



兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

兴证期货研发部 2018 年 5 月理财月报 目录

股指期货	2
期指有望企稳 建议多头套保	2
国债期货	17
4 月期债大幅走高后回落，5 月或先扬后抑	17
有色金属·铜	26
维持中长期看好铜价的观点	26
铁矿石&螺纹钢	38
冲高回落	38
动力煤	49
需求尚未启动，煤价继续上涨空间或有限	49
原油	61
中东风险因素支撑油价高位运行	61
天然橡胶	66
低位区域性震荡整理	66
PTA	85
旺季行情延续，PTA 仍有向上空间	85
豆类油脂	96
贸易战消退，油脂震荡	96
白糖	107
反弹后出现中长期空点	107
玉米&玉米淀粉	113
临储玉米拍卖火爆	113
分析师承诺	123
免责声明	123

期指有望企稳 建议多头套保

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号: F0286569

投资咨询资格号: Z0010856

尚芳

从业资格号: F3013528

投资咨询资格号: Z0013058

高歆月

从业资格号: F3023194

联系人: 高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

4月共18个交易日,纵观四月行情,市场先扬后抑,沪指再度跌破3100点。整体来看,市场呈现普跌行情,前期强势的中小创股回调幅度较大。从板块表现来看,仅有医药行业收涨,电子元器件、综合、传媒、汽车等行业领跌。三大指数中沪深300指数下跌3.63%,上证50指数下跌2.52%,中证500指数下跌4.15%。

三大股指期货集体收跌,其中IH四月跌幅稍小于IF及IC。量能方面,市场增量博弈中小盘股,IC持仓及成交有所上升。基差方面,期现基差及远近月价差均弱势震荡,内含成分股分红预期。跨品种比值四月呈现区间震荡。

● 后市展望及策略建议

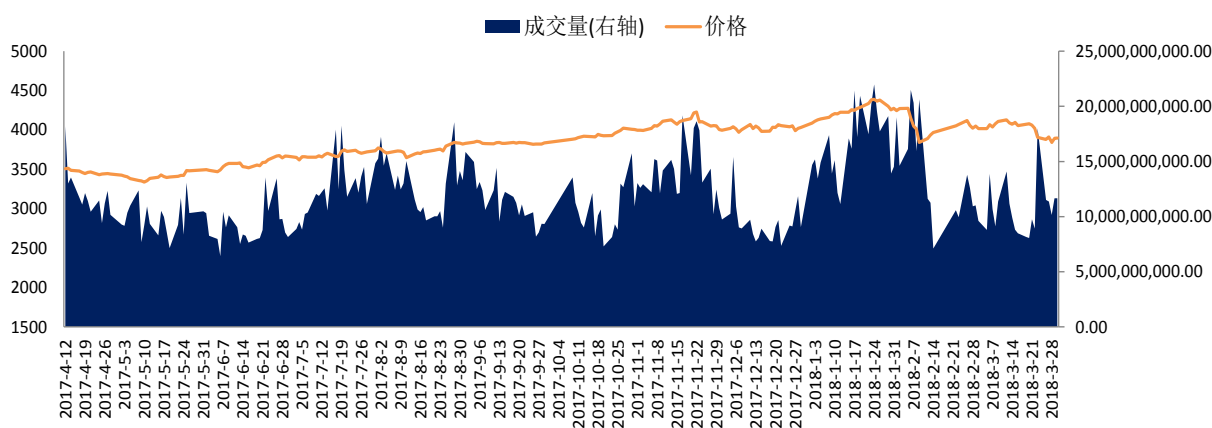
综合来看,近期市场波动加剧,量能有所减少,股票风格切换加快。中长期来看,我们基于中国经济基本面稳中有进、企业业绩持续改善的判断基础上,中期仍然对2018年的股票市场保持乐观,资管新规靴子落地,资金面边际转松以及未来A股纳入MSCI指数带来的增量资金,利多股票市场。然而风险因素方面仍需关注中美贸易战,对市场情绪干扰的不确定性较强。从期指基差来看,目前市场对股指预期有所好转,资金偏向加仓IC进行博弈,短期波动仍然较大。我们认为五月期指有望企稳反弹,未来6月MSCI指数纳入效应将带来实质增量资金,可考虑多头套保锁定未来建仓成本。仅供参考。

1. 股指现货分析

1.1 股指现货回顾

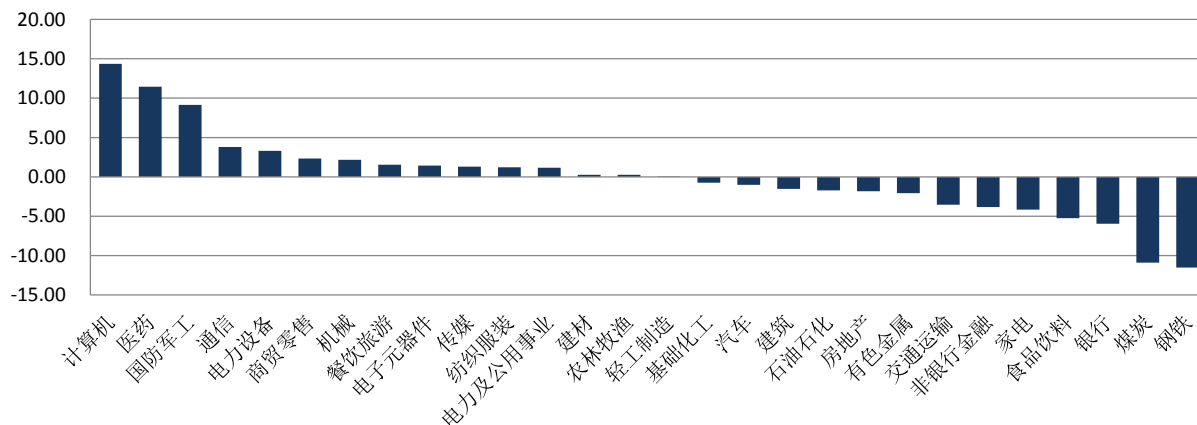
3月共22个交易日，纵观三月行情，资金流动性充裕，股票注册制延迟及两会政策性利好引发市场在中小创股领涨下冲高，但月中旬一系列海外消息对市场风险偏好影响较大，美联储加息预计加速及中美贸易战升温，市场大幅走低，沪指再度考验3100点支撑。整体来看，市场八二分化，风格有所转变，中小创股获政策性支持，走势强于大盘股。从板块表现来看，计算机、医药、国防军工、通信等行业领涨，钢铁、煤炭、银行、家电等行业领跌。最终，3月上证综指下跌2.78%至3168.90点，沪深300指数下跌3.11%至3898.50点，上证50指数大跌5.44%至2722.15点，中证500指数上涨1.51%至6114.74点。

图1：沪深300价格及成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1: 我国及全球市场近期表现

	指数水平	最近一周	年至今	30日	60日
我国主要指数					
沪深300指数	3898.498	-0.1648567	-3.283595	2.98%	5.57%
上证综指	3168.896	0.5117819	-4.181098	2.44%	5.39%
深证综指	1853.722	4.930954	-2.401984	-1.69%	0.38%
上证50	2722.153	-2.483077	-4.834332	5.20%	8.58%
中证500	6114.738	5.660567	-2.177027	-1.48%	0.33%
上海B股	326.8682	2.029141	-4.372137	0.22%	2.56%
深圳B股	1154.26	1.86468	-0.788867	0.54%	1.92%
恒生指数	30093.38	-3.146565	0.5823376	2.86%	3.90%
国企指数	11998.34	-3.453696	2.468466	3.69%	5.22%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	172.1489	0.1019773	-0.956387	2.31%	3.55%
亚洲市场除日本	715.3692	-0.000716913	0.2694559	2.20%	3.03%
美国市场	2516.93	-0.184015	-1.086629	2.65%	3.47%
欧洲市场	125.0142	1.441911	-4.867492	1.12%	3.36%
日本市场	1007.86	2.149696	-6.237736	1.80%	5.27%
沪深300分类指数					
能源	1843.883	-2.682447	-4.961191	5.15%	10.06%
材料	2515.451	2.071846	-4.141747	3.07%	5.05%
工业	2472.722	1.622172	-5.577149	0.81%	3.95%
可选	5834.416	-1.928238	-2.034712	5.15%	6.18%
消费	13821.31	-2.814199	-7.862483	7.48%	11.33%
医药	11230.66	2.89968	11.48031	-6.74%	-7.79%
金融	6181.823	-1.520962	-4.396297	4.57%	8.53%
信息	2327.018	2.659326	0.5006863	0.54%	0.01%
电信	3037.019	3.390639	-13.19214	4.17%	7.51%
公用	1916.339	-0.4514497	-1.146827	1.24%	1.99%

数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2. 股指期货回顾

2.1 IC 表现好于 IF 及 IH

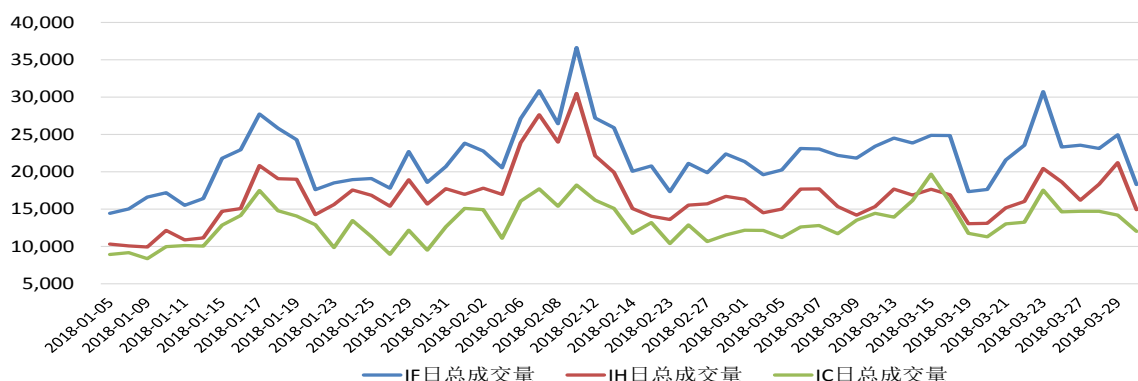
截止到 3 月 31 日, 以收盘价计算, 2018 年 3 月各期货合约涨跌不一, IC 小幅上涨, IF 及 IH 全线下跌。IF1804 合约月线下跌 3.46% 至 3884.2 点; 合约 IF1805 合约收盘至 3871.8 点, IF1806 合约下跌 4.31% 收盘至 3840.2 点; IF1809 下跌 4.97% 收盘至 3817.8 点。IH1804 合约下跌 5.94% 至 2712.4 点; 合约 IH1805 合约收盘至 2716.8 点, IH1806 合约下跌 6.34% 收盘至 2702.4 点; IH1809 大跌 7.14% 收盘至 2675.8 点。IC1804 合约上涨 2.29% 至 6101.0 点; 合约 IC1805 合约收盘至 6059.8 点, IC1806 合约上涨 1.92% 收盘至 6015.0 点; IC1809 上涨 1.40% 收盘至 5910.0 点。

2.2 下跌期间成交量上升

整体来看, 在市场大跌期间三大股指期货的成交量均有明显上升。截止到 3 月 31 日, IF1804 合约成交了 24.48 万手; IF1805 合约成交了 1590 手; IF1806 合约成交了 4.52 万手; IF1809 合约成交 8263 手。IH1804 合约成交了 17.92 万手; IH1805 合约成交了 1255 手; IH1806 合约成交

了 2.86 万手; IH1809 合约成交 6686 手。IC1804 合约成交了 14.86 万手; IC1805 合约成交了 2165 手; IC1806 合约成交 2.80 万手; IC1809 合约成交 7774 手。

图 3: 股指期货成交量

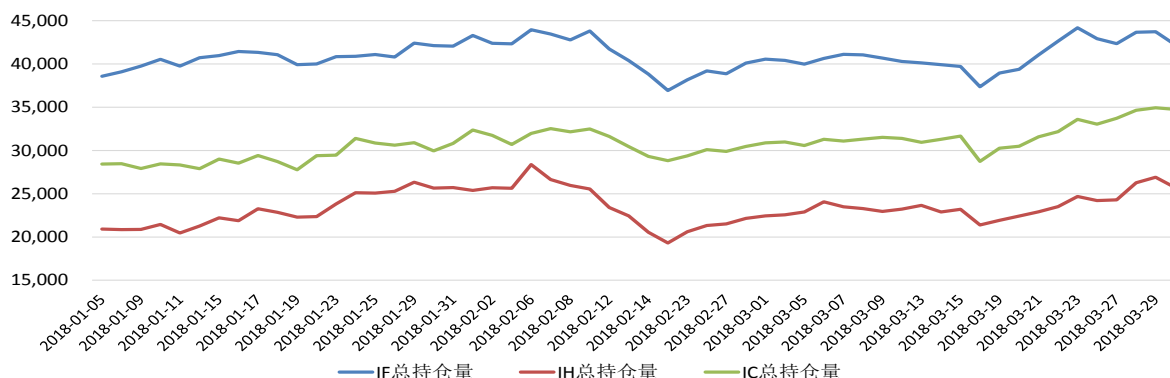


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 月下旬持仓量有所提高

整体来看, 月下旬股指期货的持仓量均有所提高。截至 3 月 31 日, 合约 IF1804 持仓 2.82 万手; IF1805 持仓 527 手; IF1806 持仓 1.02 万手; IF1809 持仓 3307 手。合约 IH1804 持仓 1.79 万手; IH1805 持仓 395 手; IH1806 持仓 5078 手; IH1809 持仓 2341 手。合约 IC1804 持仓 2.01 万手; IC1805 持仓 710 手; IC1806 持仓 1.01 万手; IC1809 持仓 3837 手。

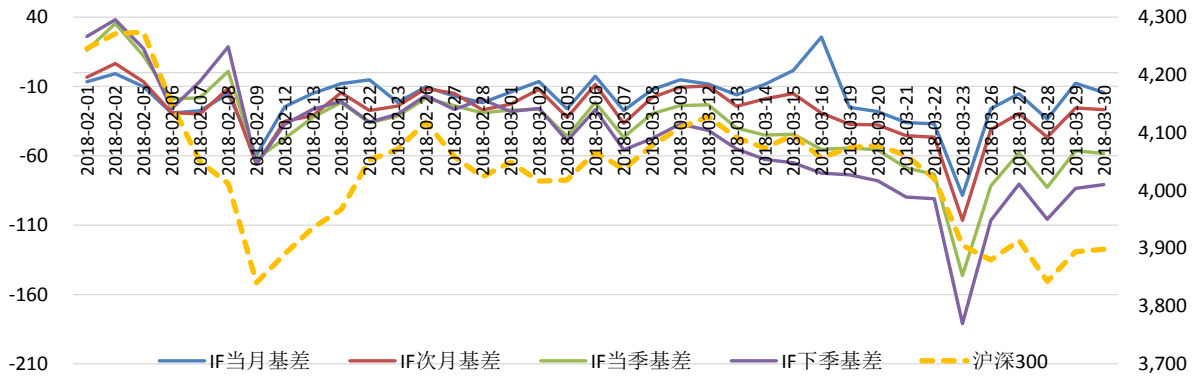
图 4: 股指期货持仓量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

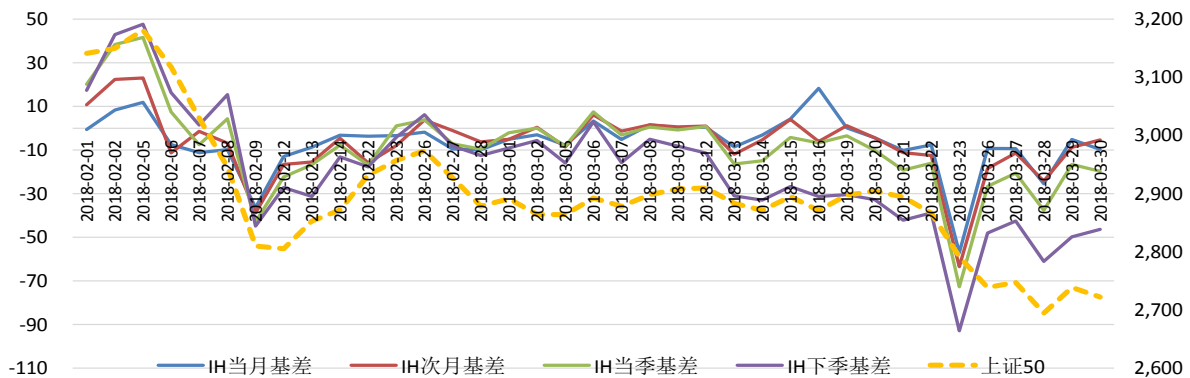
整体来看, 期现基差呈现超跌反弹。在 3 月中下旬市场大跌期间, 期现基差一度大幅走弱, 当月合约贴水超过 2%。最后一周随着市场情绪回归理性, 期现基差超跌反弹, 尤其 IC 当月合约贴水回到较好水平。

图 5: IF 各合约期现基差走势



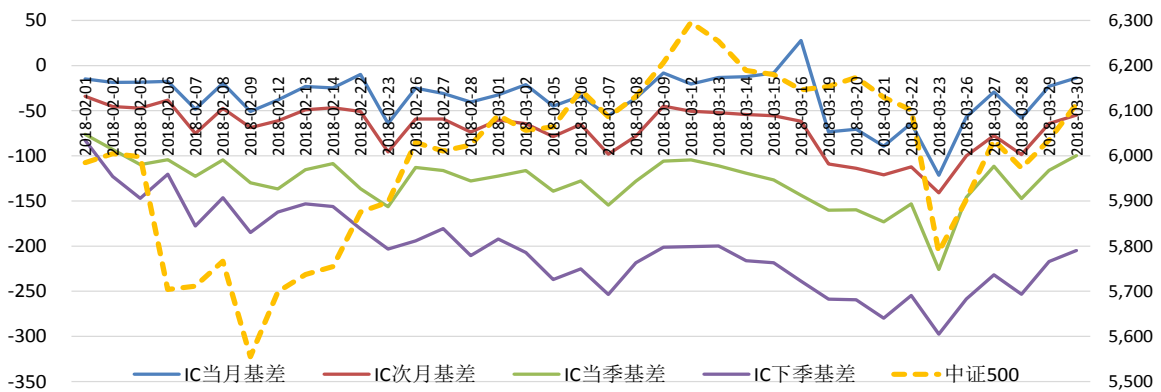
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IH 各合约期现基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IC 各合约期现基差走势

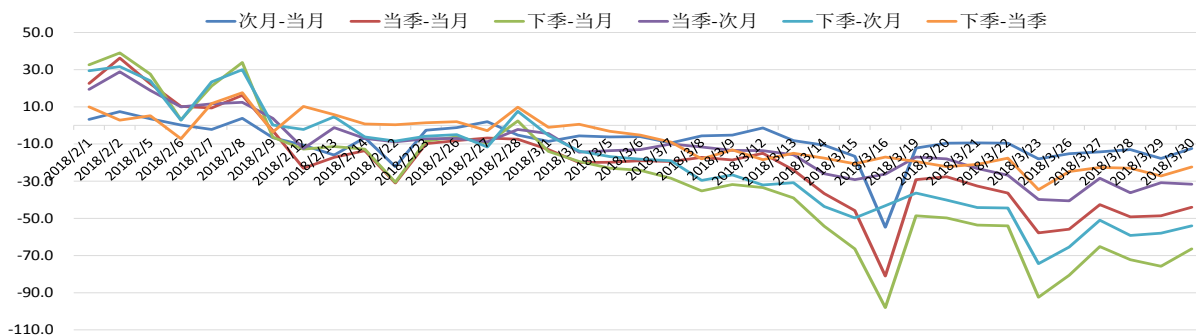


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 远近跨期价差超跌反弹

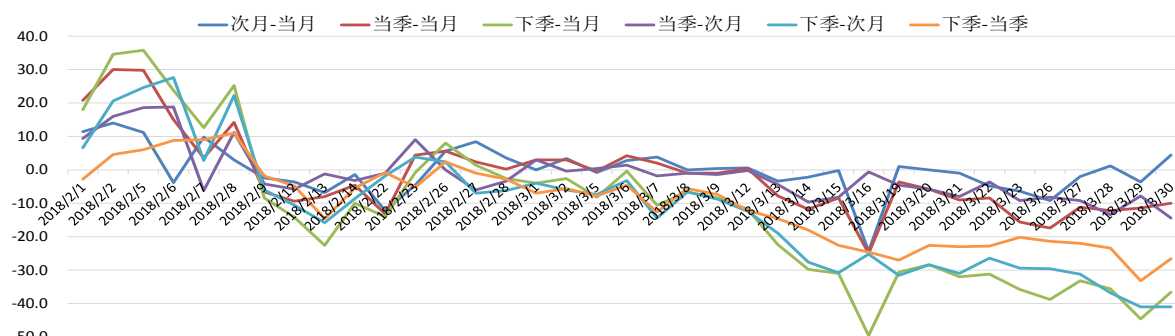
整体来看, 远近跨期基差亦呈现超跌反弹。在 3 月中下旬市场大跌期间, 远近跨期基差也一度大幅走弱。最后一周随着市场情绪回归理性, 远近跨期基差超跌反弹, 但 IF 及 IH 远近跨期基差仍处于较弱水平。

图 8: IF 各合约跨期基差走势



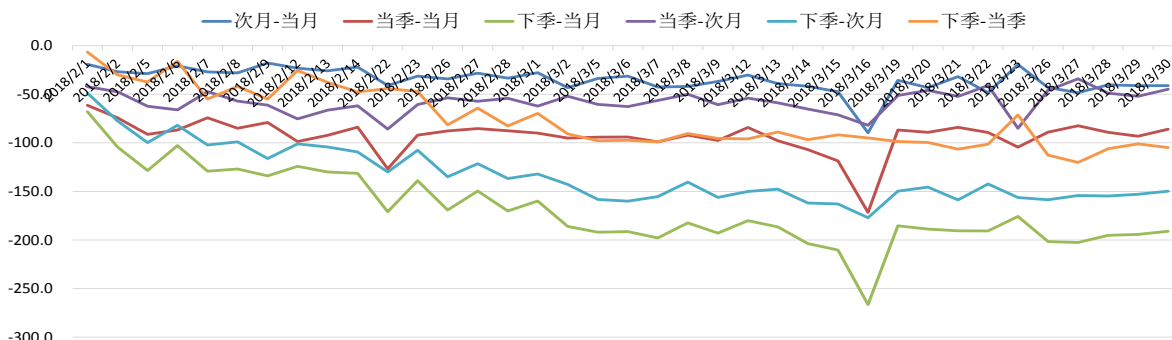
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IH 各合约跨期基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期基差走势

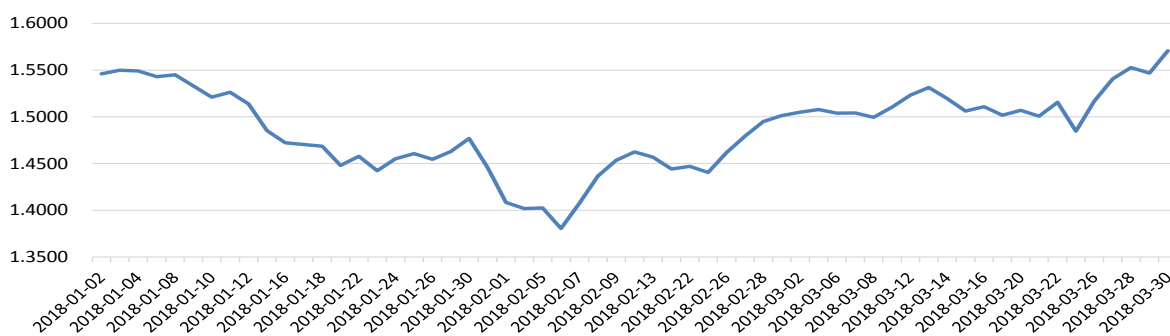


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 跨品种合约比值继续回升

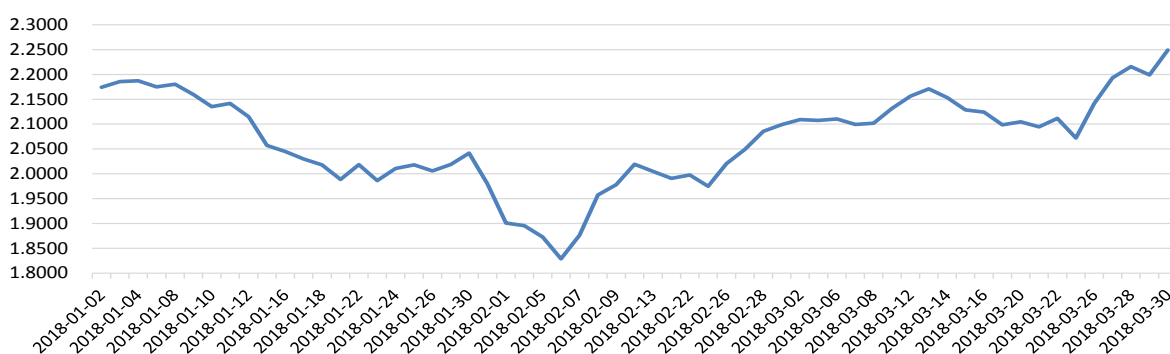
由于三月市场风格有所切换, 中小创股表现强于大盘股, 截至 3 月 31 日, IF/IH 主力合约点数比值为 1.4320, 继续探底回升。IC/IF 主力合约点数比值为 1.5707, 延续反弹态势。IC/IH 主力合约比值为 2.2493, 上升幅度最大。

图 11: IC/IF 主力合约比值走势



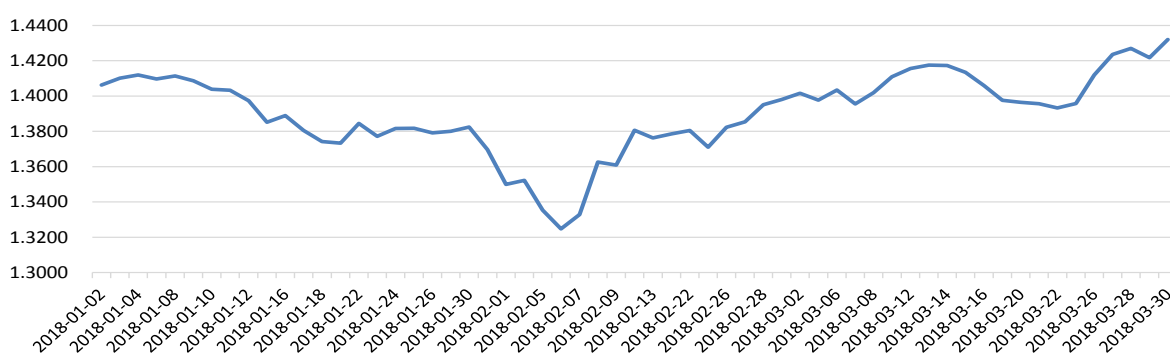
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

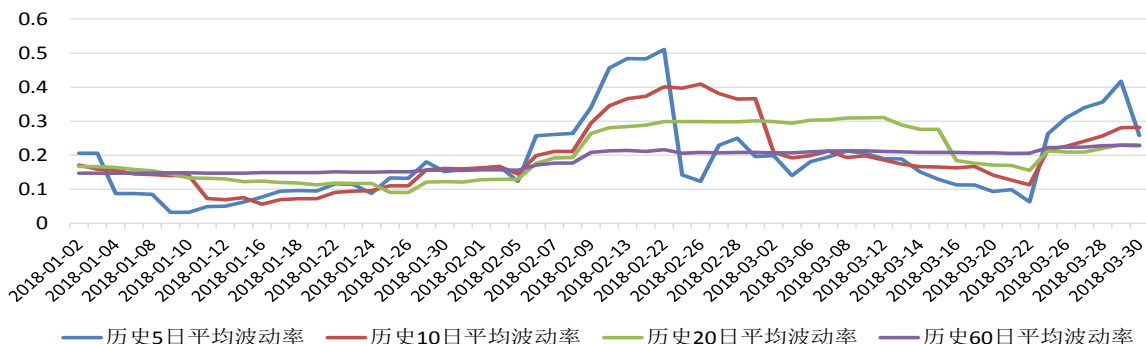
图 13: IF/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

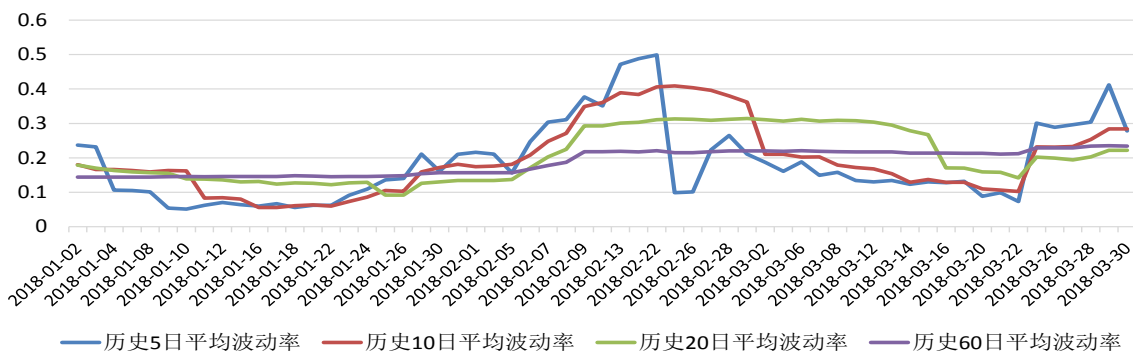
2.7 主力合约波动率冲高回落

图 14: IF 主力波动率走势



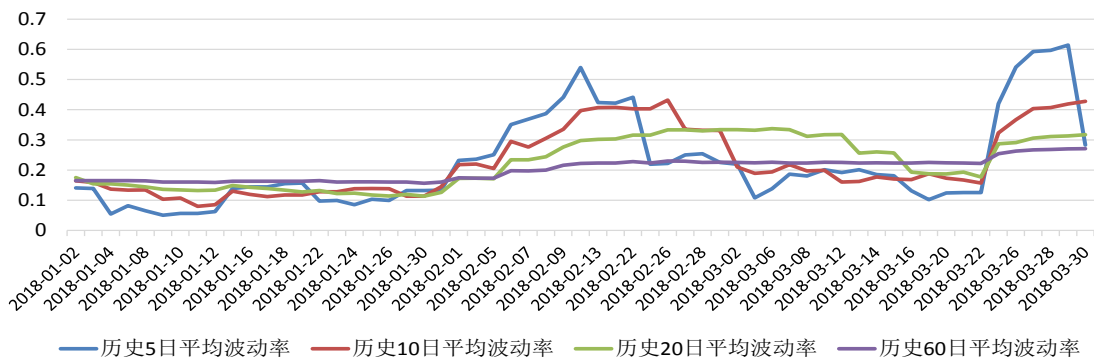
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IH 主力波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IC 主力波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.市场分析

3.1 春节假期错位扰动

从国内经济的宏观层面来看，2018年开年数据整体延续平稳。综合来看上月发布的宏观数据较少，考虑到今年的春节假期错位，基数影响较大，宏观数据存在季节性扰动。

首先，进出口数据超预期向好，按人民币计算，中国2018年1月进口同比增30.2%，增速大幅上升，除去年1月春节扰动下基数较低的因素之外，说明在国内限产的情绪下内需不弱，同时受益于人民币的强势表现，进口有超预期表现。另外，1月出口同比增6.0%，全球经济强劲复苏的支撑下，将延续稳健增长态势。

物价水平方面，CPI、PPI同比涨幅均有所回落。中国2018年1月CPI环比上涨0.6%，同比上涨1.5%，基本符合市场预期。受大范围雨雪天气影响，鲜菜鲜果等食品价格涨幅较大，但由于去年1月春节，春节错位对食品和非食品同比均有较大拖累，预计2月CPI同比或有跳升，但预期未来大概率保持温和通胀。PPI环比上涨0.3%，同比上涨4.3%，延续下滑趋势，其中生产资料价格上涨0.3%，比上月回落0.6个百分点，考虑到煤炭及油价高位回落，预测PPI将继续下滑趋势。

同时，受春节假期影响，PMI数据方面出现季节性下滑，2月官方制造业PMI为50.3%，比上月回落1.0个百分点，仍处于荣枯线以上的扩张态势，但增速有所放缓。其中生产指数、新订单指数比上月有所回落，仍高于临界点，制造业生产及市场需求扩张放缓；原材料库存指数小幅回升，降幅继续收窄；而从业人员指数和供应商配送时间指数在临界点之下继续下降。非制造业商务活动指数为54.4%，比上月回落0.9个百分点，非制造业继续保持较高的景气水平。综合PMI产出指数为52.9%，虽比上月回落1.7个百分点，但仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体继续保持扩张态势。春节假期导致2月工作日天数缩减，影响2月PMI下行，预期节后生产活动将有所回升。与官方制造业PMI不同，2月财新PMI录得51.6，较上月微升0.1个百分点，上升至去年8月以来的最高，实现连续九个月的扩张，经济韧性得到延续。由于春节扰动，后续仍需持续关注2018年春季开工情况。

金融数据方面，2018年1月M2增速回升，同比增速反弹至8.6%，比上月回升0.4个百分点，M1同比增长15%，较上月回升3.2个百分点。主要受益于普惠金融定向降准及央行临时流动性准备金释放了大量流动性，助力1月M1及M2增速回升，从回升速度来看，M1回升速度大于M2。同时，信贷数据超预期向好，1月新增人民币贷款规模创下2.9万亿的历史新高，新增社融规模同比则大幅缩水，从严监管背景下表外融资继续转向表内。在金融去杠杆的监管背景下，整体融资环境延续收紧趋势，对企业运营造成一定压力。

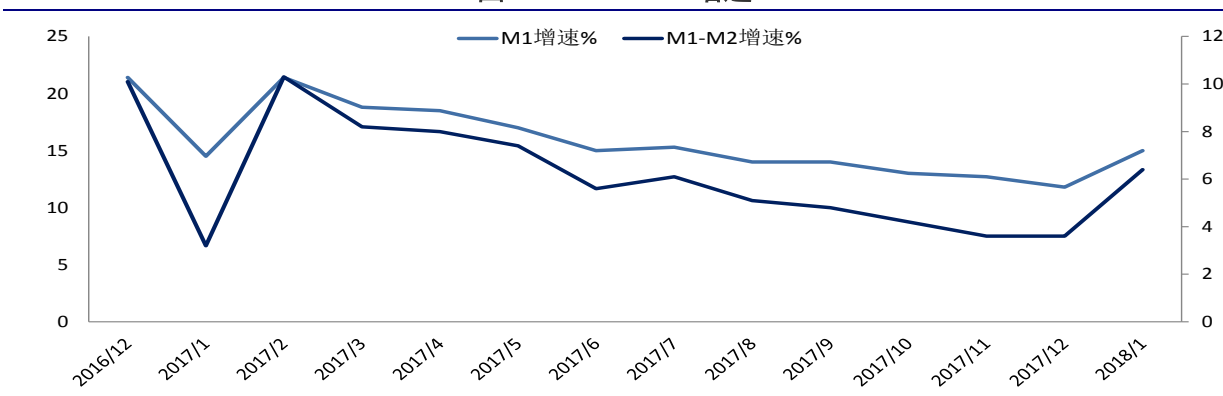
整体来看，由于春节假期错位对2018年1-2月宏观经济数据产生一定扰动，上月公布的经济数据好坏不一，仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响。中长期来看宏观经济L型转型韧性较强，为股票价格回归内在价值提供了坚实的基础。

表 2: 近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
02/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Jan	51.5	51.5	51.5	--
02/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Jan	--	53.7	53	--
02/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Jan	53.5	54.7	53.9	--
02/07/2018 18:11	外汇储备	Jan	\$3170.00b	\$3161.50b	\$3139.90b	--
02/08/2018 11:06	贸易余额人民币	Jan	330.00b	135.80b	361.98b	--
02/08/2018 11:06	出口同比人民币	Jan	2.60%	6.00%	7.40%	--
02/08/2018 11:06	进口同比人民币	Jan	5.30%	30.20%	0.90%	--
02/08/2018 11:41	贸易余额	Jan	\$54.65b	\$20.34b	\$54.69b	\$54.66b
02/08/2018 11:41	出口同比	Jan	10.70%	11.10%	10.90%	--
02/08/2018 11:41	进口同比	Jan	10.60%	36.90%	4.50%	--
02/08/2018 15:17	经常账户余额	4Q P	--	\$62.2b	\$40.5b	--
02/09/2018 09:30	PPI同比	Jan	4.30%	4.30%	4.90%	--
02/09/2018 09:30	CPI 同比	Jan	1.50%	1.50%	1.80%	--
02/12/2018 17:01	货币供应M0年同比	Jan	4.20%	-13.80%	3.40%	--
02/12/2018 17:01	货币供应M1年同比	Jan	13.50%	15.00%	11.80%	--
02/12/2018 17:01	货币供应M2同比	Jan	8.20%	8.60%	8.20%	--
02/12/2018 17:01	总融资人民币	Jan	3150.0b	3060.0b	1140.0b	1139.8b
02/12/2018 17:01	New Yuan Loans CNY	Jan	2050.0b	2900.0b	584.4b	--
02/14/2018 11:26	外国直接投资同比人民币	Jan	--	0.30%	-9.20%	--
02/22/2018 09:00	Swift全球支付人民币	Jan	--	1.66%	1.54%	--
02/24/2018 09:30	China January Property Prices					
02/26/2018 15:19	中国银行结售汇 - 银行代客	Jan	--	14.9b	44.5b	--
02/28/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Feb	55	54.4	55.3	--
02/28/2018 09:00	制造业采购经理指数	Feb	51.1	50.3	51.3	--
02/28/2018 09:00	综合采购经理指数	Feb	--	52.9	54.6	--
02/28/2018 10:00	彭博2月中国调查 (表格)					
03/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Feb	51.3	--	51.5	--
03/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Feb	--	--	53.7	--
03/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Feb	54.3	--	54.7	--
03/07/2018	外汇储备	Feb	--	--	\$3101.4b	--

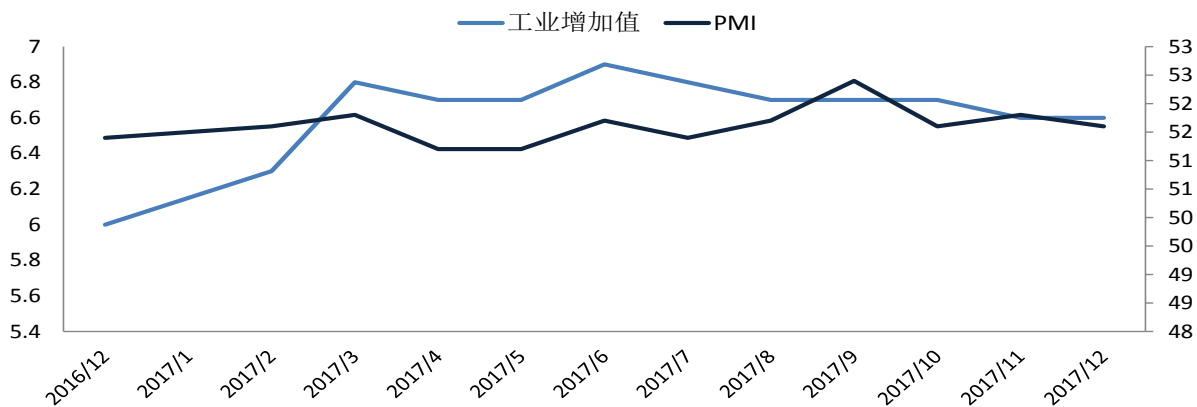
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 12: M1、M2 增速



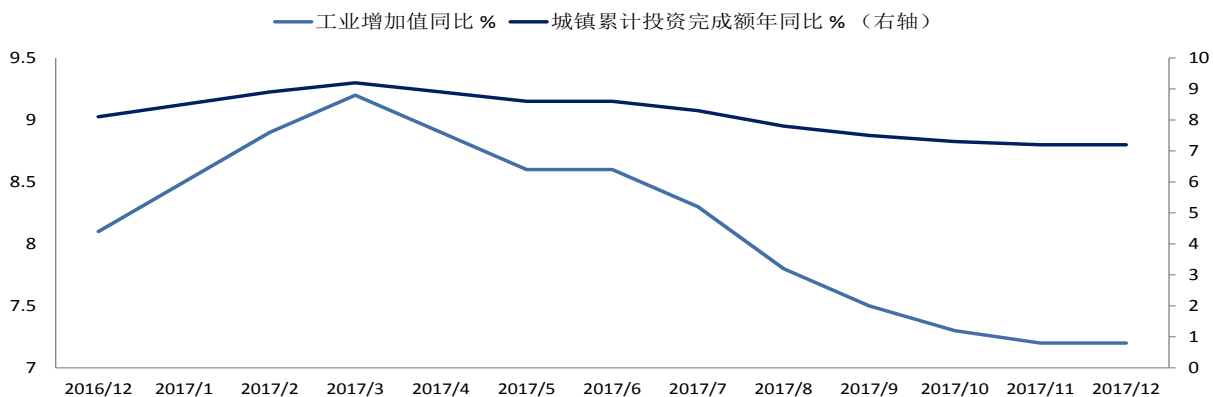
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: PMI 以及工业增加值 走势图



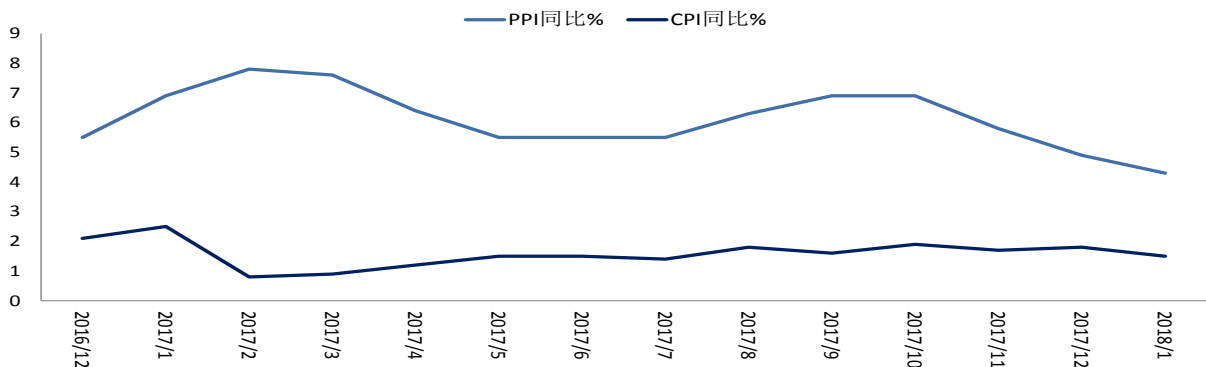
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 15: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 注册制延后两年，防风险重要性继续提升

2月消息面上仍以监管层面为主，金融防风险的重要性被进一步提升，各项监管细则逐步规范，资管新规有望在近期落地。

2月5日2018年中国人民银行工作会议在京召开。会议总结了2017年工作，并明确央行2018年九项主要任务为：保持货币政策稳健中性；切实防范化解金融风险；稳妥推进重要领域和关键环节金融改革；持续推动金融市场平稳健康发展；稳步推进人民币国际化；深度参与国际金融合作和全球经济金融治理；进一步推动外汇管理体制改革；全面提高金融服务与管理水平；持续加强内部管理。其中，切实防范化解金融风险被提至第二的位置，充分体现了监管层对防范化解金融风险的重视性。3月的全国两会期间再聚焦防范金融风险，中财办副主任杨伟民提出防范金融风险，并不是说要放松和减弱对实体经济的支持力度；有关部门正在研究适应经济高质量发展的指标体系；在防范金融风险过程中，金融系统本身首先要控制货币总量，控制信贷增量。金融监管全面趋严是大势所趋，预计未来市场行为将更加规范，中长期利好股票价值回归。

同时，中小创股迎来监管层对其的呵护，2月期间证监会宣布股票发行注册制授权决定期限延长两年至2020年，刘士余主席表示目前在多层次市场体系建设、交易者成熟度等方面还存在不少与实施注册制改革不完全适应的问题，证监会将在总结实践经验的基础上继续积极创造条件稳步推进注册制改革。虽然注册制是未来趋势，但随着延期消息的宣布，悬在中小创股头上未来供应扩大的压力短期减弱，加上IPO审核趋严，春节前后新股发行大幅放缓，前期超跌的中小盘股迎来大幅反弹。但针对并购重组，证监会宣布，对于重组上市类交易（俗称借壳上市），企业在IPO被否决后至少应运行3年才可筹划重组上市，尽管注册制延期两年，但对炒壳概念打压加严。不过对于国内独角兽公司来说，监管层为其IPO开辟了绿色通道，近日证监会发行部对相关券商作出指导，包括生物科技、云计算等在内的4个行业中，如果有“独角兽”的企业客户，符合相关规定者可以实行即报即审，不用排队，体现出监管层持续推进新经济新业态的IPO包容性适应性改革，从资源配置上支持新经济发展。

另外，上海证券交易所3月2日发布实施《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，对上市公司创业投资基金减持其持有的首次公开发行前股份给予差异化政策支持，在区分创投基金投资期限的基础上，形成了投资期限与首发前股份减持时间区间“反向挂钩”的机制。新闻发言人表示，此项政策是落实《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》的重要举措，有利于调动创业投资基金进行长期投资和价值投资的积极性，有利于便利投资退出和形成再投资良性循环，有利于更好促进早期中小企业和高新技术企业资本形成。

3.3 春节资金面好于往期，海外因素扰动情绪

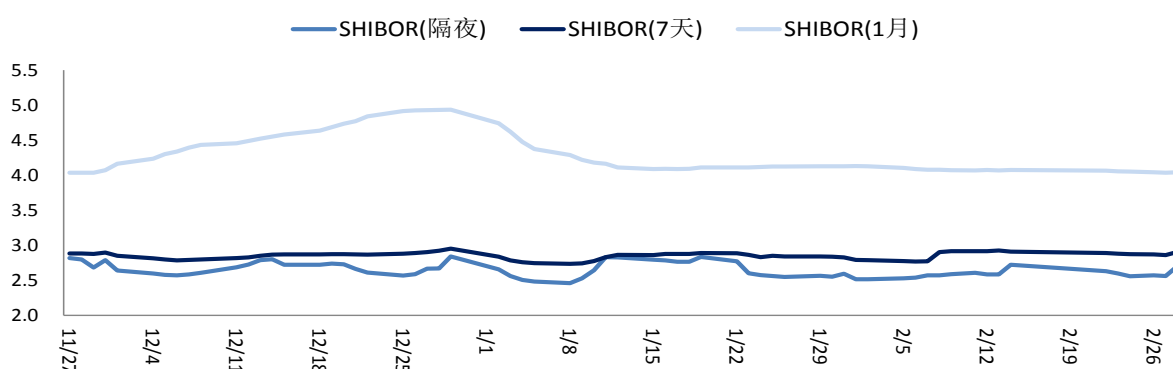
在临时流动性释放及定向降准等多重因素影响下，春节前后资金面较为宽松，市场流动性保持平稳。

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

但从市场情绪来看，由于美联储官员频频释放偏鹰信号，美联储 2018 年内四次加息的概率有所上升，加上三月加息概率较大对全球权益类市场均有所压制，全球股市转入跌势，波动率大幅上升，前期累计较大涨幅的道琼斯指数、标普 500 指数以及恒生指数均创自 2016 年 1 月以来最大的单月跌幅。（道指月跌 4.28%，纳斯达克指数月跌 1.87%，标普 500 指数月跌 3.89%，香港恒生指数月跌 6.21%，英国富时 100 指数月跌 4%，法国 CAC40 指数月跌 2.94%，德国 DAX 指数月跌 5.71%。）

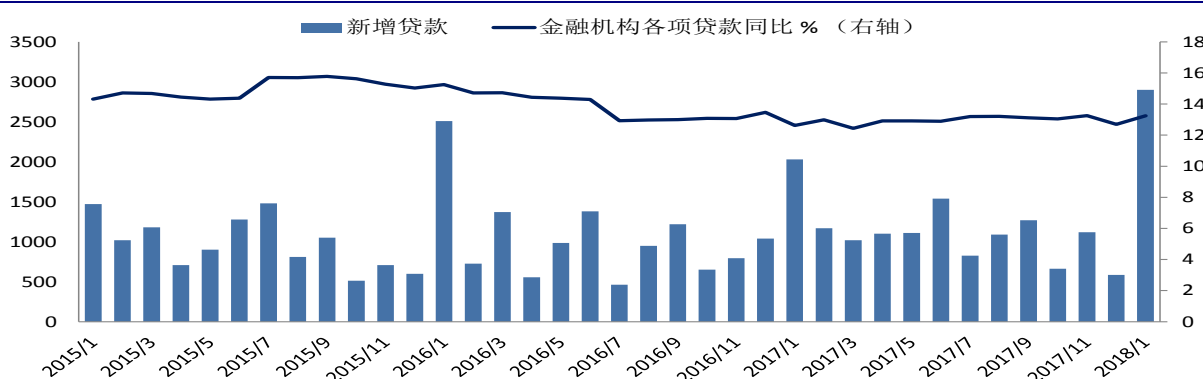
美股暴跌后市场恐慌情绪上升，A 股风险偏好快速回落，节前大跌中资金大量流出，节后虽有资金回流，但量能未能明显释放，市场情绪仍偏谨慎，增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进，资金面将逐步回归紧平衡状态，股票市场难有整体性牛市，近期受益于资金面宽松的超跌反弹，将回到公司盈利驱动的价值回归，随着三月起 2017 年报密集披露，A 股市场仍将呈现结构性分化。

图 16: 短期 SHIBOR 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 17: 新增贷款和金融机构各项贷款同比增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.4 指数估值

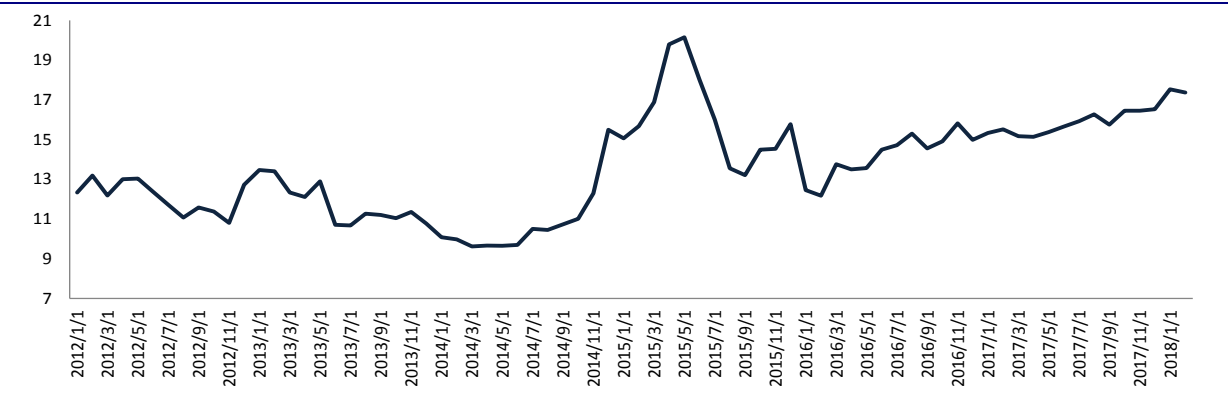
从 2007 年 1 月 4 日到 2018 年 2 月 28 日，沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.37，标准差是 8.60；市净率均值是 2.54，标准差是 1.24。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 17.37，较上月小幅下降，低于均值 0.12 个标准差；整体市净率是 2.15，也较上月水平有所下降，低于均值 0.31 个标准差。

2013 年 7 月至 2014 年 7 月，AH 股溢价指数在 100 上下进行徘徊并延续回落，2014 年 8

月至 2015 年 2 月，溢价指数出现明显走强，迅速飙升到 120 点附近，这主要与股市牛市有关，2015 年 2 月至 2015 年底，指数主要在 120-150 左右震荡，从 2016 年开始，指数震荡走弱，2017 年 4 月起有小幅反弹，自 2017 年 9 月起在 130 附近震荡，2018 年 2 月波动幅度有所扩大；金融板块 2018 年 2 月小幅走弱，行业指数的整体市盈率稍有回落，目前在 12.24 左右。

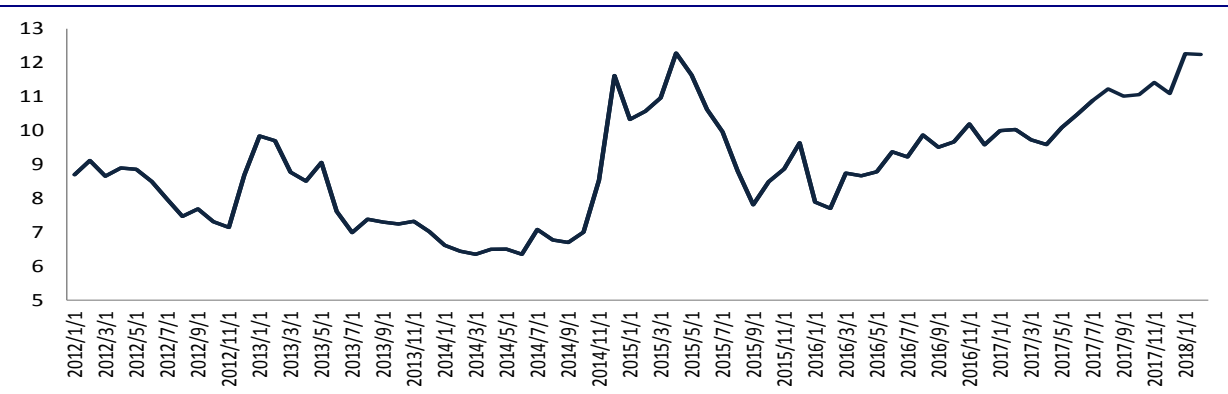
从风格表现来看，2015 年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低，2018 年 2 月大盘股级中小盘股的市盈率均小幅回落，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.60 倍，估值比延续下降态势，这主要是因为 2 月中小盘股的阶段表现弱于大盘股。

图 18: 沪深 300 指数市盈率走势



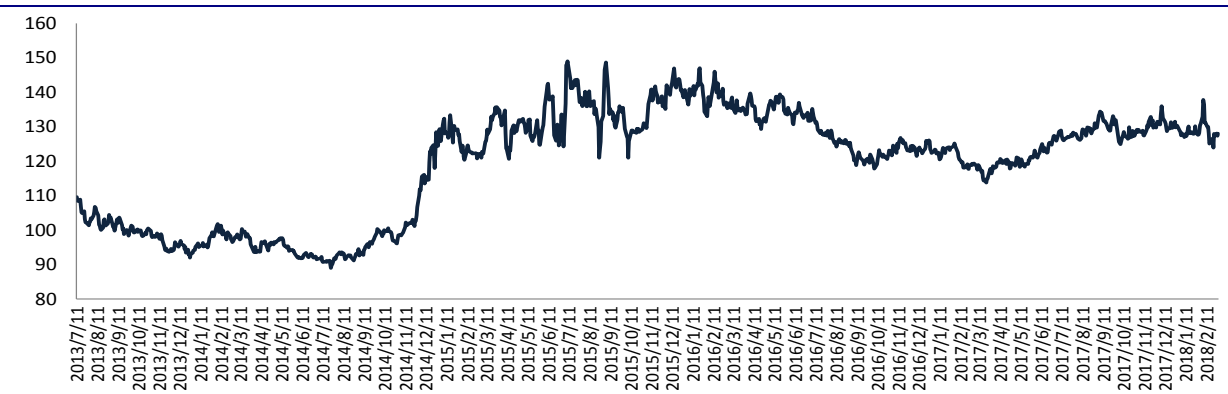
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: 金融指数市盈率走势



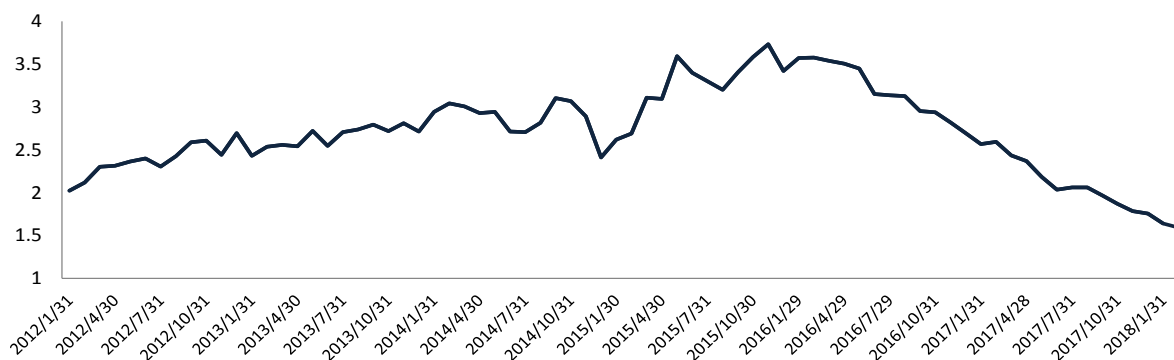
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 21: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

4. 总结展望

纵观二月行情, 国内外双重利空打压下市场整体呈现超跌反弹行情。国内资管新规清理配资, 市场对于未来金融监管的担忧加重, 上市公司业绩地雷以及存在股权质押风险, 叠加美股暴跌导致市场恐慌情绪上升, 获利资金高位出逃。而春节前后在流动性较为宽裕且悲观情绪有所释放的环境下, 沪指超跌反弹。反弹期间市场风格出现短暂切换, 风险偏好大幅下降的资金出逃前期强势股, 转而配置跌幅过深的板块, 两会主题热点升温叠加注册制延后的利好, 中小创股大幅反弹, 前期估值上行过快的蓝筹板块则被资金大量抛售, 遭遇数据真空下的躁动调整。从期指方面来看, 三大期指全部呈现贴水状态, 体现市场对期指预期短期偏弱。

综合来看, 基本上由于春节假期错位对 2018 年 1-2 月宏观经济数据产生一定扰动, 宏观数据好坏不一, 仍需持续关注宏观环境运行对企业业绩的影响, 但中长期来看继续看好宏观经济 L 型转型韧性。消息面上仍以监管层面为主, 金融防风险的重要性被进一步提升, 各项监管细则逐步规范, 资管新规有望在近期落地, 因此市场对监管新规落地的担忧有所上升。从资金面来看, 春节前后资金面较为宽松, 市场流动性保持平稳, 但美股暴跌后市场恐慌情绪上升, A 股风险偏好快速回落, 全球股市波动加剧, 市场情绪仍偏谨慎, 增量资金入场节奏放缓。随着资管新规落地预期及去杠杆进程继续推进, 资金面将逐步回归紧平衡状态, 股票市场难有整体性牛市, 受益于资金面宽松的超跌反弹将回到公司盈利驱动的价值回归, 随着三月起 2017 年报密集披露, A 股市场仍将呈现结构性分化。

近期市场波动加剧, 金融监管细则落地、2017 年报业绩披露、美联储年内加息等不确定性加大, 资金风险偏好降低, 中小创股仍处超跌反弹, 风格切换尚不明确。近期市场仍由情绪主导, 从期指基差来看市场预期仍然偏弱, 且当月合约持仓下降主力减仓观望。全国两会期间再聚焦防范金融风险, 短期观望情绪加重。中长期来看, 我们仍然对 2018 年的股票市场保持乐观, 短期震荡不改中长期震荡中枢上行趋势。建议投资者短期保持谨慎, 可采用股指期货套保, 关注年报披露, 等待做多机会。仅供参考。

4 月期债大幅走高后回落，5 月或先扬后抑

2018 年 5 月 2 日 星期三

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

投资咨询资格号：Z0013058

高歆月

从业资格号：F3023194

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

4 月期债较大幅走高，5 年期国债期货主力合约 TF1806 收于 97.69 元，月涨 0.82 或 0.78%，10 年期国债期货主力合约 T1806 收于 94.50 元，月涨 0.96 或 0.92%；主要原因一是 4 月公布的经济数据较平稳，物价数据低于预期，且中美贸易战升温降低市场对未来经济预期；二是央行超预期定向降准 1% 置换到期的 MLF 净投放 4000 亿元，市场预期未来资金面好转，且政治局会议释放信号偏利好；三是 4 月前半个月资金面偏宽松，四是地缘政治冲突降低市场风险偏好；后受缴税、月末时点和央行降准后部分投资者加杠杆令资金面偏紧、传闻资管新规将落地引发监管担忧和 10 年美债收益率升破 3% 的利空影响而有所回落，整体上看期债较大幅走高，现券收益率亦较大幅下行，且曲线大幅走陡，五年期债走势弱于现券，十年期债走势略弱于现券。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的 4 月官方制造业 PMI 和财新 PMI 略高于预期，经济目前仍呈现韧性，但外需承压，关注中美贸易战进程；从政策面看，央行货币政策边际利好债市叠加资管新规落地，且较征求意见稿偏温和，美联储加息次数可能增加；从资金面看，4 月资金面前松后紧，预计 5 月资金利率先下后上，整体上较 4 月平稳；从供给端看，4 月国债发行规模上升，供给压力有所增加；从需求端看，4 月配置需求保持平稳，5 月期债可能先扬后抑。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者可先多 T 空 TF 后多 TF 空 T。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求平稳，国债发行规模增加

2018年4月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为24113.86亿元，较上月减少5758.97亿元，其中地方债供给规模为3017.88亿元，较上月增加1108.05亿元，地方债供给加速；国债发行规模合计为3251亿元，较上月增加1151亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数有所下降；同业存单供给规模为14103.2亿元，较上月减少7767.3亿元，且同业存单发行利率出现较大下行，截止4月28日，1个月同业存单发行利率为4.1892%，3个月同业存单发行利率为4.2774%，6个月同业存单发行利率为4.2136%，分别较上月底变动-2.25bp、8.73bp和-26.14bp；政策性银行债供给规模为3741.78亿元，较上月减少250.72亿元，发行利率低于二级市场收益率但投标倍数略有下降。

图 1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率较大幅下行

4月主要期限国债收益率较大幅下行，其中1年期收益率下行32bp，5年期收益率下行39个bp至3.27%，10年期收益率下行12个bp至3.62%，盘中触及3.5%低位，收益率曲线大幅走陡，其中10-1年利差走陡约20bp，10-5年利差走陡约27bp。4月主要期限国债收益率较大幅下行，主要原因一是3月监管政策真空，市场监管担忧减弱，二是资金面虽然在季度末上行，但整体维持偏宽松，三是3月份供给压力小而配置需求相对较好，四是美联储3月加息落地，央行仅跟随上调公开市场操作利率5bp，五是中美贸易战提升避险需求和降低未来经济预期，但由于在第三周收益率快速较大幅下行，第四周收益率整体走高，从月度数据来看，1Y期下行32bp至3.00%，3Y期下行38bp至3.19%，5Y期下行39bp至3.27%，7Y期下行11bp至3.63%，10Y期下行12bp至3.62%，15Y期下行10bp至3.91%，20Y期下行10bp至3.95%。

图 2：4 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

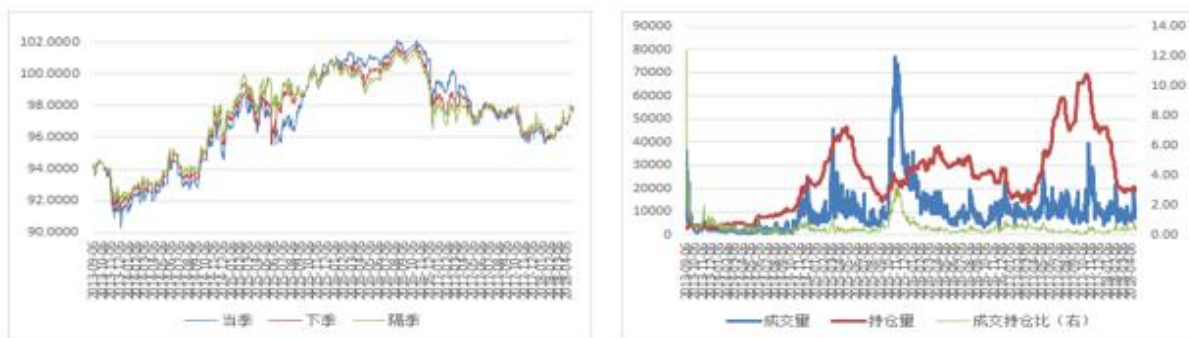
2. 期货市场行情回顾

2.1 期债大幅冲高后有所回落

截止到4月27日收盘,五年期国债期货主力合约TF1806收于97.69元,月涨0.82或0.78%;下季合约TF1809收于97.64元,月涨0.72或0.68%;隔季合约TF1812收于98.045元,月涨0.65或0.85%;成交方面,主力合约TF1806成交量日均9013手,三个合约日均成交9182手;持仓方面截止到4月27日,主力合约TF1806持仓量为17824手,三个合约持仓达到19260手,较上月底减少248手。十年期国债期货主力合约T1806收于94.50元,月涨0.96或0.92%;下季合约TF1809收于94.495元,月涨0.865或0.81%;隔季合约T1812收于94.56元,月涨0.825或0.69%;成交方面,主力合约T1806成交量日均38916手,三个合约日均成交39703手;持仓方面截止到4月27日,主力合约T1806持仓量为41012手,三个合约持仓达到45518手,较上月底减少76手。

4月期债较大幅走高,主要原因一是4月公布的经济数据较平稳,物价数据低于预期,且中美贸易战升温降低对未来经济预期;二是央行超预期定向降准1%置换到期的MLF净投放4000亿元,市场预期未来资金面好转,且政治局会议释放信号偏利好;三是4月前半个月资金面偏宽松,四是地缘政治冲突降低市场风险偏好;后受缴税、月末时点和央行降准后部分投资者加杠杆令资金面偏紧、传闻资管新规将落地引发监管担忧和10年美债收益率升破3%的利空影响而有所回落,整体上看期债较大幅走高,成交量上升,持仓量略有下降。

图 3: TF 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 价格走势&T 成交与持仓

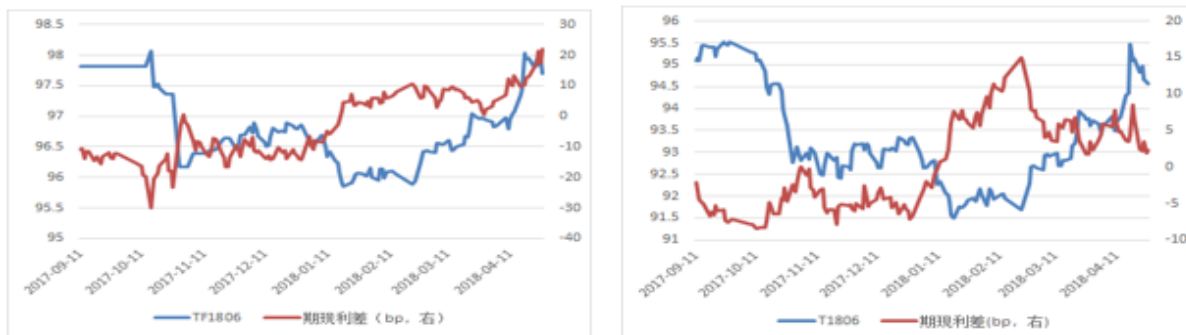


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差走势分化

从 4 月份的期现利差来看, 4 月前期国债期货价格大幅冲高后小幅回落, 现券价格亦大幅走高后回落, 5 年期债走势弱于现券, 10 年期债走势略弱于现券, 合约 TF1806 的期现利差由 2.1bp 震荡走高至 20bp 左右, 合约 T1806 的期现利差由 2.3bp 冲高回落至 0.0bp。

图 5: TF1806 结算价与期现利差&T1806 结算价与期现利差

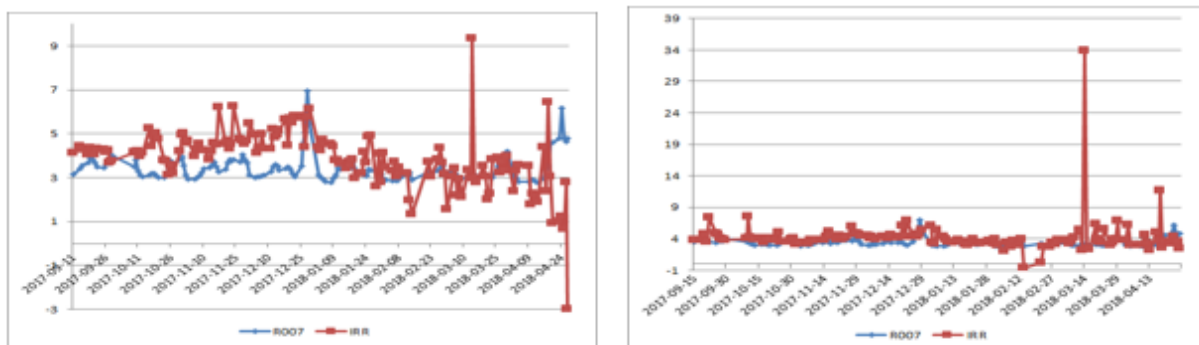


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

从4月份TF1806合约活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR较大幅震荡，而R007震荡上行，在4月份TF1806合约存在一定的正套机会；从4月份主力合约T1806活跃CTD券的IRR与R007对比来看，IRR较大幅震荡，而R007震荡上行，在4月T1806合约存在一定的正向期现套利机会。

图6：TF1806 活跃 CTD 券 IRR&T1806 活跃 CTD 券 IRR



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TF1806 合约的活跃券 150026.IB、1700003.IB、170014.IB、170021.IB、180001.IB 的基差震荡上行，适宜先做多基差，新发券 180009.IB 的基差略有下行；T1806 合约的活跃券 160010.IB、160023.IB、170010.IB、170004.IB、170018.IB、170027.IB 和 180004.IB 的基差震荡上行，适宜先做多基差，160017.IB、170025.IB 和 180005.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差。

图7：TF1806 活跃券基差走势&T1806 活跃券基差走势



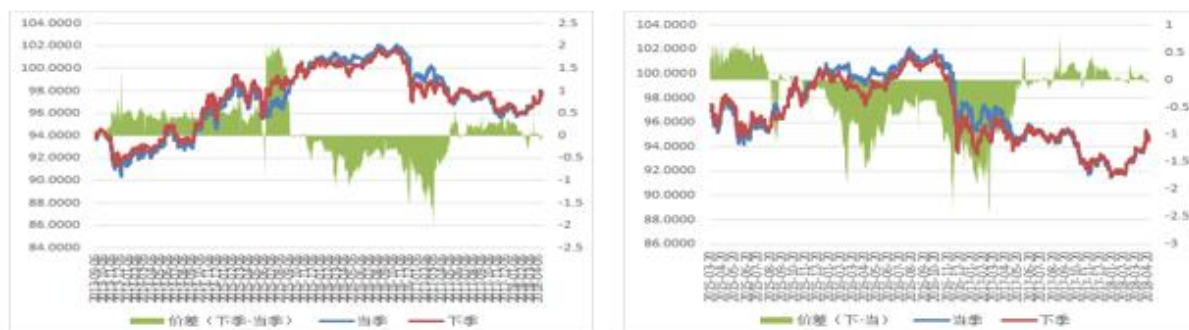
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 跨期价差

在4月份，国债期货不处于移仓换月阶段，五年期国债期货价差由正转负，且负向先走扩

后收窄；十年期国债期货价差由正转负，后负向窄幅波动，下季合约走势略弱于当季合约。

图 8：TF 当季、下季及价差走势&T 当季、下季及价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 后市分析及展望

3.1 宏观经济

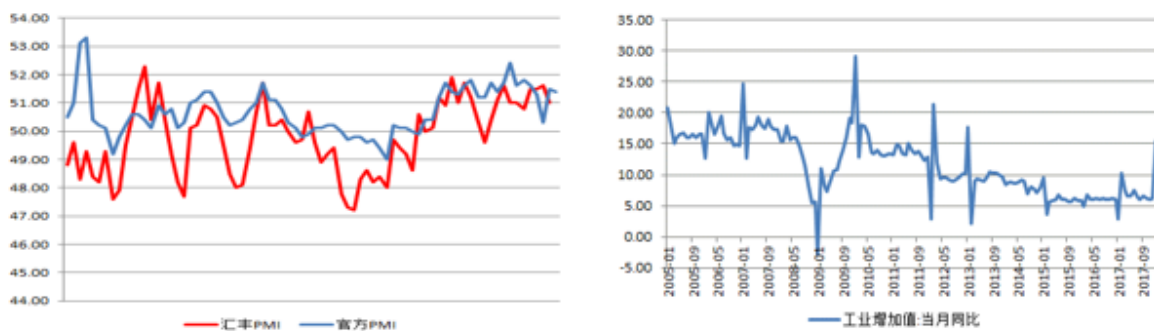
国家统计局公布的 4 月中国官方制造业 PMI 为 51.4%，较上月下行 0.1%，略高于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 53.1%和 52.9%，分别比上月下行 0.0%和 0.4%，新订单指数小幅下滑，新出口订单指数和进口指数为 50.7%和 50.2%，比上月下行 0.6%和 1.1%，进出口值虽然仍在 50%以上但较上月下行。4 月财新制造业 PMI 为 51.1%，较上月上行 0.1%，高于市场预期，新增出口订单量自 2016 年 11 月以来首次出现下降，降幅较小，但影响了新订单总体表现，国际市场需求疲软，原材料价格略有回升，涨幅接近 3 月水平，通胀压力相对缓和，从已经公布的数据来看，官方 PMI 和财新 PMI 均高于预期，经济目前看仍有韧性。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 3 月继续小幅回升 0.5%至 10.4%，商品房销售面积增速继续放缓 0.5%至 3.6%，房地产开发增速继续回升仍主要与此前的土地购置费增速上行有关，目前房地产调控政策仍严，预计房地产投资高增速可持续性存疑；3 月份基建投资增速维持 0%，基建增速维持低位；3 月份制造业投资增速继续下滑 0.5%至 3.8%；消费增速上行 0.4%至 10.1%，整体消费保持平稳；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏、国内春节错位和贸易战的影响，出口增速大幅回落 46.8%至-2.7%，进口增速回升至 14.4%，贸易顺差较大幅减少。

通胀方面，3 月份 CPI 较上月下行 0.8%至 2.1%，低于市场预期，主要是猪肉价格和蔬菜价格出现较大幅回落，PPI 较上月回落 0.6%至 3.1%，蔬菜价格增速正向较大幅回落 8.9%，猪肉价格下行速度增加 4.7%，猪价和鲜菜价格仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，预计 4 月 PPI 同比增速或企稳回升，4 月 CPI 同比或持平。

2018 年 3 月新增贷款 11424.57 亿元，较上月增加约 1225.08 亿元，企业债融资为 3344.5 亿元，较上月增加约 2630.5 亿元，企业债发行大幅增加，委托贷款为-1850.03 亿元，较上月继续减少 1099.8 亿元，信托贷款为-356.9 亿元，较上月大幅减少 1017.2 亿元，委托贷款和信托贷款继续受政策影响大幅减少；M2 同比为 8.2%，较上月下降 0.6%，今年 M2 增速或出现止跌企稳的走势，M1 较上月下行 1.4%至 7.1%，导致 M1-M2 的剪刀差正向小幅上升。预计 4 月社融增速或继续小幅下滑，新增人民币贷款或小幅上行，M2 增速或企稳。

图 9：制造业 PMI&工业增加值



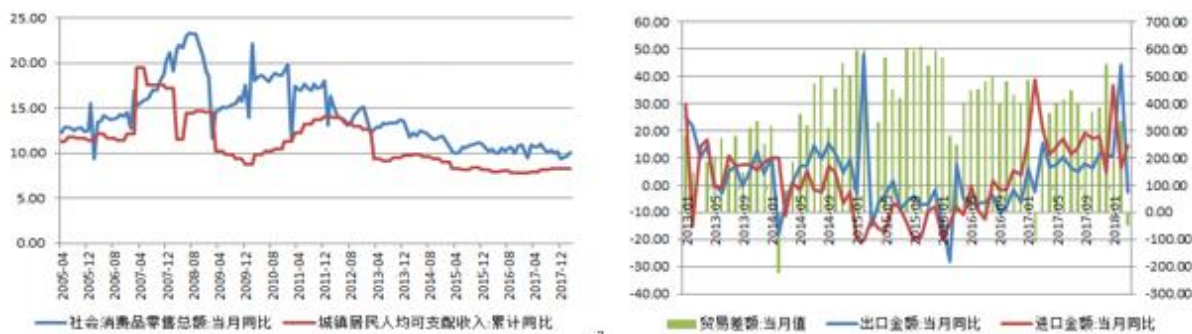
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



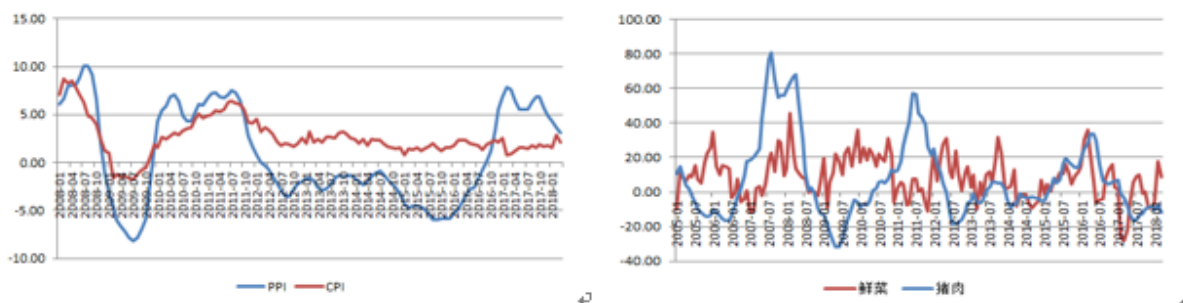
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



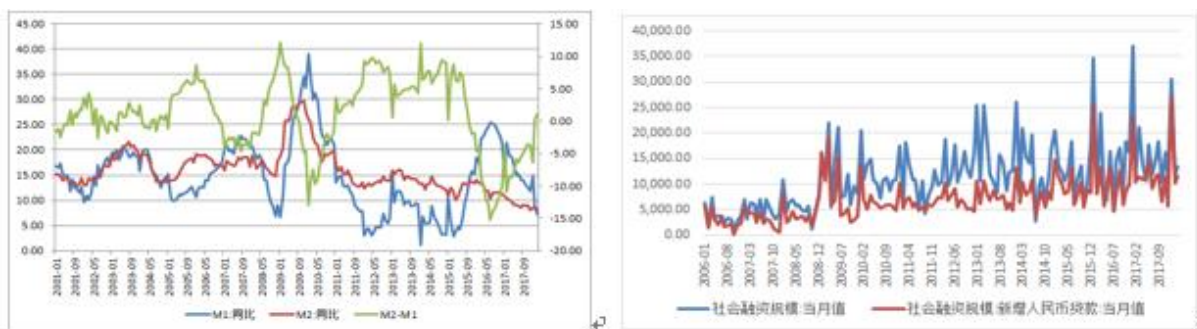
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

4月17日央行公布25日定向降准1%置换到期的MLF净投放约4000亿元,央行超预期以长周期低成本资金来置换1年期高成本(MLF操作利率为3.3%)资金,显示其边际宽松维稳资金面未来预期的意图,且在中美贸易战较为激烈的时点公布定向降准,可能也是考虑到贸易战对未来经济带来的不利影响;4月27日市场等待已久的资管新规落地,相较于去年11月公布的

征求意见稿，新规过渡期延长至 2020 年底且净值化管理标准放宽，整体看公布的新规略偏温和，相较于去年和今年一月份的严监管，其后监管政策可能存在边际好转；货币政策和监管政策边际上好转。

3.3 资金利率：4 月资金利率先下后上，5 月资金或先趋松后趋紧

4 月上旬和中旬资金面整体偏宽松，从 4 月下旬进入缴税期后资金面偏紧，主要原因一是央行虽进行定向降准 1% 来置换到期 MLF，净投放 4000 亿元从而在公开市场上开始净回笼资金，二是央行降准后市场预期未来资金面好转而进行加杠杆操作令资金需求增加，三是临近月末和五一假期的时点效应。从质押式回购利率来看，隔夜下行 64bp 至 2.80%，7 天下行 114bp 至 3.05%，14 天下行 109bp 至 4.10%，1M 下行 37bp 至 4.50%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜上行 13bp 至 2.82%，7 天上行 5bp 至 2.97%，14 天下行 1bp 至 3.87%，1M 下行 39bp 至 3.90%，3M 下行 45bp 至 4.01%。4 月份有 8400 亿元逆回购操作到期，央行进行 7600 亿元投放，净回笼 800 亿元，4 月份有 3675 亿元 MLF 到期，央行进行 3675 亿元 MLF 投放进等量对冲，4 月份有 800 亿元国库现金定存到期，央行进行了 800 亿元国库现金定存，5 月公开市场有 7225 亿元资金量到期，其中包括 3925 亿元 1 年期 MLF 到期和 1200 亿元国库现金定存到期，到期压力较大，预计央行会进行投放来对冲到期的资金量，5 月资金面或先趋松后趋紧。

图 14：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

维持中长期看好铜价的观点

2018年5月2日 星期三

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

内容提要

● 行情回顾

4月沪铜震荡走高,主力合约收于51560元/吨,涨幅2.42%。

● 后市展望及策略建议

4月大矿企陆续公布一季度财报,从已经公布的8家矿企财报看(嘉能可与智利国家铜业暂未公布),一季度铜产量同比去年大增24.17万吨,增幅达15.83%。

细分看,产量增量主要来自BHP与RIO TINTO共有的全球最大铜矿山Escondida(21.95万吨),但背后原因更多是去年一季度Escondida出现43天罢工,导致虽然今年一季度产量恢复正常水平,但同比增幅较大的情况。其它矿企方面,FCX同比增4.58万吨,First Quantum增1.3万吨,Anglo American增1.2万吨。产量出现下滑主要有Antofagasta(-1.81万吨),Grupo Mexico(-1.54万吨),MMG(-2.01万吨)。

从大矿企产量计划看,今年基本没有新增产能释放,产量增加更多是对去年罢工等意外因素的修复以及前几年关停矿山的复产,供应端中长期支撑矿价的逻辑延续。

需求端,SMM最新调研4月电线电缆开工率回升至89.12%,同比增加0.81%,环比增加1.51%,同比去年3月增6.51%,预计5月份电线电缆企业开工率将继续增加至89.30%,国内铜消费逐步进入季节性旺季。

库存方面,国内去库存速度略高于去年,也印证近期铜消费向好的局面。

国外方面,欧美制造业继续小幅回调,2018年4月欧元区制造业PMI收于56,其中德国制造业PMI58.1。美国3月制造业PMI下滑至59.30,欧美国家对铜消费未出现明显下滑迹象。

综合来看,我们维持中长期看好铜价的观点。

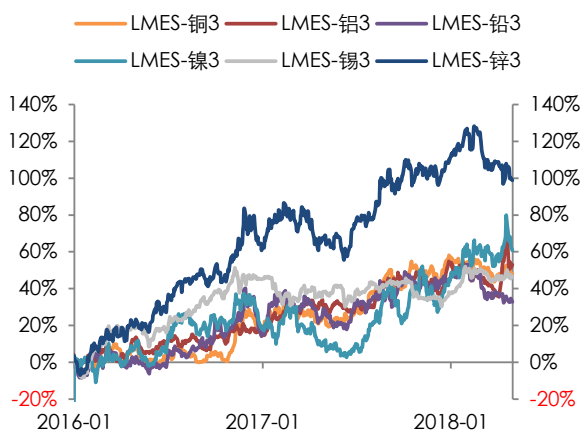
行业要闻

1. **【SMM 铜终端采购经理人指数】**据 SMM 最新调研,今年四月份铜下游采购经理人指数:54.29,五月预期:50.25。
2. **【国际铜研究小组:2019 年铜市场将出现 33 万吨的供应短缺】**国际铜研究小组:2019 年铜市场将出现 33 万吨的供应短缺。今年全球精炼铜市场将出现 4 万吨的供应过剩,明年料将出现 33 万吨短缺。2018 年世界表观用量料将增长 3%,2019 年将增长 2.2%;精炼产量增长率料从 4%放缓至 1%。
3. **【SMM 铜终端企业开工率调研】**据 SMM 调研数据显示,4 月份电线电缆企业开工率为 89.12%,同比增加 0.81 个百分点,环比增加 1.51 个百分点。预计 5 月份电线电缆企业开工率将继续增加至 89.30%。
4. **【华南电解铜库存继“破万”后有所反升】**华南地区炼厂减少发货,且下游消费状况良好,库存经历了连续下降后于本周四下破 1 万吨大关至 9400 吨。今日持货商见升水难以继续上拉,库存首次出现反升,报 1.07 万吨,且市场预计五一过后库存量可能会大幅增加,一定程度施压升水。
5. **【ICSG 预计 2018 年全球精铜消费增速为 2.3%】**据 ICSG 预计,2017 年全球精铜消费增速仅为 1%,2018 年将上升至 2.3%。废铜直接利用增速从 2016 年 6%+上升至 2017 年的 10%。据 ICSG 统计,全球废铜利用 2017 年上升至 800 万吨,其中不到 300 万吨为间接利用,超过 500 万吨为直接利用。全球铜矿产量 2017 年下滑 2.7%,2018 年产量恢复预计增加 2.5%,增加量级约为 50 万吨。
6. **【2018 年废七类铜进口实物吨如期出现明显下滑】**据 SMM 了解,3 月废七类(海关编码:7404000010),进口占当月进口量 34.2%,六类(海关变化:7404000090)占 65.8%。2017 年废铜进口总实物量 355.7 万吨,七类占比 70-73%左右。
7. **【解读内蒙古铜矿限采政策】**近日,内蒙古发布“关于印发自治区家重点生态功能区产业准入负面清单(试行)的通知”。此文件适用于所涉及 43 个旗县全域,粗略估计占内蒙古全区面积的 80%以上。关于铜矿采选,对在开矿提升环保要求,对于新建绝大部分地区要求是大于 3 万吨/年,选矿不得低于 300 吨/日。SMM 认为国内矿山自 2014 年已开始技改,此举对现有矿山产量影响不大,主要是对于新建以及未来矿投有明显抑制。
8. **【智利 Antofagasta 一季度铜产量下滑 10.5%】**4 月 25 日消息,智利矿商--安托法加斯塔(Antofagasta)一季度报告称,公司一季度铜产量较去年同期下滑 10.5%至 15.38 万吨,主要由于矿石品位下滑影响,但维持全年产量目标不变。公司之前就预期年初矿石品位将下滑,但随着时间的推移,矿石品位将逐步改善。公司全年产量目标仍维持在 705,000-740,000 吨。
9. **【Escondida 铜矿工会表示劳资合同谈判进行很不顺利】**必和必拓旗下位于智利的 Escondida 铜矿的工人联合会周二表示,工会在与管理层的早期合同谈判中没有取得任何进展。从目前的情况来看,在 6 月开始的正式谈判之前,双方应该不会达成任何协议。
10. **【嘉能可在智利矿山的工会宣布面临罢工风险】**工会领袖佩德罗·瓦尔迪维亚表示,嘉能可旗下位于智利的 Lomas Bayas 铜矿可能会举行 24 到 48 小时的罢工,以此抗议周一(4 月 23 日)嘉能可解雇近 50 名工人的行为。Lomas Bayas 铜矿 2017 年铜产量为 78,000 金属吨。
11. **【波兰 KGHM:一季度铜销售量同比下滑 12%】**4 月 23 日消息,波兰铜矿商 KGHM 周一报告称,公司一季度铜销售量较去年同期下滑 12%至 133,400 吨。KGHM 在声明中亦表示,一季度白银销售量同比下滑 16%至 212.6 吨。

12. **【3月废铜进口量环比回升 同比仍下降38.5%】**海关数据显示3月我国废铜进口量22万吨，2月春节因素，环比上升69.5%，同比下降38.5%，今年1-3月累计同比下滑近40%。
13. **【华南电解铜升水一度突破600元/吨】**周五早间，广东地区升贴水报价直穿云霄，少量成交升水达到600元/吨，当天库存降至1.4万吨。
14. **【粗铜加工费目前仍保持在高位运行】**据SMM了解，目前国内粗铜到厂加工费在1700-1800元/吨，进口粗铜CIF扣减在230-250美元/吨。
15. **【废七类铜今年年底确定禁止进口】**我国生态环境部今日发出正式公告将从2018年12月31日起将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等16个品种固体废物从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，包括以回收废铜为主废电机等，即所谓的废七类铜，此政策的颁布，将进一步加剧市场对于中国废铜供给收缩的预期。且另外增加了16个禁止进口的固废品种，将从2019年底执行。
16. **【力拓第一季铜矿产量大增65%】**全球第二大矿业巨头力拓公布的产量报告显示，由于去年上半年Escondida铜矿罢工结束，使得产量有所回升，今年一季度铜矿产量为13.93万吨，同比增加65%，环比减少6%；一季度精炼铜产量为5.61万吨，同比增加48%，环比增加25%。力拓预计2018年铜矿产量目标不变，为51-61万吨。预计精炼铜产量将在22.5-26.5万吨之间。
17. **【第十批固废批文发布 批量再创新高】**第十批限制进口类固废批文发布，废铜相关企业所获审批量12.57万吨，单次批量继上次新高后再创今年新高。今年1-10批次共获审批量46.36万吨，目前累计同比下降84%，下降幅度较此前继续返升。此次废铜相关企业获批共45家企业，除一家位于山东外，其余44家均位于台州、宁波两地。
18. **【国内需求复苏缓慢 中国3月铜进口量小幅回升】**中国海关总署周五公布的数据显示，中国1-3月铜进口量为123万吨，较上年同期增加7.3%。中国3月铜进口量为439,000吨。
19. **【SMM铜杆企业开工率调研】**据SMM调研数据显示，3月份铜杆企业开工率为79.40%，同比增加10.05个百分点，环比增加31.73个百分点。预计4月铜杆企业开工率将继续增加至80.87%。
20. **【Aurubis AG正在大规模收购炼铜厂 改善运营】**Aurubis AG正在开发潜在的收购项目与技术合作伙伴，以改善运营，主要对象是全球铜冶炼厂。首席执行官Juergen Schachler在圣地亚哥的一次采访中说，欧洲最大的铜精炼商正已成为公司投资目标，该项目现已进展到初级阶段。
21. **【智利劳资谈判普遍进展顺利 预计不会再发生大规模罢工事件】**智利矿业协会负责人Diego Hernandez表示，今年智利可能会避免所有潜在重大罢工，因为谈判双方都降低了工资预期。Diego Hernandez负责监管必和必拓的Escondida矿，并担任Antofagasta和Codelco铜矿公司的首席执行官。
22. **【智利Codelco与旗下Radomiro Tomic矿工人达成协议】**据外电4月6日消息，智利国家铜业公司Codelco周五表示，旗下Radomiro Tomic铜矿一家工会工人已经同意了该公司的最终合同方案。Codelco是全球最大的铜生产商。这家工会拥有744名会员，代表了该矿大多数工人。其在上周拒绝了一项新的劳工合同最终方案，被迫进入政府调停期。
23. **【加拿大Teck资源公司收购Quebrada Blanca铜矿】**加拿大最大的多元化矿业公司Teck资源公司周三表示，其已将所属位于智利北部的Quebrada Blanca铜矿股份增至90%。该矿去年生产了2,300万吨铜，创造了1.82亿美元的利润。
24. **【2018年3月SMM中国精铜产量数据】**据SMM调研数据显示，2018年3月SMM中国精铜产量为71.34万吨，环比增1.31%，同比增加11%。1-3月累计产量211.85万吨，同比增长11%。

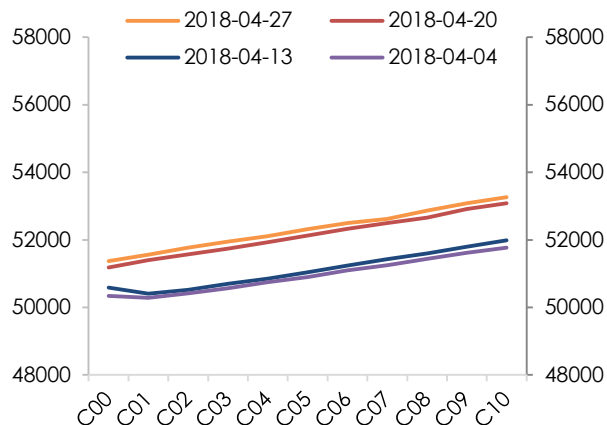
1. 行情回顾

图1:LME各品种2016年以来的涨幅



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图2:沪铜期限结构



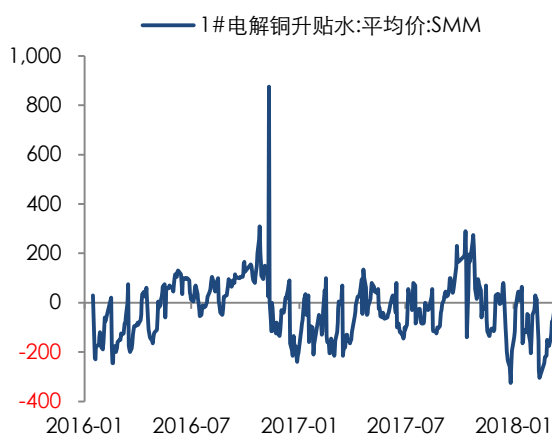
数据来源：WIND，兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 现货与库存

截至4月27日，铜现货升水当月合约265元/吨。4月份铜现货涨1840元/吨，收于51620元/吨。

图3:国内铜现货升贴水：元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

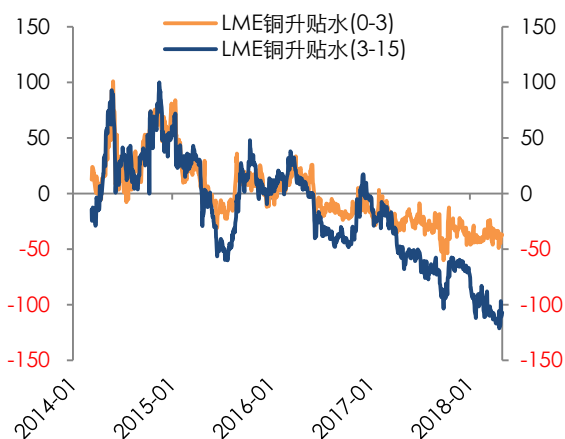
图4:铜现货价格：元/吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图5:LME铜现货升贴水：美元/吨

图6:洋山铜溢价：美元/吨



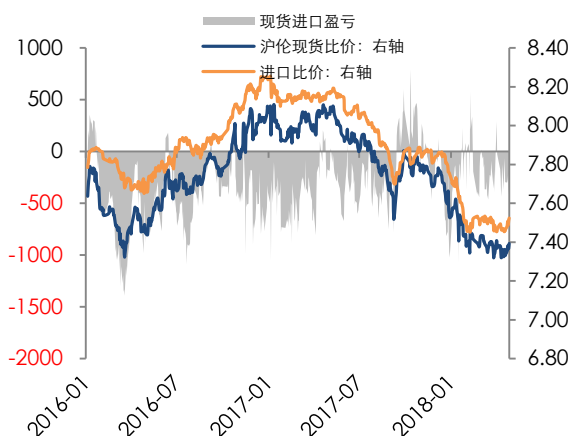
数据来源：WIND，兴证期货研发部



数据来源：WIND，兴证期货研发部

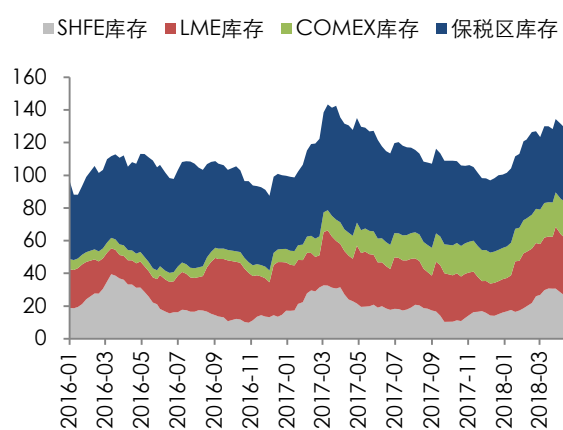
库存方面，截至4月27日，全球库存降至125.33万吨，整个4月份累计下滑2.95万吨。其中上期所库存下滑5.65万吨，LME库存上升2万吨，COMEX库存上升1.5万吨，上海保税区库存下滑0.80万吨。

图7:进口铜盈亏：元/吨



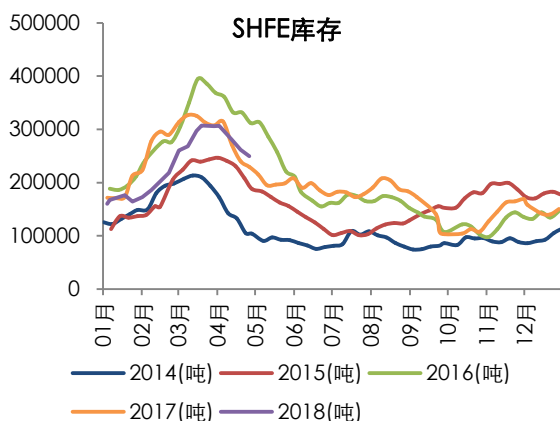
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图8:全球铜总库存（显性库存+保税区）：万吨



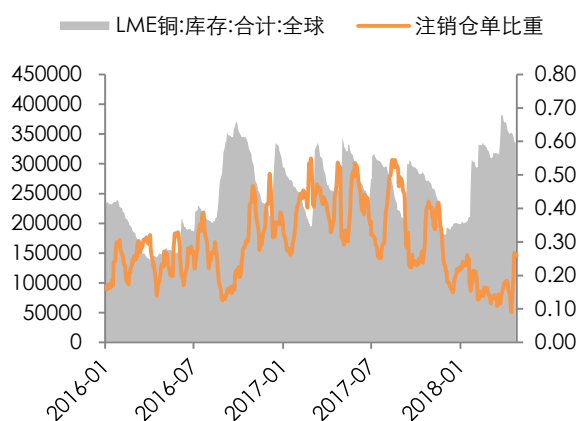
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图9:上期所库存: 吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图10:LME库存及注销仓单比重: 吨

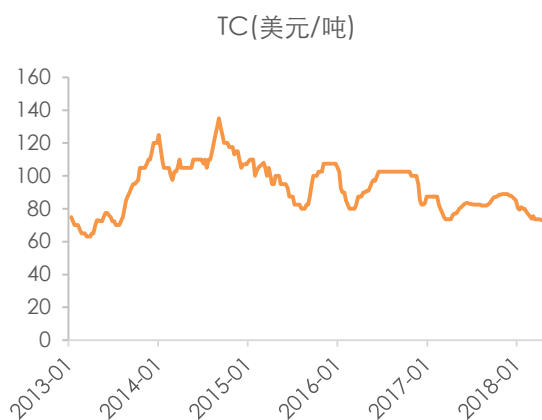


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.2 供应端情况

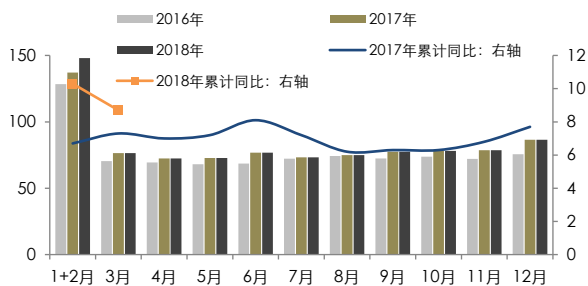
中国 2018 年 1-3 月份精炼铜产量 220.70 万吨, 同比增 8.70%。

图11:铜精矿加工费TC : 美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

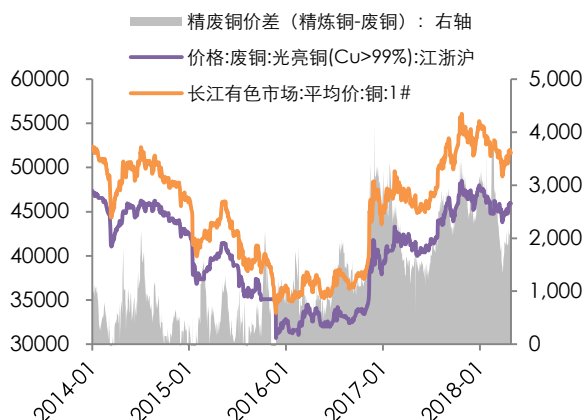
图12:国内电解铜产量: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

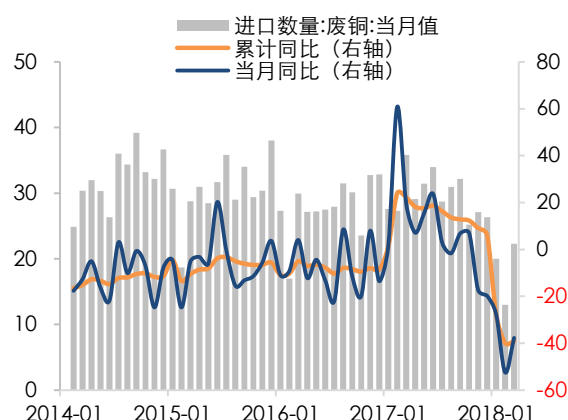
2018 年 3 月废铜进口量为 22.30 万吨, 同比减少 37.73%。1-3 月累计进口 55.27 万吨, 累计同比减少 39.10%。

图13:精废铜价差: 元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

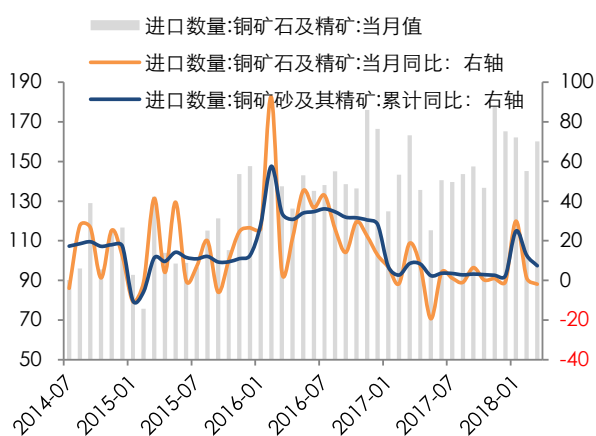
图14:废铜进口: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

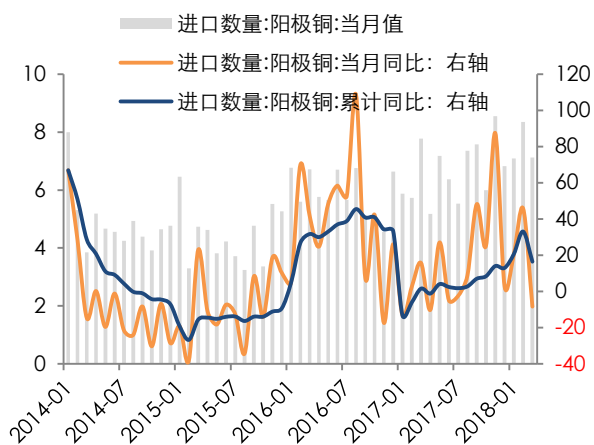
海关总署数据显示, 中国 3 月铜矿砂及精矿进口量同比减 1.89%, 至 160.13 万吨。1-3 月累计进口 467.56 万吨, 累计同比增加 7.40%。

图15:铜精矿进口: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

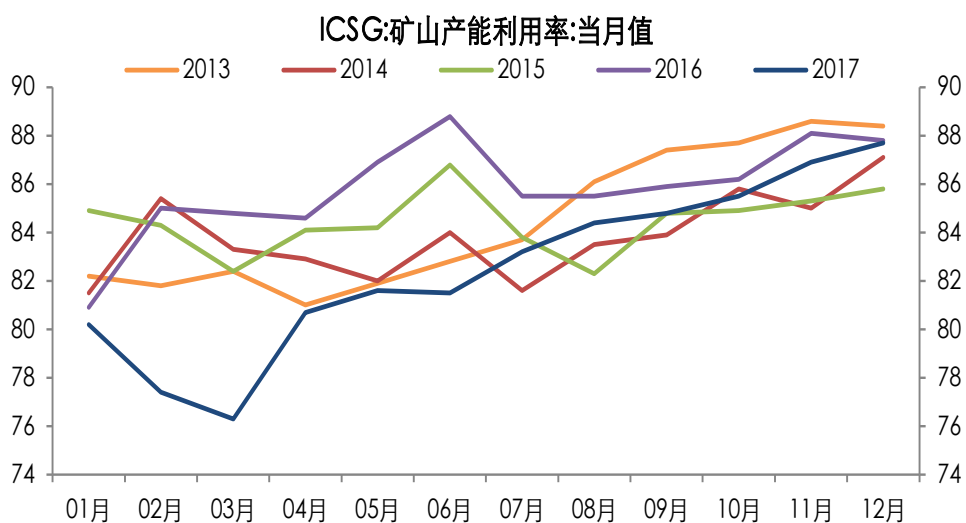
图16:阳极铜进口: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

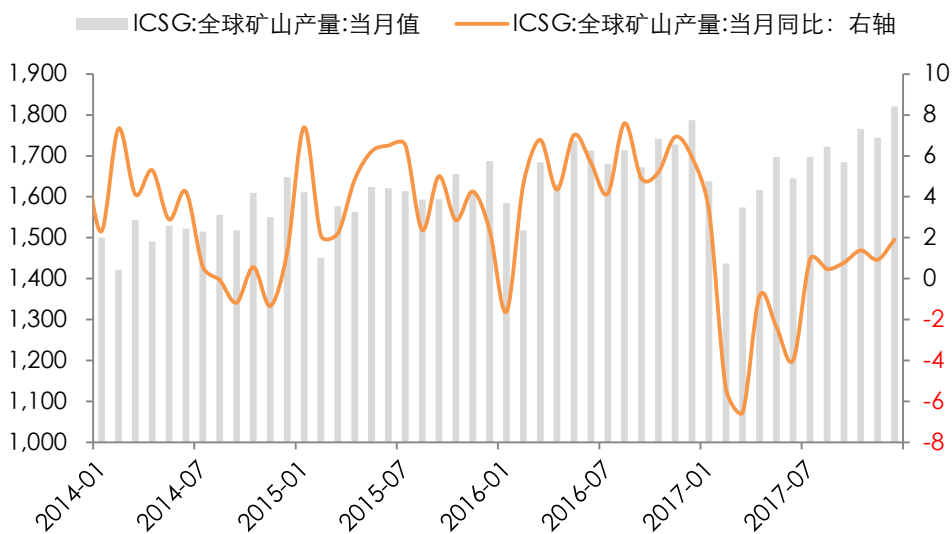
ICSG 最新数据显示, 2017 年 12 月矿山产能利用率回升至 87.7%, 环比 11 月上升 0.80%。

图17:ICSG全球矿山产能利用率: %



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

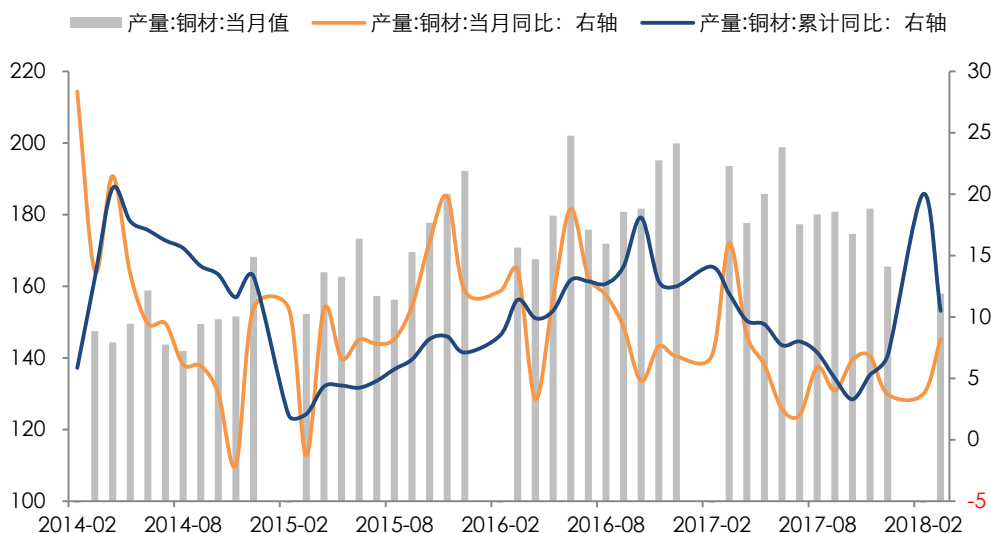
图18:ICSG全球矿山产量: 千吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.3 需求端情况

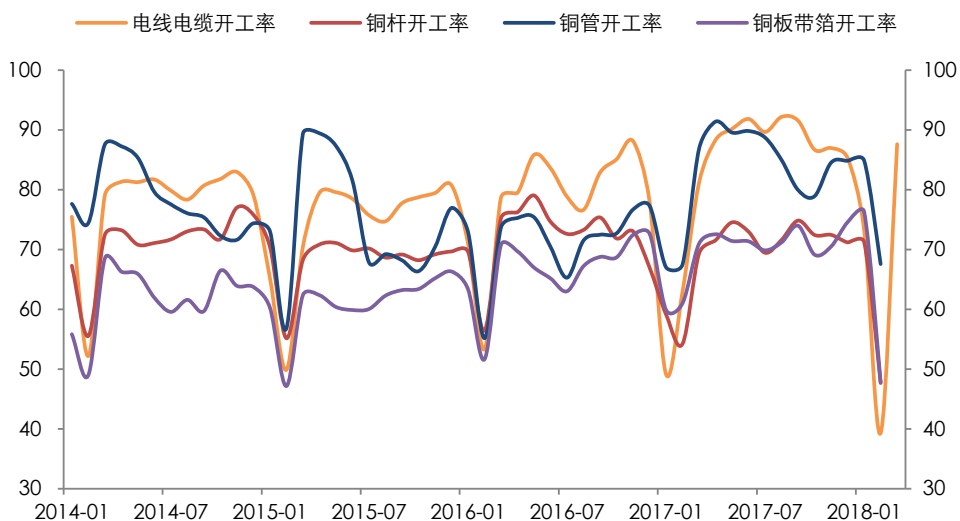
图19:国内铜材产量: 万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

据 SMM 调研数据显示，4 月份电线电缆企业开工率为 89.12%，同比增加 0.81 个百分点，环比增加 1.51 个百分点。预计 5 月份电线电缆企业开工率将继续增加至 89.30%。

图20:国内铜材开工率情况: %



数据来源：SMM，兴证期货研发部

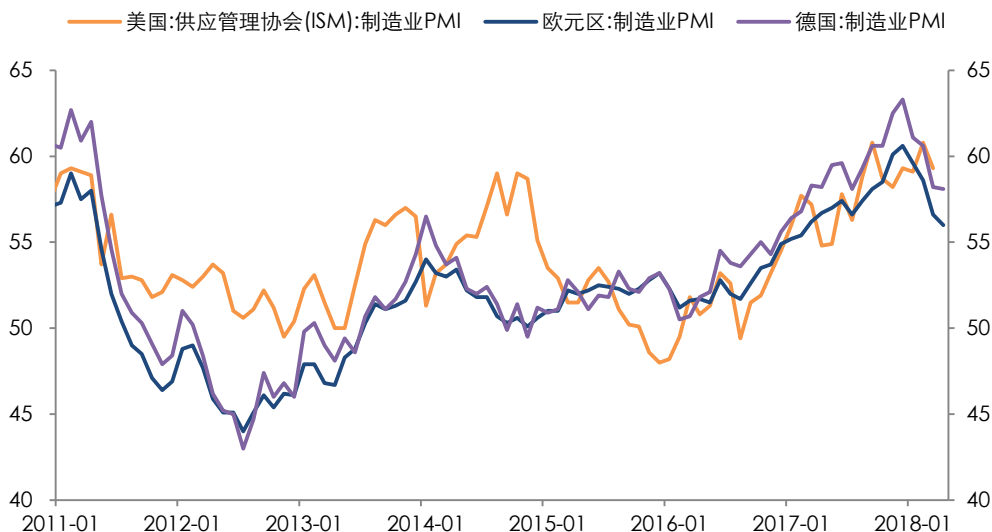
表1: 中国铜终端需求变化

铜的终端情况	单位	2018年1-3月	累计同比 (%)	增速变化
电网基础建设投资	亿元	657.00	-23.20	↑
电源基础建设投资	亿元	424.00	10.50	↑
发电设备	万千瓦	2,287.10	-6.80	↓
交流电动机	万千瓦	5,862.50	6.30	↓
家用空调	万台	4,853.60	13.60	↓
家用洗衣机	万台	1,760.50	-1.70	↓
家用电冰箱	万台	1,760.60	-2.30	↓
汽车	万辆	713.10	-2.60	↑
新能源汽车	万辆	17.00	139.40	↓
挖掘机	万台	6.16	35.70	↓
房地产新开工面积	万平米	34,614.96	9.70	↑
铜材	万吨	367.00	10.50	↓

数据来源: WIND、兴证期货研发部

欧元区制造业 PMI 环比继续小幅下滑, 2018 年 4 月欧元区制造业 PMI 收于 56, 其中德国制造业 PMI 58.1。美国 3 月制造业 PMI 下滑至 59.30, 目前欧美国对铜消费看不到明显下滑迹象。

图21: 欧美地区制造业 PMI

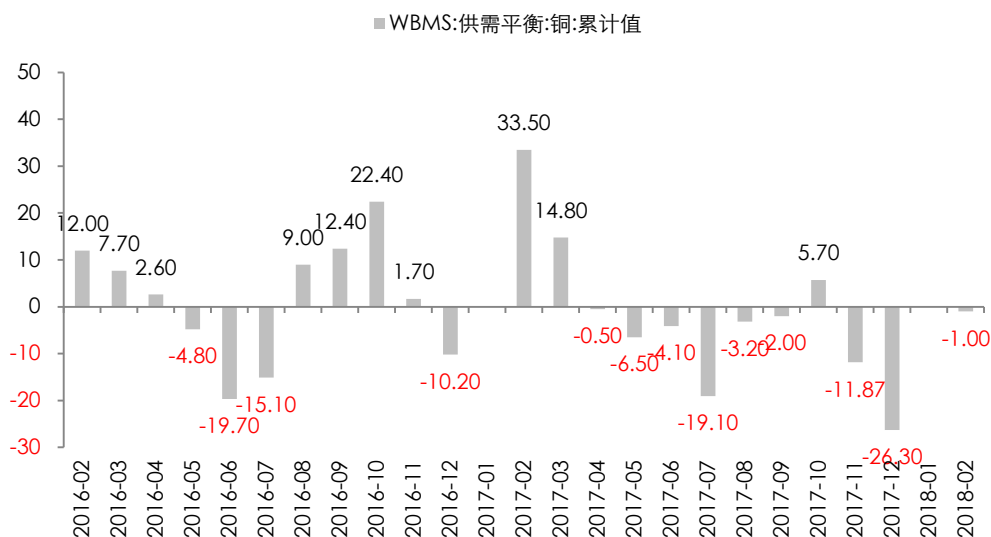


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

2.4 供需平衡表

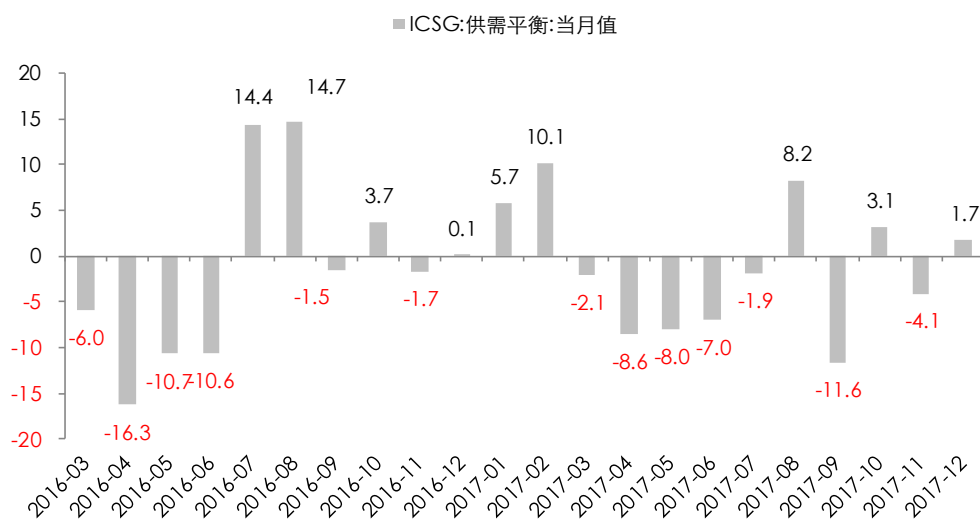
WBMS 数据显示, 2018 年 1-2 月全球铜市供应短缺 1 万吨。

图22:WBMS累计供需平衡: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图23:ICSG当月供需平衡: 万吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

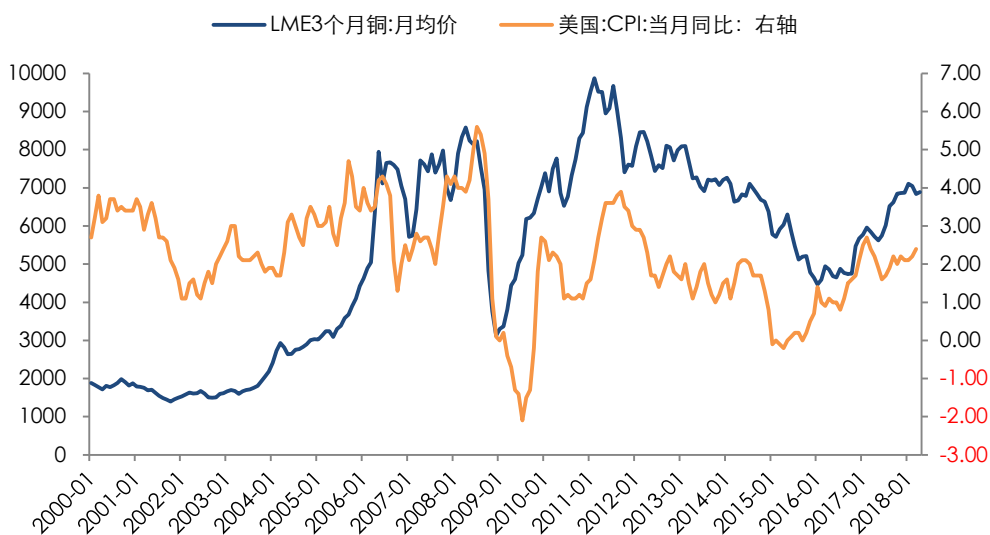
3. 铜相关金融属性指标

图24:美元指数



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图25:美国通胀变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

冲高回落

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

韩惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

铁矿石:

铁矿石四月小幅收涨。四月份随着中美贸易战的缓和,市场情绪有所稳定;同时叠加钢材下游需求的好转和房地产投资数据较好,铁矿石出现企稳并小幅反弹。

四月铁矿石的基本面并无太大改变。港口库存方面,虽说四月份港口库存出现连续下滑,但整体下滑幅度有限,依然维持在1.5亿吨以上的高位,同时外矿发货依然维持在较高水平,整体供应压力依然较大。而需求方面,受环保政策的影响,钢厂复产进度仍然较为缓慢,且难以回到去年的水平。四月在矿价的企稳回升下,钢厂有小规模的补库动作,进口矿可用天数出现回升,但鉴于港口库存的绝对数量较大,我们预计钢厂仍然难以出现较大规模的补库。

近期货币政策出现一定宽松信号,同时房地产数据整体较好,市场信心得到一定提振。但铁矿石整体基本面依然较为疲软,一方面供给压力较大,另一方面钢厂的需求在环保政策的影响下,难以出现大幅好转。5月继续关注下游成材的需求情况以及中美贸易谈判的进展,预计铁矿石维持震荡,建议投资者暂时观望,仅供参考。

螺纹钢:

4月钢材在旺季衬托下,价格走势偏强往上。期螺指数合约月上涨132元每吨,涨幅3.82%。现货上涨则更多一些,月上涨了370元每吨,现货价格已经接近3月初下跌前的价格。5月以后我们认为受到供应面限产和需求旺季的衬托,期螺的走势开始可能仍然偏强,但是经过5月中旬附近宏观数据出炉利多爆发之后,我们认为价格可能会出现转折。

第一,目前现货电炉利润已经超过300元每吨,闲置产能必将开启,则会重演供应过剩的局面。

第二,传统上5月需求由旺季转淡,下游需求会有所放缓。

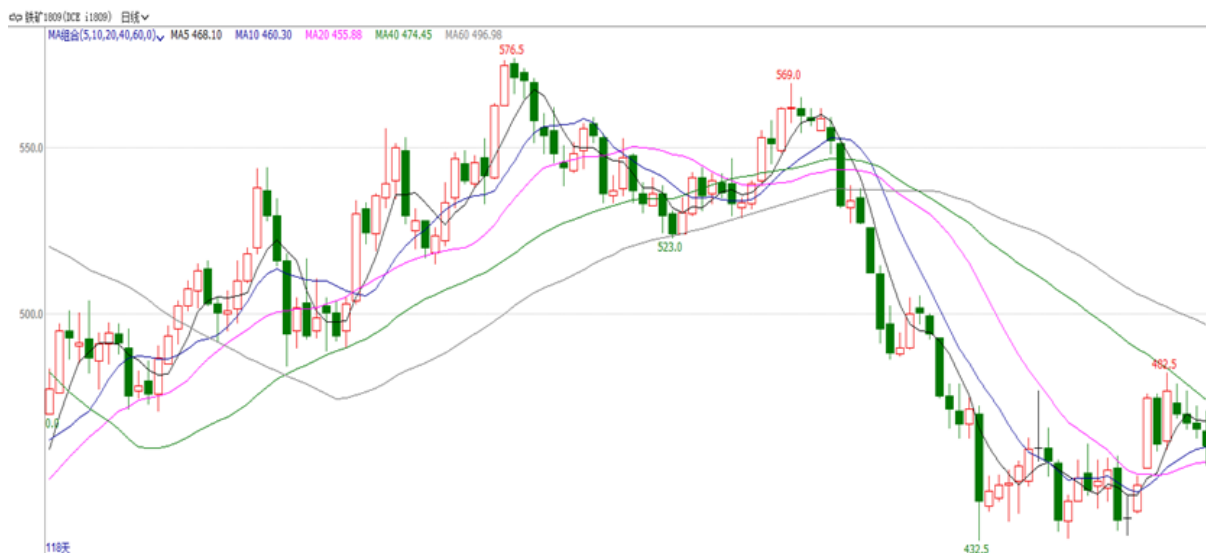
因此我们认为钢价在五月会呈现冲高回落的格局,拐点可能在中旬左右。仅供参考。

1. 行情回顾

4月份铁矿石收涨，截至4月27日，I1809收于460.5元/吨，月涨1元/吨，涨幅0.22%。月末持仓量为187.1万手。

4月份螺纹钢收涨，截至4月27日，RB1810收于3593元/吨，月涨202元/吨，涨幅5.96%。月末持仓量为289.9万手。

图 1：铁矿石主力 I1809 合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：螺纹钢主力 RB1810 合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 行情回顾

2.1 现货价格

铁矿石港口现货下跌。截至 4 月 28 日,青岛港澳大利亚 61.5%品位 PB 粉矿收于 457 元/吨,月环比涨 15 元/吨。唐山 66%铁精粉价格收于 465 元/吨,月环比跌 10 元/吨。

图 3: 铁矿石现货价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 4 月 27 日,普氏指数报收于 64.95 美元/吨,月环比上涨 1.85 美元/吨。

图 4: 普氏指数 (美元/吨)

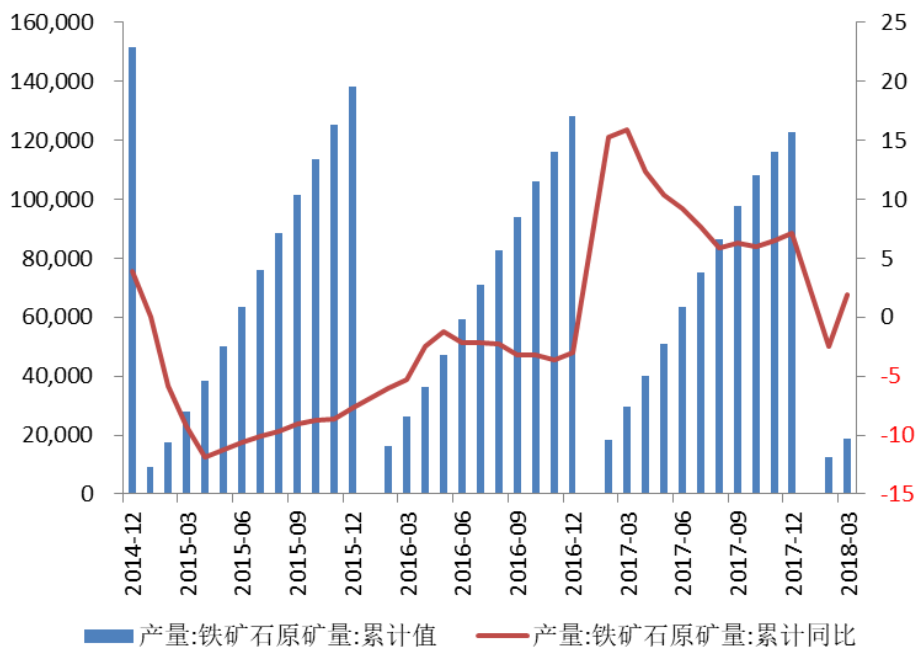


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量复苏缓慢

截至 2018 年 3 月,国内铁矿石原矿累计生产 1.89 亿吨,同比上涨 1.9%。

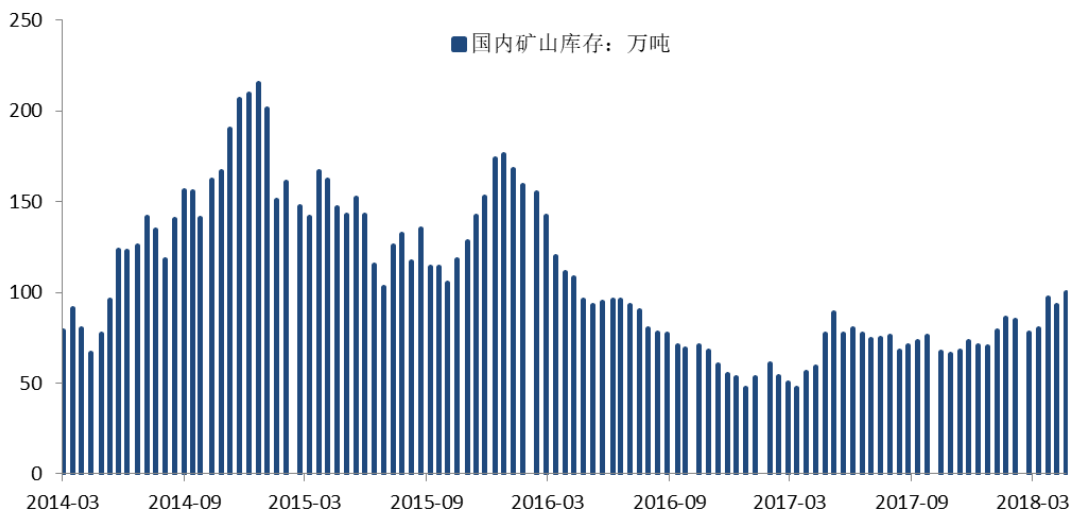
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 4 月 27 日，国内矿山铁精粉库存 100 万吨，与 3 月底相比增加 3 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿进口量保持稳定

截至 2018 年 3 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 27051 万吨，同比减少 0.1%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

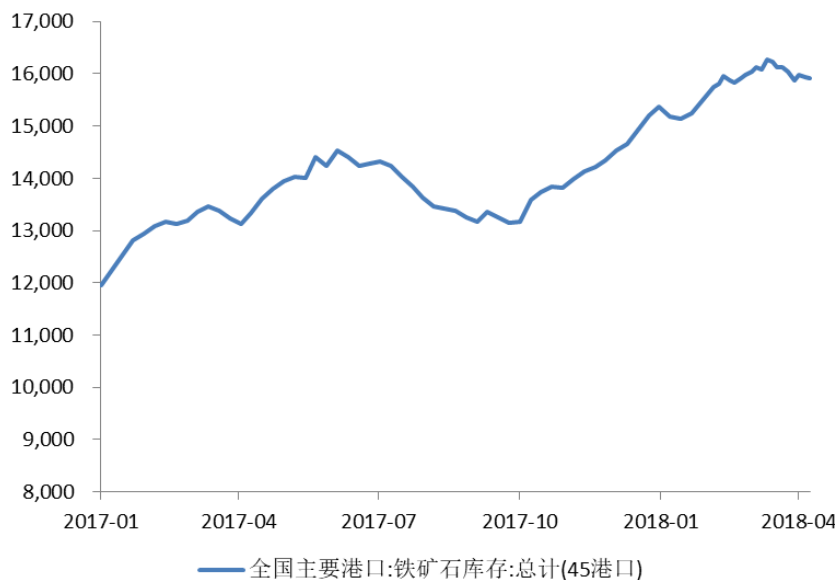


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存小幅回落

截至 4 月 27 日，铁矿石港口库存为 15908.41 万吨，与 3 月底相比下降 373.4 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 22.5 天，与 3 月底相比上升 0.5 天。

图 8：铁矿石进口矿可用天数



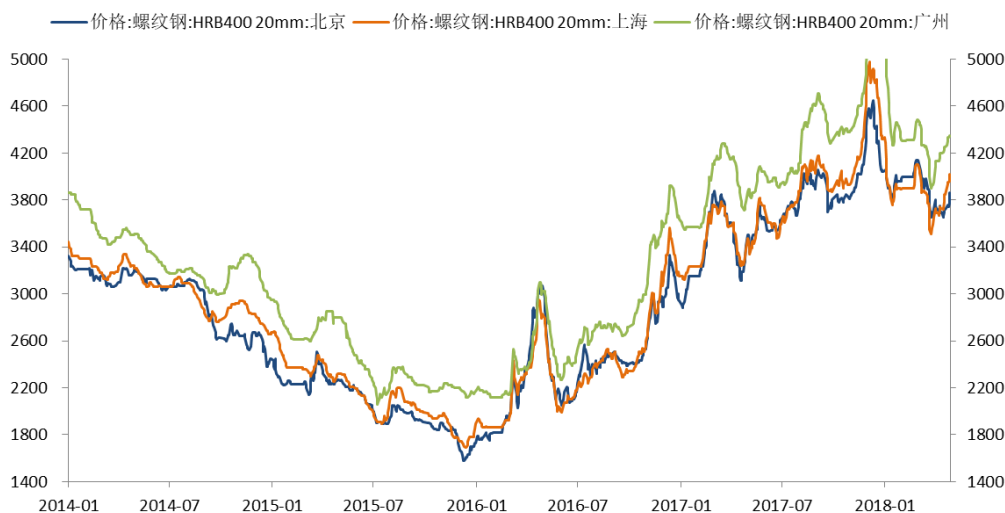
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 螺纹钢基本面分析

3.1 钢材现货价格

截至 4 月 28 日，北京螺纹钢收于 3860 元/吨，月涨 130 元/吨；上海螺纹钢收于 4020 元/吨，月涨 370 元/吨；广州螺纹钢收于 4350 元/吨，月涨 400 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

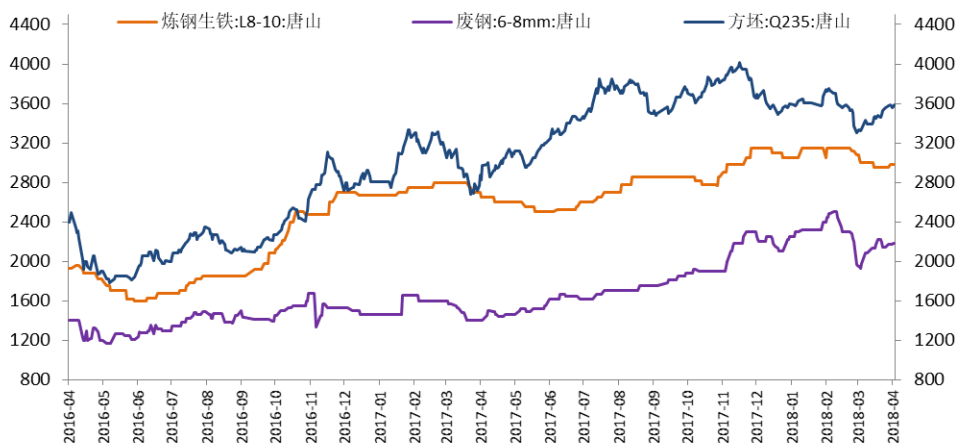


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 废钢价格

截至 4 月 28 日，唐山方坯收于 3590 元/吨，月涨 250 元/吨；生铁价格收于 2980 元/吨，月跌 20 元/吨；废钢价格涨 205 元/吨，收于 2180 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

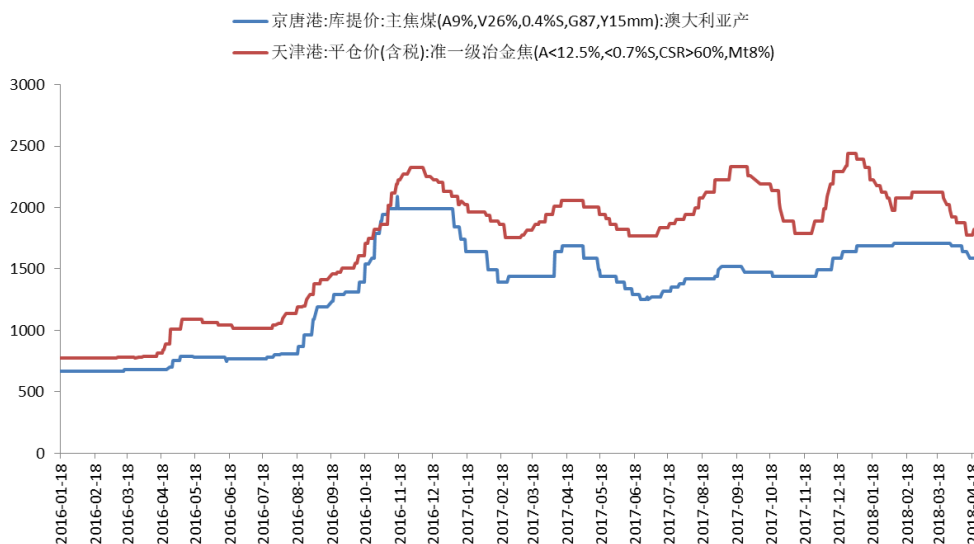


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤、焦炭现货收跌

截至 4 月 27 日，京唐港焦煤收于 1560 元/吨，月环比下跌 130 元；天津港焦炭下跌 100 元，至 1825 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

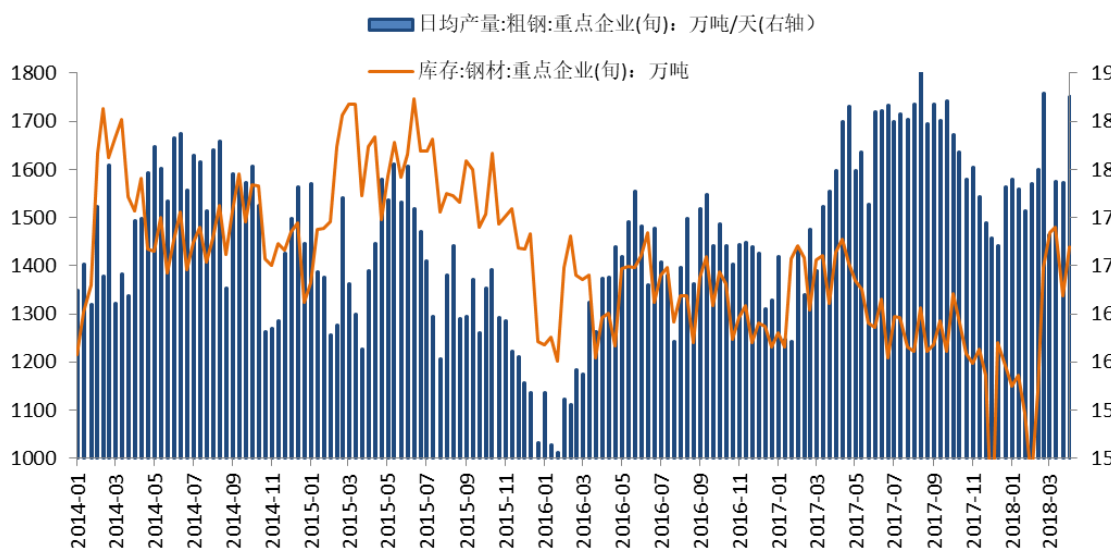


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量上升

与 3 月上旬相比，2018 年 4 月上旬重点钢企粗钢日产 187.6 万吨，环比上升 14.4 万吨；重点企业库存 1438.29 万吨，环比下降 29.84 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

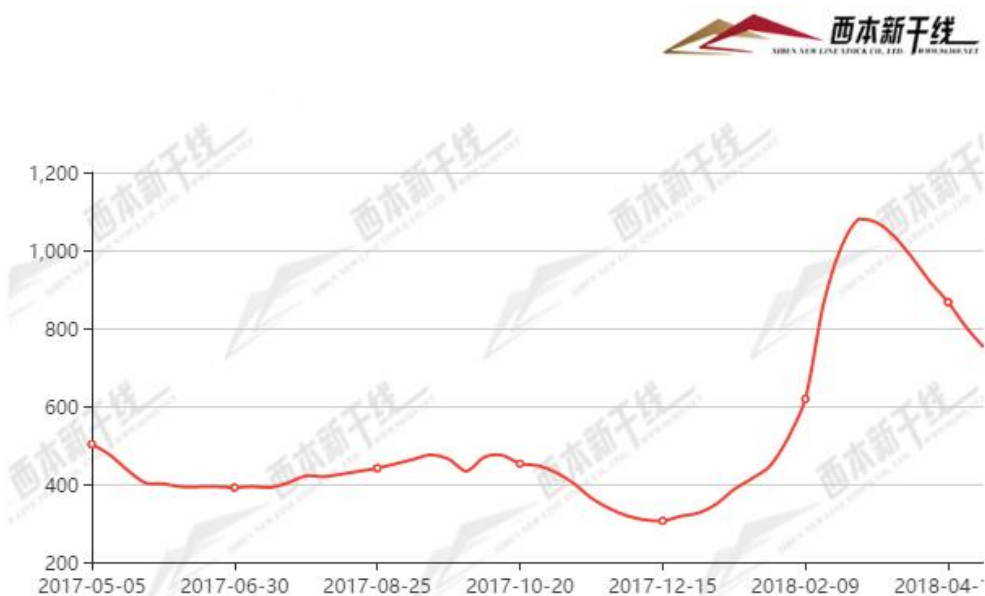


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存小幅下降

截至 4 月 27 日，全国主要钢材品种库存总量为 751.1 万吨，与 3 月底相比下降 229 万吨。

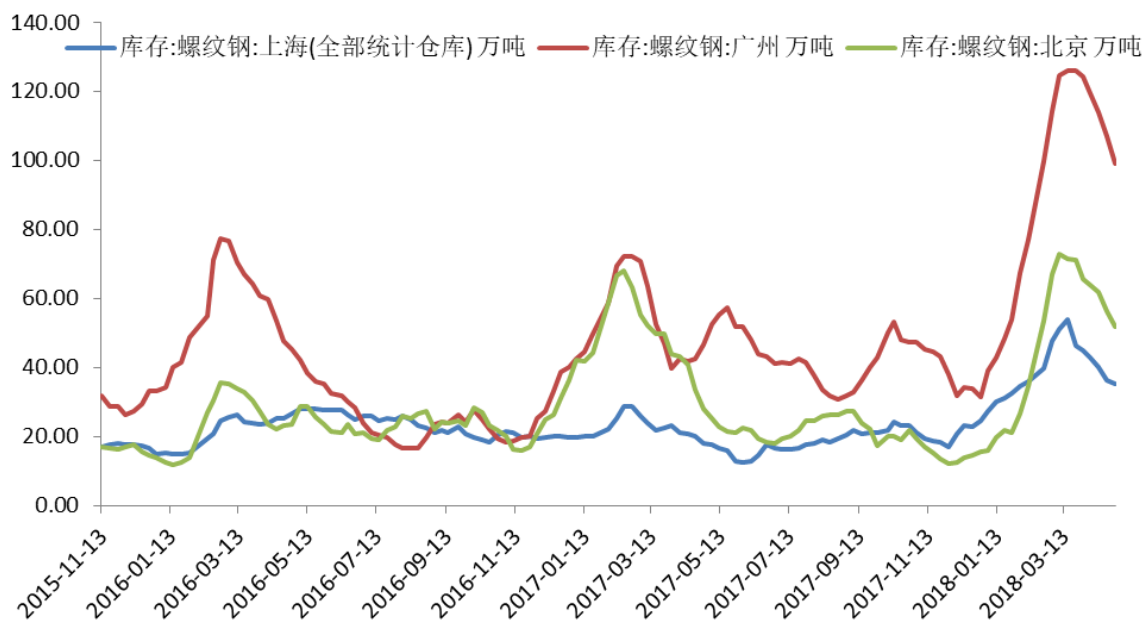
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 4 月 27 日，螺纹钢上海库存 35.37 万吨，月环比下降 9.44 万吨；广州库存 98.94 万吨，月环比下降 25.31 万吨；北京库存 51.9 万吨，月环比下降 13.79 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)

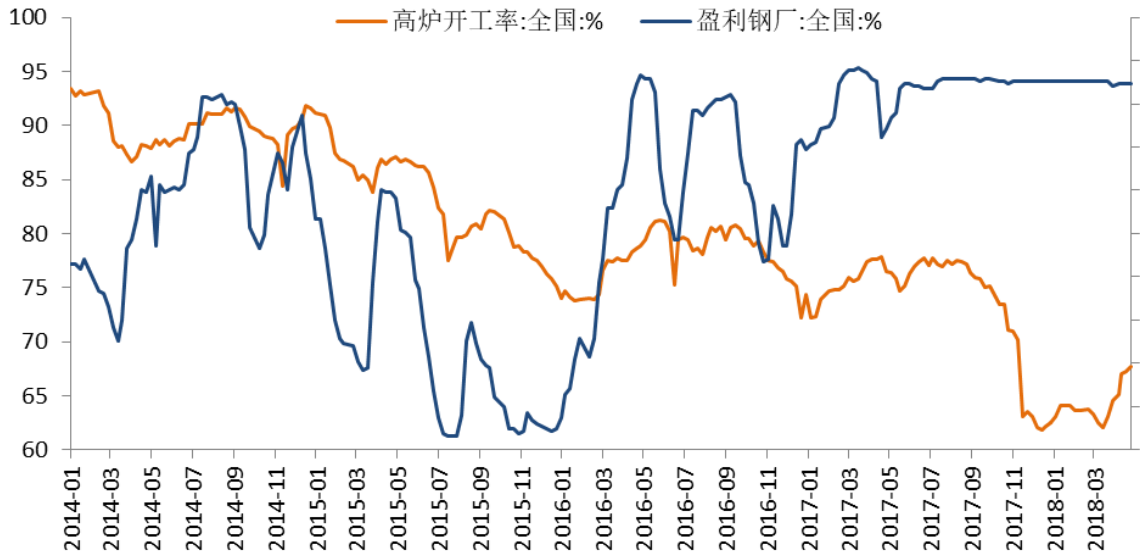


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率

截至 4 月 27 日，163 家钢厂盈利比例为 84.66%；高炉开工率为 67.68%，月环比小幅上升。

图 15：高炉开工率和钢厂盈利（%）

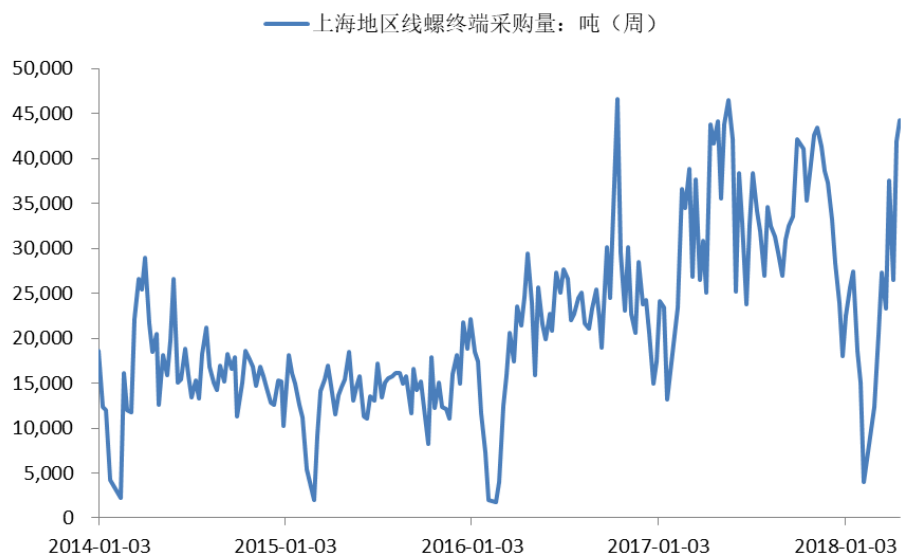


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.7 终端采购回暖

截至 4 月 20 日，上海地区线螺采购量 4 月周度均值 37535 吨，环比 3 月上升。

图 16：上海地区周度终端线螺采购量

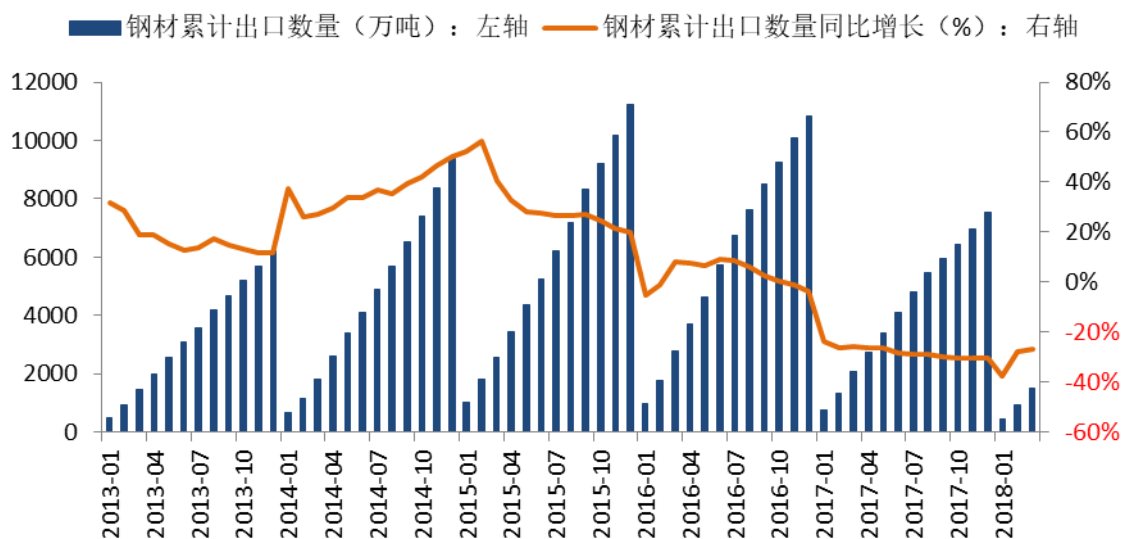


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口维持弱势

2018年3月钢材出口为565万吨，同比下滑25.26%。

图 17：钢材出口（万吨）

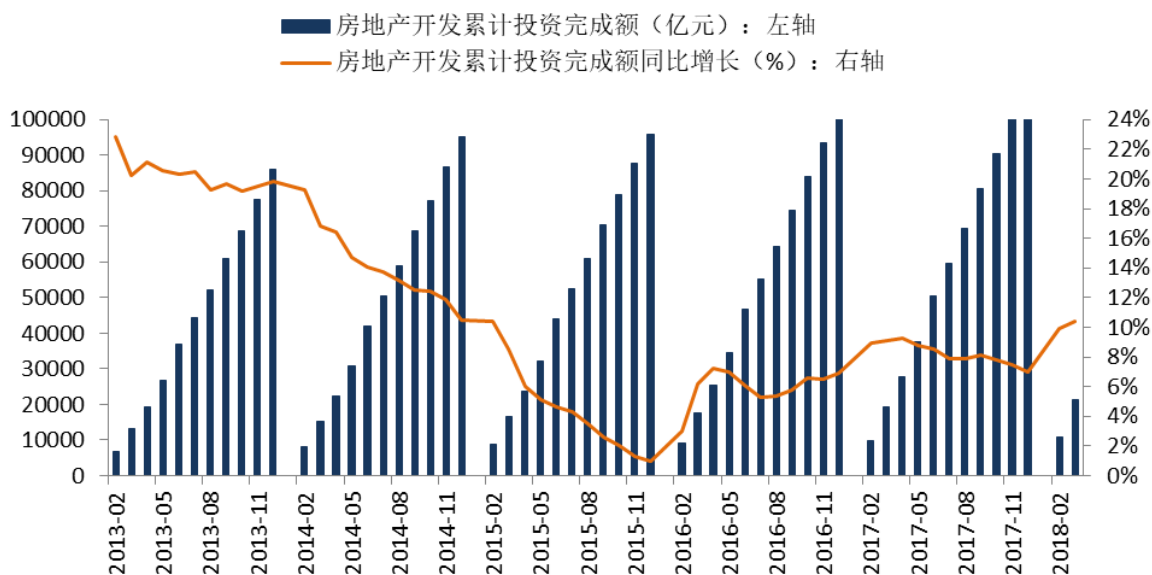


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资增速环比转好

截至 3 月，今年房地产累计开发投资为 2.13 万亿元，同比去年增加 10.4%，增长率环比上升。

图 18：房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 总结

铁矿石:

近期货币政策出现一定宽松信号，同时房地产数据整体较好，市场信心得到一定提振。但铁矿石整体基本面依然较为疲软，一方面供给压力较大，另一方面钢厂的需求在环保政策的影响下，难以出现大幅好转。5月继续关注下游成材的需求情况以及中美贸易谈判的进展，预计铁矿石维持震荡，建议投资者暂时观望，仅供参考。

螺纹钢:

5月以后我们认为受到供应面限产和需求旺季的衬托，期螺的走势开始可能仍然偏强，但是经过5月中旬附近宏观数据出炉利多爆发之后，我们认为价格可能会出现转折。

第一，目前现货电炉利润已经超过300元每吨，闲置产能必将开启，则会重演供应过剩的局面。

第二，传统上5月需求由旺季转淡，下游需求会有所放缓。

因此我们认为钢价在五月会呈现冲高回落的格局，拐点可能在中旬左右。仅供参考。

需求尚未启动，煤价继续上涨空间或有限

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

煤炭进口限制令在4月初再度开启，但在电厂日耗维稳运行、加之消费物流环节煤炭库存居高不下，供需相对宽松的情况下，主力合约ZC809最低跌破550元/吨；随后进口煤限制政策不断升级，加之宏观经济数据较好、央行定向降准，市场信心开始转好，下游采购需求有所增加，现货价格逐渐反弹，动煤期货探底回升；不过至600一线附近后，多头情绪恢复理性，加之受限价消息影响，动煤维持震荡盘整。主力合约ZC809报收597.6元/吨，月涨24.8元/吨，涨幅4.33%；持仓30.3万手，成交480.0万手，大幅放量增仓，主力合约完成移仓换月。

截至4月25日，环渤海动力煤价格指数报572元/吨，比上月同期上涨1元/吨，涨幅0.18%。月初由于国内主要煤炭企业超预期下调月度长协价格，加之消费物流环节存煤居高不下、坑口煤价格降幅扩大，市场看跌情绪加重，煤价继续向绿色区间靠近；随后由于进口煤限制影响不断发酵、港口库存触顶回落，从而煤炭现货价格触底反弹，BSPI指数整体维稳运行。

● 后市展望及策略建议

5月份仍是动力煤传统消费需求淡季，港口和电厂库存虽有回落，但依旧偏高；加之南方雨水增多，水电或陆续发力，电厂在日耗相对稳定的情况下，短期补库动力仍显不足，电煤需求将保持低位。

同时随着先进产能逐渐释放，煤炭产量有望继续增长，供应将有所保障，加之限价消息的影响，煤炭好转持续性仍有待观察；在供需环境相对宽松的背景下，短期动力煤价格继续上涨空间或较为有限。

预计短期动煤或震荡运行为主，建议投资者关注ZC901-ZC809的反套机会，仅供参考。

1. 信息回顾

1.1 制造业继续保持稳步发展

2018年4月30日，国家统计局发布数据显示，2018年4月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为51.4%，微低于上月0.1个百分点，制造业继续保持稳步增长的发展态势。

春节效应减退，本月制造业PMI数据下行符合预期，体现工业缓慢回落态势；但整体来看经济平稳增长特点明显，周期性向好态势进一步显现。前四个月的经济发展态势稳、活力强，为经济高质量发展提供了基础坚实和条件。

1.2 统计局：一季度GDP为19.8万亿 同比增长6.8%

国家统计局17日公布了2018年一季度宏观经济数据。最新一期经济数据显示，今年一季度我国经济运行整体态势平稳，呈现出增长平稳、就业扩大、物价稳定、国际收支基本平衡的良好运行格局。

经初步核算，一季度我国国内生产总值198783亿元，按可比价格计算，同比增长6.8%。分产业看，第一产业增加值8904亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值77451亿元，增长6.3%；第三产业增加值112428亿元，增长7.5%。

1.3 中央政治局会议

中央政治局会议：更多运用市场化法治化手段化解过剩产能，加强关键核心技术攻关，积极支持新产业、新模式、新业态发展，继续简政放权，减税降费，降低企业融资、用能和物流成本；更加积极主动推进改革开放，深化国企国资、财税金融等改革；推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。

1.4 国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见

国务院发布落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，重申主要预期目标，国内生产总值增长6.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。继续创新和完善宏观调控，保持宏观政策连续性稳定性，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。

1.5 国家能源局公告煤矿产能情况

4月24日，国家能源局在京举行新闻发布会，煤炭司副司长任育之介绍了截至2017年底的公告煤矿产能情况。

今年一季度，国家能源局组织对各地截至2017年底的煤矿产能情况进行梳理汇总，形成了最新的煤矿产能公告，以国家能源局2018年第3号公告正式发布。截至2017年底，全国公告生产和建设煤矿4980处、产能43.6亿吨，其中生产煤矿3907处，产能33.4亿吨；建设煤矿1156处(含生产煤矿同步改建、改造项目83处)、产能10.2亿吨。建设煤矿中已进入联合试运转的230处，产能3.6亿吨。公告的具体煤矿名单可查阅国家能源局网站。

1.6 进口煤限制不断升级

4月12日，经济观察网记者多方确认，二类口岸的煤炭进口限制措施已经在福建、广东、浙江等沿海主要煤炭进口省份实施。

随后4月15日，经济观察网记者从浙江省一家煤炭进出口公司独家获悉，中国已于近日开启了对于一类港口的煤炭进口限制措施。

1.7 退出煤炭产能 1.5 亿吨左右

4月19日，钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议召开全国电视电话会议，部署安排2018年钢铁、煤炭、煤电去产能重点工作。

会议强调，要大力破除无效供给，确保完成压减钢铁产能3000万吨左右、退出煤炭产能1.5亿吨左右、淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组的目标任务。

1.8 央行定向降准

2018年4月17日，为引导金融机构加大对小微企业的支持力度，增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构，中国人民银行决定，从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照先借先还的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利(MLF)。

1.9 中方认为美国“301条款”挑战多边贸易体制

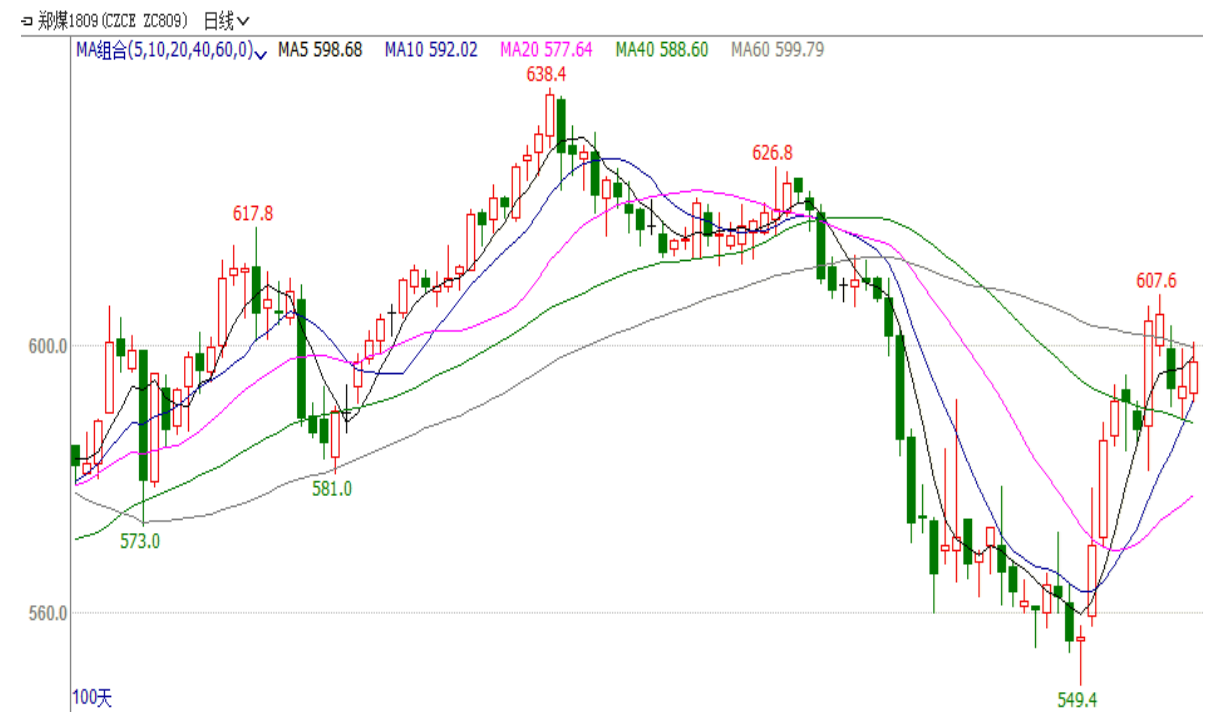
在世界贸易组织争端解决机构27日举行的例会上，中方认为美国“301条款”的单边主义性质是对以规则为基础的多边贸易体制的挑战，并呼吁成员共同反击此类单边主义和保护主义行为。

2. 行情回顾

2.1 动力煤期价走势

煤炭进口限制令在4月初再度开启，但在电厂日耗维稳运行、加之消费物流环节煤炭库存居高不下，供需相对宽松的情况下，主力合约ZC809最低跌破550元/吨；随后进口煤限制政策不断升级，加之宏观经济数据较好、央行定向降准，市场信心开始转好，下游采购需求有所增加，现货价格逐渐反弹，动煤期货探底回升；不过至600一线附近后，多头情绪恢复理性，加之受限价消息影响，动煤维持震荡盘整。主力合约ZC809报收597.6元/吨，月涨24.8元/吨，涨幅4.33%；持仓30.3万手，成交480.0万手，大幅放量增仓，主力合约完成移仓换月。

图 1: 动煤 ZC809 行情走势

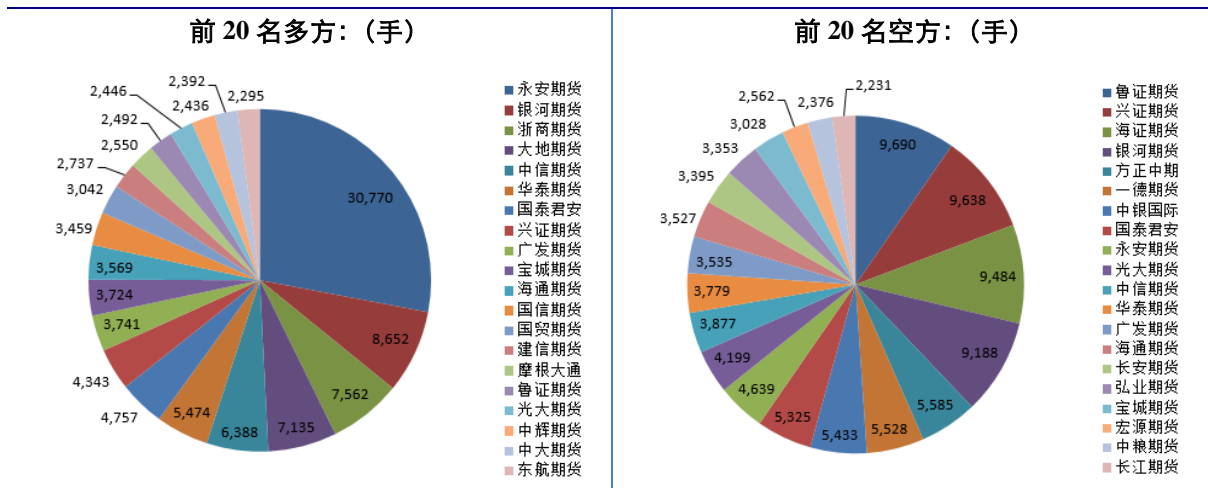


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截至 4 月 27 日，主力合约 ZC809 前 20 名持买仓量由 42675 手增至 109964 手，前 20 名持卖仓量由 39876 手增至 100372 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 169082 手，前 20 名持卖仓量 158494 手。从机构层面看，多方较空方仍然维持着一定的优势。

图 2: ZC809 合约多空双方持仓情况



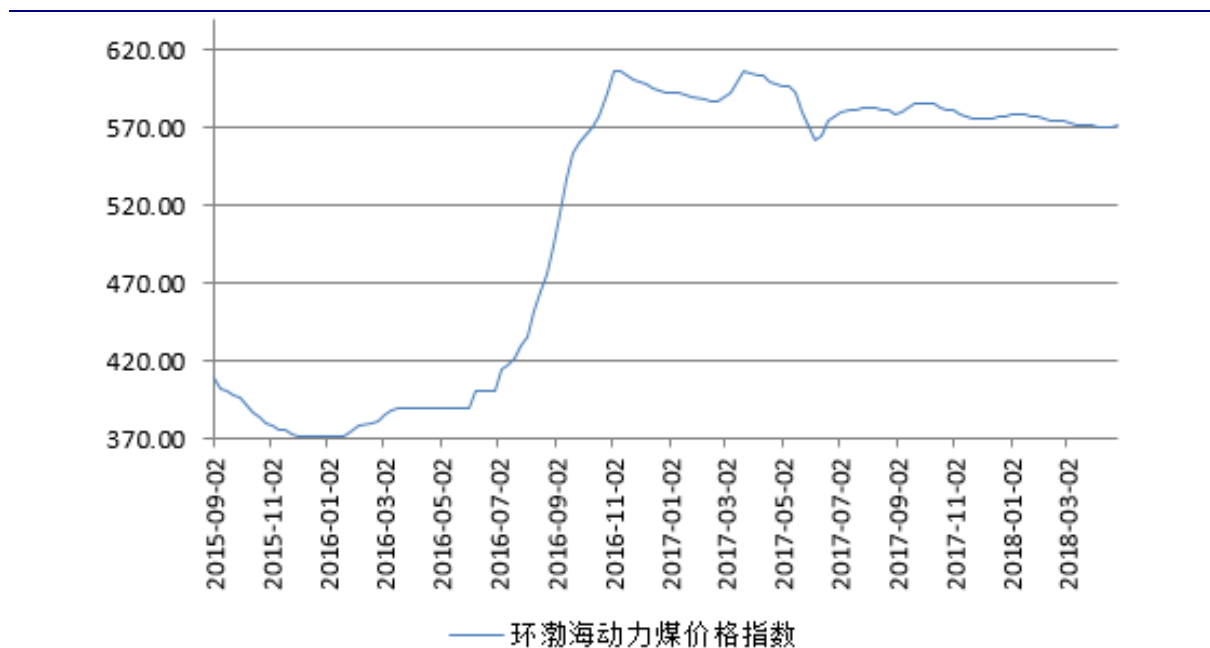
数据来源：兴证期货研发部，郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至4月25日,环渤海动力煤价格指数报572元/吨,比上月同期上涨1元/吨,涨幅0.18%。月初由于国内主要煤炭企业超预期下调月度长协价格,加之消费物流环节存煤居高不下、坑口煤价格降幅扩大,市场看跌情绪加重,煤价继续向绿色区间靠近;随后由于进口煤限制影响不断发酵、港口库存触顶回落,从而煤炭现货价格触底反弹,BSPI指数整体维稳运行。

图3:环渤海动力煤价格指数走势图(元/吨)



数据来源:兴证期货研发部,WIND

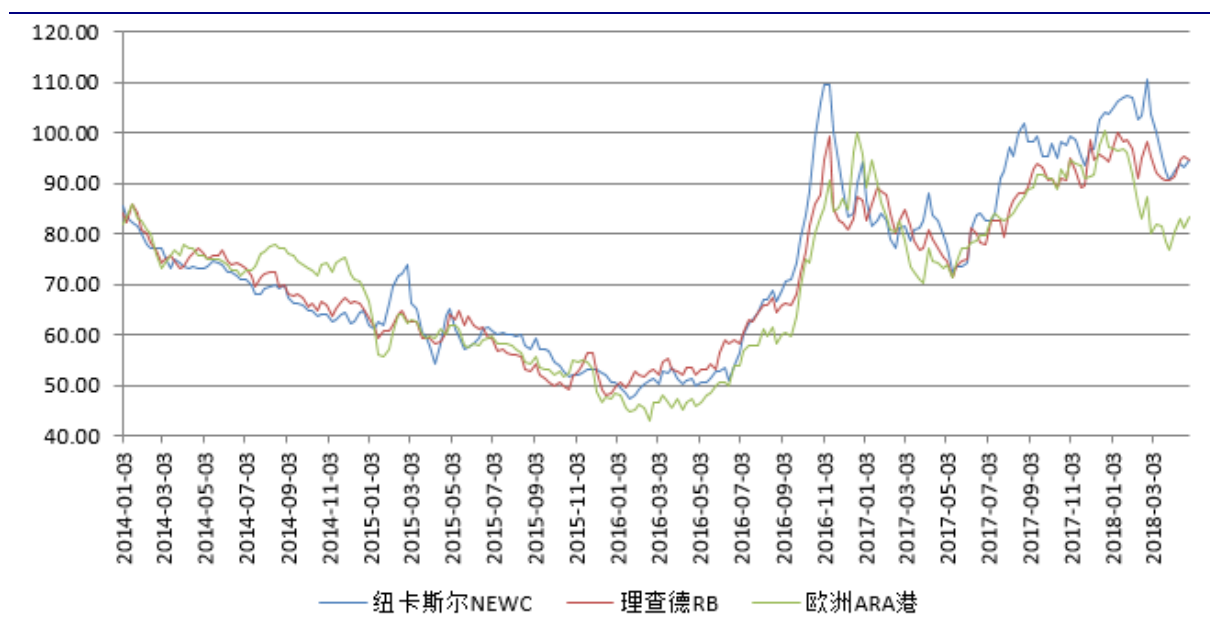
3.2 国际动力煤市场

4月份,国际动力煤市场偏强运行,均有所反弹。

(单位:美元/吨)	3月29日	4月6日	4月13日	4月20日	4月26日
纽卡斯尔 NEWC	90.68	92.43	93.81	93.26	94.56
理查德 RB	90.69	91.44	94.49	95.31	94.73
欧洲 ARA 港	76.83	80.25	82.88	81.18	83.19

截止4月26日,澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数94.56美元/吨,较上月上涨3.88美元/吨,涨幅为4.28%;南非理查德港动力煤价格指数94.73美元/吨,较上月上涨4.04美元/吨,涨幅为4.45%;欧洲ARA三港市场动力煤价格指数83.19美元/吨,较上月上涨6.36美元/吨,涨幅为8.28%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

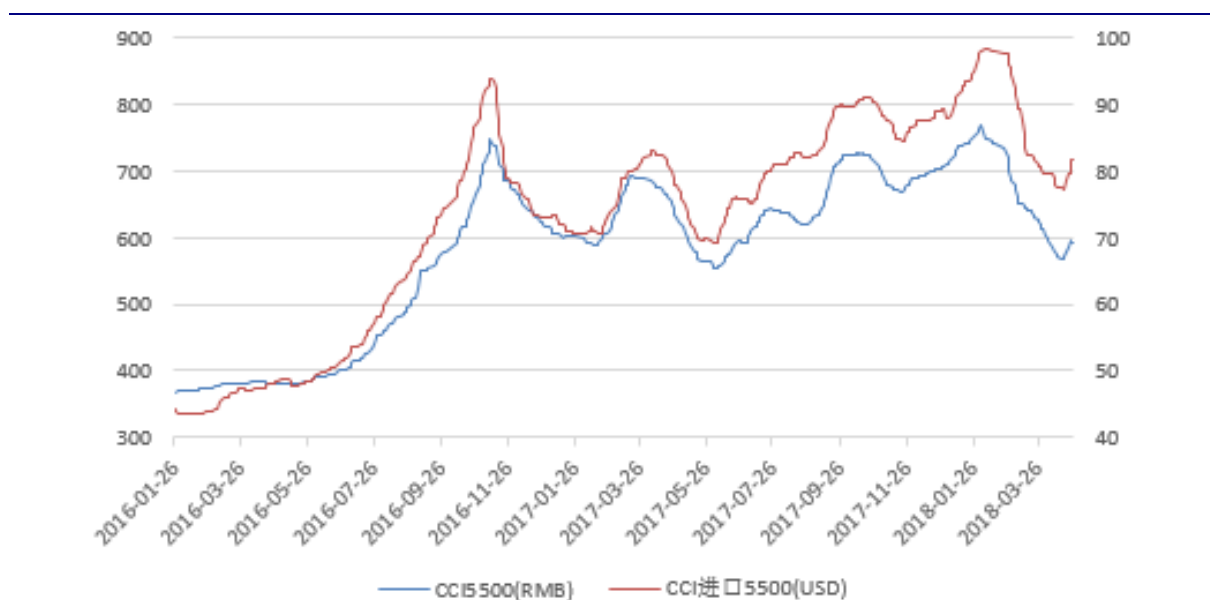


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 CCI 指数

受进口煤限制政策不断发酵影响，4 月份，CCI5000 指数、CCI 进口 5500 指数均探底回升。截至 4 月 27 日，CCI5500 指数由 612 元/吨下跌至 569 元/吨后上涨至 594 元/吨，下跌 18 元/吨或 2.94%；CCI 进口 5500 指数由 79.8 美元/吨下跌至 77.3 美元/吨后上涨至 81.6 美元/吨，上涨 1.8 美元/吨或 2.26%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 基本面

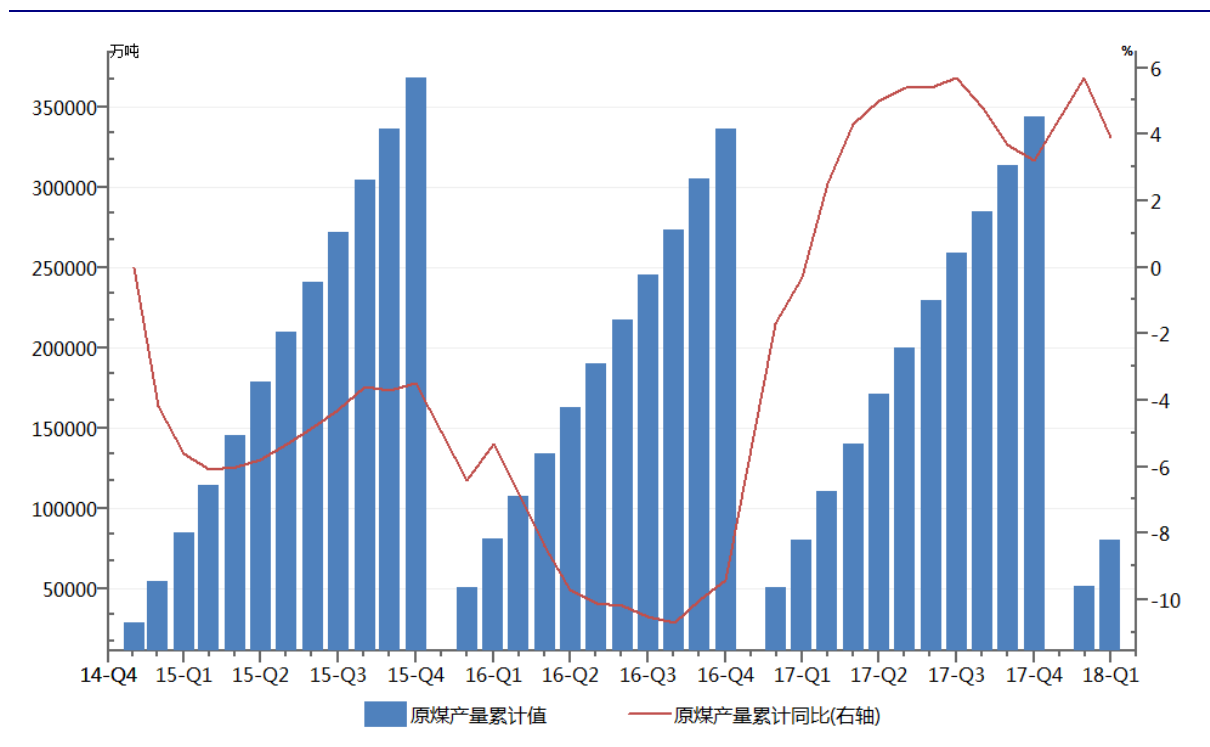
4.1 先进产能逐步释放，产量有望继续增长

2018年1-3月份，全国原煤累计产量8.05亿吨，累计同比增长3.9%；其中3月份原煤产量2.90亿吨，同比增长1.3%。后期随着先进产能逐步释放，2018年原煤产量有望继续增长，预计第二季度原煤产量将保持在平稳水平。

2018年1-3月份，山西省煤炭累计产量19441万吨，累计同比减少1.0%；其中3月份产量6876万吨，同比减少4.9%。陕西省煤炭累计产量12993万吨，累计同比增长15.8%；其中3月份产量4659万吨，同比增长7.8%。内蒙古煤炭累计产量21736万吨，累计同比增长5.9%；其中3月份产量8200万吨，同比增长5.7%。

2018年1-2月动力煤累计产量4.28亿吨，累计同比增长2.38%；其中2月份动力煤产量1.97亿吨，同比下降3.87%。

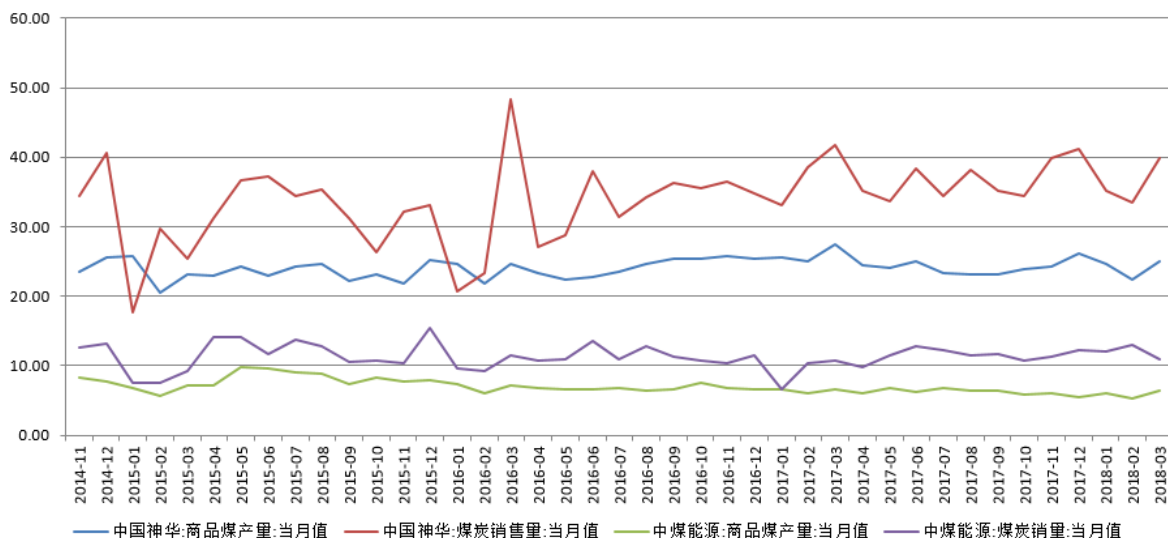
图6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3月份，中国神华集团煤炭产销均有所减少，中煤能源煤炭产量同比有所减少，销量同比有所增加。其中3月份，中国神华集团商品煤产量2510万吨，同比减少240万吨或8.73%；煤炭销售量3980万吨，同比减少190吨或4.56%。3月份，中煤能源商品煤产量为635万吨，同比减少30万吨或4.51%；商品煤销量为1099万吨，同比增加20万吨或1.85%。

图 7：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

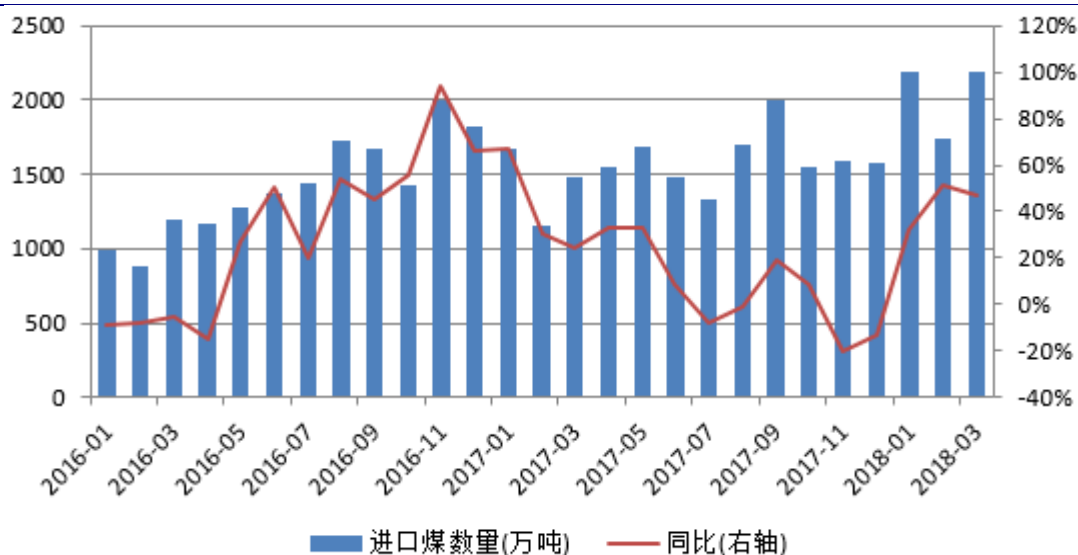
4.2 随着进口煤限制升级，进口煤量或有所减少

2018 年 3 月份，中国进口动力煤（包含其他烟煤、其他煤、褐煤）2191.8 万吨，同比增加 704.89 万吨，增长 47.41%，环比增加 450.68 万吨，增长 25.88%。

3 月份，排名前 3 的进口来源国依次为：印尼 1339.97 万吨，澳大利亚 506.16 万吨，俄罗斯 185.52 万吨。

但随着进口煤限制不断升级，预计后期进口煤量或有所减少。

图 8：进口动力煤情况

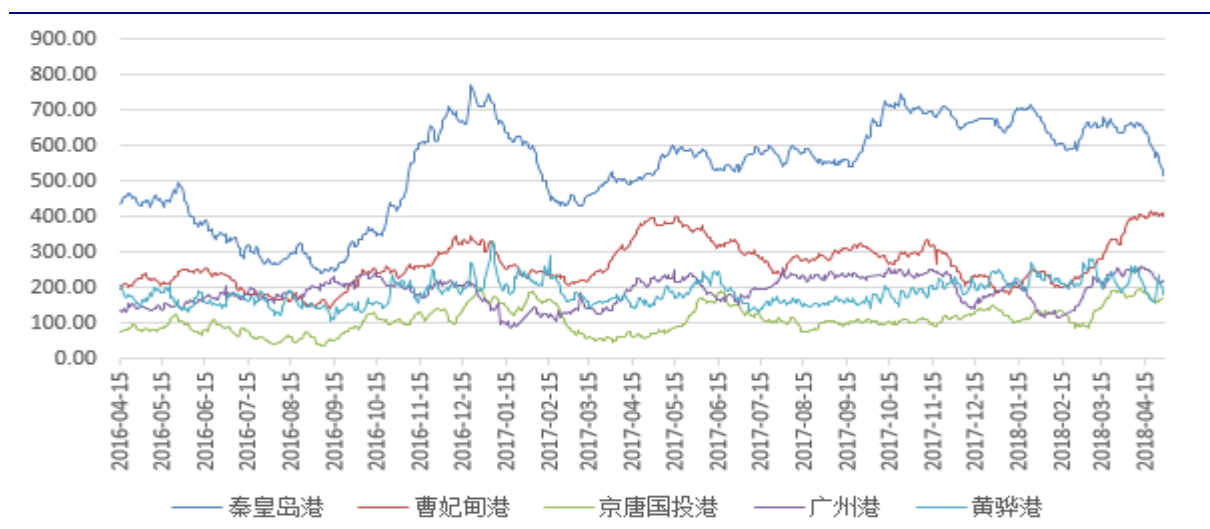


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存触底回落，但仍维持高位

随着进口煤限制影响不断发酵，下游采购需求有所增加，港口煤炭库存触顶回落，但仍维持相对高位。截至4月27日，环渤海四港动力煤库存1707.4万吨，较上月同期增加3.7万吨或0.22%。截至4月28日，秦皇岛港库存518万吨，较上月同期减少130万吨或20.06%。黄骅港煤炭库存180.0万吨，较上月同期减少18.6万吨；曹妃甸港煤炭库存399.7万吨，较上月同期增加41.3万吨；京唐国投港煤炭库存171万吨，较上月同期减少11万吨。广州港煤炭库存220.7万吨，较上月同期减少20.4万吨或8.46%。

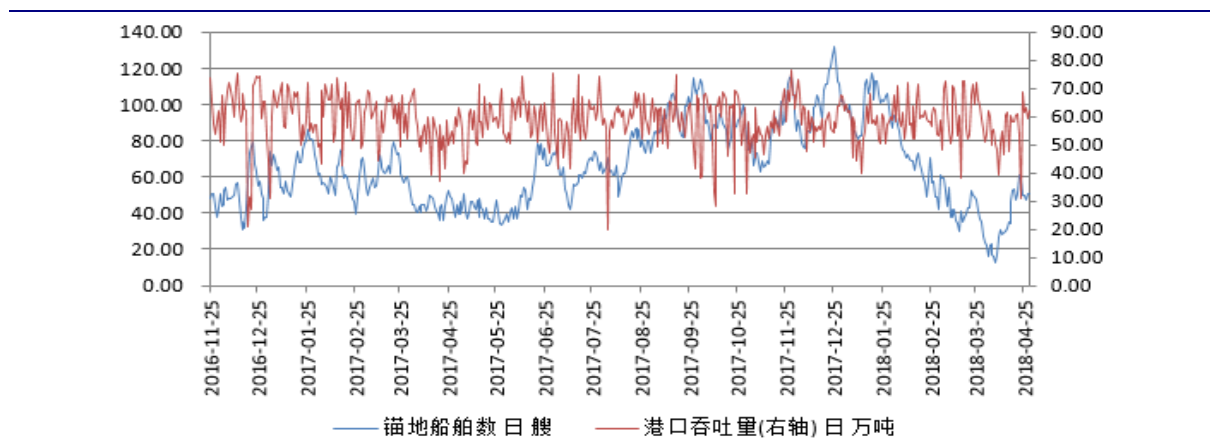
图9：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于大秦线春季集中检修，港口煤炭调入量有所减少；同时市场观望情绪浓厚，成交一般。4月份，秦皇岛港日均铁路到车量6338.82车，环比减少1398.18车；日均调入量50.77万吨，环比减少10.79万吨。日均吞吐量55.39万吨，环比减少5.27万吨。锚地船舶数日均36.04艘，环比减少6.96艘。

图10：秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

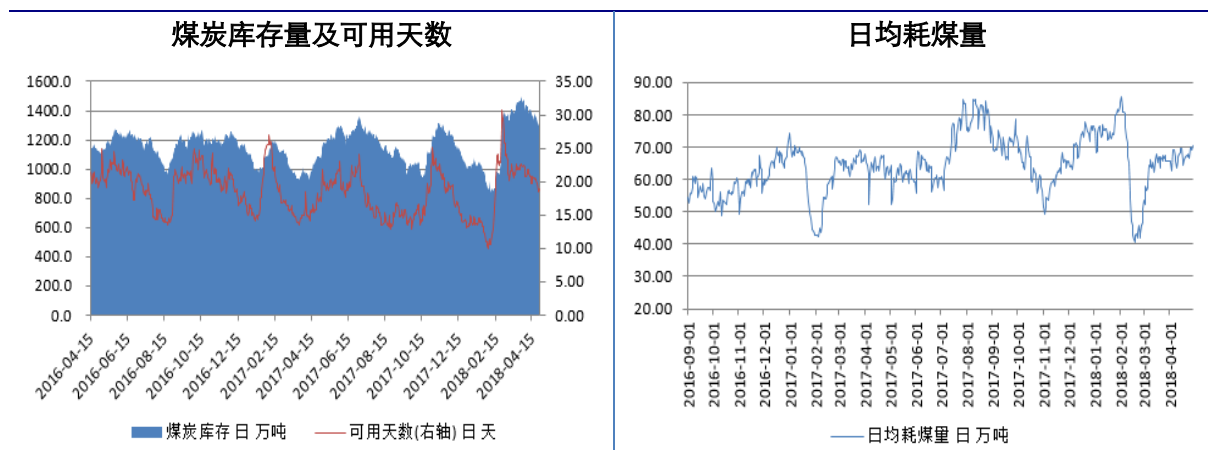


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 电厂日耗震荡运行，库存出现回落

当前沿海六大电厂日耗略有回升，库存回落；但受限价消息影响，市场观望情绪浓厚，电厂仍以采购长协煤为主，市场煤采购意愿较低。截至 4 月 28 日，沿海六大发电集团煤炭库存 1320.83 万吨，较上月同期减少 146.35 万吨或 9.97%；可用天数由 22.30 天降至 18.79 天。日均耗煤量 70.31 万吨，较上月同期增加 4.52 万吨。

图 11：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 动力煤消费需求仍处淡季

5 月份仍为传统的用煤淡季，加上部分电厂机组检修、以及水电陆续发力，预计在夏季用煤高峰来临前，煤炭需求仍将保持低位。

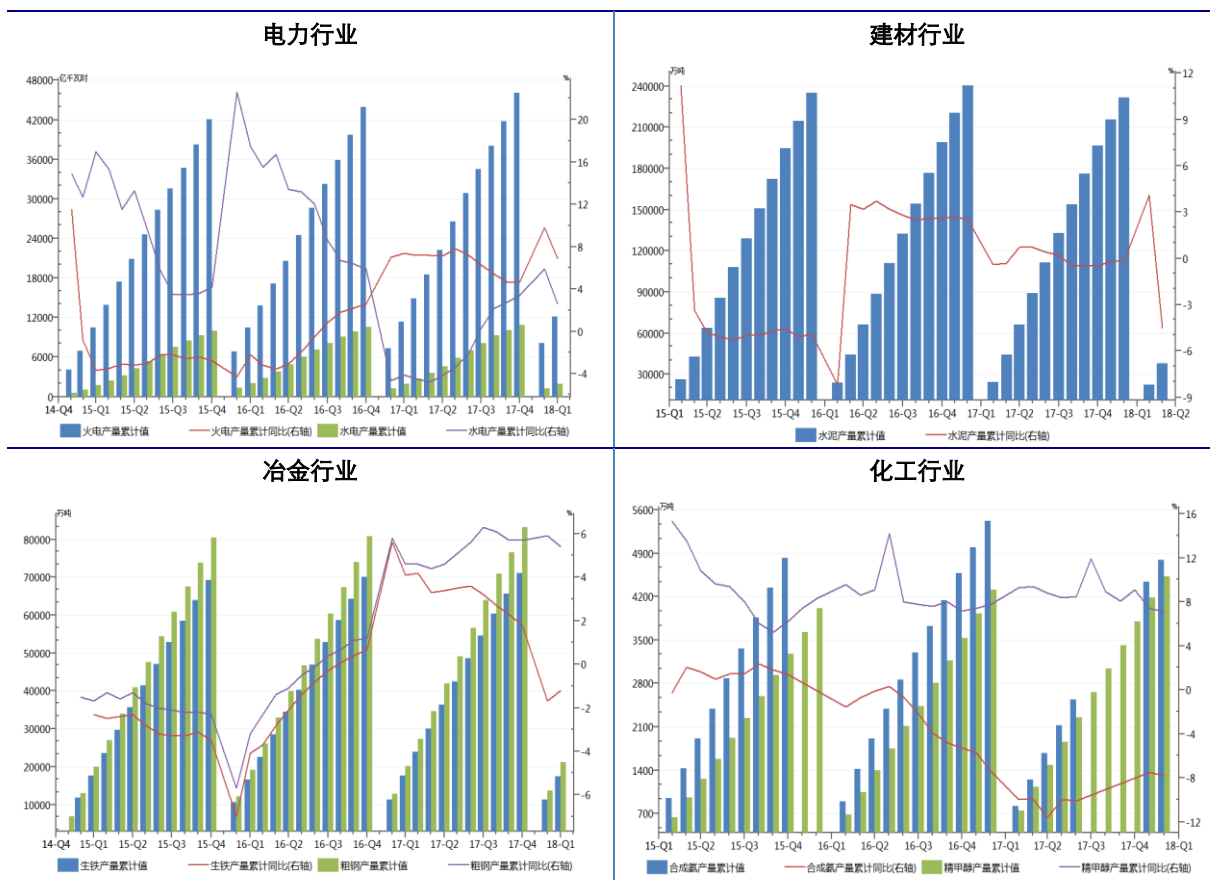
电力：目前三峡等水库需水量高于同期，后期水电将陆续发力，电煤需求或保持低位。2018 年 1-3 月全社会用电量累计 15878 亿千瓦时，累计同比增长 9.8%；其中 3 月份全社会用电量 5325 亿千瓦时，同比增长 3.64%，环比增长 16.85%。2018 年 1-3 月全国累计发电量 15763 亿千瓦时，累计同比增长 8.0%；其中 3 月份全国发电量 5283 亿千瓦时，同比增长 2.1%。2018 年 1-3 月火电累计发电量 12148 亿千瓦时，累计同比增长 6.9%；其中 3 月份火电产量 4017 亿千瓦时，同比增长 1.4%。2018 年 1-3 月水电累计发电量 1933 亿千瓦时，累计同比增长 2.6%；其中 3 月份水电产量 665 亿千瓦时，同比下降 5.3%。

建材：水泥产量有所减少，价格继续上涨。2018 年 1-3 月全国水泥累计产量 37642 万吨，累计同比减少 4.5%；其中 3 月份水泥产量 15443 万吨，同比减少 15.6%。

冶金：钢厂利润维持高位，生产积极性较高，粗钢产量继续增加，但由于废钢添加比例不断提升，生铁产量受到一定抑制。2018 年 1-3 月全国粗钢累计产量 21215 万吨，累计同比增长 5.4%；其中 3 月份粗钢产量 7398 万吨，同比增长 4.5%。2018 年 1-3 月全国生铁累计产量 17500 万吨，累计同比下降 1.2%；其中 3 月份生铁产量 6046 万吨，同比下降 1.1%。

化工：原油价格不断上涨，化工市场表现较好。2017 年全国甲醇累计产量 4529 万吨，累计同比增长 7.1%；2017 年全国合成氨累计产量 4786 万吨，累计同比下降 7.8%。

图 12：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

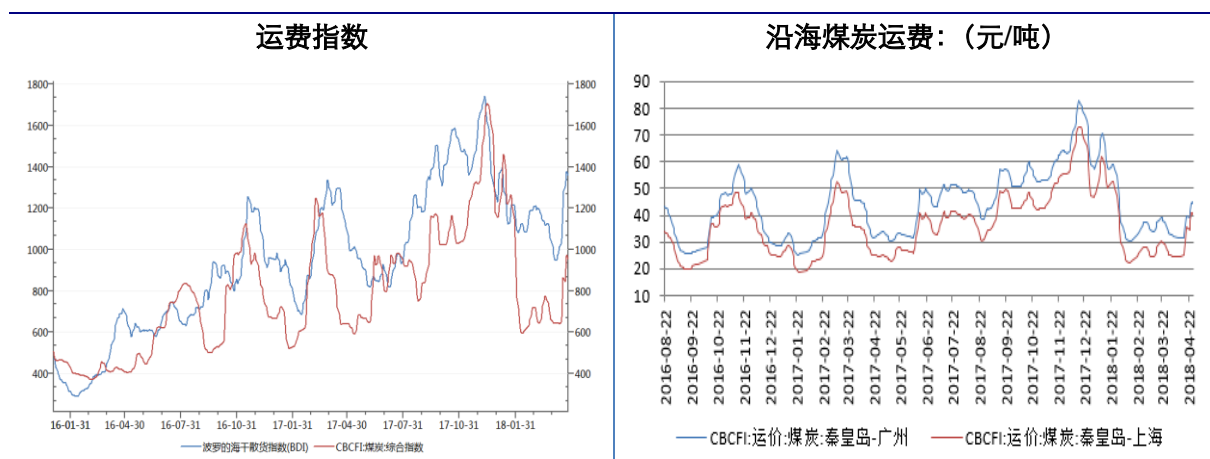
4.6 海运费震荡上行

由于原油价格不断走高，加之铁矿石拉运有所增加，导致波罗的海干散货指数（BDI）震荡上行。截至4月27日，波罗的海干散货指数（BDI）为1361点，较上月同期上涨了306点，涨幅为29.0%。

沿海煤炭运费综合指数(CBCFI)为954.48点，较上月同期上涨了290.62点，涨幅为43.78%。月初由于消费物流环节库存居高不下，下游采购积极性不高，沿海煤炭运费维持低位运行；随后由于限制进口煤政策影响进一步发酵蔓延，刺激采购方市场心理，部分贸易商进场抄底，寻船、租船热情大增，沿海煤炭运费开始震荡走高。后期受限价消息影响，加之政策调控预期与价格回调压力也在快速累积，预计沿海煤炭运费或震荡运行为主。

截至4月27日，秦皇岛-广州海运费44.6元/吨，较上月上涨了11.5元/吨；秦皇岛-上海海运费40.1元/吨，较上月上涨了14.8元/吨。

图 13: 煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5. 总结

5 月份仍是动力煤传统消费需求淡季，港口和电厂库存虽有回落，但依旧偏高；加之南方雨水增多，水电或陆续发力，电厂在日耗相对稳定的情况下，短期补库动力仍显不足，电煤需求将保持低位。

同时随着先进产能逐渐释放，煤炭产量有望继续增长，供应将有所保障，加之限价消息的影响，煤炭好转持续性仍有待观察；在供需环境相对宽松的背景下，短期动力煤价格继续上涨空间或较为有限。

预计短期动煤或震荡运行为主，建议投资者关注 ZC901-ZC809 的反套机会，仅供参考。

中东风险因素支撑油价高位运行

2018年5月2日 星期三

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

4月份国际原油期货价格震荡上扬。布伦特原油期货主力合约月上涨5.35美元，涨幅7.71%，最终收于74.7美元/桶。WTI原油期货主力合约月上涨3.66美元，涨幅5.64%，收于68.57美元/桶。从月线上看，连续两个月收阳线并且创了近3年以来的新高。国内原油期货价格上涨7.5元，涨幅1.72%，报收444.2元/桶。

● 后市展望及策略建议

目前两大风险因素主导原油价格。一方面是中美贸易摩擦，另一方面是中东地缘风险。中美贸易就目前事件发展的方向来看，中美会进行谈判，在还没有进一步恶化迹象显露之前，市场的担忧情绪有所缓解，这个因素推动了油价的回升。另一方面，中东地区的动向可以说是目前市场关注的重中之重。5月12日特朗普对伊核协议去留问题的答复，如果美国退出将会导致伊朗至少减少50万桶的日产量，从而推升油价的抬升。而近日以色列总理发表的言论进一步刺激伊核协议的破裂。这对于原油价格来说意味着利好，近期油价大概率将继续维持在高位运行。

1. 原油市场行情回顾

图 1：布伦特原油期货主力合约走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

4 月份国际原油期货价格震荡上扬。布伦特原油期货主力合约月上涨 5.35 美元，涨幅 7.71%，最终收于 74.7 美元/桶。WTI 原油期货主力合约月上涨 3.66 美元，涨幅 5.64%，收于 68.57 美元/桶。从月线上看，连续两个月收阳线并且创了近 3 年以来的新高。

2. 基本面分析

4 月份国际原油行情主要围绕中美贸易摩擦和中东地缘风险展开。

3 月下旬，美国政府公布了加征关税的价值 500 亿美元的中国商品详细清单，随后中国也宣布将对美国 106 种产品征收高达 25% 的关税予以还击，此举加剧了中美两国之间不断升温的贸易冲突。由于亚洲依然是未来原油需求的主要增长点，市场担忧中美贸易关系的恶化可能会导致原油需求出现大幅的回落，从而导致油价一度创出 61.81 美元/桶的低点。

不过在 4 月 10 日举行的博鳌论坛上，中国国家主席习近平表示，中国开放的大门不会关闭，只会越开越大，将放宽市场准入，保护在华外资企业合法知识产权，并表示只有坚持和平发展携手合作，才能实现共赢。这使得市场紧张情绪有所缓解，油价短时间出现大幅的拉升。同时，新任美国经济顾问库德洛表示，市场反应过度，并不认为美国在挑起贸易战。美国商务部长罗斯也指出，中美最终的结果可能是就贸易进行谈判。随着中美之间的贸易争端没有进一步恶化的迹象，市场的担忧情绪有所缓解，从而推动了油价的回升。

另外，4 月 14 号凌晨，美国、英国、法国以未经调查和证实的所谓“叙利亚发生化学武器袭击”为由，对叙利亚境内多个据称与“化武”有关的目标实施军事打击，并宣布这次行动“获完美执行”。油价也因此大幅冲高接近 70 美元/桶。分析来看，叙利亚境内及周边拥有众多石油生产和运输的设施，包括苏伊士运河、Suez-Mediterranean 输油管道，以及位于叙利亚北部的土耳其则是几条重要输油管道的源头所在地，这些输油管线负责输出伊拉克及阿塞拜疆原油，土耳其 Ceyhan 港为 Baku-Tblisi-Ceyhan 输油管道和 Kirkuk-Ceyhan 输油管道的终点。这些石油生产运输设施在武装冲突中随时有可能遭受打击，进而增加中东地区石油供应中断的风险。此外，打击

叙利亚在一定程度上会助长“伊斯兰极端分子”的气焰，很有可能帮助这些人从叙利亚转战到伊拉克，进一步威胁未来全球石油的供应。

图 2: OPEC 原油产量变化



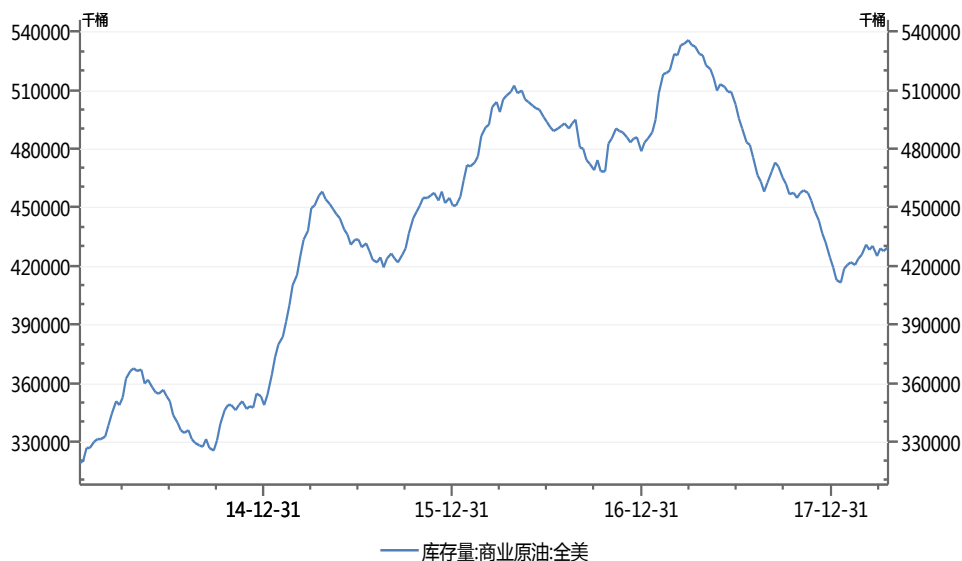
数据来源: Wind

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据4月份OPEC发布的最新的月报显示,3月OPEC原油产量环比下降20.1万桶/日至3196万桶/日,触及一年来最低水平,因委内瑞拉原油产量继续下滑,较2月减少5.5万桶/日。沙特也在2月基础上进一步削减了4.7万桶/日,而安哥拉和利比亚产量也大幅下滑。不过阿联酋3月产量环比增长4.5万桶/日。需求方面,OPEC将2018年全球原油需求增速上调3万桶/日至163万桶/日。OPEC表示,2018年全球原油需求目前已经达到9870万桶/日,到第四季度时,有望看到原油需求突破1亿桶/日的历史性关口。此外,经合组织原油库存也在持续下降,目前距5年均线目标还差4300万桶。

此外,IEA发布的最新月报显示,3月全球原油供应量下降12万桶至9780万桶/日,因OPEC产量下滑抵消美国产量增幅。IEA预计2018年非OPEC产量增幅为180万桶/日,比2017年70万桶/日的增幅高了逾一倍。需求方面,IEA预期非全球原油需求将增长150万桶/日,这与上月预期一致。IEA指出,由于全球经济复苏保持健康,国际油价已经从6月开始回升了55%,油价上涨有可能会“在一定程度上限制需求增长”。另一方面,非经合组织(OECD)成员国原油需求在第一季度被下修26万桶/日,因“中国经济数据表现疲弱”。而印度原油需求在今年头两个月增长38万桶/日。此外,经合组织成员国原油库存2月下滑2600万桶至28.4亿桶,距离5年平均水平还有3000万桶的差距,不过这已经取得了显著进展。

图 3：EIA 美国原油库存变化

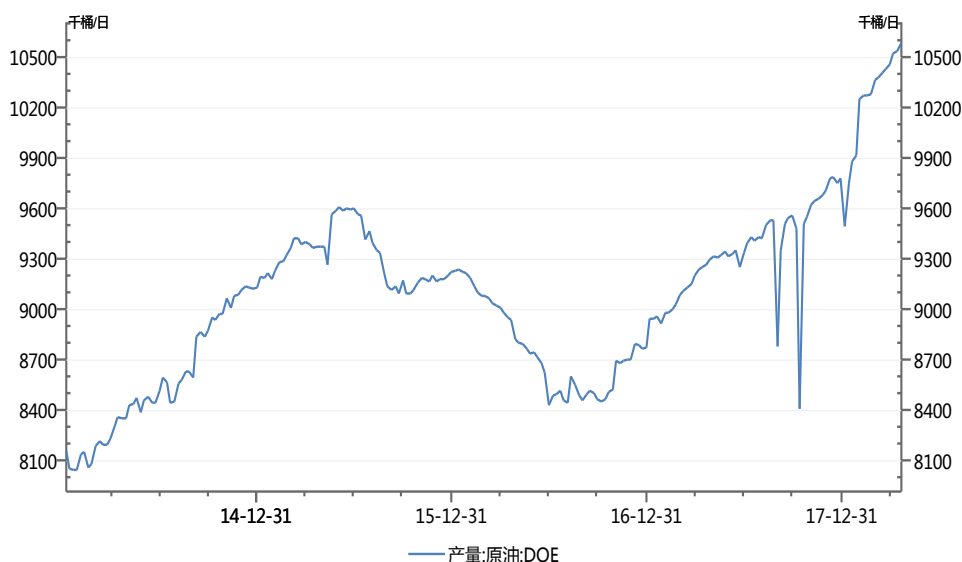


数据来源：Wind

数据来源：Wind，兴证期货研发部

从库存来看，截止 4 月 25 日当周，EIA 美国原油库存意外增加 217 万桶，预期减少 126.8 万桶；库欣原油库存增加 45.9 万桶，精炼油库存减少 261.1 万桶，预期减少 121.9 万桶；汽油库存意外增加 84 万桶，预期减少 152.5 万桶。尽管上周库存有所增加，但已经从高位下降了 20%，目前原油市场更多的潜在利空来源于高企的产量。

图 4：EIA 美国原油产量变化



数据来源：Wind

数据来源：Wind，兴证期货研发部

根据 EIA 公布的最新数据显示，截至 4 月 20 日当周，美国原油产量增加 4.6 万桶/日至 1058.6 万桶/日，连续九周录得增加。目前来看页岩油大力开发令美国原油产量持续攀升。随着油价强力上行，美国近海以及深海开发也将逐步恢复，预计未来美国原油产量将有更大上升空间。由

于部分炼厂进入季节性检修，当周炼厂开工率下降 1.1% 至 92.4%，美国原油加工量减少 7 万桶/日至 1694.9 万桶/日，降幅最大的地区为西海岸(PADD5)地区，原油加工量减少约 10 万桶/日。当周美国的平均原油出口量超过了 230 万桶/日，这是历史的最高平均水平，如果算上成品油的出口量，当周美国原油出口量已经达到了创记录的 830 万桶/日。由于价格运输成本的逐渐降低，美国原油吸引力逐渐增大，预计未来美国原油占世界原油市场份额将会不断的提高。

3.后市展望

目前两大风险因素主导原油价格。一方面是中美贸易摩擦，另一方面是中东地缘风险。中美贸易就目前事件发展的方向来看，中美会进行谈判，在还没有进一步恶化迹象显露之前，市场的担忧情绪有所缓解，这个因素推动了油价的回升。另一方面，中东地区的动向可以说是目前市场关注的重中之重。5 月 12 日特朗普对伊核协议去留问题的答复，如果美国退出将会导致伊朗至少减少 50 万桶的日产量，从而推升油价的抬升。而近日以色列总理发表的言论进一步刺激伊核协议的破裂。这对于原油价格来说意味着利好，近期油价大概率将继续维持在高位运行。

低位区域性震荡整理

2018年5月2日 星期三

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

4月，天然橡胶探低遇撑、止跌企稳，并返身回升，仍呈现低位区域性震荡整理走势，由此反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性的背景和实质。

● 后市展望及策略建议

展望5月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑、止跌企稳、并返身回升走势的牵制下，沪胶后市也将延续低位区域波动，同时受制于全球宏观经济、金融形势及自身供过于求的中性因素影响，虽然短线可能技术性反弹，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势，操作上宜以逢高沽空为主。

1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，2018年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.5%，比上月上升1.2个百分点，制造业呈现稳中有升的发展态势。

分企业规模看，大型企业PMI为52.4%，比上月上升0.2个百分点，继续位于扩张区间；中、小型企业PMI为50.4%和50.1%，分别比上月上升1.4和5.3个百分点，位于临界点之上。

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

生产指数为53.1%，比上月上升2.4个百分点，位于扩张区间，表明随着春节后企业集中开工，制造业生产增速加快。

新订单指数为53.3%，比上月上升2.3个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求扩张步伐有所加快。

原材料库存指数为49.6%，比上月回升0.3个百分点，连续三个月回升，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅持续收窄。

从业人员指数为49.1%，比上月回升1.0个百分点，低于临界点，表明制造业企业用工量降幅缩小。

供应商配送时间指数为50.1%，比上月上升1.7个百分点，高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。

分行业看，服务业商务活动指数为53.6%，虽比上月小幅回落0.2个百分点，仍高于上年均值，服务业保持稳步扩张。从行业大类看，铁路运输业、航空运输业、邮政快递业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务、保险业等行业商务活动指数均位于55.0%及以上的较高景气区间，表现出较强的扩张势头。道路运输业、餐饮业和房地产业等行业商务活动指数位于临界点以下，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为60.7%，比上月上升3.2个百分点，建筑业生产经营活动明显加快。

新订单指数为50.1%，比上月回落0.4个百分点，仍位于临界点之上，表明非制造业市场需求增速有所回落。分行业看，服务业新订单指数为49.8%，比上月下降0.9个百分点，低于临界点。建筑业新订单指数为52.0%，比上月上升2.5个百分点，升至临界点以上。

投入品价格指数为49.9%，比上月下降3.3个百分点，微低于临界点，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平略有回落。分行业看，服务业投入品价格指数为50.3%，比上月回落2.1个百分点。建筑业投入品价格指数为48.0%，比上月下降9.9个百分点。

销售价格指数为49.3%，比上月下降0.6个百分点，位于临界点以下，表明非制造业销售价格总体水平有所下降。分行业看，服务业销售价格指数为48.9%，比上月下降0.7个百分点。建筑业销售价格指数为51.9%，比上月上升0.2个百分点。

从业人员指数为49.2%，比上月下降0.4个百分点，继续低于临界点。分行业看，服务业从业人员指数为48.6%，比上月下降0.3个百分点。建筑业从业人员指数为52.6%，比上月回落0.9个百分点。

业务活动预期指数为61.1%，比上月微落0.1个百分点，连续11个月位于60.0%以上的高位景气区间。

分行业看，服务业业务活动预期指数为60.1%，比上月小幅回落0.3个百分点。建筑业业务活动预期指数为66.7%，比上月上升1.0个百分点。

宏观经济形势，对天胶构成中性偏空作用。

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。

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局面。以现有产能 1250 万吨来看，届时全球天然橡胶消费量将达到 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，2016 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% 滑落至目前的 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。低胶价的确打击着 ANRPC 的橡胶种植热情。

数据显示，泰国新增种植面积减少，越南激增，越南在 2008-2012 年新增种植面积都高于其他国家。以橡胶 6-7 年的种植周期来看，越南在 2013 年超越马来西亚成为第 3 大橡胶出产国也是有原因的。

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，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。

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量的 65%，当前供需面有利于产业发展。

2017 年世界天胶将增产，预计为 1256.2 万吨。主要原因是 2010—2012 年新种胶树进入割胶期，以及价格好转下，印度、马来西亚被弃割的成熟橡胶树会恢复割胶。国内市场上，天胶产量近年下降趋势与弃割胶树复割因素对冲。

从数据来看，印尼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就稍许小一点。

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

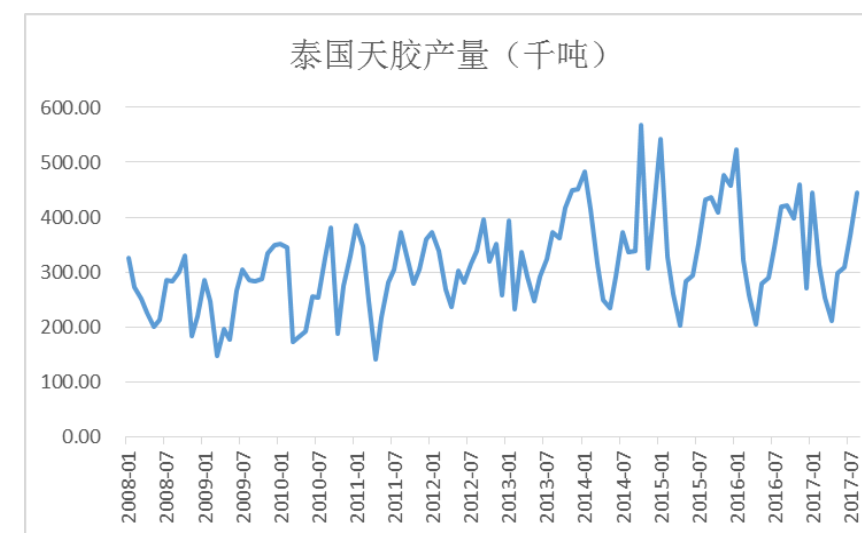
受此影响，沪胶主力合约 RU1805 由 2 月 28 日收盘价 13030 元下跌至 3 月 30 日收盘价 11290 元，累计下跌 1740 元，相对跌幅为 13.35%。

由此对天胶构成中性偏空作用。

3.主要产胶国产量分析

3.1 泰国天胶产量分析

图 1：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3月21日，泰国内阁同意从年终预算中调拨20亿泰铢，交由国家橡胶管理局执行国家公务单位内部消化20万吨橡胶的计划。

泰国内阁发言人兼总理府事务部部长顾问说，内阁例会讨论，并通过了向国家橡胶管理局提供至多20亿泰铢的预算，用于执行之前政府提出的国家公务部门消化国内20万吨橡胶的计划。

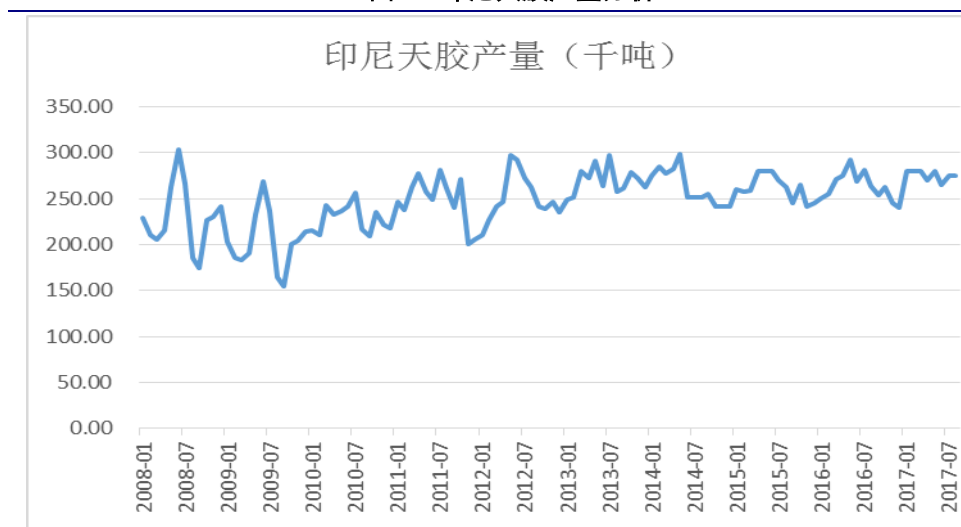
作为2018年割胶季公务部门消化橡胶计划的一部分，国家橡胶管理局将首先从橡胶发展基金中抽调10亿泰铢，作为先期运转资金，进行收购。

据悉，自该计划实施以来，各公务部门合计收购的橡胶数量如下，纯乳胶8154吨，干胶片785吨，使用资金107亿泰铢。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏多作用。

3.2 印尼天胶产量分析

图 2：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

美国商务部部长罗斯不久前宣布，对进口自中国、斯里兰卡和泰国的橡皮筋产品发起反补贴和反倾销即“双反”调查。

美商务部称，发起此次“双反”调查是应美国联盟橡胶公司的申诉。

据称，进口自中国的此类产品倾销幅度为 27.27%，斯里兰卡的倾销幅度为 56.54% 至 133.13%，泰国为 28.92% 至 78.36%，补贴幅度也超过发展中国家 2% 的应有水平。

根据美国的贸易救济程序，另一家机构美国国际贸易委员将于今年 3 月 16 日前后做出初裁。

如果该机构认定上述产品对美国相关产业造成实质性损害或威胁，美国商务部将继续调查，并于今年 4 月和 7 月分别做出反补贴和反倾销调查的初裁。

美国商务部数据显示，2017 年美国从中国、斯里兰卡和泰国进口的橡皮筋产品金额分别约为 490 万美元、200 万美元和 1212 万美元。

罗斯在声明中称，美商务部将迅速采取行动，确保对事实进行全面、公平的评估。

他说，特朗普政府将致力于执行美国贸易法规，确保美国企业和工人拥有公平的竞争机会。

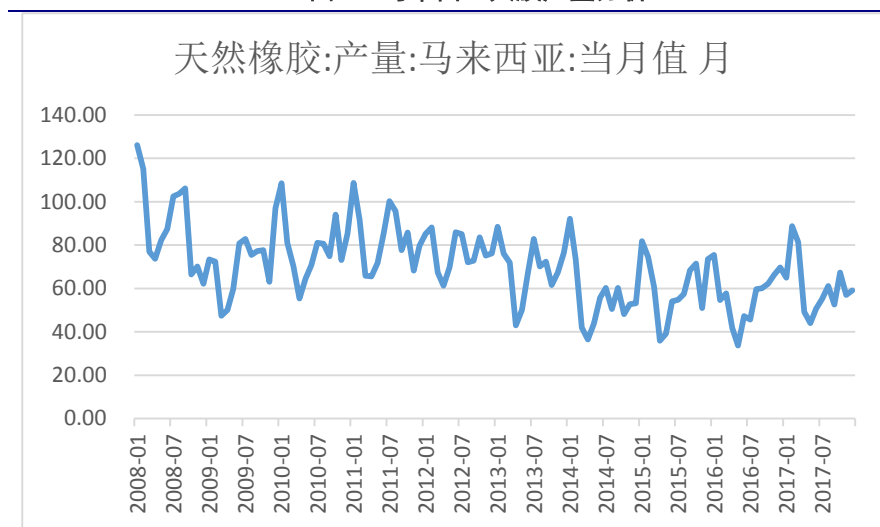
据统计，从去年 1 月 20 日特朗普上台至今年 2 月 21 日，美商务部已发起 102 起“双反”调查，数量增加 96%。

中国商务部多次表示，希望美国政府恪守反对贸易保护主义承诺，共同维护自由、开放、公正的国际贸易环境，以更加理性的方法妥善处理贸易摩擦。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏空作用。

3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3: 马来西亚天胶产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

由于橡胶种植的收益率不如其他经济作物, 例如棕榈树, 导致橡胶种植的主体小胶农纷纷转向种植其他经济作物。

与上游橡胶减产相矛盾的是, 马来西亚的橡胶消费在不断升高, 源于其不断加强的下游橡胶制品产业。

马来西亚政府积极发展橡胶下游产业, 鼓励企业转型生产加工高附加值的橡胶工业制品, 其橡胶制品的出口额屡创新高。

另一方面, 橡胶木业近来也与天胶和橡胶制品形成了三足鼎立的态势, 其出口额也占到了橡胶工业出口额的三分之一。

作为全世界最重要的天然橡胶种植区域, 东南亚各国橡胶产量占到全球天然橡胶产量的 90% 以上。

马来西亚的橡胶种植以小胶农种植为主要的模式, 这一点和中国刚好相反, 中国的橡胶种植主要是以大农垦, 大橡胶集团种植为主。

其中, 马来西亚的种植园主要集中在马来西亚半岛, 占到总种植面积的 76% 左右, 沙巴半岛占到总种植面积的 24% 左右 (2010 年)。

由于是小胶园种植为主, 所以马来西亚橡胶种植存在分散经营、市场风险较大等缺点, 当橡胶价格下跌, 会影响胶农割胶的积极性, 当橡胶进一步下跌, 则会有大片的小胶园放弃种植橡胶, 转向其他的经济作物, 例如棕榈树。

棕榈树作为一种重要的农产品, 近些年在马来西亚受到了很大的推崇, 特别是一些曾经种植橡胶的小胶农将胶园烧掉之后转种棕榈作物。

橡胶减产的直接原因就是种植面积减少, 但其根本原因是种植橡胶的收益率停滞不前。

与橡胶产量逐年下降不同, 马来西亚的橡胶消费量在逐年增长, 在橡胶产量减少的情况下, 其橡胶消费依然蓄力增长, 主要原因就是产业转型。

马来西亚天然橡胶产业发展中出现了以下问题: 天然橡胶种植的利润相对下降, 上游天然橡胶业发展速度减慢; 低端劳动力成本开始上升, 上游橡胶业劳动力开始紧张; 下游橡胶制造业开始逐渐发展, 国内天然橡胶消费比重大幅提升; 橡胶产业中的技术更新和技术进步主要集

中下游橡胶制品业。这些都标志着马来西亚天然橡胶产业走向成熟阶段，并逐渐向下游橡胶产业发展。

同大多数国家一样，马来西亚的橡胶进口主要从 ANRPC 主产国进口。主要是泰国，其次越南，作为橡胶产国的后起之秀，越南对马来西亚出口的橡胶也在逐年增加。

马来西亚进行橡胶产业转型，主要是将重点转移至产业下游，橡胶制品的加工和制造等。其中以乳胶产品为主，轮胎次之。这与其他国家和地区的橡胶产业分布恰恰相反。作为橡胶下游的主要产物，轮胎一般是各个地区橡胶的主要消耗方向。

在全球范围内，轮胎消耗的橡胶占到 50%以上，其中重卡的轮胎消耗又是重点。但是在马拉西亚，轮胎制造仅仅占其橡胶消耗的一小部分。

乳胶的主要产品有手套、避孕套、导尿管、胶丝胶带等产品。

马来西亚共有橡胶相关企业 300 家左右，其中制造乳胶手套的企业有 53 家。

马来西亚的这种产业结构，使其在橡胶产业有着独特的竞争力。

随着经济全球化和区域化的发展，世界橡胶工业重心已由北美移师亚洲。亚洲市场成为橡胶产业国际化竞争的焦点，尤其是以普利司通、米其林和固特异三巨头为首的轮胎制造业。马来西亚天然橡胶产业与世界天然橡胶产业的结构差异使其在天然橡胶业竞争中有效的规避了世界橡胶业竞争最为激烈的轮胎制造业。马来西亚利用自身橡胶种植和制品制造及产品研发应用的比较优势，在跟随世界橡胶产业发展趋势的同时，又表现出马来西亚橡胶业的发展特色。

橡胶制品出口价值始终高于生胶出口价值。与此同时，橡胶木制品行业也开始迅速发展起来，而且规模和产值也不断攀升。从马来西亚的橡胶制品出口额中，可以看出，乳胶产品占其橡胶制品出口额的主要部分。

从马来西亚天然橡胶贸易结构中，可以看出，它是以出口固体胶，进口乳胶为主。干胶主要用于替换国内固体胶，乳胶进口主要是弥补国内乳胶产量的不足，以满足国内乳胶制品制造业的需求。

马来西亚国内橡胶种植业在市场力量的作用下逐年萎缩，而且逐渐不能满足国内橡胶制造业的需求，只能更多的将需求转向国外。

对马来西亚橡胶业而言，保障橡胶原料对下游企业的供给，协同上下游产业平衡发展，振兴上游橡胶种植业势在必行。

另外，近年来，许多马来西亚企业已进军橡胶树其他副产品。种植橡胶树除了可以获取橡胶和木材，橡胶树也可被用作转基因新用途。

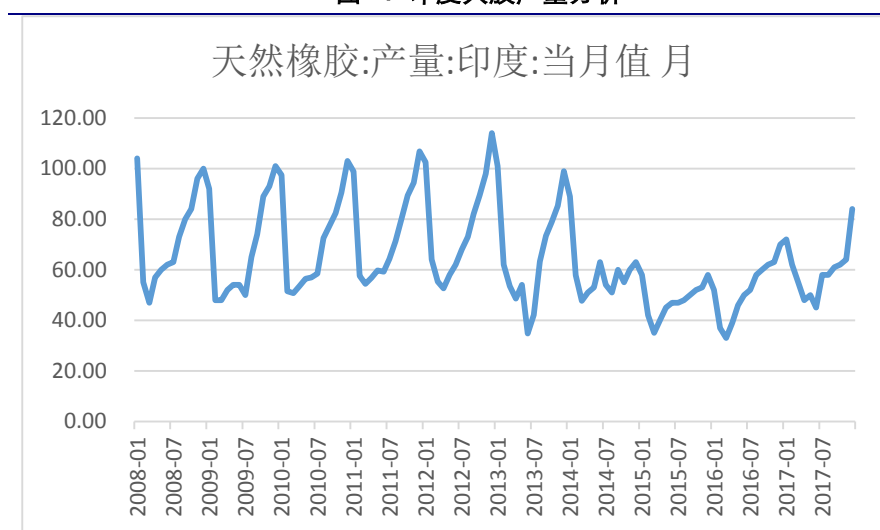
转基因橡胶树可以控制生产商用蛋白（如药品），因此，转基因橡胶树可以作为高效、低成本和环境友好型目标蛋白生产线。

通过进一步开发，转基因橡胶树还可以作为“活”工厂，生产乳胶中的药品。使用这种方法，重组抗体已经在转基因橡胶树的乳胶中生产出来了。这种将橡胶树作为环保可再生资源来对待，不仅符合当今环保理念，还为马来西亚橡胶产业开辟新的市场和价值增长。

由此对包括马来西亚天然橡胶供应均将产生中性偏多作用。

3.4 印度天胶产量分析

图 4：印度天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据 IMF 预测，2018 年全球橡胶总消耗量增长率约大于 3.3%，达 2937 万吨。

2017 年全球天然橡胶需求增长 3.5%，达 1303 万吨。

2018 年全球天然橡胶需求增长 2.4%，达 1334 万吨。

2017 年全球合成橡胶需求预计增长 2.9%，达 1540 万吨，2018 年会加速增长达到 4.1%，1604 万吨。

据 IMF 预测，2017 年全球天然橡胶产量同比增加 6.1%，至 1321 万吨。其中泰国天然橡胶产量同比增加 2.7% 至 463.9 万吨。

全球天然橡胶消费量同比增长 6% 至 1302.8 万吨。

其中，中国天然橡胶消费量同比增长 3.3% 至 442.5 万吨。

综合来看，2017 年全球天然橡胶供应过剩 18.2 万吨。

而据 IRSG 之前估算，预计 2017 年天然橡胶产量在 1295 万吨左右，消费量接近 1275 万吨，最终供应过剩约 20 万吨。

据 Downside 预测，2018 年全球橡胶总消耗量增长率为 2.2%，达 2905 万吨。

2018 年全球天然橡胶需求预计增长 1.6%，达 1323 万吨。

2018 年全球合成橡胶需求预计增长 2.7%，达 1582 万吨。

尽管 2016、2017 年天然橡胶总种植面积下降，但是开割面积却维持增长态势。

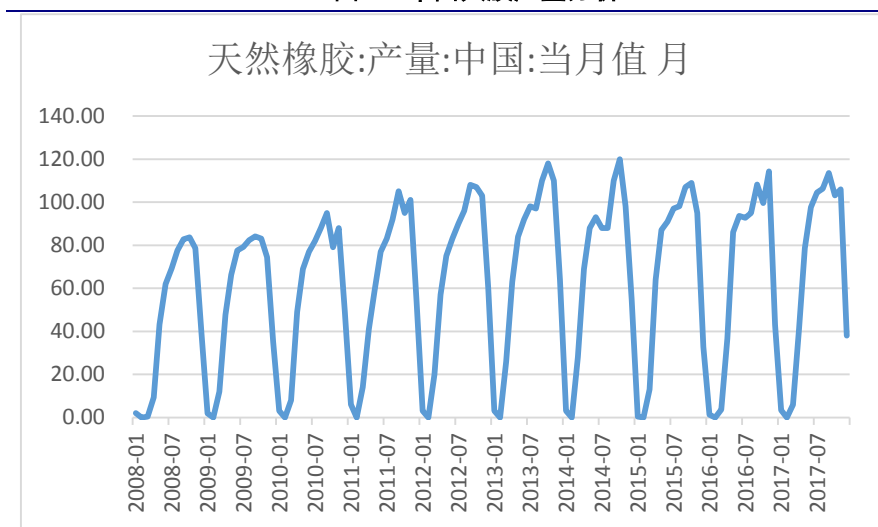
由于 2010~2012 年间，天然橡胶产业利润丰富，橡胶种植面积大增，目前这批橡胶树已陆续进入割胶期。

所以，2018 年甚至 2019 年，全球天然橡胶市场仍处于产能高峰期，供应量将保持增长态势。加上 2017 年剩余的库存量大，均加大 2018 年的供应压力。

由此对印度橡胶价格走势产生中性利多作用。

3.5 中国天胶产量分析

图 5：中国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

目前，我国植胶业主要分布于海南、云南和广东等省区。2015年，云南种植面积约57.3万公顷，海南约54.2万公顷，广东约4.2万公顷；海南和云南的产量占全国产量的98%，其中云南占53.8%。

我国，仅海南、广东和云南南部可以种植。但近年来胶价持续低迷，对橡胶产业发展造成巨大冲击。

相关统计显示，海南种植橡胶面积811.4万亩，干胶产量35.14万吨，是海南230万农民收入的重要来源之一。

胶价持续低迷，对橡胶产业发展造成巨大冲击。

由于胶价低迷，胶园产出低，橡胶从业者收入大幅下降。

天然橡胶产业面临市场需求不振、国际贸易萎缩等困难，而国家收储扶持的力度相对有限，橡胶价格持续低迷，生产成本高于市场销售价格，天然橡胶种植面积增长势头受阻。

因此，支持海南天然橡胶基地发展，对促进胶农增收，确保橡胶供应及产业链安全都具有重要的现实意义和战略意义。

2017年中央1号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，以主体功能区规划和优势农产品布局规划为依托，科学合理划定天然橡胶等重要农产品生产保护区。

功能区和保护区内地块全部建档立卡、上图入库，实现信息化精准化管理。抓紧研究制定功能区和保护区建设标准，完善激励机制和支持政策，层层落实建设管护主体责任。

国家以划定天然橡胶重要农产品生产保护区为契机，推动并加快国家核心胶园基地建设，在胶园基础设施、土壤改良、优质品系建设、胶园信息化建设、橡胶加工厂改扩建等方面加大投入，提高产量和原料质量，满足高端橡胶产品国产化生产要求。

目前，中央财政取消了天然橡胶良种补贴资金，仅安排胶园更新种植、及相关配套基础设施建设补助资金，不能覆盖橡胶生产的所有环节。

在恢复安排天然橡胶良种补贴资金的同时，加大天然橡胶生产期和非生产抚管期补贴力度，按照胶园面积向天然橡胶生产者予以补贴，并加大对胶园基础设施建设的补助力度，支持企业

和农户建设胶园道路、林间桥涵、胶工管护用房等。

完善天然橡胶收储政策、将橡胶树风灾指数保险纳入中央支持的政策险种、在海南设立专项资金支持开展实施橡胶收入保险、落实天然橡胶纳入公益林补助政策。

支持海南建立天然橡胶价格指数发布中心、定价中心和天然橡胶交易所。

据了解，海南农垦现有植胶面积约 360 万亩，占全省 45.4%，约占全国 21.6%。

2012 年，海南农垦收购了全球最大的橡胶贸易公司之一的新加坡 R1 公司 75% 的股权，不久前又收购了印尼最大的橡胶加工企业。

通过两轮并购，海南农垦天然橡胶控制量，从明年开始可以达到 240 万吨/年，在全球天然橡胶市场已具有一定的话语权。

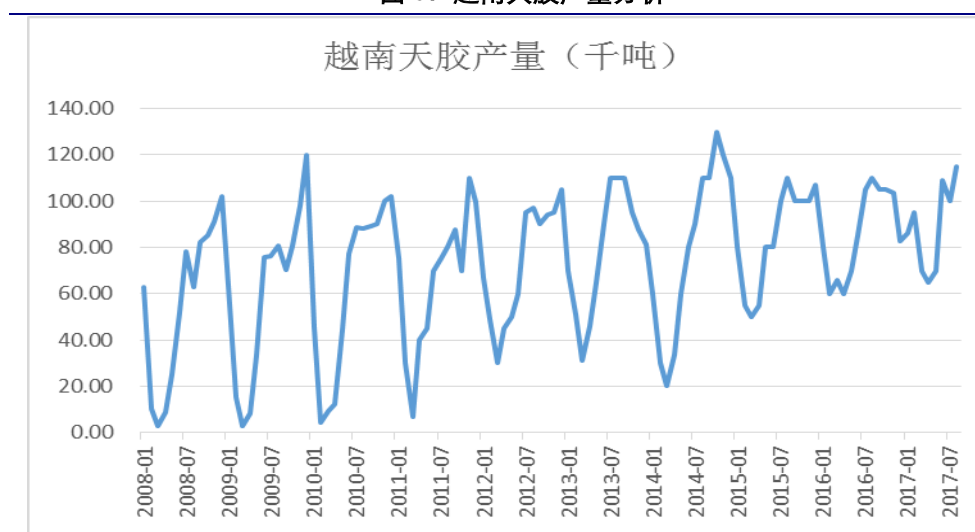
这为我国建设天然橡胶价格指数发布中心和定价中心，建立天然橡胶交易所，提供了良好的市场基础和产业基础。

有关方面建议在海口市建立天然橡胶价格指数发布中心和定价中心，建立我国天然橡胶交易所，并争取用 5 年时间，将其打造成亚洲，乃至世界的天然橡胶价格指数发布中心和定价中心。

由此国内天胶生产动态对天胶构成利空作用。

3.6 越南天胶产量分析

图 6：越南天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

越南橡胶产量已经超越马来西亚，并成为世界第 3 大天然橡胶出口国。

马来西亚曾是世界第 3 大天然橡胶生产国，仅次于泰国和印度尼西亚。近年来，由于天然橡胶价格持续低迷，很多胶农改种棕榈树等经济作物，加上政府积极发展橡胶手套等下游工业，从事割胶行当的人越来越少，橡胶种植面积也逐年减少。

然而，低迷的现状没有让中国广东企业广垦橡胶集团却步。从 2008 年至今，广垦橡胶和当地公司婆联木业合作，投资数亿元人民币租下 3 万公顷土地，引进中国育苗技术发展天然橡胶种植，旗下橡胶园已是马来西亚最大的天然橡胶园之一。

在东南亚发展天然橡胶种植好处很多，这里气候条件得天独厚，橡胶产量很高，用工成本相对较低。

马来西亚胶工年纪普遍在 20-30 岁。在中国，即使工资水平上浮 40%-50%，仍难找到足够

的工人。

目前,种植园内约有 77 万棵产胶树,随着可供割胶树木进一步增多,规模效应将降低成本。广垦(婆联)计划今后几年内把产胶树数量提高到 200 万棵,届时会需要更多割胶工人。

通常而言,一棵橡胶树需要至少生长 5-6 年才能开割,这意味着,今后几年至少需培育几十万棵树苗。政府保护当地用工市场,限制使用外国劳工,公司招工并不容易,目前还有 200 多人缺口。

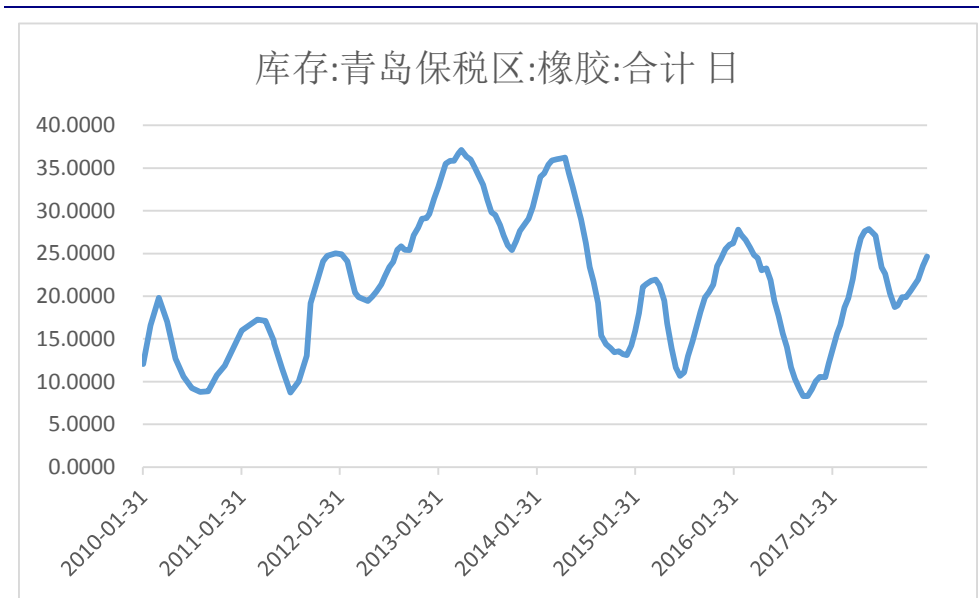
近年来,企业利用橡胶价格低迷、市场整合的契机,陆续进入越南、印尼和泰国市场,已成为全球最大天然橡胶全产业链企业之一。

公司计划建立一个橡胶加工厂,就地加工附加值更高的橡胶制品,让当地人看到我们扎根在这里准备长期发展。

由此对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

4.中国天胶库存量分析

图 7: 中国天胶库存量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

国内天胶库存数据包括产区橡胶厂和胶农库存、青岛保税区现货库存和最终用户(工厂)库存。

国内天胶产区方面,目前时值天胶供应旺季,由于进口压力加重,致使天胶库存量不但未有减轻,反而还有所加重。

青岛保税区库存量转减为增,说明国内进口胶供应呈现增长态势,而消费需求逐渐疲软,进口橡胶库存压力逐渐加重。国内期货天胶库存持续增加,胶价承受压制作用加重。

国内供应季节性减少远远无法抵消国内进口量增加,由此引发库存量不减反增。

国内库存方面,截至 3 月 19 日,青岛保税区橡胶总库存量为 24.43 万余吨,较 3 月 2 日的 25.42 万余吨缩减 0.99 万余吨,缩减幅度为 3.89%。但其中,截止 3 月初,天然橡胶库存量为 13.26 万余吨,缩减 0.44 万吨,缩减幅度为 3.21%;合成橡胶库存量为 11.77 万余吨,增加 1.23 万余吨,增长幅度为 11.67%;复合橡胶维持 0.39 万吨不变。

橡胶总库存量延续增长趋势，进口橡胶总库存量持续增长，进口天胶库存量同样增长，进口天胶消费需求增长弱于供应量增长，导致进口天胶库存量持续增长，库存压力加重。

据了解，保税区仓库普遍反映出库增长，进库缩减，致使进口胶库存量净缩减，进口胶供需正慢慢趋于平衡。

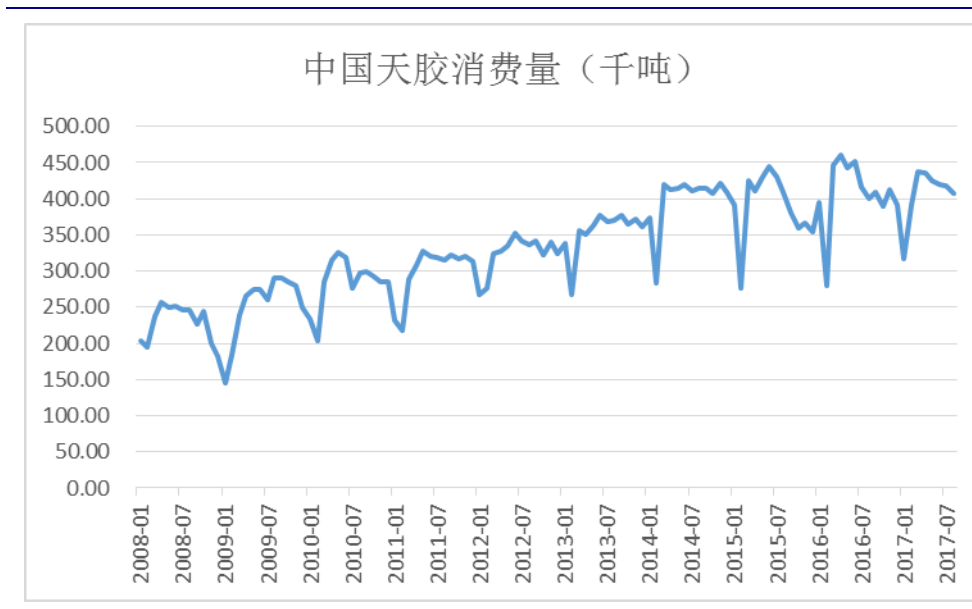
期市库存方面，截止 3 月 23 日，上期所橡胶库存量增加 1694 吨至 439942 吨，注册仓单增加 6390 吨至 409220 吨，期货库存压力加重，仓单压力同样加重，由此对市场仍产生压制作用。

沪胶期市库存量和仓单量双双稳步增长，原因是国内天胶期现套利盛行，大量天胶现货被注册成仓单，而流入期货市场，期货市场依然是国产胶抛售的理想场所。

由此将对天胶市场期货和现货价格走势均构成利空作用。

5.中国天胶消费量分析

图 8：中国天胶消费量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

在经历了去年环保部全国范围内的专项督查后，作为“重点关注对象”的轮胎及轮胎原材料企业，面临着产业格局的变化。

据统计，去年 12 月，有 49 家轮胎企业实施涨价，仅今年元旦当天，就有 12 家企业开始实施涨价。

在农历新年过后，轮胎的涨价战线被拉长。3 月 1 日起，包括正新橡胶、玛吉斯在内的多个品牌将上调产品价格。

在多番涨价中，靠低成本取胜的企业在市场中的竞争力明显下降。

在行业低迷状态下，小企业由于资金断裂或环保不达标，而退出生产，行业供给收缩，并加速向龙头企业集中。

行业竞争不断改善，将有利于龙头企业抢占市场份额、增强盈利能力。

正新橡胶台湾厂，因环保标准越发严格，及轮胎原材料价格相继上涨，宣布自 3 月起，拟先调涨大卡客车胎、轿车胎售价，涨幅分别约为 2%-3%；同时，在东南亚市场调涨机车胎及大卡客车胎，涨幅各为 3%。

2月初,正新橡胶旗下的全球轮胎十强品牌玛吉斯,就已经计划将其PCR产品价格涨3%-5%,TBR产品价格涨2%-3%,具体执行日期自3月1日起。

此前已有多家轮胎企业于年前就下发了调价通知。

以2018年元旦为节点,仅在1月1日当天正式实施调价的轮胎厂商,就有12家。

包括赛轮品牌轮胎价格上调2%-3%、双钱全钢轮胎价格上调2%-3%、兴源集团TBR全系列轮胎产品价格上调3%等。

以轮胎产销大省山东省为例,厂商的价格上调幅度集中在2%-5%内。

其中,山东永盛橡胶集团自1月6日起,所有产品在原价格基础上上调2%,且不接受预付款。

山东宏宇橡胶有限公司自1月9日起,所有产品价格上调2%-4%。

浦林成山(山东)轮胎有限公司自1月10日起,对全钢胎、斜交胎价格进行上调,调整幅度为3%-5%。

目前内地市场的外商轮胎厂,包括德国马牌、倍耐力及米其林等,也拟调涨轿车胎售价。

从上述轮胎公司给出的涨价理由看,主要为原材料价格上涨、及环保政策实施带来的压力。

比起市场自身因素,环保政策接连出台,对轮胎行业影响更为突出。

日趋严厉的环保政策影响在今年仍将持续,《中华人民共和国环境保护税法》已于2018年1月1日开始施行。

同时,自3月1日起,京津冀“2+26”城市全面实行大气污染特别排放限制,在规定期限内不达标的企业,将面临停产整治,并处以罚款。

多数轮胎企业只能通过涨价的方式,来抵消环保政策对产能的制约。

在原材料价格大幅上涨情况下,中小轮胎企业利润被进一步压缩,出于资金不足等劣势,如果不及时做出价格调整,资金链就面临断裂。

但如果涨价太多,在市场中又丧失竞争优势,因此陷入“两难”的境地。

以山东省为例,在去年原材料暴涨的过程中,一大批小型轮胎企业因资金压力破产;今年随着新旧动能转换政策的逐步落实,山东作为轮胎生产大省,去产能执行力度可能超出市场预期。行业竞争的不断改善,将有利于龙头企业抢占市场份额、增强盈利能力。

同时,从产业规律来看,轮胎产业是规模经济,一个地区出现上百家轮胎企业并不是科学的配置。

未来在环保政策高压下,受产业政策和资金困局影响,中小型轮胎企业倒闭、整合、收购,行业集中度提高趋势不会改变。

随着民族汽车工业发展,受庞大汽车保有量支持,轮胎需求有望迎来高增长,行业龙头竞争优势将逐步扩大。

近日,由中国橡胶工业协会组织制定的《绿色设计产品评价技术规范 汽车轮胎》完成报批稿,开始在行业内公开征求意见。

环境保护部最新行动计划显示,轮胎企业将在未来面临持续的环保高压。

此次督察范围除京津冀周边和长三角地区外。

环保督察力度加大,令许多化工企业面临停产检修和限产问题。淘汰落后产能的要求,也对企业生产造成了一定影响。

炭黑、橡胶助剂、钢帘线等轮胎原材料厂家,开工均受到不同程度的限制,产品价格也因此居高不下。

2018年,环保督察力度不减,炭黑厂家开工负荷不高导致的货源紧张问题依旧存在。

此外，环保部在 2 月份发布的《环保综合名录(2017 年版)》中，把国内的主要橡胶助剂都纳入了“双高”产品行列。

这将进一步限制相关产品的产能，进而对轮胎企业的正常生产造成巨大压力。

随着中国环保督察力度加大、国内优惠政策大幅削减，再加上人力、税负等，轮胎企业的生产压力越来越大。中国环保税 1 月 1 日正式实施，在影响轮胎行业的同时，其他相关产业如电厂、煤化工等也开始面临巨大的环保压力，导致上游原料货源紧缺，拖累开工。

但中国轮胎企业海外扩张之路并非一帆风顺。轮胎出口是中国轮胎企业主要盈利手段之一，所占比重基本维持在 40%至 50%，但频繁的反倾销调查将严重影响到以轮胎出口为主要盈利手段的中小轮胎企业。

其中，中国轮胎最经常受到的是欧美等国的反倾销反补贴调查，前几年尤其受美国双反影响最大。以 2017 年为例，欧盟、土耳其、秘鲁纷纷宣布对中国橡胶轮胎采取反倾销调查，欧盟也在 2017 年 10 月表示对华卡客车轮胎启动反补贴调查。

美国和欧盟轮胎的准入标准也在不断调高。在出口轮胎过程中，最令中国轮胎企业头痛的就是认定标准。达到这些国家的标准就意味着企业要多付出两项成本，即提高生产成本和新增巨额检测费用。

面对压力，中国轮胎行业需要淘汰落后产能，做大做强品牌效应，并采用智能化生产以降低成本，研发新轮胎产品。频繁遭遇国际双反调查的现象警示中国企业应加速转型升级。

智能制造和绿色轮胎产业化要结合起来。智能制造在解决人工成本、产品同质化和提高效率等方面所起的作用将越来越大。

发展智能制造已成为传统产业转型升级的大趋势。轮胎企业是否走智能化之路，关系着其长远发展。研发绿色轮胎同样也是增强企业产品竞争力的有效手段。

海外建厂进而到进口国建厂无疑是降低压力的明智选择。中国轮胎企业不进则退，必须要整合全球资源和营销渠道，扩大生产和市场规模，从而实现发展。

到海外建厂，能够很好地规避国际贸易壁垒对轮胎出口的影响，还能为后期拓展海外市场做铺垫。

中国轮胎企业海外发展益处很多。就地生产可以提高便利度，更加直接地获得海外的优质资源，从而在国际轮胎市场的博弈中占据有利位置。

中国轮胎行业不能为了走出去而走出去，一些企业还未达到海外生产的规模，应先在国内发展。而已经走出去的企业也需要结合一带一路倡议等，令海外发展更顺畅。

近期全球多家轮胎巨头企业陆续发布涨价通知。

德国马牌 4 月 1 日上调部分规格轮胎价格，日本优科豪马决定 4 月 1 日起上调工程机械轮胎价格。

此外瑞典知名轮胎制造商特瑞堡也正式宣布，受到成本上涨的影响，4 月开始欧洲市场进行涨价。

同时在全球其它地方轮胎陆续涨价，北美洲价格涨幅或高达 10%。

轮胎上游原材料橡胶价格近期受到供给减少的影响，东南亚是橡胶主产区，而此前据泰国媒体消息，泰国、越南、印尼、马来西亚四国将展开橡胶价格扶持合作，包括减少生胶原材料出口、不扩大橡胶种植面积等措施，泰国政府已从 1 月起率先实施全国 300 万莱胶林停止割胶措施，该措施将使泰国全年橡胶产量从 450 万吨减剩 350 万吨。

国内方面，海关数据显示，受春节因素影响，2 月中国进口天胶及合胶共计 37.8 万吨，环比 1 月大幅降低 45.8%，较去年同期大幅降低 32.5%。

供应量减少的同时，下游轮胎工厂却迎来节后开工需求旺季，供需错配之下，推动橡胶价格上涨。

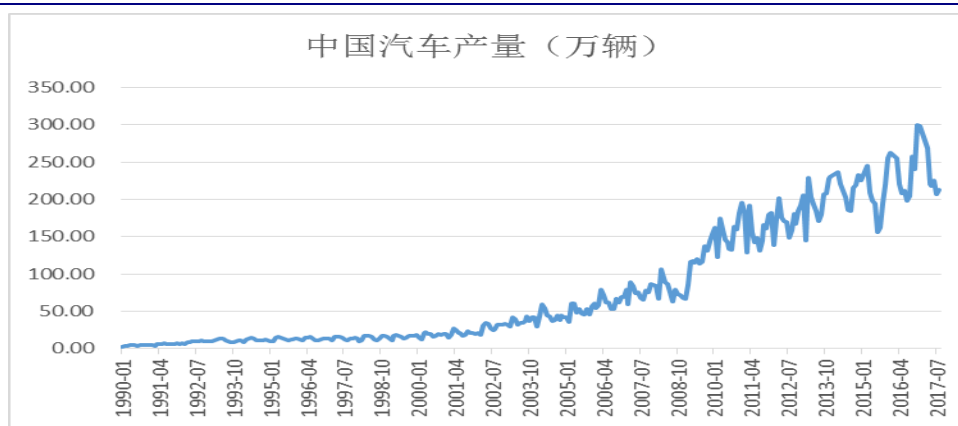
1-2月，中国橡胶轮胎外胎行业产量12759.9万条，与去年同期相比下滑1.3%。从下游消费增速来看，汽车产量、保有量保持相对稳定的增长水平，对轮胎需求形成了一定支撑。预计2018年中国轮胎外胎累计产量达9.31亿条，累计增长约1.2%。

由此对天胶构成多空交织、中性偏多的作用。

6. 各国汽车产量分析

6.1 中国汽车产量分析

图9：中国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

中国汽车产业存在闲置产能，产能利用率差异很大，在60%-80%之间，汽车产量仍不断上升。

中国消费者无法完全消化国内生产的车辆。中国的车辆购置税优惠措施已在一定时期内提振了销量，但也只是刺激消费者提前购车。

中国如果削减了购车优惠力度，将导致汽车销量增幅稳步下降。

中国汽车行业产能过剩问题在国内现有的几十家汽车厂商身上得到体现，许多汽车厂商都受到地方政府支持，地方政府不愿舍弃这些能够提供大量工作机会的汽车厂商。

作为改善汽车行业现状的方式，整合似乎不是优先考虑的选择。

中国能有把握做好的就是出口，像针对太阳能电池板、钢铁和玻璃行业采取的那种做法，将国内汽车行业的过剩产能输出海外是一种方法。

中国已经在向其他新兴市场出口汽车，中国每月向伊朗等国出口的汽车占其总产量的2%至3%，一年约50万辆，但近年来在该地区的增长已陷入停滞。

由于受质量方面约束，中国汽车打入日本、美国和欧洲等发达市场更具挑战性。此外，美国总统特朗普及其他人的反全球化论调看起来也是个障碍，除非中国能够通过贸易协定将其汽车运进这些市场。

但海外汽车厂商不应将中国视为一种威胁，从中国境外汽车销量来看，今年全球汽车需求量只会增长0.6%。只要这一高度商品化行业引起中国汽车厂商重视，就有可能对价格形成压力，即便它们还没有成为发达市场的主要参与者。

中国继续向新兴市场发力，这将给专攻新兴市场的汽车厂商带来麻烦，全球汽车厂商将不得不与中国惊人的汽车产量相抗衡。

据各地多家经销商普遍反应受原材料价格上涨的影响，目前重卡售价上涨。

这一方面是因为国内钢铁行业去产能的规划优化行业升级工作的进一步推进，另一方面是国际大宗货物价格上涨。

据中国汽车工业协会统计分析，2018年2月，汽车产销环比和同比均呈较快下降。1-2月，汽车产量同比有所下降，销量呈小幅增长。

2月，汽车生产170.57万辆，环比下降36.55%，同比下降20.82%；销售171.76万辆，环比下降38.86%，同比下降11.12%。其中：乘用车生产143.92万辆，环比下降38.24%，同比下降22.10%；销售147.55万辆，环比下降39.93%，同比下降9.63%。商用车生产26.64万辆，环比下降25.52%，同比下降13.11%；销售24.21万辆，环比下降31.43%，同比下降19.24%。

1-2月，汽车产销439.37万辆和452.67万辆，产量同比下降2.81%，销量增长1.72%。其中乘用车产销376.98万辆和393.17万辆，产量同比下降3.82%，销量增长2.09%；商用车产销62.39万辆和59.50万辆，产量同比增长3.76%，销量下降0.66%。

中国汽车工业协会预测，2018年中国汽车市场的增速只有3%。

而随着增速放缓以及市场逐渐饱和，竞争将越来越激烈，有很多车企将会面临淘汰危机，兼并重组将是一个很好的选择。

当车企经营不善时，如果进入兼并重组与其他企业结合的状态，而是依靠自己调整自己的经营状况基本是不可能的，因此，未来车企兼并重组是正常的。”

当汽车业产能过剩问题严重时，就会引起国家有关部委的重视，进而要求企业淘汰过剩产能。

国家发改委网站发消息表示：发改委、工信部近日印发关于完善汽车投资项目管理的意见，鼓励汽车企业做优做强，加快国有汽车企业改革步伐，鼓励企业兼并重组和战略合作，提升产业集中度。

车企兼并重组并非易事，人才、管理、品牌等各个方面都需要整合，各方利益交织、诉求不同，容易出现各种冲突无法调和的问题。

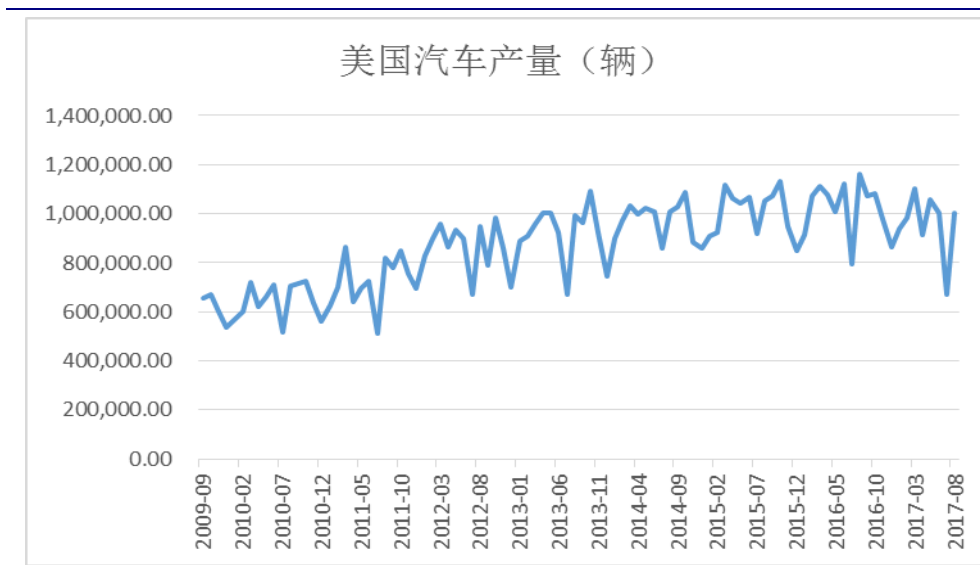
根据中国政府规划，力争未来3年使汽车年产量达到3000万辆，到2025年达到3500万辆，这足够全球消费者消化了。

随着车辆购置税优惠政策的取消，2018年，汽车市场或许将继续维持在低增速水平，中国汽车工业协会预测乘用车市场增速仅为3%，汽车产销增速没有给出太高预期。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 美国汽车产量分析

图 10: 美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据《美国汽车新闻》报道，美国 2 月份轻型车销量同比下滑 2.3%。

季节性调整年化销售速率达到 1712 万辆，低于 1 月份，但仍然为连续第 6 个月高出 1700 万的历史水平。1-2 月份的累计销量同比跌幅达到 0.7%。

福特及通用的跌幅约为 7%，而美国本田和日产的跌幅分别达到 5% 和 4.3%。

FCA 美国的跌幅为近 9 个月以来新低，为 1.4%。

丰田汽车和大众品牌则连续两个月保持增长态势。

自 2010 年以来，美国的轻型车销量连续 7 年出现增长，但去年 12 个月内，仅 3 个月的销量出现上涨，而 2018 年的 1 月份增幅也仅为 1.2%。

通用及 FCA 皮卡销量上个月出现大幅度下滑。

同时，美国的汽车交易价格继续保持增长，而各种形式的补助到位速度也较慢。

特朗普在 3 月 22 日签署的这一政策允许进口商可以提出免于征税的具体产品和国家名单，目前特朗普政府已明确加拿大和墨西哥可以免征进口关税。

这项政策对美国汽车制造商的影响较大，因为特朗普政府将要对目前正在磋商的北美自由贸易协议等事项做出决策，且还将确定 2025 年的汽车燃油经济性能标准。

与特朗普在北美自由贸易协议的强硬需求一样，这一关税政策可能会对全球汽车行业带来巨大影响。

美国政府官员等人曾表示，上调进口钢铁和铝产品价格带来的影响是适度的。

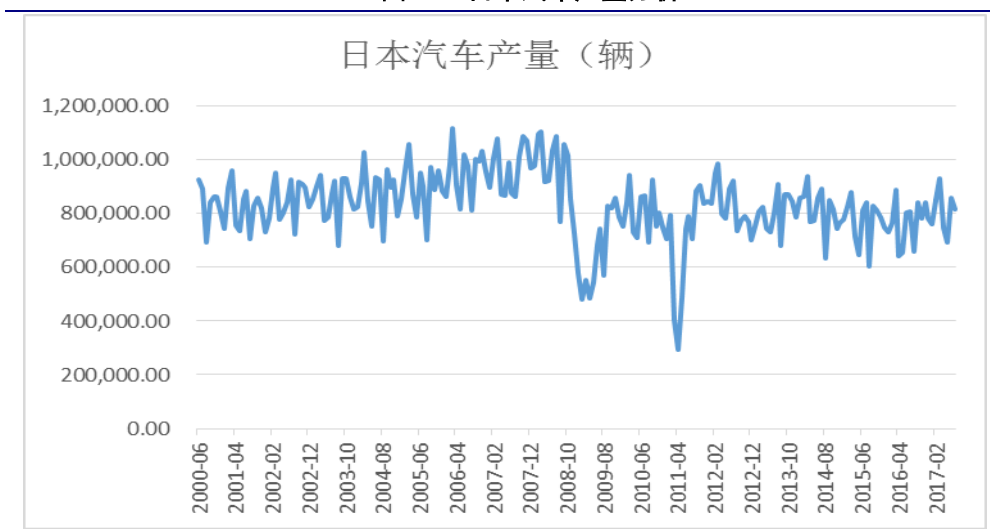
美国汽车政策委员会在今年 2 月 27 日一份致特朗普政府的尚未公开的信件中警告称，对这些金属征收关税可能会使美国汽车行业每年的成本大幅增加。

该委员会代表通用汽车、福特汽车和菲亚特克莱斯勒汽车的美国汽车政策委员会。

由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.3 日本汽车产量分析

图 11: 日本汽车产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

日产表示,今年日产及其中国合资伙伴计划在中国销售超过 160 万辆汽车,高于 2017 年的 152 万辆销量。

这一目标意味着增长约 5.3%,比中汽协对中国整体市场增速的预测要快,但明显低于去年在中国的 12.2% 增长速度。

根据中汽协统计,2017 年中国汽车销量达到 2901 万辆,同比增长 3.2%,增速明显放缓,其中乘用车占比 85%,占比下降 2 个百分点。

2018 年,中国市场汽车销量将实现微增长,预计达到 2987 万辆,增长率为 3%。

日产表示,日产汽车在中国的合资公司今年的目标是销售超过 160 万辆汽车。

2 月 5 日,日产表示,计划未来 5 年与通过其合资公司东风汽车有限公司在中国投资 600 亿元(约合 95 亿美元),争取跻身这一全球最大市场的汽车制造商前三强行列。

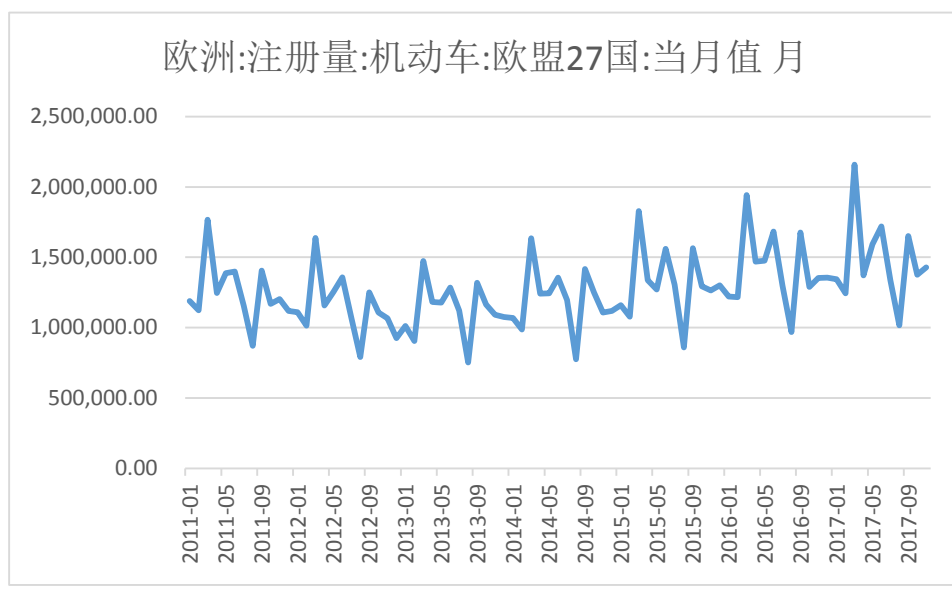
日产与其合资伙伴东风汽车集团表示,计划到 2022 年将中国市场销量从去年的 150 万辆提高至 260 万辆。销售收入增加 60%,达到 3000 亿元。

日产的竞争对手丰田表示,计划 2018 年在中国市场销售 140 万辆汽车,这一数量比 2017 年在华销量的 129 万辆增长了近 9%。但生产瓶颈以及其他障碍将使得这一目标难以完成。

由此对天胶构成中性偏多作用。

6.4 欧洲汽车产量分析

图 12: 欧洲汽车产量分析



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

据欧洲汽车制造协会 (ACEA) 发布的数据显示, 2018 年 2 月, 欧盟乘用车市场销量增幅达到 4.3%, 新车注册量总计达到 1125397 辆, 创自 2008 年以来 2 月单月最好成绩。

2 月, 整个欧洲市场的销量总计达到 1159039 辆, 对比去年同期增长 4%。

除英国和意大利之外, 几乎所有欧洲主流国家上月的销量都出现增长。

英国市场连续 11 个月保持下滑, 上月的销量跌幅达到 2.8%, 而意大利上月的销量微跌 1.4%; 西班牙上月的销量增幅达到 13%, 创下历史最好成绩, 德国和法国紧随其后, 二者增幅分别为 7.4% 和 4.3%。

从今年 1-2 月份累计销量来看, 欧盟地区新车需求量同比增长 5.8%, 总计达到 2378965 辆。

主要市场的增长势头开始放缓, 尤其是英国。英国 1-2 月的新车销量同比下滑 5.1%, 然而西班牙、德国和法国的涨幅分别达到 16.4%、9.5% 和 3.4%。

由此对天胶构成偏多影响。

7. 结论

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

后市方面, 由于橡胶受多空交织、中性偏空因素影响, 沪胶短线可能由于价格偏低、种植效益薄弱、产胶国频繁退出干预政策和措施、胶农弃割、胶林闲置、供应面临缩减而回升, 但中期仍由于轮胎开工率偏低、汽车产销增长减慢等消费需求疲软因素, 而可能回归低位区域性震荡整理走势。

旺季行情延续，PTA 仍有向上空间

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

4 月份 PTA 期价反弹走强，主要受季节性需求增加影响。基差方面，4 月基本持平在 20-30 元/吨。7-9 及 9-1 在 20 元/吨上下波动。基本上，4 月因 PTA 大装置年检，供给略小于需求，窄幅去库 10 万吨附近。

● 后市展望及策略建议

5 月来看，5 月上旬前订单充足，样本企业坯布库存维持低位在 23 天水平，同比下降 13 天，产业链需求维持乐观。供需面上，聚酯产销火爆，库存偏低下，预计维持高负荷运行，且 5 月有新聚酯产能投产，对应 PTA 需求增多；PTA5 月仍有大装置年检预期，负荷提升空间有限，预计继续去库 10 万吨左右，至 120 万吨左右水平。

操作建议上，目前 PTA 加工差偏低，聚酯加工差偏好，石脑油-原油与 PX-PTA 窄幅波动，5 月 PTA 加工差有增加可能，按目前油价水平下，绝对价格有望至 5800 元/吨附近，短期仍有一定向上空间，前多可继续持有，逢技术指标乖离可适当止盈。5 月继续去库，7-9 与 9-1 目前在 20 上行波动，若装置意外故障较多，近远月价差仍有拉升可能，在 120 万吨库存水平下，目前点位安全边际较高，可适当介入。PTA/原油处于低位 1.71 附近，可在 PTA 加工差反弹后逢低介入。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

4 月 PTA 负荷企稳，月中恒力石化 3#线、桐昆嘉兴二期、台化兴业均按计划进行年检，此外部分零星装置短停，其余装置正常运行，月均负荷在 80.14%附近，环比持平，月产量在 310 万吨。

聚酯方面，因产销良好，长丝、短纤、瓶片负荷大幅提升，4 月月均负荷在 95%附近，同比上升 5%，聚酯产量约在 375 万吨，对应 PTA 需求在 323 万吨左右，结合 PTA 进出口及其他领域消耗计算，4 月份 PTA 社会库存去化约 10 万吨左右，期末库存在 130 万吨附近。

5 月份，PTA 方面，福海创、台化兴业、汉邦石化、蓬威石化、逸盛（大连）仍有年检计划，预计 PTA 负荷提升空间较为有限，月均负荷预计和 4 月持稳在 80%附近，5 月月产量预计在 320 万吨。

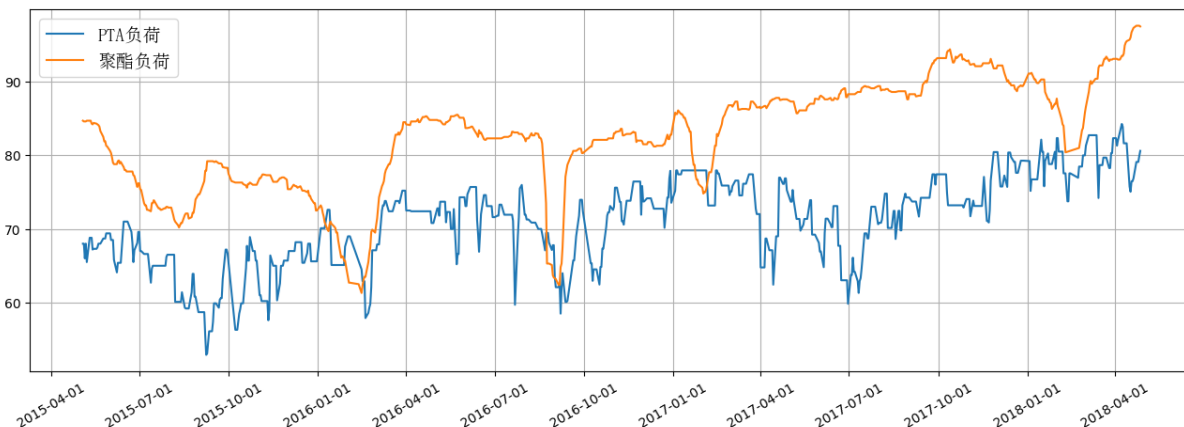
聚酯方面，坯布库存可用天数偏低，终端订单充足，预计长丝、短纤、瓶片 5 月产销仍然在做平以上，加之聚酯库存 4 月去化力度较强，5 月工厂延续高负荷运行可能性较大，5 月或在 93%左右，此外一季度有四套新装置和一套旧装置，合计提升聚酯产能 133 万吨。据此估计，5 月聚酯产量约在 390 万吨，对应 PTA 需求在 335 万吨左右，结合 PTA 进出口及其他领域消耗计算，5 月 PTA 社会库存预计继续去化 12 万吨左右，期末库存约在 120 万吨附近。

表 1：未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化福海创/翔鹭石化	450	漳州	其中两条线运行中，负荷7-8成。计划5月中旬起检修19天
扬子石化	35	南京	长停
扬子石化	60	南京	11.25因故停车，暂时无法重启
华彬石化	140	绍兴	两条线均运行中，暂无检修计划
台化兴业	120	宁波	4.25停车检修，计划25天
亚东石化	75	上海	正常运行，有计划于4月底停车小修2天
中石化洛阳石化总厂	32.5	洛阳	4.16停车检修，目前已重启并正常运行
天津石化公司	34	天津	4.16停车检修，计划10天
福建佳龙	60	石狮	4.26短停，预计近日重启
汉邦石化	220	江阴	正常运行，据悉5月份有检修计划，但仍有变数
恒力	220	大连	4.16起停车检修，4.26已正常运行
蓬威	90	重庆	正常运行，原4月底检修推迟至5月上旬
桐昆	220	嘉兴	1#4.1停车检修，目前已正常运行；2#4.10-4.30停车检修

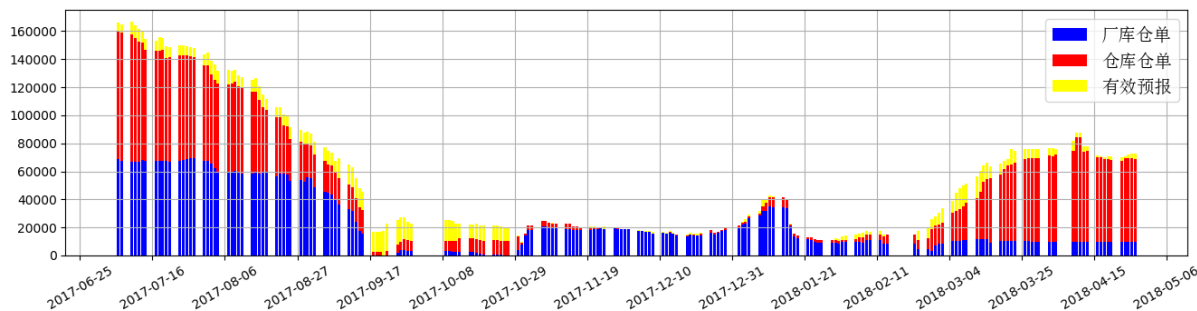
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷小幅变动, 聚酯负荷再度拉升



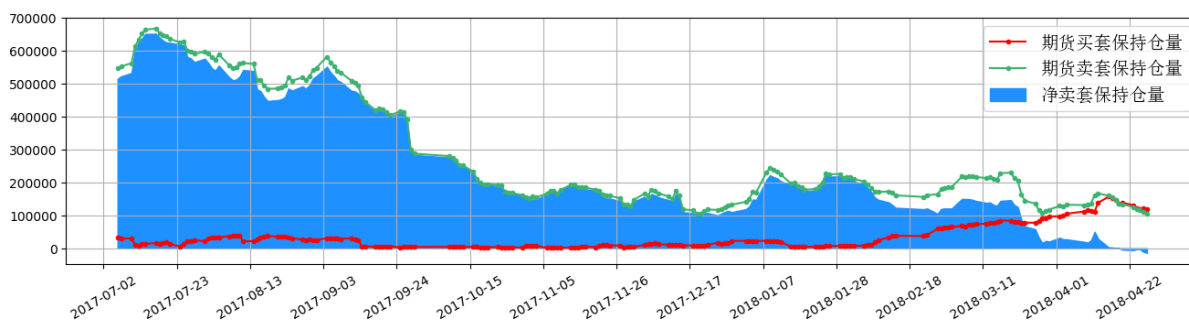
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: 仓库仓单持稳, 厂库仓单持稳



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

图 3: 套持仓由净卖转为净买



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

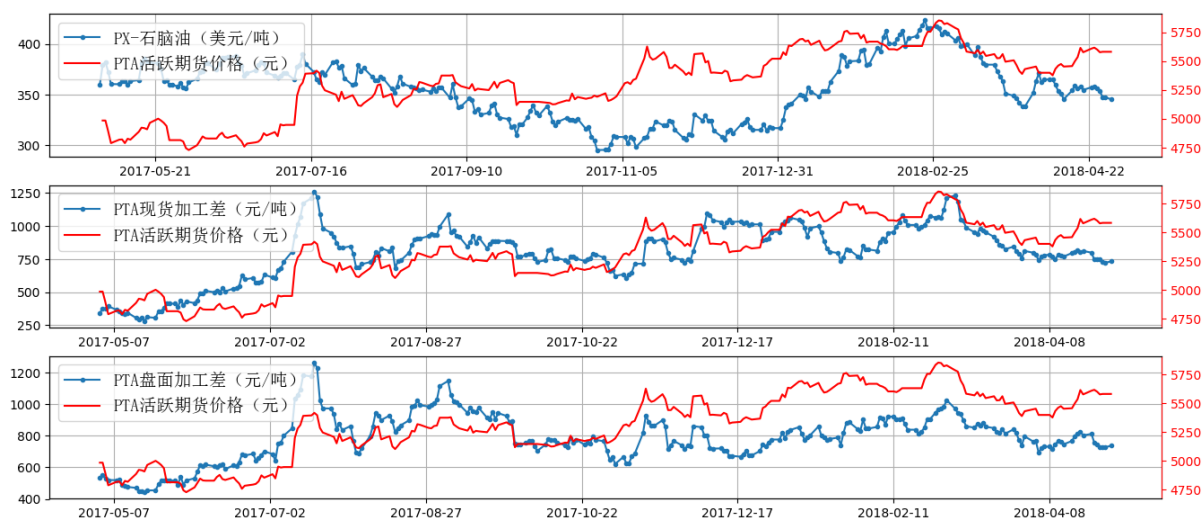
1.2 企业利润方面

4 月 PTA 现货价格先弱后强, 4 月月均价在 5519 元/吨, 环比下降 152 元/吨。CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 961 美元/吨, 环比上涨 5 美元/吨。PX 强, PTA 弱, PTA 现货月均加工差在 749 元/吨, 环比下降 157 元/吨。4 月 ACP 未能谈成。

从产业链各环节利润情况来看，石脑油-原油基本持平，在 115 美元/吨上下波动。PX-石脑油同样持平，在 350 美元/吨上下波动。PTA-PX 受累 PTA 涨幅不强，4 月偏弱震荡，目前现货与盘面均在 680 元/吨附近。而聚酯环节先弱后强，以 POY 为例，上半月自 1600 元/吨回落至 1400 元/吨，下半月反弹自 1800 元/吨。PTA/原油仍处于区间底部。

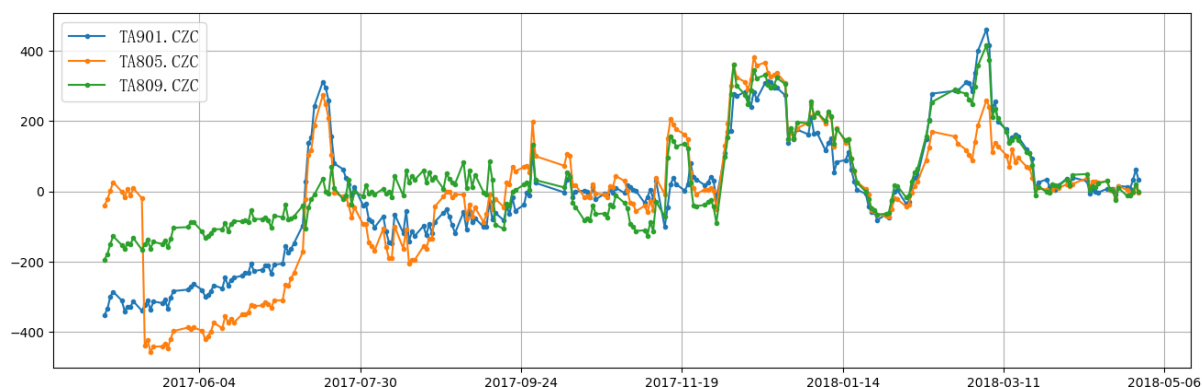
5 月份，季节性行情延续，石脑油-原油与 PX-石脑油预计走稳，此外 5 月 ACP 并未谈成，卖方挂牌价在 1030-1050 美元/吨，较市场价高约 100 美元/吨，PX 供应仍然充足；PTA 加工差已压缩至偏低水平，5 月去库背景下，有扩大的动力。聚酯加工差预计高位延续，因终端坯布库存偏低，订单充足，瓶片需求旺盛，发货紧张。

图 4: PX-石脑油小幅波动，PTA 加工差走弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 基差走稳



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

4 月份，纺织环节季节性旺季，聚酯进入去库存周期，POY、FDY、DTY、涤纶短纤库存显著去化。且各产品现金流充足，其中瓶片表现突出，现金流自 40 美元/吨，提升至 200 美元/吨，三年来高位。5 月，预计旺季行情将继续延续。

2.1 切片

切片方面，价格显著上升，但不及原料涨幅，现金流先弱后强，4 月平均现金流在 168 元/吨。月均价而言，半光切片在 7941 元/吨，环比上涨 85 元/吨，有光切片在 8028 元/吨，环比上涨 172 元/吨。现金流 3 月月均 254 元/吨，4 月月均 168 元/吨。

2.2 长丝

长丝方面，终端需求尚可，产销火爆，现金流不断扩大，POY、FDY、DTY 现金流从 4 月初 596、668、155 元/吨，扩大至目前 716、801、135 元/吨。月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 9112 元/吨、9568 元/吨和 10553 元/吨，环比变动+334、+308 和+318 元/吨。现金流方面，3 月分别在 367、452、159 元/吨，4 月月均分别在 530、586、143 元/吨。

长丝产销上，国内主流直纺工厂长丝平均产销在 88%附近，环比上升 15%。

长丝库存上，月末 POY、FDY、DTY 分别在 6.6 天、9.6 天和 21.1 天，去年同期在 14.2 天、17.5 天、25.5 天。

2.3 瓶片

瓶片方面，产销火爆，内外销均旺盛，多数工厂开始售卖远期订单，形成场外瓶片期货市场。现金流 4 月初在 89 元/吨，月末在 216 元/吨，是近十年高点。华东水瓶片 4 月月均在 9413 元/吨，环比上涨 906 元/吨。

2.4 短纤

短纤方面，价格走弱，产销一般，现金流走缩，4 月初现金流在 662 元/吨，4 月末在 486 元/吨。4 月月均价在 8819 元/吨，环比下降 100 元/吨。4 月月末库存达 10 天，较月初下降 3 天，去年同期在 14.3 天。

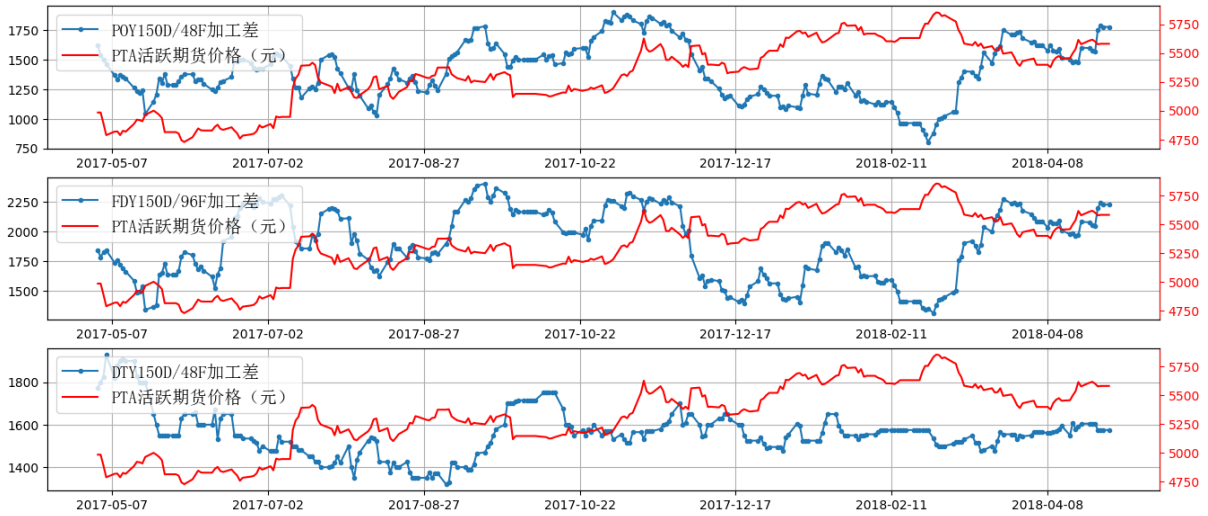
2.5 展望

5 月长丝方面，当前终端高位的开工和较好的订单水平预计会有所维持，短期涤丝的刚需支撑相对较强；4 月下半月多有投机性备货，5 月上半月预计会随上游价格上涨而增多，下半月则需依据当时订单及开工情况有所变动。

瓶片方面，市场供需偏紧为主，目前聚酯瓶片工厂目前多超接至 6 月初附近，同时部分陆续开始接 7-8 月远期发货订单，新装置开工多在二季度末，短期发货偏紧状况预计仍将延续。

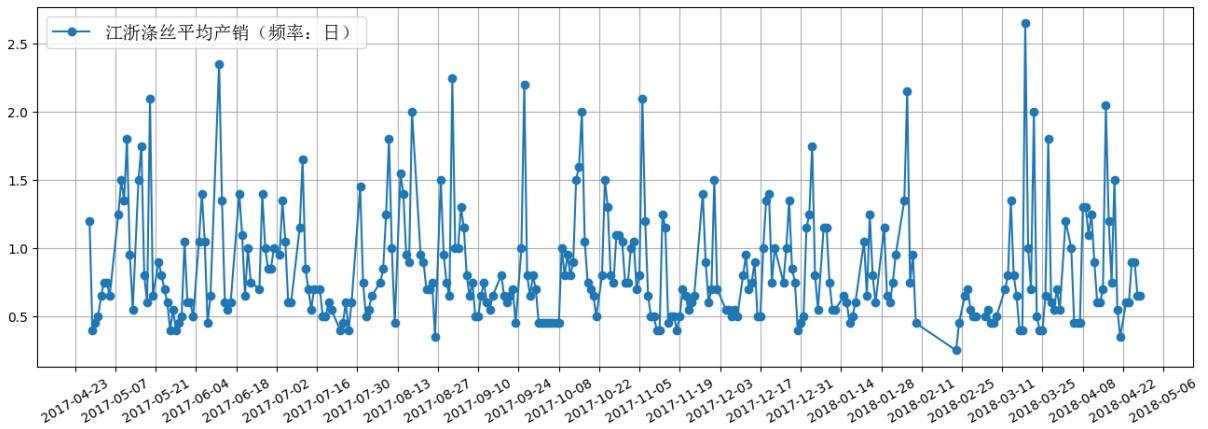
短纤方面，纱厂负荷高位，五一节前产销偏弱，节后仍有补货需求，以恢复至正常水平，随着原料库存消耗，纱厂再度进入补货节点，预计目前终端良好运行情况将继续。

图 6: POY 及 FDY 加工差大幅回升, DTY 加工差持稳



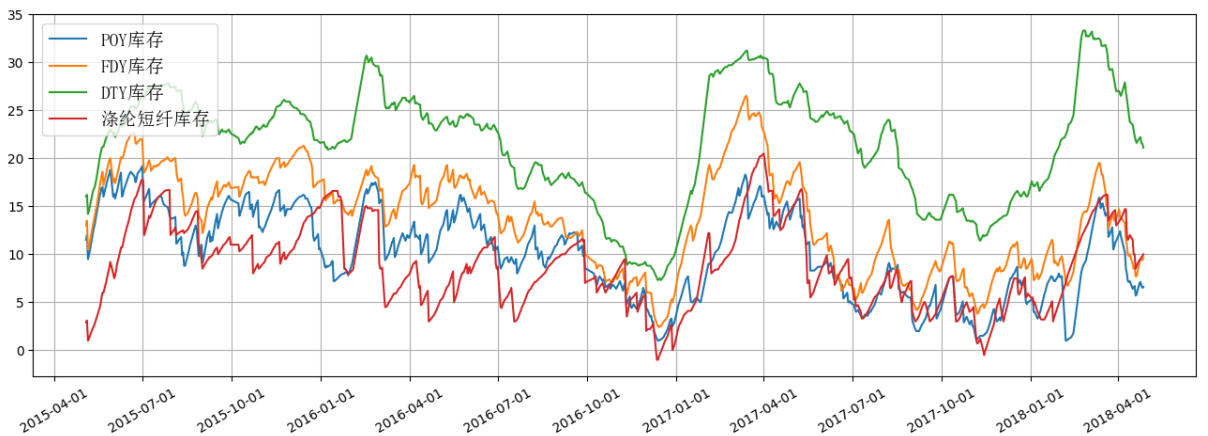
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 上半月放量, 下半月回落



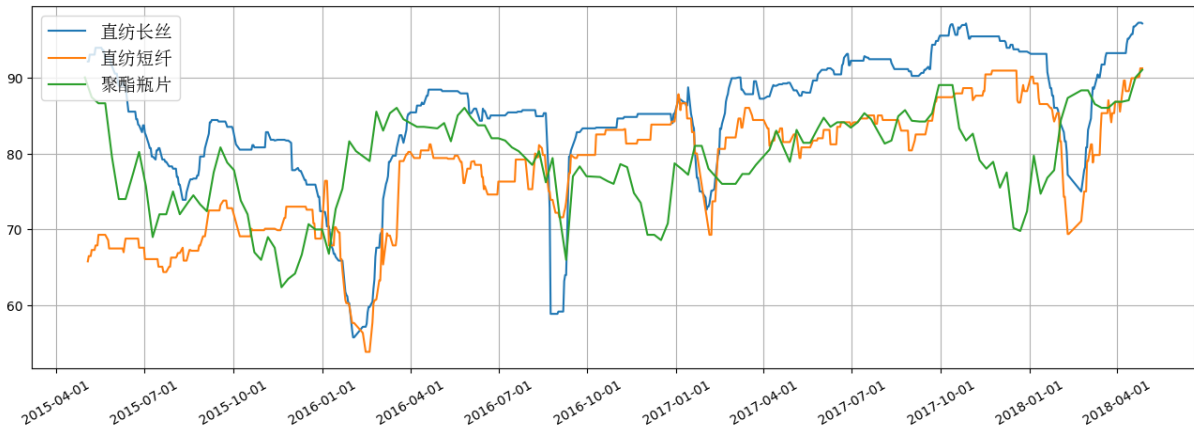
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 8: POY、FDY、DTY、涤短库存下降



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 9：长丝、短纤、瓶片负荷上升



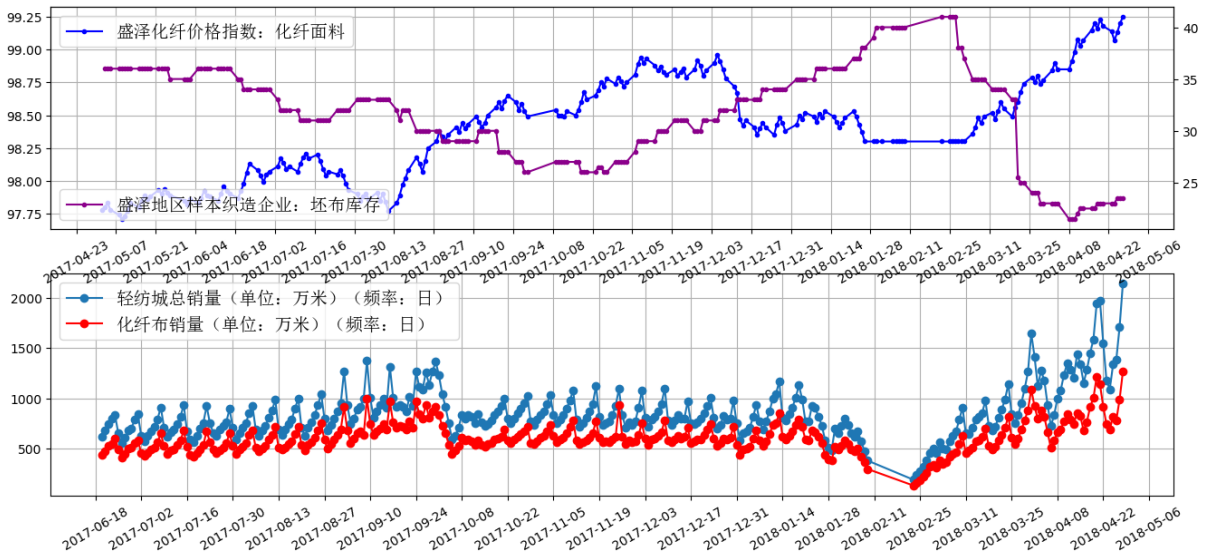
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.终端

4 月，终端各品种负荷均显著恢复，江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、软饮料、涤纱月均负荷在 87%、84%、69%、45%、46%、58%、57%、81%。环比增加 5-10%不等。

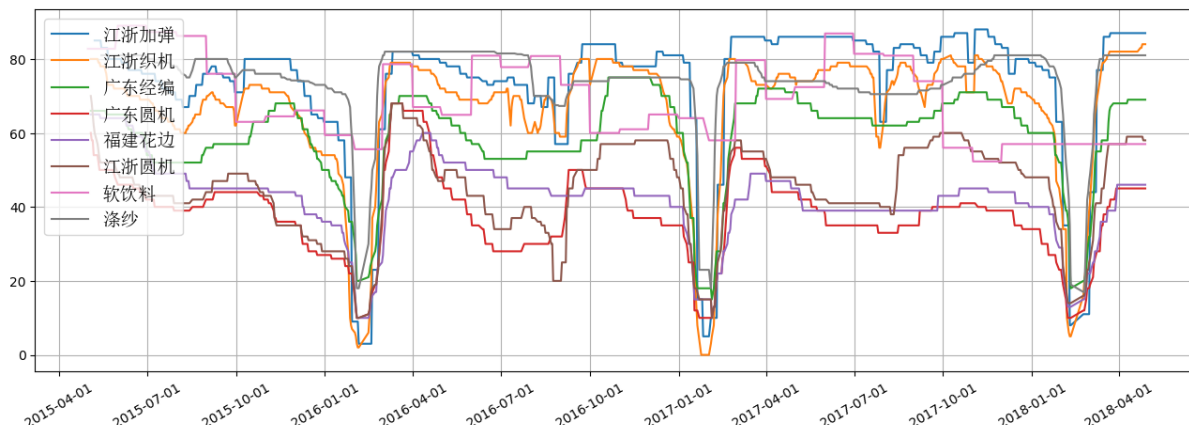
轻纺城数据来看，4 月坯布市场销量显著回升，4 月轻纺城成交总量平均在 1328 万米/天，环比上升 606 万米/天左右，同比上升 260 万米/天，化纤布成交平均在 829 万米/天左右，环比上升 280 万米/天左右，同比上升 93 万米/天。终端坯布库存显著下降，目前在 23.5 天左右，2017 年同期在 36 天。

图 10：坯布库存维持低位，面料价格走高，轻纺城成交放量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

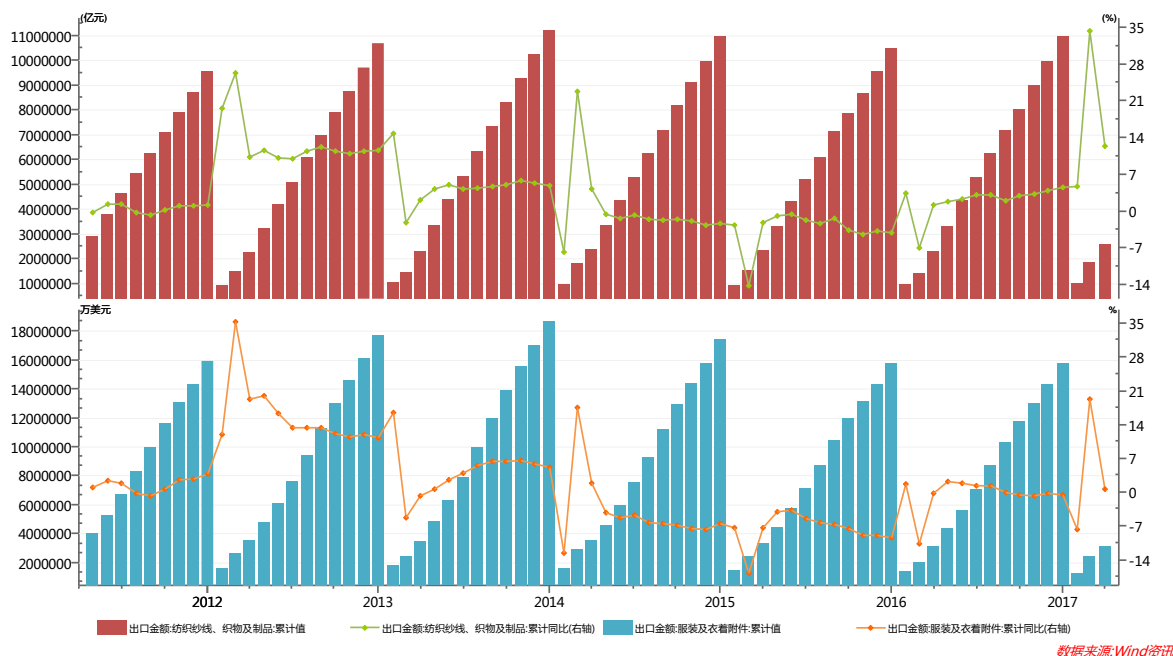
图 11: 终端负荷完全恢复



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-3 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 2585864 万美元, 同比增加 12.4%。累计出口服装及衣着附件 3159028.9 万美元, 同比增加 0.7%。

图 12: 纺织品出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.操作建议

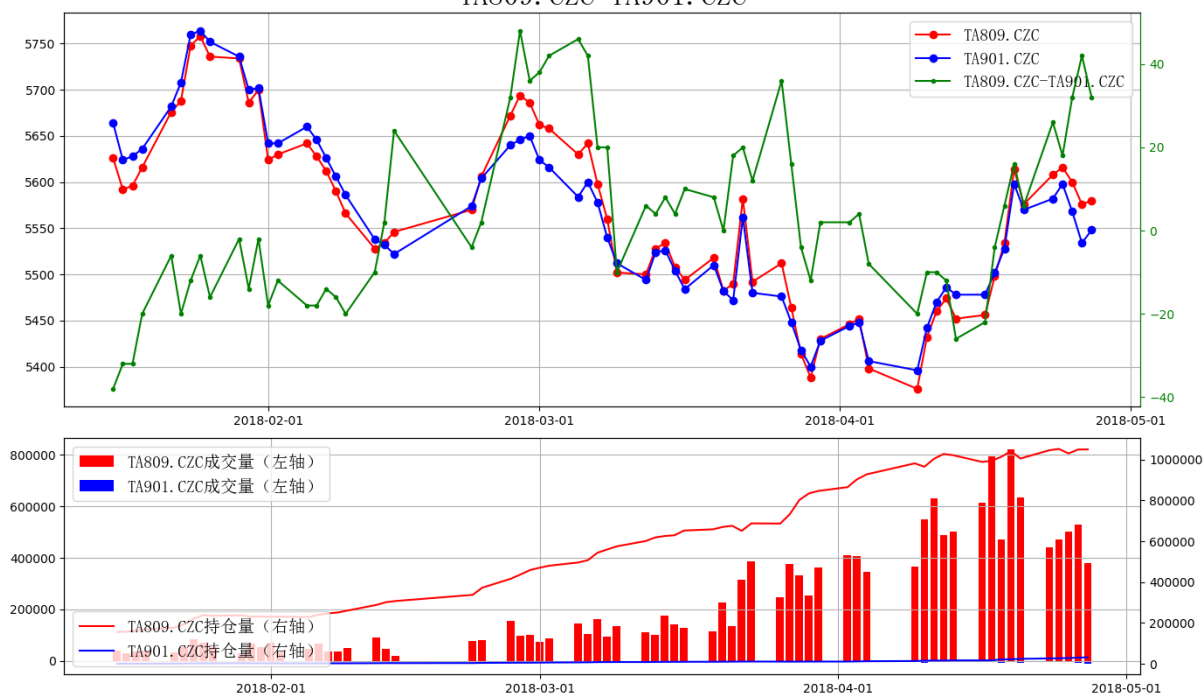
4月份PTA期价反弹走强，主要受季节性需求增加影响。基差方面，4月基本持平在20-30元/吨。7-9及9-1在20元/吨上下波动。基本上，4月因PTA大装置年检，供给略小于需求，窄幅去库10万吨附近。

5月来看，5月上旬前订单充足，样本企业坯布库存维持低位在23天水平，同比下降13天，产业链需求维持乐观。供需面上，聚酯产销火爆，库存偏低，预计维持高负荷运行，且5月有新聚酯产能投产，对应PTA需求增多；PTA5月仍有大装置年检预期，负荷提升空间有限，预计继续去库10万吨左右，至120万吨左右水平。

操作建议上，目前PTA加工差偏低，聚酯加工差偏好，石脑油-原油与PX-PTA窄幅波动，5月PTA加工差有增加可能，按目前油价水平下，绝对价格有望至5800元/吨附近，短期仍有一定向上空间，前多可继续持有，逢技术指标乖离可适当止盈。5月继续去库，7-9与9-1目前在20上行波动，若装置意外故障较多，近远月价差仍有拉升可能，在120万吨库存水平下，目前点位安全边际较高，可适当介入。PTA/原油处于低位1.71附近，可在PTA加工差反弹后逢低介入。仅供参考。

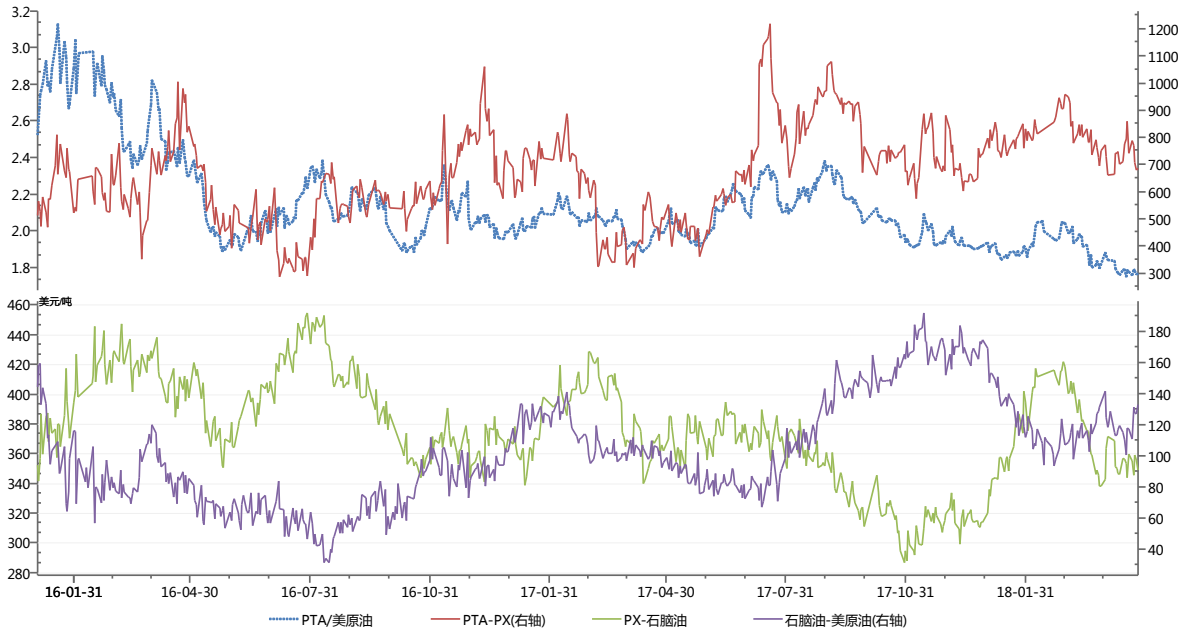
图 13: 9-1 价差大幅走高

TA809.CZC-TA901.CZC



数据来源：Wind，兴证期货研发部

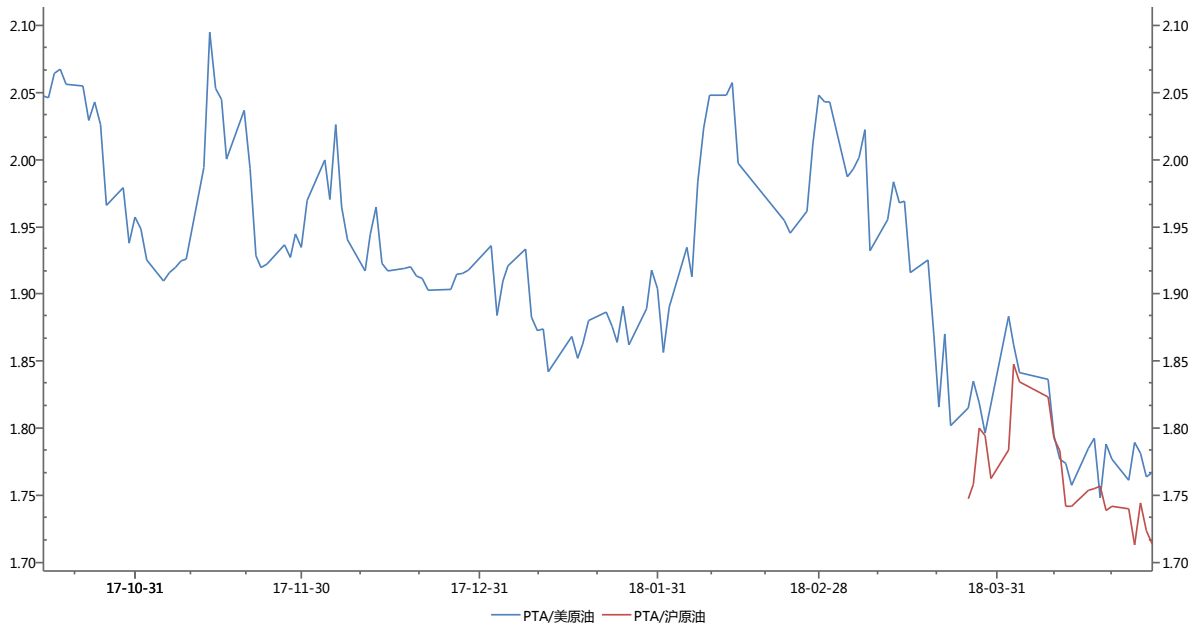
图 14: PTA/美原油, PTA-PX, PX-石脑油, 石脑油-原油



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 9-1 价差大幅走高



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 2: TA1809 净持仓

席位	2018-04-27	2018-04-26	2018-04-25	2018-04-24	2018-04-23	2018-04-20	2018-04-19
永安期货	31165	31559	26365	24873	24834	27847	22786
中信期货	19242	19601	19805	17089	16148	16408	4893
新潮期货	15388	12424	11340	10183	11023	12537	13667
国泰君安	12425	12405	6480	6125	4579	5376	4431
中金期货	11879	11856	11818	11745	11633	11367	10962
鲁证期货	10744	11193	10530	10404	9812	7432	1371
国联期货	10250	11555	11694	11791	10468	10424	
东航期货	9713	9950	10612	10821	10314	10318	10191
兴证期货	8707	7732	8531	10943	10103	9012	8583
首创期货	7762						
广发期货	3435	2882	2926	3327	2780	2821	2172
申银万国	2409	2634	2416	2560	1438	1218	-670
华泰期货	1408	-3839	-16483	-15196	-17444	-16450	-20247
建信期货	-304	-595	63	454	3567	6466	7463
中原期货	-541	137	-1171	-1340	-1285	-1138	-1653
格林大华期货	-610	-455	-100	-746	1001	3150	9726
国贸期货	-2892	641	1890	1376	4349	6380	8252
大越期货	-8408	-8415	-8431	-7257	-8187	-7731	-8560
中辉期货	-8999	-8202	-1990	-16381	-13180	-13074	-33305
上海中期	-9021	-8826	-8428	-9597	-8807	-7797	
前海期货	-10018	-10036					
方正中期	-10946	-11245	-11005	-11168	-11406	-11221	-8763
国海良时	-10983						
大有期货	-14707	-14729	-14764	-14718	-14777	-14767	-14775
光大期货	-16576	-16274	-16898	-16811	-16072	-15922	-17271
美尔雅	-22690	-22771	-22861	-22690	-22439	-22342	-22517
招商期货	-22774	-22155	-22277	-22191	-22239	-21872	-22057
海通期货	-24049	-24471	-18022	-11648	-13556	-22252	-21843
银河期货	-70102	-69364	-70426	-69986	-69560	-67579	-58796

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

贸易战消退，油脂震荡

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

4月豆油维持区间震荡的行情；由于受到中美贸易战的影响，豆油冲高后又大幅走低，但总体维持在前期震荡区间。供给方面，美国国内大豆压榨数据较好但出口销售持续萎靡，季度库存创出同期历史新高，美豆已经进入种植期，天气影响逐步增加；巴西大豆收割基本结束，产量维持历史高位；阿根廷主产区干旱可能导致产量大幅减少，美国农业部下调产量至4000万吨，主流机构已经将阿根廷产量下调到3700--3750万吨，对豆油有一定支撑；需求方面，目前是油脂消费清淡，油厂开工恢复正常，供应压力不断加大，豆油库存维持高位震荡，维持季节性高点。棕榈油库存维持震荡反弹，接近69.6万吨；3月马来棕榈油的产量同比增加，出口受关税取消影响出现增加，库存出现了下降，但低于市场预期，对价格利空；但由于关税取消政策在5月结束，可能透支需求，而且随着后期棕榈油产量的继续恢复，棕榈油的库存可能继续增加，对价格造成压力。

● 后市展望及策略建议

进入5月以后，阿根廷大豆产量逐步确定，南美天气炒作基本结束；从目前情况看，阿根廷大豆产量可能小幅下调；美豆的种植将逐步成为市场关注的焦点；但东南亚棕榈油将逐步进入到增产周期，对棕榈油价格产生一定利空。需求方面，油脂的交投仍将维持清淡；综合来看，豆油和棕榈油可能维持区间震荡的行情。

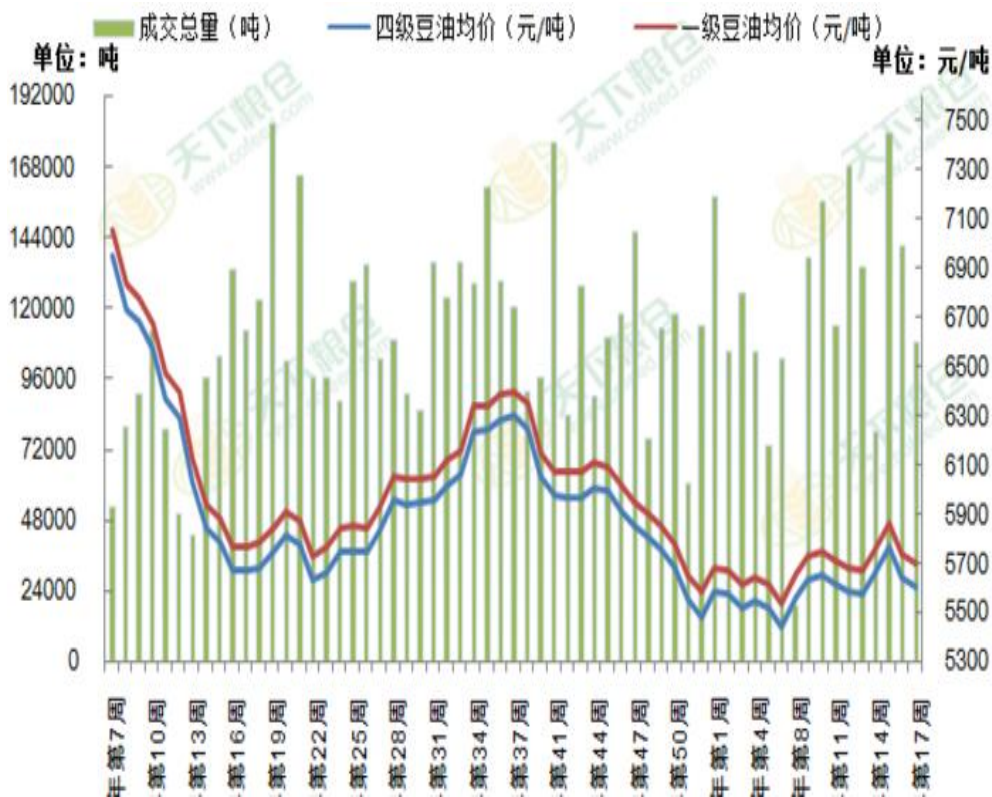
1. 油脂基本面

1.1 豆油

美国方面，2017年美国大豆种植面积达到9014.2万英亩，产量也创出历史新高；但美国农业部预估2018年美豆种植面积8898.2万英亩，较去年实际面积英亩减少116万英亩，意外低于市场平均预期的9091.9万英亩；美国大豆的种植效益维持高位情况下种植面积却意外下降，令人困惑，不排除美国农业部蓄意抬高美豆价格刺激消费的阴谋。4月初，中美贸易战预期迅速升温又意外降温，导致国内豆类油脂大涨大落，起伏较大。现货方面，美国大豆的库存维持高位，显示后期供应仍旧宽松；在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。目前巴西大豆收割结束，从收割的情况看，整体单产水平低于去年，但由于种植面积大幅提高，巴西大豆产量可能超过去年的历史高点。阿根廷天气偏干旱，可能造成弃收的面积远远超过正常水平且单产的下降可能会继续增加，目前主流机构已经大幅下调阿根廷大豆的产量水平至3700-3750万吨水平，低于美国农业部4月4000万吨的预报，成为影响市场价格的最重要利多因素。

国内方面，4月整个国内油厂开工率维持正常水平，进口大豆大量到港量受贸易战影响出现一定下降；但随着南美大豆的大量到港，大豆的进口量迅速恢复；豆油的需求较弱，后期豆油的交投将逐步转向清淡。豆油供求宽松的状态很难发生改变；豆油维持区间震荡的概率较大。整体来看，由于全球油脂的供应非常充裕，油脂尤其是豆油的潜在供应量非常大，给价格上涨带来压力。

图 1：豆油价格及成交量走势

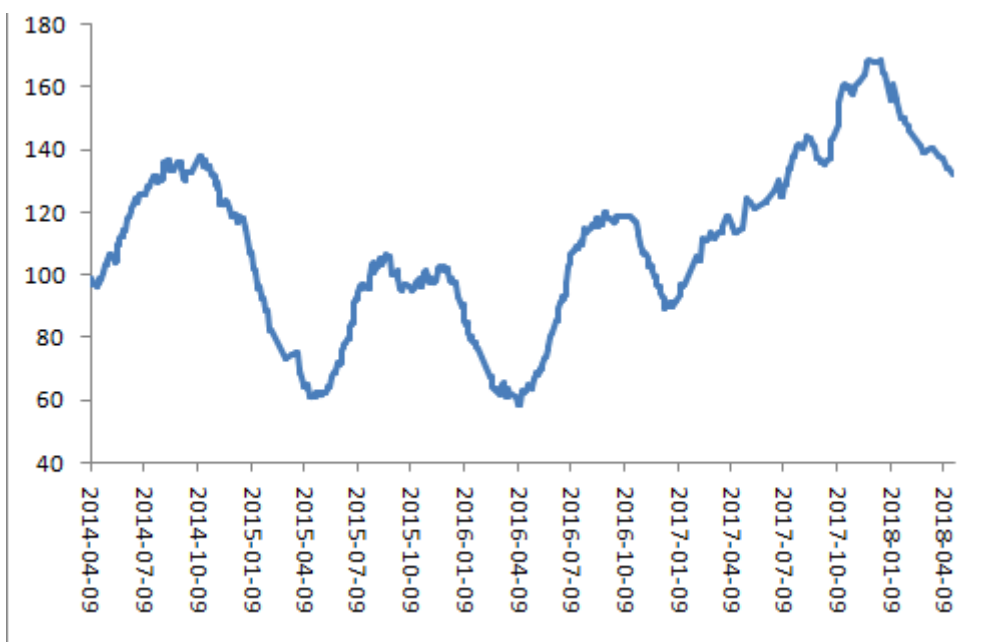


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 8 月下旬以来，豆油的现货价格

维持低位震荡行情，目前维持在 5400 到 5800 元/吨的区间；由于供应压力较大，目前价格已经由最高的 6300 元下滑到 5500 元的水平，豆油的价格可能继续维持区间震荡行情。

图 2：豆油商业库存



数据来源：兴证期货研发部、wind

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 647 元；近期国内和外盘豆油的价格有所缩窄，仍旧维持在深度亏损区间。短期来看，外盘豆油价格仍旧偏强而国内豆油价格则相对较弱，导致进口维持亏损状态。

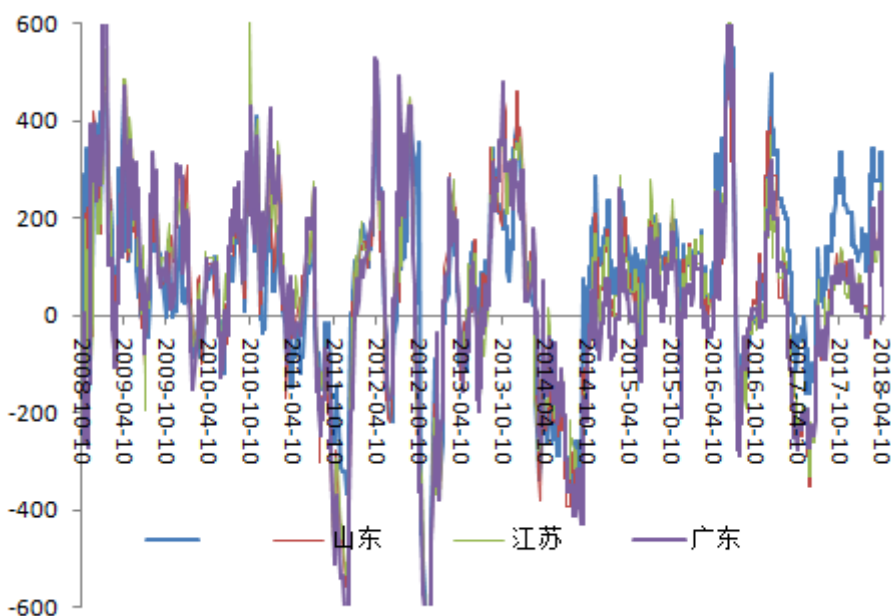
图 3：豆油进口利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持偏强震荡，豆粕现货价格大幅回调，压榨企业大豆进口压榨利润大幅缩窄至低位。

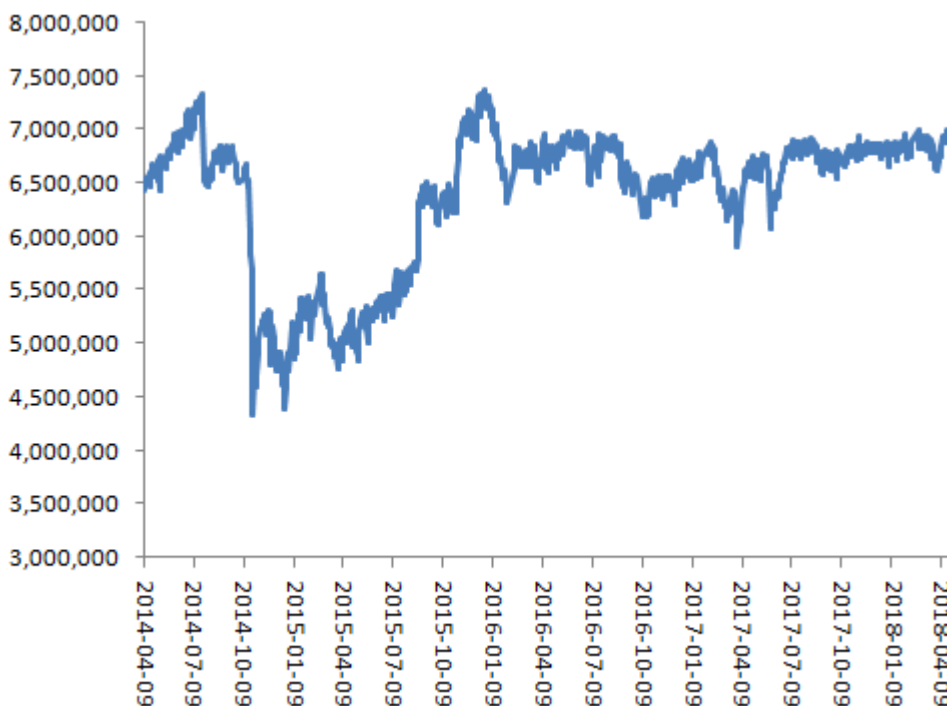
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求较好，随着后期补栏的进行，对豆粕的需求可能更强；从大豆供给的角度来看，3 月进口大豆量维持低位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 689 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 5：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

综合来看，5 月美豆的出口利空数据对市场有压力，巴西丰产但阿根廷减产成为关注点；需求方面，豆粕的需求较好，后期养殖可能继续利好；豆油的交投较为一般；油厂的开工率维

持正常，豆油库存可能维持高位；预期 5 月油脂可能维持区间震荡的行情，建议投资者区间震荡对待。

1.2 棕榈油基本面

每年的 4 月到次年 10 月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现大幅增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候逐步正常，相信棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；需求方面，随着淡季的到来，棕榈油的成交将不断减少，价格可能逐步转弱。从马来西亚公布的产量数据来看，2018 年 3 月马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加，但进入到增产周期且出口关税的恢复使得马来棕榈油库存将走高；从 4 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比还将增加，出口维持正常，期末库存可能维持季节性高位。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓；后期棕榈油的库存可能出现继续走高；出口数据方面，预期 4 月棕榈油出口量出现高位震荡；综合马来西亚和印度尼西亚供求，4 月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端维持弱势，可能给棕榈油价格带来压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

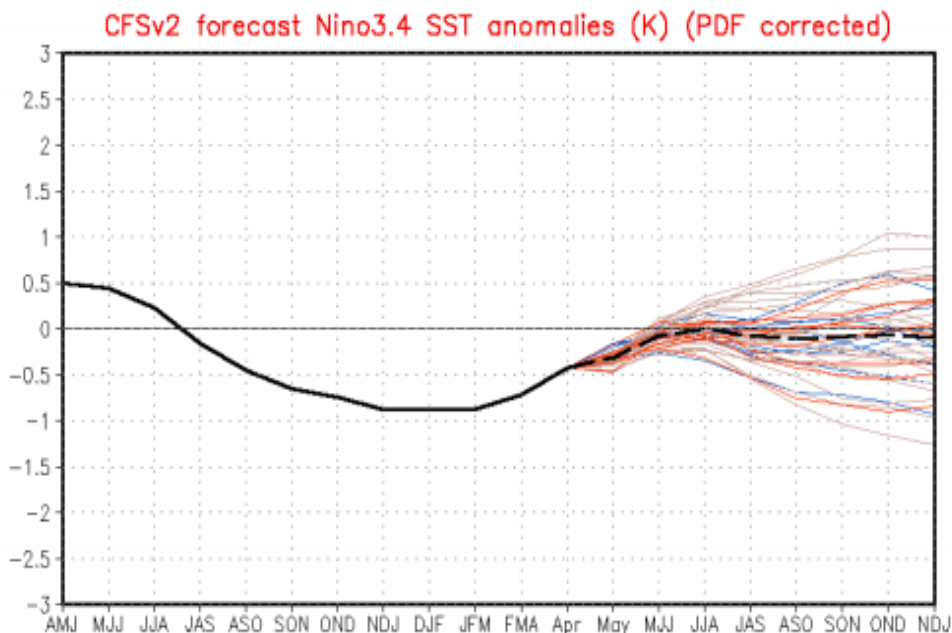
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，3 月马来西亚棕榈油的产量为 157.4 万吨，同比增加 7.5%。预期马来和印尼的棕榈油 4 月产量将维持同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚 3 月棕榈油出口量为 156.5 万吨，较 2 月出现了大幅增加；目前情况看，4 月以来棕榈油的出口需求可能会维持高位，会对棕榈油的价格有一定支撑。

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据 NOAA 的最新预测，后期天气逐步转向中性，意味着棕榈油的产量恢复。

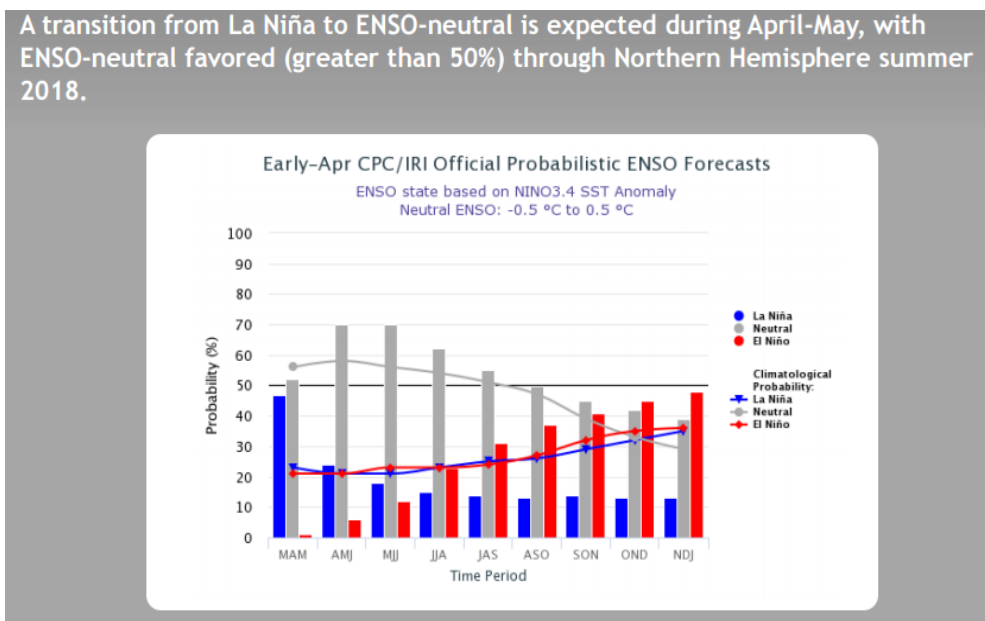
图 1: 天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，2017 年末全球气候出现拉尼娜现象的概率接近 85--95%，2018 年 4 月以后可能逐步转向中性。

图 2: 天气预测模型

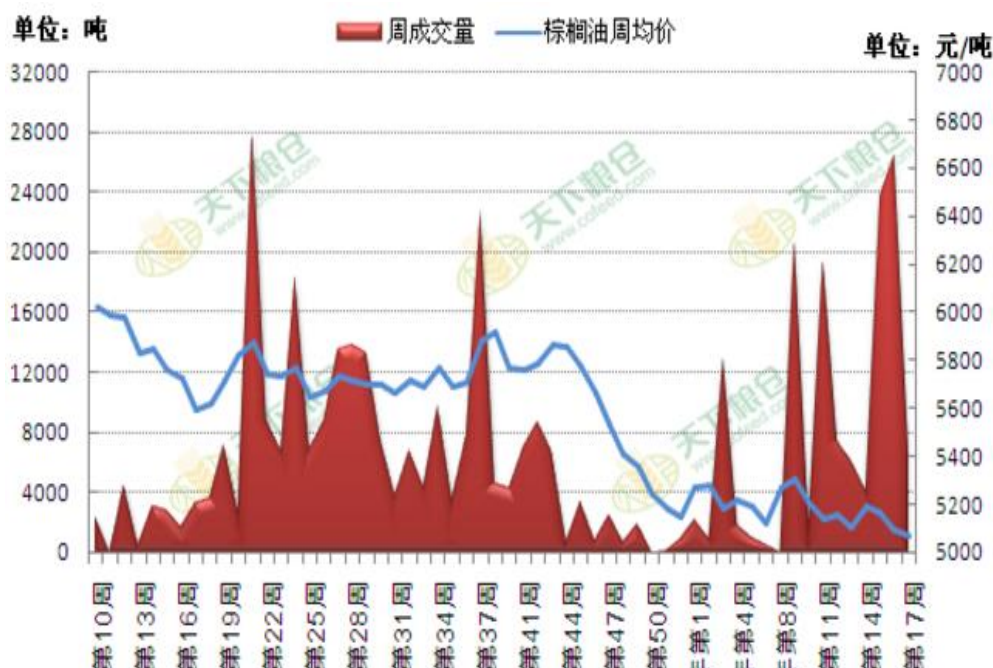


数据来源：兴证期货研发部

目前，马来西亚和印度尼西亚降雨充沛，使得棕榈油的产量出现增加。整个东南亚棕榈油的产量已经摆脱了之前厄尔尼诺天气的影响。从季节行角度来看，4 月—10 月棕榈油将进入到

增产周期，供应压力大幅增加。

图 3：棕榈油成交量及价格走势

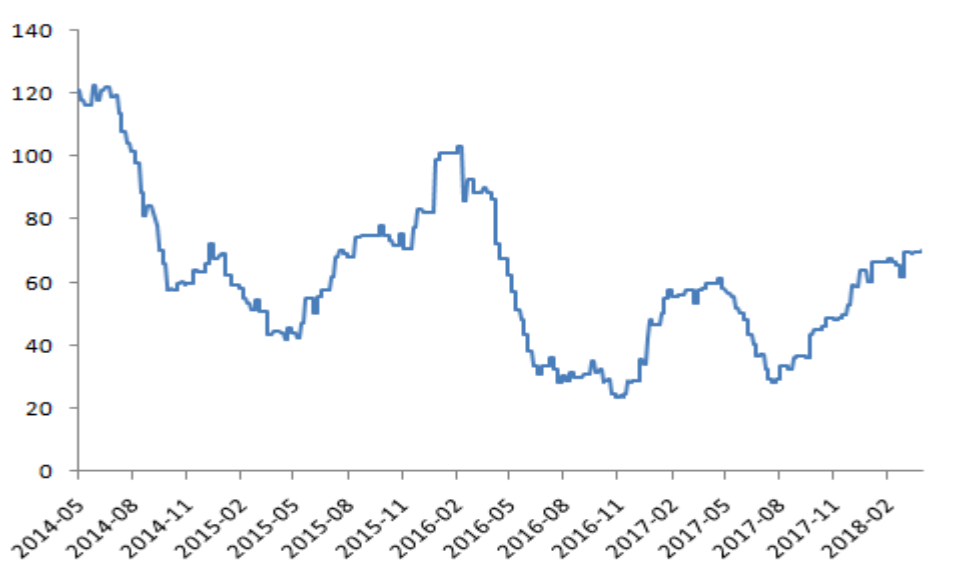


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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

目前，国内棕榈油的商业库存达到 70.2 万吨的水平，近期出现低位震荡反弹的情况；主要是因为棕榈油进口量增加；国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代，棕榈油的成交偏弱和库存维持增加状态。

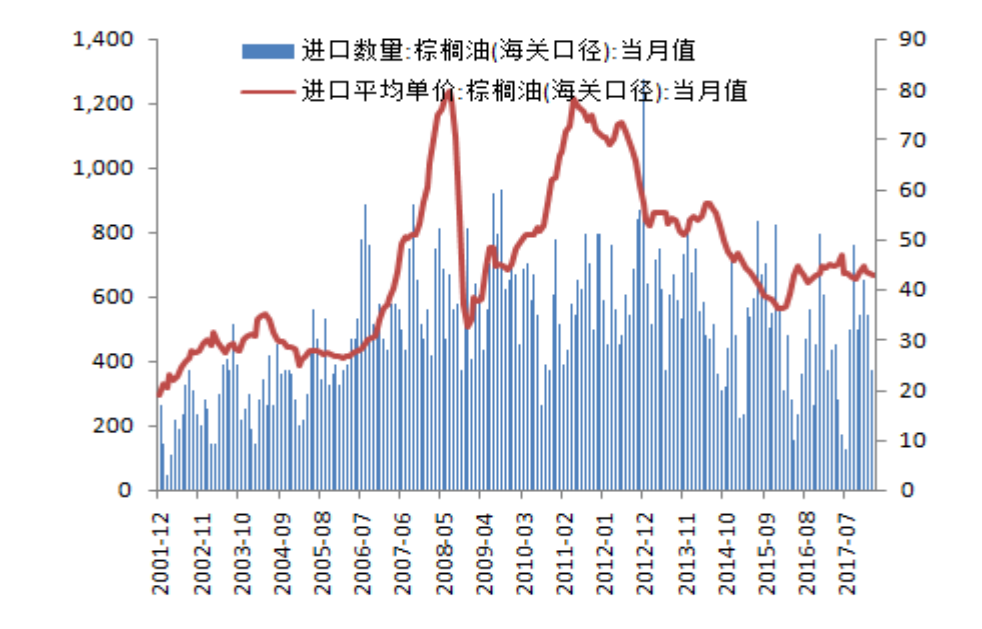
图 4：棕榈油库存走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年 8 月开始大幅反弹，8 月进口 32 万吨，9 月进口量达到 49 万吨，10 月进口量为 32 万吨，11 月进口量为 35 万吨，12 月进口量为 42 万吨，1 月进口 35 万吨；2 月进口 24 万吨，3 月进口 33 万吨，在进口利润转正的情况下，出现了一定的恢复。

图 5：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

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

图 6：马来西亚棕榈油进口成本

品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	5月	642.5	00.00	20	662.5	5100	(华南)
		642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
		642.5	00.00	28	670.5	5160	(华北)
	6月	642.5	00.00	20	662.5	5100	(华南)
		642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
		642.5	00.00	28	670.5	5160	(华北)
	7/8/9月	642.5	00.00	20	662.5	5100	(华南)
		642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
		642.5	00.00	28	670.5	5160	(华北)
	10/11/12月	640	00.00	20	660	5080	(华南)
		640	00.00	25	665	5120	(华东)
		640	00.00	28	668	5140	(华北)
33度棕榈油	5月	642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
	6月	642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
	7/8/9月	642.5	00.00	25	667.5	5140	(华东)
	10/11/12月	640	00.00	25	665	5120	(华东)
44度棕榈油	5月	637.5	00.00	25	662.5	4780	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

豆油和棕榈油的期货价差低位震荡反弹，二者现货价差同样出现了一定反弹；主要因为棕榈油需求转弱所致，后期需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 7：豆油棕榈油价差



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

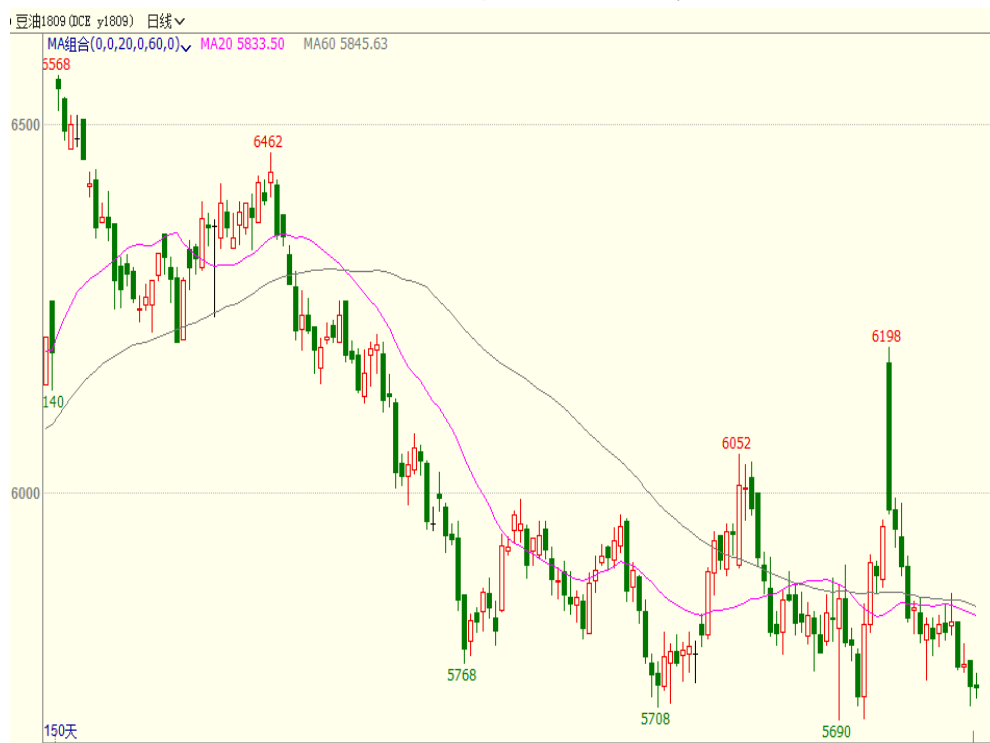
综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比出现增加，将对价格有一定压力；5 月以后供应进入旺季对价格利空；需求方面，油脂消费转弱，不利于棕榈油库存的降低，建议投资者以区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，4 月豆油价格维持区间剧烈震荡行情，供求宽松状态持续，后期价格仍旧维持区间震荡行情。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持低位区间震荡，后期预期供应增加，建议投资者区间震荡对待。

图 2：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

反弹后出现中长期空点

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

假期期间美糖有所反弹，目前糖价逼近历史低点，空头持仓处于历史高位，空头氛围达到高点。美糖的利空大部分已经体现在期货价格中，空头平仓后将引发糖价反弹。

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

目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。对于多头来说，最重要的是缺乏新的题材。旺季消费，成本支撑，国储1月份没有出库等都是利多因素，但是并不足以支撑起市场信心。二三季度抛储的次数较少，量也不多，因此9月底之前即使抛储量也不会很大，本榨季期末库存可能维持一个偏中性的水平。操作上建议暂时观望。

1. 行情回顾

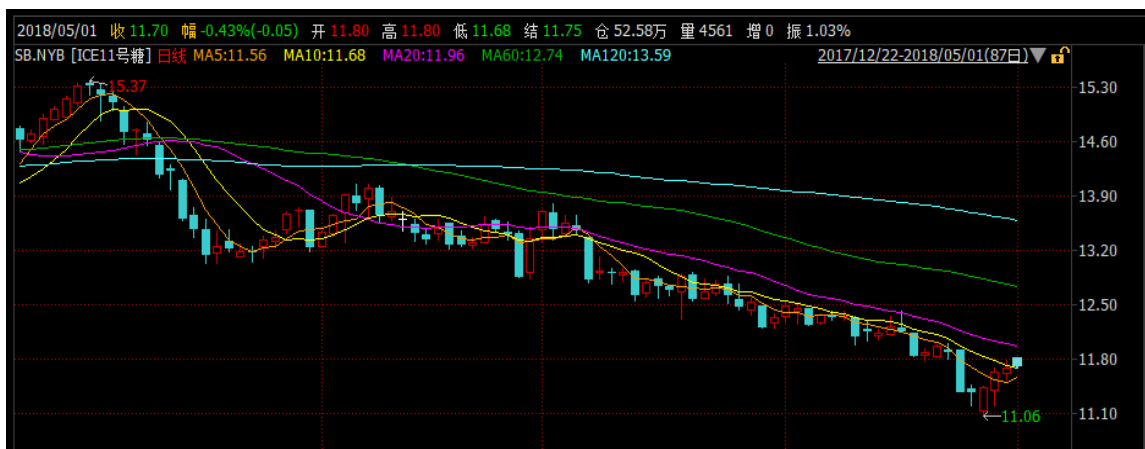
郑糖偏弱震荡，短期有反弹的可能。外盘方面，美糖持续下行，关注前低支撑。

图 1: 白糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2: 美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 外盘持仓处于历史高位，空头氛围渐达巅峰

外盘接近历史低点，目前持仓处于历史高位，并且空头持仓也处于高位，美糖的空头氛围逐渐达到巅峰。

从基本面看，印度方面，据报道，据印度糖厂协会（ISMA）消息，2017/18 榨季截至 2018 年 4 月 15 日印度食糖产量为 2998 万吨，远超此前预期。尽管糖厂加速收榨进度，但 227 家糖厂仍在压榨甘蔗。截至 4 月 15 日马邦糖厂累计产糖 1049.8 万吨，几乎达到了过去的最高记录。北方邦仍有 105 家糖厂未收榨，截至 4 月 15 日累计产糖 1048 万吨，已经创造了历史最高纪录。

超出预期的产量使得印度国内糖价迅速下跌，从 2017 年四季度将尽 4000 卢比/公担跌至目前约 3000 卢比/公担，跌去近四分之一。由于糖价大幅下跌而糖厂无力支付蔗款，截至 2018 年 3 月 15 日，全国甘蔗欠款达到 1800 亿卢比。由于糖价承压，甘蔗欠款可能会超过 2000 亿卢比，这将是历史以来的最高纪录。

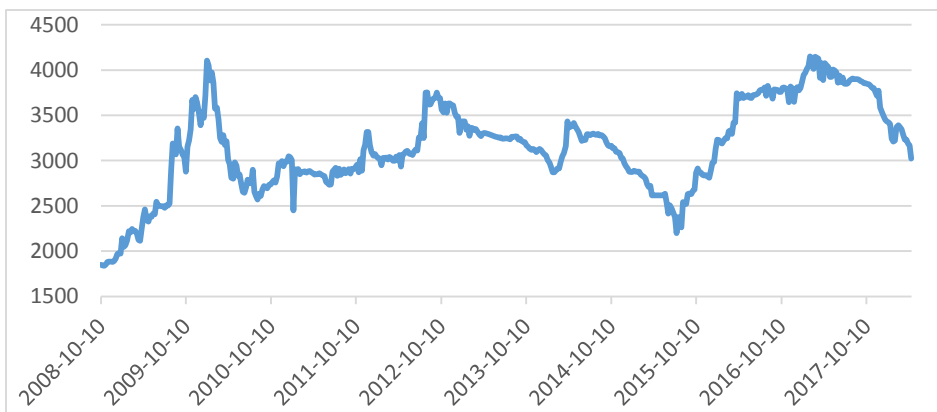
值得注意的是，如果糖价继续下跌超出糖厂接受范围，糖厂可能会游说政府下调明年的甘蔗收购价，如果印度政府下调甘蔗收购价的话，将会对国际糖价形成利多。

巴西方面，巴西乙醇价格继续下跌，乙醇对汽油比价跌破 0.7，乙醇对汽油的价格优势逐渐显现。另一方面，巴西与美国乙醇之间的价差也在缩小，美国 GULF 港与巴西 SANTOS 港离岸乙醇价差从上周的 0.551 美元/加仑缩小 17% 至 0.457 美元/加仑。价差缩小将使得巴西进口乙醇数量减少，利多糖价。

Unica 数据显示，4 月上半月，巴西中南部地区的甘蔗压榨量为 2,221 万吨，去年同期为 1,770 万吨，有 68.5% 的甘蔗用于生产乙醇，乙醇产量跳升 44.6% 至 9.93 亿公升。尽管甘蔗压榨量增加，但巴西中南部地区的糖产量却持稳在 71.4 万吨，因糖厂迫切希望将所有精力投入到乙醇生产当中。目前糖价触及两年半最低，因此生产乙醇会给糖厂带来更高利润。

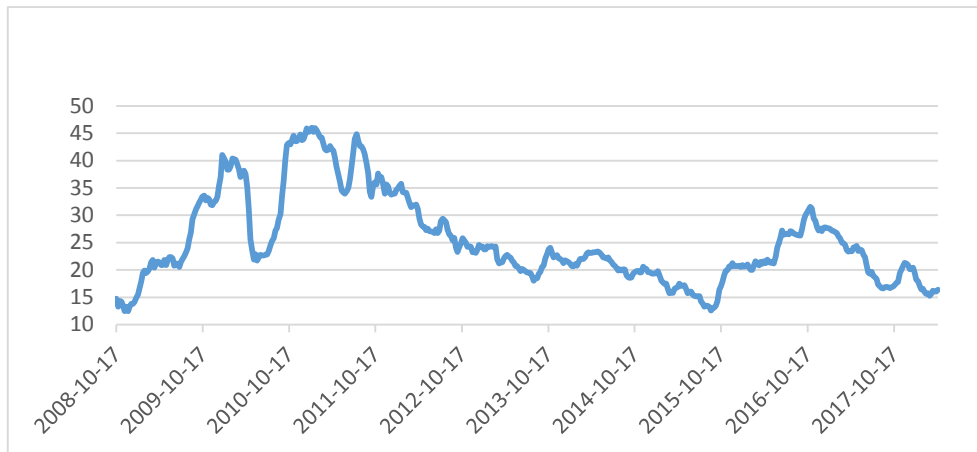
泰国方面，2017/18 榨季截至 4 月 15 日累计压榨甘蔗 1.26 亿吨，同比增加 35.7%；累计产糖 1384.1 万吨，同比增加约 38.25%。54 家糖厂中有 17 家已收榨，去年同期已有 49 家收榨。

图 1：印度 M30 糖价周线（印度卢比/公担）



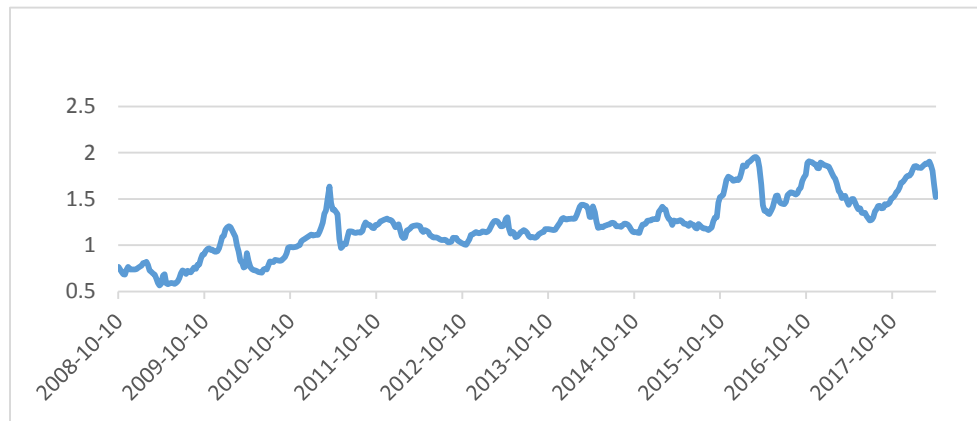
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：巴西圣保罗 Crystal Sugar 周线 (USD/50kg)



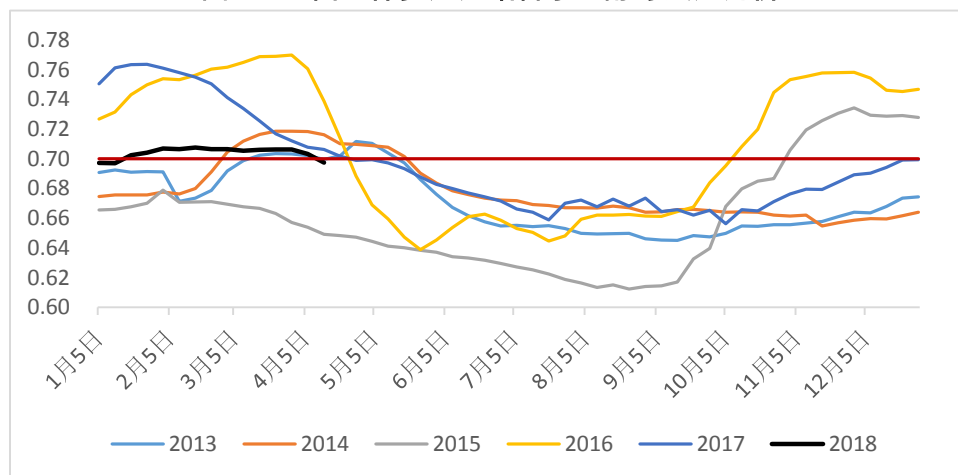
数据来源：兴证期货研发部

图 3：巴西圣保罗含水乙醇价格周线 (BRL/liter)



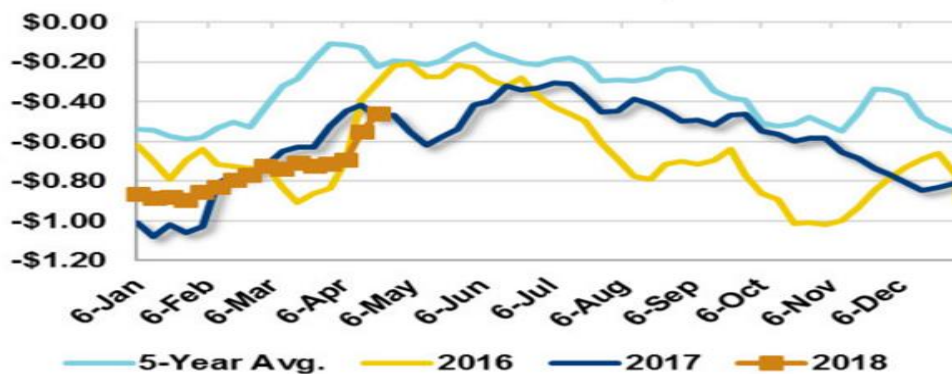
数据来源：兴证期货研发部

图 4：巴西圣保罗加油站含水乙醇与汽油比价



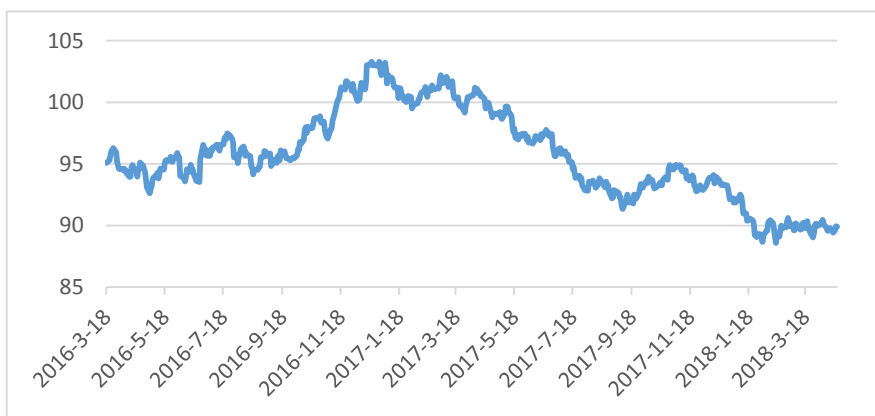
数据来源：wind，兴证期货研发部

图 5: 美国与巴西离岸乙醇价差 (美元/加仑)



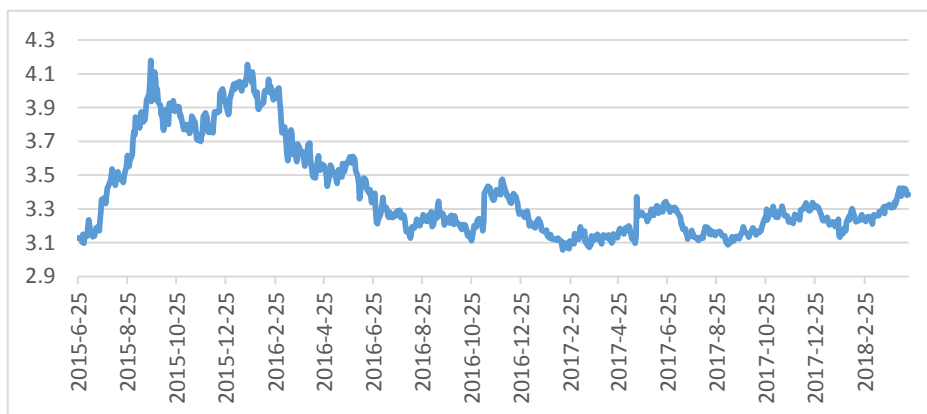
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 6: 美元指数



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 7: 美元兑雷亚尔



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2.2 短期反弹，中长期看空

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

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

但是多头的主要问题在于缺乏炒作题材，市场看空的氛围没有改变。近期广西现货继续下跌，并没有出现拐点的迹象。糖厂的销售策略很有可能是继续顺价销售。想要赌下半年的旺季行情，囤货挺价的糖厂、贸易商并不多。因此在没有新的题材下，想要靠现货价格对盘面形成支撑恐怕很难。换一个角度看，目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。另外从期末库存的角度看，目前的现货价格偏中性，现货价格缺乏向下的动力。对于多头来说，最重要的是缺乏新的题材。旺季消费，成本支撑，国储 1 月份没有出库等都是利多因素，但是不足以支撑起市场信心。

临储玉米拍卖火爆

2018年5月2日 星期三

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上月玉米、玉米淀粉期货行情震荡下跌。现货市场玉米价格、玉米淀粉价格下跌。

上月临储玉米拍卖正式开始，4月12日、13日开始首轮拍卖，首轮拍卖成交率90%以上，成交溢价221元/吨，成交率和成交溢价均较高，参与主体多为贸易商，随后几周成交率和成交溢价逐渐降低。自拍卖启动以来，每周计划拍卖量700万吨左右，截止4月27日，总计成交临储玉米1435万吨。下游企业大多仍有玉米库存，对于临储拍卖玉米多持观望态度，采购谨慎。生猪价格疲软，养殖业补栏积极性较低，玉米饲料需求偏弱。

临储拍卖玉米大量投放，玉米价格下跌，压制淀粉价格，淀粉企业开机率有所下降，但总体仍处于较高位置，淀粉需求处于淡季，下游企业采购谨慎，淀粉库存保持高位。

● 后市展望及策略建议

东北春耕开始进行，农户陆续清空余粮，华北地区麦收临近，贸易商抛粮也将增多，5月中下旬基层新粮基本消耗殆尽，下游企业也有一定的刚性补库需求，对于拍卖玉米的需求会逐渐增加。5月3日、4日计划拍卖量800万吨，投放力度加码，随着临储拍卖的继续以及成交玉米的陆续出库，后期玉米供给压力增加，拍卖溢价会继续收窄至底价。预计玉米价格偏弱运行，建议暂时观望，仅供参考。

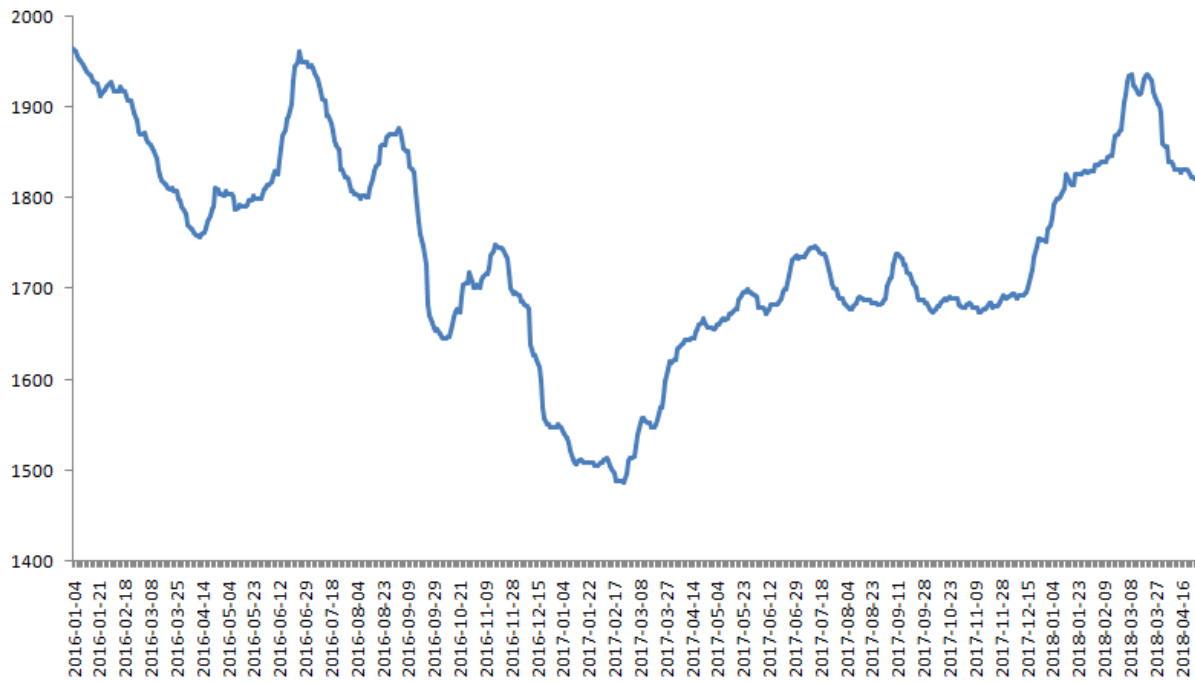
淀粉库存处于高位，货源供应充足，玉米价格走弱压制淀粉价格，6月青岛上合峰会可能对5月山东淀粉企业开机造成一定影响，预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱，建议暂时观望，仅供参考。

1. 玉米基本面

1.1 玉米现货价格

上月玉米价格下跌，月初临储玉米拍卖正式公布，4月12日、13日开始首轮拍卖，每周拍卖量700万吨左右，压制现货价格，深加工企业纷纷下调进厂收购价，玉米现货价格持续走弱。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）

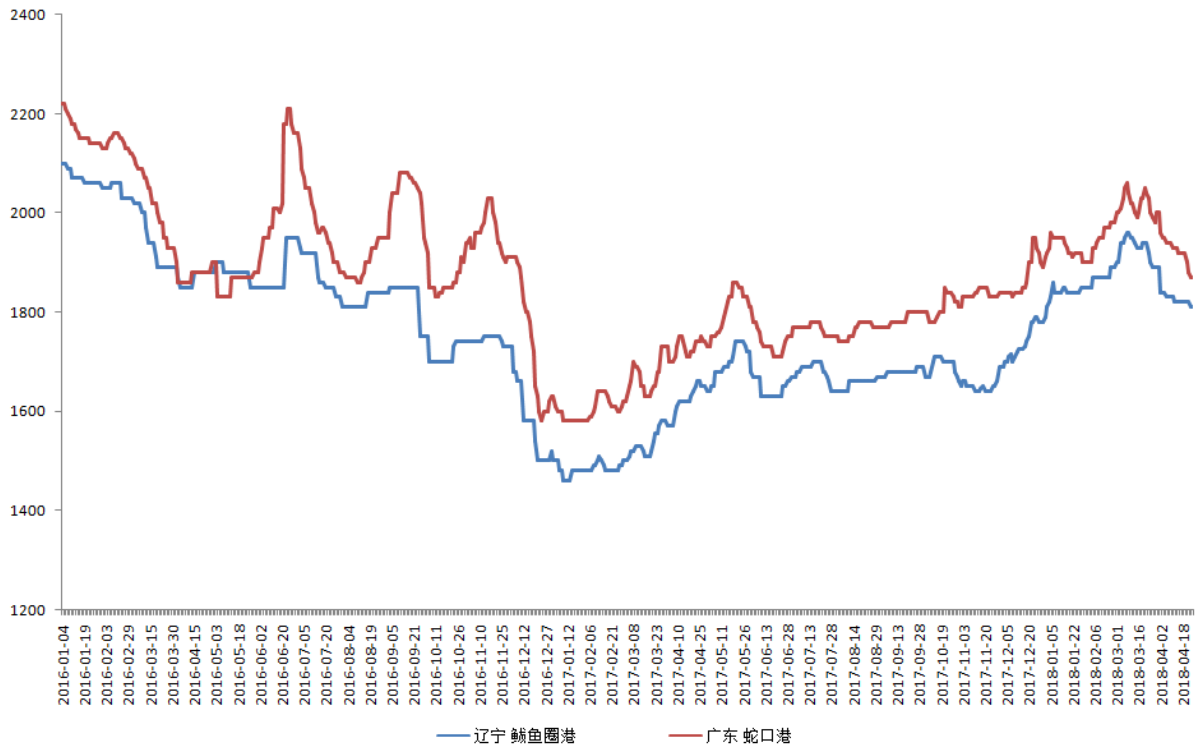


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

4月2日广东港口玉米价格1960元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1840元/吨，南北港口价差120元/吨，截至4月25日，广东港口玉米价格下跌至1870元/吨，鲅鱼圈港玉米价格下跌至1810元/吨，南北港口价差60元/吨，南北港口价差缩小60元/吨。

图2：南北港口玉米价格走势（元/吨）

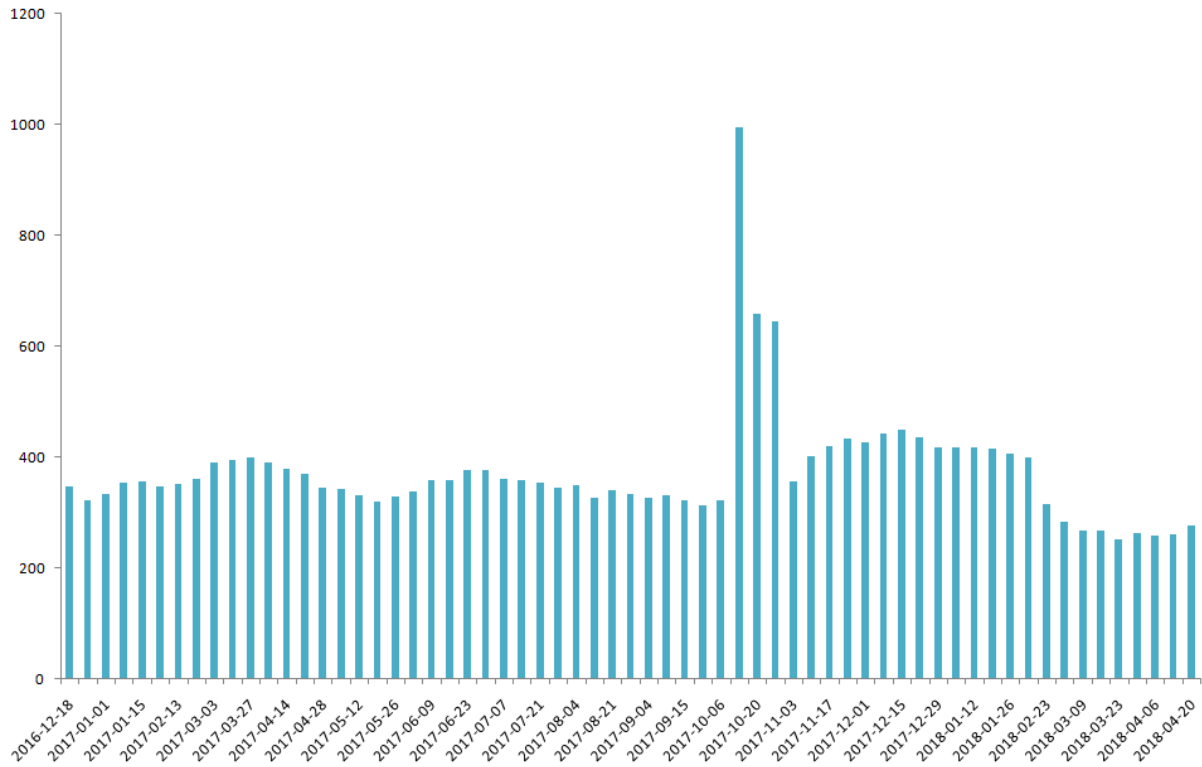


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.3 港口玉米供需情况

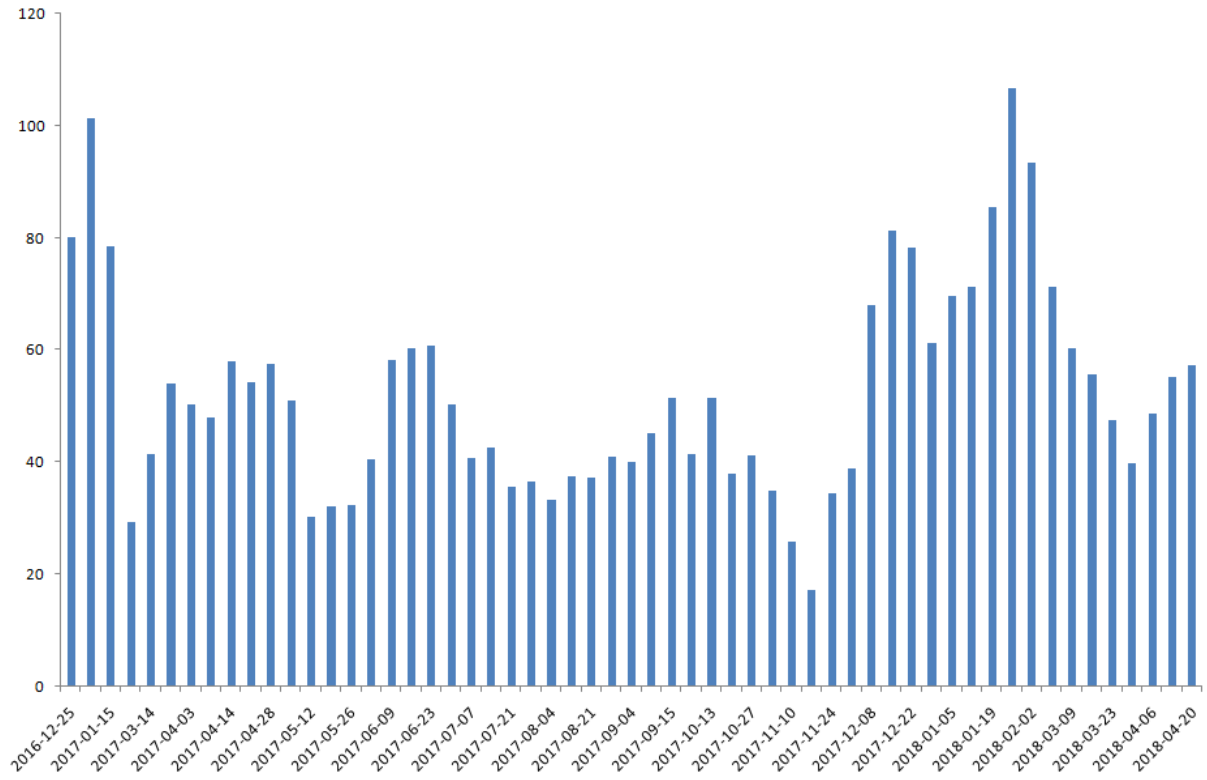
港口库存方面，上月北方港口库存增加 17 万吨，南方港口库存增加 9 万吨，港口库存处于上升趋势，临储拍卖每周 700 万吨进行中，打压现货市场，贸易商出货积极，现货价格走弱，港口玉米到货量增加。

图 3：北方港口玉米库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 4：南方港口玉米库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4 临储玉米拍卖

月初临储玉米拍卖正式公布，4月12日、13日开始首轮拍卖，首轮拍卖成交率90%以上，成交溢价221元/吨，成交率和成交溢价均较高，超出市场预期，随后几周成交率和成交溢价逐渐降低。自拍卖启动以来，每周计划拍卖量保持700万吨左右，截止4月27日，总计成交临储玉米1435万吨，5月3日、4日计划拍卖量800万吨，投放力度加码，随着临储拍卖的继续以及成交玉米的陆续出库，后期拍卖溢价会继续收窄，玉米供给压力增加。

表 1: 临储玉米拍卖结果

拍卖日期	生产年份	计划数量	成交数量	成交比率	最低价	平均价	溢价
2018-4-12	2013	239945	239945	100	1260	1380	120
	2014	3206952	2947684	91.91	1320	1484	164
	2015	143350	143350	100	1450	1586	136
	合计	3590247	3330979	92.77	1260	1481	221
2018-4-13	2013	301972	301850	99.95	1290	1471	181
2018-4-19	2014	2933208	2671689	91.08	1350	1514	164
	2015	24399	24399	100	1620	1626	6
	合计	2957607	2696088	91.15	1350	1515	165
2018-4-20	2014	3966884	2885935	72.75	1350	1414	64
2018-4-26	2014	2882508	2580478	89.52	1350	1492	142
	2015	100677	100627	100	1420	1597	177
	合计	2983185	2681155	89.87	1350	1496	146
2018-4-27	2013	1055	1055	100	1380	1420	40
	2014	3875805	2447438	63.14	1310	1392	82
	2015	68500					
	合计	3945360	2448493	62.06	1310	1392	82

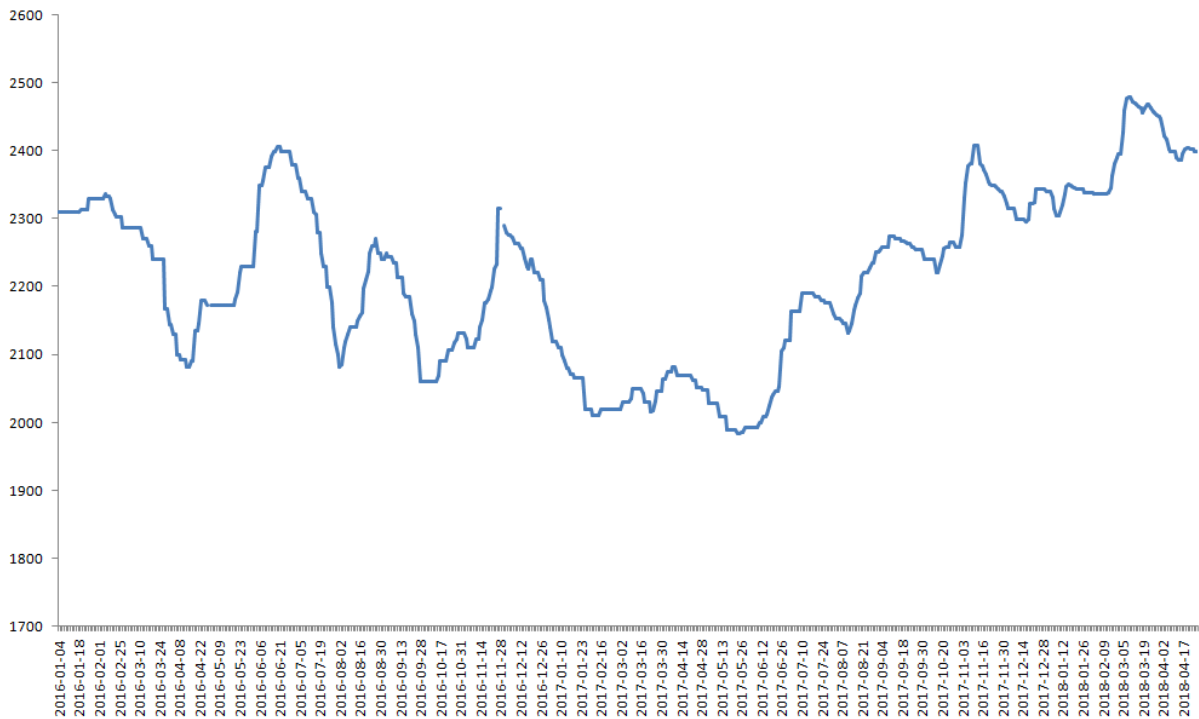
数据来源：国家粮食交易中心，兴证期货研发部

2. 玉米淀粉基本面

2.1 玉米淀粉价格

上月玉米淀粉现货价格下跌，月末略有反弹。临储拍卖玉米大量投放，玉米价格下跌，淀粉需求处于淡季，压制淀粉价格。

图 5：玉米淀粉现货价格走势（元/吨）

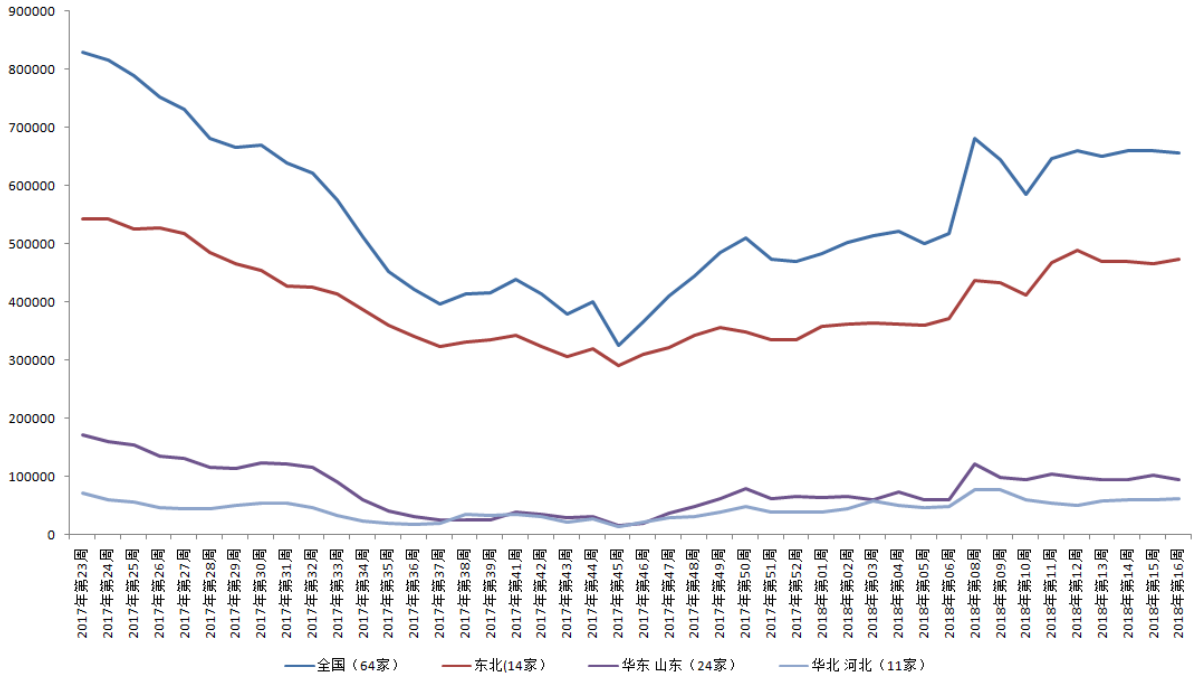


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2 企业玉米淀粉库存

据调查的 64 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 660150 吨，月末玉米淀粉库存总量 657000 吨，库存下降 0.48%。淀粉下游需求处于淡季，临储拍卖进行 3 周，下游企业采购谨慎，淀粉库存保持高位。

图 6：64 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计（单位：吨）

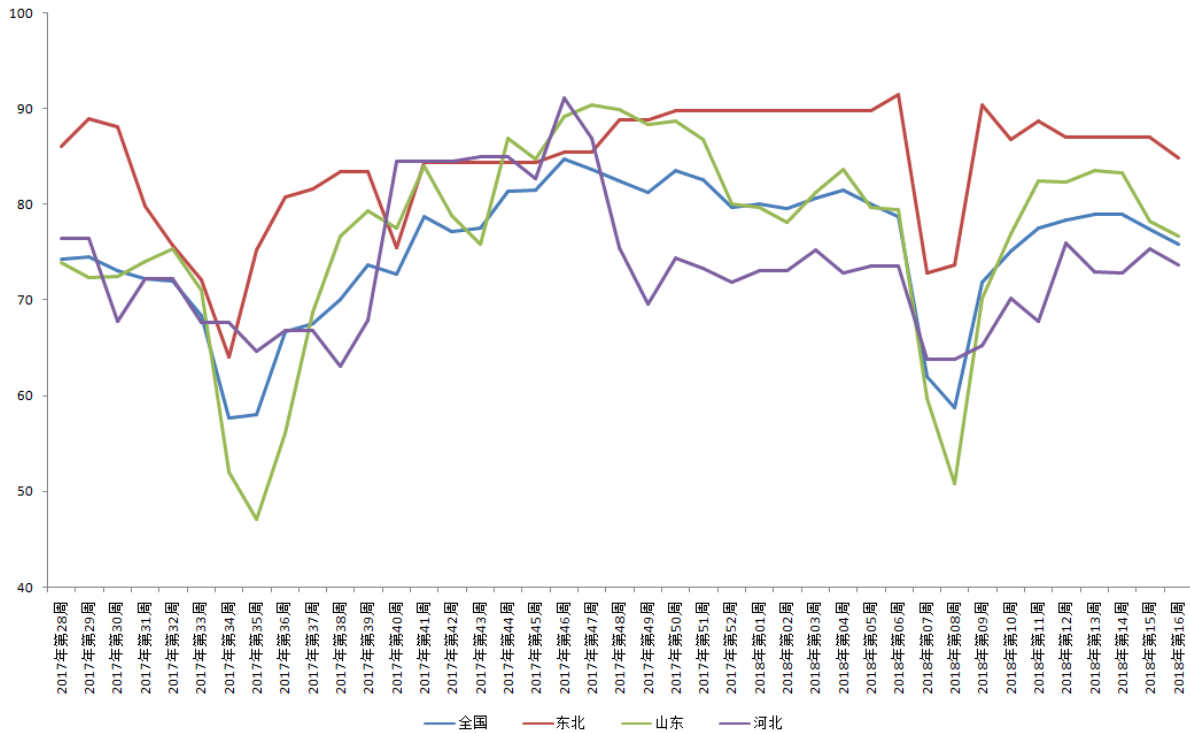


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.3 玉米淀粉企业开机率

据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月初玉米淀粉企业开机率 79.01%，月末开机率 75.88%，淀粉企业开机率下降 3.13%，部分厂家由于资金等问题，出现减产停机状况，开机率有所下降，但总体仍处于较高位置。

图 7：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

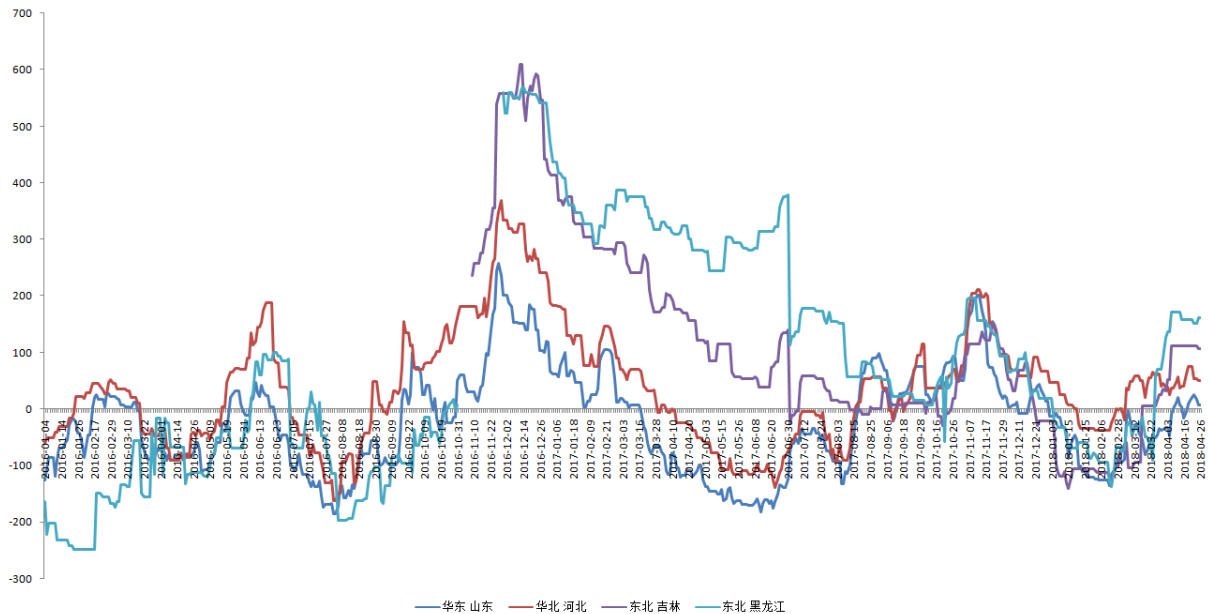


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润总体好转，大部分地区加工利润处于盈亏平衡线以上。随着玉米价格下跌，淀粉生产成本下降，淀粉加工副产品价格好转，支撑加工利润上升。东北地区黑龙江、吉林有补贴政策支持，加工利润好于华北地区。

图 8：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

分析师承诺

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

免责声明

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

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

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

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

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