



兴证期货研发部 2018 年 4 月理财月报 目录

股指期货	2
短期因素扰动 维持偏多思路	2
国债期货	17
3 月期债走高，4 月或先抑后扬	17
有色金属·铜	26
维持铜价中长期走强观点	26
铁矿石&螺纹钢	38
震荡为主	38
动力煤	50
需求不见起色，煤市仍将延续弱势运行	50
原油	61
短期油价仍将获得支撑	61
天然橡胶	66
持续单边深幅重挫并创下新低	66
PTA	85
终端火爆，季节性行情可期	85
豆类油脂	96
需求弱势，油脂低位震荡	96
白糖	106
横盘后或将反弹	106
玉米&玉米淀粉	112
稳中偏弱	112
分析师承诺	120
免责声明	120

短期因素扰动 维持偏多思路

2018年4月2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

3月共22个交易日,纵观三月行情,市场冲高回落,沪指再度考验3100点支撑。整体来看,市场八二分化,风格有所转变,中小创股获政策性支持,走势强于大盘股。从板块表现来看,计算机、医药、国防军工、通信等行业领涨,钢铁、煤炭、银行、家电等行业领跌。

股指期货中IC三月表现好于IF及IH。量能方面,期指市场快速下跌期间成交量上升,而在月下旬持仓量有所提高。基差方面,期现基差及远近月价差均超跌反弹,IC/IH及IC/IF跨品种比值在二月触底后三月继续反弹。

● 后市展望及策略建议

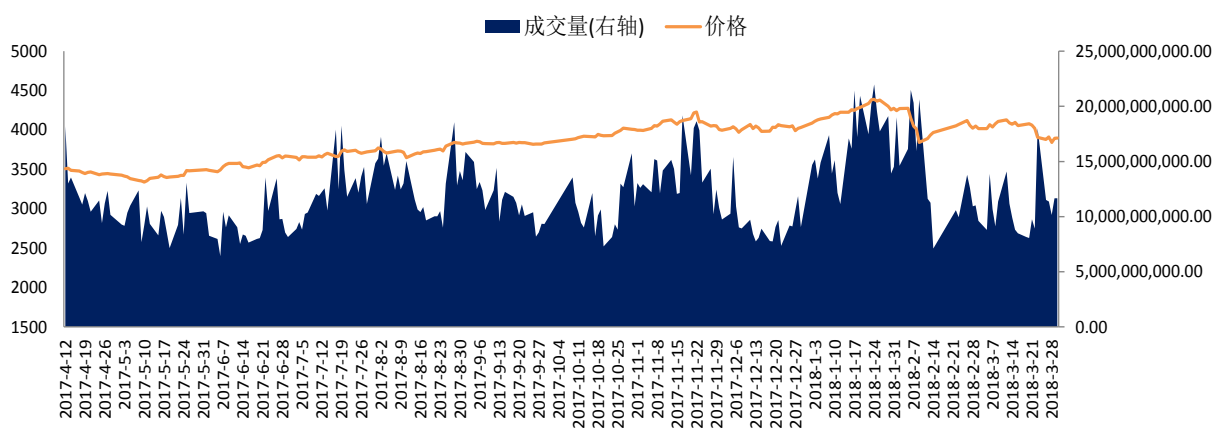
综合来看,基本上公布的宏观经济数据普遍好于预期,进一步修正看空预期,我们仍然维持乐观看法。消息面上短期情绪干扰有限,尤其是此前市场对中美贸易战的担忧过度,未来股票市场仍将回归基本面投资。从资金面来看,考虑到二季度历来是监管密集期,资金面的利好边际将有所转弱,未来资管新规落地及CDR的发行将对成长股估值进行重塑。近期市场波动加剧,中小创股量价配合,重点关注4月企业年报及一季报的披露,微观业绩将为市场提供确定性机会。短期来看,二季度是监管密集落地期,中美贸易战不确定性,或将对市场情绪造成干扰,但基本面持续向好,建议维持偏多思路,从期指来看,资金近期加仓IC进行博弈。未来6月MSCI指数纳入效应将对蓝筹板块带来实质利好,可考虑多头套保锁定未来建仓成本。5-8月是成分股密集分红期,将对三大期指相关合约的贴水产生影响,可关注期现套利机会。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

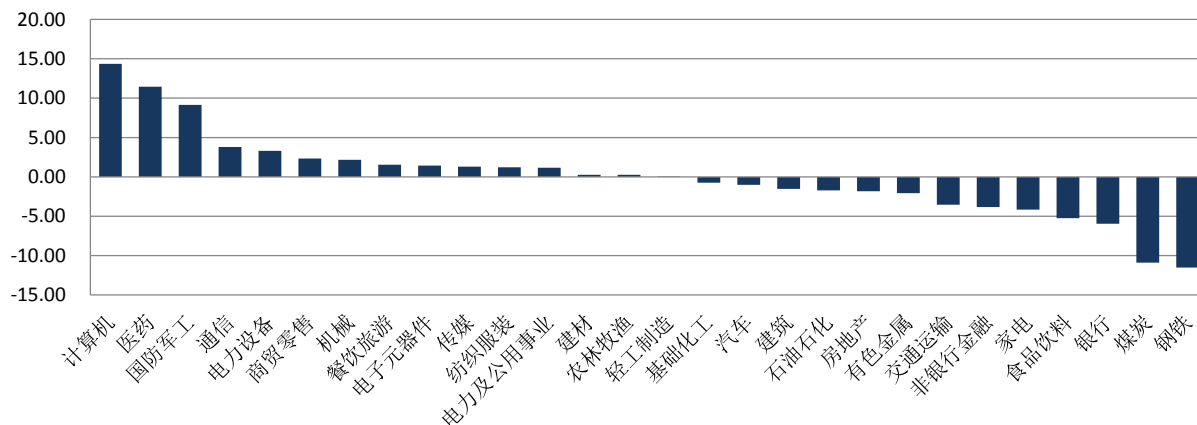
3月共22个交易日，纵观三月行情，资金流动性充裕，股票注册制延迟及两会政策性利好引发市场在中小创股领涨下冲高，但月中旬一系列海外消息对市场风险偏好影响较大，美联储加息预计加速及中美贸易战升温，市场大幅走低，沪指再度考验3100点支撑。整体来看，市场八二分化，风格有所转变，中小创股获政策性支持，走势强于大盘股。从板块表现来看，计算机、医药、国防军工、通信等行业领涨，钢铁、煤炭、银行、家电等行业领跌。最终，3月上证综指下跌2.78%至3168.90点，沪深300指数下跌3.11%至3898.50点，上证50指数大跌5.44%至2722.15点，中证500指数上涨1.51%至6114.74点。

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：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	3898.498	-0.1648567	-3.283595	2.98%	5.57%
上证综指	3168.896	0.5117819	-4.181098	2.44%	5.39%
深证综指	1853.722	4.930954	-2.401984	-1.69%	0.38%
上证50	2722.153	-2.483077	-4.834332	5.20%	8.58%
中证500	6114.738	5.660567	-2.177027	-1.48%	0.33%
上海B股	326.8682	2.029141	-4.372137	0.22%	2.56%
深圳B股	1154.26	1.86468	-0.788867	0.54%	1.92%
恒生指数	30093.38	-3.146565	0.5823376	2.86%	3.90%
国企指数	11998.34	-3.453696	2.468466	3.69%	5.22%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	172.1489	0.1019773	-0.956387	2.31%	3.55%
亚洲市场除日本	715.3692	-0.000716913	0.2694559	2.20%	3.03%
美国市场	2516.93	-0.184015	-1.086629	2.65%	3.47%
欧洲市场	125.0142	1.441911	-4.867492	1.12%	3.36%
日本市场	1007.86	2.149696	-6.237736	1.80%	5.27%
沪深300分类指数					
能源	1843.883	-2.682447	-4.961191	5.15%	10.06%
材料	2515.451	2.071846	-4.141747	3.07%	5.05%
工业	2472.722	1.622172	-5.577149	0.81%	3.95%
可选	5834.416	-1.928238	-2.034712	5.15%	6.18%
消费	13821.31	-2.814199	-7.862483	7.48%	11.33%
医药	11230.66	2.89968	11.48031	-6.74%	-7.79%
金融	6181.823	-1.520962	-4.396297	4.57%	8.53%
信息	2327.018	2.659326	0.5006863	0.54%	0.01%
电信	3037.019	3.390639	-13.19214	4.17%	7.51%
公用	1916.339	-0.4514497	-1.146827	1.24%	1.99%

数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2. 股指期货回顾

2.1 IC 表现好于 IF 及 IH

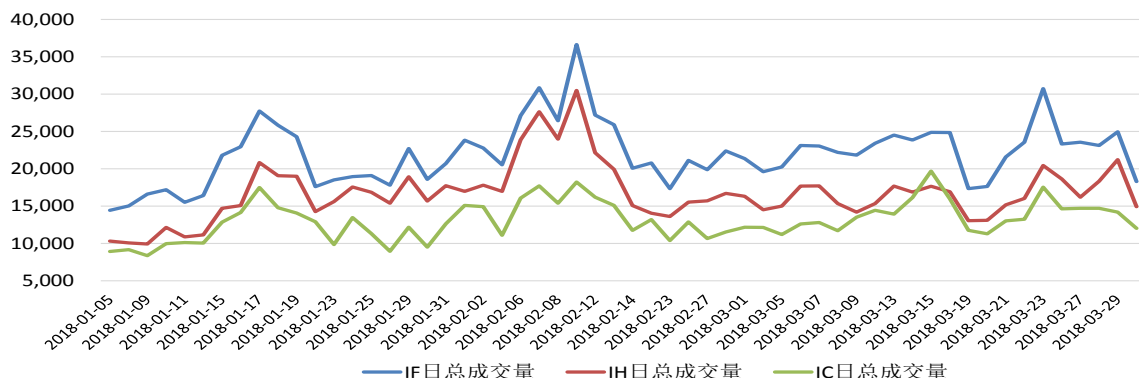
截止到 3 月 31 日, 以收盘价计算, 2018 年 3 月各期货合约涨跌不一, IC 小幅上涨, IF 及 IH 全线下跌。IF1804 合约月线下跌 3.46% 至 3884.2 点; 合约 IF1805 合约收盘至 3871.8 点, IF1806 合约下跌 4.31% 收盘至 3840.2 点; IF1809 下跌 4.97% 收盘至 3817.8 点。IH1804 合约下跌 5.94% 至 2712.4 点; 合约 IH1805 合约收盘至 2716.8 点, IH1806 合约下跌 6.34% 收盘至 2702.4 点; IH1809 大跌 7.14% 收盘至 2675.8 点。IC1804 合约上涨 2.29% 至 6101.0 点; 合约 IC1805 合约收盘至 6059.8 点, IC1806 合约上涨 1.92% 收盘至 6015.0 点; IC1809 上涨 1.40% 收盘至 5910.0 点。

2.2 下跌期间成交量上升

整体来看, 在市场大跌期间三大股指期货的成交量均有明显上升。截止到 3 月 31 日, IF1804 合约成交了 24.48 万手; IF1805 合约成交了 1590 手; IF1806 合约成交了 4.52 万手; IF1809 合约成交 8263 手。IH1804 合约成交了 17.92 万手; IH1805 合约成交了 1255 手; IH1806 合约成交

了 2.86 万手; IH1809 合约成交 6686 手。IC1804 合约成交了 14.86 万手; IC1805 合约成交了 2165 手; IC1806 合约成交 2.80 万手; IC1809 合约成交 7774 手。

图 3: 股指期货成交量

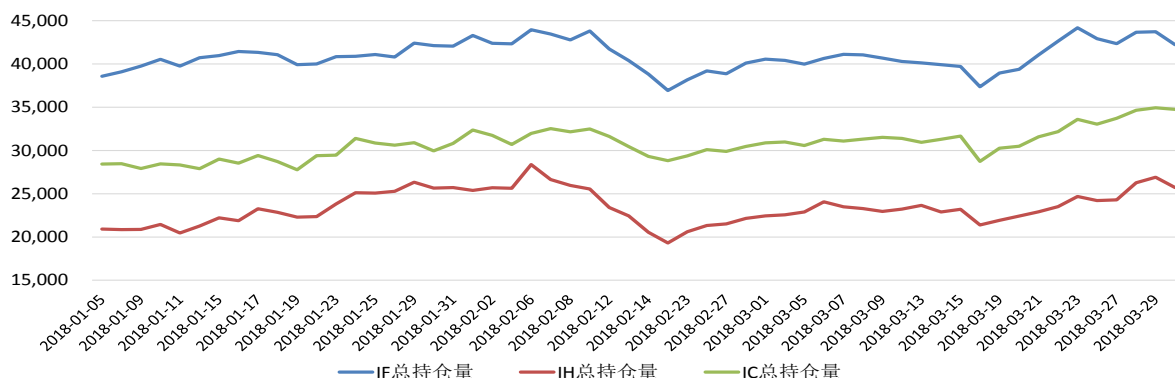


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 月下旬持仓量有所提高

整体来看, 月下旬股指期货的持仓量均有所提高。截至 3 月 31 日, 合约 IF1804 持仓 2.82 万手; IF1805 持仓 527 手; IF1806 持仓 1.02 万手; IF1809 持仓 3307 手。合约 IH1804 持仓 1.79 万手; IH1805 持仓 395 手; IH1806 持仓 5078 手; IH1809 持仓 2341 手。合约 IC1804 持仓 2.01 万手; IC1805 持仓 710 手; IC1806 持仓 1.01 万手; IC1809 持仓 3837 手。

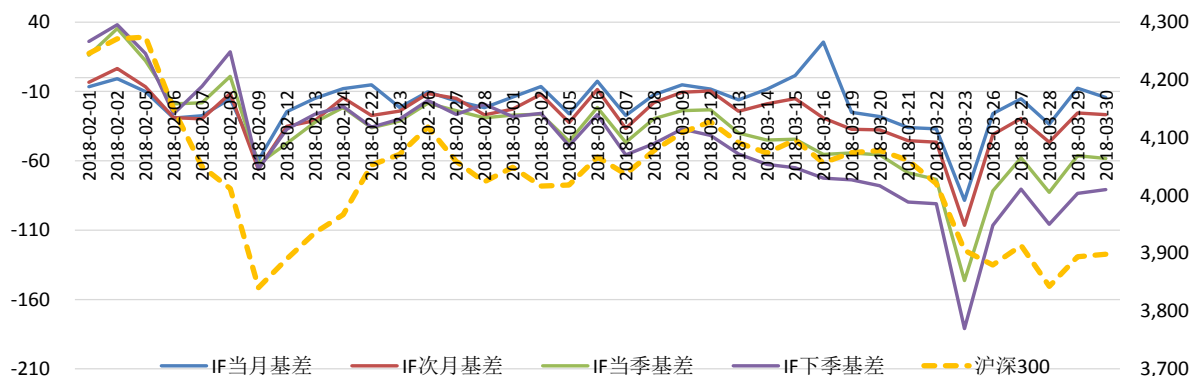
图 4: 股指期货持仓量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

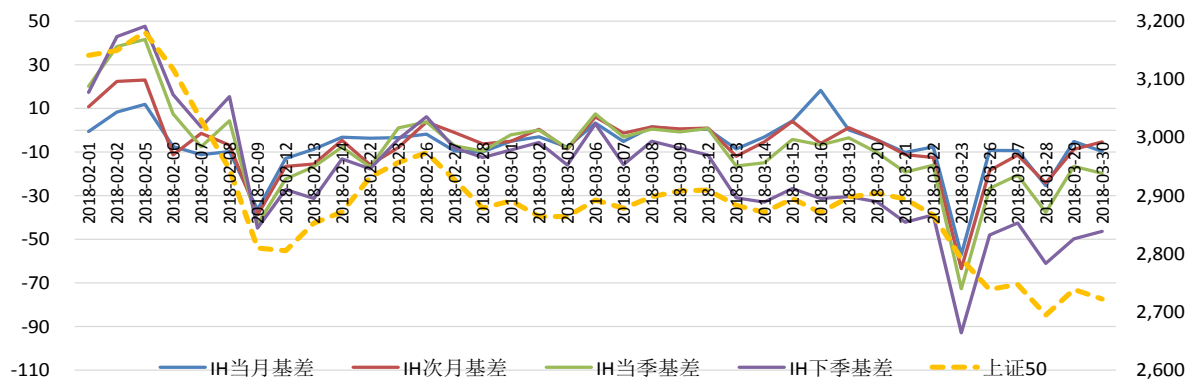
整体来看, 期现基差呈现超跌反弹。在 3 月中下旬市场大跌期间, 期现基差一度大幅走弱, 当月合约贴水超过 2%。最后一周随着市场情绪回归理性, 期现基差超跌反弹, 尤其 IC 当月合约贴水回到较好水平。

图 5: IF 各合约期现基差走势



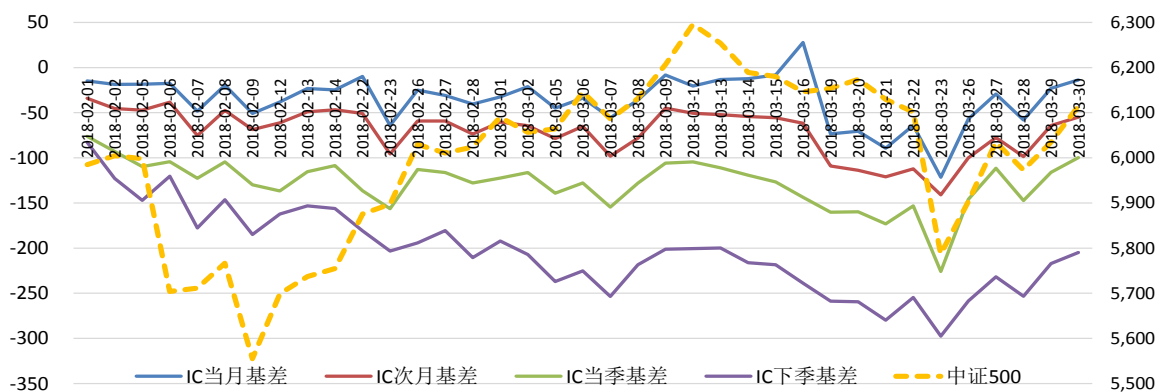
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 各合约期现基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IC 各合约期现基差走势

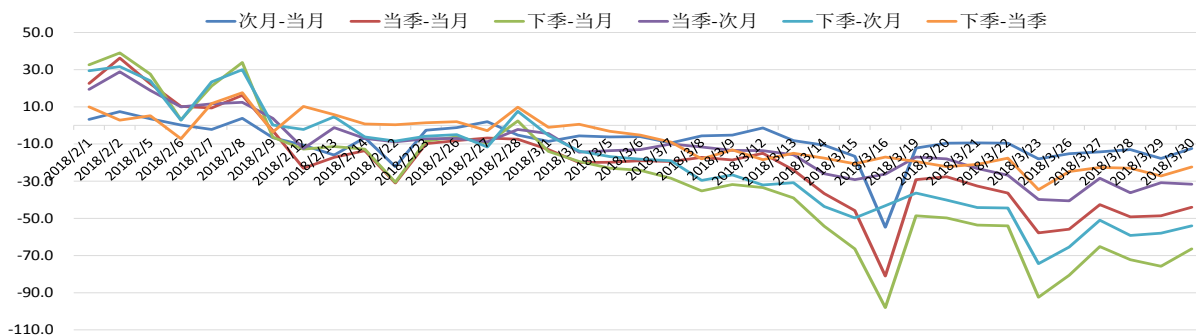


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 远近跨期价差超跌反弹

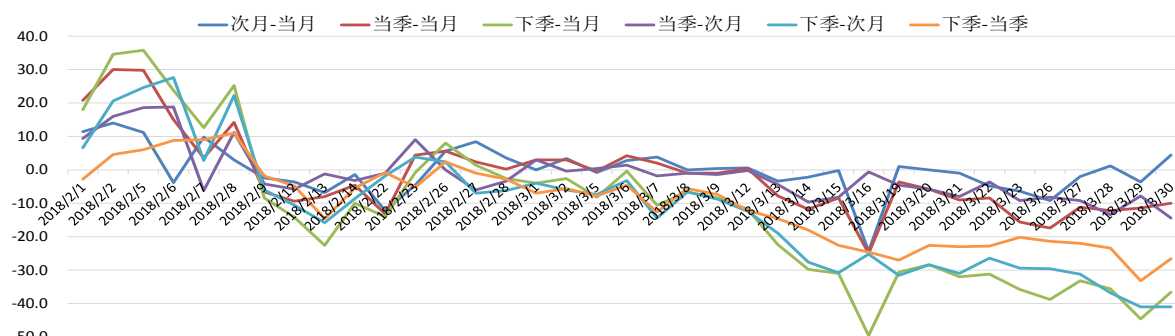
整体来看, 远近跨期基差亦呈现超跌反弹。在 3 月中下旬市场大跌期间, 远近跨期基差也一度大幅走弱。最后一周随着市场情绪回归理性, 远近跨期基差超跌反弹, 但 IF 及 IH 远近跨期基差仍处于较弱水平。

图 8: IF 各合约跨期基差走势



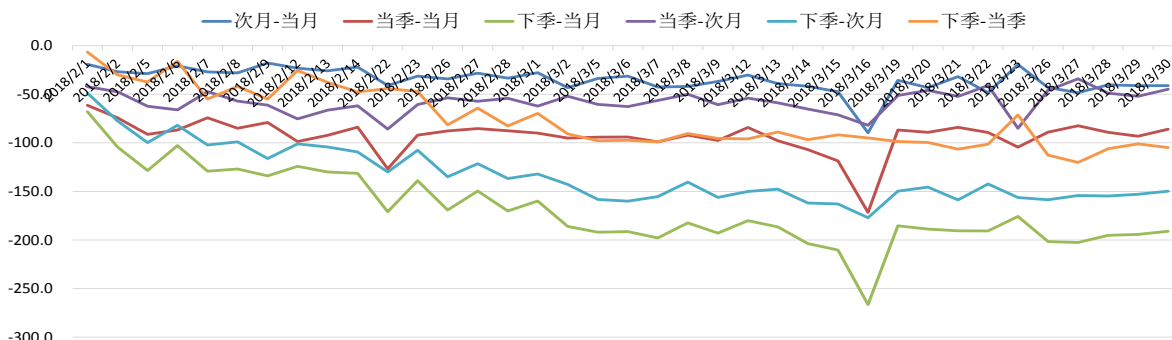
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IH 各合约跨期基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期基差走势

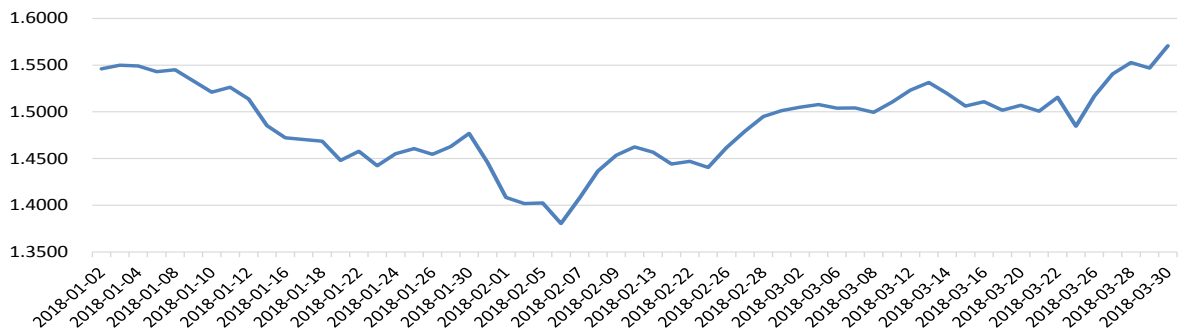


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 跨品种合约比值继续回升

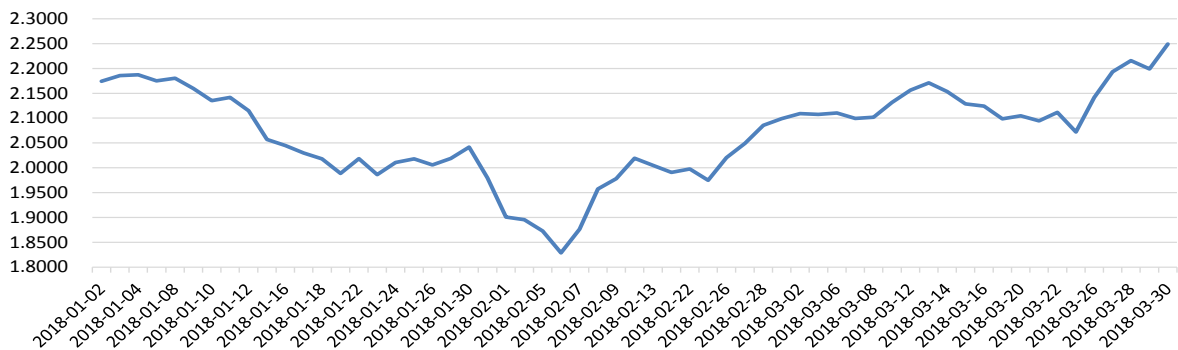
由于三月市场风格有所切换, 中小创股表现强于大盘股, 截至 3 月 31 日, IF/IH 主力合约点数比值为 1.4320, 继续探底回升。IC/IF 主力合约点数比值为 1.5707, 延续反弹态势。IC/IH 主力合约比值为 2.2493, 上升幅度最大。

图 11: IC/IF 主力合约比值走势



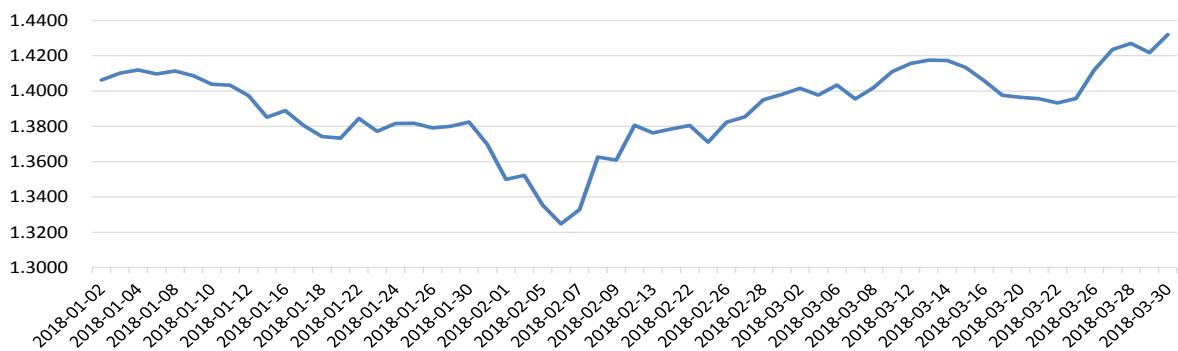
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

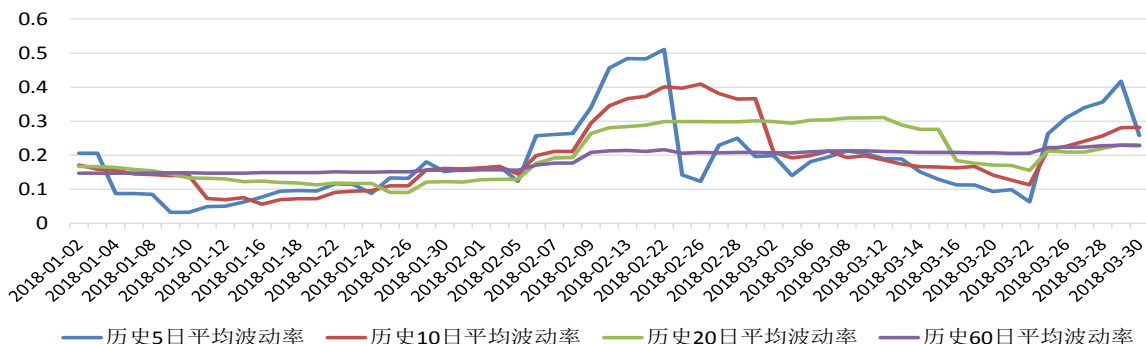
图 13: IF/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

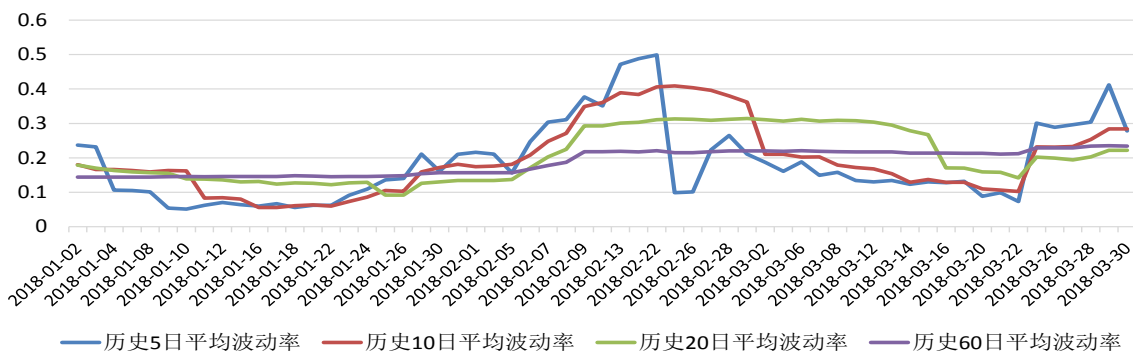
2.7 主力合约波动率冲高回落

图 14: IF 主力波动率走势



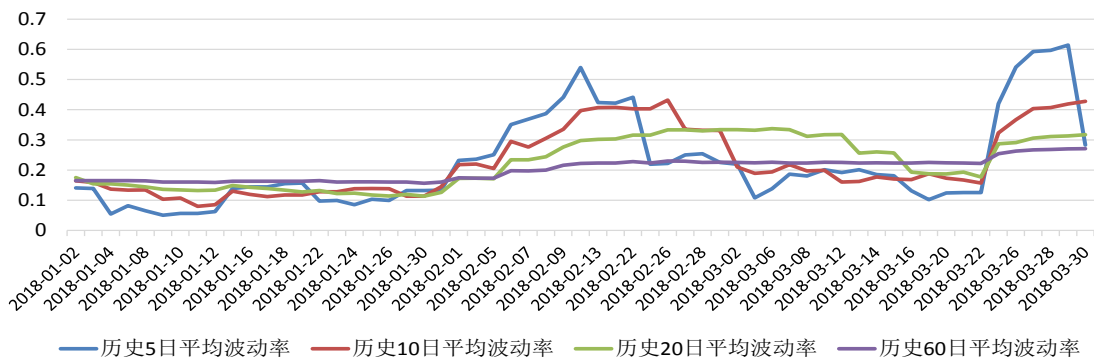
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IH 主力波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IC 主力波动率走势



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将继续下滑趋势。

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。

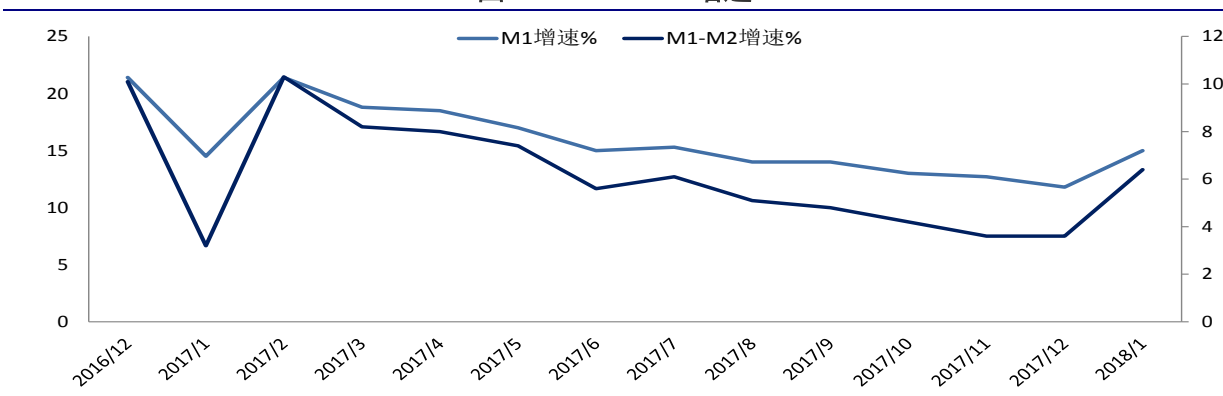
整体来看，由于春节假期错位对2018年1-2月宏观经济数据产生一定扰动，上月公布的经济数据好坏不一，仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响。中长期来看宏观经济L型转型韧性较强，为股票价格回归内在价值提供了坚实的基础。

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	--

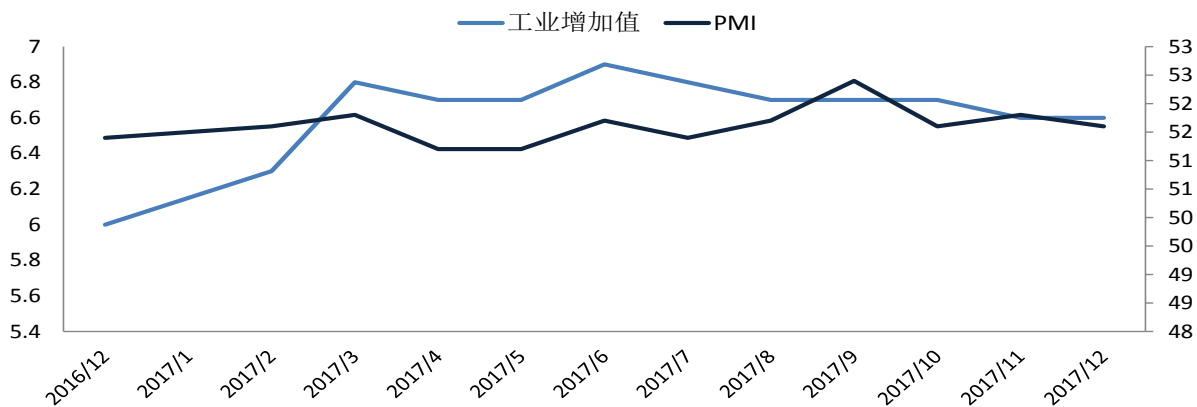
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 12: M1、M2 增速



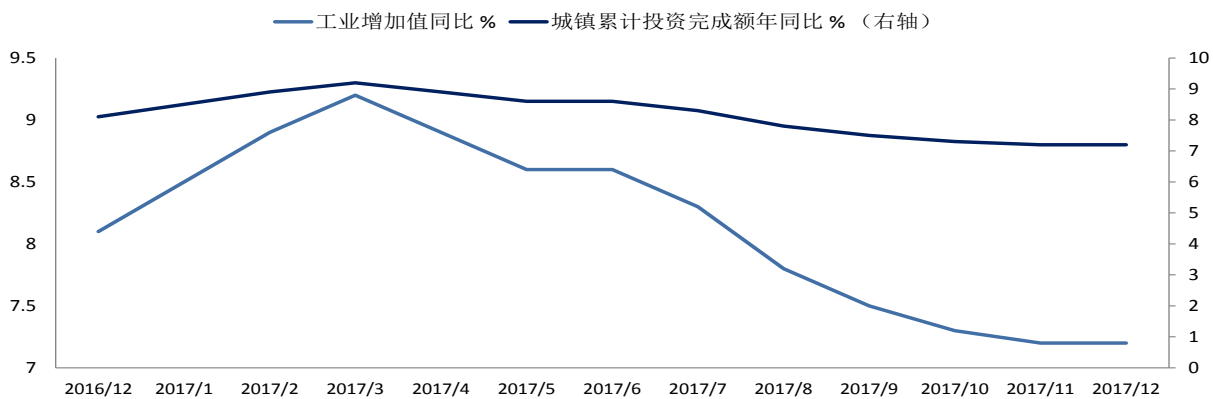
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: PMI 以及工业增加值 走势图



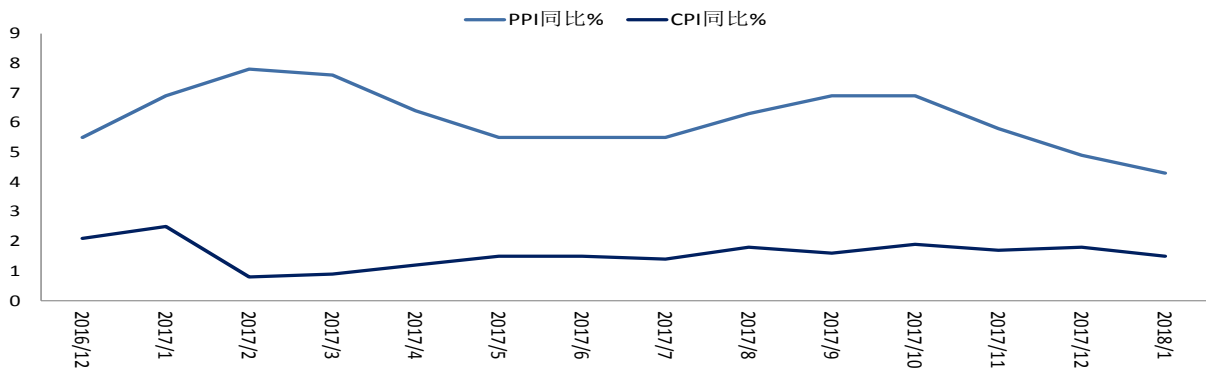
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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，防风险重要性继续提升

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改革；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 春节资金面好于往期，海外因素扰动情绪

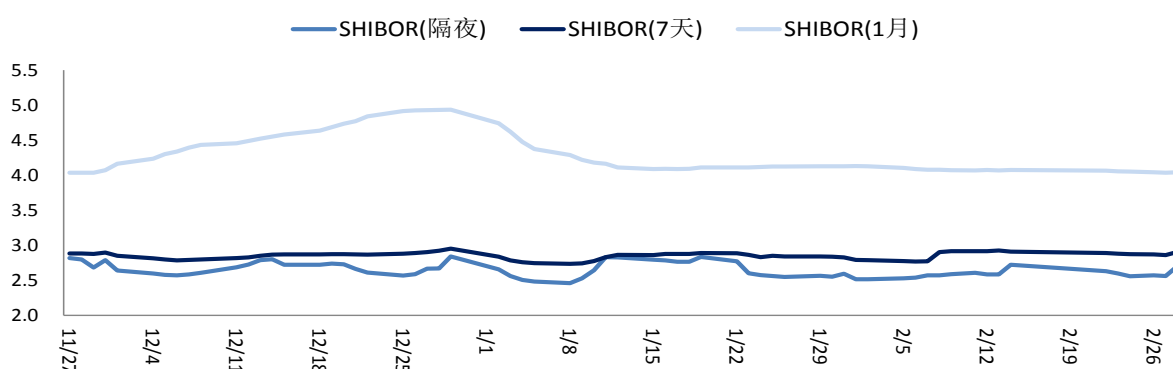
在临时流动性释放及定向降准等多重因素影响下，春节前后资金面较为宽松，市场流动性保持平稳。

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%。）

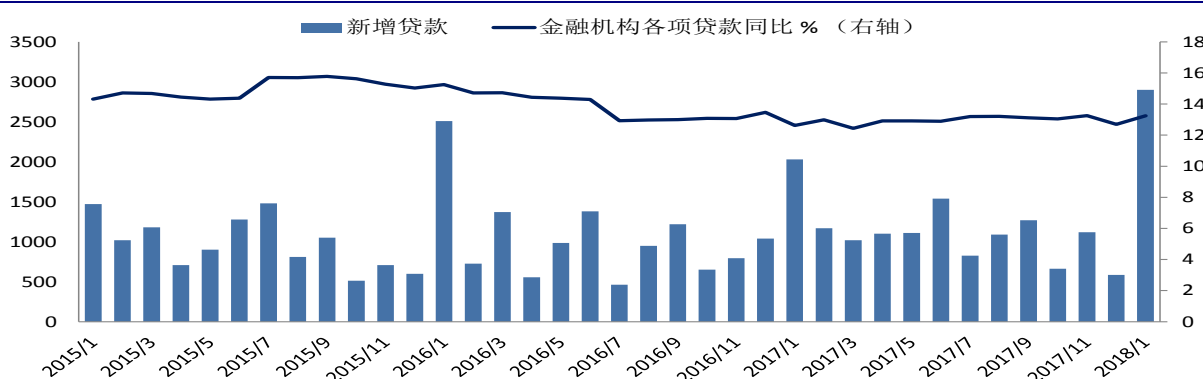
美股暴跌后市场恐慌情绪上升，A 股风险偏好快速回落，节前大跌中资金大量流出，节后虽有资金回流，但量能未能明显释放，市场情绪仍偏谨慎，增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进，资金面将逐步回归紧平衡状态，股票市场难有整体性牛市，近期受益于资金面宽松的超跌反弹，将回到公司盈利驱动的价值回归，随着三月起 2017 年报密集披露，A 股市场仍将呈现结构性分化。

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。

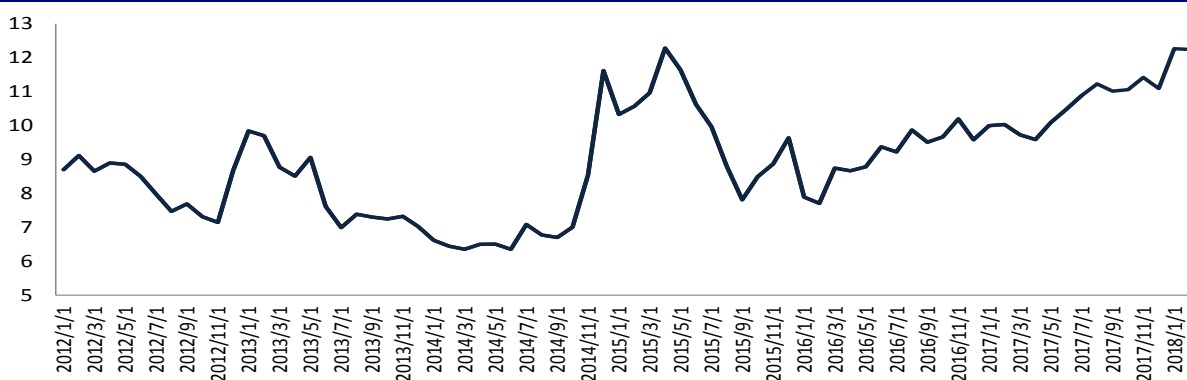
从风格表现来看，2015 年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低，2018 年 2 月大盘股级中小盘股的市盈率均小幅回落，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.60 倍，估值比延续下降态势，这主要是因为 2 月中小盘股的阶段表现弱于大盘股。

图 18: 沪深 300 指数市盈率走势



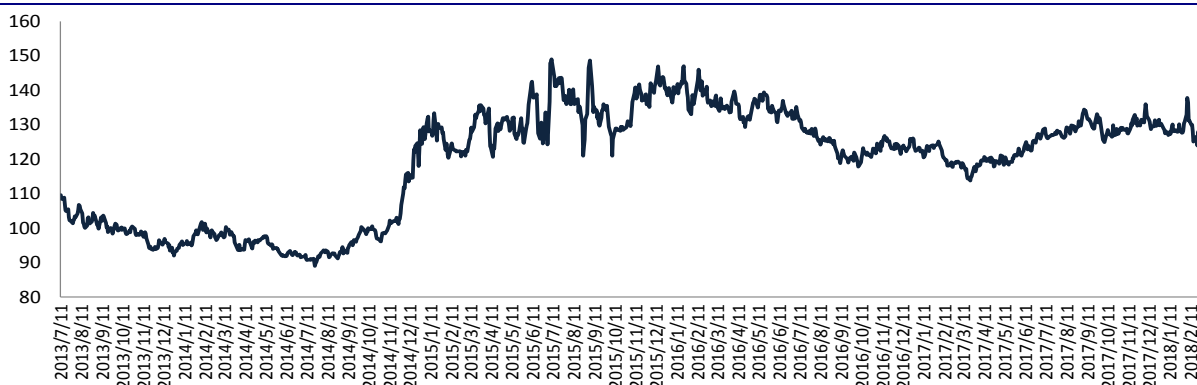
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: 金融指数市盈率走势



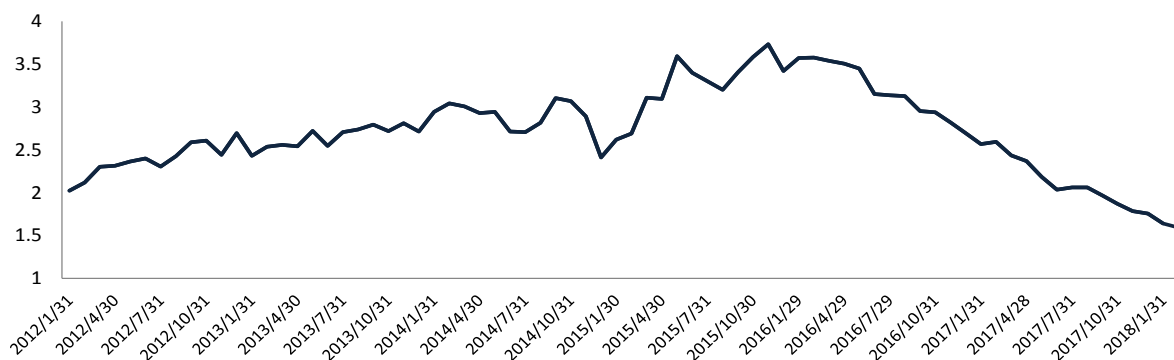
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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。

3 月期债走高，4 月或先抑后扬

2018 年 4 月 2 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

3 月期债较大幅走高,5 年期国债期货主力合约 TF1806 收于 96.935 元,月涨 0.53 或 0.53%,10 年期国债期货主力合约 T1806 收于 93.635 元,月涨 1.04 或 1.07%;主要原因一是 3 月监管政策真空,市场监管担忧减弱,二是资金面虽然在季度末上行,但整体维持偏宽松,三是 3 月份利率债供给压力小而配置需求相对较好,四是美联储 3 月加息落地,且目前维持今年加息三次的决定,央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp,五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期,3 月期债成交量和持仓量均有所回升,大多数活跃券基差先上后下。现券方面,关键期限国债收益率短升长降,5 年期国债收益率下行 4bp 至 3.66%,10 年期国债收益率下行 8bp 至 3.74%,收益率曲线走平。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看,公布的 3 月官方制造业 PMI 高于预期,基本面目前对债市偏不利,但是中美贸易战可能会降低未来经济预期;从政策面看,3 月监管政策发布真空期,银监会和保监会合并,央行新行长上任,美联储 3 月加息落地且暂维持年内加息三次决议,国内公开 OMO 操作利率仅上调 5bp;从资金面看,3 月资金利率在最后跨季交易日较大幅上行,但整体资金面偏宽松,资金面平稳跨季;从供给端看,3 月国债供给增加;从需求端看,资金面整体偏宽松令一级市场配置需求相对较好,4 月期债可能先抑后扬。操作上,长期投资者暂观望为主,短期投资者可先多 TF 空 T 后多 T 空 TF。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求较好，国债发行规模增加

2018年3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29872.83亿元，较上月增加10716.42亿元，其中地方债供给规模为1909.83亿元，较上月增加1624.22亿元，地方债供给开始加速；国债发行规模合计为2100亿元，较上月增加900亿元，发行利率低于二级市场收益率且投标倍数较好；同业存单供给规模为21870.5亿元，较上月增加6227.3亿元，且同业存单发行利率出现较大下行，截止3月30日，1个月同业存单发行利率为4.1958%，3个月同业存单发行利率为4.1901%，6个月同业存单发行利率为4.475%，分别较上月底下行22.37bp、64.92bp和52.24bp；政策性银行债供给规模为3992.5亿元，较上月增加1964.9亿元，发行利率低于二级市场收益率且投标倍数较好。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行

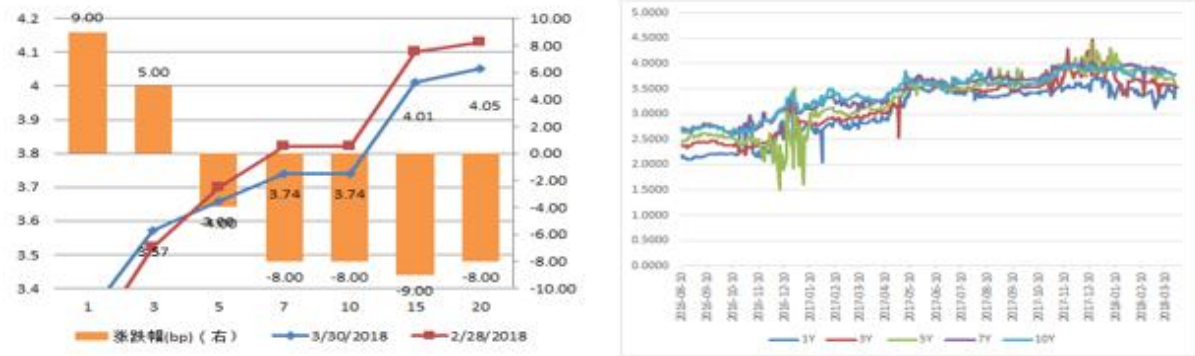


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率短升长降

3月主要期限国债收益率短降长升，其中1年期收益率上行9bp，长端收益率下行约8个bp，其中5年期收益率下行4个bp至3.66%，10年期收益率下行8个bp至3.74%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约17bp，10-5年利差走陡约4bp。3月国债收益率中长端出现不同程度的下行，主要原因一是3月监管政策真空，市场监管担忧减弱，二是资金面虽然在季度末上行，但整体维持偏宽松，三是3月份供给压力小而配置需求相对较好，四是美联储3月加息落地，央行仅跟随上调公开市场操作利率5bp，五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期，但由于在第三周收益率快速较大幅下行，第四周收益率整体走高，从月度数据来看，1Y期上行9bp至3.32%，3Y期上行5bp至3.57%，5Y期下行4bp至3.66%，7Y期下行8bp至3.74%，10Y期下行8bp至3.74%，15Y期下行9bp至4.01%，20Y期下行8bp至4.05%。

图 2：3 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

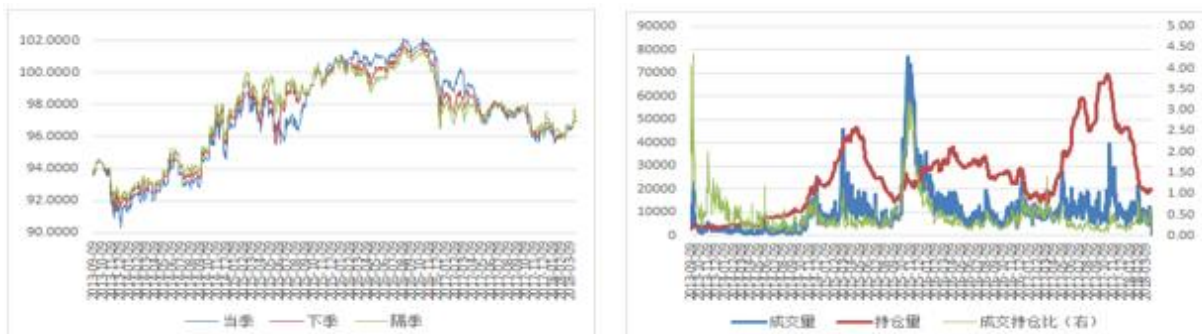
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债较大幅走高

截止到 3 月 30 日收盘, 五年期国债期货主力合约 TF1806 收于 96.935 元, 月涨 0.53 或 0.53%; 下季合约 TF1809 收于 96.985 元, 月涨 0.51 或 0.52%; 隔季合约 TF1812 收于 97.215 元, 月涨 0.63 或 0.63%; 成交方面, 主力合约 TF1806 成交量日均 7304 手, 三个合约日均成交 7347 手; 持仓方面截止到 3 月 30 日, 主力合约 TF1806 持仓量为 19335 手, 三个合约持仓达到 19508 手, 较上月底增加 1761 手。十年期国债期货主力合约 T1806 收于 93.635 元, 月涨 1.04 或 1.07%; 下季合约 TF1809 收于 93.735 元, 月涨 0.99 或 1.07%; 隔季合约 T1812 收于 93.915 元, 月涨 0.98 或 0.98%; 成交方面, 主力合约 T1806 成交量日均 29823 手, 三个合约日均成交 30013 手; 持仓方面截止到 3 月 30 日, 主力合约 T1806 持仓量为 44653 手, 三个合约持仓达到 45594 手, 较上月底增加 3991 手。

3 月期债较大幅走高, 主要原因一是 3 月监管政策真空, 市场监管担忧减弱, 二是资金面虽然在季度末上行, 但整体维持偏宽松, 三是 3 月份供给压力小而配置需求相对较好, 四是美联储 3 月加息落地, 央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp, 五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期。3 月期债成交量和持仓量均有所回升, 大多数活跃券基差先上后下。

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

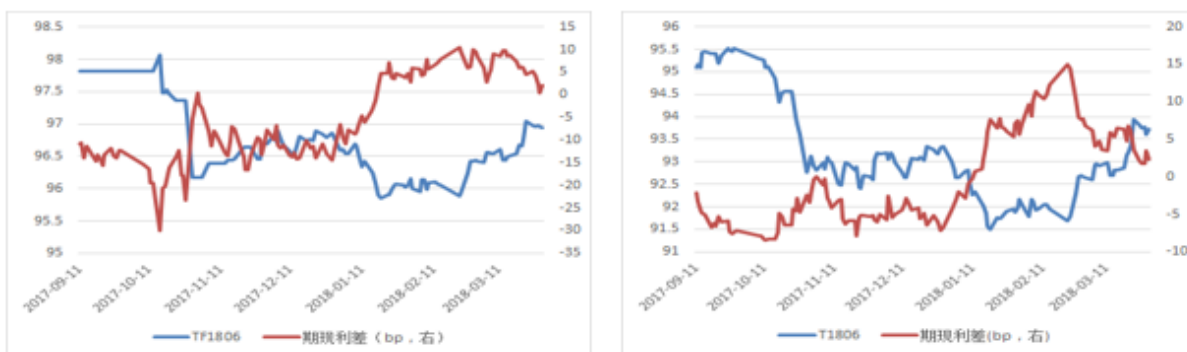


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差较大幅走低

从 3 月份的期现利差来看, 3 月前期国债期货价格大幅走高, 现券价格亦大幅走高, 期债走势强于现券, 合约 TF1806 的期现利差由 9.9bp 震荡走低至 2.1bp, 合约 T1806 的期现利差由 7.6bp 震荡走低至 2.3bp。

图 5: TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

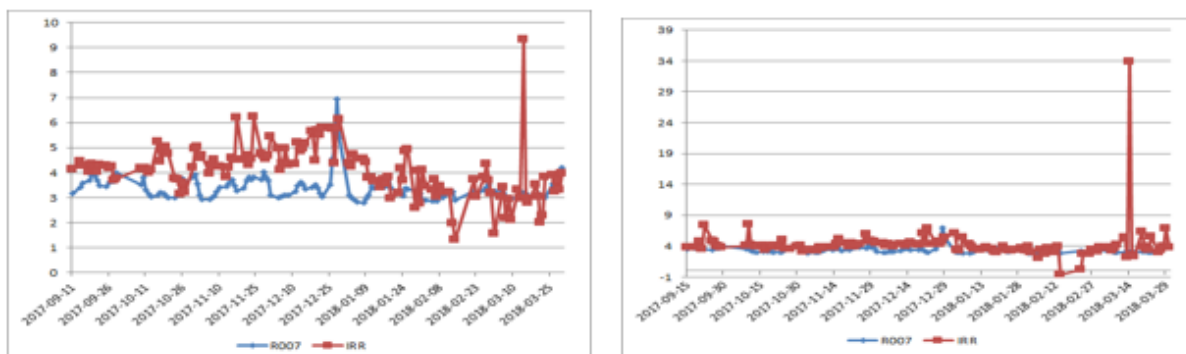


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从 3 月份 TF1806 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 大幅震荡, 而 R007 震荡上行, 在 3 月份 TF1806 合约存在一定的正套机会; 从 3 月份主力合约 T1806 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 大幅震荡, 而 R007 震荡上行, 在 3 月 T1806 合约存在一定的正向期现套利机会。

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 的基差先上行后下行, 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、170027.IB 和 180004.IB 的基差先上行后下行, 适宜先做多基差后做空基差, 170025.IB 基差在 3 月 14 日出现异常低值后恢复正常。

图 7: TF1806 活跃券基差走势&T1806 活跃券基差走势

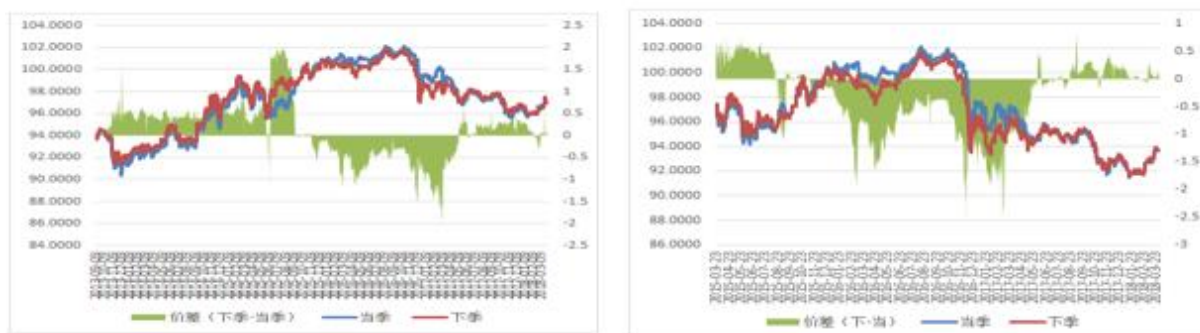


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在 3 月份, 国债期货不处于移仓换月阶段, 五年期国债期货价差转负后走扩, 后由负转正; 十年期国债期货价差由负快速大幅转正后正向收窄, 下季合约走势强于当季合约。

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 3 月国家统计局公布的 3 月中国官方制造业 PMI 为 51.5%，较上月上行 1.2%，高于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.1%和 53.3%，分别比上月上行 2.4%和 2.3%，生产和需求均提高，新出口订单指数和进口指数为 51.3%和 51.3%，比上月上升 2.3%和 1.5%，进出口回到临界值以上。3 月财新制造业 PMI 为 51%，较上月下行 0.6%，低于预期，新增出口业务增速下滑至 10 个月来最低，产出增速和新订单总量增速均放缓至 4 个月最低点，原材料价格涨幅继续放缓，通胀压力进一步缓解，从已经公布的数据来看，官方 PMI 高于预期，较上月上行幅度较大，而财新 PMI 低于预期，但仍高于 50%荣枯线，经济目前看仍有韧性。

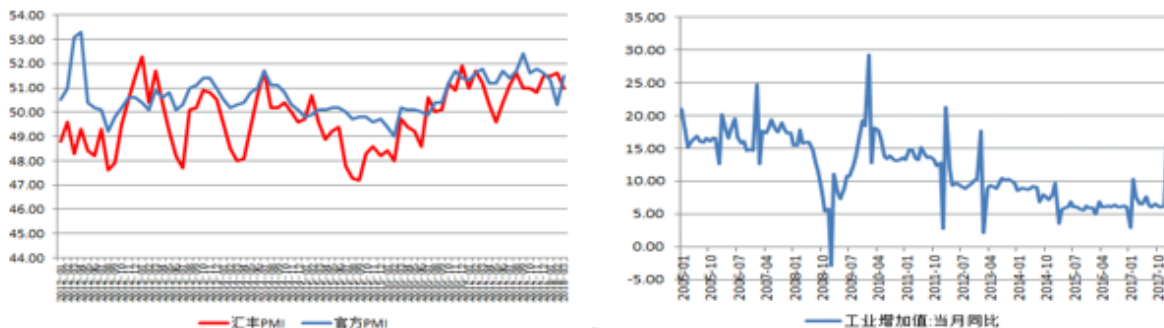
从房地产销售来看，房地产开发投资在 1-2 月止跌回升 2.9%至 9.9%，商品房销售面积增速大幅放缓 3.6%至 4.1%，房地产开发增速回升主要与此前的土地购置费增速上行有关，扣除土地购置费增速后的房地产投资增速小幅下行，目前房地产调控政策仍严，预计 3 月增速或下行；1-2 月份基建投资增速回落至 0%，基建增速大幅放缓；1-2 月份制造业投资增速下滑 0.5%至 4.3%，从投资角度来看，1-2 月投资增速走高，但可持续性存疑；消费增速上行 0.3%至 9.7%，整体消费保持平稳；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏、国内春节错位和贸易战的影响，出口增速大幅冲高 33.3%至 44.5%，进口增速受到春节基数效应大幅回落至 6.3%，贸易顺差较大幅增加。

通胀方面，2 月份 CPI 较上月上行 1.4%至 2.9%，超出市场预期，主要是受到春节错位基数较低的影响，PPI 较上月回落 0.6%至 3.7%，蔬菜价格增速由负转正，猪肉价格下行速度放缓 3.3%，猪价和鲜菜价格可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 3 月 PPI 同比继续下行，3 月 CPI 同比转而下行。

2018 年 2 月新增贷款 10199 亿元，较上月减少约 16651 亿元，企业债融资为 722 亿元，较上月减少约 487 亿元，企业债发行放缓，委托贷款为 -750 亿元，较上月继续回落 36 亿元，信托贷款为 660 亿元，较上月小幅回升 205 亿元，委托贷款和信托贷款受政策影响维持低位；M2 同比为 8.8%，较上月回升 0.2%，今年 M2 增速或出现止跌企稳的走势，M1 较上月下行 6.5%至

8.5%，导致 M1-M2 的剪刀差由负转正。预计 3 月社融增速或走低，新增人民币贷款或上行，M2 增速或小幅下行。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



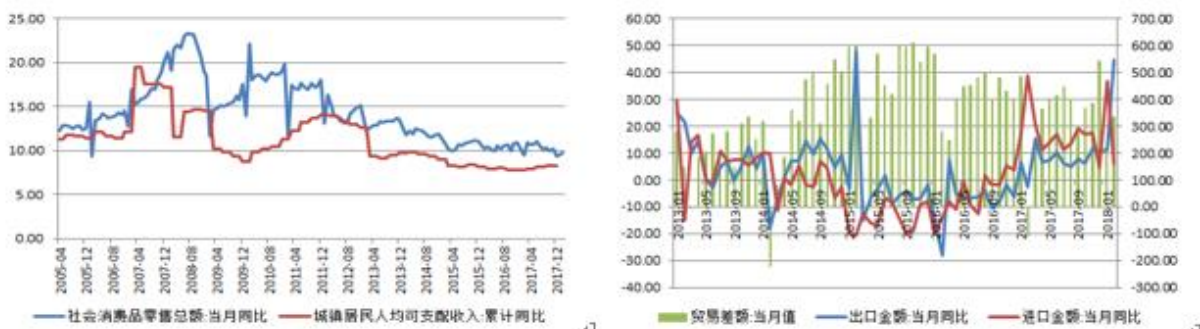
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



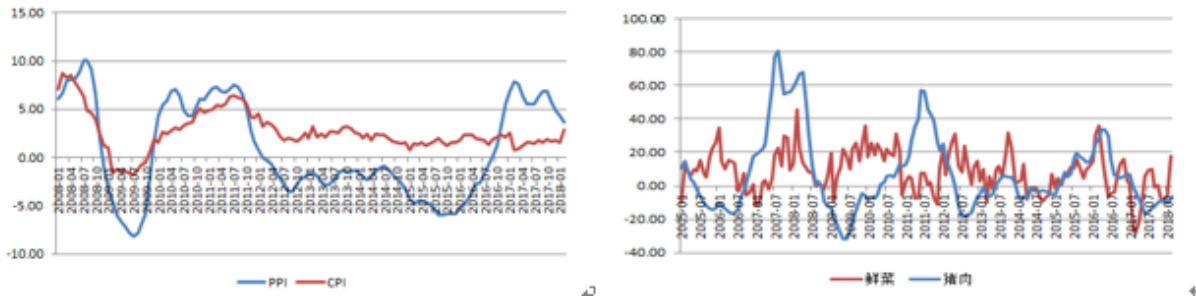
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



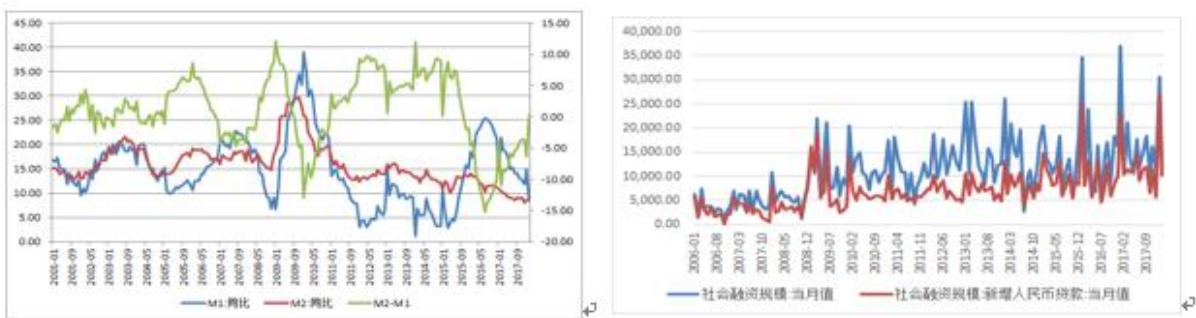
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

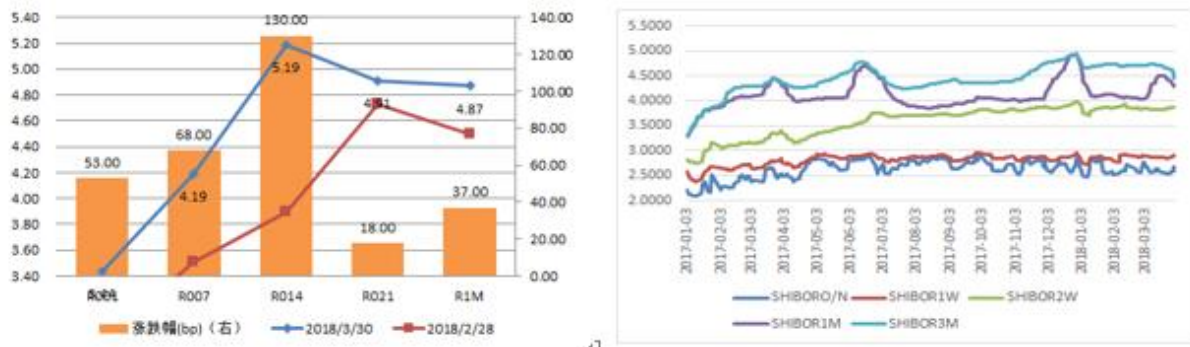
3.2 货币政策和监管政策

今年 3 月两会期间, 监管处于真空期, 央行新行长和新党委书记上任, 同时中国银监会和保监会合并为中国银保监会, 同时将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行, 银保监会会长任央行党委书记, 金融监管机构的改革有利于金融监管政策的制定和协调, 同时 3 月底中央会议通过规范金融机构资产管理业务的指导意见, 等待具体细则的公布, 今年金融监管或一直持续但也会注重政策间的协调; 一季度末同业存单纳入同业负债考核正式实施, 3 月同业存单余额不降反升; 国外美联储 3 月 22 日如期加息, 议息会议结果显示今年加息三次, 但支持加息四次的票数增加, 央行仅跟随上调公开市场操作利率 5bp, 上调幅度低于市场预期。

3.3 资金利率: 3 月资金面比预期宽松, 4 月资金利率先下后上

3 月资金面除在最后一天跨季资金利率较大幅走高外, 其余时间资金面整体比预期偏宽松, 跨季走势相对平稳。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 53bp 至 3.44%, 7 天上行 68bp 至 4.19%, 14 天上行 130bp 至 5.19%, 1M 上行 37bp 至 4.87%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 20bp 至 2.71%, 7 天下行 60bp 至 2.91%, 14 天下行 5bp 至 3.84%, 1M 下行 69bp 至 4.04%, 3M 上行 21bp 至 4.71%。3 月份有 10500 亿元公开市场操作到期, 央行进行 5400 亿元投放, 净回笼 5100 亿元, 3 月份有 2950 亿元 MLF 到期, 央行进行 4325 亿元 MLF 投放进行超额对冲, 3 月份有 0 亿元国库现金定存到期, 央行进行了 500 亿元国库现金定存, 4 月公开市场有 6975 亿元资金量到期, 其中包括 3675 亿元 1 年期 MLF 到期, 到期压力相对较大, 预计央行会进行投放来对冲到期的资金量, 4 月资金面或先趋松后趋紧。

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观点

2018年4月2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

● 行情回顾

3月沪铜延续跌势，主力合约一度跌破去年9月份以来低点，收于50180元/吨，跌幅4.58%。

● 后市展望及策略建议

从铜精矿季度加工费地板价与短单加工费环比不断下滑来看，铜矿产能释放周期放缓的预期被逐步印证。

上周公布第九批固废进口批文，废铜相关企业所获审批量12.07万吨，是去年同批次批量的3倍多，但前九批累计批量同比仍下降88%，2月废铜进口量为12.98万吨，同比减少52.44%。供应端对铜价支撑仍在。

需求端，SMM最新调研电线电缆开工率环比大幅上升至87.61%，同比去年3月增6.51%。中国官方3月制造业PMI超预期回升至51.5，国内铜消费逐渐转好。

欧元区制造业PMI回落，但仍维持在56.6高位，美国制造业继续回暖。

库存方面，3月最后一周LME库存连续大增至38.3万吨，创下2013年末以来新高。上期所库存增至30.6万吨，但仍低于去年节后高点。三大交易所库存目前在90万吨附近，库存压力相对高于去年同期。

结合供需两端来看，需求端未出现明显逆转迹象，供应端铜矿周期与废铜进口政策对铜价支撑仍在。但近期中美贸易摩擦对铜的投机性需求压制明显，铜价短期走势受外生干扰较大。我们维持铜价中长期走强的观点。仅供参考。

0.行业要闻

1. 【粗铜加工费上涨】据 SMM 了解，3 月份国内粗铜加工费较 2 月份上涨明显，进口粗铜 CIF 报 210-240 美元/吨，国内粗铜报 1850 元/吨。

2. 【CSPT 二季度地板价创 2014 年以来新低】据 SMM 了解，CSPT 小组今日在上海召开会议，会议敲定了采购铜精矿二季度地板价为 TC78 美元/吨，较一季度降低 9 美元/吨，环比降幅 10.3%，创下 SMM 统计以来的最低水平。

3. 【SMM 铜终端企业开工率调研】据 SMM 调研数据显示，3 月份电线电缆企业开工率为 87.61%，同比增加 6.43 个百分点，环比增加 48.31 个百分点。

4. 【第九批固废批文发布批量创今年新高】第九批限制进口类固废批文发布，废铜相关企业所获审批量 12.07 万吨，单次批量创今年新高，是去年同批次批量的 3 倍多，目前前九批累计批量同比下降 88%。此次获批共 11 家企业，台州地区占 6 家，获批量 10.54 万吨，占总批量 87%；齐合天地和浙江巨东获批 10.1 万吨，占总批量 83.68%。

5. 【ICSG 预计 2018 年全球精铜消费增速为 2.3%】据 ICSG 预计，2017 年全球精铜消费增速仅为 1%，2018 年将上升至 2.3%。废铜直接利用增速从 2016 年 6%+ 上升至 2017 年的 10%。据 ICSG 统计，全球废铜利用 2017 年上升至 800 万吨，其中不到 300 万吨为间接利用，超过 500 万吨为直接利用。全球铜矿产量 2017 年下滑 2.7%，2018 年产量恢复预计增加 2.5%，增加量级约为 50 万吨。

6. 【广东地区电解铜库存下降较快】3 月 29 日，广东地区电解铜库存广东电解铜库存合计 2.98 万吨，较昨日减 2907 吨，为近两周来的较大降幅。

7. 【澳洲 Altona 铜矿将被收购新的中型采矿商即将诞生】加拿大 Copper Mountain Mining 矿业集团计划收购澳洲的 Altona Mining 矿业公司。目前此计划已获得股东批准，交易金额约 7100 万美元。两家公司的合并后将转型成为一个中型铜矿开采商，预计年产量约为 73,000 吨

8. 【江西铜业 3 月 28 日披露 2017 年年报】公司 2017 年实现营业收入 2050.47 亿元，同比增长 1.35%；净利润 16.04 亿元，同比增长 104.57%。基本每股收益 0.46 元。公司拟每股派发股利 0.20 元。

9. 【由于抗议活动 Vedanta 关闭了其正印度的铜冶炼厂为期 15 天】由印度最富有的人之一控制的伦敦上市的自然资源公司韦丹塔周二表示，该公司正在关闭其在该国南部的铜冶炼业务，进行为期 15 天的计划维护。原因是该冶炼厂周围出现大规模的环保抗议活动。

10. 海关数据显示，1-2 月废铜累计进口量同比下滑 40%。据 SMM 了解，目前国内废铜货源紧张，抗跌性凸显，精废价差已倒挂，叠加废铜票点上升到 10.5%~11%，废铜优势丧失明显，今日精废价差已下修至 -505 元/吨。使用废铜的板带箔企业倾向于加大电解铜使用比例，且废铜杆由于与电铜杆已几无价差，部分订单流向电铜杆，均刺激部分精铜消费。而废铜制杆企业面对成本货源和订单收入的腹背受敌，开工率下降。

11. 【我国 2 月废铜进口量同比下滑 52%】海关总署公布的数据显示 2 月我国进口废铜 13 万吨，同比下降超五成；1-2 月累计进口达 33 万吨，累计同比下降 40%。2 月由于春节因素，废铜进口量环比出现 35% 的下滑，且当前公布的前八批废七类铜审批量同比仍有 92% 的缺口。目前来看，废铜供给不容乐观。继续关注后续批文的发放，以及 3 月废铜进口量能否反弹。

12. 【英美资源拟继续扩大秘鲁铜矿项目竞标】英美资源集团已经表示，可能会在秘鲁数十亿美元的铜矿项目中保留更多的铜矿项目。日本最大的贸易公司三菱商已经拥有 Quellaveco 铜矿项目的 18.1% 的股份，并且上个月三菱表示其正在与英美资源商讨将股份增加到约 30%。

13. 【ICSG: 2017 年 12 月全球铜市供应过剩 1.7 万吨】国际铜业研究组织(ICSG)在最新的月报中称, 去年 12 月全球精炼铜市场供应过剩 1.7 万吨, 11 月为短缺 4.1 万吨。去年全年, 全球精炼铜市场供应短缺 16.3 万吨

14. 【智利 LosPelambres 矿工人延长劳资合同谈判期】安托法加斯塔 (Antofagasta) 公司旗下位于智利的 LosPelambres 矿工人已经选择延长政府调停期, 以便达成新的劳资合同协议。该矿最大的工会工人上周拒绝了一份新的劳资协议, 触发了政府调停期, 且为最终罢工打开通道。LosPelambres 矿去年产铜 356,300 吨。智利是全球头号铜生产国。

15. 【Codelco 智利铜矿公司去年盈利创历史新高】公司主席 OscarLanderretche 表示即使在成本上升的基础上, 公司仍然盈利了 28.8 亿美元, 是 2014 年以来取得的最好的盈利成绩。

16. 【巴拿马铜矿非法停工加拿大矿业公司强烈谴责】温哥华 FirstQuantumMinerals 谴责说, 自 2018 年 3 月 9 日以来, 一些外部工会的工人和领导人一直在进行巴拿马的矿山进行抗议活动, 这些活动是非法的, 并且严重降低了铜矿产量。此矿山预计每年可生产铜矿 30 万吨。

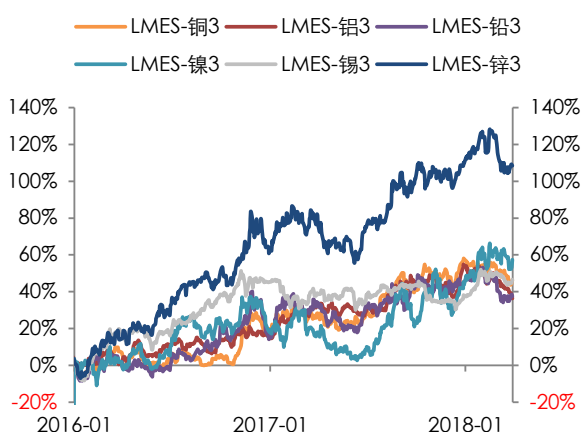
17. 【Antofagasta 净利增超四倍拟扩产铜矿】智利 Antofagasta 矿业公司 2017 年年度净利润从去年同期的 1.58 亿美元攀升至 7.5 亿美元, 增幅超过四倍。Antofagasta 矿业公还表示, 将在今年晚些时候寻求董事会批准以扩大旗下 LosPelambres 矿山, 该项目一旦全面投产, 每年将新增 55,000 吨铜。

18. 【海关总署: 中国 2 月未锻轧铜及铜材进口量为 35.2 万吨】中国海关总署周四公布的数据显示, 中国 2 月未锻轧铜及铜材进口量为 35.2 万吨。数据并显示, 中国 1-2 月未锻轧铜及铜材进口量为 79 万吨, 增加 9.8%, 进口均价为每吨 4.89 万元, 上涨 13.1%。

19. 【中国国家电网 2018 年计划电网投资 4989 亿元】据悉, 2018 年中国国家电网计划电网投资 4989 亿元, 较 2017 年计划投资 4657 亿元增长 7.1%, 2017 年实际电网投资 4853.6 亿元, 同比 2016 实际电网投资额下降 2.5%, 历史数据显示, 实际电网投资额多高于计划投资额。

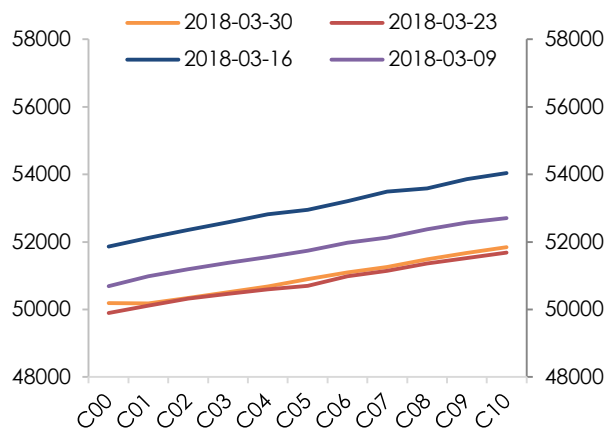
1.行情回顾

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



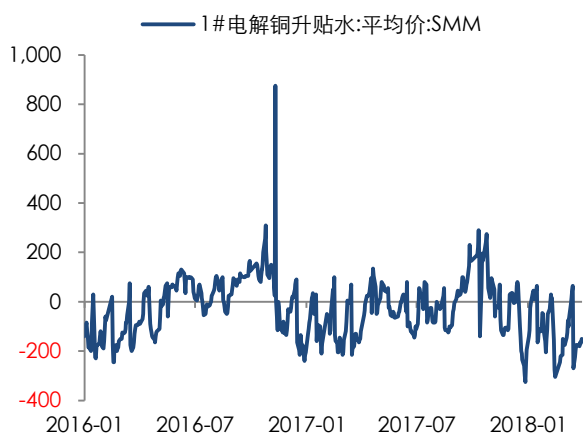
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 现货与库存

截至 3 月 30 日，铜现货贴水当月合约 150 元/吨。3 月份铜现货跌 2650 元/吨，收于 49780 元/吨。

图3:国内铜现货升贴水：元/吨



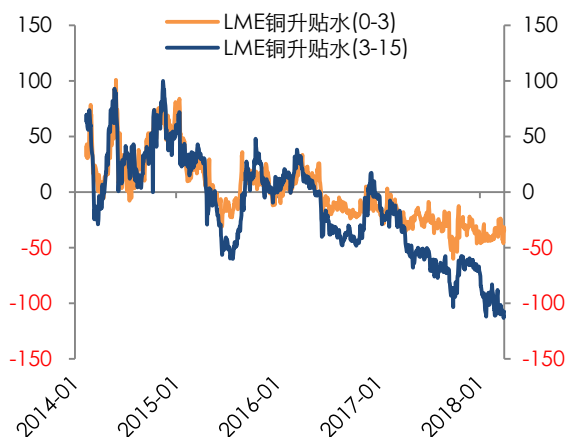
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图4: 铜现货价格：元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图5: LME铜现货升贴水：美元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

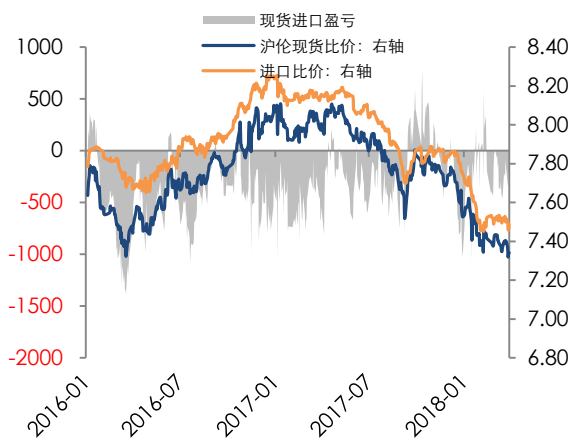
图6:洋山铜溢价：美元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

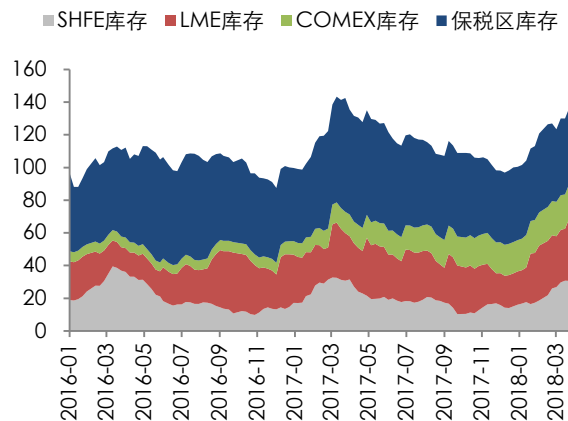
库存方面，截至 3 月 30 日，全球库存增至 136.62 万吨，整个 3 月份累计上升 9.67 万吨。其中上期所库存增加 4.59 万吨，LME 库存上升 5.82 万吨，COMEX 库存上升 0.26 万吨，上海保税区库存下滑 1 万吨。

图7:进口铜盈亏: 元/吨



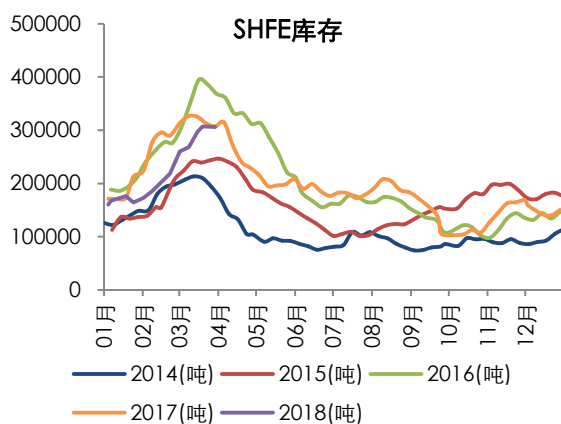
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图8:全球铜总库存(显性库存+保税区): 万吨



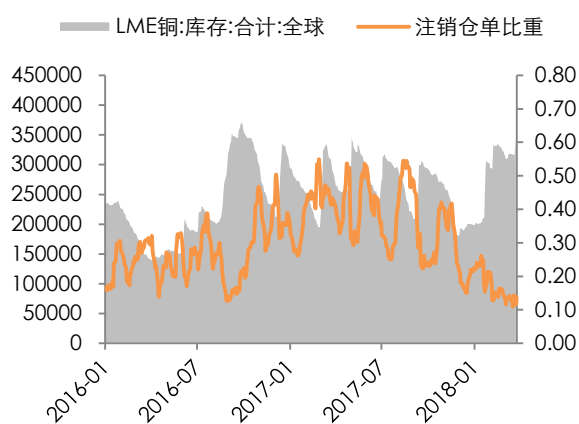
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图9:上期所库存: 吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图10:LME库存及注销仓单比重: 吨

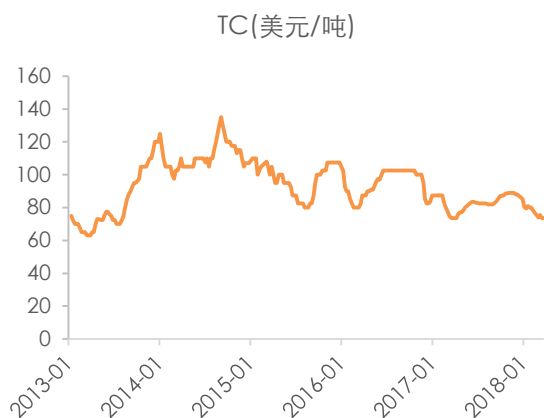


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.2 供应端情况

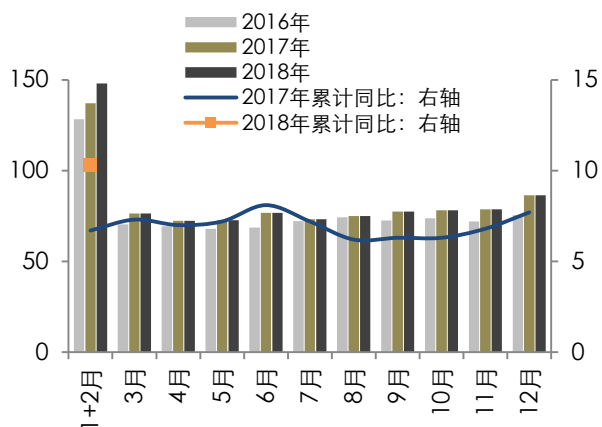
中国 2018 年 1-2 月份精炼铜产量 148.10 万吨，同比增 10.30%。

图11:铜精矿加工费TC：美元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

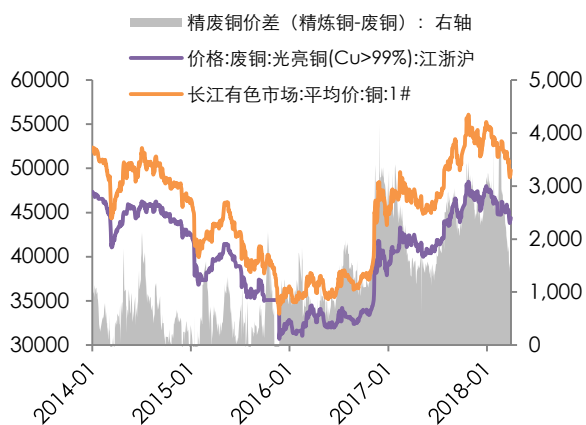
图12:国内电解铜产量：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

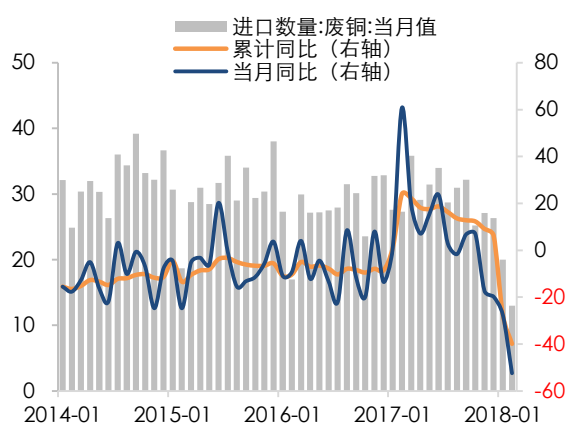
2018 年 2 月废铜进口量为 12.98 万吨，同比减少 52.44%。1-2 月累计进口 32.97 万吨，累计同比减少 39.90%。

图13:精废铜价差：元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

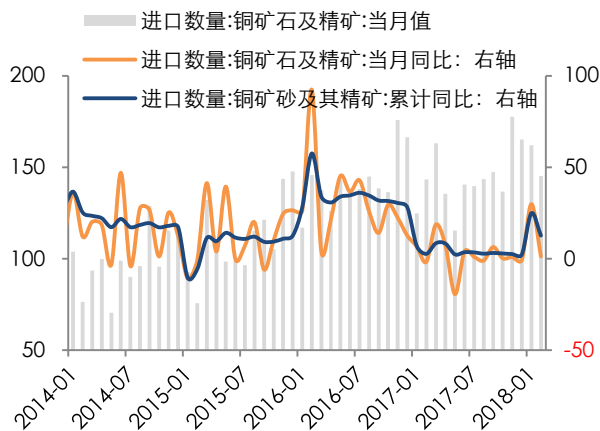
图14:废铜进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

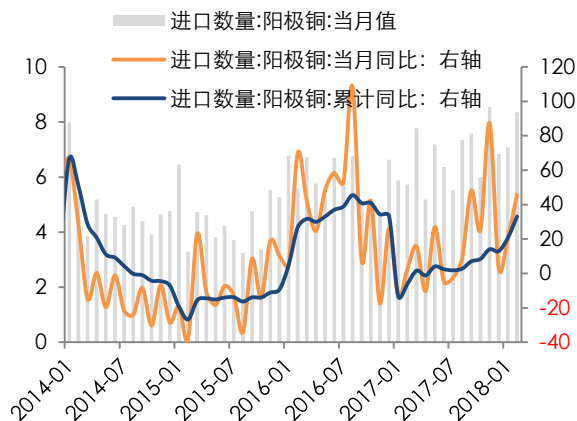
海关总署数据显示，中国 2 月铜矿砂及精矿进口量同比增加 1.29%，至 145.24 万吨。1-2 月累计进口 307.41 万吨，累计同比增加 12.70%。

图15:铜精矿进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

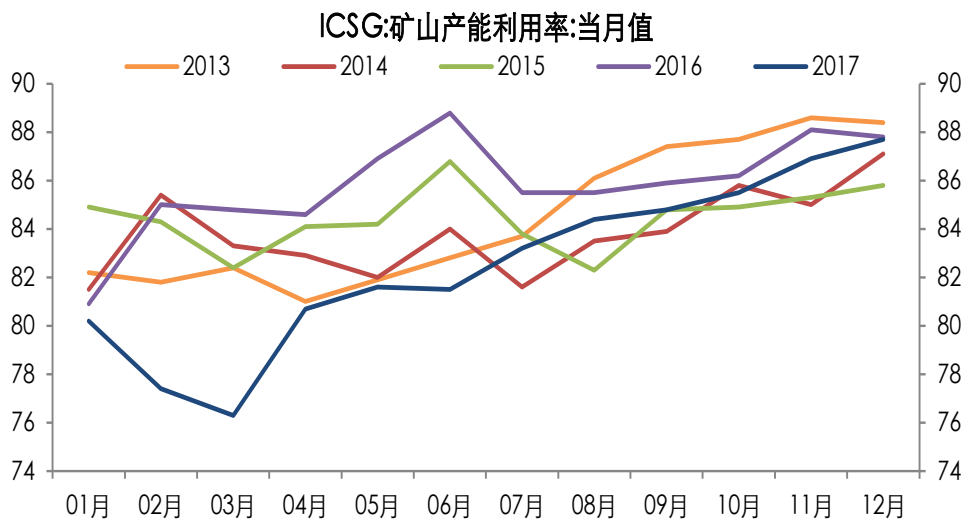
图16:阳极铜进口：万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

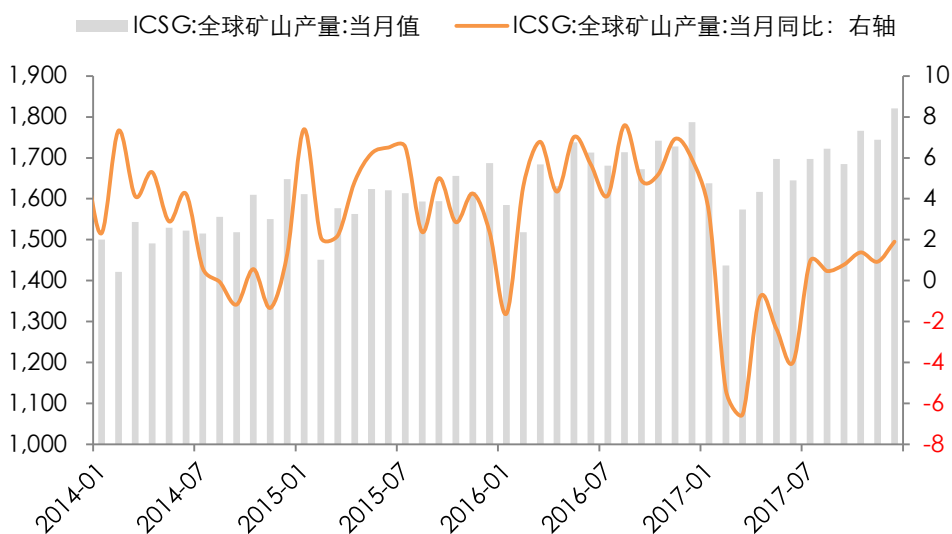
ICSG 最新数据显示，2017 年 12 月矿山产能利用率回升至 87.7%，环比 11 月上升 0.80%。

图17:ICSG全球矿山产能利用率：%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

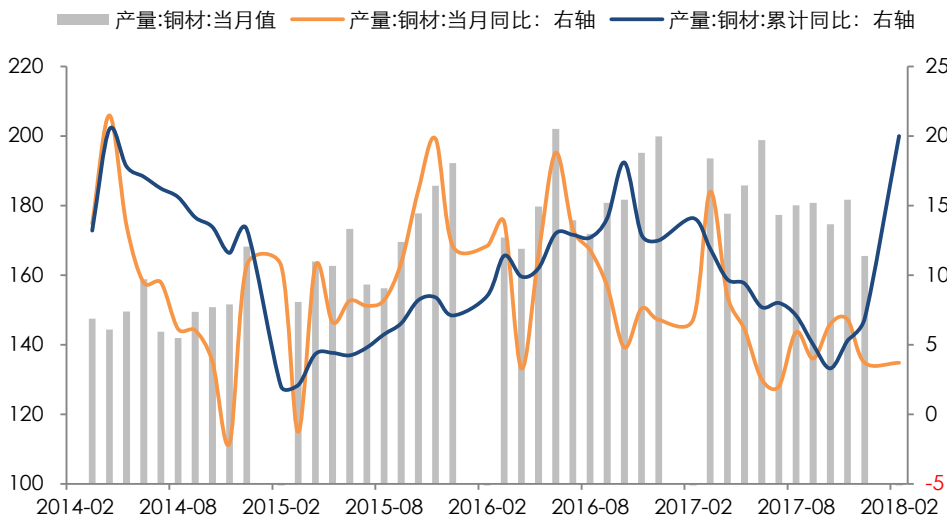
图18:ICSG全球矿山产量: 千吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.3 需求端情况

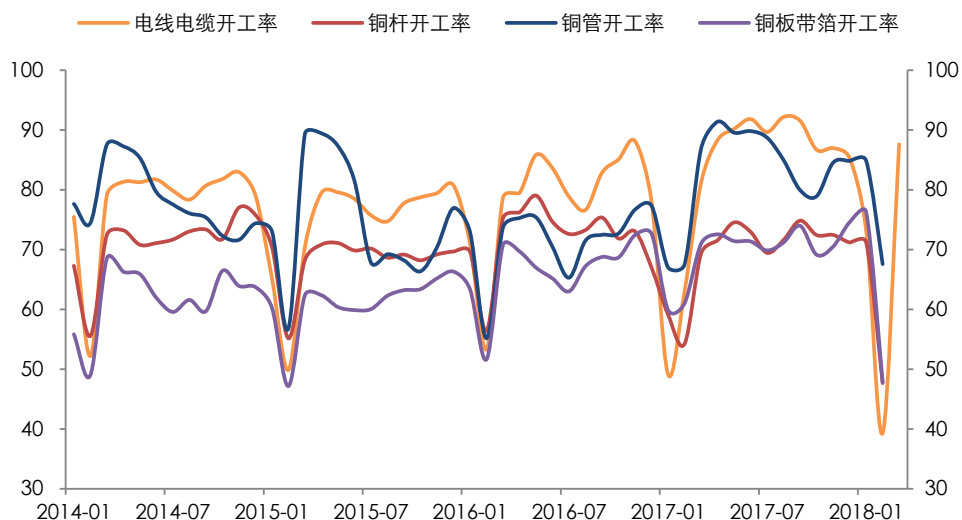
图19:国内铜材产量: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

据 SMM 最新调研数据显示, 2018 年 3 月份电线电缆企业开工率为 87.61%, 同比去年 3 月上升 6.51%。

图20:国内铜材开工率情况：%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

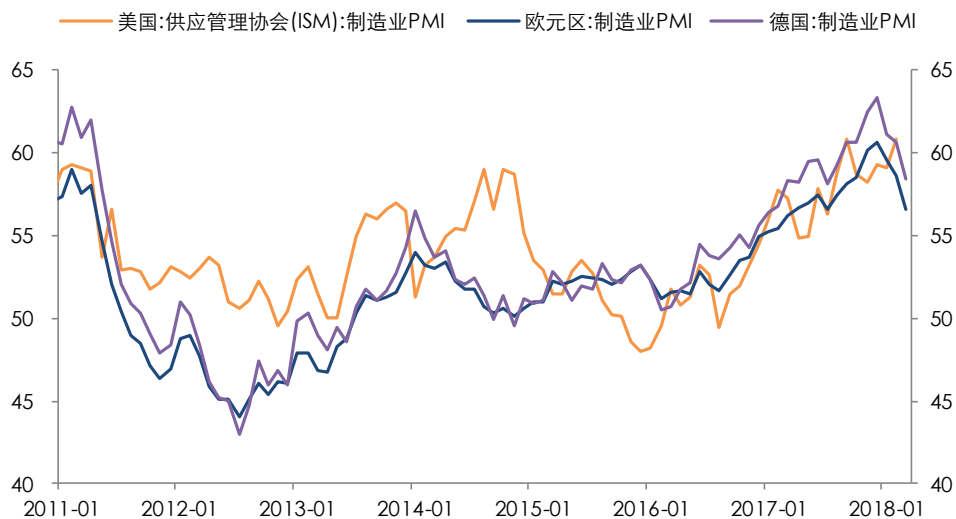
表1：中国铜终端需求变化

铜的终端情况	单位	2018年1-2月	累计同比 (%)	增速变化
电网基础建设投资	亿元	268.00	-40.10	↓
电源基础建设投资	亿元	252.00	8.20	↑
发电设备	万千瓦	1,286.80	-6.30	↑
交流电动机	万千瓦	3,592.30	13.30	↑
家用空调	万台	2,802.30	17.00	↓
家用洗衣机	万台	1,100.60	-1.10	↓
家用电冰箱	万台	1,182.90	4.50	↓
汽车	万辆	441.80	-5.00	↓
新能源汽车	万辆	8.90	178.10	↑
挖掘机	万台	3.43	50.70	↓
房地产新开工面积	万平米	17,746.29	2.90	↓
铜材	万吨	242.10	20.00	↑

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 3 月欧元区制造业 PMI 收于 56.6，其中德国制造业 PMI 58.4。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

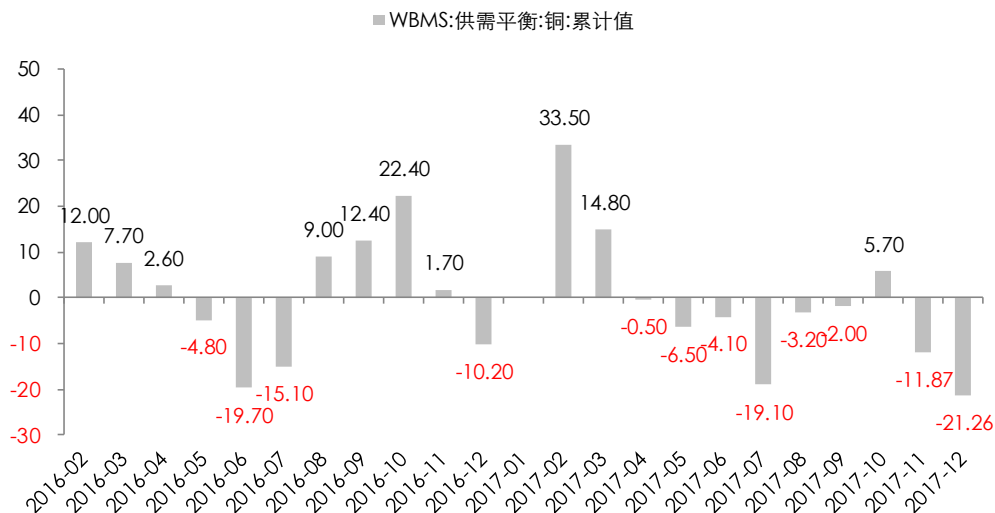


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.4 供需平衡表

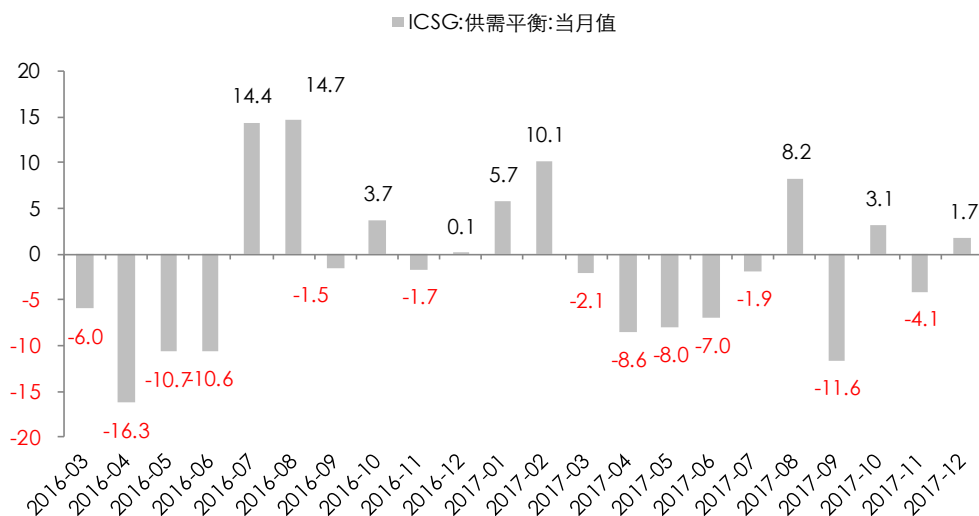
WBMS 数据显示, 2017 年 1-12 月全球铜市供应短缺 21.26 万吨, 2016 年全年短缺 10.20 万吨。

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

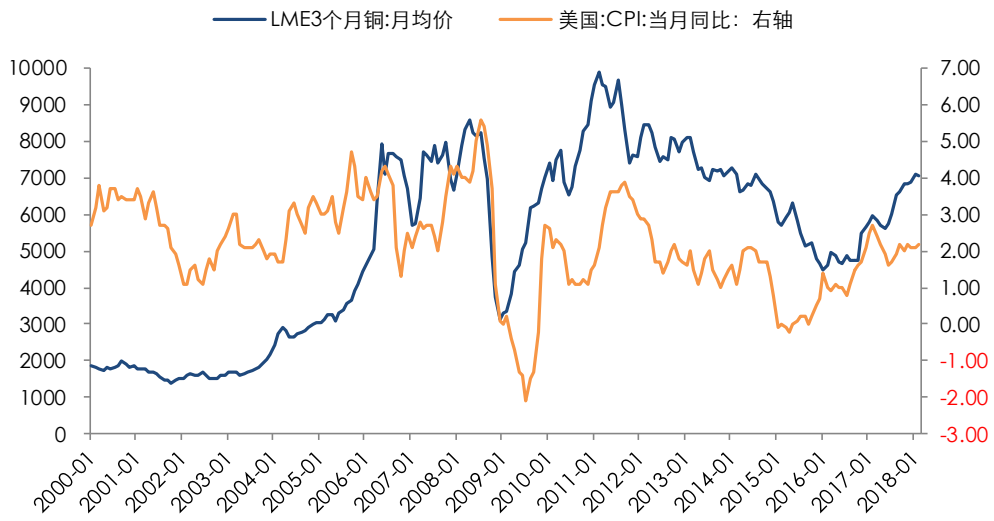
3.铜相关金融属性指标

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

震荡为主

2018年4月2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：

铁矿石四月下跌幅度较大，截至3月30日，I1805收于443.5元/吨，月跌99.5元/吨，跌幅18.32%。四月上半月钢材库存高企，下游需求释放不及预期以及环保限产政策的再次趋严，使得矿石迎来第一波下跌；下半月，中美贸易冲突升级，外围股市暴跌，市场恐慌情绪升温，矿石迎来第二波下跌；月末随着市场恐慌情绪的缓和，矿石企稳并有所反弹。

目前铁矿石港口库存高企，屡创新高，而同时外矿发货依然维持在较高水平，整体供应压力依然较大。而需求方面，受非取暖季限产等环保政策的影响，钢厂复产进度略显缓慢，同时叠加盘面大跌，钢厂整体补库意愿不强。但我们预计随着下游钢材需求的逐渐回暖以及环保政策的消化，钢厂在4月或有开始补库的动作，对矿石有一定支撑。

近期受中美贸易冲突的影响，铁矿石短期一度急挫，但我们预计此次急挫有着一定非理性的成分，后期随着市场恐慌情绪的消退，矿石将有小幅的反弹；但受制于矿石自身基本面较差，此次反弹幅度也将有限，矿石4月或重回贸易冲突前的价格水平，并以震荡盘整为主，来等待更多下游需求所释放出的信号。建议投资者暂时观望，仅供参考。

螺纹钢：

上周螺纹钢期货走出了较为强烈的反弹走势，市场收复了此前下跌的最后一波走势。从基本面上来看，市场也面临利空出尽的情况。4月需求复苏较为明显，此前跌幅过大超过电炉成本市场供应短期预计回落。现货反弹100元每吨。期螺涨幅更大。但是由于主力合约从05转移至10，远月贴水变成主力贴水使得价格有所回暖。

我们认为4月后市场可能出现震荡的情况。我们认为虽然市场需求有所恢复，钢材库存出现下降。但是需求上冲的力度并不够强。线螺周度成交也仅为3.7万。期螺已经



接近前期震荡的位置。目前我们认为期螺的走势可能还有所反复。

虽然我们仍然不太好看螺纹钢期货长期走势，但是我们认为本轮反弹也有一定现实支撑。因此我们建议投资者观望。仅供参考。

1. 行情回顾

3月份铁矿石收跌,截至3月30日,I1805收于443.5元/吨,月跌99.5元/吨,跌幅18.32%。月末持仓量为124.9万手。

3月份螺纹钢收跌,截至3月30日,RB1805收于3592元/吨,月跌428元/吨,跌幅10.65%。月末持仓量为126.7万手。

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

铁矿石港口现货下跌。截至 3 月 30 日,青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 442 元/吨,月环比跌 111 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 475 元/吨,月环比跌 60 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 3 月 29 日,普氏指数报收于 63.1 美元/吨,环比上月下跌 15.8 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 国产原矿产量复苏缓慢

截至 2018 年 2 月，国内铁矿石原矿累计生产 1.23 亿吨，同比下降 2.5%。

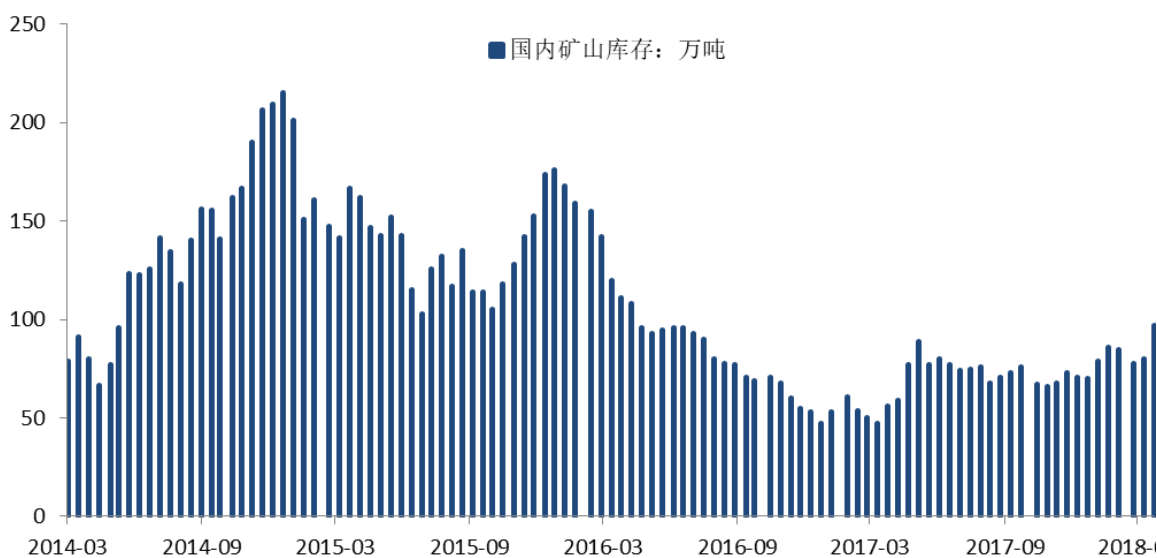
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 3 月 30 日，国内矿山铁精粉库存 97 万吨，与 3 月初相比增加 19 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

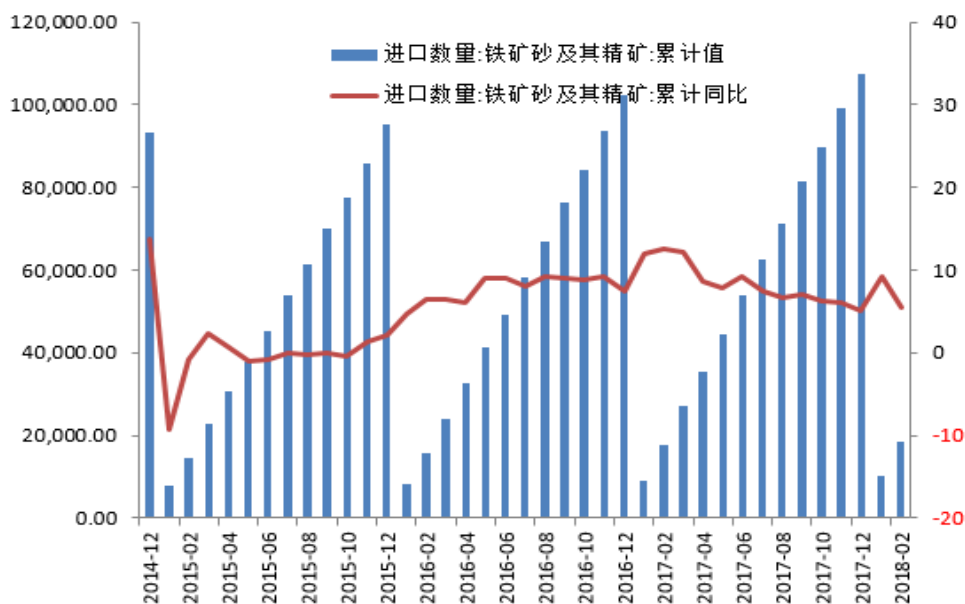


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿进口量保持稳定

截至 2018 年 2 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 18474 万吨，同比增加 5.4%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

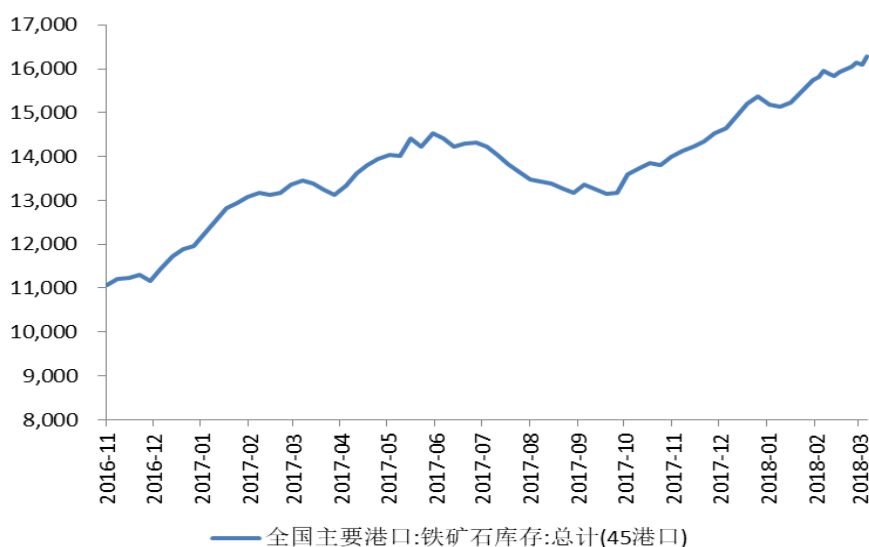


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存屡创新高

截至 3 月 30 日，铁矿石港口库存为 16281.8 万吨，与 2 月底相比上升 462.8 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 22 天，与 3 月初相比减少 3 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 钢材现货价格

截至 3 月 30 日，北京螺纹钢收于 3730 元/吨，月跌 410 元/吨；上海螺纹钢收于 3650 元/吨，月跌 450 元/吨；广州螺纹钢收于 3950 元/吨，月跌 520 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

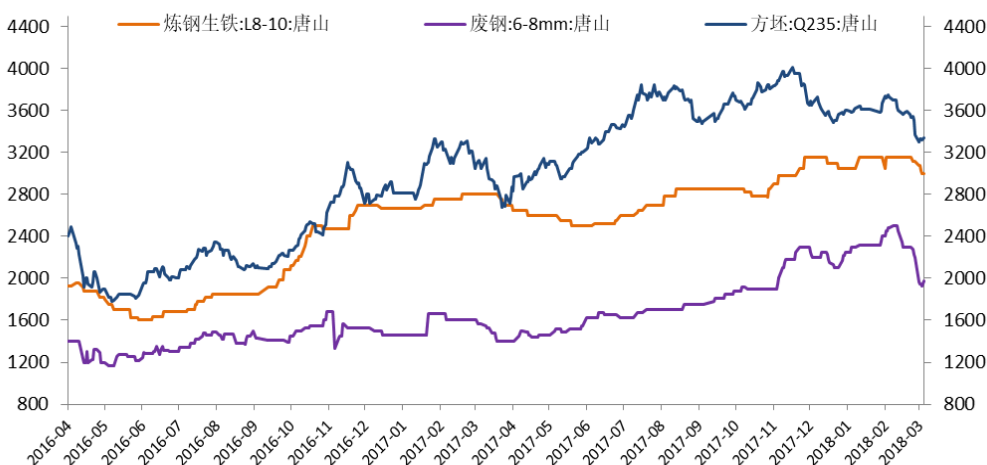


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 废钢价格

截至 3 月 30 日，唐山方坯收于 3340 元/吨，月跌-390 元/吨；生铁价格收于 3000 元/吨，月跌 150 元/吨；废钢价格跌 475，收于 1975 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

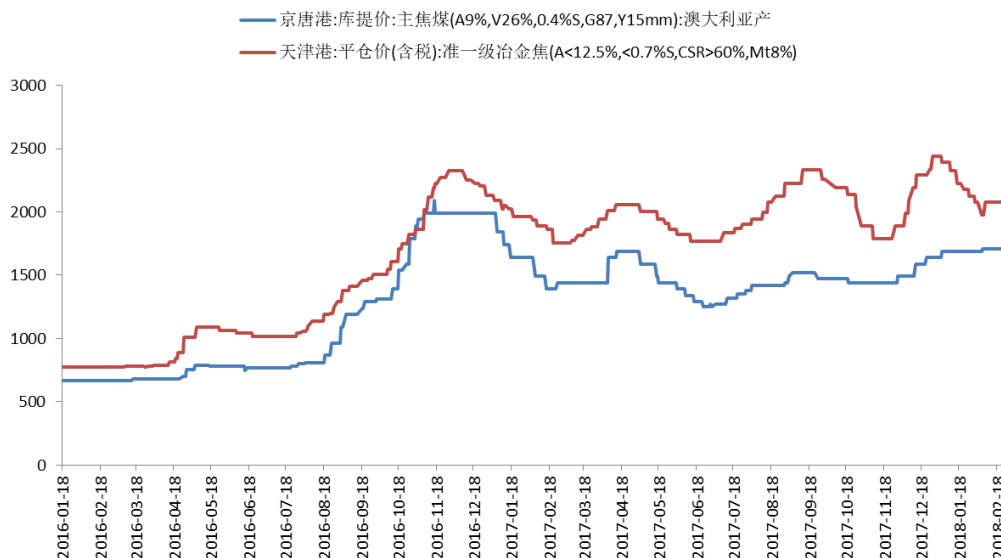


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤、焦炭现货价格

截至 3 月 29 日，京唐港焦煤收于 1710 元/吨，月环比持平；天津港焦炭下跌 150 元，至 1975 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

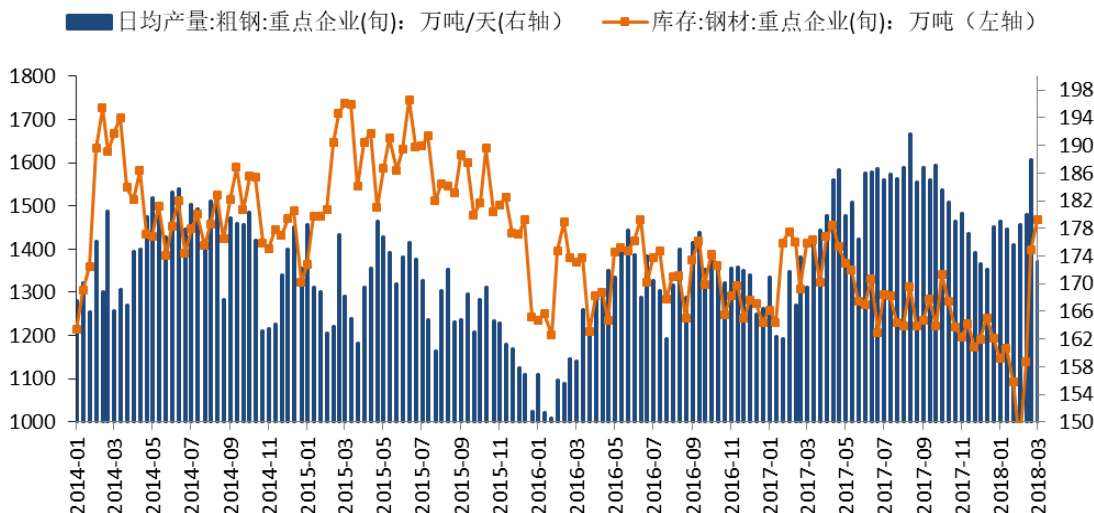


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂生产持稳

与 2 月上旬相比，2018 年 3 月上旬重点钢企粗钢日产 173.2 万吨，环比下降 5.2 万吨；重点企业库存 1468.13 万吨，环比上升 515.21 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

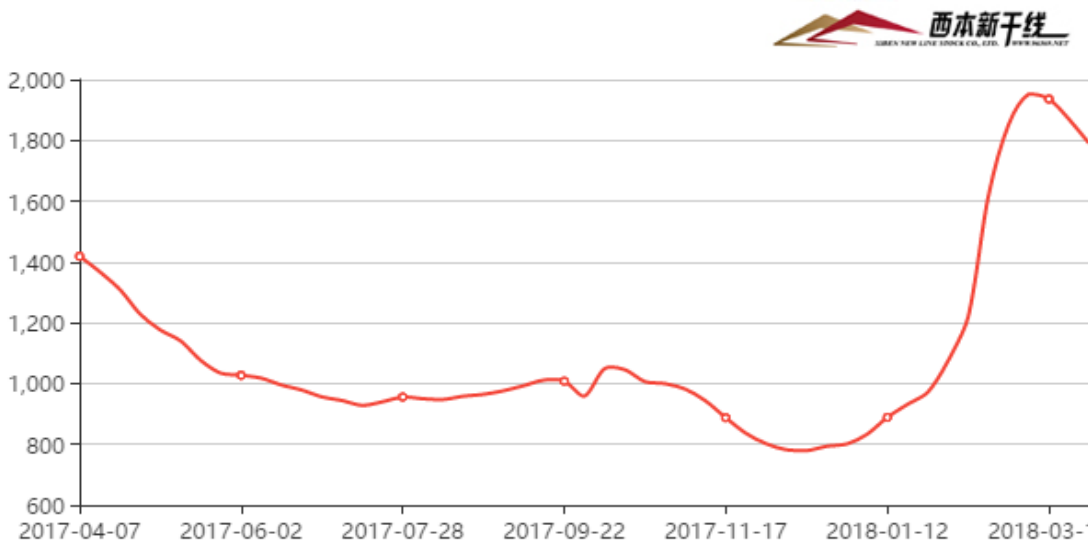


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存小幅下降

截至 3 月 30 日，全国主要钢材品种库存总量为 1789.85 万吨，与 3 月初相比下降 60.95 万吨。

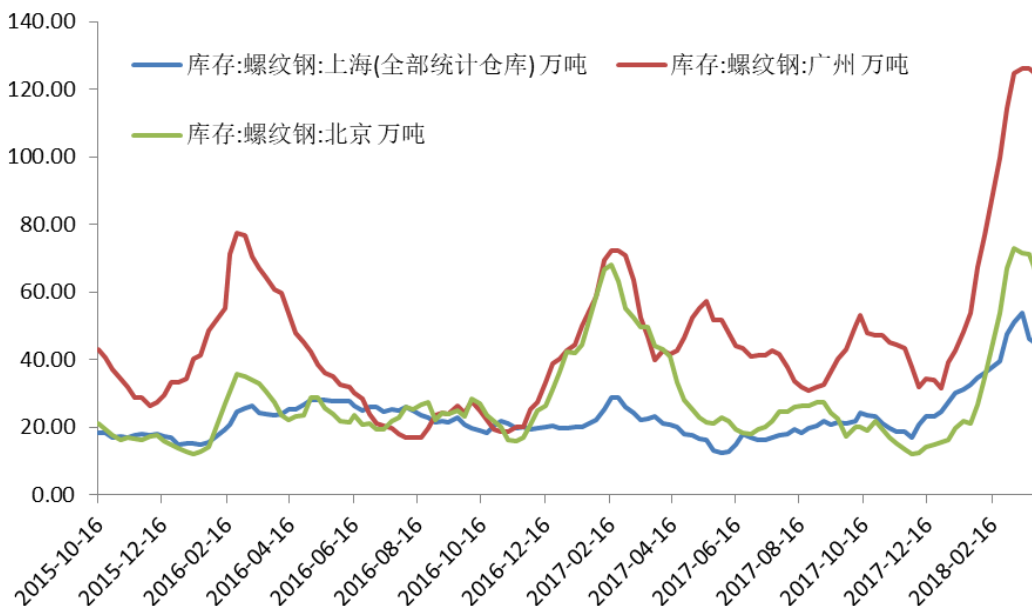
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 3 月 30 日，螺纹钢上海库存 44.81 万吨，月环比下降 2.8 万吨；广州库存 124.25 万吨，月环比上升 9.86 万吨；北京库存 65.69 万吨，月环比下降 1.19 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)

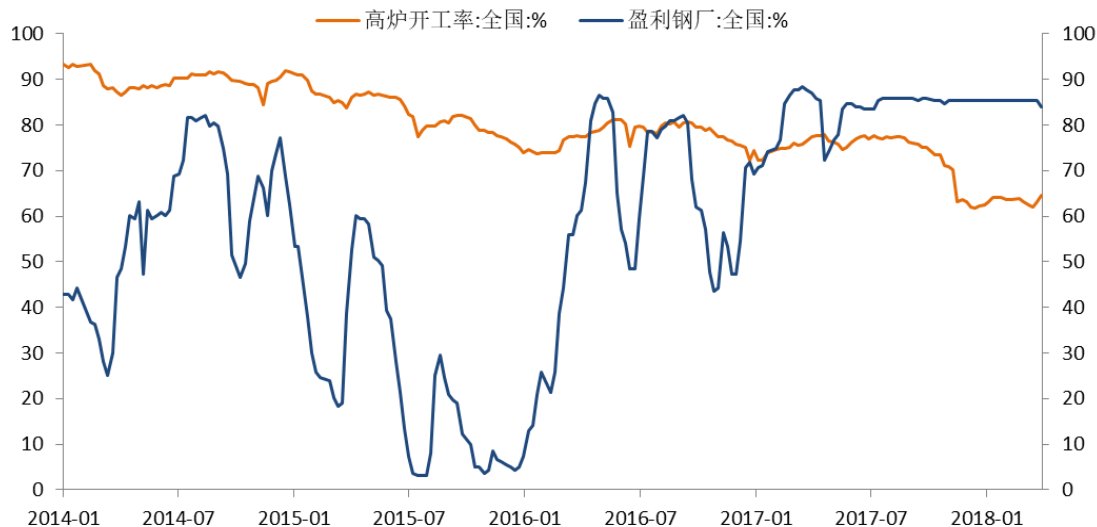


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率

截至 3 月 30 日，163 家钢厂盈利比例为 84.05%；高炉开工率为 64.5%，月环比小幅上升。

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 终端采购回暖

上海地区线螺采购量 3 月周度均值 24211.8 吨，环比 2 月上升。

图 16：上海地区周度终端线螺采购量

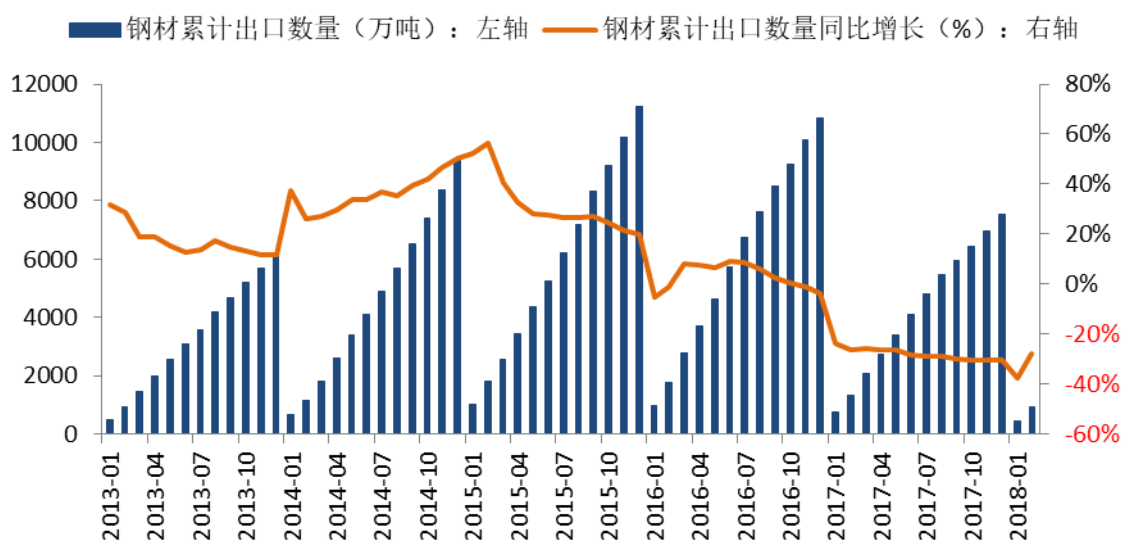


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口维持弱势

2018年2月钢材出口为485万吨，同比下滑15.65%。

图 17：钢材出口（万吨）

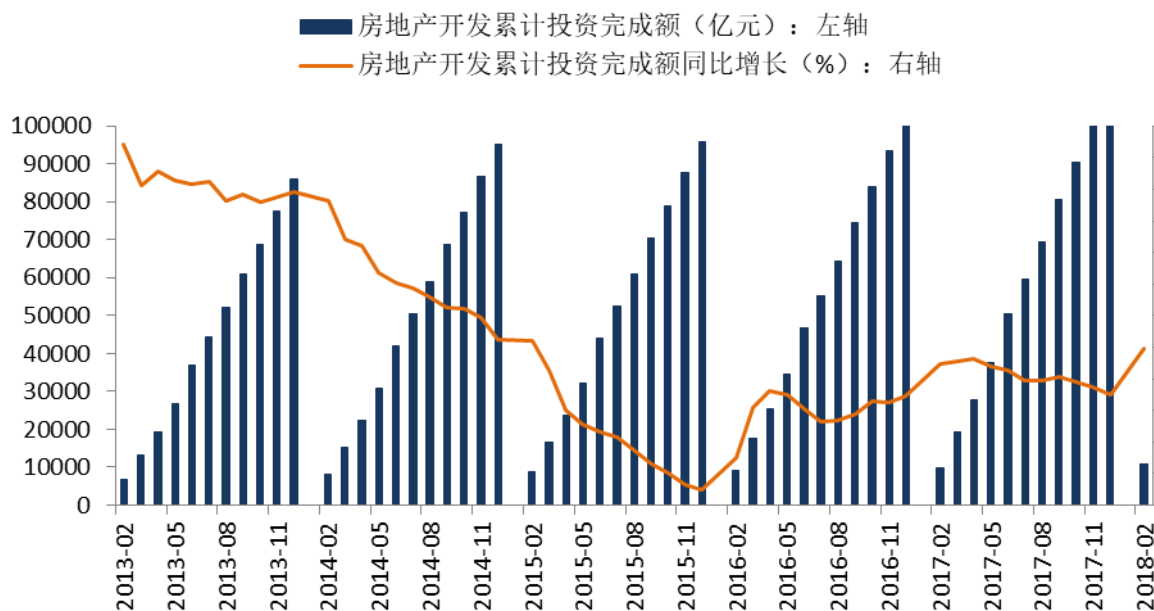


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资增速环比持稳

截至 2 月，今年房地产累计开发投资为 1.08 万亿元，同比去年增加 9.9%，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:

近期受中美贸易冲突的影响，铁矿石短期一度急挫，但我们预计此次急挫有着一定非理性的成分，后期随着市场恐慌情绪的消退，矿石将有小幅的反弹；但受制于矿石自身基本面较差，此次反弹幅度也将有限，矿石 4 月或重回贸易冲突前的价格水平，并以震荡盘整为主，来等待更多下游需求所释放出的信号。建议投资者暂时观望，仅供参考。

螺纹钢:

我们认为 4 月后市场可能出现震荡的情况。我们认为虽然市场需求有所恢复，钢材库存出现下降。但是需求上冲的力度并不够强。线螺周度成交也仅为 3.7 万。期螺已经接近前期震荡的位置。目前我们认为期螺的走势可能还有所反复。

虽然我们仍然不太好看螺纹钢期货长期走势，但是我们认为本轮反弹也有一定现实支撑。因此我们建议投资者观望。仅供参考。

需求不见起色，煤市仍将延续弱势运行

2018年4月2日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

由于春节后，国家一系列“保供稳价”措施产生的供给增量效应凸显，港口、电厂库存持续高位运行，煤炭市场基本面维持宽松，现货价格承压一路下行，动煤期货价格也弱势震荡下跌；随后在中美贸易战打响的影响下，动煤大幅下挫，主力合约 ZC805 触及年内新低 562.2 元/吨后反弹至 580 一线上下震荡调整。主力合约 ZC805 报收 579.6 元/吨，月跌 57.0 元/吨，跌幅 8.95%；持仓 26.8 万手，成交 561.9 万手，放量减仓，主力合约逐渐移仓换月。

截至 3 月 28 日，环渤海动力煤价格指数报 571 元/吨，比上月同期下降 3 元/吨，降幅 0.52%。节后下游需求走势平缓，电厂采购积极性不高，中下游煤炭库存维持高位，供需格局保持相对宽松，市场看跌预期较强，现货价格下行阻力减弱，从而 3 月份 BSPI 指数继续回落。

● 后市展望及策略建议

4 月份，动力煤传统消费淡季来临，加之电厂库存高位，长协煤供应充足，市场煤采购意愿较低；同时先进产能持续释放，煤炭供给有所增加，港口库存维持高位，供需基本面保持宽松，预计后期动力煤市场仍将弱势运行。

虽然 4 月份铁路将集中检修，但充裕的库存明显抵消了检修影响；同时目前大型煤企大幅下调下水煤长协价格，市场看跌预期依然较强，现货价格或将进一步走弱，期货市场整体维持偏空思路。

尽管目前主力合约 ZC805 仍然存在一定的贴水幅度，但期价向上修复贴水的难度较大，贴水继续扩大的可能性也较低；同时考虑到主力合约逐渐移仓换月，建议投资者可以酌情布局 ZC809 合约。

1.信息回顾

1.1 季节性扰动消退，制造业 PMI 回升

2018 年 3 月 31 日，国家统计局发布数据显示，2018 年 3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月上升 1.2 个百分点，连续 20 个月处于扩张区间，制造业呈现稳中有升的发展态势。

春节后工厂复工加快生产，采暖季结束工厂开工，库存去化速度放缓，经济周期性和结构性筑底并有回升态势；但在中美贸易战背景下，经济前景极不明朗。

1.2 中美贸易战打响

美国当地时间 22 日，美国总统特朗普签署针对中国“知识产权侵权”的总统备忘录，宣布将对从中国进口的商品大规模征收关税，涉税的中国商品规模可达 600 亿美元。其中包括：对中国某些产品征收 25% 的额外关税，提议征收关税的产品清单将包括航空航天、信息和通信技术、以及机械；美国贸易代表处（USTR）将通过世界贸易组织（WTO）的争端程序对抗中国歧视性技术许可做法等。

中国商务部针对美国对进口钢铁和铝产品征税的 232 措施，宣布 3 月 23 即日起对约 30 亿美元美国进口商品加征关税。鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、无缝钢管等产品拟加征 15% 关税；猪肉及制品、回收铝等产品拟加征 25% 的关税。

1.3 美联储如期加息

3 月 21 日，美联储发布 FOMC 声明称，加息 25 个基点至 1.50%-1.75% 区间，维持年内加息 3 次预期不变，但预计会在 2019-20 年更加陡峭地加息。

随后 3 月 22 日，央行进行 100 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率上调 5BP 至为 2.55%。

1.4 今年再退出煤炭产能 1.5 亿吨左右

3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出，继续破除无效供给。坚持用市场化法治化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。加大“僵尸企业”破产清算和重整力度，做好职工安置和债务处置。加快消化粮食库存。减少无效供给要抓出新成效。

1.5 兼并重组再次被提上日程

3 月 6 日，十三届全国人大一次会议举行记者会，国家发改委副主任宁吉喆在会上表示，要持续开展淘汰落后产能的行动，规范化去产能，继续破除无效供给，要加大煤炭优质产能的释放力度。

宁吉喆表示，要按照企业主体、政府引导、市场化运作的原则，鼓励钢铁、煤炭、电力企

业兼并重组，尽快形成一批具有较强竞争力的骨干企业集团，优化结构布局。

1.6 大秦线检修在即

据太原铁路局消息，今年4月7日至5月1日，大秦线将进行为期25天的春季集中检修，而丰沙大、北同蒲以及迁曹线也将进行同步检修，每天上午检修3—4个小时。检修期间，大秦线流向环渤海港口的煤车每天大约减少1500车，秦皇岛港煤炭铁路调入量或减少两成左右。

1.7 神华月度长协价大幅下降

据最新市场消息显示，2018年4月神华集团下水动力煤年度和月度长协价格均继续下跌，执行日期为2018年4月1日0时开始。

其中年度长协价格下降2元/吨，月度长协价格下降70-90元/吨。

2.行情回顾

2.1 动力煤期价走势

由于春节后，国家一系列“保供稳价”措施产生的供给增量效应凸显，港口、电厂库存持续高位运行，煤炭市场基本面维持宽松，现货价格承压一路下行，动煤期货价格也弱势震荡下跌；随后在中美贸易战打响的影响下，动煤大幅下挫，主力合约ZC805触及年内新低562.2元/吨后反弹至580一线上下震荡调整。主力合约ZC805报收579.6元/吨，月跌57.0元/吨，跌幅8.95%；持仓26.8万手，成交561.9万手，放量减仓，主力合约逐渐移仓换月。

图 1：动煤 ZC805 行情走势

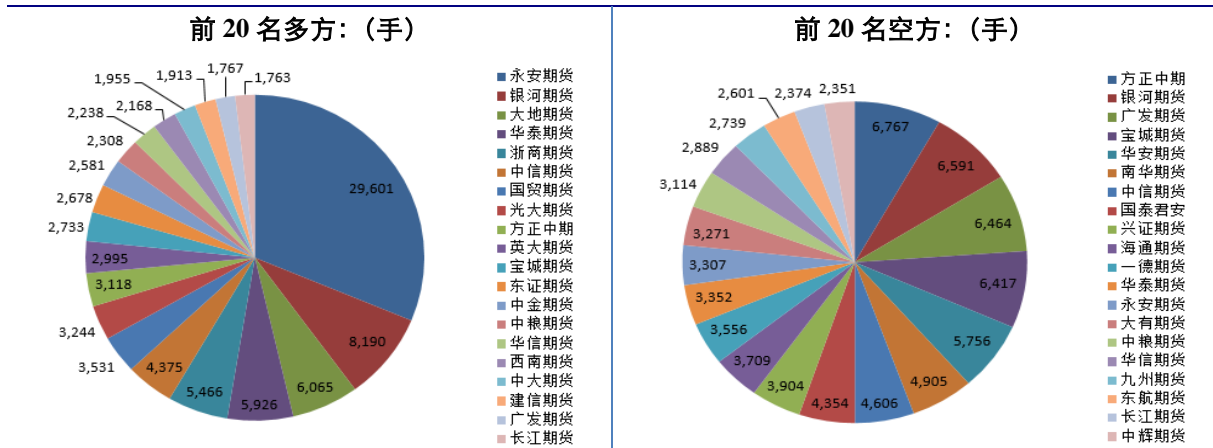


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至 3 月 30 日，主力合约 ZC805 前 20 名持买仓量由 122952 手减至 94615 手，前 20 名持卖仓量由 100244 手减至 83027 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 158485 手，前 20 名持卖仓量 143650 手。从机构层面看，多方较空方仍然维持着一定的优势。

图 2：ZC805 合约多空双方持仓情况



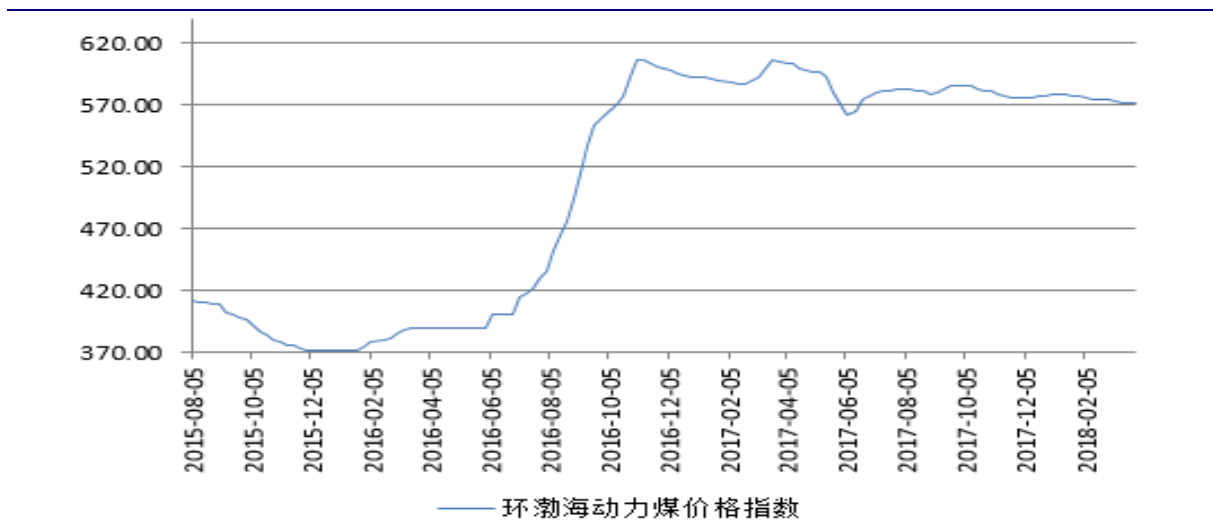
数据来源：兴证期货研发部，郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 3 月 28 日，环渤海动力煤价格指数报 571 元/吨，比上月同期下降 3 元/吨，降幅 0.52%。节后下游需求走势平缓，电厂采购积极性不高，中下游煤炭库存维持高位，供需格局保持相对宽松，市场看跌预期较强，现货价格下行阻力减弱，从而 3 月份 BSPI 指数继续回落。

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

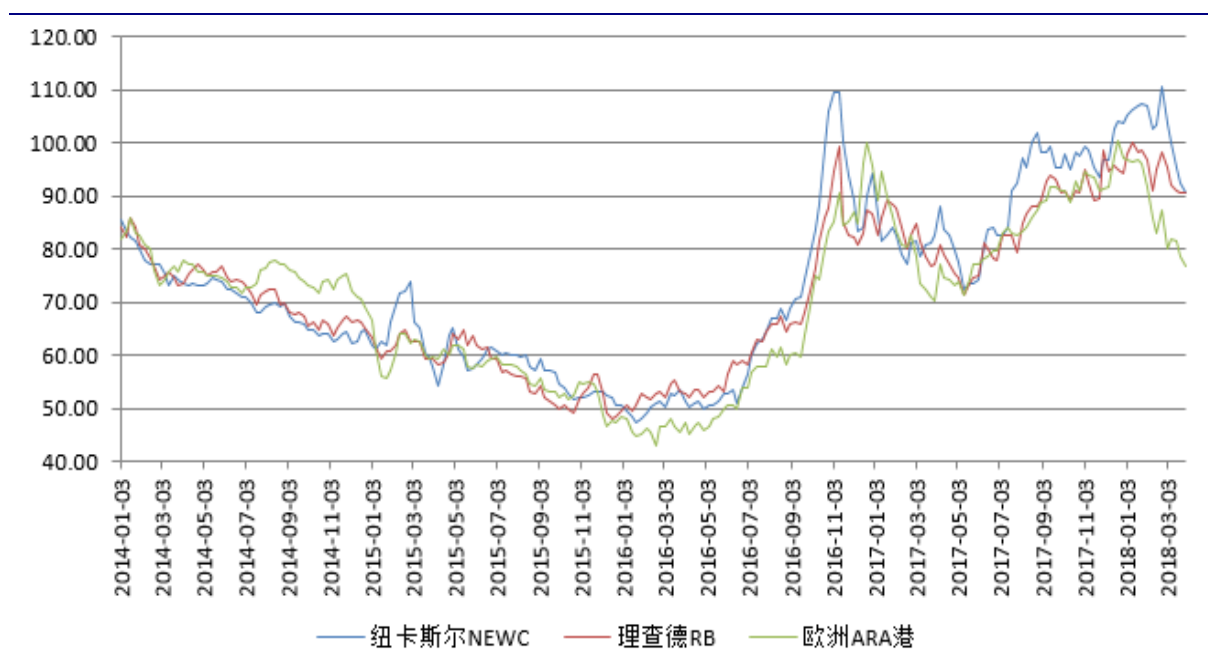
3.2 国际动力煤市场

3 月份，国际动力煤市场全面下跌。

(单位: 美元/吨)	2 月 28 日	3 月 9 日	3 月 16 日	3 月 23 日	3 月 29 日
纽卡斯尔 NEWC	105.40	100.02	95.20	92.41	90.68
理查德 RB	95.31	92.05	90.96	90.77	90.69
欧洲 ARA 港	81.51	81.89	81.52	78.65	76.83

截止 3 月 29 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 90.68 美元/吨，较上月下跌 14.72 美元/吨，跌幅为 13.97%；南非理查德港动力煤价格指数 90.69 美元/吨，较上月下跌 4.62 美元/吨，跌幅为 4.85%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 76.83 美元/吨，较上月下跌 4.68 美元/吨，跌幅为 5.74%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

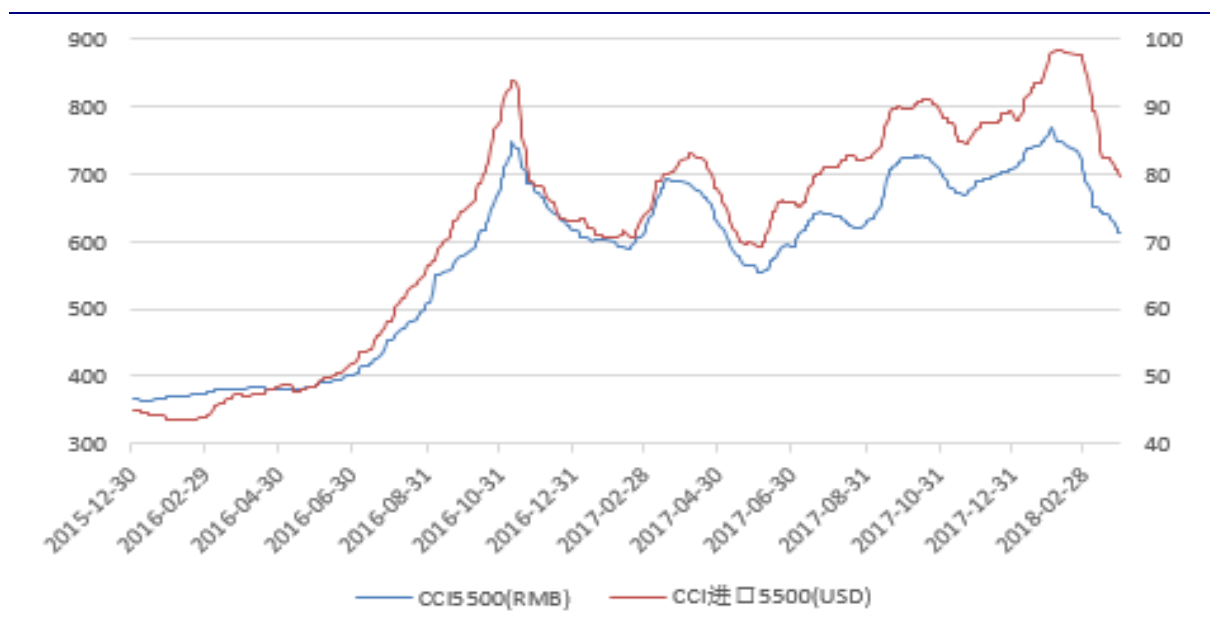


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

3 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均继续大幅下跌。截至 3 月 29 日，CCI5000 指数由 700 元/吨大幅下跌至 612 元/吨，跌幅为 12.57%；CCI 进口 5500 指数由 96.0 美元/吨大幅下跌至 79.8 美元/吨，跌幅为 16.88%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.基本面

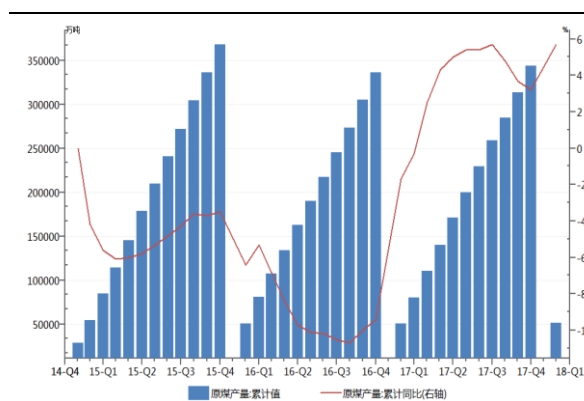
4.1 产能置换加快，产量有所增长

2018 年 1-2 月全国原煤累计产量 5.16 亿吨，累计同比增长 5.7%。

2018 年 1-2 月山西省煤炭累计产量 12472 万吨，累计同比增长 1.5%；陕西省煤炭累计产量 8336 万吨，累计同比增长 20.6%；内蒙古煤炭累计产量 13788 万吨，累计同比增长 8.1%。

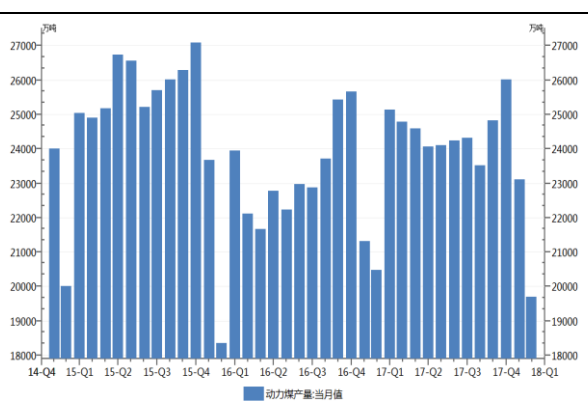
2018 年 1-2 月动力煤累计产量 4.28 亿吨，累计同比增长 2.38%；其中 2 月份动力煤产量 1.97 亿吨，同比下降 3.87%。

图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，wind

图 7：动力煤产量

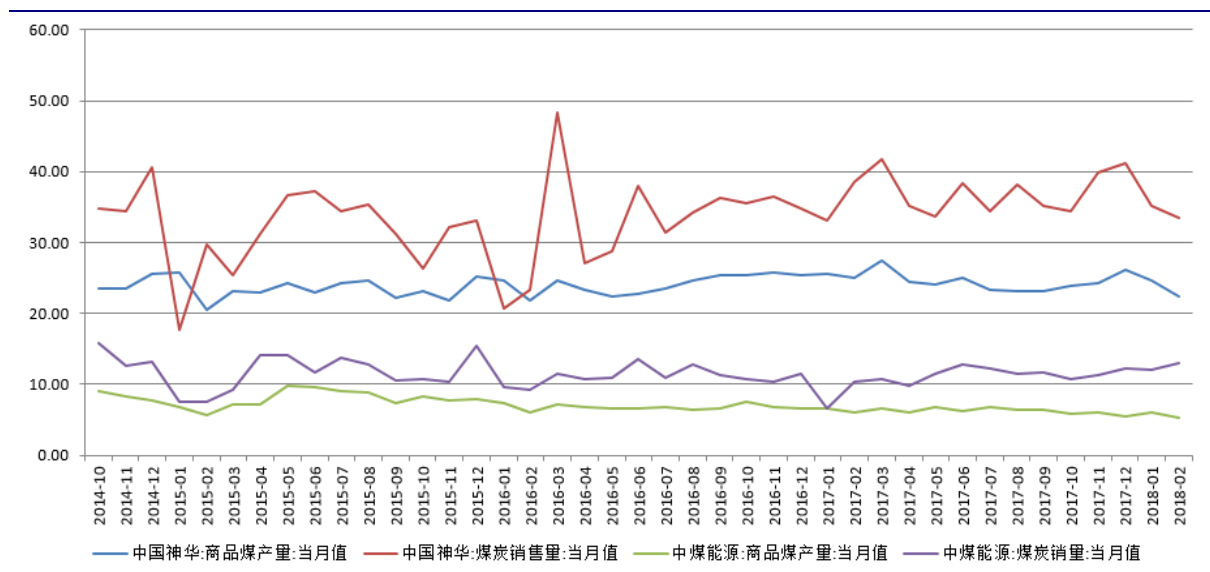


数据来源：兴证期货研发部，wind

2 月份，中国神华集团煤炭产销均有所减少，中煤能源煤炭产量同比有所减少，销量同比大幅增加。其中 2 月份，中国神华集团商品煤产量 2240 万吨，同比减少 260 万吨或 10.40%；

煤炭销售量 3350 万吨，同比减少 500 吨或 12.99%。2 月份，中煤能源商品煤产量为 535 万吨，同比减少 68 万吨或 11.68%；商品煤销量为 1291 万吨，同比增加 246 万吨或 23.54%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

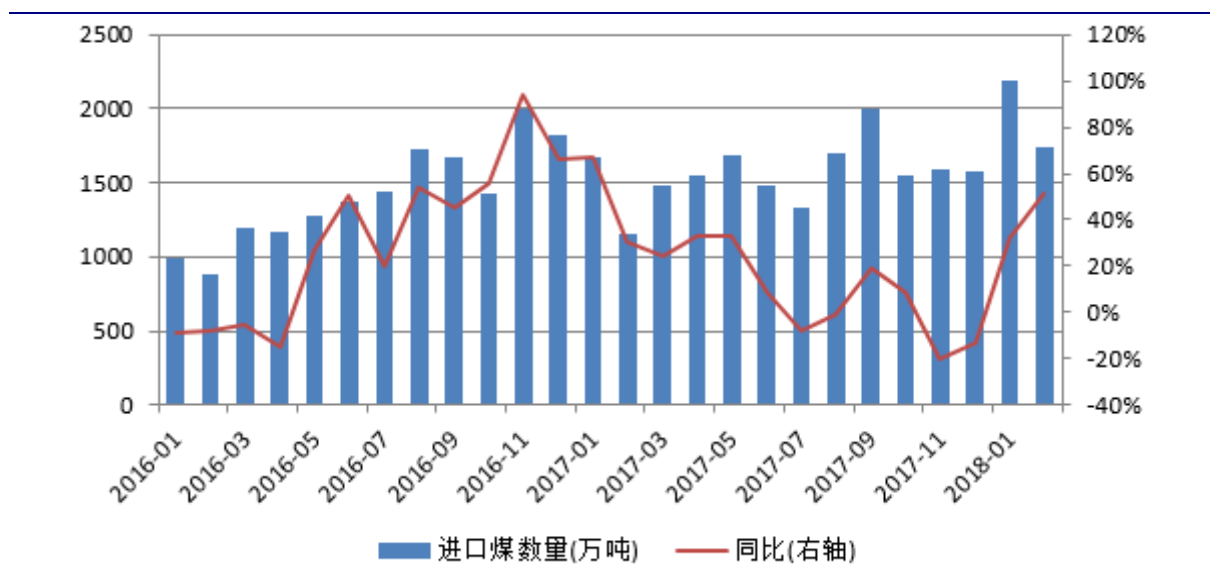
4.2 进口煤量或有所减少

考虑到当前国内市场弱势、国内外动力煤价差，预计后期动力煤进口量或趋于下降。

2018 年 2 月份，中国进口动力煤（包含其他烟煤、其他煤、褐煤）1741.12 万吨，同比增加 588.99 万吨，增长 51.12%，环比减少 454.83 万吨，下降 20.71%。

2 月份，排名前 3 的进口来源国依次为：印尼 1078.83 万吨，澳大利亚 418.22 万吨，俄罗斯 109.28 万吨。

图 9：进口动力煤情况

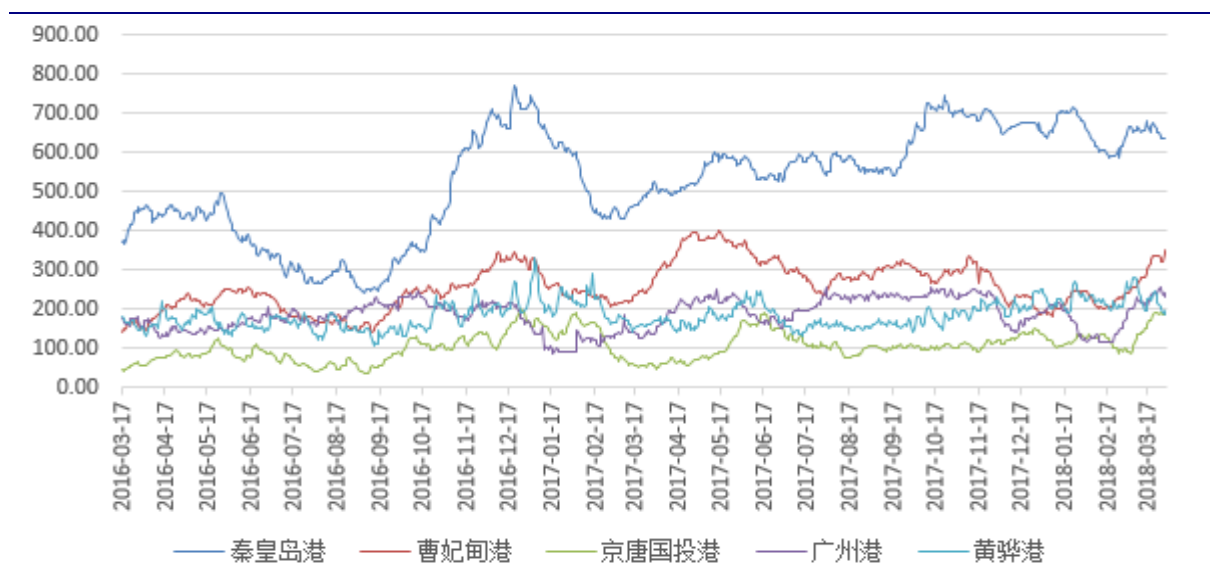


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存继续增加

由于下游采购意愿较低，加之上游供给不断增加，供需格局保持宽松，港口煤炭库存继续增加。截至3月30日，环渤海四港动力煤库存1703.7万吨，较月初增加182.9万吨或12.03%。秦皇岛港库存635万吨，较上月同期增加15万吨或2.42%。黄骅港煤炭库存195.2万吨，较上月同期减少13.4万吨，显增后降，整体维持在200万吨水平运行；曹妃甸港煤炭库存348.8万吨，较上月同期大幅增加115.8万吨；京唐国投港煤炭库存185万吨，较上月同期大幅增加95万吨。广州港煤炭库存232.3万吨，较上月同期大幅增加66.2万吨或39.86%。

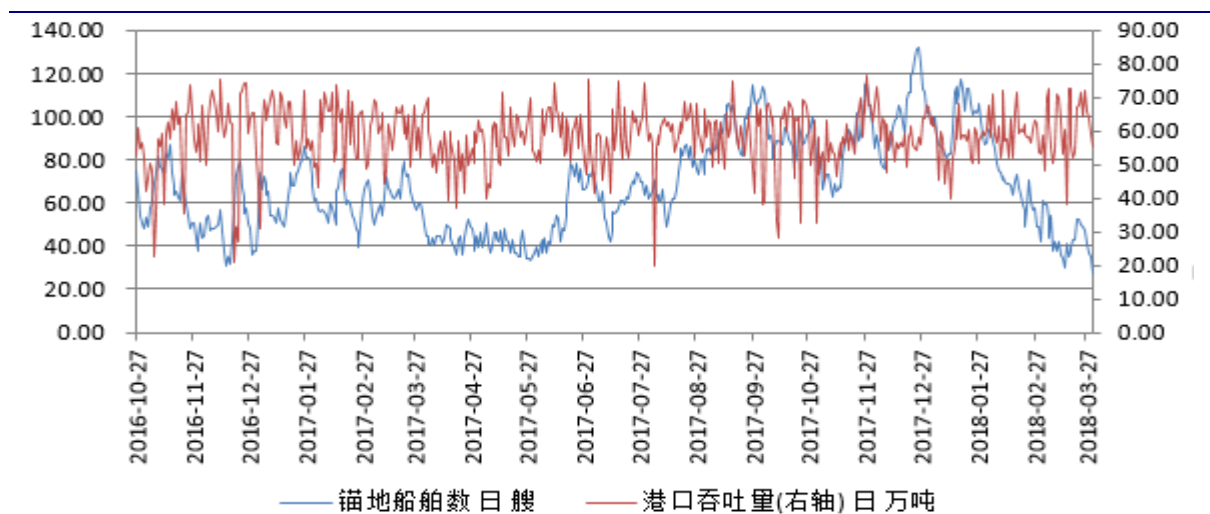
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3月份，秦皇岛港日均铁路到车量7713.1车，环比增加416.42车；日均调入量61.47万吨，环比增加2.83万吨。日均吞吐量60.97万吨，环比增加0.48万吨。锚地船舶数日均43.63艘，环比减少26.08艘，下游采购意愿偏低。

图 11：秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

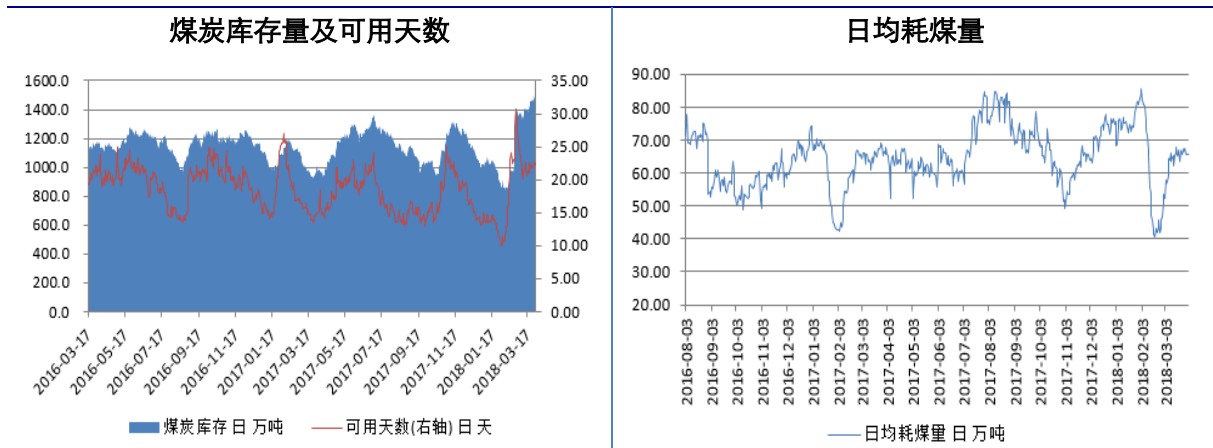


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 电厂库存维持高位，市场煤采购意愿较低

当前沿海六大电厂日耗水平相对略低，加之电厂电煤库存明显偏高，长协煤供应充足，市场煤采购意愿较低。截至3月30日，沿海六大发电集团煤炭库存1459.4万吨，较上月同期增加72.4万吨或5.22%；可用天数由27.11降至22.25天。日均耗煤量65.58万吨，较上月同期增加14.43万吨。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 动力煤消费进入淡季，需求或有所回落

4月份，动力煤传统消费淡季来临，供暖季结束后动力煤需求将有所回落。

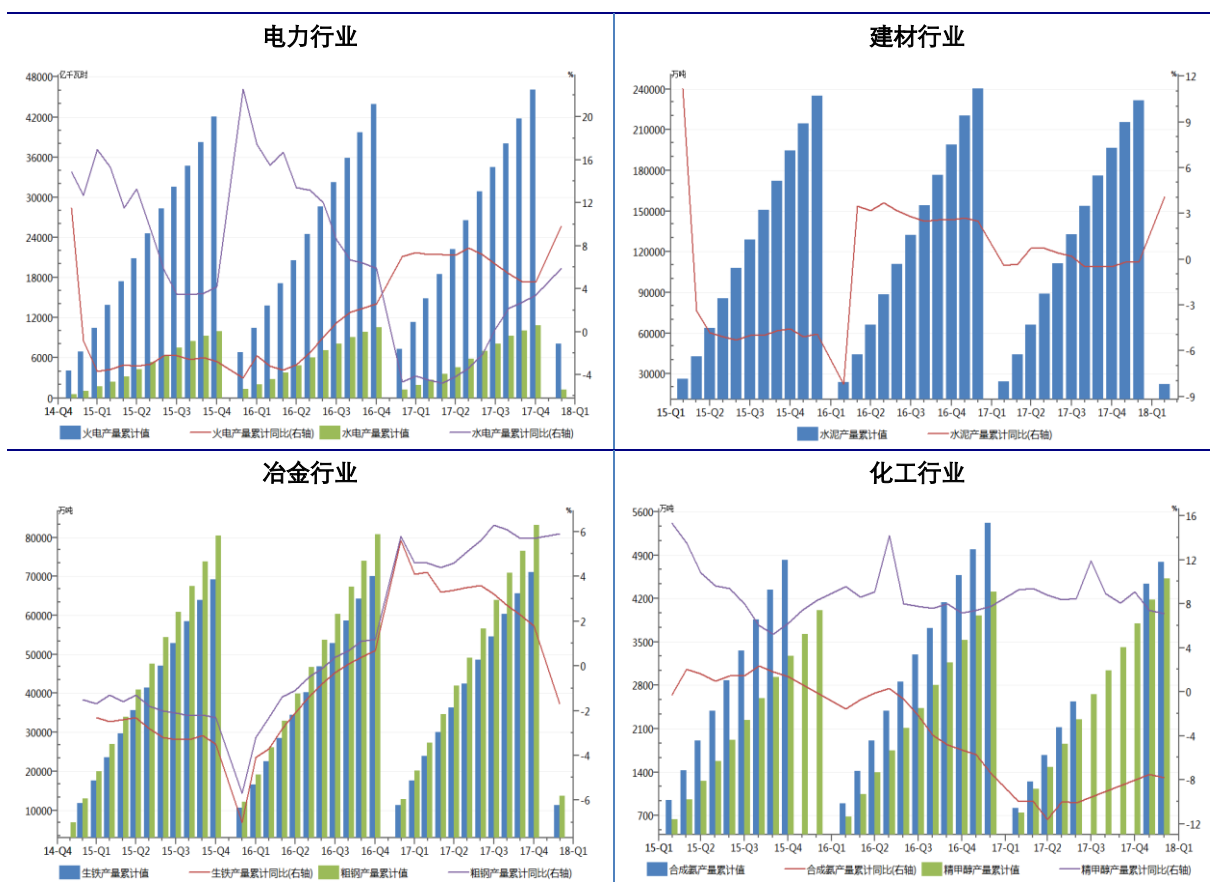
电力：供暖季期间，电力取暖推动火电发电量大幅增加。2018年1-2月全社会用电量累计10552亿千瓦时，累计同比增长13.25%；其中2月份全社会用电量4557亿千瓦时，同比增长2.03%，环比下降23.98%。2018年1-2月全国累计发电量10455亿千瓦时，累计同比增长11.0%；2018年1-2月火电累计发电量8087亿千瓦时，累计同比增长9.8%；2018年水电累计发电量1275亿千瓦时，累计同比增长5.9%。

建材：水泥价格上涨，产量有所回升。2018年1-2月全国水泥累计产量22256万吨，累计同比增长4.1%。

冶金：随着供暖季限产结束，钢厂陆续复产，后期生铁粗钢产量将有所增加。2018年1-2月全国粗钢累计产量13682万吨，累计同比增长5.9%；2018年1-2月全国生铁累计产量11331万吨，累计同比下降1.7%。

化工：原油价格上涨，化工市场价格有所支撑。2017年全国甲醇累计产量4529万吨，累计同比增长7.1%；2017年全国合成氨累计产量4786万吨，累计同比下降7.8%。

图 13: 下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

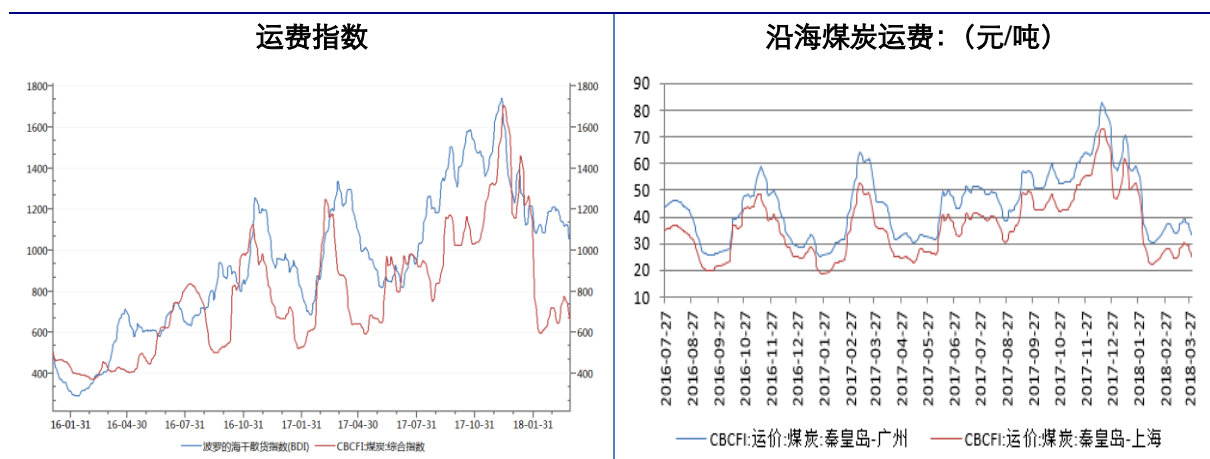
4.6 国际运费逐渐走低，沿海运费弱势运行

由于全球经济迅速放缓，加之中美贸易战打响，导致波罗的海干散货指数 (BDI) 弱势运行。截至 3 月 29 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1055 点，较上月同期下降了 137 点，跌幅为 11.49%；预计随着中美贸易战的打响，后期波罗的海干散货指数 (BDI) 仍将弱势运行。

截至 3 月 30 日，沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 663.86 点，较上月同期继续下跌了 53.50 点，跌幅为 7.46%。月初由于煤炭现货价格持续看空，市场观望氛围较浓，市场货盘较少，同时可用运力充足，短期内维持船多货少格局，从而沿海煤炭运费有所下跌；随后由于气象条件不佳，导致港口频频封航，船舶运力周转不畅，从而沿海煤炭运费有所回升；在下游电厂完成补库，加之高库存、低需求的背景下，北上派船急剧减少，沿海煤炭运费重新下跌。预计随着中美贸易战打响，加之四月份火电进入淡季，煤炭拉运需求仍倾向减少，预计后期沿海煤炭运费仍将弱势运行。

截至 3 月 30 日，秦皇岛-广州海运费 33.1 元/吨，较上月下跌了 3.9 元/吨；秦皇岛-上海海运费 25.3 元/吨，较上月下跌了 2.8 元/吨。

图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5.总结

4 月份，动力煤传统消费淡季来临，加之电厂库存高位，长协煤供应充足，市场煤采购意愿较低；同时先进产能持续释放，煤炭供给有所增加，港口库存维持高位，供需基本面保持宽松，预计后期动力煤市场仍将弱势运行。

虽然 4 月份铁路将集中检修，但充裕的库存明显抵消了检修影响；同时目前大型煤企大幅下调下水煤长协价格，市场看跌预期依然较强，现货价格或将进一步走弱，期货市场整体维持偏空思路。

尽管目前主力合约 ZC805 仍然存在一定的贴水幅度，但期价向上修复贴水的难度较大，贴水继续扩大的可能性也较低；同时考虑到主力合约逐渐移仓换月，建议投资者可以酌情布局 ZC809 合约。

短期油价仍将获得支撑

2018年4月2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

3月份布伦特原油期货价格收高，月上涨4.6美元，涨幅7.1%，收于69.35美元/桶。WTI原油期货价格同样上涨3.36美元，涨幅5.46%，收于64.91美元/桶。3月26日国内原油期货上市，主力1809合约挂盘基准价为416元/桶，开盘价440元/桶，最高价447.1元/桶，最低价401.6元/桶，收于418.8元/桶。

● 后市展望及策略建议

近期中东地缘风险因素将继续支撑油价高位运行，另外6月份OPEC会议也将召开，沙特能源部长近期也表达了支持继续减产的意愿，这些利好因素都支撑了油价再次反弹上行。另外美国方面，5月特朗普政府就将作出是否维持伊朗核协议的最终决定，而现在已经换上了两位更偏鹰派的人物，表明美国政府今后在处理中东问题时，或将采取更加激进的立场，这也将进一步加剧中东地区地缘风险。而对于美国原油产量方面，短期在利多因素提振下显得有些弱化；但中长期来看，美国页岩油产量的不断攀升必将威胁到OPEC的减产行动，还不宜过分乐观。

5. 基本面情况

1.1 行情回顾

图 1：布伦特原油期货日线图



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 信息速递

首先，3 月份三大国际能源机构依然按时公布了月度短期能源展望报告。首先是 EIA，其预计今年美国原油平均产量将增加 138 万桶/日至 1070 万桶/日，这将打破 1970 年创下的全年平均日产量 960 万桶的纪录。预计明年美国原油产量将增加 57 万桶/日至 1127 万桶/日。将今年全球原油需求增速预期下调 3 万桶/日至 170 万桶/日，并预计明年全球原油需求增速在 172 万桶/日。

随后 OPEC 发表的月报显示，其预计今年全球原油需求将增长 160 万桶/日，预计今年全球对 OPEC 原油的需求平均为 3261 万桶/日，此前预期为 3286 万桶/日。预计今年美国页岩油产出 572 万桶/日，今年非 OPEC 原油供应增速预期上调至 166 万桶/日，前值为 140 万桶/日。经合组织原油库存增加 1370 万桶至 18.7 亿桶，高出五年均值 5000 万桶。

最后根据 IEA 发布的月报显示，其预计今年全球石油需求会加快增长，但供给仍以更快的速度攀升。今年全球原油需求增速预期为 150 万桶/日，此前为 140 万桶/日。对 OPEC 原油需求增至 3240 万桶/日，此前为 3230 万桶/日。今年全球石油需求为 9930 万桶/日，去年为 9780 万桶/日。预计今年非 OPEC 国家供应增长 180 万桶/日，至 5990 万桶/日。美国供应增幅居前，今年供应预计增加 130 万桶/日，年底前将增至逾 1100 万桶/日，在美国的带领下，今年非 OPEC 产油国供应量将增加 180 万桶/日至 9790 万桶/日。但 IEA 提到，委内瑞拉的问题仍有可能引发新一波的库存下滑。委内瑞拉目前深陷经济危机，两年来石油生产已经下滑五成，降至逾 10 年来的最低位。

3 月中旬特朗普解雇美国国务卿蒂勒森，因其与特朗普在伊朗核协议方面长时间存在分歧，而特朗普解雇蒂勒森之后，立马让强硬派的蓬佩奥接任，显然表露了其将要撕毁伊朗核协议的野心。若伊朗核协议被撕毁，中东局势必然会因为美国的行为而陷入巨大混乱，而日前沙特与

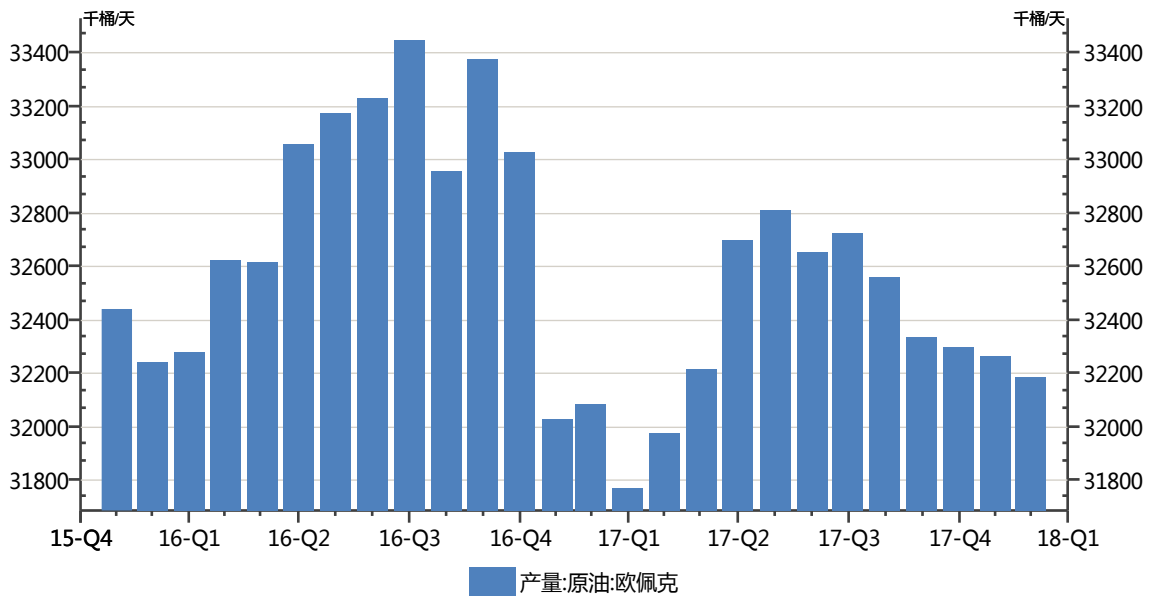
美国达成巨大军售协议，相比沙特和美国之间已经打成了一些内部“交易”。因为沙特和伊朗一直都是死对头，特朗普想要撕毁奥巴马和伊朗签订的伊核协议，那么和伊朗一直敌对的沙特就是特朗普最适合的“盟友”，中东是原油资源重地，若将来中东的局势升级，必然会引发原油的供应出现断裂，从而导致国际市场上的原油价格大幅波动。

另外，近期中美贸易战愈演愈烈，全球股市与大宗商品市场价格也出现大幅波动。短期而言，对于原油市场的供需格局不会有太大影响，因为中国当前从美国进口原油只有 30 万桶/日，相比日均 870 万桶左右的总进口量来说，占比只有 3.4%。不过从长期来看，对原油市场或许更多的是利空，因为这容易引发宏观经济下降，从而抑制原油需求增长。而中美分别是全球对原油需求最大的两个国家，两国原油需求对全球总需求比重高达 32% 左右，也分别是全球原油进口量最大的两个国家。

3 月 26 日 INE 原油期货在上海国际能源交易中心上市交易。截止 3 月 30 日，主力 1809 合约收报 420.3 元/桶，较首日挂盘基准价上涨 4.3 元/桶，上市首周成交 278234 手，持仓量为 8198 手，成交金额为 1159.23 亿元（成交量、持仓量、成交金额均双边计算）。从上市首周价格走势判断，上海原油期货价格走势与国际油价粘性较大，尤其是阿曼原油。从原油的定价角度来看，INE 原油期货标的中质含硫原油，可交割油种主要是中东原油，初期把中东原油运往远东的到岸价格作为定价基准。

1.3 基本面分析

图 2：OPEC 原油产量变化



数据来源：Wind

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3 月份国际原油市场还有一个重磅消息来自 OPEC，沙特能源部长法利赫发表讲话称，OPEC 成员国需要继续和俄罗斯等非 OPEC 产油国进行合作，共同将减产行动延长至 2019 年，从而改善全球油市供应过剩局面。目前以沙特阿拉伯为首的 OPEC 一直在执行减产 180 万桶/天的减产协议以支撑油价。该协议始于 2017 年 1 月，原本将于今年年底到期，但现在沙特能源部长的表态似乎有意在推动减产延期，这则利好消息也刺激了油价大幅走高。

图 2：美国原油库存变化



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 3 月 23 日当周，美国原油库存增加 164.3 万桶至 4.3 亿桶，市场预估为减少 28.7 万桶。俄克拉荷马州库欣原油库存增加 180.4 万桶，连续三周录得增长。不过精炼油库存减少 209 万桶，连续七周录得下滑，市场预估为减少 161.8 万桶。同时汽油库存减少 347.2 万桶，连续四周录得下滑，市场预估为减少 195.4 万桶。

图 2：美国原油产量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

另外，根据 EIA 公布的最新数据显示，截至 3 月 23 日当周，美国原油产量达到了 1043 万桶/天，连续五周增长，并继续刷新历史记录，目前已超过沙特成为世界第二大原油生产国，进一步逼近俄罗斯产量水平。短期来看，中东地缘政治和 OPEC 继续减产等因素给油价以更多的支撑，但中长期来看，美国页岩油产量的不断攀升必将威胁到 OPEC 的减产行动。

2. 总结与后市展望

近期中东地缘风险因素将继续支撑油价高位运行，另外 6 月份 OPEC 会议也将召开，沙特能源部长近期也表达了支持继续减产的意愿，这些利好因素都支撑了油价再次反弹上行。另外美国方面，5 月特朗普政府就将作出是否维持伊朗核协议的最终决定，而现在已经换上了两位更偏鹰派的人物，表明美国政府今后在处理中东问题时，或将采取更加激进的立场，这也将进一步加剧中东地区地缘风险。而对于美国原油产量方面，短期在利多因素提振下显得有所弱化；但中长期来看，美国页岩油产量的不断攀升必将威胁到 OPEC 的减产行动，还不宜过分乐观。

持续单边深幅重挫并创下新低

2018年4月2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

3月,天然橡胶持续单边深幅重挫,并创下中长期新低,由此将拓展后市续跌空间,并反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性偏空的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望4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、新加坡胶市双双持续单边深幅重挫,并创下新低的走势的牵制下,沪胶后市也将延续单边下跌趋势,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,操作上宜以逢高沽空为主。

1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，2018年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.5%，比上月上升1.2个百分点，制造业呈现稳中有升的发展态势。

分企业规模看，大型企业PMI为52.4%，比上月上升0.2个百分点，继续位于扩张区间；中、小型企业PMI为50.4%和50.1%，分别比上月上升1.4和5.3个百分点，位于临界点之上。

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

生产指数为53.1%，比上月上升2.4个百分点，位于扩张区间，表明随着春节后企业集中开工，制造业生产增速加快。

新订单指数为53.3%，比上月上升2.3个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求扩张步伐有所加快。

原材料库存指数为49.6%，比上月回升0.3个百分点，连续三个月回升，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅持续收窄。

从业人员指数为49.1%，比上月回升1.0个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工量降幅缩小。

供应商配送时间指数为50.1%，比上月上升1.7个百分点，高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

分行业看，服务业商务活动指数为53.6%，虽比上月小幅回落0.2个百分点，仍高于上年均值，服务业保持稳步扩张。从行业大类看，铁路运输业、航空运输业、邮政快递业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数均位于55.0%及以上的较高景气区间，表现出较强的扩张势头。道路运输业、餐饮业和房地产业等行业商务活动指数位于临界点以下，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为60.7%，比上月上升3.2个百分点，建筑业生产经营活动明显加快。

新订单指数为50.1%，比上月回落0.4个百分点，仍位于临界点之上，表明非制造业市场需求增速有所回落。分行业看，服务业新订单指数为49.8%，比上月下降0.9个百分点，低于临界点。建筑业新订单指数为52.0%，比上月上升2.5个百分点，升至临界点以上。

投入品价格指数为49.9%，比上月下降3.3个百分点，微低于临界点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平略有回落。分行业看，服务业投入品价格指数为50.3%，比上月回落2.1个百分点。建筑业投入品价格指数为48.0%，比上月下降9.9个百分点。

销售价格指数为49.3%，比上月下降0.6个百分点，位于临界点以下，表明非制造业销售价格总体水平有所下降。分行业看，服务业销售价格指数为48.9%，比上月下降0.7个百分点。建筑业销售价格指数为51.9%，比上月上升0.2个百分点。

从业人员指数为49.2%，比上月下降0.4个百分点，继续低于临界点。分行业看，服务业从业人员指数为48.6%，比上月下降0.3个百分点。建筑业从业人员指数为52.6%，比上月回落0.9个百分点。

业务活动预期指数为61.1%，比上月微落0.1个百分点，连续11个月位于60.0%以上的高位景气区间。

分行业看，服务业业务活动预期指数为60.1%，比上月小幅回落0.3个百分点。建筑业业务活动预期指数为66.7%，比上月上升1.0个百分点。

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，所以供不应求也是必然的。

国际橡胶研究组织（IRSG）发布预测，以目前东南亚种植情况来看，可以种植橡胶的资源殆尽，预计 2020 年全球橡胶将会出现供不应求局面。以现有产能 1250 万吨来看，届时全球天然橡胶消费量将达到 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% 滑落至目前的 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，泰国新增种植面积减少，越南激增，越南在 2008-2012 年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 3 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。

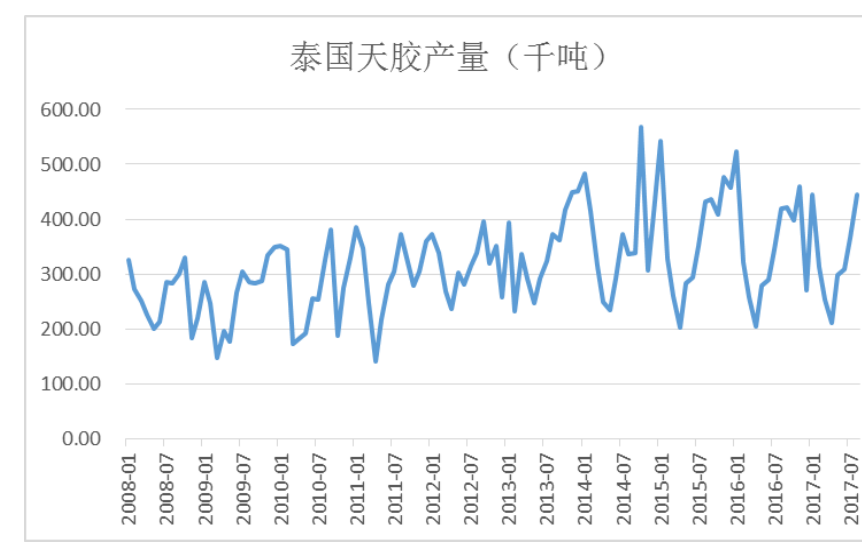
受此影响，沪胶主力合约 RU1805 由 2 月 28 日收盘价 13030 元下跌至 3 月 30 日收盘价 11290 元，累计下跌 1740 元，相对跌幅为 13.35%。

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

3月21日，泰国内阁同意从年终预算中调拨20亿泰铢，交由国家橡胶管理局执行国家公务单位内部消化20万吨橡胶的计划。

泰国内阁发言人兼总理府事务部部长顾问说，内阁例会讨论，并通过了向国家橡胶管理局提供至多20亿泰铢的预算，用于执行之前政府提出的国家公务部门消化国内20万吨橡胶的计划。

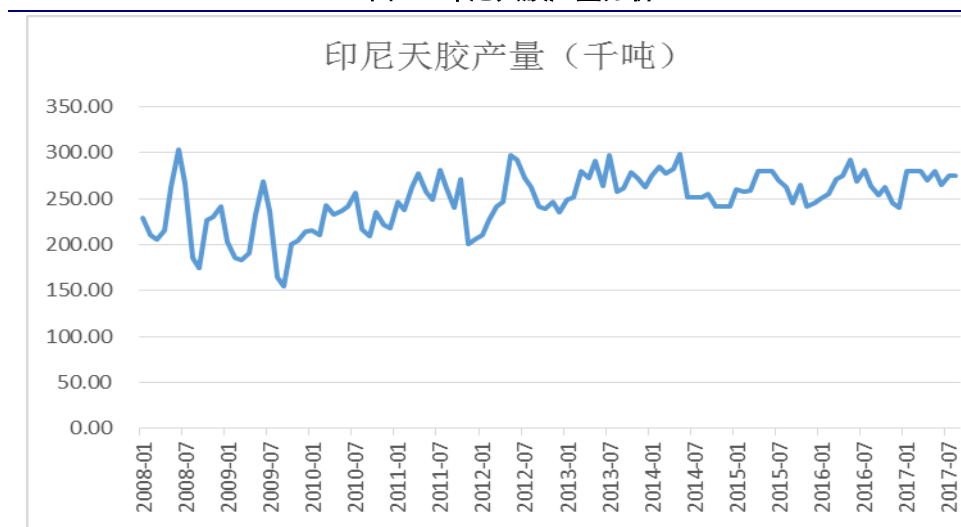
作为2018年割胶季公务部门消化橡胶计划的一部分，国家橡胶管理局将首先从橡胶发展基金中抽调10亿泰铢，作为先期运转资金，进行收购。

据悉，自该计划实施以来，各公务部门合计收购的橡胶数量如下，纯乳胶8154吨，干胶片785吨，使用资金107亿泰铢。

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

美国商务部部长罗斯不久前宣布，对进口自中国、斯里兰卡和泰国的橡皮筋产品发起反补贴和反倾销即“双反”调查。

美商务部称，发起此次“双反”调查是应美国联盟橡胶公司的申诉。

据称，进口自中国的此类产品倾销幅度为 27.27%，斯里兰卡的倾销幅度为 56.54% 至 133.13%，泰国为 28.92% 至 78.36%，补贴幅度也超过发展中国家 2% 的应有水平。

根据美国的贸易救济程序，另一家机构美国国际贸易委员将于今年 3 月 16 日前后做出初裁。

如果该机构认定上述产品对美国相关产业造成实质性损害或威胁，美国商务部将继续调查，并于今年 4 月和 7 月分别做出反补贴和反倾销调查的初裁。

美国商务部数据显示，2017 年美国从中国、斯里兰卡和泰国进口的橡皮筋产品金额分别约为 490 万美元、200 万美元和 1212 万美元。

罗斯在声明中称，美商务部将迅速采取行动，确保对事实进行全面、公平的评估。

他说，特朗普政府将致力于执行美国贸易法规，确保美国企业和工人拥有公平的竞争机会。

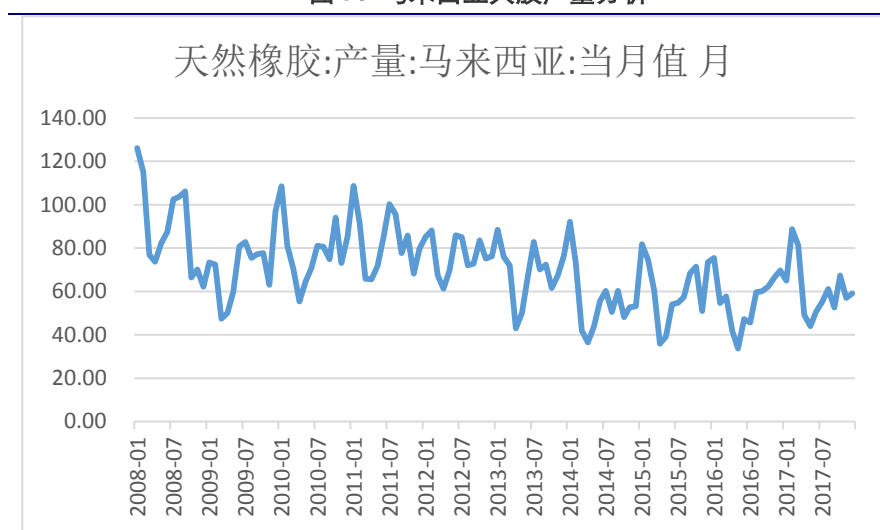
据统计，从去年 1 月 20 日特朗普上台至今年 2 月 21 日，美商务部已发起 102 起“双反”调查，数量增加 96%。

中国商务部多次表示，希望美国政府恪守反对贸易保护主义承诺，共同维护自由、开放、公正的国际贸易环境，以更加理性的方法妥善处理贸易摩擦。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏空作用。

3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3: 马来西亚天胶产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

由于橡胶种植的收益率不如其他经济作物, 例如棕榈树, 导致橡胶种植的主体小胶农纷纷转向种植其他经济作物。

与上游橡胶减产相矛盾的是, 马来西亚的橡胶消费在不断升高, 源于其不断加强的下游橡胶制品产业。

马来西亚政府积极发展橡胶下游产业, 鼓励企业转型生产加工高附加值的橡胶工业制品, 其橡胶制品的出口额屡创新高。

另一方面, 橡胶木业近来也与天胶和橡胶制品形成了三足鼎立的态势, 其出口额也占到了橡胶工业出口额的三分之一。

作为全世界最重要的天然橡胶种植区域, 东南亚各国橡胶产量占到全球天然橡胶产量的 90% 以上。

马来西亚的橡胶种植以小胶农种植为主要的模式, 这一点和中国刚好相反, 中国的橡胶种植主要是以大农垦, 大橡胶集团种植为主。

其中, 马来西亚的种植园主要集中在马来西亚半岛, 占到总种植面积的 76% 左右, 沙巴半岛占到总种植面积的 24% 左右 (2010 年)。

由于是小胶园种植为主, 所以马来西亚橡胶种植存在分散经营、市场风险较大等缺点, 当橡胶价格下跌, 会影响胶农割胶的积极性, 当橡胶进一步下跌, 则会有大片的小胶园放弃种植橡胶, 转向其他的经济作物, 例如棕榈树。

棕榈树作为一种重要的农产品, 近些年在马来西亚受到了很大的推崇, 特别是一些曾经种植橡胶的小胶农将胶园烧掉之后转种棕榈作物。

橡胶减产的直接原因就是种植面积减少, 但其根本原因是种植橡胶的收益率停滞不前。

与橡胶产量逐年下降不同, 马来西亚的橡胶消费量在逐年增长, 在橡胶产量减少的情况下, 其橡胶消费依然蓄力增长, 主要原因就是产业转型。

马来西亚天然橡胶产业发展中出现了以下问题: 天然橡胶种植的利润相对下降, 上游天然橡胶业发展速度减慢; 低端劳动力成本开始上升, 上游橡胶业劳动力开始紧张; 下游橡胶制造业开始逐渐发展, 国内天然橡胶消费比重大幅提升; 橡胶产业中的技术更新和技术进步主要集

中下游橡胶制品业。这些都标志着马来西亚天然橡胶产业走向成熟阶段，并逐渐向下游橡胶产业发展。

同大多数国家一样，马来西亚的橡胶进口主要从 ANRPC 主产国进口。主要是泰国，其次越南，作为橡胶产国的后起之秀，越南对马来西亚出口的橡胶也在逐年增加。

马来西亚进行橡胶产业转型，主要是将重点转移至产业下游，橡胶制品的加工和制造等。其中以乳胶产品为主，轮胎次之。这与其他国家和地区的橡胶产业分布恰恰相反。作为橡胶下游的主要产物，轮胎一般是各个地区橡胶的主要消耗方向。

在全球范围内，轮胎消耗的橡胶占到 50%以上，其中重卡的轮胎消耗又是重点。但是在马拉西亚，轮胎制造仅仅占其橡胶消耗的一小部分。

乳胶的主要产品有手套、避孕套、导尿管、胶丝胶带等产品。

马来西亚共有橡胶相关企业 300 家左右，其中制造乳胶手套的企业有 53 家。

马来西亚的这种产业结构，使其在橡胶产业有着独特的竞争力。

随着经济全球化和区域化的发展，世界橡胶工业重心已由北美移师亚洲。亚洲市场成为橡胶产业国际化竞争的焦点，尤其是以普利司通、米其林和固特异三巨头为首的轮胎制造业。马来西亚天然橡胶产业与世界天然橡胶产业的结构差异使其在天然橡胶业竞争中有效的规避了世界橡胶业竞争最为激烈的轮胎制造业。马来西亚利用自身橡胶种植和制品制造及产品研发应用的比较优势，在跟随世界橡胶产业发展趋势的同时，又表现出马来西亚橡胶业的发展特色。

橡胶制品出口价值始终高于生胶出口价值。与此同时，橡胶木制品行业也开始迅速发展起来，而且规模和产值也不断攀升。从马来西亚的橡胶制品出口额中，可以看出，乳胶产品占其橡胶制品出口额的主要部分。

从马来西亚天然橡胶贸易结构中，可以看出，它是以出口固体胶，进口乳胶为主。干胶主要用于替换国内固体胶，乳胶进口主要是弥补国内乳胶产量的不足，以满足国内乳胶制品制造业的需求。

马来西亚国内橡胶种植业在市场力量的作用下逐年萎缩，而且逐渐不能满足国内橡胶制造业的需求，只能更多的将需求转向国外。

对马来西亚橡胶业而言，保障橡胶原料对下游企业的供给，协同上下游产业平衡发展，振兴上游橡胶种植业势在必行。

另外，近年来，许多马来西亚企业已进军橡胶树其他副产品。种植橡胶树除了可以获取橡胶和木材，橡胶树也可被用作转基因新用途。

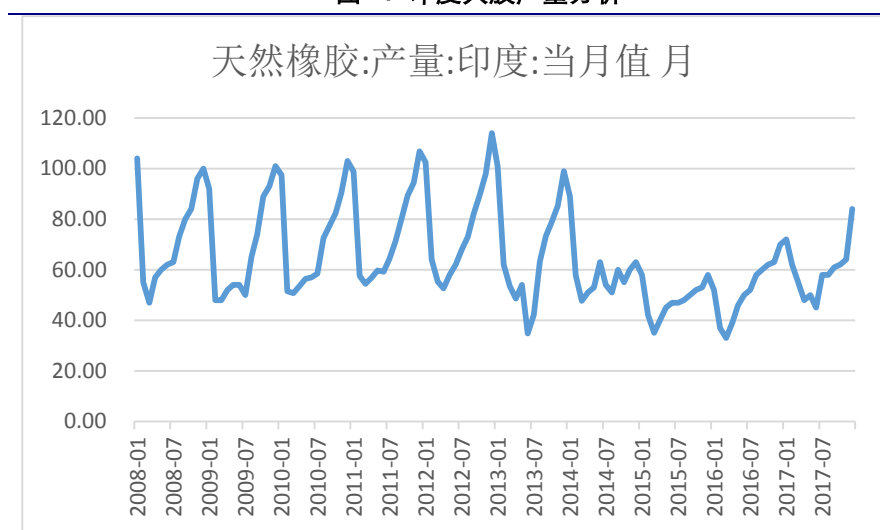
转基因橡胶树可以控制生产商用蛋白（如药品），因此，转基因橡胶树可以作为高效、低成本和环境友好型目标蛋白生产线。

通过进一步开发，转基因橡胶树还可以作为“活”工厂，生产乳胶中的药品。使用这种方法，重组抗体已经在转基因橡胶树的乳胶中生产出来了。这种将橡胶树作为环保可再生资源来对待，不仅符合当今环保理念，还为马来西亚橡胶产业开辟新的市场和价值增长。

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。

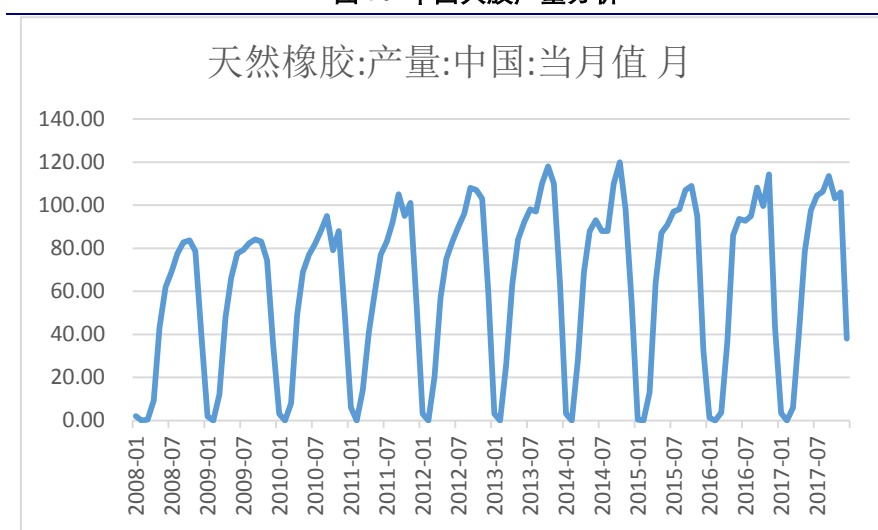
由于 2010~2012 年间，天然橡胶产业利润丰富，橡胶种植面积大增，目前这批橡胶树已陆续进入割胶期。

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%。

我国，仅海南、广东和云南南部可以种植。但近年来胶价持续低迷，对橡胶产业发展造成巨大冲击。

相关统计显示，海南种植橡胶面积811.4万亩，干胶产量35.14万吨，是海南230万农民收入的重要来源之一。

胶价持续低迷，对橡胶产业发展造成巨大冲击。

由于胶价低迷，胶园产出低，橡胶从业者收入大幅下降。

天然橡胶产业面临市场需求不振、国际贸易萎缩等困难，而国家收储扶持的力度相对有限，橡胶价格持续低迷，生产成本高于市场销售价格，天然橡胶种植面积增长势头受阻。

因此，支持海南天然橡胶基地发展，对促进胶农增收，确保橡胶供应及产业链安全都具有重要的现实意义和战略意义。

2017年中央1号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，以主体功能区规划和优势农产品布局规划为依托，科学合理划定天然橡胶等重要农产品生产保护区。

功能区和保护区内地块全部建档立卡、上图入库，实现信息化精准化管理。抓紧研究制定功能区和保护区建设标准，完善激励机制和支持政策，层层落实建设管护主体责任。

国家以划定天然橡胶重要农产品生产保护区为契机，推动并加快国家核心胶园基地建设，在胶园基础设施、土壤改良、优质品系建设、胶园信息化建设、橡胶加工厂改扩建等方面加大投入，提高产量和原料质量，满足高端橡胶产品国产化生产要求。

目前，中央财政取消了天然橡胶良种补贴资金，仅安排胶园更新种植、及相关配套基础设施建设补助资金，不能覆盖橡胶生产的所有环节。

在恢复安排天然橡胶良种补贴资金的同时，加大天然橡胶生产期和非生产抚管期补贴力度，按照胶园面积向天然橡胶生产者予以补贴，并加大对胶园基础设施建设的补助力度，支持企业

和农户建设胶园道路、林间桥涵、胶工管护用房等。

完善天然橡胶收储政策、将橡胶树风灾指数保险纳入中央支持的政策险种、在海南设立专项资金支持开展实施橡胶收入保险、落实天然橡胶纳入公益林补助政策。

支持海南建立天然橡胶价格指数发布中心、定价中心和天然橡胶交易所。

据了解，海南农垦现有植胶面积约 360 万亩，占全省 45.4%，约占全国 21.6%。

2012 年，海南农垦收购了全球最大的橡胶贸易公司之一的新加坡 R1 公司 75% 的股权，不久前又收购了印尼最大的橡胶加工企业。

通过两轮并购，海南农垦天然橡胶控制量，从明年开始可以达到 240 万吨/年，在全球天然橡胶市场已具有一定的话语权。

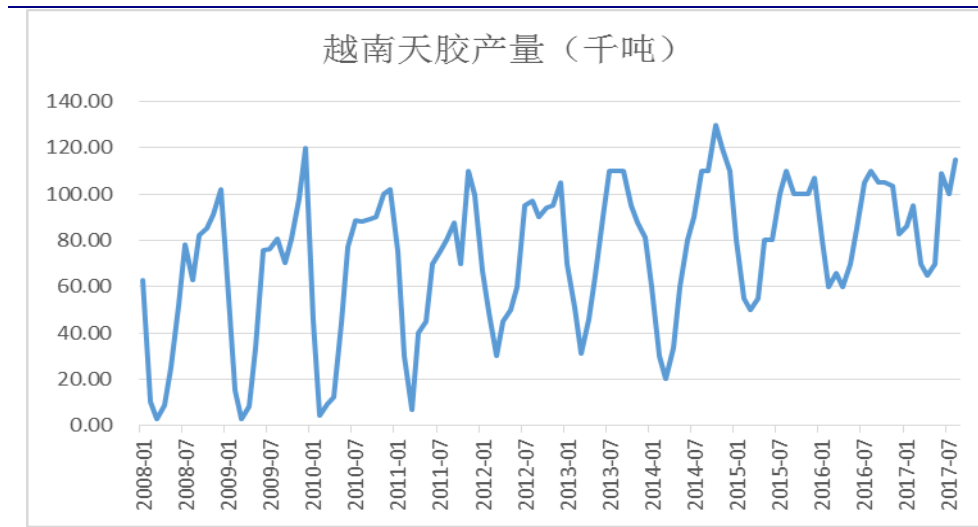
这为我国建设天然橡胶价格指数发布中心和定价中心，建立天然橡胶交易所，提供了良好的市场基础和产业基础。

有关方面建议在海口市建立天然橡胶价格指数发布中心和定价中心，建立我国天然橡胶交易所，并争取用 5 年时间，将其打造成亚洲，乃至世界的天然橡胶价格指数发布中心和定价中心。

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。

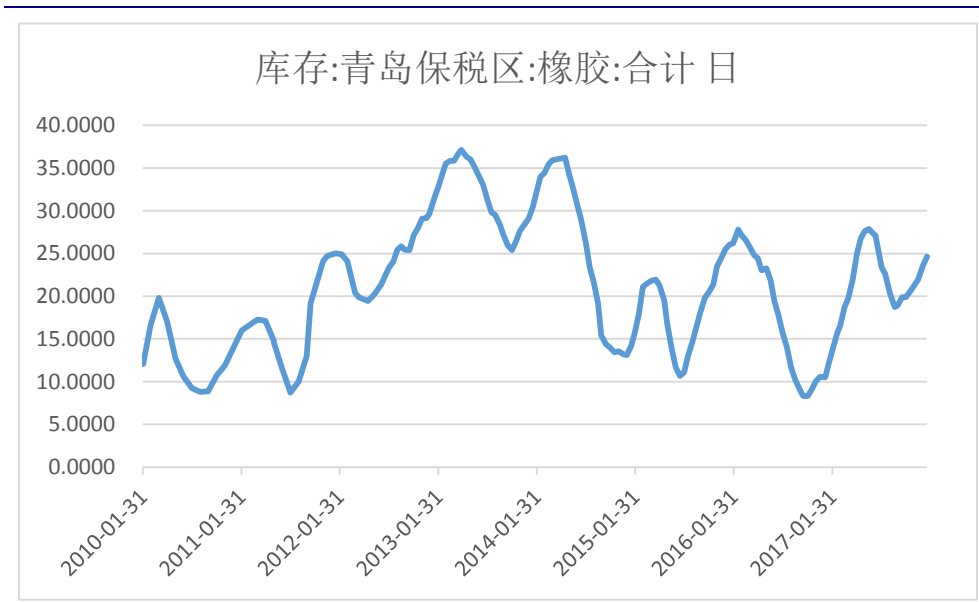
近年来,企业利用橡胶价格低迷、市场整合的契机,陆续进入越南、印尼和泰国市场,已成为全球最大天然橡胶全产业链企业之一。

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。

国内供应季节性减少远远无法抵消国内进口量增加,由此引发库存量不减反增。

国内库存方面,截至 3 月 19 日,青岛保税区橡胶总库存量为 24.43 万余吨,较 3 月 2 日的 25.42 万余吨缩减 0.99 万余吨,缩减幅度为 3.89%。但其中,截止 3 月初,天然橡胶库存量为 13.26 万余吨,缩减 0.44 万吨,缩减幅度为 3.21%;合成橡胶库存量为 11.77 万余吨,增加 1.23 万余吨,增长幅度为 11.67%;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。

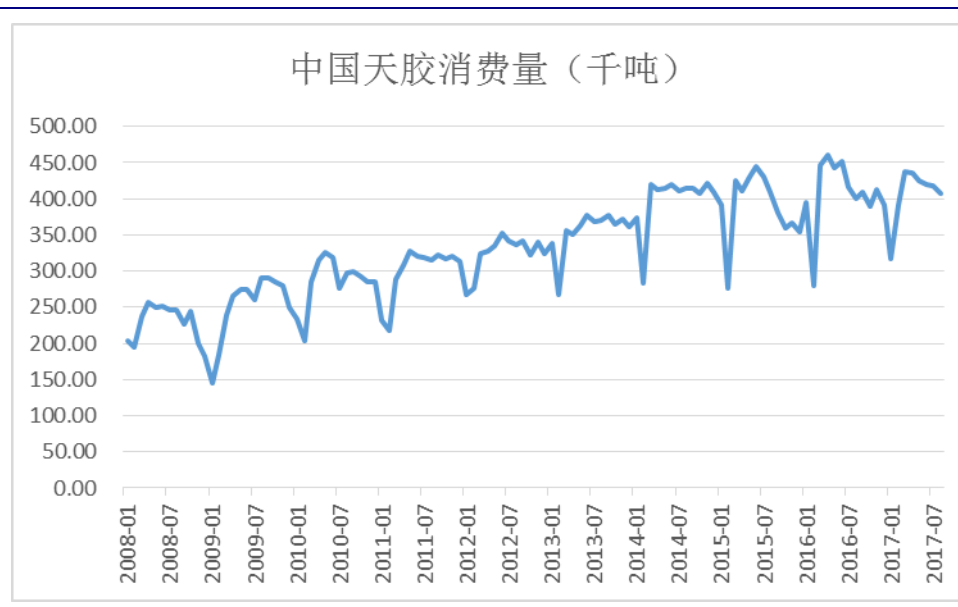
期市库存方面，截止 3 月 23 日，上期所橡胶库存量增加 1694 吨至 439942 吨，注册仓单增加 6390 吨至 409220 吨，期货库存压力加重，仓单压力同样加重，由此对市场仍产生压制作用。

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

在经历了去年环保部全国范围内的专项督查后，作为“重点关注对象”的轮胎及轮胎原材料企业，面临着产业格局的变化。

据统计，去年 12 月，有 49 家轮胎企业实施涨价，仅今年元旦当天，就有 12 家企业开始实施涨价。

在农历新年过后，轮胎的涨价战线被拉长。3 月 1 日起，包括正新橡胶、玛吉斯在内的多个品牌将上调产品价格。

在多番涨价中，靠低成本取胜的企业在市场中的竞争力明显下降。

在行业低迷状态下，小企业由于资金断裂或环保不达标，而退出生产，行业供给收缩，并加速向龙头企业集中。

行业竞争不断改善，将有利于龙头企业抢占市场份额、增强盈利能力。

正新橡胶台湾厂，因环保标准越发严格，及轮胎原材料价格相继上涨，宣布自 3 月起，拟先调涨大卡客车胎、轿车胎售价，涨幅分别约为 2%-3%；同时，在东南亚市场调涨机车胎及大卡客车胎，涨幅各为 3%。

2月初,正新橡胶旗下的全球轮胎十强品牌玛吉斯,就已经计划将其PCR产品价格涨3%-5%,TBR产品价格涨2%-3%,具体执行日期自3月1日起。

此前已有多家轮胎企业于年前就下发了调价通知。

以2018年元旦为节点,仅在1月1日当天正式实施调价的轮胎厂商,就有12家。

包括赛轮品牌轮胎价格上调2%-3%、双钱全钢轮胎价格上调2%-3%、兴源集团TBR全系列轮胎产品价格上调3%等。

以轮胎产销大省山东省为例,厂商的价格上调幅度集中在2%-5%内。

其中,山东永盛橡胶集团自1月6日起,所有产品在原价格基础上上调2%,且不接受预付款。

山东宏宇橡胶有限公司自1月9日起,所有产品价格上调2%-4%。

浦林成山(山东)轮胎有限公司自1月10日起,对全钢胎、斜交胎价格进行上调,调整幅度为3%-5%。

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。

从上述轮胎公司给出的涨价理由看,主要为原材料价格上涨、及环保政策实施带来的压力。

比起市场自身因素,环保政策接连出台,对轮胎行业影响更为突出。

日趋严厉的环保政策影响在今年仍将持续,《中华人民共和国环境保护税法》已于2018年1月1日开始施行。

同时,自3月1日起,京津冀“2+26”城市全面实行大气污染特别排放限制,在规定期限内不达标的企业,将面临停产整治,并处以罚款。

多数轮胎企业只能通过涨价的方式,来抵消环保政策对产能的制约。

在原材料价格大幅上涨情况下,中小轮胎企业利润被进一步压缩,出于资金不足等劣势,如果不及时做出价格调整,资金链就面临断裂。

但如果涨价太多,在市场中又丧失竞争优势,因此陷入“两难”的境地。

以山东省为例,在去年原材料暴涨的过程中,一大批小型轮胎企业因资金压力破产;今年随着新旧动能转换政策的逐步落实,山东作为轮胎生产大省,去产能执行力度可能超出市场预期。行业竞争的不断改善,将有利于龙头企业抢占市场份额、增强盈利能力。

同时,从产业规律来看,轮胎产业是规模经济,一个地区出现上百家轮胎企业并不是科学的配置。

未来在环保政策高压下,受产业政策和资金困局影响,中小型轮胎企业倒闭、整合、收购,行业集中度提高趋势不会改变。

随着民族汽车工业发展,受庞大汽车保有量支持,轮胎需求有望迎来高增长,行业龙头竞争优势将逐步扩大。

近日,由中国橡胶工业协会组织制定的《绿色设计产品评价技术规范 汽车轮胎》完成报批稿,开始在行业内公开征求意见。

环境保护部最新行动计划显示,轮胎企业将在未来面临持续的环保高压。

此次督察范围除京津冀周边和长三角地区外。

环保督察力度加大,令许多化工企业面临停产检修和限产问题。淘汰落后产能的要求,也对企业生产造成了一定影响。

炭黑、橡胶助剂、钢帘线等轮胎原材料厂家,开工均受到不同程度的限制,产品价格也因此居高不下。

2018年,环保督察力度不减,炭黑厂家开工负荷不高导致的货源紧张问题依旧存在。

此外，环保部在 2 月份发布的《环保综合名录(2017 年版)》中，把国内的主要橡胶助剂都纳入了“双高”产品行列。

这将进一步限制相关产品的产能，进而对轮胎企业的正常生产造成巨大压力。

随着中国环保督察力度加大、国内优惠政策大幅削减，再加上人力、税负等，轮胎企业的生产压力越来越大。中国环保税 1 月 1 日正式实施，在影响轮胎行业的同时，其他相关产业如电厂、煤化工厂等也开始面临巨大的环保压力，导致上游原料货源紧缺，拖累开工。

但中国轮胎企业海外扩张之路并非一帆风顺。轮胎出口是中国轮胎企业主要盈利手段之一，所占比重基本维持在 40%至 50%，但频繁的反倾销调查将严重影响到以轮胎出口为主要盈利手段的中小轮胎企业。

其中，中国轮胎最经常受到的是欧美等国的反倾销反补贴调查，前几年尤其受美国双反影响最大。以 2017 年为例，欧盟、土耳其、秘鲁纷纷宣布对中国橡胶轮胎采取反倾销调查，欧盟也在 2017 年 10 月表示对华卡客车轮胎启动反补贴调查。

美国和欧盟轮胎的准入标准也在不断调高。在出口轮胎过程中，最令中国轮胎企业头痛的就是认定标准。达到这些国家的标准就意味着企业要多付出两项成本，即提高生产成本和新增巨额检测费用。

面对压力，中国轮胎行业需要淘汰落后产能，做大做强品牌效应，并采用智能化生产以降低成本，研发新轮胎产品。频繁遭遇国际双反调查的现象警示中国企业应加速转型升级。

智能制造和绿色轮胎产业化要结合起来。智能制造在解决人工成本、产品同质化和提高效率等方面所起的作用将越来越大。

发展智能制造已成为传统产业转型升级的大趋势。轮胎企业是否走智能化之路，关系着其长远发展。研发绿色轮胎同样也是增强企业产品竞争力的有效手段。

海外建厂进而到进口国建厂无疑是降低压力的明智选择。中国轮胎企业不进则退，必须要整合全球的资源 and 营销渠道，扩大生产和市场规模，从而实现发展。

到海外建厂，能够很好地规避国际贸易壁垒对轮胎出口的影响，还能为后期拓展海外市场做铺垫。

中国轮胎企业海外发展益处很多。就地生产可以提高便利度，更加直接地获得海外的优质资源，从而在国际轮胎市场的博弈中占据有利位置。

中国轮胎行业不能为了走出去而走出去，一些企业还未达到海外生产的规模，应先在国内发展。而已经走出去的企业也需要结合一带一路倡议等，令海外发展更顺畅。

近期全球多家轮胎巨头企业陆续发布涨价通知。

德国马牌 4 月 1 日上调部分规格轮胎价格，日本优科豪马决定 4 月 1 日起上调工程机械轮胎价格。

此外瑞典知名轮胎制造商特瑞堡也正式宣布，受到成本上涨的影响，4 月开始欧洲市场进行涨价。

同时在全球其它地方轮胎陆续涨价，北美洲价格涨幅或高达 10%。

轮胎上游原材料橡胶价格近期受到供给减少的影响，东南亚是橡胶主产区，而此前据泰国媒体消息，泰国、越南、印尼、马来西亚四国将展开橡胶价格扶持合作，包括减少生胶原材料出口、不扩大橡胶种植面积等措施，泰国政府已从 1 月起率先实施全国 300 万莱胶林停止割胶措施，该措施将使泰国全年橡胶产量从 450 万吨减剩 350 万吨。

国内方面，海关数据显示，受春节因素影响，2 月中国进口天胶及合胶共计 37.8 万吨，环比 1 月大幅降低 45.8%，较去年同期大幅降低 32.5%。

供应量减少的同时，下游轮胎工厂却迎来节后开工需求旺季，供需错配之下，推动橡胶价格上涨。

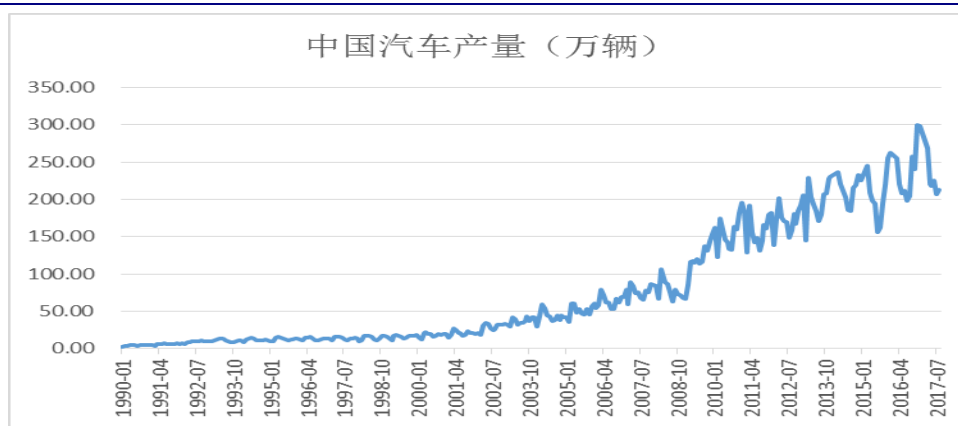
1-2月，中国橡胶轮胎外胎行业产量12759.9万条，与去年同期相比下滑1.3%。从下游消费增速来看，汽车产量、保有量保持相对稳定的增长水平，对轮胎需求形成了一定支撑。预计2018年中国轮胎外胎累计产量达9.31亿条，累计增长约1.2%。

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。

据中国汽车工业协会统计分析，2018年2月，汽车产销环比和同比均呈较快下降。1-2月，汽车产量同比有所下降，销量呈小幅增长。

2月，汽车生产170.57万辆，环比下降36.55%，同比下降20.82%；销售171.76万辆，环比下降38.86%，同比下降11.12%。其中：乘用车生产143.92万辆，环比下降38.24%，同比下降22.10%；销售147.55万辆，环比下降39.93%，同比下降9.63%。商用车生产26.64万辆，环比下降25.52%，同比下降13.11%；销售24.21万辆，环比下降31.43%，同比下降19.24%。

1-2月，汽车产销439.37万辆和452.67万辆，产量同比下降2.81%，销量增长1.72%。其中乘用车产销376.98万辆和393.17万辆，产量同比下降3.82%，销量增长2.09%；商用车产销62.39万辆和59.50万辆，产量同比增长3.76%，销量下降0.66%。

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逐渐饱和，竞争将越来越激烈，有很多车企将会面临淘汰危机，兼并重组将是一个很好的选择。

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门的重视，进而要求企业淘汰过剩产能。

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。

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。

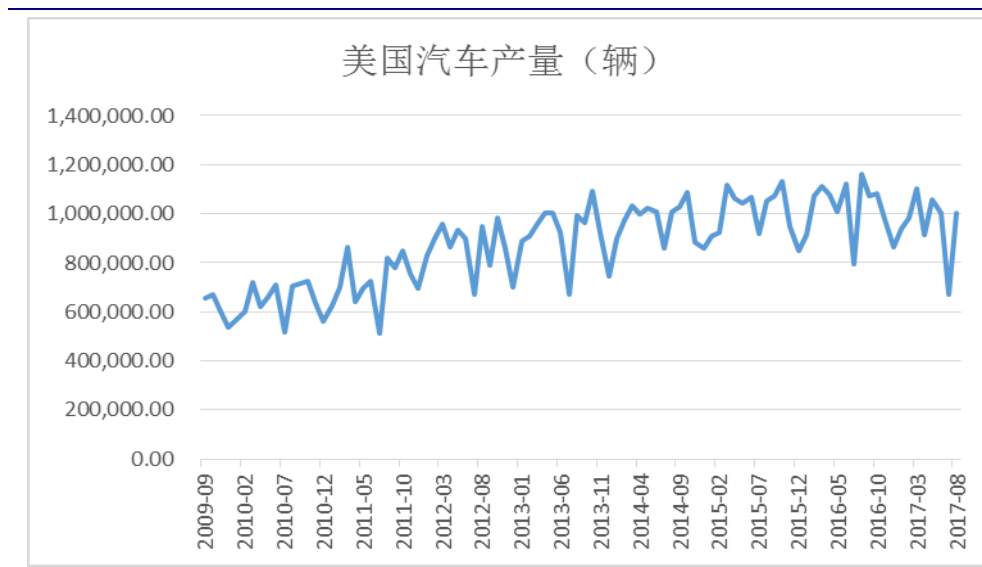
根据中国政府规划，力争未来3年使汽车年产量达到3000万辆，到2025年达到3500万辆，这足够全球消费者消化了。

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。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 美国汽车产量分析

图 10: 美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据《美国汽车新闻》报道，美国 2 月份轻型车销量同比下滑 2.3%。

季节性调整年化销售速率达到 1712 万辆，低于 1 月份，但仍然为连续第 6 个月高出 1700 万的历史水平。1-2 月份的累计销量同比跌幅达到 0.7%。

福特及通用的跌幅约为 7%，而美国本田和日产的跌幅分别达到 5% 和 4.3%。

FCA 美国的跌幅为近 9 个月以来新低，为 1.4%。

丰田汽车和大众品牌则连续两个月保持增长态势。

自 2010 年以来，美国的轻型车销量连续 7 年出现增长，但去年 12 个月内，仅 3 个月的销量出现上涨，而 2018 年的 1 月份增幅也仅为 1.2%。

通用及 FCA 皮卡销量上个月出现大幅度下滑。

同时，美国的汽车交易价格继续保持增长，而各种形式的补助到位速度也较慢。

特朗普在 3 月 22 日签署的这一政策允许进口商可以提出免于征税的具体产品和国家名单，目前特朗普政府已明确加拿大和墨西哥可以免征进口关税。

这项政策对美国汽车制造商的影响较大，因为特朗普政府将要对目前正在磋商的北美自由贸易协议等事项做出决策，且还将确定 2025 年的汽车燃油经济性能标准。

与特朗普在北美自由贸易协议的强硬需求一样，这一关税政策可能会对全球汽车行业带来巨大影响。

美国政府官员等人曾表示，上调进口钢铁和铝产品价格带来的影响是适度的。

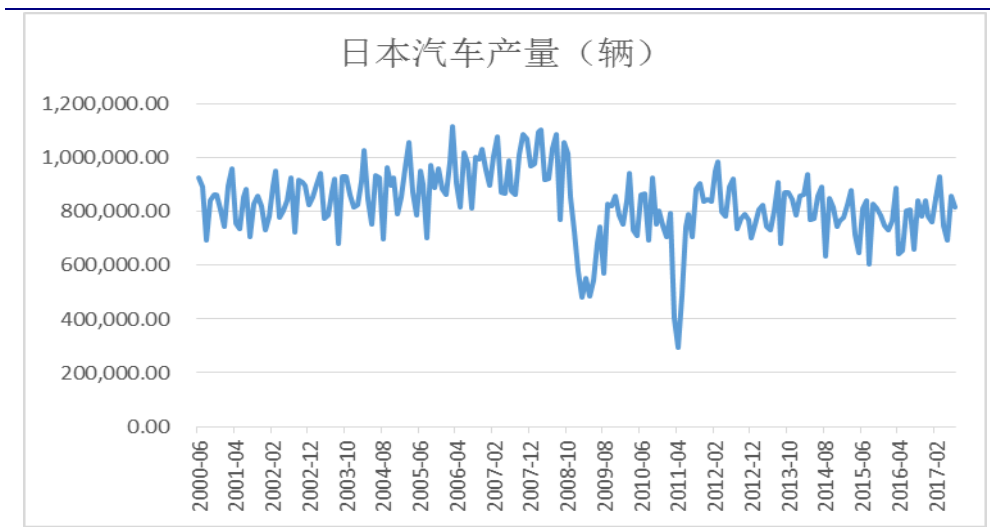
美国汽车政策委员会在今年 2 月 27 日一份致特朗普政府的尚未公开的信件中警告称，对这些金属征收关税可能会使美国汽车行业每年的成本大幅增加。

该委员会代表通用汽车、福特汽车和菲亚特克莱斯勒汽车的美国汽车政策委员会。

由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.3 日本汽车产量分析

图 11: 日本汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

日产表示，今年日产及其中国合资伙伴计划在中国销售超过 160 万辆汽车，高于 2017 年的 152 万辆销量。

这一目标意味着增长约 5.3%，比中汽协对中国整体市场增速的预测要快，但明显低于去年在中国的 12.2% 增长速度。

根据中汽协统计，2017 年中国汽车销量达到 2901 万辆，同比增长 3.2%，增速明显放缓，其中乘用车占比 85%，占比下降 2 个百分点。

2018 年，中国市场汽车销量将实现微增长，预计达到 2987 万辆，增长率为 3%。

日产表示，日产汽车在中国的合资公司今年的目标是销售超过 160 万辆汽车。

2 月 5 日，日产表示，计划未来 5 年与通过其合资公司东风汽车有限公司在中国投资 600 亿元（约合 95 亿美元），争取跻身这一全球最大市场的汽车制造商前三强行列。

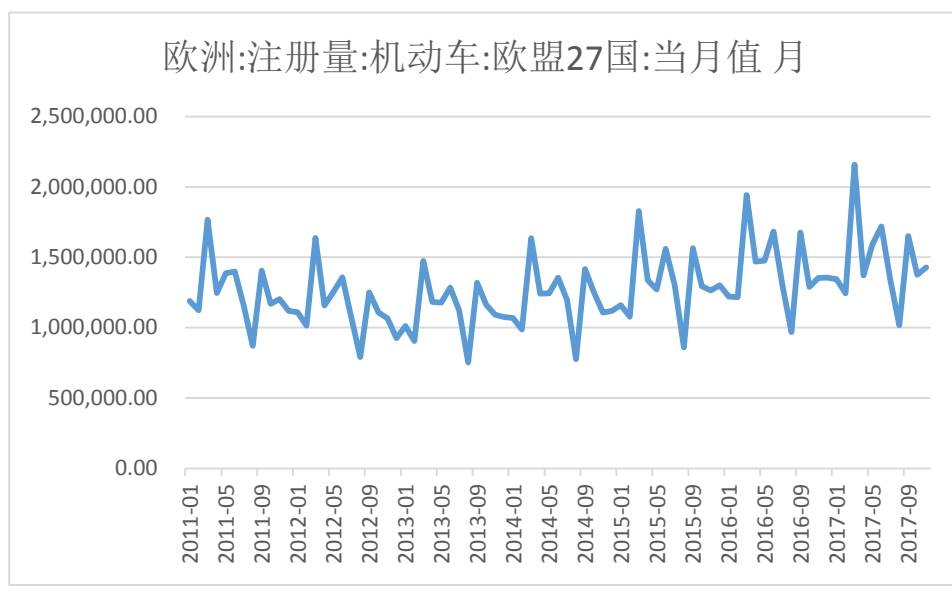
日产与其合资伙伴东风汽车集团表示，计划到 2022 年将中国市场销量从去年的 150 万辆提高至 260 万辆。销售收入增加 60%，达到 3000 亿元。

日产的竞争对手丰田表示，计划 2018 年在中国市场销售 140 万辆汽车，这一数量比 2017 年在华销量的 129 万辆增长了近 9%。但生产瓶颈以及其他障碍将使得这一目标难以完成。

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) 发布的数据显示, 2018 年 2 月, 欧盟乘用车市场销量增幅达到 4.3%, 新车注册量总计达到 1125397 辆, 创自 2008 年以来 2 月单月最好成绩。

2 月, 整个欧洲市场的销量总计达到 1159039 辆, 对比去年同期增长 4%。

除英国和意大利之外, 几乎所有欧洲主流国家上月的销量都出现增长。

英国市场连续 11 个月保持下滑, 上月的销量跌幅达到 2.8%, 而意大利上月的销量微跌 1.4%; 西班牙上月的销量增幅达到 13%, 创下历史最好成绩, 德国和法国紧随其后, 二者增幅分别为 7.4% 和 4.3%。

从今年 1-2 月份累计销量来看, 欧盟地区新车需求量同比增长 5.8%, 总计达到 2378965 辆。

主要市场的增长势头开始放缓, 尤其是英国。英国 1-2 月的新车销量同比下滑 5.1%, 然而西班牙、德国和法国的涨幅分别达到 16.4%、9.5% 和 3.4%。

由此对天胶构成偏多影响。

7. 结论

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

后市方面, 由于橡胶受多空交织、中性偏空因素影响, 沪胶短线可能由于价格偏低、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疲软因素, 而可能回归低位区域性震荡整理走势。

终端火爆，季节性行情可期

2018年4月2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

3月份PTA期价高位回落，上半月受聚酯库存高企影响，下半月受“贸易战”及黑色系回调影响。基差方面，随桐昆二期复产，现货紧张气氛缓解，基差缩窄至平水附近。5-9价差同样走缩至0元/吨上下。基本上，3月供求大体平衡，窄幅去库6万吨附近。

● 后市展望及策略建议

4月来看，3月下旬终端已显露出火爆气氛，订单与坯布成交情况均较好，样本企业坯布库存已降至23天水平，同比下降11天。且随着春节前原料库存消化完毕，终端纺织开始采购原料，聚酯库存去化速度较快，目前库存水平均低于去年同期，聚酯负荷也提升至93%左右，基本满负荷运行。PTA供应方面处于预期之内，逸盛宁波年检，3月小幅去库，4月仍有桐昆二期与逸盛年检可能，5月有翔鹭等年检，后期PTA讲延续季节性去库，目前3月末库存水平在140万吨上下。

操作建议上，终端纺织显著放量，终端坯布库存大幅下降，部分地区负库存，旺季行情较为明显，PTA/原油处于区间底部，PTA仍落后于成本，单边前多可继续持有或逢低入多，7-9目前在-20水平，可择机介入。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

3月PTA负荷全面回升，月中逸盛（宁波）200万吨装置按计划检修，220万吨装置意外故障，桐昆嘉兴石化二期另一条线开启，扬子石化和金山石化仍停车中，其余装置正常运行，月均负荷在80.39%附近，环比上升2%，月产量在334万吨。

聚酯方面，长丝、短纤、瓶片负荷在节后逐步回升，3月月均负荷在90%附近，同比上升8%，聚酯产量约在367万吨，对应PTA需求在316万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，3月份PTA社会库存去化约6万吨左右，期末库存在140万吨附近。

4月份，PTA方面，逸盛、桐昆嘉兴二期、蓬威均有年检计划，此外金山石化有复产可能，月均负荷预计和3月持稳在80%附近，4月月产量预计在334万吨。

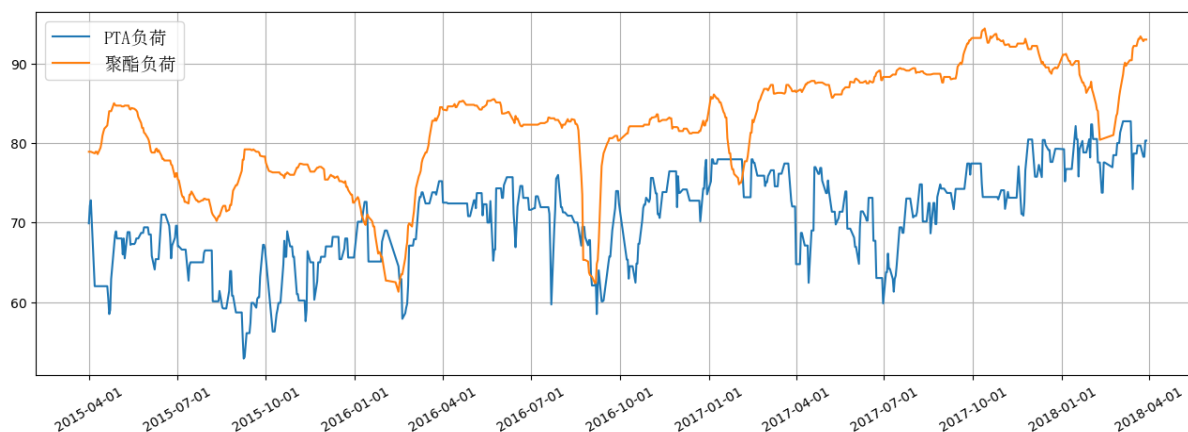
聚酯方面，就目前终端纺织运行情况来看，产销火爆、去库力度较大，部分地区白坯已至负库存，旺季特征较为明显，因此预计聚酯负荷将维持在高位，截止3月末，聚酯负荷已提升至93%，预计4月将维持在这一水平，据此估计，4月聚酯产量约在367万吨，对应PTA需求在316万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，4月PTA社会库存预计继续去化6万吨左右，期末库存约在135万吨附近。

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。原计划的3月份检修推迟至5月份。
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）	200	宁波	3.14-3.28停车检修，目前已恢复
上海金山石化	40	上海	12.29-1.19停车检修，重启时间推迟至4月上旬
汉邦石化	70	江阴	3.25因故停车，重启待定
蓬威	90	重庆	正常运行，计划4月份检修
桐昆	220	嘉兴	两条线运行中，4月初有停车检修计划

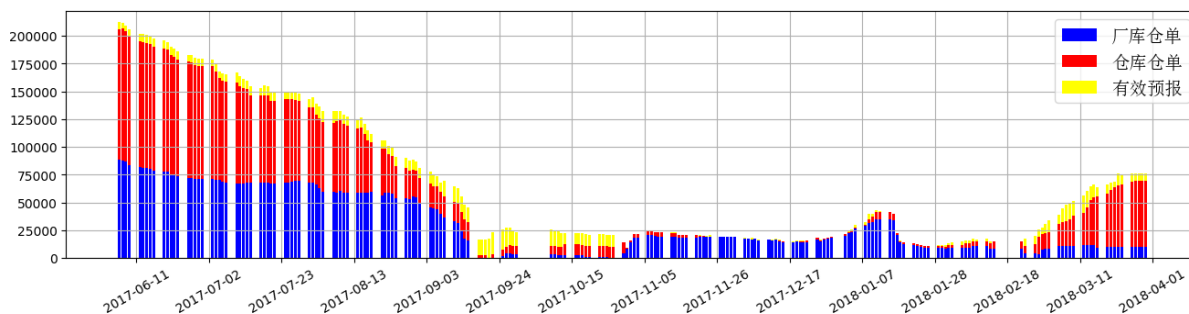
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA、聚酯负荷持稳



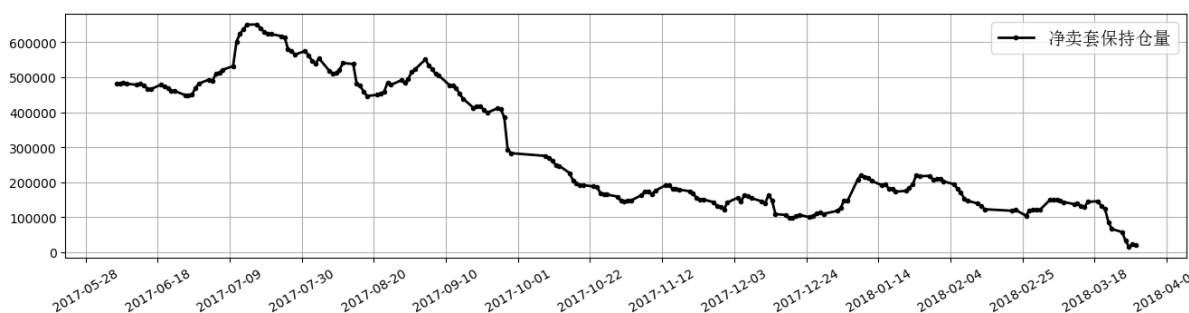
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 2：仓库仓单增加显著，厂库仓单持稳



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 3：净卖套保持仓量减少



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

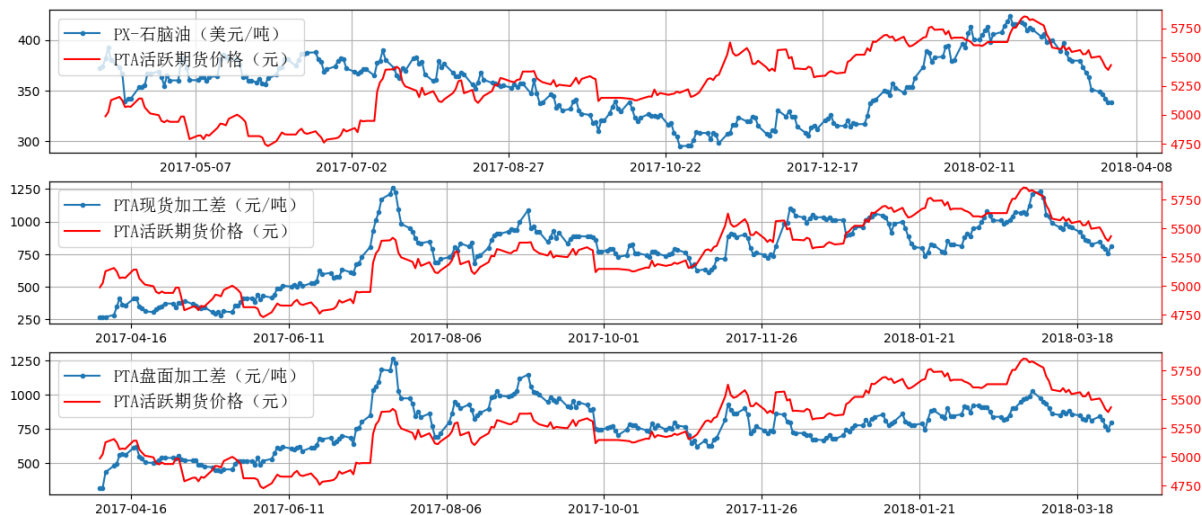
1.2 企业利润方面

3 月 PTA 现货市场因库存积累和外部环境偏空影响，价格震荡下行，3 月月均价在 5672 元/吨，环比下降 81 元/吨。CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 957 美元/吨，环比下降 18 美元/吨，PX 跌幅大于 PTA，月均加工差在 906 元/吨，环比上涨 11 元/吨。3 月 ACP 谈成在 975 美元/吨。

从产业链各环节利润情况来看，3 月随着冬季结束，全球生产活动恢复，成品油-原油低位走强；PX 则随着检修利好兑现，PX-石脑油价差走缩；PTA 因库存积累，现货价格走缩，加工差持续走缩，但春节后的市场炒作使月初加工差高企，月均有所提升，但 3 月末已至 764 元/吨，较月初下降 400 元/吨；聚酯价格表现较上游坚挺，且在聚酯原料，特别是 MEG 大幅会落下，加工差显著回升。PTA/原油仍处于区间底部。

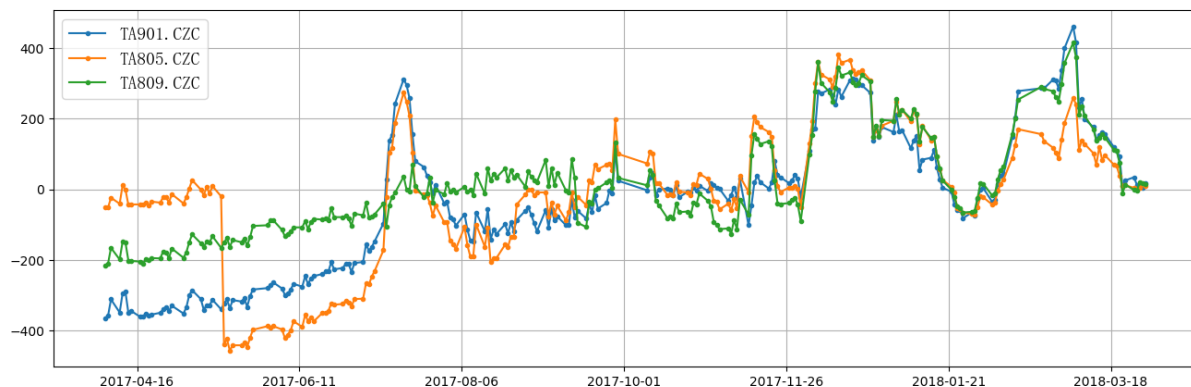
4 月份，成品油消费进入旺季，石脑油-原油价差有望走强；PX 随着检修季利好兑现，PX-石脑油预计季节性走缩，此外 4 月 ACP 并未谈成，卖方挂牌价在 1000-1030 美元/吨，买方还盘价在 850-925 美元/吨，反应市场预期 PX 供应充足；PTA 与聚酯预计将季节性去库，目前终端表现较好，PTA 与聚酯环节加工差有望走强。

图 4: PX-石脑油价差回落, PTA 加工差走稳



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 基差大幅回落



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 聚酯

3 月份, 随着终端纺织逐步进入产销两旺的季节性旺季中, 以及春节前原料备货的消化, 聚酯厂从节后现金流压缩库存积累的境况中恢复了过来, 3 月下旬, 以长丝为例, 产销显著放量, 个别交易日达到 200% 水平, POY、FDY、DTY、涤纶短纤库存均有显著下降, 厂家开始试探性涨价。现金流方面, 随着聚酯原料, 特别是 MEG 的大幅回落, 使得聚酯现金流显著扩大。4 月, 预计旺季行情将继续延续。

2.1 切片

切片方面, 价格回落走稳, 但因原料跌幅更大, 现金流有所恢复, 从 3 月初 -18 元/吨, 走强至目前 319 元/吨。月均价而言, 半光切片在 7856 元/吨, 环比下降 112 元/吨, 有光切片在 7856 元/吨, 环比下降 112 元/吨。现金流 2 月月均 10 元/吨, 3 月月均 254 元/吨。

2.2 长丝

长丝方面，原料跌幅过大，纺织需求转好，现金流不断扩大，POY、FDY、DTY 现金流从3月初-58、41、160元/吨，扩大至目前609、684、155元/吨。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F分别在8778元/吨、9260元/吨和10235元/吨，环比变动+73、+100和-24元/吨。现金流方面，2月分别在-44、4、258元/吨，3月月均分别在367、452、159元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在70%附近，环比下降13%。

长丝库存上，月末POY、FDY、DTY分别在11.2天、13.6天和27.5天，去年同期在17天、24.3天、30.7天。

2.3 瓶片

瓶片方面，同样原料大降，现金流回暖，成交一般，刚需采购。现金流3月月初在331元/吨，月末在519元/吨。华东水瓶片2月月均在8507元/吨，环比下降184元/吨。

2.4 短纤

短纤方面，价格下降，产销放量，现金流扩大，3月初现金流在331元/吨，3月末在519元/吨，回升显著。3月月均价在8919元/吨，环比下降193元/吨。产销在3月下旬放量，3月月末库存达14.6天，去年同期在20.2天。

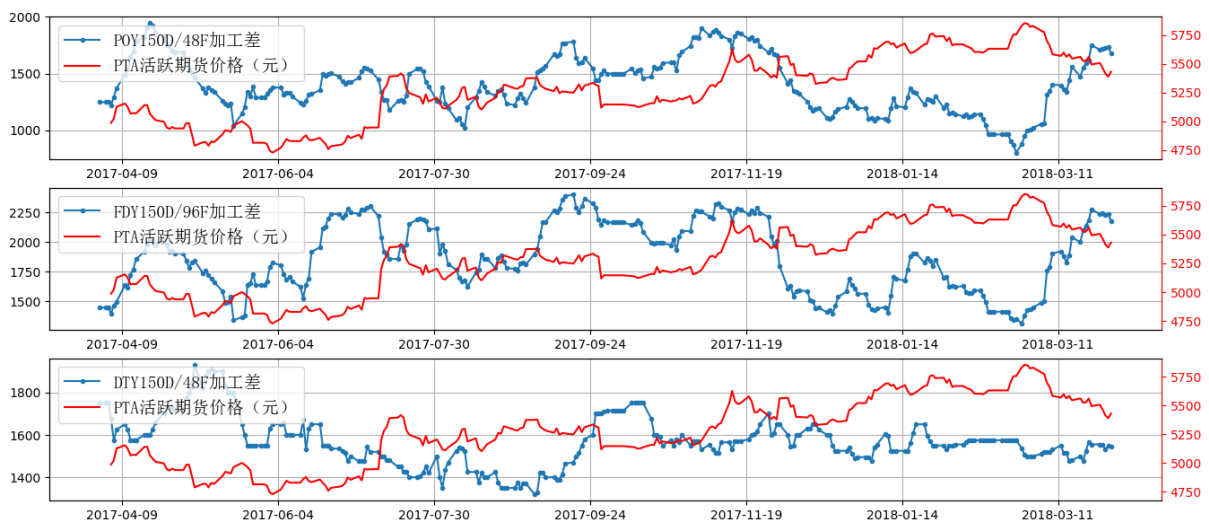
2.5 展望

4月长丝方面，当前终端高位的开工和较好的订单水平预计会有所维持，短期涤丝的刚需支撑相对较强；而投机性是否扩大则需要原料端的提振出现。当前的涤丝库存虽有所下降，但压力还是存在，尤其是DTY大厂库存依旧高企，涤丝工厂还是有出货的意愿。

瓶片方面，不过随着旺季临近，下游刚需采购动作也陆续增加，清明节前现货价格预计小幅企稳为主。

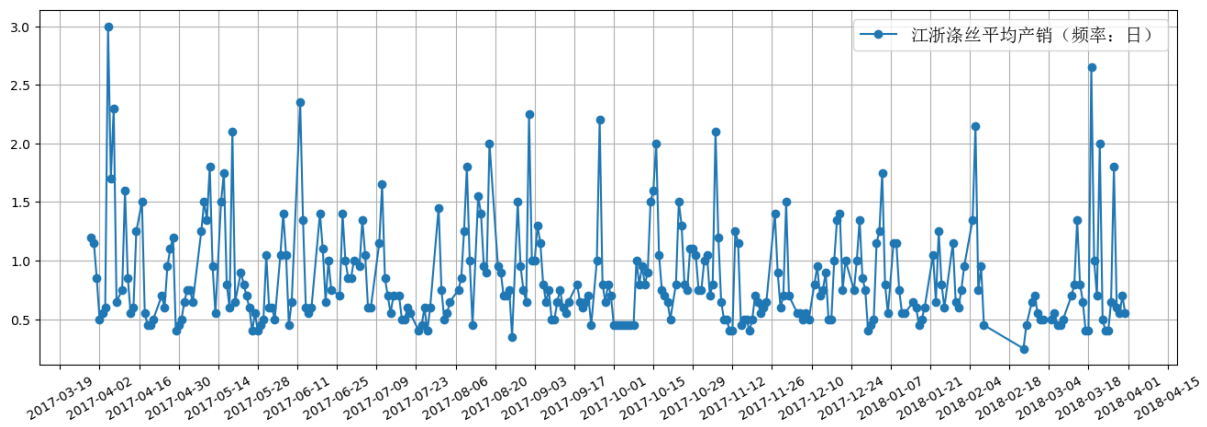
短纤方面，纱厂生产以恢复至正常水平，随着原料库存消耗，纱厂再度进入补货节点，预计目前终端良好运行情况将延续。

图6：POY及FDY加工差大幅回升，DTY加工差持稳



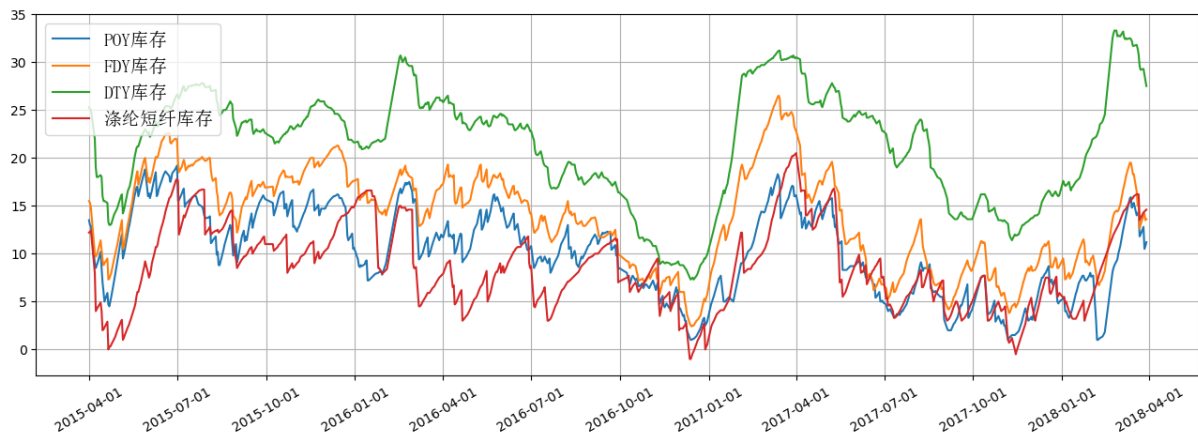
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：下半月放量



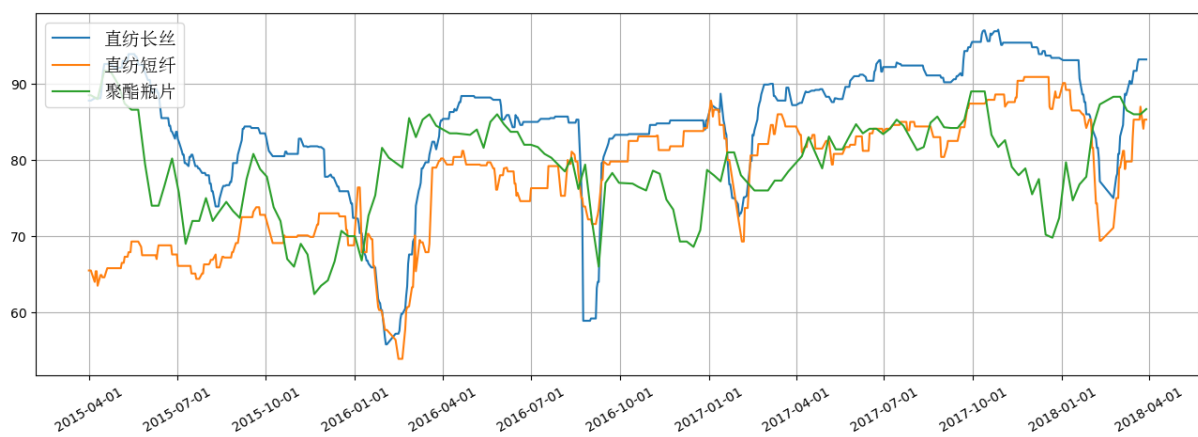
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 8：POY、FDY、DTY、涤短库存下降



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 9：长丝、短纤、瓶片负荷回升



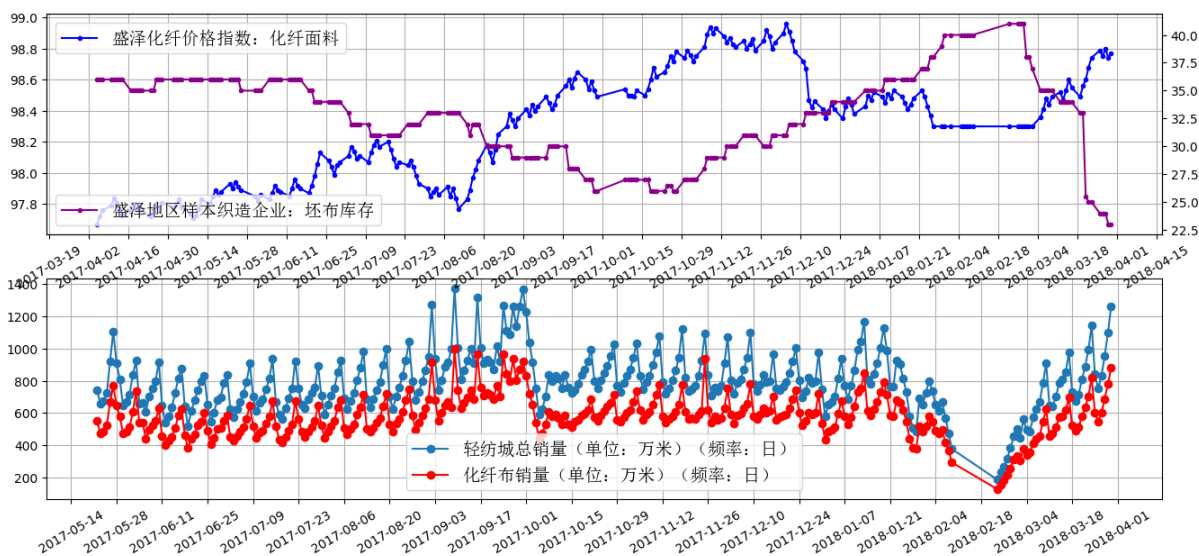
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.终端

3月，终端各品种负荷均显著恢复，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71%、72%、56%、34%、34%、46%、57%、74%。

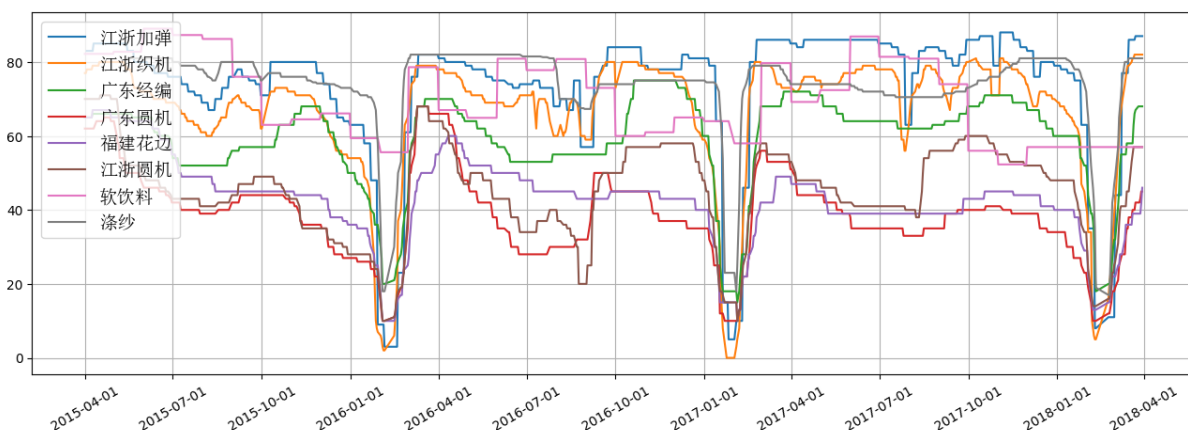
轻纺城数据来看，3月坯布市场销量显著回升，3月轻纺城成交总量平均在722 万米/天，环比上升227 万米/天左右，化纤布成交平均在549 万米/天左右，环比上升192 万米/天左右。2017年3月月均在813 万米/天和571 万米/天，终端坯布库存显著下降，目前在23天左右，2017年同期在36天。

图 10：坯布库存大幅下降，面料价格走高，轻纺城成交放量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

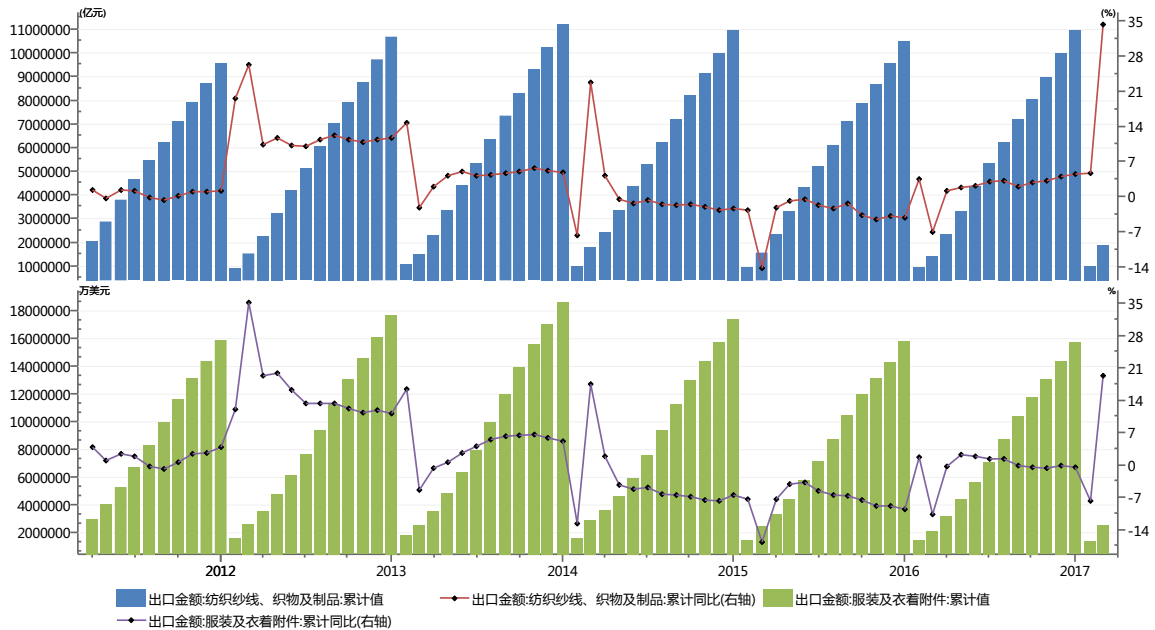
图 11：终端负荷完全恢复



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2月我国累计出口纺织纱线、织物及制品1890082万美元，同比增加34.4%。累计出口服装及衣着附件2454251.5万美元，同比增加19.4%。

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

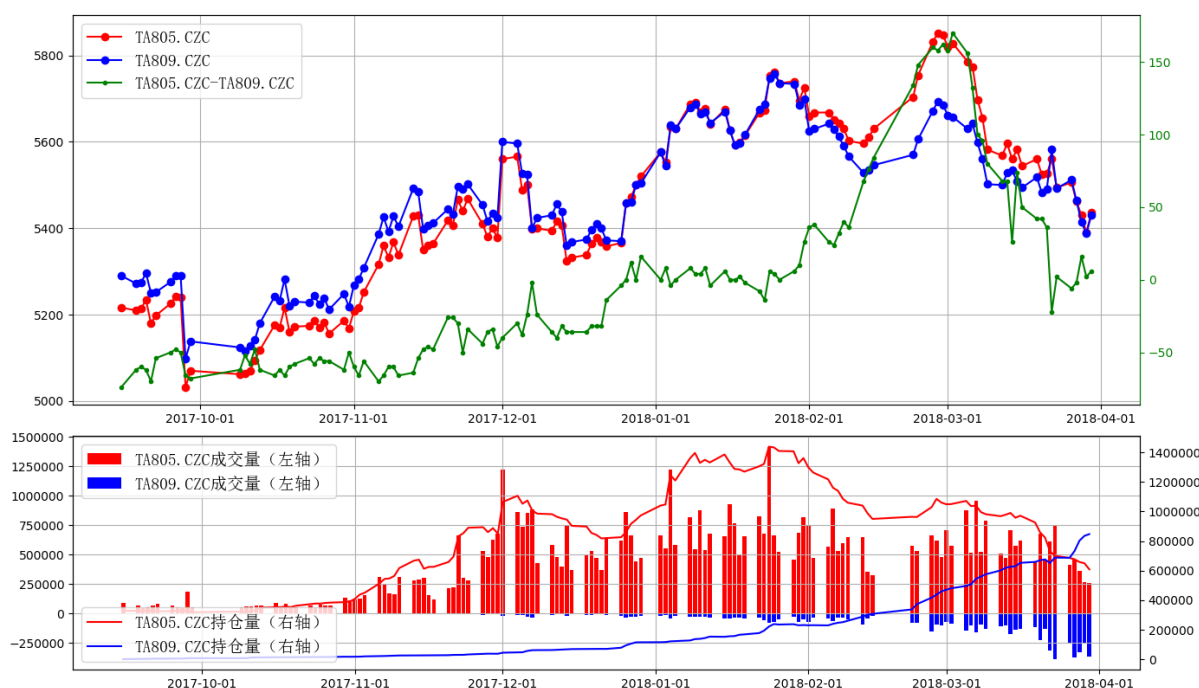
4.操作建议

3月份PTA期价高位回落，上半月受聚酯库存高企影响，下半月受“贸易战”及黑色系回调影响。基差方面，随桐昆二期复产，现货紧张气氛缓解，基差缩窄至平水附近。5-9价差同样走缩至0元/吨上下。基本上，3月供求大体平衡，窄幅去库6万吨附近。

4月来看，3月下旬终端已显露出火爆气氛，订单与坯布成交情况均较好，样本企业坯布库存已降至23天水平，同比下降11天。且随着春节前原料库存消化完毕，终端纺织开始采购原料，聚酯库存去化速度较快，目前库存水平均低于去年同期，聚酯负荷也提升至93%左右，基本满负荷运行。PTA供应方面处于预期之内，逸盛宁波年检，3月小幅去库，4月仍有桐昆二期与逸盛年检可能，5月有翔鹭等年检，后期PTA讲延续季节性去库，目前3月末库存水平在140万吨上下。

操作建议上，终端纺织显著放量，终端坯布库存大幅下降，部分地区负库存，旺季行情较为明显，PTA/原油处于区间底部，PTA仍落后于成本，单边前多可继续持有或逢低入多，7-9目前在-20元/吨水平，可择机介入。仅供参考。

图 13: 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	2018-03-30	2018-03-29	2018-03-28	2018-03-27	2018-03-26	2018-03-23	2018-03-22
上海中期	19085	19250	19024	18813	18623	19236	18451
国贸期货	16494	16456	16439	16058	15916	15203	12363
永安期货	15620	15843	17907	16956	21471	18233	12807
华泰期货	15072	21053	24598	29413	27642	37153	31567
中信期货	10803	10672	5968	4988	5344	4644	11403
银河期货	9634	9158	6401	7070	5034	4353	6768
国泰君安	9387	9524	11039	4048	2982	2556	3427
南华期货	7706	7892	7784	7357	-498	-586	-629
方正中期	5772	5866	5708	5662	5666	4701	
浙江新世纪	5290	5451	5497	5516	5501	5606	5740
浙商期货	5254	5328	6487	8016	8567	8658	9357
东吴期货	5136	5062	4981	5800	5364	5334	
中粮期货	4956	-17	-79	5052	4598	4567	5273
国联期货	4888	7199	7371	6970			
海通期货	4401	801	329	75	2422	970	-835
申银万国	740	145	409	5310	4975	3911	
宝城期货	-1396	-1369	-2125	-610	1283	977	492
安粮期货	-4288						
九州期货	-4346						
光大期货	-4370	-5230	-4694	-5539	-6857	-7212	-7073

国投安信期货	-5027	-4989	-5068	-5127			4465
深圳瑞龙	-5777	-5772					
建信期货	-5838	-8442	-6466	-6128	-4552	-3075	-4242
大越期货	-6513	-7034	-7061	-7624	-7484	-7377	-7154
东航期货	-6641	-7662	-7859	-7980	-8103	-8202	-7857
中融汇信	-7922	-8735	-7482	-6397			
东海期货	-8387	-8451	-8812	-13114	-13134	-14124	-14186
招商期货	-9068	-10375	-10010	-9769	-3391	-8481	-7577
兴业期货	-9471	-9523	-9562	-9842	-9940	-10014	-10084
华安期货	-11071	-10565	-10492	-10036	-10538	-10618	-10774
信达期货	-13831	-14052	-14135	-14087	-14022	-13679	-13607
新潮期货	-14242	-13653	-14069	-14134	-11914	-11967	-16087
通惠期货	-29011	-26327	-26268	-26197	-20475	-23715	-28866

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 3: TA1809 净持仓

席位	2018-03-30	2018-03-29	2018-03-28	2018-03-27	2018-03-26	2018-03-23	2018-03-22
建信期货	34112	32998	32923	27124	26945	30490	25292
国贸期货	21905	23067	22869	19765	19404	21130	15977
信达期货	10249	8139	7968	7931	7736	7333	-3454
浙商期货	9981	9377	7847	5391			-3488
宝城期货	9502	9321	10108	7728			
南华期货	8773	7734	9069	9249	8773	8544	6815
通惠期货	8361	11809	7742	6739			
格林大华期货	8349	8144	8132	8088	7988	7817	8128
中金期货	8249	8097	9282	9600	9600	9600	9600
兴业期货	8137	8279	6570				
新潮期货	7708	7523		403	-2590	-1042	-5764
中大期货	7108	7452	7460	5464	5965	9383	8116
广发期货	2409	2170	2125	2668	2580	2773	3205
中信期货	609	-6581	3237	8681	7162	7097	7484
中原期货	-4	-7	75	55	68	93	-7
方正中期	-2731	-3728	-4473	-3678	-4049	-4245	-3131
国泰君安	-2851	-1075	-888	4557	8736	8213	1582
中粮期货	-5183			5900	6004	6091	2572
五矿经易期货	-5465	-4781	-4884	-5346	-3916		
鲁证期货	-6260	-6330	-6192	-5167	-5312	-5278	-4518
东航期货	-7560	-6601	-6423	-4825	-3881	-3459	5779
渤海期货	-8016	-7480	-6680	-6577	-5361	-4677	
兴证期货	-8482	-12133	-5582	-3969		-2987	
华泰期货	-9092	442	4084	5403	1218	6320	5005

中辉期货	-10451	-6949	-6929	-7748	-6641	-7810	-7560
永安期货	-13426	-16603	-17465	-13191	-22916	-20935	-19524
东海期货	-15402	-15422	-15431	-15213	-18259	-18515	-18745
海通期货	-18280	-29281	-29172	-16414	-5515	-6340	
美尔雅	-22687	-22844	-22700	-16878			
光大期货	-27015	-19433	-19048	-26587	-19972	-19278	-19104
银河期货	-35162	-33694	-38548	-45566	-46509	-56861	-44755

数据来源：Wind，兴证期货研发部

需求弱勢，油脂低位震蕩

2018年4月2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

3月，豆油维持区间震荡走低的行情；供给方面，美国国内大豆压榨数据较好但出口销售持续萎靡，季度库存创出同期历史新高，对价格利空；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4400万吨以下；若没有及时的降雨，产量存在继续下调的可能，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，目前是油脂消费清淡，油厂开工恢复正常，供应压力不断加大，豆油库存维持高位震荡，维持季节性高点。棕榈油库存维持震荡反弹，接近69.6万吨；2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4月以后，阿根廷大豆产量成为影响市场行情的最主要因素；从目前情况看，阿根廷大豆产量维持低位概率较大；但东南亚棕榈油将逐步进入到增产周期，对棕榈油价格产生一定利空。需求方面，油脂的交投仍将维持清淡；综合来看，豆油和棕榈油可能维持区间震荡的行情。

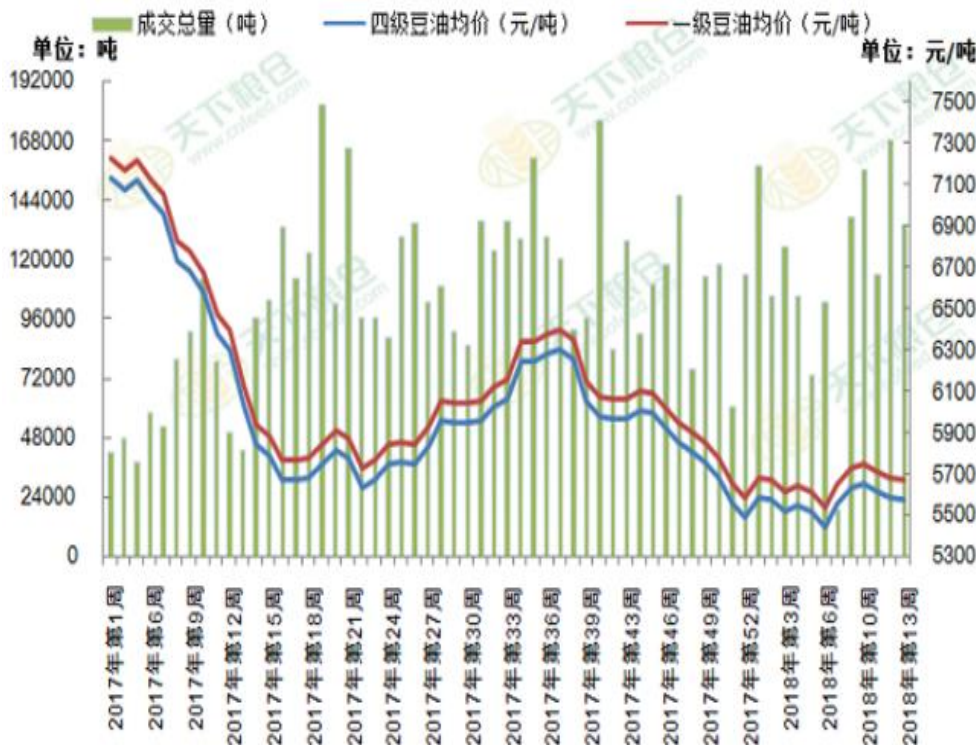
1. 油脂基本面

1.1 豆油

美国方面，2017年美国大豆种植面积达到9014.2万英亩，产量也创出历史新高；但美国农业部预估2018年美豆种植面积8898.2万英亩，较去年实际面积英亩减少116万英亩，意外低于市场平均预期的9091.9万英亩；美国大豆的种植效益维持高位情况下种植面积却意外下降，令人吃惊，不排除美国农业部蓄意抬高美豆价格刺激消费的阴谋。现货方面，美国大豆的库存维持高位，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，巴西大豆产量可能超过去年的历史高点。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4000万吨以下，远远低于美国农业部3月4700万吨的水平。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，3月整个国内油厂开工率维持高位，进口大豆大量到港量受春节影响出现一定下降；但随着假期的结束，大豆的进口量迅速恢复；豆油的需求较弱，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

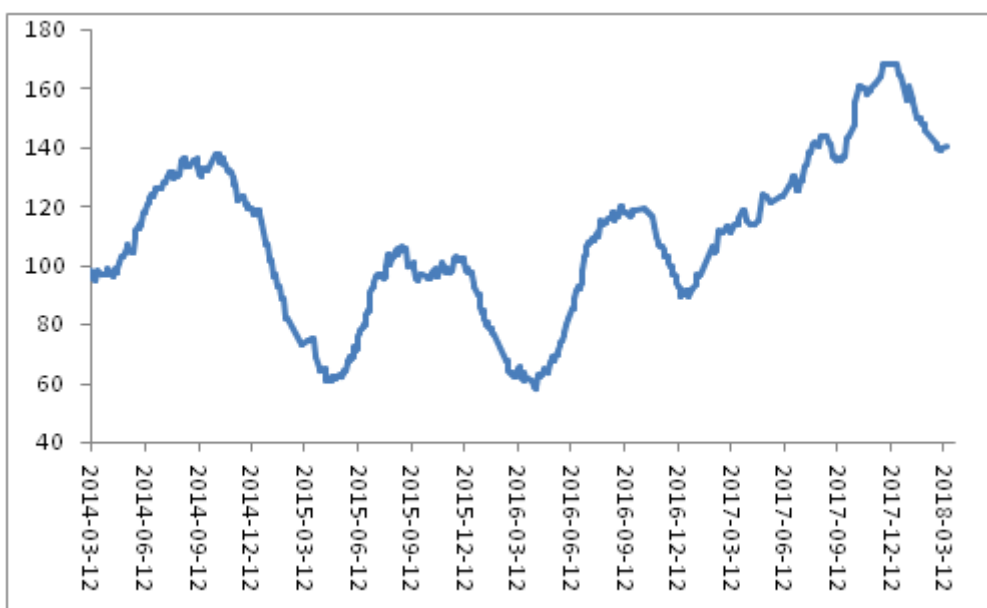


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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，目前价格已经由最高的 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。

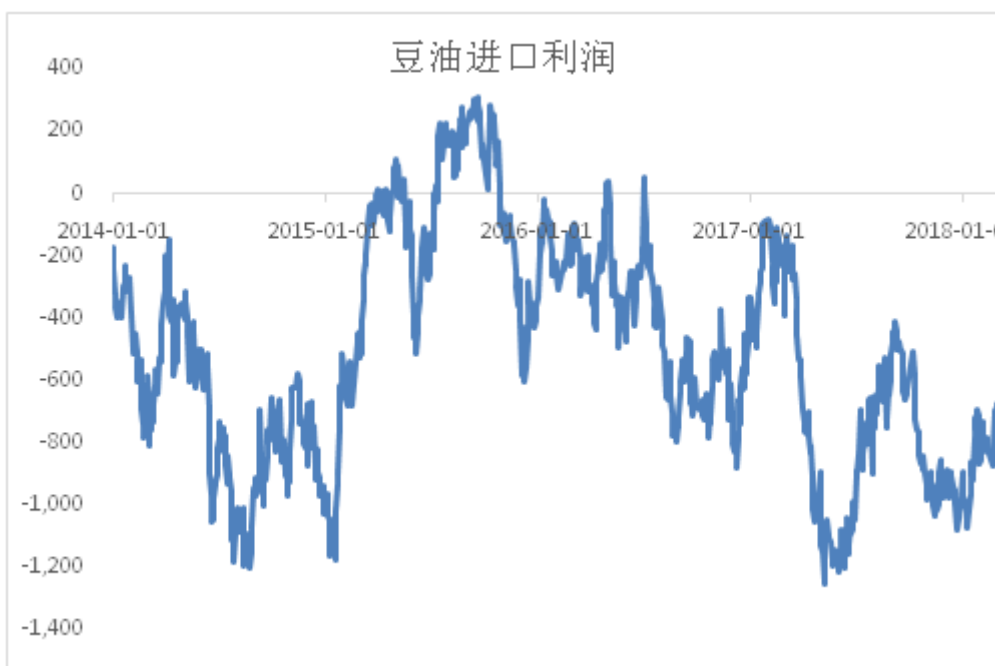
图 2：豆油商业库存



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 796 元；近期国内和外盘豆油的价格有所扩大，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

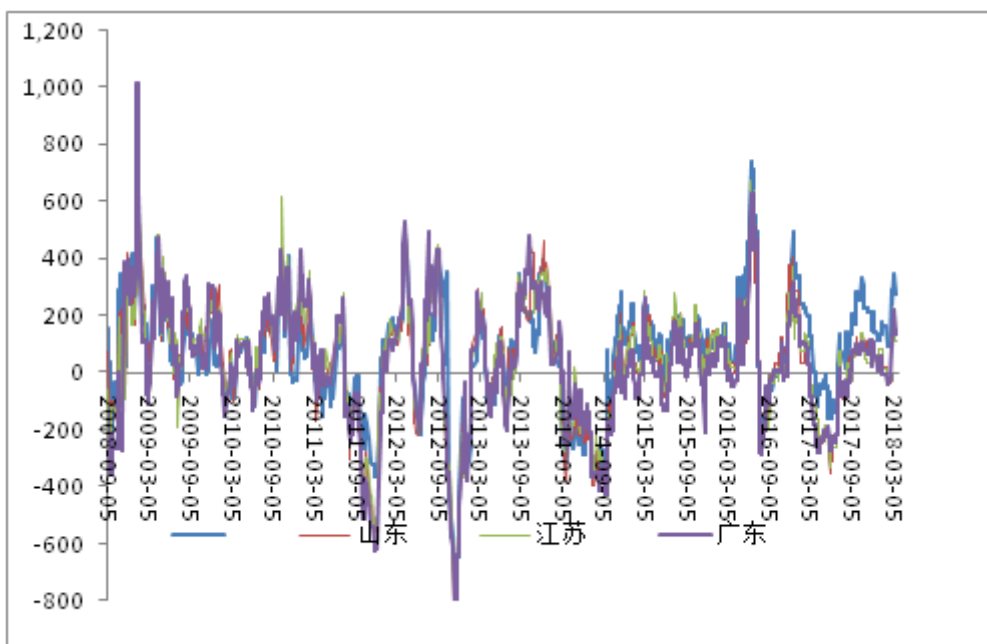


数据来源：兴证期货研发部、WIND

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，豆粕现货价格大幅走强，

压榨企业大豆进口压榨利润最近走高。

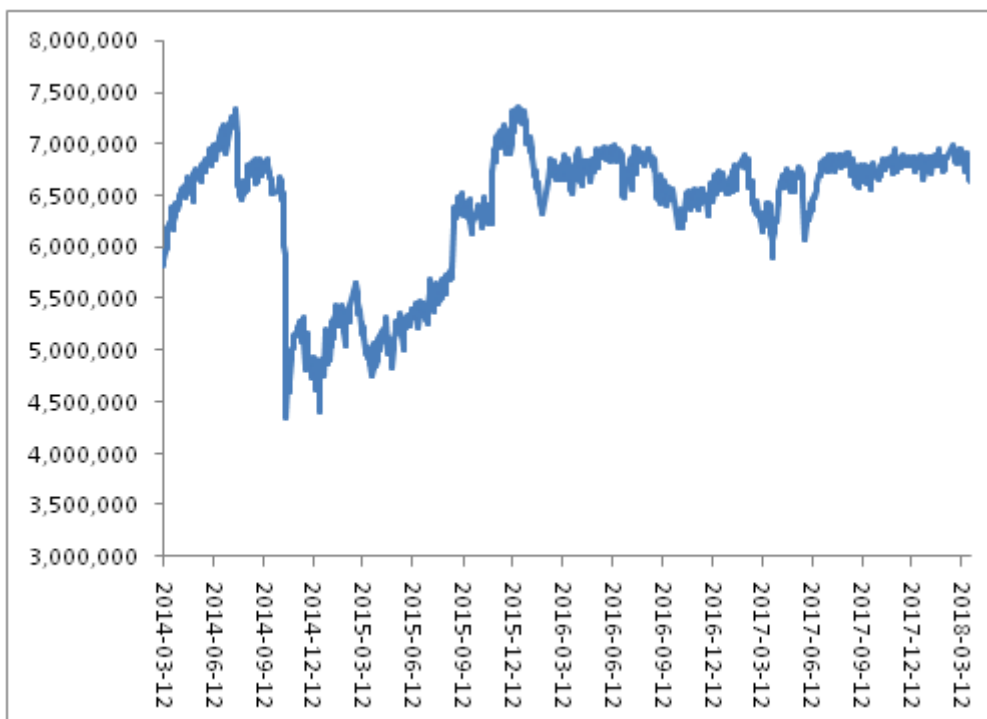
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求较好，随着后期补栏的进行，对豆粕的需求可能更强；从大豆供给的角度来看，2月进口大豆量维持季节性低点，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为667万吨，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，4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，豆粕的需求较好，后期养殖可能继续利好；豆油的交投较为一般；油厂的开工率维持正常，豆油库存可能继续维持高位；预期4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4月到次年10月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现大幅增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候逐步正常，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，随着淡季的到来，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2月马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加，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3月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比还将增加，出口维持偏强，但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；后期棕榈油的库存可能出现继续走高；出口数据方面，预期3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，3月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端维持弱势，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
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%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%

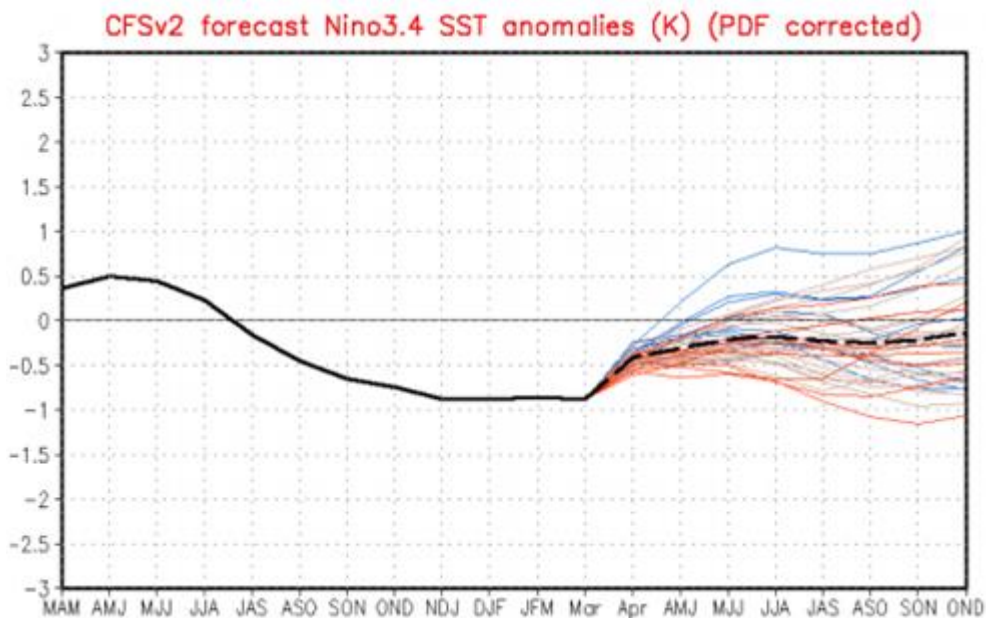
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，2月马来西亚棕榈油的产量为134.2万吨，同比增加6.7%。预期马来和印尼的棕榈油3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 2 月棕榈油出口量为 131.2 万吨，较 1 月出现了大幅减少；目前情况看，3 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。

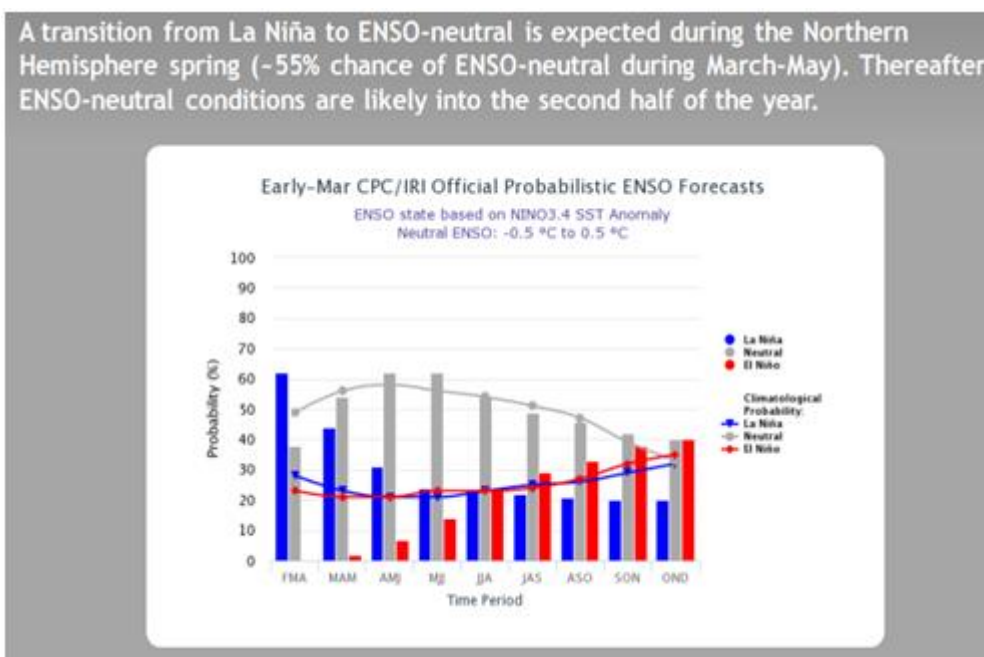
图 1: 天气预测模型



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

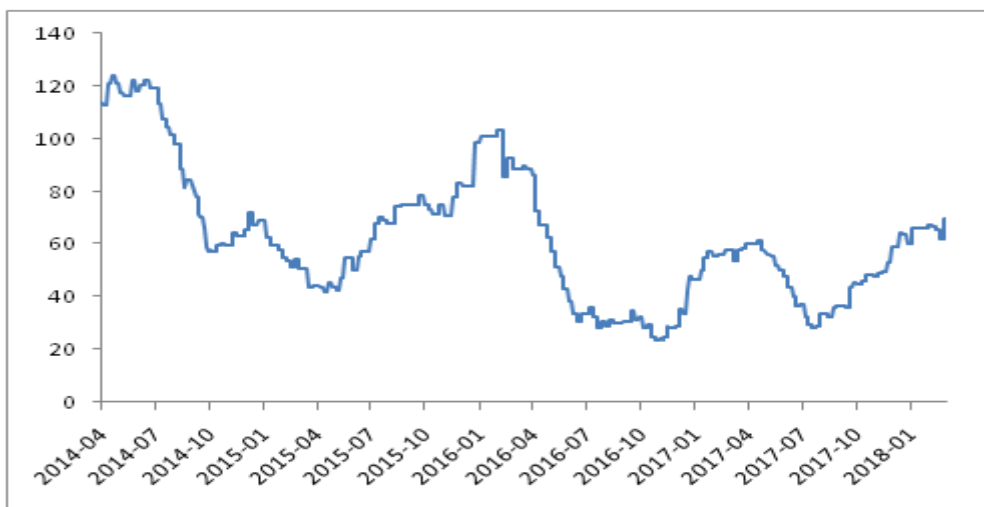


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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。

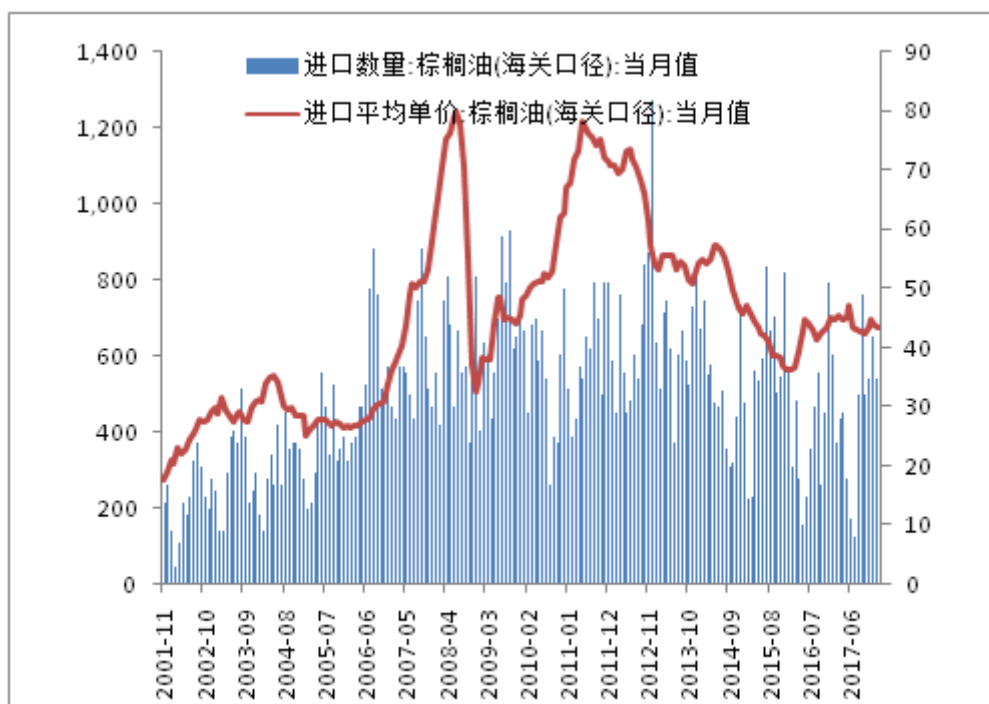
图 4：棕榈油库存走势



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 8 月开始大幅反弹，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；2 月进口 24 万吨，在进口利润转正的情况下，出现了一定的恢复。

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出现一定的亏损，主要是因为国内价格走低所致。

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	4月	657.5	+05.00	20	677.5	5210	(华南)
		657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
		657.5	+05.00	28	685.5	5270	(华北)
	5/6月	657.5	+05.00	20	677.5	5210	(华南)
		657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
		657.5	+05.00	28	685.5	5270	(华北)
	7/8/9月	655	+05.00	20	675	5190	(华南)
		655	+05.00	25	680	5220	(华东)
		655	+05.00	28	683	5250	(华北)
33度棕榈油	4月	657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
	5/6月	657.5	+05.00	25	682.5	5240	(华东)
	7/8/9月	655	+05.00	25	680	5220	(华东)
44度棕榈油	4月	665	+05.00	25	690	4960	(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

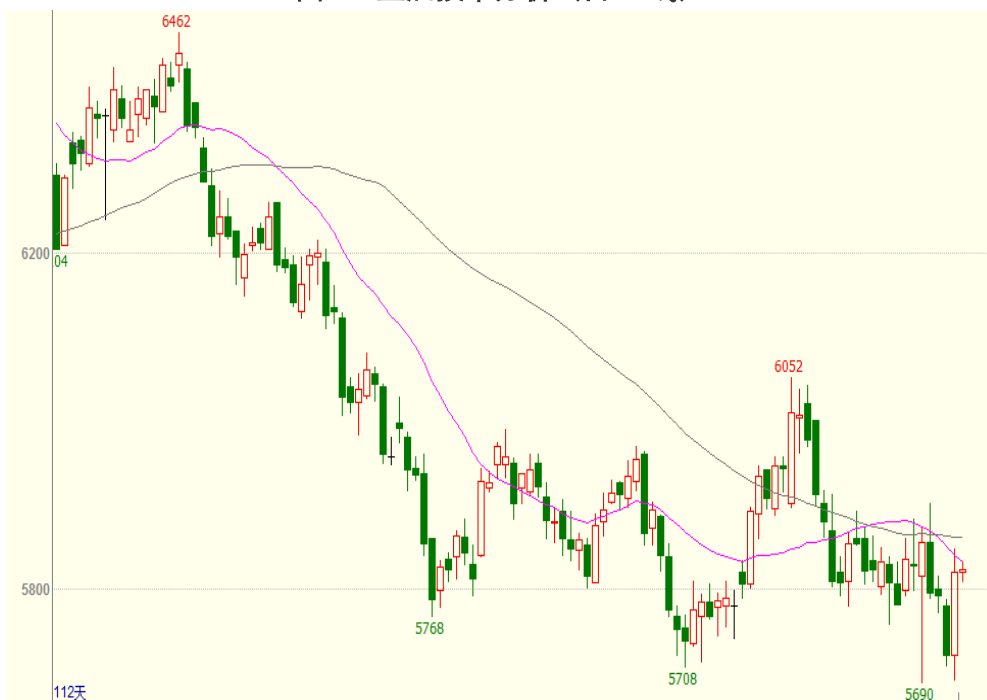
综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比出现增加，将对价格有一定压力；4 月以后供应进入旺季对价格利空；需求方面，油脂消费转弱，不利于棕榈油库存的降低，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，3 月豆油价格维持区间震荡走低行情，供求宽松状态持续，后期价格仍旧维持区间震荡行情。

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

横盘后或将反弹

2018年4月2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

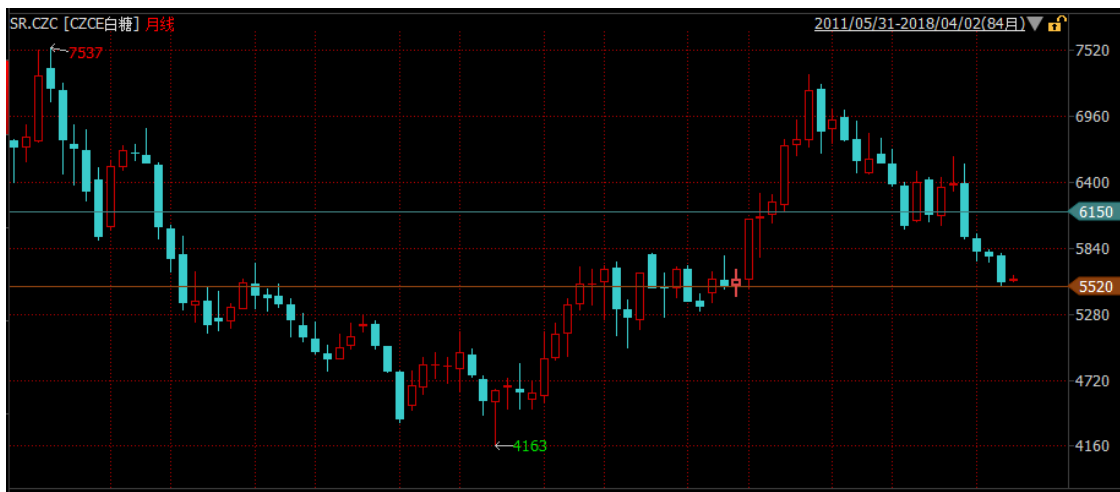
内容提要

上周郑糖维持震荡，从基本面看，目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。从期末库存的角度看，目前的现货价格偏中性。对于多头来说，最重要的是缺乏新的题材。旺季消费，成本支撑，国储1月份没有出库等都是利多因素，但是并不足以支撑起市场信心。我们认为抛储预期是期现价格持续下行的主要原因。但从历史抛储记录看，二三季度抛储的次数较少，量也不多，因此9月底之前即使抛储量也不会很大，本榨季期末库存可能维持一个偏中性的水平。很有可能出现在抛储落地后，短期利空出尽，期现价格反弹的局面。

1.行情回顾

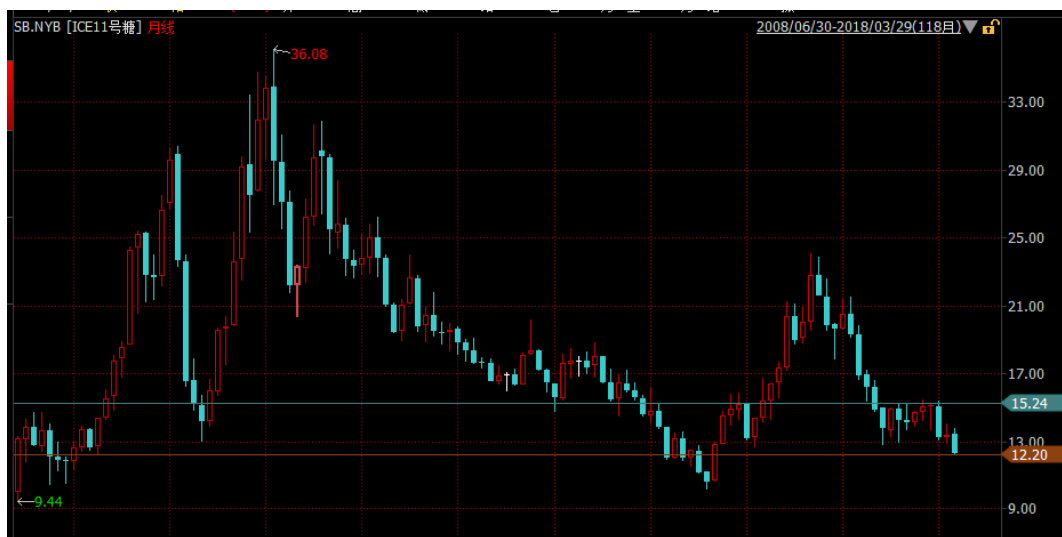
郑糖偏弱震荡，短期有反弹的可能。外盘方面，美糖持续下行，关注前低支撑。

图 1：白糖主连月线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连月线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 外盘维持弱势

从基本面看，美糖依然维持供给过剩的局面，今年印度的增产幅度超出市场预期，去年 9 月份的时候，印度政府估计本榨季将产糖约 2500 万吨，在最新的估产报告中印度将产量预估上调至 2900 万吨，主要是因为马邦的单产大幅超出预期。目前印度正积极寻求出口，并且如果天气没有意外的话，明年的产量将会继续维持高位，这将给国际贸易流带来中长期的压力。

美糖的主要风险点首先在天气，印度每年雨季（7-9 月）的降雨量非常不稳定，对产量的影响非常大，届时我们会密切跟踪印度的降雨量以及水库水位。另外一个风险点在印度的糖价以及食糖政策。近年来印度的甘蔗收购价逐年上升，但是由于糖价较低，糖厂不能及时兑付农民的甘蔗款，印度的甘蔗欠款也逐年上升（图 1）。由于今年的产量大幅超出榨季初的预期，如果在高甘蔗收购价下，糖价快速下跌，糖厂可能会面临极大的压力，印度的食糖产业政策可能会发生重大变化。印度政府可能会调低甘蔗收购价，导致农民种植意愿下降，从而使得印度产量大幅下降。因此在印度产量超出预期的情况下，印度国内糖价是否会继续大幅下跌是一个风险因素。

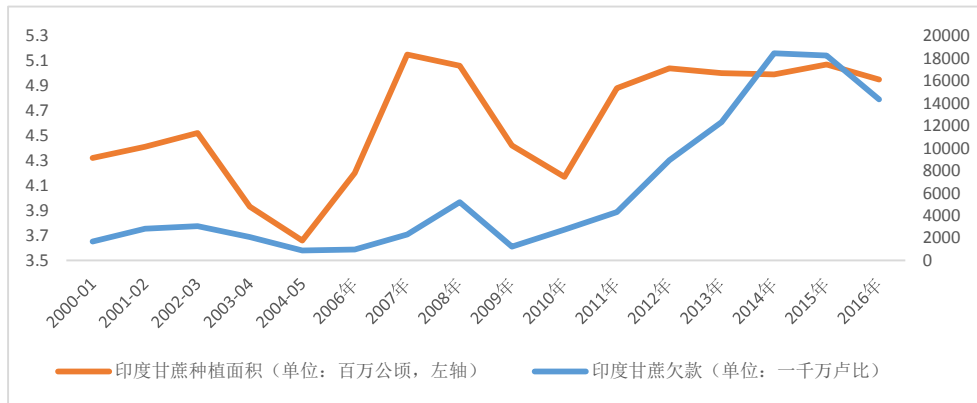
巴西方面，去年的甘蔗制糖比是 2008/09 榨季以来最高的，主要原因是美国乙醇抢占巴西国内的市场份额，加上乙醇相对汽油价格较高，巴西国产乙醇价格下滑，糖厂选择把更多的甘蔗用来制糖。今年年初巴西进口乙醇数量依然维持高位，因此新榨季的制糖比很有可能继续维持高位，这会给美糖带来较大压力。

2 月巴西进口乙醇 16.33 万立方米，虽然同比下降 36.53%，但仍然是 2014 年以来的第二高值，并且大幅高于其余年份（图）。从巴西与美国离岸乙醇的价差来看，价差呈现出逐渐缩小的趋势（图 4）。美糖在 2017 年年初见顶，随后一路下行，在 2017 年一季度之后，巴西与美国的价差也逐渐缩小，巴西进口乙醇数量逐渐下降，但是美糖的跌势并未受阻碍。主要是因为 4 月份新榨季开始之后，巴西糖厂的甘蔗制糖比一直处于历史高位，这给国际糖价带来了持续的压力。因此需要注意的是，巴西进口乙醇对糖价的影响主要体现在糖厂提高甘蔗制糖比，巴西新榨季尚未完全开始，因此对于糖价的影响还不得而知。

另一方面，2017 年年初的时候，巴西乙醇对汽油的比价处于相对较高的位置，而自去年 10 月份以来，比价一直处于相对低位，这对美糖形成利多（图 5）。

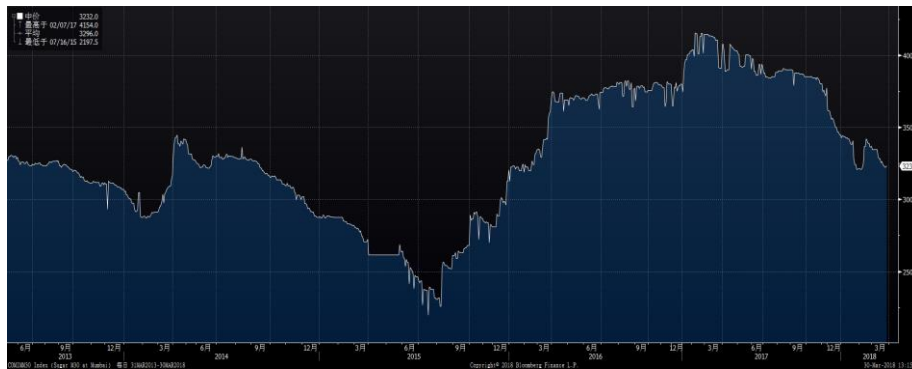
巴西新榨季即将开始，市场关注的因素比较多：首先是上文提到的甘蔗制糖比，去年的甘蔗制糖比处于历史高位。目前在乙醇对汽油有价格优势的情况下，糖厂会不会选择调低甘蔗制糖比值得关注。另外中南部地区的甘蔗单产也值得关注，从 2016 年年底开始就有消息称由于甘蔗老龄化，巴西的单产可能有下滑趋势，因此今年的单产可能会重新成为关注的重点。

图 1: 印度甘蔗种植面积与甘蔗欠款



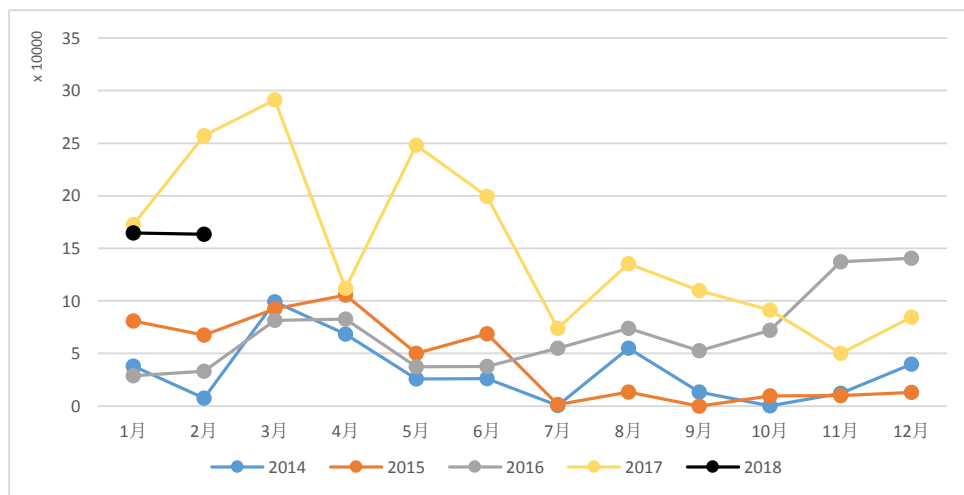
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 印度甘蔗种植面积与甘蔗欠款



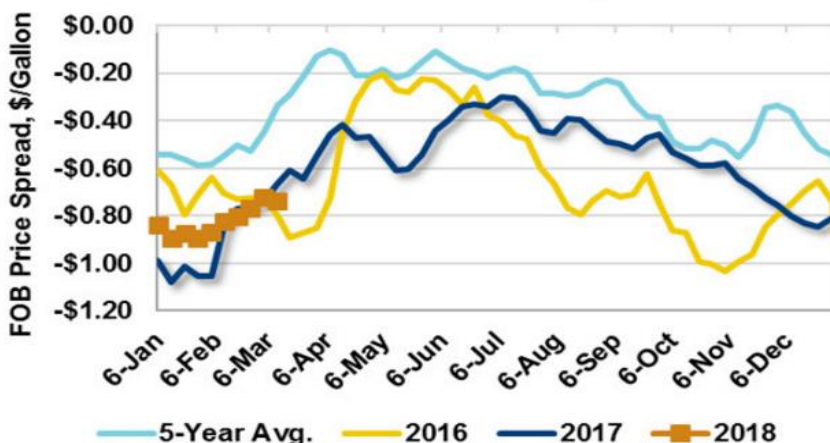
数据来源: 兴证期货研发部

图 3: 巴西乙醇进口量 (立方米)



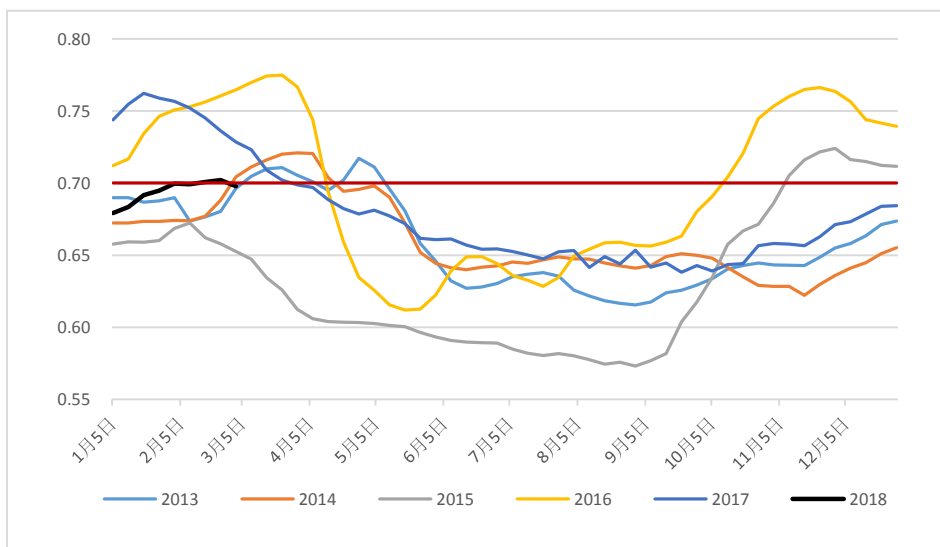
数据来源: 兴证期货研发部

图 4：巴西与美国离岸乙醇价差



数据来源：兴证期货研发部

图 5：巴西中南部贸易商乙醇与汽油比价



数据来源：兴证期货研发部

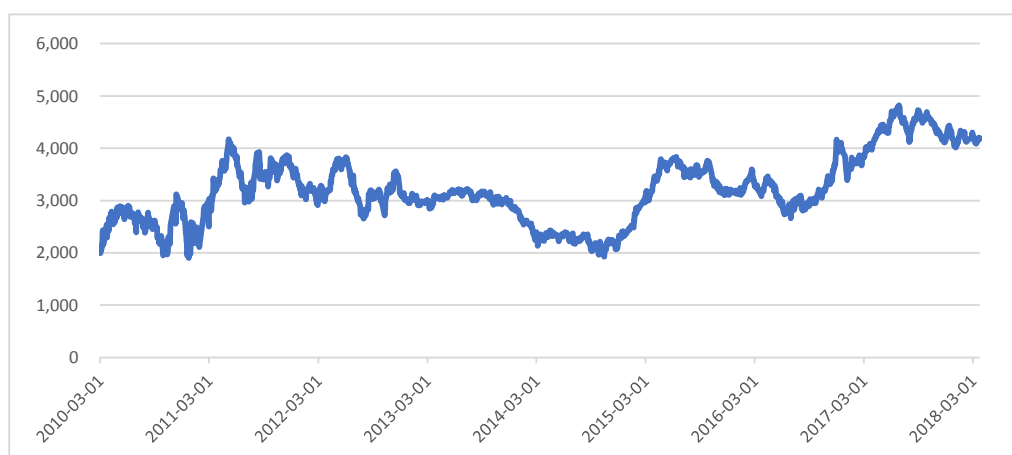
2.2 走私或较去年有所增加

从去年情况看，走私入境的线路更多样化，从此前的云南边境扩展到东南沿海等地区。在走私路径已经建立并逐渐丰富的情况下，想要完全杜绝走私很难做到，关键在于量的多少。

走私无法定量统计，从定性的角度看，虽然年初至今国内糖价一直下行，但是由于美糖跌的更多，南宁现货与美糖价差处于历史高位（虽然价差无法反应走私利润，但是如果价差增加的话，走私利润也应该增加）。不过由于国内糖价处于下跌趋势，大量走私白糖入境囤货待涨的现象应该没有发生，因此走私量不会大幅增加。

值得注意的是，由于邻国巴基斯坦，印度增产，今年我国周边的贸易流或严重过剩，边境的压力会比较大。

图 6：南宁现货与美糖价差（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部

2.3 二三季度抛储量不会太大，落地后短期或利空出尽

国储与进口是国家手里调控糖价，落实农业供给侧改革的两张牌。从目前的表面情况来看，国储与进口端传来的都是利好消息。国储方面，春节前与 10 月前后是抛储的较好时机，但是今年春节前由于糖价一直下跌，国家并没有抛储，对 9 月合约形成利多。进口方面，今年配额外进口许可或为 150 万吨，小于之前预期的 190 万吨。虽然较去年增加 50 万吨，但是增加幅度有限。2018 年 1-2 月中国进口糖数量仅为 5 万吨，同比减少 90.9%。不过随着配额外许可开始发放，下半年的进口将逐步增加。

虽然目前抛储与进口端相对利多，但是却埋有隐忧。因为国家可能会在减少进口量的基础上增加抛储力度。配额外进口少于预期可能是为抛储留出空间。

从对市场的影响来看，加大抛储带来的利空可能要大于进口减少带来的利多。因为抛储会使得短期内的供给大量过剩，从而给价格带来向下的巨大压力，而进口的量会分散在下半年，价格不会在短期内收到很大冲击。另一方面，如果市场形成了对抛储增加的一致预期，下游可能会延续买涨不买跌的心态，等待抛储压低现货价格后再接货，现货价格将形成下行的趋势。还有一个不能忽视的因素是走私糖，因为国家在制定抛储计划的时候，可能参考的是一个较低的走私量。但如果美糖大跌导致走私利润大幅增加，那么走私可能会重新泛滥，特别是今年周边国家如印度，巴基斯坦都出现了大幅增产，边境的压力会比较大。最不利的情况可能是在加大抛储力度后，美糖大跌，走私糖大量入境，国储糖与走私糖共同施压市场。

我们认为抛储预期是期现价格持续下行的主要原因。但从历史抛储记录看，二三季度抛储的次数较少，量也不多，因此 9 月底之前即使抛储量也不会很大，本榨季期末库存可能维持一个偏中性的水平。很有可能出现在抛储落地后，短期利空出尽，期现价格反弹的局面。

稳中偏弱

2018年4月2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下跌。现货市场玉米价格先扬后抑，玉米淀粉价格稳中偏弱。

上半月节后深加工、饲料企业有刚性补库需求，吉林深加工、饲料企业补贴政策出台，提振玉米需求，玉米供应阶段性偏紧，深加工企业提高收购价吸引玉米上量，下半月黑龙江补贴政策出台，临近月底市场充斥临储玉米即将拍卖的各种传言，处于政策敏感期，贸易商出货增多，玉米供应增加，下游企业采购谨慎。

淀粉企业开机率、库存上升，玉米价格处于高位，淀粉企业生产成本较高，淀粉企业加工利润不佳，企业挺价意愿较强，黑龙江、吉林深加工补贴使本地区加工利润扭亏为盈。

● 后市展望及策略建议

现阶段东北基层玉米剩余 20%，华北剩余 30%，贸易商出货积极，市场流通玉米较为充足。下游方面，养殖业、淀粉需求处于淡季，生猪价格持续下跌，农户补栏积极性不佳，饲料需求偏弱，东北吉林、黑龙江受补贴政策带动，近期深加工、饲料玉米需求有所增强，但是由于补贴金额较少，补贴带来的需求有限。在国储玉米大量拍卖前的政策敏感期内，各种传言扰动，市场心态较为谨慎，预计近期玉米价格震荡偏弱，建议暂时观望。

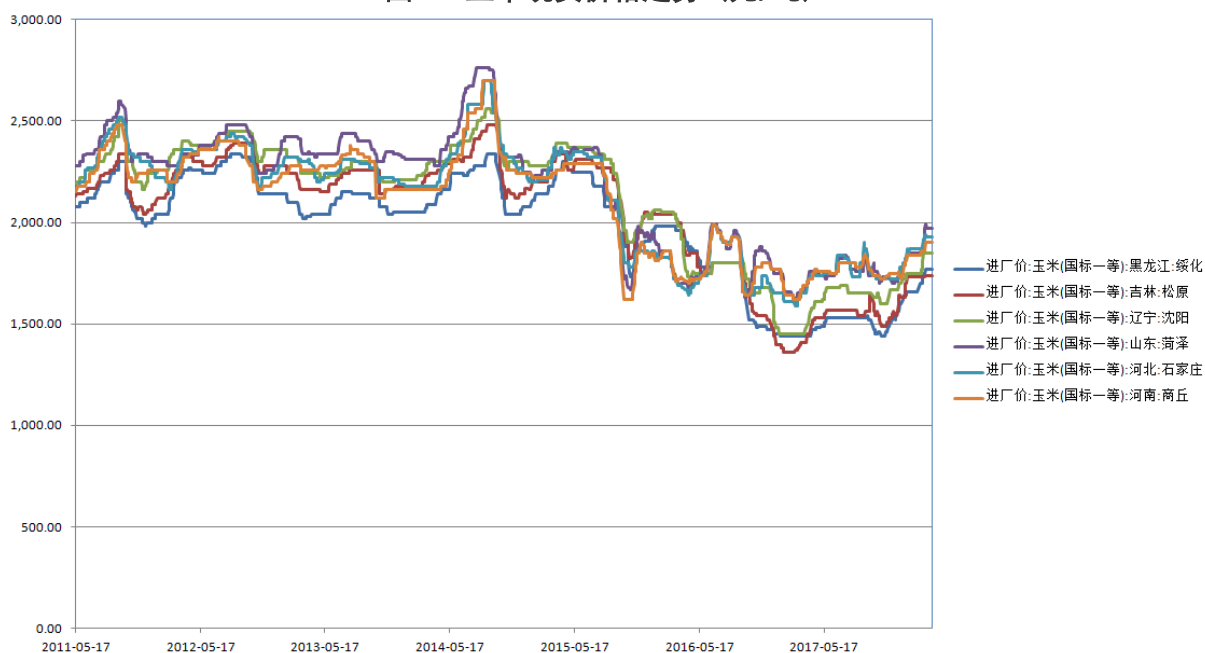
淀粉企业开机率处于高位，淀粉供应充足，库存处于高位，淀粉需求处于淡季，高价位订单成交有限，在临储玉米传闻拍卖的敏感时期，下游企业采购谨慎，预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱，建议暂时观望，仅供参考。

1.玉米基本面

1.1 玉米现货价格

上半月节后深加工、饲料企业有刚性补库需求，吉林深加工、饲料企业补贴政策出台，提振玉米需求，玉米供应阶段性偏紧，深加工企业提高收购价吸引玉米上量，下半月黑龙江补贴政策出台，临近月底市场充斥临储玉米即将拍卖的各种传言，处于政策敏感期，贸易商出货增多，玉米供应增加，下游企业采购谨慎。

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

3月1日广东港口玉米价格 2010 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格 1910 元/吨，南北港口价差 100 元/吨，截止 3 月 30 日，广东港口玉米价格下跌至 1990 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格下跌至 1880 元/吨，南北港口价差 110 元/吨，南北港口价扩大 10 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，上月港口库存下降，由于临储拍卖提前传闻扰动时长心态，各方面收购主体心态谨慎，港口玉米集港量处于较低水平。锦州港月库存下降 11 万吨，鲅鱼圈港月库存下降 2.5 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	81	70	-11
鲅鱼圈港	137.5	135	-2.5
北良	54.6	37.5	-17.1
大窑湾	10.1	8.9	-1.2
总计	283.2	251.4	-31.8
南方港口			
广东港(内贸)	71.2	47.4	-23.8

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4 深加工企业玉米库存

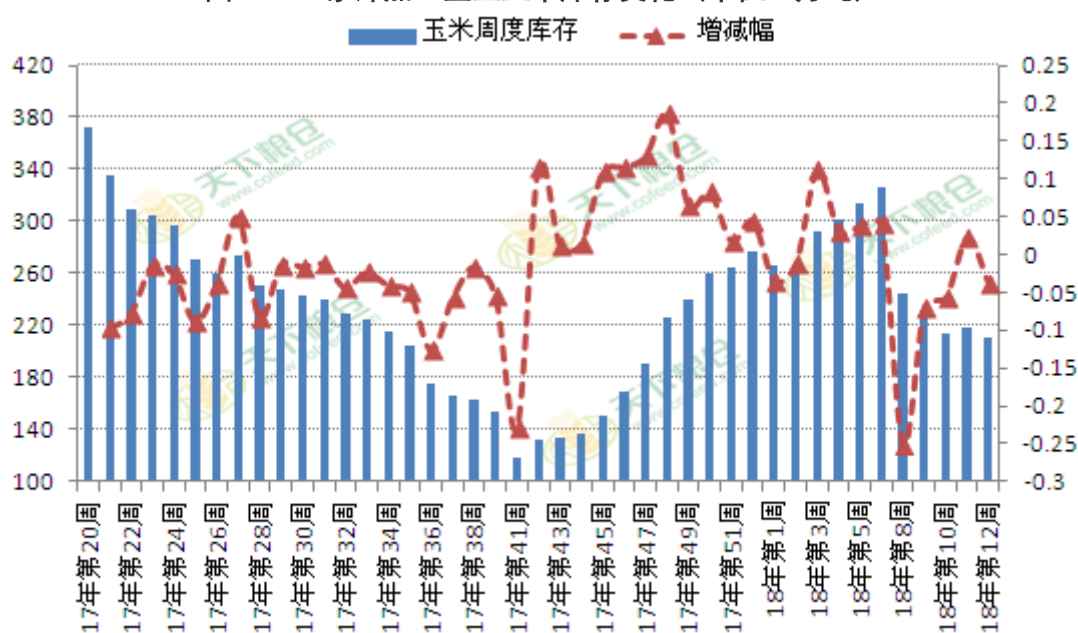
据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 226.75 万吨，月末玉米库存 210.3 万吨，库存下降 7.25%。山东地区玉米月库存上升 3.67%，河北地区玉米月库存上升 9.09%，河南地区玉米月库存上升 15.52%，东北地区玉米月库存下降 9.56%。

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(万吨)	月末库存(万吨)	月增减幅 (%)
山东	20	46.4	48.1	3.67
河北	8	8.25	9	9.09
河南	7	5.8	6.7	15.52
山西	1	0	0	0
陕西	2	5	8	60
宁夏	1	3	5.5	83.33
内蒙古	4	59.5	44	-26.05
东北	11	96.2	87	-9.56
总计	56	226.75	210.3	-7.25

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)



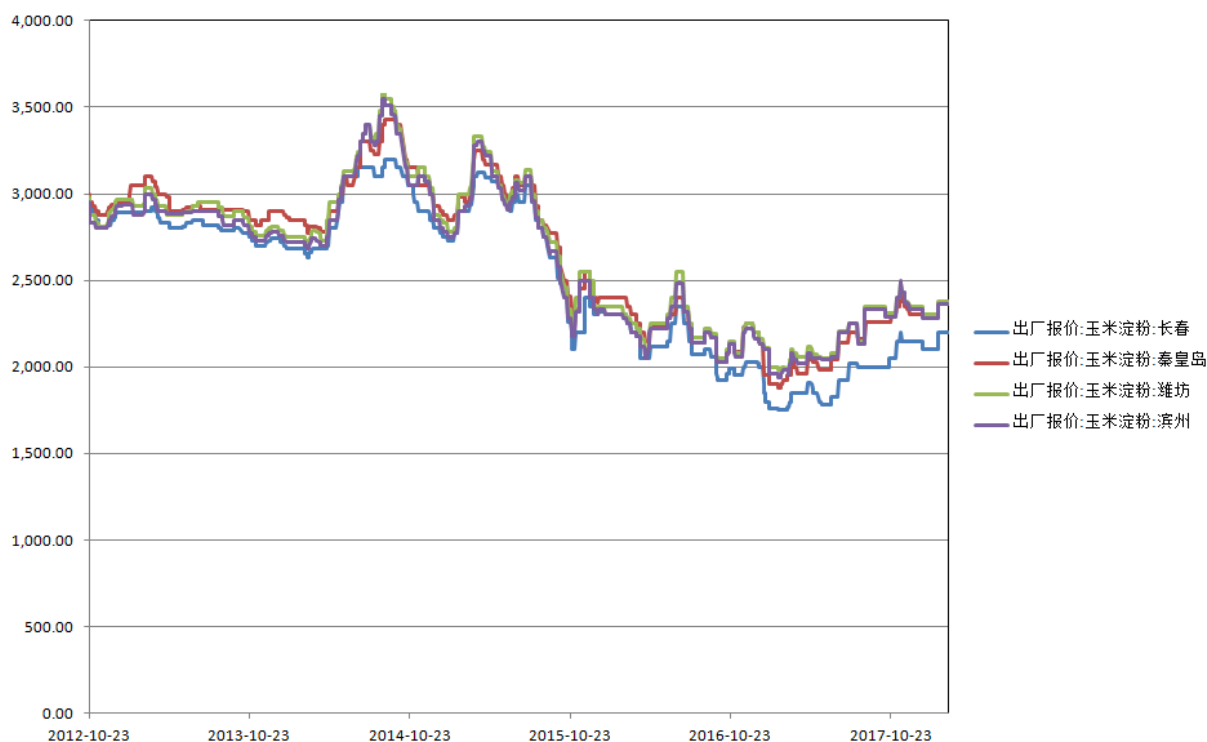
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2. 玉米淀粉基本面

2.1 玉米淀粉价格

淀粉企业开机率持续上升, 开机处于高位, 淀粉库存上升, 淀粉需求处于淡季, 高价位订单成交有限, 淀粉价格稳中偏弱。

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

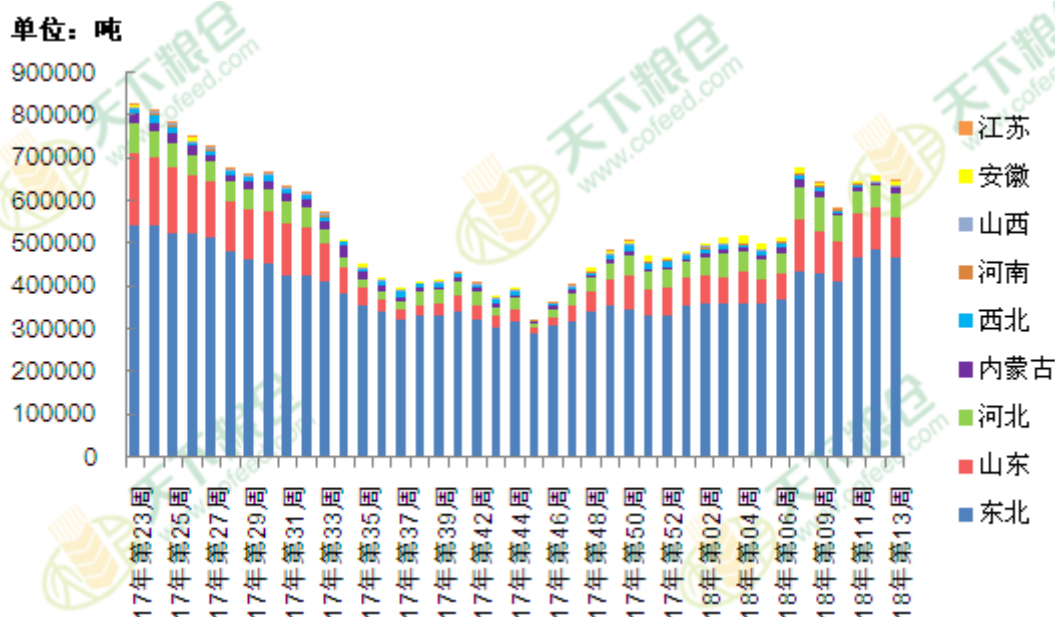
据调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 585100 吨，月末玉米淀粉库存总量 694500 吨，库存增加 18.70%。淀粉下游需求处于淡季，政策敏感期下游企业采购谨慎，淀粉库存上升。

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	94300	98000	3.92
河北	11	59200	57700	-2.53
河南	4	1100	2600	136.36
山西	3	0	0	0
西北	2	6900	4000	-42.03
安徽	2	3000	14000	366.67
内蒙古	3	8500	14300	68.24
东北	10	412000	503500	22.21
总计	60	585100	694500	18.70

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

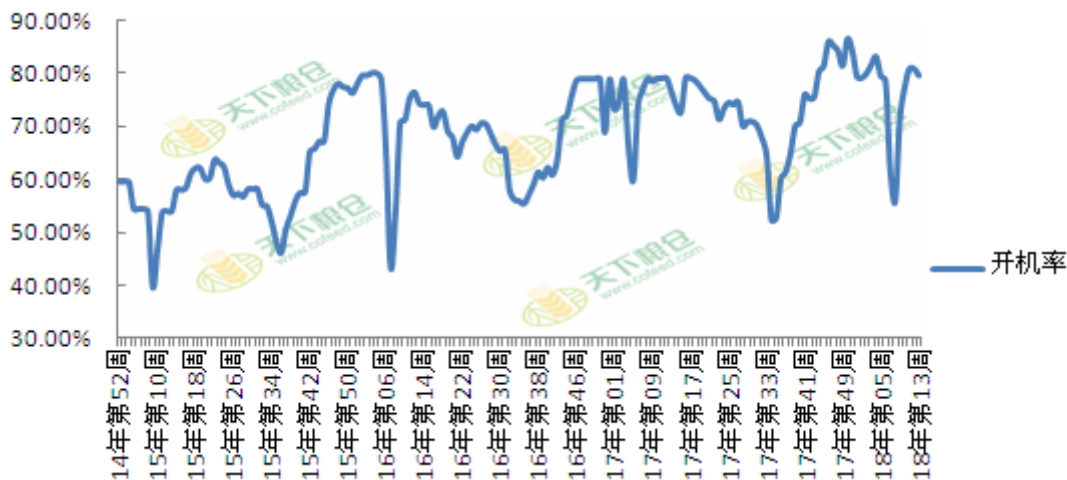
据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 71.83%，月末开机率 78.99%，淀粉企业开机率持续上升，东北地区黑龙江和吉林出台深加工补贴，对于后期开机具有一定支撑。

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)	70.24	83.60	13.36
河北 (10 家)	65.28	73.02	7.74
山西 (4 家)	0	0	0
内蒙古 (2 家)	74.94	100	25.06
河南 (4 家)	44.44	33.33	-11.11
陕西 (1 家)	42.00	32.00	-10
东北 (17 家)	90.42	87.04	-3.38
总计 (67 家)	71.83	78.99	7.16

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

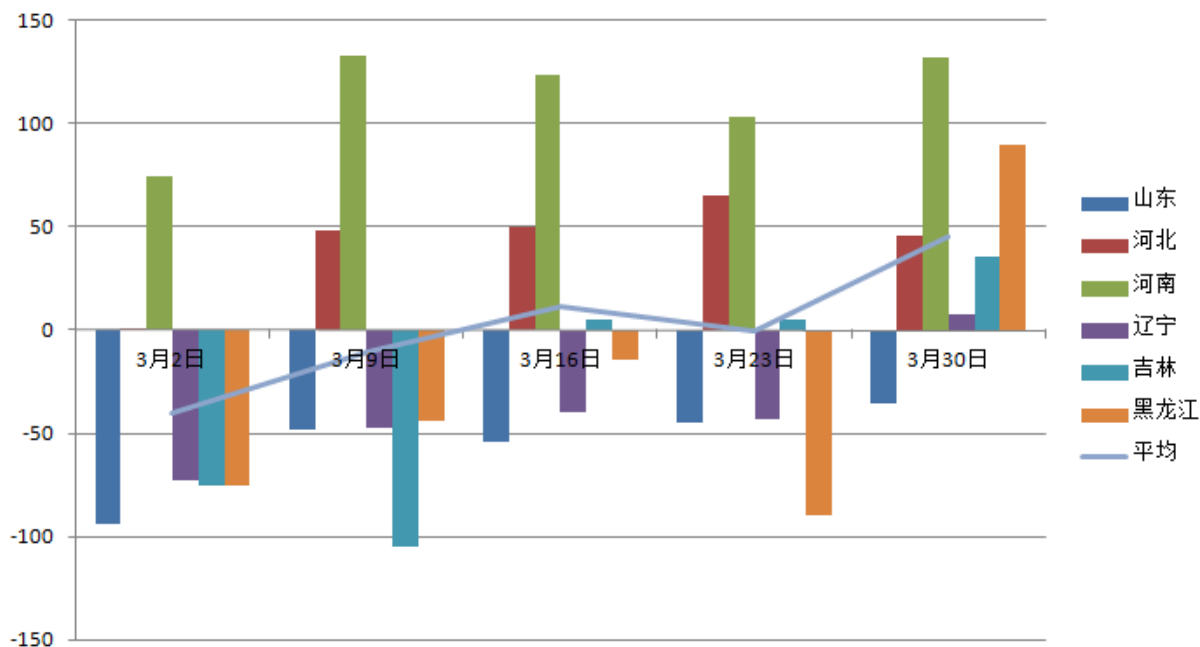


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

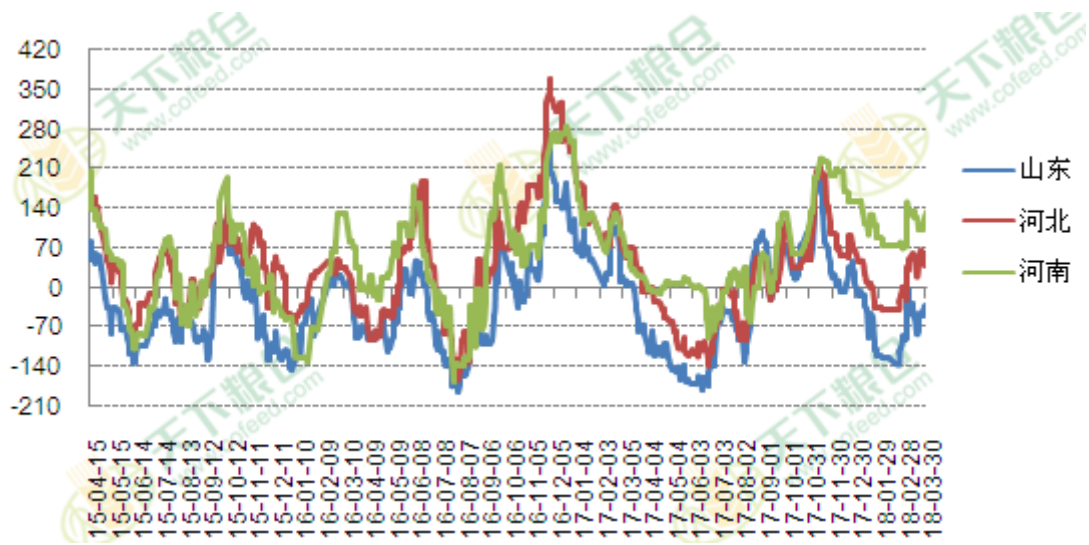
原料玉米价格处于高位，淀粉加工成本较高，上月淀粉加工利润总体好转，河南、河北地区淀粉企业加工利润处于盈利状态，东北黑龙江、吉林地区补贴政策出台导致加工利润扭亏为盈。

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。