



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2018 年理财年报 目录

宏观经济 .....	2
从复苏到繁荣 .....	2
股指期货 .....	14
价值扬帆起航，成长后劲可期 .....	14
国债期货 .....	34
利率中枢可能上移 .....	34
有色金属·铜 .....	49
向上动能不减，维持走强观点 .....	49
铁矿石 .....	69
供需矛盾仍然突出 .....	69
螺纹钢 .....	80
涨势尽头 .....	80
动力煤 .....	102
煤炭供需趋向宽松，煤价或回归合理运行 .....	102
原油 .....	119
油价向再平衡之路推进 .....	119
天然橡胶 .....	136
下跌反弹再下跌 .....	136
PTA .....	153
需求回暖，PTA 产业链景气度有望延续 .....	153
豆类油脂 .....	168
油脂供应充足，维持区间震荡 .....	168
白糖 .....	195
震荡下行 .....	195
玉米&玉米淀粉 .....	205
去库存初见成效，未来需求增长 .....	205
分析师承诺及免责声明 .....	218

## 从复苏到繁荣

2018年1月2日 星期二

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: 刘文波

021-20370979

liuwenbo@xzfutures.com

感谢实习生穆贝雳

对本报告的贡献!

### 内容提要

2017年,世界经济稳中向上,形成了全球复苏共振的势头,预计在2018年将继续保持,甚至向繁荣阶段迈进。

从欧美经济来看:美国经济处于复苏的后半程,经济扩张力度增强,失业率已经下降至金融危机前的低位。在需求拉动下,核心通胀逐步抬升;欧元区目前基本已经摆脱通缩风险,工业生产逐步提升,制造业、服务业景气度均显著提高,杠杆率稳中有降。

在经历了2015年以来的供给侧结构性改革以及金融去杠杆,我国经济逐步企稳,经济韧性增强。

受益于全球经济复苏,2017年我国出口对经济的贡献由负转正,外需的向好利好我国出口。第三产业占比继续上升,第二产业继续下降,消费对经济的提振作用稳步上升。经济已经从之前的要素驱动,逐步过渡到创新驱动。产业结构调整,两高一剩行业正在逐步出清。

预计2018年中国经济将与世界经济同步。外部经济环境的好转将对中国经济起到拉动作用。房地产有可能出现超预期表现。目前房地产库存已经降至近3年来的新低,偏低的库存带动房地产新开工面积企稳回升,尽管现阶段房地产投资处于低位,但是在新开工企稳的情况下,未来有望提升。

随着2018年全球经济稳步提升,全球需求的复苏将有助于提振大宗商品价格。企业盈利将进一步改善。随着产业结构优化,可以实现可持续、更均衡的工业企业利润增长。

十九大报告将“深化供给侧结构性改革”列为“建设现代化经济体系”的首要任务。2017年在金融去杠杆、过剩产业去产能和房地产去库存均取得明显成效的情况下,2018年政策中心可能会向降成本、补短板倾斜,并加大产业升级和结构转型。预计2018年我国将继续延续积极的财政政策和稳健的货币政策的组合模式,整体流动性将保持紧平衡的状态。

## 1.国际宏观加速向好

2017年，世界经济稳中向上，形成了全球复苏共振的势头，预计在2018年将继续保持，甚至向繁荣阶段迈进。

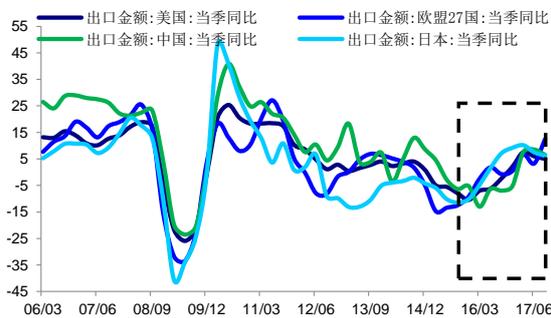
从欧美经济来看：美国经济处于复苏的后半程，经济扩张力度增强，失业率已经下降至金融危机前的低位。在需求拉动下，核心通胀逐步抬升；欧元区目前基本已经摆脱通缩风险，工业生产逐步提升，制造业、服务业景气度均显著提高，杠杆率稳中有降。

### 1.1 全球贸易增速平稳上升，发达国家经济向好呈现共振

全球贸易呈现趋势稳中向好的态势。美国、欧盟、中国及日本从2015年3月以来的进出口负增长逐步过渡到2017年以来强劲的正增长态势。出口方面，欧盟2017年第3季度以12.5%的出口增速位居主要出口国第一位；进口方面，中国2017年第3季度以14.4%的进口增速为主要进口国第一位。全球贸易增速平稳上升。

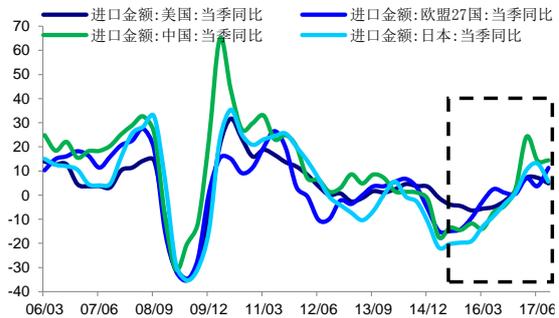
当前世界发达国家经济复苏势头不减，外需的向好利好我国出口。美国、日本、欧洲区制造业、服务业景气度较高，美国ISM制造业PMI自2016年9月起始终站稳50枯荣线以上，欧洲区呈加速上升过程，2017年11月已经制造业PMI高达60.1，达到历史高位。主要发达国家私人设备投资呈现筑底向上反弹的共振格局。出口对GDP累计同比拉动2017年第一季度开始止跌转正，整体上来看，2018年外需维持高景气，出口对经济的贡献程度有望进一步提高。

图 1: 主要贸易国出口增速稳步上行(单位: %)



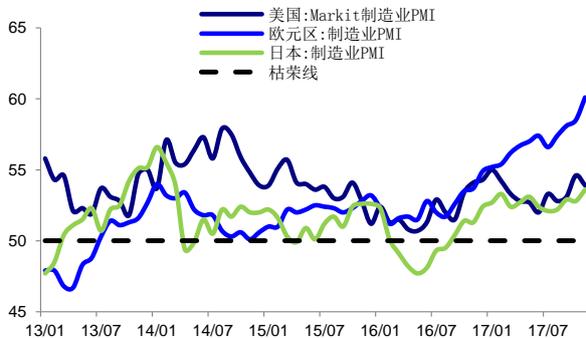
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 主要贸易国进口增速稳步上行(单位: %)



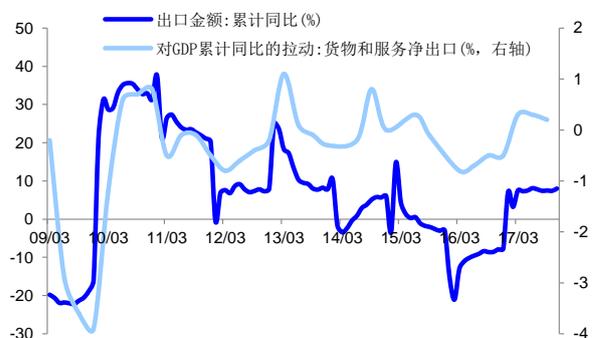
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 主要外需国家制造业景气度较高



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

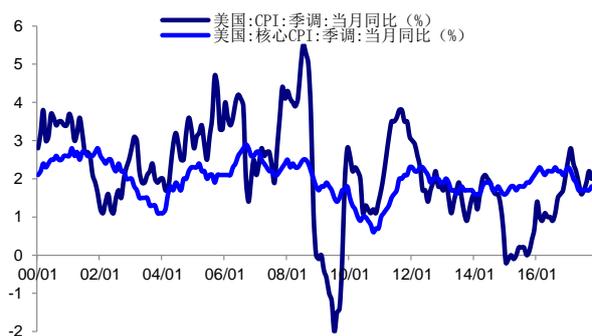
图 4: 外需向好提振出口对经济的贡献



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

具体来看，目前美国已经处于经济复苏的后半程，2017年11月失业率维持在4.1%，已经降至金融危机以来的最低水平，目前市场已经接近充分就业。2017年10月核心CPI自5月盘整1.7%上升0.1个百分点至1.8%。随着美国经济的复苏，特别是如果2018年失业率进一步下降至4%以下，核心通胀PCE有可能加速上升，将会引起加息的速度较预期加快。2017年美联储FOMC官员对于2018年加息次数预期一直集中于3次（加息至2.0-2.25%），2018年大概率将进一步延续收紧的货币政策，如果核心通胀进一步回升，加息预期将在2018年得到加强。

图 5: 2017 年 10 月核心 CPI 自年中 1.7% 上升 0.1 个百分点至 1.8%，已逼近 2% 的分界点



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6: 11 月失业率已经降至金融危机以来的最低点 4.1%，目前市场已经接近充分就业

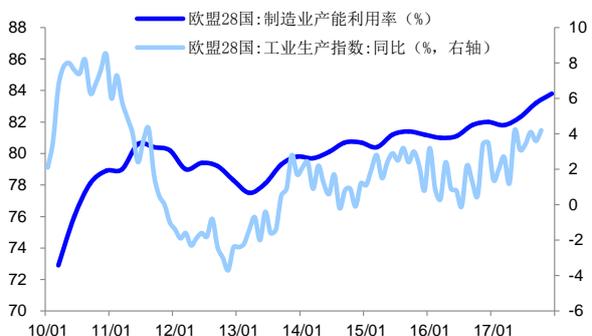


数据来源：Wind，兴证期货研发部

欧元区自 2016 年年中以来经济开始逐步复苏。工业生产和新订单增速不断改善。欧盟 28 国制造业产能利用率稳步提升，已经从 2012 年第 1 季度的阶段性低点 77.5% 稳步提升至 2017 年第 4 季度的 83.3%；工业生产指数增速由 2016 年 7 月的阶段性低点-0.1%提升至 2017 年 10 月的 4.2%；制造业 PMI 由 51.2 改善至 60.6，服务业 PMI 由 52.2 改善至 56.5。

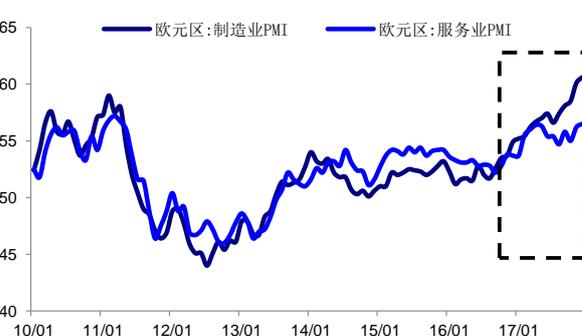
随着欧元区经济景气持续改善，欧元区企业、政府和社会债务压力不断缓解，欧央行不断上调对经济的前景评估。从 2015 年至今，欧元区非政府杠杆率从 167% 下降至 162%，政府部门整体杠杆率从 109% 下降至 103%；欧元区 GDP 同比增速从 2012 年第 1 季度的-1.8% 达到 2017 年第 3 季度的 2.3%，主要受固定资产强劲拉动；从整体上看，欧元区目前已经基本摆脱通缩的风险，HICP 已经从 2016 年 5 月的-0.2% 逐步回升至 2017 年 11 月的 1.5%，此前曾达 2017 年 2 月的 2.0%，2017 年全年核心通胀同比增速维持在 0.7%-1.2% 的区间之内。整体经济景气以及核心通胀的修复给予欧央行更多信心逐步退出 QE。

图 7: 欧元区工业生产稳步提升



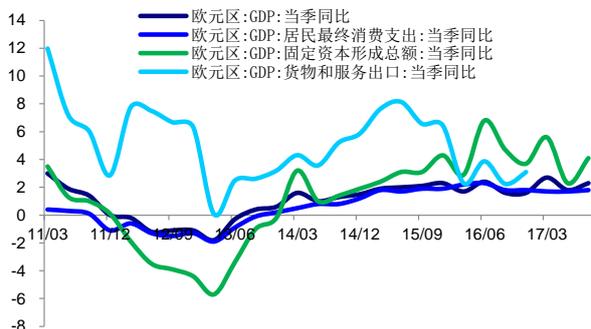
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8: 欧元区景气度不断提高



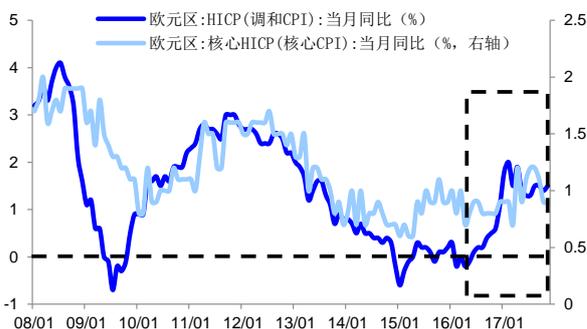
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：此次欧元区复苏主要受投资提振



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：欧元区目前基本摆脱通缩风险

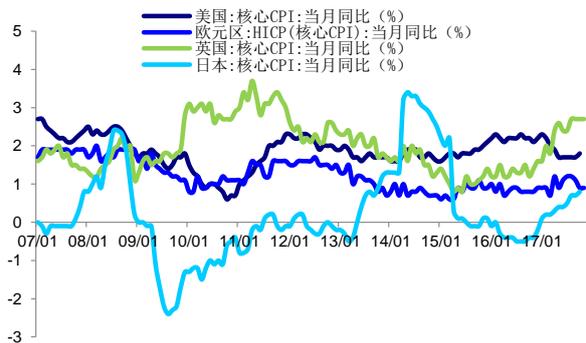


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 警惕海外流动性收紧带来的负面影响

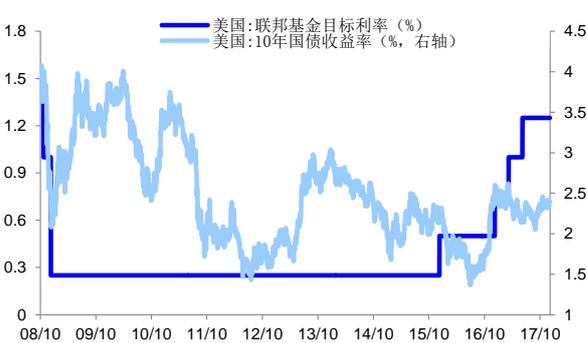
尽管海外国家整体经济复苏，但需要警惕发达国家收缩银根带来的全球流动性收紧所带来的负面影响。12月美联储再次加息25个基点至1.25%--1.5%，2018年基本确定加息3次。随着欧元区陷入通缩的可能性消退，欧元区整体通胀正在缓慢上升，尽管目前欧央行上调基准利率的可能性并不大，但是其缓慢退出QE同样会带来流动性整体收紧。欧央行10月议息会议推出削减QE，将从2018年1月起将月度QE规模从600亿欧元缩减至300亿欧元，该计划至少持续至2018年9月。值得注意的是，英国央行在11月宣布加息一次，将利率从之前的0.25%的低位提高到0.5%，属十年来首次。近期公布的数据显示，英国CPI涨至3.1%，为近6年来首次突破3%（此前2012年3月曾达到3.5%），不排除2018年再次加息的可能。最后日本的经济复苏明显落后于欧美，目前核心通胀在缓慢回升，2017年10月已经上行至0.8%，但是距2%的目标尚有一段距离，预期日本将维持宽松的货币政策。综上所述，海外发达国家2018年收缩流动性已经基本为大概率事件，未来全球流动性趋紧所带来的下行压力不容忽视。

图 11：主要发达国家核心 CPI



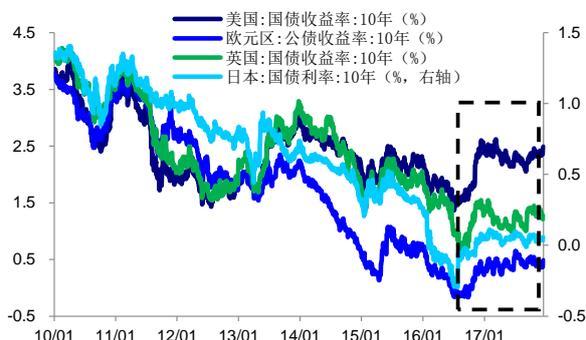
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：美国自 15 年 12 月起进入加息周期



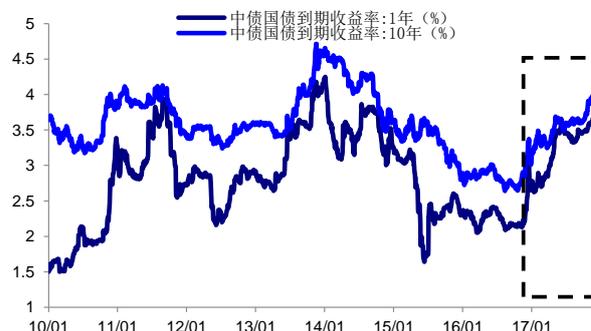
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 主要发达国家的利率中枢正在抬升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 16 年底以来我国利率中枢同样在抬升, 但原因并非经济好转, 而是在供给侧改革背景下的金融去杠杆



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 中国经济结构转型, 经济有韧性

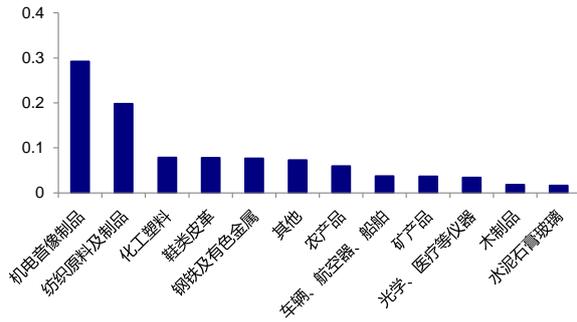
### 2.1 出口对经济的拉动由负转正

2016 年全年货物和服务净出口对 GDP 累计同比拉动平均贡献-0.63%, 对经济的拉动贡献为负; 2017 年前三季度货物和服务净出口对 GDP 累计同比拉动平均贡献 0.27%, 净出口对经济增长的边际贡献由负转正。从月度数据来看, 四季度净出口同比增速进一步上升, 11 月进出口累计同比增速 12.0%, 其中出口增速 8.0%, 进口增速 17.3%, 高于 3 季度 11.6%、7.4% 和 17.2%。可以合理预期, 随着外需的进一步向好, 2018 年出口对经济的贡献有望进一步上升。

除了出口增速由负转正外, 我国出口结构相较以前也发生了重大变化。首先是高新技术产品占出口的比重有了显著提高, 1995 年我国机电音像制品、车辆航空器船舶以及光学医疗仪器占出口金额比重分别为 29.2%、3.7% 和 3.4%, 合计占比 36.4%, 而到 2015 年这三类产品占出口金额的比重分别上升至 42.2%、4.7% 和 3.6%, 合计占比 50.4%; 其次, 一些低附加值的产品出口比重在下滑, 如纺织原料及制品、鞋类皮革、农产品、矿产品, 分别从 1995 年 19.8%、7.8%、6.0%、3.7% 下滑至 2015 年的 12.0%、4.5%、3.0%、1.4%。

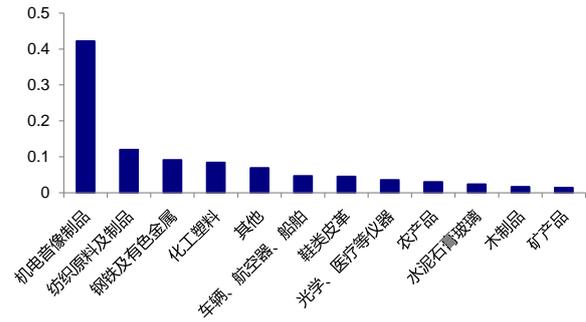
2015 年后我国高新产品出口金额增速基本快于整体出口增速, 2017 年全年基本维持这一态势, 截至 2017 年 11 月, 高新技术产品、机电产品累计同比增速分别为 9.8% 和 9.1%, 高于同期出口同比增速 8.0%。从结构上来看, 计算机通讯技术占绝对比重, 占整个高新产品出口额的 67.8%; 从增速上来看, 生命科学、计算机通信、计算机集成制造、材料等出口增速均快于整体出口增速。

图 15：1995 年我国主要出口产品金额占比



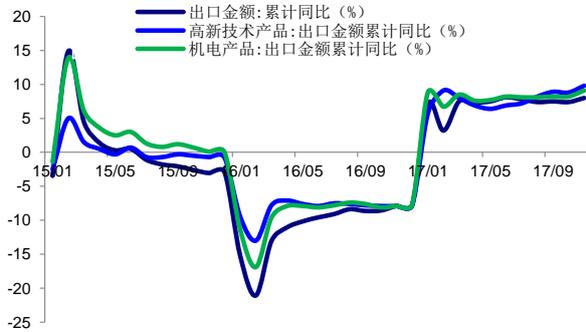
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16：2015 年我国主要出口产品金额占比



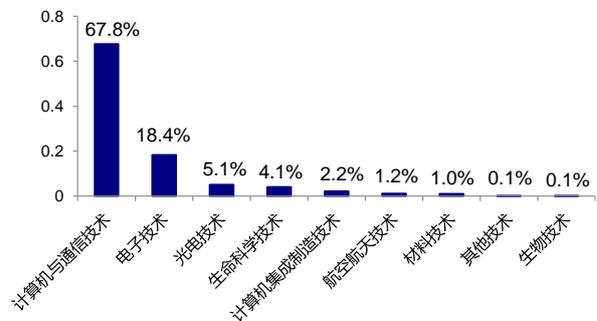
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：2017 年机电、高新技术产品出口增速快于整体



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：高新产品出口结构占比



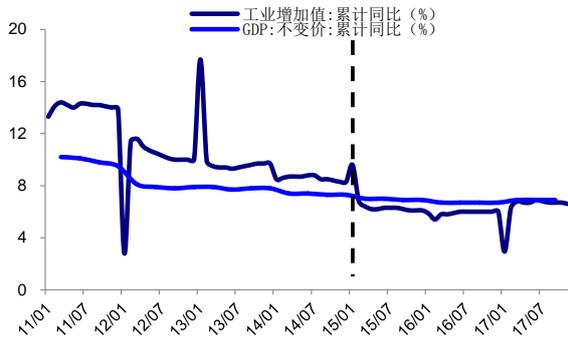
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 产业结构转型加快

2017 年十九大提出，我国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段。政策中心将转向追求质量和效益，推动经济实现质量变革、效率变革和动力变革。

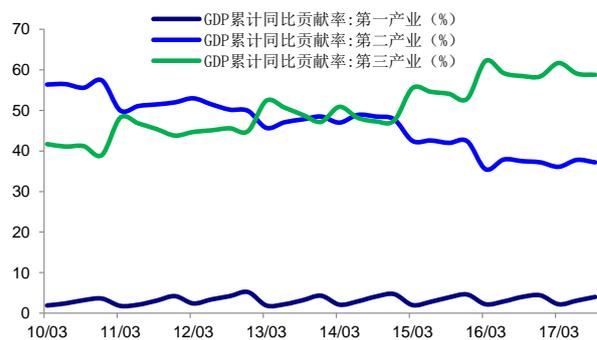
首先，从产业结构上来看，第三产业占比继续上升，第二产业继续下降，消费对经济的提振作用稳步上升。从 2015 年第 1 季度开始，工业增加值同比增速开始逐步低于 GDP 增速。截至 2017 年第三季度，工业增加值累计同比增速 6.7%，低于 GDP 增速 6.9%。在 2015 年进行的供给侧改革，去产能效果显著的大背景下，GDP 增速自 2016 年第 1 季度企稳，连续 4 季度维持在 6.7% 的增速，而在 2017 年第 3 季度开始回升至 6.9%，这也从侧面说明第二产业对经济的贡献程度正在下降，第三产业的贡献度提升。

图 19: 15 年第 1 季度开始工业增加值同比增速 开始逐步低于 GDP 增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 第二产业对经济的贡献程度逐步下降, 第三产业的贡献度提升

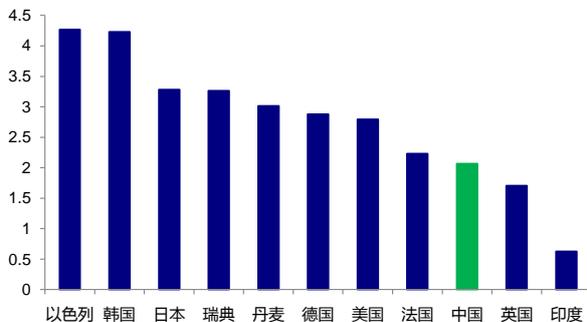


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

其次, 我国目前经济结构已经从之前的要素驱动, 逐步过渡到创新驱动, 全要素生产率对经济的贡献将越来越高。2017 年 7 月份, 国务院批复同意《中国国民经济核算体系 (2016)》, 新的核算体系将能为所有者带来经济利益的研究与开发支出不再作为中间投入, 而是作为固定资本计入国内生产总值。尽管从总量的规模上看, 研发支出对 GDP 的直接贡献程度相当小, 但是其对 GDP 的长期推动作用不可忽视。我国劳动力年龄中位数已经 44 岁, 新增劳动力数量越来越低, 资本回报率在不断下滑的大背景下, 创新对经济的驱动作用已经越来越重要。

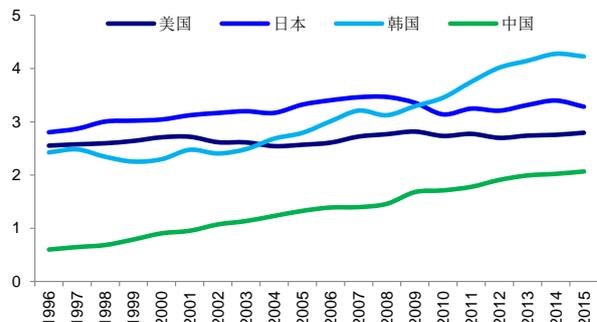
2008 年金融危机之后, 制造业投资长期处于下行态势, 从 2008 年 9 月阶段性高点 33.4% 一路下行至 2016 年 8 月的 2.8%。虽然 2011 年间有过短暂的回升, 但是整体趋势依然不改下滑态势。目前制造业投资整体处于一个探底回升的态势, 2017 年 11 月制造业投资增速 4.1%, 较 2016 年 8 月的阶段性低点有所上升。尽管目前制造业整体投资增速依然处于低位, 但是其结构改善不容忽视。在供给侧改革去除落后产能的大背景下, 部分两高一剩的传统行业增速已经显著低于整体, 有些甚至处于负增长的状态。截至 2017 年 10 月, 化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制造业投资增速分别为 -3.8%、-10.2%、-4.6%、1.1%, 显著低于制造业投资增速 4.1%。而部分新兴行业, 特别是高新制造业, 在整体制造业投资增速不佳的情况下, 依然保持了两位数的强劲增长态势。截至 2017 年 10 月, 家具制造业、汽车制造业、计算机通信及其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、废弃资源综合利用业投资增速分别为 19.9%、11.2%、24.8%、15.2%、20.3%, 显著高于制造业投资整体增速。

图 21: 2015 年主要发达国家研发支出占 GDP 比重 (单位: %)



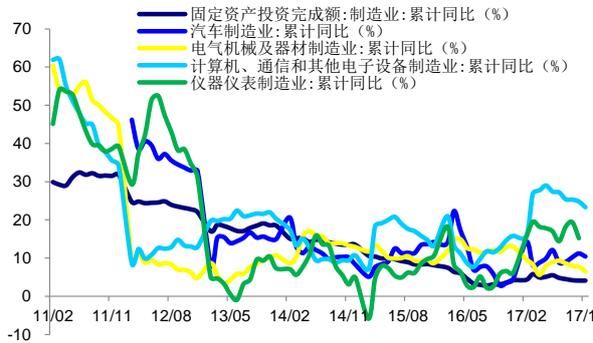
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 中国研发支出占比在逐步提升, 但距离主要发达国家仍有一定距离



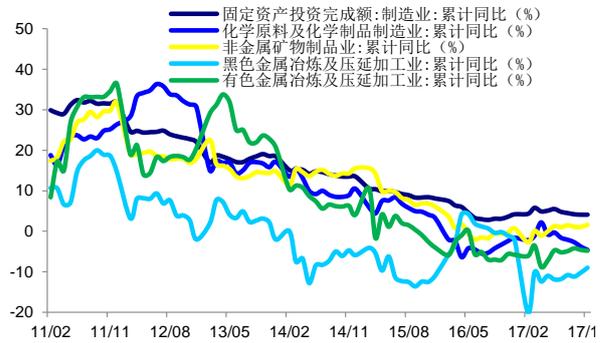
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 15 年以来部分新兴产业投资增速快于整体



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 部分两高一剩传统行业投资增速低于整体



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 房地产并没有想象中的差

2015 年中央经济工作会议中提出“化解房地产库存”。库存大幅下滑，房地产待售面积累计同比从 2015 年初的 24.4% 下滑到今年的负增速，11 月待售面积累计同比 13.7%。商品房待售面积从 16 年初的高点 73931 万平方米下降到目前 59606 平方米，已经降至近 3 年来的新低。偏低的库存带动房地产新开工面积企稳回升，尽管现阶段房地产投资处于低位，但是在新开工企稳的情况下，未来有望提升。

2017 年我国经济展示出较强的韧性，其中很大一部分原因就在于三四线城市房地产库存化解，偏强的房地产销售带动下游汽车、家具家电、服务业等行业，及上游钢铁、水泥、建材等一系列行业。2016 年 3 季度以来，一二线城市房价下跌的情况下，三线城市的房价保持稳步提升的状态。2016 年 9 月至 2017 年 11 月间，70 大中城市新建住宅价格指数，一线城市同比增速从 28.2% 下降至 0.8%，二线城市同比增速从 13.4% 下降至 4%，而三线城市同比增速从 2.6% 稳步上升至 2017 年 7 月份阶段高点 8.5%，尽管之后略有下滑，但目前依然保持 6.5% 的同比增速，显著高于一线二线城市。

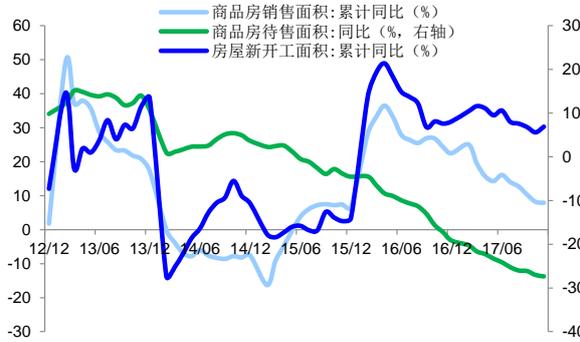
除了三四线城市销量表现好于一二线城市之外，另外一个我们对房地产市场乐观的原因是目前开放商拿地的热情较为高涨，土地购置费同比增速在稳步提高。今年以来开放商土地购置费保持着 15% 以上的增速，而且整体呈上升趋势，截至 2017 年 11 月底，土地购置费累计达到 20927.69 亿元，远超去年同期 17165.82 亿元，累计同比增速达到 21.9%。从结构上来看，二三线城市拿地增速相对更快，以 40 大中城市土地购置费来看，三线城市土地购置费同比增速 29.7%，超过二线城市 26.8% 以及一线城市 6.7%。

土地购置费的大幅增加，与“租售并举”的政策密切相关。今年年中住建部等八部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场，将深圳、广州、南京等 12 个城市列入首批住房租赁试点。至此楼市管理从抑制需求的“做减法”转向增加供给的“做加法”。

十九大报告中强调指出“坚持房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。国务院及相关部委以及各地方均作出一系列决策部署，加快推进房地产租赁市场发展，促进房地产市场供给侧结构性改革，建立租购并举住房制度。此前发布的《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干

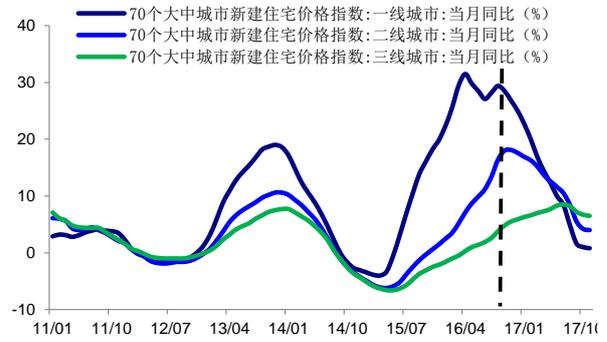
意见》明确提出，“支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点”。

图 25: 销售下滑并没有带动新开工面积一起下滑，主要是由于低位库存对新开工面积形成支撑



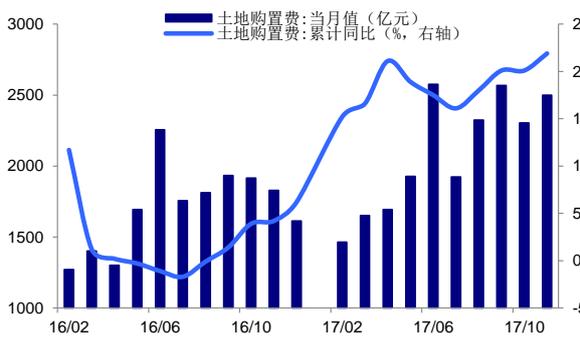
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 2016 年 3 季度以来，在一线二线城市房价下跌的情况下，三线城市房价依然稳步提高



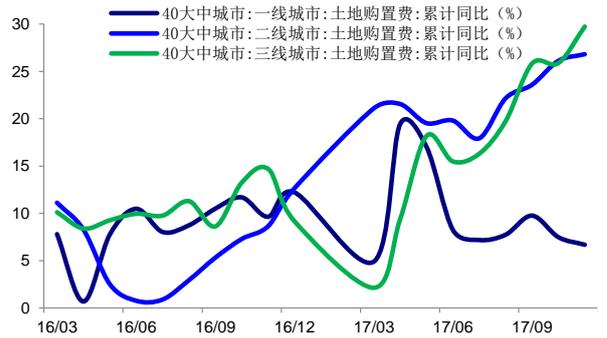
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 2017 年土地购置费大幅提升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 今年以来土地购置费的大幅提升主要源于二三线城市的强力提升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 2018 年经济复苏助力大宗商品价格上行，但受制于美元走强

### 强预计提升幅度有限

现阶段国内需求整体处于低迷。11 月发电耗煤日均 60.1 万吨，同比增速仅 1.85%，处于 2017 年以来最低水平。12 月上旬重点企业粗钢日均产量 172.9 万吨，同比增速仅 0.96%。除粗钢以外，主要工业品有色、乙烯、化纤、煤炭等产量增速均普遍下滑，主要受终端需求走弱，采暖季限产效应的影响，工业生产增速进一步降温。除了主要的工业品指标以外，铁路货运量降幅也非常明显，11 月铁路货运量增速从年初的高点 19.4% 降至全年最低点 0.9%。

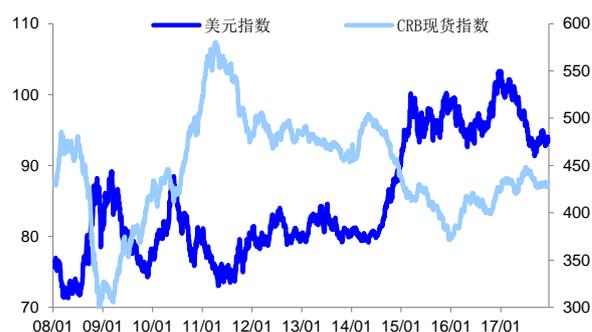
尽管目前国内需求不强，但是伴随着全球经济稳中向好，全球需求的复苏将有助于提振大宗商品价格。预计 2018 年大宗商品价格有望提升，从而进一步提升企业盈利。随着产业结构优化，可以实现可持续、更均衡的工业企业利润增长，从而反过来进一步改善就业、增加居民收入，从而促进消费、压缩杠杆、促进研发支出，在良性循环中逐步形成宏观经济稳定、企业盈利向上的长期良性循环。

虽然大宗商品预期价格走强，但是仍需要警惕美元走强对大宗商品价格带来的压制作用。根据最新的点阵图预测，2018 年美联储至少还要加息 3 次。从 2015 年开始，美联储加息通道打开，在 3 年时间内已经 5 次加息，将联邦基金目标利率从 0.25% 提升至 1.5%，预计 2018 年目标利率将会提升至 2.0%-2.25% 区间。由于大宗商品以美元计价，从长期来看，强势美元对大宗商品的价格有压制作用。

图 29：南华工业品指数与工业企业利润相关关系 图 30：长期来看强势美元对大宗商品价格有压制作用



数据来源：Wind，兴证期货研发部



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 2018 年国内政策导向

十九大报告将“深化供给侧结构性改革”列为“建设现代化经济体系”的首要任务，12 月 8 日召开的中央政治局会议再次明确其为 2018 年经济工作的重中之重。2017 年在金融去杠杆、过剩产业去产能和房地产去库存均取得明显成效的情况下，2018 年政策中心可能会向降成本、补短板倾斜，并加大产业升级和结构转型。

表 1：政府关于深化供给侧结构性改革相关会议/文件及政策要点

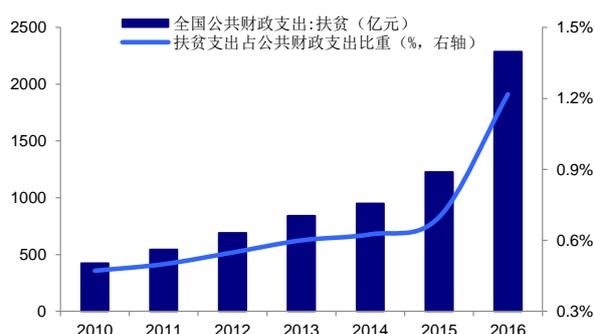
时间	会议/文件	政策要点
2015.12	中央经济工作会议	结构性改革任务主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务
2016.03	两会政府工作报告	重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能
2016.11	国务院常务会议	严格控制新增产能，坚决淘汰落后产能，有序退出过剩产能
2016.12	中央经济工作会议	支持产钢产煤地区将去产能与产业优化布局、转型升级相结合，进一步落实有保有压的金融政策
2017.03	两会政府工作报告	要防止已经化解的过剩产能死灰复燃，同时利用市场、法治的办法做好其他产能严重过剩行业去产能工作
2017.04	中央政治局会议	今年要再压减钢铁产能 5000 万吨左右，推出煤炭产能 1.5 亿吨以上
2017.07	中央政治局会议	坚决淘汰不达标的落后产能，严控过剩行业新上产能
2017.09	国务院常务	坚定不移推进“三区一降一补”，改造提升传统动能，大力培育发展新

	会议	动能
2017.12	中央经济工作会议	坚定不移深化供给侧结构性改革，深入推进“三区一降一补”

数据来源：Wind，兴证期货研发部

十九大新闻发布会上表示“中国坚持稳中求进工作总基调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求”。预计 2018 年我国将继续延续积极的财政政策和稳健的货币政策的组合模式，继续执行减税降费、适度扩大支出规模和调整优化支出结构。支出结构的调整方向将重点关注于国家大力倡导的节能环保、棚户区改造、精准扶贫等领域。积极的财政政策以及财政支出向民生保障和扶贫、农业、教育、环保等方面倾斜，未来扶贫任务艰巨，需要大量的交通运输、公用事业、环保等方面的基础设施。因此，2018 年基建投资依然值得期待。但是，随着地方政府债务监管趋严以及规范 PPP 融资等因素，短期内对基建将带来负面效应。

图 31: 10 年以来我国扶贫支出占公共财政支出的比重稳步上升      图 32: 10 年以来我国棚改支出占公共财政支出的比重稳步上升



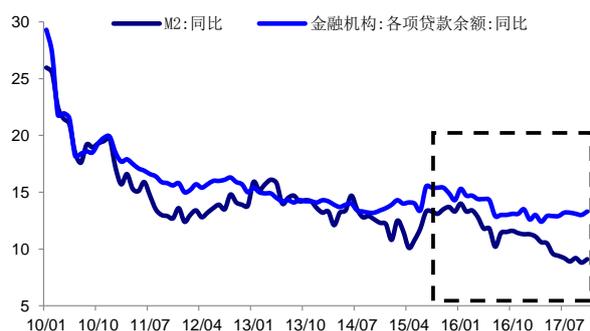
数据来源：Wind，兴证期货研发部



数据来源：Wind，兴证期货研发部

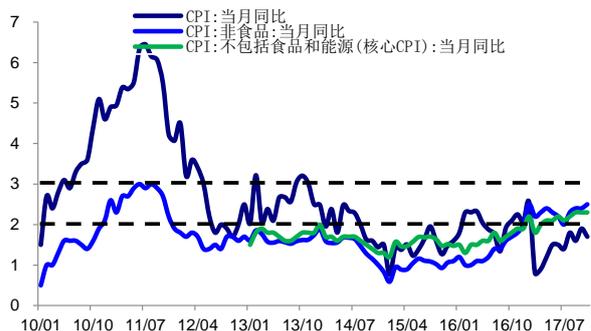
2017 年我国严控货币增速。2015 年以来新增货币量高点 16.4 万亿,2016 年降至 15.8 万亿, 2017 年截至 11 月全年新增货币量仅为 12.0 万亿。货币增速不断下滑, M2 同比增速已经从 2009 年的阶段性高点 29.3% 降至个位数, 2017 年 10 月 M2 同比增速仅为 8.8%。货币大放水的时代一去不复返, 严控金融风险, 引导货币脱虚向实成为近三年以及未来的货币政策目标。2017 年中央经济工作会议指出, “稳健的货币政策要保持中性, 管住货币供给总闸门”, “保持货币信贷和社会融资规模合理增长, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 促进多层次资本市场健康发展, 更好为实体经济服务, 守住不发生系统性金融风险的底线”。

图 33: M2 增速小于贷款增速, 资金脱虚向实



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 34: 核心 CPI 进入上行通道



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

在美联储进入加息通道, 全球流动性趋紧的大背景下, 目前我国难以维持宽松的货币政策。预期 2018 年国内流动性将继续维持紧平衡的状态, 主要原因有三: 1、2018 年将继续深化供给侧结构性改革, 大力破除无效供给, 推动化解过剩产能。宽松的货币政策有利于过剩产能死灰复燃, 无助于供给侧改革的继续深化; 2、中央经济会议提出重点防控金融风险, 引导资金脱虚向实。目前实体经济杠杆率依然偏高, 非金融企业部门债务占 GDP 的比重超 1 倍, 去杠杆进程依然任重道远; 3、通货膨胀已经进入上行区间的风险。2017 年 11 月 CPI 同比增速 1.7%。尽管整体通胀并不高, 但是非食品 CPI 以及核心 CPI 已经进入上行区间。非食品同比增速已经从 2015 年 1 月的 0.59% 逐步上行至 2017 年 11 月的 2.5%, 核心 CPI 已经从 2015 年 1 月的 1.2% 上行至 2017 年 11 月的 2.3%。在 2017 年流动性趋紧的情况下, 核心 CPI 依然超过 2% 意味着 2018 年流动性难以宽松。

# 价值扬帆起航，成长后劲可期

2018年1月2日 星期二

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

### ● 2017 年行情回顾

2017 年股市震荡中枢上行，市场二八分化明显，价值投资贯穿全年，沪深 300 指数及上证 50 指数涨幅较大，蓝筹板块表现占优，其中保险、酒类、机场、家电等板块领涨。期指合约基差得到明显改善，目前 IH 各合约回到升水状态，IF 各合约基本修复为小幅升水状态，IC 合约期现价差大幅收窄。

### ● 2018 年展望及建议

2017 年价值板块已率先扬帆起航，2018 年随着经济基本面预期的好转，A 股市场的东风渐起，成长板块后劲可期。根据本文分析：

- 1) 宏观经济有望企稳，2018 年前低后高；
- 2) 防风险下监管难松，利率下行空间有限；
- 3) 2018 盈利预期修复，估值安全边际回升；
- 4) 海外市场集体回暖，股票市场配置提升。

因此 2018 年我们继续看好有估值优势的沪深 300 及上证 50 指数；在后半段经济确定性更强时，具有成长优势的中证 500 指数亦有机会。整体来看，根据 EPS 及 PE 有望实现倍乘效益，我们认为三大指数保持震荡中枢上行的趋势。沪深 300 指数预期涨幅 40%，下行空间有限，低位波动区间可能会在 3800-4000 点，高位区间可能会在 5400-5600 点；上证 50 指数预期涨幅 40%，下方支撑力度较强，低位波动区间可能会在 2700-2900 点，高位区间可能会在 4000-4200 点；中证 500 指数预期涨幅 30%，上半年或有震荡，低位波动区间可能会在 5400-5800 点，高位区间可能会在 7600-8000 点。

## 1.2017 年股票及股指期货走势回顾

### 1.1 股指现货回顾

2017 年沪指指数走势主要分为四个阶段。

第一阶段：春季行情，震荡上行。

经历了 2016 年 12 月的月度回调后，市场在 2017 年一季度迎来春季行情，指数企稳回升，震荡走高。年初资金面流动性有所释放，资金回流股市，期间叠加年报行情及两会预期炒作，看涨情绪回暖，4 月初又有雄安新区概念利好刺激，沪指从 2016 年 12 月 30 日(2016 年最后一个交易日)的收盘价 3103.64 点，震荡走高，2017 年 4 月 7 日盘中最高触及 3295.19 点，逼近 3300 点大关。

第二阶段：监管施压，市场回调。

4 月市场上行动能减弱，主要是由于受到金融监管施压的影响，银行委外赎回，通道业务收紧，资金面受到重挫，加上 3300 点附近套牢盘密集，上行压力较大，市场风险偏好快速下降，沪指在 5 月 11 日盘中触及年内新低 3016.53 点，短暂超跌反弹后又在 5 月 24 日盘中再度跌破 3050 点，一度下探至 3022.30 点。

第三阶段：多重利好，盈利修复。

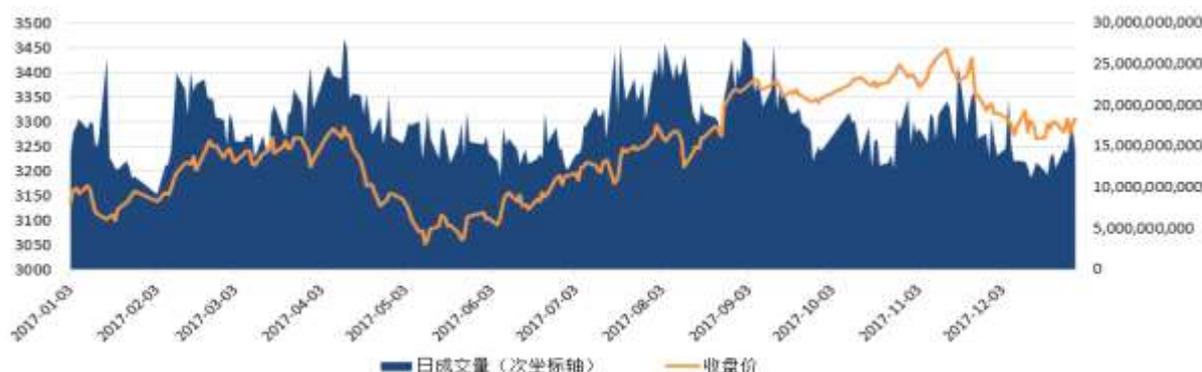
直至 6 月，监管利空逐渐被市场消化，且落地力度有所放缓。期间面临 MPA 年考核，央行释放呵护流动性的信号，资金面好于预期。再加上供给侧改革推动下，市场供求关系改善，宏观经济下行趋缓，以周期行业为首的企业盈利水平明显改善，加上 A 股纳入 MSCI 指数利好及十九大维稳预期助推，周期、金融及消费板块接力领涨，沪指从 5 月末起一路震荡走高，在 11 月 13 日收于 3447.84 点，创 2016 年初熔断以来反弹新高。

第四阶段：担忧监管，高位回调。

十九大期间监管层强调防范系统性风险，金融去杠杆（资管行业监管意见征集稿落地）及政府去杠杆（PPP 监管加强）加速，市场担忧明年金融监管强度，加上宏观经济数据如期下滑，市场超乐观预期有所修正，市场风险偏好下降，同时年末资金面临考核等流出压力，市场利率居高不下，叠加美联储税改及加息等外围扰动，市场高位回调。

截至 2017 年 12 月 31 日，沪综指收于 3307.17 点，2017 年累计涨幅 6.56%；沪深 300 收于 4030.85 点，2017 年累计涨幅 21.78%。从市场风格来看，价值投资贯穿全年，蓝筹板块表现占优，其中保险、酒类、机场、家电等板块领涨。

图 1：上证综指价格及成交量



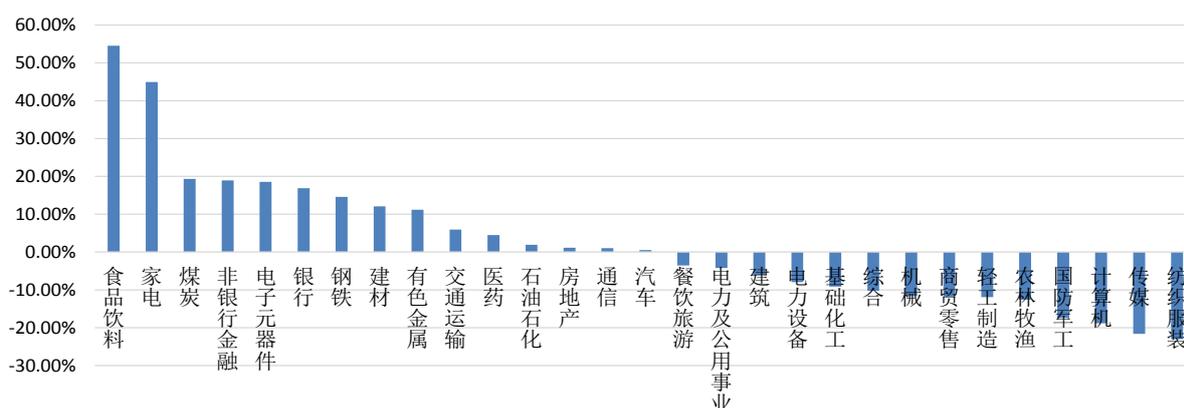
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1: 2017 年各股票指数走势

	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	沪深300	上证50	中证500
2017年1月	1.79%	-1.23%	-2.02%	-3.86%	2.35%	3.37%	-0.64%
2017年2月	2.61%	3.38%	4.48%	2.17%	1.91%	0.28%	3.65%
2017年3月	-0.59%	0.36%	1.81%	-1.03%	0.09%	-0.46%	-0.76%
2017年4月	-2.11%	-1.86%	-1.56%	-2.97%	-0.47%	-0.54%	-2.96%
2017年5月	-1.19%	-3.61%	-2.94%	-4.70%	1.54%	5.63%	-6.24%
2017年6月	2.41%	6.74%	7.78%	3.08%	4.98%	2.86%	5.39%
2017年7月	2.52%	-0.23%	1.56%	-4.50%	1.94%	3.46%	2.60%
2017年8月	2.68%	2.97%	3.85%	6.51%	2.25%	2.90%	2.74%
2017年9月	-0.35%	2.50%	3.21%	0.95%	0.38%	-1.56%	2.05%
2017年10月	1.33%	2.53%	3.51%	0.15%	4.44%	4.54%	-0.65%
2017年11月	-2.24%	-3.73%	-3.50%	-5.32%	-0.02%	2.50%	-4.52%
2017年12月	-0.30%	0.88%	0.02%	-1.00%	0.62%	-0.11%	-0.20%
2017全年	6.56%	8.48%	16.73%	-10.67%	21.78%	25.08%	-0.20%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 行业涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 1.2 股指期货回顾

### 1.2.1 股指期货走势

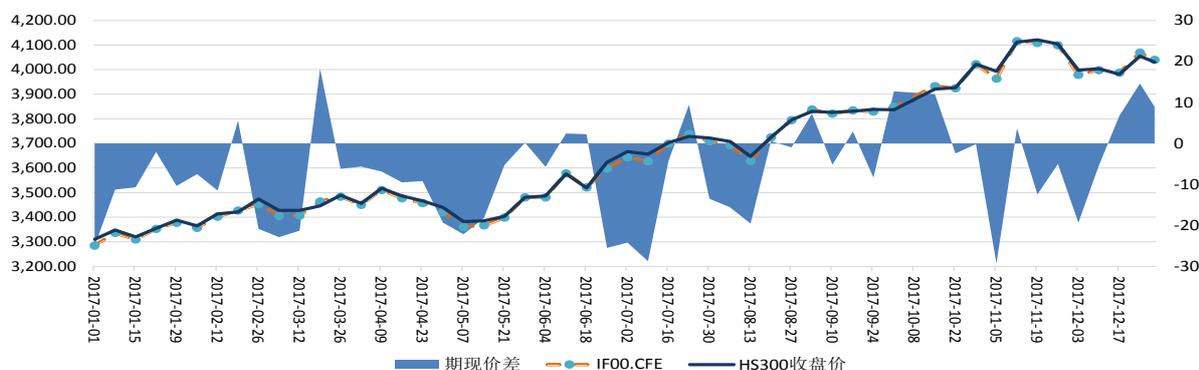
截至 2017 年 12 月 31 日, 沪深 300 收于 4030.85 点, 2017 年累计上涨 21.78%; IF 当月连续合约收于 4039.8 点, 2017 年累计上涨 22.98%; 上证 50 收于 2860.44 点, 2017 年累计上涨 25.08%; IH 当月连续合约收于 2869.2 点, 2017 年累计上涨 26.21%; 中证 500 收于 6250.82 点, 2017 年累计下跌 0.20%; IC 当月连续合约收于 6280.8 点, 2017 年累计上涨 1.13%。

2017 年期间股指期货两次松绑。第一次松绑于 2 月 16 日, 中金所宣布, 自 2017 年 2 月 17 日起, 将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的 10 手调整为 20 手, 套期保值交易开仓数量不受此限; 同时, 自 2017 年 2 月 17 日结算时起, 沪深 300、上证 50 股指期货非套期保值交易保证金调整为 20%, 中证 500 股指期货非套期保值交易保证金调整为 30% (三个产品套持仓交易保证金维持 20% 不变); 另外, 自 2017 年 2 月 17 日起, 将沪深 300、上证 50、中证

500 股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二。

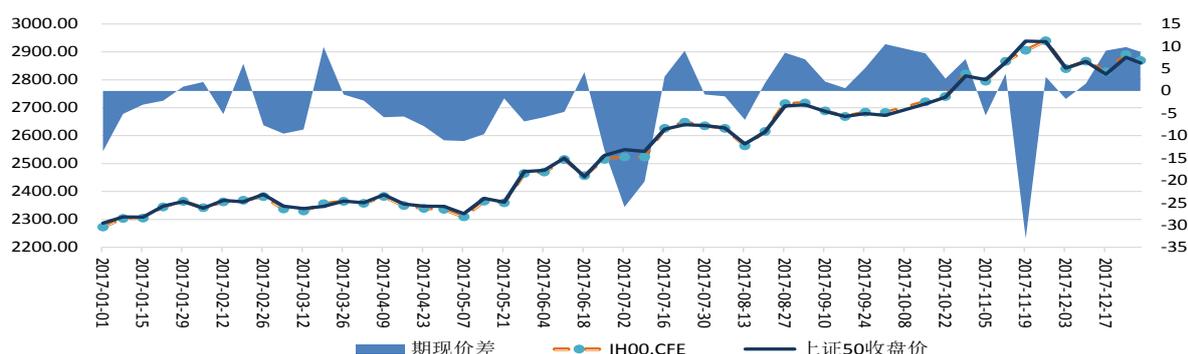
第二次松绑时隔首次松绑半年时间，中金所宣布自 2017 年 9 月 18 日结算时起，沪深 300 和上证 50 股指期货各合约交易保证金标准由目前合约价值的 20% 调整为 15%；另外，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之六点九。

图 3：沪深 300 指数与主力合约价格走势



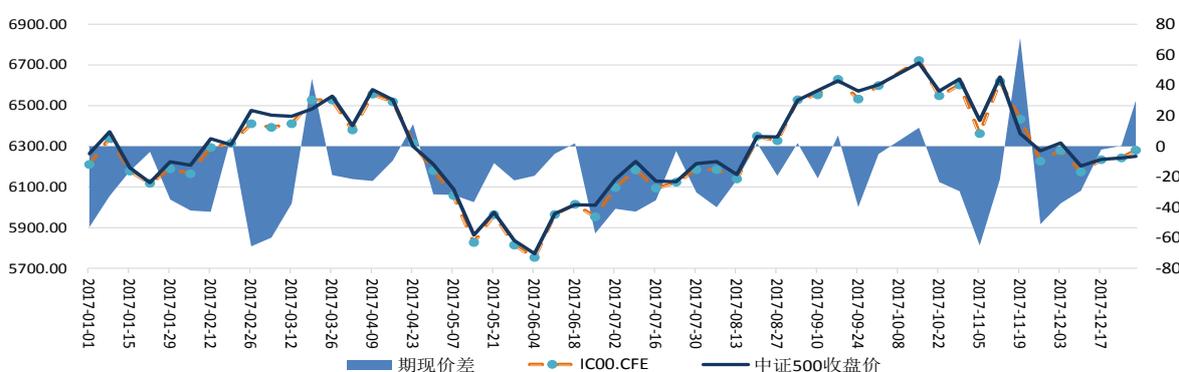
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：上证 50 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

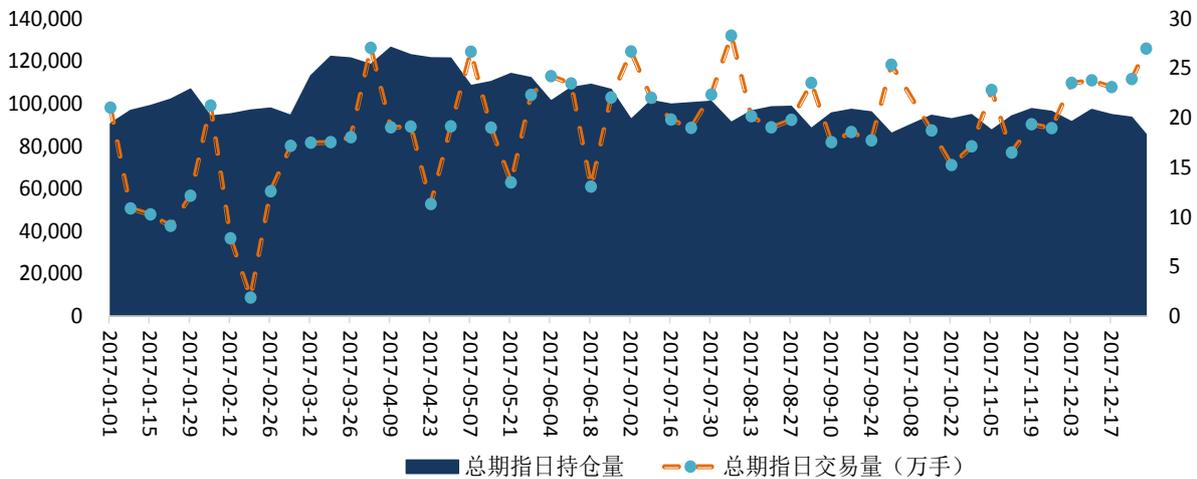
### 1.2.2 成交及持仓

2017年股指期货迎来两次松绑，但两次松绑均为意义大于实质，股指期货成交及持仓量相比2015年峰值仍有较大差距。整体来看，股指期货总成交量全年维持平稳波动，仅在三季度有所下降。而持仓量在第一次松绑后有所提高，4月后逐渐回落，下半年回到松绑前水平。

2017年初至今，股指期货共成交963.59万手，其中IF、IH、IC分别成交401.85万手、238.79万手、322.95万手；年内平均日成交40317手，其中IF、IH、IC日成交均值分别为16814手、9991手、13512手。截止2017年12月22日，股指期货总持仓8.74万手，其中IF、IH、IC分别持仓3.86万手、2.05万手、2.83万手；全年平均日持仓量为10.26万手，其中IF、IH、IC日持仓均值分别为42519手、27032手、33017手。

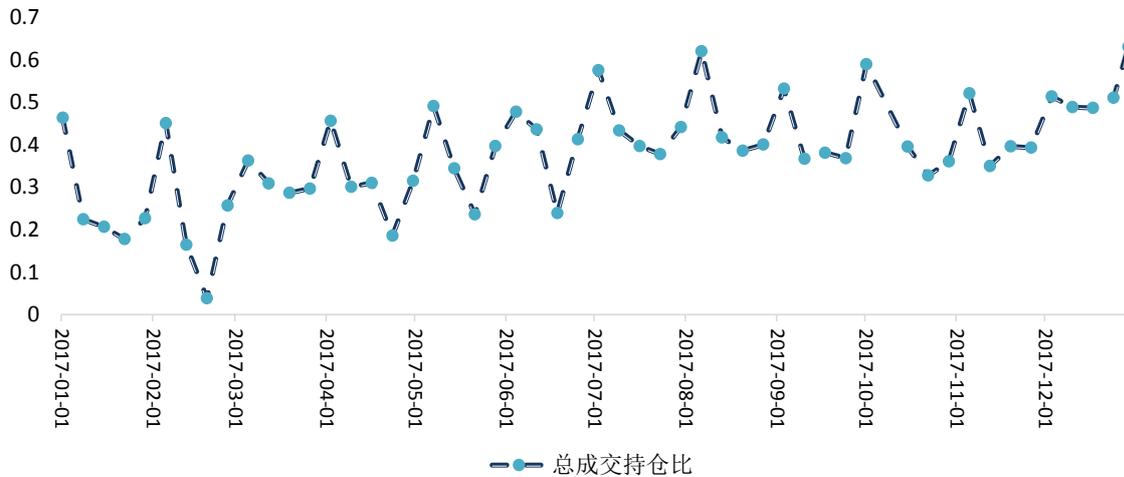
整体来看，成交持仓比从年初低位起小幅回升，下半年保持震荡趋势。

图6：总成交量与总持仓量走势



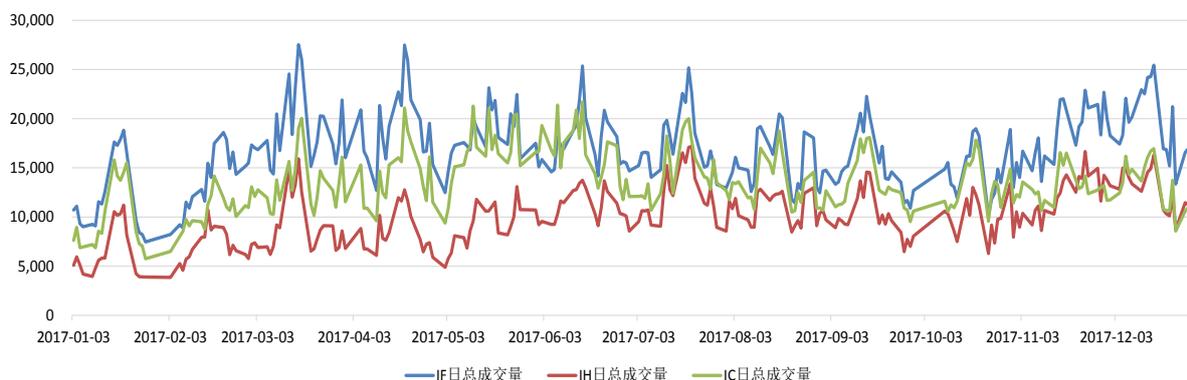
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图7：成交持仓比变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：三大期指日成交量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：三大期指日持仓量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2.3 期指基差走势

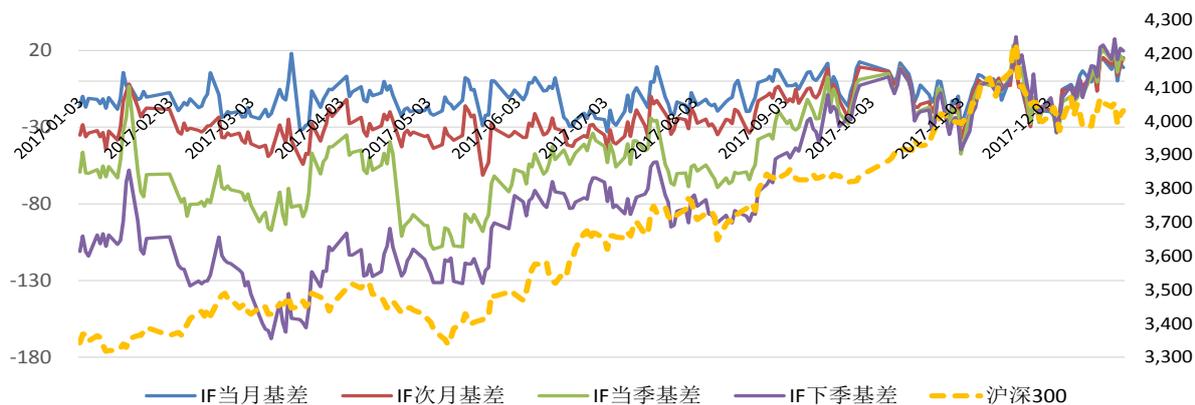
从基差结构来看，期指合约基差贴水状态在 2017 年得到明显改善。整体来看，期指合约基差与指数现货走势基本保持一致，主要在 2017 年三季度市场走高期间大幅修复。

从期现价差来看，IH 各合约自 8 月起基本回到升水状态，目前远月升水幅度较大。IF 各合约也从 9 月底起基本修复为平水状态，四季度基本在平水状态附近窄幅震荡，12 月小幅升水。IC 合约期现价差也随着股票市场修复逐步收窄。

从跨品种合约基差来看，IF-IH 合约基差基本与沪综指趋势保持一致，整体呈现震荡中枢上行的趋势。而 IC-IH 合约基差震荡走低，主要是由于 2017 年市场价值型蓝筹大盘股走势相对强于成长型中小创股。

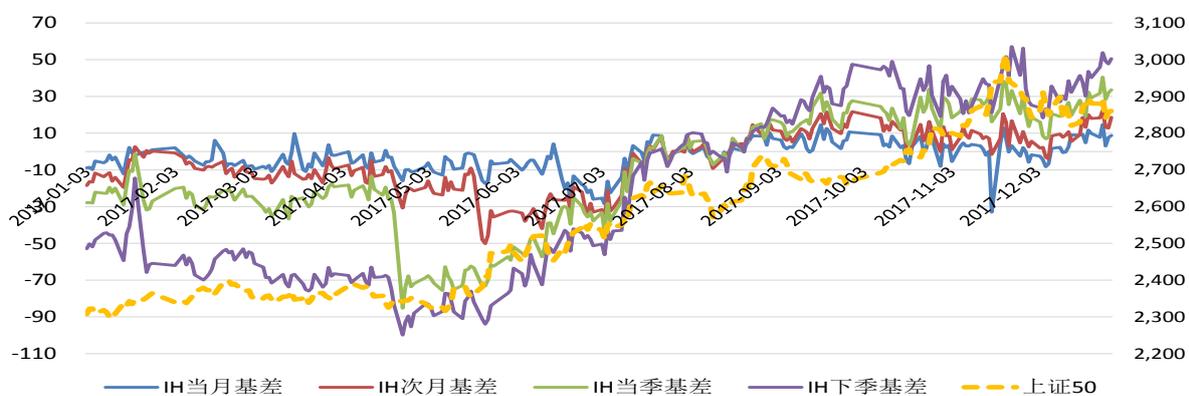
从期指跨期价差来看，目前 IH 远月合约相对高于近月合约，IF 近远月合约价格较为接近，而 IC 远月合约价格继续低于近月合约，但差距有所缩小。

图 10: IF 各合约基差走势



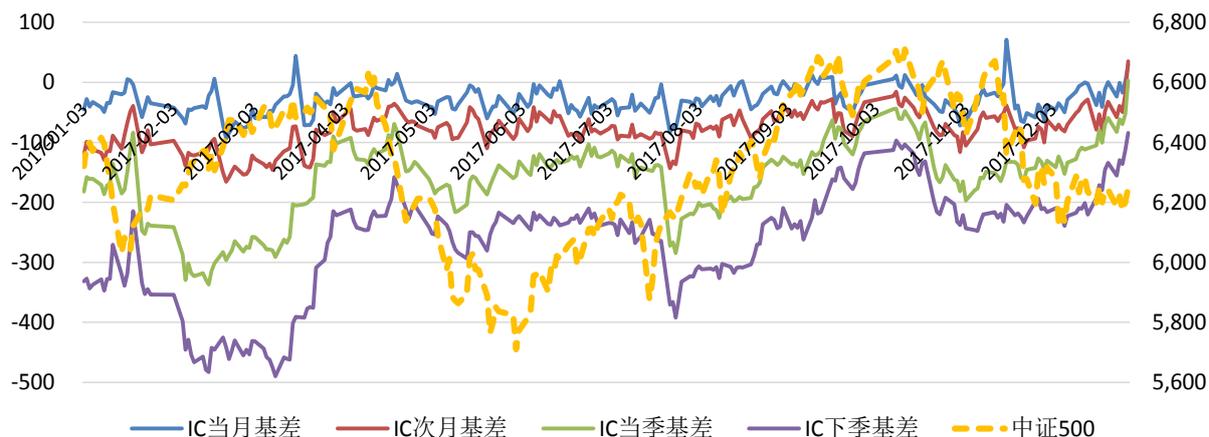
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IF 及 IH 基差 (IF 及 IH 数量配比 1:1) 走势情况



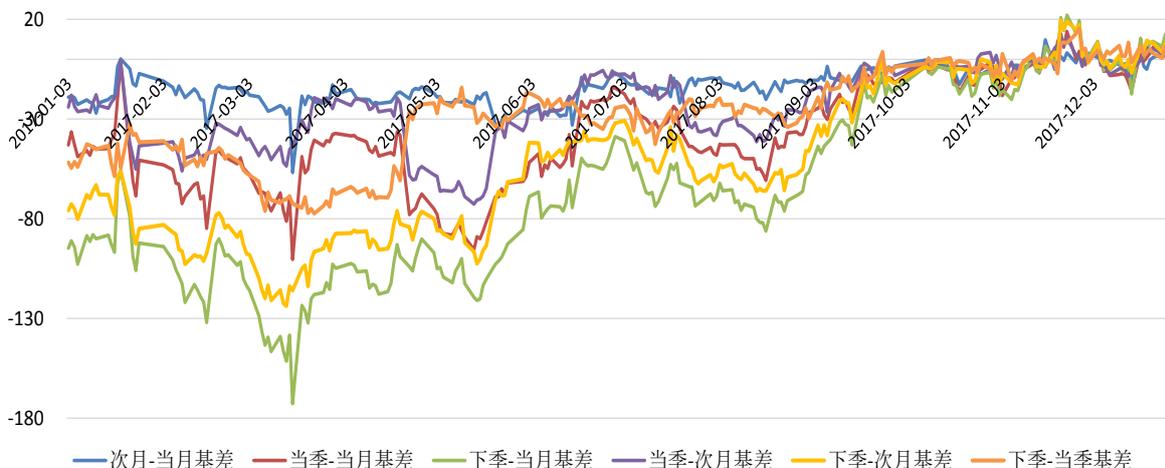
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IC 及 IH 基差 (IC 及 IH 数量配比 1:2) 走势情况



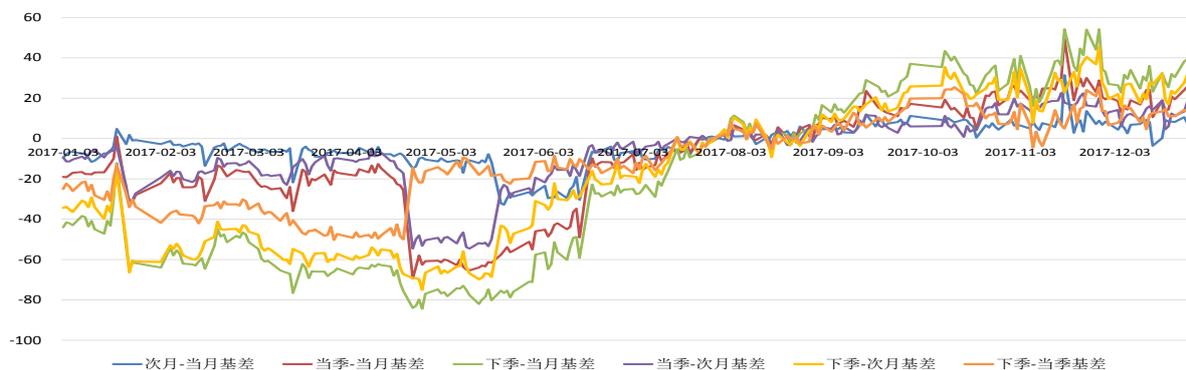
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IF 跨期基差走势情况



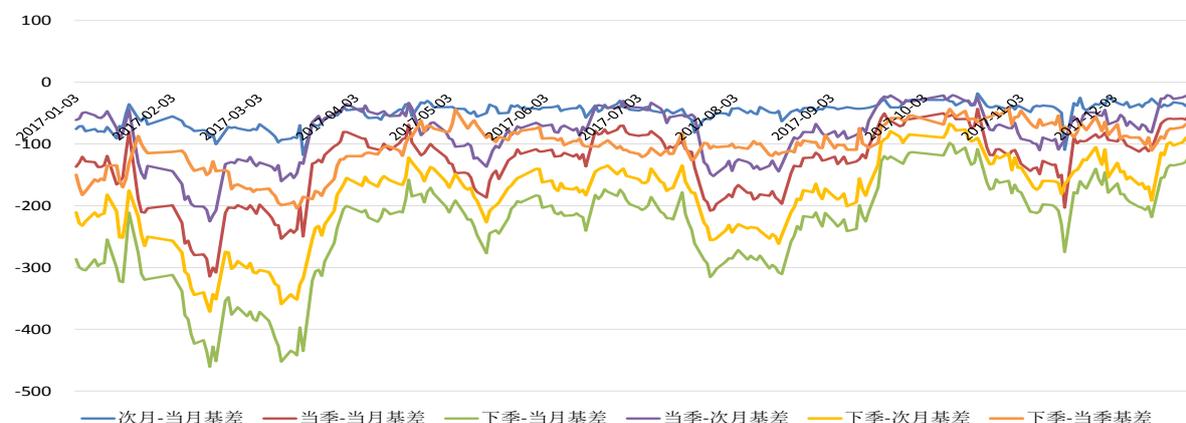
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IH 跨期基差走势情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: IC 跨期基差走势情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2018 年市场基本面分析

宏观经济基本面、市场资金利率、股票盈利与估值的匹配性以及投资市场情绪是影响股票市场走势的重要因素。

回顾 2017 年, 股票指数震荡中枢上行。基本面整体偏暖, 宏观经济下行趋缓, 出口的回暖及消费的稳健减弱房地产下行影响, 实际运行状况好于此预期。货币政策维持中性紧平衡, 央行操作削峰填谷, 流动性较为平稳, 但防风险去杠杆有所加强, 市场利率走高。上市公司受益于结构转型及市场改革, 市场供求关系改善, 业绩及盈利增速回升, 加上多数股票估值自 2015 年股灾起理性修复, 2017 年期间回到合理区间, 甚至回归历史低位, 股市由上半年的价值修复主导的上涨, 转化为下半年由业绩修复主导的上行。同时, 受益于外围的美国、欧洲及香港股市走强, 并屡创历史新高, 加上北向资金的流入, 助推股票市场的投资情绪回暖, 风险偏好提升。

展望 2018 年基本面, 宏观经济有望企稳, 经济增速前低后高, 继续释放改革成效。但防风险下金融监管难松, 市场利率下行空间有限。股票盈利的边际贡献将有所减弱, 但经济企稳回升预期下, 股票成长性回归, 中小盘股估值的持续回调为未来上行打开空间, 二八行情有望扩

散至中小盘绩优龙头股。我们认为期指经历 2017 年末至 2018 年初回调后，二季度有望出现低吸机会，下半年将继续表现结构性机会。

## 2.1 宏观经济有望企稳，2018 年前低后高

首先从宏观基本面来看，2017 年整体形势好于此预期，前三季度宏观经济保持平稳，下行趋缓。2016 年末起国内宏观经济小幅回升，2017 年前三季度 GDP 累计同比增长 6.9%，大幅好于此前全年目标。

国内经济韧性较强，在房地产限购的压力下，经济三驾马车中的出口贡献较大，2017 年净出口对经济的拉动由负转正，同时出口结构较以前发生重大改变，高新技术产品占比显著提高。消费数据上半年平稳回升，全年保持平稳，基本维持 10% 以上的月同比增速，且在消费结构上体现消费升级的趋势。固定投资增速在年初有所回升，全年延续下滑趋势，但下行较为平缓，实际表现好于此预期。PMI 数据也连续数月站上荣枯线，制造业保持稳步扩张状态，但扩张速度在四季度有所放缓。全国规模以上工业增加值在下半年有所回落，但企业利润受益于供给侧改革，多项效益继续呈现积极变化。

从目前情况来看，2018 年中国产业结构转型以及市场改革推进成效将继续显现，我们对宏观经济基本面谨慎乐观，认为经济前低后高，在三去一补一降取得显著成效后，经济 L 型筑底后有望触底后企稳回升。经济企稳回升主要基于以下四点：

第一，消费平稳向好。

随着市场消费结构的改变，传统周期性行业去杠杆影响有限。从十九大至中央经济会议均提及，我国的经济目标已从高速增长转向高质量发展。随着人们可支配收入水平的不断提高，对高质量高附加值的消费品需求大幅增加，因此消费升级成为中国经济增长新的引擎，刺激着高端制造领域需求继续扩张，利好“科技”及“创新”行业的发展。

第二，房地产非预期之差。

2017 年三四线城市房地产销售火爆，房价水平逐步抬升，随着区域性经济中心的建立及发展，二三线城市房地产存在刚性需求。同时，十九大报告强调“房子是用来住的、不是用来炒的”概念，随着租售并举等相关政策出台，楼市管理从抑制需求转向增加供给，房地产市场有补库存的可能，因此未来房地产可能并非预期之差。

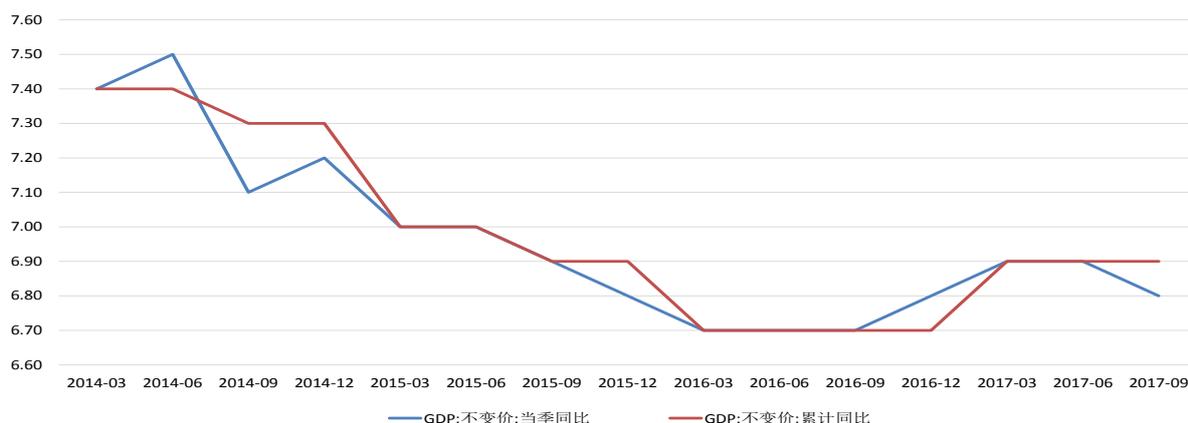
第三，出口积极向好。

2018 年全球经济呈现向好趋势。2017 年海外主要经济体全面复苏，美国、英国、欧元区及日本制造业 PMI 全线走高，全球制造业增长强劲，对工业品需求形成一定支撑，随着外需的进一步向好，加上中国出口结构的改善，2018 年出口将继续对中国经济提供积极贡献。

第四，基建继续发力。

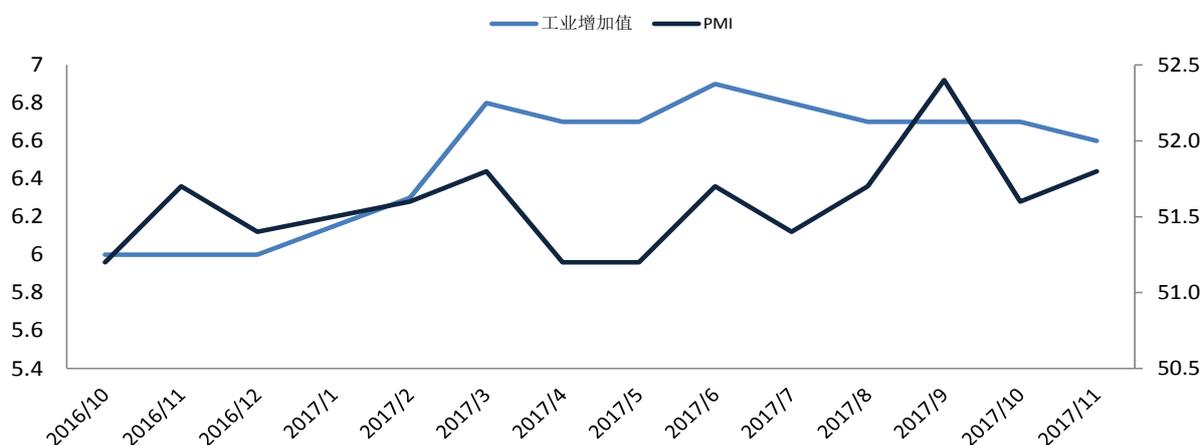
虽然 PPP 监管加强，基建投资资金来源受限，但 12 月中央经济会议提到将采取更加积极的财政政策，2018 年基建有望继续发力。预计 2018 年基建在具体支出的方向及结构上会对行业有所侧重，从细分行业来看，公路、城轨、市政、环保等领域将维持高景气，同时，PPP 规范等利空政策基本出尽，有利于保障优质 PPP 项目的执行落地。

图 18: GDP 增速 走势图



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 工业增加值增速及 PMI 走势图



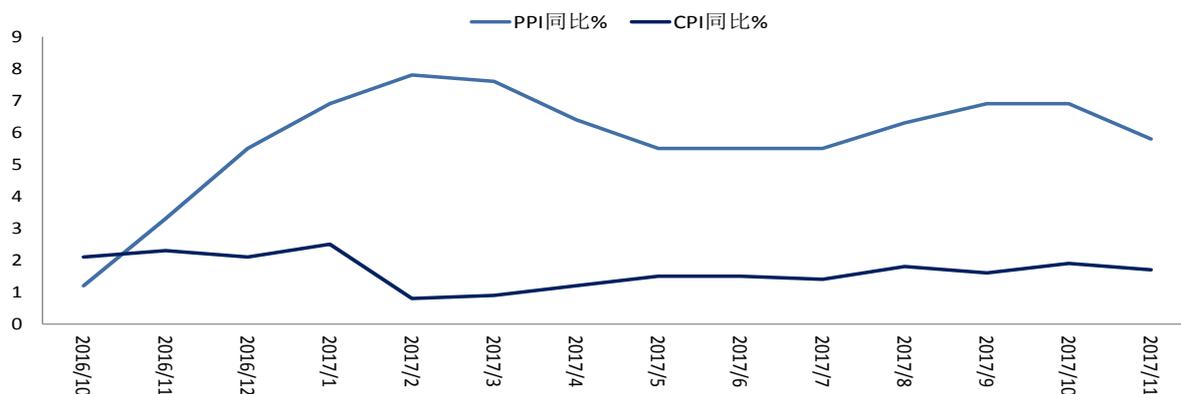
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 消费、投资、出口 走势图



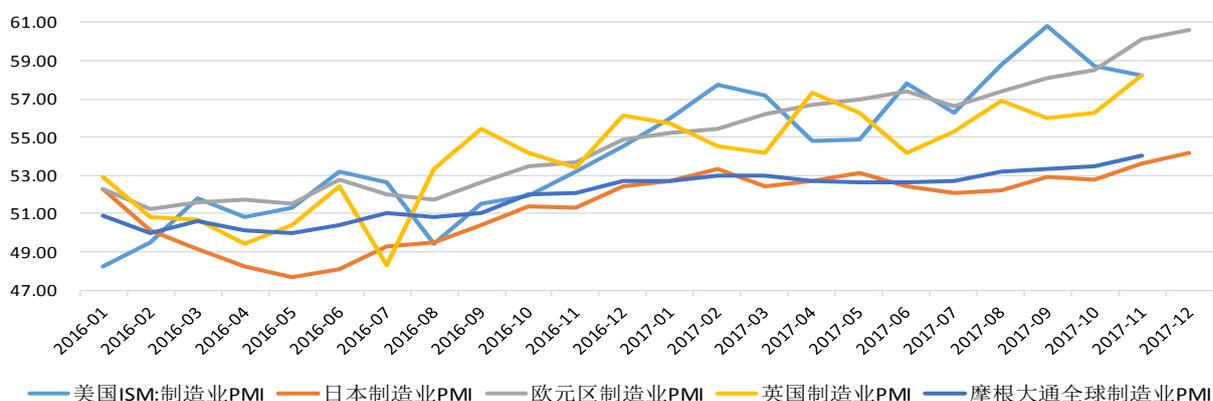
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: CPI 及 PPI 走势图



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 海外市场制造业景气程度



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 防风险下监管难松，利率下行空间有限

2016 年以来，国内货币政策从宽松转向稳健中性，2017 年央行操作偏向于削峰填谷，市场资金流动性整体呈现紧平衡状态。同时，2017 年监管层对金融市场防风险去杠杆的态度坚定，从三月的证券期货监管工作会议到七月的金融工作会议，从十一月的十九大再到十二月底中央经济会议，防范金融市场重大风险被放在更加重要的位置，相关监管政策也相继落地。

2 月 17 日发布的再融资新政，从优化定价机制、限制单次融资规模、提出融资间隔期要求、规范募资使用等方面综合施策，规范上市公司再融资行为，有效挤出套利资金。3 月 29 日银监会开创“史上最严银行业监管季”，两周内《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》、《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》、《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》等文件剑指委外业务，严格控制嵌套投资，首次鲜明地确立了收缩委外投资、缩降商业银行投资杠杆的立场。7 月 14 日金融工作会议上宣布设立国务院金融稳定发展委员会，确认监管模式为“功能监管、行为监管”，监管模式迎来重大转变。11 月 17 日我国资管行业迎来统一监管规范，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》发布，强化“合适的产品卖给合适的投资者”的理念，涉

及规范资金池、设定资管产品的杠杆水平、打破刚性兑付、抑制多层嵌套和通道业务等内容。

2018 年资产管理办法等一系列监管政策将陆续落地，利率仍将维持高位震荡，随着市场对监管预期逐渐反应消化，加上各类监管配套细则有望在 2018 年上半年出台完毕，监管层面的利空将逐渐出尽，预计市场利率在高位震荡后有望小幅回落，但我们认为利率下行空间有限，下半年利率走势需要关注宏观基本面的实际运行情况。

上文中我们已经叙述了宏观经济 L 型筑底后有望企稳回升，经济回暖后良性带动社会融资需求扩张，在货币政策中性偏紧加上金融防风险去杠杆的背景下，资金面供求传导下，市场利率可能再度走高，上行空间取决于实体经济运行状态。同时，由于全球经济全面回暖，美联储加息又缩表，此前全球宽松的货币政策将逐步收紧，国内货币政策将受海外牵制。加上中国已宣布自 2018 年 1 月 1 日起定向降准，未来放松货币政策的概率有限，因此认为未来市场利率仍将维持高位。

股市流动性方面，由于机构资金比重逐步增加，因此市场情绪和操作上更为理性，重视对系统性风险的控制，预计市场波动更为平稳。社保基金、保险资管以及海外资金等未来增量资金仍有流入空间，市场理性修复后前期出逃资金也有回流预期，因此股市流动性有望缓和。但随着银行理财及同业存单规模下降，资管业务等监管全面加强，资金面大概率不会出现流动性放水行情。

### 2.3 2018 盈利预期修复，估值安全边际回升

根据股利贴现模型，股市盈利与市场贴现率是影响股票价值的核心因素，我们认为随着市场制度逐步完善、投资行为逐渐规范，股票价格最终会回归内在价值，企业盈利能力才是股价上涨的核心驱动力。

2017 年股票市场处于宏观经济平缓下行及货币政策中性偏紧的背景下，企业盈利预期下降的同时，贴现率有所上行，压制股票市场的估值水平。在 2015 年牛市阶段，市场非理性追涨导致股票市场出现大量估值泡沫，在 2016 年起，市场回归理性，2016 年下半年开始，估值修复主导市场，价值投资的理念贯穿了 2017 年全年，受益于流动性溢价及业绩稳健的确定性溢价，处于估值洼地的蓝筹大盘股大幅走强，但市场二八分化严重，成长型的中小盘股遭遇戴维斯双杀。对于中小盘股来说，整体估值水平偏高，主要是市场对于其未来盈利增速预期较高，但宏观经济下行趋势期间行业集中度提升，成长型企业的业绩波动较大，高盈利增速预期难以兑现，加上市场监管加强以及贴现率上行对中小盘股估值的压制影响更大，估值水平的安全边际大幅下降，股票价格大跌，主要还是市场预期大幅回落。

目前，截止 2017 年 12 月 22 日收盘，上证综指的动态市盈率为 15.49 倍，深证成指的动态市盈率为 27.62 倍，中小板指的动态市盈率为 34.11 倍，创业板指的动态市盈率为 41.99 倍，三大指数中，上证 50 的动态市盈率为 11.61 倍，沪深 300 的动态市盈率为 14.22 倍，中证 500 的动态市盈率为 28.68 倍。从估值变化来看，上证 50 及沪深 300 的估值水平在 2017 年有小幅提升，而中证 500 指数的估值下降了 40% 左右。

展望 2018 年，“三去一降一补”的成效逐渐显现，有效化解过剩产能，化解房地产库存，优化资产配置，提高资源的配置效率，促进经济持续健康发展，通过规范债转股、PPP 模式化解银行系统及地方政府的债务危机，降低中国经济未来中长期系统性风险，在未来经济企稳回升的环境下，被压制的股票估值必然有所回升，企业盈利预期将有所修复，主导股票市场的上涨。

从市场一致预测来看，2017 年营收及净利预期增长率较 2016 年有大幅提升，虽然市场贴

现率有所上升，但随着市场情绪回归理性，价值投资的理念被广泛重视，处于估值洼地且业绩稳健的个股估值有向上修复的空间，因此沪深 300 指数及上证 50 指数估值水平在 2017 年有小幅抬升；而存量资金的博弈决定了市场的结构性分化，中证 500 指数的预期净利润增长率从 2016 年 53.50% 的高位回落至 30% 左右，估值随之向下修复，其估值水平从 2016 年末的 60 倍一路回落至 30 倍以下。

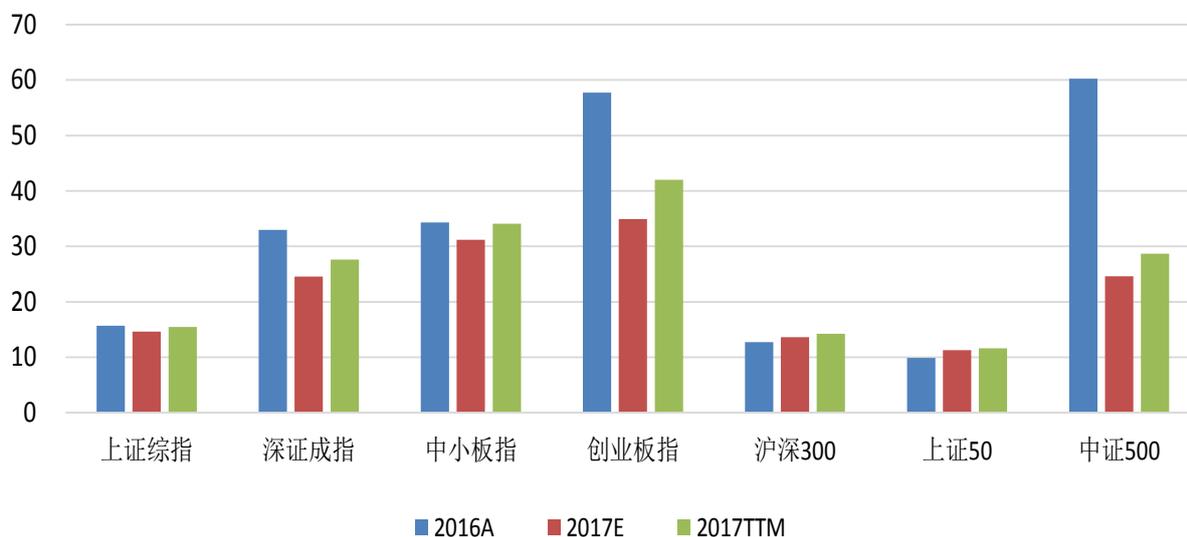
2017 年，股票市场处于宏观基本面下行趋势且市场利率走高阶段，业绩的成长性预期被压制，资金追逐业绩的确定性，市场由估值修复所主导。随着宏观基本面的企稳回升，盈利能力强且增速较快的企业将重回市场风口，成长性股票的估值安全边际将快速回升，市场终将转变为盈利修复主导的市场。

我们认为产业结构转型下，企业业绩将得到持续改善，A 股整体的盈利增速仍在上行阶段，目前估值水平也在合理区间，三大指数未来均有盈利预期修复的机会。从三大指数的盈利增长率来看，沪深 300 指数及上证 50 指数未来三年总净利润增速继续加快，且与中证 500 指数之间的差距将有所缩小，随着市场系统性风险的逐渐化解，估值个股的安全边际将整体抬升，赚取戴维斯双击中 EPS 和 PE 同时增长的倍乘效益。

在经济全面转暖的预期下，我们认为受益于经济未来中长期系统性风险的逐渐化解，估值水平较低的金融板块将率先反应，沪深 300 及上证 50 指数在估值拉升下有望继续表现。随着宏观经济回升的确定性不断增强，业绩确定性较强的中小盘股 PE 上升更快，盈利预期的修复空间更大。因此在 2018 年后半段，中证 500 指数亦有较大的上涨空间。

根据 PEG（市盈增长比率）理论，不论是利用 2017 年的预测增长率还是未来三年年复合增长率作为盈利增长率，来计算 2017 年的 PEG，均显示目前中证 500 指数的 PEG 处于 1 以下，因此我们充分看好其盈利的成长性修复机会，认为其 PE 增长的空间更大。

图 23：股票估值变动情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2: 三大指数成分股营收及净利增长

	营收增长率		净利润增长率	
	2016年实际	2017年预期	2016年实际	2017年预期
沪深300	5.54%	14.73%	2.00%	7.03%
上证50	1.79%	13.28%	-0.13%	4.73%
中证500	12.61%	16.76%	53.50%	30.66%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: 三大指数成分股业绩预测

总营收	2016年	2017年(预测)	2018年(预测)	2019年(预测)	2017预期增长率	未来3年复合增长率
沪深300	216820	248757	277614	309102	14.73%	12.55%
上证50	135444	153438	168479	185351	13.28%	11.02%
中证500	43088	50311	58797	66229	16.76%	15.41%
总净利	2016年	2017年(预测)	2018年(预测)	2019年(预测)	2017预期增长率	未来3年复合增长率
沪深300	24292	25999	29384	32968	7.03%	10.72%
上证50	15354	16080	17870	19715	4.73%	8.69%
中证500	2449	3200	3983	4779	30.66%	24.96%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 4: 三大指数预测 PEG

	2017预期增长率	未来3年复合增长率	2017年(预测) PE	G:2017年净利预期增长率	G:未来三年复合增长率
沪深300	7.03%	10.72%	13.52	1.92	1.26
上证50	4.73%	8.69%	11.23	2.38	1.29
中证500	30.66%	24.96%	24.32	0.79	0.97

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 海外市场集体回暖, 股票市场配置提升

从全球股票市场的行情来看, 2017 年美国、欧洲及亚洲市场均录得正向收益。纵观全球, 港股领涨全球股市, 美股其次, 日本股市在前三个季度弱势震荡后四季度发力拉升, 欧洲股市相对走势较弱, 英国股市受脱欧影响涨幅仅录得 5%。根据涨跌幅排行来看, 恒生指数领涨年内累计涨幅达到 32%, 美国纳斯达克指数紧随其后, 录得 28% 的涨幅, 道琼斯指数排名第三, 截止 2017 年 12 月 22 日累计涨幅达到 24%。

参照美国市场的估值情况来看, 美三大股指在 2011 年下半年市盈率触底, 道琼斯指数估值低点在 11 倍市盈率左右, 而标普 500 指数的估值低点在 13 倍市盈率左右, 纳斯达克指数最低在 18 倍市盈率左右。2017 年三大股指的市盈率均处于震荡上行阶段, 且下半年上行趋势有所加速, 体现资金对股票市场的风险偏好有所提升。从美国市场的估值水平来看, 目前沪深 300 及上证 50 指数的市盈率均在 15 倍以下, 远低于美股指数, 而中证 500 指数估值也回到市场普遍认同的 30 倍合理市盈率下方, 估值风险相对较小。

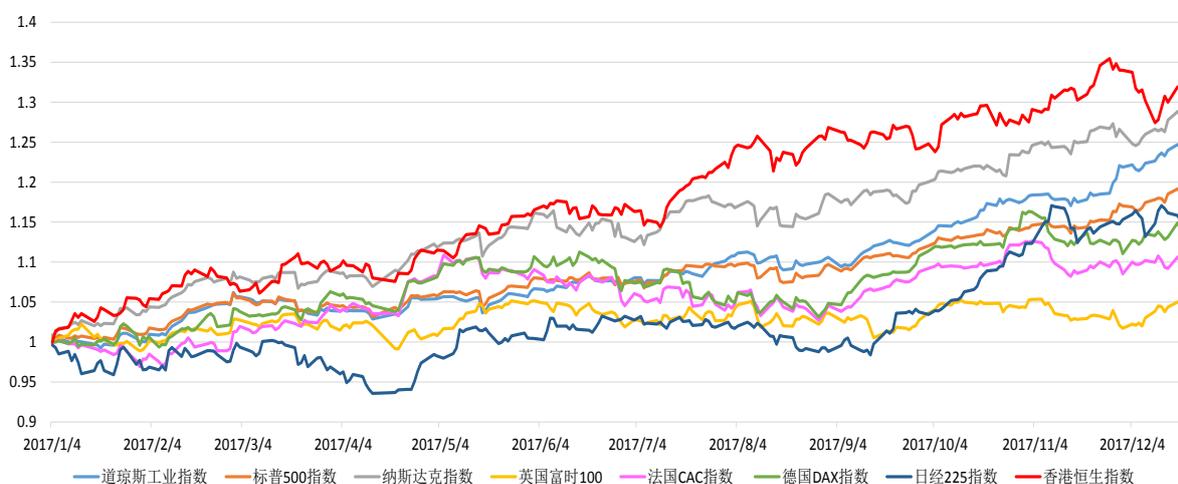
我们认为海外资金在 2018 年起将逐渐提高 A 股市场配置, 尤其是 2017 年 6 月宣布 A 股从 2018 年 6 月正式纳入 MSCI 指数, 海外市场对 A 股的配置需求必然逐渐扩大, 包括富达国际、

瑞银、景顺、贝莱德在内的多家著名外资机构已正式进入中国内地市场，以沪深 300 及上证 50 为主的蓝筹绩优股将迎来配置良机。

另外，目前市场上 50ETF 期权的成交量及持仓量不断上升，获悉沪深 300ETF 期权的推出也在全力加速中，2018 年有望上市。届时股票市场将迎来更多对冲工具，在控制风险及丰富策略方面有更多选择，也会提升市场对股票现货的配置需求。

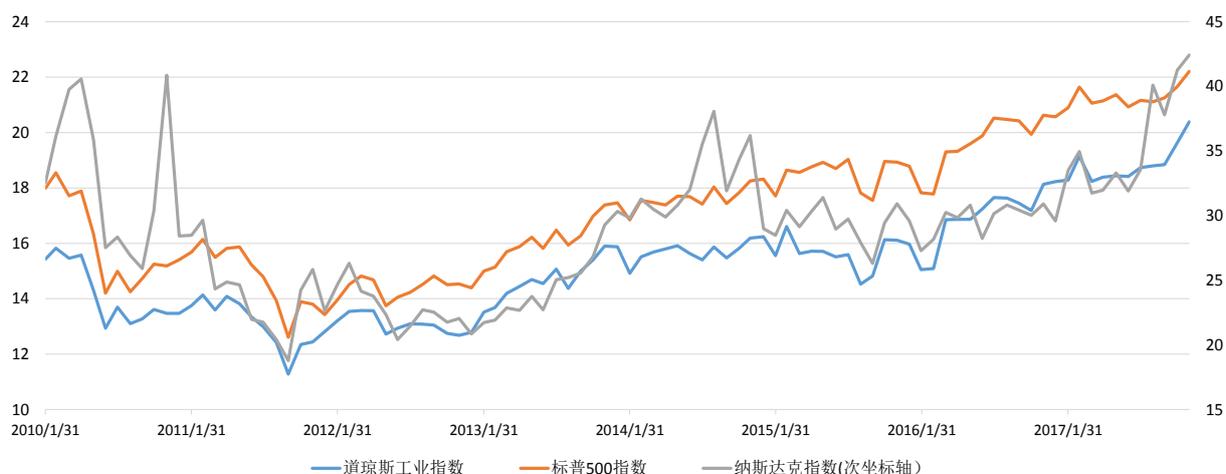
展望 2018 年，根据美林时钟周期，在全球经济复苏回暖之际，股票对经济的弹性更大，配置价值显著提升。同时，以公募基金、保险资金、社养老金、企业年金以及外资为主的机构资金未来仍将加大股票市场的资金投入，A 股市场中机构投资者占比逐步提高是必然趋势，专业机构资金的投资理念更为成熟，操作风格稳健，更为注重基本面的投资风格使市场波动将逐渐平缓，资金流动更为理性，提升 A 股市场的配置价值。

图 24：全球股票市场 2017 年累计涨跌



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 25：美三大股指估值变化



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 26: 50 ETF 期权市场月成交持仓数据



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

### 3.2018 年期指波动路径

2017 年价值板块劈开经济悲观预期的迷雾, 率先扬帆起航, 2018 年随着经济基本面预期的好转, A 股市场的东风渐起, 成长板块后劲可期。展望 2018 年, 我们认为 2018 年股票市场的上涨空间大于 2017 年, 盈利预期的修复将主导未来股票市场的走势, 企业盈利能力是股价上涨的主要支撑。

首先, 2017 年宏观经济运行的整体形势好于此预期, 国内经济韧性较强, 在房地产限购的压力下, 全年延续下滑趋势, 但下行较为平缓, PMI 数据也连续数月站上荣枯线, 制造业保持稳步扩张状态, 企业利润受益于供给侧改革及结构转型, 多项效益继续呈现积极变化。我们对宏观经济基本面谨慎乐观, 认为 2018 年中国产业结构转型以及市场改革推进成效继续显现, 经济 L 型筑底后有望触底后企稳回升。

资金流动性方面, 随着市场对监管预期逐渐反应消化, 加上各类监管配套细则有望在 2018 年上半年出台完毕, 监管层面的利空将逐渐出尽, 预计市场利率在高位震荡后有望小幅回落, 不过我们认为利率下行空间有限, 经济回暖后良性带动社会融资需求扩张, 在货币政策中性偏紧加上金融防风险去杠杆的背景下, 市场利率可能再度走高, 下半年利率走势需要关注宏观基本面的实际运行情况。但随着市场系统性风险被逐渐化解, 预计市场波动更为平稳, 社保基金、保险、基金以及海外资金等未来增量资金仍有流入空间, 前期出逃资金也有回流预期, 因此股市流动性有望缓和。

随着市场制度逐步完善、投资行为逐渐规范, 股票价格最终会回归内在价值, 企业盈利能力才是股价上涨的核心驱动力。随着“三去一降一补”有效化解过剩产能及房地产库存压力, 债转股、PPP 模式化解银行系统及地方政府的债务危机, 降低了中国经济未来中长期系统性风险, 在未来经济企稳回升的环境下, 被压制的股票估值必然有所回升。盈利能力强且增速较快的企业将重回风口, 市场终将转变为盈利修复主导的市场, 估值个股的安全边际将整体抬升, 赚取戴维斯双击中 EPS 和 PE 同时增长的倍乘效益。

另外, 根据美林时钟周期, 在全球经济复苏回暖之际, 股票对经济的弹性更大, 配置价值显著提升。美股及港股已率先开启牛市行情, 股票风险偏好回暖, 目前沪深 300、上证 50 及中

证 500 指数仍有估值优势。同时，A 股市场中机构投资者占比逐步提高是必然趋势，专业机构资金更为注重基本面的投资风格使市场波动将逐渐平缓，资金流动更为理性，提升 A 股市场的配置价值。

因此对于 2018 年大盘指数的预期，我们保持乐观态度，认为 2018 年股票市场的机会将大于 2017 年。历年一季度均存在春季行情，主要是年初资金流动性较好，且存在年报业绩炒作。由于 2017 年企业盈利持续改善，我们认为市场对年报炒作的热情将有所升温，但考虑到多项金融监管政策落地，市场仍然以结构性机会为主，业绩确定性仍是股价上涨的关键性因素。二季度房地产去库存预计进入尾声阶段，届时需要关注宏观经济基本面数据的变化，预计 PPI、PMI 等数据可能有 2017 年上半年高基数下的回落风险，企业盈利增速也有所放缓，对股票基本面有所压制。但我们认为，随着经济 L 型触底后企稳回升和监管利空逐渐落地，下半年 A 股市场将迎来慢牛行情，在系统性风险的担忧被逐渐化解，实体经济运行向好的预期下，市场震荡中枢将继续上行，板块方面来看，金融及强周期板块将率先上涨，随后成长性较好的电子、传媒等消费升级及高端制造领域也将打开上行空间。2018 年大小盘风格分化将有所弱化，业绩能够兑现的细分龙头将迎来加速上涨，一线蓝筹大盘股有望扩散至二线绩优中盘股。

综合来看，因此我们继续看好有估值优势的沪深 300 及上证 50 指数；在后半段，宏观经济企稳反弹确定性更强时，具有成长优势的中证 500 指数亦有机会。整体来看，根据 EPS 及 PE 有望实现倍乘效益，我们认为三大指数保持震荡中枢上行的趋势。

沪深 300 指数目前动态估值为 14 倍左右，市场预测其整体盈利的未来三年复合年增长率为 10.7%，根据美股市场的估值，市盈率增至 18 倍后估值仍处于合理水平，EPS 及 PE 的倍乘效益下预期涨幅可达 40%，由于其成分股业绩稳健且流动性较好，预期未来机构增量资金配置需求增加，沪深 300 指数下行空间有限，预计最大跌幅不超过 10%，预计 2018 年低位波动区间可能会在 3800-4000 点，高位区间可能会在 5400-5600 点。

上证 50 指数目前动态估值为 11.6 倍左右，市场预测其整体盈利的未来三年复合年增长率为 8.7%，随着中国经济中长期风险逐渐化解，市盈率增至 15 倍是合理的，在 EPS 及 PE 的倍乘效益下预期涨幅 40% 以上，由于其成分股中金融板块占比超过 60%，估值相对被低估，业绩较为稳健且市场流动性强，股价波动相对平稳，预期未来机构增量资金配置需求增加，下方支撑力度较强，预计 2018 年低位波动区间可能会在 2700-2900 点，高位区间可能会在 4000-4200 点。

中证 500 指数目前动态估值为 28 倍左右，根据美股估值，市盈率仍处于 30 倍的合理水平。目前市场一致预期 2017 年报收益水平下市盈率为 24 倍，而市场预测其整体盈利的未来三年复合年增长率为 25%，PEG 指数不足 1，成长性较高。当宏观经济企稳回升的预期被验证，EPS 及 PE 的倍乘效益下预期上涨 30% 是合理的。但由于其成分股主要为中小盘股，受到市场监管的压力较大，在上半年监管密集落地期，不确定性较大，走势仍有下行空间，预计其 2018 年低位波动区间可能会在 5400-5800 点，高位区间可能会在 7600-8000 点。

## 4. 2018 年股指期货机会分析

### 4.1 指数增强

股指期货可替代实际购买股票，构造一个和目标市场指数相同或高于市场指数表现的组合，从而极大地降低传统投资模式所面临的交易成本过高及指数跟踪误差。同时，利用股指期货放大权益类仓位，剩余资金可投资于固定收益债券来增加组合收益。期货加固定收益证券增值策

略就是利用股指期货和固定收益证券达到指数增强效果的策略。

#### 策略优势:

- 第一，股指期货采取保证金交易，期指账户仅占用较少资金即可替代权益类股票持仓，其他资金可投资固收产品，获取除股票市场外确定性的额外收益。
- 第二，股指期货跟踪指数的成本及误差较小，采用的 T+0 交易和保证金制度，拥有配置迅速，且利用杠杆资金占用较少的优点。现货组合在建仓及调整仓位时需考虑市场流动性及冲击成本。
- 第三，当指数调整成分股或权重时，复制指数的现货头寸需要调仓，存在调仓成本，而股指期货则不需进行调整。
- 第四，当建仓的股指期货相较于现货贴水，例如目前中证 500 股指期货合约相较现货明显贴水，除指数现货上涨带来的收益外可以额外获得贴水修复收益。
- 第五，指数型基金在持有现货组合时，可使用一定比例的股指期货进行现金管理，有效应对申购赎回，同时保证股票类仓位。

#### 策略风险:

- 第一，股指期货合约转为升水，多头持有股指期货期间有基差收敛的损失。
- 第二，受到分红等原因，股指期货与现货之间基差变化带来的不利扰动。
- 第三，股指期货在移仓换月期间的展期成本。

## 4.2 市场中性

股票类资产的收益可主要分为 alpha 收益及 beta 收益。市场中性策略是利用股指期货进行对冲，消除市场系统性波动，专注于挖掘阿尔法收益，从而赚取选股优势的超额收益。当股票市场走势震荡或处于下行阶段时，市场中性策略仍可赚取绝对收益。

#### 策略优势:

- 第一，消除市场系统性波动，减少组合市值波动，赚取绝对收益的最大化。
- 第二，专注于选择个股，回避市场择时的难题，尤其在结构性行情下收益可观且稳健。
- 第三，当股票市场走势震荡或处于下行阶段时，市场中性策略仍可赚取绝对收益。

#### 策略风险:

- 第一，股指期货与现货之间基差变化带来的不利扰动，当股指期货相对于现货贴水较大时期货端存在损失。
- 第二，股票的市值和 Beta 值不断变化，要利用股指期货完全对冲系统性波动，必须及时动态调整多头和空头的仓位，保证组合的 Beta 值始终为 0。

## 4.3 择时对冲

股票市场的风险可分为非系统性风险和系统性风险两个部分，非系统性风险通常可以采取分散化投资的方式将这类风险的影响减低至最小程度，由于股票市场是单向交易，系统性风险则难以通过分散投资的方法加以规避，只能通过套期保值将风险转移给衍生品市场上的其他参与者。利用股指期货的双向交易机制，投资者可通过建立与现货头寸方向相反的期货头寸，抵消现货头寸的不利波动，规避股票市场的系统性风险。

虽然我们对 2018 年股票市场保持乐观，但不排除市场出现技术性回调或消息面利空，因此建议利用股指期货进行择时对冲，也就是短期的空头套保。交易者在期货市场卖出期货，实现在现货价格下跌时以期货市场的盈利来弥补现货市场的损失，从而达到保值的目。由于股

指期货具有做空机制，为资金提供了对冲股市系统性风险的途径，减小投资组合的波动率。同时，股指期货采用的是 T+0 交易和保证金制度，拥有配置迅速，且利用杠杆资金占用较少的优点。目前沪深 300 指数期货及上证 50 指数期货均转为升水状态，有利于期货做空。

**策略优势：**

- 第一，当股票持仓组合中标的指数成分股占比较高时，利用相对应指数的股指期货合约进行择时对冲，可有效减少组合市值波动。
- 第二，市场出现调整风险时需要减少 beta 值，投资者利用股指期货进行择时对冲，可减轻抛售股票时的冲击成本，降低股票价格大幅下跌时的交易损失，也减少因抛售量过大导致无法找到相应对手盘的风险。
- 第三，当计划中长期持有现有股票仓位的前提下，通过做空股指期货进行择时对冲，可在市场可能出现回调时维持对股票策略的布局。

**策略风险：**

- 第一，由于 IC 合约长期处于贴水状态，期指空头需承担贴水修复的成本。
- 第二，择时对冲时间持续较长时需要考虑展仓操作的冲击及交易成本。

## 利率中枢可能上移

2018年1月2日 星期二

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

#### ● 2017 年行情回顾

2017 年经济走势呈现韧性，通胀低位运行，5 年期国债期货和 10 年期国债期货在“去杠杆，防风险”的监管政策和稳健中性的货币政策的影响下分别趋势性下跌约 3 元和 4 元，10 年期国债现券收益率从年初 3.1% 趋势性上行，触及年内高点 4%，现券收益率曲线整体走平；5 年期国债期货和 10 年期国债期货日均成交和持仓均较上年增长；国债期货的交割手数增加，且老券占比较大，一定程度上提高了老券的交易活跃度；国债期货走势阶段性强于现券，出现正套机会，且在利率趋势性上行时，国债期货较好地发挥了套期保值的功能。

#### ● 2018 年展望

从宏观基本面来看，2018 年宏观经济可能依然有韧性，但面临基建和房地产投资增速下滑的风险；货币政策维持稳健中性的基调，主要通过公开市场操作和 MLF 操作来进行“削峰填谷”，同时可能配合定向降准来投放流动性，公开市场操作利率跟随美联储加息而上调的可能性较大，资金利率大概率维持在较高位；防风险监管政策可能会继续出台，但对市场影响或边际减弱。10 年期国债收益率可能在 3.7%-4.2% 区间运行，高点可能出现在上半年，下半年如果经济增速出现超预期小幅下行，收益率可能出现阶段性的下行，低点可能触及 3.7%。

## 1. 2017 年国债期货行情回顾

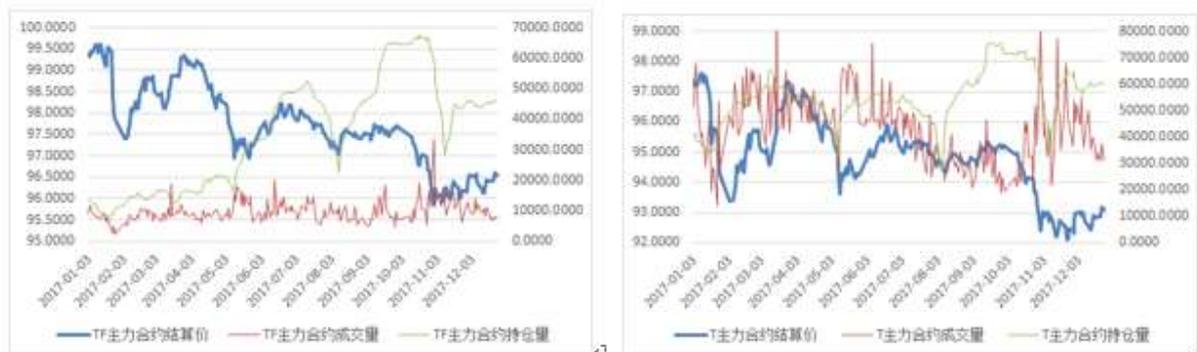
### 1.1 国债期货运行概况

2017 年国债期货市场稳步增长,5 年期国债期货日均成交约 9943 手,较 2016 年增长约 3.49%,日均持仓约 35205 手,较 2016 年增长约 58.72%;10 年期国债期货日均成交 43598 手,较 2016 年增长约 99.74%,日均持仓 54819 手,较 2016 年增长约 61.57%。同时进行 2 年期国债期货仿真交易,在 2 月 27 日 2 年期国债期货仿真合约交易挂牌上市。

### 1.2 国债期货走势

2017 年 5 年期国债期货和 10 年期国债期货走势大致相同,共分为五个阶段,第一阶段是 2017 年 1 月-3 月,央行在节前和节后分别上调公开市场操作利率和 MLF 操作利率各 10 个 bp,引发市场对货币政策收紧的担忧,随后央行发言人称上调操作利率是“随行就市”令政策担忧减退,3 月底表外理财纳入 MPA 广义信贷考核首次执行令市场承压,但随后美联储加息靴子落地和央行随之再次上调操作利率 10bp 的利空阶段性出尽,国债期货价格先下跌后反弹;第二阶段是 2017 年 4-5 月,银监会在 4 月上旬连发 7 文,限制银行委外和同业业务,去杠杆的监管力度超出市场预期,债券需求减弱,叠加央行配合令资金利率较大幅抬升,国债期货价格出现大幅下行;第三阶段是 2017 年 6 月,监管开始注重协调,“避免因处置风险而引发新的风险”,叠加央行首次提前超额续作 MLF 令年中资金面预期改善,国债期货底部反弹;第四阶段是 2017 年 7 月-9 月,市场对经济基本面和货币政策预期出现较大分歧,国债期货区间窄幅震荡;第五阶段是 2017 年 10 月-12 月,周行长关于经济增速 7% 的言论和央行公布 2018 年实行定向降准打破市场全面降准的预期,叠加前期交易盘的止损行为令国债期货较大幅下跌,11 月 17 日的资管新规征求意见稿将银行理财纳入资管产品范畴,打破刚兑实行净值管理再次令国债期货承压下跌,11 月最后两个交易日由于国开行以短换长的换券操作、国债供给压力减少和国债 4.0% 高位令部分配置盘入场,前期空头获利盘止盈带动国债期货较大幅上行,12 月国债期货再次进入区间震荡。

图 1: TF 主力合约结算价&T 主力合约结算价

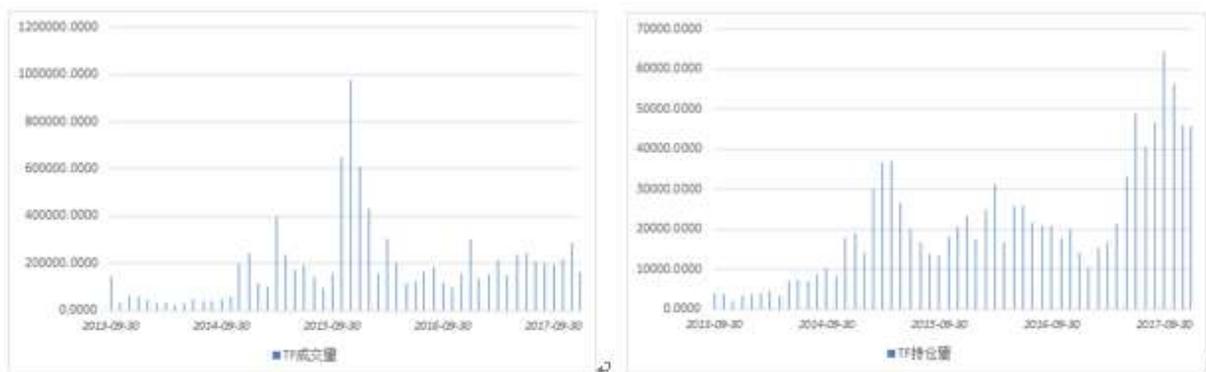


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 1.3 五年期国债期货持仓量阶段性大幅上行

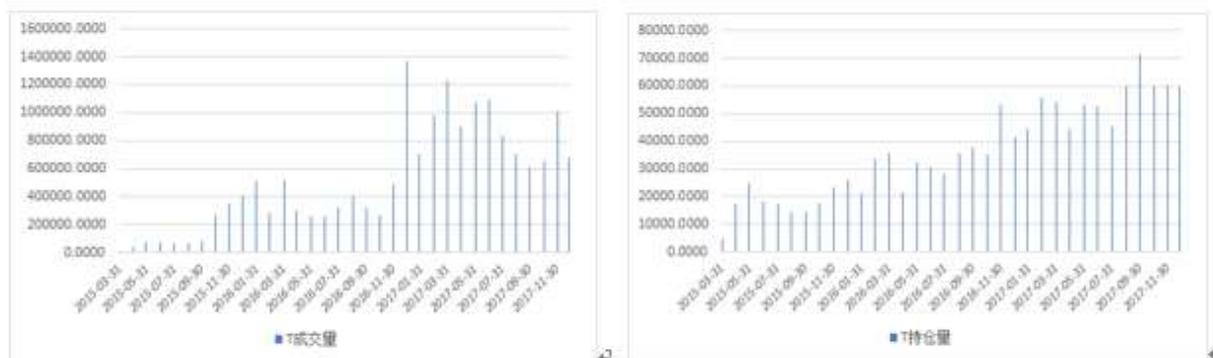
2017年5年期国债期货活跃合约成交量月度均值约为20万手，持仓量在9月份达到峰值，接近10年期国债期货的持仓量，主要是因为6-9月TF做陡仓位和正套仓位同时存在，套利行为导致TF持仓量较大幅上升，持仓量月底均值约为4万手；10年期国债期货活跃合约成交量月度均值约为100万手，持仓量在每个月分散较平均，持仓量月底均值约为6万手。

图 2：TF 成交量&TF 持仓量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：T 成交量&T 持仓量

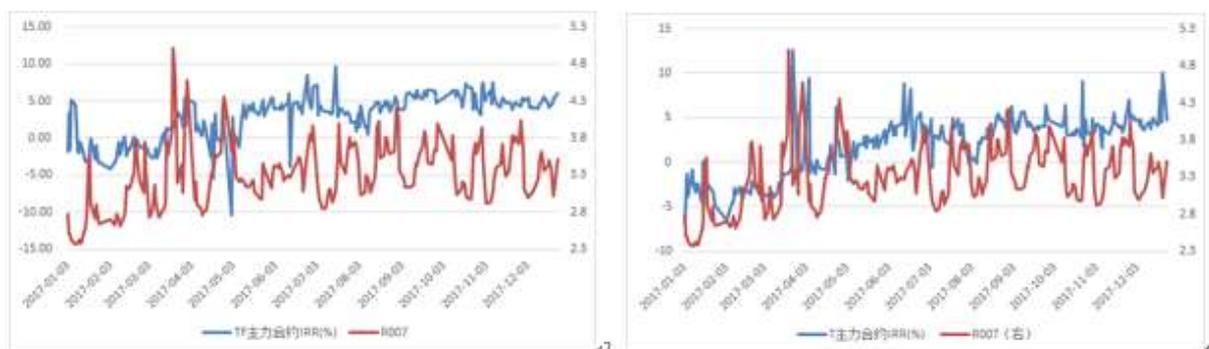


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.4 期价合理有效，存在阶段性正向套利机会

2017年5年期和10年期国债期货活跃合约IRR走势与R007对比来看，在4-5月监管力度超出市场预期，资金成本R007处于年度高位，无正套空间；在6-9月5年期国债期货由于做陡仓位的存在，导致存在阶段性的正套机会，10年期国债期货正套空间相对不大；在10-12月国债期货在下跌阶段（利率上行阶段）跌幅大于现券，在反弹阶段（利率下行阶段）涨幅大于现券，也存在阶段性的正套机会。

图 4: TF 活跃合约 IRR&amp;T 活跃合约 IRR



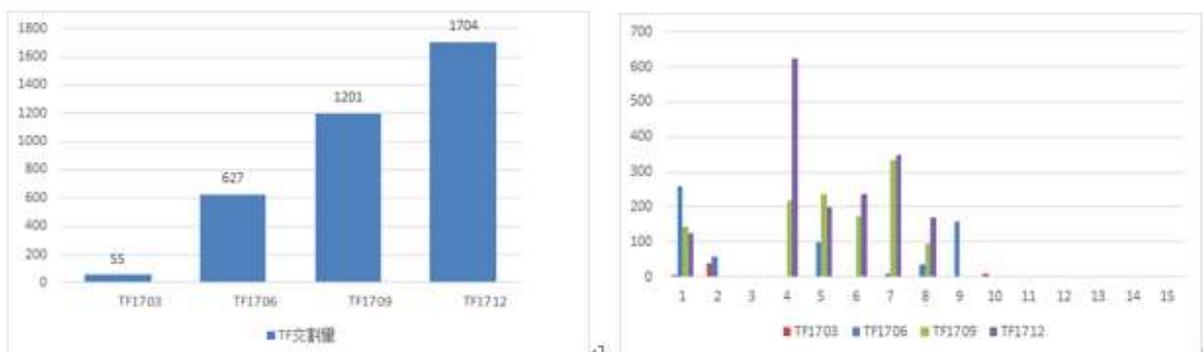
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.5 交割量较大幅增加，老券交割占比较大

2017 年 5 年期国债期货总共进行了 4 次交割，分别为 TF1703 合约、TF1706 合约、TF1709 合约和 TF1712 合约，每次交割手数分别为 55 手、627 手、1201 手、1704 手，每次交割金额分别为 5664.28、62865.75、120275.78、168211.2 百万元，总交割手数为 3587 手，总交割金额约 2487 亿元，从交割时间上可以看出，不同于 2015 年和 2016 年，TF1706 合约、TF1709 合约和 TF1712 合约进入交割月首日即有交割量，且在滚动交割期间的交割量大于进入最后交割日交割量；10 年期国债期货总共进行了 4 次交割，分别为 T1703 合约、T1706 合约、T1709 合约和 T1712 合约，每次交割手数分别为 682 手、609 手、1559 手、1625 手，每次交割金额分别为 65054.57、57237.46、147156.6、150341.2 百万元，总交割手数为 4475 手，总交割金额约 4197 亿元，从交割时间上可以看出，不同于 2015 年和 2016 年，T1709 合约和 T1712 合约进入交割月首日即有交割量，且在滚动交割期间的交割量大于进入最后交割日交割量。

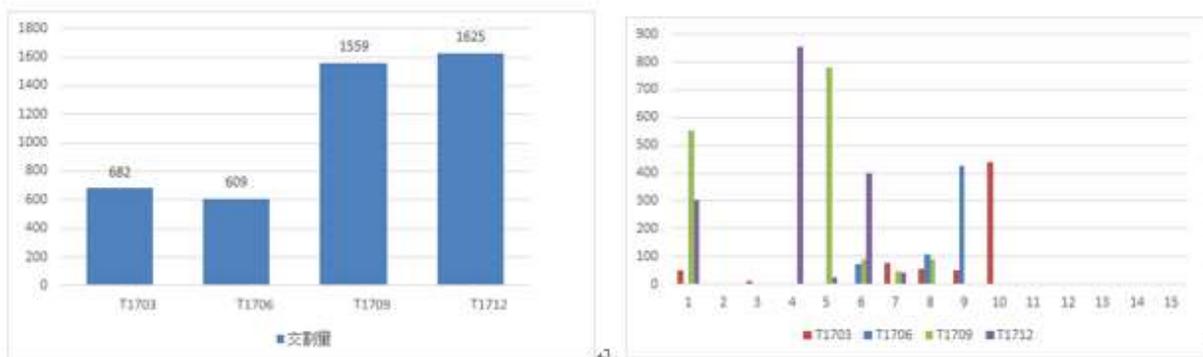
2017 年从进行交割的交割券种来看，五年期国债期货进行交割的可交割券分布很广，共计 18 只券，其中交割量排名前三的可交割券分别为 150026.IB、150014.IB 和 120015.IB，交割量分别为 681、612 和 611 手，占比分别约为 18.99%、17.06%和 17.03%，且这三只券均为老券，17 年五年期国债期货最廉可交割券（CTD 券）排名前三的可交割券分别为 130015.IB、170007.IB 和 150014.IB，占比分别约为 31.22%、18.57%和 9.28%，进行交割的券与 CTD 券重合度相对较低；十年期国债期货进行交割的可交割券分布相对较集中，共计 9 只券，其中交割量排名前三的可交割券分别为 160010.IB、160017.IB 和 150023.IB，交割量分别为 2022、1065 和 723 手，占比分别约为 45.18%、23.80%和 16.16%，且这三只券也均为老券，17 年十年期国债期货最廉可交割券（CTD 券）排名前三的可交割券分别为 160017.IB、160010.IB 和 170010.IB，占比分别约为 29.96%、22.36%和 14.77%，进行交割的券与 CTD 券的重合度相对较高。

图 5: TF 历次交割量&TF 历次交割时间



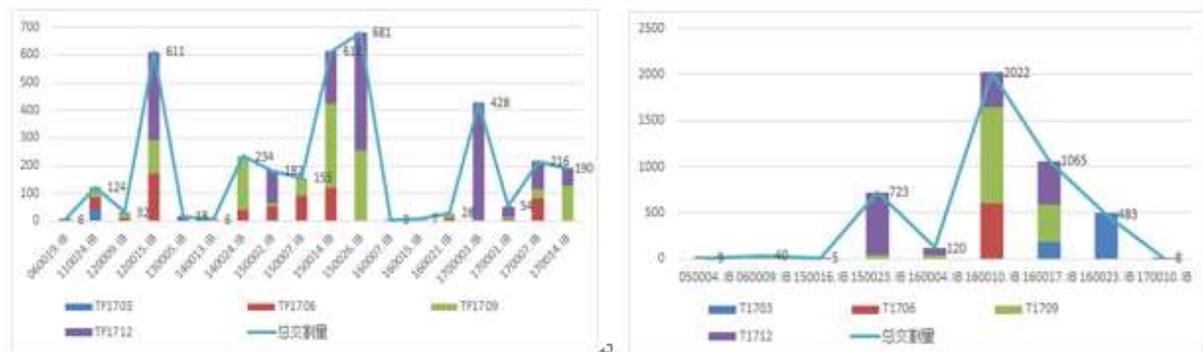
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: T 历次交割量&T 历次交割时间



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: TF 历次交割券种&T 历次交割券种



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 1.6 国债期货的跨期价差

2017 年国债期货跨期价差进行统计分析，发现二者价差波动范围较大，由于下季合约在移仓换月前合约流动性相对较差，目前市场上主流做法是在国债期货移仓换月时进行事件套利，策略盈利与否主要取决于对多空双方移仓节奏的把握，其次需要考虑到移仓换月时市场的交易方向或者说当时利率的走势，即新增仓位的建仓方向。2017 年较为特殊的是，TF 合约在 6-9 月存在做陡仓位和正套仓位，在移仓换月时需要考虑其移仓时间和方向，比如说合约移仓至 1709 合约时，由于做陡仓位的存在，导致 IRR 水平较高，多头倾向于先移仓，多下空当较合适，但 T 合约上这一现象并不明显，其价差波动相对较小。17 年共经历了五次移仓换月，后四次移仓换月期间宜采用多下空当操作。

图 8：TF 跨期价差&T 跨期价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2017 年国债现券行情回顾

### 2.1 国债现券一级市场发行概况

2017 年国债发行规模呈现先走高后走低，峰值在 8 月份，发行利率（票面利率）走势与国债现券二级市场收益率走势基本一致，记账式附息国债的发行利率在下半年低于二级市场收益率，除 10 年期关键期限投标倍数相对较高在 3-4 倍外，其余大多数期限投标倍数相对较低，显示国债在下半年需求较弱。截止 12 月 26 日，17 年利率债供给发行规模约为 31.52 万亿元，国债、地方政府债、政策银行债和同业存单占比分别约为 12.77%、13.82%、10.19%和 63.22%。

图 9：利率债发行规模&国债发行规模和利率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 国债现券二级市场收益率走势

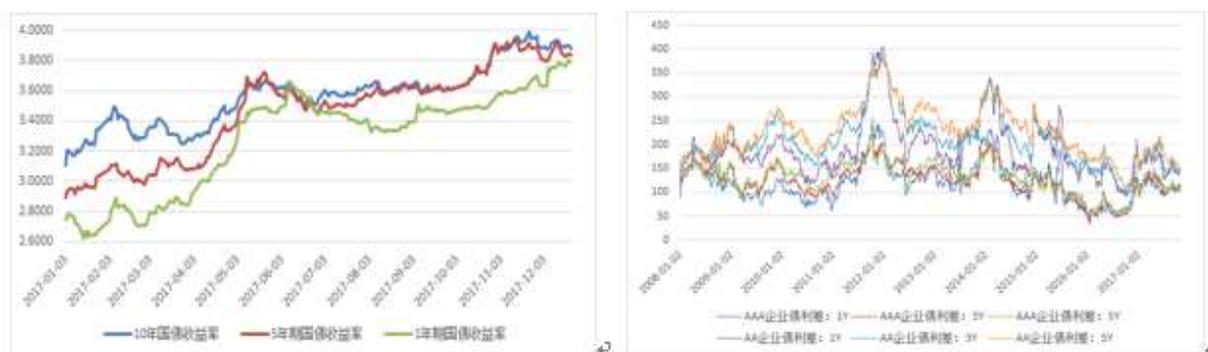
2017年5年期国债收益率和10年期国债收益率走势大致相同,以10年期国债收益率为例,其走势共分为五个阶段,第一阶段是2017年1月-3月,央行在节前和节后分别上调公开市场操作利率和MLF操作利率各10个bp,引发市场对货币政策收紧的担忧,随后央行发言人称上调操作利率是“随行就市”令政策担忧减退,3月底表外理财纳入MPA广义信贷考核首次执行令市场承压,但随后美联储加息靴子落地和央行随之再次上调操作利率10bp的利空阶段性出尽,国债收益率先下后上;第二阶段是2017年4-5月,银监会在4月上旬连发7文,限制银行委外和同业业务,去杠杆的监管力度超出市场预期,债券需求减弱,叠加央行配合令资金利率较大幅抬升,国债收益率出现约45个bp的上行;第三阶段是2017年6月,监管开始注重协调,“避免因处置风险而引发新的风险”,叠加央行首次提前超额续作MLF令年中资金面预期改善,国债收益率从3.7%回落约20个bp;第四阶段是2017年7月-9月,市场对经济基本面和货币政策预期出现较大分歧,国债收益率围绕3.6%中枢±10bp区间震荡;第五阶段是2017年10月-12月,周行长关于经济增速7%的言论和央行公布2018年实行定向降准打破市场全面降准的预期,叠加前期交易盘的止损行为令国债收益率上行约30bp,11月17日的资管新规征求意见稿将银行理财纳入资管产品范畴,打破刚兑实行净值管理再次令国债收益率承压上行约10bp至年内高位4.0%,11月最后两个交易日由于国开行以短换长的换券操作、国债供给减少和国债4.0%高位令部分配置盘入场,前期空头获利盘止盈带动国债收益率下行约10bp,12月国债收益率再次围绕3.9%中枢区间震荡。2017年从10Y-5Y和10Y-1Y利差来看,利差整体上走平,12月在约5bp附近震荡,信用利差有所抬升但仍处于低位,等级间信用利差收窄。

图 10: 2017 年 10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 5 年和 10 年国债收益率走势&信用利差

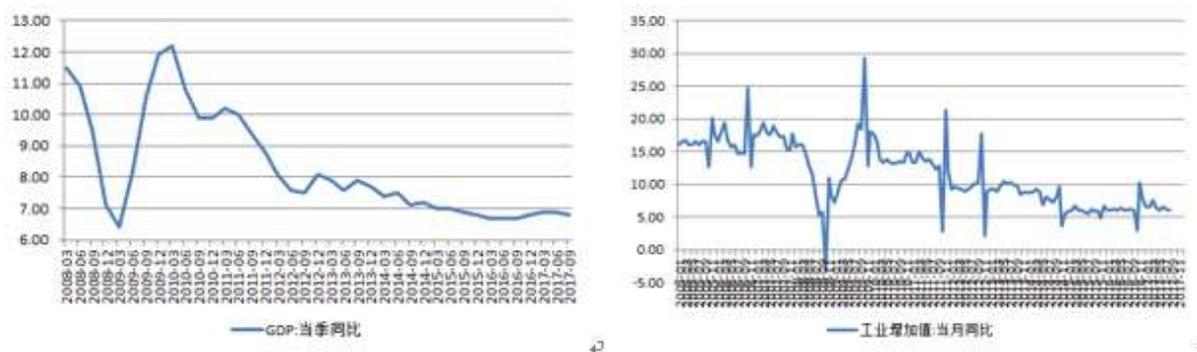


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 经济韧性, 通胀维持低位

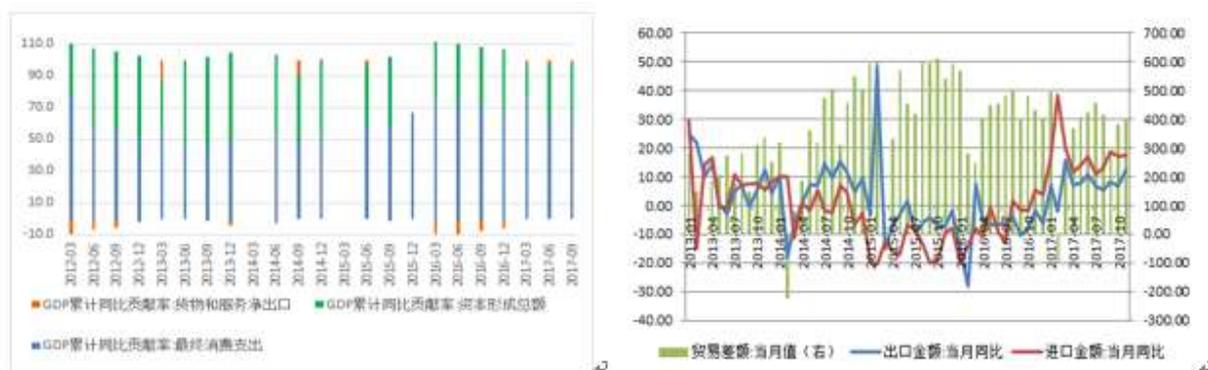
2017 年 GDP 同比增速预计在 6.9%, 四季度走势并没有如年初预期的走弱, 经济呈现韧性, 工业增加值同比增速均值高于目标值 6%; 从 GDP 的贡献率来看, 进出口贡献率由 16 年的负值转为 17 年的正值, 主要是因为美欧等发达国家经济向好带动国内外需, 同时消费对经济的贡献率提高, 17 年消费增速维持在约 10%。投资增速中基建和房地产增速占比较重, 基建增速在 17 年维持高增速, 其中一个原因是地方政府换届后资本支出意愿上升, 另一个原因是 PPP 项目在 17 年 8 月底仍比较火热, 而 PPP 项目上以基建为主; 房地产增速虽有所下滑但幅度较小, 主要是因为三四线城市去库存后, 低库存使开发商拿地意愿较高, 土地购置费的同比增速也在稳步提高。

图 12: GDP 增速&工业增加值增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

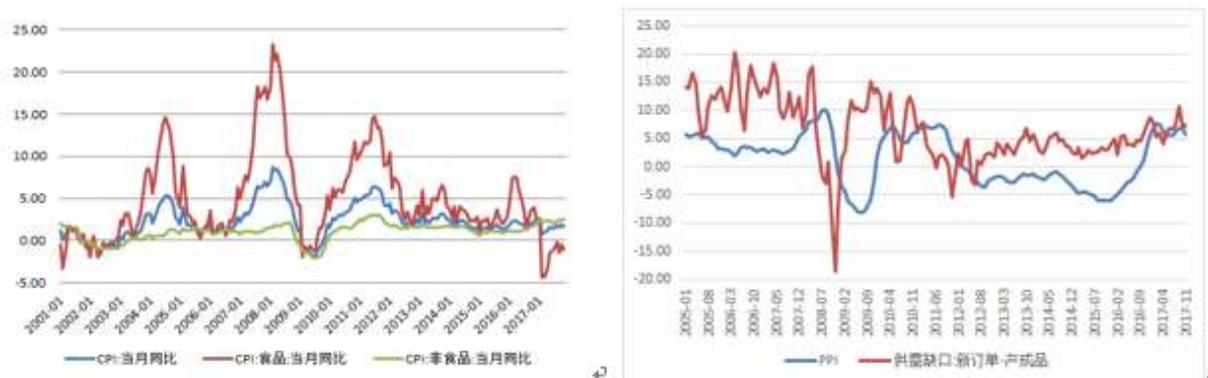
图 13: GDP 累计同比贡献率&进出口增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017 年 CPI 同比增速均值在 1.5%，主要是因为食品价格增速为负，拖累 CPI 增速，同时供给侧改革和原油价格震荡上行令 PPI 增速大幅上行，但 PPI 向 CPI 传导并不通畅，上游涨价并不能有效传导至下游。上半年食品价格中蔬菜价格大幅下滑，下半年食品价格中的猪肉价格较大幅下滑，而粮食价格维持低位，CPI 上升主要是因为非食品价格中的服务价格上升，而服务价格上升是因为医疗改革推升医疗服务价格。

图 14: CPI&PPI



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 稳健中性的货币政策和密集的监管政策

2017 年货币政策总体上稳健中性，央行年内进行了三次调高公开市场操作利率，第一次在节前和节后“随行就市”分别上调逆回购和 MLF 操作利率各 10bp，第二次在美联储 3 月加息后分别上调逆回购和 MLF 操作利率各 10bp，第三次在美联储 12 月加息后分别上调逆回购和 MLF 操作利率各 5bp。

2017 年金融监管贯穿全年，对债市不利影响较大的包括年初将银行理财纳入 MPA 广义信贷考核，4-5 月银监会连续发文中的“三三四”规定以及 11 月的资管新规征求意见稿，银行委外、银行理财和银行同业业务承压，债券需求受到抑制，叠加央行实行紧平衡，抬升短端资金利率成本，倒逼机构去杠杆。目前资管新规征求意见稿并未完全落地，后续关注其落实细则。

表 1: 2017 年央行历次上调政策利率时间及幅度

2017年货币政策总基调：稳健中性	
2017年1月24日	上调6个月MLF10bp, 利率由2.85%升至2.95%; 上调1年MLF10bp, 利率由3.0%升至3.1%
2017年2月3日	上调7D回购利率10bp, 利率由2.25%升至2.35%; 上调14D回购利率10bp, 利率由2.4%升至2.5%; 上调28D回购利率10bp, 利率由2.55%升至2.65%
2017年3月16日	上调7D回购利率10bp, 利率由2.35%升至2.45%; 上调14D回购利率10bp, 利率由2.5%升至2.6%; 上调28D回购利率10bp, 利率由2.65%升至2.75%; 上调6个月MLF10bp, 利率由2.95%升至3.05%; 上调1年MLF10bp, 利率由3.1%升至3.2%
2017年9月29日	宣布对普惠金融领域贷款达到一定标准的金融机构2018年1月1日实施定向降准
2017年12月14日	上调7D回购利率5bp, 利率由2.45%升至2.5%; 上调14D回购利率5bp, 利率由2.6%升至2.65%; 上调28D回购利率5bp, 利率由2.75%升至2.8%; 上调6个月MLF5bp, 利率由3.05%升至3.1%; 上调1年MLF5bp, 利率由3.2%升至3.25%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2: 2017 年各项监管政策公布时间和主要内容

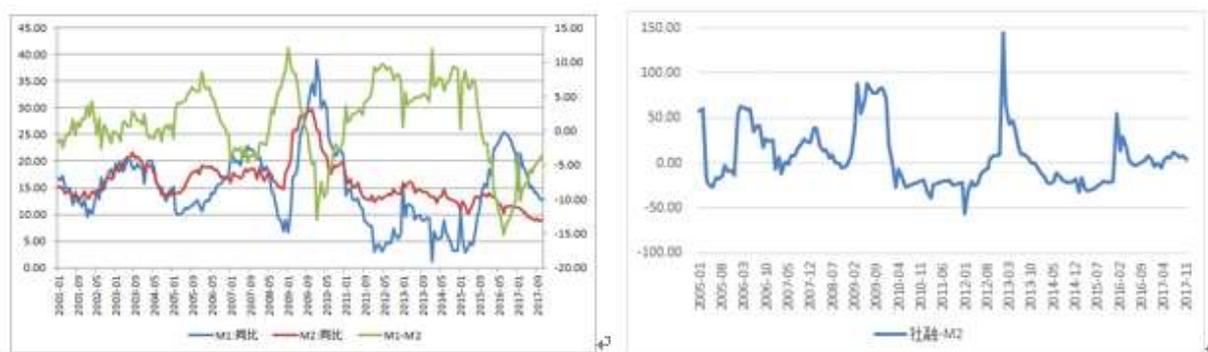
时间	监管政策文件
2017.1.1	表外理财纳入MPA广义信贷考核
2017.3.29	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》2017年46号
2017.3.29	《关于开展银行业“违法、违规、违章”专项治理工作的通知》2017年45号
2017.4.6	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》2017年53号
2017.4.7	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》2017年5号
2017.4.7	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》2017年4号
2017.4.10	《关于银行业风险防控工作的指导意见》2017年6号
2017.4.12	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》2017年7号
2017.5.8	《关于印发商业银行押品管理指引的通知》2017年16号
2017.5.7	《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》
2017.8.14	《二季度货币政策执行报告》部分同业存单纳入MPA考核（针对规模5000亿以上的银行和期限1年以下的同业存单）
2017.8.31	公告（2017）第12号，规定自2017年9月起金融机构不得新发超过1年的同业存单
2017.9.1	《公募开放式证券投资基金流动性风险管理规定》
2017.11.17	《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（征求意见稿）》
2017.12.3	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》
2017.12.6	《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》
2017.12.15	《保险资产负债管理监管办法》（征求意见稿）
2017.12.22	《关于规范银信类业务的通知》2017年55号

数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.5 资金面维持紧平衡

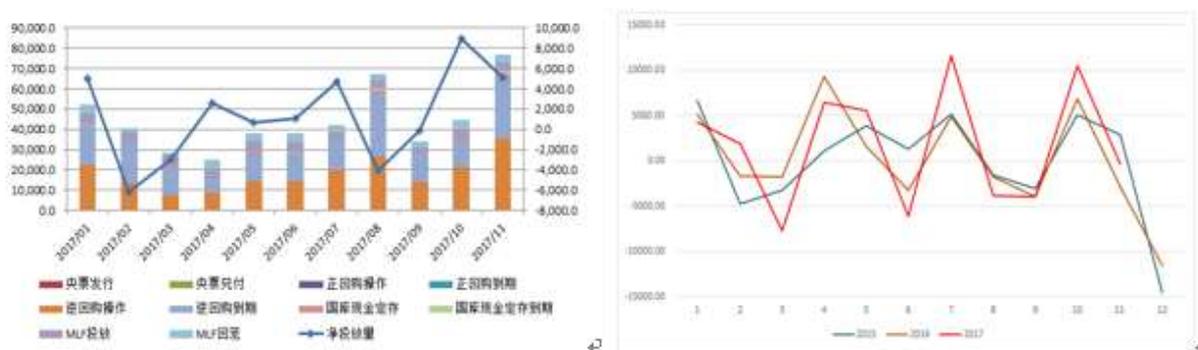
2017 年在金融去杠杆监管基调下，M2 增速下行，由于银行表内信贷增速并未下降，9 月末社会融资规模存量为 171.23 万亿元，同比增长 13%，增速比上年同期高 0.5%，导致社融和 M2 出现缺口；在人民币升值阶段，央行并未在外汇市场上干预汇率，外汇占款维持在较低位置，同时金融机构的超储率 9 月末为 1.3%，维持在低位，市场资金来源主要通过央行在公开市场投放资金和财政存款的投放，央行在公开市场上采用“削峰填谷”操作，DR007 在 2.75%-3% 区间内运行，均值为 2.8%，目标是维护银行体系流动性基本稳定，但由于市场存在分层现象，银行和非银机构的资金成本相差较大，从 R007 与 DR007 的利差可以看出，利差均值约为 50bp，而财政存款的收与支存在季节性因素，财政收入一般在 1 月、4 月、7 月和 10 月较高，即在季度后一个月出现高峰，财政支出一般在 3 月、6 月、9 月和 12 月较高，特别是在 12 月支出规模更大，即在季度月出现高峰，财政存款的支出会增加市场货币供应量，央行会在公开市场操作时考虑财政收支的季节效应。资金面整体呈现出紧平衡，shibor3M 利率不断攀升，同时同业存单发行利率亦震荡走高，特别是在季度末会出现阶段性高点。

图 15: M2 增速&社融与 M2 缺口



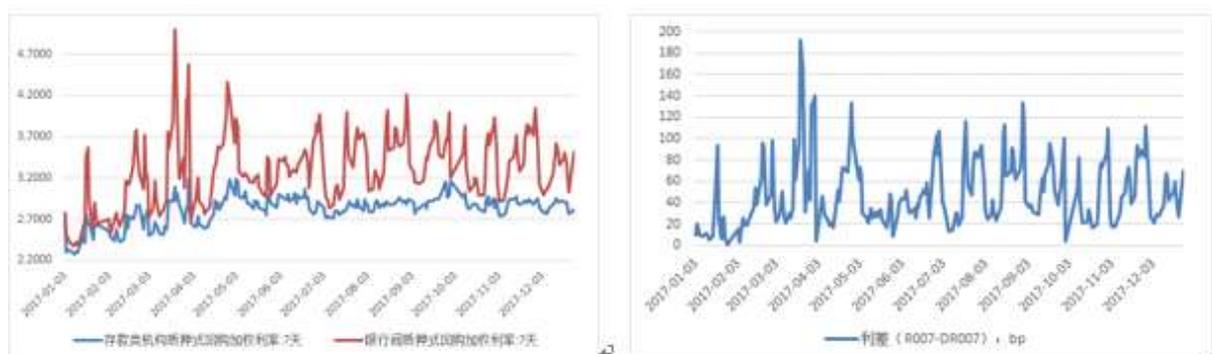
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 公开市场操作与 MLF&财政存款的收支



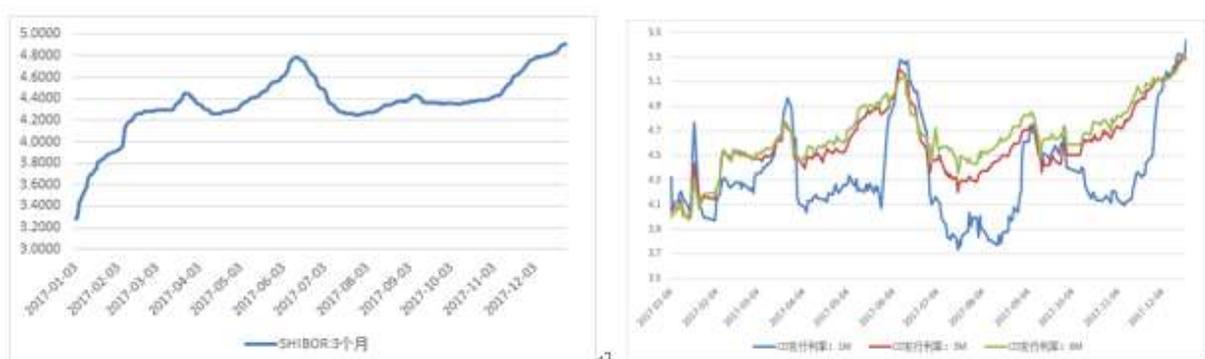
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: DR007 与 R007&利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: shibor3M&CD 发行利率

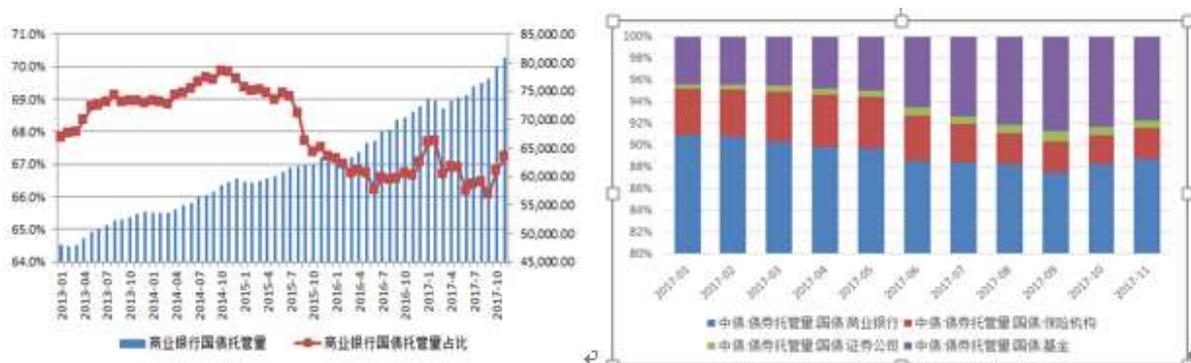


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 主要机构持有国债规模

2017 年商业银行持有国债规模在递增, 但商业银行持有国债占国债总规模比重在 1-9 月下降, 10 月开始回升, 而从基金和证券公司持有占比来看, 基金和证券公司在 6-9 月增加国债持有规模, 峰值在 9 月, 10 月份开始减持, 这与 10 月份对经济预期转变交易型机构 (基金和证券公司) 止损抛盘相对应。

图 19: 商业银行持有国债占比&主要机构持有国债规模



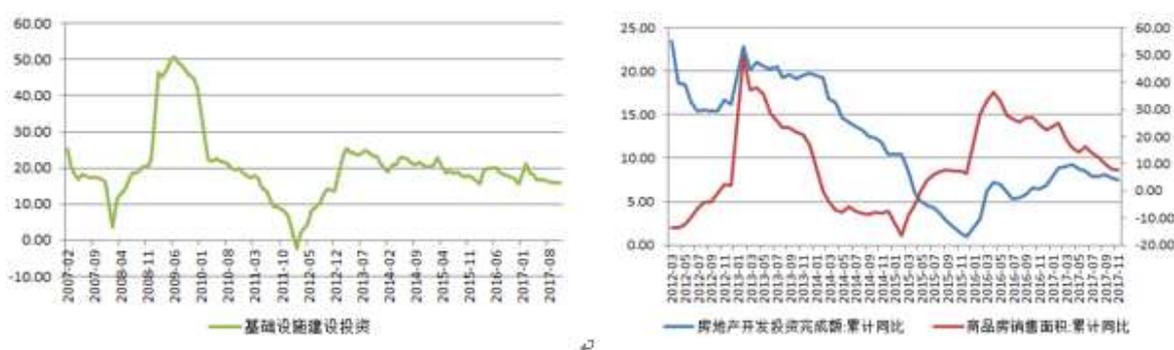
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 3.2018 年展望

### 3.1 基本面

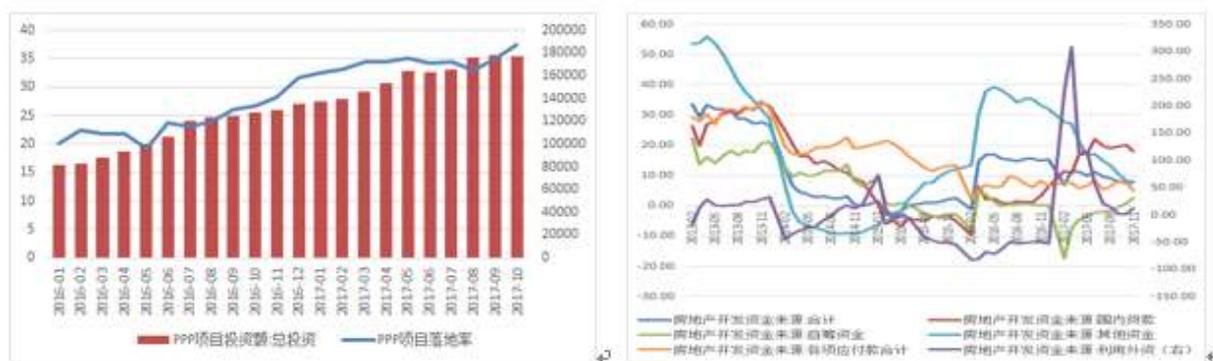
2018 年宏观经济中进出口可能继续向好，对 GDP 的贡献率为正；投资中的制造业投资可能会小幅反弹，基建和房地产投资面临一定的不确定性，一是因为房地产企业和地方政府在国内融资渠道受限，二是融资利率 18 年可能抬升，三是财政部 92 号文要求 18 年 3 月 31 日之前清退不合规的 PPP 项目；消费可能继续保持在 10%左右的增速，对 GDP 的贡献率可能进一步提高，整体来看，经济有韧性，但基建和房地产投资面临下行压力，但经济重视发展质量，对增速下滑的容忍度提高。

图 20：基础设施建设增速&房地产投资增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

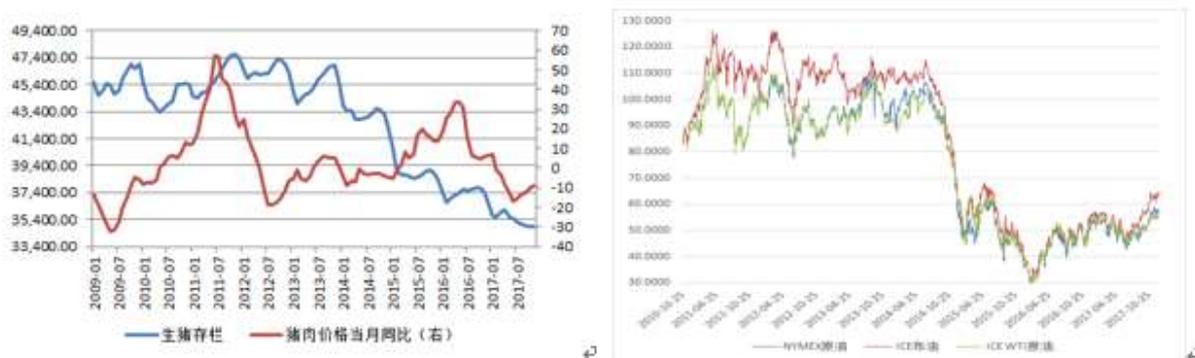
图 21：基础设施建设增速&房地产投资增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

通胀方面，18 年 CPI 在油价和食品价格可能走高以及低基数和春节错位的共同影响下，其中枢水平可能会有所抬升，但预计对货币政策压力不大；PPI 受高基数和供给侧改革影响可能从高位逐步回落。

图 22: 猪肉价格&原油价格



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

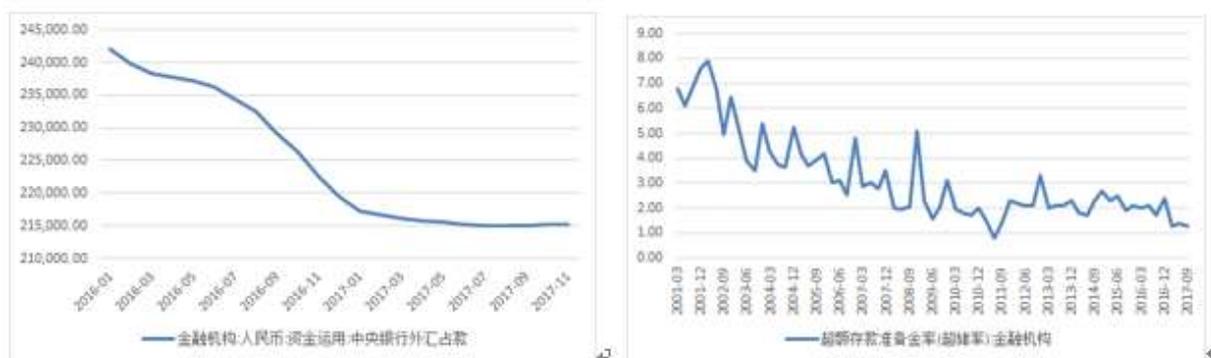
### 3.2 货币政策和监管政策

央行在《三季度货币政策执行报告》中指出 2018 年第一季度把同业存单纳入同业负债占比指标, 并研究探索将绿色信贷纳入 MPA 评估体系, 继续健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控体系, 实施稳健中性的货币政策, 但如果经济增速出现超预期的下滑, 不排除央行适当放松货币政策来维稳经济; 18 年监管政策将保持连续性, 防风险仍处于重要地位。

### 3.3 资金面紧平衡延续

2018 年资金面整体上延续紧平衡, 在 M2 增速可能维持在低位震荡, 而社融和 M2 缺口存在, 外汇占款和超储率偏低的情况下, 央行继续通过公开市场操作和 MLF、SLF 来投放资金量, 而 18 年美联储预计加息 3 次, 央行可能继续跟随上调公开市场操作利率, 资金利率可能继续维持在高位, 资金面季节性和阶段性的紧张可能继续存在, 在同业存单和银行理财监管趋严的情况下, 银行对存款的竞争会更激烈。

图 23: 外汇占款&超储率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.4 利率可能在 3.7%-4.2% 区间运行

宏观基本面来看，2018 年宏观经济可能依然有韧性，但面临基建和房地产投资增速下滑的风险；货币政策维持稳健中性的基调，主要通过公开市场操作和 MLF 操作来进行“削峰填谷”，同时可能配合定向降准来投放流动性，公开市场操作利率跟随美联储加息而上调的可能性较大，资金利率大概率维持在较高位；防风险监管政策可能会继续出台，但对市场影响或边际减弱。10 年期国债收益率可能在 3.7%-4.2% 区间运行，高点可能出现在上半年，下半年如果经济增速出现超预期小幅下行，收益率可能出现阶段性的下行，低点可能触及 3.7%。

2018 年债券市场风险可能是国内防风险的监管政策力度超预期，国外货币政策收紧对国内货币政策带来的压力。10 年期国债收益率可能先在 3.9%-4.2% 区间内高位震荡，如果下半年经济增速在预期内，10 年期国债收益率可能继续高位震荡，如果经济增速小幅超预期下行，收益率可能会回落至 3.7% 附近。

## 向上动能不减，维持走强观点

2018年1月2日 星期二

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

#### ● 后市展望及策略建议

1、铜精矿：从全球大矿商资本支出预判 2018 年开始铜精矿产能释放进入放缓周期。

2、再生铜：七类废铜进口限制，禁止贸易商代理进口废铜等针对废杂铜政策逐步落地，对精铜供应负面冲击进入兑现预期阶段。

3、冶炼：冶炼产能大量释放，但精铜供应关键仍需关注铜矿产能及废铜受限情况。

4、2018 年矿企在盈利驱动下，通过提高矿山产能利用率、复产前期已经关停矿山（嘉能可重启 Katanga，2018 年预估生产 15 万吨铜）可能是供应端最大的变数。

5、中国终端消费疲软，未来新能源汽车及相关配套基础设施是国内铜消费的亮点。

6、此轮欧美经济复苏势头强劲，制造业外溢效应对铜消费有明显提振作用。

7、结合供需两端来看，我们维持铜价震荡向上的预判。

#### ● 风险点

1、中国铜消费超预期下滑。

2、矿企通过提高产能利用率以及开启前期关停矿山，铜矿产量释放速度加快。

## 1.2017 铜价回顾

2017 年铜价走势上半年冲高回落，下半年，尤其三季度表现抢眼，进入四季度，铜价高位振荡。

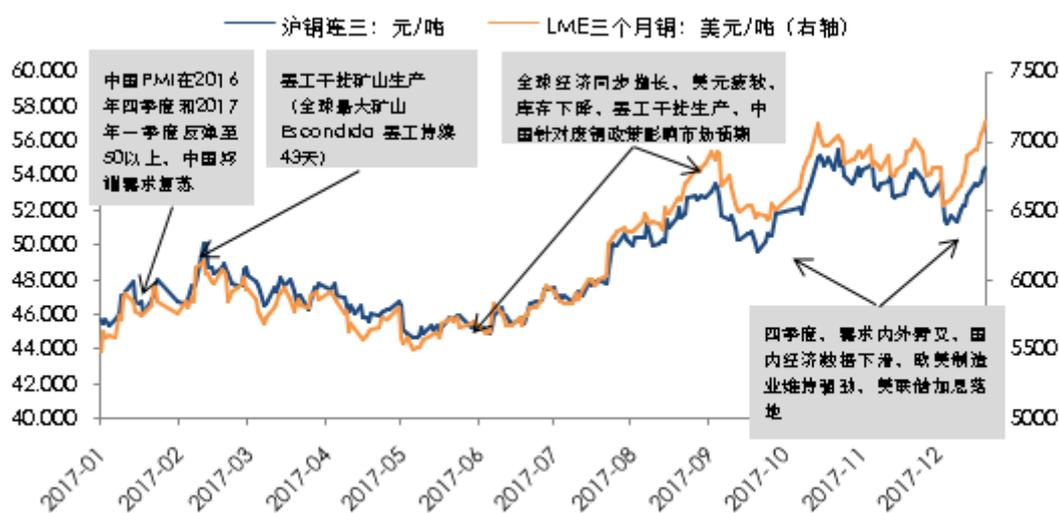
一季度供需共振。供应端大矿山罢工，和印尼的禁止铜精矿出口政策干扰，需求端中国和欧美经济共振向上，铜价最高冲到 6200 美元/吨附近。

二季度中国经济数据不佳引发市场对铜消费下滑担忧，大宗商品普跌，铜相对抗跌，从 6200 美元/吨跌回到 5500 美元/吨。

三季度在中国经济数据回升，废铜进口等政策干扰，以及印尼、秘鲁矿山罢工刺激下，铜价大幅上涨至 7000 美元/吨以上。

进入四季度，铜价在中国经济疲软，欧美制造业强劲，加息落地（12 月 14 日）等因素影响下，高位宽幅振荡。

图 1:2017 年铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2018 年铜价展望

### 2.1 供应端：预期逐步落地

#### 2.1.1 全球大矿企产业集中度与季度产量变化

2016 年全球前十大矿企产量占全球矿铜产量比重在 53% 左右（我们按产量维度来划分十大矿企，其实这个指标往前回溯是动态变化的，中国唯一一家公司 MMG（五矿资源），2016 年产量是 50.35 万吨，跻身第十大矿商，但前几年矿产量比较低，只有不到 20 万吨）。

受罢工的影响，前十大矿企上半年的产量同比下滑 10% 左右，但随着下半年罢工干扰降低以及生产利润刺激，矿山产能利用率逐步提高。据 ICSG 统计截至 2017 年 8 月份矿山产能利用率在 84.80% 左右，但仍低于 2016 年同期。

表 1: 全球 10 大矿企产量: 千吨

kt	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年产量	2016 年占比
FCX	1664.7	1568.5	1618.9	1915.6	9.34%
Codelco	1792.0	1839.0	1892.0	1827.0	8.91%
BHP	1451.5	1697.0	1656.9	1529.6	7.46%
Glencore	1492.8	1546.0	1502.2	1425.8	6.95%
GM	792.0	847.4	905.7	1054.4	5.14%
Rio	916.7	897.7	717.4	773.4	3.77%
MMG	187.7	191.3	198.4	503.5	2.46%
Anto	721.2	704.9	630.3	709.4	3.46%
AA	774.8	748.1	708.8	577.1	2.81%
FQ	412.3	410.1	411.0	539.5	2.21%
全球	18157.7	18558.8	19407.0	20506.8	
1010 大矿企占比	55.83%	56.03%	52.68%	53.21%	

数据来源: 公司财报、兴证期货研发部

表 2: 2017 年 10 大矿企前三季度产量同比减 5%

	2017H1 同比	Q1-Q3 同比	Q3 同比
Codelco	-6.07%	-3.15%	2.61%
FCX	-13.21%	-11.68%	-8.87%
Glencore	-8.55%	-10.81%	-15.24%
BHP	-24.89%	-13.14%	13.96%
GM	-6.12%	-4.89%	-2.40%
Anto	7.11%	4.49%	-0.22%
MMG	44.17%	25.28%	-0.27%
Rio	-21.99%	-12.59%	6.01%
AA	-2.51%	0.05%	5.36%
FQ	9.46%	6.62%	1.40%
<b>Total</b>	<b>-9.83%</b>	<b>-4.81%</b>	<b>-1.28%</b>

数据来源: 公司财报、兴证期货研发部

### 2.1.2 罢工对铜供应影响

总结 2008 年以来的罢工情况，可以看到一个规律：基本上，三年左右出现一次大规模的罢工，2008、2011、2014，包括今年。

背后的原因是矿山所在地矿工工会和矿企的薪资谈判，大概 3 年一次。当然也会有涉及到一些工人奖金的问题。

从罢工角度看，明年应该是罢工小年。但最近有消息称，明年智利仍有部分矿山可能还会出现新一轮薪资谈判，届时有可能会再度引发罢工问题。

表 3:2008 年以来罢工事件对铜价影响

时间	罢工事件	影响
2008/4/16	Codelco 旗下 Salvador 及 Andina 矿区罢工	该次罢工导致伦铜创下 8880 美元的当时历史高位
2008/6/18	南方铜业旗下 Cuajone, Cerro Verde 罢工	伦铜上涨逾 2% 至 8240 美元
2009/12/28	Xstrata 旗下 Altonorte 冶炼厂的工人开始举行无限期罢工	伦铜跳升 3%，盘中触及 2008 年 9 月底以来高位 7290 美元。
2011/7/26	Escondida 矿区罢工	伦铜跳涨 1.7%，报每吨 9,820 美元
2011/8/5	Escondida 铜矿工会宣布结束两周的罢工，开始复工	伦铜大跌 3.4% 至 9040 美元
2013/4/9	必和必拓旗下智利铜矿以及国营的 Codelco 公司的约 25,000 名矿工将于周二早上开始举行为期 24 小时的罢工	伦铜上涨 2.12%，盘中触及 3 月 28 日以来高位 7638 美元
2014/10/24	秘鲁最大铜矿 Antamina 的工会领导人周五表示，自 11 月 10 日起工人将无限期罢工	
2014/10/27	Grasberg 铜矿将面临罢工，因工人担忧安全问题。	两次罢工令伦铜触及月内高位 6752 美元
2014/11/10	秘鲁最大铜生产商 Compania Minera Antamina SA 周一表示，工会工人在该国最大铜矿开始罢工	盘面反应不大
2017/2/9	Escondida 矿区开始罢工，罢工持续至 3 月 24 日，共 43 天	次日伦铜大涨 4.1%
2017/3/10	秘鲁最大的铜生产商之一--Cerro Verde 开始为期五天的罢工，要求更好的劳动条件。	伦铜连续 6 日收涨
2017/4/4	南方铜业位于 Toquepala、Cuajone 铜矿和冶炼厂 Ilo 的工人将从 4 月 10 日开始无限期罢工	伦铜两天涨 3%
2017/4/21	Grasberg 矿山工会宣布，工人将在 5 月 1 日启动为期一个月的罢工	截至 5 月 2 日，伦铜累计上涨 3.85%
2017/7/19	秘鲁工会工人开始无限期全国大罢工。国内 56 家矿业工会的工人参与了此次罢工行动，其中包括全国最大铜矿的工会工人。	伦铜连涨 8 天
2017/7/24	Grasberg 大型铜矿的约 5,000 名工人将把罢工延续至第四个月	次日伦铜大涨 3.77%，突破年内高点
2017/9/28	Grasberg 铜矿近期再次爆发罢工，工人决定将罢工延长至今年 10 月份	当日伦铜收涨 1.66%

数据来源：新闻资料、兴证期货研发部

### 2.1.3 大矿企现金成本

大矿企现金成本相对较低，最高的嘉能可在非洲地区的矿山也就 4000 美元/吨多一点，如果考虑盈亏成本可能会到 5000 美元/吨左右。从这个角度看，目前这些大矿企是有动力提高产能利用率来获取更多利润的，这也是明年铜供应端值得关注的一个点。

表 4：2016 年大矿企现金成本：美元/吨

公司	2016 现金成本
FCX	2778
Codelco	2780
BHP	2645
Glencore	4322
GM	2390
Rio	3327
MMG	2249
Anto	2646
AA	3020
FQ	2337
备注：Glencore 成本为非洲矿区成本，南美与澳洲矿区成本在 2500 美元附近	

数据来源：公司财报、兴证期货研发部

### 2.1.4 从大矿企资本支出预判铜矿产能释放进入放缓周期

国际上比较大的矿业公司基本都是多元化经营的，像 Rio 和 BHP，他们最大的业务是铁矿石，Rio 铜业务收入占比只有 11%。

因为很多矿企最重要的业务不是铜，所以，用公司资本支出来推演铜矿后期产能释放是有缺陷的。

但我们认为，因为大宗工业商品走势类似，资本支出规律类似，基本上可以把矿企总的资本支出周期类比到铜业务上。

我们这里用了两个维度的数据，一个是前面我们选取全球前 10 大矿企的资本支出数据，可以看到在 2012 年左右时高峰，按矿山 5-7 年的建设周期，2017 年左右是矿山产能释放的最高峰。但今年出现了罢工、矿企与矿山所在国的矛盾等问题，铜矿的产能利用率是比较低的，上半年只有 80% 左右，远低于前几年。二是 bloomberg 统计的多家矿企的资本支出的数据，基本与我们的数据吻合，也是在 2012 左右达到顶峰。

往前回溯，在 2005/2006 年的时候，资本支出开始大幅增加，5-7 年后的 2012/2013 年产能开始释放。我们预判，矿企资本支出在 2012 年达到顶峰，铜矿可能在 2017 以后产能释放逐步放缓，从 ICSG(国际铜研究小组)预测的产能释放情况看，2018 开始铜矿端产能释放速度逐步放缓。

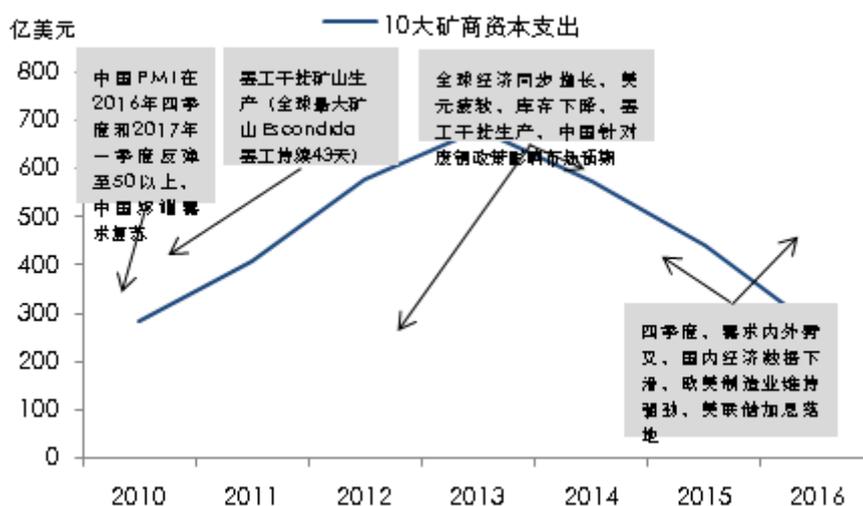
通过以上分析，我们可以推断铜矿大概率逐步进入产能释放放缓周期，结合后面冶炼产能释放情况，我们预判 2019/2020 左右可能会进入铜矿短缺周期。

表 5: 10 大矿企资本支出: 亿美元

	FCX	Codelco	BHP	Glencore	GM	Rio	MMG	Anto	AA	FQ	小计
2010	14.12	23.09	106.56	16.57	5.81	45.91	3.08	13.02	52.80	3.58	<b>284.54</b>
2011	25.34	22.52	114.06	26.06	12.17	123.35	3.80	6.67	62.03	10.50	<b>406.50</b>
2012	34.94	36.87	192.35	29.70	21.18	176.15	6.42	8.74	59.59	13.73	<b>579.67</b>
2013	52.86	44.37	225.47	95.59	28.58	130.01	5.58	13.45	61.25	26.01	<b>683.17</b>
2014	72.15	38.00	155.12	88.15	24.33	81.62	10.38	16.46	59.74	28.93	<b>574.88</b>
2015	63.53	42.61	127.63	53.72	16.89	46.85	19.59	10.49	40.53	18.20	<b>440.04</b>
2016	28.13	30.15	77.11	30.48	15.90	30.12	7.71	7.95	24.18	14.97	<b>266.70</b>

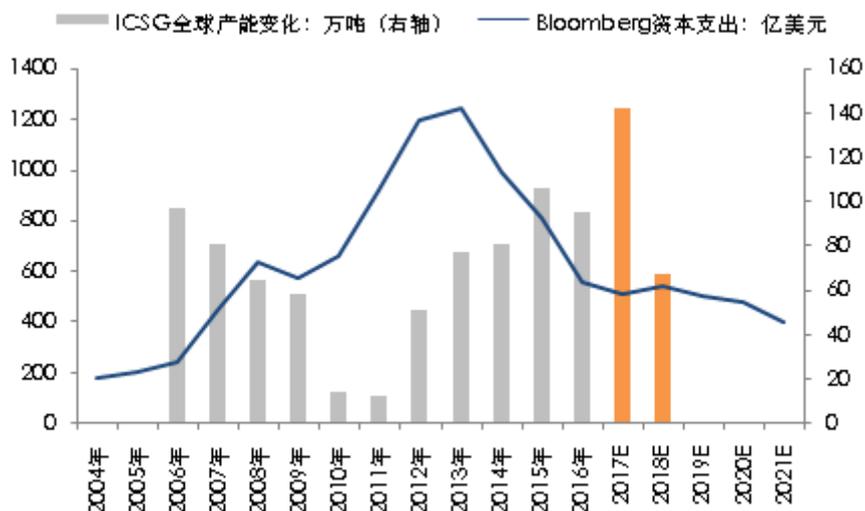
数据来源: 公司财报、兴证期货研发部

图 2:10 大矿企资本支出: 亿美元



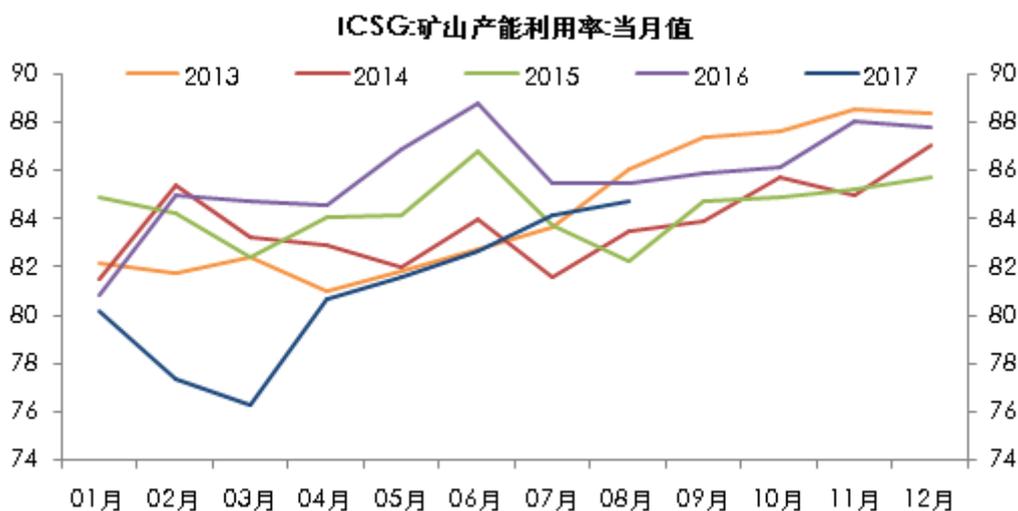
数据来源: 公司财报、兴证期货研发部

图 3:bloomberg 统计矿企资本支出与矿山产能释放



数据来源：Bloomberg、ICSG、兴证期货研发部

图 4: 矿山产能利用率



数据来源：ICSG、兴证期货研发部

表 6: 大矿企铜业务地位

公司	2013	2014	2015	2016
Anto	84%	83%	83%	82%
MMG	52%	52%	53%	77%
FQ	73%	72%	78%	80%
Codelco	80%	78%	75%	76%

FCX	71%	61%	66%	70%
GM	63%	61%	60%	62%
Glencore	40%	39%	40%	40%
BHP	24%	23%	26%	27%
AA	16%	16%	15%	13%
Rio	11%	13%	13%	11%

数据来源：公司财报、兴证期货研发部

### 2.1.5 大矿山维度：2020 年之前现有大矿山基本没有新的产能投放

从我们总结的现有全球前 13 个大矿山的在建工程情况看，基本在 2020 年之前没有大的产能释放计划，这也与我们前面的推断相吻合，铜矿可能会逐步进入产能释放放缓周期。

表 7：从全球主要大矿山在建项目来看，2018 年后新增产能释放较少

矿山	所在国	实际开采商	2016 产量：万吨	扩产情况
Escondida	智利	BHP	97.73	相关项目全部完成
Collahuasi	智利	英美资源占 44%，嘉能可占 44% (joint ventures)	50.66	正常生产
Cerro Verde	秘鲁	FCX	50.26	2016 年扩产完成
Morenci	美国	FCX	50	2015 年二季度已经满产，下一个 5 年平均年产量 45.36 万吨
Grasberg	印尼	FCX	48.22	正常生产
El Teniente	智利	智利国家铜业	47.53	未来三年投资 9.05 亿美元，维持现有产出水平
Buenavista	墨西哥	墨西哥集团	44.74	2017 二季度扩产完成
Antamina	秘鲁	Compañía Minera Antamina S.A. BHP 权益产量占 33.75%，Glencore 占 33.75%，Teck 占 22.5%，Mitsubishi 占 10%	41.54	正常生产
Norilsk	俄罗斯	诺尔里斯克	36	正常生产
Los Pelambres	智利	Antofagasta 占股 60%	35.54	第一阶段扩产 2020 年完成，增产 5.5 万吨
Chuquibambilla	智利	智利国家铜业	31.83	地下开采工程 2019 完

				成，为了维持当前产量
Radomiro Tomic	智利	智利国家铜业	31.83	正常生产
Los Bronces	智利	英美资源占股 50.1%	30.72	正常生产

数据来源：公司财报、兴证期货研发部

### 2.1.6 废铜政策逐步落地

废铜分两块，一块是直接利用，像含铜量比较高的废旧电线电缆，直接物理加工成铜材进入终端消费，对精炼铜有一定的替代作用。另一块就是含铜量比较低的，需要拆解，然后冶炼成精炼铜。

目前市场关注的主要是间接利用的废铜这一块。我国废铜进口限制政策对它的影响比较大。

废杂铜进口，主要分废六类和七类，2016 年我国进口废杂铜含铜量在 124 万吨（SMM 数据），其中七类废铜在 60-70 万吨左右。

2017 年 7 月 26 日，中国有色金属工业协会再生分会的通知，2018 年底废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金将禁止进口，即所谓的废七类（一般通俗理解和六类的区别在于，七类需要加工拆解流向消费端，六类可直接流入消费端）。

7 月 27 日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》规定：完善固体废物进口许可证制度，取消贸易单位代理进口。

2018 年开始，废铜进口政策逐步进入实施阶段，一旦后期废铜出现紧缺，精铜供应可能会受到较大影响，这也是目前市场对明年铜价乐观的主要支撑点之一。

图 5:废铜进口量：万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.1.7 加工费：铜精矿长单加工费谈判陷入僵持

加工费，是联接铜精矿与精炼铜的纽带。

从咨询机构调研的数据看，粗炼费在 65 美金/吨左右，冶炼企业冶炼加工业务可能就不会亏钱。目前冶炼费 86 美元/吨，所以冶炼企业很愿意扩大冶炼产能。

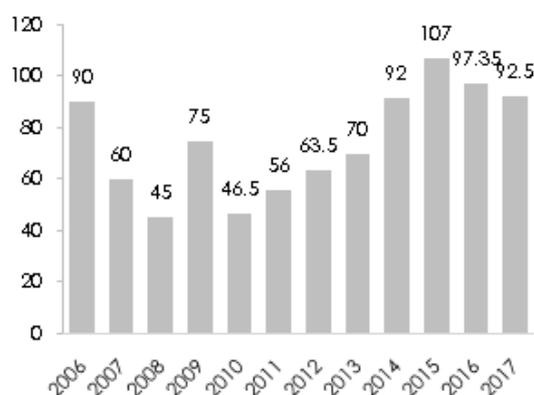
目前长单加工费谈判仍在僵持阶段，国外矿企认为中国冶炼产能大规模释放，叠加矿进入产能释放放缓周期，加工费应该下滑，但国内冶炼企业认为未来矿山会在利润刺激下，继续提高产能利用率以及重启关闭的产能，分歧比较大。我们认为最终的结果可能是到 80-85 左右，也就是说明年铜精矿相对冶炼产能可能会偏紧一点。

图 6:进口铜精矿短单加工费（美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 7:进口铜精矿长单加工费（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.1.8 国内冶炼产能释放及精铜产量情况

从咨询机构调研数据看，明年冶炼产能释放量比较大，主要是前面提到的冶炼利润刺激的原因，精炼产能和粗炼产能释放都在 100 万吨以上。

表 8:粗炼产能-2018 年计划新扩建项目

炼厂名称	新建粗炼产能（万吨）	新增后粗炼总产能	原料	投产时间
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年四季度
金股份有限公司（金城冶金）	10	10	铜精矿	2018 年一季度
金昌冶炼厂	20	20	铜精矿	2018 年二季度
山东恒邦股份有限公司	10	27	铜精矿	2018 年
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年二季度
豫光金铅	10	20	铜精矿	2018 年
山东烟台国润铜业	10	22	铜精矿	2018 年
广西南国铜业有限公司	20	20	铜精矿	2018 年下半年
<b>总计</b>	<b>130</b>	<b>169</b>		

数据来源：SMM、兴证期货研发部

表 9:精炼产能-2018 年计划新扩建项目

炼厂名	新建精炼产能 (万吨)	总精炼产能	原料	投产时间
中国黄金 (三门峡)	15	35	铜精矿	2018 年一季度
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年四季度
灵宝黄金股份有限公司 (金城冶金)	10	10	铜精矿	2018 年一季度
金昌冶炼厂	10	10	铜精矿	2018 年二季度
山东恒邦股份有限公司	10	27	铜精矿	2018 年
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年二季度
山东烟台国润铜业	10	22	铜精矿	2018 年
豫光金铅	10	20	铜精矿	2018 年
广西南国铜业有限公司	30	30	铜精矿	2018 年下半年
<b>总计</b>	<b>145</b>	<b>204</b>		

数据来源: SMM、兴证期货研发部

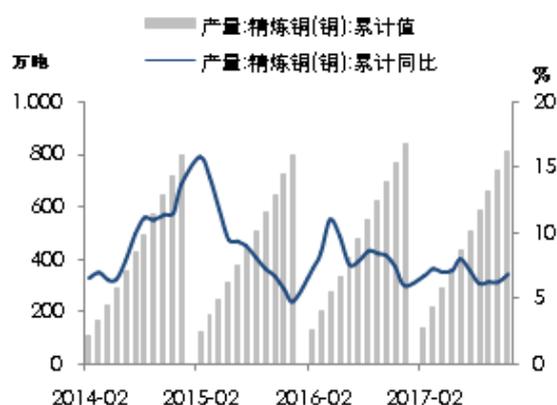
目前国内铜精矿、精炼铜产量增速在 5% 附近, 虽然后期冶炼产能大量释放, 但未来铜矿端产能释放速度放缓可能会成为精炼铜产量增长的瓶颈。

图 8:国内铜精矿产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9:国内精炼铜产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内再生铜占比相对较高, 占 27%, 远远高于国外, 主要由于国内铜精矿供应严重不足, 需要靠废铜弥补。

目前我国再生铜的原料来自国内和国外废铜比例大概是 4: 6, 如果 2018 废铜进口限制的比较严重, 再生铜占比可能出现下滑。

从国内废铜回收周期看, 中国 2001 年以后开始大规模用铜, 废铜回收周期大概在 20 年附近, 短期靠国内回收废铜很难弥补明年废铜进口的缺口。

图 10:国内再生铜产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11:国内再生铜占比明显高于全球



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.1.9 铜供应端小结

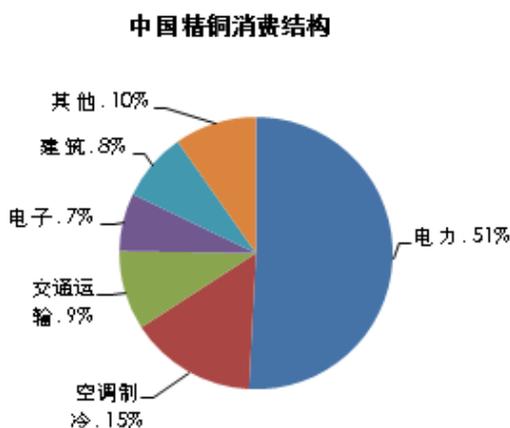
- 1.铜精矿：从全球大矿商资本支出预判 2018 年开始铜精矿产能释放进入放缓周期
- 2.罢工：虽然罢工大年已过，但 2018 年仍有部分矿山面临薪资谈判（智利地区）
- 3.再生铜：七类废铜进口限制，禁止贸易商代理进口废铜等针对废杂铜政策逐步落地，对精铜供应负面冲击进入兑现预期阶段。
- 4.冶炼：冶炼产能大量释放，但精铜供应关键仍需关注铜矿产能及废铜受限情况
- 5.2018 年矿企在盈利驱动下，通过提高矿山产能利用率、复产前期已经关停矿山（嘉能可重启 Katanga，2018 年预估生产 15 万吨铜）可能是供应端最大的变数。

## 2.2 需求端：内外劈叉，预计总体平稳

### 2.2.1 国内铜消费：疲软

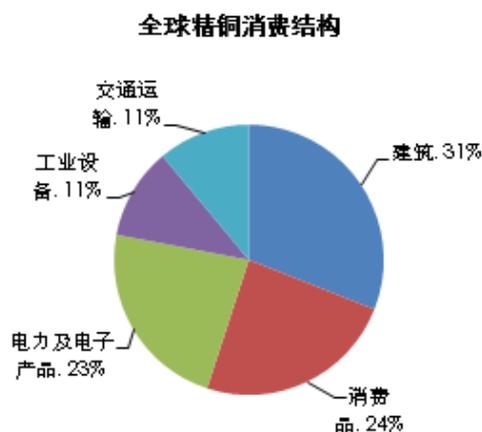
国内角度看，铜消费主要用在电力，占比 51%，其次在空调制冷，交通运输，建筑等行业。全球角度看，铜消费主要在建筑行业，占比 31%，其它消费品、电子产品、工业设备等方面分布相对均匀。

图 12:中国精铜消费结构



数据来源：安泰科、兴证期货研发部

图 13:全球铜消费结构



数据来源：Antofagasta、兴证期货研发部

我们这里简单罗列截至 11 月国内主要铜消费下游的数据，可以看到，目前终端表现并不好。

表 10:中国终端精铜需求情况表

铜的终端情况	单位	2017 年 1-11 月	累计同比 (%)	增速变化
电网基础建设投资	亿元	4,661.78	-2.22	↓
电源基础建设投资	亿元	2,328.83	-13.39	↑
发电设备	万千瓦	10,815.00	-3.30	↑
交流电动机	万千瓦	26,393.60	9.70	↑
家用空调	万台	13224.60	30.80	↓
家用洗衣机	万台	7,013.10	3.10	↓
家用电冰箱	万台	8,742.50	12.60	↓
汽车	万辆	2,673.10	4.10	↓
新能源汽车	万辆	58.90	46.50	↑
挖掘机	万台	18.21	65.10	↓
房地产新开工面积	万平米	161,678.65	6.90	↑

铜材	万吨	1,764.50	5.30	↑
----	----	----------	------	---

数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.精铜直接下游-铜材产量与开工率

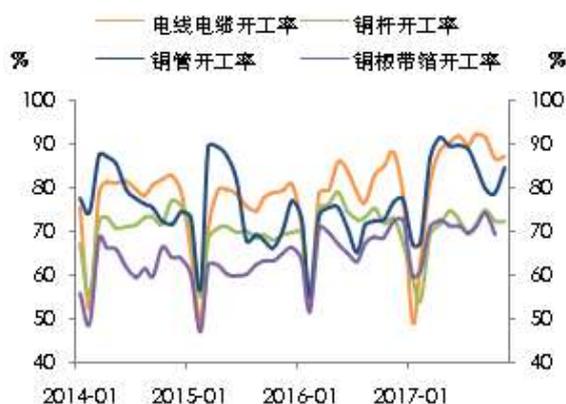
目前我国铜材产量增速在 5%左右，基本与我国精炼铜产量增速一致，从上海有色网(SMM)调研的铜材加工厂开工率来看，与去年相比也是平稳状态。

图 14:中国铜材产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15:铜材加工企业开工率



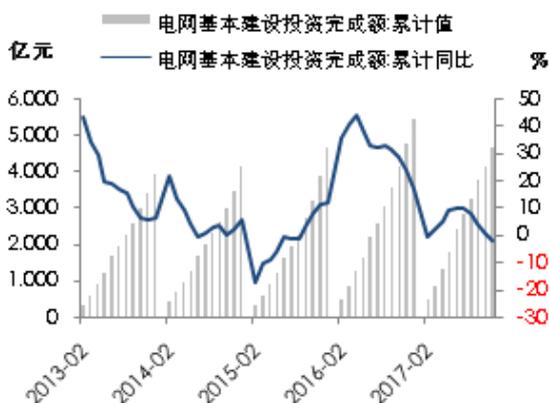
数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.中国终端需求-电力行业对铜消费疲软

2017 年国家电网计划投资额 4657 亿元，比 2016 年计划投资额增长 6.1%，比实际完成投资额下降 6.4%。

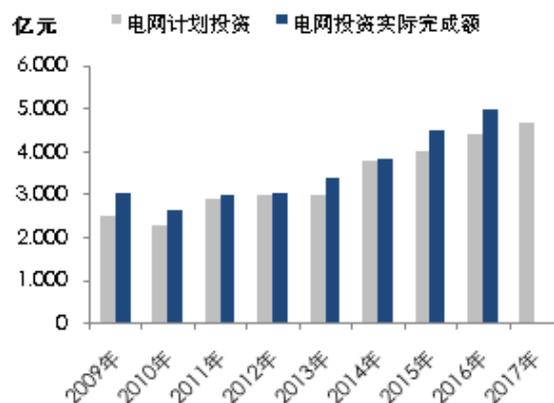
今年前 11 月完成投资 4660 亿元，同比减少 2.22%，这是近几年的比较低的，电力对铜的消费比较弱。

图 16:电网基本建设投资



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17:电网计划与实际投资完成额

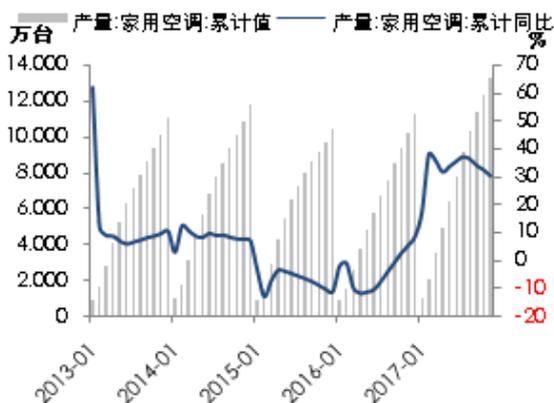


数据来源：国家电网，兴证期货研发部

### 3.中国终端需求-空调明年对铜消费存在下滑隐忧

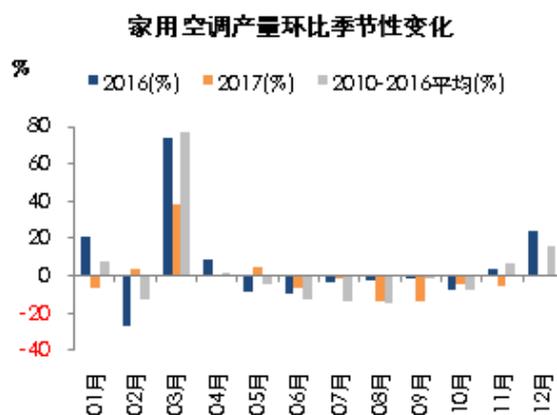
空调今年表现比较好，截至 11 月产量增速还在 30%左右，但是家电销售主要是依附于房地产，从房地产销售数据来看，2018 年家电的销售存在一定担忧。

图 18:空调产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

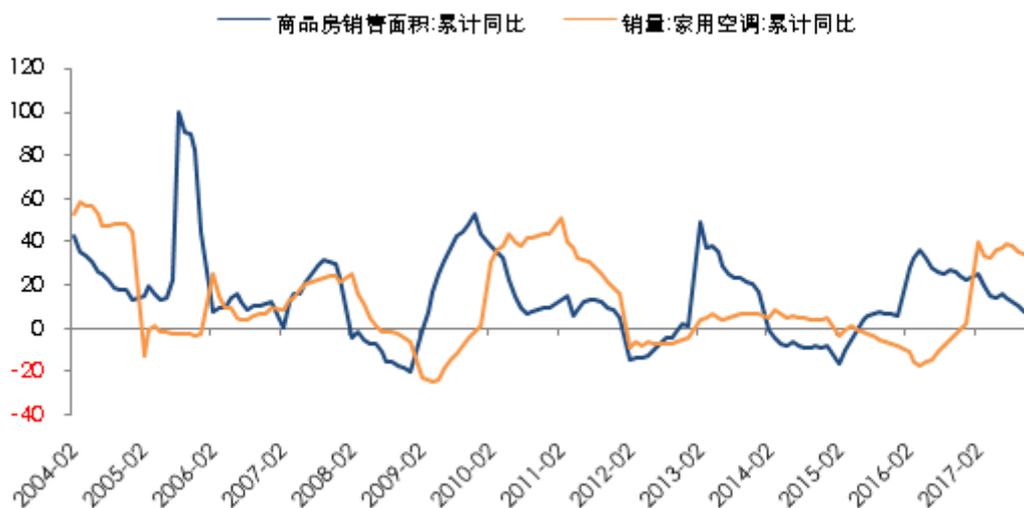
图 19:空调产量季节性变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从房地产销售来看，未来家电销售增速不乐观

图 20: 从房地产销售来看，未来家电销售增速不乐观



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 4.需求分析：中国终端需求-汽车-新能源汽车是未来铜消费亮点

汽车来看，传统汽车维持 5%左右增长，考虑到明年购置税的取消，传统汽车这一块没有多大亮点。

现在大家关注的主要是新能源汽车，十三五规划到 2020 年新能源汽车 200 万辆，一辆车按保守消耗 50kg 铜计算，增加铜消费 10 万吨/年。

图 21: 新能源汽车产量增速较快



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

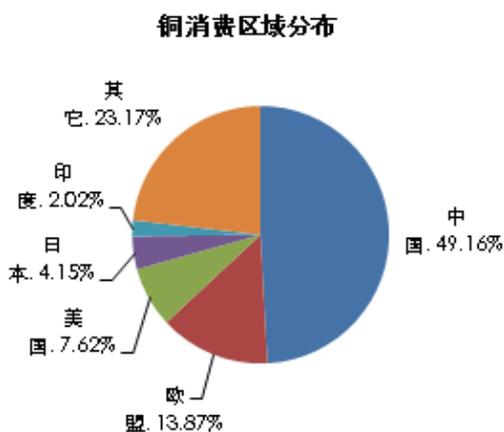
### 2.2.2 欧美需求: 强劲

欧美国家对铜消费占比 21.5%。欧美经济复苏, 尤其是制造业持续扩张, 铜实体消费需求向好, 叠加发达国家经济外溢效应, 全球铜消费有望维持低速稳定增长。

从欧美国家制造业情况看, 整个欧元区目前制造业 PMI 达到 60.6, 德国更是创记录的达到 63.6, 美国虽然最新数据有些下滑, 但仍在 58.5 的相对较高水平。

从制造业景气度看, 基本上都超过了 2011 年的高点。

图 22: 铜消费区域分布



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

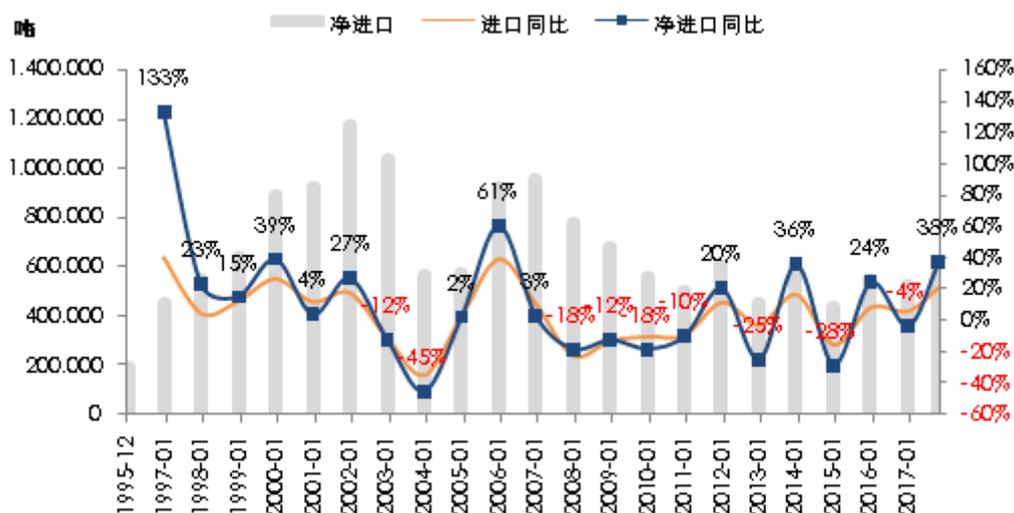
图 23: 欧美国家制造业 PMI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从美国进口的精炼铜数据看，今年到 10 月份，增速达 38%，是近年来比较高的位置。

图 24: 2017 年 1 至 10 月美国精炼铜净进口同比增 37.56%

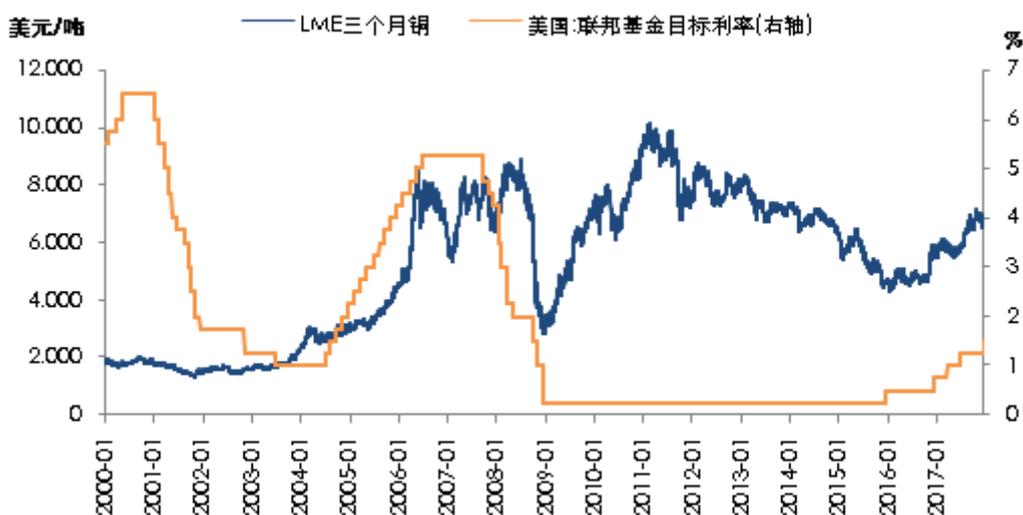


数据来源：Wind，兴证期货研发部

目前市场比较关注的是美联储加息，可能会压制铜的投机需求，但从历史数据来看，加息可能并不会导致铜价受到抑制。从 2003-2007 年的牛市来看，铜价是伴随着加息进程逐步走高的。

也就是说，即使美国加息，美元走强，只要铜基自身供需基本面强，铜价依然会回归自己的商品属性。

图 25: 美联储加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从亚洲几个大国看，制造业依然在复苏进程中。

图 26: 日韩印三国制造业 PMI

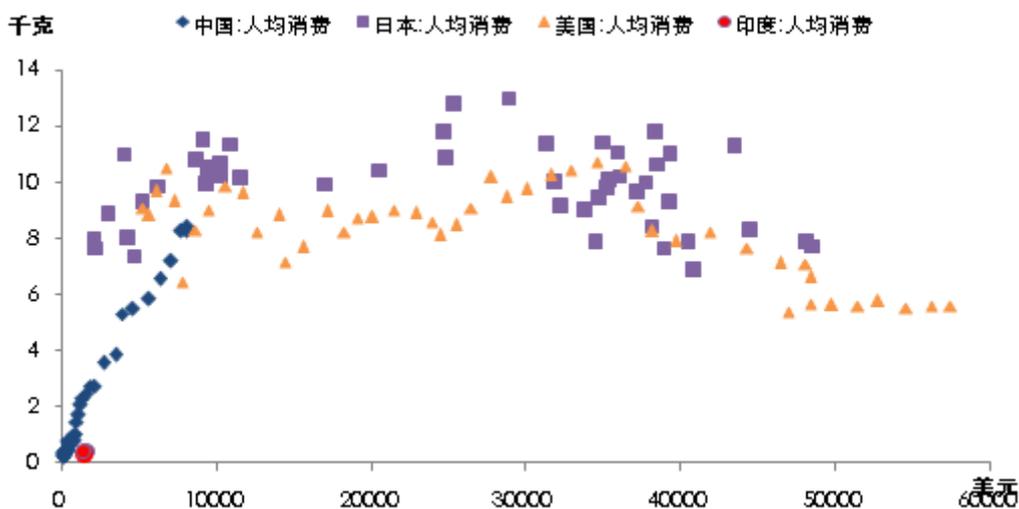


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2.3 印度需求：能否成为下一轮行情启动的引擎

这里我们重点分析一下印度。印度目前人均消费量只有 0.38kg，人均 GDP1700 美元。从发展潜力看，未来铜消费增长的最大动力可能会来自印度，但短期效果比较难评估，涉及到政治文化宗教经济制度等多各方面。

图 27: 印度人均铜消费与人均 GDP



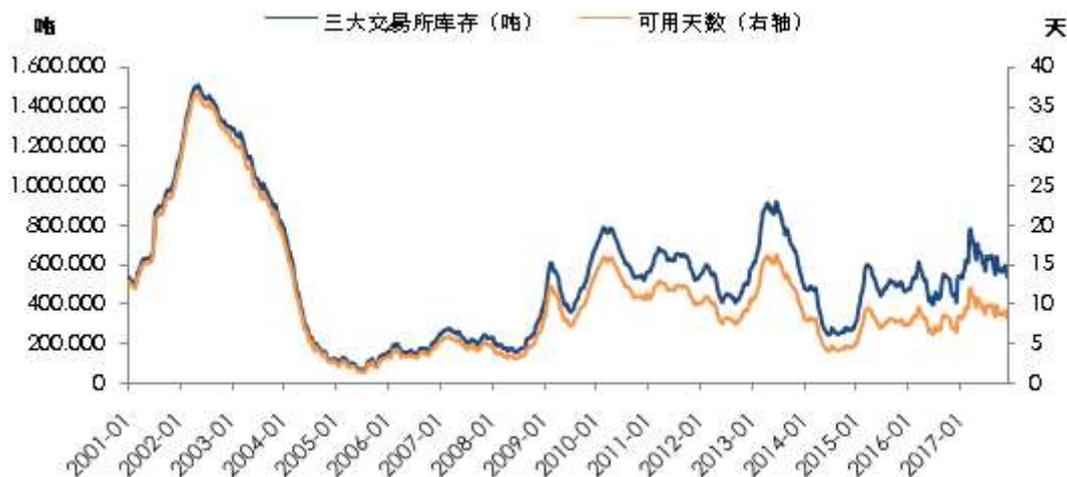
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

前面分析了国内外铜消费终端情况，整体表现外强内弱特征，预计全球铜消费维持低速稳定增长状态。

### 2.3 库存分析-显性库存压力不大

铜库存涉及到隐性库存问题，背后更深层次的逻辑是铜自身特殊属性导致的融资需求问题，涉及到汇率，利率问题，比较复杂。我们这里只把三大交易所的显性库存加总给大家参考。从数据来看，目前库存压力不大，显性库存可用天数在 8.5 天左右。

图 28: 库存可用天数处于相对低位水平

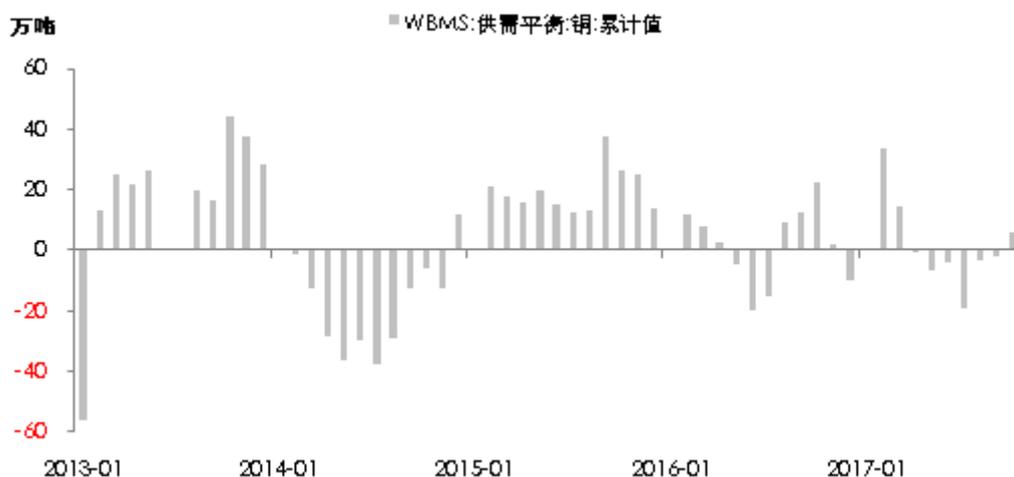


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4 供需平衡情况

从 WBMS 数据来看，10 月份铜进入过剩状态 5.7 万吨，但数据滞后性比较严重。目前全球铜消费 2300 万吨以上，几万吨的过剩对价格的影响体现不明显。

图 29: WBMS 数据显示 1-10 月全球铜累计过剩 5.7 万吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 总结

- 铜精矿：从全球大矿商资本支出预判 2018 年开始铜精矿产能释放进入放缓周期
- 再生铜：七类废铜进口限制，禁止贸易商代理进口废铜等针对废杂铜政策逐步落地，对精铜供应负面冲击进入兑现预期阶段。
- 冶炼：冶炼产能大量释放，但精铜供应关键仍需关注铜矿产能及废铜受限情况
- 2018 年矿企在盈利驱动下，通过提高矿山产能利用率、复产前期已经关停矿山（嘉能可重启 Katanga，2018 年预估生产 15 万吨铜）可能是供应端最大的变数
- 中国终端消费疲软，未来新能源汽车及相关配套基础设施是国内铜消费的亮点
- 此轮欧美经济复苏势头强劲，制造业外溢效应对铜消费有明显提振作用
- 结合供需两端来看，我们维持铜价震荡向上的预判。
- 我们对铜价维持中长期走强的预判。

## 供需矛盾仍然突出

2018年1月2日 星期二

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

韩惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

### 内容提要

1. 我们预期 2018 年四大矿山的产量增速将快于 2017 年, 同时成本进一步下降, 供给仍然维持宽松。

2. 国内矿山目前产量处于较为平稳的状态, 我们预期 2018 年原矿产量微幅下降。

3. 我们预期 2018 年一季度随着外矿发货季节性的回落和取暖季限产的结束, 港口库存压力有所减轻。但全年库存仍将维持高位, 并有望再创新高。

4. 2018 年全年生铁产量或有所下滑, 铁矿石需求受到影响。

5. 我们预期房地产基建等需求在 2018 年上半年或仍然较弱, 但下半年将有所反弹。全年需求呈现前低后高的趋势。

6. 2018 年一季度存在钢厂复产补库的预期, 铁矿石价格高点或出现在一季度, 届时价格将有较大波动。

7. 高品位矿结构性紧缺明年将出现缓解, 但不会消失。

8. 从 2018 年我国铁矿石整体的供需来看, 供应方面仍然保持着稳定的增速, 但需求的增速则将出现下滑; 我国整体铁矿石仍然维持供过于求的状态。我们预计以 62% 普氏指数来看, 铁矿石在 2018 年大部分时间将在 60 美金至 75 美金之间震荡, 全年均价约在 65 美金附近。按季度均价来看, 铁矿石在 1 季度和 4 季度将表现较好。

## 1.行情回顾

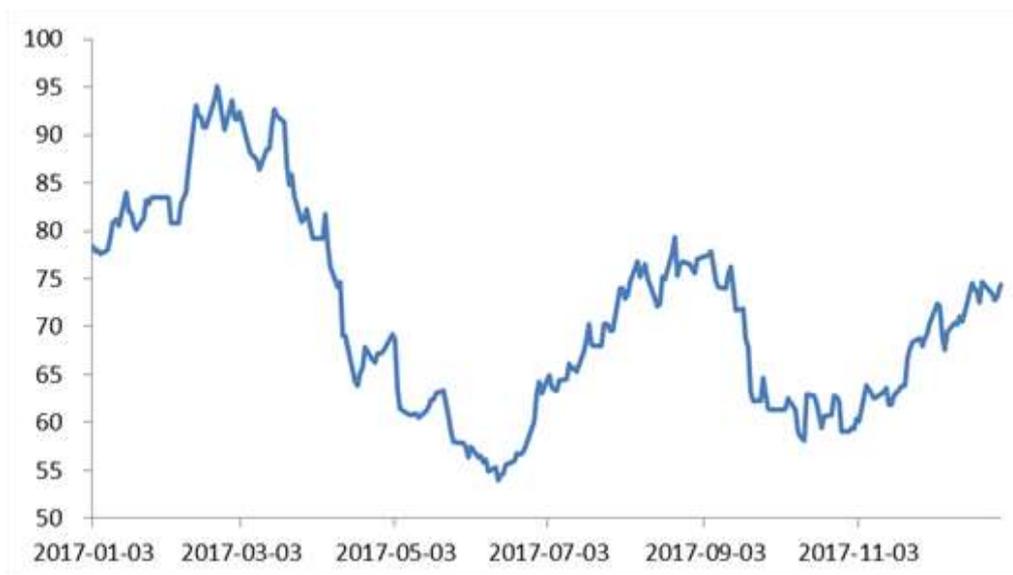
铁矿石 2017 年走势为宽幅震荡，高低品位矿石结构性的问题贯穿全年。年初铁矿石的拉涨主要是延续了去年焦炭价格大幅上涨叠加钢材高利润带来的行情，导致铁矿石高品矿短缺的问题仍然突出，支撑矿价。之后由于钢厂铁矿石库存一路下滑和国外矿山发货的回暖，矿石结构性的问题得到缓解，铁矿石迎来一波大幅度的回调。而下半年由于高品矿短缺问题的再次出现和环保限产等因素，矿价走出冲高回落并震荡至今，并且整体波动区间逐渐收窄。

图 1：铁矿石指数走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：62%普氏指数走势（美元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.供给分析

### 2.1 四大矿山

受天气及检修等一系列影响,四大矿山在2017年的增量不及此前市场普遍预期的3000-4000万吨,根据我们结合四大矿山的报告和相关数据的预测,2017年四大矿山的增量在2000万吨左右,年均增速在2.1%;而2018年随着淡水河谷的S11D项目的投产运营,预计四大矿山整体增量在3000万吨左右,略好于2017年,年均增速预计在3.9%。

图3: 四大矿山产量及增速

	2016	2017 (预估)	2018 (预估)
必和必拓	2.27	2.31	2.43
力拓	2.81	2.81	2.85
FMG	1.68	1.70	1.70
淡水河谷	3.49	3.65	3.90
合计	10.25	10.47	10.88
合计增速		2.1%	3.9%

数据来源: Wind, 公司报告, 兴证期货研发部

淡水河谷的S11D项目作为目前世界最大的铁矿石项目于2017年初正式运营,预计S11D项目在2017年的产量为2200万吨,2018年为5000-5500万吨,2019为7000-8000万吨,直到2020年最终达到年产量9000万吨。这也使得淡水河谷成为目前四大矿山中唯一一个产量仍将大幅增长的企业。同时这个项目所产矿石的现金成本预计在7.7美金/湿吨,相对于现在14.5美金的现金成本有接近一半的下降。此外由于淡水河谷的矿石品位普遍较高,而今年高品矿受到市场青睐,所以其矿石的销售溢价明显。另外一个值得注意的是,淡水河谷的库存由2015年的15%增至2017年的30%,而未来其预计将维持30%不变。所以我们预计2018年淡水河谷发货量可能将有较为明显的改观。

FMG的产量则相对稳定,2017的产量预计为1.7亿吨,2018则维持此目标产量不变。近几年FMG所产铁矿石的现金成本下降很快,由2012年的48美金/湿吨下降到去年的12.82美金,6年内降幅超过7成,目前已经成为全球铁矿石生产现金成本最低的企业。另一方面,虽然其预测明年成本仍将下降至11-12美金,总的来看未来其成本下降的空间及速度有限。由于FMG所产矿石相对其余四大矿山的品位相对较低,而今年高品矿受到市场青睐,故FMG矿石的折价率较高,这也使得平均售价今年增长幅度相对较小。

必和必拓和力拓的产量未来的变化相对平稳。在2017年,由于天气及相关事故的影响,必和必拓与力拓的增量有限,预计2018年稍有回暖。必和必拓的Samarco矿在2015年因为事故导致3000万吨产能停产至今。因为其复产仍然取决于相关政府的审核,故我们在四大矿山产量增速表中并未加上其产量,如果明年复产成功,则2018四大矿山整体增量将更多。

图 4：现金成本（美元/湿吨）

	必和必拓	力拓	FMG	淡水河谷
现金成本	14.60	13.7	12.82	14.5

数据来源：Wind，公司报告，兴证期货研发部

从中国进口矿石的到岸成本来看，除了四大矿山的成本远低于平均成本，约有 2000 万吨左右的中小矿山成本位于 50 到 70 美金之间。故矿石在 50 美金左右的支撑较强，而高于 70 美金则上涨的动力则趋弱。

图 5：中国 CFR 成本（美元/吨）



数据来源：Metalytics，公司报告，兴证期货研发部

从四大矿山的总体情况来看，今年四大矿山的增量不及预期，但预计明年的增速将略微好于今年；同时明年四大矿山的成本线将进一步下移。而四大矿山在我国的矿石进口量的占比中接近 8 成，所以我们认为 2018 年我国矿石的进口仍然趋于宽松，同时随着成本线支撑的下移，矿石下方的支撑水平也将有所下移。

## 2.2 国产原矿复产进程缓慢

2017 年 1-10 月，国内铁矿石原矿累计生产 10.8 亿吨，同比去年增 6%。年初随着矿石价格的上涨，国产矿整体复产情况良好，但此后随着矿石价格的下跌和环保限产的因素，国内矿山开工率持续下滑。目前来看国内矿山仍处于缓慢复产中，但复产进程还很漫长，我们预计 2017 年原矿的产量在 12.6 亿吨左右，降幅约为 1.6%；我们预计 2018 年原矿产量在 12.5 亿吨，降幅约为 0.8%。

图 6: 国内铁矿石原矿产量 (万吨)

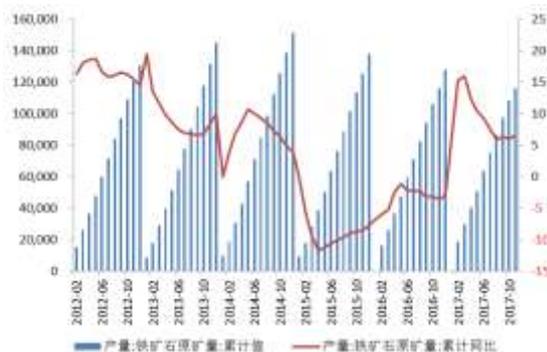
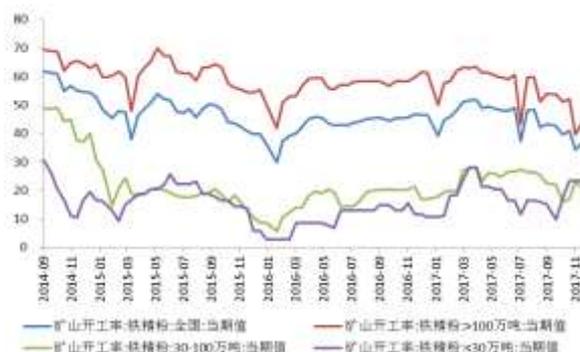


图 7: 国内铁精粉矿山开工率

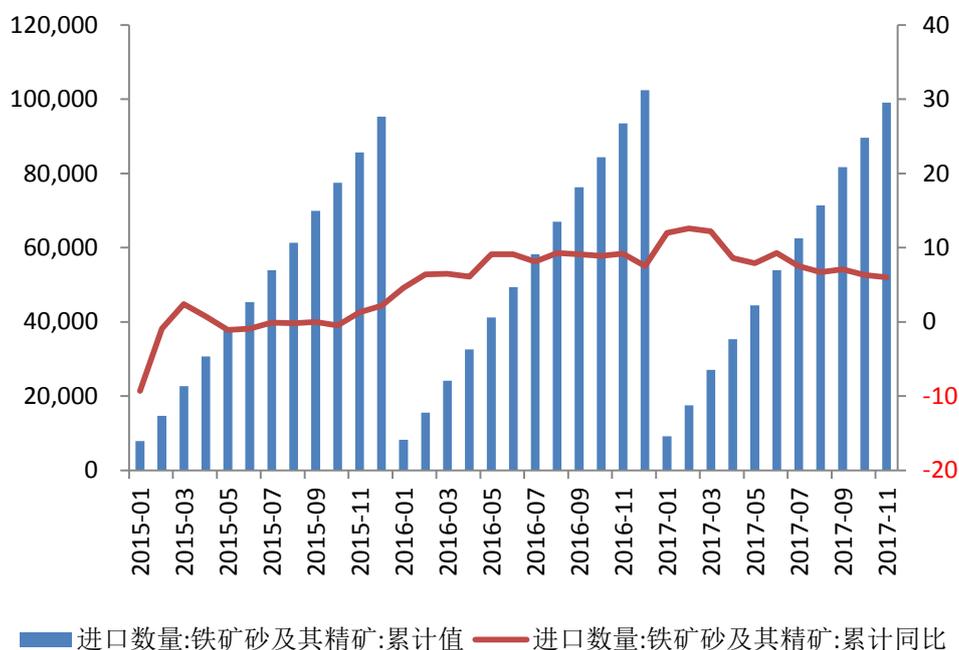


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.3 铁矿进口量保持增长

2017 年 1 月至 11 月, 我国累计进口铁矿砂及其精矿 99073 万吨, 同比增加 6%, 依然保持较为稳定的增长, 同时我国在今年 9 月份铁矿石月度进口量首次超过 1 亿吨, 我们预计今年我国全年铁矿石进口量将接近 11 亿吨; 并且由于外矿仍处于扩产周期并且成本较低, 故我们预计 2018 年我国铁矿石进口将继续保持增长, 但增速将稍有有所下滑, 全年进口量约在 11.5 亿吨。

图 8: 铁矿石进口量 (万吨)

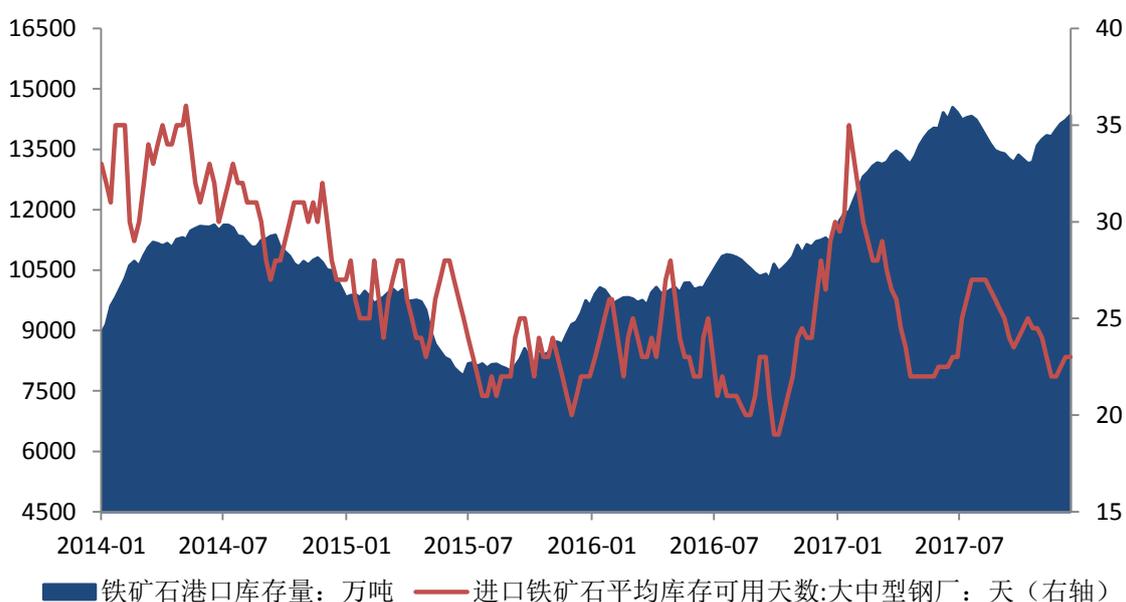


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 港口库存处于历史高位

今年我国港口库存上升速度较快，进入 12 月份港口库存一直维持在 1.4 亿吨以上的高位。而与此相对的，由于港口库存的堆积和环保限产的因素，钢厂整体维持低库存策略，这也使得钢厂进口矿可用天数在年初达到高点后便一路下滑，并在 12 月份一直保持在 22 天附近的相对较低位置。而在明年一季度，我们预计由于外矿发货将季节性放缓，同时随着取暖季的临近结束，钢厂存在复产预期，铁矿石或将在 2 月迎来一波补库需求，届时港口库存的压力也将有所减轻。但就 2018 年全年来看，由于外矿供给充足且成本较低，我国港口库存仍将维持高位运行，或将再次创出新高。

图 9：铁矿石港口库存（万吨）及进口矿可用天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 3. 需求分析

### 3.1 粗钢产量及高炉开工率

2017 年粗钢表内产量创出新高，但受供给侧改革的推进以及地条钢的取缔，粗钢整体供应仍然偏紧。今年钢厂利润大幅好转，同时高炉开工率在前三季度都是维持在高位，基本接近满产的状态；但在四季度受环保限产的影响，高炉开工率出现大幅度下滑。根据我的钢铁网的预测，2018 年我国粗钢产量增长在 2000 万吨以上，但由于增量基本都来自于电弧炉和转炉比的提升，而整体高炉炼铁或将下降 700 万吨，即生铁的产量将下滑 1% 左右。故明年铁矿石需求整体并不乐观。

图 10: 生铁产量 (万吨)

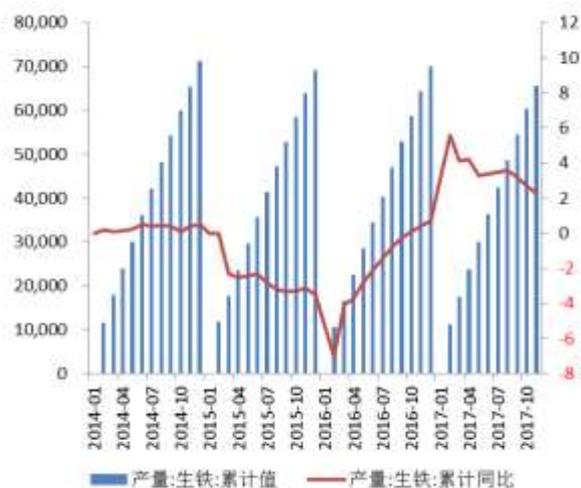


图 11: 高炉开工率

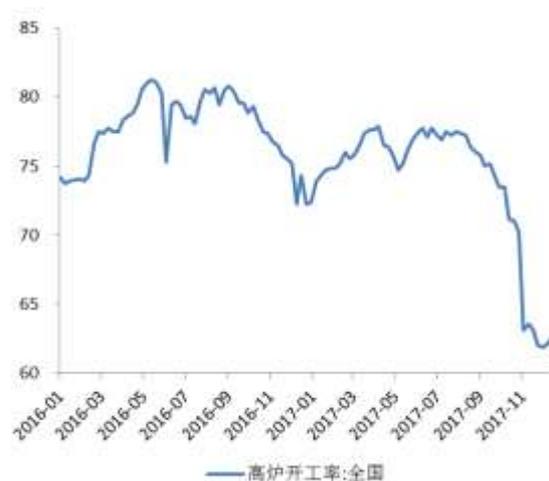


图 12: 盈利钢厂比例

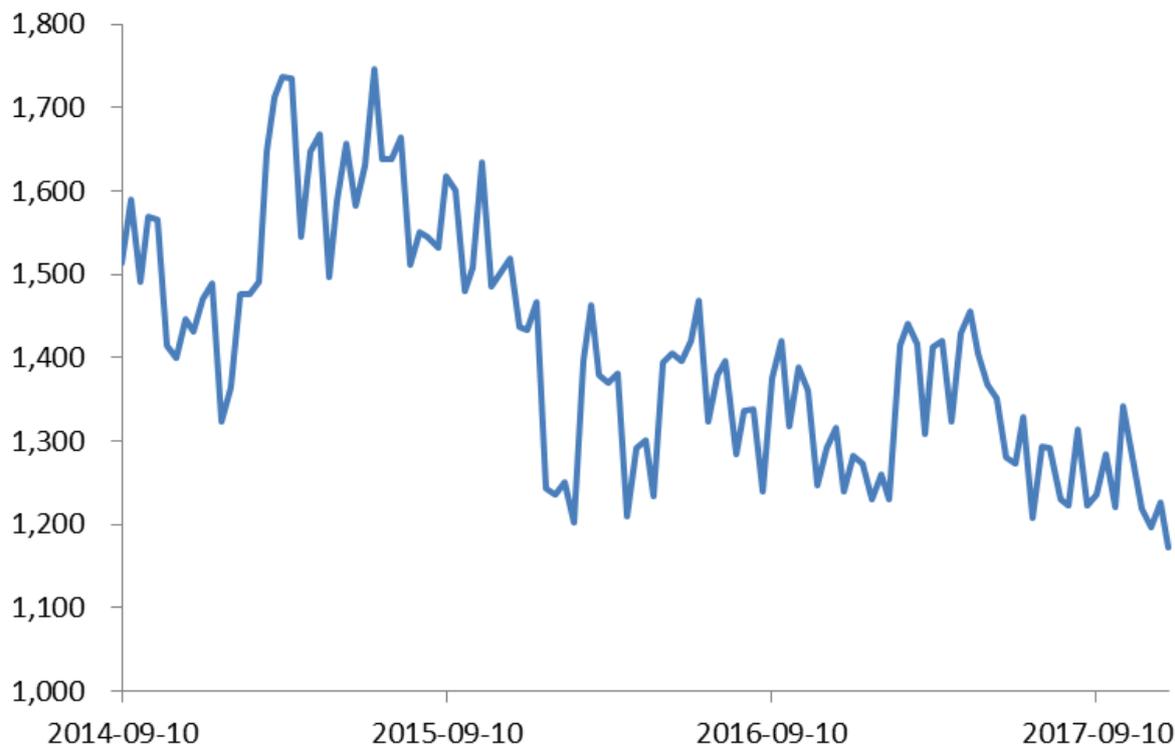


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 钢厂库存维持低位

2017 年由于去产能以及下游需求转暖的原因, 钢材库存普遍不高。同时随着 11 月取暖季限产的实施, 而南方需求仍然较旺, 钢材社会库存在年底创下年内新低, 市场出现短期供不应求的状态, 螺纹钢价格出现了较为强劲的上涨。但 12 月以后随着天气寒冷, 华东需求会出现回落, 市场供需矛盾有望得到缓解。

图 13: 重点钢企钢材库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

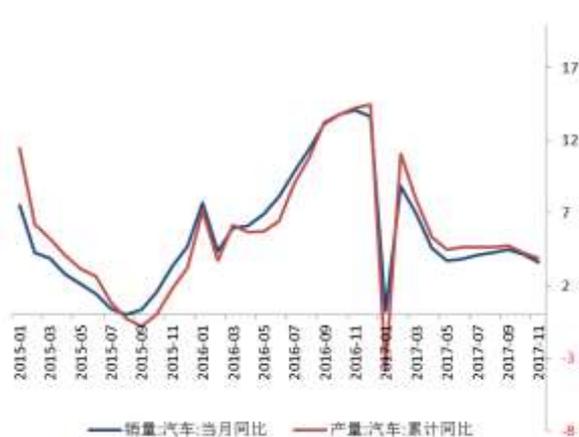
### 3.3 房地产与汽车

房地产 2017 年上半年仍然保持较好的增速,但随着宏观调控逐渐见效,下半年房地产增速出现了较为明显的下滑;另一方面房地产库存的去化速度较快,我们预期随着房地产库存的去化接近尾声和我国经济的逐渐回暖,2018 年下半年房地产市场将有较好的表现,或将出现一波补库行情。另一方面今年汽车的增长出现回落的态势,预计明年随着汽车相关补贴政策的收紧,2018 年的增长仍将有所放缓。总体来看,我们对于 2018 年下游需求方面的预期为前低后高。

图 14: 房地产相关数据



图 15: 汽车产销数据



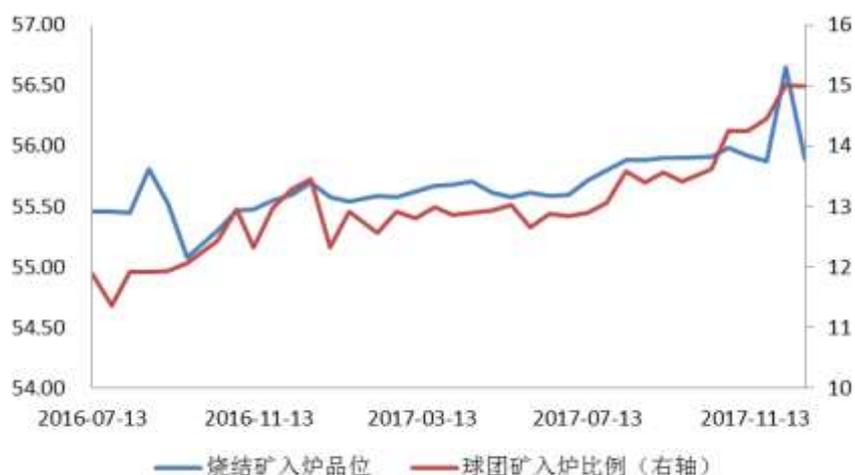
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4.矿石结构性矛盾仍然存在

由于钢厂盈利较好，同时高炉产能提升空间有限的因素，这使得钢厂青睐于选用高品位矿石和增加球团矿的入炉比例来增加铁水的产出，导致市场对于高品位铁矿石需求的激增，而港口库存中高品位粉矿的占比则持续下降，矿石出现结构性的矛盾；铁矿石高低品位的价差也逐渐拉大，球团矿的溢价也持续上扬。

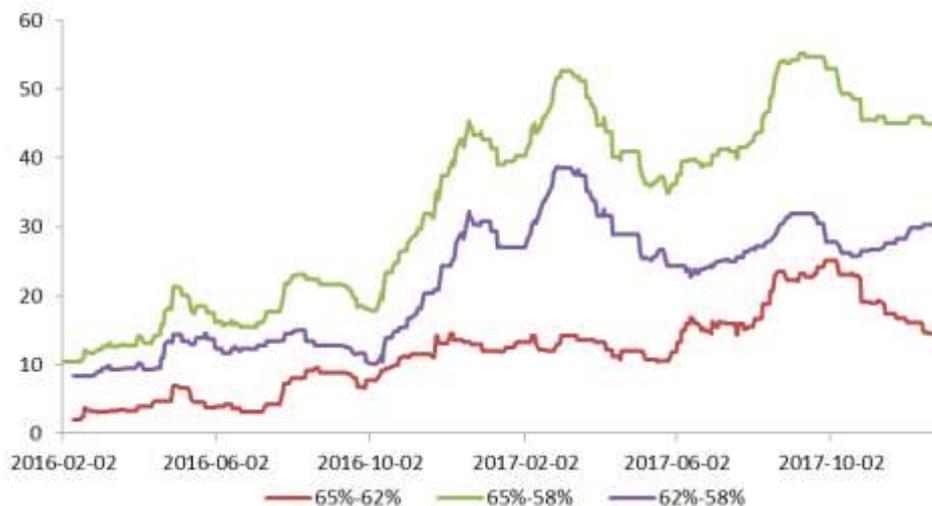
2017 年初铁矿石借着高低品位矿石的结构性矛盾，延续了 2016 年底的上涨趋势并触及了年内的最高点。此后随着外矿发货的回暖以及港口库存的持续走高，矿石的结构性矛盾缓解，铁矿石也迎来较大幅度的回落。但矿石的结构性矛盾并没有完全解决，在 17 年剩下的时间里结构性矛盾依然是主导矿石价格的主要因素之一。我们预计 2018 年四大矿山将增加高品位矿石的发货量，故结构性矛盾将有进一步的缓解。但由于钢厂依然青睐于使用高品位铁矿石，故结构性矛盾虽然会缓解但难以消除并且高低品位价差维持在高位将成为常态。

图 16: 烧结矿入炉品位与球团矿比例



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 普氏指数高低品位价差



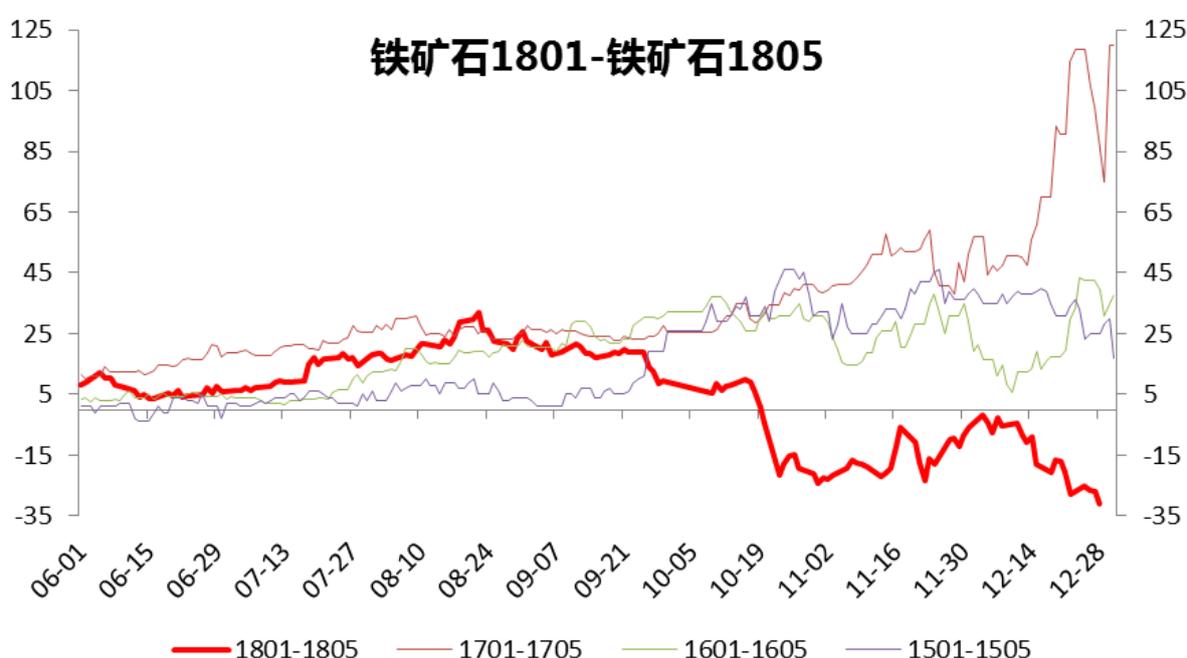
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 5.跨期价差

铁矿石期货长期以来维持远期贴水的状态，主要是由于四大矿山近几年处于扩产周期，铁矿石一直处于供大于求的状态，市场对于远期较为悲观。而在 2017 年四季度，铁矿石 1805 合约逐渐升水 1801 合约，同时 1809 合约也开始出现了升水 1805 合约的状况。

我们认为铁矿石 1805 合约升水 1801 合约存在着一定合理性。主要原因是今年为钢厂取暖季限产的第一年，而取暖季限产影响了生铁的产量，进而影响了铁矿石的需求，导致 1801 合约相对较弱；同时由于取暖季限产将于明年 3 月中旬结束，钢厂有着复产补库的预期，这又使得 1805 合约相对偏强；故铁矿石 1805 合约升水 1801 合约存在合理性。

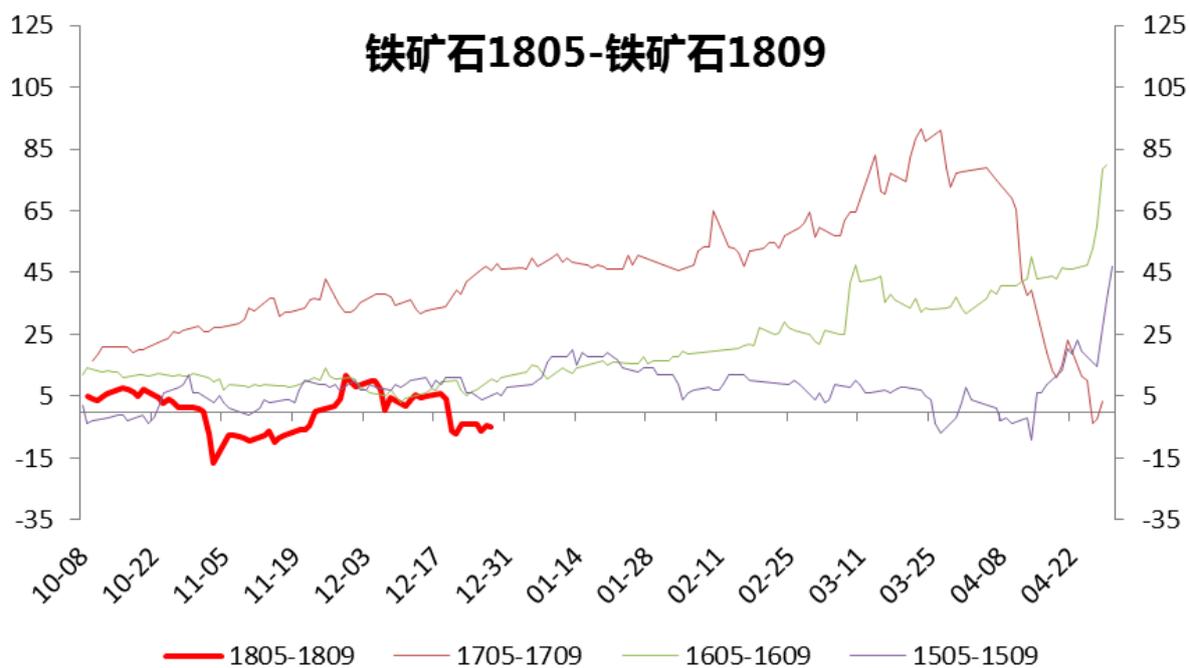
图 18: 铁矿 01 合约与 05 合约价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

另一方面我们认为铁矿石 1809 合约升水 1805 合约的理由则显得不足。我们认为之所以目前 1809 合约升水 1805 合约，这主要是由于 1809 合约的交割奖惩标准改变导致。这次新的交割标准提高了对于高硅高铝的惩罚力度以及调低了相应的上限标准。这使得之前一些非主流矿的交割成本上升，甚至无法交割。但是由于此前交割较多的金布巴粉的惩罚力度并未提高太多，大约在 5 元钱左右；而其他非主流矿本来交割量就很少，故我们认为整体影响有限。此外也有可能一些做空钢厂利润以及套保的策略在合约上的选择，可能也造成了利于 9 月而不利于 5 月的情况。但总体来看，我们认为铁矿整体供大于求的状况未有改变，同时短期因素对于价差的持续性影响有限，故铁矿 1809 合约升水 1805 合约的理由并不充分，后期大概率回归。

图 19: 铁矿 05 合约与 09 合约价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 涨势尽头

2018年1月2日 星期二

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

韩惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

联系人: 李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

### 内容提要

2017年钢材市场受到政府托底,以及需求有韧性的影响价格稳步走高。步入2018年我们认为,供应方面政府有形的手干预力度不会减弱;但是高利润刺激了无形的手,有望出现明显的新增产能。由于合规产能的陆续释放,预计整体钢市供应会略高于2017年的水平。结构上来说,生铁端2018年可能生产减少约700万吨,减少1%;由于提高了废钢的用量,整体粗钢供应我们预计仍然增长1.5%左右。钢厂仍然保持强势地位。

原料方面铁矿2018年内部结构矛盾仍然突出,可能出现一些调整。双焦供需矛盾缓解。但总体来说原料仍然会跟随钢材走势。我们可以关注一些细分领域的机会,比如低品铁矿的洗选,废钢和废钢加工行业有望复苏。要特别关注废钢和钢材的价差预示市场供应变化的方面。

库存方面由于2018年去了大量的库存。市场现在属于没什么货的情况。在高利润、低库存的情况下,价格上蹿下跳会比较直接和激烈。

需求的增速在下滑,但是由于环保和资金的影响,一些需求被推后了。我们预计需求仍然存在韧性。

2017年钢铁期货现货价差历史最大。分析现货的供需也只是为市场预期打好提前量,为预期做铺垫。预期仍然会主导期货行情的变化。

2018年是供应增速恢复,需求增速回落的一年。但是因为政府的干预和需求的不平均,市场走势波动仍然会剧烈。我们预计由于废钢价格合适,在年初电炉的增产会影响年后的库存。如果库存累积速度可以,市场3月可能出现一波回落,但在4月以后价格回暖。5月是传统下跌月份,但笔者认为可能2018年5月走势尚可。6-8月走势可能偏弱。淡季过后,又面临取暖季限产的预期,如果政策没有大的变化,预计9月以后价格可能回暖。但总体价格重心较2017年有所下移。

## 1.行情回顾

从现货来看，本年度走势主要分为四段涨跌周期。

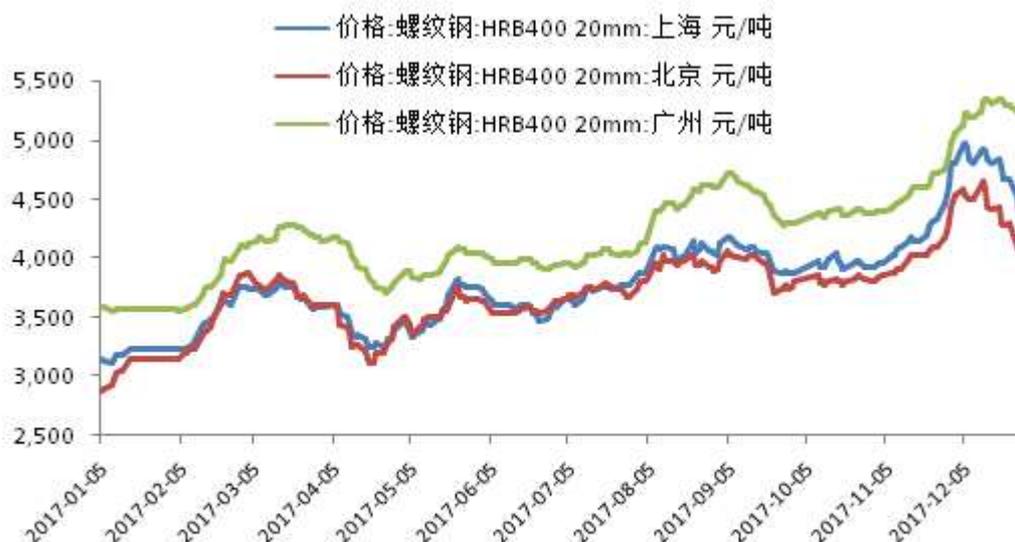
2017年1月-4月底是第一段涨跌周期，由于年初查中频炉的消息传出，1月-3月初市场预期向好，价格无量空涨，随后到旺季以后，由于实际库存积攒较多，市场旺季兑现不力，3、4月出现下跌，在4月19日上海三级螺纹钢创下了3240的年内最低价。

随着库存大幅消耗，供需好转，价格展开了4月底至6月底的第二段涨跌周期，在5月23日达到3月创下的高点后，6月淡季预期市场小幅下滑。在6月23日上海螺纹钢价格创下第二个低点，3470元/吨。

由于6月底中频炉完全退出市场的利好刺激，现货出现紧缺。市场展开了第三段较为壮阔的涨跌周期，在7、8月份出现较大上涨，越过了此前的高点，上海螺纹钢现货价格从3470元/吨涨至4180元/吨，涨幅达到20.5%。这一轮周期，在9月4日价格达到高点以后，进行一个月的小幅调整。

随后旺季与供应短缺共存，再加上北方取暖季限产导致北方资源减少，9月29日至12月5日价格上涨，随之回落，最高点出现在12月5日，当日上海螺纹钢价格4980元/吨，为全年的最高点。这一轮价格最高涨幅27.7%。随后现货价格开始回落。

图1：螺纹钢现货价格行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

期货上来看，2017年螺纹钢价格与现货波动方向大体一致，但幅度差异较大，时间也略有差异。

第一轮涨跌周期与现货类似，1月至4月20日，高点螺纹钢指数达到3623元/吨，最低点2780元/吨，也是全年的最低点。

随后第二轮涨跌周期开始于4月20日，至6月6日，期螺波幅不及现货，高点未能达到3月的价格，下跌结束也较早。

随后的第三轮涨跌周期包括 6 月 6 日-9 月 4 日的上涨和随之的下跌，期螺指数合约从 2874 涨至 4172 元/吨，涨幅 45.2%，幅度远超现货；9 月 4 日至 10 月 12 日的下跌幅度达到 16.5%。10 月 12 日至 12 月 4 日震荡上涨后随之回落。

图 2：螺纹钢主力合约以及基差行情走势



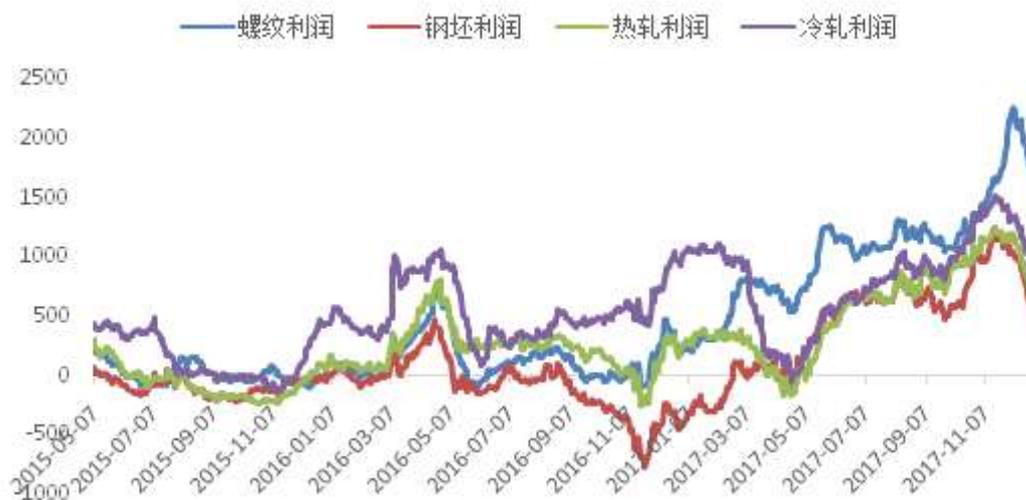
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 供应

### 2.1 利润

2017 年钢材利润整体大幅增长。吨钢利润达到金融危机后最高水平。

图 3：吨钢利润（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 产能

### 2.2.1 去产能任务完成大半，影响将逐步减弱

由于 2017 年政府工作报告的目标是钢铁去产能 5000 万吨，目前已经超额完成。2016 年完成了 6500 万吨的钢铁去产能。“十三五”的前两年，钢铁完成去产能已超过 1.15 亿吨。而“十三五”期间钢铁去产能的总体目标是 1 亿-1.5 亿吨。实际上已经完成了大部分去产能的任务。

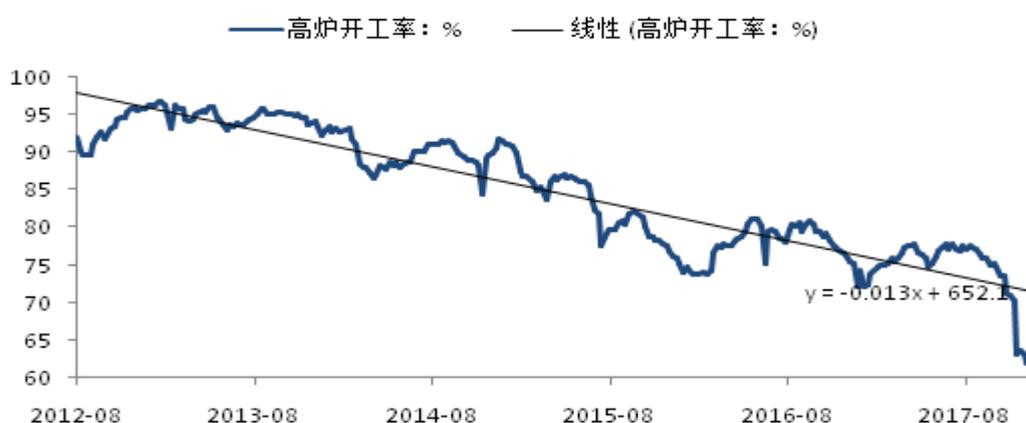
从分省的情况来看，目前仅剩河北省仍有约淘汰 1400 万吨炼铁产能的任务，其余省份均已完成十三五规划指标，而宝武钢铁集团 2018 年有 554 万吨的淘汰任务，但其设备均已于 2016 年时彻底停产，因而对 2018 年生产并不影响。

从去产能的实际影响来看，2016 年钢铁去产能很大程度上去掉的是“无效产能”，2017 年真正进入到实质性推进阶段，去掉了一些在产产能，也就是说，“去产能”进一步推进到直接的“去产量”。

除了因为去产能因素导致的产量变化以外，2017 年产能最大的变化是钢铁业中隐蔽产能中频炉的曝光与消失。随着 2016 年底中频炉事件曝光，2017 年执行力度超严，导致整体钢材市场减少了 1 亿-1.5 亿吨的隐蔽产能。根据钢之家的数据，2017 年共清除 720 家“地条钢”企业，涉及中频炉 3382 台（套），产能 14711 万吨（部分省市为测算产能）。2016 年清除地条钢产能 1964 万吨。两年合计 16674 万吨。按 30%-40% 产能利用率，淘汰地条钢产量约 6000 万吨左右。但是这一影响在 2018 年也会减弱。

根据资讯网站的统计，由于去产能以及产能置换，我国高炉炼铁产能得到有效控制，由 2016 年初时的 12 亿吨降至目前的 10.6 亿吨。163 家钢厂 2017 年高炉开工率平均值 74.5%，比 2016 年下降 3.73%。但是高炉产能利用率有所上升 0.1% 至 87.8%。高炉开工率衡量的是高炉的数量，高炉产能利用率衡量的是高炉的产量。两者的背离说明淘汰掉了一些小高炉，开工的平均容积增大。去产能任务基本完成，但是目前的产能 10.6 亿吨，仍然远远高于产量，一些设备可以以产能置换的方式重启和新增。

图 4：高炉开工率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2.2 产能置换拉开大幕

随着 2017 年钢铁利润的好转，钢铁业积极进行产能置换。产能置换数量从 2017 年年初至 2017 年 12 月 25 日，参与钢铁产能置换的企业(新建项目)共 72 家，其中云南省最多，达 14 家。

拟淘汰炼钢产能 13162.5 万吨，炼钢产能 10562.5 万吨；拟新建炼钢产能 11768.3 万吨、炼铁产能 9435 万吨。

图 5：新建产能分省分布



数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们根据省把产能置换的详细数据做一个罗列,可以看到河北仍然是产能置换中的第一省。虽然约有 500 万吨生铁产能转移出省内。但是河北仍然是产能置换的首选地。说实话这有些不太合常理,因为环保检查的不均衡性,河北的企业受到环保影响导致产量影响的概率最大,按照常理,产能置换应大规模转移出省。我们推测这可能与产能转移出省仍然有一些制度阻碍有关。

图 6：新建产能分省数据（单位：万吨）

产能置换新建项目	生铁	粗钢
河北	3130	3148
福建	569	580
内蒙古	185	350
江苏	0	112
河南	447	367
甘肃	71	70
安徽	0	110
湖北	118	400
湖南	0	15
云南	1889	2379
四川	150	1149
辽宁	481	0
山西	316	440
浙江	213	0
山东	500	187.3

广西	1366	2190
重庆	0	171
江西	0	100
<b>合计</b>	<b>9435</b>	<b>11768.3</b>

数据来源：兴证期货研发部，中国冶金报

### 2.2.3 高利润刺激新增产能

高炉新增产能：根据统计，2017 年度高炉复产及新增的产能约 4000 万吨。但高炉产能会受到取暖季影响和环保督察影响，实际产量没有增加这么多。

电弧炉：根据统计，今年复产加投产的电炉约 3000 万吨，明年具有明确投产计划的电炉产能合计 1800 万左右，主要集中在西南、华中、华东地区，新增投产的电炉产能主要通过产能置换而来。18 年 3-5 月份仍有新增电弧炉投产，主要集中在西南地区，部分地区成材供应或有一定的压力。

图 7：2017 年部分新增高炉情况

序号	钢厂	高炉 ( m <sup>3</sup> )	产能 ( 万吨 )	复产时间
1	山西建龙	630	70	2016-12
2	天铁	3000	240	2017-02
3	本钢	530	60	2017-02
4	新疆新兴	1260	116	2017-02
5	天津轧三	1260*2	232	2017-03
6	山西建龙	1380	125	2017-03
7	吉林鑫达	480/1260	174	2017-02~2017-03
8	辽阳轧钢厂	650	70	2017-03
9	申银特钢	1250	115	2017-03
10	陕西略钢	450/415	105	2017-03
11	新疆昆玉	450*2	110	2017-03
12	八钢	2500	200	2017-03
13	八钢 corex	3000	150	2017-03
14	通钢	2680	220	2017-04
15	昆钢红钢	1280	118	2017-04
16	宁夏钢铁	600	70	2017-04
17	四平现代	450*3	165	2017-05
18	金特钢铁	680	78	2017-06
19	包钢	2200	176	2017-06
20	文水海威	1380	125	2017-07
21	西宁特钢	450	55	2017-09
22	云南永钢	1350	122	2017-09
23	酒钢榆中	3200	267	2017-10
24	西林阿钢	1260	115	2017-11
25	山钢喀什	1350	122	计划复产

26	山西建龙	1080	104	2017-12
合计			3504	

数据来源：兴证期货研发部，钢之家

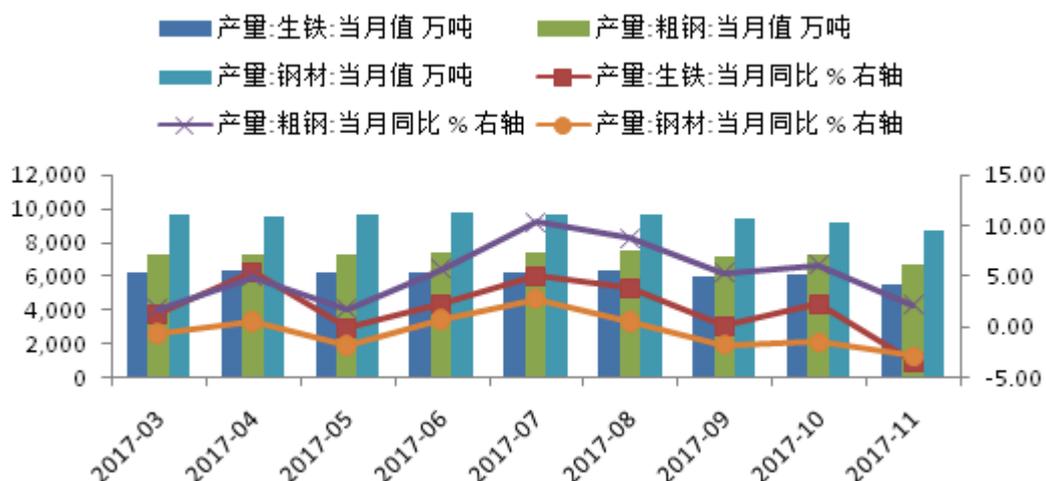
## 2.3 产量

### 2.3.1 粗钢、生铁、钢材产量

据国家统计局数据，2017年1-11月份我国粗钢、生铁和钢材产量分别为76480万吨、65614万吨和97298万吨，同比分别增长5.7%、2.3%和1.1%。从月度数据来看今年的生产多在8月见顶。9月以后随着环保督察和价格的下跌，钢厂检修增多，产量陆续回落，在11月进入取暖季限产后产量达到本年度的低位。

从分口径来看，粗钢的产量增长恢复最为明显，其次为生铁，最后是钢材。原因在于之前中频炉生产的粗钢从未纳入统计，但是由这个粗钢轧制的钢材部分是纳入统计的。所以今年的钢材产量其实并未出现实质性的供应增长。

图 8：粗钢、钢材产量

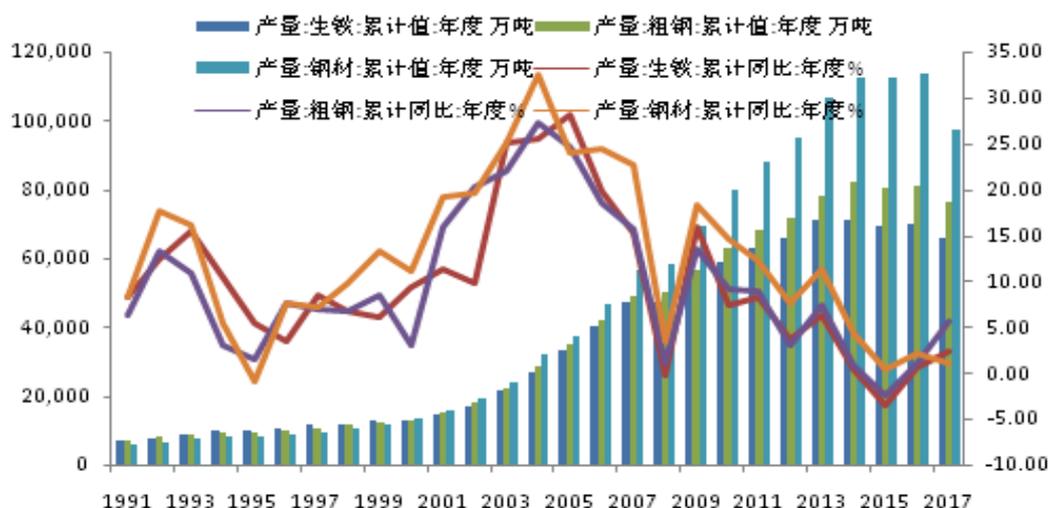


数据来源：Wind，兴证期货研发部

拉长整个数据周期来看，经历了几个高速增长的时期。我国钢铁行业步入产量高位回落的时期（下图2017年使用的不完整周期，因此每项数值的绝对值较少，增速可比）。粗钢产量2014年达到历史高位后，2015年产量同比减少，2016、2017年产量回升，预计2017年粗钢产量有望创下历史新高。

由于人均粗钢产量已经超过世界平均水平，人均粗钢消费超过大部分发达国家水平。随着我国工业化进程步入下半程，预计粗钢的需求很难再有大规模的增长。行业维持存量博弈的现状。

图 9：粗钢、钢材产量年度



数据来源：Wind，兴证期货研发部

在存量博弈的年代再看近几年的供应结构。2013-2016 年均是钢材增幅大于粗钢大于生铁。但是 2017 年钢材增幅减少，粗钢大于生铁大于钢材，主因还是去除中频炉导致统计口径的变化。

图 10：粗钢、钢材产量

		1-11 月	增速	1-12 月	增速
2013 年	生铁	65,050.25	5.87	70,897.07	6.24
	粗钢	71,286.35	7.82	77,904.10	7.54
	钢材	97,878.11	11.48	106,762.43	11.35
2014 年	生铁	65,411.00	0.40	71,159.90	0.50
	粗钢	74,867.00	1.90	82,269.80	0.90
	钢材	102,658.00	4.50	112,557.20	4.50
2015 年	生铁	63,846.40	-3.10	69,141.30	-3.50
	粗钢	73,837.80	-2.20	80,382.50	-2.30
	钢材	102,812.30	1.00	112,349.60	0.60
2016 年	生铁	64,326.10	0.40	70,074.00	0.70
	粗钢	73,893.70	1.10	80,836.57	1.20
	钢材	104,344.30	2.40	113,801.24	2.30
2017 年	生铁	65,614.30	2.30		
	粗钢	76,480.20	5.70		
	钢材	97,298.20	1.10		

数据来源：Wind，兴证期货研发部

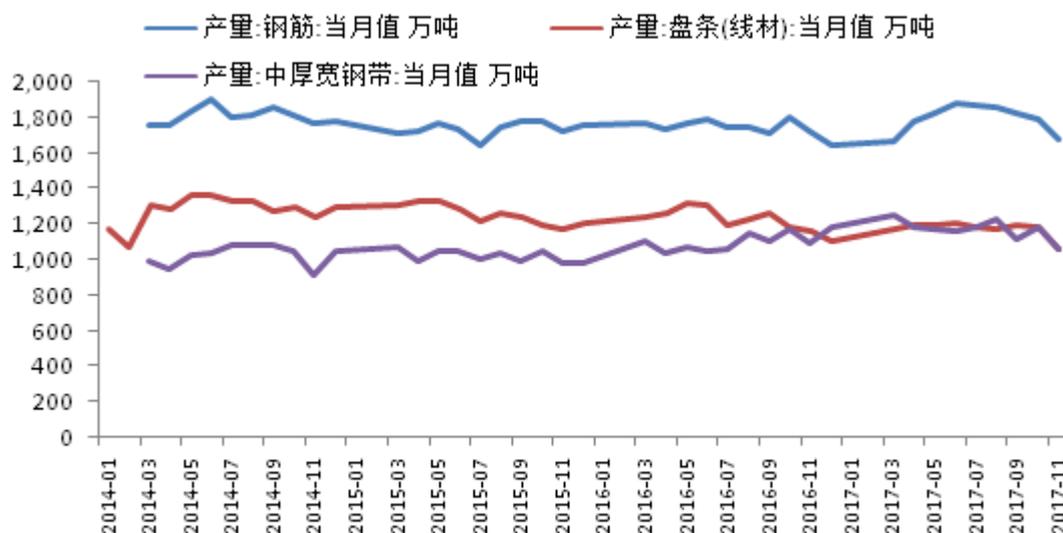
### 2.3.2 分品种产量

按照品种来看，2017 年整体钢筋（螺纹钢）的产量出现增长，据国家统计局数据显示，2017 年 11 月份我国钢筋产量 1686.1 万吨，同比下降 1.0%；1-11 月钢筋产量 18599.2 万吨，同比增长 2.6%。

据国家统计局数据显示，2017 年 11 月份我国线材（盘条）产量 1057.6 万吨，同比下降 3.2%；1-11 月线材（盘条）产量 12171.1 万吨，同比下降 2.0%。线材产量延续萎缩。

据国家统计局数据显示，2017 年 11 月份我国中厚宽钢带产量 1061.1 万吨，同比下降 2.1%；1-11 月中厚宽钢带产量 12720 万吨，同比增长 6.9%。本年度热轧生产增幅较大。

图 11：分品种钢材产量



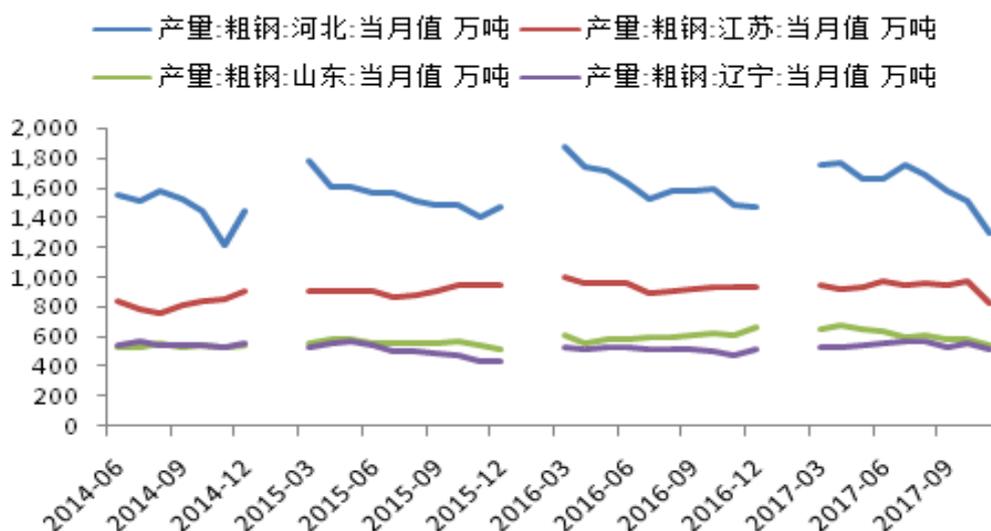
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2016 年无论是生产利润和产量均是板材要好于长材。但是 2017 年板材产量增幅更大，利润却是钢筋更好。由于去除地条钢之后，主要影响了长材的供应，所以导致了这一情况的发生。

### 2.3.3 分省粗钢产量

从分省粗钢产量来说，河北、江苏、山东、辽宁是我国粗钢主要产地，其中又以河北江苏最多。江苏近年来钢材生产增加较快，所以称为去产能的主要调控地之一，2017 年 1-11 月累计产量减少 5.4%，河北 1-11 月累计产量持平，11 月以后进入取暖季产量迅速下降。山东和辽宁产量增加较多，特别是辽宁，1-11 月累计产量增加 7.7%。近期东北钢铁产业复苏较快，与国家振兴东北老工业基地的政策一致。

图 12: 粗钢分省产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3.4 生产总结

2017 年度钢铁的生产上半年主要受到去除中频炉和地条钢的生产的关系, 导致包括螺纹钢在内的, 方坯下游的一系列产品价格出现生产的短缺。下半年市场则关注取暖季限产的事项对供应的影响。

目前钢厂利润非常高, 市场有形的手在控制产量, 无形的手则在努力扩产。我们预计 2018 年和 2017 年相比, 供应仍然受到供给侧改革的影响, 预计和 2017 相比上 2018 年粗钢供应受到取暖季影响增加 2500 万吨左右。但是由于合规产能的陆续释放, 预计整体钢市供应仍然会略高于 2017 年的水平。结构上来说, 生铁端 2018 年可能生产减少约 700 万吨, 减少 1%; 由于提高了废钢的用量, 整体粗钢供应我们预计仍然增长 1.5% 左右。

## 2.4 原料

2017 年原料的影响有所弱化。双焦短缺不再, 铁矿港口库存继续堆积。市场对原料的关注在其结构的变化上。预计 2018 年原料也仍然不是市场的主角。但要关注 2018 年废钢价格的变化。随着电炉的上马, 废钢和钢材的价差会变成市场比较重要的关注点。

### 2.4.1 国产原矿生产减少

2017 年前 11 个月, 国内铁矿石原矿累计生产 10.6 亿吨, 同比去年增 6.50%。今年国产矿在产的产量有所增加, 主要原因在于钢厂利润好之后, 对洗选过的国产矿的采购好转。而且对于老是被限产的烧结来说, 用国产铁精粉进行造球也是很好的选择。

图 13: 国内铁矿石原矿产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

12 月份国内矿山库存维持在 70 万吨附近，低位盘整。

图 14: 国内铁精粉矿山库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4.2 铁矿石进口维持高位

2017 年 11 月份进口铁矿砂及其精矿 9454 万吨。前 11 个月累计进口 9.9 亿吨，同比增加 5.93%。进口矿仍然在增产中，进口铁矿维持高位。

图 15: 铁矿石进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4.3 港口库存有所攀升

12 月 22 日，港口库存 14001 万吨，接近历史最高位置。钢厂的进口矿库存可用天数 22 天，铁矿市场仍然肉眼可见过剩。但是高品位矿仍然相对紧缺。因为要提高铁水产量，钢厂会努力提高铁矿入炉品味。

图 16: 铁矿石港口库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.4.4 高低品味价差拉大运费回升

如果说黑色产业哪个品种的价格低过 2015 年底的话，下图可见，2017 年低品味矿价格不断下降，已经低过 2015 年的低点，达到 260 元/吨。挑战 FMG 的成本支撑。钢厂由于利润好首选高品矿争取多出成品。预计此趋势会持续，铁矿洗选会是投资生产的好生意。

图 17: 不同品味的铁矿价格



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

铁矿石的运费 2017 年有所回升，也推升了铁矿的到岸成本。

图 18: 铁矿石运费



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.4.5 双焦供需矛盾缓解，基差波动过大

2017 年焦煤、焦炭不复 2016 年辉煌领涨市场的走势，供需紧张略有缓解，但总体也没有太大过剩，这就使得双焦的走势基本呈现高位震荡。政策面影响因素切换，“276 天生产制度”不再影响供应而环保限产、环保督察影响增加。加之，本年度双焦期货受到预期影响更为剧烈，期货波动明显大于现货，往往提前兑现预期。这就使得基差的走势呈现历史变化最大的情况。

#### 1.焦煤供应有望转为富裕

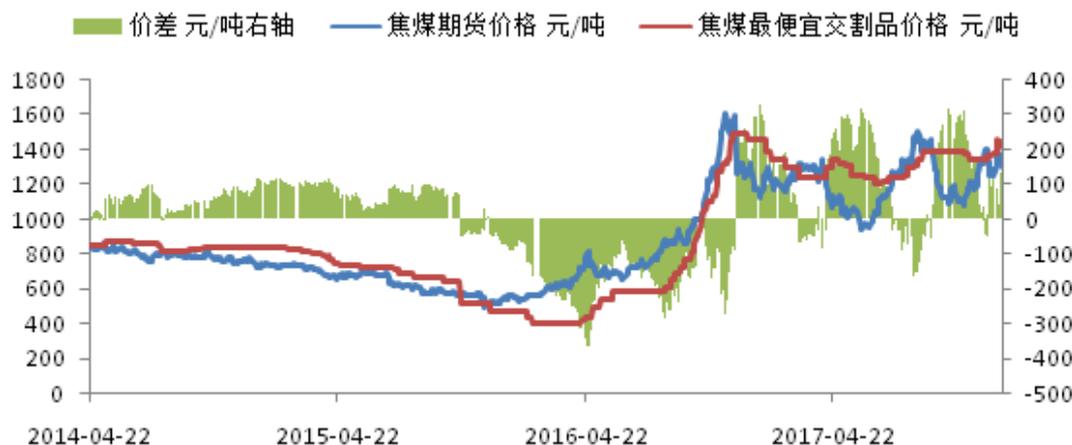
由于焦煤的品种品质差别较大，即使同为主焦煤，价差也随时变化。我们用山西主焦煤价格和青岛港的澳煤价格以及蒙古主焦煤的价格加上运费以及按照交易所升贴水标准，调整后，取最低值作为主焦煤的现货价格。从这个现货价格来看，全年主焦的现货价格波动不大。最高点 1460 元/每吨出现在年初 1 月份的时候，为我国山西主焦煤的价格；最低点 1205 元/每吨出现在 2017 年 6 月底为澳煤的价格。全年最大振幅 255 元/吨，波动幅度仅占年初价格的 17.5%。截止 2017 年 12 月 22 日，焦煤现货全年下跌 40 元/吨，跌幅仅为 2.8%。

从期货来说，大连商品交易所焦煤活跃合约的结算价 2017 年的波动要剧烈得多，最高点 1506 元/每吨出现在 2018 年 8 月 25 日，最低点 943 元/吨出现在 2017 年 6 月 2 日，最大振幅 563 元/吨，波动幅度占年初价格的 48.6%。截止 2017 年 12 月 22 日，焦煤期货全年上涨 196.5 元/吨，涨幅 16.7%，上涨体现为基差的缩小。

从基差——现期价差上来说，本年度基差最大 333 元/吨，此时期货严重贴水现货，达到 22.8%，成为历史极值；最小 167 元/吨，完全可以进行买现货抛期货的无风险套利操作。基差全年缩小 236.5 元/吨。

虽然焦煤期货与现货走势的幅度差异很大，但是期货和现货的走势和影响因素大体还是趋向一致，只是期货能体现市场的交易者对供需变化的预期，使得期货走势往往略领先现货的涨跌。

图 19：焦煤走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

按照走势来说，2017 年焦煤走势主要分为三个跌涨周期。其中第二个跌涨周期尤为引人注目。

第一周期为年初下跌至3月见底，随后涨至4月底。这一阶段前期焦煤走弱的主要原因在于：第一、2016年促使焦煤短缺的最直接因素“煤炭276天生产制度”的放松，在取暖季实行330天生产，这就使得焦煤的供应方面得到一定恢复。第二、年初到3月是下游需求的淡季，在猛烈上涨之后，下游对高价的接受程度下降，价格有一定回调的需要。随后四月的上涨也是因为下游需求开始恢复，使得焦煤的需求好转价格得以休整。

第二周期为4月到6月的下跌以及随后到8月的上涨，这一段其中最引人注目的是期货在6月至8月的上涨，价格从943元/吨涨至1606元/吨，完成了全年最大涨幅。这一时期市场的影响因素发生了改变。其一是政策面的变化，“煤炭276天生产制度”的执行有所放松，焦煤生产企业受此影响没有继续被限制产量；但是环保督察风开始刮起，在6月环保督察开始检查焦煤生产中第二个步骤洗煤环节，洗煤厂被迫甩卖焦煤库存，这就使得焦煤在6月呈现价跌库存跌的情况。其二是2016年的高价格开始促进产量的恢复，焦煤企业的复产从开采环节来说，要重建工作台面，在2016年下半年以后，一些煤企有了复产的动力，也到了复产能达到的时间，国内外焦煤企业生产都得到了一定恢复，而6月的最低点是澳煤打出来的。但是可以看到由于第一个因素是短期的，洗煤厂抛售库存以后，在环保达标后，如果要生产会重新制备库存；而第二个因素也是发生了一些改变，在7月以后澳洲某大型煤矿关停对冲了其他矿山产能的增长，同时进口大国蒙古在7月的那达慕节日期间通关受阻。多方面的叠加，使得焦煤供需一下子偏向紧张。此外，需求方面钢厂利润持续好转带动了焦炭的产量增长，也间接影响了焦煤的需求。多方预期的改变，使得焦煤期货价格出现显著走强。

第三个跌涨周期为8月底至10月的下跌以及随后的上涨。这一周期的主要推动力量来自下游和市场预期。首先我们看8月的钢价由于供需的紧张飞速上涨，但库存开始累计，市场有由盛转衰的趋势。其次，8月底焦煤期货已经涨至升水现货主流交割品167元/吨，市场的贸易商蠢蠢欲动，囤有现货可以在期货做空，进行无风险套利。加上蒙古通关因素有缓解的预期。现货包括国内的生产出现明显增长。国内炼焦煤5-9月都维持在4000万吨的产量附近，个别月份产量同比达到2位数增幅。焦煤的供应紧张氛围缓解。急速的上涨带来了急速的下跌。但在10月以后，随着利空的兑现，钢价止跌，钢厂利润尤其丰厚，在此前期下，焦煤也就没有了下跌动力，价格随之反弹。11月以后冬季临近，钢厂开始主动制备一些库存，也支撑了焦煤的价格。

三个跌涨周期过后，焦煤的现货价格差不多回到年初的位置，而期货则由于预期好转，高过年初的位置。展望2018年，从供应和库存的角度来说，都将不复2017年的紧平衡，转为富裕。我们认为，还是要关注节点上政策环保因素对生产的影响。但是由于产能还在，高价格必定刺激供应的增长，所以未来尤需关注需求的变化。

## 2. 焦炭紧张不再，但需要注意阶段行情

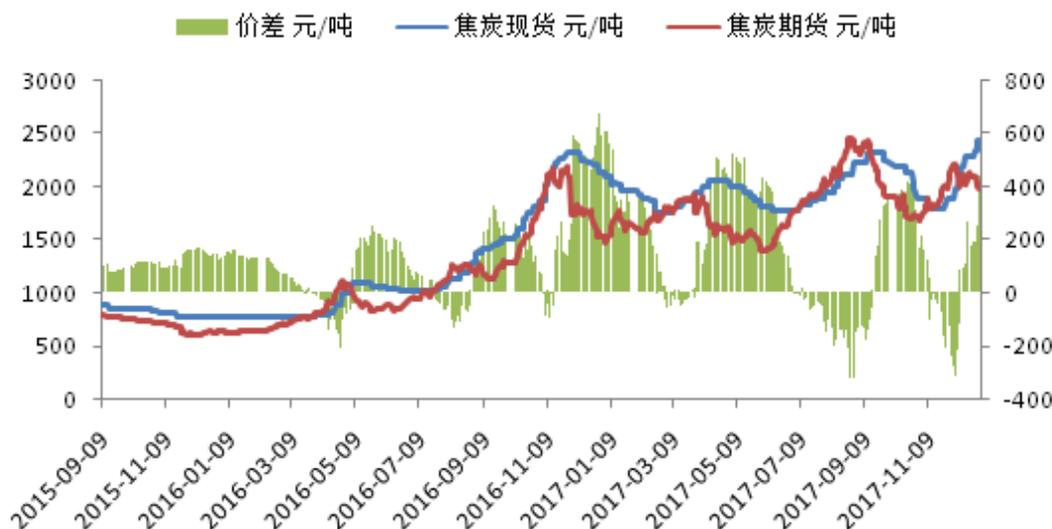
焦炭是焦煤的直接下游需求。焦化企业的生产今年主要受到两个因素的影响：第一是政府对焦化企业的环保督察非常严格，如果天气不好动则需要焦化企业延长结焦时间，这就使得焦化企业的生产不仅考虑自身的利润和市场环境更要“看天吃饭”。第二焦化企业的下游钢厂今年的利润非常好，较少对焦炭进行较大的压价，但是钢厂本身的生产也受到环保政策影响，这就使得焦化企业的需求也变得不太稳定。

本年度焦炭走势与焦煤类似，总体也是有三个跌涨周期，也同样是第二个跌涨周期的上涨走势比较耀眼。此外，与焦煤不同的是，受需求转好的影响，焦炭现货价格的高点出现在今年下半年9月份。

我们采用天津港准一级焦炭作为焦炭的现货价格，可以看到，2017年焦炭现货最高价格2335元/吨，创下2011年以来的最高价格；最低价格1755元/吨。期货焦炭的价格波动从1401

元/吨，至 2452 元/吨。波动幅度也比现货略大。基差波动范围从-327 元/吨至 613 元/吨。全年焦炭现货价格上涨 160 元/吨，涨幅 7.5%；期货上涨 558.5 元/吨，涨幅 36.3%；基差缩小 398.5 元/吨。

图 20：焦炭走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭的全年走势比焦煤略好。我们认为主要原因在于 2016 年产业链的供给瓶颈在于煤炭的生产，而 2017 年的矛盾转化，钢厂利润好转导致焦炭的需求好转，此外焦炭自身的生产受到环保影响更为显著。这也使得焦化厂利润得到一定的恢复。

从本年度供需平衡来说，焦炭 1-11 月的总体产量累计值出现下滑 2.7%，下滑主要出现在下半年环保严格的月份；除了出口略有下降以外；焦炭的直接需求生铁的产量反而上升了 2.3%。而库存上钢厂焦炭可用天数 11 天比去年同期还多了 4 天。生产减少，下游增长，库存增加。这一无法配平的情况可能来自钢厂使用高品位矿对焦炭的需求出现下降，需要使用更少的还原剂导致的。

我们预计 2018 年焦炭不会出现紧缺。2018 年看焦炭仍然要关注环保政策的动向。但是需要注意一些时间节点。例如 3 月中旬当取暖季结束，钢厂恢复生产时，焦炭可能会短期紧张。

#### 2.4.6 废钢

因为中频炉退出市场，废钢的使用在 2017 年出现大幅下降。废钢和方坯的价差也在取缔中频炉之后出现迅速扩大。往常按照不含税的价格来看，废钢和钢坯价差在 300-500 元/吨之间，今年最大扩大到 1800 元/吨多。由于电炉生产钢材比中频炉成本贵一些。我们预计未来方坯-废钢的价差会上移至 600-800 元/吨（不含税）。目前价差仍然偏大，说明以废钢为原料的供应尚未更上。2018 年特别要注意价差的变化，一旦缩小至 600 元以下（不含税）说明电炉和转炉的供应能够完全弥补此前中频炉的缺口。我们预计 2018 年废钢行业复苏，投资该行业仍然有利可图。

图 21：废钢走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

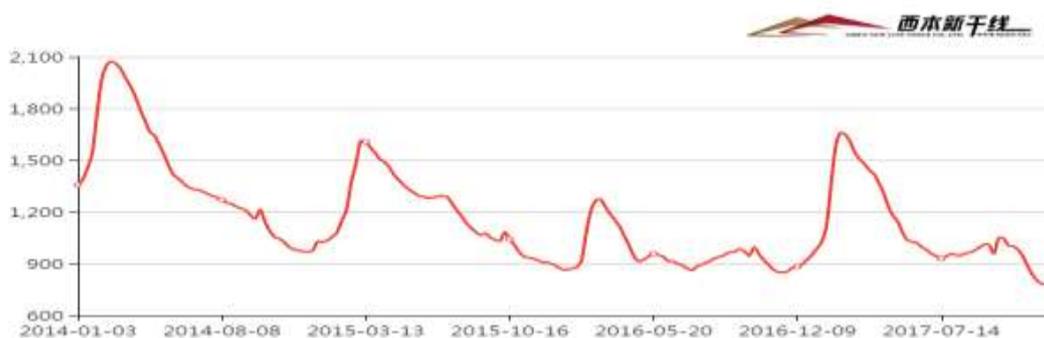
### 3.库存

#### 3.1 社会库存经历历史低位的回升

截至 12 月 22 日，全国主要钢材品种库存总量为 793.6 万吨，第一周出现增加。社会库存今年初累计到了较高的位置以后，在今年旺季去库存迅速而在下半年达到了近几年的最低位置。从同比来看，目前的库存数据比 2016 年同期下降了 127.55 万吨。后面预计虽然淡季，但是由于取暖季限产库存可能出现累积。按照实际库存是表面库存 4 倍来看，社会库存降低了 510.2 万吨。

图 22：钢材社会库存

全国主要钢材品种库存总量

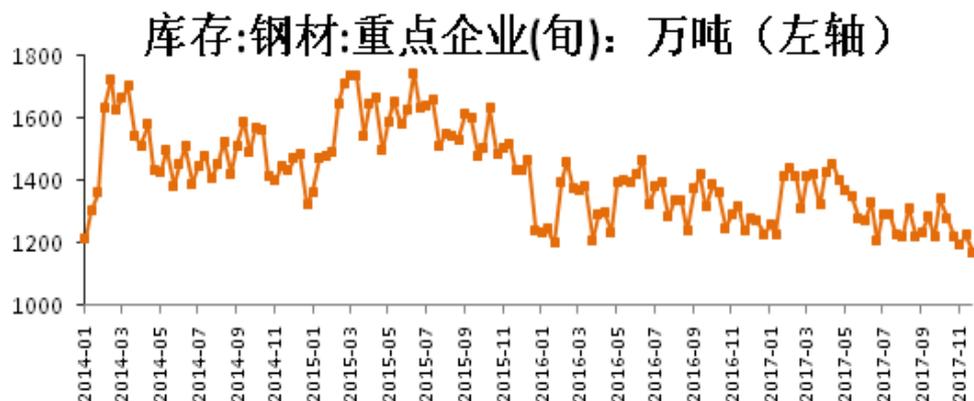


数据来源：西本新干线，兴证期货研发部

### 3.2 钢厂库存

2017 年钢厂库存一直处于下行之中，钢厂库存极低，压力很小。在此前提下，钢厂利润大幅上升。

图 23: 钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

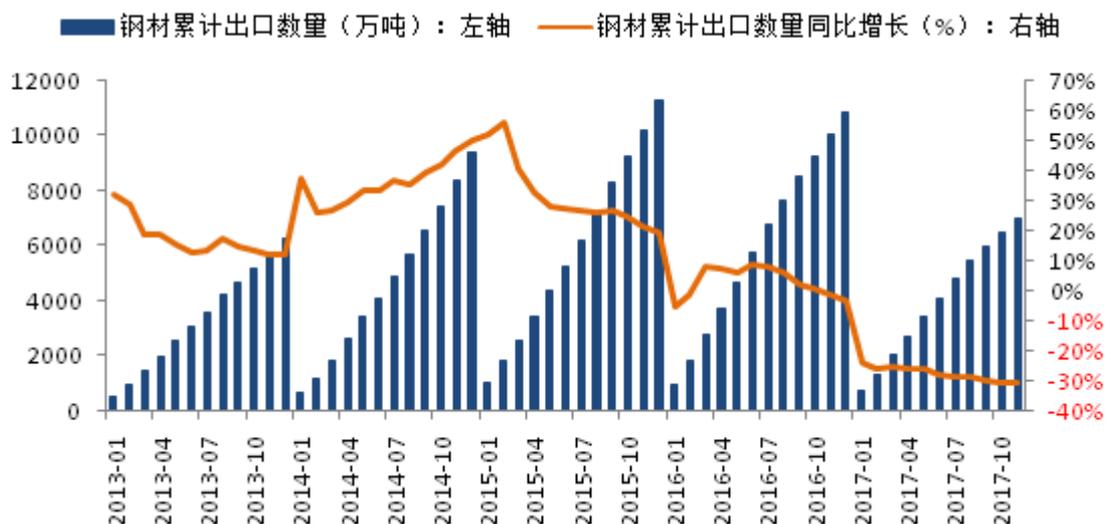
我们预计，即使未来一年钢价回落，也不太可能低于钢厂成本。钢厂压力很小，成本支撑必然有效。2016 年钢厂的领先地位得以保留。按照钢厂库存是表面库存的 2 倍来看。2017 年钢厂库存再降低了 135 万吨。

## 4. 需求

### 4.1 钢材出口大幅下滑

2017 年 11 月钢材出口为 535 万吨，同比下滑 34.11%。前 11 个月累计出口 6983 万吨，同比去年减少 30.63%。钢材的出口下滑最主要的原因在于我国钢价高，在国际上竞争力下降。而且钢厂库存低，看好后市，不会过度寻求提前卖货出口。

图 24: 钢材出口

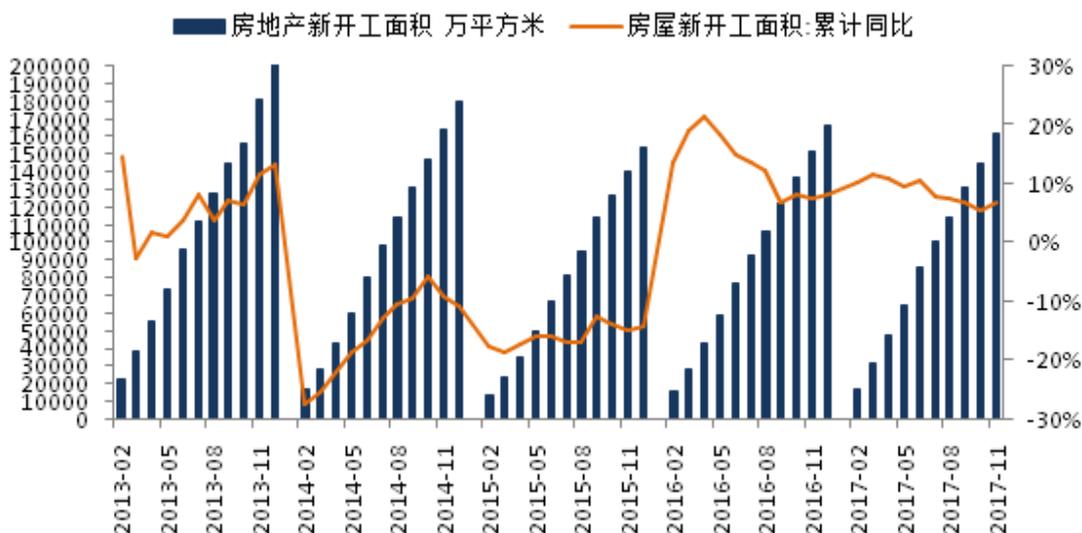


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4.2 房地产增速回落

2017 年房地产的需求仍然具有较强的韧性。但是随着政策的变化，房地产行业以满足居住需求为由的发展可能进入高位区域，很难再有大幅的增加。预计 2018 年地产需求对钢材的拉动会有所减缓。

图 25：房地产新屋开工

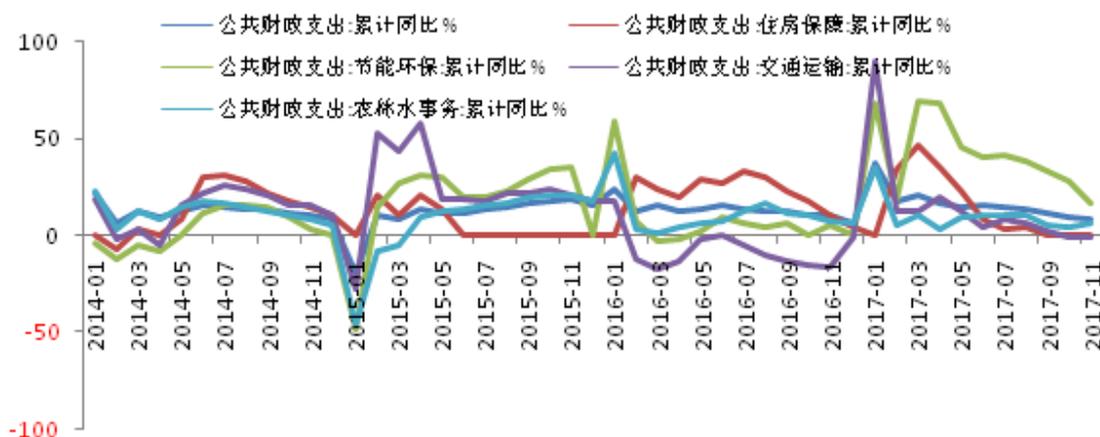


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.3 基建

2016 年基建增速较好，2017 年基建增速下半年受到资金制约出现回落。了解四大基建公司虽然订单金额增长较快，但金额并不代表用钢量，随着钢价上涨，如果用钢量不变，则金额必然增长。预计 2018 年基建增速可能略回落。

图 26：公共财政支出累计变化



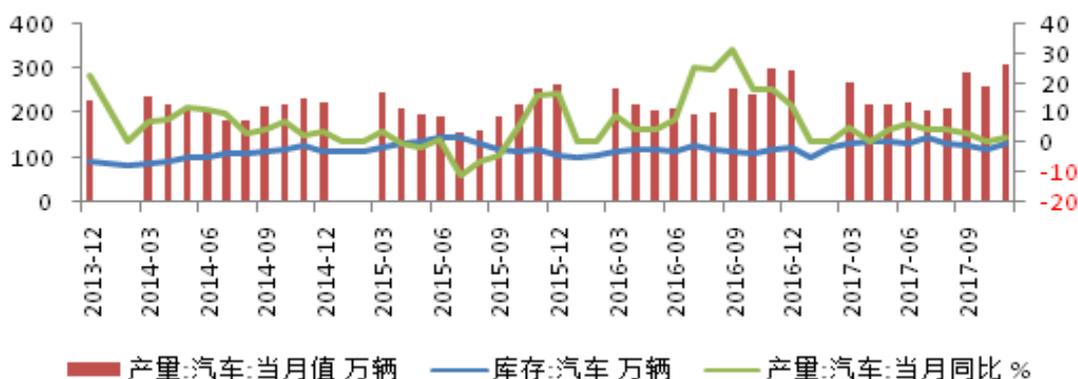
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 4.4 汽车行业增速回落

汽车行情近年的发展扰动主要在税收问题。2017 年汽车行情增速明显回落。之前政策回顾 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策。自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

预计 2018 年汽车增速仍然不会太好，虽然新能源汽车仍然会保持较快增长，但用钢量有限。

图 27：汽车产量与库存

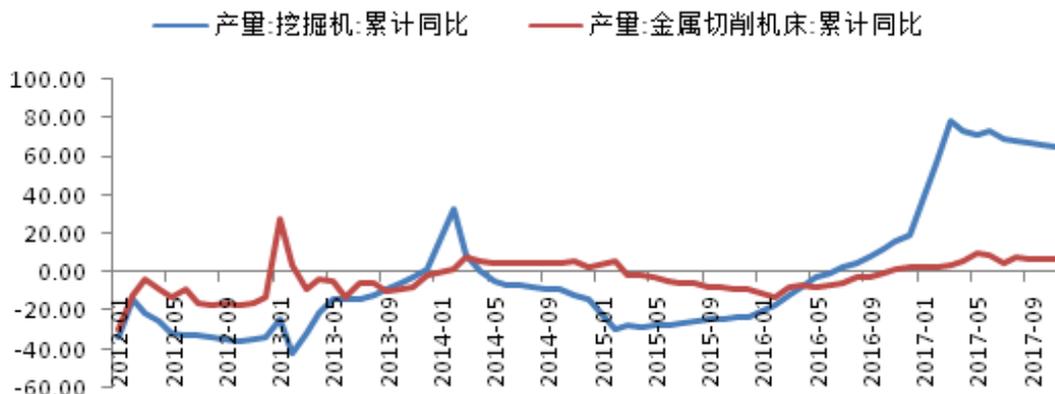


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 4.5 机械制造业回升较好

2017 年度机械制造业回升较好。其中最为亮眼的是挖掘机行业。我们认为主要原因在于挖掘机 7 年更新周期的到来，当然基建不错也是一个重要的原因。预计 2018 年会出现回落。

图 28：挖掘机与金属切削机床增速

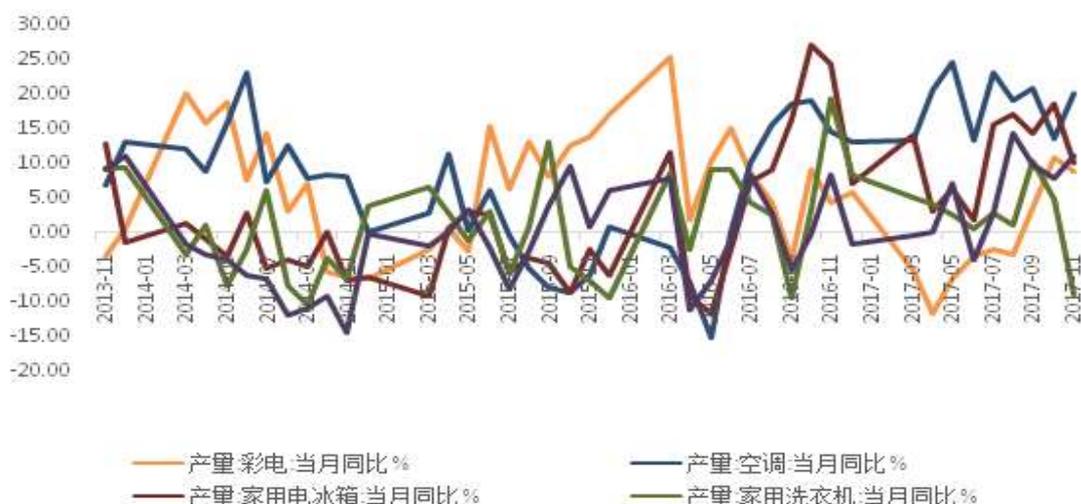


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.6 家电行业可能维持复苏

家电行业 2017 年总体维持增长，特别是彩电和空调。我们认为到了 2018 年家电行业仍然会维持复苏。原因之一是外围经济复苏，家电出口空调等维持增长，原因二是国内房地产销售好转后，家电有滞后的需求效应出现。

图 29：房地产开发投资完成额



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4.7 需求总结

我们预计钢材的需求在 2018 年增速会出现回落。但是由于经济的韧性，以及 2017 年由于环保问题导致需求的延后，需求仍然会维持增长。增幅在 1-2%。

## 5. 总结

2017 年钢材市场受到政府托底，以及需求有韧性的影响价格稳步走高。步入 2018 年我们认为，供应方面政府有形的手干预力度不会减弱；但是高利润刺激了无形的手，有望出现明显的新增产能。由于合规产能的陆续释放，预计整体钢市供应会略高于 2017 年的水平。结构上来说，生铁端 2018 年可能生产减少约 700 万吨，减少 1%；由于提高了废钢的用量，整体粗钢供应我们预计仍然增长 1.5% 左右。钢厂仍然保持强势地位。

原料方面铁矿 2018 年内部结构矛盾仍然突出，可能出现一些调整。双焦供需矛盾缓解。但总体来说原料仍然会跟随钢材走势。我们可以关注一些细分领域的机会，比如低品铁矿的洗选，废钢和废钢加工行业有望复苏。要特别关注废钢和钢材的价差预示市场供应变化的方面。

库存方面由于 2018 年去了大量的库存。市场现在属于没什么货的情况。在高利润、低库存的情况下，价格上窜下跳会比较直接和激烈。

需求的增速在下滑，但是由于环保和资金的影响，一些需求被推后了。我们预计需求仍然存在韧性。

2017 年钢铁期货现货价差历史最大。分析现货的供需也只是为市场预期打好提前量，为预期做铺垫。预期仍然会主导期货行情的变化。

2018 年是供应增速恢复，需求增速回落的一年。但是因为政府的干预和需求的不平均，市场走势波动仍然会剧烈。我们预计由于废钢价格合适，在年初电炉的增产会影响年后的库存。如果库存累积速度可以，市场 3 月可能出现一波回落，但在 4 月以后价格回暖。5 月是传统下跌月份，但笔者认为可能 2018 年 5 月走势尚可。6-8 月走势可能偏弱。淡季过后，又面临取暖季限产的预期，如果政策没有大的变化，预计 9 月以后价格可能回暖。但总体价格重心较 2017 年有所下移。

## 煤炭供需趋向宽松，煤价或回归合理运行

2018年1月2日 星期二

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

### 内容提要

1.2017年煤炭行业调控政策已经由2016年的“去产能，限产量”逐渐向“保供应，稳煤价”调整。进入2017年，由于需求同比增速明显提升，但供给端释放低于预期，从而煤价整体虽有下跌但仍维持高位运行。

2.2017年，我国煤炭行业去产能稳步推进，加之受重要会议期间环保安检升级影响，煤矿现有产能产量释放受限，动力煤期现货价格维持高位震荡调整，季节性波动特征较为明显；高煤价也促使煤炭行业近两年盈利显著改善。

3.展望2018年，我国GDP增长预期只有6.6-6.7%，经济下行压力依然较大；但全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，然而英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对2018年全球经济形势带来较大的不确定性。

随着先进产能持续释放，加之重大会议影响减小，以及未来新增产能置换速度加快，预计后期煤炭供给将逐渐增加；但需求端难有明显的改善，煤炭市场供需基本面将逐渐趋于宽松，煤炭价格均价或合理下移。

2017年动力煤全年价格明显偏离绿色区间，后期加强煤炭中长协合作将是多方共同的诉求。在“保供应、稳煤价”政策的协调下，2018年动煤大概率仍将保持在相对高位区间波动，不过交易重心相比2017年将有所下移。

预计2018年动力煤期货价格全年呈现先抑后扬的走势，价格高点或出现在一季度或四季度，可能达到600-630元/吨。后期随着先进产能持续释放，加之采暖季结束、煤炭需求进入淡季，动煤价格重心将有所下移，或回落至500-570元/吨的合理区间运行；随后新一轮供暖用煤补库需求将再度提振煤炭价格。

后续仍可关注迎峰度夏、冬储供暖等阶段性供需错配预期下带来的逢低做多机会。

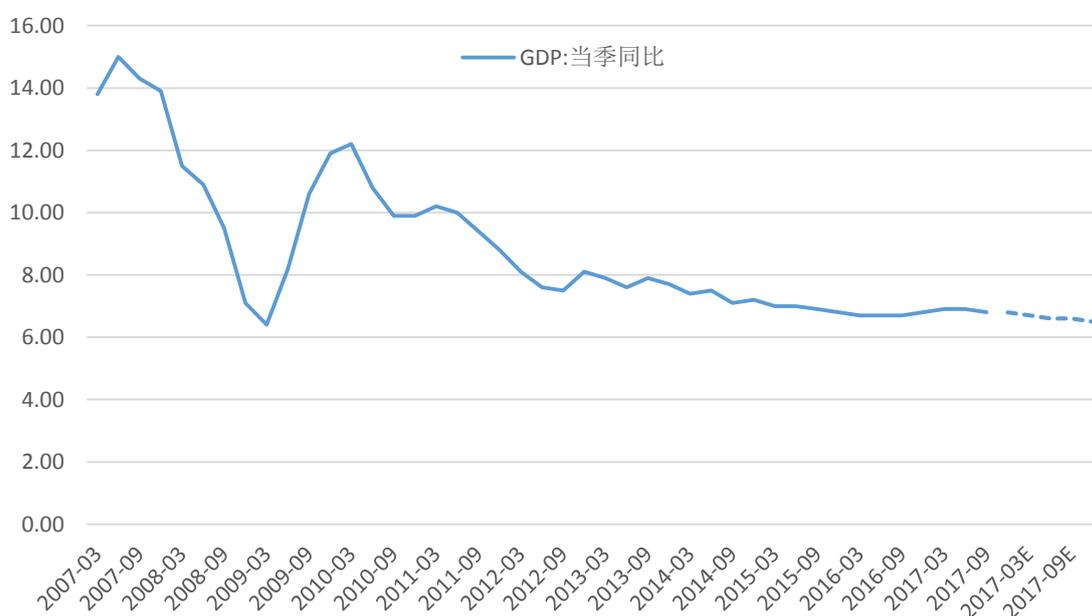
## 1.宏观方面

2017 年前三季度 GDP 增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，预计 2017 年全年 GDP 增速为 6.8%；而 2018 年 GDP 增速相比 2017 年将小幅下降，或仅为 6.6-6.7%。

2017 年经济增长平稳，GDP、工业增加值、投资数据等宏观数据均平稳运行。2018 年货币政策基调为稳健，去杠杆仍会继续推进，但流动性超预期紧张可能性不大，经济增长平稳，整体处于筑底回升阶段。

2018 年全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，但特朗普其他新政、英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对全球经济增长带来较大的不确定性。

图 1: GDP 增速 (%)

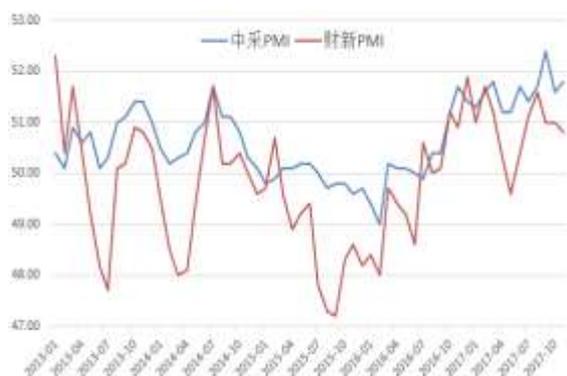


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017 年 PMI 指数基本处于荣枯线上方运行，制造业继续保持稳中有升的发展态势；PPI 指数同比增速维持高增长，CPI 指数维持“1 时代”，随着我国经济运行稳中向好态势继续深入发展，2017 年经济增速将好于去年，但 2018 年或面临一定下行压力。

整体而言，尽管经济复苏存在着诸多内外不确定因素，但 2018 年我国经济仍有望维持今年的平稳态势，在平稳发展的同时更加注重质量和效益。

图 2: PMI (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: PPI/CPI (%)

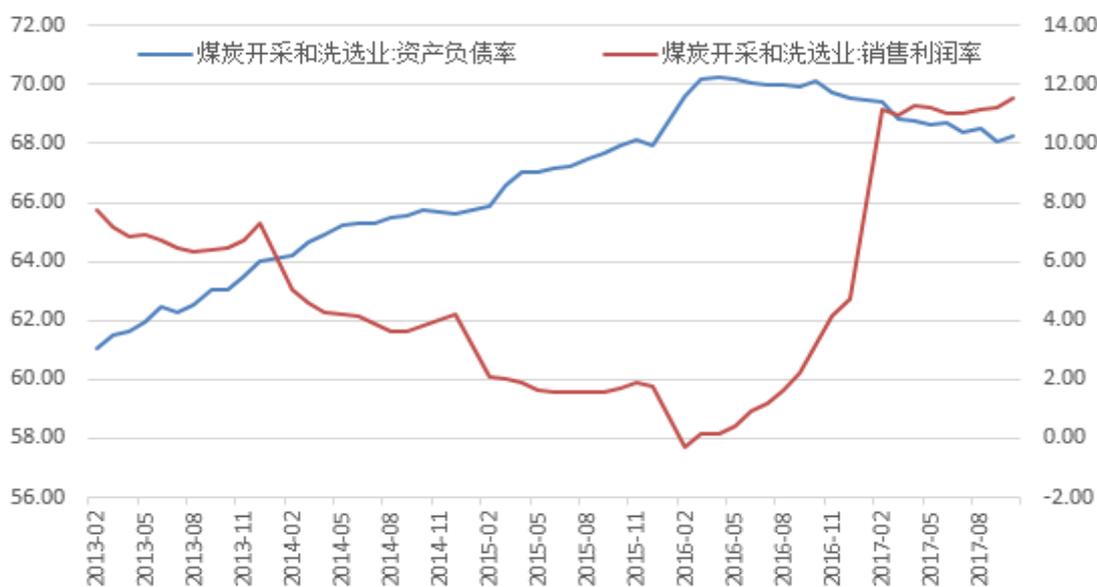


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

由于煤炭价格维持高位运行,近两年煤炭企业盈利显著改善,煤炭行业资产负债率也在 2016 年 4 月达到 70.23%的高点后逐渐回落至目前的 68.24%;但目前行业负债总额仍然高达 3.74 万亿,相比 2016 年负债总额 3.76 万亿,收缩仍然不够明显。

随着煤炭价格回升,盈利改善,企业资产负债率仍在不断修复当中,进一步地改善预计还需要政策的支持。

图 4: 煤炭行业资产负债率与利润率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.行情回顾

经历了 2016 年煤炭行业“276 个工作日”限产,同时供给侧改革去产能工作持续推进,此前多年积累的行业高库存已经逐渐去化,行业供需基本面正逐渐趋向于平稳健康方向发展。在此背景下,进入 2017 年后煤炭价格整体保持高位震荡,季节性波动特征较为明显。

## 2.1 期货走势

2017年，在政策调控和消费需求淡旺季因素共同作用下，动力煤期货价格整体呈现出明显的宽幅震荡的态势。

2016年11月上旬开始，在330个工作日全面放开、煤炭有效产量增加的情况下，动力煤期货价格回落至1月初500元/吨附近后开始出现支撑。随后1-3月份，受两会安全检查影响、以及供暖季需求增加，动煤价格止跌回升，并逐渐上冲至4月初的649.6元/吨的高点。4-5月份，伴随着宏观悲观预期的加强，整个黑色系品种均进入大幅回调态势，加之煤炭消费淡季的拖累，动煤价格再度回调至5月底的510元/吨附近，期现基差不断创出新高。进入6月份，宏观悲观预期有所修复以及夏季用电高峰的来临，动煤价格又开始上探；随后8-9月在内蒙古70周年大庆等重要会议期间安检及环保等因素的影响下，动煤价格持续上涨，并逼近2016年11月的高点。9月下旬，伴随着淡季来临，以及中转港口库存高位，动力煤期货价格短暂调整至11月初的600元/吨附近。随后下游供暖用煤需求旺季再度开启，加之铁路运力较为紧张，从而动煤价格自11月重拾升势，并创下上市以来的新高，随后转入高位震荡。

图5：动力煤期货运行情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.2 现货情况

2017年动力煤现货价格整体呈现季节性波动的特性。年初受供暖季需求带动，动力煤价格探底回升，至4月初随着供暖期结束拐头向下，到6月中旬“迎峰度夏”期间又开始上涨，10月中旬起进入消费淡季，价格逐步走弱；11月中旬旺季到来，价格随之反弹。全年BSPI指数整体维持在(560,610)区间高位运行。

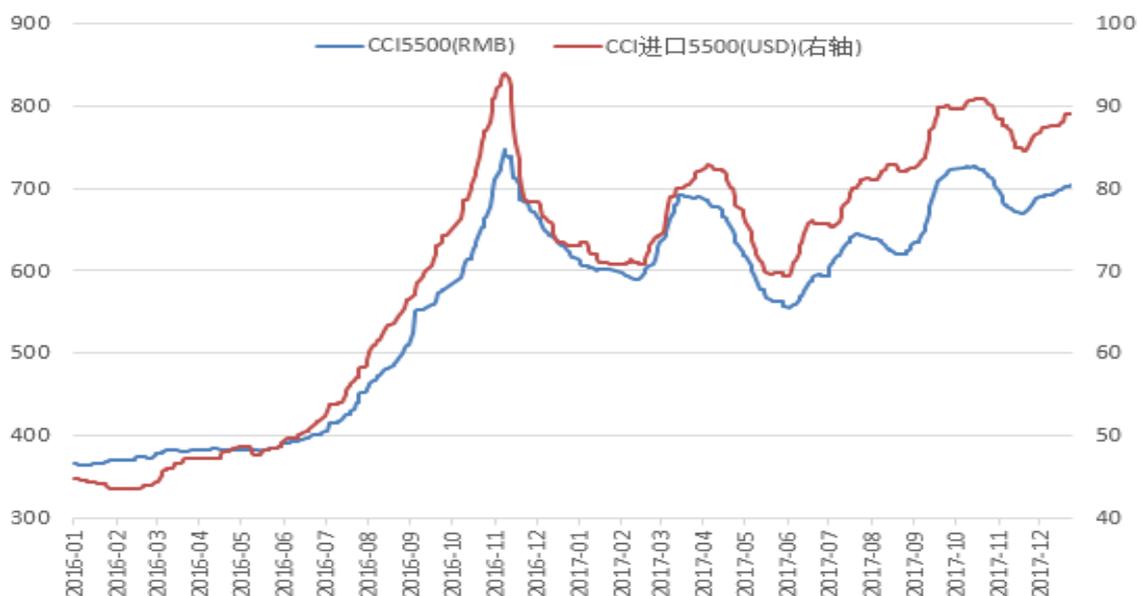
图 6：环渤海动力煤价格指数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

秦皇岛 5500 大卡动力煤 FOB 价格指数 (CCI5500) 以及南方港 5500 大卡动力煤 CFR 价格指数 (CCI 进口 5500) 与动力煤期货市场走势类似，探底回升。截至 2017 年底，CCI5500 指数报收 705 元/吨，较 2016 年底上涨了 88 元/吨或 14.26%；全年均价为 643.65 元/吨，较 2016 年均价上涨了 166.50 元/吨或 34.89%。CCI 进口 5500 指数报收 89 美元/吨，较 2016 年底上涨了 16 美元/吨或 21.92%；全年均价 80.04 美元/吨，较 2016 年均价上涨了 20.58 美元/吨或 34.62%。

图 7：CCI 指数



数据来源：Wind，煤炭资源网，兴证期货研发部

今年以来，由于我国煤炭行业供给侧改革去产能稳步推进，煤炭价格维持高位运行，煤炭生产国对我国的出口量增加，促使国际煤价探底回升，维持高位运行。截至 2017 年底，澳大利亚纽卡斯尔港、南非理查德港、欧洲 ARA 三港动力煤价格分别为 103.97 美元/吨、95.08 美元/吨、100.58 美元/吨，比 2016 年底分别上涨 9.53 美元/吨或 10.09%、8.58 美元/吨或 9.92%、4.89 美元/吨或 5.11%。

图 8：国际三港动力煤现货价(美元/吨)



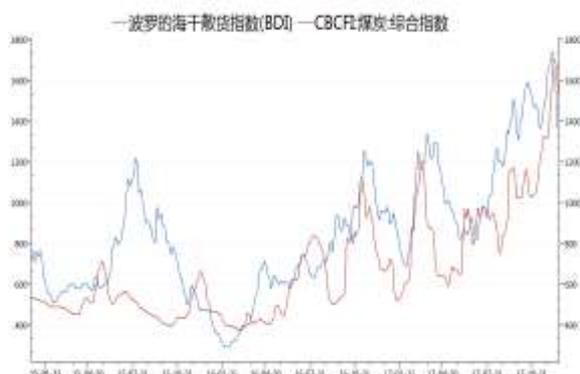
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.3 海运市场

由于全球经济超预期复苏、全球贸易转好，加之原油价格重心上移，从而 2017 年波罗的海干散货指数 (BDI) 大幅上涨，并创下近 4 年来的新高。截至 2017 年底，波罗的海干散货指数 (BDI) 报收 961 点，较 2016 年底大幅上涨了 405 点或 42.14%。

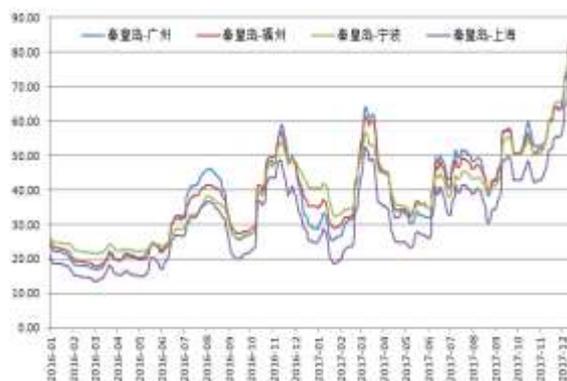
年初由于煤炭供应偏紧，下游北上拉煤需求旺盛，船舶运力供不应求，导致国内沿海地区的煤炭运价指数 (CBCFI) 震荡上涨，由年初的 664.97 点走高至 1250.06 点；随后“两会”结束后，煤炭产量逐渐增加，同时煤炭消费进入淡季，运力需求开始转淡，沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 向下调整至 592.36 点；然后“迎峰度夏”煤炭需求旺季来临，加之运沙需求挤压船舶运力，导致沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 止跌企稳；随后由于进口煤受限政策的影响，加之高温天气带动电煤需求的增加，拉动航运市场需求，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 不断上涨；紧接着在内蒙古 70 周年大庆等重要会议期间安检及环保等因素的影响下，煤炭供给趋紧，加之港口锚地船舶不断增多，压港现象严重，船舶运力出现紧张，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 加速上行，最高上涨至 1706.20 元/吨，创下近年来的新高；最后临近年底，即期船舶需求基本已经订完，加之下游货主接受程度下降，从而沿海煤炭运费指数 (CBCFI) 高位回落。截至 2017 年底，CBCFI 指数报收 1508.39 点，较 2016 年大幅上涨 842.54 点或 126.54%。

图 9：海运指数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：秦皇岛港海运费(元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.供给面

#### 3.1 逐渐进入煤炭产能置换时代

2017 年 11 月 1 日，国家能源局（2017 年第 9 号）公告了最新的煤炭产能明细。截至 2017 年 6 月底，全国已核准（审批）、开工建设煤矿 1228 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 89 处）、产能 10.53 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 231 处，产能 3.68 亿吨/年；取得安全生产许可证等证照的生产煤矿 4271 处，产能 34.10 亿吨/年。未按法律法规规定取得核准（审批）和其他开工报建审批手续的建设煤矿、未取得相关证照的生产煤矿，不纳入本次公告范围。

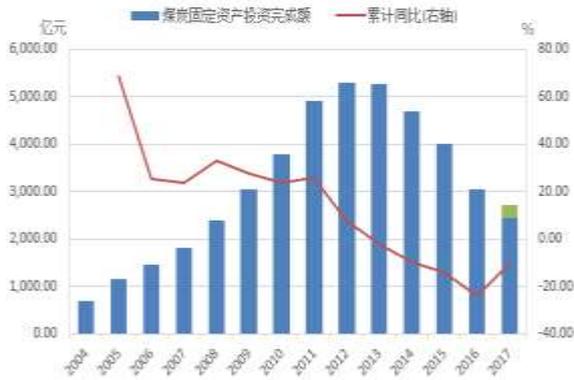
从当前的去产能进度来看，2016 年完成去产能任务目标为 2.5 亿吨，实际完成 2.9 亿吨；2017 年煤炭去产能目标为 1.5 亿吨，截止 10 月底年度任务已经超额完成；2016、2017 两年合计去产能 4.4 亿吨，完成整个十三五期间淘汰 8 亿吨落后产能目标的 55%。在 2016、2017 两年均超额完成年度去产能目标任务量的基础上，预计 2018 年政府仍将保持去产能力度不减，目标任务量或在 1.2-1.5 亿吨之间，十三五期间 8 亿吨去产能目标有望提前完成。

2017 年 4 月份，国家发改委印发《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》，强调建立煤炭产能置换长效机制、严格落实新建煤矿减量置换；随后国家发改委等四部门印发《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》，进一步推动了产能置换工作的加速。2017 年煤炭行业去产能政策已经由 2016 年的“去产量”逐渐调整为“去产能”，2018 年应该是在“保供应，稳煤价”的基础上完成先进产能的逐步替代。

煤炭行业固定资产投资自 2004 年开始持续攀升，至 2012 年达到高点 5286 亿元后逐渐回落。截至 2017 年 11 月，煤炭行业前 11 个月累计固定资产投资额 2435 亿元，累计同比下降 11.3%；固定资产投资额持续下行，但降速有所放缓。

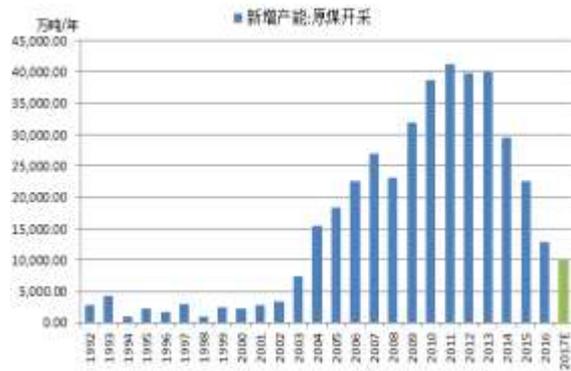
煤炭行业供给侧改革去产能带来了煤炭价格上涨、企业盈利修复，但煤企并没有盲目追加投资，投资绝对额依然在减少。考虑到行业 3-4 年的建设周期，预计未来煤炭新增产能将逐步减少，长期新增供给释放或有限。

图 11: 煤炭行业固定资产投资完成额



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 新增产能

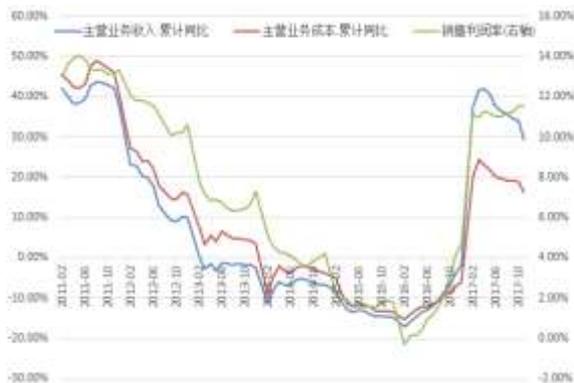


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2015 年 11 月供给侧改革去产能被提出以来,煤炭行业发生巨大改变,煤炭价格与煤企利润出现大幅增长。进入 2017 年以来,在煤炭价格维持高位震荡的基础上,煤炭企业的收入、成本和盈利也随之走高,煤炭行业销售利润率始终维持在 11% 以上,基本恢复至 2012 年上半年的行业盈利水平。

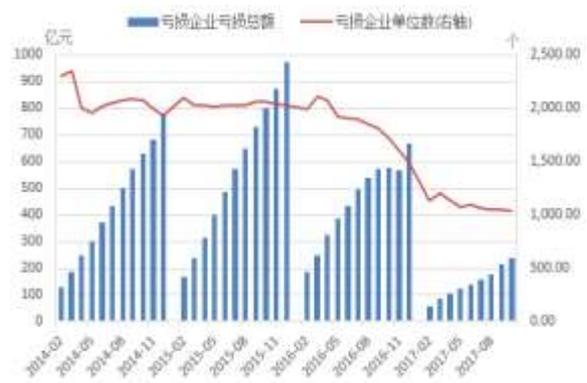
2017 年 1-11 月,煤炭行业主营业务收入 23554 亿元,同比增长 29.4%;行业利润总额 2718 亿元,同比大幅增长 364.0%;亏损企业亏损总额 238 亿元,同比下降 58.6%,亏损企业单位数下降至 1041 家,占比 20.6%。

图 13: 煤炭行业经营情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 煤炭企业亏损情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 先进产能持续释放, 供给逐渐增加

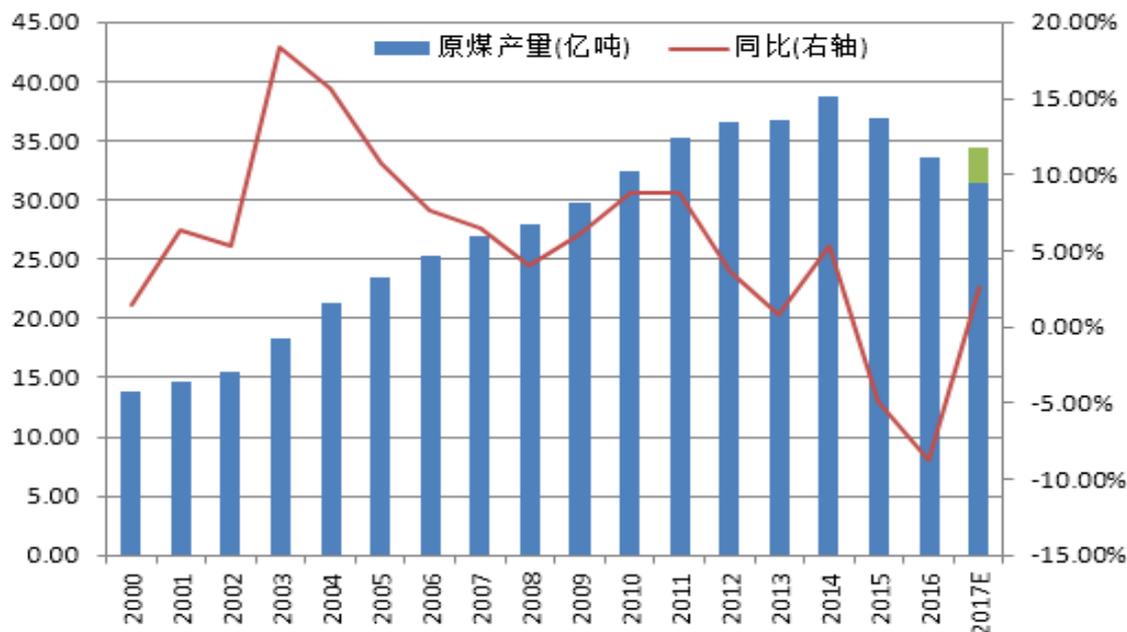
自 330 个工作日全面恢复以来,原煤产量较 2016 年的 276 个工作日时期已经出现了较为明显的回升;但由于重大会议环保安检、去产能等因素的影响,2017 年除 6 月份外其他月份原煤产量基本位于 3 亿吨以下,未达到充分释放的产量标准。

2017 年 1-11 月份,全国原煤累计产量 31.36 亿吨,同比增长 3.7%。在取消 276 个工作日以及 2016 年四季度政府加快先进产能背景下,2017 年原煤产量同比仅增长了 8300 多万吨水平,整体供给释放低于市场预期。

2017 年新增产能当前产量释放有限,但 2018 年重大会议的影响减小,加之先进产能置换

的速度加快，随着后期逐步达产，煤炭产量有望进一步上升。预计 2018 年原煤产量或增加 1-1.5 亿吨水平，增速约 3%。

图 15：煤炭产量情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

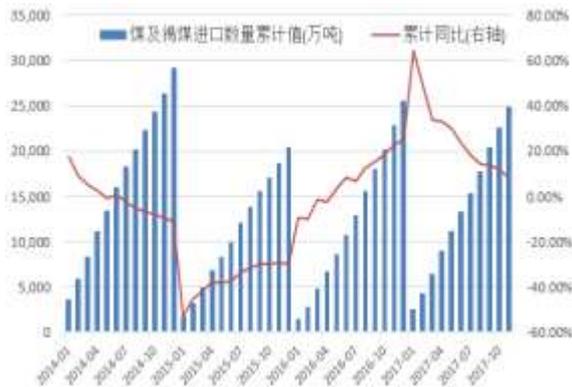
目前，我国煤炭供给的区域化集中趋势也愈加明显。作为我国煤炭主产区的“三西”地区，其合计产量占比逐年提高，由 2000 年的 20% 提高到 2012 年的 67%，随后基本稳定在 60% 以上的较高水平。截至 2017 年 11 月，“三西”地区原煤产量合计 20.85 亿吨，占全国原煤总产量比重的 66%；未来随着供给侧改革去产能持续推进、先进产能的置换，我国煤炭集中化生产的区域分布特征将更加明显。

### 3.3 进口煤受限，2018 年或小幅回落

经过 2016 年的去产能和减量化生产后，煤炭行业库存大幅去化，促使煤炭市场供需基本面趋于紧平衡，煤炭价格维持高位运行，导致进口煤量快速增长。随后由于国内供给的恢复一定程度上减少了对进口煤的需求，以及进口煤限制政策监管的影响，2017 年进口煤量累计同比开始见顶回落。2017 年 1-11 月，我国煤炭累计进口量 24817 万吨，同比增长 8.5%，预计全年进口在 2.7 亿吨左右。

2018 年，随着国内先进产能的释放、有效供给的增加，加之在限制进口煤政策趋严的背景下，进口煤量或有所缩减，预计 2018 年我国进口煤量或维持在 2-2.5 亿吨的水平。

图 16: 煤炭进口情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17: 动力煤进口量



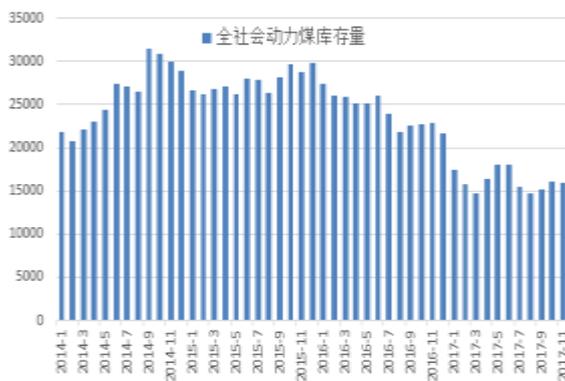
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 行业库存去化，结构持续优化

经历了 2016 年煤炭行业“276 个工作日”限产，同时供给侧改革去产能工作持续推进，此前多年积累的煤炭行业高库存已经逐渐去化。据煤炭资源网统计数据 displays，自 2016 年 7 月起全社会动力煤库存量首度降至 2.5 亿吨水平以下并得以维持；进入 2017 年后更是进一步回落至 1.5-1.8 亿吨左右的区间范围。预计 2018 年在动力煤供给逐渐增加的情况下，全社会动力煤库存有望低位回升。

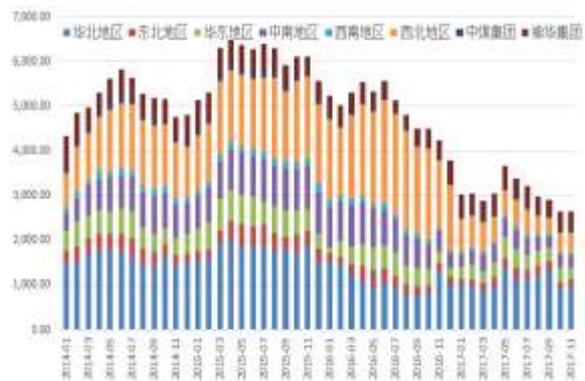
从库存结构上看，截至 2017 年 10 月，煤炭终端库存（重点电厂）约 7750 万吨、生产端库存（上游国有煤矿）约 2650 万吨、港口库存（主要港口）约 2100 万吨。预计随着煤炭最低最高库存制度的试行，煤炭库存水平将愈加合理健康，结构愈加优化。

图 18: 全社会动力煤库存(万吨)



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

图 19: 国有重点煤矿库存(万吨)

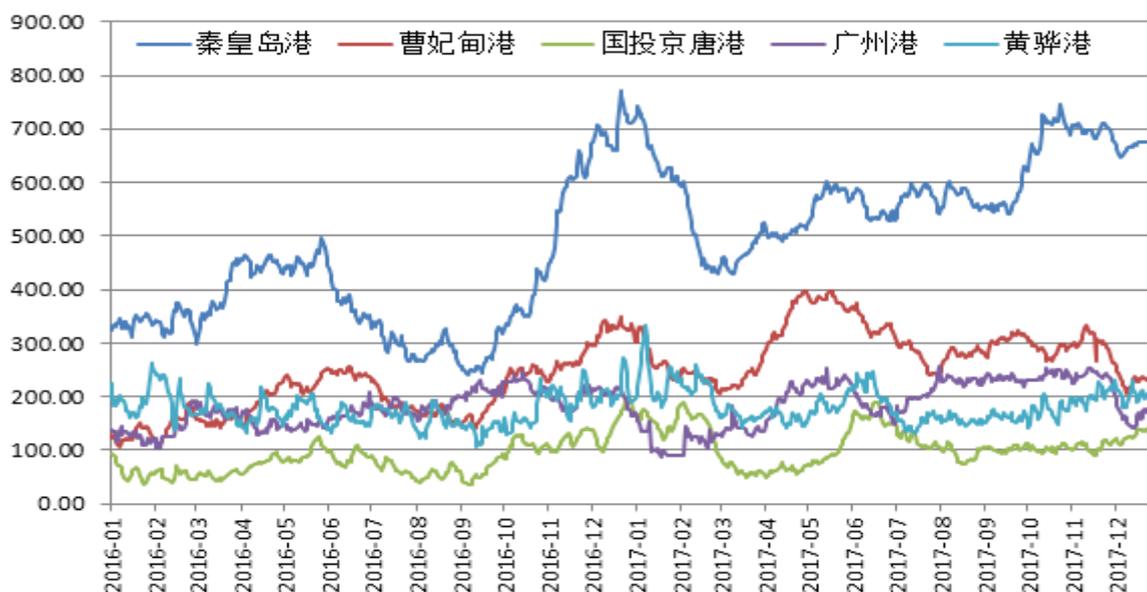


数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于 330 个工作日的全面放开，煤炭供给逐渐恢复，港口煤炭库存有所增加，环渤海四大港口煤炭库存自年初的 1100-1200 万吨水平逐渐回升至目前的 1400-1600 万吨运行。

同时环渤海四大港口煤炭调入量、吞吐量以及港口库存情况均是对短期上游供给以及下游需求最直接反应，因此这些能反映现货市场短期供给程度的指标值得注意。另外，随着东部、南部地区部分煤炭产能关闭退出、环渤海港口禁止汽运煤、进口煤被限制，后期铁路运力或将再度成为影响煤炭市场的关键因素，同样值得高度重视。

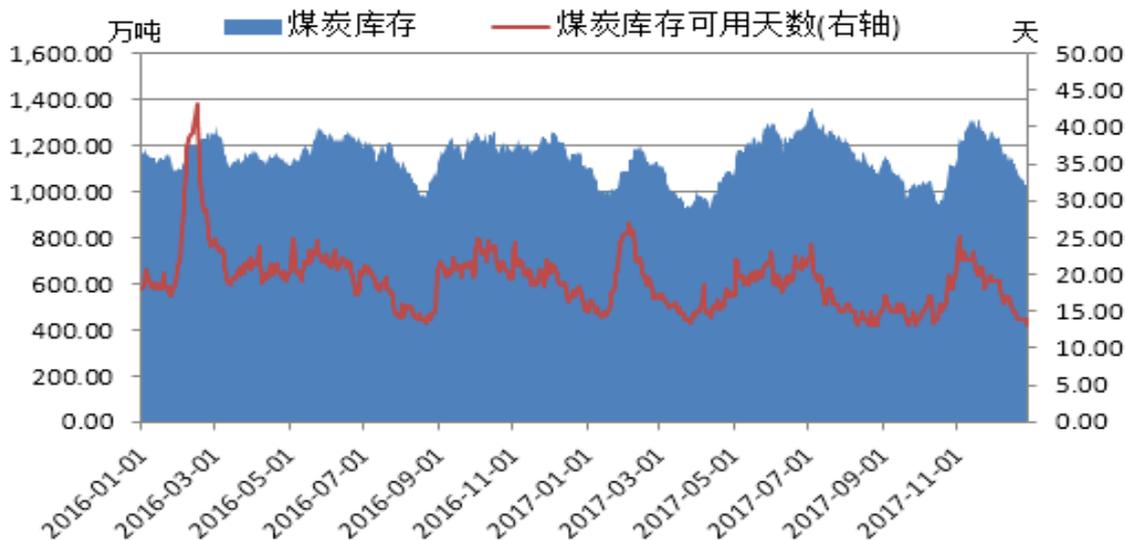
图 20: 港口煤炭库存 (万吨)



数据来源: Wind, 煤炭资源网, 兴证期货研发部

2017 年煤价维持高位运行, 下游补库积极性相对不高, 加之沿海船舶运力紧张, 从而 2017 年沿海六大电厂库存较 2016 年继续下降; 目前沿海六大电厂库存 1000 万吨, 可用天数不足 15 天, 表明当前终端电厂用煤较为紧张, 短期有补库需求。预计后期随着港口周转速度的加快, 电厂库存将逐渐回升。

图 21: 沿海六大电厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.5 供给小结

展望 2018 年, 随着新增产能的逐步投放及达产, 预计 2018 年原煤产量将在 2017 年小幅增长的基础上继续增加约 1-1.5 亿吨的规模; 同时由于政策加大对进口煤的调控, 进口煤量或有所

回落，但煤炭市场整体供应有望进一步提升，而先进产能投放速度仍将是决定煤炭市场供给边际变化的关键因素。

目前煤炭供给受政策调控明显，供给侧改革去产能政策、安监环保煤管票政策、进出口政策等均可直接影响供给，预计 2018 年煤炭供给较 2017 年将增加 1 亿吨左右。

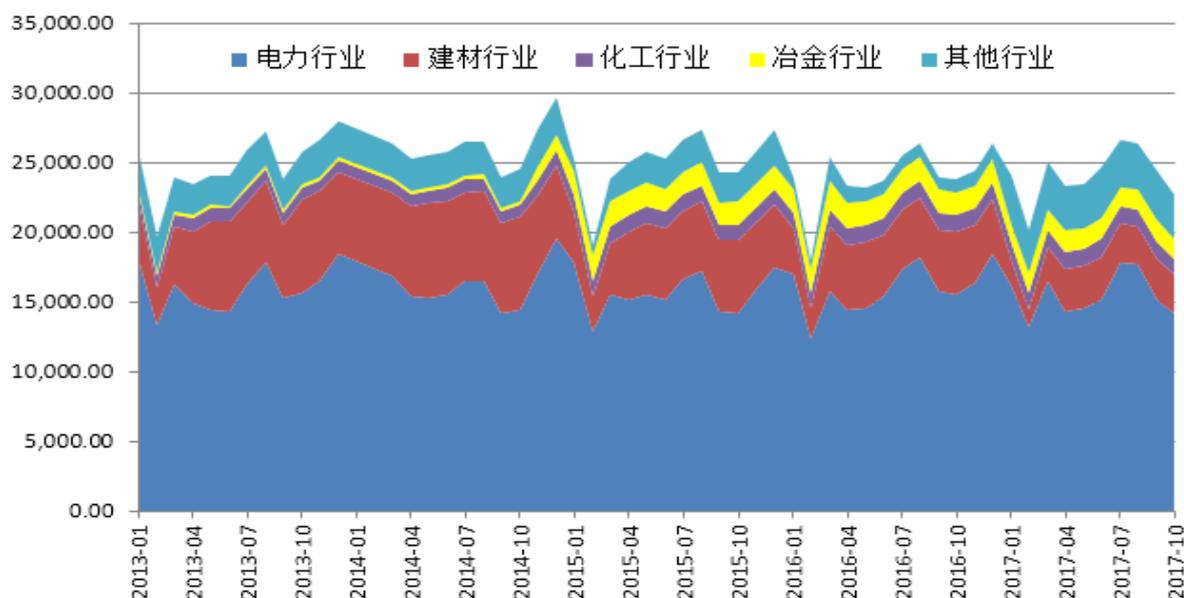
## 4.需求面

### 4.1 经济逐渐复苏，但煤炭需求增长仍然受限

2018 年上半年，由于房地库存持续下降，促使房地投资增速仍将维持在较高水平，叠加全球经济逐渐复苏，预计 2018 年煤炭需求或好于预期；但 2018 年房地产调控政策仍将持续，可能导致房地产销售继续回落，房地产投资将面临一定的下行压力，煤炭需求可能也将受到一定的影响。

2017 年 1-10 月，全国煤炭消费量约 32.6 亿吨，相比去年同期增长 3.7%，煤炭消费需求逐渐回升。下游电力和冶金行业耗煤量的逐渐企稳对 2017 年煤炭需求回暖起到了根本保障，加之化工、供暖行业耗煤量的回升也带动了煤炭需求的提升。

图 22：动力煤消费量(万吨)



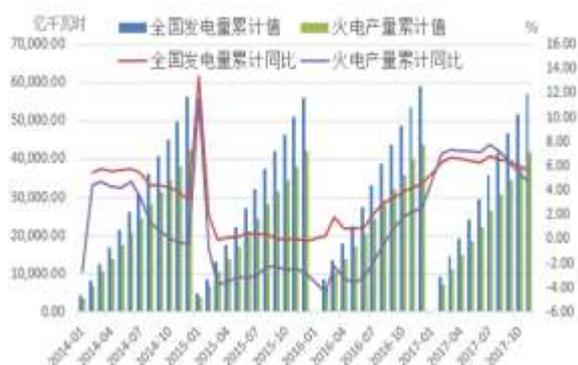
数据来源：Wind，兴证期货研发部

#### 4.1.1 电力行业

由于全社会用电量大幅增加，从而 2017 年全国发电量大幅增长，1-11 月份全国发电量累计 57118 亿千瓦时，累计同比增长 5.7%；自 2016 年以来，全国发电量同比增速持续增加，进入 2017 年累计同比增速维持在 6% 左右。火力发电 1-11 月份累计发电 41728 亿千瓦时，累计同比增加 4.7%，占总发电量的 73.9%。

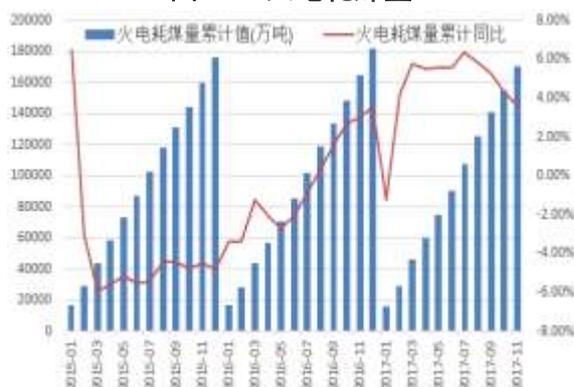
但从电力行业耗煤数据来看，2017 年 1-11 月份电力行业耗煤 17.02 亿吨，同比增长 3.59%；电力行业耗煤量增长速度不及火力发电量增长速度，侧面反映了火电单位煤耗的下降。虽然 2018 年火电单位煤耗仍将继续下降，但全社会用电量、火电产量的增加或带动火电耗煤量小幅增加。

图 23：全社会发电量与火电产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：火电耗煤量



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

### 4.1.2 建材、冶金、化工行业

截至 2017 年 11 月，动力煤下游各领域消费量分别为电力（16.43 亿吨，+3.59%）、建材（2.92 亿吨，-3.07%）、化工（1.64 亿吨，+10.93%）、冶金（1.33 亿吨，+4.50%）、供热（2.03 亿吨，+5.56%）和其他行业耗煤量（3.65 亿吨，-8.18%）。下游电力和冶金行业耗煤量的逐渐企稳对 2017 年煤炭需求回暖起到了根本保障，加之化工、供暖行业耗煤量的回升也带动了煤炭需求的提升。

建材行业：水泥行业的景气度主要受下游房地产投资和基建投资的影响。2017 年 1-11 月，水泥累计产量 21.55 亿吨，累计同比下降 0.2%，增速较 2016 年下滑。根据《建材工业发展规划（2016-2020 年）》，主要建材产品水泥熟料的需求将年均下降 2%；加之 2018 年房地产投资增速或小幅下滑，预计水泥产量也将随之下滑，从而导致建材用煤同比下降 3-4% 左右。此外，环保政策的持续性也将是影响未来水泥产量的重要因素，对煤炭需求带来一定抑制作用。

冶金行业：2017 年由于国家实施采暖季钢铁行业环保限产政策，以及供给侧改革政策严格限制新增产能，对生铁产量造成较大影响。2017 年 1-11 月生铁累计产量 64614 万吨，累计同比增长 2.3%；1-11 月粗钢累计产量 76480 万吨，累计同比增长 5.7%。

2017 年生铁累计产量增速由年初的 5.6% 下降至 11 月的 2.3%，生铁产量增速呈逐渐下行态势。尽管目前钢铁行业利润维持历史高位，但受供给侧改革政策等影响严格控制新增产能，限制了生铁产量的增长。预计 2018 年生铁、粗钢产量或保持大体平稳，冶金行业耗煤整体将持平或小幅增长。

化工行业：虽然合成氨累计产量自 2016 年下半年以来一直维持负增长，预计后期难以出现明显的好转；但近年来甲醇产量保持平稳快速增长，预计传统煤化工耗煤量或保持稳定。2017 年 1-8 月甲醇产量累计 3042 万吨，累计同比增长 8.3%。

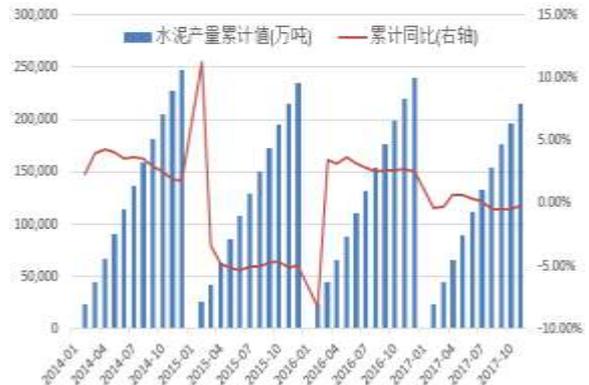
同时近年来煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇等新型煤化工行业快速发展，一定程度上带动了化工行业耗煤量的增长，预计 2018 年化工耗煤仍将增长 6% 左右。

图 25: 建材、冶金、化工、供暖煤炭需求



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

图 26: 建材行业



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27: 冶金行业



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28: 化工行业



数据来源：Wind，兴证期货研发部

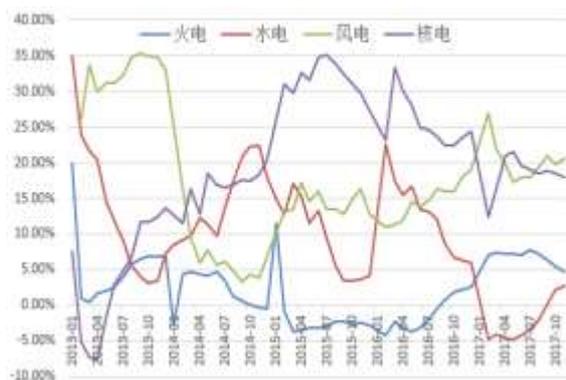
## 4.2 清洁能源替代不可忽视

虽然 2017 年上半年水电厂来水不佳，导致水力发电大幅萎缩，同时全社会用电量的回升带动了火力发电超预期表现；但从全年来看，水电、风电等清洁能源替代火电的趋势依然存在。2017 年 1-11 月，水电发电量累计 10105 亿千瓦时，同比增长 2.7%；风电发电量累计 2434 亿千瓦时，同比增长 20.7%；核电发电量累计 2259 亿千瓦时，同比增长 18.0%。

虽然整个发电能源供给结构中，火力发电占比仍然超过 73%，但受环保政策影响，未来清洁能源发电将是大势所趋，因此 2018 年水电、风电等清洁能源对火电的替代仍不可忽视，特别是在“迎峰度夏”水电发力的季节性旺季，关注三峡水库来水情况。

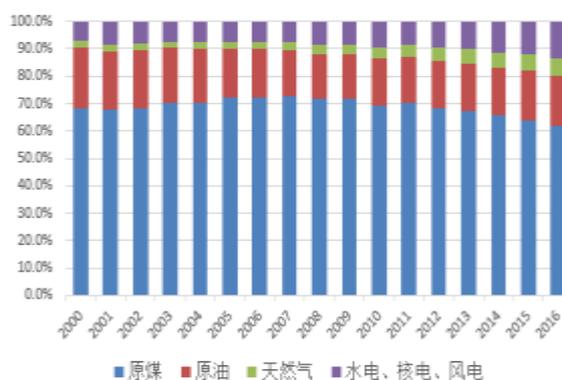
2016 年我国煤炭消费量占能源消费总量的比例下滑至 62.0%，水电、风电、核电、天然气等清洁能源消费量占能源消费总量的比例上升至 19.7%。随着能源消费结构的逐步优化，煤炭在我国能源消费的比重将进一步下降至 60% 以下。

图 29：各类发电累计增速(%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30：能源消费占比

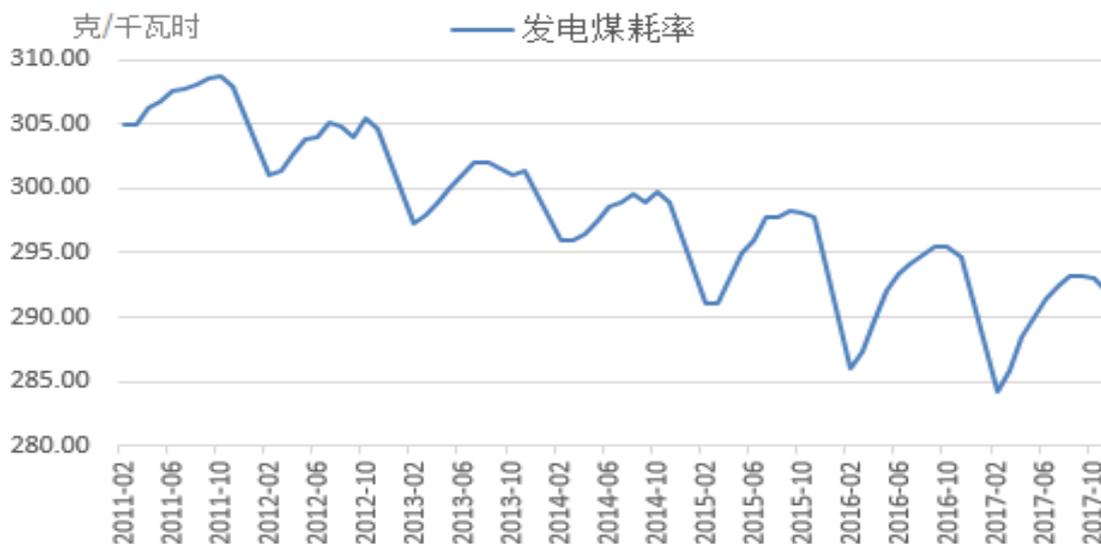


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 4.3 单位煤耗率继续下降

由于火电机组的大型化以及能源使用效率不断提高，我国发电标准煤耗率继续下降；单位煤耗的降低，一定程度上将抑制动力煤的需求。

图 31：发电煤耗率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

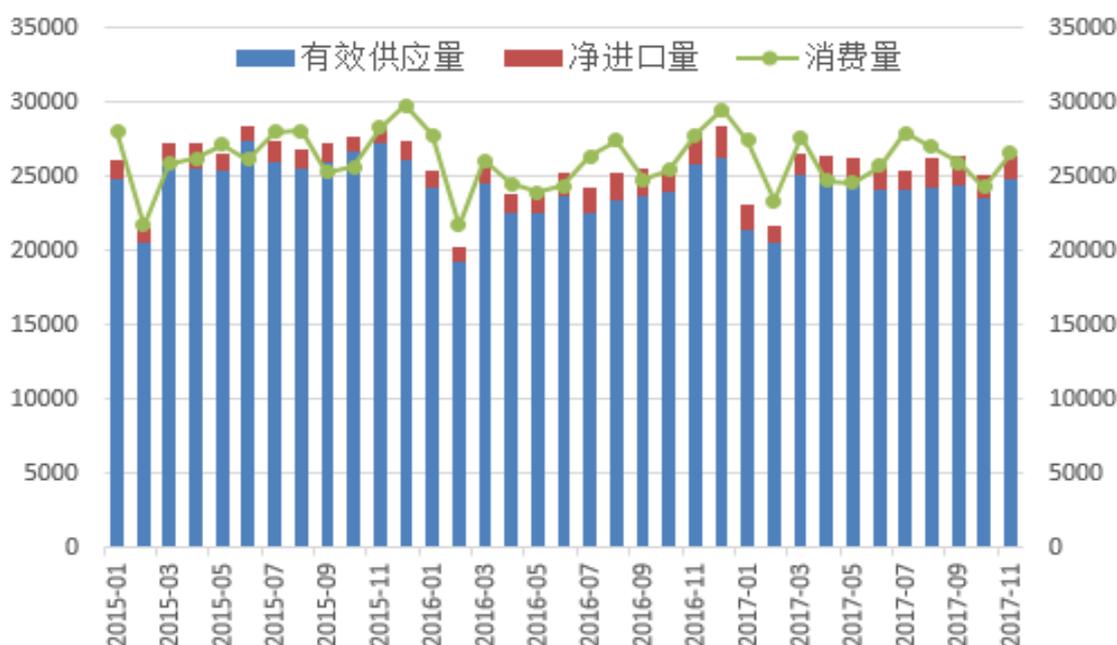
### 4.4 需求小结

由于发电结构的不断优化以及火力发电单位能耗的下降，火电耗煤增速有望回落；同时受环保政策影响，水泥、钢铁、合成氨等行业动力煤需求也将受到一定抑制，后期动力煤整体消费增量空间或有限。预计 2018 年动力煤需求或小幅增加 0.5%，消费将趋于平稳。

## 5.供需基本面对比

从动力煤供需情况来看，2017 年一季度煤炭消费需求处于旺季，但煤炭产量释放有限，国内动力煤市场维持较为明显的供给缺口；二季度随着供暖季的结束，下游需求开始环比回落，动力煤供需逐渐由短缺转为过剩，4、5 月份动力煤分别过剩 1638 万吨及 1742 万吨；然后伴随着“迎峰度夏”消费旺季的到来，动力煤市场再度表现出紧缺局面，7-8 月份供需缺口明显，一度达到-2500 万吨；随后 9-10 月份进入煤炭消费淡季，供需紧张程度有所缓解；11 月份随着下游冬储补库的进行，市场整体处于紧平衡状态。

图 32：动力煤月度供需对比（万吨）



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

展望 2018 年，随着新增产能陆续投产、先进产能持续释放，动力煤紧缺局面有望得到改善。预计 2018 年，动力煤供给或增加 3%，但需求端较难出现相匹配的增长幅度，煤炭市场整体供需格局逐渐趋于宽松，煤炭价格重心将合理下移。

## 6.政策因素

### 6.1 供给侧改革去产能持续推进，产能置换速度加快

2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解。

2017 年 4 月，国家发改委印发《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》；随后，国家发展和改革委员会、国家安全生产监督管理总局、国家煤矿安全监察局、国家能源局四部门联合下发《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》。

## 6.2 最低最高库存制度明年试行

2017年11月28日，国家发展改革委、国家能源局会同有关部门和单位，联合研究发布了《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》。

《指导意见》兼顾了原则性和灵活性，分别对煤炭生产、经营和消费各环节最低库存和最高库存做出了明确规定。对于煤炭生产企业，当动力煤价格处于绿色区域时，应保持不低于5天设计产量的最低储煤量；当动力煤价格出现大幅下跌超出绿色区域下限时，煤矿应保持不低于7天设计产量的最低储煤量；当动力煤价格出现大幅上涨超出绿色区域上限时，煤矿储煤量可不高过3天设计产量；对于煤炭经营企业，最低库存原则上不低于上一年度3天的日常经营量，当动力煤价格出现大幅上涨超出绿色区域上限时，最高库存原则上不超过上一年度月均经营量；对于电力、建材、冶金、化工等重点耗煤行业的相关企业，煤炭最低库存原则上不应低于近三年企业储煤平均水平，当价格连续快速上涨时，其存煤量不应高于最高库存，最高库存原则上不超过两倍的最低库存量。

## 6.3 美国税改法案落地

美国总统特朗普在白宫签署了1.5万亿美元税改法案。这是白宫和共和党长达一年的努力结果，将为美国企业和美国人民提供30年来最大规模减税。该法案中的诸多条款将从2018年1月开始生效。

## 6.4 GDP 增速或为 6.7%

社科院蓝皮书预计2017年中国经济增长6.8%左右，增速比2016年小幅回升，实现年初的增长目标。其中第一、二产业增速平稳，第三产业对经济增速贡献显著，增加值占比继续提高。

蓝皮书根据中国宏观经济季度模型预测，2018年我国GDP增长率为6.7%，比2017年略微减少0.1个百分点。

## 7. 后市展望

展望2018年，我国GDP增长预期只有6.6-6.7%，经济下行压力依然较大；但全球经济复苏有望延续，美国税改政策落地、特朗普基建政策也有望落实，然而英国脱欧、朝鲜及中东地区地缘政治等因素均将对2018年全球经济形势带来较大的不确定性。

随着先进产能持续释放，加之重大会议影响减小，以及未来新增产能置换速度加快，预计后期煤炭供给将逐渐增加；但需求端难有明显的改善，煤炭市场供需基本面将逐渐趋于宽松，煤炭价格均价或合理下移。

2017年动力煤全年价格明显偏离绿色区间，后期加强煤炭中长协合作将是多方共同的诉求。在“保供应、稳煤价”政策的协调下，2018年动煤大概率仍将保持在相对高位区间波动，不过交易重心相比2017年将有所下移。

预计2018年动力煤期货价格全年呈现先抑后扬的走势，价格高点或出现在一季度或四季度，可能达到600-630元/吨。后期随着先进产能持续释放，加之采暖季结束、煤炭需求进入淡季，动煤价格重心将有所下移，或回落至500-570元/吨的合理区间运行；随后新一轮供暖用煤补库需求将再度提振煤炭价格。

后续仍可关注迎峰度夏、冬储供暖等阶段性供需错配预期下带来的逢低做多机会，同时可以关注合约间的套利可能。

## 油价向再平衡之路推进

2018年1月2日 星期二

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号: F0306148

投资咨询资格号: Z0012671

刘佳利

从业资格号: F0302346

投资咨询资格号: Z0011397

施海

从业资格号: F0273014

投资咨询资格号: Z0011937

刘倡

从业资格号: F3024149

联系人: 刘佳利

021-20370972

liujl@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

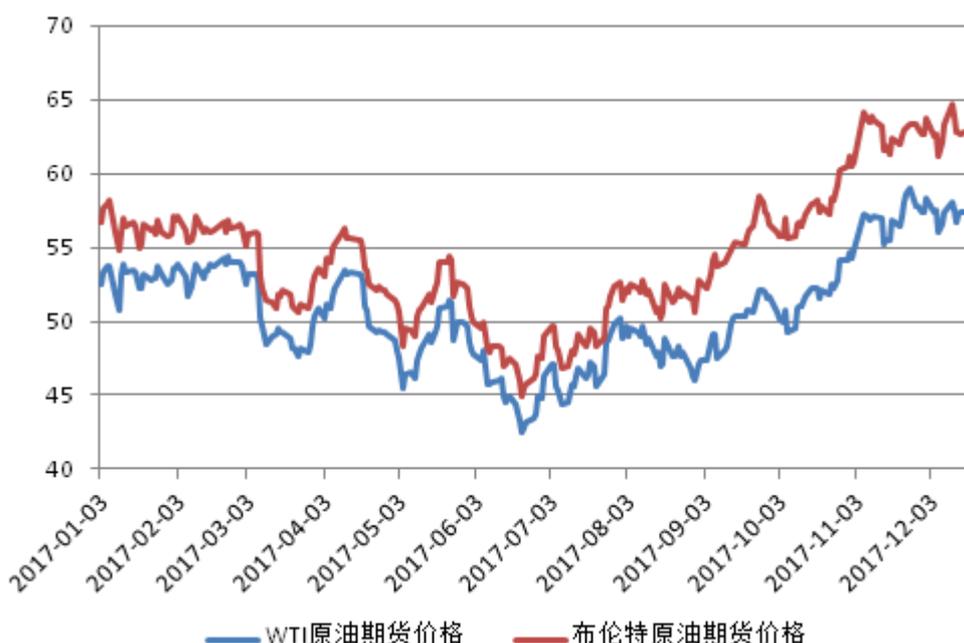
2017年国际原油期货价格整体呈现先抑后扬走势。一季度 OPEC 正式迎来限产, 市场曙光乍现, 但油价并未能延续 16 年底的反弹格局, 反而出现震荡回落的走势。二季度, 全球原油消费进入需求旺季, 经合组织的原油库存也出现下降, 但油价依然呈现震荡下跌的格局。三季度, 油价触底反弹, 因 OPEC 持续对原油产量进行限制, 且此次表现相较以往都要好, 市场对供需再平衡信心增强。四季度, OPEC 会议在即, 市场预期良好, 做多热情高涨, 加之中东地缘风险频发, 推升油价大幅上扬并创下自 2015 年 6 月以来的新高。

#### ● 后市展望及策略建议

从供应端来看, 因美国原油产量仍将延续增长态势, 2018 年供应仍有压力。不过 OPEC 在今年良好的减产执行率, 使得全球原油市场向供需再平衡迈进, 市场信心也有所增强。从需求端来看, 2018 年全球经济仍处于回暖复苏的阶段, 中美两国对原油的需求或将继续消耗目前过高的库存。另外, 中东地缘政治风险在 2017 年频发, 2018 仍存隐忧, 但更多的可能对油价形成利好。总体而言, 2018 年国际原油价格运行重心或将上移至 60 美元/桶附近波动。

## 1.原油市场行情回顾

图 1: WTI 与布伦特原油期货价格走势 (美元/桶)



数据来源: 文华财经, 兴证期货研发部

2017 年国际原油期货价格整体呈现先抑后扬走势。一季度 OPEC 正式迎来限产, 市场曙光乍现, 但油价并未能延续 16 年底的反弹格局, 反而出现震荡回落的走势, 究其原因, 主要与美国原油产量、库存大幅增加有关, 市场对于供需失衡的担忧导致油价再次承压回落。二季度, 全球原油消费进入需求旺季, 经合组织的原油库存也出现下降, 但油价依然呈现震荡下跌的格局, 一方面, 市场对 OPEC 限产有所质疑, 因为 OPEC 只限制了原油产量, 而并未限制出口; 另一方面, 利比亚与尼日利亚是豁免国, 而他们原油产量持续增加, 拖累了 OPEC 整体减产的努力。三季度, 油价触底反弹, 因 OPEC 持续对原油产量进行限制, 且此次表现相较以往都要好, 市场对供需再平衡信心增强; 另外飓风登录美国墨西哥湾, 大量炼厂以及原油钻井平台被迫关闭, 加速了原油库存的消耗。四季度, OPEC 会议在即, 市场预期良好, 做多热情高涨, 加之中东地缘风险频发, 推升油价大幅上扬并创下自 2015 年 6 月以来的新高。

## 2.原油基本面分析

### 2.1 三大能源机构均上调非 OPEC 原油产量

表 1: 三大国际能源机构对 2017 年原油市场预测

2017 年	IEA (万桶/天)	EIA (万桶/天)	OPEC (万桶/天)
全球原油供应量	—	9797	—
全球原油需求量	9770	9834	9694
非 OPEC 原油产量	5810	5866	5782
美国原油产量	924	924	924

数据来源: IEA、EIA、OPEC、兴证期货研发部

表 2：三大国际能源机构对 2018 年原油市场预测

2018年		IEA (万桶/天)	EIA (万桶/天)	OPEC (万桶/天)
全球	原油供应量	—	10001 (+204)	—
	原油需求量	9890 (+120)	9996 (+162)	9845 (+151)
OPEC	原油产量	—	3271 (+25)	—
OECD	原油产量	2530 (+130)	2892 (+170)	2665 (+111)
	原油消费量	4720	4746 (+40)	4763 (+29)
美国	原油产量	1002 (+78)	1002 (+78)	996 (+72)
	原油消费量	2500 (+10)	2026 (+41)	2042 (+18)
中国	原油产量	370 (-20)	475 (-4)	382 (-16)
	原油消费量	1270 (+30)	1356 (+35)	1267 (+41)

数据来源：IEA、EIA、OPEC、兴证期货研发部

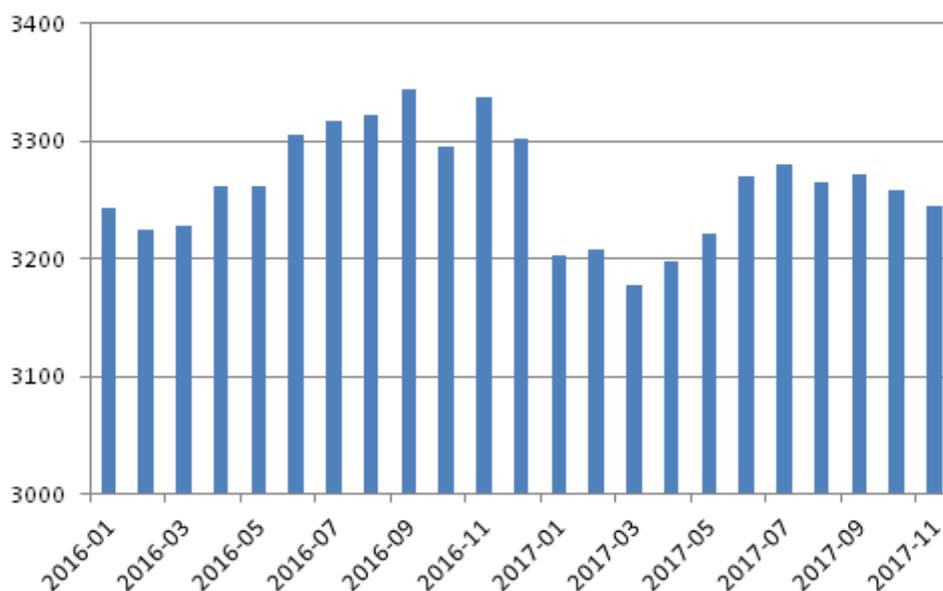
从 IEA、EIA、OPEC 三大国际能源机构公布的最新月报来看，三大机构均上调了 2018 年非 OPEC 原油产量，增幅分别为 2.4%、2.9%、1.7%，当然这主要是由于美国原油产量增加所导致，2018 年美国原油产量上调幅度分别为 8.4%、8.4%、7.8%。另外，均把 2018 年全球原油总的需求量作了上调，幅度分别为 1.2%、1.6%、1.6%。对于供应量，在最新的 12 月月报里，只有 EIA 作出了预测，其预计 2018 年全球原油供应量为 10001 万桶/天，较 2017 年增加了 204 万桶/天，增幅 2.1%。从供需角度看，2018 年的全球原油供应量略多出 5 万桶/天，基本实现供需平衡。

## 2.2 OPEC 延长减产协议至 2018 年底

近几年美国页岩油产量大增，改变了全球原油供应格局。显然，从这角度来看，OPEC 是受害者，其在全球原油市场中的供应份额也下降到了 33% 左右，但目前仍是全球原油市场最重要的参与者之一，其一举一动都能对油价产生重要影响。今年开始的限产行为，就对油价大幅回升起到了关键作用。

回顾 2016 年 11 月底，当时 OPEC 与非 OPEC 国家达成了限产协议，根据协议，自 2017 年 1 月起，OPEC 原油产量削减 120 万桶/天，产油总量控制在 3250 万桶/天。伊朗、利比亚和尼日利亚被豁免于减产。同时，非 OPEC 产量削减 60 万桶/天，其中俄罗斯减产 30 万桶/天，该协议 2017 年上半年有效，可以延期。于是在 5 月份的会议上，该协议被延长至了 2018 年 3 月底，但并未进一步加大减产力度。而后在 11 月末的会议上又再次作出延期至 2018 年底的决定，减产规模仍然不变，但利比亚和尼日利亚加入了限产。

图 2：OPEC 原油产量变化（万桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从数据来看，在 2016 年 11 月正式达成限产协议当月，OPEC 原油产量为 3337.4 万桶/天，不仅是年内次高，也是历史次高；而在协议正式开始生效的 2017 年 1 月份，产量大幅下降至了 3202.6 万桶/天，降幅达 4%。在 2017 年 3 月份，产量一度下降至了 3177 万桶/天，不过随后几个月却开始回升，7 月份一度回升至 3280.8 万桶/天，较 3 月上升了 3.3%。尽管和 2016 年相比，2017 年 OPEC 整体的产量水平的确是下降了，但年内产量从低位持续回升，且超过了 3250 万桶/天的限量水平，这使得市场再次担忧供需失衡的问题，油价也从 3 月初开始震荡下行，一直持续到 6 月下旬。

### 2.3 豁免国拖累 OPEC 整体限产效果

限产协议并不是所有 OPEC 成员国都参加了，其中有三个豁免国，分别是伊朗、利比亚和尼日利亚。他们皆因政治局势动荡、国内战火不断，导致原油产量大幅下降，所以他们被豁免了，甚至可以毫无约束的增产。

图 3：伊朗原油产量变化（千桶/天）

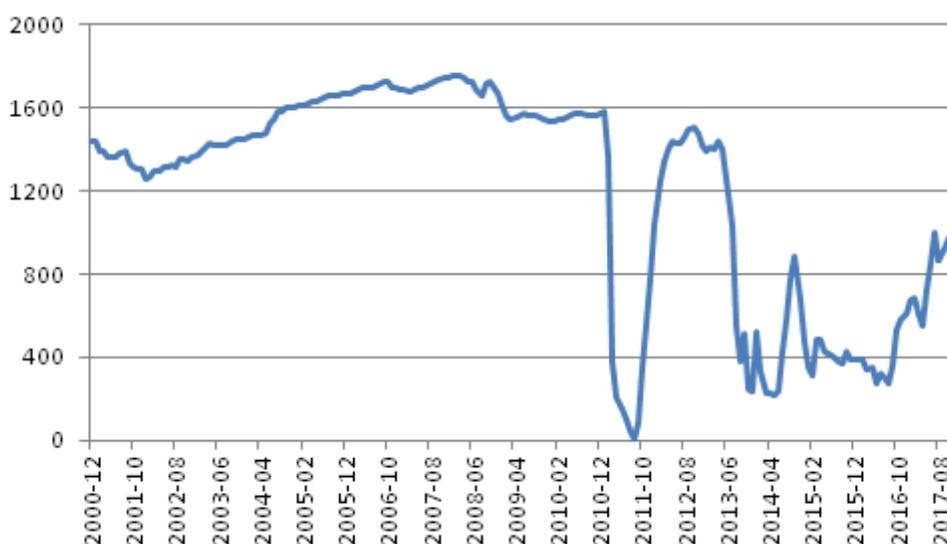


数据来源：Wind，兴证期货研发部

因受到西方国家制裁，从 2012 年开始，伊朗原油产量大幅下降，从近 400 万桶/天下降至 260 万桶/天左右，降幅 35%。另外石油出口也大幅萎缩，从 240 万桶/天下降至最低 120 万桶/天左右，降幅达 50%。

制裁前，伊朗原油产量在 OPEC 中占比 13% 左右，2015 年底随着制裁有望解除，伊朗一心想夺回市场份额，原油产量一直处于增长态势，其它 OPEC 成员国也宽容的默认了其增产的举动。截至 2017 年 11 月，产量达到 382 万桶/天，已经连续 6 个月维持在 380 万桶/天以上的水平，出口量也回升至了制裁前的水平。

图 4：利比亚原油产量变化（千桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

利比亚是非洲国家，在非洲拥有最大的原油储量，由于长期饱受内战困扰而享有豁免权。2011 年国内骚乱，导致原油产量一度下降至 7000 桶/天，随后很快又恢复至原来水平。但是随着国内大大小小动乱不断，原油产量始终维持在 40 万桶/天左右的较低水平。近两年，随着局势有所好转，产量回升至了 90 万桶/天上方，2017 年 7 月份还达到了 100.3 万桶/天的高位。

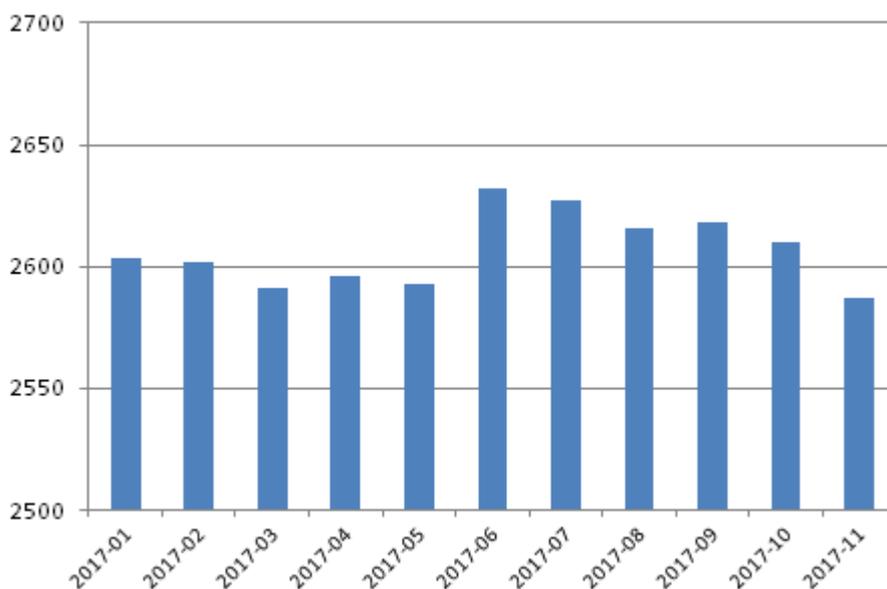
图 5：尼日利亚原油产量变化（千桶/天）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

尼日利亚也是非洲国家，同样也因国内局势不稳定，原油生产设施经常遭到破坏，导致产量大幅下降。2005 年 11 月，其最高产量接近 250 万桶/天，随后一直处于下降通道中，2016 年 8 月份最低降至 142 万桶/天，较高点下降 43% 左右。随后有所起色，截至 2017 年 11 月，产量已经回升至了 179 万桶/天。

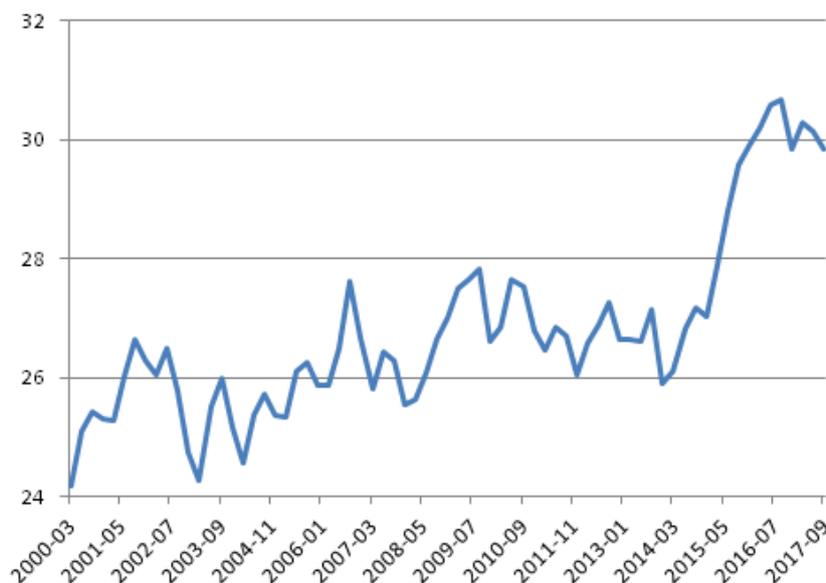
图 6: OPEC 十一国原油产量变化 (万桶/天)



这三个豁免国在 2017 年原油产量均出现了明显回升，抬升了 OPEC 整体产出，拖累了减产效果，这也是市场主要的忧虑点。不过纵观历届 OPEC 的减产协议，可以看出本次的执行效果无疑是最优的。虽然伊拉克、阿联酋、安哥拉等部分参与国产量降幅不及承诺，且伊朗、利比亚和尼日利亚作为豁免国，产量反而大幅上升；但是，沙特、委内瑞拉等原油产量与储量大国超预期的降幅，使得 OPEC 总产量基本满足限产要求，另外俄罗斯原油产量也在下半年实现限产标准。

## 2.4 全球原油市场向再平衡推进

图 7: 经合组织陆上商业石油库存变化 (亿桶)



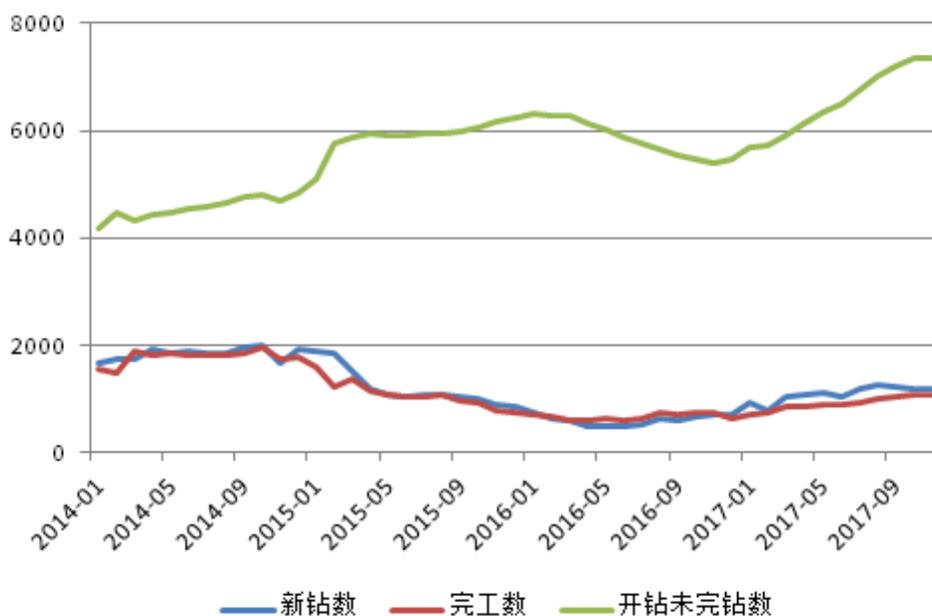
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

OECD 组织的陆上商用石油库存在 2017 年初时，一度超过 30 亿桶，较五年均值高出 3.4

万桶；到了三季度末，下降至了 29.8 亿桶，仍高出五年均值，但已经减少至 1.5 亿桶。早前，沙特油长法利赫曾表示限产目标是使库存降至 5 年平均水平，显然目前正逐步向目标靠近。

## 2.5 美国原油产量延续增长态势

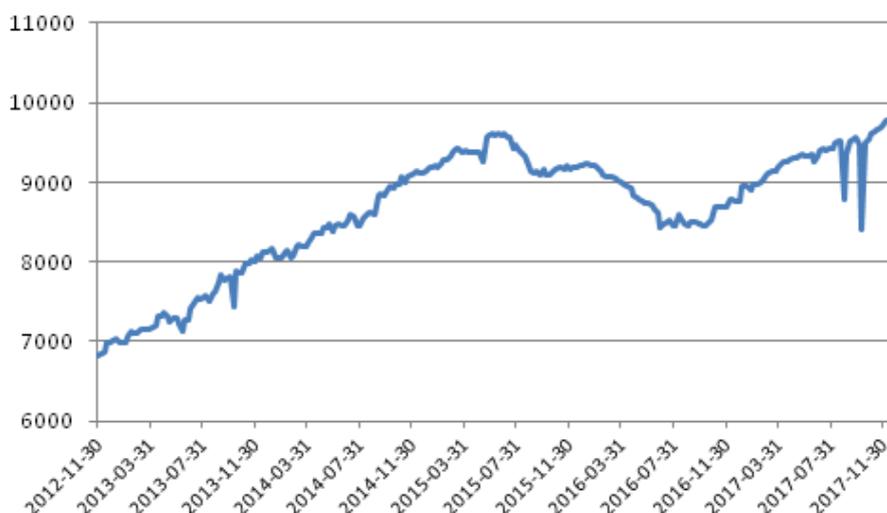
图 8：美国原油钻井平台数量变化（座）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017 年，美国钻井活动的日趋活跃，钻机数持续增加，并在 8 月创下近两年来的新高。根据 EIA 数据显示，11 月美国库存井 7354 口，较去年 12 月增加 1896 口，增幅 34.7%；同时，完井数自 2016 年年底开始持续上升，9 月突破 1000 口，11 月达到 1086 口，较 2016 年 12 月增加 433 口，增幅 66.3%。自 10 月开始库存井增长速度大幅下降，同时完井数持续稳步增加，表明相当一部分已完成钻井环节的水平井不再像以往那样成为库存井，而是实际进行完井环节投产了。

图 9：美国原油产量变化（千桶/天）

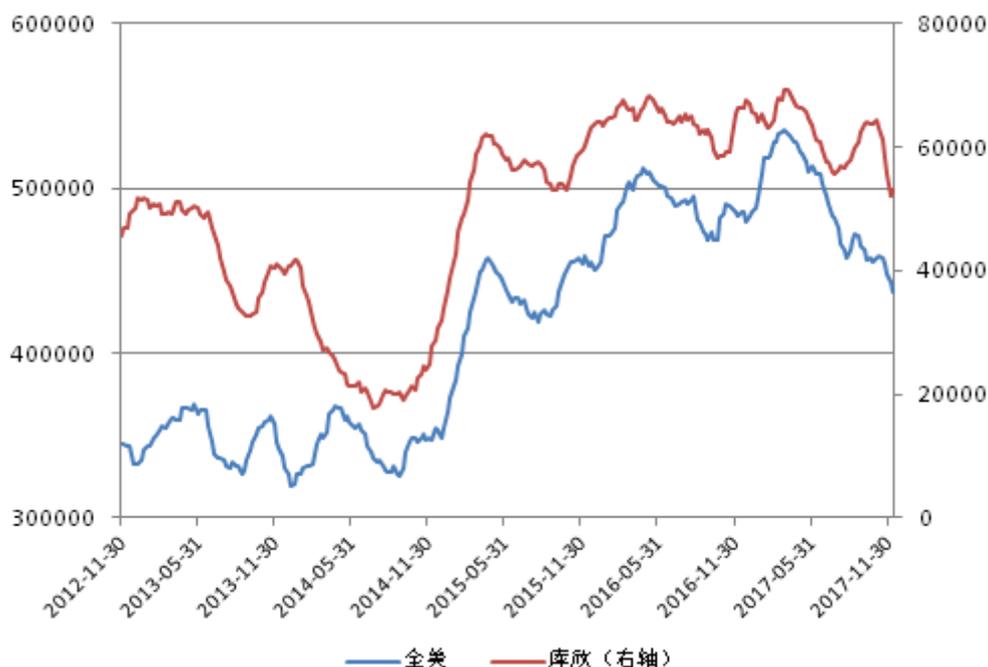


数据来源：Wind，兴证期货研发部

自 2014 年下半年开始的油价暴跌，与美国页岩油革命密不可分，直接体现在美国原油产量的大幅增加。今年以来，钻机数增加，加上完井数持续增加，导致美国原油产量持续上升。截至 12 月 15 日，日均产量在 979 万桶，较年初增长 9.4%。据 EIA 预测，2018 年会突破 1000 万桶/天。

## 2.6 美国原油库存下降，出口禁令解除是关键

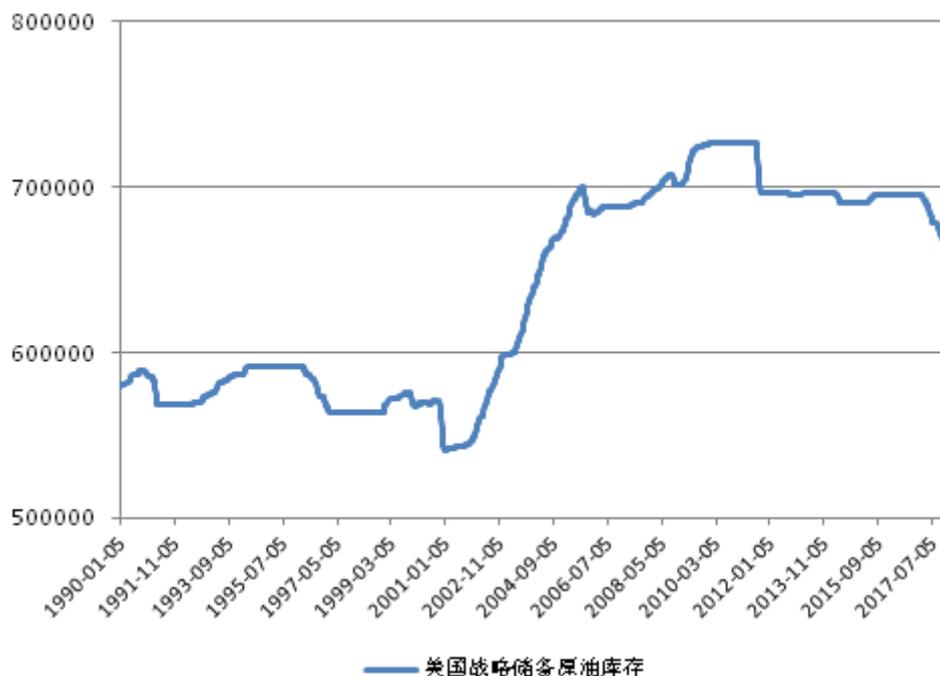
图 10：美国商业原油库存变化（千桶）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国原油产量的大幅增加，使得部分转化为了库存。2017年3月，商业库存最高曾达到5.4亿桶左右，这也是自EIA有统计库存以来的最高值，不过随后就开始下降，截至12月15日，美国商业原油库存为约4.4亿桶，较顶峰下降了19%。

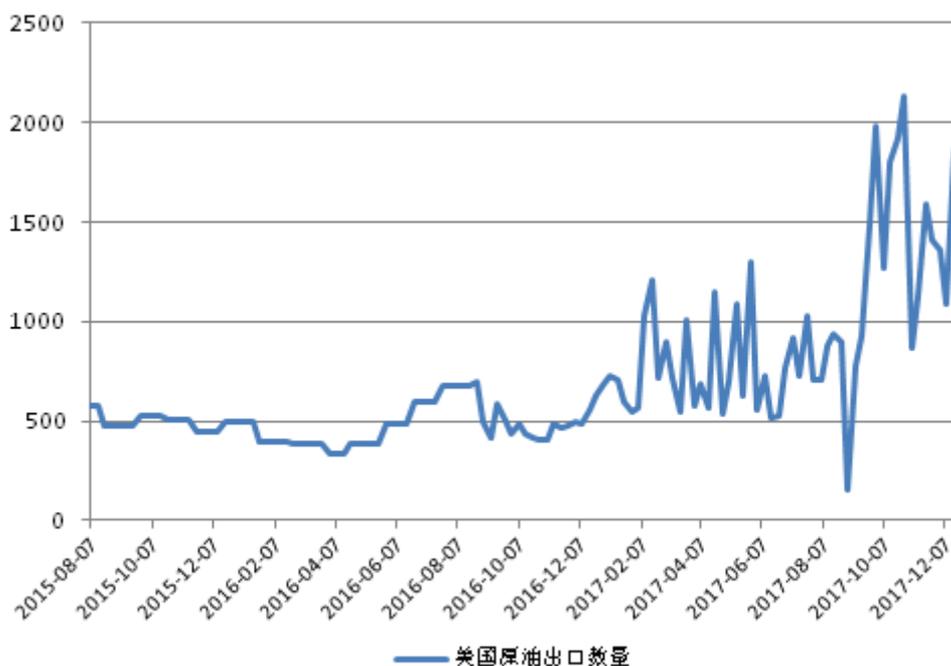
图 11：美国战略储备原油库存变化（千桶）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

美国原油库存的下降，主要一个原因是因为战略储备原油开始销售。2015年12月18日，美国国会参众两院投票通过了新财年的拨款法案，而法案当中最重要的一项内容便是，美国解除了延续40年之久的原油出口禁令。

图 12: 美国原油出口数量 (千桶/天)

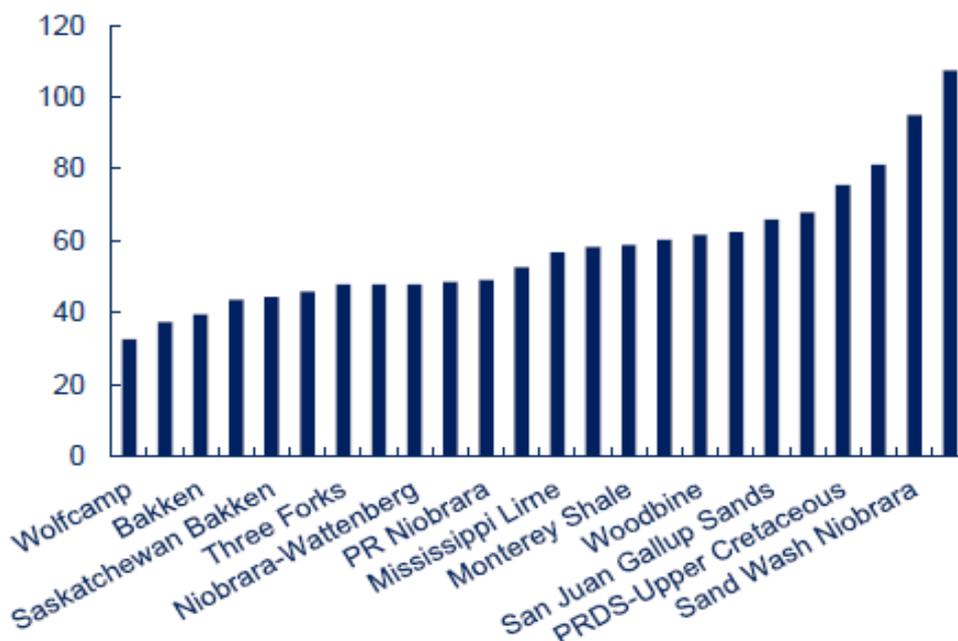


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

自从出口解禁后, 2016 全年美国原油出口达到 50 万桶/天, 2017 年则有望翻倍。

## 2.7 页岩油开采成本上升, 但效率得以提高

图 13: 美国页岩油产区盈亏平衡油价 (美元/桶)



数据来源: Rystad Energy, 兴证期货研发部

前几年, 随着技术的日益成熟, 页岩油开采成本持续下降, 据能源咨询机构 Rystad Energy 对页岩油主产区的统计数据, 2016 年页岩油主产区盈亏平衡价格均已低于 40 美元/桶。2017 年

以来，随着油价震荡上行，钻井规模扩大，产量上升，页岩油的开采成本开始上浮。但总体来看，大部分主产区的成本仍处于 40-60 美元之间，并且钻井技术的提升，使得单井采收率大幅提高，有助于降低平均成本。

## 2.8 中美经济复苏，拉动原油需求

IMF 在最新的报告中，将今明两年全球经济增长预期上调 0.1 个百分点，分别调至 3.6%和 3.7%，经济增长将拉动原油需求。特别是中美两个原油消费大国，经济增长显然对原油市场提供重大利好。

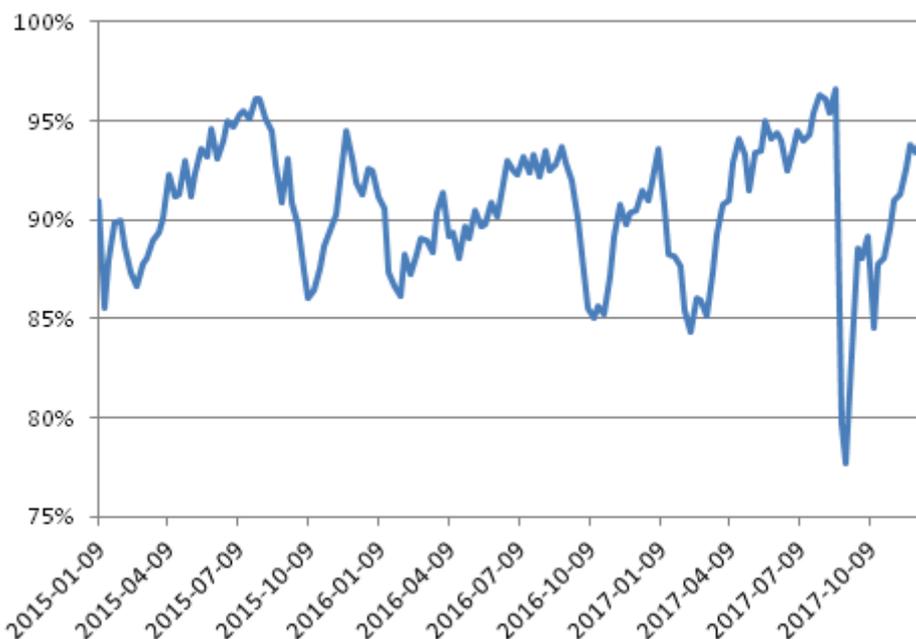
图 14：美国制造业 PMI 与失业率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017 年二季度美国实际 GDP 年化季环比增长 3.1%，三季度估计增长 3.0%，呈现出极好的上升势头。在加息周期内美国 GDP 增速仍在 3% 以上，表现出强劲的经济动能。同时制造业 PMI 在 60 附近波动，失业率也持续下降。另外 EIA 也在月报中表示，由于经济的强劲增长，燃料价格相对廉价，消费者对于汽车需求大增。在 2017 年 4-8 月，其中有四个月汽油消费达到了季节性最高记录。

图 15: 美国炼厂产能利用率



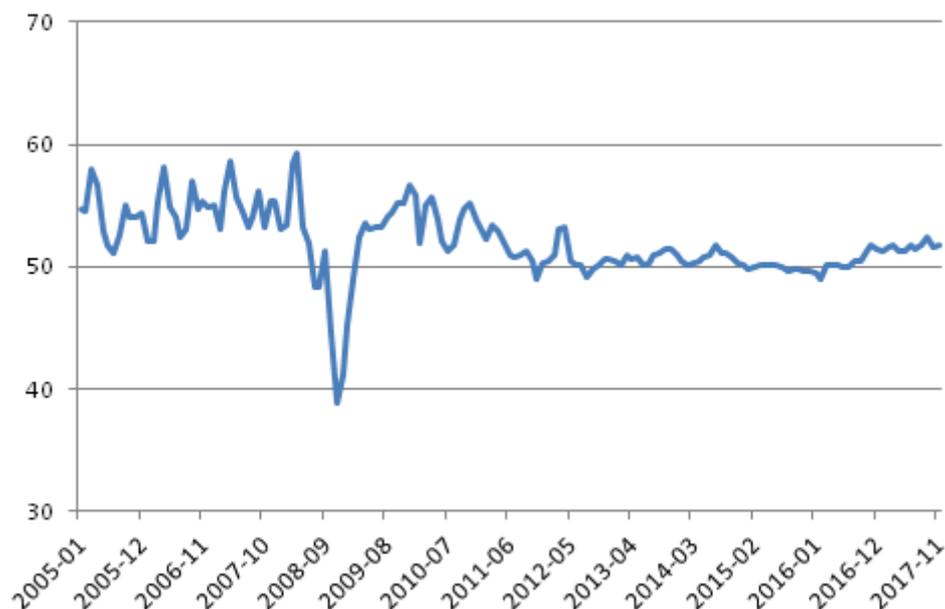
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

今年以来美国炼厂平均产能利用率为 90.3%，较去年同期提高了 0.4%，而且这包括了飓风 Harvey 使墨西哥湾区炼厂全面停产的两周。汽油产量平均达到 987.09 万桶/日，较去年同期的 981.24 万桶/日提高了近 6 万桶/日。另外新上任的美国总统特朗普看重传统能源的发展，首先宣布了准备退出巴黎协定，为传统能源松绑。然后准备逐步取消对新能源的补贴。提高了石油煤炭等传统能源企业的竞争优势，也将利好美国传统能源的消费。

## 2.9 中国对原油需求或将稳定增长

作为早前原油需求增长核心动力的中国，经济转型引发增长回落的担忧，不过就 2017 年看，我国经济表现出较强韧性。

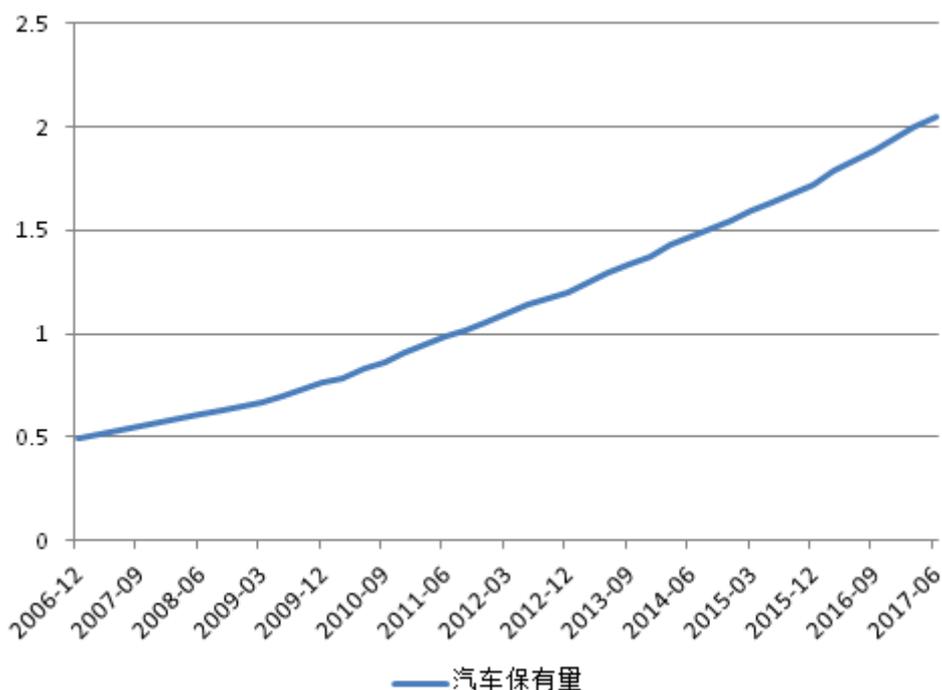
图 16: 中国 PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

今年 IMF 以及多家国际机构已多次上调中国经济增长预期。IMF 预计中国 2017 年 GDP 增速预期至 6.8%，此前预期 6.7%。中国 PMI 指数已经连续 16 个月处于枯荣线上方。从宏观经济上来看，全球经济回暖的趋势仍然在延续，中国经济表现出较强韧性，运行较强平稳，预计未来对原油需求增长也将保持稳定。

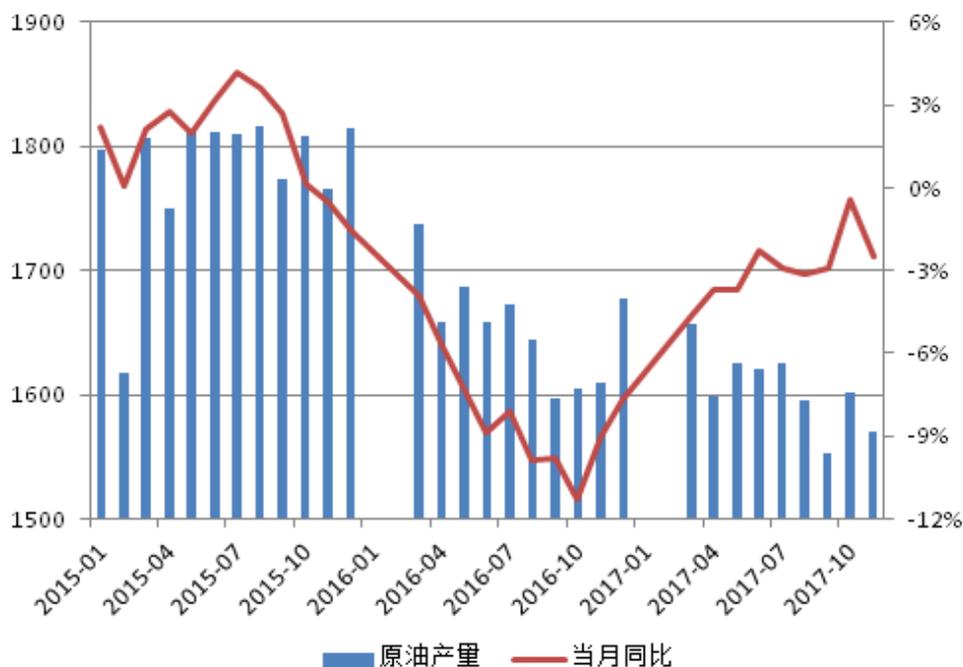
图 17: 我国汽车保有量 (辆)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据最新数据显示,截至 2017 年二季度,我国汽车保有量超过 2 亿辆,较一季度增长 2.4%,较去年同期增长 11.6%。GDP 与汽车保有量的稳步增长,使得我国对石油需求逐年增加。

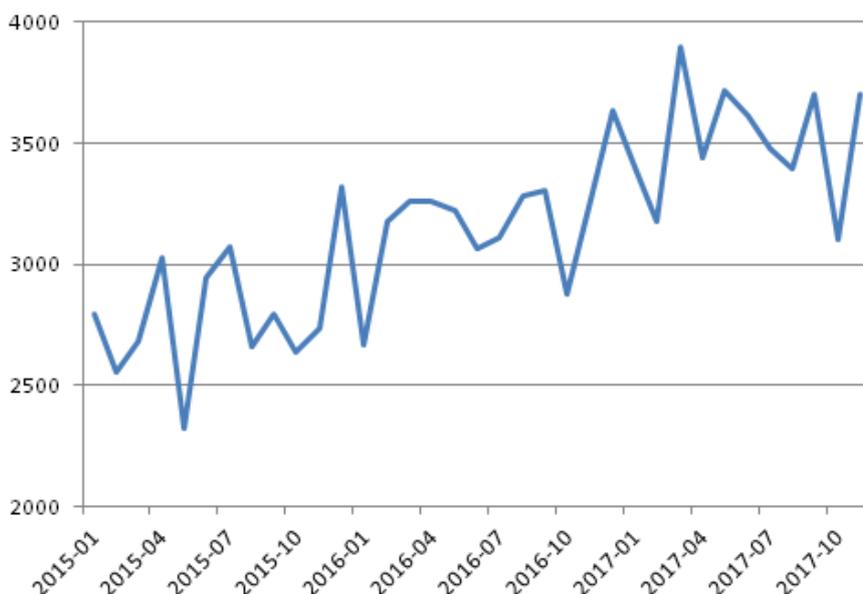
图 18: 我国原油产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

不过我国相对是一个“贫油”的国家,国内产量远远低于消费量。截至 2017 年 11 月,我国原油产量 1570 万吨,环比下降 1.9%,同比下降 2.5%。2017 年 1-11 月,累计产量 17563.8 万吨,同比下降 4%。

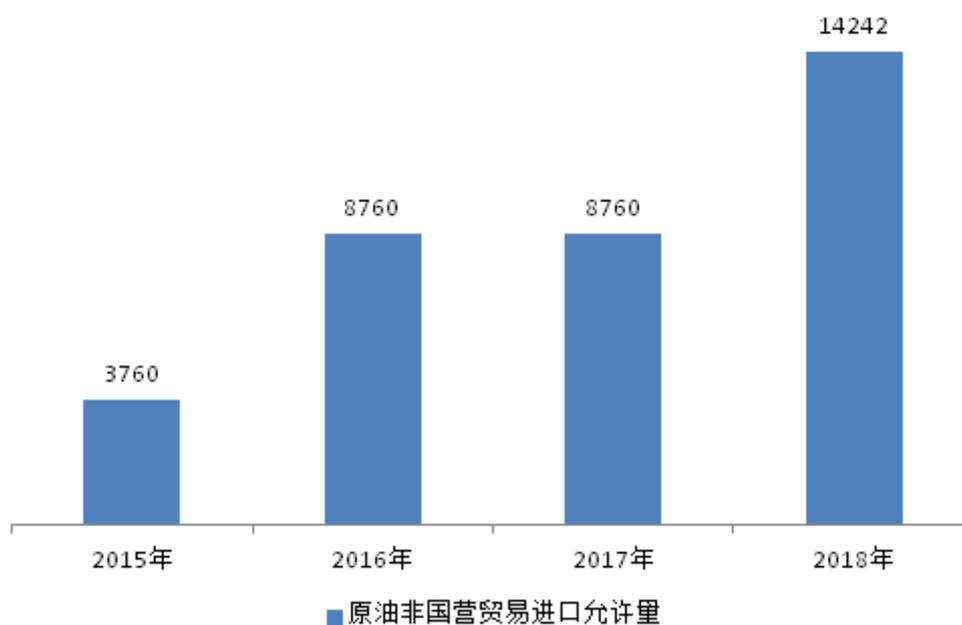
图 19: 我国原油进口量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

正因为国内原油供不应求的状况，所以我国每月都要大量进口原油，目前我国原油的进口依赖度已经超过了 65%。2017 年 3 月份，进口量达到 3895 万吨，创历史之最。2017 年 1-11 月，累计进口 3.86 亿吨，同比增长 12.1%。目前我国已经超过美国成为全球第一大原油进口国。中国原油需求大幅增加，得益于国内新的大炼厂投产，另外民营炼厂两权放开，也为未来我国原油进口量的进一步增长铺路。

图 20：我国原油非国营贸易进口允许量（万吨）



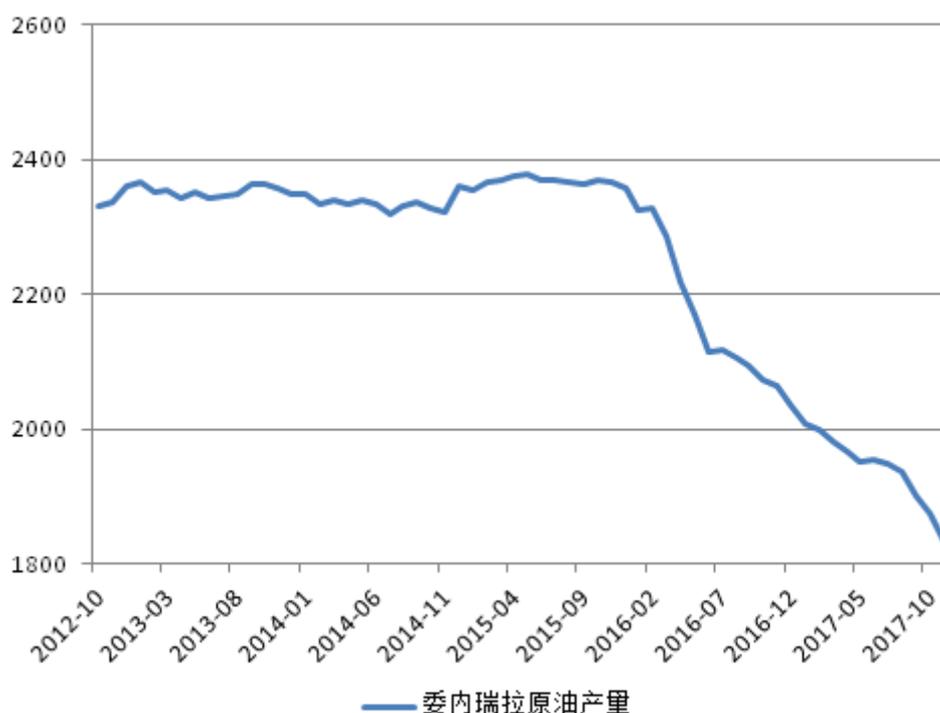
数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据商务部最新发布的公告显示，2018 年我国原油非国营贸易进口允许量为 14242 万吨，较 2017 年增长 62.6%，较 2015 年增长 278.8%。进口配额逐年递增，无疑显示了民营炼厂及相关企业对原油的旺盛需求，表明了我国原油消费的势头强劲。

## 2.10 地缘风险仍不容忽视

2017 年下半年，中东地区地缘危机明显升温，爆发了很多与中东有关的地缘事件，比如沙特访俄、伊朗与沙特重启外交接触、土耳其亲俄间接导致的库尔德独立公投事件、美国重提伊核制裁以及美国宣布退出教科文组织，背后都是大国博弈加剧的结果。我们认为 2018 年地缘风险仍不容忽视。

图 21: 委内瑞拉原油产量 (千桶/天)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

委内瑞拉的原油生产情况需要注意, 其国内的债务危机以及美国对其金融制裁, 导致原油产量大幅下滑。截至 2017 年 11 月, 其原油产量为 183.4 万桶/天, 已经跌至 1986 年以来新低。由于委内瑞拉国家石油公司背负大量外部债务而持续削减成本和资本开支, 预计其 2018 年产量继续减少。总体来看, 由地缘问题驱动导致的供应中断在 2018 年可能会更加严重。

### 3.后市展望

从供应端来看, 因美国原油产量仍将延续增长态势, 2018 年供应仍有压力。不过 OPEC 在今年良好的减产执行率, 使得全球原油市场向供需再平衡迈进, 市场信心也有所增强。从需求端来看, 2018 年全球经济仍处于回暖复苏的阶段, 中美两国对原油的需求或将继续消耗目前过高的库存。另外, 中东地缘政治风险在 2017 年频发, 2018 仍存隐忧, 但更多的可能对油价形成利好。总体而言, 2018 年国际原油价格运行重心或将上移至 60 美元/桶附近波动。

## 下跌反弹再下跌

2018年1月2日 星期二

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

2017年，天然橡胶逆转自2016年以来的持续单边大幅上涨走势，转变为持续单边下跌趋势，由此反映了天胶市场供需关系由利多逆转为利的背景和实质。

#### ● 后市展望及策略建议

展望2018年走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性作用下，在周边东京胶市、新加坡胶市2017年双双浅幅冲高、深幅回落的走势牵制下，沪胶后市可能呈现浅幅回升、中幅回落的走势特征，具体而言，1季度初至2季度初可能展开供应淡季背景下的技术性反弹走势，2季度末至3季度末4季度初可能演绎全年供应旺季背景下的弱势震荡整理走势，4季度末至2019年年初则可能展开供应淡季背景下的技术性反弹走势。

同时，也受制于全球宏观经济、金融形势利多利空相互交织的中性因素影响，引发用胶消费需求增减变化，致使上述供应季节性走势更加趋于复杂多变。

因此，投资者操作上宜具体把握天胶市场供需关系整体供过于求的变化特点，且注意把握天胶市场主要影响因素的变化，控制风险，顺势而为。

## 1. 宏观经济及金融形势分析

承接前期较长时期的缓慢复苏期，全球宏观经济在 2018 年仍有望继续缓慢复苏。

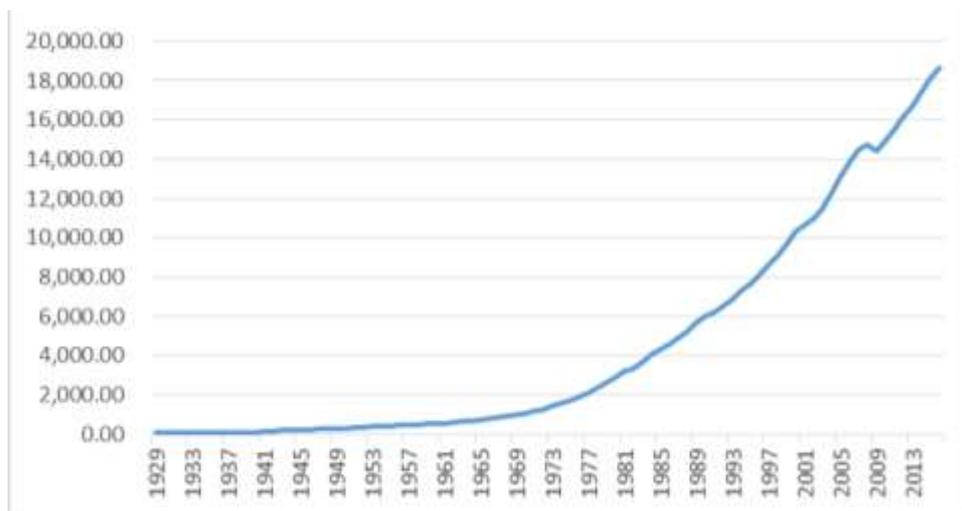
其中，美国经济受税改落地支持有望实现稳健增长，通胀将进一步接近政策目标，预计美联储仍将加息 3 次，但需警惕加息过快风险；欧元区经济将继续稳步复苏，通胀逐步回升，日本经济复苏可能小幅放缓，尽管有财政刺激、减税政策以及奥运投资支撑内需，但国际能源价格走高以及中国经济减速，可能对日本外向型经济造成拖累；印度经济在结构性改革和经济刺激计划推动下有望迎来新的增长；巴西和俄罗斯政治不确定性风险上升，预计将放缓降息步伐；南非社会经济改革成效可期，经济有望恢复增长。

2017 年全球经济整体呈现缓慢复苏态势。

2017 年，全球经济终于基本摆脱了危机阴影，开始接近甚至超越潜在增长水平，IMF 预计 2017 年全球经济将同比增长 3.6%，而潜在增长水平在 3.5% 左右。

美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，美联储缩表路径已明确，年内加息 3 次符合预期，尽管特朗普新政落实一波三折，但近期税改计划加速落地，有望进一步支撑未来经济增长。机构预计，2018 年美国经济增长可能略快于 2017 年。IMF 发布报告显示，2017 年和 2018 年美国经济增长将在 2.2% 和 2.3%；通胀维持在 2.1% 左右；失业率分别为 4.4% 和 4.1%。OECD 发布报告预计，2017 年和 2018 年，美国 GDP 增速将分别为 2.2% 和 2.5%。美联储 12 月会议将美国 2017 年和 2018 年 GDP 增速预测均上调至 2.5%。

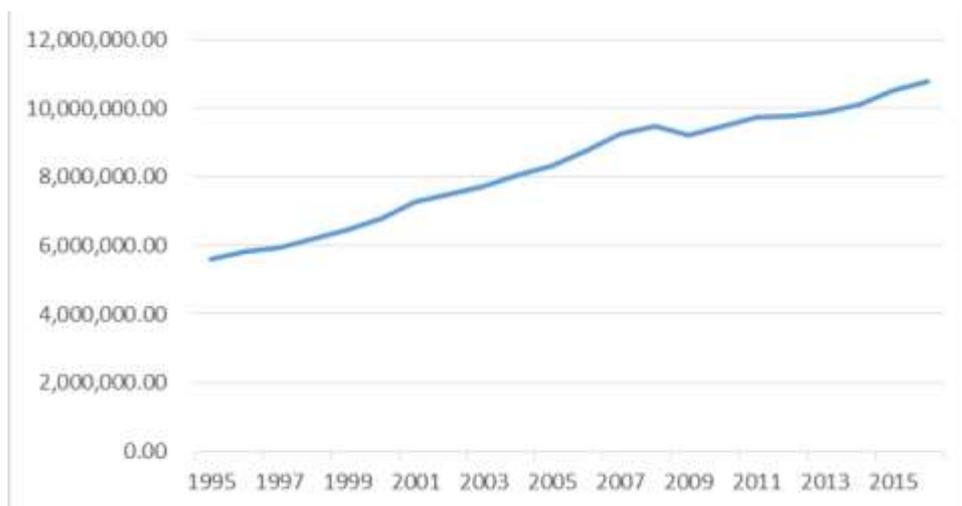
图 1: 美国 GDP



数据来源：Wind，兴证期货研发部

欧洲经济稳健复苏，2017 年有望实现 2% 以上增长，政治风险缓解。但仍无法摆脱 QE 依赖症，尽管购债规模减半，但仍将延长至 2018 年。

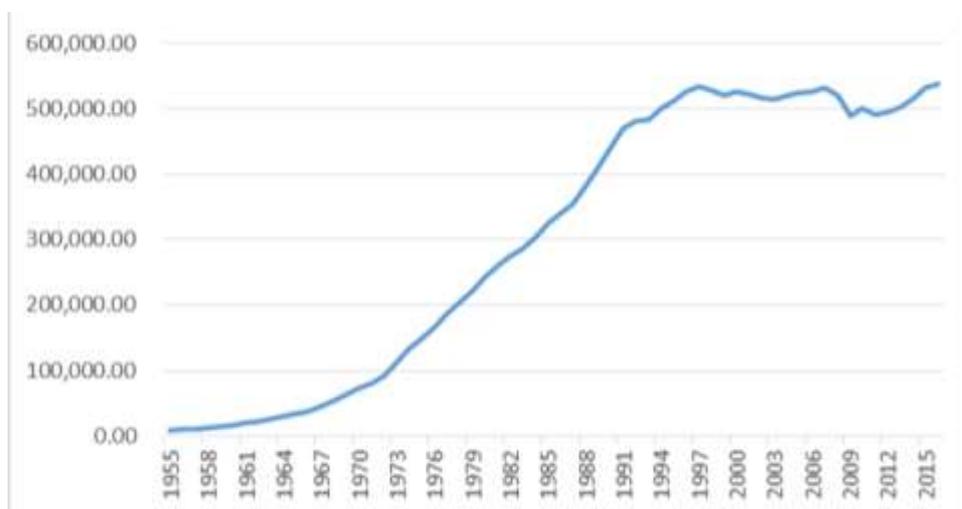
图 2：欧元区 GDP



数据来源：Wind，兴证期货研发部

日本经济维持温和增长，但物价回升速度缓慢。

图 3：日本 GDP



数据来源：Wind，兴证期货研发部

新兴经济体整体复苏加快，但有所分化。印度因币制改革与莫迪新政效应递减，巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，通胀压力大幅减小。

欧洲经济超预期复苏，有望退出量化宽松。

2017 年以来，欧元区在全球需求回暖和货币政策持续宽松背景下，经济稳步复苏，增势更加强健、分布愈加广泛。预计全年 GDP 增速为 2.4%。尽管通胀水平仍未达到 2% 的目标水平，但持续回升，预计全年通胀水平为 1.5%。从经济景气度来看，欧元区生产端扩张，各项 PMI 指数显著增长并连创新高，需求端持续向好，消费者信心指数不断上升，贸易、投资显著增长，失业率持续下降至金融危机以来最低水平。

2018年,预计欧元区经济将继续稳步复苏,并有望退出QE,但加息概率较低。考虑到央行资产负债规模仍将持续扩张,并维持负利率,预计2018年欧元区经济将稳步复苏,全年GDP增速为2.3%,通胀为1.4%。同时,欧元区经济复苏内生性也将继续增强,欧元区经济复苏主要依靠净出口,较长时间内内需处于被抑制状态。未来随着被抑制内需持续释放,并与全球经济复苏带来外需回暖产生共振,欧元区复苏动能依然强劲,2017年欧元区失业率仍处于中高水平,距历史低点下行空间较大。随着闲置劳动力被消化,由此带来新增就业将继续巩固欧元区经济复苏。在总需求回升和劳动力市场改善的支持下,预计欧元区通胀水平有望逐步抬高。

2018年欧元区仍面临诸多风险考验,可能对经济前景和欧央行货币政策正常化进程产生制约。一是欧元区各成员国间复苏仍不均衡。尽管以欧元区经济火车头德国为代表的部分成员国复苏强劲、经济发展前景明朗,但以意大利和葡萄牙为代表的南欧国家经济增长依旧疲软、并且对QE依赖性较强,各成员国之间的经济发展水平仍存较大差距。二是英国脱欧久拖不决。尽管目前英国脱欧谈判已进入第2阶段,但谈判过程曲折、进展缓慢,英国脱欧后与欧盟其余27国将建立何种贸易关系等关键问题结果仍存在巨大不确定性。如果英国最终在脱欧日期前未能与欧盟达成协议,则混乱的脱欧恐将造成破坏性影响,进而使得英国乃至整个欧元区经济承压。三是政治风险仍存。2018年欧元区仍面临意大利、爱尔兰等国大选,加之德国组阁困难,政治不确定性风险仍存。此外,受难民和恐怖袭击等问题困扰,各成员民粹主义抬头,或将对欧元区产生负面影响。

日本经济实现温和增长,货币政策维持宽松基调,经济复苏动能逐渐累积。2017年复苏动力增强,内需也呈现稳健复苏态势,随着经济形势好转,日本失业率持续走低,制造业景气度不断提升,从通货紧缩中走出,物价逐月上升,核心CPI持续上涨。宏观政策继续保持扩张态势,安倍晋三在赢得大选之后,安倍经济学得以继续推行。继续实行超宽松的货币政策,日本央行继续维持负利率与资产购买规模不变。日本央行继续维持货币政策不变,但对经济预期更为乐观。日本没有加息打算,如果达成2%通胀目标的动能消退,将考虑进一步加大宽松政策;日本开始跟随美国推行减税。

展望2018年,预计日本经济仍然维持温和复苏态势,但速度可能会略有放缓。全球经济仍然维持扩张势头,有利于日本出口扩张。IMF预测日本2018年增速为0.7%,OECD预测为1.2%,低于2017年1.5%增速。物价仍处于温和上升势头。2018年以原油为代表的大宗商品价格有望继续上扬,而失业率处于新低则会推升工资水平,均有助于日本物价继续处于上升通道,向2%目标水平靠近。

新兴经济体复苏分化,有望放缓货币宽松步伐。

2017年,伴随着全球经济复苏带动外需回暖、大宗商品价格触底反弹以及汇率保持相对平稳,新兴经济体总体保持相对高速增长,通胀普遍下行。

2017年7月份,IMF将新兴市场与发展中经济体2017年预期经济增速上调0.1%至4.6%,显著高于2016年4.3%增速,也高于2017年全球3.6%预期增速。从MSCI新兴市场指数来看,2017年以来,MSCI新兴市场指数持续增长,目前已经达到金融危机以来的高位。同时,低通胀为各国实行宽松的货币政策提供了空间,主要新兴经济体国家纷纷降息,但成效各异,经济发展持续分化。

在宽松的货币政策和经济刺激计划的推动下,印度改革阵痛有所缓和。受废钞运动以及商品与服务税改革对消费者信心和商业体系造成的负面影响,2017年印度经济增速快速下滑,为扭转颓势,央行降息,印度财政部随即推出一揽子经济刺激计划,目前经济刺激计划已取得初步成效,制造业和出口均表现强劲。

得益于大宗商品价格回升和央行频频降息，巴西和俄罗斯复苏势头保持强劲。巴西方面，低利率有效推动经济持续增长、生产端显著扩张。

俄罗斯方面，宽松的货币政策使其 GDP 连续 4 个季度实现正增长，同时，低利率拉动消费持续改善。

受债务问题、政治不确定性风险和严重旱情影响，南非经济增长动能仍显不足。2017 年，在国内政局动荡、债务状况恶化以及严重旱情等多种因素的拖累下，南非国内需求不振、失业率高企、经济发展低迷。由于南非财政疲软程度远超预期，评级可能调降。

2018 年，伴随着新兴经济体持续复苏，宽松的货币政策步伐也有望随之放缓。考虑到全球经济持续回暖、石油输出国组织（OPEC）减产协议延至 2018 年年底将为以原油为代表的大宗商品价格提供有力支撑，预计 2018 年新兴经济体将持续复苏，进而为各国放缓宽松货币政策的步伐创造条件。在 2017 年 10 月发布的最新报告中，IMF 将新兴市场与发展中经济体 2018 年预期经济增速上调 0.1% 至 4.9%，显著高于其自身 2017 年 4.6% 的预期增速和 2018 年全球 3.7% 的预期增速。

在结构性改革和经济刺激计划推动下，印度经济有望迎来新的增长。虽然废钞和税改对印度经济短期内造成了一定的影响，但总体来看，随着改革负面影响逐渐消退，税改将进一步促进生产力提高，加之经济刺激计划已初步取得成效，未来印度经济有望迎来新的增长，预计 2018 年 GDP 增速为 7.4%，高于 2016 年 7.1% 的增速和 2017 年 6.7% 的预期增速。

巴西和俄罗斯政治不确定性风险上升，预计放缓降息步伐。

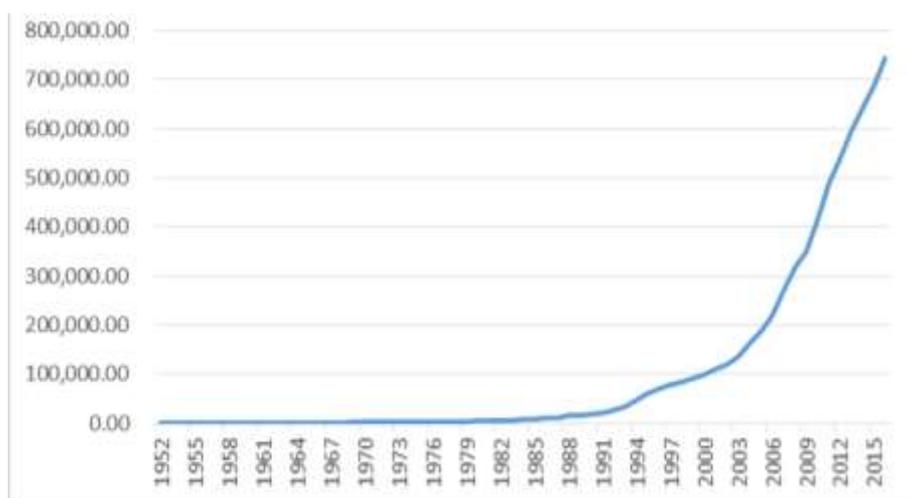
巴西方面，在经历了 2017 年总统贿赂案等各类政治事件之后，又将在 2018 年迎来总统大选，政治不确定性风险再度上升，养老金等社会保障体系改革仍悬而未决，预计 2018 年 GDP 增速为 1.5%，大幅高于 2016 年 -3.6% 的增速和 2017 年 0.7% 的预期增速。

俄罗斯方面，该国同样在 2018 年面临总统大选，其结果的不确定性将对经济走势产生显著影响。不过，在油价相对偏高、经济基本面向好、消费者和投资者信心改善以及夏季世界杯即将举办的背景下，预计俄罗斯经济将持续增长，2018 年 GDP 预期增速为 1.6%，大幅高于 2016 年 -0.2% 的增速，略低于 2017 年 1.8% 的预期增速。尽管巴西和俄罗斯央行均明确表态 2018 年将继续降息，但考虑到两国经济势头良好，加之全球主要经济体纷纷收紧货币政策，因此预计两国未来均将适度放缓货币宽松政策的步伐。南非社会经济改革成效可期，经济有望继续保持增长。

受农业从干旱中恢复、大宗商品价格走强的影响，南非经济有望继续保持增长趋势，预计 2018 年 GDP 增长 1.1%，高于 2016 年 0.3% 的增速和 2017 年 0.7% 的预期增速。

2017 年，在国内政策环境总体收紧的背景下，中国经济展现出较强的抗压能力，GDP 增速有望实现 6 年来的首次反弹。供需两面分析显示，2017 年中国经济供给面向好特征明显，但需求面仍然缺乏有效转型配合，内需动能扩增迹象有限。

图 4：中国 GDP



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年，在全球金融环境趋于收紧的背景下，发达经济体复苏势头不会明显弱化，主要新兴经济体增速有望进一步回升，我国所处的外部经济环境整体有利。

2017 年年末中央经济工作会议定调高质量发展，指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，且未再提及适度扩大总需求。这意味着我国经济施政理念正在发生重要调整，政府对经济增速适度放缓的容忍度将有所提高；本次经济工作会议提出：打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，国内金融环境料将适度偏紧，政策重点继续聚焦“防风险”、去杠杆。

2018 年政策偏紧将对经济增长带来一定的下行压力，但根据稳中求进的总基调，以及供给侧改革红利加速释放，新动能持续增强，加之外需对经济增长将继续发挥正向拉动作用，中国经济有望保持在中高速增长区间，预计 2018 年 GDP 增速将小幅放缓至 6.6%，通胀走势依然温和。

2017 年中国宏观经济增速将实现 6 年来的首次反弹，预计全年 GDP 增速将为 6.8%，较 2016 年回升 0.1 个百分点。在环保限产、房地产调控、金融去杠杆和地方政府债务监管多管齐下的政策环境下，2017 年中国经济展现出较强的抗压能力，增长韧性超出预期。

1-10 月，固定资产投资累计同比增长 7.3%，预计全年增速将为 7.2%，较 2016 年下滑 0.9%。

1-10 月，社会消费品零售总额累计同比增长 10.3%，预计全年增速将为 10.4%，与 2016 年基本持平。

截至 3 季度，净出口对 GDP 增长的拉动率达到 0.2%，扭转了此前 2 年连续负向拉动的局面，成为 2017 年前 3 季度 GDP 增速反弹的决定性因素。考虑到 4 季度我国出口将继续保持适度增长态势，净出口对 2017 年中国经济增长的贡献将实现转正。

国内外宏观经济形势，对天胶构成中性偏多作用。国内外宏观经济形势，对天胶构成中性偏多作用。

## 2.全球天胶供需关系分析

据行业咨询机构 Rubber Economist 消息，全球天然橡胶产量将不足以满足需求，橡胶库存料进一步减少，天然橡胶的替代品合成橡胶的产量过去 3 年都无法满足需求，预计这一趋势将继续下去。

预计 2017 年全球天然橡胶产量为 1200 万吨，比 2016 年的 1160 万吨增加 40 万吨，增长幅度为 3.45%，消费量为 1260 万吨，比 2016 年的 1250 万吨增加 10 万吨，增长幅度为 0.8%，如果不考虑库存量的话，供需处于平衡状态，供应量增长幅度仍明显大于消费需求增长幅度。

经过多年胶价连续下跌，割胶积极性越来越低迷，新胶资源越来越少，但消费需求却没有减少，所以供不应求是一定的。

国际橡胶研究组织（IRSG）发布预测，以目前东南亚种植情况来看，可以种植橡胶的资源殆尽，预计 2020 年全球橡胶将会出现供不应求的局面。以现有的产能 1250 万吨来看，届时全球天然橡胶消费量将到达 1360 万吨，需求大大超过产能。

东南亚主产国种植状况显示，从总种植面积来看，2017 年 ANRPC 的总面积达到 1154 万公顷，一直有增无减。但是增速却是逐年递减，从 2010 年的 4% 滑落至今年的 1.8%。可见 IRSG 预测橡胶种植面积资源殆尽还是有据可依。

市场关注的供应增量还是要落到新种植面积上，从 ANRPC 的新增种植面积来看，2012 年开始新种植面积开始急速下滑，从新增 48 万公顷下落到 2016 年的 9.4 万公顷。低胶价的确打击着 ANRPC 的橡胶种植热情。数据显示，泰国方面新增种植面积减少，越南方面确实有着激增，且越南在 2008-2012 年的新增种植面积都高于其他国家。以橡胶 6-7 年的种植周期来看，越南在 2013 年超越马来西亚成为第三大橡胶出产国也是有原因的。总的来看，2013-2016 年是新增面积明显下滑的几年，对应 2019-2023 年应该是 ANRPC 供应增长乏力的几年。

橡胶树的旺产期可达 10 年，以目前泰国橡胶树树龄分布来看，到 2020 年前高产树还是占大部分。所以泰国产能影响更多在于种植区是否发生灾害，而未来橡胶产量增量更多关注在越南。天胶供需缺口更多在于需求增长大于供应增长。

从 ANRPC 的开割面积来看，2017 年的开割总面积为 866 万公顷，且近几年 ANRPC 的开割率都稳定在 75% 左右。其中印尼今年的割胶面积为 303 万公顷，割胶率为 83%，而泰国方面开割面积为 283 万公顷，开割率为 91%。大体来看，ANRPC 开割面积的趋势与总种植面积相似，总量在上升但是增速仍在减少，从 2010 年的 4.6% 下降到今年的 1.6%。

天然橡胶生产国协会（ANRPC）数据显示，天胶供应量已经逆转 3 年增长速度放缓趋势。从 2013 年的增长速度为 5%，2014 年增长速度下降至 1.9%，而 2015 年增长速度仅有 0.8%，2017 年增长速度为 3.45%。

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量的 65%，2017 年有望增长 1%-2%。当前供需面有利于产业发展。

2017 年世界天胶将增产，主要原因是 2010—2012 年新种胶树进入割胶期，以及价格好转下，印度、马来西亚被弃割的成熟橡胶树会恢复割胶。国内市场上，天胶产量近年下降趋势与弃割胶树复割因素对冲，2017 年天胶产量与 2016 年天胶产量基本持平。

从数据来看，印尼有着最大的橡胶种植面积为 364 万公顷，而泰国以 309 万公顷排名第 2。之所以泰国产量能超印尼，主要还是靠着自身年轻的胶树们及 90% 的高割胶率，而印尼方面橡胶树产量可能略微小一些。

据国际橡胶组织（IRSG）统计预测，全球天然橡胶的年供需缺口约为 60 万吨。

全球天然橡胶产量整体上呈现逐年增加的态势，但也存在着一个不容忽视的事实，即天然橡胶产量增长的空间极其有限。

一是，东南亚国家天然橡胶产量的走势基本决定着世界天然橡胶产量的走势，而在东南亚天然橡胶生产方面起主导地位的传统产胶国产量的增长缓慢。

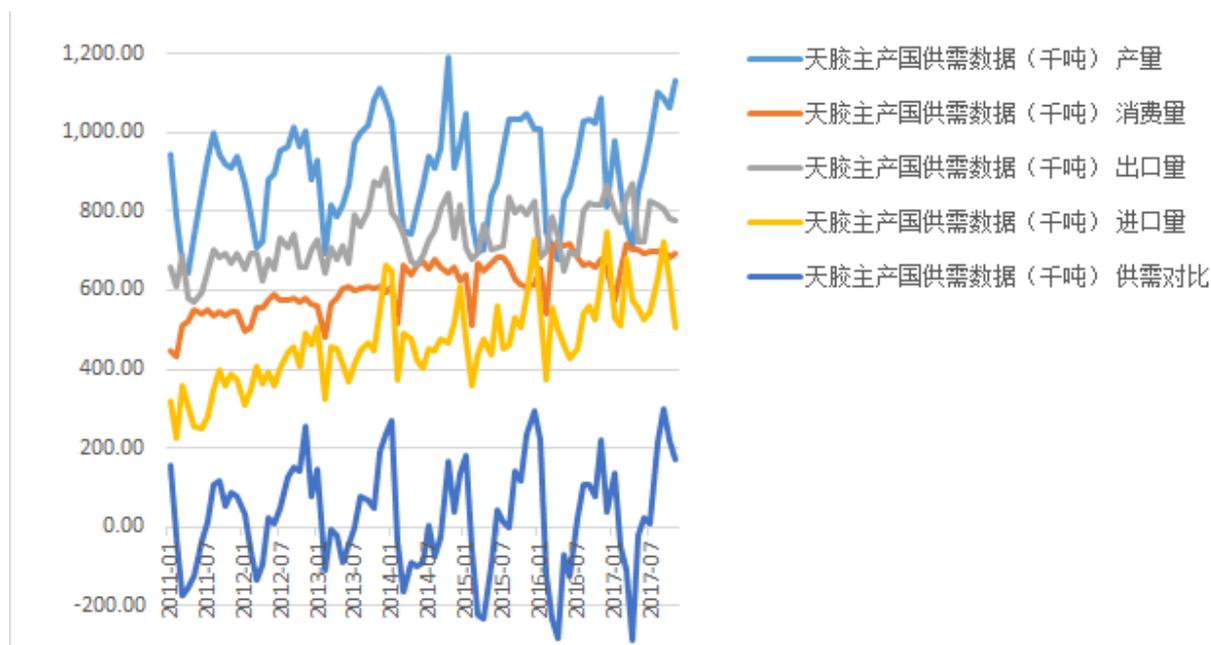
二是，新兴天然橡胶生产国产量增长迅速，将会成为世界天然橡胶增长的新增长点，但是天然橡胶产量增加绝对量相对较小，但是增加量仅占三大主要产胶国增长量的二分之一。

三是，棕榈油等其他经济作物的经济效益高于天然橡胶，一些国家的胶农转向棕榈作物而减少橡胶种植，这种替代效应在今后的一定时期内将会存在。

因此，在传统产胶国天然橡胶产量增长乏力和新兴产胶国产量增长有限，加之受制于适宜种植橡胶树土地资源剩余有限及传统产胶国收获面积难以有大幅度的拓展的情况下，未来世界天然橡胶产量的增长贡献主要是源于单产的提高而不是收获面积的增长。

总体来看，未来世界天然橡胶收获面积将难以有大幅度的增长，但局部源于新兴天然橡胶主产国收获的面积增长。未来世天然橡胶单产将还有较小的增长空间，其增长贡献主要来源于新兴产胶国的橡胶栽培技术及割胶技术等日益成熟，而非来自于传统天然橡胶主要生产国割胶技术的变革。因此，未来世界天然橡胶产量的增长主要是靠新兴天然橡胶主产国收获面积的增长、传统天然橡胶园更新换代以及新兴天然橡胶主产国单产的提升。

图 5：ANRPC 国家天胶供需对比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上图显示，近年来全球天胶主产国组织成员国天胶供需基本处于过剩 20 万吨至短缺 20 万吨之间反复增减变化，由此说明，供需关系处于剧烈变化态势之中。

由此对天胶构成中性偏空作用。

### 3.国内外天胶市场走势回顾

回顾 2017 年国内外天胶市场的走势特征，主要呈现短暂冲高、遇阻回落、探低遇撑反弹、重新遇阻回落、及缓慢回升等 5 个阶段。

短暂冲高阶段，沪胶指数从2016年12月30日的18375元上涨至2017年2月17日高点22355元，累计涨幅为3980元，相对涨幅为21.66%。主要原因是，年底年初在泰国主产区遭遇洪水灾害以及国内中下游淡季补库备货的推动下，展开一波上升行情，并冲高22000元以上高位。

遇阻回落阶段，沪胶指数自2月17日高点22355元下跌至6月9日低点12490元，累计跌幅为9865元，相对跌幅为44.13%。其主要原因是，泰国主产区洪水灾害造成的减产不及预期，叠加泰国政府抛售20万吨库存量，致使供应压力显著加重，同时由于天胶价格上升，增加了组织进口的积极性，造成国内天胶库存量大幅增加，供应压力明显加重，由此而展开一波深幅下跌行情。

探低遇撑反弹阶段，沪胶指数自6月9日低点12490元上涨至9月8日高点17535元，累计涨幅为5045元，相对涨幅为40.39%。其主要原因是，现货商及下游工厂逢低补充库存，而进口胶及国内库存量出现短暂缩减，造成阶段性的供应偏少，供应压力有所减轻，由此支撑价格出现技术性反弹。

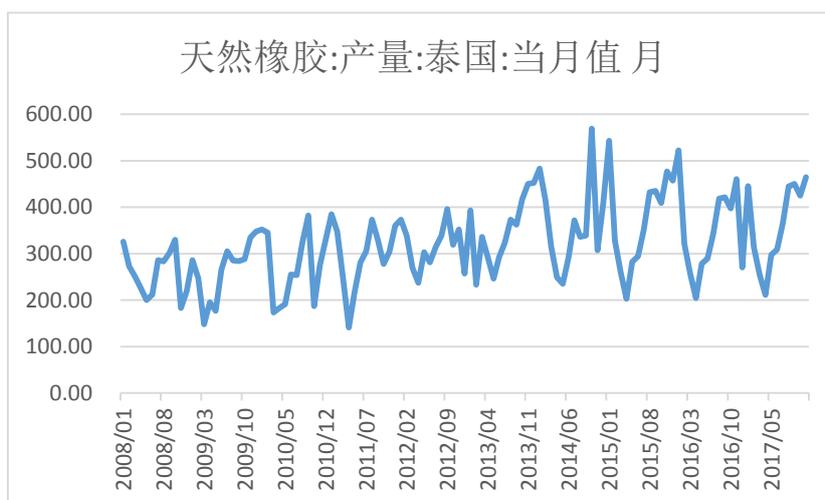
重新遇阻回落阶段，沪胶指数自9月8日高点17535元下跌至9月29日低点12830元，累计跌幅为4705元，相对跌幅为26.83%。其主要原因是，经历前一波大幅上涨趋势后，价格运行至相对高位，引发国内库存量重新增加，天胶进口量也持续稳步增加，叠加割胶旺季来临，对于供应趋于充裕、压力趋于加重的利空预期，促使价格遇阻回落。

缓慢回升阶段，沪胶指数自9月29日低点12830元上升至12月29日的14110元，累计涨幅为1280元，相对涨幅为10%。其主要原因是，供需两弱格局，引发价格区域震荡整理，国内云南海南产区进入全面停割阶段，短期供应萎缩叠加原料价格处于低位区域，使得价格下行空间有限，但同时中下游轮胎企业步入消费需求淡季，轮胎厂开工率缓慢下滑，重卡销售、汽车产销出现增速回落，又使得价格上行阻力加重。

## 4.主要产胶国产量分析

### 4.1 泰国天胶产量分析

图6：泰国天胶产量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

泰国灾难预防中心 2017 年 1 月 7 号宣布，暴雨已造成泰国南部大面积农田和橡胶园被淹，洪水还淹没多个府的公路及铁轨，造成当地交通受阻。

泰国橡胶管理局 (RAOT) 称，自 2016 年 12 月开始的罕见洪灾已致泰南 11 个府 70 多万莱橡胶林受损，9 万 5789 位胶农受到不同程度影响。该局正在制定灾后救助方案，初步估计寻求至少 4.55 亿泰铢的特别预算支持。

据悉自 12 月初以来的洪灾已经让泰南 11 个府的近 70 多万莱橡胶林遭到不同程度的损失，受影响的胶农人数在 9 万 5789 位。

该局已经针对受灾胶农的情况制定了以下救助方案。首先是向上级领导申请总计 4.55 亿泰铢的复林特别救助预算恢复胶林。

该局已经向上级领导提交了一份总计 4.55 亿泰铢的胶农洪灾特别预算。此外，还将按照橡胶发展基金 49 (5) 条内容划拨 3.98 亿泰铢预算，直接用于受灾胶农家庭的经济援助，每户 3000 泰铢。截止目前向泰国橡胶管理局登记注册的胶农共计 140 万人。

泰国橡胶局 1 月 19 号表示，将在 2017 年首次国储橡胶拍卖中出售 9.8 万吨橡胶。泰国橡胶局局长表示，拍卖额共计逾 66.4 亿泰铢 (1.8757 亿美元)。所拍卖的橡胶来自 26 个国储仓库，包括橡胶块和烟片胶。

此次拍卖正值这一全球最大橡胶生产国和出口国的南部省份遭遇洪涝，对洪灾担忧令全球天胶价格大涨。由于洪灾可能导致供应不足，今年泰国天胶价格也预计将上涨。拍卖结束后，泰国仍有约 21.20 万吨国储橡胶。2014 年橡胶价格开始下滑后，泰国军政府开始从胶农手中收购橡胶。泰国政府计划在年内出清剩余库存。

先是旱灾，后是水灾，泰国南部近来接连遭受自然灾害侵袭，对该地区橡胶生产造成严重破坏，当地胶农损失惨重。泰南 2017 年一开年就引发洪灾，受灾地区橡胶园割胶陷入停顿。

受灾害影响，泰南部分产区洪灾影响，橡胶园需要提前进入停割期外，泰南其他橡胶种植区基本都提前进入停割期。恢复开割至少需要 1-2 个月时间，在此期间停割期农民收入将受到一定影响。

2 月下旬，泰国传来拍卖库存量消息，2 月 27 日，泰国橡胶局表示，泰国将于 3 月 7 日拍卖约 12 万吨国储橡胶。泰国政府已在 2017 年 1 月和 2 月举行两场招标会中出售了 19.4 万吨橡胶。

3 月 2 号，泰国政府宣布推迟原定于 3 月 7-8 日进行的政府储存橡胶的拍卖。泰国政府公布了橡胶拍卖第 3 轮投标，共 11.82 万吨，其中烟片胶 11.45 万吨，标胶 0.37 万吨，平均标的价格为 71.6 泰铢。第三轮：泰国橡胶局公布 15 日开始进行最后一次国储橡胶拍卖竞标注册报名，3 月 21-22 日举行国储橡胶拍卖投标，25 日公布竞标结果。泰国政府公布了橡胶拍卖第 3 轮投标，共 13 万吨。

此前两次国储橡胶拍卖中，泰国共出售了 194000 吨国储橡胶。

第二轮：据曼谷 1 月 30 日消息，泰国将在 2 月 14 日拍卖约 10 万吨国储橡胶库存。泰国第二轮国储橡胶拍卖于 2 月 14 日进行，据悉抛储过程十分顺利，竞标企业非常活跃，今日上午共成交 7 万吨，其中烟胶片成交均价 75 泰铢/公斤，标胶成交均价 66 泰铢/公斤。今天下午将继续拍卖约 3 万吨，目前了解到成交 25000 吨，5000 吨流标，成交价格基本持平上午价格。

第一轮：由于 2014 年开始胶价下跌，泰国的军方政府开始从胶农手中购买橡胶。

泰国橡胶局局长表示，拍卖额共计逾 66.4 亿泰铢 (1.8757 亿美元)。

拍卖结束后，泰国仍有约 21.20 万吨国储橡胶。

按照政府年初制定的橡胶去库存计划，泰国橡胶管理局需要在今年5月份前完成总计31万吨库存橡胶的清理工作。已经成功出售价值143.47亿泰铢，总计15万吨库存量，平均售价在每千克64-73泰铢。

如果要在规定的时间内成功清除这15万吨的库存橡胶，就必须在本月31日的最后一次公开竞标中找到买家。目前已经收到来自15家企业的采购意向。

2017年，政府在稳定国内橡胶价格计划中投入了大约280亿泰铢的预算，而目前通过出售其中15万吨库存橡胶收回的成本约为143.47亿泰铢。因此去库存计划最终能否将收回投资，还需要评估最后的公开竞标结果。

而在10月至12月期间，灾害持续3个月之久的泰国洪灾灾情依然严峻，洪水消退尚待时日，影响地区相比较2011年的大洪灾相比，还是属于范围较小的洪灾。但随着洪水蔓延，泰国橡胶业遭受了一定损失。

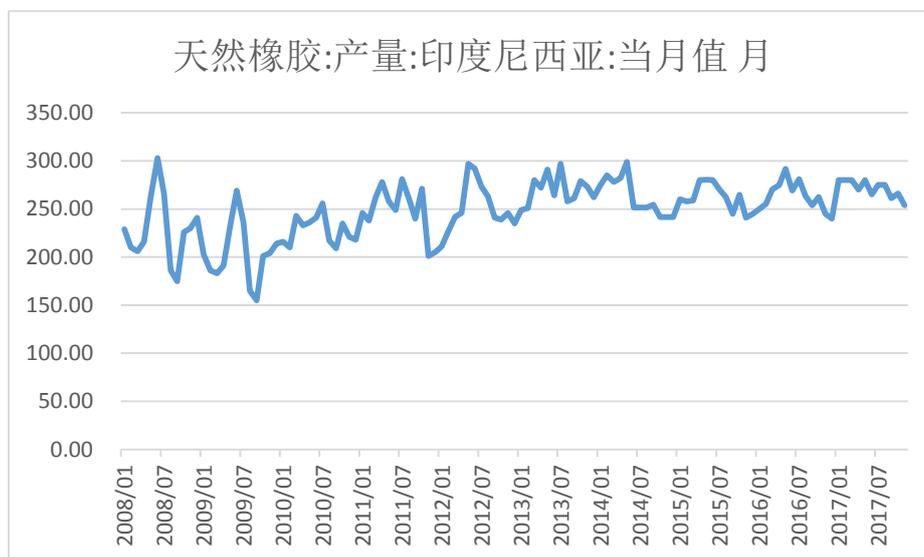
除了持续降水导致泰国境内积水量大以外，泰国之所以常常出现如此洪涝灾害也是泰国的特殊地形使然。

11月13日，由于橡胶价格不断下降的问题迟迟得不到解决，泰国董里南部的胶农定于13号在曼谷举行游行，但是在内部安全行动指挥部召集了两名胶农代表后，该游行计划被取消，据了解，此次游行计划是为了向农业部长施压。

综合泰国国内洪水灾害、拍卖库存、投资资金扶持市场等等因素，分别对天胶构成多空交织的影响，整体对胶市构成中性偏多作用。

## 4.2 印尼天胶产量分析

图7：印尼天胶产量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017年年初，印尼轮胎业协会（APBI）主席称，有关轮胎进口的新条例于2017年1月1日生效，印尼轮胎市场已能感受到其影响。

新规定能保护印尼国内轮胎工业。2017年，印尼轮胎进口量预计因此降低20%-30%，轮胎进口量减少将推动该国国内轮胎投资。

据报道，有5家轮胎企业计划在印尼投资，总投资额可达28亿美元。

这 5 家企业为阿波罗轮胎（印度）、风神轮胎（中国）、正新轮胎（中国台湾）、建大轮胎（中国台湾）和 MRF（印度）。

2017 年印尼国内轮胎销售停滞，是因为印尼经济还未完全好转，以致对机动车工业造成影响。预计未来，由于经济局势开始稳定，轮胎销售将会提高。印尼政府能加快贯彻已颁发的经济配套策略，印尼轮胎业协会总主席呼吁，印尼工业部应慎重向轮胎进口商颁发许可文件。

该协会将提供更有效的轮胎需求数量，使印尼工业部不随便发出许可证书。

2017 年 1 月 1 日起，印尼轮胎进口商，必须进行注册登记、申请批准、在输出地及目标地检验商品，而且在申请进口许可时，需要递交多达 8 份文件。

印尼政府去年年末修订轮胎进口条例，对轮胎进口贸易进行多方限制。

中国轮胎出口印尼也受到制约，这项政策引起周边国家轮胎企业的恐慌。

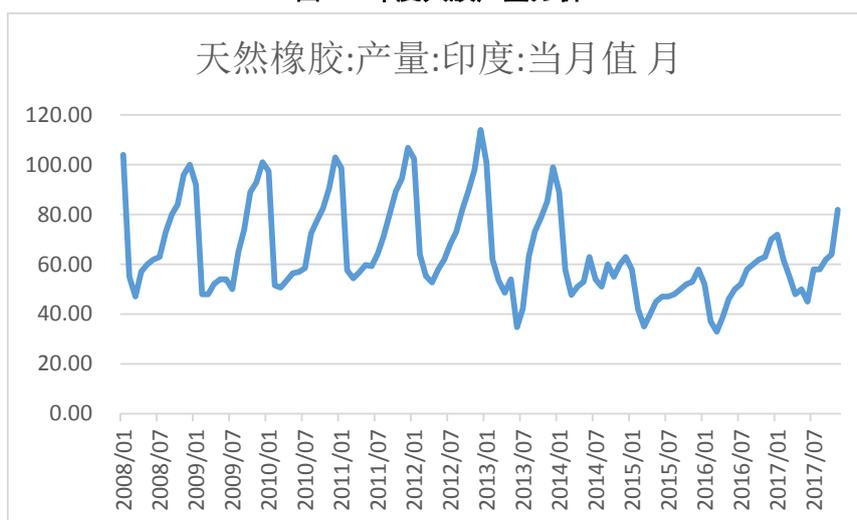
此举是印尼采取的贸易壁垒措施，严重影响其他国家轮胎出口，并影响东盟发展成为轮胎生产及出口基地，这项政策有效保护了印尼国内轮胎产业。

目前，印尼轮胎年产能为 8500 万套，产能使用率大约为 65%。由于轮胎进口量减少，2017 年，印尼国产轮胎需求或上升 5%。

由此对其余国家轮胎出口印尼构成钻作用，而对印尼国内轮胎构成提振作用。

### 4.3 印度天胶产量分析

图 8：印度天胶产量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

印度 2016 年度天胶产量预计 57 万吨，全球占比 4.5%，印度是天然橡胶生产国协会重要成员。印度橡胶产量接近 60 万吨，消费量约 80 万吨左右，每年印度需要进口 20 万吨橡胶。

印度政府为了保护本国的橡胶种植业，制定了非常高的橡胶进口关税，25% 橡胶进口的高关税，这导致海外橡胶价格，尤其是印尼、泰国远远低于印度本国的橡胶价格。

2017 年，印度天然胶产量增长至 72 万吨，消费量则增长至 106 万吨，短缺量将扩展至 34 万吨，供应量短缺引起印度轮胎行业密切关注。

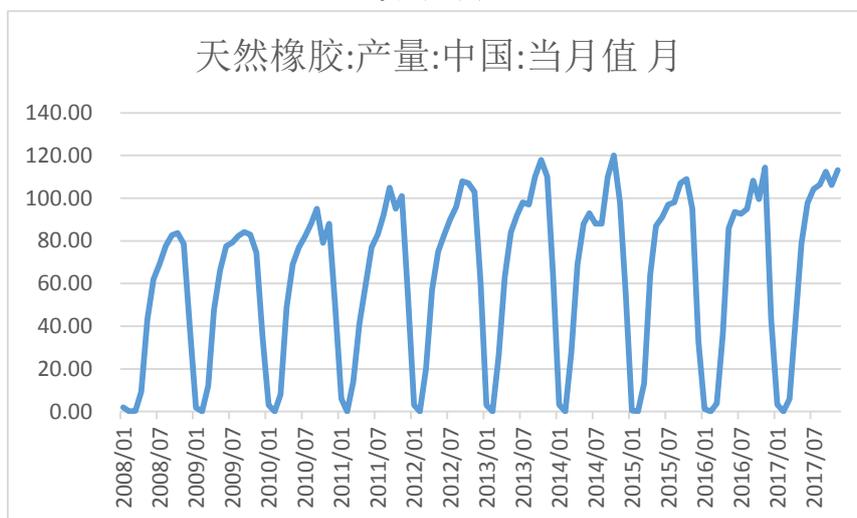
由此对印度橡胶价格走势产生偏多作用。

橡胶行业之所以成为环保整顿的一大难题，是由于中小橡胶企业在建厂时对于环保方面考虑的不到位。近些年间，政府对环境保护力度不断加大，对橡胶企业当头一棒，由于在发展橡胶的同时未做好三废治理，而造成给社会环境污染的严重性。

由此国内天胶生产动态对天胶构成多空交织的双重作用。

#### 4.4.中国天胶产量分析

图 9：中国天胶产量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017年海南农垦橡胶种植面积约353万亩，年自产干胶能力15万吨，年加工能力30万吨以上，是中国最大的天然橡胶生产企业。

海南橡胶的2016年度业绩预告公告，预计2016年扭亏为盈，实现净利润4700万—6900万元，而2015年公司亏损高达9.89亿元。

海南橡胶是橡胶生产龙头企业，实际控制人为海南省国资委。业绩预告与橡胶价格上涨有很大关系，2016年，天然橡胶价格上涨幅度近100%，在国内经济回暖带动下，下游轮胎厂全年开工率都维持在较高水平，橡胶需求旺盛，主营业务毛利有所增加。

橡胶种植一直以来是海南农民增收致富的主要产业之一。2017年与2011年相比，每亩橡胶生产成本费用由1050元/亩涨到1800元/亩，橡胶胶乳收购均价却由过去的2.5万元/吨跌至9500元/吨，天胶产业稳定发展受到了很大威胁。天然橡胶种植面积达到813.08万亩，直接从业人员60万人，间接从业人员超过100万人。

2017年入春后，受极端天气影响，部分开割胶林落叶严重，加强两病（白粉病、炭疽病）防治尤为重要。暮春时节，橡胶树处在敏感的物候期，遭受到忽冷忽热的极端天气影响，胶园出现了落叶、黄叶现象，致使胶园开割延缓。

低迷的天然橡胶价格严重挫伤了胶农的积极性，胶农割胶积极性，受到低价的冲击，仅仅靠割胶收入，难以承受，30%的胶农都弃割而出去打工了。

胶农割胶收入大幅下降，弃割外出打工或间歇性割胶的胶农不断增多，砍胶树改种其他作物的现象在云南、海南植胶区均有发生，我国天然橡胶产业的稳定发展受到胁迫。

目前，天然橡胶种植业大部分作业倚赖手工劳动，也是一个必须考虑的现实问题。占生产成本70%左右的采胶作业，完全倚赖手工。

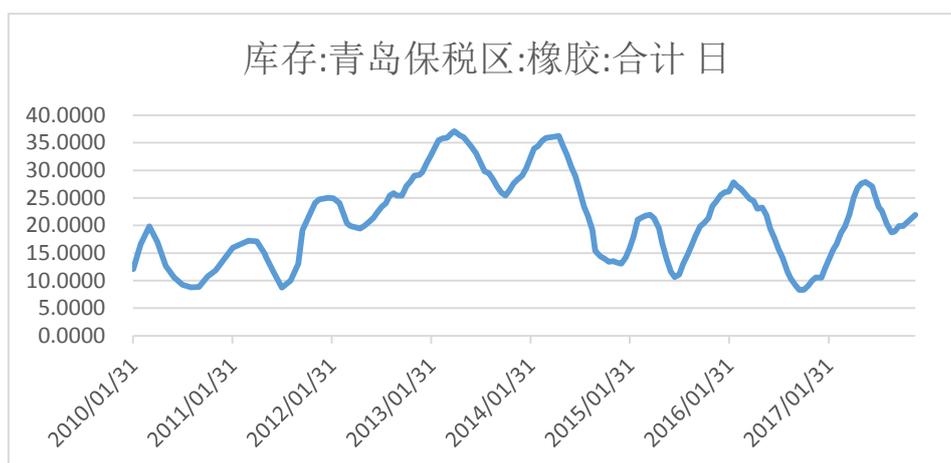
割胶工作时间苛刻、环境恶劣，且技术要求高、劳动强度大。再加上胶价长时间处于低谷，胶工收入大幅下滑，生产生活难以为继。现在割胶工流失严重，年轻人不愿意割胶，割胶队伍后继乏人。

橡胶行业之所以成为环保整顿的一大难题，是由于中小橡胶企业在建厂时对于环保方面考虑的不到位。近些年间，政府对环境保护力度不断加大，对橡胶企业当头一棒，由于在发展橡胶的同时未做好三废治理，而造成给社会环境污染的严重性。

由此国内天胶生产动态对天胶构成多空交织的双重作用。

## 5.中国天胶库存量分析

图 10：中国天胶库存量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2017 年以来，青岛保税区库存量呈现先增加后缩减、但仍净增长的变化趋势，说明国内进口胶供应量相比进口胶消费量仍呈现过剩态势，进口橡胶库存压力有所加重。而国内期货市场天胶库存持续增加，天胶价格承受压制作用加重。

青岛保税区橡胶库存量 2016 年 12 月 15 日为 10.56 万余吨，年中 6 月 15 日创下 27.88 万余吨全年最大值记录，截止 12 月 1 日又缩减至 21.28 万余吨，较 1 年前的 12 月 15 日增加 10.72 万余吨，增长幅度为 101.52%，较年中最大值缩减 6.6 万余吨，缩减幅度为 23.67%，目前仍处于较大规模，由此对国内天胶市场价格构成较为沉重的压制作用。

其中天胶库存量 2016 年 12 月 15 日为 7.51 万余吨，年中 5 月 31 日创下 21.59 万余吨全年最大值记录，截止 12 月 1 日又缩减至 11.82 万余吨，较 1 年前的 12 月 15 日增加 4.31 万余吨，增长幅度为 57.39%，较年中最大值则减 9.77 万余吨，缩减幅度为 45.25%，目前仍处于较大规模，由此对国内天胶市场价格构成较为沉重的压制作用。

上海期市库存量方面，去年 12 月 30 日为 291557 吨，下半年 11 月 17 日创下 510356 吨全年最大值记录，截止 12 月 8 日又缩减至 347129 吨，较 1 年前的 12 月 30 日增加 55572 吨，增长幅度为 19.06%，较年中最大值则缩减 163227 吨，缩减幅度为 31.98%，目前仍处于较大规模，由此对国内天胶市场价格构成较为沉重的压制作用。

上海期市注册仓单量方面，去年 12 月 30 日为 230980 吨，下半年 11 月 22 日创下 427940 吨全年最大值记录，截止 12 月 13 日又缩减至 262600 吨，较 1 年前的 12 月 30 日增加 31620 吨，增长幅度为 13.69%，较年中最大值则缩减 165340 吨，缩减幅度为 38.64%，目前仍处于较大规模，由此对国内天胶市场价格构成较为沉重的压制作用。

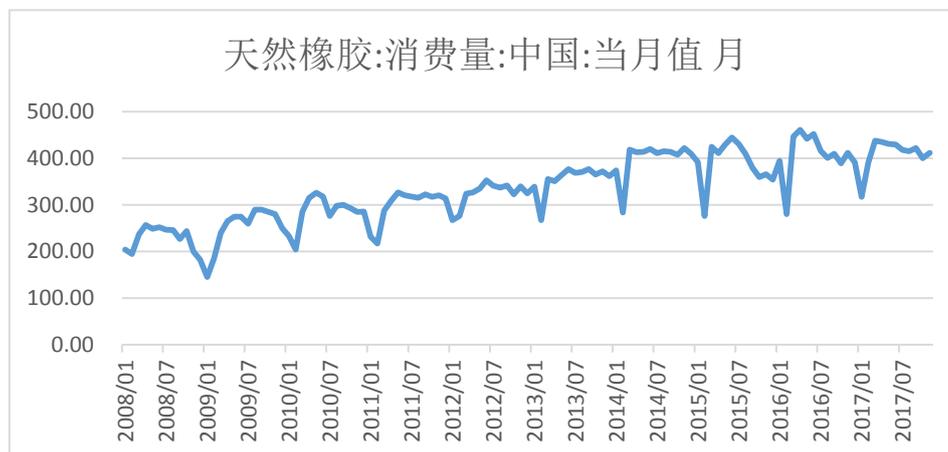
期货市场包括库存量和注册仓单量在内的实盘量压力显著加重，说明不论国内天胶市场国产胶生产处于增加或者缩减趋势，期货市场由于期货价格时而出现升水，同时又具有较强流动

性，始终成为生产商、套利商抛售国产胶现货的理想场所，天胶现货源源不断流入期货市场注册成仓单。

由此将对天胶市场期货和现货价格走势构成沉重的压制作用。

## 6.中国天胶消费量分析

图 11：中国天胶消费量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

考虑到中国天胶消费量占据全球天胶主产国天胶总消费量的 40% 以上，因此，本报告天胶消费需求分析仅以中国天胶消费需求分析为例。

2017 年 1 月 23 日，美国商务部认定中国输美卡车和客车轮胎存在反倾销行为，做出高税率双反最终裁决。

中国商务部 1 月 25 日表示强烈反对，称已经向世界贸易组织上诉，以维护中国企业合法权益。

美国此次针对中国卡客车轮胎的双反，是特朗普上台后的第一起对华双反终裁。

美国商务部裁定，对中国出口到美国的卡车和客车轮胎，分别征收反倾销和反补贴税，其中反倾销税为 9% 和 22.57%，反补贴税为 38.61% - 65.46%，两税相加，税率合计最高超过 80%。

数据显示，中国企业在 2015 年，向美国出口卡客车轮胎 15 亿美元。而 2016 年，受这一调查影响，下降两成多，涉及到 100 多家中国企业，且都是劳动密集型企业。

2017 年，包括轮胎在内，中国出口产品面临贸易摩擦形势更加严峻。

由原材料价格上涨等成本因素引发的轮胎涨价潮，2017 年，各轮胎企业陆续发出招工通知的同时，还发布了不同幅度的涨价公告，开启了一波疯狂涨价潮，更有企业在此轮涨价中涨幅高达 25%。

2 月 22 日，美国国际贸易委员会发布公告，认定自中国进口的卡客车轮胎并未对美国内产业构成实质损害或损害威胁。据此，美国海关将不对自中国进口的卡客车轮胎征收反倾销和反补贴税。该裁决结果意味着不会对中国产品征税，已经征收的保证金将全额退还。

根据山东省规划，到 2017 年年底，拟淘汰全钢有内胎子午胎产能 1500 万条，斜交胎产能 1200 万条。到 2020 年末，该省计划淘汰全钢有内胎子午胎产能 3000 万条，斜交胎产能 2000 万条。

轮胎厂家库存迎来新的增长压力，库存增长对于生产厂家来说，不仅仅要承担资金占用风险，更加要承担库存贬值风险。

环保压力逐渐加重，而轮胎厂家需要面临整顿，因此轮胎厂家将面临被减产或被停产。

市场消化不畅，其中二级及以下经销商库存水平偏高，故补库情绪仍不高，轮胎市场车辆环保有禁行行为，市场带动有限。

多数轮胎厂家经过前段时间高成本及低利润洗礼后，可用资金减少，厂家有相当沉重资金压力，而减少产销链投入势必是自保的必用之招。

2017年，山东省发布的《山东省制造业“十三五”发展规划》明确指出要加快去产能。

斜交胎等低档产品一定将被淘汰，高污染、高能耗的企业将被勒令停产，中小型轮胎企业倒闭、整合、收购的现状将不会改变，而且不排除未来有大型轮胎企业倒闭的可能。

国家逐渐加大对轮胎行业的规范力度，靠扩产能、上规模就能取胜的时代过去了。严格准入条件、兼并重组、战略合作，这些都是行业发展的理性回归，是走向健康发展的开始。

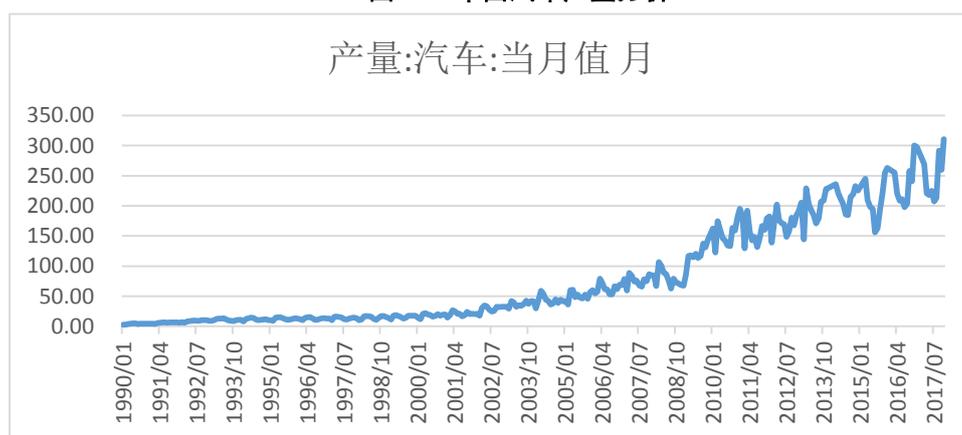
通过在海外设厂，绕开美国高额的惩罚性关税，这成为企业应对国际贸易壁垒的另一条路径。

由此对天胶构成多空交织的作用。

## 7. 中国汽车产量分析

### 7.1 中国汽车产量分析

图 12：中国汽车产量分析



数据来源：Wind，兴证期货研发部

考虑到中国汽车产销量占据全球汽车产销量的第一位，同时占据全球汽车产销量 28% 左右的较大比重，因此，本报告仅以中国汽车产量分析代表全球汽车产量分析为例。

据中国汽车工业协会统计分析，11月，汽车产销继续保持增长态势，当月产销环比和同比增速均超过 10%，产销量创历史新高。1-11月，汽车产销稳定增长，增幅比 1-10月小幅提升。

1-10月，汽车行业主要经济指标呈不同程度增长，增幅与 1-9月相比，有所回落。

具体情况如下：一、主营业务收入较快增长，增幅回落。二、利润总额增速趋缓，增幅回落。三、固定资产投资保持平稳增长。四、应收账款增幅下降、产成品库存资金增幅上升。

11月，汽车生产 308.03 万辆，环比增长 18.69%，同比增长 2.31%；销售 295.76 万辆，环比增长 9.73%，同比增长 0.65%。汽车产销比上月有所增长，同比增速略低。

1-11月，国内汽车产销 2599.88 万辆和 2584.49 万辆，同比增长 3.88% 和 3.59%，增速比 1-10月减缓 0.39% 和 0.54%。商用车产销 377.67 万辆和 375.35 万辆，同比增长 15.02% 和 14.79%。汽车产销呈小幅增长，增速比 1-10月略有减缓。

年末市场回暖显著，整体车市处于平稳增长的趋势。在去年同期销量高基数、以及今年购置税优惠退坡的环境下，11月车市销量同比保持增长，说明减税政策的结构性拉动效果仍较明显。

随着新能源、智能化等技术的不断提升，国内汽车市场也迎来了新一轮转型升级的窗口。跨国巨头和自主品牌汽车企业积极推出新一代的升级产品，但价格尤其是合资品牌的汽车产品价格却在不断下探。

随着市场竞争愈加激烈，未来国内汽车市场的格局或将迎来大的变革，一部分汽车企业将会被淘汰出局。

为提振车市，有关部委自2015年10月起，针对1.6升及以下排量车型实行购置税减半的政策，同时宣布优惠政策于2016年底到期。

2016年年底，中国汽车工业协会曾向有关部委提交建议，希望延长购置税优惠政策，避免透支2017年销量。

财政部及国家税务总局联合发文称，自2017年1月1日起至12月31日止，购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。自2018年1月1日起，恢复按10%的法定税率征收车辆购置税。新能源车辆依然享受免征购置税。

2018年，由于消费者搭乘减税末班车，小排量乘用车占全部乘用车的比重会进一步下降。此外，比起购置税退坡，新能源汽车的日益增长市场份额将夺取小排量汽车的市场份额。

3季度，电动乘用车销量继续保持增长态势，甚至创下新纪录，全球纯电动汽车和插电式混合动力汽车销量超过28.7万辆，相比去年同期增长63%。前3季度，电动汽车销量超过73.7万辆。按照上述增长趋势，预计2017年全球电动汽车销量将首次超过100万辆。

发展新能源汽车是中国国策，由于汽车保有量逐年攀升，导致中国部分大城市空气污染加重，政府希望减少汽车尾气排放，实现空气质量好转，中国希望打造本土的电动汽车巨头，更好地在国际市场上竞争，在汽车业实现弯道超车。由于提供购车补贴和新车牌照发放控制等措施，北京、上海等大城市电动汽车销量增长很快。

由此对天胶构成多空交织、中性偏多的作用。

## 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多空交织态势，天胶供应由于气候和人为因素而缩减趋势得以延续，消费需求则由于经济好转，而缓慢平稳增长，因此天胶市场供需关系也呈现多空交织态势，由此对天胶市场构成多空交织的中性的复杂的作用和影响。

后市方面，由于橡胶所受多空交织的因素影响，沪胶仍可能呈现涨跌交替的复杂走势特征，呈现天胶供应季节性规律叠加用胶消费需求依据宏观经济变化的复杂型走势特征。

## 需求回暖，PTA 产业链景气度有望延续

2018 年 1 月 2 日 星期二

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 2018 年展望

在原油复苏及海内外经济回暖的背景下，2018 年 PTA 产业链景气度有望延续。

从各环节来看，纺织业、纺织服装、服饰业仍将稳定提供需求增量，特别是家纺、女装等板块，受益于房屋销售面积量维持高位以及人均可支配收入增长等因素，将较为确定性的保持景气上行态势。

而随着终端需求回暖以及环保趋严，在直接需求与替代性需求的作用下，2018 年仍是聚酯产能产量扩张的一年，可估计 2018 年聚酯产量将增长 400 万吨左右，利润水平维持高位。

PTA 环节则有预期产能增长较少的情况，仅桐昆 200 万吨装置投产，但产量在旧装置重启后，预计全年产量将增加约 350-400 万吨，相对聚酯略有过剩，但在不足 60 万吨的期初库存影响下，2018 年供应压力并不大，而随着醋酸等辅料成本的上升，PTA 年均加工差有望进一步提升至 800-1000 元/吨。

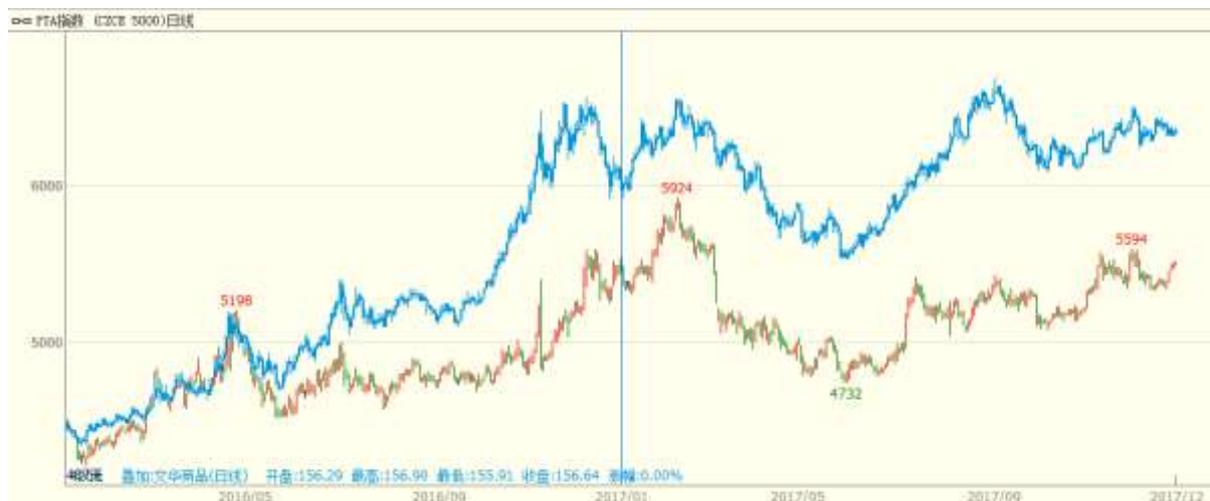
总结来看，2018 年 PTA 期货价格运行重心仍将继续上抬，而在偏低的库存水平下，企业套保的能力及意愿也会减弱，有利于减轻 PTA 期货盘面压力。预计价格将在 5300 元/吨-6000 元/吨之间运行。

#### ● 策略建议

策略上，供需结构预期平衡略紧，仍可逢低入多单边。而库存水平偏低下，若出现装置集中检修，仍有货源偏紧可能发生，可积极介入近远月正套。此外，目前 PTA/原油处于区间低位运行，随着原油期货上市，可积极在 PTA 加工差回落至 600 元/吨时介入 PTA/原油多头组合。

## 1.行情回顾

图 1: PTA 指数与文华商品指数



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

2017 年 PTA 行情跟随商品市场，呈现先抑后扬走势。年初，PTA 期货市场情绪延续 2016 年尾的高昂，在对需求一致看好，以及二季度 PX 集中检修成本抬升的预期下进一步走高。但春节后，在商品市场转弱，以及需求预期未能完全兑现的情况下，PTA 震荡下探，在下探过程中，PTA 工厂或被动或主动的降负限产。进入淡季，因终端纺织的回暖，聚酯环节反季节性保持高负荷，使得 PTA 社会库存进一步去化，降至 100 万吨以下，供需结构大幅改善，现货流通货源大幅减少。7 月，在商品市场回暖和聚酯高负荷延续的背景下，恒力石化意外故障成为价格触底反弹的的导火索。进入四季度，终端需求仍然表现较好，聚酯高负荷延续，而华彬、翔鹭和桐昆的三套装置变动频频扰动市场，社会库存拐点因装置开启慢于预期而屡次延后，市场多次出现货源紧张现象，价格重心再度上抬，近远月价差呈现脉冲式上涨。截止年尾，社会库存拐点仍未出现，价格依旧偏强运行。

总体上看，2017 年 PTA 期货价格运行仍延续 2016 年运行特点，在总体供求格局没有显著性改变的情况下依然随商品市场情绪波动，并且受制于套保压力，资金并不多关注 PTA，使 PTA 在商品市场反弹时涨幅远弱于商品整体走势。但同时，在原油复苏以及终端纺织回暖的背景下，PTA 期货运行特点也发生了一点改变，社会库存较好去化、套保压力逐渐减轻、价格重心上移、期限结构从升水格局转向贴水格局、做市商制度下 3 月及 7 月合约逐步活跃。从后文产业链分析来看，这些改变有望延续至 2018 年。

## 2.纺织业及纺织服装、服饰业运行情况

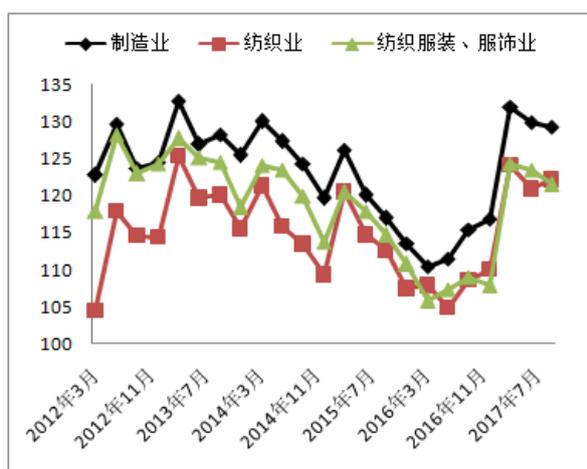
海内外经济复苏，带动 2017 年内需与外需回暖，相对而言内需增长更为强势，外需也由减转增。分板块来看，受益于人均可支配收入增长，以及房屋销售面积增加，女装、休闲服装、家纺等板块表现较为突出，其中家纺单位米布用纤维量远大于服装，对 2017 年聚酯纤维产量增加有显著供需。2018 年看，全球经济预计仍将延续复苏，消费升级概念的蔓延，以及 2017 年高企的房屋销售面积量有利于纺织业和纺织服装、服饰业景气度延续。

## 2.1 行业基本运行情况

据国家统计局统计，2017年国内制造业景气度显著回升，2017年前三季度，制造业景气度分别在132.04、129.88和129.34，同比均上升20点左右。纺织业和纺织服装、服饰业景气度同样显著提升，同比上升15点左右。

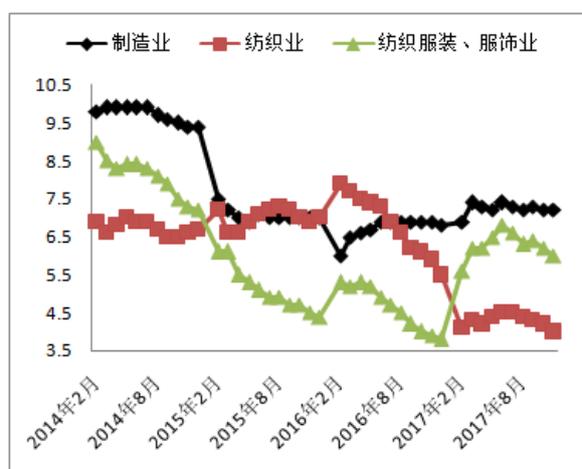
规模以上工业增加值来看，制造业增速保持平稳增长，2017年1-11月工业增加值累计同比在7.2%左右，与2016年全年同比6.9%相当。纺织业增速放缓，2017年1-11月累计同比仅在4%左右，弱于2016年全年同比5.5%。纺织服装、服饰业增速则显著提升，2017年1-11月累计同比在6%左右，远超2016年全年3.8%。

图2：企业景气指数



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图3：规模以上工业增加值累计同比

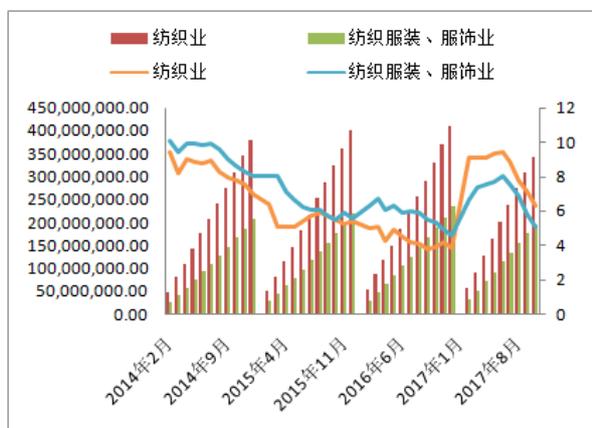


数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

主营业务收入来看，纺织业，纺织服装、服饰业均有显著增加。纺织业2017年1-10月主营业务收入累计同比增加6.3%，优于2016年全年3.9%，纺织服装、服饰业主营业务收入2017年1-10月累计同比增加5.1%，优于2016年全年4.6%。

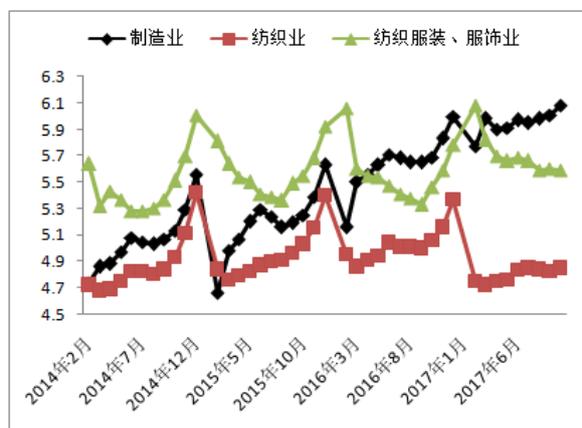
销售利润率来看，制造业稳中有升。纺织业，纺织服装、服饰业销售利润率均有显著压缩，其中纺织业2017年月均仅在4.79%左右，弱于2016年月均5.02%，纺织服装、服饰业2017年前10月平均销售利润率在5.7%，弱于2016年月均5.02%。显示其成本转嫁能力偏弱。

图4：主营业务收入累计值和累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图5：销售利润率



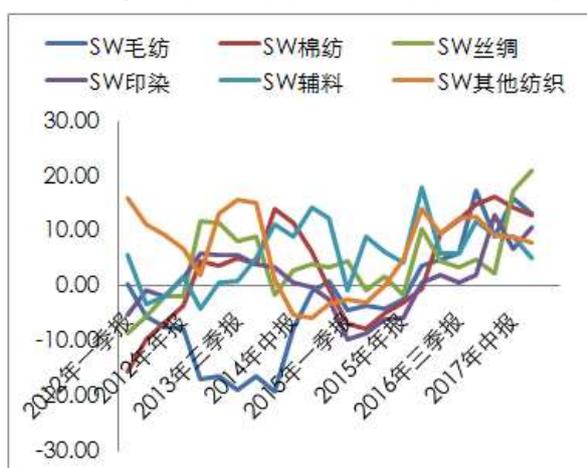
数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

## 2.2 分板块运行情况

分子行业看，2017年A股纺织服装板块整体呈现稳中向好格局，其中纺织制造板块平稳发展，服装家纺板块则有显著好转，服装家纺板块中的女装、休闲服装、家纺等子板块利润总额合计同比有显著增加，女装板块利润总额合计前三季报同比分别在110.02%、117.74%和49.92%，休闲服装板块分别在30.64%、42.98%和49.50%，家纺板块分别在24.07%、31.43%和31.96%，景气度显著改善。其中家纺主要产品是窗帘、床上用品等，其纤维用料远大于服装，对聚酯长丝及短纤产量增加有较强贡献。

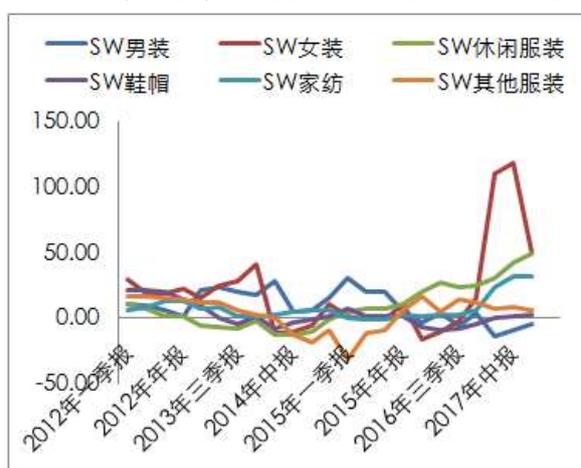
2018来看，随着人均可支配收入的上升及消费者观念的变化，中国呈现出消费升级的趋势，女装、休闲服装行业有望延续2017年景气度。而2016年跳升的商品房销售量带来了2017年家纺的高景气度，而2017年商品房同样保持较高销量，2018年家纺板块同样有望继续延续高景气度。

图 6：申万纺织制造板块利润总额合计同比



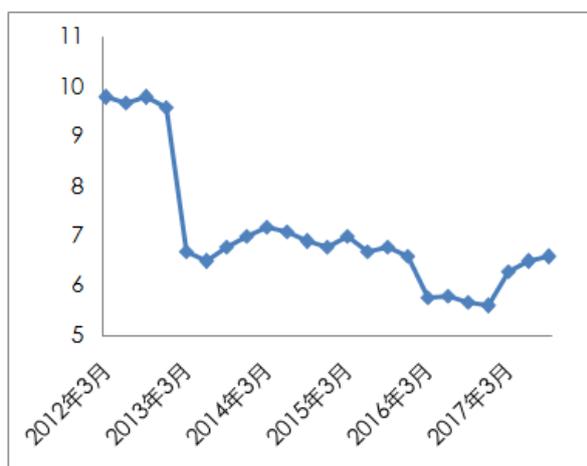
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：申万服装家纺板块利润总额合计同比



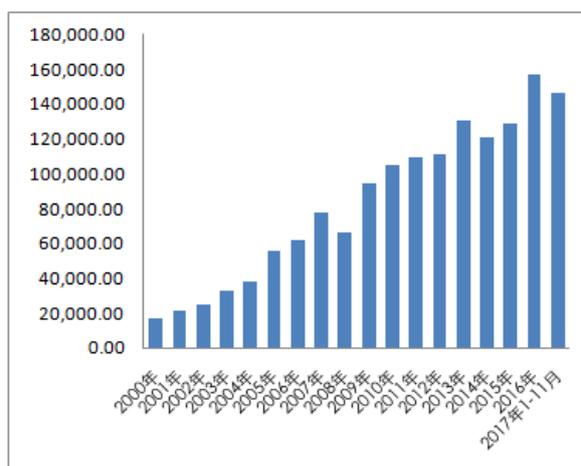
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：城镇居民人均可支配收入实际累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图 9：商品房销售面积累计值（万平方米）

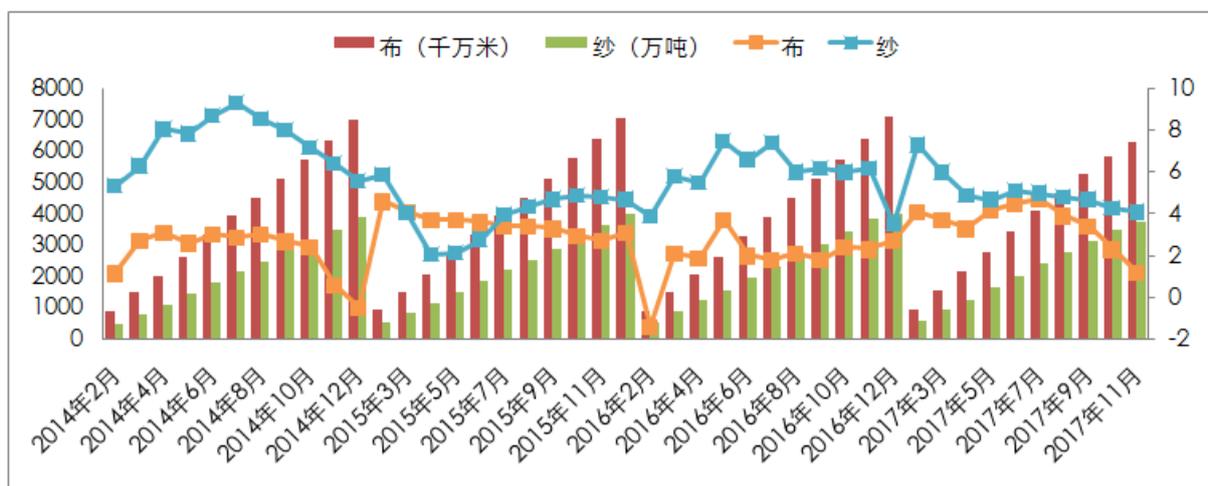


数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

### 2.3 产量及库存

中间品产量来看,布与纱的产量呈现稳中偏弱态势,布产量 2017 年 1-11 月同比仅增加 1.2%,弱于 2016 年全年 2.7% 增长。纱产量 2017 年 1-11 月同比增加 4.1%, 强于 2016 年全年 3.5% 增长。单位米布用纱量有显著增加。

图 10: 布与纱的累计产量及累计同比

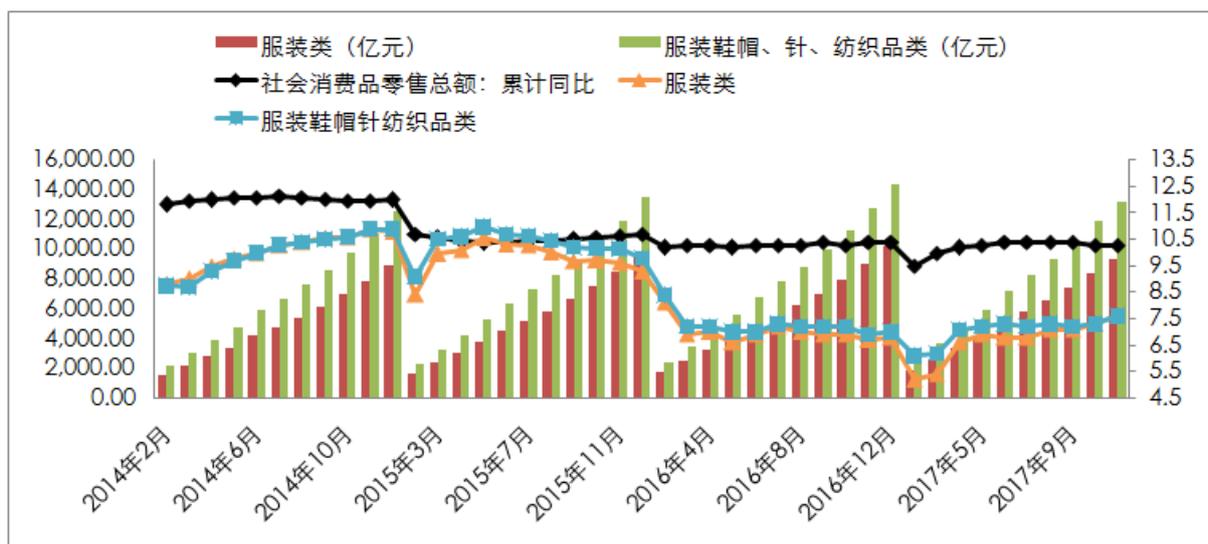


数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

### 2.4 内需

2017 年我国内需同样有一定改善, 1-11 月社会消费品零售总额同比在 10.3%, 与 2016 年全年 10.4% 相当。其中服装类限额以上零售累计值在 9357.7 亿元, 累计同比在 7.6%, 2016 年全年在 6.8%。服装鞋帽、针、纺织品限额以上零售累计值在 13252.5 亿元, 累计同比在 7.6%, 2016 年全年在 7%。

图 11: 社会消费品零售总额, 限额以上零售累计值及累计同比

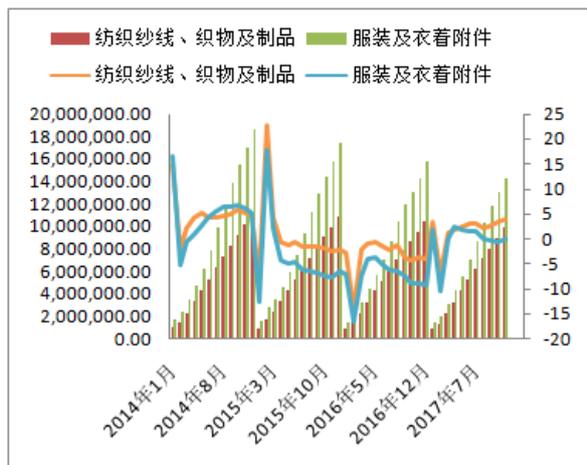


数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

## 2.5 外需

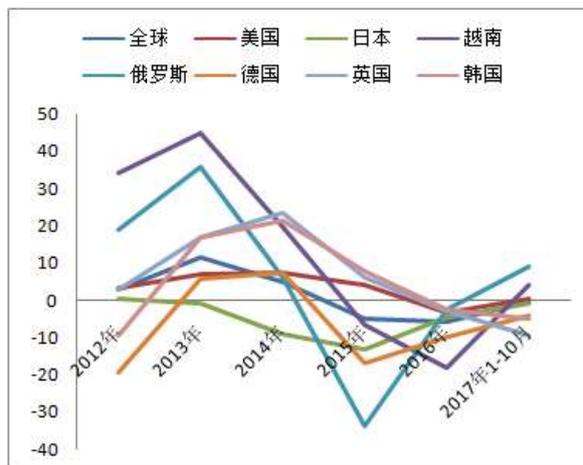
2017 年我国纺织品服装出口在人民币升值的大环境下显著改善，扭转了连续两年的下降趋势，得益于海外经济复苏。2017 年 1-11 月，全国纺织品服装累计出口总额 2432.57 亿美元，累计同比在 1.57%。其中，纺织品累计出口总额 997.86 亿美元，同比增长 4.02%，2016 年全年同比在 -4.1%。服装累计出口总额 1434.71 亿美元，累计同比在 -0.07%，2016 年全年在 -9.4%。

图 12：出口金额累计值与累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图 13：纺织品服装出口金额同比（分国别）



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

图 14：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 3. 聚酯

受消费品内需、外需全面回暖影响，2017 年聚酯行业实现了显著的景气度改善，各工厂全年高负荷运行，产量水平较 2016 年有明显增加，库存水平显著下降，盈利水平也大幅提升，企业利润增加也激发了企业的投资需求，2017 年聚酯产能增速实现高增长。2018 年来看，终端纺织业及纺织服装业延续高景气度，聚酯工厂盈利水平有望维持高水平，产能预计将进一步增长，约 9% 左右，带来近 400 万吨的 PTA 直接需求。此外，随着环保政策的趋严，2018 年再生聚酯的进口禁令实施，能带来近 200 万吨的原生聚酯替代性需求，有利于聚酯高负荷延续，带来约 180 万吨 PTA 的直接需求。

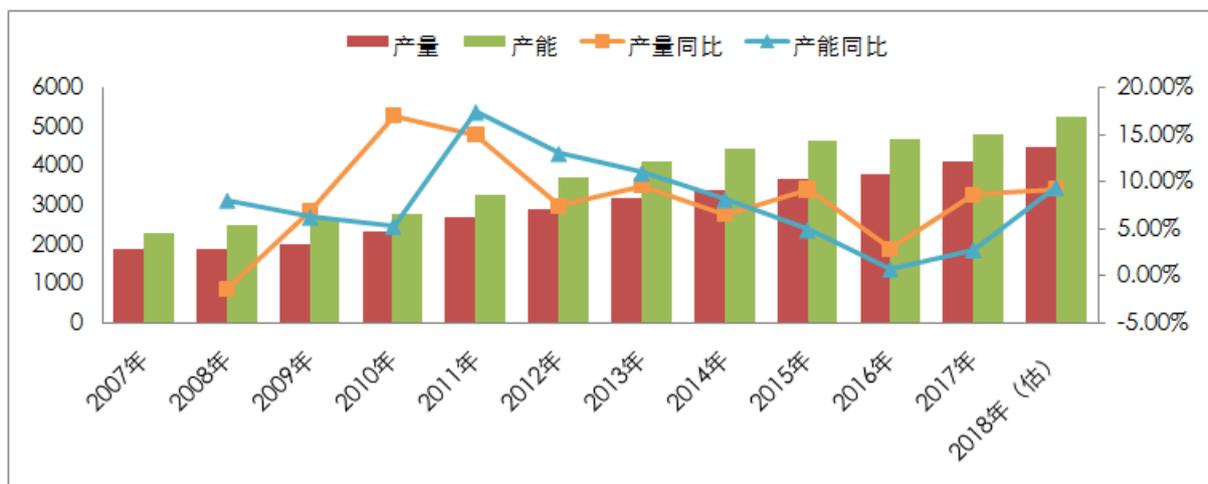
### 3.1 产能产量及库存

自 2011 年开始，随着行业饱和度提升，我国聚酯行业产能增速逐年下滑，产量增速同样下滑，在 2015 年后，随着国家推行“三去一降一补”，落后产能淘汰，行业逐步走出微利低谷，2017 年实现产能与产量的双增长，增量主要贡献来自于长丝及短纤，瓶片则呈现稳步增长。2017 年估计全年聚酯产量在 4119 万吨，同比增长 8.62%，产能在 4825 万吨，同比增长 2.81%。

2018 年目前来看，或有约 455 万吨产能增长，其中长丝及短纤计划 341 万吨，瓶片在 110 万吨，从终端表现来看，纺织业和纺织服装、服饰业的高景气或使长丝及短纤产能较快投产。按 85% 年均负荷估计，2018 年聚酯产量约在 4500 万吨，同比增速在 9% 左右。

库存水平上，受制于 2016 年低产能增长 (0.75%)，在 2017 年纺织业及纺织服装、服饰业回暖过程中聚酯行业表现出供不应求态势，尽管年初因春节累库，库存达到较高水平，但终端需求回暖，使库存水平持续走低，三季度持续在历史偏低水平运行，行业整体去库存为主。四季度末，随着需求季节性转弱，行业重新累库，目前来看同比 2016 年库存稍高，但低于 2014 年及 2015 年。

图 15: 聚酯产能及产量 (万吨)



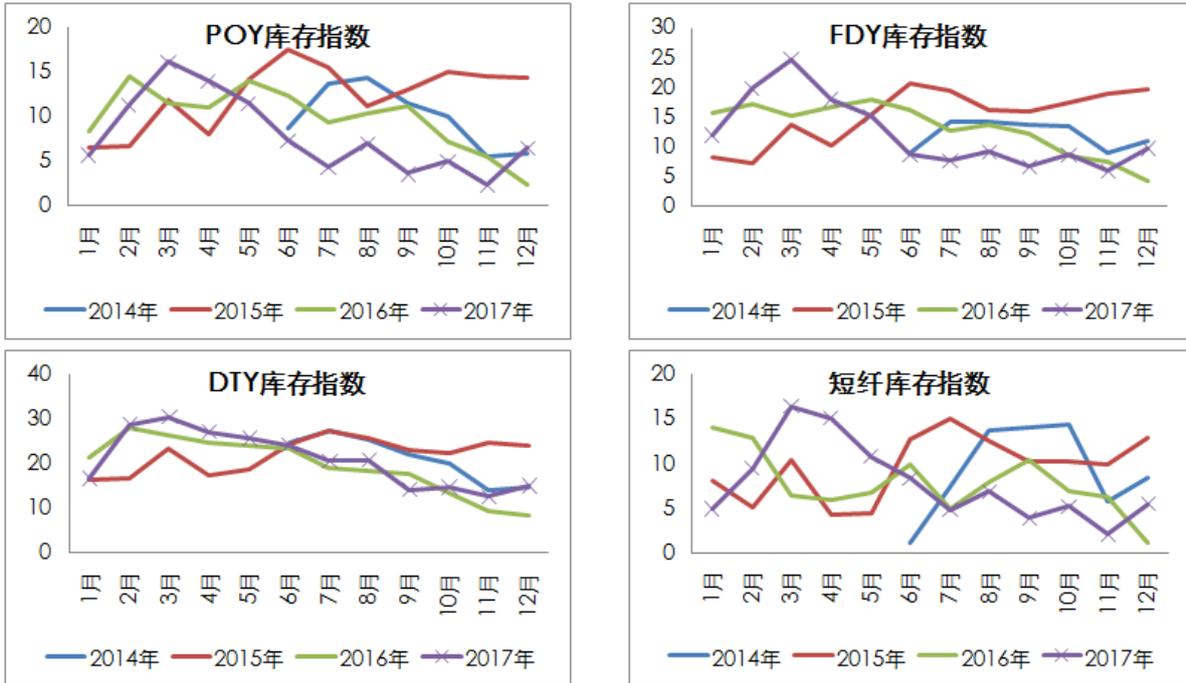
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

表 1: 2018 年潜在聚酯投产产能 (万吨)

长丝	恒邦三期	30	瓶片	三房巷	50
	福建经纬	20		澄星二期	60
嘉兴石化	30	短纤	仪征化纤	10	
福建百宏	25		蓝孔雀	6	
新风鸣	60		汇维仕	6	
盛虹国望	25		大发	9	
恒腾三期	60		汇鑫浩特	2	
福建山力	30		绿宇	20	
吴江立新	8		聚合	新风鸣	4

数据来源: 新闻资料, 兴证期货研发部

图 16: 库存可用天数 (天)

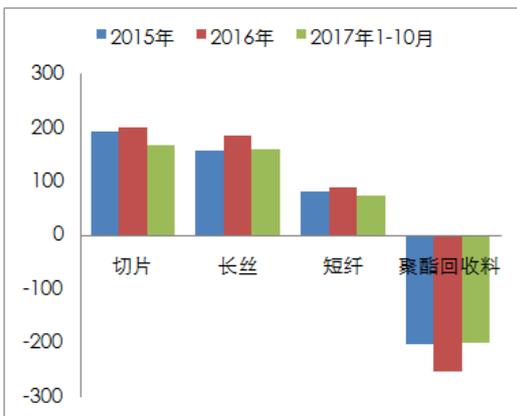


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

### 3.2 进出口

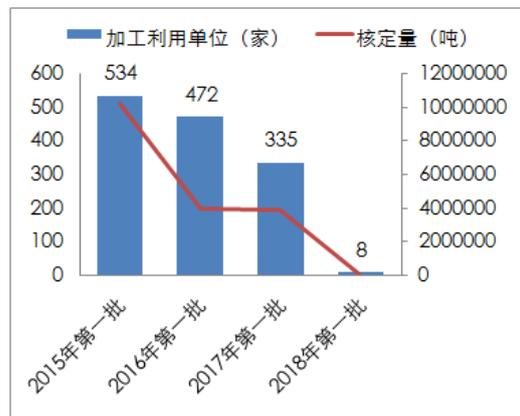
进出口方面, 我国聚酯行业维持稳定运行, 2017年1-10月, 聚酯切片(含瓶片和切片)、长丝、短纤累计净出口在167.51、159.54和72.51万吨, 同比基本持平。聚酯回收料2017年1-10月累计净进口201万吨, 2016年全年净进口253万吨。2018年我国将实行限制外来垃圾的进口政策, 聚酯回收料净进口预计将减少约200万吨, 在国内回收体系尚未建立前, 这部分回收料或以原生聚酯料替代。从环保部公布的2018年第一批固废批文来看, 废塑料仅获取批文0.56万吨, 同比2017年第一批148.6万吨有显著下降。

图 17: 聚酯净出口 (万吨)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 18: 固废批文

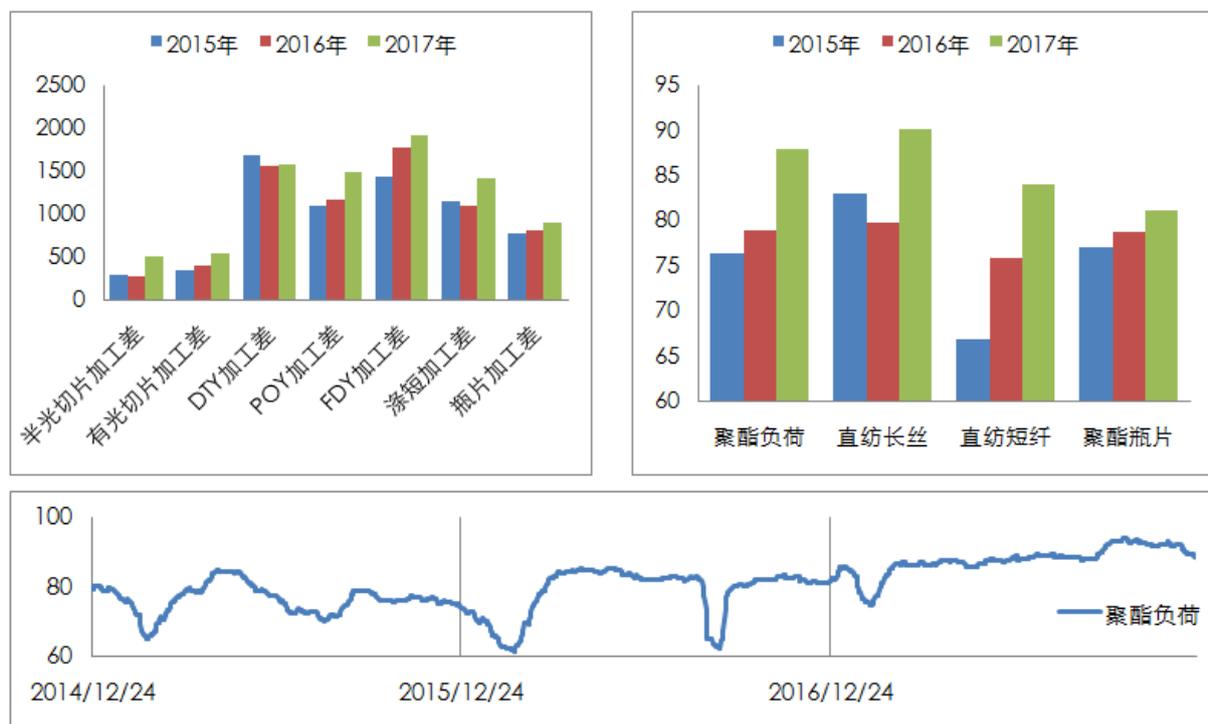


数据来源: 环保部, 兴证期货研发部

### 3.3 盈利水平

盈利水平来看，聚酯行业延续 2016 年的复苏态势，以高加工差步入 2017 年，尽管在二季度，受原油等大宗商品集体回调影响下，各产品加工差有所压缩，但进入下半年，盈利水平显著抬升，半光切片、有光切片、POY、FDY、涤短等产品年均加工差均有显著提升，DTY 及瓶片涨幅略显不足。

图 19: 加工差 (元/吨) 与负荷 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

## 4. PTA

纺织业和纺织服装、服饰业的回暖，带动 PTA-聚酯行业景气度回升，PTA 年均负荷、加工差均有显著提升，库存水平持续去化。2018 年，随着纺织业和纺织服装、服饰业景气度的延续，聚酯有望延续高负荷运行，PTA 需求预期将进一步增加，而 PTA 自身产能增长有限，同时期初库存在较低水平，供求关系或进一步好转，但受制于产能基数较高，若装置平稳运行，供求关系更多呈现供略小于求的情况，加工差预计较 2017 年进一步抬升。

### 4.1 产能产量与库存

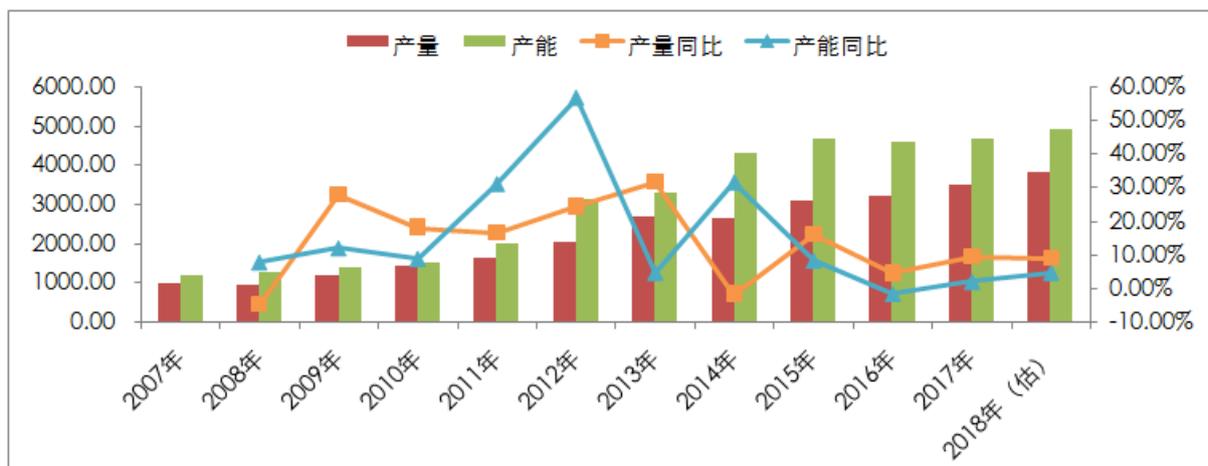
2017 年，我国 PTA 名义产能仍呈低速增长，仅增长 1.95%，来自于前期退出装置蓬威石化的重启，但产量则有显著增长，主要受利于纺织业和纺织服装、服饰业的回暖。PTA 行业年均负荷在 75%，同比上升约 5%，剔除约 1005 万吨长停装置后，年均负荷率约在 95%，同比上升约 6%，尽管受制于意外、台风等影响，但有效负荷已接近至满负荷。全年产量约在 3528 万吨，同比增长 9.36%。

尽管 PTA 产量保持高增长，但同样高增长的聚酯产量，以及稳定的其它领域消费，使得全

年 PTA 呈现供不应求的态势，开春后社会库存持续走低，三四季度接连出现货源紧张现象，四季度期货交割库几无实物库存，基差由负转正，2017 年 PTA 社会期末库存估计仅在 50 万吨上下。

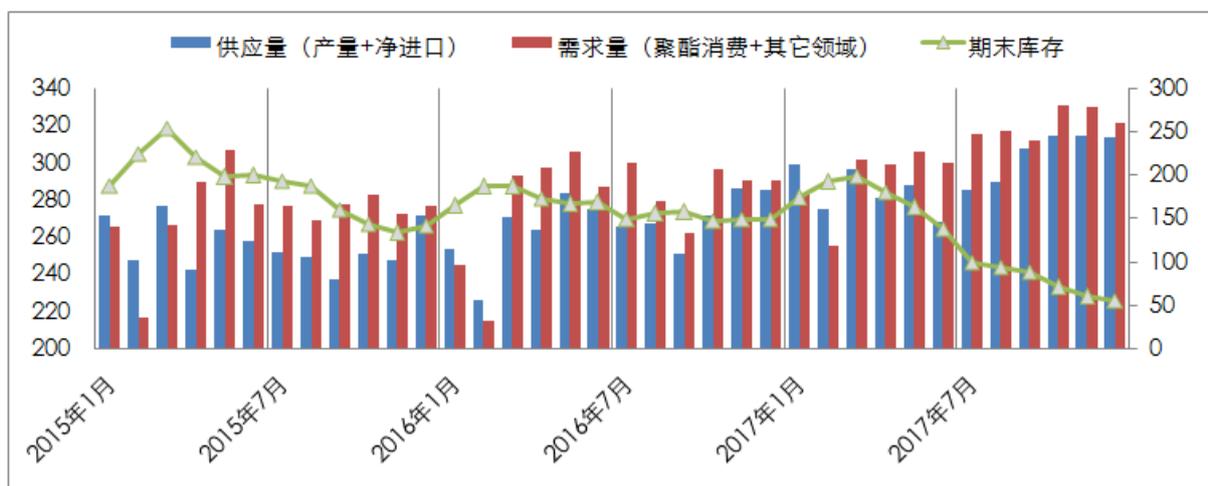
2018 年，PTA 产能增速将略有上升，预计在 4% 左右，来自于桐昆嘉兴二期 220 万吨装置的投产。在纺织业及纺织服装、服饰业景气度的延续背景下，随着华彬石化、翔鹭石化两套长停装置的复产，PTA 年均负荷预计进一步提升，预计在 80% 附近，产量预计在 3900 万吨左右，同比或增长 11%。

图 20: PTA 产能及产量 (万吨)



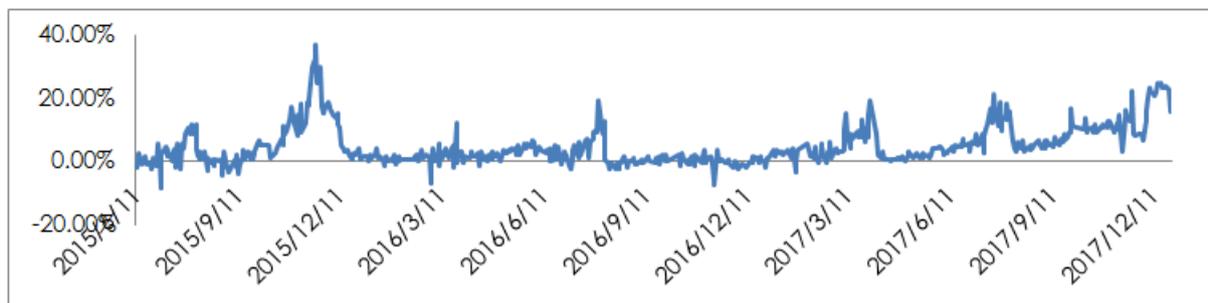
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 21: PTA 月度供需平衡表 (万吨)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 22: 便利收益率 (%)



数据来源: 兴证期货研发部

## 4.2 加工费

原料成本来看, 尽管上半年 PX 供应因集中检修而有所收缩, 价格有所提升, 但二季度 PTA 环节连续意外故障, 抵消了 PX 供应减少的情况, 此外年初“萨德”事件也促进中石化等企业转产 PX, 以及在人民币升值的大背景下, PX 全年供应较为充足, 国内社会库存持续积累, PX 价格随原油回落至低谷后, 维持窄幅波动。

对比而言, PTA 价格则受利于行业景气度提升, 以及库存去化后的货源紧张现象, 下半年价格时有上涨, 保持强势, 年均加工差 650 元/吨左右, 上半年在 400 元/吨左右, 下半年在 800 元/吨左右, 较 2015、2016 年有显著好转, 但由于 2017 年醋酸等辅料的价格上涨, 此加工差仍然只能使大部分企业维持现金流, 没有显著利润。

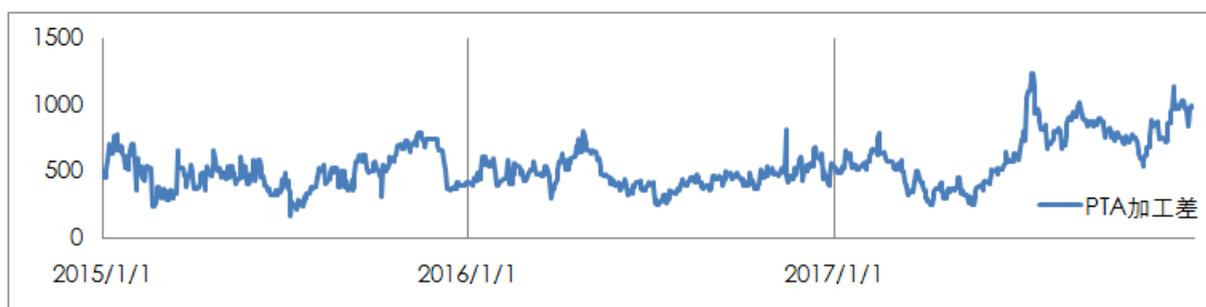
2018 年来看, 预计随着纺织业及纺织服装、服饰业景气度延续, 以及 CPI 向 PPI 回归, PTA-聚酯-终端产业链利润将有所扩大, 其中 PTA 加工差在行业集中度高、产能增速小、期初库存低的背景下, 有望摆脱沉重的套保压力, 走出自 2013 年以来的低谷, 预计年均加工差重心将上抬至 800 元/吨。

图 23: PTA 负荷 (%) 及 PTA 年均加工差 (元/吨)



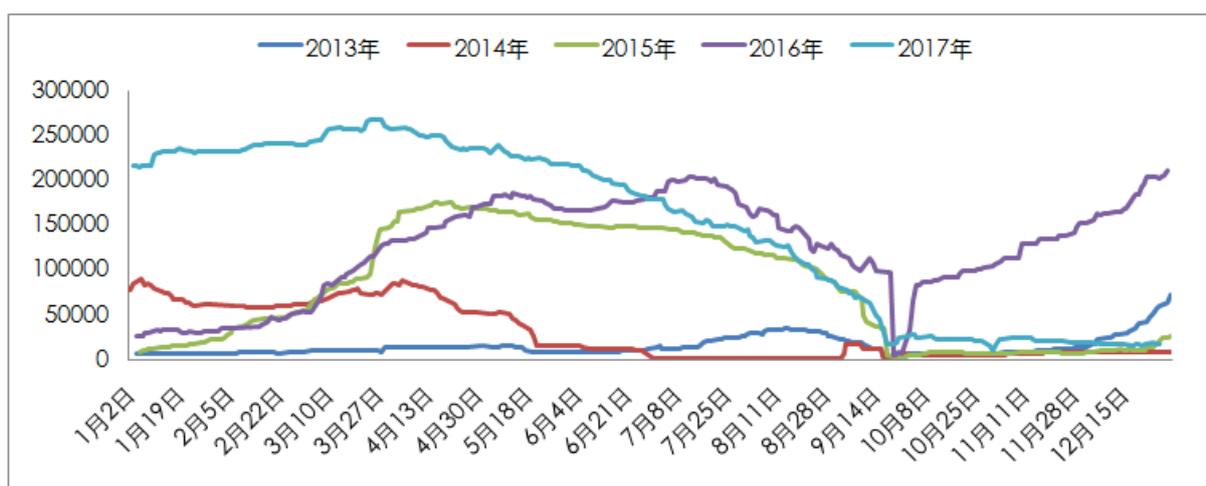
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 24:PTA 加工差走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 仓单数量 (张) 季节图



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

## 5.原油及 PX

### 5.1 原油

2017 年原油价格先弱后期, 仍受利于 OPEC 减产协议, 以及年中飓风导致油田关闭, 全年供给小幅低于需求。供给来看, OPEC 仍坚定执行限产计划, 将产量控制在 3250 万桶/天左右, 而非 OPEC 产量则有约 2% 上升, 主要来自美国页岩油的增产。需求一侧表现较为稳定, 中国仍有 5% 的原油需求增长, 印度同样保持在 2%。

2018 年在海内外经济延续复苏, 原油需求稳定增长的背景下, 油价关注点仍是美国的产量增长以及 OPEC 的减产执行率, 从供需平衡表来看, 即使 OPEC 坚持减产, 但随着美国产量逐步增加, 2018 年整体产量水平将有较大增加, 全球原油供求格局将转向供过于求。

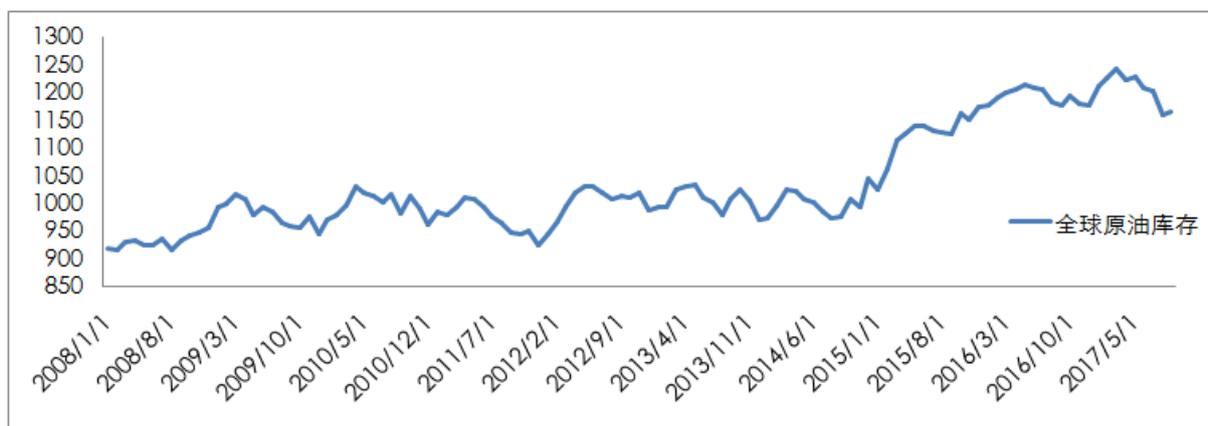
从美国页岩油潜在投放井数量来看, 页岩油产量增速仍然将保持在较高水平, 突破 1000 万桶/天概率较大, 届时油价将有一定回落, 但 2017 年在 OPEC 减产协议下, 全球库存水平得到去化, 相对而言向下空间不大, 另外委内瑞拉原油产量缩减以及北海管道大面积检修的可能, 也会在 2018 年对原油价格起到支撑。对原油价格判断企稳在 50-70 美元/桶。

表 2：全球原油供需平衡表（百万桶/天）

		2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
供应	非OPEC	57.7	56.7	57.2	57.9	57.7	57.8	58.1	58.6	58.8	59.3	59.8	60
	OPEC原油	32.3	32.5	32.9	33.4	32.1	32.3	32.7	<b>32.2</b>	<b>32.3</b>	<b>32.3</b>	<b>32.7</b>	<b>32.6</b>
	OPECNGLs	6.6	6.8	6.9	6.8	6.8	6.9	7	6.9	7	7.1	7.1	7.1
	全球	96.6	96.1	96.9	98.2	96.6	97	97.8	<b>97.7</b>	<b>98.1</b>	<b>98.7</b>	<b>99.6</b>	<b>99.7</b>
需求	美国50州	19.54	19.5	19.94	19.77	19.49	20.01	19.87	19.99	19.69	20.02	20.2	20.08
	法德意英西	8.09	8.14	8.34	8.21	8.24	8.28	8.42	8.22	8.14	8.21	8.43	8.26
	中国	11.8	12.07	11.63	11.91	12.48	12.64	12.2	12.32	12.81	12.86	12.52	12.78
	印度	4.65	4.6	4.39	4.55	4.6	4.73	4.47	4.79	4.9	4.99	4.73	5.09
	全球	95.41	95.63	96.7	96.76	96.57	97.82	98	98.2	97.88	98.72	99.41	99.71
库存变化	全球	1.19	0.47	0.2	1.44	0.03	-0.82	-0.2	0.22	-0.02	0.19	-0.01	

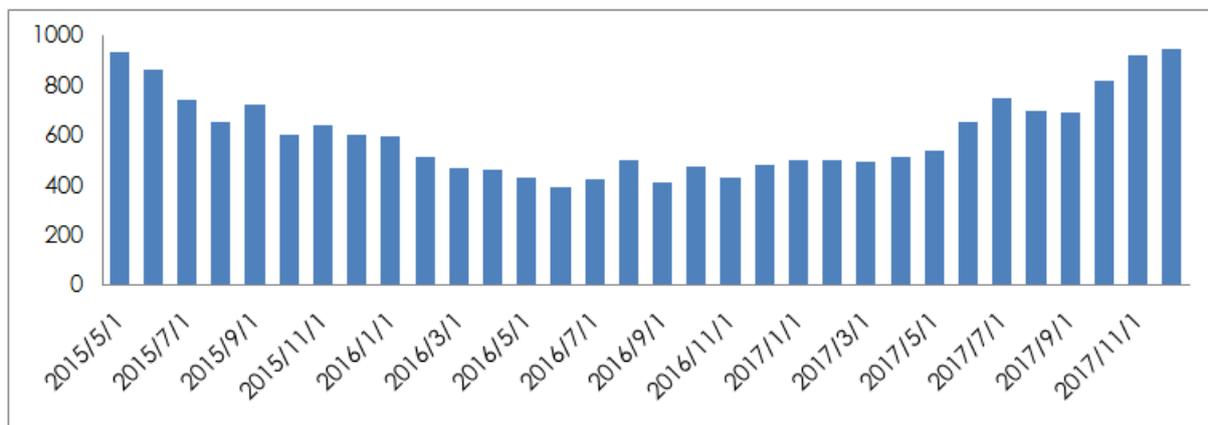
数据来源：IEA，兴证期货研发部

图 26：全球原油库存（百万桶）



数据来源：IEA，兴证期货研发部

图 27：美国当月尚未投产跟延期投产的水平井数量总计



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

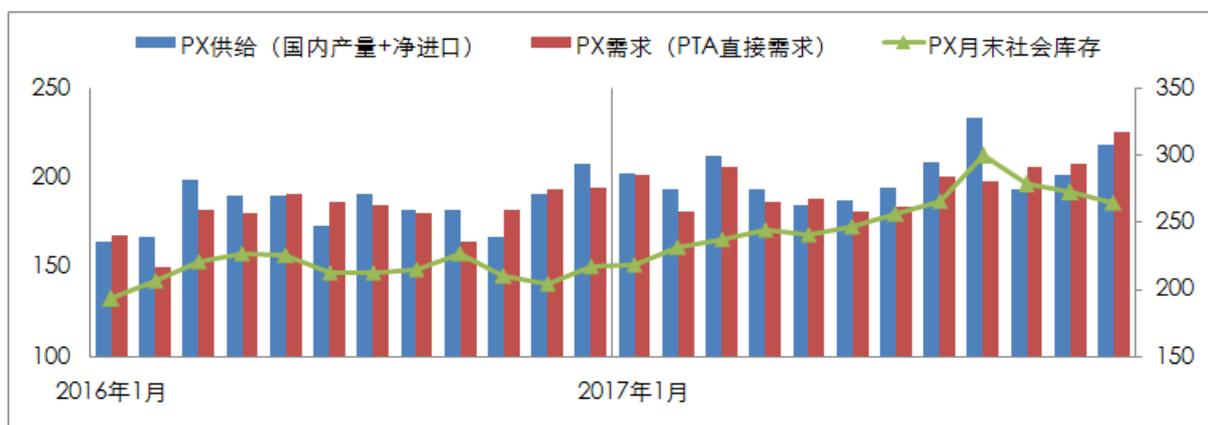
## 5.2 PX

2017 年国内 PX 全年供大于求，主要因上半年 PTA 装置意外故障较多，需求减弱，全年社会库存持续上升，绝对价格随原油波动，而 PX-石脑油加工差则大幅压缩，全年大部分时间在 350 美元/吨下方运行，相对而言，石脑油-原油则相对走强，从产业链角度来看 PX 全年处于弱势，加工差仅略微使工厂有正现金流。

2017 年全年国内产量在 1013.8 万吨左右，同比增长在 4%左右，净进口量在 1410.3 万吨，同比增长 14%左右，总供应量同比增长 10%左右。

2018 年来看，随着下游 PTA 新旧装置的重启，按 PTA 产量增加 11%至 3900 万吨估计，对 PX 产量需求在 2600 万吨，对应 PX 总供应量 7%的增速，从 2018 年 PX 潜在新增产能来看，该增速弱于 PX 产能预期增速，再考虑到 2018 年 PX 期初库存在较高水平，2018 年全年 PX 或仍呈现弱势震荡水平，但 PX 加工差已经处于较低水平，再度压缩空间较为有限，在产能投产弱于预期以及工厂降负情况下，2018 年 PX 价格及加工差有适度反弹空间。

图 28: PX 月度供需平衡表 (万吨)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 29: PX 加工差与石脑油加工差 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: PX 未来待投放产能 (万吨)

时间	国家	公司	产能	时间	国家	公司	产能
2017	印度	信赖	220	2018年后	中国	浙江石化	400
2018	沙特	阿美	134		中国	中金石化	160
	越南	出光JV	70		中国	恒力石化	240
	中国	腾龙芳烃	160		中国	盛虹石化	160
	中国	海南炼化2期	100		中国	恒逸石化	150
	中国	恒逸石化	150				

数据来源：新闻资料，兴证期货研发部

## 6.策略建议及风险提示

策略上，2018 年 PTA 供需结构预期平衡略紧，仍可逢低入多单边。而库存水平偏低下，若出现装置集中检修，仍有货源偏紧可能发生，可积极介入近远月正套。此外，目前 PTA/原油处于区间低位运行，随着原油期货上市，可积极在 PTA 加工差回落至 600 元/吨时介入 PTA/原油多头组合。

风险点上，1.国内宏观经济再度下行带动商品整体回落。2.美国及 OPEC 异动带动原油大幅回落。

图 30: PTA 加工差 (元/吨) 与 PTA/原油



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 油脂供应充足，维持区间震荡

2018年1月2日 星期二

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

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

2017年以来，豆油的期货价格基本呈现震荡走低的行情，上半年由于南美大豆大幅增产打压价格走低；下半年随着美豆丰产并创出历史新高，国内豆油库存持续攀升，导致豆油弱势反弹后继续大幅杀跌；棕榈油上半年由6300元/吨大幅下跌到5000元/吨的水平，春节后，国内油脂的消费进入淡季，受豆油和菜籽油的竞争，棕榈油的需求大幅萎缩，成交也持续走软，导致价格承压下挫；下半年，棕榈油的产量开始出现同比大幅增加，国内外库存也逐步开始累加，给价格带来压力；11月以后，印度提高油脂的进口关税，对棕榈油的需求形成压力，导致棕榈油价格再次震荡走低，整个2017年度，棕榈油价格的下跌幅度相对较大。

#### ● 后市展望及策略建议

2018年度，豆油可能会维持区间震荡的行情；供应方面，巴西和阿根廷的产量可能会受天气的影响出现减产，这对豆油的价格利好；需求方面，原油价格的上涨预期较为确定，会带动豆油的生物柴油需求用量，进而带动价格的上涨；但目前宽松的库存可能仍需要很长时间消化，因此，豆油维持5500-7000元/吨区间震荡的概率较大。

2018年棕榈油也将维持区间震荡的走势，由于单产将恢复到趋势性水平，意味着棕榈油的总产量将大幅增加，导致棕榈油供求紧张的局面逆转。在需求转差的背景下，棕榈油的价格走低才可能抢回被豆油和菜籽油挤占的份额，因此随着棕榈油供求的逐步宽松，价格的下滑可能更加快速或价格上涨相对更乏力，棕榈油和其他油脂的价差套利存在机会。

操作上，棕榈油将维持5000—6500元/吨的区间震荡，建议投资者密切关注供求情况进行操作。

## 1.豆油行情回顾

图 1：豆油指数走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

如上图豆油指数走势所示，2017 年豆油价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 4 月底，豆油成交量大幅增加，价格也出现了大幅走低，由年初的 7200 元/吨下跌到 5800 元/吨的水平；第二阶段从 5 月持续到 9 月，豆油整体出现弱势反弹的行情，价格由 5700 元/吨缓慢上行至 6450 元/吨；第三阶段，10 月到年末，随着油厂开工率持续创出新高，豆油的期末库存不断增加并创出历史新高，导致豆油大幅下挫，截止年末，豆油的跌势也未见转势。

从基本面情况来看，2017 年年初，全球的大豆的供应尤其是巴西大豆的种植面积和产量均出现了大幅增加，奠定了豆类供求宽松的局面；尽管阿根廷大豆的种植面积有所减小且有拉尼娜天气的预期，但后期良好的天气使阿根廷大豆的单产维持高位，总产量同比不减反增，给豆价带来压力。另外，美国大豆种植面积大幅跳增，市场对远期大豆供应压力担忧，导致了年初豆油出现了大幅下行。5 月以后，美豆种植面积的利空影响结束，市场关注天气的炒作，美国主产区偏干旱的天气令市场对单产产生了忧虑，这支撑豆油弱势震荡反弹；但随着种植期的逐步结束，单产情况逐步明朗，尽管单产有所下滑，但美豆丰产的压力再度给豆油价格带来了下跌动力，使得豆油自 10 月以来出现大幅下挫。尽管年底是我国的传统豆油的消费旺季，但国内大豆压榨企业开工率维持超高水平以满足市场旺盛的豆粕需求，豆油的消费则显得萎靡，库存也不断创出历史新高，进而打压豆油价格。此外，印度大幅提高油脂的进口关税，制约了后期整体油脂的需求，也对豆油价格有很大的压力。因此，整体豆油延续震荡偏弱的状态。

## 2.豆油基本面分析

### 2.1 全球大豆豆油供应分析

大豆主要用于压榨，压榨的副产品包括豆粕和豆油。大豆的供应水平基本决定了豆油的供应水平。全球大豆的主产国包括美国、巴西和阿根廷。由于土地的种植存在机会成本，农民选择种植何种农产品取决于不同作物的比较收益。三个主要的大豆生产国的农民基本是在大豆和玉米之间做出种植的选择。如图 2 所示，为 CBOT 大豆主力连续合约与玉米主力连续合约的比价。近十年来，二者的均衡比价在 2.4 左右，即当大豆对玉米的比价达到 2.4 时，种植大豆和玉米的效益基本相同。从 2017 年 9 月巴西大豆种植期以来，二者的比价就维持在 2.7 以上的水平，这无疑会刺激巴西豆农增加大豆的种植面积。阿根廷的情况有点特殊，由于大豆的出口关税远高于玉米，导致农民种植玉米的相对收益更高，使得阿根廷农民种植大豆的积极性不高，种植面积可能小幅下调；从比价来看，明年美国农民选择种植大豆的积极性仍旧较高，美国大豆的种植面积可能会继续大幅增加，目前部分机构也已经给出了增加的预期。从供应的角度看，我们认为，巴西大豆的种植面积出现增加，2018 年美国大豆的种植面积也可能继续增加，阿根廷大豆的种植面积可能出现下调，但幅度不大，因此，2018 年全球大豆的种植面积可能会继续增加这无疑会给豆类油脂的价格带来一定的压力。

图 2：国际大豆玉米比价

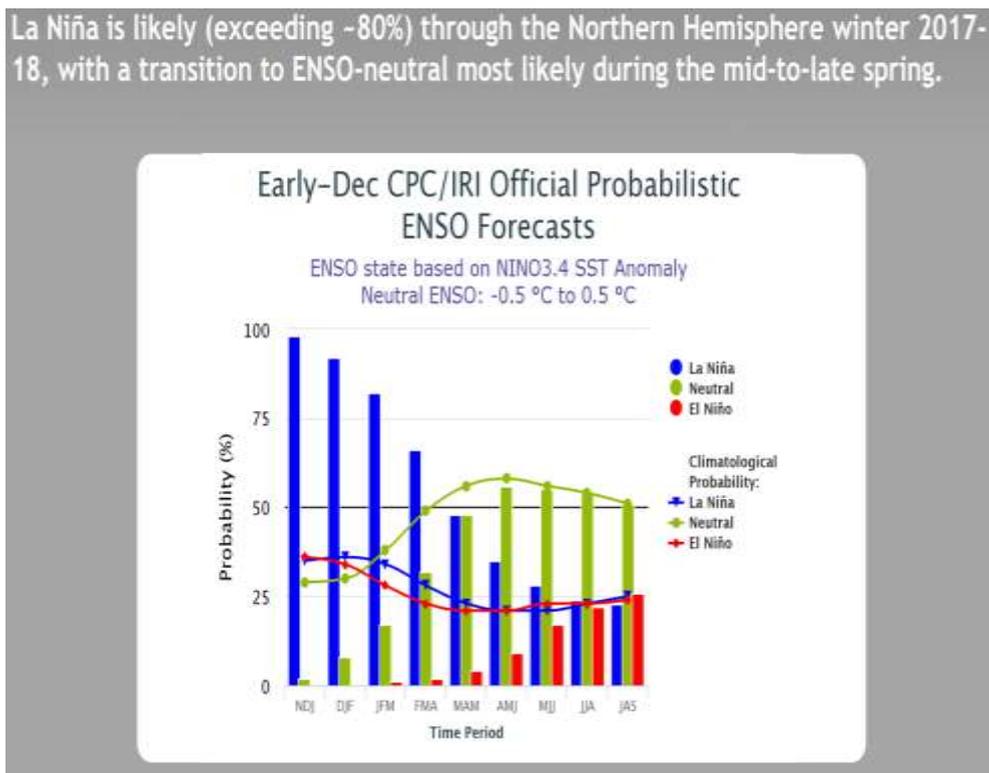


数据来源：博弈大师，兴证期货研发部

全球大豆的产量可以分解成两个部分：第一是种植面积；第二是单产。种植面积主要取决于农产品的种植效益。从目前的情况来看，巴西的大豆种植面积较去年增加 3%--5%；阿根廷大豆种植面积可能会由于出口关税较高原因出现继续减少的状况。美国大豆的种植面积可能也将继续大幅增加。

单产的情况更主要的是取决于天气，尤其是在大豆关键的开花、灌浆、结荚期的天气情况。从整体的气候角度来看，2017 年年末，全球已经出现了中度的拉尼娜现象，且持续到 2018 年 3 月的概率非常高，如下图所示。

图 3：拉尼娜气候发生概率



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

从 2017 年 10 月巴西大豆种植期开始，部分大豆主产区的降雨较往年偏少，导致了巴西大豆的种植有所拖延，甚至改种的情况；阿根廷大豆主产区的降雨同样不容乐观，自 2017 年 11 月开始，大豆的种植已经出现了大幅的延迟，这也导致了市场对阿根廷大豆产量的担忧。尽管 2017 年 12 月以来，阿根廷大豆主产区出现有利降雨，使得种植速度有所提高，但市场对后期大豆进入关键生长期的天气仍旧有很大担忧。因此，今年的气候可能给南美大豆的产量造成较大影响，这将成为市场关注的焦点。目前根据美国农业部的预期，2018 年巴西大豆的产量可能达到 1.08 亿吨，较去年的 1.14 亿吨减少 600 万吨；阿根廷的产量可能达到 5700 万吨，较去年 5780 万吨减少 80 万吨。由于后期天气变差的可能性较大，笔者倾向于认为后期南美洲大豆的产量可能会降低。按照 USDA 公布的预测数据，2017/18 年美国大豆产量达到 1.204 亿吨(已经收割)，较去年增加 352 万吨，全球大豆的供给将略有下降，由 2016/17 年度的 3.51 亿吨下降到 2017/18 年度 3.48 亿吨。当然，在种植面积增加较为确定的情况下，我们认为气候的影响将至关重要，因此需要关注大豆关键生长期的天气尤其是降雨量的情况。

## 2.2 全球大豆豆油需求情况分析

### 2.2.1 豆油的食用需求

全球豆油主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。而食用需求增幅相对较平缓，目前整个发达国家对豆油的需求基本饱和，食用需求的增加幅度不会太大。根据美国农业部的预测，发展中国家的中国仍旧是豆油食用需求增加的主要国家，由 2017 年的 1635 万吨增加到 2018 年的 1740 万吨，增加 100 万吨，增幅接近 6.5%；而同样是人口大国的印度，近年来豆油食用消费增加的幅度却仍旧较低，由 2017 年的 540 万吨增加到 2018 年的 560 万吨，增量只有 20 万吨，增幅接近 3.7%。2017 年年末以来，为了保护本国豆农的利益，印度大幅提高了油脂的进口关税，这必然会制约对豆油的消费，因此全球豆油在食用方面的需求增幅相对有限，增幅可能维持在 3%--5% 的区间。

### 2.2.2 豆油的生物柴油需求

从全球的角度来看，植物油的生物柴油需求都面临着同样的窘境，即行业开工率较低，主要依靠政府的补贴或法律法规的强制性执行而维持运转。大豆主产国政府的政策，对生物柴油的产量至关重要，进而给植物油的需求带来很大影响，因此需要关注。

全球以豆油为原料生产生物柴油的国家主要是美国、巴西和阿根廷；欧盟 28 国生物柴油的原料包括菜籽油、棕榈油及豆油等，马来西亚和印度尼西亚均以棕榈油为原料生产生物柴油。

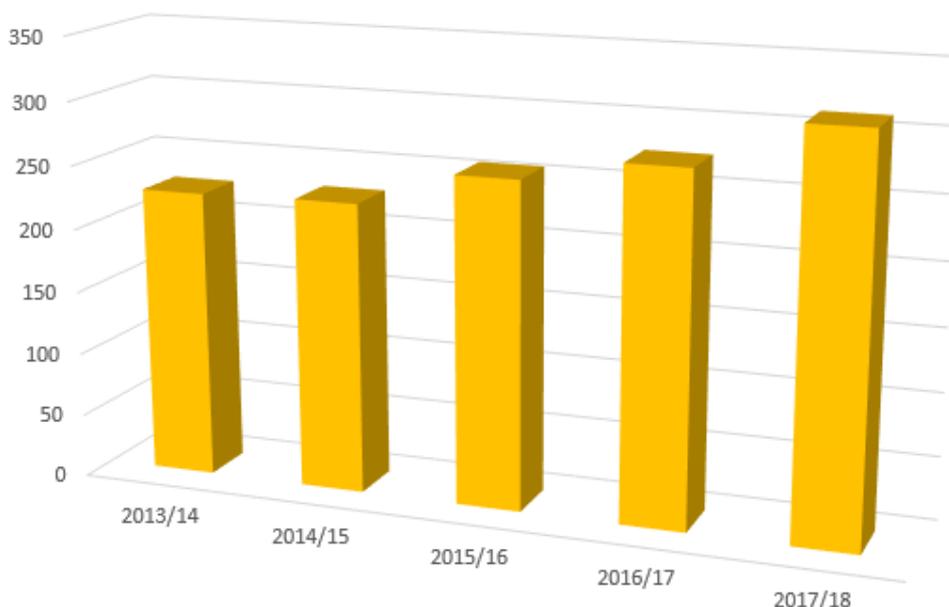
图 4：美国可再生燃料强制标准

	2015年	2016年	2017年	2018年	增幅
总体用量	16.93	18.11	19.28	19.29	0.1%
常规生物柴油燃料	14.05	14.5	15	15	0.0%
高级生物柴油燃料	2.88	3.61	4.28	4.29	0.2%
生物质基柴油	1.73	1.9	2	2.1	4.8%
纤维素生物燃料	0.12	0.23	0.31	0.29	-6.9%
其他	0.17	0.53	0.97	0.85	-14.1%

数据来源：美国环保局，兴证期货研发部

从美国的情况来看，2018 年强制标准要求掺入更多生物燃料，根据美国环保局 11 月 30 日公布的最终决议：2018 年美国生物燃料强制掺混用量达到 192.9 亿加仑，略高于 2017 年水平，较今年早些时候的计划提高了 5000 万加仑。2018 年掺混目标包括使用 150 亿加仑常规生物燃料，以及 42.9 亿加仑高级生物燃料。生物质基柴油掺混用量约 21 亿加仑，比去年增加约 4.8%，可能提高豆油等油脂的需求量。纤维素乙醇使用量将比计划高出 500 万加仑，达到 2.9 亿加仑。2018 年其他高级生物燃料掺混目标仍维持 8.5 亿加仑初始计划不变，较今年记录减少 1.2 亿加仑。

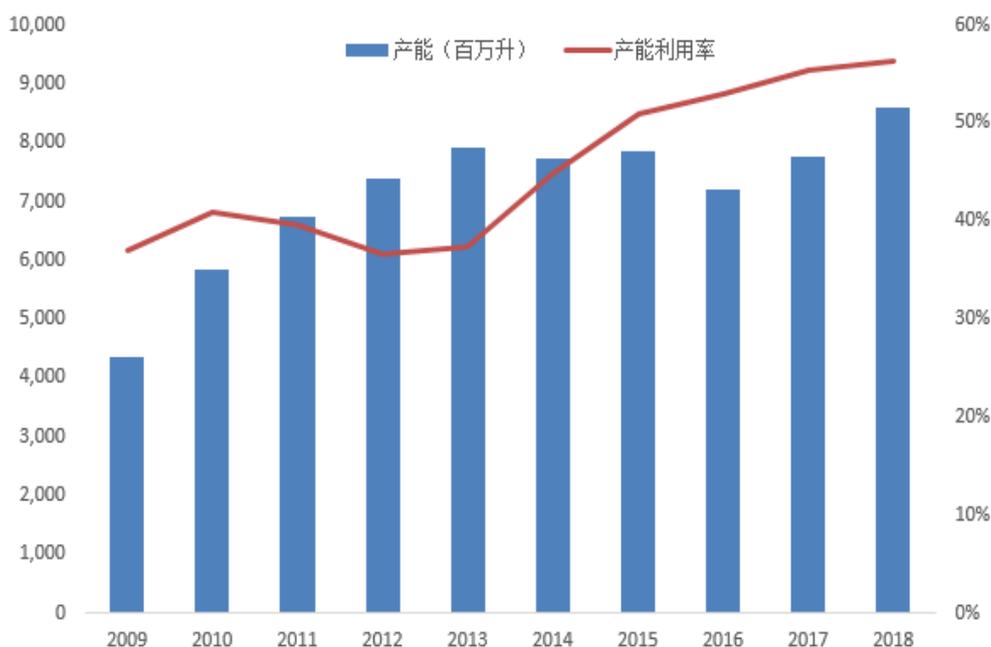
图 5：美国用于生物柴油的豆油用量



数据来源：油世界，兴证期货研发部

在美国，近几年豆油用于生物柴油的量占总需求的比重由 22% 提高到 30%；从生物柴油行业来看，豆油是生物柴油的主要原料，约占 50%--55%，其他原料包括菜籽油、牛油、回收油等。根据油世界的预测，2017/18 年度，美国用于生物柴油的豆油用量可能达到 312 万吨，较 2017 年的 275 万吨大幅增加 37 万吨，增幅达到 11.3%。由于美国对阿根廷生物柴油进口征收高额的反倾销关税，预期美国生物柴油的产量可能会高于预测。目前美国生物柴油的产能利用率达到 73% 的水平，还有上升的空间。

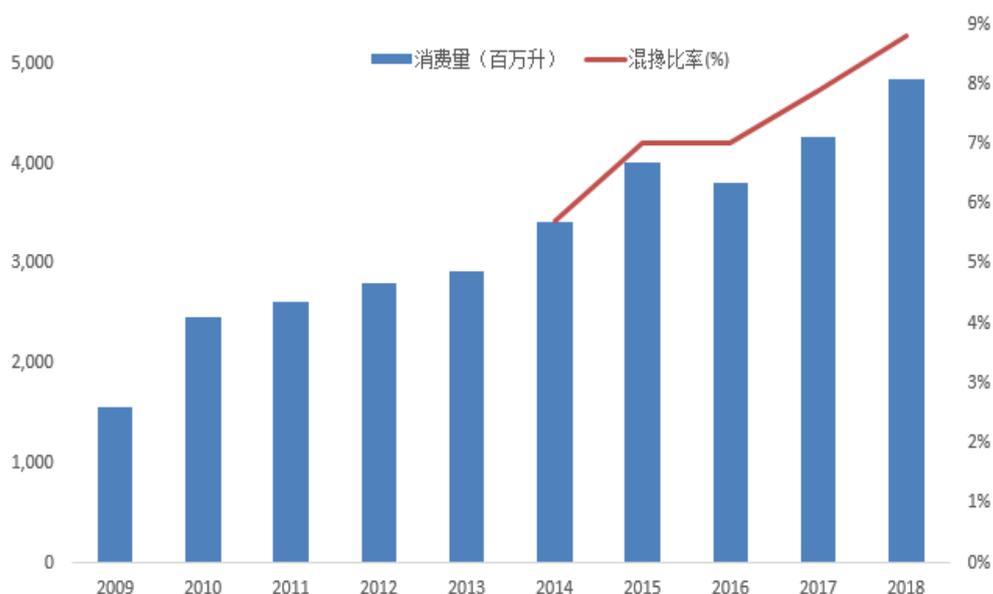
图 6：巴西生物柴油产能情况



数据来源：USDA，兴证期货研发部

在巴西，豆油用于生物柴油的量占总消费量的比重比美国更高，由2014年的37%上升到目前的42%的水平，这主要与生物柴油混掺比重逐步提高、用量增加有关。巴西生物柴油产能出现了一定幅度的增加，产能利用率也有小幅度的提高，但仍旧维持在60%以内的水平；巴西生产的生物柴油基本用于国内消费，如下图所示，随着生物柴油的掺兑比例增加，生物柴油的消费量也出现持续增加，2018年3月开始，巴西生物柴油的掺兑比例将由目前的8%提高到10%，生物柴油的产量将继续提高。

图7：巴西生物柴油消费量及掺兑比率



数据来源：USDA，兴证期货研发部

图8：巴西生物柴油产量及对豆油用量

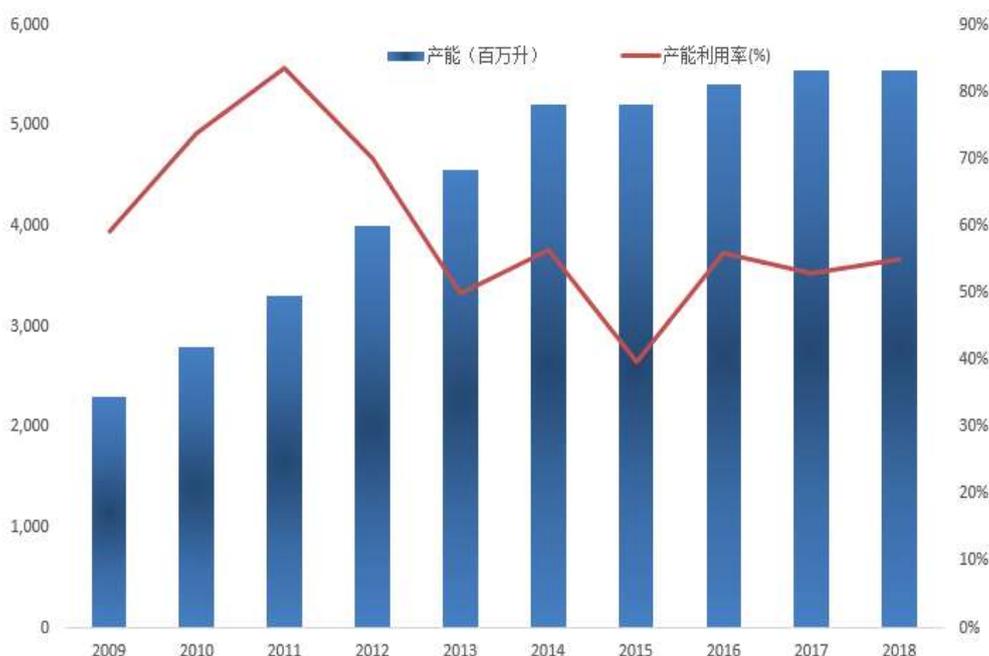


数据来源：USDA，兴证期货研发部

在巴西，作为生物柴油的原料，豆油在总体原料中的占比一直徘徊在 71%-77% 区间，远远高于美国。截止到 2018 年 2 月，巴西柴油燃料中添加 8% 的生物柴油，由于经济活动改善及运输业的发展带动了更多的生物柴油消费，提高了 2017 年 5 月以来生物柴油的需求增长。2018 年 3 月初，巴西生物柴油的强制标准将提高至 10%，这使得巴西国内每月生物柴油消费量跳增 5--6 万吨。油世界预计巴西 2018 日历年生物柴油产量将至少在 440 万吨，甚至达到 450 万吨。而相应的豆油原料的需求量由 2017 年的 265 万吨，增加到 320 万吨，增加 55 万吨，增幅接近 20.7%。

阿根廷方面，如图所示为阿根廷生物柴油的产能情况。阿根廷生物柴油的产能在近几年基本维持不变，产能利用率接近 55%，远远低于 2011 年 83% 的最高水平。

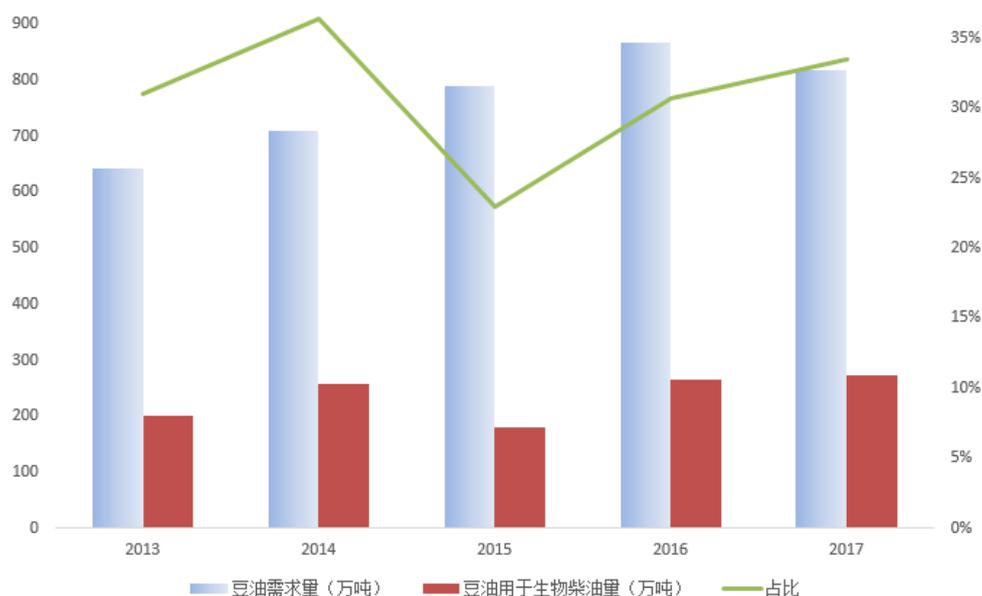
图 9：阿根廷生物柴油的产能情况



数据来源：USDA，兴证期货研发部

阿根廷生产的生物柴油原料基本全来自于豆油，因此，生物柴油的产量与豆油在生物柴油行业的需求量高度相关。如下图所示，目前阿根廷用于生物柴油的豆油量约占总需求量的 33%，较过去两年有一定程度增加，但仍低于 2014 年的水平。

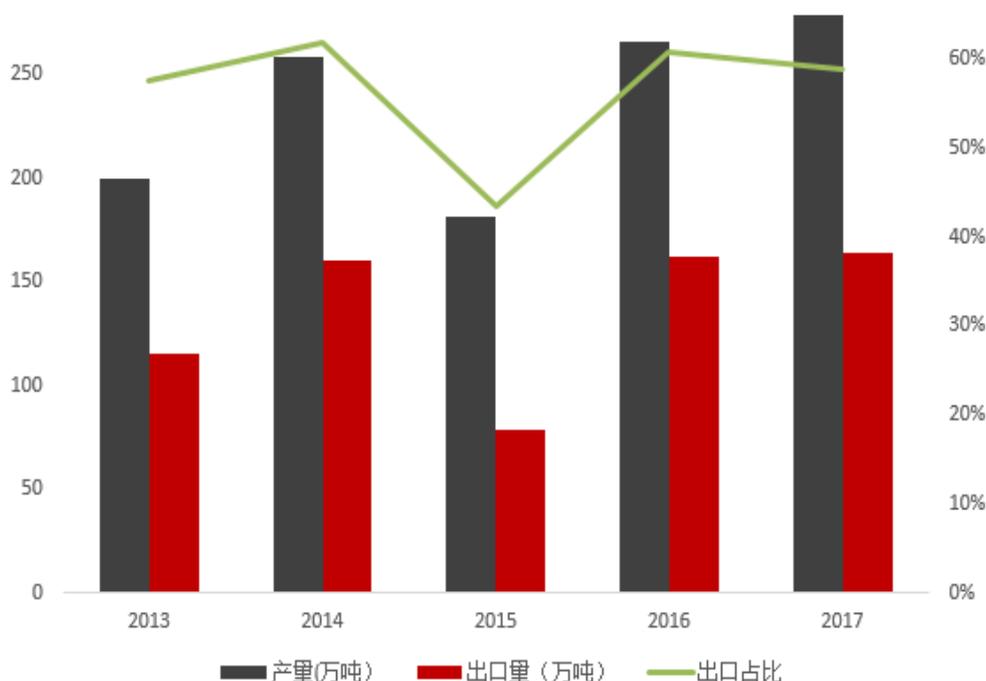
图 10: 阿根廷豆油用于生物柴油量



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

阿根廷国内的中小型生产商生产的生柴主要用于国内消费，而大型生产商生产的生柴主要用于出口。如下图所示，阿根廷生物柴油的出口需求达到 57%，国内需求不足一半，说明阿根廷生物柴油行业对国外市场的需求依赖程度非常高，因此国际市场对生物柴油的需求变化会对阿根廷生物柴油行业产生较大的影响。近年来，随着欧盟、美国等政府对阿根廷产生生物柴油进口的限制，阿根廷生物柴油行业遭受了一定的打击。

图 11: 阿根廷生物柴油产量及出口情况



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

下图是阿根廷生物柴油、豆油及大豆出口关税情况。阿根廷生柴出口的波动性较大，取决于可进入的市场。美国是阿根廷生物柴油市场最大的需求方，但由于 2017 年年末以来美国政府对阿根廷生物柴油征收极高的反倾销税导致出口到美国的生物柴油数量骤减；而自 2013 年以来，欧盟对阿根廷生物柴油征收反倾销税导致阿根廷生物柴油出口到欧盟的数量大幅减少；近期阿根廷政府呼吁 WTO 解除欧盟对生物柴油的反倾销税。欧盟委员会也暗示考虑 WTO 委员会的建议和规则，市场认为欧盟将大幅下调对阿根廷政府征收反倾销税，使得阿根廷生物柴油对欧盟的出口恢复增加。目前欧盟正在商讨 2018 年 1-6 月某个时间对阿根廷生物柴油执行新的反补贴关税，阿根廷出口商担心这将威胁本国生物柴油出口前景。2017 年 12 月 13 日，阿根廷政府宣布 2018 年 1 月初开始将生物柴油出口关税从目前的 0% 上调至 8%。与此同时，阿根廷豆油出口关税将于 2018 年 1 月下调 0.5% 至 26.5%，豆油与生物柴油出口税率差由 12 月份 27% 降至 18.5%。豆油出口关税将逐月下调 0.5%，到 2019 年 12 月预计降至 15%，税率差距将进一步缩小，取决于生物柴油出口关税变化；阿根廷政府及生物柴油行业希望重启对美谈判；阿根廷政府的上述举措希望为生物柴油出口创造更加有利的条件。

图 12：阿根廷出口关税

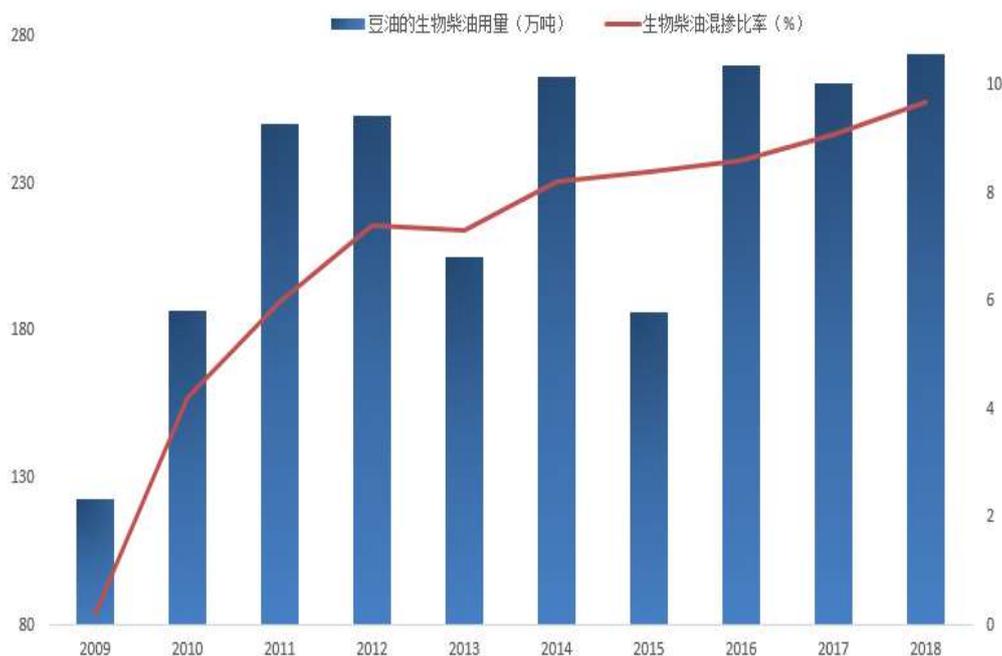
	生物柴油出口关税 (%)	豆油出口关税 (%)	大豆出口关税 (%)
2016 年 7 月	7.15	27	30
2016 年 8 月	4.99	27	30
2016 年 9 月	5.55	27	30
2016 年 10 月	5.27	27	30
2016 年 11 月	5.51	27	30
2016 年 12 月	4.98	27	30
2017 年 1 月	3.31	27	30
2017 年 2 月	5.05	27	30
2017 年 3 月	6.02	27	30
2017 年 4 月	6.58	27	30
2017 年 5 月	0.13	27	30
2017 年 6 月	0	27	30
2017 年 7 月	0	27	30

数据来源：USDA，兴证期货研发部

阿根廷国内方面，尽管生物柴油的限制性规定将生物柴油的掺兑比例逐步提高，预期 2018 年的混掺比率达到 9.7%，国内的消费保持稳定增长，但已经接近 10% 的最高水平，因此国内消费需求增幅有限。

根据美国农业部的预测 2017 年阿根廷用于生产生物柴油的豆油用量为 264 万吨，2018 年度阿根廷豆油用于生物柴油的用量可能增加至 274 万吨，增幅相对有限，考虑到 2017 年年末，美国对阿根廷生物柴油征收反倾销税的情况，2018 年阿根廷生物柴油的产量可能达不到预期，所消耗的豆油量很难有大幅突破。

图 13：阿根廷生物柴油的豆油用量及混掺比例



数据来源：USDA，兴证期货研发部

欧盟 28 国作为一个整体对生物柴油的产量和需求量均有重要影响。从下图看，近年来欧盟生物柴油的产能出现减少的趋势，产能利用率有所回升维持在 60% 左右的水平。

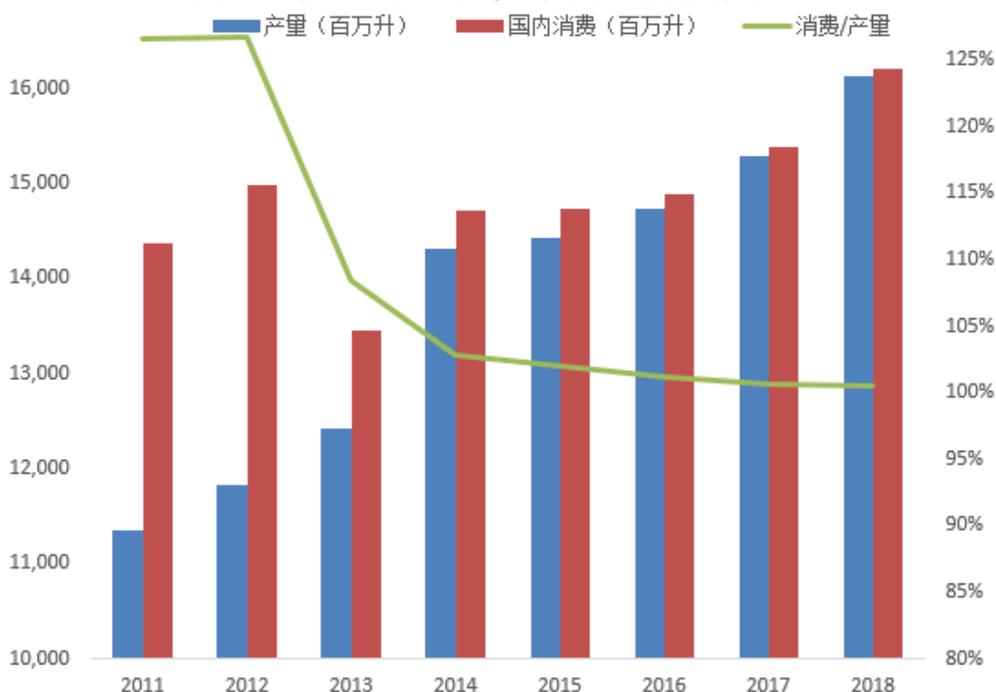
图 14：欧盟 28 国生物柴油产能利用率



数据来源：USDA，兴证期货研发部

从生物柴油产量和消费的情况来看，近几年来欧盟的产销比例逐步回落到 100% 附近，即消费量逐步依靠国内产量满足，而不是依赖进口。

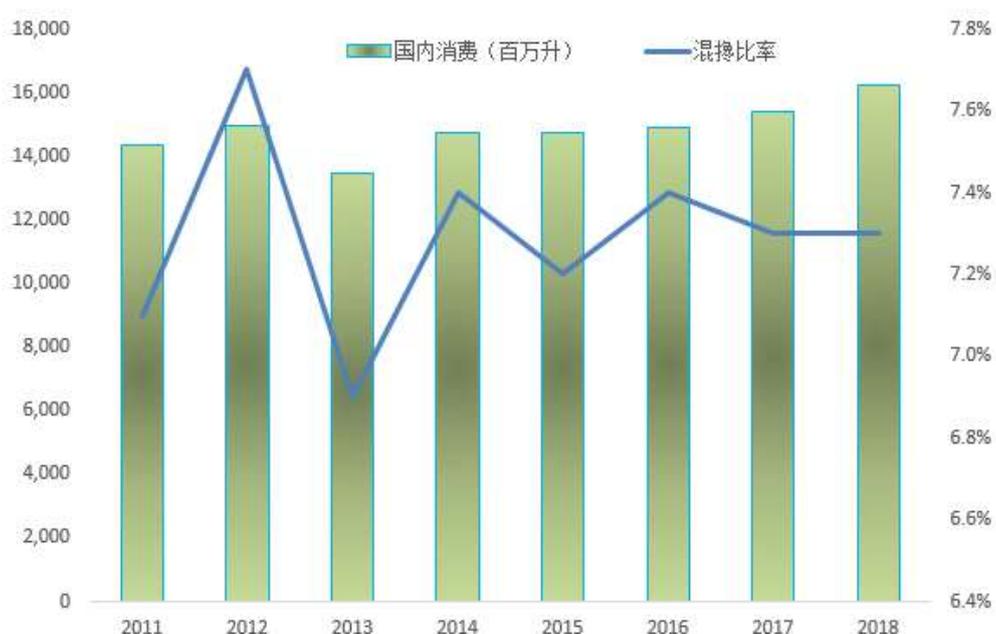
图 15：欧盟 28 国生物柴油产量、消费量及占比



数据来源：USDA，兴证期货研发部

从欧盟生物柴油和混掺比例情况看，近年来始终维持在 7.2—7.4% 的区间，说明在限定性消费的情况下，生物柴油的消费量可能会随着能源消费量的增加出现增长，但很难出现大幅跳增的情况。结合前述生柴产能下降及产能利用率不高的现实，说明市场对生柴产业前景并不是特别看好。

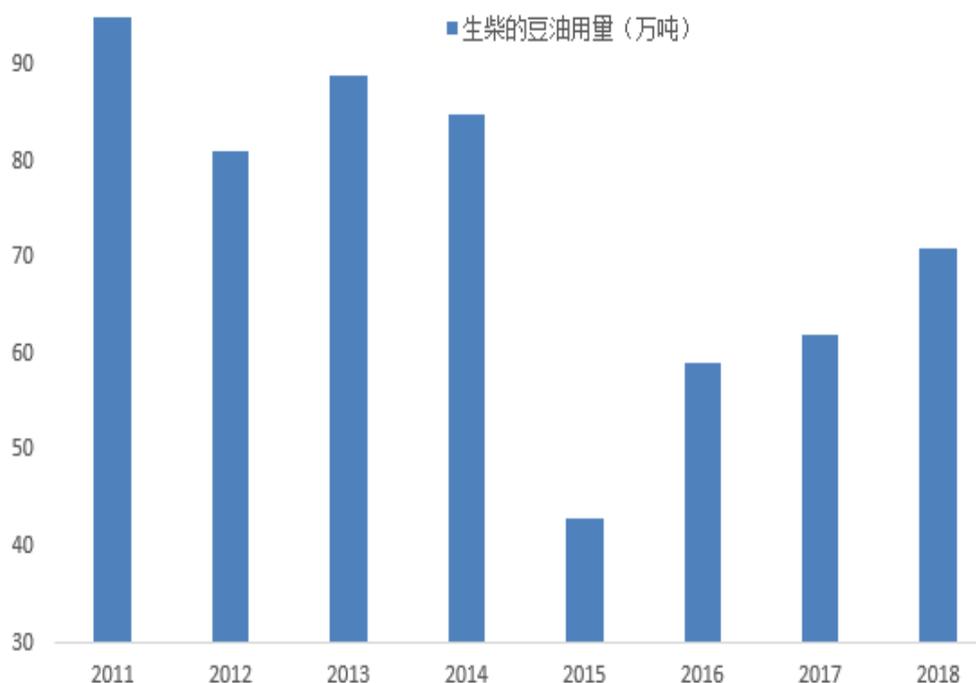
图 16：欧盟 28 国生物柴油消费量及混掺比率



数据来源：USDA，兴证期货研发部

根据美国农业部的数据 2017 年欧盟生物柴油的豆油用量为 62 万吨，2018 年可能达到 71 万吨，增加了 9 万吨，增幅为 14.5%。

图 17：欧盟 28 国生物柴油的豆油用量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

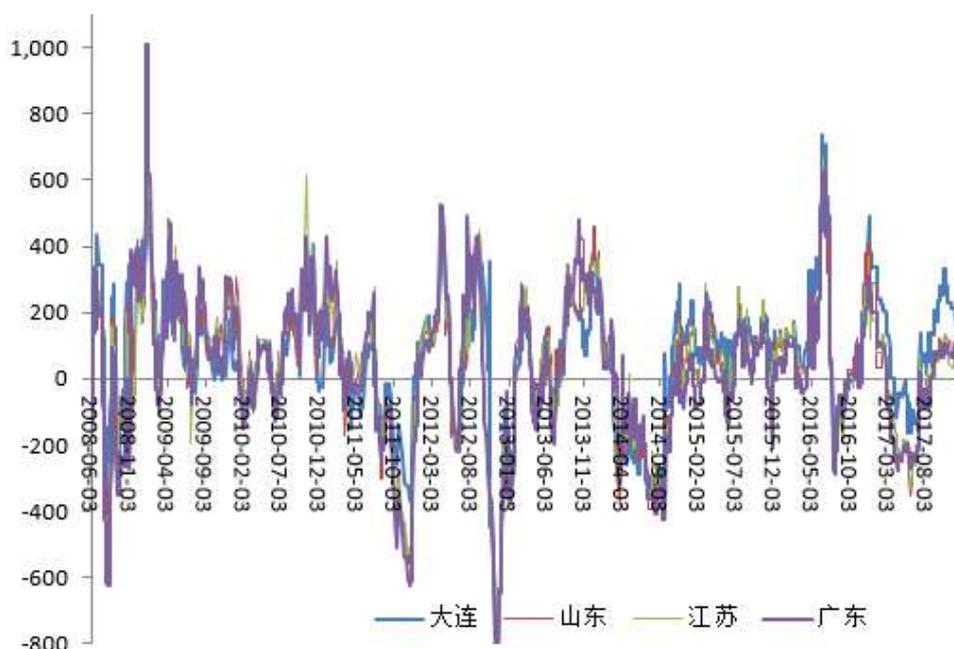
综合各国情况，2018 年巴西生物柴油的需求量增幅较大，对豆油的需求增量最大，达到 55 万吨；美国的生物柴油的需求量同样出现大幅提高，豆油的需求因而增加 37 万吨；而阿根廷方面，国内对生物柴油的需求增幅放缓，出口方面由于反倾销税的原因，生柴出口量可能会大幅萎缩，导致 2018 年度生物柴油的产量增幅不大，豆油用于生物柴油的增量可能维持在 10 万吨或更低的水平。欧盟生物柴油的豆油用量可能增加 9 万吨的水平，四个区域豆油用于生物柴油的增量接近 111 万吨，相对于全球 5380 万吨的消费量，增幅接近 2.05%，也即生物柴油对豆油的需求增幅贡献率接近 2% 的水平。

## 2.3 我国大豆压榨及产业链分析

### 2.3.1 我国大豆压榨行业分析

下图为我国大豆现货压榨利润走势图。从图看，从 2017 年年初到 5 月，全国大豆盘面压榨利润大幅震荡走低，主要因为国内豆油和豆粕价格大幅下跌，而进口大豆成本相对较高所致；而 7 月以后，随着国内需求的好转，国内的豆油和豆粕价格维持震荡走高，导致油厂大豆的压榨利润大幅走高。目前来看，油厂的压榨利润维持在 50—100 元/吨的水平，整个大豆压榨行业维持正常生产的状态。

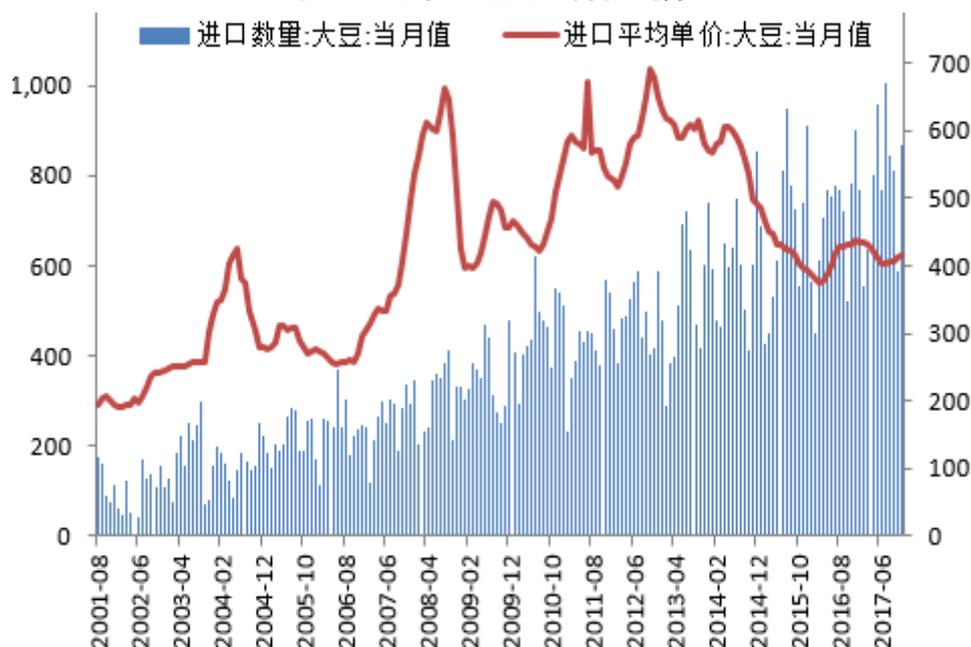
图 18: 大豆压榨利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从我国大豆进口量和进口节奏来看，2016/17 年度我国大豆进口达到 9350 万吨，2015/16 年度的 8323 万吨大幅增加近 1027 万吨，增幅超过 11.4%。如图 19 所示，今年我国大豆的月度进口量高于五年以来的均值水平。根据 USDA 的预测 2017/18 年度，我国大豆的进口量可能达到 9700 万吨。当然国内部分激进的加工商认为进口量可能突破 1 亿吨，主要因为养殖对豆粕的需求非常旺盛。笔者认为，随着国内对 DDGS 进口关税的大幅提高以及杂粕的产量减少，豆粕需求增加可能超出预期，导致大豆进口量大增，不排除破亿可能。

图 19: 我国大豆进口月度走势

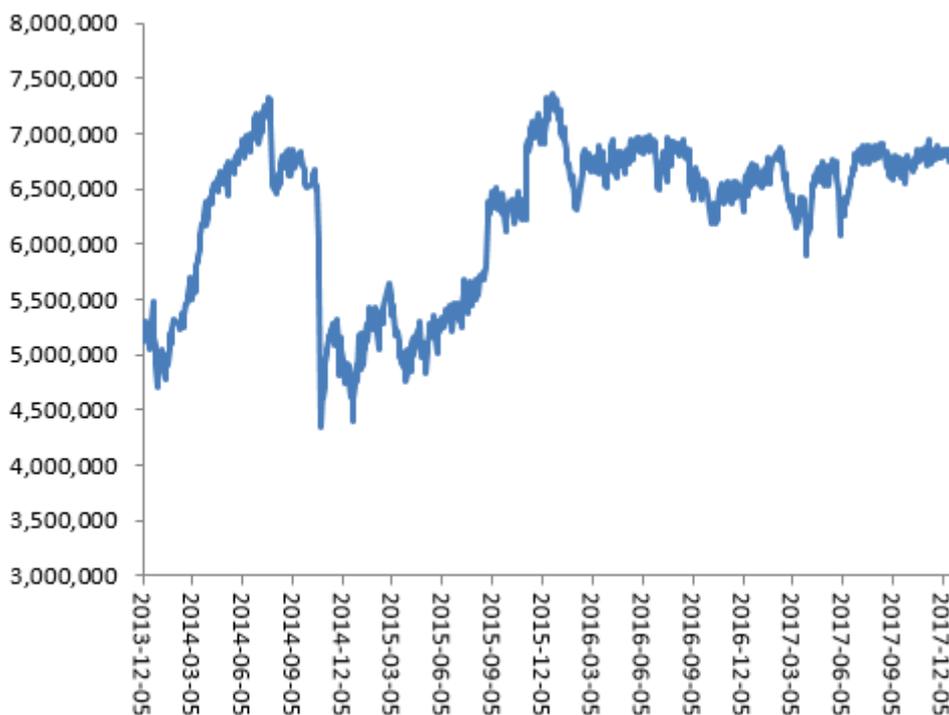


数据来源：Wind，兴证期货研发部

从进口价格来看,大豆的进口成本从 2017 年以来基本维持在 400—440 美元/吨的区间波动;在供需相对宽松的状态下,大豆进口价格可能仍将维持窄幅震荡的行情。

### 2.3.2 我国大豆豆油的库存分析

图 20: 港口进口大豆库存

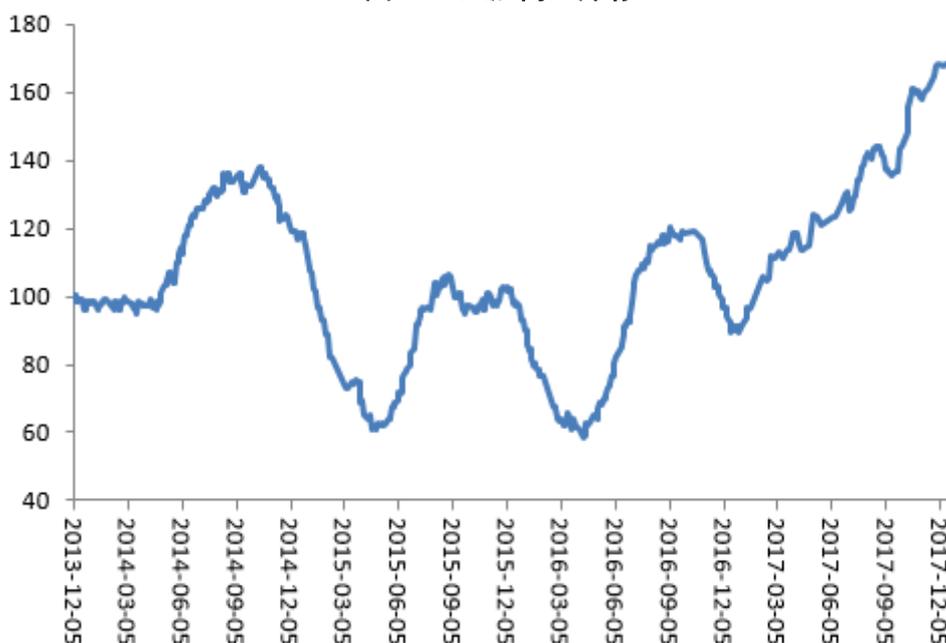


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

上图为我国进口大豆的港口库存情况。从图看,目前我国大豆的港口库存接近 685 万吨的水平,处于近几年的偏高水平,较 5 月的 600 万吨出现了一定的增加。从 2014 年以来随着全球大豆产量逐步增加,我国大豆的港口库存始终维持在 450--700 万吨的水平。

下图为我国豆油的库存情况。2017 年 1 月开始,我国豆油的库存由最低的 95 万吨逐步反弹走高,到 12 月底已经增加到 168 万吨以上的历史新高水平;由于近期油厂维持超高的开工率,豆油的供应压力较大,库存可能还将逐步积累,对市场价格有较大的压力。

图 21: 豆油商业库存



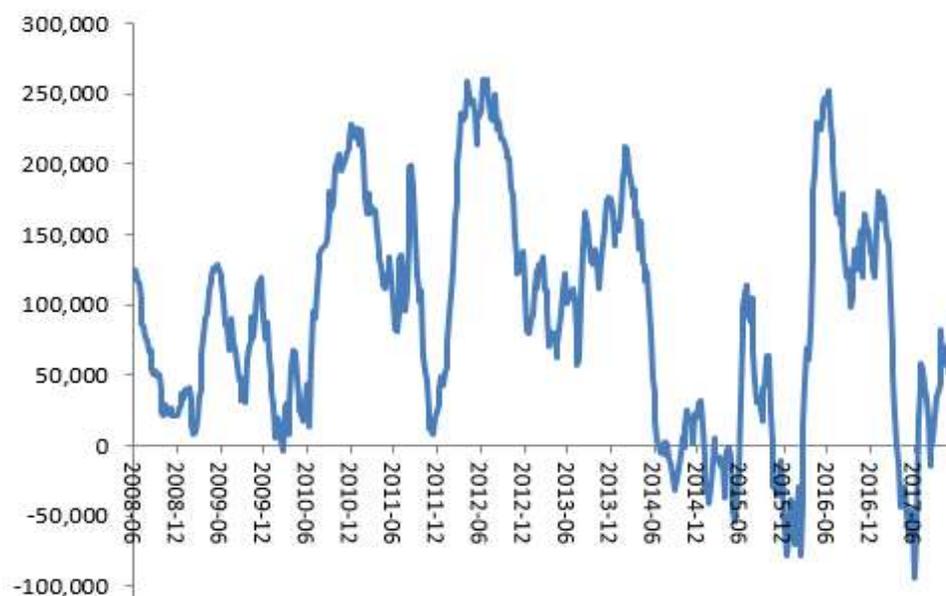
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.其他需要关注的因素

#### 3.1 CFTC 非商业基金持仓分析

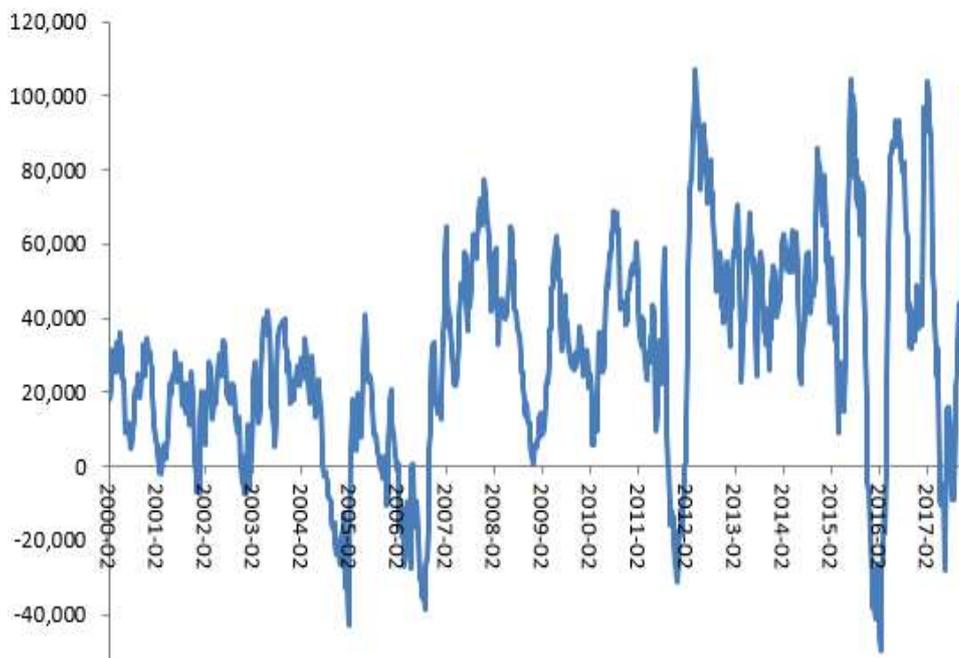
下图分别是 CFTC 公布的非商业基金大豆、豆粕和豆油的净多头寸走势图。从图看, 目前投机资金做多大豆, 但净多单不足 3 万手; 做多豆粕, 净多单高达 8 万手的历史偏高水平; 做多豆油, 净多单不足 4 万手。投机资金的持仓分布显示, 市场看好豆粕行情, 但大豆和豆油的走势相对较弱。

图 22: CFTC 大豆非商业净持仓



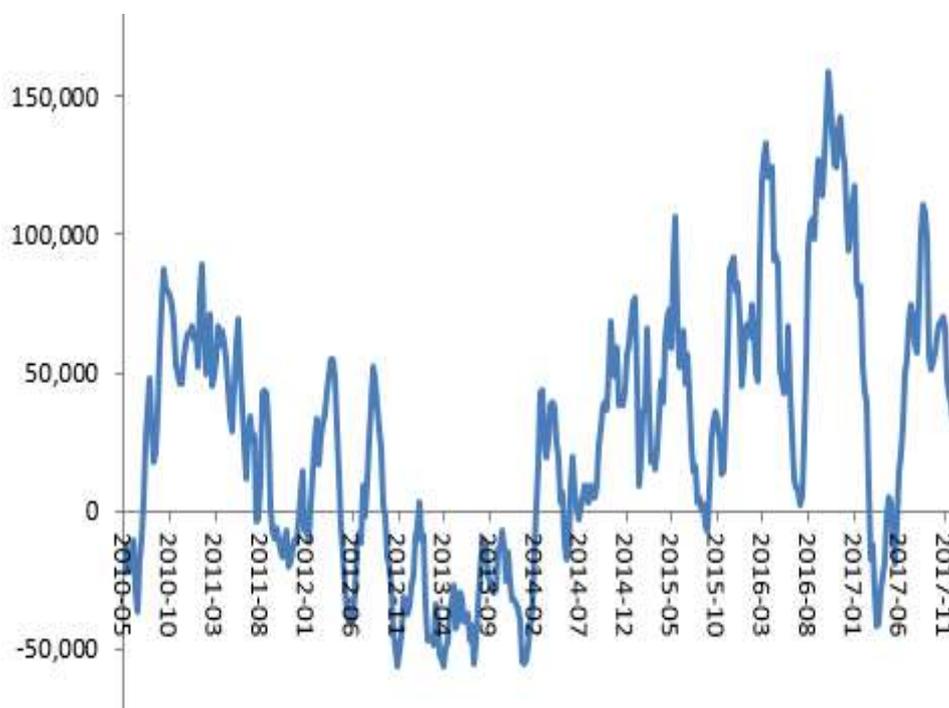
数据来源: CFTC, 兴证期货研发部

图 23: CFTC 豆粕非商业净持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: CFTC 豆油非商业净持仓

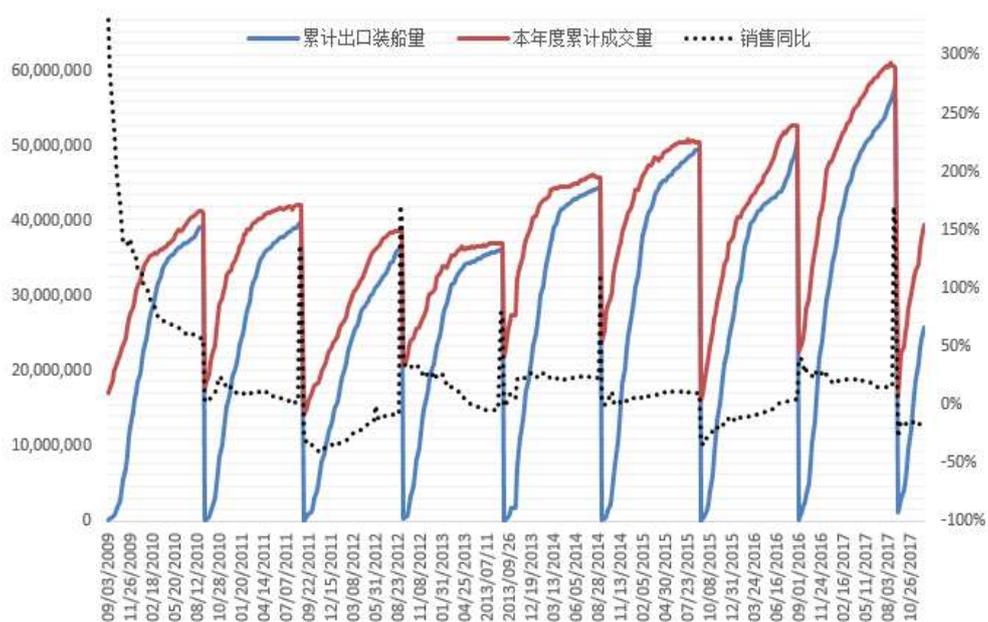


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 美国大豆的出口销售

大豆的产量决定多空走势，而大豆出口数据则会影响价格波动的节奏。下图是美国大豆出口销售订单和实际装船出口数量的走势图。从图看，截止到 2017 年 12 月 14 日，美国大豆的出口订单数量为 3954 万吨，较 2016 年同期的销售量 4691 万吨大幅减少 15.7%，说明美国大豆的需求转弱，这主要是因为南美大豆价格更低，市场需求更好，挤占美豆市场的原因。

图 10：美豆销售情况



数据来源：USDA，兴证期货研发部

### 3.3 南美外汇的走势

大豆的出口毫无疑问会涉及到货币的汇率问题，尤其是巴西和阿根廷货币汇率不稳定的国家。国际大豆的贸易以美元计价，若巴西和阿根廷货币出现大幅贬值，且贬值幅度远远超过人民币，使得以美元计价的大豆价格收益增加，农民将加速大豆的销售，对美国大豆构成压力。反之，则南美大豆销售变慢。

### 3.4 物流因素影响

巴西糟糕的物流历来为市场所诟病，巴西国内的交通运输设施维持在 30 年前的水平，极大的增加了出口商品的成本；巴西港口的运输设施和水平也一直为市场批评；加之不断发生的港口工人罢工和灾害性天气，不时给整个大豆油脂市场带来支撑，因此值得关注。

## 4. 后市展望

综合来看，2018 年全球大豆的产量维持历史高位，但可能出现负增长，在大豆库存整体宽松的背景下，需求仍旧较为旺盛；油脂方面，随着石油价格的走高，生物柴油需求将有所增加，这无疑对豆油的价格有利；但充裕的库存供应也给价格带来很大压力，2018 年豆油去库存节奏成为左右价格的主线。

## 1. 棕榈油行情回顾

图 1：棕榈油指数走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

如上图棕榈油指数走势，2017 年棕榈油价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 4 月末，棕榈油在产量逐步恢复的情况下，库存逐步反弹，导致供求逐步宽松，价格大幅下挫；第二阶段从 4 月下旬持续到 10 月，棕榈油产量增幅不及预期，库存不增反减，价格维持震荡反弹，期间价格由最低的 5050 上涨到 5800 元/吨水平；第三阶段，11 月以后，棕榈油需求并未好转，库存量逐步震荡走高，导致价格开始下挫。一方面，棕榈油产量的恢复逐步实现，供应改善；另一方面，棕榈油的价格相对较高，被豆油、菜籽油挤占了消费空间，因此供求状况逐步转差。

2017 年整体来看，棕榈油的走势还是颇令市场意外。因为市场预期 2017 年两大主产国印度尼西亚和马来西亚棕榈油的产量将出现大幅增加，从而迅速打压棕榈油价格，但上半年，棕榈油的增产不及预期，导致棕榈油的库存始终没有大幅积累，因此也导致棕榈油相对偏强。尽管年末棕榈油的价格下挫，但更多可能是因为豆油的库存积累太多，导致价格大幅下挫，挤占了棕榈油的消费，带动棕榈油价格的下跌。从豆油和棕榈油的价差也可以看到，二者价差仍旧维持较低水平，在这种情况下，棕榈油的消费可能仍将被豆油消费所替代。

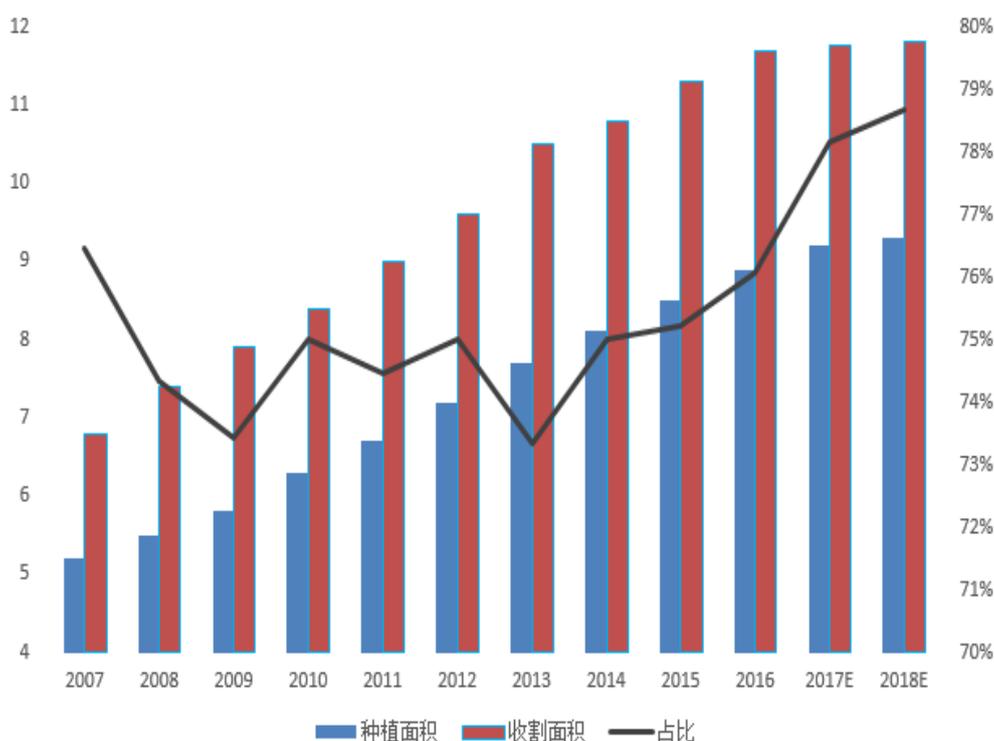
## 2. 棕榈油基本面分析

### 2.1 全球棕榈油供应分析

#### 2.1.1 印尼棕榈油产量

棕榈树是多年生木本植物，树龄在 30 年以上，一般 3 年以后结果，6-7 年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18 年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。下图为印度尼西亚棕榈树的种植和收获面积情况图。由图看，印尼有近一半的棕榈树是近十年种植的，而近 60% 收获面积的树龄低于 10 年，因此后期棕榈树的单产和收获面积将毫无疑问会不断的提高。根据 POST 报告显示，2018 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 930 万公顷，较 2017 年的 920 万公顷增加 1.08%。而单产方面，由于厄尔尼诺的影响消失，2017 年东南亚地区棕榈油的单产恢复的比较缓慢，2018 年单产情况可能进入趋势单产水平，增幅可能超过 4.5%。根据美国农业部的预测，2018 年印尼棕榈油的产量由去年的 3400 万吨大幅增加到 3600 万吨的水平；整体对市场的供应压力非常大。

图 2：印尼棕榈油种植面积（百万公顷）



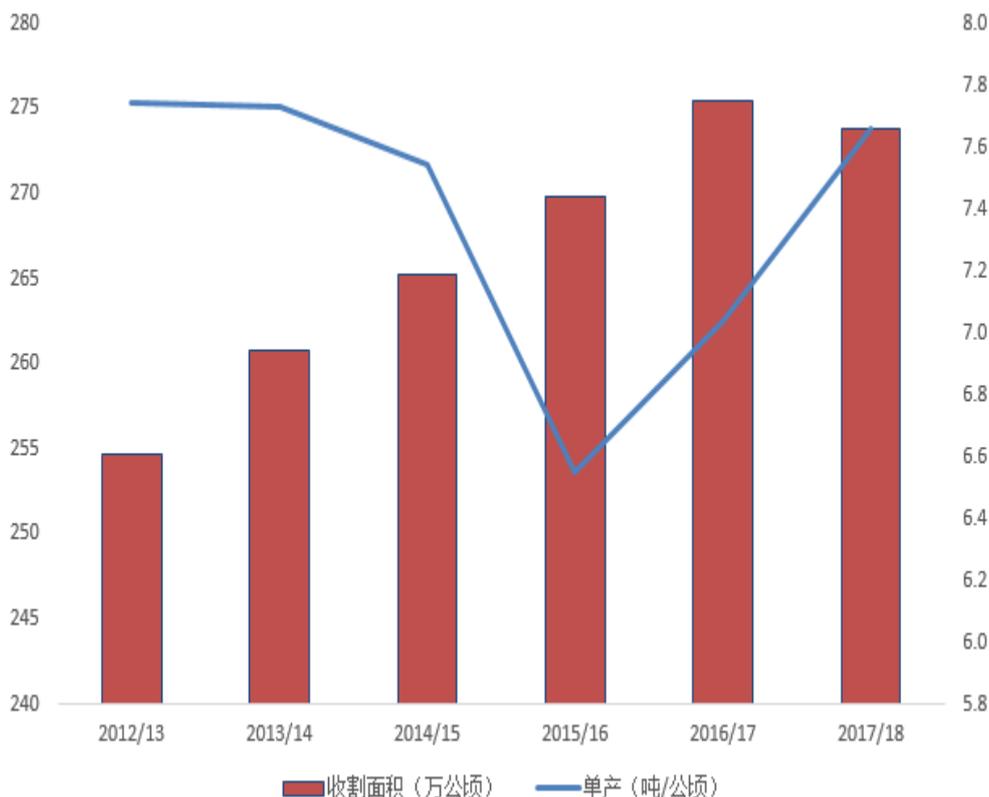
数据来源：MOA and Post，兴证期货研发部

#### 2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2018 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 274 万公顷，较去年的 275 万公顷有所减少；单产方面，在经历了厄尔尼诺天气的减产之后，马来西亚的棕榈油单产水平将会在 2017 年有所恢复的基础上继续恢复到趋势性单产水平，增幅接近 8.8%。根据 USDA 的数据，马来西亚棕榈油的产量将达到 2100 万吨，较去年的 1950 万吨大幅增加 150 万吨。

2017 年马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 5350 万吨，约占全球总产量的 83%；马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的大幅度增加将导致 2018 年全球棕榈油产量出现大幅增加的情况，对棕榈油价格有很大压力。

图 3：马来西亚棕榈油情况



数据来源：USDA，兴证期货研发部

## 2.2 全球棕榈油需求分析

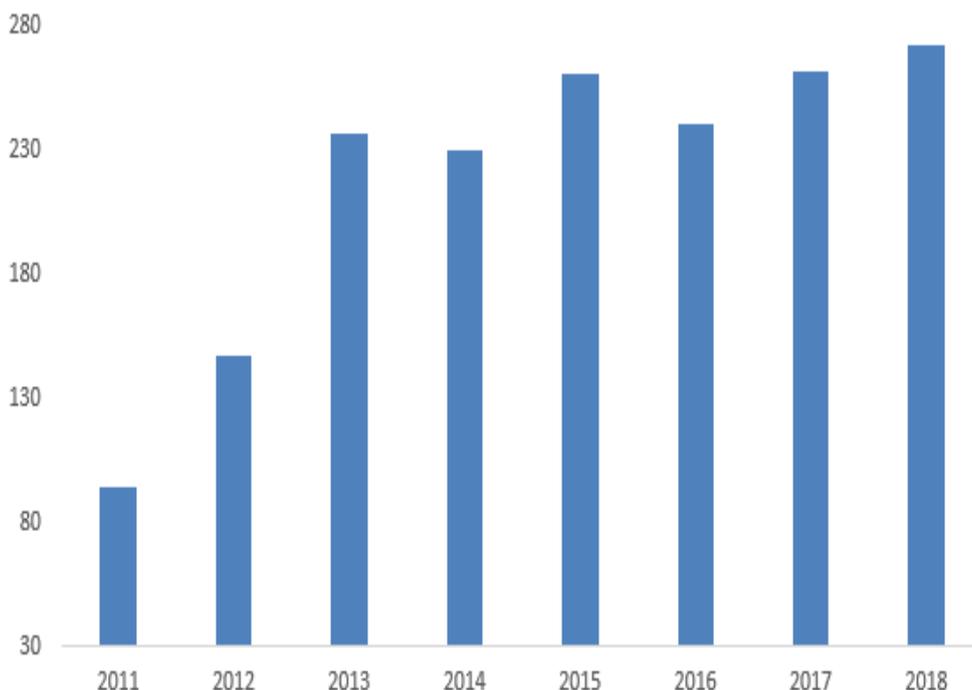
### 2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的消费主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 5%，2018 年油脂整体的供给逐步恢复，尤其是棕榈油受到厄尔尼诺的影响消失且可能恢复到趋势性单产水平，产量增幅较大，导致供求关系逐步宽松，食用需求可能因此有所增加；预期 2018 年度的食用需求增幅度可能高于 5%，但相对于豆油和菜籽油来说，棕榈油的价格仍旧偏高，棕榈油被相对价格较低的油脂替代的可能性仍旧较大。

### 2.2.2 棕榈油的工业需求

欧盟 28 国是生物柴油的主产国和主要消费国，近年来，欧盟进口棕榈油生产生物柴油的数量相对稳定，基本维持 250 万吨左右的水平，如图所示，2018 年欧盟用于生产生物柴油的棕榈油可能达到 272 万吨的历史最高水平，较 2017 年的 261 万吨增加 11 万吨，增幅接近 4.2%。

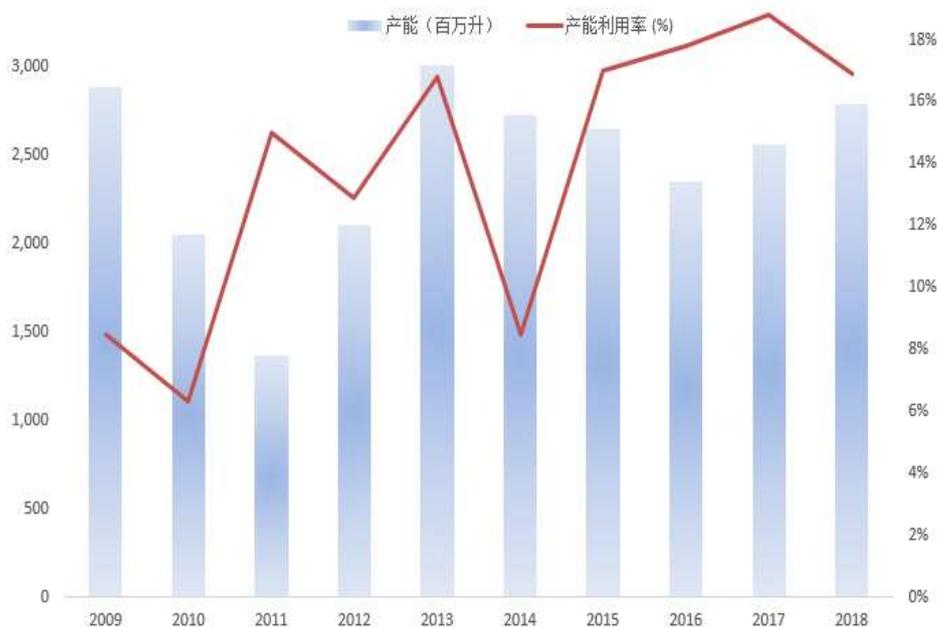
图 4：欧盟 28 国生物柴油的棕榈油用量（万吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

马来西亚棕榈油用于工业的数量缓慢增加。如图所示，马来西亚生物柴油行业持续维持低迷，目前生物柴油的产能利用率维持在 16% 的水平。

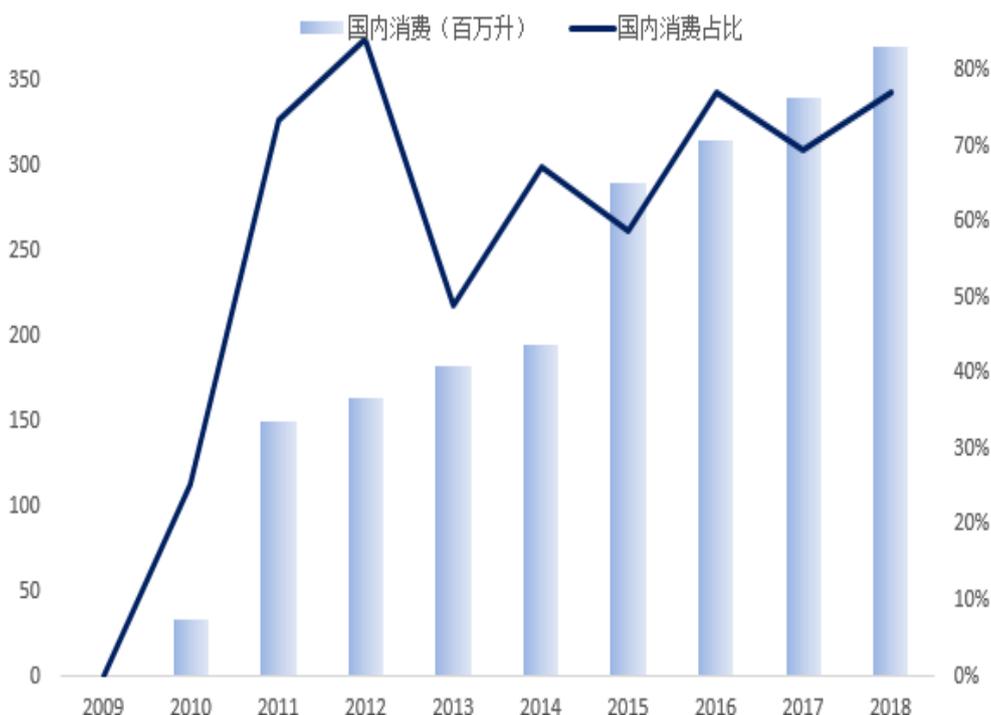
图 5：马来生物柴油产能及产能利用率



数据来源：USDA，兴证期货研发部

马来西亚生物柴油的消费主要用于国内消费，如图所示，在不多的生物柴油需求中，国内消费占 80% 以上，因此马来西亚生物柴油需求受国内政策影响较大，受外部市场环境的影响则不明显。

图 6：马来西亚生柴国内消费量及占比



数据来源：USDA，兴证期货研发部

如下图所示，近三年来，马来生物柴油的掺兑比例维持在 7%，在以国内消费为主导的市场，生物柴油的产量不会发生大幅增加。这也就制约了用于生产生物柴油的棕榈油用量。根据 Post 的预测，2018 年度马来西亚用于工业的棕榈油为 245 万吨，较 2017 年的 240 万吨增加 5 万吨，其中用于生物柴油生产的棕榈油是 41.4 万吨，较 2017 年的 42.3 万吨减少 0.9 万吨。

图 7：马来生柴的棕榈油用量及混掺比率

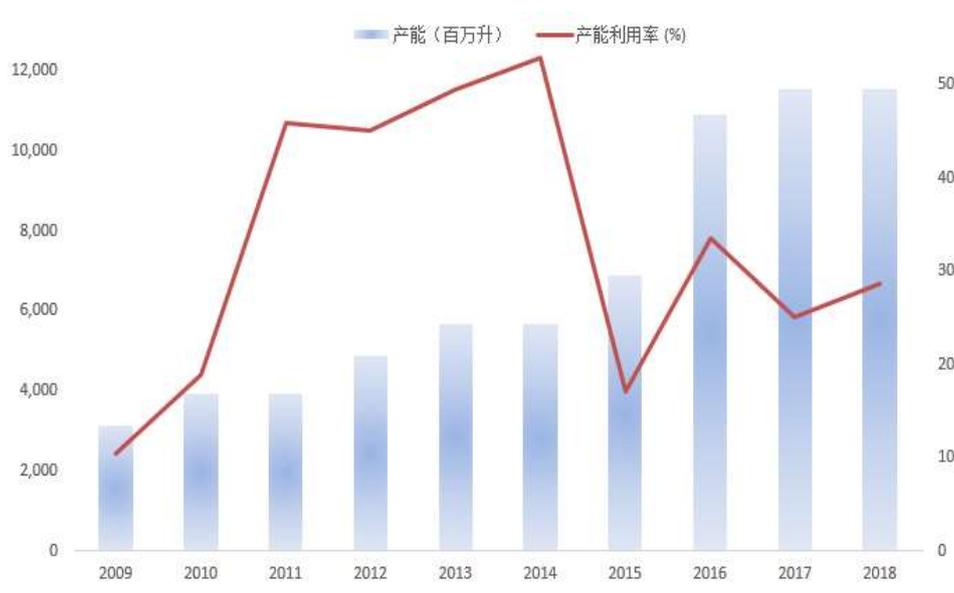


数据来源：Post，兴证期货研发部

印度尼西亚是棕榈油工业需求大国。根据 USDA 的报告显示，2018 年印度尼西亚用于工业需求的用量为 365 万吨，较 2017 年的 360 万吨增加 5 万吨；其中生物柴油的棕榈油用量为 303.6 万吨，较 2017 年的 266.8 万吨大幅提高 36.8 万吨；也显示了除生物柴油外其他工业用途方面的用量大幅萎缩。

下图是印尼生物柴油产能情况。由图看，2016 年印度尼西亚生物柴油产能大幅跳增，但产能利用率则维持在较低的水平。

图 8：印尼生物柴油产能情况



数据来源：USDA，兴证期货研发部

从消费的情况看，近年来印尼生产的生物柴油用于国内的占比大幅提高，由 2015 年的 20% 提到到目前的 87% 水平，出口的占比大幅萎缩，生物柴油行业受外部市场的影响转弱。但国内市场的饱和致使行业的后续发展显出疲态。

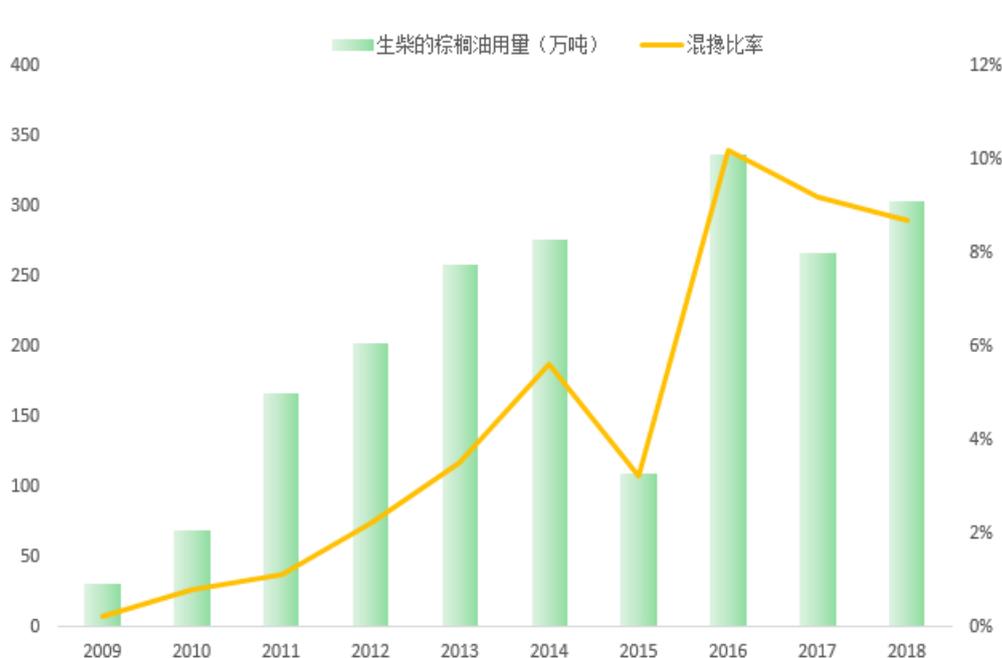
图 9：印尼国内生物柴油消费及占比



数据来源：USDA，兴证期货研发部

如下图所示，自 2016 年印尼生物柴油的混掺比例达到最高的 10.2% 以后，已经连续两年出现下调，2017 年为 9.2%，2018 年混掺比例下调至 8.7%。但由于整体市场需求增加，因此用于生产生物柴油的棕榈油用量有所恢复达到 303 万吨，但仍远远低于 2016 年的 336 万吨的历史最高水平。

图 10：印尼生物柴油混掺率及棕榈油用量



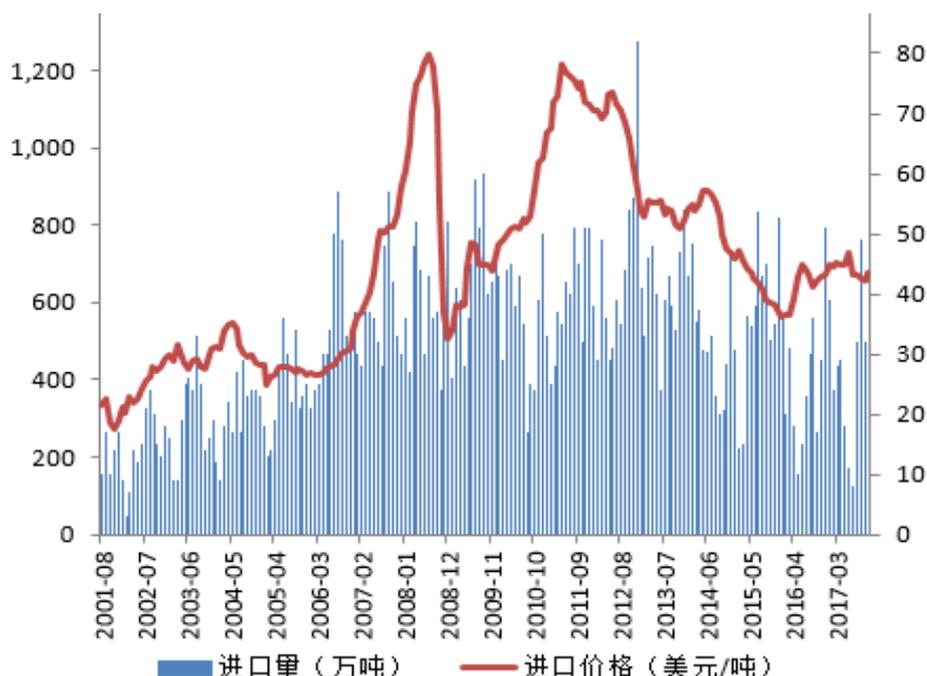
数据来源：USDA，兴证期货研发部

综合来看，棕榈油用于工业用途的用量在欧盟、马来西亚和印度尼西亚出现了不同的分化。欧盟生物柴油的棕榈油用量增幅有限，马来西亚用于生物柴油消费的用量甚至出现了萎缩，印尼则由于掺兑比例的下调和其他工业用途的萎缩导致棕榈油的工业用量增幅不大，三国棕榈油在工业方面的增量可能只有 20 万吨左右，增量不足 2017 年全球 6500 万吨产量的 0.5%。

## 2.3 我国棕榈油产业链分析

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有 66% 用于家庭食用消费，而 34% 用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，这个特性使得棕榈油成为方便面等工业食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑浊甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。我们认为，棕榈油用于工业方面的需求可能保持相对稳定的增长，但家庭食用方面的需求可能出现减少的局面，主要因为目前国内市场的豆油、菜籽油供求宽松，大大挤占了棕榈油的消费份额。如下图所示为我国棕榈油月度进口数量图，2016/17 年度，我国棕榈油的进口量为 335 万吨，较去年同期的 339 万吨小幅减少 4 万吨；2017 年下半年马币大幅升值，棕榈油的成本走高，但国内棕榈油的库存偏低，价格维持高位，出现进口盈利刺激了棕榈油的进口，国内库存也出现了一定幅度的走高。另外，由于国内生活水平的不断提高，方便面等速食食品的消费量放缓，导致棕榈油的需求量也出现走低。

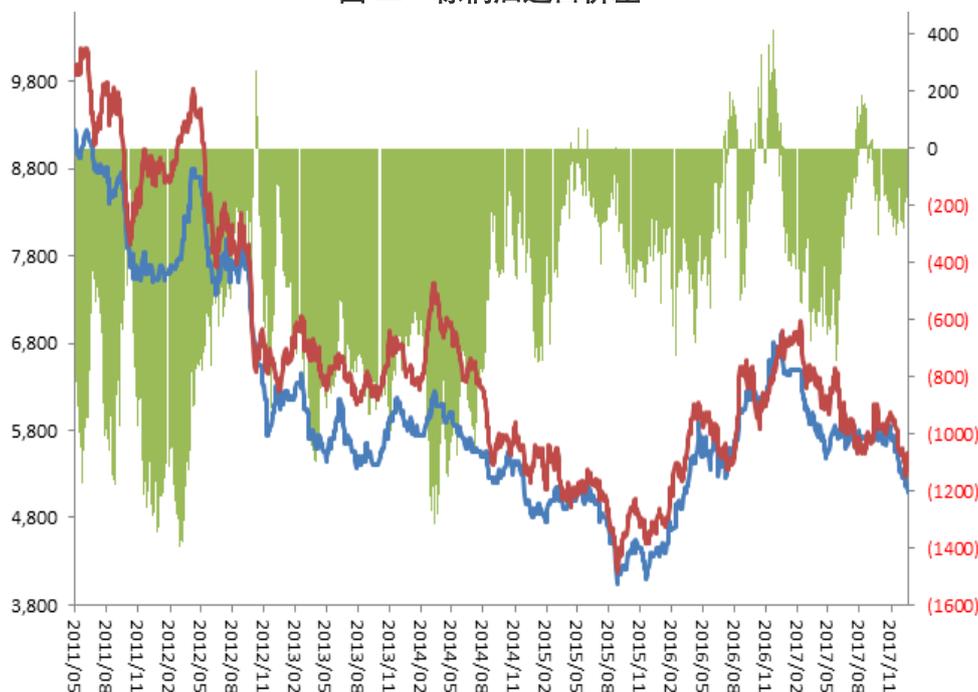
图 11: 棕榈油进口量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从进口盈亏的角度看，我国棕榈油的进口大部分时间维持在负利润的状态，在 2008 年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利；2017 年年初及年中，国内棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位水平，导致国内棕榈油的价格坚挺；进口棕榈油出现盈利，进口量大幅反弹，尤其是 2017 年 8 月以来，我国棕榈油的进口量月均超过 30 万吨，较去年同期同比均出现正增长，后期国内棕榈油库存可能进入到逐步增加的过程。

图 12: 棕榈油进口价差

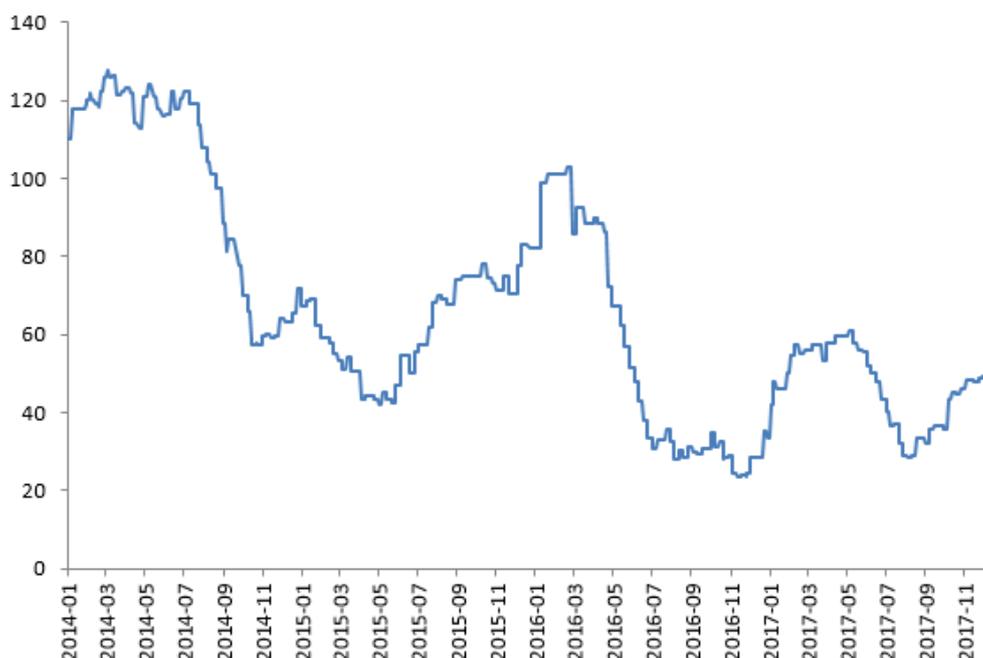


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

近期来看，我国棕榈油进口维持在-200元/吨的亏损区，前期库存偏少导致价格走高，从而出现的进口利润再次消失。从贸易融资情况看，由于国内各行业利润率大幅下降、进口贸易融资退出市场。

从库存的角度看，2014年我国棕榈油的库存非常大，尤其是在第一季度，棕榈油的库存接近130万吨的水平。随后棕榈油的库存趋势性下降，自2016年下半年以来，棕榈油的库存维持在30—60万吨的区间波动，形成了一个新的波动区间。后期，随着马来和印尼棕榈油的供应逐步宽松，国内棕榈油的进口可能再次放大，在需求仍旧较弱的状态下，不排除库存突破60万吨进而继续累库的过程。

图 13: 棕榈油港口库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.后市展望

2017年棕榈油的价格出现了震荡下挫的行情，主要由于大豆的增产导致豆油的供应大幅增加，国内库存持续创出新高打压油脂价格；厄尔尼诺对棕榈油减产的影响消失，主产国棕榈油开始恢复性反弹；2018年，棕榈油的单产可能恢复到趋势性单产，这就意味着国际棕榈油供应量将大幅增加，进而导致国际棕榈油的价格出现走低，国内棕榈油的进口和库存可能会进一步增加打压价格。

从基本面的情况来开，棕榈油产量恢复情况将会对棕榈油的价格产生重要影响；需求方面，食用需求维持稳定，工业需求增幅有限，不利于棕榈油价格的走高，因此，棕榈油可能维持区间震荡的行情。

## 震荡下行

2018年1月2日 星期二

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

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

### 内容提要

国内甘蔗正处于三年的增产周期，这是目前白糖基本面上最根本、最重要的特征，也是空方的主要逻辑。而诸如抛储、走私、消费等，笔者认为都是次要因素。

今年是进入增产周期的第二年，情况类似于2012年，但外部环境有所不同。2012年初美糖在25美分，目前只有14美分，另外进口政策也发生了变化。国储方面，国家抛储的大方向是明确的，但是静态的抛储与动态的市场供需可能会形成错配。走私方面，主要还是看内外价差，目前郑糖下行的趋势明显，走私突然爆发的可能性不大，维持平稳的可能性较大。消费方面则需要关注淀粉糖的替代。

总而言之，增产周期决定了郑糖向下的大方向，但由于外部环境不同，郑糖的走势可能会比较曲折。

新榨季广西甘蔗收购价提升至500元/吨，广西制糖成本或在6000元/吨附近，我们认为2018年广西现货大概率跌破这个价格。期货由于预期的存在，最低点可能会在5250附近，运行的中枢在5700附近，高点在6600附近。

## 1.行情回顾

郑糖在 2016 年年底见顶，2017 年年初震荡下行，同时市场传闻政府欲将配额外关税提高至 95%，对市场起到一定的支撑作用。5 月 22 日政策落地，同时利多出尽，郑糖跳水，一度下破 6000 至 5992 点。随后为修复基差，郑糖有所反弹，1-5 价差扩大至历史高点。换月后郑糖偏弱震荡。

外盘方面，美糖早在 2016 年 10 月就已见顶，2017 年呈现出单边下跌的走势。年初的下跌主要是由于巴西国产乙醇销量不佳，主产区甘蔗制糖比创历史新高。随后在新榨季主要产糖国增产的预期下，美糖一路下跌到 12 美分，随后反弹至 14 美分并震荡调整。

图 1：郑糖主连日线



数据来源：文华财经，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 巴西产糖量前高后底，制糖比一度创历史新高

2017年截至12月1日，巴西甘蔗收榨逐步进入尾声。其中中南部地区共收榨甘蔗5.68亿吨，较去年同期下降2.33%，产糖3508.9万吨，较去年小幅增加1.11%。累计含糖量为137.57千克/吨甘蔗，同比上升2.71%，甘蔗制糖比47.11%，同比上升0.37%。

本榨季巴西甘蔗收榨总量较去年略有下滑，从时间上看呈现出前高后低的特点，开榨初期甘蔗收割量一度创下08/09榨季以来的新高，但是9月份之后下滑速度明显快于去年同期，进入到榨季尾声后，累计收榨甘蔗量开始低于去年。

产糖方面，今年最大的特点是甘蔗制糖比较高，在6月份前后制糖比创下08/09榨季以来的新高，同期产糖量也创下历史新高。8月下旬开始，制糖比与产糖量双双回落。另外甘蔗含糖量也有所上升，累计含糖量同比上升2.71%，其中11月一度出现含糖量反季节上升的情形，主要原因可能是今年的天气偏干燥，使得短期含糖量上升，但对来年的产量可能不利。

乙醇方面，2017年截至12月1日，巴西中南部地区累计生产乙醇244.62亿升，同比略增0.21%，其中生产无水乙醇105.01亿升，同比增加1.27%，生产含水乙醇139.61亿升，同比减少0.57%。

今年的乙醇产量也呈现出前低后高的特点，榨季初由于甘蔗制糖比创下新高，甘蔗制乙醇比创下新低。

图1：巴西中南部双周甘蔗压榨量（单位：吨）

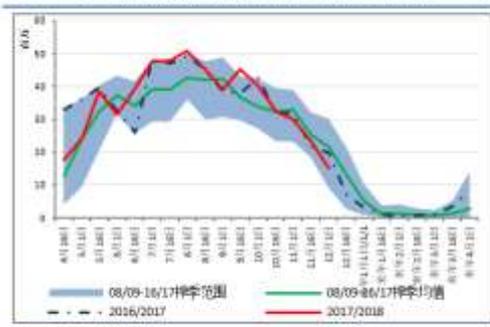
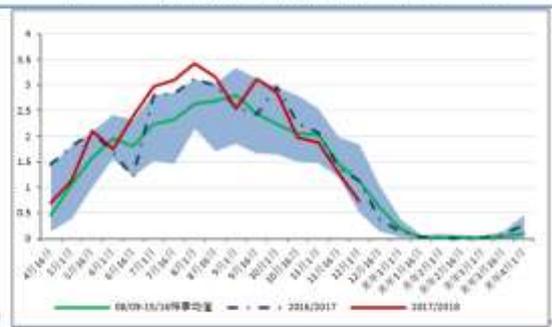


图2：巴西中南部双周产糖量（单位：吨）



数据来源：unica，兴证期货研发部

图3：巴西中南部双周ATR

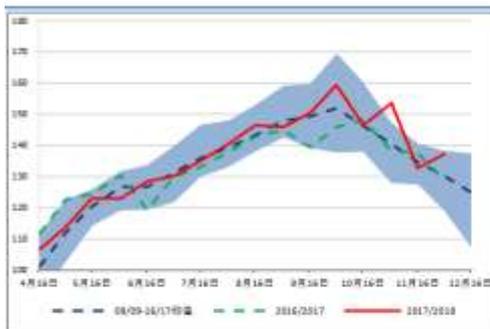
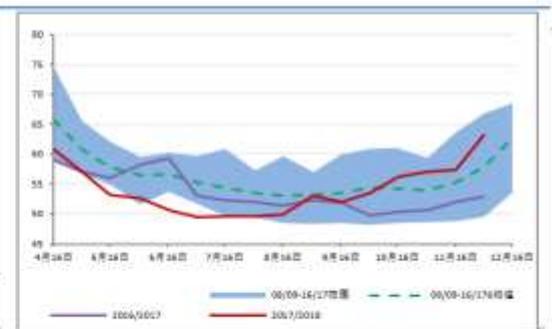


图4：巴西中南部甘蔗制乙醇比

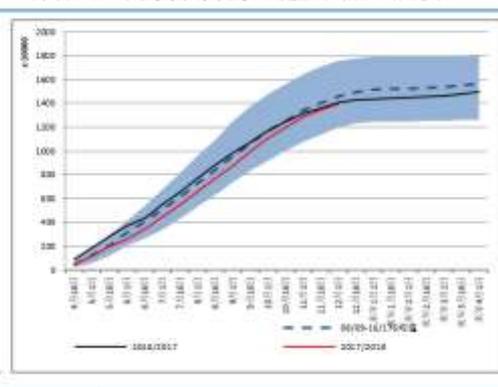


数据来源：unica，兴证期货研发部

图 5：巴西中南部无水乙醇产量（立方米）



图 6：巴西中南部含水乙醇产量（立方米）

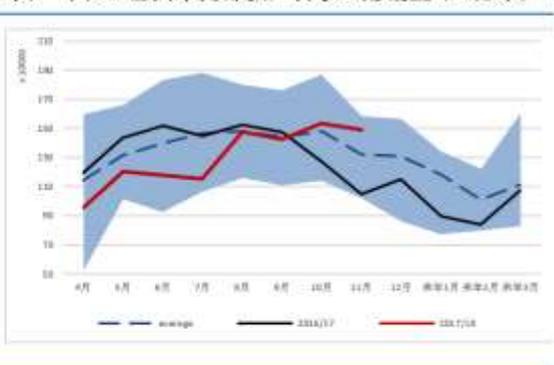


数据来源：unica，兴证期货研发部

图 7：巴西中南部糖厂无水乙醇销量（立方米）



图 8：巴西中南部糖厂含水乙醇销量（立方米）



数据来源：unica，兴证期货研发部

## 2.2 巴西制糖比创新高，助推糖价下行，明年仍是关键因素

美糖从 2017 年年初开始的下跌，很重要的原因在于巴西乙醇进口量大增，导致巴西国产乙醇滞销，甘蔗厂选择把更多的甘蔗用来制糖。今年上半年巴西乙醇进口量是往年的 3-4 倍，异常的进口令巴西国内乙醇业苦不堪言。

巴西增加乙醇进口量并不是偶然的。巴西乙醇进口主要集中在东北部港口。而巴西国内甘蔗乙醇生产集中在中南部，东北部是销区。但是由于东北部的港口距离美国较近，进口乙醇的成本较低，如果中南部地区的乙醇价格没有价格优势，东北部可以选择美国的进口乙醇作为替代。笔者选用中南部地区与东北部地区乙醇价差为指标，可以在一定程度上反映中南部地区乙醇的竞争力。从 2016 年 8 月到今年 1 季度，巴西中南部地区乙醇价格相对东北地区价格偏高，使得中南部地区乙醇竞争力降低。国内乙醇滞销使得甘蔗厂选择把更多的甘蔗用来制糖，给国际糖价带来了压力。

外贸商会要求政府恢复对进口乙醇征收 20% 的关税。巴西乙醇进口主要来自美国，美国 and 巴西是世界第一大和第二大乙醇生产国，为了促进乙醇的国际贸易，巴西在 2010 年取消了乙醇进口关税。

2017 年上半年巴西进口乙醇 12.9 亿升，同比增长 330%。巴西主要从美国进口乙醇，美国与巴西是世界头两大乙醇生产国。小布什政府时期，两国为促进乙醇贸易把乙醇列为免关税产品。从去年年底至今今年一季度，巴西与美国乙醇的价差拉大，导致美国乙醇大量进口到巴西。巴西为保护国内产业决定对进口乙醇征税，美国也必将采取报复措施。在此之前，中国与欧盟

也上调了乙醇进口关税，国际乙醇贸易壁垒重重。另外美国乙醇生产结构性过剩，国外买家相继断线令国内压力陡升，特朗普政府的新能源政策可能会发生改变。

同期巴西含水乙醇产销均大幅下降，主要原因是进口替代以及汽油替代。在巴西提高进口关税后，巴西乙醇进口量或将回到正常区间偏低的位置。因此巴西含水乙醇的产销将完全取决于与汽油的比价。8月初巴西上调燃油税，对乙醇的加征比例小于汽油。

年初的时候乙醇/汽油比价较高，但随后一路下行，5月后已经跌破0.7的替换比例，但含水乙醇的销量却未见起色。主要原因还是5-7月的乙醇进口量偏高。在巴西宣布对进口征收关税后，巴西乙醇进口量回到正常区间上沿。因此较低的乙醇/汽油比价会明显提升巴西含水乙醇的销量与产量。

进入四季度之后巴西乙醇进口量连续下跌，从同比的情况来看，10月份的乙醇进口量依然处于2014年以来的高位。目前巴西 Santos 与美国 Gulf 乙醇港口离岸价的价差有继续扩大的趋势，虽然9月份开始巴西对配额外乙醇征收20%的关税，但如果价差继续扩大的话，虽然不会出现像去年四季度和今年一季度一样大肆进口的情况，但从同比的角度看，进口量或依然偏高。

图9：巴西乙醇进口量（单位：立方米）

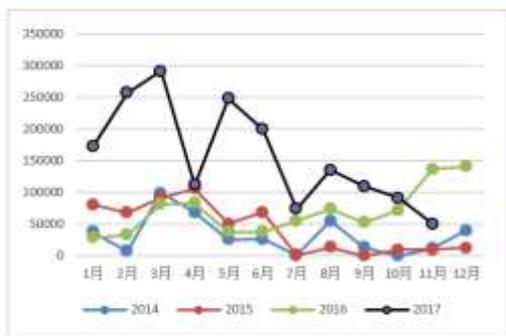
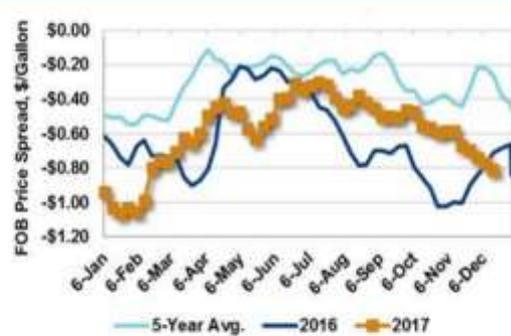


图10：美国 GULF 与巴西 SANTOS 离岸乙醇价差



数据来源：unica，兴证期货研发部

图11：巴西各地白糖价格（雷亚尔/50kg）

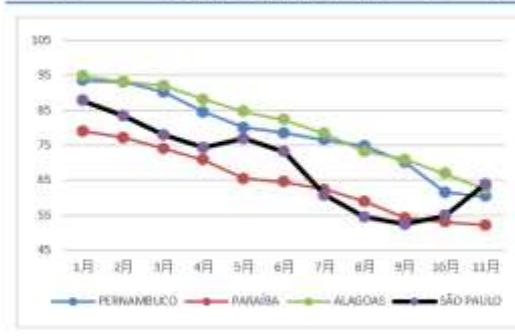


图12：巴西圣保罗乙醇汽油比价



数据来源：unica，兴证期货研发部

### 2.3 各机构对 18/19 榨季巴西产量的预估

Datago 近日发布消息称，预计 2018/19 榨季巴西中南部甘蔗产量可能会有所下降。预计下榨季甘蔗收榨量 5.8 亿吨，而本榨季的甘蔗收榨量预计为 6.01 亿吨，预计减少 3.62%。由于今年年中降雨偏少，甘蔗老龄化，另外明年 12 月至 1 月可能会出现拉尼娜现象，在这些因素的共同作用下，下榨季巴西中南部甘蔗产量可能会出现下降。另外 datago 预计明年的甘蔗制糖比

也会下降，在甘蔗入榨量减少以及甘蔗制糖比下降的共同影响下，该机构预计下榨季巴西产糖量会有所下降。

法国兴业银行认为巴西食糖和酒精生产的切换仍将是驱动国际糖价涨跌的关键因素，尤其是在巴西 18-19 制糖年产糖还没有进行套期保值的背景下，巴西食糖和酒精生产切换点会显得尤为重要。

花旗认为 18-19 制糖年巴西中-南部地区的制糖用蔗比将降至 44%，巴西糖厂减少制糖用蔗量将对下半年的国际糖价形成支撑。但 17-18 制糖年全球食糖生产大量过剩将打压 2018 年上半年的国际糖价。他们预计 17-18 制糖年全球食糖生产过剩 670 万吨，18-19 制糖年的生产过剩量将缩减至 40 万吨。

咨询机构 Archer 预计巴西中南部 2018/19 榨季甘蔗产量预计为 5.85 亿吨，低于 10 月预估的 5.91 亿吨。预计巴西中南部 2018/19 榨季糖产量为 3,270 万吨，低于 10 月预估的 3,550 万吨。

巴西糖及乙醇生产商 Biosev 预计巴西中南部地区 2018/19 年度甘蔗产量将从 2017/18 年度的 5.99 亿吨降至 5.86 亿吨。

据机构平均预期，巴西中南部下一年度糖产量为 3,300 万吨，低于行业机构于本年度 3,520 万吨的产量预期。预计巴西下一年度甘蔗压榨量将略高于本年度的 5.85 亿吨，为 5.90 亿吨。预计巴西 2018/19 年度乙醇产量为 261 亿公升，而本年度的产量预计为 247 亿公升。

## **2.4 2017/18 榨季印度产量或恢复至 2500 万吨左右**

2017 年雨季期间，印度气象局监测的全印水库水位同比与较历史均值都有所降低。但从主产区的情况看，对甘蔗产量的影响不大。UP 邦降雨量有所降低，但由于 UP 邦本榨季种植了大量早熟品种，这些甘蔗是在今年二三月份的时候种植的，因此对 11 月开榨的产量可能不会有很大影响。另一大主产区马邦自 8 月底开始的降雨较好，马邦主要产区降雨量充沛，累计降雨量位于 5 年来较高水平。但是另外两个此主产区 Kanataka 与 TN 邦的水库水位较历史均值较低。种植面积方面，本榨季 UP 邦种植面积有所增加，叠加高产品种的扩张，市场预计产量可能会达到 1000 万吨，马邦的种植面积也迅速恢复，因此本榨季增产的大格局不变。

印度糖厂估计，2017/18 榨季，印度糖产量有望提升 25% 至 2550 万吨，种植面积从上榨季的 456.4 万公顷提升至 498.8 万公顷。UP 邦的产量预计提升 19% 至 1050 万吨，马邦的产量预计从去年的 420 万吨回升到 740 万吨。

印度政府在新榨季伊始出台了一些新的食糖政策。首先政府对糖厂的库存做了更严格的限制，允许糖厂囤糖的最高比例从 2017 年 9 月的 21% 下降到 10 月份的 8%，这主要是为了保证新榨季初期的供给。另外 2017 年 10 月开始，进口关税将从 40% 提高到 50%，以抑制进口。全国甘蔗最低收购价由上榨季的 2300 卢比/吨提高至 2550 卢比/吨，另外 UP 邦等地区的收购价还会在此基础上有所上调。

据印度糖协估计，2016/17 榨季，印度消费量为 2440 万吨，结转库存 405 万吨，如果新榨季产量在 2500 万吨左右，需求量按 2% 的速度增长的话，2017/18 榨季的结转库存可能也会在 400 万吨左右。由于国际公认的安全库存需要三个月的消费量，因此这个库存可能并不那么安全。

不过印度糖协认为 400 万吨左右的期初库存足以应付榨季初期的需求，不会出现糖价暴涨的现象。并以此推论认为 2017/18 榨季预估的 400 万吨左右的结转库存也足以应对下榨季初期的需求，因此本榨季印度不需要进口。随着印度新榨季逐渐展开，印度的结转库存是否够用，

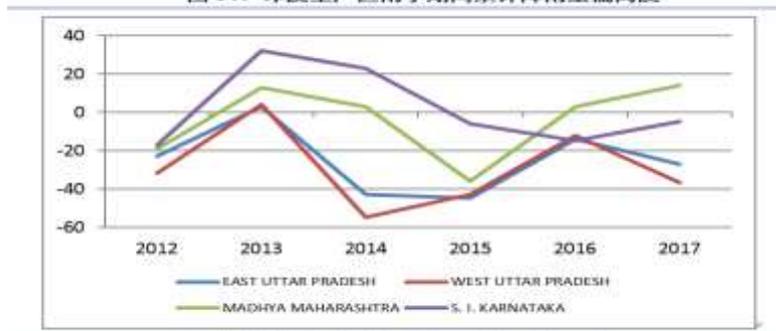
糖价是否会出现大涨，值得投资者关注。

图 13：印度主要地区水库水位



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 14：印度主产区雨季期间累计降雨量偏离度



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

表一：印度主产区甘蔗种植面积（单位：万公顷）

	总耕种面积均值	历史均值	2017/18	2016/17	较均值 (%)	同比 (%)
UTTAR PRADESH	218.2	216.2	229	217.9	5.92%	5.09%
MAHARASHTRA	98.2	90.4	94.3	63.3	4.31%	48.97%
KARNATAKA	44.1	44.9	44.5	41.7	-0.89%	6.71%
TAMIL NADU	30.5	29.6	21.5	26.1	-27.36%	-17.62%
全印度	500.5	494.9	499.5	456.4	0.93%	9.44%

数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

## 2.5 印度减产周期缩短，农民植蔗积极性高

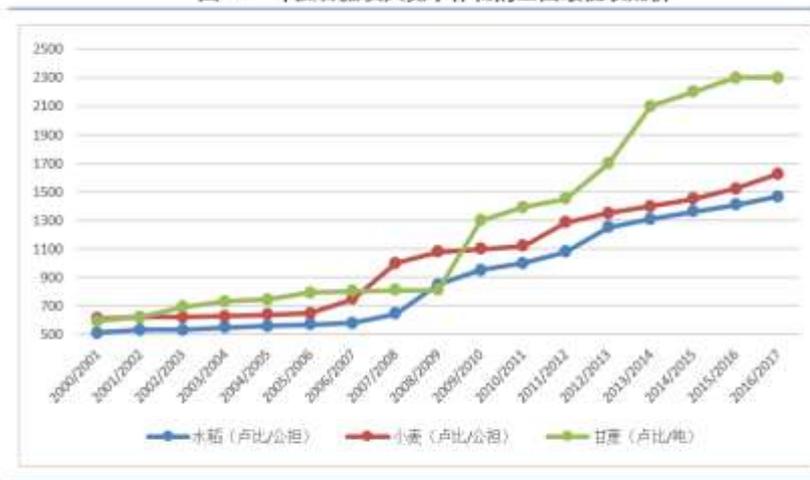
印度的食糖产量周期分为两部分，一部分是受天气影响产生的周期，另外一部分是受农民种植意愿影响而产生的周期。我们认为 2000-2011 年印度产量周期受农民种植意愿的影响较大，糖厂拖欠的农民甘蔗款数额是预测产量周期的较好指标。2011 年以后，这个指标逐渐失效，由于甘蔗相对于其他竞争作物的收益较高，产量周期受种植意愿的影响降低。

未来印度产量周期将主要受到天气的影响，波动幅度可能依然比较大，但是由于农民种植意愿较高，在天气正常后产量将迅速恢复到正常水平，供需缺口存在的时间将比以前降低。

在印度，甘蔗的主要竞争作物是水稻和小麦。如图 7 所示，2000 年-2008 年，三者的全国最低收购价差别不大，但是 2009 年之后，甘蔗的最低收购价开始快速增加，近年来与水稻、小

麦的价差越拉越大。因此 2009 年之后，水稻、小麦对甘蔗的替代竞争力逐渐下降，农民种植甘蔗的积极性大幅提高。2008-2016 年期间，水稻的最低收购价上涨了 72.9%，小麦上涨了 50.4%，甘蔗上涨了 183.3%。

图 15: 印度甘蔗及其竞争作物的全国最低收购价



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

在这种情况下，即使农民不能及时收到糖厂的甘蔗款，农民弃植甘蔗，改种水稻或者小麦的可能性也不高，因为甘蔗的最低收购价高出水稻与小麦很多，农民有充足的动力继续种植甘蔗。

2000-2011 年，由于甘蔗及其竞争作物的最低收购价相差不多，当糖厂甘蔗欠款达到一定程度时，会对农民的种植积极性产生较大影响，进而引发产量回落。在这个时期内，由这个逻辑引发的产业循环对印度食糖产量周期有着重要影响。但是 2011 年之后，随着甘蔗最低收购价的快速上升，甘蔗相对于其竞争作物的收益优势越来越明显，虽然甘蔗欠款创下新高，但甘蔗欠款对种植面积的影响下降，印度农民种植甘蔗的积极性始终维持高位，由种植效益引发的产量周期逐渐失效。印度天气情况转好以后，在种植积极性较高的情况下，印度第二年的产量会迅速攀升至正常水平，从而大幅缩短国际食糖贸易缺口存在的时间。

### 3.国内基本面分析

#### 3.1 国内进入增产周期

市场普遍预期 2017/18 榨季全国产量提高约 12%，从 2016/17 榨季的 930 万吨提高到 1000 万吨左右。主要是由于随着糖价从 2014 年以来的反弹，甘蔗收购价从 2014/15 榨季的 390-410 元/吨，上升到 16/17 榨季的 480-500 元/吨，农民有扩种的激励，2017/18 榨季广西甘蔗收购价更是提高至 500 元/吨。但是另一方面，广西的产量不太可能在短时间内迅速增加，主要因为：1，甘蔗的竞争作物如果树，速生桉等，生长周期较长，不可能在短时间内完全改种甘蔗。2，广西土地不适宜规模化养殖。3，人工成本过高，蚕食了大部分利润。

今年广西，云南等主要蔗区气温，降水，日照都比较正常，无明显旱涝灾害，广西甘蔗长势较好，有利于单产和出糖率的提高。据悉广东，海南，云南等地株高和单位面积有效茎好于去年同期，广西株高与单茎平均重量也好于去年同期。

市场预计 2017/18 榨季，我国甘蔗单产同比增加 7.9%，种植面积增加 2.2%，总产量增加 10.3%，预计产糖量同比增加 10.1%至 900 万吨左右。

### 3.2 北方甜菜糖有扩种趋势，但短期内体量依然较小

未来值得关注的产量增长点在于北方，明年北方甜菜糖的产量预计将增长 20 万吨至 130 万吨。由于玉米取消临储后，内蒙等地的农民种植甜菜的收益更好。本榨季，新疆甜菜糖的种植面积上升了 5%，内蒙的种植面积上升了 40%，北方甜菜糖的种植面积一共增加了 18% 至 240 万亩。预计下榨季会继续扩种。

另外，内蒙，新疆等地也更适合展开机械化种植。当地也在积极引进更高产的品种。有消息称，内蒙有四家在建的甜菜糖压榨厂，每家厂的年压榨能力为 100 万吨甜菜，预计于 2018 年前后投产。未来北方的情况值得关注。

### 3.3 国内政策的不确定性较大

国家在 2016 年提出一个五年计划，计划到 2020 年把国内食糖产量从目前的 930 万吨提高到 1500 万吨，并逐步降低对外依存度。这意味着国产糖产量要以每年 10% 的速度，连续增长 4 年。政府会通过补贴，金融服务等措施保障农民种植的积极性。政府计划在广西建成 500 万亩的“双高”试验田，把单产从目前的不足 5 吨/亩，提高到 8 吨/亩，含糖量从目前的 12% 提高到 14%。

但是另一方面，抛储与取消国储政策势在必行。今年年初国家提出农业供给侧改革，虽然食糖并不是政策重点品种，但目前国储有 600-700 万吨，抛储势在必行。2011 年开始施行收储的五个品种，大豆，油菜籽，棉花，玉米，糖，其余四个品种都已经取消国储，实行目标价格政策试点。因此可以预测，食糖取消国储势在必行。取消国储会带来哪些影响？棉花 2014 年取消国储，同时在新疆试点目标价格政策，当时内外棉价差处于高位，取消国储后，内外棉价格快速回归。在提高关税后，目前糖的内外价差处于历史最高位，15% 关税下进口利润 3000 元/吨，95% 关税下进口利润 700 元/吨，取消国储之后，糖会像棉花那样大跌从而把内外价差打掉吗？糖和棉花的情况还是不一样的。2014 年棉花取消国储的同时，在新疆试点目标价格政策，其意图是很明显的，即希望把内地低效率的棉花产区淘汰掉，同时在新疆推广高产棉花与机械化种植，从而提高我国的棉花竞争力，维护农业安全。食糖的情况不太一样，目前我国产量主要集中在广西，其人工成本高，大部分土地肥力不够单产较低，并且不适宜推广机械化种植。但食糖缺少一个像新疆那样的地方，可以让政府把广西低效率的产区一刀切，同时把所有的资源转移到新产区。并且由于新疆的特殊性，食糖很难复制棉花的那条路。上文我们提到北方甜菜糖有加速发展的趋势，但是目前市场对于甜菜糖的接受程度是比较低的，也就是说未来应该仍是以广西糖为主。

抛储方面，国家的目标与口号一直是平衡国内供需，减少价格波动，但抛储是一个静态的过程，但是市场供需确一直处于运动之中。从总量上看，进口，走私与国储成互相补充的关系，如果进口与走私少了，国储很可能就会多抛一点，但是如果市场发生变化，比如说走私有所抬头，那么多抛的这部分国储就会给市场带来额外的压力。另外从分布上来看，进口的高峰一般在下半年，而国储也一般会选在四季度新老榨季交替的时候，因此下半年的压力应该会比较大会比较大。

### 3.4 玉米淀粉企业扩产，关注淀粉糖的替代

2017 年全国统计的 87 家玉米淀粉加工企业玉米加工能力为 4877 万吨/年，市场预计未来 3 年玉米淀粉行业产能将增长约 25.9%，至 6140 万吨/年。企业的扩产需要需求端的支撑，扩产显示出深加工企业对于整个市场体量增加，以及自身市场份额增加的自信。玉米淀粉深加工的主

要产品为淀粉糖，在饮料领域与白砂糖是竞争关系，淀粉糖的扩产对白砂糖的市场份额提出了挑战。

不过由于果糖的储藏时间较短，企业基本都是在接到订单之后才进行生产，因此在需求端没有稳定的提升之前，新增的淀粉糖产能无法转换成实际的替代。据悉从 2016 年开始，可口可乐与百事可乐都上调了果糖的使用比例，可口可乐的果糖使用比例高达 95%，康师傅也把果糖用量增加了 20%。因此 2018 年需要关注玉米淀粉企业的开工率，注意消费端对白砂糖的替代。

## 去库存初见成效，未来需求增长

2018年1月2日 星期二

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

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

2017年玉米、玉米淀粉期价震荡走高，现货价格震荡上涨，玉米、玉米淀粉全年行情总体较好。

回顾2017年玉米行情，在国家农业供给侧结构性改革的调节下，总体向着积极方向迈进。玉米种植面积下调，玉米产量减少，下游需求增加，国家去库存力度加大，临储玉米拍卖成交量大幅提升。

2017年玉米淀粉行情整体而言先抑后扬，上半年开机率和淀粉库存总体较高，下游需求清淡，淀粉价格整体偏弱。6月后环保影响较大，玉米淀粉库存开始下降，淀粉供应紧张，价格开始拉升。2017年环保影响对淀粉企业整体冲击较大，导致淀粉企业全年开机率整体较低，淀粉供应量减少。

#### ● 后市展望及策略建议

总体来看，2017年玉米减产，且华北玉米霉变、毒素偏高，2018年玉米工业需求大幅增加，预计全国工业需求增加900万吨。在东北玉米减产、华北玉米粮质较差的背景下，玉米供应紧张，优质粮更是紧缺，因此在2018年5月临储玉米抛售前，预计玉米供应端短缺，玉米价格或将走高，下半年随着玉米抛储以及新玉米上市，供应压力或将增强，玉米价格可能回落，建议在2018年抛储开始前维持偏多思路，仅供参考。

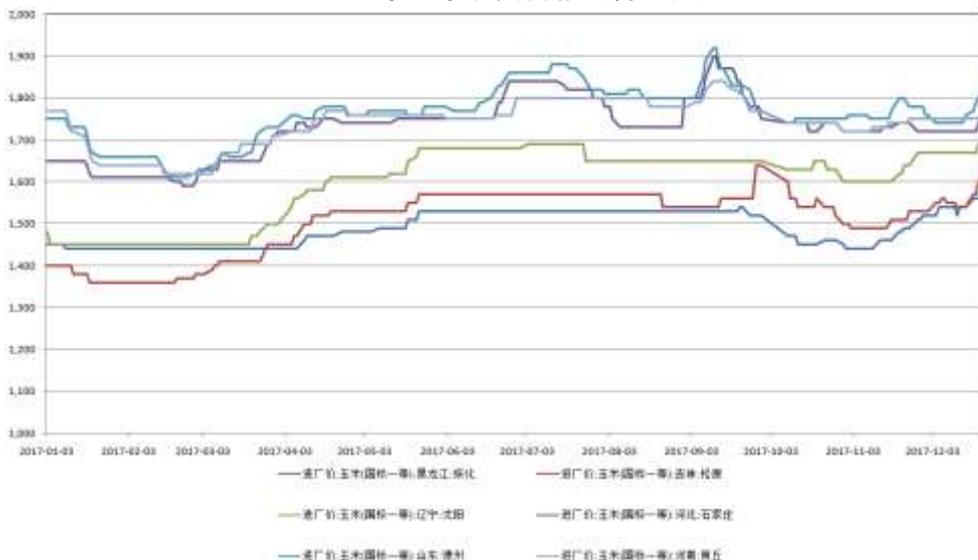
2018年春节后，淀粉下游需求相对转淡，淀粉库存或将回升，打压淀粉价格。2018年玉米深加工企业大幅扩张产能，玉米淀粉新投资项目增多，可能制约玉米淀粉价格上行空间，但是玉米淀粉由于性价比较高，造纸、食品行业对于玉米淀粉需求情况总体较好，淀粉企业普遍对于下游淀粉糖的未来需求看好，支撑淀粉价格，中长期来看，预计玉米淀粉主要以震荡调整行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

## 1.玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

1月-2月下旬玉米供应较为宽松，下游养殖行业和深加工行业需求清淡，玉米价格下跌。3月-6月下旬国家调减玉米种植面积，继续实施完善玉米市场化收购和补贴政策，利多政策频出，叠加市场可流通玉米较少，玉米供应紧张，导致玉米价格走高。7月-8月临储玉米成交转淡，养殖业弱势运行，深加工企业开机率下滑，玉米下游需求疲软，玉米价格回落。9月上旬华北持续降雨，玉米流通受阻，玉米价格攀升，下旬随着天气好转，物流恢复，叠加部分新粮上市，供应压力增加，玉米价格快速回落。10月、11月玉米现货价格总体稳定，由于今年华北玉米霉变较高，饲料企业转而进入东北收购玉米，叠加今年玉米减产，深加工产能扩增，贸易商屯粮待涨，导致12月中旬开始玉米价格上涨。

图 1：2017 年玉米现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 玉米产量

据国家统计局统计，2017年我国玉米播种面积35445.2千公顷，较2016年减少1314.5千公顷，减幅3.58%；玉米单产6090.8公斤/公顷，较2016年增加118.1公斤/公顷，增幅1.98%；玉米总产量21589.1万吨，较2016年减少366.3万吨，减幅1.67%。

表 1：我国玉米产量

项目	2016	2017	增减量	增减幅
播种面积（千公顷）	36759.7	35445.2	-1314.5	-3.58%
单位面积产量（公斤/公顷）	5972.7	6090.8	118.1	1.98%
总产量（万吨）	21955.4	21589.1	-366.3	-1.67%

数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

### 1.3 临储玉米拍卖

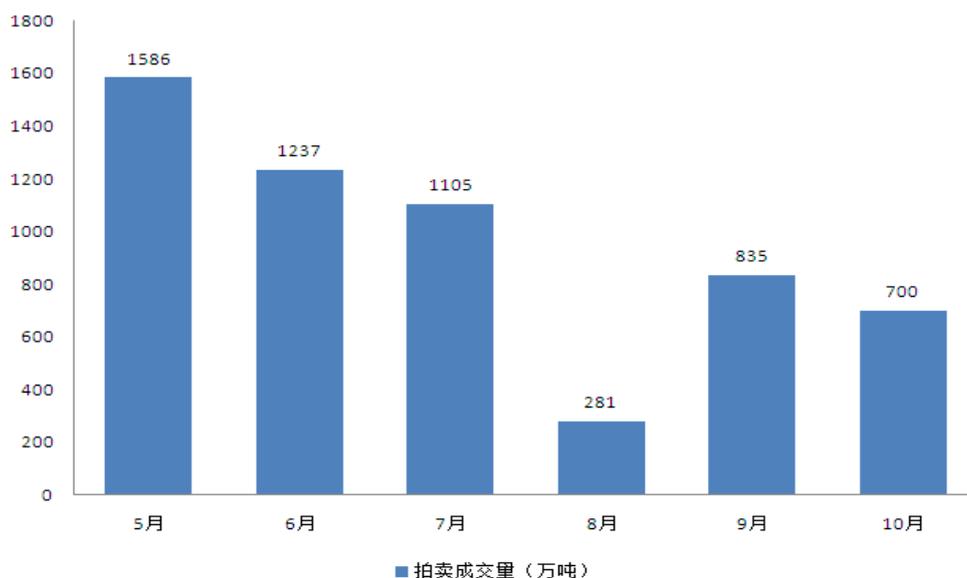
2017 年度临储玉米竞价销售 5 月开始至 10 月底结束,累计拍卖成交量 5740 万吨,其中 2012 年产玉米成交 194 万吨,2013 年产玉米成交 2856 万吨,2014 年产玉米成交 2690 万吨。2017 年拍卖成交玉米量比 2016 年度拍卖成交量 2176 万吨增加 3564 万吨,拍卖量大幅提高,充分显示出国家去库存的决心,但是临储玉米仍有 2.17 亿吨的库存,库存压力仍不容小觑。

表 2: 临储玉米收购与拍卖情况

临储玉米收购与拍卖情况 (万吨)				
年份	临储玉米收购量 (当年 11 月-次年 5 月 31 日)	临储玉米拍卖量 (当年年度)	定向销售	库存增加
2007	600	38.56		561.44
2008	3570	300.29		3269.71
2009	60.9	1350.1	576	-1865.2
2010	800	1597.27	60	-797.27
2011	126.9	13.75		113.15
2012	3083.2			3083.2
2013	6919			6919
2014	8329	2583.82	153	5592.18
2015	12543	570.65		11972.35
2016	2800	2176	2000	-1376
2017		5740		-5740
合计	38832	14370.44	2789	21732.56

数据来源: 我的农产品网, 兴证期货研发部

图 2: 2017 年临储玉米拍卖成交量

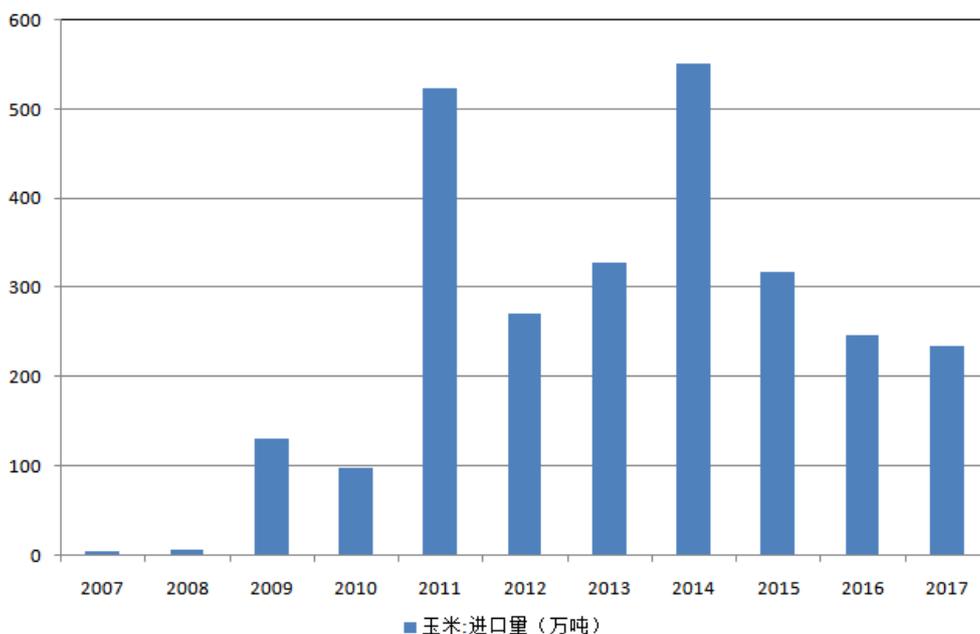


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

## 1.4 玉米进出口

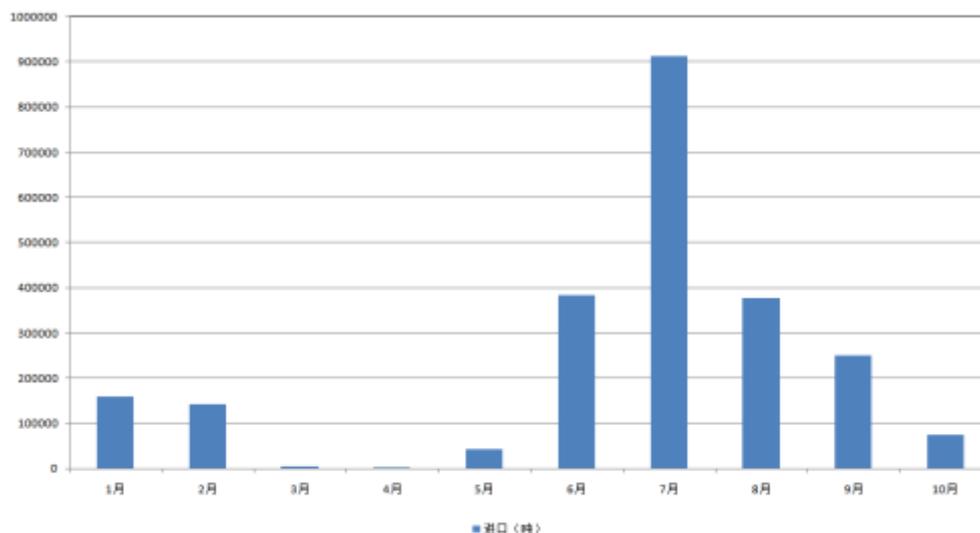
2017年1-10月我国进口玉米总量234.85万吨，出口玉米总量7.76万吨，进出口方面较去年相比无太大变化，继续保持净进口状态。5月份之后，进口玉米到岸完税价格下滑，国内玉米价格较高，广东港玉米现货价开始超过进口玉米到岸完税价格，进口玉米量有了较为明显的提升。

图 3：我国玉米进口量变化



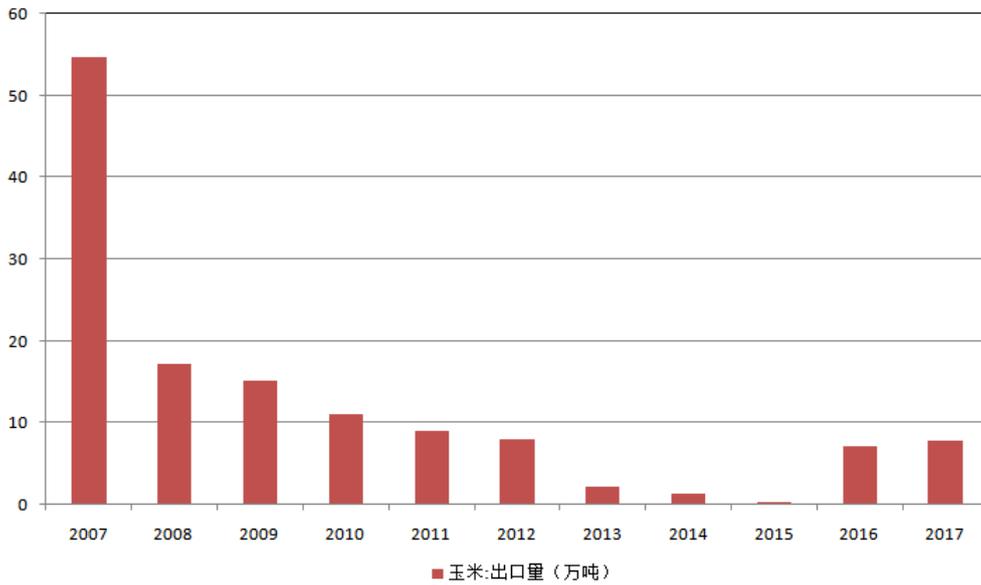
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：2017年玉米月度进口量



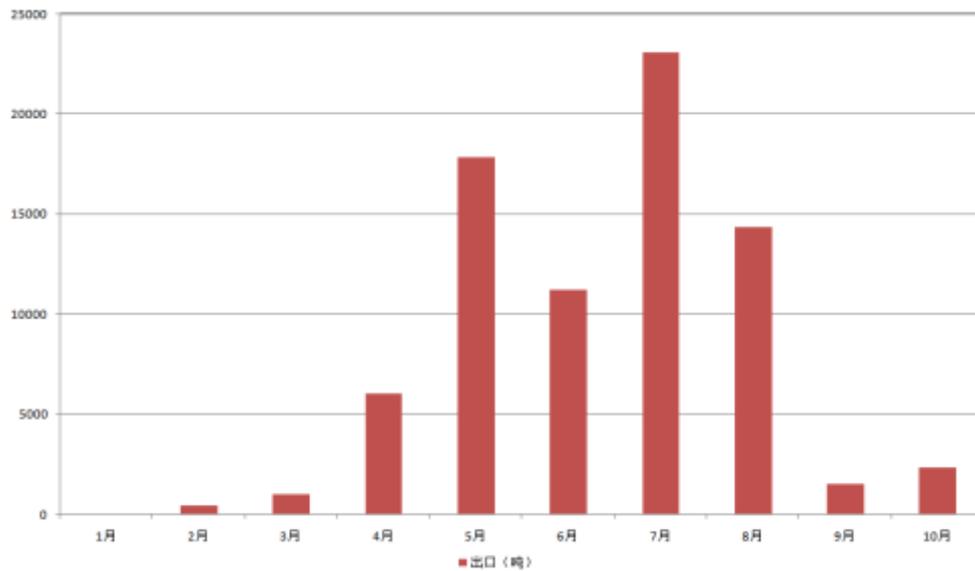
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 5：我国玉米出口量变化



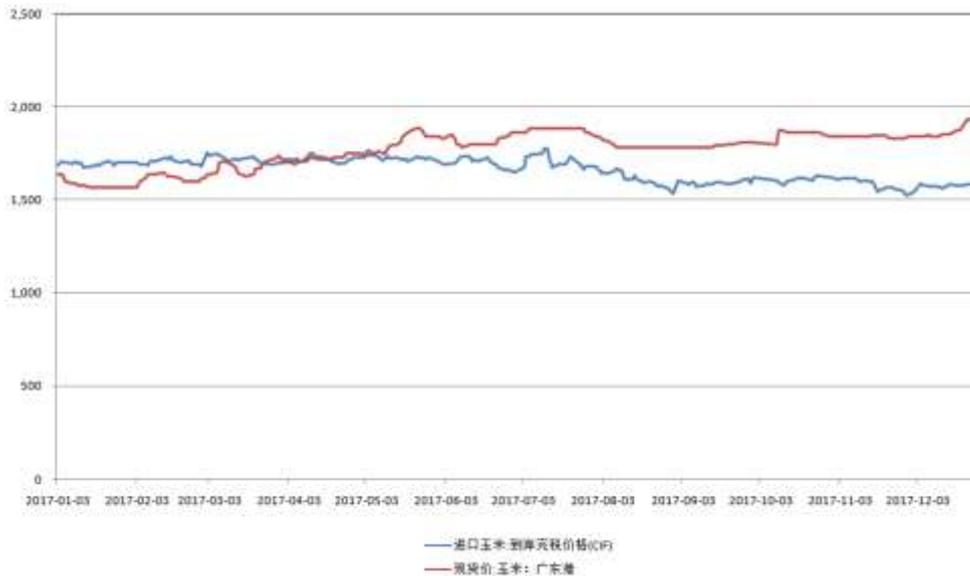
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：2017 年玉米月度出口量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 7：2017 年进口玉米与国内玉米价格（元/吨）

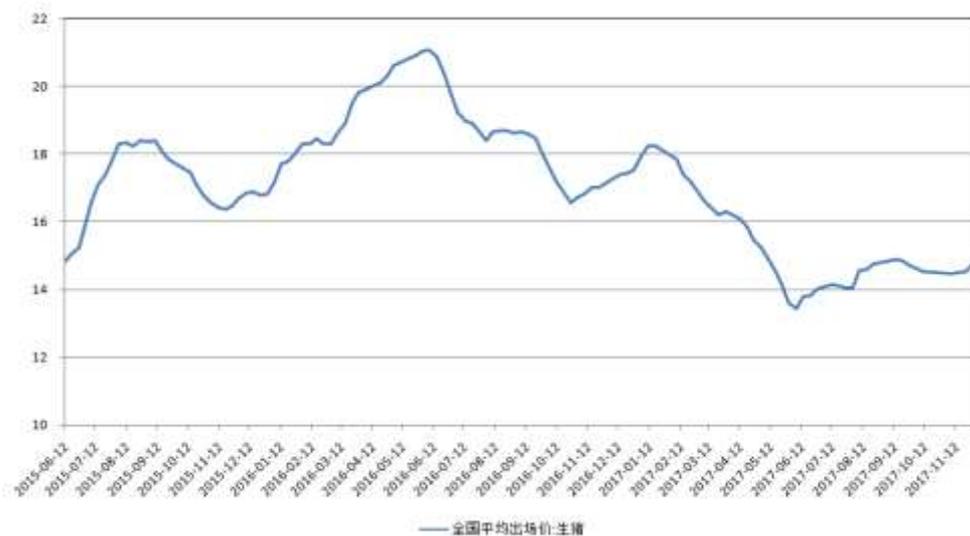


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.5 生猪价格

2017 年生猪价格总体较为疲软。春节后至 6 月上旬，生猪下游消费需求清淡，生猪价格一路下滑探底。6 月中旬全国多地发生强降雨，物流运输受阻，叠加养殖户惜售，猪价开始反弹。进入 9 月后，随着高校开学，国庆等节日带动，生猪下游需求好转，生猪价格略有回暖。11 月后冷空气来袭，气温逐渐下降，距离年关越来越近，生猪消费提升，猪价开始上涨。

图 8：生猪出厂价（元/公斤）

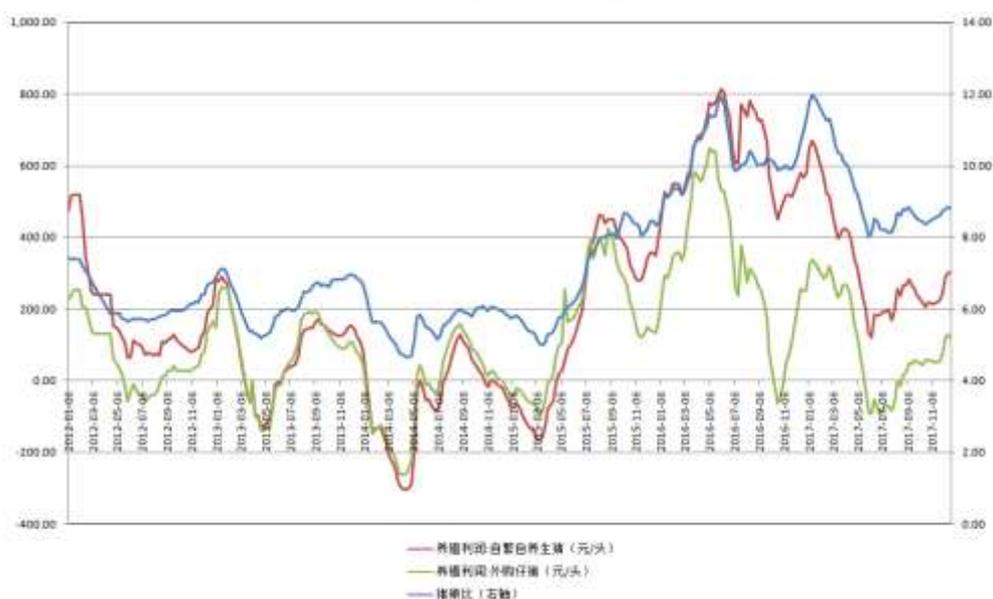


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.6 生猪养殖利润

2017 年春节后随着生猪价格的一路走跌，生猪养殖利润也随之大幅下降，6 月上旬降至最低点，自繁自养生猪养殖利润跌至 120 元/头，外购仔猪养殖利润跌至-89 元/头，6 月猪价开始反弹后，养殖利润逐渐好转，11 月中旬后需求拉动猪价继续上涨，12 月下旬自繁自养生猪养殖利润突破 300 元/头，外购仔猪养殖利润突破 110 元/头。

图 9：猪粮比与生猪养殖利润

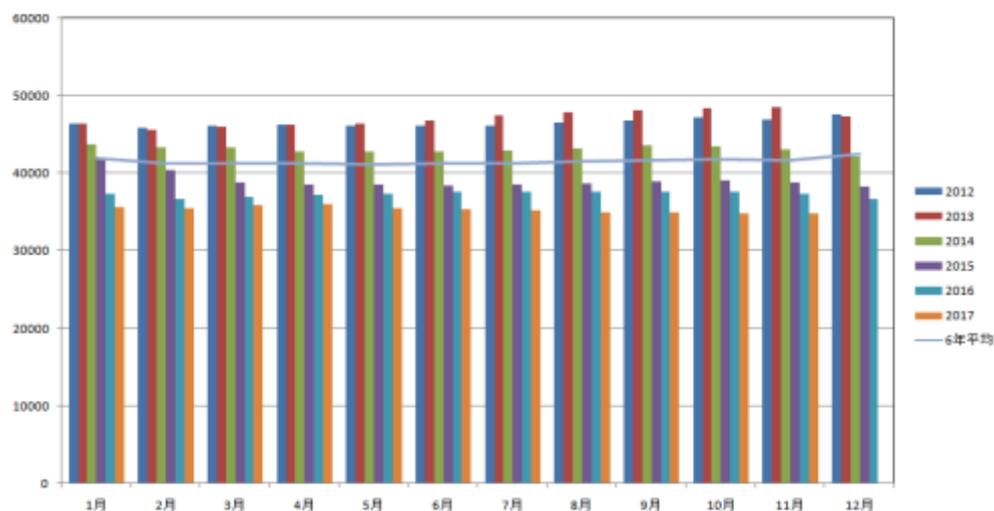


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.7 生猪、能繁母猪存栏变化

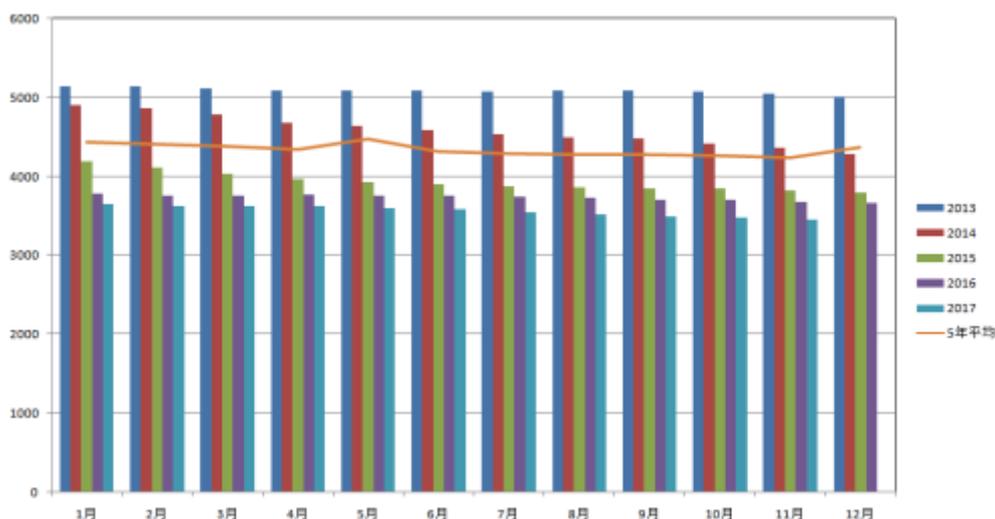
国内生猪存栏量、能繁母猪存栏量近五年逐步下滑，国家环保力度不断增强，划定禁养区和限养区，淘汰落后产能，规模化养殖快速发展。虽然生猪存栏量、能繁母猪存栏量在下降，但是随着养殖技术的提升以及养殖的规模化，母猪生产效率和生猪标准化体重在不断提高。

图 10：国内生猪存栏量（万头）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 11: 国内能繁母猪存栏量 (万头)



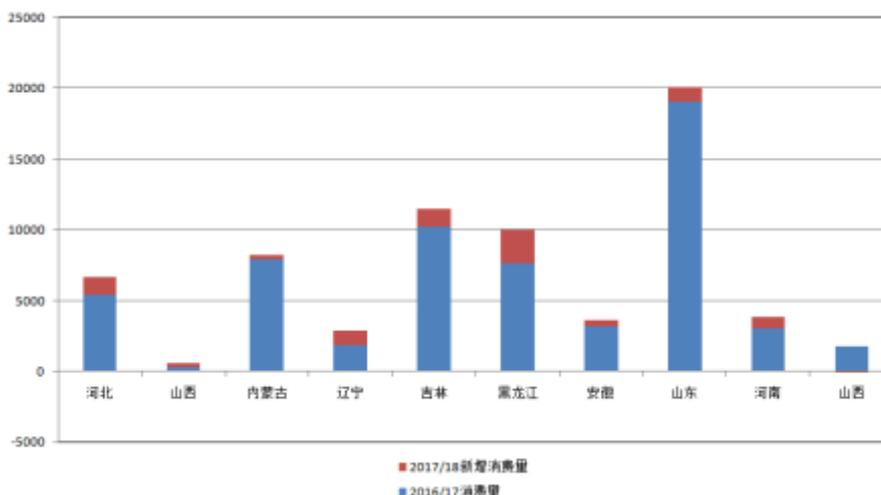
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 1.8 新增工业消费

2017/2018 年度全国玉米工业消费量预计增加 900 万吨，黑龙江玉米工业消费新增量居全国首位，新增 240 万吨；吉林、河北、辽宁、山东新增玉米工业消费量均超过 100 万吨。东北三省以及山东、河北作为玉米深加工的主要地区，在今年玉米减产的同时，新增大量的玉米工业需求，有助于增加玉米消化能力，提振玉米价格。

据我的农产品网统计，至 2018 年 1 月，黑龙江、吉林、山东共有产能为 525 万吨/年的新增项目开始投料生产。未来 1-3 年玉米深加工行业的玉米消费量将有 2828 万吨的增长空间，根据深加工企业已有的扩产计划，至 2020 年，玉米淀粉行业年加工玉米量将增至 6140 万吨/年；氨基酸行业年加工玉米量将增至 2248 万吨/年；玉米酒精行业年加工玉米量将增至 2158 万吨/年。玉米深加工行业未来新增产能主要集中在东北、山东地区，黑龙江、吉林、山东地区新增产能占全国新增产能的 86%。

图 12: 2017/18 玉米工业消费量 (千吨)



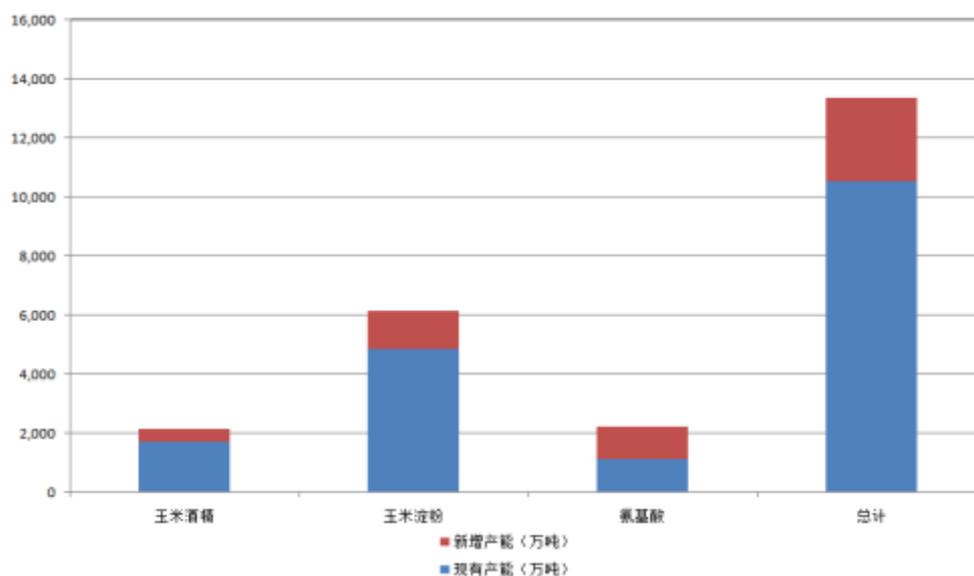
数据来源：国家粮油信息中心，兴证期货研发部

表 3: 玉米深加工企业最新投产动态

类别	省份	地区	企业	玉米消耗	计划投料时间
淀粉	黑龙江	绥化	京粮龙江	100 万吨/年	2017 年 12 月
	山东	德州	福洋	50 万吨/年	2018 年 1 月
		泰安	祥瑞	25 万吨/年	2018 年 1 月
酒精	黑龙江	双鸭山（集贤）	维克特	30 万吨/年	2017 年 11 月
			鸿展	45 万吨/年	2017 年 12 月
		齐齐哈尔（讷河）	鸿展	100 万吨/年	2017 年 12 月
	吉林	吉林	博大	75 万吨/年	2017 年 11 月
氨基酸	黑龙江	齐齐哈尔（龙江）	阜丰	100 万吨/年	2017 年 11 月

数据来源：我的农产品网，兴证期货研发部

图 13: 未来三年深加工行业新增年产能



数据来源：我的农产品网，兴证期货研发部

## 1.9 小结

2017 年玉米种植面积下调，虽然单产有所提高，但是总体玉米产量减产，国家去库存力度加大，临储玉米拍卖成交量大幅提升。回顾 2017 年全年玉米行情，1 月-2 月下旬玉米供应较为宽松，下游养殖行业和深加工行业需求清淡，玉米价格下跌。3 月-6 月下旬国家调减玉米种植面积，继续实施完善玉米市场化收购和补贴政策，利多政策频出，叠加市场可流通玉米较少，玉米供应紧张，导致玉米价格走高。7 月-8 月养殖业弱势运行，深加工企业开机率下滑，玉米下游需求疲软，玉米价格回落。9 月上旬华北持续降雨，玉米流通受阻，玉米价格攀升，下旬随着天气好转，物流恢复，叠加部分新粮上市，供应压力增加，玉米价格快速回落。10 月、11 月玉米现货价格总体稳定，由于今年华北玉米霉变较高，饲料企业转而进入东北收购玉米，叠加今年玉米减产，深加工产能扩增，贸易商屯粮待涨，导致 12 月中旬后玉米价格上涨。

## 2. 玉米淀粉基本面

### 2.1 玉米淀粉现货价格

2017年玉米淀粉价格总体呈现先抑后扬态势。上半年开机率和淀粉库存总体较高，下游需求清淡，淀粉价格整体偏弱。6月后玉米淀粉库存开始下降，8月环保风暴来袭，华北地区淀粉企业受到冲击，限产停机，开机率、库存大幅下滑，淀粉供应紧张，价格开始拉升。十一月上旬玉米淀粉库存处于年度低点，下游需求较好，叠加市场炒作采暖季环保题材，淀粉价格大幅上涨，11月15日后环保炒作退热，市场回归理性，淀粉价格回落。

图 14：2017 年玉米淀粉现货价格走势（元/吨）

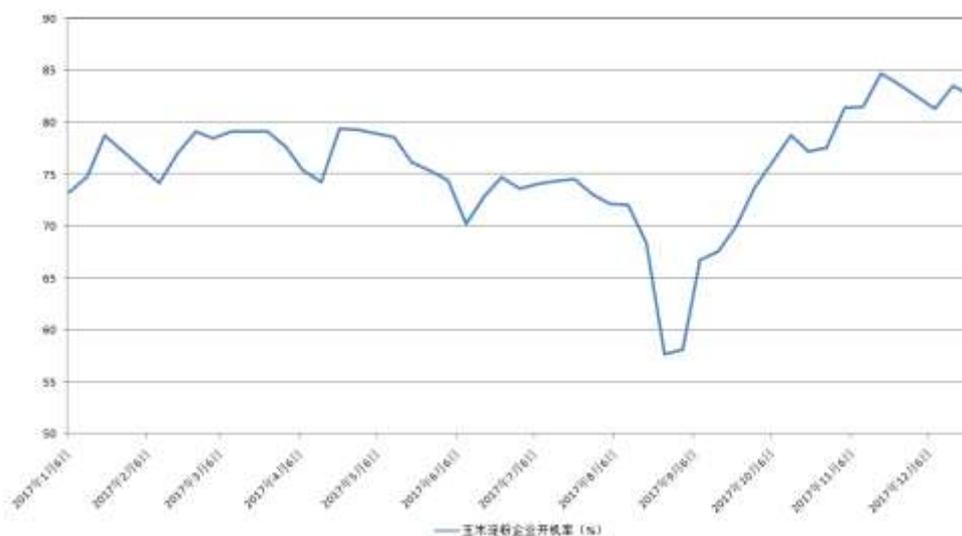


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2 玉米淀粉企业开机率

2017年淀粉企业开机率总体在75%-80%的区间范围波动，8月中旬开始，由于环保督查组入驻华北地区，环保监察加码，导致华北地区的淀粉企业限产停机，不少小淀粉企业关停倒闭，开机率大幅下降，至8月下旬，淀粉企业开机率最低已下跌至57%，9月10日环保小组撤离后，大部分企业陆续开始恢复生产，开机率稳步回升。10月后由于淀粉下游企业需求较好，淀粉库存偏低，淀粉企业开机率保持提升势头，进入11月后开机率突破80%，开机率保持高位，12月下旬因空气污染原因，部分企业开始限产停机，开机率止升回落。

图 15: 2017 年玉米淀粉企业开机率变化

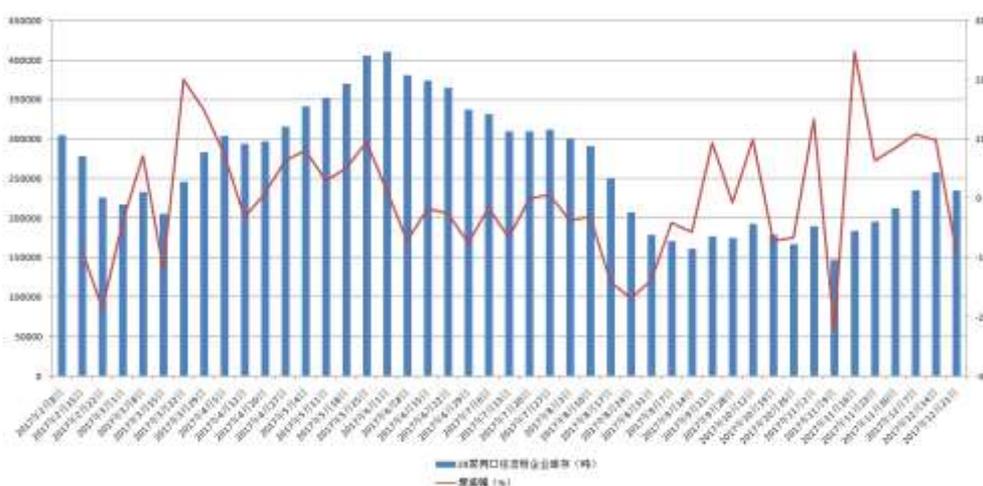


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 2.3 玉米淀粉企业库存

2017 年上半年淀粉企业开机率基本维持 75%-80% 的相对高位，淀粉下游需求偏弱，玉米淀粉库存整体较高。进入 8 月后，由于环保冲击，淀粉企业开机率大幅下降，华北不少企业停机 10-20 天，淀粉库存明显下降，9 月后淀粉下游需求逐渐增强，淀粉库存处于低位，供不应求，导致玉米淀粉供应偏紧，随着环保影响逐渐消散，淀粉企业加紧生产，11 月下旬淀粉库存开始回升。12 月下旬因空气污染原因，部分企业开始限产停机，开机率下滑，市场环保炒作发酵，下游企业提货加快，淀粉库存止升回落。

图 16: 29 家淀粉企业库存变化

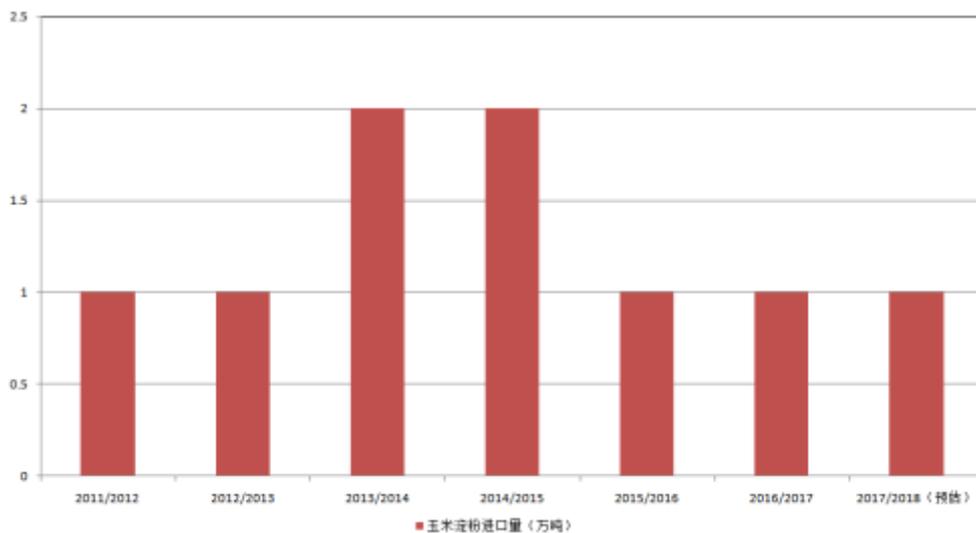


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.4 玉米淀粉进出口

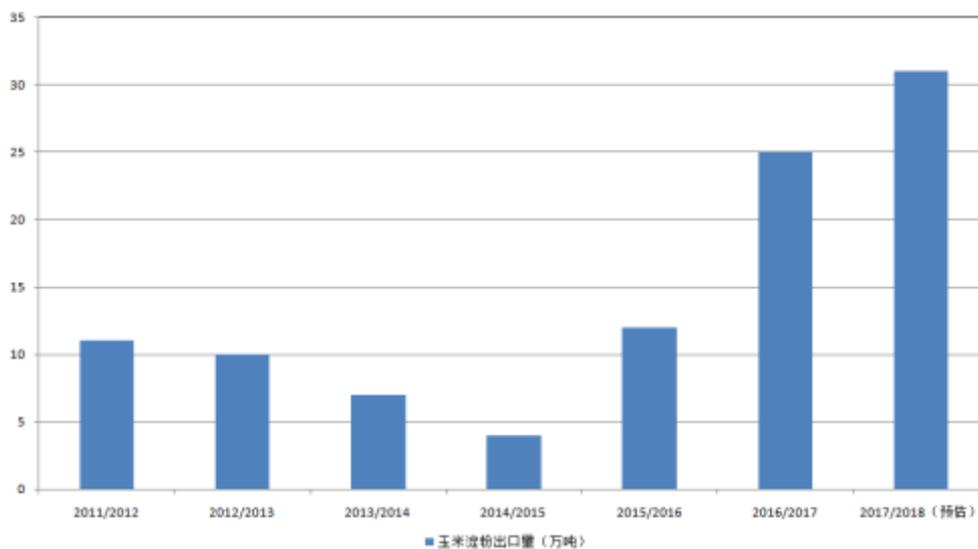
2017 年我国玉米淀粉继续保持净出口，近两年玉米淀粉出口保持较快的增长速度，预估今年玉米淀粉出口量 31 万吨，比上年一年度出口量 25 万吨增加 6 万吨，增幅 24%。

图 17：我国玉米淀粉进口量变化



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 18：我国玉米淀粉出口量变化

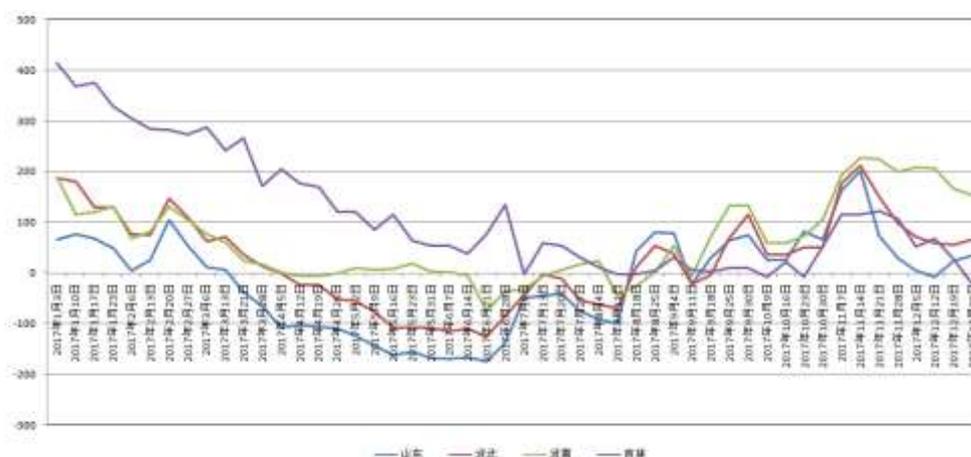


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

## 2.5 玉米淀粉加工利润

上半年玉米供应总体偏紧，原料玉米价格上涨，玉米淀粉生产成本提高，玉米淀粉企业开机率、淀粉库存处于相对高位，下游需求较为清淡，需求端较弱，企业加工利润下降，东北地区深加工企业由于在6月底前享受国家补贴（黑龙江补贴300元/吨、吉林补贴200元/吨、辽宁补贴100元/吨），加工利润明显好于华北地区，华北地区加工利润在3月至8月上旬基本处于亏损状态。8月下旬开始由于玉米淀粉库存处于低位，可售货源紧缺，玉米淀粉价格上涨，加工利润随之提高，11月上旬玉米淀粉供应紧张，叠加采暖季环保炒作，玉米淀粉开启新一轮大涨，加工利润大幅攀升，11月15日后环保炒作消散，市场回归理性，淀粉价格回落，加工利润下降。

图 19：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

## 2.6 小结

2017年玉米淀粉行情整体而言先抑后扬，上半年开机率和淀粉库存总体较高，下游需求清淡，淀粉价格整体偏弱。6月后玉米淀粉库存开始下降，8月环保风暴来袭，华北地区淀粉企业受到冲击，限产停机，开机率、库存大幅下滑，淀粉供应紧张，价格开始拉升。十一月上旬玉米淀粉库存处于年度低点，下游需求较好，叠加市场炒作采暖季环保题材，淀粉价格大幅上涨，11月15日后环保炒作退热，市场回归理性，淀粉价格回落。12月下旬由于空气污染，部分淀粉企业开始限产停机，开机率止升回落。2017年环保影响对淀粉企业冲击整体较大，导致淀粉企业全年开机率整体较低，淀粉供应量减少。下游需求方面，上半年需求偏弱，下半年需求好转，全年整体下游需求相比往年较好，由于木薯淀粉、小麦淀粉价格较高，玉米淀粉性价比相对提升，商品淀粉下游造纸、食品行业需求量提升。淀粉糖方面，销售情况总体较好，一方面由于白糖价格较高，淀粉糖替代白糖的比例在提高，另一方面随着人们生活水平的提高以及用糖观念的转变，淀粉糖的需求量也在快速增加。

## 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。