



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2018 年 10 月理财月报 目录

股指期货 .....	2
期指震荡筑底 看好阿尔法策略 .....	2
国债期货 .....	20
多空因素交织，期债或偏强震荡 .....	20
有色金属·铜 .....	31
库存降至 3 年来低位，预计铜价继续反弹 .....	31
铁矿石&螺纹钢 .....	40
震荡为主 .....	40
动力煤 .....	52
高库存或制约煤价，动煤继续上涨乏力 .....	52
天然橡胶 .....	64
低位区域剧烈震荡整理 .....	64
PTA .....	81
9 月显著累库，10 月供求平衡 .....	81
白糖 .....	93
短期或继续反弹 .....	93
玉米&玉米淀粉 .....	100
新玉米上市，稳中偏弱 .....	100
分析师承诺 .....	107
免责声明 .....	107

## 期指震荡筑底 看好阿尔法策略

2018年10月8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

9月共19个交易日, 纵观九月行情, 市场先抑后扬, 沪指上半旬盘中触及2644点后超跌反弹至2800点上方。行业涨跌不一, 食品饮料、石油石化、银行及非银金融领涨, 电子元器件、通信、计算机及建材领跌。最终, 9月上证综指上涨3.53%, 创业板指下跌1.66%, 沪深300指数上涨3.13%, 上证50指数上涨5.34%, 中证500指数微跌0.29%。

三大期指集体反弹, IH涨幅较大。量能方面三大品种成交量均有所增加, IF增幅较大, IF及IC的持仓呈现冲高回落, IH略有加仓。基差方面, 期现价差震荡走强, 主力合约集体回归升水, IF合约基本回到平水状态震荡, IH各合约升水有所走扩, IC主力回到升水状态且远月合约贴水大幅收窄, 因此IF及IC远-近月价差明显收窄。跨品种套利方面, 由于大盘股表现较强, IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

#### ● 后市展望及策略建议

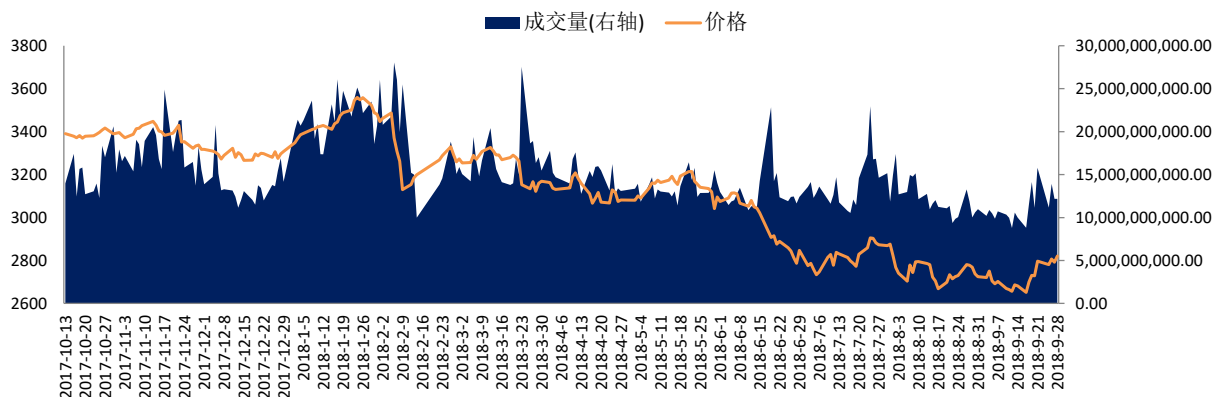
目前国内外多空因素交织, 国内去杠杆下宏观经济维持下行趋势, 海外美联储加息及贸易摩擦升级等不确定性扰动因素较多, 人民币资产承压, 企业盈利也受较大影响, 市场避险情绪仍然较高。但市场仍有积极因素, 首先政策底已现, 基建、消费等政策对冲预期较强, 新规落地后银行公募理财产品可以通过公募基金间接投资股市, 加上央行超预期定向降准。我们认为市场仍处于震荡筑底状态, 趋势性机会有限, 建议股指期货以对冲风险思路为主。随着股指期货期现价差走强至较高位置, 比较看好阿尔法策略, 偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

# 1. 股指现货分析

## 1.1 股指现货先抑后扬

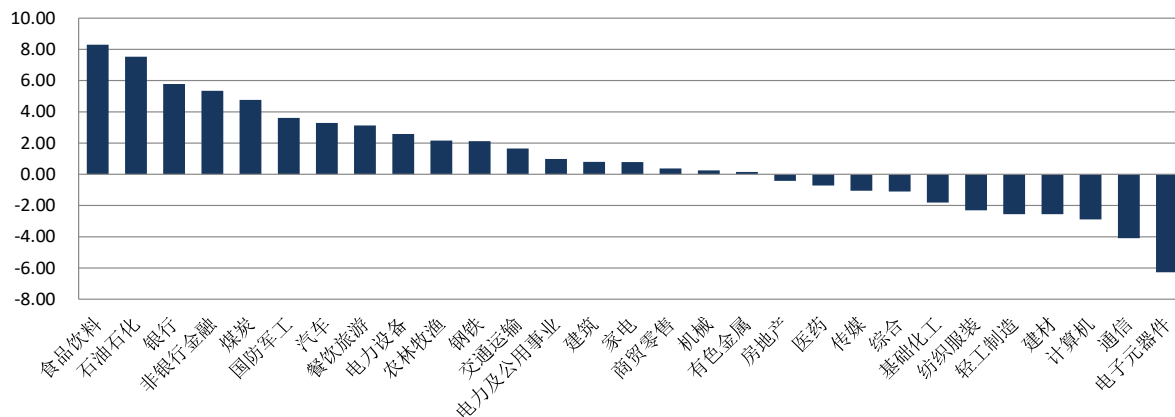
9月共19个交易日，纵观九月行情，市场先抑后扬，沪指上半旬盘中触及2644点后超跌反弹至2800点上方。整体来看国内外多空因素交织，月上旬国内宏观经济及金融数据好坏不一，加上外部新兴市场局势及人民币汇率波动扰动，市场避险情绪高增，指数创新低，月下旬随着美国关税靴子落地、A股成功纳入富时体系、MSCI指数拟提升A股权重等消息提振市场信心，蓝筹板块反弹力度较大。整体来看，行业涨跌不一，食品饮料、石油石化、银行及非银金融领涨，电子元器件、通信、计算机及建材领跌。最终，9月上证综指上涨3.53%至2821.35点，创业板指下跌1.66%至1411.34点，三大指数中沪深300指数上涨3.13%至3438.86点，上证50指数上涨5.34%至2606.67点，中证500指数微跌0.29%至4800.73点。

图 1：上证综指价格及成交量



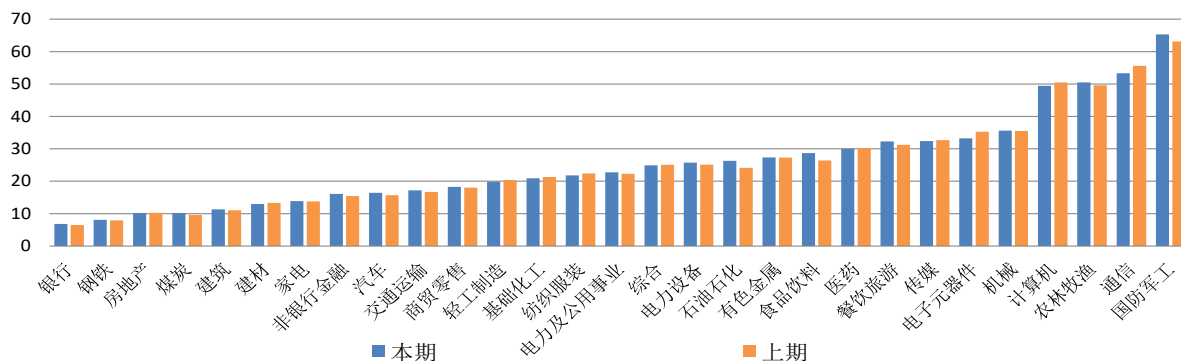
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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	3438.865	3.889256	-14.68646	-3.59%	-1.90%
上证综指	2821.35	3.374785	-14.68995	-3.36%	-1.97%
深证综指	1441.539	1.515443	-24.10332	-0.03%	3.86%
上证50	2606.667	4.793904	-8.871691	-5.21%	-5.17%
中证500	4800.729	1.420699	-23.19841	-0.02%	3.05%
上海B股	290.2026	1.994035	-15.09894	-1.57%	-0.96%
深圳B股	975.3525	1.05917	-16.16636	0.73%	3.69%
恒生指数	26572.57	-4.124381	-11.18541	3.14%	4.54%
国企指数	10530.32	-3.735724	-10.06874	1.99%	2.21%
<b>MSCI全球指数表现</b>					
亚洲市场	159.6467	-3.221799	-8.149363	2.21%	2.83%
亚洲市场除日本	621	-5.15372	-12.95777	4.63%	5.78%
美国市场	2746.26	-1.055288	7.925863	0.71%	-0.50%
欧洲市场	127.0455	-1.705992	-3.321724	0.99%	1.75%
日本市场	1068.88	-1.221696	-0.5609799	-2.38%	-3.04%
<b>沪深300分类指数</b>					
能源	1883.332	3.657485	-2.927883	-6.50%	-8.74%
材料	2089.879	2.763905	-20.35935	-1.68%	1.68%
工业	2072.592	2.622932	-20.85643	-2.70%	-0.67%
可选	4835.689	4.520921	-18.80427	-3.77%	1.22%
消费	13890.1	7.03959	-7.403906	-7.55%	-3.69%
医药	10171.04	6.161317	0.9620683	-1.57%	4.22%
金融	5718.062	4.001705	-11.5685	-4.94%	-5.67%
信息	1700.407	1.497131	-26.56178	3.30%	7.53%
电信	2398.182	0.7858675	-31.45218	1.89%	-1.14%
公用	1847.321	1.95872	-4.707075	-2.47%	-1.64%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

## 2. 股指期货回顾

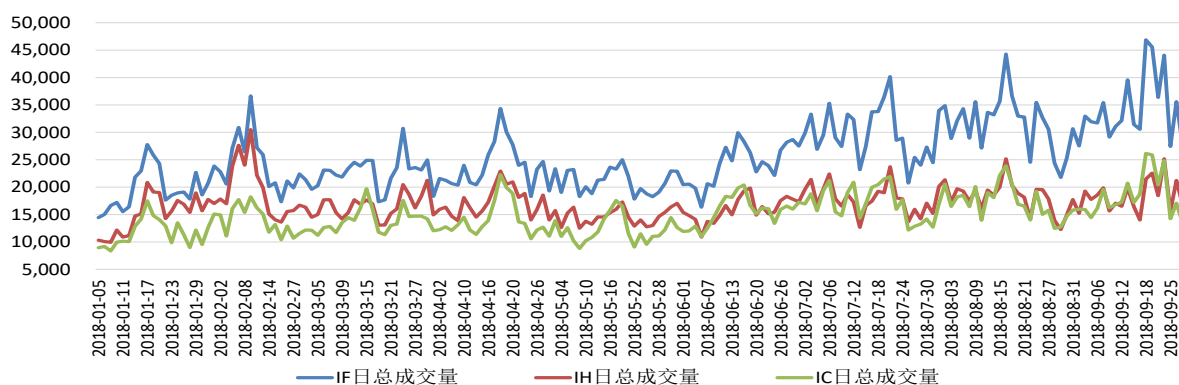
### 2.1 三大期指集体收涨，IH 涨幅较大

截止到9月28日，以收盘价计算，各期货合约集体收涨，其中IH涨幅较大，IH涨幅较小。IF1810合约月涨4.15%至3448.8点；IF1811合约收盘至3447.6点；IF1812收涨4.74%至3448.8点；合约IF1903上涨5.24%收盘至3448.0点。IH1810合约上涨5.48%至2609.6点；IH1811合约收盘至2622.0点；IH1812上涨5.76%收盘至2618.6点；合约IH1903上涨6.24%收盘至2631.8点。IC1810合约上涨1.34%至4820.4点；IC1811收盘至4795.0点；IC1812上涨1.51%收盘至4770.8点；合约IC1903上涨1.73%收盘至4716.0点。

### 2.2 期指成交量延续增加，IF 增幅较大

整体来看，9月期指成交量均有增加，其中IF合约增幅较大，IF、IH、IC9月日均成交量较8月均值分别增长了7.37%、1.07%、5.63%。截止到9月28日，IF1810合约成交了19.58万手；IF1811合约成交了677手；IF1812合约成交了6.35万手；IF1903合约成交6846手。IH1810合约成交了11.15万手；IH1811合约成交了372手；IH1812合约成交了2.91万手；IH1903合约成交1795手。IC1810合约成交了10.30万手；IC1811合约成交了628手；IC1812合约成交3.66万手；IC1903合约成交5077手。

图 4：股指期货成交量

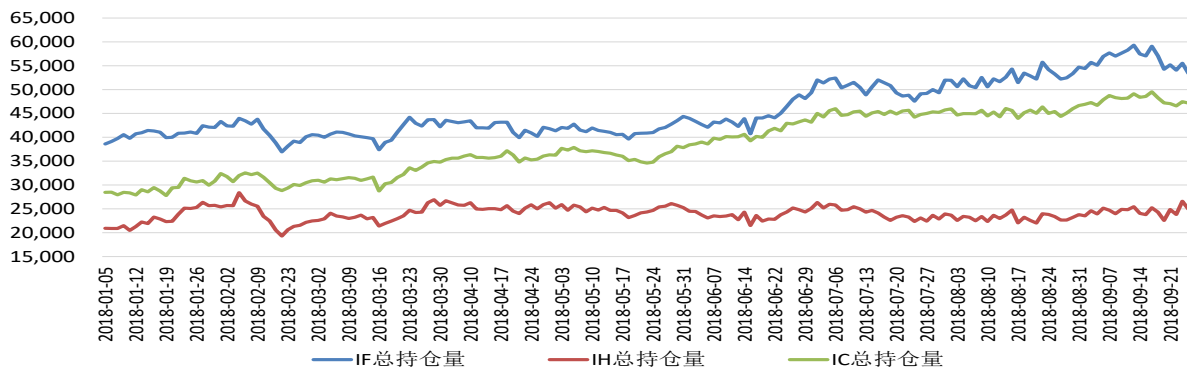


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 IF 及 IC 持仓冲高回落，IH 略有加仓

整体来看，9月IF及IC的持仓量冲高回落，IH略有加仓，IF、IH、IC9月日均持仓量较8月均值分别增加7.10%、5.98%、5.74%。截至9月28日，合约IF1810持仓3.29万手；IF1811持仓279手；IF1812持仓1.73万手；IF1903持仓3004手，IF整体持仓较8月末减少2.24%。合约IH1810持仓1.88万手；IH1811持仓143手；IH1812持仓6196手；IH1903持仓897手，IH整体持仓较8月末增加9.46%。合约IC1810持仓2.43万手；IC1811持仓368手；IC1812持仓1.93万手；IC1903持仓4125手，IC整体持仓较8月末增加3.11%。

图 5：股指期货持仓量

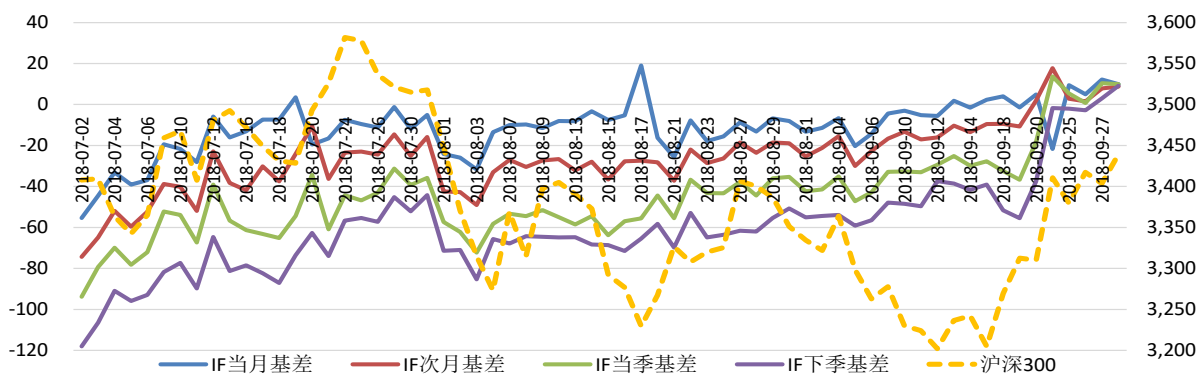


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 期现价差震荡走强，主力合约集体升水

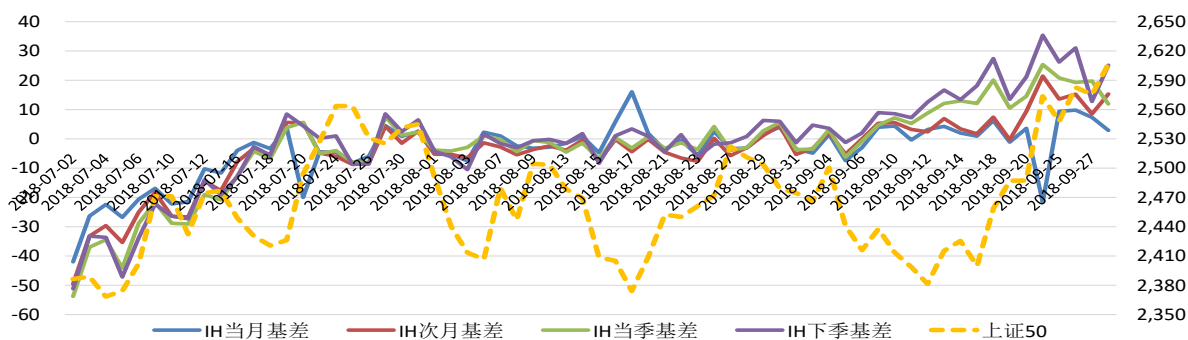
整体来看，期现价差震荡走强，主力合约集体回归升水，IF 合约基本回到平水状态震荡，IH 各合约升水有所走扩，IC 主力回到升水状态且远月合约贴水大幅收窄，截止 9 月 28 日，IF 主力、IH 主力、IC 主力分别升水 0.29%、0.11%、0.41%。

图 6：IF 各合约期现基差走势



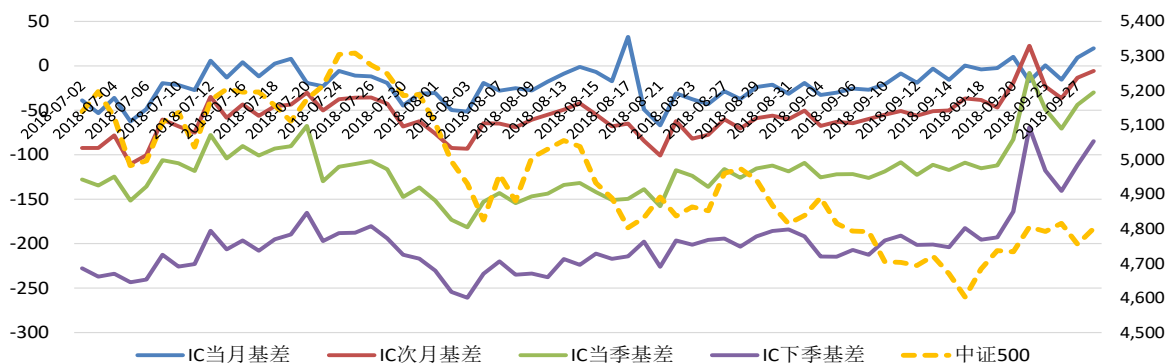
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

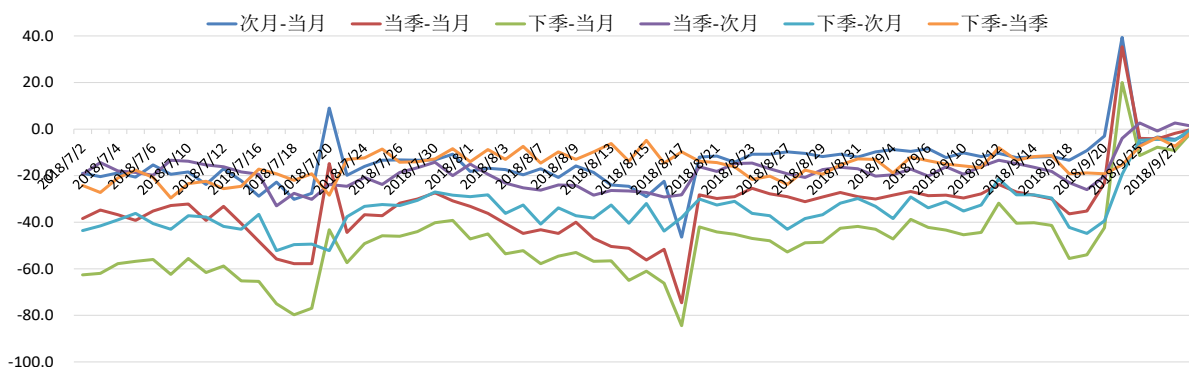


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 远-近合约价差冲高回落, IF 及 IC 远-近月价差明显收窄

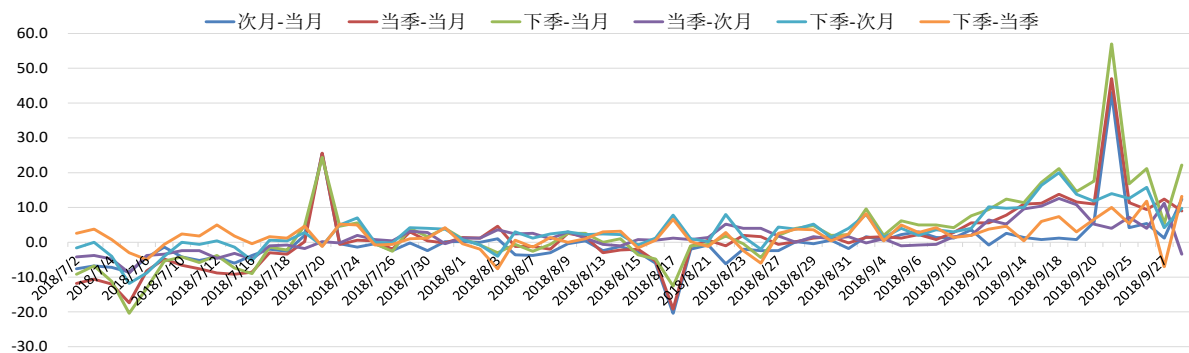
整体来看, 期指远-近合约价差呈现冲高回落的走势, 其中 IF 及 IC 远-近月价差明显收窄。

图 9: IF 各合约跨期基差走势



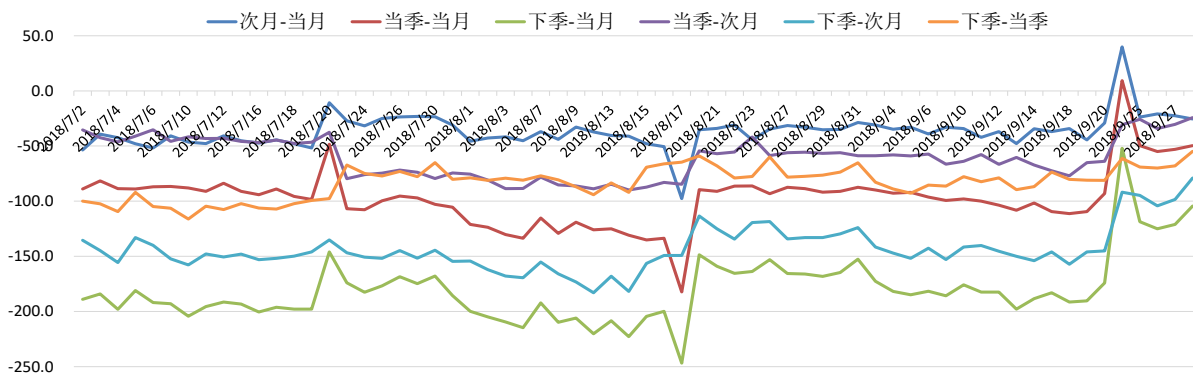
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

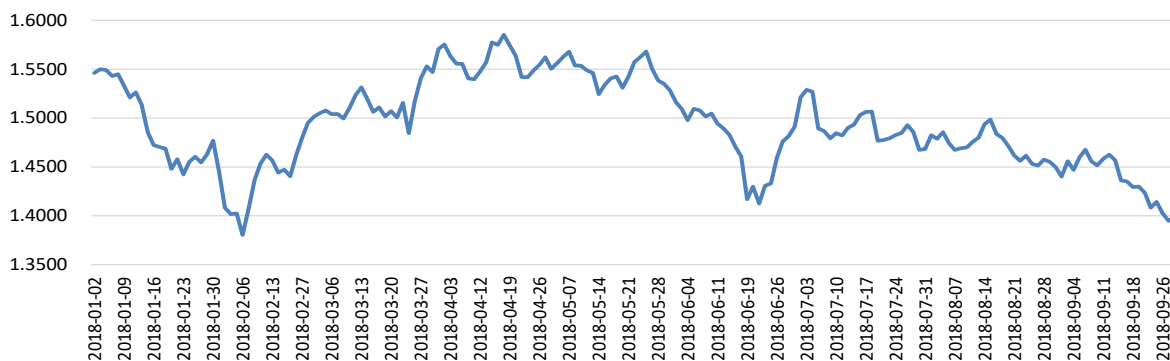


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 跨品种比值延续震荡下行

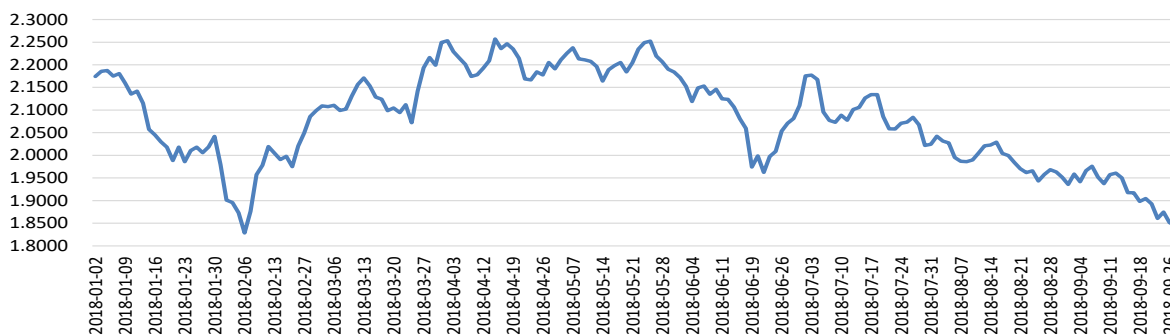
九月市场普遍超跌反弹, 大盘股反弹更强, IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值延续震荡下行。截至 9 月 28 日, IF/IH 主力合约点数比值下跌 1.67% 回落至 1.3216, IC/IF 主力合约点数比值下跌 2.95% 降至 1.3977, IC/IH 主力合约比值下跌 4.58% 降至 1.8472。

图 12: IC/IF 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

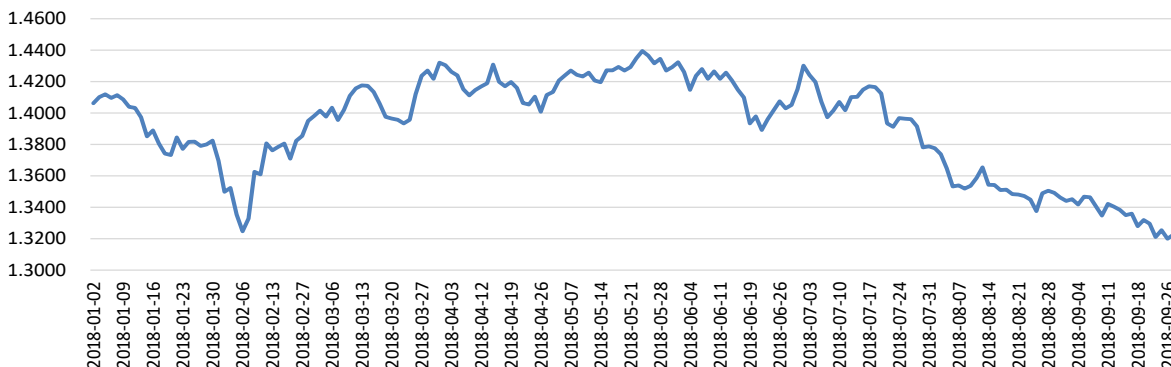
图 13: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 14: IF/IH 主力合约比值走势

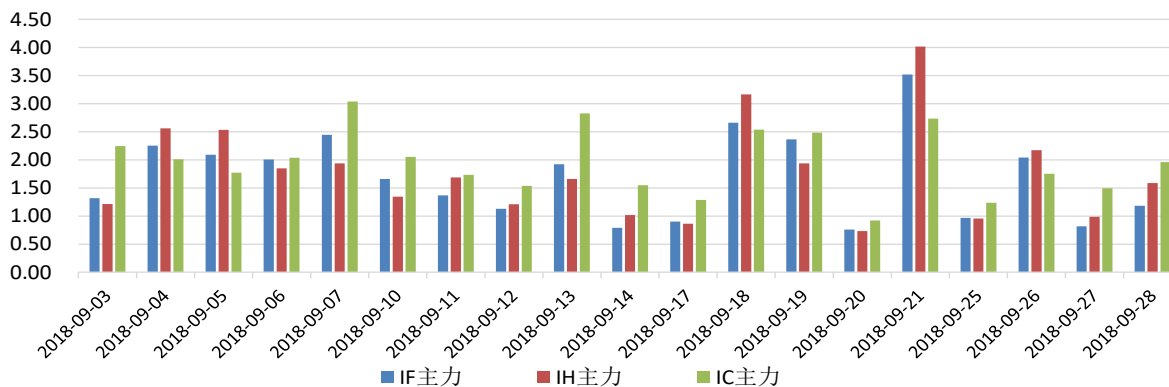


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.7 下半月期指短期波动略有回升

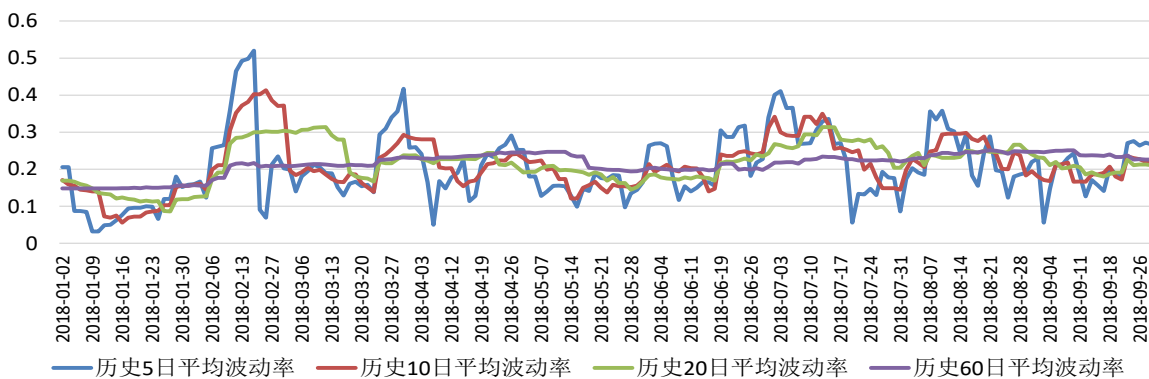
综合来看, 股指期货市场下半月短期波动率略有回升, 但长期波动率有所下降。

图 15: 三大期指主力日内振幅%



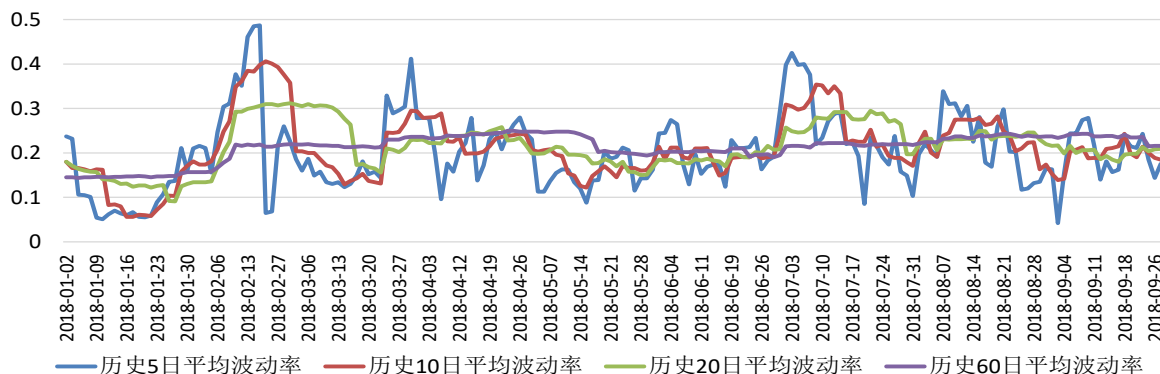
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IF 主力波动率走势



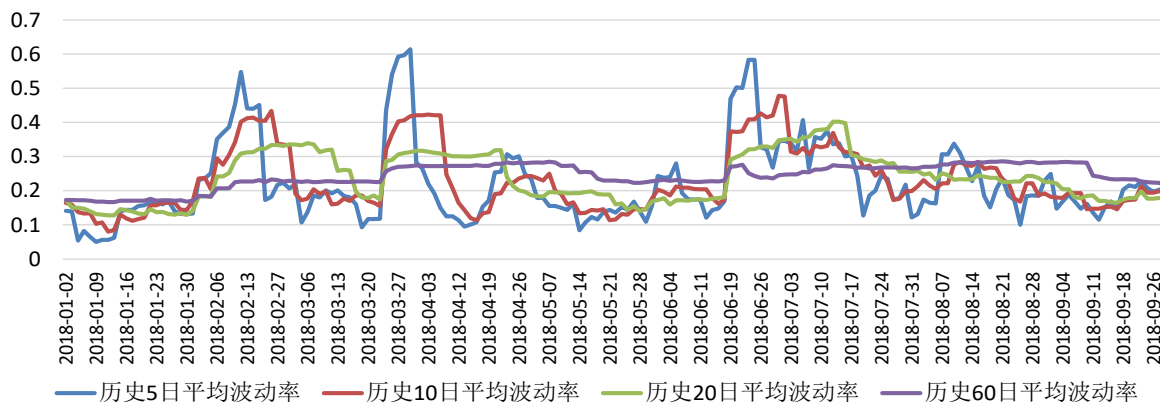
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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，未来经济依然承压

从国内经济的宏观层面来看，九月发布的经济数据整体延续下滑，消费、投资等内部增长动力走弱，外部贸易扰动对出口的拖累或将逐渐体现，未来经济依然承压。

首先，消费数据小幅回升，投资及出口数据则有所下滑。消费方面，2018年8月份，社会消费品零售总额同比名义增长9.0%，增速比7月份小幅回升，但2018年迄今社会消费品零售总额增速正在放缓，内需增长乏力。投资方面，2018年1-8月份，全国固定资产投资同比增长5.3%，增速比1-7月份回落0.2个百分点，但降幅比1-7月份的0.5个百分点收窄；同时房地产开发投资同比增长也有小幅回落。8月进出口同比小幅下滑，8月按美元计，中国进口同比增长20%，前值27.3%，出口同比增长9.8%，前值12.2%，出口增速维持景气，全球经济弱复苏和

贸易抢跑支撑，但新出口订单不断下滑，未来下行压力较大。

工业生产数据整体维持下滑态势。2018年8月规模以上工业增加值同比实际6.1%，比7月份加快0.1个百分点，略好于预期。PPI及制造业PMI数据均有下滑，8月PPI同比上升4.10%，较上月下降0.50个百分点。中国9月份官方制造业PMI50.8%，比上月回落0.5个百分点，虽然继续运行在景气区间，但增速有所放缓，主要分项中，生产指数和新订单指数虽均处于荣枯线以上，但比上月均有回落，扩张略有放缓；另外进出口景气度继续回落，新出口订单指数和进口指数景气度均落至年内低点；另外原材料库存指数及从业人员指数也明显下滑。随着宏观经济下行及工业生产放缓拖累，工业企业利润增速也开始下滑，2018年1-8月份，全国规模以上工业企业利润同比增长16.2%，增速比1-7月份放缓0.9个百分点。

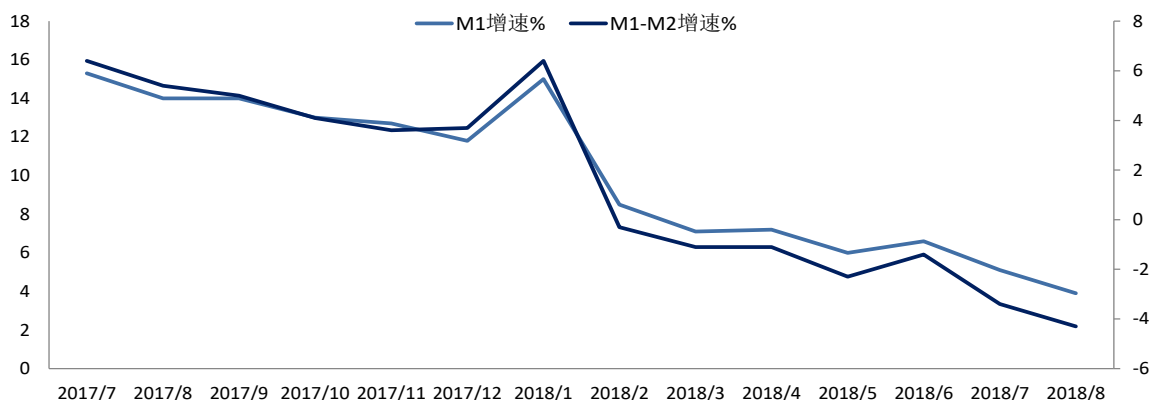
M2和社融增长数据也持续回落，国内去杠杆等宏观政策的收缩影响了企业的投融资活动和居民的消费需求，另外中美之间的贸易摩擦具有长期性，外需下滑加上内需乏力，宏观基本面承压。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
09/03/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Aug	50.7	50.6	50.8	--
09/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Aug	--	52	52.3	--
09/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Aug	52.6	51.5	52.8	--
09/07/2018 16:11	外汇储备	Aug	\$3115.00b	\$3109.72b	\$3117.9b	--
09/08/2018 11:02	贸易余额人民币	Aug	204.95b	179.75b	176.96b	--
09/08/2018 11:02	出口同比人民币	Aug	5.70%	7.90%	6.00%	--
09/08/2018 11:02	进口同比人民币	Aug	12.10%	18.80%	20.90%	--
09/08/2018 12:08	贸易余额	Aug	\$31.00b	\$27.91b	\$28.05b	\$27.98b
09/08/2018 12:08	出口同比	Aug	10.00%	9.80%	12.20%	12.10%
09/08/2018 12:08	进口同比	Aug	17.70%	20.00%	27.30%	--
09/10/2018 09:30	PPI同比	Aug	4.00%	4.10%	4.60%	--
09/10/2018 09:30	CPI 同比	Aug	2.10%	2.30%	2.10%	--
09/11/2018 08:01	人力资源调查	4Q	--	7%	10%	--
09/12/2018 17:00	货币供应M2同比	Aug	8.60%	8.20%	8.50%	--
09/12/2018 17:00	New Yuan Loans CNY	Aug	1400.0b	1280.0b	1450.0b	--
09/12/2018 17:00	总融资人民币	Aug	1300.0b	1520.0b	1041.5b	--
09/12/2018 17:03	货币供应M1年同比	Aug	5.30%	3.90%	5.10%	--
09/12/2018 17:03	货币供应M0年同比	Aug	3.90%	3.30%	3.60%	--
09/13/2018 15:00	外国直接投资同比人民币	Aug	--	1.90%	14.90%	--
09/14/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Aug	--	5.00%	5.10%	--
09/14/2018 10:00	彭博9月中国调查 (表格)					
09/14/2018 10:00	零售销售额同比	Aug	8.80%	9.00%	8.80%	--
09/14/2018 10:00	社会消费品零售	Aug	9.30%	9.30%	9.30%	--
09/14/2018 10:00	工业产值 同比	Aug	6.10%	6.10%	6.00%	--
09/14/2018 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Aug	6.50%	6.50%	6.60%	--
09/14/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Aug	5.60%	5.30%	5.50%	--
09/15/2018 09:30	New Home Prices MoM	Aug	--	1.49%	1.21%	--
09/20/2018 16:36	中国银行结售汇 - 银行代客	Aug	--	-63.3b	-2.9b	--
09/27/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Aug	--	2.12%	2.04%	--
09/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Aug	--	9.20%	16.20%	--
09/28/2018	经常账户余额	2Q F	--	--	\$5.8b	--
09/30/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Sep	54	--	54.2	--
09/30/2018 09:00	制造业采购经理指数	Sep	51.2	--	51.3	--
09/30/2018 09:00	综合PMI	Sep	--	--	53.8	--
09/30/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Sep	50.5	--	50.6	--

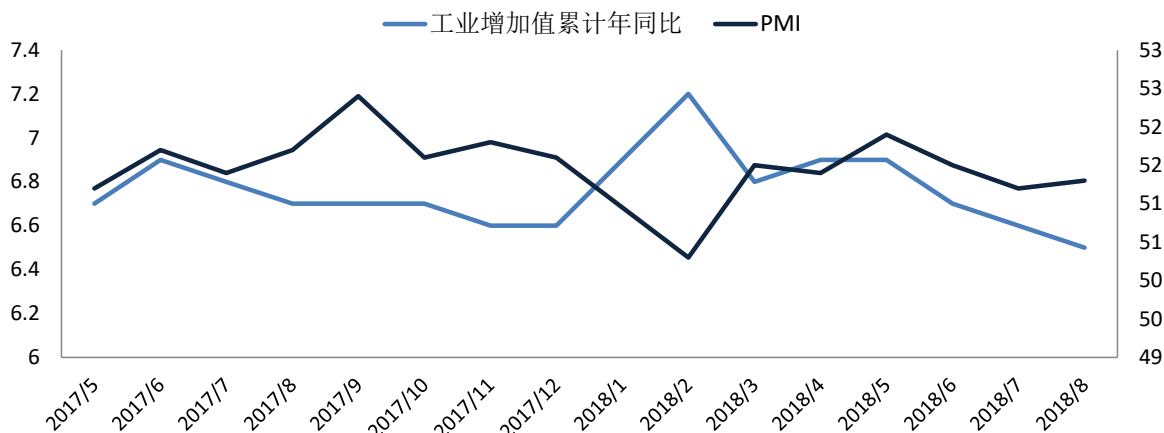
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 19: M1、M2 增速



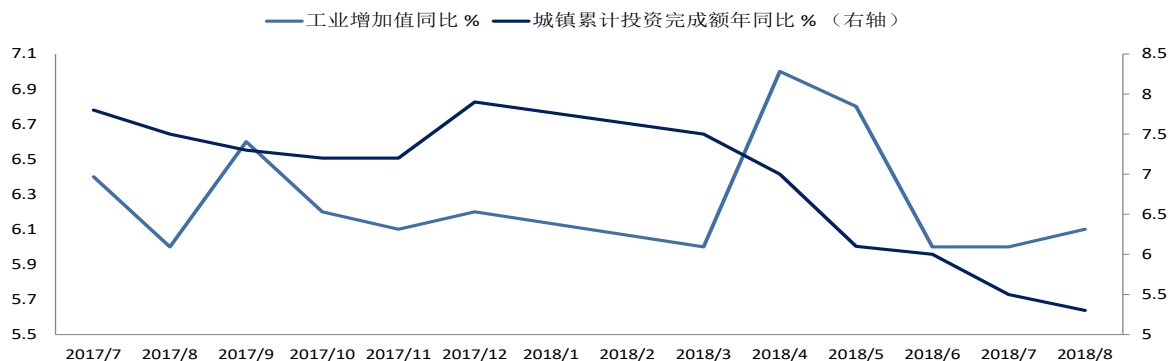
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: PMI 以及工业增加值 走势图



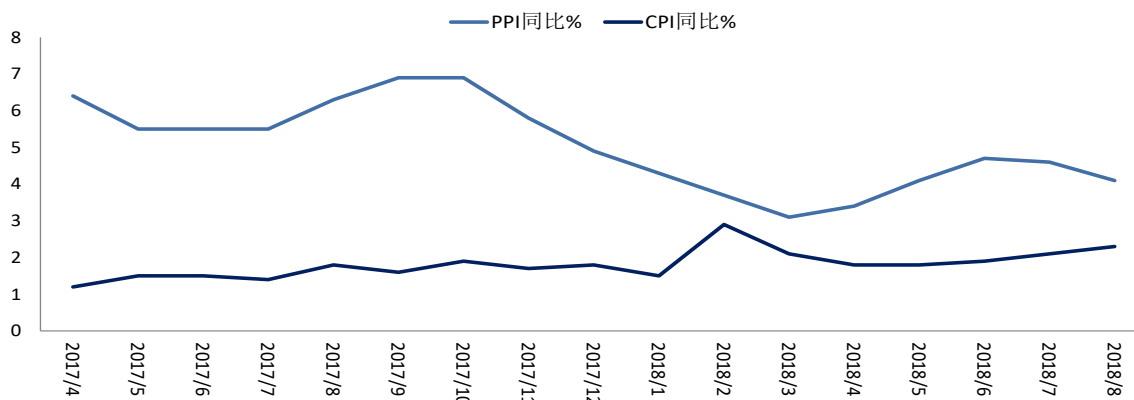
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

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 贸易关税靴子落地，政策对冲预期升温

9月宏观基本面继续承压，同时美国第二轮加税靴子落地。9月18日美方宣布自24日起将对华2000亿美元商品加征关税，税率为10%，2019年1月1日起上升至25%。此外，美方表示如果中国对他们的农民或其他行业采取报复行动，将立即实施第三阶段，即对大约2670亿美元的额外进口征收关税。随后，中国商务部发表声明，“中方将不得不同步进行反制”。

政策继续释放积极信号，此前股票市场已反应了中美贸易摩擦的悲观情绪，因此风险偏好在关税落地之后反而有所回升，政策对冲的预期再度升温。

9月18日2000亿美元关税靴子落地当天，发改委下午即召开专题新闻发布会，介绍“加大基础设施等领域补短板力度 稳定有效投资”有关工作情况，强调补短板，表态要做好稳投资工作，因此市场对于未来中国将重启大规模基建投资的预期高涨。此前，银保监会已经下发了《中国银保监会办公厅关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》，投资主承地方债20%比例限制取消，银行承销地方债意愿会增强，为地方政府基建开路。

随后消费及科技板块亦迎来利好。9月20日，中共中央、国务院印发《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，从供需两端发力，积极培育重点领域消费细分市场，全面营造良好消费环境，不断提升居民消费能力，引导形成合理消费预期。紧跟着9月21日，财政部、国家税务总局、科技部联合发文提升研发费用加计扣除比例，旨在进一步激励企业加大研发投入，支持国内科技创新，以军工、通信、计算机为代表的高研发板块将明显受益。

另外，十一休市期间，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，最受市场关注的一点就是银行公募理财产品可以通过公募基金间接投资股市。新规在继续允许私募理财产品直接投资股票同时，放开公募理财产品不能投资与股票相关公募基金的限制，允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市。银保监会有关部门负责人表示，下一步，银行通过子公司开展理财业务后，允许子公司发行的公募理财产品直接投资或者通过其他方式间接投资股票。

### 3.3 资金面意外降准，人民币汇率承压

9月资金流动性整体维持平稳，短期资金较为充裕，资金利率略有上升，但节前资金面仍较为宽松，虽央行节前暂停逆回购净回笼资金，但资金面平稳跨季，资金利率并未明显上升。

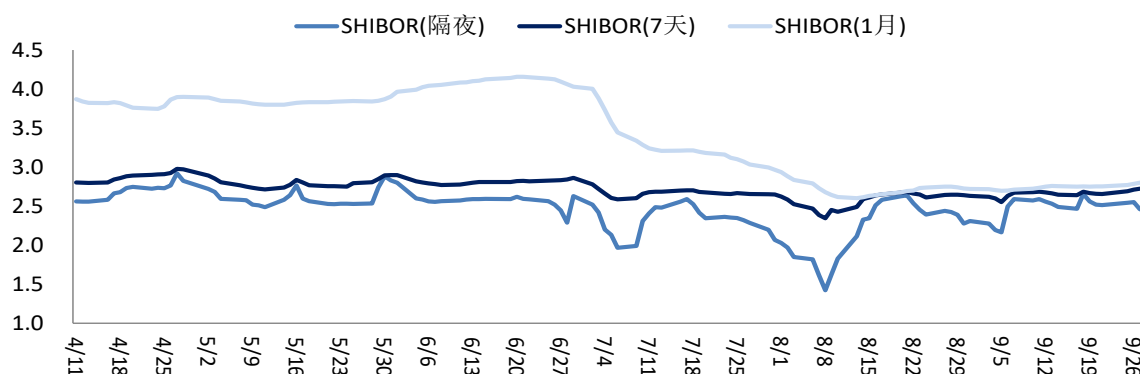
股票市场的供应继续下降，9月股权募集资金总额为489.27亿元，较8月水平下降了54.33%，其中11家IPO募集130.86亿元，11家增发募集312.06亿元，4家发行可转债募集37.14亿元。

从资金对A股的需求来看，境外资金继续加仓，但加仓幅度较8月有所减缓。QFII在9月投资额度减少3.00亿美元，RQFII投资额度增加127.00亿人民币。同时根据沪股通及深股通的流入情况来看，沪股通、深股通9月分别流入113亿元、63亿元，分别较8月净流入的219亿元、135亿元有所减少。但国内资金则持续减仓，两融余额持续走低，9月27日为8310亿元，较8月31日的8576亿元下降了3.10%，续创近期新低。

整体来看，目前国内资金避险情绪仍然较重，美联储9月加息落地，中国央行并未跟随加息，人民币汇率承压，虽然央行重启逆周期因子有利于维稳人民币汇率，但在十一A股休市期间，美国经济数据抢眼，美联储官员力挺加息，美国国债收益率大幅走高，十年期国债收益率升至3.2%突破7年多高点，对新兴市场货币及全球股票市场造成较大压制，另外，央行十一假期最后一天意外宣布定向降准，10月15日起下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，市场将迎来年内第四次降准，除去置换10月15日到期的约4500亿元MLF，还可再释放增量资金约7500亿元，人民币汇率持续承压，以人民币计价资产的流出压力较大。

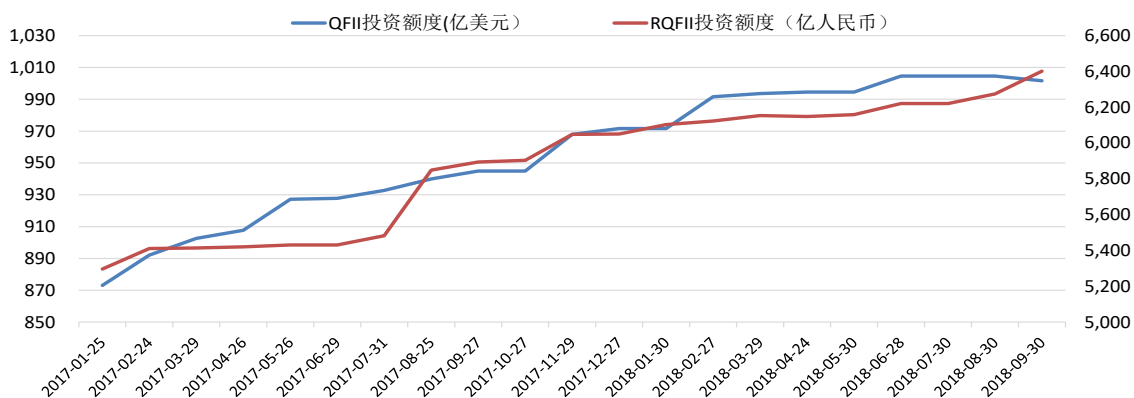
但市场仍存在积极因素，尤其是海外资金的流入预期。首先，9月27日富时罗素公司正式宣布将A股纳入富时全球股票指数系列，过程将分三步纳入：2019年6月纳入20%，2019年9月纳入40%，2020年3月纳入40%。值得注意的是，富时罗素指数的投资范围包括大、中、小盘股票，比MSCI明显更广，成分股也超过市场预期，达到1249只股票，其中761只来自深圳市场。另外，MSCI公司于9月25日提议进一步提高A股在MSCI指数中的权重，有意将MSCI中国A股大盘指数的纳入因子从5%提高至自由流通调整后市值的20%，分两个阶段实施，时间点分别为2019年5月MSCI半年度指数评估审议和2019年8月的季度指数评估审议；另外从2019年5月半年度指数评估审议深圳创业板指个股添加符合条件的清单。

图 23：短期 SHIBOR 走势



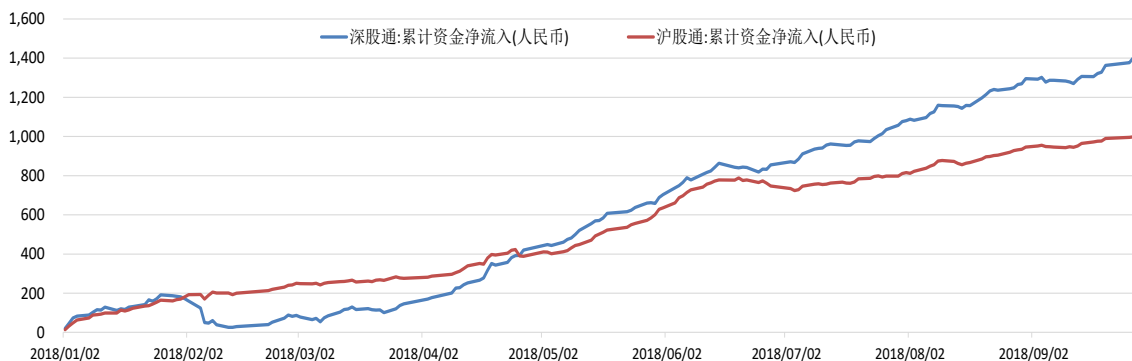
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 24: QFII 及 RQFII 资金流向



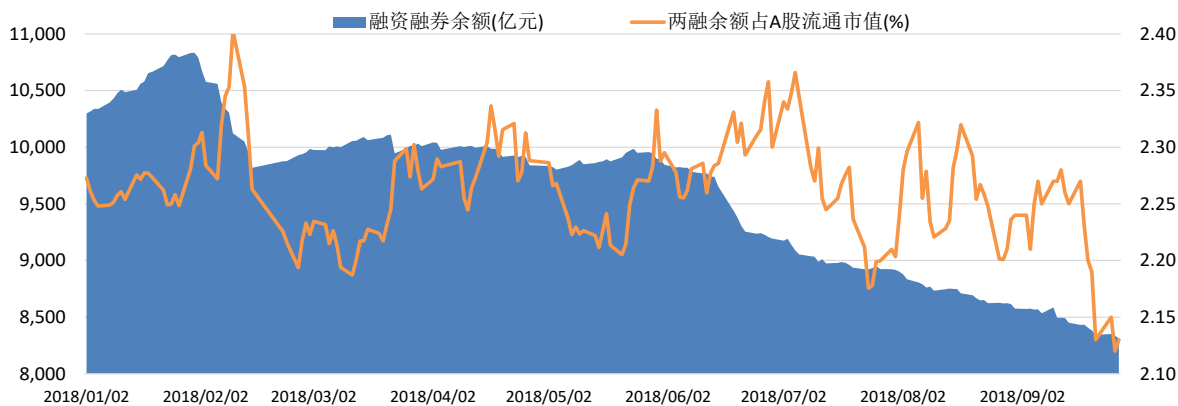
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪港通深股通资金流向



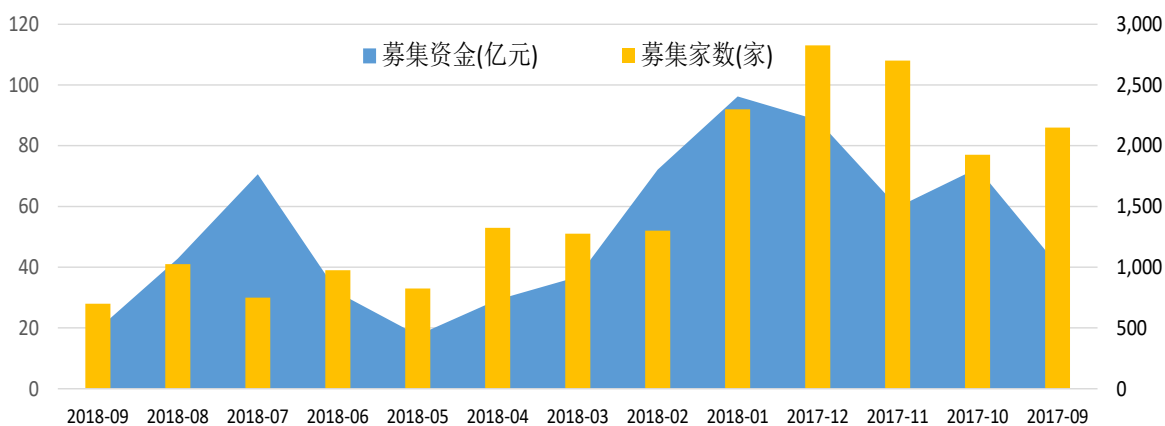
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 26: 融资余额



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 27: 融资规模



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

### 3.4 IF 及 IH 估值略有反弹, IC 估值继续回落

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 9 月 28 日, 沪深 300 指数动态市盈率的均值是 12.59, 标准差是 3.12; 市净率均值是 1.73, 标准差是 0.41。目前沪深 300 指数的市盈率是 11.68, 低于均值 0.29 个标准差, 处于 2010 年以来 41.90% 的百分位 (从低到高); 市净率是 1.46, 低于均值 0.66 个标准差, 处于 2010 年以来 27.62% 的百分位 (从低到高)。

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 9 月 28 日, 上证 50 指数动态市盈率的均值是 10.49, 标准差是 2.54; 市净率均值是 1.52, 标准差是 0.40。目前上证 50 指数的市盈率是 10.21, 低于均值 0.11 个标准差, 处于 2010 年以来 51.43% 的百分位 (从低到高); 市净率是 1.28, 低于均值 0.59 个标准差, 处于 2010 年以来 40.00% 的百分位 (从低到高)。

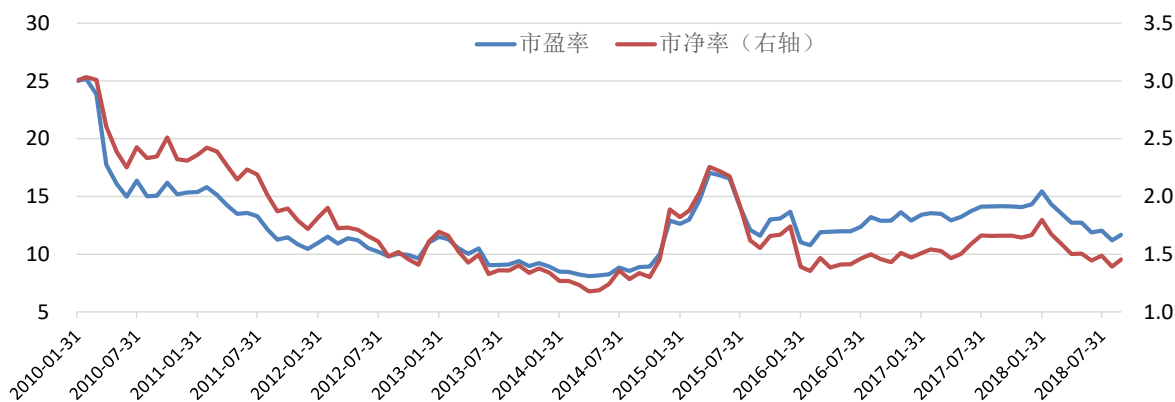
从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 9 月 28 日, 中证 500 指数动态市盈率的均值是 37.04, 标准差是 11.71; 市净率均值是 2.85, 标准差是 0.69。目前中证 500 指数的市盈率是 19.80, 低于均值 1.47 个标准差, 处于 2010 年以来的最低位; 市净率是 1.79, 低于均值 1.55 个标准差, 处于 2010 年以来的最低位。

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, 9 月大盘股市盈率小幅回升, 小盘股市盈率继续回落, 目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.56 倍, 估值比延续回落态势。

AH 股溢价指数从 2016 年开始震荡走弱, 自 2017 年 3 月触及低点 115, 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, 9 月震荡中枢稍有上行, 在 120 附近窄幅震荡。金融板块稍有回升, 截止到 9 月底, 金融行业指数的整体市盈率在 8.95 左右。

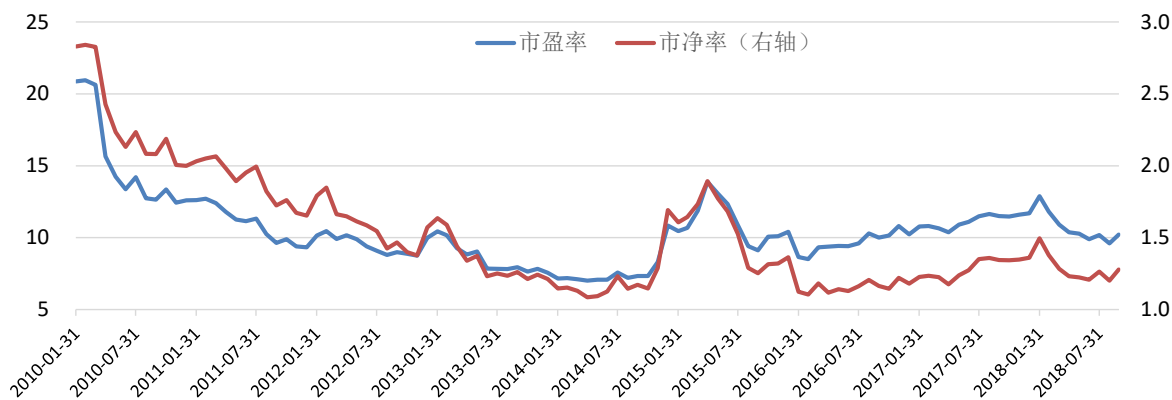


图 28: 沪深 300 指数市盈率走势



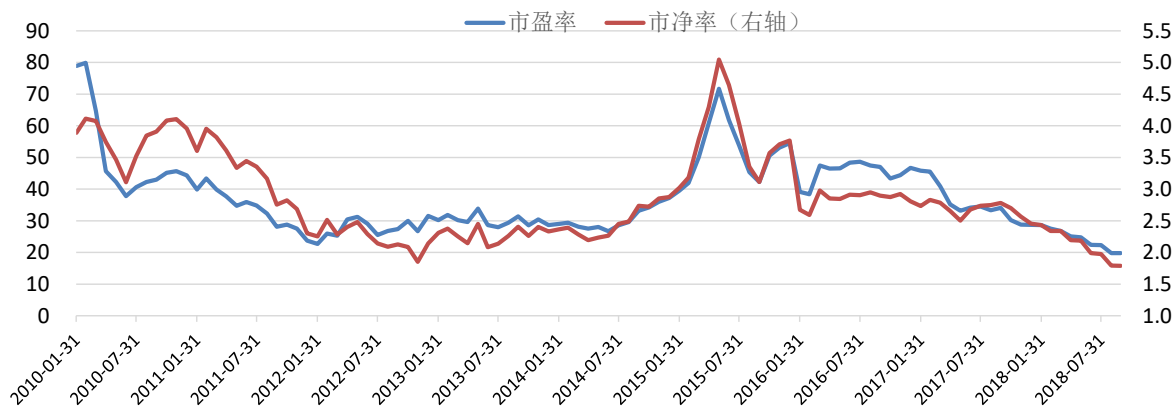
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 29: 上证 50 指数市盈率走势



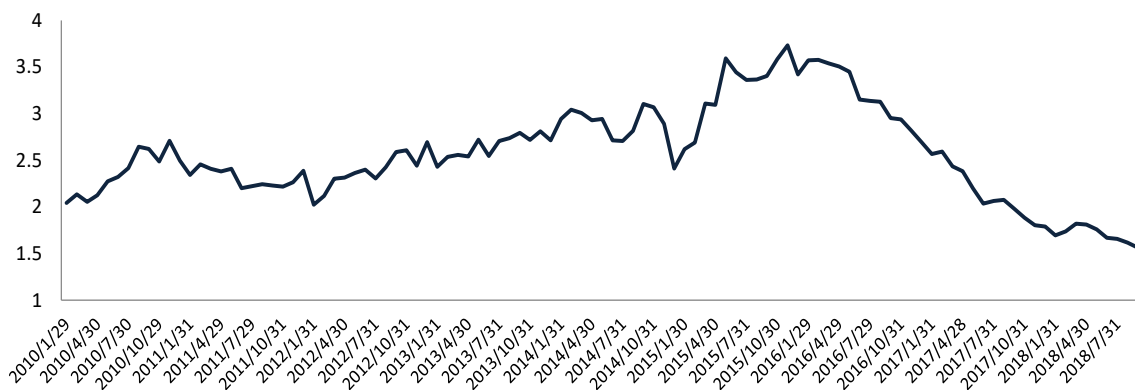
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 30: 中证 500 指数市盈率走势



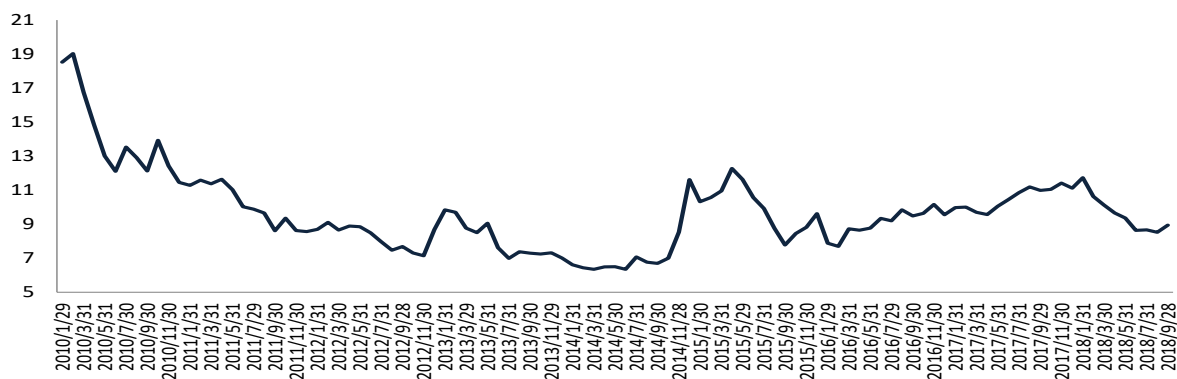
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 31: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 32: 金融指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 33: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

## 4. 总结展望

9月共19个交易日，纵观九月行情，市场先抑后扬，沪指上半旬盘中触及2644点后超跌反弹至2800点上方。行业涨跌不一，食品饮料、石油石化、银行及非银金融领涨，电子元器件、通信、计算机及建材领跌。最终，9月上证综指上涨3.53%，创业板指下跌1.66%，沪深300指数上涨3.13%，上证50指数上涨5.34%，中证500指数微跌0.29%。

三大期指集体反弹，IH涨幅较大。量能方面三大品种成交量均有所增加，IF增幅较大，IF及IC的持仓呈现冲高回落，IH略有加仓。基差方面，期现价差震荡走强，主力合约集体回归升水，IF合约基本回到平水状态震荡，IH各合约升水有所走扩，IC主力回到升水状态且远月合约贴水大幅收窄，因此IF及IC远-近月价差明显收窄。跨品种套利方面，由于大盘股表现较强，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

从宏观经济基本面来看，九月发布的经济数据整体延续下滑，消费、投资等内部增长动力走弱，外部贸易扰动对出口的拖累或将逐渐体现，未来经济依然承压，关注企业三季报的发布。消息面来看，2000亿美元贸易关税靴子落地，市场悲观情绪有所释放，基建、消费及科技领域的相关支持政策相继发布，政策对冲预期持续升温。从资金面来看，九月资金利率略有上升，但节前资金面仍较为宽松，股票市场募集资金及两融余额继续下降，境外资金加仓幅度有所减缓，供需双弱，资金观望情绪较重。十一A股休市期间，美国国债收益率大幅走高，对全球股票市场造成较大压制，资金流出以人民币计价资产的压力较大。但市场仍存在积极因素，央行超预期定向降准，有利于稳定股市情绪，另外A股入富时体系及MSCI提议提高权重等加强了海外资金的流入预期。从估值水平来看，沪深300、上证50指数估值有所反弹，但中证500指数的估值续创新低，我们认为中长期来看未来上行机会大于下行风险。

目前国内外多空因素交织，国内去杠杆下宏观经济维持下行趋势，海外美联储加息及贸易摩擦升级等不确定性扰动因素较多，人民币资产承压，企业盈利也受较大影响，市场避险情绪仍然较高。但市场仍有积极因素，首先政策底已现，基建、消费等政策对冲预期较强，新规落地后银行公募理财产品可以通过公募基金间接投资股市，加上央行超预期定向降准。我们认为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思路为主。随着股指期货期现价差走强至较高位置，比较看好阿尔法策略，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，期债或偏强震荡

2018年10月8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

9月期债先抑后扬,其中2年期债月涨0.02%收于99.39元,5年期债月跌0.25%收于97.76元,10年期债月跌0.35%收于94.785元;现券方面,主要期限国债收益率上行,其中2Y期上行7bp至3.14%,5Y期上行11bp至3.46%,10Y期上行3bp至3.61%,大多数活跃券基差下行。利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知,意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿,国债一级市场需求偏弱,二是据报道央行8月操作了定向正回购,回收流动性约3000亿元,叠加美联储9月大概率加息,市场谨慎情绪升温,三是资金面较8月边际收紧,四是公布的物价数据和金融数据高于预期,基本面对债市不利;利多因素一是美联储加息靴子落地且央行并未跟随上调OMO操作利率,二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温,银行理财新规落地,三是月底信用债违约事件再现,一定程度上降低市场风险偏好,四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少,预期供给压力边际缓和。

#### ● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看,公布的9月官方和财新PMI显示经济继续走弱,但市场对基建反弹预期较高;从政策面看,央行定向降准100bp和银行理财新规落地,对债市偏利好;从资金面看,10月资金面可能受到缴税扰动但整体资金面或维持偏宽松;从供给端看,10月地方政府债供给压力边际缓和;从需求端看,国债需求或有边际好转的可能性。10月期债可能偏强震荡,但考虑到美债收益率的上行,期债的上行空间有限。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，发行规模小幅减少

2018年9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33009.86亿元，较上月增加824.71亿元，其中地方债供给规模为7485.46亿元，较上月减少1344.24亿元，地方债供给规模或将小幅减少；国债发行规模合计为3246.6亿元，较上月减少448.24亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率但投标倍数约不足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19964.4亿元，较上月增加2938.8亿元，同业存单利率出现程度不一下行，截止9月30日，1个月同业存单发行利率为2.7316%，3个月同业存单发行利率为2.855%，6个月同业存单发行利率为3.33%，分别较上月底变动-4.17bp、-19.55bp和-34.78bp；政策性银行债供给规模为2313.40亿元，较上月减少321.6亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求相对有所增加。

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

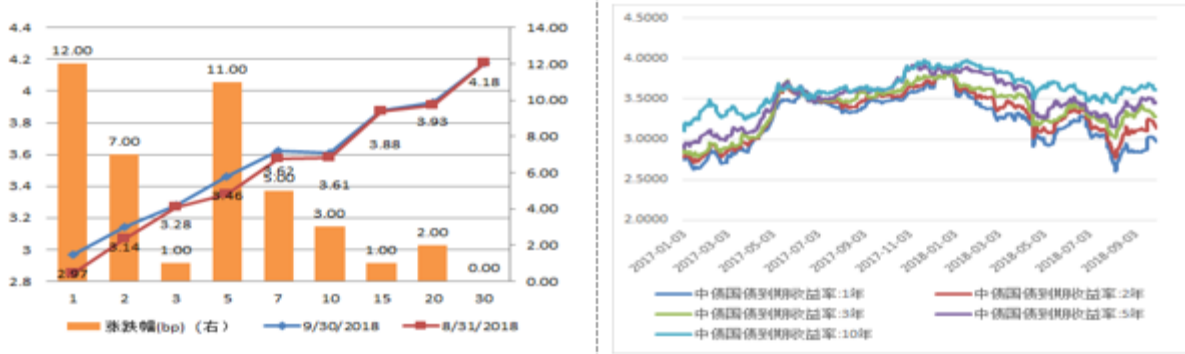
### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现程度不一的上行

9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12bp至2.97%，5年期收益率上行11bp至3.46%，10年期收益率上行3bp至3.61%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约9bp，10-5年利差走平约8bp。9月国债收益率先上后下，整体呈现出区间震荡，利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知，要求地方政府债比照国债，意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿，令国债一级市场需求偏弱二是据报道央行8月操作了定向正回购，回收流动性约3000亿元，叠加美联储9月大概率加息，令市场谨慎情绪升温，三是央行仅等量平价续作到期MLF，资金面较8月边际收紧，四是公布的物价数据和金融数据高于预期对债市不利，且投资等经济数据继续走弱迹象暂不明显；利多因素一是美联储9月加息靴子落地且央行并未跟随上调公开市场操作利率，二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温，银行理财新规落地，三是月底信用债违约事件再现，一定程度上降低市场风险偏好，四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少，预期供给压力边际缓和。

。从月度数据来看，1Y期上行12bp至2.97%，2Y期上行7bp至3.14%，3Y期上行1bp至

3.28%，5Y 期上行 11bp 至 3.46%，7Y 期上行 5bp 至 3.62%，10Y 期上行 3bp 至 3.61%，15Y 期上行 1bp 至 3.88%，20Y 期上行 2bp 至 3.93%，30Y 期上行 0bp 至 4.18%。

图 2：9 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

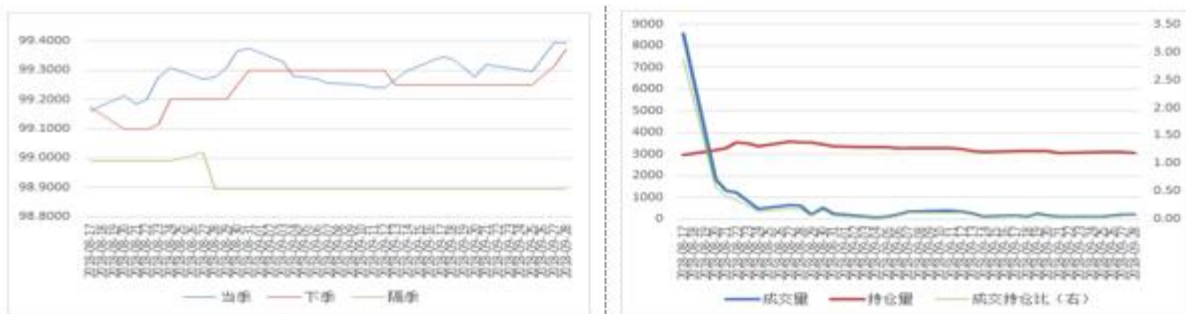
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 期债先抑后扬，整体走弱

截止到 9 月 28 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.39 元，月涨 0.05 或 0.02%；下季合约 TS1903 收于 99.37 元，月涨 0.135 或 0.07%；隔季合约 TS1906 收于 98.895 元，月涨 0.05 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1812 成交量日均 209 手，三个合约日均成交 219 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 TS1812 持仓量为 2998 手，三个合约持仓达到 3050 手，较上月底减少 315 手。五年期国债期货主力合约 TF1812 收于 97.76 元，月跌 0.12 或 0.25%；下季合约 TF1903 收于 97.835 元，月涨 0.06 或 0.14%；隔季合约 TF1906 收于 97.54 元，月跌 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1812 成交量日均 5102 手，三个合约日均成交 5105 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 TF1812 持仓量为 19007 手，三个合约持仓达到 19023 手，较上月底增加 4055 手。十年期国债期货主力合约 T1812 收于 94.785 元，月跌 0.215 或 0.35%；下季合约 T1903 收于 94.755 元，月跌 0.425 或 0.52%；隔季合约 T1906 收于 94.29 元，月跌 0.00 或 0.22%；成交方面，主力合约 T1812 成交量日均 29485 手，三个合约日均成交 29519 手；持仓方面截止到 9 月 28 日，主力合约 T1812 持仓量为 54407 手，三个合约持仓达到 54611 手，较上月底增加 2185 手。

9 月期债先抑后扬，整体呈区间偏弱震荡，利空因素一是银保监会发布商业银行承销地方政府债券的通知，要求地方政府债比照国债，意在提高商业银行承销和投资地方政府债的意愿，令国债一级市场需求偏弱二是据报道央行 8 月操作了定向正回购，回收流动性约 3000 亿元，叠加美联储 9 月大概率加息，令市场谨慎情绪升温，三是央行仅等量平价续作到期 MLF，资金面较 8 月边际收紧，四是公布的物价数据和金融数据高于预期对债市不利，且投资等经济数据继续走弱迹象暂不明显；利多因素一是美联储 9 月加息靴子落地且央行并未跟随上调公开市场操作利率，二是月底召开的国务院会议令市场定向降准预期升温，银行理财新规落地，三是月底信用债违约事件再现，一定程度上降低市场风险偏好，四是前期地方政府债特别是专项债在四季度发行将减少，预期供给压力边际缓和。

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

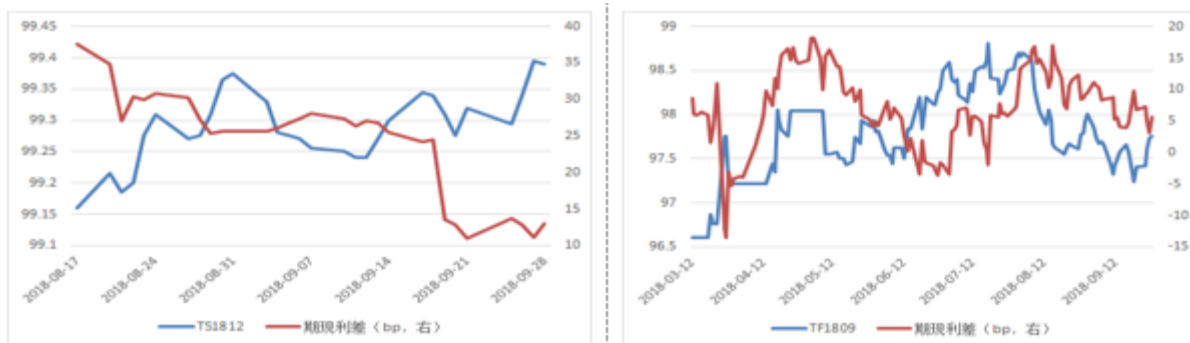


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差震荡下行

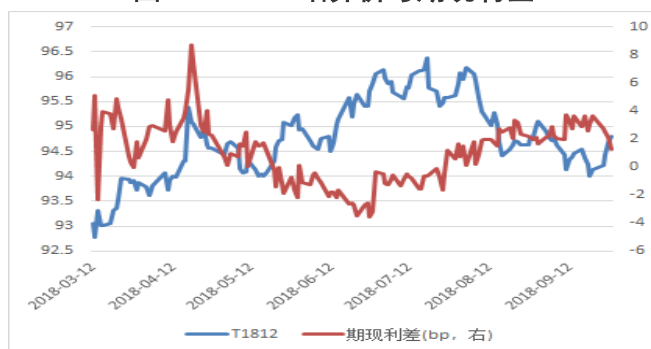
从 9 月份的期现利差来看, 9 月国债期货价格先下后上区间震荡, 现券收益率震荡上行, 2 年期债走势强于现券, 5 年期债走势强于现券, 10 年期债走势略强于现券, 合约 TS1812 合约期现利差震荡下行至约 13bp, 合约 TF1812 的期现利差震荡下行至约 5.6bp, 合约 T1812 的期现利差窄幅震荡至约 1.2bp。

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

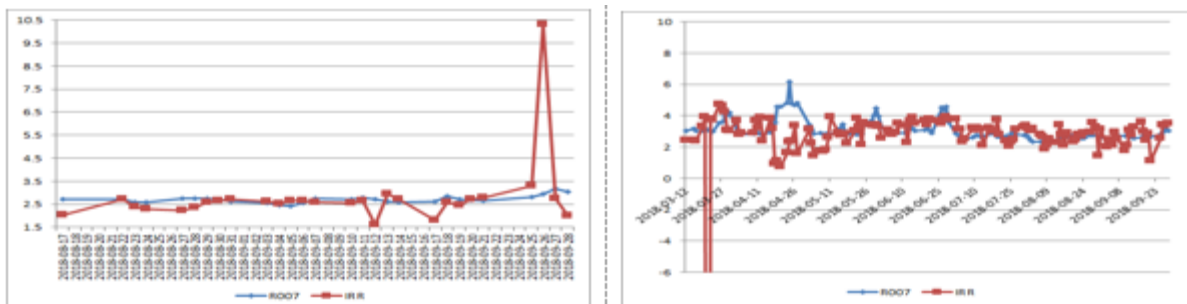


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

从 9 月份 TS1812 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 窄幅震荡, 而 R007 先下后上, 仅在 9 月 26 日 TS1812 合约有明显的期现套利机会; 从 9 月份主力合约 TF1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡上行, 而 R007 先下后上, 在 9 月 TF1812 合约无明显的正向和反向期现套利机会; 从 9 月份主力合约 T1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 窄幅震荡, 而 R007 先下后上, 仅在 9 月 13 日 T1812 合约有较明显的正向期现套利机会。

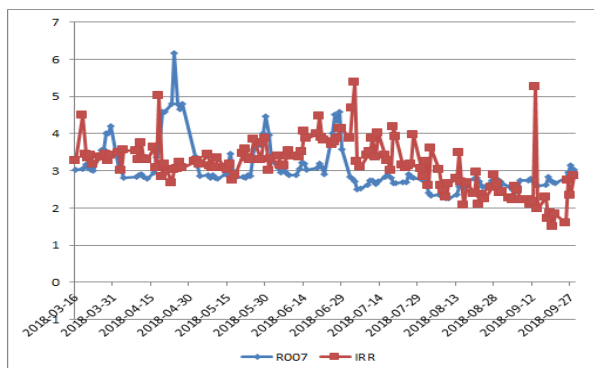
图 8: TS1812 活跃 CTD 券 IRR&TF1812 活跃 CTD 券 IRR



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

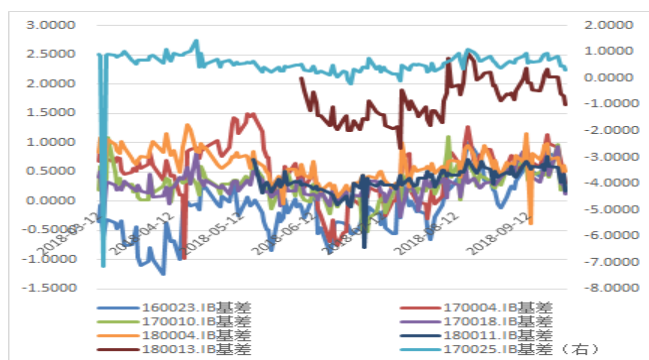
TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB 基、170016.IB、170023.IB、180002.IB 和 180015.IB 基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1812 的活跃券 160025.IB、160020.IB、180009.IB、180001.IB 和 180016.IB 基差震荡下行, 适宜做空基差, 160014.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差; T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下, 其中、170004.IB、170010.IB、170018.IB、170025.IB、180011.IB 和 180013.IB 基差震荡下行, 适宜做空基差, 160023.IB 和 180004.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差。

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

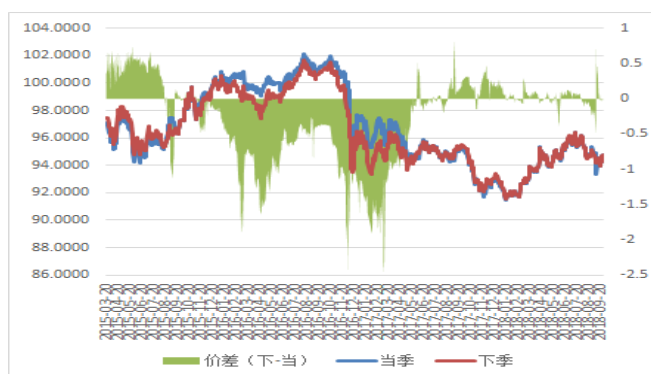
9 月国债期货处于移仓换月阶段, 五年期债价差正向先走扩后收窄, 推荐的多下空当跨期策略止盈; 十年期债价差先由正转负后负向走扩, 推荐的多下空当跨期策略止损。

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

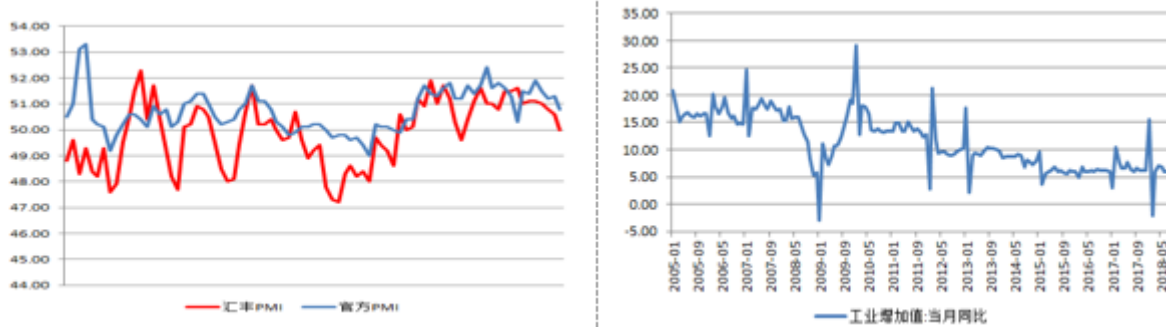
国家统计局公布的 9 月中国官方制造业 PMI 为 50.8%，较上月下行 0.5%。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.0%和 52.0%，分别比上月下行 0.3%和下行 0.2%，新订单指数延续下行走势，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 48.0%和 48.5%，比上月下行 1.4%和 0.6%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 59.8%，较上月继续上行 1.1%，与国内原材料价格走势一致，其中黑色、石油加工等上游原材料购进价格指数位于 63.0%以上的高位运行区间。9 月财新 PMI 为 50%，较上月下行 0.6%，延续下行趋势且位于荣枯分界线上，经济下行压力正在显现。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 8 月下降 0.1%至 10.1%，商品房销售面积增速小幅下降 0.2%至 4.0%，房地产开发增速小幅回落，目前仍在高位，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”，预计房地产投资将会回落；8 月份基建投资增速下行 1.5%至 4.2%，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”，且在近期发改委再次强调基建对经济下行的对冲作用，市场预计基建投资增速大概率低位反弹，且反弹幅度较前期预期有所提高；8 月份制造业投资增速继续回升 0.2%至 7.5%，制造业投资增速延续小幅反弹走势；社零增速上行 0.2%至 9.0%，消费增速超预期有所反弹；出口增速下行 2.3%至 9.8%，进口增速下行 7.4%至 19.9%，进出口增速走低但高于预期，贸易顺差正向略微减少，中美贸易摩擦的影响暂未显现。

通胀方面，8 月份 CPI 较上月上行 0.2%至 2.3%，高于市场预期，创近 1 年半高点，猪肉价格下降速度进一步趋缓，鲜菜价格因寿光洪水等事件影响而价格走高，PPI 较上月下行 0.5%至 4.1%，蔬菜价格增速正向继续小幅反弹 0.5%至 4.3%，猪肉价格下行速度减少 4.7%至 -4.9%，猪价仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对 CPI 的正向拉动作用可能减弱，预计 9 月 PPI 同比增速或继续小幅回落，CPI 同比或小幅回落。

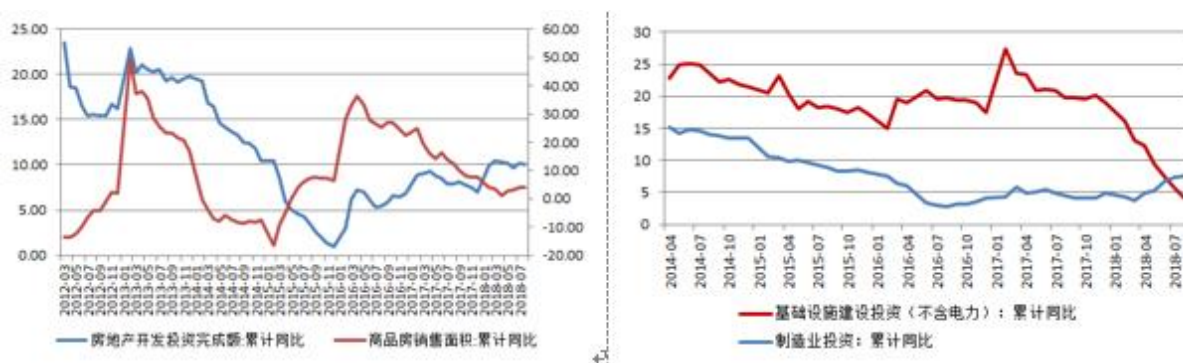
2018 年 8 月新增人民币贷款 13140.00 亿元，较上月增加约 278.85 亿元，企业债融资为 3376.50 亿元，较上月增加约 1191.76 亿元，企业债发行较大幅增加，委托贷款为 -1206.63 亿元，较上月减少 256.14 亿元，信托贷款为 -688.48 亿元，较上月增加 503.43 亿元，银行承兑汇票为 -778.74 亿元，较上月增加约 1965.05 亿元，在资管新规细则对非标投资有所放松后，8 月非标融资中信托贷款和银行承兑汇票虽仍然下行，但下行速度放缓，叠加企业债增幅较大，虽表内信贷规模低于预期，但社融整体表现好于预期；M2 同比为 8.2%，较上月下降 0.3%，M2 下行而社融止跌企稳，M1 较上月下行 1.2%至 3.9%，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”，非标规模下降速度或继续趋缓，社融可能会逐渐回升。预计 9 月社融增速或继续小幅回升，新增人民币贷款或小幅下滑，M2 增速或小幅上行。

图 14: 制造业 PMI&工业增加值



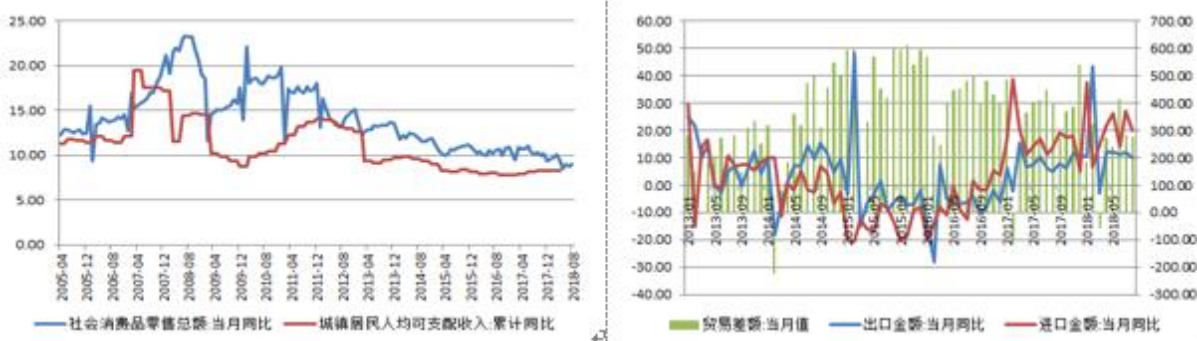
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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



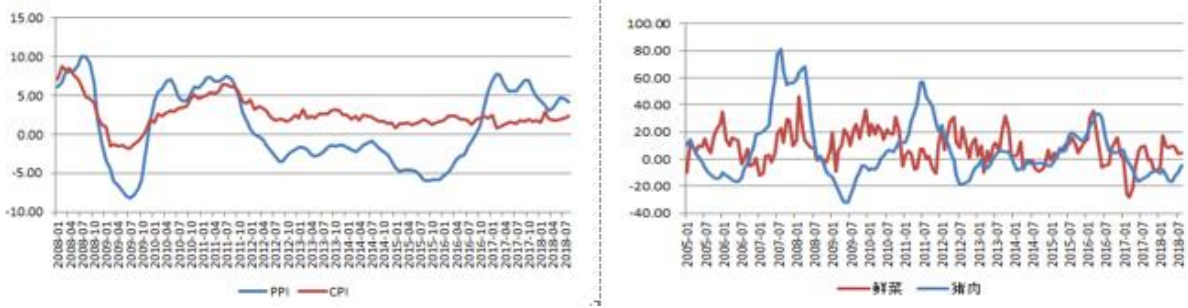
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



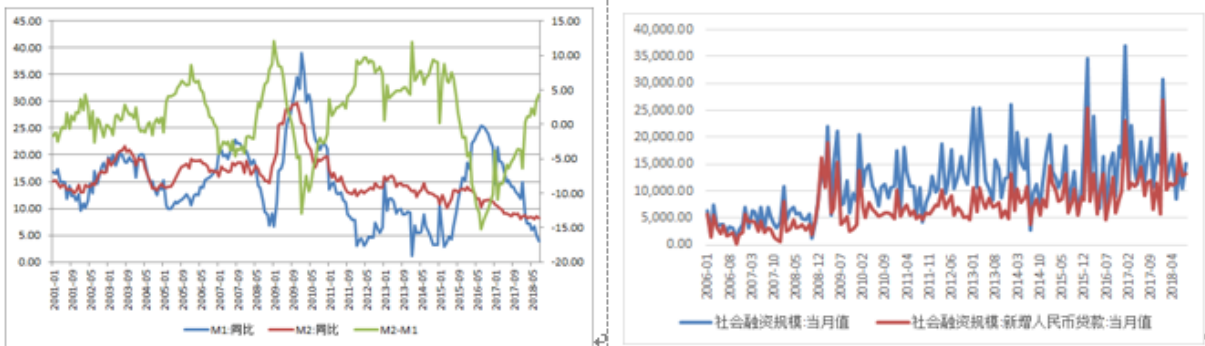
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

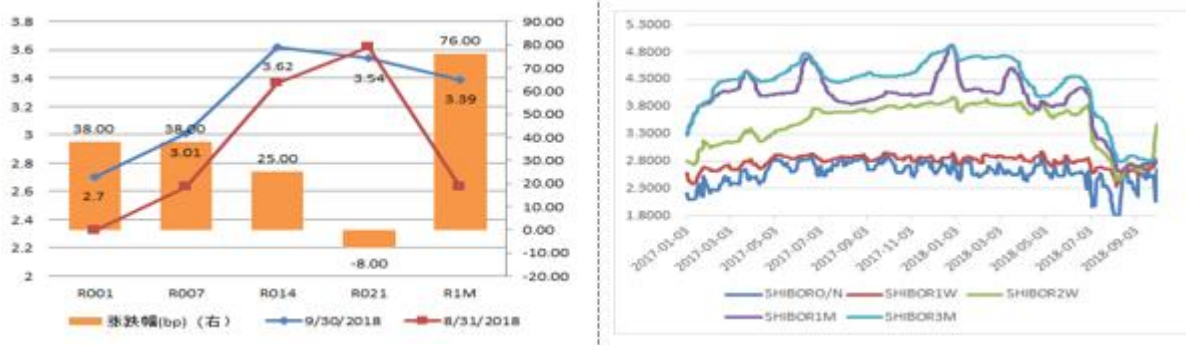
9 月上旬银保监会发布关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知,要求地方政府债比照国债,不再受投资于本行承销的债券不应超过当只债券发行量的 20% 限制;据外媒报道央行 8 月操作了定向正回购,回收流动性约 3000 亿元;9 月 27 日美联储如期加息,靴子落地,并且首次删除“货币政策立场仍然宽松”的表述,央行并未跟随上调公开市场操作利率,同时在前一日国务院会议强调完善定向降准,9 月底陕西略阳县财政局印发的《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》明确表示,隐性债务不可能再进行债券置换,化解方案不得再作争取财政资金和债券置换的计划安排,虽然在财政部发文后地方政府专项债发行速度和规模加快,且从投标倍数可以看出认购热情较高,但严控地方政府隐性债务仍是前提条件。

### 3.3 资金利率: 9 月资金面边际收紧, 预计 10 月维持偏宽松

9 月资金面受缴税、地方政府专项债发行速度和规模增加和 8 月央行正回购回笼资金影响,资金面边际收紧,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,资金面相对平稳跨季和跨节。从质押式回购利率来看,隔夜上行 38bp 至 2.70%, 7 天上行 38bp 至 3.01%, 14 天上行 25bp 至 3.62%, 1M 上行 76bp 至 3.39%;从 shibor 利率变动来看,月度隔夜上行 34bp

至 2.65%，7 天上行 14bp 至 2.77%，14 天上行 79bp 至 3.47%，1M 上行 8bp 至 2.80%，3M 下行 4bp 至 2.85%。9 月份有 5600 亿元逆回购操作到期，央行进行 7200 亿元投放，净投放 1600 亿元，9 月份有 6400 亿元 MLF 到期，央行进行 6600 亿元 MLF 投放，净投放 200 亿元，9 月份有 1000 亿元国库现金定存到期，央行进行了 1200 亿元国库现金定存，在 9 月 21 日进行的 1200 亿元国库现金定存中标利率随行就市下行 9bp，9 月央行在公开市场上净投放 4450 亿元（包括国库现金定存），特别是在 9 月 17 日央行超预期进行 2650 亿元 MLF 操作，提前对冲政府债券发行和缴税带来的冲击；10 月公开市场有 7615 亿元资金量到期，其中包括 4515 亿元 1 年期 MLF 到期、1500 亿元国库现金定存到期和 1600 亿元 14 天期逆回购到期，到期压力较大，央行已经在 10 月 7 日宣布在 10 月 15 日定向降准 100bp 置换到期的 MLF，净投放约 7500 亿元，考虑到 10 月是传统的缴税大月，预计资金面会有扰动，但央行《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”，资金面可能仅阶段性趋紧，整体维持偏宽松。

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：10 月期债可能反弹，但幅度有限

从经济基本面来看，公布的 9 月官方和财新 PMI 显示经济继续走弱，但市场对基建反弹预期较高；从政策面看，央行定向降准 100bp 和银行理财新规落地，对债市偏利好；从资金面看，10 月资金面可能受到缴税扰动但整体资金面或维持偏宽松；从供给端看，10 月地方政府债供给压力边际缓和；从需求端看，国债需求或有边际好转的可能性。10 月期债可能偏强震荡，但考虑到美债收益率的上行，期债的上行空间有限。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。

## 库存降至 3 年来低位，预计铜价继续反弹

2018 年 10 月 8 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

9 月铜价小幅反弹 4%。年初至 9 月底 LME3 月铜价累计跌 14%，在有色金属中跌幅仅次于锌 (-21%)，铅 (-20%)。

#### ● 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%，四季度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，四季度铜矿供应压力明显减弱。

2. 8 月电网投资同比转正，预期四季度电网投资对铜消费好转。8 月电网投资完成额回升至 456 亿元，同比转正，1-8 月累计投资额 2903 亿元，同比下降 13.70%，降幅较 1-7 月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，四季度电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

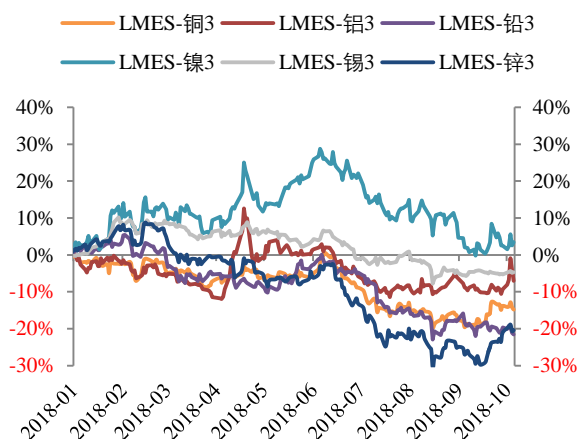
3. 三大交易所及保税区累计库存降至 2015 年四季度以来新低。截至 9 月 28 日三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来低位 86 万吨。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

结合供需看，四季度铜矿产量增速将明显下滑，叠加国内环保因素对精铜生产的负面冲击，预计精铜供应端压力将有所缓解。需求端，国内铜下游行业相对疲软，但基建投资释放预期、国庆期间央行降准等政策因素可能提振四季度国内铜消费，国外美国制造业 PMI 虽然有所下滑，但仍在 60 附近高位，对铜的实体需求不差。整体看，我们认为铜自身基本面在四季度出现边际改善几率较大，叠加目前库存可用天数不足两周，预计铜价继续反弹。

## 1.行情回顾

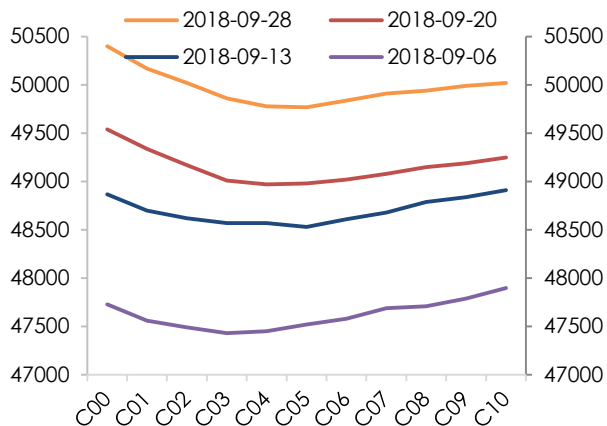
9月铜价小幅反弹4%。年初至9月底LME3月铜价累计跌14%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-21%)，铅(-20%)。

图1:LME各品种2018年以来的涨幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2:沪铜期限结构



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.基本面

### 2.1 上半年大矿企铜矿产量同比大幅增加 9.41%，四季度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 9.41%

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**

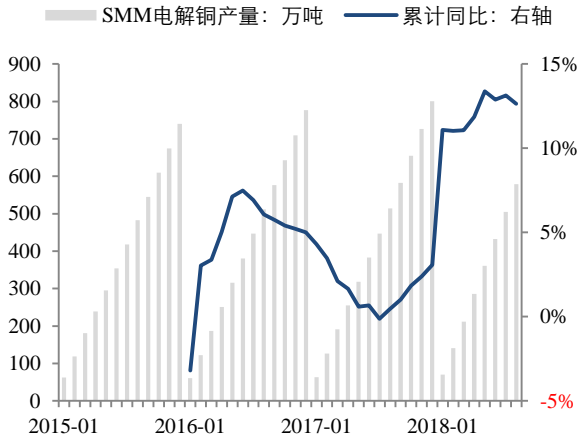
序号	公司	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018 增量	2018E 同比	2017 同比	2017 增量
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%	1.50
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%	-22.00
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%	-8.22
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%	-11.61
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	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 8 月精炼铜产量同比增速小幅下滑至 9.39%，1-8 月累计增速仍有 12.64%

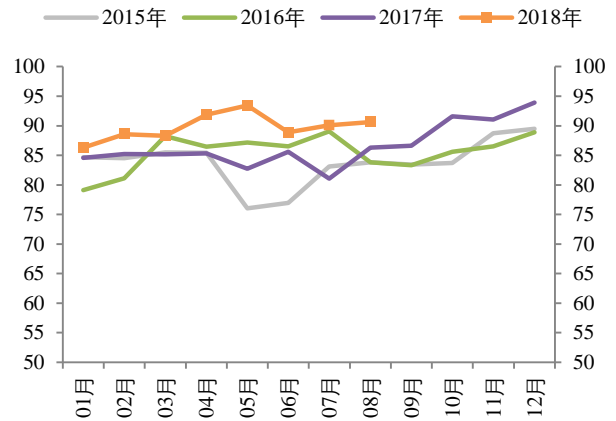
国内 8 月精炼铜产量为 73.73 万吨，同比增长 9.39%；1-8 月累计产量为 578.92 万吨，累计增长 12.64%。根据 SMM 调研的 9 月各炼厂排产预测，9 月产量为 74.15 万吨，同比增长 8.33%，环比增量主要来自于新扩建产能的释放；预计 1-9 月累计产量达到 653.07 万吨，同比增幅 12.1%。

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

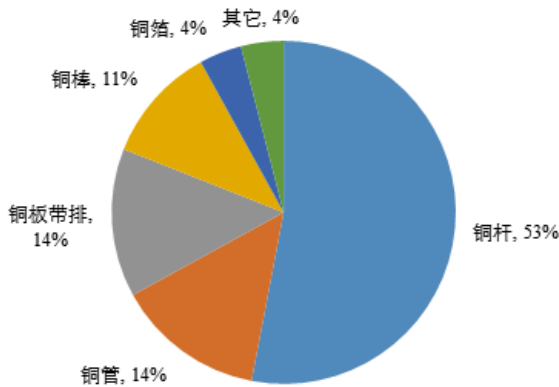


数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.3 8 月铜管开工率大幅下滑至 79.79%

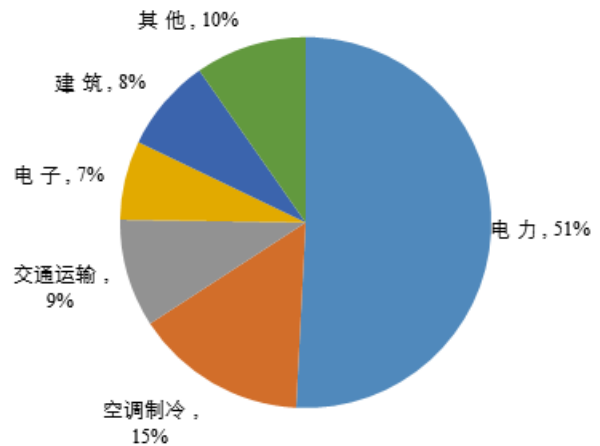
8 月份铜管企业开工率为 79.79%，环比下降 9.7%，同比下降 5.17%。铜杆企业开工率为 81.35%，同比大增 9.74%。8 月份电线电缆企业开工率回升至 88.44%。

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

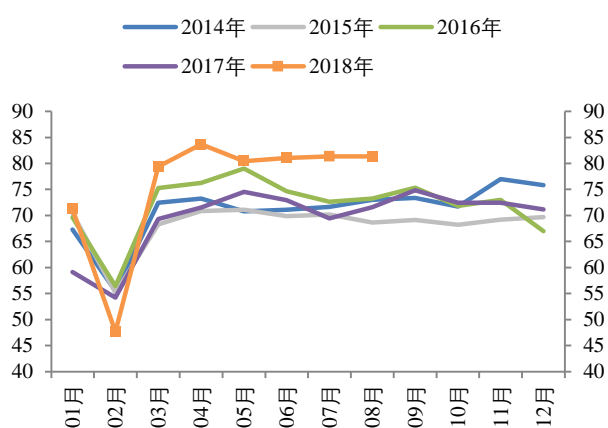
图 6：国内铜终端消费行业分布



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

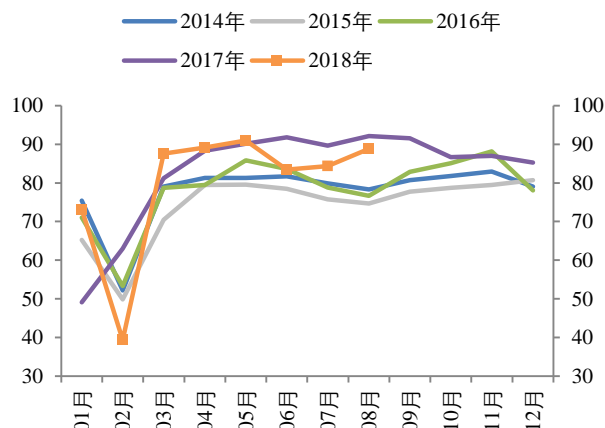
图 7：铜杆企业开工率 (%)

图 8：电线电缆企业开工率 (%)



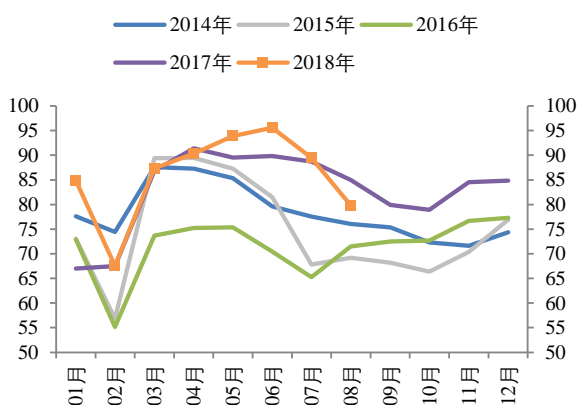
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 9: 铜管企业开工率 (%)

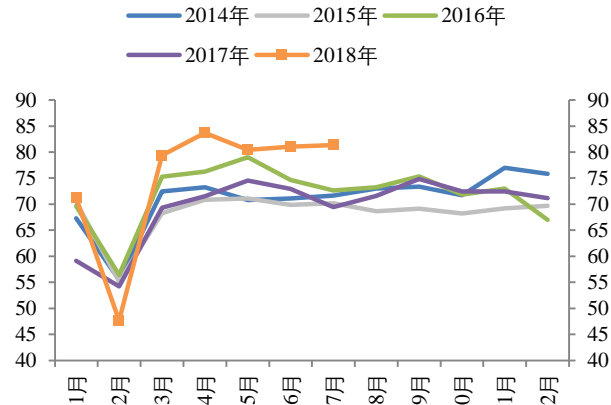


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 铜板带箔企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

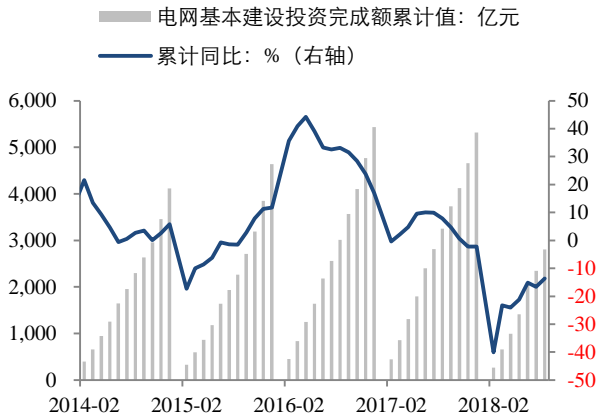


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 2.4 电网投资同比转正，预期四季度电网对铜消费好转

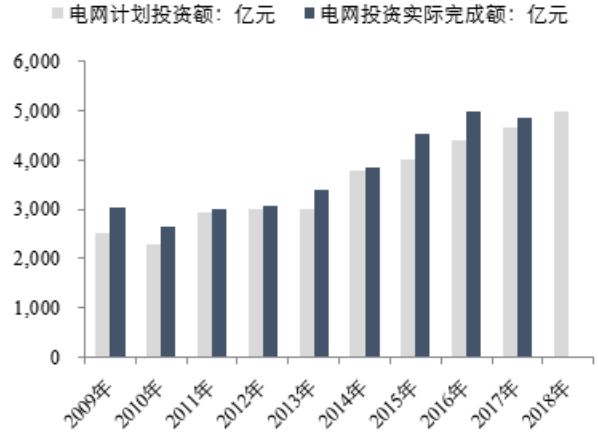
8月电网投资完成额回升至456亿元，同比转正，1-8月累计投资额2903亿元，同比下降13.70%，降幅较1-7月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，年内剩余的3个月电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

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

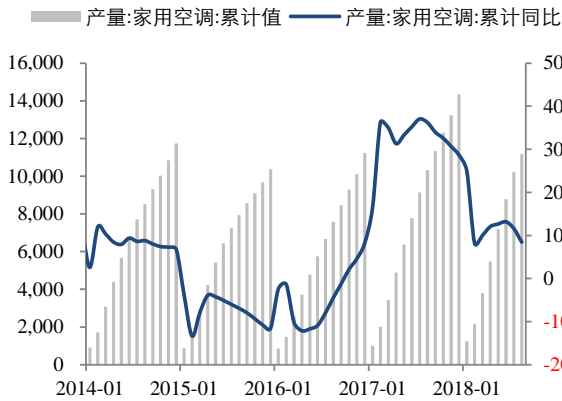


数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

## 2.5 空调产量同比大幅下滑 16%，库存小幅下滑 5.2 万吨

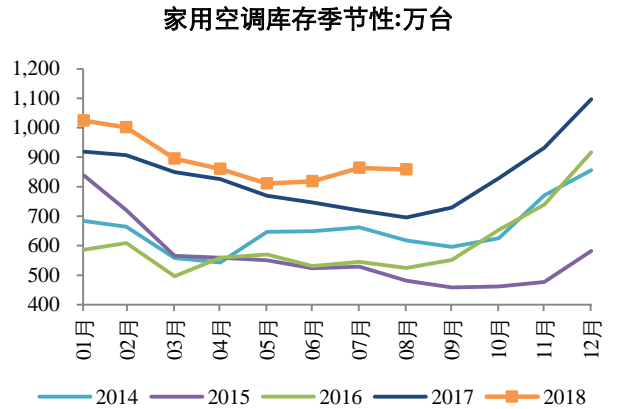
产业在线数据显示，2018 年 8 月家用空调总产量 988.40 万台，同比大幅下滑 16%，1-8 月份国内家用空调总产量 11195 万台，同比增长 8.45%。据我的有色网数据，空调平均用铜量为 5.5-6.5KG/台，预计 2018 年空调用铜总量 126.2 万吨，同比 2017 年增加 11.5 万吨用铜量。

图 13: 空调产量增速继续回升 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 空调库存 (万台)

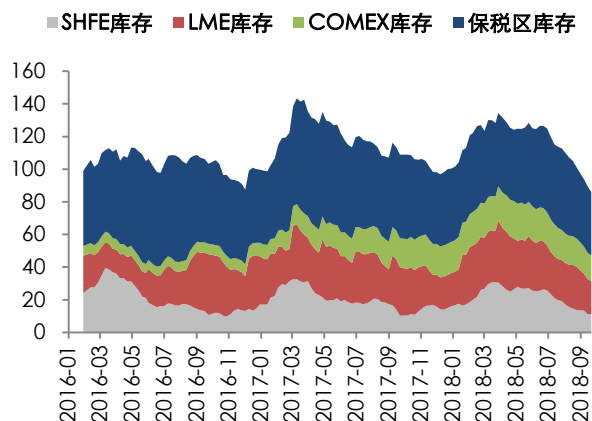


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 三大交易所及保税区累计库存降至 2015 年四季度以来新低

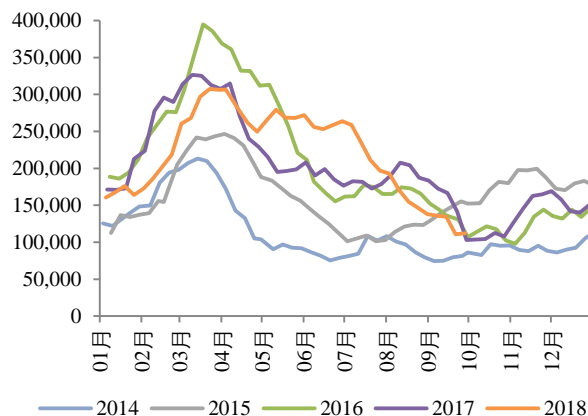
截至 9 月 28 日三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来新低 86 万吨。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

图 15：交易所和保税区铜库存：万吨



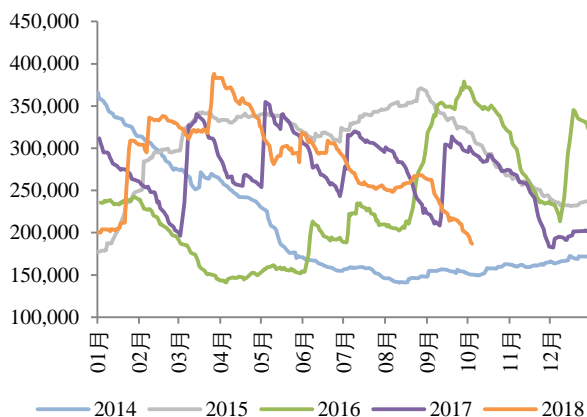
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16：上期所铜库存季节性：吨



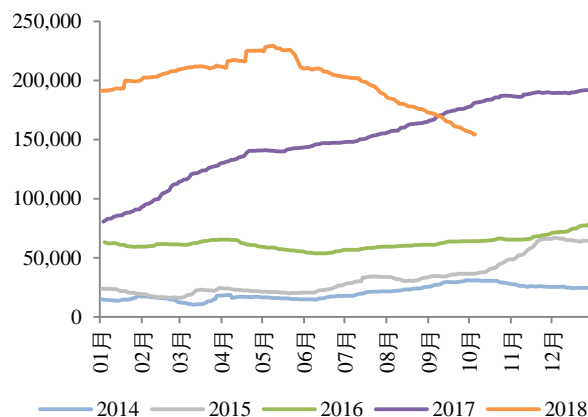
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：LME 铜库存季节性：吨



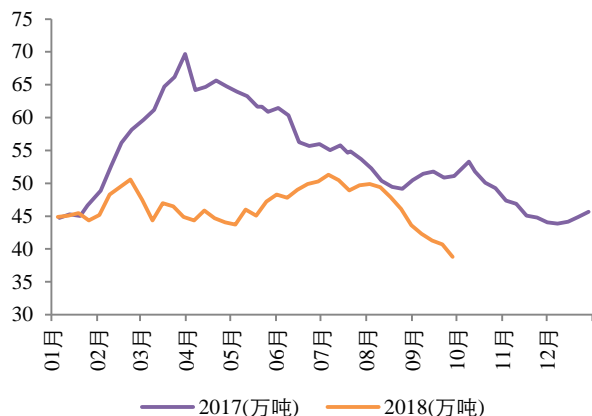
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：COMEX 铜库存季节性：吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19: 保税区铜库存季节性: 万吨



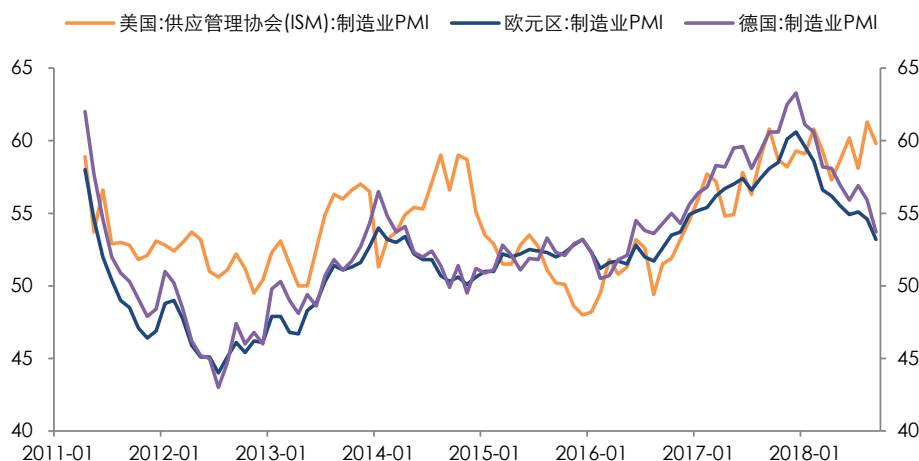
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.宏观面

#### 3.1 欧美国国家制造业 PMI 小幅下滑

欧美国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 9 月制造业 PMI 下滑至 53.20,美国 9 月制造业 PMI 从 8 月的 61.30 高位下滑至 59.80,整体看欧美国国家制造业情况未见明显的恶化,对铜的消费大概率继续保持低速平稳状态。

图20: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21: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%，四季度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，四季度铜矿供应压力明显减弱。

**2. 8 月电网投资同比转正，预期四季度电网投资对铜消费好转。**8 月电网投资完成额回升至 456 亿元，同比转正，1-8 月累计投资额 2903 亿元，同比下降 13.70%，降幅较 1-7 月缩小。国家电网若要完成年初制定的计划投资额，四季度电网投资增速大概率回升，铜消费存在边际改善预期。

**3. 三大交易所及保税区累计库存降至 2015 年四季度以来新低。**截至 9 月 28 日三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来低位 86 万吨。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

结合供需看，四季度铜矿产量增速将明显下滑，叠加国内环保因素对精铜生产的负面冲击，预计精铜供应端压力将有所缓解。需求端，国内铜下游行业相对疲软，但基建投资释放预期、国庆期间央行降准等政策因素可能提振四季度国内铜消费，国外美国制造业 PMI 虽然有所下滑，但仍在 60 附近高位，对铜的实体需求不差。整体看，我们认为铜自身基本面在四季度出现边际改善几率较大，叠加目前库存可用天数不足两周，预计铜价继续反弹。

## 震荡为主

2018年10月8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9月小幅上涨。受环保影响减弱、钢厂节前补库以及前期检修高炉陆续复产的影响，铁矿石需求较好，港口库存出现连续下滑；而供应方面则受前期外矿发货偏弱的影响，压力有所减轻。但10月份随着取暖季限产来临，矿石需求将偏弱；同时随着外矿发货的回暖，供应给铁矿石带来的压力将初步显现。

供给方面，由于前期外矿发货的偏弱以及钢厂节前出现的补库需求，港口库存在9月出现了连续下降，在月末下降至1.45亿吨的年内低点，一度给与矿石较强的支撑。但是从9月的发货情况来看，外矿发货量明显走强，并且在四季度有着进一步维持强势的预期。所以我们认为在10月份供应给铁矿石带来的压力将初步显现，后续港口库存难以继续下降，或出现企稳回升。

需求方面，9月份环保带来的影响整体有限。一方面，汾渭平原的环保限产不及此前市场预期，另一方面前期由于环保检查停产的江苏、河北等地区的高炉开始陆续复产，所以整体高炉开工率和铁水的产量在9月份都是有着上升。而进入10月份，市场将迎来采暖季限产，虽然今年取消了一刀切，但是由于各地政府的环保目标和积极性依然较高，所以我们预计整体限产力度依然较为严格。我们认为在经历了9月底的节前补库后，10月份钢厂在环保限产的影响下，后续对于铁矿石的需求并不乐观。

整体来看，铁矿石自身基本面仍然未有太多亮点，走势依然跟随成材为主；但与螺纹钢相比，铁矿石今年以来涨幅相对较小，同时由于前期海运费上涨以及人民币贬值等因素，其成本中枢上移，下方支撑较强，铁矿石处于上涨乏力，但下跌存在支撑的状态。10月份取暖季限产的来临，矿石需求将偏弱；同时随着外矿发货的回暖，供应给铁矿石带来的压力将初步显现。我们预计铁矿石震荡，仅供参考。



### 螺纹钢：十月钢价或有支撑

十一长假过去，钢材市场涨跌不一，风向标的唐山钢坯价格有所上涨。唐山限产提前执行但力度不及此前市场预期。国庆期间钢市有所累库，增幅超过 2016 年不及 2017 年，需要继续观察库存变化。七号午间央行宣布降准刺激经济，预计本日钢材市场高开为主。

我们认为降准表现了宏观面政策托底的意愿，此外，在美国加息的同时，我们降准有可能导致汇率贬值，刺激出口的同时抬升国内通胀水平。这就使得此前螺纹钢扩基差，打远月的力度有所减弱，市场扩基差的进程预计有所变化。且远月期螺已经跌至电炉成本下方，废钢价格持续上涨，抬升了电炉钢的成本。

我们认为目前的供需来看，螺纹钢现货供需尚可。但远月预期多变。从预计稍微放松的环保预期，到房地产抛售可能导致地产下滑的预期，以及基建要顶上，但暂时还不给力的预期，以及中美贸易摩擦对钢材需求的影响的预期。多重叠加使得前期钢价以扩基差，跌远月为主。但实际供需尚可。我们认为降准可能会对远月预期产生修正的作用。使得钢价受到支撑。

建议投资者观望为主。仅供参考。

## 1.行情回顾

9月份铁矿石小幅收涨,截至9月28日,I1901收于495.5元/吨,月涨8元/吨,涨幅1.64%。月末持仓量为51.17万手。

9月份螺纹钢收跌,截至9月28日,RB1901收于3944元/吨,月跌152元/吨,跌幅3.71%。月末持仓量为240万手。

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9月30日,青岛港澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于515元/吨,月环比涨35元/吨。唐山66%铁精粉价格收于580元/吨,月环比持平。

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9月28日,普氏指数报收于69.5美元/吨,月环比上涨3.35美元/吨。

图4: 普氏指数(美元/吨)

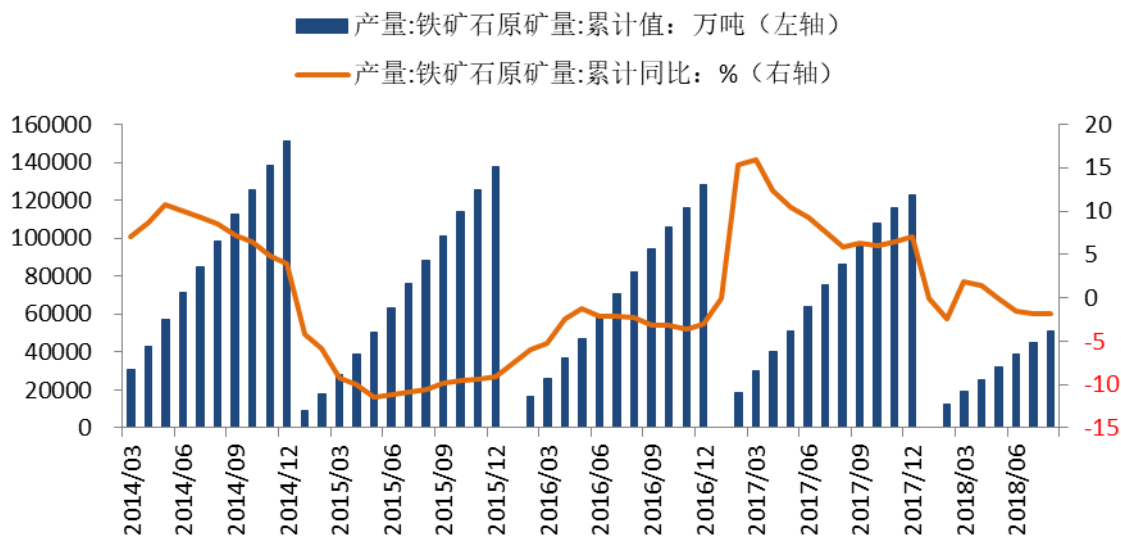


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 国产原矿产量减少

截至 2018 年 8 月，国内铁矿石原矿累计生产 5.1 亿吨，累计同比下跌 1.9%。

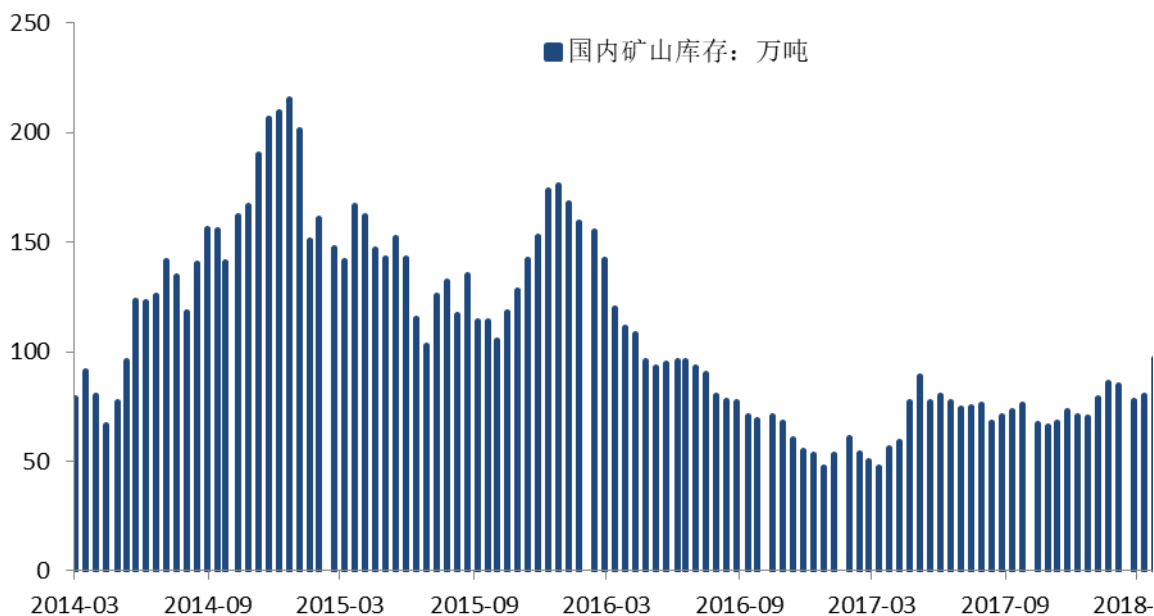
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 9 月 28 日，国内矿山铁精粉库存 54 万吨，与 8 月底相比减少 13 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

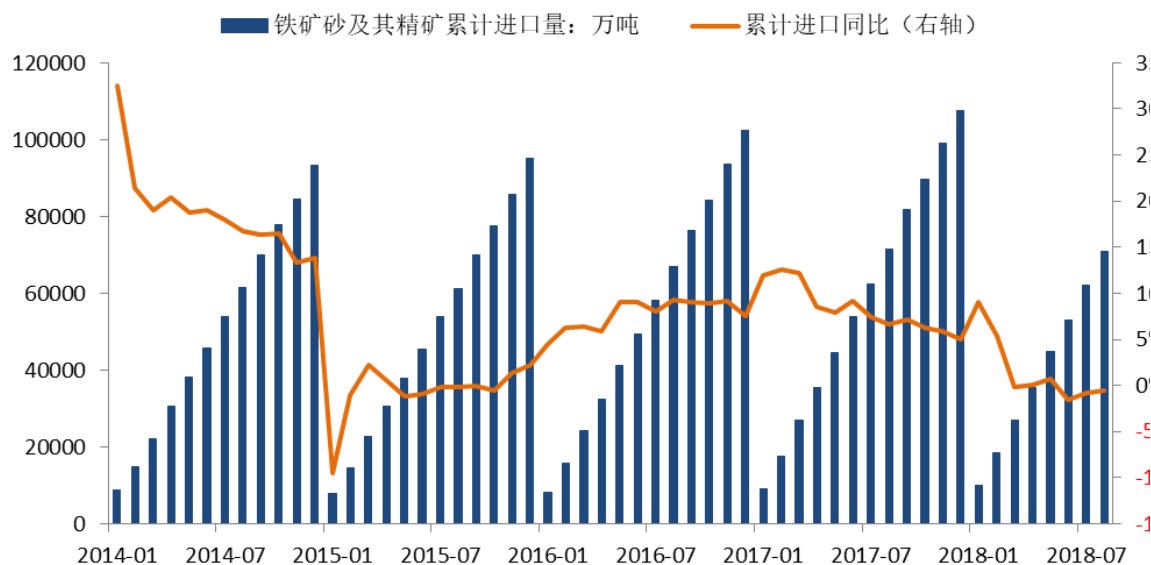


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.3 铁矿石进口量持稳

截至 2018 年 8 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 70992 万吨，同比下降 0.57%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

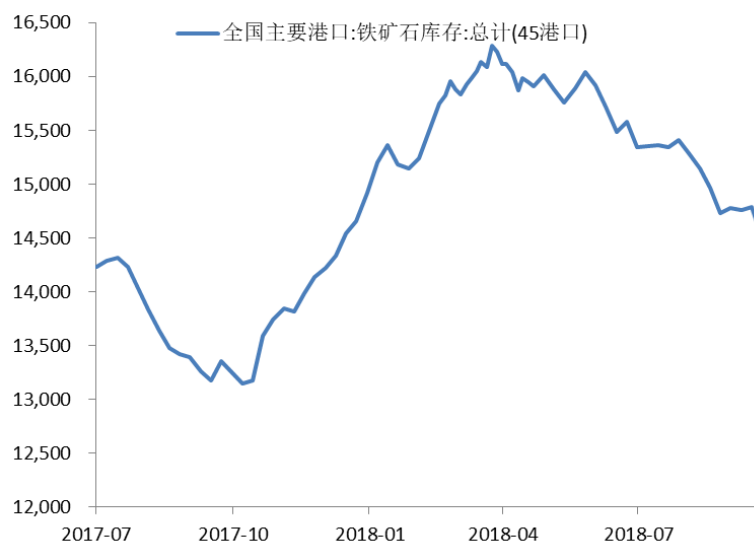


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 铁矿石港口库存连续下降

截至 9 月 28 日，铁矿石港口库存为 14516.54 万吨，与 8 月底相比下降 216.7 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 25.5 天，与 8 月底相比上升 0.5 天。铁矿港口库存本月继续下降，给与矿价一定支撑，但下降幅度趋缓；预计随着四季度外矿发货高峰的来临，港口库存将企稳回升。

图 8：铁矿石港口库存



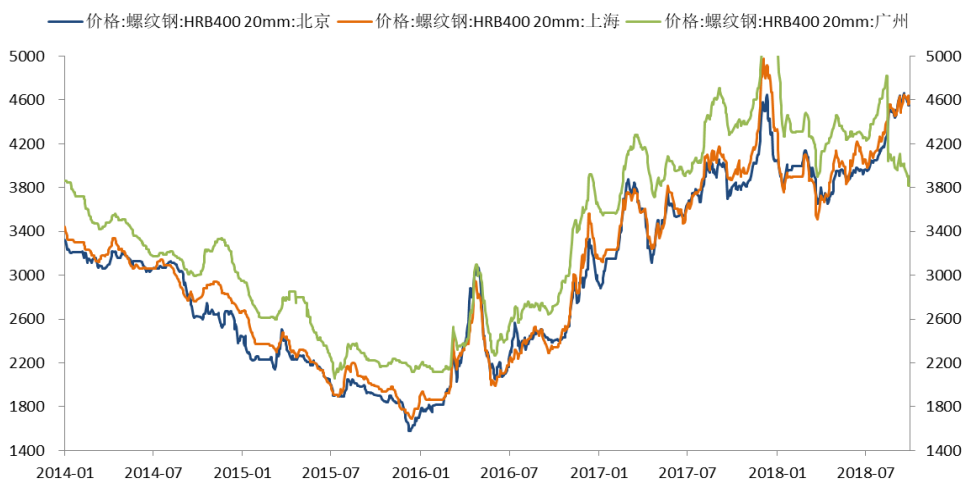
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.螺纹钢基本面分析

#### 3.1 钢材现货价格

截至 9 月 30 日，北京螺纹钢收于 4550 元/吨，月涨 110 元/吨；上海螺纹钢收于 4590 元/吨，月涨 140 元/吨；广州螺纹钢收于 3840 元/吨，月跌 140 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

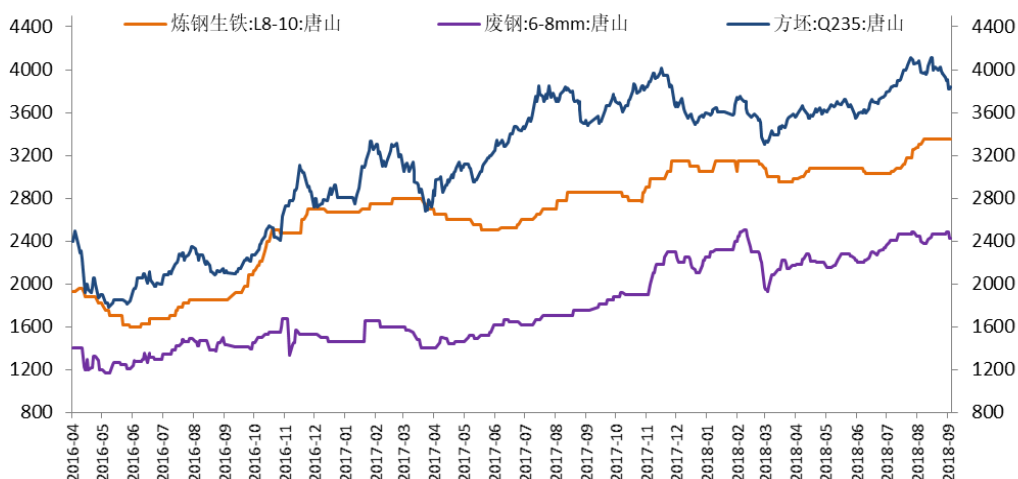


数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 3.2 生铁废钢价格

截至 9 月 30 日，唐山方坯收于 3840 元/吨，月跌 140 元/吨；生铁价格收于 3350 元/吨，月涨 50 元/吨；废钢价格上涨 30 元/吨，收于 2430 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

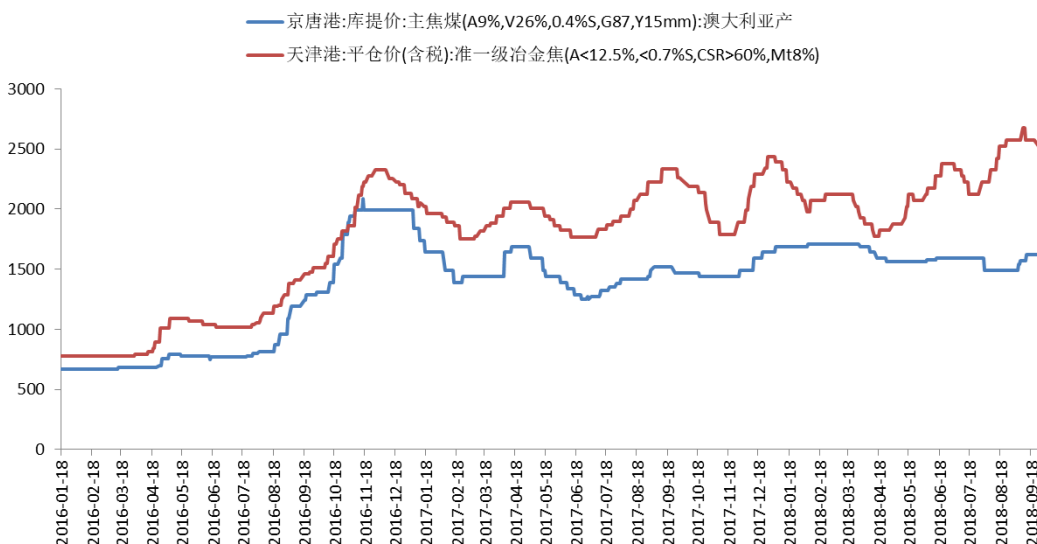


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 焦煤焦炭价格

截至 9 月 30 日，京唐港焦煤收于 1620 元/吨，月涨 130 元；天津港焦炭下跌 100 元，至 2475 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

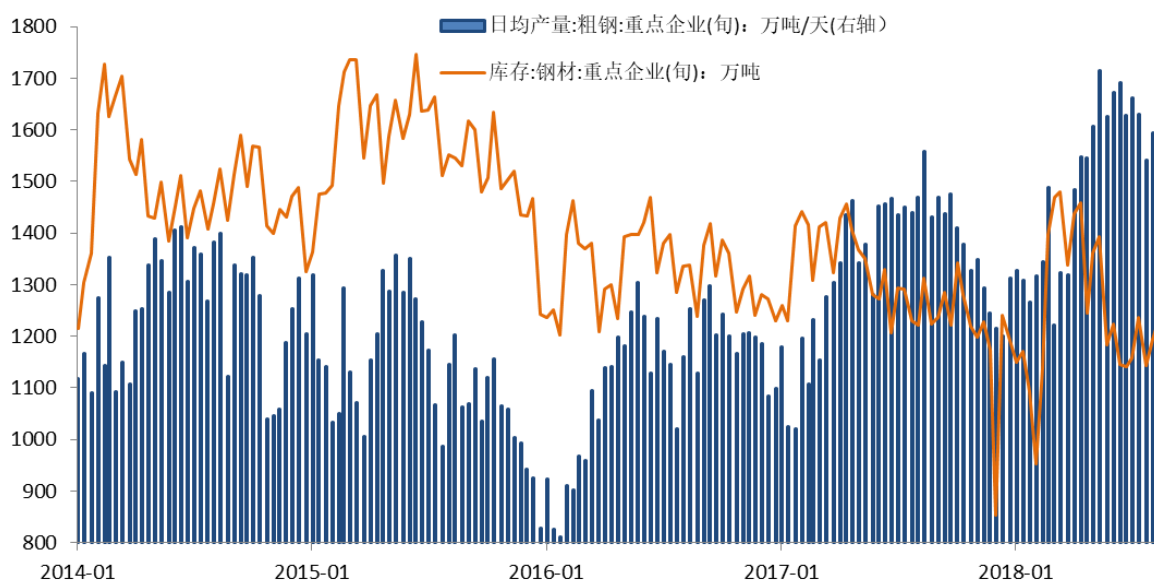


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 钢厂日均产量与库存

与 8 月中旬相比，2018 年 9 月中旬重点钢企粗钢日产 198.34 万吨，环比上涨 8.82 万吨；重点企业库存 1257.87 万吨，环比上涨 24.03 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

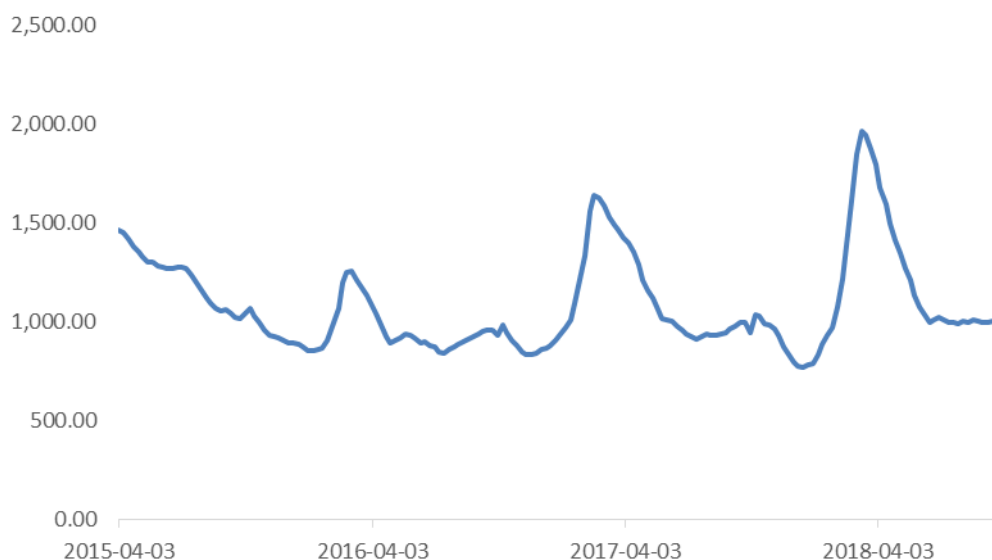


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.5 钢材社会库存

截至 9 月 28 日,全国主要钢材品种库存总量为 1001.28 万吨,与 8 月底相比上涨 5.4 万吨。分品种来看,螺纹钢库存减少 19.3 万吨,线材库存增加 9.23 万吨,热卷库存增加 3.62 万吨,冷轧库存上升 0.41 万吨。

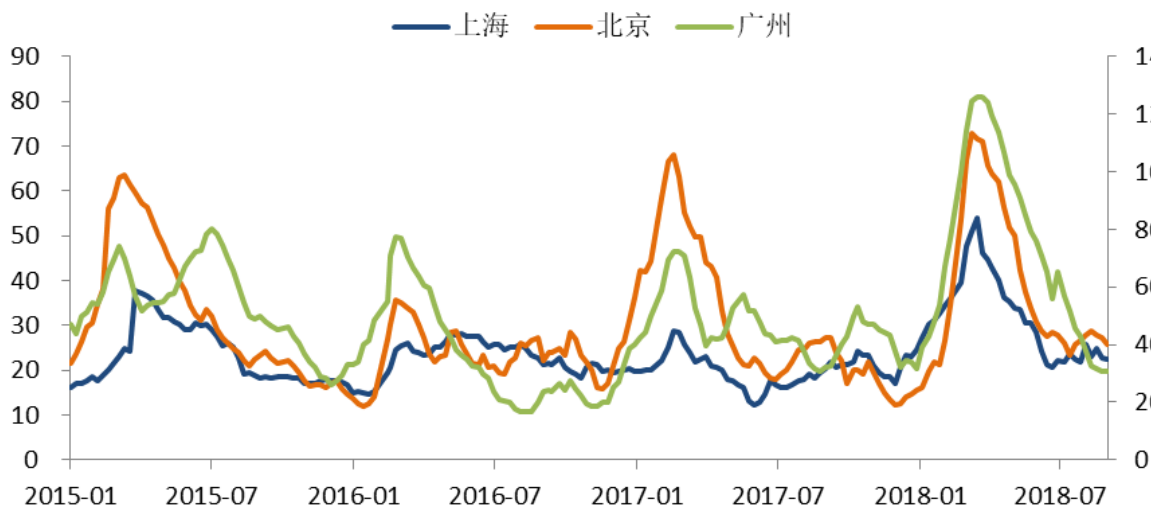
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 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)



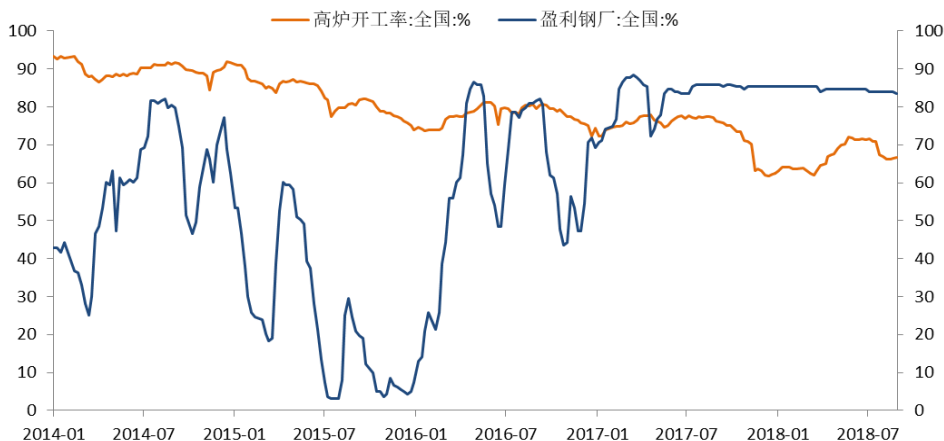
数据来源: Wind, 兴证期货研发部



### 3.6 钢厂高炉开工率

截至 9 月 28 日，163 家钢厂盈利比例为 83.44%，月环比持平；高炉开工率为 68.09%，月环比上涨 1.38%。目前环保仍然较严，后续随着采暖季限产的来临，高炉开工率四季度下行压力较大。

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 9 月 30 日，上海地区线螺采购量 9 月周度均值 34092.23 吨，环比 8 月有较大幅度上升。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

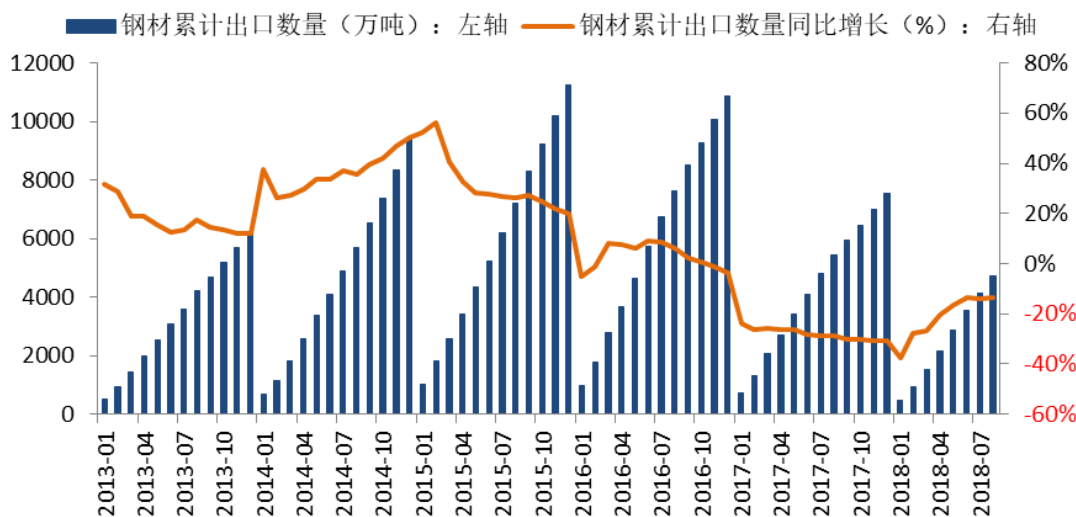


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.8 钢材出口

2018年8月钢材出口为588万吨，同比下滑9.82%，上半年累计出口4718万吨，同比下滑13.38%。

图 17：钢材出口（万吨）

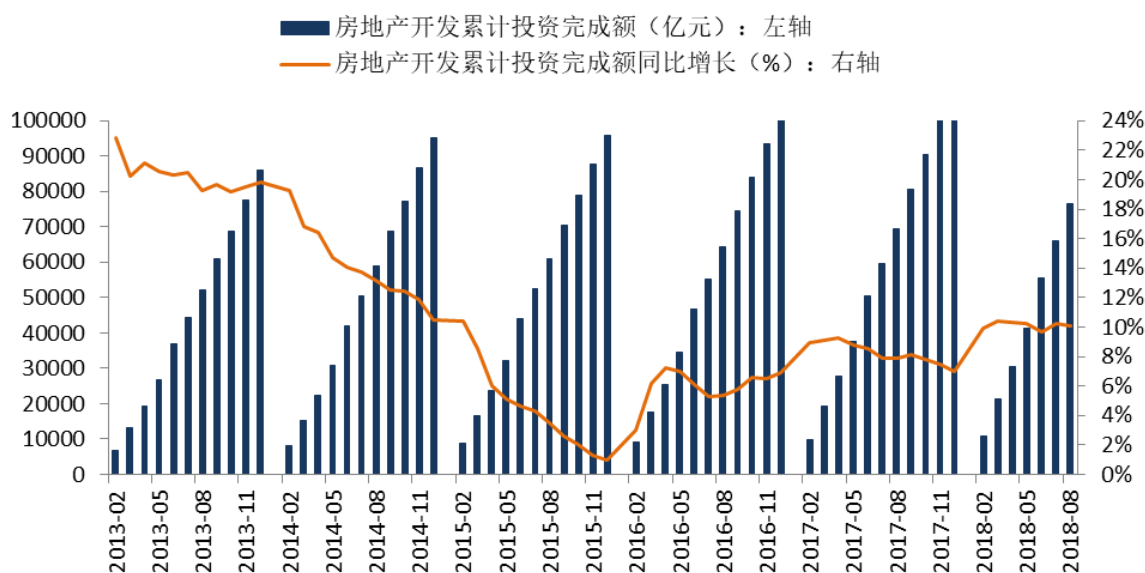


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 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 7.65 万亿元，同比去年增加 10.1%，增长率维持强势，房地产投资数据仍然较好。

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，铁矿石自身基本面仍然未有太多亮点，走势依然跟随成材为主；但与螺纹钢相比，铁矿石今年以来涨幅相对较小，同时由于前期海运费上涨以及人民币贬值等因素，其成本中枢上移，下方支撑较强，铁矿石处于上涨乏力，但下跌存在支撑的状态。10月份取暖季限产的来临，矿石需求将偏弱；同时随着外矿发货的回暖，供应给铁矿石带来的压力将初步显现。我们预计铁矿石偏弱震荡，仅供参考。

### 螺纹钢:

我们认为目前的供需来看，螺纹钢现货供需尚可。但远月预期多变。从预计稍微放松的环保预期，到房地产抛售可能导致地产下滑的预期，以及基建要顶上，但暂时还不给力的预期，以及中美贸易摩擦对钢材需求的影响的预期。多重叠加使得前期钢价以扩基差，跌远月为主。但实际供需尚可。我们认为降准可能会对远月预期产生修正的作用。使得钢价受到支撑。

建议投资者观望为主。仅供参考。

## 高库存或制约煤价，动煤继续上涨乏力

2018年10月8日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

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

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

9月份煤炭行业整体高位震荡，动煤偏强震荡上行。9月初，由于环保、安全检查持续，加之水泥、化工等非电下游需求提振，促使动煤探底回升，逐渐走强；随后下旬由于秦皇岛港调出严重受限，煤价受到一定的提振；但在电厂低日耗、高库存的背景下，动力煤期现货高位承压。主力合约 ZC901 收于 637 元/吨，月涨 21.6 元/吨，涨幅 3.51%；持仓 22.9 万手，成交 642.4 万手，放量减仓。

截至 9 月 26 日，环渤海动力煤价格指数报 569 元/吨，较前一月上涨 1 元/吨，涨幅 0.18%。由于产地环保、安全检查持续，煤炭产量下降，产地煤价上涨；同时秦皇岛港限制调出、以及大秦线检修均对煤价形成一定的利好支撑。但沿海六大电厂日耗下行至 60 万吨左右，加之消费物流环节库存偏高，一定程度上也压制了动力煤价格上行。环渤海动力煤价格表现出淡季不淡的走势，BSPI 指数小幅探涨。

#### ● 后市展望及策略建议

虽然目前部分煤炭主产区环保、安全检查仍将持续，但对原煤产量的影响或逐渐弱化，加之进口煤政策对终端用户的宽松，煤炭供应将逐渐恢复。

同时进入 10 月份后，民用电需求下降，叠加电厂、港口库存持续高位运行，下游电厂采购积极性不高；加之宏观经济下行压力较大，煤炭需求大概率将小幅下降。

随着用煤淡季来临，短期煤价或偏弱运行。但国家能源集团大幅上调 10 月份长协煤价，将对煤炭市场形成一定的利好支撑；加之大秦线秋季检修，电厂或提前进行冬储补库，对煤炭需求形成阶段性提振，料后期港口煤价或继续高位运行。预计后期动煤继续上涨空间有限，或偏弱震荡调整为主，继续关注政策的变化；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 创近期新低，增速明显放缓

2018年9月30日，国家统计局发布数据显示，2018年9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，环比回落0.5个百分点，创7个月新低，继续运行在景气区间，制造业总体延续扩张态势，增速有所放缓。同期，9月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得50，低于8月0.6个百分点，落在荣枯分界线上，未能延续此前连续15个月的扩张态势。

9月份国家统计局制造业PMI走势与财新制造业PMI走势一致，均创下近期新低。9月制造业景气度大幅走弱，出口拖累更为显著，且需求的连续走弱开始对企业生产行为产生影响，制造业就业也进一步恶化，经济下行压力凸显。

### 1.2 央行宣布降准1个百分点置换MLF

央行发布公告称，为进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度，中国人民银行决定，从2018年10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

中国人民银行将继续实施稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，保持流动性合理充裕，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

### 1.3 《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻

#### 坚行动方案》正式公布

为贯彻党中央、国务院关于打赢蓝天保卫战决策部署，落实《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，全力做好2018-2019年秋冬季大气污染防治工作，国务院副总理韩正主持召开京津冀及周边地区大气污染防治领导小组第一次会议并作重要讲话。会议审议通过了《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。

### 1.4 国家能源集团大幅上调月度长协煤价

9月30日，国家能源集团公布了其10月份煤炭销售价格，月度长协价普涨20元/吨左右，年度长协价格环比上涨了1元/吨。

### 1.5 新疆 2018 年计划退出煤矿 22 处、产能 462 万吨/年

经新疆人民政府同意，新疆人民政府办公厅以新政办函〔2018〕216号印发实施《自治区2018年度煤炭行业化解过剩产能实施方案》。

《实施方案》提出，新疆 2018 年计划淘汰、引导退出煤矿 22 处，产能（规模）462 万吨/年，拟安置职工 1437 人，涉及伊犁州、乌鲁木齐市、昌吉州、吐鲁番市、巴州、阿克苏地区等 6 个地（州、市）。

## 1.6 2018 年内蒙古煤炭去产能任务已完成 89%

2018 年，内蒙古化解煤炭过剩产能任务为退出地方煤矿 11 处、产能 405 万吨/年。经企业申请，盟市上报，实际退出任务调整为退出地方煤矿 22 处、产能 1110 万吨/年。截止 8 月底，已关闭 20 处、产能 990 万吨/年，完成年度退出任务的 89%。

## 2.行情回顾

### 2.1 动力煤期价走势

9 月份煤炭行业整体高位震荡，动煤偏强震荡上行。9 月初，由于环保、安全检查持续，加之水泥、化工等非电下游需求提振，促使动煤探底回升，逐渐走强；随后下旬由于秦皇岛港调出严重受限，煤价受到一定的提振；但在电厂低日耗、高库存的背景下，动力煤期现货高位承压。主力合约 ZC901 收于 637 元/吨，月涨 21.6 元/吨，涨幅 3.51%；持仓 22.9 万手，成交 642.4 万手，放量减仓。

图 1：动煤 ZC901 行情走势

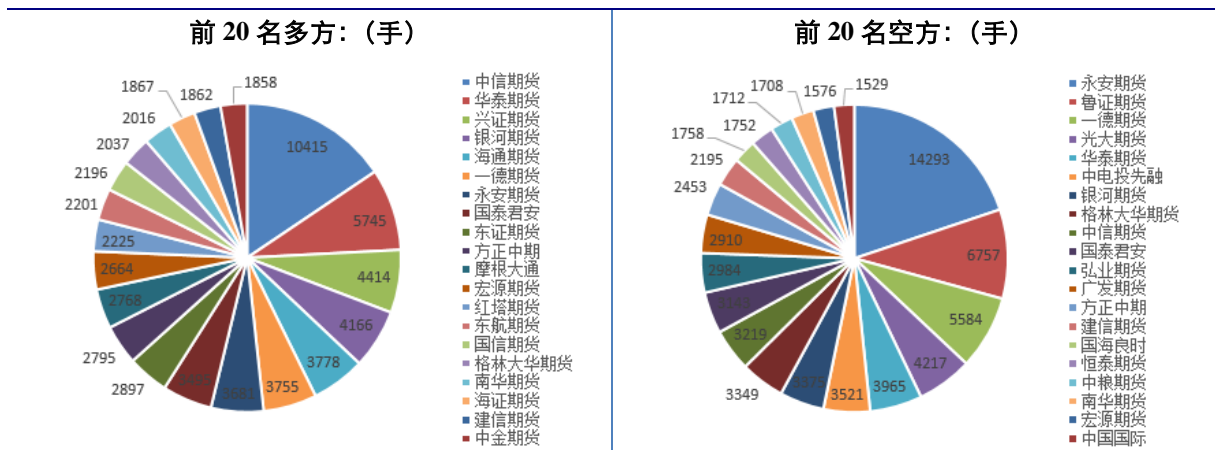


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.2 持仓情况

截止 9 月 28 日，主力合约 ZC901 前 20 名多方持仓由 68700 手减至 66835 手，前 20 名空方持仓由 82336 手减至 72000 手；ZC 合约前 20 名多方持仓 84504 手，前 20 名空方持仓 89710 手。从机构持仓层面看，空方较多方仍然维持着一定的优势。

图 2: ZC801 合约多空双方持仓情况



数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

### 3. 现货市场

#### 3.1 环渤海价格指数

截至 9 月 26 日, 环渤海动力煤价格指数报 569 元/吨, 较前一月上涨 1 元/吨, 涨幅 0.18%。由于产地环保、安全检查持续, 煤炭产量下降, 产地煤价上涨; 同时秦皇岛港限制调出、以及大秦线检修均对煤价形成一定的利好支撑。但沿海六大电厂日耗下行至 60 万吨左右, 加之消费物流环节库存偏高, 一定程度上也压制了动力煤价格上行。从而环渤海动力煤价格表现出淡季不淡的走势, BSPI 指数小幅探涨。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)

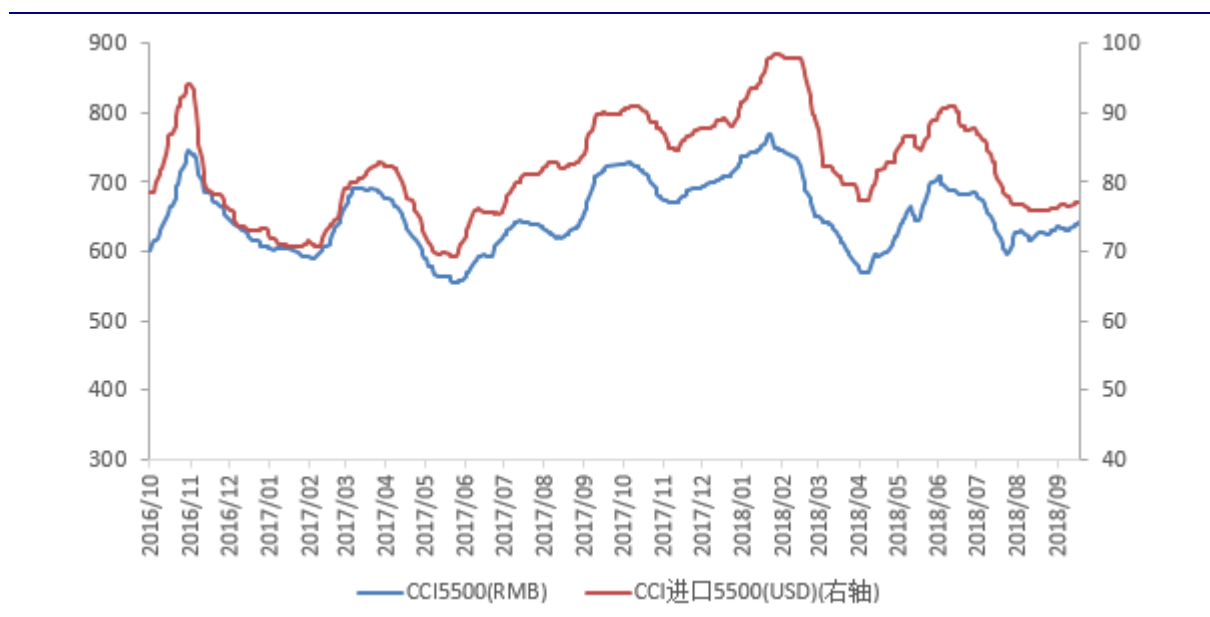


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

### 3.2 CCI 指数

9月初，由于环保、安全检查持续，加之水泥、化工等非电下游需求提振，煤价探底回升，逐渐走强；随后下旬由于秦皇岛港调出严重受限，煤价受到一定的提振；但在电厂低日耗、高库存的背景下，煤价高位承压。9月份煤炭行业整体高位震荡，CCI5000 指数探底回升，随后逐渐上涨，CCI 进口 5500 指数偏强震荡上行。截至 9 月 28 日，CCI5500 指数由 627 元/吨上涨至 643 元/吨，上涨 16 元/吨或 2.55%；CCI 进口 5500 指数由 76 美元/吨上涨至 77.2 元/吨，上涨 1.2 美元/吨或 1.58%。

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

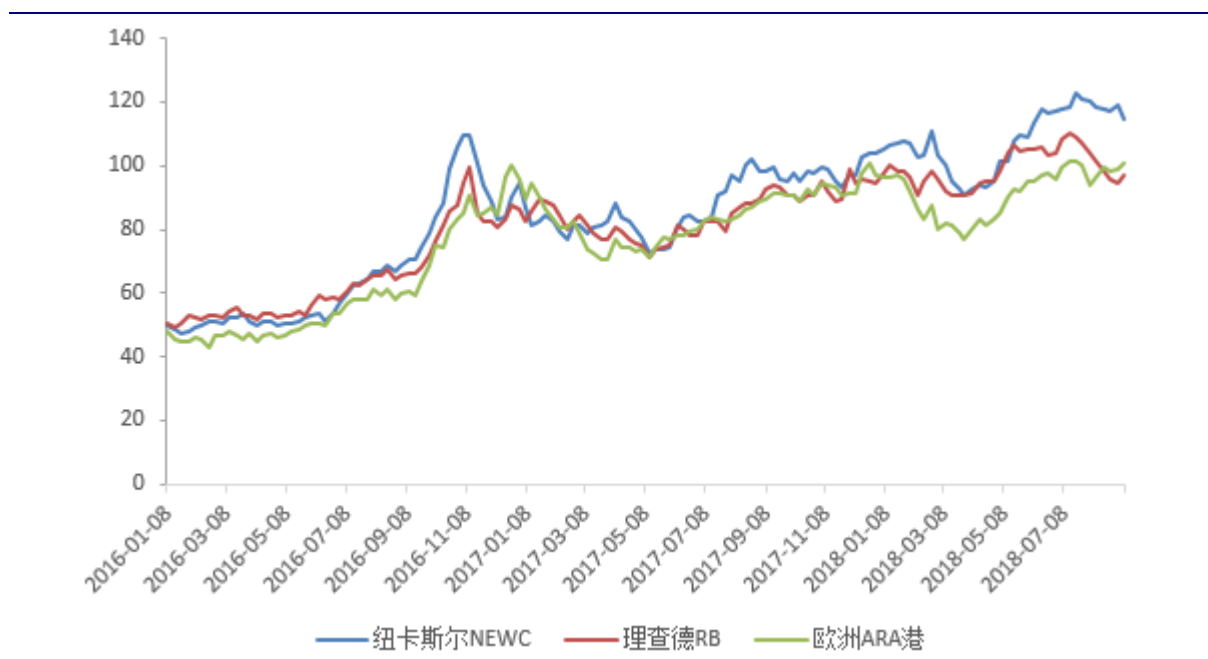
9月份，国际动力煤市场涨跌不一，维持高位运行。

(单位: 美元/吨)	8月31日	9月7日	9月14日	9月21日	9月28日
纽卡斯尔 NEWC	118.73	114.48	115.74	113.01	113.58
理查德 RB	94.60	97.27	100.18	97.46	98.53
欧洲 ARA 港	99.07	100.91	100.72	99.02	100.63

截止 9 月 28 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 113.58 美元/吨，较上月下跌 5.15 美元/吨，跌幅为 4.34%；南非理查德港动力煤价格指数 98.53 美元/吨，较上月上涨 3.93 美元/吨，涨幅为 4.15%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 100.63 美元/吨，较上月上涨 1.56 美元/吨，涨幅为 1.57%。



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 环保、安全检查影响或逐渐弱化，煤炭产量恢复正常

2018年1-8月，全国原煤累计产量22.78亿吨，累计同比增长3.6%；其中8月份原煤产量2.97亿吨，同比增长4.2%，环比增长5.4%。虽然目前部分煤炭主产区环保、安全检查仍将持续，但由于今年安全及环保检查已经常态化，对原煤产量的影响或逐渐弱化，预计后期煤炭产量或逐渐恢复正常。

2018年1-8月，山西省原煤累计产量57343万吨，累计同比增长0.6%；其中8月份原煤产量7418万吨，同比下降0.9%。2018年1-8月，陕西省原煤累计产量39452万吨，累计同比增长14.7%；其中8月份原煤产量5494万吨，同比增长14.0%。2018年1-8月，内蒙古原煤累计产量59096万吨，累计同比增长6.5%；其中8月份原煤产量7862万吨，同比增长10.0%。

2018年1-8月，动力煤累计产量18.87亿吨，累计同比下降0.02%；其中8月份原煤产量2.51亿吨，同比增长3.4%，环比增长8.1%

图 6：原煤产量

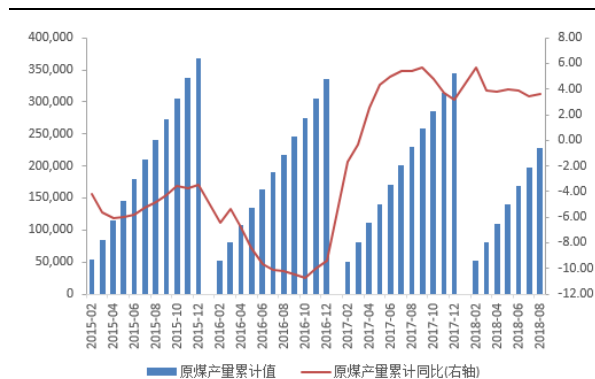
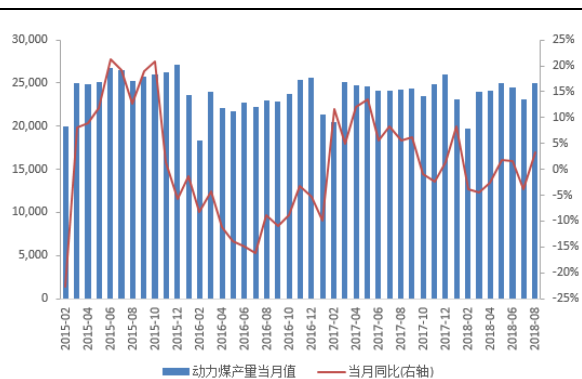


图 7：动力煤产量

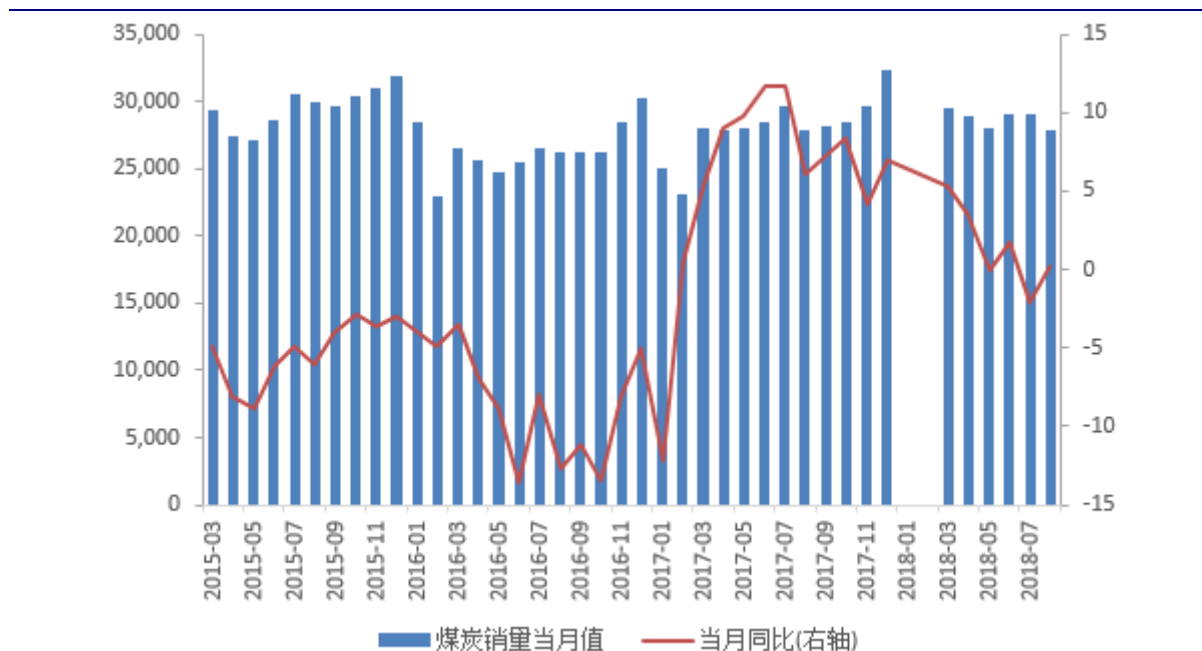


数据来源：兴证期货研发部，wind

数据来源：兴证期货研发部，wind

2018 年 8 月，全国煤炭销量 27850 万吨，同比增长 0.18%。

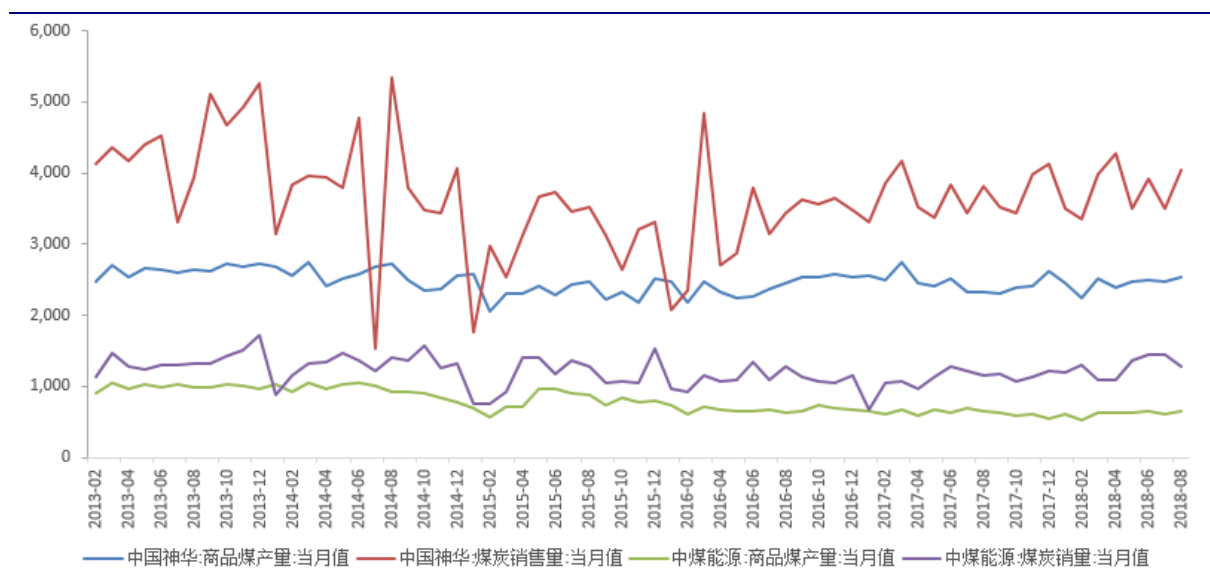
图 8：全国煤炭销量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

8 月份，中国神华集团煤炭产销均有所增加；中煤能源煤炭产量有所增加，销量大幅增加。其中 8 月份，中国神华集团商品煤产量 2540 万吨，同比增加 220 万吨或 9.5%；煤炭销售量 4040 万吨，同比增加 220 万吨或 5.8%。8 月份，中煤能源商品煤产量 654 万吨，同比增加 5 万吨或 0.8%；煤炭销售量 1269 万吨，同比增加 125 万吨或 10.9%。

图 9：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



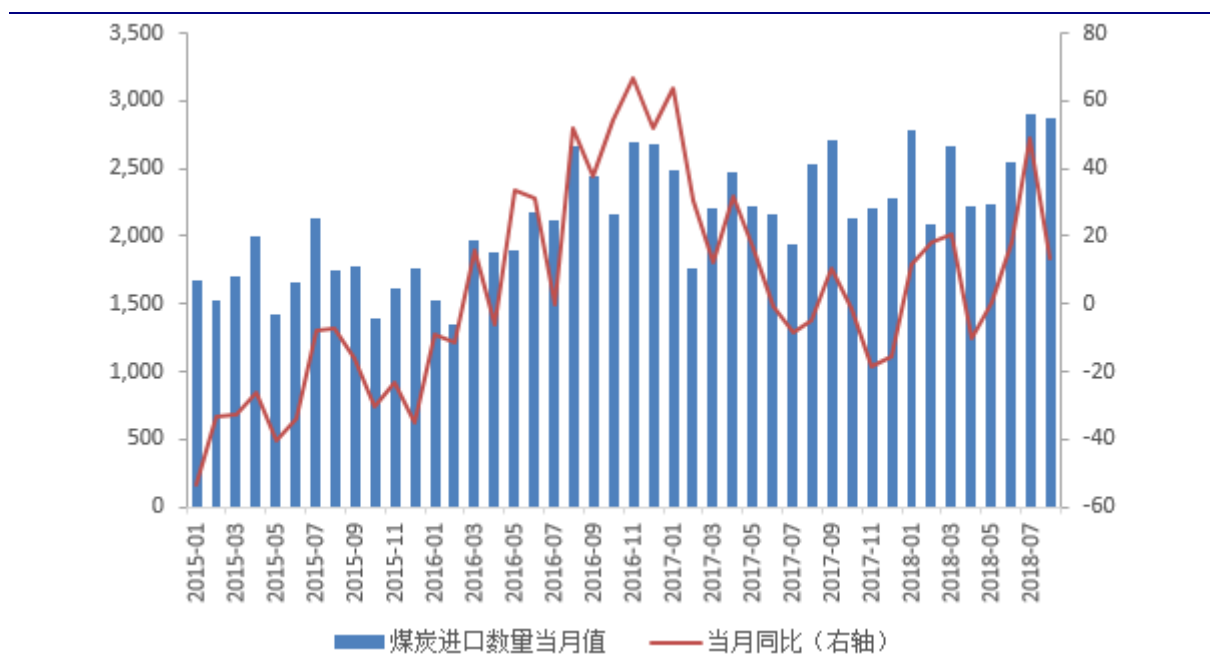
数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4.2 进口煤限制性措施对终端用户放松，进口煤量或保持高位

2018 年 1-8 月份，全国共进口煤炭 20382 万吨，累计同比增长 14.7%。其中 8 月份，进口煤炭 2867.9 万吨，同比增加 340.9 万吨，增长 13.49%；环比减少 32.7 万吨，下降 1.13%。

2018 年 1-8 月份，全国累计进口动力煤 8428 万吨，累计同比增长 18.24%；其中 8 月份，进口动力煤 1208 万吨，同比增长 22.14%，环比增长 6.81%。

图 10：进口煤情况

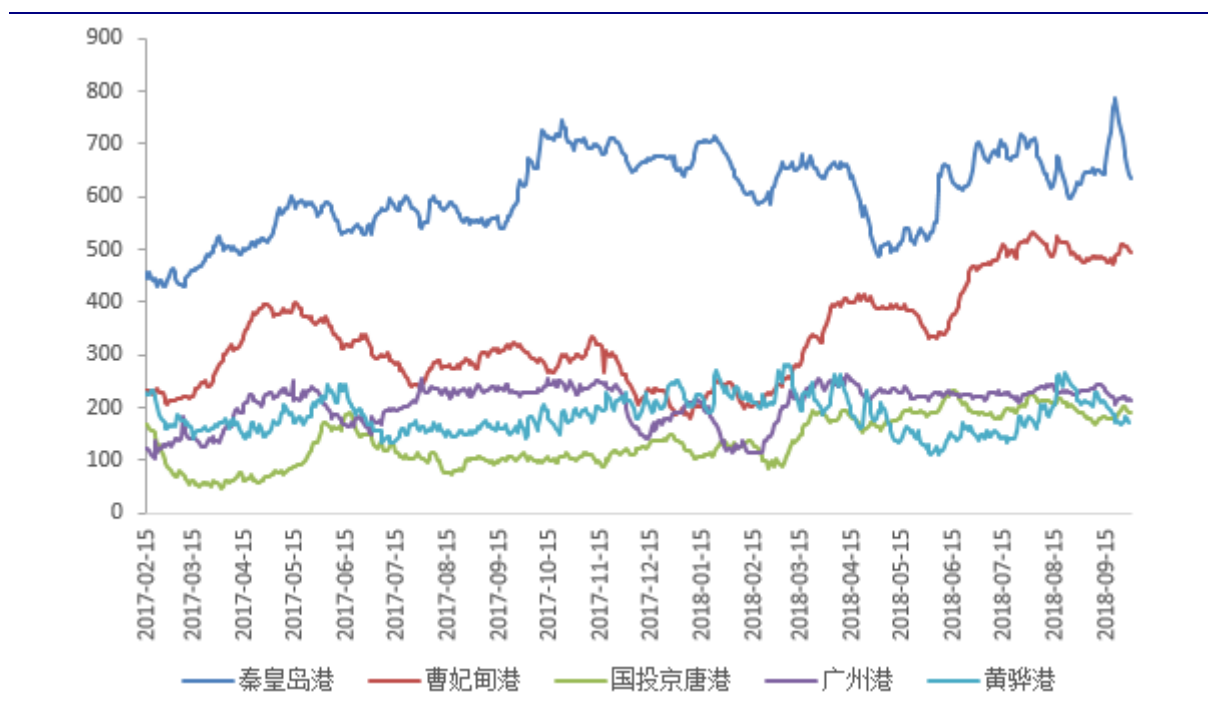


数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.3 港口库存维持高位运行

9 月份港口煤炭库存整体维持高位运行；由于 9 月份处于煤炭需求淡季，下游北上拉煤积极性不高，加之下旬环保限制秦皇岛港调出，港口库存重新累积，后期随着秦皇岛港出港作业的恢复，港口库存逐渐回落。截至 9 月 30 日，环渤海四港煤炭库存 1918.9 万吨，较上月同期减少 13.8 万吨，减幅为 0.71%。秦皇岛港煤炭库存 633 万吨，较上月同期增加 8 万吨，增幅为 1.28%。黄骅港煤炭库存 170.8 万吨，较上月大幅减少 36 万吨；曹妃甸港煤炭库存 493.7 万吨，较上月增加 14.8 万吨；京唐国投港煤炭库存 191 万吨，较上月增加 1 万吨。同期，广州港煤炭库存 214.5 万吨，较上月同期减少 17.7 万吨，减幅为 7.62%。

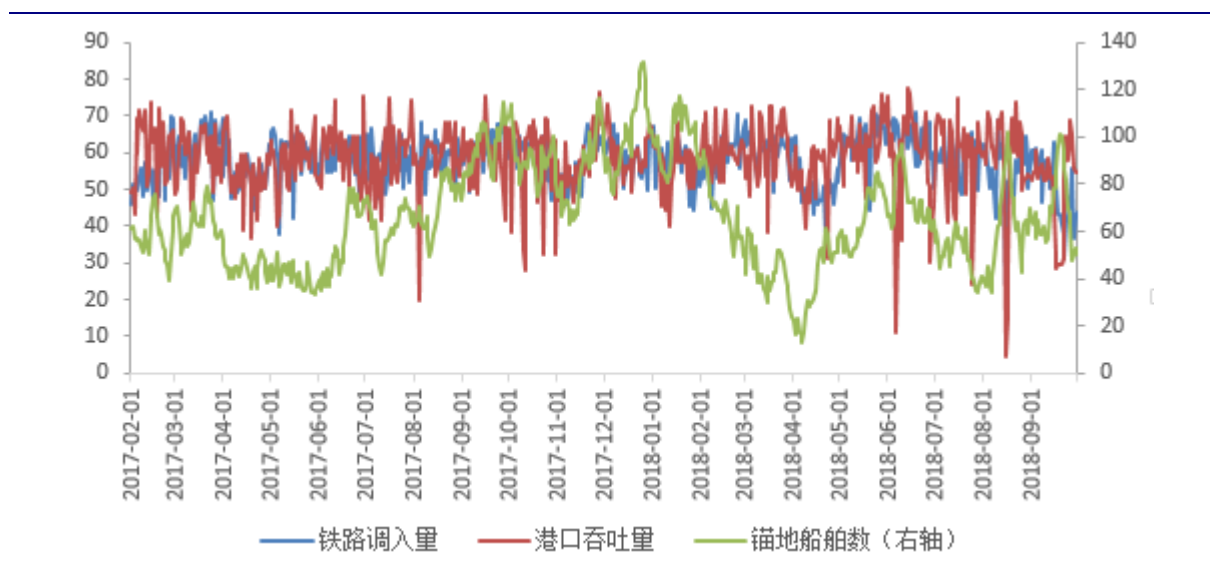
图 11：港口煤炭库存（万吨）



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，加之大秦线秋季检修，港口煤炭调入量继续下降；同时由于 9 月下旬环保限制秦皇岛港调出，港口吞吐量也有所回落。9 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 6259 车，环比减少 624 车；日均调入量 50.21 万吨，环比减少 4.91 万吨；日均吞吐量 51.29 万吨，环比减少 0.63 万吨。锚地船舶数日均 69.27 艘，环比增加 2.33 艘。

图 12: 秦皇岛港调入量、吞吐量 (万吨) 与锚地船舶数 (艘)

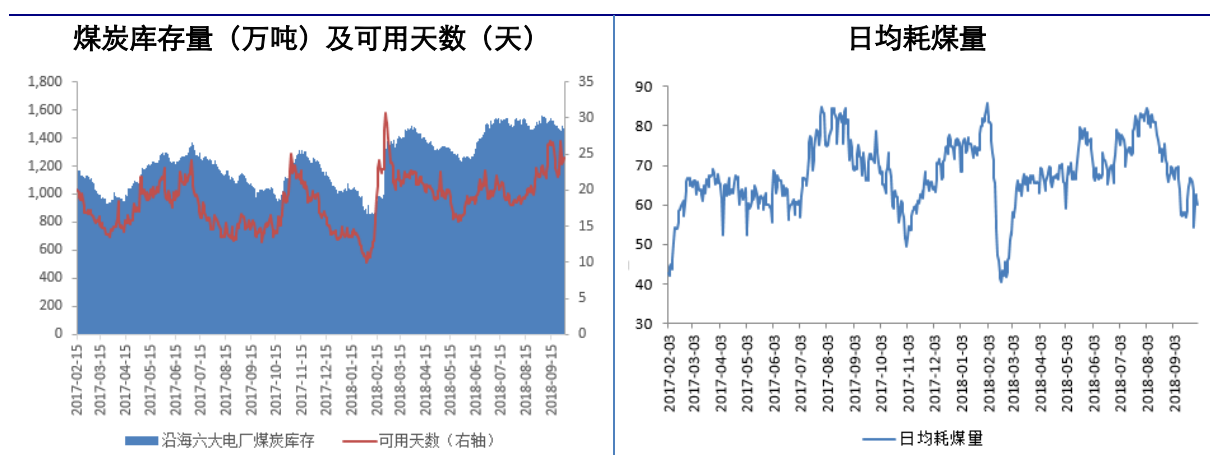


数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.4 低日耗叠加高库存，电厂补库意愿不高

9 月份，天气逐渐转凉，民用电需求下降，加之受台风天气影响，沿海六大电厂日耗下降至 60 万吨左右；再叠加上电厂库存处于历史同期高点，下游电厂补库意愿不高，对高价市场煤的接受程度一般。截止 9 月 30 日，沿海六大发电集团煤炭库存为 1470.93 万吨，较上月同期减少 48.94 万吨，减幅为 3.33%；可用天数由 21.78 天至 24.53 天。日均耗煤量 59.96 万吨，较上月同期减少 9.82 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，煤炭需求大概率将小幅下降

电力：随着气温逐渐转凉，传统用煤淡季来临，民用电需求下降，火电仍将受到一定的抑制。2018 年 1-8 月，全社会用电量 45296 亿千瓦时，累计同比增长 9.0%；其中 8 月份全社会用电量 6521 亿千瓦时，同比增长 8.8%。2018 年 1-8 月，全国发电量 44801 亿千瓦时，累计同比

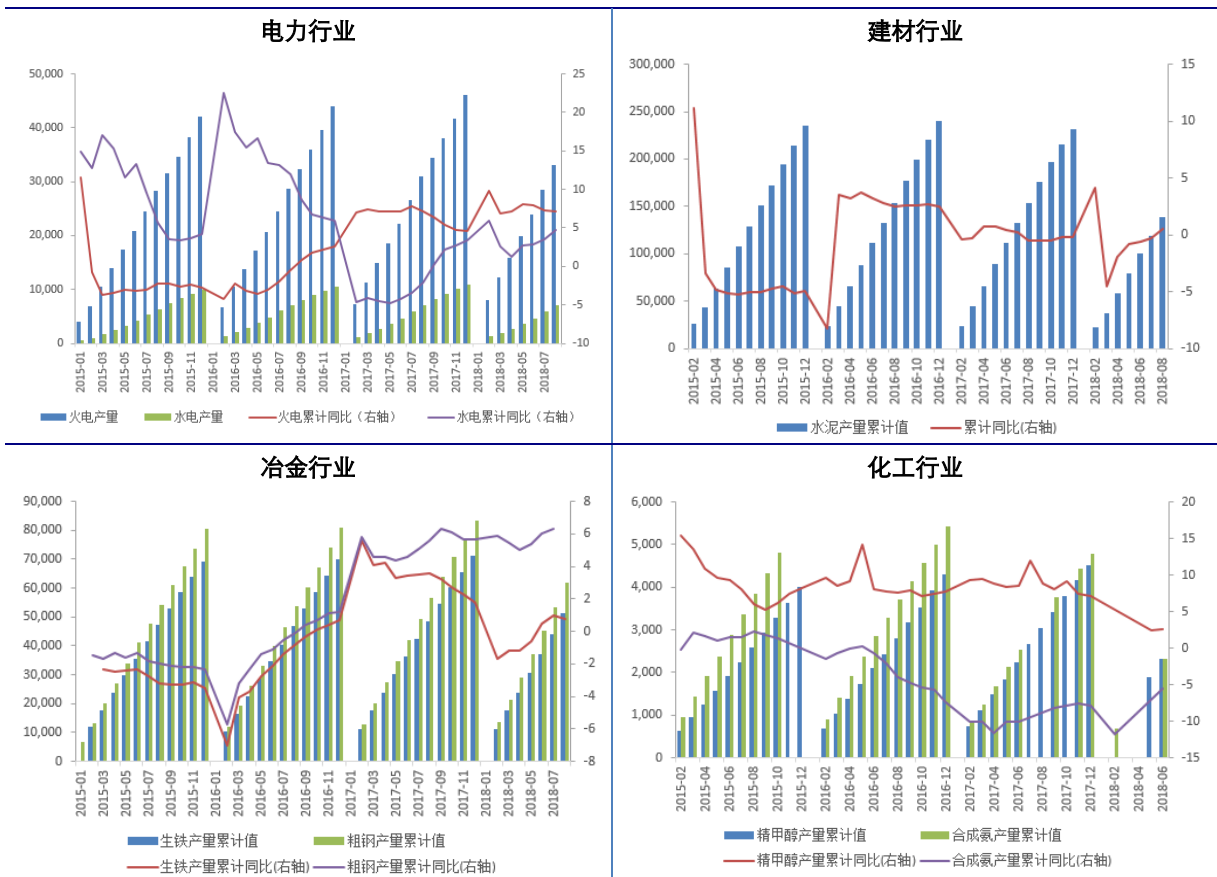
增长 7.7%；其中 8 月份全国发电量 6405 亿千瓦时，同比增长 7.3%。2018 年 1-8 月，火电产量 33103 亿千瓦时，累计同比增长 7.2%；其中 8 月份火电产量 4602 亿千瓦时，同比增长 6.0%。2018 年 1-8 月，水电产量 7159 亿千瓦时，累计同比增长 4.7%；其中 8 月份水电产量 1271 亿千瓦时，同比增长 11.5%。

建材：水泥价格高位震荡，产量大幅增长。2018 年 1-8 月，全国水泥产量 138237 万吨，累计同比增长 0.5%；其中 8 月份水泥产量 20018 万吨，同比增长 5.0%。

冶金：环保持续高压，钢铁价格强势运行，产量略有增长。2018 年 1-8 月，全国生铁产量 51227 万吨，累计同比增长 0.8%；其中 8 月份生铁产量 6666 万吨，同比增长 0.0%。2018 年 1-8 月，全国粗钢产量 61740 万吨，累计同比增长 5.8%；其中 8 月份粗钢产量 8033 万吨，同比增长 2.7%。

化工：原油价格高位运行，甲醇价格有所上涨，尿素价格小幅回落。2018 年 1-6 月，全国甲醇产量 2316 万吨，累计同比增长 2.6%；其中 6 月份水泥产量 394 万吨，同比增长 4.7%。2018 年 1-6 月，全国合成氨产量 2326 万吨，累计同比减少 5.6%；其中 6 月份合成氨产量 411 万吨，同比减少 2.5%。

图 14：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.6 国际运费探底回升，沿海运费震荡走高

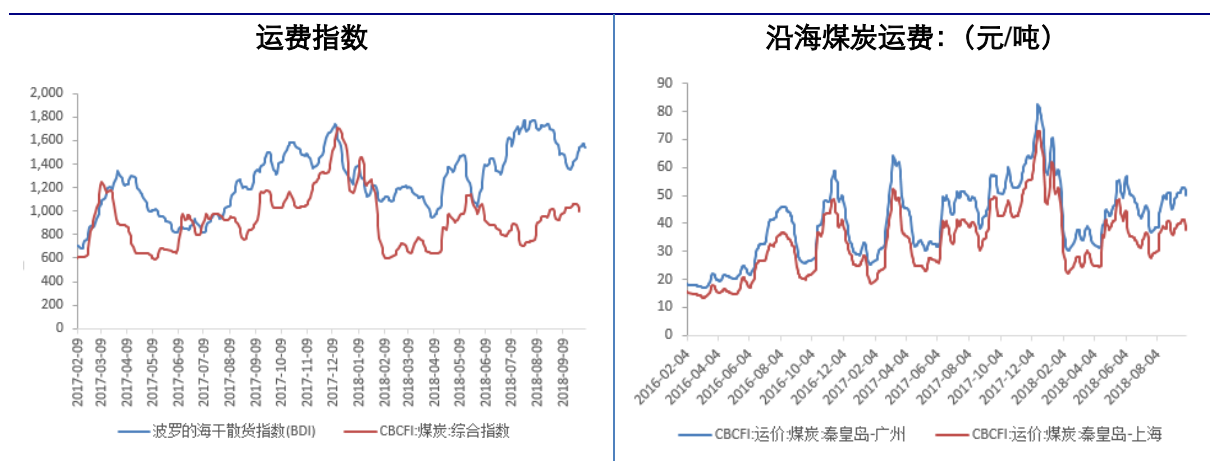
9 月初由于国际铁矿石和煤炭需求相对不佳，导致海岬型船和巴拿马型船运费大幅下滑，

从而拖累波罗的海干散货指数 (BDI) 一路下跌; 近期由于燃料油价格大幅上涨, 从成本端对运费有所提振, 从而促使波罗的海干散货指数 (BDI) 逐渐回升。截止 10 月 5 日, 波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1536 点, 较上月同期下降 43 点, 减幅为 2.72%, 探底回升。

截止 9 月 28 日, 沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 为 993.06 点, 较上月同期上涨 63.25 点, 增幅为 6.80%。9 月初, 由于水泥、化工等非电下游需求释放、以及部分贸易商开始冬储囤货、再者北方港口疏港措施重启, 从而船舶运力需求增加, 加之燃料油价格不断攀升, 助推沿海煤炭运费持续走高; 随后下旬秦皇岛港受环保压力影响, 调出受限, 船舶压港严重, 造成运力浪费, 进一步推动沿海煤炭运费稳中上行。但随着秦皇岛港作业逐渐恢复, 加之天气开始转凉, 下游电厂北上拉煤积极性不高, 预计后期沿海煤炭运费或震荡运行为主。

截止 9 月 28 日, 秦皇岛-广州运费 50.2 元/吨, 较上月大幅上涨 5.2 元/吨; 秦皇岛-上海运费 37.8 元/吨, 较上月上涨 1.3 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

虽然目前部分煤炭主产区环保、安全检查仍将持续, 但对原煤产量的影响或逐渐弱化, 加之进口煤政策对终端用户的宽松, 煤炭供应将逐渐恢复。

同时进入 10 月份后, 民用电需求下降, 叠加电厂、港口库存持续高位运行, 下游电厂采购积极性不高; 加之宏观经济下行压力较大, 煤炭需求大概率将小幅下降。

随着用煤淡季来临, 短期煤价或偏弱运行。但国家能源集团大幅上调 10 月份长协煤价, 将对煤炭市场形成一定的利好支撑; 加之大秦线秋季检修, 电厂或提前进行冬储补库, 对煤炭需求形成阶段性提振, 料后期港口煤价或继续高位运行。预计后期动煤继续上涨空间有限, 或偏弱震荡调整为主, 继续关注政策的变化; 可关注多 ZC901 空 ZC905 的正向套利机会, 仅供参考。

## 低位区域剧烈震荡整理

2018年10月8日 星期一

兴证期货·研发中心  
能化研究团队

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

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

9月，天然橡胶探低遇撑、止跌企稳，并返身强劲反弹，随即又冲高受阻，并返身浅幅回调，仍呈现区域性剧烈震荡整理走势，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10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、新加坡胶市双双持续单边深幅回落的牵制下，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。

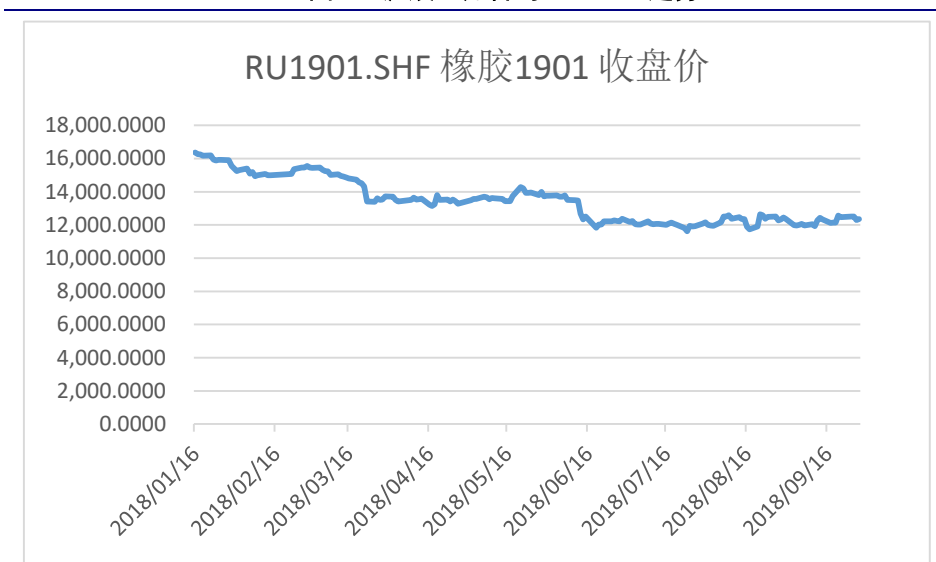


## 1. 国际国内天胶市场走势回顾

受诸多多空因素交织作用，国内外天胶市场在 9 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

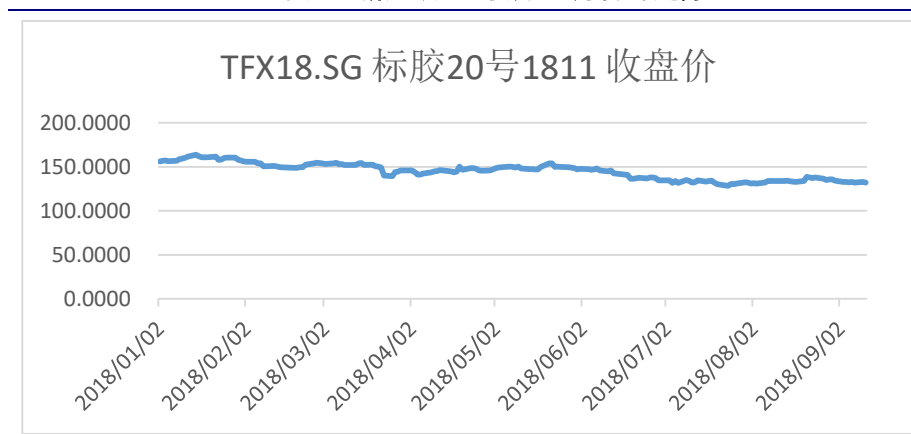


数据来源：兴证期货研发部，WIND

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 9 月 28 日收于 12360 元，较 8 月 31 日收盘价 12360 元持平，涨跌幅为 0%。

### 1.2 新加坡胶和东京胶走势

图 2：新加坡 20 号胶 11 月合约走势

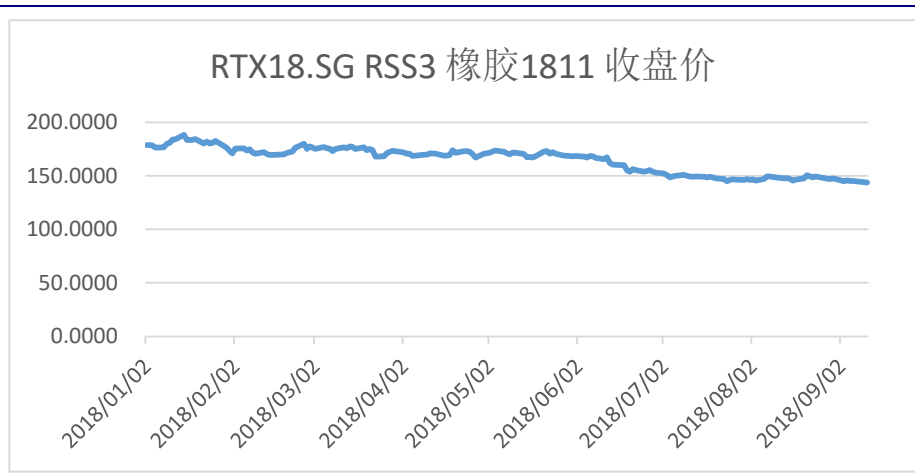


数据来源：兴证期货研发部，WIND

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 9 月 28 日收于 132.8 美分/千克，较 8 月 31 日收盘价 133.5 美分/千克累计下跌 0.7 美分/千克，跌幅为 0.52%，延续低

位波动格局。

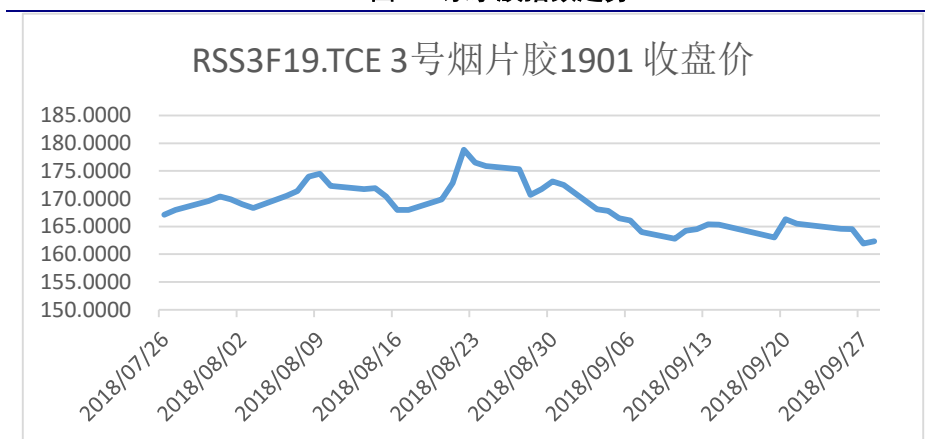
图 3：新加坡 3 号胶 11 月合约走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

新加坡胶 3 号胶 10 月合约于 9 月 28 日收于 141 美分，较 8 月 31 日收盘价 147 美分累计下跌 6 美分，跌幅为 4.08%，延续低位震荡整理格局。

图 4：东京胶指数走势



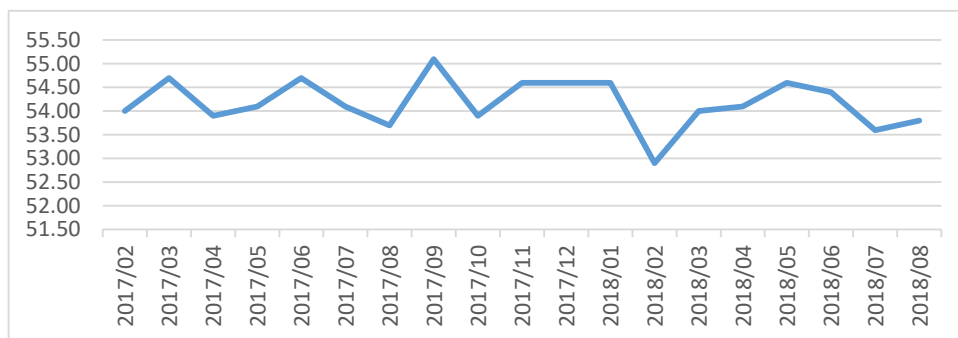
数据来源：兴证期货研发部，WIND

东京胶指数 9 月 28 日收于 162 日元/千克，8 月 31 日收盘价 169.4 日元/千克累计下跌 7.4 日元，跌幅为 4.37%，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

1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额44248.7亿元，同比增长16.2%，增速比1-7月份放缓0.9个百分点。

1-8月，在41个工业大类行业中，34个行业利润总额同比增加，7个行业减少。其中主要行业利润情况如下：汽车制造业利润下降2.1%。

1-8月，社会消费品零售总额242294亿元，同比增长9.3%，增速比上月加快0.2%。汽车连续4个月负增长，汽车消费基数仍高，同比增速仍为负值符合预期，预计未来可能有逐渐改善，由此对上游天胶及中游轮胎消费需求构成利空压制作用。

从市场基本面看，一线城市作为中国高端服务业中心、最具人才吸引力的城市群，居民收入高、人口规模庞大。

一线城市住房市场具有供给增长潜力小、需求增长潜力大的特征，住房供求矛盾长期存在。在严厉的限购限贷政策作用下，虽然当前房价上涨得到了抑制，但是住房供求矛盾仍通过一些曲折的形式表现出来。

比如住房租金快速上涨等，就在一定程度上反映了一线城市的住房供应偏紧局面。

房价和租金稳中趋涨，一定程度上，也削弱了对汽车等商品的消费需求，对天胶构成偏空作用。

从外部环境看，国际经济形势复杂多变，美联储进入加息周期，市场不确定性显著增加，短期内将增强市场观望情绪。

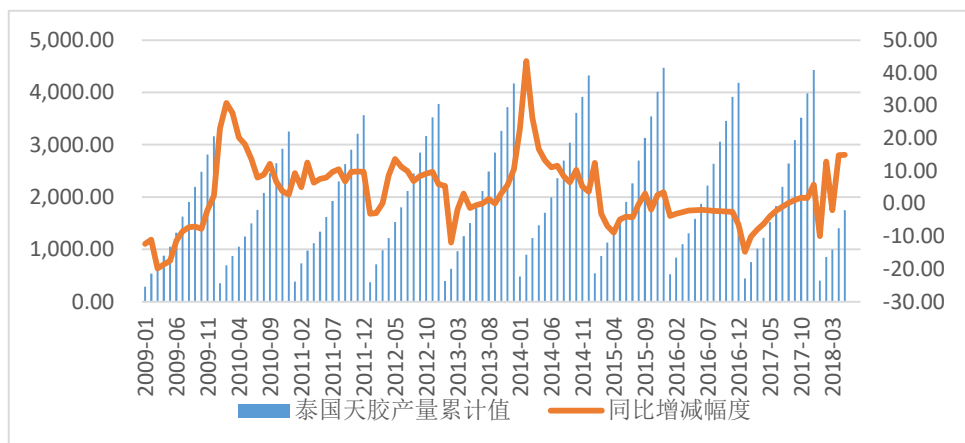
从长期看，中美贸易摩擦将迫使中国产业升级转型与结构优化，从而间接影响国民收入结构和区域经济结构。这两种结构变化都将对未来天胶市场格局产生深远影响。

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

9 月 12 日，泰国农业部将要求能源部从国家储备中购买 10 万吨橡胶以帮助支撑价格，但此举并未得到泰国能源部的积极响应，也未有得到市场的确认。

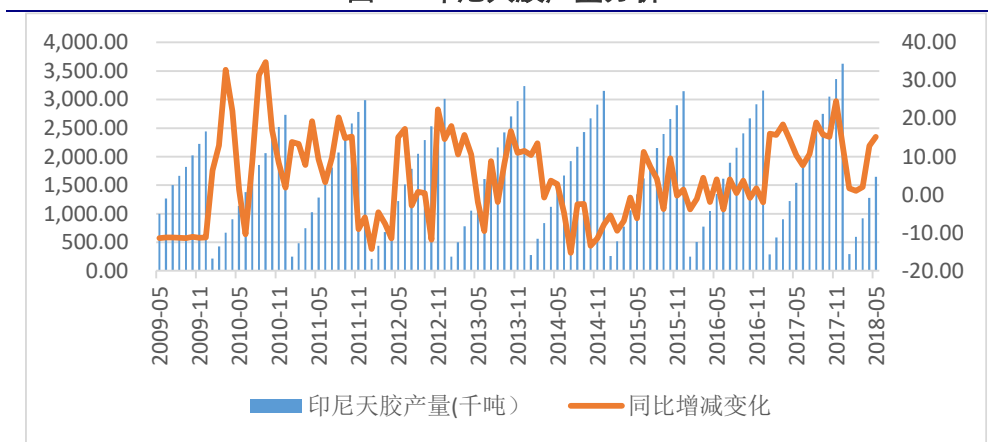
而实际上，即使泰国能源部能够采购并消费泰国 10 万吨天胶库存量，由于数量规模较为有限，对改善泰国及全球天胶供需关系的作用，也较为有限，因此，此利多对天胶市场的提振作用，也较为有限。

根据 WIND 最新数据，从泰国天胶供需数据分析，7 月泰国天胶产量为 35.43 万余吨，环比 6 月的 36.34 万余吨小幅缩减 0.91 万余吨，缩减幅度为 2.5%，7 月泰国天胶出口量为 30 万余吨，环比 6 月的 31.5 万余吨缩减 1.5 万余吨，缩减幅度为 4.76%，7 月泰国天胶消费量为 7.6 万余吨，已经连续 6 个月持平，占据其产量的比重为 21.45%，说明泰国天胶产量中有 20% 左右的比重用于国内消费需求。

预计随着气候改善和供应旺季来临，泰国天胶产量、供应量及出口量有望稳步增长。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 2.2 万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。

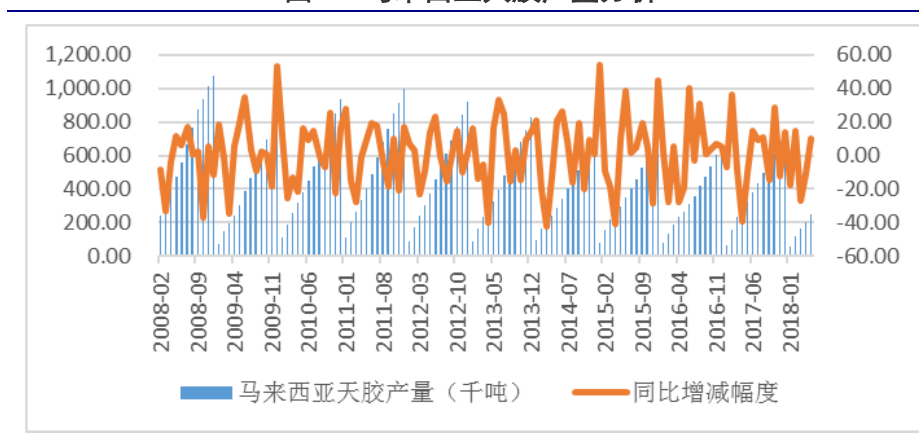
根据 WIND 数据显示，7 月印尼天胶产量为 29.89 万余吨，环比 6 月的 21.84 万余吨增加 8.05 万余吨，增长幅度为 36.86%，7 月印尼天胶出口量为 34.2 万余吨，环比 6 月的 29 万余吨增加 5.2 万余吨，增长幅度为 17.93%，7 月印尼天胶国内消费量为 5.6 万余吨，环比 6 月的 5 万余吨增加 0.6 万余吨，增长幅度为 12%，由此说明印尼胶树落叶有所缓和，天胶产量、出口量及国内消费量均有所增长。而印尼全年天胶产量增减情况及上述落叶的具体影响程度还未能确定。

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

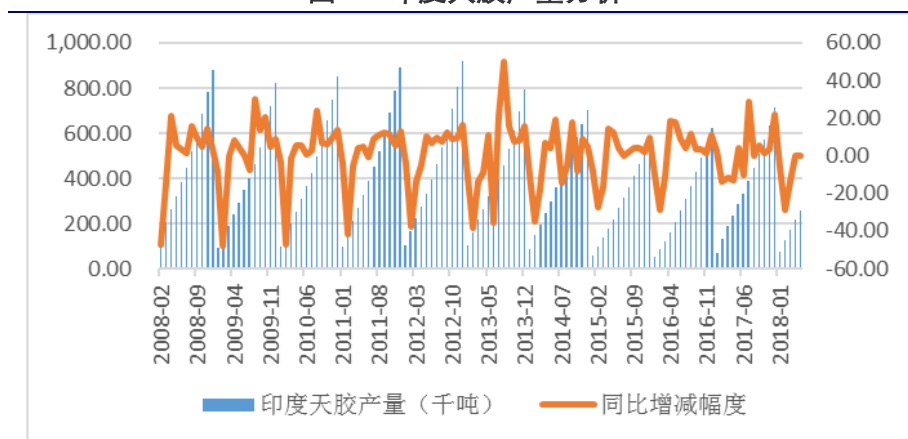
供应方面，受天胶生产季节性因素影响，7 月，马来西亚天胶产量为 5.8 万余吨，环比 6 月的 5 万余吨增加 0.8 万余吨，增长幅度为 16%，消费量为 42.3 万余吨，环比 6 月的 42.2 万余吨增加 0.1 万余吨，增长幅度为 0.24%，说明马来西亚天胶供应量稳步增长，7 月马来西亚天胶出口量为 10 万余吨，环比 6 月的 9.52 万余吨增加 0.48 万余吨，增长幅度为 5.04%，7 月马来西亚天胶进口量为 7.5 万余吨，环比 6 月的 7.2 万余吨，增加 0.3 万余吨，增长幅度为 4.17%。

从马来西亚天胶进出口数据看，虽然进出口相抵，仍呈现小幅净进口状态，但受马来西亚国内手套行业稳步发展、天胶消费量稳步增长影响，而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，因此中长期而言，马来西亚天胶国内供需关系将由供过于求，逆转为供不应求，而成为一个净进口消费国家。

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

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。

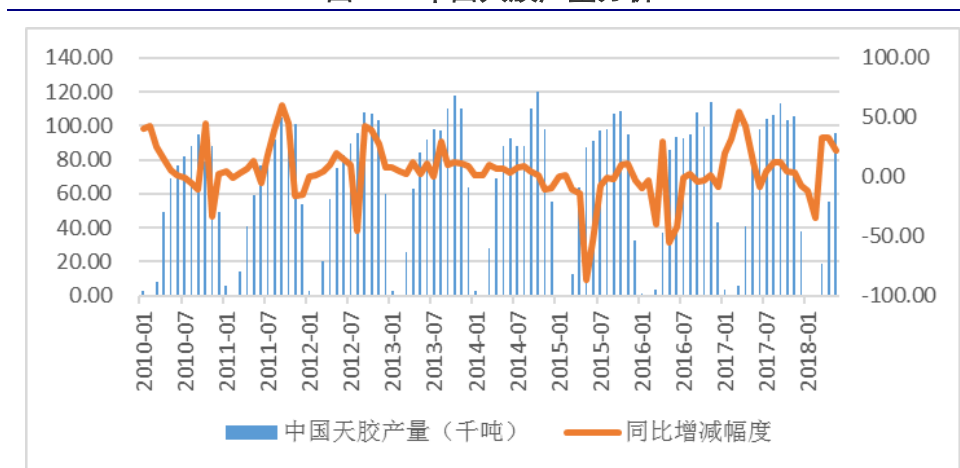
因此，印度天胶主产区发生洪水，预计将对当地天胶生产造成严重影响，并对东南亚天胶供应产生负面影响。

7 月，印度天胶产量为 6 万余吨，比 6 月的 4.5 万余吨增加 1.5 万余吨，增长幅度为 33.33%，印度天胶出口量较小，几乎被忽略，7 月，印度天胶进口量为 4 万余吨，与 6 月的 4 万余吨几乎持平，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。

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。

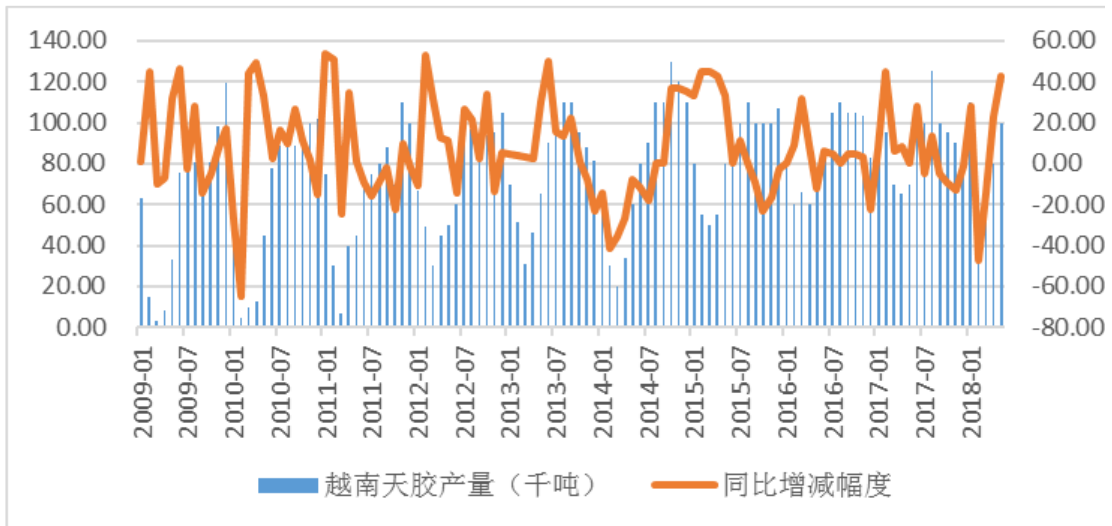
7月，国内天胶产量为10.5万余吨，环比6月的8.7万余吨增加1.8万余吨，增长幅度为20.69%，同期，国内天胶消费量为47.6万余吨，环比6月的48.2万余吨，缩减0.6万余吨，缩减幅度为1.24%，供需此长彼消，对天胶市场构成偏空压制作用。

7月中国天胶进口量约为44.4万余吨，环比6月的48.15万余吨缩减3.75万余吨，缩减幅度为7.79%，说明国内以轮胎为代表的用胶消费行业由于受到环境保护、政策调控、资金紧张、内贸竞争激烈、外贸遭遇双反制裁等等因素作用，致使进口缩减。

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，随着时间推移，越南和柬埔寨产区天胶产量稳步增长，越南多数橡胶加工厂存有一定库存，开工相对缓慢。

进入9月后，胡志明等地迎来几波降雨，胶水产出已较为顺畅，天胶工厂目前已经销售较多新胶。

柬埔寨产区近期雨水由增加逐渐转向缩减，原料供应逐渐增加，工厂反应原料收购渐趋容易，4季度初期，将由雨季向旱季过渡，雨水适度缩减，更利于胶树的生长。

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。

7月，越南天胶产量为9万余吨，环比6月的8万余吨增加1万余吨，增长幅度为12.5%，柬埔寨天胶产量为1.72万余吨，环比6月的1.82万余吨缩减0.1万余吨，缩减幅度为5.49%。

7月，越南天胶出口量为12万余吨，环比6月的12.23万余吨缩减0.23万余吨，缩减幅度为1.88%，同期，柬埔寨天胶出口量为1.66万余吨，环比6月的1.77万余吨缩减0.11万余吨，缩减幅度为0.62%，也说明越南已经将所有的产量和国内天胶库存量也用于出口。

预计进入10月后，随着越南天胶供应量的季节性增长，天胶出口量还将明显增长。



由此对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

## 4. 国内外天胶供应政策分析

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

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

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

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

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

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。

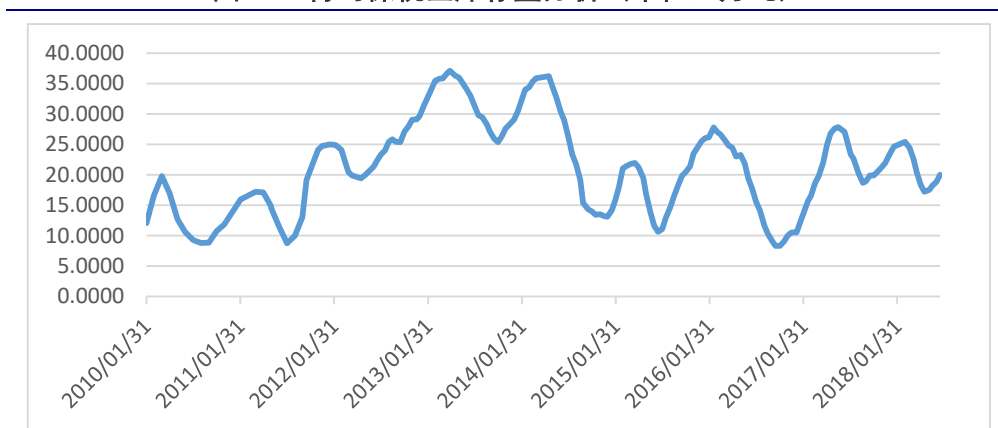
国内方面，上半年，尽管国内外天胶市场价格持续下跌，并创下1年多新低，不过国家储备局并未出台收储天胶库存量的提振政策和措施，其主要原因可能是，当天胶价格运行于前期高位区域之际，国家储备局并未出台抛售储备库存的政策和措施，而其库存量也由此没有得到轮换。因此，当目前天胶市场价格运行至相对低位区域之际，也无意收储天胶库存量，对天胶市场价格走势也未产生利多提振作用。

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

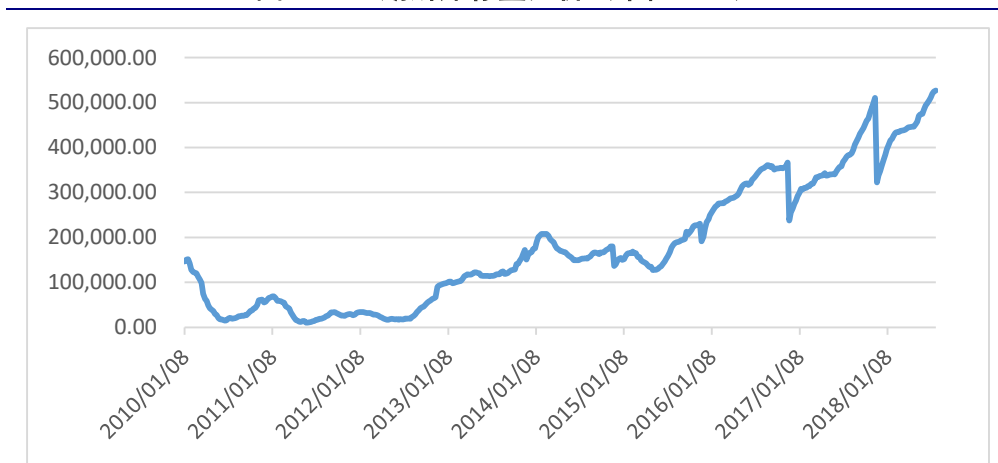
国内天胶显性库存量主要由青岛库存量和上海库存量构成，前者主要由进口胶构成，后者主要由国产胶构成，由于未来国内外天胶市场价格依然呈现外低内高对比态势，进口胶将持续不断流入青岛等国内天胶主要集散地，因此青岛天胶库存量稳步上升，而随着期现套利行为不断盛行，上海期货交易所的天胶库存量也将稳步上升。

图 12: 青岛保税区库存量分析 (单位: 万吨)



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

图 13: 上期所库存量分析 (单位: 吨)



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

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

截至 9 月 17 日, 青岛保税区橡胶总库存量增加至 21.15 万余吨, 较 2017 年 8 月 14 日的 22.64 万余吨缩减 1.49 万余吨, 缩减幅度为 6.58%, 较 2017 年 12 月 15 日的 21.94 万余吨缩减 0.79 万余吨, 缩减幅度为 3.6%, 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 9 月 28 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。

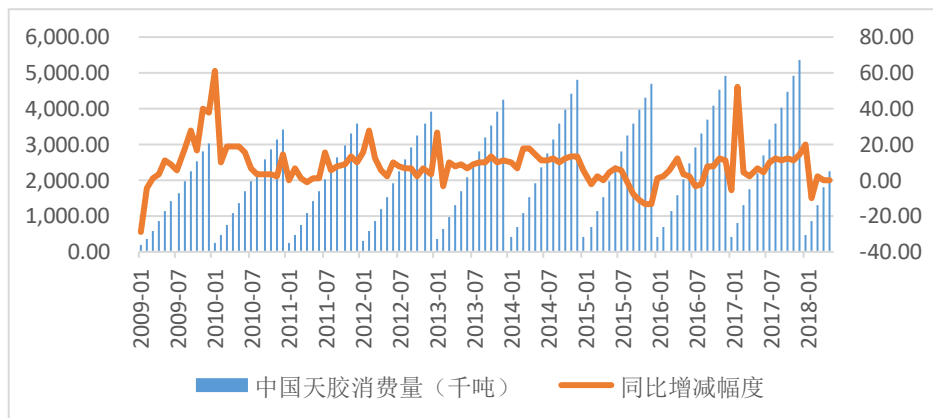
## 6.天胶消费量分析

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 10 月，受到国际市场欧美为主的国家和地区的“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 7 月为 47.6 万余吨，相比 6 月的 48.2 万余吨缩减 0.6 万余吨，缩减幅度为 1.24%，相比去年 7 月的 45.6 万余吨，增加 2 万余吨，增长幅度为 4.39%。

8 月轮胎外胎产量为 7386.8 万余条，环比 7 月的 7612.6 万余条缩减 225.8 万余条，缩减幅度为 2.97%，已经连续 2 个月产量缩减，同比去年 8 月的 8205.2 万余条，缩减 818.4 万余条，缩减幅度为 9.97%。

8 月轮胎出口量为 4204 万余条，环比 8 月的 4356 万余条，缩减 152 万余条，缩减幅度为 3.49%，同比去年 8 月的 4390 万余条，缩减 186 万余条，缩减幅度为 4.24%，天胶消费低幅增长，轮胎产量缩减，出口量缩减，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。

据报道，全球主要轮胎制造商承诺投资超过 75 亿美元（约合 520 亿元人民币），用于新工厂建设和产能扩张。

全世界新增产能超过 8200 万条乘用车轮胎和 750 万条卡客车轮胎。

这是连续第 2 年产能扩张超过 8000 万条乘用车轮胎、700 万条卡客车轮胎。

中国轮胎企业不断有旧产能退出市场，但新增投资同样值得重视。

全球各地还有其他 25 项轮胎投资扩产项目。

全球轮胎企业的具体投资项目，超过 1/3（29 亿美元）在亚洲，近 1/4（18 亿美元）在欧洲和中东，北美轮胎投资有所减少。

全球轮胎三大巨头为普利司通、米其林和固特异，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。

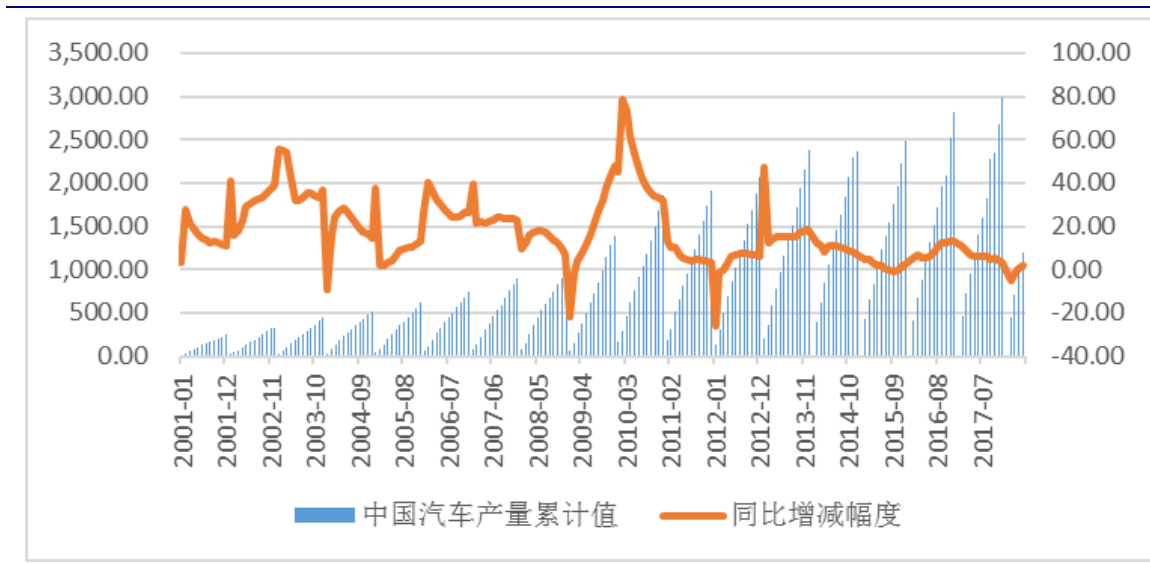
随着美欧贸易壁垒抬高，加税之后的中国轮胎，价格优势已丧失殆尽，东南亚、东欧等地轮胎产品的竞争力则随之提高。由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 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，8 月，汽车产量环比下降，销量呈较快增长，同比均呈小幅下降。1-8 月，汽车产销继续保持小幅增长，增速比 1-7 月回落。

8 月，汽车生产 199.99 万辆，环比下降 2.10%，同比下降 4.38%；销售 210.34 万辆，环比增长 11.34%，同比下降 3.75%。

1-8 月，汽车产销 1813.47 万辆和 1809.61 万辆，同比增长 2.77% 和 3.53%，与 1-7 月相比，增速分别回落 0.75% 和 0.8%。

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%，8 月又回调至 1.66，下跌 0.13，跌幅为 7.26%，虽然连续 2 个月下跌，但依然处于较高水平。

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。

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。

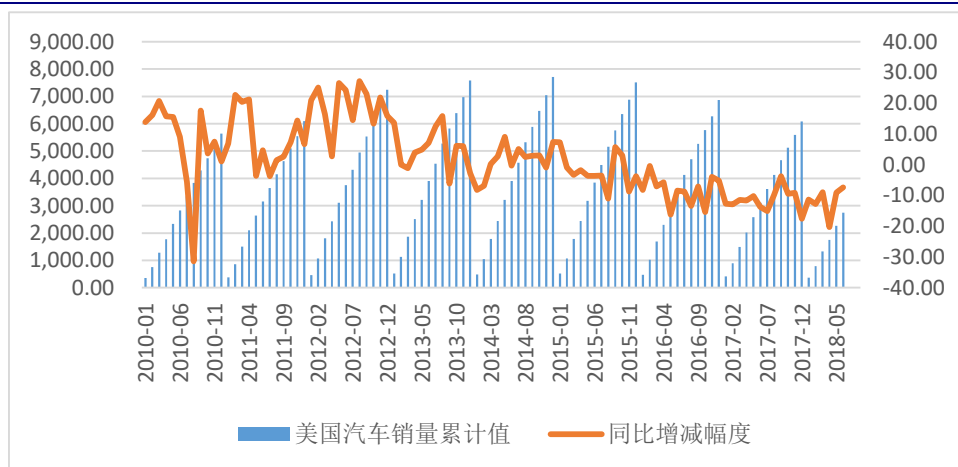
8 月依旧是汽车传统淡季，压力仍然较大，静待 9 月、10 月传统旺季的销量表现，以及近期出台的刺激政策能否拉动中低端需求。

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。

由于产品缺乏竞争力，福特、通用等美国汽车制造商在华市场份额不断下降。由于特朗普对中国制造的汽车加征关税，福特宣布取消向美国出口在华生产的新款跨界车计划。

根据中国汽车工业协会的数据，前8个月，美国品牌汽车市场份额从一年前的12.2%降至10.7%。福特等美国汽车公司未能及时更新其产品线是造成市场份额下降的原因。

美国8月汽车销量较去年同期下降0.2%，至1481973辆；1-8月累计销量达11478123辆，同比上涨1.1%。

尽管中国汽车整体需求下降，中美两国贸易摩擦对市场影响有限，中国汽车购买者没有抵制美国品牌的情绪。

中国汽车零售量已连续3个月下降，汽车市场有可能停止近30年的扩张。其中，通用汽车公司第2季度在华销售增长放缓至0.7%，通用公司将此称为市场软化。

虽然在中国销售的汽车中只有一小部分是进口汽车，但中国对美国制造的汽车征收的较高关税导致价格不确定，使消费者取消购车决定。

据福特汽车报告称，由于对本地制造的汽车需求下降，8月份中国汽车销量下降了36%。此后一直出现经销商盈利能力不足和部分汽车库存过剩等问题。

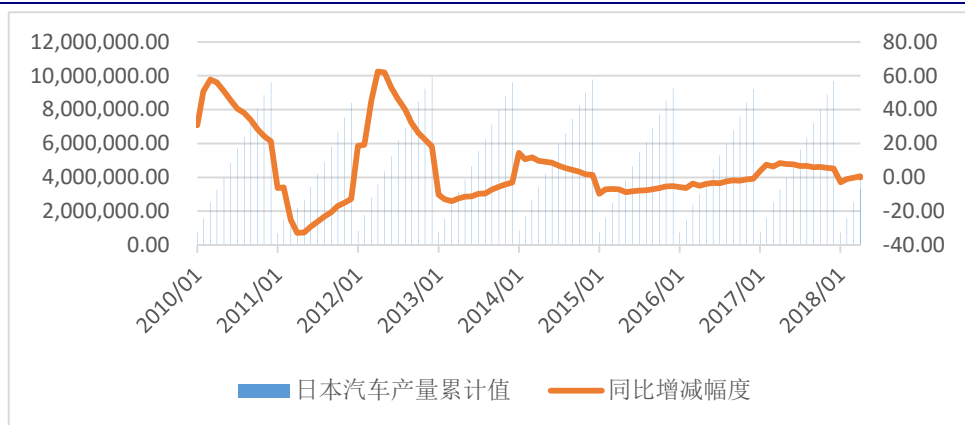
福特汽车表示，在特朗普总统的关税破坏了商业惯例之后，将取消从中国向美国出口新款跨界车的计划。

7月，特朗普总统对中国制造的汽车强制征收25%的附加税。

美国汽车在国内外销售受阻，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

对于日系车企来说，过去 10 年美国市场一直是主要的增长动力，然而今年以来，美国汽车市场增长放缓，连续两月新车销量出现同比下跌。在继 7 月份丰田美国销量出现 6% 的同比跌幅之后，丰田也未能控制其销量下滑态势，8 月销量再次出现同比 2% 的跌幅。

除了车市本身状况之外，美国总统特朗普政府的一系列政策也为汽车市场带来了不确定性。首先，在对钢铁和铝征收征收高额进口关税之后，美国特朗普计划对从欧洲、中国、甚至日本进口的车辆也征收 25% 的关税。如果美国实施 25% 的汽车进口关税，预计本田和日产的营业利润将发生很大的变化。

其次，由于美国总统特朗普希望修改北美自由贸易协定，因此日系车企也面临着供应链中断和成本上升的局面。

根据美国和墨西哥之间的新协议，大部分汽车零部件将会在两国生产，并且由时薪不低于 16 美元的工人生产，以确保在美国进行生产工作。

但是，对于不遵守新规则的汽车制造商来说，是否会面临目前 2.5% 的关税或产能上限等其它附加条件，目前还不得而知。

美国政府很有可能对当地生产的零部件重新定义。根据目前的规则，日本生产的零部件如果是在美国组装，也被认为是美国产。

相比之下，丰田 8 月在华表现却是相当突出，在中国乘用车市场连续三个月下跌的情况下，丰田汽车上个月在华销量同比劲增 23%。

8 月底，丰田计划最快在 2030 年前将其在中国的汽车产量提高两倍，以重夺在全球最大汽车市场失去的地盘。

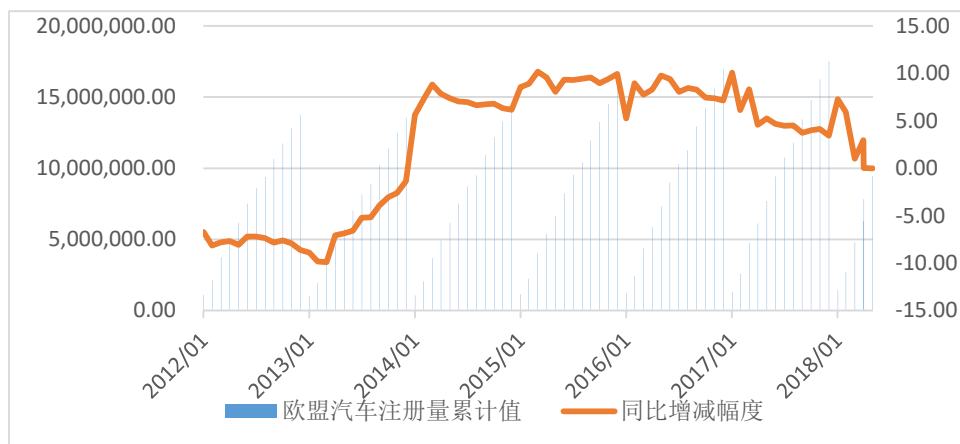
为巩固其在中国市场的地位，丰田正在考虑与中国公司分享其混合动力车辆制造技术和专业知识。

虽然丰田看到了中国混合动力车竞争加剧的局面，但是丰田依然很有自信，认为新兴势力很难追赶其在生产和销售混合动力车方面几十年的经验。

关于其最近在中国的扩展计划，丰田否认并非是出于对美国贸易保护主义政策的担忧，虽然丰田汽车一直以来在泰国等东南亚市场拥有较大的份额，但是在中国的销量一直落后于大众和通用汽车。

## 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

德国联邦经济部日前公布的一份研究报告警告说，如果美国提高进口汽车关税，德国汽车行业将遭受沉重打击。

美国政府威胁把进口汽车关税税率由现行的 2.5% 提升至 25%，这将给德国汽车业造成约 50 亿至 70 亿欧元（1 欧元约合 1.16 美元）损失，将拉低德国国内生产总值约 0.2%。

美国总统特朗普与欧盟委员会主席容克就双边经贸议题展开会谈，双方同意通过谈判降低贸易壁垒、缓解贸易摩擦，并同意暂停加征新关税。

但欧盟专家普遍认为，特朗普和容克达成的协议缺乏实质内容，欧盟只是获得了暂时喘息机会，汽车关税问题并未得到最终解决。

由此对天胶构成中性偏多影响。

## 8. 结论

由于全球宏观经济、金融形势、及天胶市场供需关系依然呈现中性偏空态势，其中天胶供应由于产区气候渐趋适宜而增长，天胶人为调控也由强转弱，致使供应增长不再受人为因素制约，消费需求则由于中下游用胶消费需求平稳，而缓慢平稳增长，因此天胶市场供需关系也呈现多空交织、中性偏空态势，由此对天胶市场供需关系构成中性偏空作用，也导致天胶市场价格延续价位区域波动格局。

后市方面，由于橡胶受多空交织、中性偏空因素影响，沪胶短线可能由于价格偏低、逼近成本线、种植效益薄弱、产胶国频繁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。



## 9 月显著累库，10 月供求平衡

2018 年 10 月 8 日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

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

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

9 月份 PTA 因下游集中减产，加工差压缩，价格回调。基本上，月底加工差至 755 元/吨，累库约 30 万吨，社会库存预计至 100 万吨。

#### ● 后市展望及策略建议

10 月，供应上，PTA 加工差压缩后，促使工厂重新执行检修计划，月均负荷预计下降 5%；需求上，上游成本调整到位后，聚酯及终端纺织负荷有恢复动力，预计月均负荷小幅上升 2%。综合评估后，预计 10 月 PTA 库存供略过于求，累库 5 万吨左右。产业链利润方面，暂估 PX 现货加工差调整至 550 美元/吨，PTA 现货加工差恢复至 1200 元/吨。

操作建议上，10 月 PTA 供求平衡，PTA1901/美原油至 1.95，接近震荡区间底部，产业链总利润空间已相对合理，PTA 估值处于合理略偏低估状态，此处 PTA 价格上下均有一定波段空间，取决于四季度需求情况，但趋势性行情在目前宏观环境或再难出现，10 月建议以 6900-7400 区间震荡操作，或暂观望。跨期价差目前均处于偏高位置，10 月货源并不紧缺，1 月交割尚早，暂以逢高沽空为主。仅供参考。

## 1.PTA

### 1.1 生产与库存

9月PTA负荷持稳，低于前期预估，主要因几套装置检修影响，包括逸盛（宁波）220万吨检修两周、BP石化125万吨检修一周，桐昆嘉兴一期150万吨检修。9月月均负荷持平在87%左右，按30天计，月产量在355万吨附近。

聚酯方面，9月聚酯负荷下降显著，因利润压缩、产销不振。9月聚酯月均负荷在85%附近，环比下降约7%，按30天计，聚酯产量约365万吨，对应PTA需求在315万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，9月份PTA社会库存预计积累约30万吨，期末库存在95万吨附近。

10月份，PTA生产方面，库存快速积累后，压缩PTA现金流，进而刺激PTA工厂检修，寻求PX环节让利，故10月检修安排较多。包括虹港150万吨2周、仪征65万吨2周、三房巷120万吨3周、桐昆嘉兴一期150万吨3周、逸盛（海南）200万吨11天、恒力220万吨2周。据此预估10月PTA月均负荷环比下降5%，至82%，按31天估计，10月产量预计在345万吨。

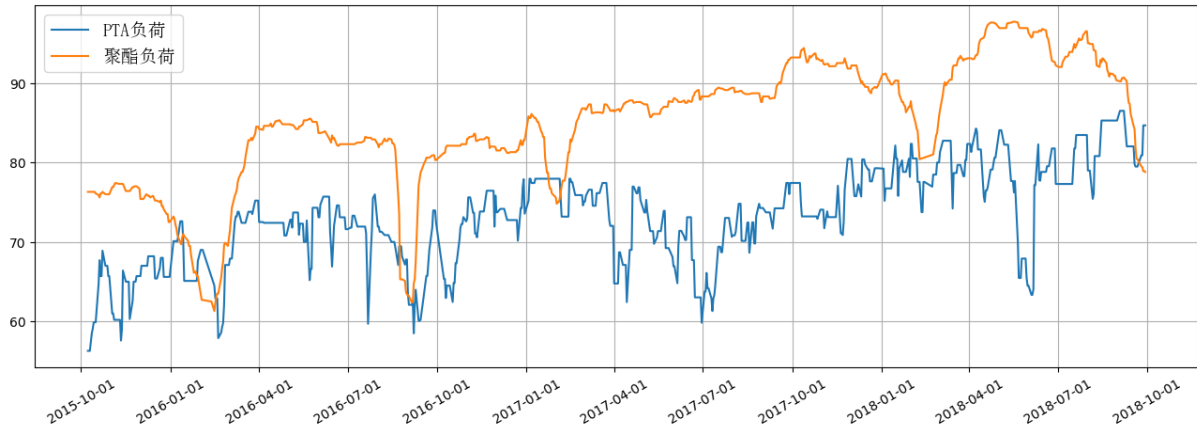
聚酯方面，通过9月减产压缩PTA价格，聚酯产品利润多有恢复，但产销仍显平淡，在终端刚需下做平为主，库存较高，预计10月负荷在终端刚需增多下有所回升，暂估10月月均负荷为87%，按31天计算，10月聚酯产量约在385万吨，对应PTA需求在330万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，10月PTA供略过于求，预计社会库存积累5万吨左右，至100万吨附近。

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	计划 10.17 起检修 2 周
仪征化纤	35	仪征	计划 12.23-1.23 检修
仪征化纤	65	仪征	计划 10.18-11.23 检修
珠海 BP 石化	110	珠海	计划 10 月份检修 2-3 周
三房巷	120	江阴	10.3 起检修 20 天
桐昆嘉兴一期	150	嘉兴	9 月 23 日起停车一个月
恒力	220	大连	10 月或检修 2 周
逸盛（海南）	200	海南	计划 10.21 起检修 2 周

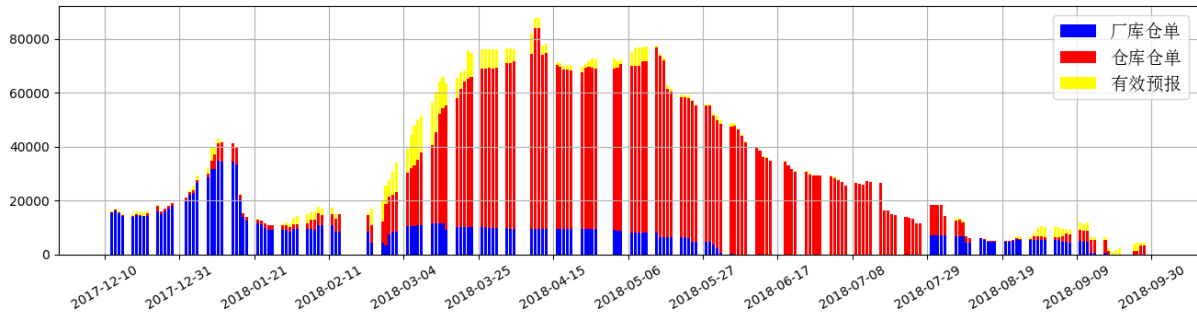
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷回升, 聚酯负荷继续下降



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: 仓单偏少



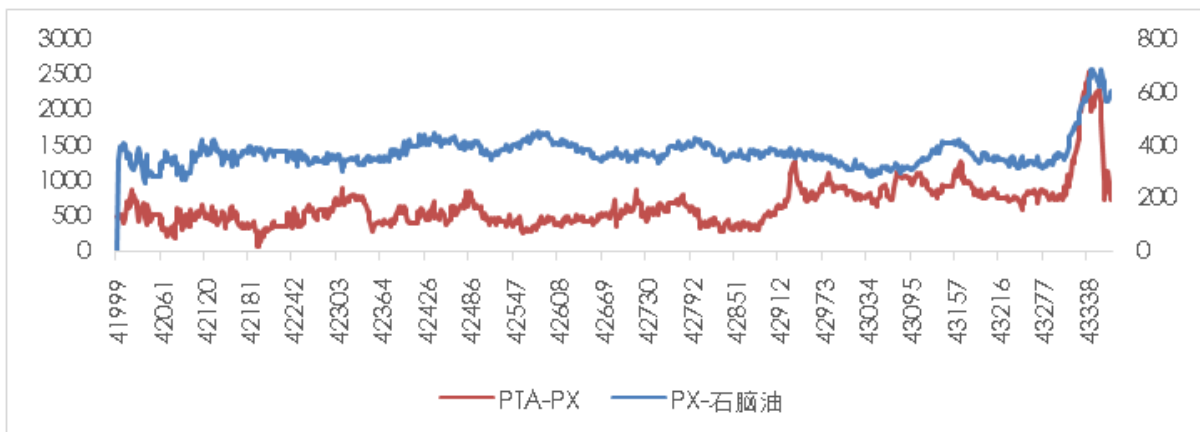
数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

## 1.2 产业链利润方面

9月产业链利润以压缩修复为主,其中PX环节表现强势,9月ACP在1060美元/吨,CFR中国/台湾月均价在1324美元/吨,月均加工差企稳在630美元/吨。PTA有一定压缩,现货月均价在8555元/吨,月均加工差在1400元/吨,环比下降300元/吨,而月底加工差在755元/吨,基本至盈亏平衡线附近。聚酯各产品有所恢复,月均加工差均回升300-400元/吨不等。

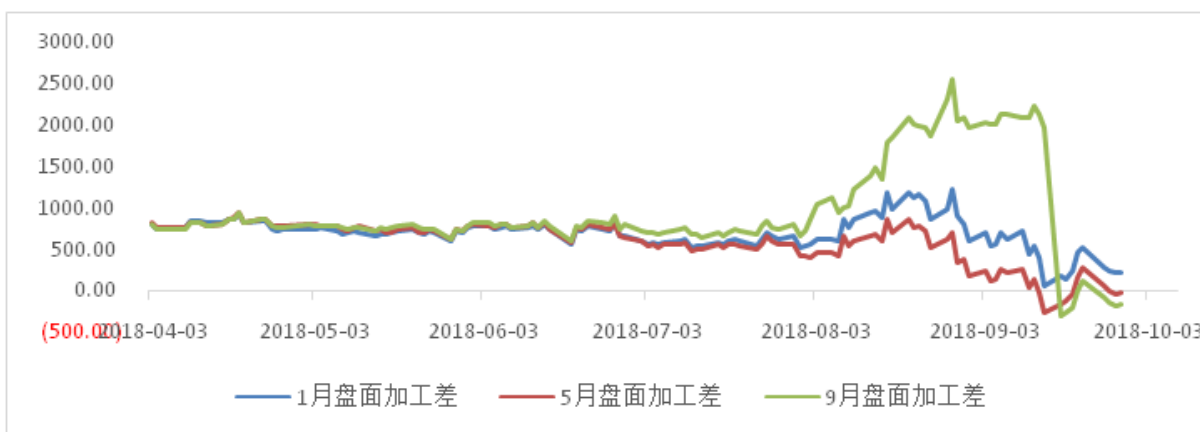
10月份,节前PX的ACP未能谈成,递报盘差距较大,递盘低报盘约50-100美元/吨。10月PTA工厂大量检修,不利PX需求,预计PX加工差有一定压缩,暂估月均至550美元/吨附近。PTA库存积累后,加工差偏低,再度压缩空间不大,同时PTA在10月供求平衡,加之盘面仓单量较少,有利加工差恢复,暂估10月PTA月均加工差在1200元/吨,现货月均价在7500元/吨。

图 3: PX-石脑油小幅回落, PTA 加工差大幅压缩



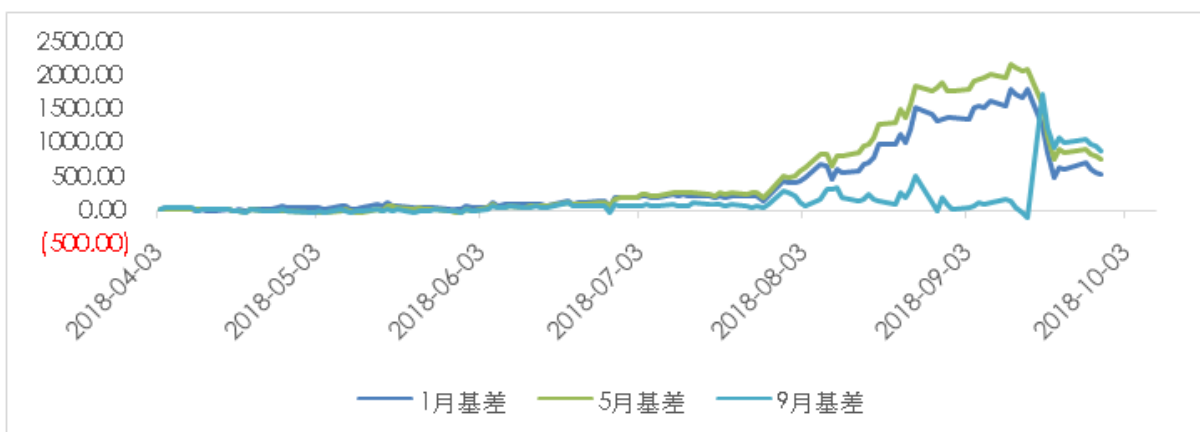
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 盘面加工差偏低



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 基差持稳



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 聚酯

### 2.1 切片

切片方面，价格冲高后大幅下跌，后半月成本端塌陷，加之下游切片纺减产降负，切片买盘持续清淡，价格持续下跌，至月末，半光、有光切片价格分别至 9725 元/吨、9675 元/吨，较 8 月底分别下跌 1150、1125 元/吨左右。

效益有所回升，上半月受聚酯原料高位，切片现金流亏损严重，但下半月随着成本端大幅塌陷，现金流明显改善，但实际销售中高位成交不易，切片成交量多集中在月底低价位，实际工厂当月效益不佳。聚酯半光、有光切片 9 月平均现金流分别为盈利 214 元/吨、158 元/吨，较 8 月份平均现金流分别增加 258、223 元/吨左右。

### 2.2 长丝

长丝方面，9 月，涤丝价格整体弱势下行，因终端集中降负，涤丝产销持续清淡，聚酯成本端塌陷，月底价格较月初低千元左右，但月均价较 8 月高 500 元左右。POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 月均分别在 11784、11725 和 13077 元/吨左右，分别+618、+654 和+544 元/吨。

效益方面，9 月涤丝现金流有所上升，POY150D/48F、FDY150D/96F 和 DTY150D/48F 月均现金流分别在 785、330 和-7.38 元/吨，环比+178、+373 和+310 元/吨。

涤丝产销，9 月国内主流直纺工厂长丝平均产销在 6 成附近，环比下降约 28%。

长丝库存，月末 POY、FDY、DTY 分别在 15 天、19.2 天和 20.2 天，去年同期在 4 天、8.2 天、13.6 天。远高于去年同期。

### 2.3 瓶片

瓶片方面，9 月上游聚酯原料成本回落，聚酯瓶片市场现货价格逐步跟跌。内销市场，月底价格较月初低约 2000 元/吨，但 9 月月均价在 10593 元/吨，环比高 700 元/吨。外销市场，华东工厂商谈区间从 1345-1370 美元/吨 FOB 上海港附近回落至至 1280-1300 美元/吨 FOB 上海港附近。

效益方面，现金流略有回升，内盘月均加工差在 677 元/吨，环比增 30 元/吨，略有好转，但仍亏损。

### 2.4 短纤

短纤方面，需求走淡，成本塌陷，价格快速走弱，9 月底价格在 10660 元/吨左右，较月初低 900 元/吨，月均价在 11160 元/吨，环比增 600 元/吨。

效益方面，涤短 9 月月均成本提高了 363 元/吨，而涤短月均价涨了 600 元/吨左右，9 月涤短月均加工差环比增 400 元/吨。

库存方面，9 月底库存在 10.5 天左右，去年同期在 4.8 天，显著高于去年同期。

### 2.5 展望

10 月 PX 加工差预计随 PTA 减产而有一定压缩，按 ACP 递报盘差估计有望回调至 550 美元/吨，PTA 加工差 9 月已回调到位，而大量 PTA 工厂减产或促使 PTA 加工差回升，暂估 1200

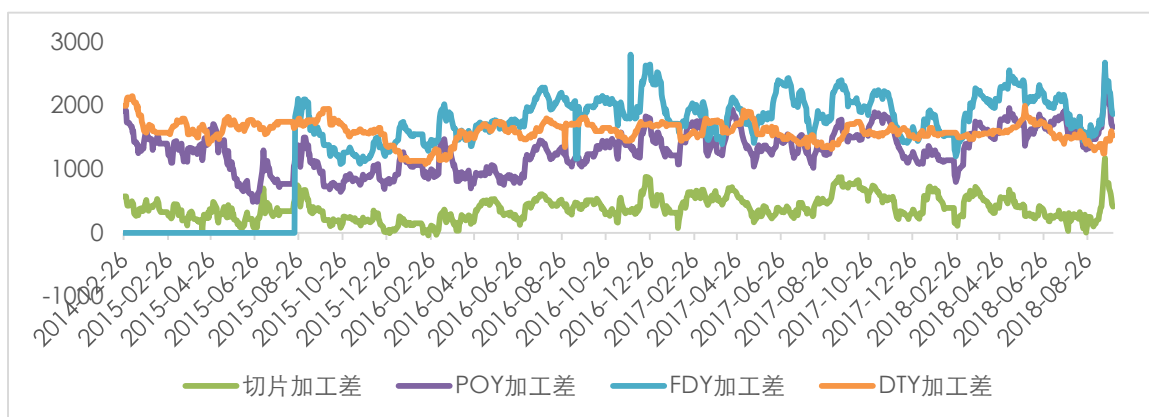
元/吨，据此，PTA 现货价格或在 7500 元/吨左右。

切片纺开工率节后存在回升预期，有利切片需求，价格或有企稳小幅反弹可能，但仍需确定实际恢复情况，国庆节中恢复尚可。

涤丝负荷预计在利润恢复后有所回升，10 月终端纺织有外贸圣诞订单，利于产销恢复，内贸方面，9 月聚酯成本变动较大，多数订单后移，10 月在成本企稳下预计有所恢复。10 月涤丝库存有望去化，价格及加工差有企稳回升可能。

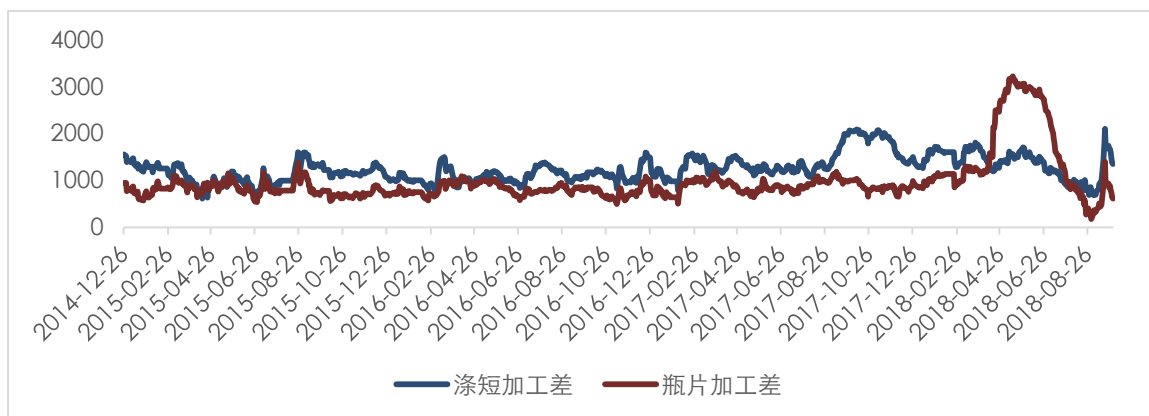
涤短方面，9 月纱厂多以观望为主，采购偏少，随聚酯成本调整到位，有利需求恢复，刺激集中采购出现，消化涤短库存，促使价格企稳回升。

图 6：切片、POY、FDY、DTY 加工差有所回升



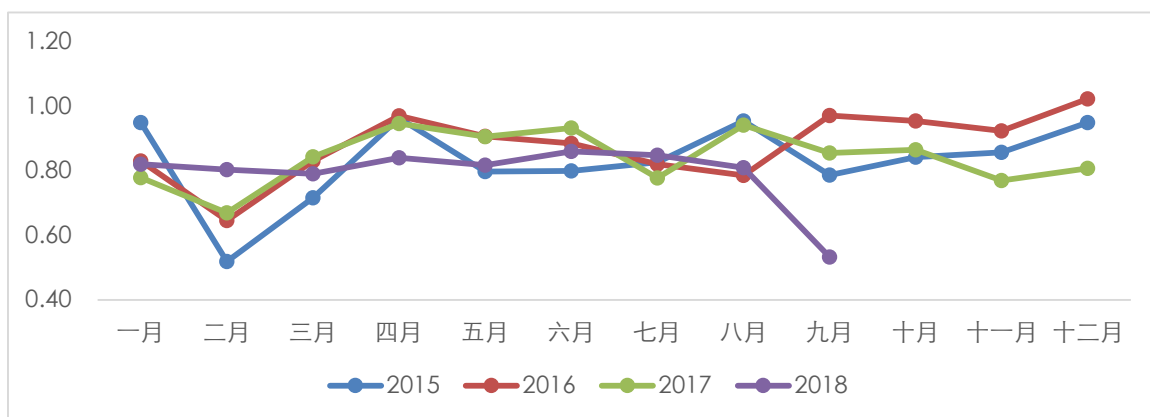
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：瓶片及涤短加工差有所回升



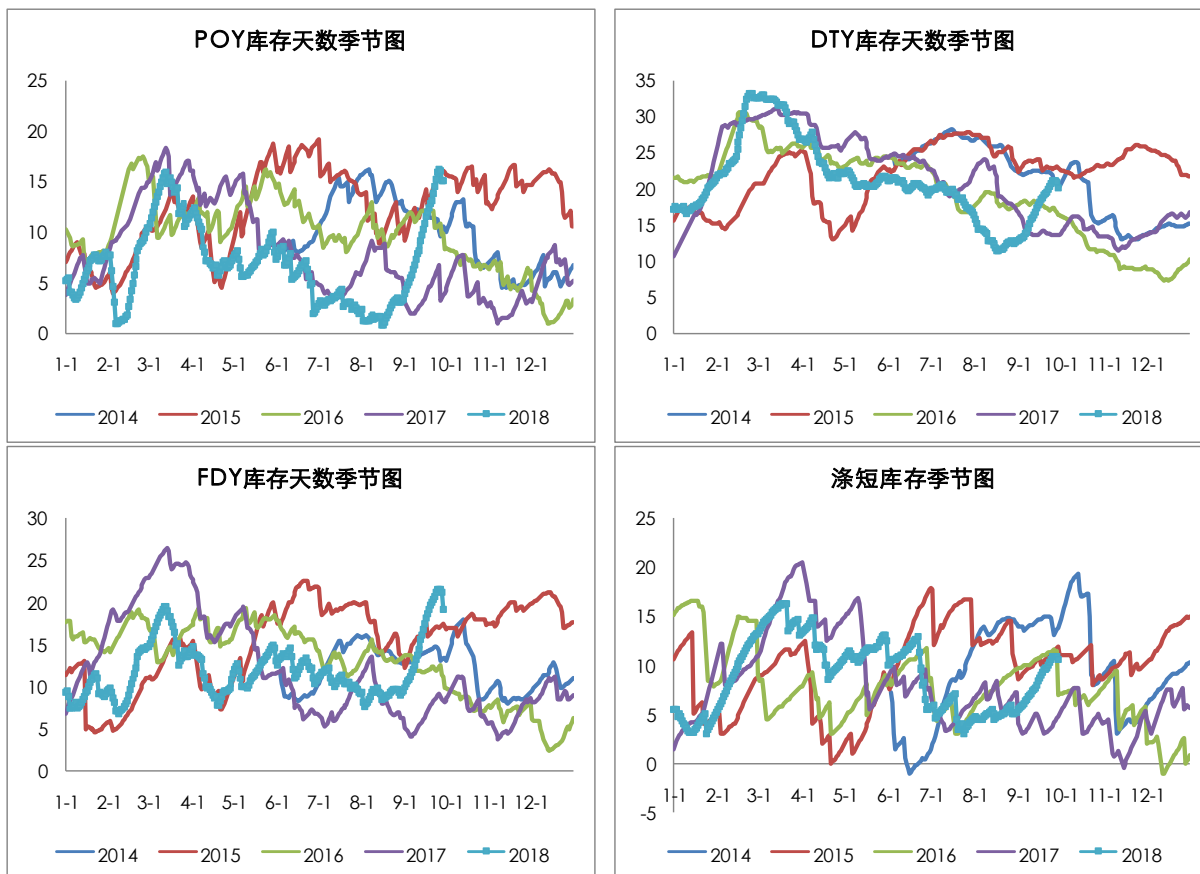
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8: 涤丝 9 月月均产销偏弱



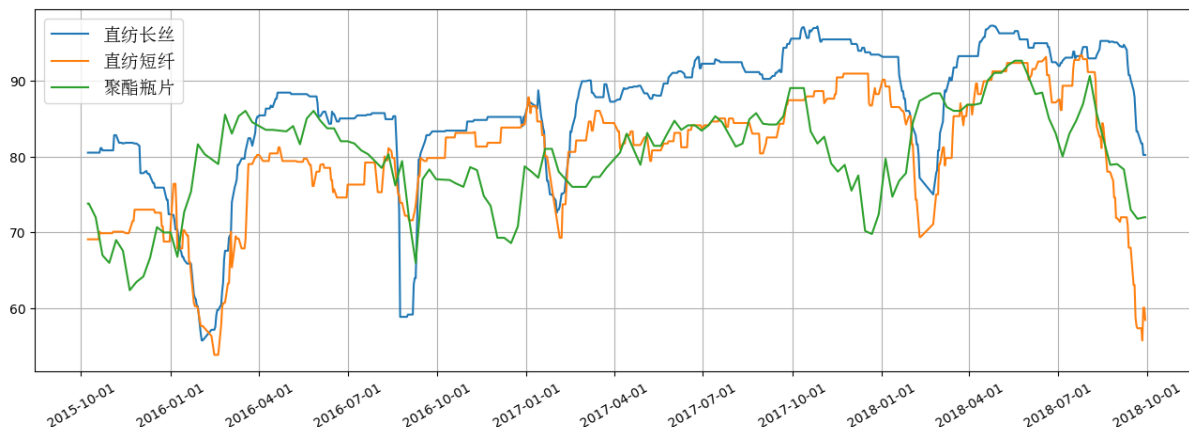
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 9: POY、FDY、DTY、涤短库存同比偏高



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 10：长丝负荷继续走低，涤短有所回升，瓶片企稳



数据来源：CCF，兴证期货研发部

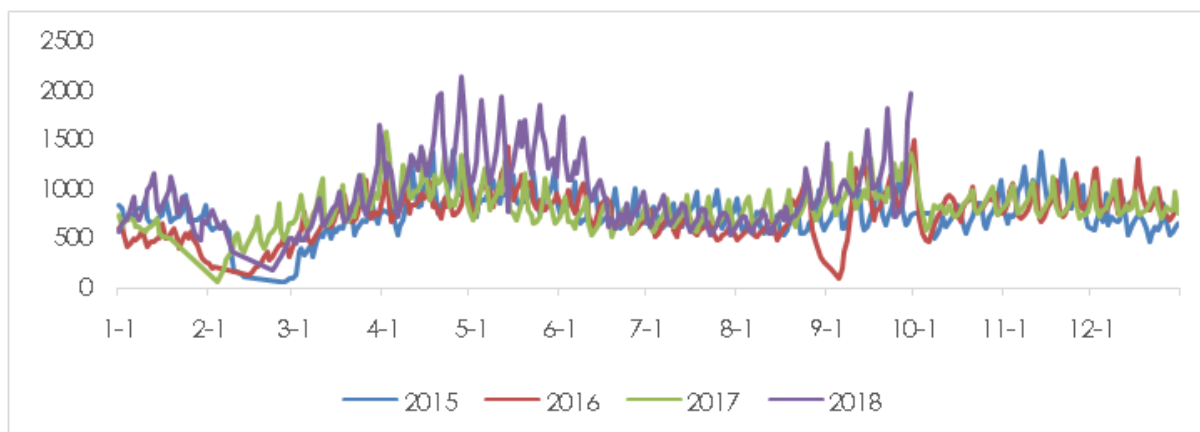
### 3.终端

9月，终端各品种负荷稳中有弱，主要因上游高价，订单商谈苦难，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 65%、59%、63%、30%、37%、45%、76%，环比下降 5-15%不等。

轻纺城数据来看，9月坯布显著回暖，9月轻纺城成交总量平均在 1153 万米/天，环比上升 400 万米/天左右，同比上升 100 万米/天左右，化纤布成交平均在 787 万米/天左右，环比上升 200 万米/天左右，旺季特征明显。

终端坯布库存 9 月积累较多，月底在 29 天左右，环比上升 1.5 天，去年同期在 26 天。

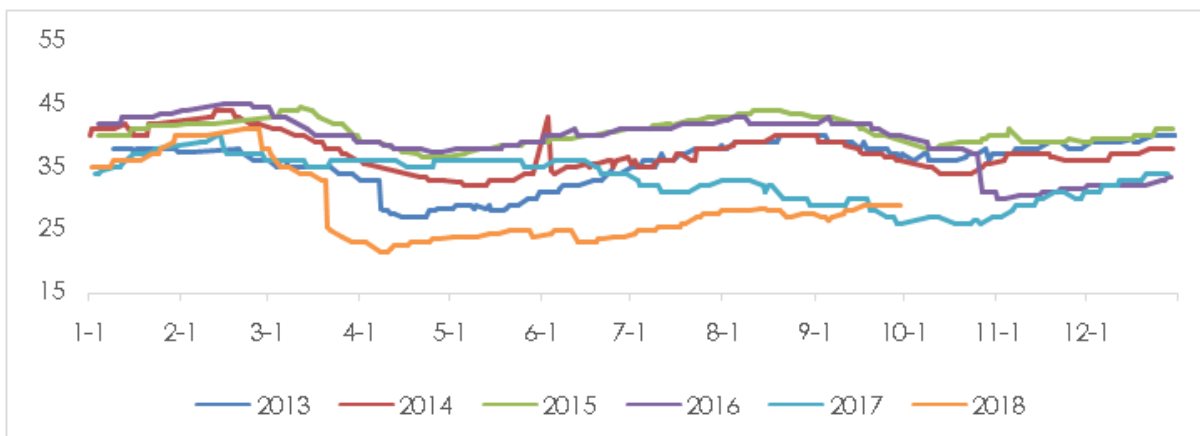
图 11：轻纺城成交显著放量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

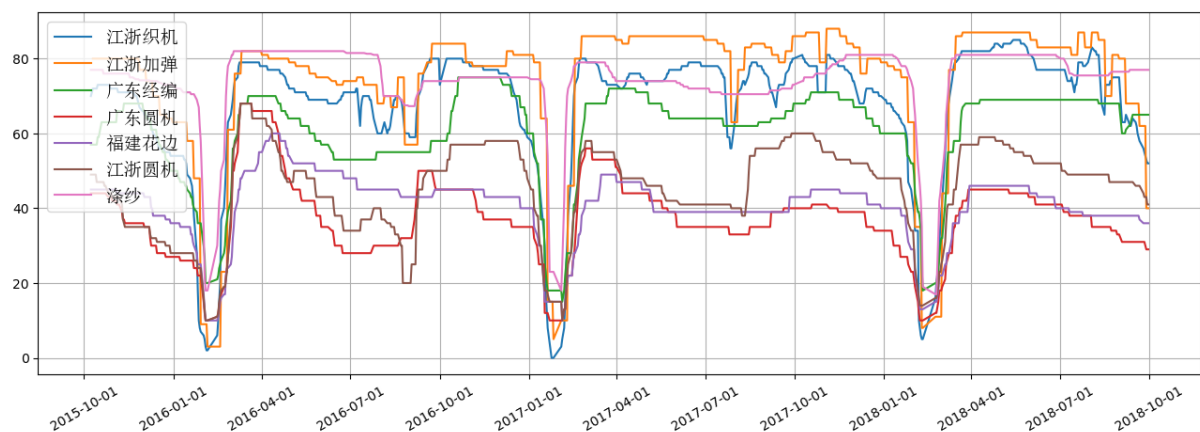


图 12: 坯布库存走升, 高于去年



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

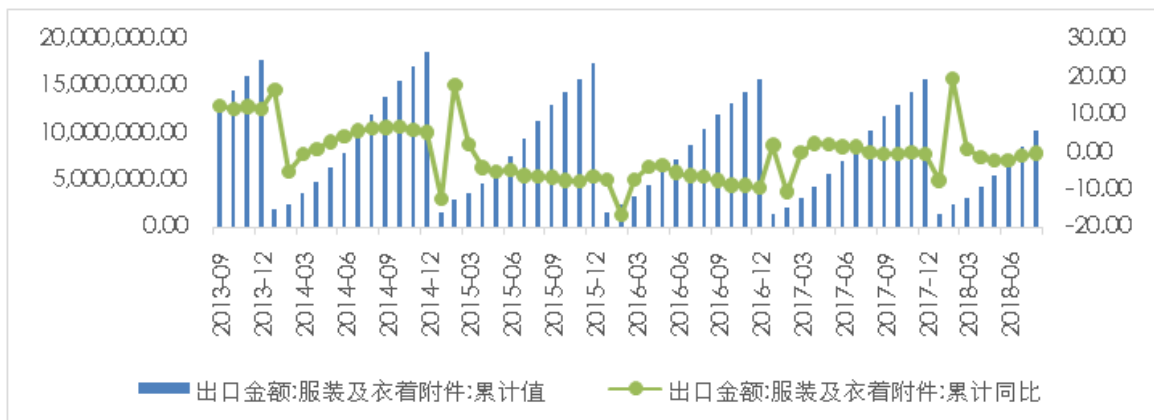
图 13: 9月终端负荷走弱

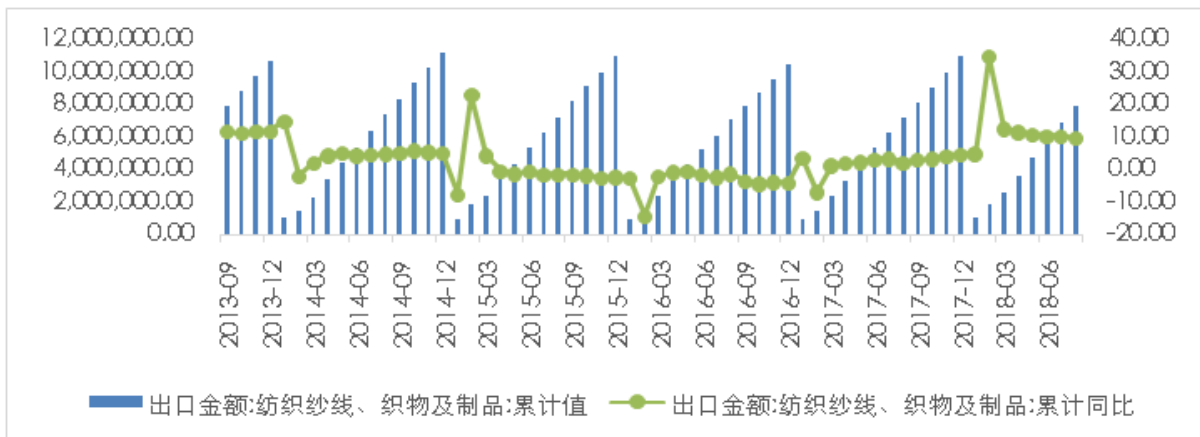


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-8 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 7873510 万美元, 累计同比 9.5%, 去年同期在 2.0%。累计出口服装及衣着附件 10266500 万美元, 累计同比在-0.3%, 去年同期在 0.0%。

图 14: 纺织品出口

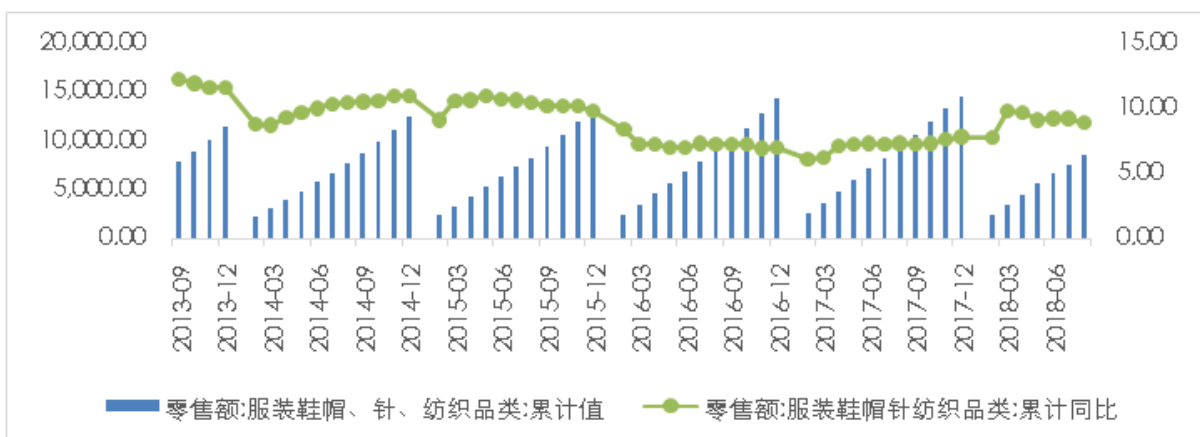
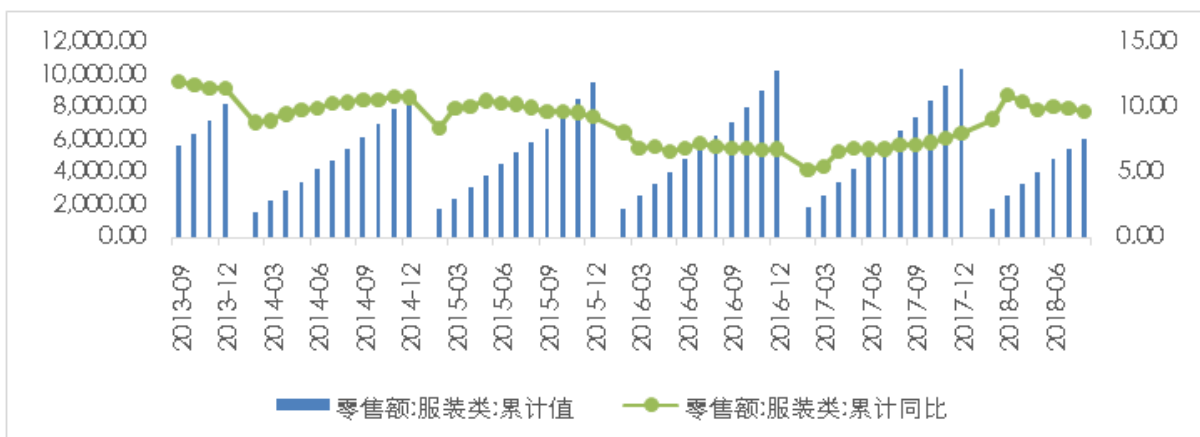




数据来源：Wind，兴证期货研发部

内需方面，2018年1-8月，限额以上服装类商品零售总额累计值在6102.5亿元，累计同比在9.7%，去年同期在7.1%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在8521.2亿元，累计同比在8.9%，去年同期在7.30%。

图 15：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

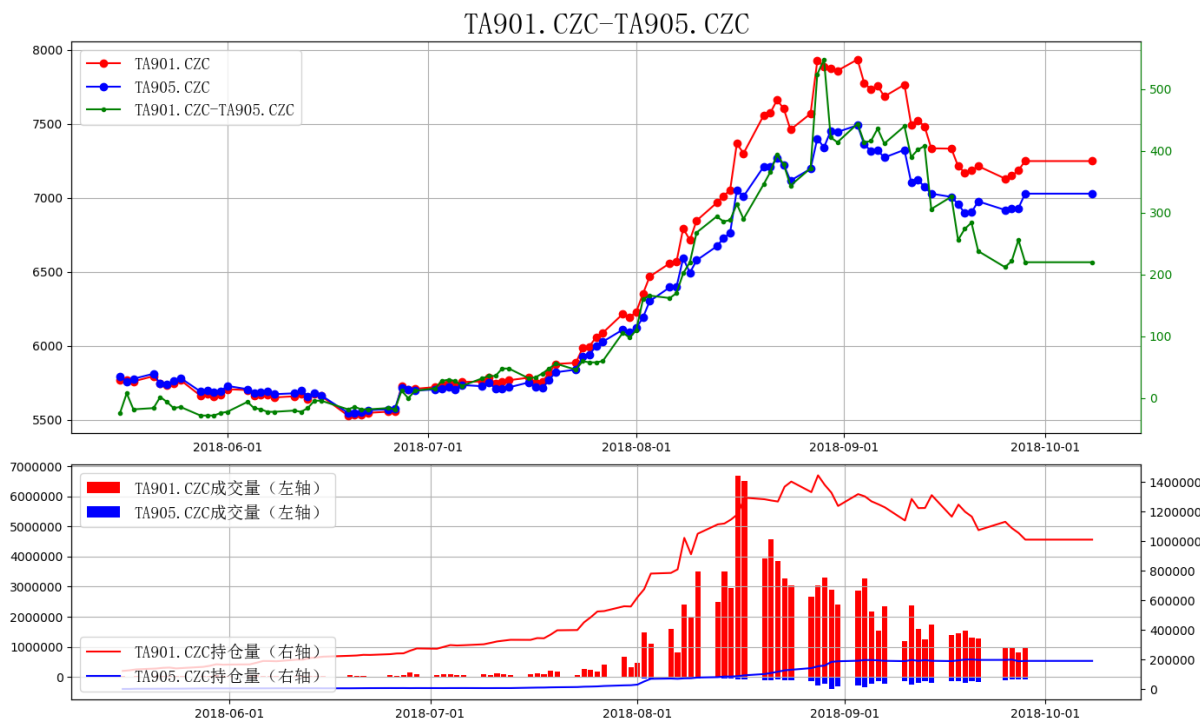
## 4.操作建议

9 月份 PTA 因下游集中减产，加工差压缩，价格回调。基本上，月底加工差至 755 元/吨，累库约 30 万吨，社会库存预计至 100 万吨。

10 月，供应上，PTA 加工差压缩后，促使工厂重新执行检修计划，月均负荷预计下降 5%；需求上，上游成本调整到位后，聚酯及终端纺织负荷有恢复动力，预计月均负荷小幅上升 2%。综合评估后，预计 10 月 PTA 库存供略过于求，累库 5 万吨左右。产业链利润方面，暂估 PX 现货加工差调整至 550 美元/吨，PTA 现货加工差恢复至 1200 元/吨。

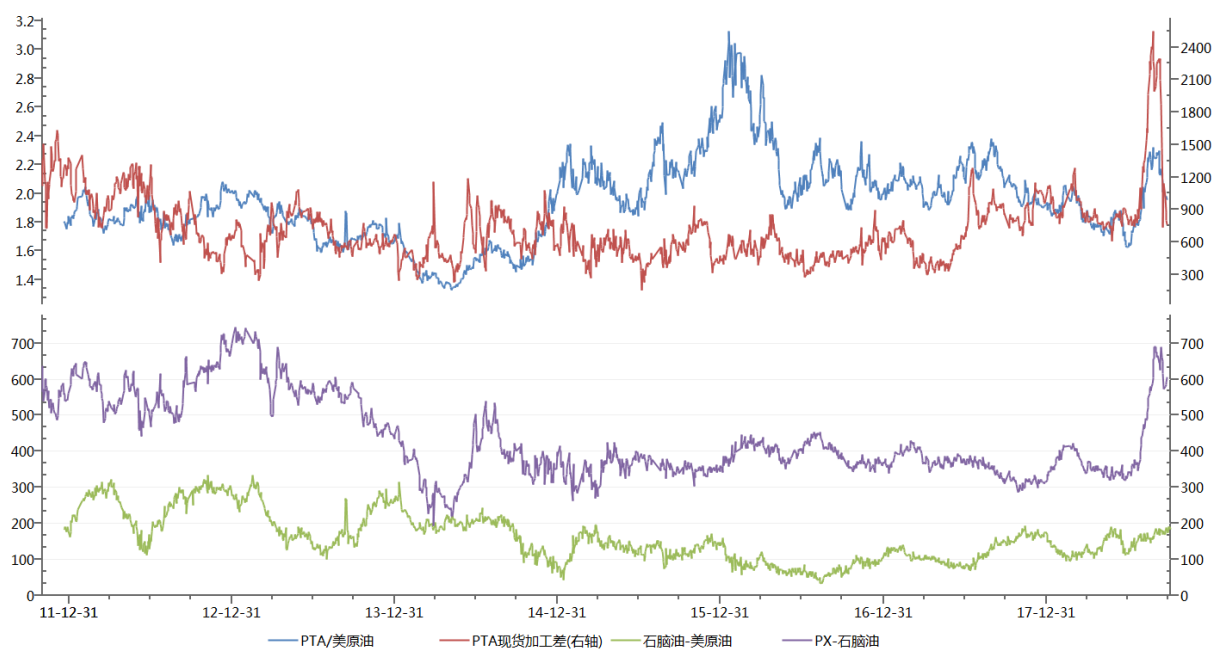
操作建议上，10 月 PTA 供求平衡，PTA1901/美原油至 1.95，接近震荡区间底部，产业链总利润空间已相对合理，PTA 估值处于合理略偏低估状态，此处 PTA 价格上下均有一定波段空间，取决于四季度需求情况，但趋势性行情在目前宏观环境或再难出现，10 月建议以 6900-7400 区间震荡操作，或暂观望。跨期价差目前均处于偏高位置，10 月货源并不紧缺，1 月交割尚早，暂以逢高沽空为主。仅供参考。

图 16: 1-5 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: 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

## 短期或继续反弹

2018年10月8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

假期受巴西雷亚尔升值影响，美糖有所反弹。国内方面，从基本面看，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。预计榨季末期也就是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，短期糖价可能继续反弹，操作上建议暂时观望。

## 1.行情回顾

郑糖短期或继续反弹，国外方面，美糖走出V型反转。

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 巴西中南部地区甘蔗单产下降

9月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 3851.1 万吨，同比减少 15.31%。生产方面，产糖 214.7 万吨，同比下降 31.57%，产乙醇 22.57 亿升，同比增加 6.86%。甘蔗制糖与制乙醇比为 37.27%：62.73%，去年同期为 47.98%：52.02%，甘蔗制糖比继续维持在一个较低的水平。

9月上半月，巴西中南部地区甘蔗含糖率 ATR 为 156.97kg/t，同比上涨 4.01%，维持同比增加的趋势。CTC 数据显示，9月上半月巴西中南部地区甘蔗的单产为 70.73 吨/公顷，去年同期为 77.87 吨/公顷，同比下降 9.16%。继 8 月份之后，9月上半月巴西中南部甘蔗的单产继续下滑，可能是受前期的干旱天气以及甘蔗老龄化的影响。本榨季截止 8 月底，巴西中南部地区甘蔗的平均单产为 78.44 吨/公顷，去年同期为 81.20 吨/公顷。

干旱使得糖厂的收榨进度快于往年同期，因此糖厂的收榨可能会提前。另外干旱叠加甘蔗老龄化使得单产降低，糖厂也有意提前收榨以减少损失 Unica 的调查显示，受访中有 20% 的糖厂表示会在 1 至 3 个月内收榨，这可能会使得本榨季的产量减少。

图 1：巴西中南部双周甘蔗压榨量（吨）

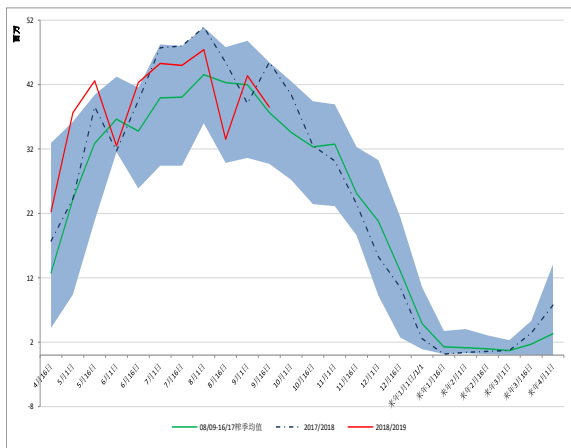
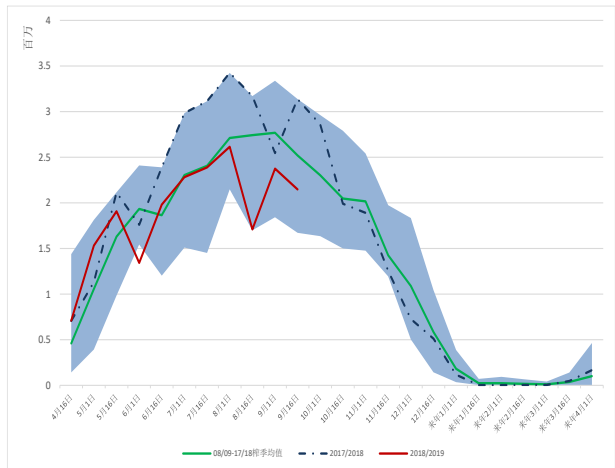


图 2：巴西中南部双周产糖量（吨）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 3：巴西中南部双周甘蔗 ATR (kg/t)

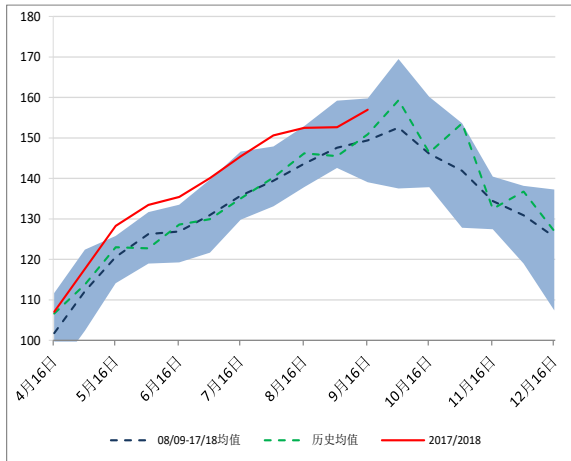
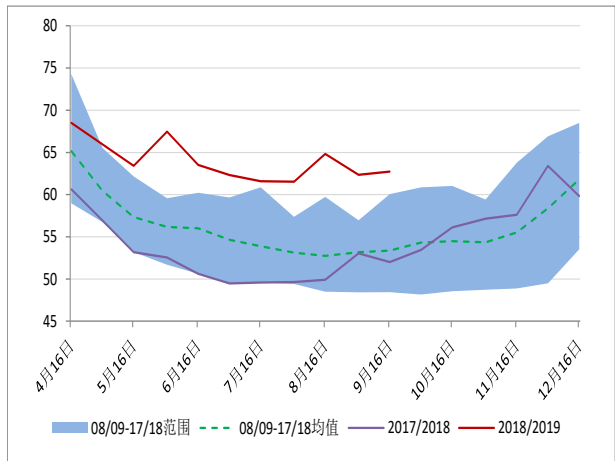
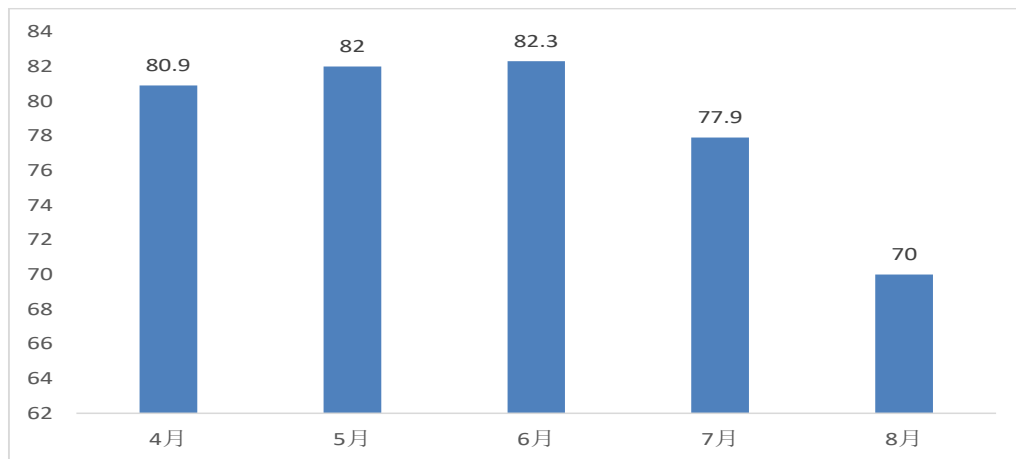


图 4：巴西中南部双周甘蔗制乙醇比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 巴西中南部双周甘蔗单产 (吨/公顷)



数据来源: Unica, 兴证期货研发部

## 2.2 巴西乙醇汽油比维持低位, 乙醇销量较好

9月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 3851.1 万吨, 同比减少 15.31%。生产方面, 产糖 214.7 万吨, 同比下降 31.57%, 产乙醇 22.57 亿升, 同比增加 6.86%。甘蔗制糖与制乙醇比为 37.27%: 62.73%, 去年同期为 47.98

巴西中南部地区乙醇汽油比继续维持低位, 并且远低于 0.7 的替代比例, 乙醇相对于汽油继续保持较高的竞争力, 乙醇产销维持高位。9月上半月, 巴西中南部地区产乙醇 22.57 亿升, 同比增加 6.86%, 其中产无水乙醇 6.97 亿升, 同比减少 21.44%, 产含水乙醇 15.6 亿升, 同比增加 27.34%。9月上半月中南部的乙醇销量为 139.7 万立方米, 同比增加 26.53%, 其中无水乙醇销量 37.9 万立方米, 同比减少 11.44%, 含水乙醇销量 101.8 万立方米, 同比增加 50.56%。

图 6: 巴西中南部加油站乙醇汽油比

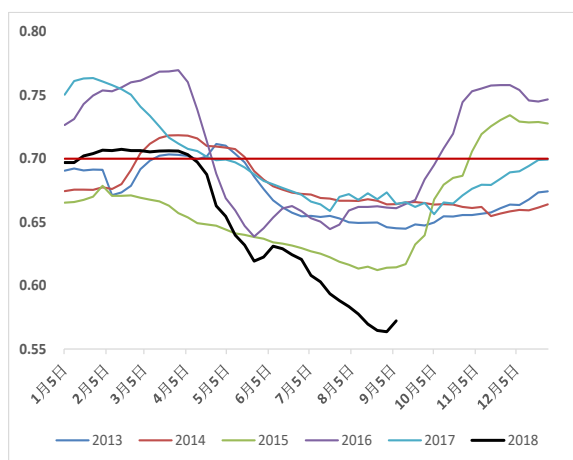
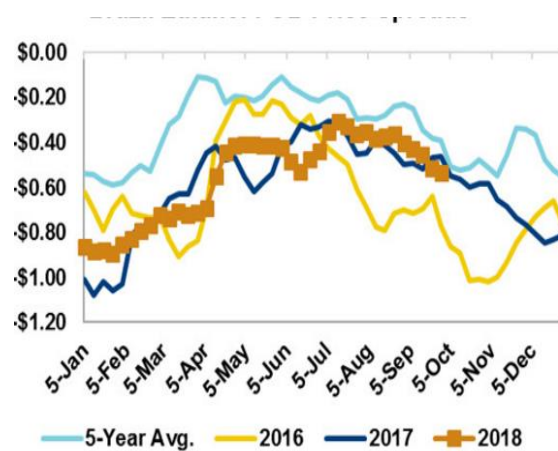


图 7: 美国 Gulf 与巴西 Santos 乙醇 FOB 价差



数据来源: Unica, 兴证期货研发部



## 2.3 印度补贴食糖业鼓励出口

据报道，印度政府周三批准了糖业 450 亿卢比的援助计划，其中包括向甘蔗种植者提供两倍以上生产援助，以及向糖厂提供运输补贴，以便在 2018-19 年度出口多达 500 万吨糖。这是政府继去年 6 月宣布 850 亿卢比的财政支援后，第二轮为制糖业纾困的金融计划。食品部建议将 18-19 年度对蔗农的补贴从今年的 55 卢比/吨提高至 138.8 卢比，以抵消甘蔗成本。另外还建议通过补贴国内运输、货运、装卸和其他费用的支出，帮助制糖厂在 2018-19 年度完成最低指示性出口配额(MIEQ)下 500 万吨的糖出口。

## 3. 国内基本面分析

### 3.1 库存同比持平

8 月广西销糖 58.6 万吨，同比略减 2.33%，截至 8 月底广西累计销糖 488.40 万吨，同比增加 11.76%，销糖率 81.06%，同比减少 1.47%，截至 8 月底，广西新增库存 114.1 万吨，同比增加 23.35%。全国方面，8 月全国销糖 128.56 万吨，同比增加 5.11%，截至 8 月底累计销售食糖 889.53 万吨，同比增加 12.96%，销糖率 86.28%，同比增加 1.5%，截至 8 月底新增库存 141.51 万吨，同比增加 0.13%。

图 1: 广西销量

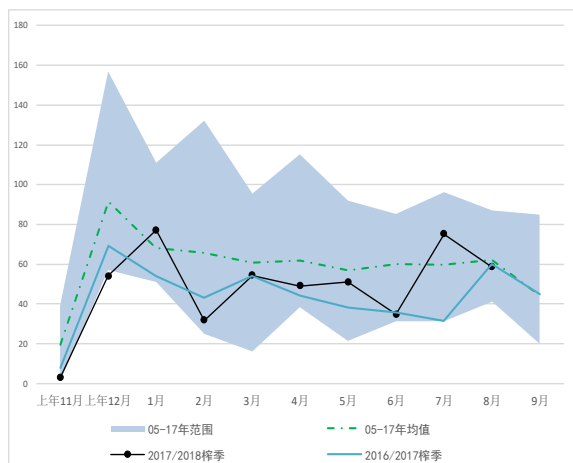
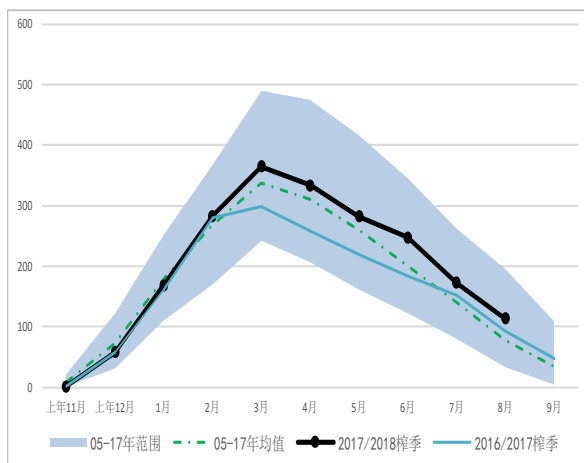


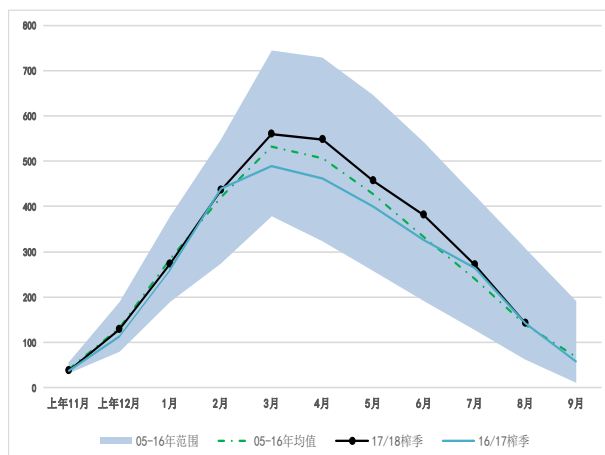
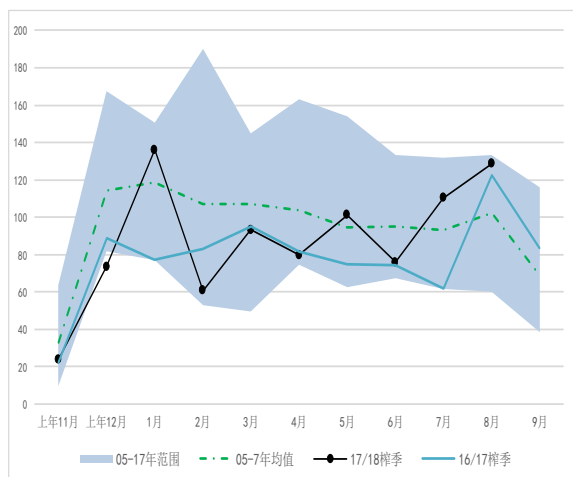
图 2: 广西新增库存



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 北方甜菜糖厂陆续开榨

北方甜菜糖将陆续开榨。据天下粮仓初步统计，本榨季内蒙地区将有 13 家糖厂开榨生产，其中有 4 家新增糖厂，另外还有 2 家新增糖厂将在下榨季投产。因有 4 家新投产糖厂，内蒙地区甜菜糖产量将有所增加，产能将达到 65500 吨/日。而新疆新增糖厂有限，本榨季新疆地区有 15 家糖厂开榨生产，产能为 55200 吨/日。

据报道，内蒙地区部分糖厂开榨时间较上榨季有提前 7-10 天。提前开榨可能会损失部分，但是也能避开低温天气。本榨季内蒙和新疆将在 9 月底至 10 月初之间全部开榨，其中密集开榨时间位于 9 月 26 日-10 月 5 日之间，两地预计共收购甜菜 1103 万吨，预计产糖 139.46 万吨。其中内蒙地区预计收购甜菜糖 656 万吨，预计产糖量在 86.1 万吨左右，较 2017/18 榨季 47.6 万吨增加 38.5 万吨，增幅为 80.88%；预计新疆地区收购甜菜 447 万吨，产糖 53.36 万吨，较 2017/18 榨季的 48.82 万吨增加 4.54 万吨，增幅为 8.51%。

### 3.3 关注郑糖反弹力度

台风利多落空，但库存偏少现货报价坚挺，节前郑糖有所反弹。

从基本面看，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 9 月份销量维持目前的趋势的话，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。

从周期的角度看，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，糖价会在成本附近震荡，并不会超跌太多。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，但是糖价会在下榨季的成本获得支撑。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。

虽然消息面上比较平淡，但是从时间节点以及价格水平来看，我们认为行情进入关键期，郑糖短期或继续反弹。

## 4.总结

假期受巴西雷亚尔升值影响，美糖有所反弹。国内方面，从基本面看，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。预计榨季末期也就是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，短期糖价可能继续反弹，操作上建议暂时观望。

## 新玉米上市，稳中偏弱

2018年10月8日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

上月玉米、玉米淀粉期货价格震荡下跌。现货市场玉米、玉米淀粉价格先扬后抑。

前半月受天气炒作、减产预期影响，玉米价格提振上涨，下旬华北、黄淮新玉米陆续上市，玉米供应增多，现货价格走弱。截至9月28日，临储玉米总投放量达到1.96亿吨，拍卖总成交量8647万吨，拍卖成交率及成交溢价继续维持高位。

上月山东、河北以及东北地区因各种原因，企业停机检修时有发生，月末华东华北企业检修基本完毕，开机率逐渐回升。东北淀粉企业正在执行的前期订单较多，淀粉库存继续下降，库存压力较小。

#### ● 后市展望及策略建议

十月新玉米批量上市，拍卖玉米成交量总体较高，后期玉米供应较为宽松。下游方面，非洲猪瘟疫情导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业开机总体处于恢复中，需求较为一般。预计近期玉米价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望。

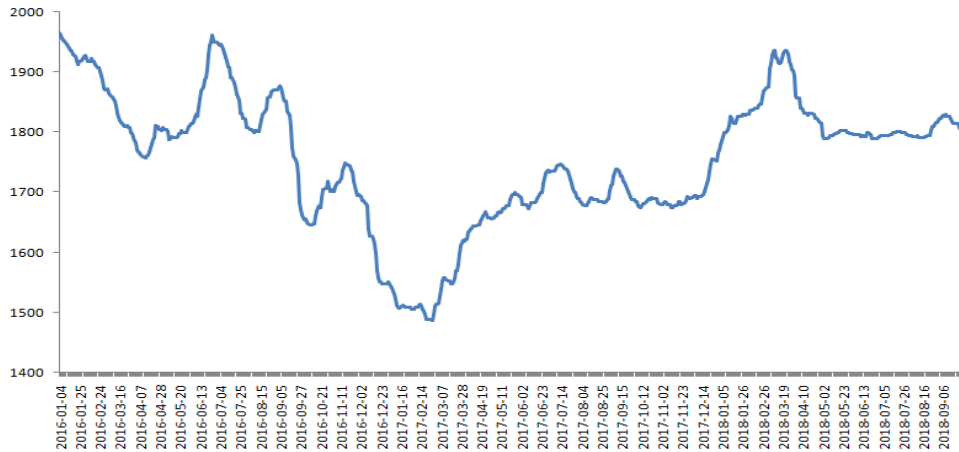
随着十月新玉米季节性供应增多，压制淀粉价格，节后淀粉下游需求暂时较为清淡，淀粉价格或将小幅下跌，但是由于环保政策的趋于严格，后期开机情况可能受到影响，且目前淀粉库存压力较小，对于淀粉价格底部形成支撑，淀粉下行空间有限。预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱为主，建议暂时观望，仅供参考。

## 1.玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格先扬后抑，前半月受天气炒作、减产预期影响，玉米价格得以提振上涨，后半月华北黄淮地区新玉米陆续上市，供应增加，且下游养殖需求偏弱，深加工需求一般，玉米现货价格随之回落。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）

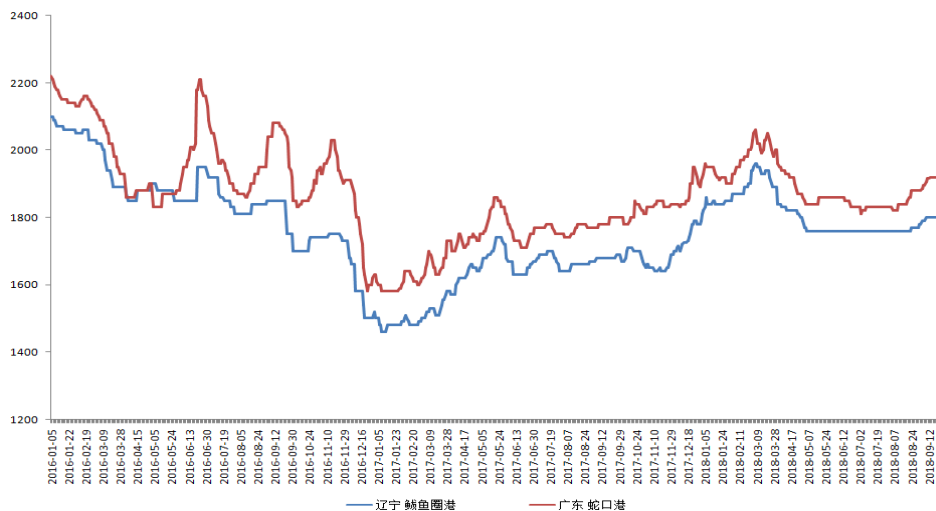


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.2 港口玉米价格

9月3日广东港口玉米价格1880元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1780元/吨，南北港口价差100元/吨，截至9月27日，广东港口玉米价格上涨至1930元/吨，鲅鱼圈港玉米价格上涨至1800元/吨，南北港口价差130元/吨，南北港口价差扩大30元/吨。

图 2：南北港口玉米价格走势（元/吨）

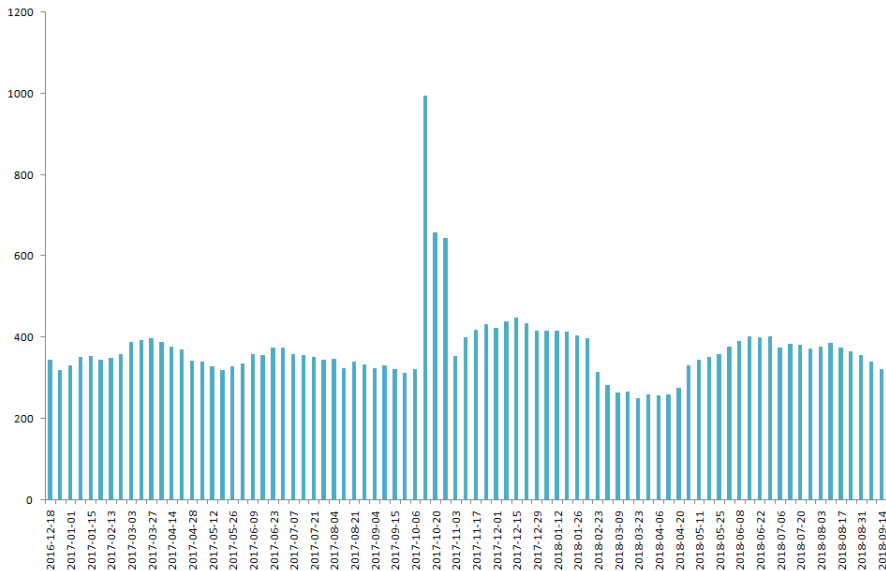


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.3 港口玉米供需情况

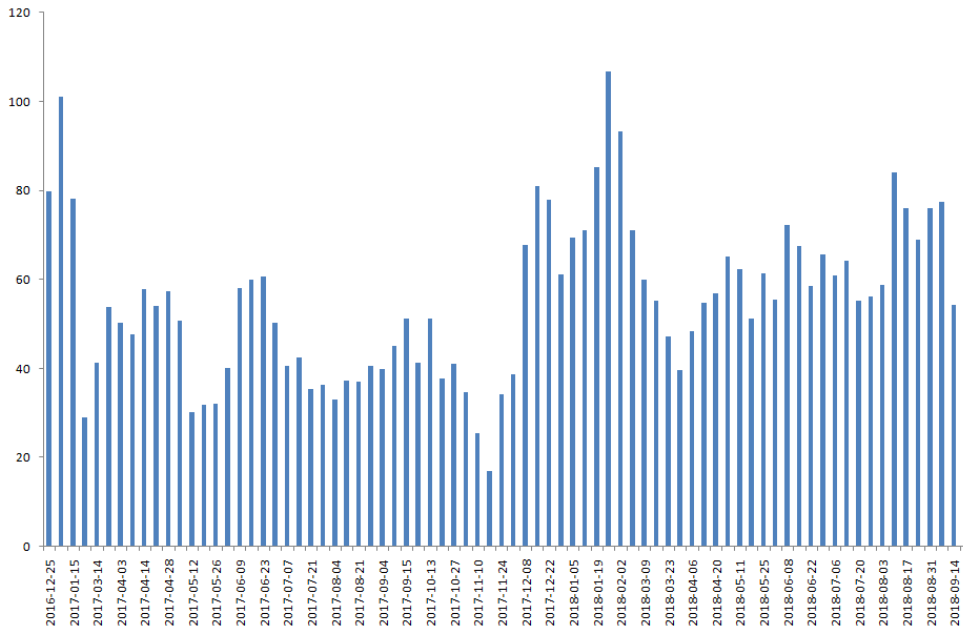
港口库存方面，上月北方港口库存下降，南方港口库存先降后增，总体呈下降趋势。北方港口库存月末比月初下降 45.4 万吨，锦州港库存下降 20.2 万吨，鲅鱼圈下降 18 万吨，北良港下降 3.2 万吨，大窑湾下降 4 万吨；南方港口库存月末比月初下降 1.2 万吨。

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）

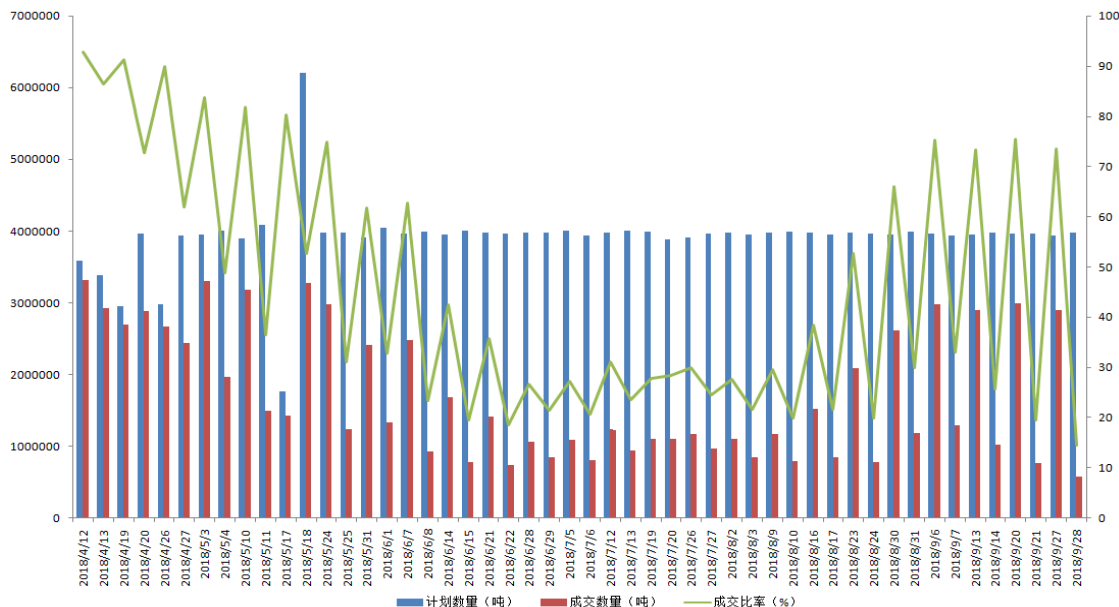


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.4 临储玉米拍卖

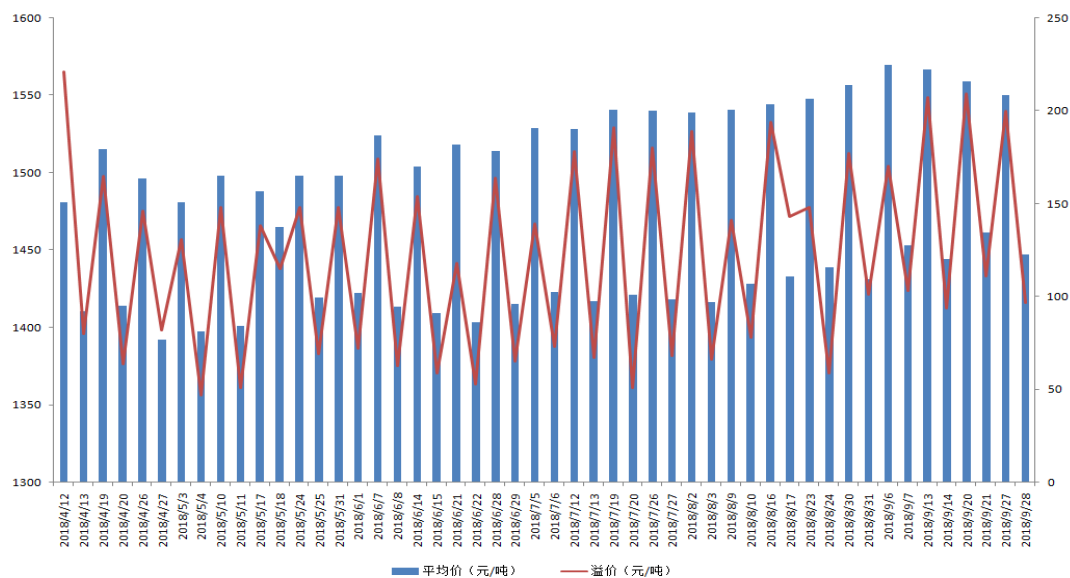
临储玉米拍卖常态化进行中，截至9月28日，总投放量达到1.96亿吨，拍卖总成交量8647万吨，由于市场炒作减产预期，拍卖成交率及成交溢价继续维持高位，拍卖玉米成交量总体较高，后期供应较为宽松。

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

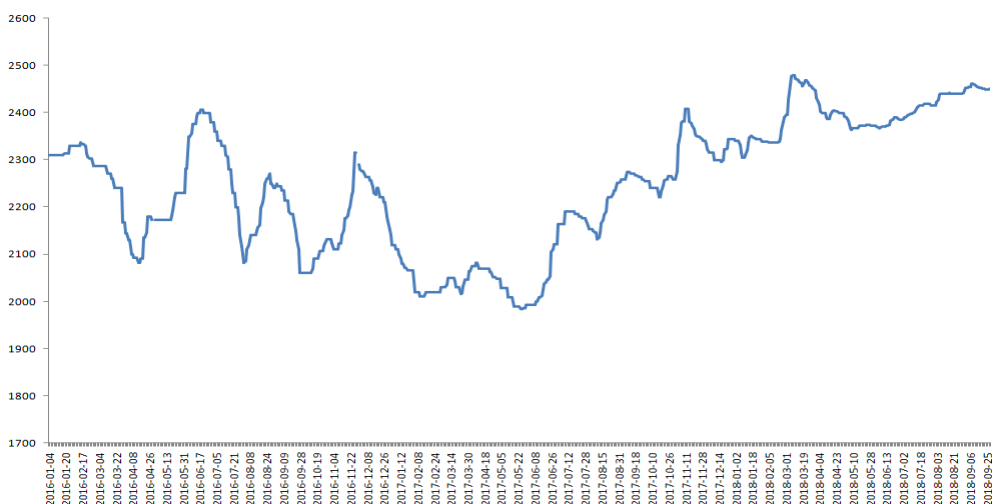
上月下旬华北、黄淮新玉米陆续上市，玉米供应增多，现货价格走弱。截至9月28日，临储玉米总投放量达到1.96亿吨，拍卖总成交量8647万吨，拍卖成交率及成交溢价继续维持高位，拍卖玉米成交量总体较高，后期供应较为宽松。下游方面，非洲猪瘟疫情导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业开机总体处于恢复中，需求较为一般。随着十月新玉米批量上市，玉米供应将持续增多，预计近期玉米价格以震荡偏弱行情为主。

## 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先扬后抑。前半月受玉米价格上涨以及下游节前备货影响，淀粉价格稳中上涨，后半月下游企业备货结束，临近新玉米批量上市，下游企业采购谨慎，新增订单减少，淀粉价格回落。

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70.13%，月末开机率71.63%，淀粉企业开机率上升1.5%，开机率先降后升，总体回升，上月山东、河北以及东北地区因各种原因，企业停机检修时有发生，月末华东华北企业检修基本完毕，开机率逐渐回升。



图 8：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

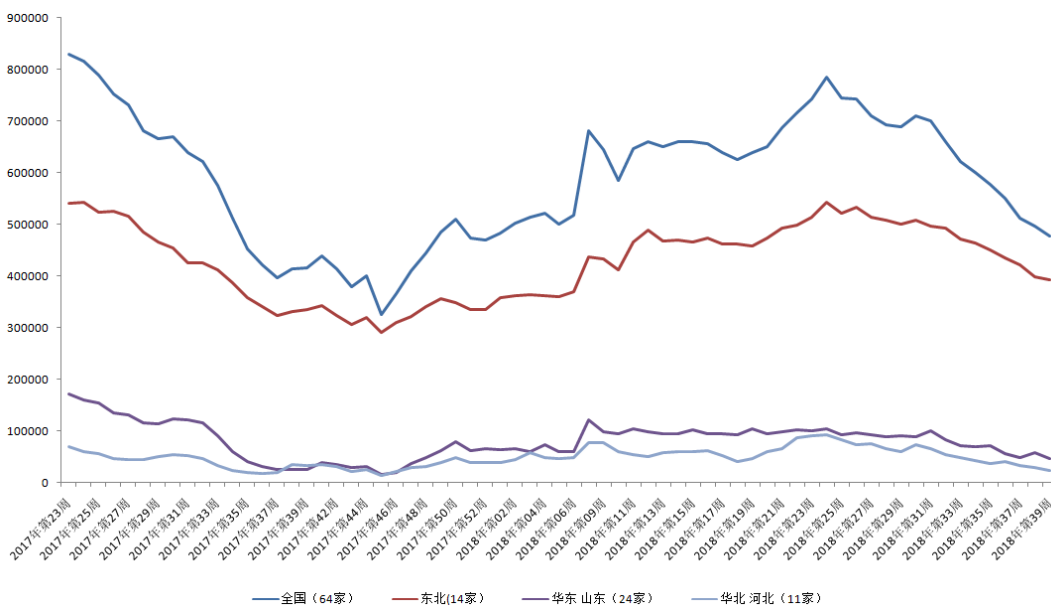


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 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 550600 吨，月末玉米淀粉库存总量 477300 吨，库存下降 13.31%，库存继续下降。上月山东、河北、东北等地部分厂家停机检修，东北淀粉企业正在执行的前期订单较多，淀粉库存继续下降，库存压力较小。

图 9：64 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计 (单位：吨)

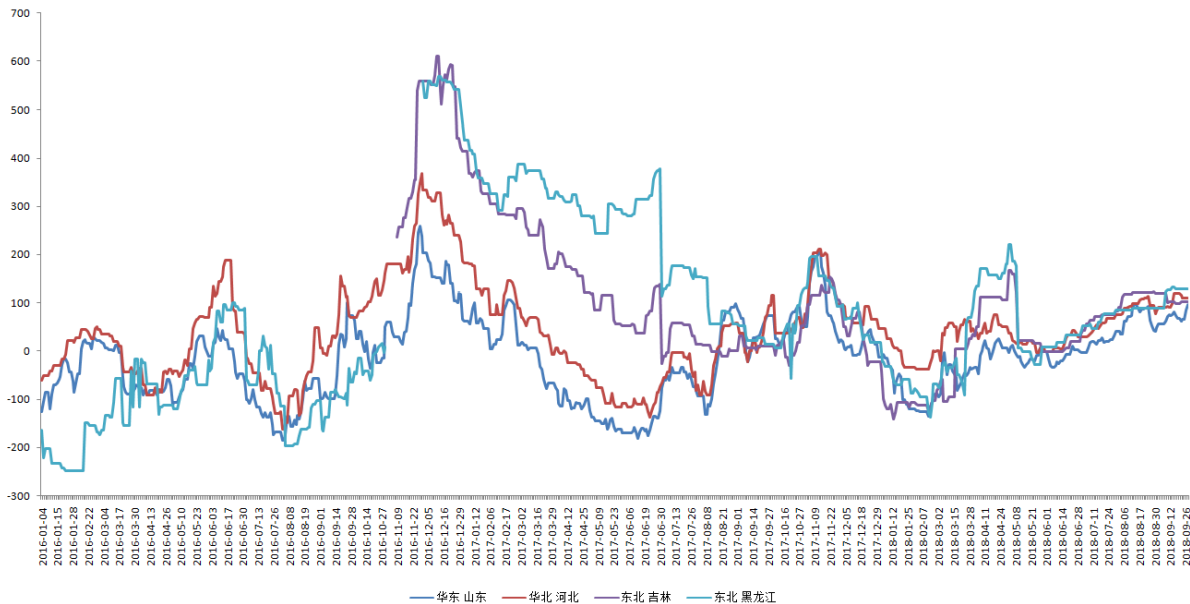


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.4 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润整体向好，淀粉价格处于高位，全国大部分淀粉企业加工利润呈上升趋势，加工利润较高，华北华东地区以及东北黑龙江地区加工利润明显上涨。

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

上月山东、河北以及东北地区因各种原因，企业停机检修时有发生，月末华东华北企业检修基本完毕，开机率逐渐回升。东北淀粉企业正在执行的前期订单较多，淀粉库存继续下降，库存压力较小。随着十月新玉米季节性供应增多，压制淀粉价格，节后淀粉下游需求暂时较为清淡，淀粉价格或将小幅下跌，但是由于环保政策的趋于严格，后期开机情况可能受到影响，淀粉下行空间有限。预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱为主。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。