



兴证期货研发部 2018 年 3 月理财月报 目录

股指期货	2
不确定性增强 期指震荡为主	2
国债期货	16
2 月期债先抑后扬，3 月期债或走弱.....	16
有色金属·铜.....	25
维持铜价中长期走强的预判.....	25
铁矿石&螺纹钢	38
3 月或出现转折.....	38
动力煤.....	49
冬储供暖即将结束，动力煤市场或延续偏弱运行.....	49
原油.....	59
短期区间震荡为主.....	59
天然橡胶	64
探低遇撑止跌企稳并浅升.....	64
PTA	84
节后终端缓慢恢复，静待需求放量.....	84
豆类油脂	97
交投清淡，油脂维持区间震荡.....	97
白糖.....	107
美糖有下跌风险，国内横盘后或反弹.....	107
玉米&玉米淀粉	114
稳中偏强.....	114
分析师承诺.....	122
免责声明	122

不确定性增强 期指震荡为主

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

2月共15个交易日,纵观二月行情,月初股票市场大幅回撤,主要基于国内外双重利空打压市场情绪。国内资管新规清理配资,市场对于未来金融监管的担忧加重,上市公司业绩地雷以及存在股权质押风险,叠加美股暴跌导致市场恐慌情绪上升,获利资金高位出逃。沪指从3400点上方大幅下挫下破3100点下方,直至春节前后流动性较为宽裕且悲观情绪有所释放,沪指超跌反弹。从板块来看,各大行业多数下跌,仅有电子元器件、计算机、钢铁行业上涨,房地产、非银金融、农林牧渔、石油石化等行业领跌。最终,2月上证综指下跌221.42点大跌6.36%至3259.41点,沪深300指数下跌252.26点跌5.90%至4023.64点。

● 后市展望及策略建议

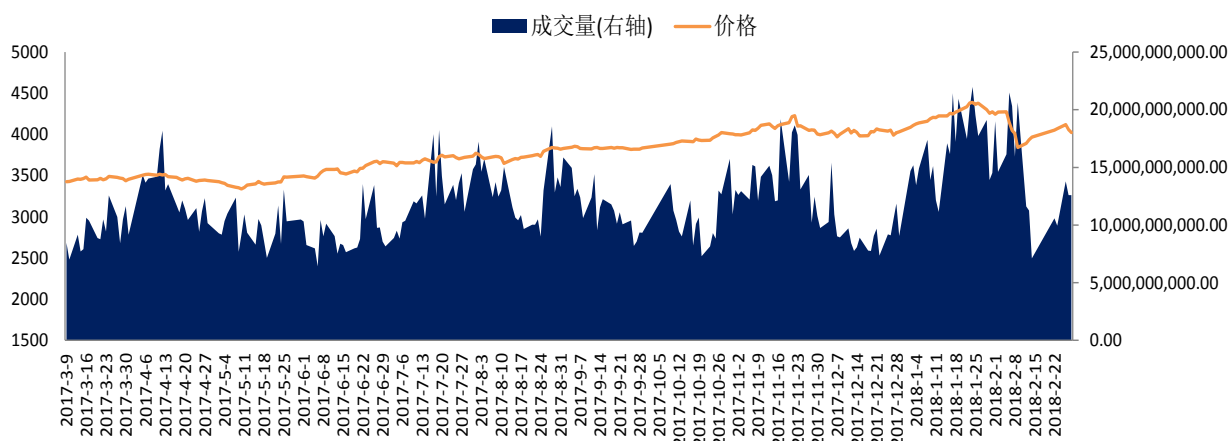
综合来看,随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进,资金面将逐步回归紧平衡状态,股票市场难有整体性牛市,受益于资金面宽松的超跌反弹将回到公司盈利驱动的价值回归,随着三月起2017年报密集披露,A股市场仍将呈现结构性分化。近期市场波动加剧,金融监管细则落地、2017年报业绩披露、美联储年内加息等不确定性加大,资金风险偏好降低,中小创股仍处超跌反弹,风格切换尚不明确。近期市场仍由情绪主导,从期指基差来看市场预期仍然偏弱,且当月合约持仓下降主力减仓观望。全国两会期间再聚焦防范金融风险,短期观望情绪加重。中长期来看,我们仍然对2018年的股票市场保持乐观,短期震荡不改中长期震荡中枢上行趋势。建议投资者短期保持谨慎,可采用股指期货套保,关注年报披露,等待做多机会。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

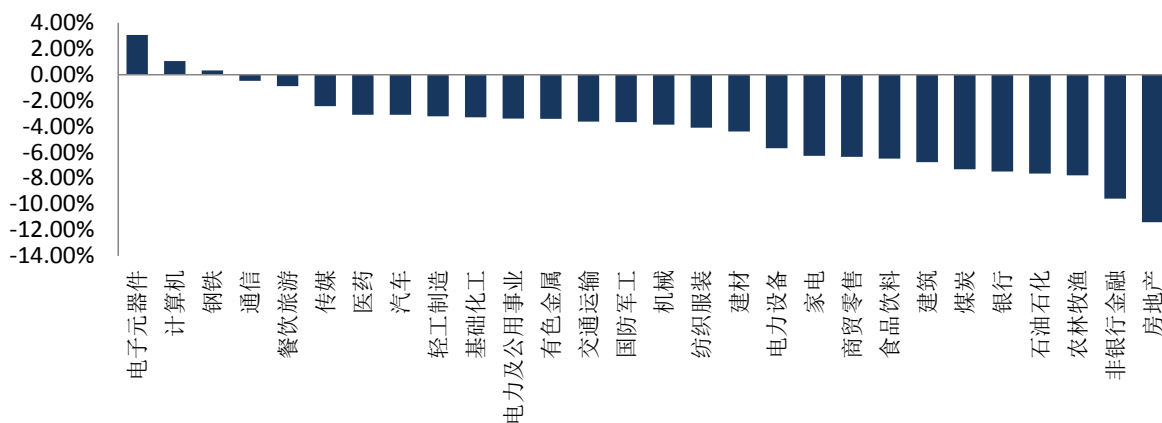
2月共15个交易日，纵观二月行情，月初股票市场大幅回撤，主要基于国内外双重利空打压市场情绪。国内资管新规清理配资，市场对于未来金融监管的担忧加重，上市公司业绩地雷以及存在股权质押风险，叠加美股暴跌导致市场恐慌情绪上升，获利资金高位出逃。沪指从3400点上方大幅下挫下破3100点下方，直至春节前后流动性较为宽裕且悲观情绪有所释放，沪指超跌反弹。从板块来看，各大行业多数下跌，仅有电子元器件、计算机、钢铁行业上涨，房地产、非银金融、农林牧渔、石油石化等行业领跌。最终，2月上证综指下跌221.42点大跌6.36%至3259.41点，沪深300指数下跌252.26点跌5.90%至4023.64点。

图 1：沪深 300 价格及成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：沪深 300 分类行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1: 我国及全球市场近期表现

	指数水平	最近一周	年至今	30日	60日
我国主要指数					
沪深300指数	4039.135	-0.3355305	0.2054162	3.46%	1.90%
上证综指	3264.607	-0.1209046	-1.287057	3.90%	2.78%
深证综指	1819.208	2.666025	-4.21914	1.61%	3.22%
上证50	2888.955	-1.464131	0.9970173	5.15%	2.50%
中证500	6039.72	2.791024	-3.377151	0.80%	2.32%
上海B股	328.2604	0.3075855	-3.964834	2.61%	3.07%
深圳B股	1164.142	-0.2704074	0.06050855	1.62%	0.50%
恒生指数	30712.9	-0.8163221	2.652983	2.92%	-0.15%
国企指数	12301.17	-1.815597	5.054701	4.80%	0.09%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	177.3609	0.7397267	2.042272	1.12%	-0.15%
亚洲市场除日本	728.5146	0.2744463	2.111974	1.53%	-0.11%
美国市场	2583.87	0.384621	1.544068	1.38%	0.25%
欧洲市场	128.0193	-0.3561597	-2.580687	1.68%	2.60%
日本市场	1048.42	1.280958	-2.464391	2.48%	2.92%
沪深300分类指数					
能源	1956.043	-2.610608	0.8198394	7.46%	3.65%
材料	2635.148	-0.8053779	0.4196415	1.12%	0.33%
工业	2531.251	2.15034	-3.342171	2.30%	2.99%
可选	6108.408	-1.849483	2.565873	2.30%	-0.45%
消费	15202.74	-3.311	1.3466	3.77%	0.15%
医药	10050.22	0.8122568	-0.2372454	0.87%	0.08%
金融	6508.368	-1.47195	0.6538164	6.48%	3.67%
信息	2340.125	4.588943	1.066757	-2.50%	-1.14%
电信	3247.062	4.527301	-7.188428	-0.21%	5.00%
公用	1927.144	1.653304	-0.5894549	0.99%	2.12%

数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2. 股指期货回顾

2.1 各期货合约全线下跌

截止到 2 月 28 日, 以收盘价计算, 2018 年 2 月各期货合约全线下跌。IF1803 合约月线下跌 6.48% 至 4002.0 点; 合约 IF1804 合约收盘至 3996.8 点, IF1806 合约下跌 7.09% 收盘至 3994.6 点; IF1809 下跌 7.20% 收盘至 4004.4 点。IH1803 合约大跌 8.16% 至 2868.8 点; 合约 IH1804 合约收盘至 2872.4 点, IH1806 合约下跌 8.40% 收盘至 2869.0 点; IH1809 大跌 8.64% 收盘至 2866.2 点。IC1803 合约下跌 2.75% 至 5983.4 点; 合约 IC1804 合约收盘至 5950.0 点, IC1806 合约下跌 3.68% 收盘至 5895.8 点; IC1809 下跌 4.69% 收盘至 5813.2 点。

2.2 下跌期间成交量上升

截止到 2 月 28 日, IF1803 合约成交了 17.10 万手; IF1804 合约成交了 1341 手; IF1806 合约成交了 1.72 万手; IF1809 合约成交 3343 手。IH1803 合约成交了 13.00 万手; IH1804 合约成交了 944 手; IH1806 合约成交了 1.18 万手; IH1809 合约成交 2997 手。IC1803 合约成交了 9.10 万手; IC1804 合约成交了 789 手; IC1806 合约成交 1.09 万手; IC1809 合约成交 3349 手。

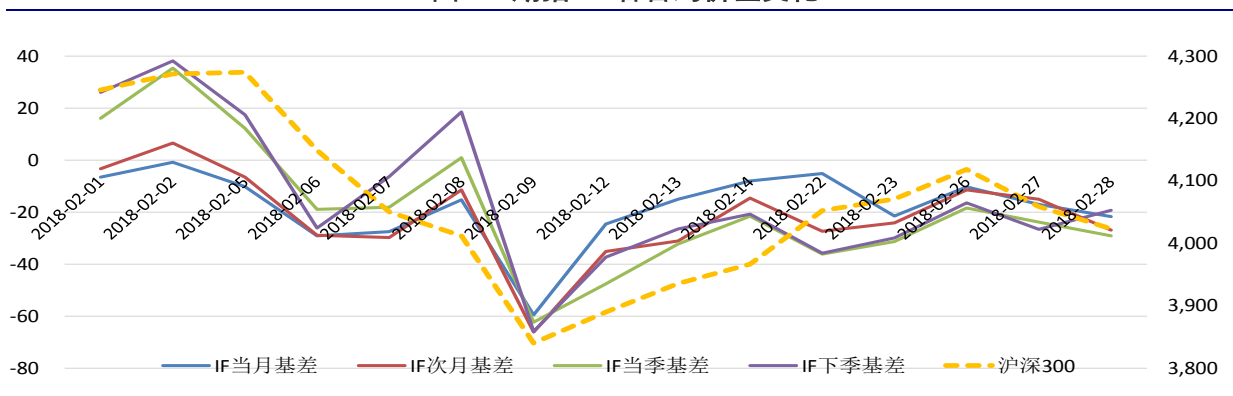
2.3 下跌期间持仓量提高

截至 2 月 28 日，合约 IF1803 持仓 3.20 万手；IF1804 持仓 645 手；IF1806 持仓 5765 手；IF1809 持仓 1652 手。合约 IH1803 持仓 1.75 万手；IH1804 持仓 587 手；IH1806 持仓 3072 手；IH1809 持仓 1015 手。合约 IC1803 持仓 2.28 万手；IC1804 持仓 424 手；IC1806 持仓 5378 手；IC1809 持仓 1810 手。

2.4 跨品种合约比值探底回升

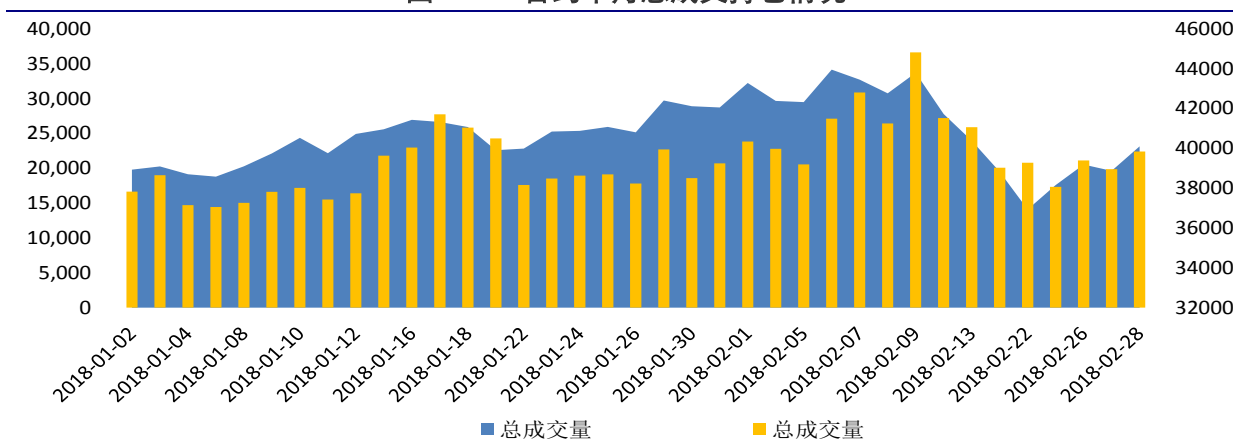
截至 2 月 28 日，IF/IH 主力合约点数比值为 1.3950，月初触及历史低位 1.3247 后探底回升。IC/IF 主力合约点数比值为 1.4951，比值自 2017 年起震荡走低，2 月初触及历史低位 1.3804 后有所反弹。IC/IH 主力合约比值为 2.0857，比值自 2017 年 2.7921 的高位震荡走弱，至 2 月初触及历史低位 1.8286，随后震荡反弹至 2.0 以上。

图 3：期指 IF 各合约价差变化



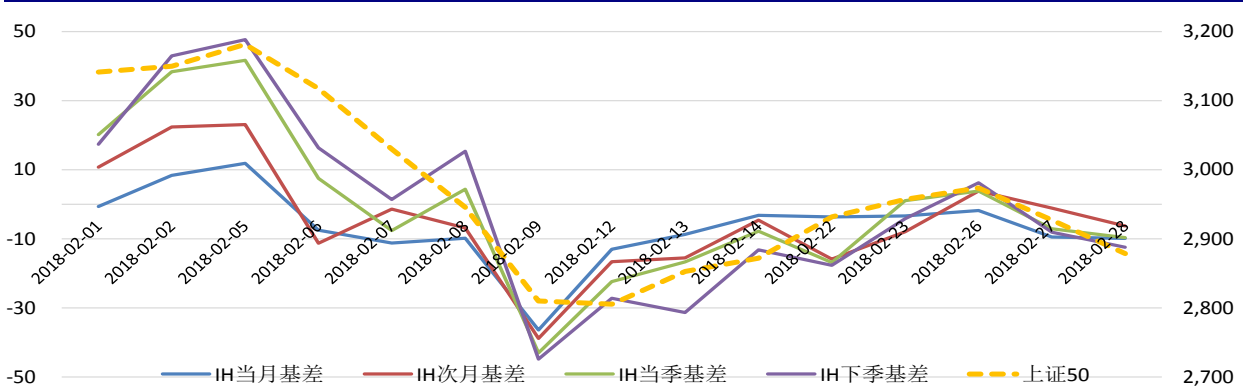
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：IF 合约本月总成交持仓情况



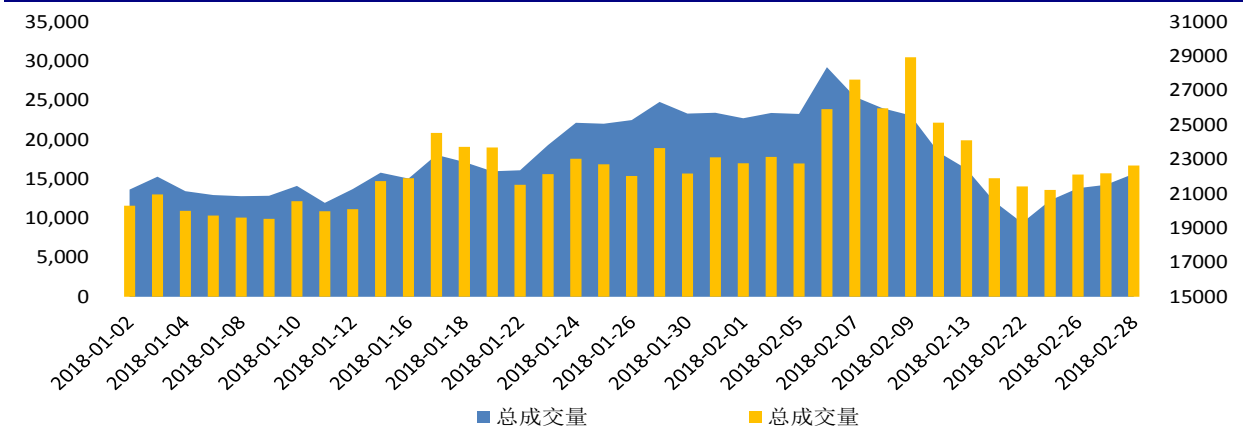
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 期指 IH 各合约价差变化



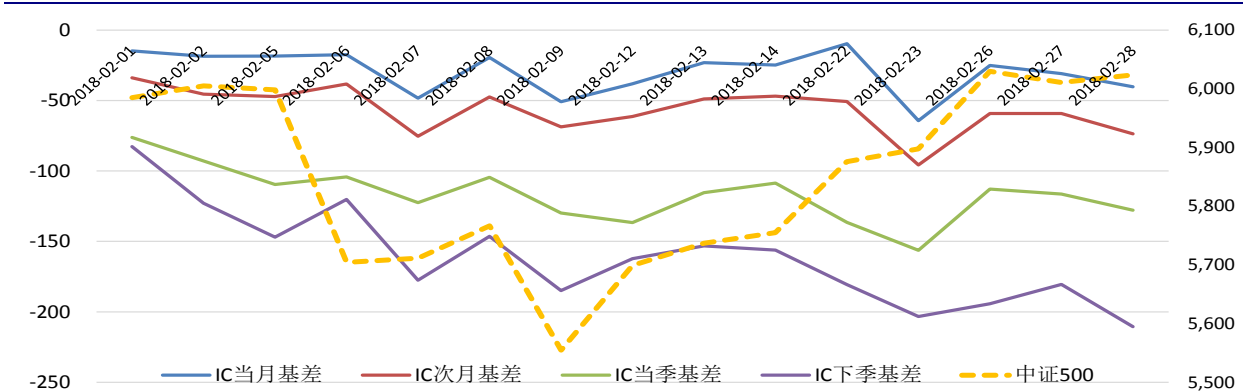
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 合约本月总成交持仓情况



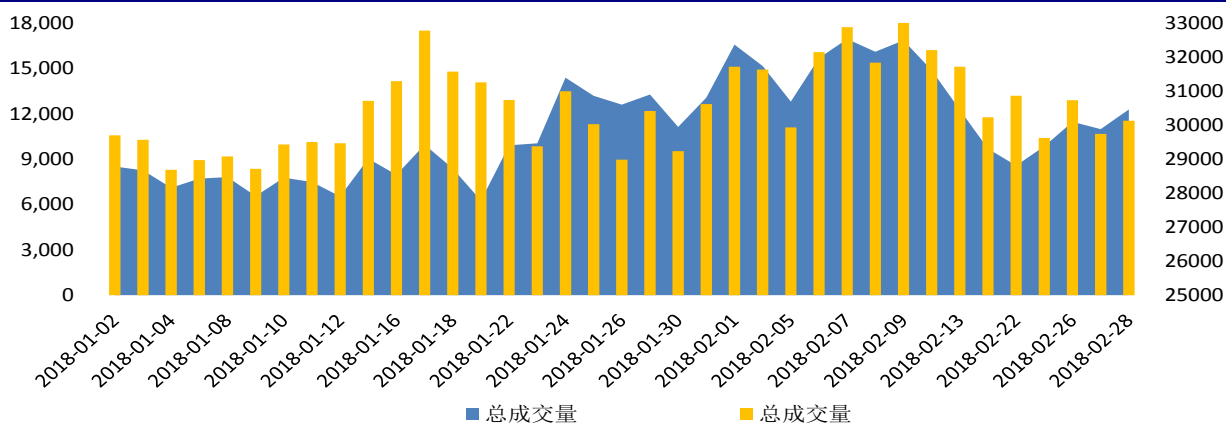
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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



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



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



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 市场分析

3.1 春节假期错位扰动

从国内经济的宏观层面来看，2018年开年数据整体延续平稳。综合来看上月发布的宏观数据较少，考虑到今年的春节假期错位，基数影响较大，宏观数据存在季节性扰动。

首先，进出口数据超预期向好，按人民币计算，中国2018年1月进口同比增30.2%，增速大幅上升，除去年1月春节扰动下基数较低的因素之外，说明在国内限产的情绪下内需不弱，同时受益于人民币的强势表现，进口有超预期表现。另外，1月出口同比增6.0%，全球经济强劲复苏的支撑下，将延续稳健增长态势。

物价水平方面，CPI、PPI同比涨幅均有所回落。中国2018年1月CPI环比上涨0.6%，同比上涨1.5%，基本符合市场预期。受大范围雨雪天气影响，鲜菜鲜果等食品价格涨幅较大，但由于去年1月春节，春节错位对食品和非食品同比均有较大拖累，预计2月CPI同比或有跳升，但预期未来大概率保持温和通胀。PPI环比上涨0.3%，同比上涨4.3%，延续下滑趋势，其中生产资料价格上涨0.3%，比上月回落0.6个百分点，考虑到煤炭及油价高位回落，预测PPI将延续下滑趋势。

同时，受春节假期影响，PMI数据方面出现季节性下滑，2月官方制造业PMI为50.3%，比上月回落1.0个百分点，仍处于荣枯线以上的扩张态势，但增速有所放缓。其中生产指数、新订单指数比上月有所回落，仍高于临界点，制造业生产及市场需求扩张放缓；原材料库存指数小幅回升，降幅继续收窄；而从业人员指数和供应商配送时间指数在临界点之下继续下降。非制造业商务活动指数为54.4%，比上月回落0.9个百分点，非制造业继续保持较高的景气水平。综合PMI产出指数为52.9%，虽比上月回落1.7个百分点，但仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张态势。春节假期导致2月工作日天数缩减，影响2月PMI下行，预期节后生产活动将有所回升。与官方制造业PMI不同，2月财新PMI录得51.6，较上月微升0.1个百分点，上升至去年8月以来的最高，实现连续九个月的扩张，经济韧性得到延续。由于春节扰动，后续仍需持续关注2018年春季开工情况。

金融数据方面，2018年1月M2增速回升，同比增速反弹至8.6%，比上月回升0.4个百分点，M1同比增长15%，较上月回升3.2个百分点。主要受益于普惠金融定向降准及央行临时流

动性准备金释放了大量流动性，助力 1 月 M1 及 M2 增速回升，从回升速度来看，M1 回升速度大于 M2。同时，信贷数据超预期向好，1 月新增人民币贷款规模创下 2.9 万亿的历史新高，新增社融规模同比则大幅缩水，从严监管背景下表外融资继续转向表内。在金融去杠杆的监管背景下，整体融资环境延续收紧趋势，对企业运营造成一定压力。

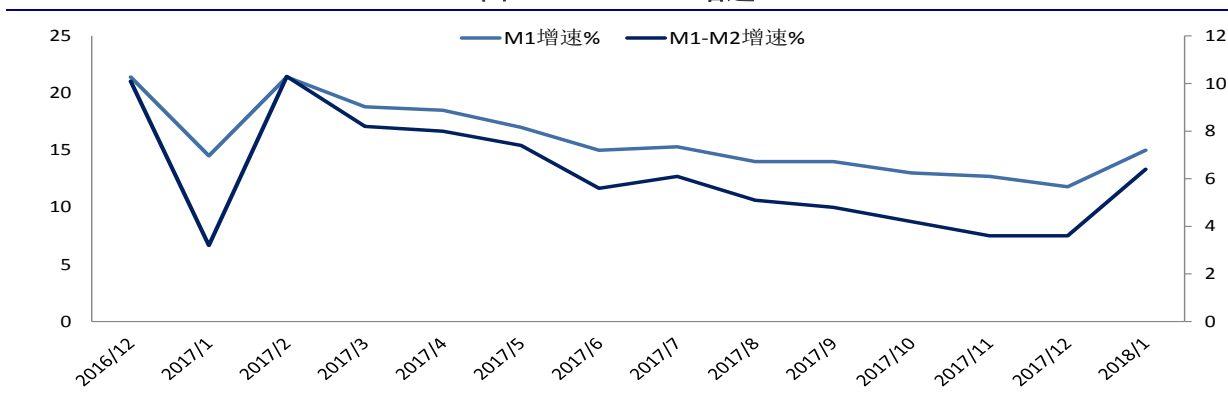
整体来看，由于春节假期错位对 2018 年 1-2 月宏观经济数据产生一定扰动，上月公布的经济数据好坏不一，仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响。中长期来看宏观经济 L 型转型韧性较强，为股票价格回归内在价值提供了坚实的基础。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
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	--		53.7	53 --
02/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Jan	53.5		54.7	53.9 --
02/07/2018 18:11	外汇储备	Jan	\$3170.00b	\$3161.50b	\$3139.90b	--
02/08/2018 11:06	贸易余额人民币	Jan	330.00b	135.80b	361.98b	--
02/08/2018 11:06	出口同比人民币	Jan	2.60%		6.00%	7.40% --
02/08/2018 11:06	进口同比人民币	Jan	5.30%		30.20%	0.90% --
02/08/2018 11:41	贸易余额	Jan	\$54.65b	\$20.34b	\$54.69b	\$54.66b
02/08/2018 11:41	出口同比	Jan	10.70%		11.10%	10.90% --
02/08/2018 11:41	进口同比	Jan	10.60%		36.90%	4.50% --
02/08/2018 15:17	经常账户余额	4Q P	--	\$62.2b	\$40.5b	--
02/09/2018 09:30	PPI同比	Jan	4.30%		4.30%	4.90% --
02/09/2018 09:30	CPI 同比	Jan	1.50%		1.50%	1.80% --
02/12/2018 17:01	货币供应M0年同比	Jan	4.20%		-13.80%	3.40% --
02/12/2018 17:01	货币供应M1年同比	Jan	13.50%		15.00%	11.80% --
02/12/2018 17:01	货币供应M2同比	Jan	8.20%		8.60%	8.20% --
02/12/2018 17:01	总融资人民币	Jan	3150.0b	3060.0b	1140.0b	1139.8b
02/12/2018 17:01	New Yuan Loans CNY	Jan	2050.0b	2900.0b	584.4b	--
02/14/2018 11:26	外国直接投资同比人民币	Jan	--		0.30%	-9.20% --
02/22/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Jan	--		1.66%	1.54% --
02/24/2018 09:30	China January Property Prices					
02/26/2018 15:19	中国银行结售汇 - 银行代客	Jan	--	14.9b	44.5b	--
02/28/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Feb	55		54.4	55.3 --
02/28/2018 09:00	制造业采购经理指数	Feb	51.1		50.3	51.3 --
02/28/2018 09:00	综合采购经理指数	Feb	--		52.9	54.6 --
02/28/2018 10:00	彭博2月中国调查 (表格)					
03/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Feb	51.3	--		51.5 --
03/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Feb	--	--		53.7 --
03/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Feb	54.3	--		54.7 --
03/07/2018	外汇储备	Feb	--	--	\$3101.4b	--

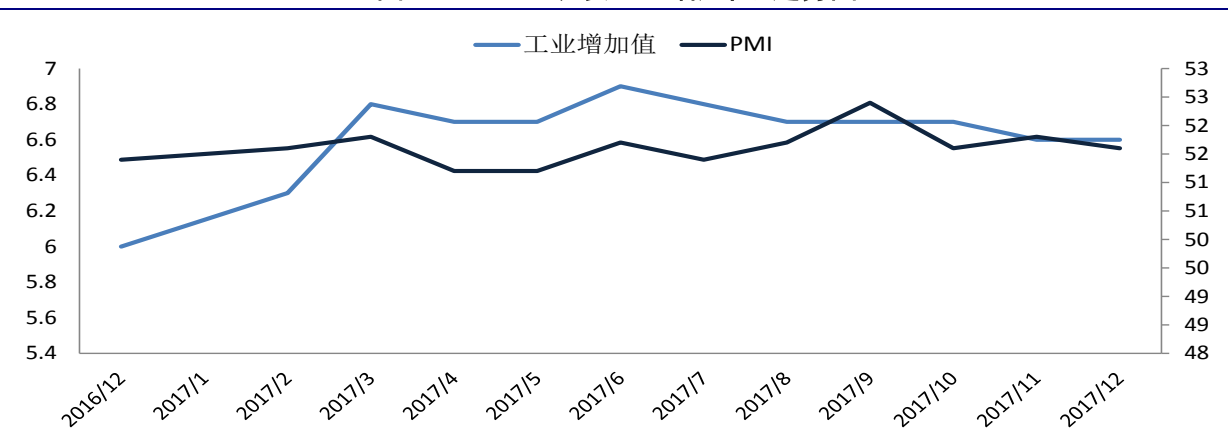
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 12: M1、M2 增速



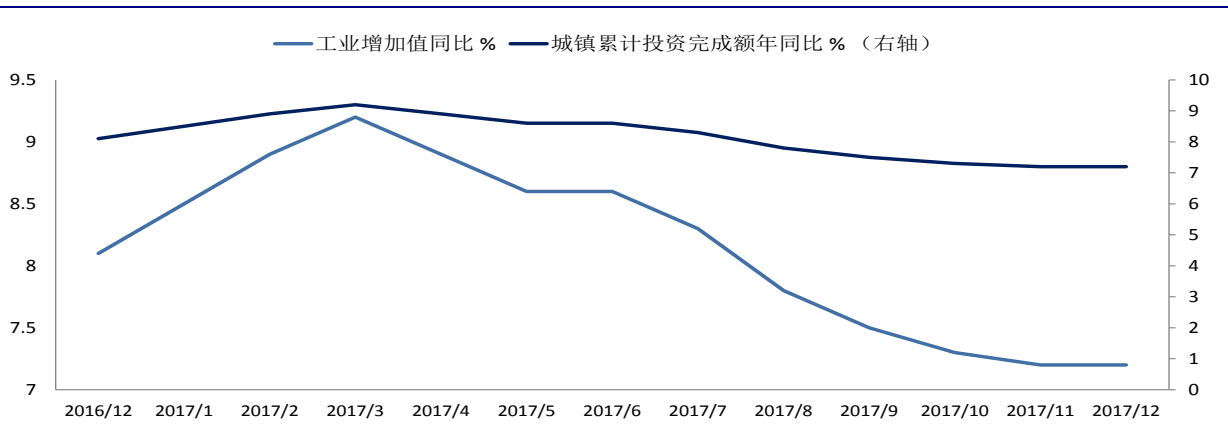
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: PMI 以及工业增加值 走势图



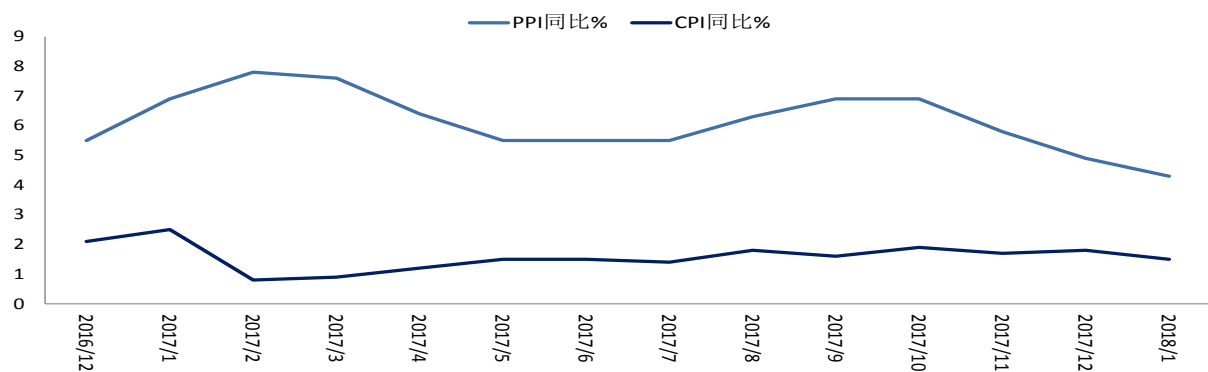
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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 注册制延后两年，防风险重要性持续提升

2月消息面上仍以监管层面为主，金融防风险的重要性被进一步提升，各项监管细则逐步规范，资管新规有望在近期落地。

2月5日2018年中国人民银行工作会议在京召开。会议总结了2017年工作，并明确央行2018年九项主要任务为：保持货币政策稳健中性；切实防范化解金融风险；稳妥推进重要领域和关键环节金融改革；持续推动金融市场平稳健康发展；稳步推进人民币国际化；深度参与国际金融合作和全球经济金融治理；进一步推动外汇管理体制变革；全面提高金融服务与管理水平；持续加强内部管理。其中，切实防范化解金融风险被提至第二的位置，充分体现了监管层对防范化解金融风险的重视性。3月的全国两会期间再聚焦防范金融风险，中财办副主任杨伟民提出防范金融风险，并不是说要放松和减弱对实体经济的支持力度；有关部门正在研究适应经济高质量发展的指标体系；在防范金融风险过程中，金融系统本身首先要控制货币总量，控制信贷增量。金融监管全面趋严是大势所趋，预计未来市场行为将更加规范，中长期利好股票价值回归。

同时，中小创股迎来监管层对其的呵护，2月期间证监会宣布股票发行注册制授权决定期限延长两年至2020年，刘士余主席表示目前在多层次市场体系建设、交易者成熟度等方面还存在不少与实施注册制改革不完全适应的问题，证监会将在总结实践经验的基础上继续积极创造条件稳步推进注册制改革。虽然注册制是未来趋势，但随着延期消息的宣布，悬在中小创股头上未来供应扩大的压力短期减弱，加上IPO审核趋严，春节前后新股发行大幅放缓，前期超跌的中小盘股迎来大幅反弹。但针对并购重组，证监会宣布，对于重组上市类交易（俗称借壳上市），企业在IPO被否决后至少应运行3年才可筹划重组上市，尽管注册制延期两年，但对炒壳概念打压加严。不过对于国内独角兽公司来说，监管层为其IPO开辟了绿色通道，近日证监会发行部对相关券商作出指导，包括生物科技、云计算等在内的4个行业中，如果有“独角兽”的企业客户，符合相关规定者可以实行即报即审，不用排队，体现出监管层持续推进新经济新业态的IPO包容性适应性改革，从资源配置上支持新经济发展。

另外，上海证券交易所3月2日发布实施《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，对上市公司创业投资基金减持其持有的首次公开发行前股份给予差异化政策支持，在区分创投基金投资期限的基础上，形成了投资期限与首发前股份减持时间区间“反向挂钩”的机制。新闻发言人表示，此项政策是落实《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》的重要举措，有利于调动创业投资基金进行长期投资和价值投资的积极性，有利于便利投资退出和形成再投资良性循环，有利于更好促进早期中小企业和高新技术企业资本形成。

3.3 春节资金面好于往年，海外因素扰动情绪

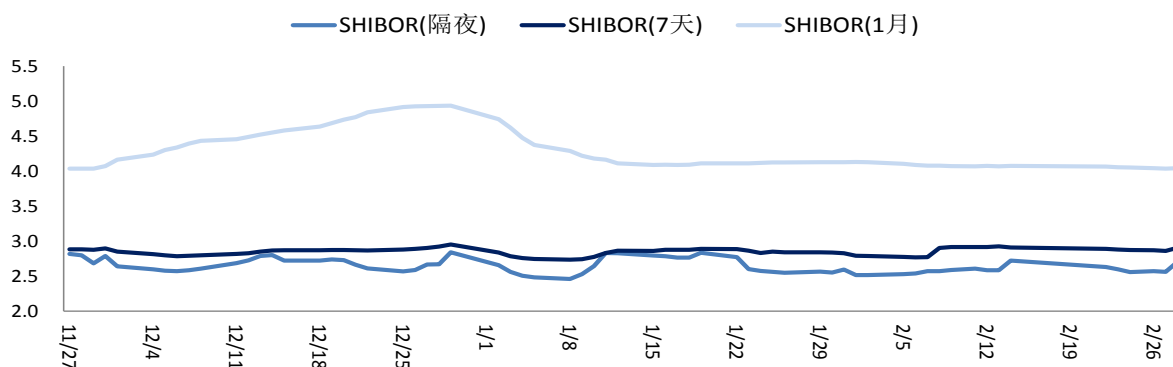
在临时流动性释放及定向降准等多重因素影响下，春节前后资金面较为宽松，市场流动性保持平稳。

从市场利率来看，央行对春节前流动性较为呵护，受益于普惠金融定向降准及央行临时准备金动用安排，大多数期限资金利率保持平稳，2月市场资金流动性好于往年同期，货币市场流动性总体保持较充裕水平。央行操作继续体现削峰填谷的理念，为满足金融机构临时性流动性需求，2018年2月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共273.8亿元，其中隔夜1.5亿元、7天105.0亿元、1个月167.3亿元；开展中期借贷便利操作共3930亿元，期限1年，利率为3.25%。

但从市场情绪来看，由于美联储官员频频释放偏鹰信号，美联储2018年内四次加息的概率有所上升，加上三月加息概率较大对全球权益类市场均有所压制，全球股市转入跌势，波动率大幅上升，前期累计较大涨幅的道琼斯指数、标普500指数以及恒生指数均创自2016年1月以来最大的单月跌幅。（道指月跌4.28%，纳斯达克指数月跌1.87%，标普500指数月跌3.89%，香港恒生指数月跌6.21%，英国富时100指数月跌4%，法国CAC40指数月跌2.94%，德国DAX指数月跌5.71%。）

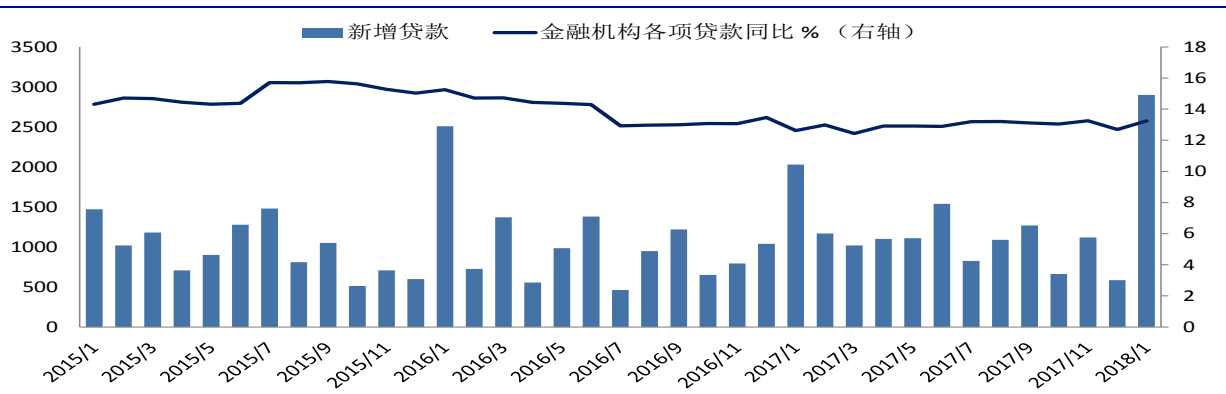
美股暴跌后市场恐慌情绪上升，A股风险偏好快速回落，节前大跌中资金大量流出，节后虽有资金回流，但量能未能明显释放，市场情绪仍偏谨慎，增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进，资金面将逐步回归紧平衡状态，股票市场难有整体性牛市，近期受益于资金面宽松的超跌反弹，将回到公司盈利驱动的价值回归，随着三月起2017年报密集披露，A股市场仍将呈现结构性分化。

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

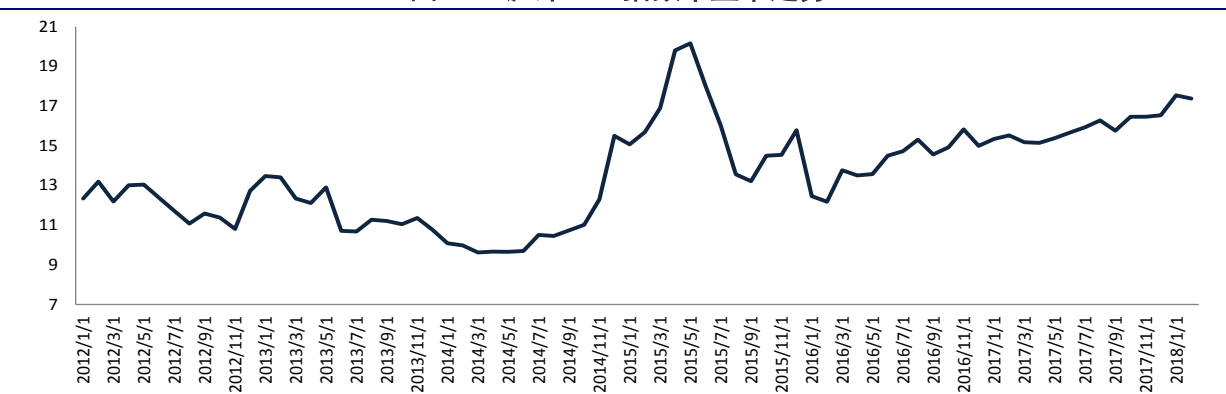
3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2018 年 2 月 28 日, 沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.37, 标准差是 8.60; 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 17.37, 较上月小幅下降, 低于均值 0.12 个标准差; 整体市净率是 2.15, 也较上月水平有所下降, 低于均值 0.31 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 2 月波动幅度有所扩大; 金融板块 2018 年 2 月小幅走弱, 行业指数的整体市盈率稍有回落, 目前在 12.24 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 2 月大盘股级中小盘股的市盈率均小幅回落, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.60 倍, 估值比延续下降态势, 这主要是因为 2 月中小盘股的阶段表现弱于大盘股。

图 18: 沪深 300 指数市盈率走势



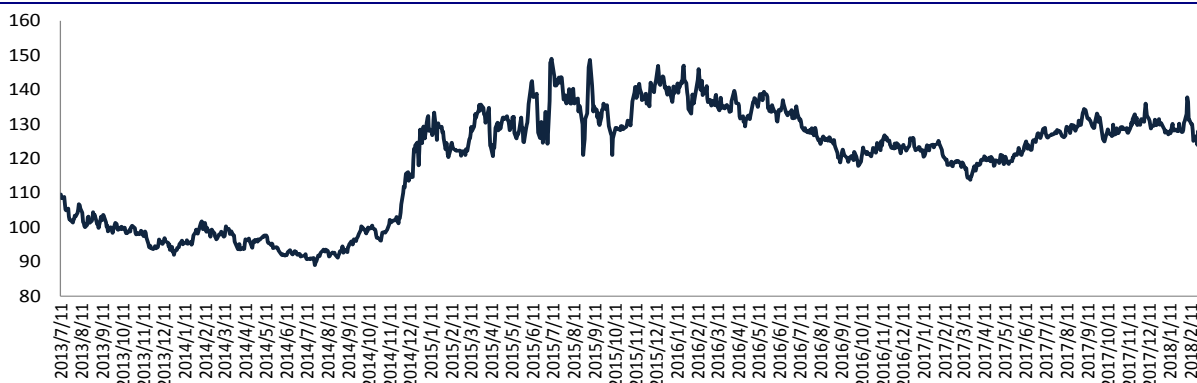
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: 金融指数市盈率走势



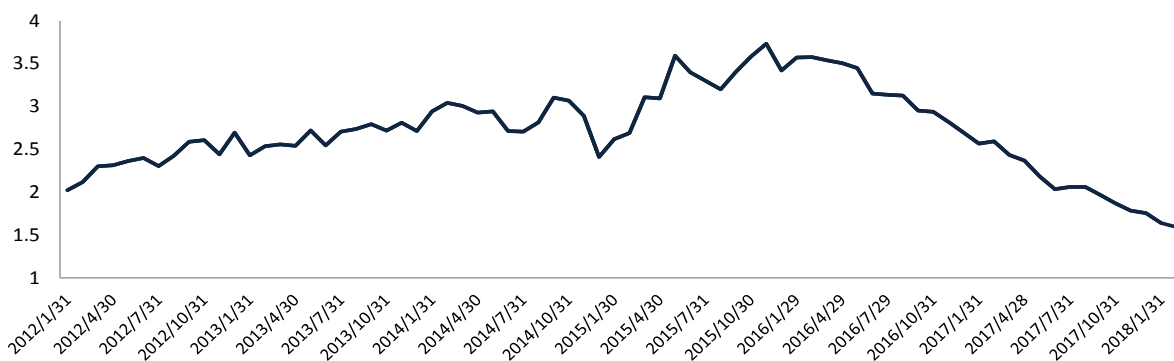
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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

纵观二月行情, 国内外双重利空打压下市场整体呈现超跌反弹行情。国内资管新规清理配资, 市场对于未来金融监管的担忧加重, 上市公司业绩地雷以及存在股权质押风险, 叠加美股暴跌导致市场恐慌情绪上升, 获利资金高位出逃。而春节前后在流动性较为宽裕且悲观情绪有

所释放的环境下，沪指超跌反弹。反弹期间市场风格出现短暂切换，风险偏好大幅下降的资金出逃前期强势股，转而配置跌幅过深的板块，两会主题热点升温叠加注册制延后的利好，中小创股大幅反弹，前期估值上行过快的蓝筹板块则被资金大量抛售，遭遇数据真空下的躁动调整。从期指方面来看，三大期指全部呈现贴水状态，体现市场对期指预期短期偏弱。

综合来看，基本上由于春节假期错位对 2018 年 1-2 月宏观经济数据产生一定扰动，宏观数据好坏不一，仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响，但中长期来看继续看好宏观经济 L 型转型韧性。消息面上仍以监管层面为主，金融防风险的重要性被进一步提升，各项监管细则逐步规范，资管新规有望在近期落地，因此市场对监管新规落地的担忧有所上升。从资金面来看，春节前后资金面较为宽松，市场流动性保持平稳，但美股暴跌后市场恐慌情绪上升，A 股风险偏好快速回落，全球股市波动加剧，市场情绪仍偏谨慎，增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进，资金面将逐步回归紧平衡状态，股票市场难有整体性牛市，受益于资金面宽松的超跌反弹将回到公司盈利驱动的价值回归，随着三月起 2017 年报密集披露，A 股市场仍将呈现结构性分化。

近期市场波动加剧，金融监管细则落地、2017 年报业绩披露、美联储年内加息等不确定性加大，资金风险偏好降低，中小创股仍处超跌反弹，风格切换尚不明确。近期市场仍由情绪主导，从期指基差来看市场预期仍然偏弱，且当月合约持仓下降主力减仓观望。全国两会期间再聚焦防范金融风险，短期观望情绪加重。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。建议投资者短期保持谨慎，可采用股指期货套保，关注年报披露，等待做多机会。仅供参考。

2 月期债先抑后扬，3 月期债或走弱

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

2 月期债先抑后扬，2 月第一周在具体在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下，期债波动加大，周度小幅上行，节前成交偏清淡，期债略偏强震荡，节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而较大幅跳空低开后偏弱震荡，期债走势弱于现券，基差较大幅走高；最后三个交易日受到央行较大幅净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过 4 倍配置需求向好和监管政策真空期而大幅拉涨近 1 元，期债走势强于现券，基差出现回落。2 月期债成交量和持仓量均出现较大幅度的下行，同时在 2 月 12 日，中金所修订国债期货相关制度，调整可交割券范围、持仓限额和梯度保证金，意在提高期现联动和国债期货活跃度。现券方面，5 年期国债收益率下行 13bp 至 3.70%，10 年期国债收益率下行 9bp 至 3.82%。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的 2 月官方制造业 PMI 低于预期，财新制造业 PMI 高于预期，而 2 月 CPI 受到春节错位预计冲高，基本面预期目前令债市承压；从政策面看，2 月监管政策发布真空期，同时央行进行 CRA 和节后较大幅净投放来维稳资金面，但美联储 3 月大概率加息和 2018 年加息次数可能增加令国内货币政策承压；从资金面看，2 月资金面超预期偏宽松；从供给端看，2 月付息国债发行真空期，3 月供给恢复；从需求端看，资金面宽松令一级市场招标情况向好，观察其持续性。操作上，长期投资者暂观望为主，短期投资者关注多 TF 空 T 的操作或逢高试空。

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2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19156.41亿元，较上月减少588.19亿元，其中地方债供给规模为285.61亿元，较上月增加285.61亿元；国债发行规模合计为1200亿元，较上月减少700亿元，无付息国债发行，2月为春节期间，国债供给规模减少，发行利率低于二级市场收益率；同业存单供给规模为15643.2亿元，较上月增加817.8亿元，且同业存单发行利率在月末时点后走低，后由于春节而走高，截止2月28日，1个月同业存单发行利率为4.41%，3个月同业存单发行利率为4.84%，6个月同业存单发行利率为5.00%，分别较上月底下行5.12bp、15.12bp和5.31bp；政策性银行债供给规模为2027.6亿元，较上月减少991.6亿元，发行利率低于二级市场收益率且在春节后资金面超预期偏宽松情况下投标倍数超过4倍，配置需求向好。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行



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较大幅下行

2月主要期限国债收益率出现较大幅度的下行，短端收益率下行幅度大于长端收益率，其中1年期收益率下行幅度超过20个bp，中长端收益率下行约10个bp，其中5年期收益率下行13个bp至3.70%，10年期收益率下行9个bp至3.82%，10-1年利差走陡约15个bp，10-5年利差走陡约4个bp，2月第一周在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下，国债收益率窄幅震荡下行，节前成交偏清淡，现券收益率震荡，节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而小幅上行，最后三个交易日受到央行较大净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过4倍配置需求向好和监管政策真空期而较大幅下行。从月度数据来看，1Y期下行24bp至3.23%，3Y期下行11bp至3.52%，5Y期下行13bp至3.70%，7Y期下行9bp至3.82%，10Y期下行9bp至3.82%，15Y期下行9bp至4.10%，20Y期下行10bp至4.13%。

图 2：2 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

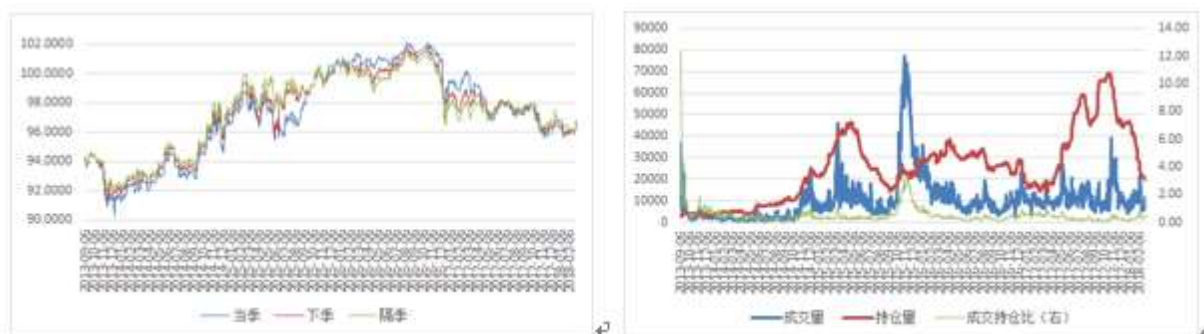
2.期货市场行情回顾

2.1 期债先抑后扬

截止到 2 月 28 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1803 收于 96.70 元，月涨 0.745 或 0.82%；主力合约 TF1806 收于 96.42 元，月涨 0.39 或 0.37%；隔季合约 TF1809 收于 96.485 元，月跌 0.075 或 0.04%；成交方面，主力合约 TF1806 成交量日均 4788 手，三个合约日均成交 11554 手；持仓方面截止到 2 月 28 日，主力合约 TF1806 持仓量为 17707 手，三个合约持仓达到 19788 手，较上月底大幅减少 11983 手。十年期国债期货近交割月合约 T1803 收于 92.70 元，月涨 0.77 或 0.83%；主力合约 T1806 收于 92.645 元，月涨 0.72 或 0.73%；隔季合约 TF1809 收于 92.74 元，月涨 0.685 或 0.68%；成交方面，主力合约 T1806 成交量日均 19914 手，三个合约日均成交 34993 手；持仓方面截止到 2 月 28 日，主力合约 T1806 持仓量为 41160 手，三个合约持仓达到 41951 手，较上月底减少 17140 手。

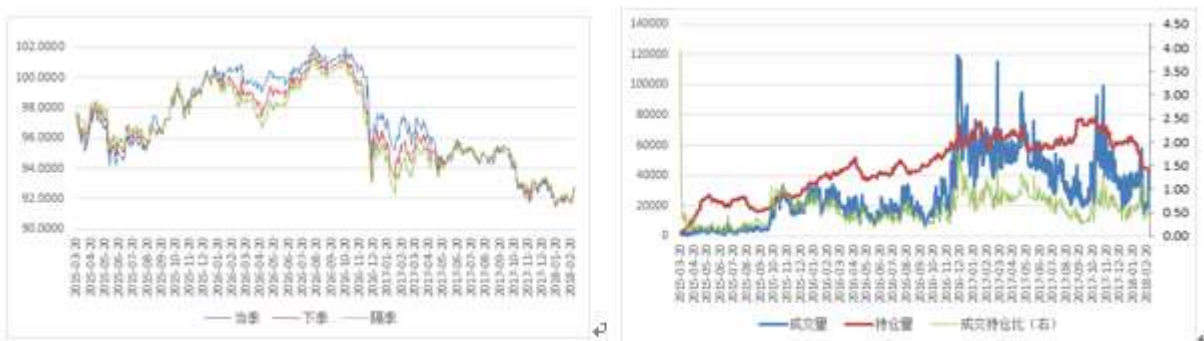
2 月期债先抑后扬，2 月第一周在具体在国内外股市大幅回调推升避险情绪和资金面延续上月底偏宽松的利多基本面的偏利空的影响下，期债波动加大，周度小幅上行，节前成交偏清淡，期债略偏强震荡，节后首个交易日受到春节期间美债收益率较大幅上行和国内外股市企稳而较大幅跳空低开偏弱震荡，期债走势弱于现券，基差较大幅走高；最后三个交易日受到央行较大幅净投放提振情绪、资金面持续超预期偏宽松、国开行债投标倍数超过 4 倍配置需求向好和监管政策真空期而大幅拉涨近 1 元，期债走势强于现券，基差出现回落。2 月期债成交量和持仓量均出现较大幅度的下行，同时在 2 月 12 日，中金所修订国债期货相关制度，一是调整可交割国债范围，将 5 年期国债期货可交割国债改为“发行期限不高于 7 年、合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债”，将 10 年期国债期货可交割国债改为“发行期限不高于 10 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债”，从 1812 合约开始执行；二是调整投机客户限仓额度：一般月份持仓限额提高到 2000 手，临近交割月份提高到 600 手，从 1806 合约开始执行；三是调整保证金梯度：梯度保证金由三级调整为两级，切换时点调整为自交割月份之前的两个交易日结算时起，5 年期国债期货梯度保证金由“1.2%-1.5%-2%”调整为“1.2%-2%”，10 年期国债期货梯度保证金由“2%-3%-4%”调整为“2%-3%”，从 1806 合约开始执行。

图 3: TF 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势&T 成交与持仓

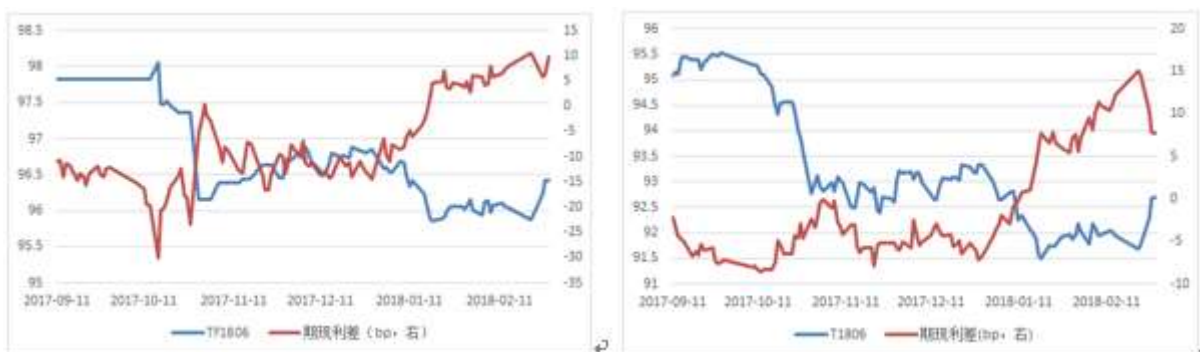


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差先上后下

从 2 月份的期现利差来看, 2 月前期国债期货价格走弱, 现券价格窄幅震荡, 期债走势弱于现券, 在 2 月最后三个交易日国债期货价格大幅拉涨, 期债走势强于现券, 合约 TF1806 的期现利差正向先走扩后小幅收窄, 合约 T1806 的期现利差正向先走扩后较大幅收窄。

图 5: TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

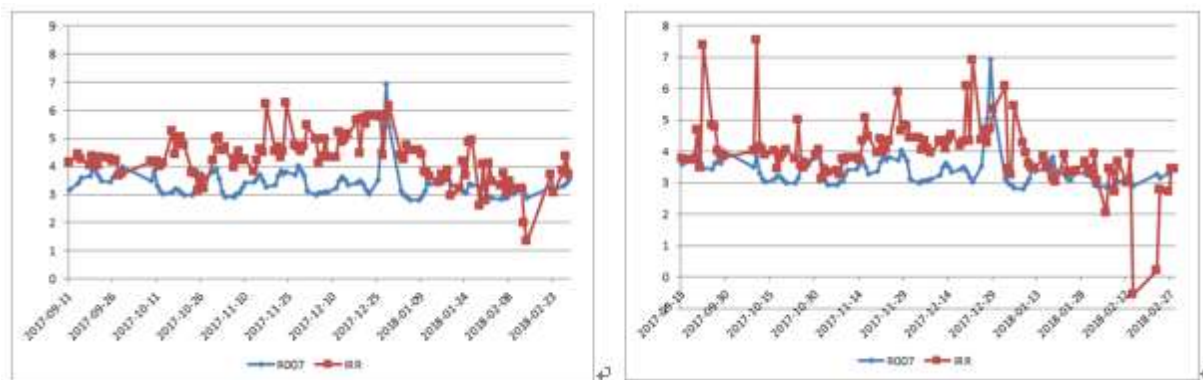


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从2月份TF1806合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先下后上，而R007震荡上行，在2月份TF1806合约无正套和反套机会；从2月份主力合约T1806活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先下后上，而R007震荡上行，在2月T1806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: TF1806 活跃 CTD 券 IRR&T1806 活跃 CTD 券 IRR

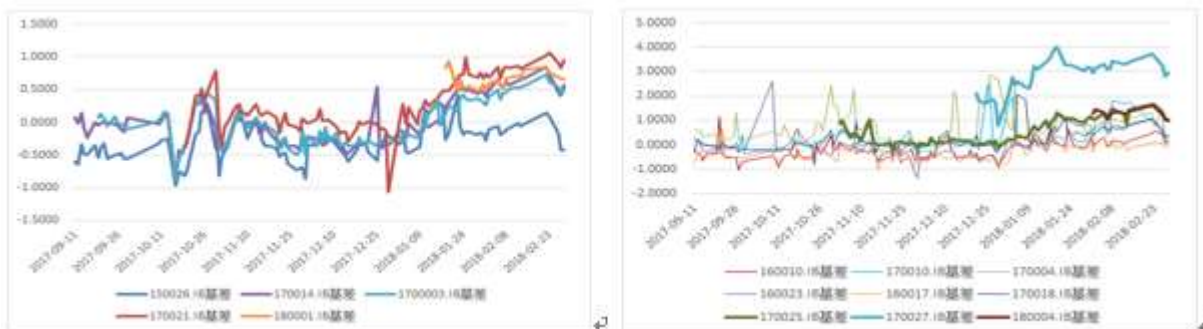


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1806 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170021.IB 和 180001.IB 的基差先较大幅上行后小幅下行，适宜先做多基差后做空基差；T1806 合约的活跃券 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170018.IB、170025.IB、170027.IB 和 180004.IB 的基差先较大幅上行后小幅下行，适宜先做多基差后做空基差。

图 7: TF1806 活跃券基差走势&T1806 活跃券基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 2 月份月上旬，国债期货处于移仓换月阶段，五年期国债期货和十年期国债期货价差由正转负且负向走扩，当季合约走势明显强于下季合约，移仓换月阶段推荐的多空下策略整体上盈利。

图 8：TF 当季、下季及价差走势&T 当季、下季及价差走势



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 2 月财新中国制造业 PMI 为 51.6%，较上月上行 0.1%，高于预期，国家统计局公布的 1 月中国官方制造业 PMI 为 50.3%，较上月下行 1.0%，低于预期，财新制造业 PMI 与官方制造业 PMI 出现背离。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生生产指数和新订单指数为 50.7%和 51.0%，分别比上月回落 2.8%和 1.6%，生产和需求均放缓，部分原因与春节生产活动放缓有关，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 53.4%和 49.2%，比上月回落 6.3%和 2.6%，出厂价格指数是 2017 年 7 月以来首次降至临界点以下，新出口订单指数和进口指数为 49.0%和 49.8%，比上月下降 0.5%和 0.6%，出口有所放缓。从已经公布的数据来看，官方 PMI 低于预期，下行幅度较大，而财新 PMI 数据高于预期，两者再次出现背离，但都处于扩张区间，2018 年 2 月经济虽有下行，但目前看仍有韧性。

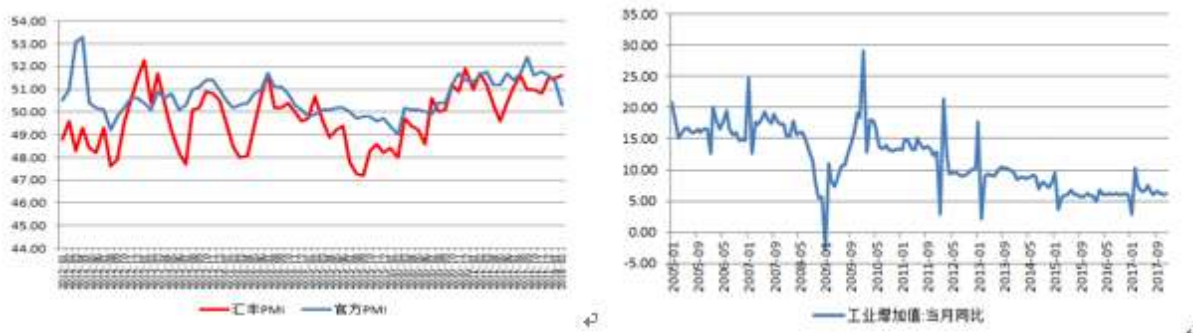
由于春节因素，统计局未公布 1 月投资数据和消费数据，预计 2 月房地产投资增速或将震荡回落，基建对经济支撑力度或继续减弱，制造业投资可能重新回落，整体投资增速或小幅下行；预计 2 月消费增速止跌回升；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，出口增速小幅上行至 11.1%，进口增速大幅上行至 36.8%，贸易顺差收窄，预计 2 月进出口增速或下行。

通胀方面，1 月份 CPI 为 1.5%，较上月下行 0.3%，主要是受到春节错位基数较高的影响，PPI 回落至 4.3%，较上月回落 0.6%，蔬菜价格增速负向继续收窄，蔬菜价格对 CPI 的拖累可能会逐渐转变成拉动，猪肉价格下行速度小幅反弹，猪价和鲜菜价格可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而从 2018 年 2 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 2018 年 2 月 PPI 同比继续下行，2018 年 2 月 CPI 受到春节和低基数影响或将大幅上行至 2.5%。

2018 年 1 月新增贷款 26850.00 亿元，较上月大幅增加约 21080.51 亿元，主要受到银行年

初贷款投放冲动较大和去年末积累的贷款集中释放有关，具有一定的季节性因素，债券融资为1194.00亿元，比上月较大幅增加约850.89亿元，信用债供给开始恢复，委托贷款为-714亿元，较上月大幅回落1315.49亿元，信托贷款为445亿元，较上月大幅回落1790.17亿元，主要受1月份发布的《商业银行委托贷款管理办法》控制非标融资影响；M2同比为8.6%，央行用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）纳入M2计算，M2较上月上行0.4%至8.6%，M1较上月下行3.2%至15.0%，导致M1-M2的剪刀差走阔。预计2月社融增速或走低，特别是新增人民币贷款或较大幅走低，其中的新增委托贷款和信托贷款受政策影响或继续维持较低，M2或持平。

图9：制造业PMI&工业增加值



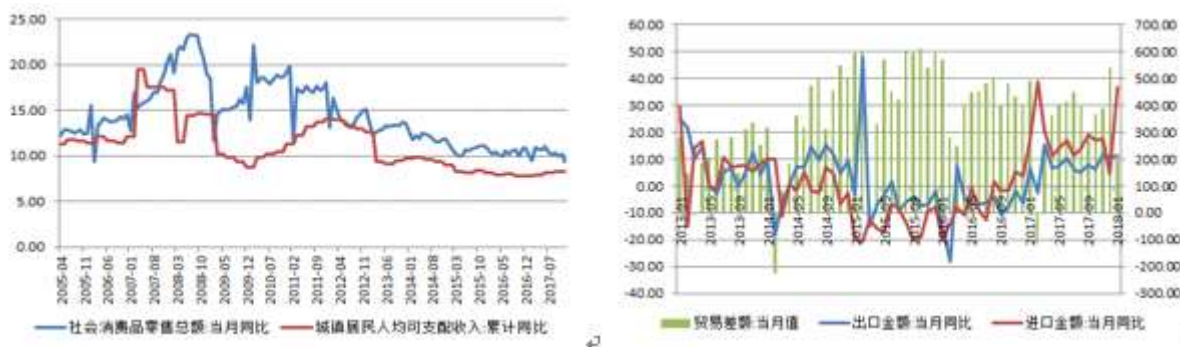
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图10：房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



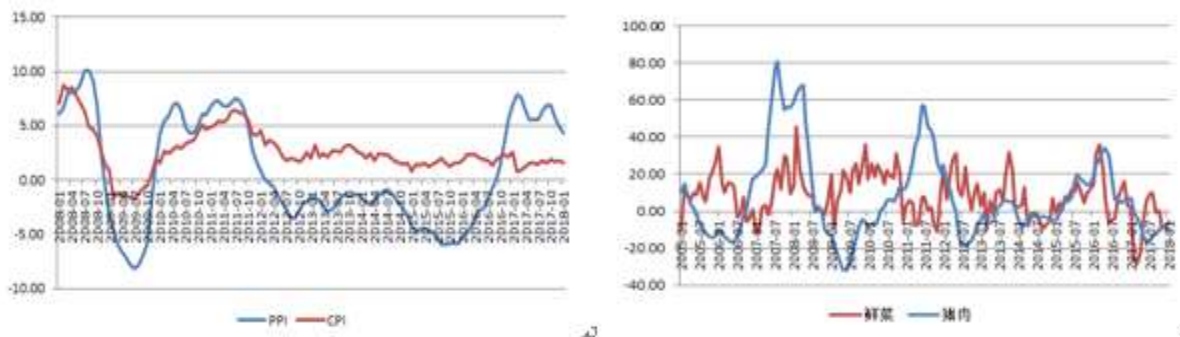
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



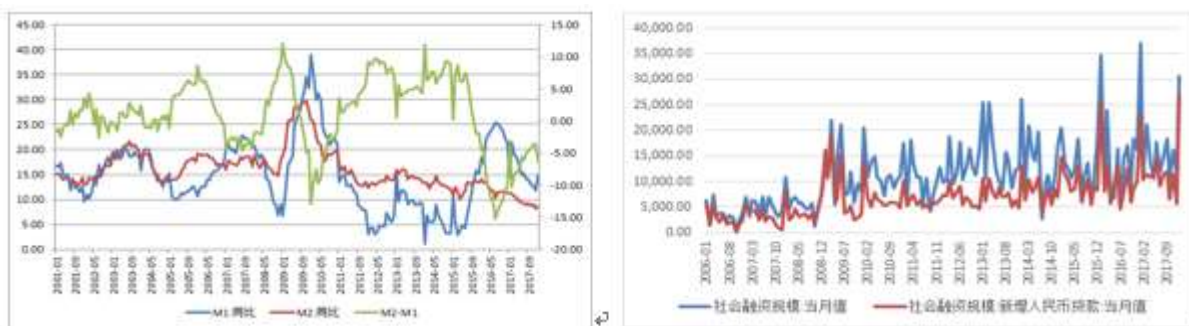
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

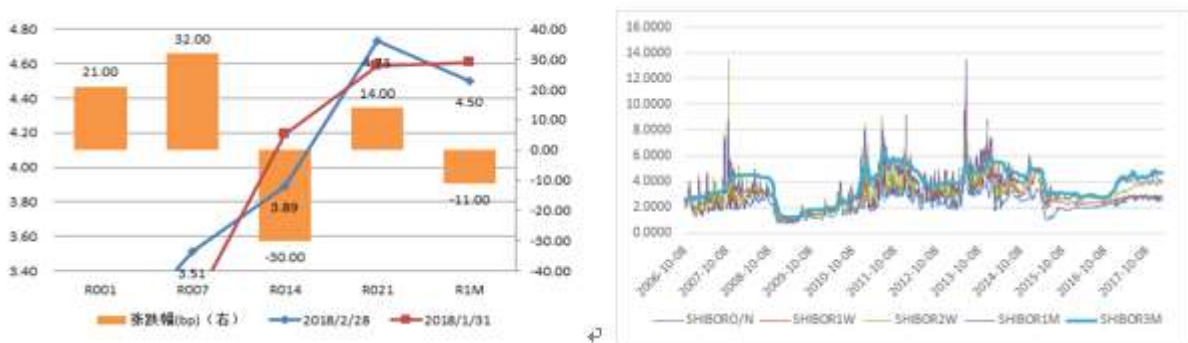
2018 年 2 月央行发布《四季度货币政策执行报告》，报告中指出“实施好稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，管住货币供给总闸门，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，延续了稳健中性的货币政策基调，并指出“未来一段时间将是较高增长和较低通胀的组合”，目前央行对通胀预期比市场预期低，央行强调一方面要去杠杆防风险，另一方面要考虑到金融监管的宏观效应及对金融业态和市场运行格局的影响，加强监管协调，同时 2018 年 2 月 26 日至 28 日，举行中国共产党

第十九届中央委员会第三次全体会议，强调了“深化档和国家机构改革是推进国家治理体系和治理能力现代化的一场深刻变革”，关注金融监管改革，3月份资管新规可能落地，2018年金融监管或一直持续。央行为维稳春节期间的资金面，进行了CRA，释放约2万亿元资金，叠加节前的定向降准释放约4500亿元资金量，体现其维稳意图。

3.3 资金利率：2月资金面比预期宽松，3月资金利率或先下后上

2月资金面在央行通过CRA和定向降准的呵护下超预期的偏宽松，特别是春节后央行出于缴准和CRA退出的影响而较大量的净投放，资金利率维持在较低位。从质押式回购利率来看，隔夜上行21bp至2.91%，7天上行32bp至3.51%，14天下行30bp至3.89%，1M下行11bp至4.5%；从shibor利率变动来看，月度隔夜上行12bp至2.71%，7天上行8bp至2.91%，14天下行2bp至3.84%，1M下行9bp至4.04%，3M下行2bp至4.71%。2月份有3900亿元公开市场操作到期，央行进行7300亿元投放，净投放3400亿元，2月份有2435亿元MLF到期，央行进行3930亿元MLF投放进行超额对冲，2月份有1200亿元国库现金定存到期，央行进行了1200亿元国库现金定存，3月公开市场有11750亿元资金量到期，其中包括2950亿元1年期MLF到期，到期压力较大且叠加CRA的退出，预计央行会进行净投放来对冲到期的资金量，3月资金面可能在美联储加息、MPA考核等因素下转向偏紧。

图 14：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

维持铜价中长期走强的预判

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月废铜进口量同比大幅下降27.5%，从2月23日公布的前七批废铜进口批文来看，累计量只有19.45万吨，同比2017年前七批累计下滑93%。从进口批文的趋势看，后期废铜进口大概率会继续大幅萎缩。

近期国外大矿山相继公布2017年业绩预告，大部分矿企业绩向好，嘉能可创下近44年来最佳业绩。但即使目前矿企铜业务利润较好，从前期大矿企资本支出预判铜矿新增产能大概率处于萎缩趋势。近期铜精矿加工费不断下滑，可以部分印证我们对未来铜矿产量增速相对放缓的预期。

从最新欧美国制造业情况看，美国制造业PMI向好，欧元区制造业PMI虽有所下滑，但维持在60附近高位。国内2月财新制造业PMI回升至51.6，创去年8月以来最高，官方制造业PMI下滑至50.3。整体看，铜消费端或将维持低速增长。

我们维持铜价中长期走强的预判。仅供参考。

行业要闻

1. **【铜精矿现货市场周度 TC 报价】**截至 3 月 2 日上海有色网现货 TC 报 70-78 美元/吨，较春节前一周降低 4 美元/吨。
2. **【3 月部分大型空调企业排产量创新高】**据 SMM 了解，目前空调库存与去年同期相比处于较低的水平，在低库存的背景下，3 月部分大型空调企业排产量创历史新高。据了解，春节期间空调消费较为强劲，从而也增强了空调企业对旺季消费的信心。
3. **【智利即将上任的新政府欲将智利国家铜业公司一分为二】**智利新政府正在制定计划在未来把智利国家铜业公司分为南北两部。政府认为这是将智利国家铜业公司产权私有化的第一步。公司董事会的工会代表则对这一计划表示担心。
4. **【电线电缆企业节后开工订单恢复情况良好】**据 SMM 调研了解，春节后归来，除北方地区仍受天气影响外，大部分地区线缆企业开工订单恢复情况良好，3 月生产基本可以恢复到正常水平，而且部分企业有冲量计划，预计产量同比有所增加。
5. 中国 2 月财新制造业 PMI 51.6，为去年 8 月以来最高，预期 51.3，前值 51.5。
6. **【紫金矿业卡莫阿项目铜资源成倍增储 跻身全球第四大铜矿】**紫金矿业 2 月 27 日晚间公告，公司与加拿大艾芬豪矿业公司及刚果（金）政府合作的刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿项目，最新数据显示，该铜矿项目资源量再一次刷新纪录，铜资源量整体从收购时的 2400 万吨，增加到 4249 万吨，平均品位为 2.56%，增长近一倍。该项目由此进入全球第四大铜矿之列，并且是世界上最大的高品位、未开发铜矿。
7. **【智利 1 月铜产量小幅下滑至 503,840 吨】**智利政府周三公布的数据显示，该国 1 月铜产量较上月小幅减少。数据显示，智利 1 月铜产量为 503,840 吨，较去年 12 月的 536,643 吨减少 6.3%，但高于上年同期的 473,898 吨。
8. **【Antofagasta 旗下 Los Pelambres 矿扩产计划环评获批】**智利金属生产商 Antofagasta 公司旗下 Los Pelambres 矿耗资 11 亿美元的扩产计划环评已经获得当地环境监管机构的批准。该计划是该矿的基础设施升级三期工程，其目的在于寻求发展铜矿产出在每年 400,000 吨附近的水平。
9. **【赞比亚强令矿商火车运输 30% 货物引担忧】**非洲第二大铜矿生产地赞比亚将开始实施一项法律，强制要求矿商通过火车运输 30% 的货物，旨在推动该国的铁路行业。矿业公司已经表达了他们对铁路系统能力的担忧，并警告说政府没有适当考虑对铁路运输对铜矿业的影响。
10. **【日本 1 月铜出口同比增长 45.0%】**日本财务省周二公布的数据显示，日本 1 月海关结清后的精炼铜出口量为 47,561,922 千克，较去年同期增长 45.0%。

11. **【Wieland: 与 Aurubis 的交易对铜升水影响为“中性”】**德国知名铜及铜带合金半成品生产商--维兰德公司 (Wieland) 周五表示, 该公司收购奥鲁比斯集团(Aurubis)旗下平板轧制产品生产部门的计划对铜升水的影响料为“中性”。Wieland 年产铜材 500,000 吨, 2016/17 财年的交易额为 30 亿欧元。

12. **【中国 1 月精炼铜进口同比增约 13%】**2 月 24 日消息, 海关总署公布的数据显示, 中国 1 月精炼铜进口量为 314,525 吨, 同比增加 13.04%。

13. **【中国 1 月金属废料进口同比大降 25%至近两年低点】**中国海关总署数据显示, 1 月废金属进口量为 49 万吨, 为 2016 年 2 月以来低点, 同比减少 25.1%。其中, 1 月废铜进口为 20 万吨, 同比下降 27.5%; 中国废铝进口量为 19 万吨, 同比增加了 11%; 废钢进口量为 10 万吨, 同比减少 52.4%。1 月是中国政府施行海外废料进口新规后的第一个整月。

14. 第七批建议批准的限制进口类申请明细表于 2018 年 2 月 23 日进行了公示, 此次公布的名单有 28 家企业, 废金属企业涉及 3 家公司, 总核定进口量为 12742 吨, 其中废七类铜 2018 年第七批核定进口量为 10350 吨, 较此前批次都有明显的增长。

15. **【紫金矿业将把阴极铜产能将提高到 40 万吨/年】**紫金矿业公布, 董事会同意对紫金铜业有限公司实施二次挖潜增效改造项目进行立项, 项目总投资为人民币 9.8 亿元, 改造完成后阴极铜产能将提高到 40 万吨/年。

16. **【淡水河谷销量报告】**黑色金属类铁矿石和球团矿全年销量总计 3.431 亿吨, 与 2016 年基本持平; 2017 年全年铁矿石产量达到创纪录的 3.665 亿吨; 2017 年全年镍产量为 28.82 万吨, 较 2016 年减少 7.3%; 铜产量为 43.85 万吨, 与 2016 年基本持平; 钴产量为 5811 吨。值得关注的是, 2017 年全年黄金和煤炭产量分别达到创纪录的 48.50 万盎司和 1130 万吨。

17. **【嘉能可创 44 年最佳业绩】**全球矿业巨头嘉能可周三公布 2017 年全年业绩显示, 受大宗商品价格上涨等因素影响, 该公司 2017 年经调整后的利润高达 147.6 亿美元, 同比增长 44%, 其中交易部门的税前利润达到 30 亿美元。嘉能可的铜交易量较 2016 年同期增长约 14%, 而其开采的铜产量略有下降。但这可能会在 2018 年发生改变, 因为一些矿山会重新上线。

18. **【赞比亚央行: 2017 年赞比亚铜产量同比增长 1.6%】**赞比亚央行周三称, 赞比亚 2017 年铜产量增长 1.6% 至 786,731 吨。赞比亚央行经济部主管表示: “由于电力供应改善, 我们预计在 2018 年产量将进一步增加。”

19. **【WBMS: 2017 年全球基本金属供需平衡数据】**WBMS 数据显示, 2017 年 1-12 月全球铜市供应短缺 21.26 万吨, 2016 年全年短缺 10.20 万吨; 全球原铝市场供应短缺 141.4 万吨, 2016 年全年供应短缺 77.0 万吨; 全球铅市供应短缺 43.4 万吨, 2016 年短缺 15.4 万吨; 2017 年全球镍市场供应短缺 10.2 万吨, 2016 年全年短缺 6.82 万吨; 全球锡市场供应短缺 1.77 万吨。

20. **【国际铜业研究组织(ICSG)】**2017 年 11 月全球精炼铜市场供应短缺 4 万吨, 10 月全球

精炼铜市场供应短缺 2,000 吨；前 11 个月短缺 19.5 万吨，前 10 个月短缺 17.5 万吨。

21. 【第六批限制进口类明细今日公布--无一家废铜相关企业】2018 年 2 月 9 日公布了第六批限制进口类申请明细表，里面没有一家废金属相关类企业。目前暂未公布天津地区批文，广东地区只有一家位于台山的企业获批，继续关注后续批文发放及 1 月我国废铜实际进口量。

22. 【2017 年智利铜矿产量下降 0.9%】2017 年智利铜产量为 550 万吨，较上年的 555 万吨下降 0.9%，为连续第二年下降。自从 2015 年达到 577 万吨以来，智利铜产量已经下降 4.7%。

23. 【SMM 铜管企业开工率调研】据 SMM 调研数据显示，1 月份铜管企业开工率为 84.87%，同比上涨 17.85 个百分点，环比增加 0.03 个百分点。

24. 【2018 年 1 月新能源汽车迎开门红】据乘联会数据显示，1 月新能源乘用车销量为 3.2 万辆，同比增速高达 480%，年初即迎来开门红，为今年新能源汽车发展奠定良好的基础。

25. 【2017 年全球电动乘用车销量 119.71 万辆，同比增长 67%】据 Marklines 统计，2017 年 12 月全球电动车销量 16.13 万辆，同比增长 61%；2017 年全年全球电动乘用车销量 119.71 万，同比增加 67%。2017 年全球市场累计销量中国位列第一，完成 56.74 万辆，同比增长 88.1%。

26. 【刚果 2017 年铜产量增长 6.9%至 109 万吨】2 月 7 日消息，刚果共和国矿业部周三表示，该国 2017 年铜产量同比增长 6.9%至 109 万吨，钴产量则大涨 15.5%至 73,940 吨。该国 2017 年黄金产量则增长 2.7%至 23,270 千克。

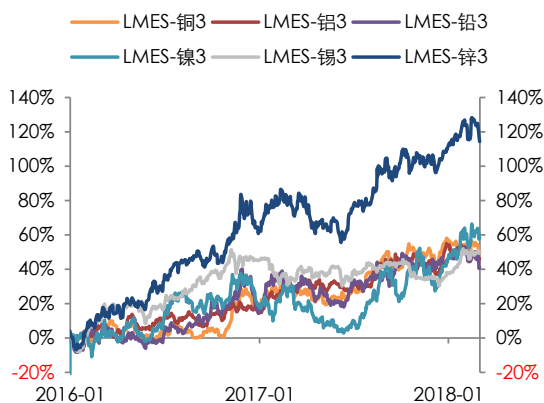
27. 【南方铜业预计 2018 全球精炼铜需求增长约 2.1%】南方铜业公司在 2017 年度业绩电话会议中指出，中国是世界上最大的铜消费国，预计超过 45%的需求将继续保持健康增长，2018 年全球精炼铜需求预计增长约 2.1%，将会带来 50 万吨新的铜需求增长。预计 2018 年铜供应量增长约 1%，今年将出现铜市场短缺现象，这将对铜价形成有力支撑。南铜目前正在制定新的有机增长计划，到 2025 年将其铜产量增加到 150 万吨。

28. 【美国 12 月阴极铜进口为 5.8 万吨，出口为 0.29 万吨】美国商务部周二公布的数据显示，美国 12 月阴极铜进口为 57,920,732 千克，2017 年全年进口达到 809,074,017 千克。美国 12 月阴极铜出口（其中包括再出口）为 2,939,498 千克，2017 年全年为 55,617,574 千克。

29. 【2018 年西部矿业年产 10 万吨阴极铜项目将试生产】西部矿业(601168)在互动平台表示，2018 年，公司年产 10 万吨阴极铜项目将进行试生产；公司于 1 月完成对四川会东大梁矿业有限公司 82.96%股权的收购项目，其拥有 66 万吨/年的生产规模；公司持有的西藏玉龙铜矿二期改扩建工程计划将于今年全面开工建设。公司还将通过多种措施淘汰落后产能、加快产业结构调整和优化升级，提高盈利能力。

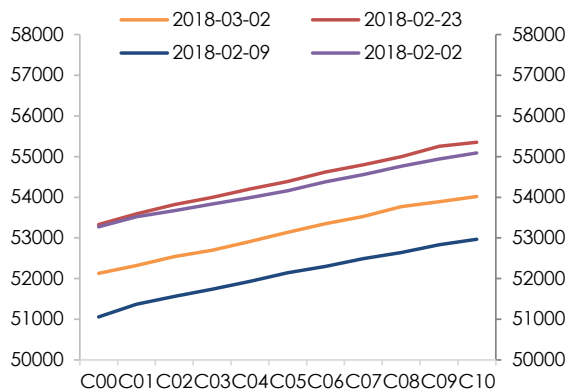
1.行情回顾

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 3 月 2 日, 铜现货贴水当月合约 175 元/吨。2 月份铜现货跌 260 元/吨, 收于 52430 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

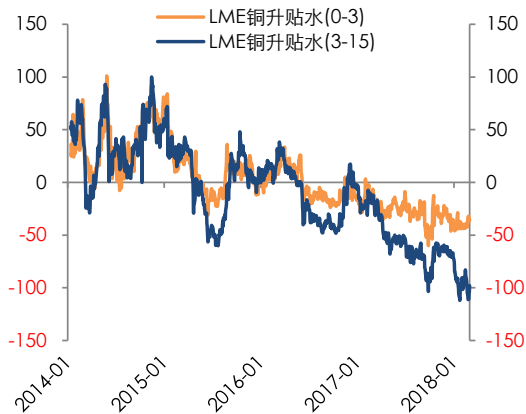
图4: 铜现货价格: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图5:LME铜现货升贴水: 美元/吨

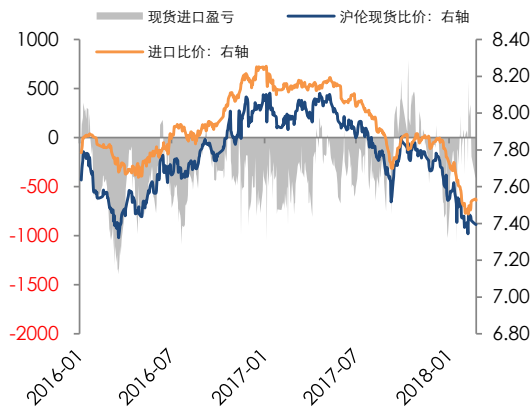
图6:洋山铜溢价: 美元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

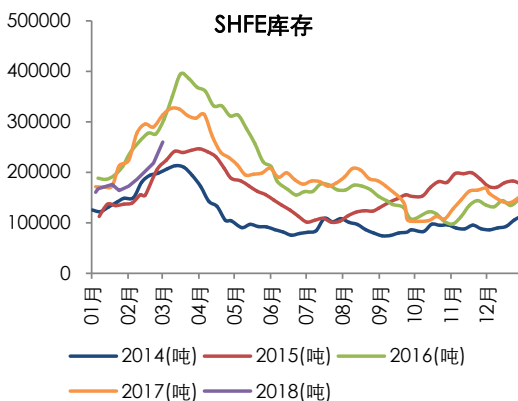
库存方面，截至3月2日，全球库存增至126.95万吨，整个2月份累计上升13.86万吨。其中上期所库存增加8.77万吨，LME库存上升2.06万吨，COMEX库存上升0.73万吨，上海保税区库存上升2.30万吨。

图7:进口铜盈亏: 元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图9:上期所库存: 吨

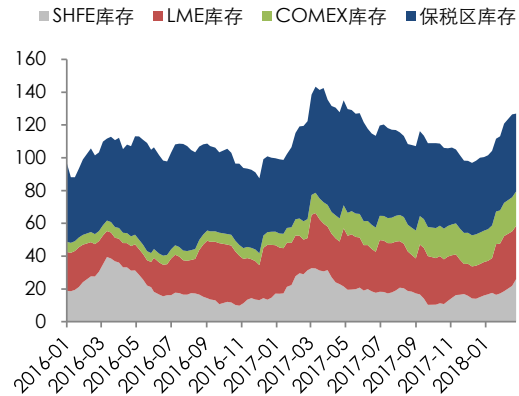


数据来源：WIND，兴证期货研发部



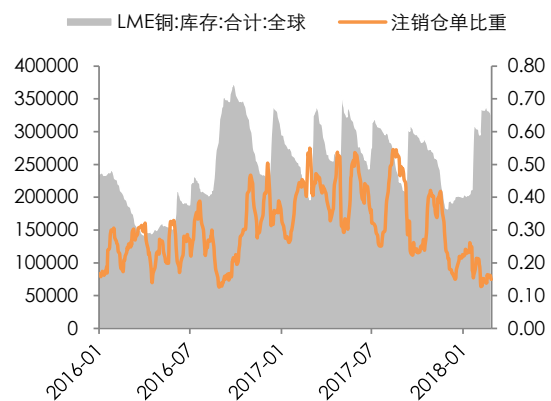
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图8:全球铜总库存(显性库存+保税区): 万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图10:LME库存及注销仓单比重: 吨



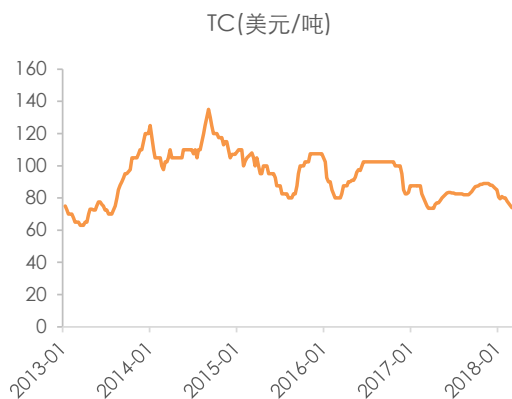
数据来源：WIND，兴证期货研发部

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%。

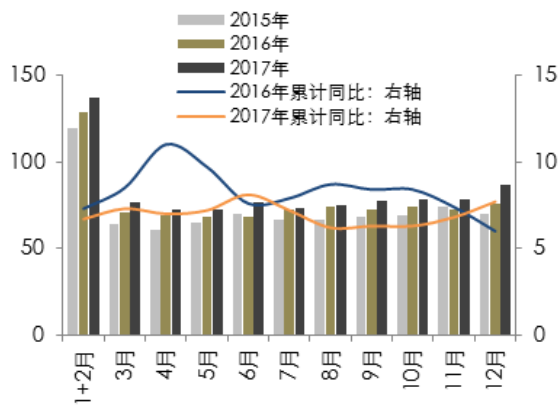
截至 3 月 2 日上海有色网现货 TC 报 70-78 美元/吨, 较春节前一周降低 4 美元/吨。

图11:铜精矿加工费TC : 美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

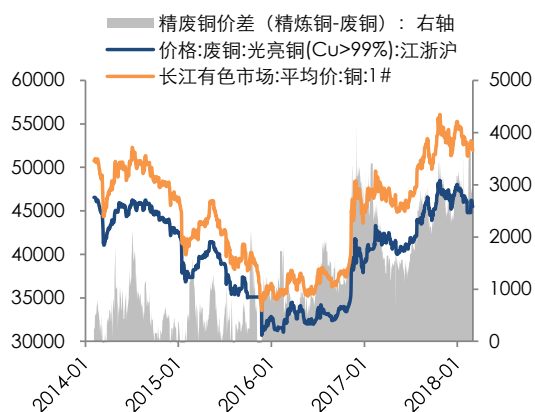
图12:国内电解铜产量: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

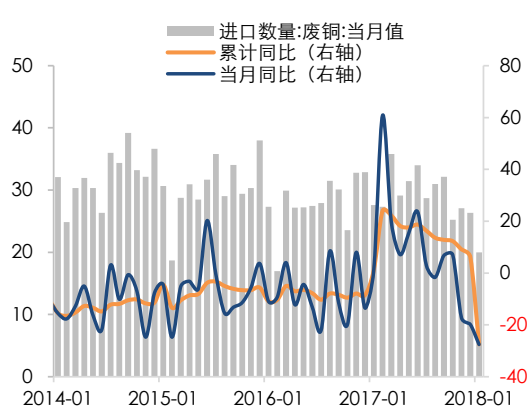
2018 年 1 月废铜进口量为 199,909 吨, 在 2017 年 1 月份对应春节的情况下仍同比下降 27.52%, 环比减少 24.14%。

图13:精废铜价差: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

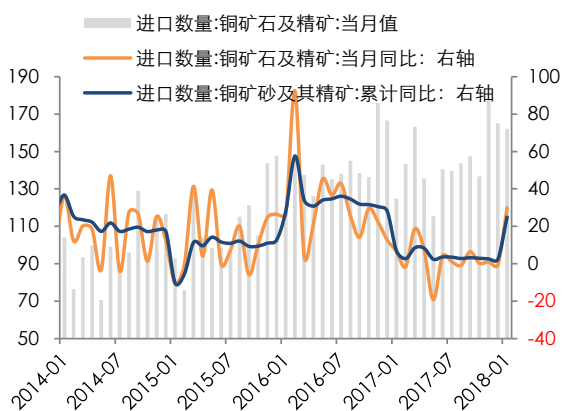
图14:废铜进口: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

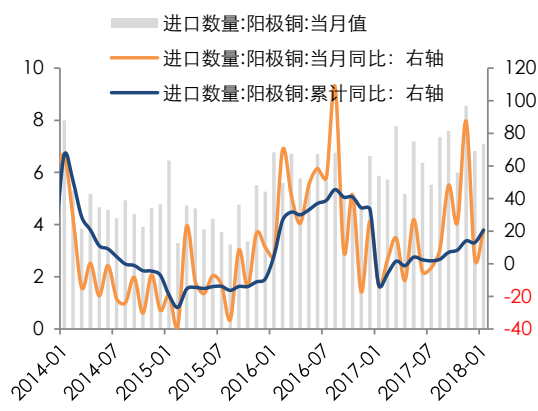
海关总署数据显示，中国 1 月铜矿砂及精矿进口量同比增加 29.91%，至 162.17 万吨。

图15:铜精矿进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

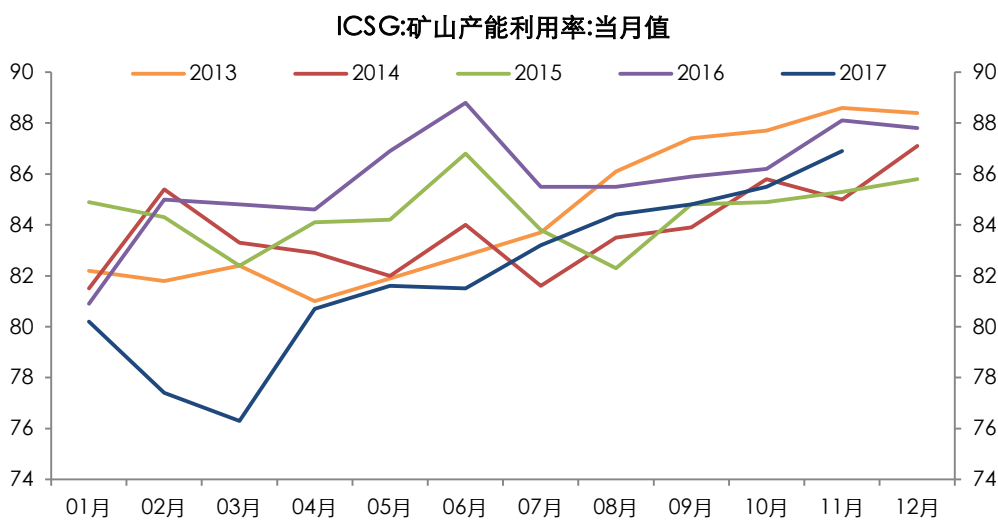
图16:阳极铜进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

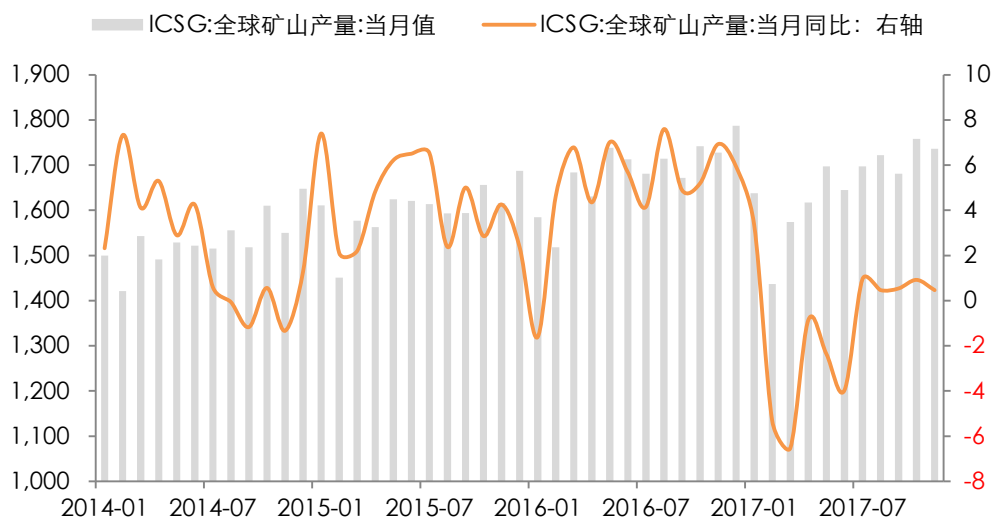
ICSG 最新数据显示，2017 年 11 月矿山产能利用率回升至 86.9%，环比 10 月上升 1.4%。

图17:ICSG全球矿山产能利用率：%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

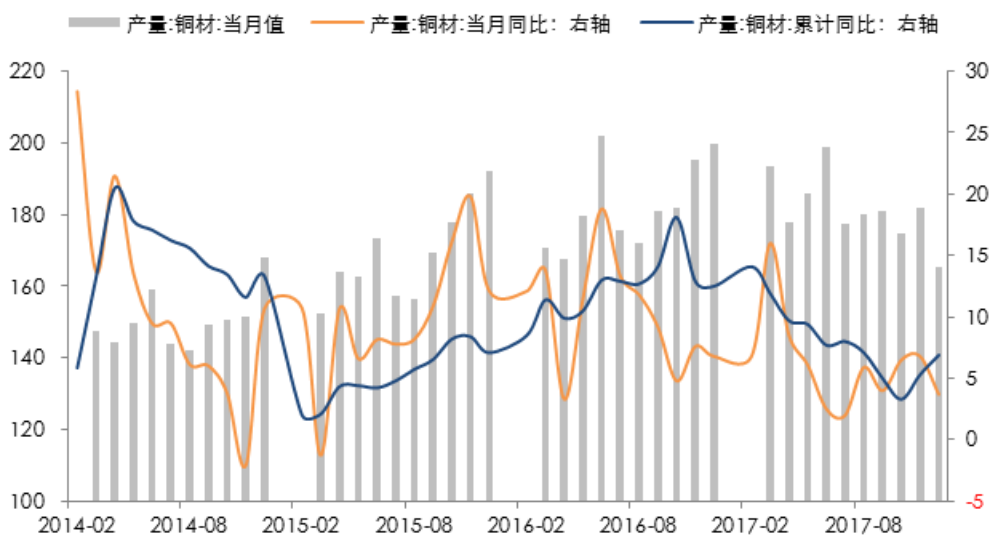
图18:ICSG全球矿山产量: 千吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2.3 需求端情况

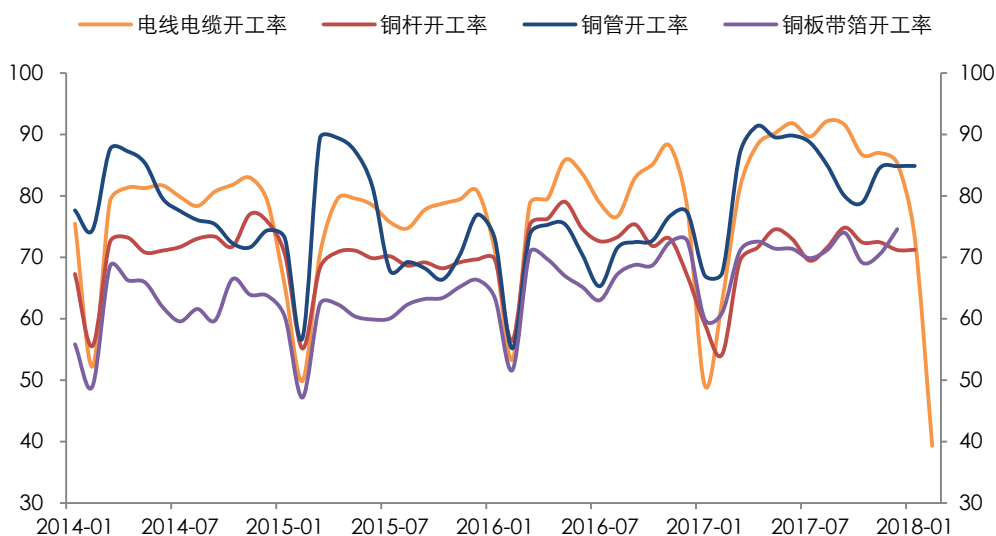
图19:国内铜材产量: 万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

据 SMM 最新调研数据显示,2018 年 2 月份电线电缆企业开工率为 39.30%,环比下滑 33.92%。

图20:国内铜材开工率情况: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

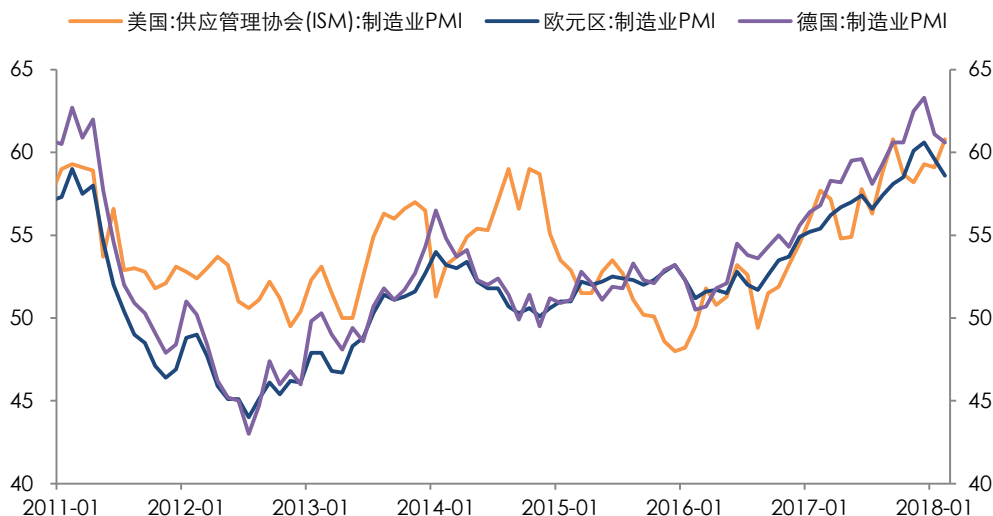
表1: 中国铜终端需求变化

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 环比继续小幅下滑,2018 年 2 月欧元区制造业 PMI 收于 58.6,其中德国制造业 PMI 60.6。美国 2 月制造业 PMI 回升至 60.8 高位,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

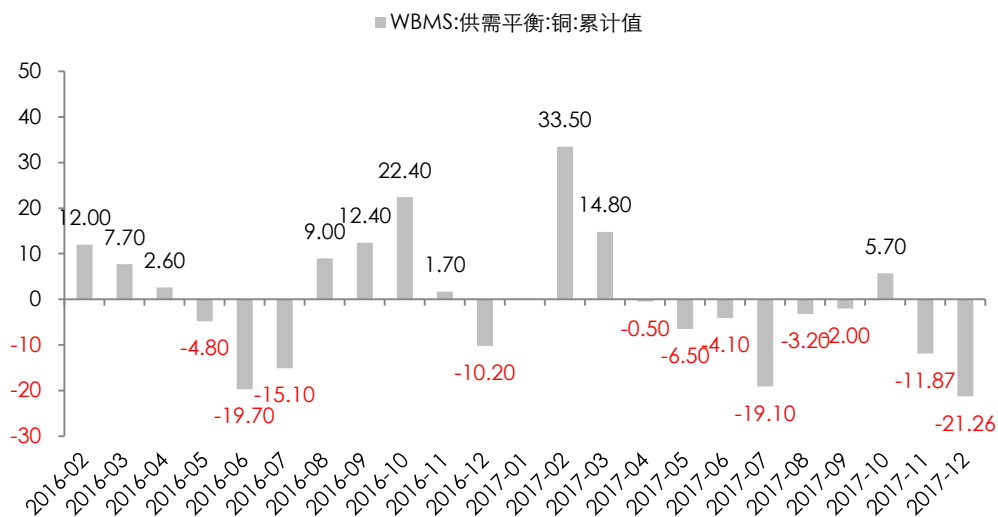


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.4 供需平衡表

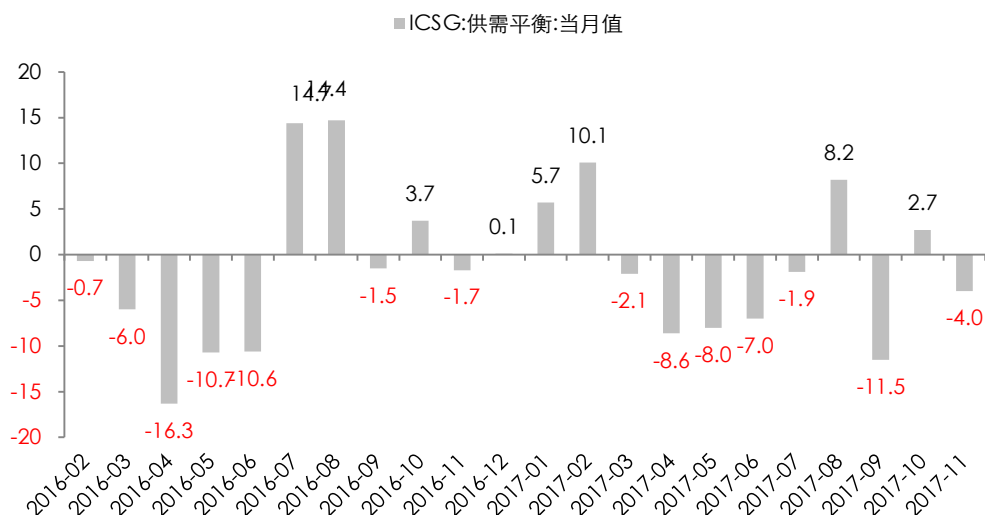
WBMS 数据显示, 2017 年 1-12 月全球铜市供应短缺 21.26 万吨, 2016 年全年短缺 10.20 万吨。2017 年 11 月全球精炼铜市场供应短缺 4 万吨, 10 月全球精炼铜市场供应短缺 2,000 吨; 前 11 个月短缺 19.5 万吨, 前 10 个月短缺 17.5 万吨。

图22:WBMS累计供需平衡: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图23:ICSG当月供需平衡: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

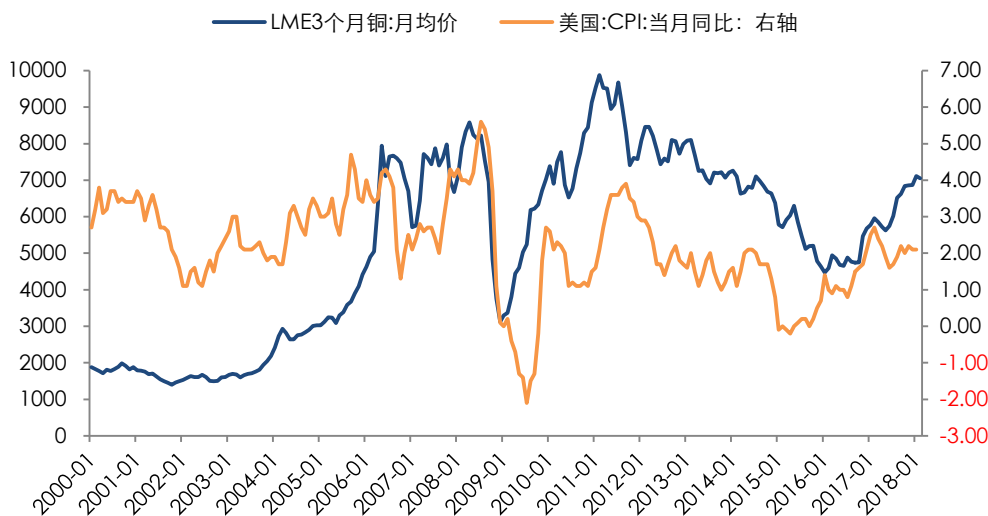
3.铜相关金融属性指标

图24:美元指数



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图25:美国通胀变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

4.后市展望

1月废铜进口量同比大幅下降27.5%，从2月23日公布的前七批废铜进口批文来看，累计量只有19.45万吨，同比2017年前七批累计下滑93%。从进口批文的趋势看，后期废铜进口大概率会继续大幅萎缩。

近期国外大矿山相继公布2017年业绩预告，大部分矿企业绩向好，嘉能可创下近44年来最佳业绩。但即使目前矿企铜业务利润较好，从前期大矿企资本支出预判铜矿新增产能大概率处于萎缩趋势。近期铜精矿加工费不断下滑，可以部分印证我们对未来铜矿产量增速相对放缓的预期。

从最新欧美国制造业情况看，美国制造业PMI向好，欧元区制造业PMI虽有所下滑，但维持在60附近高位。国内2月财新制造业PMI回升至51.6，创去年8月以来最高，官方制造业PMI下滑至50.3。整体看，铜消费端或将维持低速增长。

我们维持铜价中长期走强的预判。仅供参考。

3 月或出现转折

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 2 月收涨。港口库存方面，目前铁矿石港口库存逼近 1.6 亿吨，整个 2 月份上升 800 多万吨，继续维持上升趋势，库存压力较大。疏港量方面受春节假期的影响，月度均值下降幅度较大，但与去年基本持平。发货量方面，春节前后巴西澳洲的发货量与去年相比略有上升。整体来看，铁矿石供给方面没有太多改观，依然压力较大。

需求方面，受取暖季限产及春节假期的影响，2 月高炉开工率及产能利用率依然维持在较低位置；而 3 月份随着取暖季限产的结束，预计此后开工率将出现回升。同样受春节假期的影响，铁矿石进口矿可用库存天数下降幅度较大；虽然钢厂现阶段虽存在采购意愿，但对价格预期较低以及自身仍有一定库存，故未有积极补库动作。

目前市场对于春节后需求复苏的乐观情绪依然存在，同时非取暖季将限产的消息对于矿价有一定支撑。另一方面，特朗普宣布对进口钢铁征税的举措对市场情绪有一定压制；同时非取暖季限产长远来看利空铁矿石需求。整体来看，铁矿石中长期基本面仍然偏弱。建议投资者等待铁矿石反弹后逢高沽空的机会，仅供参考。

螺纹钢：

2 月螺纹钢是绝对的淡季，春节前后市场交易停滞。价格走势凭借预期。从生产上来看，虽然取暖季限产实施了，但是钢材库存垒得飞快。我们认为这是因为电炉往年在冬季不进行生产，但今年因为利润和预期都比较好，所以电炉恢复了供应，使得市场可见库存大幅上升。从绝对的供应量上面来说，3 月的供应会得到持续的恢复，中旬过后高炉恢复供应后，市场供需会面临更大的压力。需求方面也会得到一定的恢复，但是我们认为需求的复苏可能会晚于市场预期。因为北方首先要进行土石方的操作耽误 1 个月左右的用材时间，然后在 4 月以后才有可能出现需求的高潮。因此 3 月供需矛盾凸现。钢材价格有较大可能出现下跌的情况。

1.行情回顾

2月份铁矿石收涨，截至2月28日，I1805收于543元/吨，月涨33元/吨，涨幅6.47%。月末持仓量为151.6万手。

2月份螺纹钢收涨，截至2月28日，RB1805收于4020元/吨，月涨105元/吨，涨幅2.68%。月末持仓量为252.4万手。

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 2 月 28 日，青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 553 元/吨，月环比涨 27 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 535 元/吨，月环比涨 15 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 2 月 28 日，普氏指数报收于 78.9 美元/吨，环比上月上涨 5.8 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）

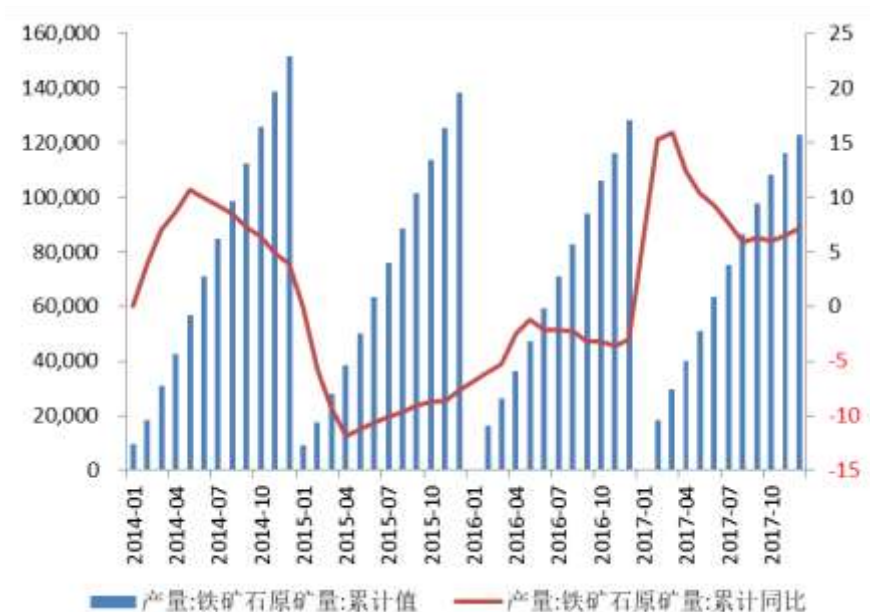


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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%。

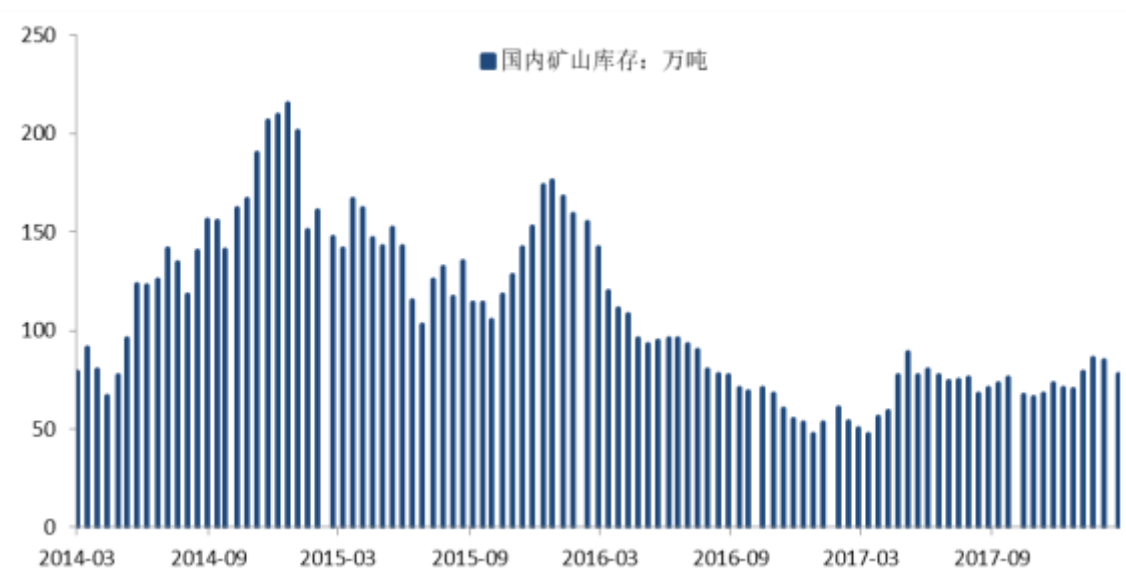
图5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至3月2日，国内矿山铁精粉库存78万吨，与1月底相比减少8万吨。

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 铁矿进口量保持增长

2018年1月份进口铁矿砂及其精矿10034万吨，同比增加9.07%。

图7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存压力较大

截至3月2日，铁矿石港口库存为15956.2万吨，与2月初相比上升813.4万吨；钢厂进口矿库存可用天数25天，与2月初相比大幅减少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 钢材现货走高

截至 2 月 28 日，北京螺纹钢收于 4140 元/吨，月涨 180 元/吨；上海螺纹钢收于 4100 元/吨，月涨 210 元/吨；广州螺纹钢收于 4470 元/吨，月涨 160 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 2 月 28 日，唐山方坯收于 3730 元/吨，月涨 140 元/吨；生铁价格收于 3150 元/吨，月涨 100 元/吨；废钢价格涨 150，收于 2450 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

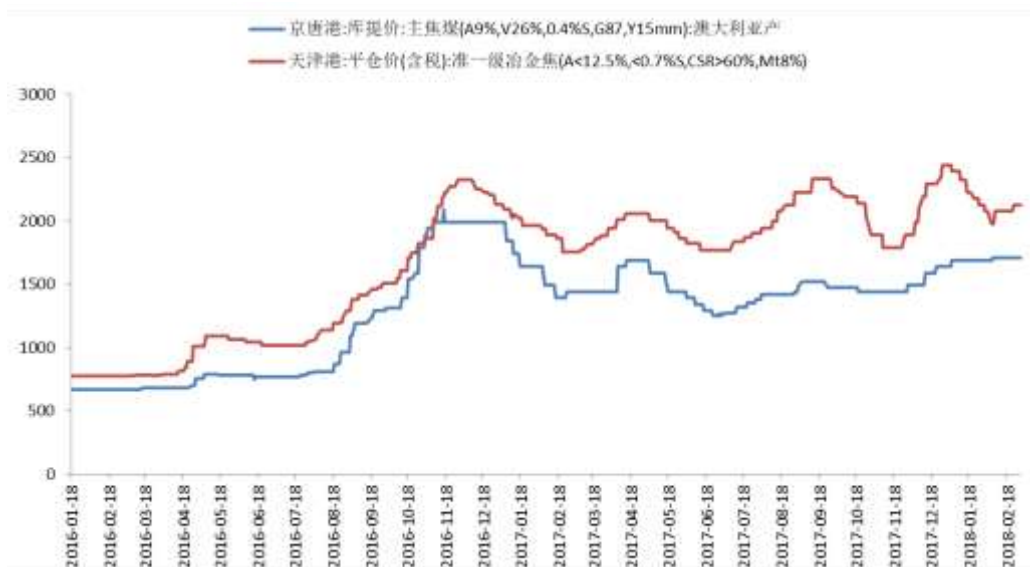


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤、焦炭现货上涨

截至 2 月 28 日，京唐港焦煤收于 1710 元/吨，月环比涨 20 元/吨；天津港焦炭上涨 50 元，至 2125 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

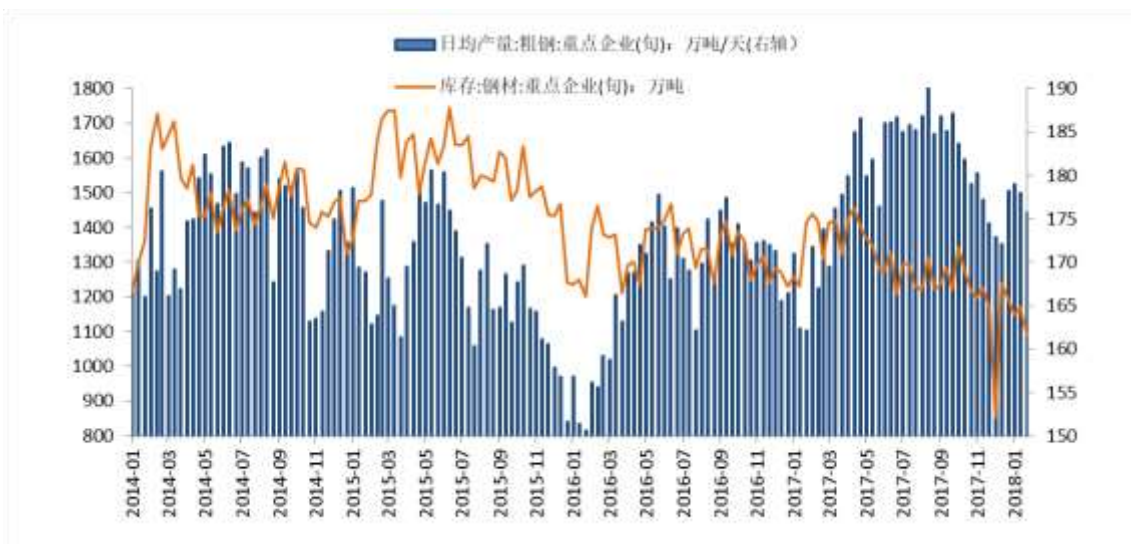


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂生产持稳

与 1 月上旬相比，2018 年 2 月上旬重点钢企粗钢日产 178.47 万吨，环比微降 0.49 万吨；重点企业库存 952.92 万吨，环比减少 195.59 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

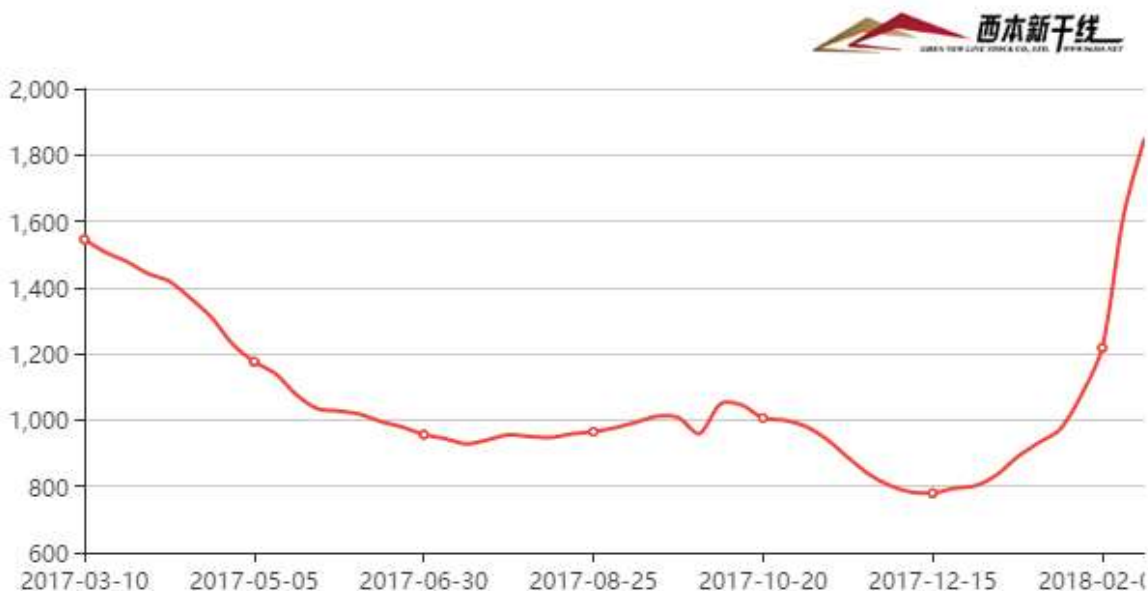


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存上升

截至 3 月 2 日,全国主要钢材品种库存总量为 1850.8 万吨,与 2 月初相比上升 777.3 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 3 月 2 日,螺纹钢上海库存 47.61 万吨,月环比上升 13.07 万吨;广州库存 114.39 万吨,月环比上升 47.07 万吨;北京库存 66.88 万吨,月环比上升 40.24 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 3 月 2 日，163 家钢厂盈利比例为 85.28%；高炉开工率为 63.26%，月环比基本持稳。

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 2 月周度均值 10476 吨，1 月周度均值 23514 吨，环比受春节影响下降。

图 16：上海地区周度终端线螺采购量

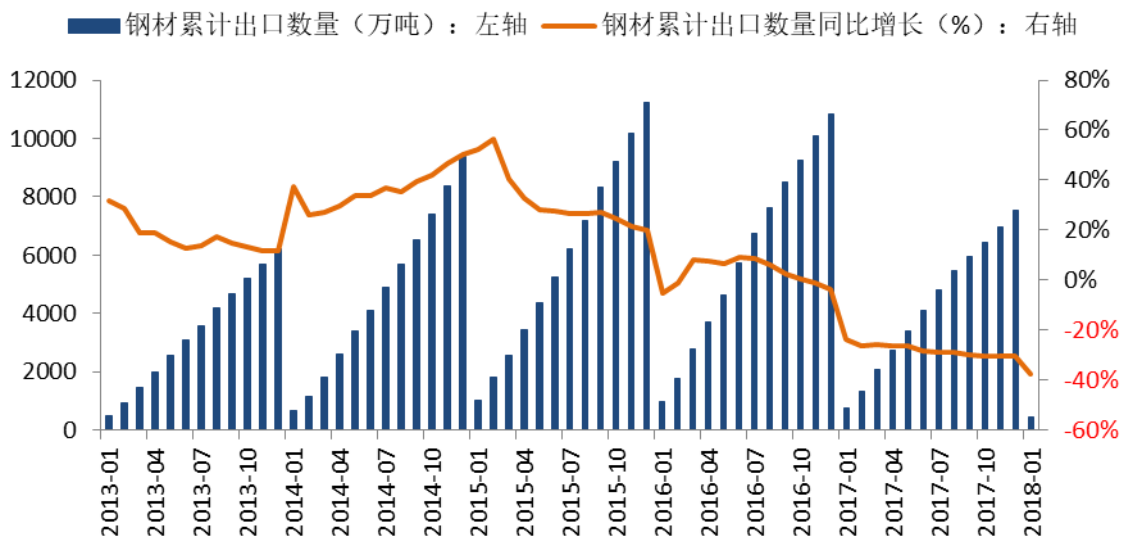


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口维持弱勢

2018 年 1 月钢材出口为 465 万吨，同比下滑 37.33%。

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:

目前市场对于春节后需求复苏的乐观情绪依然存在，同时非取暖季将限产的消息对于矿价有一定支撑。另一方面，特朗普宣布对进口钢铁征税的举措对市场情绪有一定压制；同时非取暖季限产长远来看利空铁矿石需求。整体来看，铁矿石中长期基本面仍然偏弱。建议投资者短期暂时观望，仅供参考。

螺纹钢:

2月螺纹钢是绝对的淡季，春节前后市场交易停滞。价格走势完全凭借预期。从生产上来看，虽然取暖季限产实施了，但是钢材库存垒得飞快。我们认为这是因为电炉往年在冬季不进行生产，但今年因为利润和预期都比较好，所以电炉恢复了供应，使得市场可见库存大幅上升。从绝对的供应量上面来说，3月的供应会得到持续的恢复，中旬过后高炉恢复供应后，市场供需会面临更大的压力。需求方面也会得到一定的恢复，但是我们认为需求的复苏可能会晚于市场预期。因为北方首先要进行土石方的操作耽误1个月左右的用材时间，然后在4月以后才有可能出现需求的高潮。因此3月供需矛盾凸现。钢材价格有较大可能出现下跌的情况。

冬储供暖即将结束，动力煤市场或延续偏弱运行

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：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月初，动力煤现货价格涨至近年来的新高，随后有关部门对持续高涨的煤价亮出红灯，要求2月5日起不允许有高于750元/吨的动力煤进入秦皇岛港。在保供、稳价等政策性压力下，2月份动力煤期现价格高位回落，CCI5500价格指数从月初的770元/吨下降到月底的700元/吨，ZC1805合约最低631.6元/吨，期现基差依然较大。主力合约ZC805报收636.6元/吨，月跌27.8元/吨，跌幅4.18%；持仓34.9万手，成交415.0万手，大幅缩量减仓。

截至2月28日，环渤海动力煤价格指数报574元/吨，比上月同期下降3元/吨，降幅0.52%。由于春节前后，沿海电厂日耗低位运行，库存累积大幅上涨；同时长协煤保供供应的稳定性与可靠性增强、进口煤补充作用凸显，供给逐渐宽松；加之各大煤企主动下调现货价格，港口煤价持续回落，市场看跌预期浓厚，从而导致2月份BSPI指数小幅回落。

● 后市展望及策略建议

随着春节假期结束，下游逐渐复产，工业用电将出现小幅反弹；但气温逐渐回升，冬储供暖即将结束，加之电厂补库进度基本完成，动力煤需求将季节性转淡。同时在春节、两会期间政策保供压力下，节后多家大型煤矿已经开始陆续复产复工，动力煤供需紧张局面有望缓解。

目前沿海动力煤价格继续保持下降态势、大型煤企也相继下调长协价，市场看跌预期浓厚，预计后期动力煤市场或延续偏弱运行，煤炭价格将继续回落。

整体来看，3月份ZC805合约或偏弱震荡为主，但目前期现基差依然较大，期货价格继续下跌需要现货价格更大幅度的下跌来支持，后续仍需警惕基差修复行情。

1.信息回顾

1.1 春节因素影响 2 月 PMI 回落，经济平稳运行向好态势未变

2018 年 2 月 28 日，国家统计局发布数据显示，2018 年 2 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.3%，比上月回落 1 个百分点，但仍位于枯荣线上方，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张态势。同期，2 月财新中国制造业 PMI 为 51.6%，较 1 月微升 0.1 个百分点，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，制造业总体延续扩张态势，中国经济韧性得到延续；但 3 月开工季的需求回升力度，对于判断 2018 年中国经济的走向颇为关键。

1.2 限价红灯亮起

据报道，国家有关部门对高涨的煤价亮出红灯，要求 2 月 5 日起不允许有高于 750 元/吨的动力煤进入秦皇岛港，后续将通过各种渠道对各企业进行监督，一经查实将采取限制铁路计划、港口不予受理菜单、回收场地等方式限制发运。

1.3 四部门要求完善产能置换政策、加快优质产能释放

2 月 9 日，为深化推进煤炭领域供给侧结构性改革，优化存量资源配置，实现供需动态平衡，发改委、能源局、安监局、煤监局发布《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》，针对各地推动落后产能退出力度不断加大、经济回升对能源的需求显著增加的情况，需要进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

1.4 环保部：2018 年所有省份要划定生态保护红线

在日前结束的 2018 年全国环境保护工作会议上，环境保护部部长李干杰指出，2018 年要划定并严守生态保护红线，实现一条红线管控重要生态空间。

1.5 国家煤矿安监局部署开展“一通三防”专项监察

为深入贯彻落实全国安全生产电视电话会议和全国安全生产工作会议精神，推进 2018 年煤矿安全监察执法工作，近日，国家煤矿安监局将在全国开展煤矿“一通三防”专项监察，专项监察从 2018 年 2 月持续到 5 月，监察对象为煤与瓦斯突出矿井、高瓦斯矿井、复产复工矿井，以及近三年发生过瓦斯事故的矿井。

1.6 去年全国煤炭产能利用率同比提高 8.7 个百分点

2 月 28 日，国家统计局发布《2017 年国民经济和社会发展统计公报》。

据公报，2017 年全国煤炭开采和洗选业产能利用率为 68.2%，同比提高 8.7 个百分点。

2017年，我国原煤产量35.2亿吨，同比增长3.3%；能源消费总量44.9亿吨标准煤，煤炭消费量占能源消费总量的60.4%，同比下降1.6个百分点。

1.7 神华长协价开始下行，3月神华两种长协价均跌

据最新市场消息显示，2018年3月神华集团下水动力煤年度和月度长协价格均出现下跌，价格均自2018年3月1日0时起执行。

2.行情回顾

2.1 动力煤期价走势

2月初，动力煤现货价格涨至近年来的新高，随后有关部门对持续高涨的煤价亮出红灯，要求2月5日起不允许有高于750元/吨的动力煤进入秦皇岛港。在保供、稳价等政策性压力下，2月份动力煤期现价格高位回落，CCI5500价格指数从月初的770元/吨下降到月底的700元/吨，ZC1805合约最低631.6元/吨，期现基差依然较大。主力合约ZC805报收636.6元/吨，月跌27.8元/吨，跌幅4.18%；持仓34.9万手，成交415.0万手，大幅缩量减仓。

图1：动煤ZC805行情走势

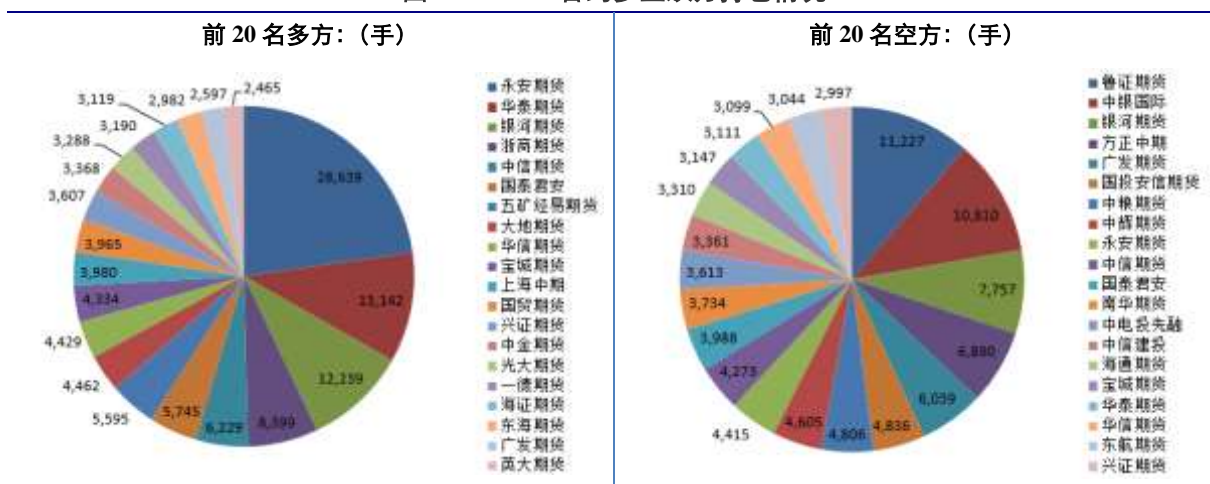


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至3月2日，主力合约ZC805前20名持买仓量由145149手减至125774手，前20名持卖仓量由115822手减至99062手；ZC合约前20名持买仓量151495手，前20名持卖仓量123057手。从机构层面看，多方较空方仍然维持着明显的优势。

图 2: ZC805 合约多空双方持仓情况



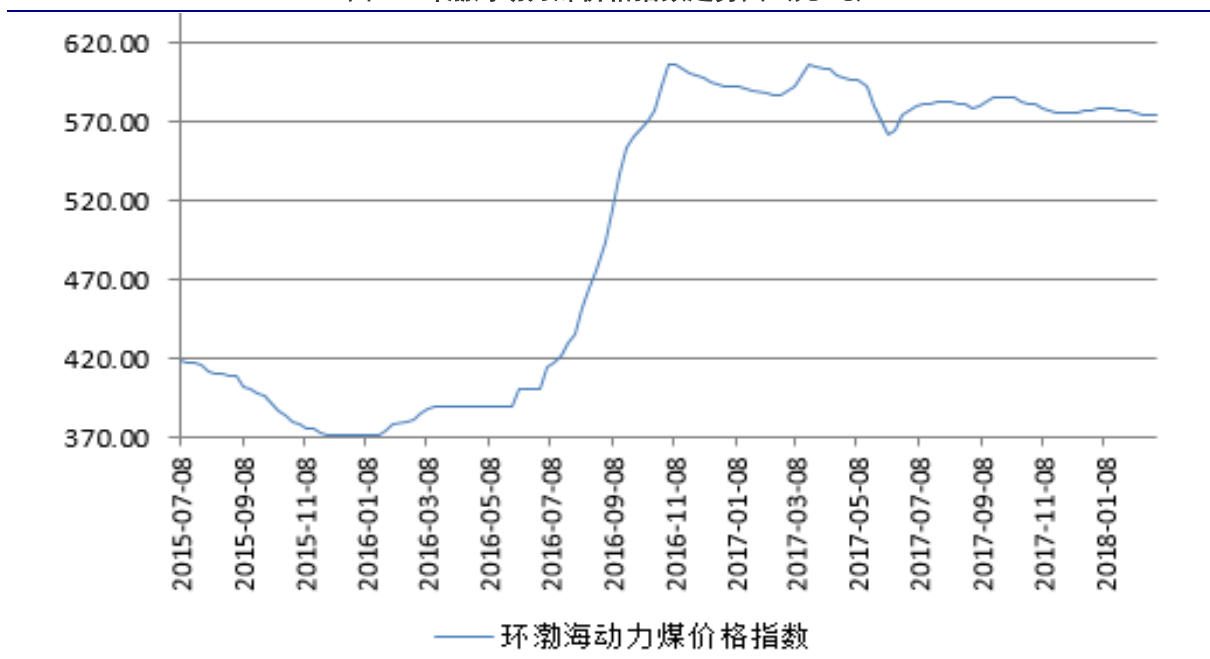
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 2 月 28 日, 环渤海动力煤价格指数报 574 元/吨, 比上月同期下降 3 元/吨, 降幅 0.52%。由于春节前后, 沿海电厂日耗低位运行, 库存累积大幅上涨; 同时长协煤保供应的稳定性与可靠性增强、进口煤补充作用凸显, 供给逐渐宽松; 加之各大煤企主动下调现货价格, 港口煤价持续回落, 市场看跌预期浓厚, 从而导致 2 月份 BSPI 指数小幅回落。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

3.2 国际动力煤市场

2 月份，国际动力煤市场整体维持高位运行，但月末快速回落。

(单位: 美元/吨)	2月1日	2月9日	2月16日	2月23日	3月1日
纽卡斯尔 NEWC	107.52	102.47	103.43	110.60	104.97
理查德 RB	96.84	90.84	94.86	98.16	95.31
欧洲 ARA 港	92.00	86.05	82.94	87.30	80.84

截止 3 月 1 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 104.97 美元/吨，较上月下跌 2.55 美元/吨，跌幅为 2.37%；南非理查德港动力煤价格指数 95.31 美元/吨，较上月下跌 1.53 美元/吨，跌幅为 1.58%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 80.84 美元/吨，较上月下跌 11.16 美元/吨，跌幅为 12.13%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

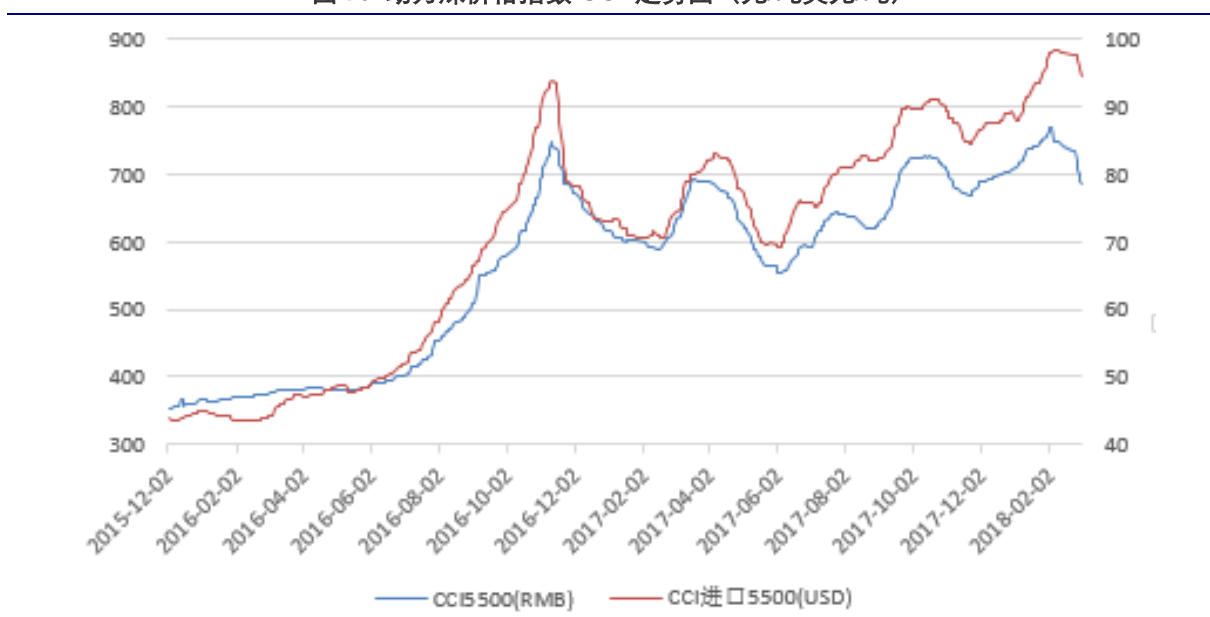


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

2 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均大幅下跌。截至 3 月 2 日，CCI5500 指数由 768 元/吨大幅下跌至 686 元/吨，跌幅为 10.68%；CCI 进口 5500 指数由 98.0 美元/吨下跌至 94.5 美元/吨，跌幅为 3.57%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨美元/吨）



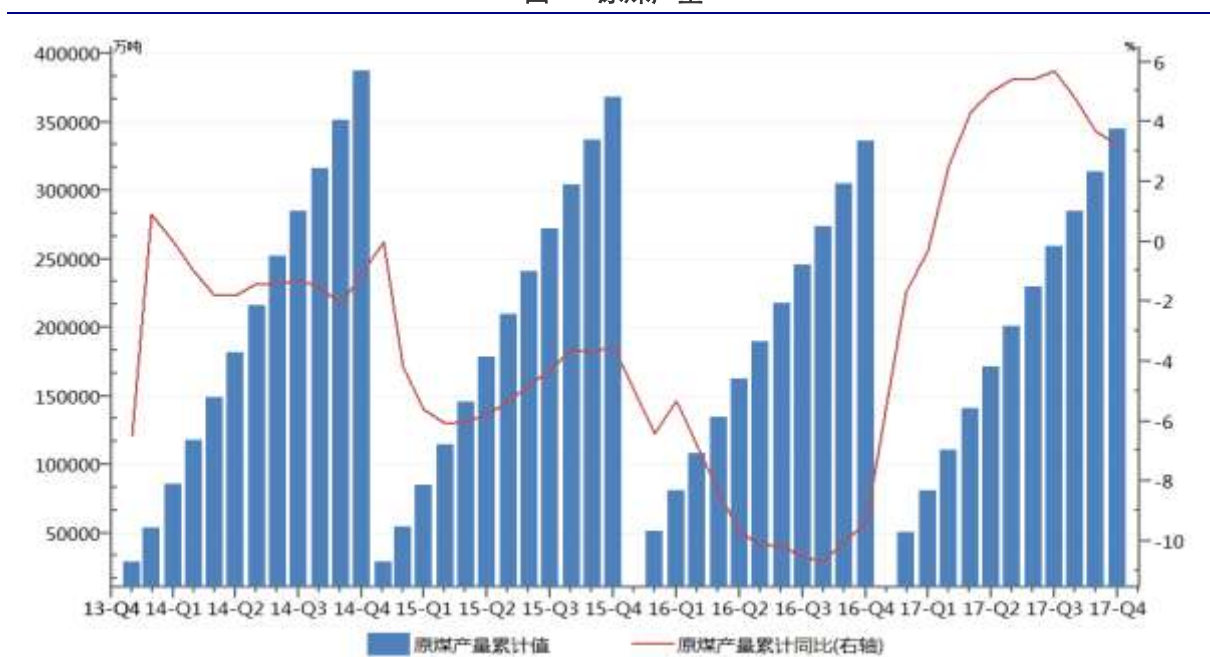
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.基本面

4.1 预计 2 月煤炭产量有所减少，但仍高于历史同期水平

1-2 月份统计局一般会公布累计数据，1 月产量暂未更新。尽管受春节影响煤矿产量整体有所下滑，但在国家密集出台相关保供给政策，保障供暖民生的作用下，产量同比应该有所增加，同时 2 月份春节期间大型煤矿少放假或不放假，从而 2 月煤炭产量应该有所提升。

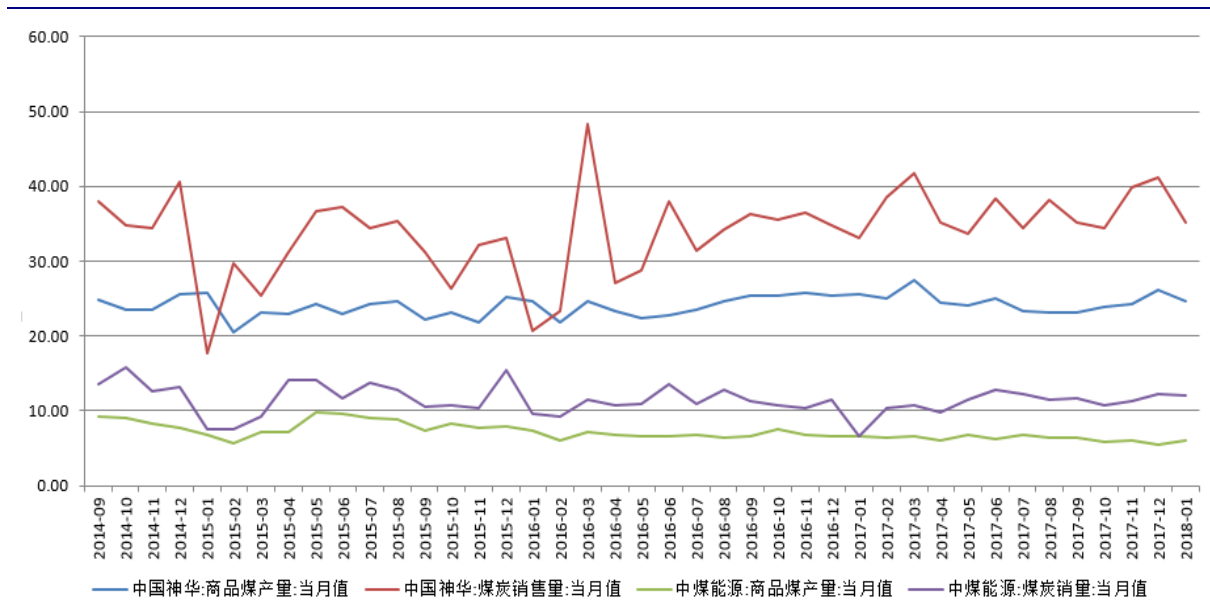
图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

1 月份，中国神华集团、中煤能源煤炭产量同比有所减少，销量同比有所增加。其中 1 月份，中国神华集团商品煤产量 2460 万吨，同比减少 90 万吨或 3.53%；煤炭销售量 3510 万吨，同比增加 200 吨或 6.04%。1 月份，中煤能源商品煤产量为 611 万吨，同比减少 47 万吨或 7.14%；商品煤销量为 1204 万吨，同比大幅增加 541 万吨或 81.60%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



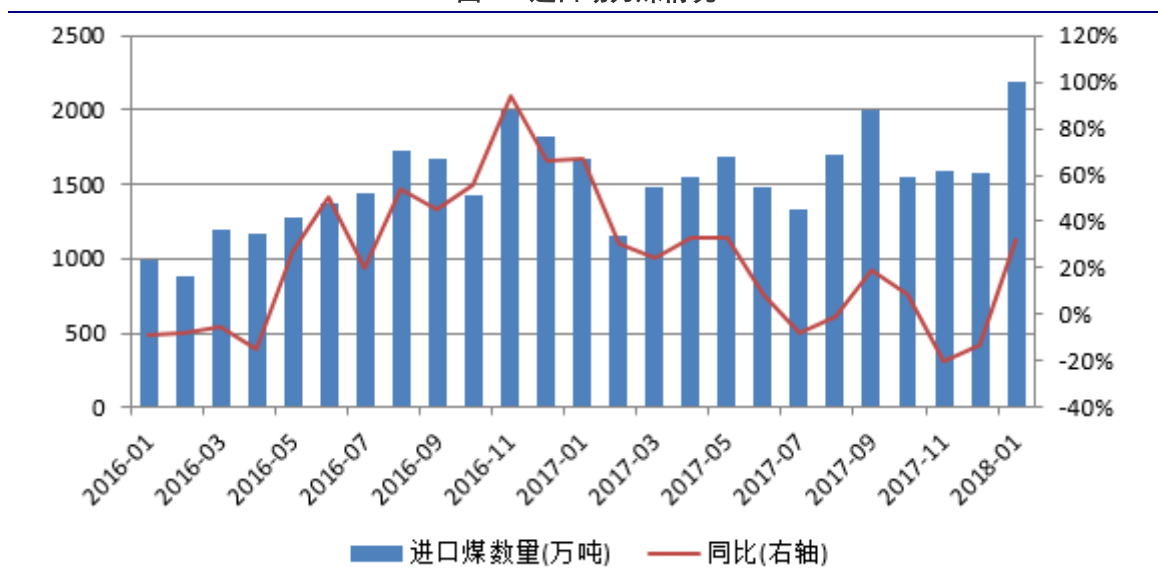
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤补充作用凸显

2018 年 1 月份，中国进口动力煤（包含其他烟煤、其他煤、褐煤）2195.95 万吨，同比增长 31.77%，环比增长 39.02%。

1 月份，排名前 3 的进口来源国依次为：印尼 1433.27 万吨，澳大利亚 465.21 万吨，俄罗斯 172.87 万吨，。

图 9：进口动力煤情况

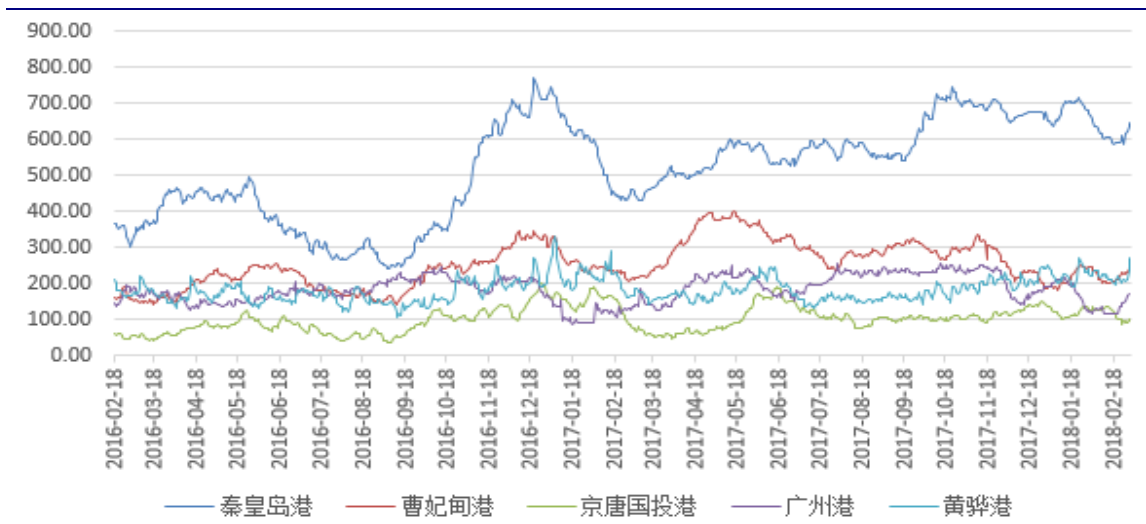


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存先降后升

由于港口囤积的长协煤在春节前后不断往下游发运，从而节前各港口库存均有一定程度的下滑，但节后港口库存快速回升。截至3月2日，环渤海四港动力煤库存1520.8万吨，较上月同期增加38.2万吨或2.58%。秦皇岛港库存644万吨，较上月同期减少21万吨或3.16%。黄骅港煤炭库存268.8万吨，较上月同期增加47.4万吨，整体维持在200万吨上方运行；曹妃甸港煤炭库存239.1万吨，较上月同期减少7.9万吨；京唐国投港煤炭库存95万吨，较上月同期减少30万吨。广州港煤炭库存173.0万吨，较上月同期大幅增加52.4万吨或43.45%。

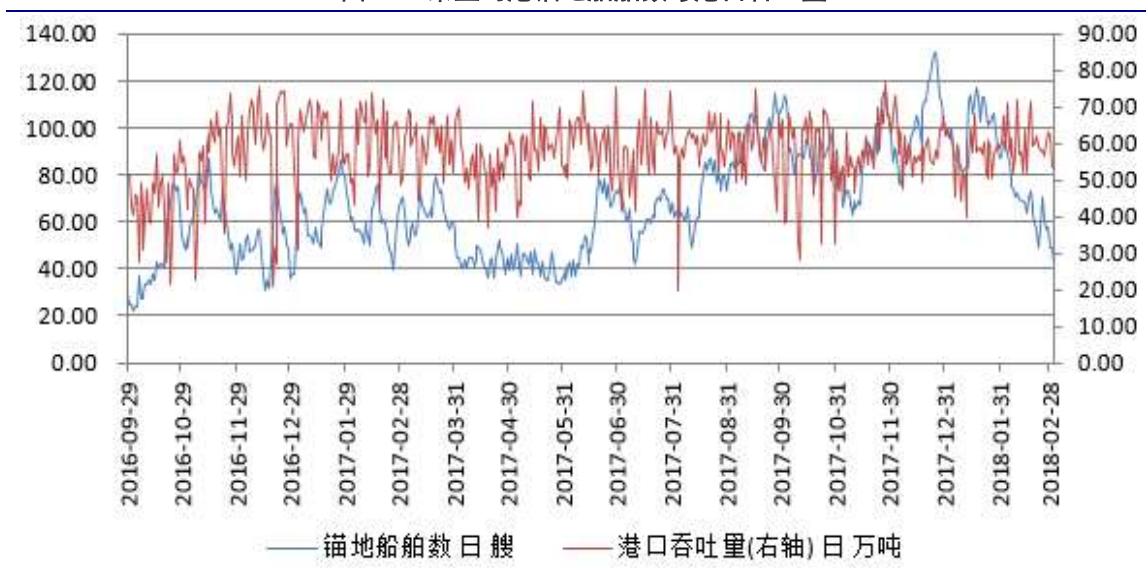
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于国家保供应政策不断发酵，铁路维持较高装运水平，港口调入量有所增加；同时下游积极补库，港口周转速度提升，成交情况略有好转。2月份，秦皇岛港日均铁路到车量7296.68车，环比增加133.36车；日均调入量58.64万吨，环比增加1.34万吨。日均吞吐量60.50万吨，环比增加3.93万吨。锚地船舶数日均69.71艘，环比减少29.09艘。

图 11：秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

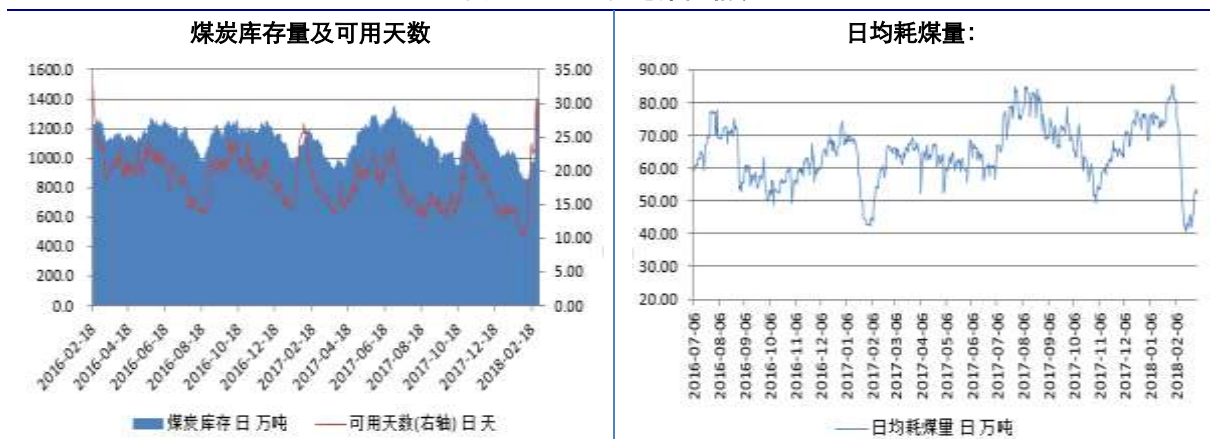


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 电厂库存大幅增加，补库基本完成

随着春节假期结束，下游逐渐复产，工业用电将出现小幅反弹；但气温逐渐回升，冬储供暖即将结束，加之电厂补库进度基本完成，动力煤需求将季节性转淡。截至 3 月 2 日，沿海六大发电集团煤炭库存 1354.89 万吨，较上月同期大幅增加 488.2 万吨或 56.33%；可用天数由 10.35 天上升至 25.82 天。日均耗煤量 52.47 万吨，较上月同期减少 31.24 万吨。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

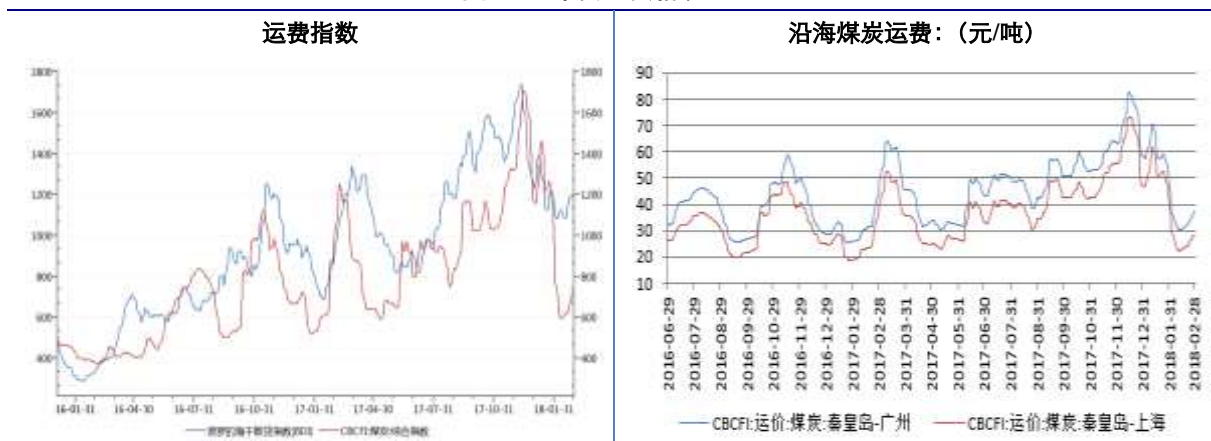
4.5 国际运费逐渐回升，沿海运费触底反弹

由于国际干散货运输市场需求改善，带动各船舶运价走高，推动波罗的海干散货指数(BDI)逐渐回升。截至 3 月 2 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1207 点，较上月同期回升了 93 点，涨幅为 8.35%。

沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 由 866.98 点下降至 593.99 点后反弹至 719.45 点，较上月同期继续下跌了 147.53 点，跌幅为 17.02%。由于沿海航运市场需求转淡，2 月中上旬沿海煤炭运费延续 1 月份的走势，进一步回落；随后由于部分内外兼营的船企改走国际航线，国内运力减少，从而节后沿海煤炭运费有所反弹。当前全国气温缓慢回升，下游电厂补库意愿降低，沿海航运市场较为平稳，同时持续回落的煤价仍将继续影响航运市场运行，预计短期内沿海煤炭运费仍将低位震荡运行。

截至 3 月 2 日，秦皇岛-广州海运费由 42.6 元/吨下跌至 30.5 元/吨后回升至 37.7 元/吨，较上月下跌了 4.9 元/吨；秦皇岛-上海海运费由 34.9 元/吨下跌至 22.3 元/吨后回升至 28.1 元/吨，较上月下跌了 6.8 元/吨。

图 13：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5.总结

随着春节假期结束，下游逐渐复产，工业用电将出现小幅反弹；但气温逐渐回升，冬储供暖即将结束，加之电厂补库进度基本完成，动力煤需求将季节性转淡。同时在春节、两会期间政策保供压力下，节后多家大型煤矿已经开始陆续复产复工，动力煤供需紧张局面有望缓解。

目前沿海动力煤价格继续保持下降态势、大型煤企也相继下调长协价，市场看跌预期浓厚，预计后期动力煤市场或延续偏弱运行，煤炭价格将继续回落。

整体来看，3 月份 ZC805 合约或偏弱震荡为主，但目前期现基差依然较大，期货价格继续下跌需要现货价格更大幅度的下跌来支持，后续仍需警惕基差修复行情。

短期区间震荡为主

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

2月份国际原油期货价格呈现回落走势，WTI主力合约月下跌3.22美元，跌幅4.97%，收于61.55美元/桶，从月线上看，结束了之前的五连阳。布伦特原油期货主力合约月下跌4.13美元，跌幅6%，收于64.75美元/桶。

● 后市展望及策略建议

虽然在最新的原油月度展望报告中，各大机构均上调全球原油需求，且OPEC减产执行情况较好，但以美国为首的非OPEC国家产量的上升仍是供应端的主要压力所在。近期美国钻机数和产量上涨，且页岩油高企的库存井以及钻机数持续上升，均表明美国原油产量仍将持续上涨，但增速或放缓；另外中东局势的恶化，引发市场对原油供应端的担忧，短期来看，油价或将区间震荡为主，底部仍有一定支撑。

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

2 月份国际原油期货价格呈现回落走势，WTI 主力合约月下跌 3.22 美元，跌幅 4.97%，收于 61.55 美元/桶，从月线上看，结束了之前的五连阳。布伦特原油期货主力合约月下跌 4.13 美元，跌幅 6%，收于 64.75 美元/桶。

2.基本面分析

在 2 月份发布的短期能源展望报告中，三大机构上调全球原油需求预期。三大机构均上调了全球原油需求预期。EIA 上调 2018 年全球原油需求增量 12 万桶/天，OPEC 上调 2018 年全球原油需求增量 6 万桶/天至 159 万桶/天，IEA 上调了 2018 年全球原油需求增量 10 万桶/天至 140 万桶/天，需求增量主要来自于亚太地区的非 OECD 国家。

另外，由于近期美国钻机数大涨，产量更是暴涨至 1000 万桶/天以上，各机构均上调了非 OPEC 国家 2018 年的产量增长预期。EIA 上调了非 OPEC 原油产量增长预期 31 万桶/天至 235 万桶/天，上调 OPEC 原油产量增长预期 32 万桶/天至 140 万桶/天。非 OPEC 原油产量增加主要来自美国的贡献，对于 2018 年美国原油产量增长预期，EIA 上调 23 万桶/天至 120 万桶/天。非 OPEC 产量增加的预期几乎等同于 OPEC 和非 OPEC 产油国承诺的减产规模，或对原油价格带来压力。

2.1 OPEC 继续严格执行减产协议

图 2：OPEC 原油产量变化



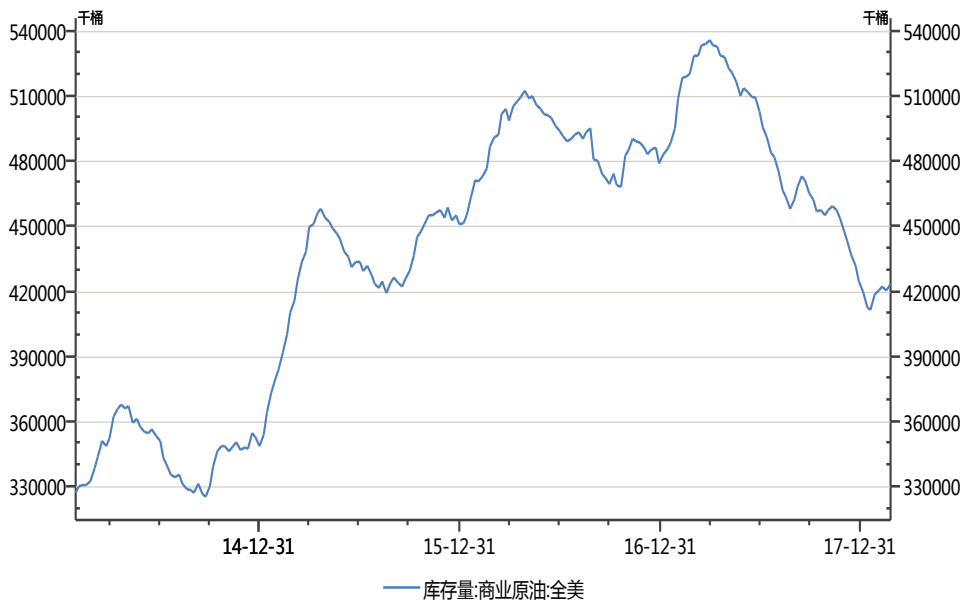
数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

OPEC 数据显示,1 月份 OPEC 产量下降 0.8 万桶/天至 32.3 百万桶/天,减产执行率为 137%, 减产协议执行力度创纪录高位, OPEC 产量连续六个月下滑。而根据彭博社对分析师、石油公司和船舶跟踪数据的调查, 2 月份 OPEC 的原油日产量可能继续下降 8 万桶至 3228 万桶。这是去年 4 月份 3189 万桶/日以来的最低水平, 主要原因是委内瑞拉产量持续下滑和阿联酋一个油田停产维护。委内瑞拉的日产量下降 3 万桶, 至 168 万桶/日。OPEC 能够兑现减产承诺, 一大部分原因就在于委内瑞拉。该国的石油行业不仅缺乏投资, 且面临美国制裁威胁, 去年的产量降至 80 年代以来最低水平。阿联酋的石油产量较上个月下降, 知情人士称这是因为 Das Blend 的油田进行维修。调查发现, 阿联酋 2 月份日产量 280 万桶, 比 1 月下降 5 万桶。另外沙特仍然维持减产, 日产量下降 8 万桶至 988 万桶/日。但利比亚的产量增加 7 万桶至 105 万桶/日, 为 2013 年以来的最高水平。

2.2 美国原油库存短期或小幅上升

图 3：EIA 美国原油库存变化



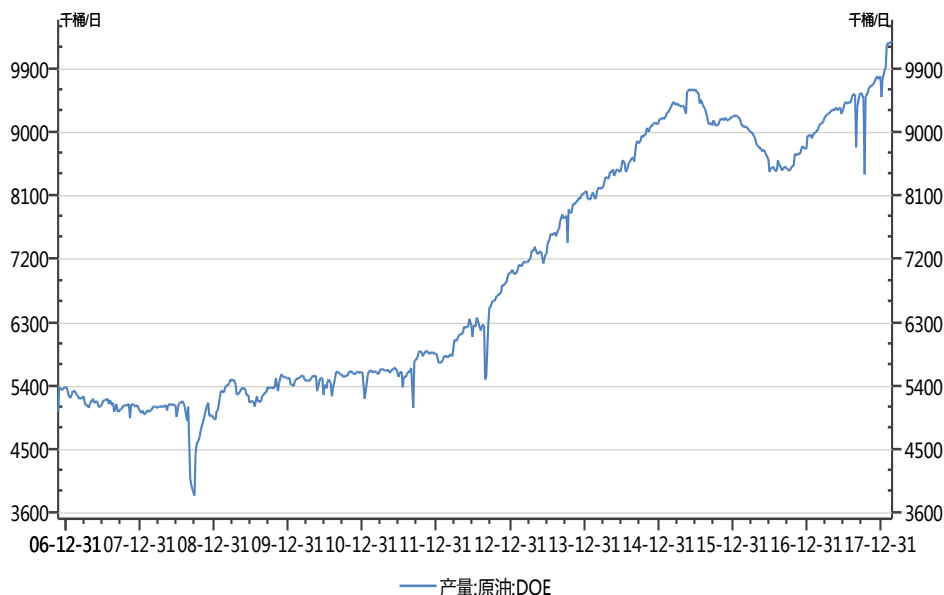
数据来源:Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据 EIA 公布的最新数据显示,截至 2 月 23 日当周,美国原油库存增加 301.9 万桶,预期为增加 223.29 万桶。汽油库存增加 248.3 万桶,预期为增加 34.66 万桶。精炼油库存减少 96 万桶,预期为减少 97.92 万桶。近期美国炼厂进入传统检修季,炼厂开工率下滑,产能利用率下降,原油需求受阻。据 EIA 数据,截至 2 月 16 日当周,美国炼厂开工率下滑至 88.1%,预计短期美国原油库存仍有上升可能,不过目前库存较历史高点已经下降了 21%,从中长期来看,仍然相对较为利好。

2.3 美国原油产量继续走高

图 4：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

前期油价走高，刺激美国原油生产商加大上游投资，钻井活动逐渐活跃，石油钻机数大幅上涨。据贝克休斯数据，截至 2 月 23 日当周，美国石油钻机数 799 台，为 2015 年 4 月以来的最高水平，较之前一周增加 1 台，连续五周保持上涨。页岩油主产区 Permian 盆地钻机数上涨 2 台至 435 台，为近三年来的高位。钻机数的上涨，推动美油产量走高。据 EIA 数据显示，截至 2 月 23 日，美国原油产量达到了 1028.3 万桶/天，这已经超过了沙特当前接近 1000 万桶的原油日产量。而在短期能源展望报告中，预计今年美国原油的日产量将保持在 1060 万桶的平均水平。

随着产量水涨船高的是美国的原油出口量。美国官方统计数据显示，仅去年 11 月，美国港口的原油出货量就已经从 2013 年的 10 万桶/天，增长至 153 万桶/天。而据路透社报道，美国出产的原油如今已经源源不断地输往世界各地，出口目的地甚至包括了传统产油之地中东，在亚洲市场还抢占了不少原属于欧佩克和俄罗斯的分额。

在产量、出口量双双攀升的同时，美国的原油净进口量则在不断下降。2006 年美国每天的石油净进口量均超过 1200 万桶，而根据路透社最新数据显示，今年 2 月下旬，美国的原油净进口量已经降至 498 万桶/天，是自 2001 年 EIA 有记录以来的最低值。

3.后市展望

虽然在最新的原油月度展望报告中，各大机构均上调全球原油需求，且 OPEC 减产执行情况较好，但以美国为首的非 OPEC 国家产量的上升仍是供应端的主要压力所在。近期美国钻机数和产量上涨，且页岩油高企的库存井以及钻机数持续上升，均表明美国原油产量仍将持续上涨，但增速或放缓；另外中东局势的恶化，引发市场对原油供应端的担忧，短期来看，油价或将区间震荡为主，底部仍有一定支撑。

探低遇撑止跌企稳并浅升

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

2月，天然橡胶探低遇撑，止跌企稳，并返身浅幅回升，由此反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望3月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑、止跌企稳，并返身回升的走势的牵制下，沪胶后市也将可能继续浅幅回升的走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势及自身供过于求的中性因素影响，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，操作上宜以短线等待沽空机会为主。

1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布的 2018 年 2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.3%，较上月下降 1 个百分点。

指数回落，主要是受春节因素影响，今年春节在月中，影响较以往更大，所以指数回落相对明显。

但总体来看，市场需求较好，大企业生产经营活动保持相对稳定，原材料价格涨势减缓，企业新年普遍较为看好、预期上升，预计节后企业生产经营活动将逐渐恢复正常，经济运行回归平稳向好基本态势。

生产活动回落明显。生产指数 50.7%，较上月回落 2.8 个百分点。企业生产活动回落，生产指数下降，下拉综合指数 PMI 0.7 个百分点，是导致 PMI 指数回落的主要原因。

分行业来看，消费品行业由于节日效应提前释放，回落较为明显，PMI 指数较上月回落 2.2 个百分点。基础原材料行业回落幅度也相对较大，回落幅度超过 1 个百分点。装备制造业、高技术产业受春节因素影响较小，指数不降反升。

市场需求相对较好。由于企业生产活动普遍下降，市场需求也相应回落，但回落幅度相对较小。新订单指数为 51%，较上月回落 1.6 个百分点，回落幅度低于生产指数 1.2 个百分点。

新订单指数高于生产指数 0.3 个百分点。新出口订单指数继续下降，降至 49%，降幅 0.5 个百分点，连续两个月低于 50%，预示外部需求呈回落、收缩态势。

大企业生产活动保持相对稳定。大型企业 PMI 为 52.2%，较上月回落 0.4 个百分点。其中生产指数为 53.7%，回落 1.6 个百分点；新订单指数不降反升 0.4 个百分点，达到 55.1%。中型企业生产指数、新订单指数回落略高于 3 个百分点，PMI 降至 50% 以下，降幅 1.1 个百分点。小型企业下降最为明显，生产指数、新订单指数降幅均在 7 个百分点左右，PMI 降至 44.8%，降幅为 3.7 个百分点。

原材料价格涨势明显减缓。原材料购进价格指数为 53.4%，较上月下降 6.3 个百分点。该指数连续两个月下降，本月降幅明显扩大，降至去年下半年以来的最低点。

从企业调查来看，反映原材料价格上涨的企业数量明显下降，比重降至 36.7%，较上月下降 4.6 个百分点。企业出厂价格指数相应回落，但同原材料购进价格指数的差距明显缩小，缩小至 4.2 个百分点，为去年下半年以来的最低值，反映出制造业企业由于原材料价格上涨带来的成本压力趋于缓解。

节后企业生产活动恢复有望加快。多数企业在春节期间做了充分休整，随着春节结束，生产活动恢复有望加快。最近三月企业生产增速持续减缓，生产指数回落到略高于 50%，处在低位。

与此相应，企业产成品库存、采购量也处在较低水平。从市场需求来看，虽然有春节因素影响，但仍保持相对较好，新订单指数高于生产指数 0.3 个百分点。从企业调查来看，企业对新的一年普遍较为看好，本月企业生产经营活动预期指数较上月上升 1.4 个百分点，达到 58.2%。

从企业调查来看，当前企业生产经营环境相对较好，突出矛盾和问题相对较少。值得关注的是，反映人民币升值、汇率波动影响扩大的企业数量，最近两月持续上升，本月在调查企业中的比重达到 13.6%，较上月上升约 2 个百分点，为去年 3 月份以来的最高值。

国际方面，

美国经济则依然保持扩张态势。2月公布的美国经济指标表现强劲，因此加大了美联储3月加息的预期。

2月美联储FOMC声明显示，此次维持利率不变的决议获得一致通过。声明放弃了此前“预计通胀近期将低于2%”的措辞，或是为了3月加息铺路。而美联储1月会议纪要内容表现更偏“鹰派”，美联储公布的1月货币政策会议纪要显示，大多数官员认为近期强劲的经济增速增加了进一步加息的可能，考虑到强劲的经济前景，美联储委员同意增加“进一步加息”的措辞。

虽然市场一度认为美联储今年加息4次的预期较强，但在美联储向国会公布的半年度货币政策报告中显示，美国经济实力将继续为渐进式加息提供保证，但没有透露今年可能加息四次的信号。报告指出，大部分委员预计今年通胀将进一步接近2%，美国就业市场接近或超过充分就业水平，但有些迹象显示杠杆在增加、估值高企。

因此，从近期美联储官方公布内容看，美联储对通胀接近2%充满信心，但是否考虑4次加息还有待观察，但3月加息几乎板上钉钉。

欧洲方面，2月英国央行召开议息会议，保持原有利率不变，维持4350亿英镑资产购买规模和100亿英镑企业债购债规模不变，符合预期。

澳洲央行2月亦维持利率及货币政策不变。欧央行方面，在2月的欧洲央行会议纪要中则显示，欧元区对美元疲软表示担忧，这些会议纪要突显对特朗普政府蓄意挑起汇率战争的担心。

欧洲央行1月货币政策会议的记录还显示，其鹰派成员主张该行应该改变公开言论的措辞，他们辩称，经济状况现在已经足够强劲，不需要再承诺在经济放缓的情况下加大量化宽松计划力度。

避险方面，美国政府停摆危机在2月得到暂时的缓解。2月9日，参众两院通过政府新的预算案，未来两年内美国政府的开支将暴增近3000亿美元。

同时，共和党主导的减税法案去年底刚刚生效。美国税收联合委员会的数据显示，此次税改会使联邦收入在未来10年内减少1.45万亿美元，其中2018财年和2019财年政府收入将分别减少1350亿和2800亿美元。政府财政赤字的不断扩大将给美国经济埋下一个不定时炸弹，或将引发新一轮危机。

宏观经济形势，对天胶构成中性偏空作用。

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。

经过多年胶价连续下跌，割胶积极性越来越低迷，新胶资源越来越少，但需求却没有减少，所以供不应求是一定的。

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。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，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。

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量的 65%，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。

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。

受此影响，沪胶主力合约 RU1805 由 1 月 31 日收盘价 13120 元下跌至 2 月 28 日收盘价 13030 元，累计下跌 90 元，相对跌幅为 0.69%。

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

近日，泰国农业部对全国 8 府的橡胶仓库进行检查，结果发现政府库存的超 10 万吨橡胶中的大多数存在质量损坏问题。

农业部常务次长成立了事件调查专门委员会并亲自担任主席，将在 15 天之内对损坏橡胶进行种类、品级等的划分，对橡胶的存放状况、管理状况进行详细调查，找到质量损坏的原因及找到这一重大损失的担责人。

泰国鼓励国内农民主动削减橡胶树的数量，计划到 4 月底将年总产量降低 5%，从而止住下跌的橡胶价格。

官方解释说这项计划并非是强制实行的，同时为了实现这一目标，泰国政府已经拨出了 800 亿泰铢(25 亿美元)来补偿那些参与该计划的人。

泰国曾经分别与印度尼西亚和马来西亚协调使用了类似的削减措施，但是这些政策仅靠口头上的干预而不是特定的行动来支持，没有对价格产生较大影响。

曼谷方面决定自行实施这一计划，目标是减少 40 万莱（1 莱等于 0.16 公顷）橡胶林，比过去三国共同尝试的规模大得多。

泰国生产发展部橡胶局局长透露，政府将向农民提供 4000 泰铢每 0.16 公顷的补贴，来达到减少橡胶树的目的。

到第 1 季度的目标是砍伐掉一半的橡胶树，也就是一年砍伐掉 40 万莱,以此来减少 5%的橡胶供应量，进而促进提高胶价。

在全球消费疲软的时候，橡胶供应过剩导致出口级橡胶基准价格下滑至 1.70 美元/公斤左右。

政府还计划在今年年底之前再花 30 亿泰铢支付农民砍伐的额外 30 万莱橡胶树，即 4.8 万公顷。

泰国橡胶管理局的一位官员表示，这一计划尚未得到泰国内阁的批准，这一额外措施预计今年将削减橡胶供应 20%，并有助于支撑价格。

2 月 22 日泰国农业部部长表示：农业部拟计划在全国 3 百万莱橡胶园暂停割胶 3 个月，时间为今年 5-7 月，若征得相关部门同意，农业部计划将拨款 135 亿泰铢来弥补这 3 个月胶民们的经济损失，按照每公斤 37 泰铢的价格、每莱每月将按照 1500 泰铢的补偿标准来进行。

此计划尚在商议阶段，接下来将与泰国发展研究科学院、泰国内政部等单位于 2 月 28 日开会协商，预计 1 个月内可以得到结果。

如果实行此计划，在 7 月后胶农们将可以收获更多橡胶，这 3 个月的时间也可以使得市场上减少 20 万吨橡胶，促使橡胶价格上涨。

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

泰国橡胶管理局报告表示，自从引入橡胶出口限制措施以来，橡胶全球价格上涨了 10%。

目前泰国橡胶管理局主席主持了关于国际 3 方橡胶理事会的新闻发布会，会上宣布了最近减少泰国、马来西亚和印度尼西亚橡胶出口措施。

这一措施从 2018 年 1 月至 3 月生效，为期 3 个月。

为了提高橡胶在全球市场的价格，在此期间泰国将橡胶出口量减少 24 万吨，马来西亚减少 2 万吨，印度尼西亚减少 9.5 万吨。

1 月，泰国橡胶出口量减少了 10 万吨。

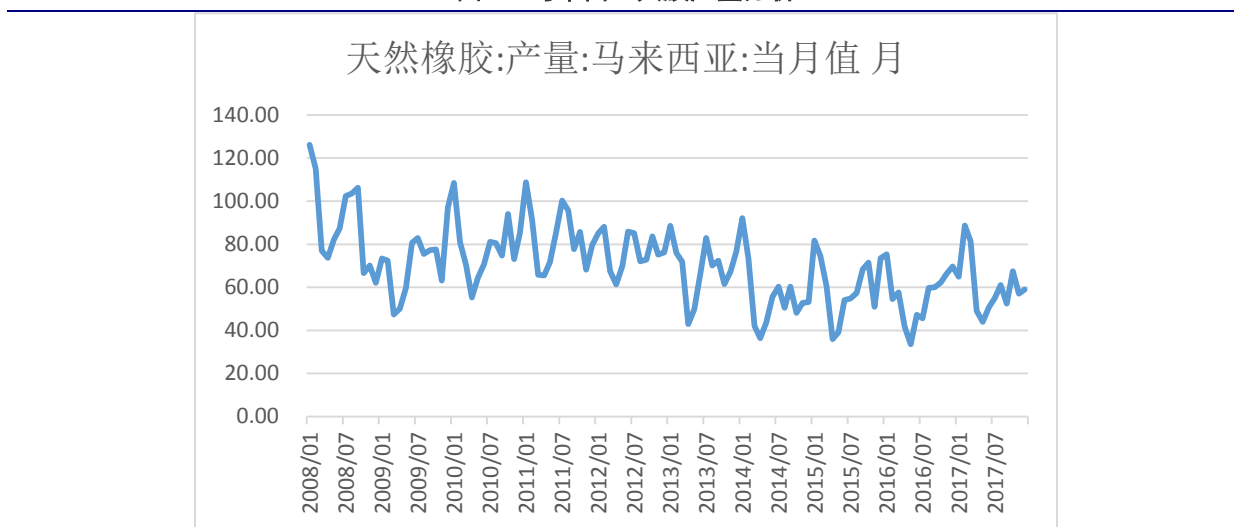
在 3 国合作下，全球橡胶价格已经从年初的每公斤 1.40 美元升到 1.55 美元，增长了 10%。同样，泰国国内价格也从每公斤 44-45 泰铢上涨到每公斤 47.15 泰铢。

下一步，国际 3 方橡胶理事会可能会邀请越南成为新的成员，以便在国际市场上获得更多的议价能力。

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 13 万吨，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 13 万吨。

12 月，马来西亚天然橡胶产量 6.7 万吨，同比缩减 3.7%，环比增长 14.3%。

1 月，天然橡胶进口 5.2 万吨，同比缩减 15.3%，环比增长 9.3%。

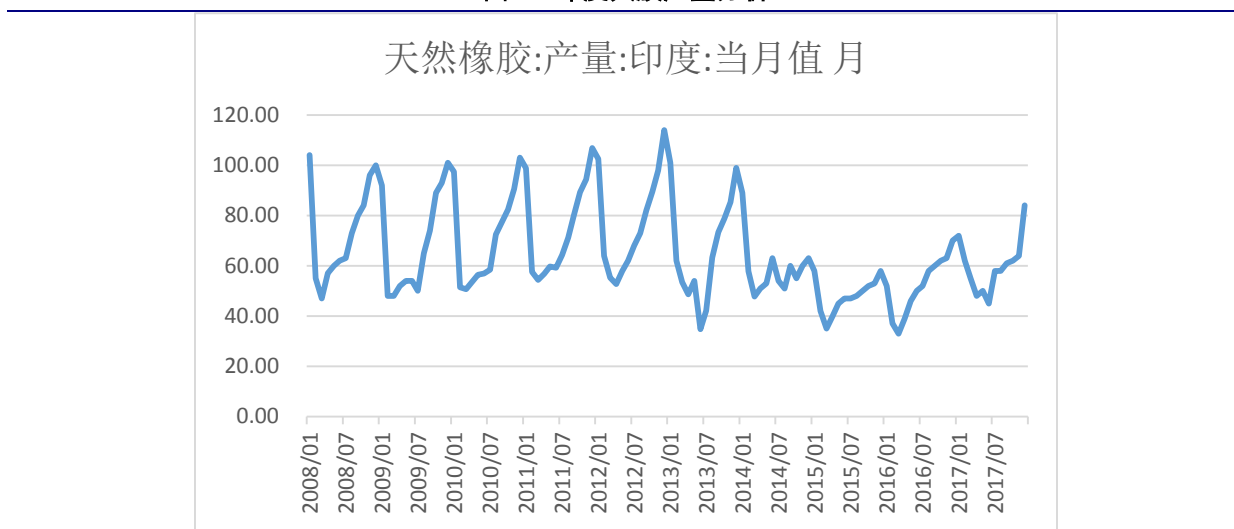
2017 年，马来西亚天胶产量同比增长 9.7% 至 73.9 万吨，天胶出口量同比缩减 3.9% 至 61.7 万吨，天胶进口量大增 20% 至 111.4 万吨。

此外，12 月底的天胶库存较去年同期增长 13.2%。

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 年全球天然橡胶需求增长 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。

全球天然橡胶消费量同比增长 6% 至 1302.8 万吨。

其中，中国天然橡胶消费量同比增长 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预计增长 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。

尽管 2016、2017 年天然橡胶总种植面积下降，但是开割面积却维持增长态势。

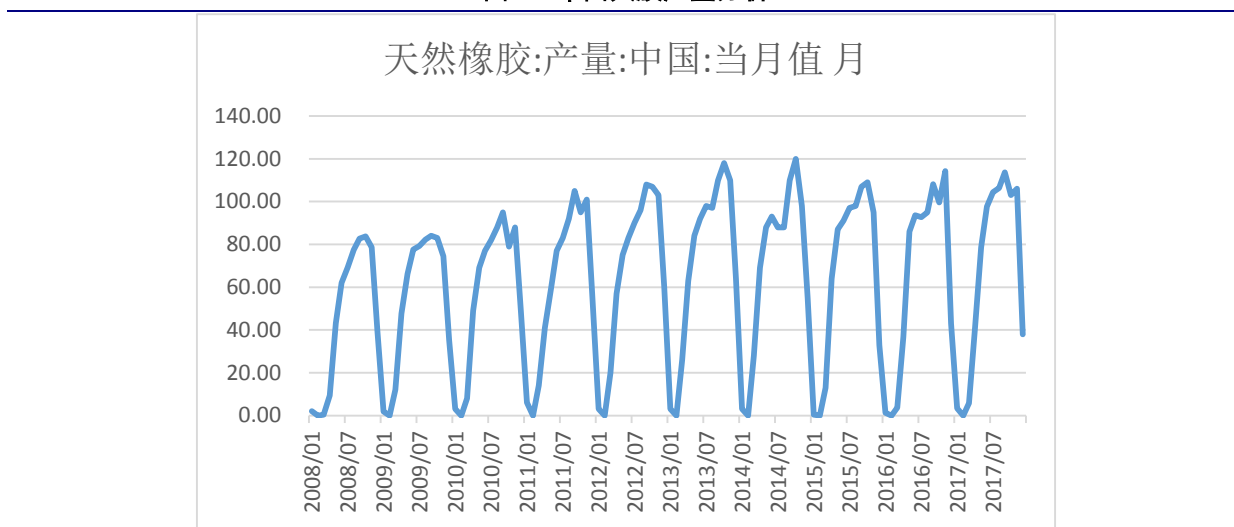
由于 2010~2012 年间，天然橡胶产业利润丰富，橡胶种植面积大增，目前这批橡胶树已陆续进入割胶期。

所以，2018 年甚至 2019 年，全球天然橡胶市场仍处于产能高峰期，供应量将保持增长态势。加上 2017 年剩余的库存量大，均加大 2018 年的供应压力。

由此对印度橡胶价格走势产生中性利多作用。

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。

2月2日，在老挝万象举行的“一带一路”老一中合作论坛上，海南省农垦投资控股集团分别与老挝波乔省政府、老中诚信橡胶加工厂交换了合作协议。

根据合作协议，中老双方将在橡胶产业链上开展务实创新的合作，共同致力于推动产业繁荣，实现互惠共赢。

海南省农垦投资控股集团表示，近年来，海南农垦积极响应“一带一路”倡议，遵循共商共建共享的原则，依托天然橡胶等优势产业积极“走出去”，与老挝、新加坡、印度尼西亚等国家的企业开展了务实合作，取得了显著成效。

2011年以来，海南农垦与老挝锦森橡胶有限公司和波乔绿航生物能源发展有限公司开展合作，不仅取得了良好的经济效益，还通过积极开展各类培训，努力提高当地胶园管理水平和胶工割胶技术，提高胶工收入水平。

未来，海南农垦将继续在多产业领域加快“走出去”步伐，与老挝企业一起，共同搭建新平台，共商发展大计，促进产业加快发展，努力提高当地百姓收入水平，实现互利共赢。

海南农垦集团前身系1952年1月创建的中国华南垦殖局，是中国第三大垦区，拥有土地面积1041.3万亩（15亩=1公顷）、二级企业46家，其中上市公司2家。海南农垦集团已建成中国最大的天然橡胶生产基地和重要的热带作物生产基地。

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。

马来西亚曾是世界第 3 大天然橡胶生产国，仅次于泰国和印度尼西亚。近年来，由于天然橡胶价格持续低迷，很多胶农改种棕榈树等经济作物，加上政府积极发展橡胶手套等下游工业，从事割胶行当的人越来越少，橡胶种植面积也逐年减少。

然而，低迷的现状没有让中国广东企业广垦橡胶集团却步。从 2008 年至今，广垦橡胶和当地公司婆联木业合作，投资数亿元人民币租下 3 万公顷土地，引进中国育苗技术发展天然橡胶种植，旗下橡胶园已是马来西亚最大的天然橡胶园之一。

在东南亚发展天然橡胶种植好处很多，这里气候条件得天独厚，橡胶产量很高，用工成本相对较低。

马来西亚胶工年纪普遍在 20-30 岁。在中国，即使工资水平上浮 40%-50%，仍难找到足够的工人。

目前，种植园内约有 77 万棵产胶树，随着可供割胶树木进一步增多，规模效应将降低成本。广垦（婆联）计划今后几年内把产胶树数量提高到 200 万棵，届时会需要更多割胶工人。

通常而言，一棵橡胶树需要至少生长 5-6 年才能开割，这意味着，今后几年至少需培育几十万棵树苗。政府保护当地用工市场，限制使用外国劳工，公司招工并不容易，目前还有 200 多人缺口。

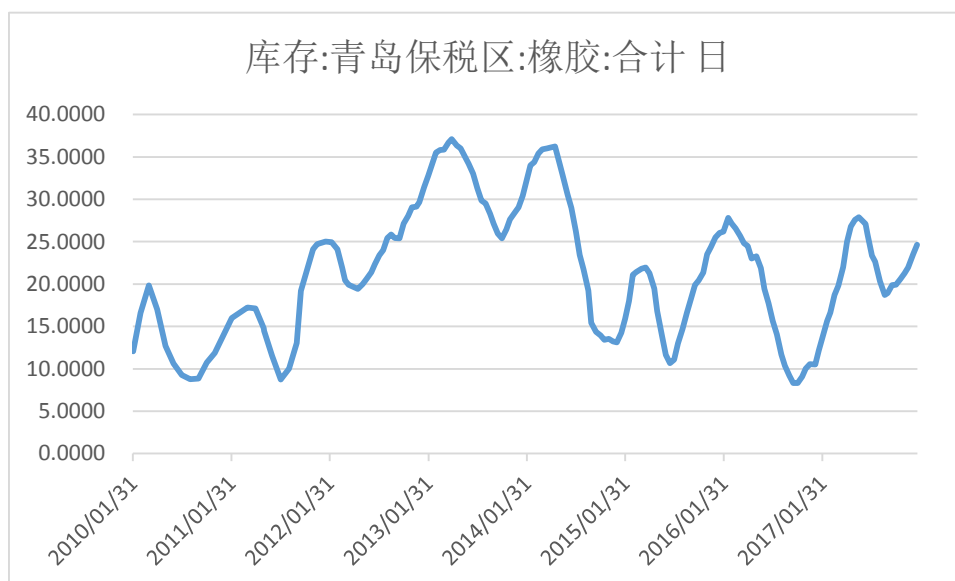
近年来，企业利用橡胶价格低迷、市场整合的契机，陆续进入越南、印尼和泰国市场，已成为全球最大天然橡胶全产业链企业之一。

公司计划建立一个橡胶加工厂，就地加工附加值更高的橡胶制品，让当地人看到我们扎根在这里准备长期发展。

由此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

汽车轮胎是天然橡胶最大消费源，以占天然橡胶 70% 需求的轮胎行业为例，中国的轮胎消费占全球轮胎消费的三分之一，而中国的轮胎生产量超过了全球轮胎生产量的一半。

因此，中国是全球最大的天然橡胶消费国。

据数据显示，2017 年 12 月，中国橡胶轮胎外胎行业产量 7763.2 万条，与去年同期相比下滑 0.1%。

2017 年 1-12 月，中国橡胶轮胎外胎行业累计产量 9.26 亿条，与去年同期相比增长 5.4%。

2014 年中国橡胶轮胎产量突破了 11 亿条，但 2015 年再次跌回 9 亿条之后，橡胶轮胎年产量几乎保持在 9 亿到 10 亿条之间波动。

具体来看：2017 年中国轮胎外胎累计产量为 9.26 亿条，累计增长 5.4%，据数据预测，预计 2018 年中国轮胎外胎累计产量达 9.31 亿条，累计增长约 1.2%。

据初步统计，中国已有 5 个轮胎企业的国外工厂建成投产，5 个企业项目进入实施阶段，还有 5 至 6 个项目正在洽谈中。中国轮胎企业国际化明显进入快速发展期。

中国轮胎企业海外建厂早已不是新鲜事。

2016 年前，已有赛轮金宇、玲珑集团、中策集团、森麒麟公司在海外建厂。

2016 年后，中国轮胎国际化提速明显。

之前在海外建厂的轮胎企业如赛轮金宇等相继宣布二期、三期扩产项目。

此外，双钱集团、万力轮胎、青岛福轮、浦林成山、山东万达、肇庆新迪、银川大地、贵州轮胎、三角轮胎等企业也相继宣布在海外建设新的轮胎厂。

中国轮胎行业国际化呈现新的特点：一是规模较大、投资大；二是建厂不局限于东南亚一带；三是项目技术水平高；四是项目建设进度快；五是轮胎品种多样，从单纯建立半钢胎扩展到半钢、全钢及工程胎；六是时间比较集中。这些国外项目大多集中在 2017-2018 年投产。

中国轮胎企业通过积极拓展多元市场、以及投建国外生产工厂，可有效规避贸易摩擦风险，轮胎出口阻力逐渐减小。

东南亚的原材料优势、政策优惠、劳动力充足等也是吸引中国轮胎企业到那里建厂的重要因素。

近期，欧洲委员会公布对华卡客车轮胎反倾销案替代国选择结果，初步认定巴西为替代国。

在欧盟 2017 年 8 月 11 日的立案公告中，欧委会决定暂时选择美国作为本次反倾销调查的替代国。另外，土耳其、日本和韩国作为可能的替代国备选。

2017 年 10 月，欧委会联络了美国、韩国、日本、印度、南非、土耳其、泰国、巴西 8 个国家共 22 家被调查产品生产商，向他们发放替代国生产商问卷。

据介绍，之所以选择巴西，原因有五个。

一是巴西生产商提交了完整答卷和详尽信息。

二是其生产销售数据具有代表性。

三是巴西与中国均为天然橡胶生产国，两国获取原材料的难易程度相近。

四是两国经济发展大体相近。

五是没有利益相关方反对。

欧委会认为，美国生产商未能提供答卷所需要的数据，答卷不完整。

泰国生产商虽然按时提交答卷，但轮胎产量数据不具代表性。

南非的产量也非常小。

因此，这几个国家都不是合适的替代国选择。

目前，欧委会委员正在现场核查中国生产商的答卷信息，核查预计持续至 2 月 9 日左右。

2017 年 8 月 21 日，中方向欧委会提交意见，要求终止替代国做法并对中国企业适用市场经济调查方法。同时，中方提交了有利的泰国生产商信息。

2017 年 9 月 8 日，中方重申，欧委会不应在本案中适用替代国制度；如若适用，则反对将美国、日本和韩国作为替代国。

2017 年 10 月 12 日，向欧委会提交第一轮潜在替代国信息，包含泰国、巴西和土耳其的国内生产商，以及相关协会的联系方式。

2017 年 11 月 8 日，玲珑泰国公司主动联系欧委会，表达了配合回答替代国问卷的意愿。

次日，欧委会向玲珑泰国公司发放问卷。随后，玲珑泰国公司按时提交了完整答卷。

据报道，正新橡胶台湾厂 2 月 20 日开工生产，但因内地环保标准加严及轮胎原材料价格相继上涨，该公司宣布自 3 月起拟先调涨内地大卡客车胎、轿车胎售价，涨幅各约 2%~3%；另东南亚市场则先调涨机车胎及大卡客车胎，涨幅各 3%；至于台湾，正新拟先调涨大卡客车胎 5%。

此前该公司旗下全球轮胎品牌十强的玛吉斯轮胎已率先宣布自 3 月起涨价。

据了解，目前内地市场的外商轮胎厂包括德国马牌、倍耐力及米其林等也拟调涨轿车胎售价。

自去年 11 月以来的两个多月时间中，轮胎企业涨价不断，涨价通知单一张接着一张的发，轮胎企业的涨价仍将持续。

去年是环保监管力度最大的一年，对轮胎行业影响非常大，日趋严厉的环保政策的影响今年仍将持续。

随着宝钢等多家钢铁厂因环保政策而减产，影响下游客户的轮胎钢丝产量，加上山东及甘肃等地的化学原料涨价波动，都影响轮胎的成本，也增加轮胎厂的营运成本压力。

春节前，过半轮胎业者不愿多增加备货，但 3 月后工厂恢复正常，加上第 1 季营运高峰将落在 3 月份，让业者增加备货意愿增强，届时合成橡胶报价还有涨价可能，连带掀起轮胎业者

的产品涨价。

我国正新橡胶台湾厂日前宣布自 3 月份起拟先调涨内地大卡客车胎、轿车胎售价，涨幅各约 2%-3%；而东南亚市场则先调涨机车胎及大卡客车胎，涨幅各 3%；该公司旗下全球轮胎品牌十强的玛吉斯轮胎也将自 3 月份起涨价。

知名轮胎修补品牌泰克日前宣布了上调其补胎胶水、补胎补片等材料价格，上涨幅度达 5%-8%。

另外，据悉，国内市场的外商轮胎厂包括德国马牌、倍耐力及米其林等也拟调涨轿车胎售价。

对此，市场普遍认为，下游汽车需求增长迅速，轮胎行业集中度提升，原材料价格提升均带动轮胎提价，未来轮胎企业的涨价仍将持续。

在此背景下，行业供需格局逐渐改善，行业景气度有望触底回升，随着轮胎行业整体利润率环比持续改善，收入规模随着产业升级、进口替代迎来阶梯式扩容，行业相关上市公司盈利能力有望进一步改善，相关龙头标的估值中枢有望提升，短期有望获得市场资金的关注。

轮胎行业上市公司业绩也逐渐改善，共有 4 家公司 2017 年 3 季报净利润实现同比增长，分别为：软控股份 (340.36%)、巨轮智能 (49.19%)、华谊集团 (45.27%) 和青岛双星 (29.56%)。

截至目前，已有 5 家公司披露 2017 年年报业绩预告，巨轮智能、软控股份两家公司业绩预喜。

对此，轮胎行业盈利拐点出现，行业 2017 年第一季度营业收入同比下跌 6%，2017 年第二季度营业收入实现正增长。

从毛利润来看，2017 年第 1 季度和 2017 年第 2 季度行业毛利润同比分别下跌 9% 和 1%，但这一趋势从 2017 年第 3 季度开始逆转，毛利润增速环比大幅上涨，高达 22%，行业盈利拐点明显。

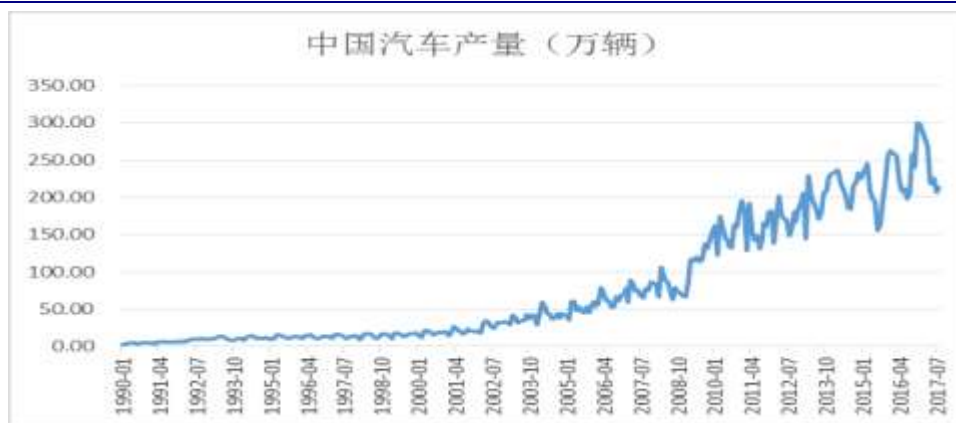
随着天然橡胶价格企稳，轮胎行业盈利开始恢复，叠加轮胎企业产品涨价，2018 年行业收入与盈利有望显著超越 2017 年。

由此对天胶构成多空交织、中性偏多的作用。

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，这将给专攻新兴市场的汽车厂商带来麻烦，全球汽车厂商将不得不与中国惊人的汽车产量相抗衡。

据中汽协数据显示，2018 年 1 月，我国汽车产销量环比上月有所下降，其中商用车降幅明显；受历史同期基数较低影响，产销同比均呈较快增长。

1 月，重型货车产销 10.08 万辆和 10.96 万辆，环比增长 8.59% 和 65.41%，同比增长 23.19% 和 32.02%。

从数据中不难看出，重卡产量环比基本稳定，同比增长 23%，说明各家企业均保持开足马

力的状态，为春节期间备货。

而销量环比大增，则说明上月在年度任务提前完成的情况下，多个厂家压数。这也导致了2018年1月销量同比仍然大幅增长32%的局面。

2018年的重卡市场争夺战已经开启，从1月份销量情况来看，在传统淡季还能有如此表现，充分说明各家企业对于看跌又想涨的2018年寄予厚望，在1月份就展开了白热化的市场竞争。

另外，据各地多家经销商普遍反应受原材料价格上涨的影响，目前重卡售价上涨。

这一方面是因为国内钢铁行业去产能的规划优化行业升级工作的进一步推进，另一方面是国际大宗货物价格上涨。

2月9日，中国汽车工业协会发布了2018年1月产销数据，1月产销量同比呈现两位数增长，大多数车型产销水平均高于上年同期。

1月，汽车产销分别完成268.8万辆和280.9万辆，产销量环比分别下降11.6%和8.2%，同比分别增长13.6%和11.6%。

中国汽车工业协会预测，2018年中国汽车市场的增速只有3%。

而随着增速放缓以及市场的逐渐饱和，可想而知竞争将越来越激烈，到时会有很多车企将会面临淘汰危机，而为了解决这场危机，它们会采取一定的措施，而兼并重组将是一个很好的选择。

除却2016年的政策红利，中国汽车市场已经维持了好几年的个位数增长。

包括刚刚过去的2017年，中国汽车市场的产销同比增速只有3.19%和3.04%。

当车企经营不善时，如果进入兼并重组与其他企业结合的状态，而是依靠自己调整自己的经营状况基本是不可能的，因此，未来车企兼并重组是正常的。”

当汽车业产能过剩问题严重时，就会引起国家有关部委的重视，进而要求企业淘汰过剩产能。

2015年国家发布的《汽车产业调整振兴规划》就明确表示要促进区域内汽车产业的兼并重组。

据中汽协统计的车企库存情况显示，2018年1月初和1月末的库存分别为129.6万辆和122.1万辆。

不仅如此，2017年6月12日，国家发改委网站发消息表示：发改委、工信部近日印发关于完善汽车投资项目管理的意见，鼓励汽车企业做优做强，加快国有汽车企业改革步伐，鼓励企业兼并重组和战略合作，提升产业集中度，推动“僵尸”汽车企业退出市场。

优胜劣汰，适者生存。其实不止是传统车企如此，新能源汽车车企更是如此。

中国新能源汽车企业将可能大量淘汰，进行兼并重组。

而能够坚持到底的企业需要有三个条件：核心技术、适销对路的产品、融资能力。而其中核心技术是第一位的，新能源汽车正在迈入“技术为王”时代。

随着政府推广以及新能源双积分政策的落地，传统车企不断布局新能源领域，新造车势力也在不断增加。大浪淘沙，资金、技术、人员等众多问题将会成为大批新能源汽车企业淘汰的原因。

车企兼并重组并非易事，人才、管理、品牌等各个方面都需要整合，各方利益交织、诉求不同，容易出现各种冲突无法调和的问题。

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。

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。

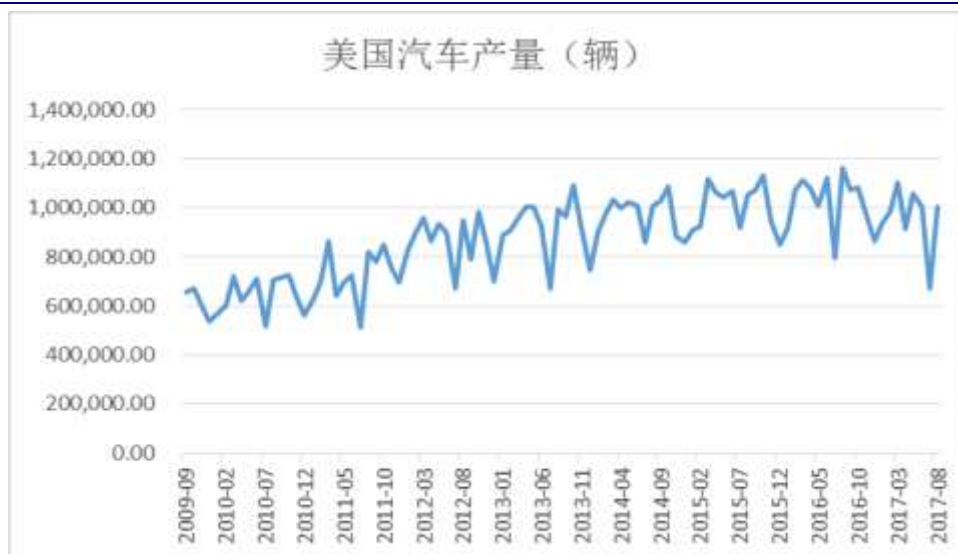
随着近期各家汽车企业公布新一年销量目标，这种看淡市场的情绪也开始蔓延至车企。

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，移动互联网、大数据的出现让智能制造成为可能；第三，随着新生代消费者消费模式的变化，以及互联网技术的快速发展，服务体验在汽车产业中的地位得到显著的提升。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 美国汽车产量分析

图 10：美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据《美国汽车新闻》网站报道，尽管遭受寒冷的恶劣天气影响，但得益于高额补助和轻型卡车需求量增长，美国 1 月份轻型车销量出现 1.2% 的增长。

美国 1 月的汽车和轻型卡车交付量为 1,157,407，为历史同期第 4 好成绩。

而按照以往的数据，1 月通常为一年当中销量最低的 1 个月份。

据《美国汽车新闻》网站报道，尽管遭受寒冷的恶劣天气影响，但得益于高额补助和轻型卡车需求量增长，美国 1 月份轻型车销量出现 1.2% 的增长。

美国 1 月份的汽车和轻型卡车交付量为 1157407 辆，为历史同期第 4 好成绩。而按照以往的数据，1 月通常为一年当中销量最低的一个月份。

1 月份经季节调整的年销售额为 1718 万辆，与彭博社预估的基本相同，但对比 2017 年同期的 1743 万辆和去年 12 月份的 1786 万辆有所下滑。

美国 1 月的销量主要受轻卡和跨界车需求量上涨驱动，而轿车和批发销量表现较弱。

轻卡的需求量涨幅超过 8%，而轿车则跌落 11%。

总的来看，美国 2018 年的新车销量有望跌至 1700 万辆，为近 3 年来首次，而市场预测的范围是在 1670 万辆至 1690 万辆之间。

美国的税制改革一定程度上也会对销量的增长起到推动作用，低利率、汽油价格下跌以及失业率下滑等都有助于美国汽车行业的发展。

由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏多的作用。

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

丰田汽车等 8 家日本车企 2017 年的全球产量同比增长 5%，达到 2847 万 284 辆，连续 6 年刷新历史最高记录。

其中在中国的产量增长 13%，对总体增长起到拉动作用。

1 月 30 日，8 家车企公布了实际业绩。

在中国的产量为 463 万辆。其中本田创历史新高，首次超过在美国的产量。

日产则是连续 2 年超过在美国的产量。

丰田也从 2017 年起在广州和天津的工厂生产新型车等，强化在中国的生产体制。

由于减税幅度缩小等影响，中国的新车市场增长速度放缓。

日企通过强化 SUV 等车型保持着良好销售势头。

菱汽车在中国的销量首次超过美国，马自达则是时隔 7 年在中国的销量再次逆转美国。

和中国形成鲜明对比的是，日本车企在美国的生产陷入苦战。

汽车产量同比减少 5%，降至 376 万辆。

在当地生产的 4 家车企中，丰田、日产、本田的业绩均出现下滑。

由于汽油价格便宜，美国市场的大型 SUV 等人气倍增，以轿车为主的日本车呈锐减之势。

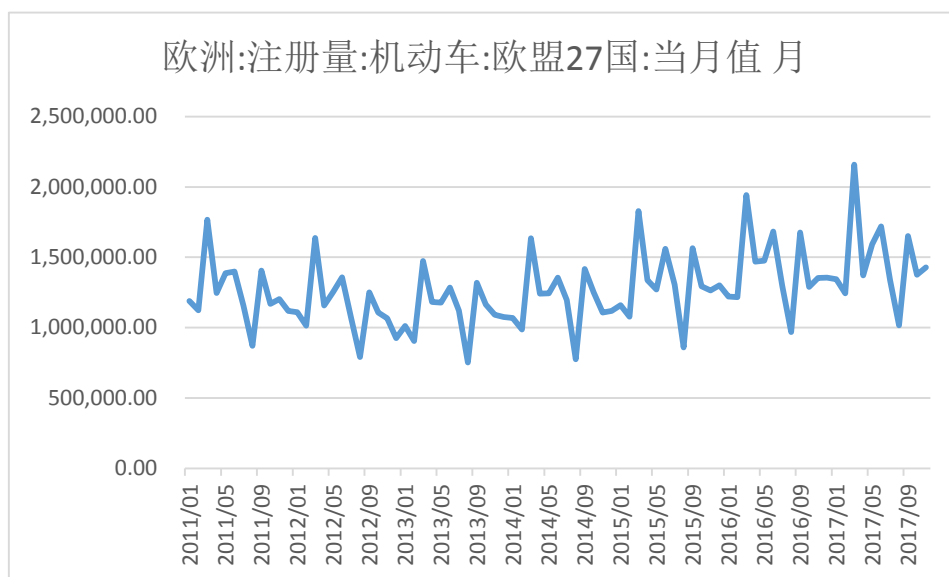
在日本国内的生产增长 5.5%，达到 919 万 4821 辆，时隔 3 年再次出现增长。

不仅以铃木等车企为主的轻型车实现增长，出口也呈良好势头。

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

据欧洲汽车制造协会 (ACEA) 公布的数据显示, 2017 年第 4 季度, 欧盟地区新能源汽车的需求量继续保持增长, 同比增幅达到 35.1%, 总计售出 227378 辆, 在整个乘用车销量当中的占比达到 6.7%。

充电式汽车 (ECV) 在整个欧盟地区的乘用车销量当中的占比接近 1.9%, 而纯电动和混合动力汽车注册量在整个新能源汽车销量内的占比分别为 54.8% 和 43.3%。

插电式混动车型的销量继续攀升, 涨幅接近 15%, 增长速度对比前几个季度来说也趋于稳定。

欧盟市场内, 液化石油气车 (LPG) 和天然气车 (NGV) 2017 年也有较好表现, 去年第 4 季度的涨幅达到 27.3%。

对比 2016 年, 新能源汽车销量在西班牙市场几乎呈现翻倍增长, 增幅约为 90.8%; 德国、英国、法国和意大利等市场的增长幅度紧随其后, 分别达到 76.8%、35.6%、33.4% 和 30.7%。

从整个 2017 年来看, 欧盟地区的新能源车销量达到 852,933 辆, 对比 2016 年增长 39.7%, 且主要受混动车型销量增长的驱动。

混动汽车去年的涨幅为 54.8%, 而可充电式车型和其他燃料电池车的涨幅分别为 39% 和 16.4%。

从各自的市场占比来看, 可替代燃料电池车在欧盟地区的占比较小, 其中整个新能源车的市场份额接近 5.7%, 而可充电式车型在整个乘用车销量当中的占比仅为 1.4%。

新能源汽车销量的增长幅度也超过了欧洲汽车市场去年 3.3% 的增长幅度, 这也表明当地消费者对丰田、雷诺等新能源汽车品牌的接受度在增加。

欧盟政府官员也不断要求汽车行业努力减少二氧化碳排放量, 以应对气候变暖等问题。

根据预测, 欧洲纯电动汽车今年的销量有望超过 20 万辆, 而电动车的销量在 2020 年之前有望达到 60 万辆, 在 2020 年则有望接近 100 万辆。

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、中性偏多因素影响，沪胶短线走势可能由于价格偏低、种植效益薄弱、产胶国频繁退出干预政策和措施、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。

节后终端缓慢恢复，静待需求放量

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

2月份PTA期价震荡走高，节前因商品市场情绪回调及原油回调，窄幅走弱，节后响应成本上涨，连续走高，目前在5800元/吨一线波动，持仓量同样先减后增。基差方面，因桐昆意外故障，基差持续走强至现货升水150元/吨，5-9价差同样攀升至150元/吨，月底随桐昆复产，基差回落至100元/吨左右。

基本上，2月库存积累弱于之前估计，仅累18万吨左右，一二月共累28万吨左右，社会库存至85万吨左右。

3月来看，需求方面，终端负荷尚未完全回暖，聚酯库存不断积累，尽管部分品种同比低于去年，但幅度在缩小，目前聚酯厂仍以让利控库存为主，负荷回升速度预计偏慢。供应有逸盛两套大装置年检预期，3月暂时估计累库25万吨左右，若终端负荷恢复速度较快，则累库力度将会削弱。PTA/原油比价已回升至区间中部，成本支撑力度有所减弱。

● 后市展望及策略建议

操作建议上，长期趋势上，二季度有聚酯新装置投产，且去年房地产销售水平及再生聚酯替代需求等利好仍在，加之累库后PTA社会库存仍不足110万吨，PTA仍有上涨潜力。短期需求尚未显现，商品市场情绪有所转空，同时原油走势偏弱，PTA/原油处于中部，有向下回落空间，有前期多单可部分止盈，追多可等回落至5750元/吨附近。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

2 月涉及春节放假，扬子石化、金山石化等均有检修，加之桐昆一二期、汉邦石化、逸盛宁波小线均有预期外故障，月均负荷水平低于预期，在 78%左右，环比持稳，同时 2 月仅 28 天，月产量约在 281 万吨。

PTA 需求方面，长丝、短纤因春节放假而有明显下降，瓶片因节假日消费旺季，负荷水平有所提升，2 月月均负荷在 82%左右，环比下降 7%，较预期偏高，聚酯产量约在 298 万吨，对应 PTA 需求在 255 万吨左右，加上 PTA 进出口以及 PTA 在其它领域的消耗，2 月份 PTA 社会库存约积累 18 万吨左右，远低于预期。

3 月份，PTA 方面，逸盛宁波、桐昆一期、桐昆二期一条线近期已重启，3 月初负荷已达到 79%左右，桐昆二期另一条线近期有复产可能，且翔鹭两条线检修推迟至 5 月，但逸盛大连 225 万吨和逸盛宁波 220 万吨有年检可能，因此 3 月负荷上升空间有限，月均负荷或在 83%左右，3 月产量预计在 330 万吨左右。

需求方面，3 月初聚酯仍处于节后复苏过程中，负荷尚未完全开启。目前聚酯库存与去年同期相当，即时现金流已被较大压缩至亏损水平，因此聚酯负荷完全恢复或要滞后于终端完全恢复，预计 3 月月均负荷在 85%左右，聚酯产量约在 343 万吨，对应 PTA 需求在 293 万吨左右 3 月社会库存或会积累 25 万吨。一季度总共累库约 52 万吨左右，期末库存或在 110 万吨不到的水平。

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	漳州	其中两条线运行中，负荷7-8成。3月份计划检修5-7天
扬子石化	60	南京	11.25因故停车，目前重启未成功，继续停车中
逸盛（宁波）	65	宁波	2.21-3.1停车检修，目前已重启
上海金山石化	40	上海	12.29-1.19停车检修，重启时间推迟至3月
汉邦石化	70	江阴	2.6意外停车，重启待定
桐昆	150	嘉兴	正常运行
桐昆	220	嘉兴	其中一条已重启，另一条待定

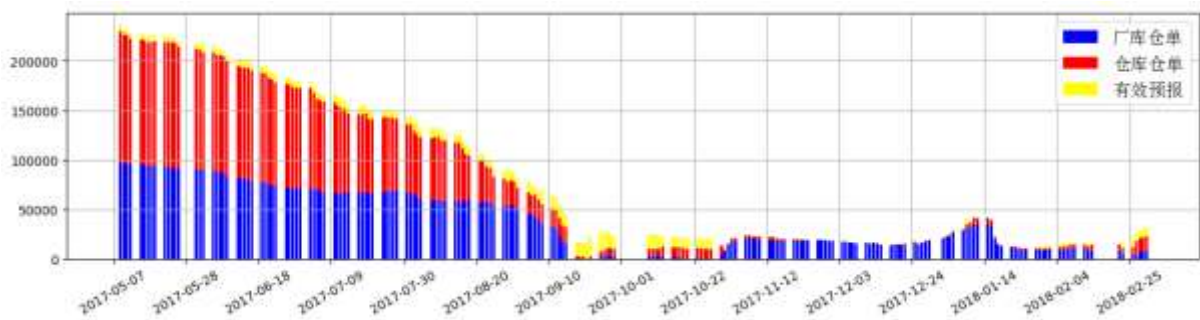
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA、聚酯负荷缓慢回升



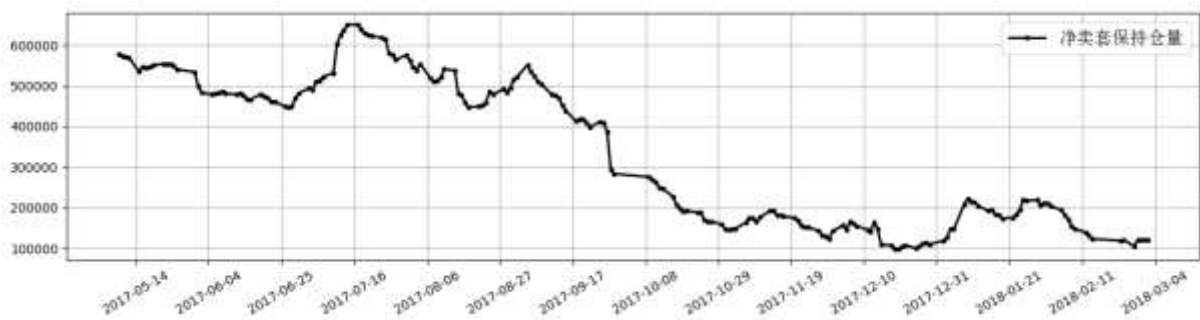
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: 厂库仓单仍偏低, 仓库仓单增加显著



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

图 3: 净卖套持仓量企稳



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

1.2 企业利润方面

2 月 PTA 现货市场因节假日而显得较为清淡，2 月月均价在 5753 元/吨，环比持平。CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 975 美元/吨，环比上涨 13 美元/吨，PX 涨幅要强于 PTA，月均加工差在 894 元/吨，环比持稳。2 月 ACP 谈成在 970 美元/吨。

从产业链各环节利润情况来看，2 月因全球成品油消费处于季节性淡季，石脑油-原油价差持续走弱，而 PX 因一季度检修预期利好，PX-石脑油价差持续走强至 415 美元/吨，PTA-PX 同样价差走强，聚酯-PTA 价差大幅走弱。

全产业链利润来看，涤纶/原油价差仍处于较低水平。产业链中 PX 因检修预期，而 PTA 因低库存利好，利润情况好于其它品种，聚酯受限于高库存以及需求的淡季，让利较为显著。

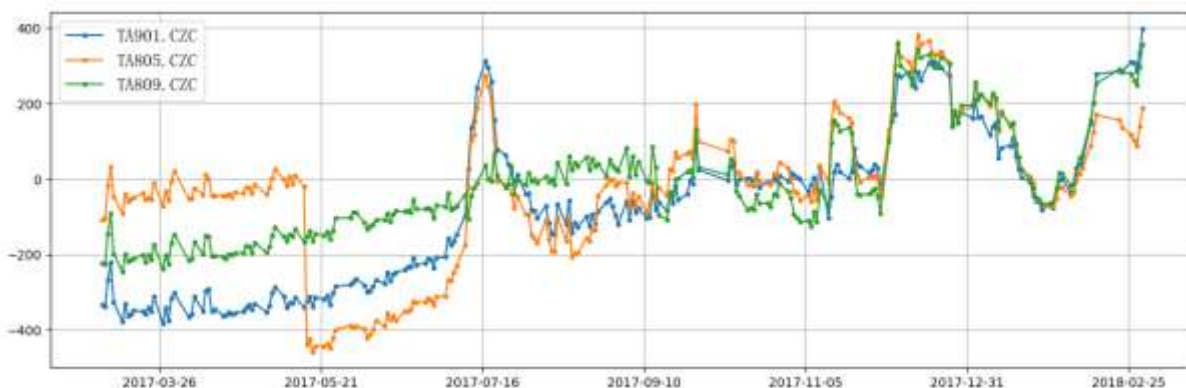
3 月份，成品油仍处于季节性淡季中，因此石脑油-原油价格持稳在低位概率较大；3 月 PX 的 ACP 谈成在 975 美元/吨，环比上涨 5 美元/吨，PX 加工差持稳概率同样较大；PTA 社会库存积累后，目前仍不到 100 万吨，PTA-PX 价差同样有继续走高可能；聚酯环节目前处于严重亏损中，库存水平同比仅偏低一点，目前聚酯各工厂策略仍是让利控库存，因此在终端负荷完全恢复前，聚酯-PTA 价差仍将延续低位，后期待需求来临后，聚酯有望通过提价实现利润复苏，同时带动全产业链利润恢复。

图 4：PX-石脑油价差回升，PTA 加工差走强



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：基差大幅拉升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

2 月份，聚酯-终端处于季节性淡季中，现货市场成交偏淡，价格因工厂让利控库存策略，持续走弱，现金流削减较多。节后，因终端前期备货较多，以及开工尚未完全恢复，现货市场仍处于淡季中，聚酯产销水平较低，绝对量上 POY、FDY 仍低于去年同期，DTY、涤纶短纤则高于去年同期，但同比变化上，各品种因节后产销不振，各品种的同比均在增加。在终端负荷完全恢复前，各品种库存预计将持续走高。

2.1 切片

切片方面，价格呈现先弱后强，但因需求尚未开启，涨幅不及原料，现金流呈现逐步萎缩态势，从 2 月初 270 元/吨，走弱至目前-12 元/吨。月均价而言，半光切片在 7968 元/吨，环比下降 231 元/吨，有光切片在 7968 元/吨，环比下降 247 元/吨。现金流 1 月月均 250 元/吨，2 月月均 10 元/吨。

2.2 长丝

长丝方面，节前节后，聚酯厂均以让利促销为主，价格随成本波动，但涨幅不及成本，现金流不断萎缩，POY、FDY、DTY 现金流从 2 月初 80、155、245 元/吨，萎缩至-57、47、165 元/吨。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8705 元/吨、9160 元/吨和 10259 元/吨，环比变动-217、-198 和-108 元/吨。现金流方面，1 月月均分别在 173、208、147 元/吨，2 月分别在-44、4、258 元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在 83%附近，环比下降 10%。

长丝库存上，月末 POY、FDY、DTY 分别在 10 天、14.5 天和 32.8 天，去年同期在 14.5 天、23 天、29.9 天。

2.3 瓶片

瓶片方面，市场整体波动有限，节前节后终端客户均多观望为主，刚需采购，现金流尚可，2 月月初在 470 元/吨，月末在 323 元/吨。华东水瓶片 2 月月均在 8691 元/吨，环比上升 35 元/吨。

2.4 短纤

短纤方面，直纺涤短受益于库存偏低，价格及现金流尚可，2月初现金流在470元/吨，2月末在368元/吨，下降幅度不大，2月月均价在9112元/吨，环比下降31元/吨。但节后产销持续偏弱，库存水平积累，2月月末库存达13天，去年同期在10.9天。

2.5 展望

3月长丝方面，目前聚酯工厂仍以让利控库存为主，终端纺织负荷目前仅恢复一半，完全恢复仍需时间，在此之前库存及现金流水平仍不乐观，但进入春夏旺季之后，按年报估计，需求显现后，聚酯POY、FDY库存偏低，仍有一定上涨空间，聚酯价格有望抬升，提升聚酯-原油全产业链利润水平。

瓶片方面，现货成交偏淡，工厂库存多有上升，但因节前订单超接较多，销售压力不大，多挺价为主。因此预计短期聚酯瓶片现货价格仍以高位小幅震荡为主，调整空间有限。

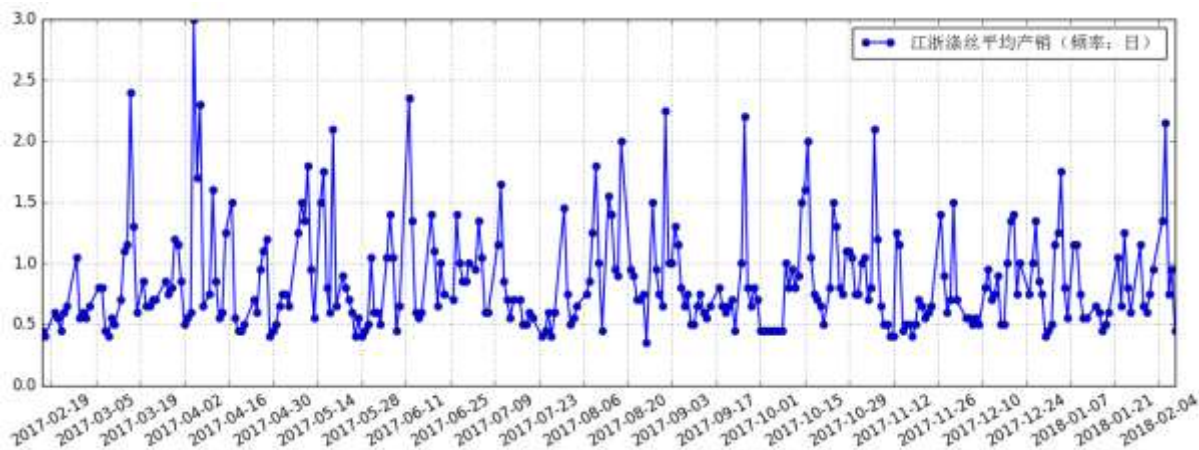
短纤方面，纱厂生产近期将恢复至正常水平，需求有望提升，但涤短工厂成品库存同比偏高，行情走势或弱于其它品种。

图6：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 7：整体一般，偶有放量



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 8：DTY 库存大幅积累、POY、FDY 库存同比偏低



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 9：长丝、短纤负荷缓慢恢复，瓶片负荷持稳



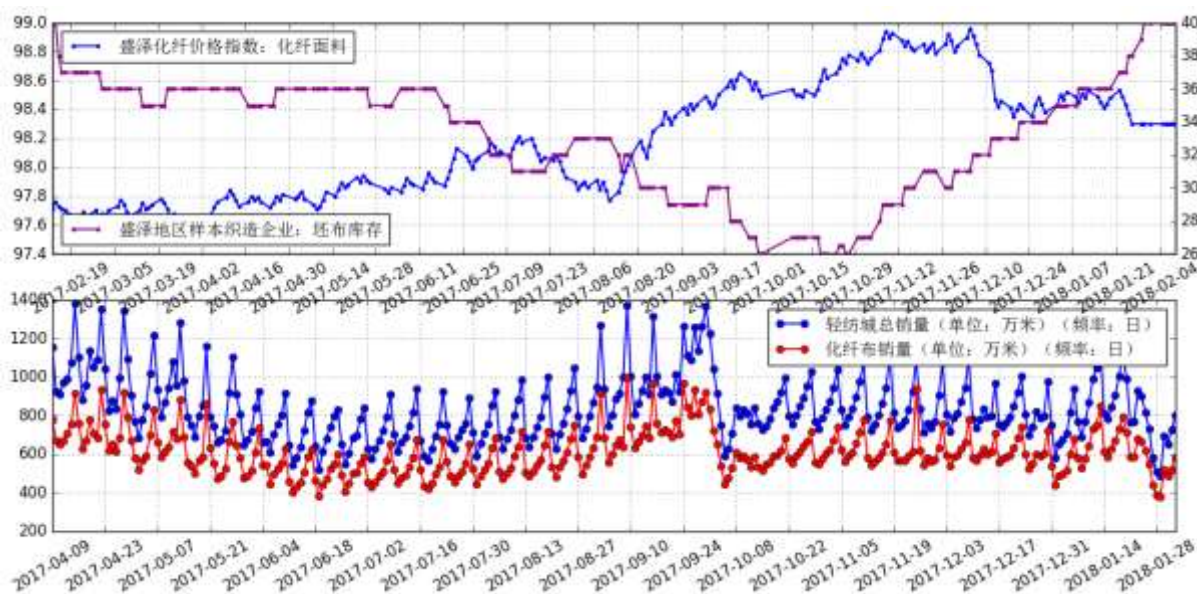
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.终端

2月，终端各品种负荷均因节假日而显著降低，江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、软饮料、涤纱月均负荷在23%、20%、31%、14%、17%、18%、57%、40%。截至月末，除江浙加弹及江浙织机外负荷回升至44%和42%水平，其余仍为恢复。

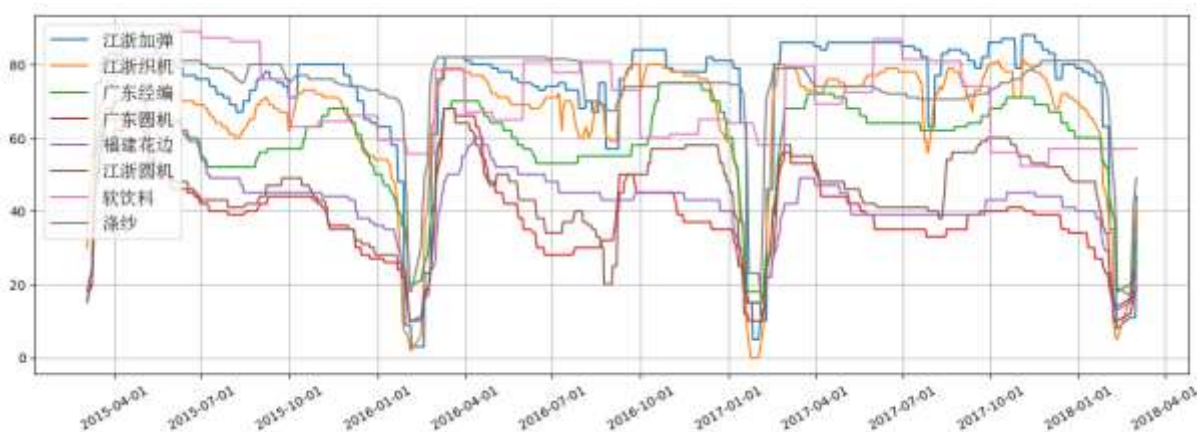
轻纺城数据来看，2月坯布市场销量显著回落，2月轻纺城成交总量平均在495万米/天，环比下降306万米/天左右，化纤布成交平均在357万米/天左右，环比下降239万米/天左右。终端坯布库存略有下降，目前在38天左右，环比上月末下降2天。

图 10：坯布库存积累，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

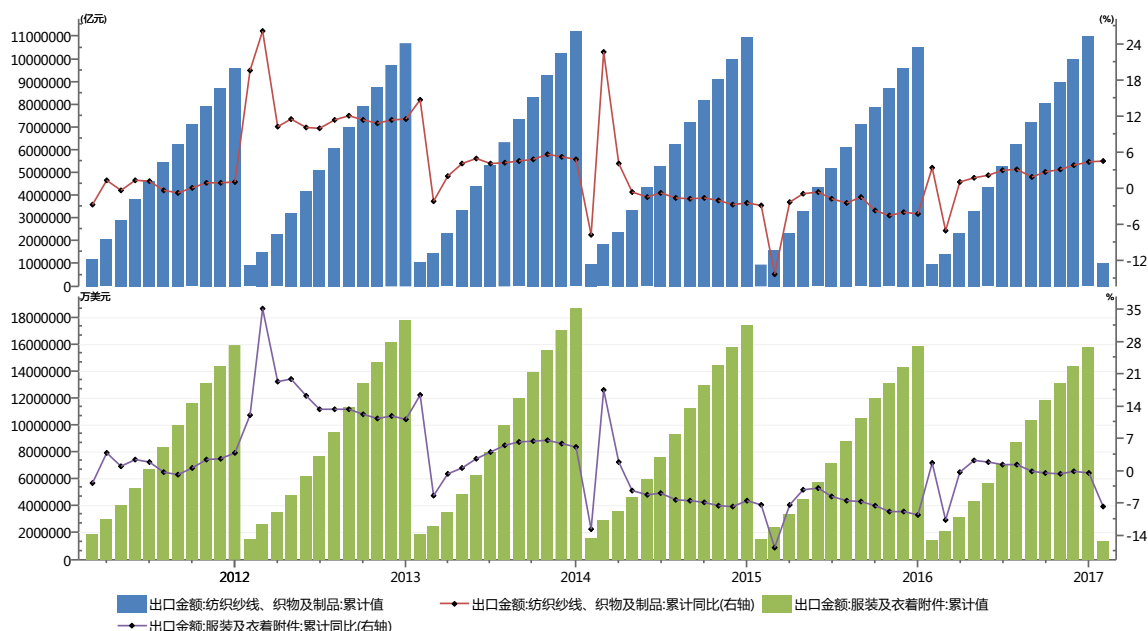
图 11：终端负荷缓慢回升



数据来源：CCF，兴证期货研发部

出口方面，据海关总署公布数据显示，按美元计，2018年1月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 998501.3 万美元，同比增加 4.7%。累计出口服装及衣着附件 1312156.9 万美元，同比减少 7.6%。

图 12：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

2 月原油价格先抑后扬，美油 1804 合约月跌 3.01 美元/桶，布油 1804 合约月跌 3.82 美元/桶。

月初，美国原油库存意外回升以及原油活跃钻井数的增加对油价构成了不利影响，但高盛大幅上调原油预期，使得市场心态得到巩固，同时美元指数下降以及产油国遵循减产协议使短期内油价小波动不大。

月中，在沙特承诺实现减产目标、利比亚油田遭遇不可抗力以及美国原油库存意外下降影响下，油价有所上涨。

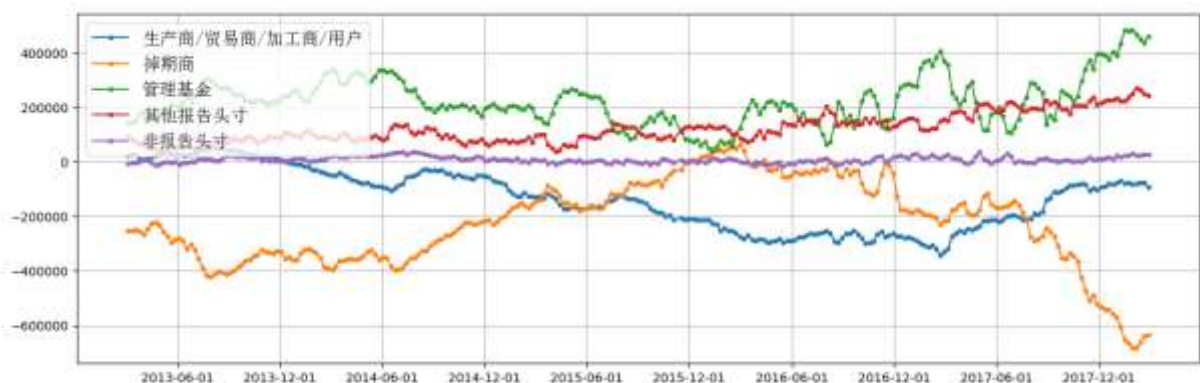
月底，美联储主席鲍威尔在半年度货币政策书面证词中表示，预计将进一步逐步加息，美国经济展望维持强劲，市场波动不会阻止加息，美元走强对油价构成不利影响。

图 13: 原油价格及 EIA 库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 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

2 月份 PTA 期价震荡走高, 节前因商品市场情绪回调及原油回调, 窄幅走弱, 节后响应成本上涨, 连续走高, 目前在 5800 元/吨一线波动, 持仓量同样先减后增。基差方面, 因桐昆意外故障, 基差持续走强至现货升水 150 元/吨, 5-9 价差同样攀升至 150 元/吨, 月底随桐昆复产, 基差回落至 100 元/吨左右。

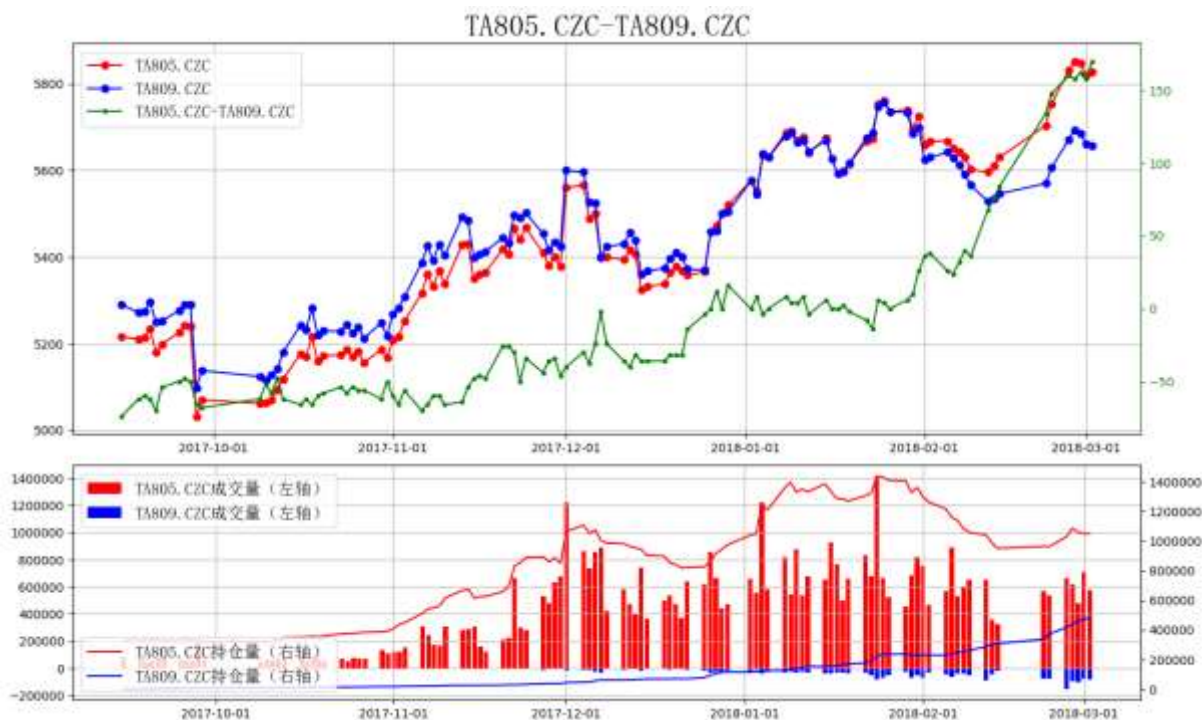
基本上, 2 月库存积累弱于之前估计, 仅累 18 万吨左右, 一二月共累 28 万吨左右, 社会库存至 85 万吨左右。

3 月来看, PTA/原油比价已回升至区间中部, 成本支撑力度有所减弱。需求方面, 终端负荷尚未完全回暖, 聚酯库存不断积累, 尽管部分品种同比低于去年, 但幅度在缩小, 目前聚酯厂仍以让利控库存为主, 负荷回升速度预计偏慢。供应有逸盛两套大装置年检预期, 3 月暂时估计累库 25 万吨左右, 若终端负荷恢复速度较快, 则累库力度将会削弱。

操作建议上, 长期趋势上, 二季度有聚酯新装置投产, 且去年房地产销售水平及再生聚酯

替代需求等利好仍在，加之累库后 PTA 社会库存仍不足 110 万吨，PTA 仍有上涨潜力。短期需求尚未显现，商品市场情绪有所转空，同时原油走势偏弱，PTA/原油处于中部，有向下回落空间，有前期多单可部分止盈，追多可等回落至 5750 元/吨附近。仅供参考。

图 15: 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	2018-03-02	2018-03-01	2018-02-28	2018-02-27	2018-02-26	2018-02-23
海通期货	28032	25504	27339	27899	28095	25898
国泰君安	22357	20341	19013	21645	21011	15869
永安期货	22042	27098	28730	22055	21323	27138
中信期货	20508	18994	19243	19681	21256	27244
华泰期货	17254	13343	10486	11207	15525	35022
华安期货	16849	16592	14001	11625		
上海中期	14953	14769	13788	15218	15559	11021
中金期货	13881	13793	13323	12915	12327	11880
宝城期货	12629	12781	14154	13804	13849	13189
东航期货	11899	12039	11829	11293	8884	
方正中期	9917	7829	7980	8587	8589	7327
兴证期货	9692	11638	11683	11887	12708	12479
大有期货	8174					
东证期货	1303	2157	2236	3014	3557	5139
中原期货	143	158	177	77	144	-339

申银万国	-17	225	-237	-45	14	408
南华期货	-7583	-8557	-8182	-19	510	1793
中大期货	-8796	-8416	-9368	-9076	-8957	-7939
中国国际	-8857		-9118	-9387	-9082	-8446
大越期货	-11157	-11117	-11145	-11236	-10608	-11039
浙商期货	-12065	-12061	-5161	-5070	-4473	-4374
光大期货	-14697	-7203	-8283	-16800	-7326	-6639
银河期货	-14940	-11783	-6181	-8851	-11315	-26731
中粮期货	-18232	-18143	-18371	-18377	-18231	-17927
建信期货	-21027	-21353	-21548	-21535	-21565	-21354
国贸期货	-21063	-19218	-31681	-33425	-32565	-28472
中辉期货	-22025	-21636	-16713	-26311	-27303	-25035
福能期货	-27996	-25767	-24276	-24171	-22359	-19287
通惠期货	-29631	-29799	-31978	-31817	-32118	-31443
信达期货	-37099	-36857	-24493	-24415	-23620	-22461

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: TA1809 净持仓

席位	2018-03-02	2018-03-01	2018-02-28	2018-02-27	2018-02-26	2018-02-23
国贸期货	24912	24003	22065	19672	19818	19786
建信期货	19632	19564	19604	15678	14943	13432
中粮期货	10019	10021	10039	10018	10077	9042
华泰期货	7783	7826	7578	7148	6367	6705
中信期货	7176	7225	7581	6664	5996	6161
同信久恒	6790	6776	6774	6777	6728	6226
中国国际	6789	6636	6819	7344	6852	6696
深圳瑞龙	6354	6378	6197	6189	6239	6091
大地期货	4715	3976	3272	3300	3675	3391
国联期货	3912	3946	3593	3642	3639	3733
国投安信期货	3333	3331	3418			
浙商期货	3234	3186	3136	3298	3204	3079
五矿经易期货	3103	2806	3205	3204	3325	2484
华信期货	3055					
广发期货	872	676	517	527	418	
徽商期货	791	873	750	817	1098	1298
永安期货	-643	-5922	-5494	-1290	-3027	-4834
宝城期货	-1116					
通惠期货	-1537	-277	273	-146	154	-126
宏源期货	-1839	-1901	-1398	1444	1513	2569

国泰君安	-2751	-2174	-2826	-2140	-755	-1665
信达期货	-3633	-3635	-3562	-4831	-4549	-3719
方正中期	-4574	-3948	-3979	-3965	-3919	-3791
东海期货	-6985	-7621	-7676	-4082	-4059	
中大期货	-8870	-6669	-6664	-7389	-7380	-7530
华安期货	-10857	-10156	-10093	-4485	-4873	
东兴期货	-10865	-10865	-7050	-1950	-1940	-1940
新潮期货	-16806	-15556	-15587	-18762	-16484	-15654
光大期货	-17588	-16878	-16878	-16114	-16312	-16640
银河期货	-25715	-24977	-25608	-25792	-23070	-17177
鲁证期货	-47522	-47519	-47426	-47428	-47421	-45955

数据来源：Wind，兴证期货研发部

交投清淡，油脂维持区间震荡

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

投资咨询资格号：Z0013331

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

2月，豆油维持区间震荡反弹的行情；供给方面，美国国内大豆压榨数据较好但出口销售持续萎靡，对市场价格有利空影响；南美方面，巴西大豆收割已经接近尾声，产量维持历史高位；但阿根廷主产区干旱可能对单产造成较大影响，主流机构已经将阿根廷产量下调到4400万吨，而且随着干旱的延续，产量存在继续下调的可能；在天气炒作结束前，大豆价格偏强的态势将持续，这对豆油有一定支撑；需求方面，春节过后油脂消费清淡，但油厂开工维持低位，因此供应压力不大，豆油库存消费回落，但仍旧维持季节性高点。棕榈油库存维持震荡反弹，目前接近67.3万吨；1月马来棕榈油的产量同比大幅增加，出口受关税取消影响出现增加，库存出现了下降，对价格有一定的支撑；但由于关税取消政策在4月结束，可能透支后期需求，而且随着后期棕榈油产量的继续恢复，棕榈油的库存可能继续增加，对价格造成压力。

● 后市展望及策略建议

进入3月以后，阿根廷天气情况将成为影响市场行情的最主要因素；从目前情况看，由于有效降雨不足，阿根廷大豆继续下调产量预估的概率较大；需求方面，由于春节过后是油脂的消费淡季，后期油脂的交投仍将维持清淡，可能维持低位区间震荡行情；东南亚棕榈油仍处于减产周期，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区间震荡的行情。

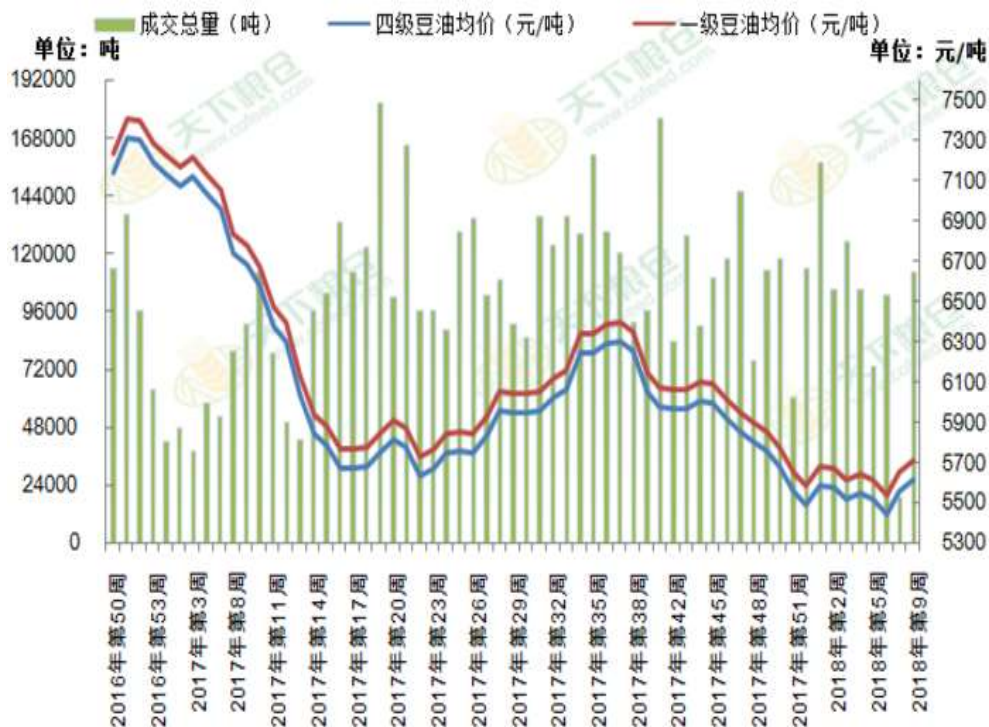
1. 油脂基本面

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；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。目前巴西大豆已经进入收割尾声，从收割的情况看，整体单产水平低于去年，但由于种植面积大幅提高，巴西大豆产量可能接近去年的历史高点。阿根廷天气偏干旱，可能造成弃收的面积远远超过正常水平且单产的下降可能会继续增加，目前主流机构已经大幅下调阿根廷大豆的产量水平至 4400 万吨，远远低于美国农业部 2 月 5400 万吨的水平。且随着干旱的持续，处于关键生长期的大豆单产可能会继续下调，成为目前影响市场价格的最重要利多因素。

国内方面，2 月整个国内油厂开工率维持低位，进口大豆大量到港量同样维持较低的水平；但随着春节假期的结束，豆油的需求转弱，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；豆油维持区间震荡的概率较大。整体来看，由于全球油脂的供应非常充裕，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。

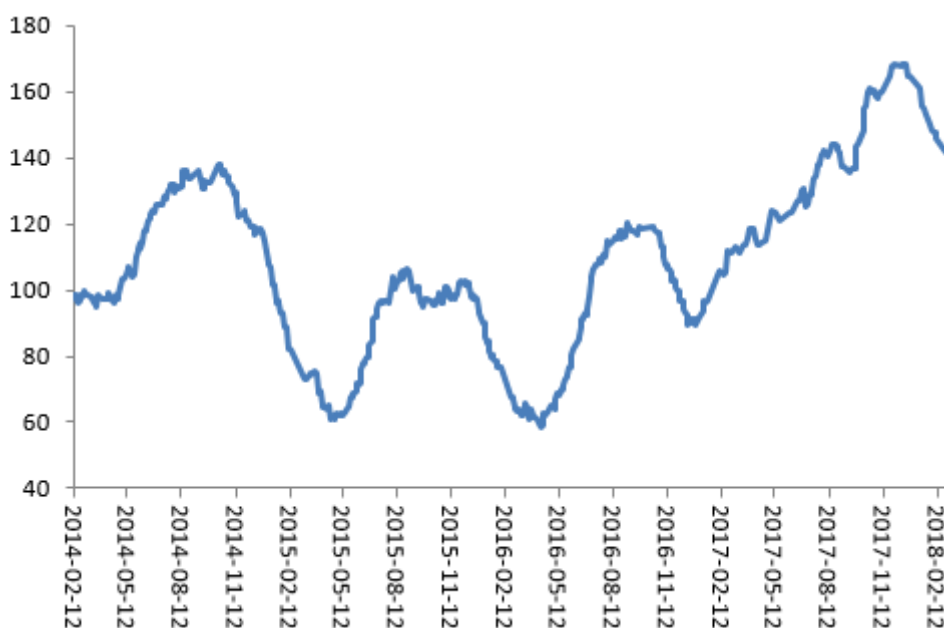
图 1：豆油价格及成交量走势



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低位震荡行情，目前维持在 5400 到 5800 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 5600 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡行情。

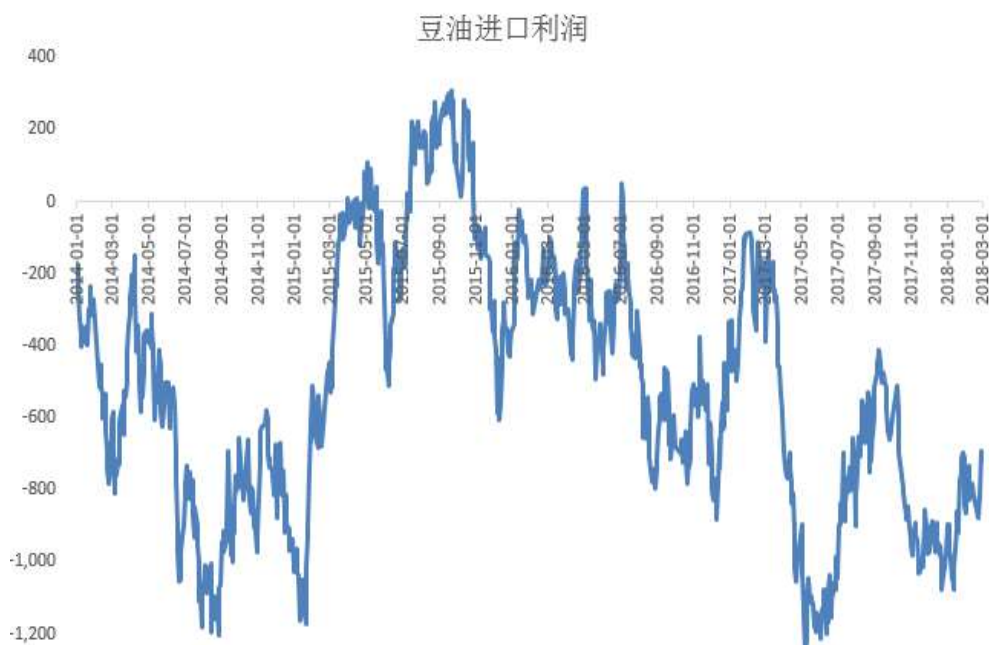
图 2：豆油商业库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 721 元；近期国内和外盘豆油的价差有所收窄，仍旧维持在深度亏损区间。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。

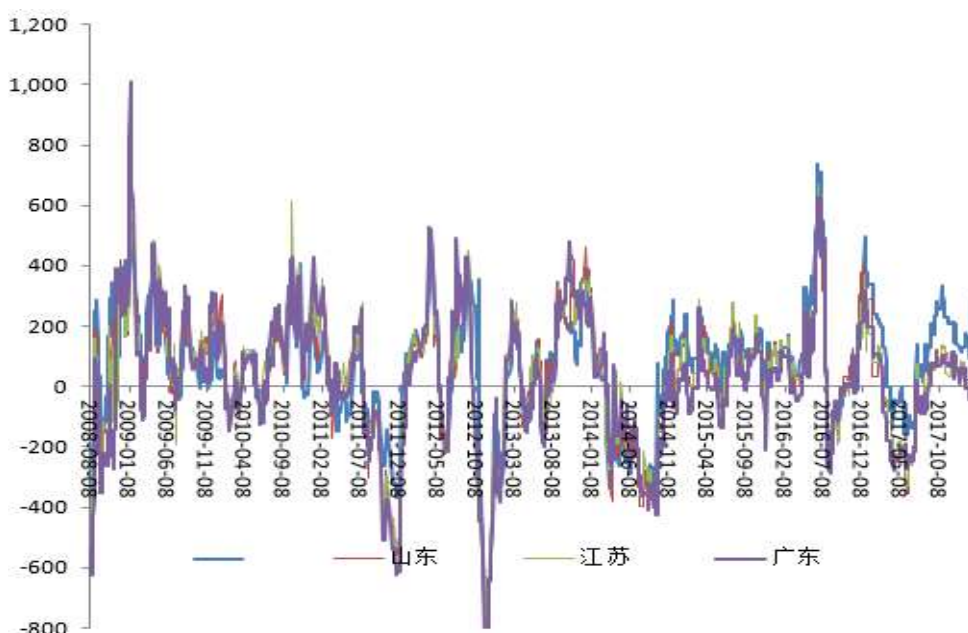
图 3：豆油进口利润



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，进口大豆成本维持偏强震荡，豆油、豆粕现货价格大幅走强，压榨企业大豆进口压榨利润最近大幅走高。

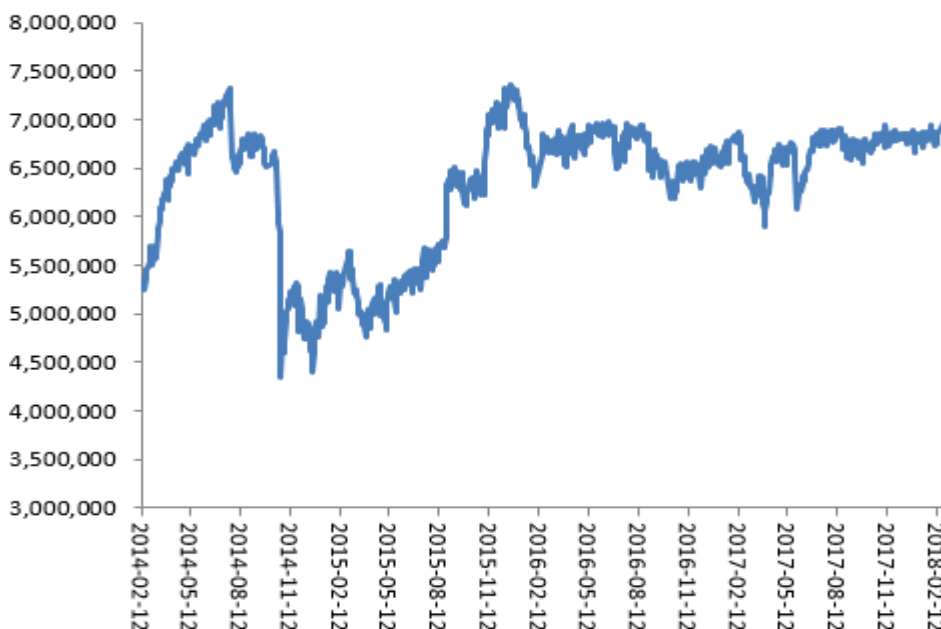
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，但随着后期补栏的进行，对豆粕的需求可能逐步好转；从大豆供给的角度来看，1 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 690 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，3 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，豆粕的需求较差，后期随着养殖好转可能好转，春节后豆油的交投较为清淡；油厂的开工率后期将逐步恢复，库存可能继续维持高位；预期 3 月油脂可能维持区间震荡的行情，建议投资者区间震荡对待。

1.2 棕榈油基本面

每年的10月到次年3月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现逐步减小的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向偏紧的局面，但由于厄尔尼诺现象的影响消失，相信棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；需求方面，随着春节的结束，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，2018年1月马来西亚棕榈油产量同比出现大幅增加，但进入到减产周期且出口关税的取消使得马来棕榈油库存下降较快；从2月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比还将大幅增加，出口继续反弹，期末库存可能维持季节性高位。

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1月库存大幅下降后，后期棕榈油的库存可能维持高位；出口数据方面，2月棕榈油出口量出现小幅增加；综合马来西亚和印度尼西亚供求，2月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；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

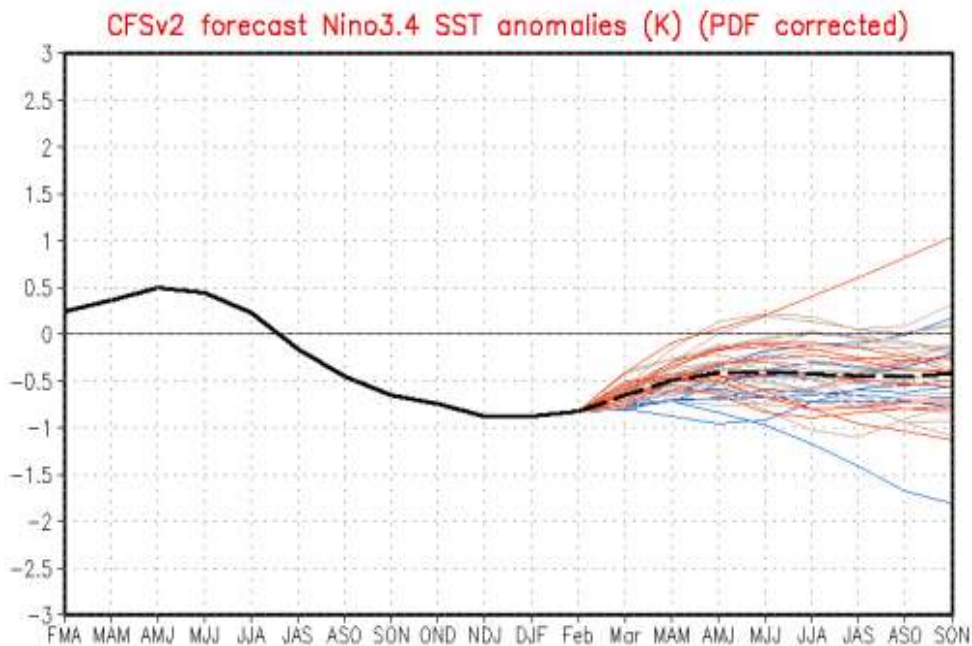
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	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%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，1月马来西亚棕榈油的产量为158.7万吨，同比增加24.3%。预期马来和印尼的棕榈油2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1月棕榈油出口量为151.3万吨，较12月出现了小幅增加；目前情况看，2月以来棕榈油的出口需求可能会出现一定幅度的增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据NOAA的最新预测，后期天气逐步转向中性，意味着棕榈油的产量恢复。

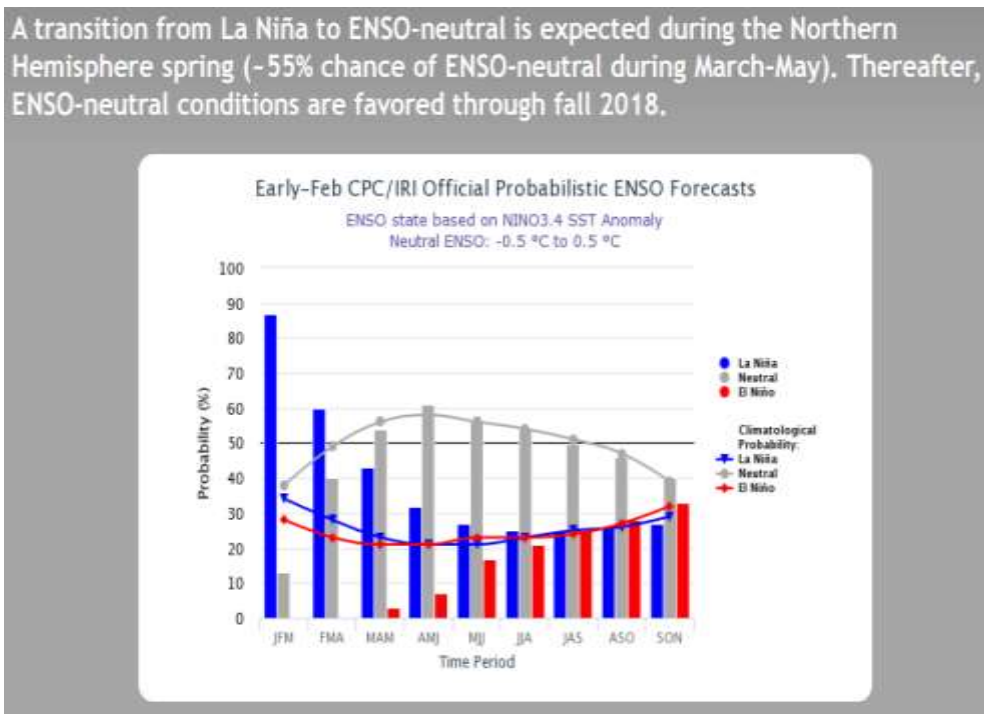
图 1：天气预测模型



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%，2018 年 4 月以后可能逐步转向中性。

图 2：天气预测模型

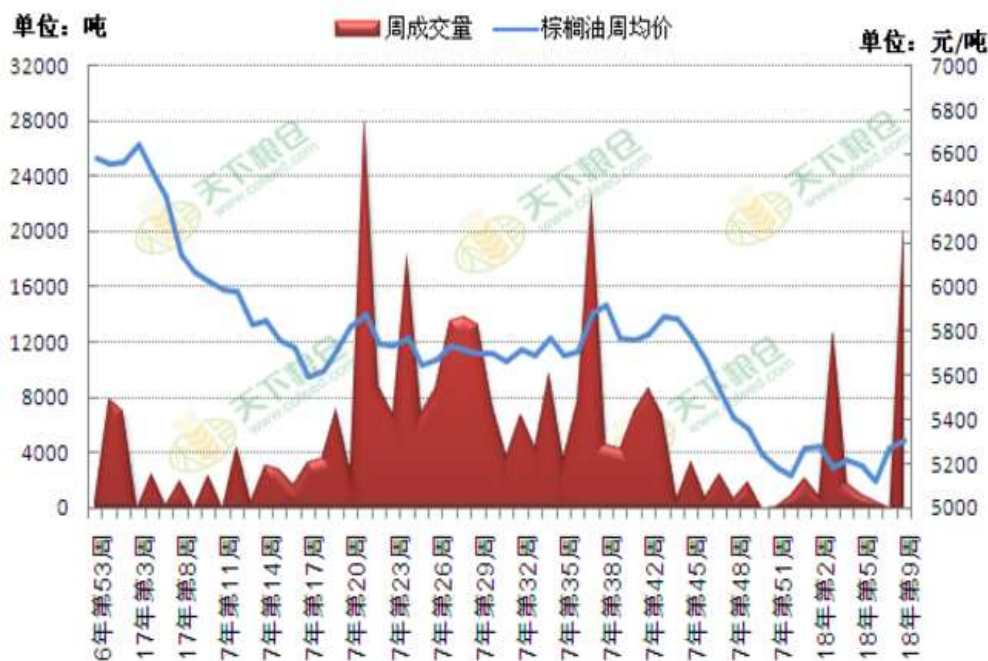


数据来源：兴证期货研发部

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。但从季节行角度来看，11 月—3 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

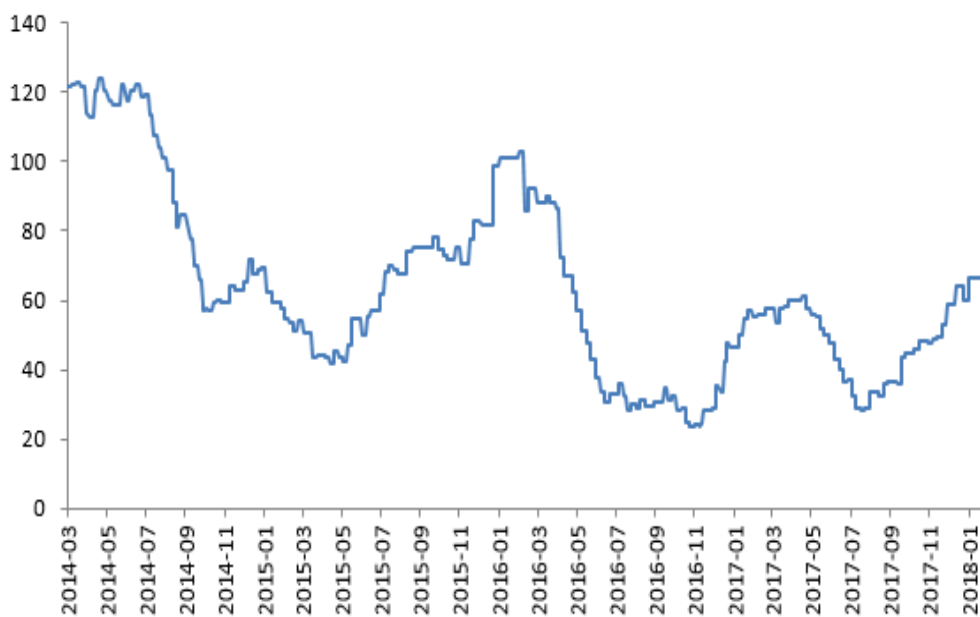


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持反弹，周度的成交量高于往年的正常水平；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 67.3 万吨的水平，近期出现低位震荡反弹的情况；主要是因为棕榈油进口量增加；国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代的情况还将持续，棕榈油的成交偏弱和库存维持增加状态。

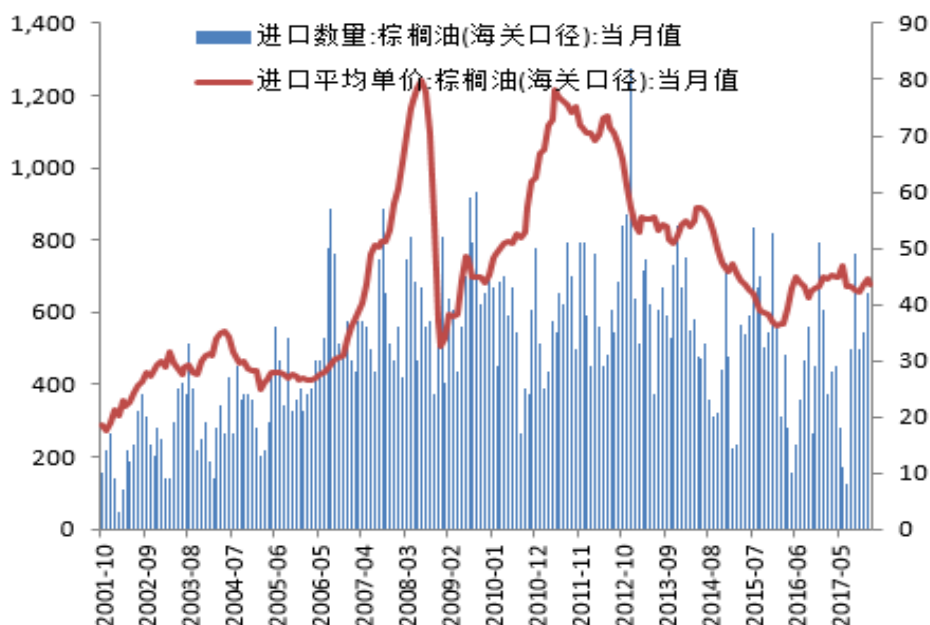
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年12月开始大幅反弹，4月份棕榈油的进口数量达到42万吨，较去年同期大幅增加。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，1月进口35万吨；在进口利润转正的情况下，出现了恢复。

图5：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

从价差的角度来看，目前国内棕榈油的进口价差已经由前期的大幅亏损到目前的盈亏平衡状态，主要是因为国内价格坚挺所致。

图6：马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	3月	665	-12.50	20	685	5330	(华南)
		665	-12.50	25	690	5370	(华东)
		665	-12.50	28	693	5390	(华北)
	4/5/6月	665	-12.50	20	685	5330	(华南)
		665	-12.50	25	690	5370	(华东)
		665	-12.50	28	693	5390	(华北)
	7/8/9月	660	-07.50	20	680	5290	(华南)
		660	-07.50	25	685	5330	(华东)
		660	-07.50	28	688	5350	(华北)
33度棕榈油	3月	665	-12.50	25	690	5370	(华东)
	4/5/6月	665	-12.50	25	690	5370	(华东)
	7/8/9月	660	-07.50	25	685	5330	(华东)
44度棕榈油	3月	670	-10.00	25	695	5060	(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；2月以后供应进入淡季对价格有支撑；需求方面，春节过后油脂需求转弱，不利于棕榈油的消费，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，2月豆油价格维持区间震荡反弹行情，供求宽松状态持续，3月受阿根廷大豆减产影响，价格有所恢复，维持区间震荡行情。

图 1: 豆油技术分析 (日 K 线)



数据来源: 兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看, 棕榈油维持低位区间震荡, 后期预期供应增加, 建议投资者区间震荡对待。

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

美糖有下跌风险，国内横盘后或反弹

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

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

去年9月份的时候，印度政府估计本榨季马邦将产糖约730万吨。但是随着榨季逐渐展开，印度政府发现此前的预计明显偏低，截止到2月27日，马邦的185家糖厂仍然在运行，还没有糖厂收榨。马邦糖协已将本榨季的产量进一步上调，预计将产糖1060万吨，1060万吨的产量将超过2014/15榨季的1051.4万吨的历史峰值。巴西方面，美国与巴西乙醇价差维持高位，巴西进口乙醇数量或继续增加，美糖可能继续下行。

国内方面，美糖下跌可能对9月合约产生影响，从期末库存看，预计9月时的期末库存偏中性，809合约关注前低支撑力度。

1. 行情回顾

郑糖减仓反弹，关注前低支撑力度。

外盘方面，美糖大幅下跌后快速反弹，关注前低支撑。

图 1：郑糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 印度马邦产量或超出市场预期

去年9月份的时候，印度政府估计本榨季马邦将收榨甘蔗约6500万吨，产糖约730万吨，出糖率为11.23%。但是随着榨季逐渐展开，印度政府发现此前的预计明显偏低，在今年1月底的第二次估产报告中，马邦的甘蔗收割量上调至7960万吨，产糖量上调至899.5万吨，出糖率11.3%。

但是从马邦最新的生产进度看，即使上调之后的估产可能仍然偏低。截止2月27日，马邦已经收榨甘蔗7609.3万吨，产糖836.4万吨，出糖率为10.99%。截止到2月27日，马邦的185家糖厂仍然在运行，还没有糖厂收榨。据印度当地媒体报道，马邦糖协已将本榨季的产量进一步上调，预计将收榨甘蔗9722.8万吨，产糖1060万吨，出糖率10.9%。1060万吨的产量将超过2014/15榨季的1051.4万吨的历史峰值。

印度政府的估产已经不是第一次出现明显纰漏了。在刚刚过去的2016/17榨季，榨季初的时候，政府估产为产糖627万吨，榨季中第二次估产的时候，估计为502.8万吨，但是最终马邦实际收榨甘蔗3731.3万吨，产糖420万吨，出糖率则达到了11.26%。

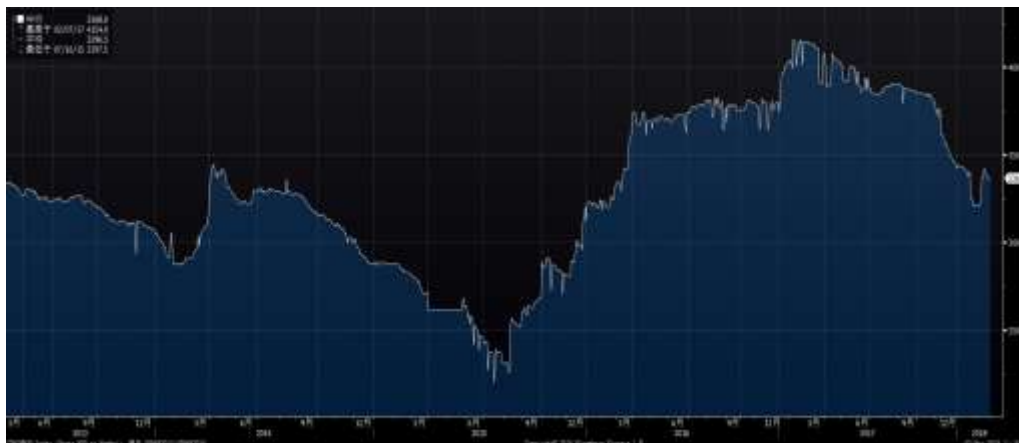
如果本榨季马邦的产量果真达到1000万吨左右，将会给整个印度的食糖产业带来重大利空。因为在榨季初的时候，政府根据当时的估产再次上调了甘蔗收购价，如果最终产量大幅超出之前预期的话，糖价无疑会受压下跌，低糖价与高收购成本会使得糖厂利润大幅下降，糖厂将无法兑付甘蔗款。

2011年之后，随着甘蔗最低收购价的快速上升，甘蔗相对于其竞争作物的收益优势越来越明显，但同时糖厂的甘蔗欠款也迅速上升至历史峰值。这种情况不会一直持续下去，如果政府调低甘蔗收购价的话，从而引发印度产量的新周期。

进入到新榨季后，印度国内糖价持续下跌，下跌幅度约为25%。印度政府为此出台了两项政策，一是维持糖厂库存，二是提高进口关税。据报道，政府要求每个糖厂的库存需要维持截至1月31日库存量的83%，三月份的库存需要维持在截至2月28日库存的86%。但是对于三月之后的库存目前并没有做出规定，市场对此仍有顾虑。

由于邻国巴基斯坦对出口白糖进行补贴，印度相应地提高了进口关税。据悉巴基斯坦对于出口白糖每吨补贴11634印度卢比，这样一来巴基斯坦白糖的出口成本只有15590印度卢比/吨，如果走海运的话，在加上运费，70%的关税，以及装卸运输和杂费后，其成本约为31543印度卢比/吨，略高于当地31400的大宗价。如果从巴基斯坦的Wagah的入境的话，70%关税下的成本约为30980印度卢比/吨，100%关税下的成本约35949卢比/吨，而印度北部边境地区的糖价约36000印度卢比/吨。本榨季开始后印度国内糖价连续下跌，但在政府决定提高关税后，印度国内糖价反弹了约15%。

图 1: 印度孟买 M30 糖价, (印度卢比/吨)



数据来源: bloomberg, 兴证期货研发部

2.2 美国与巴西乙醇价差维持高位, 美糖有下跌风险

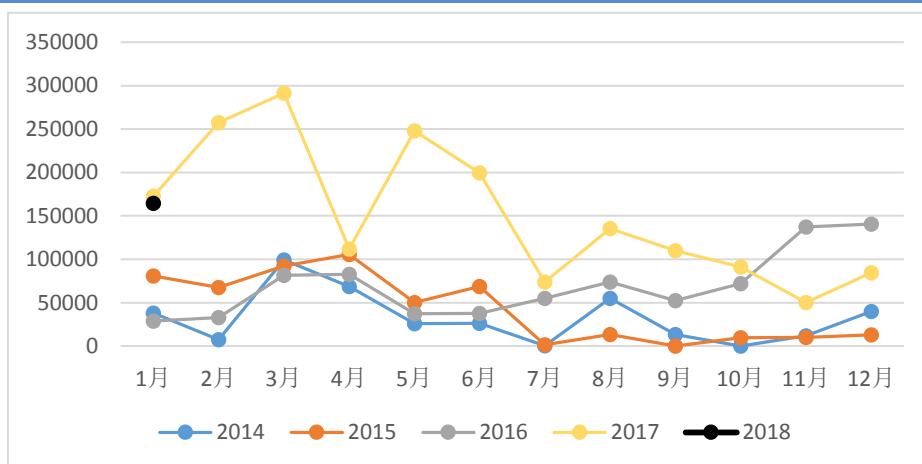
1 月份巴西进口乙醇 1.646 亿升, 环比增加 94.43%, 同比下降 4.57%, 创下 2014 年以来一月份单月进口的第二高位, 仅次于去年的 1.725 亿升。2017 年上半年由于美国乙醇具有价格优势, 巴西开始大量进口美国乙醇, 2017 年 9 月巴西宣布对美国乙醇加征进口关税, 对配额外征收 20% 的关税, 配额内的数量为每年 6 亿升。

2018 年 1 月份, 巴西单月进口了 1.646 亿升, 几乎用掉了配额的四分之一, 据报道, 如果当季的进口量超出 1.5 亿升, 即使配额内的份额没有用完, 也要对超出的量征收 20% 的关税。可见即使在加征关税的情况下, 从美国进口乙醇依然有利可图。

巴西大量进口美国乙醇的主要原因是美国乙醇具有价格优势, 从 2017 年下半年开始, 美国与巴西乙醇的价差持续扩大, 在 2017 年底, 价差扩大到了 2017 年年初的水平, 在当时的价差水平下, 巴西进口数量创下了 5 年来的最高值。在 2017 年 9 月加征关税后, 进口乙醇的利润暂时无法达到 2017 年年初的水平, 但如果价差维持在目前的水平附近, 2018 年巴西乙醇进口量可能会继续维持高位。目前美国与巴西的价差有所收窄, 截止 2 月 20 日, 美国与巴西港口离岸乙醇的价差为 0.778 美元/加仑, 环比上周下降 5.9%, 较去年同期下降 2.8%。

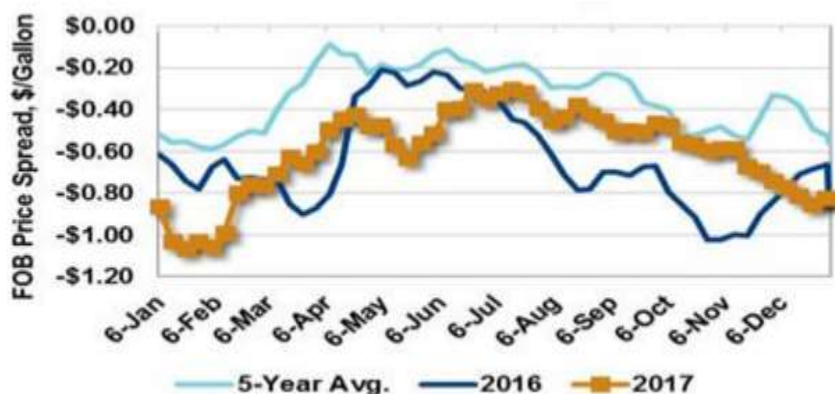
如果价差继续维持高位, 巴西继续大量进口美国乙醇的话, 会对美糖产生利空。这主要是因为, 进口乙醇会挤占巴西国产乙醇的市场份额, 抑制巴西国产乙醇价格, 使得糖厂选择把更多的甘蔗用来制糖。

图 2：巴西乙醇进口量，立方米



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：美国与巴西乙醇 FOB 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 1月产销双增，库存增加，市场解读偏乐观

广西 1 月份单月产糖 187.6 万吨，同比增加 19.49%，截止 1 月底累计产糖 302.6 万吨，同比增加 3.63%。1 月份单月销糖 77 万吨，同比增加 42.59%，截止 1 月底累计销糖 134 万吨，同比增加 2.29%。截止 1 月底新增工业库存 168.6 万吨，同比增加 4.72%。

截止 1 月底全国累计产糖 512.66 万吨，同比增加 12.93%，累计销糖 239.86 万吨，同比增加 23.86%，新增工业库存 272.8 万吨。

1 月产量基本符合预期，增产已基本反映在近期的下跌中。目前广西的产量在前期估产区间的下沿，可能是因为今年的甘蔗含糖量偏低。1 月份单月销量同比大幅增长，主要原因是广西部分糖厂顺价销售，但是新增工业库存依然出现同比小幅增长。

总的来看，由于广西产量在估产区间下沿，叠加 1 月销量同比大幅增长，市场对 1 月产销的解读较为乐观。

图 1: 全国食糖产量 (单位, 万吨)

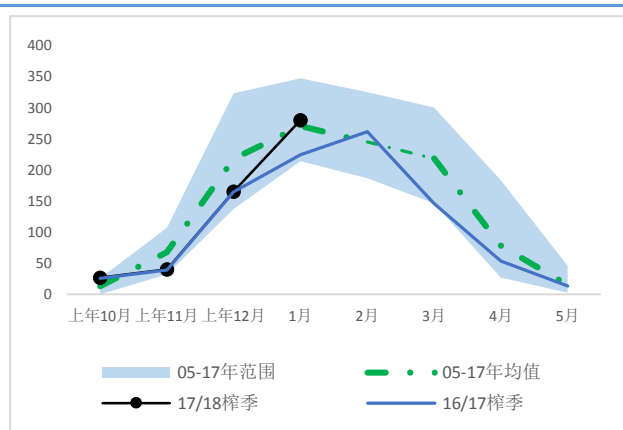
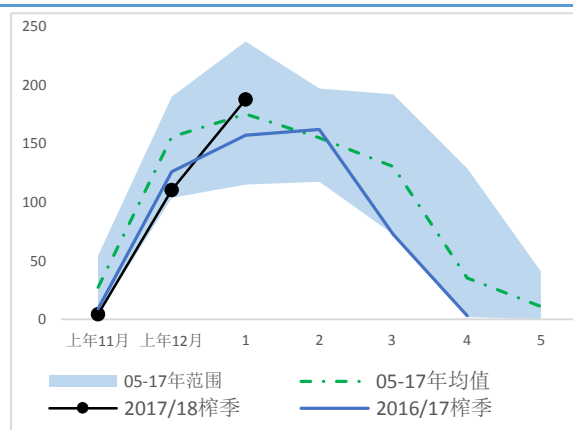


图 2: 广西食糖产量 (单位, 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 全国食糖销量 (单位, 万吨)

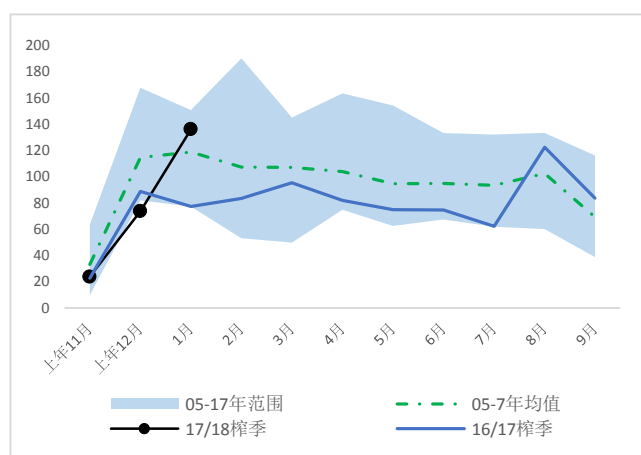
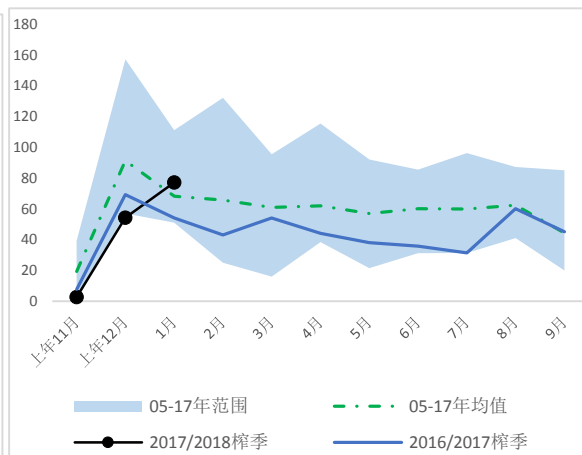


图 4: 广西食糖销量 (单位, 万吨)



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)

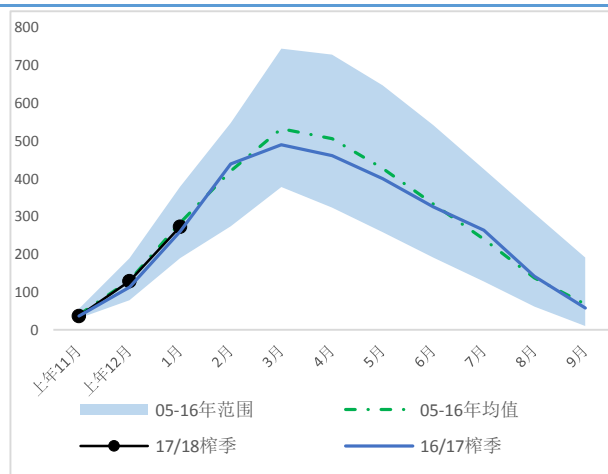
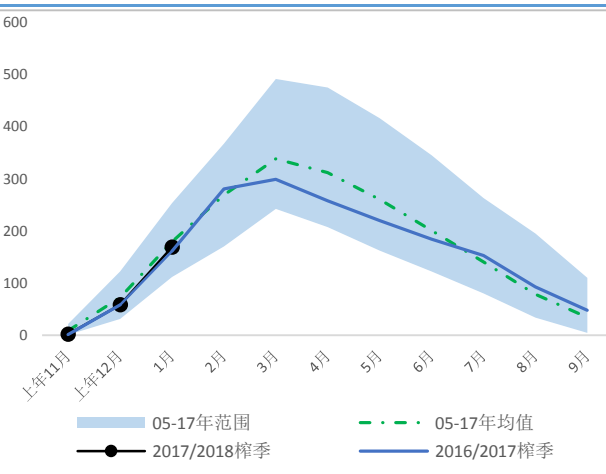


图 6: 广西食糖新增工业库存 (单位, 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 1月进口维持低位，下半年进口压力值得关注

2018年1月我国进口食糖3.1万吨、同比下降92.5%，进口额0.1395亿美元、同比下降93.2%。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。

另外，近期印度产量超出预期，巴西进口乙醇数量增加也利空国际糖价。美糖在2月27日大幅下跌后快速反弹，但是美糖仍有续跌的可能。如果美糖向下突破的话，郑糖远月的进口利润或有所恢复，叠加下半年本来就是季节性进口高峰，809、901合约的进口压力值得关注。

2.5 期末库存压力不大，郑糖不宜过分看空

从基本面看，依然维持9月份期末库存压力不会太大的观点。产量方面，1月广西产量300万吨，市场预计广西最终的产量可能不到600万吨，比此前的平均预计要低20万吨左右。进口方面，1月进口创地量。不过美糖有下跌的风险，下半年的进口利润可能会有所恢复，值得注意的是，今年的配额外进口数量仍未公布。国储方面，一季度并没有抛储，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。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。

后期出去天气因素之外，需要关注两点：一个是外盘，另一个是走私。外盘我们之前已经分析过了，印度马邦产量超预期，巴西进口乙醇数量增加，新榨季甘蔗制糖比很有可能维持高位，利空美糖。如果美糖向下突破的话，将会对国内远月合约产生利空。走私方面，在考虑走私问题的时候，我们要先看一下国内政策，由于广西产量或低于预期，并且一季度并没有抛储，因此国家有理由把进口和抛储的量往上调，如果配额外进口量只是小幅上调的话，那么国家势必会加大抛储的力度。不过不可控因素仍在外盘，如果外盘大幅下行的话，走私或再度活跃，因此走私糖很有可能破坏政府预定的供需平衡表。

总的来看，9月份的期末库存压力可能不会很大，但是如果外盘大幅下行的话，可能会对远月合约产生利空。

稳中偏强

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

投资咨询资格号：Z0013331

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、玉米淀粉期货行情震荡偏强。现货市场玉米价格稳中上涨，玉米淀粉价格稳中偏强。

上半月临近春节，深加工、饲料企业节前备货进入尾声，玉米购销转淡，春节期间贸易停滞，现货价格总体维持稳定。节后深加工、饲料企业陆续恢复生产，有一定的补库需求，而基层玉米购销恢复较为缓慢，深加工企业提高收购价吸引玉米上量，叠加下半月冷空气侵袭，东北地区迎来强降雪，黄淮地区有阴雨天气，影响物流运输，玉米价格上涨。

玉米价格处于高位，淀粉企业生产成本较高，淀粉企业加工利润压缩，除河南外，大部分地区淀粉企业加工利润处于亏损状态，企业挺价心态较强。春节期间下游企业备货停滞，淀粉库存大幅上升，节后淀粉需求尚好，淀粉库存回落。

● 后市展望及策略建议

节后内蒙古中储粮举办2次玉米拍卖，共拍卖玉米2.3万吨。2月28号吉林粮食局发布饲料企业补贴申报及资格审核的通知，消息面利多。今年售粮进度偏快，华北玉米毒素较高，优质玉米供应偏紧，深加工企业产能扩张，中长线利多玉米价格，但是生猪价格持续疲软，饲料消费处于淡季，饲用玉米需求较弱，预计短期玉米价格震荡偏强，建议暂时观望。

节后木薯淀粉与玉米淀粉价差有所扩大，月末价差1000元/吨左右，对玉米淀粉价格形成一定支撑。节后淀粉走货情况尚可，淀粉库存下降，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

上半月临近春节，深加工、饲料企业节前备货进入尾声，玉米购销转淡，春节期间贸易停滞，现货价格总体维持稳定。节后深加工、饲料企业陆续恢复生产，有一定的补库需求，深加工企业提高收购价吸引玉米上量，叠加下半月冷空气侵袭，东北地区迎来强降雪，黄淮地区有阴雨天气，影响物流运输，玉米价格上涨。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）

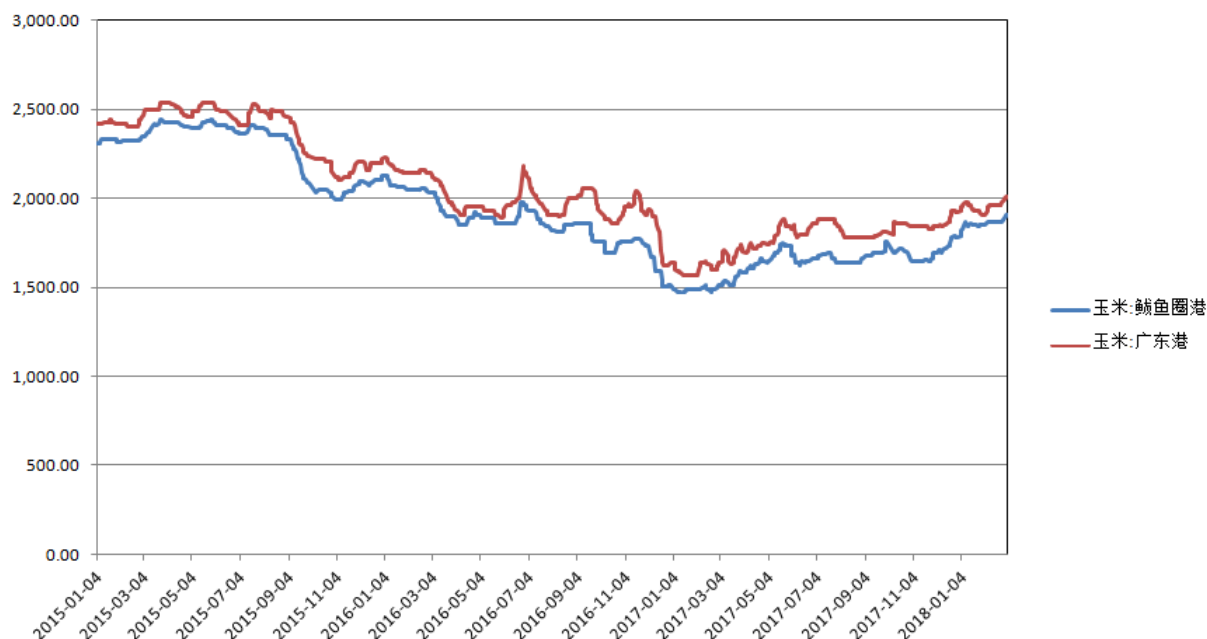


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

2月1日广东港口玉米价格 1910 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格 1850 元/吨，南北港口价差 60 元/吨，截止 3月2日，广东港口玉米价格上涨至 2010 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格上涨至 1910 元/吨，南北港口价差 100 元/吨，南北港口价扩大 40 元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 港口玉米供需情况

港口库存方面，上月港口库存大幅下降，春节期间玉米购销停滞，节后贸易商购销恢复较为缓慢，港口玉米集港量处于较低水平。锦州港月库存下降 40.2 万吨，鲮鱼圈港月库存下降 15.6 万吨。

表 1：南北港口玉米库存

港口	月初库存 (万吨)	月末结转库存 (万吨)	月变化 (万吨)
北方港口			
锦州港	143.2	103	-40.2
鲮鱼圈港	159.1	143.5	-15.6
北良	74.4	58	-16.4
大窑湾	26.6	10.1	-16.5
总计	403.3	314.6	-88.7
南方港口			
广东港(内贸)	106.7	-	-

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

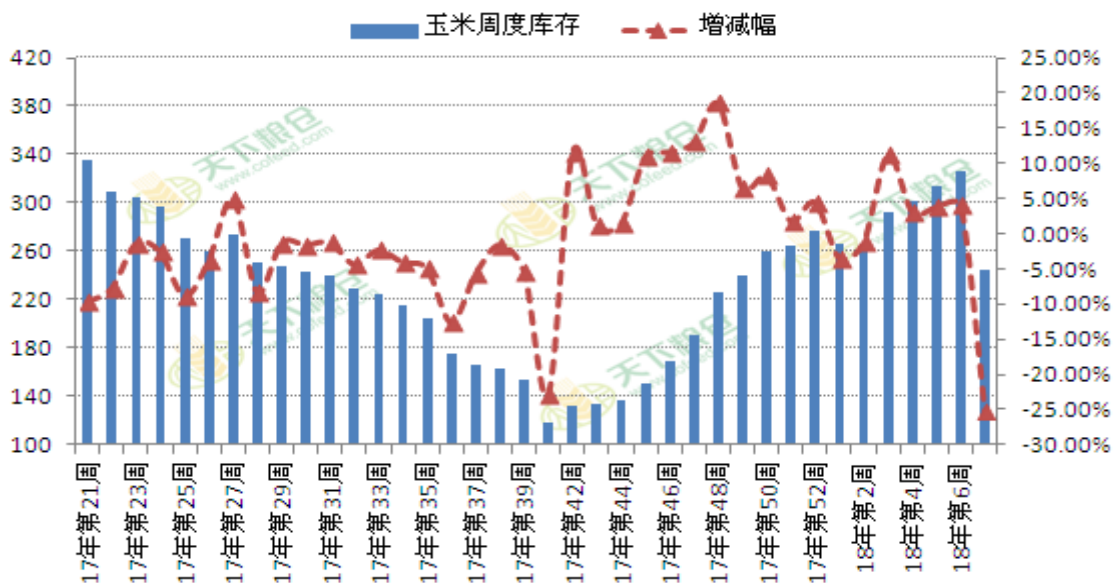
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 3019600 吨，月末玉米库存 2438500 吨，库存下降 19.24%。山东地区玉米月库存下降 15.03%，河北地区玉米月库存下降 22.73%，河南地区玉米月库存下降 8.19%，东北地区玉米月库存下降 23.35%。

表 2：56 家深加工企业玉米库存

地区	调查企业样本数	月初库存（吨）	月末库存（吨）	月增减幅（%）
山东	20	612000	520000	-15.03
河北	8	165000	127500	-22.73
河南	7	80600	74000	-8.19
山西	1	0	0	0
陕西	2	98000	60000	-38.78
宁夏	1	120000	45000	0
内蒙古	4	590000	565000	-4.24
东北	11	1332000	1021000	-23.35
总计	56	3019600	2438500	-19.24

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）



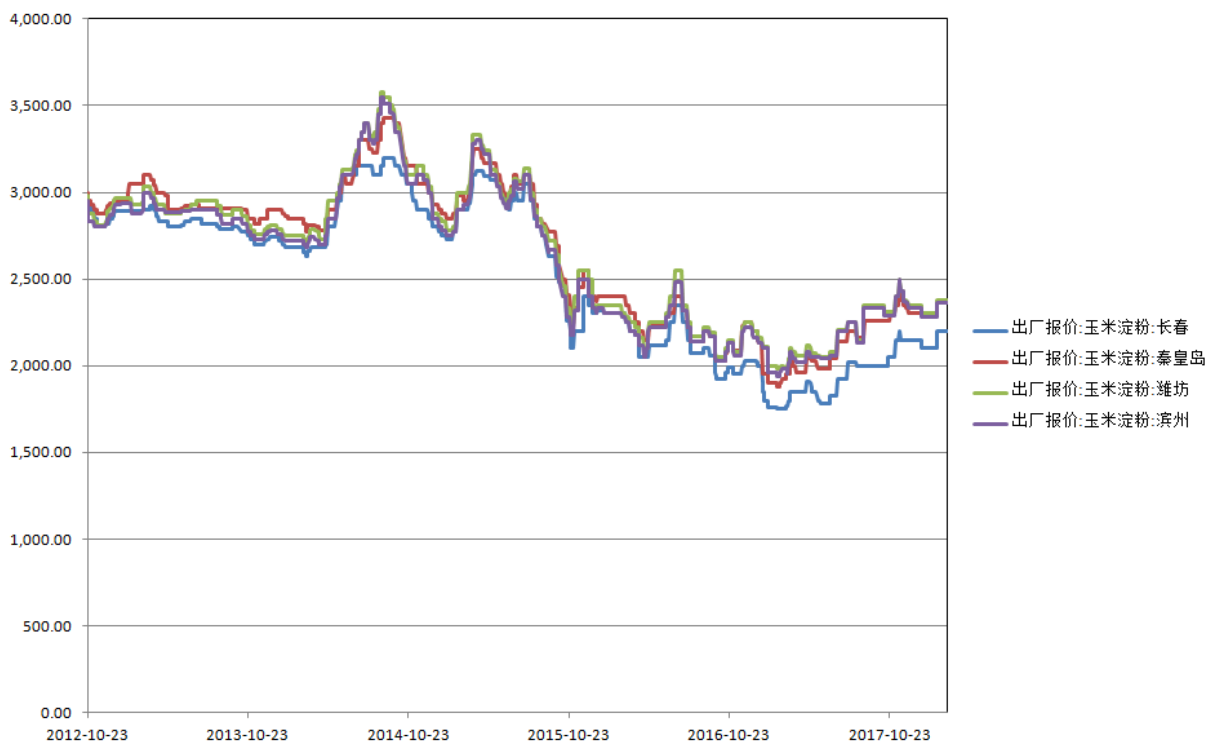
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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强。节后淀粉下游企业有补库需求，淀粉需求尚可，玉米价格处于高位，淀粉企业生产成本较高，淀粉企业加工利润压缩，大部分地区淀粉企业加工利润处于亏损状态，企业挺价心态较强。

图 4：玉米淀粉现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 企业玉米淀粉库存

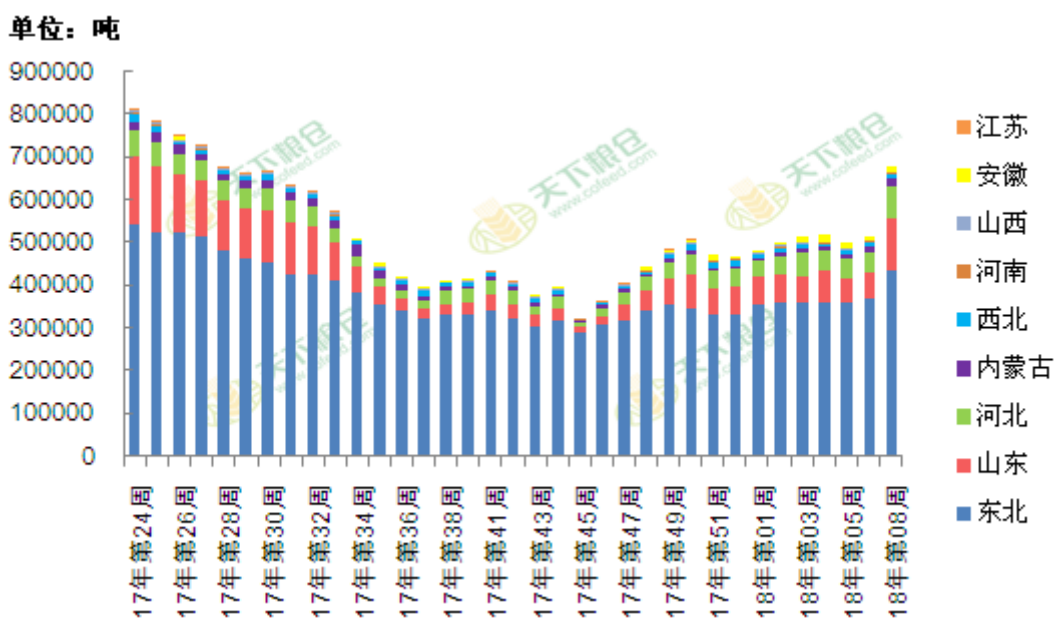
据调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 500200 吨，月末玉米淀粉库存总量 681800 吨，库存增加 36.31%。春节期间淀粉下游企业节前备货结束，淀粉库存大幅增加。

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	59600	120700	102.52
河北	11	46100	76800	66.59
河南	4	1400	2600	85.71
山西	3	0	0	0
西北	2	11300	15500	37.17
安徽	2	13000	14000	7.69
内蒙古	3	7500	16000	113.33
东北	10	359300	436200	21.40
总计	60	500200	681800	36.31

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 5：60 家淀粉企业玉米淀粉库存变化



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.3 玉米淀粉企业开机率

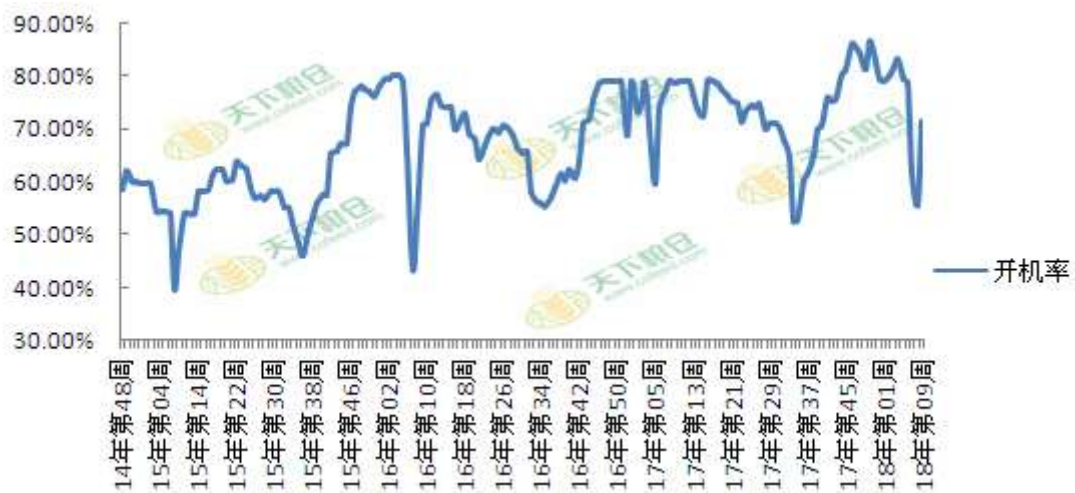
据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 80.07%，月末开机率 71.83%，春节期间华北地区部分淀粉企业停机，开机率下降较为明显，东北地区保持正常开机，开机率略有上升，处于高位。

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)	79.64	70.24	-9.4
河北 (10 家)	73.60	65.28	-8.32
山西 (4 家)	0	0	0
内蒙古 (2 家)	100.00	74.94	-2.06
河南 (4 家)	44.44	44.44	0
陕西 (1 家)	80.00	42.00	-38
东北 (17 家)	89.78	90.42	0.64
总计 (67 家)	80.07	71.83	-8.24

数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 6: 玉米淀粉企业开机率变化

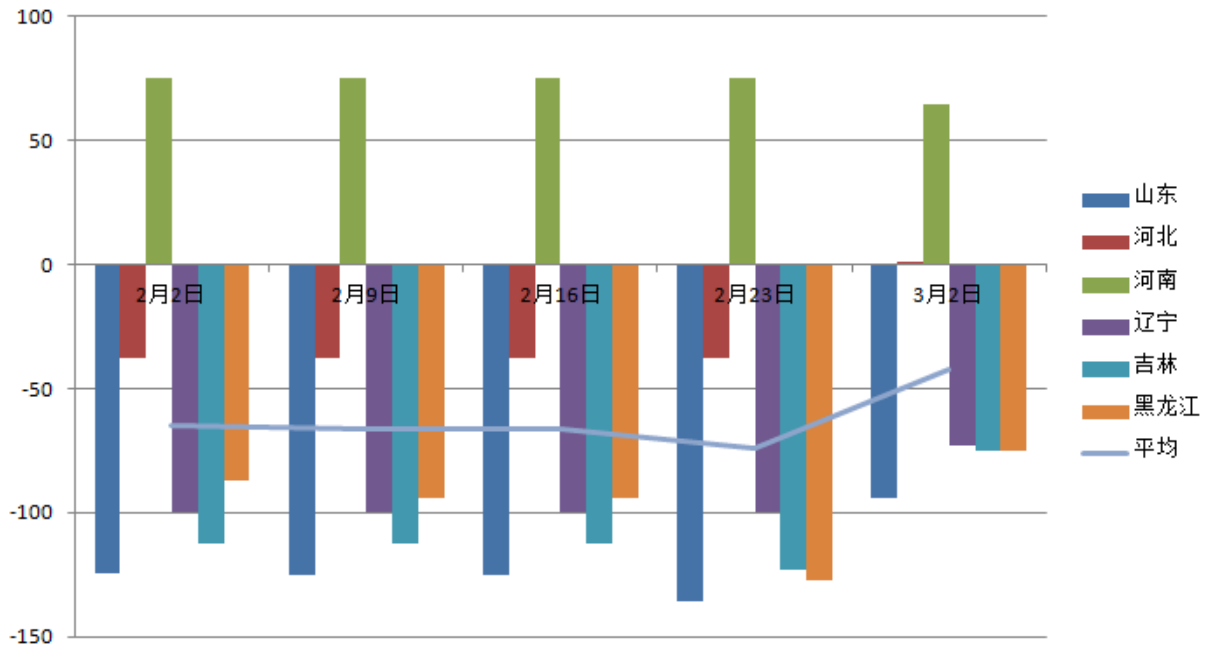


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

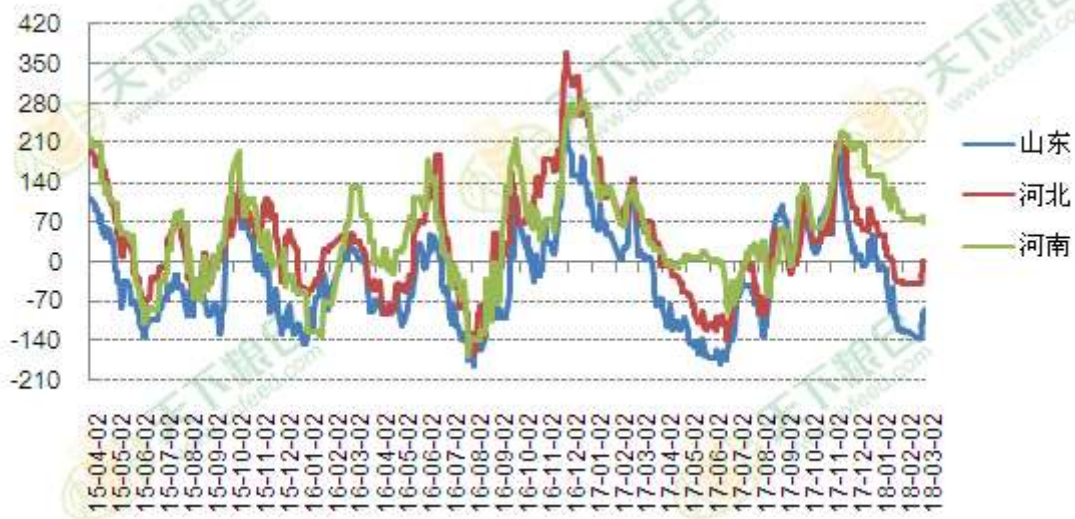
原料玉米价格处于高位, 下游玉米淀粉需求一般, 企业采购观望情绪较重, 除河南外, 大部分地区淀粉企业加工利润处于亏损状态, 春节后下游企业有一定补库需求, 淀粉企业挺价形态较强, 加工利润有所回升。

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。