



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2018 年 6 月理财月报 目录

股指期货 .....	2
基本面保持平稳 期指筑底后反弹 .....	2
国债期货 .....	17
5 月期债整体偏强震荡，6 月或先扬后抑 .....	17
有色金属·铜 .....	27
维持看涨铜价观点 .....	27
铁矿石&螺纹钢 .....	35
等待逢高沽空机会 .....	35
动力煤 .....	47
多空因素交织，煤价继续大幅上涨可能性较小 .....	47
原油 .....	58
关注 6 月 OPEC 会议指引 .....	58
天然橡胶 .....	67
探低遇撑缓慢回升 .....	67
PTA .....	81
产业链气氛欠佳，成本端波动增大 .....	81
豆类油脂 .....	92
需求转好，油脂震荡偏强 .....	92
白糖 .....	104
短期反弹或继续，中长期看空 .....	104
玉米&玉米淀粉 .....	111
出库偏慢，稳中有涨 .....	111
分析师承诺 .....	120
免责声明 .....	120

## 基本面保持平稳 期指筑底后反弹

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号: F0286569

投资咨询资格号: Z0010856

尚芳

从业资格号: F3013528

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

5月共22个交易日,纵观五月行情,市场先扬后抑,沪指从3100点下方震荡冲高至3200点后回踩3050点。消费板块表现较好,食品饮料、餐饮旅游、商贸零售、医药等行业领涨,国防军工、钢铁、计算机、电力设备等行业领跌。5月上证综指小涨0.43%,创业板指下跌3.43%,三大指数中沪深300指数月涨1.21%,上证50指数微涨0.18%,中证500指数下跌1.82%。

三大期指涨跌不一,IF表现最强,IC表现较弱,短期波动率较四月高位有所下降,但5月末又有抬升趋势。量能方面,期指合约成交量较为平稳,月下旬持仓量有所上升。基差方面,期现基差弱势震荡,远-近价差受分红影响有所收窄,跨品种比值区间震荡,下跌期间IF及IH较为抗跌。

#### ● 后市展望及策略建议

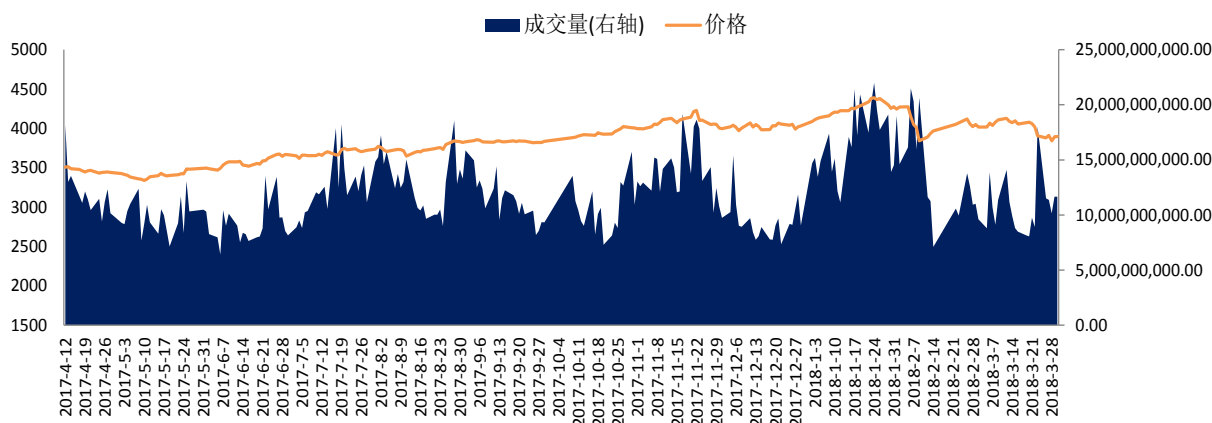
近期市场波动加剧,防御性板块相对较为抗跌。我们基于中国经济基本面稳中有进、企业业绩持续改善的判断基础上,中期仍然对2018年的股票市场保持乐观,资金面边际转松以及未来A股纳入MSCI指数带来的增量资金,利多股票市场。风险因素方面仍需关注中美贸易摩擦及国内信用风险,但我们认为风险大范围扩散的概率较小,短期主要是对情绪面的影响较大。从期指基差来看,目前市场对股指预期并未明显走弱,短期波动较大,但中长期趋势仍取决于基本面。我们认为六月期指震荡筑底后有望反弹,可考虑逢低做多,或在贴水走扩时建立期指多头锁定建仓成本,在目前风险偏好波动较大时,我们认为IF及IH表现更强。仅供参考。

# 1.股指现货分析

## 1.1 股指现货回顾

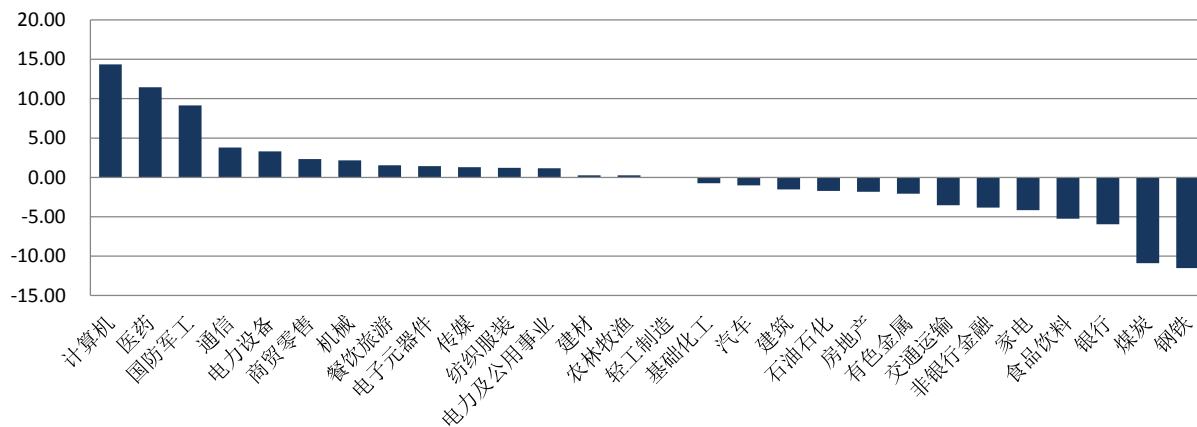
3月共22个交易日，纵观三月行情，资金流动性充裕，股票注册制延迟及两会政策性利好引发市场在中小创股领涨下冲高，但月中旬一系列海外消息对市场风险偏好影响较大，美联储加息预计加速及中美贸易战升温，市场大幅走低，沪指再度考验3100点支撑。整体来看，市场八二分化，风格有所转变，中小创股获政策性支持，走势强于大盘股。从板块表现来看，计算机、医药、国防军工、通信等行业领涨，钢铁、煤炭、银行、家电等行业领跌。最终，3月上证综指下跌2.78%至3168.90点，沪深300指数下跌3.11%至3898.50点，上证50指数大跌5.44%至2722.15点，中证500指数上涨1.51%至6114.74点。

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
<b>我国主要指数</b>					
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%
<b>MSCI全球指数表现</b>					
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%
<b>沪深300分类指数</b>					
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

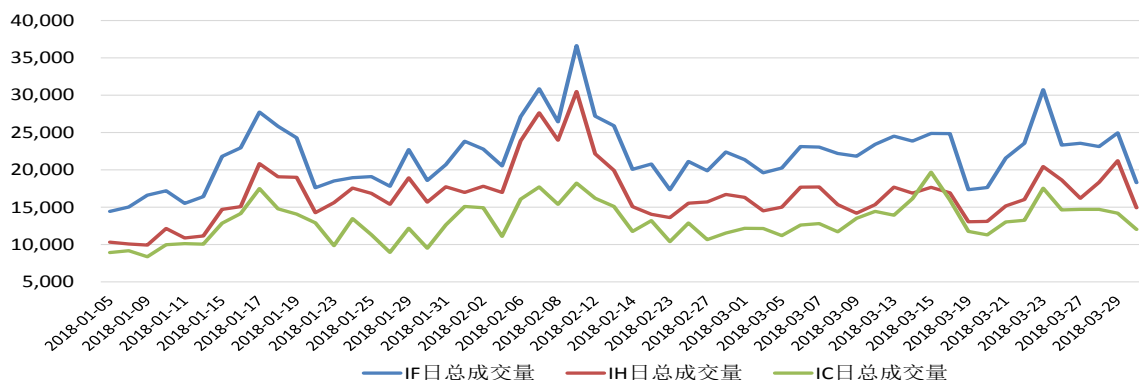
截止到 3 月 31 日, 以收盘价计算, 2018 年 3 月各期货合约涨跌不一, IC 小幅上涨, IF 及 IH 全线下跌。IF1804 合约月线下跌 3.46% 至 3884.2 点; 合约 IF1805 合约收盘至 3871.8 点, IF1806 合约下跌 4.31% 收盘至 3840.2 点; IF1809 下跌 4.97% 收盘至 3817.8 点。IH1804 合约下跌 5.94% 至 2712.4 点; 合约 IH1805 合约收盘至 2716.8 点, IH1806 合约下跌 6.34% 收盘至 2702.4 点; IH1809 大跌 7.14% 收盘至 2675.8 点。IC1804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

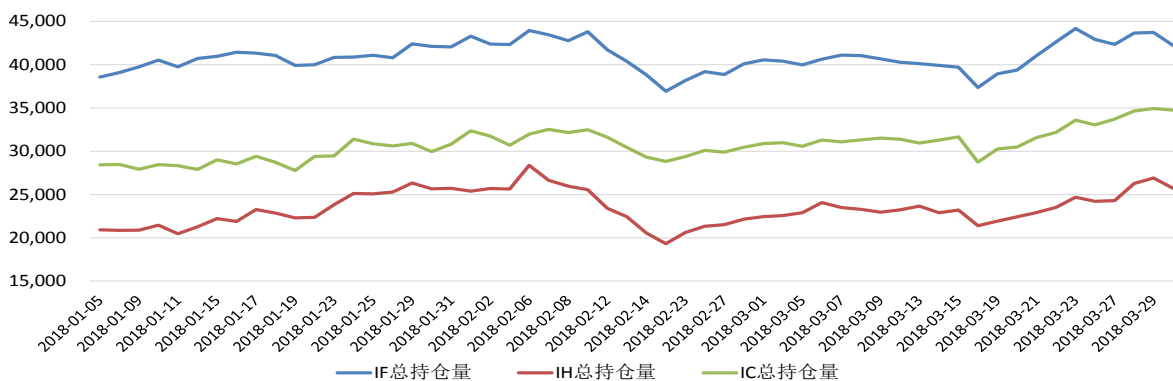


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 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。

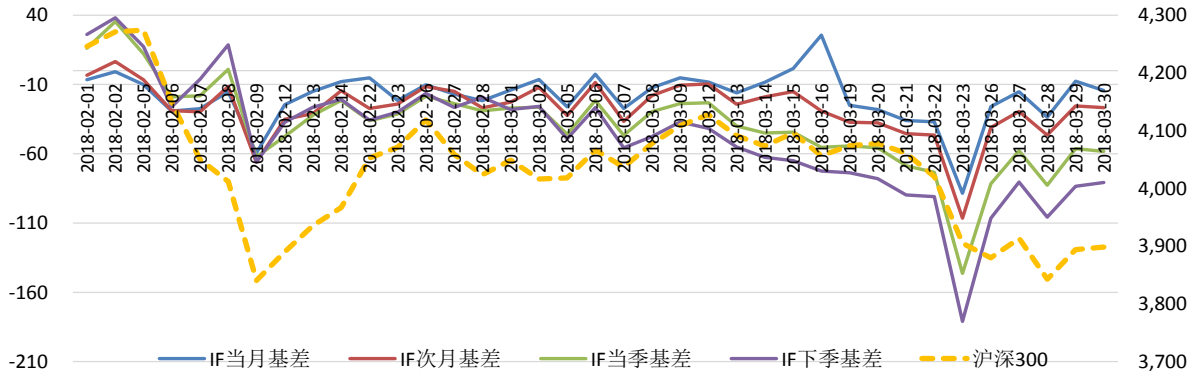
图 4：股指期货持仓量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

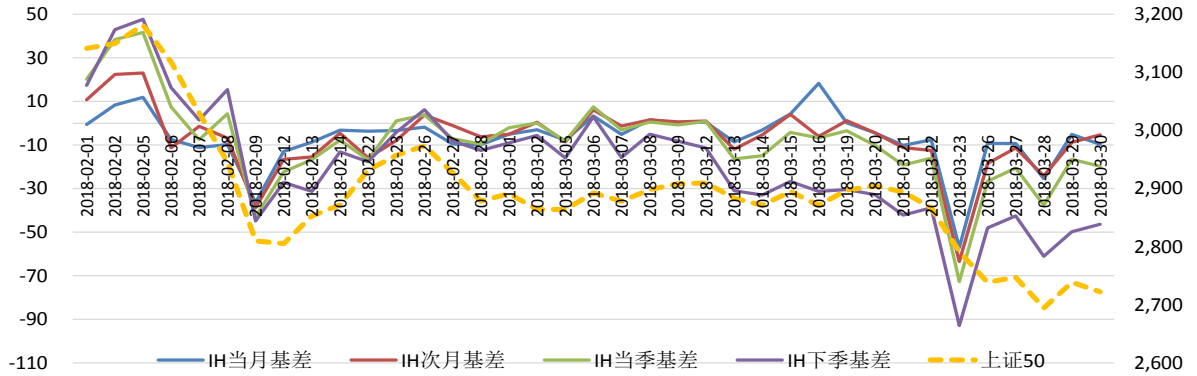
整体来看，期现基差呈现超跌反弹。在 3 月中下旬市场大跌期间，期现基差一度大幅走弱，当月合约贴水超过 2%。最后一周随着市场情绪回归理性，期现基差超跌反弹，尤其 IC 当月合约贴水回到较好水平。

图 5: IF 各合约期现基差走势



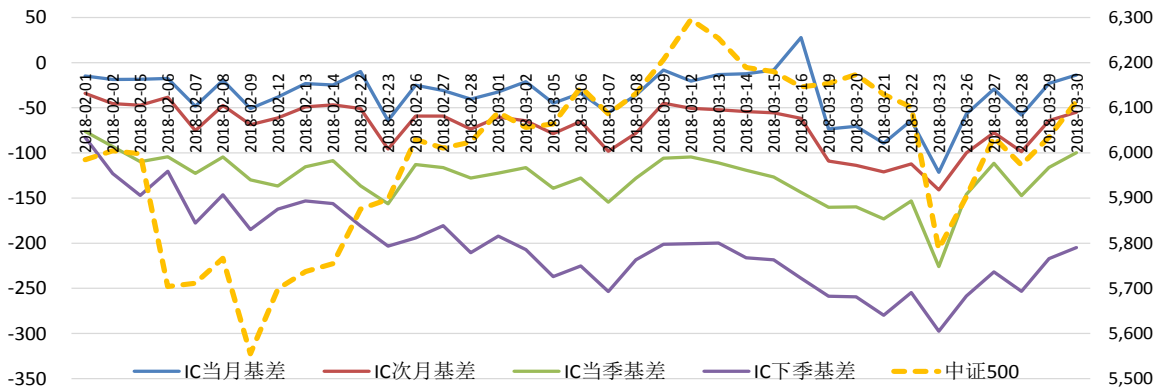
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

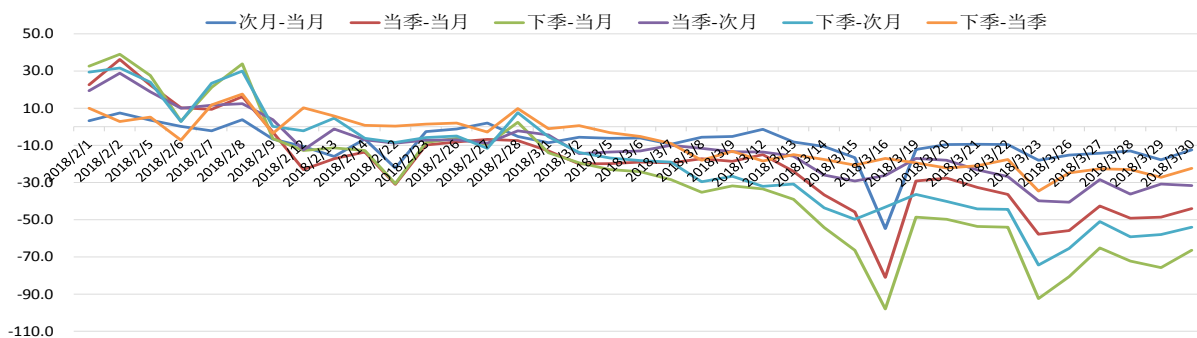


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 远近跨期价差超跌反弹

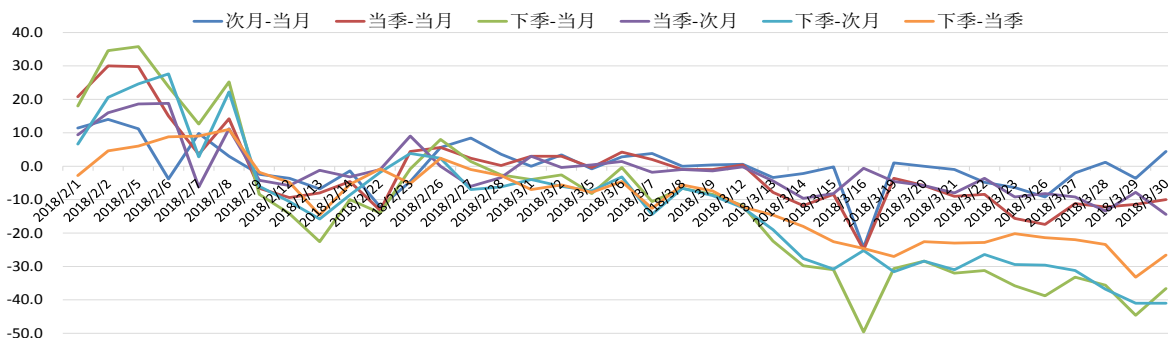
整体来看，远近跨期基差亦呈现超跌反弹。在3月中下旬市场大跌期间，远近跨期基差也一度大幅走弱。最后一周随着市场情绪回归理性，远近跨期基差超跌反弹，但IF及IH远近跨期基差仍处于较弱水平。

图 8: IF 各合约跨期基差走势



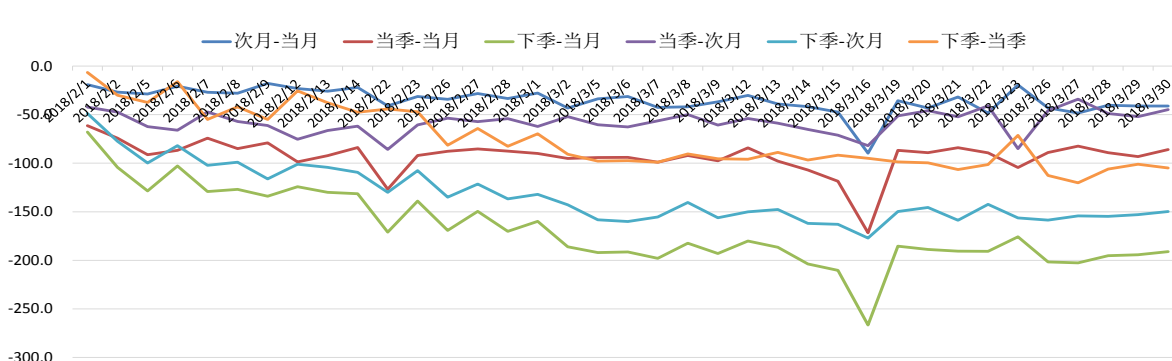
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

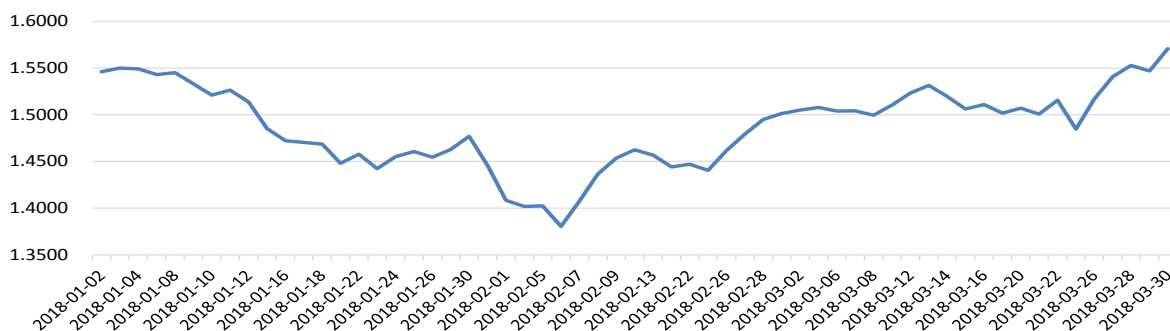


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 跨品种合约比值继续回升

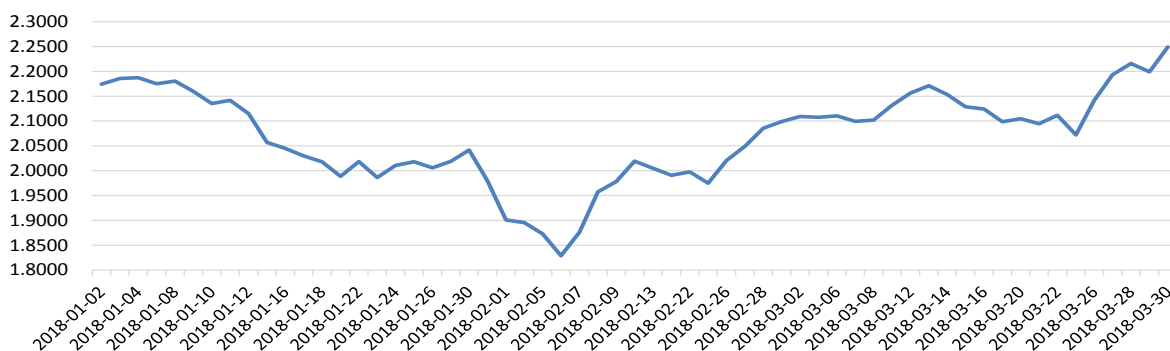
由于三月市场风格有所切换，中小创股表现强于大盘股，截至3月31日，IF/IH主力合约点数比值为1.4320，继续探底回升。IC/IF主力合约点数比值为1.5707，延续反弹态势。IC/IH主力合约比值为2.2493，上升幅度最大。

图 11: IC/IF 主力合约比值走势



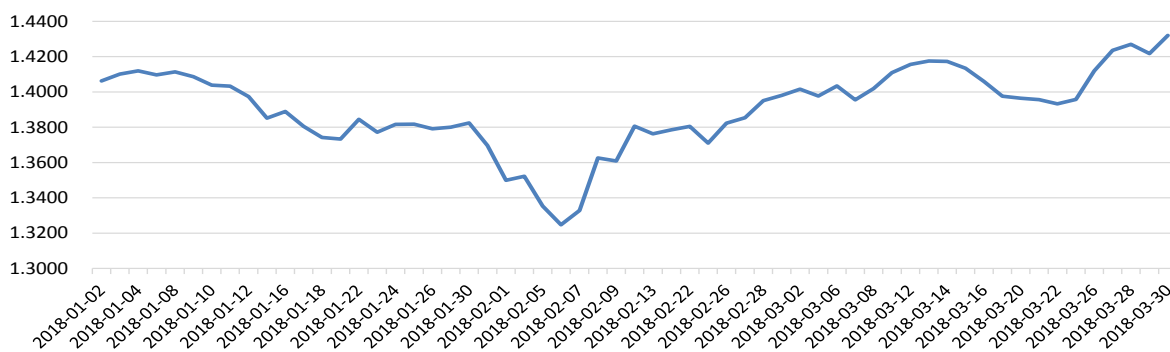
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

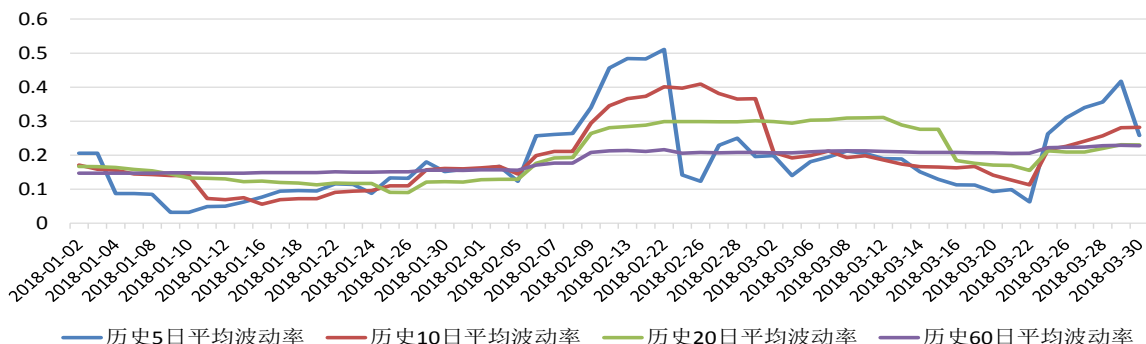


数据来源: Wind, 兴证期货研发部



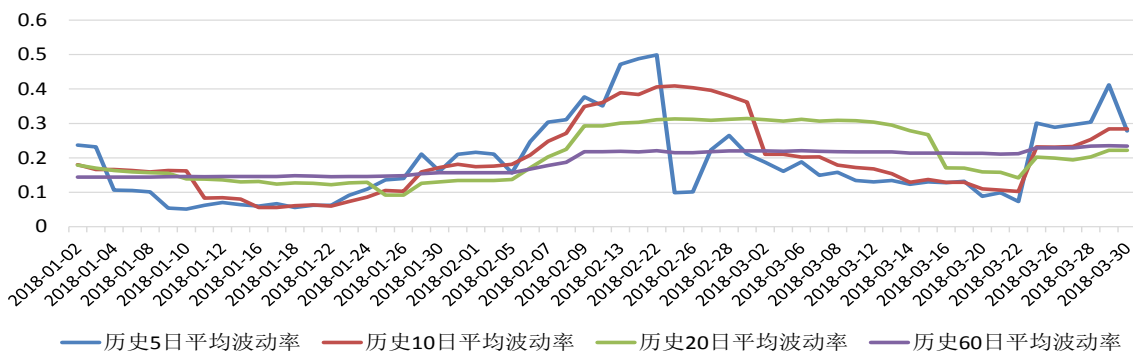
## 2.7 主力合约波动率冲高回落

图 14: IF 主力波动率走势



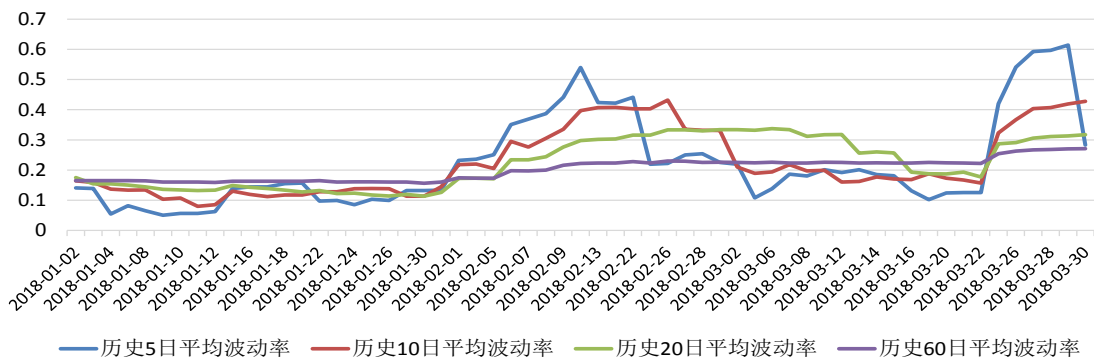
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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。

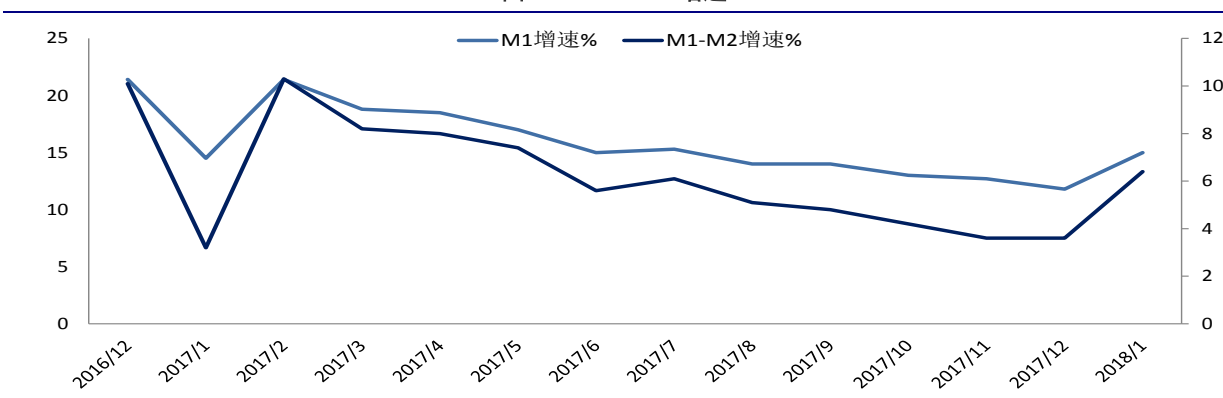
整体来看，由于春节假期错位对2018年1-2月宏观经济数据产生一定扰动，上月公布的经济数据好坏不一，仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响。中长期来看宏观经济L型转型韧性较强，为股票价格回归内在价值提供了坚实的基础。

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	--

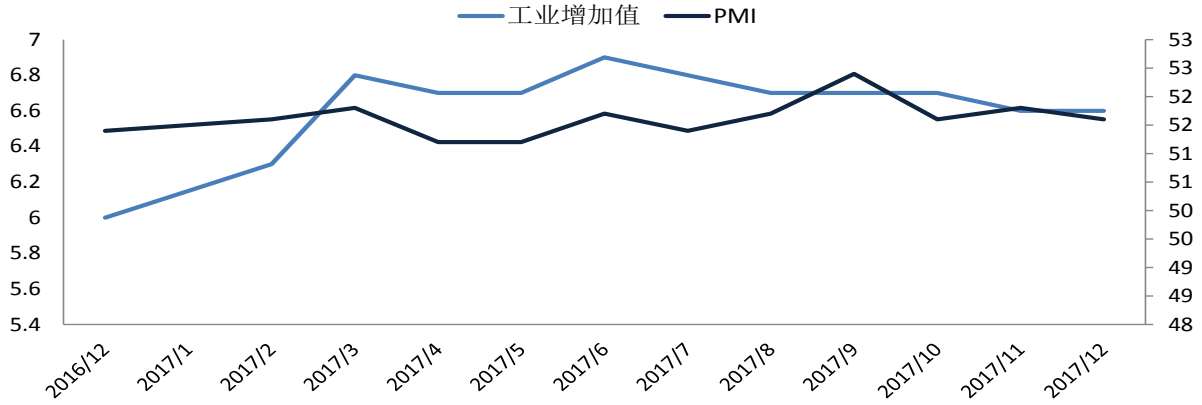
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 12: M1、M2 增速



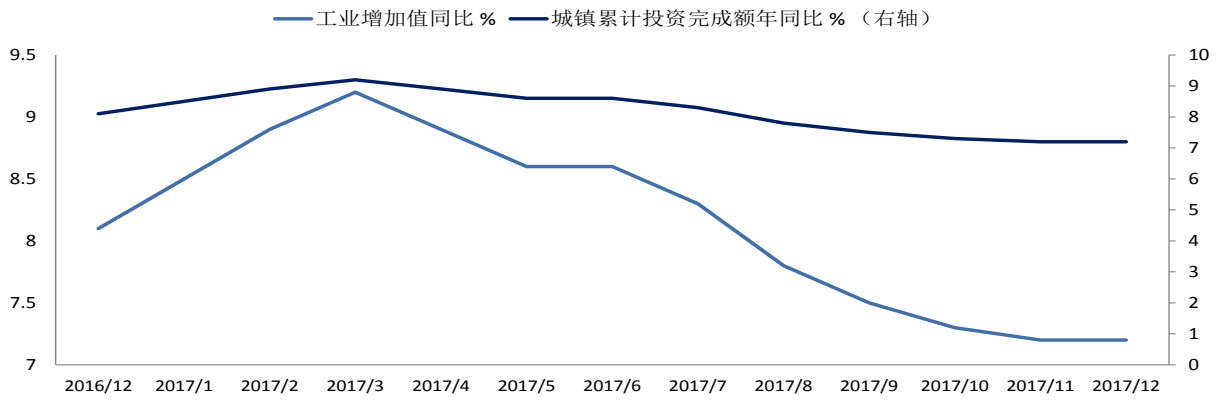
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: PMI 以及工业增加值 走势图



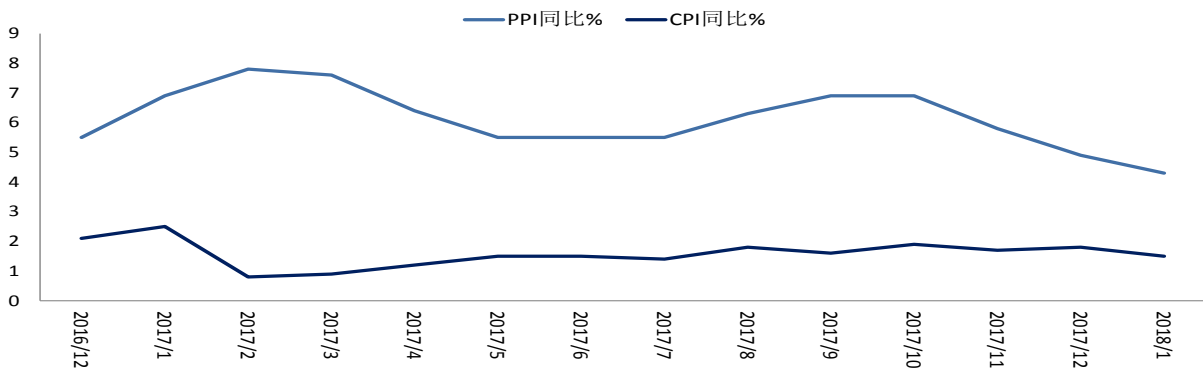
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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，预计市场行为将更规范，利好股票价值回归。

同时，中小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。

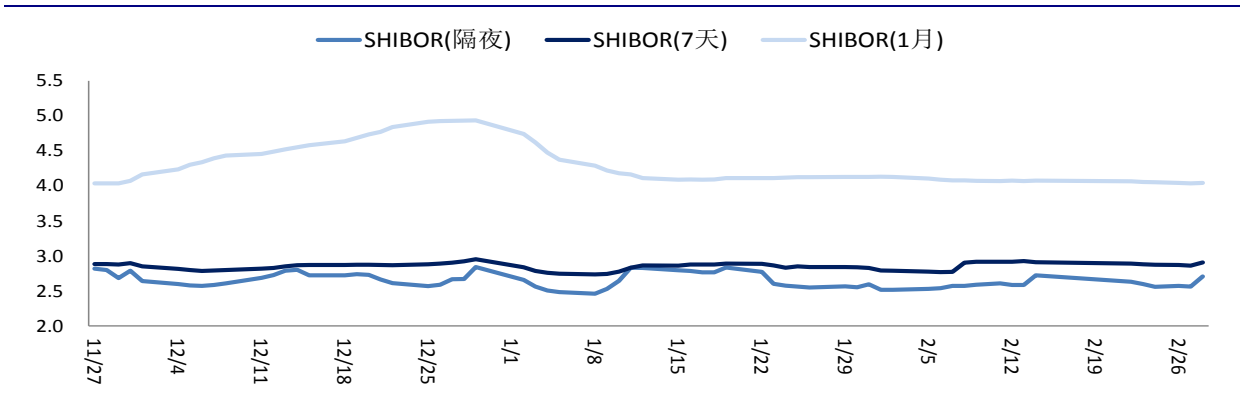
从市场利率来看，央行对春节前流动性较为呵护，受益于普惠金融定向降准及央行临时准备金动用安排，大多数期限资金利率保持平稳，2月市场资金流动性好于往年同期，货币市场流动性总体保持较充裕水平。央行操作继续体现削峰填谷的理念，为满足金融机构临时性流动性需求，2018年2月，人民银行对金融机构开展常备借贷便利操作共273.8亿元，其中隔夜1.5亿元、7天105.0亿元、1个月167.3亿元；开展中期借贷便利操作共3930亿元，期限1年，利率为3.25%。

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 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%。）

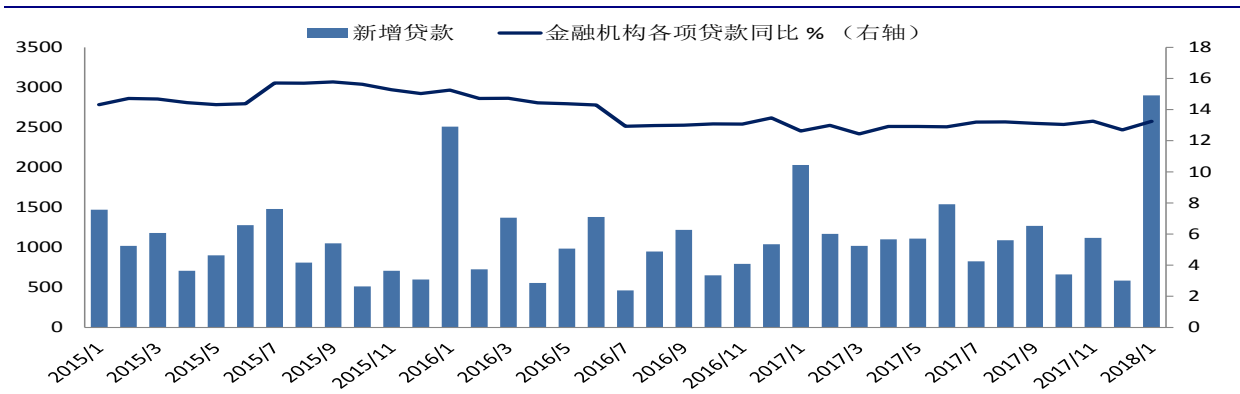
美股暴跌后市场恐慌情绪上升，A 股风险偏好快速回落，节前大跌中资金大量流出，节后虽有资金回流，但量能未能明显释放，市场情绪仍偏谨慎，增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进，资金面将逐步回归紧平衡状态，股票市场难有整体性牛市，近期受益于资金面宽松的超跌反弹，将回到公司盈利驱动的价值回归，随着三月起 2017 年报密集披露，A 股市场仍将呈现结构性分化。

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

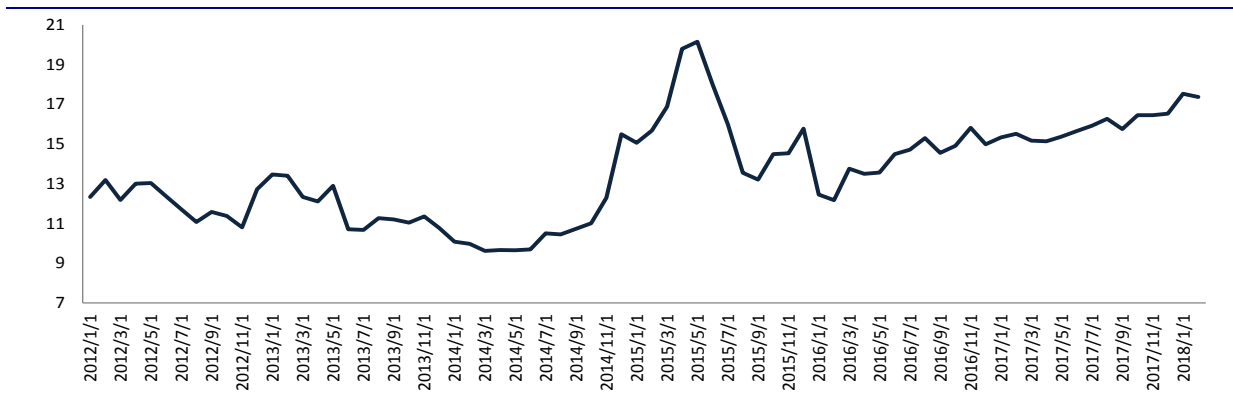
从 2007 年 1 月 4 日到 2018 年 2 月 28 日，沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.37，标准差是 8.60；市净率均值是 2.54，标准差是 1.24。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 17.37，较上月小幅下降，低于均值 0.12 个标准差；整体市净率是 2.15，也较上月水平有所下降，低于均值 0.31 个标准差。

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。

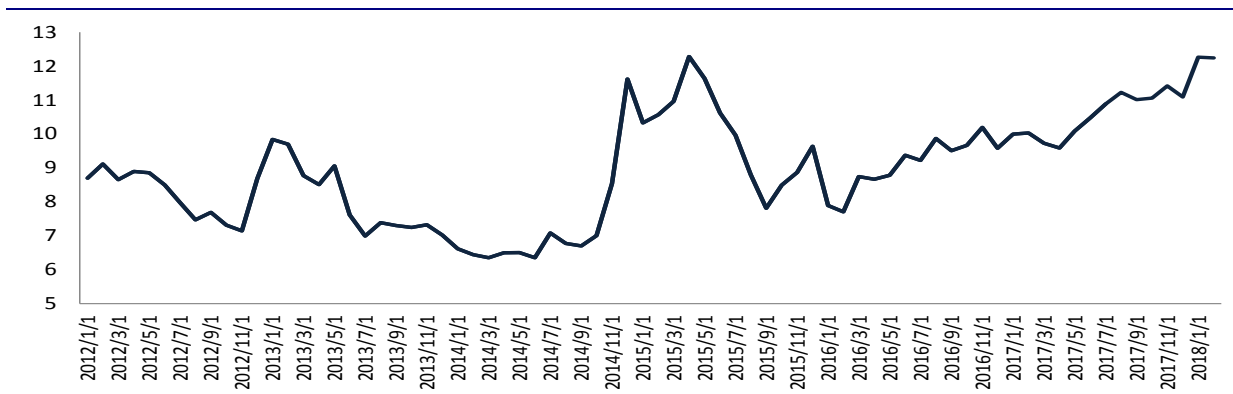
从风格表现来看，2015年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低，2018年2月大盘股级中小盘股的市盈率均小幅回落，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的1.60倍，估值比延续下降态势，这主要是因为2月中小盘股的阶段表现弱于大盘股。

图 18：沪深 300 指数市盈率走势



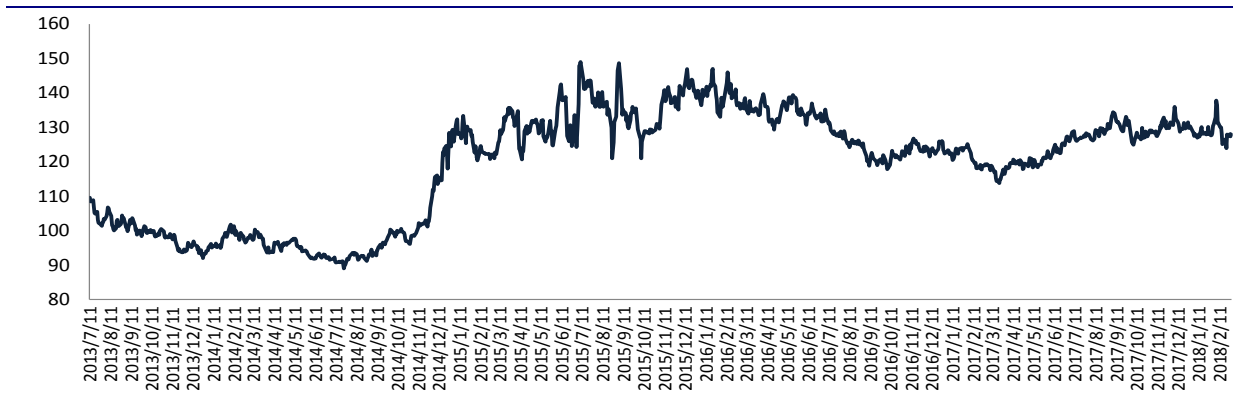
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 19：金融指数市盈率走势



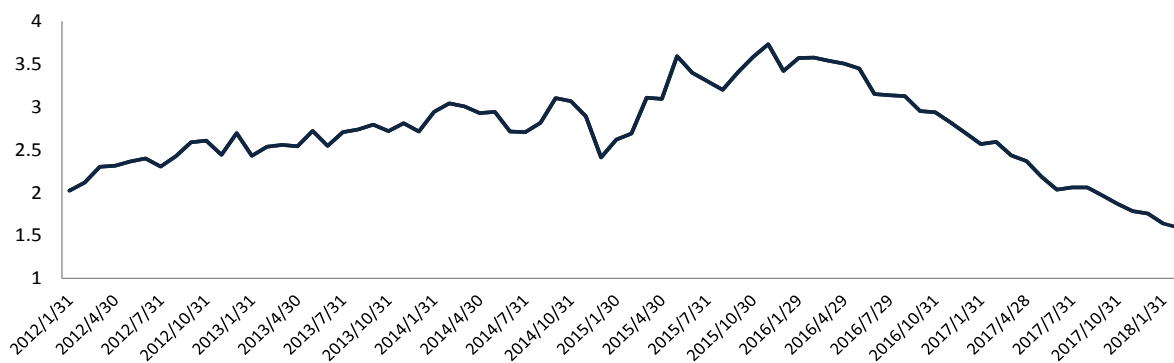
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

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。



## 5 月期债整体偏强震荡，6 月或先扬后抑

2018 年 6 月 4 日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

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

5 月期债先抑后扬，其中 5 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.08% 收于 97.715 元，10 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.30% 收于 94.76 元；主要影响因素包括公布的经济数据好坏不一，市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空，叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破 3%，令期债前半个月整体上偏弱震荡；下半个月虽然贸易战谈判结果有限，但期债在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破 3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下出现大幅上涨后有所回落，整体上看期债震荡走高，国债期货和现券收益率由陡走平。

#### ● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的 5 月官方和财新 PMI 高于预期，经济目前仍呈现韧性，但中美贸易仍有摩擦；从政策面看，流动性风险管理办法新规落地，较征求意见稿有所宽松，关注央行对 6 月到期 MLF 的操作，美联储 6 月大概率加息，关注届时央行操作；从资金面看，6 月资金面面临美联储加息和年中考核时点，资金利率上行压力较大，预计央行会进行对冲来维稳资金面；从供给端看，6 月利率债供给规模或增加；从需求端看，5 月国债需求相对不高。6 月期债可能先扬后抑。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求相对不高，国债发行规模增加

2018年5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30972.37亿元，较上月增加6858.51亿元，其中地方债供给规模为3552.57亿元，较上月增加534.69亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3450.9亿元，较上月增加199.9亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数约为2倍，配置需求相对不高；同业存单供给规模为20274.6亿元，较上月增加6171.4亿元，且同业存单发行利率出现较大幅度的上行，截止5月31日，1个月同业存单发行利率为4.5735%，3个月同业存单发行利率为4.6215%，6个月同业存单发行利率为4.6133%，分别较上月底变动39.44bp、36.44bp和42.03bp；政策性银行债供给规模为3694.3亿元，较上月减少47.48亿元，发行利率低于二级市场收益率且关键期限投标倍数超过3倍，需求相对较高。

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

5月主要期限国债收益率短升长降，其中1年期收益率上行15bp，5年期收益率上行17bp至3.44%，10年期收益率下行1bp至3.61%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约16bp，10-5年利差走平约18bp。5月主要期限国债收益率冲高后回落，主要影响因素是公布的经济数据好坏不一，市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空，叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破3%，令现券收益率冲高；下半个月虽然贸易战谈判结果有限，但在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下现券收益率较大幅回落，现券收益率由陡走平，从月度数据来看，1Y期上行15bp至3.15%，3Y期上行11bp至3.30%，5Y期上行17bp至3.44%，7Y期下行3bp至3.60%，10Y期下行1bp至3.61%，15Y期下行2bp至3.89%，20Y期下行2bp至3.93%。

图 2：5 月关键期限国债收益率变动&amp;关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

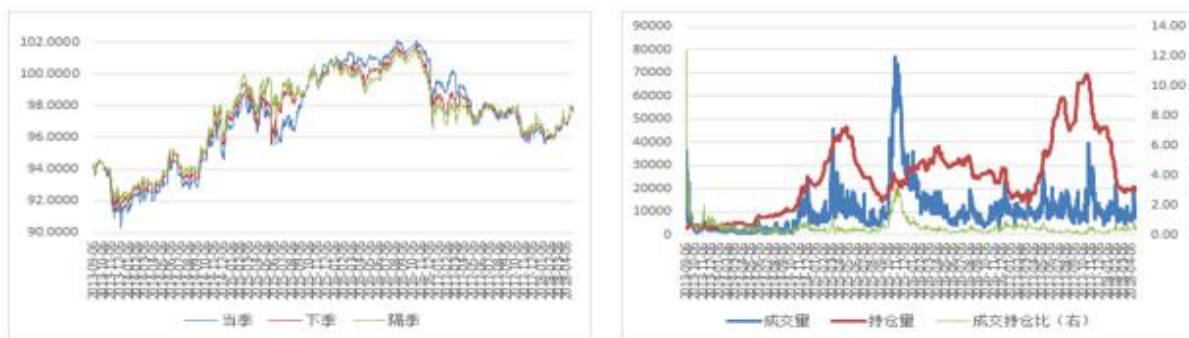
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债先抑后扬，整体偏强震荡

截止到 5 月 31 日收盘，五年期国债期货近交割月合约 TF1806 收于 97.74 元，月涨 0.05 或 0.05%；主力合约 TF1809 收于 97.715 元，月涨 0.08 或 0.08%；隔季合约 TF1812 收于 97.80 元，月涨-0.105 或-0.25%；成交方面，主力合约 TF1809 成交量日均 4089 手，三个合约日均成交 9183 手；持仓方面截止到 5 月 31 日，主力合约 TF1809 持仓量为 13704 手，三个合约持仓达到 14213 手，较上月底减少 5047 手。十年期国债期货近交割月合约 T1806 收于 94.86 元，月涨 0.315 或 0.38%；主力合约 TF1809 收于 94.76 元，月涨 0.32 或 0.30%；隔季合约 T1812 收于 94.86 元，月涨 0.35 或 0.32%；成交方面，主力合约 T1809 成交量日均 18289 手，三个合约日均成交 37245 手；持仓方面截止到 5 月 31 日，主力合约 T1809 持仓量为 45353 手，三个合约持仓达到 50326 手，较上月底增加 4808 手。

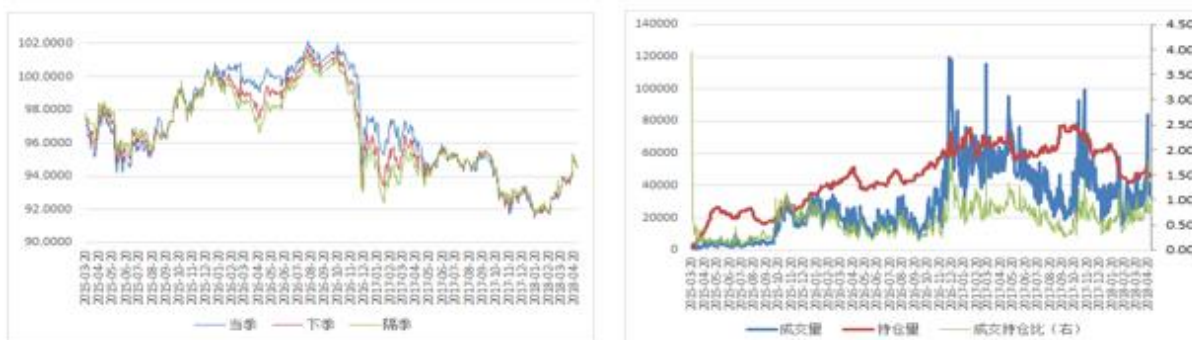
5 月期债先抑后扬，主要影响因素是公布的经济数据好坏不一，其中 PMI、工业增加值和 PPI 数据高于预期，而投资、消费和 CPI 数据低于预期，市场在经济数据公布前预期其对债市影响相对偏利空，叠加月中缴税资金面趋紧、中美就贸易战问题进行谈判、一级市场需求不高和美债收益率较大幅上行升破 3%，令期债前半个月整体上偏弱震荡；下半个月虽然贸易战谈判结果有限，但期债在国债现券供给空窗期、黑色商品较大幅度走弱、美债收益率较大幅下行跌破 3%、资金面在缴税后偏宽松、信用债违约增加降低市场风险偏好和《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长的利多支撑下出现大幅上涨后有所回落，整体上看期债震荡走高，国债期货和现券收益率由陡走平。

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

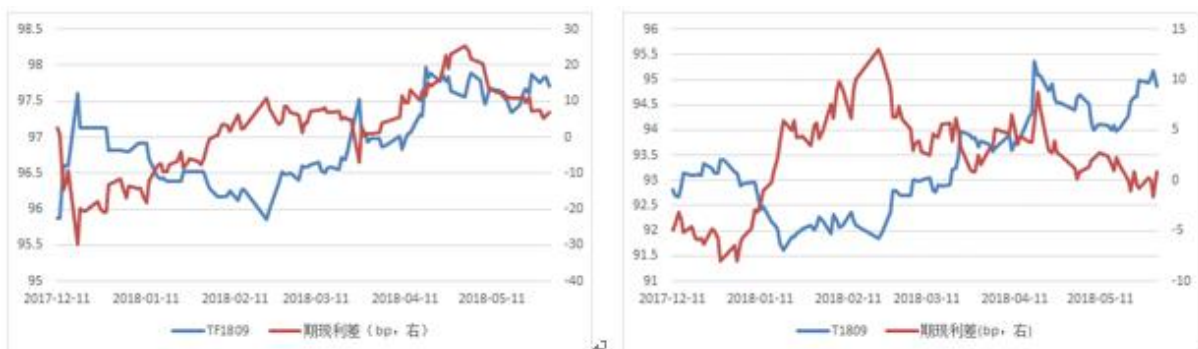


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差下行

从 5 月份的期现利差来看, 5 月前期国债期货价格震荡走高, 现券收益率震荡上行, 5 年期债走势强于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1809 的期现利差由 20bp 左右大幅下行至 5.8bp 左右, 合约 T1809 的期现利差由 2.3bp 震荡回落至 0.9bp。

图 5：TF1809 结算价与期现利差&T1809 结算价与期现利差

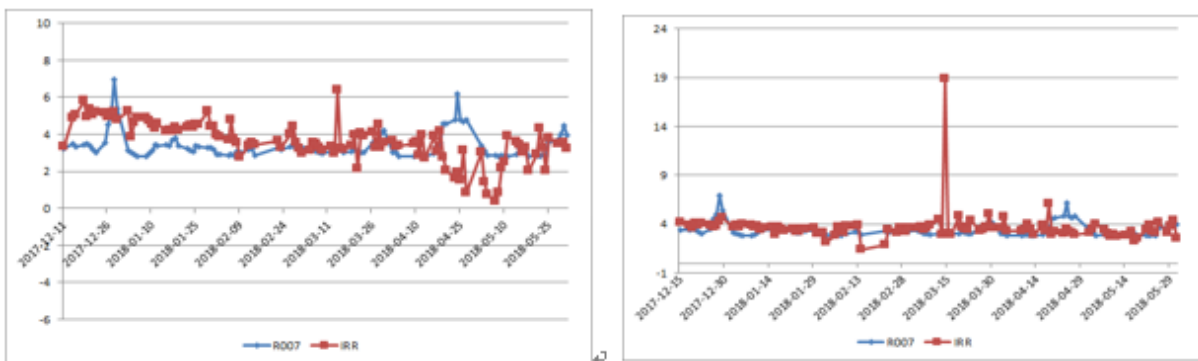


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从 5 月份 TF1809 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡小幅走高，而 R007 震荡上行，在 5 月下旬 TF1809 合约存在一定的正套机会；从 5 月份主力合约 T1809 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡走高，而 R007 震荡上行，在 5 月下旬 T1809 合约存在一定的正向期现套利机会。

图 6：TF1809 活跃 CTD 券 IRR&T1809 活跃 CTD 券 IRR

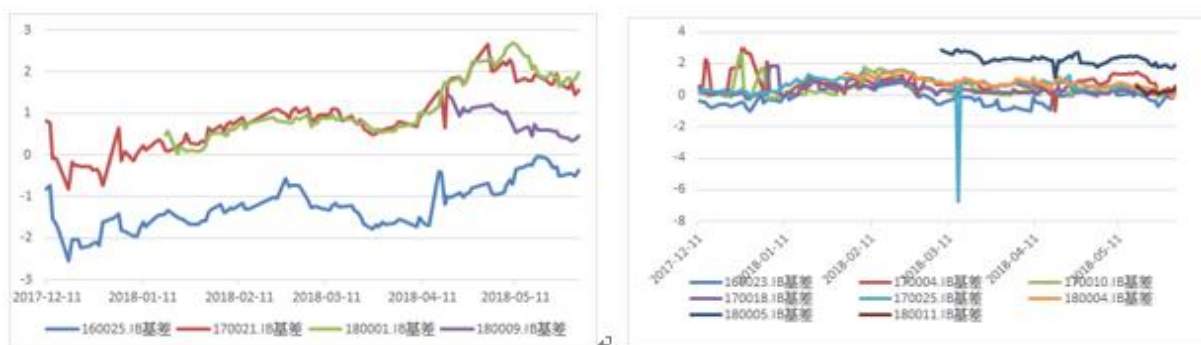


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

TF1809 合约的活跃券 160025.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，170021.IB、180001.IB 和 180009.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差；T1806 合约的活跃券 160023.IB、170010.IB、170018.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，170004.IB、170025.IB、180004.IB、180005.IB 和 180011.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差。

图 7：TF1809 活跃券基差走势&T1809 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 5 月前两周，国债期货处于移仓换月阶段，五年期国债期货价差先负向走扩后收窄，推荐的多下季空当季合约策略盈利；十年期国债期货价差由负转正，后正向窄幅波动，推荐的多下季空当季合约策略略有亏损。

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

国家统计局公布的 5 月中国官方制造业 PMI 为 51.9%，较上月上行 0.5%，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 54.1%和 53.8%，分别比上月上行 1.0%和 0.9%，新订单指数上升较明显，需求仍较强，新出口订单指数和进口指数为 51.2%和 50.9%，比上月上行 0.5%和 0.7%，出口目前来看受到中美贸易战的影响较小，原材料购进价格为 56.7%，较上月大幅上行 3.7%，可能与原油价格上升有关。5 月财新制造业 PMI 为 51.1%，持平于上月，略高于市场预期，从已经公布的数据来看，5 月官方 PMI 和财新 PMI 均高于预期，经济目前看

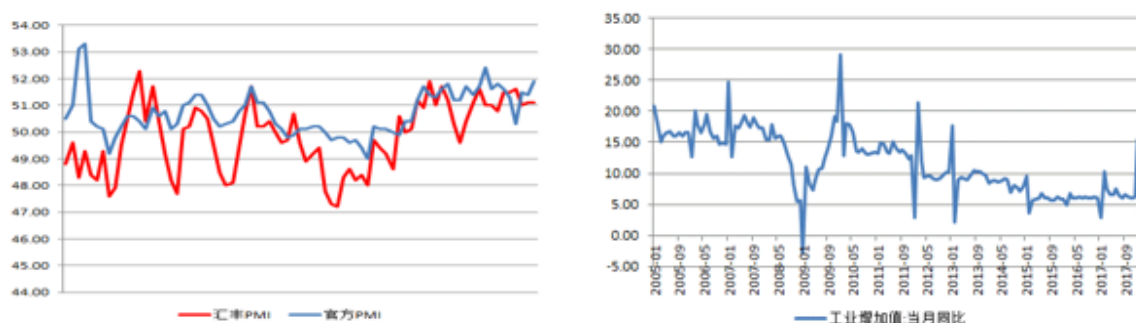
仍有韧性。

从房地产销售来看，房地产开发投资在4月止升回落0.1%至10.3%，商品房销售面积增速大幅放缓2.3%至1.3%，房地产开发增速止升开始回落，前期土地增值费增速影响减弱，目前房地产调控政策仍严，预计房地产投资会继续回落；4月份基建投资增速维持0%，基建增速维持低位；4月份制造业投资增速止跌回升1.0%至4.8%；消费增速下行0.7%至9.4%，消费增速小幅走弱；出口增速上升15.5%至12.7%，进口增速回升7.1%至21.5%，贸易顺差由负转正。

通胀方面，4月份CPI较上月下行0.3%至1.8%，略低于市场预期，主要是猪肉价格和蔬菜价格出现较大幅回落，PPI较上月上行0.3%至3.4%，蔬菜价格增速正向继续小幅回落0.6%至8.2%，猪肉价格下行速度加快4.1%至-16.1%，猪价和鲜菜价格仍可能是2018年拉动CPI的因素，预计5月PPI同比增速或继续回升，5月CPI同比或小幅上行。

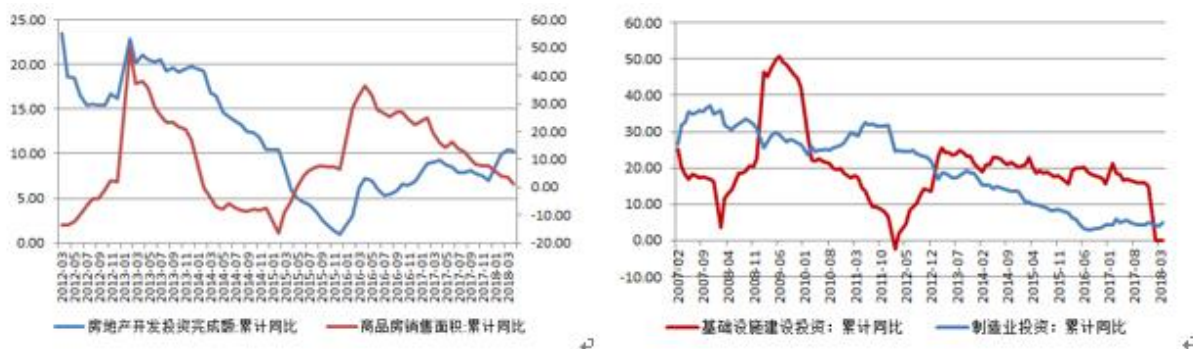
2018年4月新增贷款10987.35亿元，较上月减少约437.22亿元，企业债融资为3776.13亿元，较上月增加约259.39亿元，企业债发行小幅增加，委托贷款为-1481.28亿元，较上月少减少368.5亿元，信托贷款为-94.22亿元，较上月少减少262.68亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响而减少，银行承兑汇票较上月大幅上行1776.19亿元，因委托贷款和信托贷款持续减少导致市场转而通过银行承兑汇票来融资；M2同比为8.3%，较上月上升0.1%，今年M2增速或继续出现止跌企稳的走势，M1较上月上行0.1%至7.2%，导致M1-M2的剪刀差维持不变。预计5月社融增速或小幅下滑，新增人民币贷款或小幅下滑，M2增速或继续企稳。

图9：制造业PMI&工业增加值



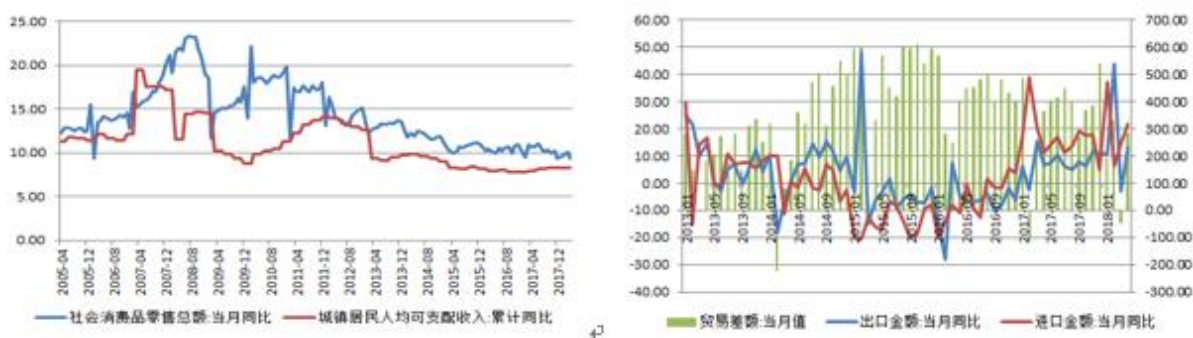
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



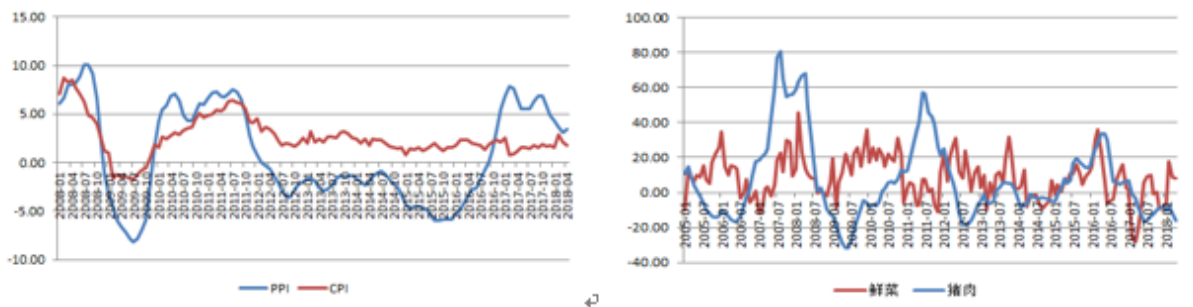
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

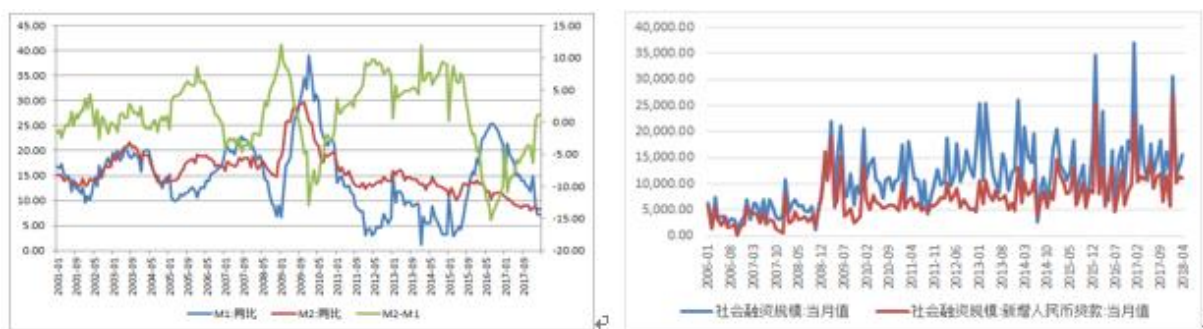
图 12: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 13: M1 与 M2 增速&amp;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

央行在 5 月 25 日公布《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长, 整体看公布的新规略偏温和, 监管政策边际继续好转, 同时央行在 6 月 1 日公布扩大 MLF 担保品范围, 新纳入的担保品主要包括符合普惠金融的小微企业、绿色和三农金融债及其贷款, 另外还加入中低评级信用债, 可以看出政策面引导资金流向普惠金融领域和缓解近期因违约导致的信用债市场压力, 同时公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》, 其中对货基 T+0 赎回进行一定的约束, 对货币基金延续监管, 利于机构负债端成本的降低。

### 3.3 资金利率: 5 月资金面先趋松后趋紧, 6 月资金利率可能有上

#### 行压力

5 月在月中缴税和月末时点资金利率承压上行外, 其他时间资金面整体偏宽松。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 55bp 至 3.35%, 7 天上行 92bp 至 3.97%, 14 天上行 28bp 至 4.38%, 1M 下行 55bp 至 3.95%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 1bp 至 2.83%, 7 天下行 7bp 至 2.90%, 14 天下行 13bp 至 3.74%, 1M 上行 1bp 至 3.91%, 3M 上行 32bp 至 4.33%。5 月份有 12500 亿元逆回购操作到期, 央行进行 18800 亿元投放, 净投放 6300 亿元, 5 月份有 3925 亿元 MLF 到期, 央行进行 1560 亿元 MLF 投放, 由于前期定向降准置换了 2365 亿元的 MLF, 故央行对 MLF 进行等量对冲, 5 月份有 1200 亿元国库现金定存到期, 央行进行了 1200 亿元国库现金定存, 中标利率上行 13bp, 6 月公开市场有 14680 亿元资金量到期, 其中包括 4980 亿元 1 年期 MLF 到期和 500 亿元国库现金定存到期, 到期压力较大, 央行可能会进行定向降准来对冲到期的 MLF, 且临近半年考核时点, 预计资金面在月中和月末有上行压力。

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

### 3.4 期债市场展望：6 月期债或先扬后抑

从经济基本面来看，公布的 5 月官方和财新 PMI 高于预期，经济目前仍呈现韧性，但中美贸易仍有摩擦；从政策面看，流动性风险管理办法新规落地，较征求意见稿有所宽松，关注央行对 6 月到期 MLF 的操作，美联储 6 月大概率加息，关注届时央行操作；从资金面看，6 月资金面面临美联储加息和年中考核时点，资金利率上行压力较大，预计央行会进行对冲来维稳资金面；从供给端看，6 月利率债供给规模或增加；从需求端看，5 月国债需求相对不高。6 月期债可能先扬后抑。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

## 维持看涨铜价观点

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

有色金属研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

联系人: 孙二春

021-20370947

[sunec@xzfutures.com](mailto:sunec@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 行情回顾

5月沪铜窄幅震荡,主力合约收于51380元/吨,跌幅0.75%。

#### ● 后市展望及策略建议

1.大矿企二至四季度预期产量释放速度减缓,铜矿基本没有新增产能释放,供应端支撑矿价的逻辑短期不会改变。一季度大矿企产量正常释放,前10大矿企(CR10:51%)一季度铜产量增加26.38万吨,增幅11.41%,但从我们对矿企年度产量预期来看,后三个季度产量释放将明显放缓(累计增量预期36.54万吨),而且从中小矿企的产量预期看,今年11-20位矿企铜产量预期增量只有3.2万吨,增幅仅有1.06%。从矿企铜产能计划看,今年基本没有新增产能释放,供应端支撑矿价的逻辑短期不会改变。

2.印度Vedanta旗下40万吨冶炼厂继续关停,全球精炼铜产量增速或将放缓。印度南部Tamil Nadu地方政府已经下令永久关闭Vedanta旗下40万吨印度最大的铜冶炼厂,对全球尤其印度精铜供应冲击较大(2017年印度精铜产量仅为84.5万吨)。如果此次关停事件迟迟得不到解决,对全球精铜供应或造成较为严重的冲击。

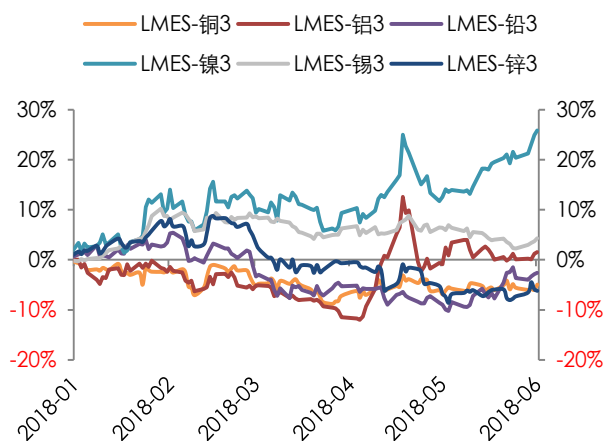
3.废铜供应问题短期难以实质性缓解。从我们5月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看,一方面,部分铜材产线,由于废铜紧缺,更多选择增加精铜作为原料,另一方面,目前下游铜材产能扩张产线,基本都以精铜作为原料,精铜替代废铜需求向好,后期精铜消费整体出现向下拐头的几率不大。

4.我们认为后期铜消费增速大概率继续维持平稳,支撑铜价上涨的动力主要在供应端铜矿产量释放预期放缓以及废铜紧张导致精铜替代性需求向好的驱动。我们维持看涨铜价的观点。仅供参考。

## 1.行情回顾

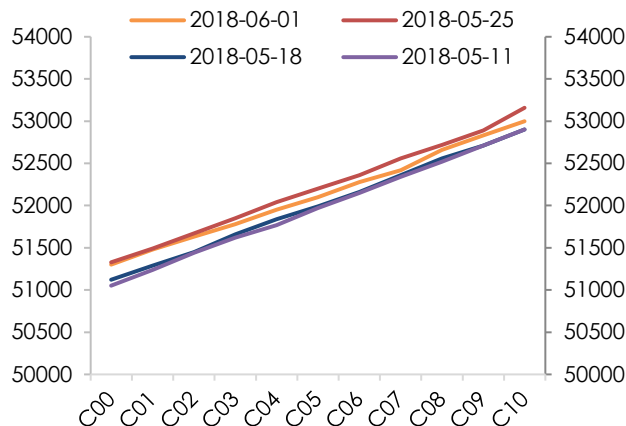
5月铜价延续区间窄幅振荡走势，年初至今LME3月铜价累计跌5%，在有色金属中表现相对较差。

图1:LME各品种2018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 供应端铜矿产量释放放缓支撑矿价的逻辑短期不会改变

大矿企二至四季度预期产量释放速度减缓，铜矿基本没有新增产能释放，供应端支撑矿价的逻辑短期不会改变。

5月份，Codelco、Glencore、KGHM Polska 一季度财报陆续公布，结合前期公布的矿企财报来看，一季度大矿企产量正常释放，前10大矿企（CR10: 51%）一季度铜产量增加26.38万吨，增幅11.41%，但从我们对矿企年度产量预期来看，后三个季度产量释放将明显放缓（累计增量预期36.54万吨），而且从中小矿企的产量预期看，今年11-20位矿企铜产量预期增量只有3.2万吨，增幅仅有1.06%，明显低于去年同期。

从矿企铜产能计划看，今年基本没有新增产能释放，供应端铜矿产量释放放缓支撑矿价的逻辑短期不会改变。

表1: 矿企2018年产量预期

序号	公司	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018 增量	2018E 同比	2017 同比	2017 增量
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%	1.50
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%	-22.00
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%	-8.22
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%	-11.61
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	5.34%	-4.15%	-4.38

6	Antofagasta	70.94	70.43	1.82	2.58%	-0.72%	-0.51
7	Rio Tinto	77.35	67.53	13.02	19.28%	-12.70%	-9.82
8	KGHM Polska	67.70	65.64	0.00	0.00%	-3.04%	-2.06
9	MMG	50.35	59.82	-2.32	-3.88%	18.81%	9.47
10	Anglo American	57.71	57.93	6.57	11.34%	0.38%	0.22
11	First Quantum	53.95	57.40	1.60	2.79%	6.39%	3.45
12	Vale	44.55	43.85	-1.65	-3.76%	-1.57%	-0.70
13	Norilsk	36.02	40.11	3.69	9.20%	11.34%	4.09
14	Teck Resources	32.4	28.70	-0.90	-3.14%	-11.42%	-3.70
15	Kazakhmys	14.35	25.85	2.65	10.25%	80.14%	11.50
16	洛阳铝业	24.88	24.88	-2.03	-8.14%	0.00%	0.00
17	江西铜业	20.99	20.96	-0.28	-1.34%	-0.14%	-0.03
18	紫金矿业	15.50	20.80	3.60	17.32%	34.22%	5.30
19	Lundin Mining Corp	25.70	20.30	-3.70	-18.22%	-21.01%	-5.40
20	Barrick Gold Corp	18.82	18.73	0.21	1.11%	-0.48%	-0.09
	前 10 大矿企	1059.56	1017.61	59.92	5.89%	-3.96%	-41.95
	11-20 大矿企	287.15	301.57	3.20	1.06%	5.02%	14.42
	前 20 大矿企	1346.71	1319.18	63.11	4.78%	-2.04%	-27.53
	全球-ICSG		2006.10				

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

表 2：一季度大矿企产量正常释放

	2018Q1	2018Q1 同比	2017Q1	2018Q1 增量
Anglo American	15.50	8.39%	14.30	1.20
Antofagasta	15.38	-10.53%	17.19	-1.81
BHP	45.68	101.32%	22.69	22.99
Codelco	44.63	7.28%	41.60	3.03
Freeport-McMoRan	43.18	11.87%	38.60	4.58
KGHM Polska	14.29	-11.68%	16.18	-1.89
Glencore	34.54	6.57%	32.41	2.13
Grupo Mexico	23.1656	-6.22%	24.70	-1.54
MMG	12.7751	-13.61%	14.79	-2.01
Rio Tinto	19.55	60.11%	12.21	7.34
前 10 大矿企	257.52	11.41%	231.14	26.38

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

## 2.2 印度 Vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂关停，全球精炼铜产量增速

### 预期放缓

印度南部泰米尔纳德邦地方政府已经下令永久关闭 Vedanta 旗下 40 万吨印度最大的铜冶炼厂，对全球尤其印度精铜供应冲击较大（2017 年印度精铜产量仅为 84.5 万吨）。

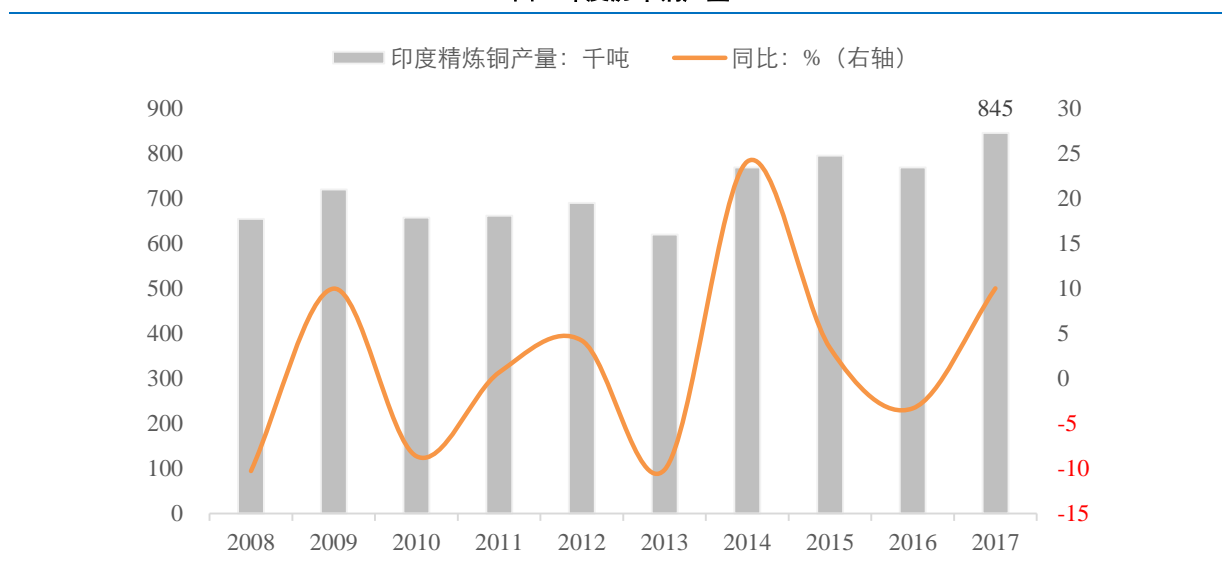
事件的起因源于 Vedanta 旗下 Sterlite 炼厂已经造成当地出现了较为严重的污染，Vedanta 计划继续扩建 40 万吨冶炼产能的决定燃起了当地民众的怒火，大量群众开始举行示威游行，Sterlite 炼厂于 3 月 27 日停产。Vedanta 选择步入法律程序，提出诉讼，但是由于其在环保投入方面存有大量水分，并未解决问题，反而使事态进一步升级，警方在与示威群众冲突中致 13 人死亡，印度南部 Tamil Nadu 地方政府随即下令永久性关停该冶炼厂，虽然 Vedanta 已经计划对泰米尔纳德邦地方政府提出诉讼，但从此次事件严重程度看，Vedanta 铜冶炼厂很难在在短期内解决，后期或对全球精铜供应造成较为严重的冲击。

表 3: Vedanta 阴极铜产量 (万吨)

年份-截止 0331	矿铜产量 (万吨)-赞比亚	阴极铜产量 (万吨)-赞比亚	阴极铜产量 (万吨)-印度
2013财年	15.9	21.6	35.3
2014财年	12.8	17.7	29.4
2015财年	11.6	16.9	36.2
2016财年	12.3	18.2	38.4
2017财年	9.4	18	40.2
2018财年	9.1	19.5	40.3

数据来源：公司财报

图 3:印度历年铜产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 废铜供应问题短期难以实质性缓解，铜材产线用精铜比例加大

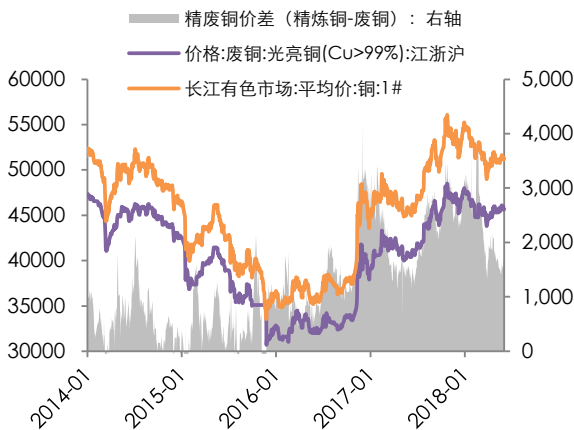
从我们 5 月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前下游铜材产能扩张产线，基本都以精铜作为原料，精铜替代废铜需求向好，后期精铜消费整体出现向下拐头的几率不大。

虽然部分国内拆解厂，转移到东南亚国家进行废铜拆借，但市场普遍预计只有到下半年 9-10 月，此部分拆解的废铜才会逐步进入国内，而且由于东南亚国家环保等政策的不稳定性，此部分废铜供应的持续性并不能得到很好的保证。

国内废铜回收方面，一是国内废铜回收循环体系并未很好的建立起来，虽然国内已经进入家电汽车等用铜产品的淘汰周期，但实际进入废铜贸易循环的量并不多。二是废铜税票政策收紧，国内大规模废铜回收仍存在一定难度。

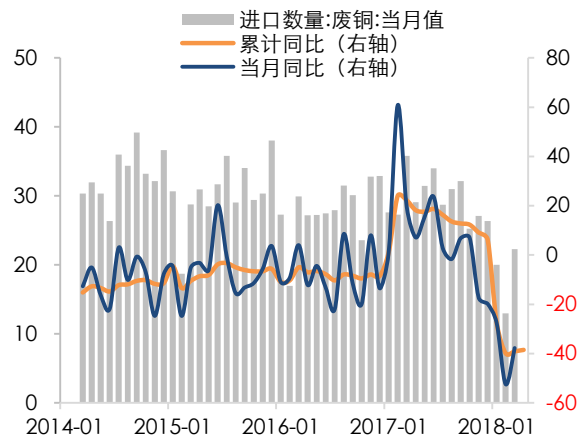
综合来看，短期废铜紧张问题很难解决，下游铜材产线倾向更多使用使用精铜作为原料，精铜存在一定的替代性需求增量。

图 4:精废铜价差：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5:废铜进口：万吨



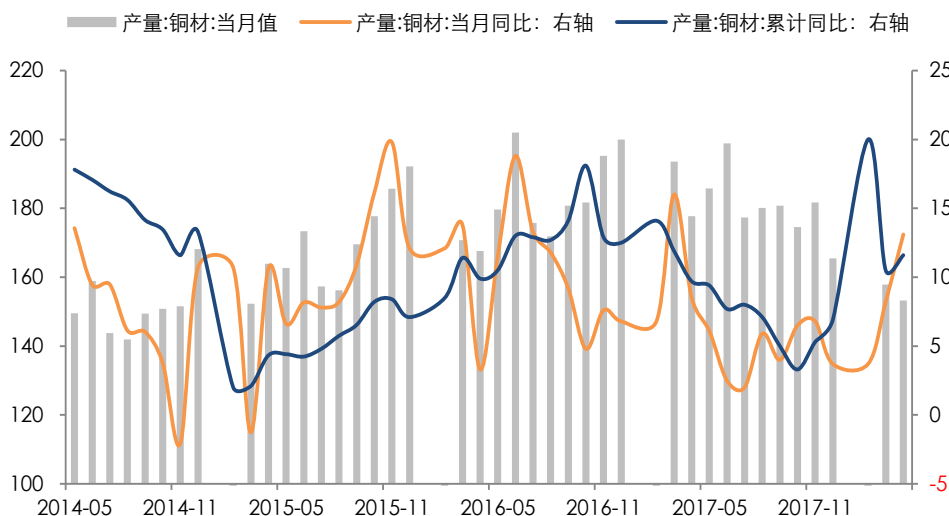
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 下游铜材开工率整体不错，终端消费平稳为主

下游开工率方面，SMM 调研数据显示，5 月份电线电缆企业开工率为 90.99%，同比增加 0.82%，环比增加 1.87%，目前铜材消费仍在旺季。

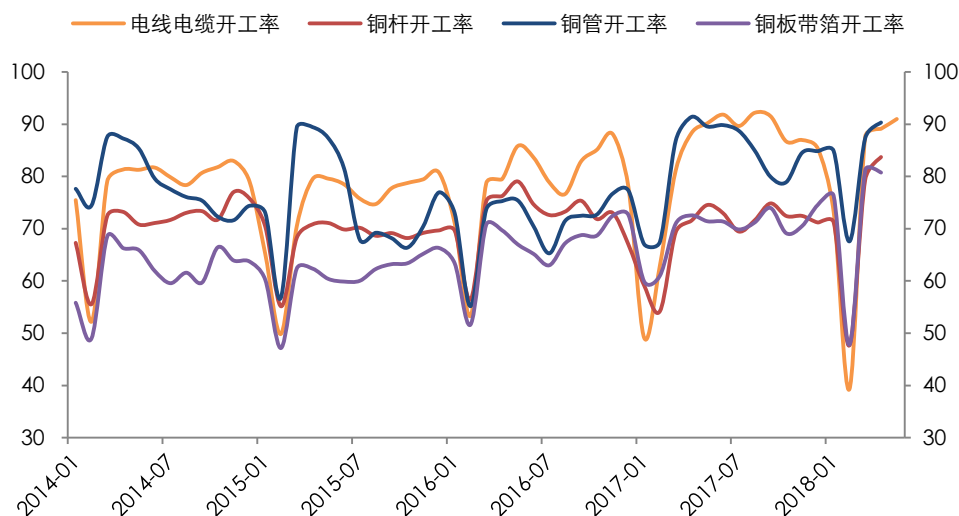
从数据对比看，今年铜材开工率整体好于去年，终端消费平稳为主。铜杆、铜板带箔 4 月份开工率高于去年同期，铜管开工率由于今年空调订单下滑微幅下滑 1.07，但仍维持在 90.32% 高位。

图 6:国内铜材产量: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7:国内铜材开工率情况: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

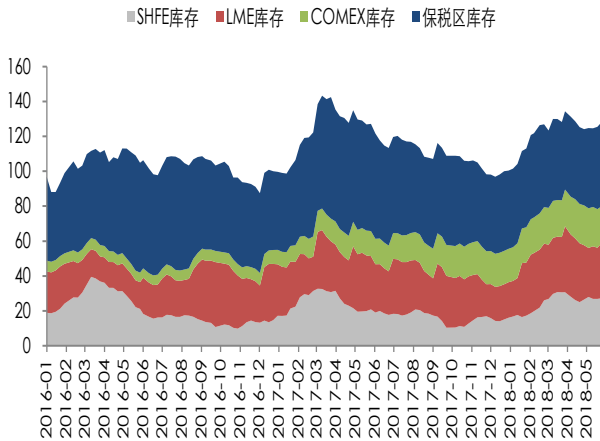
## 2.5 库存整体与去年持平, 库存压力不大

在国内精铜产量加快释放以及精铜进口仍有 5% 以上增速的条件下, 三大交易所加上保税区铜库存同比去年基本持平, 说明当前精铜消费不差, 印证我们对终端消费不差的判断。

数据上看, 截至 6 月 1 日, 三大交易所加上保税区库存总共 128.34 万吨, 同比去年仅小幅增加 1.31 万吨。

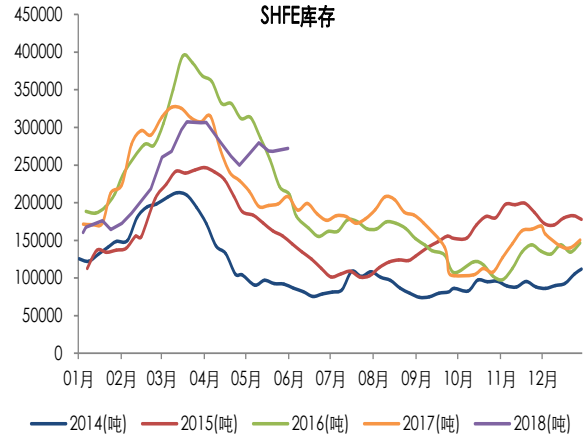


图 8:全球铜总库存（显性库存+保税区）：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9:上期所铜库存季节性：吨



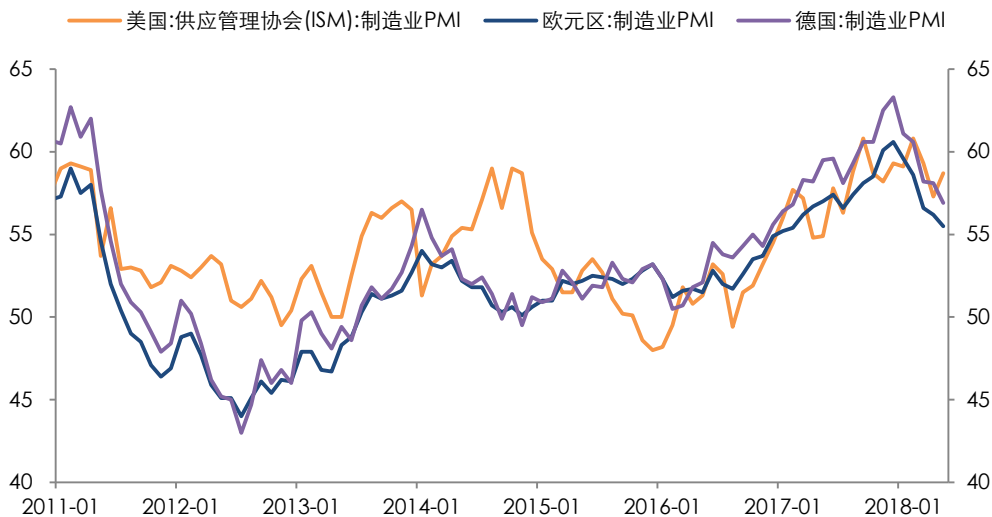
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.宏观面

#### 3.1 欧美国家制造业 PMI

欧美国家精铜消费占全球比例在 21%左右，是中国以外最大的两个消费区域。从欧美国家制造业表现看，虽然去年 12 月份以来，制造业景气度高位下滑，但今年 5 月份数据已经出现缓和，其中欧元区 5 月制造业 PMI 符合预期，维持在 55.5，美国 5 月制造业 PMI 回升至 58.7 高位。从制造业情况看，欧美国家铜消费未见明显转弱迹象。我们认为目前欧美发达国家实体经济良好，后期对铜消费预期大概率维持低速平稳状态。

图 10:欧美地区制造业 PMI 走稳



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 3.2 铜金融属性相关指标

近期美元指数强势回升，一度涨破 95，铜投机属性受到抑制。但从铜自身基本面商品属性来看，中长期支撑铜价回暖的铜矿产能周期、废铜供应紧张因素并未改变，我们维持看涨铜价观点不变。

图 11:美元指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 结论

**1. 大矿企二至四季度预期产量释放速度减缓，铜矿今年基本没有新增产能释放，供应端支撑矿价的逻辑短期不会改变。**

5 月份，Codelco、Glencore、KGHM Polska 一季度财报陆续公布，结合前期公布的矿企财报来看，一季度大矿企产量正常释放，前 10 大矿企 (CR10: 51%) 一季度铜产量增加 26.38 万吨，增幅 11.41%，但从我们对矿企年度产量预期来看，后三个季度产量释放将明显放缓 (累计增量预期 36.54 万吨)，而且从中小矿企的产量预期看，今年 11-20 位矿企铜产量预期增量只有 3.2 万吨，增幅仅有 1.06%，明显低于去年同期。

从矿企铜产能计划看，今年基本没有新增产能释放，供应端铜矿产量释放放缓支撑矿价的逻辑短期不会改变。

**2. 印度 Vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂继续关停，全球精炼铜产量增速或将放缓。**

印度南部 Tamil Nadu 地方政府已经下令永久关闭 Vedanta 旗下 40 万吨印度最大的铜冶炼厂，对全球尤其印度精铜供应冲击较大 (2017 年印度精铜产量仅为 84.5 万吨)。如果此次关停事件迟迟得不到解决，对全球精铜供应或造成较为严重的冲击。

**3. 废铜供应问题短期难以实质性缓解。**

从我们 5 月下旬对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前下游铜材产能扩张产线，基本都以精铜作为原料，精铜替代废铜需求向好，后期精铜消费整体出现向下拐头的几率不大。

**4. 后期铜消费增速大概率继续维持平稳，支撑铜价上涨的动力主要在供应端铜矿产量释放预期放缓以及废铜紧张导致精铜替代性需求向好的驱动。我们仍然维持看涨铜价的观点。**

## 等待逢高沽空机会

2018年6月4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：偏弱震荡

铁矿石5月冲高回落，最终期货小幅收涨，外矿现货小幅收跌。5月份钢厂生产积极性仍然较好，高炉开工率一路走高，同时对于铁矿石进行了一定的补库，对于矿价有一定支撑。但由于铁矿整体供给依然过剩，同时市场对于钢材存在季节性需求减少的预期，故价格整体依然以震荡为主。

供给方面，5月巴西与澳大利亚铁矿石发货总量与去年同期相比，略有上升，澳大利亚发往中国的量也出现一定增长；从外矿发货的季节性规律来看，预计6月发货将小幅走高。港口库存方面，5月全国铁矿石港口库存曾出现小幅下滑，但整体下滑幅度有限，同时库存在月末再次回升到1.6亿吨以上的高位。铁矿石整体供应压力依然较大。

需求方面，钢厂高炉开工率延续了此前的上升趋势，但月末开始出现小幅下滑；我们认为受制于非采暖季环保限产的因素，后续高炉开工率继续走高的难度较大，而近期再加上上合峰会的影响，预计高炉开工率短期或维持震荡。5月在钢厂生产积极性较高的情绪下，钢厂进口矿可用天数目前增加至25.5天的相对较高位置；我们认为目前钢厂库存已经相对较高，再加上环保的因素，后续继续补库的可能性不大。

目前铁矿石供给维持宽松，而需求方面，钢厂高炉开工率目前达到一定程度的瓶颈，同时钢厂自身铁矿石库存较为充足，继续补库的可能性不大。随着钢材进入消费淡季，预计矿石偏弱震荡。建议投资者暂时观望，等待逢高沽空的机会，仅供参考。

#### 螺纹钢：走势不确定性较强

5月是传统意义的跌月，但在库存快速下降以及边际供应增幅不足的情况下，钢材期货5月走势震荡偏强，现货涨跌不一略有回落。

钢材社会库存连续12个月下降，降幅超过往年。预示5月供需层面有多过往年的利多，主因之一是去掉地条钢后



产量增长的弹性不足，之二是需求层面短期仍然有韧性。虽然表内钢材生产出现

在社会库存下降之后，6、7月淡季来临之际，市场存在较多不确定因素。由于库存垫的消失，市场开始忧虑供应不足。加之青岛峰会减产落到实处，市场矛盾从电炉成为供应边际变为高炉、电炉产能相对不足上。

但是从需求来看，整体大需求面又欠佳。短期来看，一旦步入真正的淡季即6月下旬之后，需求实质性下降，则电炉仍然生产会造成库存高于预期的增加。长期来看，资金偏紧，基建减慢，房地产虽有韧性但增速仍在下降，整体大需求可能又看淡。

我们并不太看好6月钢市走势，但短期供应问题在6月初仍有支撑，我们建议6月初观望为主，等待冲高后6月中旬左右的沽空机会。

## 1.行情回顾

5月份铁矿石震荡，截至5月31日，I1809收于462.5元/吨，月涨2元/吨，涨幅0.43%。月末持仓量为164.9万手。

5月份螺纹钢收涨，截至5月31日，RB1810收于3696元/吨，月涨103元/吨，涨幅2.87%。月末持仓量为315.2万手。

图 1：铁矿石主力 I1809 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 RB1810 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

铁矿石港口现货持稳。截至5月31日,青岛港澳澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于450元/吨,月环比跌7元/吨。唐山66%铁精粉价格收于475元/吨,月环比涨10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5月31日,普氏指数报收于64.3美元/吨,月环比下跌1.05美元/吨。

图4: 普氏指数(美元/吨)

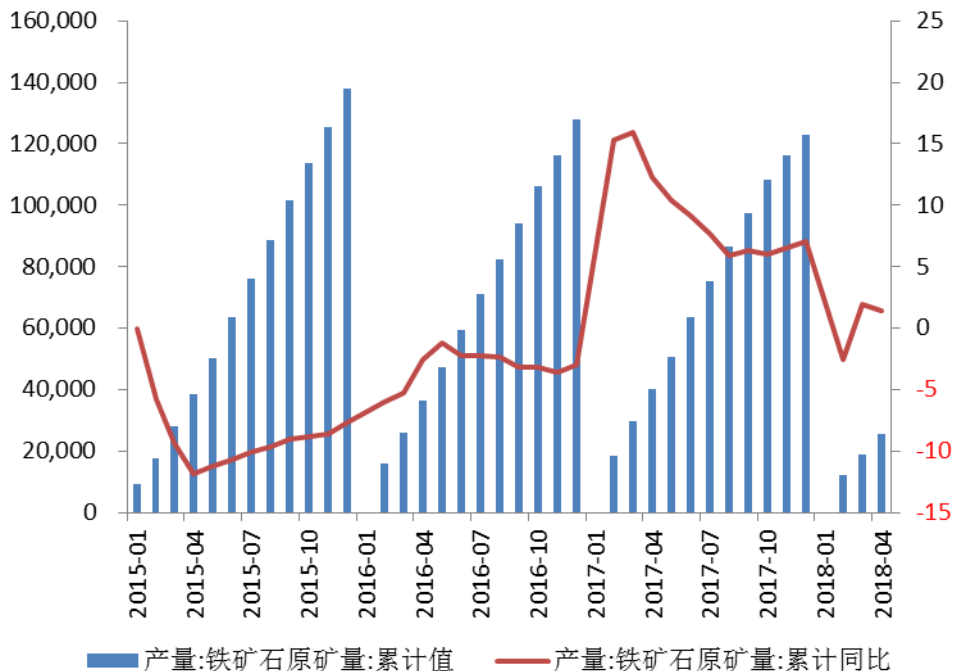


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 国产原矿产量复苏缓慢

截至 2018 年 4 月，国内铁矿石原矿累计生产 2.55 亿吨，累计同比上涨 1.4%。

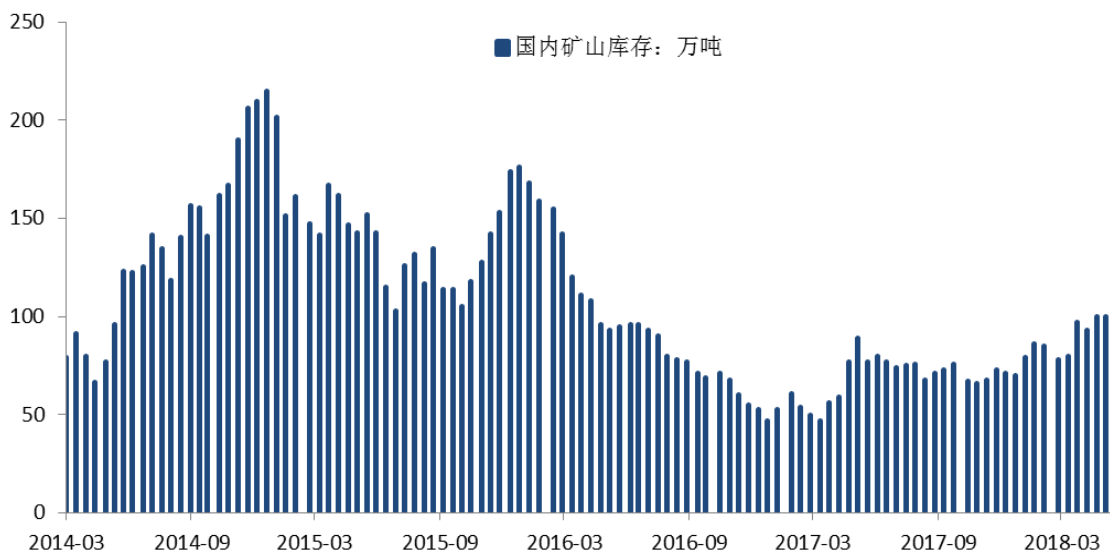
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 5 月 25 日，国内矿山铁精粉库存 94 万吨，与 4 月底相比减少 6 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

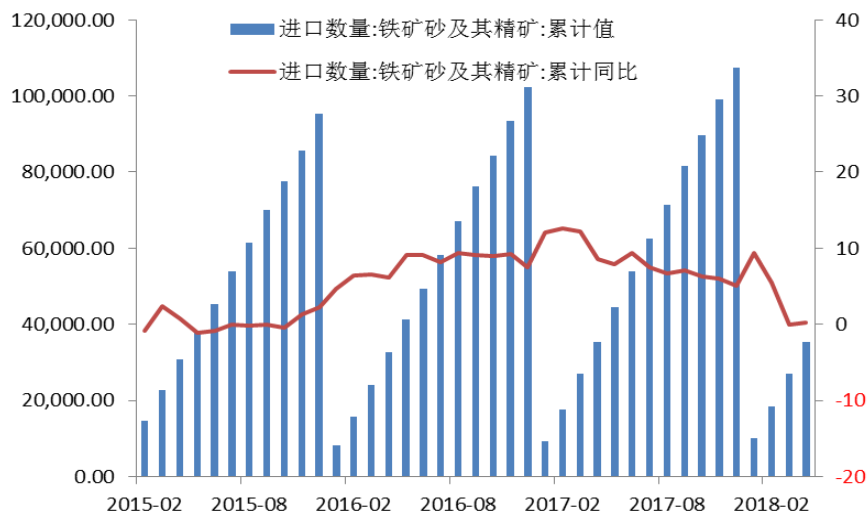


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.3 铁矿进口量保持稳定

2018 年前 4 个月，我国累计进口铁矿砂及其精矿 35340 万吨，同比增加 0.2%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 铁矿石港口库存处于高位

截至 6 月 1 日，铁矿石港口库存为 16040.16 万吨，与 4 月底相比上升 131.75 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 25.5 天，与 4 月底相比上升 3 天。铁矿港口库存高位继续上升，钢厂铁矿库存富裕，说明铁矿供应非常充裕。

图 8：铁矿石进口矿可用天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

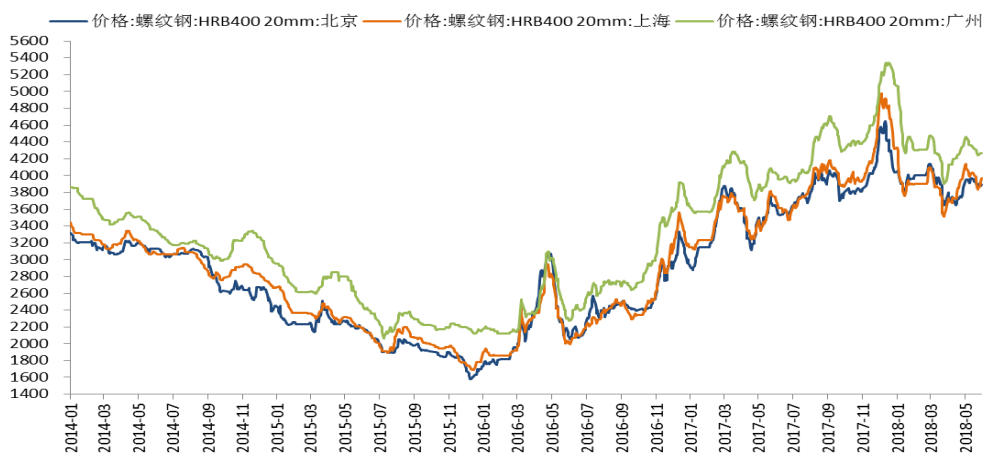


### 3.螺纹钢基本面分析

#### 3.1 钢材现货价格

截至 5 月 31 日，北京螺纹钢收于 3890 元/吨，月涨 30 元/吨；上海螺纹钢收于 3970 元/吨，月跌 50 元/吨；广州螺纹钢收于 4270 元/吨，月跌 80 元/吨。现货螺纹钢涨跌不一。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

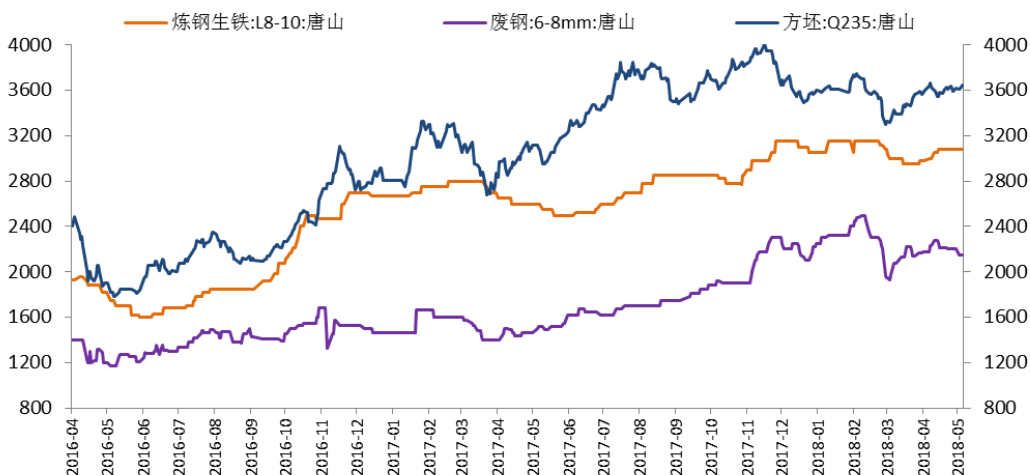


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2 生铁废钢价格

截至 5 月 31 日，唐山方坯收于 3650 元/吨，月涨 60 元/吨；生铁价格收于 3080 元/吨，月涨 100 元/吨；废钢价格跌 30 元/吨，收于 2150 元/吨。生铁价格回升，废钢却走弱，电炉产能释放可能不如预期。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

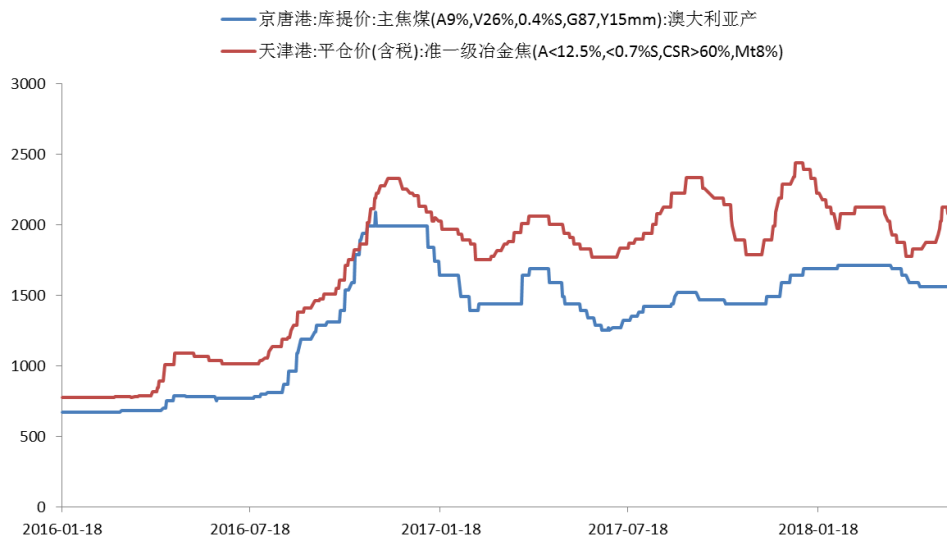


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 焦化利润扩大

截至 5 月 31 日，京唐港焦煤收于 1560 元/吨，月环比持平；天津港焦炭上涨 250 元，至 2075 元/吨。焦化厂限产等事件使得焦化利润明细走好。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

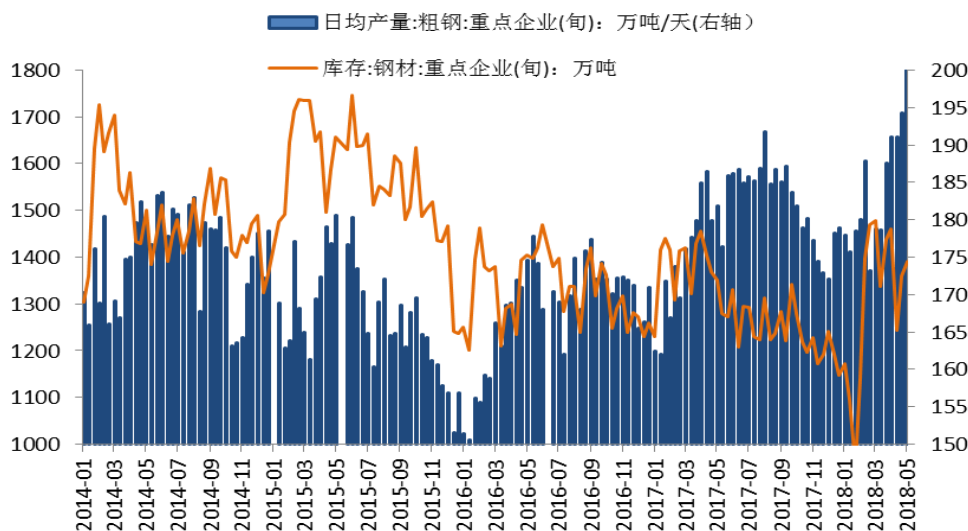


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 钢厂日均产量历史新高

与 4 月上旬相比，2018 年 5 月上旬重点钢企粗钢日产 194.33 万吨，环比上升 6.73 万吨；重点企业库存 1360.81 万吨，环比下降 77.48 万吨。钢厂表内生产出现历史新高。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

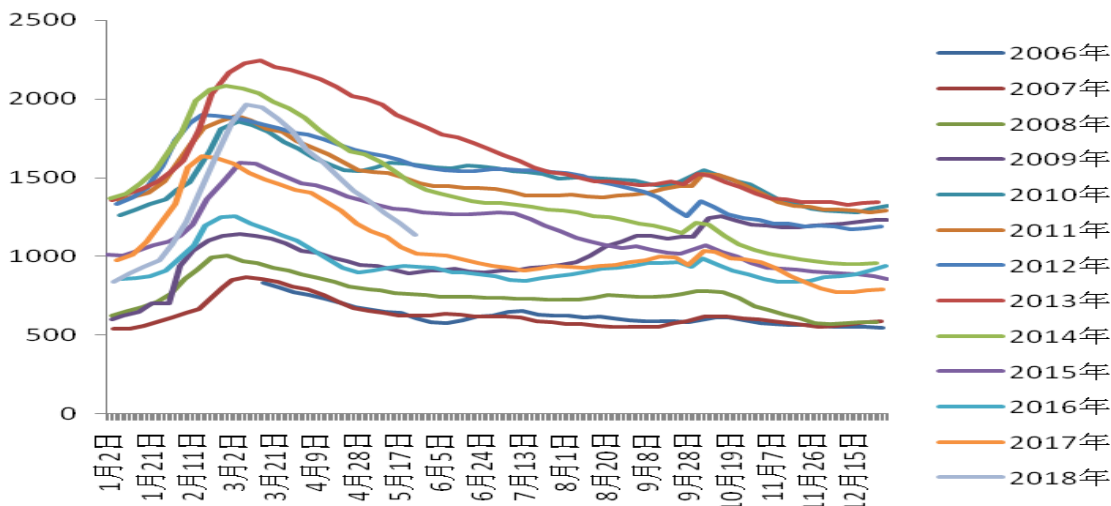


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.5 钢材社会库存下降超过往年

截至 6 月 1 日，全国主要钢材品种库存总量为 1076.61 万吨，与 5 月初相比下降 267.49 万吨。在 2018 年初钢材社会库存积累到了 1952 万吨的高位，这一库存位置是在取暖季限产实施下达到的，且超过前三年的高点，大大超出市场想象，随后便引来了钢材市场的一波暴跌。但是随后的三个月钢材库存去化速度非常快，截止 2018 年 6 月 1 日，钢材社会库存 12 周的时间钢材库存下降了 876 万吨，显示出供需差值的迅速缩小。

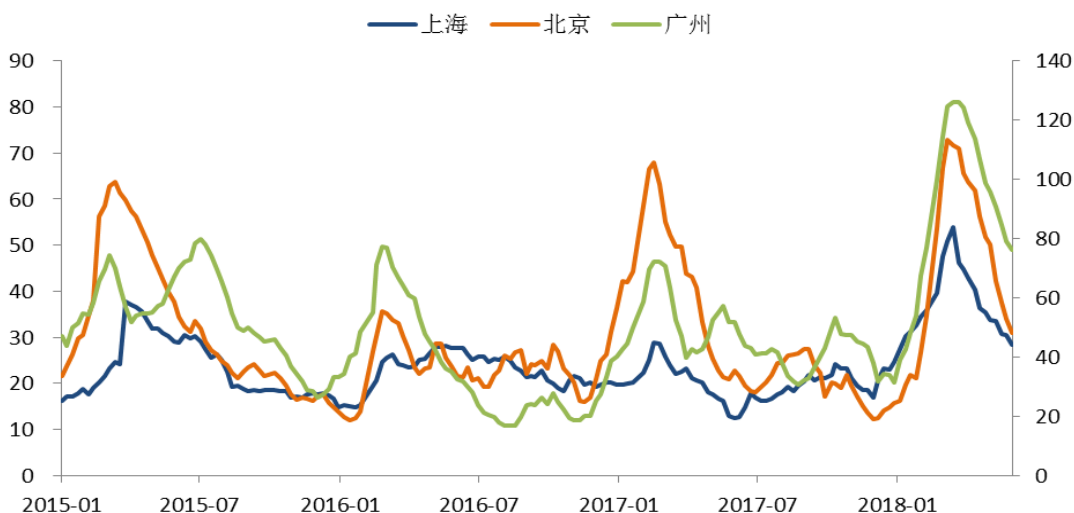
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 6 月 1 日，螺纹钢上海库存 28.38 万吨，月环比下降 5.46 万吨；广州库存 76.06 万吨，月环比下降 19.78 万吨；北京库存 30.89 万吨，月环比下降 19.24 万吨。

图 14：北上广三地螺纹钢社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.6 钢厂高炉开工率

截至 6 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 84.66%；高炉开工率为 71.82%，月环比继续上升。表内数据继续增加也体现在新高的粗钢产量上。

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 终端采购略有下滑

截至 5 月 25 日，上海地区线螺采购量 5 月周度均值 25958.75 吨，环比 4 月下降。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

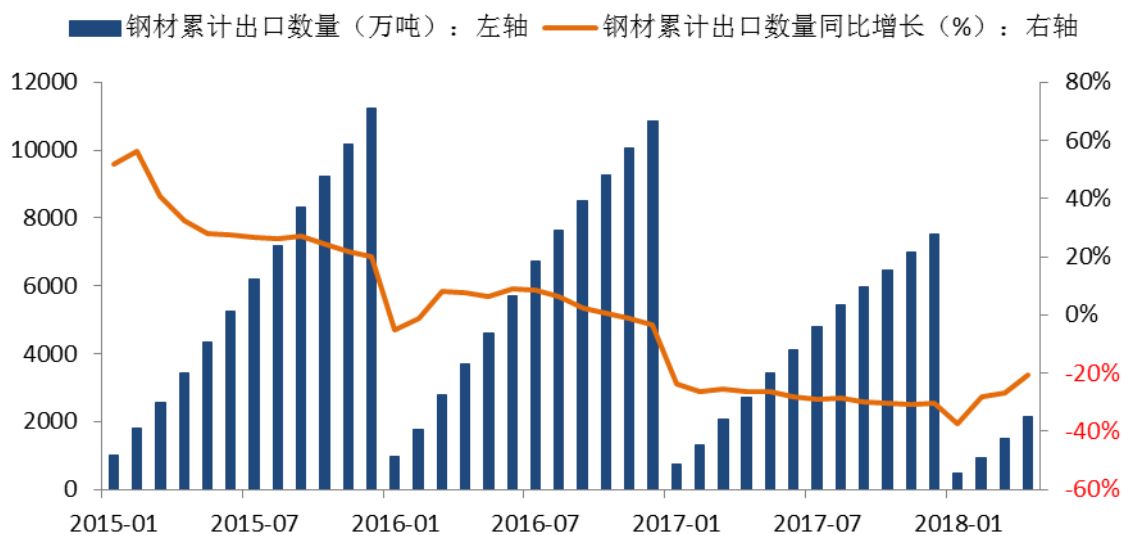


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.8 钢材出口维持弱势

2018年4月钢材出口为648万吨，同比下滑0.15%。

图 17：钢材出口（万吨）

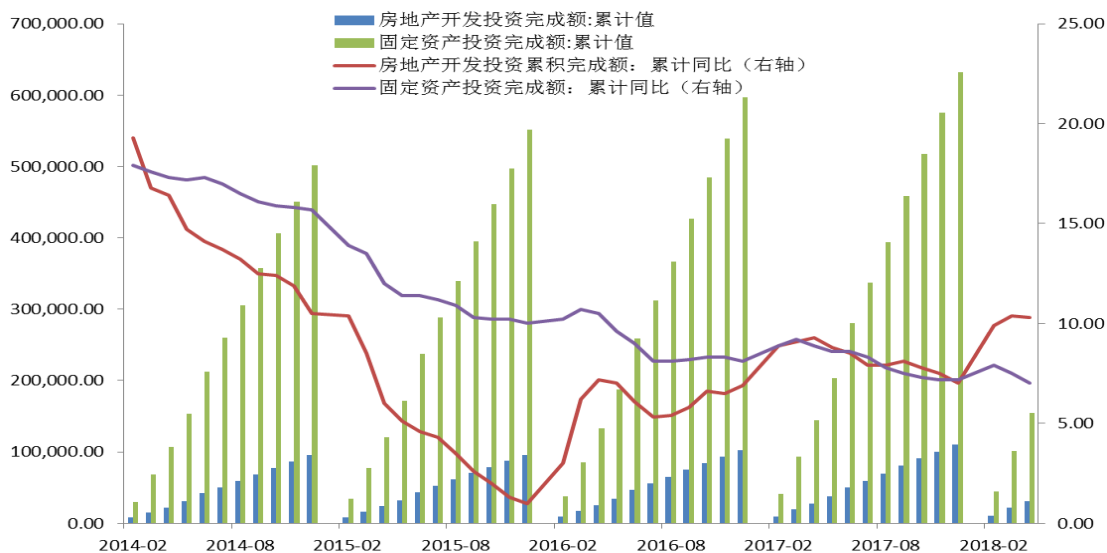


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.9 房地产投资增幅微降

截至 4 月，今年固定资产累计开发投资为 15.4 万亿，同比去年增加 7%；房地产累计开发投资为 3.06 万亿元，同比去年增加 10.3%，增长率环比微跌。房地产需求仍然相对具有韧性。但是增幅仍然出现下降。

图 18：固定资产及房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.总结

### 铁矿石:

目前铁矿石供给维持宽松，而需求方面，钢厂高炉开工率目前达到一定程度的瓶颈，同时钢厂自身铁矿石库存较为充足，继续补库的可能性不大。随着钢材进入消费淡季，预计矿石偏弱震荡。建议投资者暂时观望，等待逢高沽空的机会，仅供参考。

### 螺纹钢:

在社会库存下降之后，6、7月淡季来临之际，市场存在较多不确定因素。由于库存垫的消失，市场开始忧虑供应不足。加之青岛峰会减产落到实处，市场矛盾从电炉成为供应边际变为高炉、电炉产能相对不足上。

但是如果看涨，整体大需求面又欠佳。短期来看，一旦步入真正的淡季即6月下旬之后，需求实质性下降，则电炉仍然生产会造成库存高于预期的增加。长期来看，资金偏紧，基建减慢，房地产虽有韧性但增速仍在下降，整体大需求可能又看淡。

我们并不太看好6月钢市走势，但短期供应问题在6月初仍有支撑，我们建议6月初观望为主，等待冲高后6月中旬左右的沽空机会。

## 多空因素交织，煤价继续大幅上涨可能性较小

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

5月份，动力煤期货市场整体呈现“N”型走势。进入5月份，下游电厂日耗持续提升，需求预期向好，现货价格大幅上涨，从而上半月动煤价格震荡上行；随后由于政策调控力度加大，市场信心转弱，动煤价格大幅下挫；然后由于国务院会议提出最大限度减少政府对市场活动的直接干预，加之部分主产区环保检查“回头看”，动煤价格快速走高，并修复之前的跌幅。主力合约ZC809报收624.0元/吨，月涨26.4元/吨，涨幅4.42%；持仓35.9万手，成交1046.7万手，大幅放量增仓。

截至5月30日，环渤海动力煤价格指数报570元/吨，比上月同期下跌2元/吨，跌幅为0.35%。由于下游电厂日耗不断走高，市场煤价大幅上涨；但长协煤优势继续凸显，占比进一步提升，加之政策调控效应仍将逐渐显现，从而BSPI指数略有回落。

#### ● 后市展望及策略建议

随着“迎峰度夏”的临近，下游电厂日耗和需求将稳定增加，补库积极性逐渐提升；加之部分主产区环保检查“回头看”，预计短期煤市仍将呈现阶段性供需偏紧态势。同时大型煤企上调月度长协煤价格，市场看涨预期渐浓，将对煤价形成一定支撑。

但目前政策调控预期仍存，加之先进产能持续释放、主产地积极配合生产增加产量、铁路加大长协煤运输量，以及水力发电逐渐恢复、电厂限价采购高价煤，预计后期煤价继续大幅上涨可能性较小。

短期动煤价格或维持高位运行为主，后续仍需重点关注产区供给、市场需求变化及政策面影响。建议投资者继续关注ZC901-ZC809的反套操作，上半月仍可关注多ZC807多ZC901空ZC809的蝶式套利操作，仅供参考。

## 1. 信息回顾

### 1.1 制造业继续保持稳步发展

2018年5月31日，国家统计局发布数据显示，2018年5月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.9%，高于上月和上年同期0.5和0.7个百分点，为2017年10月以来的高点，制造业扩张步伐加快，发展动力进一步增强。同期，5月财新中国制造业PMI为51.1%，与前值持平，已连续1年处于扩张状态，显示出制造业发展依然较为强劲。

5月财新制造业PMI和官方制造业PMI走势虽有所差异，但二者均处于较好景气区间内，工业品价格存在上行趋势，但出口形势依然严峻。

### 1.2 九项措施力促煤价回归合理区间运行

新华社5月18日，国家发展改革委经济运行调节局负责人18日说，当前煤炭供需形势总体平稳，供给和运力均有保障，煤炭价格大幅上涨没有市场基础。

这位负责人说，为进一步稳定煤炭市场、促进市场煤价回归合理区间，近期还将采取9项措施：增产量、增产能、增运力、增长协、增清洁能源、调库存、减耗煤、强监管、推联营。

### 1.3 两部门：严惩操纵市场价格等三类扰乱煤炭市场行为

5月22日，国家发展和改革委员会与国家市场监督管理总局办公厅联合发布通知，公布煤炭市场违法违规行为举报方式。

通知指出，公布煤炭市场违法违规行为举报方式旨在进一步规范煤炭市场秩序，保障煤炭上下游企业合法权益，避免违法违规行为破坏正常的供求平衡关系，有关部门将加强煤炭市场监管，严厉打击违法违规炒作煤价、囤积居奇等行为。

### 1.4 最大限度减少政府对市场活动的直接干预

李克强总理5月25日在国务院全体会议上强调，放宽市场准入首先是要放权，这是一场刀刃向内的改革，依然是政府部门今后推进改革的关键。目前一些政府部门仍有不少该放的权还没放，管了不少不该管的事，特别是市场准入中的各种许可等限制仍然很多，严重影响企业投资和群众创业创新。下一步要继续大力放权减权，尽可能减少微观管理事务和具体审批事项职能，最大限度减少政府对市场资源的直接配置，最大限度减少对市场活动的直接干预。

### 1.5 第一批中央环保督察“回头看”将全面启动

5月25日，经党中央、国务院批准，近日，第一批中央环境保护督察“回头看”将全面启动。

目前，6个中央环境保护督察组已组建，分别负责对河北、河南，内蒙古、宁夏，黑龙江，江苏、江西，广东、广西，云南等省（自治区）开展“回头看”督察进驻工作。



## 1.6 发电集团纷纷采取措施促进煤价回归理性

针对目前非理性的市场煤价，几大发电集团在传统耗煤淡季纷纷采取措施，积极引导煤价下行。近期，华能集团、大唐集团、华电集团、国家电投集团等对内提出明确要求，严禁所属企业采购高价市场煤；严禁在动力煤期货市场炒作套利；加强供应商管理及中长期合同履约兑现。

## 1.7 6月神华年度长协、月度长协价格公布

神华公布 2018 年 6 月年度月度长协价格：年度长协价未降，月度长协价每吨上涨 25-33 元，特殊煤种现货价 6 月 1 日起涨 45 元/吨。

## 2. 行情回顾 2.1 动力煤期价走势

5 月份，动力煤期货市场整体呈现“N”型走势。进入 5 月份，下游电厂日耗持续提升，需求预期向好，现货价格大幅上涨，从而上半月动煤价格震荡上行；随后由于政策调控力度加大，市场信心转弱，动煤价格大幅下挫；然后由于国务院会议提出最大限度减少政府对市场活动的直接干预，加之部分主产区环保检查“回头看”，动煤价格快速走高，并修复之前的跌幅。主力合约 ZC809 报收 624.0 元/吨，月涨 26.4 元/吨，涨幅 4.42%；持仓 35.9 万手，成交 1046.7 万手，大幅放量增仓。

图 1：动煤 ZC809 行情走势

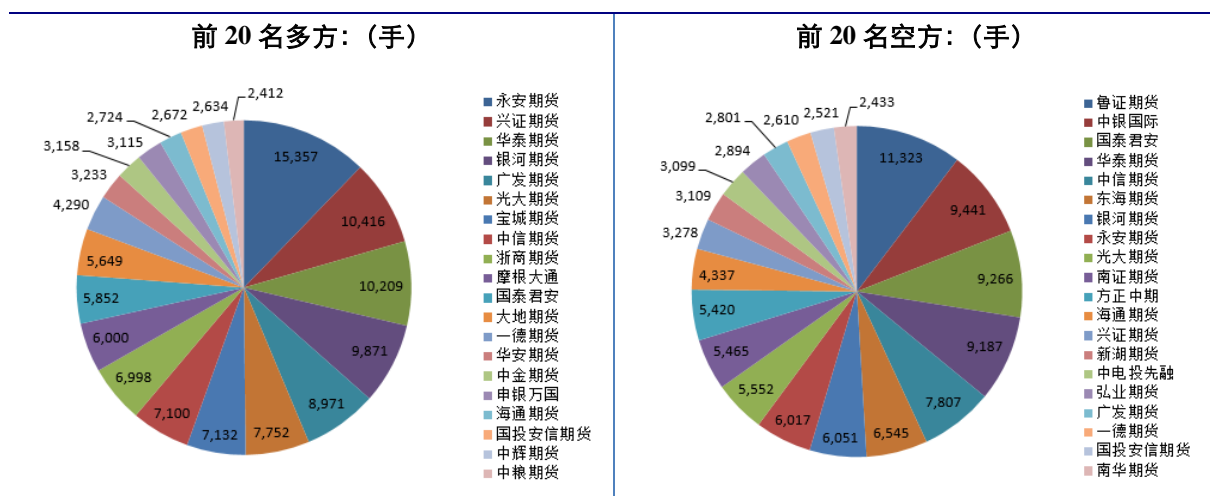


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

## 2.2 持仓情况

截至 6 月 1 日，主力合约 ZC809 前 20 名持买仓量由 108103 手增至 125545 手，前 20 名持卖仓量由 101643 手增至 109156 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 163565 手，前 20 名持卖仓量 146300 手。从机构层面看，多方较空方仍然维持着较大的优势。

图 2: ZC809 合约多空双方持仓情况



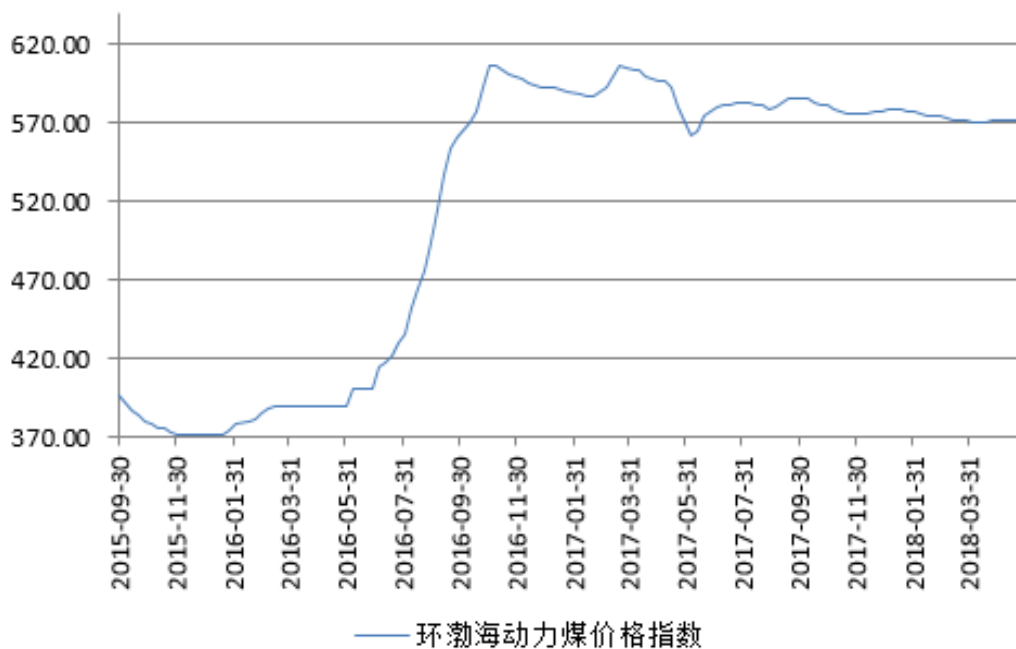
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

### 3. 现货市场

#### 3.1 环渤海价格指数

截至 5 月 30 日,环渤海动力煤价格指数报 570 元/吨,比上月同期下跌 2 元/吨,跌幅为 0.35%。由于下游电厂日耗不断走高,市场煤价大幅上涨;但长协煤优势继续凸显,占比进一步提升,加之政策调控效应仍将逐渐显现,从而 BSPI 指数略有回落。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)

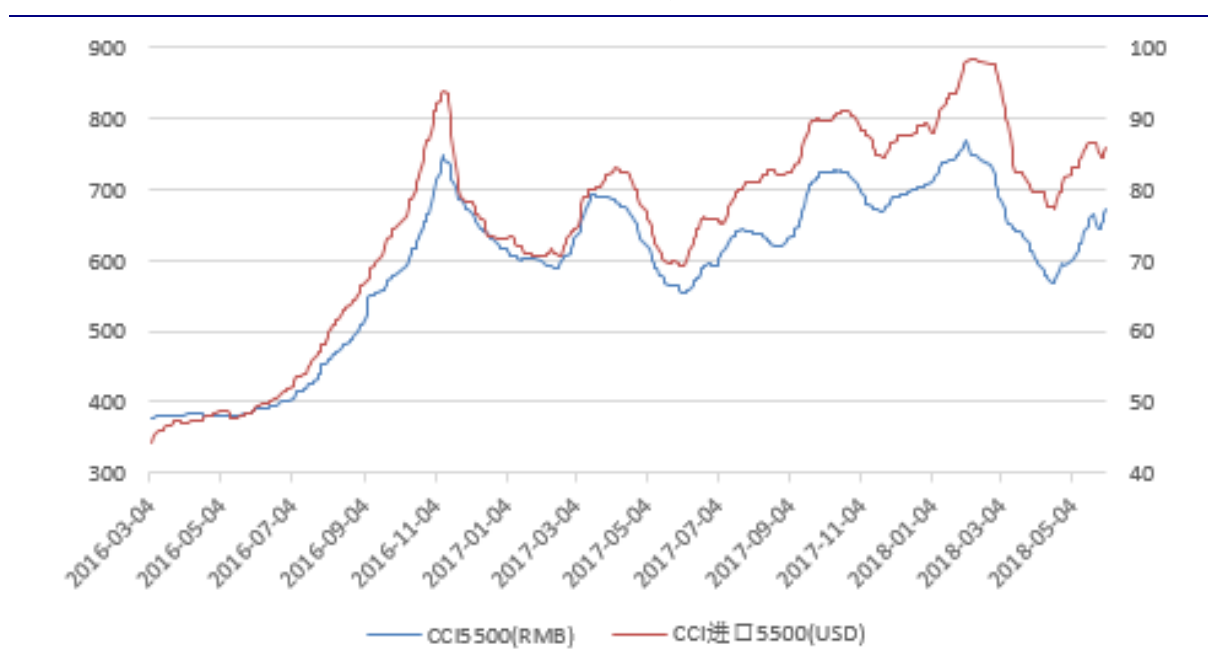


数据来源: 兴证期货研发部, Wind

### 3.2 CCI 指数

由于下游电厂日耗持续上升，需求预期向好，现货价格大幅上涨；5 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均大幅走高。截至 6 月 1 日，CCI5500 指数由 598 元/吨大幅上涨至 672 元/吨，上涨 74 元/吨或 12.37%；CCI 进口 5500 指数由 82 美元/吨上涨至 86 美元/吨，上涨 4 美元/吨或 4.87%。

图 4：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

### 3.3 国际动力煤市场

5 月份，国际动力煤市场延续偏强运行，均继续上涨。

(单位: 美元/吨)	4 月 30 日	5 月 4 日	5 月 11 日	5 月 18 日	5 月 25 日	5 月 31 日
纽卡斯尔 NEWC	100.80	101.35	101.64	107.75	109.82	108.32
理查德 RB	97.23	98.57	104.23	106.29	104.88	105.61
欧洲 ARA 港	86.13	85.35	89.88	92.88	91.71	95.03

截止 5 月 31 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 108.32 美元/吨，较上月上涨 7.52 美元/吨，涨幅为 7.46%；南非理查德港动力煤价格指数 105.61 美元/吨，较上月上涨 8.38 美元/吨，涨幅为 8.62%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 95.03 美元/吨，较上月上涨 8.90 美元/吨，涨幅为 10.33%。

图 5：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

## 4. 基本面

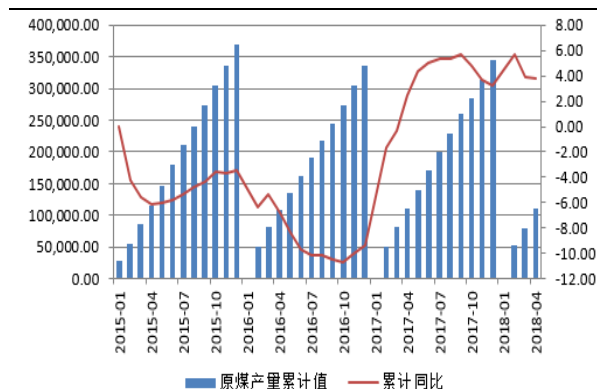
### 4.1 先进产能逐步释放，产量继续增长

2018 年 1-4 月份，全国原煤累计产量 10.97 亿吨，累计同比增长 3.8%；其中 4 月份原煤产量 2.93 亿吨，同比增长 4.1%。

2018 年 1-4 月份，山西省煤炭累计产量 26861 万吨，累计同比增长 0.25%；其中 4 月份产量 7411 万吨，同比增长 1.4%。陕西省煤炭累计产量 17931 万吨，累计同比增长 14.6%；其中 4 月份产量 4916 万吨，同比增长 11.3%。内蒙古煤炭累计产量 29231 万吨，累计同比增长 5.1%；其中 4 月份产量 7720 万吨，同比增长 7.4%。

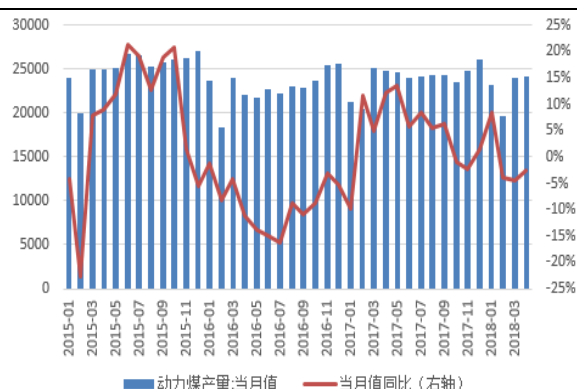
2018 年 1-4 月动力煤累计产量 9.10 亿吨，累计同比下降 0.81%；其中 4 月份动力煤产量 2.42 亿吨，同比下降 2.54%，环比增长 0.49%。

图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，wind

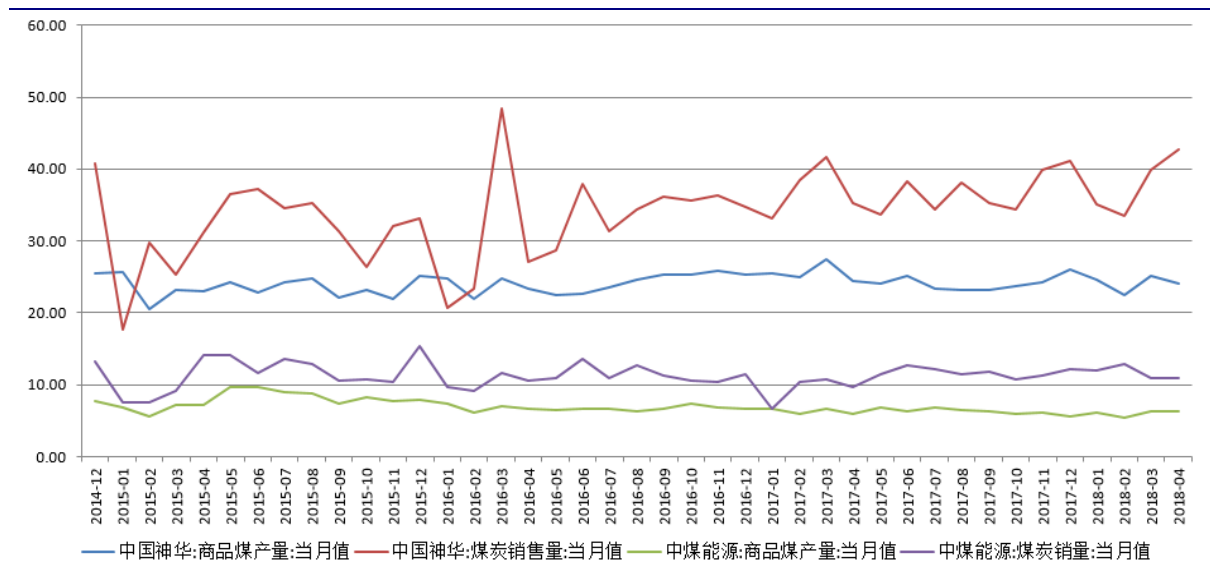
图 7：动力煤产量



数据来源：兴证期货研发部，wind

4 月份，中国神华集团煤炭产量有所减少，煤炭销量大幅增加；中煤能源煤炭产销量均有所增加。其中 4 月份，中国神华集团商品煤产量 2400 万吨，同比减少 50 万吨或 2.04%；煤炭销售量 4280 万吨，同比增加 760 吨或 21.59%。4 月份，中煤能源商品煤产量为 636 万吨，同比增加 39 万吨或 6.53%；商品煤销量为 1097 万吨，同比增加 125 万吨或 12.86%。

图 8：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



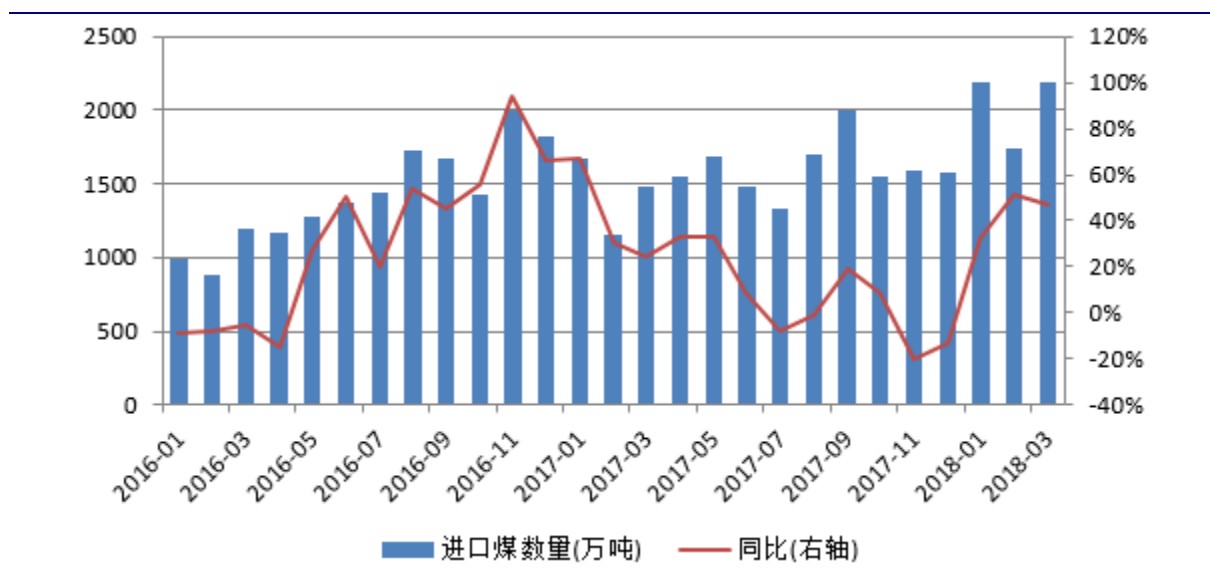
数据来源：兴证期货研发部，Wind

## 4.2 进口煤政策并未放松，进口煤量仍将减少

4 月份，中国进口动力煤（包含烟煤和次烟煤，但不包括褐煤）900 万吨，同比减少 78 万吨，下降 7.98%，环比减少 352 万吨，下降 28.12%。

1-4 月累计进口动力煤 4278 万吨，同比增加 892 万吨，增长 26.34%。

图 9：进口动力煤情况

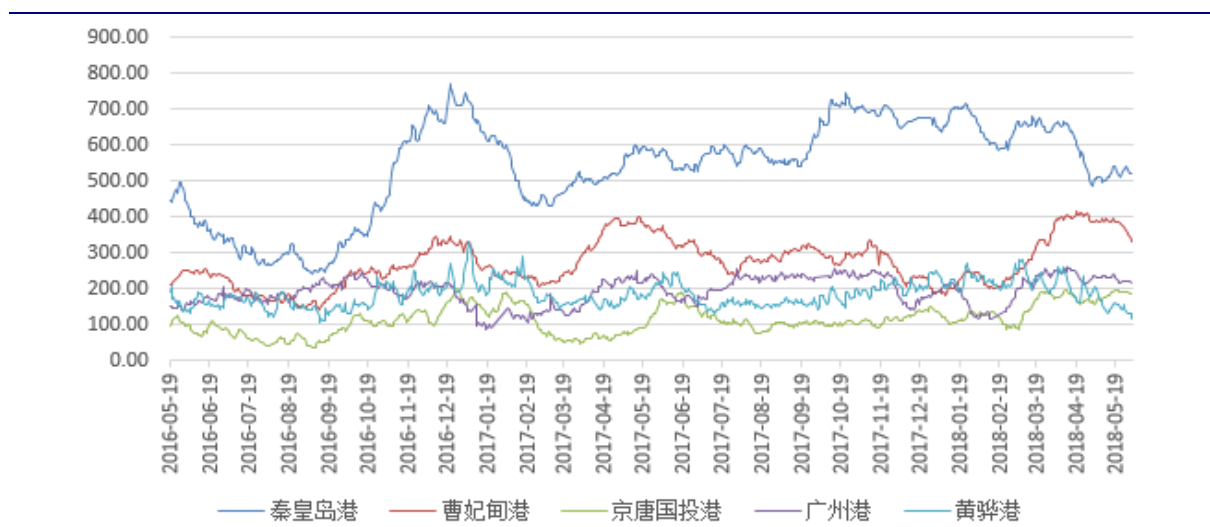


数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 4.3 港口库存未得到有效补充

自大秦铁路检修结束之后，铁路运力有所提升，但由于下游拉运增加，导致港口库存未能得到有效补充。截至6月1日，环渤海四港动力煤库存1545.6万吨，较上月同期减少111.1万吨或6.71%。秦皇岛港库存522万吨，较上月同期增加35.5万吨或7.3%。黄骅港煤炭库存114.6万吨，较上月同期大幅减少79.4万吨；曹妃甸港煤炭库存332万吨，较上月同期减少56万吨；京唐国投港煤炭库存185万吨，较上月同期增加21万吨。同期，广州港煤炭库存218.4万吨，较上月同期减少12.6万吨或5.45%。

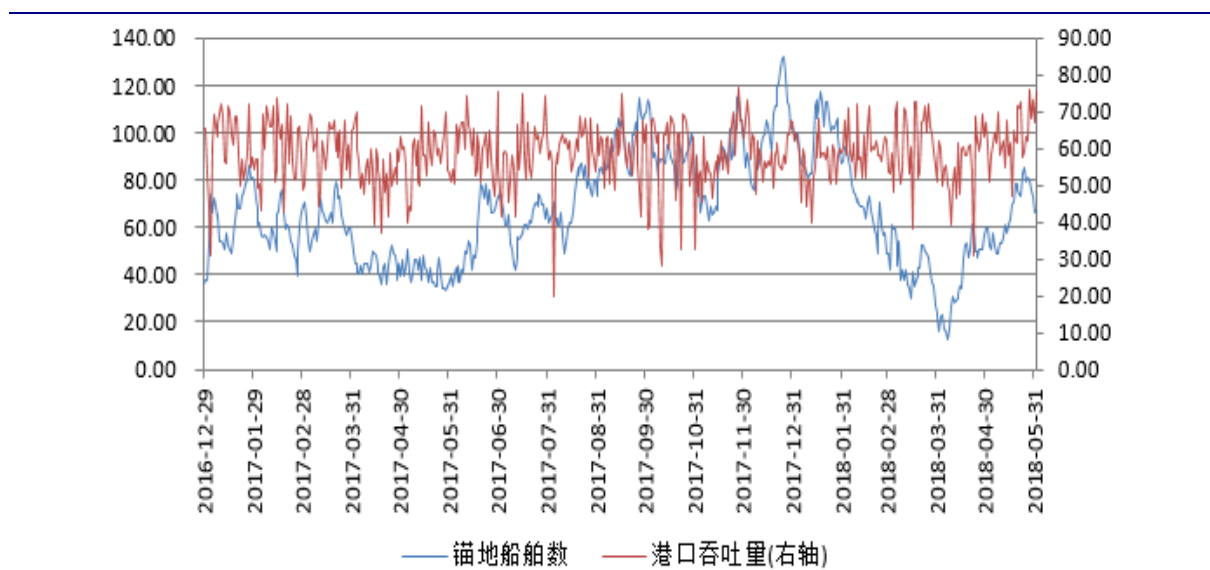
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，Wind

自大秦铁路检修结束，港口煤炭调入量恢复提升，同时下游拉运也有所增加。5月份，秦皇岛港日均铁路到车量8078车，环比增加1660车；日均调入量64.15万吨，环比增加13.17万吨。日均吞吐量63.33万吨，环比增加7.22万吨。锚地船舶数日均65.45艘，环比增加28.22艘。

图 11：秦皇岛港锚地船舶数（艘）与港口吞吐量（万吨）

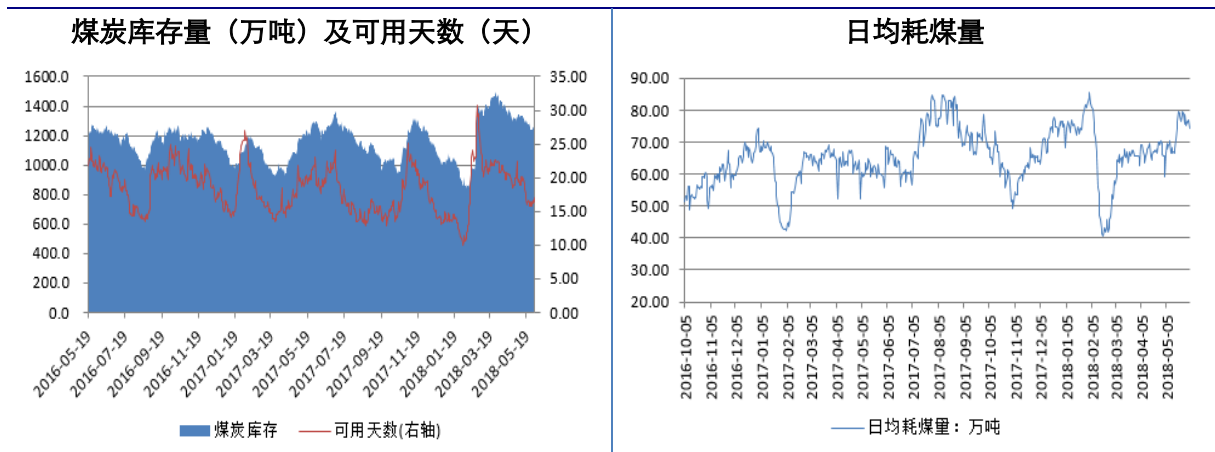


数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 4.4 电厂日耗持续上升，补库需求走强

自5月以来，高温天气频现，沿海六大电厂日耗居高不下，电煤库存下降，补库需求走强；同时随着“迎峰度夏”的临近，电厂日耗水平仍将继续高位徘徊，电煤需求旺季预期向好。但在政策合理调控下，供应、铁路运力均在不断增加，电厂对于高价煤并不考虑，仍以采购长协煤为主，市场煤成交相对有限。截至6月1日，沿海六大发电集团煤炭库存1256.4万吨，较上月同期减少43.41万吨或3.34%；可用天数由19.85天降至16.95天。日均耗煤量74.13万吨，较上月同期继续增加8.64万吨。

图 12：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 4.5 “迎峰度夏” 临近，动力煤需求预期向好

虽然受上合峰会的影响，局部区域部分工业企业受错峰生产的影响，用煤需求量将出现下滑；但随着“迎峰度夏”的临近，将带动电厂日耗煤量持续位于高位水平，电煤消费继续向上攀升的可能性较大。

电力：南方地区普遍高温，民用电需求增加，电厂日耗水平将继续高位运行，电煤需求旺季预期向好；同时三峡水电站出库量有所增加，水电逐渐恢复，或对火电有所抑制。2018 年 1-4 月全社会用电量累计 21094 亿千瓦时，累计同比增长 9.93%；其中 4 月份全社会用电量 5217 亿千瓦时，同比增长 7.82%，环比下降 2.03%。2018 年 1-4 月全国累计发电量 20877 亿千瓦时，累计同比增长 7.7%；其中 4 月份全国发电量 5108 亿千瓦时，同比增长 6.9%。2018 年 1-4 月火电累计发电量 15951 亿千瓦时，累计同比增长 7.1%；其中 4 月份火电产量 3785 亿千瓦时，同比增长 7.3%。2018 年 1-4 月水电累计发电量 2633 亿千瓦时，累计同比增长 1.3%；其中 4 月份水电产量 702 亿千瓦时，同比下降 2.6%。

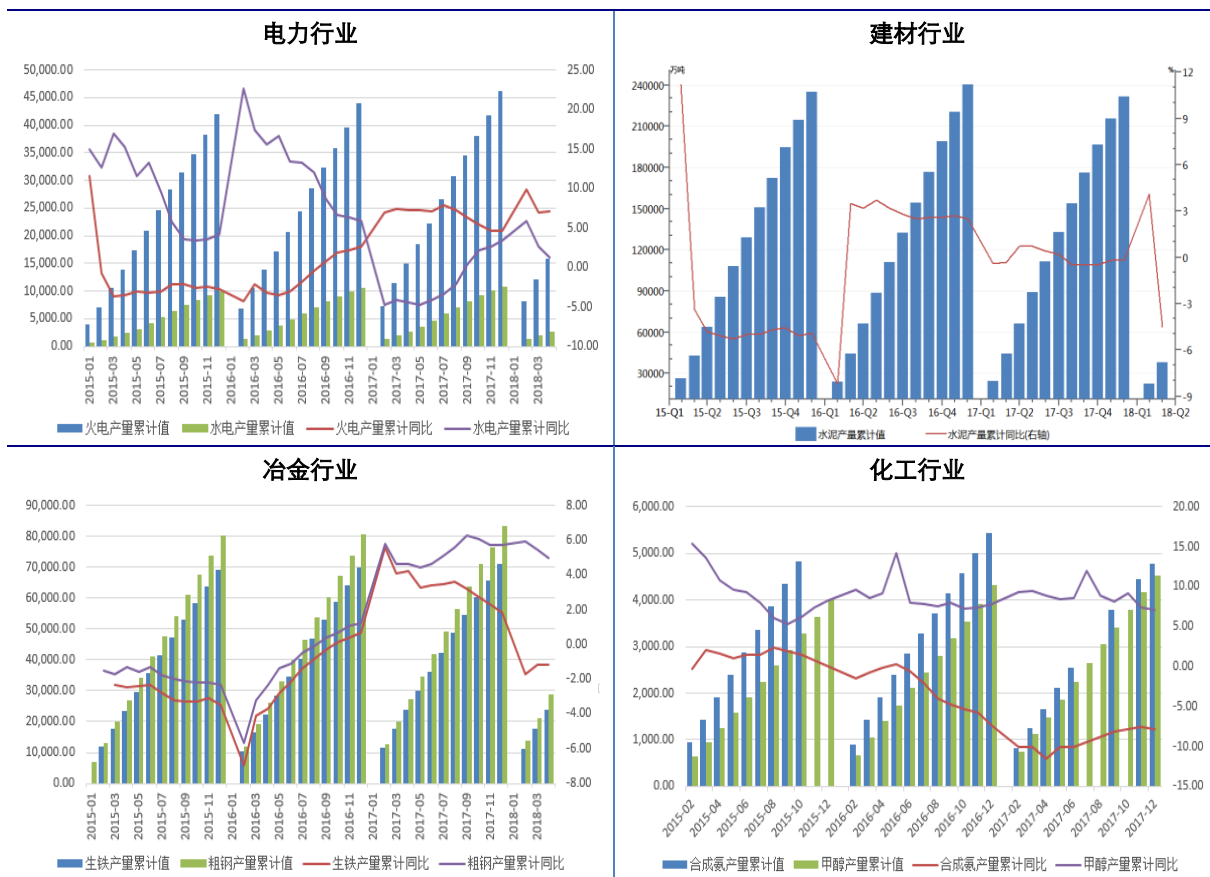
建材：水泥价格继续上涨，产业稳定向好，产量开始回升，煤炭需求基本稳定。2018 年 1-4 月全国水泥累计产量 58421 万吨，累计同比减少 1.9%；其中 4 月份水泥产量 21072 万吨，同比增长 3.2%。

冶金：钢厂利润维持高位，生产积极性依然较高，粗钢产量继续增加，但由于废钢添加比例较高，生铁产量受到一定抑制。2018 年 1-4 月全国粗钢累计产量 28897 万吨，累计同比增长 5.0%；其中 4 月份粗钢产量 7670 万吨，同比增长 4.8%。2018 年 1-4 月全国生铁累计产量 23878

万吨，累计同比下降 1.2%；其中 4 月份生铁产量 6311 万吨，同比下降 0.4%。

化工：原油价格不断上涨，化工市场整体表现较好。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 海运费震荡上行

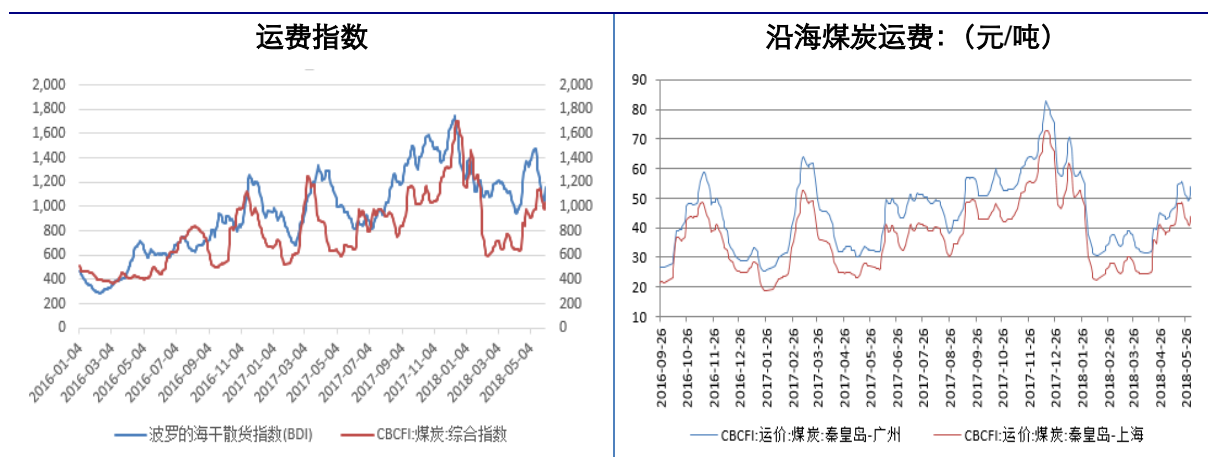
由于原油价格不断走高，从成本端推动波罗的海干散货指数 (BDI) 上半月震荡走高，并创下年内新高；但随后受到以煤炭和铁矿石运输为主的海岬型运费指数 (BCI) 下跌影响，整体干散货运市场需求冷清、交易疲弱，波罗的海干散货指数 (BDI) 连续 11 日下跌。截至 6 月 1 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1156 点，较上月同期下跌了 171 点，跌幅为 12.89%，先扬后抑。

沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 为 1034.41 点，较上月同期上涨了 111.69 点，涨幅为 12.10%。由于燃料油价格上涨，加之下游电厂日耗煤量持续上升，补库需求走强，运力需求增加，从而沿海煤炭运费震荡上涨。同时由于长协煤价的稳定上行，或对沿海煤炭运费形成一定的支撑，但在政策合理调控下，电厂采购趋于谨慎，基本以拉运长协煤为主，预计后期沿海煤炭运费或维稳运行为主。

截至 6 月 1 日，秦皇岛-广州海运费 54.1 元/吨，较上月上涨了 10.4 元/吨；秦皇岛-上海海运费 43.7 元/吨，较上月上涨了 5.3 元/吨。



图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，Wind

## 5.总结

随着“迎峰度夏”的临近，下游电厂日耗和需求将稳定增加，补库积极性逐渐提升；加之部分主产区环保检查“回头看”，预计短期煤市仍将呈现阶段性供需偏紧态势。同时大型煤企上调月度长协煤价格，市场看涨预期渐浓，将对煤价形成一定支撑。

但目前政策调控预期仍存，加之先进产能持续释放、主产地积极配合生产增加产量、铁路加大长协煤运输量，以及水力发电逐渐恢复、电厂限价采购高价煤，预计后期煤价继续大幅上涨可能性较小。

整体而言，短期动煤价格或维持高位运行为主，后续仍需重点关注产区供给、市场需求变化及政策面影响。建议投资者继续关注 ZC901-ZC809 的反套操作，上半月仍可关注多 ZC807 多 ZC901 空 ZC809 的蝶式套利操作，仅供参考。

## 关注 6 月 OPEC 会议指引

2018 年 6 月 4 日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号: F0306148

投资咨询资格号: Z0012671

刘佳利

从业资格号: F0302346

投资咨询资格号: Z0011397

施海

从业资格号: F0273014

投资咨询资格号: Z0011937

刘倡

从业资格号: F3024149

联系人: 刘佳利

021-20370972

liujl@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

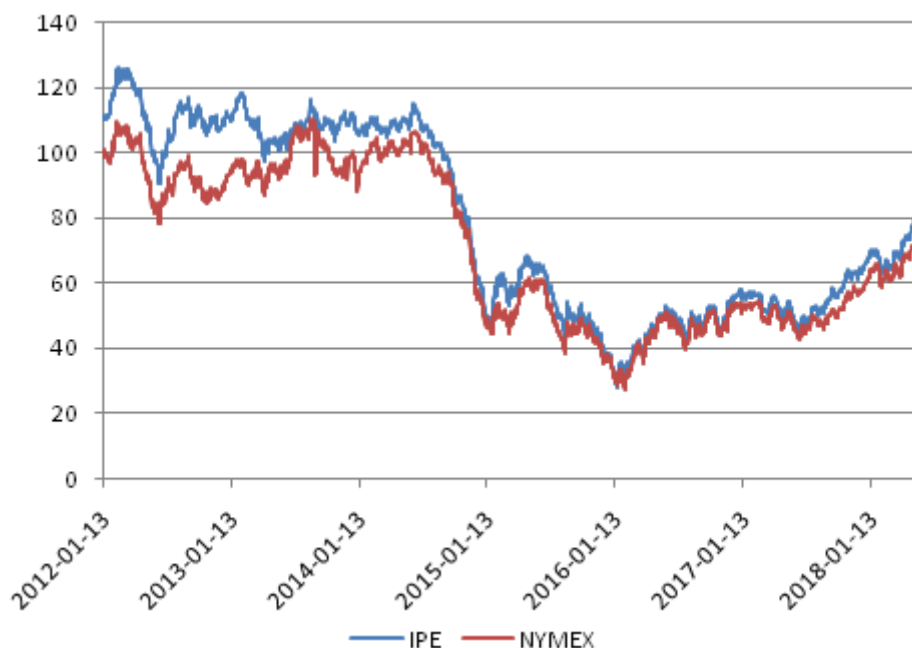
5 月份国际原油期货价格呈先扬后抑的走势。上旬在中东地缘风险持续发酵的情况下, 油价创近三年半以来的新高。布伦特原油期货主力合约最高上涨至 80.5 美元/桶, WTI 原油期货主力合约最高上涨至 72.9 美元/桶。下旬受到中美贸易摩擦升级以及 OPEC 欲放松限产的影响, 油价大幅回落。布伦特油价最低下探至 74.53 美元/桶, 较高点回落了 7.4%, WTI 油价最低下探至 65.51 美元/桶, 较高点回落了 10.1%。国内原油期货价格走势跟随外盘, 同样冲高回落, 不过整体仍然上涨。从成交量来看, 5 月份主力合约成交量达到 375 万手, 持仓量 3.38 万手 (均以双边计算), 较 4 月份都有明显的提高。可见国内原油期货市场参与度越来越高, 越来越被市场认可。

#### ● 后市展望及策略建议

总体来看, 我们认为近日沙特和俄罗斯欲增产的消息更多的是对市场心里层面的打击。双方只是想要从目前的超额减产, 恢复到正常的 100% 减产执行率, 这并不是真正的增加产量, 所以短期油价涨势势必趋缓, 以震荡偏弱运行为主, 但还不会出现趋势性的下跌, 真正改变油价上涨趋势可能还要等到 6 月 22 日 OPEC 会议。届时如果达成一定幅度的增产, 那后期 OPEC 的原油供应就会逐渐增加, 之前油价持续上涨的动力显然就会遭到阻碍, 叠加近期美国原油库存与产量持续上升的情况, 那时油价就很可能触及到阶段性顶点。

## 1.原油市场行情回顾

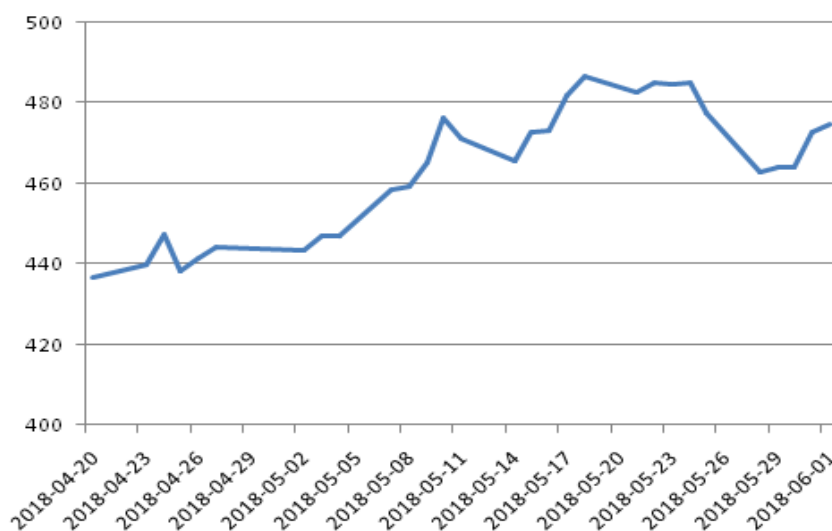
图 1：外盘原油期货主力合约走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5 月份国际原油期货价格呈先扬后抑的走势。上旬在中东地缘风险持续发酵的情况下，油价创近三年半以来的新高。布伦特原油期货主力合约最高上涨至 80.5 美元/桶，WTI 原油期货主力合约最高上涨至 72.9 美元/桶。下旬受到中美贸易摩擦升级以及 OPEC 欲放松限产的影响，油价大幅回落。布伦特油价最低下探至 74.53 美元/桶，较高点回落了 7.4%，WTI 油价最低下探至 65.51 美元/桶，较高点回落了 10.1%。

图 2：国内原油期货主力合约走势



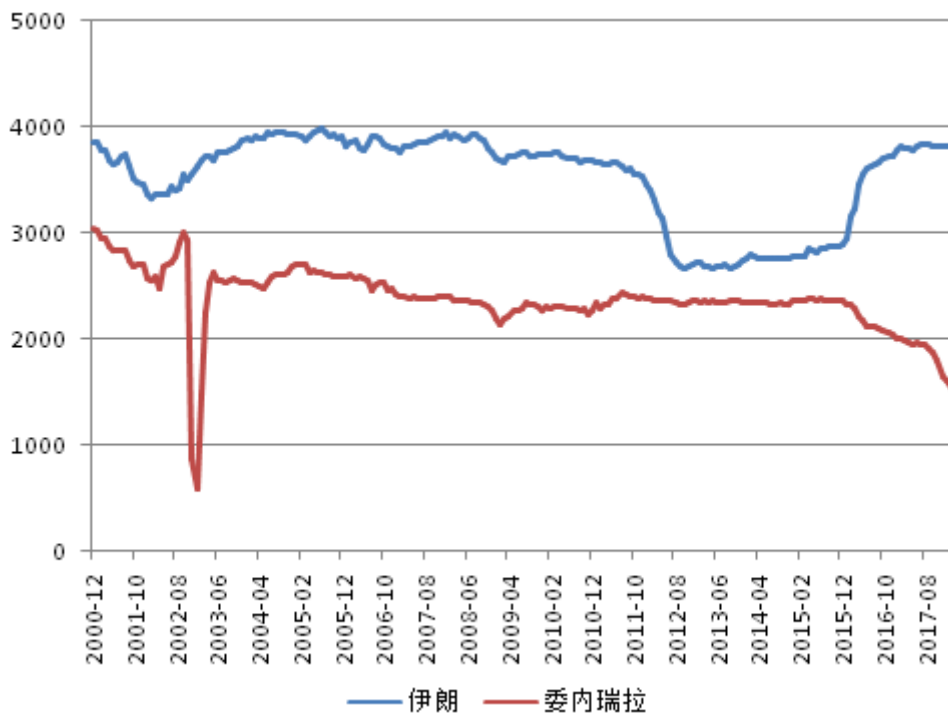
数据来源：Wind，兴证期货研发部

5 月份国内原油期货价格走势跟随外盘，同样冲高回落，不过整体仍然上涨。从成交量来看，5 月份主力合约成交量达到 375 万手，持仓量 3.38 万手（均以双边计算），较 4 月份都有明显的提高。可见国内原油期货市场参与度越来越高，越来越被市场认可。

## 2. 基本面分析

5 月份原油走势主要受到宏观事件与地缘风险影响。包括美国退出伊朗核协议，中美贸易摩擦升级以及 OPEC 欲放松限产。

图 3：伊朗与委内瑞拉原油产量变化（千桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

首先，伊朗核协议问题由来已久，自 2003 年伊朗核问题成为国际焦点以来，美国已推动联合国安理会通过了 4 个制裁伊朗的决议。此外，美欧还出台单边制裁法案，并敦促日本、韩国、中国与印度跟进对伊朗制裁。2011 年末，美国加大制裁力度，集中在能源、金融两大关键领域进一步打击伊朗，这对当时这个 OPEC 排名第二的原油生产国和出口国造成了严重的影响。当时原油产量从 400 万桶/天下滑至了 270 万桶/天，出口量也是下降一半。而国际原油期货价格则是从 80 美元/桶左右飙升至了 130 美元/桶上下，可见当一个如此重要的原油生产国在供应方面出现问题时，会对油价造成相当大的波动。

而 5 月初美国总统特朗普正式签署文件，确认退出美伊核协议并对伊朗实施最高级别的制裁。这让我们不得不担忧油价暴涨的历史是否又会重现。客观的来看，美国退出核协议并重启制裁必然会对伊朗原油供应产生重大影响，但需要说明的是，重启制裁一般需要数月才能产生影响，因为美国政府仍需时间去制定制裁框架，并明确制裁对方的企业和机构名单，这或许会给予双方一个重新谈判的机会。所以后期我们仍需要持续关注事件进展，以合理评估油价的走向。

顺便一提，除了伊朗之外，委内瑞拉也是重点关注对象，因为该国的原油产量正在不断的减少，已经对市场供给造成了影响，近期油价持续走高也有它的一份“功劳”。该国因受政局动荡和经济危机冲击，原油产量已经从2016年初的近250万桶/日下滑至目前的150万桶/日不到，而这种下行趋势仍未改变，这为油价带来了有效支撑。

所以，伊朗与委内瑞拉原油产量面临的大幅下降是支撑油价的关键。尽管伊朗现阶段原油产量仍然维持在380万桶/天，但是待正式制裁后，产量和出口量很可能大幅下降，届时油价势必会大幅波动。即便后续双方再次谈判并达成了协议，但委内瑞拉原油产量的持续下滑已经不可避免，这也将一定程度上支撑油价。

正是因为以上情况，OPEC现在一直维持的很高的减产执行率，而OPEC最新的月报显示OECD库存已经降到了5年均值下方，这些因素叠加，就使得OPEC产生了想要放松限产的想法，这也是导致了5月下旬油价大幅下挫的主要原因。

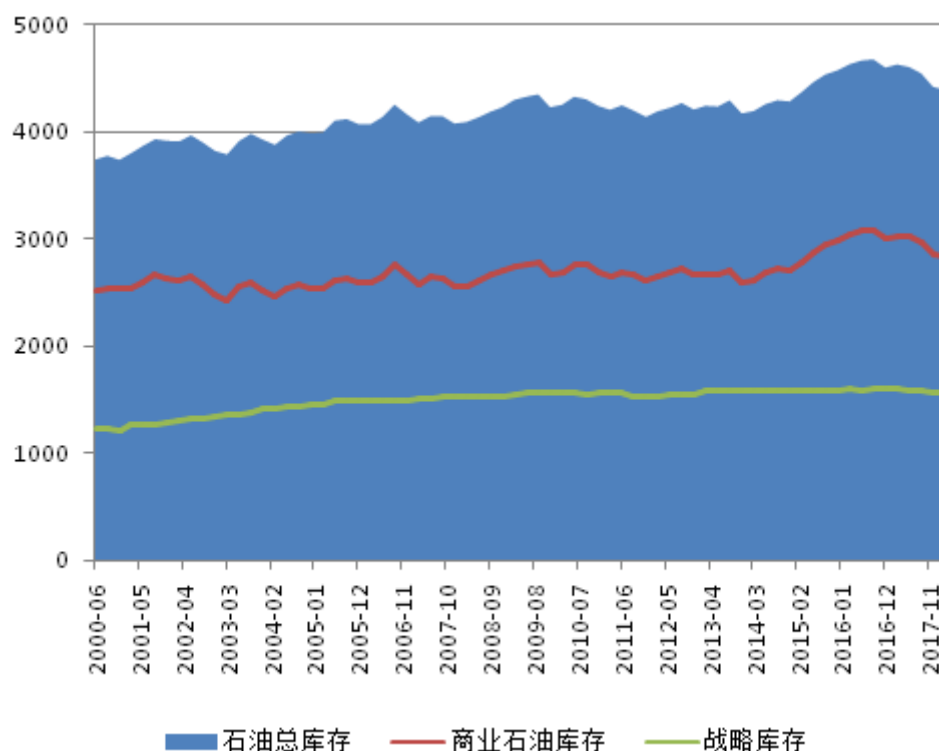
图4：OPEC原油产量变化（千桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4 月份 OPEC 的原油产量在 3193 万桶/天，较 3250 万桶/天的减产目标而言，已经是超额完成了任务，而且是连续 6 个月超过指标。

图 5: 经合组织 (OECD) 原油库存变化 (百万桶)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

另外, OPEC 严格执行减产的效果也开始显现, 衡量全球原油市场是否平衡的指标—经合组织 (OECD) 库存, 显示了供应过剩的情况可能消除了。OPEC 最新月报显示 OECD 原油库存已经下滑至 28.3 亿桶, 仅高出 5 年均值 900 万桶, 首次降至千万桶以下。而 IEA 的月报则显示 OECD 原油库存跌至 2015 年 3 月以来低位, 总计 28.2 亿桶, 较 5 年平均值少 100 万桶。IEA 的数据意味着 OPEC 已经达成了减产目标。

以上这些情况的出现, 就造就了沙特和俄罗斯欲增产的意愿。根据外媒报道, 双方欲增产 100 万桶/天, 这使得油价当天暴跌了 4% 以上。我们认为, 市场反应略有过度, 这消息更多的是对心理层面的打击, 而实际对油价的影响还要观察。因为目前 OPEC 的原油产量在 3193 万桶/天, 增加 100 万桶/天的话, 则是 3293 万桶/天, 较 3250 万桶/天的减产目标略高, 但 100 万桶/天的增量还包括俄罗斯的, 所以 OPEC 很可能只是从目前的超额减产, 恢复到正常的 100% 减产执行率, 并不是真正的放弃协议, 使产量增加。况且双方能源部长也在公开场合表示, 任何举措都将是渐进式的, 放松减产将是逐步的, 以免对市场造成过多影响。所以短期油价涨势势必趋缓, 以震荡偏弱运行为主, 但还不会出现趋势性的下跌, 真正改变油价上涨趋势可能还要等到 6 月 22 日 OPEC 会议。届时如果达成一定幅度的增产, 那后期 OPEC 的原油供应就会逐渐增加, 之前油价持续上涨的动力显然就会遭到阻碍。叠加近期美国原油库存与产量持续上升的情况, 油价很可能遭遇阶段性顶点。

图 6: EIA 美国原油库存变化 (千桶)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

因受美国输油管能力限制,使美国内地的许多产量无法运出。这也导致近期美国原油库存有所回升。今年 1 月份的时候,库存一度下降至了 4.1 亿桶,但现在又回升至了 4.35 亿桶,上升幅度达 6.1%。

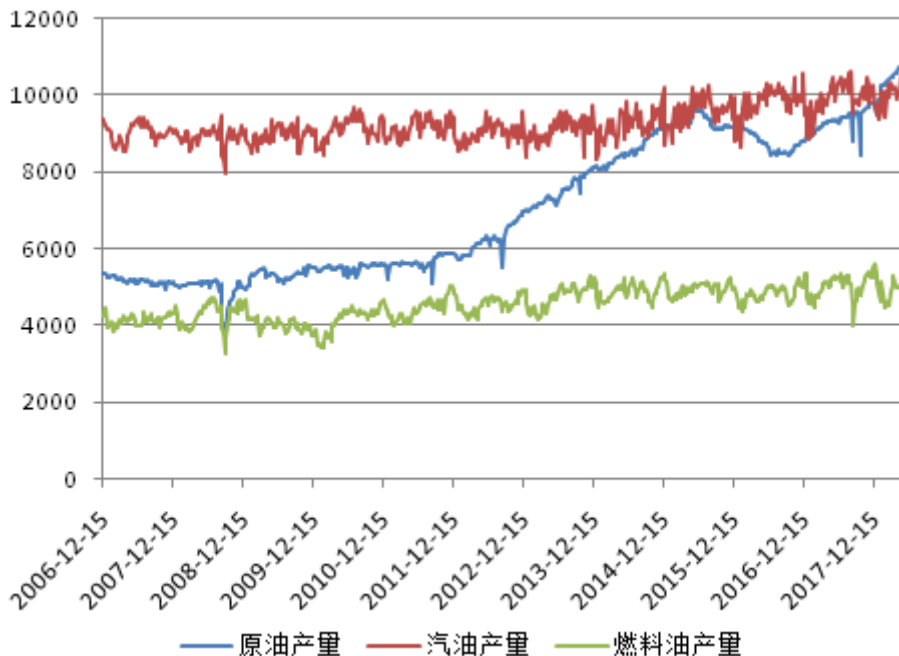
图 7: 美国石油钻井平台数量 (座)



数据来源: 贝克休斯, 兴证期货研发部

另外，石油钻井平台数量与产量仍然在不断增加。截至 6 月 1 日当周，美国石油活跃钻井数增加 2 座至 861 座，已经连续 8 周录得增长，再创 2015 年 3 月来新高。5 月份美国石油活跃钻井数累计增加 32 座，连续第二个月录得上升，4 月增幅为 28 座。

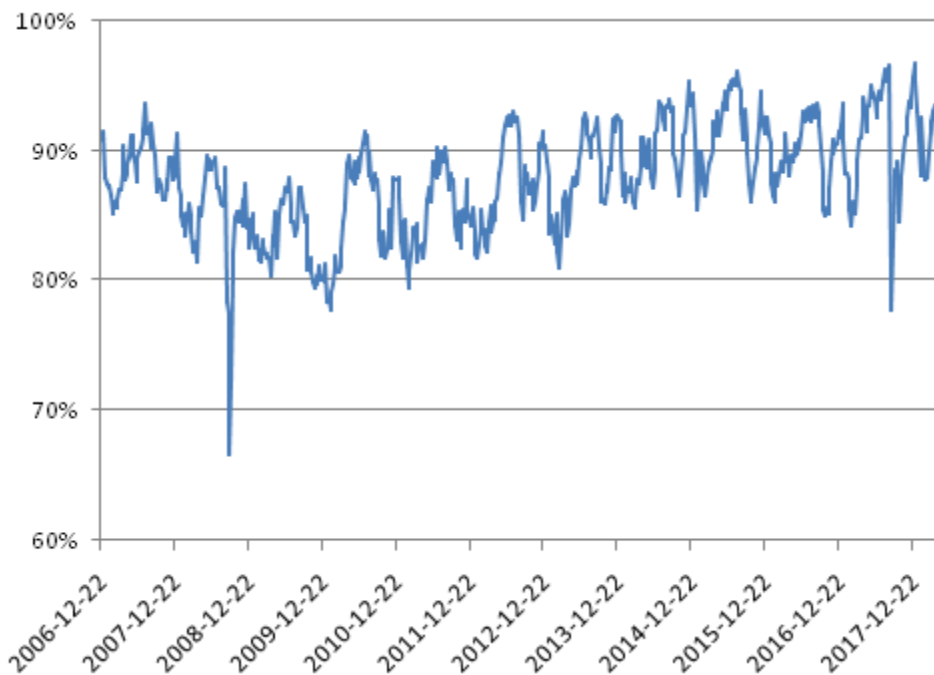
图 8：EIA 美国原油产量变化（千桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国原油最新的产量为 1076.9 万桶/天，连续 14 周增长。EIA 预计今年美国原油日产量均值将升至 1072 万桶纪录新高，而明年将进一步升至 1186 万桶/日，2017 年为 930 万桶/日。

图 9：美国炼厂产能利用率变化



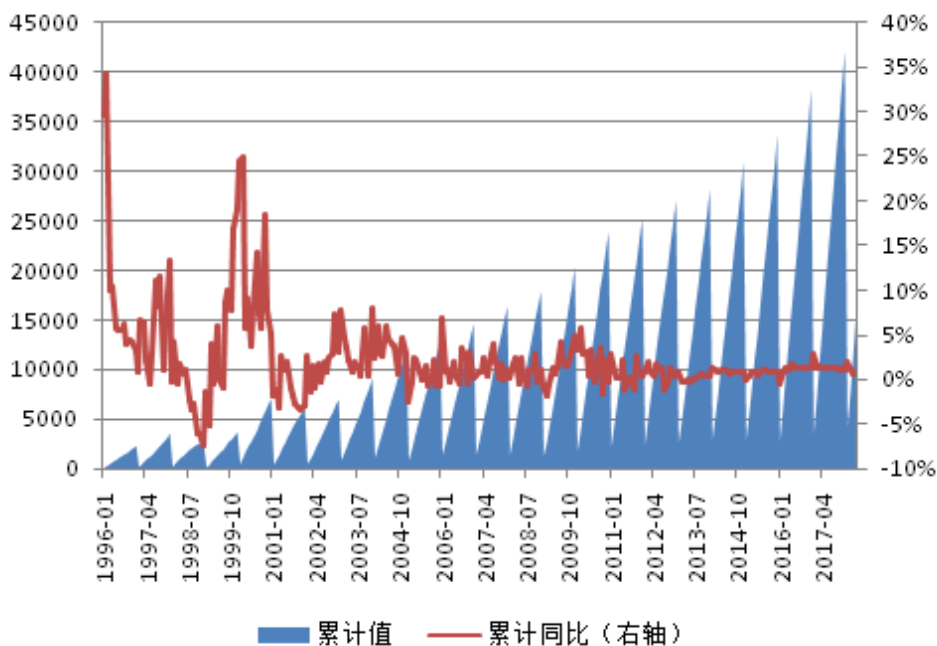
数据来源：Wind，兴证期货研发部



需求方面,先看美国,这可以从美国炼厂的开工率变化来观察。其一般是呈现周期性变化,一般 2-4 月份为检修期,开工率在 75%-85%之间。进入夏季后,成品消费量达到高峰,炼油厂的普遍开工率也会上升至 90%以上,随后逐渐下降。但是截至 5 月底的开工率在 93.9%,同比下降 1.16%,而且是连续七周的数据显示同比下降。对于这个现象,可能的原因是随着原油价格的大幅上涨,汽油价格也水涨船高,越来越多的美国人选择不在夏季出门。而近日外媒的一份调查报告同样也印证了这个猜测,报告显示只有 58%的受访者表示将会在今年的夏季选择出游,较 2017 年下跌了 24%,这也创下了 2014 年以来的最低水平。当问及推迟出游的原因时,39%的受访者归结于不断上升的汽油价格,而在 2017 年这一数字仅为 19%。

可见近期油价的上涨更多的是由于供应变化而导致的,就美国方面而言,近期需求端并没有给予油价太多支撑。

图 10: 中国原油进口数量变化 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

中国方面,根据中国海关总署公布的统计数据显示,中国 4 月份原油进口同比增加了 14.7%,创下历史新高,1-4 月累计同比增长 8.9%。通过观察近 6 年我国原油进口数据可以发现,进口量呈逐年递增趋势。其原因有二。

一是在中国地炼原油进口权和使用权政策落地后,地方炼厂的原油需求量正在迅速增加。根据公开数据显示,2015 年共 6 家地方炼厂获进口配额 3474 万吨;2016 年共 12 家地方炼厂获进口配额 4929 万吨;2017 年共 19 家地方炼厂获进口配额 5884 万吨。而今年,32 家地方炼厂共获得的原油进口配额超过了 9000 万吨。

二是我国原油战略储备的实施。“十三五”规划显示,到 2020 年,作为全球最大的能源消费国,中国将完成第二期战略石油储备收储,并将在其他储存库展开初步工作。

整体来看,目前中国已经成为全球第一大原油进口国,而且随着美国原油对外依存度降低,欧洲加快石油替代,中国作为世界最大原油买家的地位将愈加重要,进口量只会继续创新高,这将对油价提供持续的支撑。但影响油价的因素众多且复杂,就当前环境来看,我们应把更多的注意力放在供给上。

### 3.后市展望

总体来看，我们认为近日沙特和俄罗斯欲增产的消息更多的是对市场心里层面的打击。双方只是想要从目前的超额减产，恢复到正常的 100% 减产执行率，这并不是真正的增加产量，所以短期油价涨势势必趋缓，以震荡偏弱运行为主，但还不会出现趋势性的下跌，真正改变油价上涨趋势可能还要等到 6 月 22 日 OPEC 会议。届时如果达成一定幅度的增产，那后期 OPEC 的原油供应就会逐渐增加，之前油价持续上涨的动力显然就会遭到阻碍，叠加近期美国原油库存与产量持续上升的情况，那时油价就很可能触及到阶段性顶点。

## 探低遇撑缓慢回升

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

5月，天然橡胶探低遇撑、止跌企稳，并返身浅幅回升，仍呈现低位区域性震荡整理走势，由此反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性偏多的背景和实质。

#### ● 后市展望及策略建议

展望6月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑、止跌企稳、并返身回升走势的牵制下，沪胶后市也将延续低位区域波动，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，操作上宜以买入复合胶现货卖出沪胶期货的非标套利交易为主。

## 1. 宏观经济及金融形势分析

国家统计局公布数据显示，中国 5 月官方制造业 PMI 为 51.9%，连续 22 个月位于荣枯线上方。

今年 1 至 3 月我国制造业投资增速较去年 4.8% 放缓至 3.8%，而 4 月回升了 1 个百分点。

在国内宏观经济逐渐回升的背景下，近日，5 家大型国际轮胎制造商发布 2018 年一季度报告，各公司的业绩各有显著特点。

普利司通净利润上升，1 季度，普利司通销售额为 79.4 亿美元，同比上升 0.9%；营业利润为 9.22 亿美元，同比下降 3.1%；净利润为 5.85 亿美元，同比增长 7%。普利司通表示，营业利润的下降原因，在于轮胎价格上涨幅度小于营业成本和原材料成本的上涨幅度。

该公司在原配业务板块订单增加，大型和超大型工程车轮胎增长强劲，卡车轮胎销售稳定。这些有利因素的叠加，使其净利润得到增长。

数据显示，一季度，普利司通欧洲、中东、非洲地区销售额，同比增长 6.2%；日本本土增长 4.8%；亚太地区增长 1.3%；美国地区下降 1.8%。

普利司通预计，2018 年上半年的销售额，将高于 2017 年同期，营业利润将同比下降。

横滨橡胶全线增长，一季度，横滨橡胶销售额达 13.8 亿美元，同比增加 2.3%；营业利润为 1.3 亿美元，同比增长 27.5%；净利润为 8570 万美元，同比增长 18%。

轮胎业务板块销售额为 9.6 亿美元，同比增长 1%。据介绍，销售额增加的主要原因，在于中国和亚洲市场配套业务增长强劲，以及日本冬季胎销量增加。

该公司预计，2018 年全年收入将达到 62 亿美元，同比增长 24%，净利润与 2017 年相近。

大陆集团受汇率困扰，大陆集团发布 2018 年一季度报告。1 季度，该公司销售额为 110 亿欧元，同比增长 0.1%；轮胎部门销售额为 26.36 亿欧元，同比下降 4.4%。乘用车轮胎销售额同比小幅下降，商用车轮胎销售额同比上升 5%。

据介绍，该公司在一季度受汇率等不利因素影响，损失的金额合计达 5.46 亿欧元。

整体而言，受原材料成本、营业成本、轮胎价格、销售形势及汇率等诸多因素综合影响，导致轮胎企业销售业绩层次不齐，强弱各异，也面临诸多风险和挑战，预计后市原材料价格和轮胎销售形势仍将存在诸多不确定因素，因此，轮胎企业经营业绩还将面临诸多挑战，前景不容乐观。

1-4 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 21271.7 亿元，同比增长 15%，增速比 1-3 月份加快 3.4 个百分点。

1-4 月，在 41 个工业大类行业中，29 个行业利润总额同比增加，1 个行业持平，11 个行业减少，其中，汽车制造业下降 0.6%，对天胶构成中性偏空的作用。

而 4 月，工业利润增速在 3 月份较低水平上出现明显回升，主要有以下几方面原因：一是生产销售增长加快，二是 PPI 回升，三是钢铁、化工、汽车等行业拉动作用明显，汽车制造业利润同比增长 12.5%，3 月则同比下降 9.6%，由此对天胶构成短期偏多影响。

宏观经济形势，对天胶构成短线利多、中期偏空作用。

### 2. 全球天胶供需关系分析

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到达 1360 万吨，需求大大超过产

能。

2016 年 ANRPC 的总面积达到 1154 万公顷，增速逐年递减，从 2010 年的 4% 滑落至目前的 1.8%。

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。

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。

2013-2016 年新增面积明显下滑，2019-2023 年供应增长将乏力。

胶树旺产期可达 10 年，以目前泰国橡胶树树龄分布来看，到 2020 年前高产树占大部分。

从 ANRPC 开割面积看，ANRPC 开割面积趋势与总种植面积相似，总量在上升，但增速减少。

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量 65%。

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，印尼橡胶种植面积为 364 万公顷，而泰国种植面积为 309 万公顷。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较小。

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

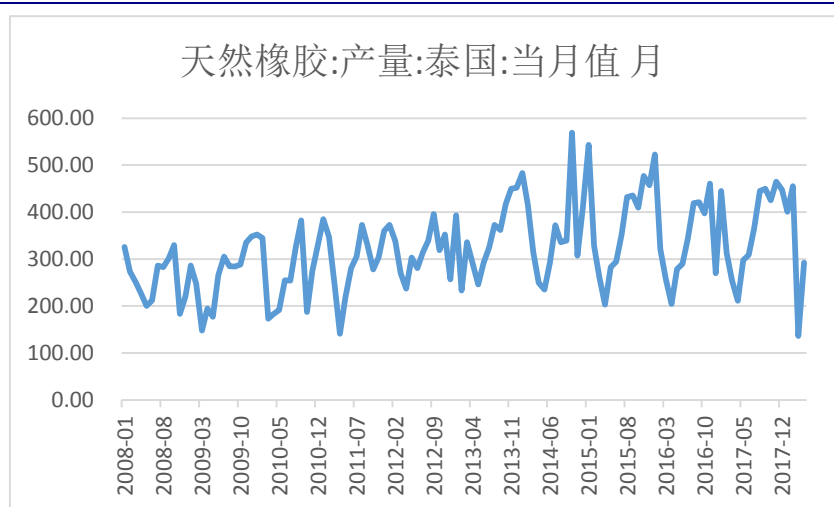
受此影响，沪胶主力合约 RU1809 由 4 月 27 日收盘价 11290 元上涨至 5 月 31 日收盘价 11670 元，累计上涨 380 元，相对涨幅为 3.37%。

由此对天胶构成短线偏空中线偏多作用。

## 3. 主要产胶国产量分析

### 3.1 泰国天胶产量分析

图 1：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

泰国产区生产显示显示，目前产区已全面割胶，但因雨水影响，产出并不十分顺畅，多数加工厂表示原料收购偏紧，胶水收购价格在 45-50 泰铢/千克。

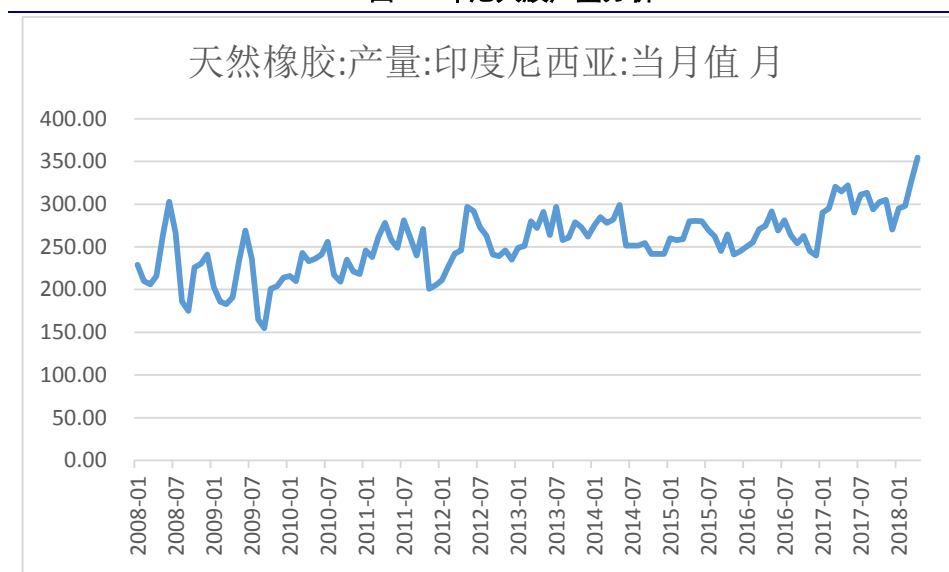
气象厅天气预报显示，5 月 9-13 日，泰国多地区将有暴雨，泰国东部的罗勇府，南部的素叻他尼、洛坤府等均可能会受到影响，或造成产区供应阶段性偏紧。

但泰国主产区的胶林，如素叻他尼，橡胶树长势良好，外劳逐渐回归，预计 5 月底 6 月初，泰国天胶产量将明显释放。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏空作用。

### 3.2 印尼天胶产量分析

图 2：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

印度尼西亚产区生产形势显示，棉兰偏南部的橡胶种植园正在经历 2 次落叶，橡胶生产中断。

印尼橡胶公司橡胶协会秘书长解释说，在 2018 年初发生的第 1 次落叶是一个自然的年度循环，因为植物适应环境条件的机制进入旱季。

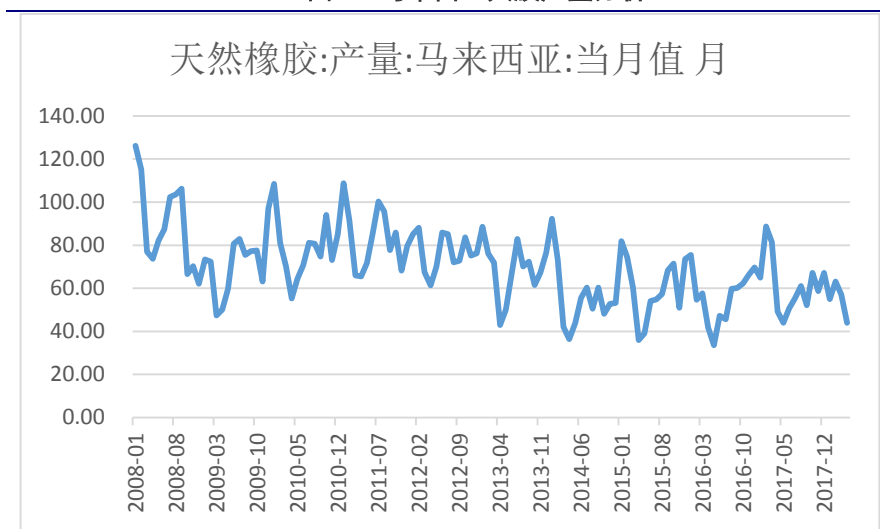
然而，从 4 月初到现在的第 2 次落叶被认为是反常天气的影响，降雨突然变得很多，刺激了真菌的生长。

据了解，受影响的工厂产量占北苏门答腊岛总产量的 2 成左右，周边工厂原料采购竞争激烈。预计 6-7 月后将渐渐恢复正常。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏多作用。

### 3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3: 马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据外媒报道，马来西亚种植工业与原产品部部长近日表示，2017年，马来西亚橡胶手套出口额达159亿林吉特（260亿元），比上年增长19.4%，从而创历史新高。

据称，在全球橡胶手套市场流通的产品，有6成来自马来西亚。

橡胶手套出口的增加，主要得益于全球经济的复苏和市场需求的增加。

马来西亚橡胶手套出口对象最大的是美国，出口额为56亿林吉特，同比增长23.6%。

增长最为显著的是中国，出口额约为2016年的2.5倍达9.069亿林吉特。

传统的主要市场德国和日本也有不同程度的增长。

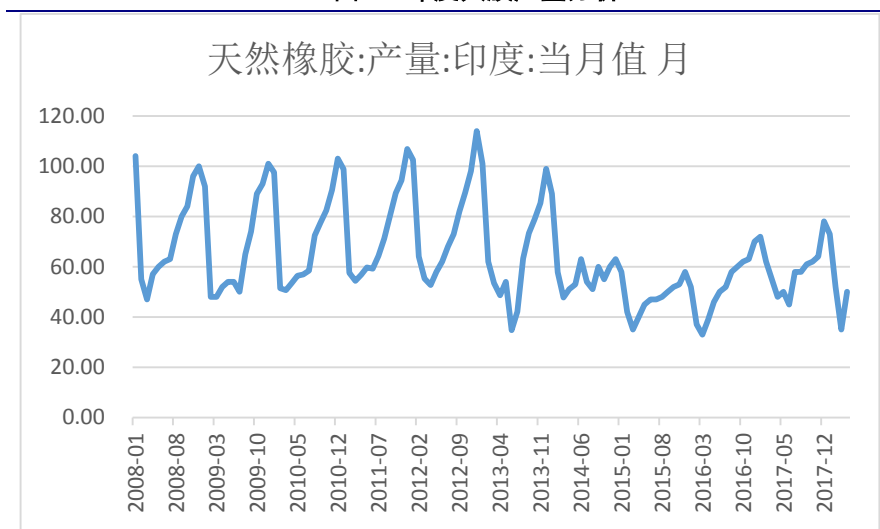
其指出，橡胶手套的出口今后将会继续增长。

特别是医疗用手套的增长值得期待。预计全球的橡胶手套出口量到2020年将比2017年增长25.9%达2870亿只，其中65%来自马来西亚。

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

近日，印度尼西亚对泰国、越南和印度的橡胶出口量、出口方向问题，公开提出质疑。

据介绍，此前，印尼、马来西亚和泰国 3 个国家议定的削减出口计划（AETS），累计减少了 35 万吨的出口量，但世界橡胶价格的提升幅度仍然不大。

印尼橡胶理事会总主席称：削减出口计划在实施过程中缺少监督，泰国方面很可能在他国不知道的情况下，从国界处向中国出口橡胶。

他还表示：怀疑越南和印度这两个未参与削减出口计划的国家，抓住我们减少出口的契机，向中国加大橡胶出口量。

印尼贸易部官员表示，鉴于削减出口计划仍无法大力推动世界橡胶价格提高，印尼将与马来西亚、泰国再次举行会议，并邀请更多的产胶国加入该计划。

随后，泰国农业与合作社部（MOAC）宣布，将与印度尼西亚、马来西亚、越南一起，设立天然橡胶定价委员会。

农业与合作社部长透露称，他正在与泰国商务部讨论成立定价委员会的相关事项，委员会的组建有望于 3 个月内完成。

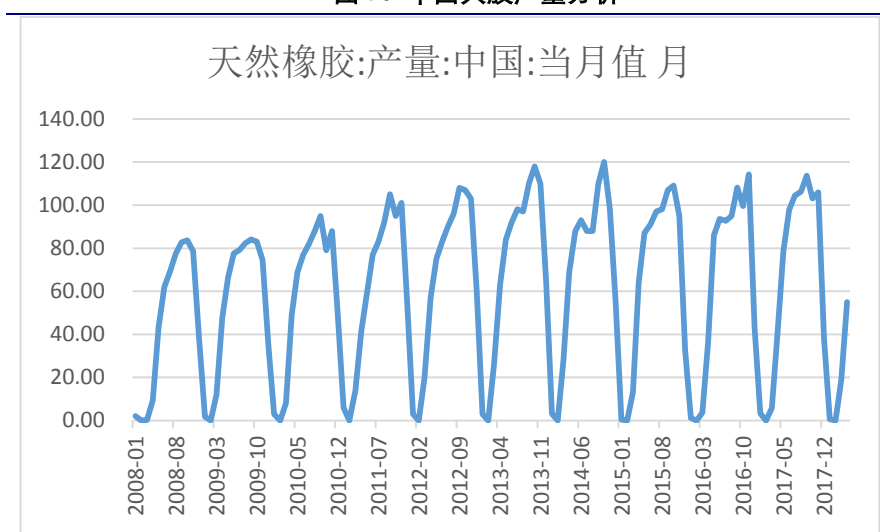
目前，印尼、马来西亚和越南已经通过外交途径，表示同意组建该委员会，并致力于在 5 月得到各自政府的批准。

由此对印度橡胶价格走势产生中性利空作用。



### 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

云南产区近期全乳胶收购价格约在 9.8-10.2 元/公斤，标二胶原料收购价格在 8.4-8.8 元/公斤。西双版纳地区近期几乎每天下雨，个别区域有大暴雨，影响割胶进度。

海南产区近期国营原料收购价格在 12.0-12.2 元/公斤，民营原料收购价格在 12.3-12.5 元/公斤。

国营农场开割面积已达 8 成，但民营农场开割面积在 5 成左右，主要因原料价格偏低打击胶农割胶积极性导致。

据悉，因槟榔、香蕉等水果价格较好，部分民营胶林的工人转向其他工种。

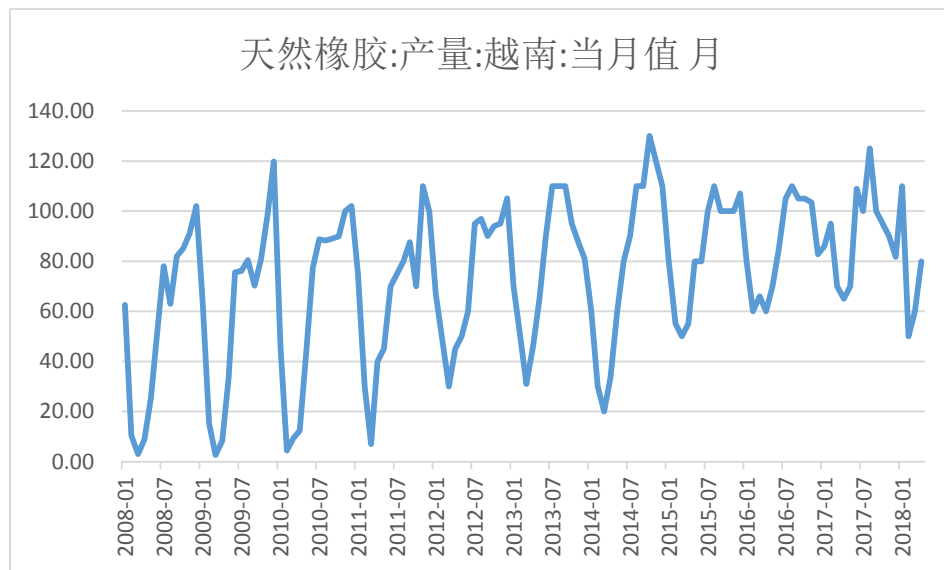
目前不少民营工厂收购原料显不足，部分工厂推迟到 5 月 20 日之后正式生产。

但从产区胶树表现来看，长势良好，无病虫害发生，预计随着产区开割面积的扩大，产量将增加。

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、柬埔寨产区动态显示，虽然越南产区今年提前开割半个月左右的时间，但因开割初期，降雨偏少，天胶产出较少，越南多数橡胶加工厂存有一定库存，开工相对缓慢。

进入 5 月后，胡志明等地迎来几波降雨，胶水产出已较为顺畅，收购价格在 29000 越南盾/吨左右，预计工厂将于 5 月中旬全部开工，目前不少工厂已经开始销售新胶。

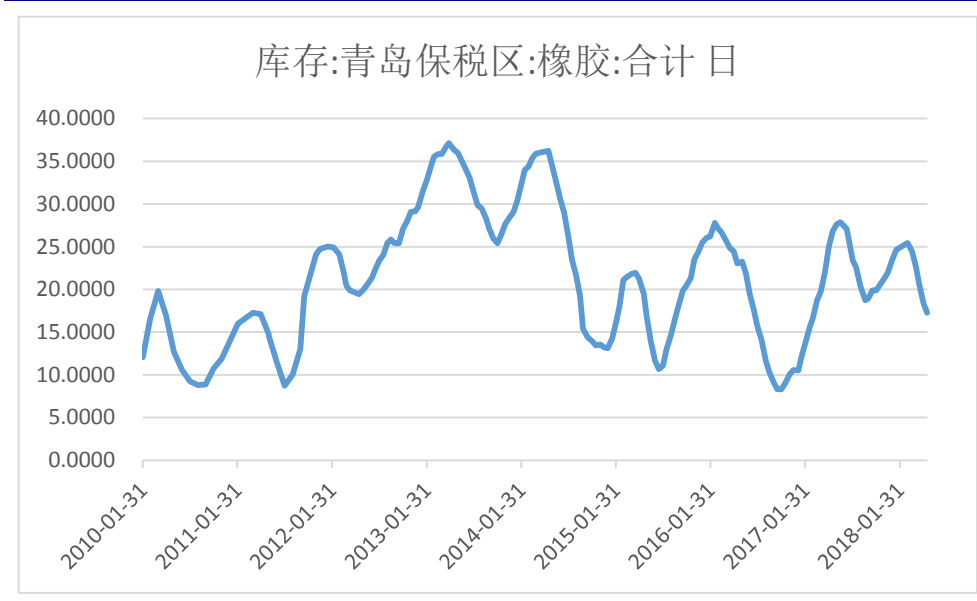
柬埔寨产区因近期雨水较多，大部分工厂反应原料收购困难，5 月份将向雨季过渡，雨水增多，更利于橡胶树的生长。

近年来，因柬埔寨原料收购价格相对更低，不少原料流入越南境内。

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

天胶国内显性库存依然维持青岛进口胶库存量逐渐缩减、上海国产胶库存量稳步增长的对比较趋势，其原因是，天胶进口量有所缩减，而国产胶则被用作期现套利的筹码，而不断流入期货市场。

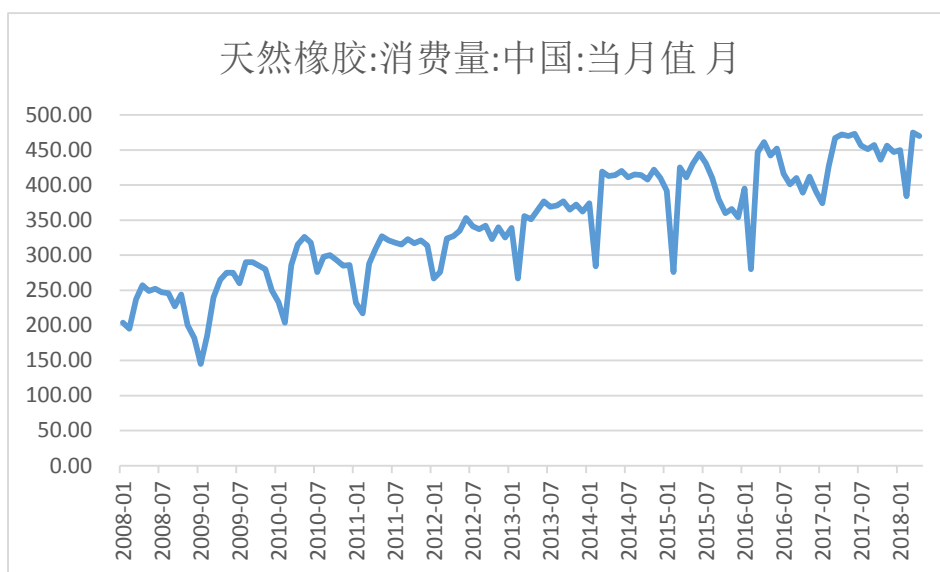
截至 5 月 16 日，青岛保税区橡胶总库存量缩减至 17.24 万余吨，较 5 月 2 日的 18.34 万余吨缩减 1.1 万余吨，缩减幅度为 6%。

期市库存方面，截止 5 月 25 日，库存量增加 3451 吨至 473825 吨，仓单增加 6550 吨至 439100 吨，库存压力和仓单压力双双加重，由此对市场仍产生压制作用。

由此将对天胶市场现货和期货价格走势分别构成利多和利空反向作用。

## 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

5 月，轮胎企业的涨价仍将持续，去年是环保监管力度最大的一年，对轮胎行业影响非常大，日趋严厉的环保政策在今年仍将持续。

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

春节前，过半轮胎企业不愿多增加备货，但 3 月后工厂恢复正常，加上第 1 季营运高峰将落在 3 月，让轮胎企业增加备货意愿增强，届时合成橡胶报价还有涨价可能，连带掀起轮胎企业的产品涨价。

5 月 19 日，中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明。

美国财政部长姆努钦表示，中美已达成协议，决定停打贸易战，并停止互相加征关税。

4 月 3 日，美国贸易代表办公室发布建议加征关税的自中国进口产品清单，其中包含多种轮胎产品。

此次中美贸易战停打，意味着原本需要额外缴纳 25% 关税的中国轮胎产品，很可能无需再受制于高额关税。

中美联合声明中称，双方同意采取有效措施，实质性减少美对华的贸易逆差，中方将大量增加自美购买的商品和服务。

此外，双方就扩大制造业产品及服务方面的贸易交流进行讨论，确定增加这一领域的相关贸易。

关于停征关税的具体范围，以及双方增加贸易交流的详细措施，声明中没有透露更多信息。

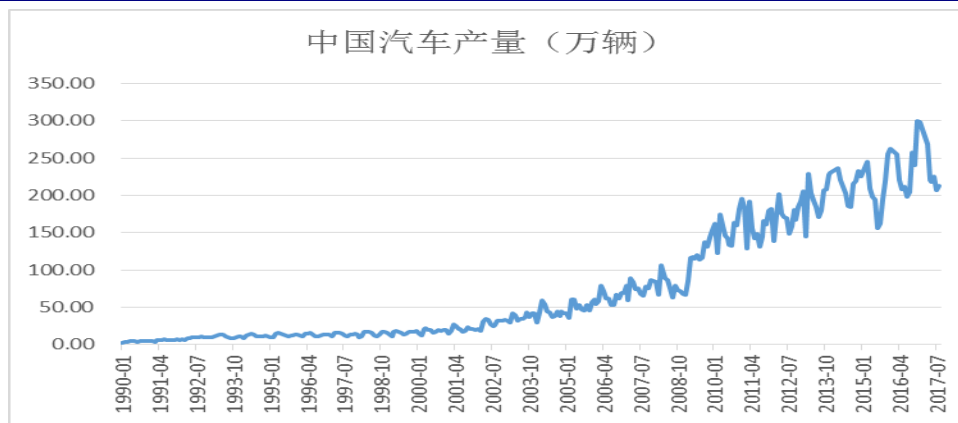
中国外交部发言人陆慷表示，磋商还在持续进行中。中方希望通过磋商来解决双方的部分问题，使中美经贸关系向互利共赢的方向发展。

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

据中国汽车工业协会统计分析，2018 年 4 月，汽车产销环比有所下降，同比呈较快增长。1-4 月，与 1-3 月相比，汽车产量同比结束下降，呈小幅增长，销量增速有所提升。

4 月，汽车生产 239.74 万辆，环比下降 8.79%，同比增长 12.27%；销售 231.86 万辆，环比下降 12.71%，同比增长 11.47%。

1-4 月，汽车产销 941.98 万辆和 950.12 万辆，同比增长 1.78%和 4.78%。

预计 2018 年中国汽车市场的增速只有 3%。

5 月 22 日，国务院关税税则委员会印发公告，经国务院批准，自 7 月 1 日起，将税率分别为 25%、20%的汽车整车关税降至 15%，降税幅度分别为 40%、25%；将税率分别为 8%、10%、15%、20%、25%的汽车零部件关税降至 6%，平均降税幅度 46%。

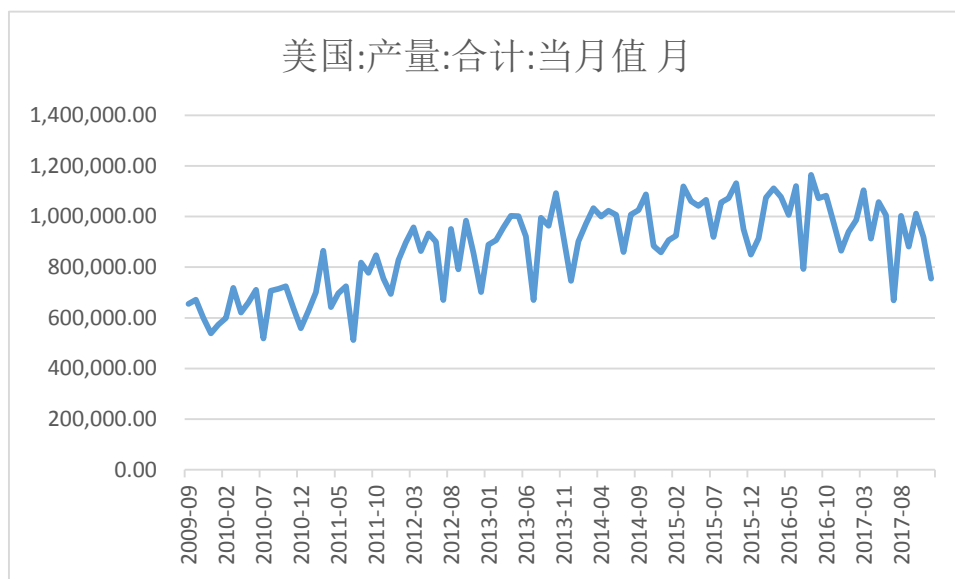
降税后，我国汽车整车平均税率 13.8%，零部件平均税率 6%，符合我国汽车产业实际。

相当幅度降低汽车进口关税，将有利于推动供给侧结构性改革，促进汽车产业结构调整 and 转型升级，引导汽车产品提质增效。

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

特朗普为美国本土汽车筑起一道保护主义的高墙。

5月11日，美国总统特朗普提议对进口汽车征收20%关税，还提议在进口时附加比国内汽车更

加严格的排放标准。

欧洲汽车将会是美国提高进口关税最大的受害者，至少有10家欧洲主要汽车制造商在美国销售，但不在美国生产。其中包括：意大利菲亚特、英国路虎、捷豹、奥迪和保时捷。而在2016年欧洲出口的大约600万辆汽车中，有100多万辆被美国市场买下，美国是欧洲最大的汽车出口市场。

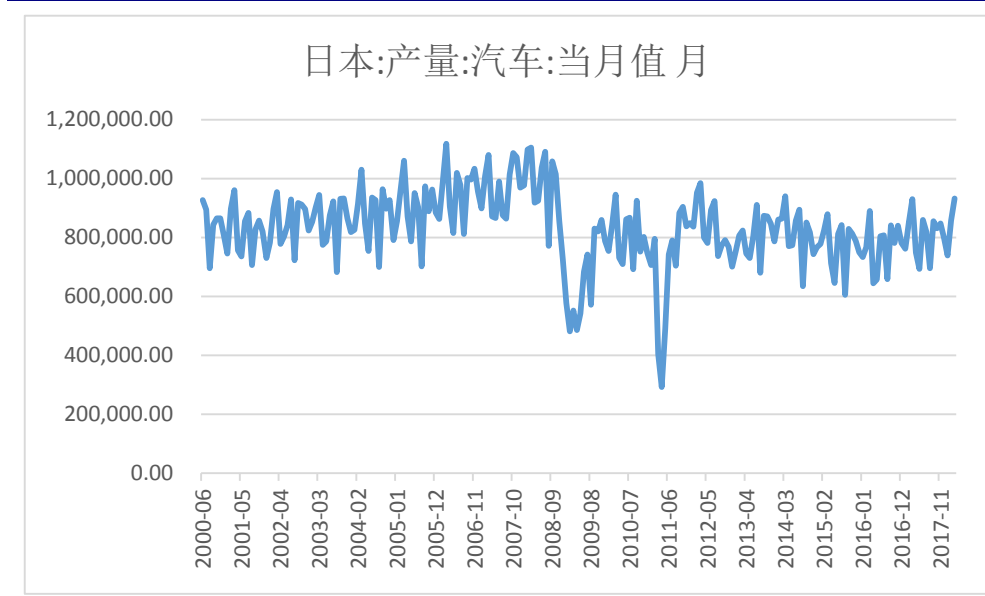
中国车企目前在美国市场享受到的关税红利有限，2017年中国对美国整车出口仅有5.3万辆；而美国车企在中国被征收25%关税的车型也很少，美国去年对华整车出口共28万辆，美国车企在中国都实现了本土生产，仅通用一家，2017年在中国就销售了超过400万辆汽车。所以，美国汽车在中国市场享受着巨大红利。

因此，特朗普还是为了保护越来越体虚的美国底特律三大车企。

由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 6.3 日本汽车产量分析

图 11: 日本汽车产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

日本汽车销售协会联合会和全国轻型汽车协会联合会 5 月 1 日发布消息称, 日本国内 4 月份汽车新车销售量比去年同期增长了 3.2%、达到 36 万 6155 辆, 时隔 7 个月新车销售量再次超过去年。

其中, 轻型汽车增长 7.8%、达到 14.765 万辆, 时隔 2 个月再次实现增长。

大发、铃木、本田等主要厂家由于都开发出新车型、并且销售态势良好, 因此促进了销量的增长。

轻型车以外的汽车销量也时隔 7 个月再次超过去年, 增长了 0.5%、达到 22 万 5390 辆。

小轿车减少 1.2%、低于去年, 大卡车等商业用车增长了 13.1%。

5 月 28 日报道, 针对美国特朗普政府启动讨论对进口汽车加征关税, 日本政府和汽车行业的忧虑正在加强。

美国希望迫使日本参加双边谈判, 进而获得有利条件, 同时着眼于 11 月的中期选举, 争取来自汽车行业的支持。

如果提高关税, 以多边贸易为核心的日本贸易战略的根基将动摇, 同时对日本汽车企业影响巨大。

汽车占到美国对日贸易逆差的 6 成, 由于美国属于日本汽车的主要出口目的地, 因此日本方面迅速做出了反应。

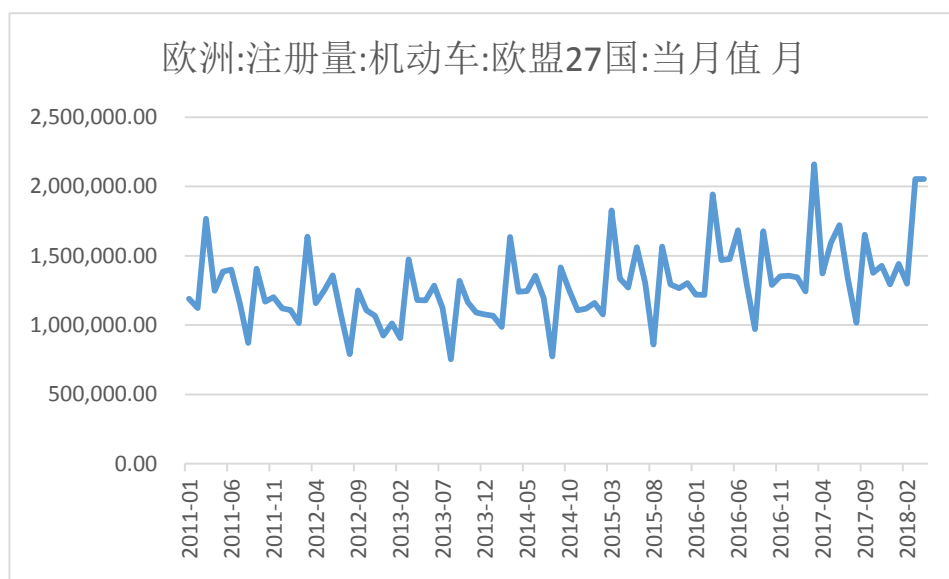
美国正不顾日本的想法, 奔向双边谈判。对于韩国, 美国以有利于自身的形式就自由贸易协定(FTA)重新谈判达成协议。而在北美自由贸易协定 (NAFTA) 谈判迎来最后阶段的当前, 美国将贸易战的矛头指向了日本和欧洲。

提高汽车关税是以有利地位推进双边谈判的有效手段。一旦实施, 将对日本汽车企业的经营构成沉重打击。

由此对天胶构成中性偏空作用。

## 6.4 欧洲汽车产量分析

图 12：欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

近日，欧洲汽车制造协会（ACEA）公布了该地区 4 月份销量。

在 3 月出现下滑之后，欧盟地区 4 月乘用车注册量同比上涨 9.6%，至 1306273 辆。

欧盟 5 大重要市场，西班牙（同比增幅为 12.3%）、英国（同比增幅为 10.4%）、法国（同比增幅为 9%）、德国（同比增幅为 8%）和意大利（同比增幅为 6.5%）均实现了不小增幅。

得益于 4 月销量强劲推动，今年 1 到 4 月，欧盟地区新车销量同比增长 2.7%，总量达 5478442 辆。

其中，西班牙、德国和法国均实现了同比增长，但是英国新车需求有所下滑。

由此对天胶构成偏空影响。

## 7. 结论

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

后市方面，由于橡胶受多空交织、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，但中期仍由于中美、中欧贸易前景悲观、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。



## 产业链气氛欠佳，成本端波动增大

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

5月份PTA期价先强后弱，上半月在基本面尚可下随原油抬升而上涨，下半月在基本面转弱下，弱势回调。基差方面，5月基本持平在-20到10元/吨。7-9及9-1均有走缩，但月末因逸盛及台化兴业检修，7-9飙升至70元/吨附近，显示现货货源短期存在紧张。基本上，5月因PTA大装置年检，供小于求，去库20万吨附近。

#### ● 后市展望及策略建议

6月来看，目前终端纺织多反应远期订单偏弱，尽管终端坯布库存偏低在24天，但对原料采购均保持谨慎观点，局部已有降负动作。聚酯产销难有放量，加之6月聚酯有新产能投放，后期或面临累库压力。PTA年内检修高峰已过，随着福海创、逸盛等重启，供应将显著增加，6月暂估供求平衡，社会库存不变。

操作建议上，产业链运行暂无亮点，目前全产业链库存压力不大，聚酯及终端均以刚需备货为主，各环节大幅降价可能性偏低，或以弱势震荡为主。6月22日OPEC讲讨论减产协议，6月油价有大幅波动可能，PTA单边面临随成本回调风险。6月供求平衡，短期装置刺激7-9飙升后，前多可逢高止盈，9-1因社会库存绝对量偏低，可在0-10元/吨附近入多，夏季出现装置故障，9-1仍有拉升可能。PTA/原油呈现窄幅波动，PTA加工差偏低，可向上震荡操作。仅供参考。

## 1.PTA

### 1.1 生产与库存

5月PTA负荷走弱，月中台化兴业、福海创、逸盛（大连）等装置轮番年检，行业负荷显著下降，月均负荷在79%附近，环比下降5%，月产量在330万吨附近。

聚酯方面，终端需求符合旺季水平，长丝、短纤、瓶片负荷维持高位，5月月均负荷在97%附近，环比上升2%，聚酯产量约在407万吨，对应PTA需求在350万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，5月份PTA社会库存去化约20万吨左右，期末库存在110万吨附近。

6月份，PTA方面，年检高峰已过，6月仅汉邦290万吨装置有确定年检动作，随逸盛（大连）、蓬威石化等年检完毕后，预计PTA负荷将显著提升，预计月均负荷会上移至85%左右，6月产量预计在340万吨。

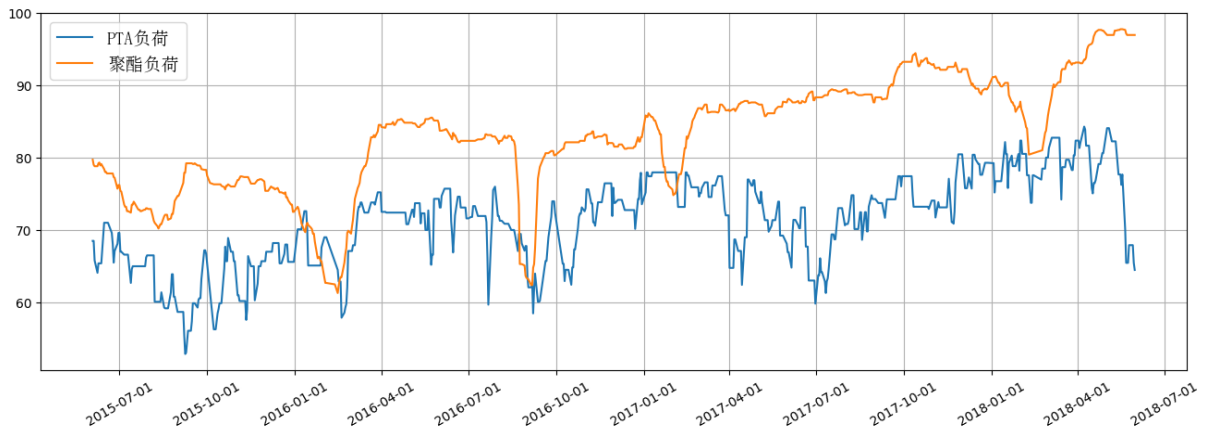
聚酯方面，尽管终端库存仍不高，但新订单偏弱下，目前终端局部开始降负，近两周聚酯产销均维持一般偏弱水平，聚酯库存逐步积累，若终端需求没有更多增量，加之新装置投产增多长丝及短纤供应，预计在聚酯库存积累之后，会逐步进入季节性降负阶段，暂估6月月均负荷在95%左右。据此估计，6月聚酯产量约在390万吨，对应PTA需求在337万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，6月PTA供需平衡，社会库存维持稳定，期末库存约在110万吨附近。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化福海创/翔鹭石化	450	漳州	5.15起停车，预计6.3前后重启
扬子石化	60	南京	2017.11.25因故停车，暂时无法重启
仪征石化	35	仪征	5.26停车，计划停15天
台化兴业	120	宁波	5.30起因故停车，重启待定
逸盛（大连）	225	大连	5.23停车检修
逸盛（大连）	375	大连	5.21停车检修
汉邦石化	70	江苏江阴	正常运行，6月上旬停7-10天
汉邦石化	220	江苏江阴	正常运行，6月底起停20天左右
蓬威	90	重庆	停车中，预计停车60天左右

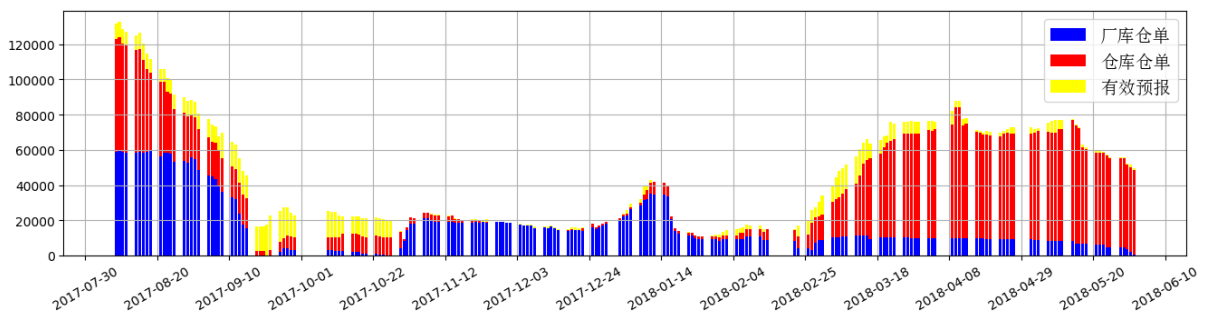
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷大幅降低, 聚酯负荷高位企稳



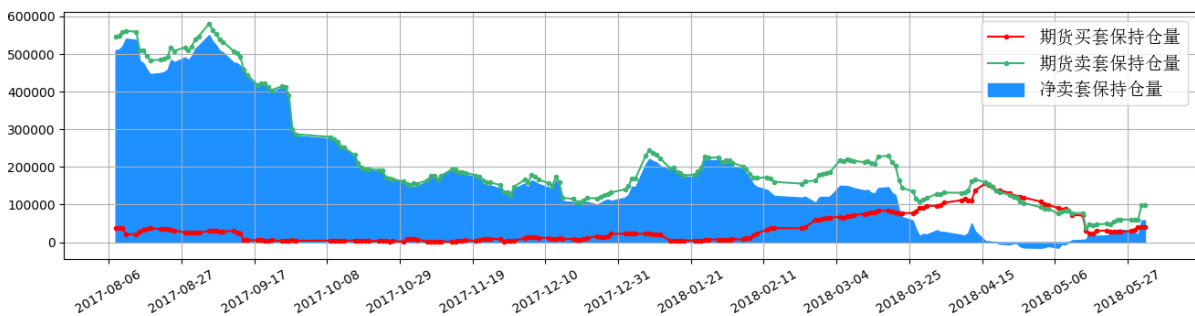
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: 仓库仓单走缩, 厂库仓单持稳



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

图 3: 套保持仓由净卖转为净买



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

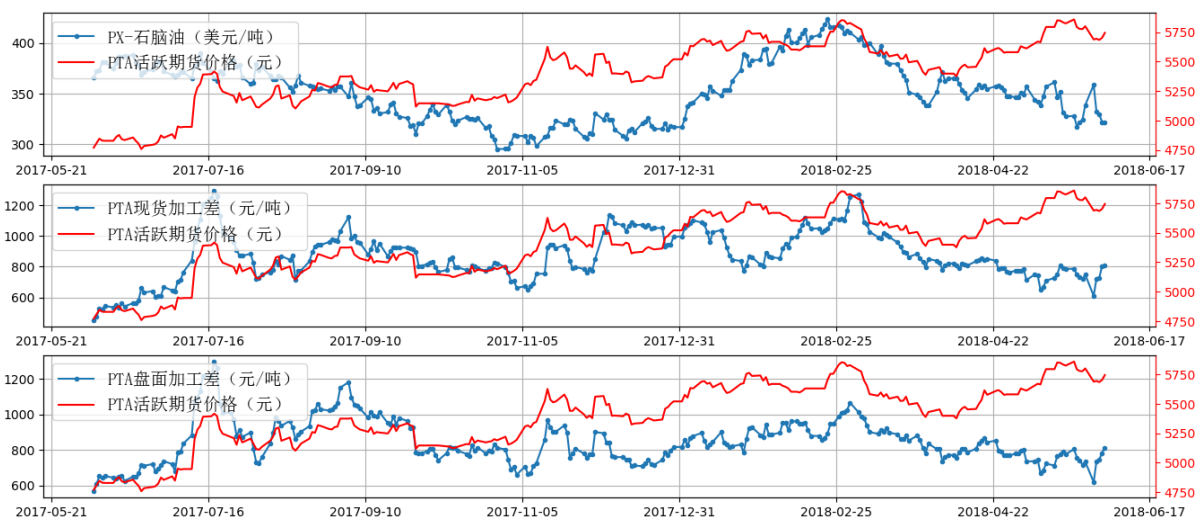
## 1.2 企业利润方面

5月PTA现货价格先强后弱，5月月均价在5737元/吨，环比上涨218元/吨。CFR中国/台湾PX现货月均价在1012美元/吨，环比上涨51美元/吨。PX强，PTA弱，PTA现货月均加工差在813元/吨，环比上涨68元/吨。5月ACP未能谈成。

从产业链各环节利润情况来看，石脑油-原油5月强势，冲高至178美元/吨。PX-石脑油同样偏弱，在325美元/吨上下波动。PTA-PX相对好转，5月小幅反弹，目前现货与盘面均在815元/吨附近。而聚酯环节先强后弱，上旬及中旬表现强势，下旬利润快速压缩，切片、POY、FDY压缩100-200元/吨。

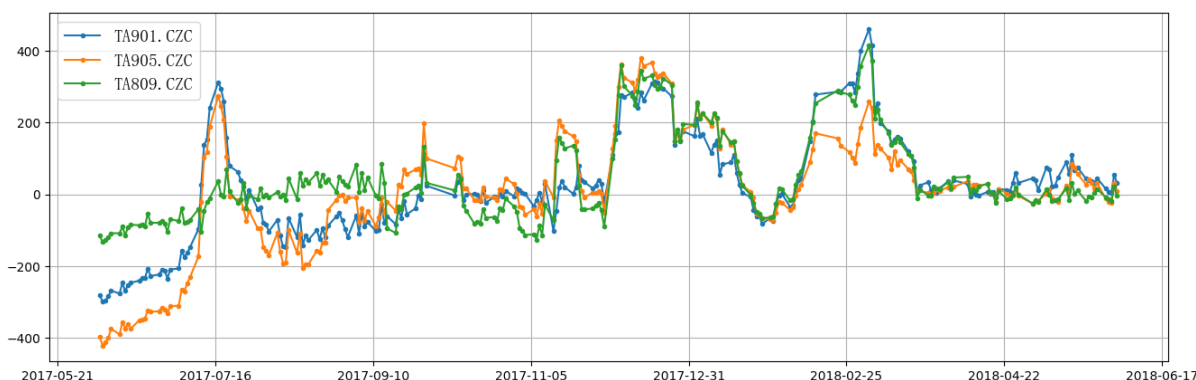
6月份，石脑油-原油延续季节性偏强，PX-石脑油预计偏弱震荡，此外6月ACP并未谈成，卖方挂牌价在1010-1040美元/吨，与市场价持平，PX供应仍然充足；PTA加工差从低点稍有反弹，6月供求平衡下，预计震荡偏强为主。聚酯利润上涨动力有限，主要因终端备货量有限，尽管目前终端成品库不高，但新订单仍显不足。

图4: PX-石脑油小幅走缩, PTA加工差小幅反弹



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图5: 基差走稳



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 聚酯

5 月份，纺织环节季节性旺季，但因对 6 月需求跟进预期不足，采购节奏偏缓，聚酯库存先降后升，下旬 POY、FDY、DTY、涤纶短纤库存显著积累。各产品现金流同样先强后弱，中旬及上月表现较 4 月显著提升，但下旬则呈现快速走弱的态势。6 月，暂未看到新订单显著放量下，预计行情逐步走弱。

### 2.1 切片

切片方面，价格走弱，现金流在月末明显走缩，5 月平均现金流在 194 元/吨，环比上涨 20 元/吨，但月末已走弱至-11 元/吨。月均价而言，半光切片在 7876 元/吨，环比下降 65 元/吨，有光切片在 8156 元/吨，环比下降 128 元/吨。现金流 4 月月均 168 元/吨，5 月月均 194 元/吨。

### 2.2 长丝

长丝方面，终端需求尚可，产销一般，现金流在月末快速走缩，POY、FDY、DTY 现金流从 4 月初 726、811、135 元/吨，变动至目前 418、543、455 元/吨。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 9175 元/吨、9710 元/吨和 12691 元/吨，环比变动+63、+142 和+228 元/吨。现金流方面，4 月月均分别在 530、586、143 元/吨，5 月月均在 697、828、275 元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在 81%附近，环比下降 1%。

长丝库存上，月末 POY、FDY、DTY 分别在 7.3 天、13.1 天和 21.6 天，去年同期在 15.8 天、17.4 天、22.2 天。仍好于去年同期。

### 2.3 瓶片

瓶片方面，产销仍然较好，内外销从前期积极备货转向刚需备货，瓶片工厂受环保因素，负荷因此小降，但成品库存不多，且手上远期订单仍然较多。现金流 5 月月初在 216 元/吨，月末在 229 元/吨，是近十年高点。华东水瓶片 5 月月均在 10451 元/吨，环比上涨 1038 元/吨。

### 2.4 短纤

短纤方面，上半月旺季需求尚好，下旬开始转弱，终端纱厂对后市谨慎看弱，后期订单反馈一般，因此涤短产销一般，现金流走缩，4 月初现金流在 662 元/吨，4 月末在 486 元/吨。5 月月均价在 8917 元/吨，环比上涨 98 元/吨。

5 月月末库存达 12.5 天，较月初上升 1.7 天，去年同期在 7.8 天。

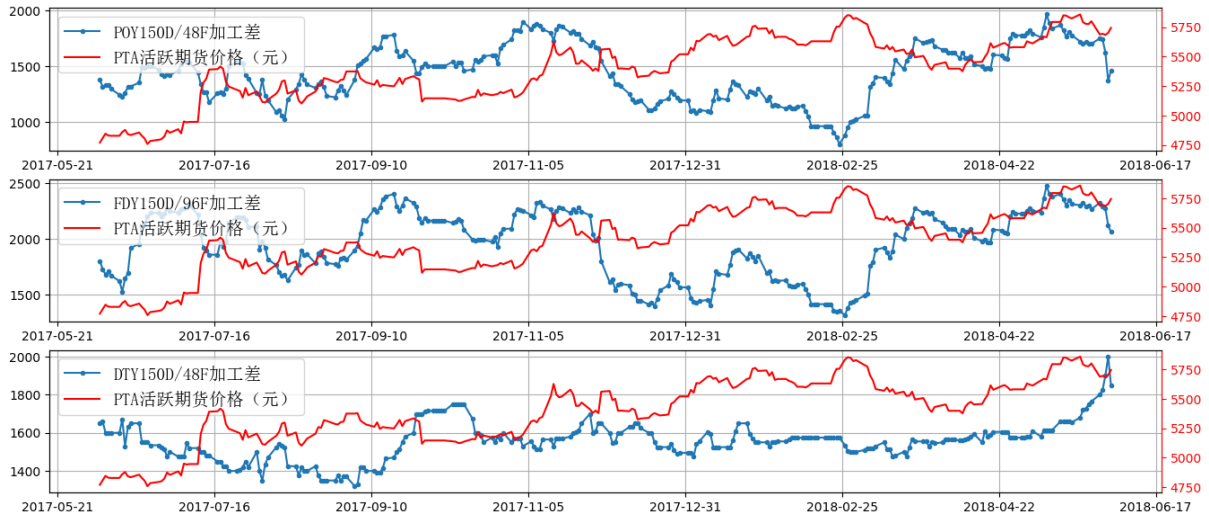
### 2.5 展望

6 月长丝方面，除目前 POY、FDY 库存同比不高外，DTY 库存临近去年水平，且终端多反馈远期订单不多，需求利好相对有限，同时 6 月新增绿宇与恒腾供 70 万吨产能，后期供给增多，6 月面临累库压力，同时聚酯原料成本呢回升，利润扩大空间有限。

瓶片方面，聚酯原料成本逐步回升。目前聚酯瓶片工厂库存压力不大，多超接订单，加之近期因环保督察等因素，部分聚酯瓶片工厂减停产，6 月初市场价格小幅回升概率较大。

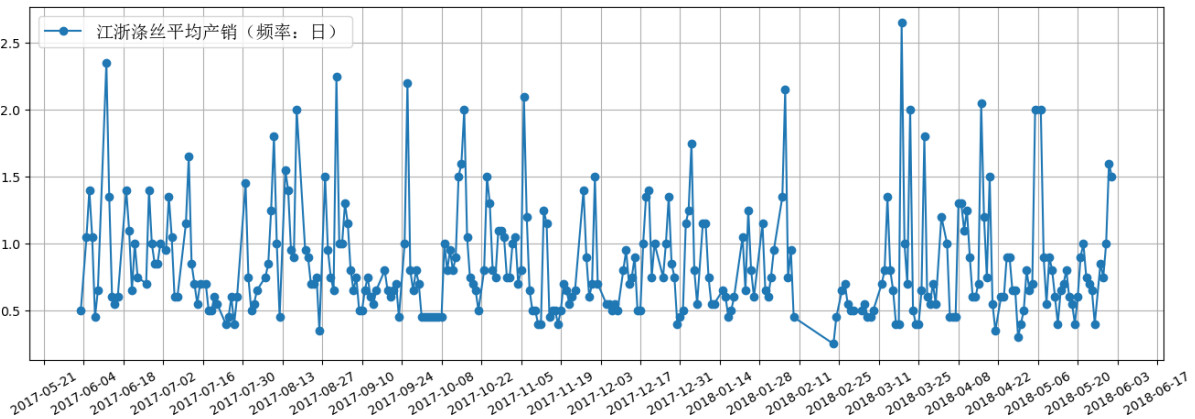
短纤方面，涤短需求来看，进入下旬开始呈现显著走弱态势，终端纱厂反馈远期订单偏弱，供应上，面临华西及仪征共 20 万吨产能投放，6 月存在累库压力，成本端上移，利润或压缩。

图 6: POY 及 FDY 加工差月末大幅走缩, DTY 加工差走强



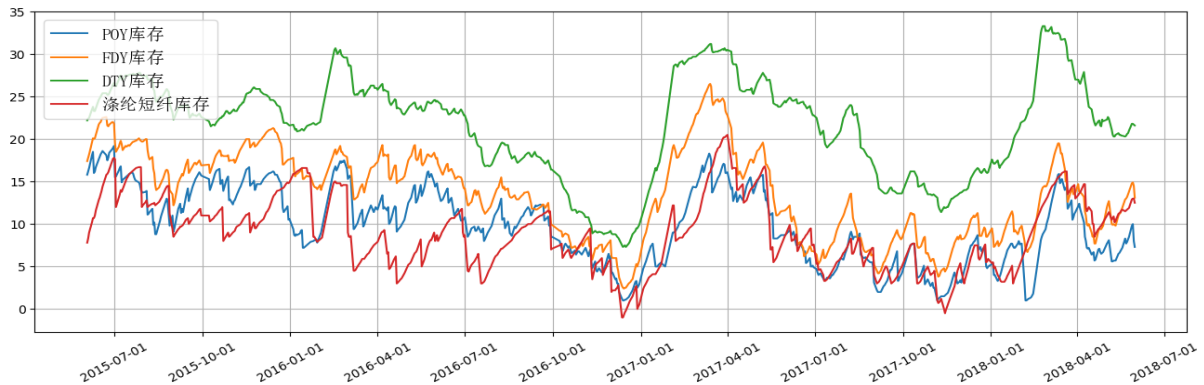
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 上半月放量, 下半月一般



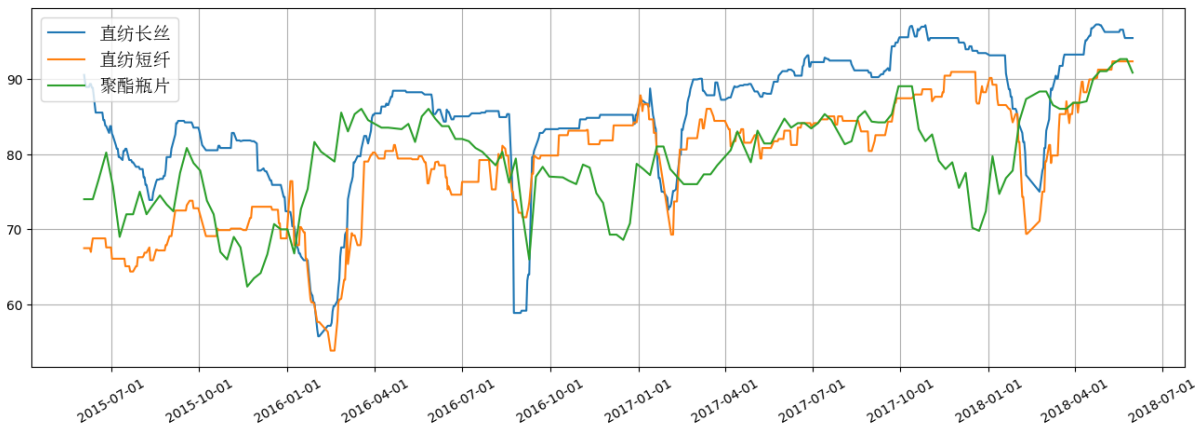
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 8: POY、FDY、DTY、涤纶短纤库存回升



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 9：长丝、短纤负荷维稳，瓶片负荷受环保因素小幅下降



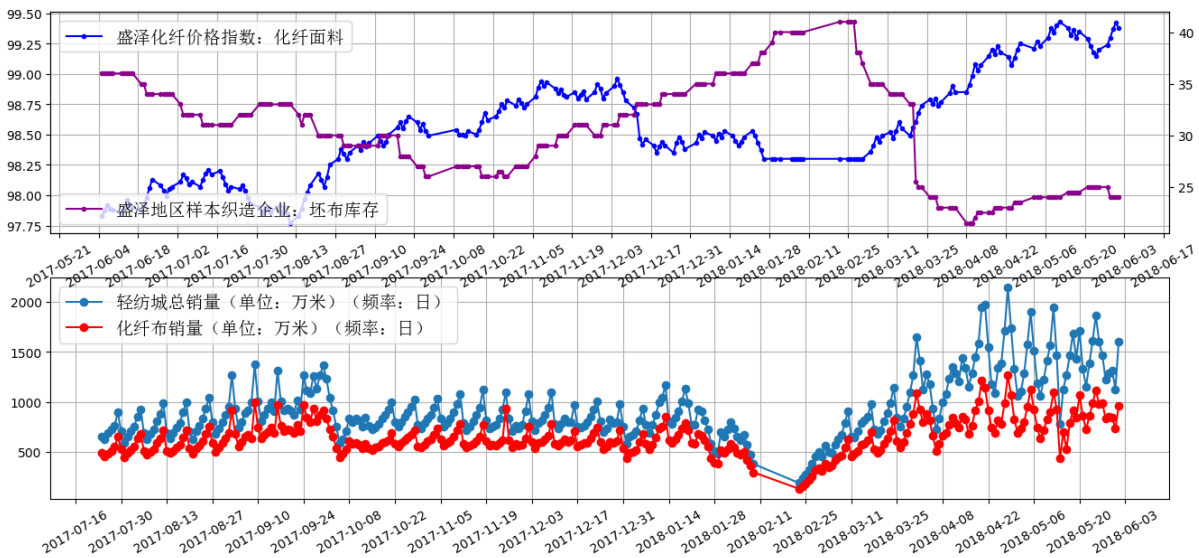
数据来源：CCF，兴证期货研发部

### 3. 终端

5 月，终端各品种负荷维持高位运行，但局部地区因新订单不多，逐步有降负动作，江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、涤纱月均负荷在 87%、83%、69%、44%、45%、55%、81%。江浙加弹、广东经编和广东远近环比下降 1%。

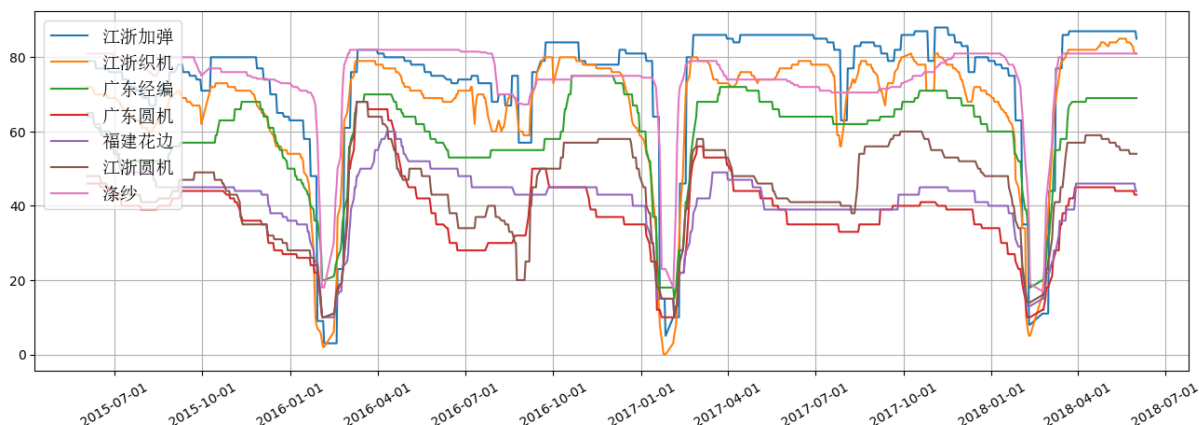
轻纺城数据来看，5 月坯布市场高销量延续，5 月轻纺城成交总量平均在 1390 万米/天，环比上升 20 万米/天左右，同比上升 540 万米/天，化纤布成交平均在 841 万米/天左右，环比上升 12 万米/天左右，同比上升 224 万米/天。终端坯布库存小幅积累，目前在 24 天左右，2017 年同期在 36 天。

图 10：坯布库存维持低位，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

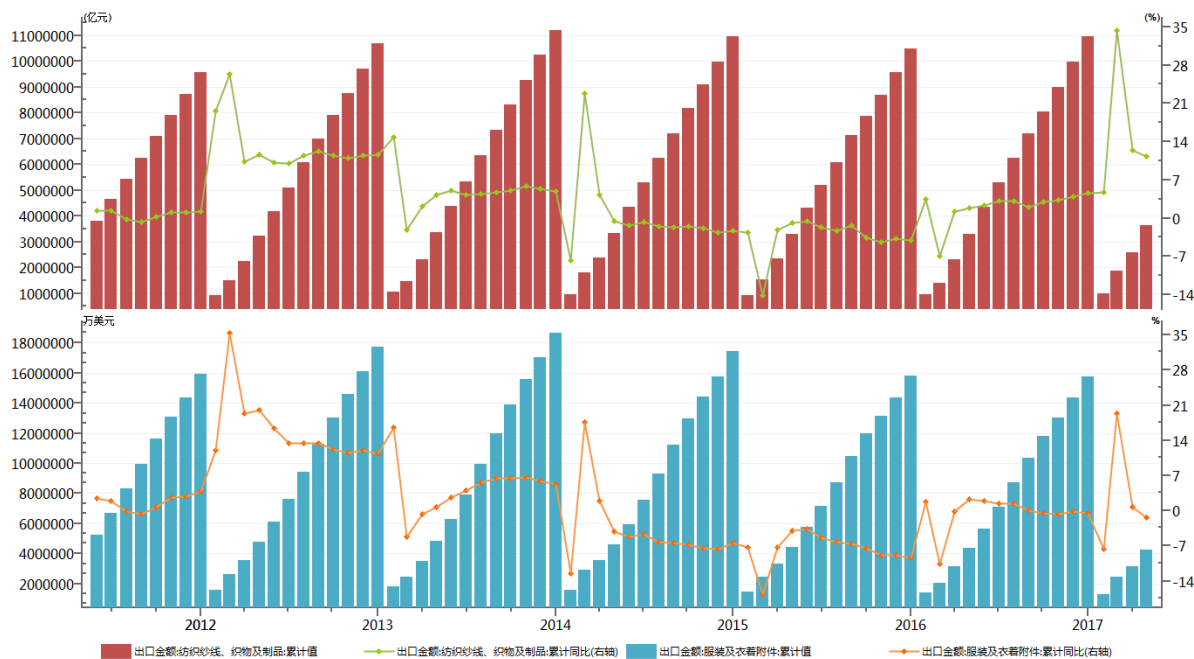
图 11: 终端负荷局部有所下降



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-4 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 3633877.4 万美元, 同比增加 11.30%。累计出口服装及衣着附件 4246391.3 万美元, 同比增加-1.4%。

图 12: 纺织品出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



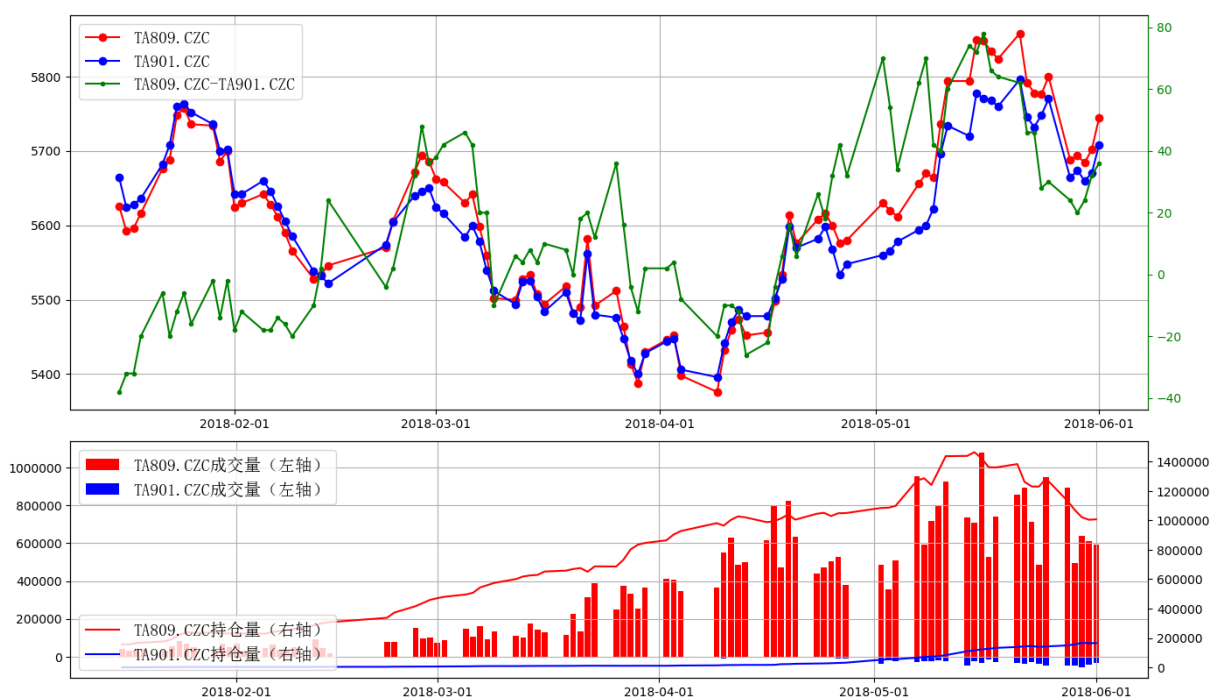
## 4.操作建议

5月份PTA期价先强后弱，上半月在基本面尚可下随原油抬升而上涨，下半月在基本面转弱下，弱势回调。基差方面，5月基本持平在-20到10元/吨。7-9及9-1均有走缩，但月末因逸盛及台化兴业检修，7-9飙升至70元/吨附近，显示现货货源短期存在紧张。基本上，5月因PTA大装置年检，供小于求，去库20万吨附近。

6月来看，目前终端纺织多反应远期订单偏弱，尽管终端坯布库存偏低在24天，但对原料采购均保持谨慎观点，局部已有降负动作。聚酯产销难有放量，加之6月聚酯有新产能投放，后期或面临累库压力。PTA年内检修高峰已过，随着福海创、逸盛等重启，供应将显著增加，6月暂估供求平衡，社会库存不变。

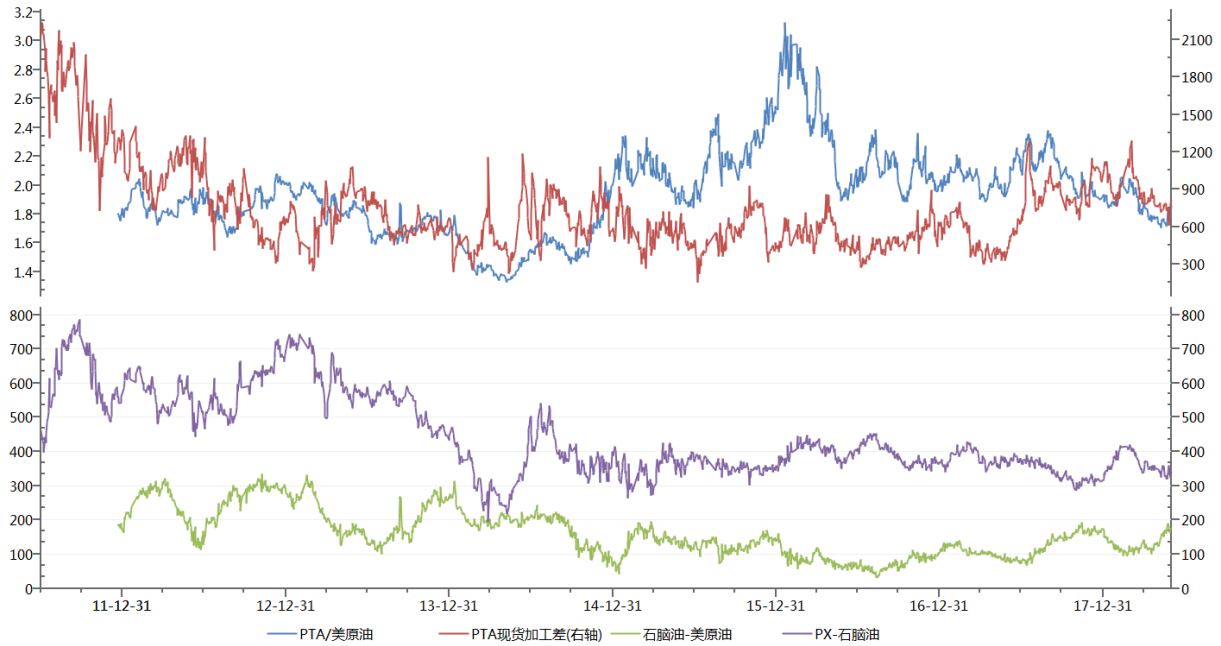
操作建议上，产业链运行暂无亮点，目前全产业链库存压力不大，聚酯及终端均以刚需备货为主，各环节大幅降价可能性偏低，或以弱势震荡为主。6月22日OPEC讲讨论减产协议，6月油价有大幅波动可能，PTA单边面临随成本回调风险。6月供求平衡，短期装置刺激7-9飙升后，前多可逢高止盈，9-1因社会库存绝对量偏低，可在0-10元/吨附近入多，夏季出现装置故障，9-1仍有拉升可能。PTA/原油呈现窄幅波动，PTA加工差偏低下，可向上震荡操作。仅供参考。

图 13: 9-1 价差大幅走高



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: PTA/美原油, PTA-PX, PX-石脑油, 石脑油-原油



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: TA1809 净持仓

席位	2018-06-01	2018-05-31	2018-05-30	2018-05-29	2018-05-28	2018-05-25	2018-05-24
永安期货	39310	42087	42140	47892	52544	56582	56629
中信期货	21020	20811	21678	31201	32395	39032	39058
中粮期货	18407	11721	11781	12128	12046	16796	12777
国泰君安	18157	18385	18873	21159	21095	27719	27842
新潮期货	16525	20871	19902	21325	21990	22969	27952
徽商期货	16284	16337	16567				
海通期货	15781	7171	6942	7784	7591	19665	19135
中金期货	12501	11990	12107	12351	12425	12460	12472
广发期货	9424	9306	9736			8246	
兴证期货	8918		-8034	1580	10032	15199	12306
申银万国	8636	7810	6952	8064	7331	6614	4137
东航期货	8312	10548	10397	11096	10609	18165	18626
国海良时	7650	8207	8064	8037	7533	8458	8542
弘业期货	7120						
中原期货	-1476	-1407	-666	-285	83	120	-1108
通惠期货	-5912	-5581					-9870
鲁证期货	-7884	-8116	-8272	-8273	-8122		
大越期货	-8795	-8524	-8431	-8508		-8405	
上海中期	-9145	-9424	-9306	-10197	-10804	-11790	-11790
建信期货	-11413	-24336	-24718	-24465	-24364	-24562	-24419

深圳瑞龙	-11479	-11488	-11655	-11630	-11559	-11964	-11677
光大期货	-11737	-11271	-19996	-20161	-20938	-25910	-24364
中辉期货	-13150	-12973	-12870	-12452	-12535	-15273	-23270
瑞达期货	-13384	-12973	-12740	-12855	-12664	-14467	-14384
大地期货	-20165	-20173	-21007	-20311	-20764	-20594	-20415
国贸期货	-21562	-21498	-20995	-24841	-24391	-29400	-29492
银河期货	-22778	-31758	-24324	-41970	-53012	-66727	-74703
招商期货	-29841	-26776	-33977	-25874	-9963	-30732	-24964
华泰期货	-45477	-27749	-25810	-23167	-19293	-14223	9946
南华期货	-49668	-49027	-41015	-40752	-40913	-42346	-41401

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 需求转好，油脂震荡偏强

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

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

5月豆油维持区间震荡反弹的行情；由于豆粕胀库，油厂开机下降，豆油库存小幅下调；原油的上涨带动生物柴油的生产和消费，豆油的价格小幅反弹。国际方面，美国国内大豆压榨数据较好但出口销售存在不确定性对价格有所打压；巴西大豆收割基本结束，产量将可能创出历史新高；阿根廷主产区干旱可能导致产量大幅减少，美国农业部下调产量至3900万吨，主流机构已经将阿根廷产量下调到3575--3700万吨区间，对豆油有一定支撑。棕榈油库存维持高位震荡回调，接近63.7万吨；4月马来棕榈油的产量同比增加，但明显低于预期，出口受关税取消影响，后期出口可能出现消费减少；目前来看，东南亚地区棕榈油的增幅低于预期，且能源价格走高带动棕榈油的生物柴油需求增加，对棕榈油价格有利好支撑。

#### ● 后市展望及策略建议

进入6月以后，阿根廷大豆产量逐步确定，南美天气炒作基本结束；美豆的种植和生长将逐步成为市场关注的焦点；另外，中美贸易战关于农产品的走向也对豆油价格有很大影响；东南亚棕榈油进入到增产周期，对棕榈油价格产生一定利空，但增产的幅度对市场影响较大。综合来看，豆油和棕榈油价格处于低位水平，后期维持区间震荡反弹的概率较大。

## 1.油脂基本面

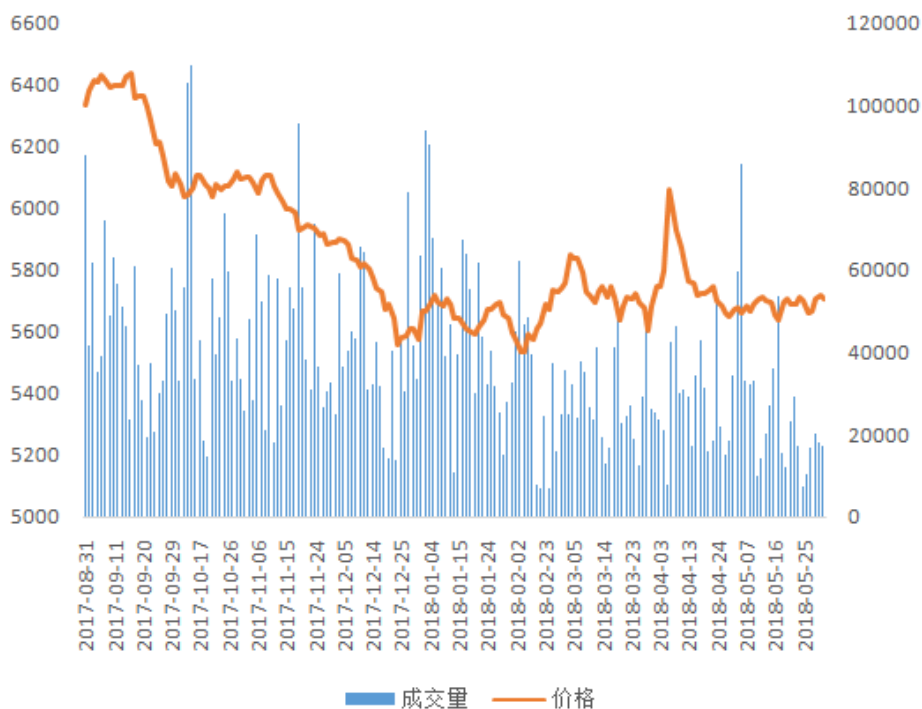
### 1.1 豆油

#### 1.1.1 贸易战扑朔迷离，阿根廷减产利多

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8900万英亩，较去年实际面积英亩减少110万英亩；美国大豆的种植效益较去年有所下降且4月的中美贸易战可能也对农民的种植选择有所影响。5月下旬以来，中美贸易战又出现了波折，在中美官方宣布不打贸易战之后不久，美国又单方面提高对中国部分商品的进口关税，使得后期的贸易战走向扑朔迷离。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。目前巴西大豆收割结束，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。阿根廷天气在生长季节偏干旱，但收割期的降雨影响到收割，可能造成弃收的面积远远超过正常水平。目前主流机构已经大幅下调阿根廷大豆的产量水平至3575-3700万吨水平，远远低于美国农业部5月3900万吨的预估，成为影响市场价格的重要利多因素。

#### 1.1.2 国内开工偏低，豆油成交偏弱

图 1：豆油价格及成交量走势



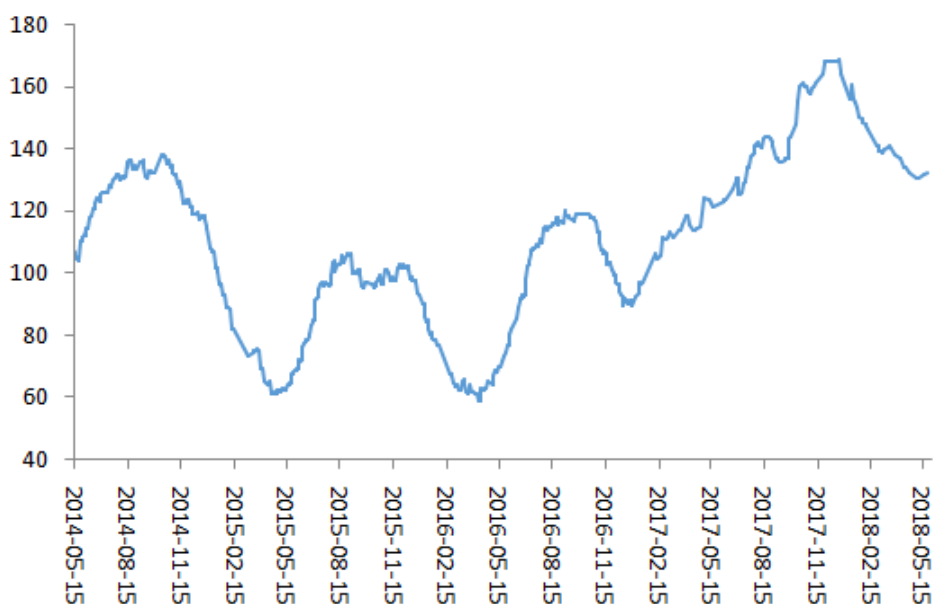
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

国内方面，5 月整个国内油厂开工率维持正常偏低水平，进口大豆大量到港量受贸易战影响出现一定下降；但随着南美大豆的大量到港，大豆的进口量迅速恢复；豆油的需求一般，但由于油厂开工率低，库存高位小幅回落，但供求宽松的状态很难发生改变；近期，随着原油价格的上涨，豆油的生物柴油需求大幅增加，受该利多因素影响，豆油维持震荡偏强的概率较大。

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；由于供求宽松，目前价格已经持续维持在低位区间水平，豆油的价格可能维持区间震荡反弹。

### 1.1.3 豆油库存维持高位，宽松局面持续

图 2：豆油商业库存

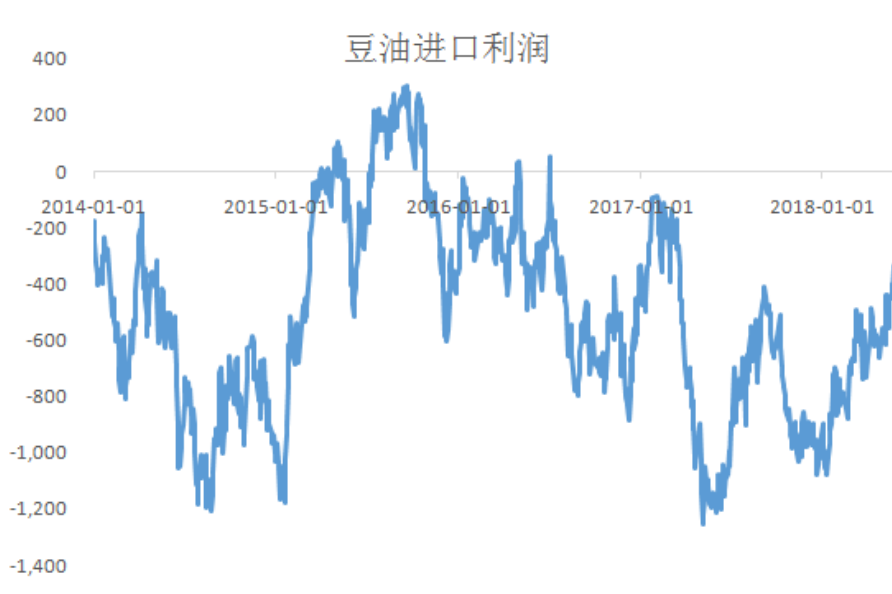


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.1.4 进口亏损收窄，后期对价格有压力

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 284 元；近期国内和外盘豆油的价差有所缩窄，进口亏损出现了大幅减少。短期来看，外盘豆油价格偏弱而国内豆油价格则相对较强，导致进口亏损缩小。

图 3：豆油进口利润

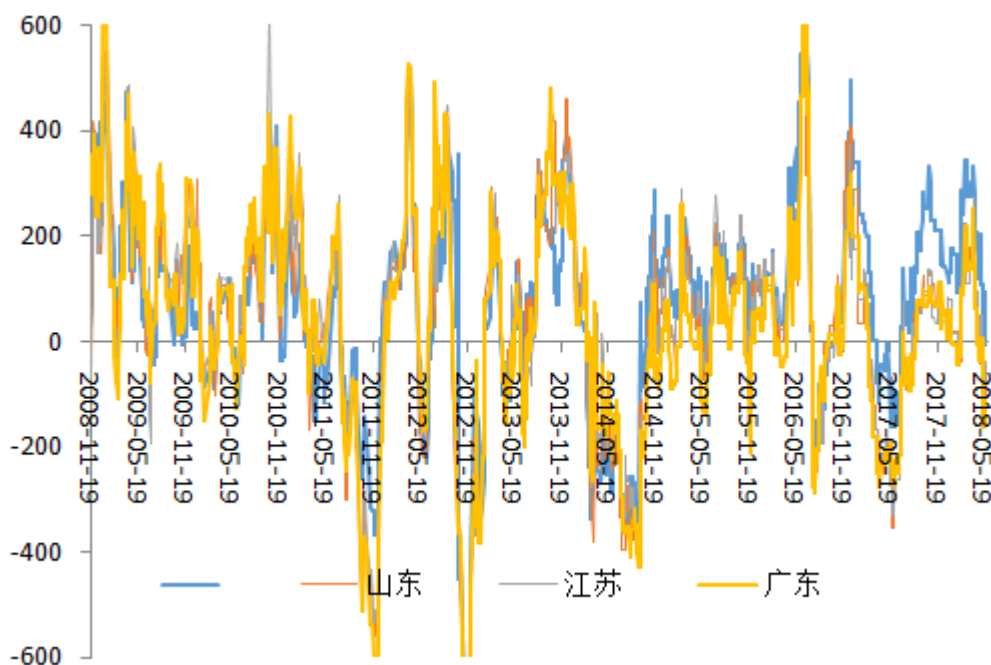


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.1.5 压榨利润走低，对价格形成支撑

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，豆粕现货价格大幅回调，压榨企业大豆进口压榨利润大幅缩窄至亏损区间。

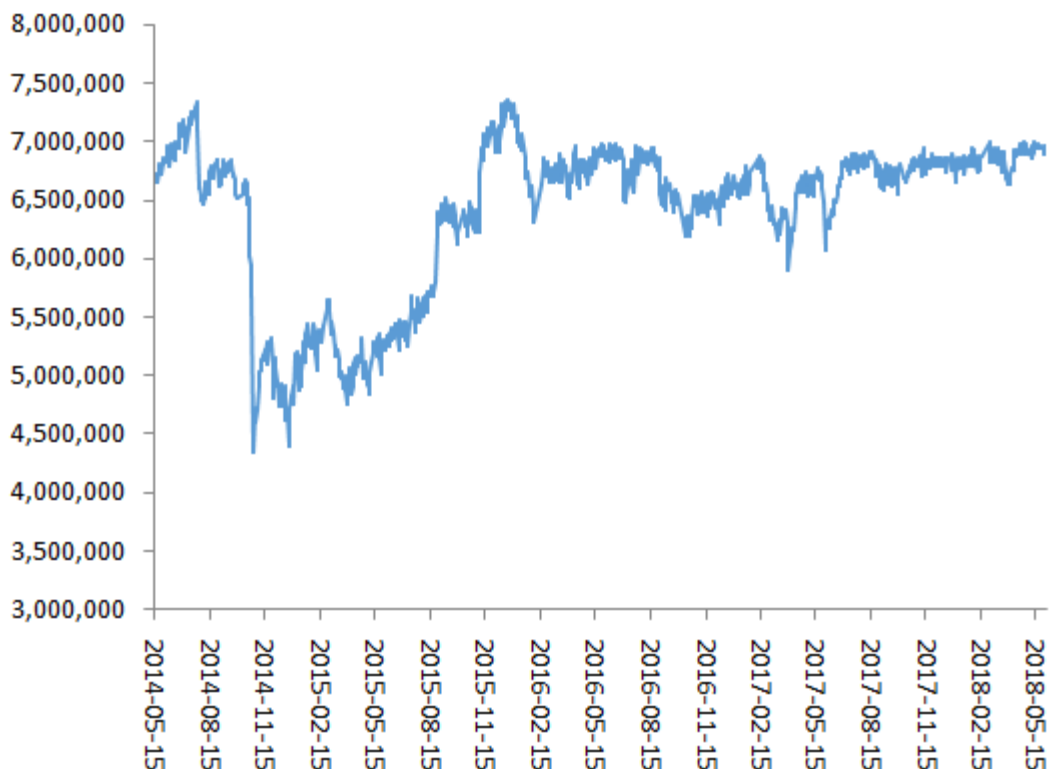
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，随着后期猪价的止跌反弹，对豆粕的需求可能增加；从大豆供给的角度来看，4 月进口大豆量维持低位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 693 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：天下粮仓，兴证期货研发部

综合来看，6 月美豆的出口可能有所转好，巴西丰产但阿根廷减产严重；油厂开机率的下降，使得豆油的供应压力有所缓解；在生物柴油需求好于预期的情况下，豆油库存可能继续小幅减少；预期 6 月油脂可能维持区间震荡反弹的行情，建议投资者区间震荡偏强对待。

## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 增产不及预期，需求增加，棕榈油价格有支撑

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，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，随着能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求增幅远远高于预期，从印度尼西亚生物柴油的产量和出口量数据看，棕榈油的需求要远远好于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018 年 4 月马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加但远远低于市场预期，出口环比出现小幅减少，但减少幅度同样低于市场预期，导致期末库存降幅远远超出市场预期，对棕榈油价格利多。从 5 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比增幅可能低于预期，消费要好于预期，整体对价格有偏强支撑。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓；但由于能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求大幅增加，对棕榈油的消费好于预期；出口数据方面，5 月棕榈油出口量出现高位震荡回调；综合马来西亚和印度尼西亚供求，5 月棕榈油供求数据可能偏利多，对棕榈油价格有一定支撑。



表 1: 马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
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%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%

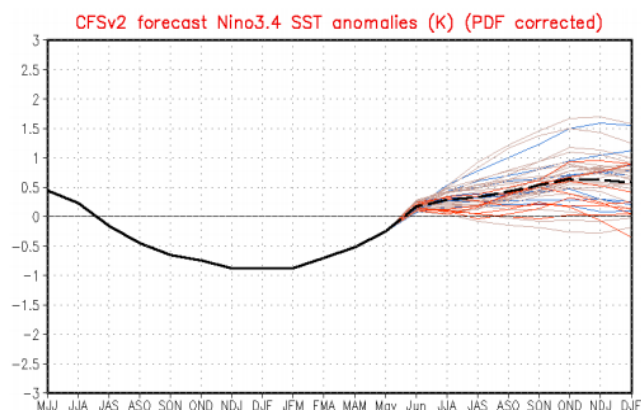
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，4月马来西亚棕榈油的产量为155.8万吨，同比增加0.7%。预期马来和印尼的棕榈油5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一定压力。出口方面，马来西亚4月棕榈油出口量为154.1万吨，较3月出现了小幅下降；目前情况看，5月以来棕榈油的出口需求可能会小幅下降但需求将增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

### 1.2.2 全球气候中性，棕榈油生产正常

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，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到50%，可能带来干旱气候给棕榈油的产量带来影响。

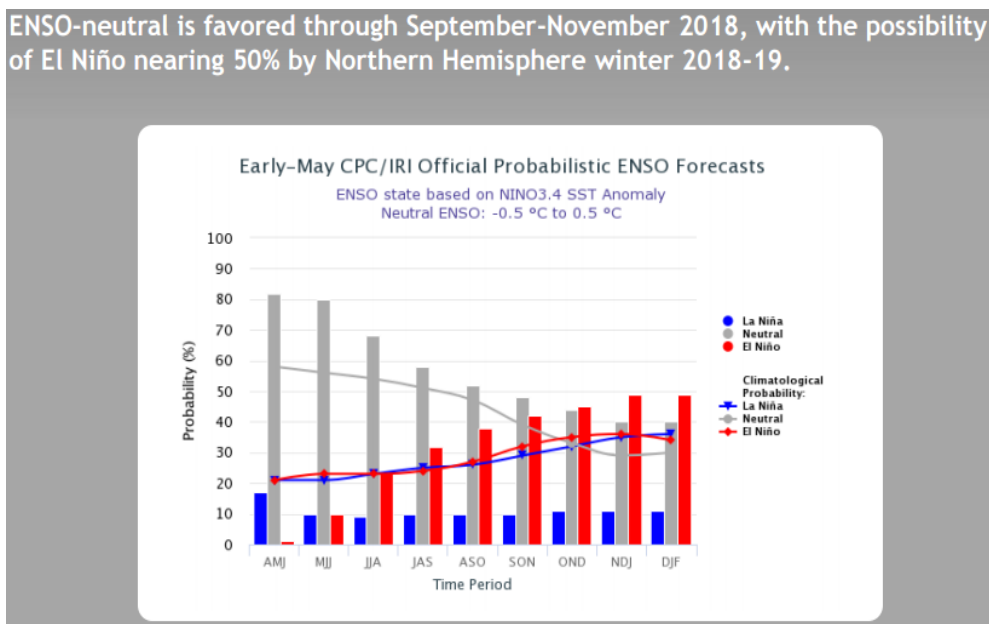
图 1: 天气预测模型



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，目前全球维持中性气候，但到 2018 年年末全球气候出现厄尔尼诺现象的概率接近 50%。

图 2：天气预测模型

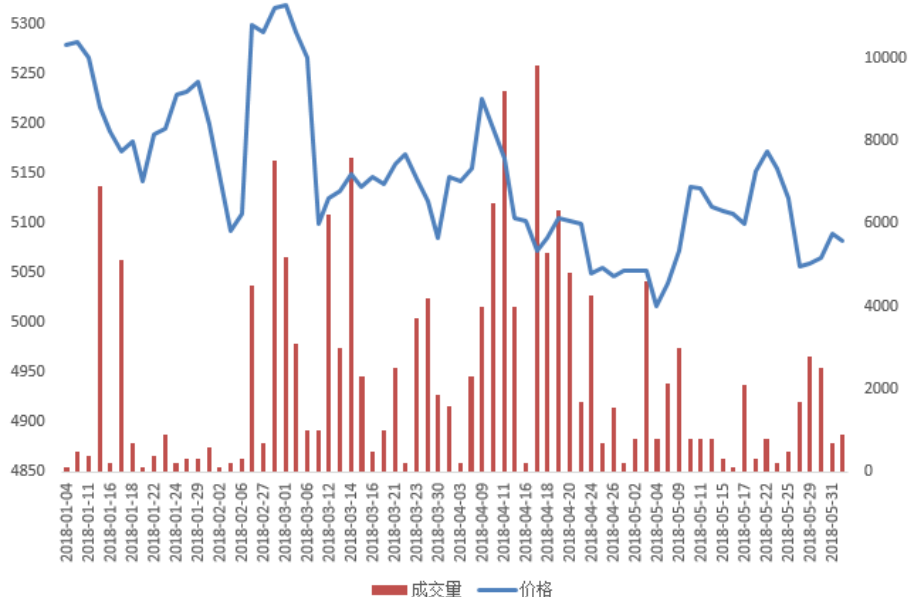


数据来源：兴证期货研发部

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。从季节行角度来看，4 月—10 月棕榈油将进入到增产周期，供应压力大幅增加。

### 1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持低位

图 3：棕榈油成交量及价格走势



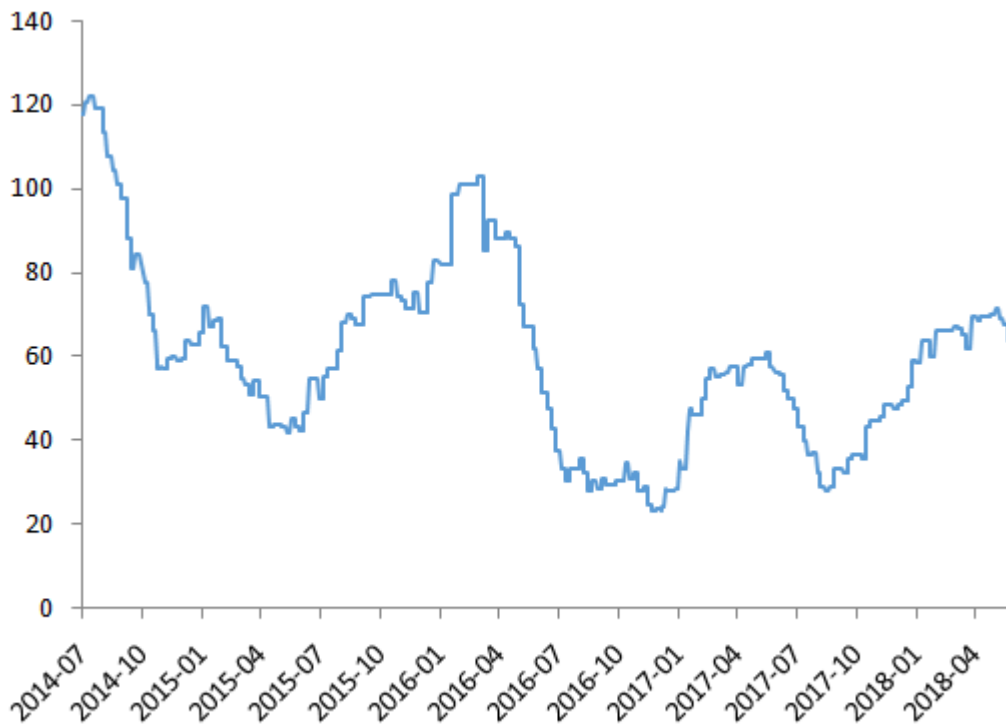
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位；目前国内棕榈油库存维持高位震荡，消费的低迷对价格有压力。

### 1.2.4 库存偏高震荡，进口再度低迷

目前，国内棕榈油的商业库存达到 63.7 万吨的水平，近期出现高位震荡情况；主要是因为棕榈油进口量减少，需求小幅增加。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，棕榈油的成交偏弱。

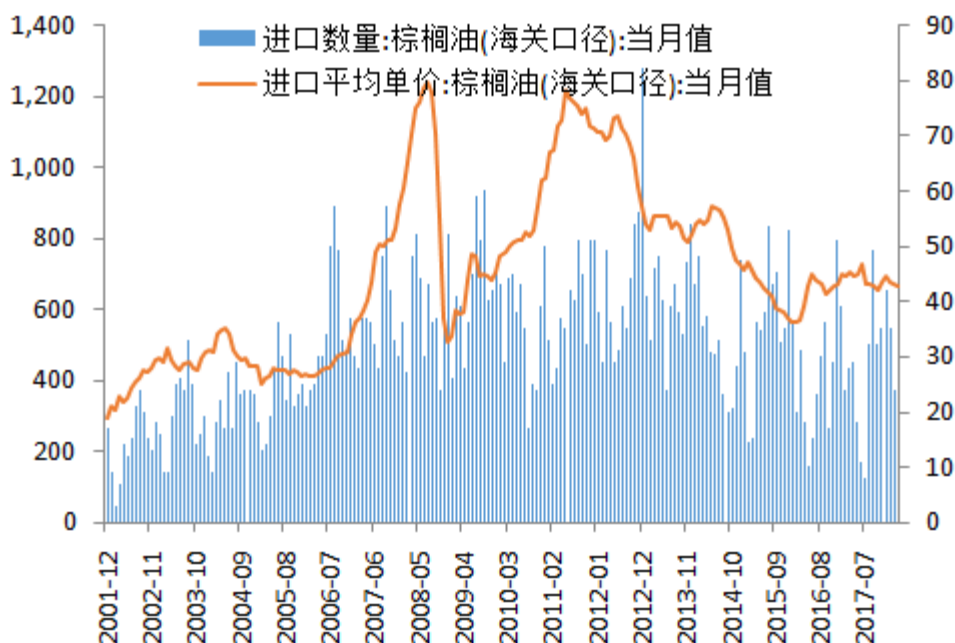
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年 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，3 月进口 33 万吨，4 月进口量为 17 万吨。在进口亏损的情况下，出现了一定的减少。

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

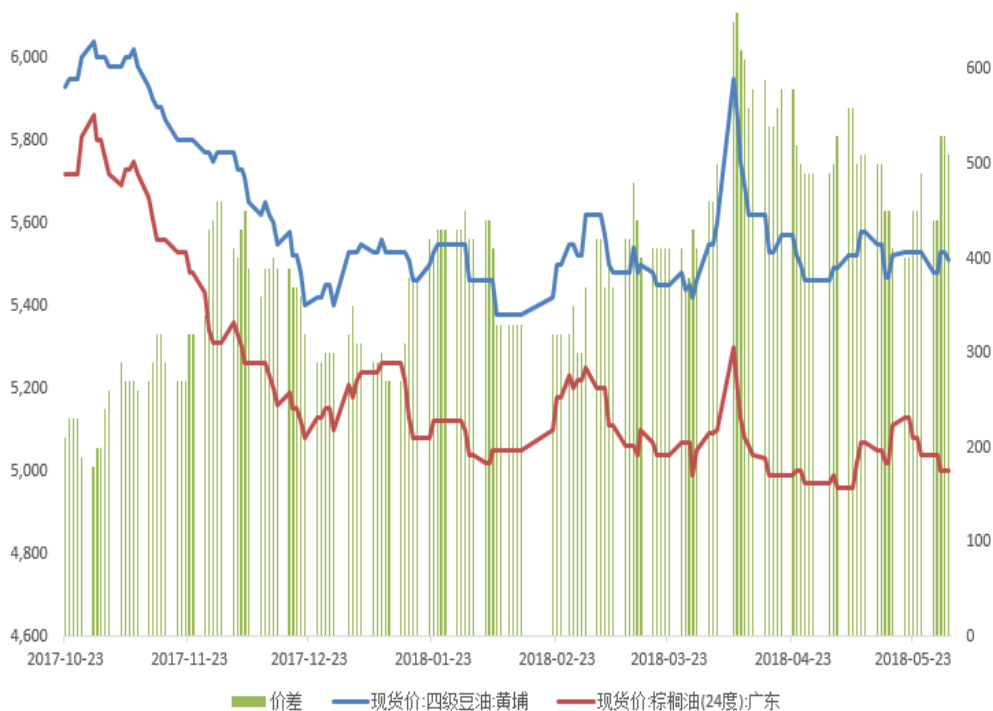
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CFR (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	6月	635	0.00	20	655	5100	(华南)
		635	0.00	25	660	5140	(华东)
		635	0.00	28	663	5170	(华北)
	7月	640	0.00	20	660	5140	(华南)
		640	0.00	25	665	5180	(华东)
		640	0.00	28	668	5200	(华北)
	8/9月	640	0.00	20	660	5140	(华南)
		640	0.00	25	665	5180	(华东)
		640	0.00	28	668	5200	(华北)
10/11/12月	642.5	+02.50	20	662.5	5160	(华南)	
	642.5	+02.50	25	667.5	5200	(华东)	
	642.5	+02.50	28	670.5	5220	(华北)	
33度棕榈油	6月	632.5	0.00	25	657.5	5120	(华东)
	7月	637.5	0.00	25	662.5	5160	(华东)
	8/9月	637.5	0.00	25	662.5	5160	(华东)
	10/11/12月	640	+02.50	25	665	5180	(华东)
44度棕榈油	6月	625	+02.50	25	650	4750	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.2.5 豆棕价差有所走高，利于棕榈油消费

豆油和棕榈油的价差低位震荡；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但增幅可能低于预期，需求方面，生物柴油的需求可能会超出预期，对棕榈油消费利好；6 月以后棕榈油维持宽松状态，但价格可能会有所恢复，建议投资者以区间震荡偏强对待。

## 2.技术分析及操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，5月豆油价格维持区间震荡反弹行情，供求维持宽松状态，后期受需求好转影响价格可能震荡偏强。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

## 2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持区间震荡反弹，后期供应增幅低于预期、需求较好支撑，建议投资者震荡偏强对待。

图 2：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

## 短期反弹或继续，中长期看空

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

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

盘面震荡，现货报价持稳。短期看，809 合约如果不能站稳 5480 的话，可能会回踩确认前低支撑。从基本面看，目前的糖价在广西制糖成本的下沿，而白糖此轮跌势至今，在成本附近还没有过像样的反弹。我们认为目前处于熊市的第一阶段，在这一阶段当价格下跌到成本时会受到支撑并形成反弹。从中长期看，下跌的趋势没有改变，但是要在反弹过后可能才会出现中长期的空点。

目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。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。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。操作上建议暂时观望。



## 1.行情回顾

郑糖震荡，短期有继续反弹的可能。外盘方面，美糖反弹有所反弹。

图 1: 白糖主连日线



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 美糖主连日线



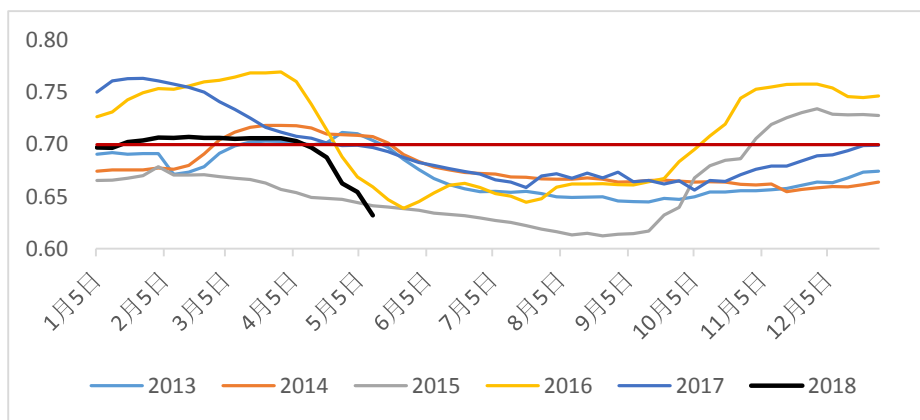
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.国外基本面分析

### 2.1 巴西乙醇汽油比下降

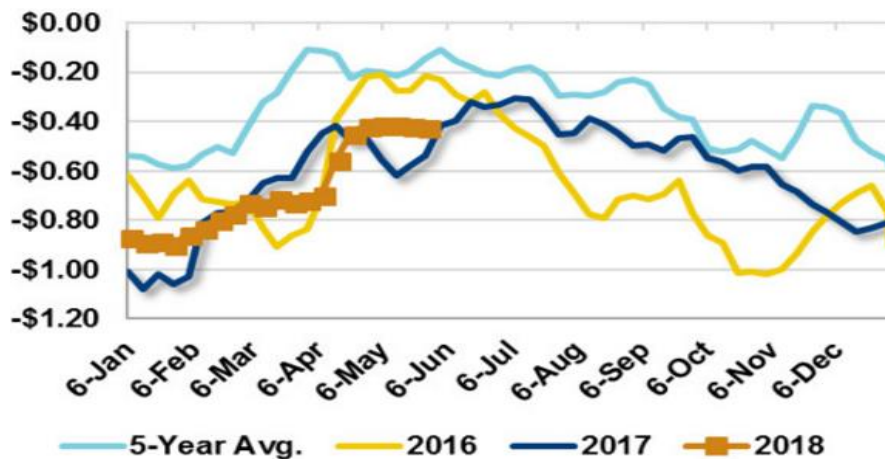
近期巴西乙醇汽油比持续下降，价格优势使得乙醇产销增加。5月上旬，巴西中南部生产商总计销售乙醇 11.3 亿升，同比增长 17%。这主要是由含水乙醇的销量带动的，五月上半月巴西含水乙醇销量达到 7.5975 亿公升，同比增加 34.68%，同时也刷新历史同期最高销量水平。ANP 的数据显示，在圣保罗、巴拉那、米纳斯吉拉斯、马托格罗索和戈亚斯五个州，价格上乙醇与汽油相比更有竞争力，这些州的轻型车辆约占全国的 55%。无水乙醇方面，5 月上半月国内市场销量达到 3.2729 亿公升，高于前两周的 2.8262，但比 2017 年同期下降 9.87%。巴西乙醇汽油比维持低位使得短期内巴西供应减少，利多美糖。

图 1：巴西圣保罗加油站含水乙醇与汽油比价



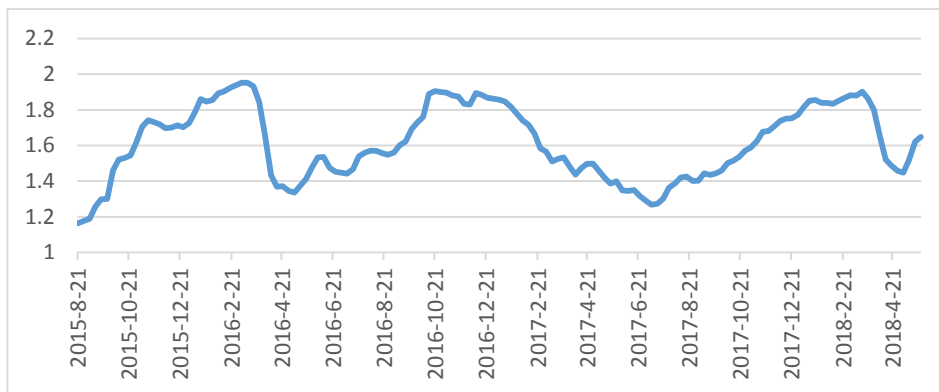
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 2：美国与巴西离岸乙醇价差（美元/加仑）



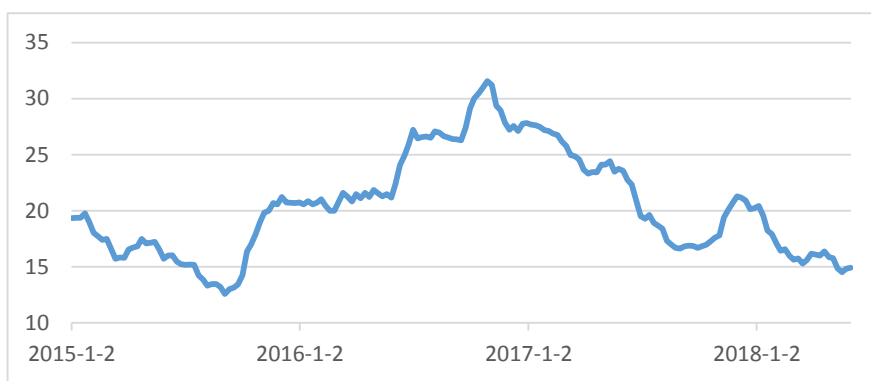
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 3: 巴西圣保罗含水乙醇价格周线 (BRL/liter)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 4: 巴西圣保罗 Crystal Sugar 周线 (USD/50kg)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

## 2.2 巴西乙醇产量大幅增加，工人罢工或令下半月糖产量减少

产量方面，5 月上半月巴西甘蔗产量仍较为正常，unica 数据显示，5 月上半月巴西中南部地区糖厂共计压榨甘蔗 4264.4 万吨，4 月下半月为压榨 3768.6 万吨。2018/19 年度甘蔗压榨量总计为 1.025 亿吨，较上年同期增加 27%。5 月上半月共计产糖 190.7 万吨，高于 4 月下半月的 152.7 万吨。2018/19 年度巴西糖产量总计为 415 万吨，较上年同期高出 5%。5 月上半月乙醇产量为 20.72 亿公升，高于 4 月下半月的 17.3 亿公升。2018/19 年度乙醇产量总计为 48.1 亿公升，较上年同期大幅增加 55%。

但由于近期巴西卡车司机进行全国性罢工，5 月下半月巴西的产量将会受到影响。据媒体报道，巴西中南部地区有几家糖厂暂停机械化收割，其他不少糖厂的柴油供应尚能维持数个小时的作业。目前抗议柴油价格高企的示威活动已经延续多日，阻断了国内多条公路。目前巴西正处于甘蔗收割的高峰期，中南部地区通常每日收割甘蔗 300 万吨左右。如果从周五至周末停工，且示威活动在未来一周的初期就结束，并令供应缓慢恢复，那么损失的压榨天数会在五天或者更多。

## 2.3 泰国、印度增产，国际市场供应过剩

他主产国方面，泰国与印度的增产使得国际贸易流过剩，国际糖市仍面临较大的供应压力。泰国 2017/18 榨季截至 5 月 23 日累计压榨甘蔗 1.34592 亿吨，同比增加 44.8%；累计产糖 1465.2 万吨，同比增加约 45.6%。而印度三大产糖邦之一的北方邦 2017/18 年度（10 月/次年 9 月）截至 5 月 24 日累计产糖 1185.8 万吨，同比增加 35.5%。出口方面，4 月泰国出口糖约 84.5 万吨，同比大增 48%。其中出口原糖 50.6 万吨，同比增加 21.1%，其中超过 70% 发往印尼；精制糖出口量同比增加 1.8%，为 30 万吨，台湾（8.9 万）、缅甸（4.5 万）和柬埔寨（3 万吨）三地的进口占据半壁江山；此外低质量白糖出口量为约 3.8 万吨，同比大增 72.7%。2017/18 榨季 10 月-4 月泰国累计出口糖约 394 万吨，同比增加 9.6%。

总的来看，由于巴西乙醇汽油比持续下降以及巴西卡车司机罢工，短期巴西供应端出现利多，虽然泰国与印度的产季基本结束，没有出现新的利空预期，但是由于两国增产幅度，国际糖市有较大的供应压力需要去消化。

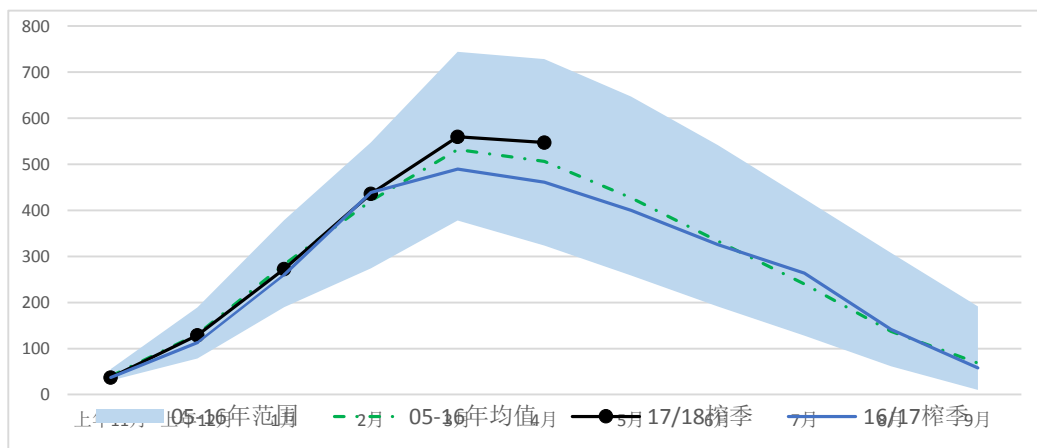
## 3.国内基本面分析

### 3.1 库存增加，现货价格疲软

截至 2017 年 4 月底，本制糖期全国共生产食糖 1021.4 万吨，同比增加 105.96 万吨。其中，产甘蔗糖 906.17 万吨，产甜菜糖 114.97 万吨，累计销售食糖 473.58 万吨，同比增加 19.63 万吨，累计销糖率 46.38%，同比下降 3.22%。其中，销售甘蔗糖 392.29 万吨，销糖率 43.29%，销售甜菜糖 81.29 万吨，销糖率 70.71%。进入增产第二年之后，糖厂库存明显增加。

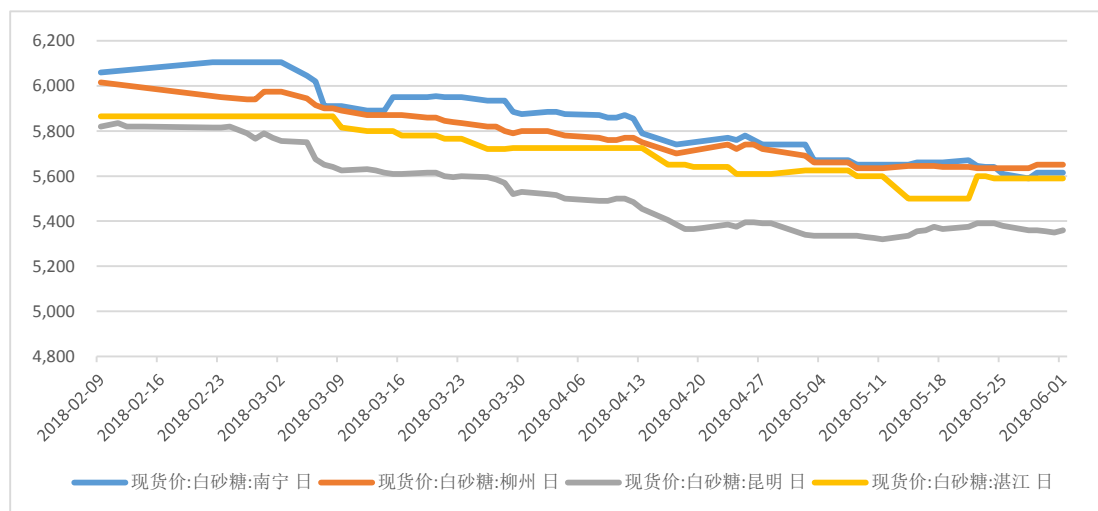
现货方面，广西糖价维持低迷的态势。南宁现货报价维持在 5670 附近，个别集团报价降至 5540，昆明现货报价下调 20 元至 5350，湛江报价 5580 基本持平。据广西糖网的消息，产区走量较前期较好。销区方面，廊坊报价下调 10 元至 5800，西安报价下调 30 元至 5620，鲛鱼圈下调 50 元至 5670。

图 1：全国食糖库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：全国食糖库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 市场缺乏利多题材

近期盘面较为冷清，目前多头的主要问题在于缺乏炒作题材，市场看空的氛围没有改变。近期广西现货弱势震荡，并没有出现拐点的迹象。糖厂的销售策略很有可能是继续顺价销售。想要赌下半年的旺季行情，囤货挺价的糖厂、贸易商并不多。因此在没有新的题材下，想要靠现货价格对盘面形成支撑恐怕很难。换一个角度看，目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。另外从期末库存的角度看，目前的现货价格偏中性，现货价格缺乏向下的动力。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。

### 3.3 短期成本支撑，仍处于下跌周期

基本面看，目前的糖价在广西制糖成本的下沿，而白糖此轮跌势至今，在成本附近还没有过像样的反弹。我们认为目前处于熊市的第一阶段，在这一阶段当价格下跌到成本时会受到支撑并形成反弹。从中长期看，下跌的趋势没有改变，但是很有可能要等到反弹过后才会出现中长期的空点。

我们可以把白糖的下跌周期分为三个阶段：第一阶段是转折期，是由牛市向熊市过渡的部分，下跌的主要原因是产量出现转折点，在这一时期制糖成本会成为糖价的支撑点，糖价在下跌至制糖成本后，会在成本附近震荡，并且有可能出现反弹。第二阶段是上文提及的，制糖成本和糖价共同形成一个向下的力，在这一阶段制糖成本会成为糖价的天花板、压力线。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。总结一下，在第一阶段，成本会对糖价起到支撑作用，在第二阶段，成本与糖价共同形成向下的力，成本跌，糖价跌。第三阶段，糖价迅速脱离成本。我们认为目前糖价处于第一阶段向第二阶段过渡的时期。糖价在反弹后可能会继续下跌

## 4.总结

盘面震荡，现货报价持稳。短期看，809 合约如果不能站稳 5480 的话，可能会回踩确认前低支撑。从基本面看，目前的糖价在广西制糖成本的下沿，而白糖此轮跌势至今，在成本附近还没有过像样的反弹。我们认为目前处于熊市的第一阶段，在这一阶段当价格下跌到成本时会受到支撑并形成反弹。从中长期看，下跌的趋势没有改变，但是要在反弹过后可能才会出现中长期的空点。

## 出库偏慢，稳中有涨

2018年6月4日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

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、玉米淀粉期货价格震荡上涨。现货市场玉米价格总体持稳，上半月稳中有涨，月末略有回落，玉米淀粉价格下跌后持稳。

5月临储玉米拍卖投放量加码，每周拍卖800万吨，截至6月1日，总投放量达到5766万吨，拍卖总成交量3699万吨，拍卖成交率总体呈逐渐下降趋势，成交溢价仍较高。由于北方运力紧张，运费上涨，临储玉米出库偏慢，约有三分之二未出库，玉米供应阶段性偏紧。

68家玉米淀粉加工企业月初开机率76.90%，月末开机率76.02%，开机率下降0.88%，淀粉企业开机率小幅下降，但总体仍保持高位运行。64家玉米淀粉加工企业月初玉米淀粉库存总量639700吨，月末玉米淀粉库存总量716900吨，库存上升12.07%，库存处于高位。

#### ● 后市展望及策略建议

临储玉米有两个月的出库期限，6月中旬第一批拍卖玉米面临出库限期，届时成交玉米或将集中出库，玉米供应增多。下游方面，生猪价格疲软，养殖业补栏积极性较低，玉米饲料需求偏弱，深加工企业按需补库，玉米需求较为平稳。预计近期玉米价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

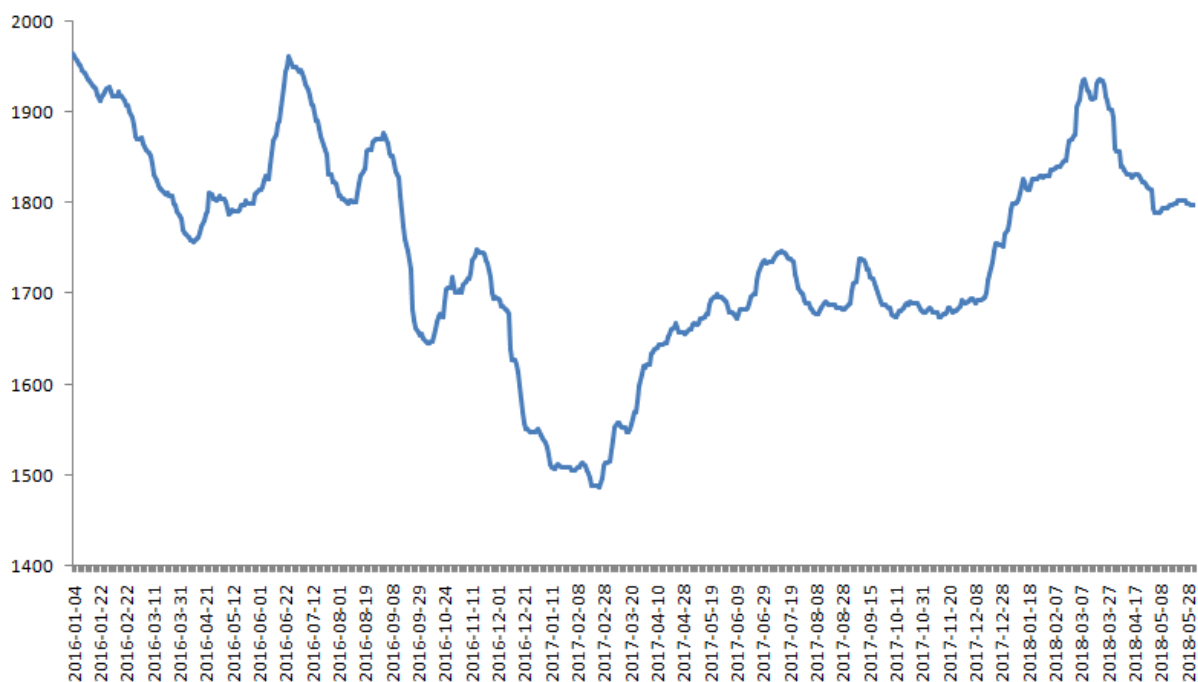
6月1日起至7日诸城兴贸因青岛峰会影响处于半产状态，预计8日至9日会停产，对山东地区开机率产生一定影响。淀粉库存处于高位，货源总体供应充足，玉米价格对于淀粉价格形成一定支撑，预计近期玉米淀粉价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

## 1.玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格总体持稳，上半月稳中有涨，月末略有回落。5月临储玉米每周拍卖量800万吨左右，投放量加大，但是由于北方运力紧张，运费上涨，临储玉米出库偏慢，约有三分之二未出库，玉米供应阶段性偏紧。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）



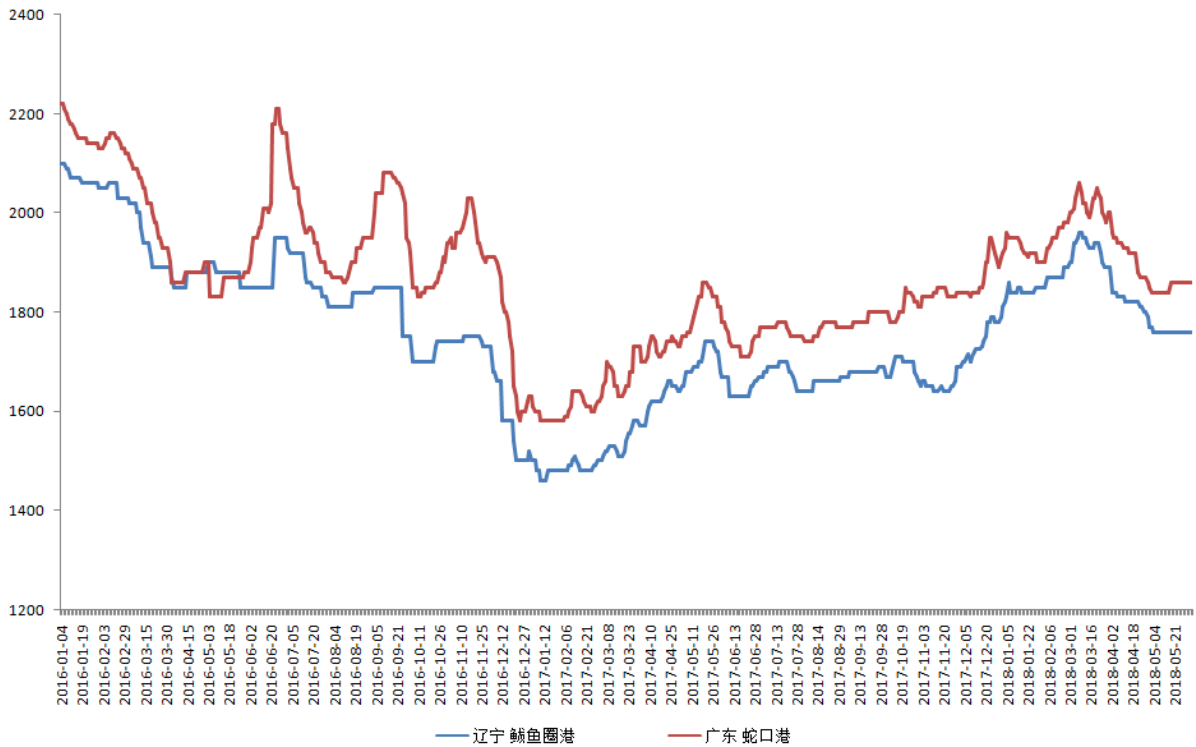
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部



## 1.2 港口玉米价格

5月2日广东港口玉米价格 1850 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格 1770 元/吨，南北港口价差 80 元/吨，截至 6 月 1 日，广东港口玉米价格上涨至 1860 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格下跌至 1760 元/吨，南北港口价差 100 元/吨，南北港口价扩大 20 元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）

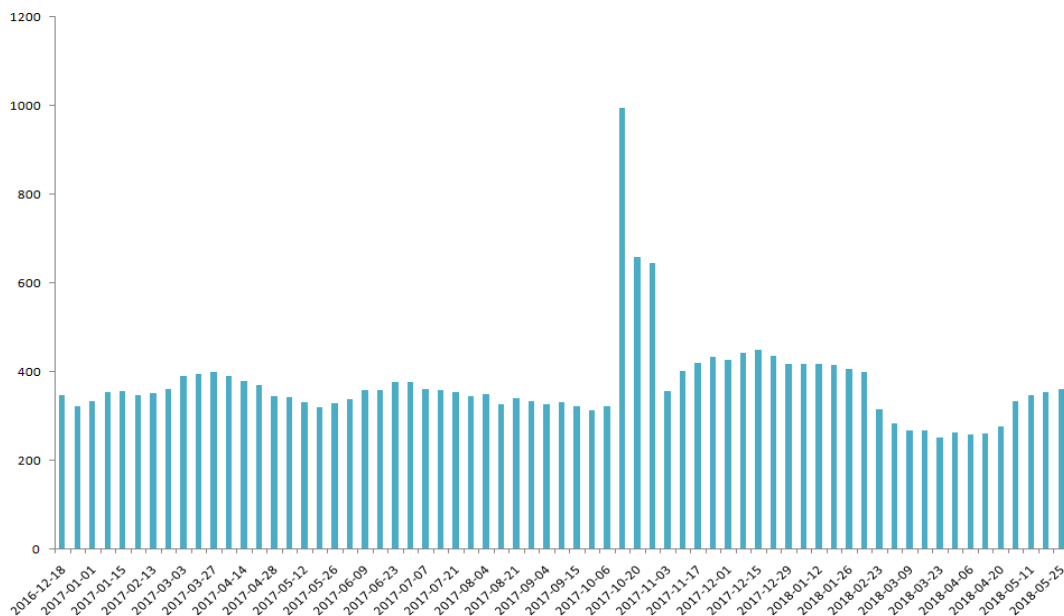


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.3 港口玉米供需情况

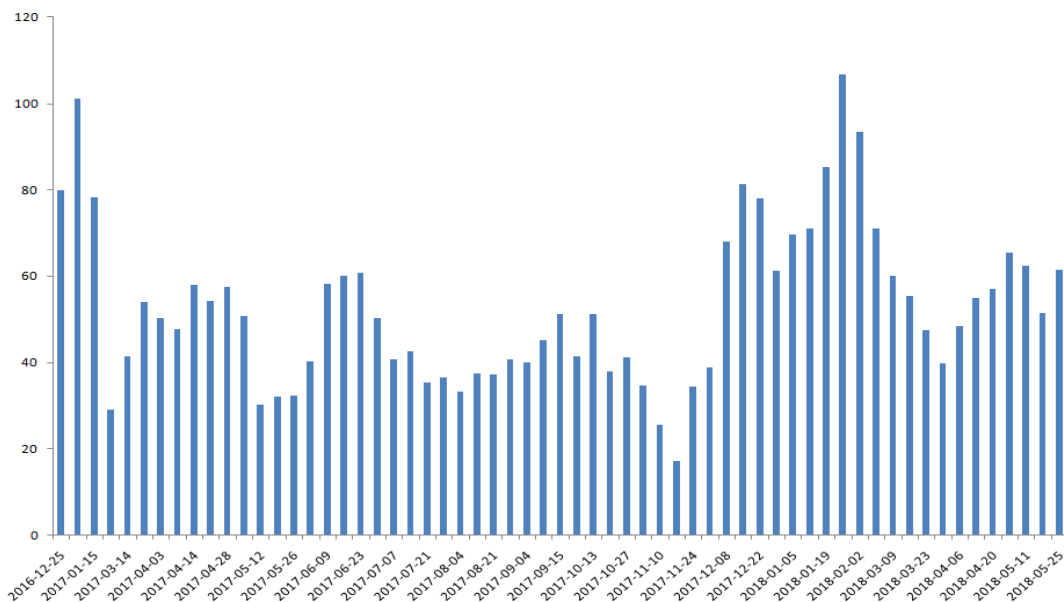
港口库存方面，上月北方港口库存增加 26.7 万吨，锦州港库存增加 3 万吨，鲅鱼圈增加 14.2 万吨，北良港增加 11 万吨，大窑湾减少 1.5 万吨；南方港口库存减少 3.9 万吨。

图 3：北方港口玉米库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 4：南方港口玉米库存（万吨）

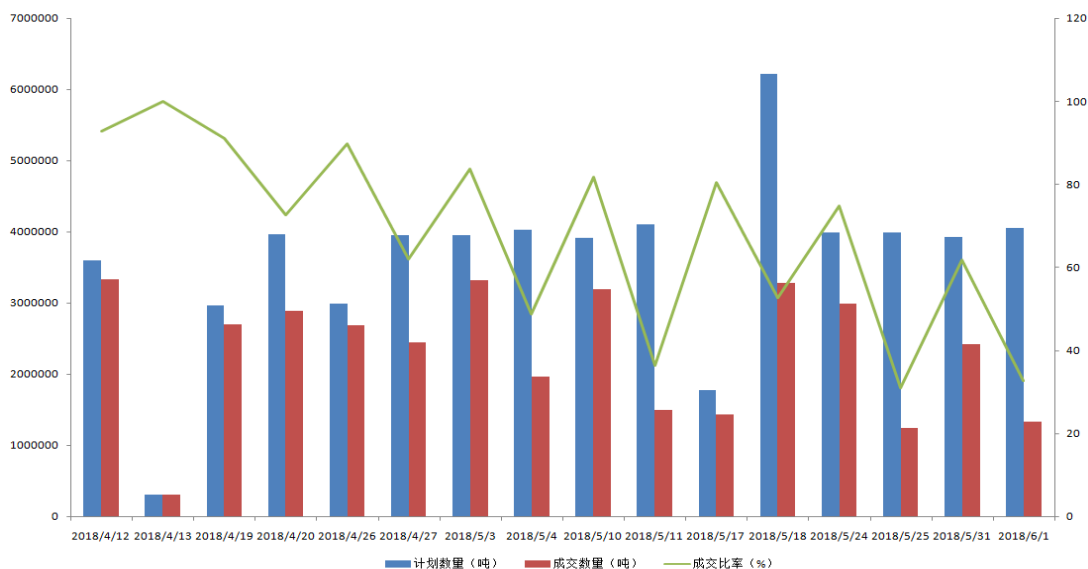


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.4 临储玉米拍卖

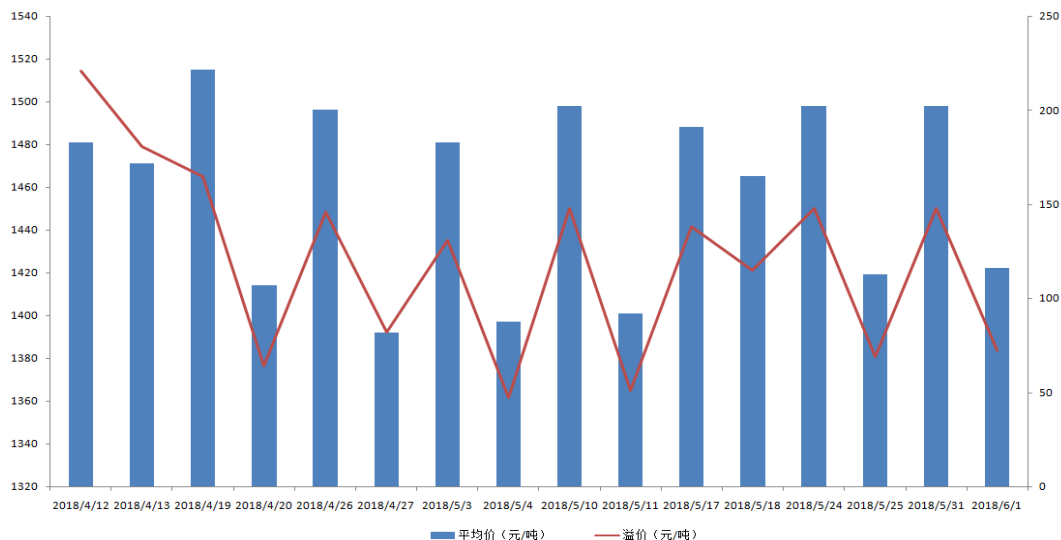
5月临储玉米拍卖投放量加码，每周拍卖800万吨，截至6月1日，总投放量达到5766万吨，拍卖总成交量3699万吨，拍卖成交率总体呈逐渐下降趋势，成交溢价仍较高。由于北方运力紧张，运费上涨，临储玉米出库偏慢，约有三分之二未出库，玉米供应阶段性偏紧。临储玉米有两个月的出库期限，6月中旬第一批拍卖玉米面临出库限期，届时成交玉米或将集中出库。

图5：临储玉米拍卖成交数量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图6：临储玉米拍卖成交均价与溢价



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 1.5 玉米小结

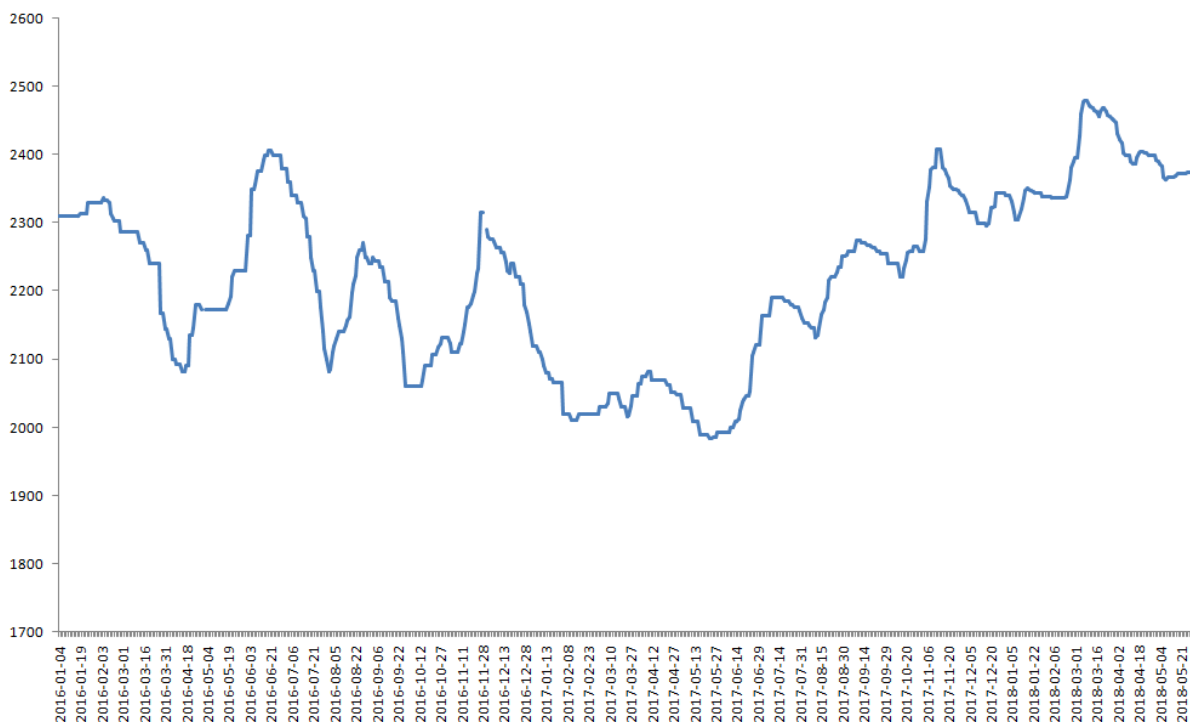
临储玉米拍卖常态化推进，5月每周拍卖800万吨，截至6月1日，总投放量达到5766万吨，拍卖总成交量3699万吨，由于北方运力紧张，运费上涨，临储玉米出库偏慢，约有二分之一未出库，玉米供应阶段性偏紧。临储玉米有两个月的出库期限，6月中旬第一批拍卖玉米面临出库限期，届时成交玉米或将集中出库，玉米供应增多。下游方面，生猪价格疲软，养殖业补栏积极性较低，玉米饲料需求偏弱，深加工企业按需补库，玉米需求较为平稳。预计近期玉米价格以震荡调整行情为主。

## 2. 玉米淀粉基本面

### 2.1 玉米淀粉价格

上月玉米淀粉现货价格下跌后持稳，月初价格下跌较为明显，随后受玉米价格支撑，淀粉价格维持稳定，略有上涨。

图 7：玉米淀粉现货价格走势（元/吨）

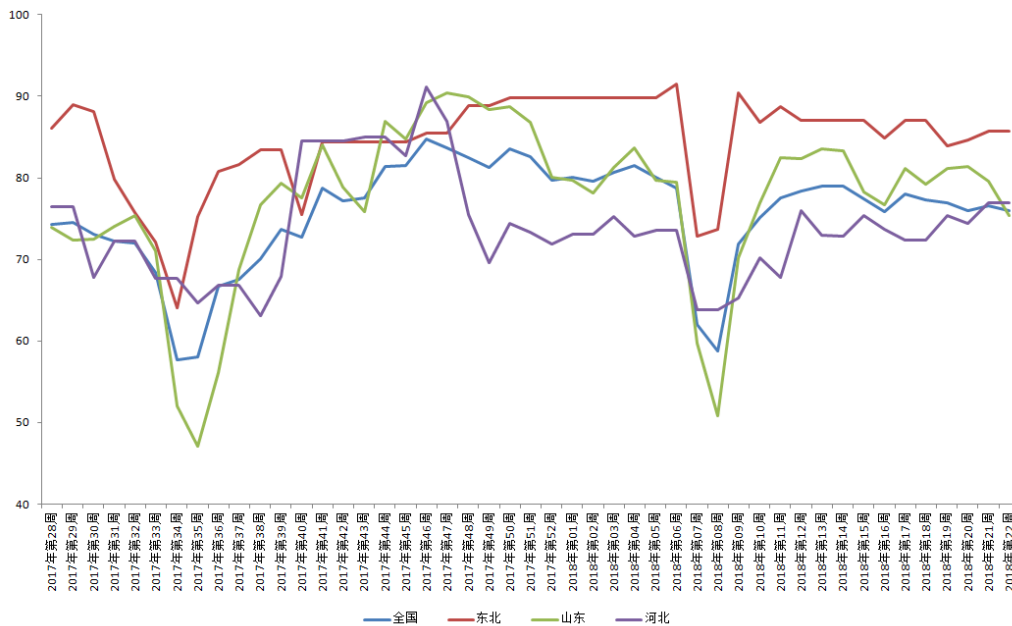


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.2 玉米淀粉企业开机率

据天下粮仓调查的 68 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 76.90%，月末开机率 76.02%，淀粉企业开机率下降 0.88%，开机率小幅下降，但总体仍保持高位运行。6 月 1 日起至 7 日诸城兴贸因青岛峰会影响处于半产状态，预计 8 日至 9 日会停产，对山东开机率产生一定影响。

图 8：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

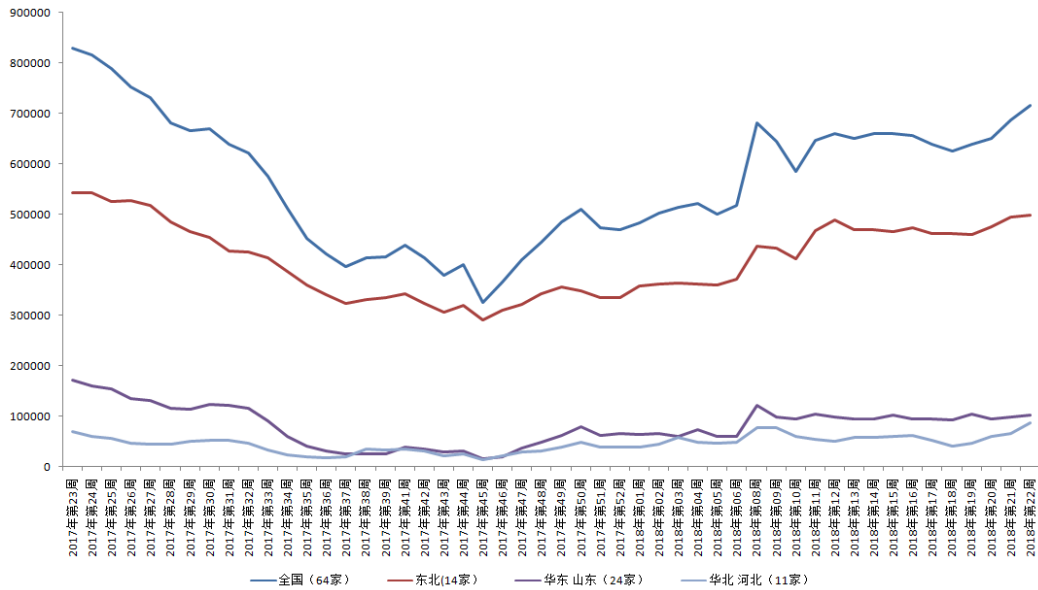


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.3 企业玉米淀粉库存

据调查的 64 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 639700 吨，月末玉米淀粉库存总量 716900 吨，库存上升 12.07%。淀粉下游需求不旺，企业采购谨慎，淀粉库存保持高位。

图 9：64 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计（单位：吨）

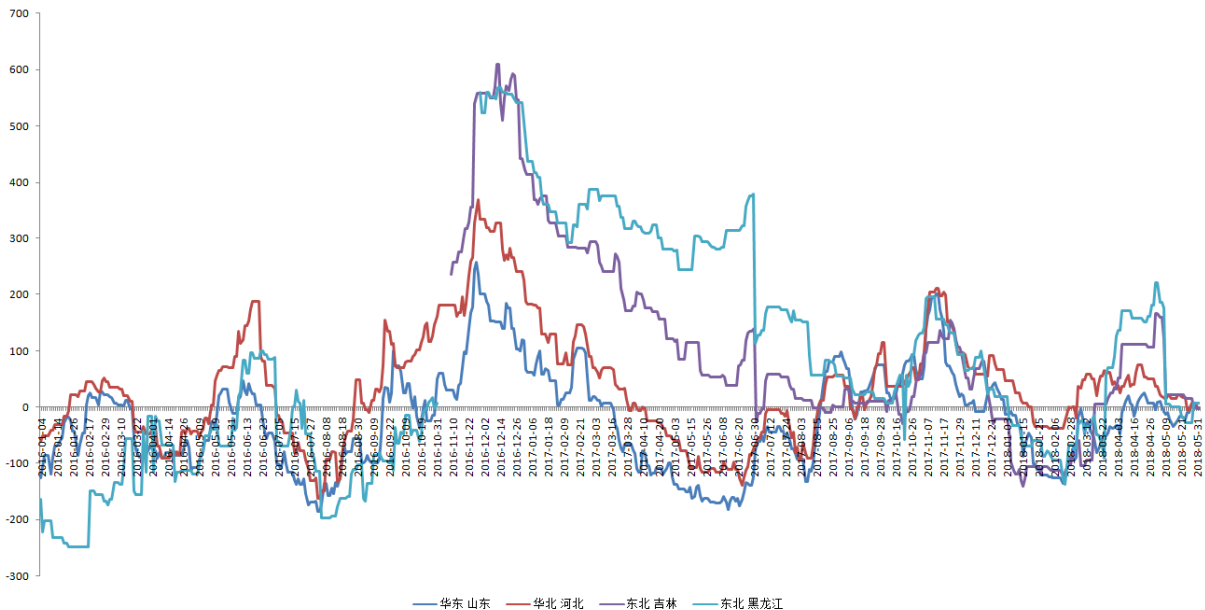


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.4 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润总体下降。东北加工企业由于补贴期间内收购玉米基本消耗殆尽，失去补贴后加工利润大幅下滑至盈亏水平线附近，黑龙江加工利润月末略有反弹，处于盈亏水平线之上，利润微薄，吉林地区加工利润下降至盈亏水平线之下。华北山东、河北地区加工利润下半月有所好转，但是仍处于盈亏水平线之下。

图 10：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

## 2.5 玉米淀粉小结

玉米淀粉企业开机率总体维持高位运行,6月1日起至7日诸城兴贸因青岛峰会影响处于半产状态,预计8日至9日会停产,对山东地区开机率产生一定影响。总体而言,淀粉库存处于高位,货源供应充足,下游需求有限,玉米价格对于淀粉价格形成一定支撑,预计近期玉米淀粉价格以震荡调整行情为主。

## 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。