。1 月官方非制造业 PMI 为 55.3%，高于市场预期，1 月官方综合 PMI 产出指数为 54.6%，与上月持平。

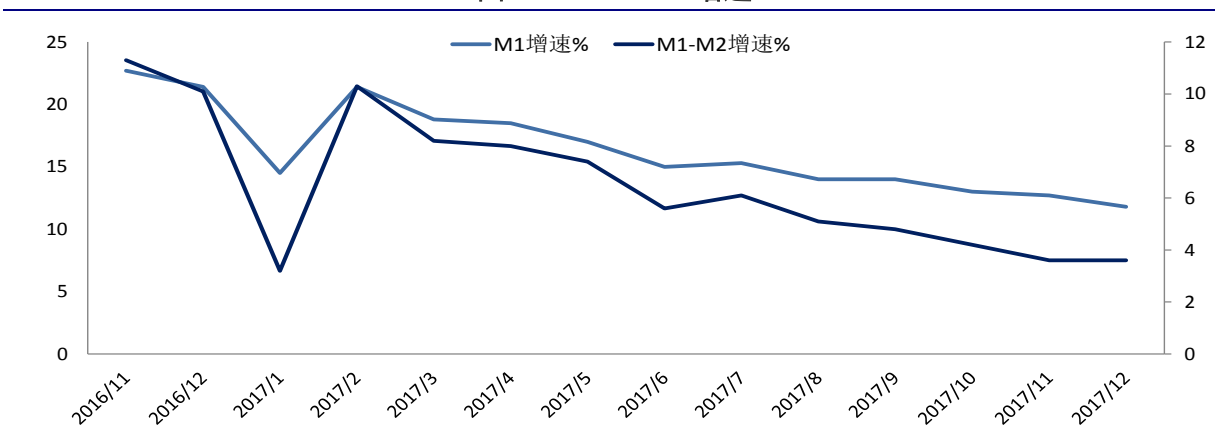
整体来看，2017 年经济平稳收官，结构转型的成效展现，企业盈利结构性改善，加上全球经济呈现向好趋势，对工业品需求形成一定支撑。中长期来看宏观经济 L 型转型韧性较强，向好预期提升股票配置价值，为中长期股价提升提供了坚实的基础。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
01/07/2018 13:59	外汇储备	Dec	\$3126.8b	\$3139.9b	\$3119.3b	--
01/10/2018 09:30	PPI 同比	Dec	4.80%		4.90%	5.80%
01/10/2018 09:30	CPI 同比	Dec	1.90%		1.80%	1.70%
01/12/2018 11:03	贸易余额	Dec	\$37.00b	\$54.69b	\$40.21b	\$38.99b
01/12/2018 11:03	出口同比	Dec	10.80%		10.90%	12.30%
01/12/2018 11:03	进口同比	Dec	15.10%		4.50%	17.70%
01/12/2018 11:04	贸易余额人民币	Dec	235.20b	361.98b	263.60b	255.44b
01/12/2018 11:04	出口同比人民币	Dec	6.70%		7.40%	10.30%
01/12/2018 11:04	进口同比人民币	Dec	11.80%		0.90%	15.60%
01/12/2018 16:00	总融资人民币	Dec	1500.0b	1140.0b	1600.0b	1619.6b
01/12/2018 16:00	New Yuan Loans CNY	Dec	1000.0b	584.4b	1120.0b	--
01/12/2018 16:00	货币供应M2同比	Dec	9.20%		8.20%	9.10%
01/12/2018 16:01	货币供应M1年同比	Dec	12.60%		11.80%	12.70%
01/12/2018 16:01	货币供应M0年同比	Dec	5.90%		3.40%	5.70%
01/16/2018 15:17	外国直接投资同比人民币	Dec	--		-9.20%	90.70%
01/18/2018 09:30	China December Property Prices					
01/18/2018 10:00	FX Net Settlement - Clients CNY	Dec	--	44.5b	-31.2b	--
01/18/2018 15:00	GDP 同比	4Q	6.70%		6.80%	6.80%
01/18/2018 15:00	GDP 经季调季环比	4Q	1.70%		1.60%	1.70%
01/18/2018 15:00	GDP 年迄今同比	4Q	6.80%		6.90%	6.90%
01/18/2018 15:00	零售销售额同比	Dec	10.20%		9.40%	10.20%
01/18/2018 15:00	社会消费品零售	Dec	10.30%		10.20%	10.30%
01/18/2018 15:00	工业产值 同比	Dec	6.10%		6.20%	6.10%
01/18/2018 15:00	工业生产 年迄今(同比)	Dec	6.60%		6.60%	6.60%
01/18/2018 15:00	固定资产除农村年迄今同比	Dec	7.10%		7.20%	7.20%
01/19/2018 10:00	彭博1月中国调查 (表格)					
01/26/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Dec	--		1.54%	1.75%
01/26/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Dec	--		10.80%	14.90%
01/31/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Jan	54.9		55.3	55
01/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Jan	51.6		51.3	51.6
01/31/2018 09:00	Composite PMI	Jan	--	--	--	--
02/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Jan	51.5		51.5	51.5
02/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Jan	--	--	--	53
02/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Jan	53.5		--	53.9
02/07/2018	外汇储备	Jan	\$3170.0b	--	\$3139.9b	--
02/08/2018	出口同比人民币	Jan	2.60%	--	--	7.40%
02/08/2018	进口同比人民币	Jan	6.00%	--	--	0.90%
02/08/2018	贸易余额	Jan	\$52.35b	--	--	\$54.69b
02/08/2018	进口同比	Jan	10.00%	--	--	4.50%
02/08/2018	出口同比	Jan	14.50%	--	--	10.90%
02/08/2018	贸易余额人民币	Jan	330.00b	--	--	361.98b
02/08/2018	BoP Current Account Balance	4Q P	--	--	--	\$40.5b
02/08/2018 02/18	外国直接投资同比人民币	Jan	--	--	--	-9.20%
02/09/2018 09:30	PPI 同比	Jan	4.20%	--	--	4.90%
02/09/2018 09:30	CPI 同比	Jan	1.50%	--	--	1.80%

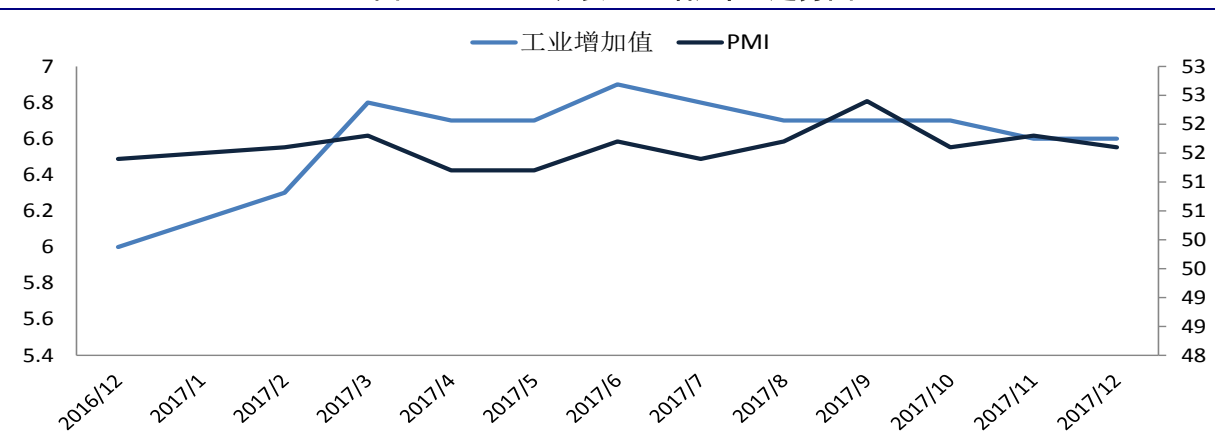
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 12: M1、M2 增速



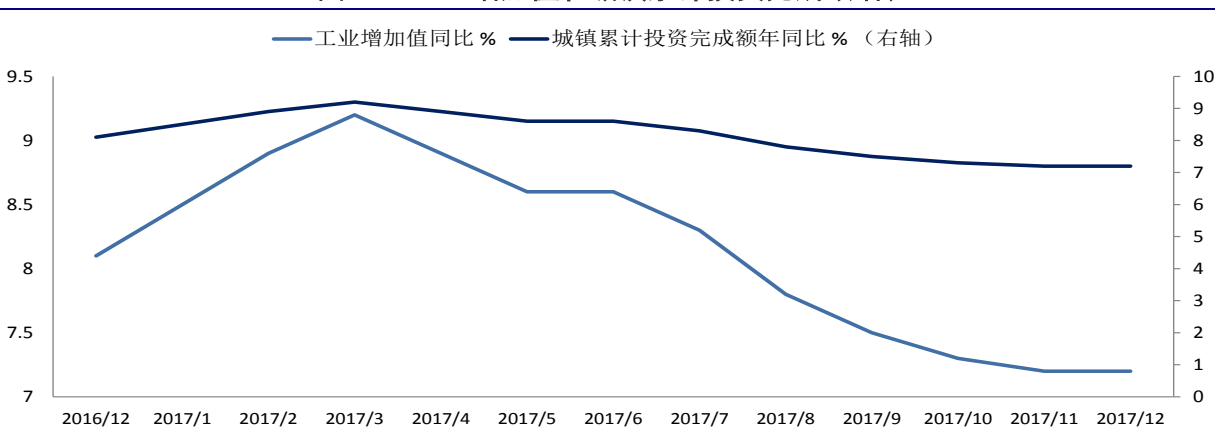
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: PMI 以及工业增加值 走势图



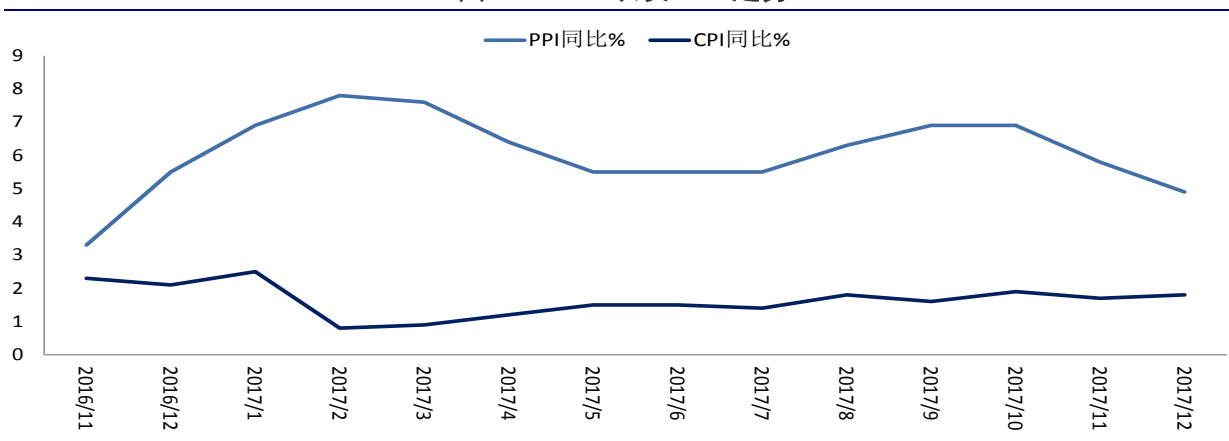
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: 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 15: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 金融监管继续加强，担忧情绪上升

年初监管细则继续落地，市场担忧情绪上升。

1月5日，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》，从三个方面规范商业银行委托贷款业务，分别为委托人资金来源、商业银行责任及资金用途，进一步封堵非标投资通道，在委托贷款资金及资产方均禁止资管产品涉入，明确委托贷款资金不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等，防止资金脱实向虚。

1月12日，证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》，上交所、深交所与中国证券登记结算有限责任公司也发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》，新规自3月12日起正式实施。该管理办法被称为“史上最严”的股票质押式回购新规，包括明确单只A股股票市场整体质押比例不超过50%、融入方不得为金融机构或其发行的产品、股票质押率上限不得超过60%等内容。

同时，1月13日银监会印发《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，明确八类违规，包括自营业务和代客理财业务未设置风险隔离；理财产品间未实现单独管理、建账和核算，违规开展滚动发行、集合运作、分离定价的资金池理财业务；利用本行自有资金购买本行发行的理财产品，本行信贷资金为本行理财产品提供融资或担保；违规通过发放自营贷款承接存在偿还风险的理财投资业务等，剑指银行违规开展理财业务。

另外，近期关于资管信托配资清理的传闻甚嚣尘上，一是有关部门颁布了信托资金降杠杆的新政，杠杆将由原来的1:2配资降至1:1，所以满格配资的信托必须在规定时间内降低杠杆，持有股票的信托必须卖出股票，归还配置资金；二是信托公司近期被要求停止开展设有中间级的结构化证券投资业务。多地银监局对辖区信托公司进行窗口指导，要求停止开展设有中间级的结构化证券投资业务和单票配资业务，市场恐慌情绪蔓延。虽然相关部门澄清监管目前并未明文全面叫停信托结构化业务，但未来信托机构清理配资，降低杠杆率是大势所趋，叠加银行对于委外业务的清理，信托资金来源受到抑制。

同时，由于1月31日是A股2017年报业绩预告披露的最后一天，所以上周多家上市公司集中公布2017年业绩，中小创公司业绩地雷被集中引爆，贝因美、獐子岛、巴士科技等107家公司年度业绩预告大变脸，而在上述107家年度业绩预告变脸的公司中，有36家公司业绩预减幅度超过一倍，ST信通、巴士在线、键桥通讯、共达电声、獐子岛等5家公司业绩预减幅度更是超过10倍。在当前证监执法从严下，讲故事的上市公司将会原形毕露，而退市制度的完善也

会促使不少上市公司通过释放亏损来提前进行财务“洗澡”。随着年初单边大幅上涨后回调风险预期上升，市场竞相抛售业绩亏损股或业绩不达预期的个股，因此月末中小创股大幅杀跌。同时，随着股票大幅杀跌可能造成股价跌破平仓线的风险，由于上市公司大股东融资，主要是服务于上市公司体外的其他产业，因此随着上市公司股价下跌，引发了相关产业融资难题，甚至造成融资链断裂的极端情况，恶化公司实际经营，进一步影响股票价格。

3.3 年初流动性偏松

资金流动性方面，在临时流动性释放及定向降准等多重因素影响下，1月份流动性形势总体较好，资金面较为宽松，利好股市上涨。

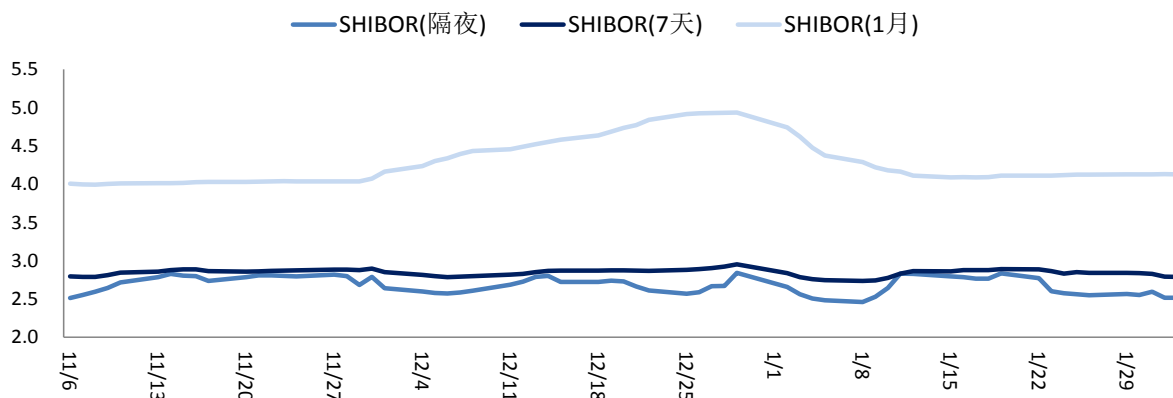
从市场利率来看，年初市场资金面较为宽松，各期限利率较去年年底均有明显下降。2017年12月29日央行宣布决定建立“临时准备金动用安排”，在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过2个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。另外为满足金融机构临时性流动性需求，2018年1月央行对金融机构开展常备借贷便利操作共254.5亿元，对金融机构开展中期借贷便利操作共3980亿元，维护货币市场利率平稳运行。

整体来看，1月份除月中缴税带来些许扰动之外，货币市场流动性总体保持较充裕水平，货币市场利率纷纷走低。央行操作继续体现削峰填谷的理念，央行曾于1月中旬实施净投放逾万亿，但月初和月末净回笼力度也不小，整个1月份央行公开市场操作净回笼6815亿元，单月净回笼规模为2016年4月以来最大，这也是2014年以来央行首次在1月份通过公开市场操作实施流动性净回笼。1月央行打破多年的“惯例”，实施了较大规模的净回笼，恰好说明短期金融机构“不差钱”，有必要引导流动性总量向中性适度水平收敛。

另外，受美元持续疲软刺激，年初人民币汇率持续走高。上周五在岸人民币兑美元收盘报6.2798，盘中一度升破6.27关口，创2015年8月以来新高至6.2681，连涨八周，同时人民币兑美元中间价调升160点报6.2885，续创2015年8月11日以来最高。

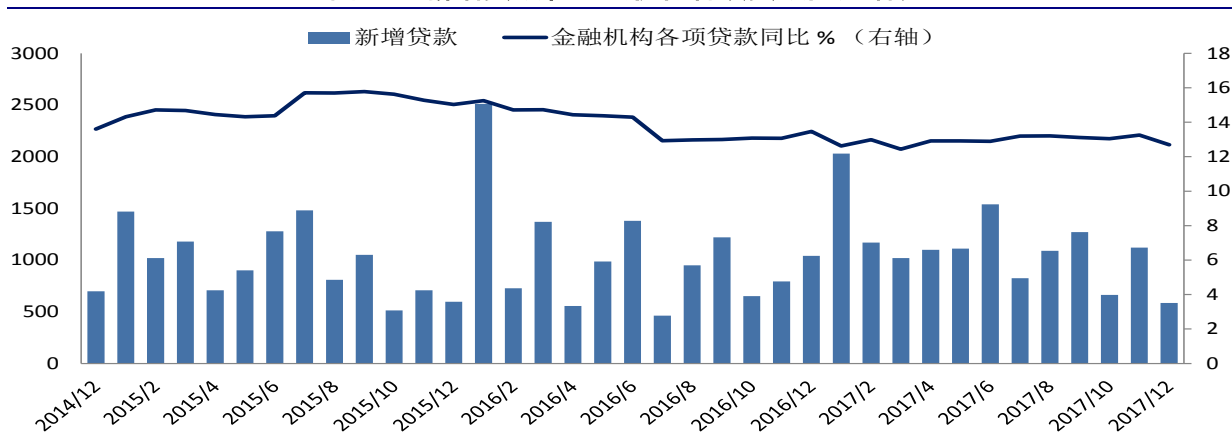
从资金流动性来看，央行对春节前资金面较为呵护，出台多项措施维稳，短端利率回落，节前资金面偏松，加上近期人民币兑美元汇率走高，对近期股票市场有积极影响。但跨节之后金融监管持续趋严，春节前公开市场操作及临时准备金动用安排陆续到期，2月申报纳税期限顺延、财政支出投放存在摩擦性，以及美联储释放偏鹰信号、三月加息概率较大对国内货币的压制，春节后资金流动性大概率将回到紧平衡状态。

图 16: 短期 SHIBOR 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 17: 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 2018 年 1 月 31 日, 沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.38, 标准差是 8.63; 市净率均值是 2.54, 标准差是 1.24。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 17.53, 较上月小幅上升, 低于均值 0.10 个标准差; 整体市净率是 2.17, 也较上月水平有所上升, 低于均值 0.30 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, 自 2017 年 9 月起在 130 附近震荡, 2018 年 1 月主要在 127 至 130 之间波动; 金融板块 2018 年 1 月继续走强, 行业指数的整体市盈率延续升势, 目前在 12.3 左右。

从风格表现来看, 2015 年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低, 2018 年 1 月大盘股的市盈率有所上升, 而中小盘股市市盈率则继续回落, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.64 倍, 估值比延续下降态势, 这主要是因为 1 月中小盘股的阶段表现明显弱于大盘股。

图 18: 沪深 300 指数市盈率走势



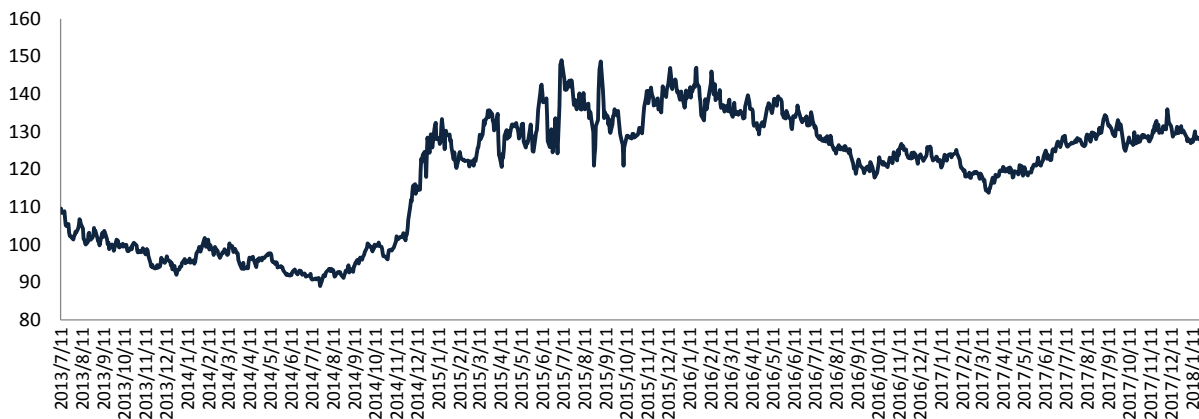
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: 金融指数市盈率走势



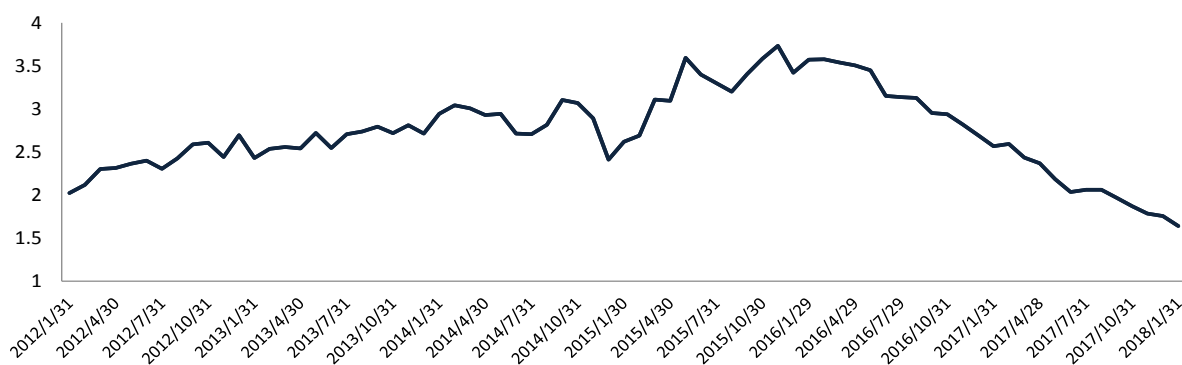
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 21: 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

纵观一月行情，沪指先扬后抑，月初强势单边走高，创出熔断后反弹新高，最后一周震荡回落，回踩 3400 点。市场风格方面，金融、地产及周期板块较为强势，月末中小盘股大幅回调。从期指方面来看，期指一月持仓量有所上升，基差上 IH 合约升水保持平稳，IF 合约基差冲高回落，IC 基差修复后月末贴水再度走扩，体现市场对中小盘股预期由强转弱。

基本上来看，2017 年经济平稳收官，年底小幅下滑基本符合市场预期，结构转型的成效展现，企业盈利结构性改善，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，向好预期提升股票配置价值，为中长期股价提升提供了坚实的基础。政策面上，年初监管细则继续落地，市场担忧情绪上升。信托机构清理配资，降低杠杆率是大势所趋，叠加银行对于委外业务的清理，未来增量资金受到抑制。同时在当前证监执法从严下，讲故事的上市公司将会原形毕露，集中引爆业绩地雷。资金面上，在临时流动性释放及定向降准等多重因素影响下，1 月资金面较为宽松，利好股市上涨。但跨节之后金融严监管持续，春节前公开市场操作及临时准备金动用安排陆续到期，以及 2 月申报纳税期限顺延、财政支出投放存在摩擦性，加上美联储三月加息概率较大，春节后资金流动性将回到紧平衡状态，对股票市场的边际利好减弱，维持中性影响。

综合来看，近期 PMI 数据不及预期、中小创多股业绩变脸及资管信托窗口指导等多重利空打压下，大盘创下两年来的最大单周跌幅，中小创股重挫，再现多股闪崩，市场已由上涨行情转为震荡，超跌反弹空间有限。从期指来看，市场对 IH 的看涨预期仍然较强，对 IF 及 IC 预期有所转弱。年初股市累计涨幅较大，上行动能减缓，随着外围股市集体转弱下跌，市场风险偏好有所下降，而对金融监管的担忧则压制了增量资金的流入，叠加春节前后交投清淡，预计近期市场以震荡为主，金融监管下业绩确定性及流动性溢价占优，中小创股走势偏弱，建议投资者谨慎观望，短线逢高减少股票仓位，可继续持多 IH/IF 空 IC 对冲。中长期来看，我们仍然对 2018 年的股票市场保持乐观，短期震荡不改中长期震荡中枢上行趋势。仅供参考。

1 月期债先抑后扬，2 月期债或偏弱

2018 年 2 月 5 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

投资咨询资格号：Z0013058

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

1 月期债破位下行，创出新低后底部反弹，月度五年期国债期货主力合约 TF1803 收于 95.915 元，月跌 0.655 元或 0.71%，十年期国债期货主力合约 T1803 收于 91.94 元，月跌 1.215 或 1.31%，期债走势弱于现券，基差走高，盘中出现反套机会，主要原因一是年初监管文件密集落地，包括利空影响较大的 302 号文等，市场对监管的担忧一直存在；二是公布的 PMI 等数据显示经济仍呈韧性，同时市场调高通胀预期，基本面预期目前仍令债市承压；三是资金面除在月中因缴税和缴准而紧张外，其余时间资金面因央行定向降准资金投放和临时准备金动用安排（CRA）偏宽松，令短端现券收益率较大幅下行，现券收益率曲线走陡；四是期债创新低和国开债收益率创新高后期债暂缺进一步下行动力，在最后一周呈现底部反弹。现券方面，5 年期国债收益率下行 1bp 至 3.83%，10 年期国债收益率上行 3bp 至 3.91%。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济仍呈现韧性，基本面预期目前令债市承压；从政策面看，监管文件密集出台，18 年金融去杠杆仍将继续，货币政策为维稳资金面预期，提前与市场沟通 CRA 和定向降准的政策意图；从资金面看，1 月除月中缴税和缴准令资金面偏紧外，其余时间资金面偏宽松，2 月随着春节的临近资金面可能趋紧；从供给端看，国债供给压力不大；从需求端看，月底资金面宽松令一级市场招标情况好转，国债供需改善，观察其持续性。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者 TF 跨期套利止盈，T 跨期套利止损，关注多 TF 空 T 的操作。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求有所好转，国债发行规模缩减

2018年1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19744.6亿元，较上月减少5482.99亿元，其中地方债供给规模为0亿元，较上月减少322.69亿元，1月份为地方债供给真空期；国债发行规模合计为1900亿元，较上月大幅减少549亿元，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，除了1月31日收到资金面宽松影响新发的1年期和10年期国债投标倍数均超过3倍，需求有所好转，观察其持续性；同业存单供给规模为14825.4亿元，较上月减少5930.5亿元，且同业存单发行利率在跨年后月初较大幅下行，后由于月中缴税和缴准的影响而攀升，截止1月31日，1个月同业存单发行利率为4.46%，3个月同业存单发行利率为4.99%，6个月同业存单发行利率为5.05%。

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短降长升

1月主要期限国债收益率涨跌不一，短端收益率出现大幅下行，其中1年期收益率下行幅度超过30个bp，中长端收益率小幅上行，5年期收益率下行1个bp至3.83%，10年期收益率上行3个bp至3.91%，10-1年利差大幅走陡约35个bp，10-5年利差走陡约4个bp，1月第一周跨年后资金面由偏紧转偏宽松，但年初央行和银监会的监管文件密集落地，其中对市场利空影响较大的是规范代持业务的302号文和配套的89号文，并强调监管姓“监”，叠加年初公布的PMI数据好于和国开行重启10年期国开债发行的不利影响，现券收益率短降长升；第二周和第三周市场延续对监管的担忧，并且随着油价的上涨调高通胀预期和货币政策收紧预期，叠加资金面面临月中缴税和缴准而收紧，现券收益率整体上小幅上行，10年期国债收益率盘中超过前高，但国债现券收益率表现出高位钝化，国开债收益率在此阶段继续较大幅上行；第四周在央行1月25日定向降准和临时准备金动用安排（CRA）释放资金令资金面转向偏宽松、国开债达到新高、监管文件暂停公布和美债收益率高位止升企稳的影响下，现券收益率小幅下行。具体从月度数据来看，1Y期下行32bp至3.47%，3Y期下行15bp至3.63%，5Y期下行1bp至3.83%，7Y期上行1bp至3.91%，10Y期上行3bp至3.91%，15Y期上行1bp至4.19%，20Y期上行1bp至4.23%。

图 2: 1 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

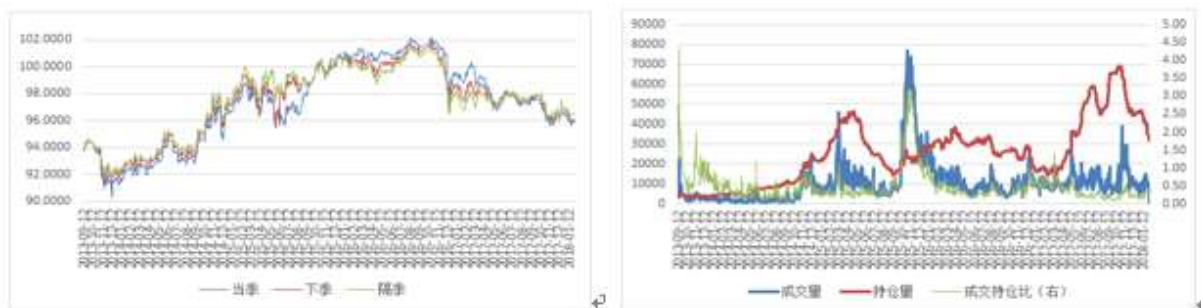
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬

截止到1月31日收盘,五年期国债期货主力合约TF1803收于95.915元,月跌0.655或0.71%;下季合约TF1806收于96.06元,月跌0.78或0.82%;隔季合约TF1809收于96.525元,月跌0.675或0.29%;成交方面,主力合约TF1803成交量日均9635手,三个合约日均成交10081手;持仓方面截止到1月31日,主力合约TF1803持仓量为26305手,三个合约持仓达到31771手,较上月底大幅减少14645手。十年期国债期货主力合约T1803收于91.94元,月跌1.215或1.31%;下季合约T1806收于91.975元,月跌1.36或1.42%;隔季合约TF1809收于92.11元,月跌1.285或1.4%;成交方面,主力合约T1803成交量日均31244手,三个合约日均成交33956手;持仓方面截止到1月31日,主力合约T1803持仓量为37962手,三个合约持仓达到33956手,较上月底减少1896手。

1月第一周跨年资金面由偏紧转偏宽松,但年初央行和银监会的监管文件密集落地,其中对市场利空影响较大的是规范代持业务的302号文和配套的89号文,并强调监管姓“监”,叠加年初公布的PMI数据好于和国开行重启10年期国开债发行的不利影响,期债跳水走弱,较大幅下跌;第二周和第三周市场延续对监管的担忧,并且随着油价的上涨调高通胀预期和货币政策收紧预期,叠加资金面面临月中缴税和缴准而收紧,10年期国债收益率盘中小幅超过前高,但国债现券收益率表现出高位钝化,国开债收益率在此阶段继续较大幅上行,期债创出新低,盘中出现反套机会;第四周在央行1月25日定向降准和临时准备金动用安排(CRA)释放资金令资金面转向偏宽松、国开债达到新高、监管文件暂停公布和美债收益率高位止升企稳的影响下,期债底部反弹。整体上看,期债走势弱于现券,基差走高。

图 3: TF 价格走势 (左) &T 成交与持仓 (右)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势 (左) &T 成交与持仓 (右)

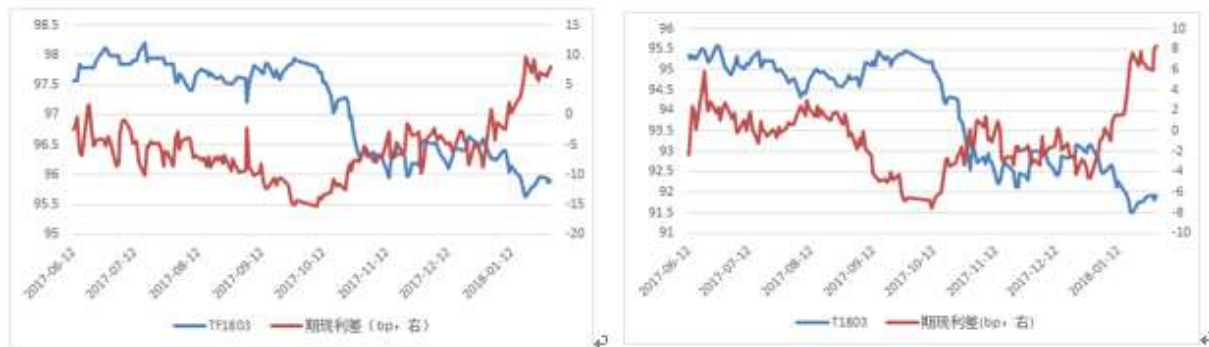


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差正向扩大

从 1 月份的期现利差来看, 随着 1 月国债期货价格先抑后扬, 而现券价格走势强于期货, 合约 TF1803 的期现利差由负转正, 且正向不断走扩, 合约 T1803 的期现利差由负转正, 且正向不断扩大, 1 月盘中出现反套机会, 主要是因为 1 月初监管政策的密集发布, 国债现券收益率上行幅度有限, 呈现出一定的高位钝化现象, 但国开债收益率大幅上行, 期债更多地反映国开债的走势。

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

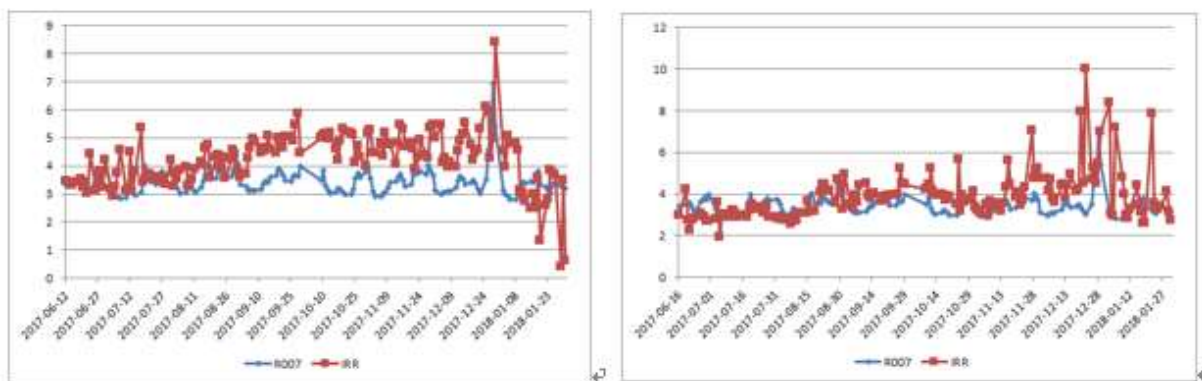


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从1月份 TF1803 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 出现较大幅度下行，而 R007 区间震荡，在1月份 TF1803 合约无正套和反套机会；从1月份主力合约 T1803 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 出现较大幅度下行，而 R007 区间震荡，在1月 T1803 有较多的无明显的正向期现套利机会，盘中出现非 CTD 券的反套机会。

图 6: TF1803 活跃 CTD 券 IRR (左) &T1803 活跃 CTD 券 IRR (右)

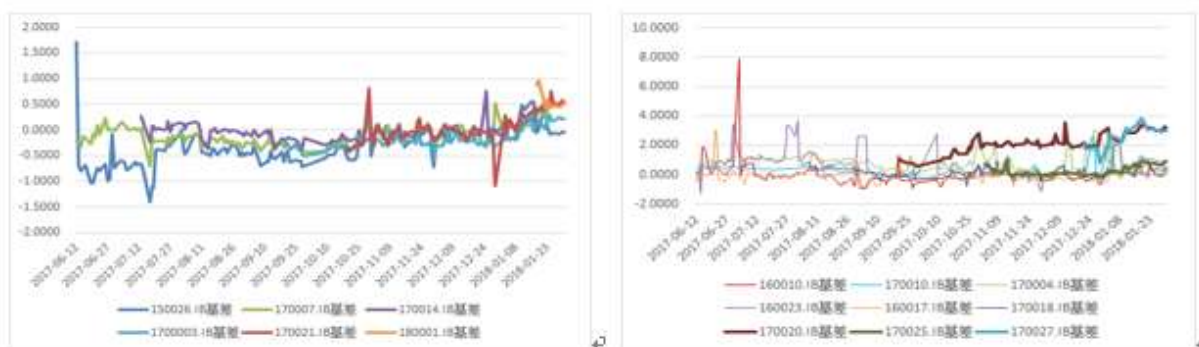


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1803 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170007.IB、170014.IB、170021.IB 和 180001.IB 的基差上行,适宜做多基差;T1803 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB 、170010.IB、170013.IB、170018.IB、170020.IB、170025.IB 和 170027.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 170004.IB 的基差先上后下。

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 1 月份下旬，国债期货处于移仓换月阶段，比较明显的是五年期国债期货空头先移仓，跨期价差正向收窄，十年期国债期货跨期价差负向收窄后走扩，变动不大。

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

2018 年 1 月财新中国制造业 PMI 为 51.5%，与上月持平，符合预期，国家统计局公布的 1 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%，预期 51.6%，较上月下行 0.3%，制造业延续稳步扩张态势。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数、新订单指数分别为 53.5%和 52.6%，比上个月回落 0.5%和 0.8%，供给和需求有所放缓，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 59.7%和 51.8%，分别比上月回落 2.5%和 2.6%，并明显低于去年同期，新出口订单指数为 49.5%，比上月回落 2.4%，进口指数为 50.4%，比上月回落 0.8%，受与圣诞、新年相关的国外市场需求提前释放等因素影响，出口有所放缓。从已经公布的数据来看，官方 PMI 低于预期，而财新 PMI 数据与预期相符，两者出现背离，但都处于扩张区间，2018 年 1 月经济仍表现韧性。

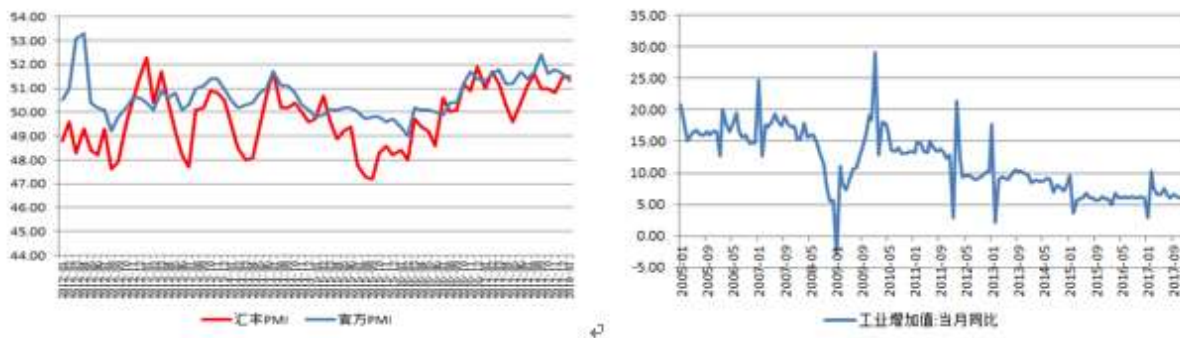
从房地产销售来看，房地产开发投资在 12 月继续下行，商品房销售面积增速继续放缓，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或将震荡回落；12 月份基建投资增速继续小幅回落至 14.93%，目前基建对经济支撑力度在逐渐减弱；12 月份制造业投资增速止跌反弹至 4.8%，从投资角度来看，12 月房地产和基建投资增速延续小幅下行走势，但制造业投资开始反弹，整体投资增速或小幅下行；消费增速降至 9.4%，观察其下滑的持续性；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速小幅回落至 10.9%，进口增速大幅回落至 4.5%，贸易顺差较大幅增加，受到基数的影响，进出口增速可能会小幅放缓。

通胀方面，12 月份 CPI 为 1.8%，较上月上行 0.1%，略低于预期，PPI 回落至 4.9%，较上月回落 0.9%，与预期相差不大，蔬菜价格增速负向收窄，叠加年初天气，蔬菜价格对 CPI 的拖累可能会转变成拉动，猪肉价格下行速度延续放缓，猪价和鲜菜价格可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而从 2018 年 1 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 2018 年 1 月 PPI 同比继续下行，考虑到油价上涨，环比或小幅下行，2018 年 1 月 CPI 或小幅回升。

2017 年 12 月新增贷款 5769.49 亿元，较上月大幅减少约 5659 亿元，债券融资为 341.11 亿

元，比上月小幅减少约 577 亿元，信用债供给压力较小；M2 同比为 8.2%，再创历史新低，较上月下行 0.9%，M1 较上月下行 0.9% 至 11.8%，导致 M1-M2 的剪刀差不变。预计 1 月社融增速或走高，特别是新增人民币贷款或走高，但其中的新增委托贷款和信托贷款受政策影响可能走低，M2 或小幅上行。

图 9：制造业 PMI（左）&工业增加值（右）



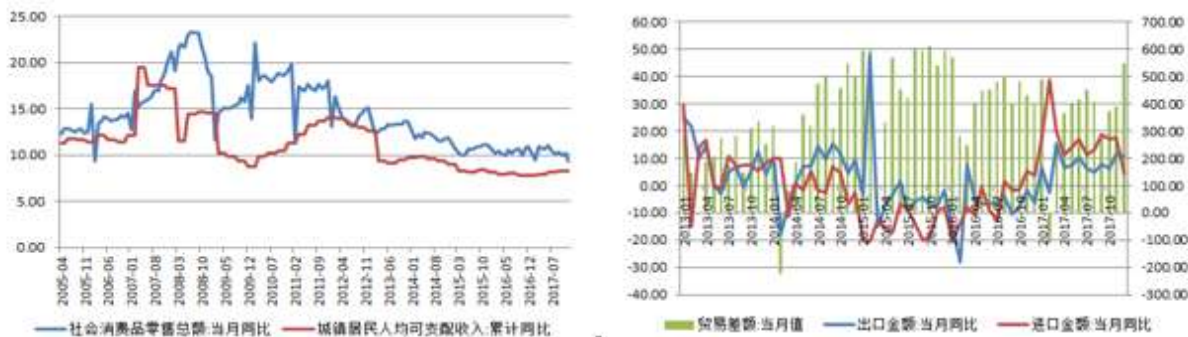
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



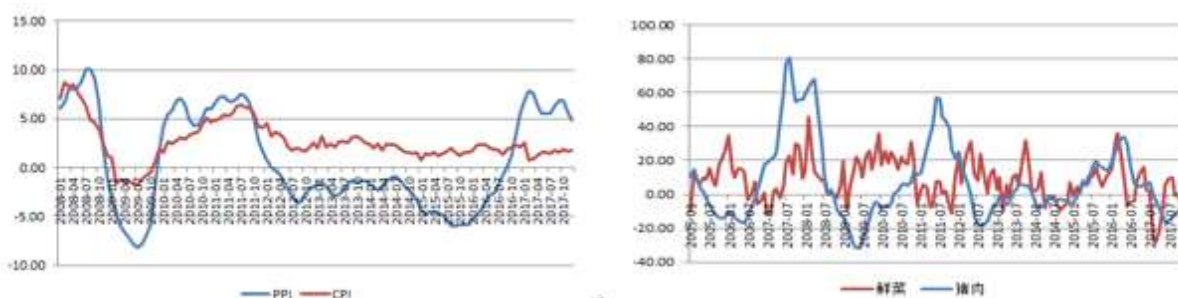
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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）



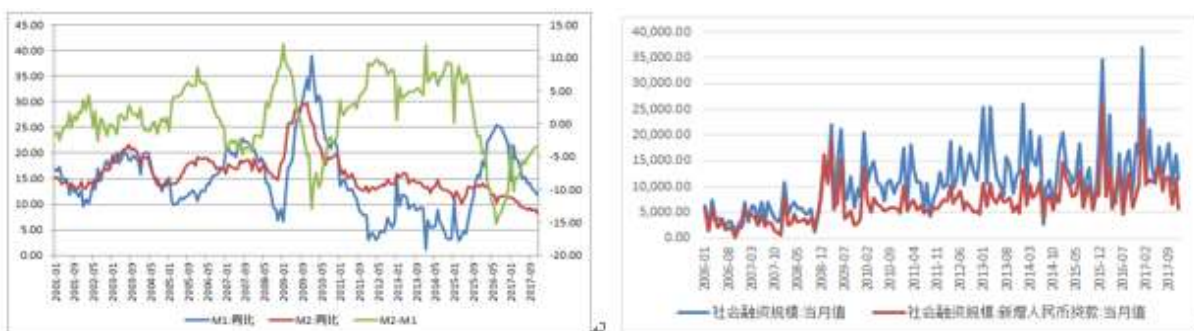
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

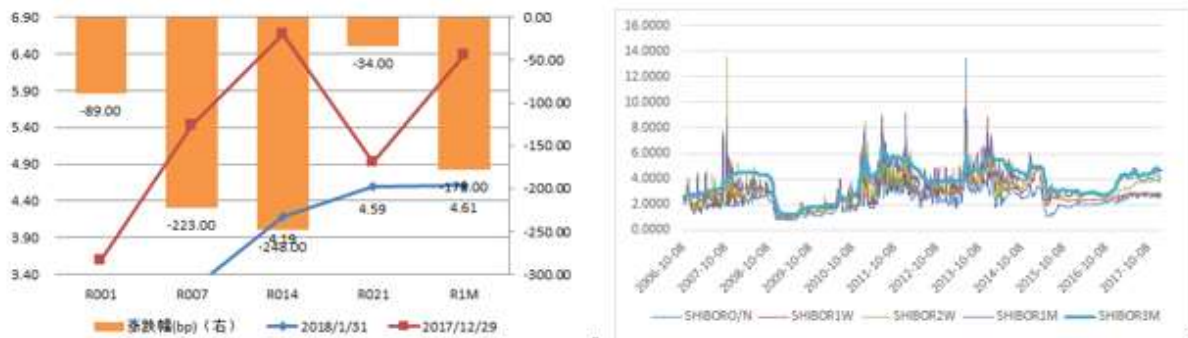
2018 年年初监管政策较超预期的密集发布, 其中包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的 302 号文和《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》的 89 号文, 89 号文是证监会落实 302 号文而下发的内容更加细化的配套文件, 随后银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法》(征求意见稿)、《商业银行委托贷款管理办法》和《进一步深化整治银行业市场乱象的通知》, 突出监管姓“监”, 并且多家银行收到罚单, 市场对监管的担忧一直存在, 预期 2 月份前期的资管新规征求意见稿的细则可能会落地; 货币政策目前定调仍是稳健中性, 央行在 1 月 25 日实施了定向降准, 并为维稳春节期间的资金面, 央行建立临时准备金动用安排(CRA), 但受到年初油价上涨、寒冷天气等原因市场通胀预期调高, 市场增加了对货币政策收紧的预期。

3.3 资金利率: 1 月资金面偏宽松, 2 月资金利率可能先下后上

1 月月初资金面在跨年后由紧转偏宽松, 资金利率较大幅下行, 1 月月中受到缴税和缴准的影响资金面偏紧, 1 月 25 日在央行普惠定向降准投放资金、临时准备金动用安排 (CRA) 和财政存款的投放, 资金面持续偏宽松, 在月底资金面亦呈现略超预期的宽松。从质押式回购利率来看, 隔夜下行 89bp 至 2.7%, 7 天下行 223bp 至 3.19%, 14 天下行 248bp 至 4.19%, 1M 下行 178bp 至 4.61%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 25bp 至 2.59%, 7 天下行 12bp 至 2.83%, 14 天下行 13bp 至 3.86%, 1M 下行 81bp 至 4.13%, 3M 下行 18bp 至 4.73%。1 月份有 28000 亿元公开市场操作到期, 央行进行 20100 亿元投放, 净回笼 7900 亿元, 1 月份有 2895 亿元 MLF 到期, 央行进行 3980 亿元 MLF 投放进行超额对冲, 1 月份有 800 亿元国库现金定存到期, 央

行进行了 800 亿元国库现金定存，中标利率较上期上升 10 个 bp，2 月公开市场有 7535 亿元资金量到期，其中包括 800 亿元国库现金定存到期和 2435 亿元 1 年期 MLF 到期，到期压力较大且春节期间现金需求增加，但央行已经进行临时准备金动用安排（CRA）来维稳资金面，预计 2 月份资金面可能随着春节的临近由偏宽松转为偏紧。

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

维持铜价中长期震荡向上的预判

2018年2月5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

● 后市展望及策略建议

1月铜精矿加工费下滑，最新的铜精矿现货TC为80美元/吨，低于2018年长单加工费。从近期已公布的大矿企的四季度产量来看，除第一量子（增6.39%）及MMG（增18.81%）外，其它矿企2017年铜产量出现不同程度的下滑。

近期公布的2018年第五批建议批准的限制进口类申请明细表中，铜相关企业只有两家，核定进口量3470吨，同比减少93.57%，结合前四批来看，今年七类废铜进口大概率会大幅下滑。

需求端欧美国家1月制造业PMI出现小幅下滑，但仍在60附近高位，中国1月财新制造业PMI数据符合预期51.5，仍处于扩张状态。从制造业情况来看，目前仍看不到铜终端需求出现大幅滑坡的迹象。

结合供需两端来看，我们维持中长期铜价震荡向上的预判。仅供参考。

行业要闻

1. **【必和必拓：3月没有具体报价，Cerro Colorado 铜矿将停售】**必和必拓表示，如果3月没有收到确定的报价，他们计划停止出售智利 Cerro Colorado 铜矿。智利的 Cerro Colorado 铜矿是必和必拓在南美洲较为小型的业务之一。
2. **【嘉能可称2018年铜产量将增至近150万吨】**嘉能可2月1日称，2018年铜产量预计增至近150万吨，因旗下刚果 Katanga 铜矿预计增产15万吨。2017年嘉能可铜产量减少8%至130万吨。锌产量大体持稳，2018年亦将保持在100万吨上方。上述数据符合12月公布的产量目标。
3. **【《阴极铜加工贸易单耗标准》发布】**海关总署和国家发展改革委2018年1月25日批准《阴极铜加工贸易单耗标准》，自2018年2月5日起执行，原《阴极铜（电解铜）加工贸易单耗标准》（标准编号：HDB/YS001-2000）同时废止。
4. **【韦丹塔：看涨金属 将提高锌铅产能、2年内翻番印度铜产量】**韦丹塔有限公司（Vedanta Ltd.）表示，金属价格上涨、企业提高产能都将推高基本金属生产商的盈利能力。亿万富翁 Anil Agarwal 预计随着全球供应的减少，未来金属价格将上涨。计划2年内将印度的铜产量翻番至80万吨。
5. **【宝马集团用铜量】**2017年，宝马集团采购的铜总量为42,000吨，总价值超过2亿欧元。作为全球电动汽车生产领导者，宝马集团计划在2025年向市场推出25款电动汽车。届时，宝马对铜的需求量在原有的基础上增加20000吨。
6. **【智利12月铜产量同比增加5.6%至536,643吨】**智利政府公布，智利12月铜产量为536,643吨，较2016年12月生产的507,994吨增加5.6%；11月产量为503,727吨。
7. **【赞比亚2017年铜产量触及纪录新高】**赞比亚统计局公布，2017年铜产量触及纪录新高，因全球价格上扬促使矿商加强运作。2017年赞比亚铜产量为85万吨，较2016年的77.4万吨增加10%。该国矿业部认为现有矿山的扩张和新矿投产推动产量增长。
8. **【特朗普呼吁国会通过至少1.5万亿美元基建计划】**特朗普呼吁国会通过一项法案，筹集至少1.5万亿美元资金，为美国人提供安全、快速、可靠和现代化的基础设施。联邦基建项目资金都需要得到利用。国会对基建项目的审批进程需要流程化，时间缩减到1至2年。
9. **【电线电缆企业春节放假时间】**据SMM了解，各地线缆企业春节放假时间大多为2月10号左右，节后开工时间为初七左右。
10. **【新能源汽车】**2017年我国新能源汽车产销量分别达到79.4万辆和77.7万辆，连续三年位居世界第一，累计保有量达到180万辆，占全球市场保有量50%以上。国新办1月30日举行的新闻发布会透露，目前我国已拥有比较完整的新能源车产业体系，有四家企业进入全球新能源汽车销量的前10名，新能源客车已经出口到30多个国家和地区。
11. **【废铜进口量分析】**11、12月我国进口废铜量分别同比下滑17.28%、19.8%，2017年全年进口废铜356万吨，较2016年仅增6.24%。由于17年铜价处于牛市行情，废铜价格优势凸显，12年以来的废铜进口量递减趋势得以扭转。全年来看，2月录得累计同比最高值23.95%，直到10月累计同比还有12.3%，而由于废铜进口政策的收紧，11月累计同比下降至9.09%，12月再降至6.24%。
12. **【海关查发31家进口废五金问题企业】**海关总署1月29日宣布，在近期开展的一项进口废五金行业专项稽查中，海关共查发31家问题企业，涉及进口货物1.64万吨、货值1.57亿元。

13. 【力拓解除美国 Kennecott 矿场精炼铜出货不可抗力】力拓发言人 1 月 27 称，解除对其美国 Kennecott 矿场精炼铜出货做出的不可抗力，在 79 天前，公司宣布无法满足客户承诺。在 2017 年，Kennecott 矿场共生产了 125,800 吨精炼铜，同比下滑约 20%。

14. 【智利环境委员会批准了 Codelco 的扩张计划】据外媒报道，近日，智利环境委员会批准了 Codelco 公司扩张其 Teniente 矿山，授权 Codelco 公司建造一个比现在作业低 180 米(591 英尺)的地下第一层。公司在声明中表示，第二层将比目前的运营水平低 300 米。扩建将延长公司在智利的租期约 50 年。目前 Codelco 已经完成了 44% 的扩建工程，预计 2023 年完工。

15. 【哈萨克矿业年度铜产量 258.5 千吨 同比增 80%】哈萨克矿业公告称，第四季度，铜产量为 65.2 千吨，令全年产量达 258.5 千吨，较 2016 年全年增加 80% 并符合于 2017 年下半年发布的提升指引 250 至 270 千吨。2017 年产量增长乃受于 2017 年二月开始营运的 Aktogay 硫化物选矿厂开始生产铜并提高铜产量以及 Bozshakol 的提产所驱动。

16. 【五矿资源 2017 年铜产量创纪录】五矿资源全年铜产量达到创纪录的 59.8 万吨 同比增长 19%。其中位于秘鲁的旗舰矿山拉斯邦巴斯 (Las Bambas) 铜矿在投产后的第一个完整生产年度内共生产矿山铜 45.4 万吨，单体矿山铜产量进入世界前十。位于非洲刚果(金)的金塞维尔 (Kinsevere) 铜矿生产电解铜超过 8 万吨。

17. 【智利矿企 Antofagasta 2017 铜产量为 70.43 万吨】智利铜矿企业--安托法加斯塔公司周三报告称，2017 年第四季度铜产量较前三季度下降 1.3%，至 177,800 吨。该公司 2017 年铜产量为 704,300 吨，较之前一年减少 0.7%。因季度产出下滑且预期成本将增加。Antofagasta 表示，2018 年铜产量预期仍维持在 705,000-740,000 吨。

18. 【海关总署数据：2017 年 12 月废铜进口量同比下滑 19.8%】海关总署数据显示，中国 2017 年 12 月废铜进口量同比下滑 19.8%，因政府继续对废金属进口实施严格打击。12 月共进口 26 万吨废铜，较 11 月的 27.1 万吨下滑 4.1%。中国 2017 年全年废铜进口量为 356 万吨，仍较 2016 年增加 6.2%。

19. 【第 4 批废七类铜建议批准量公布】最近公布了第 4 批建议批准的固废限制进口类明细，第 4 批批准量同比再次大减 95%，而第 3 批同比减少 65%，前两批均同比减少 94%，不过由于此次所获批文企业均位于广西梧州地区，且只有两家获批。目前来看，今年为按地区下发批文，不同于往年各地区批文同时下发。而废铜进口主要地区广州、天津两地的批文还并未下发，后续批准量仍有望回升。

20. 【ICSG：2017 年 10 月全球铜市供应短缺 2,000 吨】1 月 22 日消息，国际铜业研究组织(ICSG)在最新的月报中称，今年 10 月全球精炼铜市场供应短缺 2,000 吨，9 月为短缺 11.3 万吨。今年前 10 个月，全球精炼铜市场供应短缺 17.5 万吨，上年同期为短缺 14.3 万吨。10 月全球精炼铜产量为 197 万吨，消费量为 197.2 万吨。中国 10 月保税仓库铜库存为短缺 1.2 万吨，9 月为短缺 12.8 万吨。

21. 【智利国家铜业委员会上调 2018 年铜均价预估】智利国家铜业委员会：上调 2018 年铜均价预估至每磅 3.06 美元。该委员会在一份声明中称，智利今年铜产量预计为 574 万吨，2019 年料为 591 万吨。

22. 【WBMS 报告】2017 年 1-11 月全球铜市供应短缺 11.87 万吨；2017 年 1-11 月全球原铝市场供应短缺 157.3 万吨；2017 年 1-11 月全球铅市供应短缺 37.8 万吨；2017 年 1-11 月全球锌市供应短缺 52.4 万吨；2017 年 1-11 月全球镍市供应短缺 6.36 万吨；2017 年 1-11 月全球锡市供应短缺 9,100 吨。

23. 【澳洲 Oz Minerals 调升未来两年铜产量目标】该澳洲矿商周三称，铜市前景利好，因

电动汽车、公共汽车、火车使用量的增加以及可再生能源的进一步开发带来强劲的需求。公司将 2018 和 2019 年铜产量目标调升 15,000 吨。

24. 【哈萨克斯坦 2017 年铜、锌及钢铁产量均增加】1 月 16 日消息，哈萨克斯坦统计委员会周二公布的数据显示，该国 2017 年精炼铜增加 4.2%，粗钢产量跳增 9.4%，而精炼锌产量则增加 1%。哈萨克斯坦金属集团(KAZ Minerals)和嘉能可(Glencore)旗下 Kazzinc 占该国金属产量的很大比重。钢铁生厂商安赛乐米塔尔(ArcelorMittal)持有哈萨克斯坦唯一一个大型钢铁生产厂。

25. 【力拓 2018 年产量计划】力拓维持 2018 年 51-61 万吨矿铜和 22.5-26.5 万吨精炼铜的产量目标不变，铝产量目标为 350-370 万吨。2017 年铝产量下降 1%，矿铜产量减少 9%。

26. 【淡水河谷 Coleman 铜镍矿将关闭到下个月中旬】位于 Sudbury 的 Coleman 铜镍矿，由淡水河谷公司所有，因安全原因于 2017 年 11 月 13 日暂停运营，并将一直关闭到下个月中旬。因而淡水河谷转移了 200 多名生产和维修人员暂时在其他矿山工作。

27. 【第 3 批废七类铜建议批准量公布】1 月 12 日公布了第 3 批建议批准的固废限制进口类明细，第 3 批废七类铜相关企业批文同比减少 65%，而前两批均同比大幅减少 94%。且与去年前三批次批准量递减格局相反，今年第 3 批次批准量反超第 2 批次，批准量或许有望开始相对回升。此次所获批文企业均位于宁波地区，可期陆续将有其他地区企业获批。

28. 【12 月铜矿砂及精矿进口 165 万吨 同比下降 1.2%】2017 年 12 月铜矿砂及精矿进口 165 万吨，同比下降 1.2%，环比下降 7.3%；全年铜矿石及精矿累积进口 1735 万吨，同比增加 2.3%。

29. 【印尼希望 6 月之前能够完成与 Freeport 的协议磋商】1 月 11 日消息，印尼能源部煤炭和矿产资源主管 General Bambang Gatot 表示，印尼希望在 6 月之前完成与美国自由港麦克莫伦铜金公司(Freeport McMoRan Inc)的协议磋商。Gatot 表示，Freeport 与印尼国企部和财政部仍在就股权转让问题展开讨论。美国自由港麦克莫伦铜金公司 2017 年出口铜精矿 921,000 吨。印尼铜矿商 Amman Mineral Nusa Tenggara 在 2017 年出口铜精矿 56 万吨。

30. 【PolyMet 获铜镍矿运营许可证 2020 年进行开采】据《德卢斯新闻论坛报》报道称，明尼苏达州已经对该州有史以来第一个铜镍矿的建造和运营计划给予了初步的支持，发放了 PolyMet 矿业公司的采矿许可证，供公众审查。如果一切顺利的话，PolyMet 公司将在 2020 年对该矿进行开采。预计这一项目将耗资 6.5 亿美元，每天开采 3.2 万吨矿石，雇佣人数约 300 人。

31. 【宁波口岸退运一批夹带洋垃圾的进口铜废碎料】从宁波出入境检验检疫局获悉，近日，该局对一批来自玻利维亚的铜废碎料实施了退运，该批货物重 22.65 吨，货值 9.84 万美元。因夹带洋垃圾，宁波出入境检验检疫局依据相关规定判定该批进口铜废碎料环保项目不合格，出具检验证书并移交海关作退运处理。

32. 【2017 年冬瓜山铜矿完成铜量 3.2 万吨】2017 年，冬瓜山铜矿完成 32000 吨铜量任务，连续三年实现了达标达产，完成了集团公司下达的成本和利润考核指标。

33. 【Lomas Bayas 铜矿工会拒绝资方薪资提议 双方分歧依然很大】佳能可旗下智利 Lomas Bayas 铜矿工会周四拒绝了资方提出的“最终版”薪资提议，并开始由政府居间调解下与资方举行会谈，以避免罢工，但截至目前，该矿劳资双方的分歧依然很大。Lomas Bayas 铜矿在 2017 年 1-10 月产铜 67,000 吨。

34. 【2018 年第二批固废进口许可证批文明细表】2017 年第二批公布的限制类废铜进口批文企业 44 家，进口总量约在 49 万吨；2018 年第二批公布的限制类废铜进口批文企业 18 家，进口量仅剩 2.59 万吨，缩减量超过了 94%；2018 年第一、二批公布的限制类废铜进口批文，与

2017 年前两批公布的批文数量相比，企业减少约 70%，进口量减少约 94%。

35. 【1 月份空调企业排产环比继续增加】据 SMM 了解，1 月份重点空调企业排产环比继续增加，进入 1 月份空调行业仍处生产旺季，空调企业产量的增加可以带动铜管企业开工水平的提高，预计 12 月铜管企业开工率环比也将呈增长态势。

36. 【自由港印尼公司采矿许可获准延长至 6 月 30 日】自由港麦克莫伦公司 (Freeport-McmoranInc) 发言人称，自由港印尼公司的临时采矿许可获准延长至 2018 年 6 月 30 日。当前的采矿许可将于 2018 年 1 月 10 日到期。

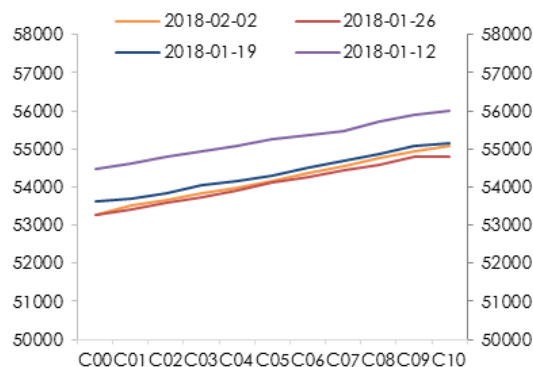
1.行情回顾

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 2 月 2 日，铜现货贴水当月合约 50 元/吨。1 月份铜现货跌 2560 元/吨，收于 52690 元/吨。

图 3:国内铜现货升贴水：元/吨



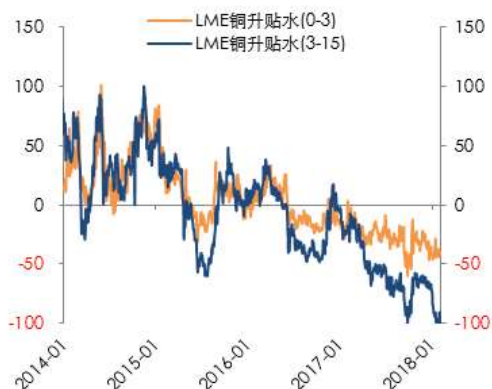
数据来源：WIND，兴证期货研发部

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

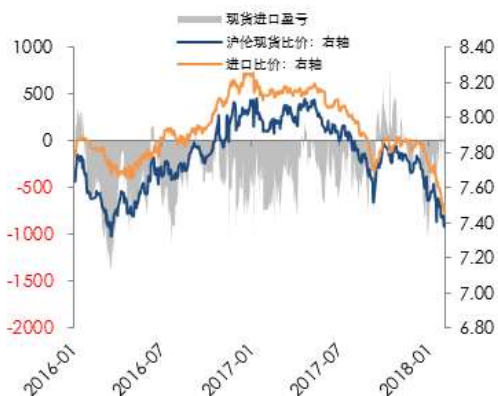
库存方面, 截至 2 月 2 日, 全球库存降至 113.09 万吨, 整个 1 月份累计上升 14.91 万吨。其中上期所库存增加 2.21 万吨, LME 库存上升 10.26 万吨, COMEX 库存上升 1.07 万吨, 上海保税区库存下滑 0.5 万吨。

图 6:洋山铜溢价: 美元/吨



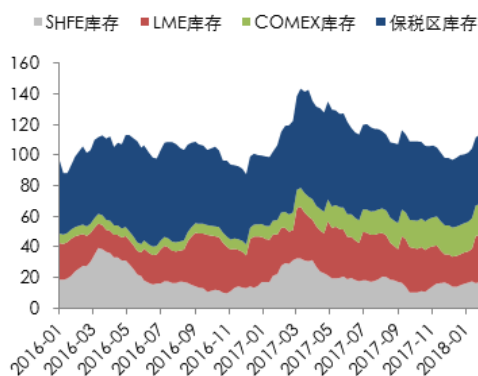
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 7:进口铜盈亏: 元/吨



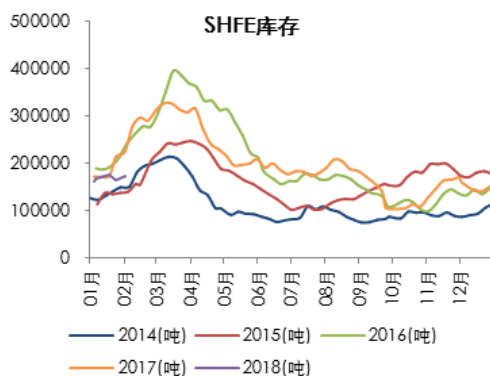
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 8:全球总库存 (显性库存+保税区): 万吨



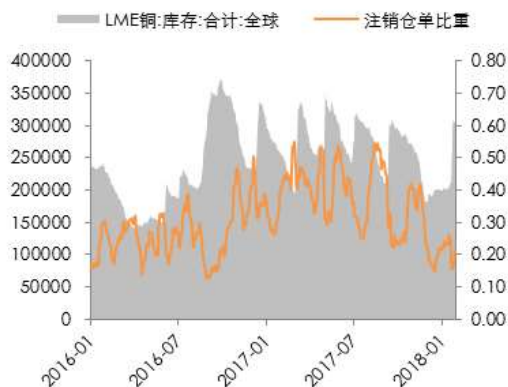
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

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 2017 年 12 月份精炼铜产量 86.50 万吨,同比增 16.70%。2017 年精炼铜累计产量 888.90 万吨, 累计同比增 7.70%。

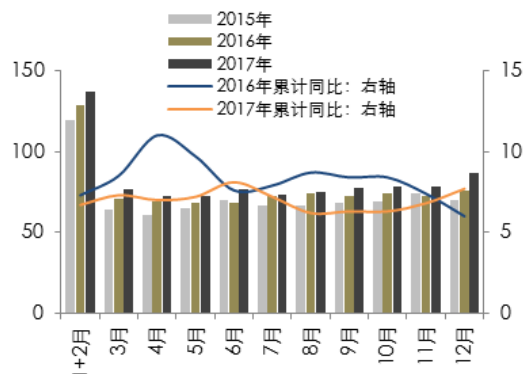
加工费方面, 上海有色网 1 月进口铜精矿现货 TC 报 80.50 美元/吨, 环比下滑 7 美元/吨。

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

海关总署数据显示, 中国 2017 年 12 月废铜进口量同比下滑 19.8%, 因政府继续对废金属进口实施严格打击。12 月共进口 26 万吨废铜, 较 11 月的 27.1 万吨下滑 4.1%。中国 2017 年全年废铜进口量为 356 万吨, 仍较 2016 年增加 6.2%。

图 13:精废铜价差: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

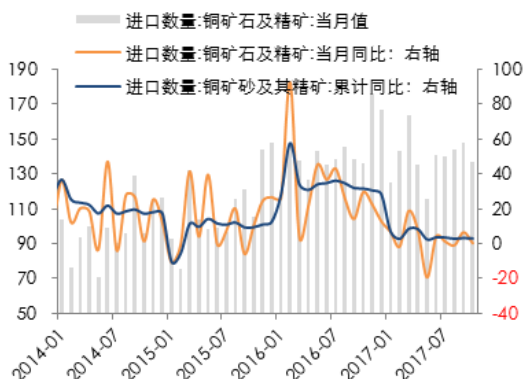
图 14:废铜进口: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

海关总署数据显示，中国 12 月铜矿砂及精矿进口量同比下滑 0.77%，至 165.24 万吨。2017 年累计进口 1734.96 万吨，累计同比增 2.3%。

图 15:铜精矿进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

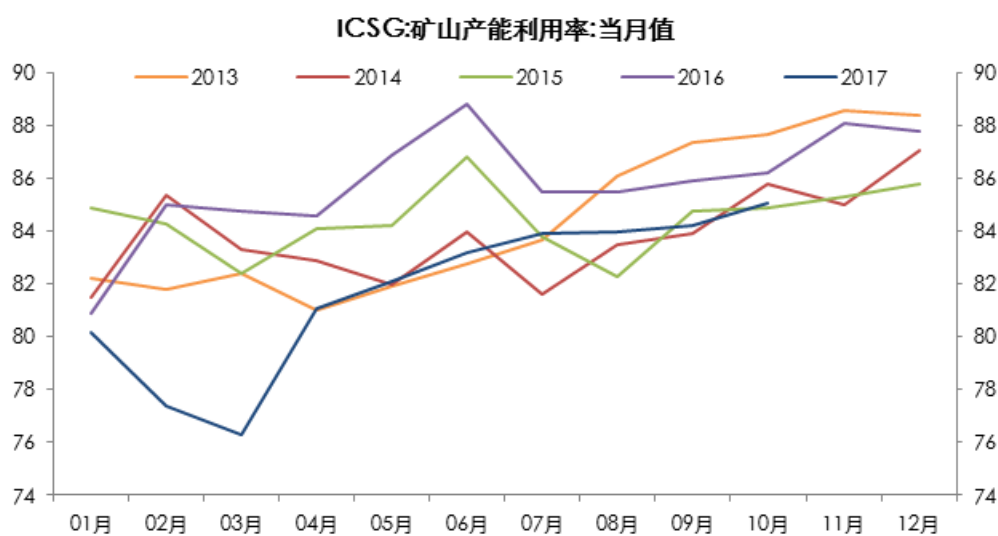
图 16:阳极铜进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

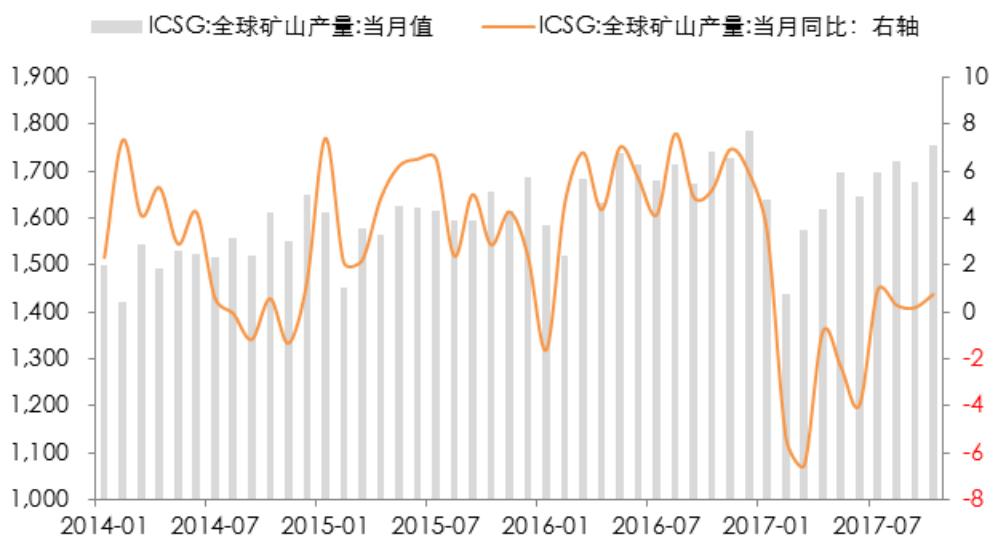
ICSG 最新数据显示，2017 年 10 月矿山产能利用率回升至 85.1%，环比 9 月上升 0.90%。

图 17:ICSG 全球矿山产能利用率：%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

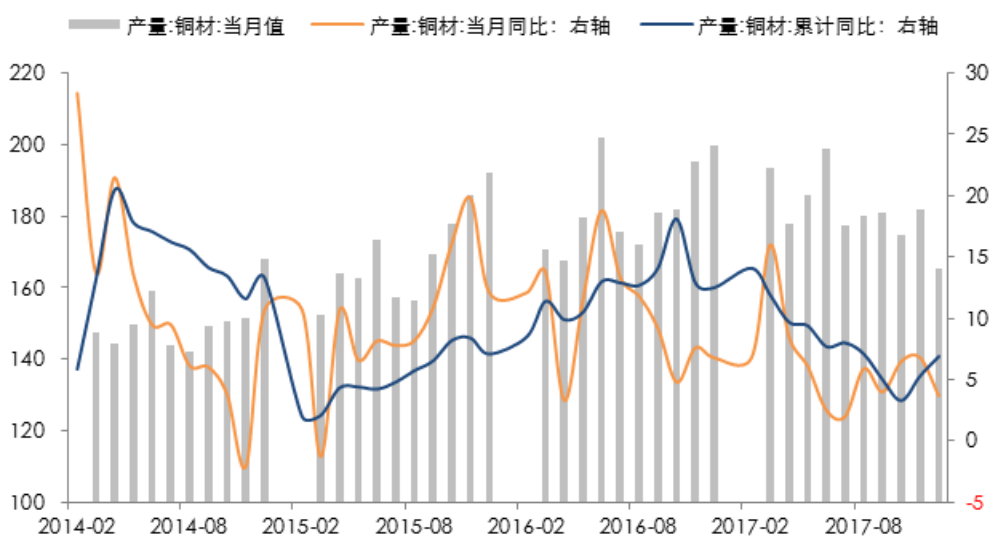
图 18:ICSG 全球矿山产量：千吨



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,2018 年 1 月份电线电缆企业开工率为 73.22%,环比下滑 12.08%。
2017 年 12 月铜管企业开工率为 84.84%,环比增加 0.21 个百分点,铜板带箔企业开工率为 74.57%,环比下降 4.07%,铜杆企业开工率为 71.19%,环比减少 1.26%

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	累计同比 (%)	增速变化
电网基础建设投资	亿元	5,314.67	-2.15	↑
电源基础建设投资	亿元	2,699.51	-20.80	↓
发电设备	万千瓦	11,833.00	-7.30	↓
交流电动机	万千瓦	27,918.20	10.00	↑
家用空调	万台	18,039.80	26.40	↑
家用洗衣机	万台	7,500.90	3.20	↑
家用电冰箱	万台	8,670.30	13.60	↑
汽车	万辆	2,994.20	3.20	↓
新能源汽车	万辆	71.60	51.10	↑
挖掘机	万台	19.46	77.20	↑
房地产新开工面积	万平方米	178,653.77	7.00	↑
铜材	万吨	1,861.70	6.90	↑

数据来源：WIND、兴证期货研发部

欧元区制造业 PMI 环比小幅下滑，2018 年 1 月欧元区制造业 PMI 收于 59.6，其中德国制造业 PMI 61.1。美国 PMI 为负下滑，但依旧维持在 59.1 的高位，整体看目前欧美国家对铜消费看不到明显下滑迹象。

图 21:欧美地区制造业 PMI

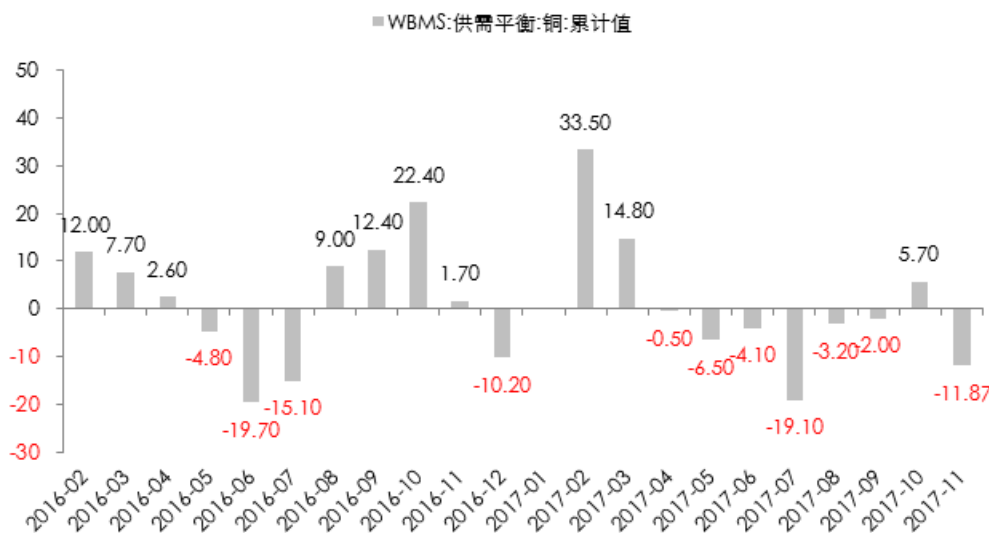


数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.4 供需平衡表

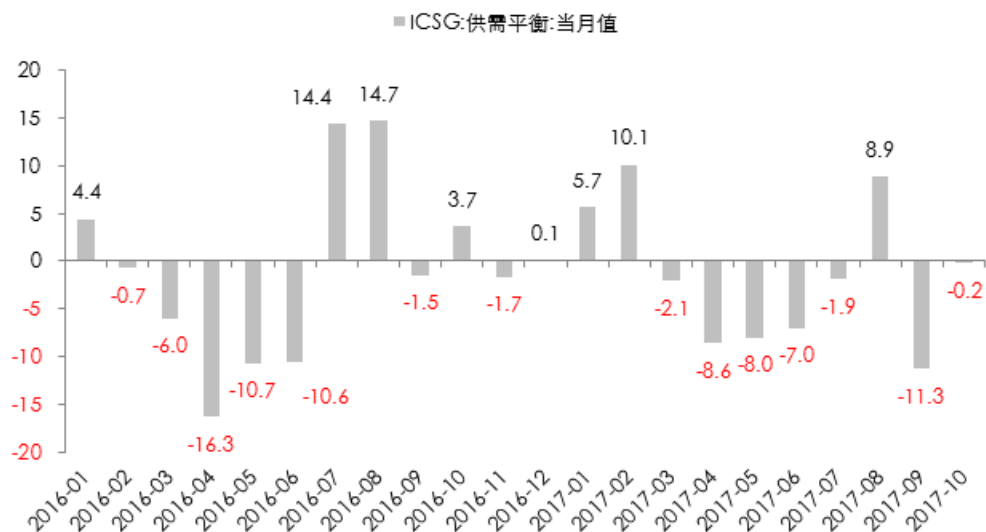
据最新 WBMS 数据，2017 年 1-11 月全球铜市供应短缺 11.87 万吨。ICSG 数据显示 8 月铜供应短缺 0.2 万吨

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

1月铜精矿加工费下滑，最新的铜精矿现货TC为80美元/吨，低于2018年长单加工费。从近期已公布的大矿企的四季度产量来看，除第一量子（增6.39%）及MMG（增18.81%）外，其它矿企2017年铜产量出现不同程度的下滑。

近期公布的2018年第五批建议批准的限制进口类申请明细表中，铜相关企业只有两家，核定进口量3470吨，同比减少93.57%，结合前四批来看，今年七类废铜进口大概率会大幅下滑。

需求端欧美国1月制造业PMI出现小幅下滑，但仍在60附近高位，中国1月财新制造业PMI数据符合预期51.5，仍处于扩张状态。从制造业情况来看，目前仍看不到铜终端需求出现大幅滑坡的迹象。

结合供需两端来看，我们维持中长期铜价震荡向上的预判。仅供参考。

供需矛盾仍然突出

2018年2月5日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

韩惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

铁矿石:

铁矿石期货1月小幅走低。发货量方面,1月巴西澳洲发货周度均值为2161.38万吨,与去年相比小幅上升,但仍处于较低位置;由于目前仍然处于外矿发货淡季,预计2月发货量将维持在较低位置。另一方面,铁矿石港口库存压力依然较大,1月下半月虽然由于季节性因素出现小幅回落,但全国45个港口库存仍然维持在1.5亿吨以上的历史高位。

钢厂方面,受环保限产影响,1月高炉开工率及产能利用率依然维持在较低位置。1月钢厂对于铁矿石进行了补库,截至2月2号钢厂进口矿可用天数上升至33天,整个1月份环比增加11天,上升幅度较大。

整体来看,市场此前预期的铁矿石补库落地,但补库行为对铁矿石整体价格提振有限;而随着春节的临近,由于物流运输等原因,大部分钢厂备货接近尾声,后期继续大幅补库的可能性较小;另一方面,铁矿石港口库存近期虽然小幅下滑,但更多的是因为季节性因素且库存仍然处于历史高位。总体来看铁矿石基本面并无太多改观,依然偏弱。建议投资者暂时观望,等待沽空机会,仅供参考。

螺纹钢:

1月螺纹钢现货经历了一场由华东至华南的下跌,随着天气转冷,华东需求下滑之后华南需求也有所回落。现货价格陆续下跌后在中下旬止跌。期螺则出现震荡回涨的情况。期现价差得以恢复。期货从深度贴水变为平水现货。

走势上来说,向上来看,进入淡季,再创新高压力较大,即使预期旺季走好,市场也无太大动力向上突破。向下来说,钢厂库存低,保价意愿较高。也无向下动力。

建议投资者仍然保持观望的态度。仅供参考。

1.行情回顾

1月份铁矿石收跌，截至1月31日，I1805收于510元/吨，月跌21.5元/吨，跌幅4.05%。月末持仓量为184.6万手。

1月份螺纹钢走高，截至1月31日，RB1805收于3915元/吨，月涨121元/吨，涨幅3.19%。月末持仓量为285.9万手。

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。截至 1 月 31 日，青岛港澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 526 元/吨，月环比涨 3 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格持平于 520 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

截至 1 月 31 日，普氏指数报收于 73.1 美元/吨，环比上月下跌 1.25 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量缓慢复苏

2017年1-12月，国内铁矿石原矿累计生产12.3亿吨，同比去年增7.1%，其中12月份同比增幅为0.9%。

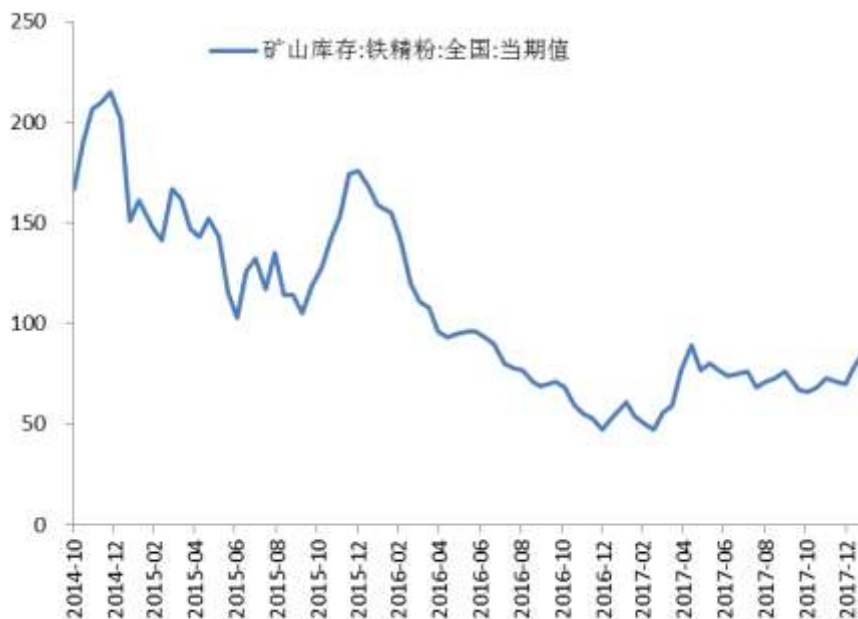
图5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至1月26日，国内矿山铁精粉库存86万吨，与去年年底相比增加16万吨。

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12月份进口铁矿砂及其精矿8401万吨，同比减少5.5%；2017年1-12月累计进口10.75亿吨，同比去年增加5%。

图7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口与钢厂内库存上升

截至1月26日，铁矿石港口库存为15182万吨，与去年底相比上升527.1万吨；钢厂进口矿库存可用天数29天，与去年12月末相比大幅上升8天。

图8：铁矿石进口矿可用天数



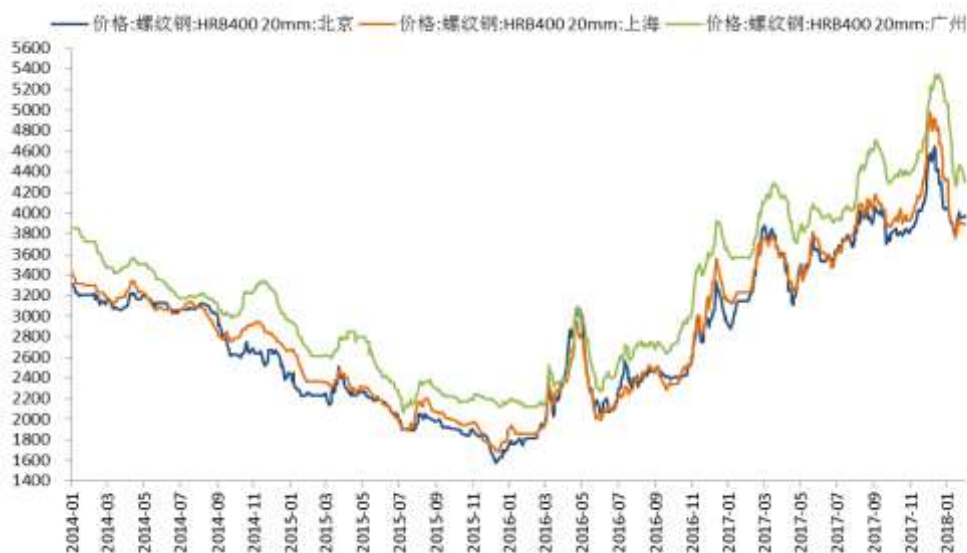
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢材现货走低

截至1月31日，北京螺纹钢收于3980元/吨，月跌80元/吨；上海螺纹钢收于3890元/吨，月跌430元/吨；广州螺纹钢收于4310元/吨，月跌780元/吨。

图9：螺纹钢现货价格（元/吨）

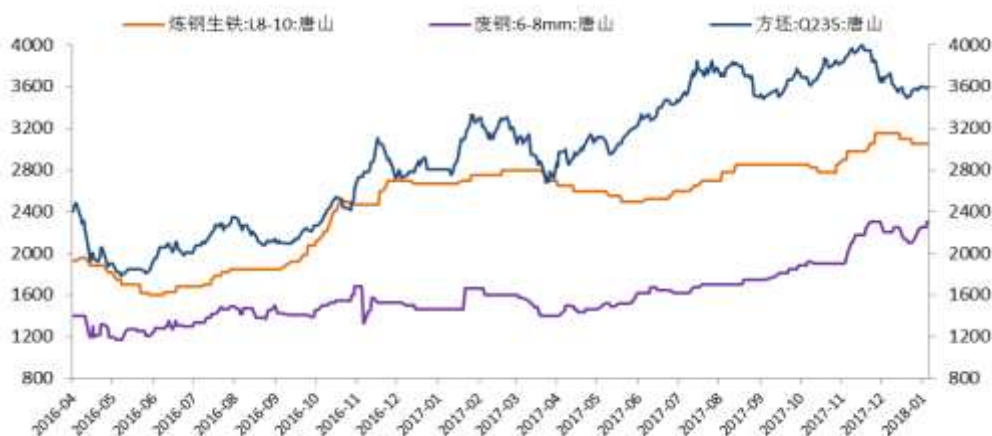


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 废钢价格上涨

截至1月31日，唐山方坯收于3590元/吨，月跌80元/吨；生铁价格收于3050元/吨，月跌100元/吨；废钢价格涨100，收于2300元/吨。

图10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

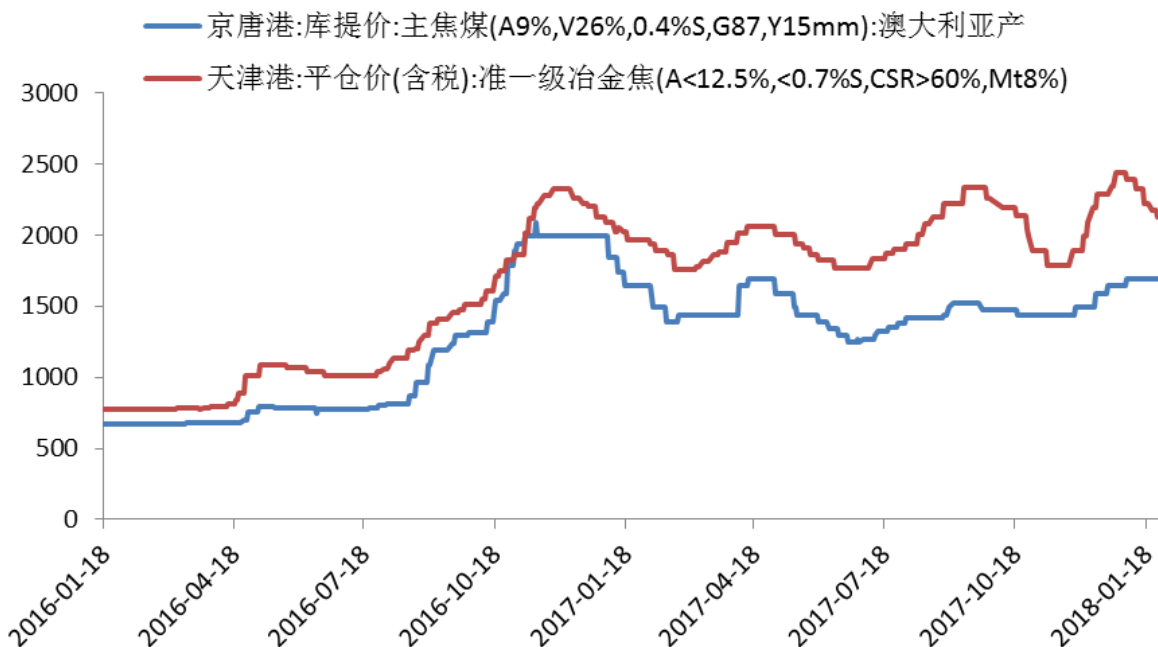


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤、焦炭现货价格

京唐港焦煤收于 1690 元/吨，月环比涨 50 元/吨；天津港焦炭下跌 365 元，至 2075 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

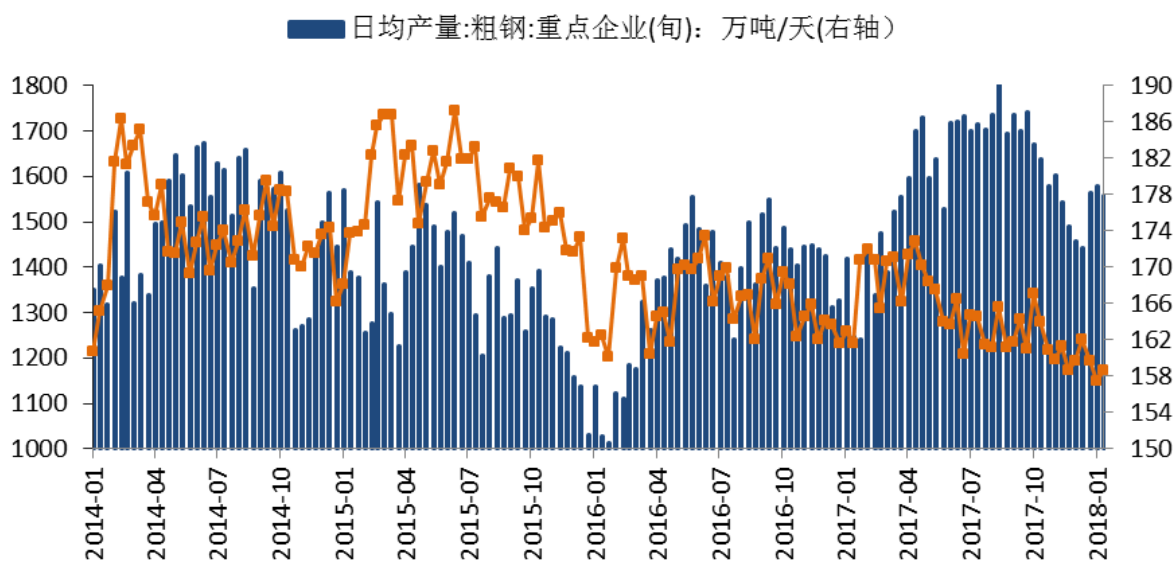


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂生产弱稳

与去年 12 月中旬相比，2018 年 1 月中旬重点钢企粗钢日产 177.93 万吨，环比增加 5.87 万吨，上升 3.4%；重点企业库存 1171.7 万吨，环比减少 68.81 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 钢材社会库存上升

截至 1 月 26 日,全国主要钢材品种库存总量为 970.95 万吨,与去年底相比上升 169.8 万吨。

图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 1 月 26 日,螺纹钢上海库存 32.65 万吨,月环比上升 8.06 万吨;广州库存 53.81 万吨,月环比上升 22.35 万吨;北京库存 21.22 万吨,月环比上升 5.57 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 钢厂高炉开工率维持低位

截至 1 月 26 日，163 家钢厂盈利比例为 85.28%；高炉开工率为 64.09%。

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 终端采购环比转弱

上海地区线螺采购量 1 月周度均值 23514 吨，去年 12 月周度均值 28152 吨，环比消费转弱。

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12月钢材出口为567万吨,同比下滑27.31%;2017年1-12月累计出口7541万吨,同比去年下滑30.49%。

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1-12月房地产累计开发投资为10.98万亿元,同比去年增加7%,增长率环比微升。

图 18: 房地产开发投资完成额 (亿元)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.总结

铁矿石:

铁矿石期货 1 月小幅走低。发货量方面，1 月巴西澳洲发货周度均值为 2161.38 万吨，与去年相比小幅上升，但仍处于较低位置；由于目前仍然处于外矿发货淡季，预计 2 月发货量将维持在较低位置。另一方面，铁矿石港口库存压力依然较大，1 月下半月虽然由于季节性因素出现小幅回落，但全国 45 个港口库存仍然维持在 1.5 亿吨以上的历史高位。

钢厂方面，受环保限产影响，1 月高炉开工率及产能利用率依然维持在较低位置。1 月钢厂对于铁矿石进行了补库，截至 2 月 2 号钢厂进口矿可用天数上升至 33 天，整个 1 月份环比增加 11 天，上升幅度较大。

整体来看，市场此前预期的铁矿石补库落地，但补库行为对铁矿石整体价格提振有限；而随着春节的临近，由于物流运输等原因，大部分钢厂备货接近尾声，后期继续大幅补库的可能性较小；另一方面，铁矿石港口库存近期虽然小幅下滑，但更多的是因为季节性因素且库存仍然处于历史高位。总体来看铁矿石基本面并无太多改观，依然偏弱。建议投资者暂时观望，等待沽空机会，仅供参考。

螺纹钢:

1 月螺纹钢现货经历了一场由华东至华南的下跌，随着天气转冷，华东需求下滑之后华南需求也有所回落。现货价格陆续下跌后在中下旬止跌。期螺则出现震荡回涨的情况。期现价差得以恢复。期货从深度贴水变为平水现货。

走势上来说，向上来看，进入淡季，再创新高压力较大，即使预期旺季走好，市场也无太大动力向上突破。向下来看，钢厂库存低，保价意愿较高。也无向下动力。

从更长周期来看待螺纹钢，可以看到淡季社会库存上升速度偏慢。但是电炉生产仍然有微利可能导致电炉在淡季仍然会继续生产。这会影 响 3 月以后的走势。

我们建议投资者仍然保持观望的态度。仅供参考。

短期下游低库存支撑煤价，中长期谨防回落风险

2018年2月5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

1月份进入冬季供暖用煤高峰期，加之受强降雪及寒潮的影响，电厂日耗持续回升，动力煤市场稳中偏强运行，CCI5500价格指数突破750元/吨；在基本面的支撑下，动力煤期货一路增仓上行，期现基差不再继续扩大。主力合约ZC805报收664.4元/吨，月涨59.0元/吨，涨幅9.75%；持仓43.0万手，成交522.8万手，大幅放量增仓。

截至1月31日，环渤海动力煤价格指数报577元/吨，与上月持平。下游电厂日耗持续走高，库存不断下降，采购补库需求增强，支撑沿海煤炭价格上涨；但各大煤企相继降价的示范带动作用扩散，加之保供稳价效果逐渐显现，港口煤炭库存有所回升，市场观望情绪升温，从而近期BSPI指数整体维稳运行。

● 后市展望及策略建议

临近春节，2月份动力煤供需均将出现回落，但全国大部分地区气温依然略微偏低，下游电厂日耗仍将高于往年水平，现货价格或维持高位运行，较大的期现基差仍将对动煤形成一定的利好支撑。

然而发改委口头通知地方煤矿要求抓紧生产保供，不要提前放假或者停产，煤炭保供稳价政策进一步推进，煤炭供给可能会有一定放松。

短期动力煤期货价格有望维持高位运行，但5月需求相对淡季，加之政策压制预期依然较强，预计ZC805继续上涨的空间也较为有限；中期待运力有所宽松后，须谨防煤价回落风险。

1.信息回顾

1.1 去年我国 GDP 增 6.9%首破 80 万亿

初步核算，2017 年全年国内生产总值 827122 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%。分季度看，一季度同比增长 6.9%，二季度增长 6.9%，三季度增长 6.8%，四季度增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 65468 亿元，比上年增长 3.9%；第二产业增加值 334623 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 427032 亿元，增长 8.0%。

1.2 PMI 指数持续位于荣枯线上方，制造业继续保持稳步扩张

2018 年 1 月 31 日，国家统计局发布数据显示，2018 年 1 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.3%，比上月回落 0.3 个百分点，但仍连续 18 个月位于枯荣线上方，制造业继续保持稳步扩张走势。同期，1 月财新中国制造业 PMI 为 51.5%，与上月持平，显示企业生产经营活动继续小幅改善。

官方制造业 PMI 指数与财新制造业 PMI 指数走势略有不同，但均位于荣枯线上方，制造业保持了较高的景气度，开局良好，但是需继续关注需求端的稳定性。

1.3 安监总局：年产 9 万吨及以下小煤矿力争今年内全部淘汰

据中国之声《全国新闻联播》报道，在 29 日召开的全国安全生产工作会议上，国家安全生产监督管理总局表示，年产 9 万吨及以下小煤矿力争今年内全部淘汰退出，进一步强化安全生产源头治理，落实推进供给侧结构性改革。

1.4 2018 年央企要完成化解煤炭过剩产能 1265 万吨

央视网消息，1 月 15 日召开的央企、地方国资委负责人会议中，国务院国资委主任肖亚庆指出，2018 年央企要完成化解煤炭过剩产能 1265 万吨。

1.5 郑商所调整动力煤期货合约交易手续费

1 月 18 日郑商所下发通知，自 2018 年 1 月 22 日夜盘交易时起，PTA、动力煤和甲醇期货 3、7、11 月份合约的交易手续费标准调整为 0.5 元/手，平今仓手续费调整为 0.5 元/手。

1.6 各大煤企相继下调煤价

1 月 10 日以来，山西省属七大煤企、国家能源集团、中煤集团、伊泰集团等多家大型煤炭企业纷纷下调电煤市场价格约 10 元-20 元/吨。据不完全统计，截至目前，宣布下调煤价的大型煤企达 20 余家。

1.7 《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》

澎湃新闻获悉，电煤供需日趋紧张形势下，四大发电集团近日联名向国家发改委提交了《关于当前电煤保供形势严峻的紧急报告》，恳请从资源与运力两方面进行大力协调和支持，并提请发改委尽快采取措施对煤价进行调控，尽快让煤价整体回归绿色区间。

1.8 环保部：排污费全国统一停征 环保税时代正式开启

每日财经消息，1月16日，财政部、国家发展改革委、环境保护部、国家海洋局联合印发《关于停征排污费等行政事业性收费有关事项的通知》，正式宣告自2018年1月1日起，在全国范围内统一停征排污费和海洋工程污水排污费。而今年替代排污费的环保税已经正式开征。

2.行情回顾

2.1 动力煤期价走势

1月份进入冬季供暖用煤高峰期，加之受强降雪及寒潮的影响，电厂日耗持续回升，动力煤市场稳中偏强运行，CCI5500价格指数突破750元/吨；在基本面的支撑下，动力煤期货一路增仓上行，期现基差不再继续扩大。主力合约ZC805报收664.4元/吨，月涨59.0元/吨，涨幅9.75%；持仓43.0万手，成交522.8万手，大幅放量增仓。

图1：动煤ZC805行情走势

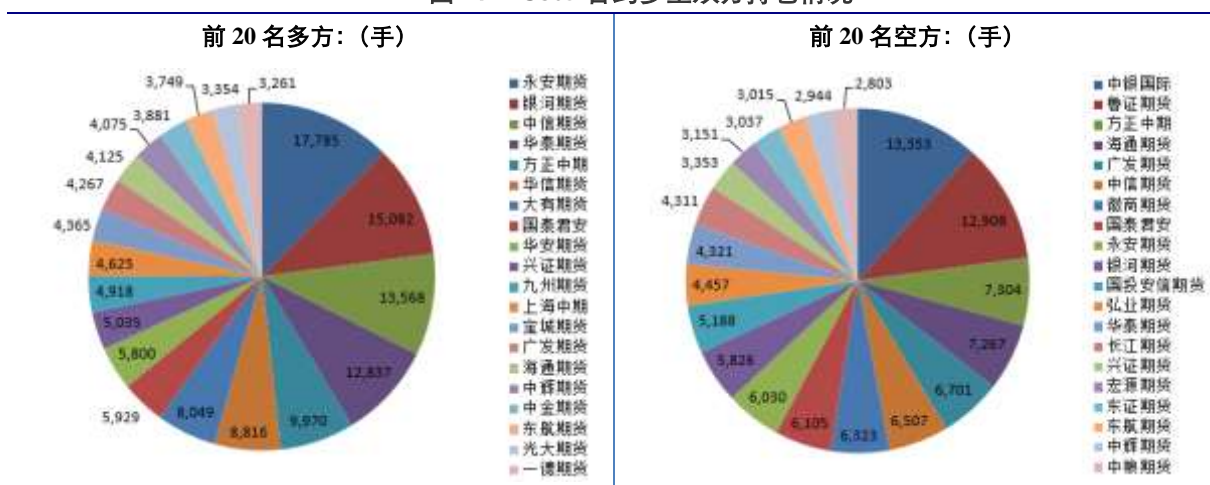


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至2月2日，主力合约ZC805前20名持买仓量由70711手增至143491手，前20名持卖仓量由69761手增至114904手；ZC合约前20名持买仓量160691手，前20名持卖仓量130081手。从机构层面看，多方较空方的优势有所扩大，维持着明显的优势。

图 2: ZC805 合约多空双方持仓情况



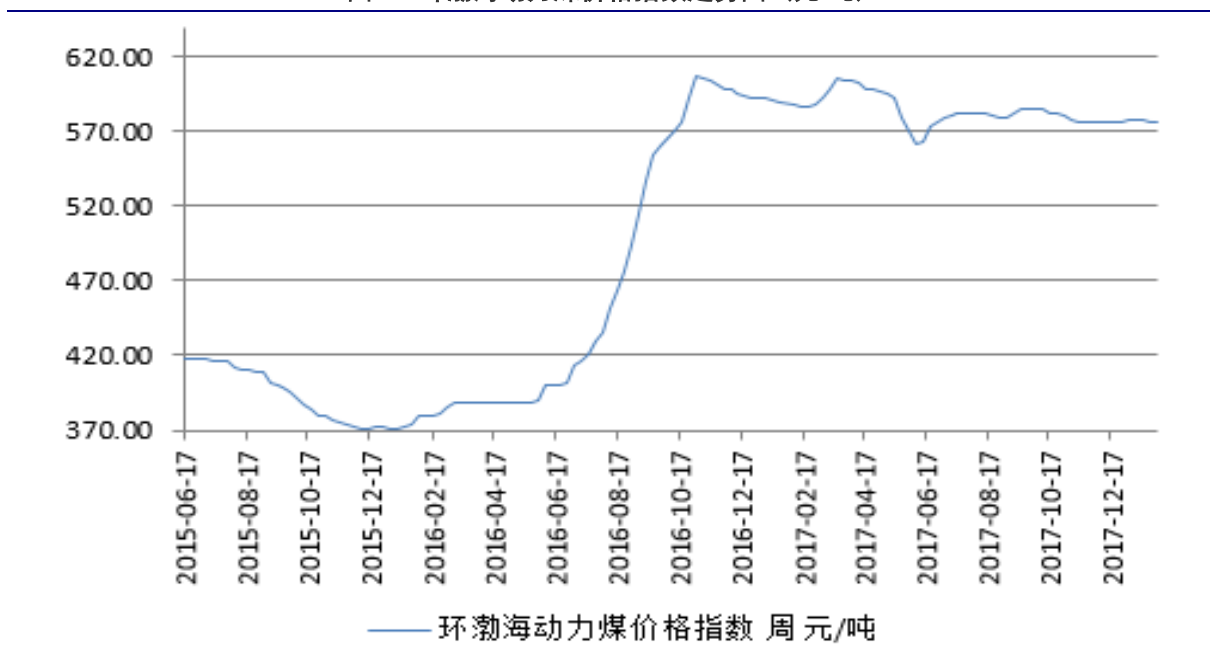
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 1 月 31 日, 环渤海动力煤价格指数报 577 元/吨, 与上月持平。下游电厂日耗持续走高, 库存不断下降, 采购补库需求增强, 支撑沿海煤炭价格上涨; 但各大煤企相继降价的示范带动作用扩散, 加之保供稳价效果逐渐显现, 港口煤炭库存有所回升, 市场观望情绪升温, 从而近期 BSPI 指数整体维稳运行。

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

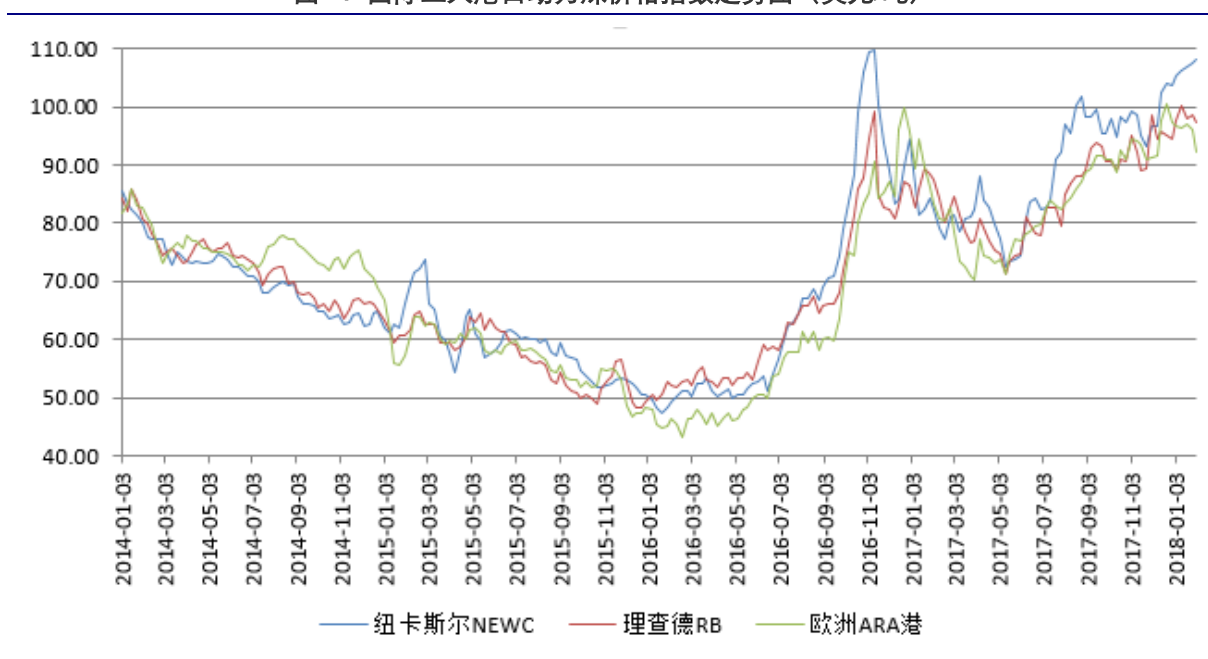
3.2 国际动力煤市场

1 月份，国际动力煤市场涨跌不一，整体偏强运行，月末有所回落。

(单位: 美元/吨)	12月29日	1月5日	1月12日	1月19日	1月26日	1月31日
纽卡斯尔 NEWC	103.88	105.25	106.27	106.88	107.42	108.23
理查德 RB	94.42	97.79	100.12	98.14	98.56	97.35
欧洲 ARA 港	97.21	96.69	96.37	96.98	96.08	92.33

截止 1 月 31 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 108.23 美元/吨，较上月上涨 4.35 美元/吨，涨幅为 4.19%；南非理查德港动力煤价格指数 97.35 美元/吨，较上月上涨 2.93 美元/吨，涨幅为 3.10%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 92.33 美元/吨，较上月下跌 4.88 美元/吨，跌幅为 5.02%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

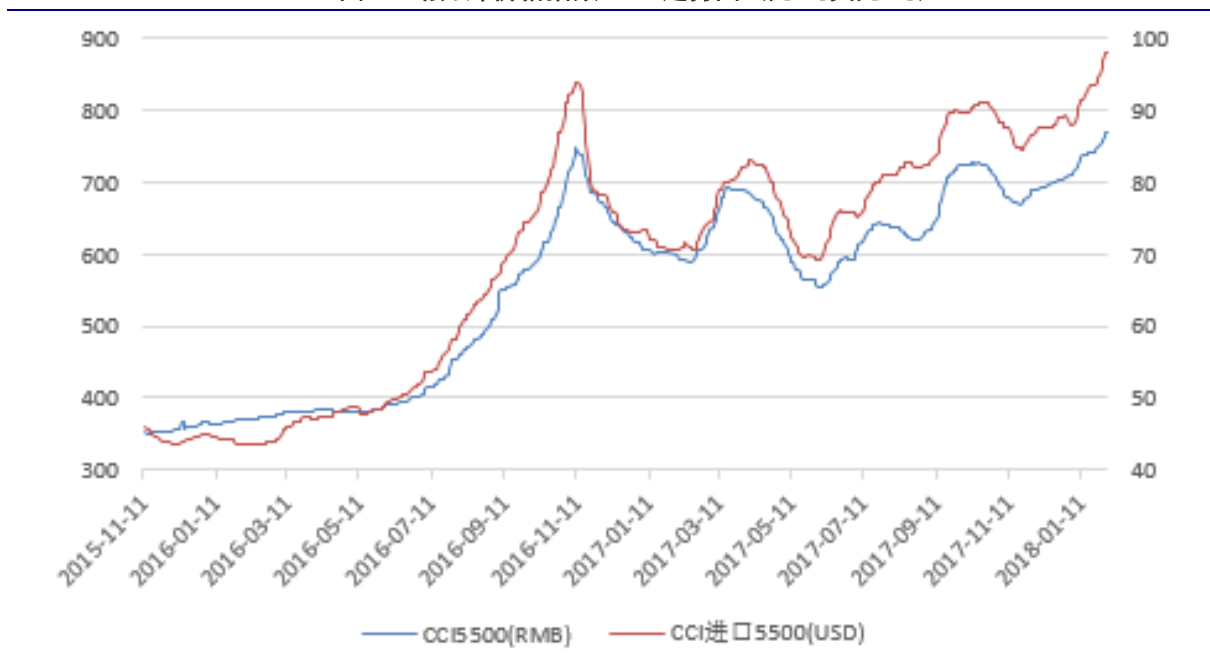


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 CCI 指数

1 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均大幅上涨。CCI5000 指数由 708 元/吨上涨至 764 元/吨，涨幅为 8.76%；CCI 进口 5500 指数由 89.2 美元/吨上涨至 97.6 美元/吨，涨幅为 9.87%。

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

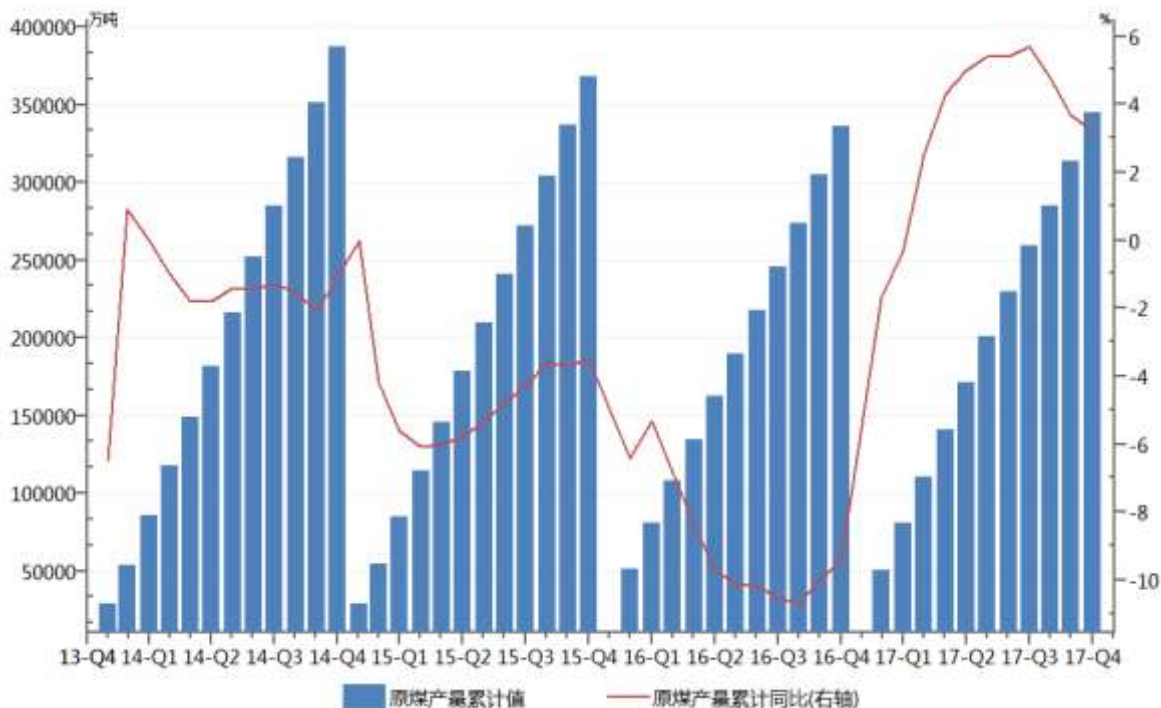
4.1 产量或继续回升

2017 年全国原煤累计产量 34.45 亿吨，累计同比增长 3.2%；其中 12 月份原煤产量 3.15 亿吨，同比增长 1.1%，环比增加了 1489 万吨，年内首次突破 3.1 亿吨。若按 12 月份的原煤产量来预估全年的产量将达到 37.8 亿吨左右，也就是说国内煤矿的实际生产能力已经恢复至 38 亿吨左右的水平，但 2018 年能释放多少仍取决于环保及安全检查力度；总体来说发改委一直保供稳价，预计 18 年全年原煤产量将继续回升。

2017 年山西省煤炭累计产量 85399 万吨，累计同比增长 3.3%；其中 12 月份产量 7286 万吨，同比减少 9.1%。陕西省煤炭累计产量 56960 万吨，累计同比增长 10.6%；其中 12 月份产量 5450 万吨，同比增长 5.4%。内蒙古煤炭累计产量 87857 万吨，累计同比增长 7.6%；其中 12 月份产量 8685 万吨，同比增长 10.3%。

2017 年动力煤累计供应量 28.74 亿吨，累计同比增长 1.75；其中 12 月份动力煤供应量 2.60 亿吨，同比下降 1.08%。

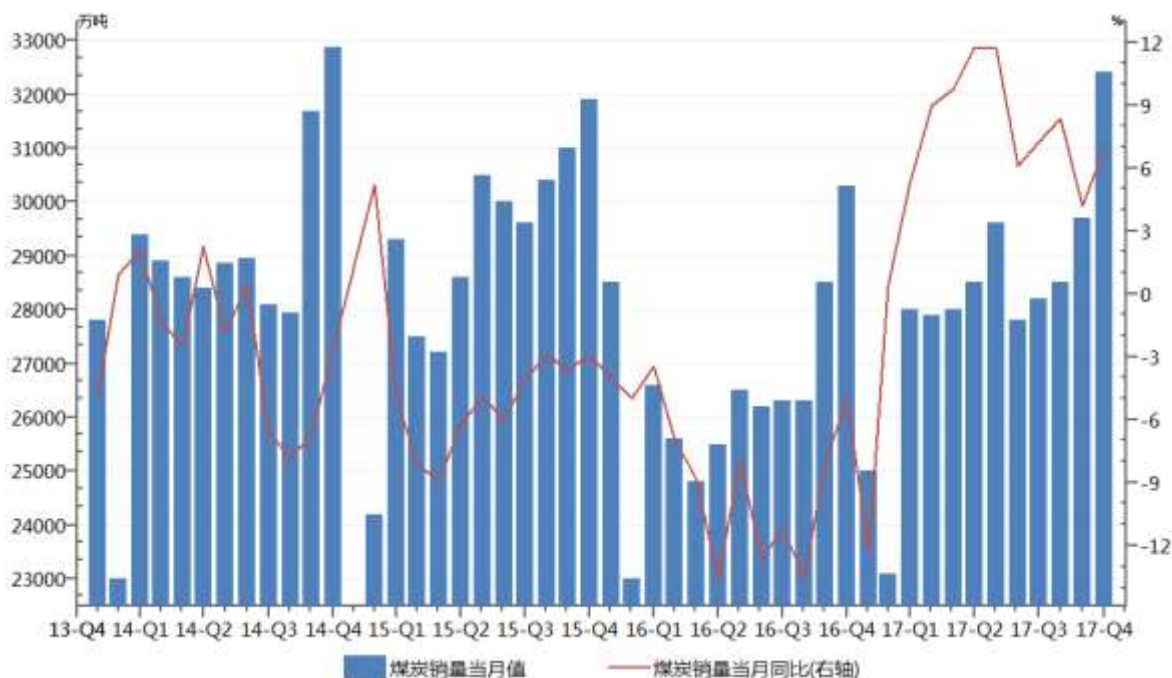
图 6: 原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

2017 年 12 月份煤炭销量 32400 万吨，同比增长 6.93%。

图 7: 全国煤炭销量

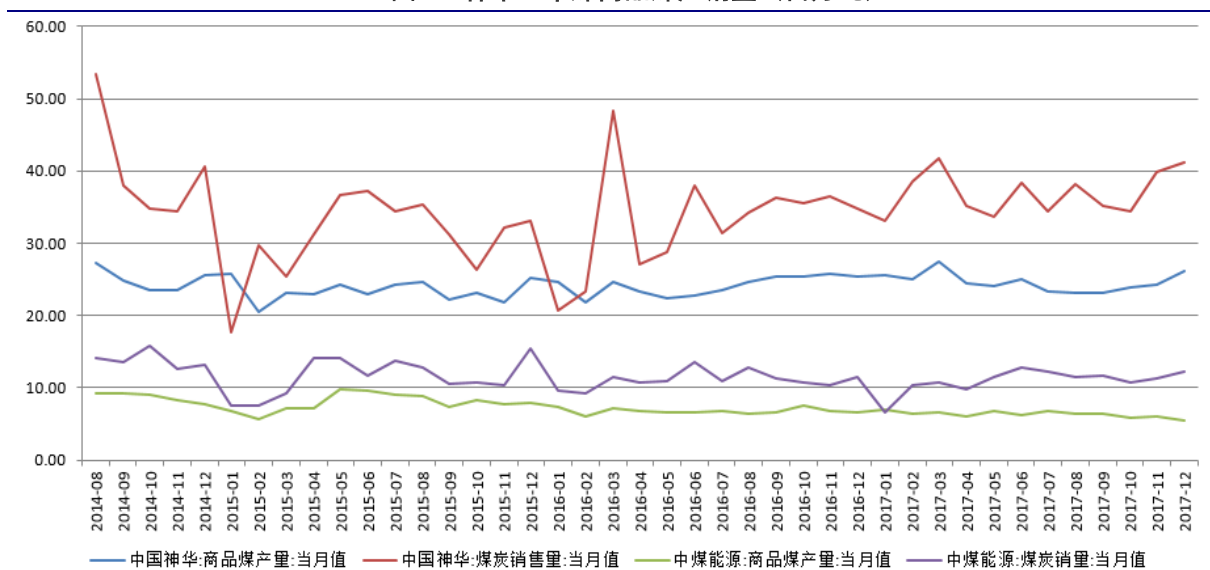


数据来源：兴证期货研发部，WIND

12 月份，中国神华集团煤炭产销同比有所增加；中煤能源煤炭产量有所减少，销量略有增加。其中 12 月份，中国神华集团商品煤产量 2610 万吨，同比增加 80 万吨或 3.16%；煤炭销售

量 4120 万吨，同比大幅增加 650 吨或 18.73%。12 月份，中煤能源商品煤产量为 554 万吨，同比减少 100 万吨或 16.44%；商品煤销量为 1219 万吨，同比增加 69 万吨或 6.00%。

图 8：神华、中煤商品煤产销（百万吨）



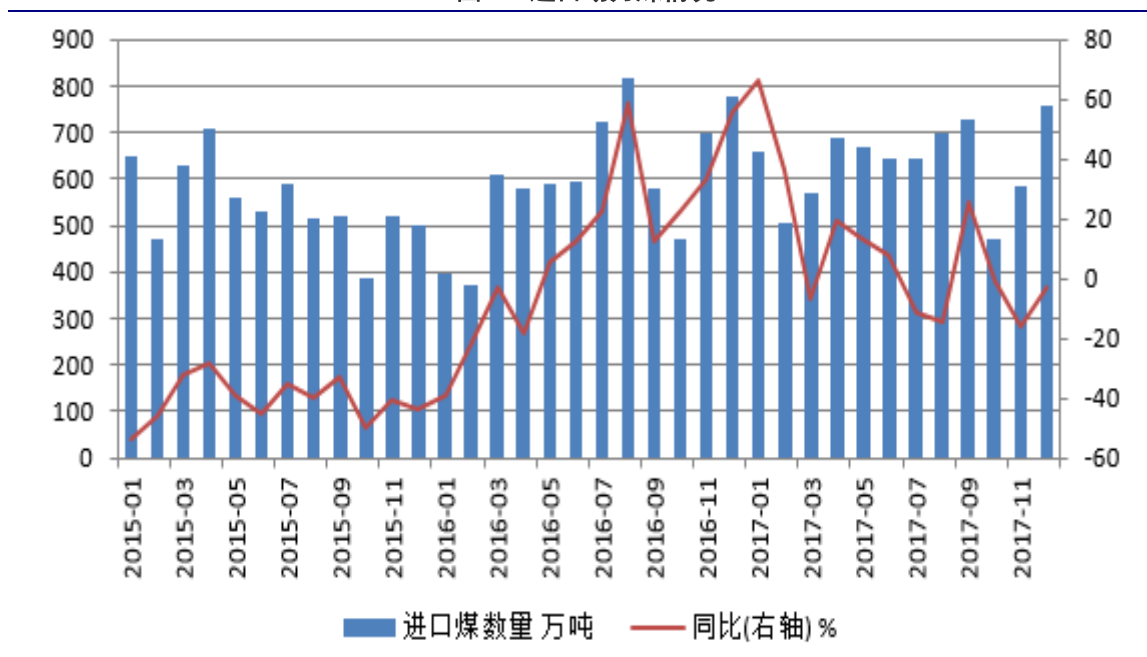
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口限制有所放松，进口煤量略有恢复

2017 年 12 月份全国煤炭进口量 2274 万吨，同比减少 410 万吨，下降 15.28%；环比增加 69 万吨，增长 3.13%。

2017 年 12 月我国进口动力煤 755.93 万吨，同比减少 21.70 万吨或 2.79%。12 月份，排名前 3 的进口来源国依次为：澳大利亚 533.78 万吨，俄罗斯 111.23 万吨，印尼 56.59 万吨。

图 9：进口动力煤情况

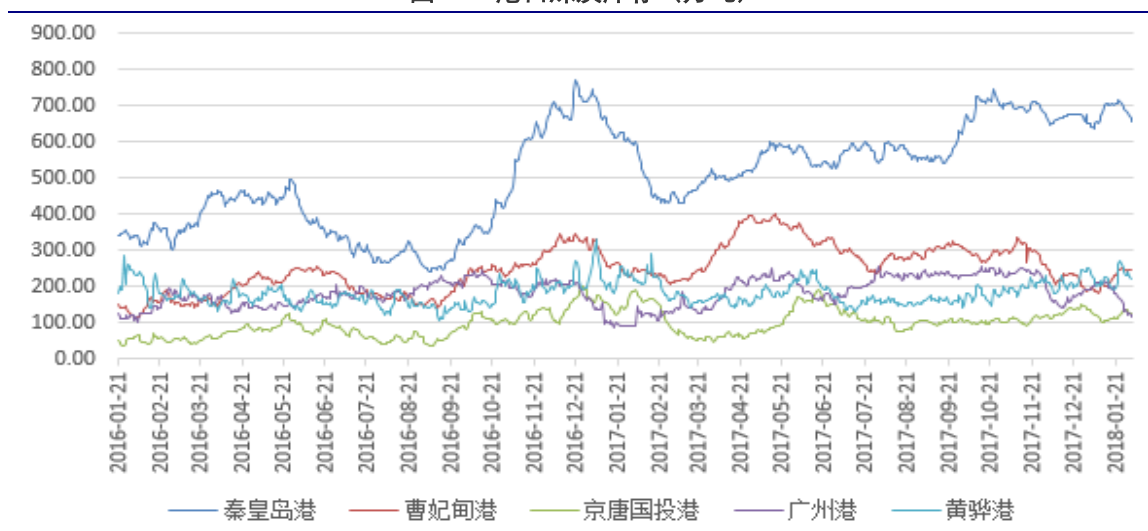


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 北方港口库存维持相对高位

由于港口周转速度缓慢，北方煤炭库存维持相对高位运行。截至 2 月 2 日，环渤海四港动力煤库存 1482.6 万吨，较 17 年底减少 5.3 万吨或 0.36%。秦皇岛港库存 655 万吨，较上月同期增加 5 万吨或 0.77%。黄骅港煤炭库存 218.9 万吨，较上月同期下降 32.8 万吨，整体维持在 200 万吨上方运行；曹妃甸港煤炭库存 243.8 万吨，较上月同期增加 55 万吨；京唐国投港煤炭库存 127 万吨，较上月同期减少 9 万吨。广州港煤炭库存 116.5 万吨，较上月同期大幅减少 75.7 万吨或 39.39%。

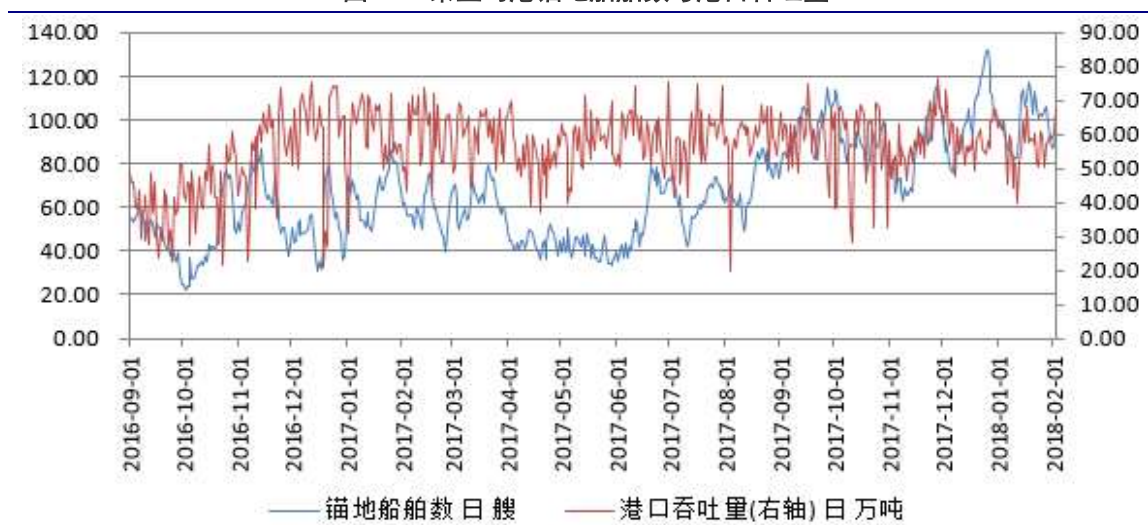
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于铁路运力依然紧张，港口煤炭调入量相对偏低；同时市场观望情绪浓厚，成交一般。1 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7163.32 车，环比减少 201.23 车；日均调入量 57.30 万吨，环比减少 1.42 万吨。日均吞吐量 56.57 万吨，环比减少 2.82 万吨。锚地船舶数日均 98.81 艘，环比减少 2.32 艘，船舶压港现象依然严重，周转速度缓慢。

图 11：秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

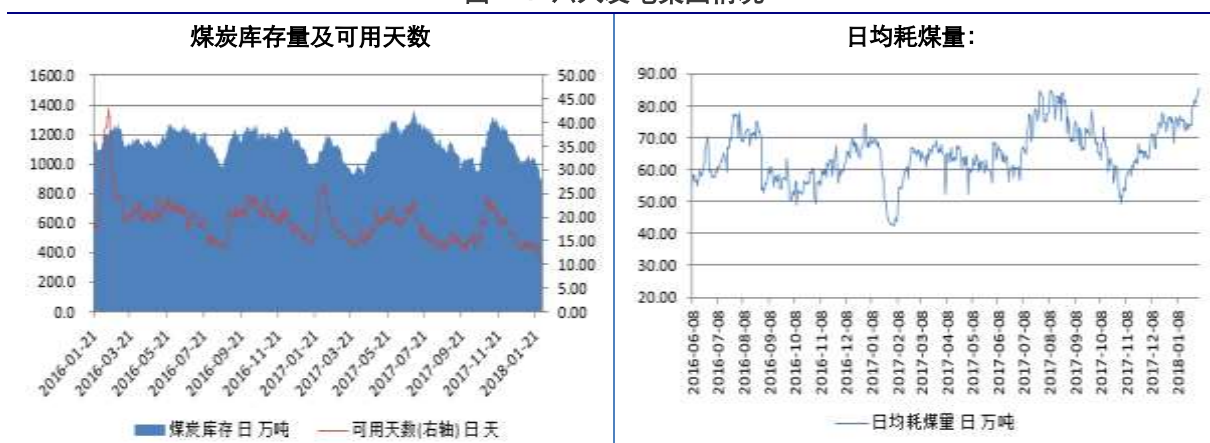


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 电厂日耗持续回升，库存不断走低

受强降雪及寒潮的影响，电厂日耗持续回升，高于往年水平，电煤库存不断走低，后期采购补库意愿依然较强。截至 2 月 2 日，沿海六大发电集团煤炭库存 80.26 万吨，较上月同期大幅减少 162.1 万吨或 15.86%，库存降至 900 万吨下方；可用天数由 13.67 天下降至 10.03 天。日均耗煤量 85.73 万吨，较上月同期大幅增加了 10.93 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 供暖用煤旺季，仍将支撑需求

冷冬之下，供暖用煤仍将对需求形成支撑。

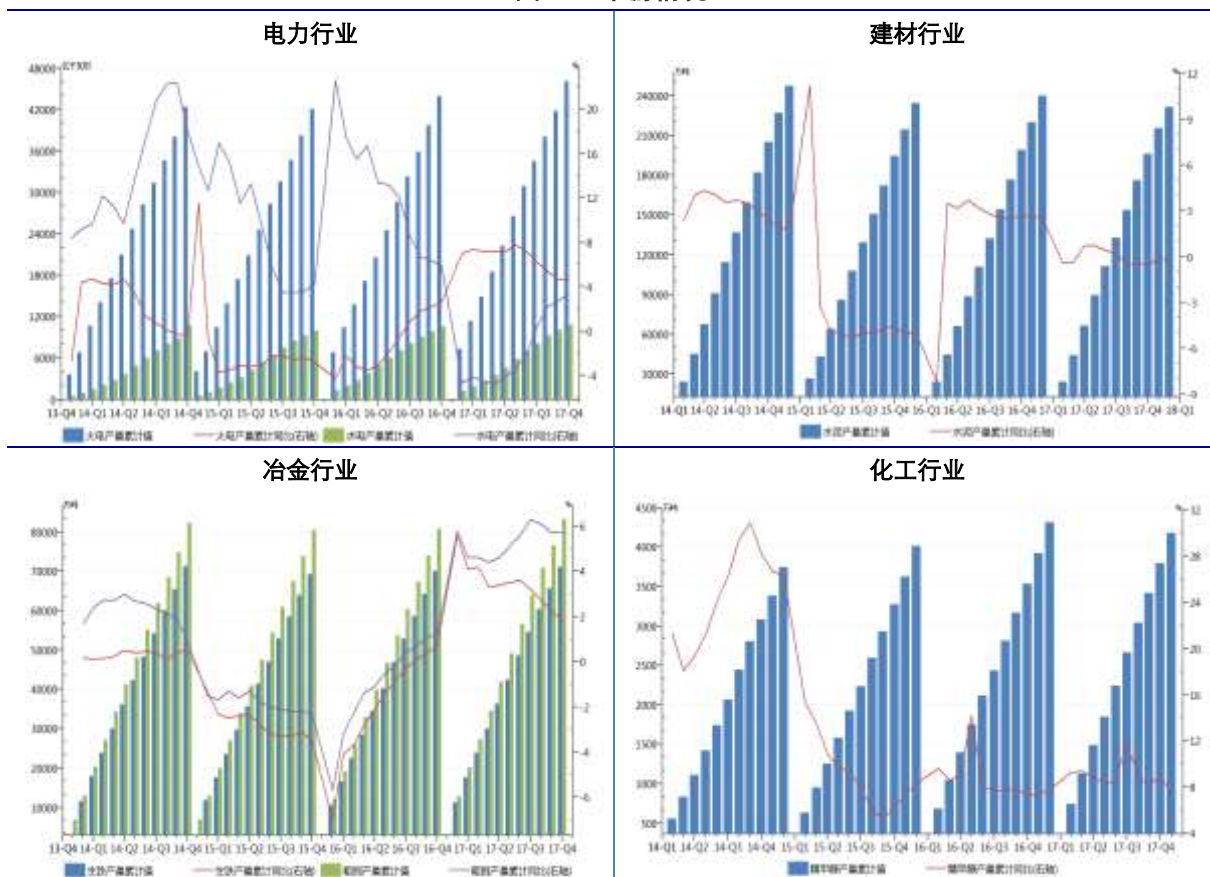
电力：电力取暖带来的电力需求增加，进而带动火电发电量增加。2017 年全社会用电量累计 63077 亿千瓦时，累计同比增长 6.6%；其中 12 月份全社会用电量 5746 亿千瓦时，同比增长 7.4%，环比增长 8.2%。2017 年全国累计发电量 62758 亿千瓦时，累计同比增长 5.7%；其中 12 月份全国发电量 5699 亿千瓦时，同比增长 6.0%。2017 年火电累计发电量 46115 亿千瓦时，累计同比增长 4.6%；其中 12 月份火电发电量 4417 亿千瓦时，同比增长 3.6%，环比大幅增长 17.4%。2017 年水电累计发电量 10819 亿千瓦时，累计同比增长 3.4%；其中 12 月份水电发电量 736 亿千瓦时，同比大幅增长 14.0%。

建材：限产叠加施工淡季，产量下降。2017 年全国水泥累计产量 231625 万吨，累计同比下降 0.2%；其中 12 月份水泥产量 19144 万吨，同比下降 2.2%。

冶金：冬储逐渐开启，钢价获得支撑开始企稳回升，粗钢产量略有增加。2017 年全国粗钢累计产量 83173 万吨，累计同比增长 5.7%；其中 12 月份粗钢产量 6705 万吨，同比增长 1.8%。2017 年全国生铁累计产量 71076 万吨，累计同比增长 1.8%；其中 12 月份生铁产量 5472 万吨，同比下降 4.4%。

化工：原油市场转好，加之限产及煤改气导致供应紧张，甲醇、尿素价格大涨。2017 年前 11 个月全国甲醇累计产量 4179 万吨，累计同比增长 7.4%；其中 11 月份甲醇产量 382 万吨，同比增长 1.5%。

图 13：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

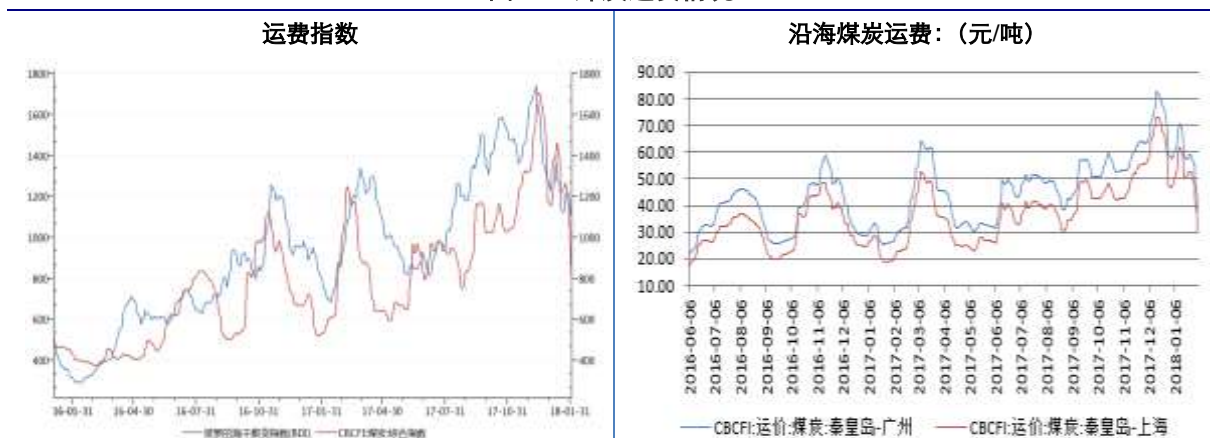
4.6 国际运费不断下行，沿海运费冲高回落

由于 2018 年全球航运新船交付量“爆发”，全球运力过剩问题重新开始显现，从而年后波罗的海干散货指数 (BDI) 持续下行。截至 2 月 2 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1095 点，较上月同期下跌了 135 点，跌幅为 10.98%。

沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 由 1156.07 上涨至 1460.23 后快速下跌至 768.29，较上月同期大幅下跌了 387.78 点，跌幅为 33.54%。月初由于海上恶劣天气影响，南方沿海事故频发导致沿海煤炭运费有所上涨；随后由于各大煤企纷纷下调煤炭价格，导致煤炭需求方看空情绪渐起，采购趋于谨慎，对运力需求转弱，加之部分国内外兼营船企改走国内航线，致使国内运力增多，从而沿海煤炭运费大幅跳水。春节期间，市场观望氛围再起，预计后期沿海煤炭运费或维持低位震荡运行。

截至 2 月 2 日，秦皇岛-广州海运费由 57.6 元/吨上涨至 70.4 元/吨后快速下跌至 37.7 元/吨，较上月下跌了 19.9 元/吨；秦皇岛-上海海运费由 46.6 元/吨上制造 61.7 元/吨后快速下跌至 30.0 元/吨，较上月下跌了 16.6 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

临近春节，2 月份动力煤供需均将出现回落，但全国大部分地区气温依然略微偏低，下游电厂日耗仍将高于往年水平，现货价格或维持高位运行，较大的期现基差仍将对动煤形成一定的利好支撑。

然而发改委口头通知地方煤矿要求抓紧生产保供，不要提前放假或者停产，煤炭保供稳价政策进一步推进，煤炭供给可能会有一定放松。

短期动力煤期货价格有望维持高位运行，但 5 月需求相对淡季，加之政策压制预期依然较强，预计 ZC805 继续上涨的空间也较为有限；中期待运力有所宽松后，须谨防煤价回落风险。

短期油价维持高位运行

2018年2月5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

1月份国际原油期货价格呈现震荡上扬走势，WTI主力合约月上涨4.67美元，涨幅7.77%，收于64.77美元/桶，从月线上看，已经连续5个月收阳线。布伦特原油期货主力合约月上涨2.26美元，涨幅3.39%，收于68.88美元/桶。

● 后市展望及策略建议

经过一年多的努力，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，不过美国页岩油的井喷，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。目前对传统产油国有利的是全球经济回暖，国际原油需求量在今年有望继续增加，这会在一定程度上缓解供大于求的局面，但从中长期来看，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。就短期而言，油价仍将维持在高位运行。

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

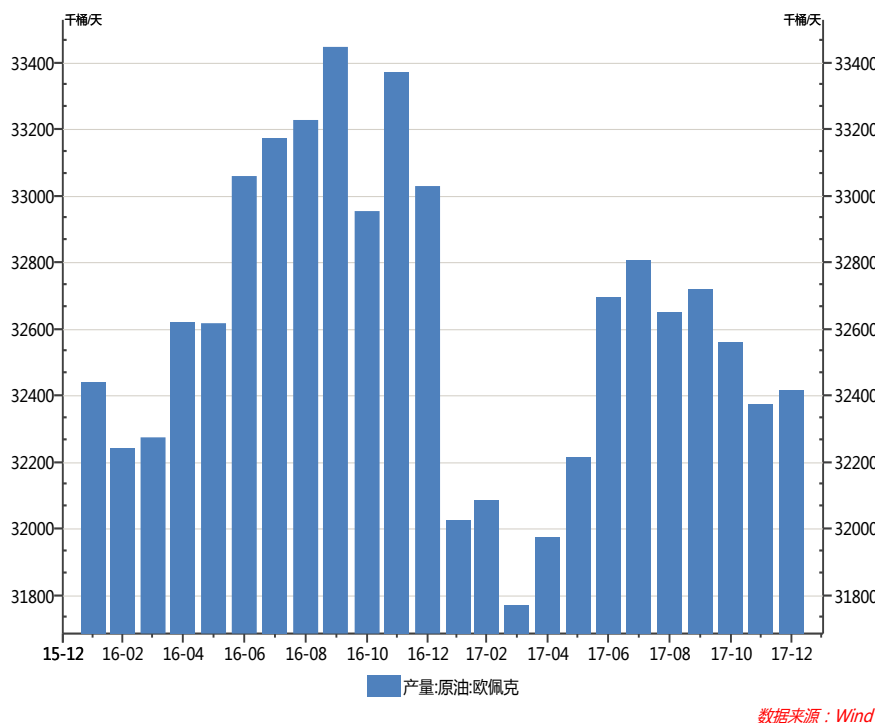
1 月份国际原油期货价格呈现震荡上扬走势，WTI 主力合约月上涨 4.67 美元，涨幅 7.77%，收于 64.77 美元/桶，从月线上看，已经连续 5 个月收阳线。布伦特原油期货主力合约月上涨 2.26 美元，涨幅 3.39%，收于 68.88 美元/桶。

2.基本面分析

1 月初，伊朗社会动荡令市场担心伊朗原油供应骤降以及全球原油库存持续减少，从而激发市场看多情绪。尽管后续这个利多因素持续时间不长，但是其它利多因素又对油价形成新的支撑，在达沃斯会议上，沙特能源大臣法利赫与俄罗斯能源部长诺瓦克出席，并发表乐观讲话，打消了多头担忧情绪，再度对油价形成提振。

2.1 沙特、俄罗斯继续力挺减产协议

图 2：OPEC 原油产量变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

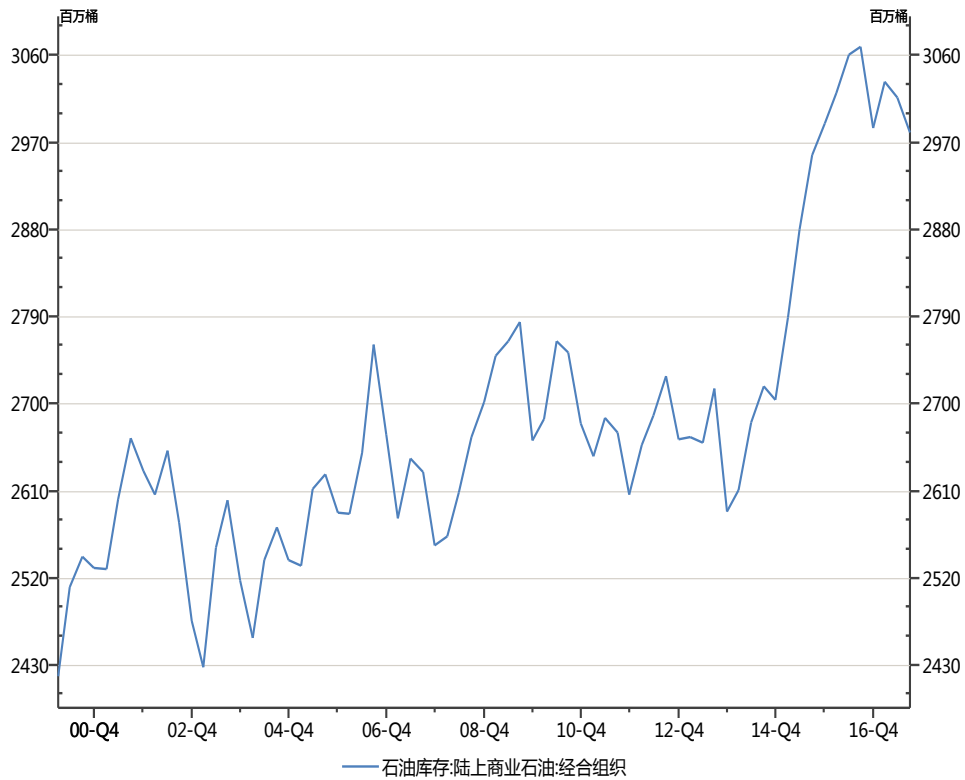
月初国际原油期货价格上扬，主要因为 OPEC 第三大产油国—伊朗的反政府抗议活动。伊朗当前高失业率与高通胀率引发部分民众不满，纷纷举行罢工游行等活动要求政府能改变这些状况，尽管伊朗石油设施没有受到游行示威活动的威胁。但是若美国对伊朗实施制裁，可能会确实影响到伊朗的原油产量。市场担忧伊朗局势的恶化，油价因此受到支撑上涨。

但放眼 OPEC 整体来看，此次表现对于油价回升起到至关重要的作用，作为 OPEC 的老大，也是减产协议的坚定拥护者，沙特一直以身作则，以超过减产承诺的幅度限制产量，这为整个减产行动做出了巨大贡献。其计划今年一季度原油产量维持在大约 980 万桶/日，这低于沙特在减产协议中承诺的 1005.8 万桶/日产量水平。

在 1 月末达沃斯经济论坛上，沙特能源大臣法利赫与俄罗斯能源部长诺瓦克出席，并发表乐观讲话，这进一步打消了多头担忧情绪，再度对油价形成提振。法力赫称，OPEC 不可能在今年 6 月份的维也纳会议上改弦更张，但这次会议可能是微调 OPEC 再平衡目标的好机会，并称 OPEC 可以在 6 月会议上讨论 2019 年“渐进平滑退出”减产策略。他表示原油需求增速并没有显著下降的信号。预计未来 25 年石油需求将增加 2000 万桶/日。俄罗斯能源部长诺瓦克则表示，原油供应过剩的状况依旧每周都在减少。两位重要原油生产国能源部长的发言也给市场吃了颗定心丸，继续支撑油价高位运行。

另外，两国能源部长并未将美国页岩油视为重要威胁。法力赫认为，美国页岩油并未对其他产油国形成威胁。诺瓦克称，不应对美国页岩油产量感到恐惧。即使页岩油产量增加，石油需求也超过供应。

图 3：OECD 石油库存（百万桶）



数据来源：Wind

数据来源：Wind，兴证期货研发部

OPEC 持续高效的遵守限产协议，也使得石油库存向着他们的目标靠拢。OPEC 的减产目标是使库存降至 5 年平均水平。OECD 组织的陆上商用石油库存在 2017 年初时，一度超过 30 亿桶，较五年均值高出 3.4 亿桶；到了三季度末，下降至了 29.8 亿桶，仍高出五年均值，但已经减少至 1.5 亿桶，限产努力是显而易见的。

2.2 美国原油库存持续下降

图 4：EIA 美国原油库存变化



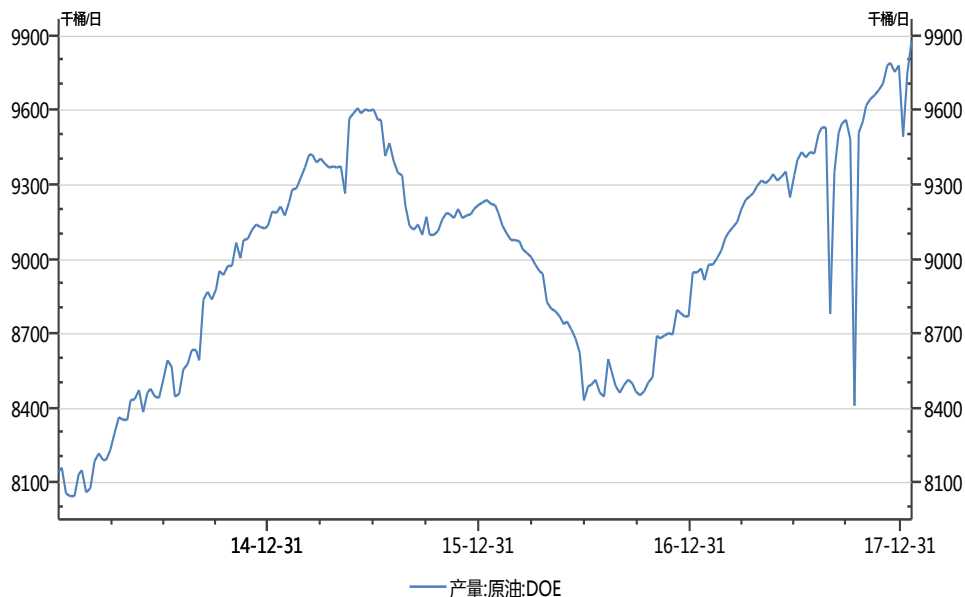
数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据 EIA 最新的报告显示,截至 1 月 26 日当周,美国原油库存大增 678 万桶,远超市场预期的增加 12.6 万桶,这也打破了之前的库存十周连降,数据公布后油价快速下挫;不过,汽油和精炼油库存均大幅下降近 200 万桶,油价再度受到提振快速反弹并收复此前一波快速下跌的失地。

2.3 美国原油产量或超纪录

图 5：EIA 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

另外 EIA 的数据显示, 上周美国原油产量环比增加 0.4% 至 991 万桶/日, 创上世纪七十年代初期以来新高。EIA 早些时候预测, 今年美国的原油的日均产量将达到 1030 万桶, 将创历史新高。这一产量水平将超过沙特和俄罗斯。

3.后市展望

经过一年多的努力, 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, 不过美国页岩油的井喷, 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。目前对传统产油国有利的是全球经济回暖, 国际原油需求量在今年有望继续增加, 这会在一定程度上缓解供大于求的局面, 但从中长期来看, 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。就短期而言, 油价仍将维持在高位运行。

低位区域性偏弱震荡整理

2018年2月5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

1月，天然橡胶延续原有的低位区域性震荡整理走势，并出现幅度较小的下跌，由此反映了天胶市场供需关系维持中性偏空的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望2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、新加坡胶市双双低位区域性震荡整理的走势牵制下，沪胶后市也将可能延续低位区域性波动的走势，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，1月，中国非制造业商务活动指数为55.3%，高于上月0.3个百分点，非制造业延续稳中有升的良好发展态势。

分行业看，服务业商务活动指数为54.4%，比上月上升1.0个百分点，服务业开局实现平稳较快增长。

从行业大类看，零售业、航空运输业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务、货币金融服务、保险业、租赁及商务服务业等行业商务活动指数位于55.0%以上的较高景气区间，业务总量较快增长。

住宿业、餐饮业、房地产业、居民服务及修理业等行业商务活动指数位于临界点以下，业务总量有所回落。

建筑业商务活动指数为60.5%，比上月回落3.4个百分点，建筑业企业生产活动放缓。新订单指数为51.9%，比上月微落0.1个百分点，仍位于临界点之上，表明非制造业市场需求增速略有放缓。

1月PMI较上月回落，且低于预期。非制造业PMI则回升、超预期。

1月份PMI较上月回落0.3个百分点。

PMI连续18个月处于扩张区间，并高于2012年-2017年六年均值50.3。国内经济中周期向上动能集聚趋势未改；从月度波动来看，1月由于季节性因素等环比即使有所放缓也无需过度担心。

表现是，生产、新订单指数指数扩张区间上回落，但高于历史均值。

其中，生产指数为53.5，比上月回落0.5个百分点（2012年-2017年均值为52.4，去年同期为53.1）；新订单指数为52.6，比上月回落0.8个百分点（2012年-2017年均值50.9，去年同期为52.8）。

第二、新出口订单大幅回落，年关对外贸扰动明显，需合并1-2月份数据观察。新出口订单49.5，较上月回落2.4个百分点（2012年-2017年均值48.4，去年同期为50.3）。进口指数回落0.8个百分点至50.4（2012年-2017年均值48.0，去年同期为50.7）。从历史上来看，春节所在月份不同，对1、2月的出口扰动比较大。

主要表现为抢关出口推高春节当月增速。

例子是2017年1月新出口订单指数50.3，而2012-2016年1月均在荣枯线下，均值只有48。

这也是造成PMI波动的重要原因。全球经济复苏同步、加快，三大周期—资本开支周期、贸易周期、金融周期延续、强化，市场对新兴经济体复苏仍预期不足。出口全年高景气（8%以上）的坚实基础未变。

第三、环保限产结束日期临近，部分中上游工业品价格回落。原材料购进价格指数回落2.5个百分点至59.7。出厂价格指数51.8，回落2.6个百分点。18年PPI因高基数将所有回落，但全球经济复苏加快仍对工业品价格、原油价格形成支撑，18年PPI均值仍能达到3.7%。

第四、两大库存指数降幅收窄，关注春季开工带来的库存回补力度。原材料库存指数为48.8，比上月回升0.8个百分点。

产成品库存指数47，较上月回升1.2个百分点。本月采购量指数52.9，保持扩张区间。11月中旬至2018年3月采暖季的环保限产使企业库存保持较低水平，但春季开工后可能发生库存回补。

第五、市场对经济预期的上修在一季度还将继续。我们预计 2018 年 GDP6.9%，前低后高为 6.7%、6.8%、6.9%、6.9%。观察“两会”后（制造业）产业政策催化、落地情况；观察 3、4 月份基建投资的新开工、施工的推进情况。

重视全球经济复苏的“同步性”。一季度继续关注经济预期的熨平过程，二季度起关注通胀。春节后、清明前的 3 月份伴随数据公布和政策变化是看二者衔接的重要时间窗口。

国际方面，汇丰日前发布报告，预计 2018 年经济料平稳发展，但在市场、政策和经济方面将存在十大风险。

汇丰认为，市场风险包括美元进入牛市、美元资金市场紧缩和中国信贷危机，政策风险则包括欧央行加息、安倍经济改革以及英国未能达成脱欧协议。

此外，房地产泡沫破裂、贸易中断、美国长期利率走高，以及新兴市场增长放缓均属于经济风险。

美元进入牛市

汇丰认为，美联储表现鹰派，明年美元料表现强劲，这可能预示着金融市场波动性的回归。若美元进入牛市，美国国债收益率曲线可能更为陡峭，新兴市场股市则可能受到更多保护。

美元资金市场紧缩

汇丰预计，受美联储缩表和英国短期国库券发行量增加影响，非美国银行的短期美元流动性可能紧缺。

若这种情况发生，金融部门股票面临的风险最大。

中国信贷隐忧

汇丰认为，市场低估了去杠杆的潜在后果。

若中国信贷出现较大问题，人民币汇率将面临下行压力，中国股市可能出现重大调整，债市将承压，美国国债则会强劲反弹。

欧央行加息

一年之前，市场仅仅 price in 英央行加息 5bp，但英国央行在今年 11 月加息 25bp，明年欧央行是否会是另一个英国央行？

汇丰认为，或是因为负利率政策适得其反，或是因为通胀大幅上涨，欧央行可能决定加息，而根据欧央行的前瞻指引，明年并不会加息。

一旦欧央行加息，市场可能受到冲击。

若欧央行加息，货币市场利率将随着曲线陡峭而攀升，欧元将大幅走高，但欧股则可能受到负面影响。

安倍经济改革

汇丰认为，在日本首相安倍进行的经济改革之下，例如结构性改革，该国工资增长和通胀可能回暖，这可能推动日本央行意外退出宽松。

在削减资产购买过后，日央行可能将 10 年期国债收益率目标逐步上调至 0% 以上。

汇丰还指出，如果日央行释放结束宽松政策的信号，美元对日元将迅速下跌至 100，或更低水平。日股方面则将受到负面影响。

英国脱欧协议未能达成

明年 10 月之前，英国脱欧协议必须敲定。汇丰认为，即便在最乐观情景下，也并不期望双方能在十个月内达成一个完整的自由贸易协定。

若英国与欧盟未能达成脱欧协议，英国可能因此走向“悬崖边缘”。

该投行预计，若这一情况出现，英镑对美元可能跌至 1.10，英国利率将大幅走低，欧股则会承压。

房地产泡沫破裂

房价急速下降可能会降低经济增速，并限制央行加息行动。

汇丰认为，若房地产泡沫破裂，金融部门股票可能会跑输大市，如果消费者信心下滑，非必需消费品也将承压。

汇市方面，在该情形下，澳元、新西兰元、挪威克朗和瑞典克朗可能下跌最多。

贸易中断

汇丰称，因贸易保护主义抬头，一些大型经济体可能撤销现有贸易协议、提高贸易壁垒，全球贸易或因此出现中断。

因公司更注重国际化，欧洲和日本面临的风险更大。尽管贸易中断被视为新兴市场的重大风险，但考虑到其经济主要靠内需拉动，贸易中断带来的影响比较有限。

美国长期利率攀升

汇丰认为，资本投入的增加、生产力提升都将推进经济发展，这可能导致美联储官员上调对经济实际自然利率的预估，引发长期利率攀升，给金融市场带来意想不到的风险。

在报告中，汇丰指出，这可能会增加资产之间的波动性。

股市方面，货币政策收紧可能降低股票估值水平。短周期行业和金融业股票表现更好。

此外，新兴市场货币将表现疲软，黄金走低。

新兴市场增长放缓

汇丰认为，明年新兴市场增长可能突然放缓，这可能由中国主导，同时，通胀升温，公共财政也将出现恶化。

若中国经济增速突然放缓，将对新兴市场（特别是亚洲）股市构成下行压力。成熟市场股市同样将受到负面影响，但该市场将成为避险天堂。

若通胀骤然升温，因央行必须做出回应，这可能引发抛售潮。

若公共财政恶化，可能会引发新兴市场资产出现获利了结，但不会令全球转向风险规避模式。

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，所以供不应求将是必然的。

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

东南亚主产国种植状况显示，从总种植面积来看，2016 年 ANRPC 的总面积达到 1154 万公

顷，一直有增无减。但是增速却是逐年递减，从 2010 年的 4% 滑落至今年的 1.8%。可见 IRSG 预测橡胶种植面积资源殆尽还是有据可依。

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

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

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

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

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

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

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

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

IRSG 最新数据显示，2017 年全球天然橡胶产量预计为 1285.5 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%。

受此影响，沪胶主力合约 RU1805 由 12 月 29 日收盘价 14105 元下跌至 1 月 31 日收盘价 13120 元，累计下跌 985 元，相对跌幅为 6.98%。

由此对天胶构成中性偏空作用。

3.主要产胶国产量分析

3.1 泰国天胶产量分析

图 1：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

泰国央行就投资海外资产活动发布风险预警认为，投资者对海外投资物件风险评估过于乐观，中国等海外投资市场成为了泰国投资者重点关注的市场之一。

泰国央行就国内基金公司投资海外物件和标的过快增长发布风险预警认为，海外投资物件可能没有想象中的那么安全和低风险。

投资者不应该对海外投资物件和标的资产的风险过于乐观的评估。

与此同时，投资者关注的市场和方向过于单一也可能引发更高的投资风险。因此，建议投资者加大投资物件和标的风险评估。

截止 10 月底，泰国投资者累计向海外资产和标的物件投放了近 519 亿美元的资金，较今年年初时的 427 亿美元新增了 91.95 亿美元。

海外投资热显示投资者对该市场拥有更加乐观的预期，与泰国国内较为冷清的投资环境形成了鲜明对比。

尽管泰国投资者偏爱投资海外资产的趋势没有发生太大改变，但相比 9 月份的总计 533 亿美元海外投资总额，似乎已经有所降温。

但就资本流向上看，欧洲成为了泰国投资者的重点关注的市场，截止 10 月底累计投放了 151 亿美元，较年初的 88.90 亿美元相比几乎增长了一倍。

其次是香港资金投放量为 74.99 亿美元，较年初时的 57.93 亿美元新增 17 亿美元。第 3 是中国资金投放量为 57.44 亿美元，较年初时的 29.05 亿泰铢新增一倍。

至于美国市场，截止 10 月底的投放资金为 42.32 亿美元，较年初时的 27.80 亿美元新增约 15 亿美元。

相对于同一个共同市场的东盟国家，泰国投资者明显放低了投资预期，截止 10 月底累计投

放的资金从年初的 35.68 亿美元缩减到只有 26.59 亿美元。

尽管总体下滑，但就单一国家看，泰国投资者更看好马来和越南市场，资金投放持续增长。

但不管怎样，央行希望投资者在投资海外标的时必须严格执行风险评估程序，不要对某个单一市场投入过多的资金和信任，而降低了对可能出现风险的应对准备。

越来越多的信息表明，泰国支柱农业产业之一的一橡胶产业链正受到来自越来越多的中国资本的影响。

榴莲等水果产业链曾经遭遇的困难已迫使泰国当局决定采取更加谨慎和积极的审查制度，谨防又一产业被国外资本所控制。

橡胶作为泰国重要的出口农产品之一，每年超过 80% 以上的橡胶被用于出口，而中国是泰国橡胶的最大输出国，几乎绝大部分出口橡胶都面向中国市场。

泰国国内橡胶近年来所遇到的价格低迷问题以及中国市场需求增长似乎让中国投资者看到了入手泰国橡胶产业链市场的机会。

泰国农合社助理部长吉萨达透露称，已经有越来越多的信息表明，中国资本正在对泰国橡胶产业链中的各个环节产生影响力。

首先是，泰国当局正努力减少国内橡胶种植面积，以减少橡胶出口供给量压力。

同时政府也鼓励泰国胶农合作社与中国橡胶企业展开更广泛的合作。

总之，政府扶持混合农业经济作物种植的政策已经让部分胶农看到了希望，因为当胶价不好时，还可以从其他经济作物的出售中获得一定的补偿。

政府正致力于降低全国橡胶供给处过剩的压力。

同时，继续增加橡胶上游市场的开发力度。

不管怎样，当局将会加大对中国橡胶贸易商的经营和交易行为的监督，避免重蹈榴莲等水果曾遭遇的问题和困境。

泰国中华日报 1 月 11 日报道，4 大橡胶协会承诺响应当局提高国内橡胶价格的政策安排，同时敦促当局尽快落实减少供给量的一系列计划。

在与农合社助理部长吉萨达促膝长谈后，泰国 4 大橡胶协会（泰国橡胶协会、泰国乳胶协会、泰国橡胶手套制造商协会、泰国橡胶木材商协会）承诺，将积极响应当局努力提高国内橡胶价格的政策安排。

尽管各方一致认为，有迹象显示，橡胶价格正呈现好转趋势。

与此同时，4 协会也敦促当局尽快落实内阁之前批准通过的减少国内橡胶供应量的一系列计划方案，比如政府部门联合采购 20 万吨橡胶计划，至今仍未取得实质性的进展，也没有给出具体的采购时间。

作为各方讨论后得出的结论，就是严格执行减产目标—即实施区域停割计划，目标是 10 万莱橡胶林，希望能够在 3 个月的停割期实现 6700 吨的减产目标。作为对停割期的胶农补贴，每莱将提供 1000 泰铢的经济补偿。

但前提是必须严格把关，不能让停割期内的胶林复割。

泰国与中国将成立一个联合委员会，负责减少两国贸易壁垒，使泰中贸易额在未来的 3 年里增至 1200 亿美元。

泰国将于今年 2 月举行副部长级别的泰中贸易、投资、经济合作联合会第 6 次会议。

泰国商业部与中国商务部正在讨论此次会议的相关贸易议题。

商业部副部长朱提玛日前表示，会议将讨论影响泰国和中国贸易关系的战略性问题，尤其是中方倡导的‘一带一路’倡议、大湾区政策和泰国主推的‘泰国 4.0’、东部经济走廊政策。

农产品问题的解决方案也是本轮会议需要重点讨论的议题。

泰中联合会的任务将围绕贸易壁垒的解决方案展开，以期到 2020 年两国贸易额增至 1200 亿美元。

据统计，目前泰中贸易额为 670 亿美元。

天然环境优越加上长期历史发展，泰国成为全球最大的橡胶出口国，并拥有完整的橡胶产业链，超过 600 万人投入橡胶产业。

但由于 8 成以上橡胶原料用于出口，橡胶价格受制于人，泰国政府除了降低橡胶种植面积外，也鼓励国内兴办橡胶产品生产厂，并拓展国内橡胶消费量。

泰国董里府在 19 世纪末自印尼引进橡胶树，开始发展相关产业，2015 年泰国橡胶生产量达到最高峰，约 450 万公吨，2016 年下降到 445 万公吨。

橡胶木自种植后第 6 年可以开始采收生胶，1 棵橡胶木的生产年限是 25 年。工人们会在半夜巡迴橡胶园，在橡胶树皮上割出约三分之一圈的刀口，让汁液流入小钵里，天亮前再把橡胶汁液收集到塑胶桶内，拿去小型收胶站出售。

收胶站会采取橡胶汁液样本，放入微波炉内加热烘乾，依照最后凝结成固体的橡胶来计算比重，按比重来计算收购价格。

泰国橡胶主要制品为轮胎、橡胶手套、保险套，超过 8 成以上的橡胶用于出口，造成泰国虽然为产橡胶大国但却无法控制橡胶价格的问题。

再加上全球橡胶产量年增率超过需求，橡胶期货价格大幅下跌等因素，泰国政府希望透过降低橡胶种植面积来减少产量、稳定价格。

另外，泰国政府希望透过提供贷款和辅导等方式，协助本地企业进行橡胶加工，增加橡胶的附加价值，也希望学习马来西亚经验，例如以公部门收购橡胶产品等措施，扩增泰国本土对橡胶产品的需求。

1 月 22 日，泰国商务部公布了 2017 年的出口增长率为 9.9%，出口值达 2366.94 亿美元，数据创历史新高，预计 2018 年的出口值可能会增长 5%-7%，目前正在等待今年 2 月份全球贸易大会新制定的出口目标。

2017 年泰国的农业产品出口额不断增加，预计 2018 年有继续提高的趋势，主要贸易伙伴的经济实力也在不断提高，而随着油价的上升，农产品的价格也跟着上涨。

2016 年稻米出口总额达 5.49 亿美元，增长了 11%；受世界市场价格下跌的影响，糖和鲜虾出口值减少，但今年将继续扩大出口市场；橡胶制品等工业产品出口值达 9.21 亿美元，增长了 60.4%；电子设备和零部件增长了 54%。

商务部预计 2018 年的总出口值将增长 5%-7%，达 2485.29-2532.63 亿美元，平均每月出口值达 207.12-211.05 亿美元。商务部部长再次明确今年的出口目标，预计有增长趋势的产品是汽车配件及零件，包括计算机等。

今年泰国政府实行刺激国内橡胶消费的措施，将橡胶应用于各种基础设施建设项目如铁轨橡胶垫，预计将在今年前 3 个月内可取得具体成效。

政府还敦促所属部门使用橡胶约 50000-80000 吨；同时希望民间部门和政府部门合作购买更多的橡胶。控制国内橡胶供应量也将有助于推动 2018 年第一季度橡胶价格回升。

虽然，今年前 3 个月泰国橡胶价格获得上述正面因素支持，且 2018 年迪拜原油价格可能从 2017 年预测的平均 52.4 美元/桶攀升至 55 美元/桶，但仍需跟踪 2018 年剩下第三季度的橡胶价格。

橡胶价格仍面临每年第 4 季度大量上市的季节性压力因素，加上 2018 年中国经济增速略微放缓，使得橡胶价格能否保持第 1 季度的价格水平仍需跟踪。

因此，为做好应对 2018 年面临挑战性因素的橡胶价格趋势的准备，橡胶农应改种或混种可获得更高收益的其他作物。

同时，政府也须控制国内橡胶供应量，使之符合消费需求；通过创新提升橡胶产品附加值，如生产橡胶板、橡胶涂层布手套、防范自然侵蚀河堤防护材料、橡胶床垫和橡胶枕头、保健鞋垫定型机等。

另外，国内汽车轮胎制造业投资趋向增加也有助于确保橡胶价格长期稳定。综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏多作用。

3.2 印尼天胶产量分析

图 2：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

泰国农业及合作社部表示，从现在起到 2018 年 3 月底，全球 3 大天然橡胶生产国的橡胶出口将减少最多 35 万吨，希望借此抑制全球胶价下跌。

泰国，印度尼西亚和马来西亚构成的国际橡胶三方委员会 (ITRC) 将在 2018 年 1 月-3 月认真执行协议出口吨位计划 (AETS)。

A. ITRC 执行 AETS 的严肃性

泰同农业部 (MOAC) 部长格里萨达-蓬拉阁下称泰同足全球天然橡胶 (NR) 市场最大的生产国和出口国。

因为天然橡胶价格低迷，泰国、印度尼西亚和马来西亚协议共同执行 AETS,预计总出口消减额为 350000 吨。

ITRC 执行 AETS 将迅速减少全球市场的天然橡胶供应。

为达成 ACTS 执行 H 标，ITRC 成员国将管控/执行如下内容：

1.泰国将依据泰历 2542 年 (公元 1999)的橡胶控制法案进行管控。另外关于 AETS 执行的政府公报已经于 2018 年 1 月 10 日公布。

2.印度尼西亚橡胶生产协会 (GAPKINDO) 和贸易部

泰国农业与合作社部部长相信，通 HITRC 严格执行 AETS,将会使全球市场上的天然橡胶价格带米积极影响。

B.ITRC 成员国增加国内消耗

除此以外，ITKC 成员国目标是在未来增加他们的国内消耗。

马来西亚是天然橡胶制造的领先国家之一，特别是橡胶手套工业。与此同时，泰国正在探索提高创新和增加国内消耗的道路。

在 2018 年，泰国希望能在国家项目中增加使用 200,000 吨天然橡胶，例如橡胶公路，体育设施垫子，橡胶块铺面，防水垫，橡胶枕头和床垫。

C.泰国政府的其他支持性举措

除了执行 ACTS 外，泰国内阁还批准了一些支持性举措，例如：

提升给天然橡胶加工业者/出口商（干橡胶）的软贷款额到 2000 亿泰铢。政府将每年补贴不超过 3% 的利息；

增加政府部门天然橡胶使用量，目标是 200,000 吨。

D.倾听来自出口商/加工业者的投诉和建议

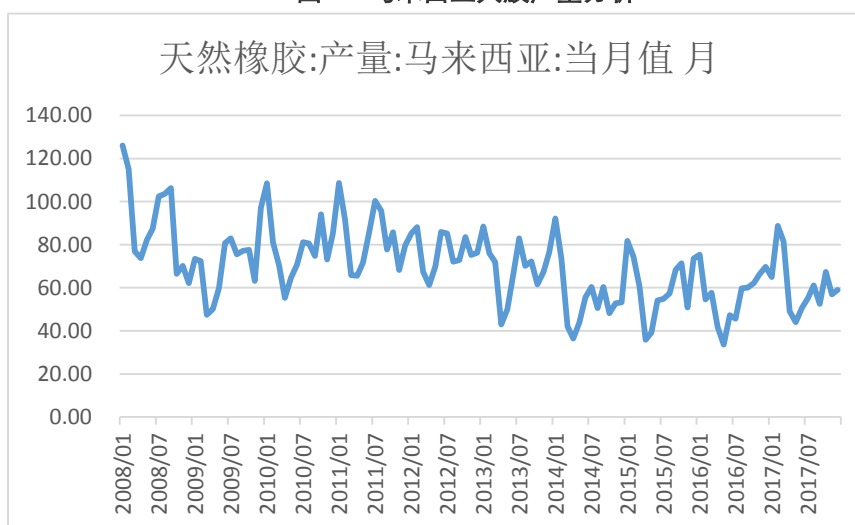
部长重申，他真诚面对来自受到 AETS 执行影响的出口商/加工业者的任何投诉和建议。

至于 AETS 执行中的负面影响，农业部将与商务部（MOC）合作，调查天然橡胶库存，力向农业部提交材料的企业找到合适与公正的生产成本。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏多作用。

3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3: 马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

马来西亚对泰国的橡胶进口也将是胶价提升的有利因素。

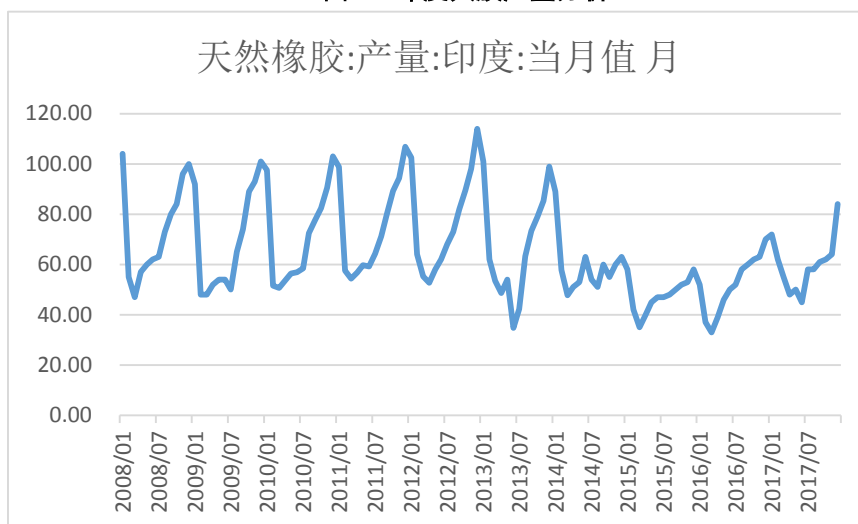
马来西亚从泰国进口的橡胶约占全部橡胶进口量的 55%，且马来西亚一般每年第 1 季度从泰国进口的橡胶数量最多，源于医用橡胶手套市场需求旺盛。

数据显示，2013-2017 年每年第 1 季度马来西亚从泰国进口的橡胶数量平均为 130,000 吨，预计 2018 年全年马来西亚医疗胶手套市场总值将同比增长 7.9%，达到 1780 万美元，今年第 1 季度马来西亚对泰国的橡胶需求不会低于 130000 吨。

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

据 IMF 预测，2018 年全球橡胶总消耗量增长率约大于 3.3%，达 2937 万吨。

2017 年全球天然橡胶需求增长 3.5%，达 1303 万吨。

2018 年增长 2.4%，达 1334 万吨。

2017 年全球合成橡胶需求预计增长 2.9%，达 1540 万吨，2018 年会加速增长达到 4.1%，1604 万吨。

据 IMF 预测，2017 年全球天然橡胶产量同比增加 6.1%，至 1321 万吨。其中泰国天然橡胶产量同比增加 2.7% 至 463.9 万吨。

全球天然橡胶消费同比增长 6% 至 1302.8 万吨。

其中，中国同比增长 3.3% 至 442.5 万吨。

综合来看，2017 年全球天然橡胶供应过剩 18.2 万吨。

而据 IRSG 之前估算，预计 2017 年天然橡胶产量在 1295 万吨左右，消费量接近 1275 万吨，最终供应过剩约 20 万吨。

据 Downside 预测，2018 年全球橡胶总消耗量增长率为 2.2%，达 2905 万吨。

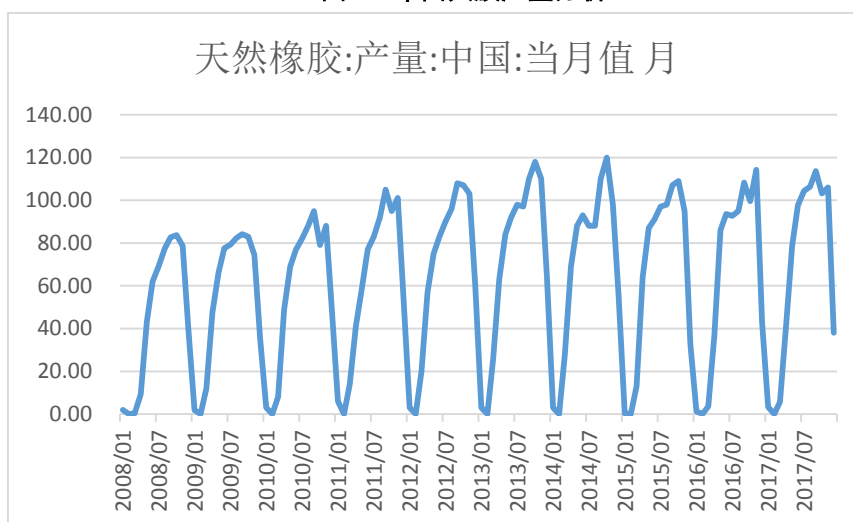
2018 年全球天然橡胶需求增长 1.6%，达 1323 万吨。

2018 年全球合成橡胶需求预计增长 2.7%，达 1582 万吨。

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。

云南天然橡胶产业集团有限公司（下称“云胶集团”）于2017年12月26日在昆明正式揭牌成立。

具体目标为：到2018年，云胶集团要实现营业收入总额超过100亿元，利润总额1.1亿元以上；到2020年，实现营业总收入超200亿元，利润总额超2亿元，天然橡胶产销量120万吨，资产总额80亿元，实现资本市场上市。

首届“一带一路”老-中合作论坛将于2月2日-3日在老挝万象举行，海南省农垦投资控股集团（简称“海南农垦”）将在论坛上介绍“走出去”战略及成果，进行项目签约，并承办中老合作农业与扶贫平行分论坛，借“一带一路”东风深化与老挝在农业科技创新、种养殖全产业链布局、天然橡胶种植和加工等方面的经贸交流与战略合作。

海南农垦是中国最大的天然橡胶生产企业和重要的热带作物生产企业，自2015年12月29日正式挂牌成立以来，海南农垦认真贯彻落实海南省委、省政府关于实施农垦“八八”战略的部署和要求，以“一带一路”倡议为契机，谋划海垦特色农业产业转型升级，不断加快布局海外的步伐。

海南农垦成立了参与“一带一路”建设工作领导小组，并下设天然橡胶产业、胡椒产业、草畜养殖产业和南繁育制种产业等实施小组，扎实推进与老挝、新加坡、泰国等“一带一路”相关国家的交流合作，在推进养殖业革命、做强做优海外企业等方面取得了丰硕成果。

海南农垦将尽快建设海南天然橡胶定价中心、价格指数发布中心和天然橡胶交易所，不断发挥大型国有企业优势，激活老挝天然橡胶产业发展新动能。同时“坚持三条腿走路”：一是以海胶云南公司为平台，与老挝、缅甸、泰国等国家橡胶企业合作，支持云南公司到老挝、缅甸等国家种植橡胶，建设橡胶加工厂；二是以海胶（新加坡）公司为平台，携手印度尼西亚、马来西亚等国家的橡胶企业拓展市场；三是走进非洲，发展橡胶种植和加工。

根据规划，海南农垦通过海南天然橡胶产业集团股份有限公司（简称“海胶集团”）拓展“一带一路”相关适宜天然橡胶产业发展国家的投资经营业务，将利用三年时间直接或间接控制 300 万吨橡胶资源，成为全球第一的天然橡胶种植、加工、贸易、深加工一体化的产业集团，保障国家战略物资天然橡胶的生产供应。

海胶集团长期以来高度关注东南亚天然橡胶产业并对其进行深入研究，通过充分利用当地良好的自然环境、优惠的投资和税收政策、丰富的土地和劳动力资源等有利条件，在东南亚、非洲等适宜经营发展天然橡胶产业的国家地区进行产业布局。

由于割胶劳动强度大、收入低，越来越多的年轻人不愿意从事这份工作；并且，近几年胶价低迷，人工成本不断上扬，植胶企业和大户不得不面临这巨大的成本压力。

割胶行业在实现机械采胶、解决产业用工荒、胶价成本上涨等难题的道路上走的大步流星。

中国热带农业科学院专门成立了智能割胶机械攻关领导小组，以研发电动胶刀为突破口，适时开展全自动智能化采胶机械研发。

2017 年 4 月 25 日，热科院橡胶所正式推出第一代 4GXJ-1 型便携式电动胶刀，标志着我国橡胶产业有望结束延续几十年的纯人工割胶现状，进入电动机械化采胶时代。目前，国内已有多家企业在研发电动割胶机。

随着信息化在各行各业的逐步渗入，只要在手机端轻轻一点，机器就能代替人工割胶的割胶机器人出现在行业舞台上。据《三农中国》报道，近日在海南省红光农场，一场割胶界的机器与人工间的较量正在展开。

在面对割胶是否厚薄均匀的问题上，“割胶机器人”以采取有力的自下而上的方式，来确保每一个点都能平均的把乳管切断，得到的橡胶品质赢得参观者好评。

我国天然橡胶种植面积超过 1700 万亩，人力割胶成本占到生产成本的 60% 以上。这也是天然橡胶行业几十年来的发展痛点。

橡胶树最佳产胶时间是在凌晨的 3、4 点钟，几十年来，起早摸黑就成了老胶工的写照。

另外，由于近年来天然橡胶价格远低于成本价格，农垦胶园和植胶种植户连续亏本经营，胶工收入难以维持生计，再加上老胶工逐渐退休，胶工短缺变成为了制约天然橡胶发展的瓶颈。

西双版纳作为我国橡胶重要产地，在第一代电动割胶机推广之后，割胶培训技术随之在各地展开。

2017 年 8 月，橡胶研究所专家组先后到勐腊县橡胶技术推广站、勐满农场开展、勐醒农场、景洪农场等西双版纳各地开展电动胶刀割胶培训课程，已有百余人参加培训。

据有着 8 年割胶经验的老农介绍，一个成熟的老胶工平均割一棵树需要 1 分钟左右，而机器作业仅需 30 秒。同时，由于机器的精准度不会对橡胶树造成伤害，也使橡胶树的割胶寿命延长，产量能增加 30%-40% 左右。

由此可见，割胶机械的出现不但减轻了胶工的劳动力，也大大降低了生产成本。

另外，随着掌握割胶机械的新兴职业胶工数增多，不仅增加了我国橡胶产业的后备力量，而且为壮大我国橡胶产业打下坚实的基础。

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。

越南海关最新公布的数据显示，2017 年 12 月份越南橡胶出口总量为 16.93 万吨，环比增长 16.5%，同比增长 28.22%。

越南出口至中国 11.32 万吨，1-12 月累计出口至中国 90.25 万吨，占越南 2017 年全年总出口量的 64.93%。

《越南经济时报》12 月 29 日报道：越南农业和农村发展部的报告显示，2017 年越南共出口橡胶 139 万吨，出口额 22.6 亿美元，出口量和出口额分别同比增长 11% 和 35.6%。

主要出口市场是中国、马来西亚和印度，其中对中国的出口显著增长，已占越南出口橡胶总份额的 64%。

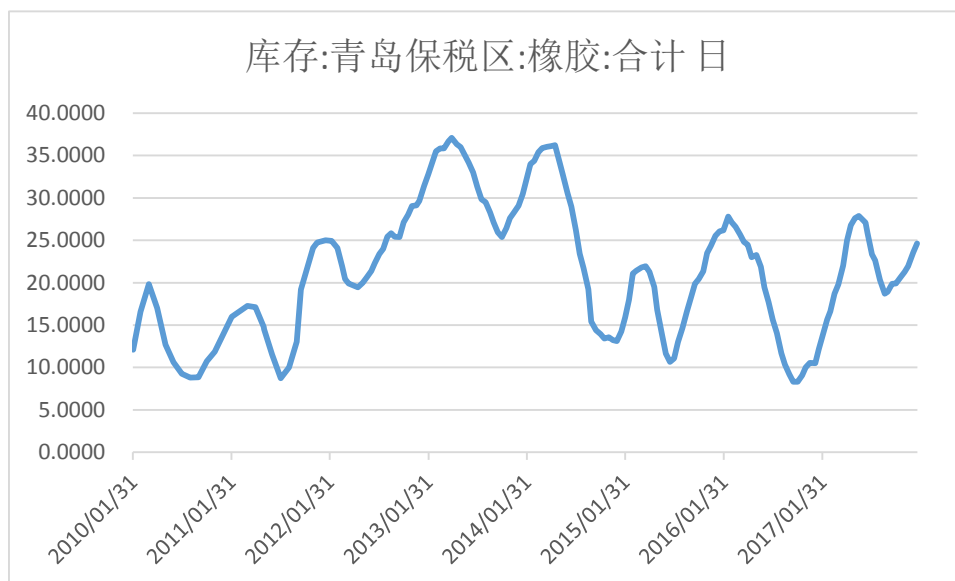
按产量和出口量排名，2017 年越南位于世界天然橡胶出口国第 3 位。

同时，为满足轮胎企业的加工出口需要，越南进口橡胶也不少，2017 年共进口橡胶原料 55.9 万吨，进口额 10.9 亿美元。

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，截至 1 月 17 日，青岛保税区橡胶总库存为 24.63 万余吨，较 1 月 2 日的 23.56 万余吨增加 1.07 万余吨，增幅 4.54%。

其中天然橡胶库存 13.7 万余吨，增加 0.62 万吨，增长幅度为 4.74%；合成橡胶 10.54 万余吨，增加 0.45 万余吨，增长幅度为 4.46%；复合橡胶维持 0.39 万吨不变。

橡胶总库存量延续增长趋势，进口橡胶总库存量持续增长，进口天胶库存量同样增长，进口天胶消费需求增长弱于供应量增长，导致进口天胶库存量持续增长，库存压力加重。

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

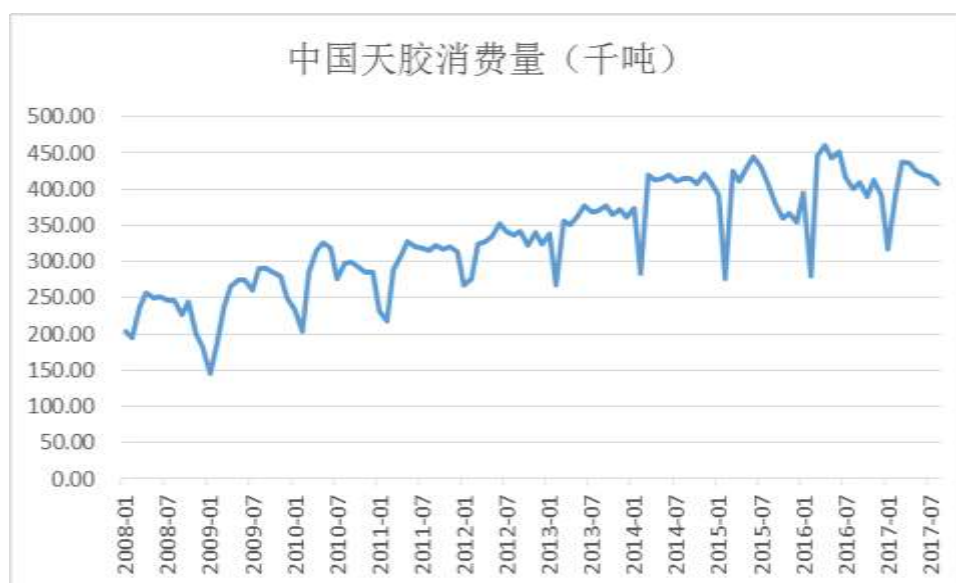
期市库存方面，截止 1 月 26 日，上期所橡胶库存量大幅增加 3895 吨至 419310 吨，注册仓单大幅增加 13920 吨至 362750 吨，期货库存压力加重，仓单压力同样加重，由此对市场仍产生压制作用。

沪胶期市库存量和仓单量双双稳步增长，原因是国内天胶期现套利盛行，大量天胶现货被注册成仓单，而流入期货市场，期货市场依然是国产胶抛售的理想场所。

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

2014-2015年，受“双反”事件影响，国内轮胎产量有所下降，2016年轮胎产量开始恢复增长。据前瞻产业研究院发布的《轮胎行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》数据显示，2017年1-11月，中国橡胶轮胎外胎产量86955.50万条，同比增长6.3%，2017年全年产量将接近90000万条，同比增长6.87%。

2016年中国汽车产量达到2819万辆，2011-2016年复合增长率为8%。

汽车保有量方面，中国汽车保有量从2006年不足5000万辆，到2016年达到1.94亿辆，年复合增长率达到14.55%。

2017年上半年中国汽车保有量突破2亿辆，轮胎替换市场空间广阔。

2018年，中国轮胎业有3个大趋势值得关注。

去年以来，面对市场形势的巨大变化，轮胎企业与原材料供应商的关系出现大转折。

白炭黑企业老总表示，现在不是轮胎企业接不接受产品涨价的问题，而是涨价之后他们还要感谢供应不受影响。2018年，这种供需关系仍将持续。

有业内人士做出预测，轮胎企业可能再也没有便宜原材料可用，中国轮胎低成本，正一去不返。

以前如果说中国30%的轮胎企业要倒闭，可能有人不信。经过2017年，大家都信了。

这一轮大洗牌导致许多做了多年的大老板出局，令轮胎行业感到震撼，轮胎行业大整合在2018年可能会更猛烈。

有长期观察中国轮胎行业变化的专家表示，现在国内一些大轮胎企业表面风光，其实根基很脆弱，只要一步走错或者有外力作用，有可能瞬间倒下。

轮胎业大整合，任务还非常艰巨，2018年，中国轮胎业会继续出现新的兼并重组案。

前期整合的企业，是否能够健康运行，仍值得观察。

专家称，可以确定的是，整个行业格局已经开始重塑：两极分化趋势下，好的企业发展会更好。

品牌建设成轮胎企业重点，据观察，中国政府、企业及消费者，对品牌的重视程度越来越高。随着消费升级，各种品牌计划和培育工程，接连推出。

山东省实施的百年品牌企业培育工程，把三角轮胎、玲珑轮胎等多家轮胎企业，列为重点培育对象。

品牌是各产业链的链主，拥有自主品牌才能获得主动权。

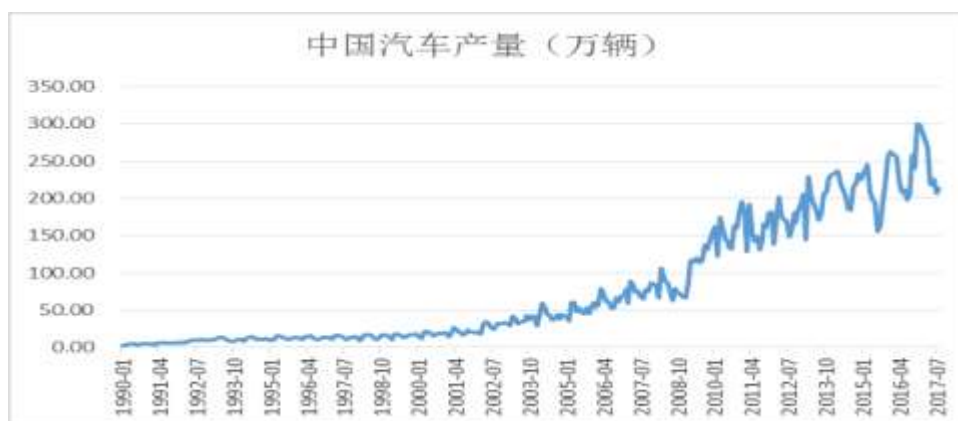
2018年，品牌建设会成为中国轮胎企业的重点工作，从价格竞争发展到品牌和质量竞争，是轮胎行业的必走之路。

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。

中国消费者无法完全消化国内生产的车辆。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。中国如果削减了购车优惠力度，将导致汽车销量增幅稳步下降。

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。

中国汽车工业协会发布了2017年度汽车工业产销及经济运行情况。

2017全年，我国汽车产销2901.5万辆和2887.9万辆，连续9年蝉联全球第一，行业经济效益增速明显高于产销量增速。

其中，新能源汽车发展势头强劲，全年分别达到79.4万辆和77.7万辆，同比增长53.8%和53.3%。

2017年，我国汽车产销分别完成2901.5万辆和2887.9万辆，同比分别增长3.2%和3%，分别低于上年11.3%和10.6%。

2017年，乘用车产销分别完成2480.7万辆和2471.8万辆，同比分别增长1.6%和1.4%，均低于汽车总体1.6%，占汽车产销比重分别达到85.5%和85.6%。

2017年，商用车在货车增长拉动下，产销增速明显高于上年，分别达到420.9万辆和416.1万辆，同比分别增长13.8%和14%。

其中，客车产销量分别完成52.6万辆和52.7万辆，同比分别下降3.8%和3%；货车产销量分别完成368.3万辆和363.3万辆，同比均增长16.9%，其中重型货车产销分别达到115万辆和111.7万辆。

2017年，新能源汽车产销均接近80万辆，分别达到79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%。2017年新能源汽车市场占比2.7%。

新能源乘用车中，纯电动乘用车产销分别完成47.8万辆和46.8万辆，同比分别增长81.7%和82.1%。

另外，在摩托车方面，摩托车产销实现小幅增长。

2017年，摩托车产销受出口带动，产销量结束连续五年下降的走势，呈小幅回升。

全年产销摩托车1714.6万辆和1713.5万辆，同比增长1.9%和2%。

2017年全国规模以上工业企业实现利润总额75187.1亿元，比上年增长21%，增速比2016年加快12.5%。

其中，采矿业实现利润总额4586.8亿元，比上年增长2.6倍；制造业实现利润总额66511.1亿元，增长18.2%；汽车制造业实现利润总额6458亿元，是制造业最高的，但增速是相对最低的，利润增长5.8%，中下游的利润增长压力偏大，也带来乘用车消费增长仅2%的较大压力。

根据国家统计局数据，17年汽车生产2994万台，同比增长3.2%，其中表现最好的是载货汽车的20%的高增长，轿车增速仅有-1%。

汽车业企业数量高速增长，17年末有1.47万个汽车企业，而且亏损企业的数量也增长较多。

汽车企业连续几年的负债增长快于资产增长，企业负债增长14.5%，而资产仅仅增长12.6%。

汽车企业应收账款增长较快，且连续几年高增长，估计也是与新能源补贴压力有一定关系。

2017年车市低迷，但企业也是考虑为2018年增长做储备，因此估计部分存货也是2018年销量资源。

汽车行业的利润表现一般，主要是主营业务收入增长10.8%，但成本增长11.4%，形成悬殊

的分化现象。

而且汽车行业管理费用增长也是相对较低，销售费用增长较 2016 年增长放缓，但成本上升压力较大，因此汽车行业的利润表现较差。

2017 年汽车行业利润率为 8%，相对 2016 年表现下降 0.4%，利润率优势地位下降，而医药行业和酒类利润仍是较快增长，烟草利润率也在 10% 以上，汽车行业的乘用车表现不佳，影响利润，其问题仍是受入门级消费不足的影响。

随着车辆购置税优惠政策的取消，2018 年，汽车市场或许将继续维持在低增速水平，中国汽车工业协会预测乘用车市场增速仅为 3%，汽车产销增速没有给出太高预期。

随着近期各家汽车企业公布新一年销量目标，这种看淡市场的情绪也开始蔓延至车企。

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的提升。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 美国汽车产量分析

图 10：美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据《美国汽车新闻》报道，美国 12 月份轻型车销量跌幅达到 5%，而 2017 年全年的销量则下滑 1.8% 至 1725 万辆，从而也终止了连续 7 年的增长。

2016 年，美国新车销量历史性的达到 1755 万辆。

2017 年，美国轻型车销量也是自 2009 年以来首次出现下滑，但也是连续 3 年超过了 1700 万辆，销量排在历史第 5。

2017 年 12 月，美国市场新车销量下滑 5%，至 160.55 万辆；2017 年全年，美国市场汽车总销量为 1724.59 万辆，同比下滑 1.8%，结束了 7 年的连续增长。即便是在 12 月销量下滑的情况下，经季节因素调整后，12 月份的销售规模也达到了 178.6 万辆，是全年最强劲的月份。

尽管 12 月份销量出现下滑，但按照季节调整和折成年率的销量达到 1786 万辆，为去年

表现最为强劲的 1 个月份。

12 月，轿车销量下滑 17%，而轻卡的需求量微增 1.6%。

全年来看，轿车的交付量下滑 11%，卡车销量增长 4.4%。

12 月，新车的平均激励价格为 4302 美元。预计年底的交易将把这一数字提升到创纪录的水平。另据 ALG 预测，12 月，在通用汽车公司的平均折扣为 5000 美元以上的情况下，行业的激励措施从 2016 年 12 月的 3756 美元上升到 3844 美元，上涨 2.4%。

2017 年，美国 GDP 增长强劲，就业、工资和消费者信心方面的利好消息，帮助汽车行业实现了非常强劲的零售销售。预计，2018 年轻型汽车销量将达到 1600 万辆。

另外，尽管美国总统特朗普签署的税收改革法案预计将会提振美国的汽车市场，但这些收益都可能被利率的上升所抵消。

汽车制造商们在年底前使出浑身解数来保证每一次销售，而随着销量减少，可能会在 2018 年迎来一场高风险的价格战争。”

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

日本 4 大车商 2017 年在华新车销量数据 9 日全部出炉，4 家均刷新最高纪录。

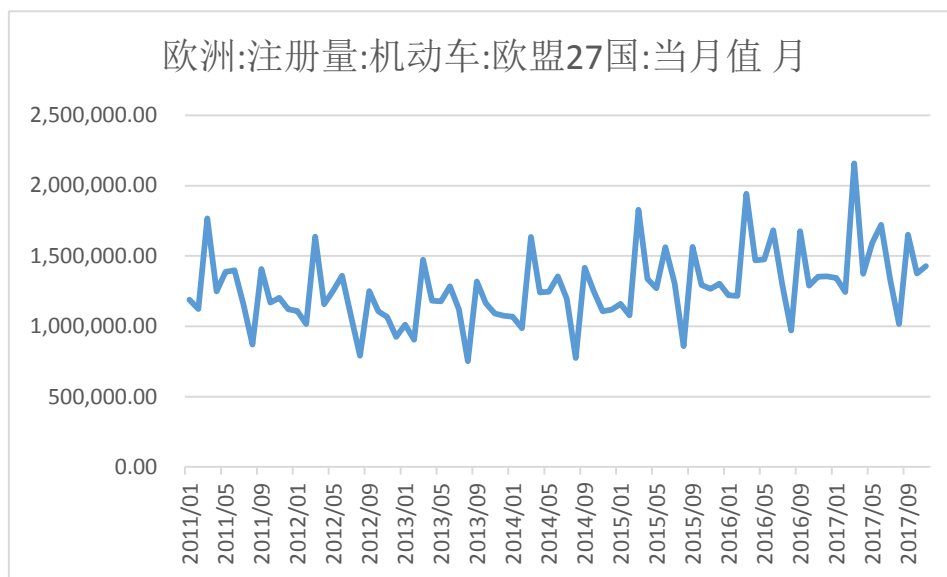
据分析，除中国经济形势良好之外，中韩关系恶化，导致中国人对韩国车敬而远之，也促进了日本车的销售。

关于日本车总体销势良好的原因，消费者减少购买韩国车，需求转向与其竞争的日本车也是主要因素。

由此对天胶构成中性偏多作用。

6.4 欧洲汽车产量分析

图 12：欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据欧洲汽车工业协会（ACEA）公布的数据显示，欧盟及欧洲自由贸易联盟国家 12 月份受圣诞节休息日对比 2016 年多出几天影响，新车销量同比下滑 4.8%，共计售出 1136552 辆。

数据显示，除去 PSA 集团和宝马集团之外，大部分主流车企的销量均出现一定程度的下滑，12 月份跌幅较为惨重的汽车品牌包括菲亚特、日产、斯柯达、捷豹、路虎。

欧洲地区的全年销量增长 3.3%，至 15631687 辆，得益于消费者信心、购车补助增加以及全新 SUV 对消费者的吸引力影响，欧洲市场新车销量也连续 4 年保持增长。

2017 年也是自 2007 年以来的最好成绩，2007 年欧洲地区的新车销量历史性的达到 1600 万辆。

欧洲汽车制造商协会表示，在 2017 年，欧洲汽车销量 10 来首次超过 1500 万辆，这也是新车注册量连续第 4 年上涨。

该协会称，新汽车的注册量比 2016 年的 1460 万辆增长了 3.4%，这使得 2017 年欧洲汽车销量为 10 年来之最。

此前，从 2007 年开始，欧洲汽车销量经历了漫长的 6 年下滑期。大多数主要汽车制造商的销量都取得了增长，欧洲排名前 5 的大市场中有 4 个市场的汽车销量都出现了增长。

只有英国市场的汽车销量出现下滑，即在投票退出欧盟后，英国市场汽车销量下降了 6%。

受 6 年危机影响最严重的南欧国家意大利和西班牙的销量增长最为强劲，接近 8%，紧随其后的是经济强国法国，涨幅接近 5%，德国则接近 3%。

由此对天胶构成偏多影响。

7.结论

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

后市方面，由于橡胶所受多空交织、中性偏空因素影响，沪胶短线走势可能由于价格偏低、种植效益薄弱、胶农弃割、胶林闲置、供应面临缩减而回升，但中期仍由于轮胎开工率偏低、汽车产销增长减慢等消费需求渐趋疲软因素，而可能逐渐回归低位区域性震荡整理走势。

社会库存预期显著积累

2018年2月5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

1月份PTA期货价格在原油连续走高，PX加工差回暖的背景下有较大上涨，持仓量同样大幅波动。供需没有超预期变动。受利于三房巷及逸盛（海南）年检，1月社会库存并无显著积累，仅积累10万吨左右。基差方面，随着聚酯负荷下降，采购PTA意愿走弱，基差在期价大涨下，显著收缩，从之前现货升水变为现货贴水。加工差方面，PTA加工差窄幅收缩，月末在800元/吨。

2月来看，成本端PX因PTA未来负荷提升，预计维持坚挺，在原油没有显著走弱的情况下，PTA成本塌陷可能性偏低。供应方面，检修计划较少，供应充足。需求方面则因春节来临并无太大亮点，2月聚酯负荷将继续下降，需求呈现弱势运行。整体2月预计社会库存积累50万吨左右。

● 后市展望及策略建议

操作建议上，目前油价水平下，PTA仍有较大补涨原油空间，但近期美国产量飙升，成品油库存尚未去化，原油有回落风险。2月供需偏弱，社会库存积累较多，需求拉动PTA价格可能性偏低。笔者仍延续年报观点，认为随着经济复苏，2018年聚酯产量会较2017年更多，此外尽管2月有较强累库预期，但社会库存同比偏低，一季度库存积累后也不足120万吨，因此仍可考虑长线PTA多单，但建仓节奏需后续跟踪观察聚酯库存去化情况。另外短期资金面变动较多，可暂观察，等油价利空释放后逢低入多。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

1月PTA装置变动较多,但超预期变动较少,华彬石化解决原料问题后提升至满负荷运行,翔鹭石化维持两条线七成负荷运行,桐昆嘉兴二期一条线满负荷运行,另一条线在月末成功投产产出合格品,三房巷及逸盛(海南)两条线按计划进行年检。全月而言,1月月均负荷在78%左右,月产量约为311万吨。

PTA需求方面,长丝、短纤在1月月末逐步进行检修,瓶片临近春节旺季负荷回升,整体聚酯月负荷约在89%附近,环比下降约1%左右,聚酯产量约在360万吨左右,对应PTA需求在310万吨附近,加上PTA进出口以及PTA在其它领域的消耗,1月份PTA社会库存约积累10万吨左右。

2月份,PTA供应预计将继续增加,除逸盛(大连)仍为年检外,其它装置平稳供应,桐昆嘉兴二期另一条线也将满负荷运行,另外前期检修的小线有较大可能重启,未来负荷将有较大可能提升。预计2月月均负荷在83%左右,由于2018年2月仅28天,2月产量估计在300万吨左右。

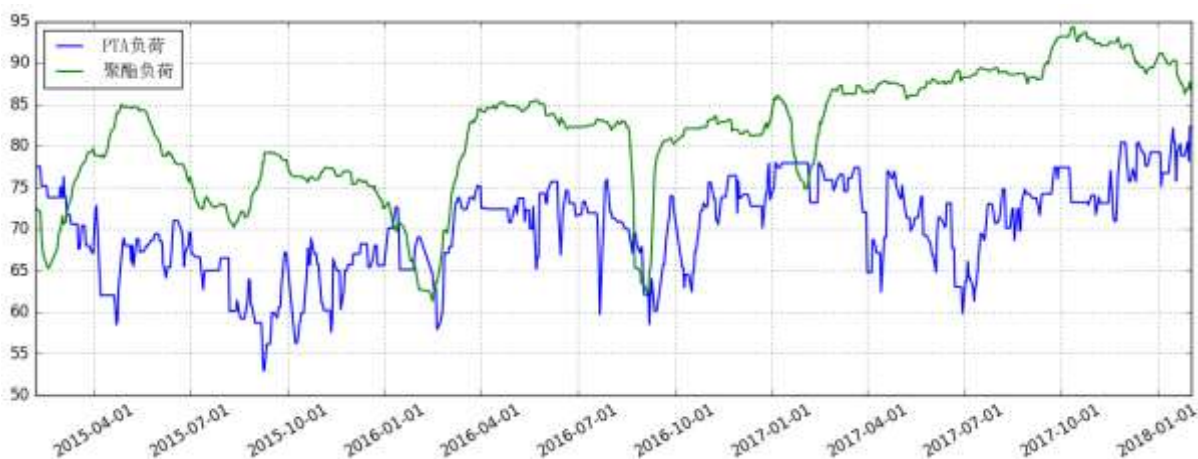
需求方面,临近春节,长丝、短纤负荷开始加速下降,截至目前统计,2018年春节聚酯装置检修、减产涉及产能969万吨,占有效产能的20.1%附近,按一套装置检修15天估计,预计2月月均负荷下调至79%左右,聚酯产量约在285万吨左右,对应PTA需求在245万吨左右。2月社会库存或会积累50-55万吨。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
翔鹭石化	450	福建漳州	已恢复正常,目前仍是两条线维持7-8成负荷运行
扬子石化	60	南京	11.25因故停车,预计将在2月重启
亚东石化	75	上海市	正常运行中,2月上旬有检修可能
上海金山石化	40	上海市	12.29起停车检修,目前预计延期到2月上旬重启
逸盛海南	200	海南	已重启
桐昆嘉兴二期	220	嘉兴	两条线暂时停车

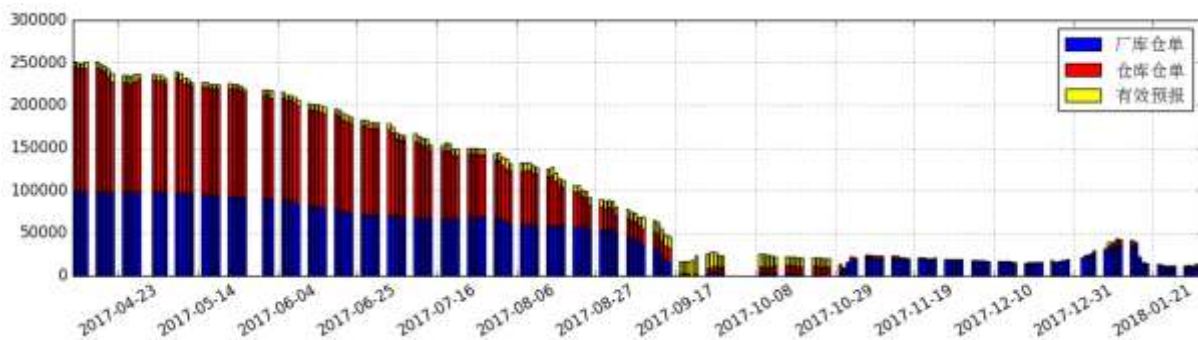
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2：月末 PTA 负荷拉升，聚酯负荷加速下降



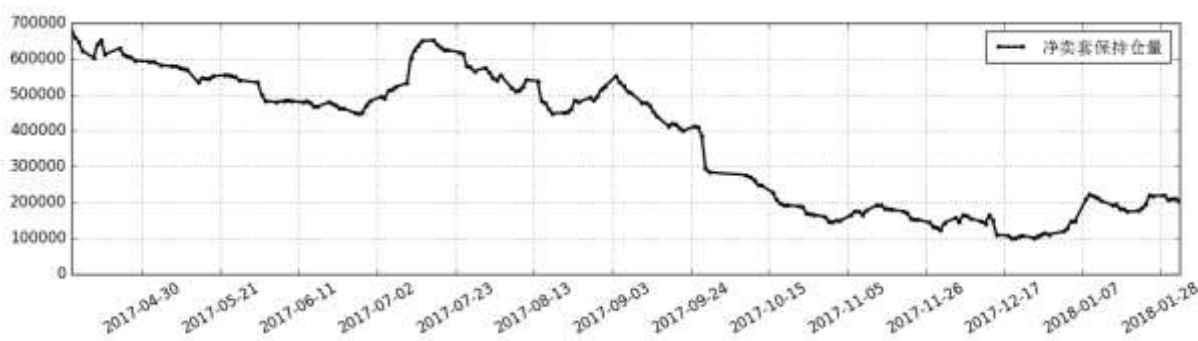
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 3：实物仓单几无，厂库仓单偏少



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 4：净卖套保持仓量企稳



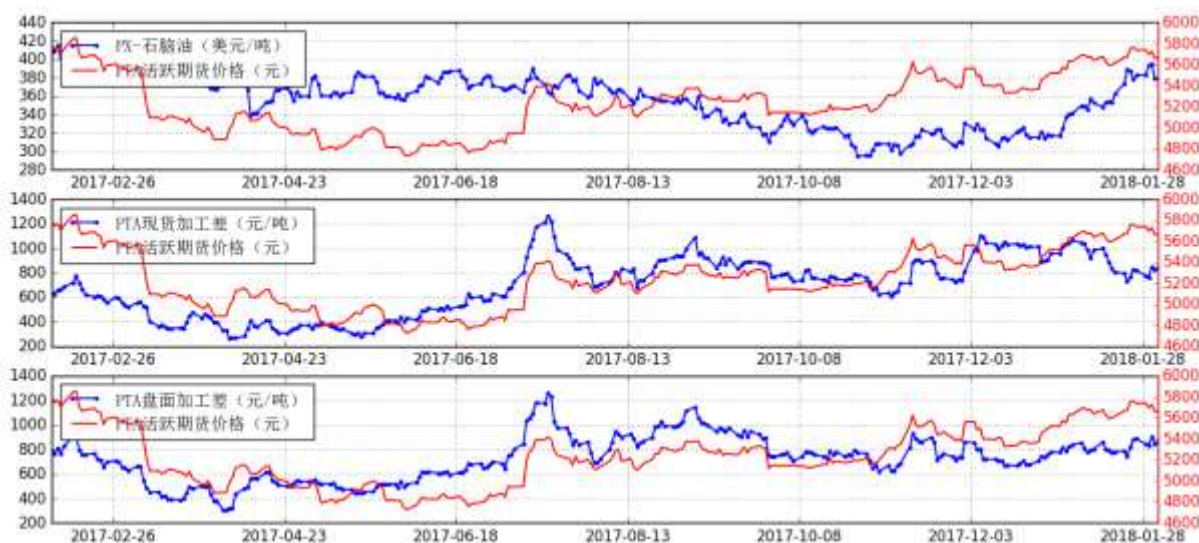
数据来源：郑商所，兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

1月PTA现货价格延续上涨，但涨幅缩窄，PTA现货月均价5751元/吨，环比上升62元/吨，CFR中国/台湾PX现货月均价在979美元/吨，环比上涨16美元/吨，PX涨幅要强于PTA，但由于美元在1月连续重挫，加工差压缩不多，1月月均加工差在784元/吨，环比下降87元/吨。1月ACP谈成在910美元/吨，

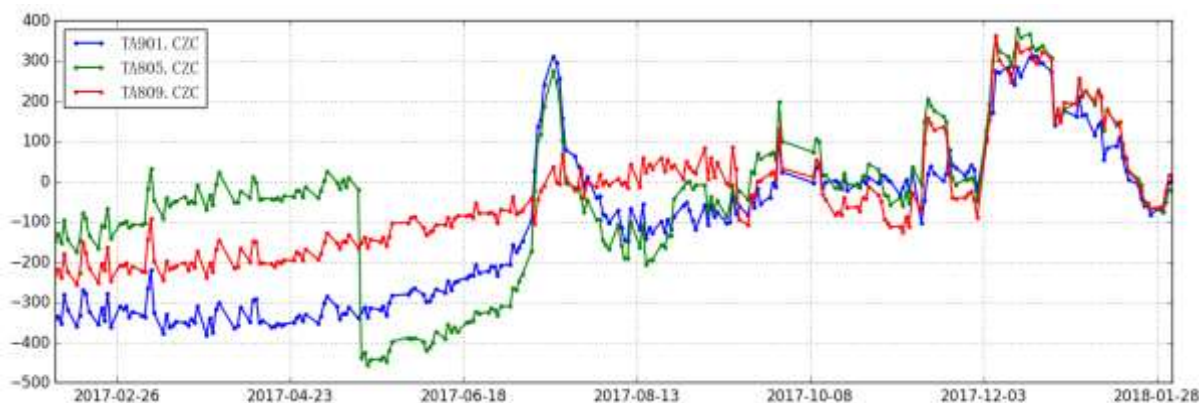
2月份，2月ACP谈成在970美元/吨。从产业链利润结构来看，12月至1月，随着原油价格大幅上涨，石脑油-聚酯整体利润被压缩，其中石脑油裂解价差走强，PX-石脑油价差走强，PTA及聚酯环节利润被压缩。目前原油价格仍维持在65美元/桶高位，即使算上汇率，涤纶/原油价差仍处于17年5月以来低点，全产业链利润被压缩得较为严重。2月来看，受限于春节放假，若原油维持高位，全产业链利润仍将处于目前低点，但结构会有所变化，成品油一侧，受限于近期寒冬，成品油价格有所下降，石脑油环节会适度让利；而PX则受利于PTA负荷上升，加工差已恢复至380美元/吨，预计在2月将有所延续；PTA加工差目前在780元/吨水平，较前期有所下降，但受利于绝对社会库存水平偏低，在滞销前向下空间不大；聚酯环节则因节前库存同比偏高，预计未来将继续偏弱，让利于PTA。

图 5：PX-石脑油价差回升，PTA 加工差走稳



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：基差大幅收缩



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

1 月份，全月聚酯处于季节性走弱期，价格呈现冲高回落，现金流同样呈现冲高回落，临近月底，部分产品已跌至盈亏平衡线附近。长丝及短纤产销在 PTA 价格受期价拉涨时有所放量，其余时间处于让利促销阶段，POY、DTY 库存同比去年偏高，FDY 及短纤同比去年库存持平。在下半月，终端纺织负荷加速下降后，长丝、短纤负荷跟随走低，瓶片则受利于春节旺季即将来临，负荷有所回升。

2.1 切片

切片方面，整体呈现冲高走弱态势，但绝对价格及现金流仍属于聚酯品种中较好的。上旬，随聚酯原料上涨，价格上行。中旬及下旬，随着终端纺织负荷走弱，交投气氛回落，价格一路走低。月均价而言，半光切片在 8199 元/吨，环比上涨 472 元/吨，有光切片在 8215 元/吨，环比上涨 385 元/吨。现金流 12 月平均在成本线附近，1 月平均在 200 元/吨附近。

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，价格大幅上涨，下半月随原料价格回落，以及终端负荷走弱，产销显著回落，临近月底，工厂以控制库存为主，大量降价促销。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8922 元/吨、9358 元/吨和 10367 元/吨，环比变动 229、396 和 96 元/吨。现金流方面，分别环比下降 100 元/吨、上涨 150 元/吨和下降 200 元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在 82% 附近，环比持平，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 5.9 天、9.1 天和 18.3 天。环比下降 0.4 天、0.3 天和上涨 2.8 天，同比 2017 年 1 月在 5.7 天、11.9 天和 16.7 天。

2.3 瓶片

瓶片方面，市场整体波动有限，终端逐步回暖，瓶片报价有所上调，华东地区报价波动在 8600-8800 元/吨，华南地区报价波动在 8700-8000 元/吨。终端工厂多以刚需备货为主，投机性

备货较少，外贸方面，以观望为主。

2.4 短纤

短纤方面，直纺涤短受益于库存偏低，价格及现金流较为坚挺。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9143元/吨，环比上涨297元/吨，现金流在550元/吨左右，环比上升150元/吨。库存月均4.18天左右，环比下降1.7天，2017年1月库存在4.99天。

2.5 展望

2月长丝方面，终端负荷继续季节性走弱，但终端纺织已有逐步开始在进行节后憋火，整体涤丝需求偏悲观，但2月同样有较大装置检修，库存积累速度有所放缓。目前涤丝现金流已受到较大压缩，未来随着库存积累，厂家让利促销下，将进一步压缩。

瓶片方面，整体库存不高，尽管负荷提升，但供应量上仍呈现局部偏紧，后期随着装置复产，会有所缓解，但随着春节临近，物流或成为瓶颈，因此短期聚酯瓶片现货价格调整空间有限。

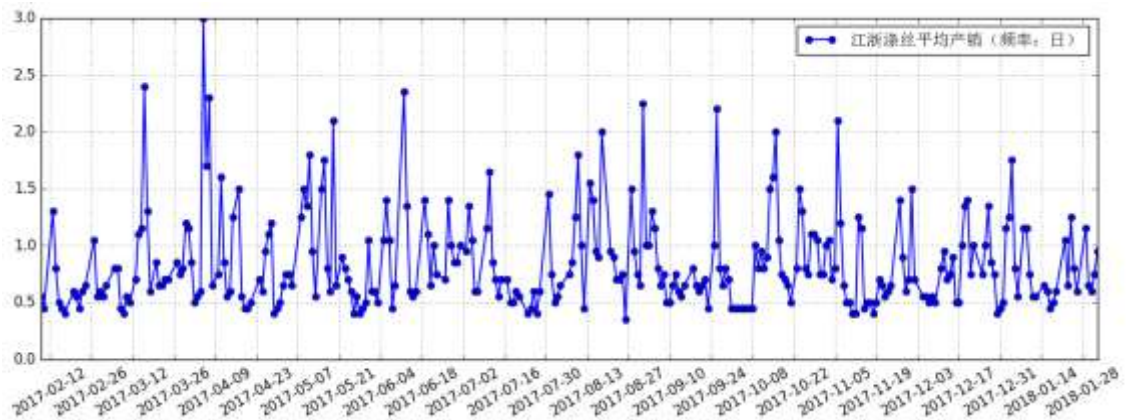
短纤方面，库存偏低，回调空间有限，但随着市场逐步进入春节假期，预计后期成交气氛将继续放缓。

图7: 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 8：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 9：长丝及短纤库存逐步积累



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 10：长丝负荷加速下降，短纤负荷有所提升，瓶片负荷回升



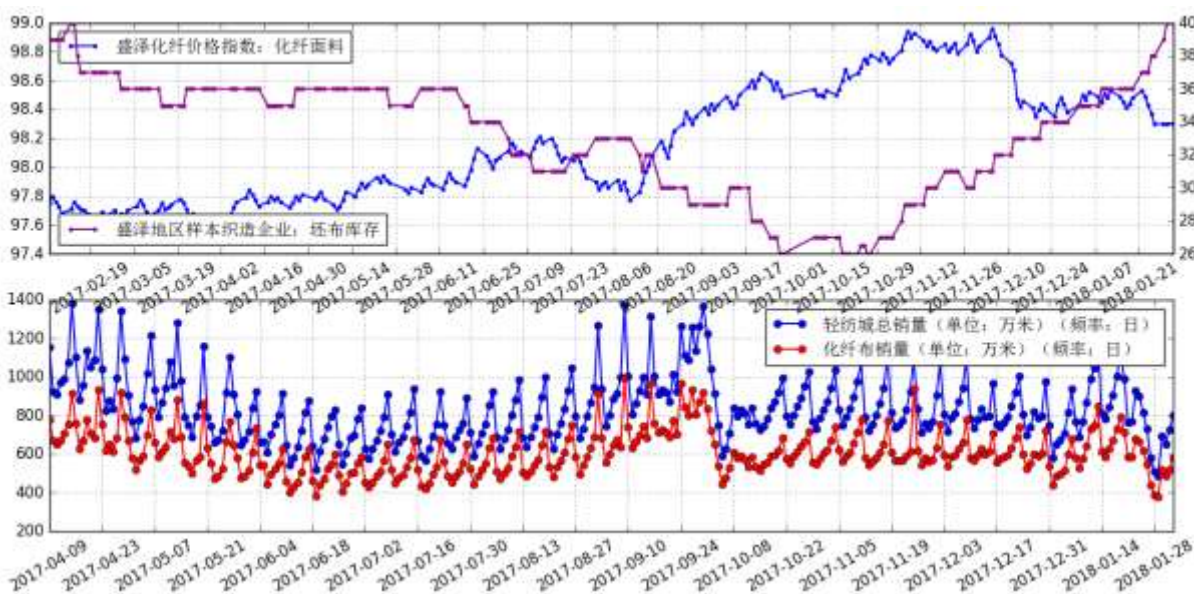
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.终端

1月,各纺织基地负荷加速下降,月均来看江浙织机、江浙加弹、华南织机负荷分别在61%、73%、28%。

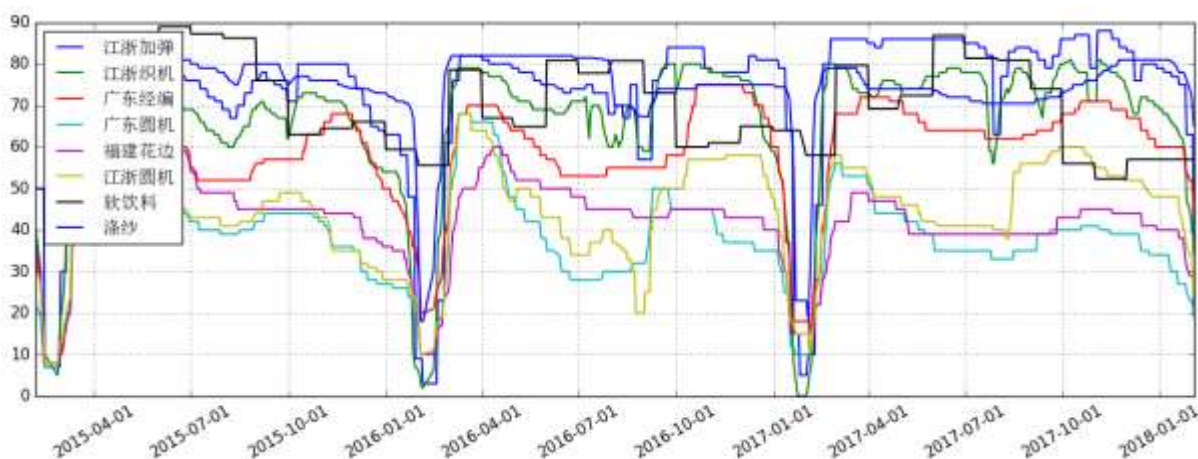
轻纺城数据来看,1月坯布市场销量显著回落,1月轻纺城成交总量平均在804 万米/天,环比下降31 万米/天左右,化纤布成交平均在596 万米/天左右,环比下降21 万米/天左右。从月内走势来看,维持季节性偏弱态势。终端坯布库存继续上升,目前在40天左右水平,环比上月末上升6天。

图 11: 坯布库存偏低, 面料价格走低, 轻纺城成交走弱



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 终端负荷加速走弱

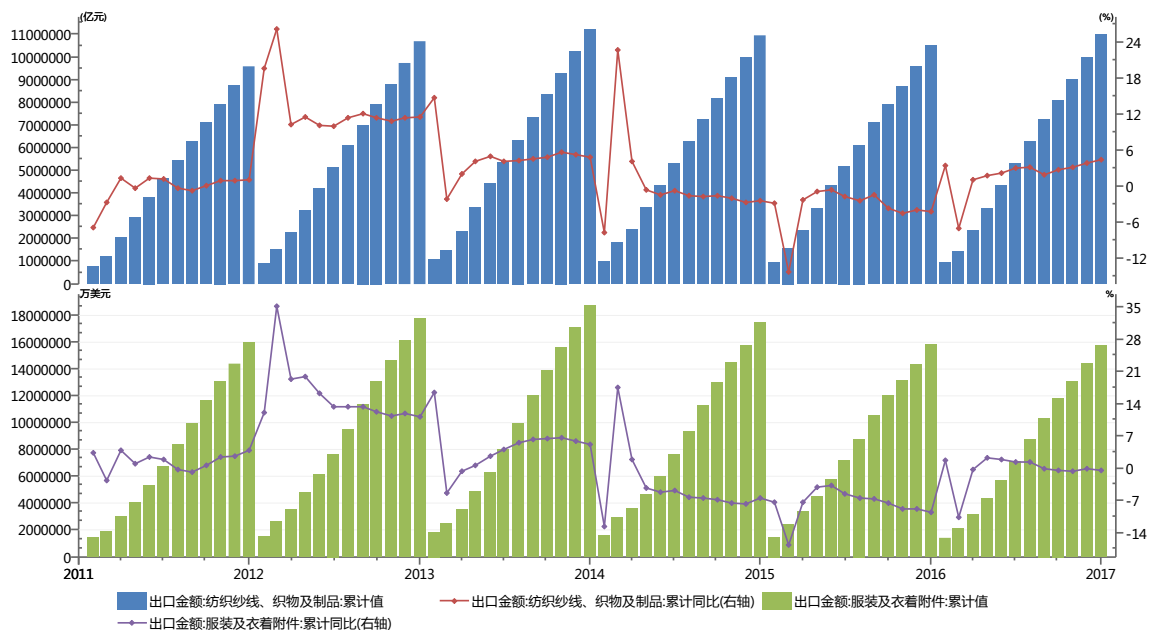


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面,据海关总署公布数据显示,按美元计,2017年1-12月我国累计出口纺织纱线、

织物及制品 10977060 万美元，同比增加 4.5%。累计出口服装及衣着附件 15720109.9 万美元，同比减少 0.4%。

图 13：纺织品出口



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.原油

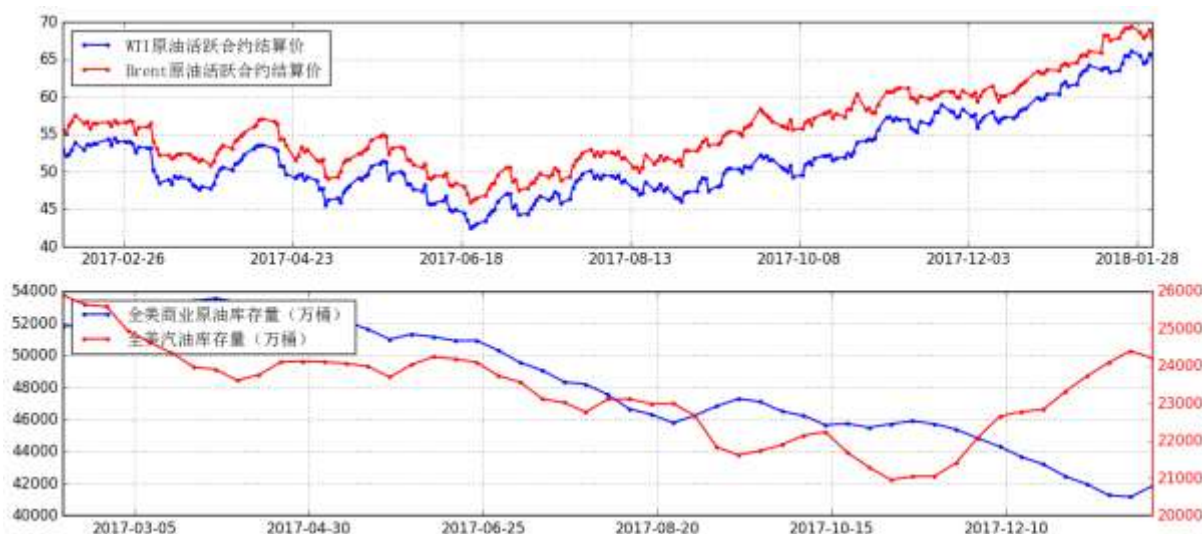
1 月原油价格大幅上涨，美油 1803 合约月涨 4.33 美元/桶，布油 1804 合约月涨 2.44 美元/桶。

月初，受利于委内瑞拉产量进一步下降，OPEC 减产执行率达 128%，而 OPEC 表态坚持将库存降至 5 年平均线以下也提振原油价格走势，此外美国产量大幅增加，但 EIA 数据显示美国原油库存持续下降，同时成品油库存上升，显示原油向成品油库存转化。

月中，EIA 数据显示美国产量继续增加，OPEC 月报也上调了非 OPEC 成员国的供应增速，但美元大幅下挫，连续两周跌超 1.5%，使得油价得到较强提振。

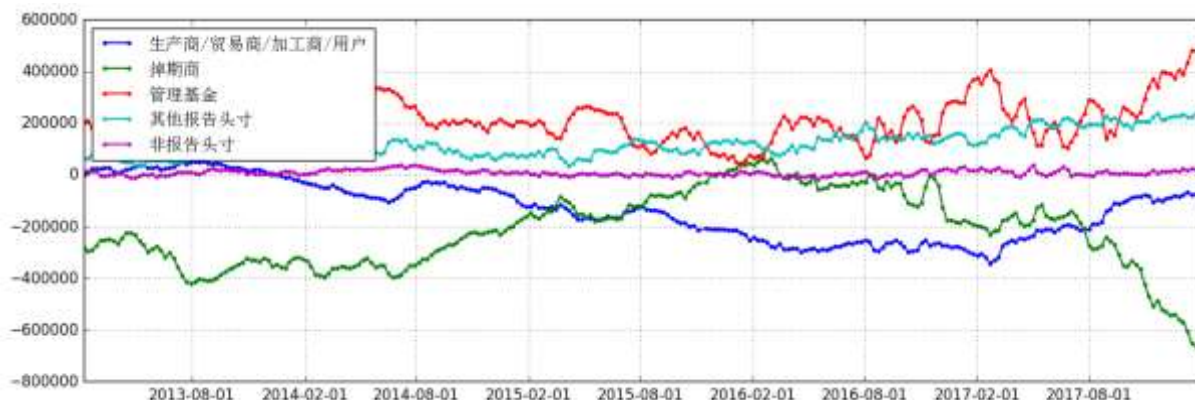
月底，美元指数进一步走弱，继续提升油价，同时中国公布 2017 年 GDP 增速在 6.9%，显示经济复苏强劲，而 IMF 发布 2018 年全球展望，预计 2017 年全球经济增长 3.7%，较前期预测高 0.1%，显示全球经济回暖复苏，而 2018 年经济增长预期上调 0.2% 至 3.9%，显示经济回暖将继续延续。

图 14：原油价格及 EIA 库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15：CFTC 原油持仓报告（净多头）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

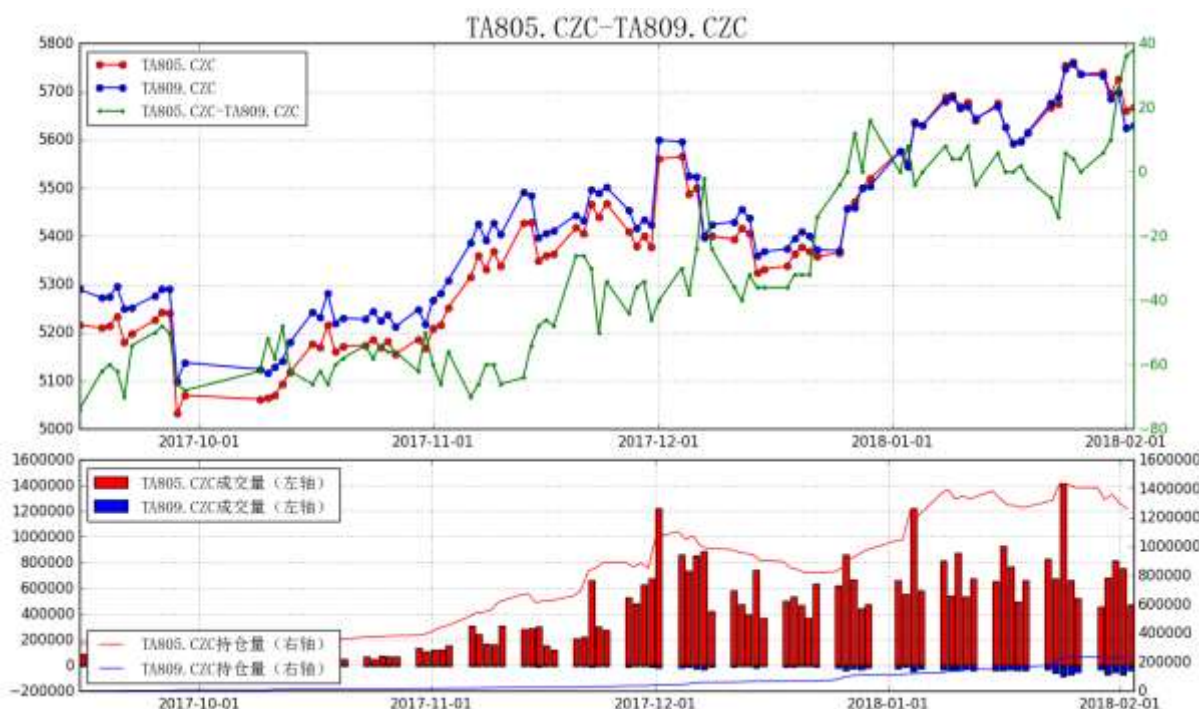
5.操作建议

1 月份 PTA 期货价格在原油连续走高，PX 加工差回暖的背景下有较大上涨，持仓量同样大幅波动。供需没有超预期变动。受利于三房巷及逸盛（海南）年检，1 月社会库存并无显著积累，仅积累 10 万吨左右。基差方面，随着聚酯负荷下降，采购 PTA 意愿走弱，基差在期价大涨下，显著收缩，从之前现货升水变为现货贴水。加工差方面，PTA 加工差窄幅收缩，月末在 800 元/吨。

2 月来看，成本端 PX 因 PTA 未来负荷提升，预计维持坚挺，在原油没有显著走弱的情况下，PTA 成本塌陷可能性偏低。供应方面，检修计划较少，供应充足。需求方面则因春节来临并无太大亮点，2 月聚酯负荷将继续下降，需求呈现弱势运行。整体 2 月预计社会库存积累 50 万吨左右。

操作建议上，目前油价水平下，PTA 仍有较大补涨原油空间，但近期美国产量飙升，成品油库存尚未去化，原油有回落风险。2 月供需偏弱，社会库存积累较多，需求拉动 PTA 价格可能性偏低。笔者仍延续年报观点，认为随着经济复苏，2018 年聚酯产量会较 2017 年更多，此外尽管 2 月有较强累库预期，但社会库存同比偏低，一季度库存积累后也不足 120 万吨，因此仍可考虑长线 PTA 多单，但建仓节奏需后续跟踪观察聚酯库存去化情况。另外短期资金面变动较多，可暂观察，等油价利空释放后逢低入多。仅供参考。

图 16: 5-9 价差大幅走高



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2: TA1805 净持仓

席位	2018-02-02	2018-02-01	2018-01-31	2018-01-30	2018-01-29	2018-01-26
华泰期货	74290	74778	63822	51160	33555	25286
海通期货	32762	31323	35482	34120	35626	34312
中信期货	23934	29455	31109	29948	32543	32982
国泰君安	18410	19807	7786	8835	8289	7333
宝城期货	17554	15456	15510	14559	14840	14870
格林大华期货	13725	13898	14585	14297	14994	15010
中金期货	12271	12546	12482	12524	12528	12456
东航期货	11778	12265	13893	17684	15604	15338
方正中期	10500	10203	10907	12637	12031	12274
九州期货	10244	10439	11133	11125	11141	11514
兴证期货	9866	9742	12145	9755	11452	
大有期货	9427	9497	9847	10761	10730	10720

东证期货	2157	2133	2661	3605	1132	540
申银万国	1133	2055	13869	12596	6761	7374
中原期货	657	169	128	260	41	237
永安期货	-66	718	-6982	-7182	-7882	-7469
华安期货	-2256	-2586	-1597	-559	-690	1985
浙商期货	-6465	-15996	-16218	-16253	-22718	-21246
中粮期货	-8840	-8921	-9173	-9510	-19457	-19386
东海期货	-9672	-11079	-12018	-10929		
东吴期货	-10644	-11136	-10994	-10958	-10913	-10950
大越期货	-12183	-11732	-11893	-11896	-12083	-11923
南华期货	-12634	-13723	-14800	-14035	-13360	-13209
通惠期货	-14256	-19681	-19701	-18463	-21060	-20527
福能期货	-15440	-15651	-15501	-15431	-15393	-15409
光大期货	-16927	-17666	-17189	-16971	-5898	-6395
信达期货	-22708	-22877	-22953	-22832	-22760	-22658
银河期货	-26257	-20374	-18376	-8472	-9069	-7983
鲁证期货	-27131	-26923	-27032	-26870	-27526	-28775
建信期货	-39294	-41288	-40558	-40463	-40740	-40028
国贸期货	-55527	-53052	-62627	-57900	-62972	-61400

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: TA1809 净持仓

席位	2018-02-02	2018-02-01	2018-01-31	2018-01-30	2018-01-29	2018-01-26
国贸期货	10892	10684	10740	8689	8744	8741
华泰期货	6489	6452	6121	5684	5337	4938
中粮期货	6132	6136	6009	6615	6746	6746
中信期货	5664	6134	6093	5991	5901	5850
同信久恒	4110	4109	3509	3523	3544	3539
通惠期货	3519	3019	969	664	-1286	-1086
国联期货	3404	3408	3259	3258	3260	3261
宏源期货	2791	2846	2847	2805	2791	2783
浙商期货	2040	2004	1819	1876	1889	1997
格林大华期货	1268	1191				
大越期货	1157	1156	1245	1510	1517	1523
大地期货	1058	1076			590	1842
招金期货	1032		1027			
徽商期货	764	725	771	594	586	642
五矿经易期货	-445			-914	-914	-916
浙江新世纪	-522	-522	-535			
天风期货	-538	-538	-538			
弘业期货	-620	-876	-936	663	310	313

方正中期	-630	-585	261	742	493	502
锦泰期货	-633	-599	-610	-568		
华安期货	-805	-848	-861	-777		
永安期货	-1797	-2009	192	-123	-261	-370
国泰君安	-1798	-841	-111	26	1486	1476
信达期货	-3491	-3500	-3655	-3659	-3804	-3660
建信期货	-6160	-6160	-6173	-6172	-6170	-6170
新湖期货	-6881	-6842	-8591	-8521	-3995	-3785
银河期货	-7611	-7635	-8510	-8363	-8932	-9360
光大期货	-9119	-9054	-3798	-3858	-3458	-3458
鲁证期货	-31567	-31567	-31654	-31658	-31736	-31663

数据来源：Wind，兴证期货研发部

春节到来，油脂交投清淡

2018年2月5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

1月，豆油维持区间震荡走低的行情；供给方面，美国国内大豆压榨数据较好单出口销售持续萎靡，对市场价格有利空影响；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；巴西已经开始收割，虽然有降雨对收割造成一定影响，但整体单产可能高于预期，丰产可能性较高；阿根廷主产区干旱可能对单产造成较大影响，部分机构可能要大幅下调阿根廷大豆产量，对豆价存在利多炒作；需求方面，春节备货即将结束，需求旺季将逐步结束，国内豆油库存由最高的168万吨大幅下降至149.9万吨。棕榈油库存维持震荡反弹，目前接近65万吨；12月马来棕榈油的产量同比大幅增加，出口恢复缓慢，库存出现了大幅增加，对价格有一定的利空；市场预期1月马来西亚棕榈油产量将出现减少，期末库存可能会小幅下降。

● 后市展望及策略建议

进入2月以后，美豆的出口销售将继续影响市场价格；巴西大豆的收割情况和后期的阿根廷天气情况将影响市场行情；需求方面，由于春节的消费旺季即将结束，后期油脂的交投将逐步清淡，可能维持弱势震荡行情；东南亚棕榈油进入减产周期，对棕榈油价格产生一定利多，但需求的转弱同样利空价格。综合来看，豆油和棕榈油可能维持震荡偏弱的行情。

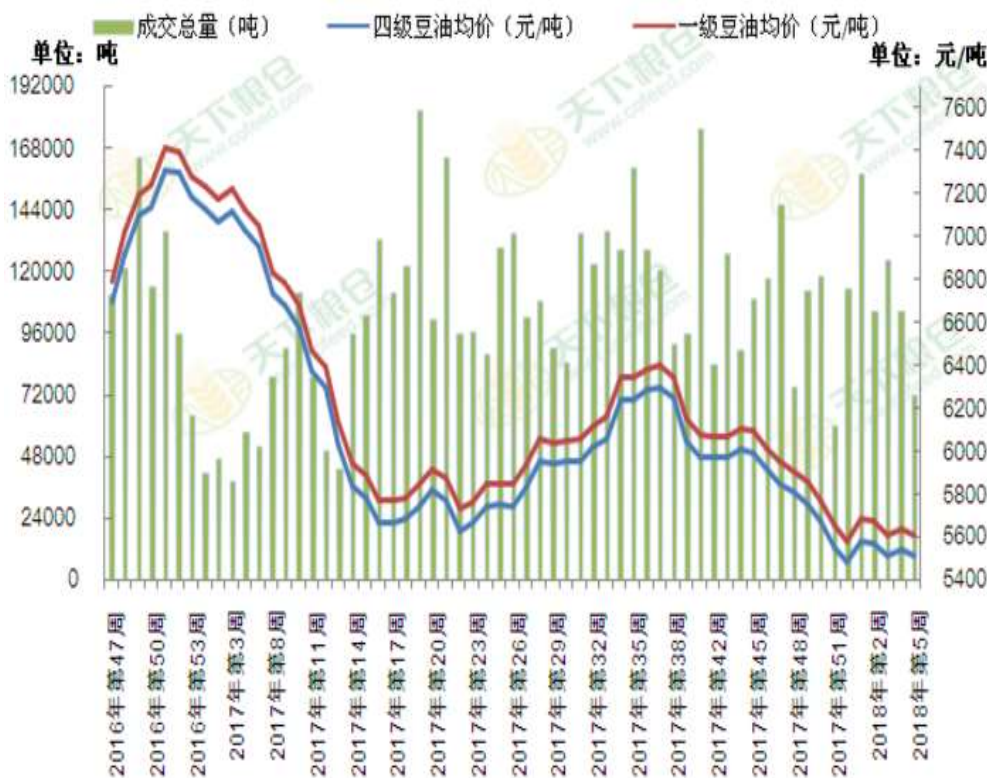
1. 油脂基本面

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。现货方面，美国大豆的库存小幅调高，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陆续收割，尽管部分地区出现降雨对收割造成影响，但整体单产水平要好于预期，巴西大豆存在小幅上调的可能。阿根廷天气偏干旱，可能造成种植面积不及预期，单产的下降同样高于市场预期，目前部分调查机构已经大幅下调近年阿根廷大豆的产量水平至 5000-5100 万吨，远远低于美国农业部 1 月 5600 万吨的水平。后期的拉尼娜天气对阿根廷大豆的影响仍将成为市场关注的焦点。

国内方面，1 月整个国内油厂开工率维持高位，进口大豆大量到港量同样维持较高的水平；但随着 2 月春节的到来，豆油的备货将基本结束，后期豆油的交投将逐步转向清淡。豆油供求宽松的状态很难发生改变；豆油维持区间偏弱震荡的概率较大。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。

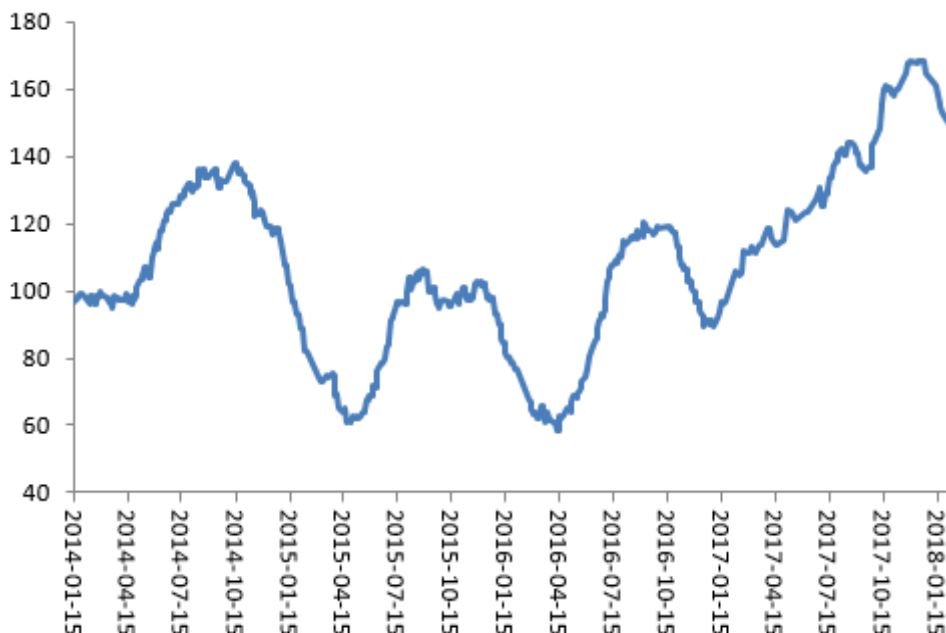
图 1：豆油价格及成交量走势



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，目前已经跌破前期 5600 到 6260 元/吨的区间；由于供应压力较大，目前价格已经有最高的 6300 元下滑到 5430 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡走低行情。

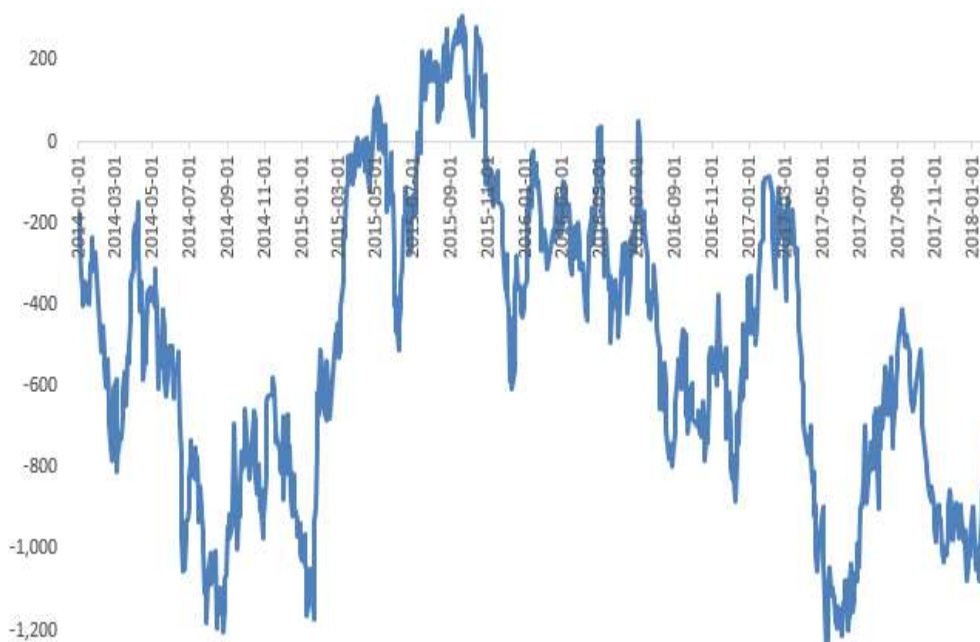
图 2：豆油商业库存



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 785 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。

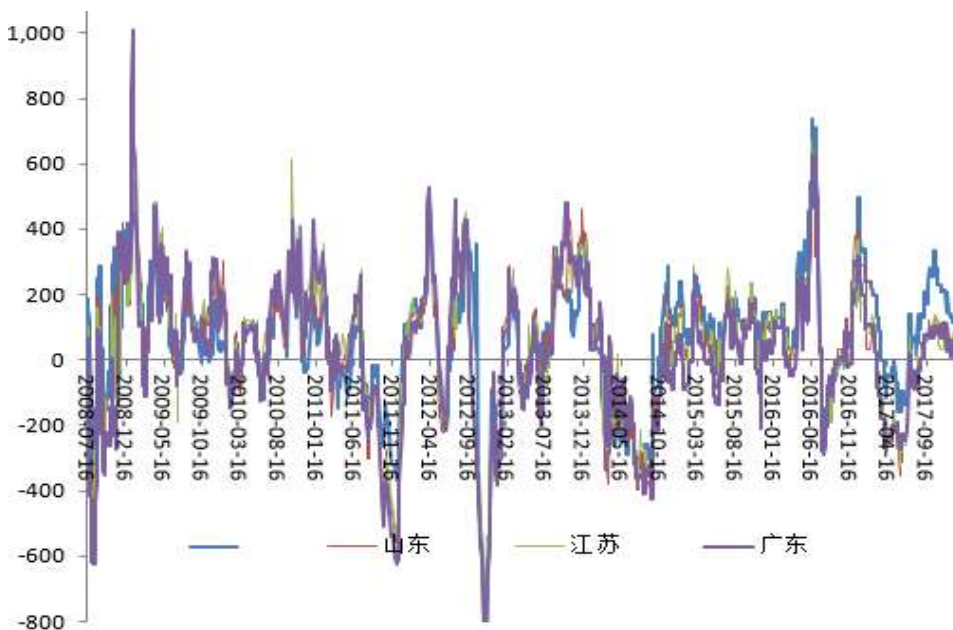
图 3：豆油进口利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

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、豆粕现货价格走弱，压榨企业大豆进口压榨利润不断走低。

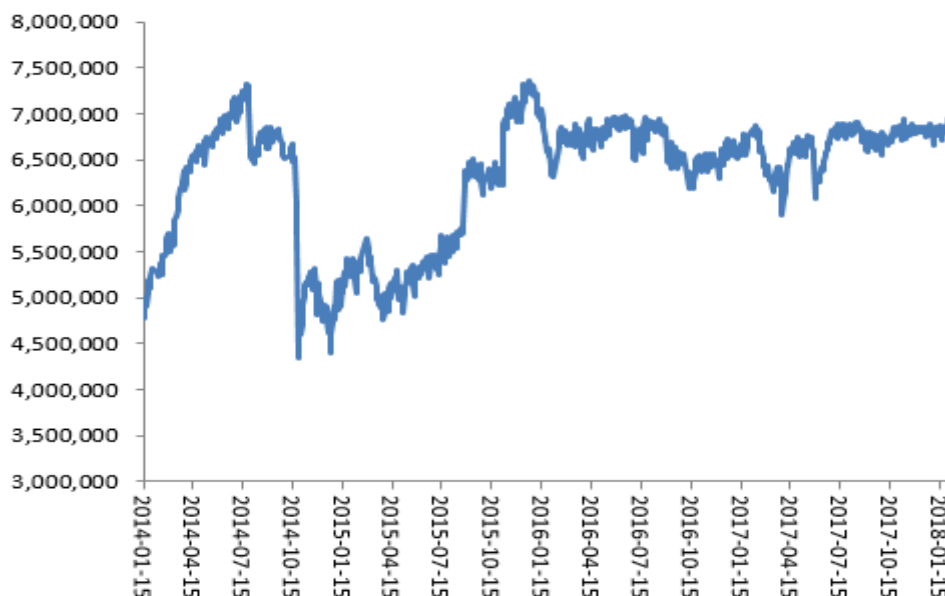
图 4：进口大豆压榨利润



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，但随着节前出来的增加，对豆粕的需求逐步转弱；从大豆供给的角度来看，12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682万吨，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，2月美豆的出口利空数据对市场有压力，巴西丰产但阿根廷减产预期强烈；需求方面，豆粕的需求尚可，后期随着油脂备货的结束，春节前后豆油的交投将逐步清淡；油厂

的开工率也将下降，库存可能继续走低；预期 2 月油脂可能维持弱势震荡的行情，建议投资者区间震荡偏弱对待。

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，随着春节备货的结束，棕榈油的成交将不断减少，价格可能逐步转弱。从马来西亚公布的产量数据来看，2017 年 12 月马来西亚棕榈油产量同比出现大幅增加，导致库存增加较快；从 1 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量环比大幅减少，但同比可能会继续大幅增加，期末库存可能小幅下降，但仍旧维持季节性高点。

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 11 月以后，棕榈油进入到减产周期，继 12 月库存大幅提升后，后期棕榈油的库存可能有所下降；出口数据方面，1 月棕榈油出口量出现小幅减少；综合马来西亚和印度尼西亚供求，1 月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；但需求端有所转弱，后期可能给棕榈油价格带来压力。

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
2016/12	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%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%

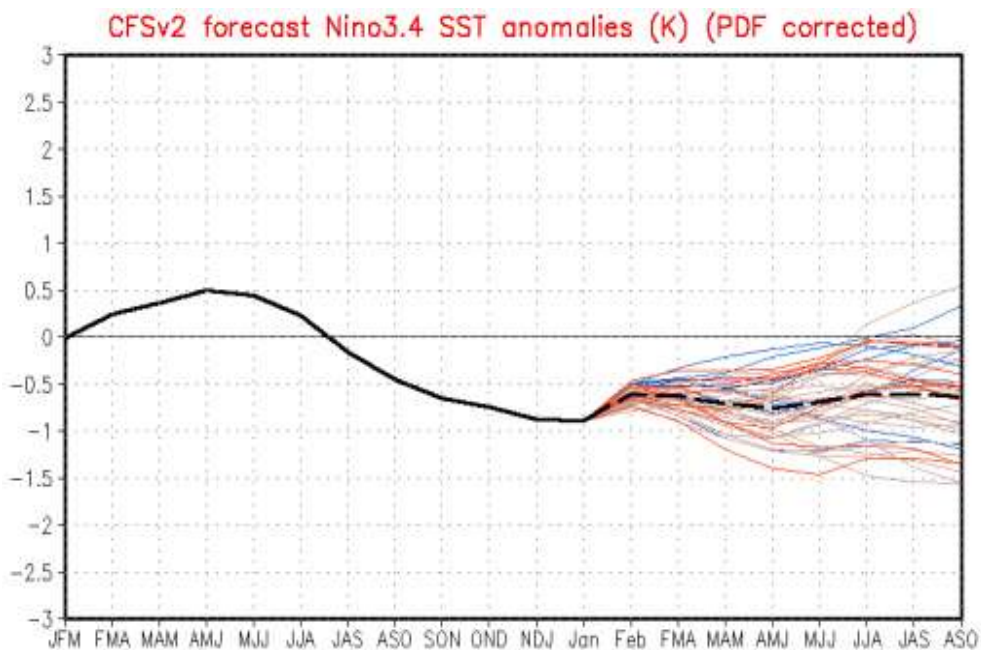
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，12 月马来西亚棕榈油的产量为 183.4 万吨，同比增加 24.5%。预期马来和印尼的棕榈油 1 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 12 月棕榈油出口量为 142.3 万吨，较 11 月出现了小幅增加；目前情况看，1 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。

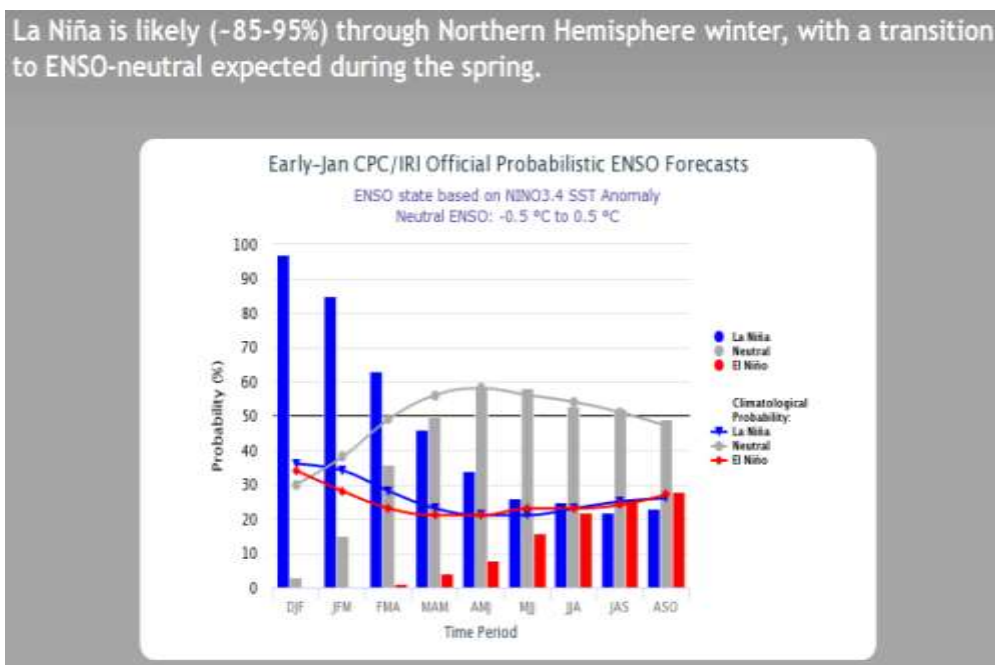
图 1: 天气预测模型



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 85--95%。

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

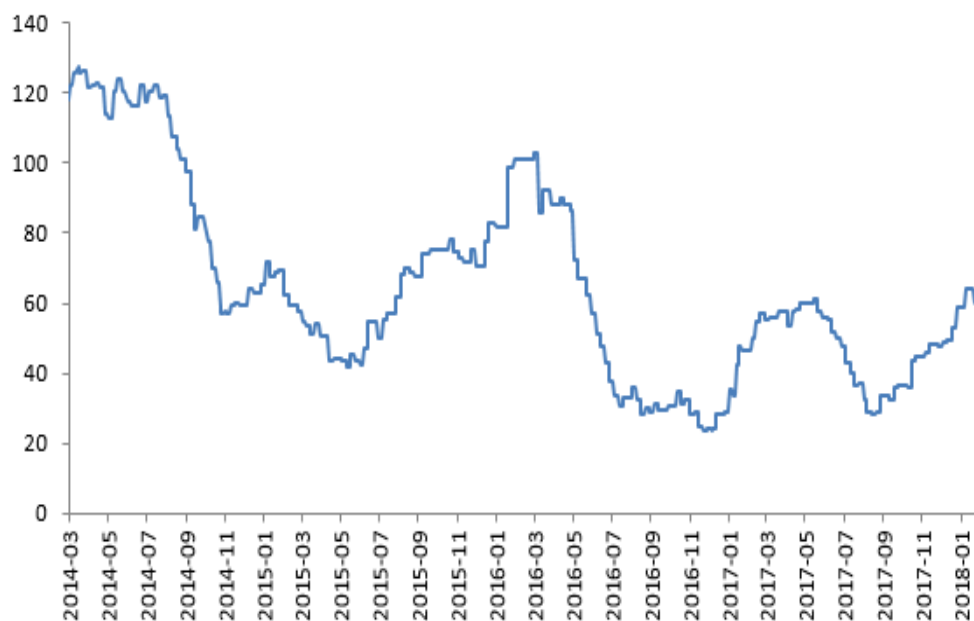


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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 65 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。

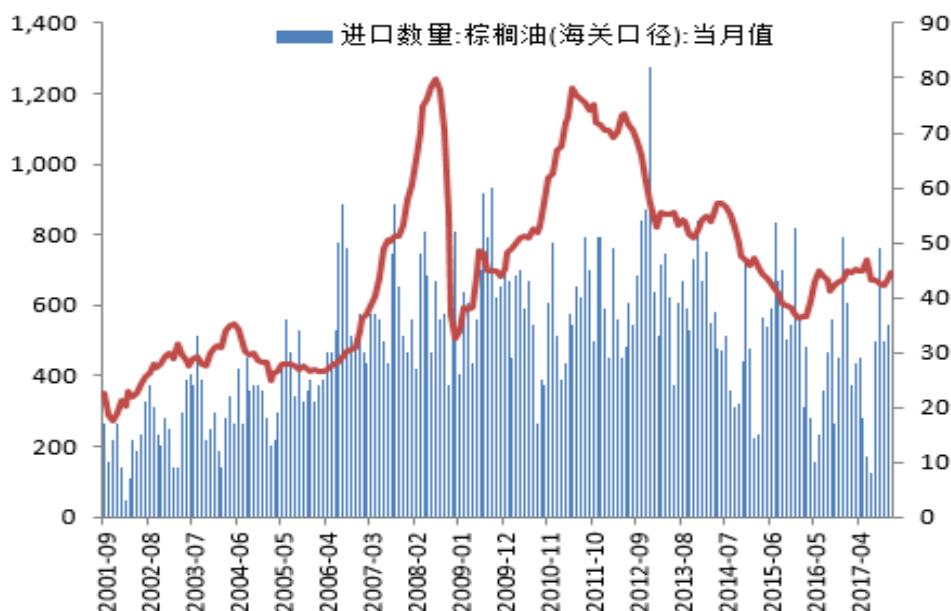
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图所示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。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，11月进口量为35万吨，12月进口量为42万吨，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)	CIF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	2月	655	-02.50	20	675	5200	(华南)
		655	-02.50	25	680	5240	(华东)
		655	-02.50	28	683	5260	(华北)
	3月	655	-02.50	20	675	5200	(华南)
		655	-02.50	25	680	5240	(华东)
		655	-02.50	28	683	5260	(华北)
	4/5/6月	667.5	-02.50	20	687.5	5290	(华南)
		667.5	-02.50	25	692.5	5330	(华东)
		667.5	-02.50	28	695.5	5350	(华北)
	7/8/9月	662.5	-02.50	20	682.5	5250	(华南)
		662.5	-02.50	25	687.5	5290	(华东)
		662.5	-02.50	28	690.5	5320	(华北)
33度棕榈油	2月	655	-02.50	25	680	5240	(华东)
	3月	655	-02.50	25	680	5240	(华东)
	4/5/6月	667.5	-02.50	25	692.5	5330	(华东)
	7/8/9月	662.5	-02.50	25	687.5	5290	(华东)
44度棕榈油	1月	672.5	-05.00	25	697.5	5030	(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；1月以后供应进入淡季对价格有支撑；需求方面，年末的需求旺季的结束不利于棕榈油的消费，建议投资者以区间震荡偏弱对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看,1月豆油价格维持区间震荡走低行情,供求宽松状态持续,2月进入春节假期,交投将转清淡,维持偏弱震荡行情。

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，棕榈油震荡走低，后期预期供应增加，建议投资者震荡偏弱对待。

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

从基本面的情况来开，棕榈油产量恢复情况将会对棕榈油的价格产生重要影响；需求方面，食用需求维持稳定，工业需求增幅有限，不利于棕榈油价格的走高，因此，棕榈油可能维持区间震荡的行情。

不宜过分看空

2018年2月5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

糖会前郑糖减仓反弹，但糖会并未传出利好消息。现货方面，采购基本结束，成交逐渐清淡，预计节前现货报价将持稳。天气方面，广西北部部分地区甘蔗或受冻害，但我们预计对产量的影响不大。广西进入生产高峰后，增产预期或逐步兑现，利空情绪可能会继续施压盘面。1月份的生产数据预计在2月10日左右公布，因此春节后郑糖可能就会迎来较大压力。

从基本面看，春节前并没有放储，预计前三季度放储的力度不大。如果走私没有突然增加的话，期末库存的压力不会太大。由于郑糖一路下行，终端库存偏低，因此些许的利好消息就易使郑糖反弹。

操作上看，如果郑糖增仓下破前低的话，会引发技术卖盘，期价很有可能一鼓作气再跌500点，果真如此的话，就目前的基本面来说，超跌了。我们认为5月合约的矛盾并不突出，关注前低附近能否企稳反弹。操作上，如果下破前低5720的话，考虑追空，目前暂观望。

1. 行情回顾

郑糖减仓反弹，关注前低支撑力度。

外盘方面，美糖在 13.16 美分起稳，或维持区间震荡。

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 泰国、印度增产逐步兑现

泰国方面，截止 2018 年 1 月 23 日，泰国累计收榨甘蔗 4400 万吨，同比增长 34%，累计产糖 440 万吨，同比增长 42%。由于去年的天气有利于糖分积累，甘蔗出糖率同比上升 44%至 11.26%。泰国蔗糖管理局预计 17-18 制糖年泰国的甘蔗收榨量将增长 19.4%至 1.11 亿吨，食糖产量将增长 20.6%至 1210 万吨。

印度方面，截止 1 月 15 日印度全国已有 504 家糖厂开榨，数量同比增加 26.32%，累计产糖 1350 万吨，同比增长 29%。

马邦开榨的糖厂数量已从去年同期的 149 家增至 182 家，同比增加 22.15%，食糖产量已超过 500 万吨，同比增长 62%。印度糖协估计 17-18 制糖年马邦的食糖产量从 16-17 制糖年的 420 万吨增至 860 万吨。

UP 邦的食糖产量达到了 430 万吨，同比增长 23%。印度糖协估计 17-18 制糖年 UP 邦的食糖产量将增长 17%至 1020 万吨。

按照 ISMA 的最新预测，17-18 制糖年印度的食糖产量将从去年的 2030 万吨增至 2610 万吨；食糖消费量仍处于 2,500 万吨的水平。

2.2 12 月销量不佳，下游接货意愿不强

2017/18 榨季截止 12 月底，全国累计产糖 232.36 万吨，同比增加 1.17%，累计销糖 103.83 万吨，同比下降 11%，累计销糖率 44.68%，同比下降 6%。新糖销量不佳有诸多因素，如国储糖的冲击，淀粉糖的替代等等，主要原因还是期现货价格一路下行，基于买涨不买跌的心态，下游接货意愿不强。

图 1：全国食糖产量（单位，万吨）

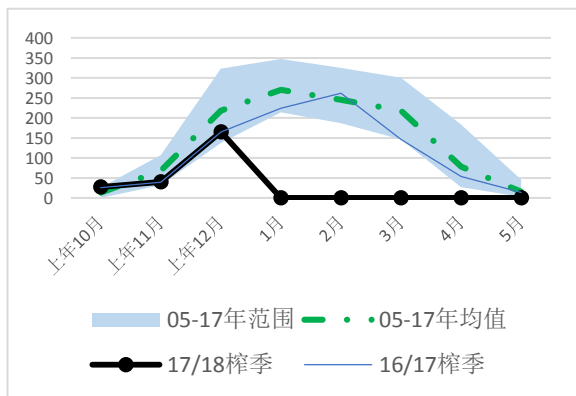
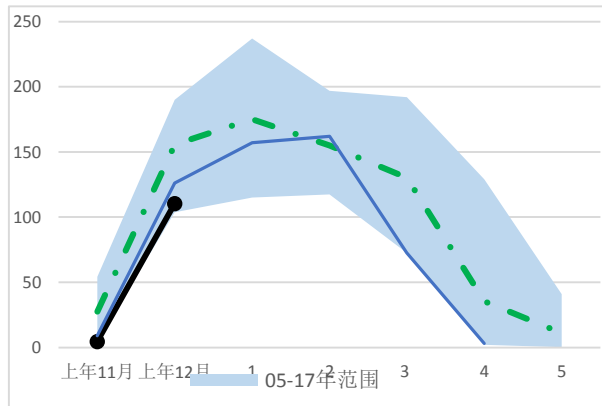


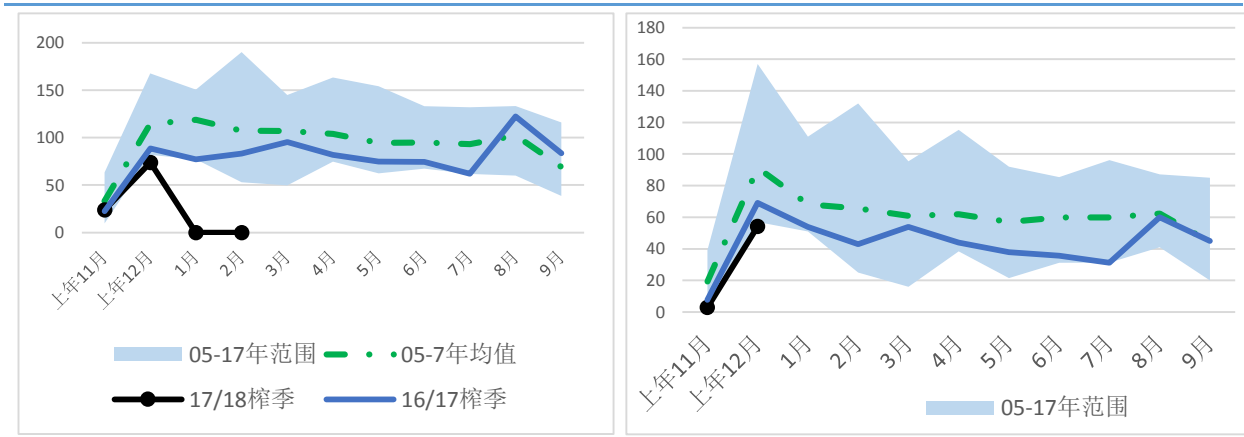
图 2：广西食糖产量（单位，万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：全国食糖销量（单位，万吨）

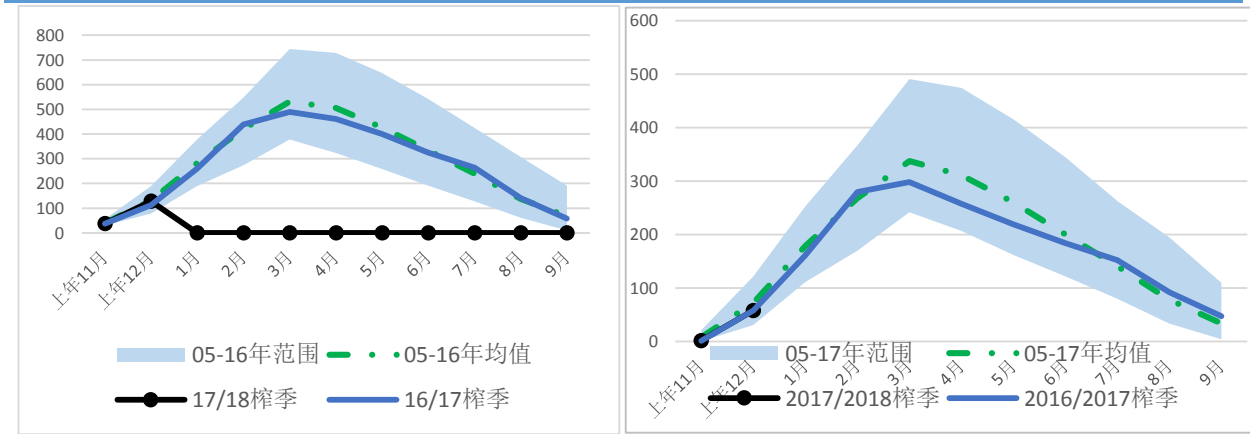
图 4：广西食糖销量（单位，万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：全国食糖新增工业库存（单位，万吨）

图 6：广西食糖新增工业库存（单位，万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 国内进口维持低位

2017年12月我国进口食糖13万吨，同比减少40.9%，环比减少18.75%。2017年我国累计进口食糖229.32万吨，同比下降25%；2017年10月至12月我国累计进口食糖45.88万吨，较去年同期的46万吨基本持平。去年年底的海南会议上，有消息称今年的配额外数量将增加90万吨至190万吨，随着糖价一路下行，也有消息认为或恢复至150万吨，不过2018年的配额外进口自律政策仍未正式公布。

2.4 糖会前郑糖减仓反弹，但糖会未传出利好

1月最后一个周末在广西召开糖会，会议的焦点之一是配额外的进口数量。之前市场预期将增加90万吨至190万吨。但在郑糖连续下跌后，又有消息说国家政策将有所倾斜，配额外的进口量不会增加那么多。但是不要忘记国家手里同时握有进口和国储两张牌，如果对配额外进口量加大控制力度的话，那么可以很自然地认为，国家会加大抛储的力度。从现货投放市场的方式来看，短期抛储的冲击力可能会更大一点，因为进口糖到国内之后，通过加工糖厂加工后逐渐投放到市场，而国储却会在短期内集中投放到市场。因此，即使今年配额外的进口数量没有像预期那样增加90万吨的话，也不见得是一个利好。

前期广西主动下调现货报价的原因之一，是因为资金压力，今年的甘蔗收购价提升至 500 元/吨，广西政府要求甘蔗进厂一周内兑付甘蔗款的 60%，不然就要划走蔗区，糖厂为守护蔗源，不得不顺价销售回款。我们认为这一因素在春节前后可能会继续存在，因为 2，3 月份是广西的生产高峰，届时兑付蔗款的资金压力也会迎来一个高峰。

2.5 下游提货意愿不强，关注淀粉糖的替代

2017 年全国统计的 87 家玉米淀粉加工企业玉米加工能力为 4877 万吨/年，市场预计未来 3 年玉米淀粉行业产能将增长约 25.9%，至 6140 万吨/年。企业的扩产需要需求端的支撑，扩产显示出深加工企业对于整个市场体量增加，以及自身市场份额增加的自信。玉米淀粉深加工的主要产品为淀粉糖，在饮料领域与白砂糖是竞争关系，淀粉糖的扩产对白砂糖的市场份额提出了挑战。

不过由于果糖的储藏时间较短，企业基本都是在接到订单之后才进行生产，因此在需求端没有稳定的提升之前，新增的淀粉糖产能无法转换成实际的替代。据悉从 2016 年开始，可口可乐与百事可乐都上调了果糖的使用比例，可口可乐的果糖使用比例高达 95%，康师傅也把果糖用量增加了 20%。因此需要关注玉米淀粉企业的开工率，注意消费端对白砂糖的替代。

我们观察到，春节备货期间，果葡糖浆的销售好转，价格有所上行。可乐、饮料等终端春节拉动采购增多，果葡糖浆出货较好。受需求支撑，春节备货期间果葡糖浆价格小幅上涨。在郑糖下跌的过程中，市场反应下游提货意愿不强，我们认为淀粉糖的替代是部分原因。随着玉米淀粉企业扩产，淀粉糖的替代性可能会持续抑制需求端。

2.6 期末库存压力不大，郑糖不宜过分看空

春节前放储的可能性不大，如果走私没有突然增加的话，期末库存的压力不会太大。由于郑糖一路下行，终端库存偏低，因此些许的利好消息就易使郑糖反弹。

从基本面看，走私方面，由于印度，巴基斯坦同样处于压榨期，且两国今年都增产，因此一季度可能会有更多的走私糖试图进入国内。

国储方面，春节前放储的可能性不大，其实按照去年刚开榨时现货 6500 左右的报价，是比较适合国储出库的，但是由于随后广西一路下调报价至近期的 6100 附近，春节前基本不会放储了。其实适合国家放储的时间点并不多，一个是春节前后，一个是 10 月份新老榨季交替的时候，如果春节前不放储的话，预计前三季度放储的可能性不大，即使放储，量也不会很大。

进口方面，今年的配额外进口量至今仍未公布，市场预期增加 90 万吨。那么在不抛储，走私维持在去年 150 万吨左右的水平的水平的话，期末库存有望维持在 320 万吨左右的中等水平。

总的来看，期末库存的压力不会太大，我们认为 5 月合约的矛盾并不突出，郑糖不宜过分看空

年前总体保持平稳

2018年2月5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、玉米淀粉期货行情先抑后扬；现货市场玉米价格震荡偏强，玉米淀粉价格稳中偏弱。

国家临储玉米持续进行多地区、高频率、低总量拍卖，每次拍卖不超过4万吨，释放国家政策调控玉米价格信号，维持玉米市场价格稳定。下半月，强冷空气侵袭中东部地区，区域性降温降雪以及道路结冰影响物流运输，阻碍玉米购销。

玉米价格处于高位，淀粉企业生产成本较高，下游需求一般，淀粉企业加工利润压缩，截止月末，除河南外，大部分地区淀粉企业加工利润处于亏损状态。月末淀粉企业开机率80.07%，开机率保持高位。淀粉库存总量50.2万吨，玉米淀粉库存小幅上升。

● 后市展望及策略建议

国家竞价销售玉米拍卖释放国家政策调控玉米价格稳定信号，调整市场心态，一定程度上加强贸易商出货积极性，缓解了市场上流通玉米的供应紧张情况，有助于稳定玉米价格。节前深加工企业普遍要备货20天左右的库存，年前仍有一定的补库需求，对玉米价格形成一定支撑。预计节前玉米价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望。

木薯淀粉与玉米淀粉保持800-1000元/吨左右的价差，玉米淀粉继续保持一定的价格优势，对淀粉价格形成一定支撑。春节前淀粉下游企业备货进入尾声，部分企业开始接年后订单，年前淀粉企业走货放慢，后期玉米淀粉库存或将保持上升态势，打压玉米淀粉价格，预计近期玉米淀粉价格震荡调整，建议暂时观望，仅供参考。

1.玉米基本面

1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格稳中上涨，月初农户、贸易商惜售待涨情绪较强，随着临储玉米持续进行高频次、少总量的拍卖，释放国家政策调控玉米价格的信号，市场心态转变，贸易商出货增多，后半月强冷空气侵袭中东部，区域性降温降雪，阻碍玉米运输购销，玉米供应阶段性偏紧。

图 1：2017 年玉米现货价格走势（元/吨）

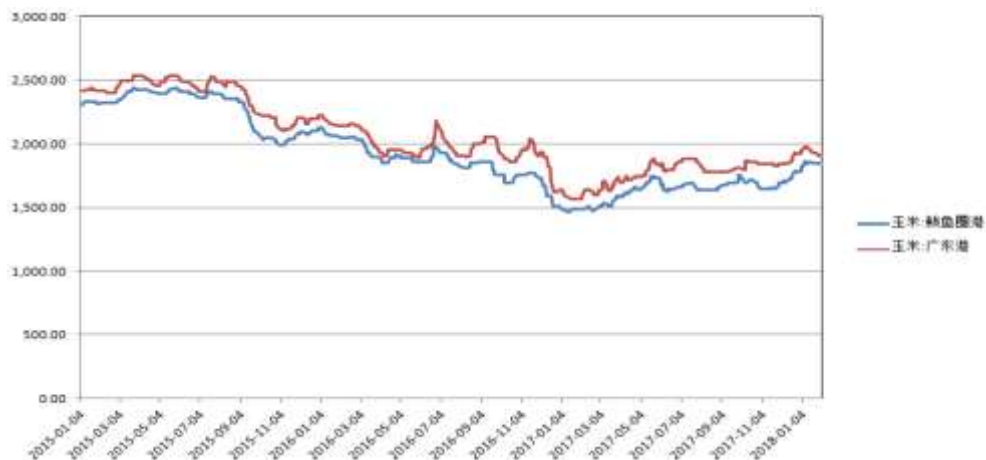


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

1月2日广东港口玉米价格1930元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1790元/吨，南北港口价差140元/吨，截止2月2日，广东港口玉米价格下跌至1910元/吨，鲅鱼圈港玉米价格上涨至1850元/吨，南北港口价差60元/吨，南北港口价差缩小80元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

1.3 港口玉米供需情况

港口库存方面，上月北方港口库存下降 13.9 万吨，南方广东港口库存上升 45.5 万吨。北方玉米供应紧张，集港量下降，锦州港月库存下降 4.6 万吨，鲅鱼圈港月库存下降 13.5 万吨。南方港口到货量增加，港口库存大幅上升。

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	147.8	143.2	-4.6
鲅鱼圈港	172.6	159.1	-13.5
北良	70.6	74.4	3.8
大窑湾	26.2	26.6	0.4
总计	417.2	403.3	-13.9
南方港口			
广东港(内贸)	61.2	106.7	45.5

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

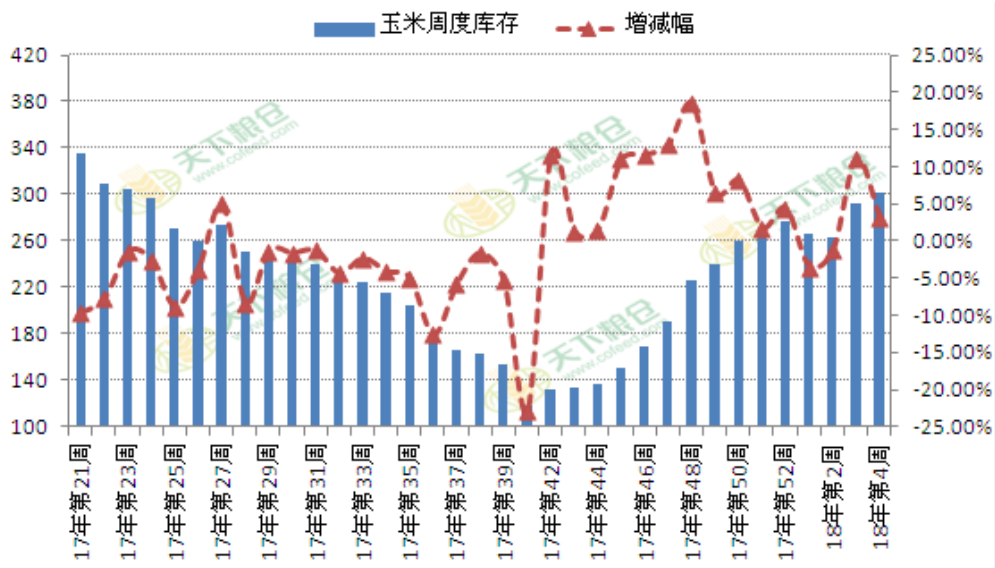
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 2765900 吨，月末玉米库存 3019600 吨，库存增加 9.17%。山东地区玉米月库存下降 3.15%，东北地区玉米月库存上升 4.88%，河北地区玉米月库存上升 48.65%，河南地区玉米月库存上升 7.47%。

表 2：我国玉米进口量变化

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	631900	612000	-3.15
河北	8	111000	165000	48.65
河南	7	75000	80600	7.47
山西	1	0	0	0
陕西	2	140000	98000	-30.00
宁夏	1	100000	120000	20.00
内蒙古	4	411000	590000	43.55
东北	11	1270000	1332000	4.88
总计	56	2765900	3019600	9.17

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稳中偏弱。淀粉价格处于较高位, 淀粉下游企业观望情绪较重, 截止月末, 下游企业年前备货基本结束, 新订单减少, 部分企业开始接年后订单。下半月中东部冷空气降雪导致运输物流紧张, 对于淀粉价格形成一定支撑。

图 5: 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

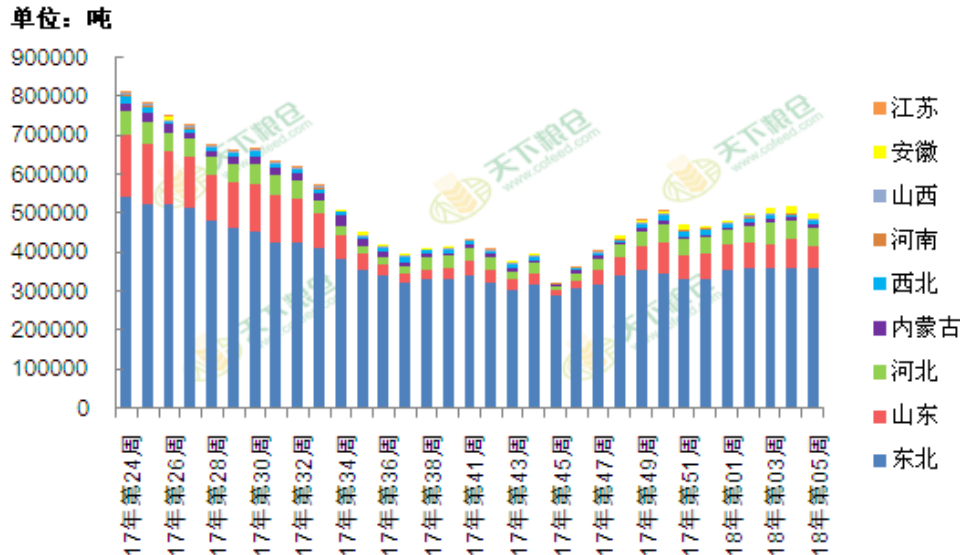
据调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 483100 吨，月末玉米淀粉库存总量 500200 吨，库存增加 3.54%。月末淀粉下游企业节前备货基本结速，部分企业在接年后订单，总体来看淀粉企业玉米淀粉库存呈上升趋势。

表 3：60 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	62400	59600	-4.49
河北	11	38500	46100	19.74
河南	4	1000	1400	40
山西	3	100	2000	1900
西北	2	13500	11300	-16.30
安徽	2	4000	13000	225
内蒙古	3	6300	7500	19.05
东北	10	357300	359300	0.56
总计	60	483100	500200	3.54

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 6：60 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 80.07%，月末开机率 80.07%，总体月开机率维持不变，开机率保持高位。月末山东枣庄恒仁因为污水设备问题停产一周，西王因为玉米原料短缺停机淀粉生产线，山东总体开机率略有下滑。

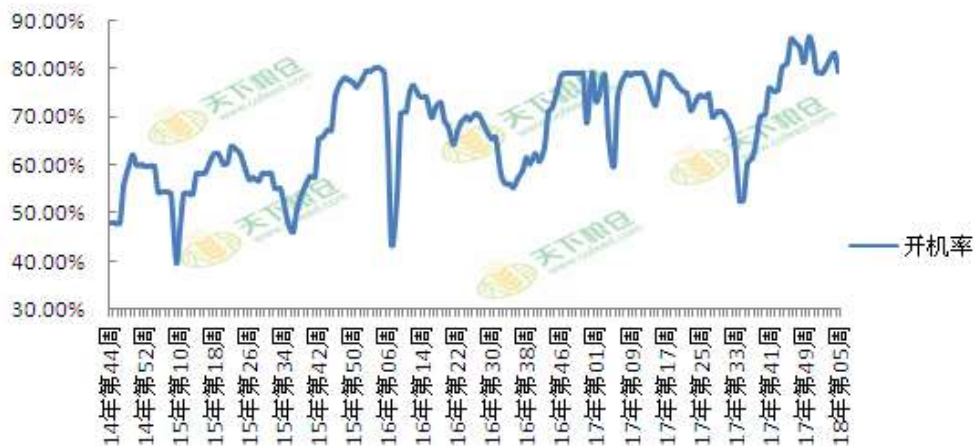
表 4：67 家玉米淀粉企业开机率

地区样本数	月初开机率 (%)	月末开机率 (%)	月增减 (%)
山东 (24 家)	79.72	79.64	-0.08
河北 (10 家)	73.13	73.60	0.47
山西 (4 家)	0	0	0
内蒙古 (2 家)	100.00	100.00	0
河南 (4 家)	41.27	44.44	3.17
陕西 (1 家)	84.00	80.00	-4.00
东北 (17 家)	89.78	89.78	0
总计 (67 家)	80.07	80.07	0

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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 80.07%，月末开机率 80.07%，总体月开机率维持不变，开机率保持高位。月末山东枣庄恒仁因为污水设备问题停产一周，西王因为玉米原料短缺停机淀粉生产线，山东总体开机率略有下滑。

图 7：玉米淀粉企业开机率变化

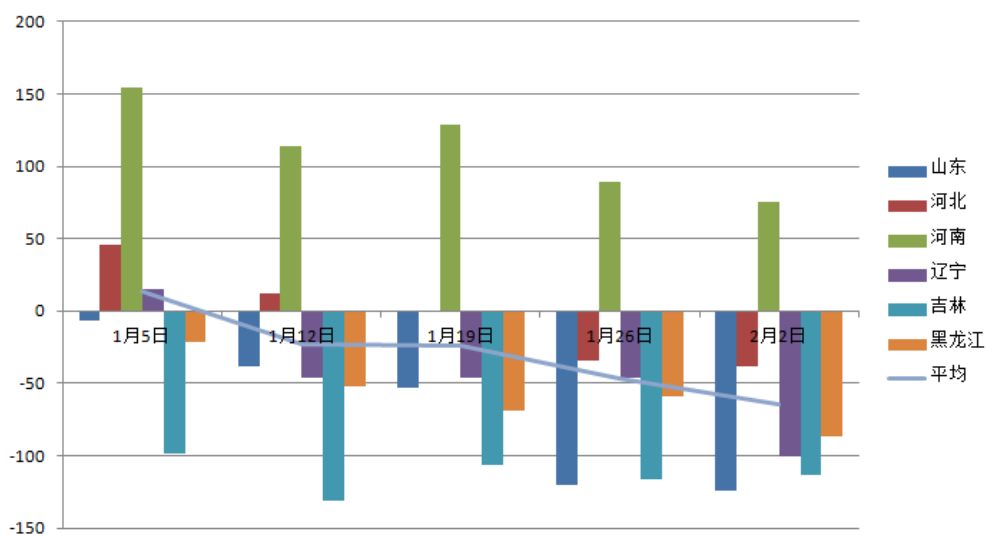


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

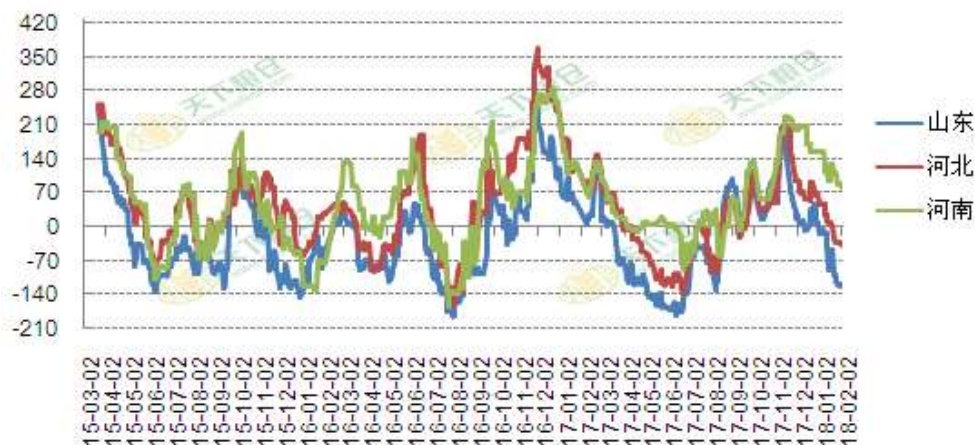
上月玉米淀粉企业加工利润下降，原料玉米价格处于高位，下游玉米淀粉需求一般，企业采购观望情绪较重，山东、河北、黑龙江地区加工利润下降明显，截止月末，除河南地区加工利润维持盈利外，全国大部分地区玉米淀粉企业加工利润处于亏损状态。

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。