



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2018 年 9 月理财月报 目录

股指期货 .....	2
内外因素扰动 期指宽幅震荡 .....	2
国债期货 .....	19
多空因素交织，期债或区间震荡 .....	19
有色金属·铜 .....	30
基本面预期改善，铜价不悲观 .....	30
铁矿石&螺纹钢 .....	40
暂时观望 .....	40
焦煤&焦炭 .....	52
双焦市场短期观望 .....	52
动力煤 .....	66
动力煤市场供需两淡，煤价上涨乏力 .....	66
天然橡胶 .....	78
探低遇撑强劲反弹 .....	78
PTA .....	94
下游仍有补库空间 .....	94
豆类油脂 .....	105
供求宽松，油脂区间偏强震荡 .....	105
白糖 .....	119
反弹受阻，关注前低支撑 .....	119
玉米&玉米淀粉 .....	125
稳中偏强运行 .....	125
分析师承诺 .....	132
免责声明 .....	132

# 内外因素扰动 期指宽幅震荡

2018年9月3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

8月共23个交易日,纵观八月行情,市场震荡偏弱,沪指主要在2700-2800点之间缩量调整,盘中最低触及2653点。整体来看行业基本收跌,仅有石油石化板块收涨,消费板块补跌,家电、食品饮料、纺织服装、有色金属领跌。最终,8月上证综指下跌5.25%,创业板指下跌8.07%,沪深300指数下跌5.21%,上证50指数下跌2.78%,中证500指数下跌7.21%。

三大期指集体收跌,IC跌幅较大。量能方面三大品种成交量均有所增加,IF增幅较大。基差方面,IF及IC合约维持贴水状态,IH各合约在平水附近震荡,IF及IC远月合约贴水有所收窄,因此远-近价差有所收窄,但期现价差整体在月末小幅走弱。跨品种套利方面,IH较为占优,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡中枢延续下行。

### ● 后市展望及策略建议

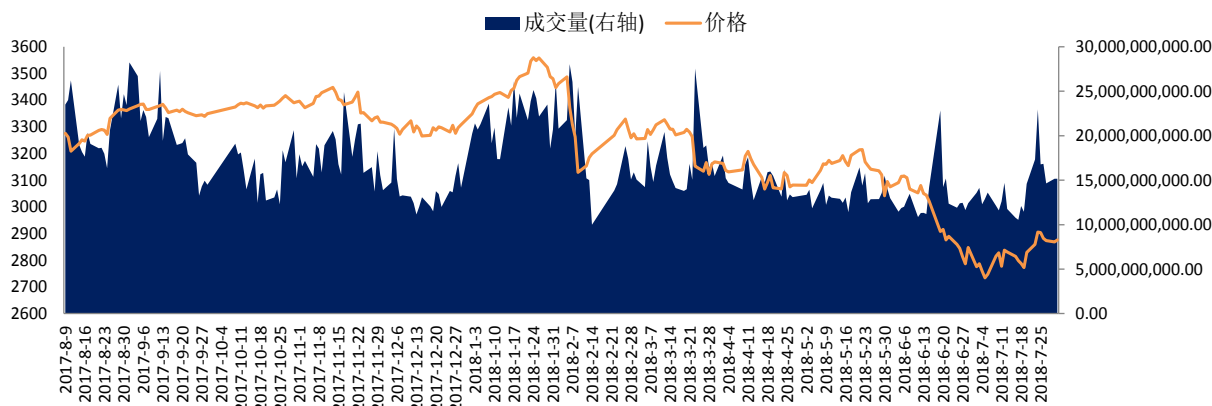
目前国内外多空因素交织,不确定性扰动因素较多,宏观经济承压,企业盈利也受到较大影响。但市场仍有积极因素,首先货币政策及财政政策明确转向宽松,市场利率有下行空间,同时指数的估值水平提供了较高安全边际,下行空间有限,海外增量资金或持续流入,其次,央行维稳人民币汇率,有利于缓解人民币资产贬值恐慌,因此我们维持期指宽幅震荡格局,市场仍处于震荡筑底状态,趋势性机会有限,建议股指期货以对冲风险或把握结构性机会思路为主。未来市场受情绪面的波动较大,偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

# 1. 股指现货分析

## 1.1 股指现货先扬后抑

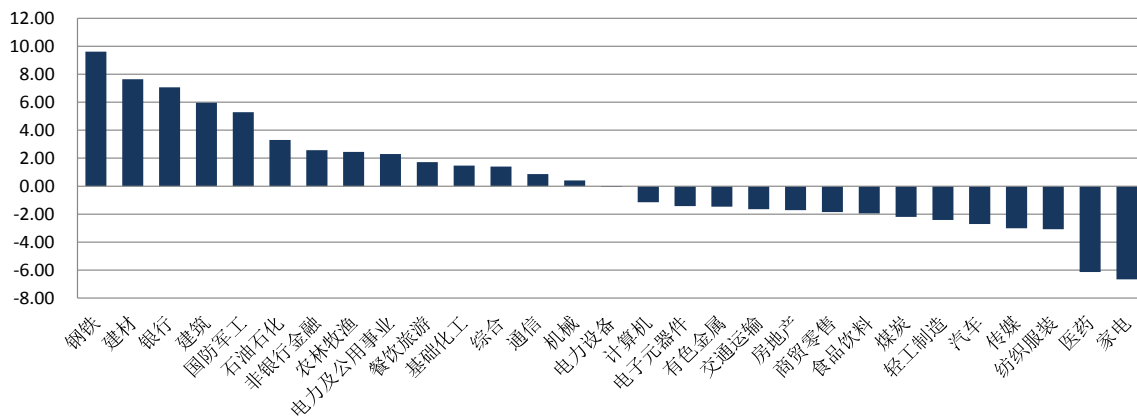
7月共22个交易日，纵观七月行情，市场探底回升，沪指最低触及2691点，超跌反弹至2900点后缩量调整。整体来看国内外多空因素交织，国内宏观经济数据延续回落，企业信用违约频发，中美贸易气氛再度紧张，但资金面流动性则持续平稳较好，财政政策释放宽松信号，资管新规边际放松。整体来看，行业涨跌不一，周期板块表现较好，消费板块回调，钢铁、建材、银行、建筑等行业领涨，家电、医药、纺织服装、传媒等行业领跌。最终，7月上证综指上涨1.02%至2876.40点，创业板指下跌2.83%至1561.26点，三大指数中沪深300指数小涨0.19%至3517.66点，上证50指数上涨2.63%至2545.12点，中证500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

图 1：上证综指价格及成交量



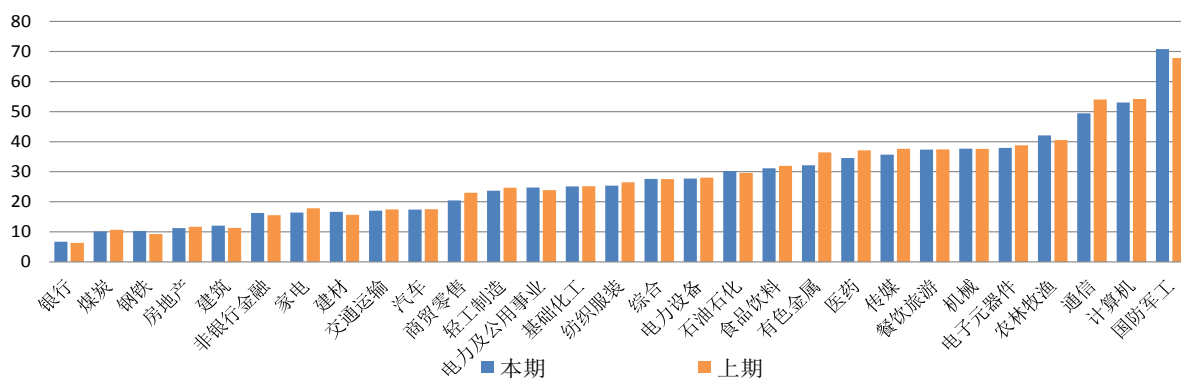
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

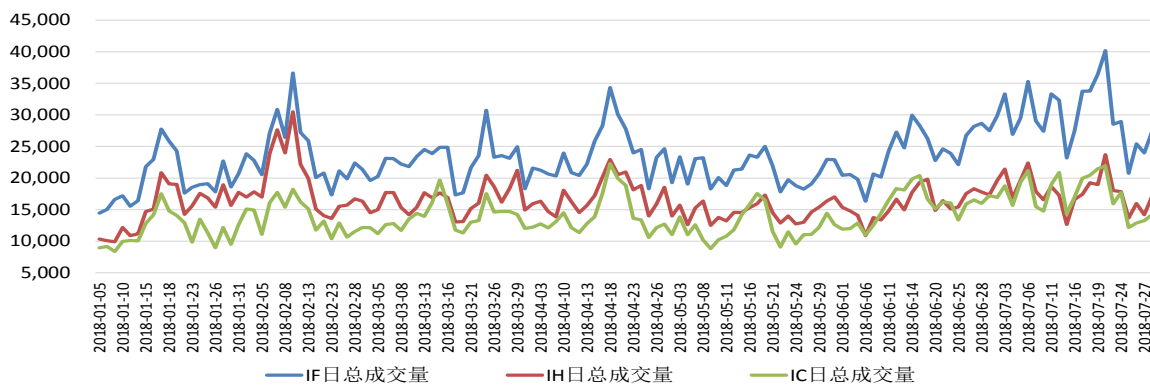
### 2.1 三大期指集体收涨，IH 涨幅较大

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

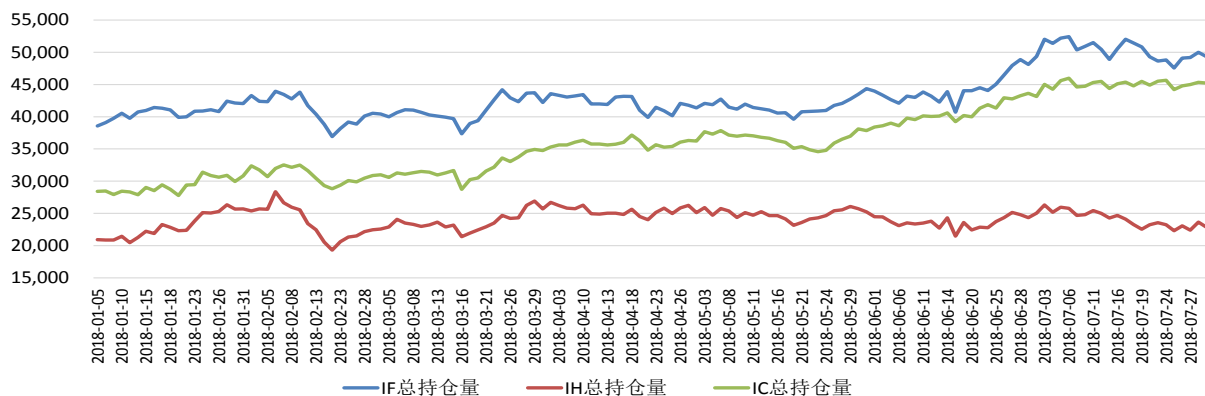


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 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

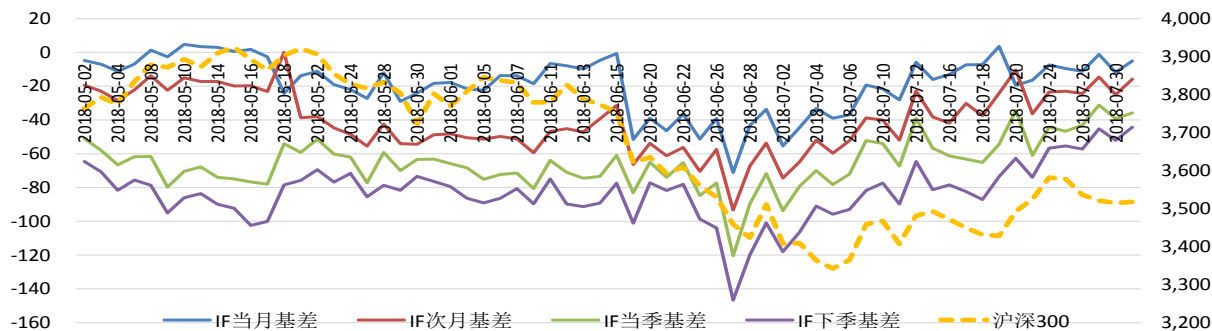


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 IF 及 IH 期现基差走强，IC 基差震荡偏弱

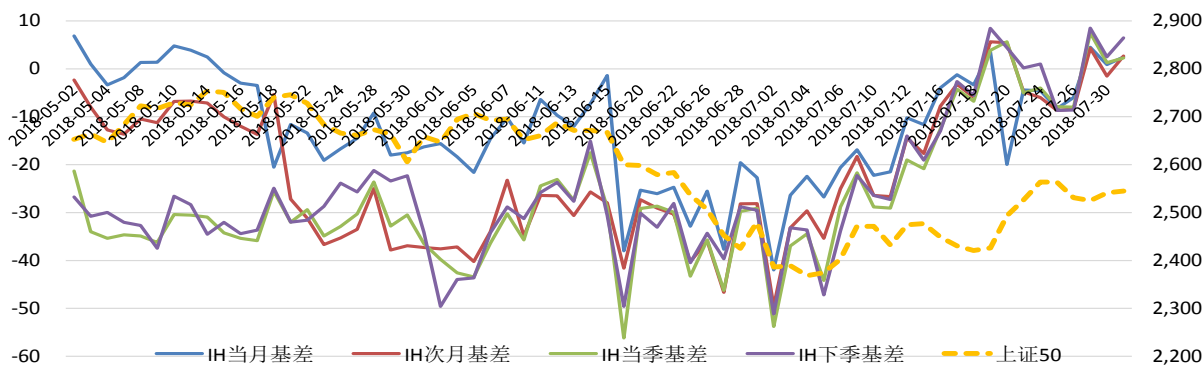
整体来看，IF 及 IH 期现基差走强，IC 基差震荡偏弱，指数成分股密集分红除息后，IF 合约贴水明显收窄，IH 合约回到小幅升水状态。

图 6：IF 各合约期现基差走势



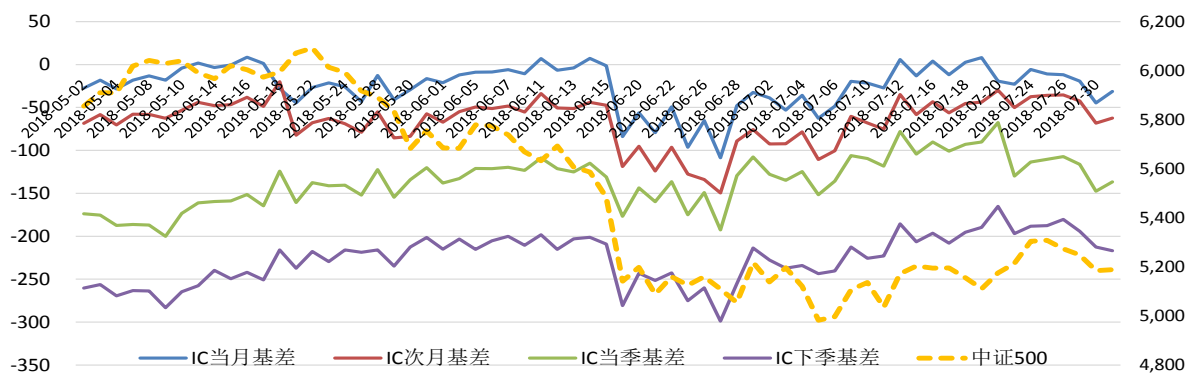
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

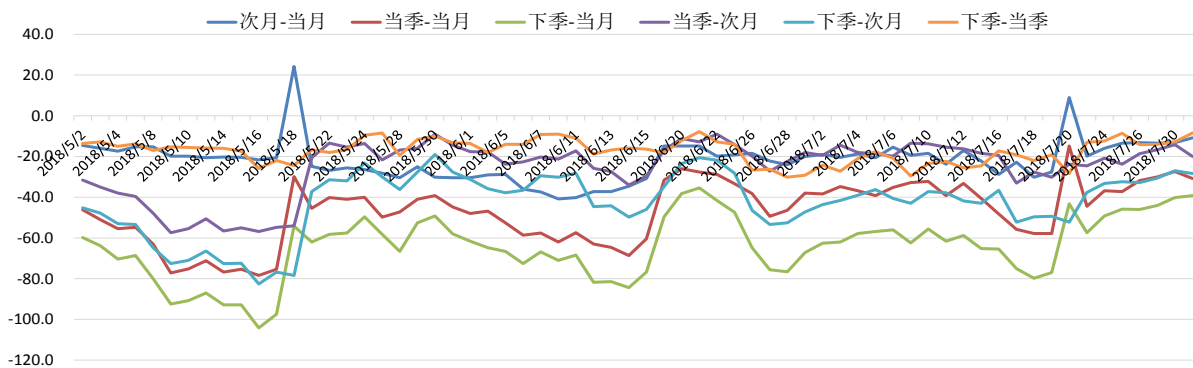


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 IF 及 IH 远-近价差收窄

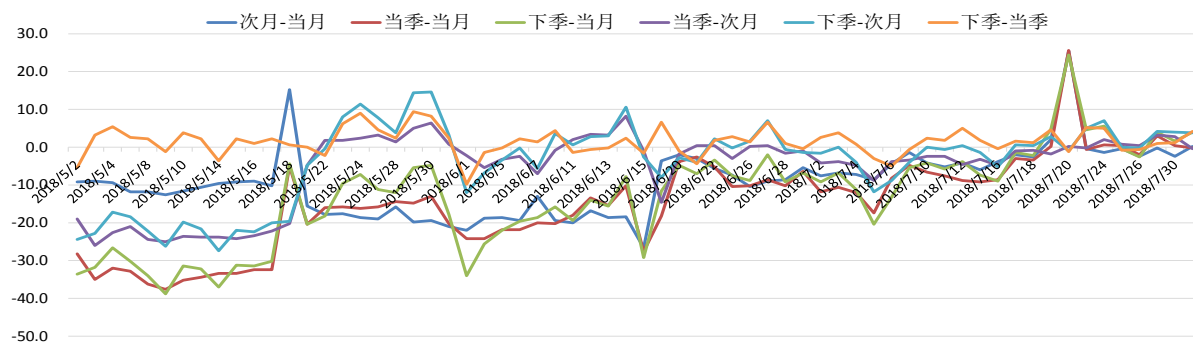
整体来看, IF 及 IH 远-近价差收窄, IH 远月合约价格与近月基本持平, IC 远-近月价差仍然较大, 尤其 IC 远月贴水维持较高水平。

图 9: IF 各合约跨期基差走势



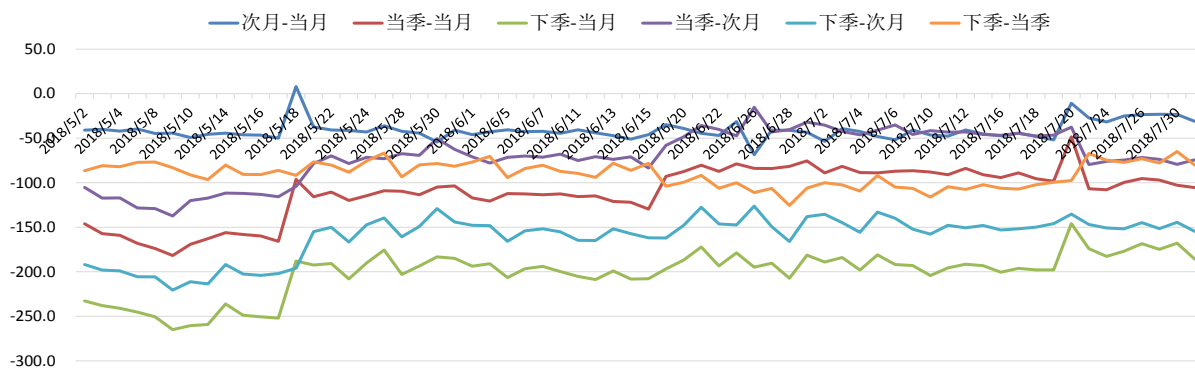
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

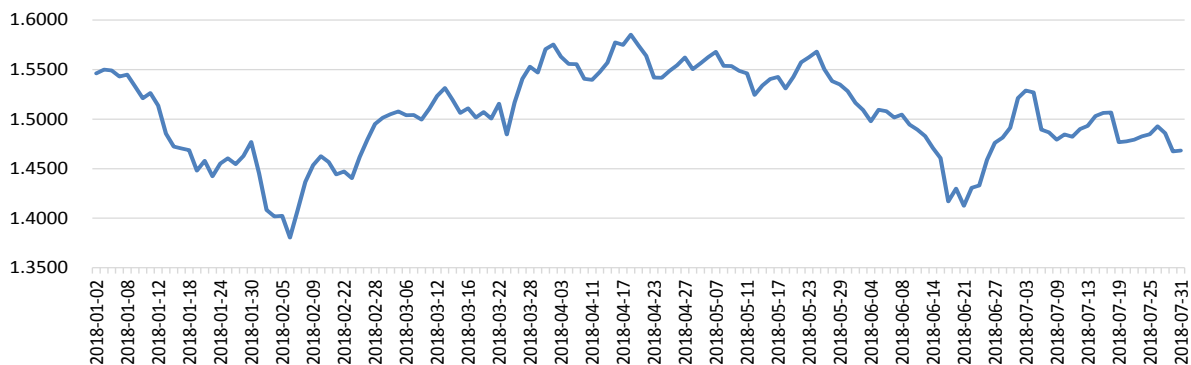


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 跨品种比值震荡中枢下行

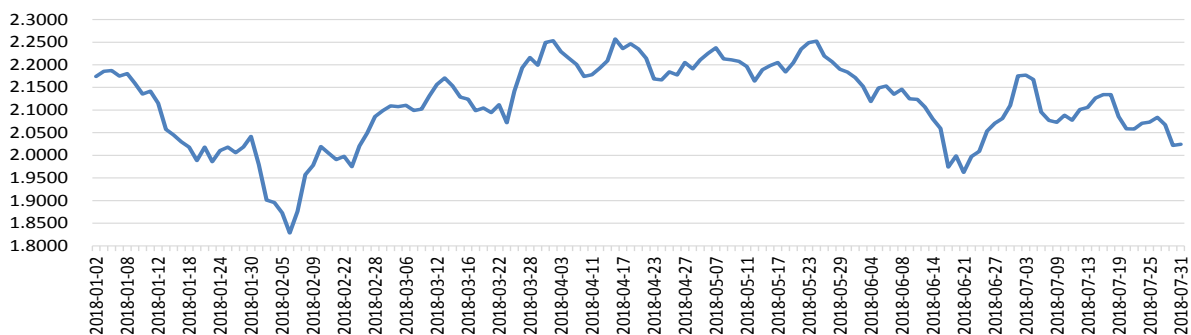
七月市场风格切换节奏仍然较快, 相对而言大盘股表现较强, 因此 IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值震荡中枢逐步下行。截至 7 月 31 日, IF/IH 主力合约点数比值回落至 1.3788, IC/IF 主力合约点数比值降至 1.4683, IC/IH 主力合约比值降至 2.0244。

图 12: IC/IF 主力合约比值走势



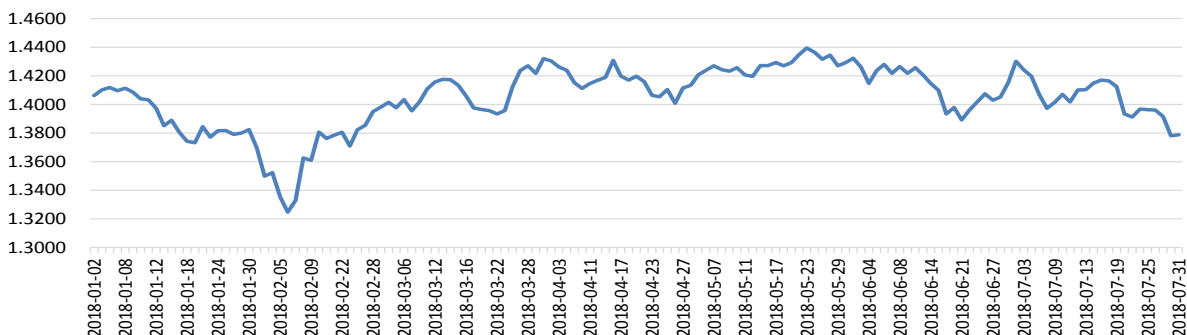
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

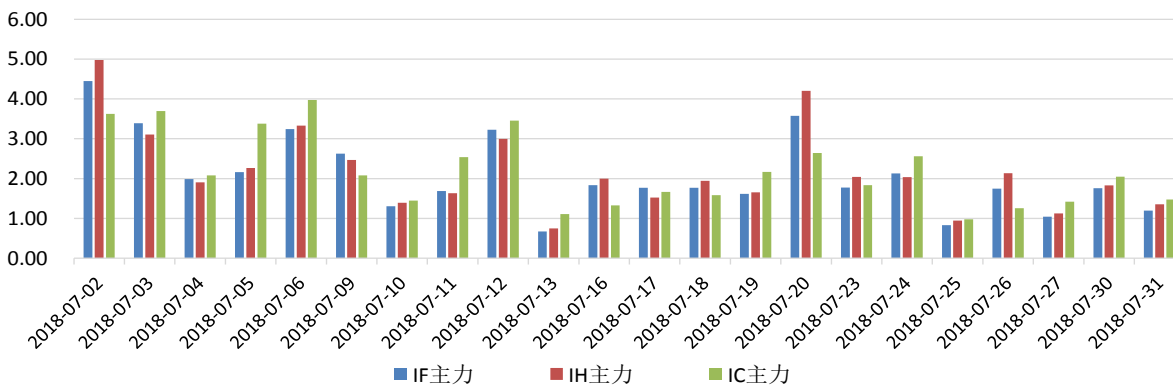


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.7 月下旬期指合约波动有所减小

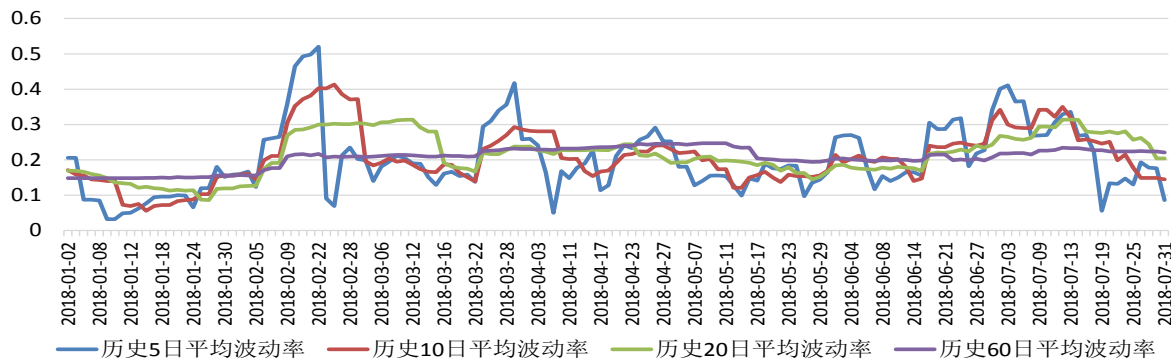
综合来看, 股指期货市场上半月波动仍处高位, 月下旬三大期指主力的日内振幅及短期波动率有所减少, 其中 IH 的日内振幅相对较大。

图 15: 三大期指主力日内振幅%



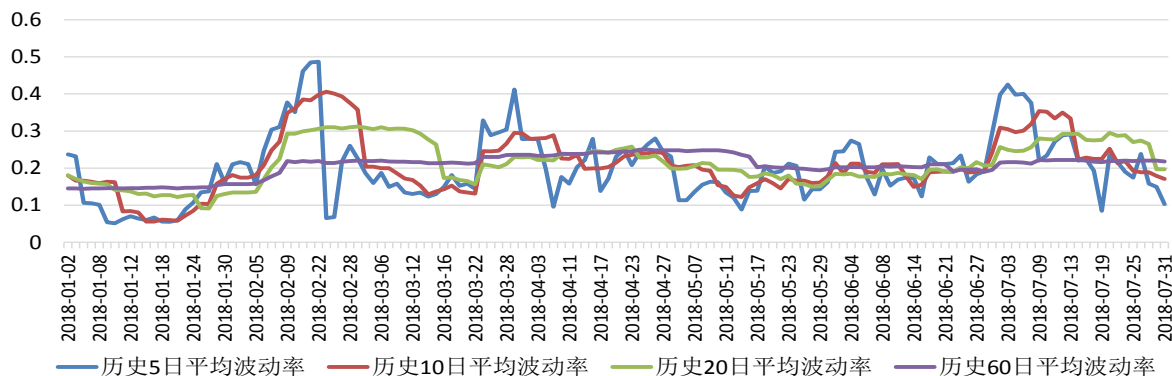
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IF 主力波动率走势



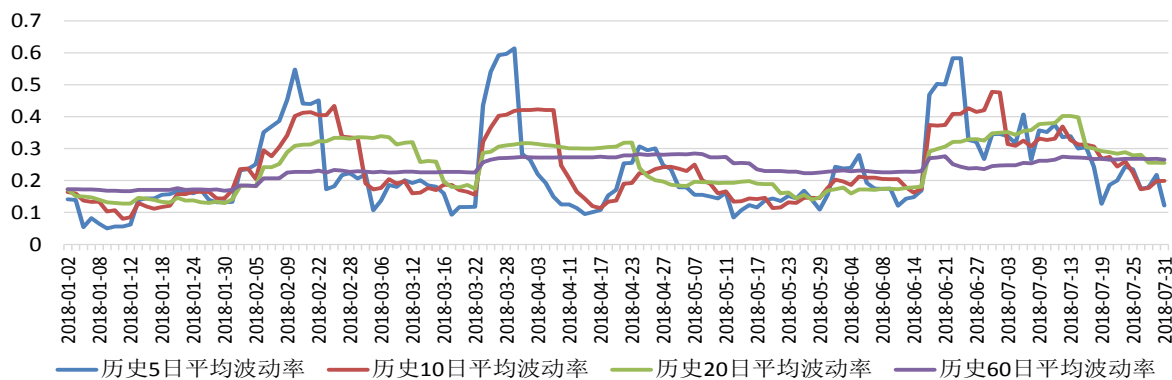
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。

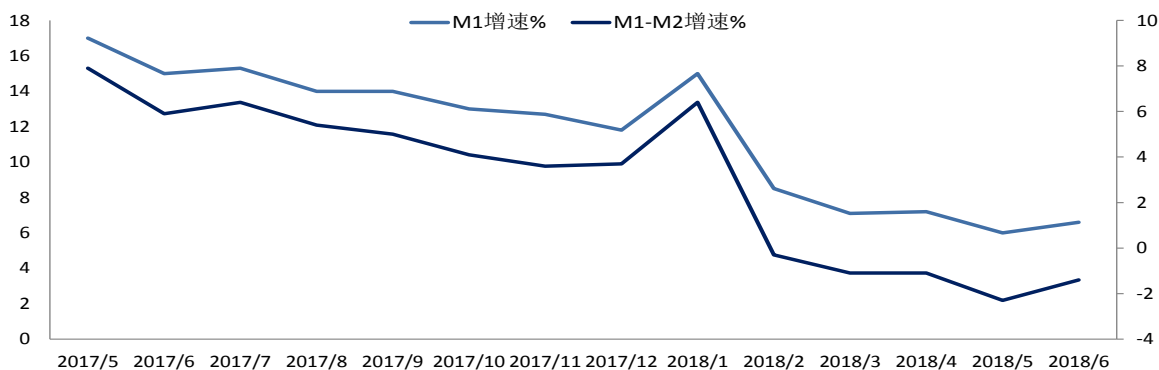
表 2：近期经济公报



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 --

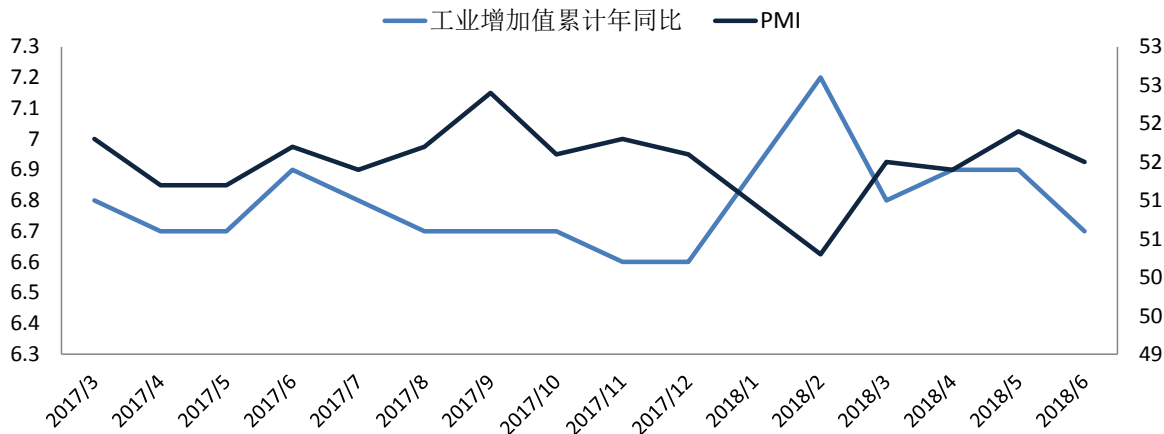
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: M1、M2 增速



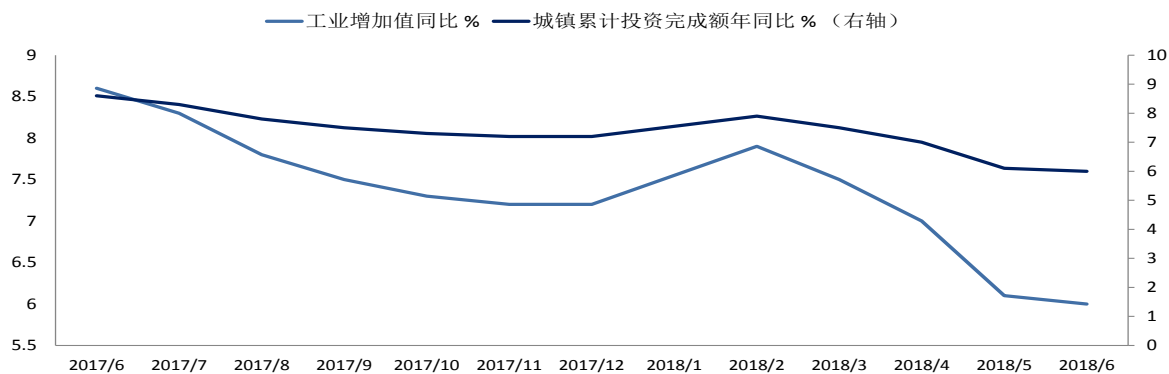
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: PMI 以及工业增加值 走势图



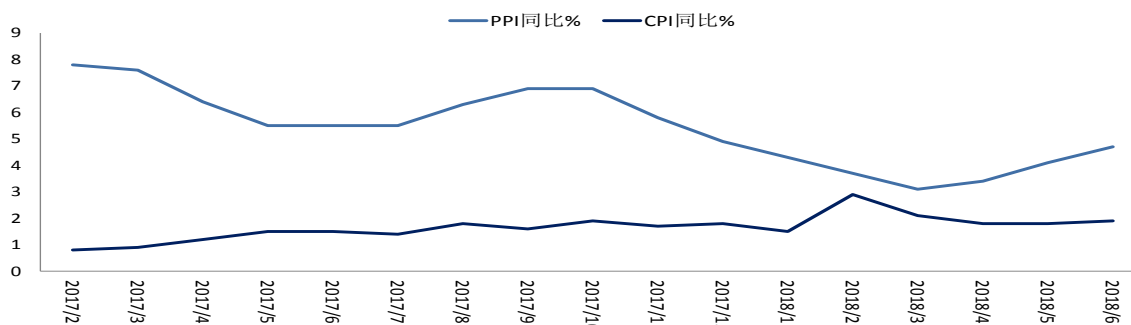
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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准难度不大，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

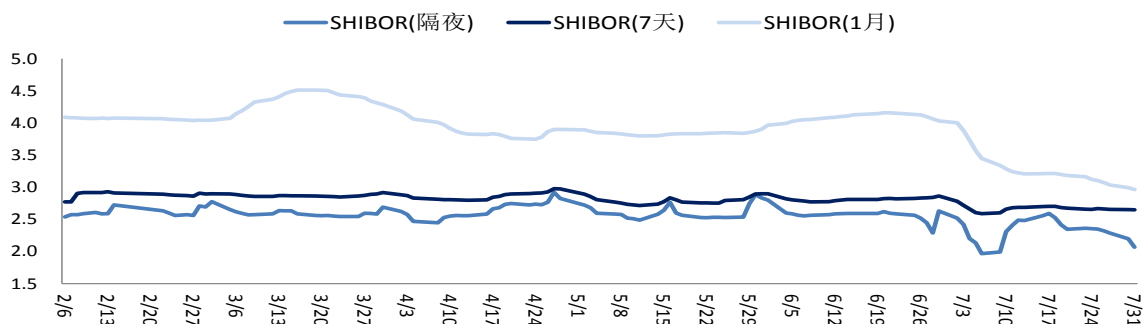
7月资金流动性整体维持平稳宽松，货币政策边际持续转松，资金利率延续下行态势，加上市场认为经济下行压力下未来国内降准的预期仍然较强，有利于股票估值修复，利好股票市场的超跌反弹。

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

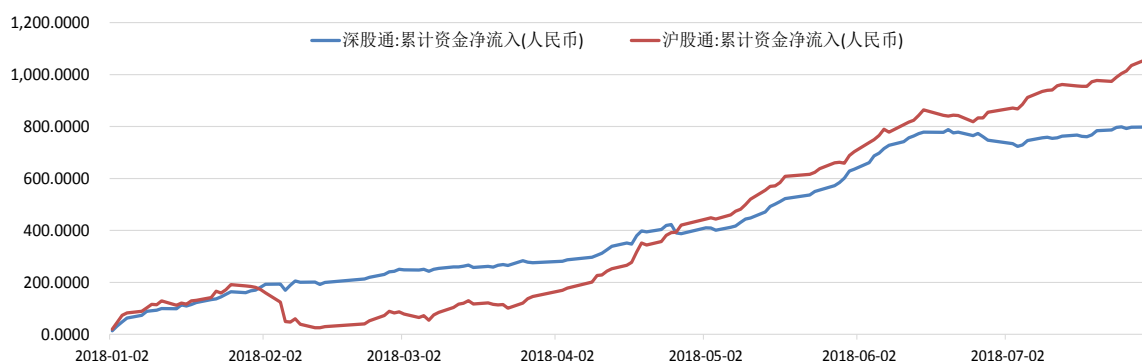
据表现亮眼，美联储暂不加息但罕见直言经济“强劲”，年内再加息两次的预期较高，人民币汇率目前已破 6.8，资金流出人民币资产的压力较大。但从近期市场的走势来看，境外资金反而在弱势行情下持续流入加仓，抄底 A 股市场。根据沪股通及深股通的流入情况来看，4 月起海外资金流入 A 股市场的步伐加快，截止 2018 年 7 月 31 日，2018 年度沪股通、深股通分别累计流入 1076 亿元人民币、810 亿元人民币，占 2017 年全年累计流入金额的 169.11%、59.53%。

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。

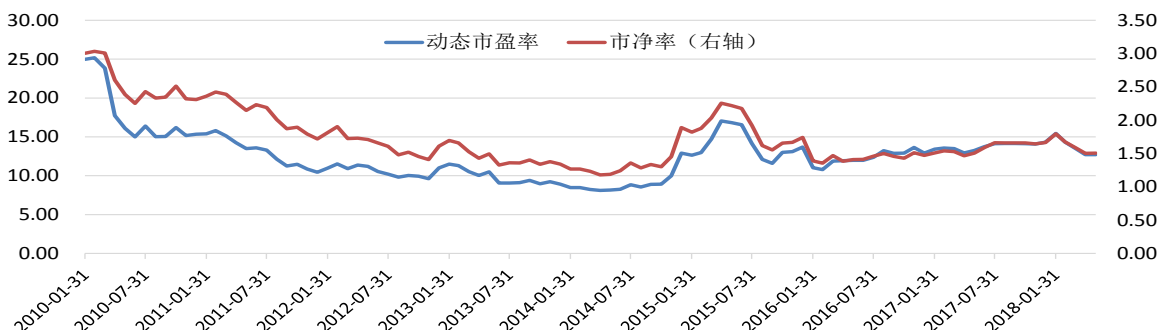
从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 7 月 31 日，上证 50 指数动态市盈率的均值是 10.50，标准差是 2.56；市净率均值是 1.52，标准差是 0.40。目前上证 50 指数的整体市盈率是 10.19，低于均值 0.12 个标准差；整体市净率是 1.26，低于均值 0.64 个标准差。

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。

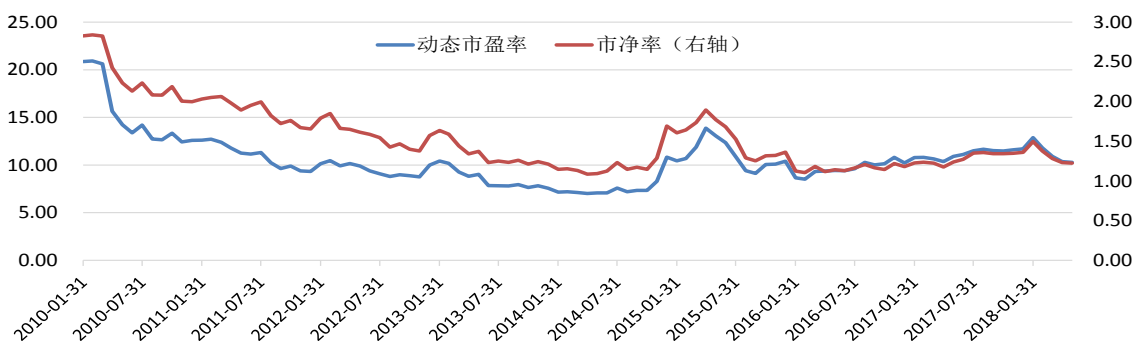
AH 股溢价指数从 2017 年 4 月触底反弹，到 2017 年 9 月 AH 股溢价指数达到 130 附近，2018 年 2 月起小幅回落，5 月回落至 120 以下，上月基本在 120 附近震荡。金融板块 7 月超跌反弹，目前行业指数的整体市盈率在 8.88 左右。

图 25: 沪深 300 指数市盈率走势



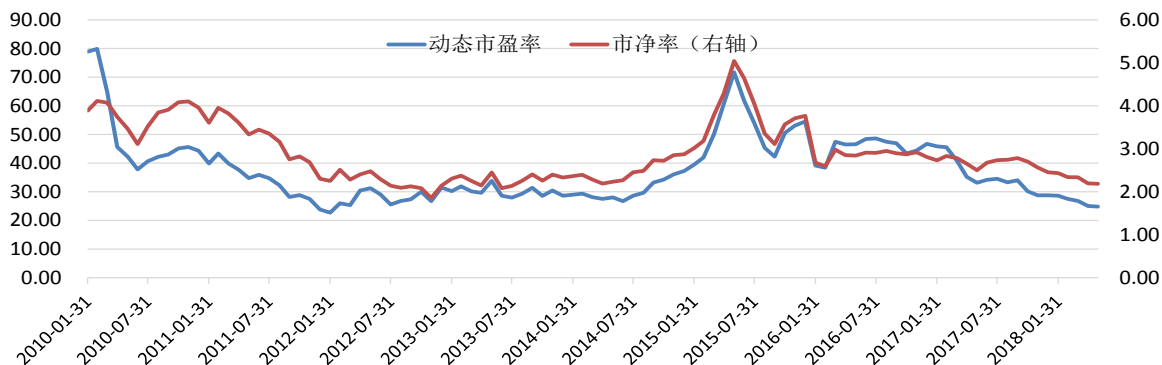
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 26: 上证 50 指数市盈率走势



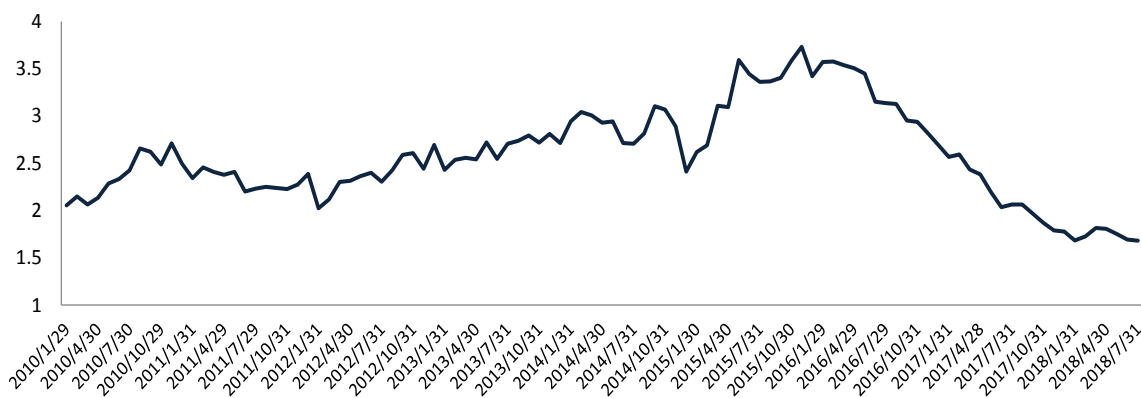
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 27: 中证 500 指数市盈率走势



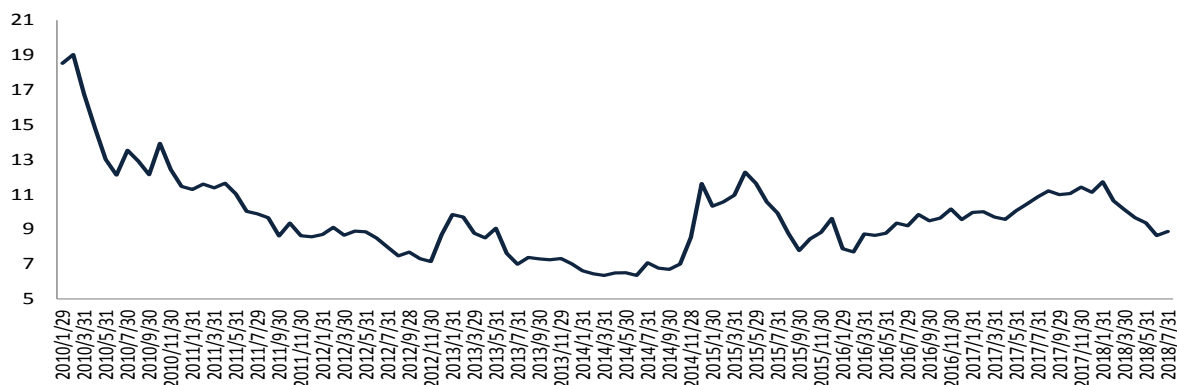
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 28: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

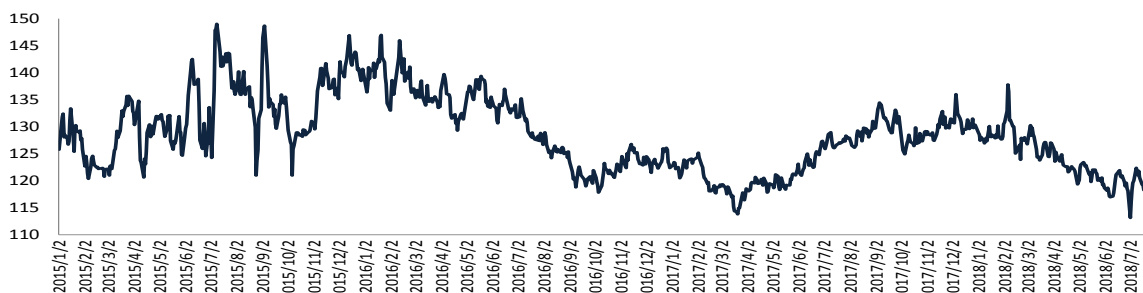
图 29: 金融指数市盈率走势



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。



## 多空因素交织，期债或区间震荡

2018年9月3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

8月期债整体较大幅走弱，其中2年期债月涨0.22%收于99.375元，5年期债月跌0.65%收于98.005元，10年期债月跌0.85%收于95.12元；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中5年期上行13bp至3.35%，10年期上行10bp至3.58%，大多数活跃券基差震荡下行。8月上半个月国债期货不断走弱，现券收益率亦较大幅上行，主要原因一是市场通胀预期调高，公布的7月物价和进出口数据对债市偏利空，二是前期获利盘在利空因素影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，四是市场预期资金面难回前期非常宽松的局面，叠加人民币在出现破位贬值，市场担忧货币政策难以进一步宽松；下半个月国债期货触底反弹，现券收益率止升下行，主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分；二是资金面转为趋松，平稳略偏松地跨月，三是无国债供给，四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量，令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温。

#### ● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的8月官方PMI高于预期，且出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，市场观察前期稳经济政策效果，在遏制地方政府隐性债务增量下预期基建增速难以大幅上行，9月美联储大概率加息，关注届时央行的操作；从资金面看，9月资金面跨季或有扰动但整体仍以偏宽松为主；从供给端看，9月地方政府专项债供给压力较大；从需求端看，9月国债需求或在境外机构带动下边际好转。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求较弱，发行规模小幅增加

2018年8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32185.14亿元，较上月增加6417.7亿元，其中地方债供给规模为8829.7亿元，较上月增加1260.16亿元，地方债供给规模将继续增加；国债发行规模合计为3694.84亿元，较上月增加286.24亿元，各别期限发行利率高于二级市场收益率且投标倍数约不足2倍，因地方政府专项债的发行加快对国债需求有一定的挤出效应；同业存单供给规模为17025.6亿元，较上月较大幅度增加4910.2亿元，长期限同业存单发行利率止跌上行，截止8月31日，1个月同业存单发行利率为2.7733%，3个月同业存单发行利率为3.0505%，6个月同业存单发行利率为3.7358%，分别较上月底变动-9.42bp、-2.01bp和18.58bp；政策性银行债供给规模为2635.00亿元，较上月减少38.9亿元，发行利率虽低于二级市场收益率，但配置需求相对有所弱化，仅在8月最后一周投标倍数高于4倍。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



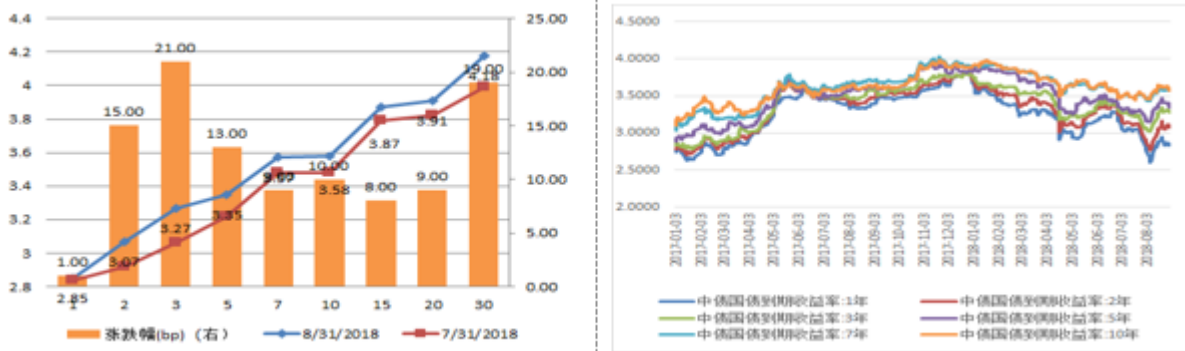
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现程度不一的上行

8月主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中1年期收益率上行1bp，5年期收益率上行13bp至3.35%，10年期收益率上行10bp至3.58%，收益率曲线小幅走陡，其中10-1年利差走陡约9bp，10-5年利差走平约3bp。8月上半个月国债收益率不断走高，其中10年期国债收益率逼近3.7%，主要原因一是随着商品的走强，市场通胀预期调高，公布的7月物价数据和进出口数据高于预期对债市偏利空，二是前期获利盘在发改委降低企业杠杆率和央行持续暂停公开市场操作的影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面利率债供给压力增加，对国债一级市场需求有一定的挤出效应，四是月中由于缴税和政府债券发行的扰动，各期限资金利率出现大幅上行，虽然央行超额平价续作MLF和重启逆回购，但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面，叠加人民币在月中出现破位贬值，令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松；下半个月国债收益率

止升下行，主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分；二是资金面央行进行净投放、在无 MLF 到期时超预期进行 MLF 投放叠加财政存款的投放下变为趋松，平稳略偏松地跨月，带动短端收益率止升下行，三是下半个月暂国债供给，供给压力边际有所缓和，四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量，令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温，五是长春市政府率先取消了货币化安置购房奖励政策，鼓励实物安置，市场预期棚改货币化安置可能将逐步退出，叠加央行窗口指导暂停房地产信托的利好消息面的刺激。从月度数据来看，1Y 期上行 1bp 至 2.85%，2Y 期上行 15bp 至 3.07%，3Y 期上行 21bp 至 3.27%，5Y 期上行 13bp 至 3.35%，7Y 期上行 9bp 至 3.57%，10Y 期上行 10bp 至 3.58%，15Y 期上行 8bp 至 3.87%，20Y 期上行 9bp 至 3.91%，30Y 期上行 19bp 至 4.18%。

图 2：8 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 期货市场行情回顾

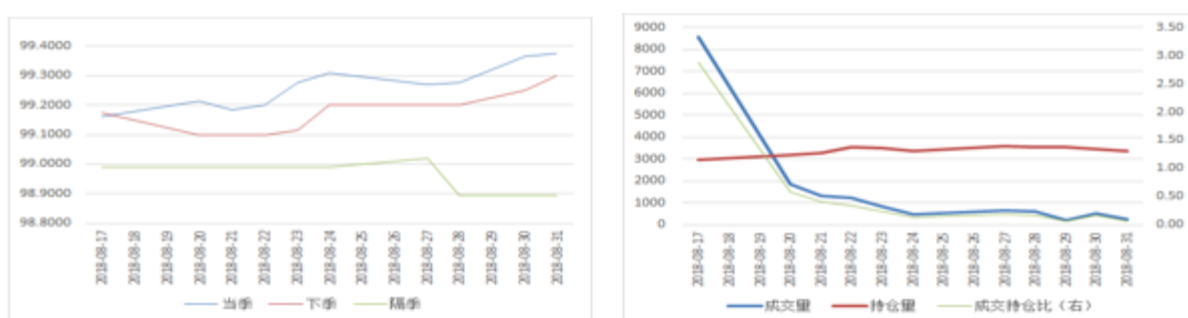
### 2.1 期债先抑后扬，整体较大幅走弱

截止到8月31日收盘，两年期国债期货主力合约TS1812收于99.375元，月涨0.22或0.22%；下季合约TF1903收于97.695元，月跌0.66或0.08%；成交方面，主力合约TS1812成交量日均1500手，三个合约日均成交1503手；持仓方面截止到8月31日，主力合约TS1812持仓量为3338手，三个合约持仓达到3343手，较上月底增加5手。五年期国债期货近交割月合约TF1809收于97.90元，月跌0.55或0.62%；主力合约TF1812收于98.005元，月跌0.59或0.65%；隔季合约TF1903收于97.695元，月跌0.66或0.08%；成交方面，主力合约TF1812成交量日均4911手，三个合约日均成交9058手；持仓方面截止到8月31日，主力合约TF1812持仓量为14963手，三个合约持仓达到17169手，较上月底减少3350手。十年期国债期货近交割月合约TF1809收于95.355元，月跌0.475或0.57%；主力合约T1812收于95.12元，月跌0.755或0.85%；隔季合约T1903收于95.255元，月跌0.47或0.31%；成交方面，主力合约T1812成交量日均25686手，三个合约日均成交45724手；持仓方面截止到8月31日，主力合约T1812持仓量为52382手，三个合约持仓达到53294手，较上月底减少13356手。

8月上半个月国债期货不断走弱，跌幅较大，主要原因一是随着商品的走强，市场通胀预期调高，公布的7月物价数据和进出口数据高于预期对债市偏利空，二是前期获利盘在发改委降低企业杠杆率和央行持续暂停公开市场操作的影响下止盈意愿较强，三是财政部发文要求加快地方政府专项债的发行，一方面强化市场对基建增速触底反弹的预期，另一方面利率债供给

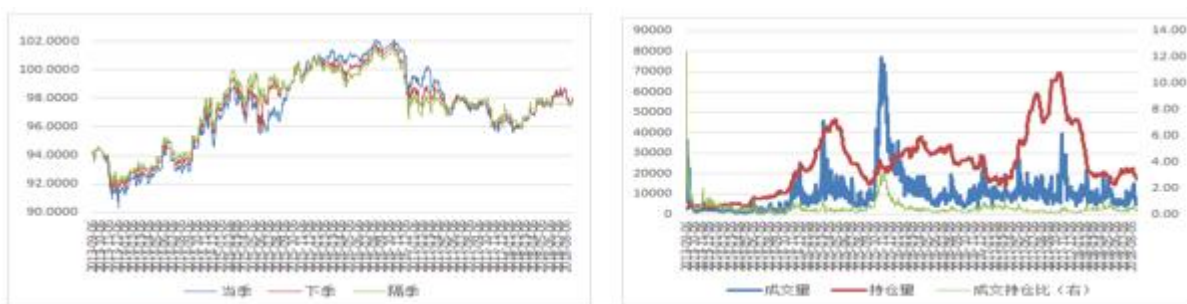
压力增加,对国债一级市场需求有一定的挤出效应,四是月中由于缴税和政府债券发行的扰动,各期限资金利率出现大幅上行,虽然央行超额平价续作 MLF 和重启逆回购,但市场预期资金面难回前期非常宽松的局面,叠加人民币在月中出现破位贬值,令市场担忧国内货币政策难以进一步宽松;下半个月国债期货触底反弹,主要原因一是前期快速较大幅下跌后对利空因素反映较充分;二是资金面央行进行净投放、在无 MLF 到期时超预期进行 MLF 投放叠加财政存款的投放下变为趋松,平稳略偏松地跨月,带动短端收益率止升下行,三是下半个月国债供给,供给压力边际有所缓和,四是财政部表明要坚决遏制隐性债务增量,妥善化解隐性债务存量,令市场对基建投资反弹幅度预期有所降温,五是长春市政府率先取消了货币化安置购房奖励政策,鼓励实物安置,市场预期棚改货币化安置可能将逐步退出,叠加央行窗口指导暂停房地产信托的利好消息面的刺激。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

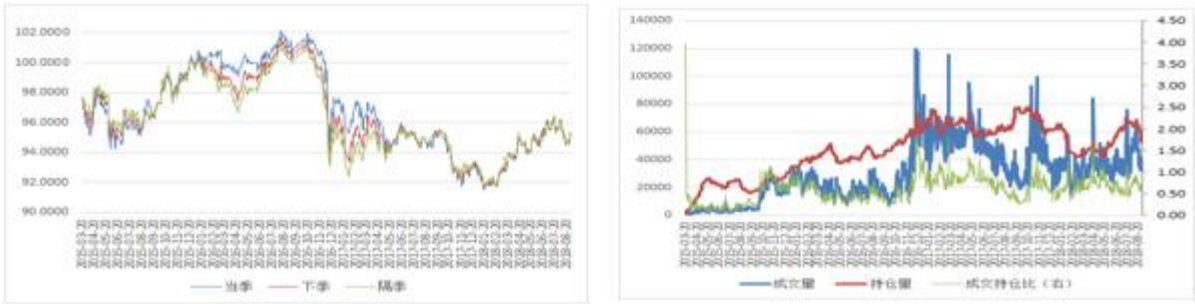
图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 5: T 价格走势&T 成交与持仓

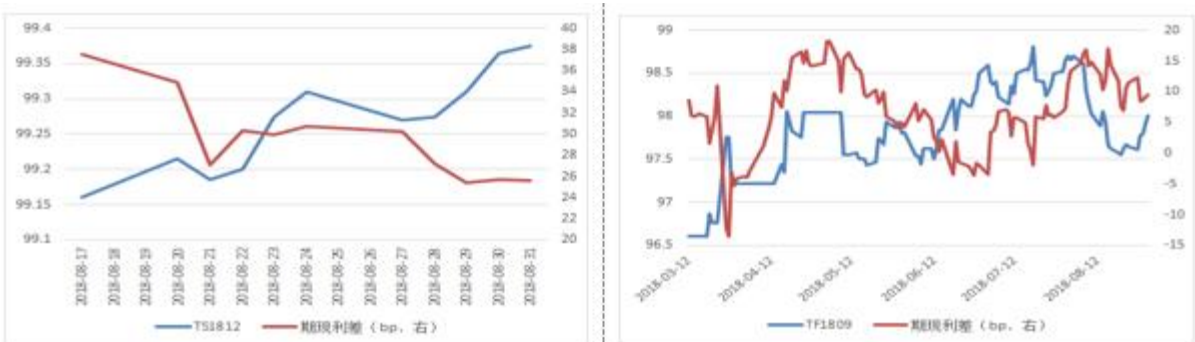


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差走势有所分化

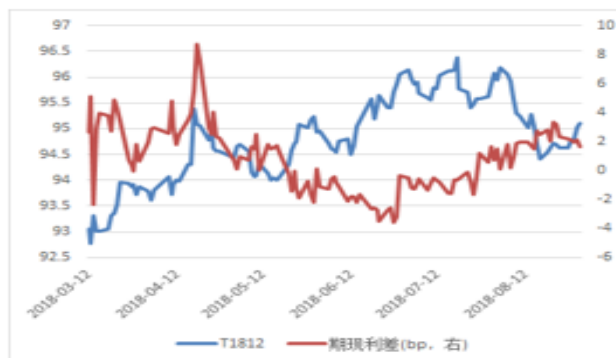
从 8 月份的期现利差来看, 8 月前期国债期货价格较大幅走低, 现券收益率先较大幅上行后小幅下行, 2 年期债走势弱于现券, 5 年期债走势略弱于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TS1812 合约期现利差震荡下行至约 25bp, 合约 TF1812 的期现利差先上后下至约 9.5bp, 合约 T1812 的期现利差先上后下窄幅震荡至约 1.6bp。

图 6: TS1812 结算价与期现利差&TF1812 结算价与期现利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: T1812 结算价与期现利差

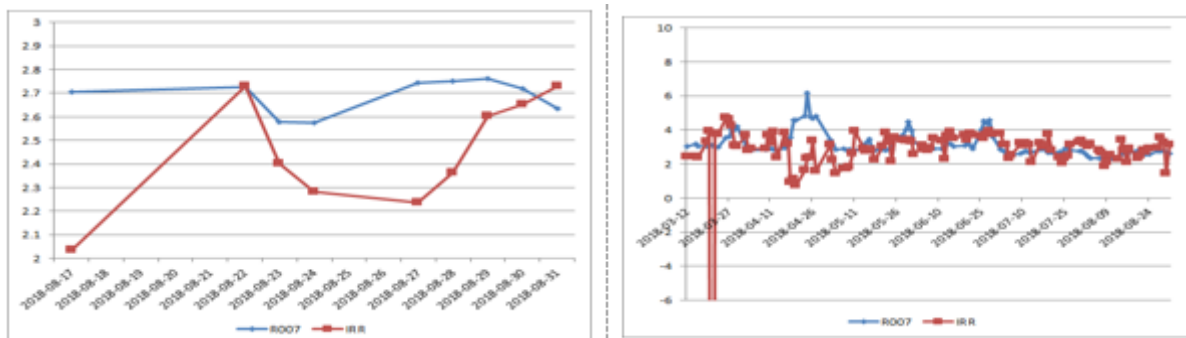


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

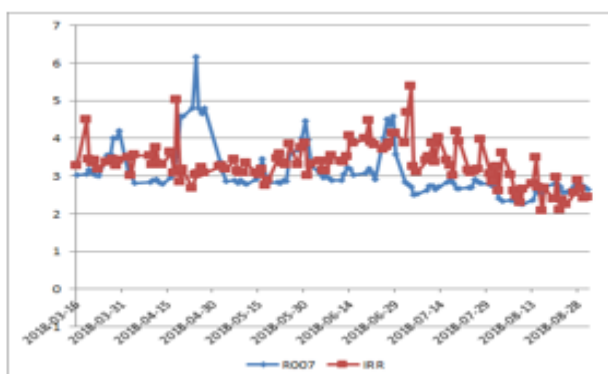
从8月份TS1812合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先下后上，而R007先上后下，在8月TS1812合约无明显的正套和反套期现套利机会；从8月份主力合约TF1812活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先下后上，而R007先上后下，在8月TF1812合约无明显的正向和反向期现套利机会；从8月份主力合约T1812活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR先上后下，而R007先上后下，在8月T1812合约无明显的正向和反向期现套利机会。

图 8: TS1812 活跃 CTD 券 IRR&TF1812 活跃 CTD 券 IRR



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9: T1812 活跃 CTD 券 IRR

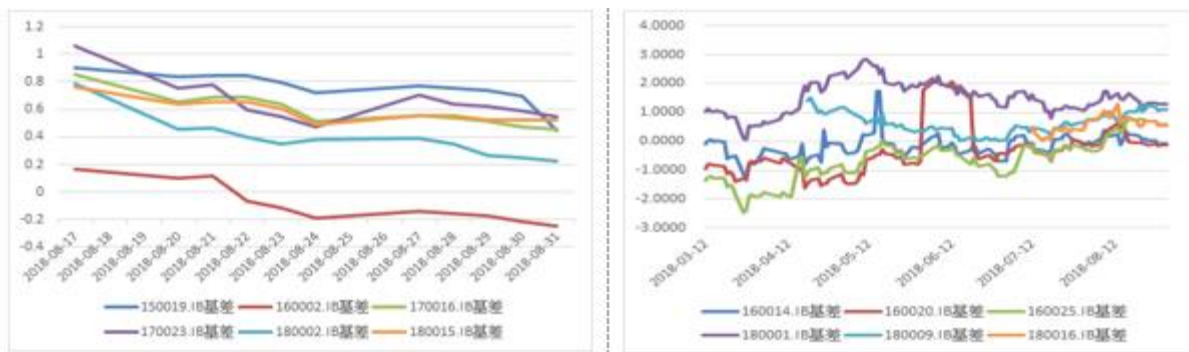


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 活跃券基差

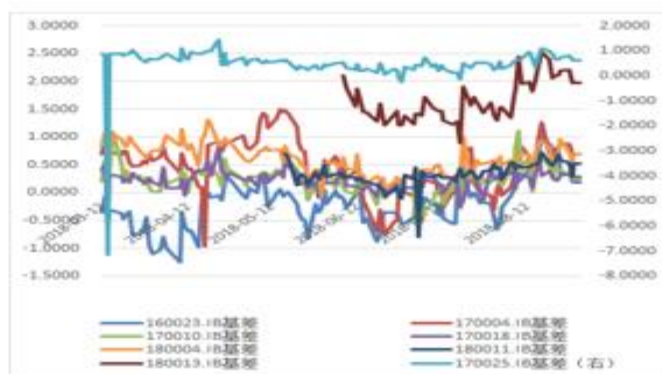
TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB 基、170016.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 基差震荡下行，适宜做空基差；TF1812 的活跃券 160025.IB、160020.IB、180009.IB 基差震荡下行，适宜做空基差，180001.IB 和 180016.IB 基差震荡上行，适宜做多基差；T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下，其中 160023.IB、170004.IB、170010.IB、170018.IB、170025.IB 和 180013.IB 基差震荡上行，适宜做多基差，180004.IB 和 180011.IB 基差震荡下行，适宜做空基差。

图 10: TS1812 活跃券基差走势&TF1812 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1812 活跃券基差走势

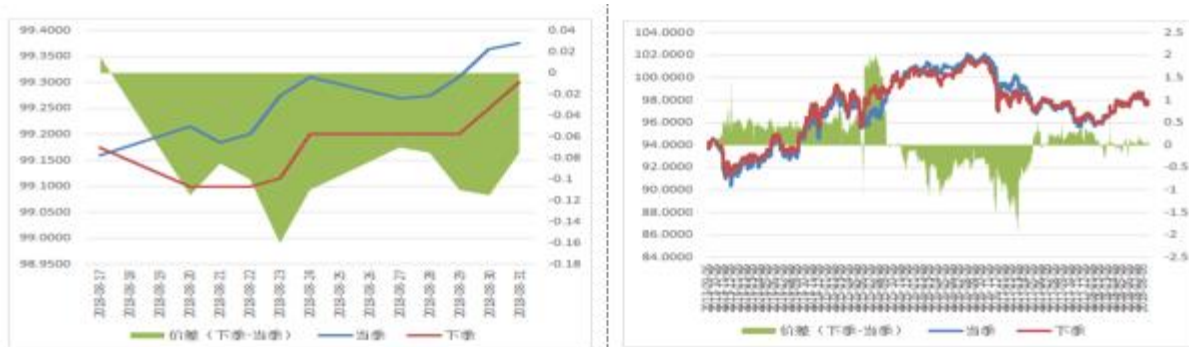


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差

8 月国债期货处于移仓换月阶段, 五年期债价差正向先走扩后收窄, 推荐的多下空当跨期策略止盈; 十年期债价差先由正转负后负向走扩, 推荐的多下空当跨期策略止损。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 13: 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 8 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%，较上月上行 0.1%。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.3%和 52.2%，分别比上月上行 0.3%和下行 0.1%，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 49.4%和 49.1%，比上月下行 0.4%和 0.5%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 58.7%，较上月大幅上行 4.4%，与国内原材料价格走势一致，其中黑色、化工、纺织、金属制品等主要原材料购进价格指数位于 60.0%以上的高位运行区间。

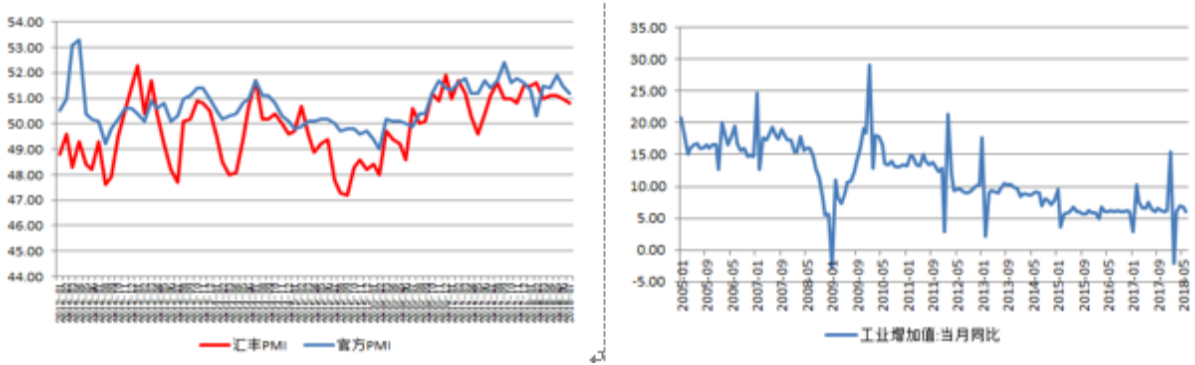
从房地产销售来看，房地产开发投资在 7 月上升 0.5%至 10.2%，商品房销售面积增速小幅反弹 0.9%至 4.2%，房地产开发增速小幅反弹，前期土地增值费增速影响将减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资会回落；7 月份基建投资增速下行 1.6%至 5.7%，基建增速延续下滑，但中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板的力度”，预计基建投资增速大概率低位反弹；7 月份制造业投资增速继续回升 0.5%至 7.3%，制造业投资增速延续反弹；社零增速下行 0.2%至 8.8%，消费增速走弱；出口增速上行 1.0%至 12.2%，进口增速上行 13.2%至 27.3%，进出口增速走高且高于预期，贸易顺差正向减少，中美贸易摩擦的影响暂未显现。

通胀方面，7 月份 CPI 较上月上行 0.2%至 2.1%，高于市场预期，猪肉价格下降速度进一步趋缓，鲜菜价格上升速度亦进一步趋缓，近期寿光洪水等事件令市场对通胀预期高企，PPI 较上月下行 0.1%至 4.6%，蔬菜价格增速正向继续小幅回落 5.5%至 3.8%，猪肉价格下行速度减少 3.2%至 -9.6%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 8 月 PPI 同比增速或继续小幅回落，CPI 同比或小幅上行。

2018 年 7 月新增贷款 12861.15 亿元，较上月减少约 3926.19 亿元，企业债融资为 2237.39 亿元，较上月增加约 824.77 亿元，企业债发行继续小幅增加，委托贷款为 -950.48 亿元，较上月增加 691.63 亿元，信托贷款为 -1191.91 亿元，较上月增加 431.46 亿元，银行承兑汇票为 -2743.78，

较上月增加约 905.46 亿元，受到政策影响非标融资规模大幅减少，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票受到资管新规细则中对非标监管的边际放松影响，下行幅度放缓，表内信贷规模虽高于预期，但社融增速不及预期；M2 同比为 8.5%，较上月上升 0.5%，M2 上行速度高于社融上升速度，M1 较上月下行 1.5%至 5.1%，导致 M1-M2 的剪刀差为正且小幅走扩。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继续趋缓，社融可能会逐渐回升。预计 8 月社融增速或企稳，新增人民币贷款或下滑，M2 增速或小幅下行。

图 14: 制造业 PMI&工业增加值



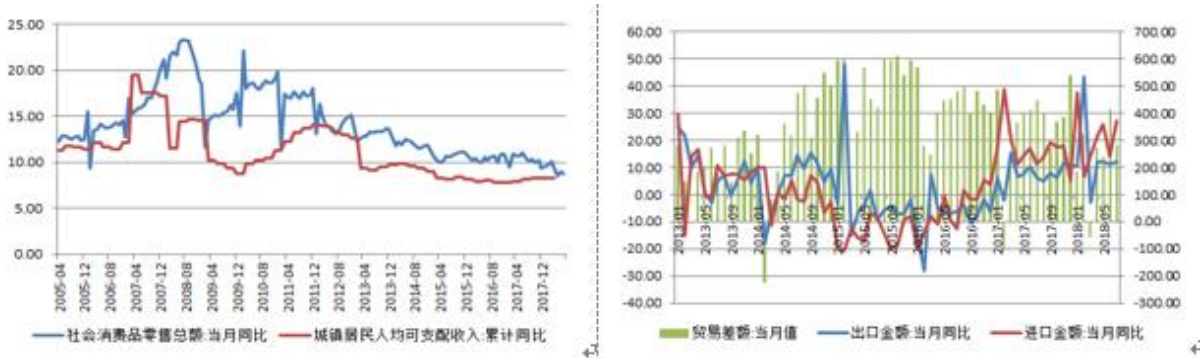
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 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



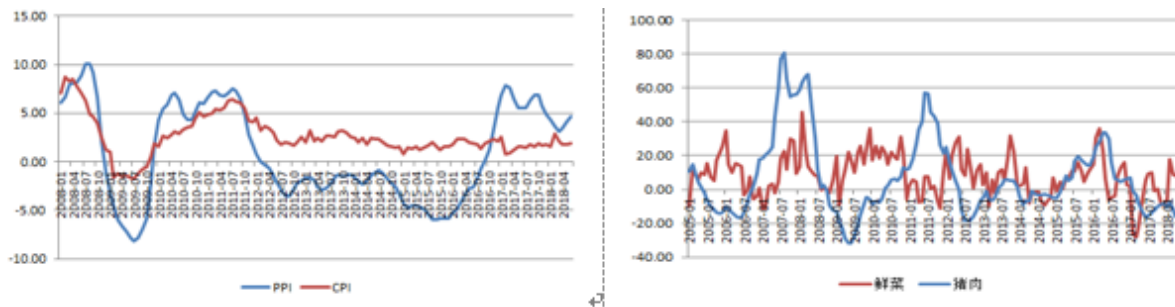
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



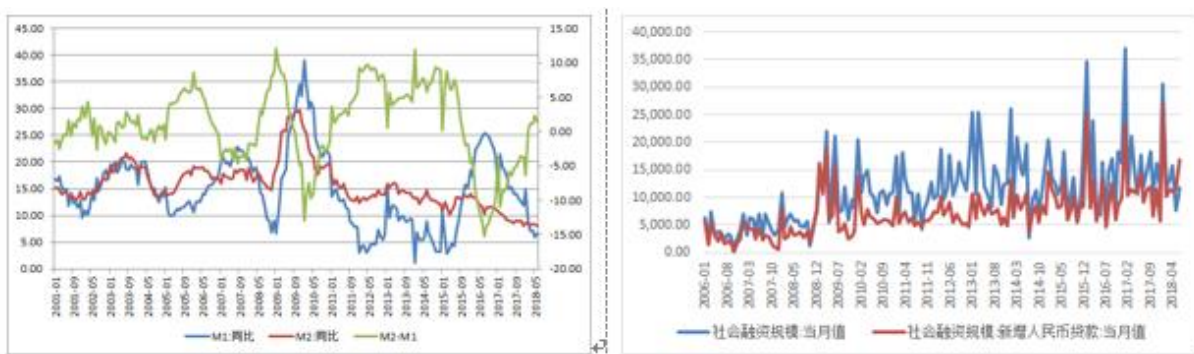
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: 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 18: 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

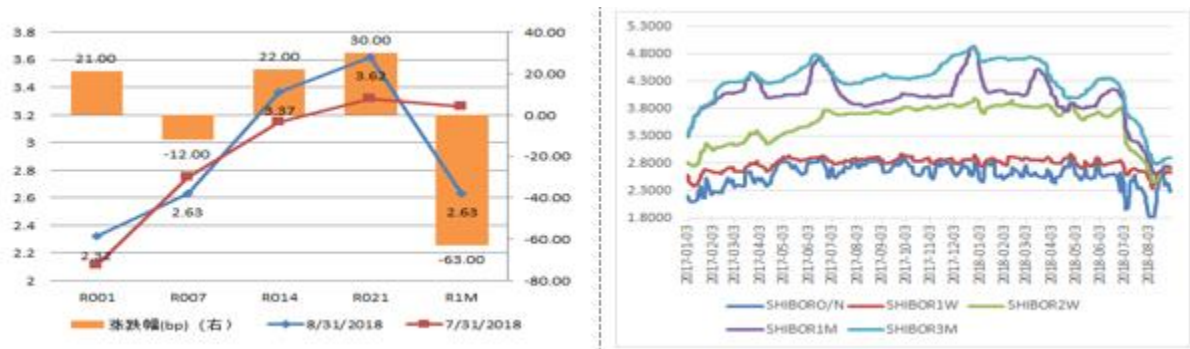
8月10日央行公布了《二季度货币政策执行报告》强调稳健货币政策要“保持中性，松紧适度，把好货币供给总闸门”，“优化融资结构和信贷结构，疏通货币信贷政策传导机制”，在专栏中论证了“目前银行体系流动性是合理充裕的”，令市场预期8月初非常宽松的资金面有边际收紧的压力，且央行目前重视“宽信用”政策的传导，8月18日银保监会下发《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，目的在于配合央行进一步疏通货币政策的传导机制，满足实体经济有效融资需求；8月14日财政部下发《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，明确提出“加快专项债券发行进度，今年地方政府债券发行进度打破季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行”，政策出台后，地方政府专项债发行规模和速度明显加快，一方面地方政府专项债大多数对应基建投资项目，市场预期基建投资增速将触底反弹，二是地方政府专项债的发行对国债和政策银行债有一定的挤出效应，特别是在地方政府债券风险权重有可能降至0的情况下。整体来看，8月出台的政策在于落实中央政治局工作会议关于“稳经济”的目标，但同时严控地方政府隐性债务仍是积极财政政策的前提条件，遏制房价上涨仍令市场风险偏好偏低。



### 3.3 资金利率：8月资金面边际略趋紧，预计9月维持偏宽松

8月月初资金面宽松，月中缴税时点、受财政部政策影响地方政府专项债发行速度和规模增加和人民币破位贬值的扰动，资金面趋紧，月末尽管央行在公开市场暂停操作回但由于财政存款的投放，资金面依然维持偏宽松，轻松跨月。从质押式回购利率来看，隔夜上行 21bp 至 2.32%，7 天下行 12bp 至 2.63%，14 天上行 22bp 至 3.37%，1M 下行 63bp 至 2.63%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜上行 24bp 至 2.31%，7 天下行 2bp 至 2.63%，14 天下行 13bp 至 2.68%，1M 下行 25bp 至 2.72%，3M 下行 28bp 至 2.89%。8 月份有 3500 亿元逆回购操作到期，央行进行 3000 亿元投放，净回笼 500 亿元，8 月份有 4625 亿元 MLF 到期，央行进行 5320 亿元 MLF 投放，净投放 695 亿元，8 月份有 1200 亿元国库现金定存到期，央行进行了 2200 亿元国库现金定存，在 8 月 27 日进行的 1000 亿元国库现金定存中标利率随行就市上行 10bp，8 月央行在公开市场上净投放 2455 亿元（包括国库现金定存）；9 月公开市场有 2765 亿元资金量到期，其中包括 1765 亿元 1 年期 MLF 到期和 1000 亿元国库现金定存到期，到期压力不大，且在央行《二季度货币政策执行报告》中明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，预计 9 月资金面维持偏宽松。

图 19：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：9月期债可能有继续博弈反弹的空间

从经济基本面来看，公布的 8 月官方 PMI 高于预期，且出台政策稳经济，预期未来经济下行压力有所缓和；从政策面看，市场观察前期稳经济政策效果，在遏制地方政府隐性债务增量下预期基建增速难以大幅上行，9 月美联储大概率加息，关注届时央行的操作；从资金面看，9 月资金面跨季或有扰动但整体仍以偏宽松为主；从供给端看，9 月地方政府专项债供给压力较大；从需求端看，9 月国债需求或在境外机构带动下边际好转。预计在多空因素交织的情况下，期债区间震荡，操作上，长期投资者前多持有，短期投资者可阶段性做多博弈反弹或关注日内波动。

## 基本面预期改善，铜价不悲观

2018年9月3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

8月铜价延续弱势，年初至8月底LME3月铜价累计跌18%，在有色金属中跌幅仅次于锌（-25%）。

#### ● 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 9.41%，预期下半年铜矿供应压力明显减弱。全球前十大矿企上半年产量同比增加 44.68 万吨，增幅达 9.41%。增量主要来自 Escondida、Grasberg、Katanga，其中 Escondida 上半年增量 31 万吨，Grasberg 上半年增量 14 万吨。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。

2. 国内 7 月精炼铜产量仍维持高速增长，但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降。

国内 7 月精炼铜产量 72.58 万吨，同比去年增加 14.66%，1-7 月累计产量 505.19 万吨，累计同比达 13.13%。但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降。

3. 电网投资再度下滑，预期剩余 5 月投资增速回升。

7 月电网基本建设投资完成额仅为 311 亿元，同比去年大幅下滑 25.09%，1-7 月累计投资额 2347 亿元，同比下降 16.60%，降幅较 1-6 月扩大。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，年内剩余的 5 个月电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

4. 交易所库存连降 10 周，其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 46%。上周三大交易所铜库存继续下滑 1.39 万吨，自 6 月 22 日起连续 10 周累计下滑 19.02 万吨。其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 12.07 万吨，下滑幅度达 46%。

结合供需来看，预期铜自身基本面后期出现边际改善



的几率较大，我们对铜价不悲观，建议投资者在 48000 附近逐步布局多单。仅供参考。

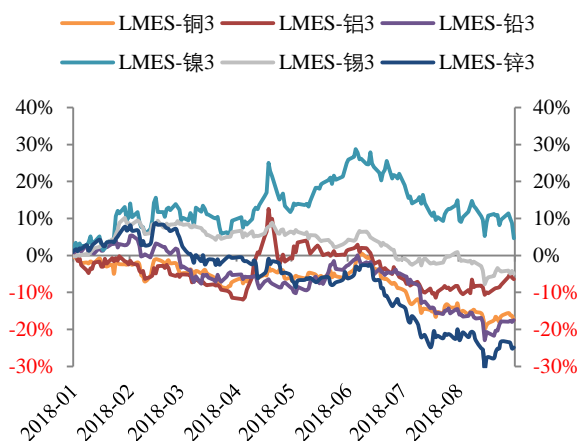
● **风险提示**

- 1.中美贸易争端加剧，影响实体经济
- 2.国际宏观货币风险加大，打压铜金融投机属性

## 1.行情回顾

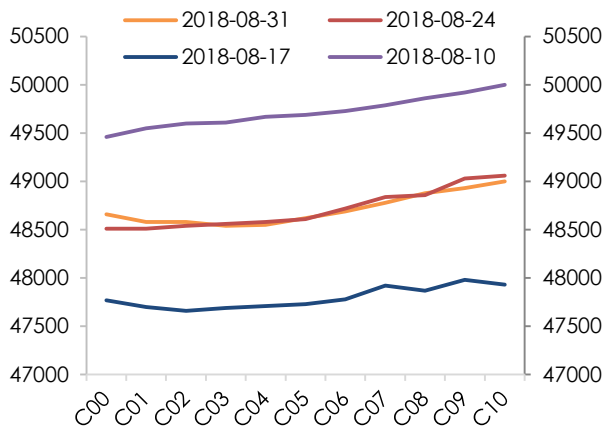
8月铜价延续弱势，年初至8月底LME3月铜价累计跌18%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-25%)。

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 9.41%，预期下半年铜矿

#### 供应压力明显减弱。

全球前十大矿企上半年产量同比增加 44.68 万吨，增幅达 9.41%。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。

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	87.53	85.10	2.43	2.86%
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	29.46	33.01	-3.55	-10.75%
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>519.32</b>	<b>474.65</b>	<b>44.68</b>	<b>9.41%</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**

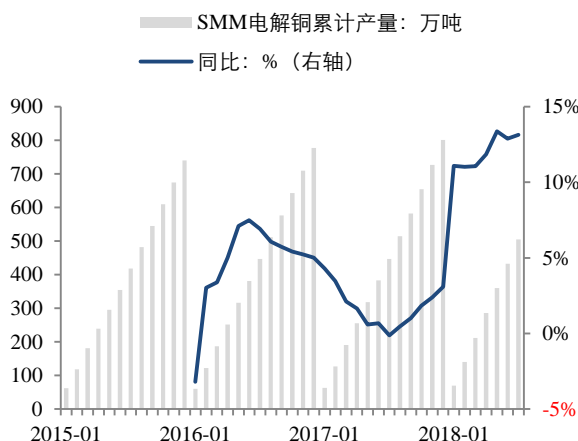
序号	公司	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018 增量	2018E 同比	2017 同比	2017 增量
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%	1.50
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%	-22.00
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%	-8.22
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%	-11.61
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	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 国内 7 月精炼铜产量仍维持高速增长，但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降

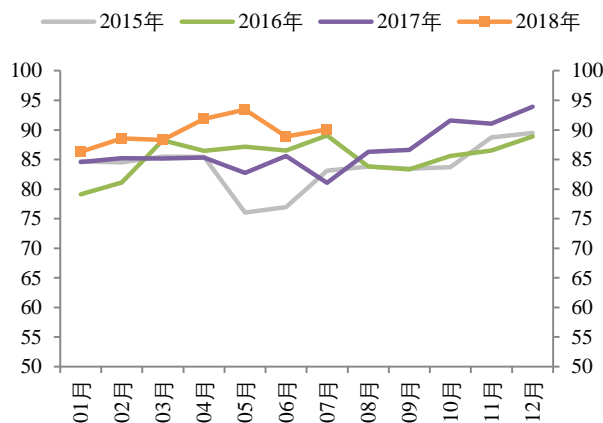
国内 7 月精炼铜产量 72.58 万吨，同比去年增加 14.66%，1-7 月累计产量 505.19 万吨，累计同比达 13.13%。但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降。

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

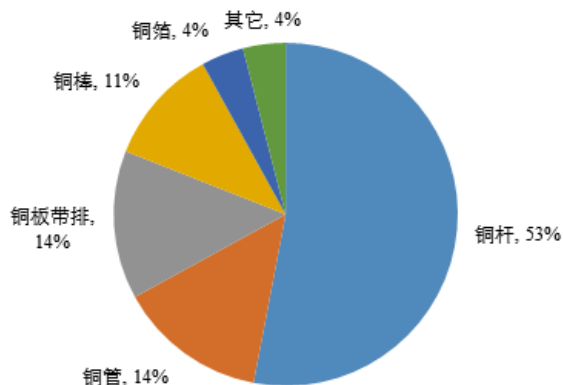


数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.3 7 月铜材开工率仍高于去年

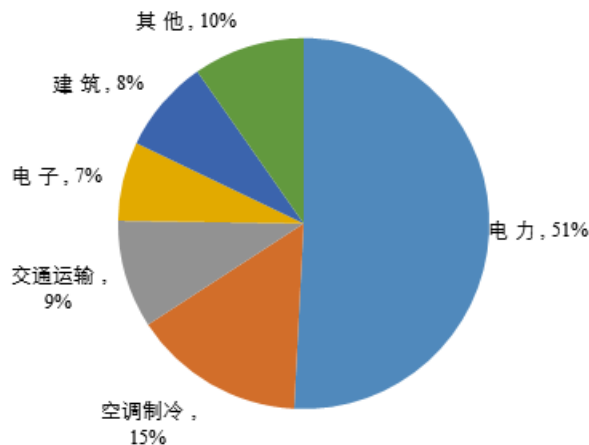
上海有色网调研的今年 7 月铜材开工率仍高于去年，细分来看，7 月铜杆开工率 81.37%，同比全年高 11.92%，铜管开工率 89.49%，同比全年高 0.77%。

图 5：国内铜消费按品种分布



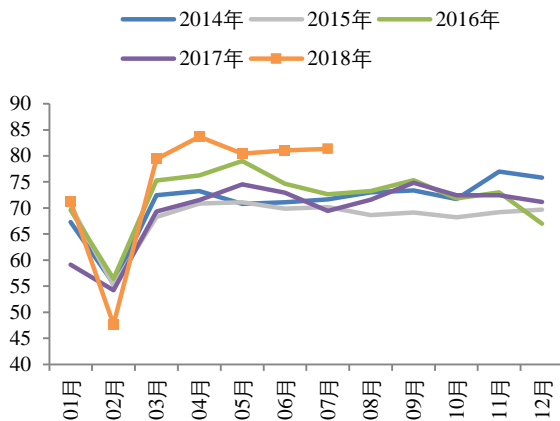
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 6：国内铜终端消费行业分布



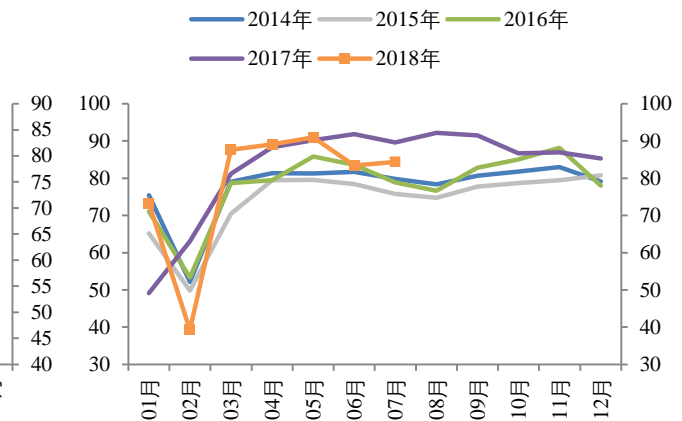
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7：铜杆企业开工率



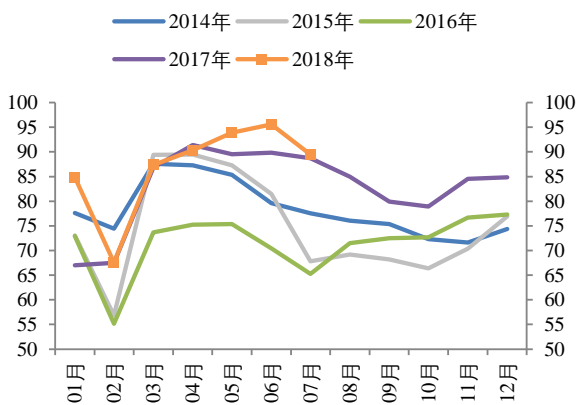
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：电线电缆企业开工率



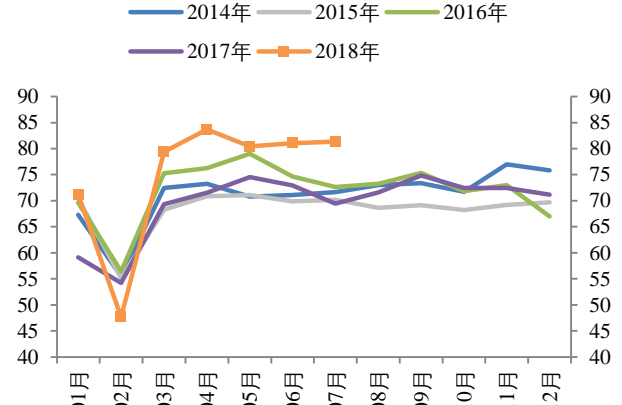
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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

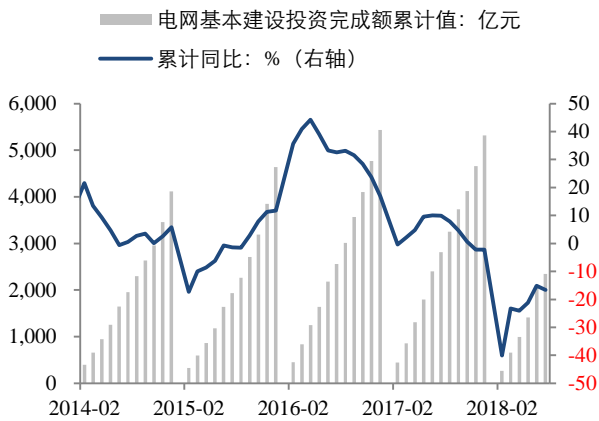


数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.4 电网投资再度下滑，预期剩余 5 月投资增速回升

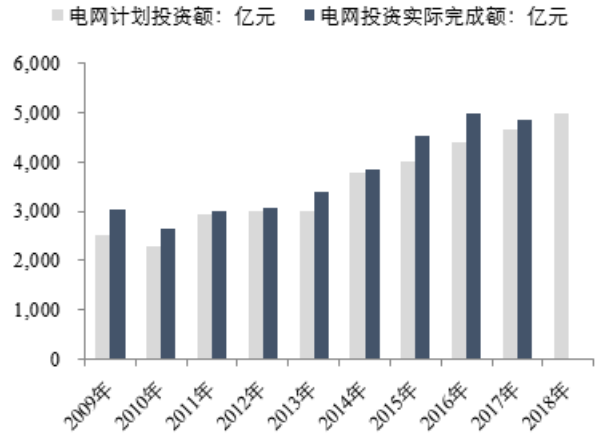
7 月电网基本建设投资完成额仅为 311 亿元，同比去年大幅下滑 25.09%，1-7 月累计投资额 2347 亿元，同比下降 16.60%，降幅较 1-6 月扩大。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，年内剩余的 5 个月电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

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

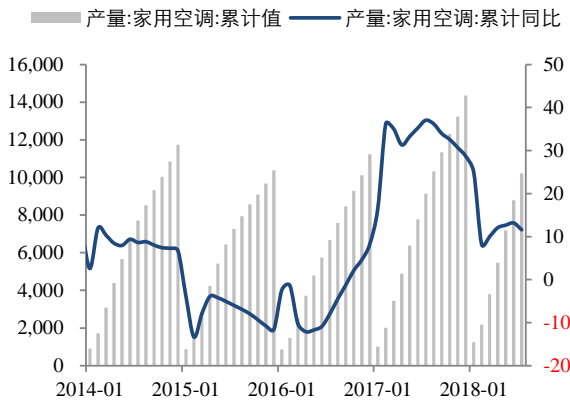


数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

## 2.5 空调产量下滑，库存攀升

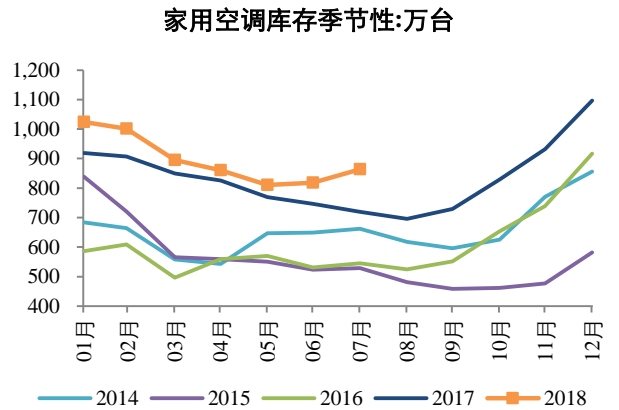
产业在线数据显示，2018 年 7 月家用空调总产量 1415.20 万台，同比增长 2.60%，1-7 月份国内家用空调总产量 10206 万台，同比增长 11.58%。据我的有色网数据，空调平均用铜量为 5.5-6.5KG/台，预计 2018 年空调用铜总量 126.2 万吨，同比 2017 年增加 11.5 万吨用铜量。

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

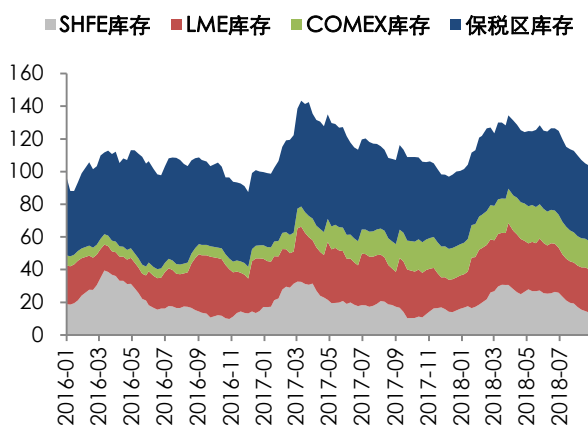


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 交易所库存连降 10 周，其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 46%

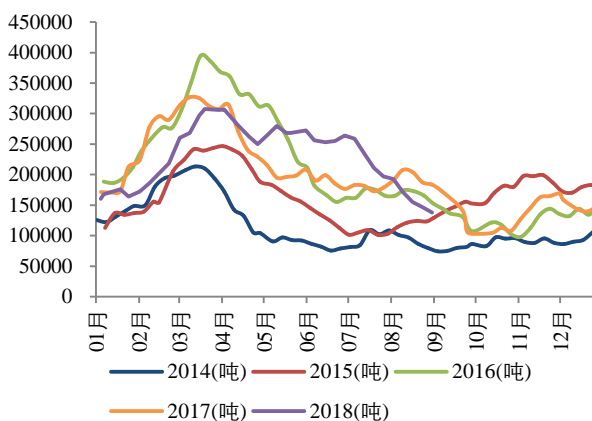
上周三大交易所铜库存继续下滑 1.39 万吨,自 6 月 22 日起连续 10 周累计下滑 19.02 万吨。其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 12.07 万吨，下滑幅度达 46%。

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

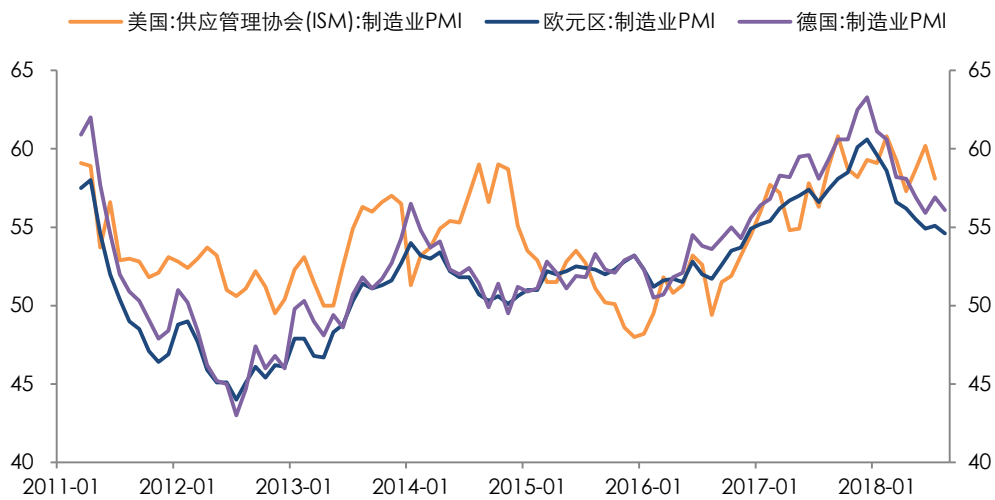
## 3. 宏观面

### 3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑，仍处于扩张区间

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。去年 12 月份以来，欧美国家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小幅下滑



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 铜金融属性相关指标

8月美元指数整体走强，月末收于95.1213，环比上月末上升0.5841。月中美元指数最高逼近97，对铜金融投机属性有所抑制。

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 9.41%，预期下半年铜矿供应压力明显减弱。全球前十大矿企上半年产量同比增加 44.68 万吨，增幅达 9.41%。增量主要来自 Escondida、Grasberg、Katanga，其中 Escondida 上半年增量 31 万吨，Grasberg 上半年增量 14 万吨。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。

2. 国内 7 月精炼铜产量仍维持高速增长，但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降。国内 7 月精炼铜产量 72.58 万吨，同比去年增加 14.66%，1-7 月累计产量 505.19 万吨，累计同比达 13.13%。但随着后期检修及环保政策限制，精炼铜供应压力预计也会下降。

3. 电网投资再度下滑，预期剩余 5 月投资增速回升。7 月电网基本建设投资完成额仅为 311 亿元，同比去年大幅下滑 25.09%，1-7 月累计投资额 2347 亿元，同比下降 16.60%，降幅较 1-6 月扩大。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，年内剩余的 5 个月电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

4. 交易所库存连降 10 周，其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 46%。上周三大交易所铜库存继续下滑 1.39 万吨，自 6 月 22 日起连续 10 周累计下滑 19.02 万吨。其中上期所库存自 6 月底至今累计下滑 12.07 万吨，下滑幅度达 46%。

结合供需来看，预期铜自身基本面后期出现边际改善的几率较大，我们对铜价不悲观，建议投资者在 48000 附近逐步布局多单。仅供参考。

## 暂时观望

2018年9月3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

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

### 内容提要

#### 铁矿石：震荡

铁矿石8月冲高回落。港口库存方面，上周全国45个港口铁矿石库存为14733.23万吨，环比下降228.68万吨，发货量方面，澳洲、巴西铁矿石发货总量2374.8万吨，环比增加75.7万吨，其中澳洲发往中国环比减少8.2万吨。目前外矿发货总量仍有小幅增加，但澳洲发往中国的量有小幅走低，短期来看巴西澳洲整体发货保持平稳，后续港口检修不多，预期发货量继续小幅上涨。供应方面整体来看依然较为充裕，目前外矿发货仍然较好，铁矿石港口库存虽然处于高位，但近期出现连续的下降，对矿石有一定支撑。

钢厂方面，上周全国163家钢厂高炉开工率66.71%，环比增加0.27%；高炉产能利用率76.54%，环比增0.13%；钢厂盈利率83.44%，环比降0.61%；上周铁水产量小幅增加，汾渭地区的环保检查对铁水产量暂时影响有限，但目前全国环保依然较严，唐山地区因为天气因素再次限产，整体看全国铁水产量保持平稳。钢厂矿石库存方面，截止上周，全国64家样本钢厂进口烧结粉总库存1872.45万吨，环比下降48万吨；烧结粉总日耗63.78万吨，较上周增加1.4万吨；进口矿平均可用天数下降2天至26天。目前环保检查仍然较严，钢厂生产日耗持稳，同时补库意愿不强，仍然按需采购为主，故整体库存波动幅度不大，依然保持平稳。

上周海运费下跌，人民币兑美元的走势趋稳，贬值趋势暂缓。但由于铁矿石前期的成本中枢有着较为明显的上移，故目前下方支撑依然显得较强。

整体来看，铁矿石走势依然跟随成材为主。目前环保仍然严格，矿石需求受到影响，而成材由于库存回升的影响，近期走势偏弱；但另一方面，由于铁矿石今年以来涨幅相对较小，同时由于海运费上涨以及人民币贬值等因素，其成本中枢上移，故下方支撑较强，整体回调的空间也相对有限，存在一定安全边际。整体来看，铁矿石或以震荡

为主，仅供参考。

### **螺纹钢：旺季扩基差，正套为主**

上周螺纹钢现货价格下跌 50 元每吨，螺纹钢主力合约下跌 248 元每吨。基差大幅扩大 200 元每吨。从基本面供需上来说，供应受限，需求尚可，现货市场并无主动大跌的动力。但是由于对宏观预期的转变叠加相对高位的价格，期螺出现大幅下跌。

供需面上，没有太大的利空。上周螺纹钢社会库存下降 0.85%，各地雨水多需求一般到货也一般，但是钢厂库存出现回升。第二轮督察组正在各地严密认真督查，导致生产方面仍然受到限制，但唐山部分地区复产导致全国高炉开工小幅上升 0.27 至 66.71%。上周上海天气不佳，需求小幅下滑，周度线螺成交为 19.6%。但总体来说，供需面上市场仍然预期需求旺季的到来，而且由于 8 月存货不多，并没有太大的下跌抛货动力。

宏观面上，市场开始忧虑基建能否真正企稳，在财政政策和货币政策字面意思转向积极的同时，市场微观结构上，控风险导致的宽松余地非常有限。政策面的利好离实际需求好转还需要时间的发酵。而贸易争端在 9 月可能继续升级，也打击了远月的预期。

从目前的钢价来看，确实在国际市场上偏高了。8 月 31 日日本螺纹钢出口价格 540 美金，折合人民币加上增值税不过 4270 元。独联体、土耳其出口价格也在 4000 元附近。那么国内目前的钢价确实对出口形成利空。随着人民币贬值预期的消退，出口会成为需求下降的点。

目前来说，眼下尚好的产业与诸多转差的预期之间，多空的方向比较难辨。虽然 1901 合约已经贴水现货较大，但我们认为旺季扩基差还未结束。策略上可以正套为主进行操作。仅供参考。

## 1.行情回顾

8月份铁矿石小幅收跌，截至8月31日，I1901收于485元/吨，月跌3元/吨，跌幅0.61%。月末持仓量为70.18万手。

8月份螺纹钢收涨，截至8月31日，RB1901收于4086元/吨，月涨102元/吨，涨幅2.56%。月末持仓量为234万手。

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.铁矿石基本面分析

### 2.1 现货价格

铁矿石港口现货持稳。截至 8 月 31 日,青岛港澳大利亚 61.5%品位 PB 粉矿收于 480 元/吨,月环比涨 3 元/吨。唐山 66%铁精粉价格收于 580 元/吨,月环比涨 70 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 8 月 31 日,普氏指数报收于 66.15 美元/吨,月环比下跌 1.4 美元/吨。

图 4: 普氏指数 (美元/吨)

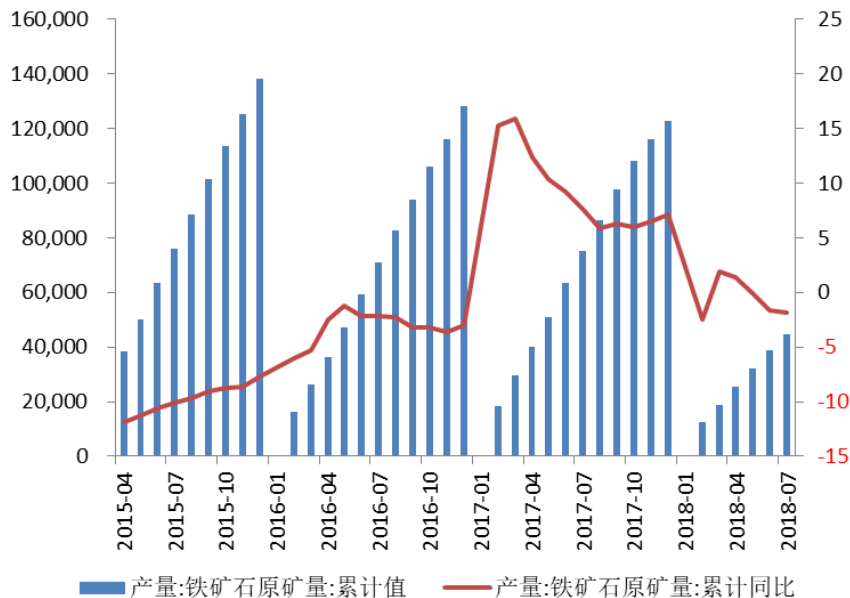


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 国产原矿产量减少

截至 2018 年 7 月，国内铁矿石原矿累计生产 4.47 亿吨，累计同比下跌 1.8%。

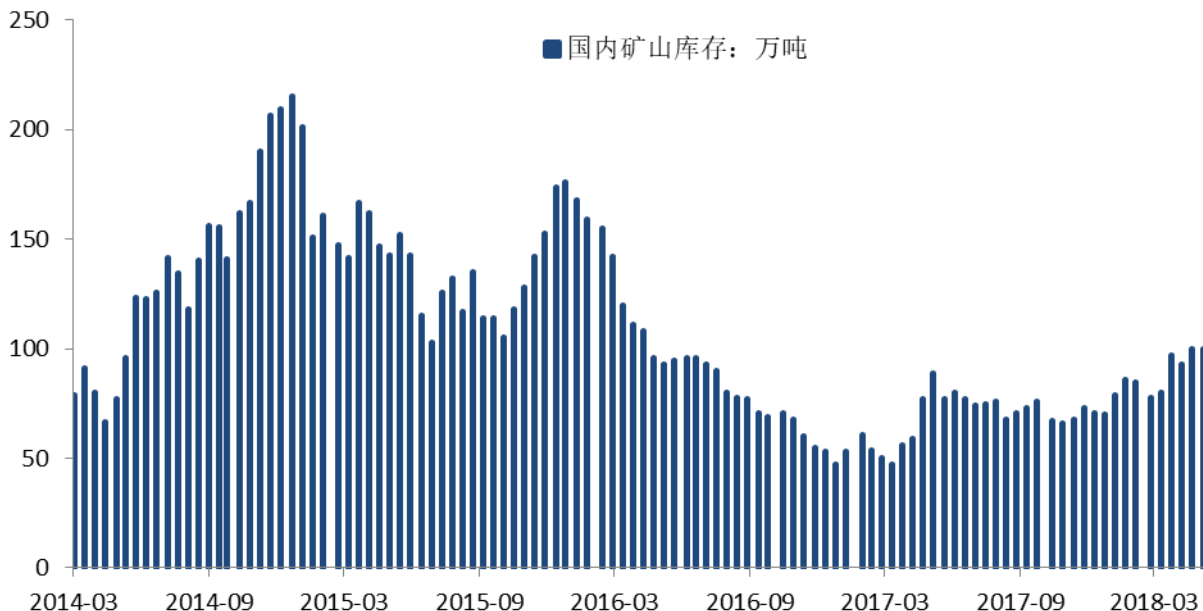
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 8 月 31 日，国内矿山铁精粉库存 68 万吨，与 7 月初相比减少 3 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

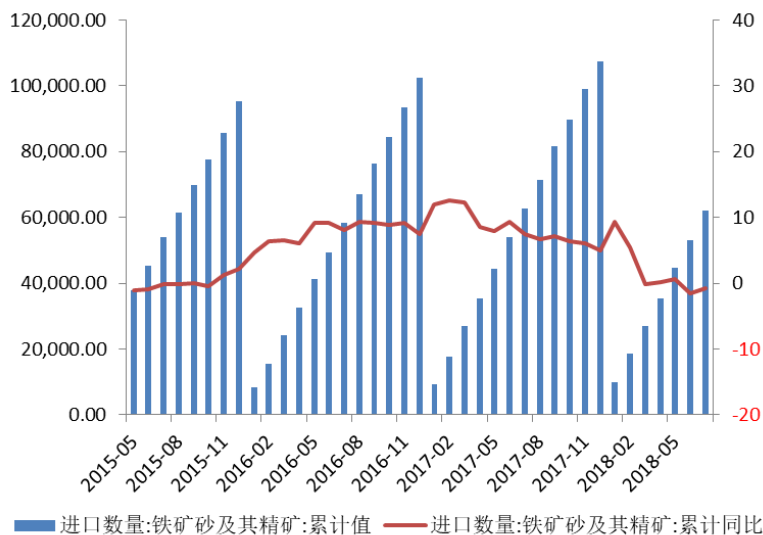


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.3 铁矿石进口量持稳

截至 2018 年 7 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 62065 万吨，同比下降 0.7%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

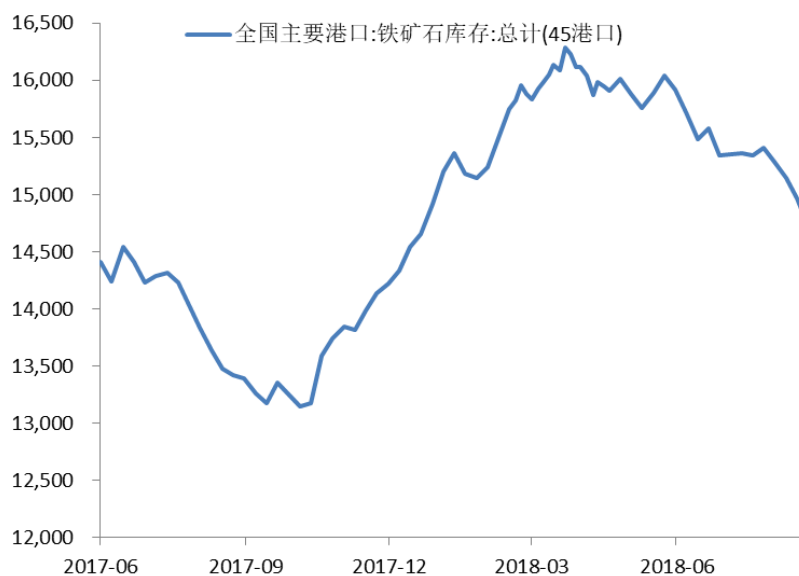


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 铁矿石港口库存连续下降

截至 8 月 31 日，铁矿石港口库存为 14733 万吨，与 8 月初相比下降 677 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 25 天，与 8 月初相比下降 2 天。铁矿港口库存近期连续下降，给与矿价一定支撑，但钢厂在环保限产的状况下，补库意愿仍然不强。

图 8：铁矿石港口库存



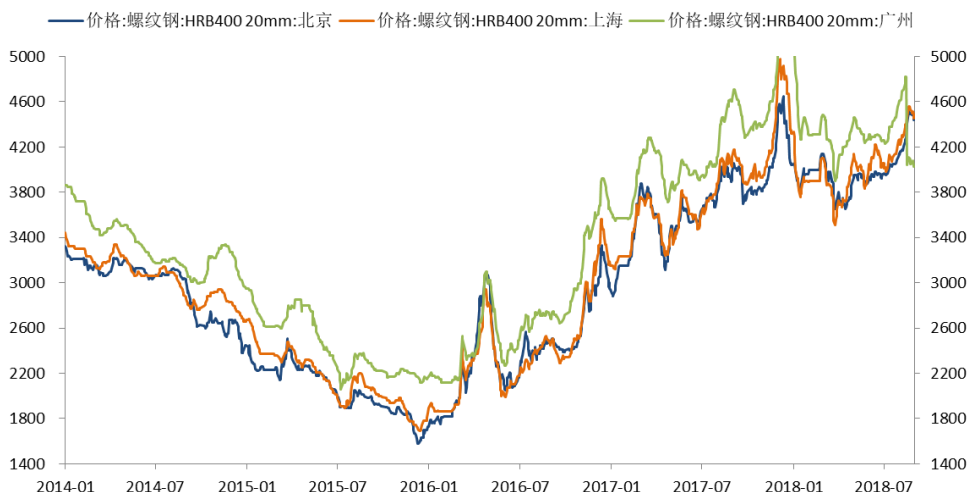
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.螺纹钢基本面分析

#### 3.1 钢材现货价格

截至 8 月 31 日，北京螺纹钢收于 4440 元/吨，月涨 320 元/吨；上海螺纹钢收于 4450 元/吨，月涨 190 元/吨；广州螺纹钢收于 4030 元/吨，月跌 550 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

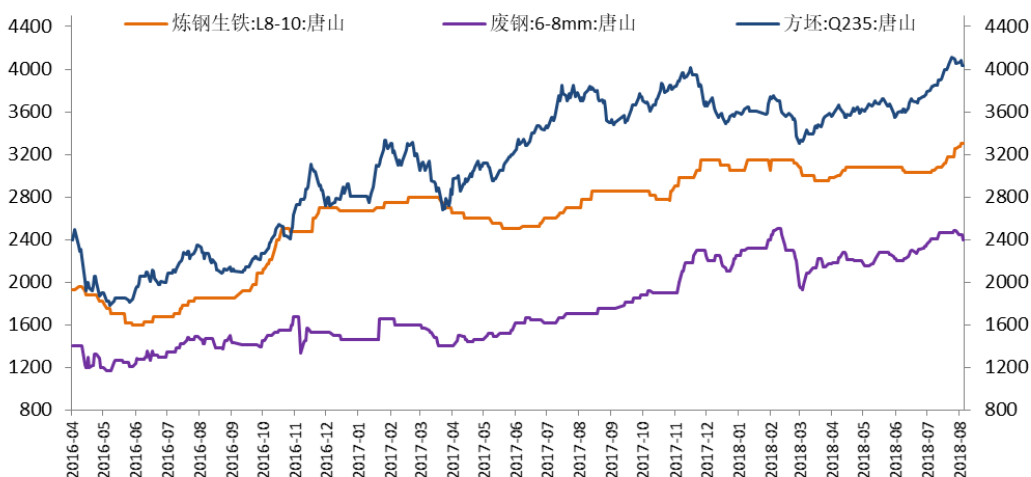


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2 生铁废钢价格

截至 8 月 31 日，唐山方坯收于 4030 元/吨，月涨 210 元/吨；生铁价格收于 3300 元/吨，月涨 270 元/吨；废钢价格下跌 10 元/吨，收于 2400 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

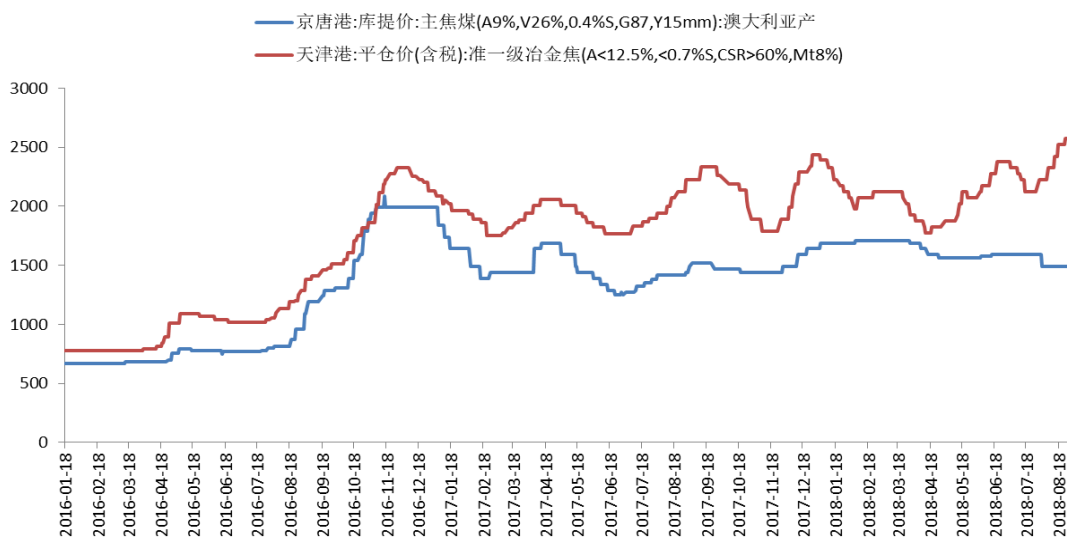


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 焦煤焦炭价格

截至 8 月 31 日，京唐港焦煤收于 1490 元/吨，月跌 100 元；天津港焦炭上涨 350 元，至 2575 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

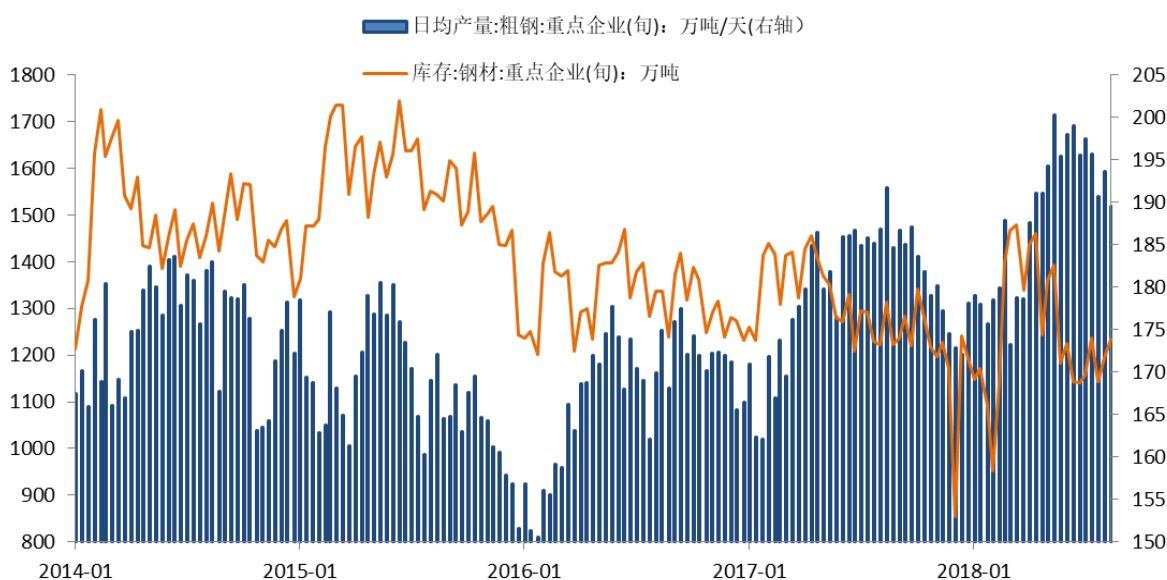


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 钢厂日均产量与库存

与 7 月中旬相比，2018 年 8 月中旬重点钢企粗钢日产 189.52 万吨，环比下降 6.11 万吨；重点企业库存 1233.84 万吨，环比下跌 1.74 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

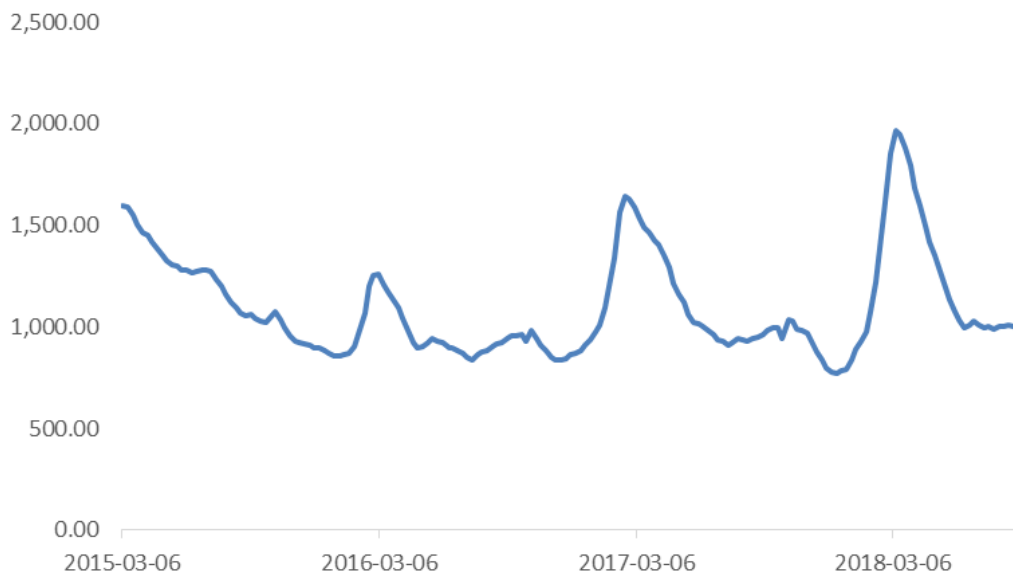


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.5 钢材社会库存

截至 8 月 31 日，全国主要钢材品种库存总量为 995.88 万吨，与 8 月初相比下降 5.94 万吨。分品种来看，螺纹钢库存减少 0.59%，线材库存减少 3.22%，热卷库存增加 9.56%。

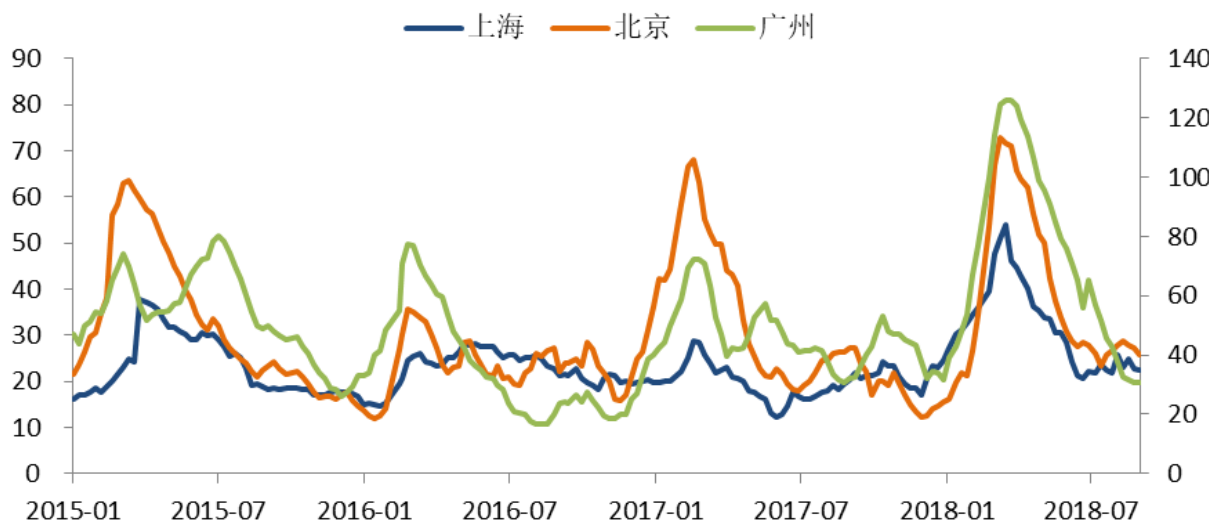
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 8 月 31 日，螺纹钢上海库存 22.44 万吨，与月初相比下降 3.2 万吨；广州库存 30.82 万吨，月环比下降 6.92 万吨；北京库存 25.78 万吨，月环比下降 2 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 31 日,163 家钢厂盈利比例为 83.44%,月环比下降 0.61%;高炉开工率为 66.71%,月环比下降 0.69%。目前环保限产仍然较严,高炉开工率难以出现增长。

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 8 月 31 日,上海地区线螺采购量 8 月周度均值 23721.6 吨,环比 7 月下降。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

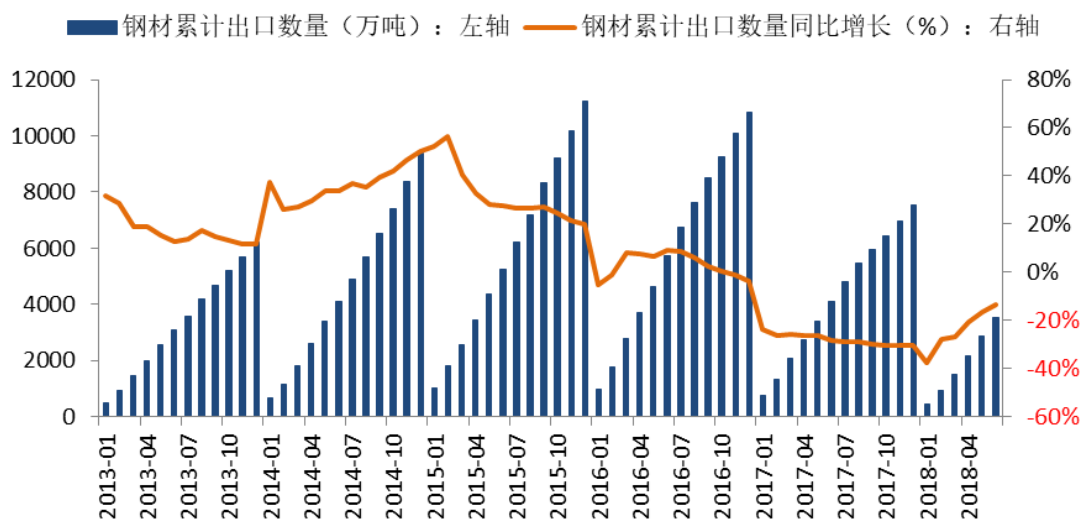


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.8 钢材出口

2018年7月钢材出口为589万吨，同比下滑15.37%，上半年累计出口4131万吨，同比下滑13.85%。

图 17：钢材出口（万吨）

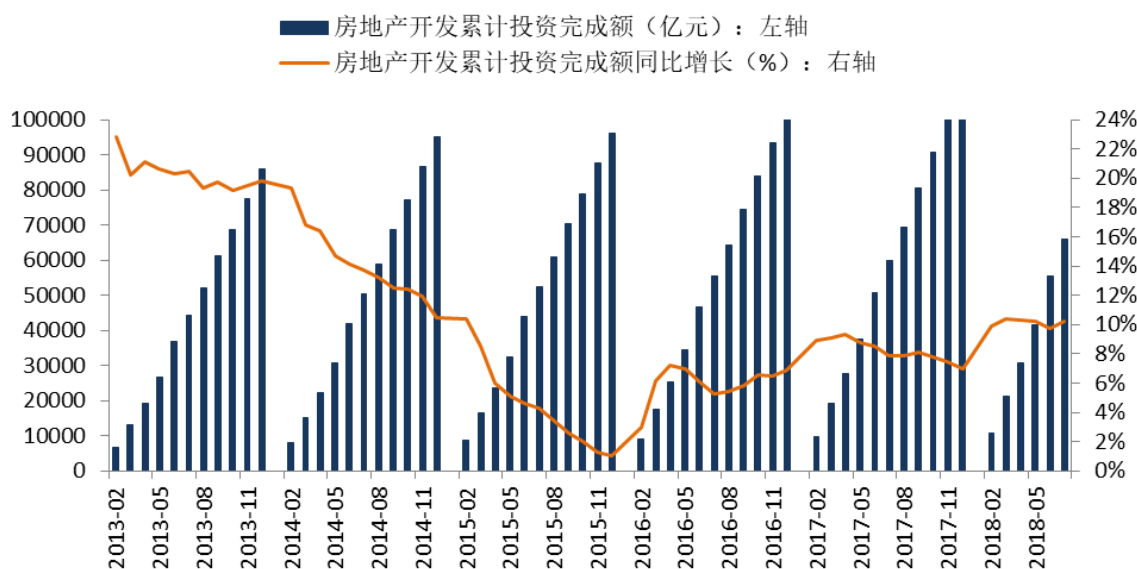


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.9 房地产投资

截至 7 月，今年上半年房地产累计开发投资为 6.59 万亿元，同比去年增加 10.2%，增长率环比上升。房地产相关数据仍然较好。

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:

整体来看，铁矿石走势依然跟随成材为主。目前环保仍然严格，矿石需求受到影响，而成材由于库存回升的影响，近期走势偏弱；但另一方面，由于铁矿石今年以来涨幅相对较小，同时由于海运费上涨以及人民币贬值等因素，其成本中枢上移，故下方支撑较强，整体回调的空间也相对有限，存在一定安全边际。整体来看，铁矿石短期或以震荡为主，仅供参考。

### 螺纹钢:

目前来说，眼下尚好的产业与诸多转差的预期之间，多空的方向比较难辨。虽然 1901 合约已经贴水现货较大，但我们认为旺季扩基差还未结束。策略上可以正套为主进行操作。仅供参考。

## 双焦市场短期观望

2018年9月3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

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

8月份焦炭主力合约震荡上行后,于后期开始回调,截至8月31日, J1901 收于 2426 元/吨,月涨 123 元,涨幅 5%。月末持仓量为 378620 手。焦炭现货市场上看涨情绪较浓,本月有五轮提涨,截至8月31日,山西临汾产一级冶金焦价格为 2590 元/吨,月涨 540 元/吨,天津港一级冶金焦港口价为 2670 元/吨,月涨 520 元/吨。

8月份焦煤主力合约走势跟随焦炭,同样是震荡上行后又回调,但价格波动小于焦炭,截至8月31日, JM1901 收 1248 元/吨,月涨 61.5 元/吨,涨幅 5.18%。月末持仓量为 231596 手。截至8月31日,山西吕梁产主焦煤价格为 1630 元/吨,本月有 50 元提涨。澳煤及蒙古煤本月价格较为稳定分别为 1495 元/吨、1090 元/吨。

8月份盘面焦化利润高位震荡,截至8月31日为 874 元/吨。整个8月焦炭/焦煤比一直保持在 1.9 以上,截至8月31日,比值为 1.94,与月初持平。

#### ● 后市展望及策略建议

焦煤:

焦煤目前整体基本面仍然较弱,虽然焦煤供给受环保限产以及汽运限制影响有利好存在,但产业链上焦煤库存高企,去库存压力仍旧较大,而需求方面环保限产限制了焦炭的产量也限制了焦煤的需求。目前焦化利润较好,焦化和钢厂均有补库需求,对焦煤价格也有拉涨作用,但受较弱基本面影响,上涨空间有限,短期焦煤价格以震荡调整为主,仅供参考。

焦炭:

由于环保督查加严,限产幅度较大,各焦化厂开工率较上周均有所下滑,尤其是山西地区环保限产程度较大,临汾发布了差异化生产方案,部分焦企限产幅度达



50%-70%，后期环保力度加大对焦炭供给收缩作用明显，焦炭在产业链上的库存仍处低位，对现货价格是一个支撑因素。港口方面库存还在一个比较高的位置，目前由于恐高情绪，贸易商都在积极询价，出货情绪是逐步累积的。需求上，虽然高炉开工有小幅上涨，钢厂补库情绪高涨，但下游钢材库存略有累积，线螺成交量有明显下滑，对焦炭也是一个利空因素。受钢材影响，焦炭市场也逐渐进入一个冷静期，8月末焦炭期货主力合约价格大跌也是回调释放风险的表现。预计短期以震荡回调释放风险为主，后续要密切关注环保限产预期实现情况，焦炭仍有探涨空间，仅供参考。

# 1. 行情回顾

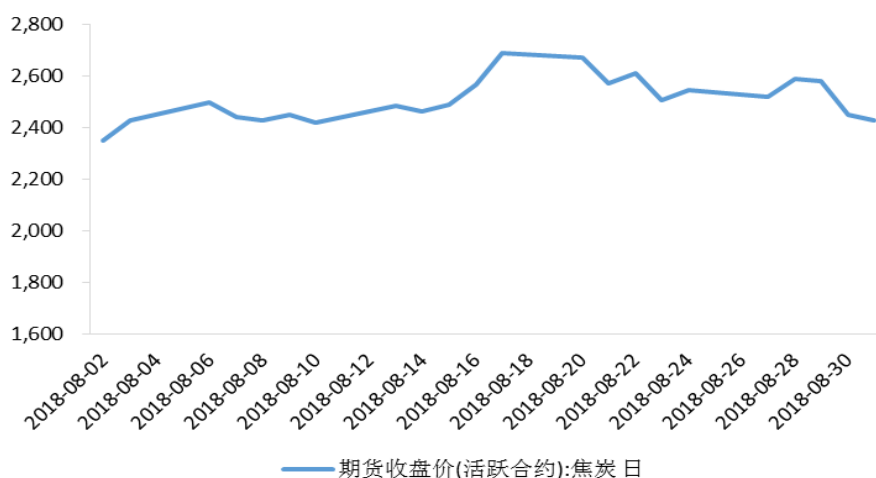
## 1.1 期货市场价格

8 月份焦炭主力合约震荡上行后，于后期开始回调，截至 8 月 31 日，J1901 收于 2426 元/吨，月涨 123 元，涨幅 5%。月末持仓量为 378620 手。

8 月份焦煤主力合约走势跟随焦炭，同样是震荡上行后又回调，但价格波动小于焦炭，截至 8 月 31 日，JM1901 收 1248 元/吨，月涨 61.5 元/吨，涨幅 5.18%。月末持仓量为 231596 手。

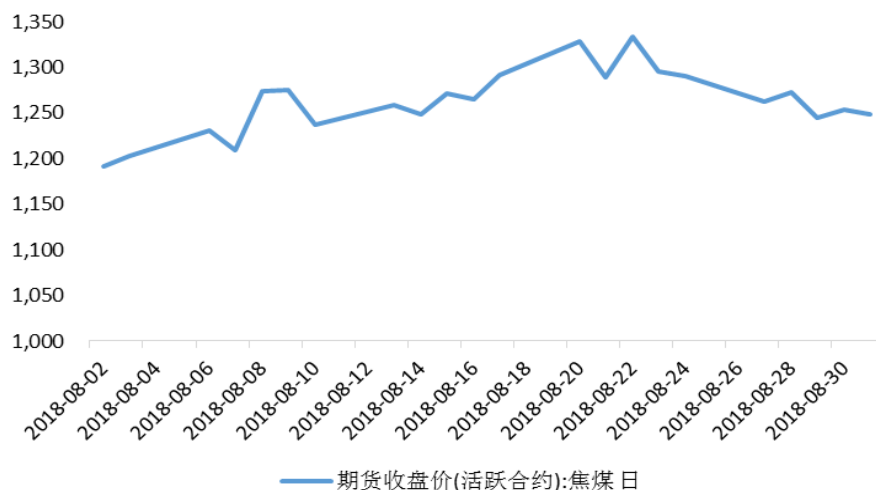
8 月份盘面焦化利润高位震荡，截至 8 月 31 日为 874 元/吨。整个 8 月焦炭/焦煤比一直保持在 1.9 以上，截至 8 月 31 日，比值为 1.94，与月初持平。

图 1：焦炭主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：焦煤主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：盘面焦化利润及焦炭焦煤比



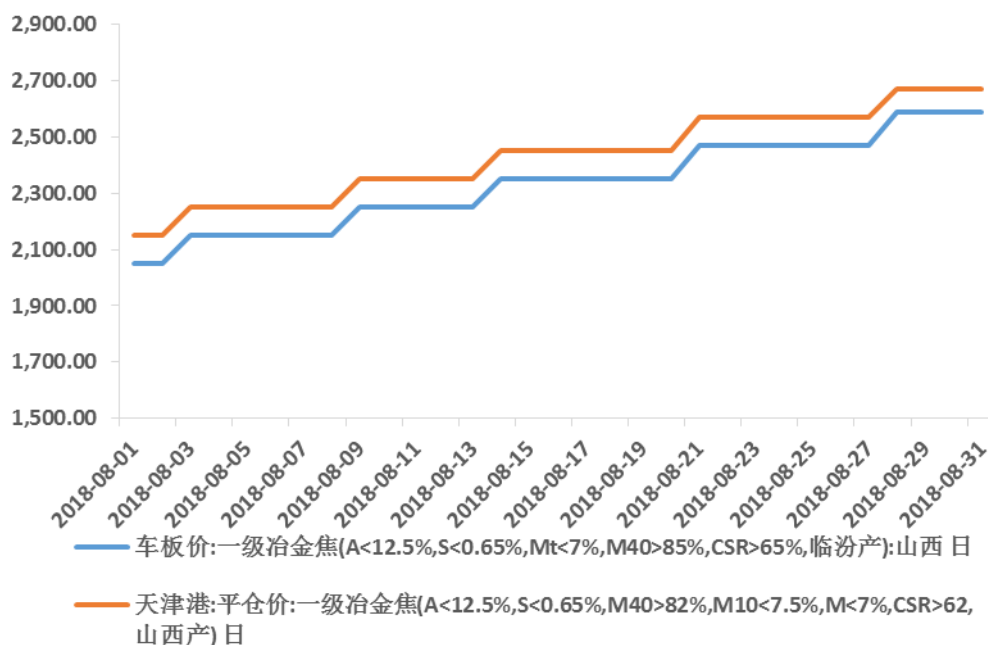


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 现货市场价格

焦炭现货市场上看涨情绪较浓，本月有五轮提涨，截至8月31日，山西临汾产一级冶金焦价格为2590元/吨，月涨540元/吨，天津港一级冶金焦港口价为2670元/吨，月涨520元/吨。

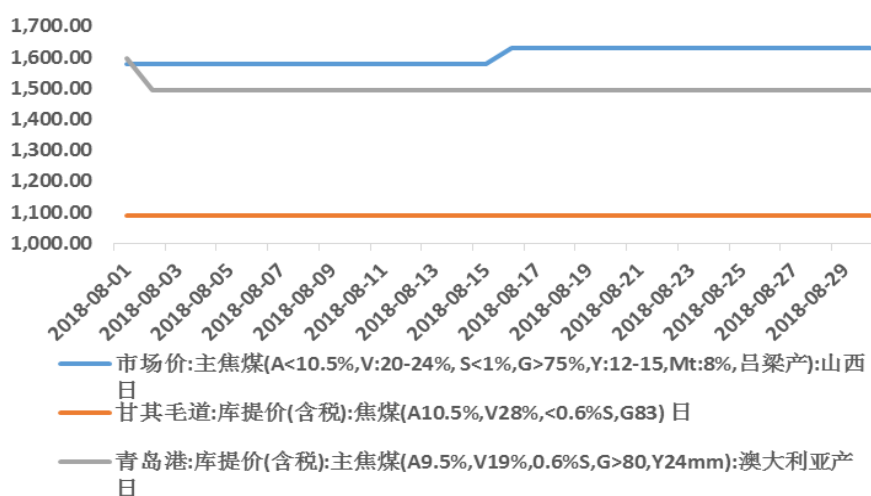
图3：焦炭现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至8月31日，山西吕梁产主焦煤价格为1630元/吨，本月有50元提涨。澳煤及蒙古煤本月价格较为稳定分别为1495元/吨、1090元/吨。

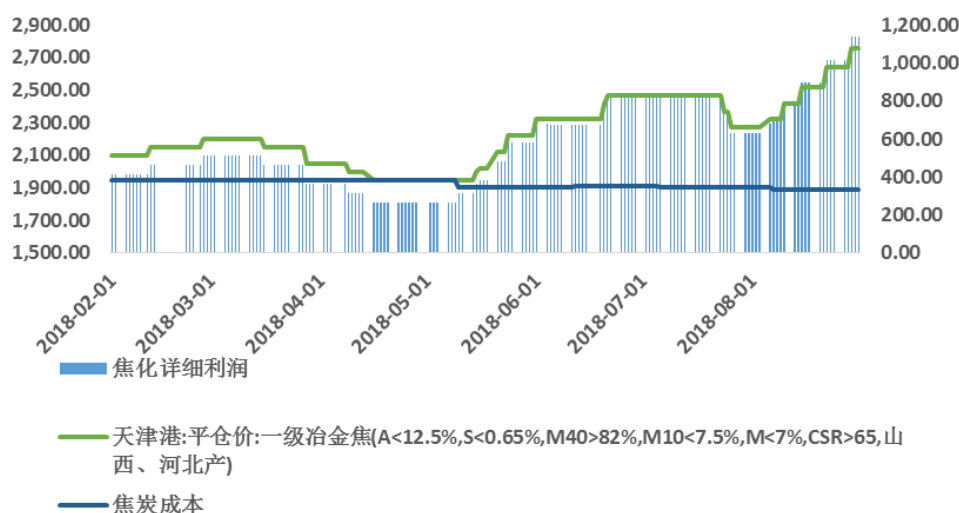
图 4：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货焦化利润上，本月从 631 元左右上涨至 1137 元左右，焦化利润创下新高。

图 4：现货焦化利润



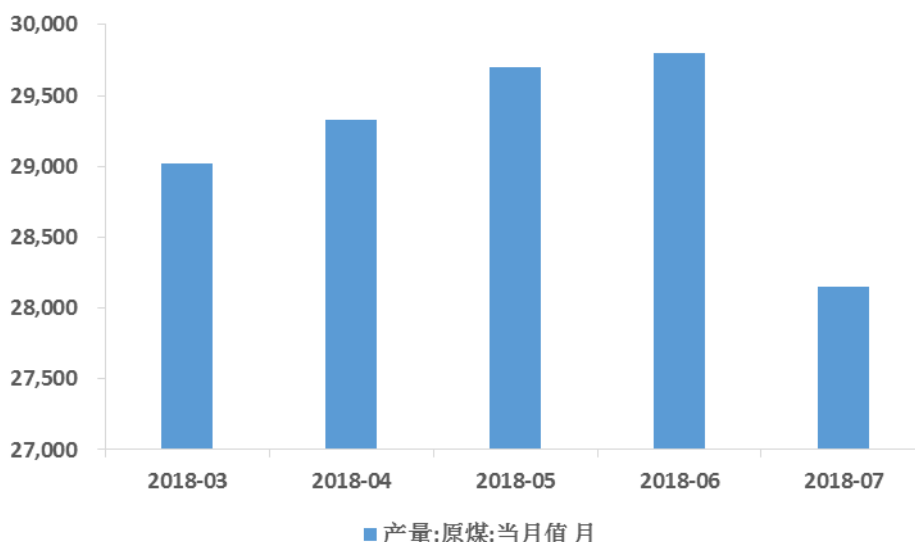
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 焦煤、焦炭基本面分析

### 2.1 焦煤供给

2018 年 7 月，我国原煤产量为 28150.4 万吨，月环比下降 1651.3 万吨，降幅 5.5%。1-7 月我国共生产原煤 146002.6 万吨，较去年同比下降 3477.69 万吨，降幅 2.32%。

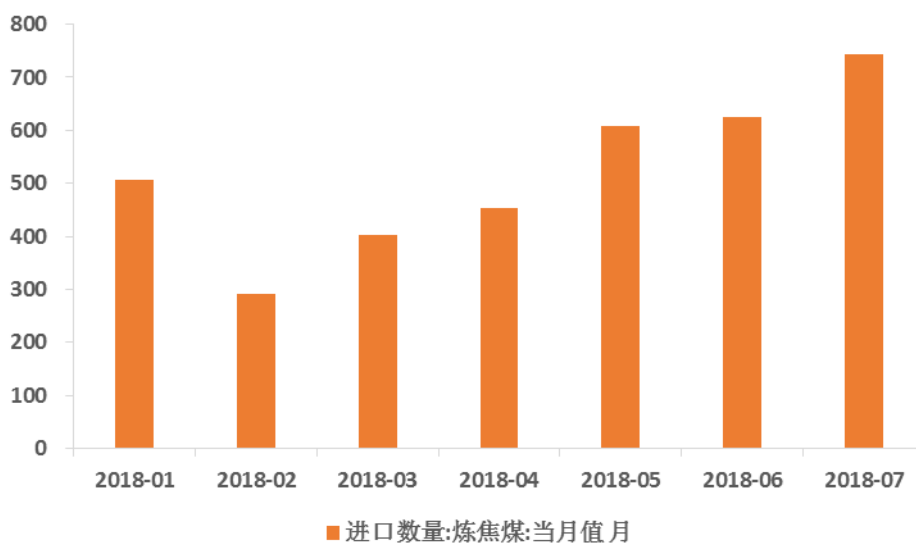
图 5：原煤月产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

7月份我国共进口炼焦煤 744 万吨，较上月增加 119 万吨，增幅 19%。1-7 月我国共进口炼焦煤 3629.7 万吨，较去年同比减少 510 万吨，降幅 12%。

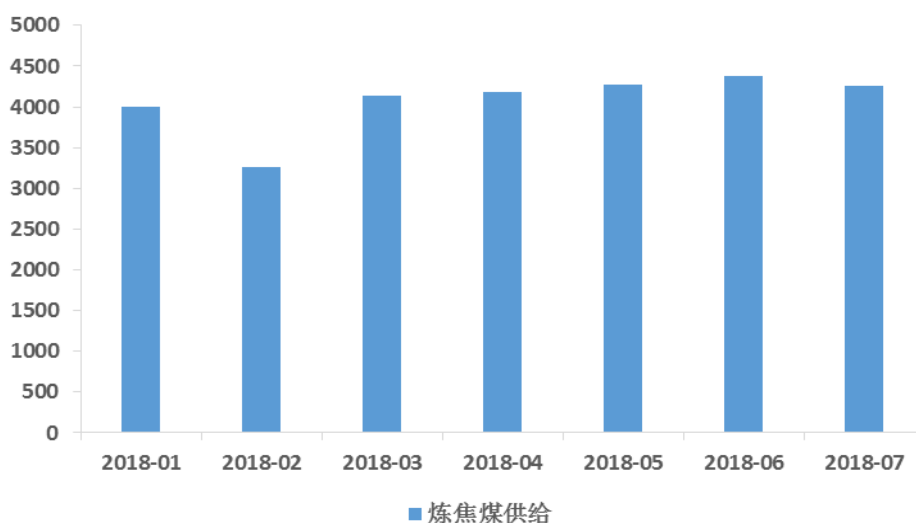
图 6：炼焦煤进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年 1-6 月我国炼焦煤总供给为 24248.7 万吨，估计 7 月我国炼焦煤产量约为 4200 万吨，较 6 月略有下降，2018 年 1-7 月预计我国炼焦煤产量为 28511 万吨。总的来说，我国炼焦煤总供给 7 月预计出现下降。原因有二，第一是环保限产，部分煤矿开工受限，此外山西、陕西两省有多个洗煤厂关停，焦煤供应出现紧缩；第二，8 月 15 日山西省汽运改革，主要限制柴油车和货车的运输，焦煤运输以国三车型为主，因此煤矿出货受此政策影响明显，并预计运输价格会出现涨势，将影响焦煤现货价格及盈利情况。

图 7：炼焦煤总供给

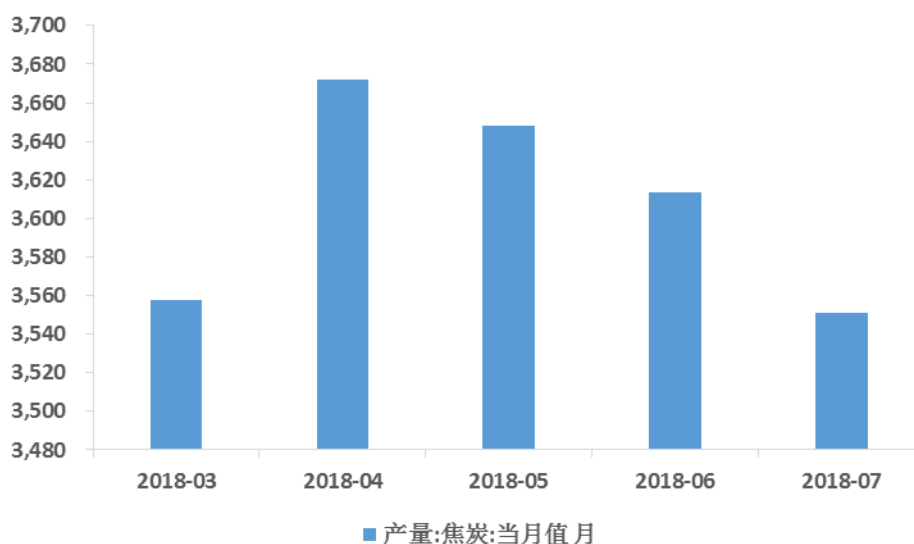


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 焦煤需求/焦炭生产

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。2018 年 7 月我国焦炭产量为 3551 万吨，较 6 月下降 62 万吨，降幅 1.72%。1-7 月我国共生产焦炭 18042.1 万吨，较去年同比下降 818.5 万吨，降幅 4.34%。

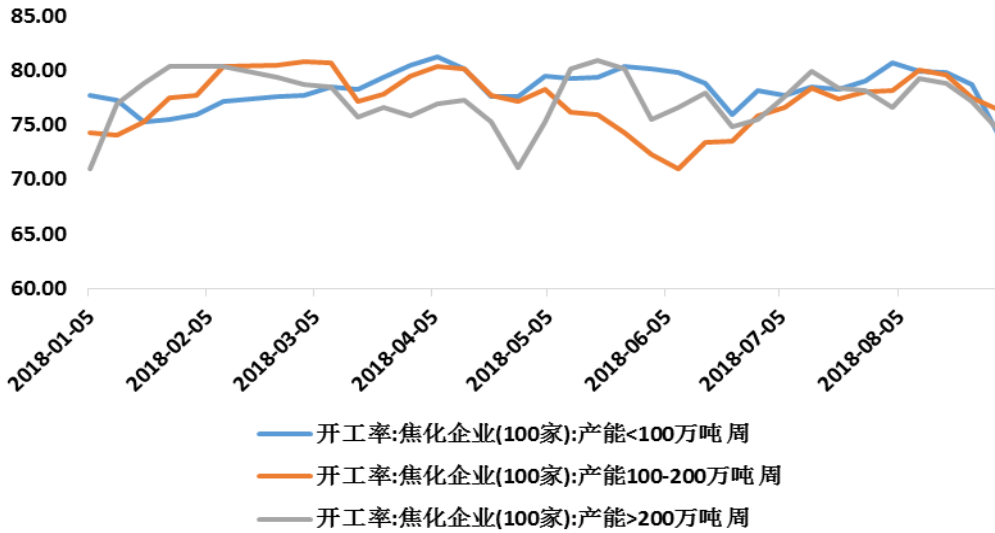
图 8：焦炭产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 8 月 31 日，我国小于 100 万吨产能焦化厂开工率为 74.1%，100-200 万吨产能焦化厂开工率为 76.38%，大于 200 万吨产能焦化厂开工率为 74.53%。8 月份焦化厂开工率受环保限产影响比较明显，开工率普遍下滑。

图 9：焦化厂开工率



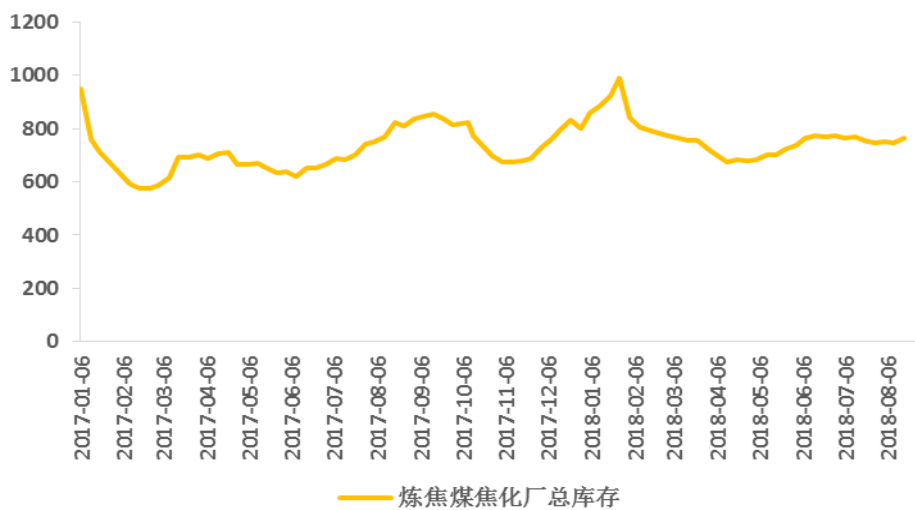
数据来源：Wind，兴证期货研发部

今年 1-7 月份中焦炭产量呈逐渐下降趋势，其中由于乌海限产，上合限产影响比较明显，叠加环保限产常态化，焦炭产量下降是必然的趋势。开工率方面受环保限产影响一直不太明显，受焦化利润刺激，开工率保持在高位震荡，环保限产力度不及预期，但自 8 月 20 号后环保督察组进驻山西开展第二轮环保督查，山西地区焦化限产力度加强，临汾发布差异化生产方案，其中焦化企业部分限产已达 50%，甚至有企业限产 70%，而徐州地区也同步开始了停产，由此可以看出第二轮后期环保督查将趋严，焦炭产量将会受到很大的影响。环保限产以及去焦产能最终都会减少对焦煤的需求。

## 2.5 焦煤、焦炭库存状况

截至 8 月 31 日，我国炼焦煤焦化厂库存为 765.28 万吨，周环比上涨 20 万吨左右，炼焦煤钢厂库存为 770.77 万吨，周环比上涨 14 万吨左右，炼焦煤六港口库存为 358.5 万吨，周环比下降 17.1 万吨。可以看出炼焦煤在产业链各环节的库存都处于一个较高的位置，港口库存虽然有所下降，但仍居高位。目前正处于第二轮环保督察阶段，11 月冬季采暖限产也即将开始，焦炭需求减少可期，焦煤的需求也必将随之减少，而山西的汽运限制政策导致焦煤的出货量和出货速度也受到限制，因此目前焦煤去库存压力较大。

图 13: 炼焦煤焦化厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

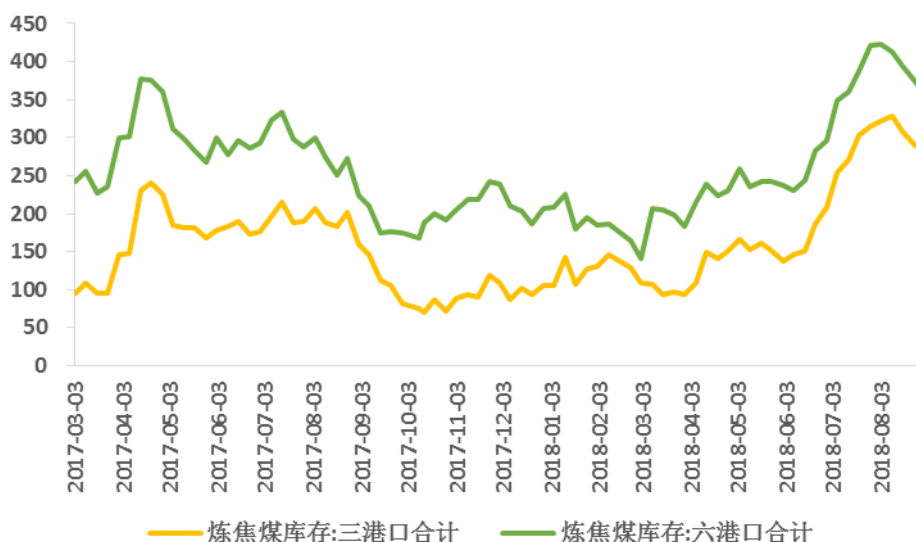
图 14: 炼焦煤钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 15: 炼焦煤港口库存

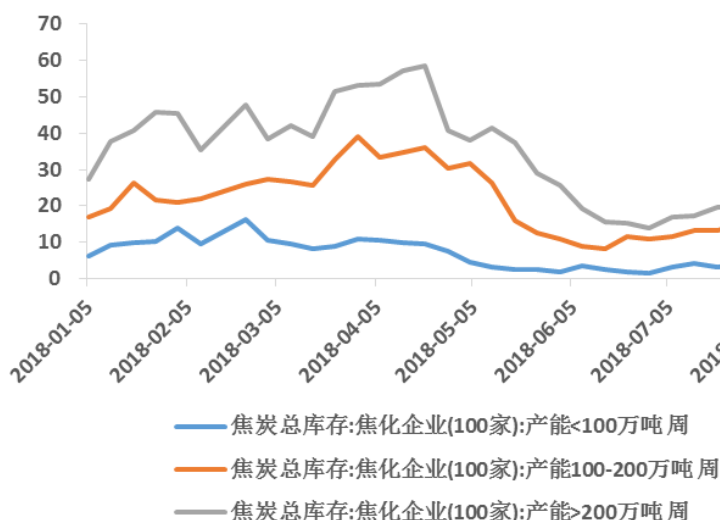


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 8 月 31 日, 我国小于 100 万吨产能焦化厂焦炭库存为 2 万吨, 100-200 万吨产能焦化厂库存为 4.75 万吨, 大于 200 万吨产能焦化厂库存为 9.51 万吨。焦化钢厂可用天数为 7.7 天处于今年最低水平。焦炭港口库存为 327 万吨, 其中受汽运到港限制, 天津港库存呈下降趋势, 而青岛港和日照港的库存有所上升。

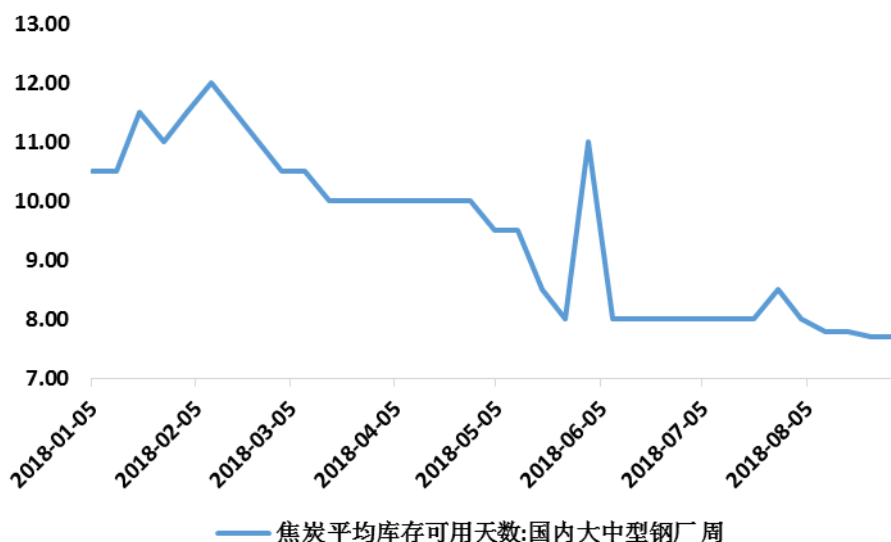
焦炭焦化厂库存和钢厂库存均处于非常低的位置, 这对焦炭价格是一个支撑, 受焦化和钢铁利润影响, 补库需求非常强烈。港口方面库存虽有累积, 但绝大部分是因为贸易商为投机性需求在港口囤货, 出货压力并不大, 目前港口贸易商询价积极, 似有出货情绪累积。

图 16: 焦炭焦化厂库存



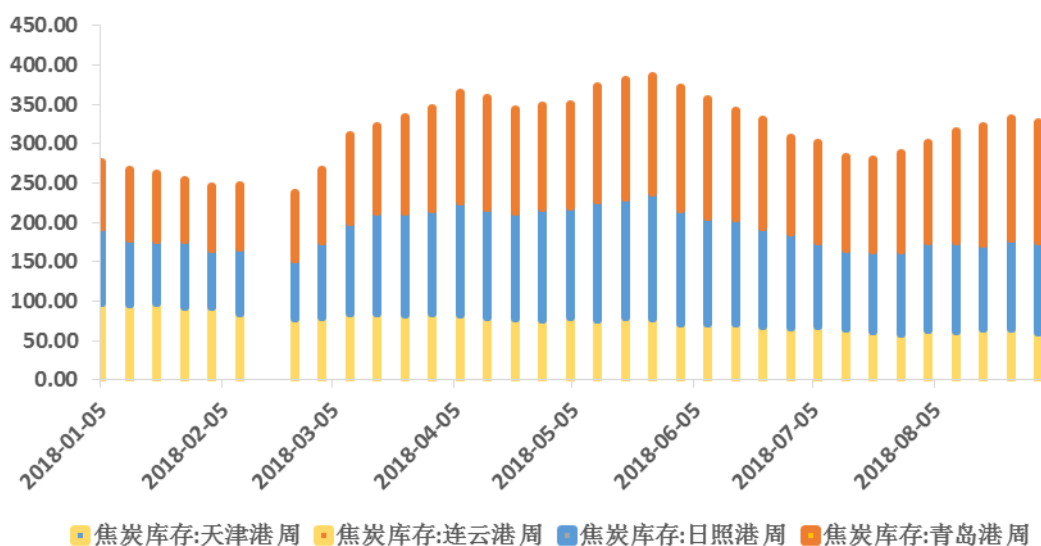
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 焦炭钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 焦炭港口库存

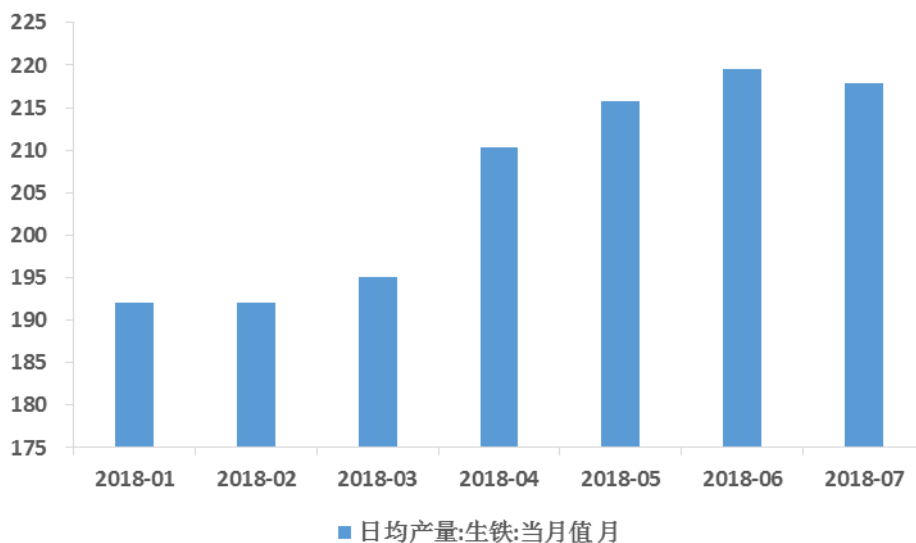


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 焦炭需求

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。7 月我国生铁日均产量 217.81 万吨, 较 6 月降低 1.81 万吨。7 月份我国生铁总产量为 6751.5 万吨, 同比上涨 4% 左右。1-7 月我国共产生生铁 4.42 亿吨, 同比有小幅增长。

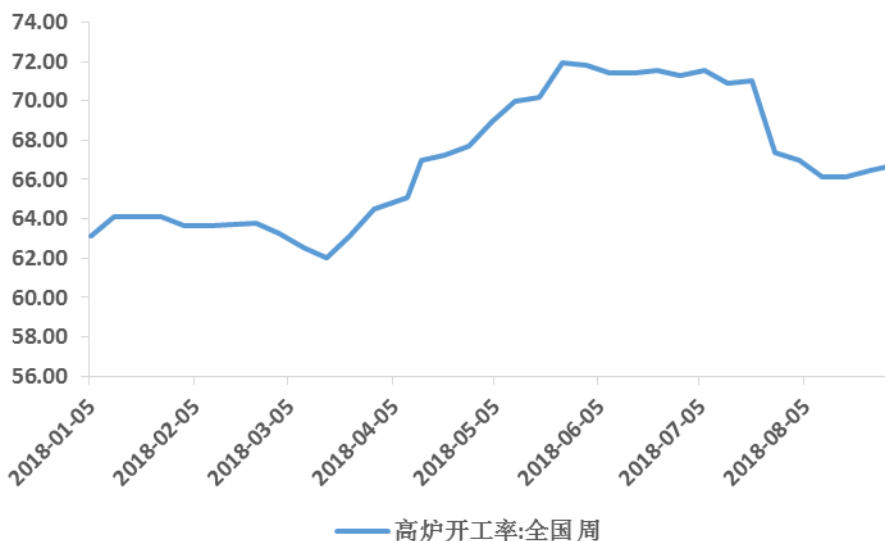
图 10：生铁产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截止 8 月 31 日，我国高炉开工率为 66.71%。自 7 月末以来，受环保限产影响，高炉开工率有较大幅度下滑，唐山地区环保限产政策频发，27 日武安市又传出限产消息，竖炉、烧结机全部停产。

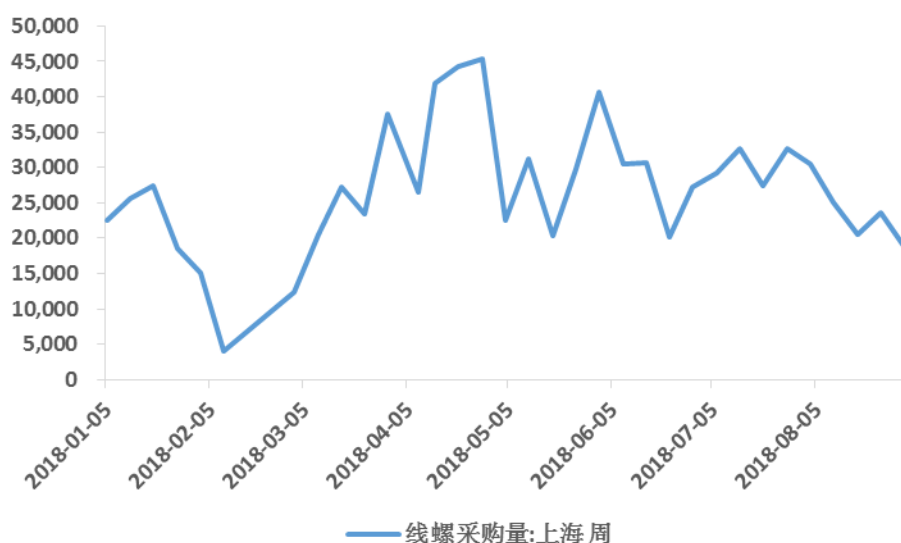
图 11：全国高炉开工率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

终端需求上，截至 8 月 31 日，我国线螺采购量为 18944 万吨，较月初下降 11000 多万吨。进入八月以来，线螺采购量呈明显下降趋势，成材终端需求较弱。

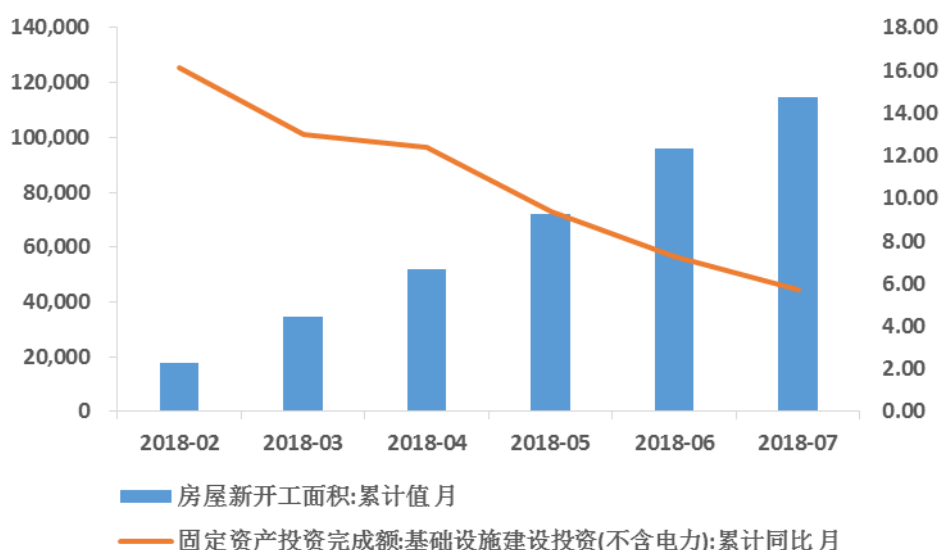
图 11：全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

7月我国房地产新开工面积数据为114780.62万平方米,较6月有大幅上涨18964万平方米。固定基建投资累计同比为5.7%,较上月增速放缓。

图 12: 房地产开工和基建投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

钢厂利润仍居高位,钢厂开工积极性依然高涨,对焦炭需求短期内不会有大幅下降。但受环保限产影响,生铁日均产量出现小幅下滑,终端需求上线螺成材需求也出现了大幅下滑,房地产行业因为行业自身韧性存在,数据比较乐观,但受政策面影响坚决抑制房价,未来房地产价格受到抑制,多家房地产企业中报中利润增速普遍放缓,上半年,万科实现销售金额3046.6亿元,同比增长9.9%,增幅与去年同期的45.8%相比,大大降低。碧桂园实现合同销售约4124.9亿元,同比增长42.8%,这个增幅也远低于去年的131%。恒大累计合约销售金额为3041.8亿元,同比增长24.6%,增幅同样大幅低于上年同期的72.2%,由此可以看出受政策面影响,短期内房企观望情绪为主,房地产行业发展前景仍是未知。此外,自七月国务院召开会议强调要补短板

大力发展基建项目，但具体实施力度如何还有待考评，就目前数据来看，基建投资同比增速继续放缓，钢厂的终端需求有走弱迹象，对焦炭的需求也必将会有减少。短期来看，需要重点关注环保限产消息对焦炭需求的影响程度。

### 3. 总结

#### 焦煤：

焦煤目前整体基本面仍然较弱，虽然焦煤供给受环保限产以及汽运限制较多，但焦煤库存高企，去库存压力仍旧较大，而需求方面环保限产限制了焦炭的产量也限制了焦煤的需求。目前焦化利润较好，焦化和钢厂均有补库需求，对焦煤价格也有拉涨作用，但受较弱基本面影响，上涨空间有限，短期焦煤价格以震荡调整为主，仅供参考。

#### 焦炭：

由于环保督查加严，限产幅度较大，各焦化厂开工率较上周均有所下滑，尤其是山西地区环保限产程度较大，临汾发布了差异化生产方案，部分焦企限产幅度达 50%-70%，后期对焦炭供给收缩作用明显，焦炭在产业链上的库存仍处低位，对现货价格是一个支撑因素。港口方面库存还在一个比较高的位置，目前由于恐高情绪，贸易商都在积极询价，出货情绪是逐步累积的。需求上，虽然高炉开工有小幅上涨，钢厂补库情绪高涨，但下游钢材库存累积，线螺成交量有明显下滑，对焦炭也是一个利空因素。受钢材影响，焦炭市场也逐渐进入一个冷静期，8月末焦炭期货主力合约价格大跌也是回调释放风险的表现。预计短期以震荡回调释放风险为主，后续要密切关注环保限产预期实现情况，焦炭仍有探涨空间，仅供参考。

## 动力煤市场供需两淡，煤价上涨乏力

2018年9月3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

投资咨询资格号：Z0013691

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

8月初，由于港口、产地动力煤价格出现一定倒挂，贸易商进一步降价销售的意愿减弱，加之在上旬高日耗的支撑下，动力煤期现价格均止跌回升；随后在沿海多台风天气的影响下，水电出力明显增加，电厂日耗逐渐回落，煤价反弹乏力，动力煤期价弱勢震荡下行；紧接着8月20日，环保、安全检查再度开启，促使动力煤期现价格重新偏强震荡上涨。

截至8月28日，环渤海动力煤价格指数报568元/吨，较月初上涨了1元/吨，涨幅0.18%。由于沿海地区多台风天气，六大电厂日耗相对偏低，电煤库存维持高位，补库需求疲软；但受环保、安全检查影响，以及港口、产地动力煤价存在一定倒挂，煤炭发运量有所收紧，贸易商挺价意愿较强，从而近期BSPI指数整体维稳运行。

#### ● 后市展望及策略建议

进入9月份，气温将逐渐回落，民用电需求下降，传统用煤淡季来临，加之水电仍有望维持高位，下游需求将迅速回落；同时港口、电厂库存仍处于高位，预计后期下游补库需求仍将相对疲弱。

但受环保、安全检查影响，部分主产区煤矿生产负荷降低，煤炭产量释放速度仍将受到一定的限制；加之港口、产地动力煤价格存在一定的倒挂，贸易商挺价意愿较强，短期仍将对煤炭价格有所支撑。

整体来看，随着用煤淡季来临，煤价继续上涨的动力稍显不足，后期煤价或偏弱运行为主，但下行的空间可能相对有限，仍需重点关注电厂日耗水平以及环保安检督察对供应的实质影响、进口煤政策的变化等。建议投资者可关注多ZC901空ZC905的正向套利机会，仅供参考。



## 1.信息回顾

### 1.1 制造业 PMI 止跌回升，经济平稳增长

2018年8月31日，国家统计局发布数据显示，2018年8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.3%，较上月微升0.1个百分点，制造业总体保持平稳扩张态势。

8月份PMI指数结束了连续两个月的回落，经济短期下行压力有所减缓，但后期PMI的回升趋势能否延续可能还是需要政策的更多支撑。

### 1.2 第二轮环保督查启动强化督查

生态环境部于6月7日印发《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》，第二轮环保督查将于8月20日启动强化督查。

第二阶段（2018年8月20日至2018年11月11日），共6个轮次。对“2+26”城市、汾渭平原11个城市开展全面督查，排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、“公转铁”落实、扬尘治理及秸秆焚烧等方面存在的问题，以问题为导向督促各项任务及措施落实到位。

### 1.3 国家煤矿安监局发布《关于开展煤矿安全生产督查的通知》

8月17日，国家煤矿安监局发布了《关于开展煤矿安全生产督查的通知》，要求从2018年8月20日至9月20日，对山西、内蒙古、云南、四川、安徽、江西、陕西、重庆、贵州、河北、湖南、河南等12个产煤省（区）各级人民政府煤矿安全监管部门和部分重点地区、重点煤矿企业，其他省份进行明查暗访。

### 1.4 前7个月全国退出煤炭产能8000万吨左右

国家发改委新闻发言人、经济运行调节局局长赵辰昕在发改委8月16日召开专题新闻发布会上表示，1-7月，全国退出煤炭产能8000万吨左右，完成全年任务1.5亿吨的50%以上；压减粗钢产能2470万吨，完成全年任务3000万吨的80%以上。

截止7月底，内蒙古已关闭退出地方煤矿15处、煤炭产能780万吨/年，完成2018年任务的70%。

### 1.5 两部委印发2018年煤电超低排放和节能改造目标任务

据国家能源局网站8月27日消息，国家能源局、生态环境部近日印发2018年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知。要求，全国煤电完成超低排放改造4868万千瓦，节能改造5390.5万千瓦。其中，80%以上的改造要在中西部省份进行。

通知大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，并提出了明确的时间表：中部地区力争在2018年前基本完成，西部地区在2020年完成。

## 1.6 大秦线秋季集中修时间初定

据太原路局的消息，今年大秦线秋季集中修计划于9月29日展开，至10月23日结束，共为期25天，每日上午九点到十二点“开天窗”检修。

## 2.行情回顾

### 2.1 动力煤期价走势

8月初，由于港口、产地动力煤价格出现一定倒挂，贸易商进一步降价销售的意愿减弱，加之在上旬高日耗的支撑下，动力煤期现价格均止跌回升；随后在沿海多台风天气的影响下，水电出力明显增加，电厂日耗逐渐回落，煤价反弹乏力，动力煤期价弱势震荡下行；紧接着8月20日，环保、安全检查再度开启，促使动力煤期现价格重新偏强震荡上涨。主力合约ZC901报收615.4元/吨，月涨20.6元/吨，涨幅3.46%；持仓24.7万手，成交650.4万手，大幅放量增仓。

图 1：动煤 ZC801 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

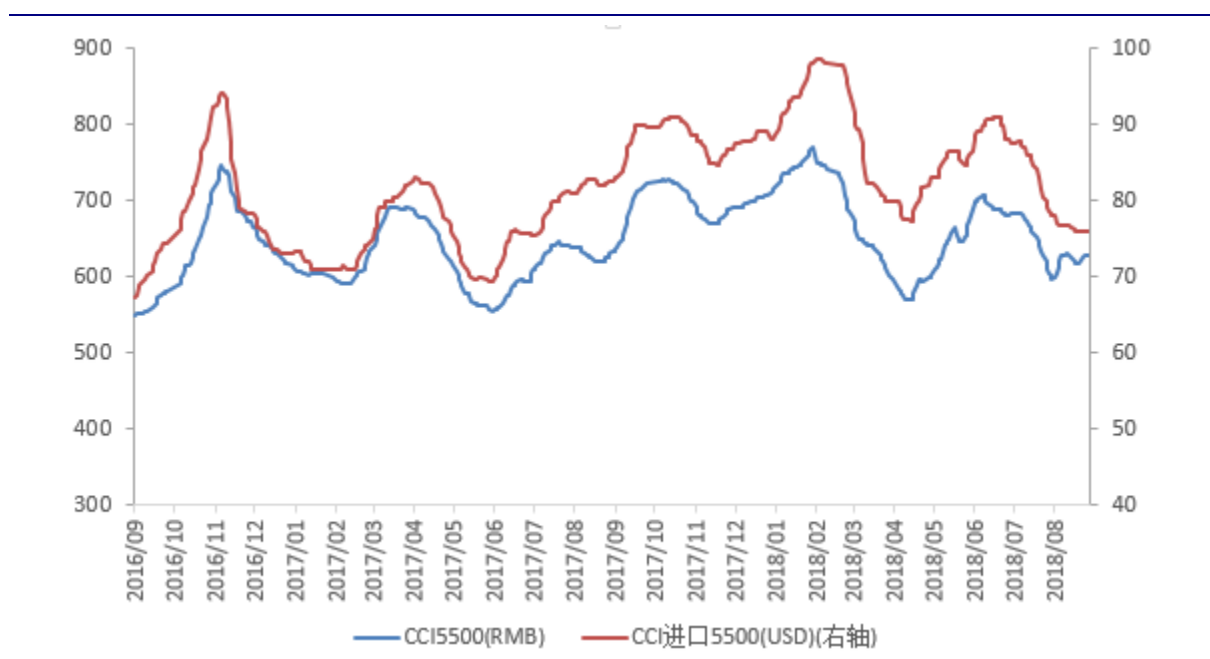
截止8月31日，主力合约ZC901前20名多方持仓由32101手增至68700手，前20名空方持仓由41260手增至82336手；ZC合约前20名多方持仓102252手，前20名空方持仓103896手。从机构持仓层面看，空方较多方呈现出一定的近强远弱的格局。



### 3.2CCI 指数

8月初,由于港口、产地动力煤价格出现一定倒挂,贸易商进一步降价销售的意愿减弱,加之在上旬高日耗的支撑下,煤价止跌回升;随后在沿海多台风天气的影响下,水电出力明显增加,电厂日耗逐渐回落,煤价反弹乏力,偏弱震荡下跌;紧接着8月20日,环保、安全检查再度开启,促使煤价偏强震荡上涨。8月份,CCI5000指数维持震荡调整,CCI进口5500指数偏弱震荡运行。截至8月31日,CCI5500指数由610元/吨上涨至627元/吨,上涨17元/吨或2.79%;CCI进口5500指数由79美元/吨下跌至76美元/吨,下跌3美元/吨或3.80%。

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

8月份,国际动力煤市场涨跌不一,维持高位运行。

(单位: 美元/吨)	7月31日	8月3日	8月10日	8月17日	8月24日	8月30日
纽卡斯尔 NEWC	122.17	120.41	118.29	117.68	117.39	118.49
理查德 RB	104.95	104.13	101.66	98.47	95.71	94.40
欧洲 ARA 港	95.44	93.87	96.20	99.38	98.12	99.00

截止8月30日,澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数118.49美元/吨,较上月下跌3.68美元/吨,跌幅为3.01%;南非理查德港动力煤价格指数94.4美元/吨,较上月下跌10.55美元/吨,跌幅为10.05%;欧洲ARA三港市场动力煤价格指数99美元/吨,较上月上涨3.56美元/吨,涨幅为3.73%。

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

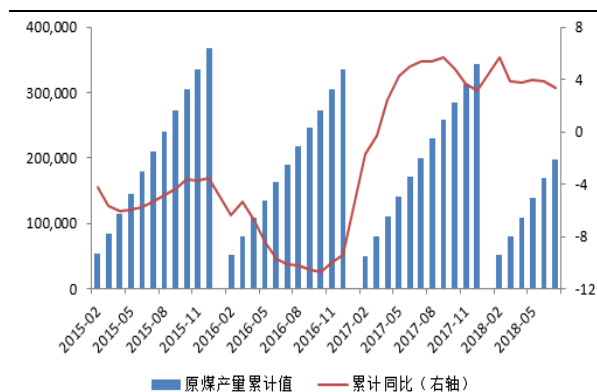
### 4.1 受环保、安全检查影响，煤炭产量释放受限

2018年1-7月份，全国原煤累计产量19.78亿吨，累计同比增长3.4%；其中7月份原煤产量2.82亿吨，同比下降2.0%，环比下降5.54%。由于环保检查力度不断加强，煤炭主产区产量受到了一定的抑制；预计后期在环保、安全检查的影响下，煤炭供应仍将继续受限。

2018年1-7月份，山西省煤炭累计产量49773万吨，累计同比增长0.7%；其中7月份产量7356万吨，同比下降3.1%。2018年1-7月份，陕西省煤炭累计产量33965万吨，累计同比增长14.4%；其中7月份产量5175万吨，同比增长6.4%。2018年1-7月份，内蒙古煤炭累计产量51071万吨，累计同比增长6.0%；其中7月份产量6776万吨，同比下降1.4%。

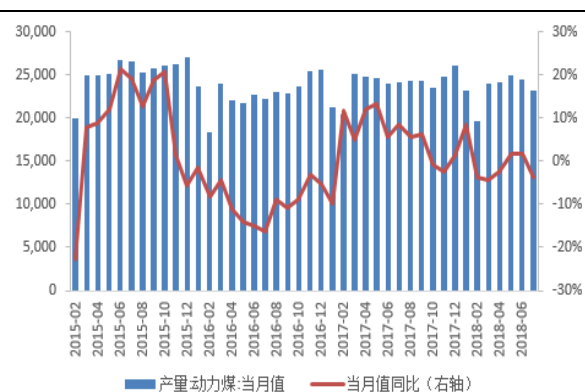
2018年1-7月动力煤累计产量16.36亿吨，累计同比下降0.52%；其中7月份动力煤产量2.32亿吨，同比下降3.85%，环比下降5.24%。

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 7 月，全国煤炭销量 29000 万吨，同比减少 2.03%。

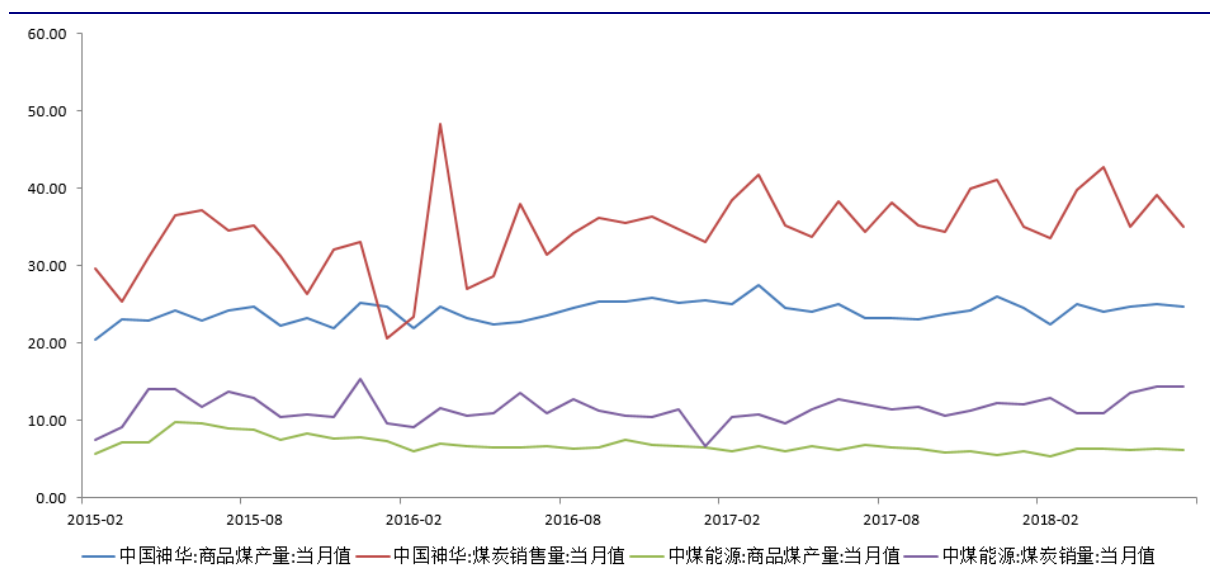
图 8：全国煤炭销量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7 月份，中国神华集团煤炭产销均有所增加；中煤能源煤炭产量大幅下降，销量大幅增加。其中 7 月份，中国神华集团商品煤产量 2470 万吨，同比增加 140 万吨或 6.01%；煤炭销售量 3500 万吨，同比增加 60 吨或 1.74%。7 月份，中煤能源商品煤产量为 613 万吨，同比减少 71 万吨或 10.38%；商品煤销量为 1447 万吨，同比增加 232 万吨或 19.09%。

图 9：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



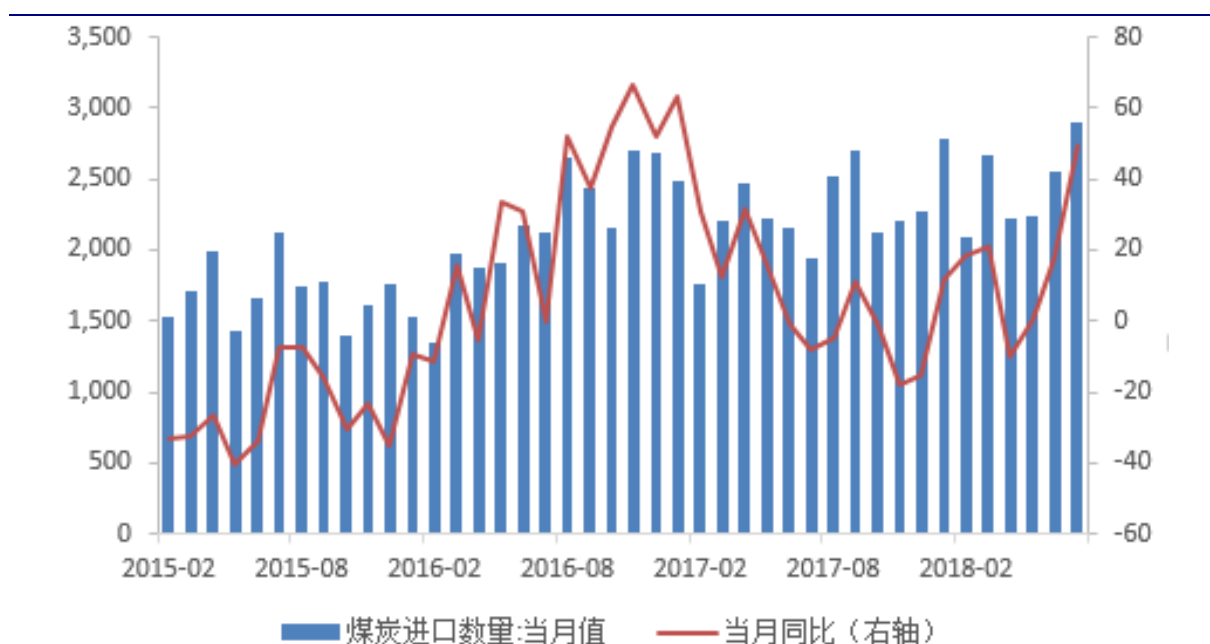
数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4.2 进口煤政策相对宽松，进口煤量大幅增加

2018 年 1-7 月份，全国共进口煤炭 17519.5 万吨，累计同比增长 15.0%；其中 7 月份，进口煤炭 1900.6 万吨，同比增长 49.05%，环比增长 13.90%。

2018 年 1-7 月份，全国累计进口动力煤 7210 万吨，累计同比增长 17.77%；其中 7 月份，进口动力煤 1131 万吨，同比增长 28.67%，环比增长 10.02%。

图 10：进口动力煤情况



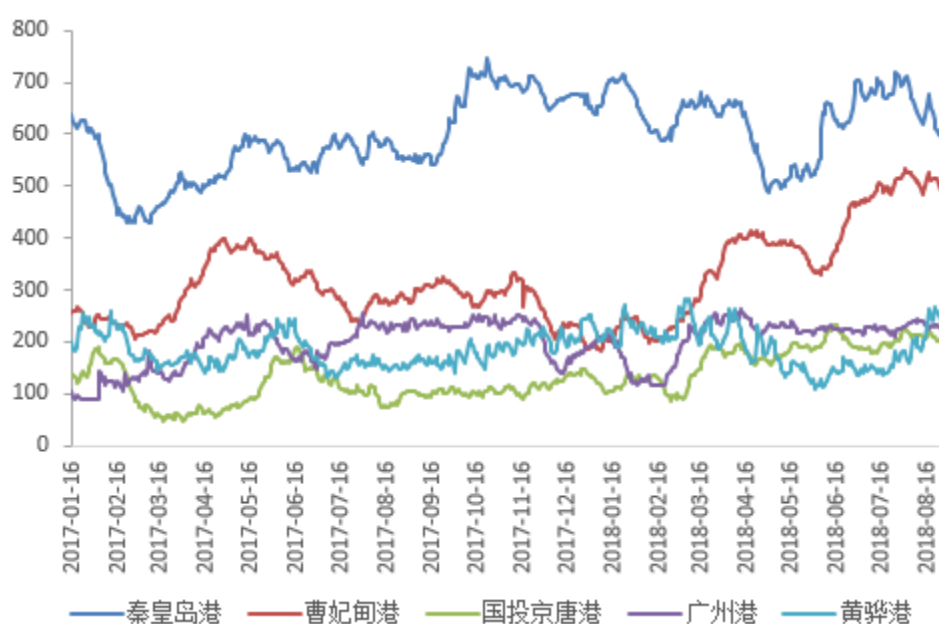
数据来源：兴证期货研发部，WIND



### 4.3 港口库存高位回落

由于港口、产地动力煤价格存在一定的倒挂，贸易商发运积极性减弱，港口煤炭库存高位回落。截至 08 月 31 日，环渤海四港煤炭库存 1932.7 万吨，较上月同期减少 106.1 万吨，减幅为 5.20%。秦皇岛港煤炭库存 625 万吨，较上月同期大幅减少 70 万吨，减幅为 10.07%。黄骅港煤炭库存 206.8 万吨，较上月增加 25.5 万吨；煤炭库存冲高回落，整体维持在 200 万吨上方运行。曹妃甸港煤炭库存 478.9 万吨，较上月大幅减少 43.3 万吨；京唐国投港煤炭库存 190 万吨，较上月大幅减少 34 万吨。同期，广州港煤炭库存 228.7 万吨，较上月同期增加 1.2 万吨，增幅为 0.53%。

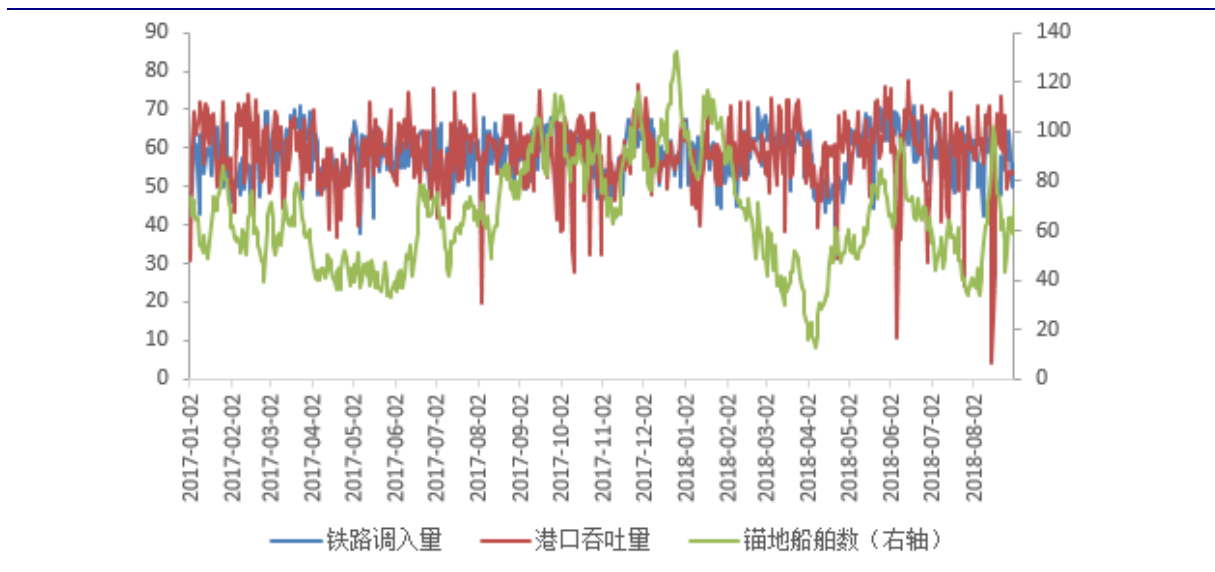
图 11：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于港口、产地动力煤价格存在一定的倒挂，贸易商发运积极性减弱，港口煤炭调入量有所回落；但随着港口疏港工作持续，吞吐量略有好转。8 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 6809 车，环比减少 77 车；日均调入量 54.3 万吨，环比减少 0.49 万吨；日均吞吐量 56.88 万吨，环比增加 0.89 万吨。锚地船舶数日均 62.03 艘，环比增加 6.48 艘。

图 12: 秦皇岛港调入量、吞吐量 (万吨) 与锚地船舶数 (艘)

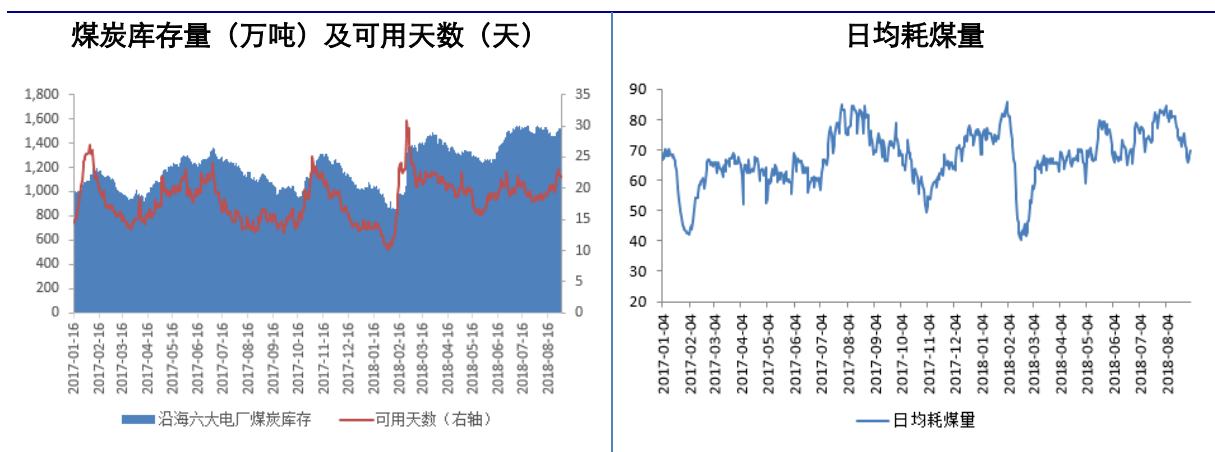


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

#### 4.4 沿海多台风天气, 日耗逐渐回落

8 月份, 沿海地区多台风天气, 水电出力明显增加, 电厂日耗逐渐回落; 进入 9 月份, 气温将逐渐回落, 民用电需求下降, 传统用煤淡季来临, 加之港口、电厂库存仍处于高位, 后期下游电厂补库需求仍将相对疲弱。截止 8 月 31 日, 沿海六大发电集团煤炭库存为 1519.87 万吨, 较上月同期增加 36.68 万吨, 增幅为 2.41%; 可用天数由 18.23 天至 21.78 天。日均耗煤量 69.78 万吨, 较上月同期减少 11.59 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 传统用煤淡季来临, 下游需求或相对疲弱

电力: 气温逐渐回落, 民用电需求下降, 同时下游工业行业错峰限产, 加之水电仍有望维持高位, 火电仍将受到抑制。2018 年 1-7 月全社会用电量累计 38775 亿千瓦时, 累计同比增长 8.99%; 其中 7 月份全社会用电量 6484 亿千瓦时, 同比增长 6.82%。2018 年 1-7 月全国累计发

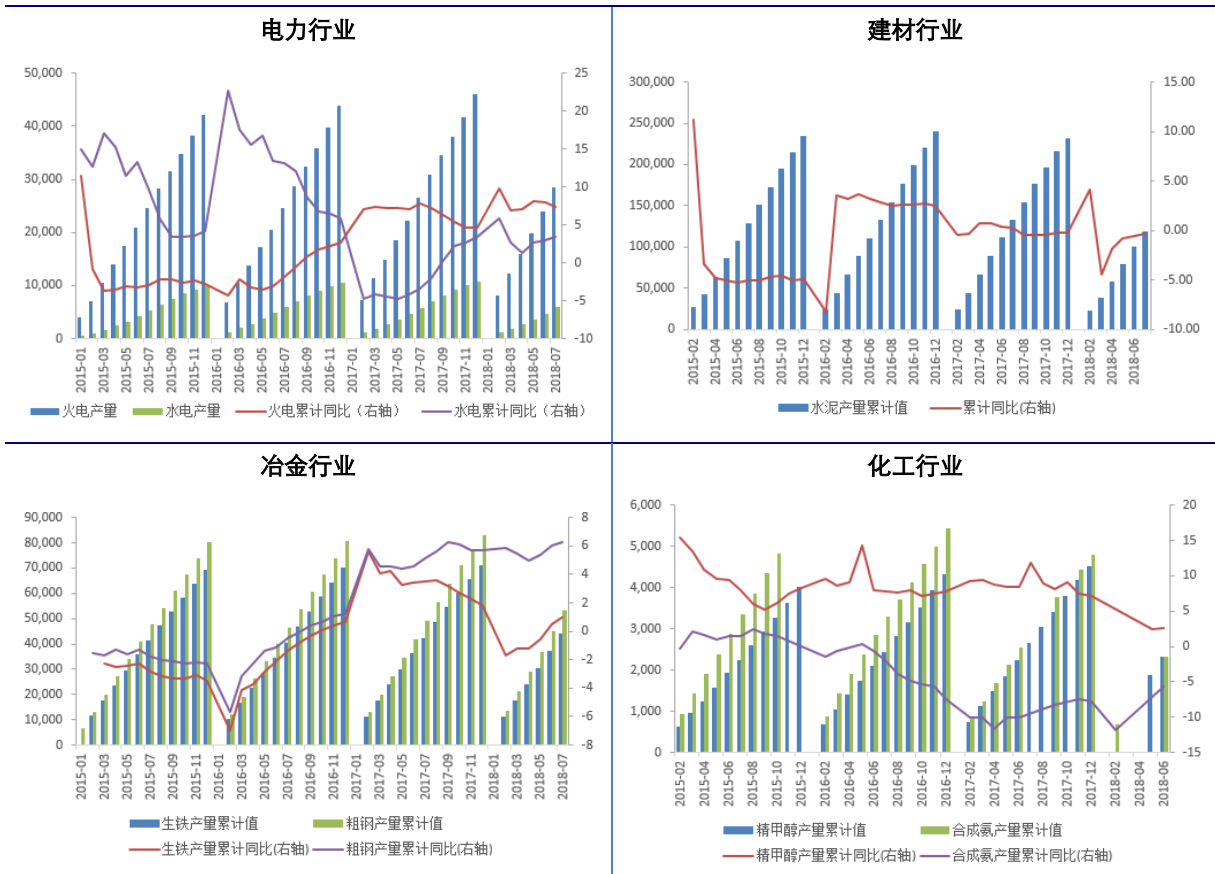
电量 38373 亿千瓦时，累计同比增长 7.8%；其中 7 月份全国发电量 6400 亿千瓦时，同比增长 5.7%。2018 年 1-7 月火电累计发电量 28456 亿千瓦时，累计同比增长 7.3%；其中 7 月份火电产量 4535 亿千瓦时，同比增长 4.3%。2018 年 1-7 月水电累计发电量 5901 亿千瓦时，累计同比增长 3.5%；其中 7 月份水电产量 1291 亿千瓦时，同比增长 6.0%。

建材：水泥价格高位震荡，产量微增。2018 年 1-7 月全国水泥累计产量 118963 万吨，累计同比减少 0.3%；其中 7 月份水泥产量 19618 万吨，同比增长 1.6%。

冶金：环保持续高压，价格强势运行，产量仍将受到一定的抑制。2018 年 1-7 月全国粗钢累计产量 45116 万吨，累计同比增长 6.0%；其中 7 月份粗钢产量 8020 万吨，同比增长 7.5%。2018 年 1-7 月全国生铁累计产量 37280 万吨，累计同比增长 0.5%；其中 7 月份生铁产量 6588 万吨，同比增长 3.8%。

化工：原油价格高位运行，化工市场表现良好。2017 年 1-6 月份，全国甲醇累计产量 2316 万吨，累计同比增长 2.6%；其中 6 月份甲醇产量 394 万吨，同比增长 4.7%。1-6 月份，全国合成氨累计产量 2326 万吨，累计同比下降 5.6%；其中 6 月份甲醇产量 411 万吨，同比下降 2.5%。

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

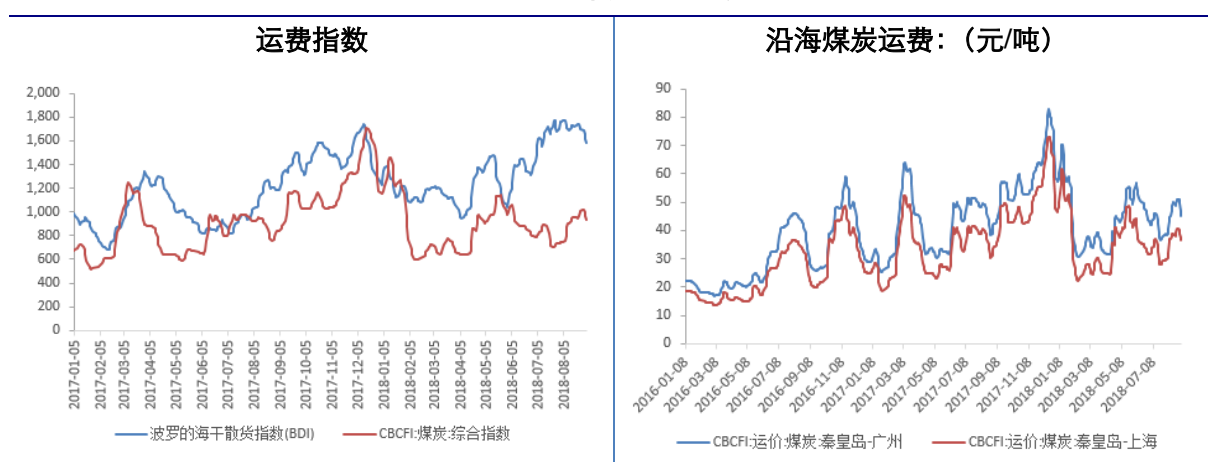
由于原油价格维持高位运行，对波罗的海干散货指数（BDI）形成一定的成本支撑；但铁矿石等商品需求不佳，打压海岬型船舶租赁运价大幅下挫，从而拖累波罗的海干散货指数（BDI）

高位回落。截止 8 月 31 日，波罗的海干散货指数（BDI）为 1579 点，较上月同期下降 168 点，减幅为 9.62%。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为 929.81 点，较上月同期上涨 189.71 点，增幅为 25.63%。8 月初，由于煤价触底反弹，市场交投趋于活跃，寻煤找船增多，航运需求转暖；随后由于沿海地区台风天气频繁，港口封航压港严重，运力周转较慢，致使航运市场可用运力不足，从而沿海煤炭运费大幅上涨；但近期随着高温天气逐渐褪去，下游电厂补库意愿不高，航运市场货盘不足，沿海煤炭运费止涨转跌。进入传统用煤淡季后，煤炭市场观望情绪渐起，航运需求转弱，预计后期航运市场或偏弱运行。

截止 8 月 31 日，秦皇岛-广州运费 45 元/吨，较上月大幅上涨 6.5 元/吨；秦皇岛-上海运费 36.5 元/吨，较上月大幅上涨 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

进入 9 月份，气温将逐渐回落，民用电需求下降，传统用煤淡季来临，加之水电仍有望维持高位，下游需求将迅速回落；同时港口、电厂库存仍处于高位，预计后期下游补库需求仍将相对疲弱。

但受环保、安全检查影响，部分主产区煤矿生产负荷降低，煤炭产量释放速度仍将受到一定的限制；加之港口、产地动力煤价格存在一定的倒挂，贸易商挺价意愿较强，短期仍将对煤炭价格有所支撑。

整体来看，随着用煤淡季来临，煤价继续上涨的动力稍显不足，后期煤价或偏弱运行为主，但下行的空间可能相对有限，仍需重点关注电厂日耗水平以及环保安检督察对供应的实质影响、进口煤政策的变化等。建议投资者可关注多 ZC901 空 ZC905 的正向套利机会，仅供参考。

## 探低遇撑强劲反弹

2018年9月3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

投资咨询资格号：Z0013691

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

8月，天然橡胶探低遇撑、止跌企稳，并返身强劲反弹，随即又冲高遇阻，并返身浅幅回调，仍呈现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。

预计后市短线还拓展后市进一步上升空间，并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

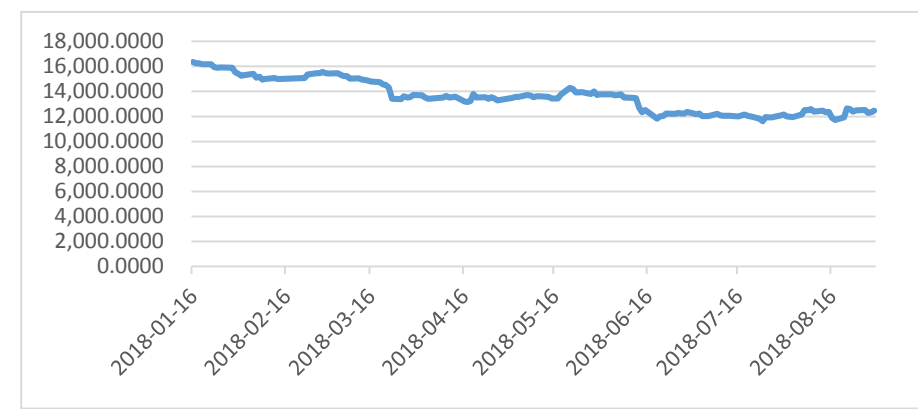
展望9月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性偏多的交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑、并返身回升的牵制下，沪胶后市也将延续区域性震荡整理走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势及自身供过于求的中性偏空因素的影响，虽然短线可能技术性反弹，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势。

## 1. 国际国内天胶市场走势回顾

受诸多多空因素交织作用，国内外天胶市场在 8 月呈现低位偏强震荡整理走势。

### 1.1 沪胶走势

图 1：沪胶主力合约 RU1901 走势

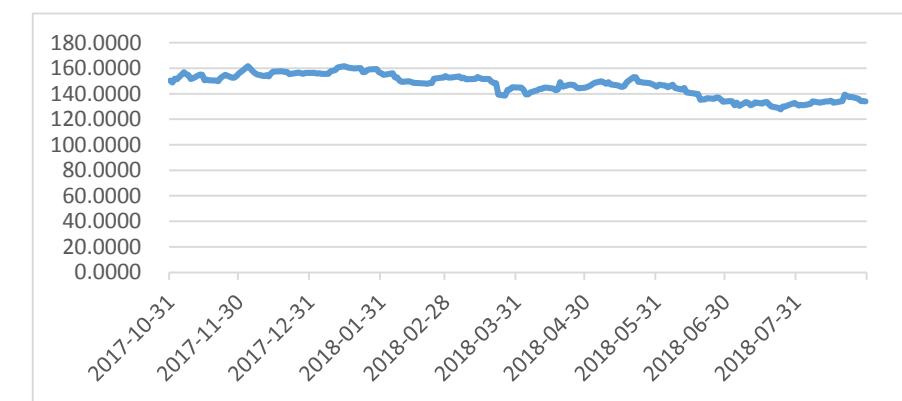


数据来源：兴证期货研发部，WIND

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 RU1901 于 8 月 31 日收于 12360 元，较 7 月 31 日收盘价 12150 元累计上涨 210 元，涨幅为 1.73%。

### 1.2 新加坡胶和东京胶走势

图 2：新加坡 20 号胶 10 月合约走势

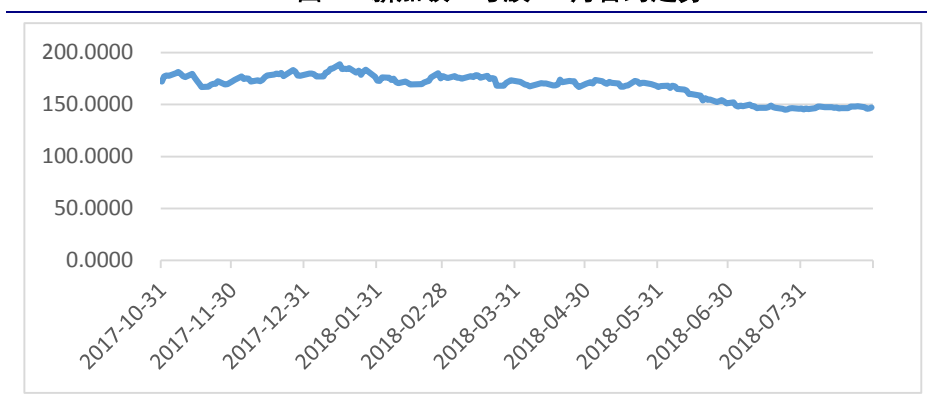


数据来源：兴证期货研发部，WIND

受全球天胶市场供需关系等因素作用，新加坡胶 20 号胶 10 月合约于 8 月 31 日收于 133.5 美分/千克，较 7 月 31 日收盘价 131.8 美分/千克累计上涨 1.7 美分/千克，涨幅为 1.29%，延续低位波动格局。



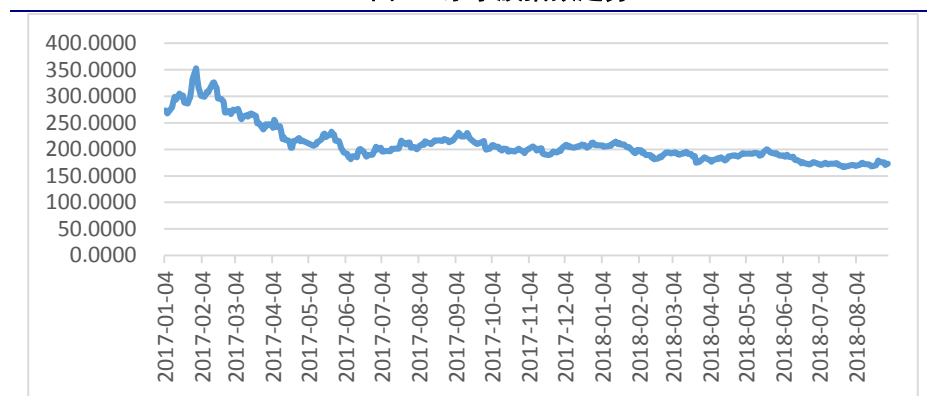
图 3：新加坡 3 号胶 10 月合约走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

新加坡胶 3 号胶 10 月合约于 8 月 31 日收于 147 美分，较 7 月 31 日收盘价 146.1 美分累计上涨 0.9 美分，涨幅为 0.62%，延续低位震荡整理格局。

图 4：东京胶指数走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

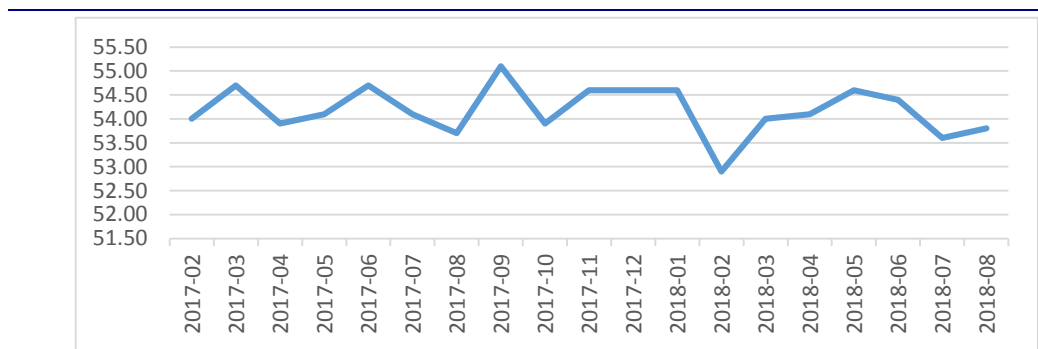
东京胶指数 8 月 31 日收于 169.4 日元/千克，7 月 31 日收盘价 169.7 日元/千克累计下跌 0.3 日元，跌幅为 0.18%，延续低位震荡走势特征。

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，其主要原因是除受全球天胶供需关系利空压制以外，还受到天胶价格偏低的利多因素提振作用所致。

## 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

8月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比 7 月上升 0.1%，制造业总体保持平稳扩张态势。

据国家统计局公布数据，中国 8 月官方制造业 PMI 51.3，预期 51，前值 51.2。

本月主要特点：一是生产继续扩张，市场需求总体稳定；二是高技术制造业发展动能不断积蓄和发力；三是价格指数升至近期高点；四是中、小型企业景气水平提升；五是受国际经贸摩擦升温 and 外部环境不确定等因素影响，进出口景气度有所回落。

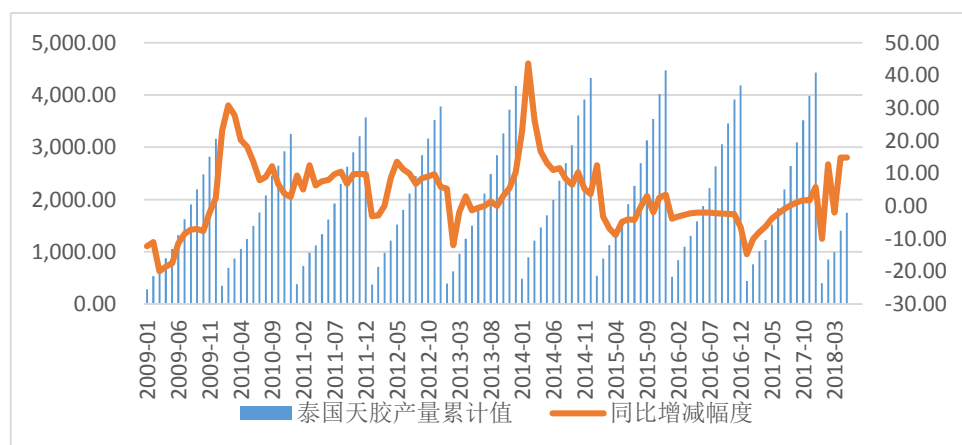
反映到具体反映到橡胶产业链，轮胎企业由于高温气候、环保督查、设备检修、台风后续降雨、终端汽车产业对轮胎需求疲软等因素作用，而导致生产活动趋于缩减，居民消费水平提升，推动汽车升级换代，外汇汇率波动，尤其是人民币趋于贬值，对橡胶进口构成制约作用，中美贸易争端，对于轮胎出口，则构成阻碍作用，对于汽车进口，也构成制约作用。

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

由于泰国主要产区尚未遭遇严重自然灾害影响，7 月，泰国天然橡胶，包括烟片胶、标胶、

乳胶、邹橡胶、复合橡胶及其他胶种的出口量约 30.33 万吨，同比增长 6.29%，环比增长 5.98%。

7 月，泰国烟片胶出口量占总出口量的 15%，出口量占比较 6 月份持平；标胶出口量占其总出口量的 42%，出口量占比缩窄 2%；乳胶出口量占其总出口量的 35%，出口量占比提高 3%。其他胶种出口量占比相对较少。

7 月，泰国天然乳胶出口量约 10.60 万吨，同比增加 2.6%，环比增加 6.4%。

1-7 月，泰国乳胶出口量环比连续增加。

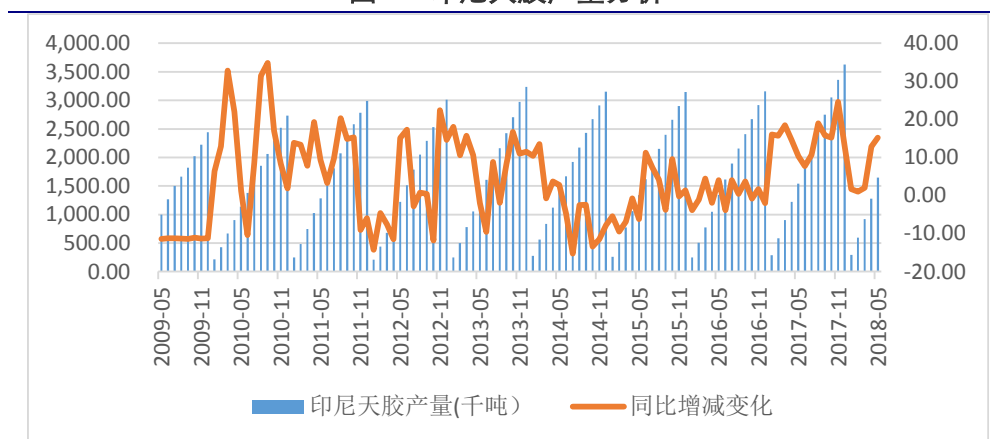
7 月，泰国烟片胶出口量约 4.53 万吨，同比增长 6.4%，环比缩减 15.2%。2018 年至今，除 1 月、4 月外，其他月份泰国烟片出口量均在 4-5 万吨之间，烟片本身用量相对更少。

8 月泰国天然橡胶，包括烟片胶、标胶、乳胶、邹橡胶、复合橡胶及其他胶种的出口量将环比小幅增长。

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。

今年以来印尼多地胶树受到麻点病影响，该病从 2017 年底扩散到南苏门答腊地区，目南加里曼丹省、爪哇、楠榜和中部的苏拉威西部分地区据说也被感染，到目前已经有超过 22000 公顷的胶林受到影响。

严重被感染的叶子会变得干枯、凋落或者变成植物树枝上的异常叶片，一般在 4 个月后凋落，今年印尼频传因病害导致胶树多次落叶消息。

今年 6 月由于病害影响已经导致产量出现环比大幅下滑，6 月产量环比 5 月的 37.1 万余吨，

大幅缩减 8.1 万余吨，至 29 万余吨，缩减幅度为 21.8%，7 月灾害更加严重，受灾严重的棉兰、占碑以及坤甸等地胶林提前落叶，较往年提前 1 个月左右，将对 8-9 月产量产生较大影响。

此外叠加一直以来的胶价低位，以及产量低导致割胶积极性低，胶农改做其他工作，工厂产量不及去年。

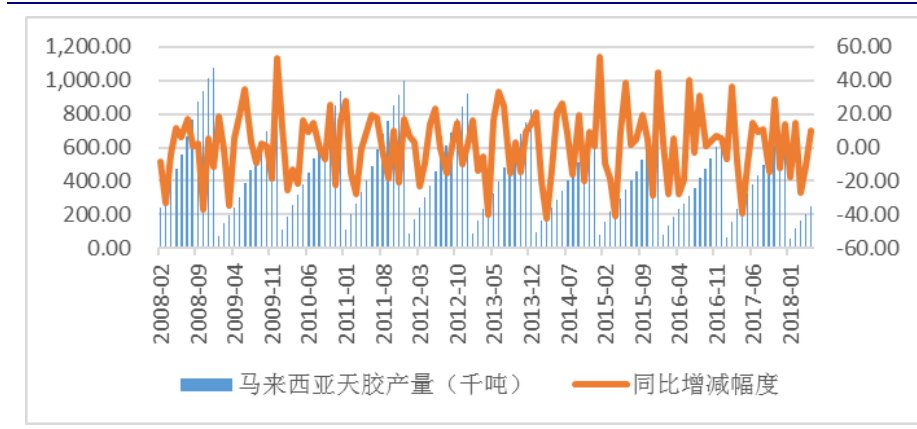
整体来看，印尼全年产量出现下滑已成定局，具体影响程度还未能确定。

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

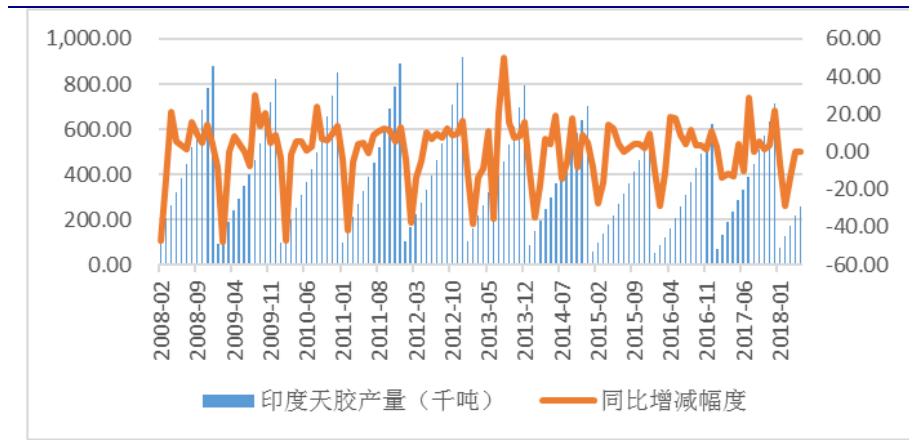
供应方面，受天胶生产季节性因素影响，6 月，马来西亚天胶产量为 4.5 万余吨，环比 5 月的 4.5 万余吨增加 1.1 万余吨，增长幅度为 24.44%，1-6 月，马来西亚天胶产量为 30.14 万余吨，同比去年同期的 37.87 万余吨，缩减 7.73 万余吨，缩减幅度为 20.41%，主要受 1 季度人为调控供应量政策所致，预计该国天胶产业中长期发展仍不容乐观，尤其是相关品种棕榈种植效益明显好于天胶种植效益。

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。6 月，马来西亚天胶消费量为 4.22 万余吨，环比 5 月的 4.22 万余吨未有增加和减少，增减幅度为 0%，1-6 月，马来西亚天胶消费量为 26.2 万余吨，同比去年同期的 25 万余吨增加 1.2 万余吨，增长幅度为 4.8%。

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

6 月，印度天胶产量为 5 万余吨，比 5 月的 4.5 万余吨增加 0.5 万余吨，增长幅度为 11.11%，1-6 月，印度天胶产量为 30.5 万余吨，同比去年同期的 33.2 万余吨，缩减 2.7 万余吨，缩减幅度为 8.13%，其原因除胶农种植积极性下降外，还可能与印度喀拉拉邦的强降雨不利气候有关。

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。

近期，印度南部喀拉拉邦出现了强降雨，不但导致上百人死亡，而且还导致当地 3.25 万公顷农作物受损，胶农割胶工作无法进行，天胶胶树遭遇较为严重的损失。

该地区是印度橡胶、茶叶、咖啡和香料的主要产地之一。

该地区天胶产量占印度总量的 70%，当地胶农主要以种植天胶为主，是传统的天胶主产区。如果后期天胶产量无法弥补上，而印度又是全球天胶第 3 大天胶消费国，其天胶消费量随着其国内汽车工业稳步发展，而刚性增长，因此，此次洪涝灾害可能导致印度地区供需产生明显缺口，致使印度在未来增加从其他产区的进口量。

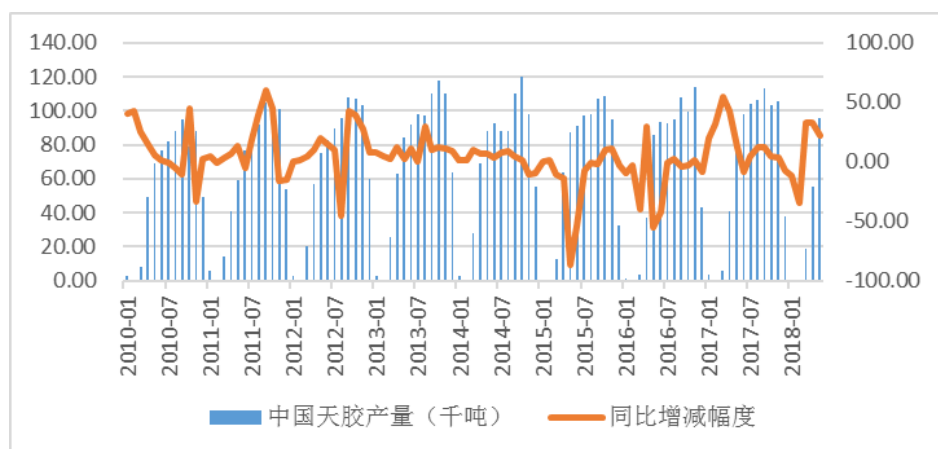
因此，印度天胶主产区发生洪水，预计将对当地天胶生产造成严重影响，并对东南亚天胶供应产生负面影响。

消费方面，6 月，印度天胶消费量为 10 万余吨，与 5 月的 10 万余吨持平，增减幅度为 0%，1-6 月，印度天胶累计消费量为 59.42 万余吨，同比去年同期的 53.25 万余吨，增加 6.17 万余吨，增长幅度达到 11.59%。

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）。

今年开割初期，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。

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。

6 月，国内天胶产量为 10.5 万余吨，环比 4 月的 9.6 万余吨增加 0.9 万余吨，增长幅度为 9.38%，1-6 月，国内天胶产量为 27.56 万余吨，同比去年同期的 22.66 万余吨增加 4.9 万余吨，增长幅度为 21.62%，由于基数较小，较小的增长量引发较大的增长幅度。

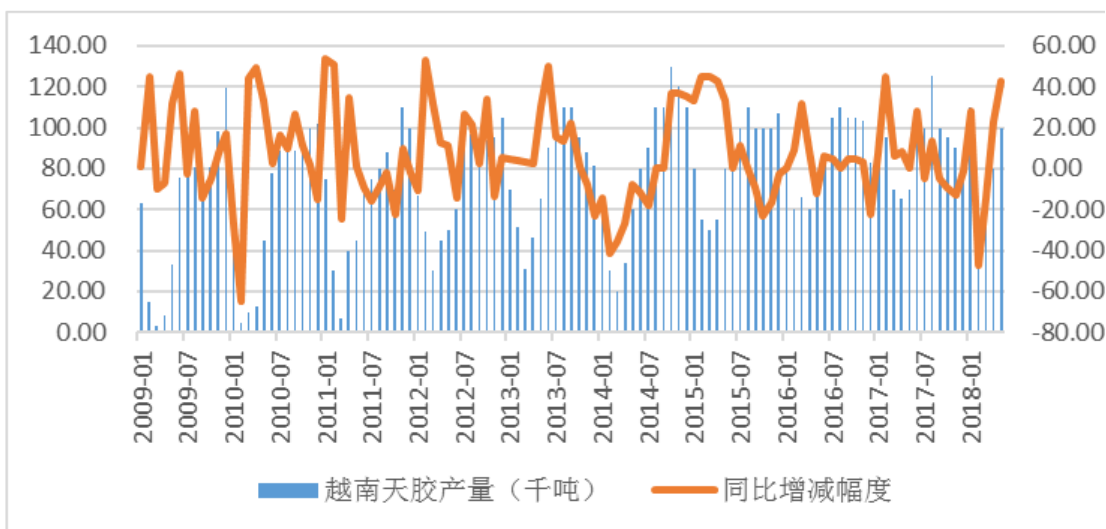
7 月中国天然橡胶和合成胶进口量约为 57 万余吨，同环 6 月的 61 万余吨缩减 4 万余吨，缩减幅度为 6.56%，1-7 月中国天然橡胶和合成橡胶累计进口量为 391.26 万余吨，同比去年同期的 388.57 万余吨增加 2.69 万余吨，增长幅度为 0.69%。

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 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。

6 月，越南天胶产量为 8 万余吨，环比 5 月的 6 万余吨增加 2 万余吨，增长幅度为 33.33%，1-6 月，越南天胶产量为 40 万余吨，同比去年同期的 49.5 万余吨缩减 9.5 万余吨，缩减幅度为 19.18%。

6 月，越南天胶出口量为 11 万余吨，环比 5 月的 10.88 万余吨增加 0.12 万余吨，增长幅度为 1.1%，1-6 月越南天胶累计出口量为 55.23 万余吨，同比去年同期的 48.39 万余吨增加 6.84 万余吨，增长幅度为 14.14%，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

现阶段，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。

据报道，泰国胶农将举行会议，起草文件，请求政府出台扶持政策和措施，支撑天胶价格，督促政府信守承诺。此前政府承诺如果泰国橡胶局无法提振价格，将借助行政手段进行干预，由此可能会引发泰国政策出台新的扶持胶农、干预胶市的政策和措施。

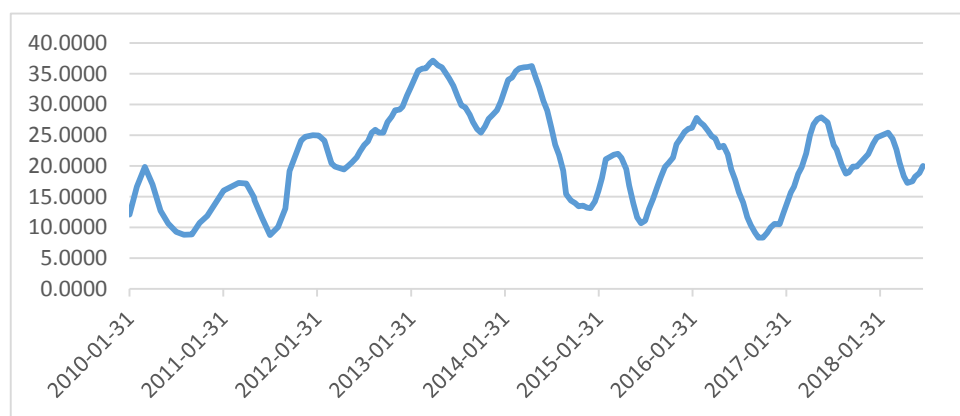
国内方面，上半年，尽管国内外天胶市场价格持续下跌，并创下1年多新低，不过国家储备局并未出台收储天胶库存量的提振政策和措施，其主要原因可能是，当天胶价格运行于前期高位区域之际，国家储备局并未出台抛售储备库存的政策和措施，而其库存量也由此没有得到轮换。因此，当目前天胶市场价格运行至相对低位区域之际，也无意收储天胶库存量，对天胶市场价格走势也未产生利多提振作用。

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，进口胶仍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。

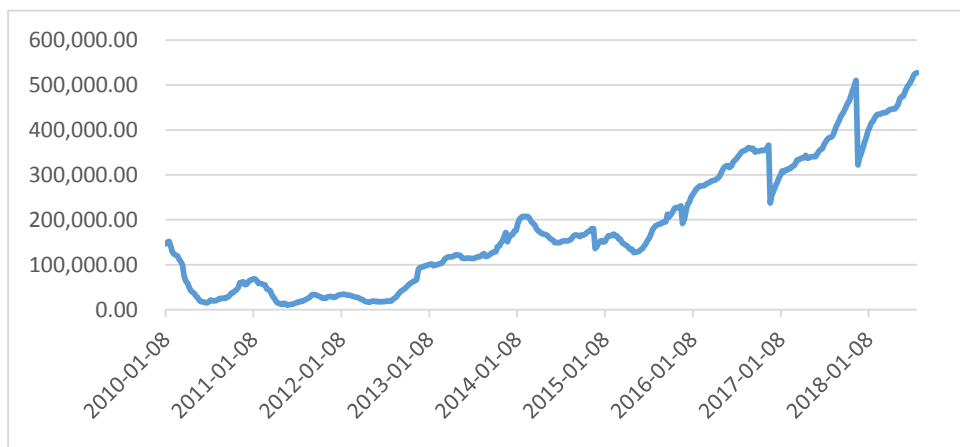
图 12：青岛保税区库存量分析（单位：万吨）



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 8 月 16 日，青岛保税区橡胶总库存量增加至 20.46 万余吨，较 2017 年 8 月 14 日的 22.64 万余吨缩减 2.18 万余吨，缩减幅度为 9.63%，较 2017 年 12 月 15 日的 21.94 万余吨缩减 1.48 万余吨，缩减幅度为 6.75%，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 8 月 31 日，上期所库存量为 551634 吨，较 1 年前的 2017 年 8 月 25 日的 406226 吨增加 145408 吨，增长幅度为 35.79%，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中性偏空作用。

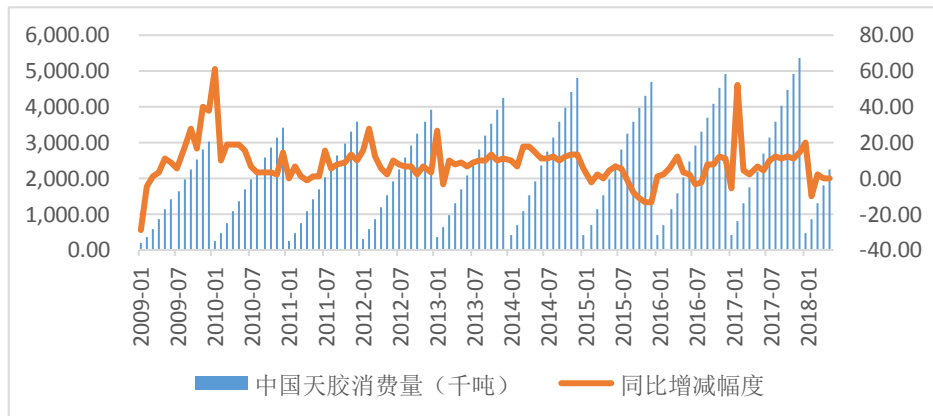
## 6.天胶消费量分析

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 9 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

源于中国生产的轮胎产品，多年以来一直受到美国“双反”政策的限制和打压作用，致使中国对美国出口的轮胎的数量、

金额均呈现稳步下降态势，而受此次美国对中国出口的包括橡胶制品在内的商品征收高额关税的负面影响，预计未来一段时期内，中国轮胎对美国出口规模仍将呈现数量和金额双双缩减的变化趋势，由此对天胶市场供需关系产生利空作用，中国轮胎出口美国正面临越来越困难的发展前景。

从产业链的角度分析，对美国出口轮胎规模缩减，将直接导致中国轮胎总出口规模增长趋于缓慢，进而导致中国轮胎产量增长趋于缓慢，并对中国轮胎产能扩展产生抑制作用，对国内天胶消费量增长产生负面影响。

国内销售方面，由于国内天胶库存高企，且天胶价格处于低位区域波动，轮胎厂并不担忧原料供应短缺和采购成本上涨，而提前采购，多数轮胎厂商已完成提前储备原料，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 6 月为 47.5 万余吨，相比 5 月的 47 万余吨增加 0.5 万余吨，增长幅度为 1.06%，1-6 月为 272.4 万余吨，同比去年 1-6 月的 268.3 万余吨增加 4.1 万余吨，增长幅度为 1.53%。

7 月轮胎外胎产量为 7612.6 万余条，环比 6 月的 7738 万余条缩减 125.4 万余条，缩减幅度为 1.62%，同比去年 7 月的 8279.6 万余条，缩减 667 万余条，缩减幅度为 8.06%，1-7 月轮胎外胎累计产量为 38790 万余条，同比去年同期的 42669.7 万余条，大幅缩减 3879.7 万余条，缩减幅度为 9.09%。

7 月轮胎出口量为 4356 万余条，环比 6 月的 3994 万余条，增加 362 万余条，增长幅度为 9.06%，同比去年 7 月的 4446 万余条，缩减 90 万余条，缩减幅度为 2.02%，1-7 月轮胎累计出口量为 27998 万余条，同比去年同期的 27904 万余条，增加 94 万余条，增长幅度为 0.34%，天胶消费低幅增长，轮胎产量缩减，出口量仅仅小幅增长，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。

数据显示，全球轮胎三大巨头为普利司通、米其林和固特异，世界轮胎 3 巨头被公认为是世界级的大强轮胎企业，他们垄断着所有一线品牌的轮胎市场，分别占据市场份额的 15%、14% 和 9%，合计占据市场份额的 38%。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。

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，例如印尼轮胎公司开始借机拓展美欧市场。

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。

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。

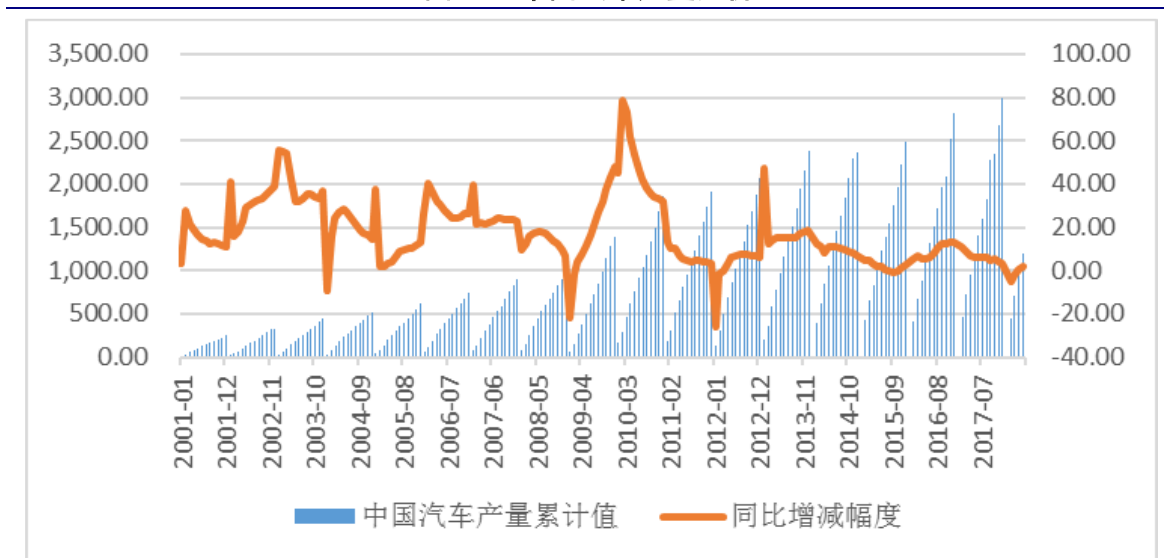
由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 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，7 月，汽车产销环比呈较快下降，同比降幅略低，本月产销率为 92.48%，为去年 2 月以来新低。

1-7月，汽车产销继续保持小幅增长，产量增速比上年同期有所回落，销量增速微升。

7月，汽车生产204.28万辆，环比下降10.78%，同比下降0.66%；销售188.91万辆，环比下降16.91%，同比下降4.02%。

1-7月，汽车产销1610.03万辆和1595.47万辆，同比增长3.52%和4.33%，与上年同期相比，产量增速回落1.13个百分点，销量增速提升0.23个百分点。

数据显示，继汽车经销商库存系数于6月创下2017年2月库存系数2.25以来1年又4个月的最高水平1.93后，7月，该经销商库存系数小幅回调至1.79，下跌0.14，跌幅为7.82%，依然处于较高水平。

由此反映目前国内汽车市场供过于求态势较为严重，汽车销售处于消费淡季，金九消费旺季尚未开始，由此导致汽车库存量持续增长，库存压力较为沉重。

此外，7月汽车及零部件进口数量增加明显，同比增加50%，环比增加267%。

其原因是，中国从7月1日起下调汽车和部分消费品关税，促使从欧盟汽车进口显著增长。

受复杂多变外部环境影响，消费者消费信心不强，受楼市影响，由于中西部楼市价格与销量同步较快增长，导致居民财富投入楼市力度很强，影响购车消费。

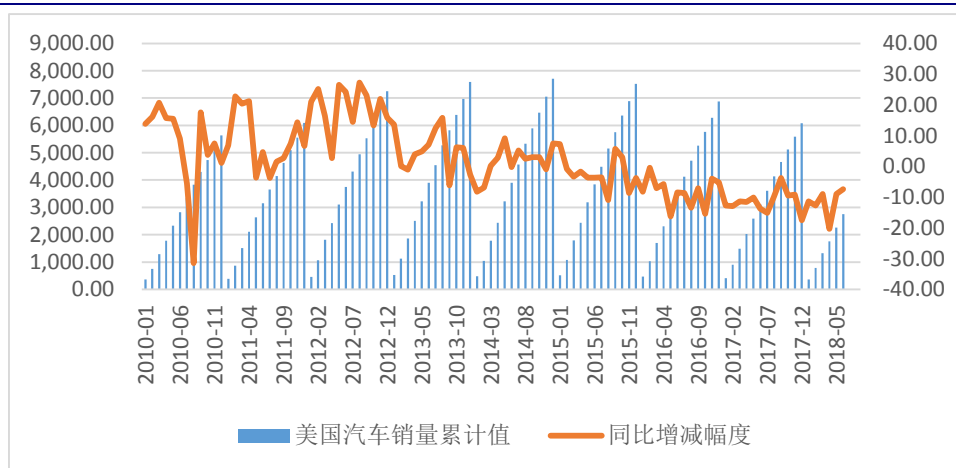
8月依旧是汽车传统淡季，压力仍然较大，静待9月、10月传统旺季的销量表现，以及近期出台的刺激政策能否拉动中低端需求。

受消费者信心指数和购买力下降、货币流动性降低、中美贸易摩擦升级等多重因素影响，加之去年下半年基数较高，未来汽车市场将面临较大压力。

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

美国与全世界较多经济体发起的贸易争端，直接导致美国汽车销售受到明显冲击作用。

8月21日，美国表示，将对所有欧盟进口汽车征收25%关税。

8月28日，美国与墨西哥就北美制造业再平衡达成初步协议，此前它们已解决成品汽车及零部件跨境流动的关键分歧。

一旦初步协议最终敲定，将提高符合免税资格的乘用车、轻型卡车和汽车零部件的区域含量价值，制定劳动含量价值规则，并加强原产地规则的执行力度。

美墨达成的初步协议规定，75%的汽车配件需在美国和墨西哥制造，该数字高于北美自由贸易协定规定的 62.5%。

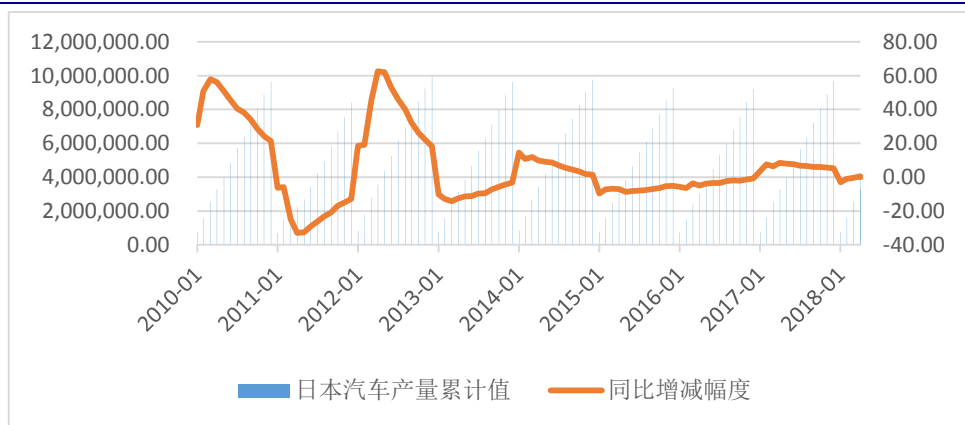
美墨双方还同意，维持当前世界贸易组织（WTO）规定的“最惠国待遇”国家所适用的 2.5% 的汽车关税，但只针对生产于现有工厂的汽车。而对于在新建工厂制造的不符合协议规定的汽车，仍将会被征收 20% 至 25% 的关税。

美国汽车国内外销售规模呈现稳步缩减趋势，6 月，美国汽车销售量为 48.28 万余辆，环比 5 月的 51.12 万余辆缩减 2.84 万余辆，缩减比例为 5.55%，1-6 月汽车累计销售量为 274.7 万余辆，同比去年 1-6 月的 310.7 万余辆缩减 36 万余辆，缩减幅度为 11.59%。

美国汽车在国内外销售遇阻，将对上游轮胎及天胶市场构成明显的利空压制作用。

### 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

近期，丰田、本田和日产等日本 3 大汽车企业相继决定在中国启动增产投资，扩大产能，预计 2018 年日系车在华销量将首次超过日本国内。

对日本大型车企来说，此前最为重要的美国市场不确定性在提高。

一方面，雷曼危机后处于复苏态势的新车需求或已见顶，另一方面，美国政府准备提高汽车进口关税，也让美国市场前景变得不明朗。

而其他汽车市场状况同样不理想，在日趋成熟的欧洲市场，存在英国脱欧这一不稳定因素。

在销售保持增长的印度，除了铃木之外，其他日本企业起步较晚。

东南亚国家虽然存在增长预期，但对于已拥有较高份额的日本车来说，增长空间有限。

对于中国市场，日本车企认为，在中国业绩将直接关系企业在世界市场的前景，因此，日本汽车企业纷纷选择将重心转向中国。

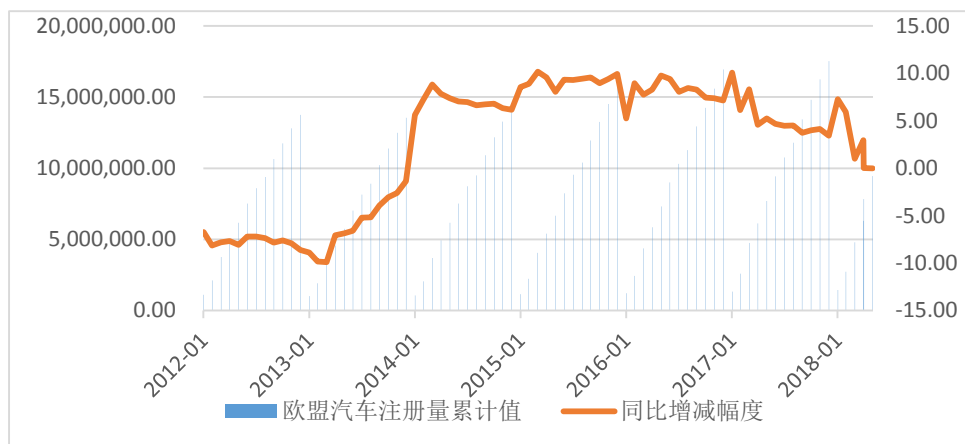
根据 WIND 数据显示，5 月，日本汽车产量为 725216 辆，环比 4 月的 777670 辆缩减 52454 辆，缩减幅度为 6.75%，1-5 月日本汽车累计产量为 4037629 辆，同比去年 1-5 月的 3984521 辆，增加 53108 辆，增长幅度为 1.33%。

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%。

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。

上半年，欧洲电动汽车销量增幅逾 40%，截至到目前，欧洲电动车保有量已超 100 万辆，到今年年底，欧洲电动车保有量将达 135 万辆。

上半年欧洲所有新车销量中的占比只有 2%。到今年年底，这一比例预计将达 2.35%。

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，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、产胶国频繁推出干预政策和措施、胶农弃割、胶林闲置、印度洪涝、印尼胶树落叶、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。

## 下游仍有补库空间

2018年9月3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

投资咨询资格号：Z0013691

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

8月份 PTA 在基本面及资金等多因素共振下，大幅走强 3500 元，产业链利润扩大，实现年初预期。基本上，8 月预计累库 15 万吨，主要因部分装置在高利润下缩短检修，期末库存在 65-70 万吨左右。

#### ● 后市展望及策略建议

9 月，供应上，PTA 装置在高利润下多有推迟检修，需求上，旺季尚未完全显现，聚酯及坯布环节难以转嫁成本，利润压缩较多，短纤、瓶片、加弹、织机多有降负，利空 PTA 需求。预计 9 月 PTA 库存将有显著积累，价格以震荡回调为主，但聚酯及坯布环节绝对库存仍不高，若 9-10 月需求同比能复制今年 4-5 月，则产业链下游仍有一轮补库，有利高价传导。

操作建议上，PTA1901/美原油比值至 2.35，盘面加工差仅在 606 元/吨，PX 超涨明显，加工差在 650 美元/吨，年内恒力炼化预计 10 月投产，后期 PX 加工差将有较多回调空间，但 9 月仍将偏强运动为主。单边建议观望。1-5 跨期或应供应恢复而走弱，但年内 PTA 社会库存难累，可考虑回调后入多。仅供参考。



## 1.PTA

### 1.1 生产与库存

8月PTA负荷显著抬升，除恒力220万吨装置检修外，其余无大装置变动，逸盛（宁波）220万吨原计划检修2周，但实际仅检修3天，加之蓬威重启，8月供应较7月增多，月均负荷在87%附近，环比上升2%，月产量在365万吨附近。

聚酯方面，8月聚酯负荷明显下降，长丝表现尚可基本企稳，短纤、瓶片大幅下降，主要因PTA涨价过快，价格传导不畅导致。8月聚酯月均负荷在92%附近，环比下降约2%，聚酯产量约在400万吨，对应PTA需求在345万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，8月份PTA社会库存预计积累约15万吨，期末库存在65-70万吨附近。

9月份，PTA生产方面，目前PTA利润水平创5年来新高，多数装置满负荷运行，前期检修计划均有延后意愿，9月除珠海BP一套125万吨装置外，其余装置或继续运行，预计9月PTA月均负荷显著提升，预计月均负荷在89%左右，9月产量预计在360万吨。

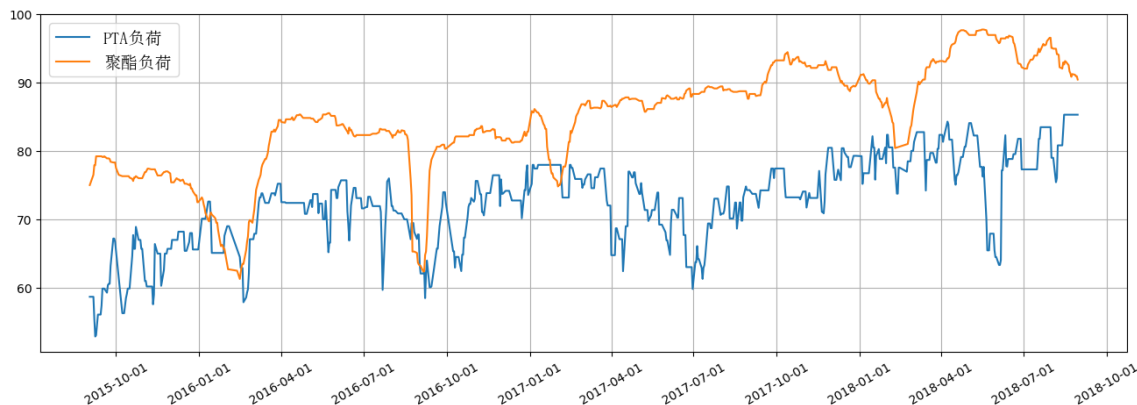
聚酯方面，PTA涨价过快压缩聚酯产品现金流，长丝产销尚可，库存不高，预计负荷维持，短纤及瓶片8月下旬停产较多，9月终端旺季来临，预计负荷将有所恢复，同时PTA装置检修推后，预期供应增多，逼仓结束资金离场，PTA价格有望回调，有利短纤及瓶片利润恢复，刺激开工。暂估8月月均负荷在92%左右。据此估计，8月聚酯产量约在390万吨，对应PTA需求在335万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，9月PTA显著供过于求，预计社会库存积累25万吨，至90万吨附近。

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，十一后检修两周
扬子石化	60	南京	2017年底故障，计划9月上旬重启
逸盛（宁波）	220	宁波	正常运行，计划9月检修
珠海BP石化	110	珠海	正常运行，计划10月份检修2-3周
珠海BP石化	125	珠海	正常运行，计划9月中检修一周
福建佳龙	60	石狮	计划9月下旬重启，转产IPA
恒力	220	大连	原计划9月检修两周，已推迟

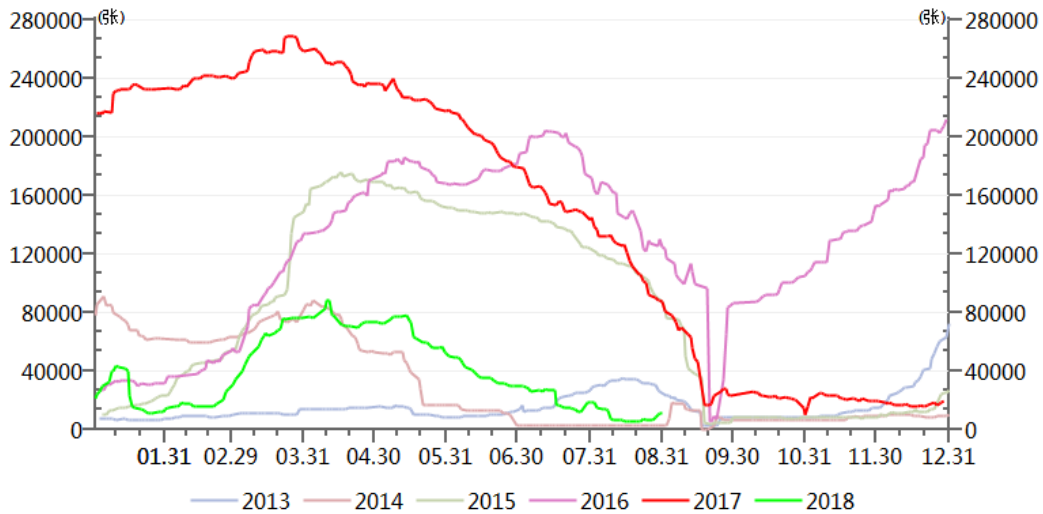
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷走平，聚酯负荷小幅下降



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

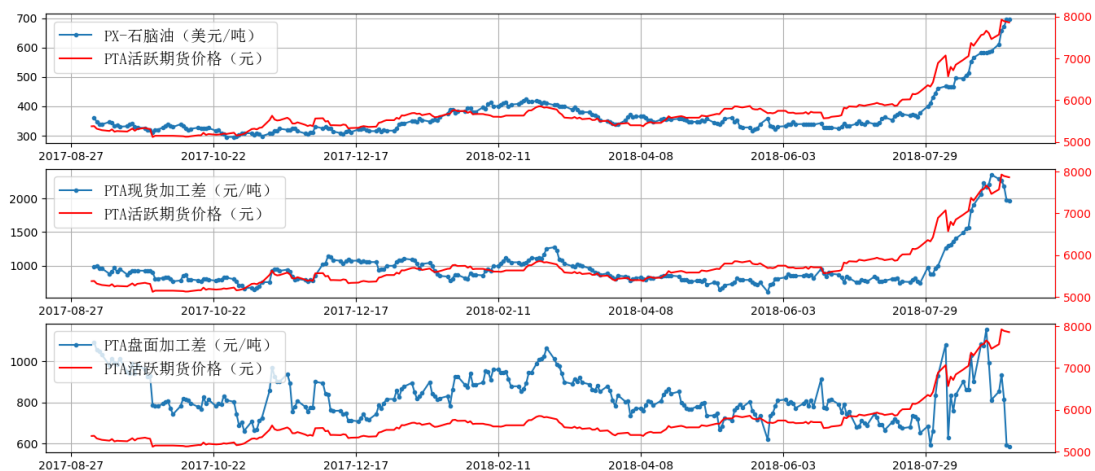
## 1.2 企业利润方面

8月受PTA盘面逼仓行情刺激,PTA产业链价格均有显著抬升,PTA现货价格月均价在8090元/吨。CFR中国/台湾PX现货月均价在1202美元/吨。9月ACP在1060美元/吨。

利润方面,8月石脑油-原油基本持稳,在160美元/吨上下波动,PX-石脑油和PTA-PX均显著强势,PX-石脑油月均在520美元/吨,PTA-PX现货月均在1800元/吨,PTA现货/原油比值强势拉升至2.63,产业链总利润显著扩张,实现年初预期。聚酯淡季提价不畅,各产品利润继续压缩200-400元/吨不等。

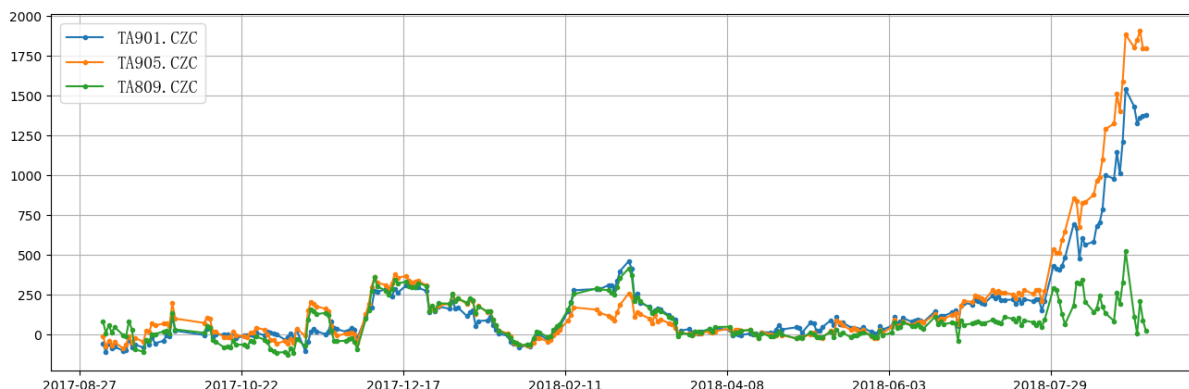
9月份,PX的ACP的谈成在1340美元/吨,分别由逸盛与SKGC、盛虹和Soil谈成。PTA高利润下,PX议价能力充分释放,恒力炼化投产尚有1-2个月,9月打压PX加工差可能性较低,预计PX将继续维持强势。PTA逼仓行情结束,资金离场,同时聚酯停产较多,刺激9月PTA社会库存积累,PTA有望盘整回调,加工差有一定走缩空间,但PTA议价能力远强于聚酯,预计回调空间有限。

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

8 月份，纺织环节季节性淡季，同时原料大涨，压缩终端坯布利润，终端仍以刚需采购为主，投机性备货相对不多。8 月涤丝产销在做平附近，库存水平基本稳定，短纤产销偏差，库存上升，瓶片同样走货不畅。各产品现金流稳中有弱，因聚酯原料上涨迅猛，同时淡季提价不畅。9 月聚酯产销、利润有望恢复，一则坯布市场成交放量，旺季临近，今年需求仍有同比增长可能，利于提价，二来 PTA 逼仓行情结束，PTA 价格有望回调，成本压力缓解。

### 2.1 切片

切片方面，8 月价格大幅上涨，主要因聚酯原料强势，效益则明显压缩。月均价而言，半光在 9822 元/吨，有光在 9802 元/吨，环比上涨 1900 元/吨和 1700 元/吨。现金流方面，半光、有光月均分别在 -50 元/吨和 120 元/吨，环比下降 40 元/吨左右。

### 2.2 长丝

长丝方面，因库存偏低，产销及价格 8 月表现尚可，价格随成本抬升。POY、FDY、DTY8 月均价分别在 11166 元/吨、11070 元/吨和 12533 元/吨。但涨幅不及聚酯原料，效益压缩明显，其中 DTY 亏损明显，8 月现金流分别在 486 元/吨、65 元/吨和 -3 元/吨，环比下降 100-300 元/吨。

长丝产销，8 月国内主流直纺工厂长丝平均产销在做平附近。

长丝库存，月末 POY、FDY、DTY 分别在 3.2 天、9.2 天和 12.5 天，去年同期在 5.5 天、6.4 天、17.3 天。仍低于去年同期。

### 2.3 瓶片

瓶片方面，与切片相似，价格涨幅不及原料，现金流压缩明显，终端大厂供需采购，月均价格至 9923 元/吨出厂附近。现金流月均在 15 元/吨，下降 800 元/吨。瓶片工厂库存在 7-10 天，社会库存在 15-20 天附近。

## 2.4 短纤

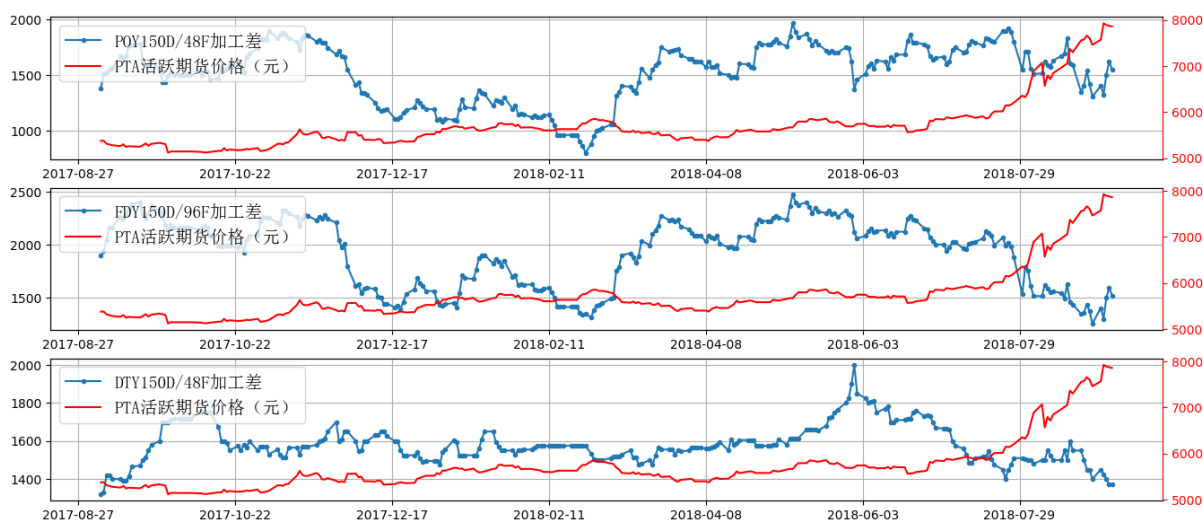
短纤方面，涤短价格上升，8月均价在10564元/吨，但涨幅同样不及原料，现金流压缩，同时产销不佳，现金流压缩至亏损，月均在65元/吨，环比下降150元/吨。8月月末库存达5.2天，去年同期在7.2天。

## 2.5 展望

9月长丝及短纤方面，POY、DTY、涤短绝对库存尚可，仅FDY略高于去年同期，价格水平预计企稳，终端暂时稳中略弱，但随下游坯布市场成交逐步放量，预计终端将进入需求旺季，利好长丝及涤短的产销和价格，利润恢复仍要看TA回调力度。

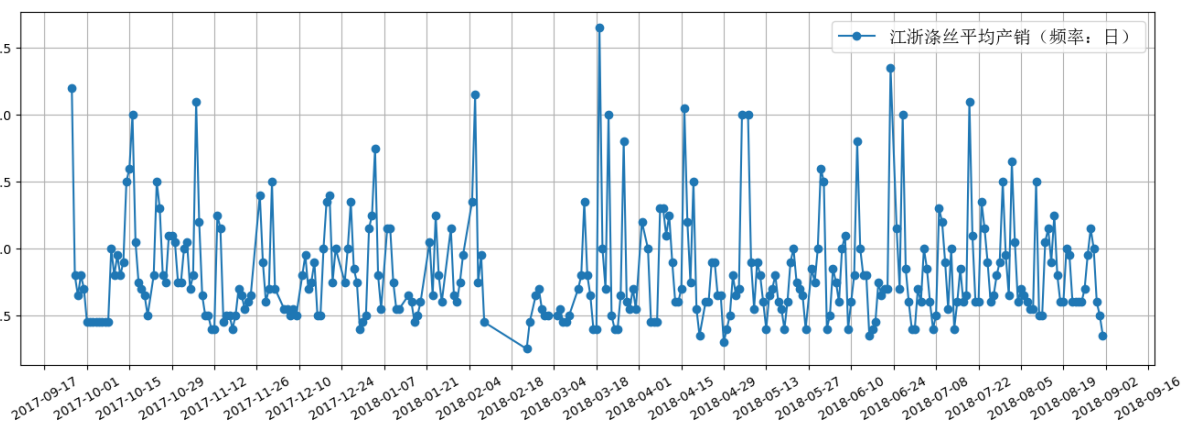
瓶片方面，新订单预计9月下旬有望显现，上旬预计利润仍将偏弱，降负装置数量或继续扩大，价格在成本支撑下预计难跌，中下旬利润有望在PTA回调以及新订单刺激下恢复。

图6: POY及FDY加工差月末显著压缩, DTY加工差走低



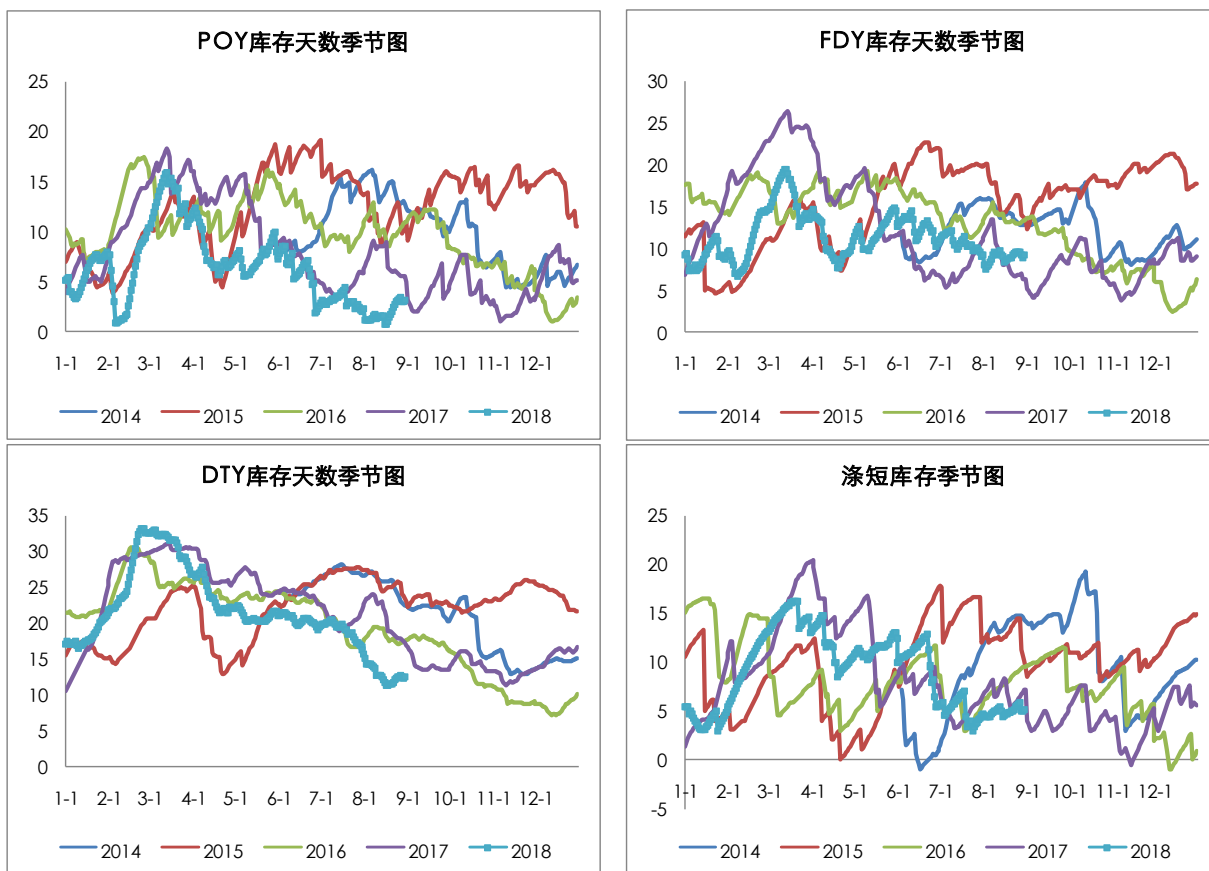
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图7: 全月一般, 做平以上



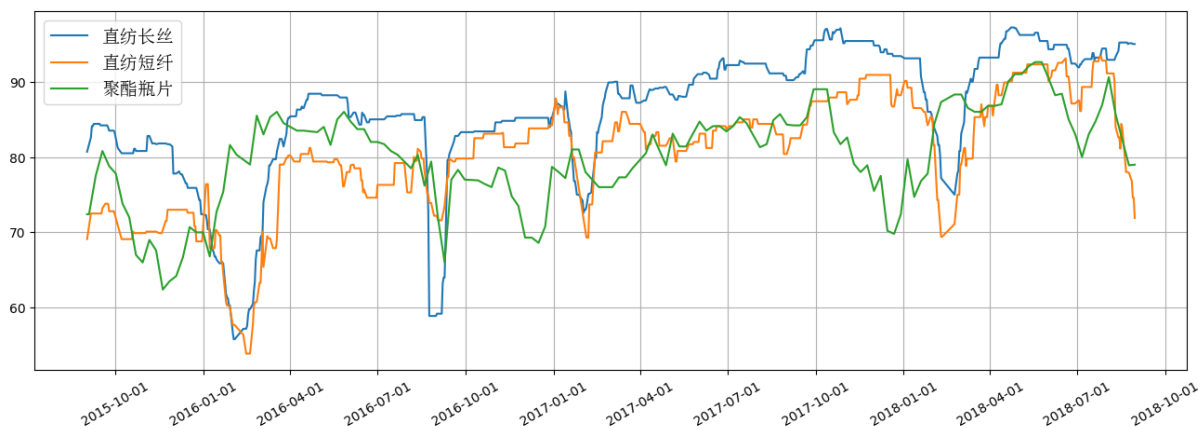
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

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: 长丝企稳, 短纤及瓶片负荷大幅下降



数据来源: CCF, 兴证期货研发部



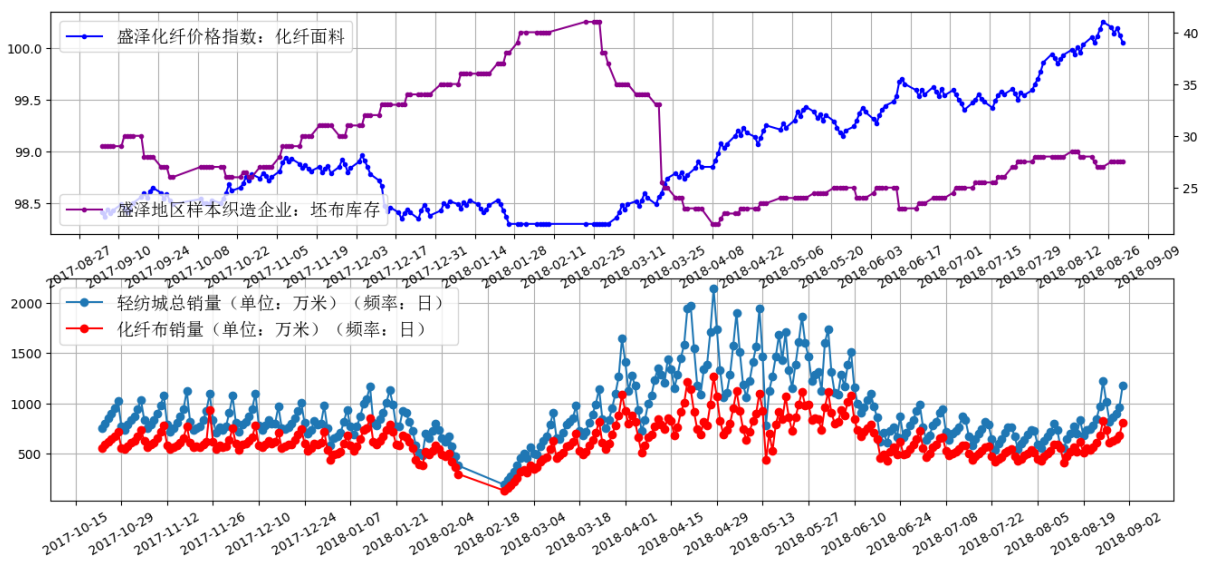
### 3.终端

8月，终端各品种负荷稳中有弱，主要因长丝短纤涨价迅猛，终端淡季跟涨不及，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80%、75%、68%、34%、38%、48%、75%。环比下降1%-2%不等。

轻纺城数据来看，8月坯布市场维持淡季，8月轻纺城成交总量平均在771 万米/天，环比上升60 万米/天左右，同比持平，化纤布成交平均在566 万米/天左右，环比上升50 万米/天左右，同时，月末轻纺城成交量已明显增加，至1100 万米/天以上，同比增加250 万米/天，旺季特征明显。

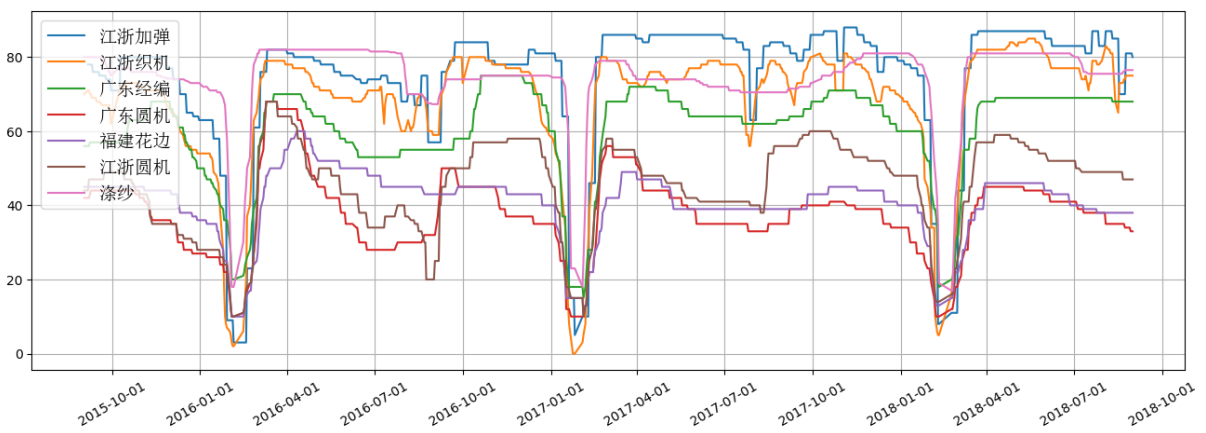
终端坯布库存季节性积累，目前在27.5天左右，去年同期在29天。

图 10：坯布库存走稳，面料价格走高，轻纺城成交有所恢复



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：终端负荷整体偏弱

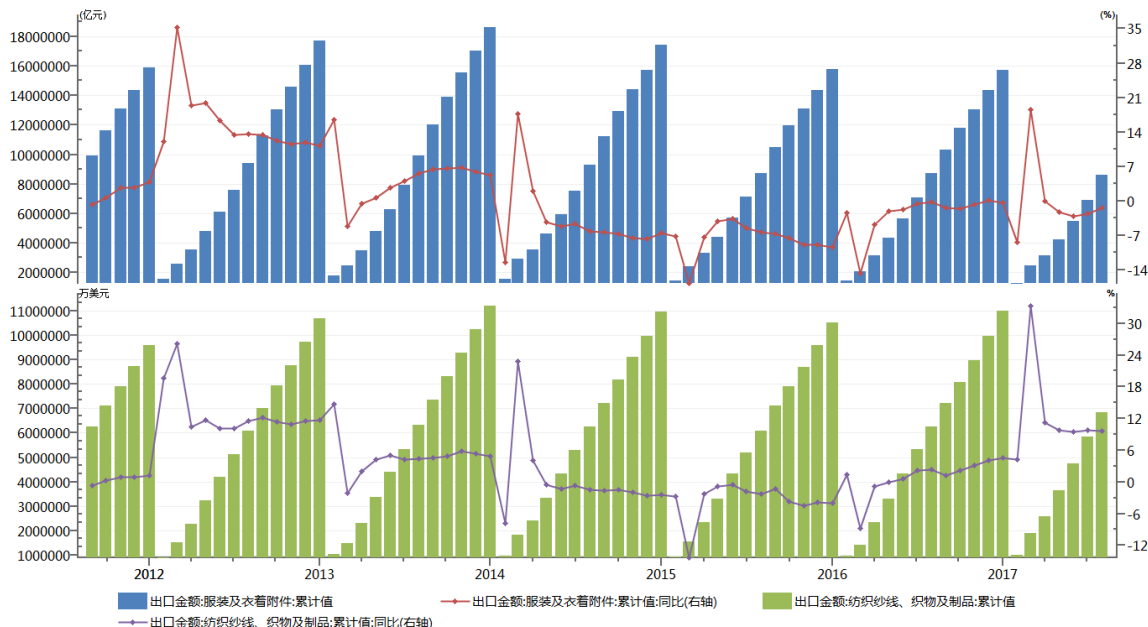


数据来源：CCF，兴证期货研发部



出口方面，据海关总署公布数据显示，按美元计，2018年1-7月我国累计出口纺织纱线、织物及制品6846102.80万美元，累计同比9.62%，去年同期在2.39%。累计出口服装及衣着附件8590582.6万美元，累计同比在-1.35%，去年同期在-0.2%。

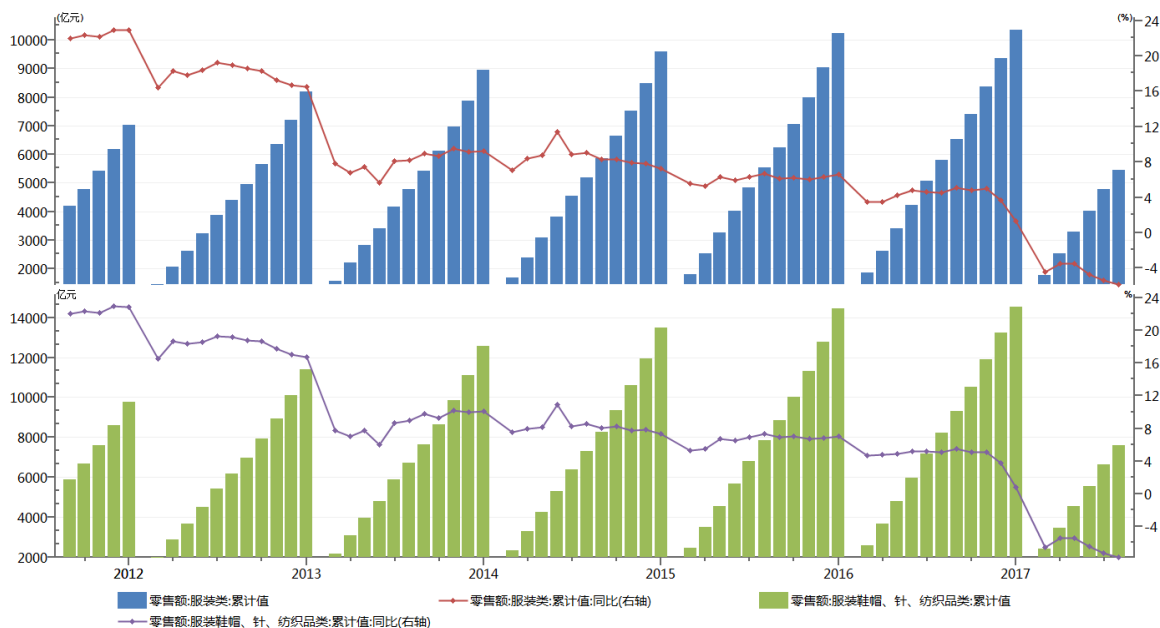
图 12：纺织品出口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

内需方面，2018年1-7月，限额以上服装类商品零售总额累计值在5462亿元，累计同比在-5.80%，去年同期在4.54%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在7601.9亿元，累计同比在-7.71%，去年同期在5.05%。

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

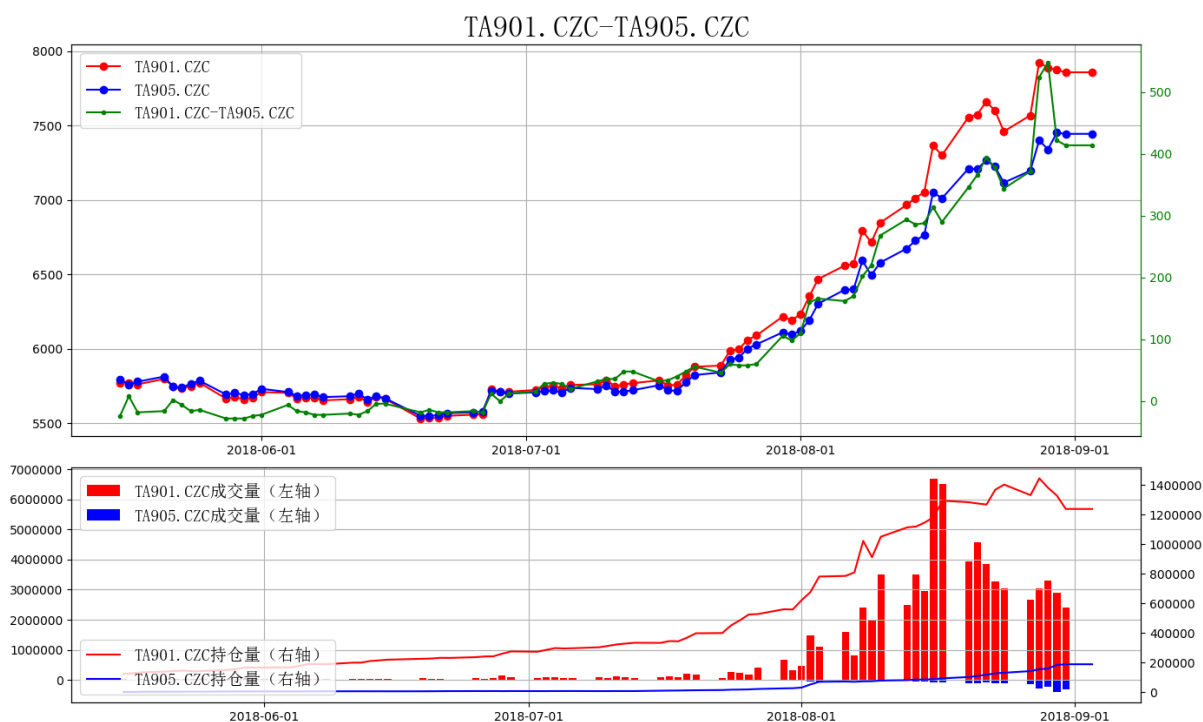
## 4.操作建议

8 月份 PTA 在基本面及资金等多因素共振下，大幅走强 3500 元，产业链利润扩大，实现年初预期。基本上，8 月预计累库 15 万吨，主要因部分装置在高利润下缩短检修，期末库存在 65-70 万吨左右。

9 月，供应上，PTA 装置在高利润下多有推迟检修，需求上，旺季尚未完全显现，聚酯及坯布环节难以转嫁成本，利润压缩较多，短纤、瓶片、加弹、织机多有降负，利空 PTA 需求。预计 9 月 PTA 库存将有显著积累，价格以震荡回调为主，但聚酯及坯布环节绝对库存仍不高，若 9-10 月需求同比能复制今年 4-5 月，则产业链下游仍有一轮补库，有利高价传导。

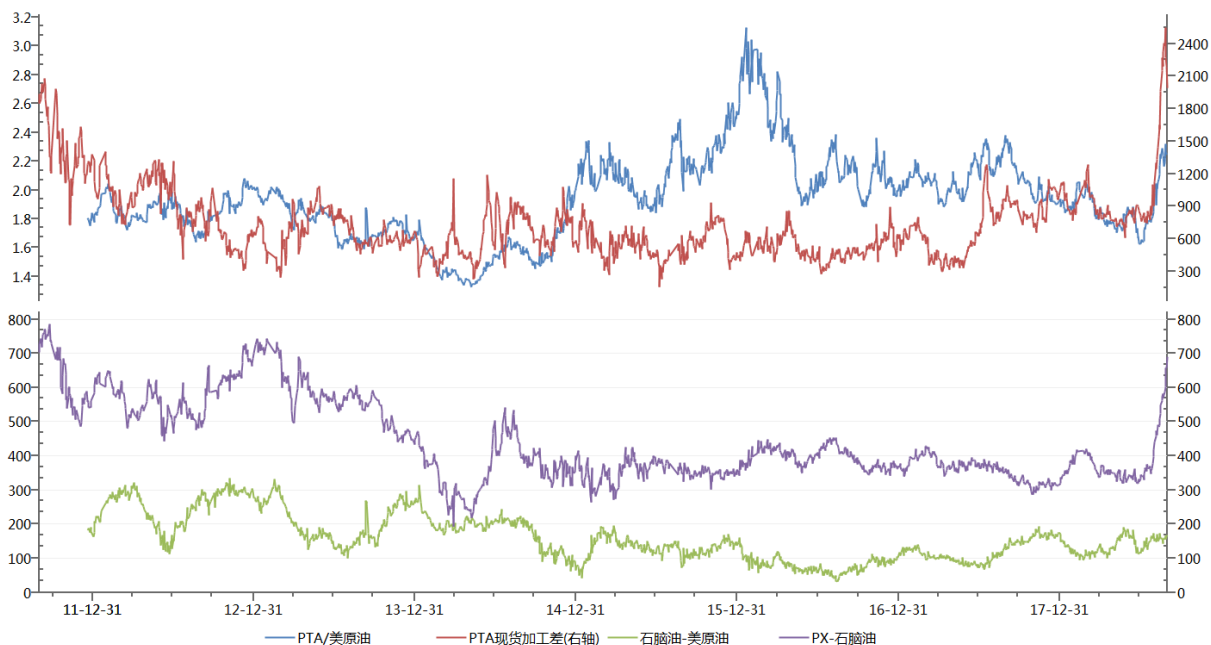
操作建议上，PTA1901/美原油比值至 2.35，盘面加工差仅在 606 元/吨，PX 超涨明显，加工差在 650 美元/吨，年内恒力炼化预计 10 月投产，后期 PX 加工差将有较多回调空间，但 9 月仍将偏强运动为主。单边建议观望。1-5 跨期或应供应恢复而走弱，但年内 PTA 社会库存难累，可考虑回调后入多。仅供参考。

图 14：1-5 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 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: TA1901 净持仓

席位	2018-08-31	2018-08-30	2018-08-29	2018-08-28	2018-08-27	2018-08-24
永安期货	34007	51644	65991	65867	48659	23878
新潮期货	26207	18310	25221	29740	26186	23138
招商期货	22848	13729	23306	10918	8178	9575
兴证期货	16886	21774	19237	22526	21648	17127
华泰期货	12666	-5799	-13642	-34475	-42155	-46304
南华期货	10667	9812	10798	8989	8000	
华闻期货	9761	9359	10033	13053	11099	10269
深圳瑞龙	9274					
广发期货	8102			-10232	7974	
中大期货	8009	10125	9516	9468	12272	12795
中信期货	5034	6646	6254	10518	13850	10070
信达期货	2793	-1850	-2799	-14987	-16857	-7783
东航期货	2611	12989	4296	15046	14367	13050
海通期货	2331	2193	-3722	-728	10130	6828
申银万国	1744	2795	3860	9278	7910	7299
徽商期货	79	1052	-5768	-2283	-2917	-10075
方正中期	-2483	-2438	-262	10131	-397	17051
国泰君安	-2998	-1640	-1590	-6585	-10359	-8879

光大期货	-7781	-9414	-4631	2344	1049	-539
天风期货	-8627	-13215	-16899	-21461	-28358	-31921
东证期货	-9904	1190				
上海中期	-11678					
国投安信期货	-11772	-10907	-9747	-10792		
国贸期货	-14863	-14749	-14572	-13911	-13786	-15700
东海期货	-15186	-16344	-16068	-16436	-13608	-15764
建信期货	-17796	-8516	-9879	-8460	-5808	-5200
中粮期货	-20500	-19765	-22538	-19348	-14107	-23686
银河期货	-31803	-46925	-48864	-54352	-54730	-43248

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 供求宽松，油脂区间偏强震荡

2018年9月3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

#### ● 行情回顾

8月豆油维持区间震荡的行情；油厂供应压力较大，加之国储持续抛售豆油，使得市场对豆油价格看空依旧。尽管目前进入到中秋备货后期，需求依旧差强人意，豆油库存继续小幅上涨，创出新高；国际方面，原油的上涨带动生物柴油的生产和消费，豆油的需求小幅反弹。美国国内大豆压榨数据较好但出口销售较差对价格打压严重；美豆单产大幅上调，总产和期末库存上调幅度也远超市场预期，对远期价格压力较大。棕榈油库存维持震荡回调，接近47万吨；7月马来棕榈油的产量同比增加低于预期，出口小幅反弹，期末库存低于预期，但8月产量可能再度增加；目前来看，东南亚地区棕榈油的增幅可能再度恢复，尽管能源价格走高带动棕榈油的生物柴油需求增加，但整体供求宽松状态仍旧压制棕榈油价格。

#### ● 后市展望及策略建议

进入9月以后，美国大豆产量逐步确定，由于近期美豆优良率小幅下滑，因此我们认为单产和产量存在小幅下调的可能；中美贸易战可能提高进口大豆成本，对豆油价格有支撑；东南亚棕榈油进入到增产周期，对棕榈油价格产生利空。综合来看，豆油和棕榈油基本面维持宽松状态，需求向好预期下后期维持区间偏强震荡的概率较大。

## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

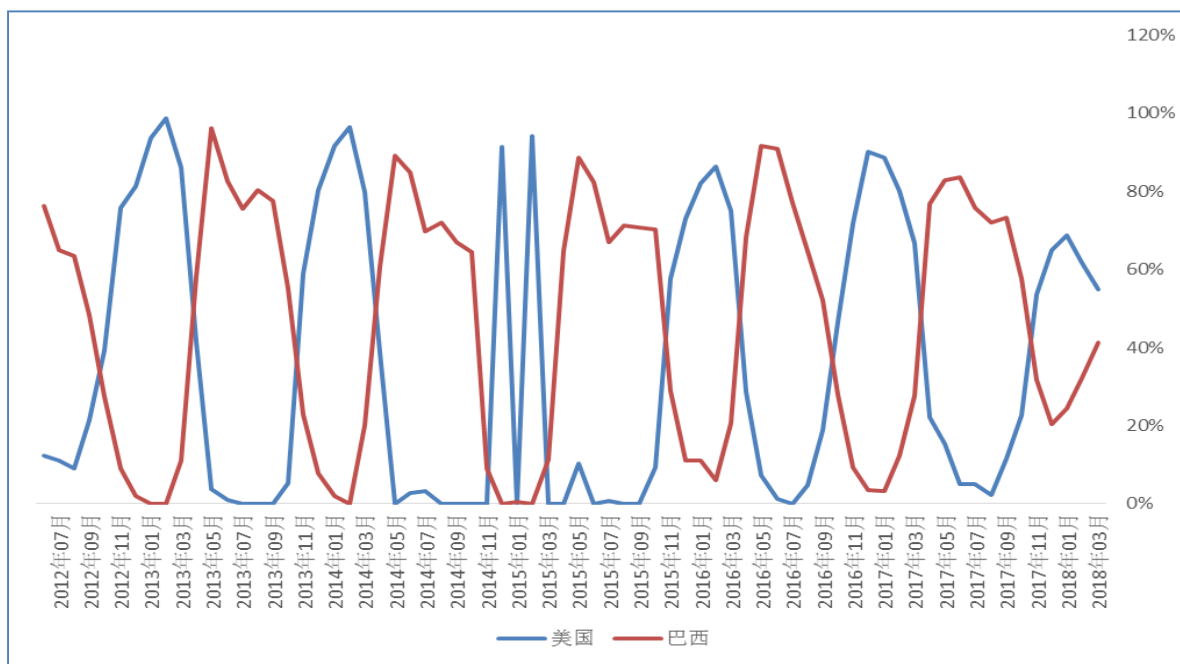
#### 1.1.1 美豆丰产打压价格

美国方面，美国农业部预估 2018 年美豆种植面积 8960 万英亩，较去年实际面积 9010 万英亩减少 50 万英亩；美国大豆的单产由 48.5 蒲式耳/英亩大幅上调到 51.6 蒲式耳/英亩，大大高于市场的预期，导致美国大豆的总产量较历史最高水平上调 529 万吨。近期美国大豆的优良率由 8 月初的 69% 下调到 66%，随着天气条件的转差，后期美豆的单产和产量存在小幅下调的可能，但整体丰产的局面不会改变。根据 Pro Farmer 的调研数据，美国大豆的单产可能创出历史新高达到 53 蒲式耳/英亩。如果是这种情况出现，美豆的压力可能要超过市场的预期。毫无疑问，美豆的增产将给豆粕和豆油的价格都带来很大的压力。

#### 1.1.2 美豆进口周期降至，关税拉高进口成本

4 月以来，中美贸易战曲折进行，直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况，从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。这就意味着后期，国内必须要从美国进口大豆，进口成本将大幅增加。由于目前巴西大豆已经出现较美豆更高的溢价水平，因此，后期进口美豆的成本跳涨要低于 25% 的加征关税，但可能不会低于 10% 的成本增加。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

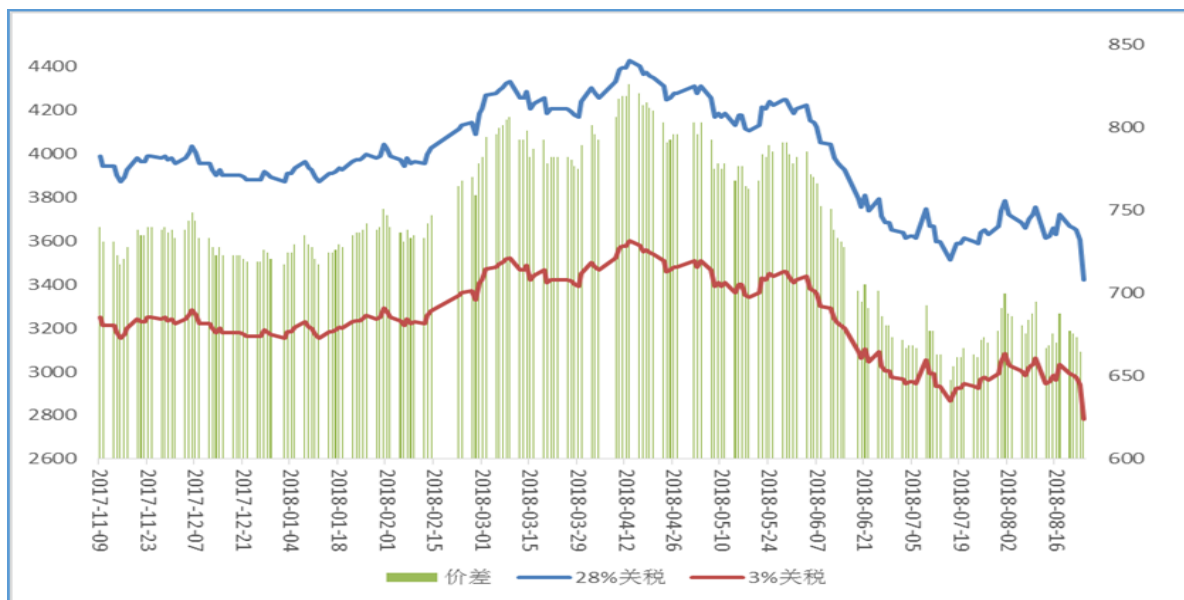


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓



如图 2 所示，按照 28%的进口关税，美豆的进口到岸成本要超过 3750 元/吨，目前国内港口进口大豆价格维持在 3400 元/吨。在美豆价格维持在成本上下波动的情况下，继续下跌的空间不大，这就意味着后期国内进口大豆的成本可能接近 3750 元/吨，成本的跳涨必然会带动豆油和豆粕价格的走高。

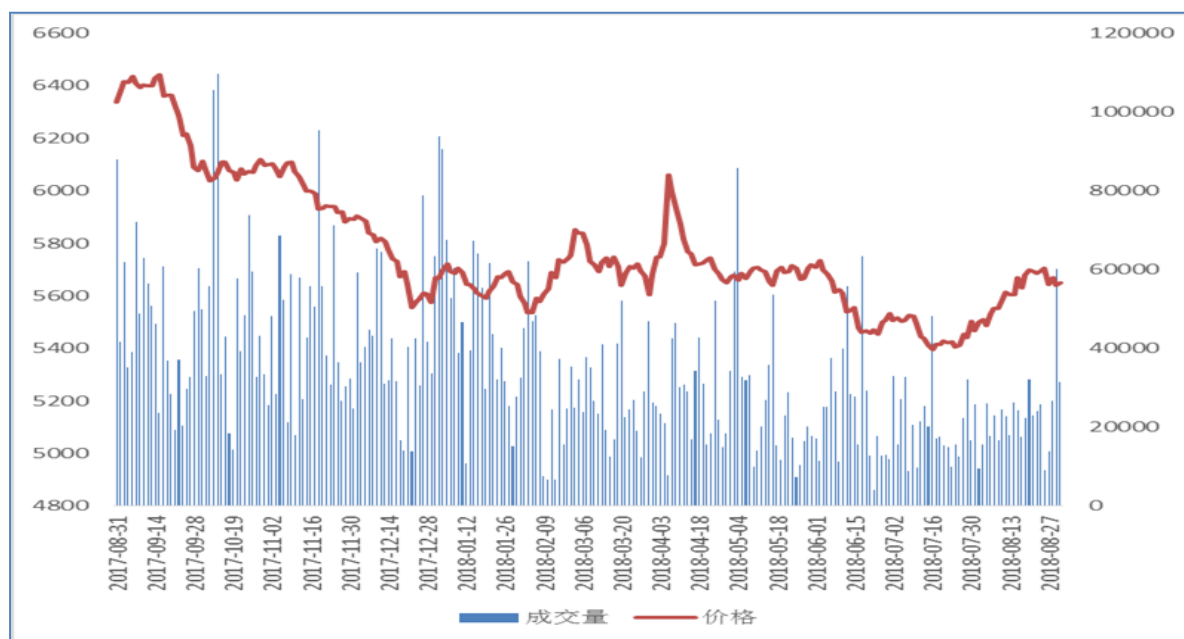
图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

### 1.1.3 国内开工反弹，豆油成交有所好转

图 3：豆油价格及成交量走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，8 月整个国内油厂开工率逐步震荡走高，进口大豆大量到港量受贸易战影响出现一定下降；中秋备货已经开始，豆油的需求有所好转，但豆油的库存继续震荡走高，供求宽

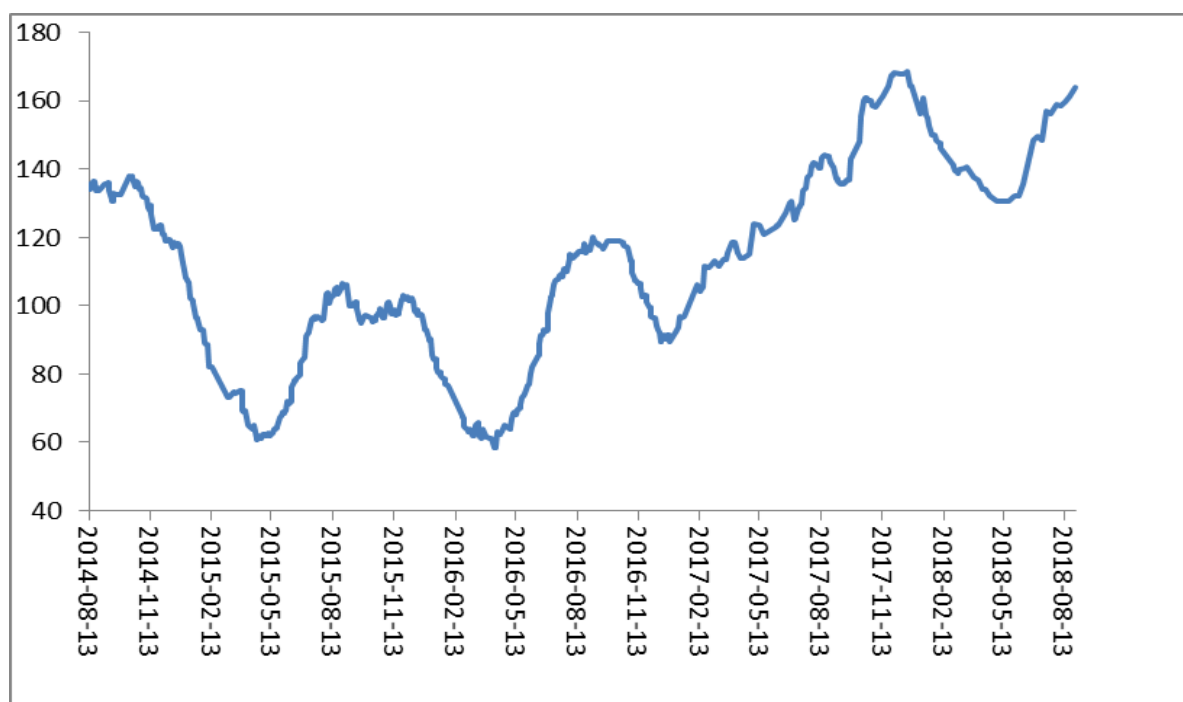
松的状态很难发生改变；近期，随着原油价格的上涨，豆油的生物柴油需求大幅增加，受该利多因素影响，外盘豆油维持震荡偏强的概率较大，对国内豆油有一定的利好。

图 2 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2018 年 7 月下旬以来，豆油的现货价格维持低位震荡反弹行情，目前维持在 5600 到 5900 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。

### 1.1.4 豆油库存维持高位，宽松局面持续

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 5 月以来持续走高，由于国内需求一般，加之政府不断抛售豆油储备，豆油库存维持震荡走高；目前已经接近中秋节备货的尾端，豆油的库存仍是居高不下。当然后期随着下半年的到来，豆油的需求将会逐步有所起色。

图 4：豆油商业库存



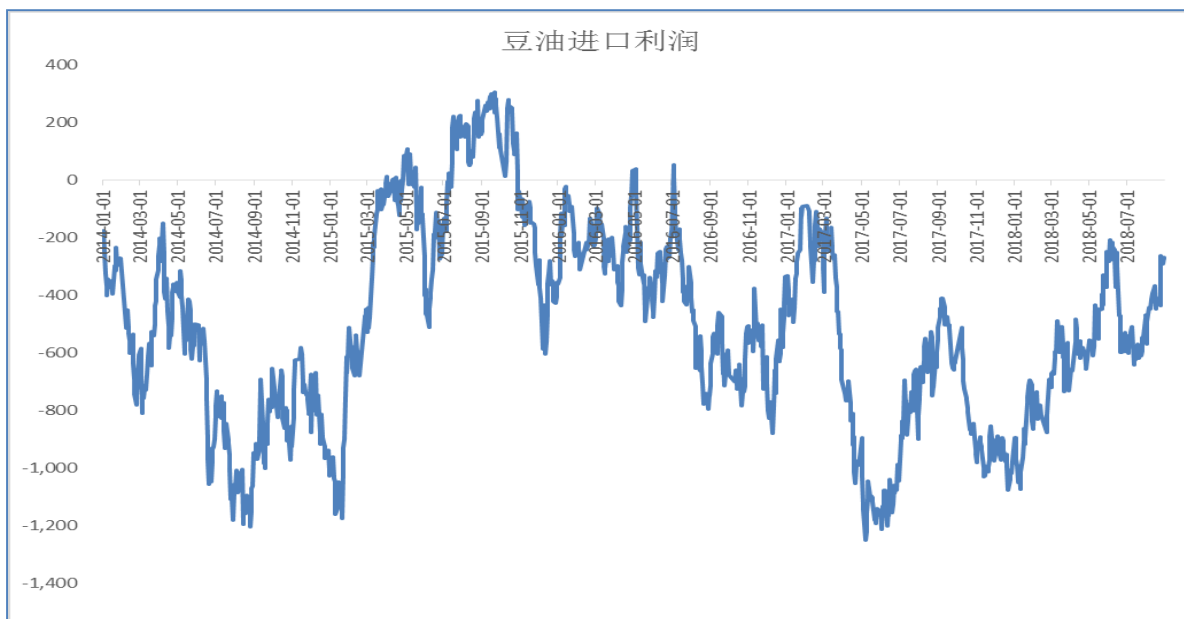
数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.5 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 273 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。

从国际情况看，近期有报道称阿根廷豆油已经大量装船，将发往中国，目前装船数量有近 3 船，总计豆油约 12 万吨，这是近三年来阿根廷再度出口中国豆油。相信后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到很大的打压。

图 5：豆油进口利润

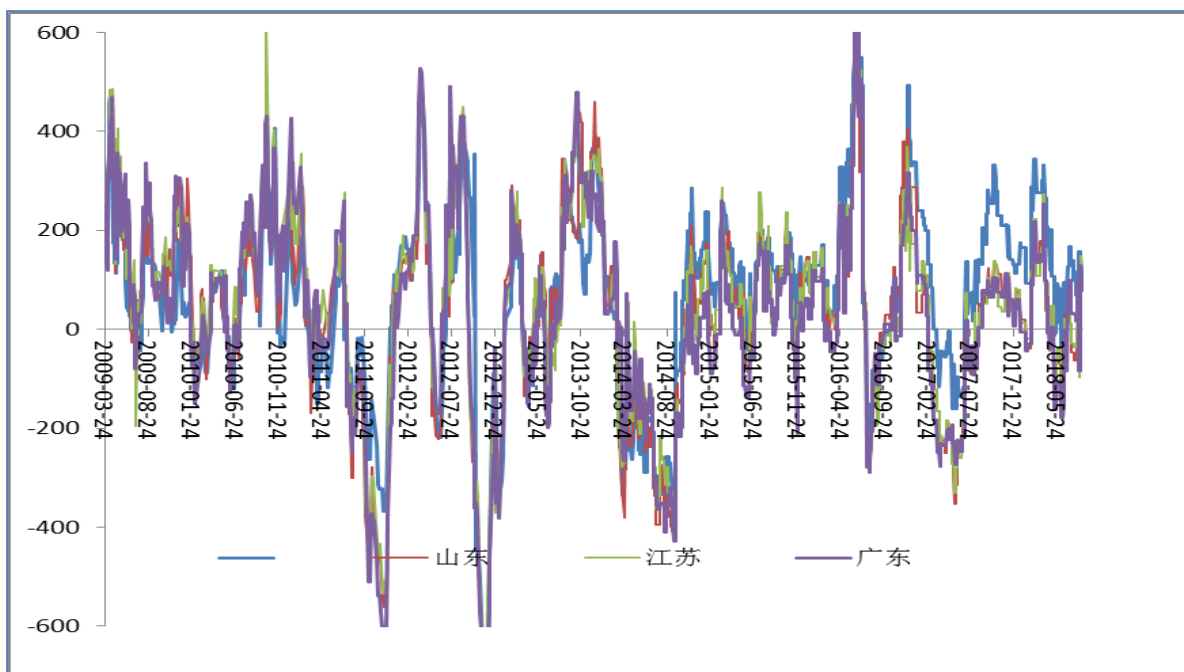


数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.6 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，豆粕现货价格受到美国大豆丰产以及非洲猪瘟的影响出现了大幅回调，压榨企业大豆进口压榨利润大幅缩窄。

图 6：进口大豆压榨利润

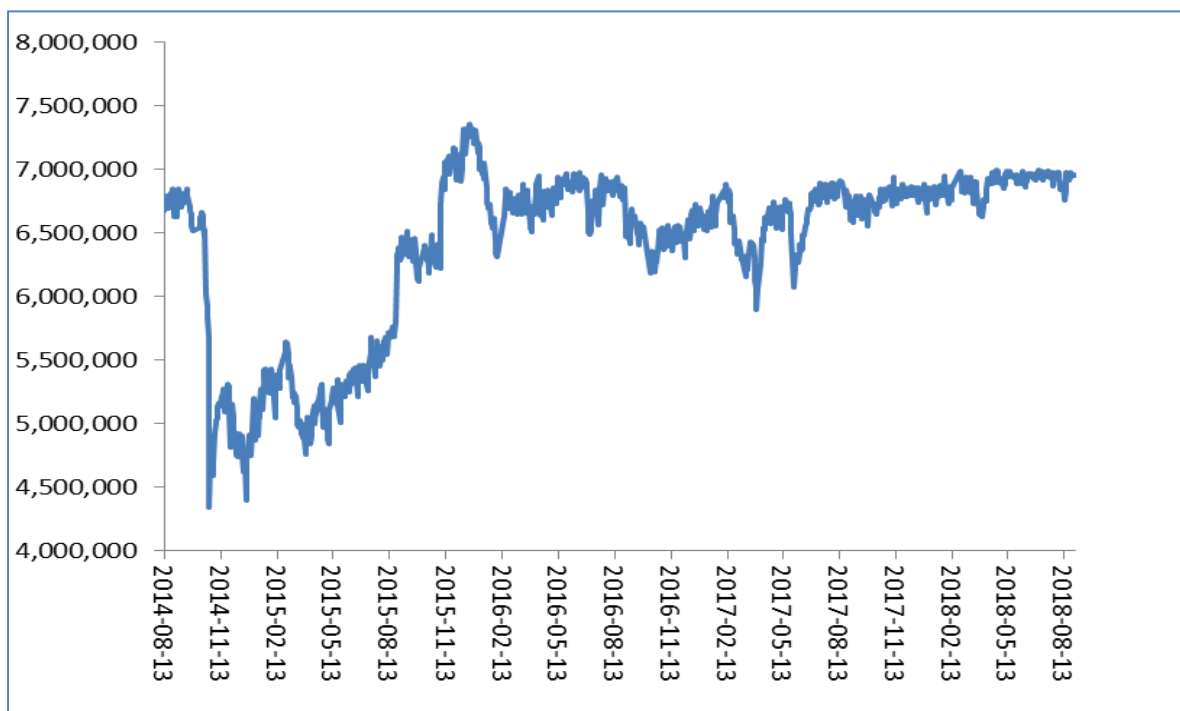


数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，尽管近期猪价止跌反弹，但由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，7

月进口大豆量维持正常，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 695 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，9 月美豆逐步成为全球唯一充裕的豆源地，大豆的出口可能有所转好，但由于新作大豆单产水平维持高位，供给压力依然严峻；国内油厂开机率维持高位，使得豆油的供应压力持续增加，9 月 10 日以后政府抛售豆油将停止，压力有所缓解；在生物柴油需求好于预期的情况下，国际豆油需求好转；国内随着下半年节假日的到来，预期 9 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 产量不及预期，需求下降，棕榈油价格疲软

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 7 月马来西亚棕榈油产量同比出现大幅减少，出口环比出现小幅增加，导致期末库存增幅不及市场预期，对棕榈油价格利多。从 8 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，消费要低于预期，整体对价格有一定支撑。

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，7月棕榈油出口量出现环比小幅走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，8月棕榈油供求数据可能偏利空，对棕榈油价格有一定压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/07	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%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%

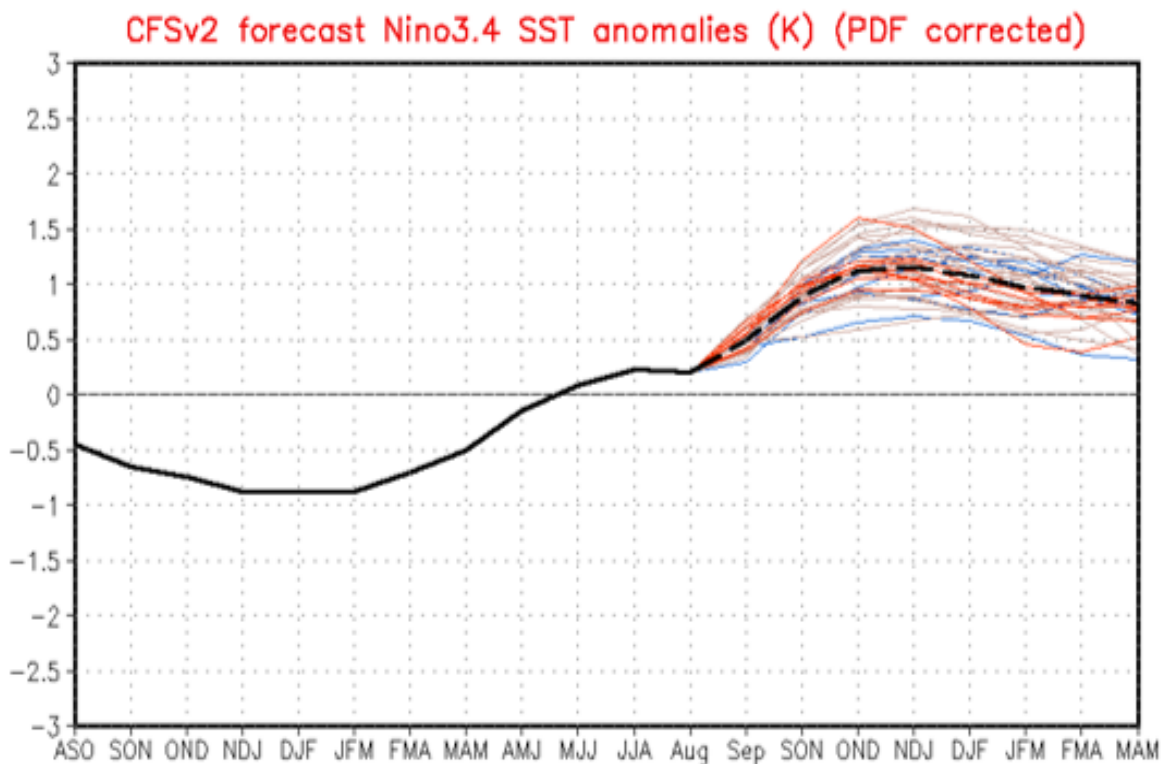
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，7月马来西亚棕榈油的产量为 150.3 万吨，同比减少 17.7%。预期马来和印尼的棕榈油 8 月产量将有所恢复，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 7 月棕榈油出口量为 120.5 万吨，较 6 月出现了小幅增加；目前情况看，8 月以来棕榈油的出口需求可能会继续下降，会对棕榈油的价格有一定压力。

### 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，近期天气维持中性，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到 70%，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



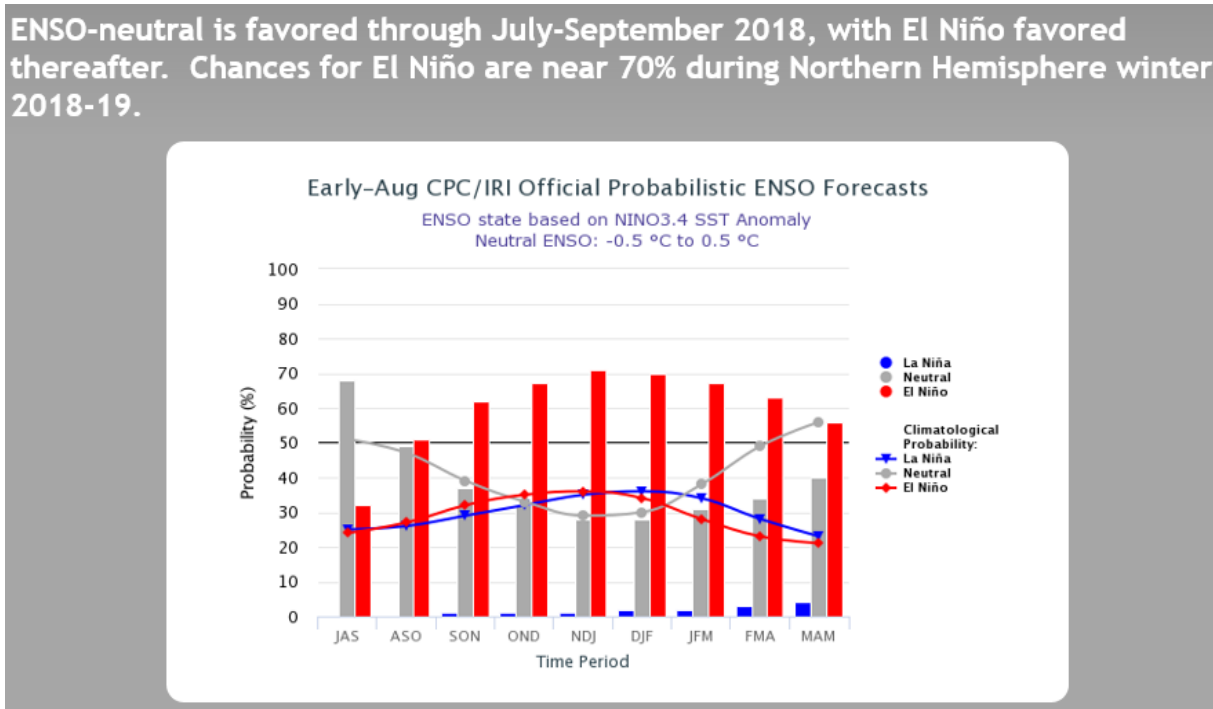
数据来源：NOAA，兴证期货研发部

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 70%。

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。



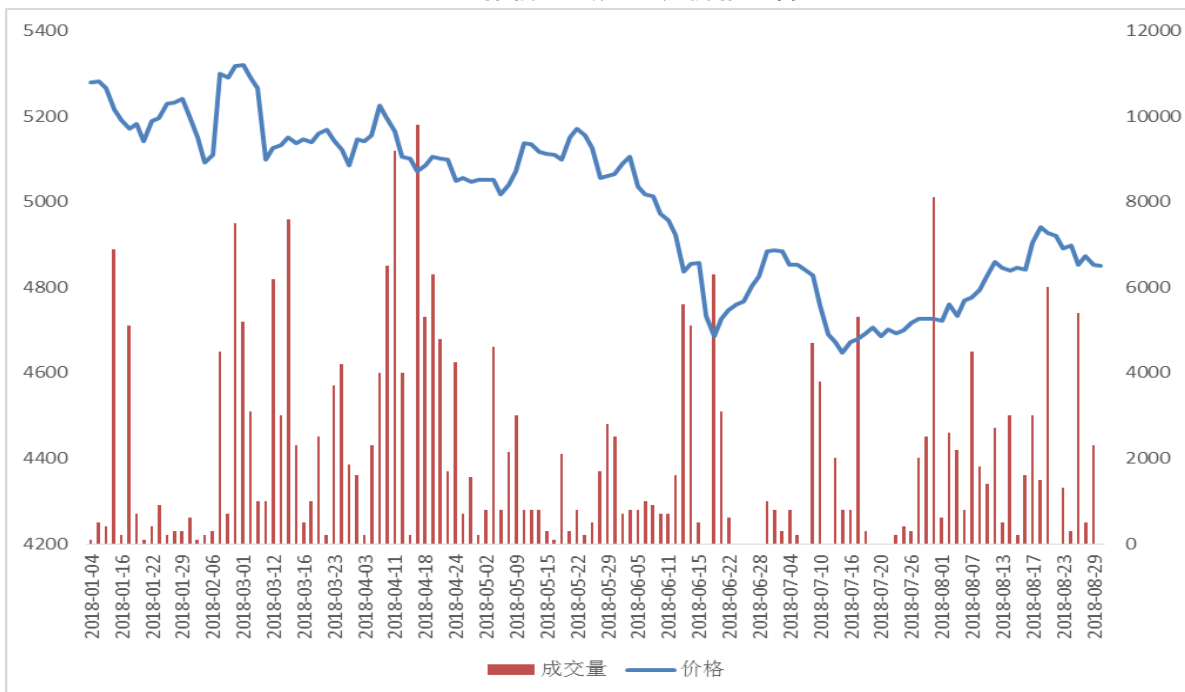
图 2：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部

### 1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持低位震荡

图 3：棕榈油成交量及价格走势



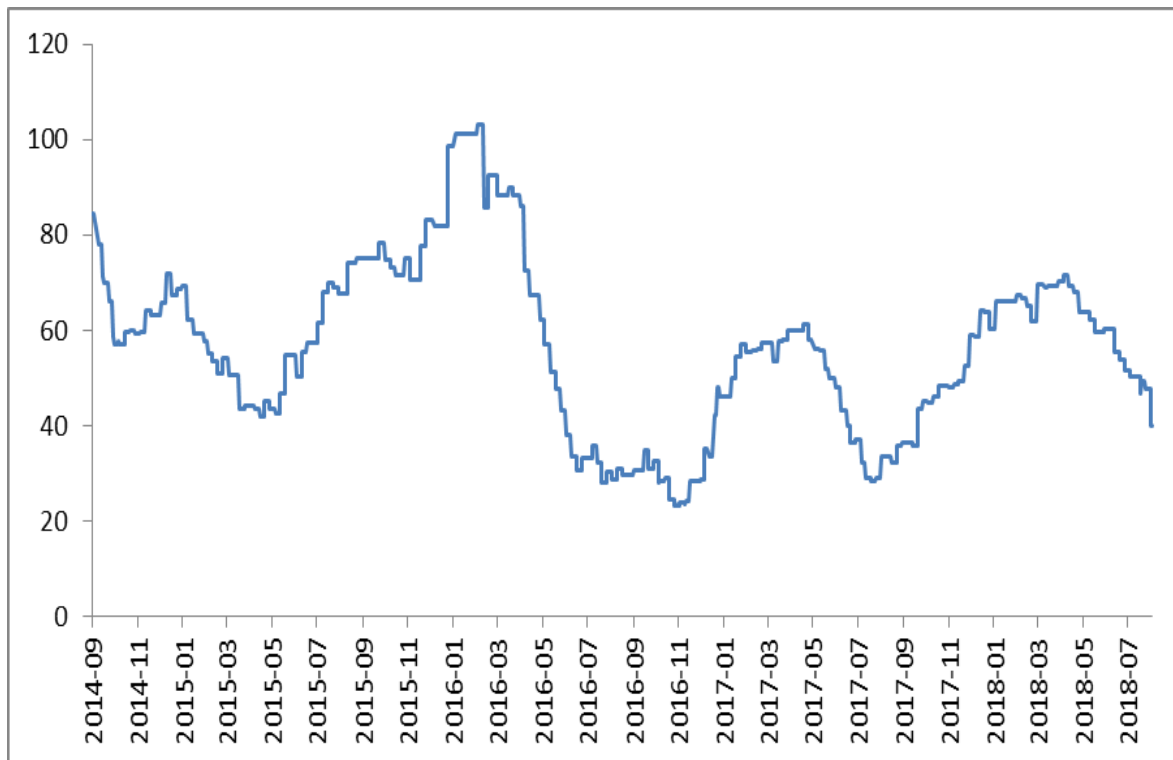
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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震荡走低，消费的低迷对价格有压力。

### 1.2.4 库存震荡走低，后期进口增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 47 万吨的水平，近期出现震荡走低情况；主要是因为棕榈油进口量减少，国内需求萎靡。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。

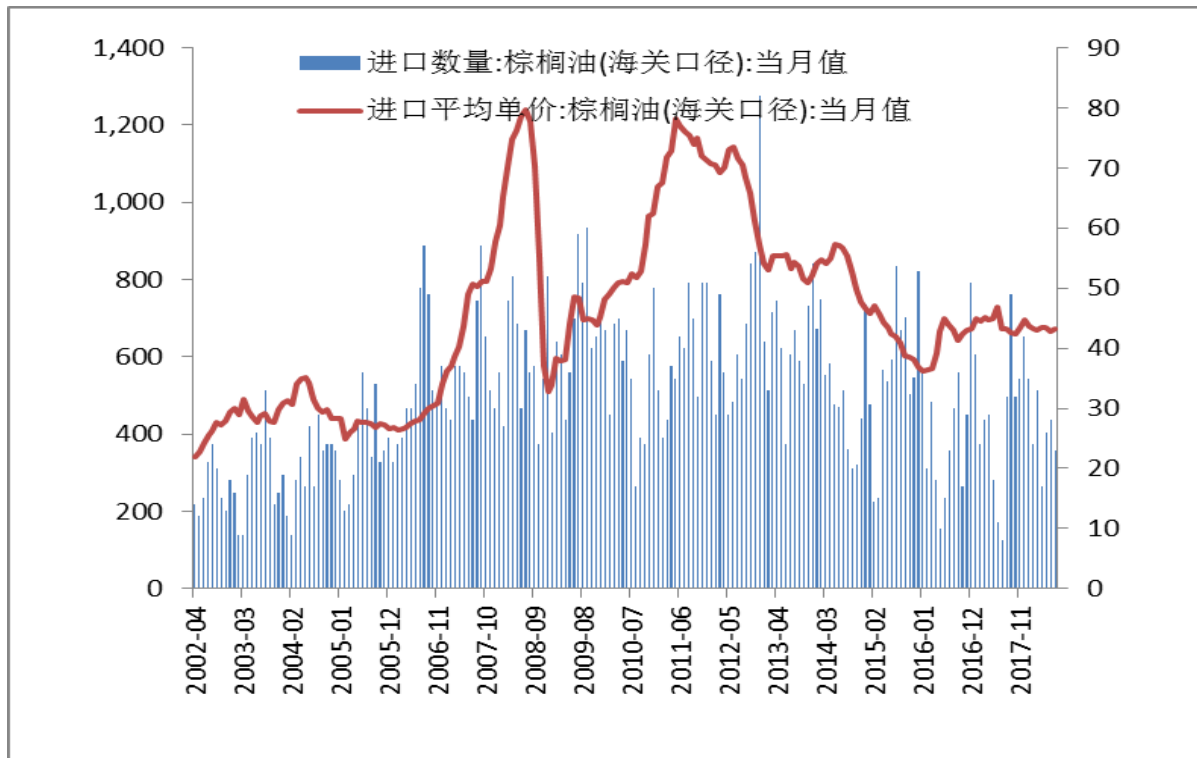
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图所示为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从今年开始始终维持低位，4 月进口 17 万吨；5 月进口 26 万吨，6 月进口 28 万吨，7 月进口量为 23 万吨。在进口亏损的情况下，进口量维持低位状态。

图 5: 棕榈油进口量及单价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

从价差来看, 目前国内棕榈油的进口价差出现一定的亏损, 主要是因为国内价格走低所致。

图 6: 马来西亚棕榈油进口成本

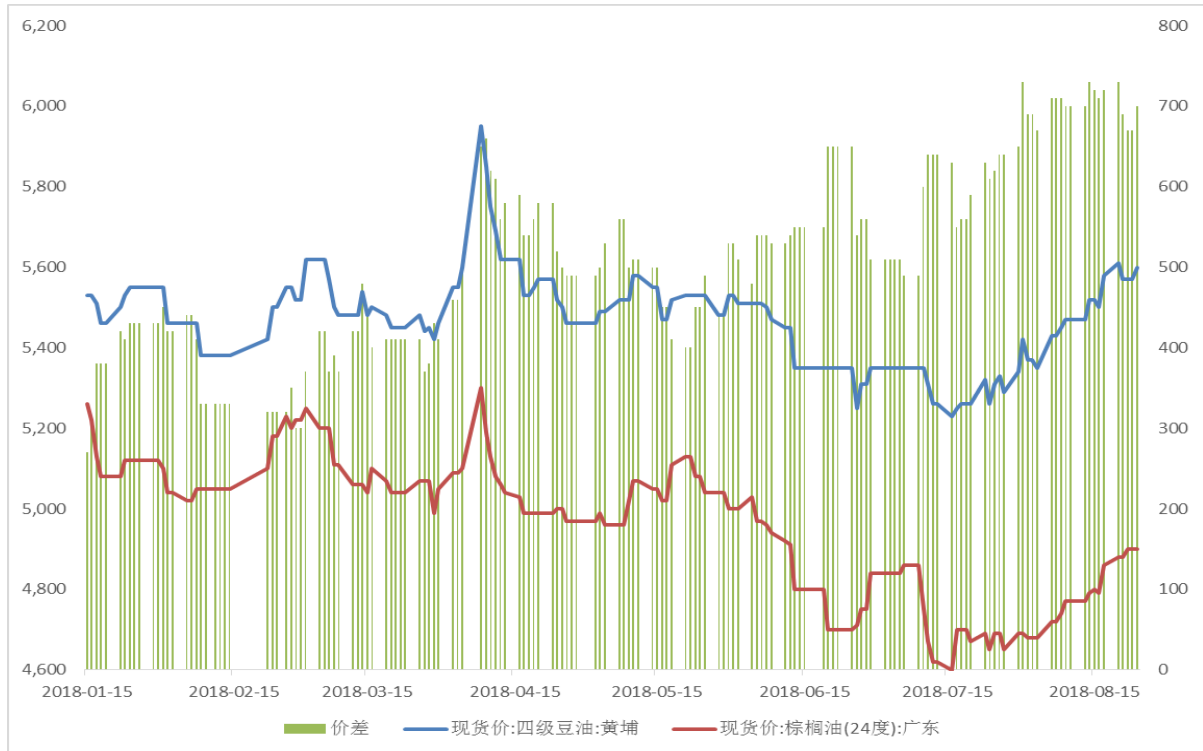
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	9月	570	0.00	20	590	4900	(华南)
		570	0.00	25	595	4940	(华东)
		570	0.00	28	598	4970	(华北)
	10月	570	0.00	20	590	4900	(华南)
		570	0.00	25	595	4940	(华东)
		570	0.00	28	598	4970	(华北)
	11/12月	580	0.00	20	600	4980	(华南)
		580	0.00	25	605	5020	(华东)
		580	0.00	28	608	5050	(华北)
1/2/3月	597.5	0.00	20	617.5	5130	(华南)	
	597.5	0.00	25	622.5	5170	(华东)	
	597.5	0.00	28	625.5	5190	(华北)	
33度棕榈油	9月	567.5	0.00	25	592.5	4920	(华东)
	10月	567.5	0.00	25	592.5	4920	(华东)
	11/12月	577.5	0.00	25	602.5	5000	(华东)
	1/2/3月	595	0.00	25	620	5150	(华东)
44度棕榈油	9月	552.5	0.00	25	577.5	4500	(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走高；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增幅低于预期，但后期供应压力大给价格带来压力；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；9月以后棕榈油维持宽松状态，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，8月豆油价格维持区间弱势震荡反弹行情，供求维持宽松状态下，豆油后期大概率维持区间震荡行情。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

## 2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持区间震荡，后期供应压力依旧、需求有所好转，建议投资者区间震荡对待。

图 2：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经



## 反弹受阻，关注前低支撑

2018年9月3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

8月最后一周郑糖反弹受阻。从基本面看，销售有所好转，去库速度加快，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。如果8月份销量维持回暖趋势的话，榨季末期也就是9月底的库存不会太多，那么在新老榨季交替之际，相对较低的库存难以支持糖价大幅下跌。另一方面，外盘价格处于历史较低的位置，巴西生产方面的利好受巴西货币贬值的影响没有完全释放，需要注意外盘带来的风险。操作上建议暂时观望。

## 1. 行情回顾

郑糖反弹后回落，关注前低支撑。国外方面，美糖弱势震荡。

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



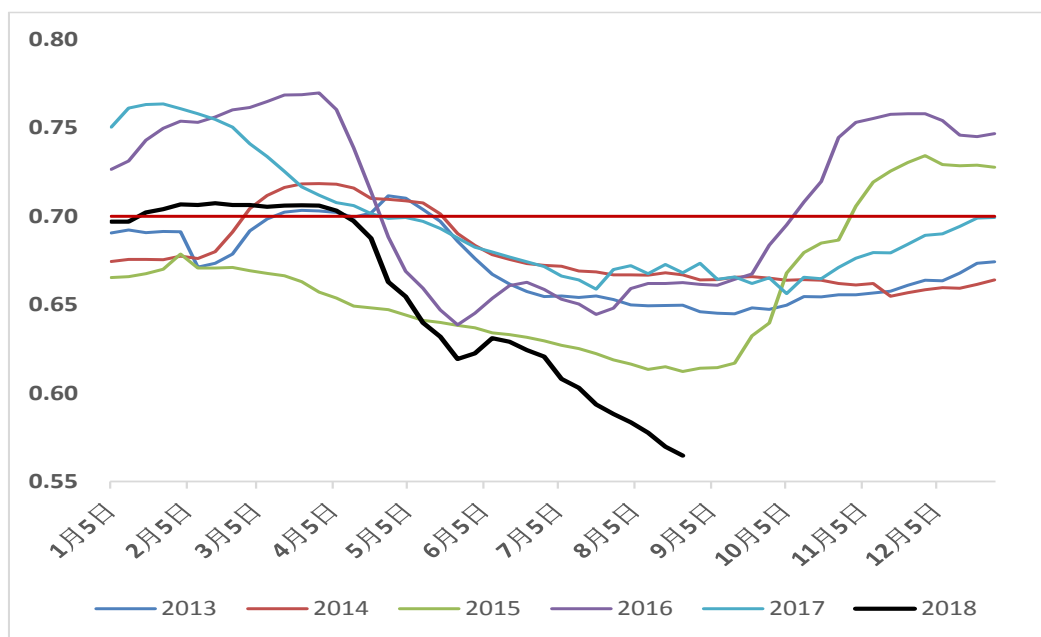
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国外基本面分析

### 2.1 巴西乙醇汽油比继续走低，乙醇销量继续增加

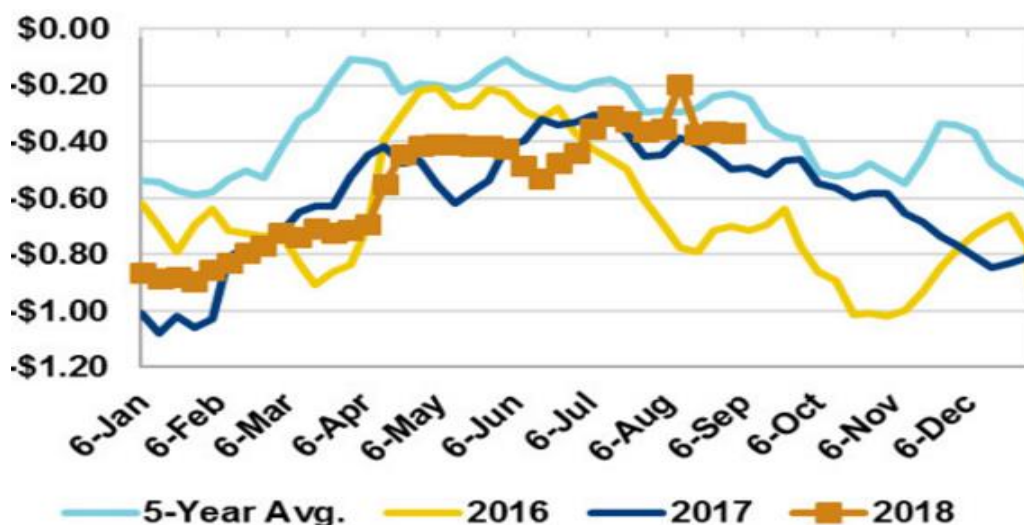
巴西乙醇汽油比继续下降,截止到8月25日巴西中南部地区加油站乙醇汽油价格比为0.564,创下了自2013年以来的新低。乙醇汽油比继续下跌,乙醇相对于汽油的竞争力继续上升。Unica数据显示,8月上半月巴西中南部乙醇生产商销售含水乙醇9.1980亿升,同比增长41.85%。无水乙醇销量约为3.7134亿升,较上年同期的3.961亿升有所下降。本榨季截至8月16日,中南部地区的乙醇累计销量同比增长16.43%,达到105.8亿升。

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)



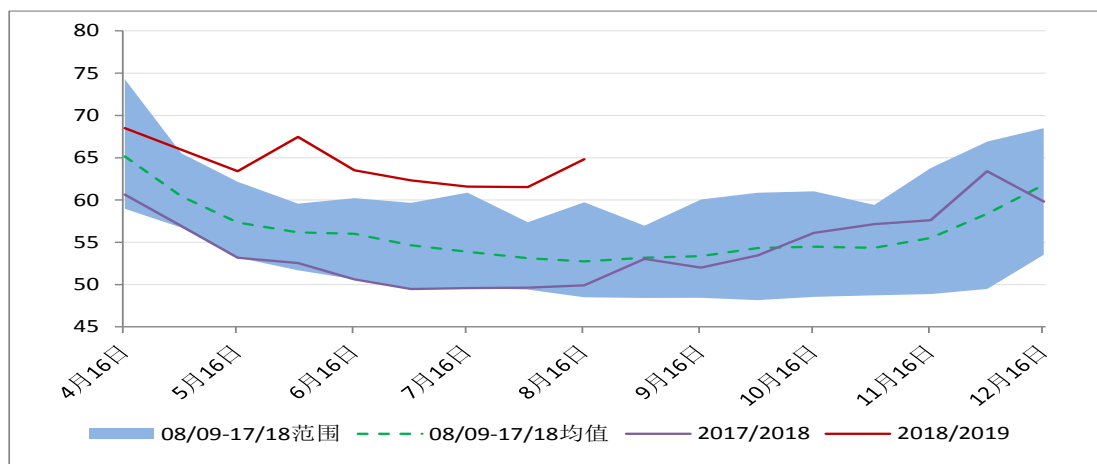
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

## 2.2 巴西制糖比维持低位

巴西 Unica 数据显示，8 月上半月巴西中南部地区甘蔗压榨量同比下降 26.13%，产糖量同比下降 45.90%；ATR 为 152.49，同比增加 4.29%；甘蔗制糖比为 35.17%，依然处于历史较低水平，乙醇产量同比增加 1.10%。

据报道，巴西国家商品供应公司(Conab) 上调其对巴西全国及中南部地区的甘蔗压榨量预估，而目前大多数分析机构由于考虑到今年天气比往年干燥而调降这一预估。Conab 预测，当前榨季巴西全境甘蔗压榨量将在 6.35 亿吨，高于 5 月预估的 6.25 亿吨，上一榨季（2017/18 榨季）为 6.33 亿吨。Conab 预计巴西 2018/19 榨季糖产量在 3420 万吨，5 月时预估为 3540 万吨。该机构同时预测中南部地区糖产量在 3160 万吨，上一份报告预估为 3280 万吨。

图 3：巴西中南部甘蔗制乙醇比

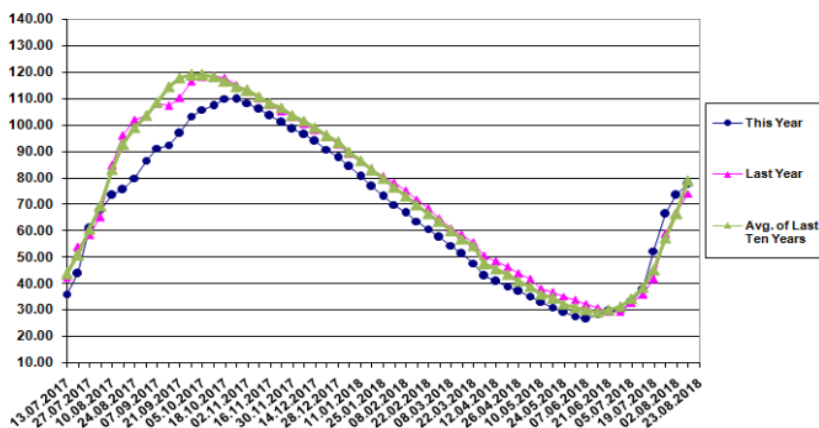


数据来源：unica，兴证期货研发部

## 2.3 印度雨季降雨正常

印度进入汛期，未来一段时间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 4：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，市场担忧库存薄弱

7月销售放量,截止7月底,广西累计销糖429.8万吨,同比增加52.8万吨;产销率71.34%,同比提高0.14个百分点;工业库存172.7万吨,同比增加20.2万吨或13.25%。其中7月份单月销糖75.1万吨,同比增加43.8万吨。截止7月底,本榨季全国累计销售食糖760.97万吨,同比增加14.39%,其中7月单月销糖110.32万吨,同比增加77.85%;工业库存270.07万吨,同比增加2.44%。下游采购增加,去库速度加快。这可能是由于前期下跌时间较长,下游及贸易商库存较低,基本采取随用随买的策略。进入7月之后,饮料销量增加促使白糖用量增加,另外中秋备货也增加了白糖需求,下游增加采购使得销售出现放量。

本榨季全国增产约100万吨,但截至7月底广西的工业库存同比只增加20万吨,全国同比增加7万吨。如果8月份销量维持回暖趋势的话,榨季末期也就是9月底的库存不会太多,那么在新老榨季交替之际,相对较低的库存难以支持糖价大幅下跌。

图 1: 广西销量

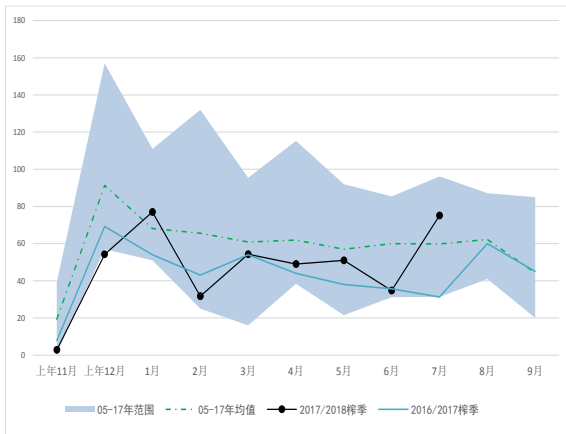
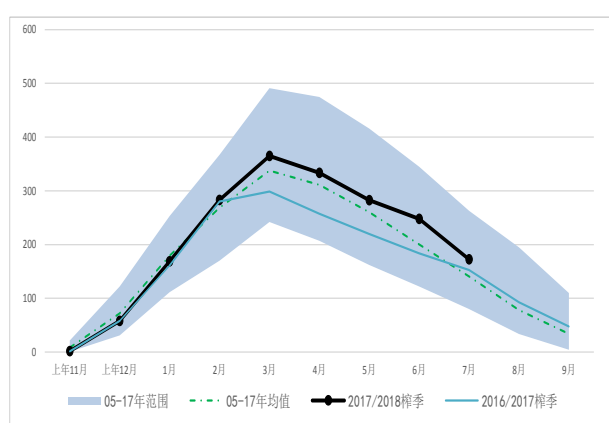


图 2: 广西新增库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 全国销量

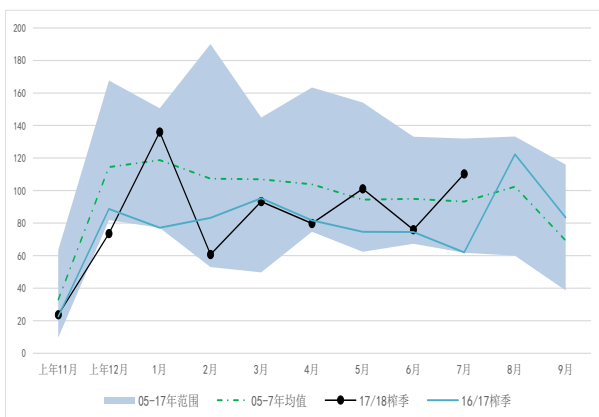
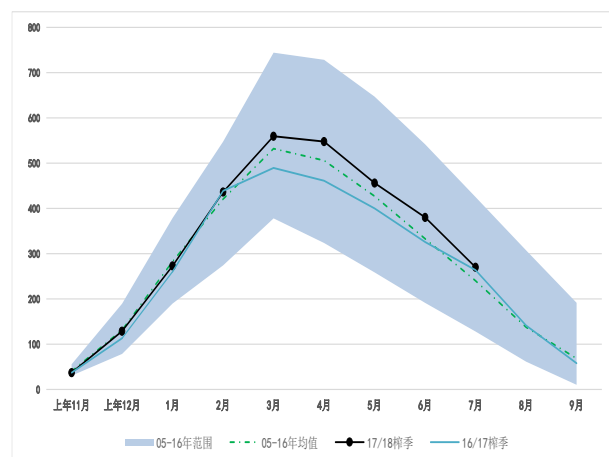


图 4: 全国新增库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 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。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下跌的第二阶段。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。在第二阶段，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，成本附近还没有像样的反弹，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。

### 3.3 盘面反弹受阻，有再次探底的风险

8月最后一周郑糖反弹受阻，截止到8月底仓单仍有约3万张，而809单边持仓不足2万手，虽然809与广西现货的价差达到500余点，但是北方冰糖厂入场接货的意愿似乎并不强。对901合约，多头仍然较为谨慎，在把盘面拉升至甜菜糖成本附近便主动撤退，避免给套保盘太多空间。虽然近期销售有所好转，去库速度加快，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。总的来看，我们认为在老榨季交替之际，在中下游库存薄弱以及糖厂库存偏低对糖价形成支撑，但是由于增产预期较强，糖价收到成本端的压制。因此国内恐怕很难靠自身力量突破看空预期，糖价虽然有被低估的嫌疑，但仍有可能继续探底至超跌。值得注意的是，外盘价格处于历史较低的位置，巴西生产方面的利好受巴西货币贬值没有完全释放，需要注意外盘带来的风险。

## 4. 总结

8月最后一周郑糖反弹受阻。从基本面看，销售有所好转，去库速度加快，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。如果8月份销量维持回暖趋势的话，榨季末期也就是9月底的库存不会太多，那么在新老榨季交替之际，相对较低的库存难以支持糖价大幅下跌。另一方面，外盘价格处于历史较低的位置，巴西生产方面的利好受巴西货币贬值的影响没有完全释放，需要注意外盘带来的风险。操作上建议暂时观望。



## 稳中偏强运行

2018年9月3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、玉米淀粉期货价格震荡上涨。现货市场玉米价格、玉米淀粉价格稳中上涨。

临储玉米拍卖常态化进行中，截至8月31日，总投放量达到1.64亿吨，拍卖总成交量7100万吨，上月末拍卖成交率及成交溢价明显回升。上月玉米现货价格总体稳中上涨，受台风及持续降雨影响，华东华北深加工企业到货量减少，部分地区企业提价吸引上量。

受华东、华北部分淀粉加工企业集中检修以及山东地区限电限产影响，淀粉企业开机率下滑至70%以下，厂家挺价意愿较强，支持淀粉价格上涨。

#### ● 后市展望及策略建议

目前拍卖玉米出库进度70%左右，拍卖玉米成交量巨大，后期玉米供应压力较大。下游方面，非洲猪瘟疫情的频繁导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业整体开机率不高，距离新玉米上市临近，深加工企业多维持安全库存，玉米供需总体较为平稳，预计近期玉米价格以震荡调整行情为主。

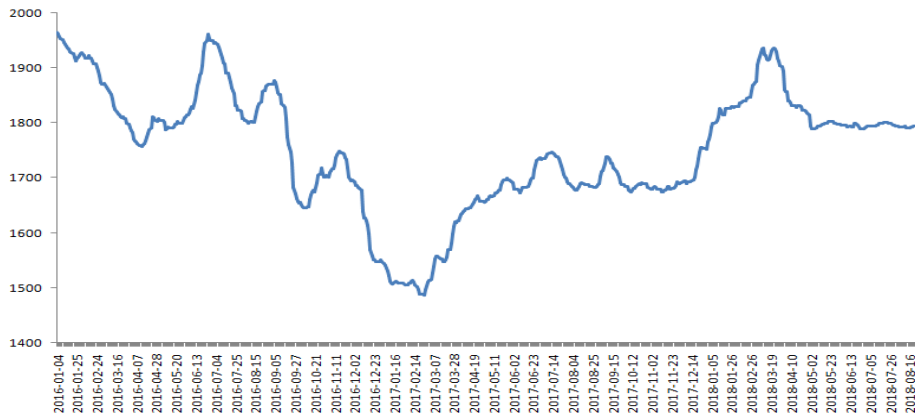
华东、华中部分淀粉企业停机检修，9月仍有检修计划，淀粉企业正在执行的前期低价订单较多，中秋国庆双节前下游企业陆续开始备货，淀粉走货加快，库存继续下降。淀粉企业开机率及库存下降，库存压力较小，淀粉企业挺价心态较强。淀粉企业加工利润较高，随着后期淀粉企业检修结束，开机率或将有所回升。预计近期玉米淀粉价格震荡偏强，建议暂时观望，仅供参考。

## 1.玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格总体稳中上涨，受台风及持续降雨影响，华东华北深加工企业到货量减少，部分地区企业提价吸引上量。全国 5 地发现非洲猪瘟疫情，疫情的频繁导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业整体开机率不高，距离新玉米上市临近，深加工企业多维持安全库存，玉米供需总体较为平稳。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）

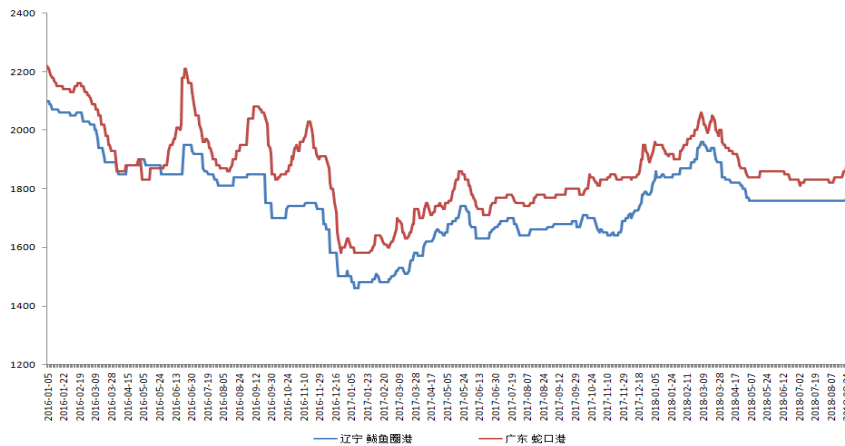


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.2 港口玉米价格

8 月 1 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 30 日，广东港口玉米价格上涨至 1880 元/吨，鲅鱼圈港玉米价格上涨至 1770 元/吨，南北港口价差 110 元/吨，南北港口价差扩大 40 元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）

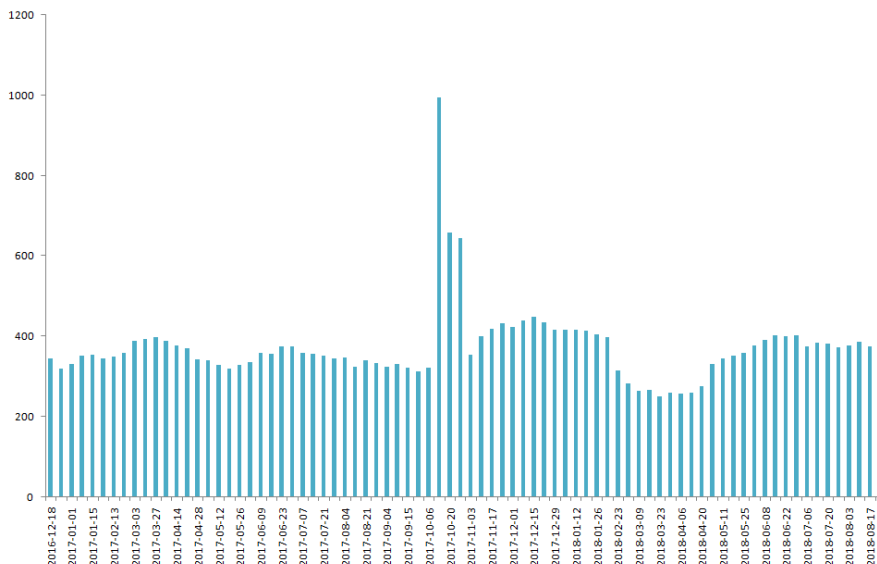


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.3 港口玉米供需情况

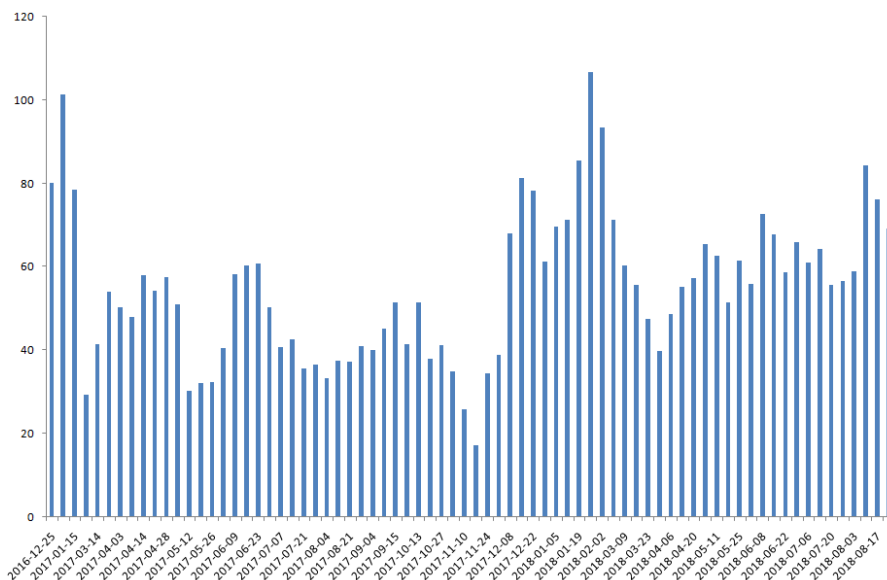
港口库存方面，上月北方港口库存下降，南方港口库存增加。北方港口库存月末比月初下降 12.1 万吨，锦州港库存下降 4.3 万吨，鲅鱼圈下降 10.3 万吨，北良港下降 1.5 万吨，大窑湾增加 4 万吨；南方港口库存月末比月初增加 10.2 万吨。

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）

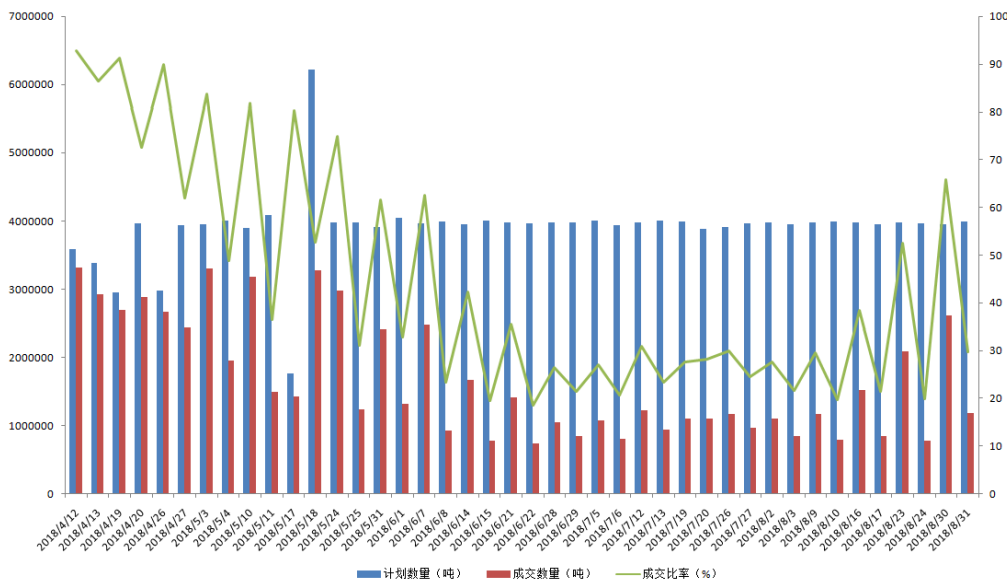


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.4 临储玉米拍卖

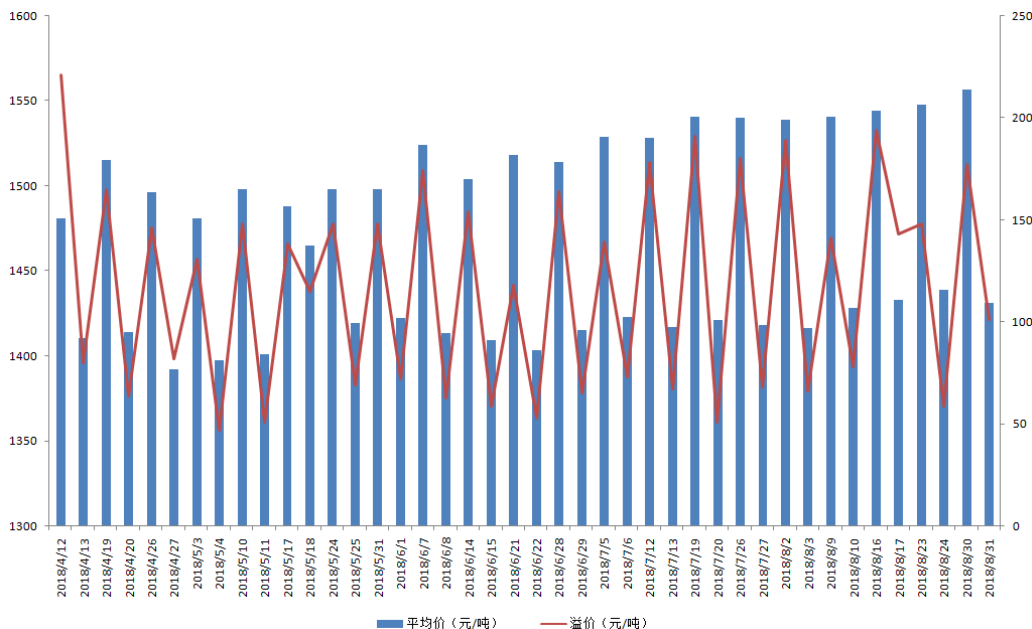
临储玉米拍卖常态化进行中，截至 8 月 31 日，总投放量达到 1.64 亿吨，拍卖总成交量 7100 万吨，上月末拍卖成交率及成交溢价明显回升，目前拍卖玉米出库进度 70%左右，拍卖玉米成交量巨大，后期玉米供应压力较大。

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

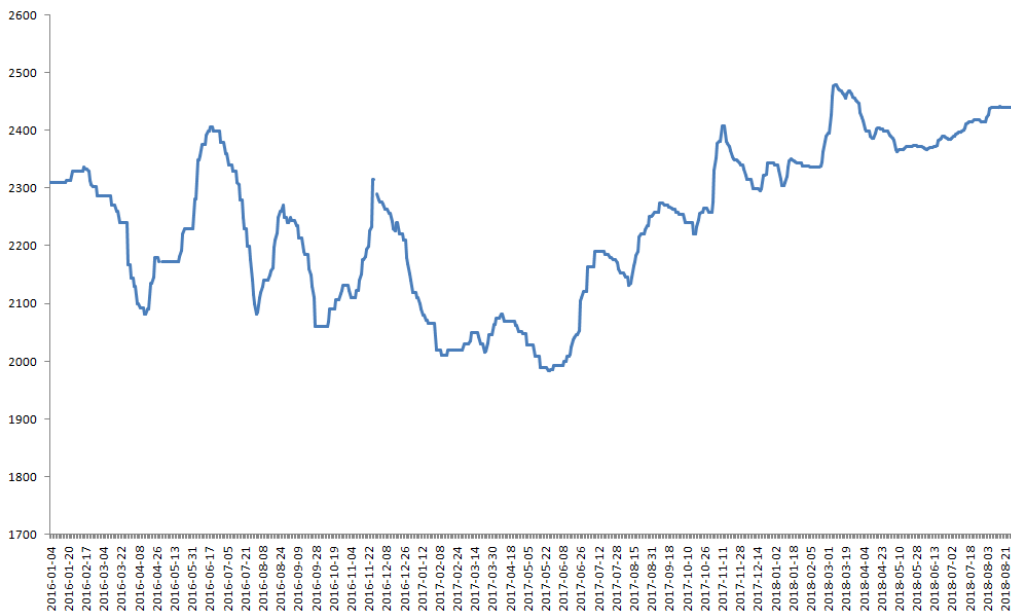
临储玉米拍卖常态化推进，截至 8 月 31 日，总投放量达到 1.64 亿吨，拍卖总成交量 7100 万吨，上月末拍卖成交率及成交溢价明显回升，目前拍卖玉米出库进度 70% 左右，拍卖玉米成交量巨大，后期玉米供应压力较大。下游方面，非洲猪瘟疫情的频繁导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业整体开机率不高，距离新玉米上市临近，深加工企业多维持安全库存，玉米供需总体较为平稳，预计近期玉米价格以震荡调整行情为主。

## 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总体呈上涨趋势。受华东、华北部分淀粉加工企业集中检修以及山东地区限电限产影响，淀粉企业开机率下滑至 70% 以下，厂家挺价意愿较强，支持淀粉价格上涨。

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 70.76%，月末开机率 66.8%，淀粉企业开机率下降 3.96%，上月山东、河北地区停机检修企业较多，8 月山东用电紧张，部分淀粉企业限电限产，开机率明显下滑至 70% 以下。

图 8：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

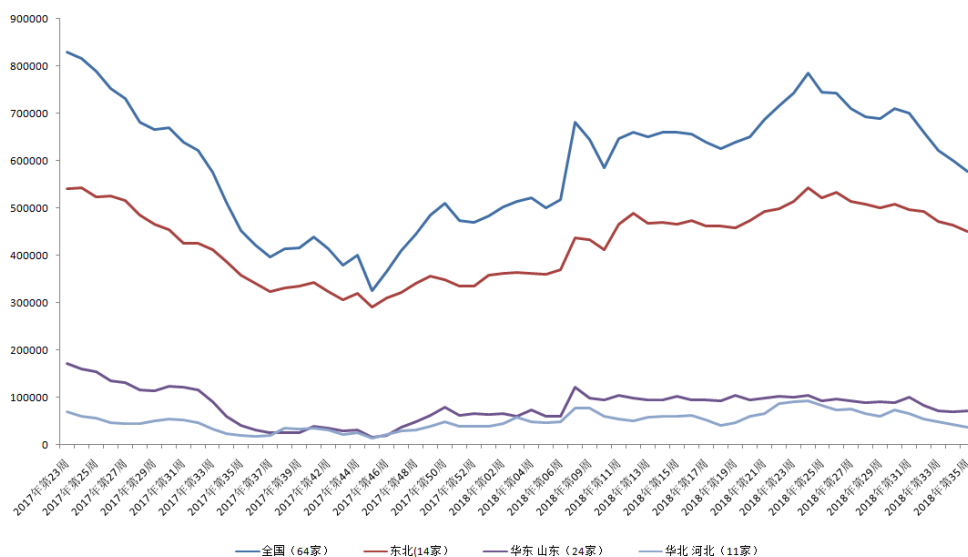


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 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 661000 吨，月末玉米淀粉库存总量 578600 吨，库存下降 12.47%。上月山东、河北地区开机率下滑，淀粉企业前期低价订单合同较多，且中秋、国庆双节前下游企业陆续备货中，淀粉走货较快，淀粉库存下降，库存压力减轻。

图 9：64 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计 (单位：吨)



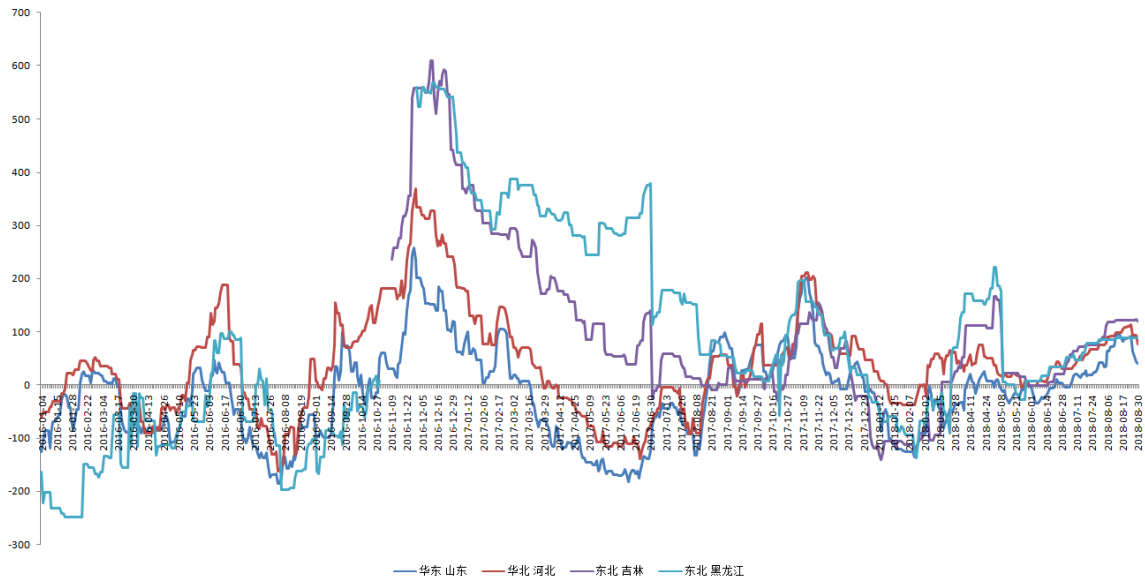
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部



## 2.4 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润总体好转，受玉米价格持稳，淀粉价格上涨影响，全国大部分淀粉企业加工利润呈上升趋势，加工利润较高。月末山东地区加工利润有所下滑，但是总体加工利润情况仍较好。

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

华东、华中部分淀粉企业停机检修，9月仍有检修计划，淀粉企业正在执行的前期低价订单较多，中秋国庆双节前下游企业陆续开始备货，淀粉走货加快，库存继续下降。淀粉企业开机率及库存下降，库存压力较小，淀粉企业挺价心态较强。淀粉企业加工利润较高，随着后期淀粉企业检修结束，开机率或将有所回升。预计近期玉米淀粉价格震荡偏强。

## 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。本报告清晰准确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。