



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2018 年 8 月理财月报 目录

股指期货 .....	2
多空因素交织 期指宽幅震荡 .....	2
国债期货 .....	19
8 月期债或先扬后抑，整体或偏强震荡 .....	19
有色金属·铜 .....	29
库存持续下滑，基本面边际改善 .....	29
铁矿石&螺纹钢 .....	39
观望为主 .....	39
动力煤 .....	51
大型煤企下调煤价，现货价格有望回归合理运行 .....	51
天然橡胶 .....	63
跌势渐趋缓和 .....	63
PTA .....	79
谨防回调风险，乖离止盈为主 .....	79
白糖 .....	92
震荡调整 .....	92
玉米&玉米淀粉 .....	99
供需总体平稳 .....	99
分析师承诺 .....	107
免责声明 .....	107

## 多空因素交织 期指宽幅震荡

2018年8月6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

7月共22个交易日, 纵观七月行情, 市场探底回升, 沪指最低触及2691点, 超跌反弹至2900点后缩量调整。行业涨跌不一, 周期板块表现较好, 消费板块回调, 钢铁、建材、银行、建筑等行业领涨, 家电、医药、纺织服装、传媒等行业领跌。最终, 7月上证综指上涨1.02%至2876.40点, 沪深300指数小涨0.19%, 上证50指数上涨2.63%, 中证500指数下跌0.56%。

三大期指集体收涨, IH涨幅最大, IC涨幅较小。量能方面, IF成交量在7月明显放大, 同时IF及IC持仓量仍处高位。基差方面, 指数成分股密集分红除息后, IF及IH期现基差走强, 远-近价差有所收窄, 但IC远月贴水幅度仍然较大。跨品种套利方面, IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡中枢逐步下行。

#### ● 后市展望及策略建议

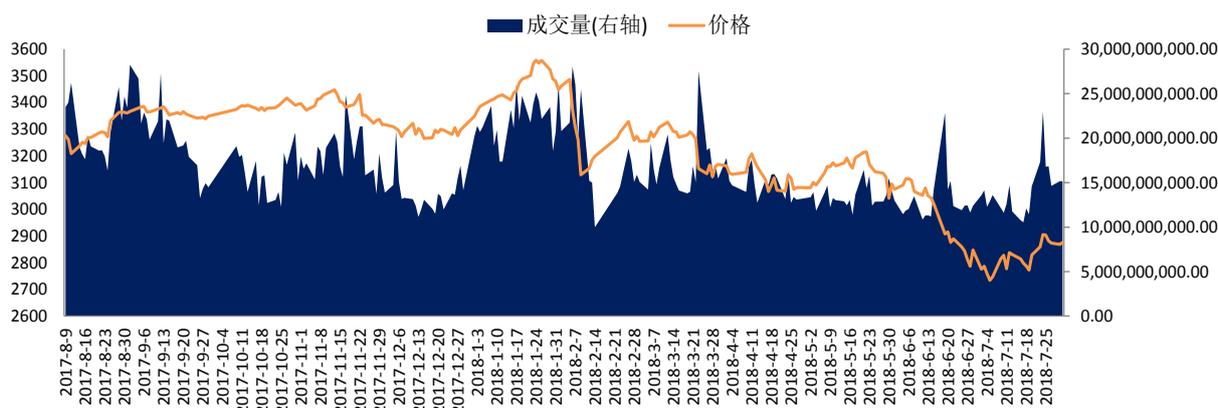
目前市场多空因素交织, 中美贸易摩擦升级, 双方均强硬态度加码关税。政治局会议坚定了去杠杆和地产调控政策方向不变, 市场对周期板块的预期减弱, 周期股反弹承压, 中下游的消费板块也受到影响。但市场仍有积极转向, 首先货币政策及财政政策明确转向宽松, 市场利率延续下行趋势, 另外目前指数的估值水平提供了较高的安全边际, 下行空间有限, 海外资金持续流入。其次, 央行出手维稳人民币汇率, 有利于缓解人民币资产贬值恐慌, 因为我们认为期指仍处于宽幅震荡格局, 股指期货主要实现避险功能。未来仍处于高波动率行情, 情绪面的影响较大, 偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

# 1. 股指现货分析

## 1.1 股指现货先扬后抑

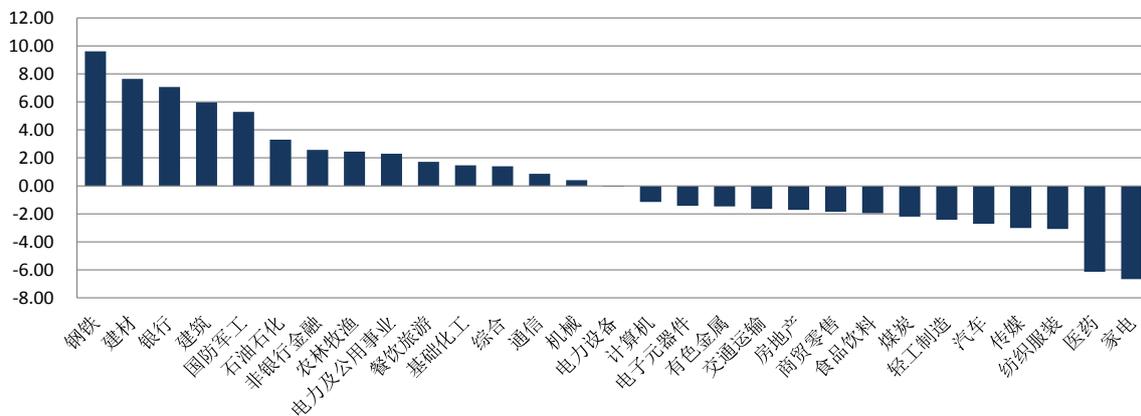
7月共22个交易日，纵观七月行情，市场探底回升，沪指最低触及2691点，超跌反弹至2900点后缩量调整。整体来看国内外多空因素交织，国内宏观经济数据延续回落，企业信用违约频发，中美贸易气氛再度紧张，但资金面流动性则持续平稳较好，财政政策释放宽松信号，资管新规边际放松。整体来看，行业涨跌不一，周期板块表现较好，消费板块回调，钢铁、建材、银行、建筑等行业领涨，家电、医药、纺织服装、传媒等行业领跌。最终，7月上证综指上涨1.02%至2876.40点，创业板指下跌2.83%至1561.26点，三大指数中沪深300指数小涨0.19%至3517.66点，上证50指数上涨2.63%至2545.12点，中证500指数下跌0.56%至5188.72点。

图 1：上证综指价格及成交量



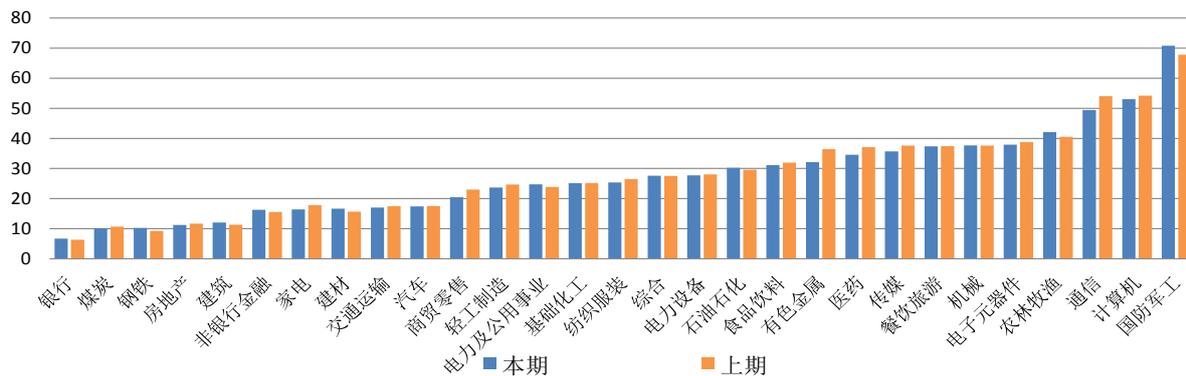
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：行业动态市盈率变化



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	价格收益率		%高于或低于日均线	
		最近一周	年至今	30日	60日
<b>我国主要指数</b>					
沪深300指数	3528.332	-1.38132	-12.46691	-1.21%	3.68%
上证综指	2885.099	-0.6387736	-12.76235	-1.91%	3.09%
深证综指	1576.408	-2.973316	-17.0025	0.66%	6.97%
上证50	2556.006	-0.299608	-10.64278	-2.94%	1.14%
中证500	5207.945	-1.897123	-16.68381	-0.94%	5.47%
上海B股	294.2243	0.3127834	-13.92236	-1.37%	2.58%
深圳B股	1056.394	-0.940828	-9.200658	-0.11%	2.42%
恒生指数	28756.72	-0.5676877	-3.885236	-0.40%	3.33%
国企指数	11083.03	0.08009496	-5.34848	-1.53%	4.11%
<b>MSCI全球指数表现</b>					
亚洲市场	166.9774	-0.5301539	-3.931738	-0.59%	1.75%
亚洲市场除日本	674.5089	-0.4896316	-5.457712	-0.53%	2.88%
美国市场	2683.96	-0.1826089	5.47752	-1.32%	-2.05%
欧洲市场	131.9963	0.8425101	0.4457088	-1.96%	-1.20%
日本市场	1040.19	-0.1593296	-3.230047	-1.17%	0.10%
<b>沪深300分类指数</b>					
能源	1705.704	0.3546904	-12.08332	-0.99%	3.87%
材料	2299.211	-0.3937129	-12.38217	-4.30%	0.25%
工业	2182.807	0.02215591	-16.64779	-2.88%	3.00%
可选	5275.454	-2.142161	-11.4202	1.65%	6.08%
消费	14130.04	-2.730154	-5.804381	2.21%	4.61%
医药	11069.54	-4.627392	9.880961	5.17%	8.07%
金融	5533.101	-0.4508447	-14.42898	-2.76%	2.29%
信息	1928.328	-4.895077	-16.71819	0.28%	6.79%
电信	2328.12	-4.441108	-33.45477	-3.78%	11.67%
公用	1885.387	1.491354	-2.743468	-3.55%	-1.41%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

## 2. 股指期货回顾

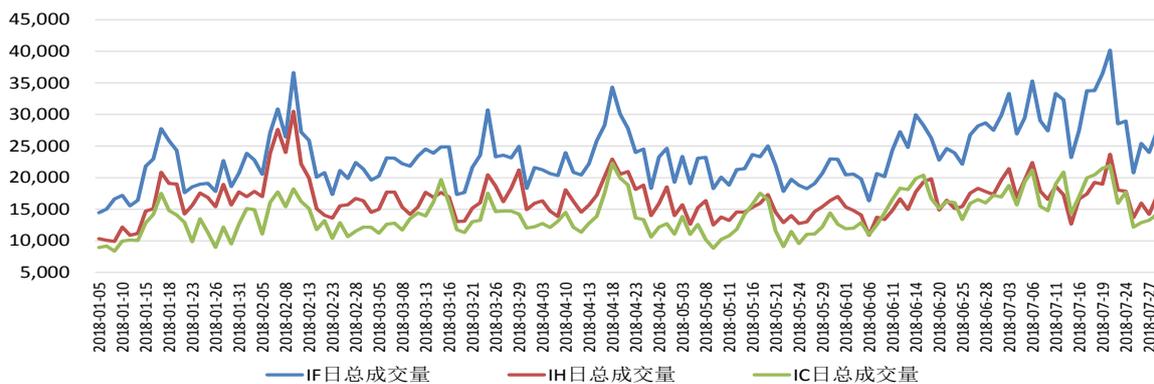
### 2.1 三大期指集体收涨，IH 涨幅较大

截止到7月31日，以收盘价计算，2018年7月各期货合约集体收涨，IH涨幅较大，IC涨幅略小。IF1808合约月线上涨1.54%至3512.6点；IF1809合约上涨1.71%至3501.8点；IF1812上涨1.97%至3481.8点；合约IF1903收盘至3473.4点。IH1808合约上涨3.81%至2547.6点；IH1809合约上涨3.85%至2547.8点；IH1812上涨3.78%收盘至2547.4点；合约IH1903收盘至2551.6点。IC1808合约上涨0.30%至5157.4点；IC1809合约上涨0.27%至5126.4点；IC1812合约上涨0.87%收盘至5052.0点；合约IC1903收盘至4971.8点。

### 2.2 IF 成交量明显放大

整体来看，7月期指成交量均有增加，其中IF合约增量较大，移仓期间量能明显放大。截止到7月31日，IF1808合约成交了22.23万手；IF1809合约成交了8.41万手；IF1812合约成交了1.21万手；IF1903合约成交810手。IH1808合约成交了13.65万手；IH1809合约成交了3.77万手；IH1812合约成交了6238手；IH1903合约成交404手。IC1808合约成交了12.52万手；IC1809合约成交了4.45万手；IC1812合约成交1.05万手；IC1903合约成交970手。

图4：股指期货成交量

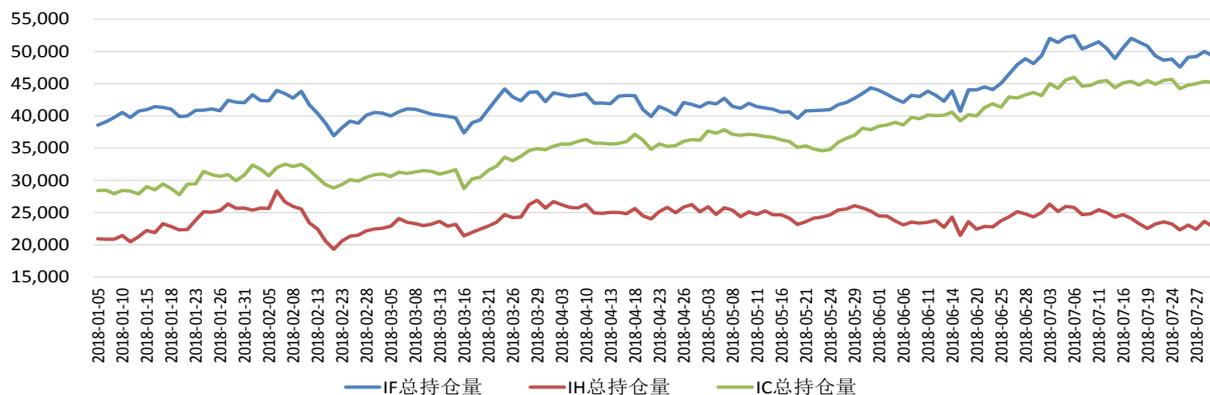


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 IF 及 IC 持仓量仍处高位

整体来看，7月IC持仓量高位震荡，IF持仓量历经7月初高位后月末略有回落，但仍处高位，IH持仓量则震荡下滑。截至7月31日，合约IF1808持仓2.59万手；IF1809持仓1.89万手；IF1812持仓4256手；IF1903持仓353手。合约IH1808持仓1.39万手；IH1809持仓6227手；IH1812持仓2541手；IH1903持仓176手。合约IC1808持仓2.10万手；IC1809持仓1.72万手；IC1812持仓6505手；IC1903持仓462手。

图 5：股指期货持仓量

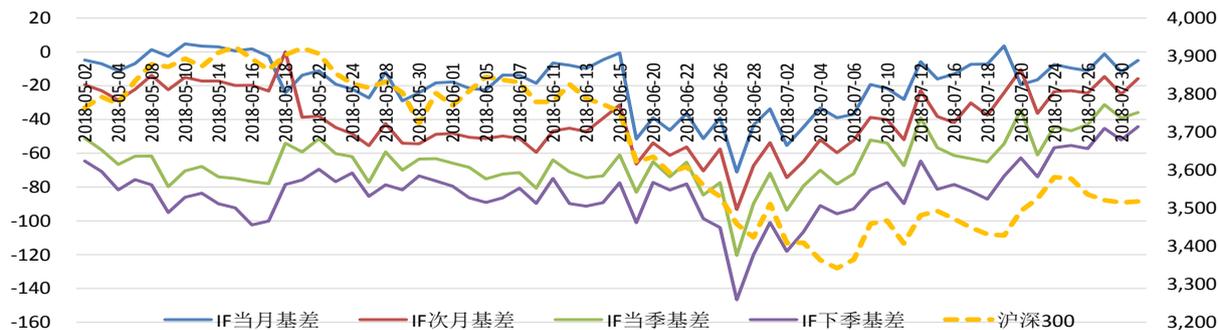


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 IF 及 IH 期现基差走强，IC 基差震荡偏弱

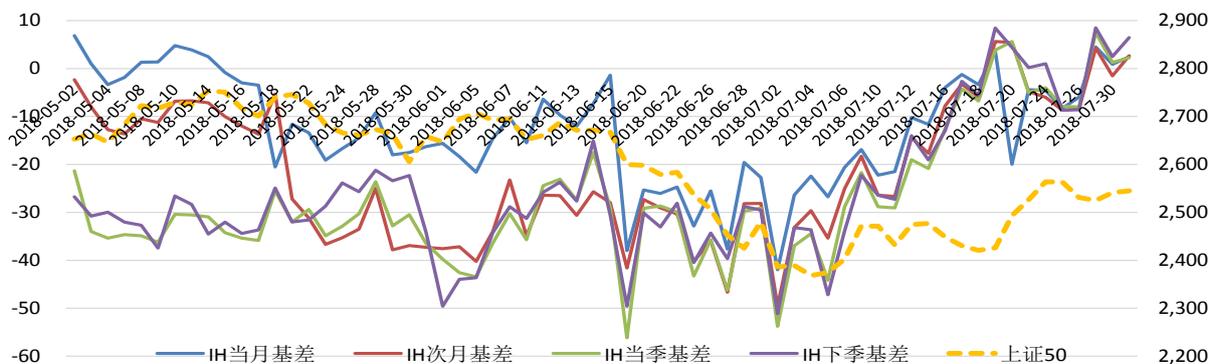
整体来看，IF 及 IH 期现基差走强，IC 基差震荡偏弱，指数成分股密集分红除息后，IF 合约贴水明显收窄，IH 合约回到小幅升水状态。

图 6：IF 各合约期现基差走势



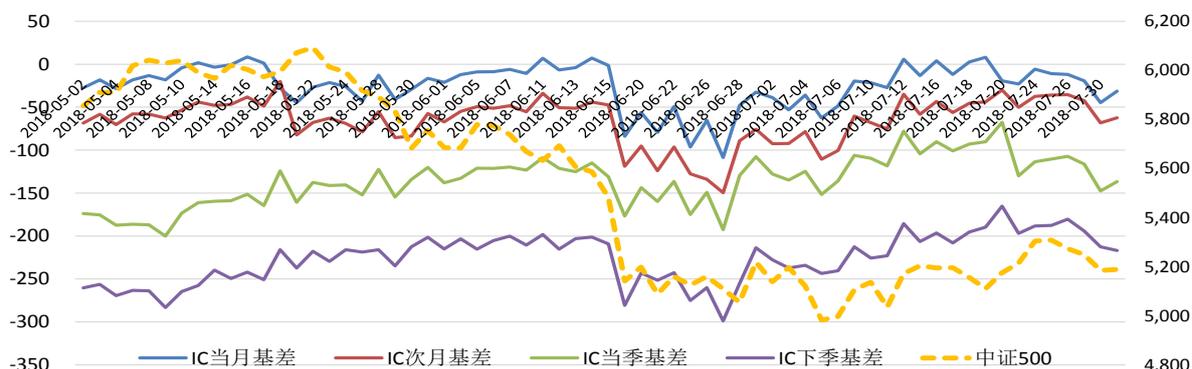
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：IH 各合约期现基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8: IC 各合约期现基差走势

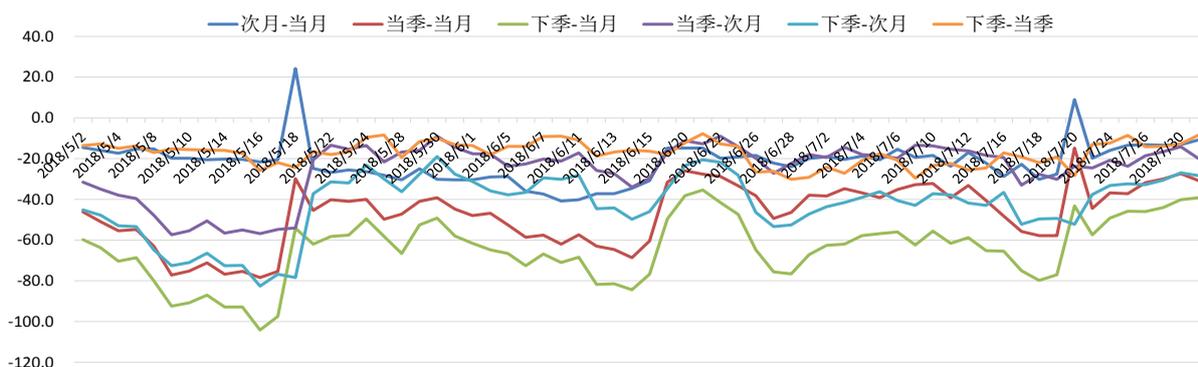


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 IF 及 IH 远-近价差收窄

整体来看, IF 及 IH 远-近价差收窄, IH 远月合约价格与近月基本持平, IC 远-近月价差仍然较大, 尤其 IC 远月贴水维持较高水平。

图 9: IF 各合约跨期基差走势



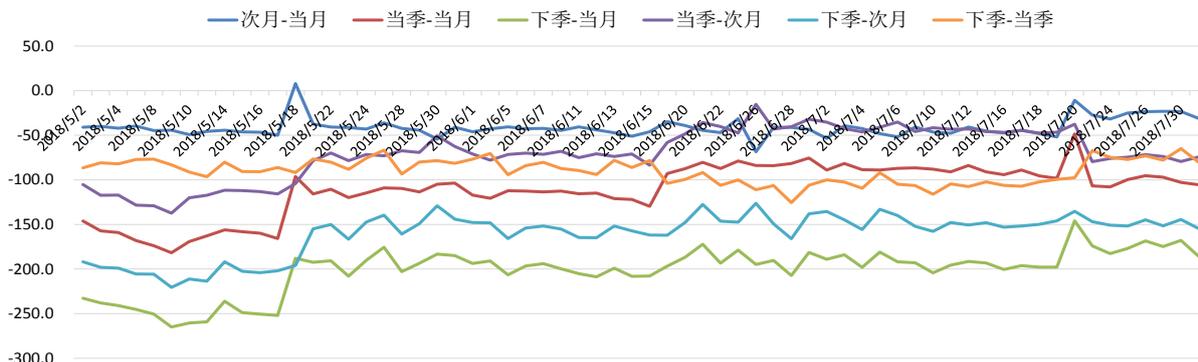
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IH 各合约跨期基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: IC 各合约跨期基差走势

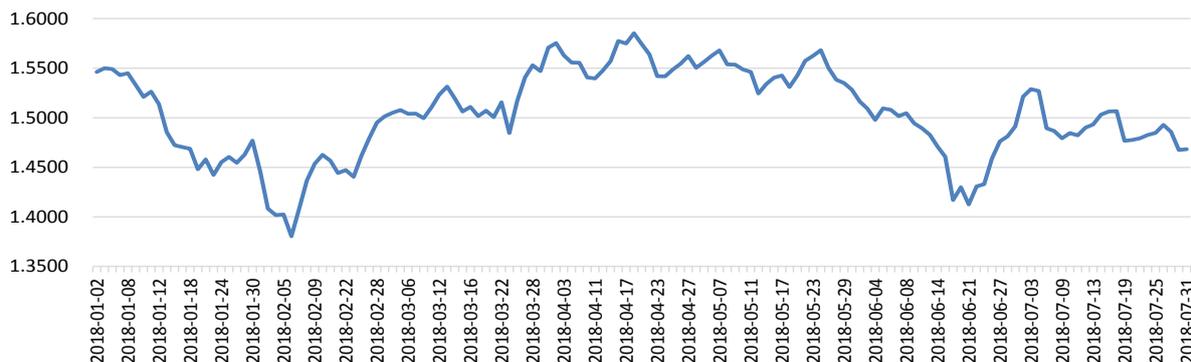


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.6 跨品种比值震荡中枢下行

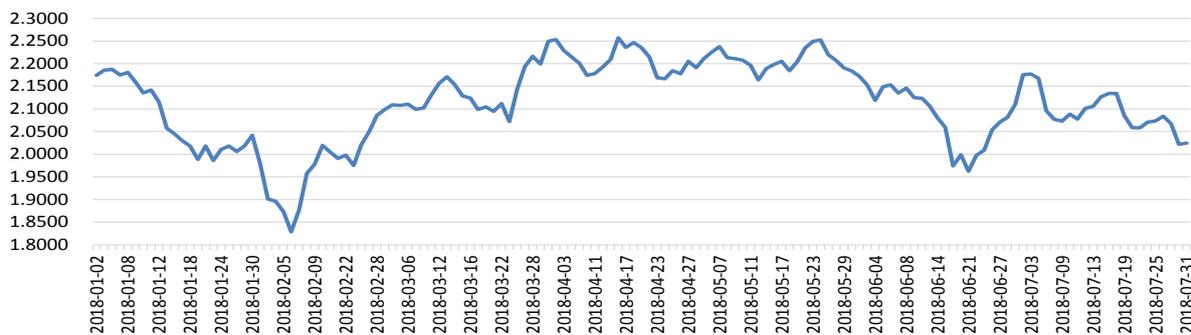
七月市场风格切换节奏仍然较快，相对而言大盘股表现较强，因此 IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值震荡中枢逐步下行。截至 7 月 31 日，IF/IH 主力合约点数比值回落至 1.3788，IC/IF 主力合约点数比值降至 1.4683，IC/IH 主力合约比值降至 2.0244。

图 12: IC/IF 主力合约比值走势



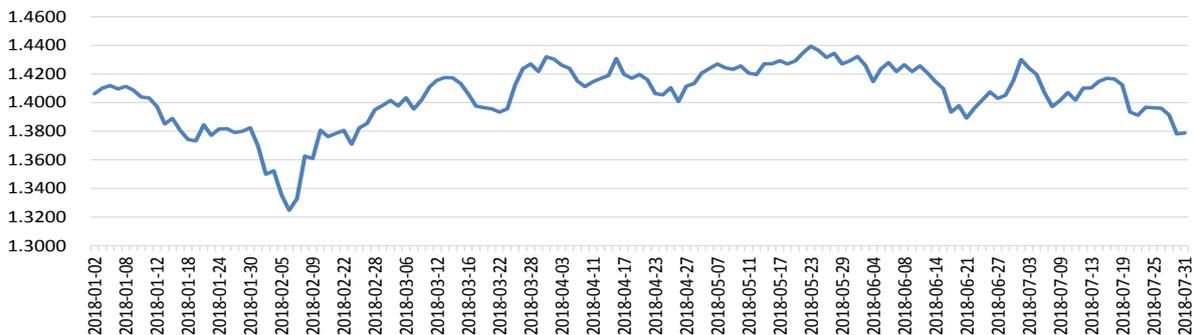
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: IF/IH 主力合约比值走势

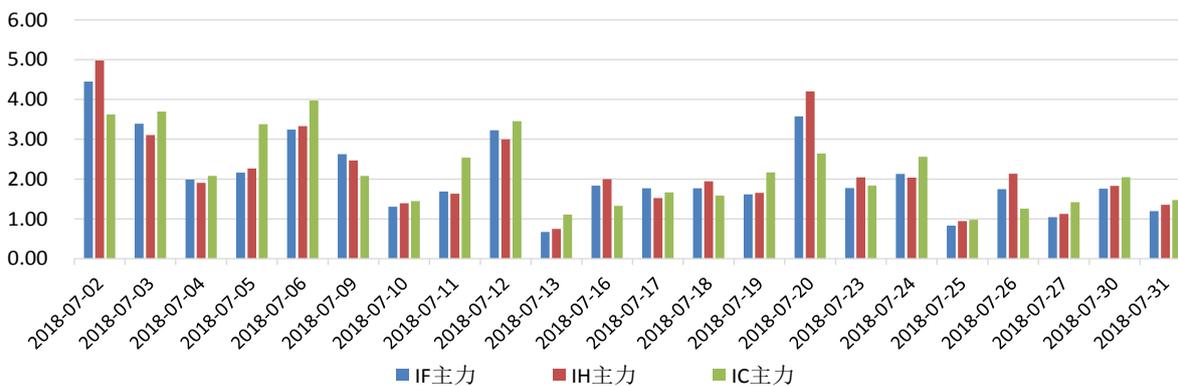


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.7 月下旬期指合约波动有所减小

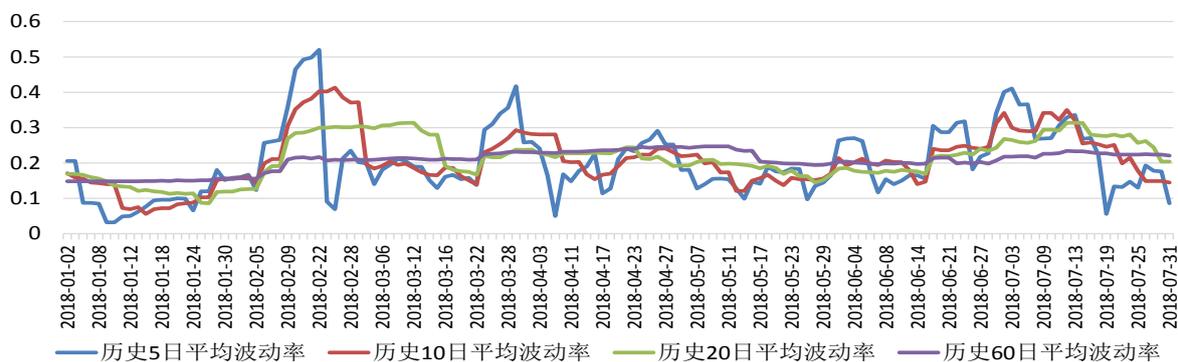
综合来看，股指期货市场上半月波动仍处高位，月下旬三大期指主力的日内振幅及短期波动率有所减少，其中 IH 的日内振幅相对较大。

图 15: 三大期指主力日内振幅%



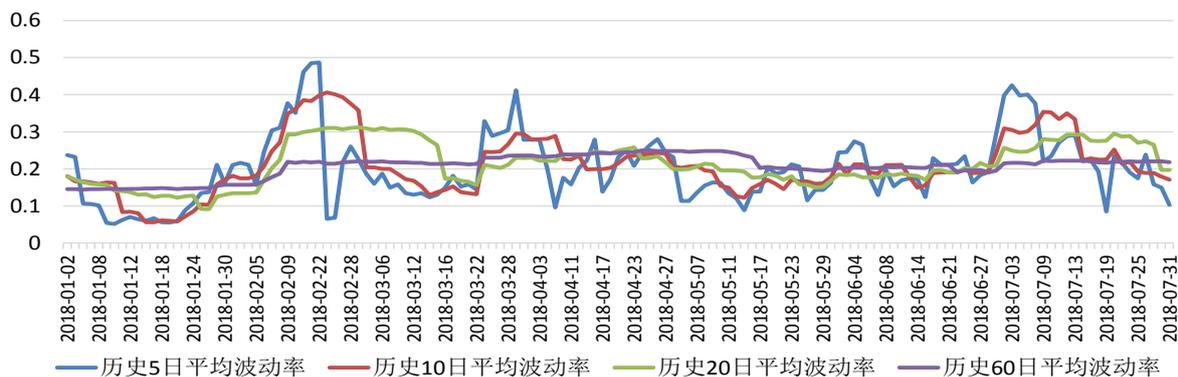
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: IF 主力波动率走势



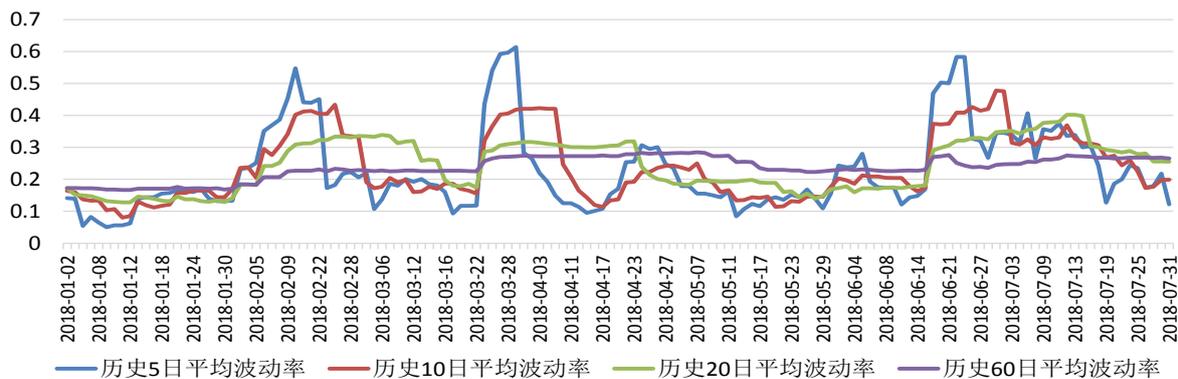
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：IH 主力波动率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：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 宏观数据延续下滑，贸易摩擦恐将升级

从国内经济的宏观层面来看，七月发布的经济数据未有超预期表现，数据整体如期下滑，未来中美贸易摩擦恐将升级，拖累进出口等增长动力，经济下行压力较大。

首先，中国二季度 GDP 同比增 6.7%，持平于预期值 6.7%，略低于前值 6.8%；上半年，中国 GDP 同比增幅 6.8%，略高于预期值 6.7%，与去年同期持平。中国经济增速如预期小幅回落，其中投资回落是 GDP 增速回落主要原因，但上半年最终消费支出对经济增长的贡献率持续提高，服务消费对 GDP 增长形成稳健支撑作用。

分项来看，消费、投资及出口数据均有所回落。消费方面，6 月全国社会消费品零售总额同比增长 9.0%，相比 5 月份回升 0.5%，与部分电商促销有关，但增速仍为年内次低。投资方面，1-6 月份全国固定资产投资同比增长 6%，增速比 1-5 月份回落 0.1 个百分点，地产数据高位也小幅下滑，1-6 月房地产开发投资完成额同比增长 9.7%，增速较 1-5 月下降 0.5 个百分点。出口方面，按美元计，贸易顺差 416.1 亿美元，出口同比增长 11.3%，预期 9.5%，前值 12.6%；进口增长 14.1%，预期 21.3%，前值 26%，后续需要关注中美贸易战的负面影响。

工业生产及企业盈利数据均下滑。2018 年 6 月规模以上工业增加值同比实际增长 6%，比 5 月份回落 0.8%。三大门类同比增速均有所回落，采矿业增加值同比增长 2.7%，增速较 5 月份回落 0.3 个百分点；制造业增长 6.0%，回落 0.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.2%，回落 3 个百分点。而 6 月份工业利润同比增长 20.0%，增速比 5 月份放缓 1.1 个百分点，PPI 继续上行支撑工业企业利润增速维持高位，但宏观经济下行及工业生产放缓拖累增速。

同时，PMI 数据延续下滑态势，中国 7 月份官方制造业 PMI 为 51.2%，环比上月下降 0.3%，已经是连续第 3 个月下滑，不过连续 24 个月处于临界点以上，连续 5 个月处于 51% 以上，而非制造业指数为 54%，创 11 个月以来新低。财新中国制造业 PMI 为 50.8，创 8 个月来新低，也验证制造业景气度有所走弱，出口的拖累逐渐加大。

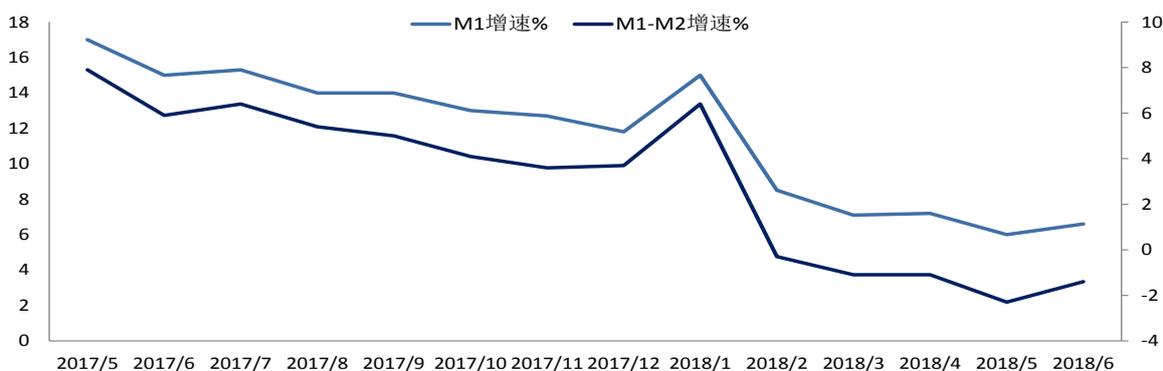
宏观经济下行除了国内去杠杆等因素之外，中美之间的贸易更存在较大不确定性，继日欧、欧美相继达成协议后，市场普遍对中美贸易摩擦冲突的担忧加重，美方更是考虑对价值 2000 亿美元中国输美商品征收关税的税率从 10% 上调至 25%，未来贸易摩擦升级对我国 GDP 增长的拖累或将逐渐体现，宏观基本面承压。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
07/02/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Jun	51.1		51	51.1 --
07/04/2018 09:45	财新中国PMI综合	Jun	--		53	52.3 --
07/04/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Jun	52.7		53.9	52.9 --
07/09/2018 09:21	外汇储备	Jun	\$3101.80b	\$3112.13b		\$3110.02 --
07/10/2018 09:30	PPI同比	Jun	4.50%		4.70%	4.10% --
07/10/2018 09:30	CPI 同比	Jun	1.90%		1.90%	1.80% --
07/12/2018 15:08	外国直接投资同比人民币	Jun	--		0.30%	7.60% --
07/13/2018 11:03	贸易余额人民币	Jun	187.00b	261.88b		156.51b 152.13b
07/13/2018 11:03	出口同比人民币	Jun	4.00%		3.10%	3.20% 2.80%
07/13/2018 11:03	进口同比人民币	Jun	12.60%		6.00%	15.60% --
07/13/2018 11:03	贸易余额	Jun	\$27.72b	\$41.61b		\$24.92b \$24.06b
07/13/2018 11:03	出口同比	Jun	9.50%		11.30%	12.60% 12.10%
07/13/2018 11:03	进口同比	Jun	21.30%		14.10%	26.00% 26.00%
07/13/2018 16:30	货币供应M1年同比	Jun	5.90%		6.60%	6.00% --
07/13/2018 16:30	货币供应M2同比	Jun	8.40%		8.00%	8.30% --
07/13/2018 16:30	总融资人民币	Jun	1400.0b	1180.0b		760.8b --
07/13/2018 16:30	New Yuan Loans CNY	Jun	1535.0b	1840.0b		1150.0b --
07/13/2018 16:30	货币供应M0年同比	Jun	3.50%		3.90%	3.60% --
07/16/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Jun	--		4.80%	4.80% --
07/16/2018 10:00	GDP 同比	2Q	6.70%		6.70%	6.80% --
07/16/2018 10:00	GDP经季调季环比	2Q	1.60%		1.80%	1.40% --
07/16/2018 10:00	GDP年迄今同比	2Q	6.70%		6.80%	6.80% --
07/16/2018 10:00	零售销售额同比	Jun	8.80%		9.00%	8.50% --
07/16/2018 10:00	社会消费品零售	Jun	9.40%		9.40%	9.50% --
07/16/2018 10:00	工业产值 同比	Jun	6.50%		6.00%	6.80% --
07/16/2018 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Jun	6.80%		6.70%	6.90% --
07/16/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Jun	6.00%		6.00%	6.10% --
07/17/2018 09:30	New Home Prices MoM	Jun	--		1.11%	0.80% --
07/19/2018 10:00	中国银行结售汇 - 银行代客	Jun	--	47.3b		143.3b --
07/25/2018 10:00	彭博7月中国调查 (表格)					
07/26/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Jun	--		1.81%	1.88% --
07/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Jun	--		20.00%	21.10% --
07/31/2018 08:16	综合PMI	Jul	--		53.6	54.4 --
07/31/2018 08:20	非制造业采购经理指数	Jul	54.9		54	55 --
07/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Jul	51.3		51.2	51.5 --
08/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Jul	50.9		--	51 --
08/03/2018 09:45	财新中国PMI综合	Jul	--	--	--	53 --
08/03/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Jul	53.5		--	53.9 --
08/06/2018	经常账户余额	2Q P	--	--		-\$34.1b --
08/07/2018	外汇储备	Jul	--	--		\$3112.13 --

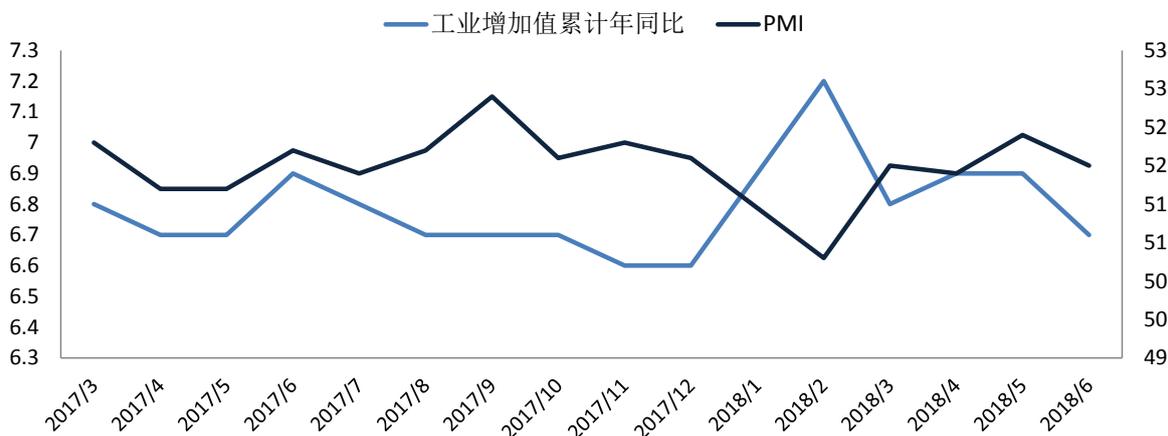
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: M1、M2 增速



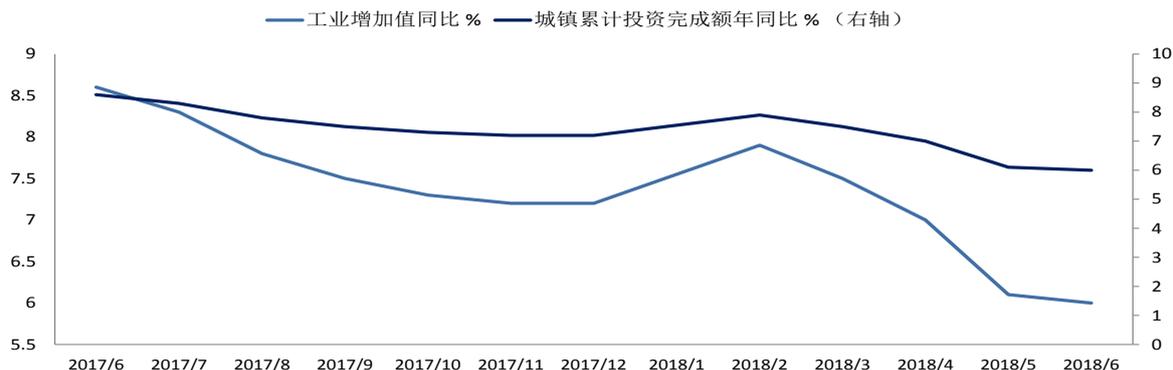
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: PMI 以及工业增加值 走势图



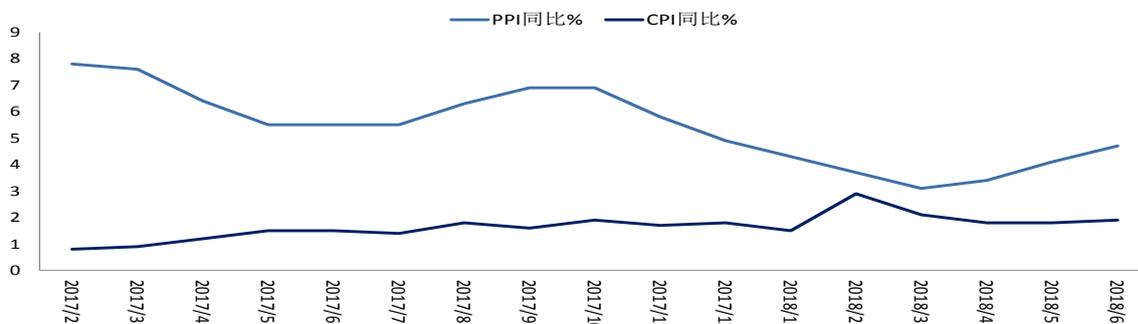
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 21: 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 22: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

### 3.2 资管新规及财政政策边际放松，政策面释放积极信号

7 月宏观基本面承压，但资管新规及财政政策边际放松，政策面释放积极信号。

资管新规细则出炉，去杠杆方向不变，但落地节奏有所放缓，好于此前预期，利于适度缓解当前实体经济面临的信用紧缩压力。7月20日，央行会同银保监会、证监会发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》。新规细则释放了三大放松信号，首先明确公募资产管理产品可以适当投资非标准化债权类资产，进而公募银行理财产品亦可投资非标资产，但应当符合《指导意见》关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定，且将单只公募理财产品的销售起点由目前的5万元降至1万元，降低理财产品购买门槛降低，扩大银行理财客户范围、吸引资金流入理财资金池。同时，增加规则弹性，确保平稳过渡，明确金融机构发行的老产品可投资新资产，只需要满足总规模不增加，且需要满足所投资新资产到期日不得晚于2020年底。这意味着，现有银行理财资金池仍可投资非标、债券类资产，非标资产平均期限在2年左右，老产品对接新增非标难度不大，对于债券，将利好到期日在2020年底之前的短久期品种。另外，允许在过渡期内，对封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂时参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。

不仅货币政策边际放松，财政政策也释放积极信号。继7月13日的国务院常务会议提出了“加快财政资金支出进度”、“使积极财政政策发挥更大效用”后，7月23日国务院常务会议明确提出“积极的财政政策要更加积极”，具体落实到，进一步减税，2018年至2020年底将企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大至所有企业；对已确定的先进制造业、现代服务业、电网企业增值税留抵退税返还的1130亿元，在9月底前基本完成，尽快释放政策红利；助力解决小微企业融资困难，加快组建国家融资担保基金；加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。随后7月31日，中共中央政治局会议部署下半年经济工作，要求坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。专家认为，下半年积极财政政策将在基础设施建设上发力补短板，千亿元新减税措施将会加快落地。

### 3.3 资金面流动性偏松

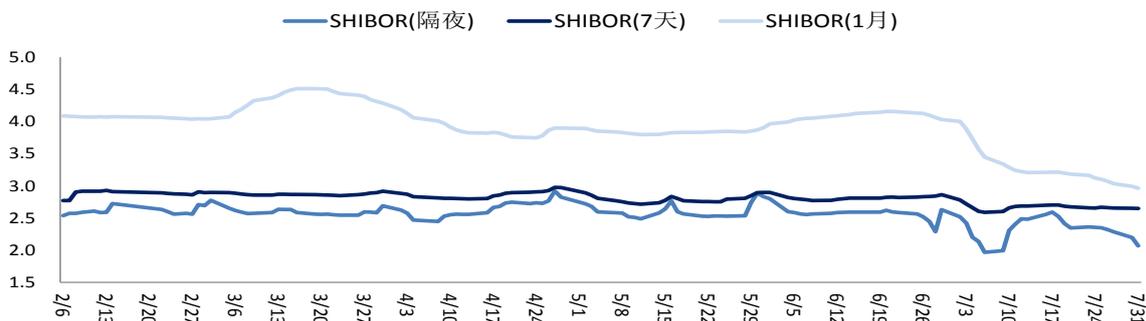
7月资金流动性整体维持平稳宽松，货币政策边际持续转松，资金利率延续下行态势，加上市场认为经济下行压力下未来国内降准的预期仍然较强，有利于股票估值修复，利好股票市场的超跌反弹。

从资金利率来看，央行7月开展SLF操作共36.9亿元，期末余额为31.9亿元；7月开展MLF操作共6905亿元，期末余额为49225亿元；7月对国开行、进出口行、农发行净增加抵押补充贷款303亿元，期末余额为32155亿元；7月对金融机构开展中期借贷便利操作6905亿元，期限1年，利率3.30%；7月末中期借贷便利余额为49225亿元。从利率走势图来看，隔夜、7天及1个月为期的SHIBOR均不同程度走低。

从资金流向来看，随着人民币汇率持续走低，以人民币计价的资产承压。由于美国经济数据表现亮眼，美联储暂不加息但罕见直言经济“强劲”，年内再加息两次的预期较高，人民币汇率目前已破6.8，资金流出人民币资产的压力较大。但从近期市场的走势来看，境外资金反而在弱势行情下持续流入加仓，抄底A股市场。根据沪股通及深股通的流入情况来看，4月起海外

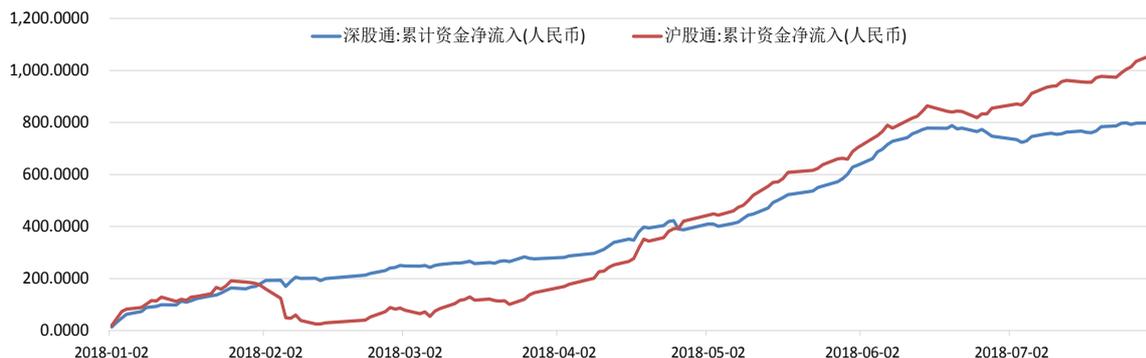
资金流入 A 股市场的步伐加快，截止 2018 年 7 月 31 日，2018 年度沪股通、深股通分别累计流入 1076 亿元人民币、810 亿元人民币，占 2017 年全年累计流入金额的 169.11%、59.53%。

图 23：短期 SHIBOR 走势



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 24：境外资金流向



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

### 3.4 指数估值处于历史低位

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 7 月 31 日，沪深 300 指数动态市盈率的均值是 12.61，标准差是 3.15；市净率均值是 1.73，标准差是 0.42。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 12.04，低于均值 0.18 个标准差；整体市净率是 1.49，低于均值 0.60 个标准差。

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 7 月 31 日，上证 50 指数动态市盈率的均值是 10.50，标准差是 2.56；市净率均值是 1.52，标准差是 0.40。目前上证 50 指数的整体市盈率是 10.19，低于均值 0.12 个标准差；整体市净率是 1.26，低于均值 0.64 个标准差。

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 7 月 31 日，中证 500 指数动态市盈率的均值是 37.37，标准差是 11.57；市净率均值是 2.87，标准差是 0.68。目前中证 500 指数的整体市盈率是 22.30，低于均值 1.30 个标准差；整体市净率是 1.97，低于均值 1.33 个标准差，估值水平回到历史低位。

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 月起中小盘股超跌反弹，走势强于大盘股。4 月起市场风格切换加快，大盘股仍然较为抗跌，7 月大盘股市盈率略有上升，而小盘股延续回落态势，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.68 倍，估值比

延续回落态势。

AH 股溢价指数从 2017 年 4 月触底反弹，到 2017 年 9 月 AH 股溢价指数达到 130 附近，2018 年 2 月起小幅回落，5 月回落至 120 以下，上月基本在 120 附近震荡。金融板块 7 月超跌反弹，目前行业指数的整体市盈率在 8.88 左右。

图 25: 沪深 300 指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 26: 上证 50 指数市盈率走势



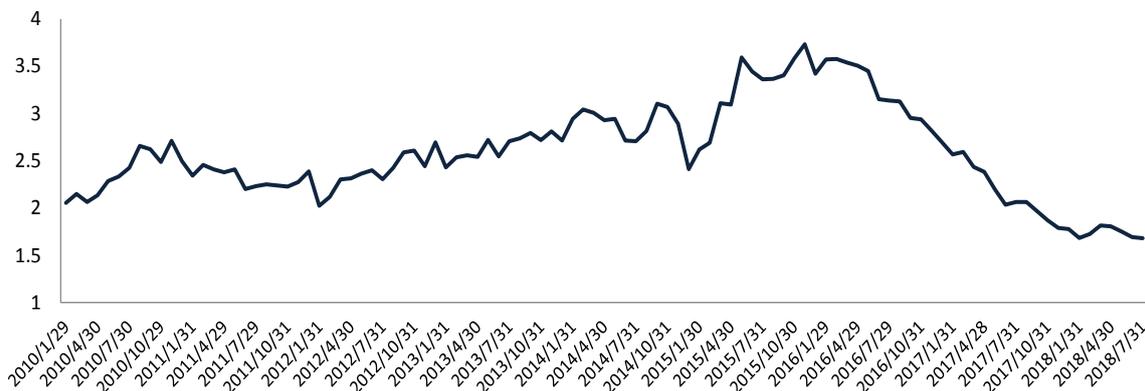
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 27: 中证 500 指数市盈率走势



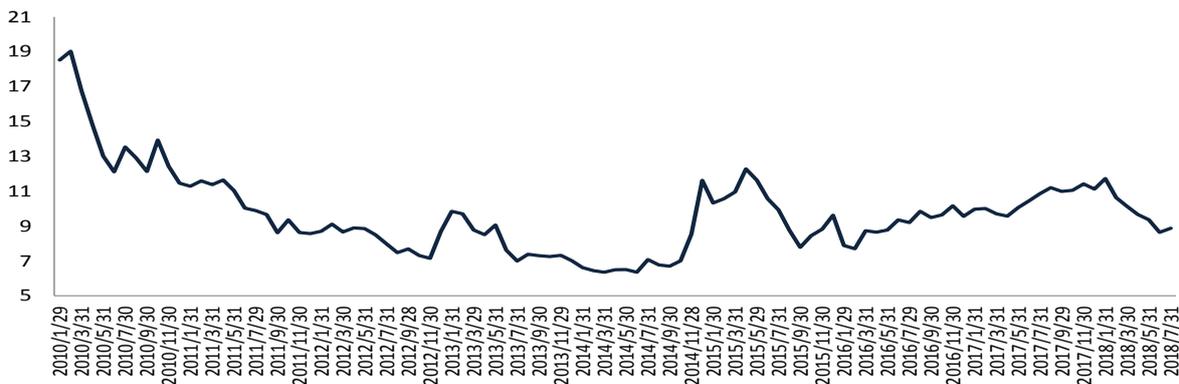
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 28: 中小盘与大盘估值比率



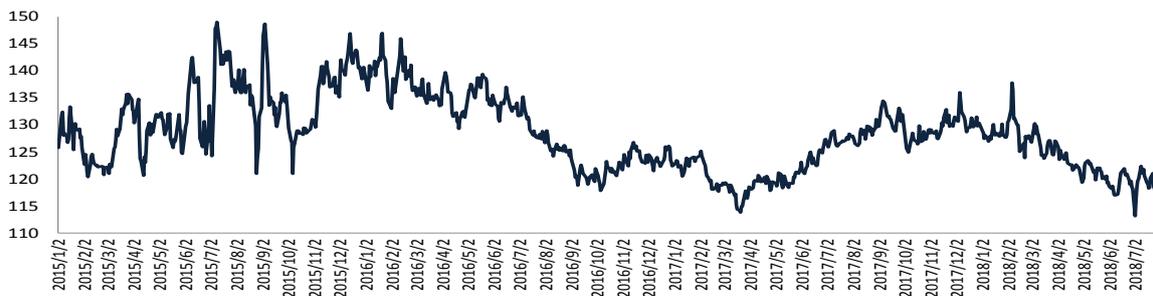
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 29: 金融指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 30: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

## 4. 总结展望

7月共22个交易日，纵观七月行情，市场探底回升，沪指最低触及2691点，超跌反弹至2900点后缩量调整。行业涨跌不一，周期板块表现较好，消费板块回调，钢铁、建材、银行、建筑等行业领涨，家电、医药、纺织服装、传媒等行业领跌。最终，7月上证综指上涨1.02%至2876.40点，沪深300指数小涨0.19%，上证50指数上涨2.63%，中证500指数下跌0.56%。

三大期指集体收涨，IH涨幅最大，IC涨幅较小。量能方面，IF成交量在7月明显放大，同时IF及IC持仓量仍处高位。基差方面，指数成分股密集分红除息后，IF及IH期现基差走强，远-近价差有所收窄，但IC远月贴水幅度仍然较大。跨品种套利方面，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡中枢逐步下行。

综合来看，从国内经济的宏观层面来看，七月发布的经济数据未有超预期表现，数据整体如期下滑，未来中美贸易摩擦恐将升级，拖累进出口等增长动力，经济下行压力较大。宏观基本面承压，但资管新规及财政政策边际放松，政策面释放积极信号，预计下半年积极财政政策将在基础设施建设上发力补短板，千亿元新减税措施将会加快落地。从资金面来看，7月资金流动性整体维持平稳宽松，货币政策边际持续转松，资金利率延续下行态势，加上市场认为经济下行压力下未来国内降准的预期仍然较强，有利于股票估值修复，利好股票市场的超跌反弹，同时海外资金加快流入A股市场亦对股市产生积极效应。从估值水平来看，沪深300、上证50指数及中证500指数的市盈率及市净率则低于历史均值，其中中证500指数的估值优势更大，市盈率及市净率均低于均值一倍标准差以上，未来上行机会大于下行风险。

目前市场多空因素交织，利空方面首先中美贸易摩擦升级，双方均强硬态度加码关税。同时，政治局会议坚定了去杠杆和地产调控政策方向不变，市场对周期板块的预期减弱，周期股反弹承压，中下游的消费板块也受到影响，前期强势的消费行业补跌，加重市场避险情绪。但市场仍有积极因素，首先货币政策及财政政策明确转向宽松，市场利率延续下行趋势，另外目前指数的估值水平提供了较高的安全边际，下行空间有限，海外资金持续流入，其次，央行出手维稳人民币汇率，有利于缓解人民币资产贬值恐慌，因为我们认为期指仍处于宽幅震荡格局，股指期货主要实现避险功能。未来仍处于高波动率行情，情绪面的影响较大，偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

## 8 月期债或先扬后抑，整体或偏强震荡

2018 年 8 月 6 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

7 月期债先扬后抑，其中 5 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.12% 收于 98.51 元，10 年期国债期货主力合约 TF1809 月涨 0.03% 收于 95.90 元；现券方面，主要期限国债收益率短降长升，其中 5 年期下行 13bp 至 3.22%，10 年期下行 0bp 至 3.48%，国债期货和现券收益率曲线走陡，大多数活跃券基差先下后上。主要影响因素一方面包括定向降准和央行在公开市场较大幅净投放对冲税期以及政策定调稳健和流动性合理充裕令 7 月资金面宽松且市场预期资金面将继续偏宽松，带动短端收益率不断下行，另一方面在公布的 6 月经济和金融数据偏弱和政策出台市场预期经济下行压力缓和、市场因中美贸易战升级避险情绪升温和政策出台风险偏好有所提升的影响下，长端收益率先下后上。

#### ● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的 7 月官方和财新 PMI 低于预期，经济开始走弱，但出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，中央经济工作会议定调更加积极的财政政策和稳健的货币政策，资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期偏温；从资金面看，7 月资金面宽松，8 月资金量到期不大，预计资金面继续宽松；从供给端看，7 月利率债供给规模因同业存单大量减少而总规模减少，但 8 月地方债发行规模和速度将增加，供给压力较大；从需求端看，7 月国债投标倍数约为 2 倍需求一般。8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡。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，发行规模小幅减少

2018年7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25767.44亿元，较上月减少8021.2亿元，其中地方债供给规模为7569.54亿元，较上月增加2226.3亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3408.6亿元，较上月减少435.9亿元，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12115.4亿元，较上月大幅减少9921.0亿元，且同业存单发行利率出现较大幅度的下行，7月资金面宽松导致同业存单呈现出量价齐跌的走势，截止7月31日，1个月同业存单发行利率为2.8675%，3个月同业存单发行利率为3.0706%，6个月同业存单发行利率为3.55%，分别较上月底变动-65.03bp、-106.19bp和-70.00bp；政策性银行债供给规模为2673.9亿元，较上月增加109.4亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较上月有所减少。

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降长升

7月主要期限国债收益率短降长升，其中1年期收益率下行32bp，5年期收益率下行13bp至3.22%，10年期收益率下行0bp至3.48%，收益率曲线较大幅走陡，其中10-1年利差走陡约32bp，10-5年利差走陡约13bp。7月短端国债收益率震荡下行，长端国债收益率先下后上，7月初央行降准预期落地释放约7000亿元资金、月中缴税压力下央行较大幅净投放维稳资金面和月末央行在无MLF到期时超预期投放5020亿元1年期MLF和财政存款投放利好下，资金面持续宽松，个别时间DR007小于公开市场7天期操作利率形成倒挂，7月31日召开的中央政治局工作会议要求管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，市场预期资金面将维持偏宽松，带动短端收益率不断震荡下行；但在公布的6月经济和金融数据偏弱和政策出台市场预期经济下行压力缓和、市场因中美贸易战升级避险情绪升温和政策出台风险偏好有所提升的影响下，长端收益率先下后上，整体小幅上行，现券收益率由平走陡，从月度数据来看，1Y期下行32bp至2.84%，3Y期下行25bp至3.06%，5Y期下行13bp至3.22%，7Y期下行1bp至3.48%，10Y期下行0bp至3.48%，15Y期上行2bp至3.79%，20Y期上行1bp至3.82%。

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

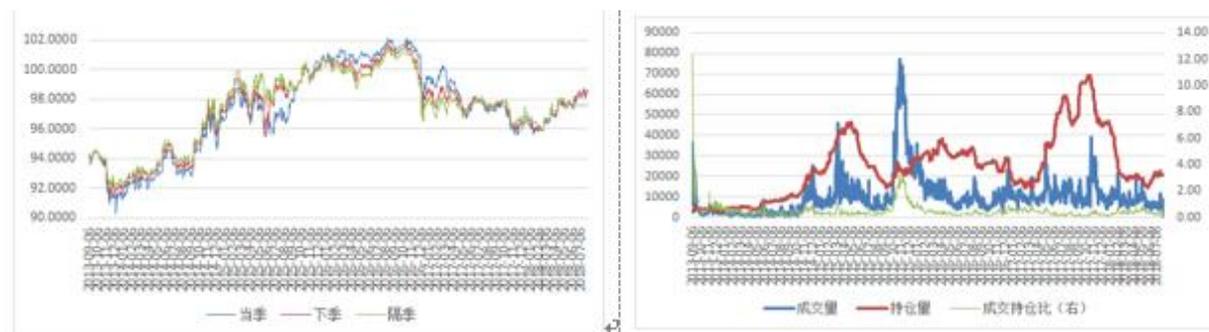
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债先扬后抑，整体略偏强震荡

截止到7月31日收盘,五年期国债期货主力合约TF1809收于98.51元,月涨0.175或0.12%;隔季合约TF1812收于98.65元,月涨0.285或0.16%;下季合约TF1903收于97.62元,月涨0.175或0.00%;成交方面,主力合约TF1809成交量日均5989手,三个合约日均成交6194手;持仓方面截止到7月31日,主力合约TF1809持仓量为17179手,三个合约持仓达到20519手,较上月底减少1656手。十年期国债期货主力合约TF1809收于95.90元,月涨0.105或0.03%;隔季合约T1812收于95.94元,月涨0.01或-0.07%;下季合约T1806收于95.55元,月涨0.19或-0.57%;成交方面,主力合约T1809成交量日均36295手,三个合约日均成交37079手;持仓方面截止到7月31日,主力合约T1809持仓量为59336手,三个合约持仓达到66650手,较上月底增加5803手。

7月期债先扬后抑,7月上半月在央行定向降准预期落地市场获利盘止盈和央行官员关于汇率问题的回应引发市场对货币政策边际收紧的预期带动期债走弱,后中美贸易战再度升级引发市场避险情绪升温、央行等量平价续作MLF和公布的进出口数据不及预期带动期债回升;7月下半月在公布的金融数据创新低、央行在公开市场上较大幅净投放资金面宽松和央行窗口指导银行增配低评级信用债投资可获得一定比例的MLF的政策影响下,期债走高创今年新高,后再7月20日公布的资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期温和,特别是资管新规细则规定公募基金可投资非标令市场风险偏好提高和缓和未来经济下行预期,随后国常会提出“保证融资平台合理融资需求”再度缓和融资平台的融资压力和提升市场风险偏好,期债大幅走弱,但在7月31日召开的中央经济工作会议要求下半年更加积极的财政政策和稳健的货币政策来稳经济,把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕,预计资金面继续维持偏宽松和坚持去杠杆大方向不变注重政策的力度和节奏,预计监管政策对市场的影响边际减弱,房地产继续从严监管,坚决遏制房价上涨令股市较大幅调整,市场风险偏好有所降低,期债震荡走高。7月期债先扬后抑,盘中创新高,整体略走强。

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

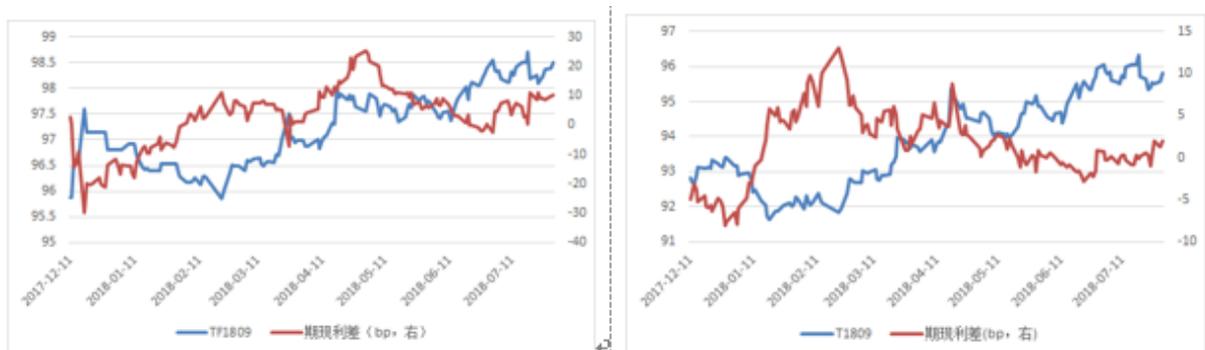


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差震荡上行

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, 现券收益率先下后上, 5 年期债走势弱于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1809 的期现利差较大幅上行至 10.35bp 左右, 合约 T1809 的期现利差由小幅上行至 2.02bp。

图 5: TF1809 结算价与期现利差&T1809 结算价与期现利差

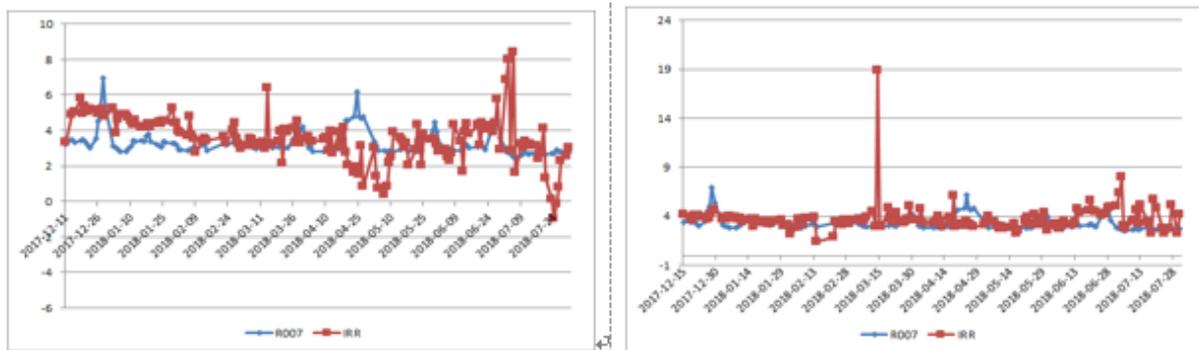


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从7月份TF1809 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 高位回落，而 R007 震荡下行，在7月初 TF1809 合约存在正套机会；从7月份主力合约 T1809 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 震荡回落，而 R007 震荡下行，在7月初和7月末 T1809 合约存在正向期现套利机会。

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

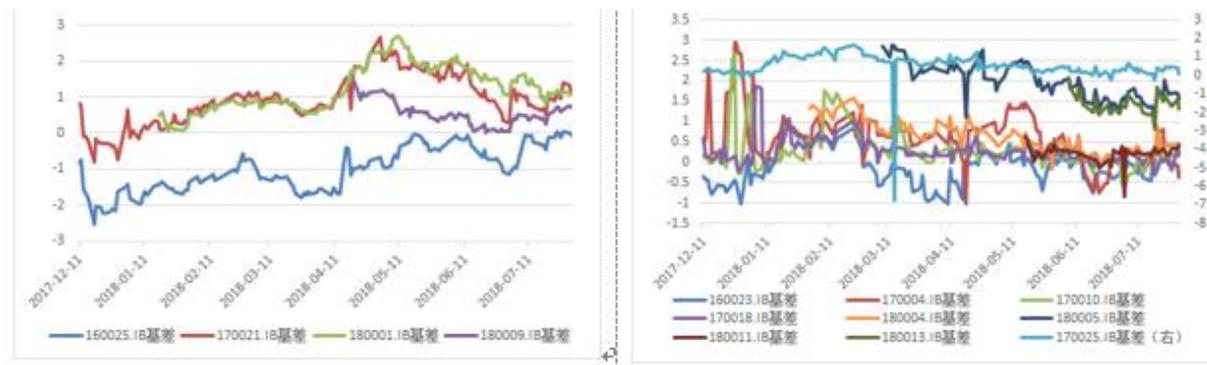


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

TF1809 合约的活跃券 160025.IB、170021.IB、180009.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，180001.IB 基差震荡下行，适宜做空基差；T1809 合约的大多数活跃券基差先上后下，其中 160023.IB、170010.IB、170018.IB、180004.IB、180005.IB 和 180011.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，170004.IB、170025.IB 和 180013.IB 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

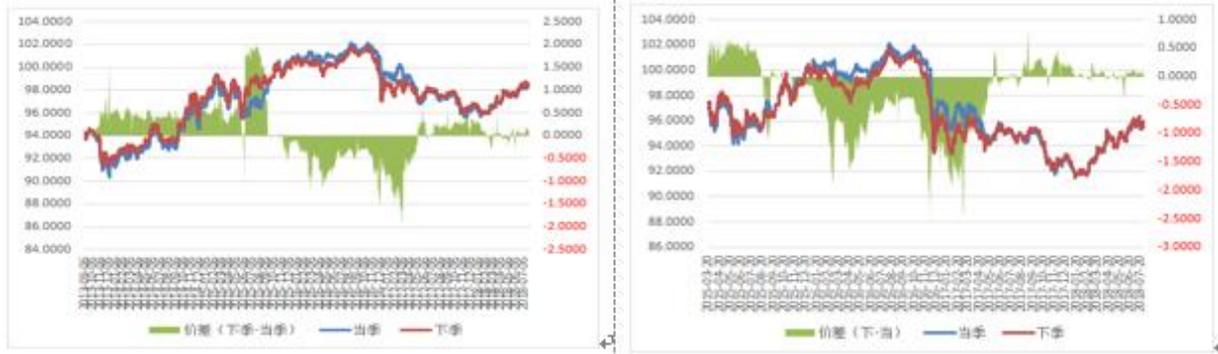


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差

在 7 月国债期货不处于移仓换月阶段，五年期国债期货价差正向先收窄后走扩，7 月暂无跨期策略推荐；十年期国债期货价差正向收窄后窄幅震荡，7 月暂无跨期策略推荐。

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 7 月中国官方制造业 PMI 为 51.2%，较上月下行 0.3%，低于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.0%和 52.3%，分别比上月下行 0.6%和 0.9%，新订单指数延续下行走势，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 49.8%和 49.6%，比上月下行 0.0%和 0.4%，出口目前来看受到中美贸易战的影响较小，但进口继续回落至景气区间以下，原材料购进价格为 54.3%，较上月大幅下行 3.2%，与国内原材料价格走势一致。7 月财新制造业 PMI 为 50.8%，较上月下行 0.2%，持平于市场预期，从已经公布的数据来看，7 月官方 PMI 和财新 PMI 均走弱，经济下行压力开始显现。

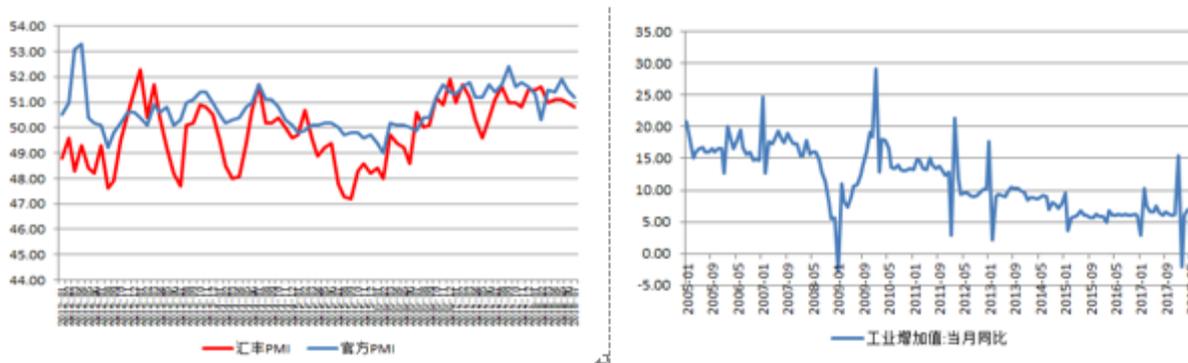
从房地产销售来看，房地产开发投资在 6 月回落 0.5%至 9.7%，商品房销售面积增速小幅反弹 0.4%至 3.3%，房地产开发增速延续回落，前期土地增值费增速影响减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资会继续回落；6 月份基建投资增速维持 0%，基建增速维持低位，但中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板的力度”，预计基建投资增速大概率低位反弹；6 月份制造业投资增速继续回升 1.6%至 6.8%；社零增速止跌上行 0.5%至 9.0%，消费增速小幅走强；出口增速下季 0.9%至 11.2%，进口增速下降 11.9%至 14.1%，进出口走弱且低于预期，贸易顺差正向增加。

通胀方面，6 月份 CPI 较上月上行 0.1%至 1.9%，符

合市场预期，猪肉价格下降速度趋缓，鲜菜价格上升速度亦趋缓，PPI 较上月上行 0.6%至 4.7%，略高于预期，蔬菜价格增速正向继续小幅回落 0.7%至 9.3%，猪肉价格下行速度减少 3.9%至 -12.8%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 7 月 PPI 同比增速或小幅回落，CPI 同比或小幅上行。

2018年6月新增贷款16787.34亿元，较上月增加约5391.16亿元，企业债融资为1319.78亿元，较上月增加约1717.08亿元，企业债发行小幅增加，委托贷款为-1642.12亿元，较上月减少71.79亿元，信托贷款为-1642.13亿元，较上月减少719.49亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响而大幅减少，银行承兑汇票为-3650.25，较上月大幅减少1909.61亿元，受到政策影响非标融资规模大幅减少，表内信贷新增规模小于非标的减少；M2同比为8.0%，较上月下降0.3%，M1较上月上行0.6%至6.6%，导致M1-M2的剪刀差为正但小幅收窄。7月20日公布的资管新规执行细则中规定“公募基金可投资非标”，预计非标规模下降速度趋缓，社融可能会逐渐回升。预计7月社融增速或小幅下滑，新增人民币贷款或下滑，M2增速或小幅回升。

图9：制造业PMI&工业增加值



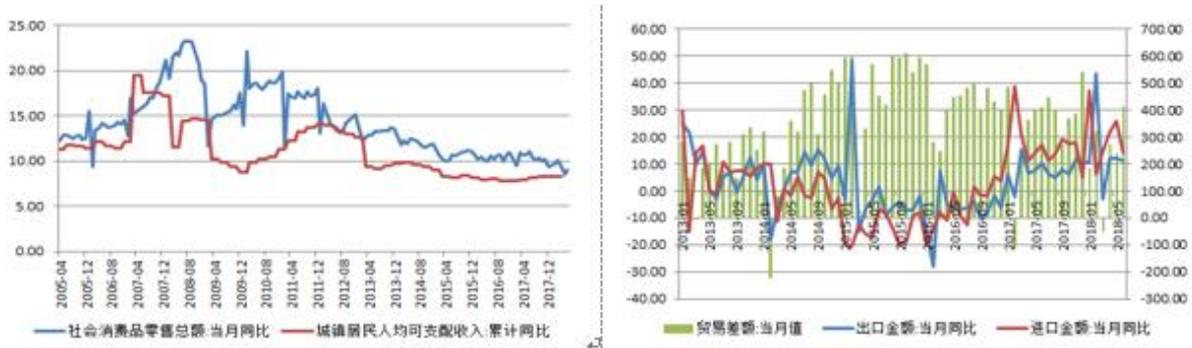
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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



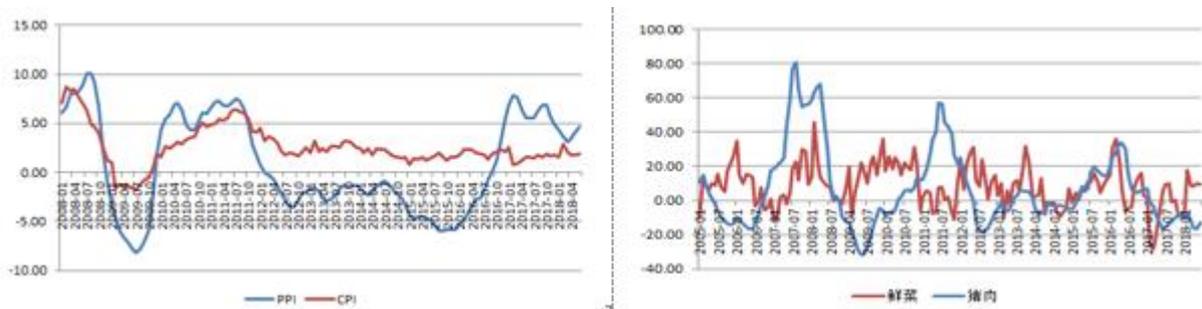
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图11：消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



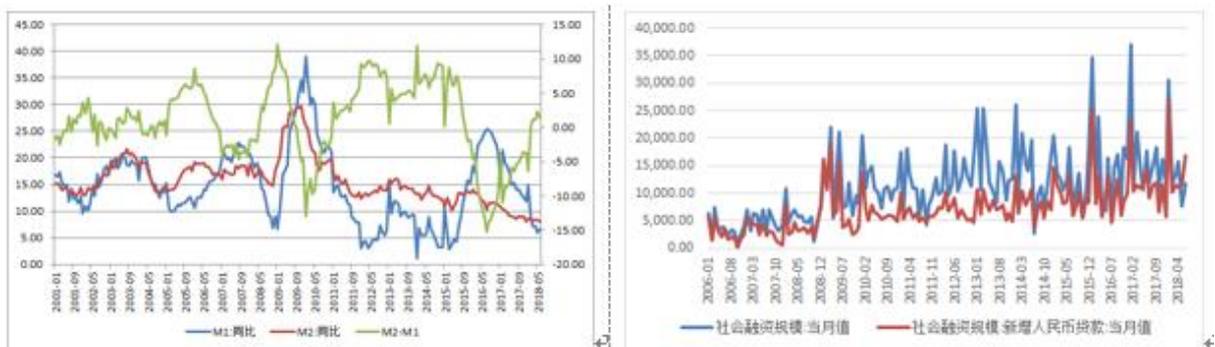
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

7月5日央行定向降准0.5%落地，释放约7000亿元资金，以支持债转股和小微企业融资，7月31日召开的中央政治局工作会议要求“更加积极的财政政策和稳健的货币政策”和“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，货币政策由“稳健中性”变为“稳健”，且要保持流动性的合理充裕，预计货币政策对债市继续利好影响；7月20日央行发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，资管新规执行细则落地较预期略偏宽松，其中对债市影响不利影响较大的是公募基金可投非标，同日银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，银行理财征求意见稿也较预期略偏宽松，中央政治局工作会议明确去杠杆大方向不变但更注重政策的力度和节奏，监管政策对市场的影响边际减弱。

### 3.3 资金利率：7月资金面维持偏宽松，预计8月继续宽松

7月月初资金面宽松，月中缴税时点央行进行较大幅净投放进行对冲，资金面维持偏宽松，月末尽管央行在公开市场暂停操作回笼资金但由于财政存款的较大幅投放，资金面依然维持宽松，轻松跨月。从质押式回购利率来看，隔夜下行105bp至2.11%，7天下行83bp至2.75%，14天下行124bp至3.15%，1M下行124bp至3.26%；从shibor利率变动来看，月度隔夜下行56bp至2.07%，7天下行21bp至2.65%，14天下行102bp至2.81%，1M下行106bp至2.97%，3M下行99bp至3.17%。7月份有12000亿元逆回购操作到期，央行进行6200亿元投放，净回笼5800亿元，7月份有3600亿元MLF到期，央行进行6905亿元MLF投放，由于前期定向降准置换了1715亿元的MLF，故央行对MLF进行超额平价投放，7月份有800亿元国库现金定存到期，央行进行了1500亿元国库现金定存，中标利率大幅下行103bp，8月公开市场有5065亿元资金量到期，其中包括3365亿元1年期MLF到期和1200亿元国库现金定存到期，到期压力不大，且在7月31日召开的中央经济工作会议明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，预计8月资金面继续维持宽松。

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：8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡**

从经济基本面来看，公布的 7 月官方和财新 PMI 低于预期，经济开始走弱，但出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，中央经济工作会议定调更加积极的财政政策和稳健的货币政策，资管新规执行细则和银行理财新规征求意见稿较预期偏温和且规定公募可投资非标；从资金面看，7 月资金面宽松，8 月资金量到期不大，预计资金面继续偏宽松；从供给端看，7 月利率债供给规模因同业存单大量减少而总规模减少，但 8 月地方债发行规模和速度将增加，供给压力较大；从需求端看，7 月国债投标倍数约为 2 倍需求一般。8 月期债可能先扬后抑，整体偏强震荡。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。

## 库存持续下滑，基本面边际改善

2018年8月6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

7月沪铜震荡走弱，主力合约收于49830元/吨，跌幅3.86%。

#### ● 后市展望及策略建议

1. 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加11.43%，预期下半年铜矿供应压力明显减弱。已公布的8家大矿企（Codelco与KGHM Polska暂未公布）上半年铜矿产量达408.53万吨，同比去年增加46.68万吨，增幅11.43%。增量主要来自Escondida、Grasberg、Katanga，其中Escondida上半年增量达31.05万吨（对去年上半年罢工43天的产量修复）。结合我们对10大矿企全年增量预期60万吨左右来看，下半年矿企铜矿增量将大幅下滑，铜矿供应压力将明显减弱，供应端支撑矿价的逻辑暂时不会改变。

2. 受制于环保、检修等因素，国内精铜供应增速下滑。从6月开始，国内铜企检修力度将逐步加大，主要由于环保力度加大导致市场粗铜供应，企业被迫检修，预计下半年铜产出环比有所下降，市场供应压力缓解，上海有色网预计7月国内精炼铜产量将环比下滑1.34%，至71.28万吨。

3. 电网投资增速回升，下半年铜消费可期。1-6月全国电网基本建设工程投资完成额2036亿元，同比下降15.1%，降幅较1-5月有所放缓，下半年国家电网若要完成年初制定的计划投资额，电网投资增速将继续抬升，铜消费存在边际改善预期。

4. 交易所库存持续下滑，铜基本面边际改善。上周三大交易所铜库存继续下滑1.21万吨，自6月22日起连续6周累计下滑13.79万吨。目前三大交易所库存62.82万吨，比去年同期低1.80万吨，库存压力不大。

综上，我们认为下半年大矿企铜矿产量释放速度将明显减缓，叠加国内环保、检修等因素，精铜产量增速也将



下滑，供应端支撑矿价的逻辑暂时不会改变。需求端，电网投资低位回升，下半年铜消费可期。近期不断下滑的交易所库存显示铜基本面在持续改善。仅供参考。

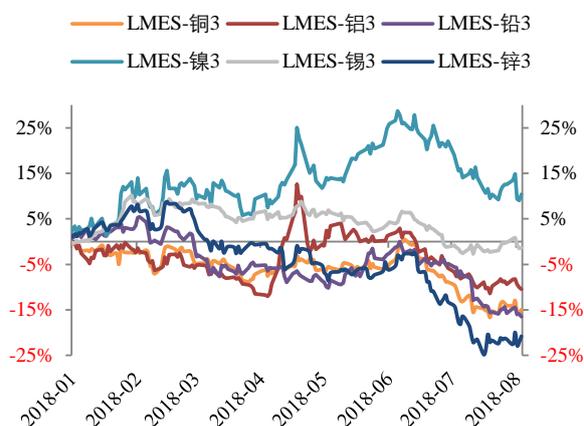
● **风险提示**

- 1.中美贸易争端加剧，影响实体经济。
- 2.国内去杠杆超预期，经济数据不佳。

## 1. 行情回顾

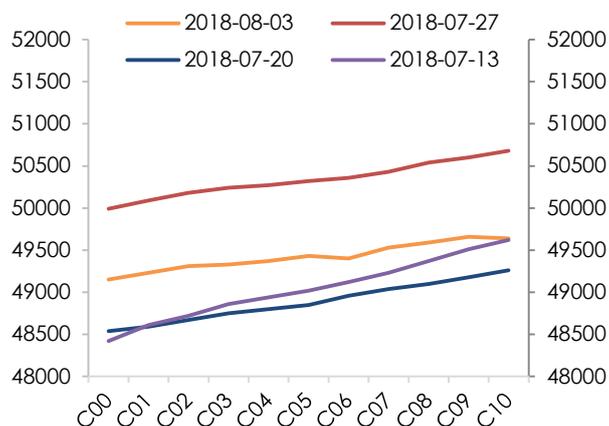
7月铜价延续弱势，年初至7月底LME3月铜价累计跌13%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-20%)。

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 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加 11.43%，预期下半年铜矿供应压力明显减弱。

已公布的8家大矿企(Codelco与KGHM Polska暂未公布)上半年铜矿产量达408.53万吨，同比去年增加46.68万吨，增幅11.43%。增量主要来自Escondida、Grasberg、Katanga，其中Escondida上半年增量达31.05万吨(对去年上半年罢工43天的产量修复)。结合我们对10大矿企全年增量预期60万吨左右来看，下半年矿企铜矿增量将大幅下滑，铜矿供应压力将明显减弱。

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，增幅仅为1.06%，明显低于去年同期4.88%的增幅。从矿企产能计划来看，今年基本没有新建矿山产能释放，供应端支撑铜价的逻辑短期不会改变。供应端支撑矿价的逻辑暂时不会改变。

表1: 矿企2018上半年铜矿增速达11.43%

序号	公司	2018H1 (万吨)	2017H1 (万吨)	增量	增幅
1	Codelco	-	-	-	-
2	Freeport-McMoRan	90.54	78.20	12.34	15.78%
3	BHP	92.02	61.43	30.59	49.80%
4	Glencore	69.62	64.29	5.33	8.29%
5	Grupo Mexico	47.97	49.58	-1.61	-3.25%
6	Antofagasta	31.70	34.63	-2.93	-8.46%

7	Rio Tinto	41.39	28.60	12.79	44.72%
8	KGHM Polska	-	-	-	-
9	MMG	26.51	29.08	-2.56	-8.81%
10	Anglo American	31.30	28.30	3.00	10.60%
<b>总计</b>		<b>408.53</b>	<b>361.85</b>	<b>46.68</b>	<b>11.43%</b>

数据来源：公司财报，兴证期货研发部

**表2：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	洛阳钼业	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
<b>前 10 大矿企</b>		<b>1059.56</b>	<b>1017.61</b>	<b>59.92</b>	<b>5.89%</b>	<b>-3.96%</b>	<b>-41.95</b>
<b>11-20 大矿企</b>		<b>287.15</b>	<b>301.57</b>	<b>3.20</b>	<b>1.06%</b>	<b>5.02%</b>	<b>14.42</b>
<b>前 20 大矿企</b>		<b>1346.71</b>	<b>1319.18</b>	<b>63.11</b>	<b>4.78%</b>	<b>-2.04%</b>	<b>-27.53</b>
全球-ICSG		2006.10					

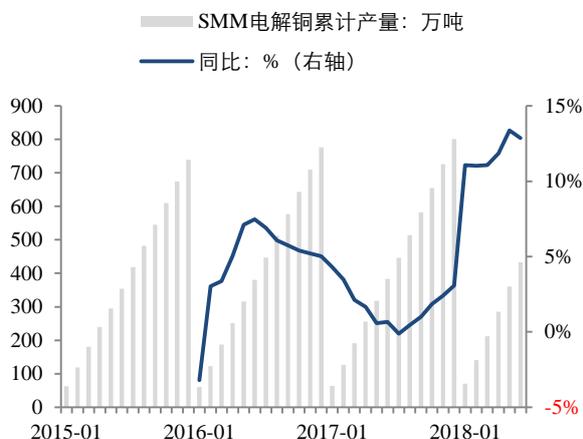
数据来源：公司财报，兴证期货研发部

## 2.2 受制于环保、检修等因素，国内精铜供应增速下滑

从 6 月开始，国内铜企检修力度将逐步加大，主要由于环保力度加大导致市场粗铜供应，企业被迫检修，预计下半年铜产出环比有所下降，市场供应压力缓解，上海有色网预计 7 月国

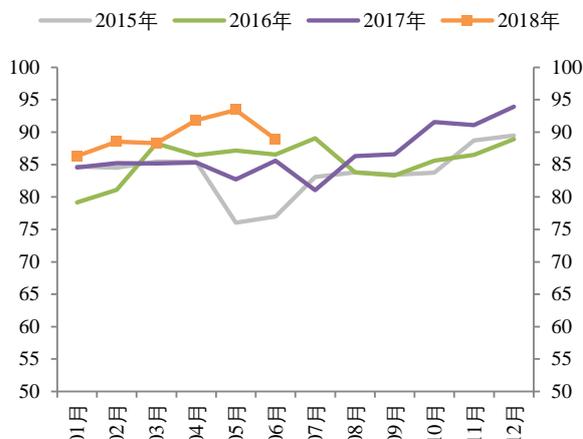
内精炼铜产量将环比下滑 1.34%，至 71.28 万吨。

图 3：国内电解铜产量



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：国内冶炼企业开工率

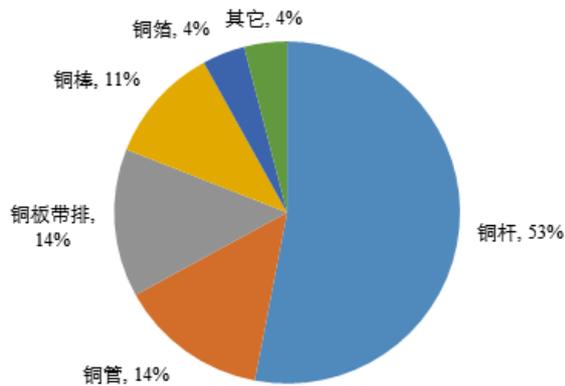


数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.3 下游铜材开工率整体高于去年

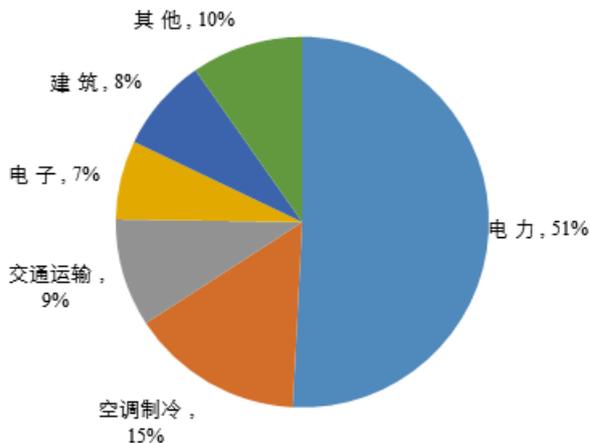
上海有色网调研的今年 6 月铜材开工率整体高于去年同期，上半年国内整体对精炼铜消费并不差，虽然 7/8 月份国内进入高温天气，铜材生产逐步步入相对淡季，但由于中游冶炼厂检修力度也逐步加大，国内精炼铜供需状况有望得到好转。

图 5：国内铜消费按品种分布



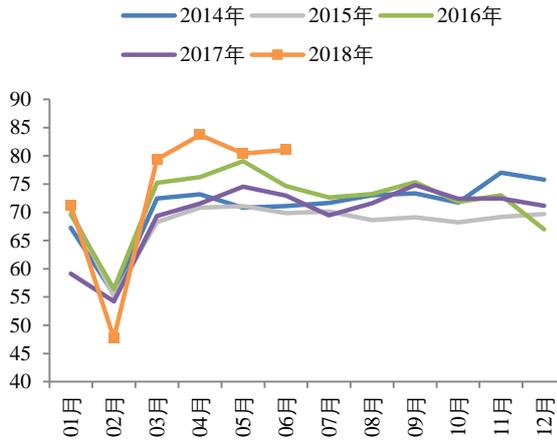
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 6：国内铜终端消费行业分布



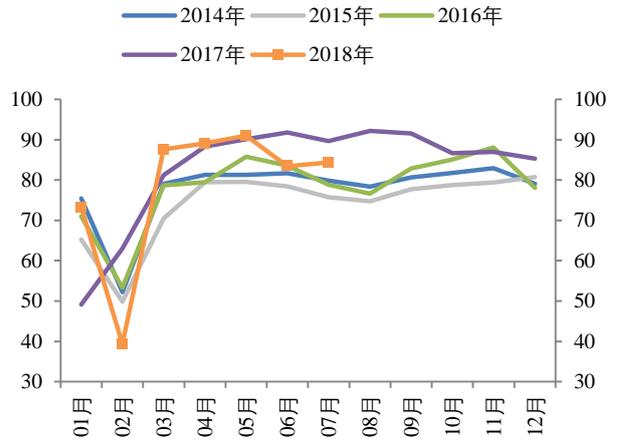
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7：铜杆企业开工率



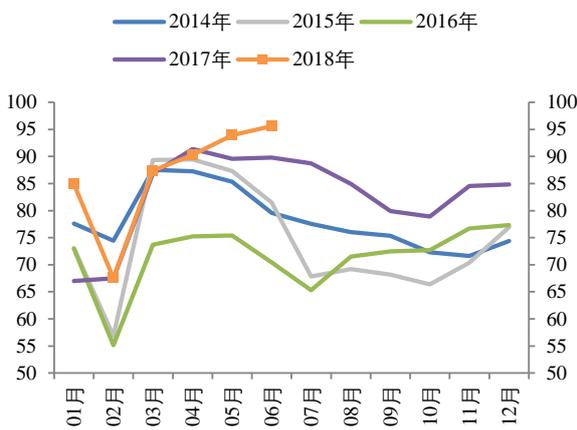
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：电线电缆企业开工率



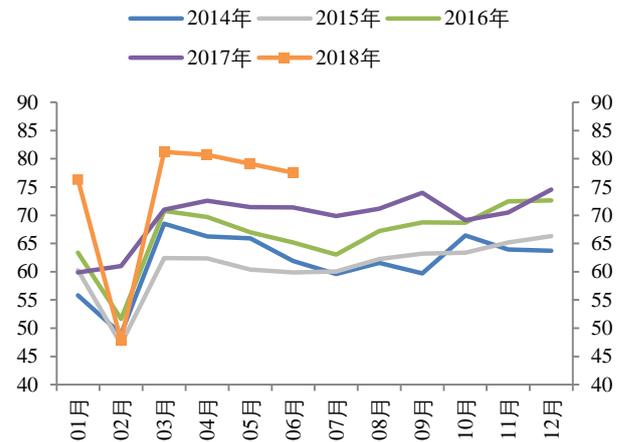
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：铜管企业开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：铜板带箔企业开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.4 电网投资增速回升，下半年铜消费可期

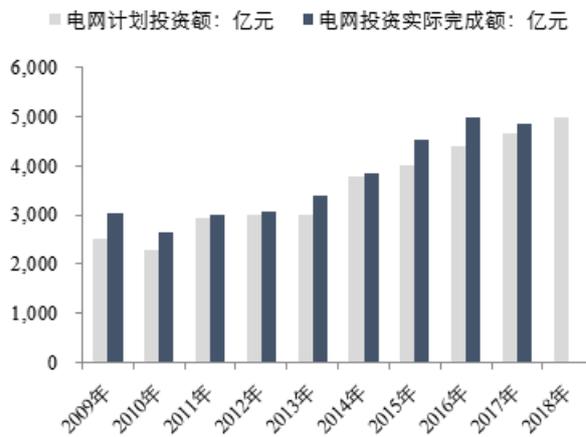
1-6 月全国电网基本建设工程投资完成额 2036 亿元，同比下降 15.1%，降幅较 1-5 月有所放缓，下半年国家电网若要完成年初制定的计划投资额，下半年电网投资增速将继续抬升，铜消费存在边际改善预期

图 11: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 国家电网计划与实际投资完成额



数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

## 2.5 空调产量增速继续回升

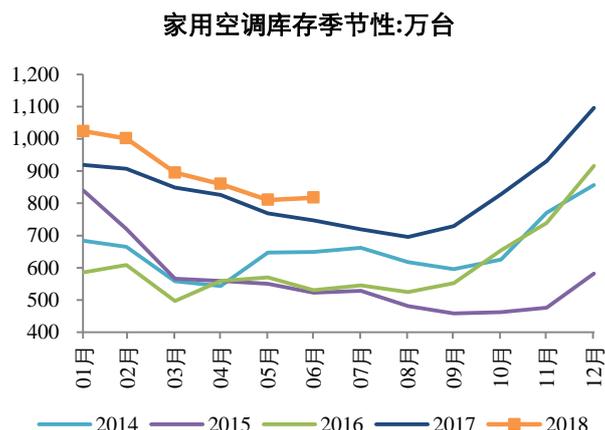
产业在线数据显示, 2018 年 6 月家用空调总产量 1606.50 万台, 同比增长 15.50%, 1-6 月份国内家用空调总产量 8791 万台, 同比增长 13.17%。据我的有色网数据, 空调平均用铜量为 5.5-6.5KG/台, 若下半年空调行业维持景气, 预计空调用铜总量 126.2 万吨, 同比 2017 年增加 11.5 万吨用铜量。

图13:空调产量增速继续回升



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图14:空调库存

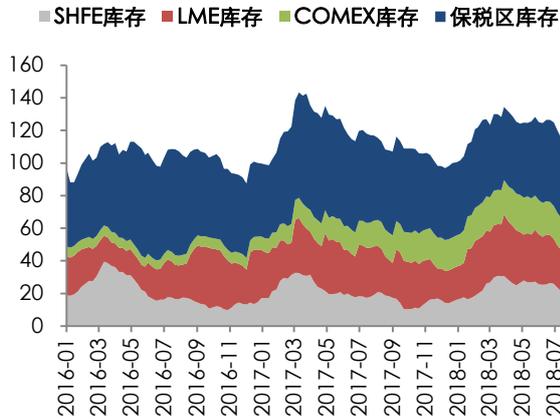


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 2.5 交易所库存连降 6 周，基本面边际改善

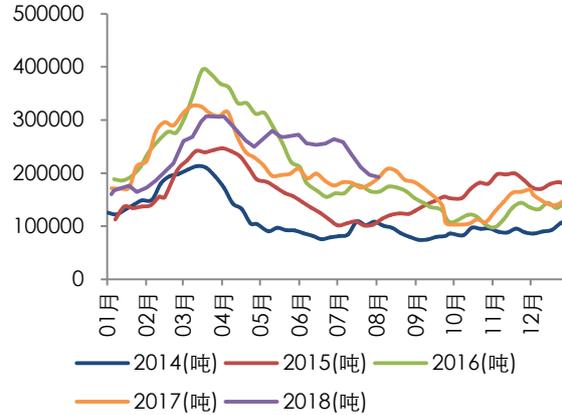
上周三大交易所铜库存继续下滑 1.21 万吨，自 6 月 22 日起连续 6 周累计下滑 13.79 万吨。目前三大交易所库存 62.82 万吨，比去年同期低 1.80 万吨，库存压力不大。

图 15: 交易所和保税区铜库存: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 上期所铜库存季节性: 吨



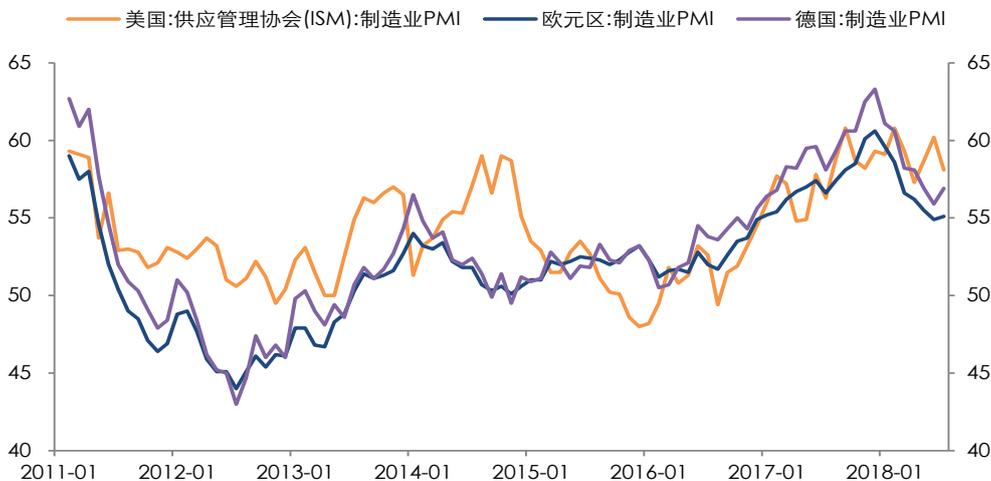
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 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 20% 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，但仍维持在扩张区间，其中欧元区 7 月制造业 PMI 会升至 55.10，美国 7 月制造业 PMI 小幅下滑至 58.10，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不差，后期对铜消费预期大概率维持低速平稳状态。

图17:欧美地区制造业PMI走稳

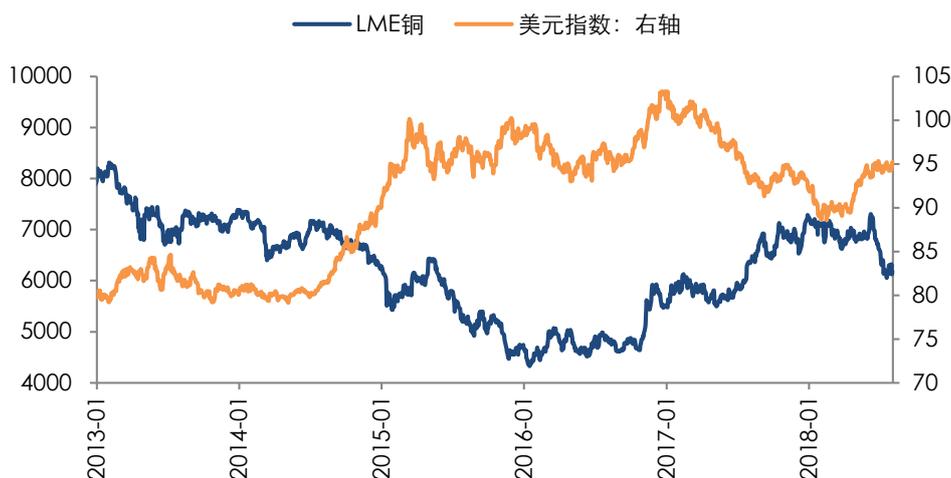


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 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，明显抑制铜金融投机属性。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逆转，美元走强只能在短期成为扰动铜价的一个因素，很难左右铜价中长期走势。

图18:美元指数



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 4. 结论

**1.上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加 11.43%，预期下半年铜矿供应压力明显减弱。**已公布的 8 家大矿企(Codelco 与 KGHM Polska 暂未公布)上半年铜矿产量达 408.53 万吨，同比去年增加 46.68 万吨，增幅 11.43%。增量主要来自 Escondida、Grasberg、Katanga，其中 Escondida 上半年增量达 31.05 万吨（对去年上半年罢工 43 天的产量修复）。结合我们对 10 大矿企全年增量预期 60 万吨左右来看，下半年矿企铜矿增量将大幅下滑，铜矿供应压力将明显减弱，供应端支撑矿价的逻辑暂时不会改变。

**2.受制于环保、检修等因素，国内精铜供应增速下滑。**从 6 月开始，国内铜企检修力度将逐步加大，主要由于环保力度加大导致市场粗铜供应，企业被迫检修，预计下半年铜产出环比有所下降，市场供应压力缓解，上海有色网预计 7 月国内精炼铜产量将环比下滑 1.34%，至 71.28 万吨。

**3.电网投资增速回升，下半年铜消费可期。**1-6 月全国电网基本建设工程投资完成额 2036 亿元，同比下降 15.1%，降幅较 1-5 月有所放缓，下半年国家电网若要完成年初制定的计划投资额，电网投资增速将继续抬升，铜消费存在边际改善预期

**4.交易所库存持续下滑，铜基本面边际改善。**上周三大交易所铜库存继续下滑 1.21 万吨，自 6 月 22 日起连续 6 周累计下滑 13.79 万吨。目前三大交易所库存 62.82 万吨，比去年同期低 1.80 万吨，库存压力不大。

综上，我们认为下半年大矿企铜矿产量释放速度将明显减缓，叠加国内环保、检修等因素，精铜产量增速也将下滑，供应端支撑矿价的逻辑暂时不会改变。需求端，电网投资低位回升，下半年铜消费可期。近期不断下滑的交易所库存显示铜基本面在持续改善。仅供参考。

## 观望为主

2018年8月6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

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

### 内容提要

#### 铁矿石：偏强震荡

铁矿石7月上涨。7月铁矿石外矿发货略有下降，但由于国内环保限产的原因，需求同样受到影响有所下降；而铁矿石由于人民币贬值以及海运费快速上升等因素，成本中枢上移，下方支撑显现。宏观层面，中美贸易冲突加剧，外部风险上升；但国内释放宽松信号，市场资金相对充裕。

供给方面，7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，但环比6月则出现下降，特别是7月初下滑幅度较大；而港口库存受此影响，在7月上旬也出现较为明显的下滑，但在下半月由于外矿发货的回暖，以及疏港受到天气及环保限产的影响，港口库存终止了此前的下滑趋势，开始企稳回升；目前铁矿石港口库存仍然处于较高位置，而8月随着外矿发货旺季的逐渐到来，铁矿石整体供应压力依然较大。

需求方面，虽然7月徐州地区高炉复产，但由于唐山邯郸等地开始实施环保限产，钢厂高炉开工率出现较大幅度下滑；而8月汾渭等地环保因素的影响也开始显现，故整体高炉开工率仍将有小幅走低的空间，铁水产量仍然受到影响，后期铁矿石需求受到的影响或逐渐显现并加强。目前钢厂库存处于相对较低位置，由于环保限产及港口库存高企的因素，钢厂整体补库意愿不强，未来难有大幅补库的行为。

目前铁矿石整体基本面仍然较弱，一方面外矿生产及发货处于高位，另一方面需求又受到环保限产的影响；此外受中美贸易战的影响，外部环境不确定性又较大。但近期市场资金面较为宽松利好商品，同时人民币贬值以及海运费的快速上涨也使得矿价成本中枢上移。整体来看，铁矿石短期下方支撑较强或以偏强震荡为主，但我们预计上行的空间也将较为有限，仅供参考。

#### 螺纹钢：走势不确定性较强

七月螺纹钢现货价格有所上涨，上海螺纹钢涨 210 元



每吨，期螺主力涨幅更大，1810 合约上涨 388 元每吨。期螺上涨使得基差得以修复。七月的钢材走势，从产业层面来说，需求淡季不淡，环保高潮迭起；宏观来说，外忧内患致使政策面全面转暖。

展望八月钢材走势，产业层面供需两弱。需求仍然处于相对淡季，供应唐山减产，随后常州减排，汾渭平原面对环保督查再次回头看的压力，以及新出台取暖季限产政策实施时间的延长。产业方面政策仍然是利多为主，使得市场担忧未来的供应增长会不如预期。

宏观层面两方面的消息影响钢材走势，第一是中美贸易问题对中国关税加增以及随后中国的反击，使得市场忧心长期需求；第二是政策面全面转向积极、宽松，中国表示会加大基建，包括西部开发，货币层面宽松显示。可能使得市场担心未来整体通胀的上升。

总体来说，目前期螺价格处于去年来的相对高位。产业层面的实际影响并不支撑再上一层。但环保影响升级又使得钢价支撑较强。宏观面来说，矛盾也比较深刻，通胀的担忧与衰退的担忧共存。市场短期可能多空难辨。建议观望为主。

## 1. 行情回顾

7月份铁矿石震荡走高,截至7月31日,I1809收于488元/吨,月涨14元/吨,涨幅2.95%。月末持仓量为71.7万手。

7月份螺纹钢收涨,截至7月31日,RB1810收于4171元/吨,月涨364元/吨,涨幅9.56%。月末持仓量为278.1万手。

图 1: 铁矿石主力合约行情走势



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 7 月 31 日,青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 477 元/吨,月环比涨 24 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 510 元/吨,月环比涨 35 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 7 月 31 日,普氏指数报收于 67.55 美元/吨,月环比上涨 3.1 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 国产原矿产量下降

截至 2018 年 6 月，国内铁矿石原矿累计生产 3.88 亿吨，累计同比下跌 1.6%。

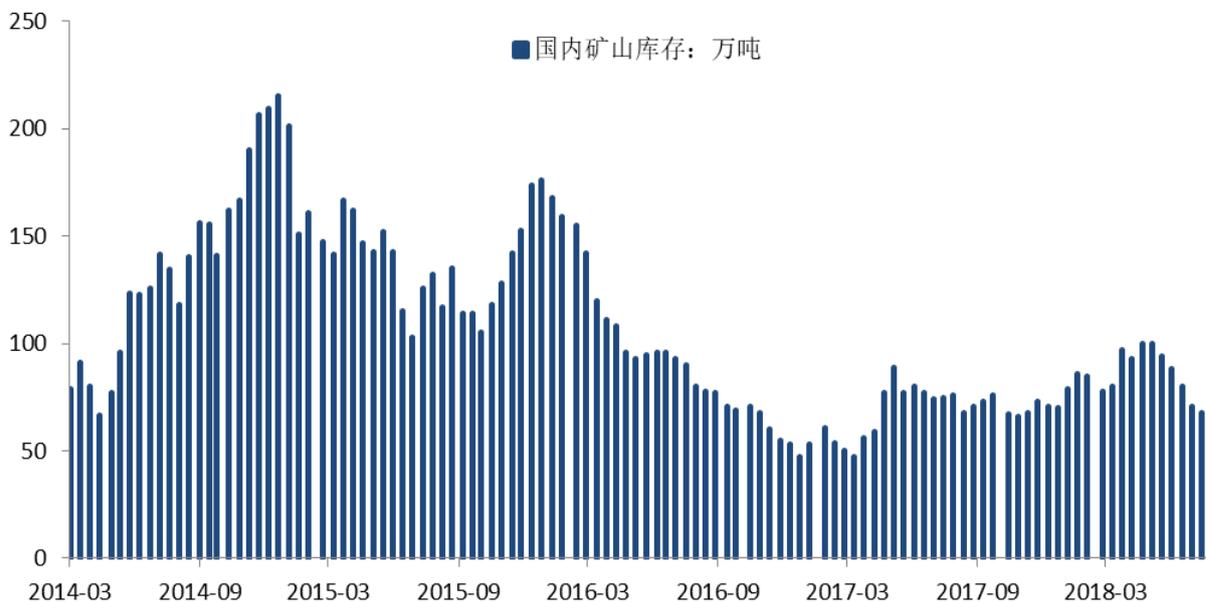
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 8 月 3 日，国内矿山铁精粉库存 70 万吨，与 7 月初相比减少 1 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 铁矿石进口量持稳

2018 年上半年，我国累计进口铁矿砂及其精矿 53073 万吨，同比下降 1.58%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 铁矿石港口库存止跌回升

截至 8 月 3 日，铁矿石港口库存为 15410 万吨，与 7 月初相比上升 68.3 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 27 天，与 7 月初相比上升 1 天。铁矿港口库存结束了此前的下降趋势，开始止跌回升，钢厂在环保限产的状况下，补库意愿不强。

图 8：铁矿石港口库存



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 7 月 31 日，北京螺纹钢收于 4120 元/吨，月涨 160 元/吨；上海螺纹钢收于 4260 元/吨，月涨 200 元/吨；广州螺纹钢收于 4580 元/吨，月涨 320 元/吨。钢材现货价格普遍上涨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

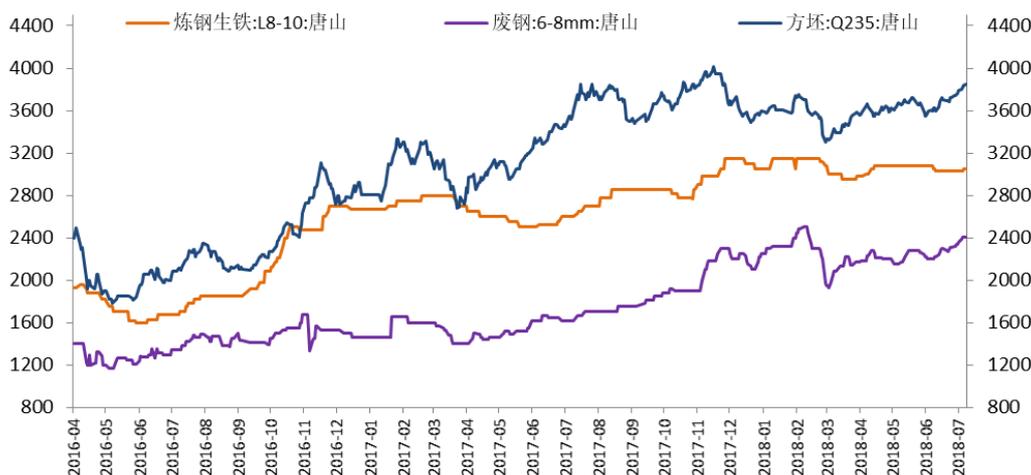


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2 生铁废钢价格

截至 7 月 31 日，唐山方坯收于 3820 元/吨，月涨 220 元/吨；生铁价格收于 3030 元/吨，月跌 50 元/吨；废钢价格上涨 210 元/吨，收于 2410 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

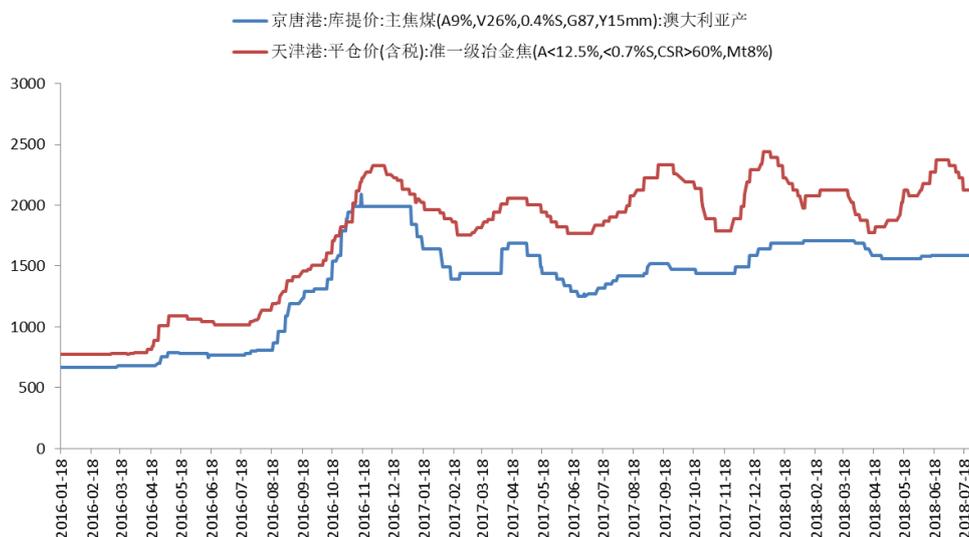


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 焦煤焦炭价格

截至 7 月 31 日，京唐港焦煤收于 1590 元/吨，月环比持平；天津港焦炭下跌 150 元，至 2225 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

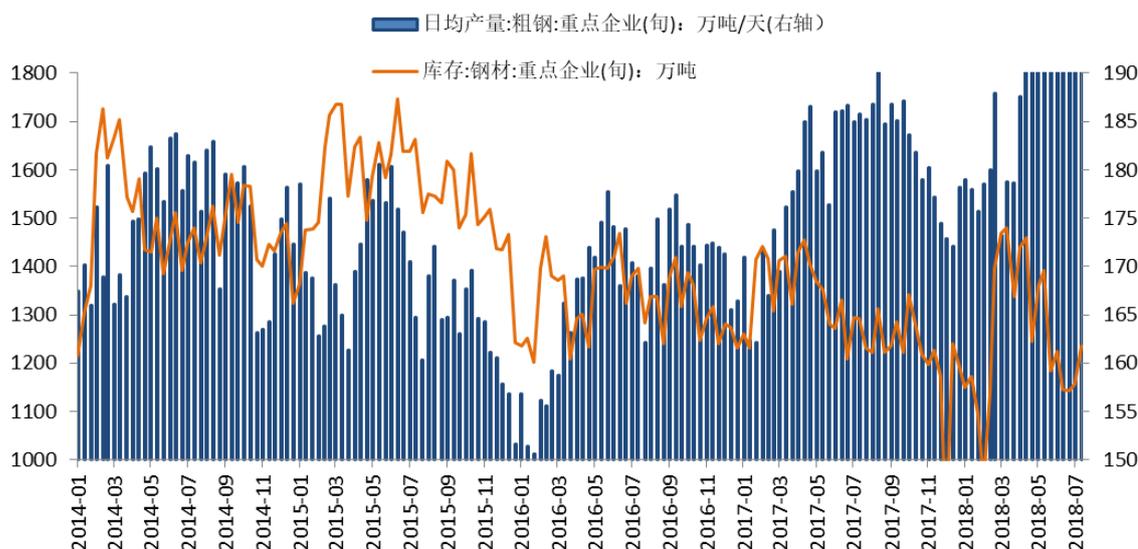


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 钢厂日均产量与库存

与 6 月中旬相比，2018 年 7 月中旬重点钢企粗钢日产 195.63 万吨，环比下降 3.43 万吨；重点企业库存 1235.58 万吨，环比上升 91.21 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

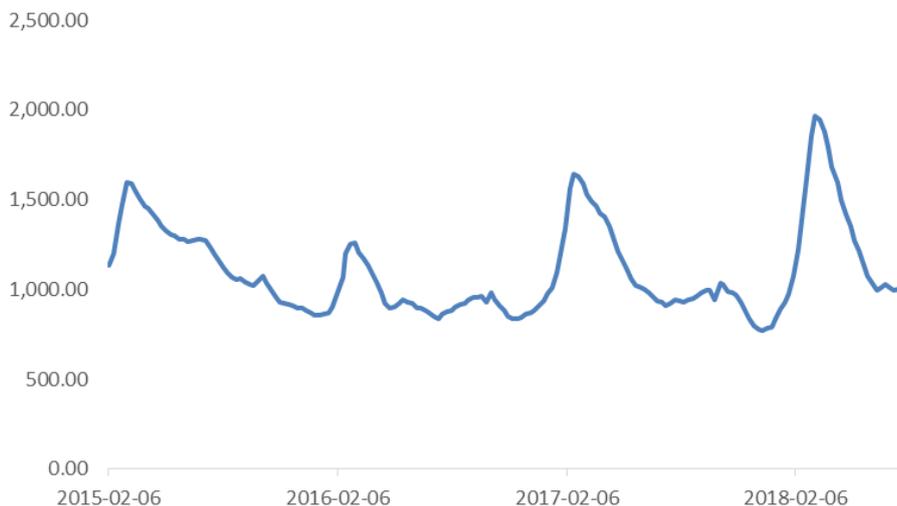


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.5 钢材社会库存

截至 8 月 3 日，全国主要钢材品种库存总量为 1001.8 万吨，与 7 月初相比下降 8 万吨。分品种来看,螺纹钢库存减少 3.1%，线材库存减少 4.5%，热卷库存增加 2.85%。

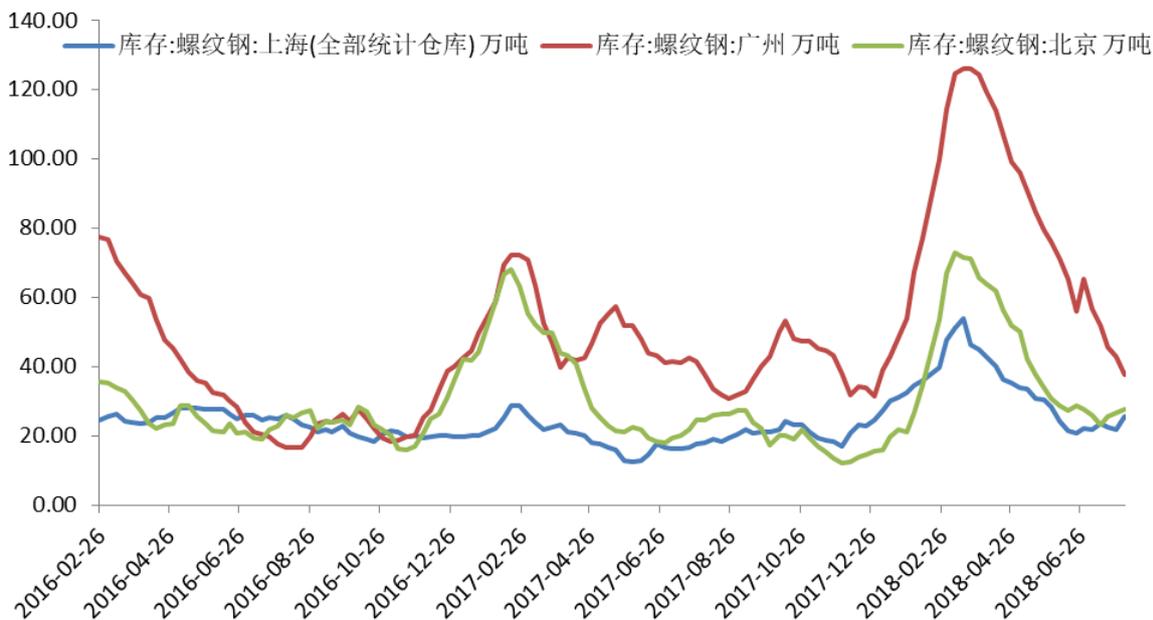
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 8 月 3 日，螺纹钢上海库存 25.65 万吨，月环比上升 3.69 万吨；广州库存 37.74 万吨，月环比下降 18.97 万吨；北京库存 27.78 万吨，月环比上升 1.76 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 8 月 3 日，163 家钢厂盈利比例为 84.05%，月环比持平；高炉开工率为 66.99%，月环比下降 4.56%。环保限产使得高炉开工率下滑。

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

截至 7 月 27 日，上海地区线螺采购量 7 月周度均值 30515 吨，环比 6 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6月钢材出口为694万吨，同比上升1.91%，上半年累计出口3542万吨，同比下滑13.59%。

图 17：钢材出口（万吨）

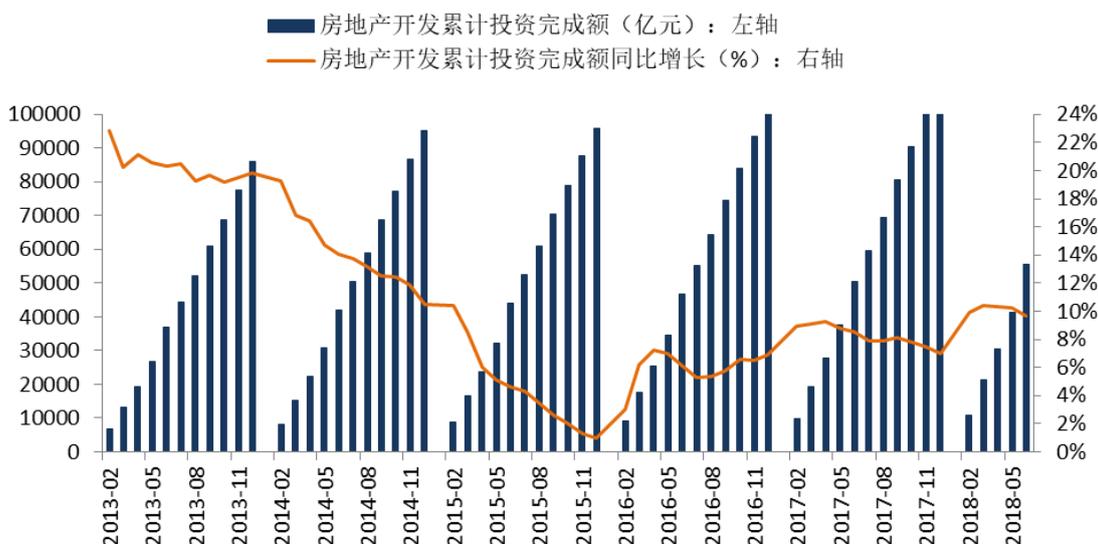


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.9 房地产投资增幅微降

截至 6 月，今年上半年房地产累计开发投资为 5.55 万亿元，同比去年增加 9.7%，增长率环比下跌。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：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:

目前铁矿石整体基本面仍然较弱，一方面外矿生产及发货处于高位，另一方面需求又受到环保限产的影响；此外受中美贸易战的影响，外部环境不确定性又较大。但近期市场资金面较为宽松利好商品，同时人民币贬值以及海运费的快速上涨也使得矿价成本中枢上移。整体来看，铁矿石短期下方支撑较强或以偏强震荡为主，但我们预计上行的空间也将较为有限，仅供参考。

### 螺纹钢:

总体来说，目前螺价格处于去年来的相对高位。产业层面的实际影响并不支撑再上一层。但环保影响升级又使得钢价支撑较强。宏观面来说，矛盾也比较深刻，通胀的担忧与衰退的担忧共存。市场短期可能多空难辨。建议观望为主。

# 大型煤企下调煤价，现货价格有望回归合理运行

2018年8月6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

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

7月份，产地煤炭供应回升，水电发力抑制电厂日耗提升，加之消费物流环节库存维持高位、北方港口清库疏港，煤炭市场心态逐渐转弱，从而北方港口煤价率先出现松动，带动坑口煤价及长江口煤价随之出现大幅回落，促使动力煤期货市场弱势震荡下行。主力合约 ZC809 报收 586.8 元/吨，月跌 60.6 元/吨，跌幅 9.36%；持仓 39.7 万手，成交 772.2 万手，缩量增仓。

截至 8 月 1 日，环渤海动力煤价格指数报 567 元/吨，比上月同期下跌 3 元/吨，跌幅为 0.53%。由于水电出力大幅增加，对火电形成一定的挤出效应，抑制了下游采购热情；加之港口库存居高不下，存煤风险继续上升，同时港口清库疏港，促使煤价下跌，从而近期 BSPI 指数继续回落。

### ● 后市展望及策略建议

随着环保督察“回头看”的结束，主产地复产煤矿继续增加，产地供应充足。同时，受高温天气影响，居民用电需求有所增加，电厂日耗水平开始改善；但由于水电出力大幅增加，替代效应明显，加之环保对下游工业错峰限产，火电仍将受到一定的抑制。整体来看，短期煤炭市场供需仍将维持相对宽松的格局。

其次，国内大型煤企相继下调长协煤价格，对市场价格的支撑进一步下移；加之港口仍在积极清库疏港，料短期煤价下跌趋势仍将延续。但由于目前煤价已经回落至蓝色区间，加之高温天气仍将对电厂日耗以及动力煤价格形成一定的支撑，预计后期煤价降幅将有所收窄。

整体而言，短期动煤价格或维持偏弱震荡调整为主，后续仍需谨防电厂日耗超预期增长、以及进口煤政策等的变化。建议投资者可关注多 ZC901 空 ZC811 空 ZC905 的蝶式套利操作，仅供参考。

## 1.信息回顾

### 1.1 制造业 PMI 小幅回落，经济韧性较好

2018年7月31日，国家统计局发布数据显示，2018年7月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.2%，较上月回落0.3个百分点，但仍保持在51%以上相对较高水平，经济运行韧性较好。同期，7月财新中国制造业PMI为50.8%，较上月降低0.2个百分点，为八个月以来最低，显示制造业景气度温和走弱。

7月份中采制造业PMI走势与财新制造业PMI走势一致，主要由于受台风天气、中美贸易摩擦升级和传统制造业进入淡季等因素影响，中国7月制造业活动扩张有所放缓。

### 1.2 中央政治局会议召开

7月31日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度，把握好去杠杆力度和节奏，协调好各项政策出台时机；继续研究推出一批管用见效的重大改革举措；下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；把稳定就业放在更加突出位置。

### 1.3 国务院常务会议部署更好发挥财政金融政策作用等

国务院总理李克强7月23日主持召开国务院常务会议，部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。会议亮出的多项举措传递出下一步宏观调控的积极动向：在保持宏观政策稳定的同时，财政金融政策要协同发力。

### 1.4 中美贸易摩擦进一步升级

国务院关税税则委员会发布公告称，2018年7月11日美国政府发布了对从中国进口的约2000亿美元商品加征10%关税的措施。8月2日美国贸易代表声明称拟将加征税率由10%提高至25%。

根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。

### 1.5 国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》

国务院7月3日印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确了大气污染防治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图。

《行动计划》提出，经过三年努力，大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气

体排放，进一步明显降低细颗粒物（PM2.5）浓度，明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量，明显增强人民的蓝天幸福感。到 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上。

## 1.6 神华集团下调 8 月份长协煤价

市场消息称，2018 年 8 月份神华集团下水动力煤月度长协价格与 7 月份相比下调 27-34 元/吨不等，此价格自 2018 年 8 月 1 日 0 时起执行。

## 2. 行情回顾

### 2.1 动力煤期价走势

7 月份，产地煤炭供应回升，水电发力抑制电厂日耗提升，加之消费物流环节库存维持高位、北方港口清库疏港，煤炭市场心态逐渐转弱，从而北方港口煤价率先出现松动，带动坑口煤价及长江口煤价随之出现大幅回落，促使动力煤期货市场弱势震荡下行。主力合约 ZC809 报收 586.8 元/吨，月跌 60.6 元/吨，跌幅 9.36%；持仓 39.7 万手，成交 772.2 万手，缩量增仓。

图 1：动煤 ZC809 行情走势

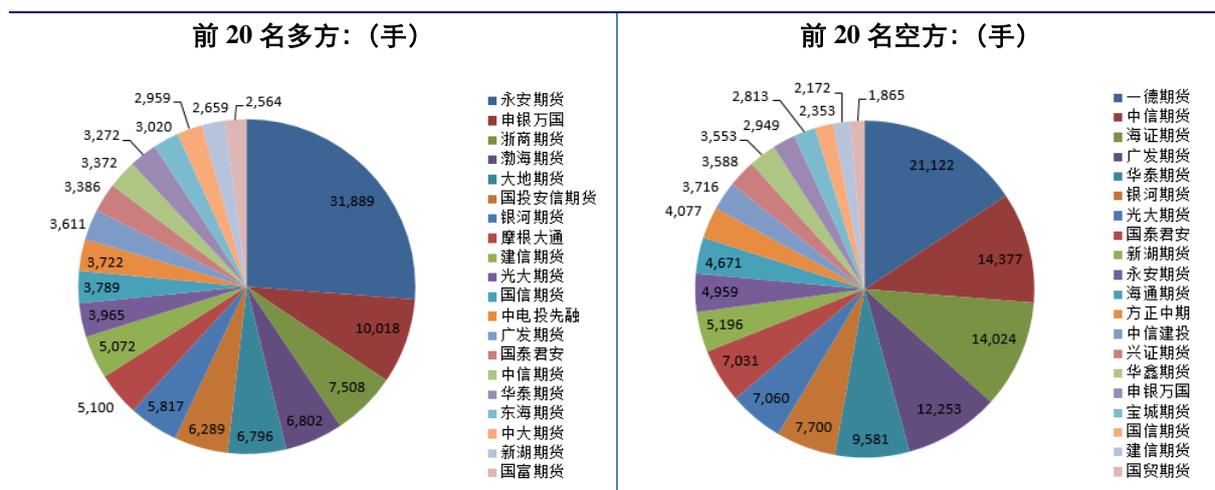


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.2 持仓情况

截至 8 月 3 日，主力合约 ZC809 前 20 名持买仓量由 124172 手减至 121610 手，前 20 名持卖仓量由 110446 手增至 135060 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 192881 手，前 20 名持卖仓量 206344 手。从机构层面看，空方较多方呈现出一定的优势。

图 2: ZC809 合约多空双方持仓情况



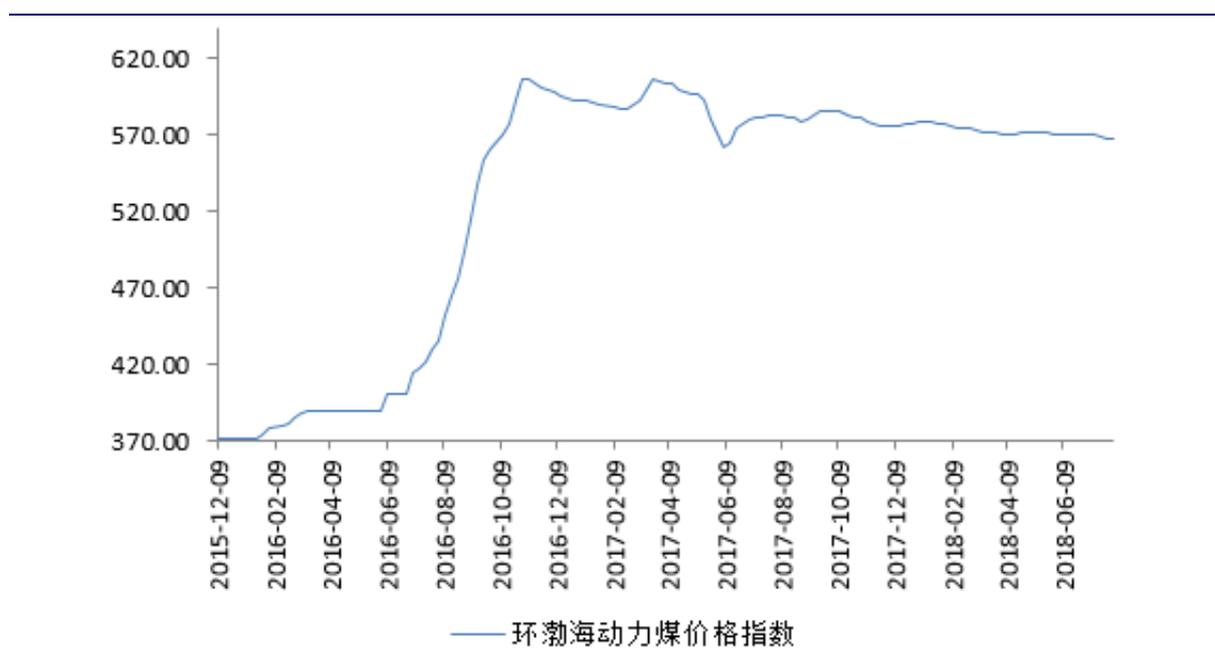
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

### 3. 现货市场

#### 3.1 环渤海价格指数

截至 8 月 1 日, 环渤海动力煤价格指数报 567 元/吨, 比上月同期下跌 3 元/吨, 跌幅为 0.53%。由于水电出力大幅增加, 对火电形成一定的挤出效应, 抑制了下游采购热情; 加之港口库存居高不下, 存煤风险继续上升, 同时港口清库疏港, 进一步促使煤价下跌, 从而近期 BSPI 指数继续回落。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)

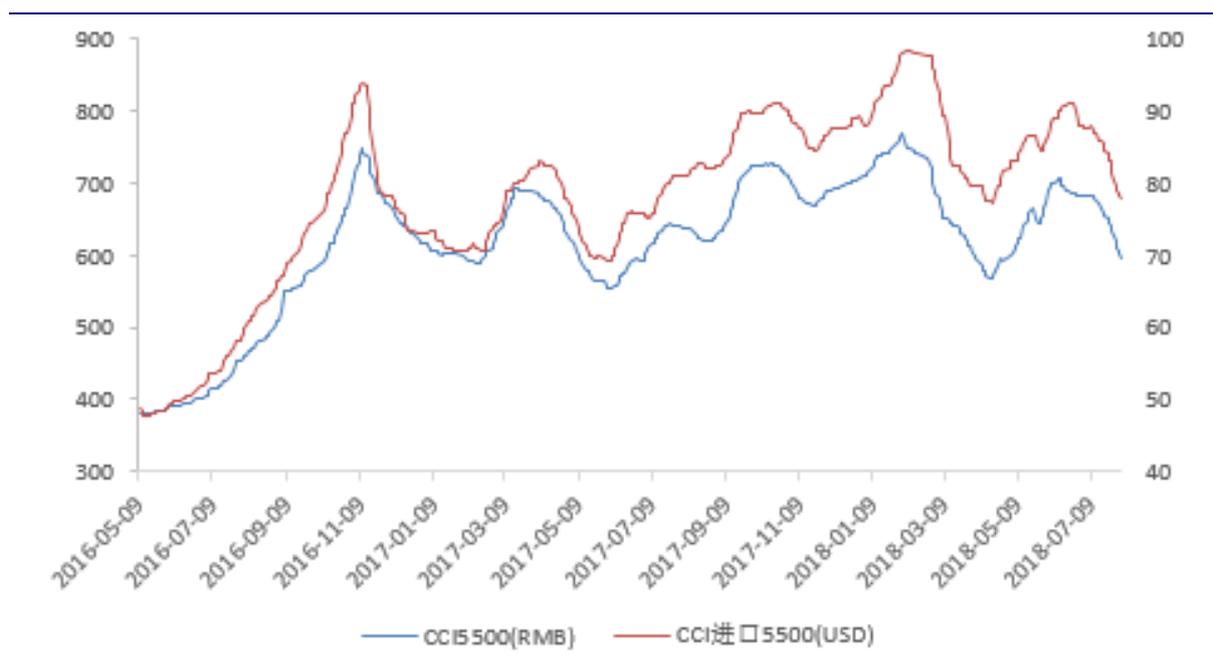


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

### 3.2 CCI 指数

由于产地煤炭供应回升，水电发力抑制电厂日耗提升，加之消费物流环节库存维持高位、北方港口积极清库疏港，煤炭市场心态逐渐转弱，现货价格大幅回落；7月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均大幅走低。截至 8 月 3 日，CCI5500 指数由 681 元/吨大幅下跌至 597 元/吨，下跌 84 元/吨或 12.33%，跌破 600 元/吨关口；CCI 进口 5500 指数由 88 美元/吨大幅下跌至 78 美元/吨，下跌 10 美元/吨或 11.36%。

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

7 月份，国际动力煤市场冲高回落，维持高位运行。

(单位: 美元/吨)	7 月 2 日	7 月 6 日	7 月 13 日	7 月 20 日	7 月 27 日	8 月 2 日
纽卡斯尔 NEWC	116.78	117.58	118.49	122.57	120.70	120.64
理查德 RB	107.91	108.35	110.04	109.11	107.05	104.46
欧洲 ARA 港	99.13	99.73	101.70	101.69	100.12	94.96

截止 8 月 2 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 120.64 美元/吨，较上月上涨 3.86 美元/吨，涨幅为 3.31%；南非理查德港动力煤价格指数 104.46 美元/吨，较上月下跌 3.45 美元/吨，跌幅 3.20%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 94.96 美元/吨，较上月下跌 4.17 美元/吨，跌幅为 4.21%。

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 随着环保督察“回头看”结束，产量或加速释放

2018年1-6月份，全国原煤累计产量16.97亿吨，累计同比增长3.9%；其中6月份原煤产量2.98亿吨，同比增长1.7%，环比基本持平，产量释放低于预期，但随着环保督察“回头看”结束，产量或加速释放。

2018年1-6月份，山西省煤炭累计产量42403万吨，累计同比增长1.2%；其中6月份产量7786万吨，同比增长3.1%。陕西省煤炭累计产量28790万吨，累计同比增长15.9%；其中6月份产量5592万吨，同比增长17.8%。内蒙古煤炭累计产量44292万吨，累计同比增长5.6%；其中6月份产量7150万吨，同比下降0.8%。

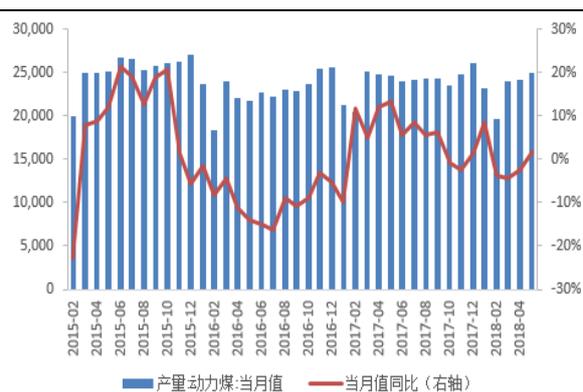
2018年1-6月动力煤累计产量14.05亿吨，累计同比增长0.05%；其中6月份动力煤产量2.44亿吨，同比增长1.62%，环比下降2.25%。

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

2018 年 6 月，全国煤炭销量 29000 万吨，同比增长 1.75%。

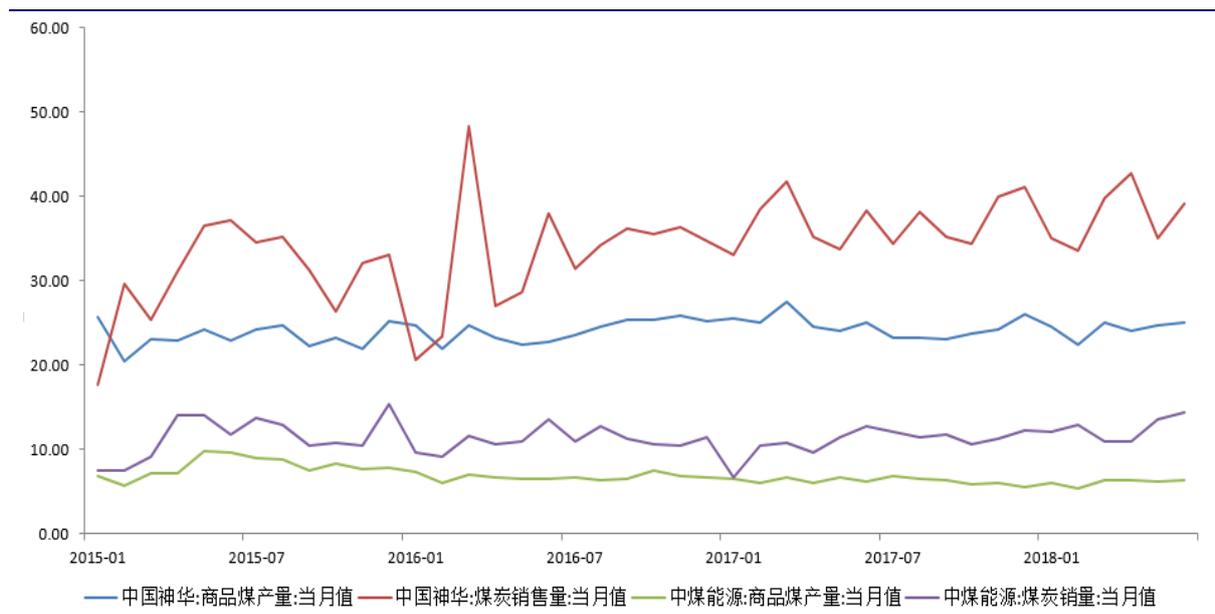
图 8：全国煤炭销量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

6 月份，中国神华集团煤炭产量略有减少，煤炭销量有所增加；中煤能源煤炭产销量均有所增加。其中 6 月份，中国神华集团商品煤产量 2500 万吨，同比减少 10 万吨或 0.40%；煤炭销售量 3910 万吨，同比增加 80 吨或 2.09%。6 月份，中煤能源商品煤产量为 643 万吨，同比增加 19 万吨或 3.04%；商品煤销量为 1443 万吨，同比增加 169 万吨或 13.27%。

图 9：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



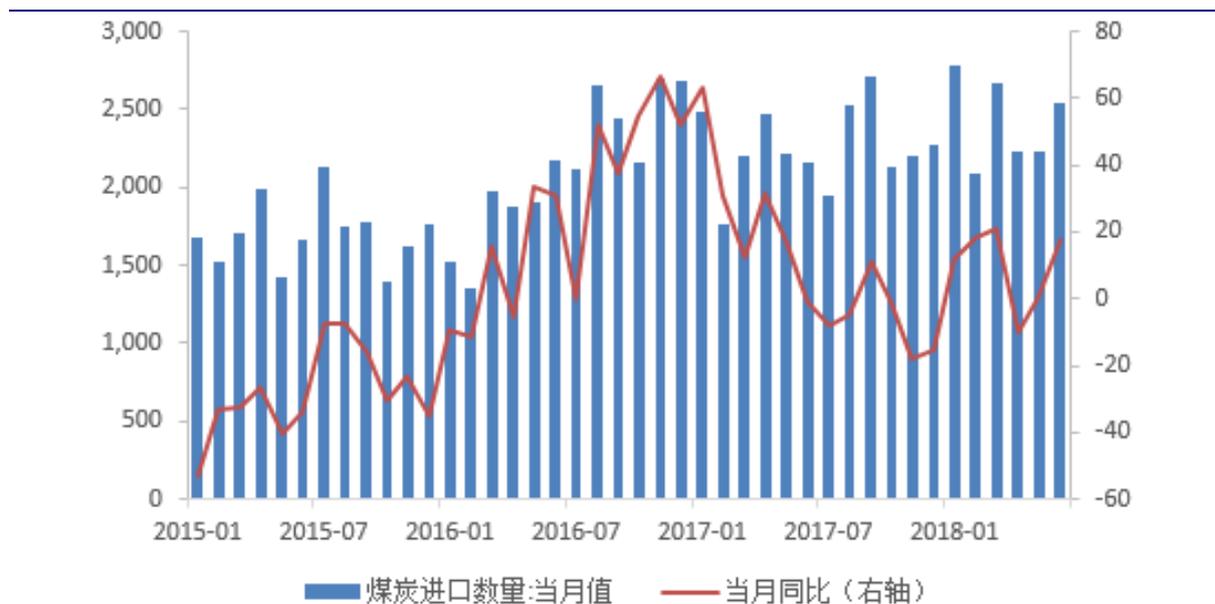
数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.2 进口煤政策有所宽松，进口煤量仍将增加

2018 年 1-6 月份，全国共进口煤炭 14618.7 万吨，累计同比增长 9.9%；其中 6 月份，进口煤炭 2547 万吨，同比增长 17.9%，环比增长 14.03%。

2018 年 1-6 月份，全国累计进口动力煤 6094 万吨，累计同比增长 16.21%；其中 6 月份，进口动力煤 1028 万吨，同比增长 14.99%，环比增长 38.73%。

图 10：进口动力煤情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.3 港口库存维持高位

由于下游采购积极性偏低，港口煤炭库存持续攀升。截至 8 月 3 日，环渤海四港动力煤库存 2053 万吨，较上月同期增加 208.5 万吨或 11.30%，库存突破 2000 万吨。秦皇岛港库存 711.5 万吨，较上月同期增加 8.5 万吨或 1.21%。黄骅港煤炭库存 167.7 万吨，较上月同期增加 30 万吨；曹妃甸港煤炭库存 527.4 万吨，较上月同期增加 62.1 万吨；京唐国投港煤炭库存 220 万吨，较上月同期增加 32 万吨。同期，广州港煤炭库存 231.5 万吨，较上月同期增加 10.5 万吨或 4.75%。

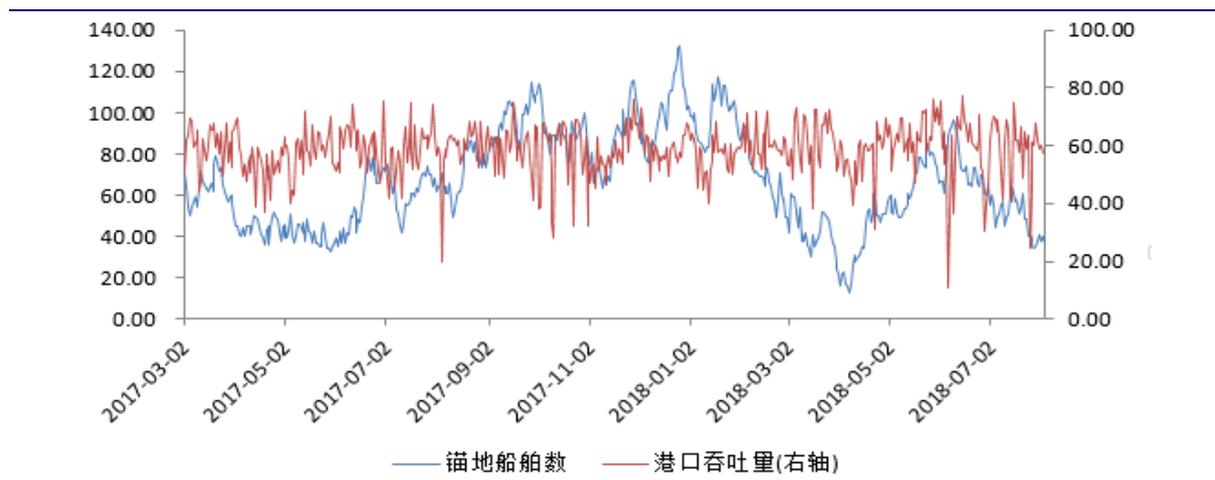
图 11：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于坑口发港口成本倒挂，贸易商发运积极性不高，港口煤炭调入量有所回落；同时下游采购积极性偏低，成交一般，近期略有好转。7 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7365 车，环比减少 7922 车；日均调入量 58.90 万吨，环比减少 4.43 万吨。日均吞吐量 59.35 万吨，环比增加 1.78 万吨。锚地船舶数日均 49.68 艘，环比减少 23.29 艘。

图 12：秦皇岛港锚地船舶数（艘）与港口吞吐量（万吨）

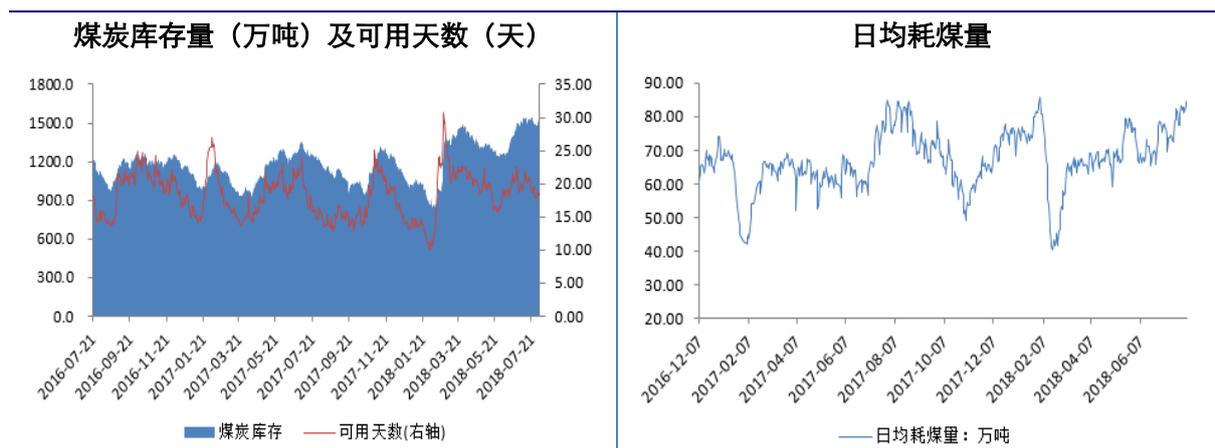


数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.4 民用电需求增加，电厂日耗回升

近段时间以来，全国进入高温状态，居民用电需求增加，电厂日耗水平有所改善；高温天气的持续对沿海电厂日耗及动力煤价格均将有一定支撑。但水电大幅增加，一定程度上仍将抑制电煤的采购需求。截至8月3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 13：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.5 水电替代效应明显，需求或将旺季不旺

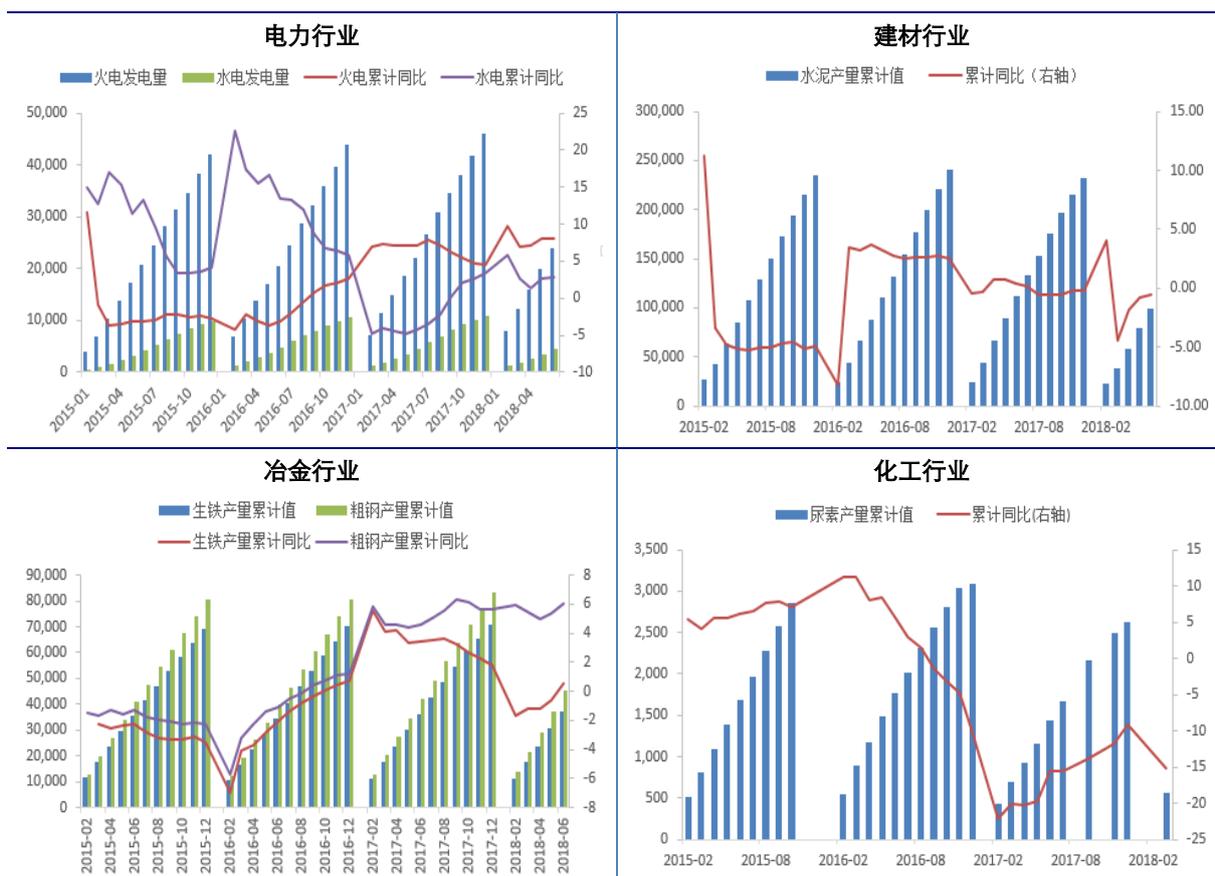
电力：受高温天气影响，居民用电需求有所增加，电厂日耗水平开始改善；但由于水电出力大幅增加，替代效应明显，加之环保对下游工业错峰限产，火电仍将受到一定的抑制。2018 年 1-6 月全社会用电量累计 32290 亿千瓦时，累计同比增长 9.43%；其中 6 月份全社会用电量 5663 亿千瓦时，同比增长 7.98%。2018 年 1-6 月全国累计发电量 31945 亿千瓦时，累计同比增长 8.3%；其中 6 月份全国发电量 5551 亿千瓦时，同比增长 6.7%。2018 年 1-6 月火电累计发电量 23887 亿千瓦时，累计同比增长 8.0%；其中 6 月份火电产量 3940 亿千瓦时，同比增长 6.3%。2018 年 1-6 月水电累计发电量 4618 亿千瓦时，累计同比增长 2.9%；其中 6 月份水电产量 1065 亿千瓦时，同比增长 3.6%。

建材：水泥产量持平，价格高位运行。2018 年 1-6 月全国水泥累计产量 99708 万吨，累计同比减少 0.6%；其中 6 月份水泥产量 20010 万吨，同比持平。

冶金：环保持续高压，价格强势运行，利润维持高位，但产量仍将受到一定的抑制。2018 年 1-6 月全国粗钢累计产量 45116 万吨，累计同比增长 6.0%；其中 6 月份粗钢产量 8020 万吨，同比增长 7.5%。2018 年 1-6 月全国生铁累计产量 37280 万吨，累计同比增长 0.5%；其中 6 月份生铁产量 6588 万吨，同比增长 3.8%。

化工：原油价格维持高位运行，化工市场整体表现较好。2017 年 1-3 月份，全国尿素累计产量 560 万吨，累计同比下降 15.1%。

图 14：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

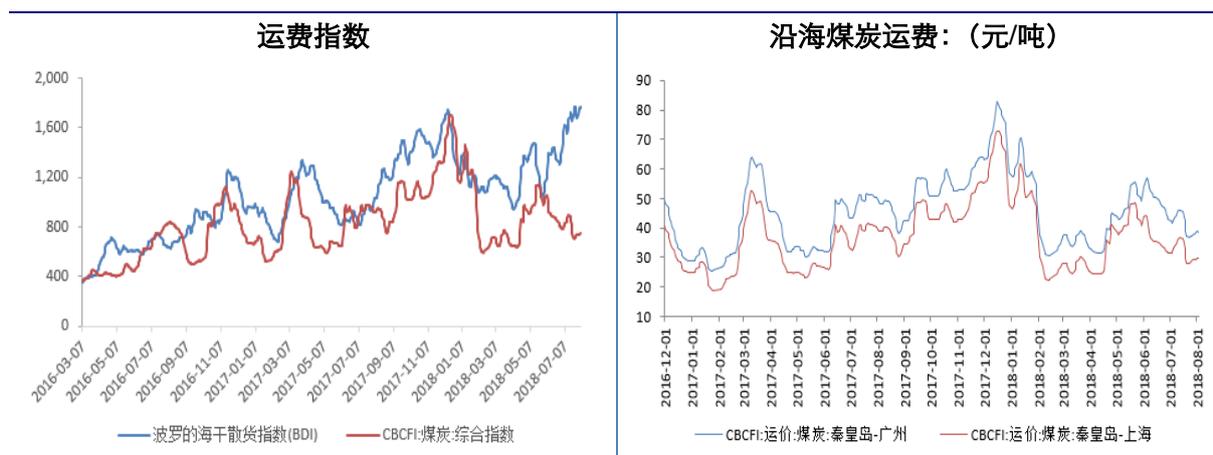
### 4.6 国际运费高位运行，沿海运费探底回升

由于原油价格高位运行，加之大宗商品发运量维持相对高位，从而支撑波罗的海干散货指数（BDI）震荡走高，并维持高位运行。截至 8 月 3 日，波罗的海干散货指数（BDI）为 1773 点，较上月同期上涨了 351 点，涨幅为 24.68%。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为 745.60 点，较上月同期下跌了 44.32 点，跌幅为 5.61%，探底回升。7 月中上旬，由于各环节煤炭库存高企，供给相对宽松，煤价持续下降，下游采购意愿偏低，对船舶运力的需求清淡，导致沿海煤炭运费不断下行；随后受台风天气影响，船舶周转缓慢，市场可用运力减少，沿海煤炭运费出现阶段性反弹。随着下游电厂负荷的提高，以及 8 月份长协煤价格政策的落地，下游采购需求将有所好转，或带动沿海煤炭运费企稳回升。

截至 8 月 3 日，秦皇岛-广州海运费 38.4 元/吨，较上月下跌了 4.0 元/吨；秦皇岛-上海海运费 29.7 元/吨，较上月下跌了 1.7 元/吨。

图 15：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 5.总结

随着环保督察“回头看”的结束，主产地复产煤矿继续增加，产地供应充足。同时，受高温天气影响，居民用电需求有所增加，电厂日耗水平开始改善；但由于水电出力大幅增加，替代效应明显，加之环保对下游工业错峰限产，火电仍将受到一定的抑制。整体来看，短期煤炭市场供需仍将维持相对宽松的格局。

其次，国内大型煤企相继下调长协煤价格，对市场价格的支撑进一步下移；加之港口仍在积极清库疏港，料短期煤价下跌趋势仍将延续。但由于目前煤价已经回落至蓝色区间，加之高温天气仍将对电厂日耗以及动力煤价格形成一定的支撑，预计后期煤价降幅将有所收窄。

整体而言，短期动煤价格或维持偏弱震荡调整为主，后续仍需谨防电厂日耗超预期增长、以及进口煤政策等的变化。建议投资者可关注多 ZC901 空 ZC811 空 ZC905 的蝶式套利操作，仅供参考。

## 跌势渐趋缓和

2018年8月6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

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

7月，天然橡胶冲高遇阻、返身回落，随即又探低遇撑、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背景和实质。

预计由此还拓展后市进一步下跌空间，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8月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性偏空的交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双冲高遇阻、并返身回落的牵制下，沪胶后市也将延续低位区域震荡整理走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势及自身供过于求的中性偏空因素的影响，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。

## 1. 国际国内天胶市场走势回顾

受诸多偏空因素压制作用，国内外天胶市场在 7 月呈现低位震荡整理走势。

### 1.1 沪胶走势

图 1：沪胶主力合约 RU1809 走势

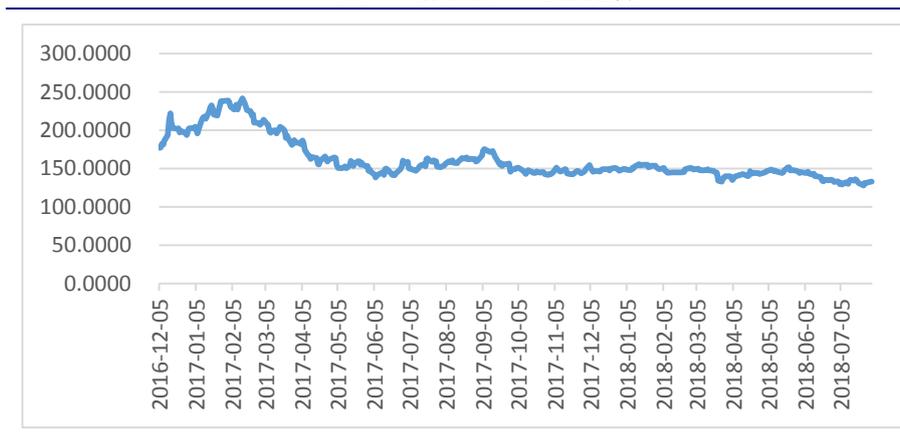


数据来源：兴证期货研发部，WIND

受全球天胶市场供需关系、中美贸易争端等偏空因素压制作用，沪胶主力合约 RU1809 于 7 月 31 日收于 10340 元，较 6 月 29 日收盘价 10575 元累计下跌 235 元，跌幅为 2.22%。

### 1.2 新加坡胶和东京胶走势

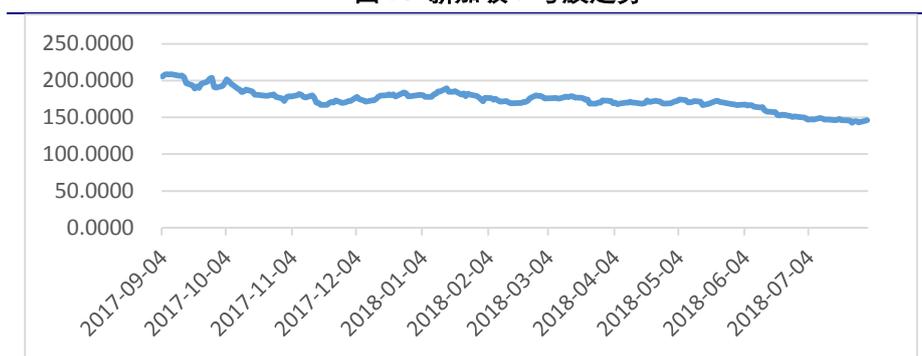
图 2：新加坡 20 号胶走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

受全球天胶市场供需关系等偏空因素压制作用，新加坡胶 20 号胶指数于 7 月 31 日收于 132.7 美分/千克，较 6 月 29 日收盘价 132.5 美分/千克累计上涨 0.2 美分/千克，涨幅为 0.15%，延续低位波动格局。

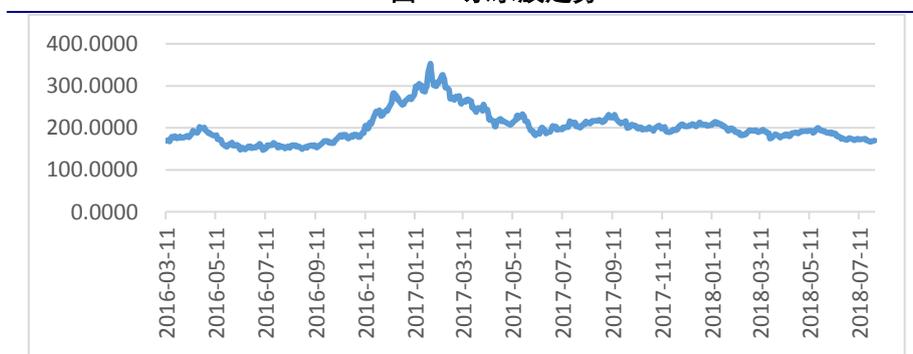
图 3：新加坡 3 号胶走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

新加坡胶 3 号胶（以 9 月合约为例）于 7 月 31 日收于 146 美分，较 6 月 29 日收盘价 150.3 美分累计下跌 4.3 美分，跌幅为 2.86%，延续低位震荡整理格局。

图 4：东京胶走势



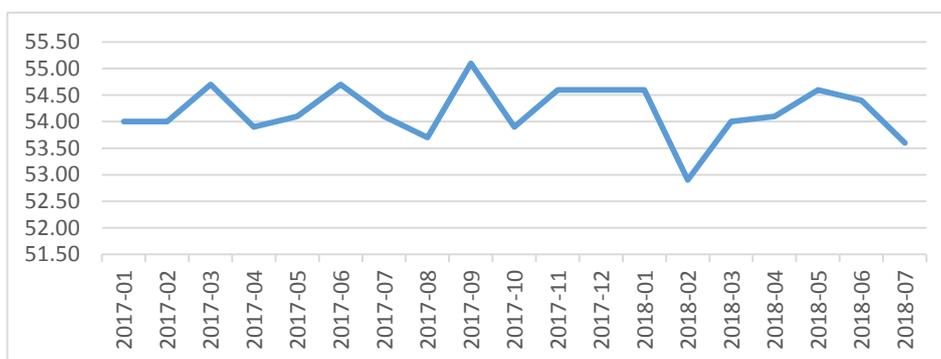
数据来源：兴证期货研发部，WIND

东京胶指数 7 月 31 日收于 170.7 日元/千克，6 月 29 日收盘价 175.9 日元/千克累计下跌 5.2 日元，跌幅为 2.96%，延续低位震荡走势特征。

对比显示，沪胶、东京胶、新加坡胶 3 地市场基本维持低位区域性震荡整理走势，其中沪胶主力合约 RU1809、新加坡 3 号胶、东京胶跌幅均超过 2%，仅仅新加坡 20 号胶小幅回升，其主要原因是除受全球天胶供需关系利空压制以外，还受到宏观经济形势的利空因素压制所致。

## 2.宏观经济及金融形势分析

图 5：中国 PMI 指数图



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.2%，比上月回落 0.3 个百分点，高于临界点，制造业继续保持增长态势。7 月份，综合 PMI 产出指数为 53.6%，低于上月 0.8 个百分点，表明我国企业当期生产经营活动总体继续保持扩张，但步伐放缓。本月主要特点如下：

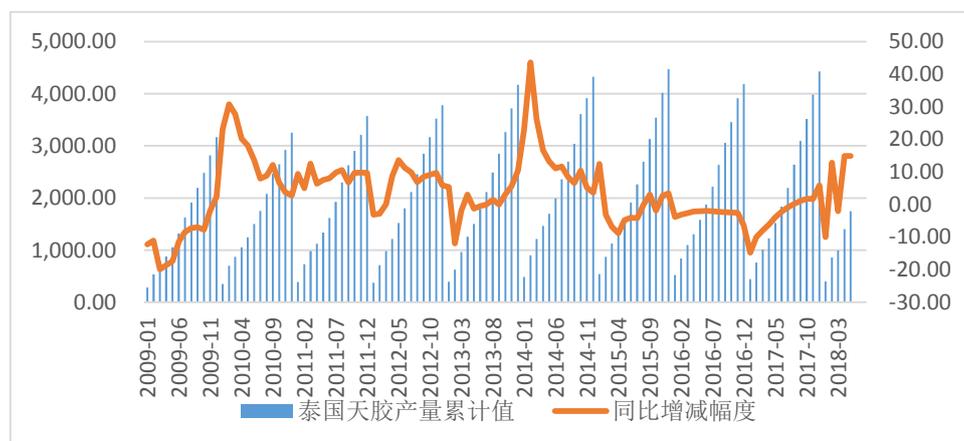
一是制造业大多数行业保持扩张，二是供需继续增长，增速有所放缓。本月受不利天气影响较大，局部地区一些工矿企业停产，同时部分企业集中进入设备检修和技术改造期，生产活动和市场需求总体有所放缓。三是居民消费水平提升，消费品制造业加快扩张。四是价格涨幅回落，部分企业成本上涨压力有所减轻。五是汇率波动加大，进出口指数回落。受近期国际贸易摩擦升温等影响，部分企业出口订单和原材料进口有所回落。具体反映到橡胶产业链，部分轮胎企业由于设备检修，而导致生产活动趋于缩减，居民消费水平提升，推动汽车升级换代，外汇汇率波动，尤其是人民币趋于贬值，对橡胶进口构成制约作用，对于轮胎出口，则构成提振作用，对于汽车进口，也构成制约作用。

宏观经济形势，对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

### 3.各产胶国产量分析

#### 3.1 泰国天胶产量分析

图 6：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

泰国 1 季度限制出口政策结束后，4 月及 5 月是泰国各厂积压库存的集中处理期，根据泰国海关最新公布的数据显示，泰国 5 月天然胶出口量为 42.51 万吨（含乳胶及混合胶），环比缩减 7.91 万吨，减幅 15.69%，同比去年同期则增长 22.16%。

5 月泰国天胶产量为 34.21 万余吨，环比 4 月的 41.34 万余吨缩减 7.13 万余吨，缩减幅度为 17.25%。不过 1-5 月泰国天胶产量为 174.48 万余吨，同比去年同期的 152.16 万余吨增加 22.32 万余吨，增长幅度为 14.67%。说明泰国天胶产量短期虽然由于政策调控而有所减少，但中期仍稳步增长。

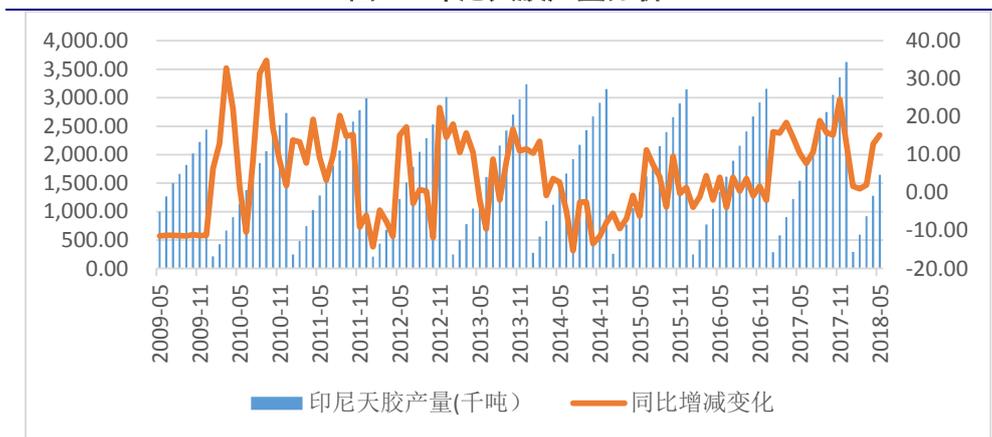
5 月泰国天然橡胶出口虽未超过 4 月份创造的年内高点，但较去年同期出口量出现大幅度增长，5 月泰国国内产区开割胶园较少，整体原料产量处于低位，从往年情况来看该月份正常出口量在 30-35 万吨水平，而今年出口量高达 42.51 万吨，这直接反应出今年泰国国内库存处

于高位。6月泰国国内降雨较多，整体产量有限，但在泰国国内库存量缩减情况下，6月出口量增长幅度较为有限，维持在37-42万吨之间。

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 7：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

对于东南亚胶农，割胶是其赖以生存的经济来源，虽然当前在国内、国外都出现了替代种植或选择其他职业的现象，但现在没有其他方式提供胶农稳定的现金流，因此胶农不会轻易选择弃割。

然而，胶水供应弹性较大，当价格超出一定范围后，胶农的割胶意愿会下降，导致橡胶供应主动收缩，修复边际供需矛盾。

东南亚胶农的割胶意愿分为 3 个阶段：胶水价格为 40 泰铢/千克（1198 美元/吨、8146 元/吨）时，胶农割胶意愿明显下降，弃割会显著增加；胶水价格为 50 泰铢/千克（1497 美元/吨、12874 元/吨）时，胶农基本可以接受；如果胶水价格达到 60 泰铢/千克（1796 美元/吨、15446 元/吨），胶农割胶动力较大。

5月印尼天胶产量为 37.1 万余吨，环比4月 35.5 万余吨增加 1.6 万余吨，增长幅度为 4.51%，而 1-5 月天胶产量为 164.61 万余吨，同比去年同期的 154.24 万余吨增加 10.37 万余吨，增长幅度为 6.72%。

在国内，海南产区胶水价格在 11 元/公斤开割率低，15 元/公斤为理想价格。云南产区胶水收购价低于 7 元/公斤，会大面积出现弃割，胶水价格达到 12 元/公斤时割胶收益相对可观。

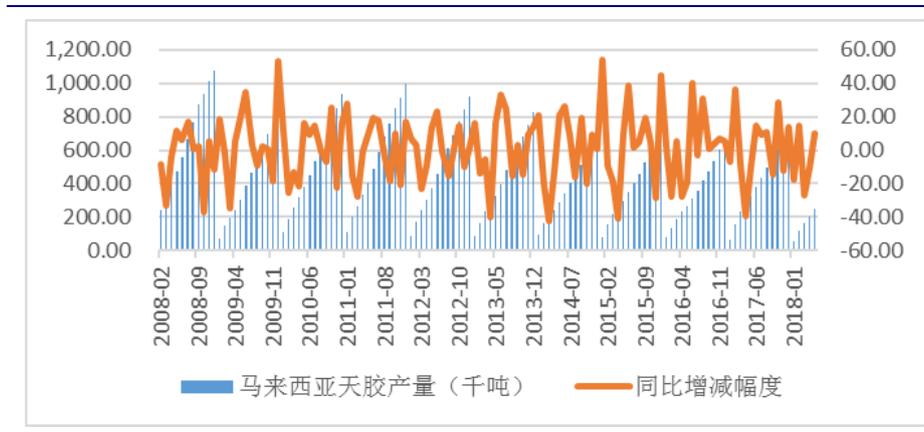
当前由于产区天气状况良好，橡胶供应逐步释放，泰国胶水的价格为 45 泰铢/千克，云南胶水价格跌至 9.2 元/千克，未来须关注产量逐步释放后原料价格的变化，如果价格接近或跌破警戒线，原料产量会主动收缩，橡胶筑底进入尾声。

不过，印尼天胶主要产区横跨赤道南北，各种气候反复多变，尤其是在 3 季度夏秋两季交替之际，灾害性气候发生的概率也较大，因此，未来天胶生产和供应依然存在较大的不确定性。

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 8：马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

供应方面，受天胶生产季节性因素影响，5 月，马来西亚天胶产量为 4.5 万余吨，环比 4 月的 4.1 万余吨增加 0.4 万余吨，增长幅度为 9.76%，1-5 月，马来西亚天胶产量为 25.03 万余吨，同比去年同期的 32.81 万余吨，缩减 7.78 万余吨，缩减幅度为 23.71%，预计该国天胶产业中长期发展仍不容乐观，尤其是相关品种棕榈种植效益明显好于天胶种植效益。

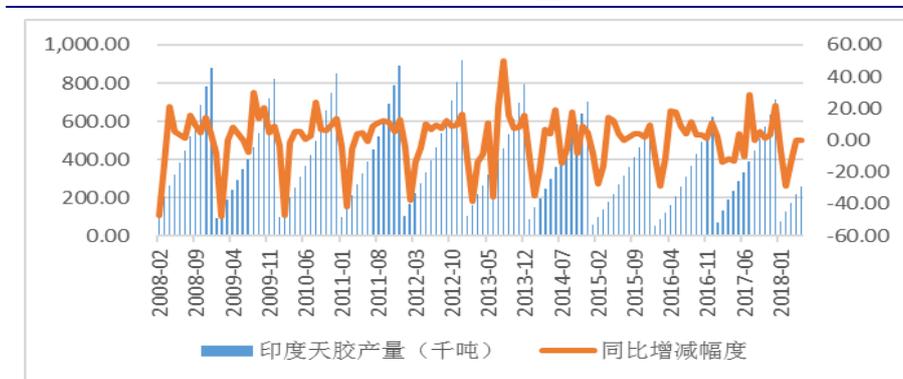
而消费方面，马来西亚国内用胶产业发达，尤其以手套为主，由此导致该国天胶呈现净进口状态。5 月，马来西亚天胶消费量为 4.22 万余吨，环比 4 月的 4.15 万余吨增加 0.07 万余吨，增长幅度为 1.69%，1-5 月，马来西亚天胶消费量为 21.98 万余吨，同比去年同期的 21 万余吨增加 0.98 万余吨，增长幅度为 4.67%。

马来西亚橡胶手套产量于 2016 年达到 4442672.4 万套近年峰值后，2017 年有所缩减，并缩减至 3722472 万套，缩减 690200.4 万套，缩减幅度为 15.54%，不过该国橡胶手套仍将稳步增长，预计全球橡胶手套出口量到 2020 年将比 2017 年增长 25.9%，达到 2870 亿只，其中 65% 即 1865.5 亿只将来自马来西亚。

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 9：印度天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5月，印度天胶产量为4.5万余吨，与4月的4.5万余吨持平，增减幅度为0%，1-5月，印度天胶产量为26万余吨，同比去年同期的27.7万余吨，缩减1.7万余吨，缩减幅度为6.14%，其原因除胶农种植积极性下降外，还可能与印度不利气候有关。

印度是一个多雷击国家，每年雷击都能在该国造成不小的灾难，上半年，印度闪电总量偏多。

虽然在全球变暖趋势下，极端天气有增长趋势，但2018年迄今为止，印度遭遇的极端天气事件强度也是异常的，今年雷暴、沙尘、大风等灾害气候激烈程度显著超过往年情况。

不同寻常的雷暴和沙尘暴的背后，可能有多种原因，印度高温气候使大气不稳定，加剧了雷雨和大风。

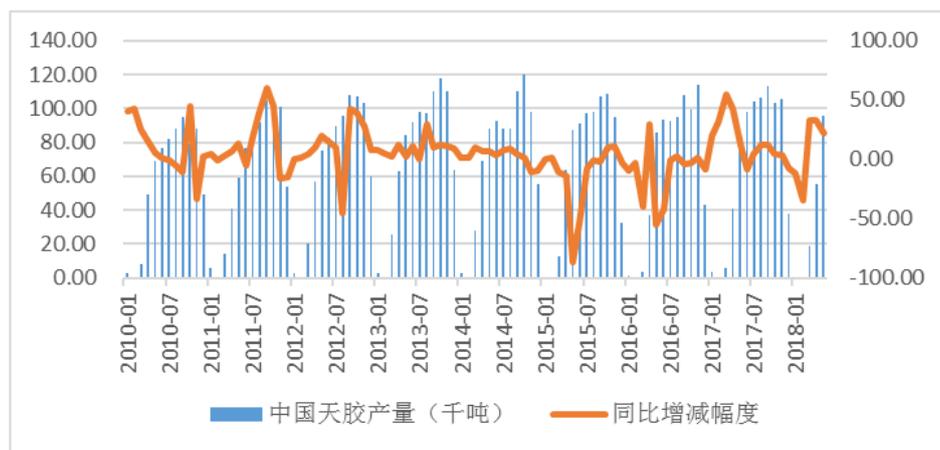
印度2018年偏多的闪电或许正是更长期变暖趋势的结果之一，雷暴作为一种异常气候，一些年份非常活跃，一些年份相对平静，这种交替可能导致防灾困难，对于基础设施落后的印度而言，每年因为雷暴造成的损失可能会逐渐上升，其中包括对于天然橡胶种植产业，雷暴对于胶树将产生显著的破坏作用，也将对天胶产量产生负面影响。

消费方面，5月，印度天胶消费量为10万余吨，与4月的10万余吨持平，增减幅度为0%，1-5月，印度天胶累计消费量为49.67万余吨，同比去年同期的44.58万余吨，增加5.09万余吨，增长幅度达到11.42%。

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 10：中国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

我国天然橡胶种植产业发展多年，面积超过1700万亩（113万公顷）。

天然橡胶不仅是国家战略物资，也是海南热带特色农业的支柱产业。

近年来，天然橡胶受宏观经济及行业调控的影响，价格持续下跌，已经严重影响橡胶的正常生产和胶农的收入，严重冲击橡胶产业的发展。

为了提高胶农生产积极性，保障胶农收入，海南天然橡胶“保险+期货”项目加速推广。期货公司、保险公司在上海期货交易所的支持下，启动了2018年海南省天然橡胶价格指数保险项目，目前海南天然橡胶生产逐渐实现“保险+期货”覆盖。

开割初期，国营农场开割面积达8成，民营农场开割面积在5成，主要因原料价格偏低打

击胶农割胶积极性导致。而热带经济类作物槟榔、香蕉等水果价格较好，吸引民营胶林的工人转向其他种植效益较高的作物。

不少民营工厂收购原料显不足，工厂推迟加工生产。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逐渐扩大，产量也将缓慢增加。

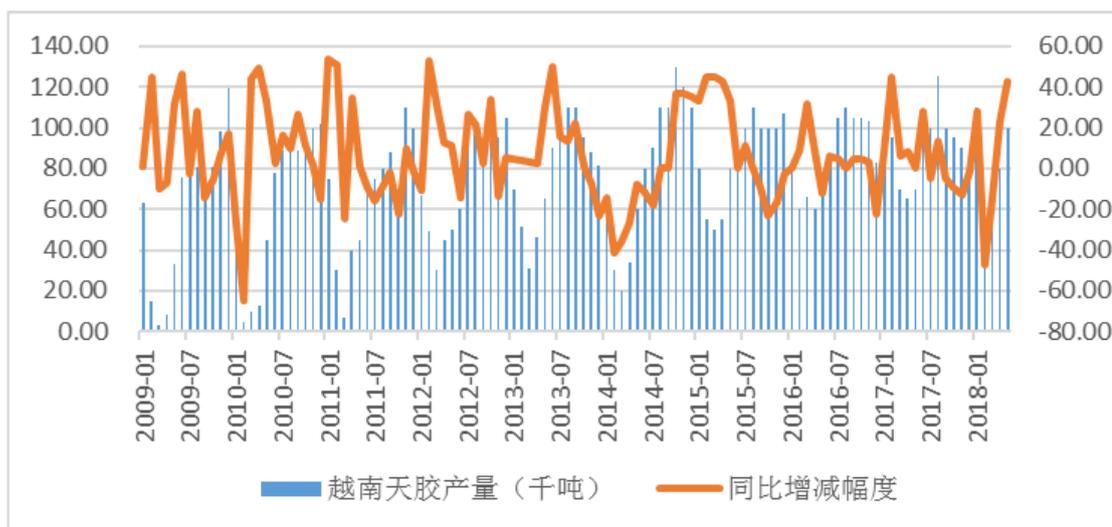
5月，国内天胶产量为9.6万余吨，环比4月的5.5万余吨增加4.1万余吨，增长幅度为74.55%，1-5月，国内天胶产量为17.06万余吨，同比去年同期的12.89万余吨增加4.17万余吨，增长幅度为32.35%，由于基数较小，较小的增长量引发较大的增长幅度。

6月中国天然橡胶进口量约为23万吨，同比增长15%，合成橡胶进口量约为38万吨，同比增长18.75%，1-6月中国天然橡胶和合成橡胶累计进口分别119万吨和214万吨，累计同比分别缩减17.6%和增长8.9%。

由此国内天胶生产动态对天胶构成中性利空作用。

### 3.6 越南天胶产量分析

图 11: 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6-7月后，胡志明等地迎来几波降雨，胶水产出已较为顺畅，工厂已经全部开工，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，2季度后期，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。

5月，越南天胶产量为10万余吨，环比4月的8万余吨增加2万余吨，增长幅度为25%，1-5月，越南天胶产量为40万余吨，同比去年同期的38.6万余吨增加1.4万余吨，增长幅度为3.63%。

5月，越南天胶出口量为7.5万余吨，环比4月的7.07万余吨增加0.43万余吨，增长幅度为6.08%，1-5月越南天胶累计出口量为40.66万余吨，同比去年同期的36.19万余吨增加4.47

万余吨，增长幅度为 12.35%，也说明越南几乎将所有的产量也用于出口。

预计进入 8 月后，随着越南天胶供应量的季节性增长，天胶出口量还将明显增长。由此对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

## 4. 国内外天胶供应政策分析

近阶段，泰国农业部试图减少该国橡胶种植面积，在未来 5 年内，每年减少橡胶种植面积 20 万莱（1 莱=2.4 亩=0.16 公顷，约合 3.2 万公顷），5 年共缩减种植面积 100 万莱（16 万公顷），

泰国政府许诺将给予胶农补贴，计划补贴 1.6 万泰铢/莱（=16000/33.4 美元/莱=479 美元/莱=3257 元/莱）给予砍树胶农，对于加入该计划的胶农每户最多给予 10 莱（1.6 公顷）补贴金，补贴仅限于符合条件的农民，且必须在他们拥有的合法所有权的土地上种植橡胶树。

据悉，这些胶农每砍伐 1 莱（0.16 公顷）胶树，可获得 1.6 万泰铢补贴（约合人民币 3257 元）。

根据计划，他们最多可获得 16 万泰铢（约合人民币 32570 元），1 亩地能够种植 30 棵橡胶树，每棵树单产约为 3.5 千克。泰国政府每年减少种植 48 万亩橡胶树，大约每年可少生产 5.04 万吨橡胶，约为 2017 年泰国天然橡胶产量（442.9 万吨）的 1.14%。

由此对天胶市场供需关系产生偏多作用，但由于泰国政府投入资金规模较小，而且此计划持续时间长达 5 年之久，因此，对天胶市场上涨的提振作用相对较弱。

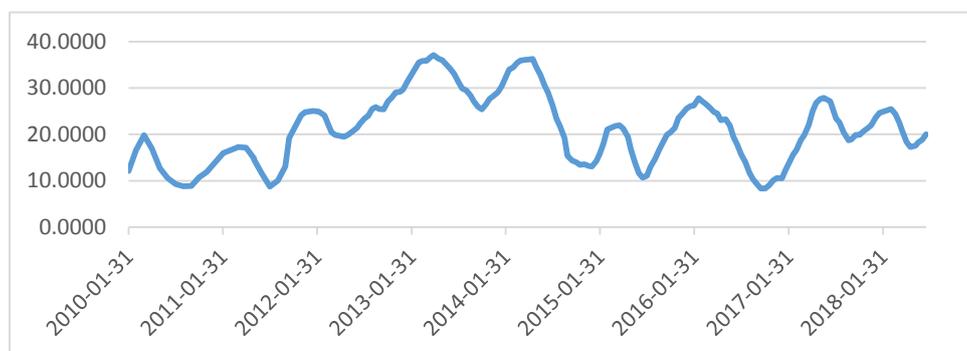
国内方面，上半年，尽管国内外天胶市场价格持续下跌，并创下 1 年多新低，不过国家储备局并未出台收储天胶库存量的提振政策和措施，其主要原因可能是，当天胶价格运行于前期高位区域之际，国家储备局并未出台抛售储备库存的政策和措施，而其库存量也由此没有得到轮换。因此，当目前天胶市场价格运行至相对低位区域之际，也无意收储天胶库存量，对天胶市场价格走势也未产生利多提振作用。

预计未来国际国内天胶供应政策仍将有较大变化可能性。

## 5. 中国天胶库存量分析

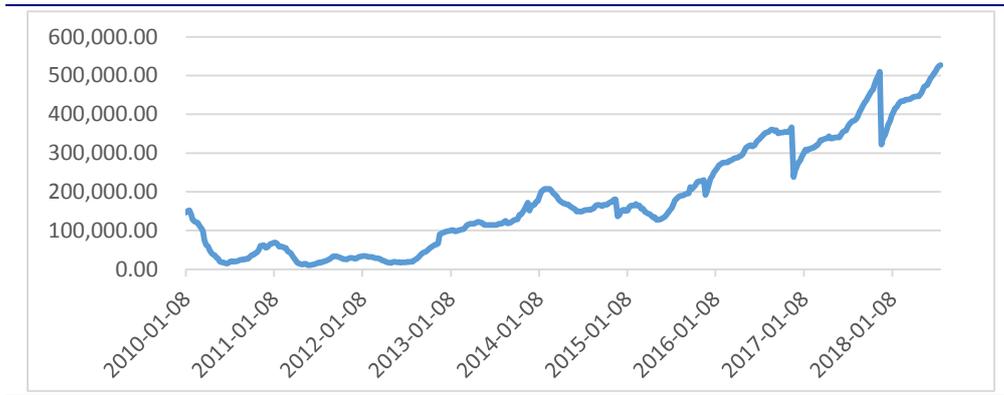
国内天胶显性库存量主要由青岛库存量和上海库存量构成，前者主要由进口胶构成，后者主要由国产胶构成，由于未来国内外天胶市场价格依然呈现外低内高对比态势，进口胶将持续不断流入青岛等国内天胶主要集散地，因此青岛天胶库存量稳步上升，而随着期现套利行为不断盛行，上海期货交易所的天胶库存量也将稳步上升。

图 12：青岛保税区库存量分析（单位：万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 13: 上期所库存量分析 (单位: 吨)



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

由于天胶进口量转减为增, 而国产胶始终被用作期现套利的筹码, 而不断流入期货市场, 由此导致天胶国内显性库存依然维持青岛进口胶库存量小幅增加、上海国产胶库存量稳步增长的对比趋势。

截至 7 月 31 日, 青岛保税区橡胶总库存量增加至 20.61 万余吨, 较 2017 年 7 月 17 日的 25.89 万余吨缩减 5.28 万余吨, 缩减幅度为 20.39%, 较 2017 年 12 月 15 日的 21.94 万余吨缩减 1.33 万余吨, 缩减幅度为 6.06%, 说明进口胶库存压力有所减轻, 由此对天胶市场构成偏多提振作用。

期市库存方面, 截止 7 月 29 日, 上期所库存量为 505069 吨, 较 1 年前的 2017 年 6 月 23 日的 356985 吨增加 148084 吨, 增长幅度为 41.48%, 由于包括期现套利、非标套利、跨期套利等等各种套利行为盛行, 致使期货市场压力显著加重, 由此对天胶市场仍产生压制作用。

综合而言, 由于进口胶库存压力减轻, 国产胶库存压力加重, 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, 也对天胶市场价格走势构成多空交织的双向作用。

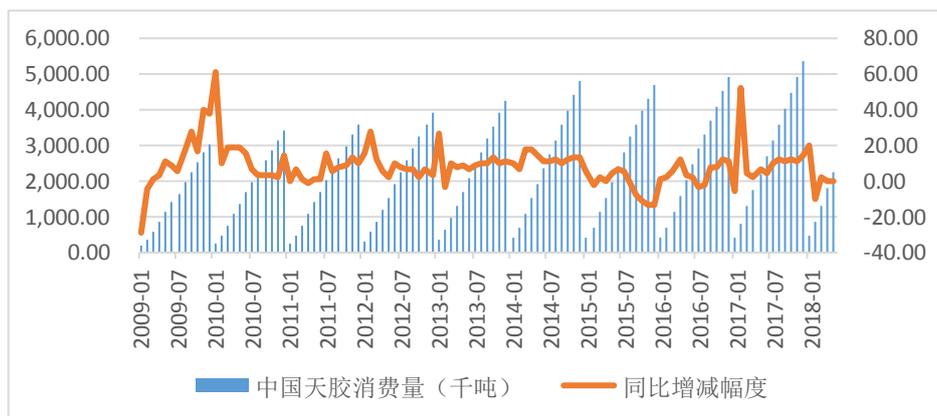
## 6. 天胶消费量分析

天胶消费结构以轮胎为主, 消费领域则以中国为主, 其他经济体为辅的对比态势, 中国轮胎产业发展动态, 其中包括中国轮胎的国内销售和对外出口, 基本代表着天胶消费变化趋势。

### 6.1 中国天胶消费量分析

展望 8 月, 受到国际市场欧美为主的国家和地区“双反”制裁作用, 中国轮胎对外出口形势不容乐观, 国内轮胎销售也由于终端汽车低速增长, 而导致轮胎自身经营困难, 因此, 以轮胎为代表的天胶消费增长仍将低速缓慢。

图 14：中国天胶消费量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

中美贸易争端升温，也对中国轮胎出口美国产生不利影响。

一直以来，美国都是我国轮胎行业的重要出口市场，常年都是我国轮胎第一大出口目的地。此次美国公布的 2000 亿美元拟加征关税的中国商品清单中，几乎包括所有中国输美轮胎品种。在这种情况下，我国轮胎出口会受到怎样的影响？

虽然一直以来美国都是中国轮胎出口的重要市场，但是较长时期以来，美国对中国的非公路轮胎、乘用车轮胎、子午线轮胎、卡客车轮胎等几乎所有品类的轮胎产品都实行了双反调查，是对我国轮胎行业发起“双反”调查最多的国家。

在这种情况下，我国轮胎对北美市场的出口大幅下滑。

双反之后，我国轮胎出口结构就有了巨大的调整，特别是半钢子午线轮胎产品，其对美出口占比从超过 20% 下降到了 10% 以下，全钢子午线轮胎也有大幅下降，乘用车轮胎对美出口量更是连续好几年下滑。如果此次美国 2000 亿美元拟加征关税清单通过，我国轮胎出口到美国就会在双反惩罚性关税基础上再加收关税。

但也正因为持续双反，我国轮胎企业早已重新布局和开拓其他市场，欧洲、亚洲成为中国轮胎的主要出口区域，非洲市场就已逐渐受到重视。

国内销售方面，由于国内天胶库存高企，且天胶价格处于下跌通道，轮胎厂并不担心供应短缺和采购成本上涨，而提前采购，多数轮胎厂商已经完成提前储备原料，产成品库存积压，轮胎市场需求疲软。轮胎终端产品销售不畅，利润下滑，现金短缺，难以进行原料补库，轮胎厂利润降低，企业各项成本，尤其是辅料成本大幅提高，轮胎辅料生产为高污染行业，在环保严打中，大量不达标的中小工厂被迫关停，供应量急剧萎缩，价格随之上涨，由此导致轮胎厂补库意愿低迷，厂家坚持随用随买的采购策略，工厂对轮胎产品提价困难，在有限现金流下，出于买涨不买跌心理，轮胎厂只会优先考虑囤积辅料，而不是天胶。

根据 WIND 数据显示，国内天胶消费量 5 月为 47 万余吨，与 4 月的 47 万余吨基本持平，1-5 月为 224.9 万余吨，同比去年 1-5 月的 221 万余吨增加 3.9 万余吨，增长幅度为 1.76%，6 月轮胎外胎产量为 7738 万余条，同比去年 6 月的 8964.3 万余条缩减 1226.3 万余条，缩减幅度为 13.68%，1-6 月轮胎外胎产量为 31177.4 万余条，同比去年同期的 34390.1 万余条缩减 3212.7 万余条，缩减幅度为 9.34%，6 月轮胎出口量为 3994 万余条，同比去年 6 月的 4242 万余条缩减 248 万余条，缩减幅度为 5.85%，1-6 月轮胎出口量为 23642 万余条，同比去年同期的 23458 万余条增加 184 万余条，增长幅度为 0.78%，天胶消费低幅增长，轮胎产量缩减，出口量小幅增

长，由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 6.2 其他经济体天胶消费量分析

国内轮胎市场疲软和中美贸易争端对国际轮胎公司产生利好和利空双重作用。

由于中国轮胎市场不景气，引发国际轮胎公司经营下滑，以轮胎巨头固特异轮胎为例，该公司已经下调全年收入预期。

数据显示，今年 1-6 月，固特异轮胎销售额为 76.7 亿美元（约 522.3 亿元人民币），同比增加 3.9%；营业利润下降 20.3%，至 6.05 亿美元（约 41.2 亿元人民币）；轮胎销量同比增长 1%，达到 7800 万条；净利润下降 25.8%，至 2.32 亿美元（约 15.8 亿元人民币）。

基于此，固特异将 2018 年收益预期，大幅下调 20%。

尽管销量持续增长，但原材料成本上涨高于预期，美元不断走强，加上中国市场疲软，因此不得不下调收入预期。

固特异正在相应地调整计划，以减轻这些挑战对中期业绩的影响，据预测，固特异 2018 年营业利润在 14.5 亿至 15 亿美元之间，低于此前预计的 18 亿至 19 亿美元。

同时，随着美国和欧盟对中国轮胎反倾销调查愈演愈烈，全球其他地区轮胎公司开始填补中国轮胎公司撤离的空缺，以印尼轮胎公司为例，该公司开始借机拓展美欧市场。日前，印尼大象轮胎公司定下今年销售目标：增长 10%。

美国和欧洲的轮胎市场巨大，此前美国对中国轮胎反倾销，已使印尼轮胎公司出口受益。

接下来，欧洲计划对中国卡客车轮胎征收高额惩罚性关税，加上中美贸易摩擦加剧，东南亚产轮胎正面临前所未有的出口机遇。

据介绍，美国市场占印尼轮胎出口份额的 70% 至 80%，欧洲仅占 4%。

大象轮胎希望，欧盟对华反倾销税实施后，印尼轮胎能增加向欧洲出口的数量。

据悉，除了欧美，该公司也在探索非洲等新兴出口市场。

随着美欧贸易壁垒抬高，加税之后的中国轮胎，价格优势已丧失殆尽，东南亚、东欧等地轮胎产品的竞争力则随之提高。

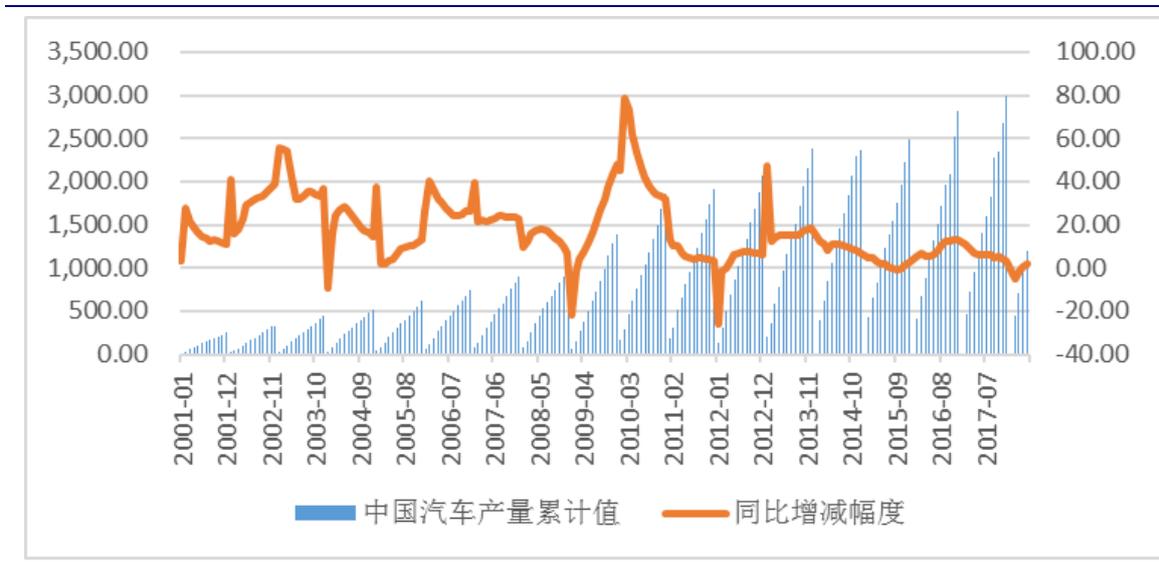
由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 7. 各国汽车产量分析

全球汽车市场总体呈现平稳缓慢增长态势，由于汽车消费环境不容乐观、民众购车意愿渐趋薄弱等等因素作用，致使未来汽车产销规模增长均将趋于缓慢，汽车企业经营也将趋于困难，汽车供应过剩在所难免，汽车库存量也将逐渐积累。

## 7.1 中国汽车产量分析

图 15: 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 6 月，汽车产销环比略有下降，同比呈小幅增长。1-6 月，汽车产销保持稳定增长，与 1-5 月相比，产量增速有所提升，销量增速略有回落；与上年同期相比，产量增速有所减缓，销量增速小幅提升，产销增速略高于预期。

6 月，汽车生产 228.96 万辆，环比下降 2.33%，同比增长 5.77%；销售 227.37 万辆，环比下降 0.61%，同比增长 4.79%。

1-6 月，汽车产销 1405.77 万辆和 1406.65 万辆，同比增长 4.15% 和 5.57%，与上年同期相比，产量增速回落 0.49%，销量增速提升 0.83%。

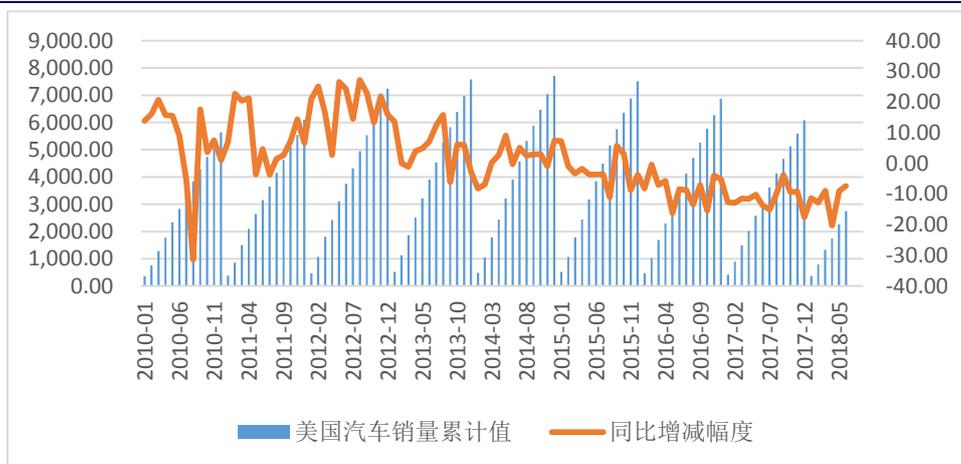
数据显示，6 月，汽车经销商库存系数为 1.93，比 5 月上升 0.34，升幅为 21.37%，并且创下 2017 年 2 月库存系数 2.25 以来 1 年又 4 个月的最高水平，经销商库存系数创下新高，反映汽车市场供过于求态势较为严重，直接导致汽车库存量持续增长。

根据国务院关税税则委员会发布公告，自 7 月 1 日起，汽车整车进口关税由 25%、20% 降至 15%，汽车零部件进口关税由 8%、10%、15%、20%、25% 降至 6%。中国汽车流通协会发布的数据显示，去年全年中国汽车累计进口 121.6 万辆，同比增长 16.8%。国内进口车市场供应正进入高速增长阶段。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 7.2 美国汽车产量分析

图 16: 美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

欧盟、加拿大、墨西哥、韩国和日本的代表将于 7 月 31 日在日内瓦召开会议，讨论如何回应美国可能对汽车进口征收关税。

参与者将探讨削减汽车关税国际协议的可能性，虽然欧盟和美国刚刚达成临时妥协，同意在欧美贸易协定谈判期间不采取单方面行动，但美国商务部仍根据法案进行调查。

根据该法案，在发现汽车进口损害美国国家安全时，美国仍可对其实施贸易限制。

美政府考虑对进口车加征 25% 关税，引发汽车制造商、外国政府和其他人士强烈批评，批评人士警告此举将导致汽车成本上涨，对销售量和全球汽车业有害。

这仍然让主要汽车出口商感到不安，因为美国商务部 8 月底至 9 月发布调查报告后，特朗普仍可能继续推动征收 25% 的汽车关税的措施。

据美国官方数据，去年美国进口汽车总值达创纪录的 1920 亿美元。而美国可能对高达 2000 亿美元进口汽车征收关税，这意味着美国将对所有进口汽车征税。

市场分析认为，征收汽车关税可能会破坏美国经济，并造成政治混乱。

受美国征收进口汽车关税影响最大的是欧盟。按金额计算，仅仅是德国，就贡献了全球超过 20% 的汽车出口量，是全球最大的汽车出口国。排在其后的日本贡献了约 13% 的出口量，美国占比 7.2%，居第 3 位。加拿大、墨西哥、英国、韩国居于美国之后。

目前，还不清楚计划参加会议的国家可能采取何种应对措施。此前，美国开始实施钢铝进口关税后，加拿大、欧盟和墨西哥随之采取类似举措，加征报复性关税，对美国汽车开征报复性关税是一个选项，另一个选项则是在世界贸易组织向美国提出挑战。

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。

### 7.3 日本汽车产量分析

图 17: 日本汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7 月 17 日，欧盟和日本签署了经济伙伴关系协定。

根据该协定，欧盟将取消日本进口商品 99% 的关税；日本将取消欧盟进口商品 94% 的关税。

从汽车领域来看，欧盟将取消对日本汽车征收 10% 的关税以及对大多数汽车零部件征收的 3% 关税。

该贸易协定创造了世界上最大的自由贸易区。该协议目前正在等待欧洲议会和日本国会的批准，将于 2019 年生效。

欧洲汽车制造商协会的数据显示，上半年，丰田集团在欧盟的市场份额为 4.7%，日产和本田在欧洲的市场份额分别为 3.3% 和 0.9%，上述 3 家汽车制造商在欧洲都有工厂。

在欧洲，日本汽车制造商落后于欧洲的竞争对手，该协定可能会增加日本汽车在欧洲的销量，受益方预计将包括丰田、日产、本田、铃木和马自达，此外，日本供应商电装、爱信精机和捷太格特也将从下降的 3% 汽车零部件关税中获益。

由此对天胶构成中性偏多作用。

### 7.4 欧洲汽车产量分析

图 18: 欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

上半年欧洲汽车销量增长。根据德国汽车工业协会（VDA）数据，欧洲 1 至 6 月共有 870 万辆新车上牌，同比增长近 3%。

5 月份欧盟汽车销量甚至同比增长 5%，从各成员国来看，德国、法国和西班牙销量增加，英国和意大利销量下滑。

6 月，欧洲乘用车市场销量增幅达 5.1%，新车注册量为 1618985 辆，创历史 6 月单月最高成绩。欧洲 5 大主流市场表现各不相同，其中英国同比缩减 3.5% 和意大利同比缩减 7.3%，销量均有所下滑，而法国同比增长 9.2%、西班牙同比增长 8%、德国同比增长 4.2%，市场需求增加。

上半年，欧洲乘用车市场销量同比增长 2.8%，到 8695785 辆。年初以来，欧盟 12 国新车注册量同比攀升 11.4%。欧洲主流市场中，西班牙同比增长 10.1%、法国同比增长 4.7%、德国同比增长 2.9%，销量均实现了增长，而英国同比下降 6.3%、意大利同比下降 1.4%，上半年销量均有所下跌。

由此对天胶构成中性偏多影响。

## 8. 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，其中天胶供应由于产区气候渐趋适宜而增长，天胶人为调控也由强转弱，致使供应增长不再受人为因素制约，消费需求则由于中下游用胶消费需求平稳，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，由此对天胶市场供需关系构成中性偏空作用，也导致天胶市场价格延续价位区域波动格局。

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、逼近成本线、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，而阶段性回升，也可能由于产区受到种种不利气候因素影响，而技术性反弹，或者两者兼而有之。

中长期而言，全球宏观经济增长趋于缓慢仍是大势所趋，轮胎产业和汽车产业双双供过于求不容置疑，由于中美、中欧贸易前景悲观、国内轮胎产业经营困难、汽车产销增长减慢等消费需求疲软因素，而仍可能回归低位区域性震荡整理走势。

## 谨防回调风险，乖离止盈为主

2018年8月6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

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

7月份PTA在基本面低库存、人民币贬值和政策转向宽松预期的背景下大幅走强。基差，近远月均有显著拉升。基本上，7月去库12万吨，期末库存在50万吨左右。

#### ● 后市展望及策略建议

8月，终端仍处于淡季中，PX、PTA等产品上涨较快，终端产品提价不畅，压缩聚酯及坯布利润，聚酯尚有盈利，坯布局部有亏损，有停机意愿，坯布补库过半，聚酯库存尚低仍有补库空间，因此8月PTA供求仍显平衡。

操作建议上，PTA/原油比值至2.0，各环节利润均已至阶段性高点；单边已拉升约三个前期震荡区间高度；跨期价差显示近月强势上涨，远月跟涨不及。建议8月以单边及9-1价差逢乖离止盈为主，但目前PTA社会库存仍低，存在一定逼仓可能，可留部分仓位参与。跨期价差可移仓11-1或1-5，时间窗口更长，安全边际更高。仅供参考。

## 1.PTA

### 1.1 生产与库存

7月PTA负荷稳中有升，月中利万聚酯、汉邦石化等装置检修，蓬威重启时间延后，福建佳龙计划转产IPA，行业负荷显著下降，月均负荷在80%附近，环比上升4%，月产量在356万吨附近。

聚酯方面，7月聚酯负荷局部时段有所回落，但整体仍维持高负荷运行，长丝基本企稳，短纤、瓶片稳中有升。7月月均负荷在94%附近，环比基本持平，聚酯产量约在411万吨，对应PTA需求在352万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，7月份PTA社会库存去化约12万吨左右，期末库存在50万吨附近。

8月份，PTA生产方面，恒力按计划年检，逸盛宁波220万吨装置计划检修14天，蓬威石化计划重启，预计PTA月均负荷继续企稳，预计月均负荷会维持在80%左右，8月产量预计在360万吨。

聚酯方面，但PTA涨价过快压缩聚酯产品现金流，淡季聚酯产品提价不顺，局部有出现停机意愿，但产成品库存不高，旺季来临前有补库必要，暂估8月月均负荷在94%左右。据此估计，8月聚酯产量约在410万吨，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，8月PTA供求大致相等，社会库存将继续维持低位，期末库存约在50万吨附近。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
虹港石化	150	连云港	正常运行，计划10月检修
逸盛（宁波）	220	宁波	计划8.4起检修14天
福建佳龙	60	石狮	6.13起停车，后预计转产其它化工品
三房巷	120	江阴	正常运行，9月前后有检修计划
恒力	220	大连	8.1起开启检修
恒力	220	大连	计划9月有检修
蓬威	90	重庆	8.3起进料，即将重启

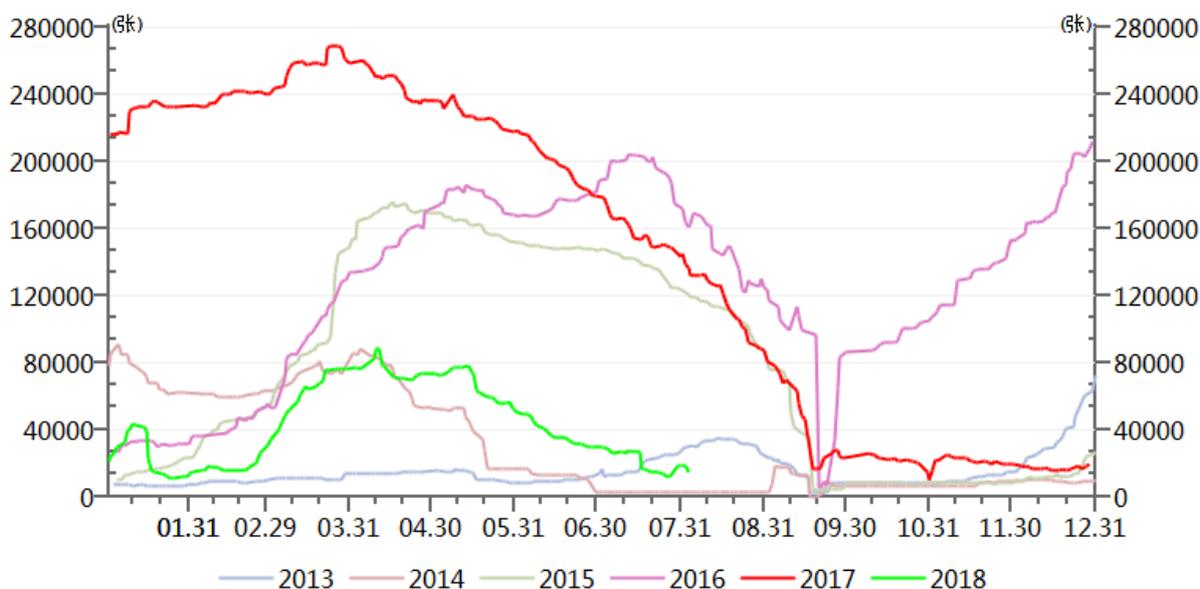
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷大幅降低，聚酯负荷高位企稳



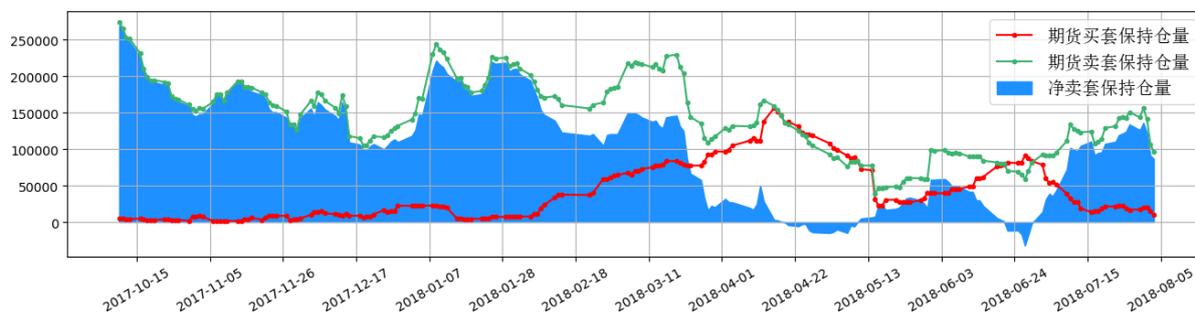
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 2：仓单及有效预报之和同比极低



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 3：净卖套保量减少



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

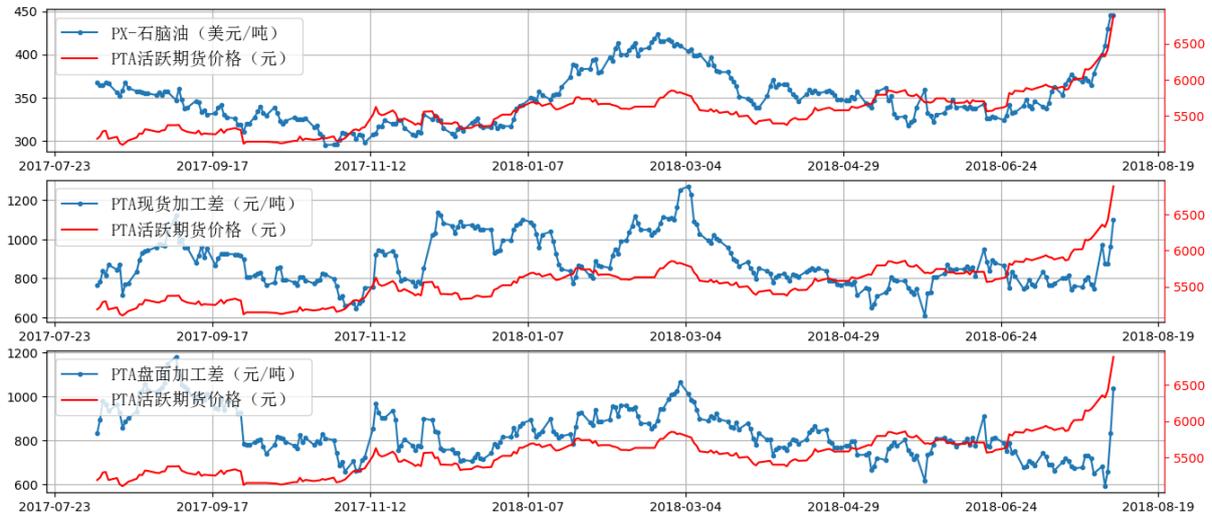
## 1.2 企业利润方面

7 月 PTA 现货价格强势拉升，7 月月均价在 6090 元/吨。CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 1018 美元/吨。PTA 现货月均加工差在 830 元/吨。7 月 ACP 未能谈成。

从产业链各环节利润情况来看，7 月石脑油-原油、PX-石脑油、PTA-PX 均保持强势，月末更是显著走强，PTA/原油比值强势拉升至 2.0，产业链总利润显著扩张。PX-石脑油在去年进口量消化后，强势走强至 440 美元/吨，与前期预判相符。PTA 现货加工差同样走强至 1000 元/吨。聚酯淡季提价不畅，各产品加工差均有 200-400 元/吨不等的压缩幅度。

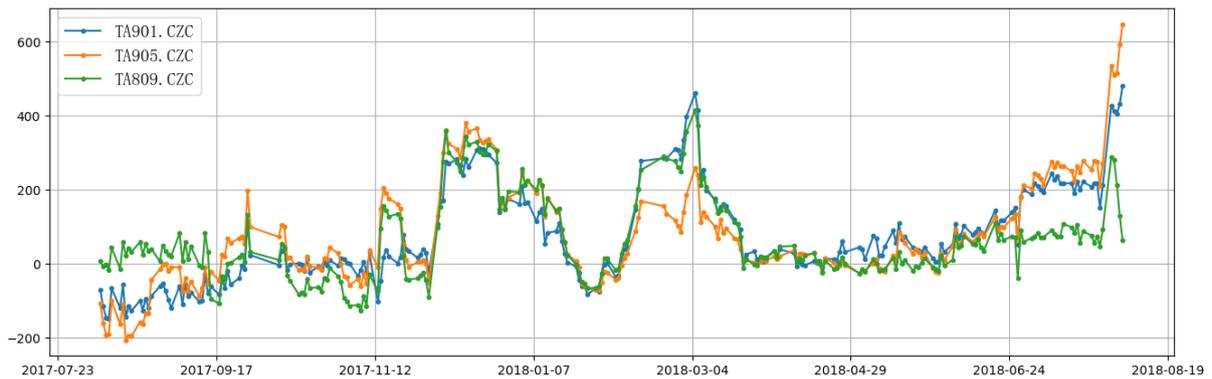
8 月份，PX-石脑油至阶段性高点，预计后期进口量增加将使加工差回落，此外 7 月 ACP 谈成在 1060 美元/吨，台湾 PTA 厂家亚东石化和埃克森美孚公司确定了合同价，逸盛石化和韩国 SKGC 确定了合同价。PTA 加工差同样处于高位，但库存偏低，负荷难提，主流供应商大量回购现货，预计高加工差将继续延续。

图 4: PX-石脑油大幅走升, PTA 加工差大幅走升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 基差大幅走升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 聚酯

7 月份, 纺织环节季节性淡季, 刚需采购为主, 投机性备货相对不多, 7 月涤丝产销月均在 110% 附近, 短纤、瓶片产销一般, 聚酯各产品库存基本环比小降, 同比略低于往年, 个别如 POY 销量较好, 库存极低。各产品现金流稳中有弱, 因淡季提价不畅及下旬 PTA 等原料上涨过快。8 月行情依然较难上涨, 局部存在停机意愿, 但产品偏低下, 有补库动力。

### 2.1 切片

切片方面, 聚酯切片方面, 7 月价格大幅上涨, 成本端强势拉涨, 半光切片效益明显压缩, 价格重心被动跟涨, 有光切片受瓶片价格大跌影响, 涨幅不及半光切片, 至月末, 半光、有光切片价格分别至 8650 元/吨、8650 元/吨, 分别较比 6 月底上涨 900、575 元/吨左右, 7 月有光切片供应趋于宽松, 价格逐步回归, 至月底半光有光基本平水。

按照聚酯原料现买现做测算，聚酯半光、有光切片平均现金流分别为亏损 8 元/吨和盈利 178 元/吨，较比 6 月份平均现金流分别下降 50、207 元/吨左右。

## 2.2 长丝

长丝方面，POY、FDY，因涤丝库存的绝对低位，上中旬，在原料涨幅一般下，丝价上涨较多，现金流扩大明显；下旬，PX 上涨和人民币贬值带来的成本上升，和聚酯原料端自身供应偏紧，聚酯成本快速上涨，POY、FDY 跟涨不及，现金流有所压缩。

DTY，上半月在 POY 快速上涨的过程中，因终端一些不可抗因素带来的织机开工下降，DTY 销售走弱，DTY 价格上涨不及 POY，现金流压缩。而下旬，终端开工恢复，DTY 销售恢复，价格跟进，现金流有所恢复。

长丝产销上，7 月国内主流直纺工厂长丝平均产销在 110% 附近。

长丝库存上，月末 POY、FDY、DTY 分别在 2.2 天、8 天和 15.1 天，去年同期在 5.8 天、11.7 天、23 天。仍低于去年同期。

## 2.3 瓶片

瓶片方面，受个别工厂下调价格过快以及新装置投产预期等因素影响，聚酯瓶片市场现货价格继续回落，月均价格至 9338 元/吨出厂附近。与此同时，聚酯瓶片工厂现金流空间快速压缩。至月底，由于夏季发货量较为集中，聚酯瓶片工厂现货库存变动不大，多在 10-15 天附近，而整体社会库存在 20 天略偏下附近。

效益方面，7 月瓶片加工区间平均在 1642.3 元/吨附近，仍处于历史极高水平。

## 2.4 短纤

短纤方面，受聚酯原料盘整后暴涨带动，7 月份涤短价格出现快速上涨，涨幅不及原料，本月现金流持续压缩，6 月底在 370 元/吨附近，虽然 7 月末现金流强势反弹至 166 元/吨，但之前几天出现本年度首次亏损。工厂高位走货较难，下游需求淡季，价格主要靠原料的强势拉动。7 月直纺涤短月均现金流盈利缩小至 247 元/吨。

7 月月末库存达 4.6 天，去年同期在 6.9 天。

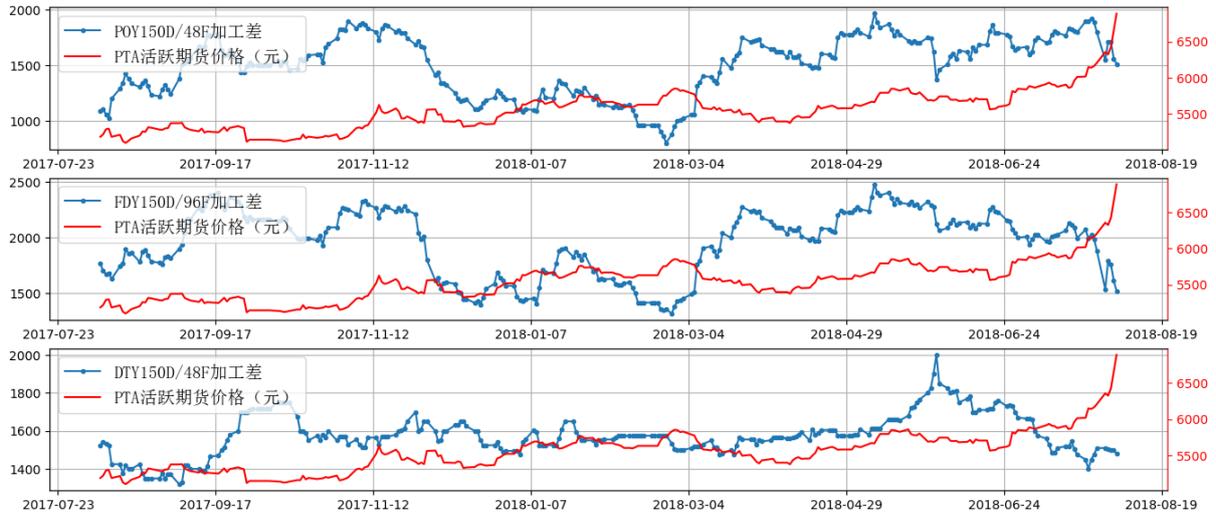
## 2.5 展望

8 月长丝方面，下半年旺季需求的预期，加上原料和产品的库存升值预期，终端暂时会进行高位开工，对涤丝刚需支撑较强；而投机性上来讲，在原料端维持上涨氛围下，投机性备货量有增加空间，但一旦原料回落，终端会以消耗原料备货为主，至 7 月底，终端投机备货量在 15 天上下，数量偏高。再度涨价需等待新一轮补库，再此之前，涤丝可能会面临现金流压缩。

瓶片方面，三季度国内外瓶片新装置投放或重启较为集中，加之短期因价格高企导致投机需求减少，且刚需补货支撑力度不强，瓶片价格预计偏弱运行，现金流空间预计进一步缩减。

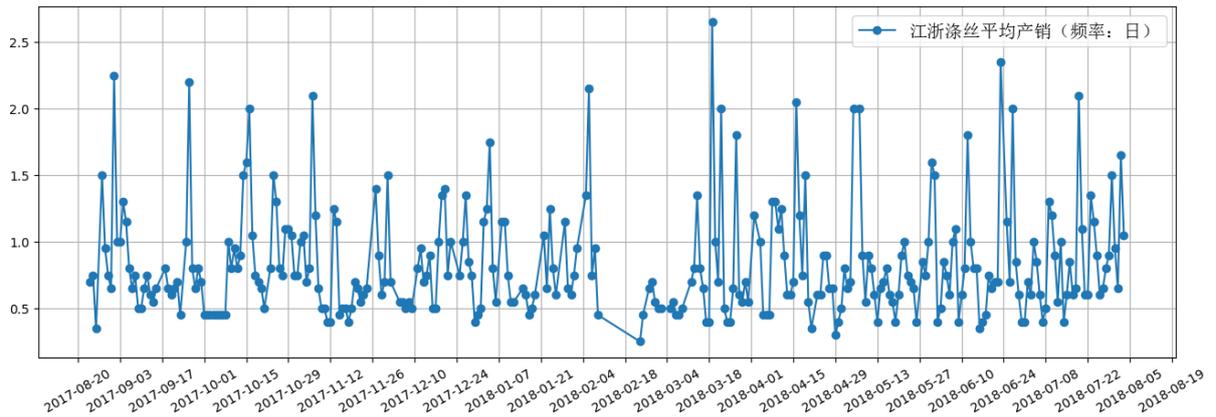
短纤方面，7 月份延续 6 月份的销售淡季，因天气原因部分纱厂开始减产，8 月份下游需求存在复苏可能。但涤短库存仍然偏低，聚酯原料价格高企下，涤短价格难跌，有价无市可能性较高，有累库可能。

图 6: POY 及 FDY 加工差月末显著压缩, DTY 加工差企稳



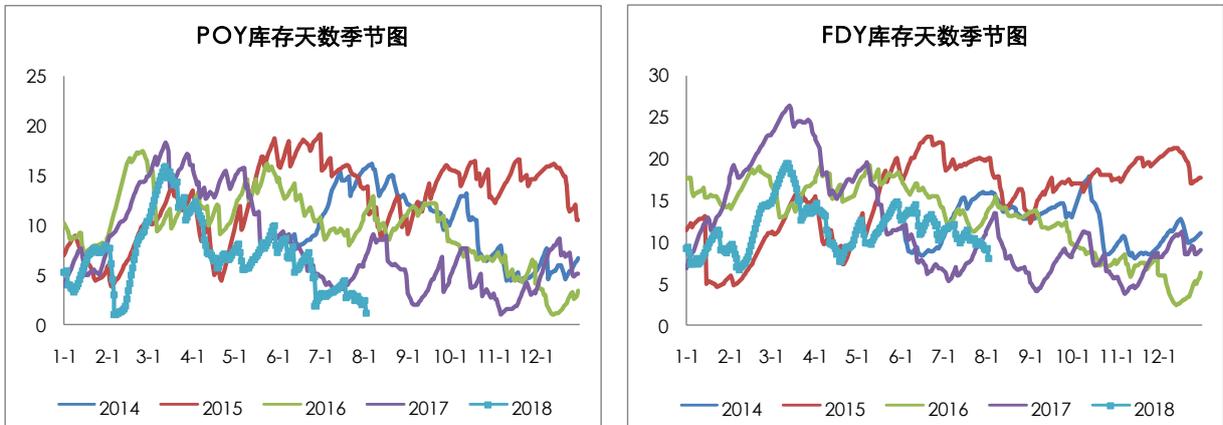
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

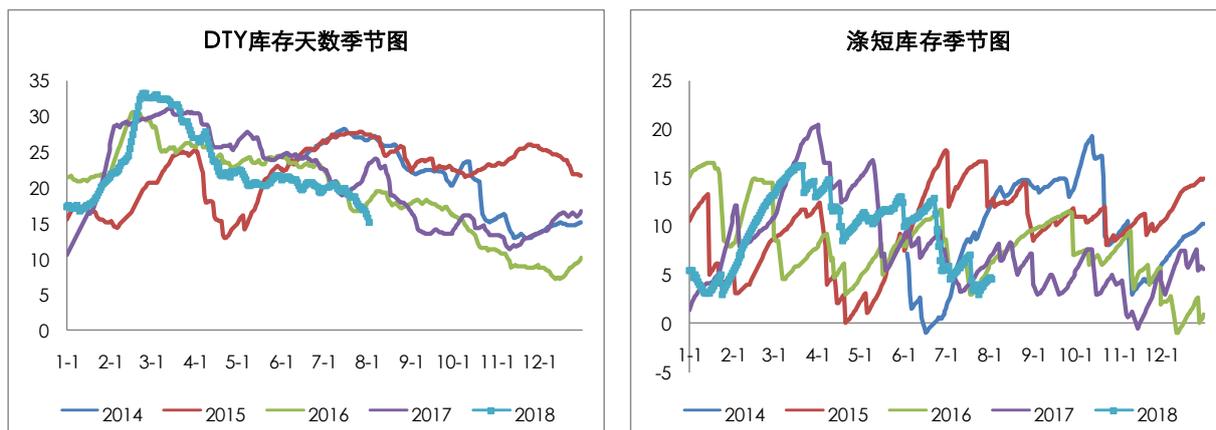
图 7: 全月一般, 做平以上



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 8: POY、FDY、DTY、涤短库存同比偏低





数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 9：长丝、短纤负荷稳中有弱，瓶片负荷显著回升



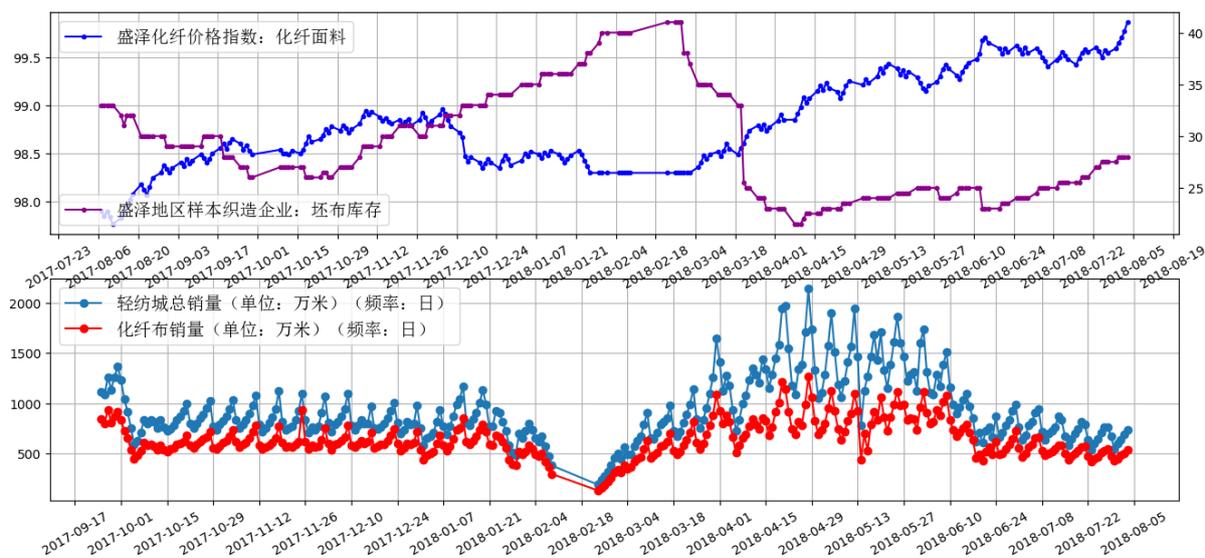
数据来源：CCF，兴证期货研发部

### 3. 终端

7月，终端各品种负荷稳中有弱，主要因不可抗力因素，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84%、76%、69%、38%、39%、49%、76%。环比下降2%-6%不等。

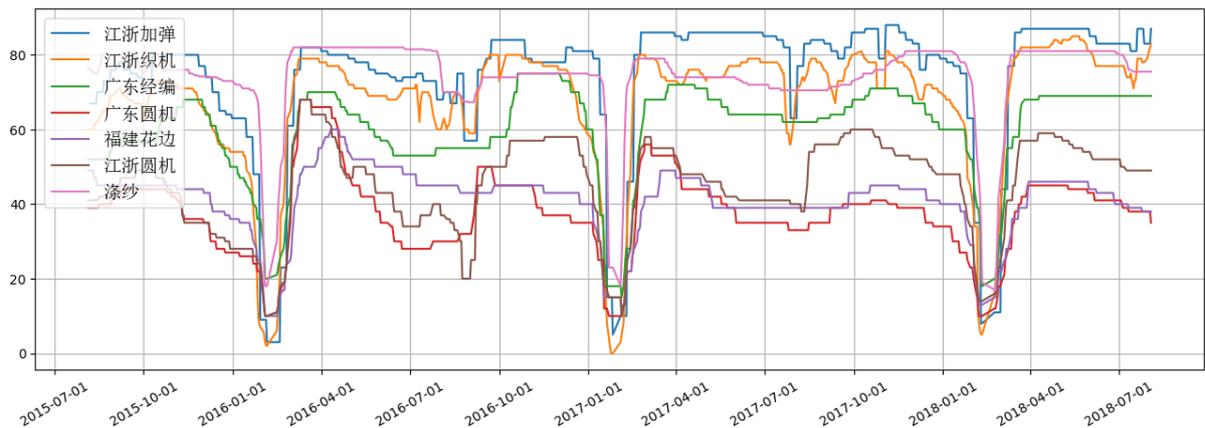
轻纺城数据来看，7月坯布市场维持淡季，7月轻纺城成交总量平均在714万米/天，环比下降285万米/天左右，同比持平，化纤布成交平均在515万米/天左右，环比下降197万米/天左右。终端坯布库存季节性积累，目前在28天左右，去年同期在33天。

图 10: 坯布库存走升, 面料价格走高, 轻纺城成交维持低迷



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

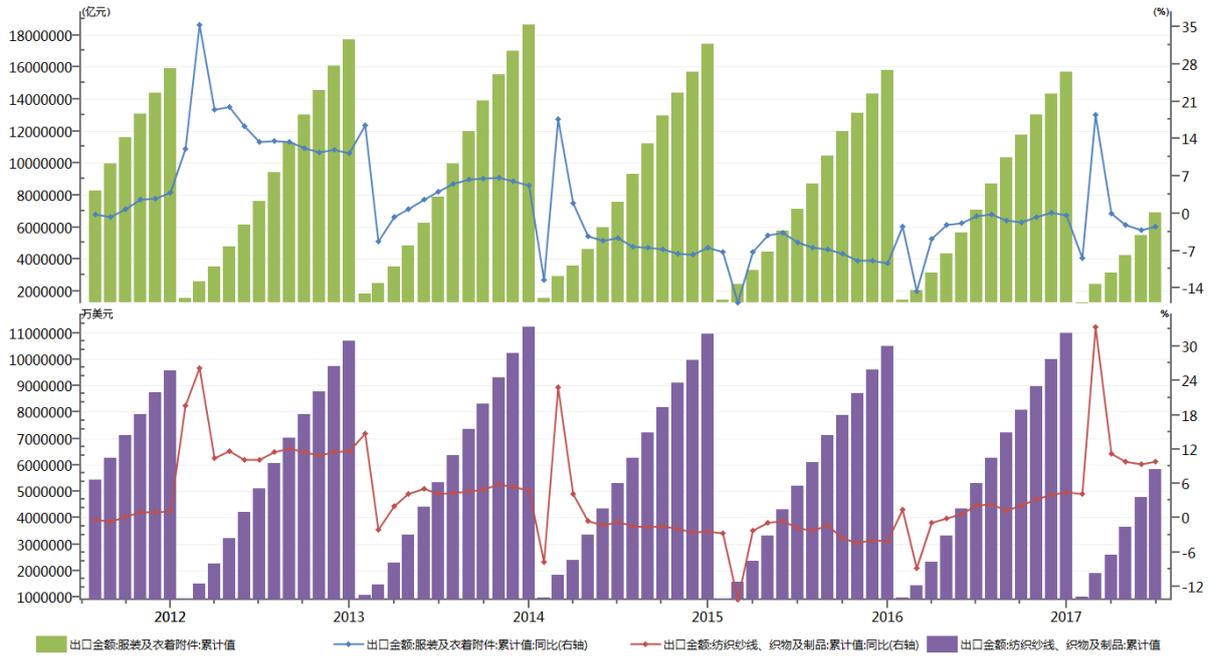
图 11: 终端负荷分化, 局部有降, 局部有升



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-6 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 5830625.5 万美元, 累计同比 10.2%, 去年同期在 3.1%。累计出口服装及衣着附件 6912372.7 万美元, 累计同比在 -2.1%, 去年同期在 1.4%。

图 12: 纺织品出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

内需方面, 2018 年 1-6 月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在 4791.9 亿元, 累计同比在 -5.36%, 去年同期在 4.64%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在 6650.9 亿元, 累计同比在 -7.26%, 去年同期在 5.22%。

图 13: 限额以上零售额服装类、服装鞋帽针纺织品类



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4.操作建议

7 月份 PTA 在基本面低库存、人民币贬值和政策转向宽松预期的背景下大幅走强。基差，近远月均有显著拉升。基本上，7 月去库 12 万吨，期末库存在 50 万吨左右。

8 月，终端仍处于淡季中，PX、PTA 等产品上涨较快，终端产品提价不畅，压缩聚酯及坯布利润，聚酯尚有盈利，坯布局部有亏损，有停机意愿，坯布补库过半，聚酯库存尚低仍有补库空间，因此 8 月 PTA 供求仍显平衡。

操作建议上，PTA/原油比值至 2.0，各环节利润均已至阶段性高点；单边已拉升约三个前期震荡区间高度；跨期价差显示近月强势上涨，远月跟涨不及。建议 8 月以单边及 9-1 价差逢乖离止盈为主，社会库存仍低，存在一定逼仓可能，可留部分仓位轻仓参与。跨期价差可移仓 11-1 或 1-5，时间窗口更长，安全边际更高。仅供参考。

图 14: 9-1 价差大幅走高

TA809.CZC-TA901.CZC



数据来源：Wind，兴证期货研发部

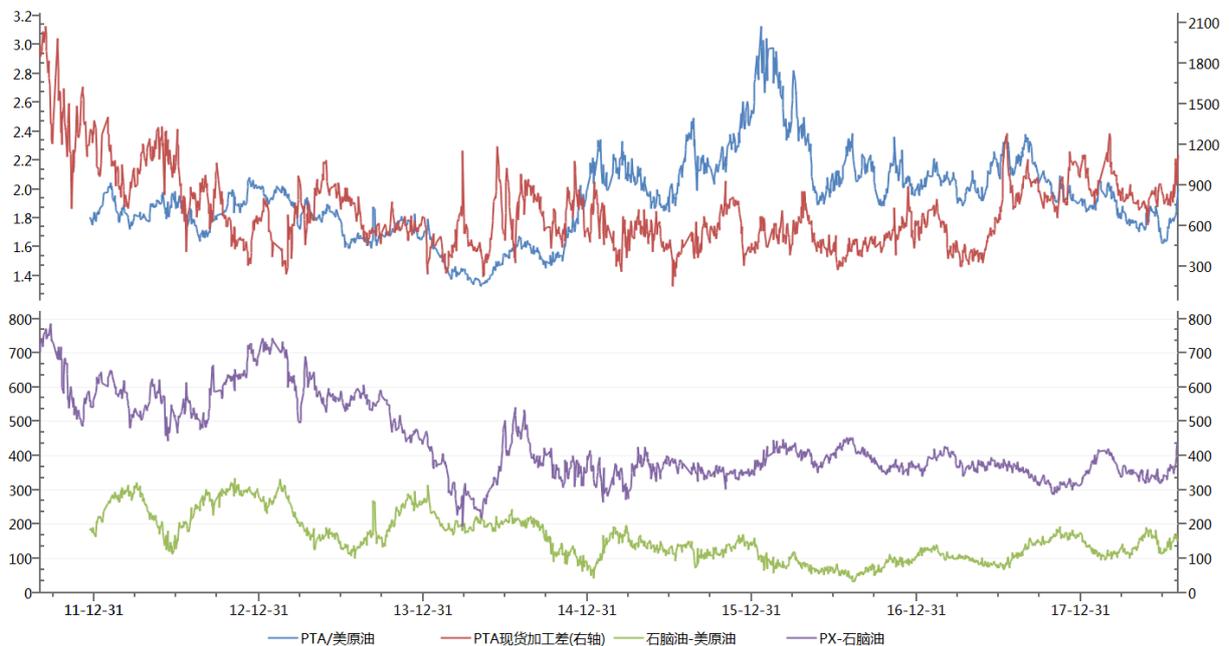
图 15: 1-5 价差大幅走高

TA901.CZC-TA905.CZC



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 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	2018-08-03	2018-08-02	2018-08-01	2018-07-31	2018-07-30	2018-07-27
永安期货	34767	37852	39232	43563	76471	58118
华泰期货	14778	12661	21757	14455	9930	8499
天风期货	12012	10590	-6525			5290
中信期货	9788	14203	11394	20763	22993	18212
兴业期货	9418	6502		-5901	-8256	
兴证期货	8714	12078	11891	12199	13381	14128
国泰君安	8661	9207	11185	12011	15932	19886
东航期货	8358	9558	8552	9317	9756	9124
招商期货	6621	11259	-6457	-6490	-7872	-10764
国富期货	6260	9239	8032			
广发期货	5938	5654	6001	6870	7074	6892
华闻期货	5799					
中信建投	5761					
方正中期	5592	4442	10335	7892	9427	10841
中粮期货	5543		7007	6940	7969	8901
海通期货	4398	21860	10100	11009	10359	6728
信达期货	-217	1673	-11499	-14249	-17123	-19265
新潮期货	-3558	-4105	-39843	-42428	-46036	-46819
东证期货	-5123	5864	6146	6088		6202
通惠期货	-5767	-8763	-9883	-7003		
五矿经易期货	-5966	-5559				
鲁证期货	-7146		5596			
弘业期货	-8036	-7501				-5276
中国国际	-8689	-7966				
南华期货	-9757	-8944	-2765	-48	1428	-642
浙商期货	-11529	-12022	-7042	-11734	645	-6226
国贸期货	-11795	-17005	-5479	-688	-11928	-17361
光大期货	-13157	-11928	-8803	-9186	-5504	-4415
上海中期	-14470	-14808	-13026	-12323	-10245	-7515
建信期货	-23335	-23461	-30155	-48910	-57173	-47366
银河期货	-24175	-50827	-38891	-38713	-41972	-33065

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: TA1901 净持仓

席位	2018-08-03	2018-08-02	2018-08-01	2018-07-31	2018-07-30	2018-07-27
永安期货	56304	49974	33235	29095	19803	38067
中金期货	12623	12336	10498	9650	9141	8633

新潮期货	10881	11444	13478	7726	11928	12013
中信期货	9566	7343	7298	5516	6368	4399
国泰君安	9403	9645	9810	8519	9017	8581
东航期货	8483	7226	6047	5660	6089	5480
中融汇信	6977	6715	6313	5702	6156	5218
徽商期货	6868	6544		2663	2915	3273
安粮期货	6324					
大地期货	6208	4633		4437	3929	3660
海通期货	6104	205	2497	3866	3641	1817
兴证期货	5511	4596			3717	3236
光大期货	5255					
申银万国	315	-66	4252	4129	4169	3350
方正中期	-1038	-870	-1393	-314	-2001	-338
浙商期货	-2380	342	-3272	-1652	-12597	-7544
中粮期货	-4242	-5748	-1021	1705	1220	
国贸期货	-5933	-5573	-6210	-6765	-6258	-6346
东吴期货	-8101	-6860				
瑞达期货	-9091	-9076	-10232			
格林大华期货	-9191	-9569				
东海期货	-9369	-10688	-8388	-7852	-7324	-7226
美尔雅	-12132					
南华期货	-13840	-13986	-9706	-9016	-9871	-4835
通惠期货	-14511	-10887	-4450	-4782	-4700	-4000
华泰期货	-16577	5933	23304	23374	16254	19752
银河期货	-21733	-14961	-18026	-19314	-19801	-25736
建信期货	-26327	-26220	-53134	-37134	-30897	-32691
天风期货	-30030	-23098			5611	3701
信达期货	-34242	-34127	-15411	-19333	-17962	-16116

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 震荡调整

2018年8月6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

从基本面看，市场反映现货销售有所回暖。销量有所起色的原因可能是前期下跌的时间较长，在持续的下跌过程中下游始终采用随用随买的策略，库存较低。在进入7月之后，全国各地进入炎热模式，饮料的销量增加，下游增加采购使得白糖的销量也有所回暖。

从周期性的角度来看，我们认为郑糖依然处于下跌周期的中部。但是目前远月合约的价格已经跌破下榨季甘蔗价下调后预估的成本，从上个增产周期的情况看，糖价一般会在下榨季的成本附近获得支撑，短期国内糖价可能继续弱势震荡。

## 1. 行情回顾

郑糖弱势震荡，关注能否形成双底。国外方面，美糖震荡下行。

图 1：郑糖 1901 日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



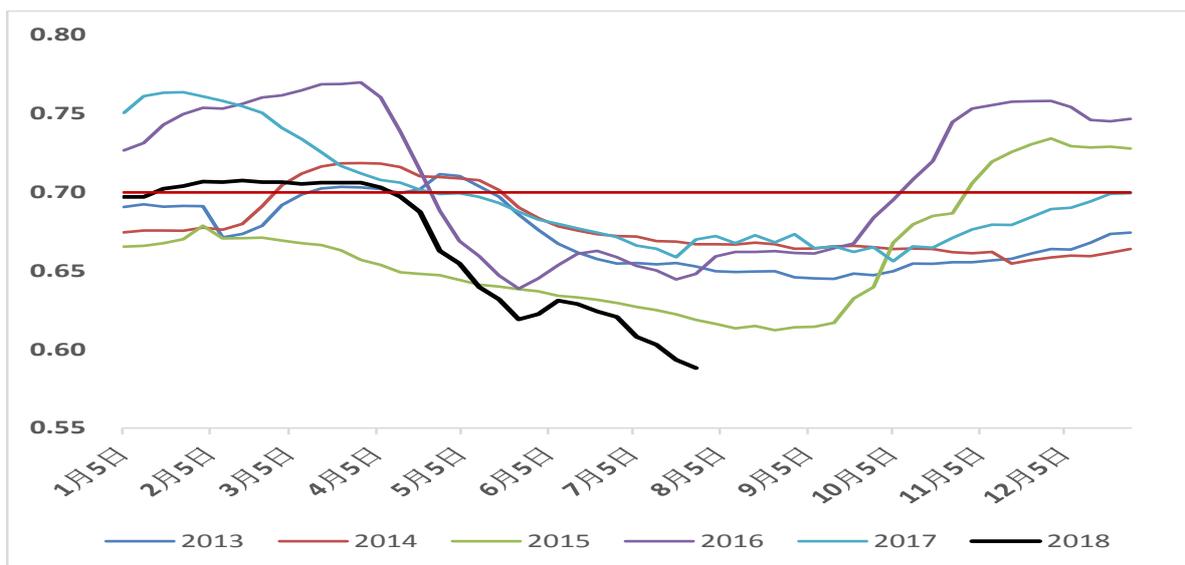
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国外基本面分析

## 2.1 巴西乙醇汽油比维持低位

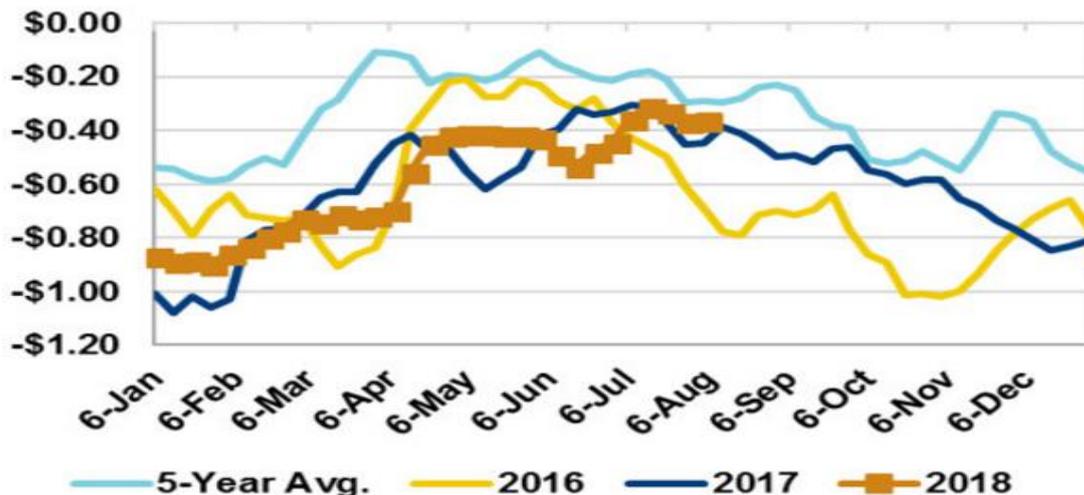
巴西乙醇汽油比继续下降，乙醇相比汽油继续维持着比较好的价格优势。截止到7月28日巴西中南部地区加油站乙醇汽油价格比为0.58，创下了自2013年以来的新低。由于乙醇价格相对于汽油更便宜，消费着选择使用更多的乙醇。7月上半月巴西中南部地区乙醇销量同比增加16.6%。巴西乙醇汽油比维持低位使得短期内巴西食糖供应减少，利多美糖。

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)



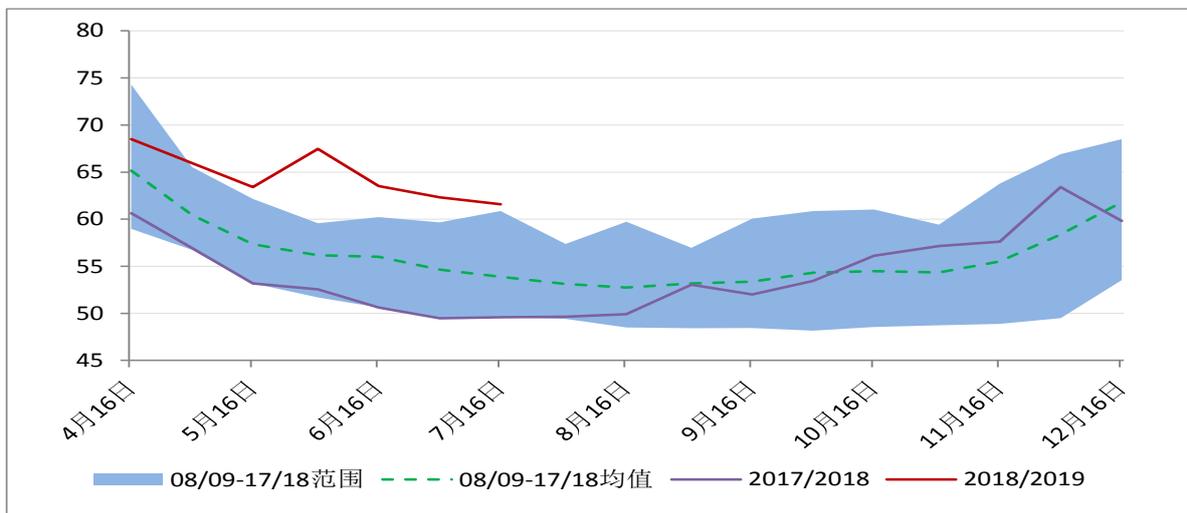
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

## 2.2 巴西制糖比维持低位

巴西 Unica 数据显示，7 月上半月巴西中南部地区甘蔗压榨量同比下降 6.5%，产糖量同比下降 23.30%；ATR 为 145.47，同比增加 7.7%；甘蔗制糖比为 38.40%，依然处于历史较低水平，乙醇产量同比增加 26.24%。

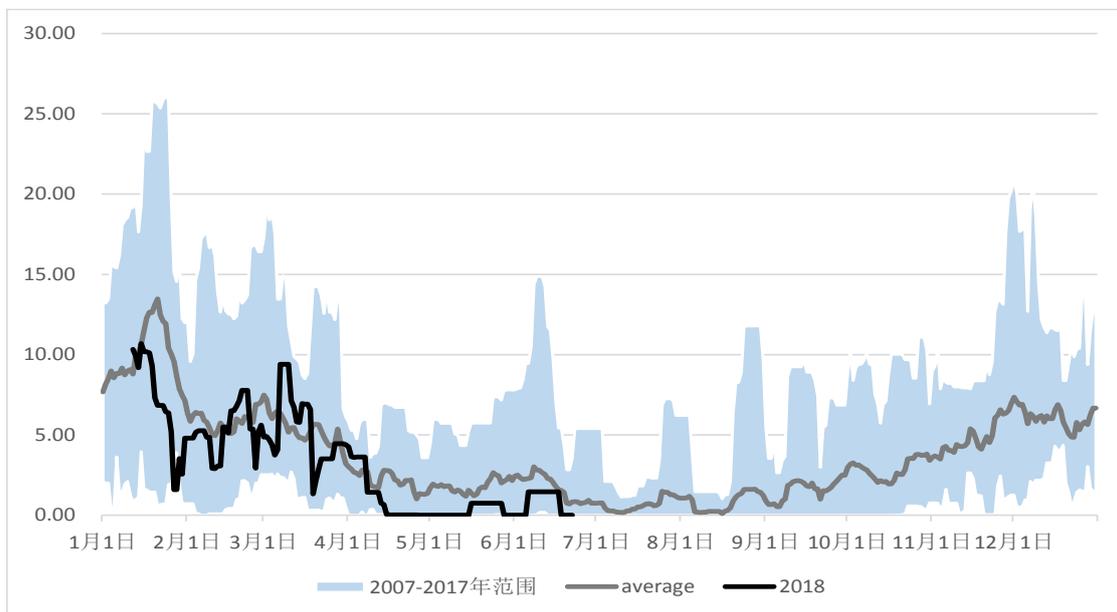
巴西主产区天气较为干旱，降雨量偏少。短期看，干旱有利于收榨作业的进行，并且提高了出糖率。但从长期看，干旱会影响甘蔗生长，导致最终的甘蔗产量减少。目前各机构纷纷下调对巴西 18/19 榨季的产量预估，产糖量的主流预估从 3100 万吨下调至 2800-2900 万吨左右。

图 3：巴西中南部甘蔗制乙醇比



数据来源：unica，兴证期货研发部

图 4：巴西中南 saosimao 滚动降雨量 (mm)



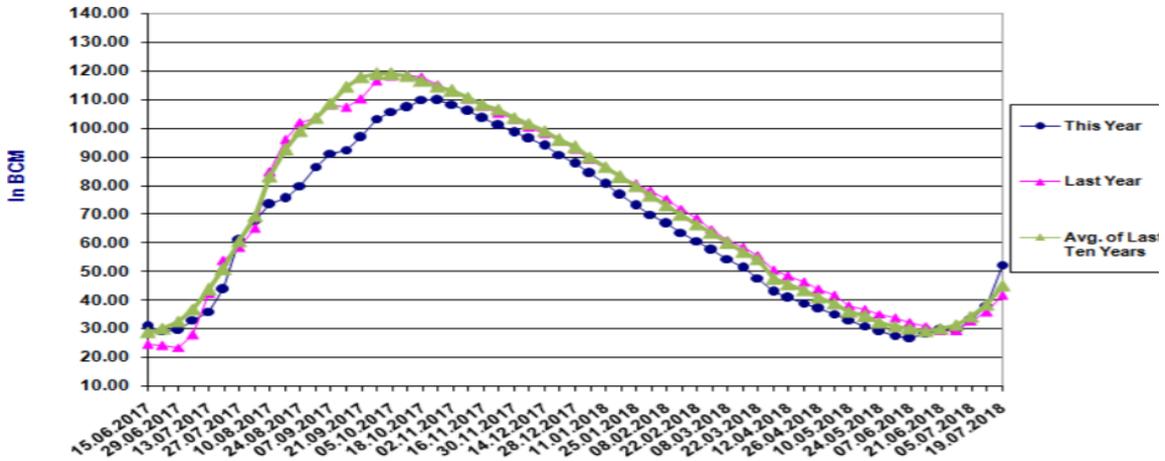
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

### 2.3 印度雨季降雨正常

印度进入汛期，未来一个月的降雨量对下榨季甘蔗产量至关重要。印度水资源较为贫乏，甘蔗需水量又大，印度主要依靠水库的蓄水来灌溉甘蔗，因此水库水位对甘蔗生长有重要影响。

水库的蓄水主要靠汛期的降雨量补充。目前看依然较为正常，关注汛期降雨。

图 5: 印度水库水位



数据来源：印度农业部

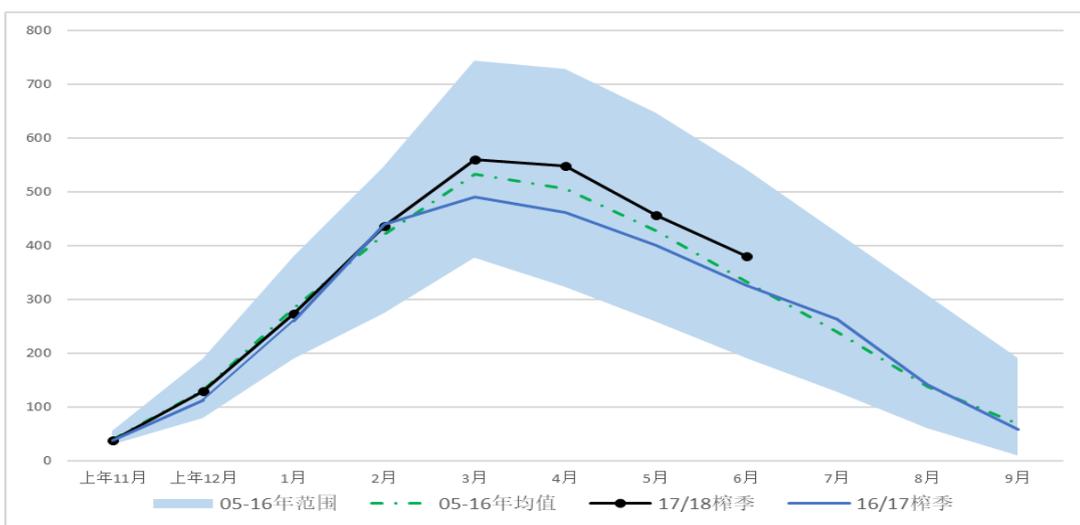
### 3. 国内基本面分析

#### 3.1 现货销售有所好转，现货价格略有反弹

近期现货价格略有反弹，市场表示销售有所好转，预计 7 月销量同比环比都将有所回升。销量有所起色的原因可能是前期下跌的时间较长，在持续的下跌过程中下游始终采用随用随买的策略，库存较低。在进入 7 月之后，全国各地进入炎热模式，饮料的销量增加，下游增加采购使得白糖的销量也有所回暖。

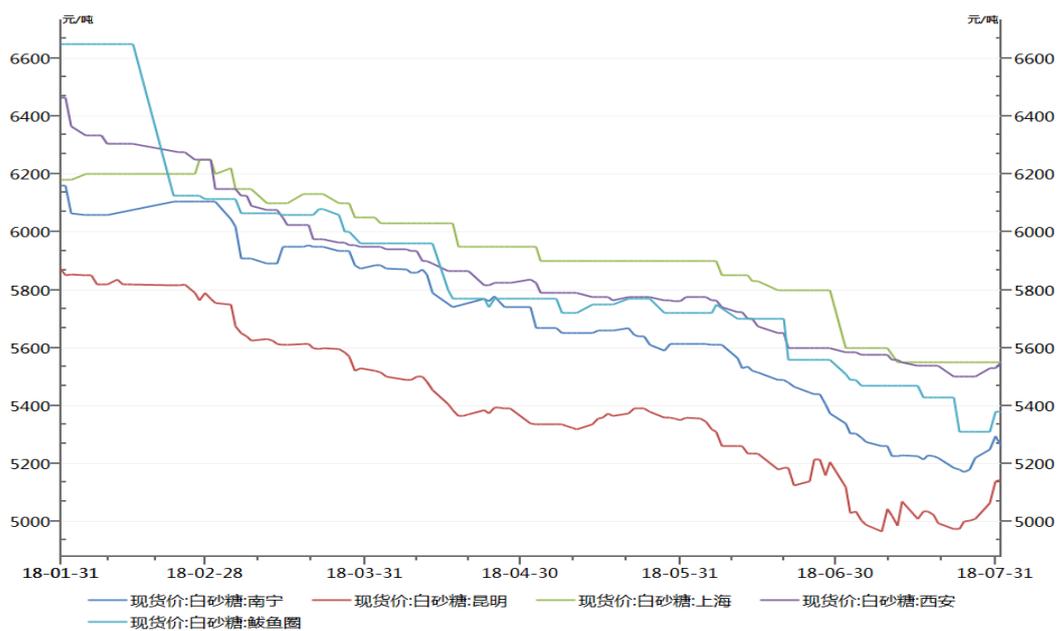
现货价格方面，近期糖价探底回升。南宁糖价最低下跌到 5170 有所反弹，回升至 5300 附近。昆明现货价一度跌破 5000,后反弹至 5150 附近，湛江现货价格从 5130 回升至 5230 附近。销区方面，西安报价持稳在 5530 附近，鲛鱼圈报价 5380，廊坊持稳在 5470 附近。

图 6: 全国食糖库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7: 食糖现货价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 取消进口豁免利好有限

7月16日，商务部宣布取消配额外50%关税进口国的豁免名单，配额外将统一实行90%的关税。从短期看，利好有限，因为目前近月合约的话，90%关税下的进口糖仍略有盈利。从长期看，我们认为提高关税带来的主要影响是外盘的波动对于内盘的影响将被放大。特别是如果外盘大幅上涨的话，会显著提高国内的进口成本，从而对郑糖价格形成支撑。目前外盘处于历史低位区间，而郑糖仍然维持下行趋势。因此如果后期外盘上涨，不仅会大幅提高进口成本，甚至会使走私利润也缩小到一个较低的水平，从而引发郑糖的反弹。

不过需要注意的是，进口成本提高带来的利多可能不及抛储带来的利空。进口与国储是政府调控市场的两张牌，如果进口量真的减少的话，那么国家可能会加大抛储力度。国家提出农业供给侧改革的政策，表明了国家继续抛储以及取消国储政策的决心。虽然目前糖价低于成本，国储很难找到出库的机会。但如果后期糖价能够企稳反弹，同时进口也减少的话，国家可能会加大抛储的力度。而抛储带来的利空是大于进口减少带来的利多的，抛储是大量的现货短时间内涌入市场，而进口则是分散在全年。因此抛储利空要大于进口减少的利多。

总的来看，取消进口豁免名单带来的利好有限。但是如果外盘出现趋势性上涨的话，由于进口成本大幅提升，国内的联动性会加强。

### 3.3 下榨季产量或继续增加，国内缺乏反转条件

美国农业部5月报告显示，预计2018/19榨季我国食糖产量将增加约55万吨至1090万吨左右。其中，预计甘蔗糖将增产30万吨至940万吨，产量增加主要是因为甘蔗价格比较有竞争力，农民增加了种植面积，但是单产或依然偏低。2017/18榨季广西甘蔗收购价为500元/吨，处于历史较高水平。另外，广西政府规定糖厂必须在甘蔗到厂后一个月内兑付甘蔗款，这使得农民有比较充足的积极性扩种甘蔗。预计甜菜糖将增产25万吨至140万吨左右。2018/19榨季内蒙古有望超越新疆成为我国第一大甜菜糖产区。

虽然旺季需求以及成本支撑会对糖价起到提振作用，但我们认为国内还是缺乏足以引起行

情反转的条件。不出意外下榨季国内将继续增产，因此下跌的趋势很难改变。年底如果糖价能够企稳反弹，则广西可能会改变销售策略，顺价走量，现货将面临较大的压力。唯一的变量在外盘，由于外盘处于历史低位区间，如果外盘能有一定程度反弹的话，国内可能会跟涨。因此需要注意的是，熊市下半阶段的节奏可能与上个增产周期不同。

### **3.4 从成本角度看，糖价有反弹的需求**

从成本的角度看，我们认为糖价有反弹的需求。目前的糖价在广西制糖成本的下沿。在破位下跌后，901 合约的价格跌至 5400 下方，如果 2018/19 榨季广西甘蔗收购价跌至 480 元的话，901 合约的价格也将低于制糖成本。

白糖在下跌周期中可以分为三个阶段，我们依然认为白糖处于由第一阶段向第二阶段过渡的时期。在这个时期，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。

下跌周期中的第一个阶段是转折期，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。

白糖这轮跌势到现在，在上榨季的成本附近还没有像样的反弹，如今又跌破下榨季下降后的成本。因此我们认为白糖很有可能在短期内形成超跌，有反弹的需求。

## **4. 总结**

从基本面看，市场反映现货销售有所回暖。销量有所起色的原因可能是前期下跌的时间较长，在持续的下落过程中下游始终采用随用随买的策略，库存较低。在进入 7 月之后，全国各地进入炎热模式，饮料的销量增加，下游增加采购使得白糖的销量也有所回暖。

从周期性的角度来看，我们认为郑糖依然处于下跌周期的中部。但是目前远月合约的价格已经跌破下榨季甘蔗价下调后预估的成本，从上个增产周期的情况看，糖价一般会在下榨季的成本附近获得支撑，短期国内糖价可能继续弱势震荡。

## 供需总体平稳

2018年8月6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

上月玉米期货价格高位区间震荡、玉米淀粉期货价格震荡上涨。现货市场玉米价格维持平稳运行，玉米淀粉价格总体呈上涨趋势。

上月玉米现货价格总体维持平稳运行，上半月现货价格小幅上涨，月末价格小幅回落，基本处于1790-1800元/吨区间范围内。临储玉米拍卖常态化推进，下游饲料、深加工企业需求一般，企业按需滚动补库，玉米供需情况维持平稳。

华北部分淀粉企业集中检修导致开机率小幅下降，但仍处于70%左右的高位。虽然淀粉企业开机率小幅下滑，但是淀粉下游需求一般，下游企业采购谨慎，高价淀粉新增订单较少，淀粉企业多以执行前期低价订单合同为主，淀粉库存处于高位。

#### ● 后市展望及策略建议

截至8月3日，临储玉米总投放量达到1.29亿吨，拍卖总成交量5733万吨，成交溢价较高，对于后期拍卖玉米价格具有一定支撑作用。拍卖玉米出库进度总体偏慢，后期拍卖玉米供应压力较大。下游方面，养殖较为疲软，玉米饲料需求偏弱，深加工企业需求一般，按需滚动补库，玉米工业需求较为平稳。总体而言，新玉米上市前玉米供需或将维持平稳，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。

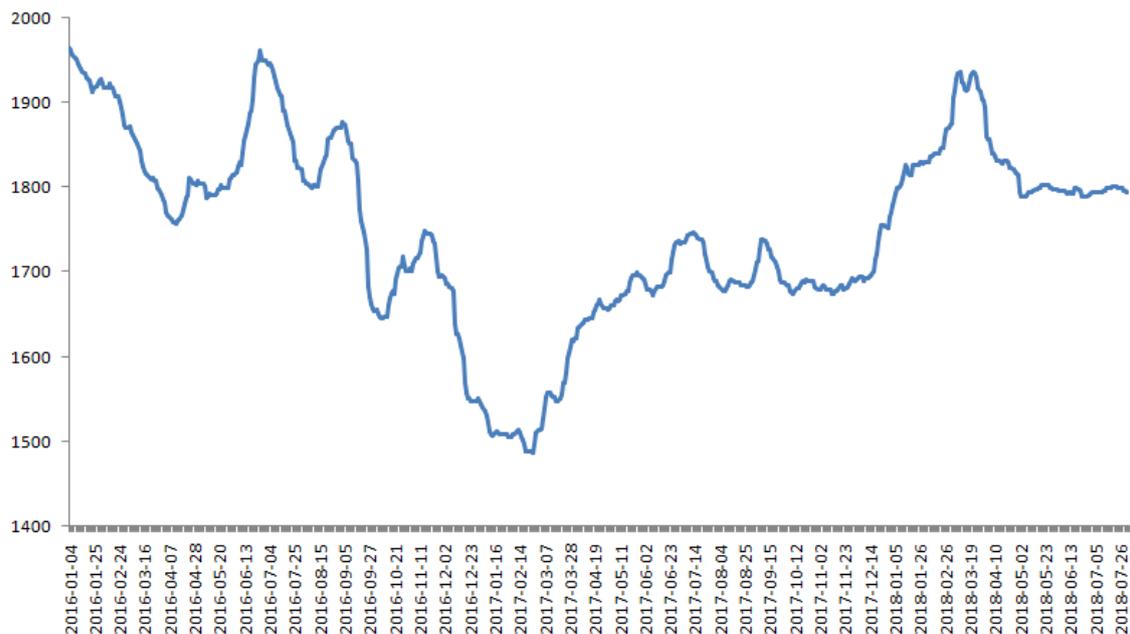
受玉米原料价格以及运费影响，淀粉生产成本较高，支撑淀粉价格。夏季集中检修期过后，预计后期淀粉企业开机率会有所回升，继续保持高位运行。淀粉库存总量处于高位，库存压力较大，压制淀粉上涨空间。预计近期玉米淀粉价格以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

## 1.玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格总体维持平稳运行，上半月现货价格小幅上涨，月末价格小幅回落，基本处于 1790-1800 元/吨区间范围内。临储玉米拍卖常态化推进，下游饲料、深加工企业需求一般，企业按需滚动补库，玉米供需情况维持平稳。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）

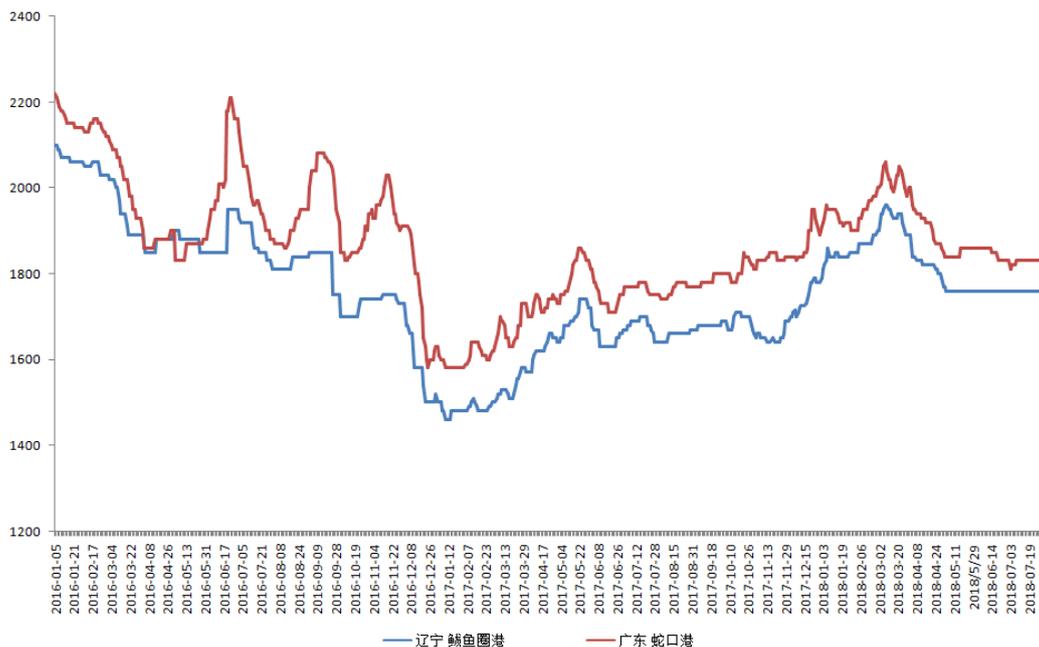


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.2 港口玉米价格

7月2日广东港口玉米价格 1830 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格 1760 元/吨，南北港口价差 70 元/吨，截至 8月2日，广东港口玉米价格 1830 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格 1760 元/吨，南北港口价差 70 元/吨，南北港口价差平稳，除广东港价格月中有小幅波动外，基本维持不变。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）

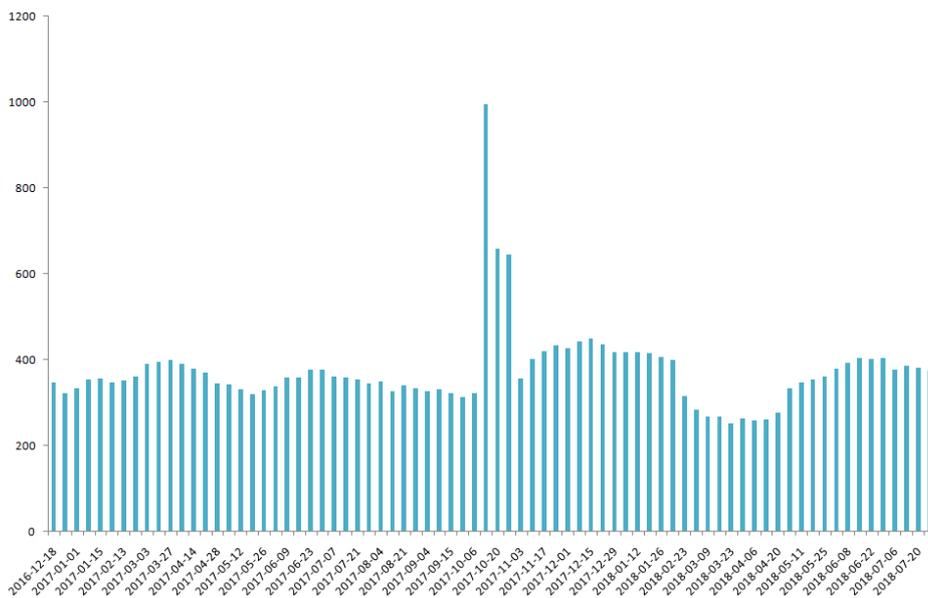


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.3 港口玉米供需情况

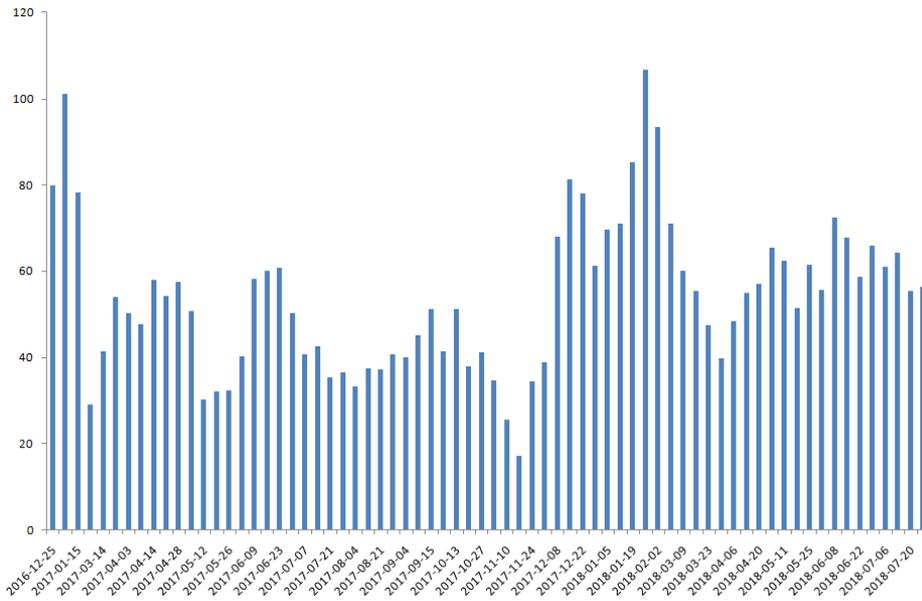
港口库存方面，上月南北港口库存先升后降，北方港口库存月末比月初下降 2.3 万吨，南方港口库存月末比月初下降 4.6 万吨。锦州港库存下降 4.2 万吨，鲅鱼圈增加 9.2 万吨，北良港下降 7.8 万吨，大窑湾增加 0.5 万吨；南方港口库存减少 4.6 万吨。

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）

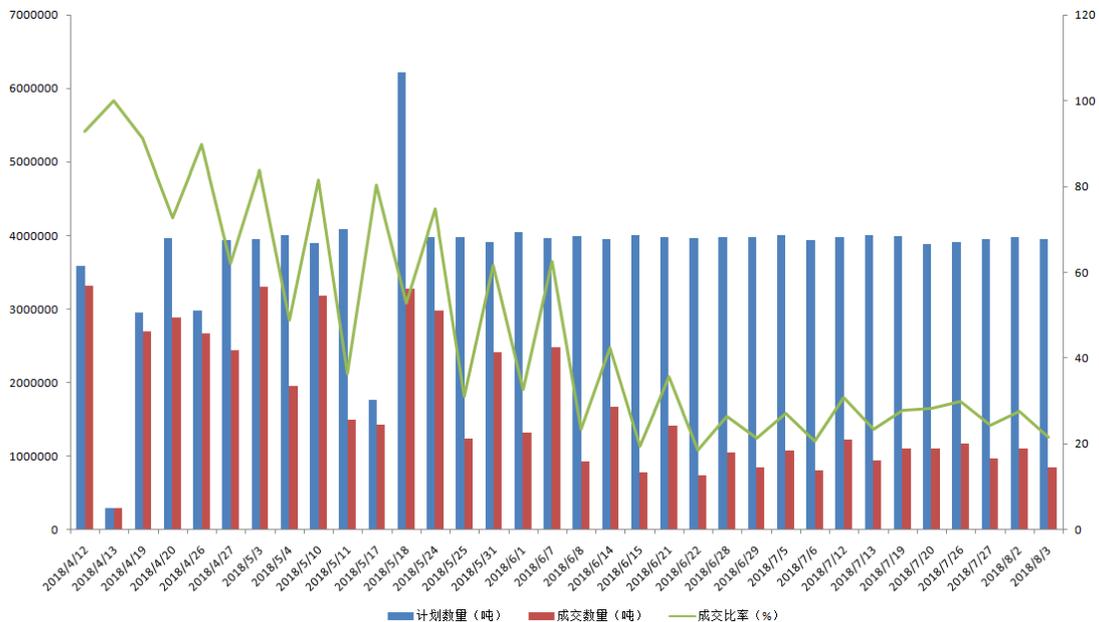


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.4 临储玉米拍卖

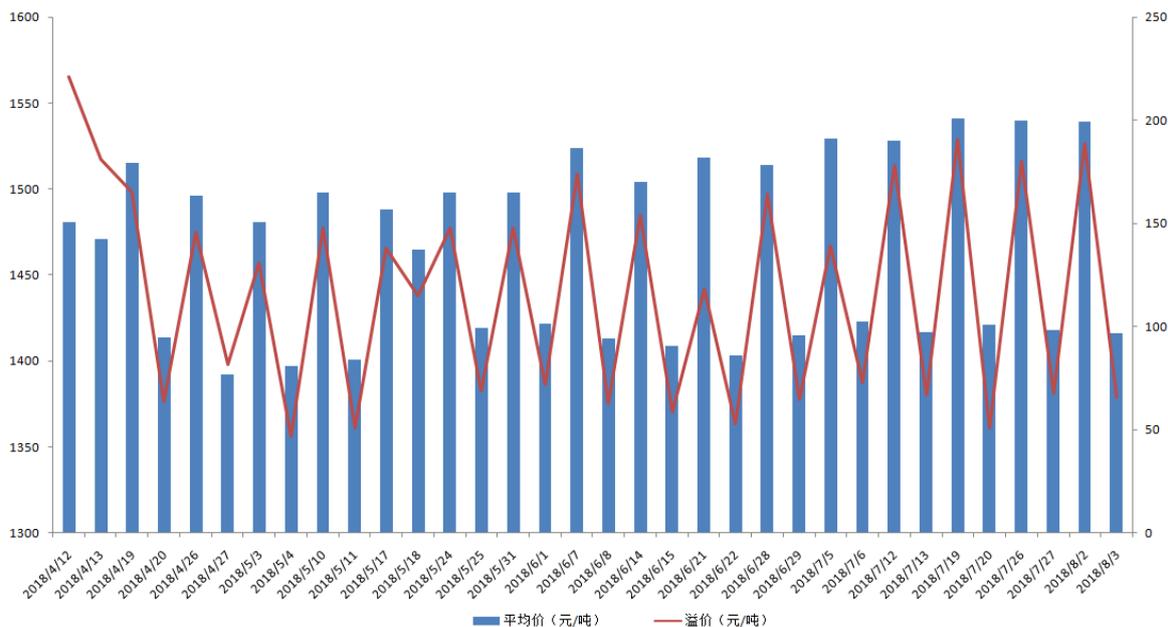
临储玉米拍卖常态化进行中，截至 8 月 3 日，总投放量达到 1.29 亿吨，拍卖总成交量 5733 万吨，拍卖成交率总体呈逐渐下降趋势，但是成交溢价仍较高，对于后期拍卖玉米价格具有一定支撑作用。拍卖玉米出库进度总体偏慢，后期拍卖玉米供应压力较大。

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

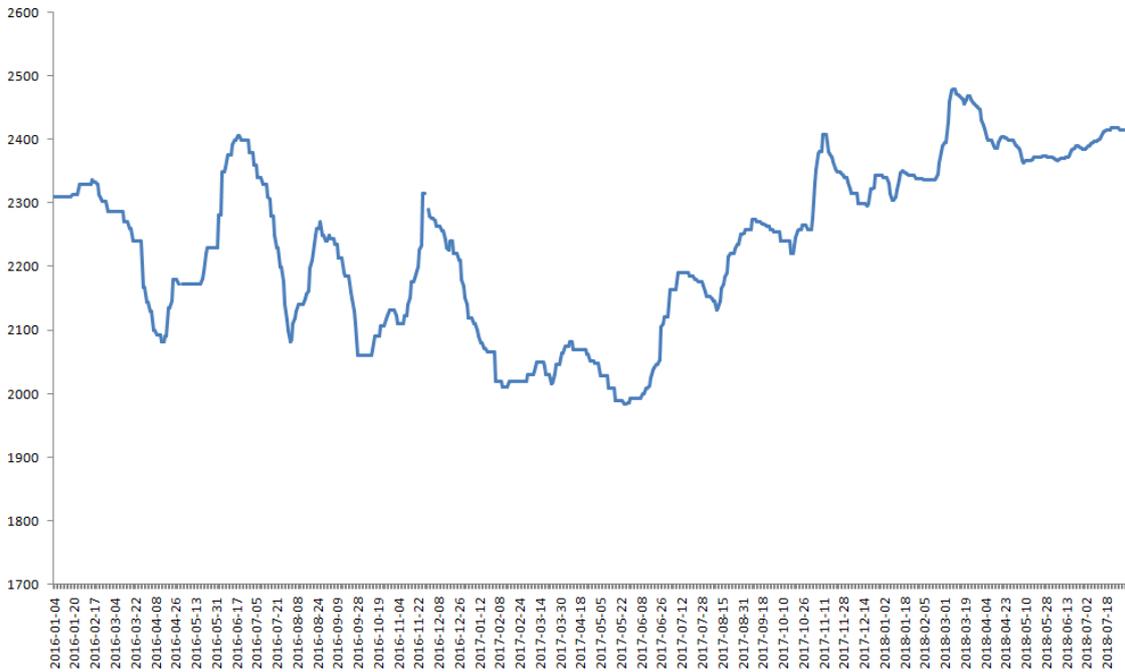
临储玉米拍卖常态化推进，截至 8 月 3 日，总投放量达到 1.29 亿吨，拍卖总成交量 5733 万吨，拍卖成交率总体呈逐渐下降趋势，但是成交溢价仍较高，对于后期拍卖玉米价格具有一定支撑作用。拍卖玉米出库进度总体偏慢，后期拍卖玉米供应压力较大。下游方面，养殖较为疲软，玉米饲料需求偏弱，深加工企业需求一般，按需滚动补库，玉米工业需求较为平稳。总体而言，新玉米上市前玉米供需或将维持平稳，预计近期玉米价格以震荡调整行情为主。

## 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总体呈上涨趋势，月末价格小幅回落。受玉米原料价格以及运费影响，淀粉生产成本较高，支撑淀粉价格，华北部分淀粉加工企业集中检修，淀粉厂家挺价意愿较强，支持淀粉价格上涨，但是下游企业需求一般，对于高价淀粉采购谨慎，制约淀粉进一步上涨空间。

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 72.40%，月末开机率 70.76%，淀粉企业开机率下降 1.64%，华北部分淀粉企业集中检修导致开机率小幅下降，但仍处于 70%左右的高位，夏季集中检修期过后，预计后期淀粉企业开机率会有所回升，保持高位运行。

图 8：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

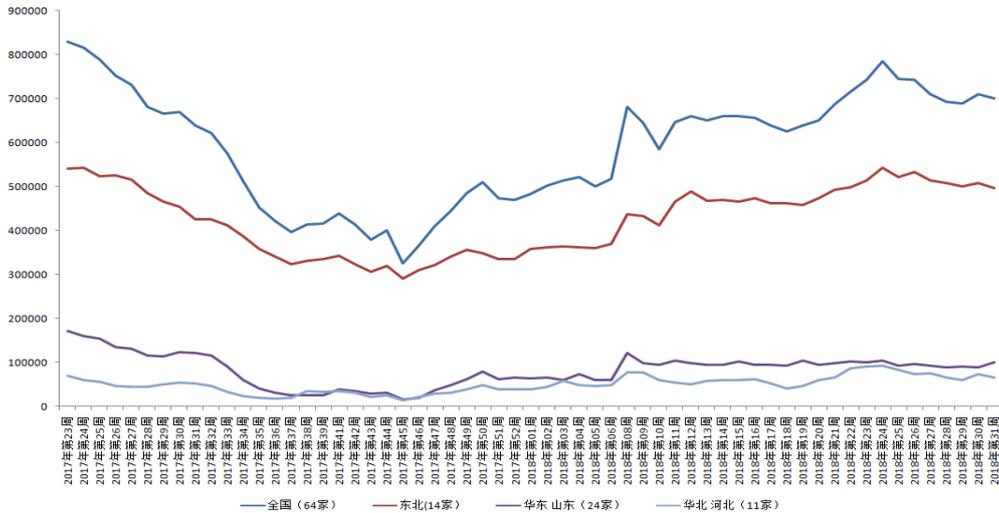


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 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 692400 吨，月末玉米淀粉库存总量 701400 吨，库存上升 1.30%。虽然淀粉企业开机率小幅下滑，但是淀粉下游需求一般，下游企业采购谨慎，高价淀粉新增订单较少，淀粉企业多以执行前期低价订单合同为主，淀粉库存小幅上升，库存总量处于高位，库存压力较大。

图 9：64 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计（单位：吨）

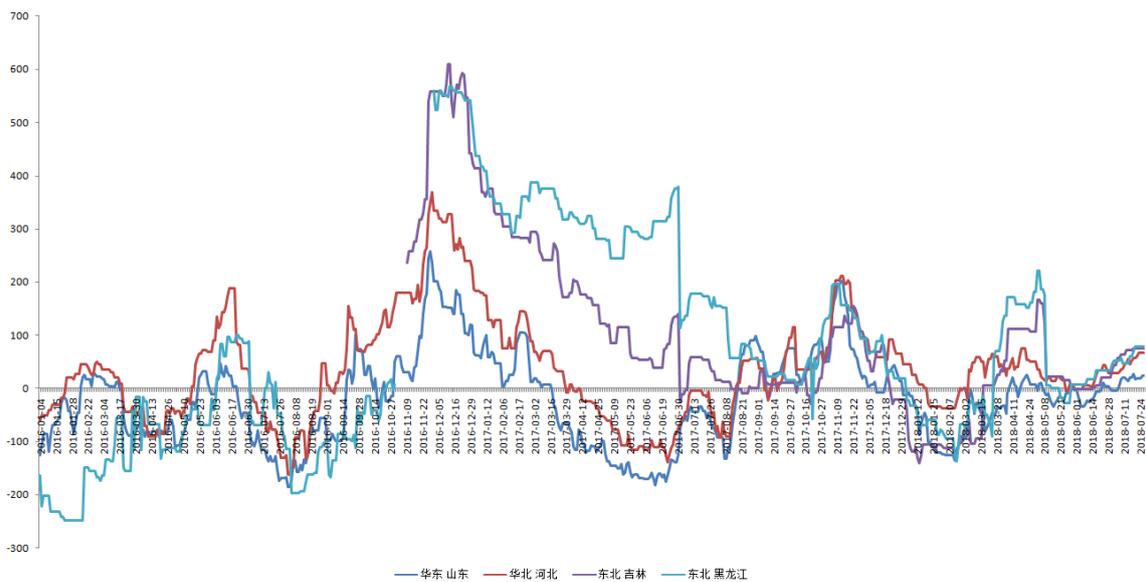


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 2.4 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润好转，受淀粉价格上涨影响，加工利润总体呈上升趋势。东北地区、华北地区地区以及山东地区加工利润均处于盈利状态，山东地区加工利润较为微薄。

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

受玉米原料价格以及运费影响，淀粉生产成本较高，支撑淀粉价格。华北部分淀粉企业集中检修导致开机率小幅下降，但仍处于 70%左右的高位，夏季集中检修期过后，预计后期淀粉企业开机率会有所回升，保持高位运行。虽然淀粉企业开机率小幅下滑，但是淀粉下游需求一般，下游企业采购谨慎，高价淀粉新增订单较少，淀粉企业多以执行前期低价订单合同为主，淀粉库存小幅上升，库存总量处于高位，库存压力较大，压制淀粉上涨空间。

## 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。