



兴证期货研发部 2018 年 11 月理财月报 目录

股指期货	2
反弹难言反转 期指或冲高回落	2
国债期货	21
关注中美贸易和谈进展，期债或先抑后扬	21
有色金属·铜	32
电网投资回暖，铜价有望反弹	32
有色金属·铝	42
基本面供需双弱，去库存恐难以延续	42
铁矿石&螺纹钢	51
震荡为主	51
焦煤焦炭	63
焦煤震荡偏强运行，焦炭短期震荡	63
动力煤	77
煤市或旺季不旺，动煤仍存回落压力	77
原油	89
伊朗制裁生效后，11 月油价可能短期上行后回调	89
天然橡胶	102
创下年内新低	102
PTA	120
需求难快速提升，TA 随成本波动	120
豆类油脂	132
贸易谈判现转机，油脂震荡走弱	132
白糖	145
震荡调整	145
玉米&玉米淀粉	151
高位震荡	151
分析师承诺	162
免责声明	162

反弹难言反转 期指或冲高回落

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号: F0286569

投资咨询资格号: Z0010856

尚芳

从业资格号: F3013528

投资咨询资格号: Z0013058

高歆月

从业资格号: F3023194

投资咨询资格号: Z0013780

联系人: 高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月共18个交易日,市场先抑后扬,十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温,沪指继续向下破位,一度触及2449点,随后国内出台多项维稳政策,股市探底回升。整体来看,行业集体收跌,食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌。最终,10月上证综指下跌7.75%,创业板指下跌9.62%。

三大期指集体收跌,IC跌幅较大,IH跌幅较小。量能方面,三大品种成交量及持仓量继续增加,持仓均创年内新高。基差方面,期现价差冲高回落,IF合约维持在平水状态震荡,远-近月价差窄幅震荡,IH各合约升水有所收窄,远-近价差呈现冲高回落,IC合约月下旬贴水小幅走扩,远-近月价差震荡走弱。跨品种套利方面,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

● 后市展望及策略建议

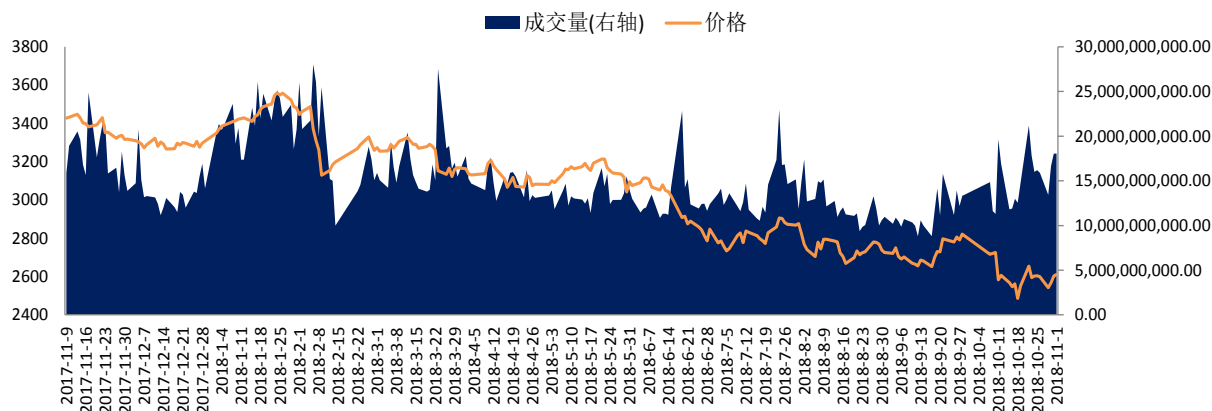
综合来看,中国经济增长的短期压力进一步显现,企业盈利增速下滑,政策面则继续加强对冲,多股力量集体“排雷”民企风险,公司法完善上市公司回购制度,并购重组市场松绑等利好释放,政策底部已成为市场共识。从估值水平来看,指数估值继续下降,提供长线安全边际,我们认为中长期来看未来上行空间大于下行风险。目前政策底已现,政策对冲预期较强,前期悲观情绪将继续修正,风险偏好有所回升。我们认为此次反弹仍有上行空间,但宏观经济下行及企业盈利增速下滑,叠加外部贸易摩擦风险,中长期来看系统性风险尚存,反弹至反转还需更多积极因素积累,预计十一月走势或冲高回落,随着股指期货期现价差走强至平水位置,继续看好阿尔法策略,偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

1. 股票现货市场回顾

1.1 股票指数先抑后扬

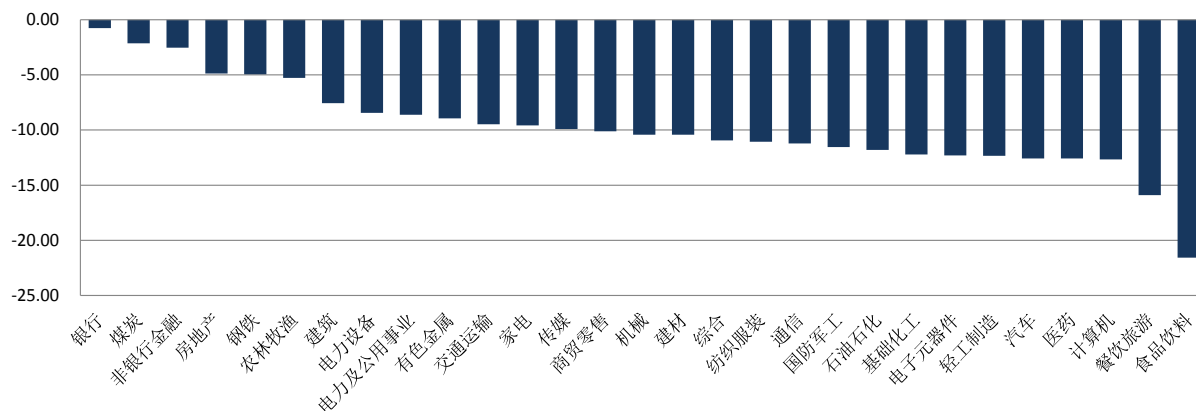
10月共18个交易日，纵观十月行情，市场先抑后扬，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指继续向下破位，一度触及2449点，随后国内出台多项维稳政策，股市探底回升。国内宏观经济延续下滑趋势，但政策暖风频吹，提振市场信心，预期有所好转。整体来看，行业集体收跌，食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌，银行、煤炭、非银金融及房地产跌幅较小。最终，10月上证综指下跌7.75%至2602.78点，创业板指下跌9.62%至1275.57点，三大指数中沪深300指数下跌8.29%至3153.82点，上证50指数下跌5.97%至2451.12点，中证500指数大跌11.00%至4272.55点。

图1：上证综指价格及成交量



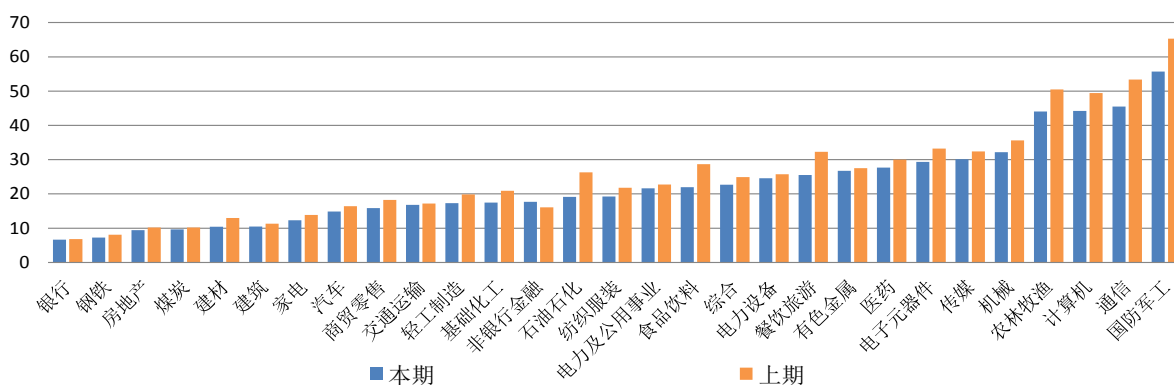
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：行业动态市盈率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：我国及全球市场近期表现

	指数水平	价格收益率		%高于或低于日均线	
		最近一周	年至今	30日	60日
我国主要指数					
沪深300指数	3183.435	-0.3403976	-21.02333	1.42%	2.99%
上证综指	2610.881	0.2719656	-21.05397	1.72%	3.27%
深证综指	1315.69	1.770447	-30.72924	2.45%	7.15%
上证50	2462.518	-0.9086413	-13.9111	0.19%	-0.07%
中证500	4315.532	1.915518	-30.96054	3.37%	8.39%
上海B股	273.7272	1.479672	-19.91895	0.99%	2.81%
深圳B股	881.2738	-0.1188579	-24.25262	4.21%	9.06%
恒生指数	25421.35	1.707935	-15.03318	3.26%	5.99%
国企指数	10275.56	0.9728281	-12.24446	1.75%	3.09%
MSCI全球指数表现					
亚洲市场	149.489	1.77965	-13.99346	4.91%	6.94%
亚洲市场除日本	583.9876	0.7262062	-18.1456	5.22%	8.52%
美国市场	2579.96	2.149937	1.390402	3.89%	5.05%
欧洲市场	122.2606	2.380124	-6.96291	2.02%	3.51%
日本市场	984.04	2.952438	-8.453735	4.81%	4.20%
沪深300分类指数					
能源	1725.885	-0.7318708	-11.04314	3.73%	1.38%
材料	1866.75	1.939049	-28.8623	3.96%	8.41%
工业	1924.68	2.139951	-26.50456	1.16%	3.67%
可选	4271.356	-1.823755	-28.27995	4.89%	8.06%
消费	11068.37	-6.991708	-26.21451	13.43%	15.14%
医药	8966.093	2.678911	-10.99875	3.97%	9.65%
金融	5633.835	-0.8224238	-12.8711	-2.85%	-3.94%
信息	1495.947	0.7026443	-35.39212	5.05%	13.04%
电信	2102.893	-2.689158	-39.89249	6.12%	10.36%
公用	1724.975	0.8234707	-11.01822	1.98%	3.42%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2. 股指期货市场回顾

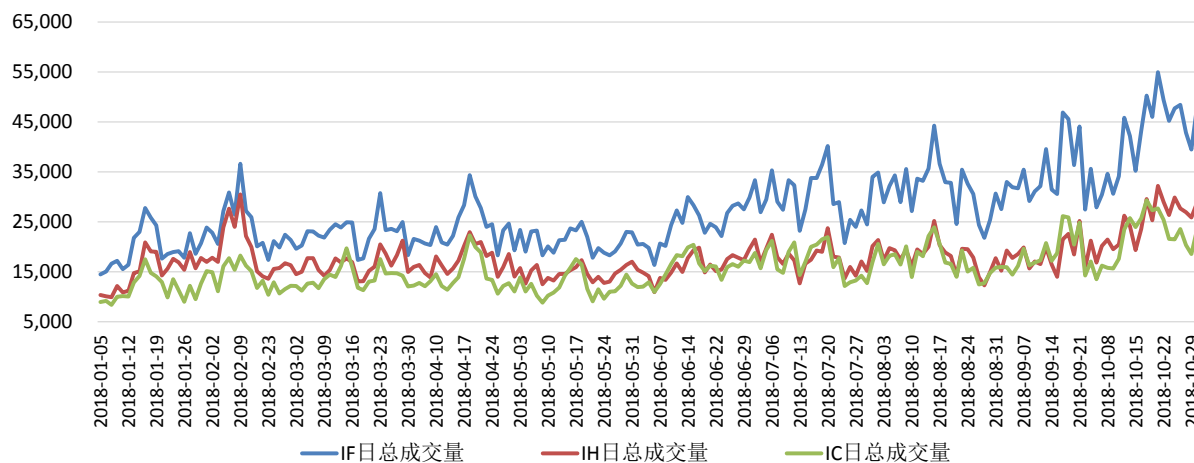
2.1 三大期指集体收跌，IC 跌幅较大

截止到10月31日，以收盘价计算，各期货合约集体走弱，其中IH跌幅较小，IC跌幅较大。IF1811月跌8.27%至3151.0点；IF1812合约月跌8.39%至3150.0点；IF1903收跌8.24%至3152.4点；合约IF1906收盘至3152.8点。IH1811合约下跌6.17%至2450.4点；IH1812下跌6.11%至2453.4点；IH1903下跌5.94%收盘至2466.4点；合约IH1906收盘至2470.0点。IC1811合约下跌10.96%至4252.0点；IC1812下跌10.85%至4233.0点；IC1903下跌11.00%收盘至4175.0点；合约IC1906收盘至4123.0点。

2.2 期指成交量继续走高，IH 增幅较大

整体来看，10月期指成交量均有增加，其中IH合约增幅较大，IF、IH、IC 10月日均成交量较9月均值分别增长了27.12%、38.60%、24.26%。截止到10月31日，IF1811合约成交了36.70万手；IF1812合约成交了12.78万手；IF1903合约成交了1.73万手；IF1906合约成交937手。IH1811合约成交了22.36万手；IH1812合约成交了6.64万手；IH1903合约成交了5292手；IH1906合约成交519手。IC1811合约成交了18.56万手；IC1812合约成交了6.86万手；IC1903合约成交1.12万手；IC1906合约成交1176手。

图 4：股指期货成交量



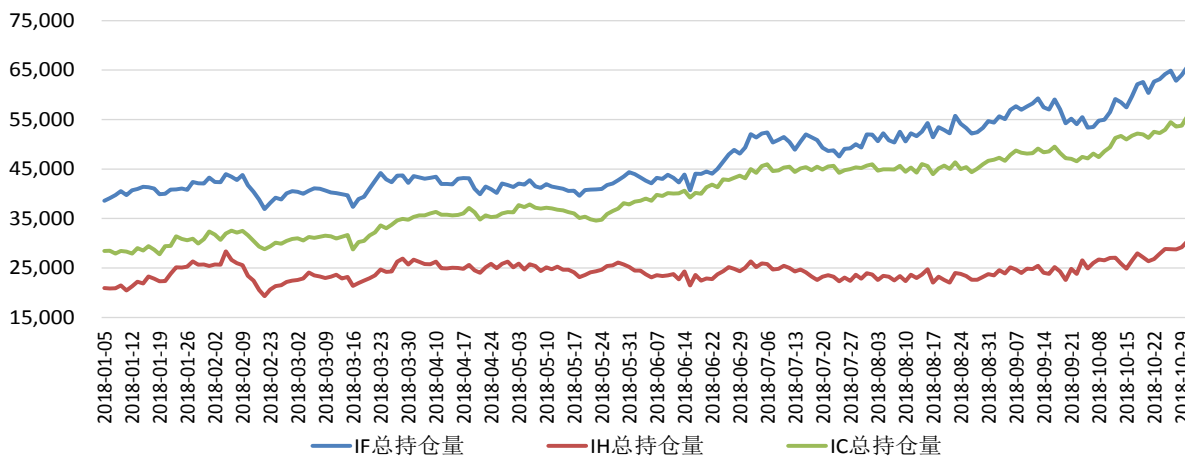
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 三大期指持仓均有增加，创年内新高

整体来看，10月三大期指持仓量均有所增加，IF、IH、IC 10月日均持仓量较9月均值分别增加8.46%、12.07%、8.79%，同时IF、IH、IC 10月末整体持仓较9月末分别增加20.46%、

11.38%、15.19%。截至 10 月 31 日，合约 IF1811 持仓 3.18 万手；IF1812 持仓 2.54 万手；IF1903 持仓 6715 手；IF1906 持仓 458 手。合约 IH1811 持仓 1.84 万手；IH1812 持仓 8668 手；IH1903 持仓 1641 手；IH1906 持仓 301 手。合约 IC1811 持仓 2.23 万手；IC1812 持仓 2.49 万手；IC1903 持仓 7598 手；IC1906 持仓 621 手。

图 5：股指期货持仓量

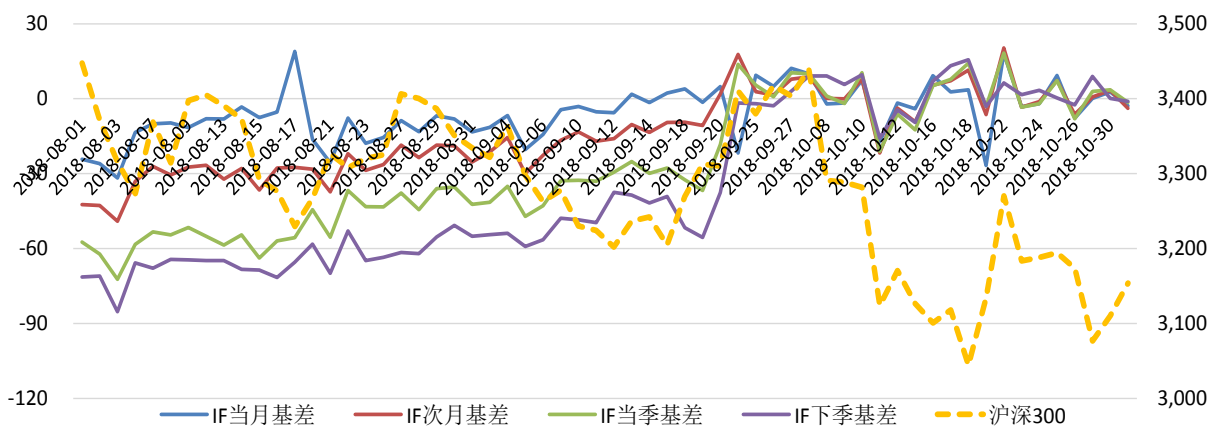


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 期现价差冲高回落，IF 延续平水状态震荡

整体来看，期现价差冲高回落，IF 合约维持在平水状态震荡，IH 各合约升水有所收窄，IC 合约月下旬贴水小幅走扩，截止 10 月 31 日，IF 主力、IH 主力、IC 主力分别贴水 0.09%、0.03%、0.48%。

图 6：IF 各合约期现基差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势

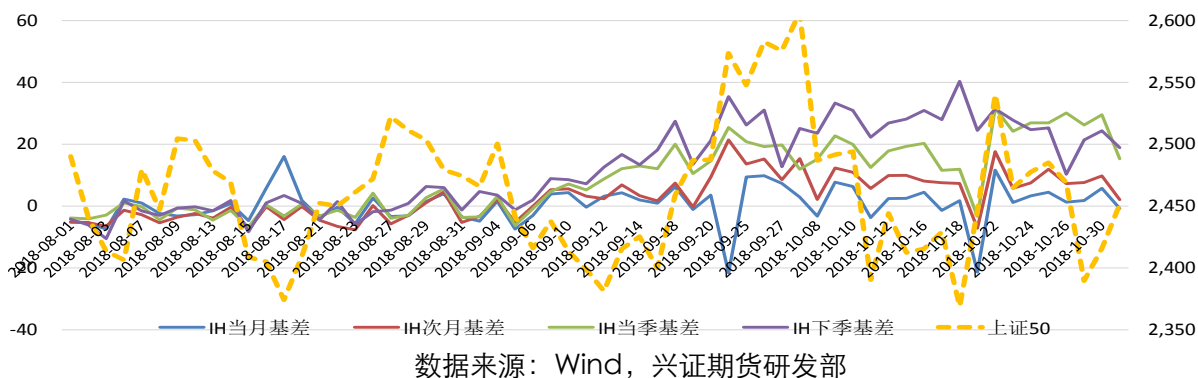
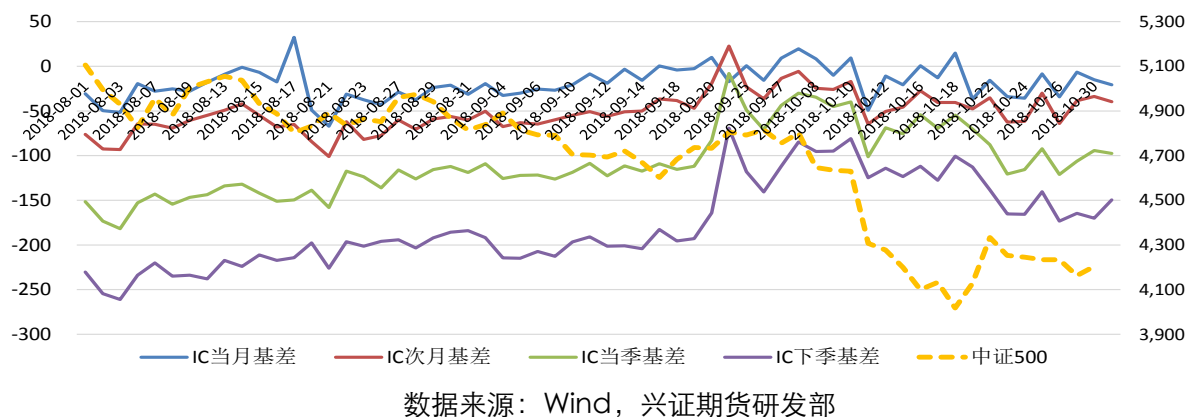


图 8: IC 各合约期现基差走势



2.5 IC 远-近价差再度走弱

整体来看, 三大期指远-近价差走势不一, 其中 IF 远-近月价差窄幅震荡, IH 远-近价差呈现冲高回落, IC 远-近月价差则震荡走弱。

图 9: IF 各合约跨期价差走势

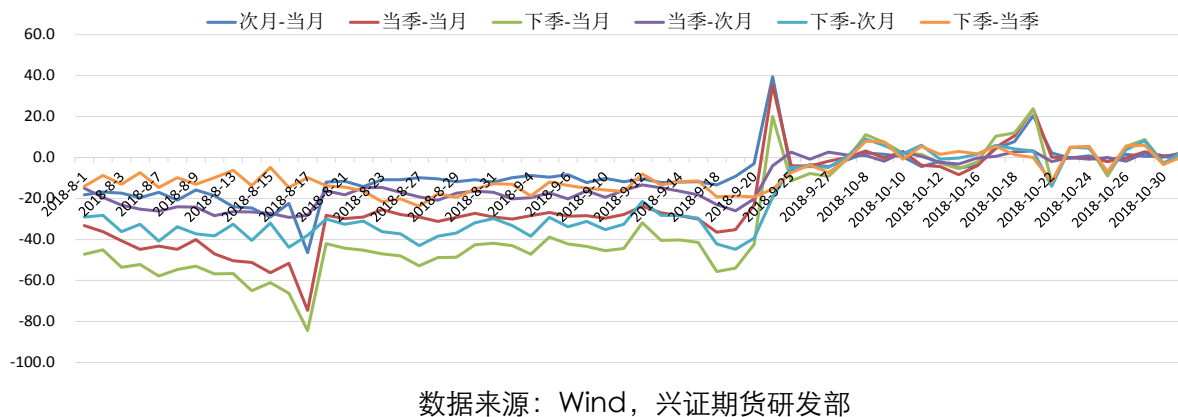
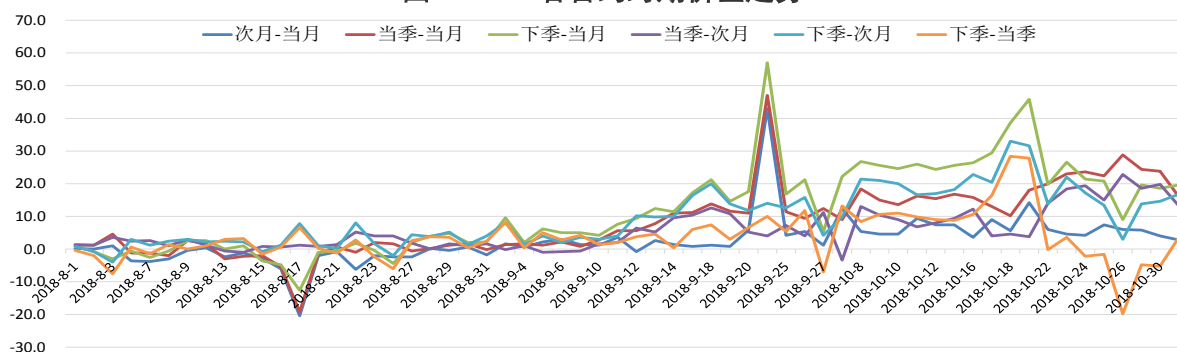
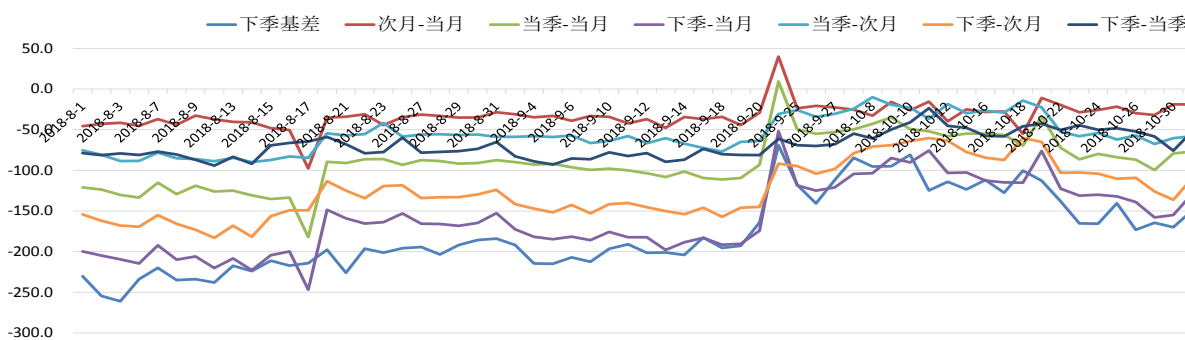


图 10: IH 各合约跨期价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IC 各合约跨期价差走势

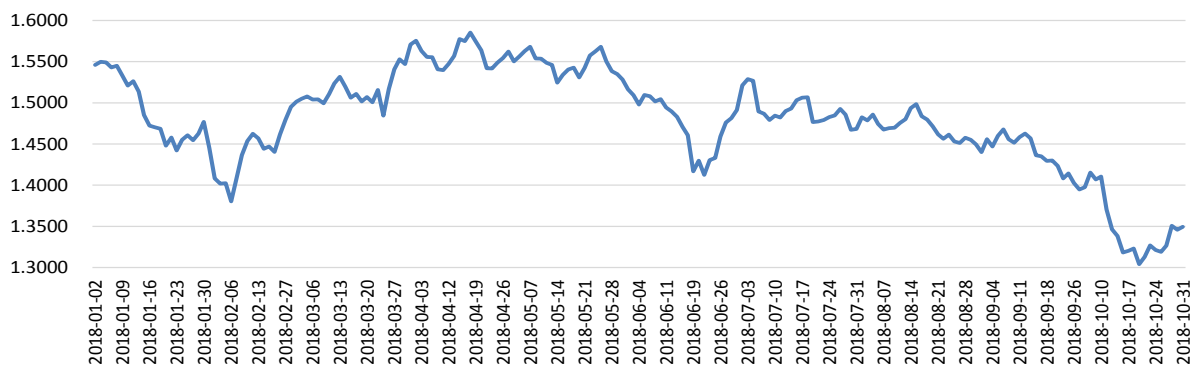


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 跨品种比值超跌反弹

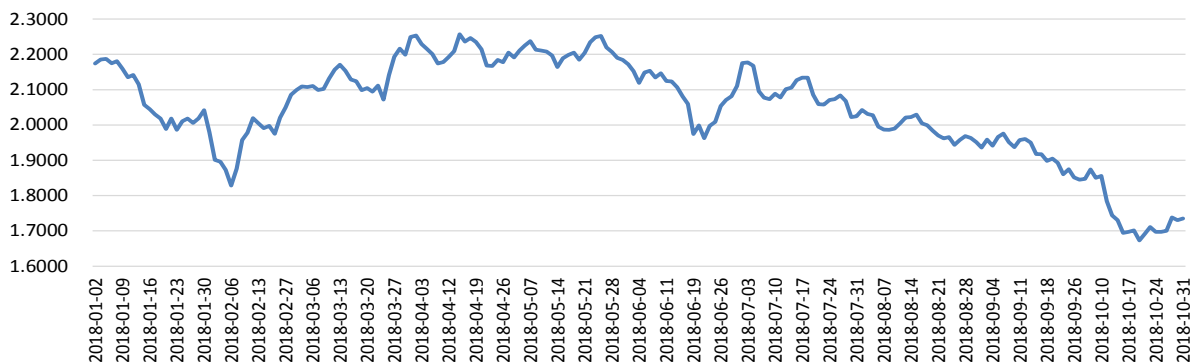
十月 IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值超跌反弹，但整体延续弱势。截至 10 月 31 日，IF/IH 主力合约点数比值下跌 2.70% 回落至 1.2859，IC/IF 主力合约点数比值下跌 3.46% 降至 1.3494，IC/IH 主力合约比值下跌 6.06% 降至 1.7352。

图 12: IC/IF 主力合约比值走势



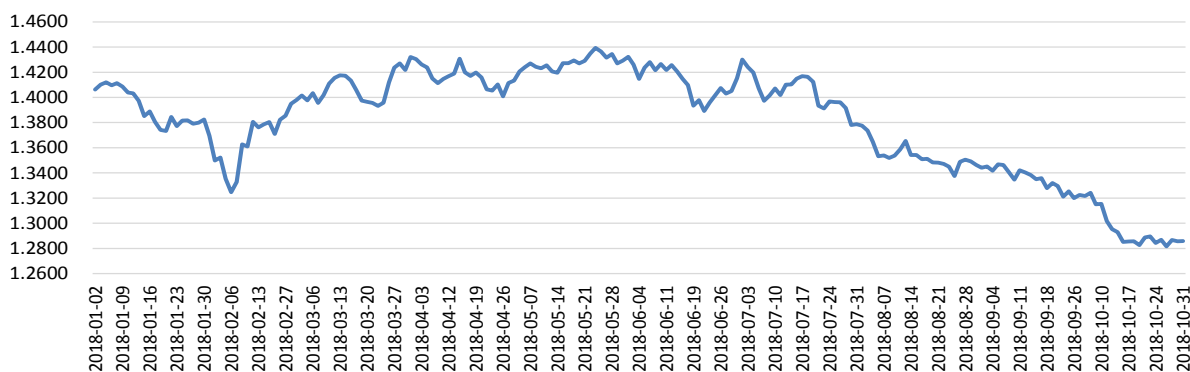
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IF/IH 主力合约比值走势

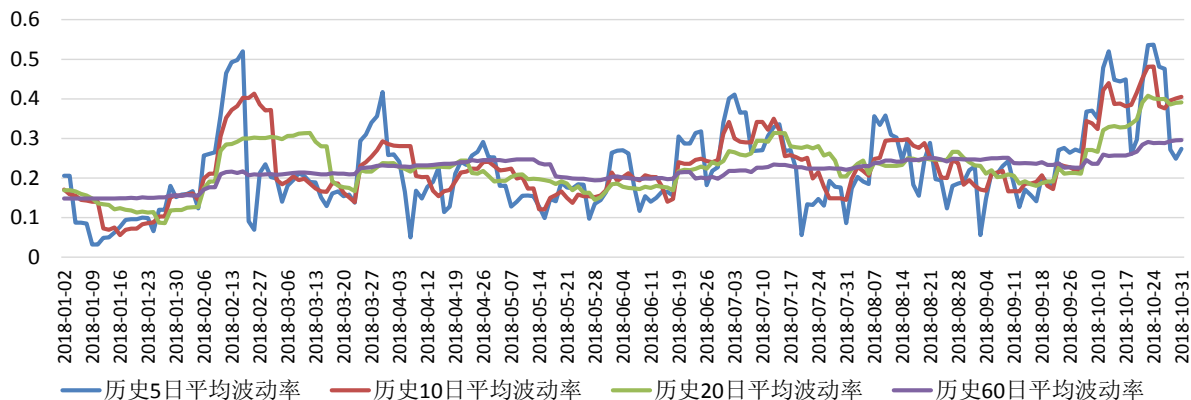


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.7 期指短期波动率冲高回落

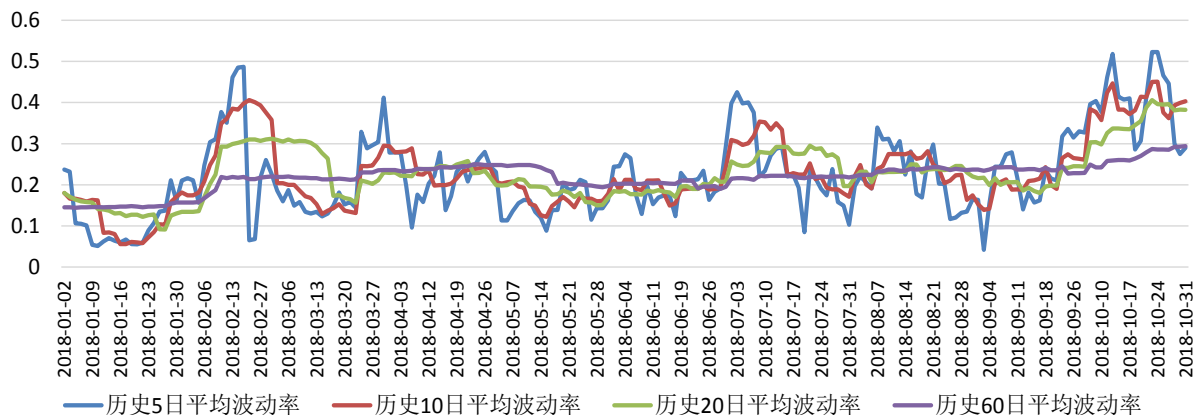
综合来看, 股指期货市场短期波动率冲高回落, 长期波动率小幅抬升。

图 15: IF 主力波动率走势



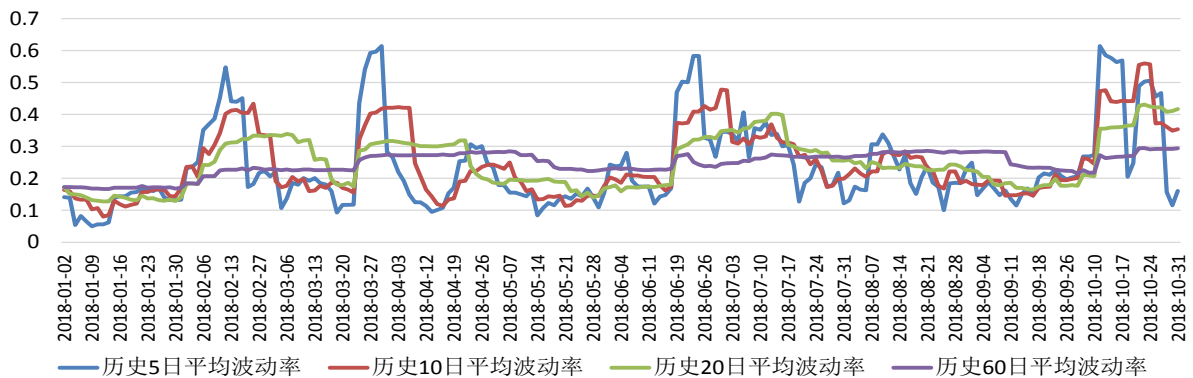
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: IH 主力波动率走势



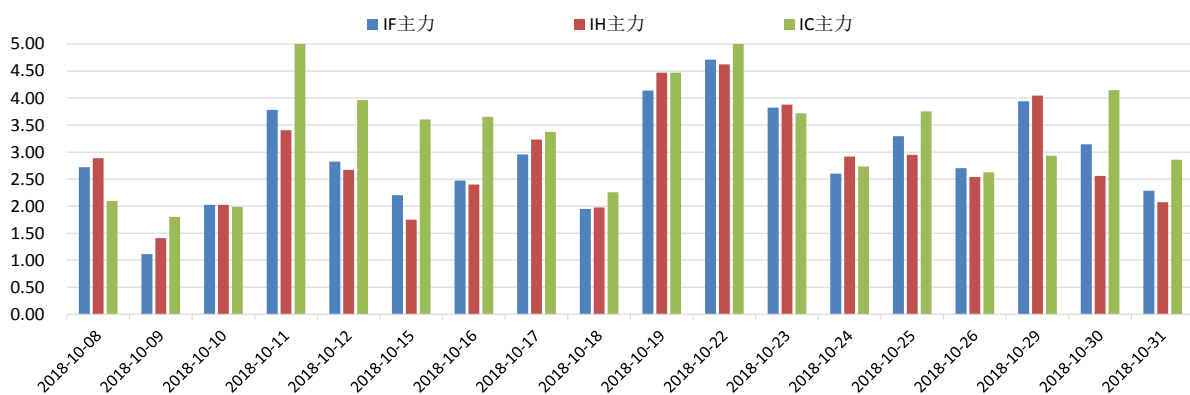
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: IC 主力波动率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 三大期指主力日内振幅%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.市场基本面分析

3.1 宏观数据延续下滑，静候政策效果显现

从国内经济的宏观层面来看，十月发布的经济数据整体延续下滑趋势，未来经济依然承压。

首先，中国国家统计局公布的数据显示中国三季度 GDP 增速为 6.5%，低于预期的 6.6%，且不及前值的 6.7%，三季度经济超预期下行，创 2009 年一季度以来的低点。

但消费、投资及出口数据均有消费回升。消费方面，9 月数据有所回升，但三季度整体表现低迷。中国 9 月社会消费品零售总额增速达到 9.2%，略高于前值和预期的 9%；1-9 月份，社会消费品零售总额同比增长 9.3%，增速比上半年回落 0.1 个百分点。

投资方面，1-9 月城镇固定资产投资增速为 5.4%，增速比 1-8 月份小幅回升 0.1 个百分点，结束了自今年初以来逐月回落的态势。制造业成为拉动投资增长的重要动力，1-9 月制造业投资同比增长 8.7%，增速比 1-8 月份提高 1.2 个百分点，比去年同期高 4.5 个百分点。同时民间投资继续保持较快增长，1-9 月民间投资同比增长 8.7%，增速持平 1-8 月，比去年同期高 2.7 个百分点。

出口方面增速上升，抢出口效应明显。按美元计，中国 9 月出口同比增长 14.5%，预期增长 8.2%，前值 9.8%，虽然全球经济边际放缓，但中国出口逆势上升，且对美出口增速连续 5 个月保持在 11% 以上。但由于内需疲软和人民币贬值，进口增速回落，9 月进口同比增长 14.3%，预期增长 15.3%，前值 20%。

但工业生产数据整体维持下滑态势。9 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，比 8 月份回落 0.3 个百分点；9 月工业企业利润同比增长 4.1%，增速比 8 月份放缓 5.1 个百分点，刷新 2018 年 3 月以来新低。PPI 及制造业 PMI 数据亦有不同程度下滑，9 月 PPI 同比上涨 3.6%，创 5 个月新低，前值 4.1%，10 月官方制造业 PMI 为 50.2%，较 9 月环比回落 0.6%，主要分项中，新订单、生产、原材料库存分项指数分别较上期减少 1.2、1.0、和 0.6 个百分点，出口订单指数 10 月下滑至 46.9%，已经连续 5 个月低于枯荣线，处于 2015 年 12 月以来最低值，出口压力或在明年显现。

另外，10 月 31 日，A 股市场上市公司三季报披露收官，整体盈利增速下滑。净利润方面，上证 A 股和深证主板仍旧实现两位数以上的同比增幅，但中小企业板和创业板的同比增幅均为个位数，中小板业绩连续四个季度下滑，创业板的同比增幅仅在 2% 左右。

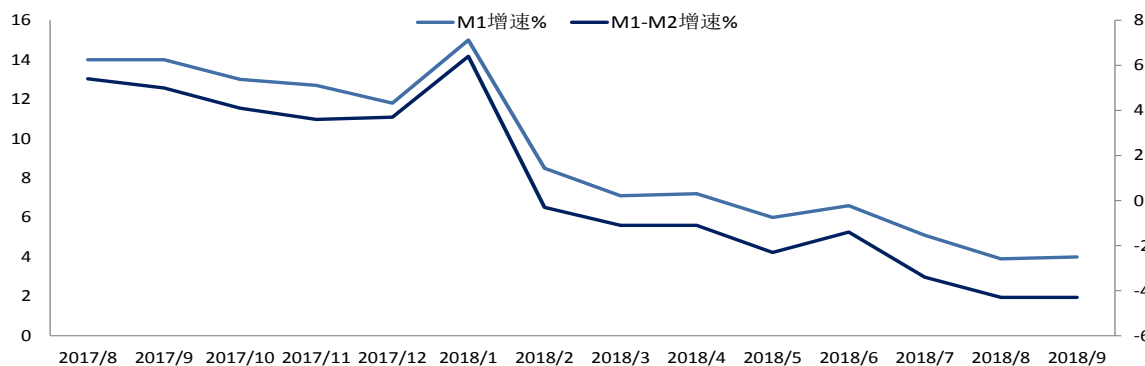
宏观基本面走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。

表 2: 近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
10/07/2018 12:12	Reserve Requirement (Major Ban	7-Oct	--		14.50%	15.50% --
10/07/2018 16:02	外汇储备	Sep	\$3105.00b	\$3087.03b		\$3109.72 -- b
10/08/2018 09:45	财新中国PMI综合	Sep	--		52.1	52 --
10/08/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Sep	51.4		53.1	51.5 --
10/12/2018 10:53	贸易余额	Sep	\$19.20b	\$31.69b		\$27.89b \$26.65b
10/12/2018 10:53	贸易余额人民币	Sep	136.20b	213.23b		179.75b 171.41b
10/12/2018 10:53	出口同比人民币	Sep	9.20%		17.00%	7.90% 7.30%
10/12/2018 10:53	进口同比人民币	Sep	15.20%		17.40%	18.80% 18.70%
10/12/2018 10:53	出口同比	Sep	8.20%		14.50%	9.80% 9.10%
10/12/2018 10:53	进口同比	Sep	15.30%		14.30%	20.00% 19.90%
10/16/2018 09:30	PPI同比	Sep	3.50%		3.60%	4.10% --
10/16/2018 09:30	CPI 同比	Sep	2.50%		2.50%	2.30% --
10/17/2018 16:01	货币供应M1年同比	Sep	3.90%		4.00%	3.90% --
10/17/2018 16:01	货币供应M0年同比	Sep	3.50%		2.20%	3.30% --
10/17/2018 16:02	New Yuan Loans CNY	Sep	1358.7b	1380.0b		1280.0b --
10/17/2018 16:02	货币供应M2同比	Sep	8.30%		8.30%	8.20% --
10/17/2018 16:03	Aggregate Financing CNY (Old)	Sep	1553.5b	2210.0b		1520.0b --
10/17/2018 16:03	总融资人民币	Sep	--	2205.4b		1928.6b --
10/18/2018 15:00	外国直接投资同比人民币	Sep	--		8.00%	1.90% --
10/19/2018 10:00	GDP 同比	3Q	6.60%		6.50%	6.70% --
10/19/2018 10:00	GDP经季调季环比	3Q	1.60%		1.60%	1.80% 1.70%
10/19/2018 10:00	GDP年迄今同比	3Q	6.70%		6.70%	6.80% --
10/19/2018 10:00	零售销售额同比	Sep	9.00%		9.20%	9.00% --
10/19/2018 10:00	社会消费品零售	Sep	9.30%		9.30%	9.30% --
10/19/2018 10:00	工业产值 同比	Sep	6.00%		5.80%	6.10% --
10/19/2018 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Sep	6.40%		6.40%	6.50% --
10/19/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Sep	5.30%		5.40%	5.30% --
10/19/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Sep	--		4.90%	5.00% --
10/20/2018 09:30	New Home Prices MoM	Sep	--		1.00%	1.49% --
10/23/2018 14:00	Swift全球支付人民币	Sep	--		1.89%	2.12% --
10/25/2018 16:08	中国银行结售汇 - 银行代客	Sep	--	-110.3b		-63.3b --
10/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Sep	--		4.10%	9.20% --
10/30/2018 10:00	彭博10月中国调查 (表格)					
10/31/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Oct	54.6		53.9	54.9 --
10/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Oct	50.6		50.2	50.8 --
10/31/2018 09:00	综合PMI	Oct	--		53.1	54.1 --
11/01/2018 09:45	财新中国PMI制造业	Oct	50		50.1	50 --
11/05/2018 09:45	财新中国PMI综合	Oct	--	--		52.1 --
11/05/2018 09:45	财新中国PMI服务业	Oct	52.8	--		53.1 --
11/05/2018	经常账户余额	3Q P	--	--		\$5.3b --
11/07/2018	外汇储备	Oct	--	--		\$3087.03 -- b
11/08/2018	出口同比人民币	Oct	--	--		17.00% --
11/08/2018	进口同比人民币	Oct	--	--		17.40% --
11/08/2018	贸易余额	Oct	--	--		\$31.69b \$31.70b
11/08/2018	进口同比	Oct	--	--		14.30% --
11/08/2018	出口同比	Oct	--	--		14.50% --
11/08/2018	贸易余额人民币	Oct	--	--		213.23b --
11/08/2018 11/18	外国直接投资同比人民币	Oct	--	--		8.00% --

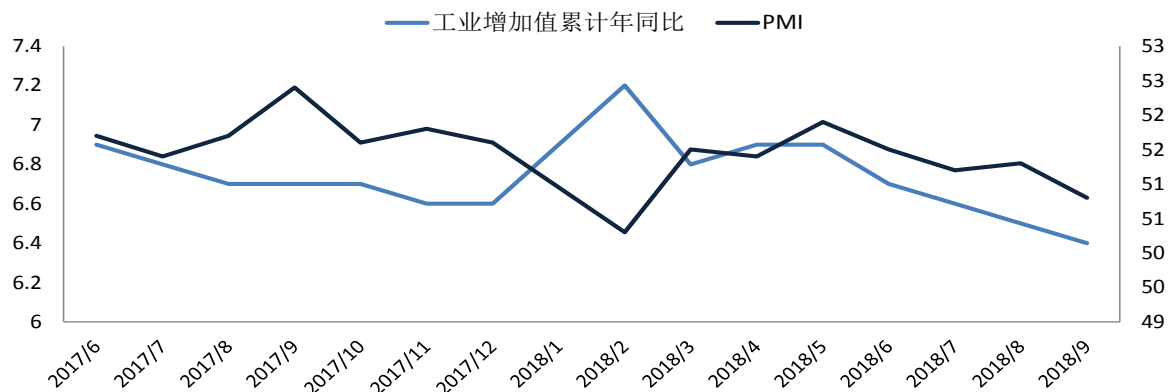
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: M1、M2 增速



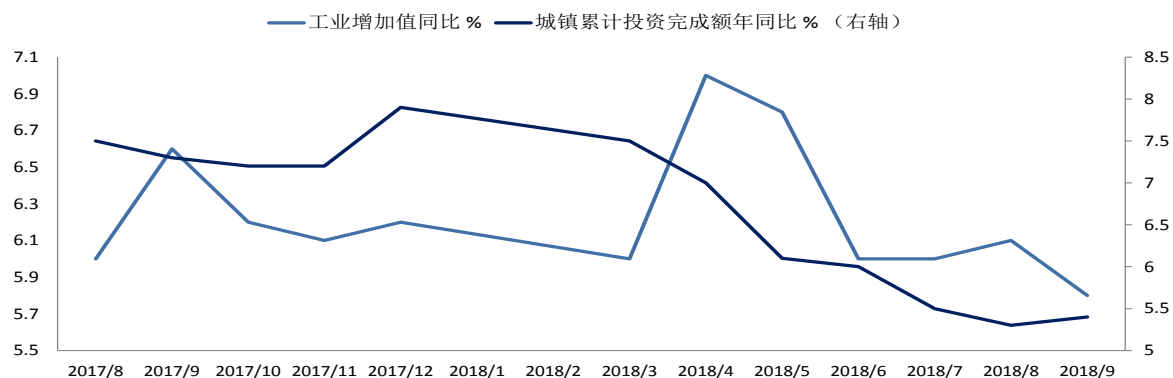
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 20: PMI 以及工业增加值 走势图



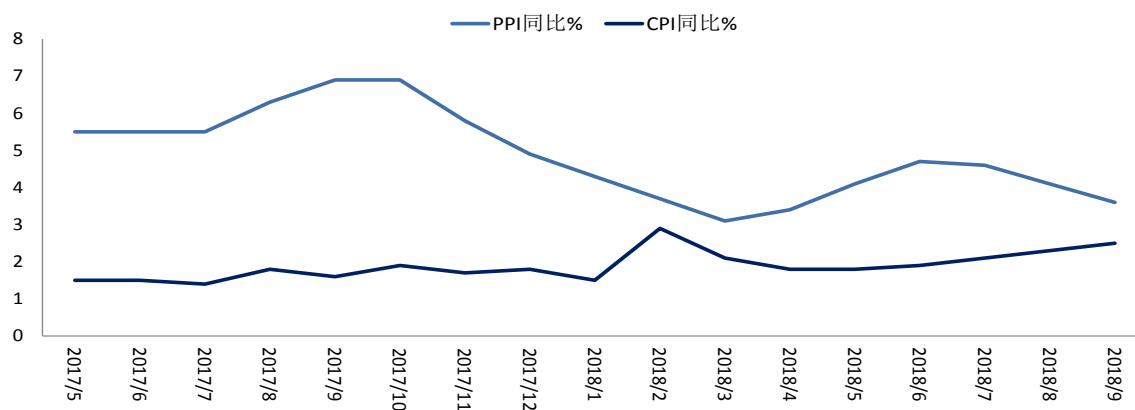
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 21: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 22: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.2 呵护政策密集出台，市场风险偏好修复

10 月宏观基本面继续承压，且海外股市大幅震荡干扰下，市场避险情绪及对质押风险的担忧再度升温，但监管层密集释放积极信号，政策暖风频吹，政策底部已成为市场共识，市场风险偏好逐步修复。

首先，市场担忧的质押风险得到上层高度重视，监管层、国资机构、地方政府集体“排雷”，支撑民企融资的利好密集释放。10 月 22 日晚，国务院常务会议决定，运用市场化方式支持民营企业债券融资，央行推出民营企业债券融资支持工具，并鼓励其发行信用风险缓释工具、担保增信对中小民企债券做信用支持，另外央行再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。11 月 2 日，证监会宣布开展交易所债券市场信用保护工具的试点，支持民营企业融资，当日国泰君安证券和中信证券成为首批信用保护卖方，共达成红狮控股集团及金诚信 2 笔信用保护合约交易。同时各地政府也行动起来，北京、深圳、上海、山东、河南等地纷纷通过专项资金救援、国资参股上市公司等多种形式，纾困当地上市公司的流动性危机。另外，银保监会表示鼓励险资等长期资金参与化解质押流动性风险，就《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，主要就取消保险资金开展股权投资的范围限制等内容进行修改。证券业协会组织推动证券公司设立证券行业资管计划。11 月 2 日，证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划全面启动，资金规模从意向出资 210 亿，追加为出资 255 亿。

与此同时，上层积极推进完善上市公司回购制度。10 月 26 日〈中华人民共和国公司法〉修订正式通过，修订内容主要包括三方面：一是补充完善允许股份回购的情形，将“将股份奖励给本公司职工”修改为“将股份用于员工持股计划或者股权激励”，增加“将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券”和“上市公司为避免公司遭受重大损害；二是适当简化股份回购的决策程序，提高公司持有本公司股份的数额上限，延长公司持有所回购股份的期限；三是补充上市公司股份回购的规范要求。增加了股份回购的灵活性，促进完善公司治理、推动资本市场稳定健康发展。此次回购新规效应显现，已有多家上市公司发布回购公告。

另外，10 月并购重组市场迎来重磅利好，证监会 8 日宣布，不构成重大资产重组，且满足下列情形之一的，即可适用“小额快速”审核：一是最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元；二是最近 12 个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%且最近 12 个月内累计交易金额不超过 10 亿元。另外并购重组募资使用范围也有所放宽，证监会 10 月 12 日明确，募集配套资金可用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务，但用于补充公司流动资金、偿还债务的比例不应超过交易作价的 25%；或者不超过募集配套资金总额的 50%。20 日晚间，证监会松绑借壳上市，IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。随后 11 月 1 日晚间，证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。

3.3 资金面维持宽松，月末外资加速流入

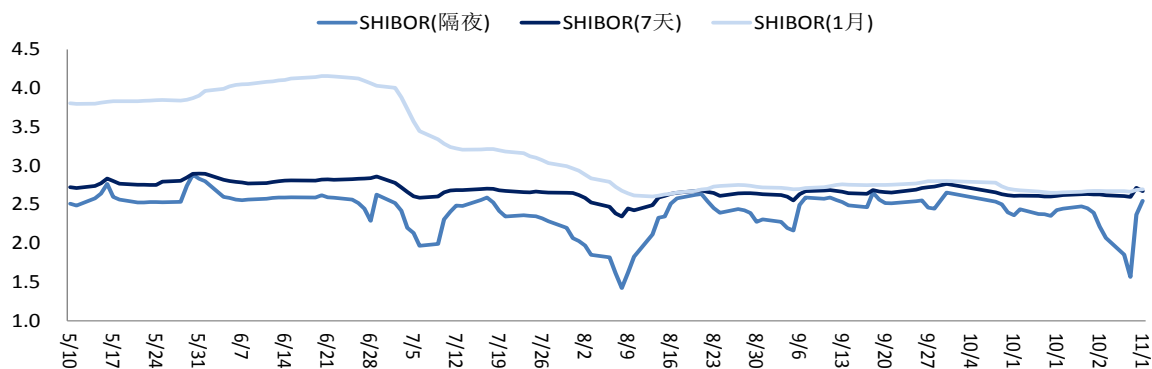
10 月资金流动性整体较为宽松，央行公告目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，月末持续不开展逆回购操作，但资金利率维持平稳。

10 月份央行对金融机构开展常备借贷便利操作共 292 亿元，对三家政策性银行净增加抵押补充贷款共 741 亿元，未对金融机构开展中期借贷便利操作，净投放额远低于之前 9 月，主要是由于央行从 2018 年 10 月 15 日起定向降准 1 个百分点，释放的部分资金用于偿还当日到期的约 4500 亿元中期借贷便利（MLF），因此这部分 MLF 当日不再续做，剩余部分则释放了约 7500 亿元的增量资金。

股票市场的供应继续下降，10 月股权募集资金总额为 267.23 亿元，较 9 月水平下降了 45.38%，其中 5 家 IPO 募集 98.71 亿元，10 家增发募集 133.75 亿元，1 家配股 17.60 亿元、1 家发行可转债募集 10.97 亿元及 1 家可交换券募集 6.63 亿元。

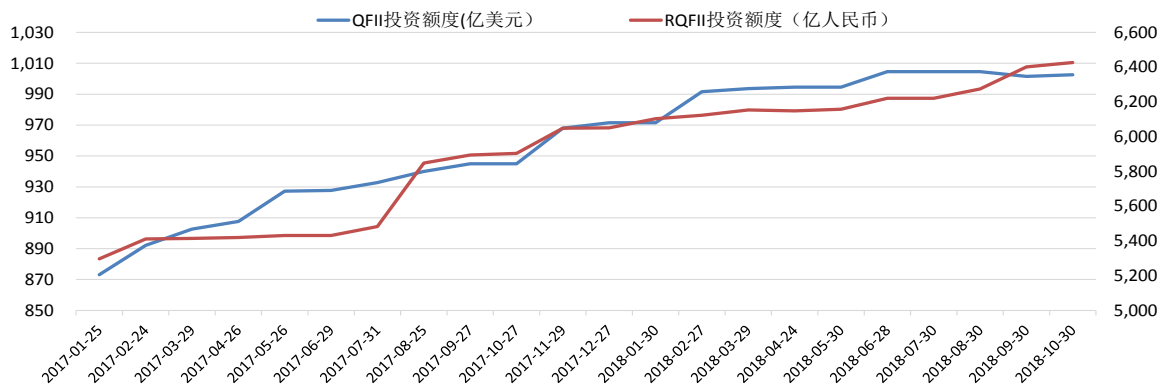
从资金对 A 股的需求来看，境外资金在月中股市大幅波动期间有所流出，但月末又出现明显回流。10 月人民币兑美元汇率震荡走弱，月末更是一度跌至 6.9780，但随着中美领导人通话缓和关系及民营企业座谈会给民营企业吃下定心丸等利好刺激下，人民币汇率反弹，资金回流明显。QFII 在 10 月投资额度增加 0.97 亿美元，RQFII 投资额度增加 25.00 亿人民币。根据沪股通及深股通的情况来看，沪股通、深股通 10 月分别净流出 58 亿元、47 亿元，但在最后一周（10 月 29 日至 11 月 2 日）分别回流 210 亿元及 106 亿元。但国内资金则持续减仓，两融余额持续走低，10 月 31 日为 7703 亿元，较 9 月 28 日的 8228 亿元下降了 525 亿元，续创近期新低。

图 23：短期 SHIBOR 走势



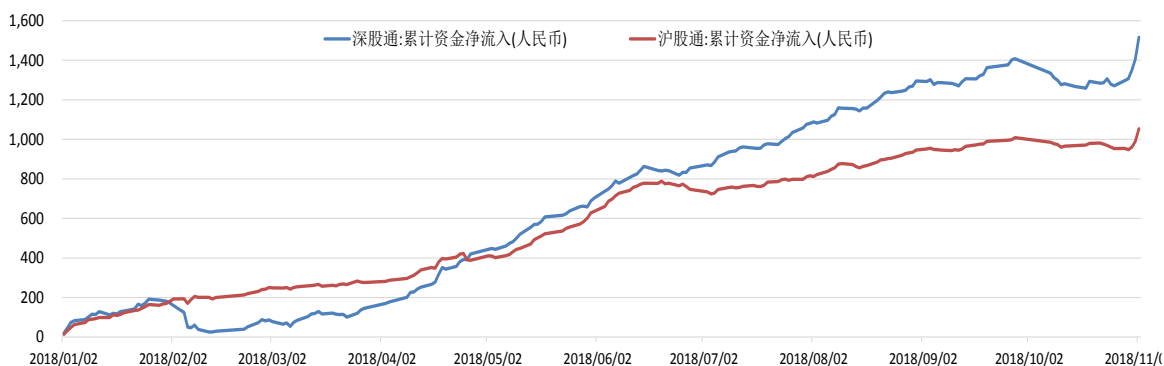
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 24: QFII 及 RQFII 资金流向



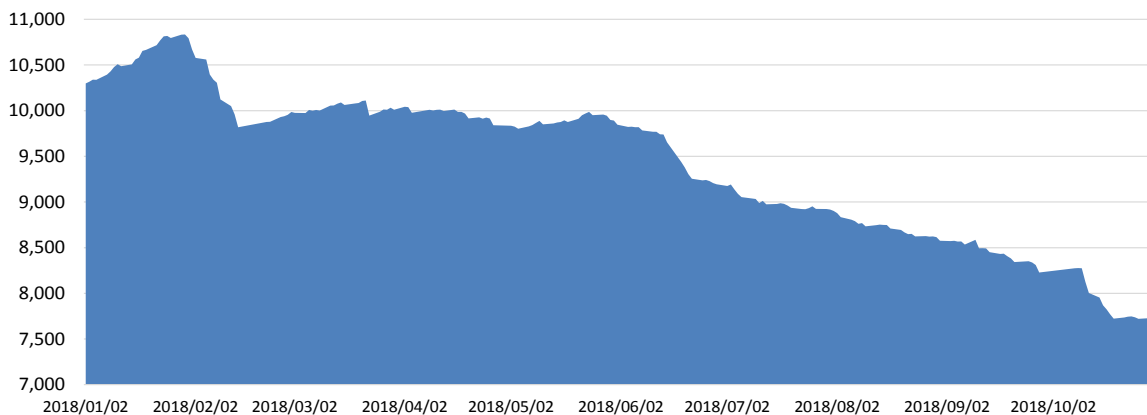
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 沪股通深股通资金流向



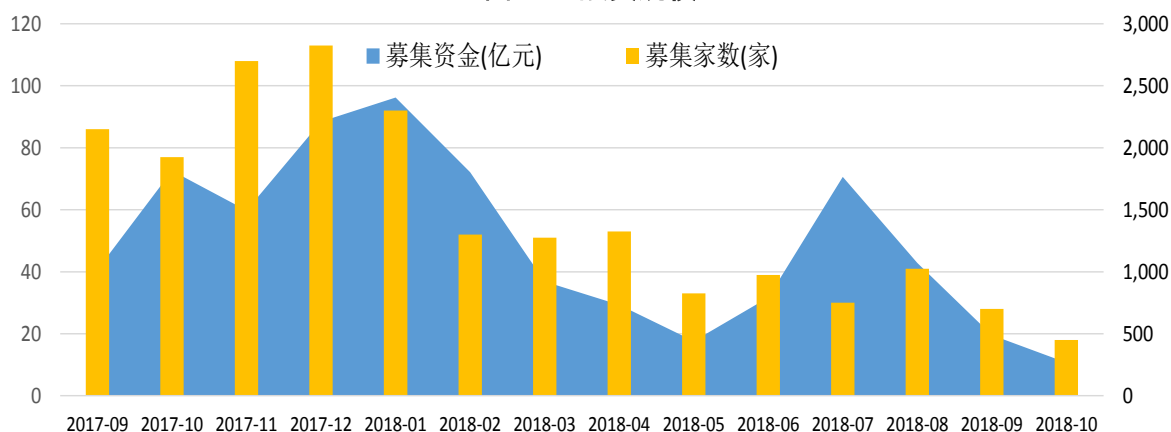
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 26: 融资余额



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 27：融资规模



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

3.4 指数估值继续下降，提供长线安全边际

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，沪深 300 指数动态市盈率的均值是 12.57，标准差是 3.11；市净率均值是 1.72，标准差是 0.41。目前沪深 300 指数的市盈率是 10.74，低于均值 0.58 个标准差，处于 2010 年以来 28.30% 的百分位（从低到高）；市净率是 1.30，低于均值 1.03 个标准差，处于 2010 年以来 9.43% 的百分位（从低到高）。

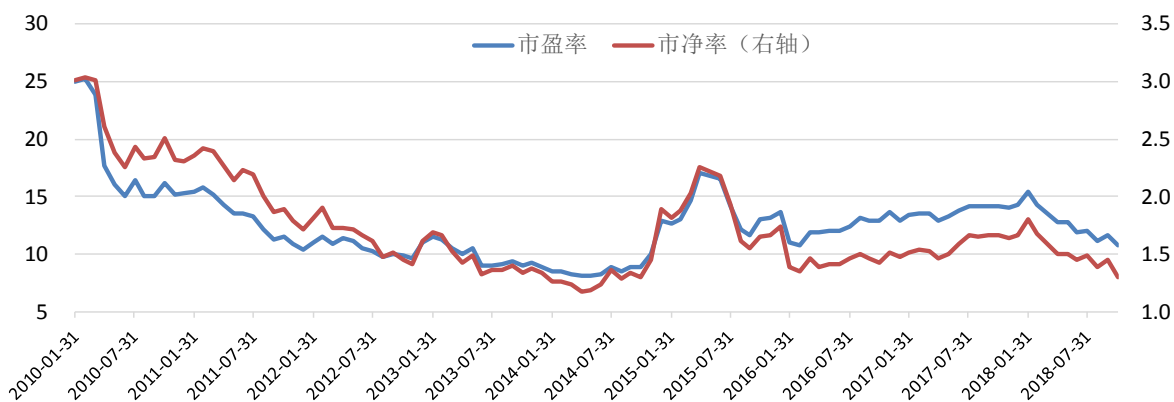
从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，上证 50 指数动态市盈率的均值是 10.48，标准差是 2.53；市净率均值是 1.51，标准差是 0.40。目前上证 50 指数的市盈率是 9.47，低于均值 0.40 个标准差，处于 2010 年以来 36.79% 的百分位（从低到高）；市净率是 1.16，低于均值 0.89 个标准差，处于 2010 年以来 15.09% 的百分位（从低到高）。

从 2010 年 1 月 4 日到 2018 年 10 月 31 日，中证 500 指数动态市盈率的均值是 36.86，标准差是 11.79；市净率均值是 2.84，标准差是 0.70。目前中证 500 指数的市盈率是 18.35，低于均值 1.57 个标准差，处于 2010 年以来的最低位；市净率是 1.57，低于均值 1.83 个标准差，处于 2010 年以来的最低位。

从风格表现来看，2015 年末起中小盘对大盘股的估值比震荡走低，2018 年 2 月起中小盘股超跌反弹，走势强于大盘股。4 月起市场风格切换加快，10 月大小盘股市盈率均有所回落，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 1.59 倍，估值比延续回落态势。

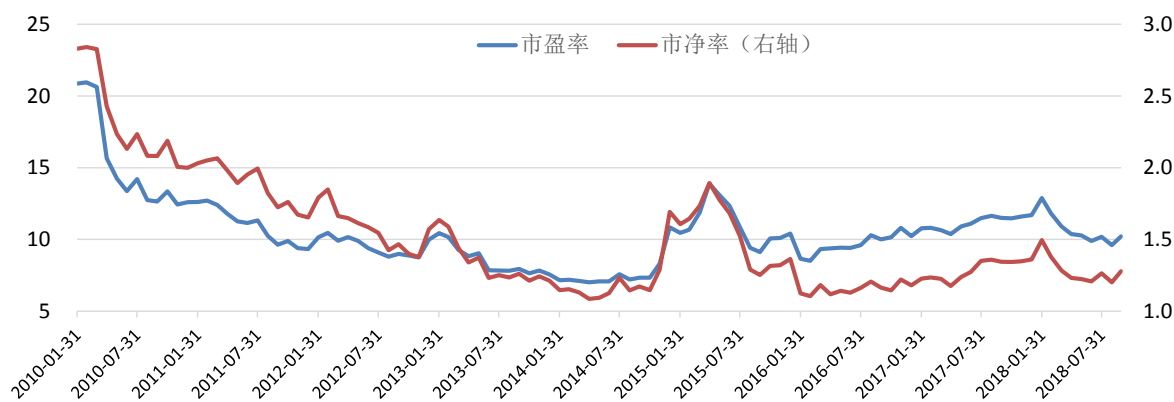
AH 股溢价指数从 2016 年开始震荡走弱，自 2017 年 3 月触及低点 115，2017 年 4 月触底反弹，到 2017 年 9 月 AH 股溢价指数达到 130 附近，2018 年 2 月起回落至 120 附近震荡，10 月在 120-125 附近窄幅震荡。金融板块再度走弱，截止到 10 月底，金融行业指数的整体市盈率在 8.80 左右。

图 28: 沪深 300 指数市盈率走势



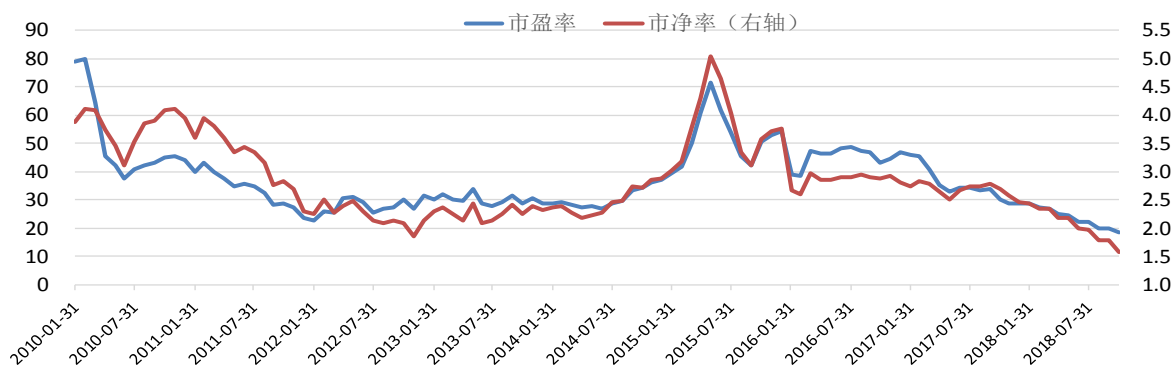
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 29: 上证 50 指数市盈率走势



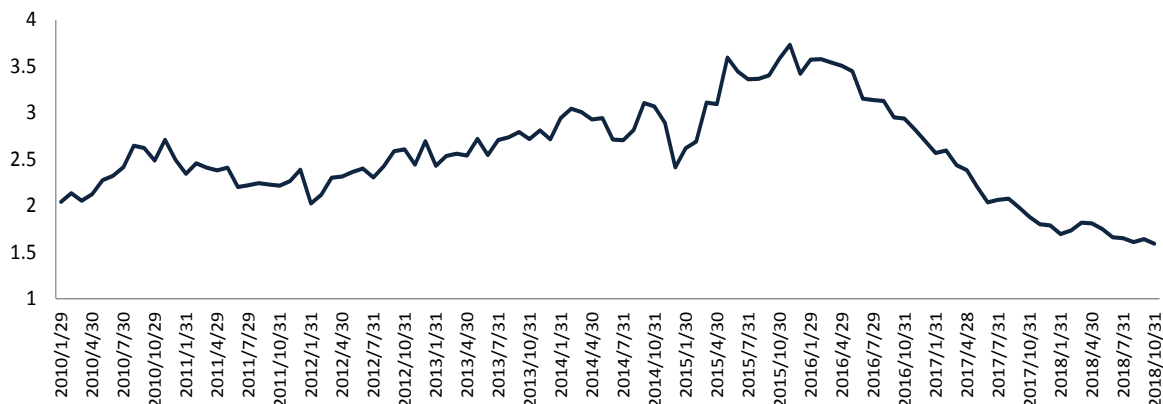
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 30: 中证 500 指数市盈率走势



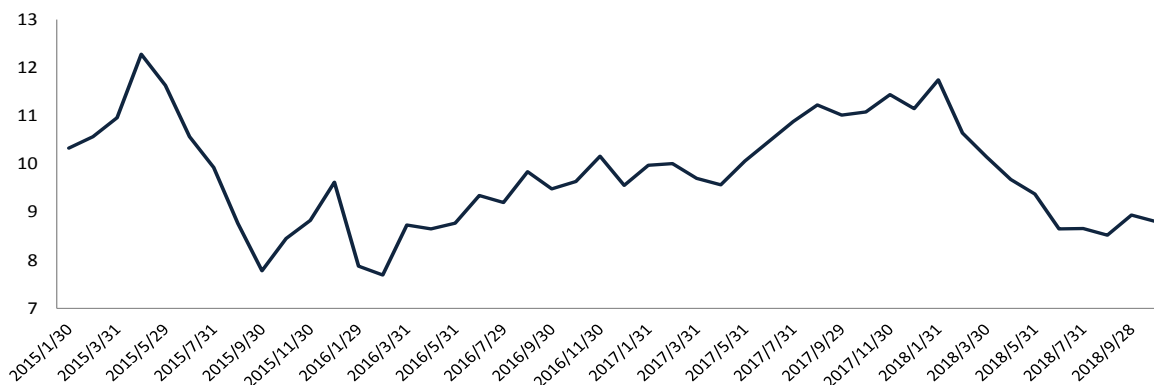
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 31: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 32: 金融指数市盈率走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 33: A-H 股溢价走势



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

4.总结与展望

10月共18个交易日，市场先抑后扬，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指继续向下破位，一度触及2449点，随后国内出台多项维稳政策，股市探底回升。整体来看，行业集体收跌，食品饮料、餐饮旅游、计算机及医药领跌。最终，10月上证综指下跌7.75%，创业板指下跌9.62%。

三大期指集体收跌，IC跌幅较大，IH跌幅较小。量能方面，三大品种成交量及持仓量继续增加，持仓均创年内新高。基差方面，期现价差冲高回落，IF合约维持在平水状态震荡，远-近月价差窄幅震荡，IH各合约升水有所收窄，远-近价差呈现冲高回落，IC合约月下旬贴水小幅走扩，远-近月价差震荡走弱。跨品种套利方面，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值延续震荡下行。

从宏观经济基本面来看，十月发布的经济数据整体延续下滑，宏观基本面走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。政策面则继续加强对冲，监管层密集释放积极信号，监管层、地方政府、证券业集体“排雷”民企风险，公司法完善上市公司回购制度，并购重组市场松绑等利好释放，政策底部已成为市场共识，风险偏好逐步修复。从资金面来看，10月资金流动性整体较为宽松，央行公告目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，月末持续不开展逆回购操作，但资金利率维持平稳，月末境外资金大幅回流，但两融余额继续走低。从估值水平来看，指数估值继续下降，中证500指数的估值续创新低，提供长线安全边际，我们认为中长期来看未来上行空间大于下行风险。

目前政策底已现，政策对冲预期较强，前期悲观情绪将继续修正，风险偏好有所回升。我们认为此次反弹仍有上行空间，但宏观经济下行及企业盈利增速下滑，叠加外部贸易摩擦风险，中长期来看系统性风险尚存，反弹至反转还需更多积极因素积累，预计十一月走势或冲高回落，随着股指期货期现价差走强至平水位置，继续看好阿尔法策略，偏向于中长期投资者可通过市场中性策略减弱系统性波动影响。仅供参考。

关注中美贸易和谈进展，期债或先抑后扬

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询资格号：Z0010856

尚芳

从业资格号：F3013528

投资咨询资格号：Z0013058

高歆月

从业资格号：F3023194

投资咨询资格号：Z0013780

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10 月期债底部较大幅反弹，其中 2 年期债月涨 0.25% 收于 99.635 元，5 年期债月涨 0.62% 收于 98.365 元，10 年期债月涨 1.08% 收于 95.81 元；现券方面，主要期限国债收益率出现较大幅下行，其中 2Y 期下行 20bp 至 2.94%，5Y 期下行 15bp 至 3.31%，10Y 期下行 10bp 至 3.51%，收益率曲线走陡，大多数活跃券基差下行。10 月期债创近 3 个月新高，主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约 7500 亿元，同时在缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的 PMI 和三季度 GDP 数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，公布的 10 月官方和财新 PMI 显示经济正在走弱且下行压力有所增加，但市场对基建反弹预期较高且中美两国贸易摩擦可能缓和，外需预期可能边际好转；从政策面看，关注商业银行理财子公司征求意见稿和个税改革征求意见稿；从资金面看，目前货币政策暂无转向可能，11 月资金面可能维持偏宽松；从供给端看，11 月供给压力整体继续放缓；从需求端看，国债需求保持平稳或边际增加。关注中美贸易摩擦进展，11 月期债可能先抑后扬。

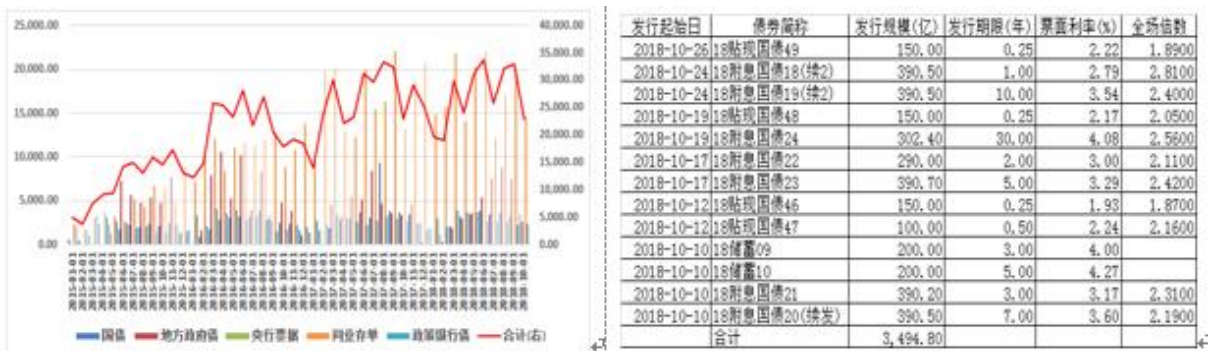
操作上，长期投资者前多持有，短期投资者先多 TF 空 T 为主，后多 T 空 TF 为主。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求边际增加，发行规模小幅增加

2018年10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22992.87亿元，较上月减少10016.99亿元，其中地方债供给规模为2566.87亿元，较上月减少4918.59亿元，地方债供给规模或将减少；国债发行规模合计为3494.8亿元，较上月增加248.2亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率且投标倍数约超过2倍，地方债的挤出效应边际减少，国债需求边际增加；同业存单供给规模为14580.5亿元，较上月减少5383.9亿元，同业存单利率短降长升，截止10月31日，1个月同业存单发行利率为2.5528%，3个月同业存单发行利率为2.2436%，6个月同业存单发行利率为3.5125%，分别较上月底变动-20.96bp、26.76bp和38.18bp；政策性银行债供给规模为2350.70亿元，较上月增加37.3亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较好。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行



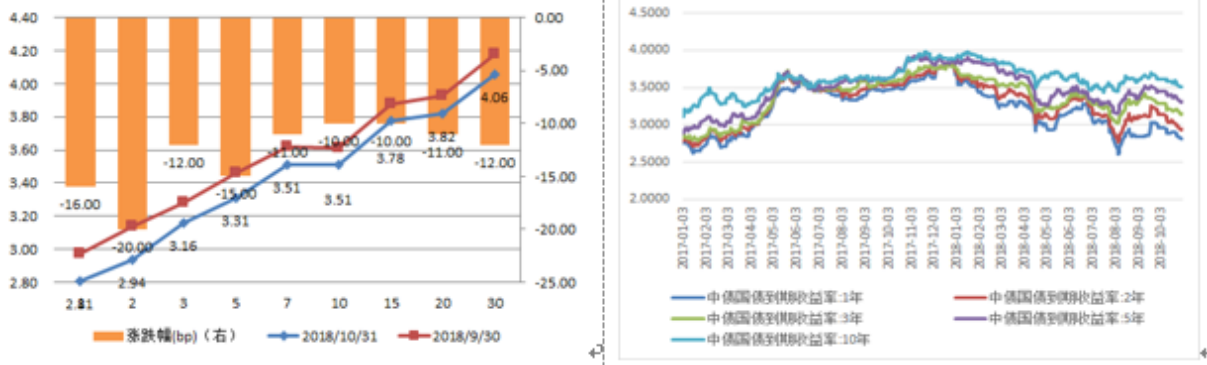
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率出现较大幅下行

10月主要期限国债收益率出现较大幅度的下行，其中2年期收益率上行20bp至2.94%，5年期收益率下行15bp至3.31%，10年期收益率下行10bp至3.51%，收益率曲线走陡，其中10-1年利差走平约10bp，10-5年利差走陡约5bp。主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，其挤出效应减弱，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约7500亿元，同时同时缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的PMI和三季度GDP数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

从月度数据来看，1Y期下行16bp至2.81%，2Y期下行20bp至2.94%，3Y期下行12bp至3.16%，5Y期下行15bp至3.31%，7Y期下行11bp至3.51%，10Y期下行10bp至3.51%，15Y期下行10bp至3.78%，20Y期下行11bp至3.82%，30Y期下行12bp至4.06%。

图 2：10 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

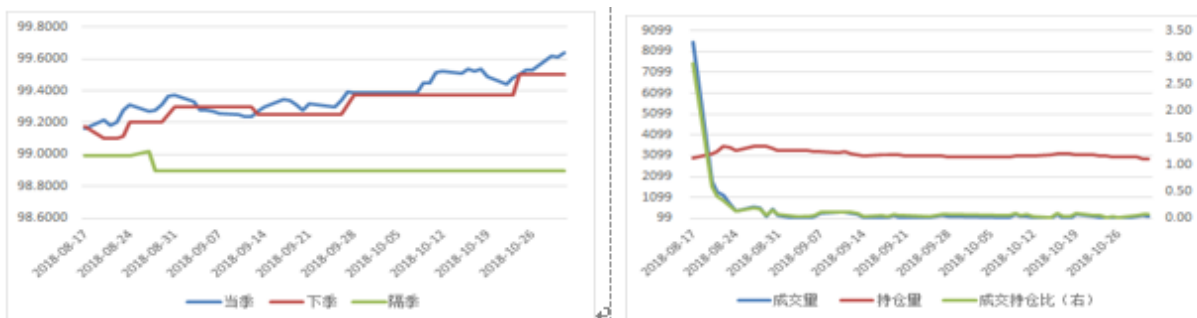
2. 期货市场行情回顾

2.1 国债期货底部较大幅反弹

截止到 10 月 31 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1812 收于 99.635 元，月涨 0.235 或 0.25%；下季合约 TS1903 收于 99.505 元，月涨 0.27 或 0.14%；隔季合约 TS1906 收于 98.895 元，月涨 0.235 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1812 成交量日均 165 手，三个合约日均成交 166 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 TS1812 持仓量为 2865 手，三个合约持仓达到 2917 手，较上月底减少 133 手。五年期国债期货主力合约 TF1812 收于 98.365 元，月涨 0.65 或 0.62%；下季合约 TF1903 收于 98.34 元，月涨 0.835 或 0.52%；隔季合约 TF1906 收于 97.54 元，月涨 0.65 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1812 成交量日均 5399 手，三个合约日均成交 5436 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 TF1812 持仓量为 18111 手，三个合约持仓达到 18590 手，较上月底减少 433 手。十年期国债期货主力合约 T1812 收于 95.81 元，月涨 1.14 或 1.08%；下季合约 T1903 收于 95.75 元，月涨 1.075 或 1.05%；隔季合约 T1906 收于 95.205 元，月涨 1.02 或 0.97%；成交方面，主力合约 T1812 成交量日均 32657 手，三个合约日均成交 32907 手；持仓方面截止到 10 月 31 日，主力合约 T1812 持仓量为 69539 手，三个合约持仓达到 71993 手，较上月底增加 17382 手。

10 月期债底部较大幅反弹，震荡走高，创近 3 个月新高，主要原因一是地方政府专项债发行基本完成，其挤出效应减弱，供给压力边际缓和，国债需求边际增加；二是央行进行定向降准，释放约 7500 亿元，同时缴税期进行净投放，资金面平稳偏宽松度过缴税期和跨月；三是美股和国内股市大跌导致国内避险情绪升温；四是公布的 PMI 和三季度 GDP 数据整体低于预期，同时原油价格的下降令市场通胀预期有所降温，国内宽信用政策效果目前不显著，基本面对债市形成支撑。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓

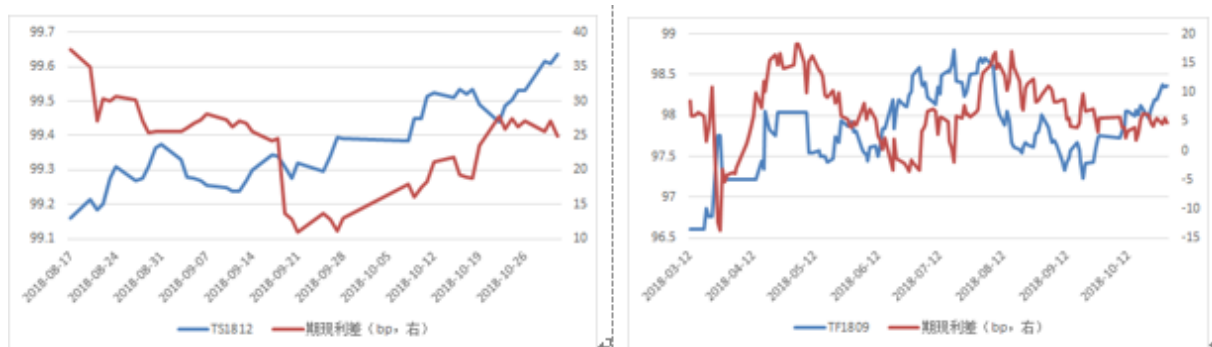


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差走势分化

从 10 月份的期现利差来看, 10 月国债期货价格震荡上行, 现券收益率震荡下行。2 年期现券走势强于期债, 合约 TS1812 合约期现利差震荡上行至约 25bp; 5 年期现券走势先弱于期债后强于期债, 合约 TF1812 的期现利差窄幅区间波动, 先下后上至约 4.78bp; 10 年期债走势略强于现券, 合约 T1812 的期现利差震荡下行由正转负至约-0.41bp。

图 6: TS1812 结算价与期现利差&TF1812 结算价与期现利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: T1812 结算价与期现利差

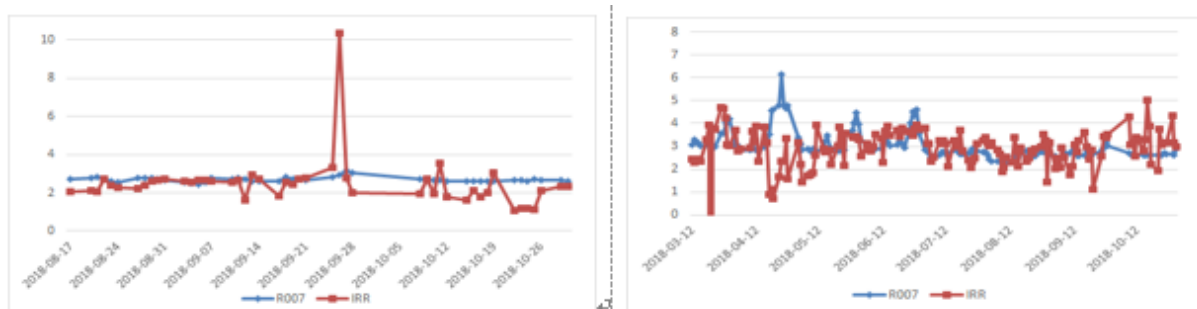


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

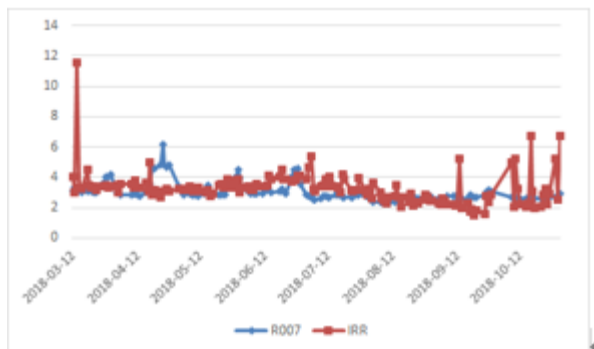
从 10 月份 TS1812 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 窄幅震荡, 而 R007 震荡小幅下行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; 从 10 月份主力合约 TF1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 区间波动, 而 R007 震荡小幅下行, 仅在 0 月 17 日 TF1812 合约有较明显的正向期现套利机会; 从 10 月份主力合约 T1812 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 窄幅震荡, 而 R007 先下后上, 仅在 9 月 13 日 T1812 合约有较明显的正向期现套利机会。

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



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: T1812 活跃 CTD 券 IRR

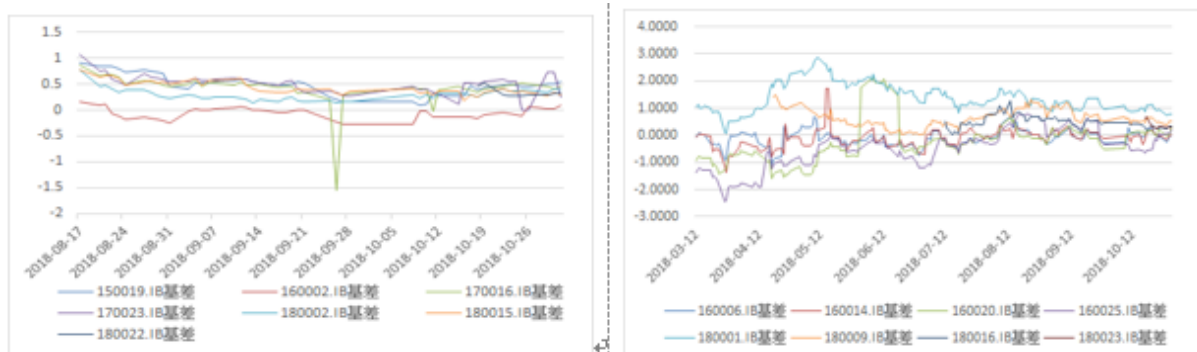


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

TS1812 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、170016.IB 和 180002.IB 和基差震荡上行, 适宜做多基差, 170023.IB、180015.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1812 合约的活跃券 160006.IB、160014.IB、160025.IB、160020.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 180009.IB、180001.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1812 合约的大多数活跃券基差先上后下, 其中 170004.IB、170018.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180013.IB、180019.IB 和 180020.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差, 170010.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差。

图 10: TS1812 活跃券基差走势&TF1812 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1812 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 跨期价差

10月国债期货不处于移仓换月阶段,两年期债价差负向震荡走扩,无跨期策略推荐,五年期债价差冲高回落,窄幅区间震荡,无跨期策略推荐;十年期债价差冲高回落,窄幅震荡,无跨期策略推荐。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.后市分析及展望

3.1 宏观经济

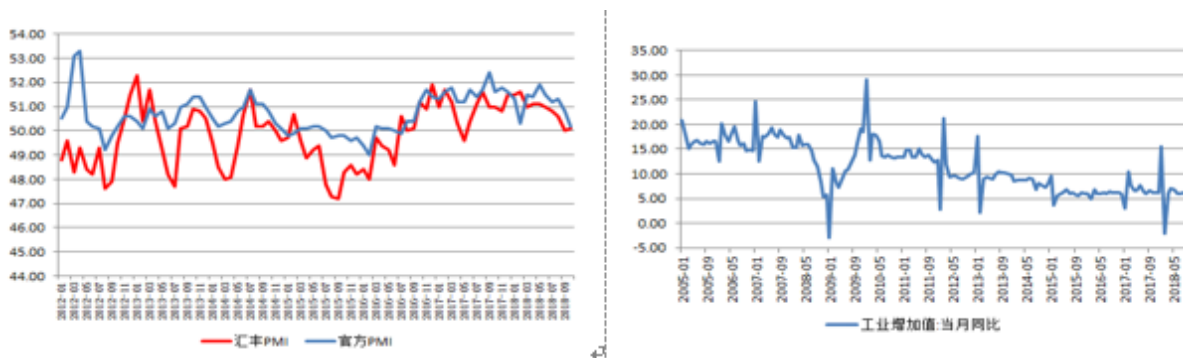
国家统计局公布的 10 月中国官方制造业 PMI 为 50.2%，较上月下行 0.6%，低于预期。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 52.0%和 50.8%，分别比上月下行 1.0%和下行 1.2%，新订单指数延续下行走势且环比下滑幅度扩大，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 46.9%和 47.6%，比上月下行 1.1%和 0.9%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落，原材料购进价格为 58.0%，较上月下行 1.8%，与国内原材料价格走势一致，为近 3 个月新低。9 月财新 PMI 为 50.1%，较上月上行 0.1%，略高于预期，位于荣枯分界线上。统计局公布的三季度 GDP 为 6.5%。经济下行压力正在显现且压力有所加大。

从房地产销售来看，房地产开发投资在 9 月下降 0.2%至 9.9%，商品房销售面积增速小幅下降 1.1%至 2.9%，房地产开发增速继续小幅回落，目前仍在高位，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央政治局工作会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，预计房地产投资将会继续回落；9 月份基建投资增速下行 0.9%至 3.3%，基建增速延续下滑但下行幅度放缓，前期中央政治局工作会议明确提出“财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用”，“加大基础设施领域补短板的力度”，且在 10 月底地方政府专项债基本发行完成，考虑到专项债主要对接基建投资，预计基建投资增速大概率低位反弹，但反弹幅度目前市场存在分歧；9 月份制造业投资增速继续回升 1.2%至 8.7%，制造业投资增速延续小幅反弹走势，对固定资产投资增速形成支撑；社零增速上行 0.2%至 9.2%，消费增速继续小幅反弹；出口增速上行 5.4%至 14.5%，进口增速下行 5.6%至 14.3%，进出口增速明显高于预期，与 9 月 PMI 数据中的进出口订单回落走势分化，贸易顺差正向小幅增加，考虑到贸易摩擦的压力目前暂未显现，未来进出口承压较大。

通胀方面，9 月份 CPI 较上月上行 0.2%至 2.5%，与市场预期一致，猪肉价格同比增速上行 2.5%至-2.4%，鲜菜价格增速较大幅上行 10.3%至 14.6%，观察其可持续性，PPI 较上月继续下行 0.5%至 3.6%，猪价仍可能是 2018 年拉动 CPI 的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对 CPI 的正向拉动作用可能将减弱，预计 10 月 PPI 同比增速或继续小幅回落，CPI 同比或小幅回落。

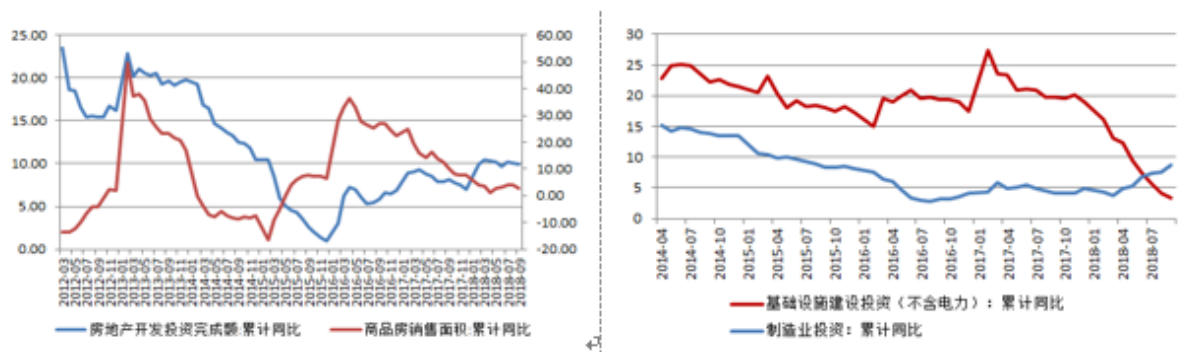
2018 年 9 月新增人民币贷款 14341.00 亿元，较上月增加约 1201.00 亿元，企业债融资为 487.38 亿元，较上月减少约 2809.81 亿元，可能是由于地方政府专项债的大量集中发行对企业债发行有挤出效应，委托贷款为-1432.32 亿元，较上月减少 225.70 亿元，信托贷款为-908.57 亿元，较上月减少 220.08 亿元，银行承兑汇票为-547.33 亿元，较上月增加约 231.40 亿元，目前看宽信用政策效果暂未显现，央行公布从 9 月开始将地方政府专项债纳入社融规模统计范围，新口径下社融整体表现好于预期，但以原口径计算的社融规模偏低；M2 同比为 8.3%，较上月上行 0.1%，M1 较上月上行 0.1%至 4.0%，M1-M2 的剪刀差为正且保持不变。预计 10 月社融增速或小幅回升，新增人民币贷款或小幅增加，M2 增速或小幅上行。

图 14: 制造业 PMI&工业增加值



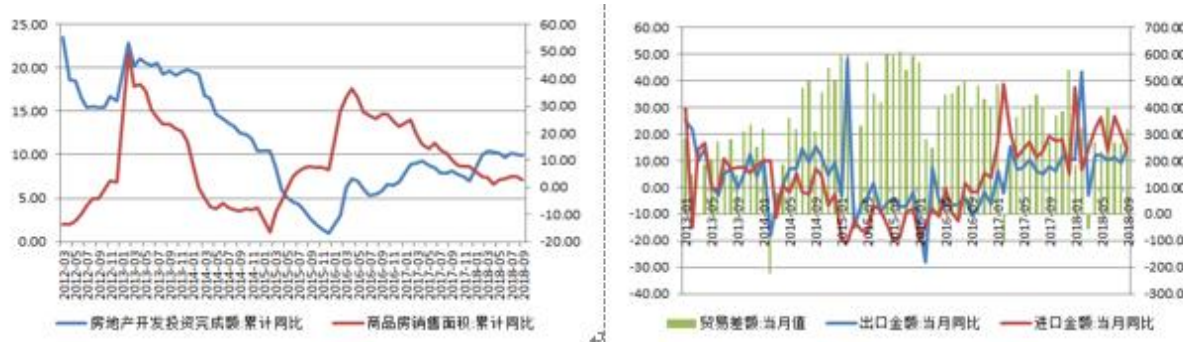
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



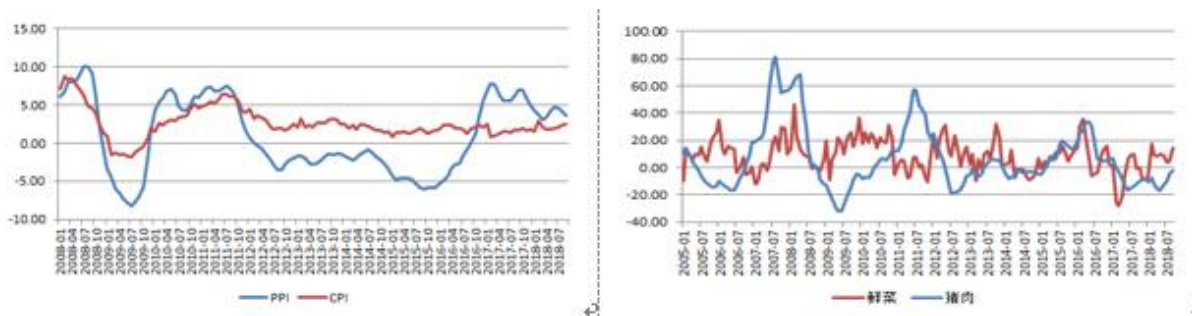
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



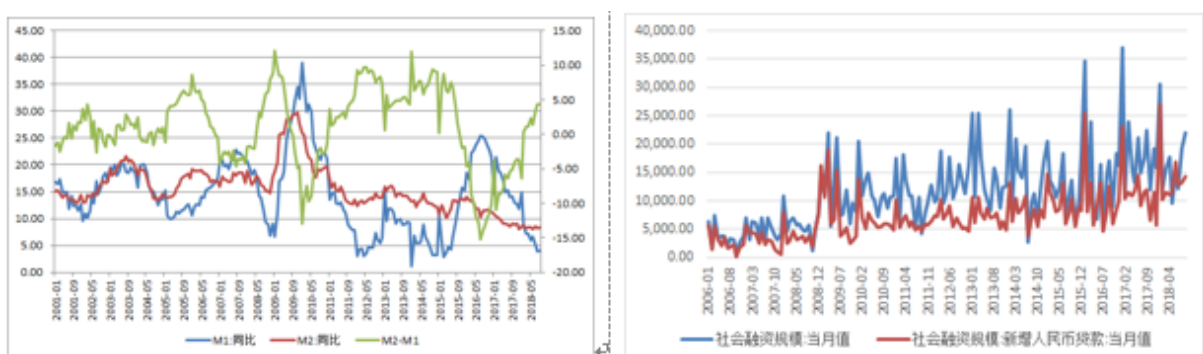
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 货币政策和监管政策

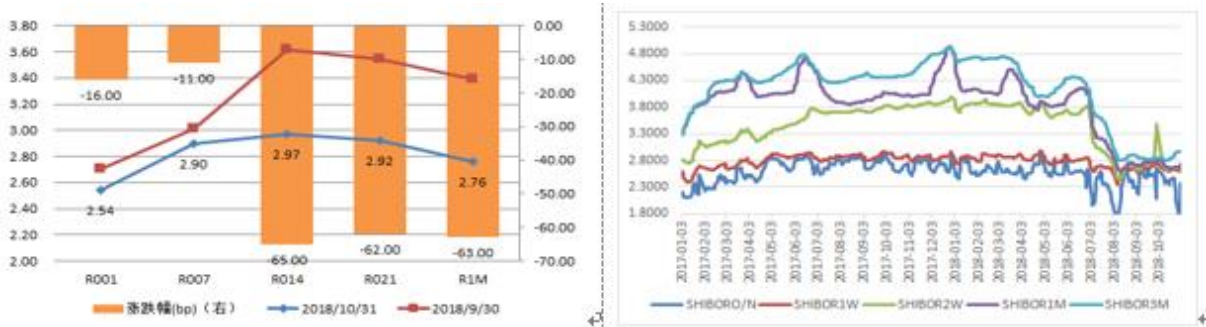
10月7日央行宣布在10月15日定向降准1%，释放约7500亿元的增量资金，是年内第4次定向降准；10月19日中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》；10月20日财政部、国家税务总局会同有关部门起草的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，旨在通过降低居民税负提高其消费能力；10月22日，央行提供1500亿元再贷款与再贴现额度，并引导设立民营企业债务融资工具，意在改善恶化的民企融资环境，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放；10月31日，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出由于今年以来基础设施投资增速回落较多，提出了基建补短板的10项配套政策措施，其中强调了确保专项债券发行收入重点用于在建项目和补短板重大项目，同时合理保障融资平台公司正常融资需求，要规范有序推进政府和社会资本合作项目（PPP）。10月政策面主要集中在稳增长。

3.3 资金利率：10月资金面平稳偏宽松，预计11月维持偏宽松

10月资金面平稳偏宽松，上半个月在跨节和跨季后资金面转为宽松，下半个月在央行10月7日公布10月15日进行定向降准1%净投放约7500亿元和10月缴税期持续较大净投放的

呵护下，资金面平稳偏宽松度过缴税期，仅在月末最后一天大多数期限资金利率较大幅上行，特别是隔夜资金利率大幅上行，其中隔夜质押式回购资金利率上行约 96bp。从质押式回购利率来看，隔夜下行 16bp 至 2.54%，7 天下行 11bp 至 2.9%，14 天下行 65bp 至 2.97%，1M 下行 63bp 至 2.76%；从 shibor 利率变动来看，月度隔夜下行 28bp 至 2.37%，7 天下行 5bp 至 2.72%，14 天下行 74bp 至 2.73%，1M 下行 11bp 至 2.69%，3M 上行 11bp 至 2.96%。10 月份有 5800 亿元逆回购操作到期，央行进行 5200 亿元投放，净回笼 600 亿元，10 月份有 4980 亿元 MLF 到期，央行定向降准置换 465 亿元，净回笼 4515 亿元，10 月份有 1500 亿元国库现金定存到期，9 月央行在公开市场上净回笼 6615 亿元（包括国库现金定存），央行在 10 月 7 日公布 10 月 15 定向降准 1%，净投放 7500 亿元，对冲缴税带来的冲击；11 月公开市场有 7235 亿元资金量到期，其中包括 4035 亿元 1 年期 MLF 到期、2200 亿元国库现金定存到期和 1000 亿元 7 天期逆回购到期，到期压力较大，预计资金面会有扰动，但央行《二季度货币政策执行报告》中明确提出要“把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，资金面可能整体维持偏宽松。

图 19：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：11 月期债可能先抑后扬

从经济基本面的来看，公布的 10 月官方和财新 PMI 显示经济正在走弱且下行压力有所增加，但对基建反弹预期较高且中美两国贸易摩擦可能缓和，外需预期可能边际好转；从政策面看，关注商业银行理财子公司征求意见稿和个税改革征求意见稿；从资金面看，目前货币政策暂无转向可能，11 月资金面可能维持偏宽松；从供给端看，11 月供给压力整体继续放缓；从需求端看，国债需求保持平稳或边际增加。关注中美贸易摩擦进展，11 月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者先多 TF 空 T 为主，后多 T 空 TF 为主。

电网投资回暖，铜价有望反弹

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

有色金属研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号:F3048898

胡悦

从业资格号:F3050247

联系人: 孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月铜价小幅下跌4%。年初至10月底LME3月铜价累计跌13%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-23%)，铅(-21%)。

● 后市展望及策略建议

1. 三季度全球主要矿企铜矿产量大增，预计四季度铜矿端供应压力明显减弱。10月大矿企陆续公布三季度报告，截至11月4日，除Codelco与KGHM Polska外，其它8家矿企公布的三季度产量同比去年增加11.19万吨，增量主要来自Glencore在刚果(金)的Katanga项目产量释放。从我们对全球10大矿企全年铜矿增量60万吨的预期来看，在上半年增量44.68万吨，三季度增量11.19万吨(8家)的条件下，四季度铜矿产量增速将明显降低，铜矿供应端压力将逐步缓解。

2. 冶炼厂检修增加，国内精铜供应增速继续下滑。国内9月精铜产量同比增长4.72%，1-9月累计产量为650.6万吨，同比增长11.7%。9月精铜产量增速下滑，主要由于富冶集团本部、东营方圆、新疆五鑫铜业等冶炼厂检修。SMM根据各炼厂排产预计10月产量为73.16万吨，同比增长下滑至1.26%，1-10月累计产量达到723.76万吨，同比增幅下滑至10.6%。

3. 电网投资继续回暖，预期四季度电网对铜消费将有明显提升。国家能源局公布1-9月电网投资3373亿元，较去年同期下降9.6%，其中9月单月完成投资570亿元，同比回升18.32%，环比8月回升25%，8月开始，电网投资逐步回暖，国内铜消费有望得到支撑。

4. 空调、汽车行业表现低迷。9月家用空调总产量906.80万台，同比大幅下滑10.70%。继7、8月国内汽车产量连续出现负增长后，9月汽车产量再度大幅下滑11.71%，

1-9 月同比增速下滑至 0.70% 低位。

综上，我们认为随着国内电网投资的持续回暖，铜消费将有明显提升，叠加供应端铜矿产量增速下滑，国内冶炼厂检修增多，精铜供应压力也将有所缓解。我们对铜价相对乐观。仅供参考。

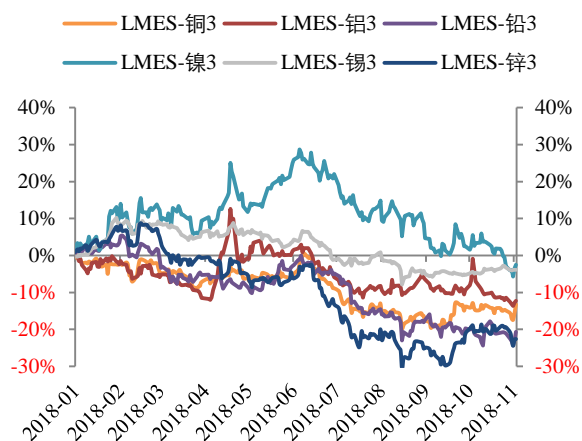
● **风险提示：**

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

1. 行情回顾

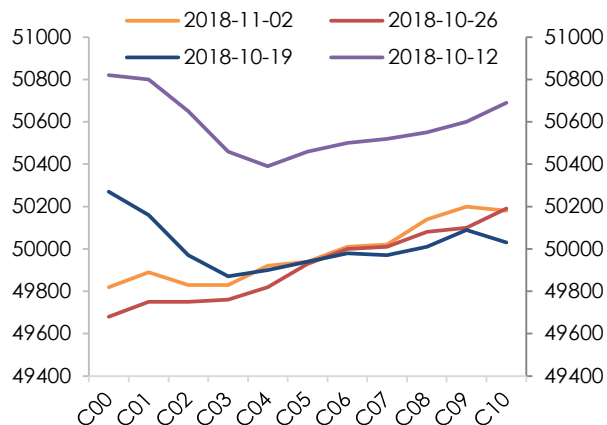
10月铜价小幅下跌4%。年初至10月底LME3月铜价累计跌13%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-23%)，铅(-21%)。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



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 三季度全球主要矿企铜矿产量大增，预计四季度铜矿端供应压力明显减弱

力明显减弱

10月大矿企陆续公布三季度报告，截至11月4日，除Codelco与KGHM Polska外，其它8家矿企公布的三季度产量同比去年增加11.19万吨，增量主要来自Glencore在刚果(金)的Katanga项目产量持续释放。从我们对全球10大矿企全年铜矿增量60万吨的预期来看，在上半年增量44.68万吨，三季度增量11.19万吨(8家)的条件下，四季度铜矿产量增速将明显降低，铜矿供应端压力将逐步缓解。

分企业看，由于意外因素冲击，部分企业调低未来产量预期。其中BHP因火灾及硫酸泄露等意外因素影响，三季度铜产量环比大幅下滑11.72%，同时调低2019财年铜产量6万吨(-3.48%)。MMG由于9月份LAS BAMBAS矿区坑壁滑坡影响采矿，导致三季度产量环比大幅下滑11.26%，2018年全年产量也随之调低3.5万吨。

表 1: 矿企 2018 上半年铜矿增速达 9.41%

序号	公司	2018Q3 (万吨)	2017Q3	增量	增幅
1	Codelco	-	-	-	-
2	Freeport-McMoRan	45.63	45.18	0.45	1.00%
3	BHP	40.91	40.41	0.50	1.24%
4	Glencore	36.69	30.36	6.33	20.85%
5	Grupo Mexico	25.42	25.64	-0.22	-0.87%
6	Antofagasta	18.83	18.02	0.81	4.50%
7	Rio Tinto	23.05	19.58	3.47	17.72%
8	KGHM Polska	-	-	-	-
9	MMG	12.19	14.79	-2.60	-17.56%
10	Anglo American	17.18	14.73	2.45	16.63%
总计		209.51	198.31	11.19	5.65%

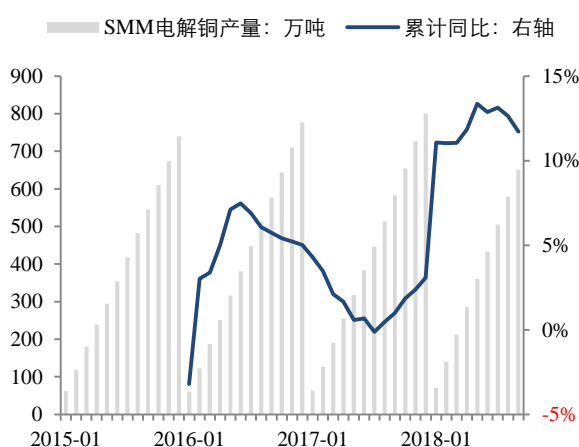
数据来源：公司财报，兴证期货研发部

2.2 国内 9 月精炼铜产量同比增速下滑至 4.72%，1-9 月累计增速

11.70%

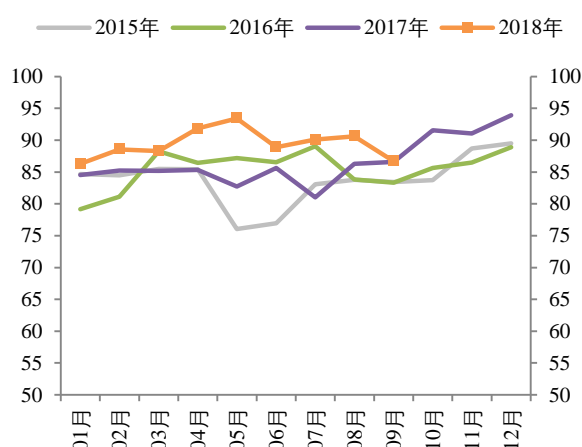
国内 9 月精铜产量为 71.68 万吨，环比下降 2.78%，同比增长 4.72%，1-9 月累计产量为 650.6 万吨，累计同比增长 11.7%。9 月精铜产量增速下滑，主要由于富冶集团本部、东营方圆、新疆五鑫铜业等冶炼厂检修。SMM 根据各炼厂排产预计，10 月产量为 73.16 万吨，同比增长下滑至 1.26%，环比增量主要来自于新扩建产能的释放和前期检修炼厂恢复，但总体增量仍将受制于中条山有色、大冶有色的检修。1-10 月累计产量达到 723.76 万吨，同比增幅下滑至 10.6%。

图 3: 国内电解铜产量



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4: 国内冶炼企业开工率

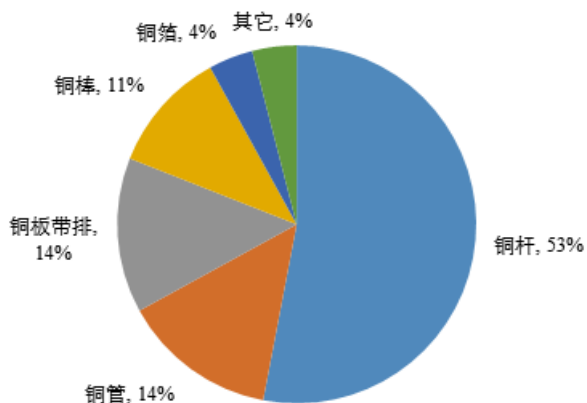


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.3 9月铜管开工率继续下滑

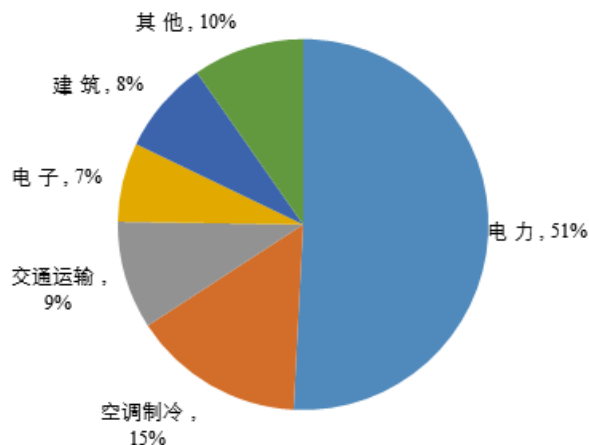
9月份铜管企业开工率为71.95%，环比下降7.84%，同比下降7.99%。铜杆企业开工率为80.13%，同比去年增5.29%。9月份电线电缆企业开工率回升至88.85%。

图 5：国内铜消费按品种分布



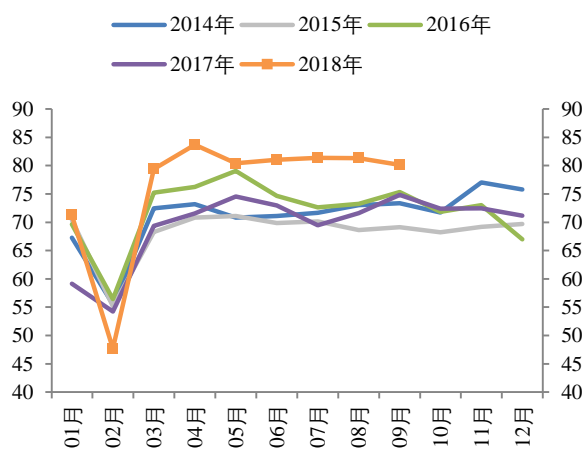
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 6：国内铜终端消费行业分布



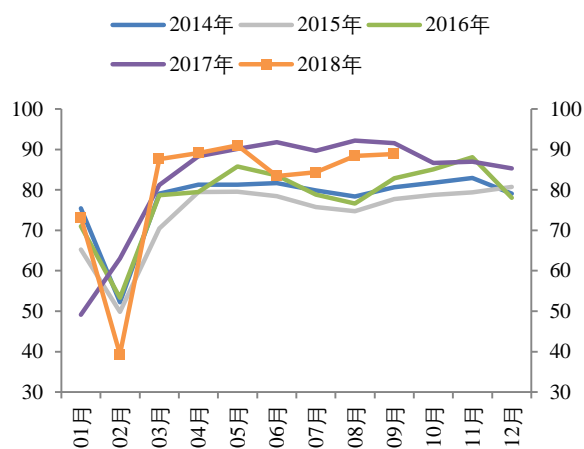
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7：铜杆企业开工率 (%)



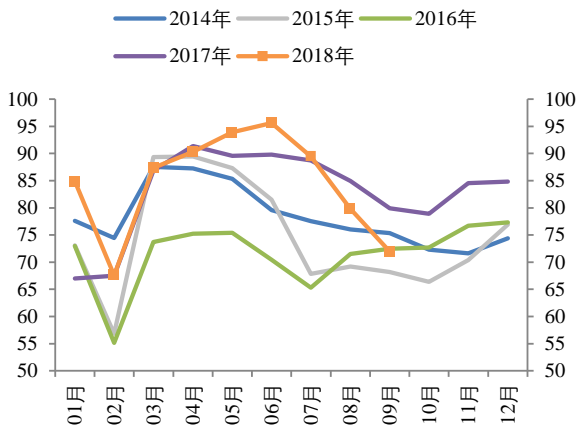
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：电线电缆企业开工率 (%)



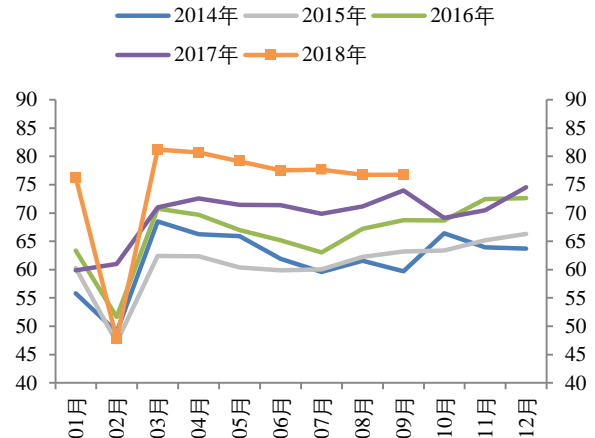
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：铜管企业开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：铜板带箔企业开工率（%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.4 电网投资继续回暖，预期四季度电网对铜消费将有明显提升

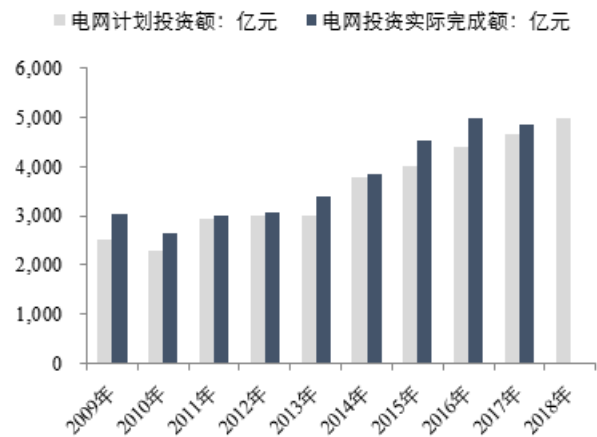
国家能源局公布 1-9 月电网投资 3373 亿元，较去年同期下降 9.6%，其中 9 月单月完成投资 570 亿元，同比回升 18.32%，环比 8 月回升 25%，8 月开始，电网投资逐步回暖，国内铜消费有望得到支撑。

图 11：电网基本建设投资



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：国家电网计划与实际投资完成额

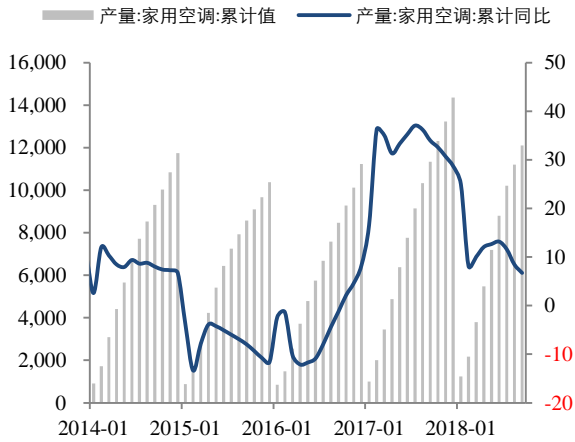


数据来源：国家电网，兴证期货研发部

2.5 空调产量大幅下滑 10.70%

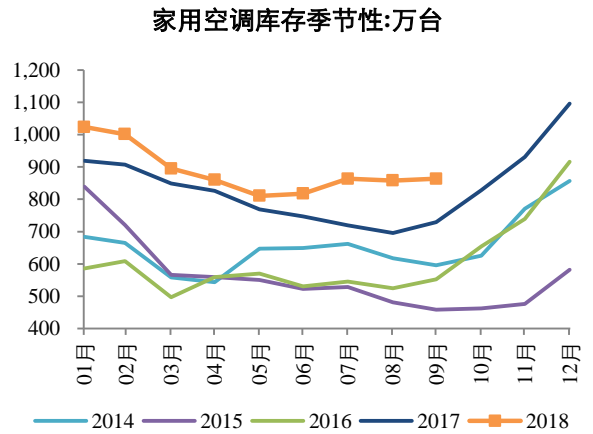
产业在线数据显示，2018 年 9 月家用空调总产量 906.80 万台，同比大幅下滑 10.70%，1-9 月国内家用空调总产量 12101.9 万台，同比增速下滑至 6.73%。空调库存环比 8 月回升 5.4 万台，至 863.50 万台。

图13:空调产量大幅下滑 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图14:空调库存 (万台)

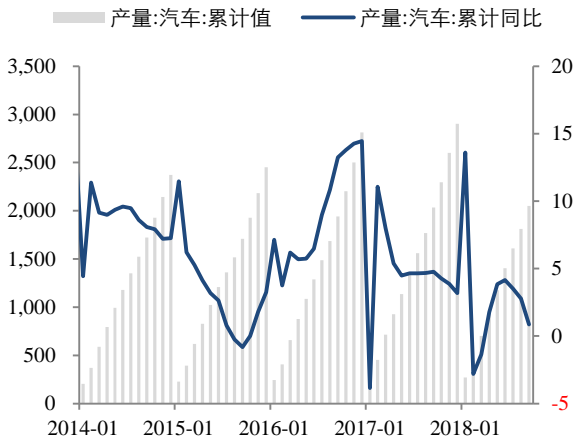


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 汽车行业表现低迷

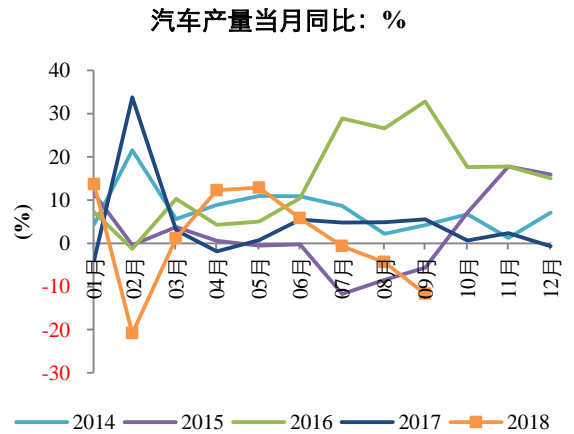
继7、8月国内汽车产量连续出现负增长后，9月汽车产量再度大幅下滑11.71%，1-9月同比增速下滑至0.70%低位。

图15:汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图16:汽车产量增速季节性

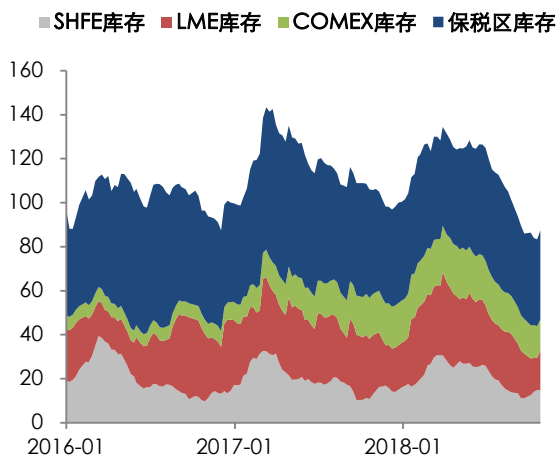


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.7 三大交易所及保税区库存仍处于相对低位

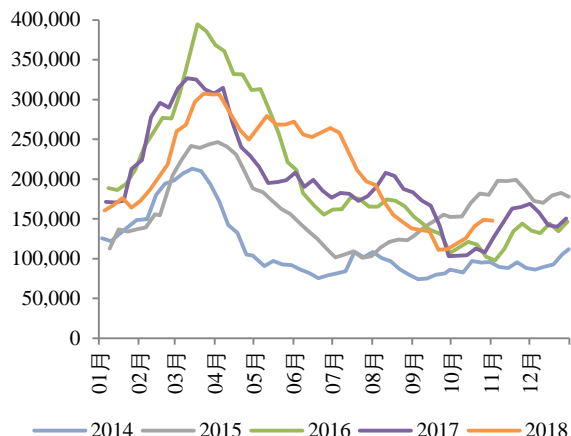
截至11月2日三大交易所及保税区库存为87.40万吨，仍处于相对低位。10月前三周显性库存一直下滑至83.36万吨低位，但11月2日LME库存突然增加4.37万吨，分库存看，此次库存大增主要由亚洲地区贡献，其中釜山仓库(+1.55万吨)，台湾高雄仓库(+1.82万吨)，马来西亚巴生港仓库(+0.51万吨)。欧洲地区0.51万吨增量主要在荷兰鹿特丹仓库。

图 17: 交易所及保税区总库存: 万吨



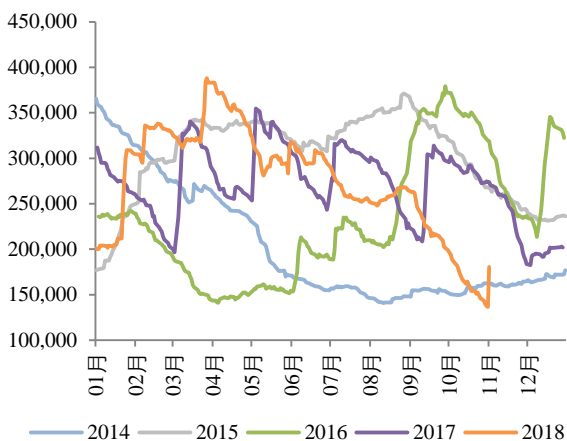
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 上期所铜库存季节性: 吨



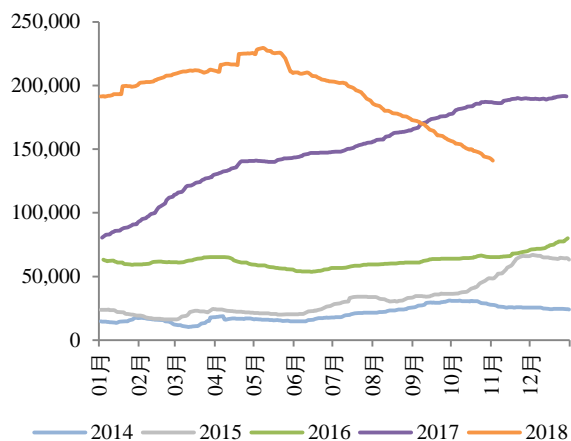
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: LME 铜库存季节性: 吨



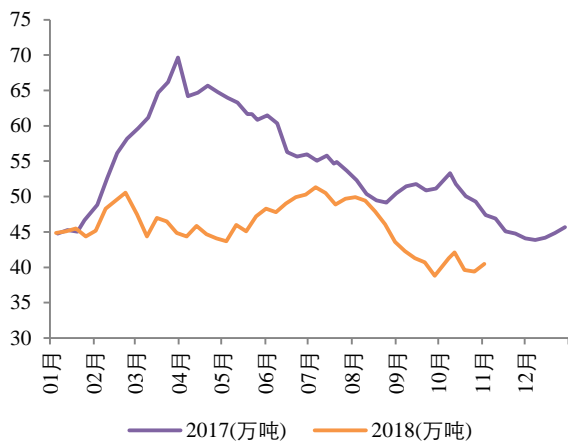
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: COMEX 铜库存季节性: 吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 保税区铜库存季节性: 万吨



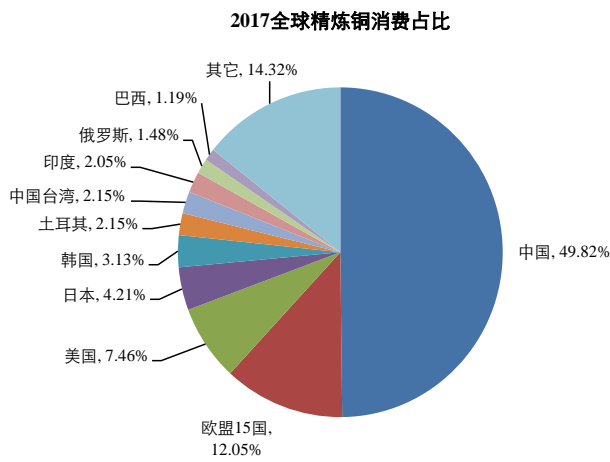
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

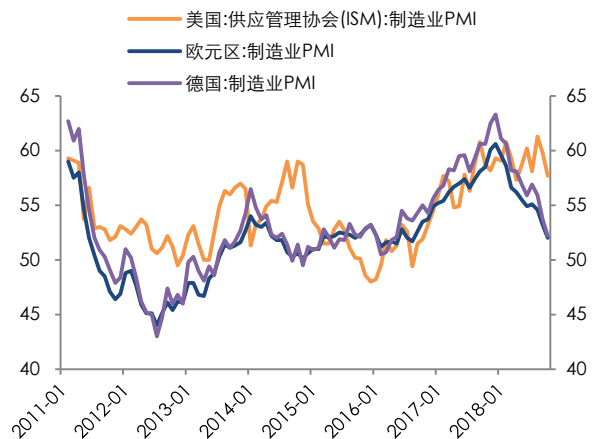
欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右，是中国以外最大的两个消费区域。去年 12 月份以来，欧美国家制造业景气度高位下滑，但仍维持在扩张区间，其中欧元区 10 月制造业 PMI 下滑至 52，美国 10 月制造业 PMI 从 9 月的 59.8 高位下滑至 57.7，整体看欧美国家制造业景气度仍处于扩张区间，对铜的消费大概率继续保持低速平稳状态。

图 22：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：欧美制造业 PMI 小幅下滑



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

10 月美元指数走强，月末收于 97.1301 高位，环比上月末上升 2.04%，对铜金融投机属性有所抑制。

图 24：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论

1. 三季度全球主要矿企铜矿产量大增，预计四季度铜矿端供应压力明显减弱。10月大矿企陆续公布三季度报告，截至11月4日，除Codelco与KGHM Polska外，其它8家矿企公布的三季度产量同比去年增加11.19万吨，增量主要来自Glencore在刚果（金）的Katanga项目产量释放。从我们对全球10大矿企全年铜矿增量60万吨的预期来看，在上半年增量44.68万吨，三季度增量11.19万吨（8家）的条件下，四季度铜矿产量增速将明显降低，铜矿供应端压力将逐步缓解。

2. 冶炼厂检修增加，国内精铜供应增速继续下滑。国内9月精铜产量同比增长4.72%，1-9月累计产量为650.6万吨，同比增长11.7%。9月精铜产量增速下滑，主要由于富冶集团本部、东营方圆、新疆五鑫铜业等冶炼厂检修。SMM根据各炼厂排产预计10月产量为73.16万吨，同比增长下滑至1.26%，1-10月累计产量达到723.76万吨，同比增幅下滑至10.6%。

3. 电网投资继续回暖，预期四季度电网对铜消费将有明显提升。国家能源局公布1-9月电网投资3373亿元，较去年同期下降9.6%，其中9月单月完成投资570亿元，同比回升18.32%，环比8月回升25%，8月开始，电网投资逐步回暖，国内铜消费有望得到支撑。

4. 空调、汽车行业表现低迷。9月家用空调总产量906.80万台，同比大幅下滑10.70%。继7、8月国内汽车产量连续出现负增长后，9月汽车产量再度大幅下滑11.71%，1-9月同比增速下滑至0.70%低位。

综上，我们认为随着国内电网投资的持续回暖，铜消费将有明显提升，叠加供应端铜矿产量增速下滑，国内冶炼厂检修增多，精铜供应压力也将有所缓解。我们对铜价相对乐观。仅供参考。

基本面供需双弱，去库存恐难以延续

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号:F3048898

胡悦

从业资格号:F3050247

联系人: 胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月伦铝价格先是跳高，然后回吐涨幅，走势震荡偏弱，年初至10月底LME3月铝价累计跌13%；沪铝主力合约同样震荡下行，10月最后一天跌破14000元/吨，收于13960元/吨。

由于海德鲁事件，10月澳大利亚氧化铝FOB价格先是跳高，然后随着海德鲁事件平息且海外明年供应预期增加，价格出现回落。10月国内氧化铝价格从高位回落，在3000元/吨止住，并出现小幅反弹。

国内铝土矿价格仍处于高位，山西、河南铝土矿供应依旧偏紧，且第二批中央生态环境保护督察“回头看”在11月初将全面启动。

● 后市展望及策略建议

1.国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，预计后续电解铝企业减产量会逐渐增加。9月国内电解铝产量为302.9万吨，同比回升3.8%，环比下降2.7%。据SMM统计，9月、10月合计减产量约60万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力下降。9月国内氧化铝产量为594.7万吨，同比回升3.0%，环比回升0.5%。各省份秋冬季限产消息陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计1415万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

2.下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色。从9月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。开工率与8月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

3.国内终端消费疲软，外需依旧向好。房地产企业有延

缓施工进度可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材等产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。9月电网基本建设投资累计完成额为3373亿元，同比下降9.60%；汽车累计产量2049.13万吨，累计销量2049.06万吨，累计同比分别增长0.87%、1.49%，累计同比进一步下滑。铝材出口依旧强劲，9月未锻造的铝及铝材当月出口数量为51万吨，1-9月累计出口425万吨，累计同比为17.50%。

4. 铝锭社会库存持续去化，铝棒库存仍然居高，消费疲软叠加采暖季限产不及预期，预计年前库存会出现回升。10月份上海有色网铝锭社会库存下降5.2万吨，至153.8万吨；铝棒库存上升2.63万吨，至14.35万吨；LME铝库存上升5.74万吨，至104.78万吨。当前铝棒加工费处于低位，部分企业可能会减少铝棒产量，改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况，且采暖季限产不及预期，预计铝锭库存难以持续下降，年前库存会出现回升。

综上所述，预计铝价会呈现震荡走弱，建议投资者逢高做空，仅供参考。

● 风险提示

采暖季限产不及预期；铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

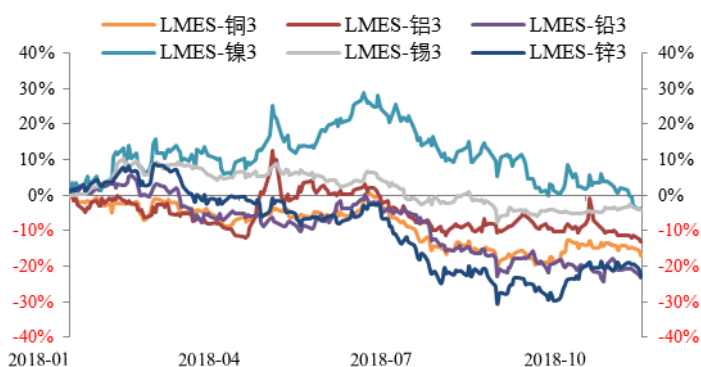
1.行情回顾

10月伦铝价格先是跳高，然后回吐涨幅，走势震荡偏弱，年初至10月底LME3月铝价累计跌13%；沪铝主力合约同样震荡下行，10月最后一天跌破14000元/吨，收于13960元/吨。

由于海德鲁事件，10月澳大利亚氧化铝FOB价格先是跳高，然后随着海德鲁事件平息且海外明年供应预期增加，价格出现回落。10月国内氧化铝价格从高位回落，在3000元/吨止住，并出现小幅反弹。

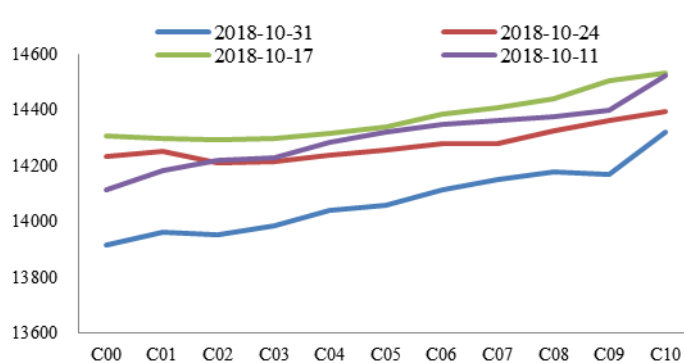
10月国内铝土矿价格小幅上涨，山西、河南铝土矿供应依旧偏紧，且第二批中央生态环境保护督察“回头看”在11月初将全面启动。

图 1: LME 各品种 2018 年以来的涨幅



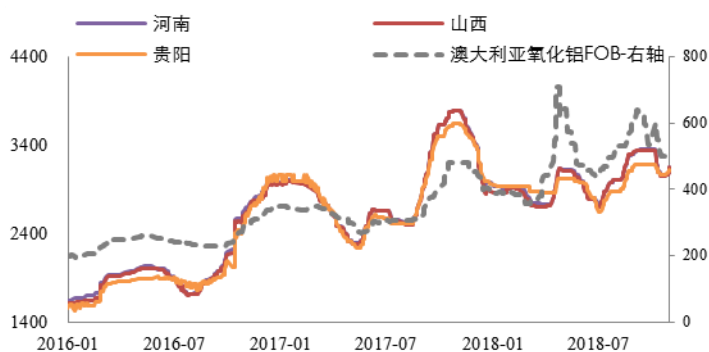
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 沪铝期限结构



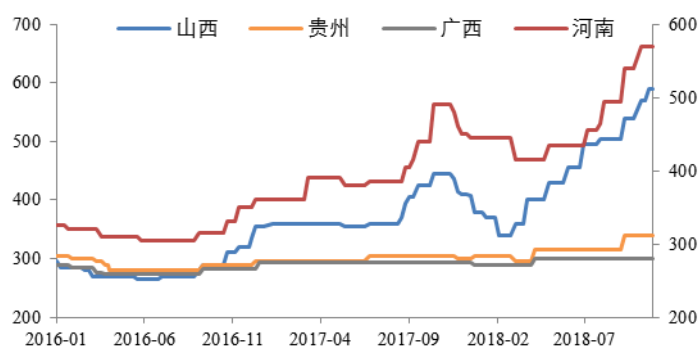
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 国内外氧化铝价格: 元/吨、美元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 国内高品位铝土矿价格: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

2. 基本面

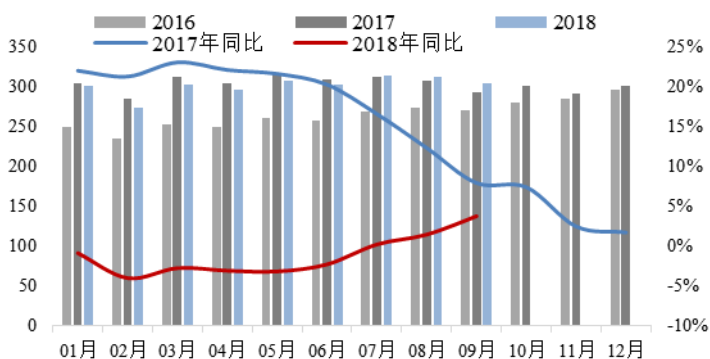
2.1 国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，

预计后续电解铝企业减产量会逐渐增加

9月国内电解铝产量为302.9万吨，同比回升3.8%，环比下降2.7%。9月份电解铝运行产能3771.5万吨，铝水比例为74.20%，云铝昭通等不少企业的新增产能开始投产，也有企业出现减产，例如河南中孚林丰电解铝减产6万吨。据SMM统计，9月、10月合计减产量约60万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力稍减轻。

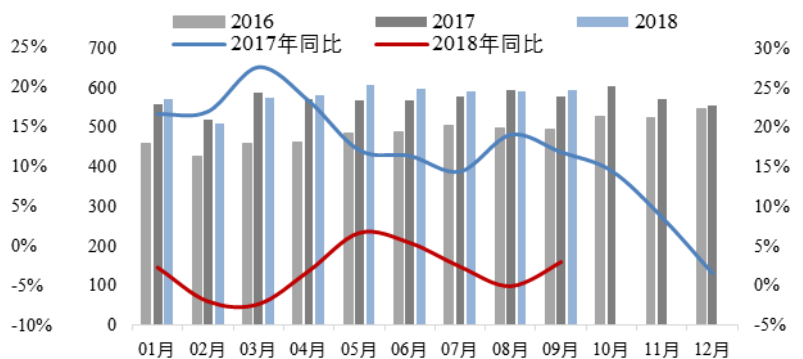
9月国内氧化铝产量为594.7万吨，同比回升3.0%，环比回升0.5%。山西信发新增产能9月底进行投产，预计新增产能100万吨。然而10月份有消息传出，山西信发受矿石影响并检修电厂或将减产50%，涉及减产的氧化铝产量达10万吨。随着各省份秋冬季限产消息的陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计1415万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨

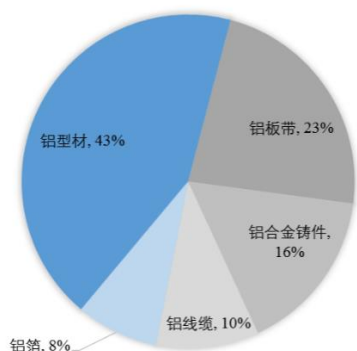


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色

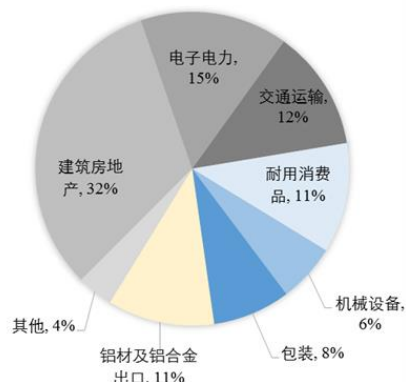
从9月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。整体开工率与8月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

图 7: 国内铝材产量占比



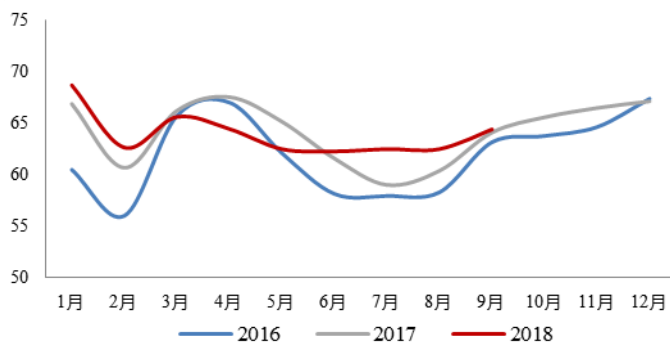
数据来源: 阿拉丁, 兴证期货研发部

图 8: 中国铝消费结构



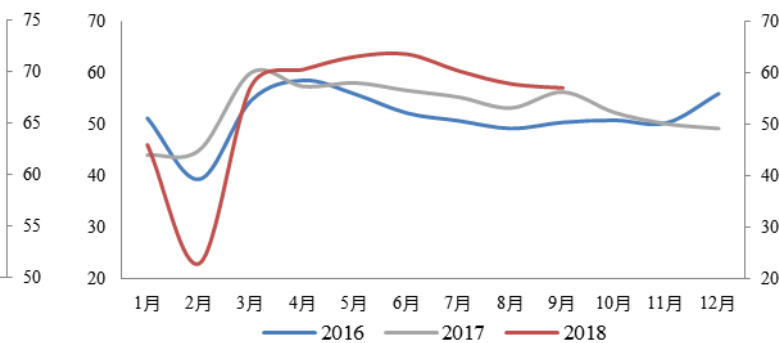
数据来源: 阿拉丁, 兴证期货研发部

图 9: 铝合金开工率: %



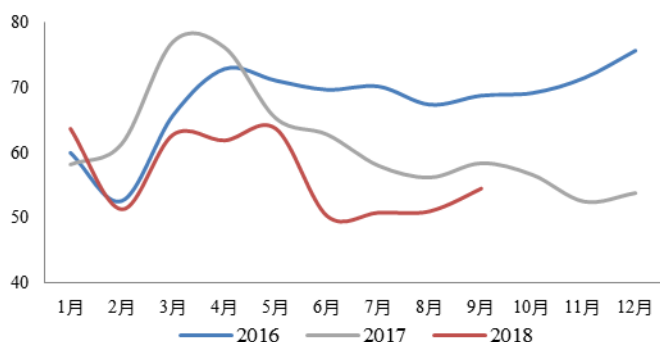
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 10: 建筑型材开工率: %



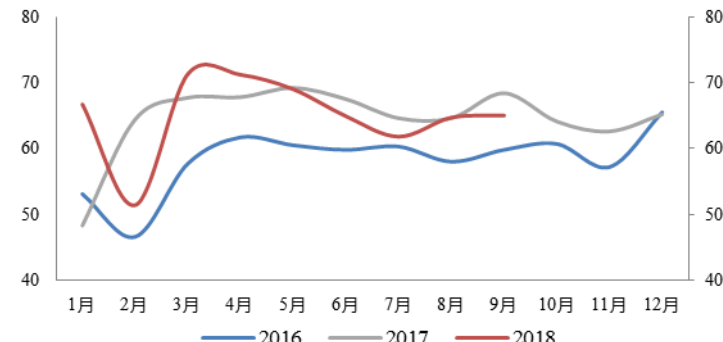
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 11: 工业型材开工率: %



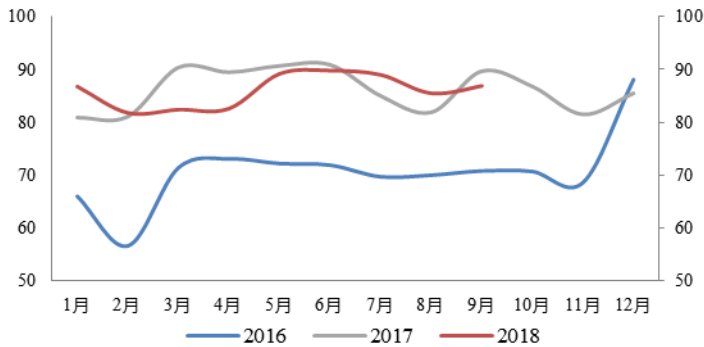
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 铝板带开工率: %



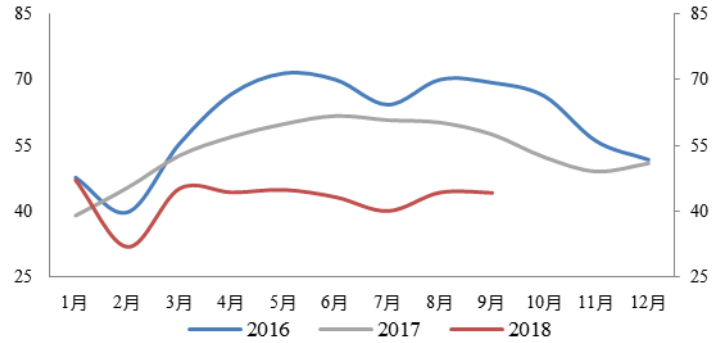
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 13: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

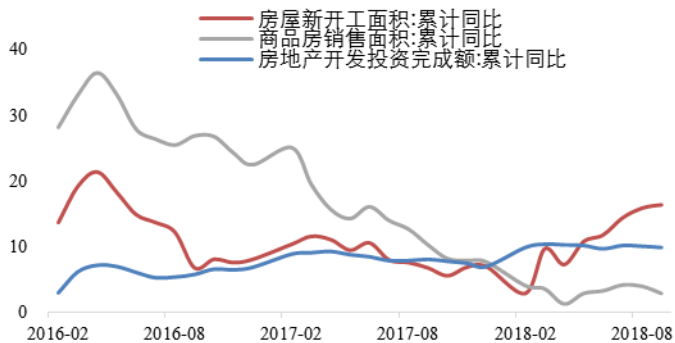
2.3 国内终端消费疲软

9 月房屋新开工面积累计同比增长 9.9%，商品房销售面积累计同比增长 16.4%，房地产开发投资完成额累计同比增长 2.9%。近期有部分房地产开发商向 SMM 反馈，他们暂未收到政府下发的停工令，但因工程款压力较大，因此会有延缓施工进度的可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。

9 月电网基本建设投资累计完成额为 3373 亿元，同比下降 9.60%，降幅缩小。

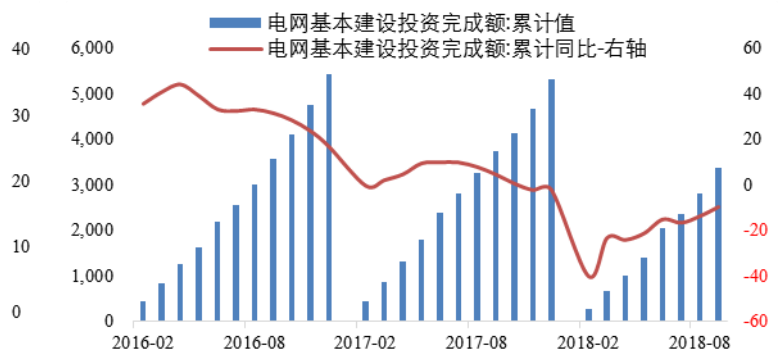
9 月汽车累计产量 2049.13 万吨, 累计销量 2049.06 万吨, 累计同比分别增长 0.87%、1.49%，累计同比进一步下滑。新能源汽车累计产量 73.46 万吨, 累计销量 72.15 万吨, 累计同比分别增长 73.26%、81.28%，新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看，铝终端消费依旧疲软，10 月份终端消费领域表现偏弱，尤以房产汽车领域处于消费底部，就下游铝加工企业新订单反馈情况而言，11 月难以明显好转。

图 15: 建筑房地产情况: %



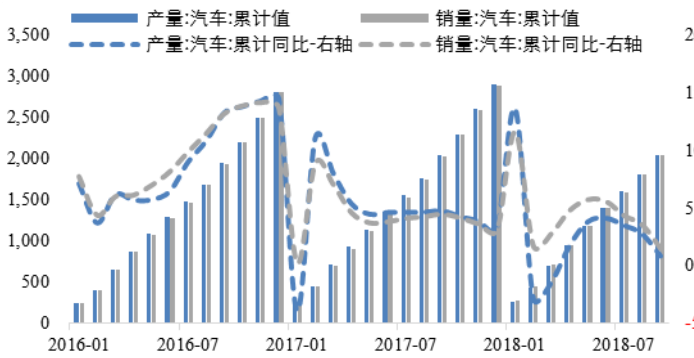
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



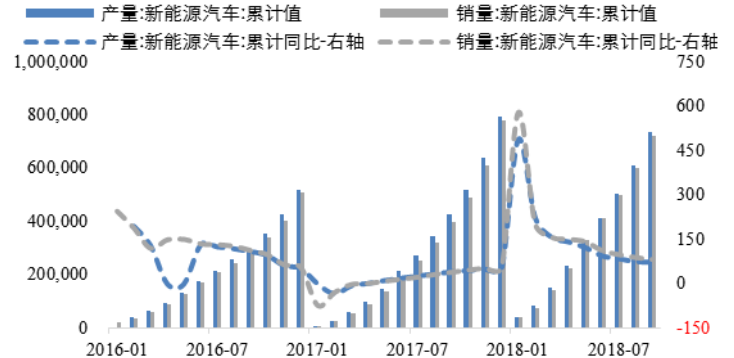
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 汽车产销情况: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 新能源汽车产销情况: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 铝锭社会库存持续去化, 铝棒库存仍然居高, 消费疲软叠加采

暖季限产不及预期, 预计年前库存会出现回升

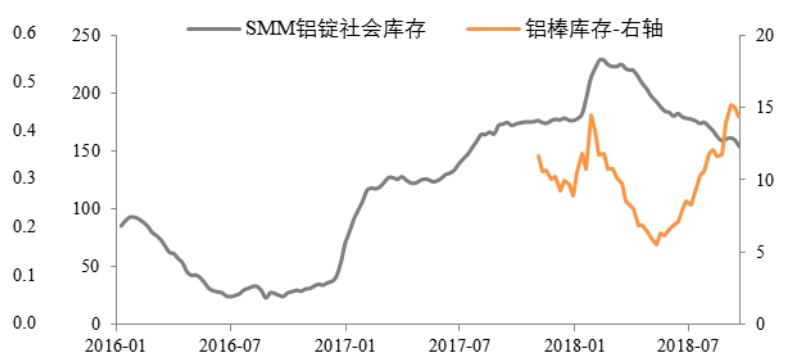
库存方面: 上海有色网铝锭社会库存持续去化, 10 月份下降 5.2 万吨, 至 153.8 万吨。铝棒库存仍处于高位, 10 月上升 2.63 万吨, 至 14.35 万吨。10 月份 LME 铝库存上升 5.74 万吨, 至 104.78 万吨。当前铝棒加工费处于低位, 部分企业可能会减少铝棒产量, 改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况, 且采暖季限产不及预期, 预计铝锭库存难以持续下降, 年前库存会出现回升。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.贸易情况

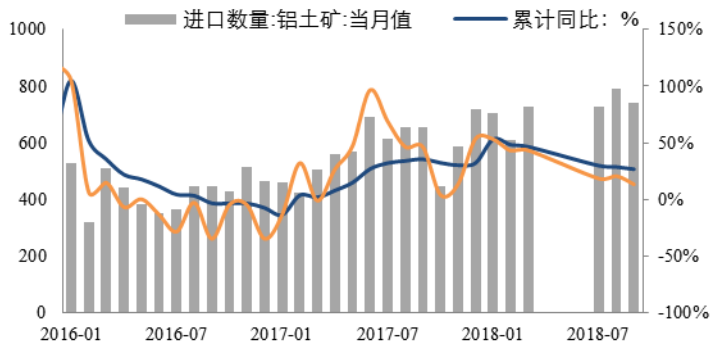
9 月份铝土矿累计进口 742.80 万吨, 累计同比增长 26.9%。由于矿山整顿和环保督查, 山西、河南铝土矿供应趋紧, 国内企业愈发依赖铝土矿的进口, 目前市场上约有 20% 的企业掺配进口铝土矿来维持生产。

9 月氧化铝依旧呈现净出口, 且达到 13.58 万吨, 随着海外氧化铝价格走低, 国外与国内氧

化铝价差缩小，氧化铝出口窗口逐渐趋于关闭。

9 月铝材出口依旧强劲，未锻造的铝及铝材当月出口数量为 51 万吨，1-9 月累计出口 425 万吨，累计同比为 17.50%。虽然当前沪伦比值出现回升，但是由于人民币持续贬值且出口利润较高，有利于铝材的出口，预计外需依旧向好。

图 21：铝土矿进口数量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：氧化铝净进口数量：万吨



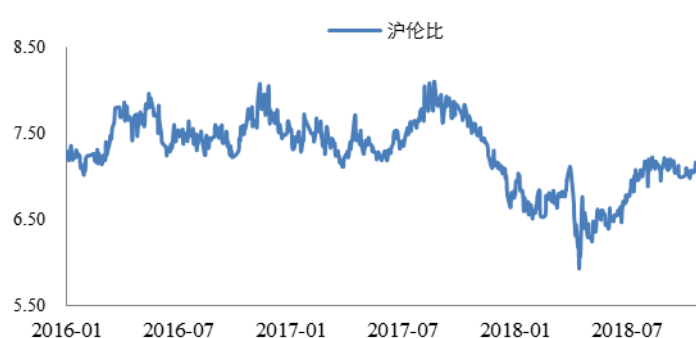
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：铝材出口数量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：沪伦比值



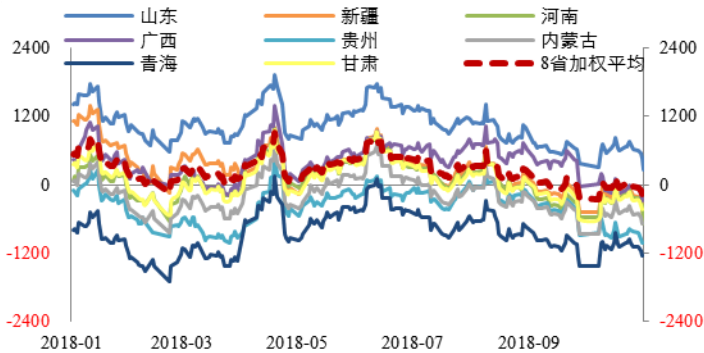
数据来源：SMM，兴证期货研发部

4. 电解铝、氧化铝利润

10 月份电解铝价格下跌，各省份亏损明显。截至 10 月底，根据完全成本测算，山东利润为 463.0 元/吨，新疆利润-376.1 元/吨，河南利润为-367.5 元/吨，广西利润为-278.7 元/吨，贵州利润为-1024.3 元/吨，内蒙古利润为-681.3 元/吨，青海利润为-1251.1 元/吨，甘肃利润为-432.8 元/吨，8 省加权平均利润为-162.4 元/吨。

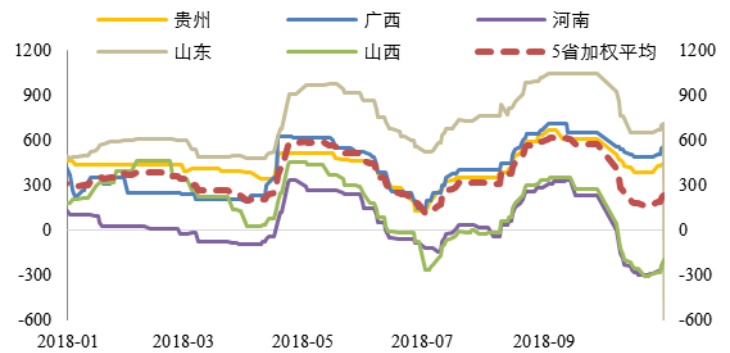
10 月份由于氧化铝价格出现下跌，而铝土矿价格依旧在高位，所以企业利润出现回落。截至 10 月底，根据完全成本测算，贵州利润为 434.4 元/吨，广西利润 546.1 元/吨，山西利润为-245.0 元/吨，河南利润为-246.3 元/吨，山东利润为 696.0 元/吨，5 省加权平均利润为 211.3 元/吨。

图 25: 国内电解铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图 26: 国内氧化铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

5.后市展望

1.国内电解铝、氧化铝产量同比均小幅回升，但随着亏损扩大，预计后续电解铝企业减产会逐渐增加。9月国内电解铝产量为302.9万吨，同比回升3.8%，环比下降2.7%。据SMM统计，9月、10月合计减产约60万吨，多于新增产能。随着铝价走低，企业进一步亏损，预计减产量会增加，电解铝供应端压力下降。9月国内氧化铝产量为594.7万吨，同比回升3.0%，环比回升0.5%。各省份秋冬季限产消息陆续公布，限产情况大幅不及预期，尤其是吕梁市，氧化铝产能合计1415万吨，不在错峰生产名单中，叠加四季度仍有新增产能的投放，氧化铝供应可能会出现增加。

2.下游开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色。从9月份开工率来看，铝合金、建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，工业型材和铝线缆远不及往年。开工率与8月份相比也没有明显回升，今年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

3.国内终端消费疲软，外需依旧向好。房地产企业有延缓施工进度可能，放缓向下游采购幕墙板卷及型材产品的速度，建筑房地产对铝消费拉动放缓。9月电网基本建设投资累计完成额为3373亿元，同比下降9.60%；汽车累计产量2049.13万吨，累计销量2049.06万吨，累计同比分别增长0.87%、1.49%，累计同比进一步下滑。铝材出口依旧强劲，9月未锻造的铝及铝材当月出口数量为51万吨，1-9月累计出口425万吨，累计同比为17.50%。

4.铝锭社会库存持续去化，铝棒库存仍然居高，消费疲软叠加采暖季限产不及预期，预计年前库存会出现回升。10月份上海有色网铝锭社会库存下降5.2万吨，至153.8万吨；铝棒库存上升2.63万吨，至14.35万吨；LME铝库存上升5.74万吨，至104.78万吨。当前铝棒加工费处于低位，部分企业可能会减少铝棒产量，改成铸锭。结合当前铝供需双弱的情况，且采暖季限产不及预期，预计铝锭库存难以持续下降，年前库存会出现回升。

综上所述，预计铝价会呈现震荡走弱，建议投资者逢高做空，仅供参考。

6.风险提示

采暖季限产不及预期；铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

震荡为主

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

韩惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

螺纹钢：分歧巨大，市场且行且珍惜

11月是螺纹钢的旺季，期螺主力确定为在淡季合约。因此市场出现了巨大的基差。我们预计11月螺纹钢现货或冲高回落，而期螺总体走势震荡为主。我们不认为期螺会出现大幅下跌的走势。原因在于现货在4700元左右的位置虽然冬储意愿较差，但到4200元附近下游恐高意识会明显消退。而基本面上来看，目前底库存，钢厂低压力，环保限制生产但对施工没有影响的前提下，基本面没有本质的恶化。因此我们认为11月期螺价格总体震荡为主。

目前市场看空有两个主要的大逻辑。首先是宏观周期的论点。宏观补库存周期是否结束，目前看来，从下游民用的地方来看，确实如此。汽车行业、家电行业等卷板的主要需求点都在高库存与低需求的泥淖里面出不来，使得卷板的需求受阻。但是本轮房地产周期的调控不同往年，导致地产整体库存不高，新屋开工仍然加速。只是对房价回落的预期使得居民财富效应减弱，以及加杠杆后消费能力不足，主动压抑需求，使得内需不振。

其次是高利润刺激的增产和高价格对下游的挤压，是否能够反作用于钢价，结束钢价三年牛市的周期。首先高利润刺激的增产确实存在，但却因为环保等因素受阻。下游的核心能力在于加工制造，而非原料低廉；今年因为贸易摩擦以及内需不振等因素造成的下游被动，应该是主因。

我们认为，如果没有“看得见的手”对供应的强行压制，钢价应该早已回落。在现货高价，期螺大幅贴水的事实下，“看得见”的手能否再度刺激需求端将是未来的主要重点。如果延续目前内需乏力，基建下滑的事实，可能经济下滑的沉重压力是没人想看到的。但是如果选择刺激基建，刺激内需，需求平稳的前提下，因为供应受限，钢价或许还能够高位震荡一段时间。

铁矿石：震荡

铁矿石10月大幅收涨。上个月铁矿石需求依然较好，

港口疏港量维持高位，而外矿发货方面则受港口检修等因素低于往年同期水平，这使得铁矿港口库存继续下滑，澳粉紧俏；但随着采暖季的来临，铁矿后续需求或将逐渐转弱，同时随着外矿发货的回暖，供应的增加或将给铁矿石带来的压力。

供给方面，10月外矿发货并未出现明显改观，发货水平低于往年同期，特别是澳洲方面受港口检修的影响，发货不及预期水平；而在疏港量维持高位的情况下，港口库存持续下降，其中澳粉的库存量下降更为明显，使得澳粉现货价格坚挺，基差逐渐扩大，也带动了期货盘面价格的上涨。但是近期四大矿山公布的季报均是没有下调年度产量目标，这使得四季度澳洲矿山的发货压力依然较大。我们预计四季度外矿发货将会逐步回暖，港口库存逐渐企稳回升，其中澳洲矿紧俏的局面将会缓解。

需求方面，目前钢厂依然维持较高产量，但是高炉开工率在10月已经初现下行趋势，随着采暖季限产以及上海进博会等环保因素的影响，我们预计高炉开工率11月将会逐步下行，铁水产量维持下降；而钢厂后期对于矿石需求也将逐步减弱，难有大规模补库出现。

整体来看，10月底人民币汇率的大幅反弹，使得人民币短期继续贬值的预期下降，故而此前汇率下跌带来的对矿石内盘的支撑也有所减弱；但近期港口澳粉库存仍然偏紧，同时钢厂需求较好使得矿价仍然有所支撑，我们预计铁矿石短期或仍以震荡为主；但中期来看，随着外矿发货的增加以及钢厂需求受到采暖季的影响，预计矿石有着一定下行压力，建议投资者暂时观望，仅供参考。

1.行情回顾

10月份铁矿石收涨,截至10月31日,I1901收于533.5元/吨,月涨40.5元/吨,涨幅8.22%。月末持仓量为79.35万手。

10月份螺纹钢收涨,截至10月31日,RB1901收于4127元/吨,月涨185元/吨,涨幅4.69%。月末持仓量为272万手。

图 1: 铁矿石主力合约行情走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 螺纹钢主力合约行情走势



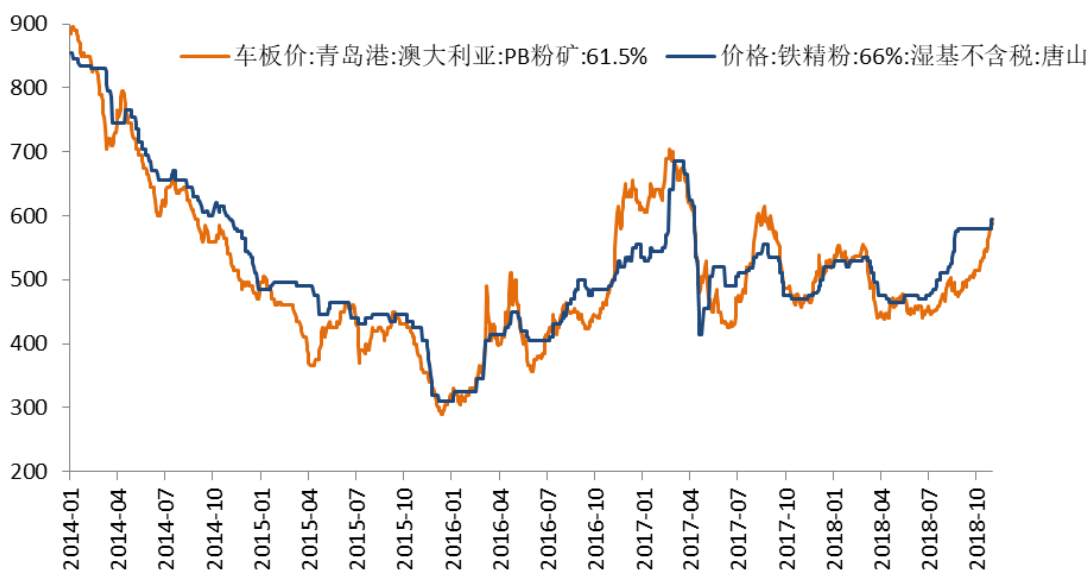
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.铁矿石基本面分析

2.1 现货价格

铁矿石港口现货持稳。截至 10 月 31 日，青岛港澳澳大利亚 61.5%品位 PB 粉矿收于 591 元/吨，月环比涨 76 元/吨。唐山 66%铁精粉价格收于 595 元/吨，月环比涨 15 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 10 月 31 日，普氏指数报收于 75.55 美元/吨，月环比上涨 6.05 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）

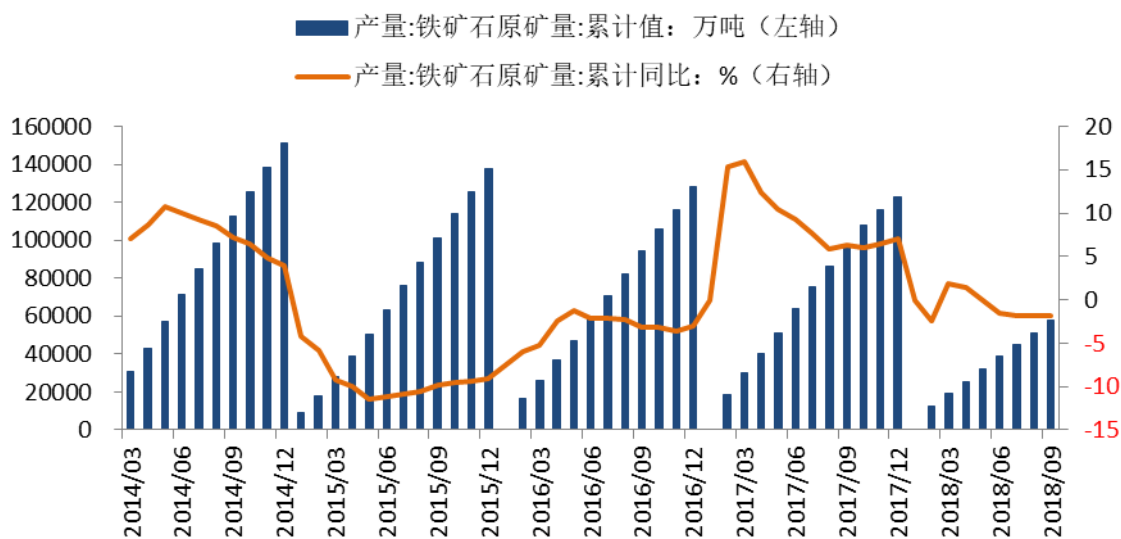


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量维持偏低水平

截至 2018 年 10 月，国内铁矿石原矿累计生产 5.8 亿吨，累计同比下跌 1.9%。

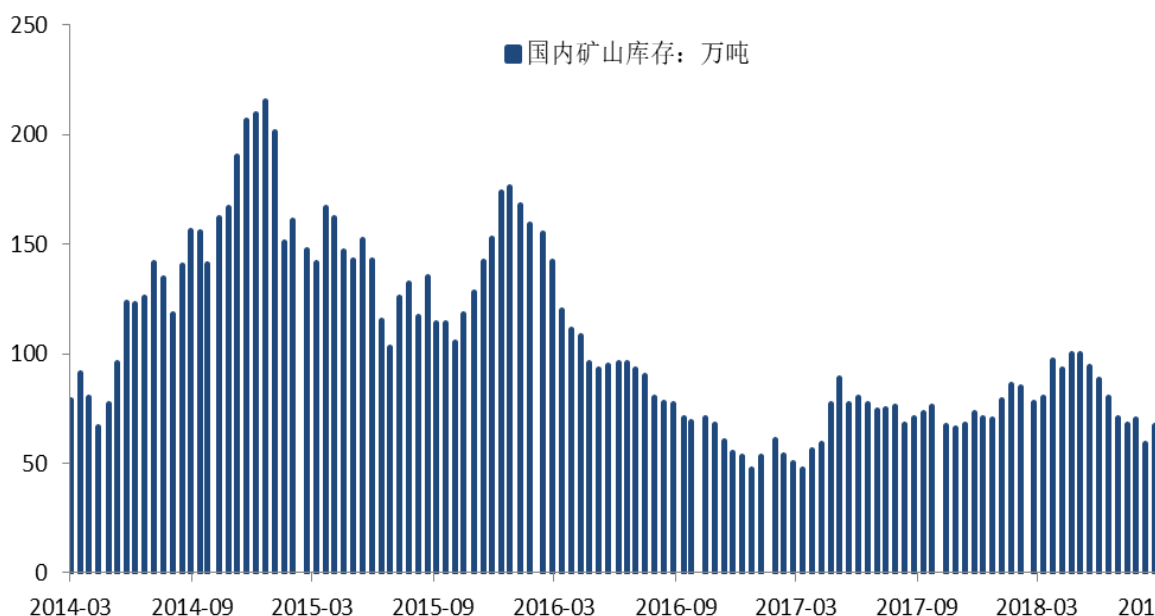
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 10 月 26 日，国内矿山铁精粉库存 48 万吨，与 9 月底相比减少 6 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

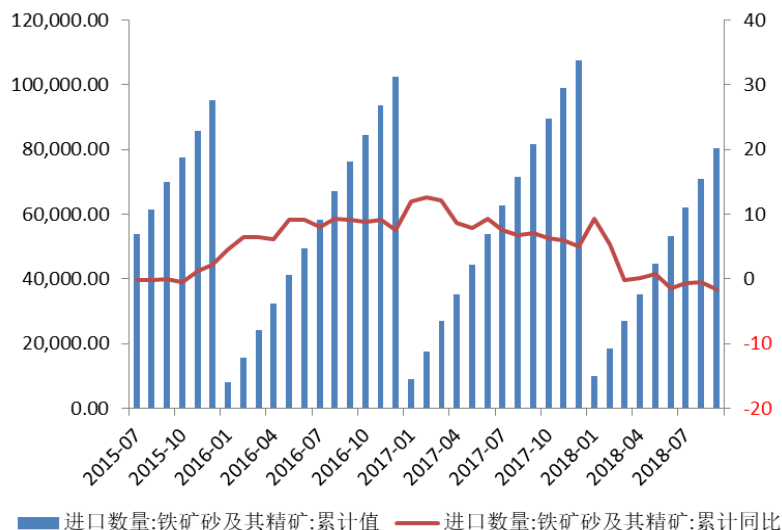


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿石进口量小幅下降

截至 2018 年 9 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 80334 万吨，同比下降 1.6%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）

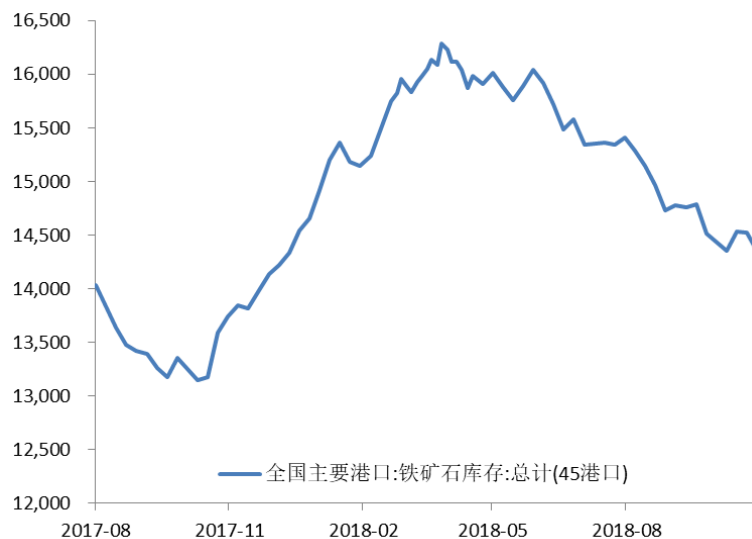


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存继续下降

截至 11 月 2 日，铁矿石港口库存为 14357.4 万吨，与 9 月底相比下降 159.14 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 29 天，与 9 月底相比上升 3.5 天。铁矿港口库存本月继续下降，特别是澳粉库存下降较快，给与矿价支撑；但我们预计随着四季度外矿发货高峰的来临，港口库存将企稳回升。

图 8：铁矿石港口库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢材现货价格

截至 10 月 31 日，北京螺纹钢收于 4700 元/吨，月涨 150 元/吨；上海螺纹钢收于 4750 元/吨，月涨 170 元/吨；广州螺纹钢收于 3980 元/吨，月涨 140 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

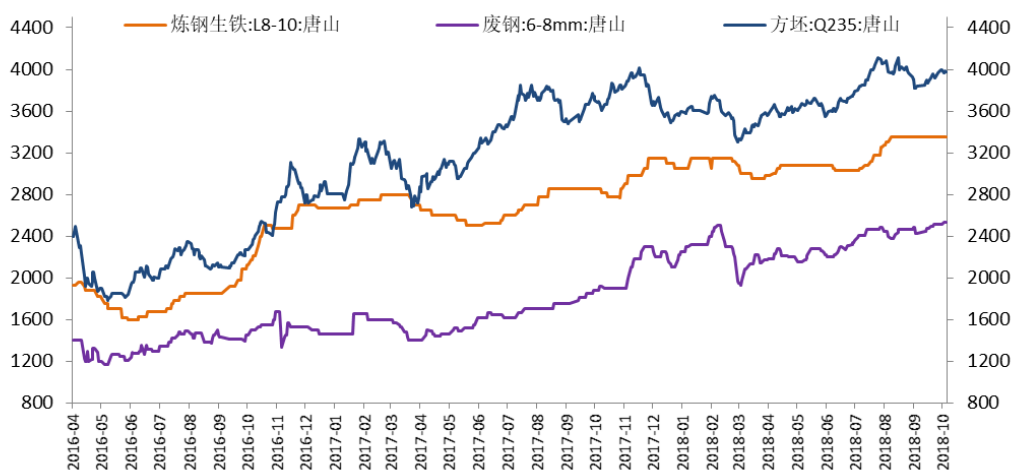


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 生铁废钢价格

截至 10 月 31 日，唐山方坯收于 3980 元/吨，月涨 140 元/吨；生铁价格收于 3350 元/吨，月环比持平；废钢价格上涨 100 元/吨，收于 2530 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

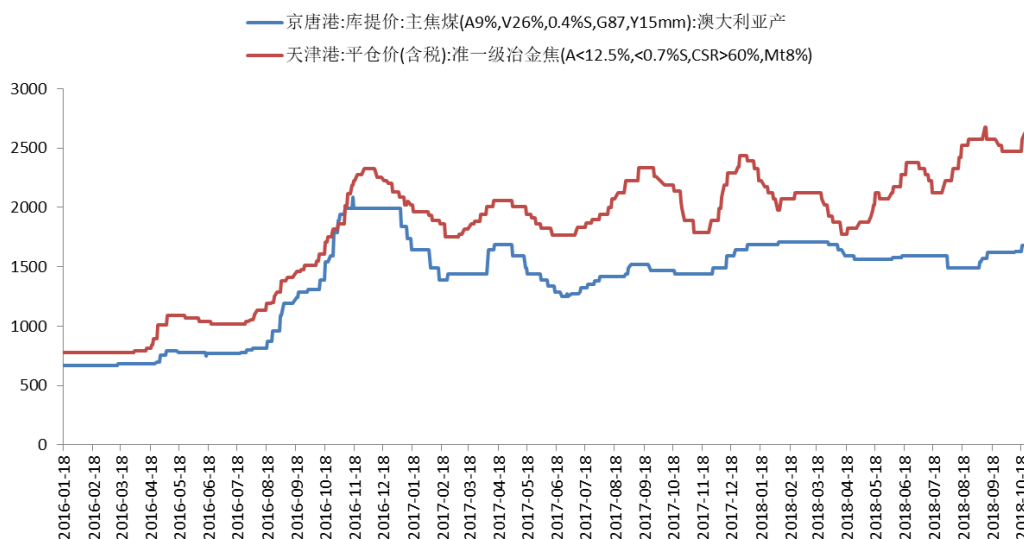


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤焦炭价格

截至 10 月 31 日，京唐港焦煤收于 1730 元/吨，月涨 110 元；天津港焦炭上涨 150 元，至 2625 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

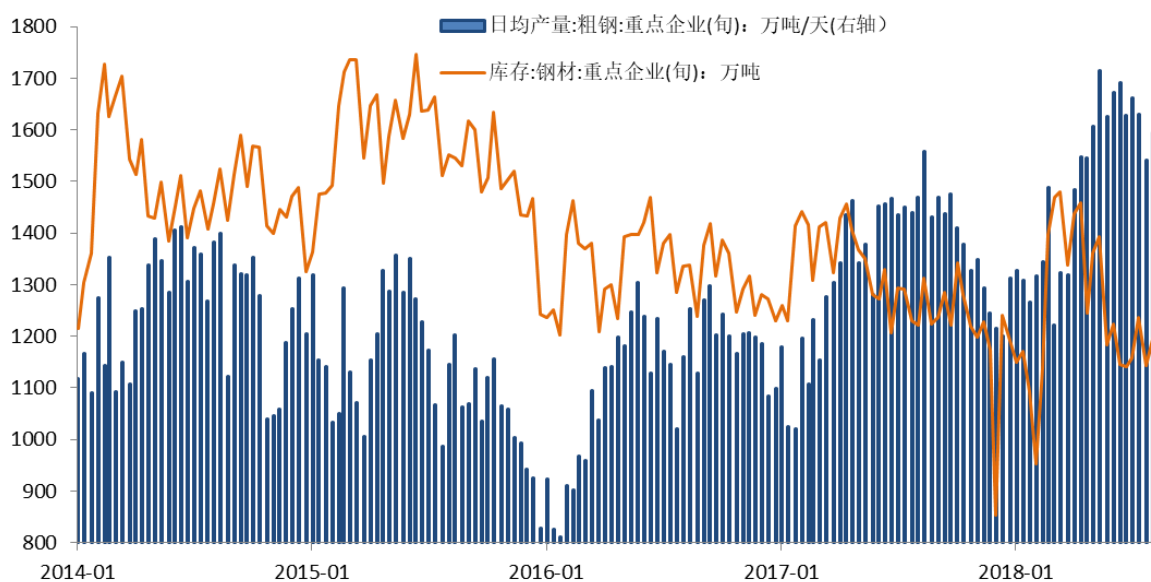


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量与库存

与 9 月中旬相比，2018 年 10 月中旬重点钢企粗钢日产 195.11 万吨，环比下跌 3.23 万吨；重点企业库存 1291 万吨，环比上涨 33.13 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

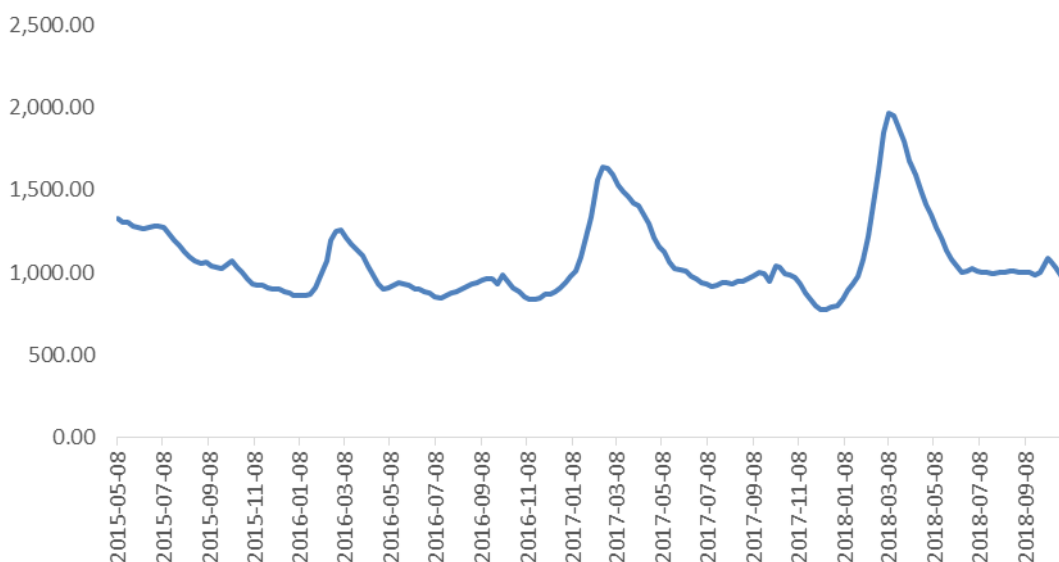


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存

截至 11 月 2 日, 全国主要钢材品种库存总量为 938.9 万吨, 与 9 月底相比下降 62.38 万吨。分品种来看, 螺纹钢库存减少 62.86 万吨, 线材库存减少 32.24 万吨, 热卷库存增加 26.83 万吨, 冷轧库存上升 0.63 万吨。

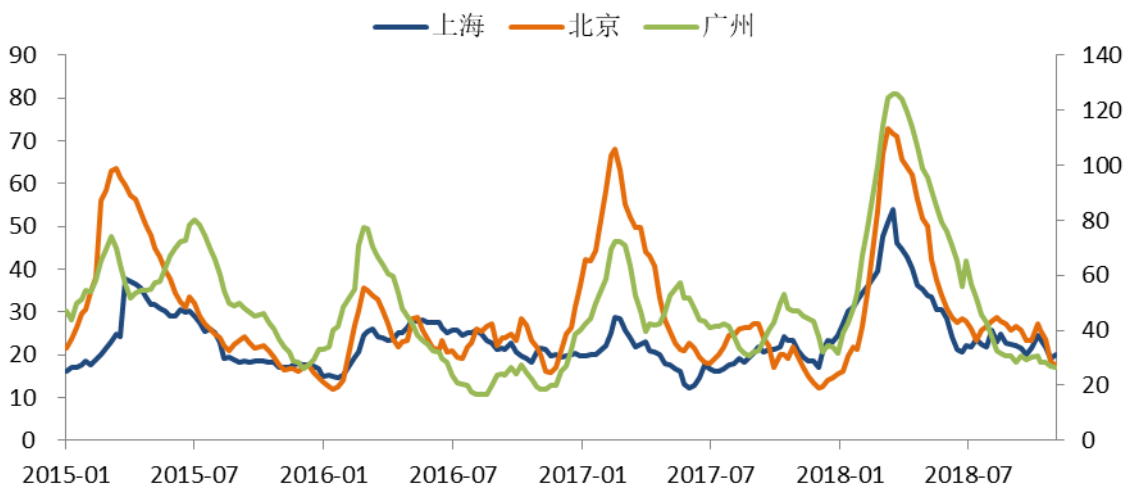
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 11 月 2 日, 螺纹钢上海库存 20.09 万吨, 与 9 月底相比下降 1.42 万吨; 广州库存 17.27 万吨, 月环比下降 5.94 万吨; 北京库存 26.72 万吨, 月环比下降 3.69 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)

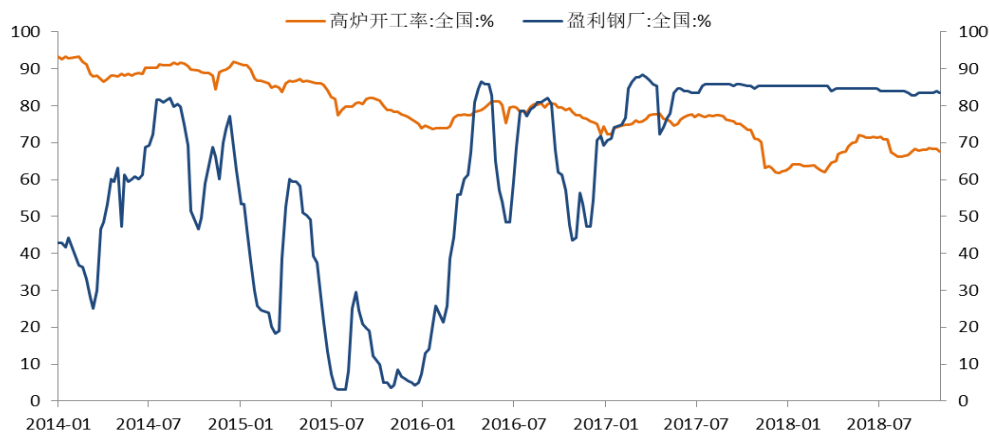


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率

截至 11 月 2 日，163 家钢厂盈利比例为 83.44%，月环比持平；高炉开工率为 67.54%，月环比下跌 0.55%。随着采暖季限产以及上海进博会等环保因素的影响，高炉开工率逐步下行。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.7 终端采购

截至 11 月 2 日，上海地区线螺采购量 10 月周度均值 37795 吨，环比 9 月继续上升。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量

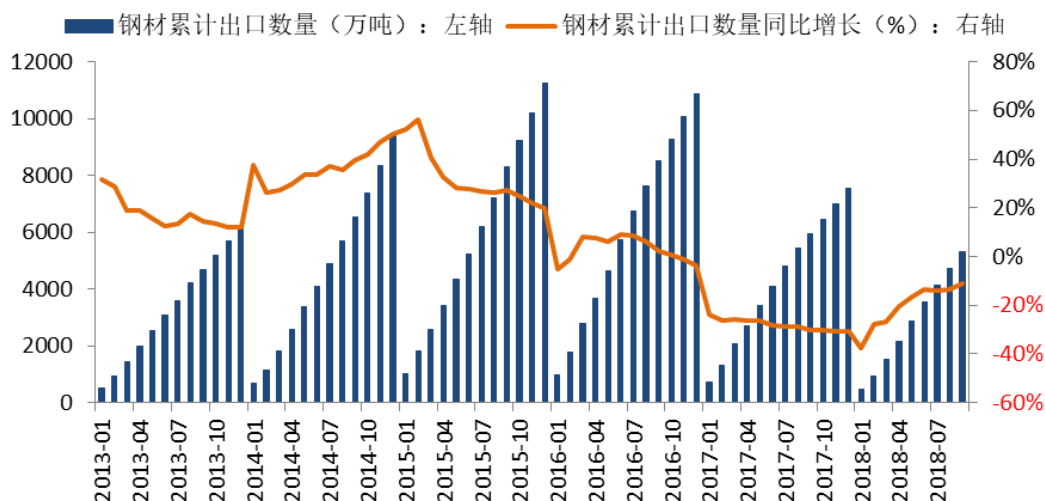


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口

2018年9月钢材出口为595万吨，同比上升15.76%，上半年累计出口5308万吨，同比下滑10.94%。

图 17：钢材出口（万吨）

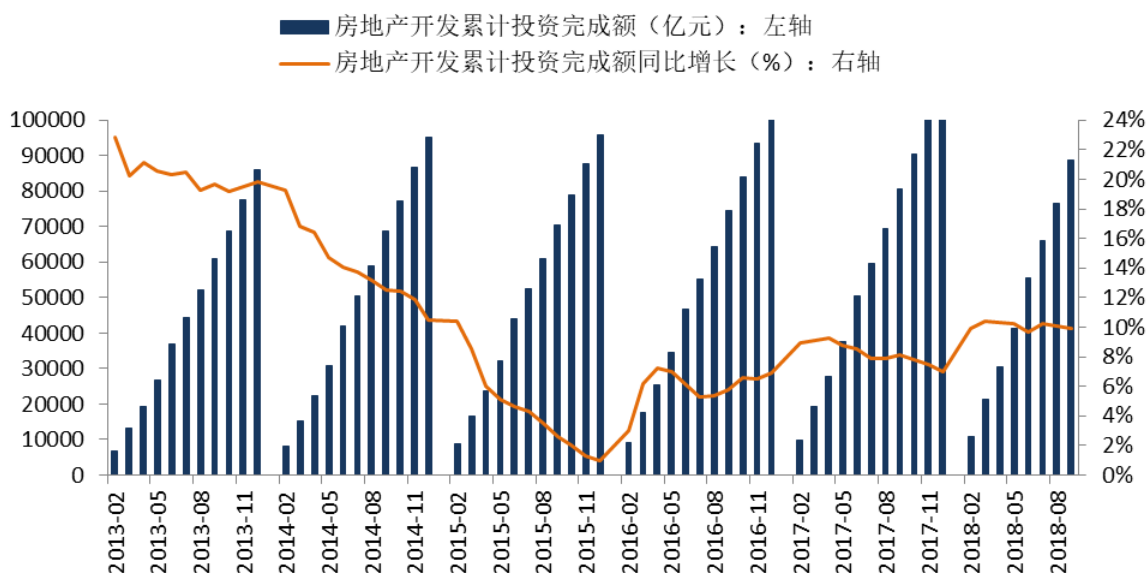


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资

截至 9 月，今年上半年房地产累计开发投资为 8.87 万亿元，同比去年增加 9.9%，房地产投资数据仍然较好。

图 18：房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.总结

铁矿石:

整体来看, 10 月底人民币汇率的大幅反弹, 使得人民币短期继续贬值的预期下降, 故而此前汇率下跌带来的对矿石内盘的支撑也有所减弱; 但近期港口澳粉库存仍然偏紧, 同时钢厂需求较好使得矿价仍然有所支撑, 我们预计铁矿石短期或仍以震荡为主; 但中期来看, 随着外矿发货的增加以及钢厂需求受到采暖季的影响, 预计矿石有着一定下行压力, 建议投资者暂时观望, 仅供参考。

螺纹钢:

我们认为, 如果没有“看得见的手”对供应的强行压制, 钢价应该早已回落。在现货高价, 期螺大幅贴水的事实下, “看得见”的手能否再度刺激需求端将是未来的主要重点。如果延续目前内需乏力, 基建下滑的事实, 可能经济下滑的沉重压力是没人想看到的。但是如果选择刺激基建, 刺激内需, 需求平稳的前提下, 因为供应受限, 钢价或许还能够高位震荡一段时间。

焦煤震荡偏强运行，焦炭短期震荡

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

黑色研究团队

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询资格号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月份焦炭主力合约震荡运行,截至10月31日,J1901收于2385.5元/吨,月涨54元,涨幅2.3%。月末持仓量为396600手。

10月份焦煤主力合约走势震荡偏强运行,价格波动小于焦炭,截至10月31日,JM1901收1393元/吨,月涨63元/吨,涨幅4.7%,月中主力合约一度达到年内最高价格1415元/吨。月末持仓量为281578手。

10月份盘面焦化利润较9月份略有下降,但仍在高位震荡,截至10月31日为663.9元/吨。10月焦炭/焦煤比较9月略有回落。整个10月焦炭/焦煤比一直保持在1.7以上,截至10月31日,比值为1.71,与月初持平。

● 后市展望及策略建议

焦煤:

焦煤目前整体基本面偏强运行。供给方面,焦煤受山西煤矿查超以及山东省煤矿事故停产影响,供应紧张。库存方面,煤矿内几乎零库存,焦企收货较为困难,正值冬储期,焦化厂与钢厂炼焦煤库存有所增加,但冬储节奏不变,焦企采购积极性不减。需求方面,焦化厂利润较高,保持较高开工率,环保限产影响暂时有限,对焦煤需求较大。焦煤价格仍有上涨空间,短期焦煤价格以震荡偏强运行为主,建议逢低看多,仅供参考。

焦炭:

供给方面,受焦化利润影响,目前焦化厂暂时保持较高开工率,进入11月采暖季,应当关注各地环保限产力度,警惕力度不及预期风险。库存方面,焦化厂焦炭库存处于低位,增加焦化博弈话语权,钢厂内部焦炭小有累积,但也处于较低位置,港口库存小有增加,或因疏港不畅导致,由于现货价格上涨至高位,加之运输成本增加,贸易商进

货成本增加，投机性需求减少。需求方面，临近采暖季限产，工地多有赶工需求，短期支撑焦炭需求，但后期工地因天气停工将减少焦炭需求。采暖季限产及进口博览会期间停限产，也将影响对钢材产量，进而影响焦炭需求。目前焦煤价格上涨带来的成本上升以及运输成本上升，支撑焦炭价格。后续要密切关注环保限产力度，焦炭短期震荡运行，建议暂观望，仅供参考。

1. 行情回顾

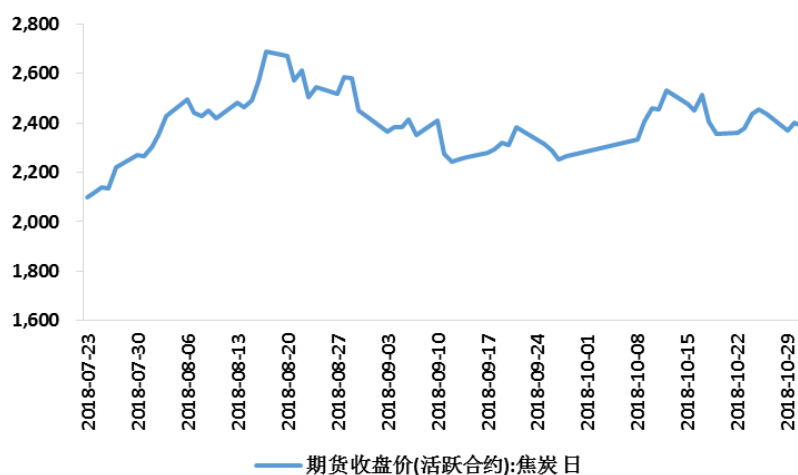
1.1 期货市场价格

10 月份焦炭主力合约震荡运行，截至 10 月 31 日，J1901 收于 2385.5 元/吨，月涨 54 元，涨幅 2.3%。月末持仓量为 396600 手。

10 月份焦煤主力合约走势震荡偏强运行，价格波动小于焦炭，截至 10 月 31 日，JM1901 收 1393 元/吨，月涨 63 元/吨，涨幅 4.7%，月中主力合约一度达到年内最高价格 1415 元/吨。月末持仓量为 281578 手。

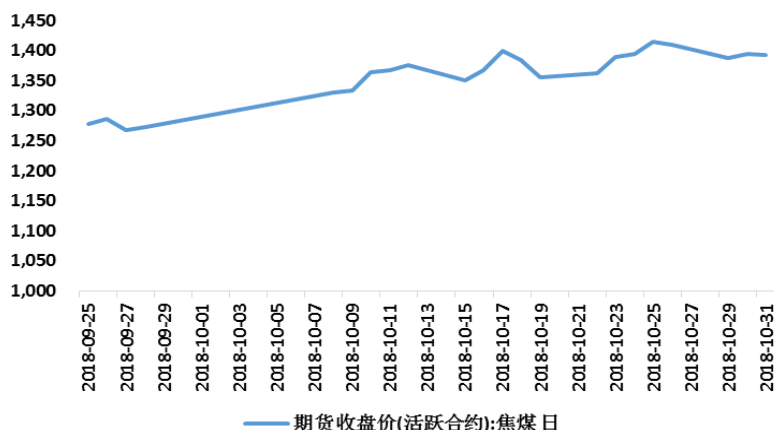
10 月份盘面焦化利润较 9 月份略有下降，但仍在高位震荡，截至 10 月 31 日为 663.9 元/吨。10 月焦炭/焦煤比较 9 月略有回落。整个 10 月焦炭/焦煤比一直保持在 1.7 以上，截至 10 月 31 日，比值为 1.71，与月初持平。

图 1：焦炭主力合约行情走势



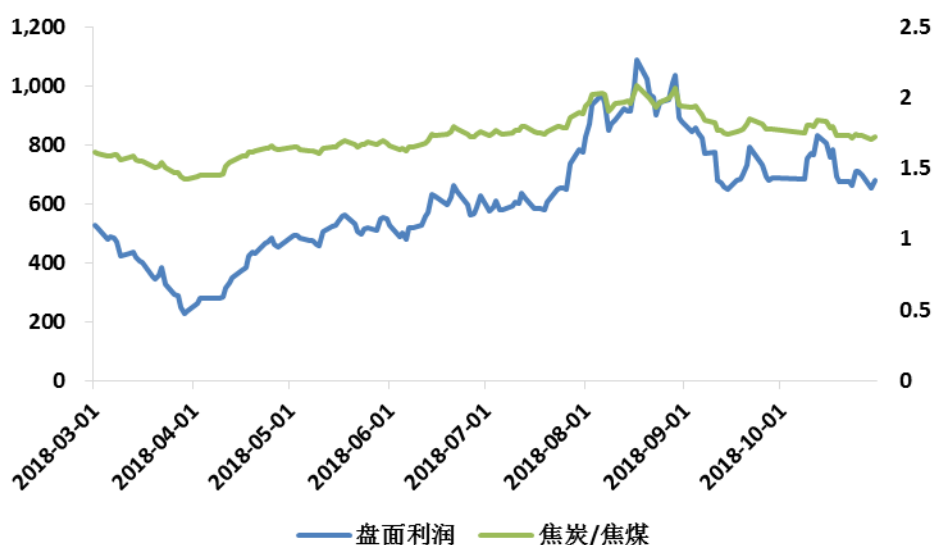
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：焦煤主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：盘面焦化利润及焦炭焦煤比

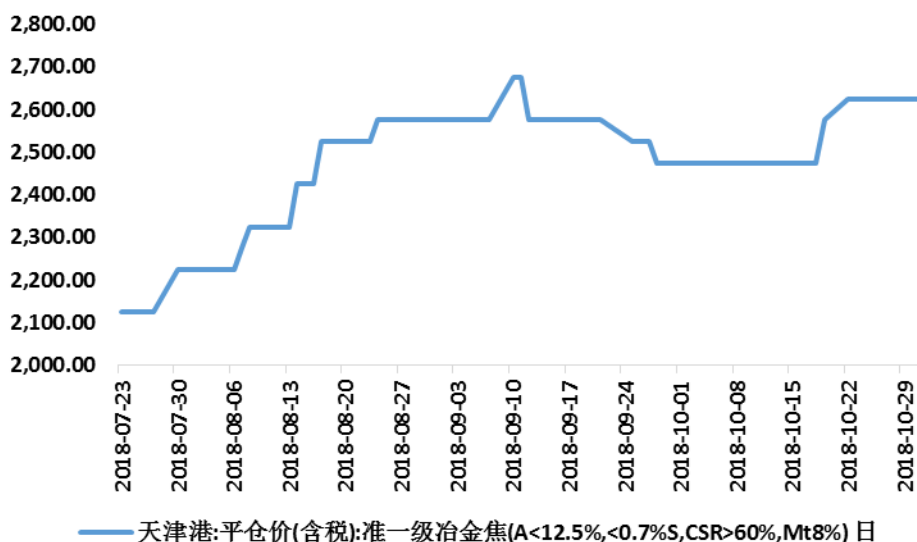


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 现货市场价格

焦炭现货市场上看涨情绪较浓，本月天津港准一级冶金焦有两轮提涨，截至 10 月 31 日，天津港一级冶金焦港口价为 2625 元/吨，月涨 150 元/吨。山西、河北、山东等地焦炭二轮提涨基本已经全部落实，焦炭厂和钢厂之间的博弈还在继续，目前市场消息山西地区焦炭厂有第三轮提涨情绪，由于目前焦化厂内和钢厂内焦炭库存较低，且钢厂开工率较高，市场对焦炭现货后市看涨乐观。

图 4：焦炭现货价格（元/吨）

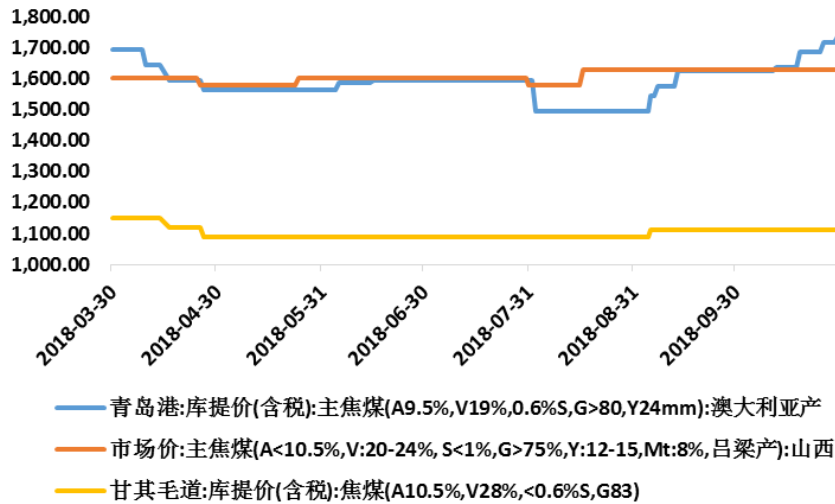


数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 10 月 31 日，山西吕梁产主焦煤价格为 1630 元/吨，甘其毛道蒙古煤价格为 1110 元/吨，本月较为平稳。青岛港澳煤本月经受了四轮提涨，提涨幅度为 110 元/吨，目前价格为 1735 元/吨。受安全检查而停产的洗精煤厂没有复产，加之本月山西进行煤矿超能力生产检查，对部

分煤矿生产造成一定影响，山西省内炼焦煤供应略显紧张，汽运改革导致山西省内炼焦煤运费价格上升，对焦煤价格形成支撑。山东省内受煤矿事故影响，停产多家煤矿，近日虽陆续复产，但周边焦炭厂生产仍旧受到较大影响，短期将利好炼焦煤现货价格。

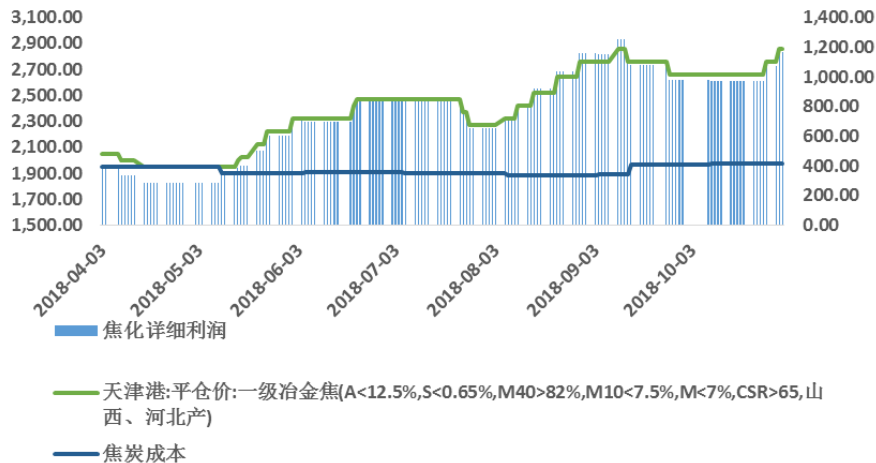
图 5：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货焦化利润上，本月从 971 元左右上涨至 1168 元左右，焦化利润创下新高，今年对炼焦煤冬储力度或加强，在冬季来临之际炼焦煤价格易涨难跌。

图 6：现货焦化利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

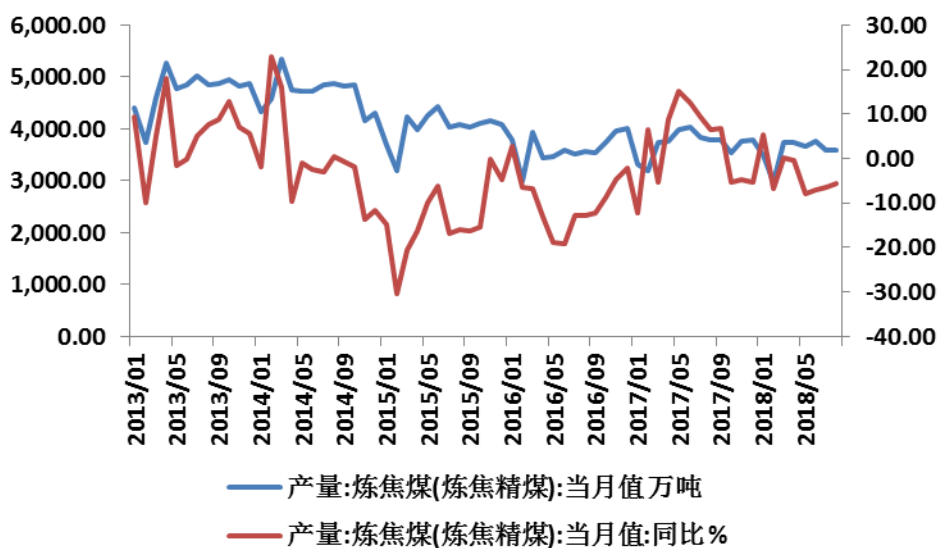
2. 焦煤、焦炭基本面分析

2.1 焦煤供给

2018 年 8 月，我国炼焦煤产量为 3579 万吨，月同比下降 5.74%。1-8 月我国共生产炼焦煤

28530 万吨，较去年同比下降 4917 万吨。

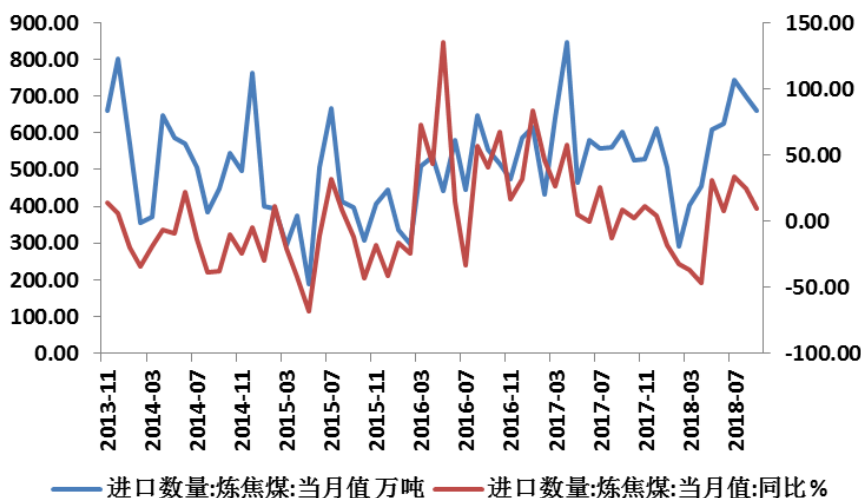
图 7：炼焦煤月产量及同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

9 月份我国共进口炼焦煤 661 万吨，较上月减少 39 万吨。1-9 月我国共进口炼焦煤 4990.7 万吨，较去年同比减少 315.2 万吨。

图 8：炼焦煤进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

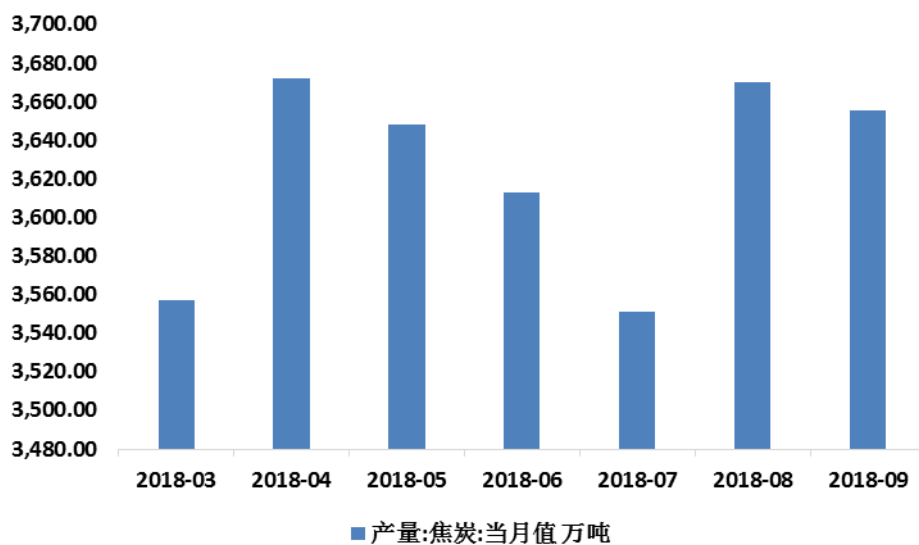
我国炼焦煤总供给自 8 月后出现供货紧张情况。首先，由于 8 月山西地区纳入环保督查范围，部分煤矿开工受限，安全检查期间山西、陕西两省有多个洗煤厂被迫关停，焦煤供应出现紧缩；其次，8 月 15 日后山西省汽运改革，主要限制柴油车和货车的运输，焦煤运输以国三车型为主，因此煤矿出货受此政策影响明显，并预计运输价格会出现涨势；再次，进入十月，山西煤矿检查于 11 号开始，计划检查到 31 号，煤矿生产有不同程度受限，之后又另发文件加强对运输车辆的控制，检查加码，对焦煤供应产生影响；最后，近期受山东煤矿冲击地压事故影响，导致 22-23 号紧急停产 41 家煤矿，山东省内焦煤供应紧张。进口煤方面，

蒙煤进口数量较为稳定，近期通关车辆有所下降，主要是由于口岸设置智能卡口，短期影响通关效率，预计后期会回复正常量。澳煤方面，9月澳洲昆士兰北贡耶拉部分矿区发生火灾，紧急关闭了部分矿区，影响了澳煤进口数量。近日在广州召开会议已经明确今年进口煤数量将维持“平控”，意味着今年进口煤总量将不会超过去年，至年底进口额度将偏紧，供应更加紧张。

2.2 焦煤需求/焦炭生产

2018年9月我国焦炭产量为3655.4万吨，较8月下降约15万吨，降幅0.4%。1-9月我国共生产焦炭25367.6万吨，较去年同比下降828.5万吨，降幅3.16%。

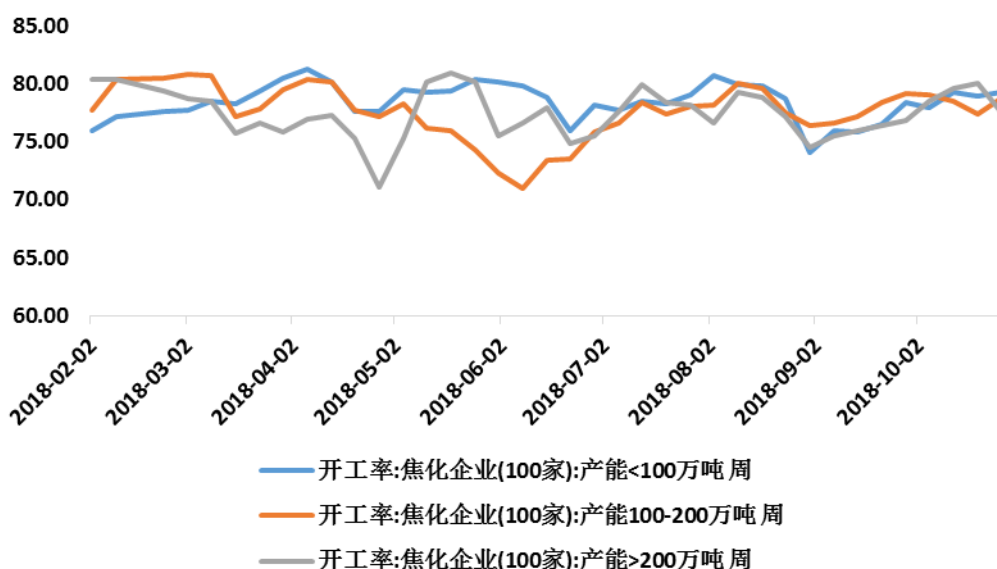
图9：焦炭产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 10 月 31 日，我国小于 100 万吨产能焦化厂开工率为 79.26%，100-200 万吨产能焦化厂开工率为 78.74%，大于 200 万吨产能焦化厂开工率为 77.63%。

图 10：焦化厂开工率



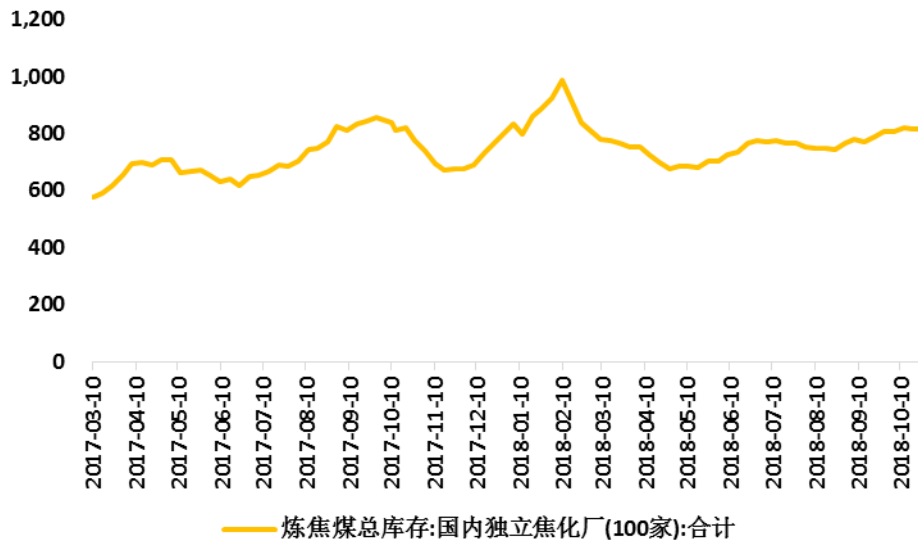
数据来源：Wind，兴证期货研发部

8 月环保回头看阶段性结束后，环保限产稍有放松，受高焦化利润刺激，焦化企业纷纷提高开工率，加大生产，自 8 月起焦炭产量回升较快。进入十月份，焦化厂对 11 月马上到来的环保限产力度始终持有不确定态度，目前，钢厂下游需求较好，钢厂开工率高，对焦炭需求较大，且焦化利润高位，焦化厂不存在主动减产的可能性，因此大多在采暖季到来之前积极开工，受环保限产影响较小，其中大产能焦化厂受环保限产影响较大，开工率有小幅下滑。但进入 11 月份，需密切关注各地秋冬季错峰生产措施落地，环保限产将成为影响焦化走势的主要矛盾。

2.5 焦煤、焦炭库存状况

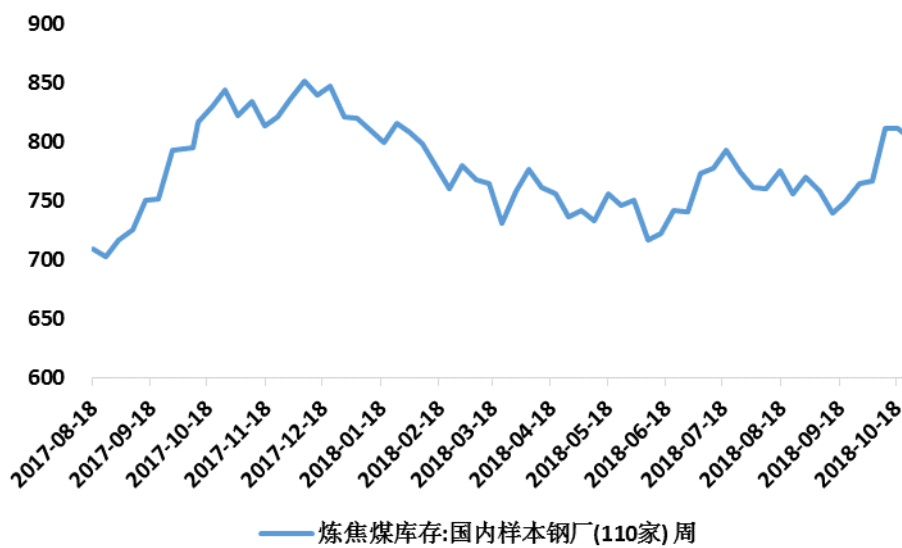
截至 10 月 26 日，我国炼焦煤焦化厂库存为 817.04 万吨，月环比上涨 11 万吨左右，炼焦煤钢厂库存为 801.6 万吨，月环比上涨 36.2 万吨左右，炼焦煤六港口库存为 312.16 万吨，月环比下降 37.33 万吨。目前煤矿内炼焦煤库存较低，且受政策以及煤矿事故影响，焦煤供应偏紧，焦企收货略为困难，更加激发了焦企采购积极性，进入十月份冬储期内，焦化厂与钢厂炼焦煤库存均有增加，焦化厂与钢厂焦煤可用天数都处于正常水平，对焦煤采购需求仍然较高。

图 11: 炼焦煤焦化厂库存



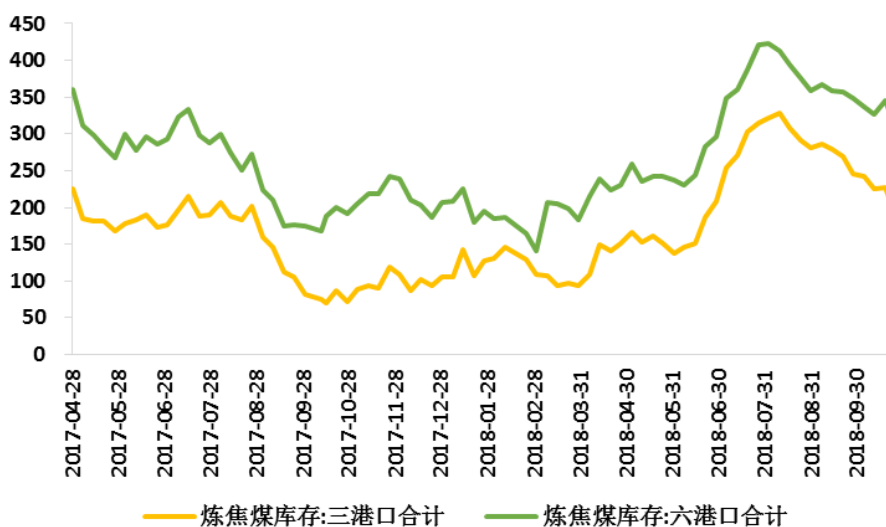
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 炼焦煤钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 炼焦煤港口库存

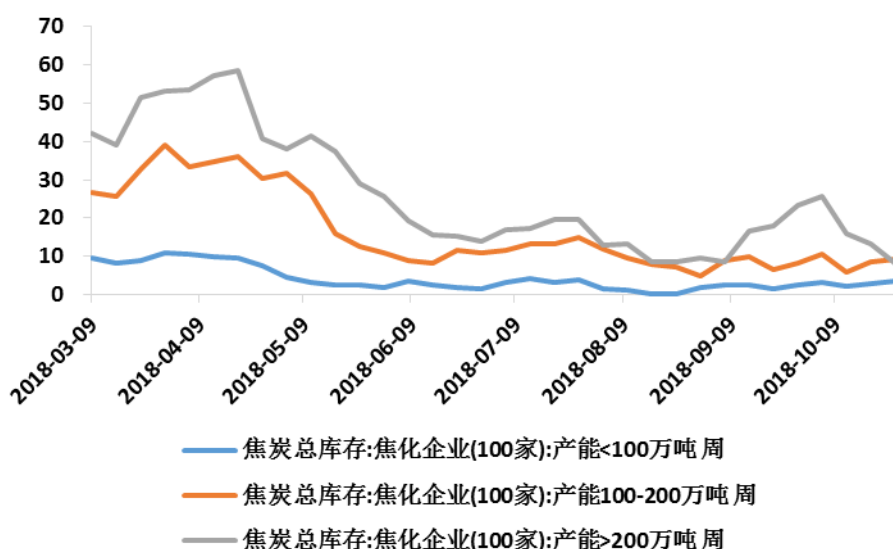


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 10 月 26 日, 我国小于 100 万吨产能焦化厂焦炭库存为 3.45 万吨, 100-200 万吨产能焦化厂库存为 9.3 万吨, 大于 200 万吨产能焦化厂库存为 8.3 万吨。焦化钢厂可用天数为 8.5 天, 较上月钢厂库存略有累积。焦炭港口库存为 246.2 万吨, 港口贸易商结束了主动去库阶段, 港口库存又有小幅累积态势出现。

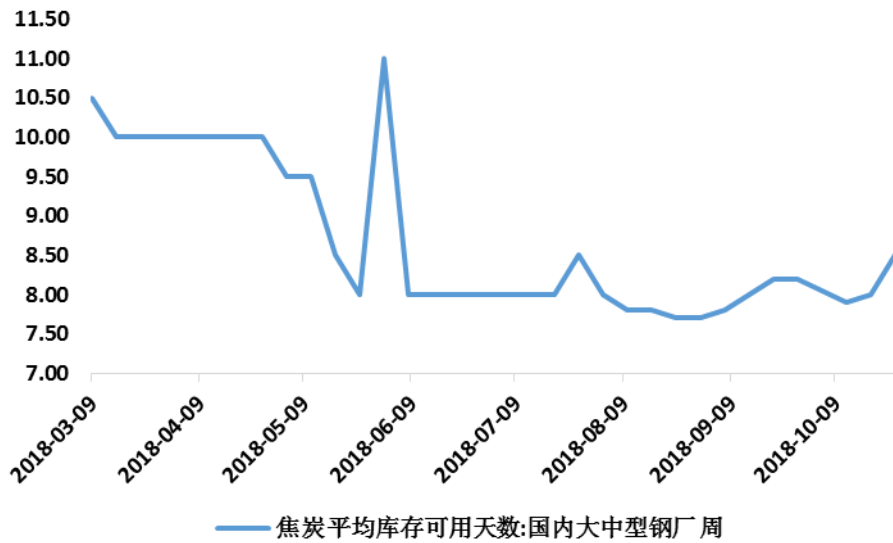
焦炭焦化厂库存和钢厂库存均处于较低的位置, 这对焦炭价格是一个支撑, 焦化厂方面目前销售订单较多, 出货顺利, 在厂内低库存的情况下, 对后市焦炭价格持乐观态度, 钢厂方面库存有小幅上涨, 成为与焦化厂博弈的资本, 但库存水平仍然不高, 对焦炭需求仍然较高。港口方面, 根据我的钢铁网消息, 贸易商采购积极性并不高, 目前港口到港船舶数量减少, 疏港速度变慢, 这也可能是港口库存小有累积的原因。由于焦炭现货价格上涨, 加之运费稍有上涨, 港口贸易商进货成本增加, 囤货意愿不高。

图 14: 焦炭焦化厂库存



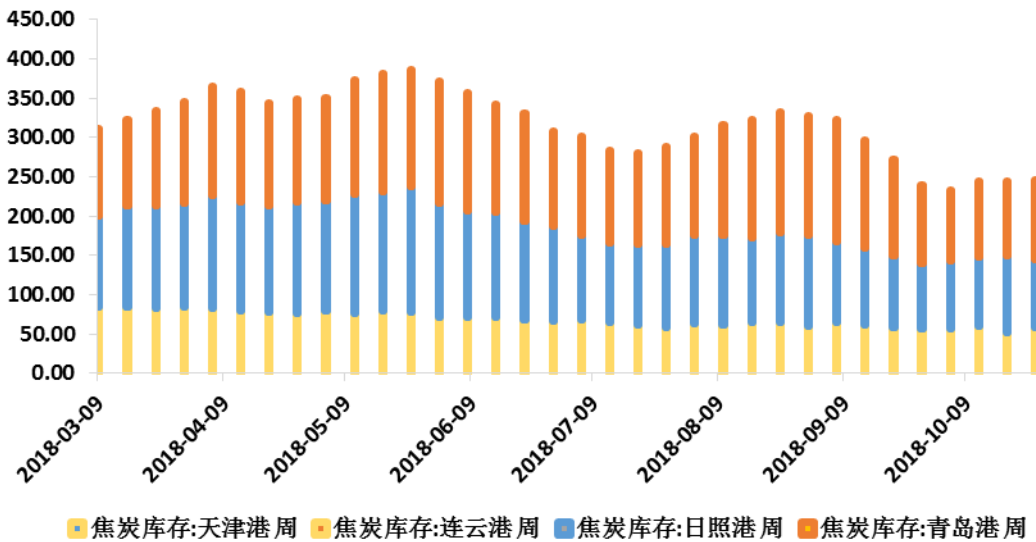
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 焦炭钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 焦炭港口库存

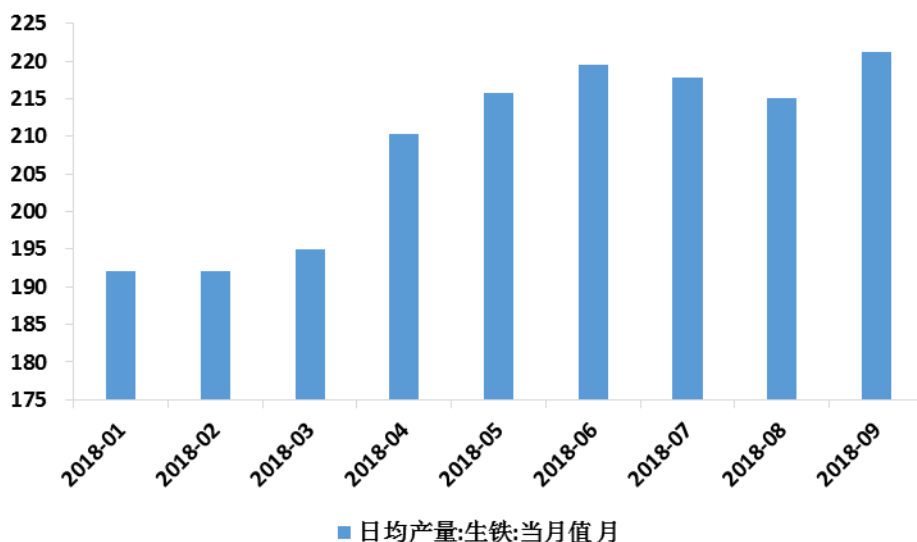


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 焦炭需求

2018年9月重点钢企粗钢日产221.27万吨，环比增加6.23万吨；据发改委统计，前三季度，全国粗钢产量69942万吨，同比增长6.1%，增速同比回落0.2个百分点；钢材产量82101万吨，增长7.2%，提高6个百分点。

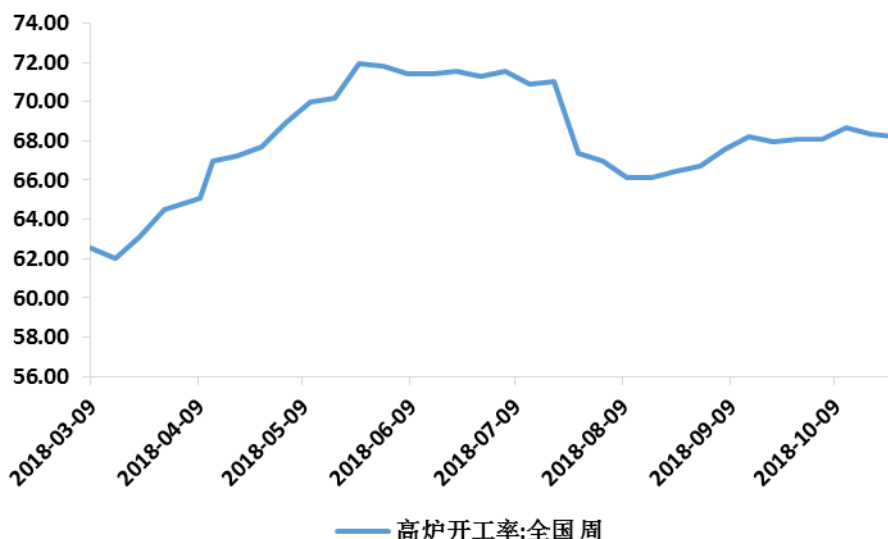
图 17: 生铁产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截止10月26日，我国高炉开工率为68.23%。进入8月份以来，环保限产不及预期，钢厂在利润刺激下保持较高开工率，高炉开工率在68%上下浮动。近日各地秋冬季错峰生产政策频发，后续需关注各地限产情况。

图 18: 全国高炉开工率

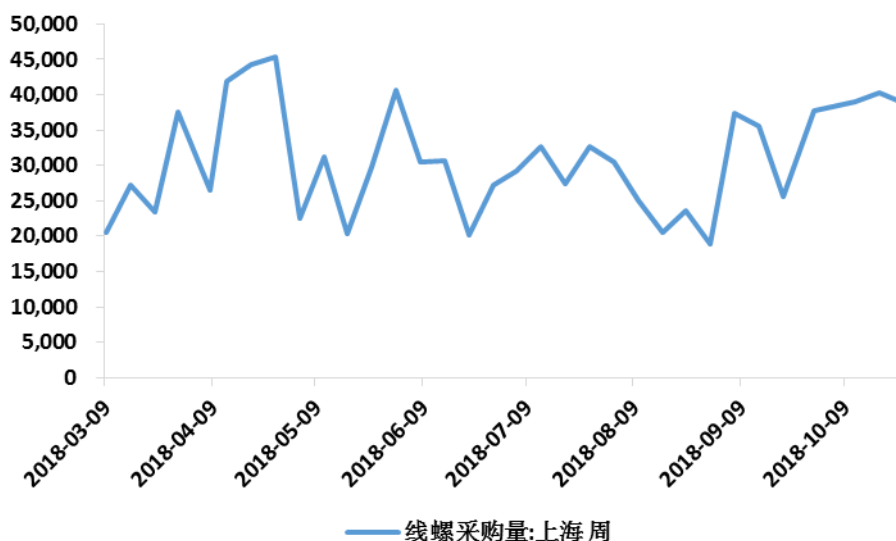


数据来源：Wind，兴证期货研发部

终端需求上，截至10月26日，我国线螺采购量为38762万吨，较9月末增加930多万吨。

进入“金九银十”，线螺采购量保持高位，成材终端需求旺盛。进入 11 月份，要关注工地停工，需求减弱的情况。

图 19：上海线螺采购量

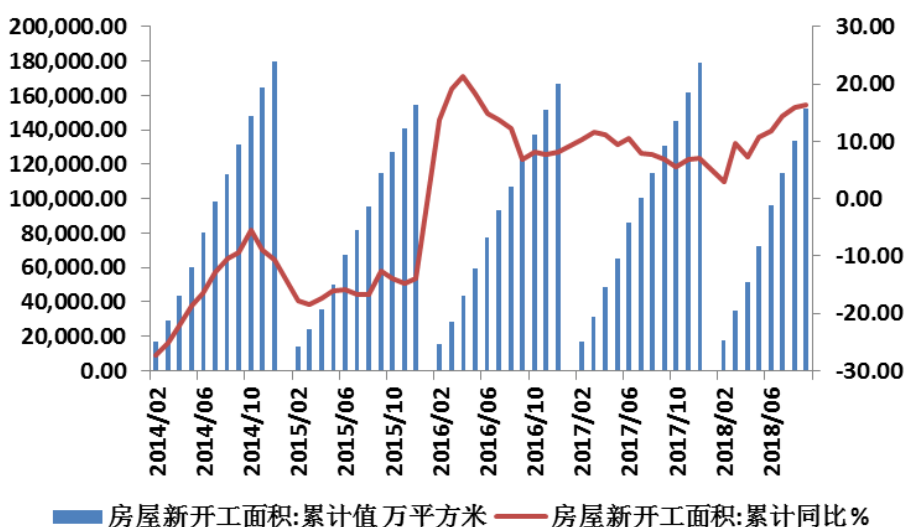


数据来源：Wind，兴证期货研发部

9 月我国房地产新开工面积累计数据为 152582.72 万平方米，同比增速为 16.4%。房地产行业需求韧性充足，目前面临 12 月份工地停工，各个工地都在加紧赶工，各地社会库存均有下降，仍旧支撑钢材的需求端。

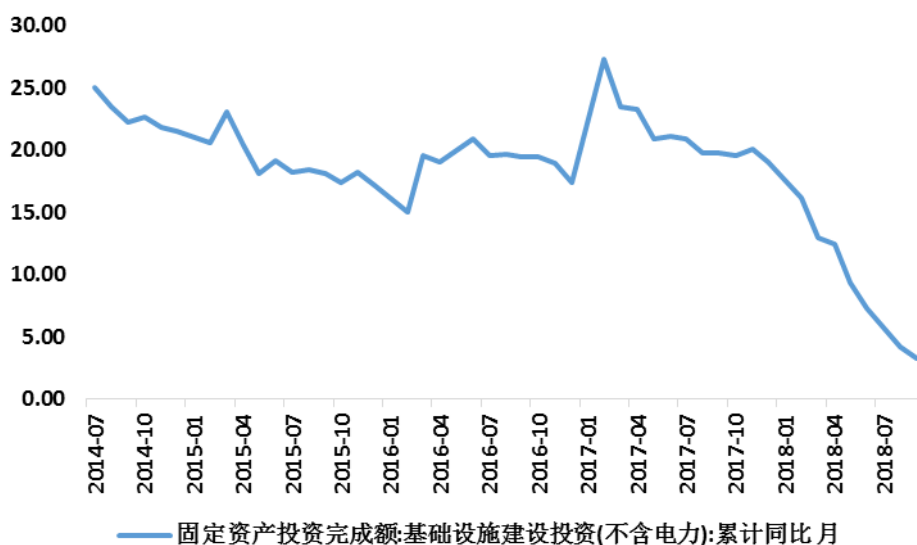
9 月固定基建投资累计同比为 3.3%，已达四年来最低数值，目前基建成为钢材需求最大的拖累。国家频开会议，点明要拉动基建发展，促进微小民企进步。10 月 31 日召开的政治局会议上也指出，要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难，同事要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提供宽松的资金环境，力图稳投资、稳预期，因此对于未来基建投资是利好因素。

图 20：房地产开工面积及同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：固定资产投资：基建



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结

焦煤：

焦煤目前整体基本面偏强运行。供给方面，焦煤受山西煤矿查超以及山东省煤矿事故停产影响，供应紧张。库存方面，煤矿内几乎零库存，焦企收货较为困难，正值冬储期，焦化厂与钢厂炼焦煤库存有所增加，但冬储节奏不变，焦企采购积极性不减。需求方面，焦化厂利润较高，保持较高开工率，环保限产影响暂时有限，对焦煤需求较大。焦煤价格仍有上涨空间，短期焦煤价格以震荡偏强运行为主，建议逢低看多，仅供参考。

焦炭：

供给方面，受焦化利润影响，目前焦化厂暂时保持较高开工率，进入 11 月采暖季，应当关注各地环保限产力度，警惕力度不及预期风险。库存方面，焦化厂焦炭库存处于低位，增加焦化博弈话语权，钢厂内部焦炭小有累积，但也处于较低位置，港口库存小有增加，或因疏港不畅导致，由于现货价格上涨至高位，加之运输成本增加，贸易商进货成本增加，投机性需求减少。需求方面，临近采暖季限产，工地多有赶工需求，短期支撑焦炭需求，但后期工地因天气停工将减少焦炭需求。采暖季限产及进口博览会期间停限产，也将影响对钢材产量，进而影响焦炭需求。目前焦煤价格上涨带来的成本上升以及运输成本上升，支撑焦炭价格。后续要密切关注环保限产力度，焦炭短期震荡运行，建议暂观望，仅供参考。

煤市或旺季不旺，动煤仍存回落压力

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询资格号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月份煤炭行业整体呈现前高后低的走势。月初在各大煤企大幅上调长协煤价格、进口煤收紧、大秦线秋季集中检修以及冬储备货等因素提振下，国庆节后现货价格一路走高，动煤期货价格跳空高开，并突破670一线关口；随后在下游电厂持续低日耗叠加高库存的情况下，煤炭需求不佳，煤价开始回调，动煤期货也大幅回落，并重新进入微贴水格局。主力合约ZC901收于632.2元/吨，月跌4.8元/吨，跌幅0.75%；持仓24.2万手，成交436.5万手，缩量增仓。

● 后市展望及策略建议

当前部分主产地环保安全检查仍在升级，煤炭产量释放仍将受到一定的抑制；同时煤炭进口将大幅收紧，以及冬储备库陆续启动，煤炭供需格局或逐渐趋紧。加之神华集团再度上调长协煤价格，或对煤价形成一定的支撑。

但近期沿海电厂持续低日耗、高库存状态运行，煤炭需求一般，对煤价的支撑力度有限。同时后期制造业下行压力依然较大，加之水电冲击仍存，短期电煤需求难有明显增加；再者由于电厂已经提前备库，且今年暖冬的概率较大，后期煤炭市场或再现“旺季不旺”的局面。

整体来看，在下游电厂低日耗叠加高库存的局面没有改善的情况下，煤价仍将维持弱势格局，但跌势或相对温和。预计后期动煤或延续偏弱震荡运行为主，继续关注政策的变化以及电厂冬储备库的节奏，仅供参考。

1.信息回顾

1.1 制造业总体继续保持微增

2018年10月31日，国家统计局发布数据显示，2018年10月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月回落0.6个百分点，但仍位于扩张区间，制造业总体继续保持增长，增速放缓。同期，10月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得50.1，高于9月0.1个百分点，显示经济小幅扩张。

10月份国家统计局制造业PMI走势与财新制造业PMI走势不一致，10月制造业景气度仍处低位，需求虽有所企稳，但生产和企业信心均继续降温，生产成本上涨压力不减，经济未现明显起色。

1.2 中央政治局会议分析研究当前经济形势和经济工作

中共中央政治局10月31日召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作。

会议认为，今年以来，各地区各部门按照党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，贯彻新发展理念，落实高质量发展要求，以供给侧结构性改革为主线，着力打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，加快改革开放步伐，实现了经济社会持续健康发展。前三季度，经济运行总体平稳，稳中有进，继续保持在合理区间。居民消费价格基本稳定，制造业投资回升到近年来较高水平，进出口较快增长，利用外资稳步扩大，秋粮获得丰收，居民收入增长与经济增长基本同步，城镇新增就业提前完成全年目标。经济结构持续优化。支持民营经济发展，实施促进金融市场健康发展的一系列措施，提振了市场信心。

1.3 能源局：前八个月化解煤炭过剩产能约1亿吨 完成全年任务的67%

国家能源局规划司司长李福龙10月30日在新闻发布会表示，前8个月，累计化解煤炭过剩产能约1亿吨，完成全年任务的67%。煤炭优质产能加快释放，累计确认新建煤矿产能置换方案60处、规模3.3亿吨；在建煤矿承担化解过剩产能任务73处、规模4.1亿吨；核准具备条件的煤矿17处、规模0.6亿吨，煤炭供应和价格总体稳定。

1.4 国务院安委办：严厉打击违法违规煤矿生产建设行为

国务院安委会办公室10月30日发布《关于吸取近期事故教训切实做好岁末年初煤矿安全生产工作的通知》。《通知》明确，要严厉打击违法违规煤矿生产建设行为；切实加强煤矿“一通三防”工作；要强化冲击地压防治；严防超能力组织生产落实属地安全责任。

1.5 中国今年或再度启动进口煤限制措施

业内有消息称，国家发改委于10月2日在广州召开沿海六省关于进口煤炭会议，明确今年

底煤炭进口要平控，且进口指标不再增加，按原来计划执行。但并未明确本次进口煤限制的具体量级。

1.6 神华集团继续上调月度长协煤价

据了解，刚刚公布的 2018 年 11 月神华集团月度长协价格上调 13-18 元/吨不等，其中外购 5800 大卡煤上调 18 元/吨至 676 元/吨，外购 5500 大卡煤上调 17 元/吨至 641 元/吨。特低灰现货价格下调 26 元/吨至 705 元/吨，神优 2 下调 18 元/吨至 676 元/吨。

2.行情回顾

2.1 动力煤期货走势

10 月份煤炭行业整体呈现前高后低的走势。月初在各大煤企大幅上调长协煤价格、进口煤收紧、大秦线秋季集中检修以及冬储备货等因素提振下，国庆节后现货价格一路走高，动煤期货价格跳空高开，并突破 670 一线关口；随后在下游电厂持续低日耗叠加高库存的情况下，煤炭需求不佳，煤价开始回调，动煤期货也大幅回落，并重新进入微贴水格局。主力合约 ZC901 收于 632.2 元/吨，月跌 4.8 元/吨，跌幅 0.75%；持仓 24.2 万手，成交 436.5 万手，缩量增仓。

图 1: 动煤 ZC901 行情走势

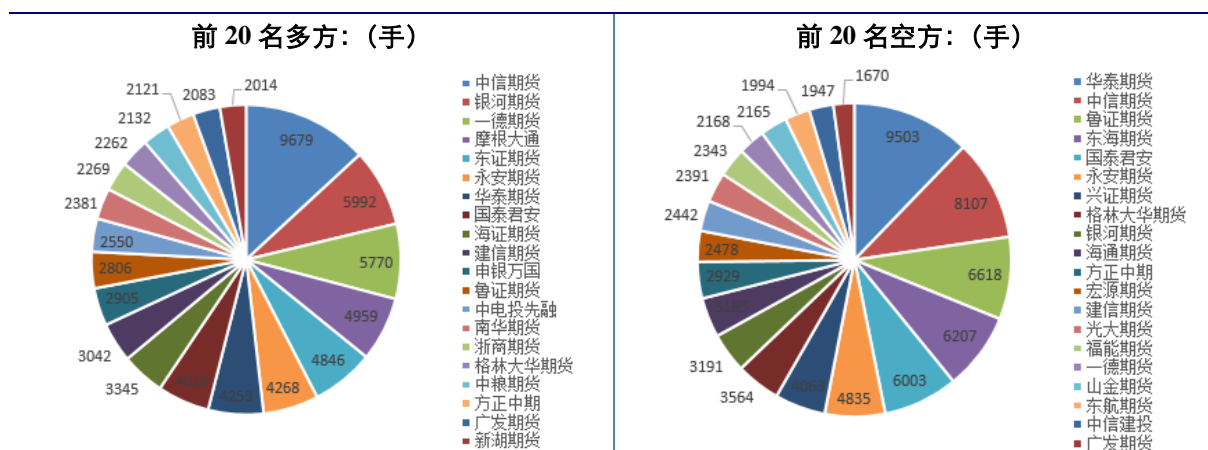


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截止 11 月 2 日，主力合约 ZC901 前 20 名多方持仓由 74791 手减至 73693 手，前 20 名空方持仓由 75270 手增至 77803 手；ZC 合约前 20 名多方持仓 99020 手，前 20 名空方持仓 102202 手。从机构持仓层面看，空方较多方略有一定的优势。

图 2: ZC801 合约多空双方持仓情况



数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 10 月 31 日, 环渤海动力煤价格指数报 571 元/吨, 较前一月上涨 2 元/吨, 涨幅 0.35%。月初由于产地供给收紧、大秦线秋季检修、进口煤政策收紧, 加之下游集中补库, 促使 BSPI 指数小幅上涨; 随后由于供需格局逐渐趋于宽松, 产、消两地分化走势导致买卖双方博弈升级, 导致近期 BSPI 指数整体弱稳运行。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)

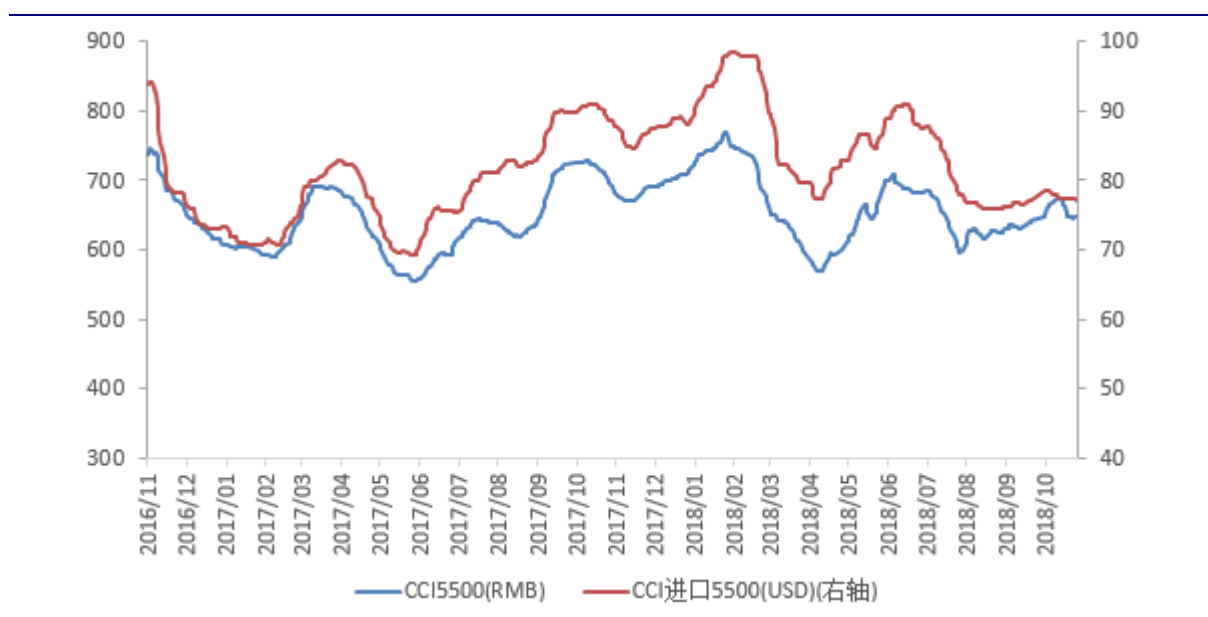


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

3.2 CCI 指数

10 月份煤炭行业整体呈现前高后低的走势。月初在各大煤企大幅上调长协煤价格、进口煤政策收紧、大秦线秋季集中检修以及冬储备货等因素提振下，国庆节后现货价格一路走高；随后在下游电厂持续低日耗叠加高库存的情况下，煤炭需求不佳，煤价开始回调。10 月份 CCI5500 指数、CCI 进口 5500 指数均冲高回落。截至 10 月 31 日，CCI5500 指数由 643 元/吨上涨至 675 元/吨后回落至 645 元/吨；CCI 进口 5500 指数由 77.2 美元/吨上涨至 78.6 美元/吨后回落至 77.3 美元/吨。

图 4：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.3 国际动力煤市场

10 月份，国际动力煤市场全线下跌，整体偏弱运行。

(单位: 美元/吨)	10 月 1 日	10 月 5 日	10 月 12 日	10 月 19 日	10 月 26 日	11 月 1 日
纽卡斯尔 NEWC	114.00	113.98	108.81	107.05	108.23	103.43
理查德 RB	99.40	100.90	99.56	98.64	99.09	97.43
欧洲 ARA 港	101.50	99.94	98.78	98.10	99.32	98.75

截止 11 月 1 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 103.43 美元/吨，较上月下跌 10.57 美元/吨，跌幅为 9.27%；南非理查德港动力煤价格指数 97.43 美元/吨，较上月下跌 2.07 美元/吨，跌幅为 2.08%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 98.75 美元/吨，较上月下跌 2.75 美元/吨，跌幅为 2.71%。

图 5：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4. 基本面

4.1 环保安全检查仍在升级，煤炭产量释放或受到一定抑制

2018 年 1-9 月，全国原煤累计产量 25.95 亿吨，累计同比增长 5.1%；其中 9 月份原煤产量 3.06 亿吨，同比增长 5.2%，环比增长 3.2%。当前部分主产地环保安全检查仍在升级，煤炭产量释放仍将受到一定的抑制；但由于今年安全及环保检查已经常态化，对原煤产量的影响或逐渐弱化，预计后期煤炭产量不会有太大的变化。

2018 年 1-9 月，山西省原煤累计产量 65035 万吨，累计同比增长 1.2%；其中 9 月份原煤产量 7655 万吨，同比增长 5.0%。2018 年 1-9 月，陕西省原煤累计产量 45551 万吨，累计同比增长 14.7%；其中 9 月份原煤产量 5856 万吨，同比增长 9.9%。2018 年 1-9 月，内蒙古原煤累计产量 67326 万吨，累计同比增长 11.1%；其中 9 月份原煤产量 7964 万吨，同比增长 11.3%。

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

图 6：原煤产量

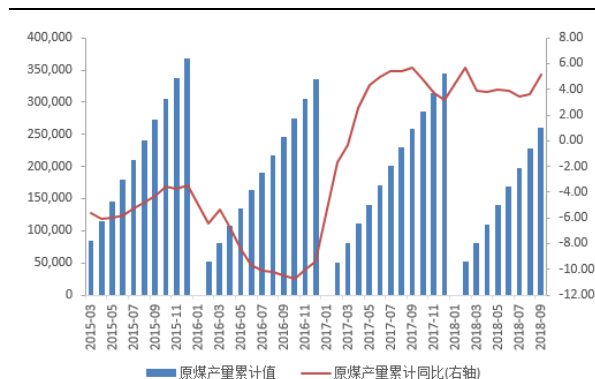
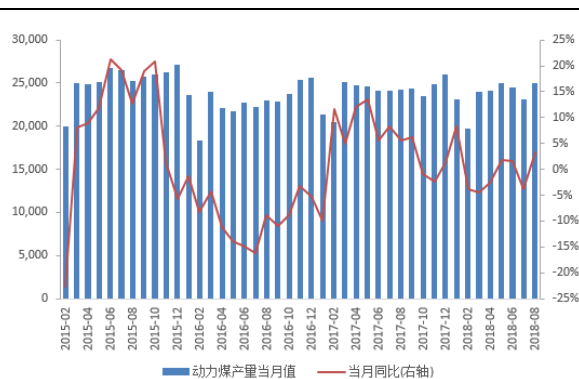


图 7：动力煤产量

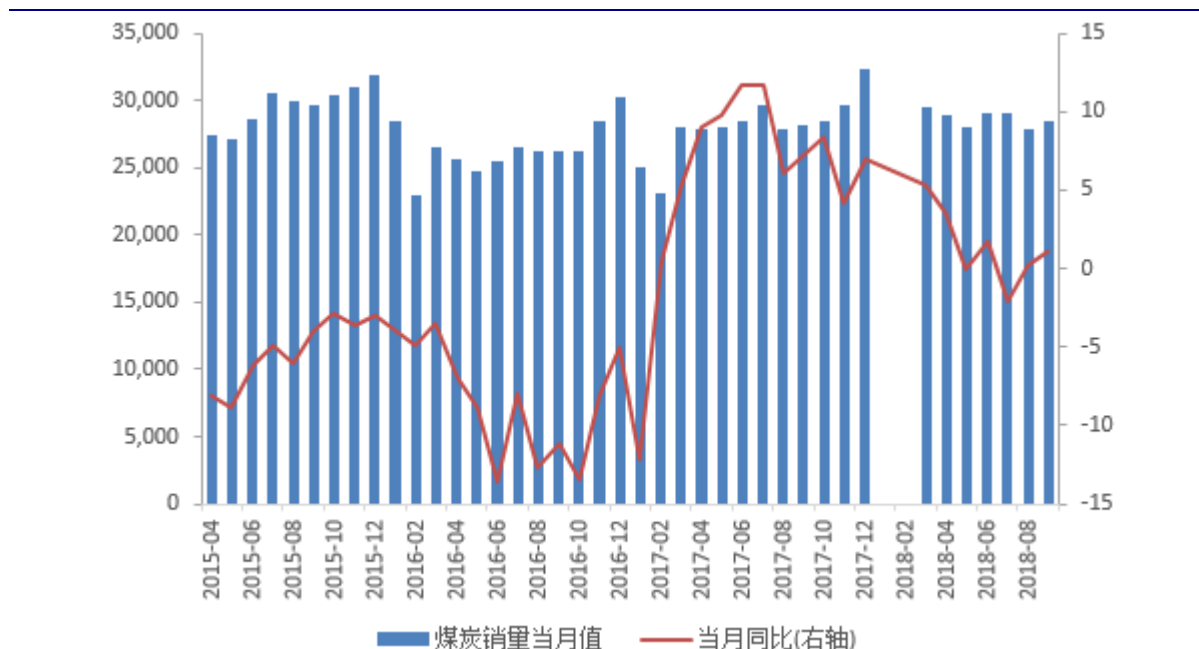


数据来源：兴证期货研发部，wind

数据来源：兴证期货研发部，wind

2018 年 9 月，全国煤炭销量 28500 万吨，同比增长 1.06%。

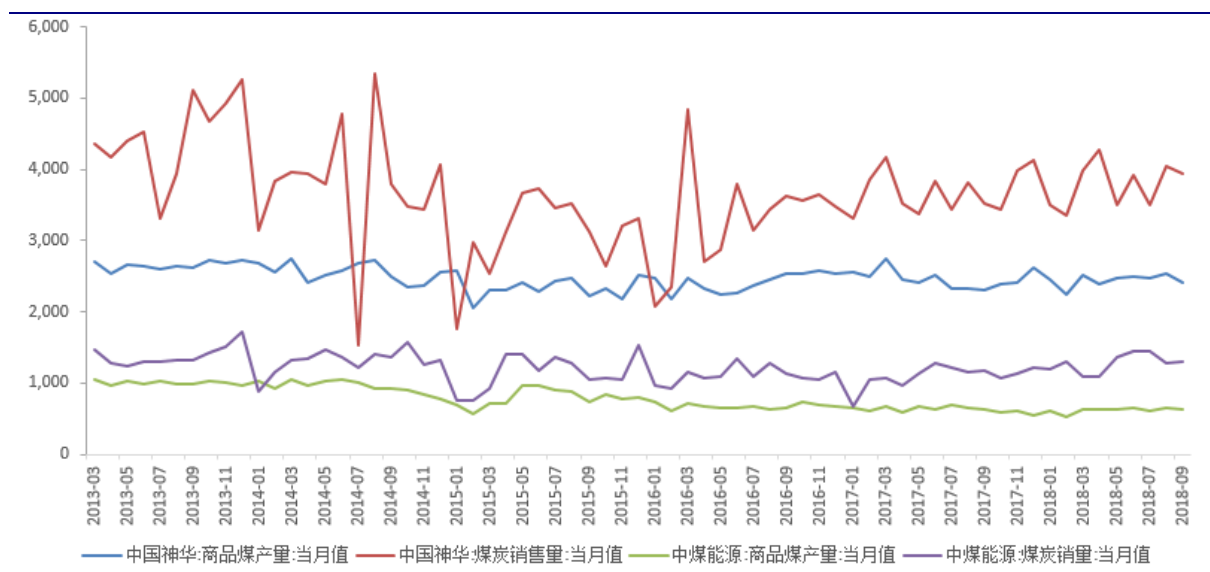
图 8：全国煤炭销量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

9 月份，中国神华集团、中煤能源煤炭产销均有所增加。其中 9 月份，中国神华集团商品煤产量 2410 万吨，同比增加 100 万吨或 4.3%；煤炭销售量 3930 万吨，同比增加 410 万吨或 11.6%。9 月份，中煤能源商品煤产量 639 万吨，同比持平；煤炭销售量 1293 万吨，同比增加 120 万吨或 10.2%。

图 9：神华、中煤商品煤产销量（百万吨）



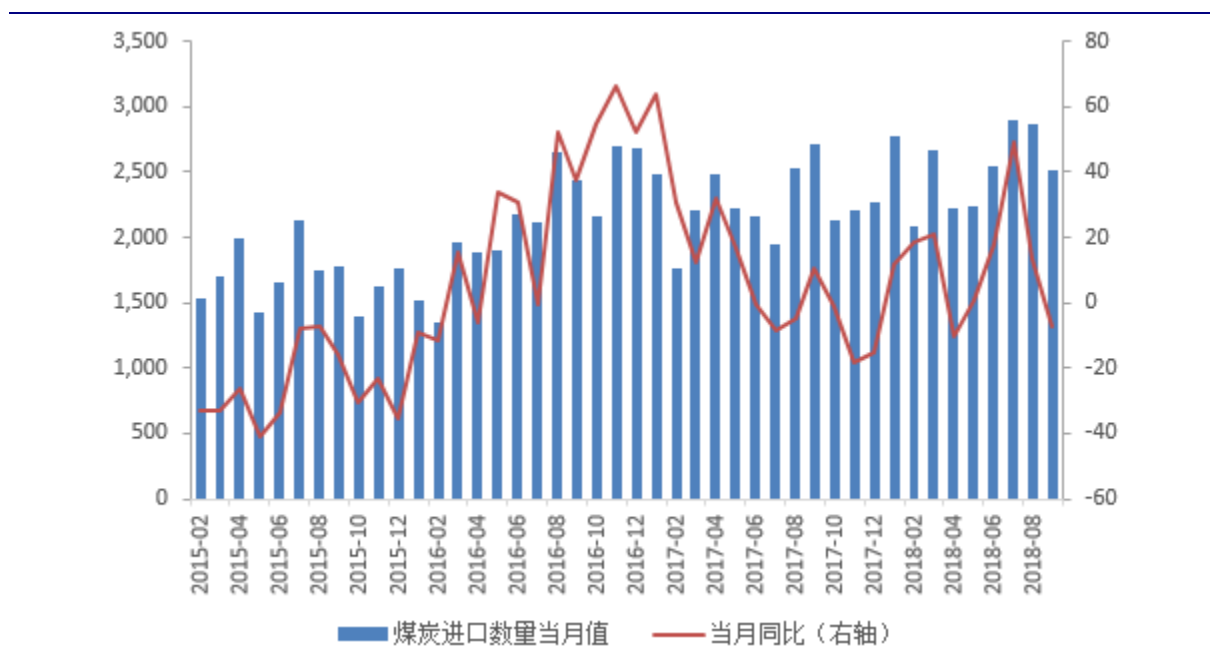
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤限制措施或再度启动，进口煤量受限

2018 年 1-9 月份，全国共进口煤炭 22896 万吨，累计同比增长 11.8%。其中 9 月份，进口煤炭 2513.7 万吨，同比减少 194.3 万吨，下降 7.18%；环比减少 35.42 万吨，下降 12.35%。

2018 年 1-9 月份，全国累计进口动力煤 9326 万吨，累计同比增长 14.51%；其中 9 月份，进口动力煤 909 万吨，同比下降 11.06%，环比下降 24.75%。

图 10：进口煤情况

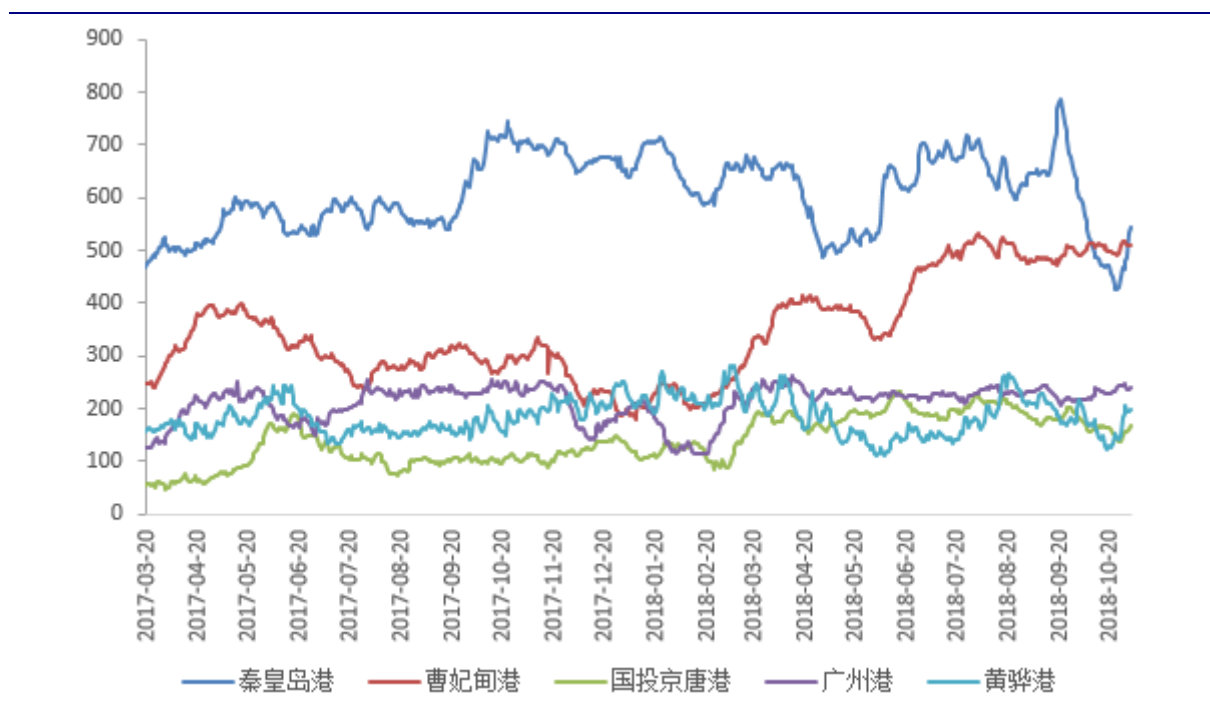


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 受大秦线检修影响，港口库存有所回落

10月份受大秦线检修影响，港口库存大幅回落；但随着大秦线检修结束，环渤海港口整体调入量开始增加，库存快速回升。截至11月2日，环渤海四港煤炭库存1804.6万吨，较上月同期减少121.8万吨，减幅为6.32%。秦皇岛港煤炭库存545.5万吨，较上月同期大幅减少69万吨，减幅为11.23%。黄骅港煤炭库存196.5万吨，较上月减少0.7万吨；曹妃甸港煤炭库存511万吨，较上月增加17万吨；京唐国投港煤炭库存167万吨，较上月大幅减少19万吨。同期，广州港煤炭库存239万吨，较上月同期增加21.6万吨，增幅为9.94%。

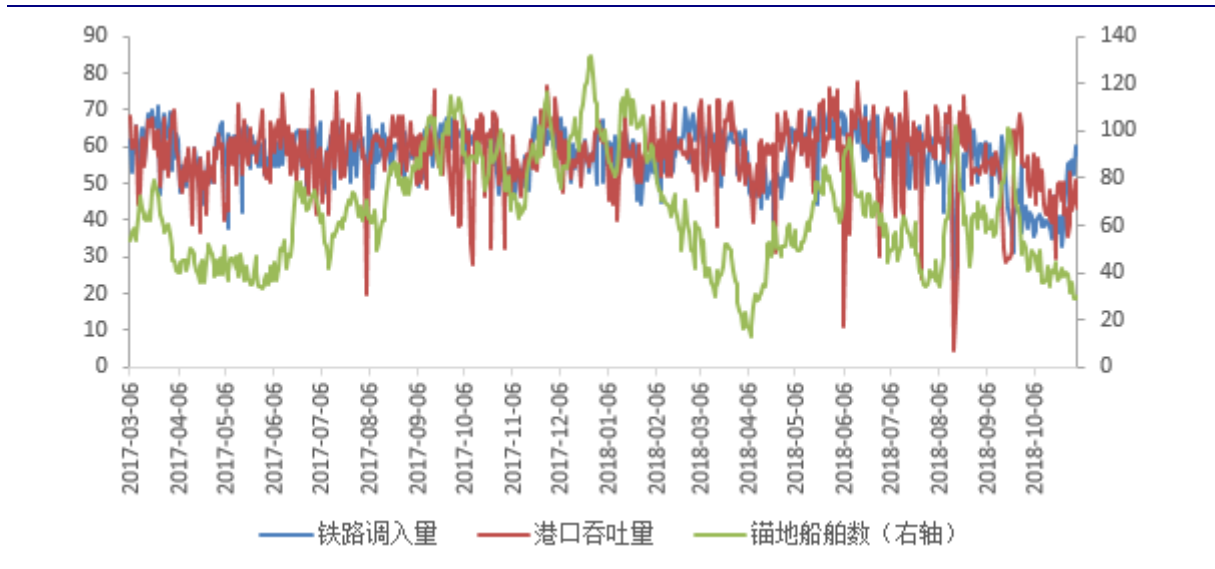
图 11：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

受大秦线检修影响，港口煤炭调入量继续下降；同时下游用煤企业在高库存的情况下对高价煤的接受程度不高，采购积极性不高，港口吞吐量有所下降。10月份，秦皇岛港日均铁路到车量5269车，环比减少990车；日均调入量41.66万吨，环比减少8.55万吨；日均吞吐量46.43万吨，环比减少4.86万吨。锚地船舶数日均39.77艘，环比减少29.5艘。

图 12: 秦皇岛港调入量、吞吐量 (万吨) 与锚地船舶数 (艘)

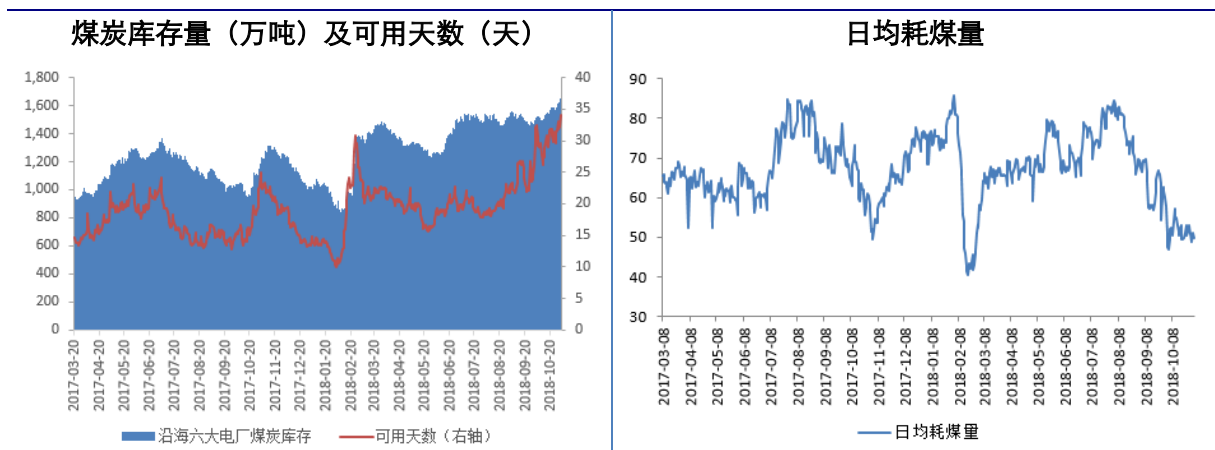


数据来源: 兴证期货研发部, WIND

4.4 低日耗叠加高库存, 电厂补库意愿不高

由于天气转凉, 民用电需求下降, 加之受水电替代及高耗能行业限产拖累, 10 月份沿海六大电厂日耗持续走低, 维持在 50 万吨水平运行; 电厂库存不断攀升, 逼近 1700 万吨的高位, 可用天数持续在 30 天以上, 补库需求释放缓慢, 市场煤需求不佳。截止 11 月 2 日, 沿海六大发电集团煤炭库存为 1695.84 万吨, 较上月同期增加 200.79 万吨, 增幅为 11.84%; 可用天数由 25.91 天至 34.09 天。日均耗煤量 49.74 万吨, 较上月同期减少 7.96 万吨。

图 13: 六大发电集团情况



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

4.5 经济下行压力较大, 煤炭需求难有显著增加

电力: 淡季叠加经济下行压力, 电厂日耗大幅下降, 加之水电冲击影响, 电煤需求略显疲态。2018 年 1-9 月, 全社会用电量 51061 亿千瓦时, 累计同比增长 8.9%; 其中 9 月份全社会用电量 5742 亿千瓦时, 同比增长 8.0%。2018 年 1-9 月, 全国发电量 50362 亿千瓦时, 累计同比

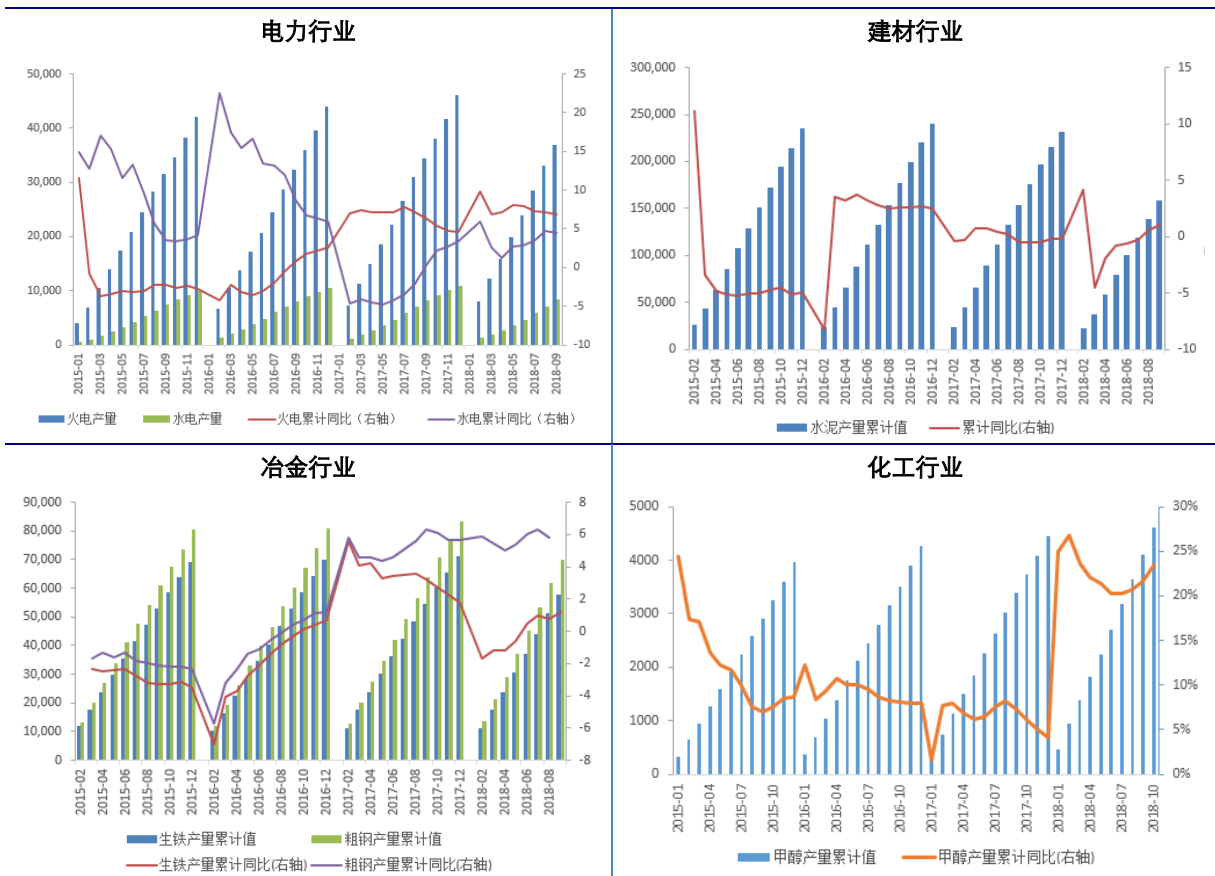
增长 7.4%；其中 9 月份全国发电量 5483 亿千瓦时，同比增长 4.6%。2018 年 1-9 月，火电产量 36918 亿千瓦时，累计同比增长 6.9%；其中 9 月份火电产量 3787 亿千瓦时，同比增长 3.7%。2018 年 1-9 月，水电产量 8326 亿千瓦时，累计同比增长 4.4%；其中 9 月份水电产量 1144 亿千瓦时，同比增长 4.1%。

建材：水泥价格延续涨势，产量继续增长。2018 年 1-9 月，全国水泥产量 158250 万吨，累计同比增长 1.0%；其中 9 月份水泥产量 20781 万吨，同比增长 5.0%。

冶金：钢铁价格强势运行，产量有所增长；但环保压力犹存，后期产量或受到一定限制。2018 年 1-9 月，全国生铁产量 57860 万吨，累计同比增长 1.2%；其中 9 月份生铁产量 6638 万吨，同比增长 4.4%。2018 年 1-9 月，全国粗钢产量 69942 万吨，累计同比增长 6.1%；其中 9 月份粗钢产量 8085 万吨，同比增长 7.5%。

化工：原油价格大幅走弱，化工品市场弱势运行。2018 年 1-10 月，全国甲醇产量 4600 万吨，累计同比增长 23.4%；其中 10 月份甲醇产量 485.65 万吨，同比增长 40.6%。

图 14：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.6 国际运费偏弱运行，沿海运费冲高回落

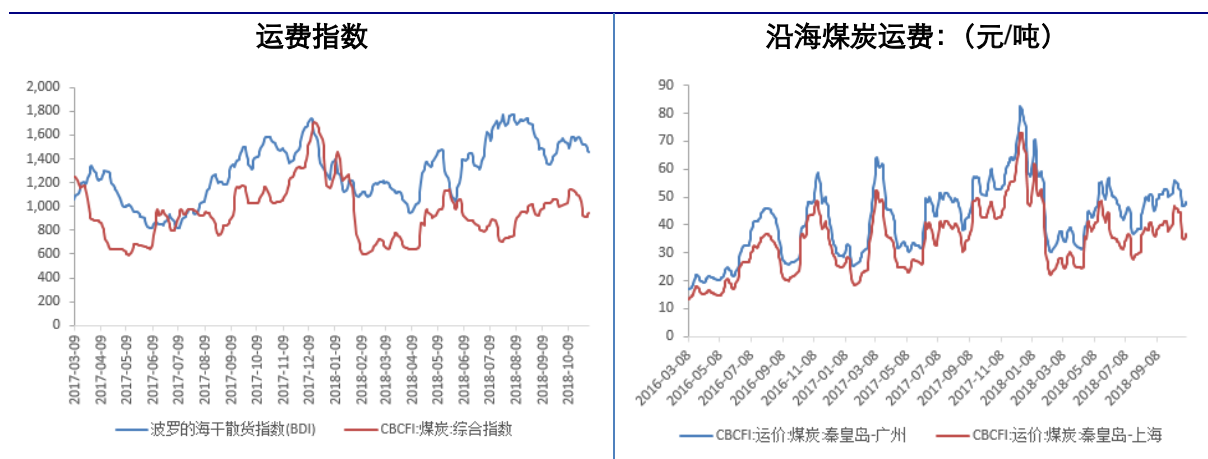
由于铁矿石、农产品、机电产品等散货运输需求疲软和不稳定，加之原油价格大幅回落，从而波罗的海干散货指数 (BDI) 偏弱震荡下行。截止 11 月 2 日，波罗的海干散货指数 (BDI)

为 1457 点，较上月同期下降 98 点，减幅为 6.30%。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为 946.24 点，较上月同期下降 83.75 点，减幅为 8.13%。月初各大煤企大幅上调长协煤价格、进口煤收紧、大秦线秋季集中检修以及冬储备货等因素提振下，部分下游用煤企业集中补库，带动沿海煤炭运输快速走高；但在高库存叠加低日耗的压力下，港口价格回落促使采购边际转弱，下游主动补库暂告一段落，沿海煤炭运费开始出现回调。预计后期在下游电厂低日耗叠加高库存的局面没有改善的情况下，沿海煤炭运费或弱稳运行为主。

截止 11 月 2 日，秦皇岛-广州运费 48.3 元/吨，较上月下降 3.2 元/吨；秦皇岛-上海运费 36.7 元/吨，较上月下降 3.6 元/吨。

图 15：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5. 总结

当前部分主产地环保安全检查仍在升级，煤炭产量释放仍将受到一定的抑制；同时煤炭进口将大幅收紧，以及冬储备库陆续启动，煤炭供需格局或逐渐趋紧。加之神华集团再度上调长协煤价格，或对煤价形成一定的支撑。

但近期沿海电厂持续低日耗、高库存状态运行，煤炭需求一般，对煤价的支撑力度有限。同时后期制造业下行压力依然较大，加之水电冲击仍存，短期电煤需求难有明显增加；再者由于电厂已经提前备库，且今年暖冬的概率较大，后期煤炭市场或再现“旺季不旺”的局面。

整体来看，在下游电厂低日耗叠加高库存的局面没有改善的情况下，煤价仍将维持弱势格局，但跌势或相对温和。预计后期动煤或延续偏弱震荡运行为主，继续关注政策的变化以及电厂冬储备库的节奏，仅供参考。

伊朗制裁生效后，11月油价可能短期上行后回调

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询资格号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月初油价逻辑集中于伊朗制裁生效带来的供应担忧，加之美国飓风季导致供应减少，油价一路攀升。国庆假期期间，美、布两油于10月3日达到10月高点。WTI报76.41美元/桶；布伦特报86.29美元/桶。但10月中下旬沙特增产消息频传，伊朗制裁的影响逐渐消退。地缘焦点转向沙特记者失踪案引发的地缘紧张局势。同时，经济预期普遍走弱，原油未来需求下行，全球股市多次普跌，金融市场避险情绪导致风险资金撤离原油市场，进入避险资产，油价出现震荡调整。美、布两油双双下挫，均于10月31日达到10月低点，WTI报65.31美元/桶；布伦特报75.47美元/桶。WTI月跌11.45%，布伦特月跌9.84%，两者均创2016年7月以来最差月度表现。

● 后市展望及策略建议

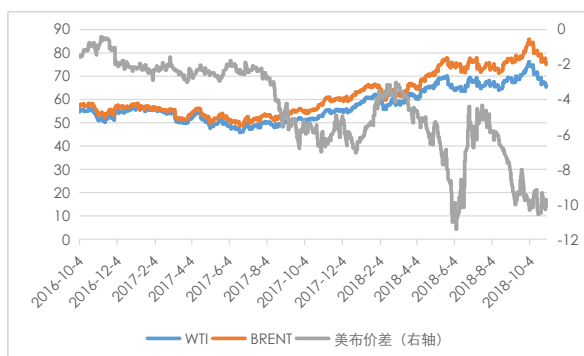
11月4日伊朗制裁即将生效，短期内出口量可能下滑，引发供应担忧，推动油价上行，这一影响可能持续一月至数月。虽然各产油国都表示会增产以弥补制裁造成的缺口，美国也称会给予某些国家豁免权，但这些举措是否能平衡供需还要看基本面的变动情况。美国成品油库存连续下滑预示冬季消费旺季即将到来，未来美国原油库存可能进入去库存阶段。但这些因素都来自于供给端。需求端因全球经济预期下滑而疲软，各大机构也分别下调对原油需求的预期，因此目前油价不具备长期增长的动力。预计11月油价短期上行后回调，仅供参考。

1.月度行情回顾

期货端：美、布两油均于10月3日达到本月高点。WTI报76.41美元/桶，创2018年7月4日以来新高；布伦特报86.29美元/桶，创2018年9月28日以来新高。主因是月初伊朗制裁引发的供应担忧及美国飓风季导致的产量下滑推升了油价。美、布两油均于10月31日达到本月低点，WTI报65.31美元/桶，创2018年8月16日以来新低；布伦特报75.47美元/桶，创2018年8月24日以来新低。WTI月跌11.45%，布伦特月跌9.84%，两者均创2016年7月以来最差月度表现。主因是市场关注点从伊朗制裁带来的供应危机转变至对需求的担忧。10月中下旬沙特一直声称会增产以弥补供应缺口，抵消伊朗制裁的影响，且沙特、美国、俄罗斯等主要产油国的产量持续增加，导致油价承压。同时，经济预期普遍走弱，原油未来需求下行，全球股市多次普跌，金融市场避险情绪导致风险资金撤离原油市场，进入避险资产，都使得偏空情绪占上风。利多面主要是沙特记者失踪案引发沙特与美国及西方国家的地缘危机，于是油价出现震荡调整。10月布油因未来供应担忧受支撑，美油受美国飓风季影响，原油产量在月中一度下滑，价格上行，导致美、布两油价差缩小；但美国原油库存因季节性需求下滑连续录得增长，美油10月下旬走势减弱，美、布两油价差拉大。阿曼原油于10月3日达到本月高点，报85.79美元/桶，于10月29日达到本月低点，报76.0美元/桶，整体走势于美、布两油趋同。上期所SC于10月10日达到本月高点，报592.4元/桶，于10月25日达到本月低点，报531.3元/桶。由于上期所因国庆假期休市，SC原油出现了节后补涨，因此涨势滞后于美、布、阿曼等国际原油期货。

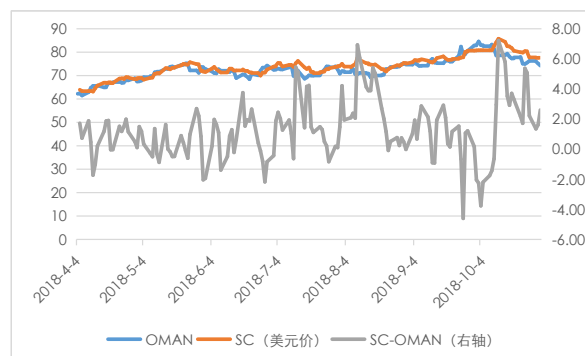
现货端：10月OPEC一揽子原油现货价跌7.66%，报75.24美元/桶。布伦特Dtd跌10.14%，报74.20美元/桶；WTI库欣交割跌10.84%，报65.31美元/桶。全球原油现货价格普跌7%以上显示目前现货市场需求明显走弱，供给相对过剩。

图1：WTI及BRENT走势与价差（美元/桶）



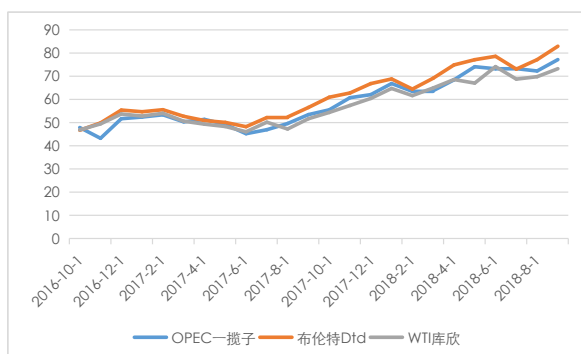
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图2：OMAN及SC走势与价差（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 3：国际主要原油现货价格走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2.月度市场要闻

2.1 利多

1.10月第一周，伊朗石油出口跌至110万桶/日。这低于4月时的出口至少250万桶/日。伊朗石油部长：未来几个月预计将出现严重的石油短缺。这一消息导致美、布两油在10月第一周连续上涨，达到本月高点。

2.10月第二周，受飓风Michael影响，美国墨西哥湾生产商因飓风而削减32%的石油生产，这加剧了供应担忧，导致油价保持高位。

3.10月第三周，沙特记者失踪案持续发酵，沙特与美国及西方国家关系紧张，引发市场对沙特的供应担忧，对油价形成支撑。

4.10月第四周，OPEC透露再度实施减产的计划，支撑了油价。

5.俄罗斯没有计划在2018年底之前将原油产出提高至1200万桶/日，淡化增产的说法支撑了油价。

2.2 利空

1.国际货币基金组织（IMF）将2018年、2019年全球经济增速预期下调至3.7%，均比4月的预测低0.2个百分点。经济疲软是拉低原油需求的重要原因，原油未来需求可能恶化。

2.IEA下调全球原油需求预期，且认为2019年原油供应可能会十分充足，油价展望偏向下行。

3.10月全球股市多次集体下跌，显示对经济预期下行。股市的外溢作用导致油价随之下跌数日。

4.OPEC和非OPEC国家9月减产执行率为111%，8月为129%，9月原油产量较5月增加72.4万桶/日。

5.沙特阿拉伯在10月中旬表示，将每天增产30万桶，以帮助抵消伊朗下月原油出口骤降造成的供应缺口；10月下旬又声称有能力在3个月内达到1200万桶/日的产量，一度引发油价大跌。

6.美国石油钻井总数在10月共增加了12个，为今年5月以来最大的月度涨幅；美国石油

钻井总数连续 3 周录得增加。这表明美国原油产量继续增加，供给端较为充足，使油价承压。

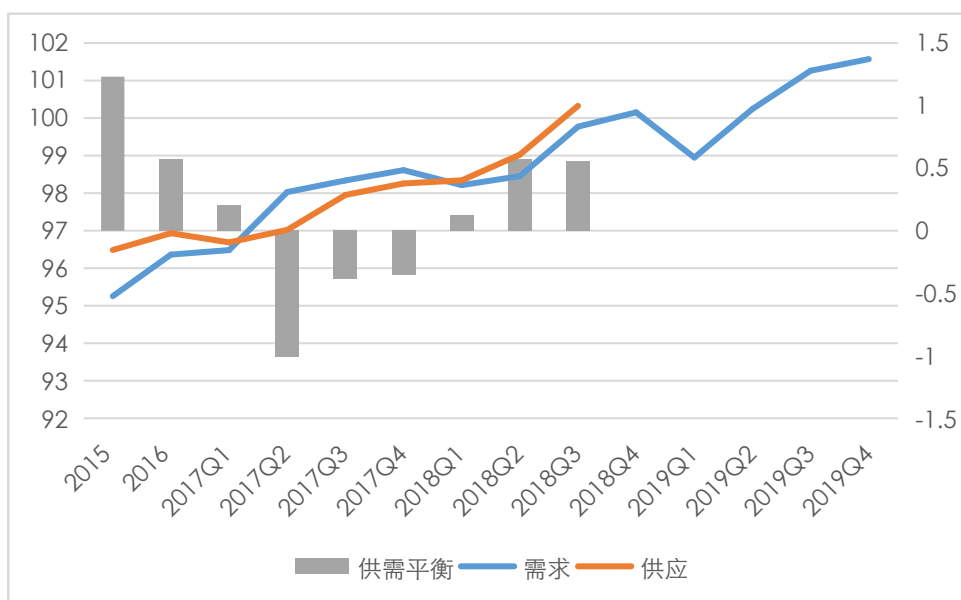
7.10 月美国 EIA 原油库存连续四周录得增长，显示美国原油供应充足，下游季节性萎缩尚未结束，使油价承压。

8.路透社数据显示，9 月份俄罗斯、美国和沙特三个主要产油国日均总产量达到 3300 万桶，这是这三国历史上最高产量水平，意味着这三个国家原油日产量将满足全球三分之一需求。路透社说，2010 年以来，这三国原油日产量共计增加了 1000 万桶。

3.IEA、EIA、OPEC 月度预测

IEA 月报预计 2018 年及 2019 年的原油需求增长均下滑 110 万桶/日，分别下调至 1.3 百万桶/日及 1.4 百万桶/日。这是由于经济预期走弱、贸易摩擦及高油价对中国需求产生的不利影响。OECD 需求受 2018 年第一季度需求及美国需求强势增长的支撑，预计 2018 年的需求量会扩张 300 万桶/日，但在 2019 年会放缓至 130 万桶/日。非 OECD 国家 2018 年的需求将增长 1 百万桶/日，主要来自于中国及印度，这两个国家占据了全球原油需求增长量的 60%。全球原油的供应量正在快速上升。2018 年 9 月世界原油的产量约为 100 百万桶/日，比 2017 年同期增加了 2.6 百万桶/日。OPEC 的原油产量在 2018 年 9 月增加了 100 万桶/日，达 32.78 百万桶/日，为今年至今为止的最高值。自今年 5 月以来，OPEC 产量就增加了 735 万桶/日，增量主要来自于尼日利亚及利比亚，抵消了伊朗及委内瑞拉的供应缺口。随着产能激增，炼厂自目前至 2019 年年底都将面临着日益增长的竞争压力。炼厂开工率在 2018 年增长了 0.9 百万桶/日，在 2019 年将增加 1.3 百万桶/日，但是炼油产品的需求增长仅为 1 百万桶/日。

图 4：IEA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）

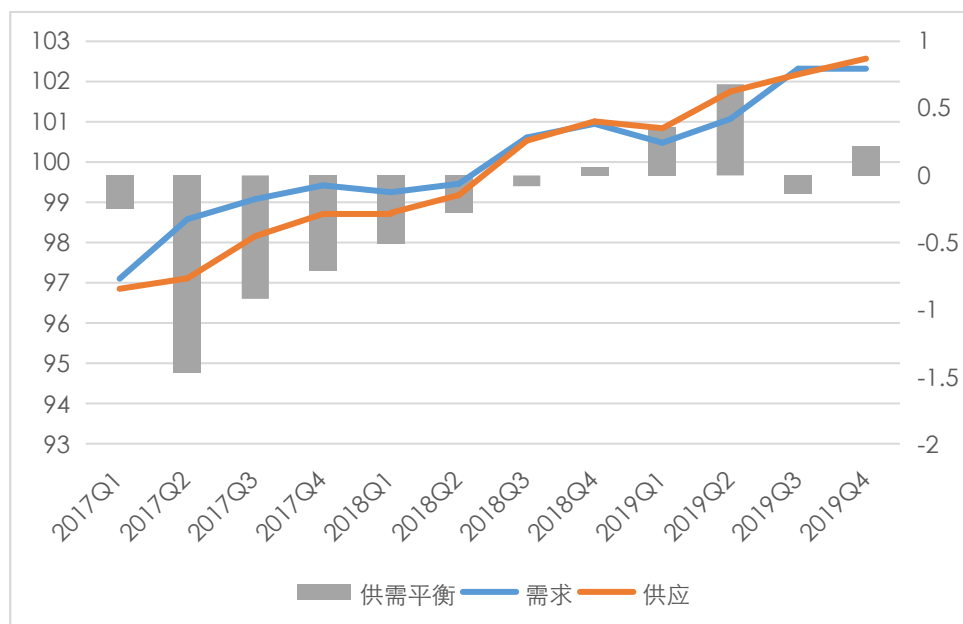


数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

EIA 月报预计 2019 年的世界原油供需会因油价下行而趋于平衡。至 2019 年下半年，美国二叠纪盆地的运输能力将得到解决，美国原油的产量及潜在出口量将增加，这能使油价稳定在 70 美元/桶中段的区间。2018 年 12 月的 WTI 期货价格可能上涨至 70 美元/桶。布伦特原油价格

的均价在 2018 年第四季度达到 81 美元/桶, 较之 9 月预测的 76 美元/桶上涨了 5 美元/桶。OPEC 剩余产能在 9 月将降至 1.4 百万桶/日, 这是至 2016 年 12 月以来的低点。

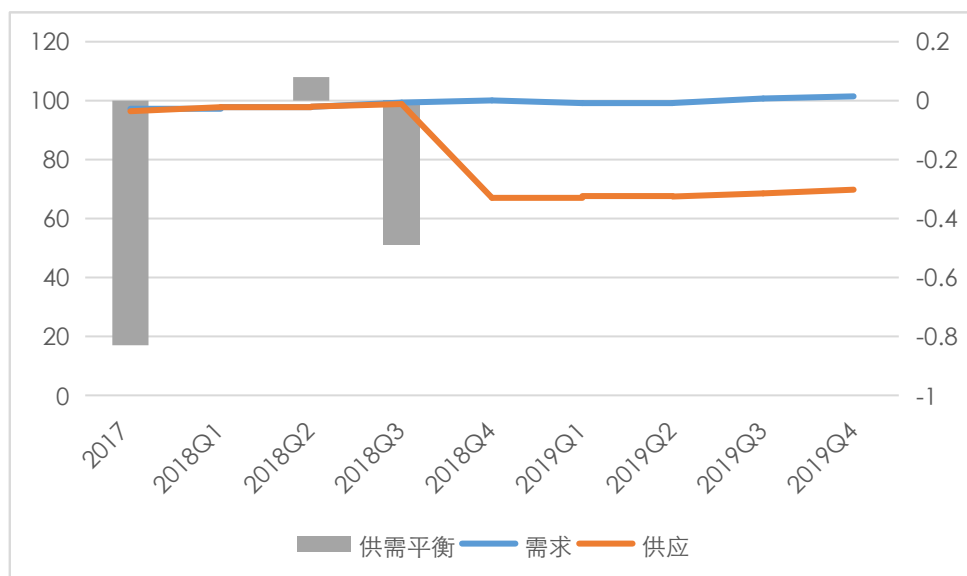
图 5: EIA 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

OPEC 月报预计 2018 年世界原油需求将增长 1.54 百万桶/日, 较上月下调了 80 千桶/日。2018 年全球原油总消费量将达 98.79 百万桶/日。2019 年世界原油需求将增长 1.36 百万桶/日, 至 100.15 百万桶/日, 较上月下调了 50 千桶/日。OECD 的欧洲国家及拉美的需求分别下调了 20 千桶/日和 30 千桶/日, 这是由于这两个地区明年的经济有放缓的迹象。主要的需求增长来自于印度、中国等亚洲国家, 以及 OECD 的美洲国家。OECD 国家总体需求会上升 0.25 百万桶/日; 非 OECD 国家将主导需求增长, 预计增加 1.11 百万桶/日。供给端方面, OPEC 国家产量达 32.76 百万桶/日, 较上月增长了 132 千桶/日。非 OPEC 国家 2018 年原油供应量较上月增加了 0.22 百万桶/日, 至 59.77 百万桶/日。非 OPEC 国家 2019 年原油供应量将上调 0.18 百万桶/日, 至 61.89 百万桶/日。OECD 国家 2018 年原油需求量上调 2.09 百万桶/日至 27.80 百万桶/日, 较上月增加了 157 千桶/日。OECD 国家 2019 年原油需求量将增加 1.64 百万桶/日至 29.43 百万桶/日。至 2040 年全球原油需求将增长 14.5 百万桶/日, 至 111.7 百万桶/日, 高于 2017 年时的预测。需求增长主要来自于非 OECD 国家, 增长值为 23 百万桶/日。供给端方面, 非 OPEC 国家供应量下降了 4 百万桶/日。因此长期来看, 对 OPEC 原油的需求量至 2040 年可能增长至 40 百万桶/日, 相较于 2018 年的 32 百万桶/日增长了 8 百万桶/日。OPEC 在世界原油供应量的占比从 2018 年的 34% 提高至 2040 年的 36%。

图 6: OPEC 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

OPEC 对 2018 年世界经济增长预期下调为 0.1% 至 3.7%，下调原因主要来自于新兴工业国家及发展中国家经济增长缓慢。比如美国及中国 2019 年的经济增长率都下降了 0.4%，印度下降了 0.2%。这三个国家都是世界原油需求的主要国家，此三者经济增长率下滑，意味着明年世界原油需求也很可能下行。EIA 对 2019 年 OECD 经济增长率由 2.2% 下调至 2.0%，2019 年非 OECD 经济增长率由 4.3% 下调至 3.8%。经济预期的下行会将 2019 年全球原油需求拉低至 1.5 百万桶/日，而 2018 年 4 月时预计的 2019 年需求是 1.8 百万桶/日。

表 1: 2018 年及 2019 年世界主要经济体 GDP 增长率 (%)

	2018 GDP 增长率	2019 GDP 增长率
全球		3.7
经合组织		2.0
美国	2.9	2.5
欧元区	2.0	1.9
日本	1.1	1.1
非经合组织		3.8
中国	6.6	6.2
印度	7.6	7.4
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.7

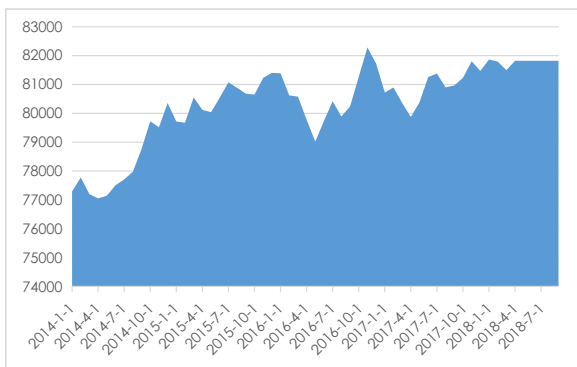
数据来源: EIA, OPEC, 兴证期货研发部

4.基本面情况

4.1 供给端

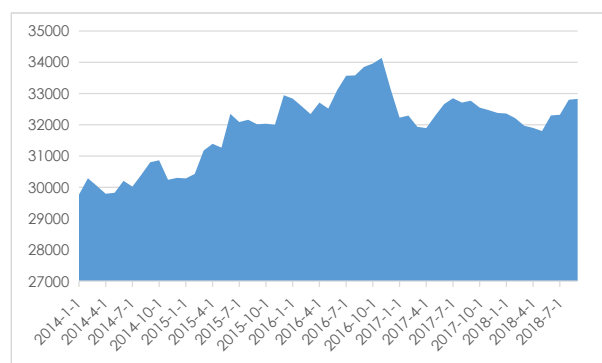
目前供给端的最大忧虑来自于 11 月 4 日美国启动对伊朗的制裁。自伊朗进口原油的主要国家有：日本、韩国、中国、印度。韩国海关数据显示：9 月韩国自伊朗进口原油量已经为零。道达尔公司也于 7 月暂停购买伊朗石油。去年道达尔购买了 15.8 万桶/日的伊朗原油，相当于伊朗当前原油出口总量的 10% 左右。道达尔准备以沙特原油或其他原油代替伊朗原油。印度油长普拉丹虽然在月初声称印度自主决定继续进口伊朗原油，但同时也表达了希望沙特这样的产油国能够增加产量。美国财长努钦本月表示，各国必须将从伊朗购买的石油减少 20% 以上，才能有资格获得美国制裁的豁免；并不期待进口伊朗石油的国家在 11 月将购买量降至零，但最终不得不降至零。由于美国不断要求其盟友停止自伊朗进口原油，伊朗原油的出口量显然会在制裁生效后急剧下滑。EIA 预测伊朗原油产量下降幅度将会超过 0.4 百万桶/日。OPEC 在 10 月下旬以前都声称会提升产量以弥补制裁带来的供应缺口，但之后转变态度表示考虑减产，俄罗斯也淡化了增产意愿，因此市场对 OPEC+ 是否能弥补供应缺口仍然持怀疑态度。但 9 月份俄罗斯、美国和沙特三个主要产油国日均总产量达到 3300 万桶，这是这三国历史上最高产量水平，意味着这三个国家原油日产量将满足全球三分之一需求，因此当前的供给面确实是偏宽松的。同时美国原油钻井数、产量及库存在 10 月都还在连续增加，因此 WTI 的价格涨势可能会小于布伦特，两者价差将拉大。

图 7：全球原油产量（千桶/日）



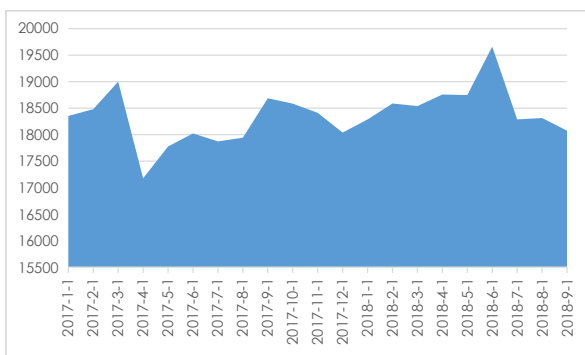
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 8：OPEC 原油产量（千桶/日）



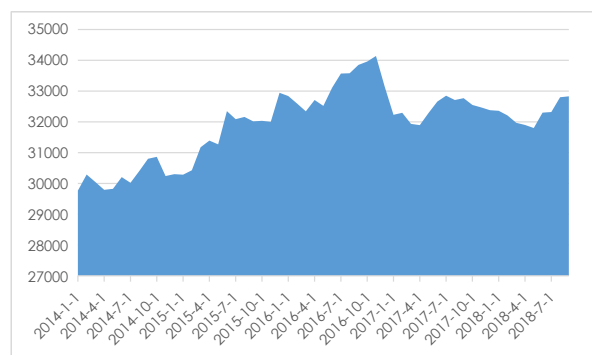
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 9：OPEC 波斯湾原油总出口量（千桶/日）



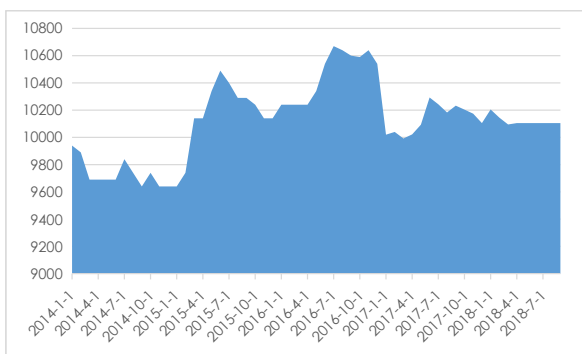
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 10：沙特原油产量（千桶/日）



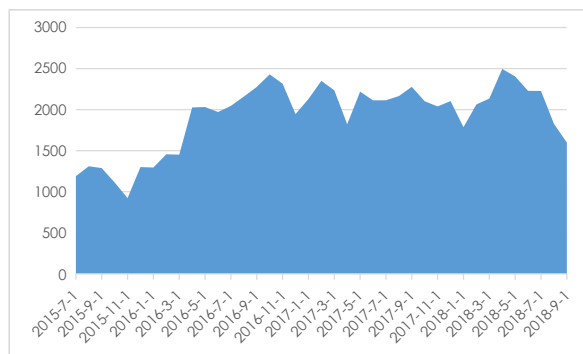
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 11: 伊朗原油产量 (千桶/日)



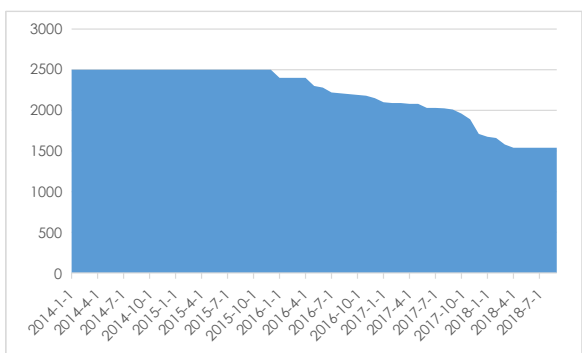
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 12: 伊朗原油出口量 (千桶/日)



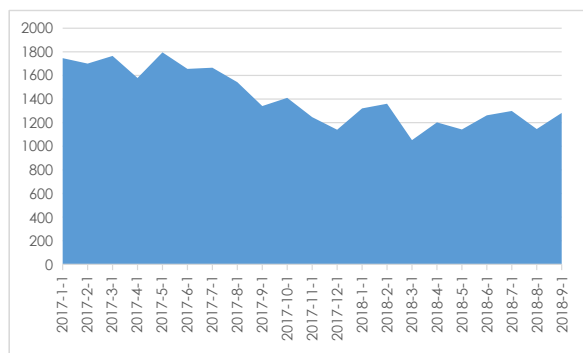
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)



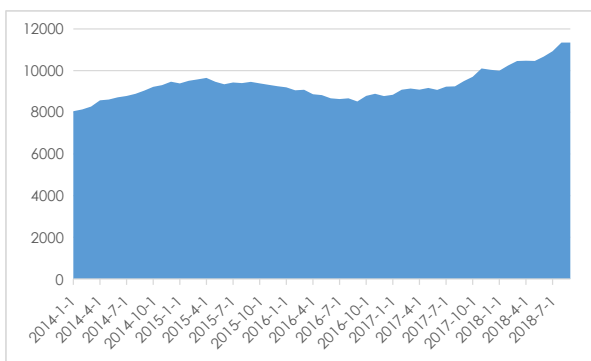
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 14: 委内瑞拉原油出口量 (千桶/日)



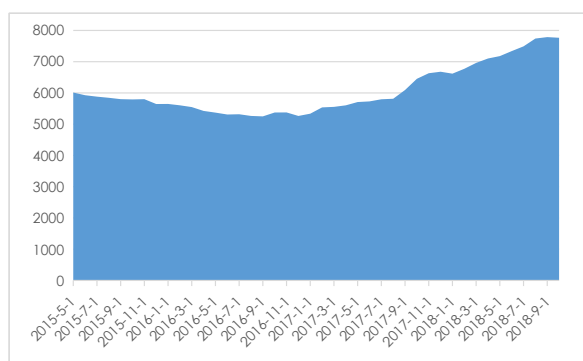
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 美国原油产量 (千桶/日)



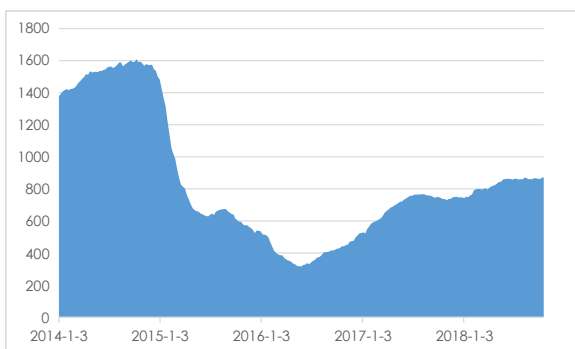
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 美国页岩油产量 (千桶/日)



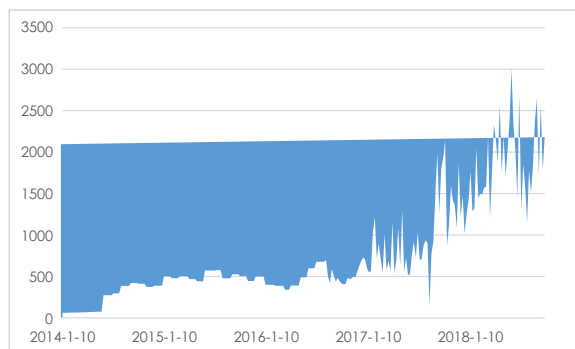
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 17: 美国贝克休斯钻井数 (座)



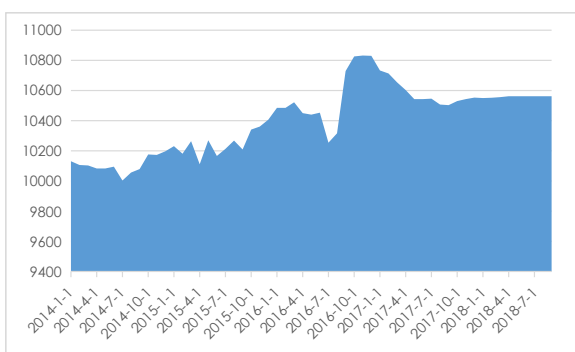
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 美国原油出口量 (千桶/日)



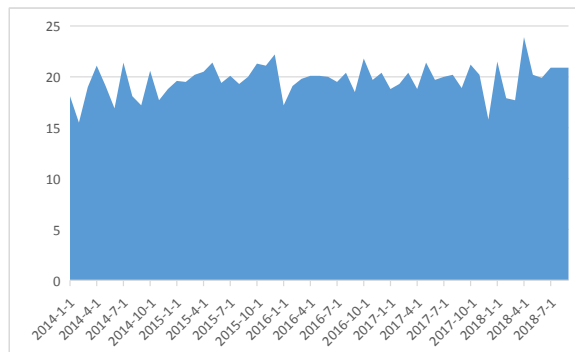
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 20: 俄罗斯原油出口量 (百万吨)



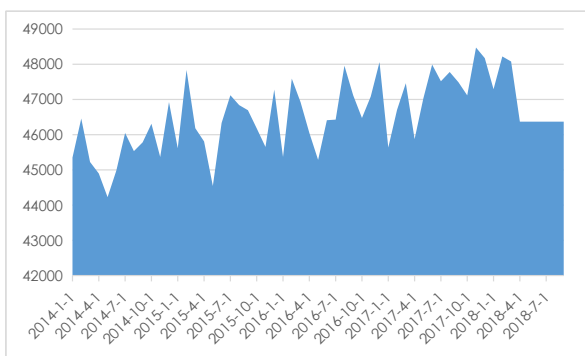
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

4.2 需求端

OECD2018 年的原油需求增长下降了 30 千桶/日, 这是因为 OECD 在欧洲和亚太地区的原油需求增长不及预期。比如德国和法国在车用柴油及取暖油的缓慢增长导致需求减少 20 千桶/日, 日韩地区需求的持续疲软导致需求减少 20 千桶/日。但 OECD 的美洲国家需求上升了 10 千桶/日。总体而言, OECD 的原油需求还是处于下滑的态势。非 OECD 的需求主要来自于中国及印度, 但两国的需求量并未有很显著的增长。中国的需求量在高位浮动, 印度需求量则已下滑至 2018 年 5 月以来的低位。加之两国明年的经济预期都在下调, 这显示新兴国家未来的原油需求预期并不乐观。这可能无法支撑油价的长期走势。

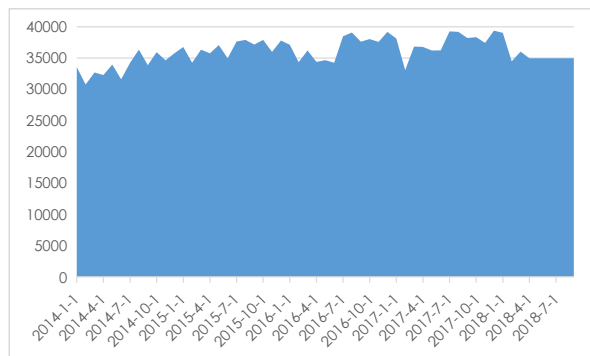
欧盟的炼厂需求量比较稳定, 基本在 35000-40000 千桶/日的区间浮动, 目前处于季节低位。未来冬季用油高峰来临, 可能会上升至区间高点。美国的炼厂开工率及需求量有很强的季节性, 10 月初期处于炼厂淡季, 但接下来即将进入冬季需求旺季, 炼厂开工率及需求量都在止降回稳。

图 21: OECD 原油消费量 (千桶/日)



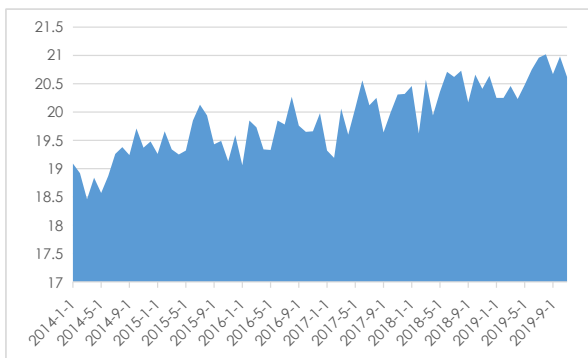
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 22: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



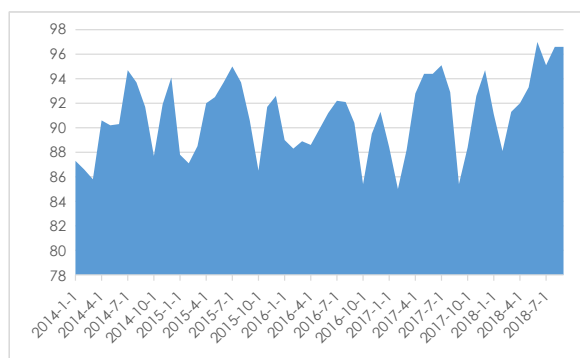
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 23: 美国原油需求量 (百万桶)



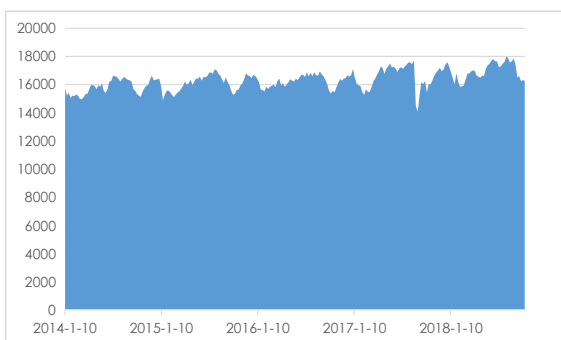
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 美国炼厂开工率 (%)



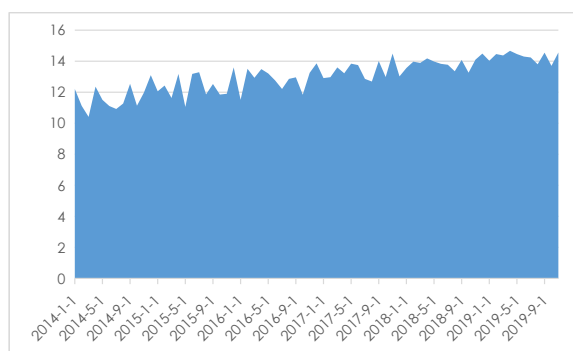
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 25: 美国炼厂需求量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 26: 中国原油需求量 (百万桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 27: 印度原油进口量 (千吨)

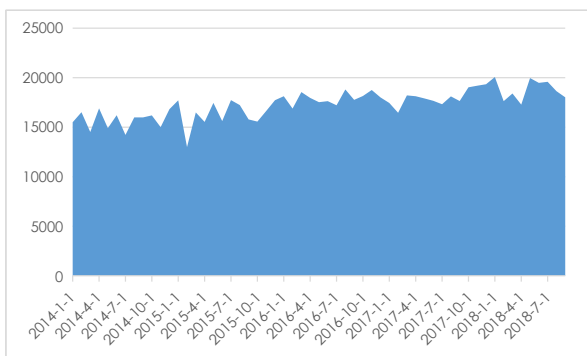
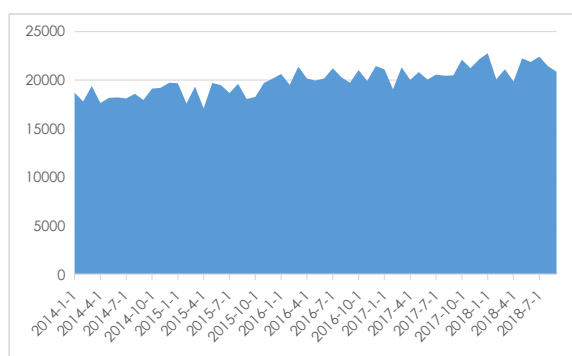


图 28: 印度炼厂生产量 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

库存方面,OECD 库存目前处于 2015 年 3 月以来的低位,显示 OECD 的总需求量目前较好。全球原油浮式库存处于 2018 年 9 月 21 日以来的高位,这显示了目前全球原油的需求量没有明显的增加。中东地区浮式库存处于下降的趋势,表明中东各产油国有释放库存弥补伊朗供应缺口的意愿,但库存下滑并不能保证其他产油国有能力平衡供应短缺,因此具体情况还有待制裁生效后观察。西北欧库存进入全年中的低位,这表明西北欧的冬季需求旺季来临,采暖需求导致了去库存的情况。新加坡成品油库存也处于下降趋势,显示亚太地区成品油需求好转,这会对油价形成一定的支撑。美国的汽油及精炼油库存于本月连续下降四周,说明原油下游需求开始好转,即将进入消费旺季,对下月油价有一定的利好。

图 29: OECD 原油库存 (百万桶)

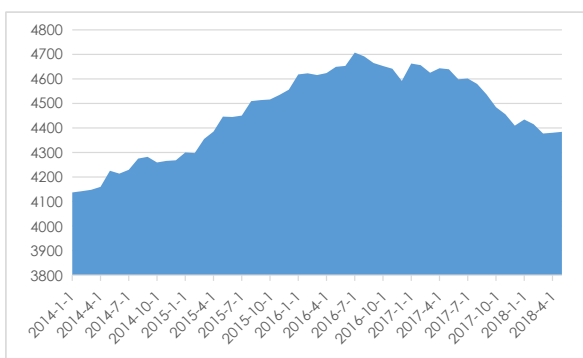
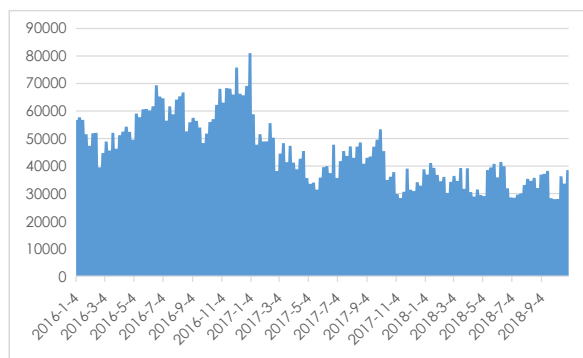


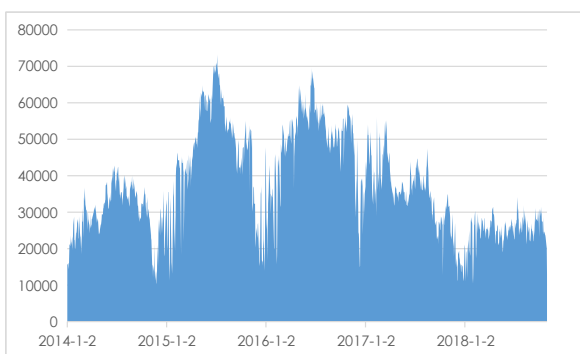
图 30: 全球浮式库存 (千桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

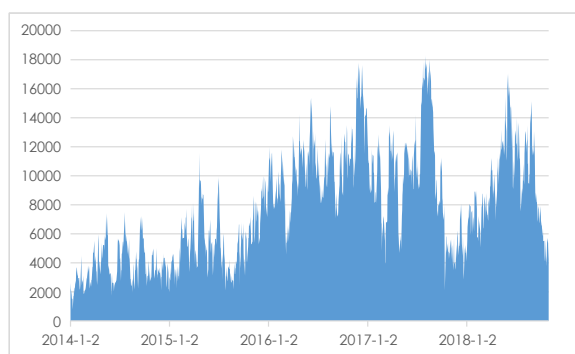
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 31: 中东浮式库存 (千桶)



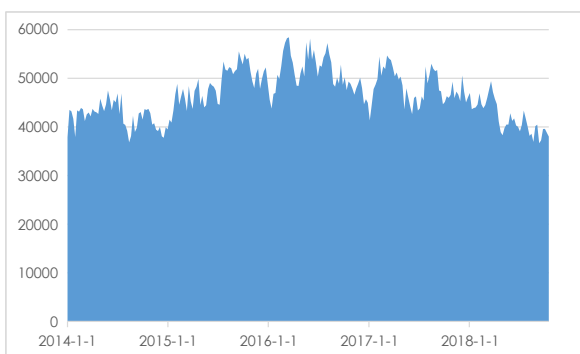
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 32: 西北欧库存 (千桶)



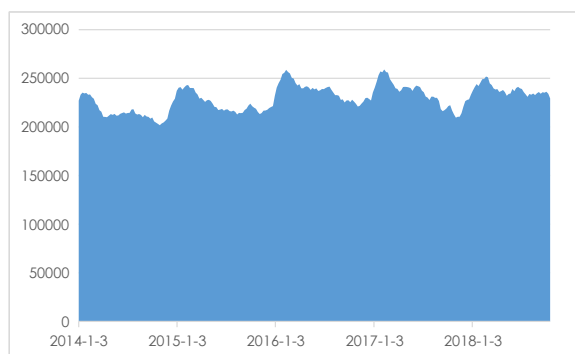
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 33: 新加坡成品油库存 (千桶)



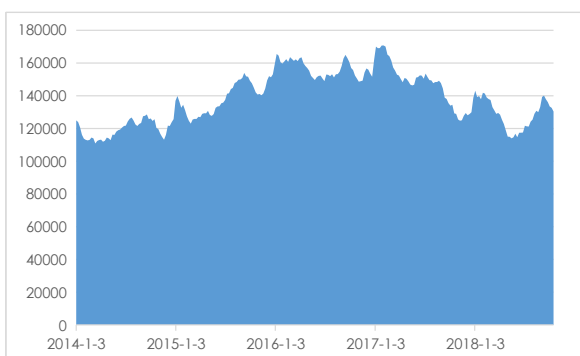
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 34: 美国汽油库存产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

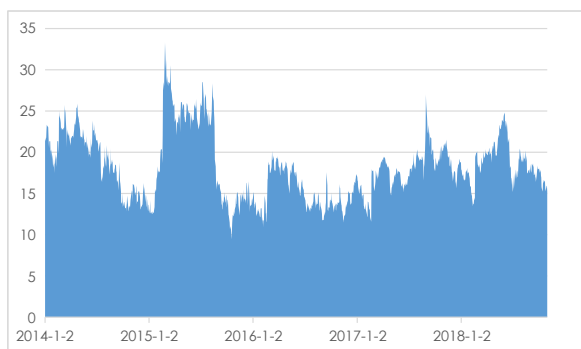
图 35: 美国精炼油库存产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

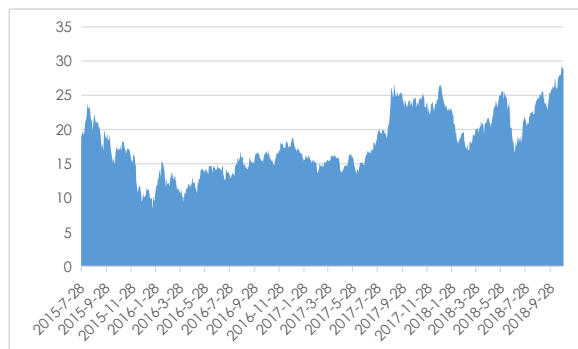
裂解价差方面, 本月初原油价格快速上行, 成品油又处于消费淡季, 因此 321 裂解价差及汽油裂解价差都在缩小。但取暖油裂解价差却在拉大, 说明冬季取暖季即将来临, 取暖油利润上升, 这也会提高炼厂开工率, 提高原油需求量。

图 36: WTI 库欣首月 321 裂解价差 (美元/桶)



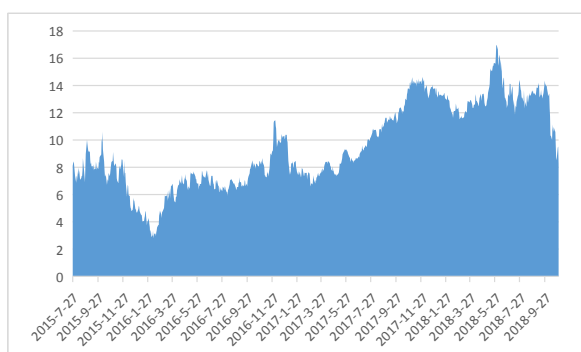
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 37: 取暖油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 38: RBOB 裂解价差 (美元/桶)

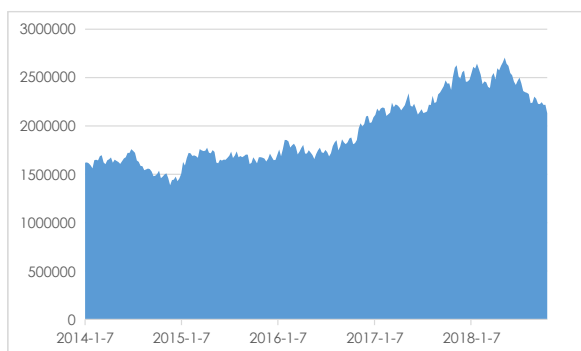


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

4.3 机构持仓

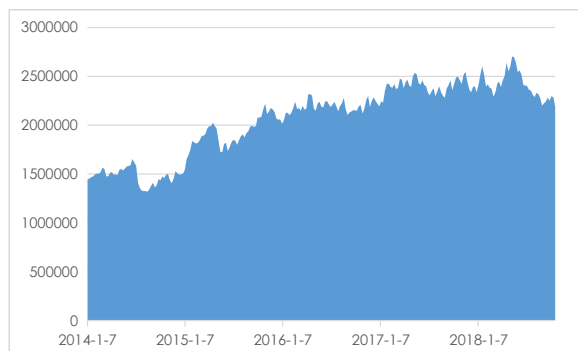
10 月机构持仓者对原油的看多意愿持续降温, CFTC WTI 及 ICE BRENT 的净多头持仓量都持续下降。这表明本月初对伊朗制裁的供给担忧基本已经为市场所接受, 情绪释放完毕。10 月中下旬欧佩克、美国、俄罗斯等主要产油国都不断释放增产意图, 产量及库存也确实持续增加, 引发了供给过剩的担忧; 全球经济预期不景气, 可能拉低原油未来需求; 股市动荡, 对油市产生外溢影响, 多重因素导致机构持仓者对原油的看多意愿下降。11 月伊朗制裁生效后, 短期内可能会使看多情绪复苏, 但是长期并没有有力的支撑点。

图 39: CFTC WTI 总持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 40: ICE BRENT 总持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

创下年内新低

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询资格号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月，天然橡胶冲高遇阻、止涨企稳，并返身深幅回落，创下年内新低，呈现区域性偏弱剧烈震荡整理走势，由此反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性偏空背景。

预计后市短线还拓展后市进一步下跌空间，并反映了天胶市场供需关系呈现多空交织的中性偏空的实质。

● 后市展望及策略建议

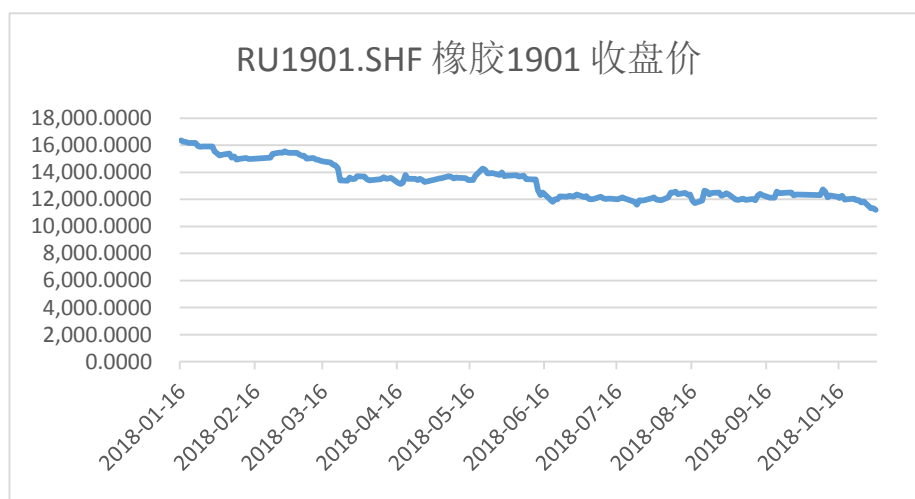
展望11月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性偏空的交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双持续单边深幅回落的牵制下，沪胶后市也将延续区域性弱势震荡整理走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势及自身供过于求的中性因素的影响，虽然短线可能技术性反弹，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势。

1. 国际国内天胶市场走势回顾

受诸多多空因素交织作用，国内外天胶市场在 9 月呈现低位偏强震荡整理走势。

1.1 沪胶走势

图 1：沪胶主力合约 RU1901 走势

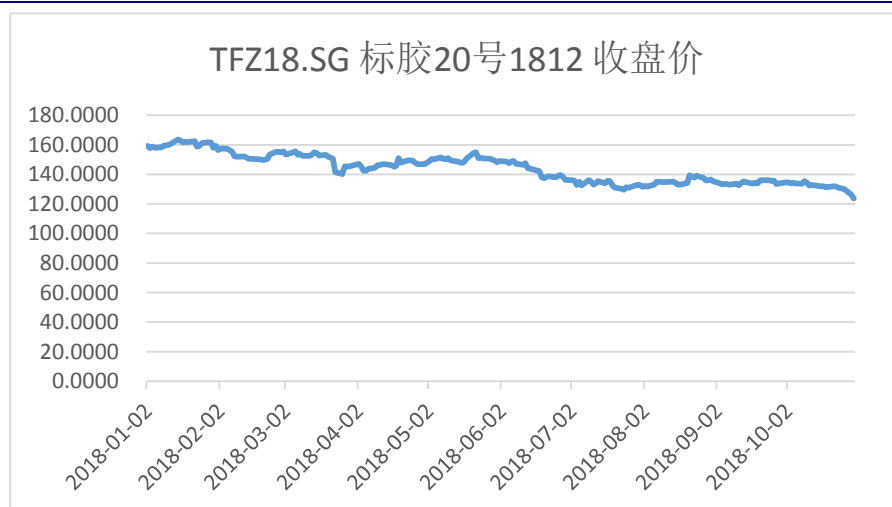


数据来源：兴证期货研发部，WIND

受全球天胶市场供需关系、中美贸易争端、欧盟对中国出口轮胎进行反倾销制裁等偏空因素压制作用，沪胶主力合约 RU1901 于 10 月 31 日收于 11230 元，较 9 月 28 日收盘价 12360 元下跌 1130 元，跌幅为 9.14%。

1.2 新加坡胶和东京胶走势

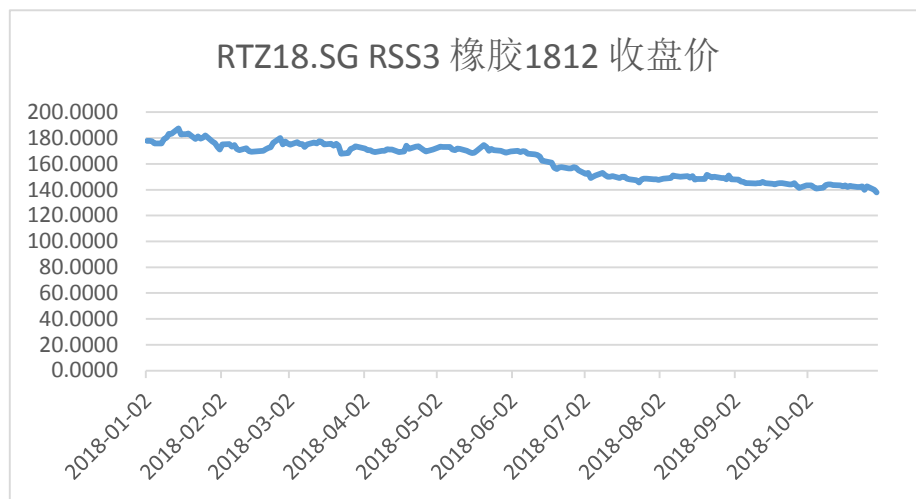
图 2：新加坡 20 号胶 12 月合约走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

受全球天胶市场供需关系等因素作用，新加坡胶 20 号胶 12 月合约于 10 月 31 日收于 124.2 美分/千克，较 9 月 28 日收盘价 132.8 美分/千克累计下跌 8.6 美分/千克，跌幅为 6.48%，延续低位波动格局。

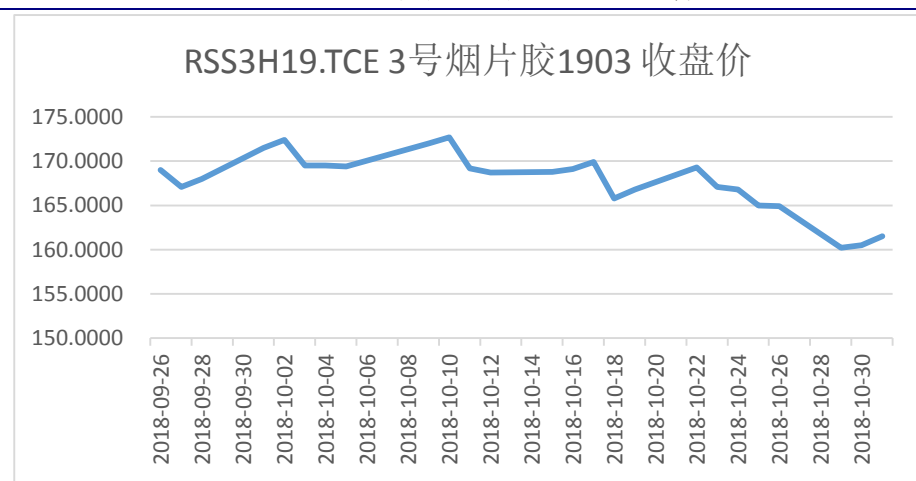
图 3：新加坡 3 号胶 12 月合约走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

新加坡胶 3 号胶 10 月合约于 10 月 31 日收于 138 美分，较 9 月 28 日收盘价 141 美分累计下跌 3 美分，跌幅为 2.13%，延续低位震荡整理格局。

图 4：东京胶 3 号胶 1903 合约走势



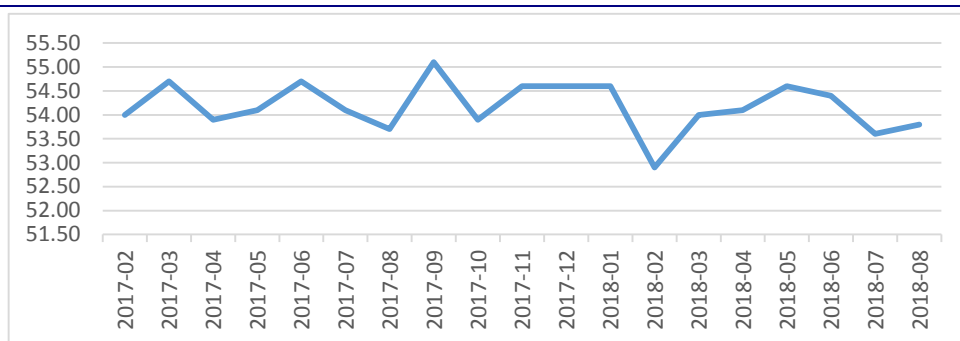
数据来源：兴证期货研发部，WIND

东京胶 3 号胶 1903 合约于 10 月 31 日收于 160.3 日元/千克，较 9 月 28 日收盘价 168 日元/千克累计下跌 7.7 日元，跌幅为 4.58%，延续低位震荡走势特征。

对比显示，沪胶、东京胶、新加坡胶 3 地市场基本维持低位区域性震荡整理走势，其主要原因是除受全球天胶供需关系利空压制以外，还受到天胶价格偏低的利多因素提振作用所致。

2.宏观经济及金融形势分析

图 5：中国 PMI 指数图



数据来源：兴证期货研发部，WIND

10月，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.2%，中国 10 月官方制造业 PMI 50.2，预期 50.6，前值 50.8。比上月回落 0.6 个百分点，制造业总体继续运行在扩张区间，但扩张速度放缓。

中国 10 月官方非制造业 PMI 53.9，预期 54.6，前值 54.9。中国 10 月官方综合 PMI 53.1，前值 54.1。

10 月，受十一长假和外部环境复杂多变等因素影响，制造业供需出现波动，制造业 PMI 为 50.2%，环比回落 0.6%，但仍位于扩张区间，制造业总体继续保持增长，增速放缓。

本月主要特点：

一是制造业基本面总体平稳，其中汽车制造业等行业 PMI 位于收缩区间，同比、环比均有所回落；二是供需稳中有缓；三是价格指数有所回调；四是企业对未来生产经营预期基本稳定。

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

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

比如住房租金快速上涨等，就在一定程度上反映了一线城市的住房供应偏紧局面。

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

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

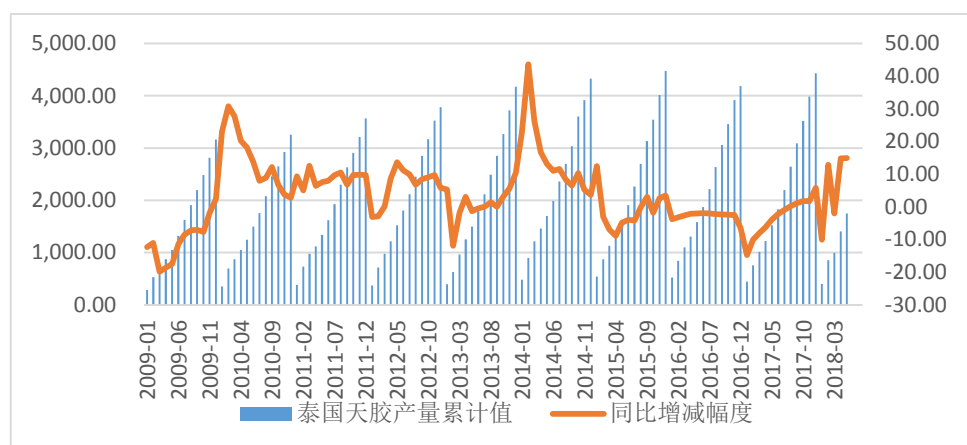
从长期看，中美贸易摩擦将迫使中国产业升级转型与结构优化，从而间接影响国民收入结构和区域经济结构。这两种结构变化都将对未来天胶市场格局产生深远影响。

宏观经济形势，对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

3.各产胶国产量分析

3.1 泰国天胶产量分析

图 6：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据泰国海关公布的数据显示，9 月，泰国天然橡胶出口量约 28.28 万吨，同比下跌 8.85%，环比下跌 9.01%。

9 月，泰国烟片胶出口量占总出口量的 16%，出口量占比较 8 月份持平；标胶出口量占其总出口量的 40%，出口量占比扩大 1 个百分点；乳胶出口量占其总出口量的 38%，出口量占比扩大 1 个百分点。其他胶种出口量占比相对较少。

9 月，泰国标胶出口 11.37 万吨，同比小涨 9.3%，环比下跌 5.3%，这是 5 月份以来连续第 5 个月环比走跌。

正值泰国雨季，降雨天数偏多致使原料产出受限，加工厂收购原料偏紧影响生产。

混合胶出口 8.5 万吨，同比大降 28.5%，环比下降 33.1%，反应市场需求状况同样不景气。

期货市场长期横盘，套利空间被压缩，标胶、混合胶的买卖热度随之降低。

9 月，泰国天然乳胶出口量同比微增 0.7%，环比下跌 5.9%至 10.78 万吨。

今年以来，泰国天然乳胶出口量同比连续增加至今，在一定程度上表明乳胶整体需求向好。

9 月，其出口量同比增幅较窄，除却产区降雨影响割胶外，中国消费市场的冷淡带来一定冲击。

9 月，泰国烟片胶出口量约 4.46 万吨，同比大降 36.5%，环比下跌 12.2%。

市场缺乏套利空间，而烟片胶的下游需求相对更窄，出口量远不及标胶、混合，近几个月交投多以刚需为主。

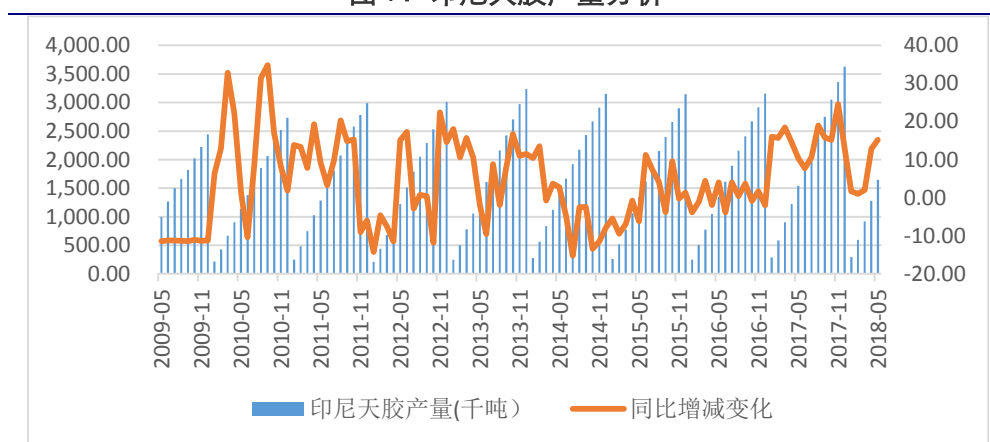
10 月，时值供应旺季，泰国天然橡胶出口量将季节性增长。

进入 10 月后，泰国产区降雨将逐渐减少，原料产出将放大，加工厂报盘有下调预期，且出货意愿将有所增强，将在一定程度上刺激泰国出口。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏空作用。

3.2 印尼天胶产量分析

图 7：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

印尼央行维持基准利率不变，因汇率稳定性增强，给政策制定者自 5 月份以来加息 5 次后留出喘息的空间。

央行 10 月 23 日宣布，维持 7 天期逆回购利率在 5.75% 不变，符合接受调查的 30 位经济学家中 21 人的预期。

印尼央行自 5 月中旬以来，累计加息了 150 个基点，政府采取的抑制进口的措施也开始起效：投资者第三季度向该国国债投入了 37 亿美元，而之前的三个月则流出了将近 40 亿美元。

这帮助印尼盾自 10 月 5 日以来基本维持稳定，并将其今年以来兑美元的跌幅限制在大约 11% 左右；此前因美国利率上调导致全球新兴市场遭遇抛售。

随着美联储走在进一步收紧政策的道路上，预计市场仍有可能进一步波动，印尼央行尚未走出艰难的局面。预计印尼央行加息举措将持续至明年。

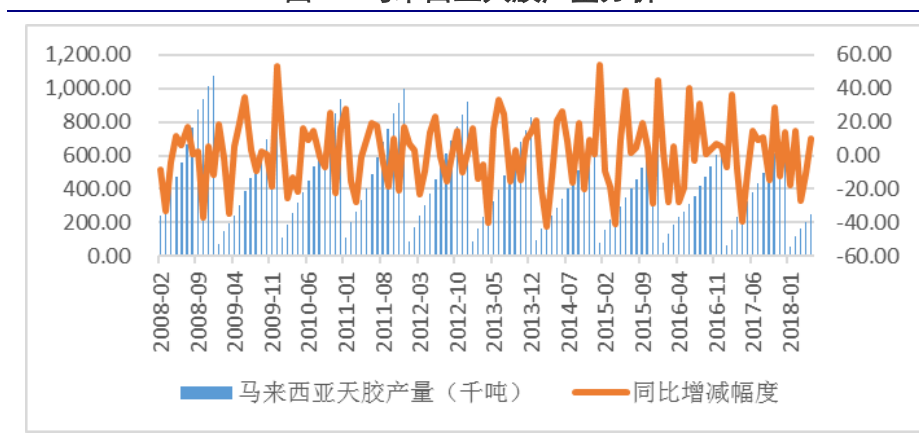
根据 WIND 数据显示，9 月印尼天胶产量为 29.4 万余吨，环比 8 月的 32.1 万余吨缩减 2.7 万余吨，缩减幅度为 8.41%，9 月印尼天胶国内消费量为 5.8 万余吨，环比 8 月的 5.9 万余吨缩减 0.1 万余吨，缩减幅度为 1.69%，今年印尼国内天胶胶开割面积产量为 1207 千克/公顷，环比去年的 1189 千克/公顷增加 19 千克/公顷，增长幅度为 1.6%，由此说明印尼胶前期的胶树落叶、地震海啸等灾害有所缓和，天胶产量、开割面积产量均有所增长。而印尼全年天胶产量增减情况及上述落叶的具体影响程度还未能确定。

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

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏空作用。

3.3 马来西亚天胶产量分析

图 8：马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

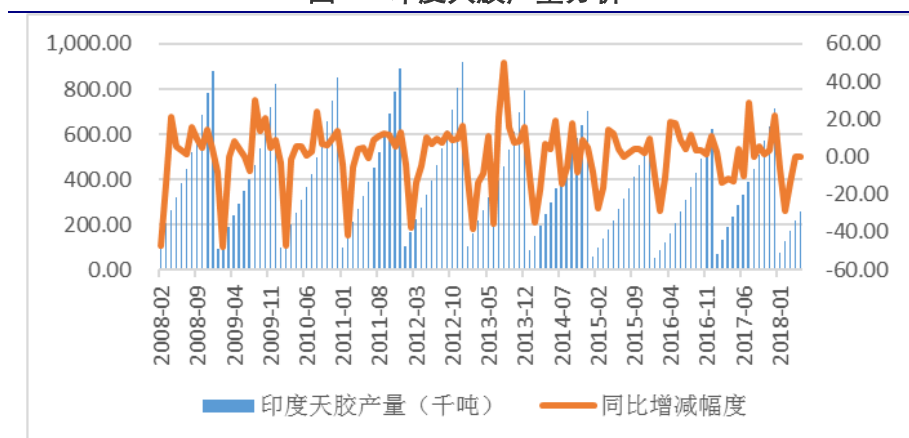
供应方面，受天胶生产季节性因素影响，9 月，马来西亚天胶产量为 5.5 万余吨，环比 8 月的 5.5 万余吨持平，增减幅度为 0%，消费量为 4.23 万余吨，环比 8 月的 4.33 万余吨缩减 0.1 万余吨，缩减幅度为 2.3%，说明马来西亚天胶供应量持平，但消费量有所缩减，9 月马来西亚天胶出口量为 8.99 万余吨，环比 8 月的 9.09 万余吨缩减 0.1 万余吨，缩减幅度为 1.1%，9 月马来西亚天胶进口量为 6.8 万余吨，环比 8 月的 6.5 万余吨，增加 0.3 万余吨，增长幅度为 4.62%。

从马来西亚天胶进出口数据看，虽然进出口相抵，仍呈现小幅净出口状态，但受马来西亚国内手套行业稳步发展、天胶消费量稳步增长影响，而该国天胶产业中长期发展仍不容乐观，尤其是相关品种棕榈种植效益明显好于天胶种植效益，因此中长期而言，马来西亚天胶国内供需关系将由供过于求，逆转为供不应求，而成为一个净进口的消费国家。

由此对包括马来西亚天胶供应均将产生中性偏多作用。

3.4 印度天胶产量分析

图 9：印度天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

虽然在全球变暖趋势下，极端天气有增长趋势，但 2018 年迄今为止，印度遭遇的极端天气

事件强度也是异常的，今年雷暴、沙尘、大风等灾害气候激烈程度显著超过往年情况。

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

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

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

该地区是印度橡胶、茶叶、咖啡和香料的主要产地之一。

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

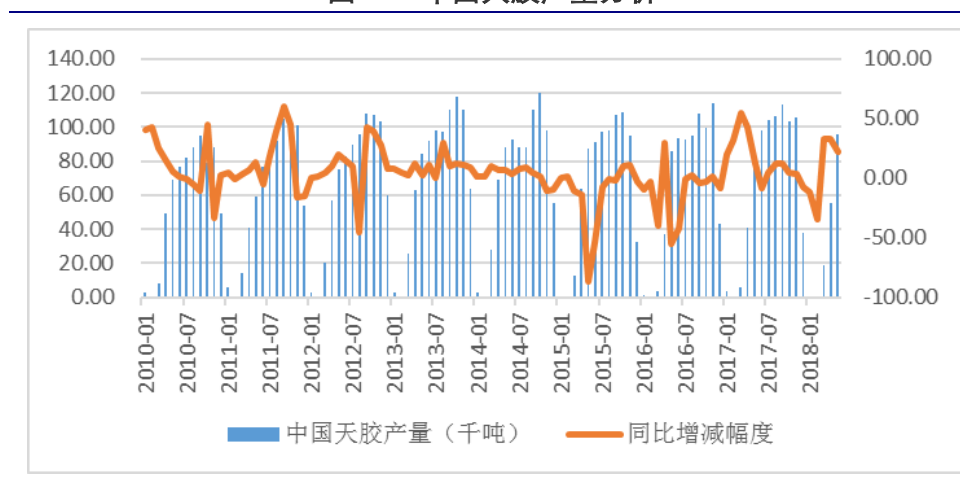
因此，印度天胶主产区发生洪水，预计将对当地天胶生产造成严重影响，并对东南亚天胶供应产生负面影响。

9 月，印度天胶产量为 5.5 万余吨，比 8 月的 4 万余吨增加 1.5 万余吨，增长幅度为 37.5%，9 月，印度天胶消费量为 10.2 万余吨，环比 8 月的 10.15 万余吨增加 0.05 万余吨，增长幅度为 0.49%，印度国内天胶供需呈现供不应求态势，其原因除胶农种植积极性下降外，还可能与印度喀拉拉邦的强降雨不利气候有关。

由此对印度橡胶价格走势产生中性利多作用。

3.5 中国天胶产量分析

图 10：中国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

我国天然橡胶种植产业发展多年，面积超过 1700 万亩（113 万公顷）。

今年开割初期，国营农场开割面积达 8 成，民营农场开割面积在 5 成，主要因原料价格偏低打击胶农割胶积极性导致。

热带经济类作物槟榔、香蕉等水果价格较好，吸引民营胶林的工人转向其他种植效益较高的作物。

不少民营工厂收购原料显不足，工厂推迟加工生产。但从产区胶树表现来看，长势良好，无病虫害发生，预计随着产区开割面积逐渐扩大，产量也将缓慢增加。

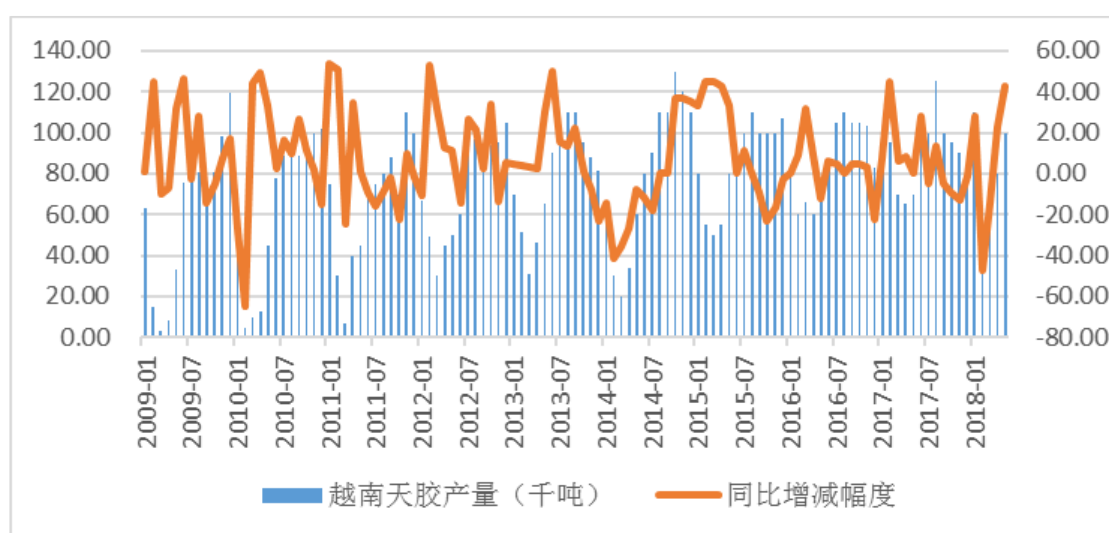
9月，国内天胶产量为10.8万余吨，环比8月的9.67万余吨增加1.13万余吨，增长幅度为11.69%，同期，国内天胶消费量为48.2万余吨，环比8月的47.4万余吨，增加0.8万余吨，增长幅度为1.69%，供需此长彼消，对天胶市场构成偏空压制作用。

9月，中国天胶进口量约为46.16万余吨，环比8月的45.1万余吨增加1.06万余吨，增长幅度为2.35%，说明受东南亚天胶进入割胶旺季、内外价差扩大等等因素作用，致使进口扩展。

由此国内天胶生产动态对天胶构成中性利空作用。

3.6 越南天胶产量分析

图 11：越南天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

进入10月后，越南主要产区迎来适宜气候，胶水产出已较为顺畅，天胶工厂目前已经销售较多新胶。

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

近年来，因柬埔寨原料收购价格相对更低，不少原料流入越南境内。

9月，越南天胶产量为12万余吨，环比8月的13万余吨缩减1万余吨，缩减幅度为24.02%，越南天胶消费量为2.2万余吨，环比8月的2.2万余吨持平，增减幅度为0%。

9月，越南天胶出口量为13万余吨，环比8月的17.11万余吨缩减4.11万余吨，缩减幅度为24.02%，说明越南已经将所有的产量和国内天胶库存量也用于出口。

预计进入10月后，随着越南天胶供应量的季节性增长，天胶出口量还将明显增长。

由此对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

4. 国内外天胶供应政策分析

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

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

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

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

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

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

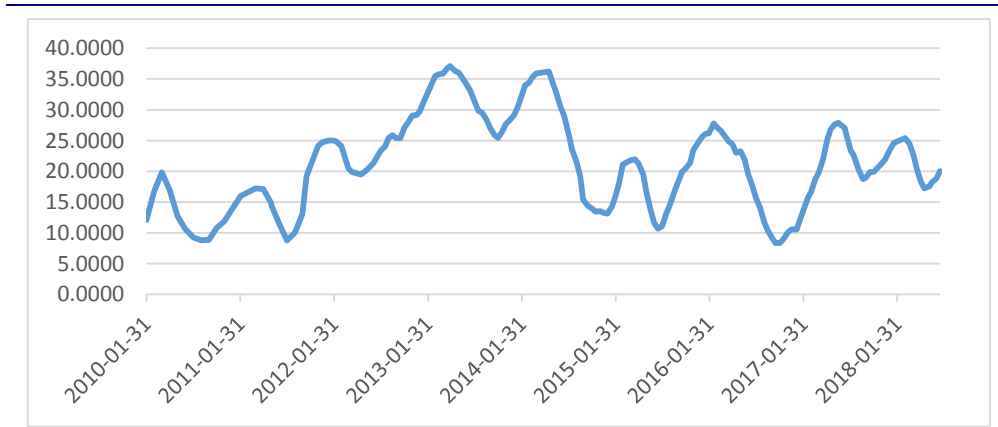
国内方面，上半年，尽管国内外天胶市场价格持续下跌，并创下1年多新低，不过国家储备局并未出台收储天胶库存量的提振政策和措施，其主要原因可能是，当天胶价格运行于前期高位区域之际，国家储备局并未出台抛售储备库存的政策和措施，而其库存量也由此没有得到轮换。因此，当目前天胶市场价格运行至相对低位区域之际，也无意收储天胶库存量，对天胶市场价格走势也未产生利多提振作用。

预计未来国际国内天胶供应政策仍将有较大变化可能性。

5. 中国天胶库存量分析

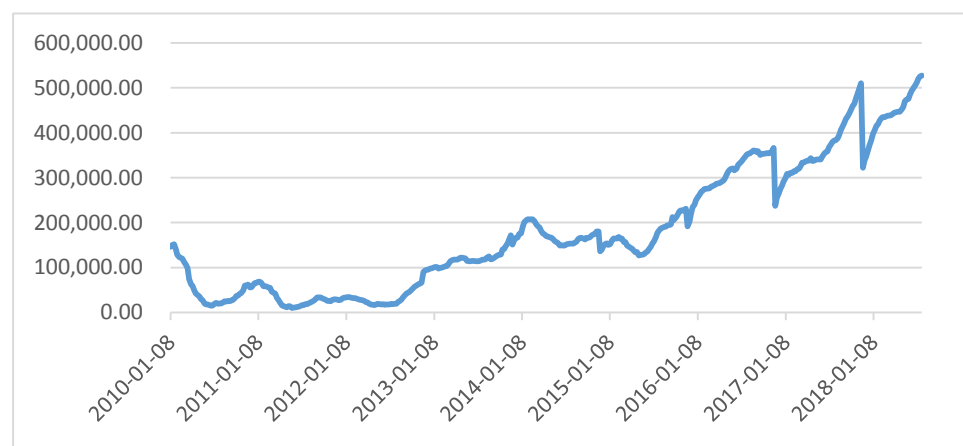
国内天胶显性库存量主要由青岛库存量和上海库存量构成，前者主要由进口胶构成，后者主要由国产胶构成，由于未来国内外天胶市场价格依然呈现外低内高对比态势，进口胶仍将持续不断流入青岛等国内天胶主要集散地，因此青岛天胶库存量稳步上升，而随着期现套利行为不断盛行，上海期货交易所的天胶库存量也将稳步上升。

图 12：青岛保税区库存量分析（单位：万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 13：上期所库存量分析（单位：吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

截至 10 月 12 日，青岛保税区橡胶总库存量缩减至 11.2 万余吨，较 2017 年 10 月 16 日的 19.89 万余吨缩减 8.69 万余吨，缩减幅度为 43.69%，较 2017 年 12 月 15 日的 21.94 万余吨缩减 10.74 万余吨，缩减幅度为 48.95%，进口胶库存量缩减的原因仅仅是将库存由库内转移至库外所致，而橡胶库存压力实际并未明显减轻，由此对天胶市场仍构成偏空压制作用。

期市库存方面，截止 11 月 2 日，上期所库存量为 583253 吨，较 1 年前的 2017 年 11 月 3 日的 488364 吨增加 94889 吨，增长幅度为 19.43%，由于包括期现套利、非标套利、跨期套利等等各种套利行为盛行，致使期货市场压力显著加重，由此对天胶市场仍产生压制作用。

综合而言，进口胶仓库内库存压力减轻，但库外库存压力依然沉重，国产胶库存压力加重，由此将对天胶市场现货和期货价格走势分别构成利多和利空作用，也对天胶市场价格走势构成多空交织的中性偏空作用。

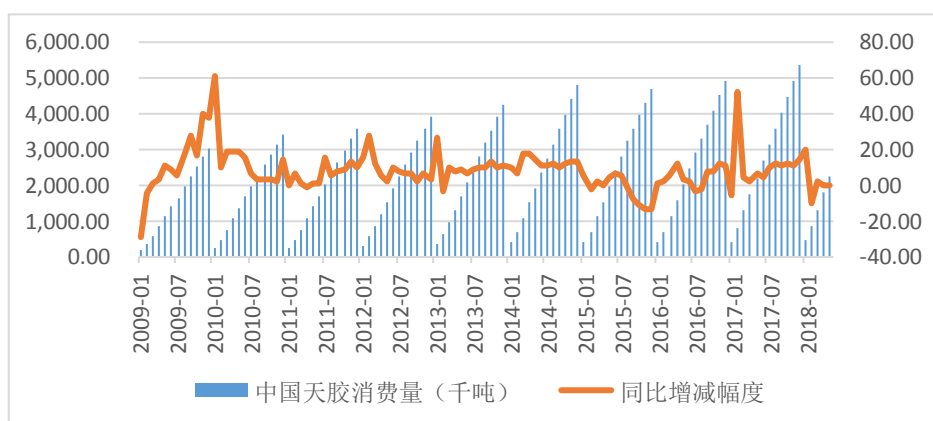
6.天胶消费量分析

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

6.1 中国天胶消费量分析

展望 11 月，受到国际市场欧美为主的国家和地区的“双反”制裁作用，中国轮胎对外出口形势不容乐观，国内轮胎销售也由于终端汽车低速增长，而导致轮胎自身经营困难，因此，以轮胎为代表的天胶消费增长仍将低速缓慢。

图 14：中国天胶消费量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

源于中国生产的轮胎产品，多年以来一直受到美国“双反”政策的限制和打压作用，致使中国对美国出口的轮胎的数量、金额均呈现稳步下降态势，而受此次美国对中国出口的包括橡胶制品在内的商品征收高额关税的负面影响，预计未来一段时期内，中国轮胎对美国出口规模仍将呈现数量和金额双双缩减的变化趋势，由此对天胶市场供需关系产生利空作用，中国轮胎出口美国正面临越来越困难的发展前景。

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

10 月 22 日晚，欧委会公布了欧盟对华卡客车轮胎反倾销案的最终裁决。在终裁中，欧委会认定自中国进口的卡客车轮胎在欧盟市场存在倾销行为，且对欧盟产业造成了实质性损害，由此决定对自中国进口的卡客车轮胎征收反倾销税。

从最终结果来看，相比于初裁税率，终裁税率水平大幅下降，平均降低幅度在 23% 左右，平均每条轮胎反倾销税降低约 17 欧元。

终裁将于 2018 年 10 月 23 日开始生效。

欧委会将按照以上税率，对自中国进口的卡客车轮胎正式征收反倾销税。

对于初裁到终裁期间（2018 年 5 月 8 日至 2018 年 10 月 22 日）进口商缴纳的保证金，进口商可以请求海关返回初裁税率与终裁税率之间的差额部分。

国内销售方面，由于国内天胶库存高企，且天胶价格处于低位区域波动，轮胎厂并不担忧原料供应短缺和采购成本上涨，而提前采购，多数轮胎厂商已完成提前储备原料，产成品库存积压，轮胎市场需求疲软。

轮胎终端产品销售不畅，利润下滑，现金短缺，难以进行原料补库，轮胎厂利润降低，企业各项成本，尤其是辅料成本大幅提高，轮胎辅料生产为高污染行业，在环保严打中，大量不达标的中小工厂被迫关停，供应量急剧萎缩，价格随之上涨，由此导致轮胎厂补库意愿低迷，厂家坚持随用随买的采购策略，工厂对轮胎产品提价困难，在有限现金流下，出于买涨不买跌心理，轮胎厂只会优先考虑囤积辅料，而不是天胶。

根据 WIND 数据显示，国内天胶消费量 9 月为 48.2 万余吨，相比 8 月的 47.4 万余吨增加 0.8 万余吨，增长幅度为 1.69%，相比去年 9 月的 45.7 万余吨，增加 2.5 万余吨，增长幅度为 5.47%。

9 月轮胎外胎产量为 7369 万余条，环比 8 月的 7386.8 万余条缩减 17.8 万余条，缩减幅度

为 0.24%，已经连续 3 个月产量缩减，同比去年 9 月的 8174.5 万余条，缩减 805.5 万余条，缩减幅度为 9.85%。

9 月轮胎出口量为 4261 万余条，环比 8 月的 4204 万余条，增加 57 万余条，增长幅度为 1.36%，同比去年 9 月的 3585 万余条，增加 676 万余条，增长幅度为 18.86%，天胶消费低幅增长，轮胎产量缩减，出口量增长，由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

6.2 中美贸易战对天胶消费需求的分析

从目前中美两国贸易争端推测，该争端未来前景尚不明朗，既不排除趋于激烈的可能性，也不排除趋于缓和的可能性。

其中，作为一种中国向美国出口的传统工业产品，轮胎产品中国对美国出口仍将始终受到双反制裁，关键是轮胎企业如何采取积极措施，应对贸易摩擦，并在贸易争端和摩擦中，不断强化抵御风险挑战的能力，继而不断拓展轮胎产品对外出口的规模和效益。

其主要原因在于，面对中美贸易摩擦，及其给国内轮胎产业带来的冲击作用，轮胎上市公司普遍采取多种措施积极应对，其中主要以在海外设立工厂，直接规避美国对中国出口轮胎采取的双反制裁。

除此之外，轮胎上市公司还通过兼并、收购、重组、整合、挖潜、调整产业结构、适当调整产品定位、转型、升级换代、扩大销售渠道等等多种措施，提高和改善经营，有效规避美国对中国出口轮胎的贸易制裁。

6.3 其他经济体天胶消费量分析

国内轮胎市场疲软和中美贸易争端对国际轮胎公司产生利好和利空双重作用。

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

终端汽车进入稳定发展期，目前，世界轮胎产业已具备相当规模，并已进入相对稳定的发展时期。从全球轮胎市场看，轮胎行业市场化程度很高，行业竞争日趋激烈。

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。

随着新兴市场的发展，轮胎行业的竞争逐步增强。部分新兴市场轮胎企业凭借不断提升的竞争力抢占市场份额，使得全球轮胎行业巨头的市场份额呈下降趋势。

轮胎产品价格较为坚挺。根据行业调研，虽然主要原材料天胶价格回落，但除了部分小产能轮胎企业价格有所下降外，其余大部分轮胎企业产品价格仍未相应向下调整，并且，先后有轮胎企业继续提高轮胎产品价格。

一方面是因为轮胎价格相对原材料价格具有一定的时间滞后性；另一方面，在经历了轮胎市场价格的持续低迷期，行业降价追求销量的恶性竞争已有改善，行业盈利有望筑底。

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

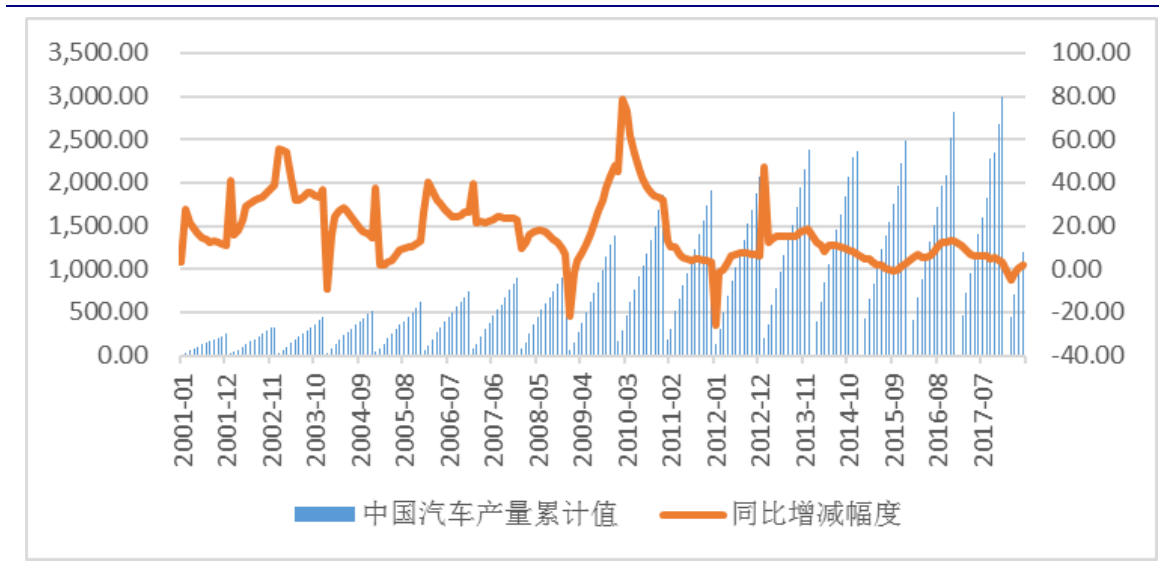
7. 各国汽车产量分析

全球汽车市场总体呈现平稳缓慢增长态势，由于汽车消费环境不容乐观、民众购车意愿渐

趋薄弱等等因素作用，致使未来汽车产销规模增长均将趋于缓慢，汽车企业经营也将趋于困难，汽车供应过剩在所难免，汽车库存量也将逐渐积累。

7.1 中国汽车产量分析

图 15：中国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据中国汽车工业协会统计分析，9 月，汽车产销量环比均呈增长，同比呈较快下降。1-9 月，汽车产销同比小幅增长，增速比 1-8 月继续回落。

9 月，汽车生产 235.62 万辆，环比增长 17.81%，同比下降 11.71%；销售 239.41 万辆，环比增长 13.82%，同比下降 11.55%。

1-9 月，汽车产销 2049.13 万辆和 2049.06 万辆，同比增长 0.87% 和 1.49%，增速分别比 1-8 月回落 1.90 个百分点和 2.04 个百分点。

数据显示，继汽车经销商库存系数于 6 月创下 2017 年 2 月库存系数 2.25 以来 1 年又 4 个月的最高水平 1.93 后，7 月，该经销商库存系数小幅回调至 1.79，下跌 0.14，跌幅为 7.82%，8 月又回调至 1.66，下跌 0.13，跌幅为 7.26%，9 月，该系数大幅回升至 1.82，上升 0.16，涨幅为 9.64%。

由此反映目前国内汽车市场供过于求态势较为严重，银十结束后，汽车销售将进入消费淡季，由此导致汽车库存量持续增长，库存压力较为沉重。

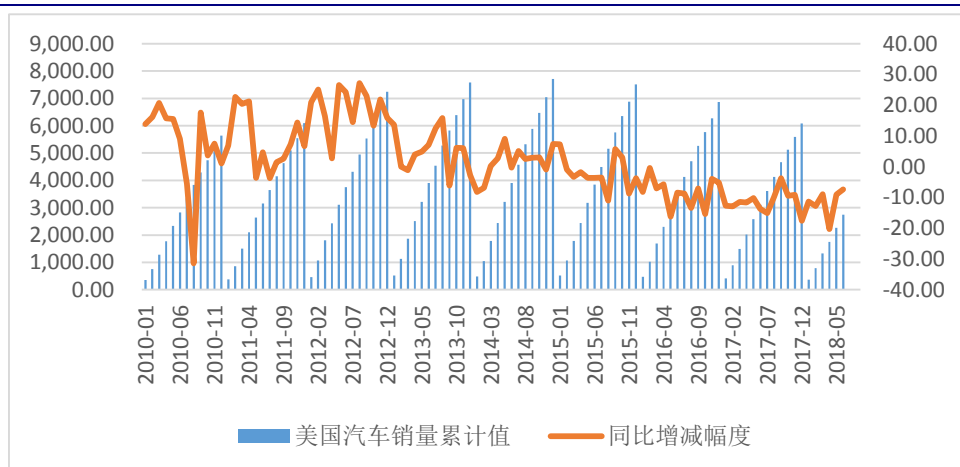
受复杂多变外部环境影响，消费者消费信心不强，受楼市影响，由于中西部楼市价格与销量同步较快增长，导致居民财富投入楼市力度很强，影响购车消费。

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

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

7.2 美国汽车产量分析

图 16: 美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

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

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

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

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

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

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

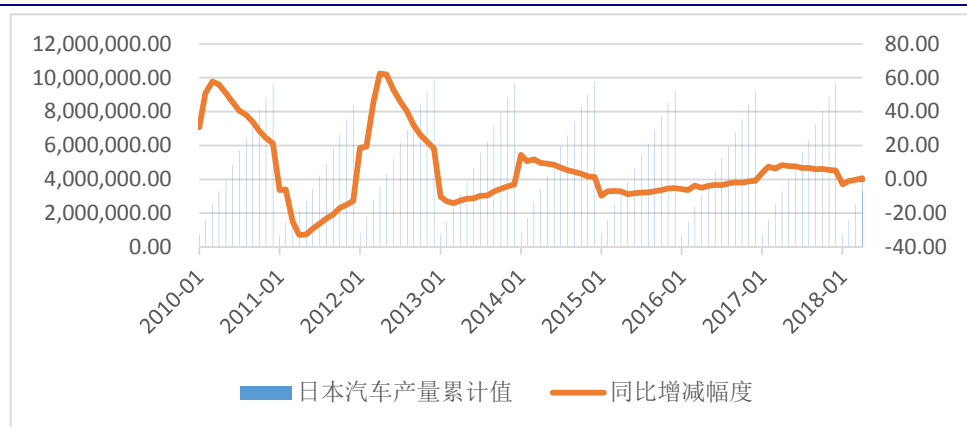
据福特汽车报告称，由于对本地制造的汽车需求下降，8 月份中国汽车销量下降了 36%。此后一直出现经销商盈利能力不足和部分汽车库存过剩等问题。

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

美国汽车在国内外销售受阻，将对上游轮胎及天胶市场构成明显的利空压制作用。

7.3 日本汽车产量分析

图 17: 日本汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

除了车市本身状况之外，美国总统特朗普政府的一系列政策也为汽车市场带来了不确定性。

首先，在对钢铁和铝征收征收高额进口关税之后，美国特朗普计划对从欧洲、中国、甚至日本进口的车辆也征收 25% 的关税。

如果美国实施 25% 的汽车进口关税，预计本田和日产的营业利润将发生很大的变化。

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

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

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

美国政府很有可能对当地生产的零部件重新定义。

根据目前的规则，日本生产的零部件如果是在美国组装，也被认为是美国产。

9 月，日本汽车市场的下滑态势没有改变。

数据显示，9 月，日本新车市场销量同比下降 2%，至约 48.54 万辆；1-9 月，累计销量下降 0.9%，至约 402.37 万辆。

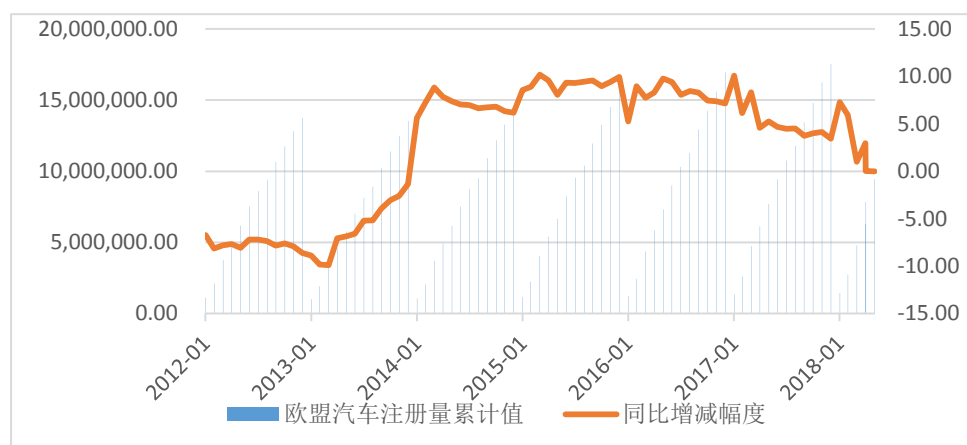
为巩固其在中国市场的地位，丰田正在考虑与中国公司分享其混合动力车辆制造技术和专业知识。

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

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

7.4 欧洲汽车产量分析

图 18：欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

根据欧洲汽车制造协会(ACEA)发布的数据,2018年9月,欧洲乘用车市场新车注册量为1123184辆,相较于去年同期的1466243辆同比大幅缩减23.4%。

由于9月1日正式实施的新排放测试规程(WLTP),汽车制造商赶在WLTP实施之前,清空库存,为消费者提供大幅购车折扣,导致8月欧洲新车注册量激增,同比增长31.2%。

9月,因WLTP迫使汽车制造商暂停交付一些尚未重新认证的车型,欧洲大多数国家,包括5大主流市场,新车注册量均出现两位数的跌幅。

由此对天胶构成中性偏空影响。

8. 结论

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

从目前中美两国贸易争端推测,该争端未来前景尚不明朗,既不排除趋于激烈的可能性,也不排除趋于缓和的可能性。

作为一种中国向美国出口的传统工业产品,轮胎产品中国对美国出口仍将始终受到双反制裁,关键是轮胎企业如何采取积极措施,应对贸易摩擦,并在贸易争端和摩擦中,不断强化抵御风险挑战的能力,继而不断拓展轮胎产品对外出口的规模和效益。

随着时间的推移,美国对中国出口轮胎的制裁作用逐渐被轮胎企业的应对方法所抵消,轮胎企业对美国制裁的风险抵御能力逐渐增强。

后市方面,由于橡胶受多空交织、中性偏空因素影响,沪胶短线可能由于价格偏低、逼近成本线、种植效益薄弱、产胶国频繁推出干预政策和措施、胶农弃割、胶林闲置、印度洪涝、印尼胶树落叶、供应面临缩减,而阶段性回升,也可能由于产区受到种种不利气候因素影响,而技术性反弹,或者两者兼而有之。

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

需求难快速提升，TA 随成本波动

2018 年 11 月 5 日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询资格号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10 月份 PTA 先强后弱，实际供需尚可，社会库存走平，但因需求悲观预期始终无改善，同时 PX 随原油回调而走低，PTA 价格仍震荡走弱，现货加工差仅 500 元/吨，盘面加工差仅 300 元/吨。

● 后市展望及策略建议

11 月，供应上，PTA 虽检修减少，但整体供需预计仍相对平衡，预计社会库存变化-5~5 万吨，成本上，PX 腾龙芳烃 11 月难开，PX 加工差或高位企稳，但原油近期有产量飙升而回调风险，石化成本重心有回落风险。需求仍是市场焦点，尽管 10 月底宏观气氛有所改善，但微观数据上尚无明显起色，仍需观望。

操作建议上，PTA1901/美原油至 2.12，处于中枢水平，产业链总利润空间较大，PTA 估值中性，此处 PTA 价格上下均有一定波段空间，取决于未来需求、成本情况，11 月建议观望。1-5 跨期与基差基本相等，若需求始终不振，则有回调至平水可能，暂以逢高沽空为主。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

10月PTA负荷显著下降，大幅低于月初估计，除桐昆嘉兴二期220万吨、扬子石化60万吨、仪征化纤65万吨等装置意外故障外，月均加工费偏低也使部分装置推迟重启或临时检修。9月月均负荷持平在78%左右，按31天计，月产量在325万吨附近。

聚酯方面，10月聚酯负荷基本持平，产销不振，工厂提负意愿偏低。10月聚酯月均负荷在85%附近，对应产能增长至5247万吨，按31天计，聚酯产量约380万吨，对应PTA需求在326万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，10月份PTA社会库存预计小幅减少5万吨左右，期末库存在90-100万吨附近。

11月份，PTA生产方面，PTA现货加工差仍偏低，10月大量检修并无促使PX加工差回归，聚酯加工差则因降价促销而快速压缩，因此11月PTA大幅提负可能性较低，成本偏高的装置或通过延长检修来促使PX需求收缩，寻求PX环节让利。目前已知福海创、亚东石化、珠海BP石化、恒力石化等装置在11月有检修计划，但力度或不及10月。据此预估11月PTA月均负荷环比持平或小幅上升，在78-80%附近，按30天估计，11月产量预计在320万吨。

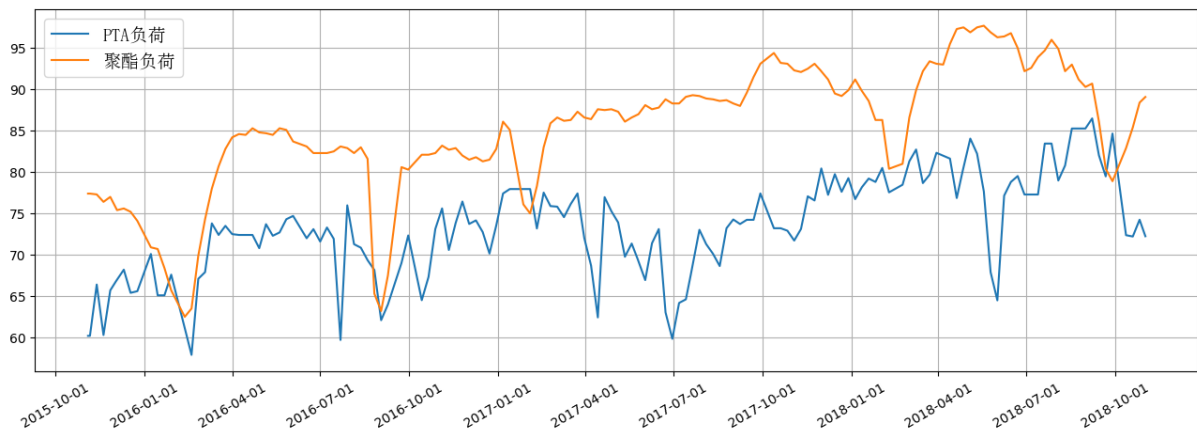
聚酯方面，目前涤丝、短纤库存可用天数均处于同比较高水平，10月产销虽有恢复，但仍低迷，且目前终端订单仅能支持至11月中旬，尽管中美领导人通话有望缓解外贸低迷情绪，但新订单放量仍需关注实际政策落地，暂估11月月均负荷为85-87%，按30天计算，11月聚酯产量约在370万吨，对应PTA需求在317万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，11月PTA供求相对平衡，预计社会库存变化-5~+5万吨，仍在90-100万吨附近。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
翔鹭石化	450	漳州	2条线目前7成负荷运行，11月中旬有检修一周左右计划
扬子石化	35	南京	11.1因故停车
仪征化纤	35	仪征	计划12.23-1.23检修
仪征化纤	65	仪征	10.16起检修，预计12.13重启
逸盛（宁波）	65	宁波	9.30起检修，重启待定
亚东石化	75	上海	计划11.13-11.24检修
珠海BP石化	110	珠海	10.19起检修，计划4周
汉邦石化	70	江阴	10.27起检修，重启待定
恒力	220	大连	11.2起检修，计划2周
逸盛（海南）	200	海南	10.21起检修，计划2周

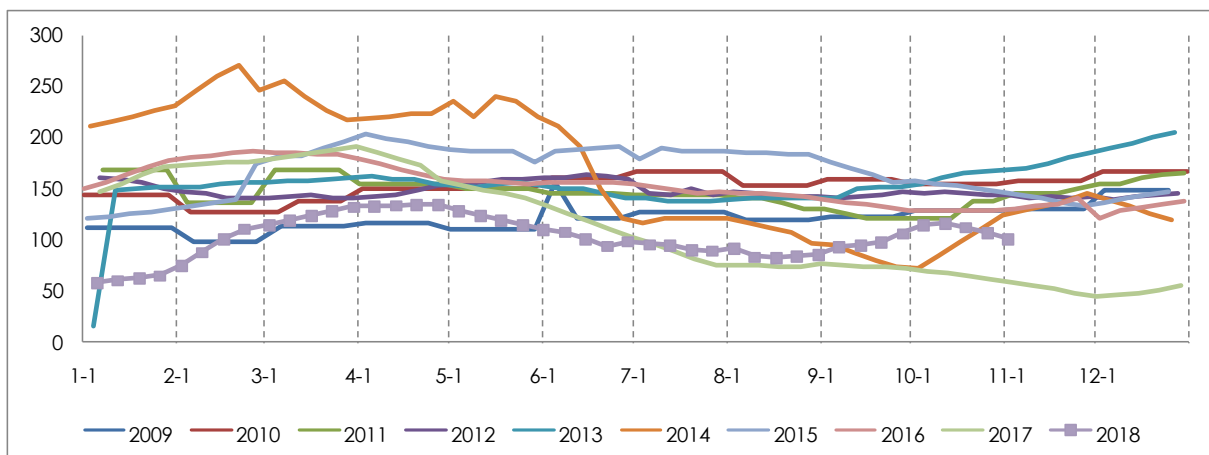
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷低迷, 聚酯负荷持稳



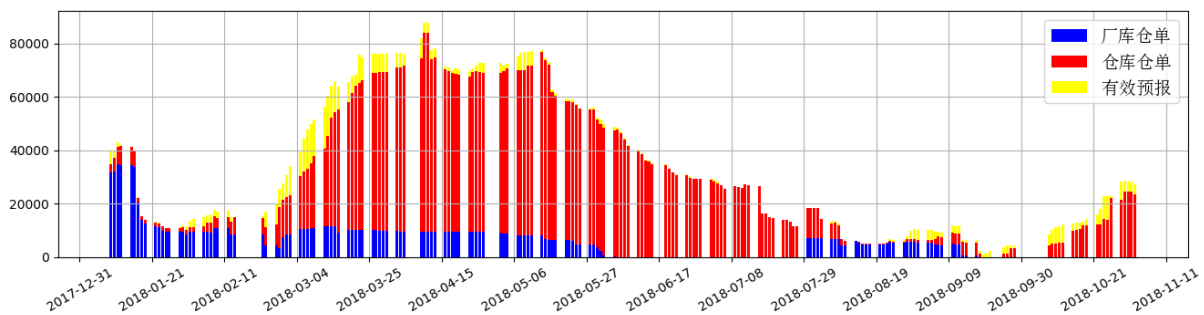
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: PTA 周度社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 仓单快速增加



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

1.2 产业链利润方面

10月产业链利润仍以压缩为主。

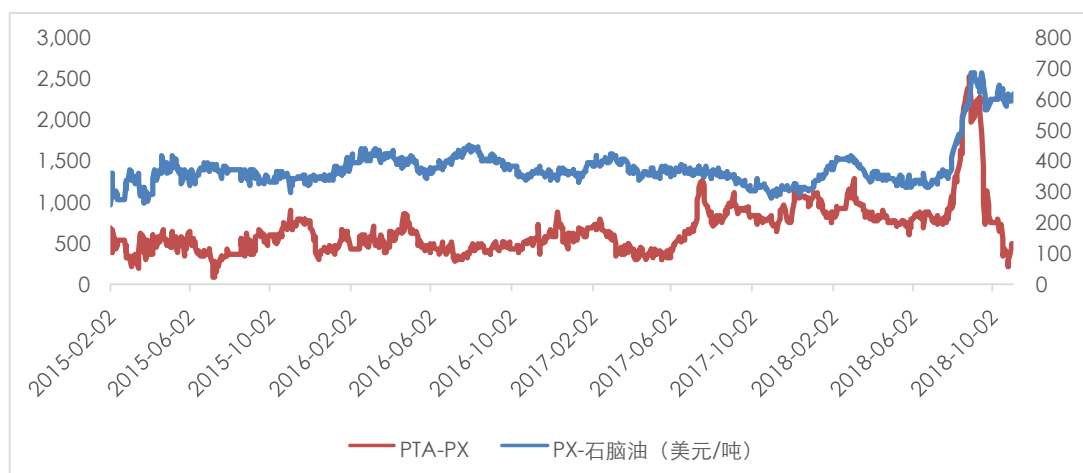
PX环节表现仍强势，尽管PTA10月大幅降负，但亚洲PX同样负荷走低，国内PX社会库存积累力度削弱，预计仅累5万吨左右，10月ACP未能谈成，CFR中国/台湾月均价在1291美元/吨，月均加工差企稳在610美元/吨。

PTA继续走低，现货月均价在7421元/吨，现货月均加工差在500元/吨，月底随人民币升值有所回升，在500元/吨，大部分工厂已处于亏损状态。

聚酯各产品先强后弱，月中在聚酯成本回调时，加工差走强，但随库存上升，纸面加工差无法兑现，月末加工差快速回调至成本线附近，部分产品甚至处于亏损状态。

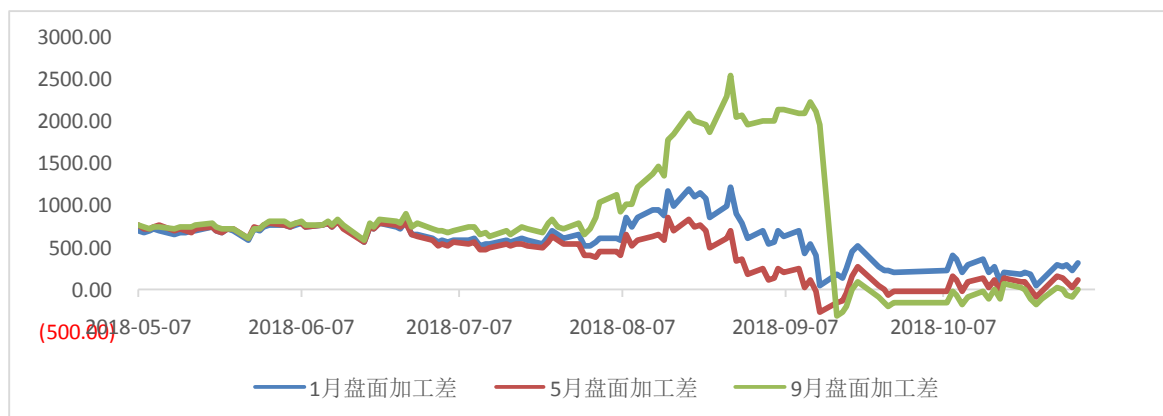
11月，PX的ACP仍未能谈成，亚洲PX负荷预计稳定，腾龙芳烃120万吨11月开车概率偏低，因11月PTA负荷持平或回升，且国内PX也未处于历史高点，11月PX高加工差或能继续维持。PTA预计11月供求相对平衡，若G20能有缓和外贸气氛的政策出台，则汇率有望回升，有利加工差恢复，而产业层面有利加工差恢复因素有限，仍要看PX环节让利意愿。

图4：PX-石脑油持稳，PTA加工差大幅压缩



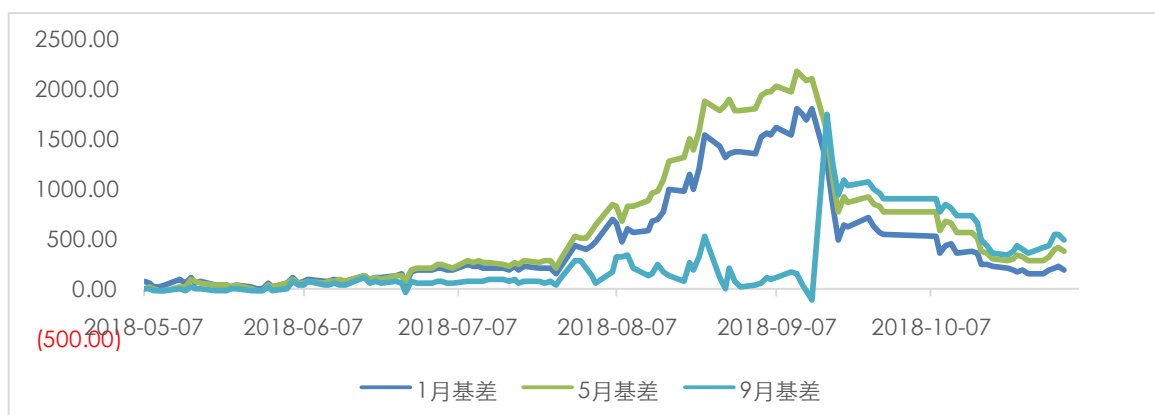
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：盘面加工差偏低



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：基差持稳



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

2.1 切片

切片方面，随聚酯成本端下滑，及切片纺负荷低迷导致切片买盘持续清淡，价格持续下跌，至月末，半光、有光切片价格分别至 8940 元/吨、8925 元/吨，较 9 月底分别下跌 900、925 元/吨左右。

效益先强后弱，上半月受聚酯原料走弱，切片现金流有所恢复，但下半月因销售和库存压力，现金流明显恶化，除定期刚需补货外，其余补货几无，实际工厂当月效益仍偏差。聚酯半光、有光切片 10 月平均现金流分别为盈利 380 元/吨、250 元/吨，较 9 月份平均现金流分别增加 150、100 元/吨左右。

2.2 长丝

长丝方面，10 月，涤丝价格整体弱势下行，国庆前后刚需补货下产销回升，但随后即进入平淡期，聚酯成本端下滑，月底价格较月初低千元左右，月均价同样低于 9 月。POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 月均分别在 10754、10805 和 12290 元/吨左右，分别-100、-900 和-800 元/吨左右。

效益方面，10 月涤丝现金流有所上升，POY150D/48F、FDY150D/96F 和 DTY150D/48F 月均现金流分别在 838、463 和 253 元/吨，环比+100、+130 和+250 元/吨左右。

涤丝产销，10 月国内主流直纺工厂长丝平均产销在 7 成附近，环比高 20%。

长丝库存，月末 POY、FDY、DTY 分别在 16 天、20.8 天和 22 天，去年同期在 3 天、5 天、13 天。远高于去年同期。

2.3 瓶片

瓶片方面，10 月随聚酯原料成本回落，聚酯瓶片市场现货价格逐步跟跌。内销市场，月底价格较月初低约 700 元/吨，月均价在 9661 元/吨，环比低 700 元/吨。外销市场，华东工厂商谈区间从 1280-1300 美元/吨 FOB 上海港附近回落至 1199-1210 美元/吨 FOB 上海港附近。

效益方面，现金流略有回升，内盘月均现金流在 180 元/吨，环比增 150 元/吨，略有好转，但仍亏损。

2.4 短纤

短纤方面，需求走淡，成本塌陷，价格快速走弱，10月底价格在9910元/吨左右，较月初低600元/吨，月均价在10455元/吨，环比降600元/吨。

效益方面，效益回升，整体尚可，10月月均现金流在690元/吨，环比增400元/吨。

库存方面，9月底库存在9.3天左右，去年同期在4.1天，显著高于去年同期。

2.5 展望

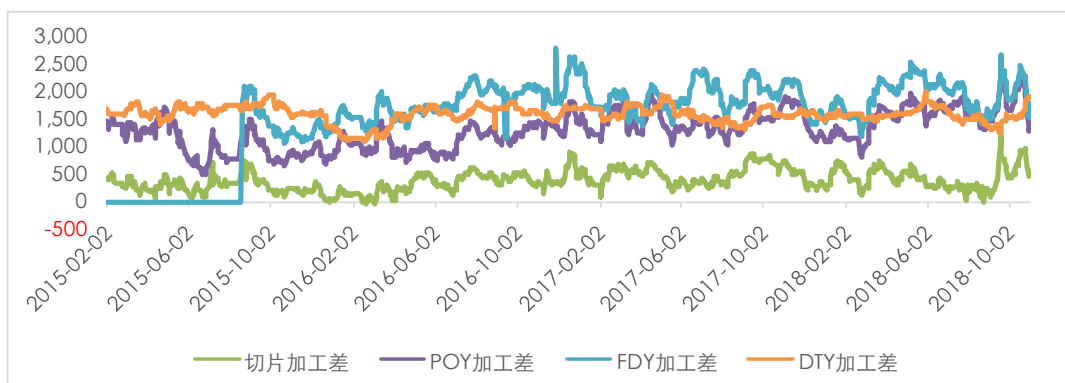
仍需关注销售变动情况，目前尚未有明显需求放量预期，且消化库存需要时间，11月聚酯负荷或仍走稳为主。

切片纺开工率存在回调预期，10月已过，但终端订单情况始终不乐观，涤丝产销低迷，11月下旬后订单情况存疑，切片-切片纺负荷均有回调空间。

涤丝负荷预计难以提升，尽管随聚酯成本、涤丝回调，涤丝即坏布现金流恢复，但涤丝与坏布环节产销均偏弱，加之库存压力较重，企业做库存意愿偏弱，因此反而有降负消化库存的可能。需求暂未有明显恢复预期。

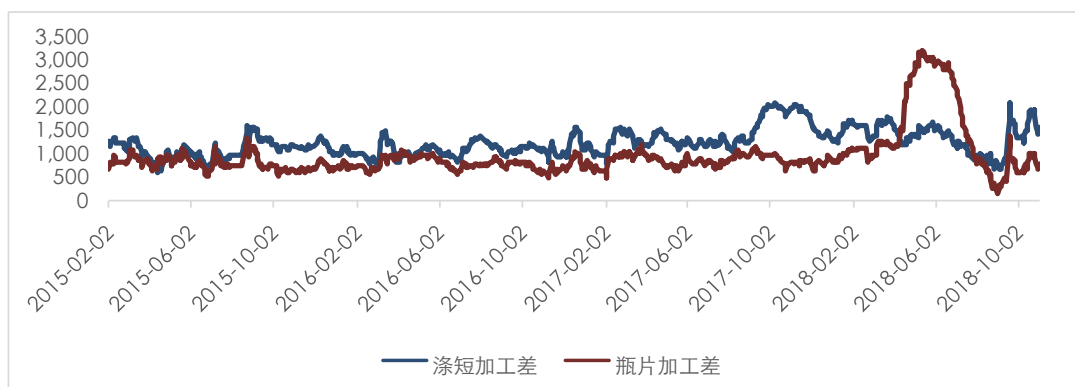
涤短方面，涤短现金流偏高，纱厂仍谨慎偏空，若不能像涤丝一样调整到位，采购预计难有放量，涤短库存同样偏高，在产销回升前，企业难有做库意愿。

图7：切片、POY、FDY、DTY加工差先强后弱



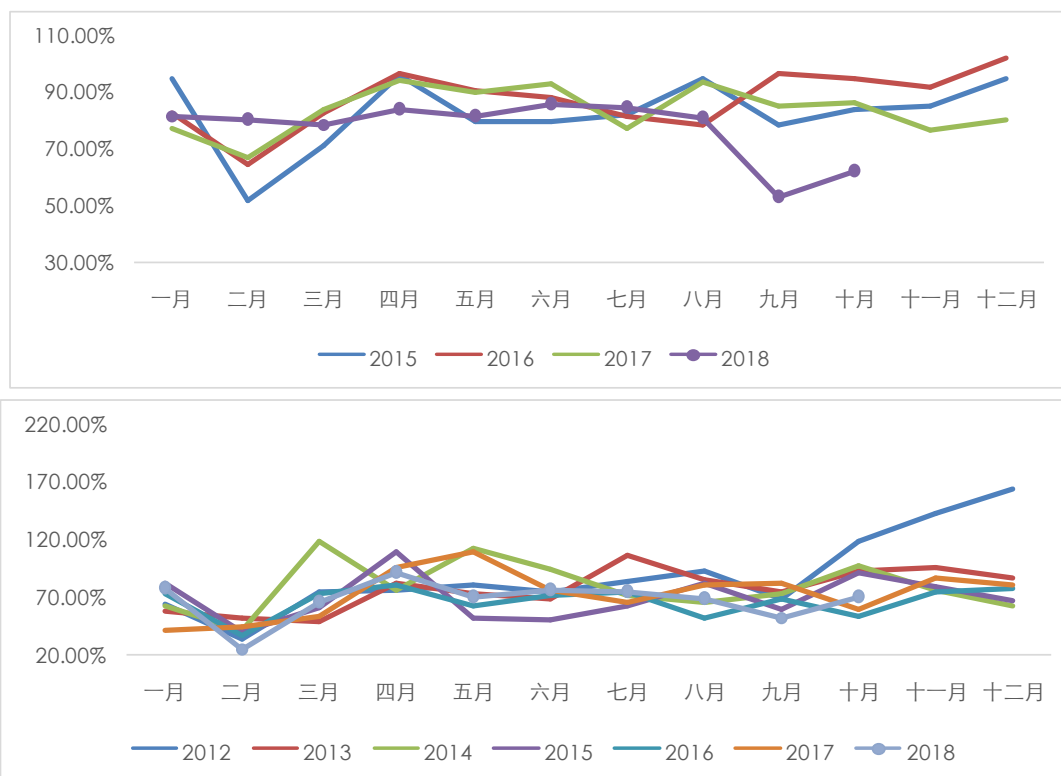
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：瓶片及涤短加工差先强后弱



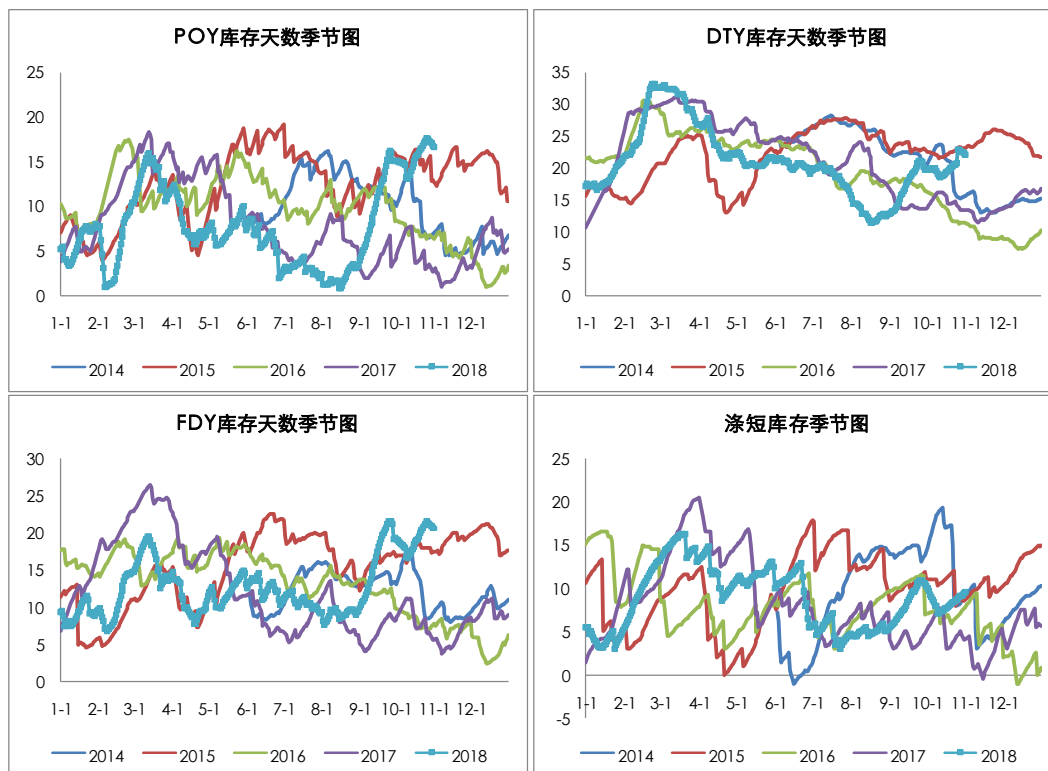
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：涤丝（上）和涤短（下）月均产销低迷



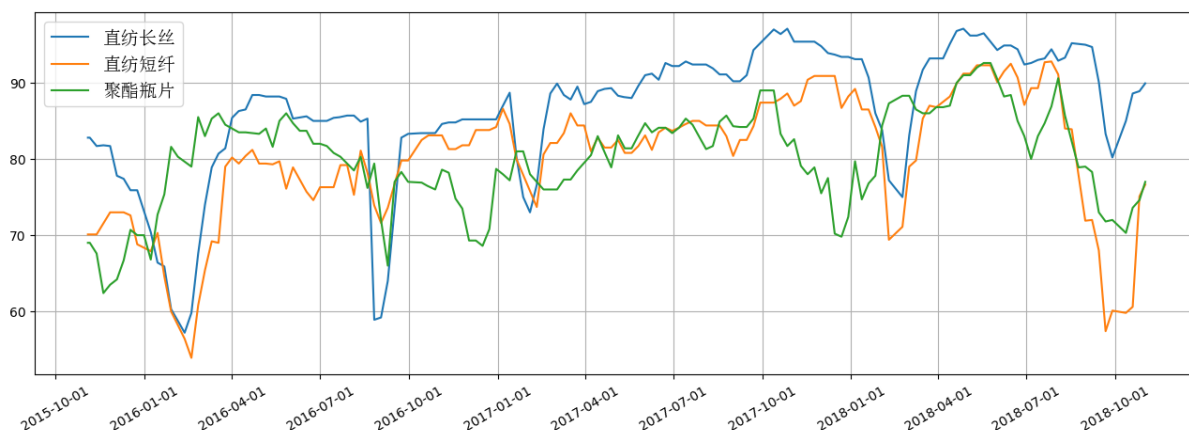
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 10：POY、FDY、DTY、涤短库存同比偏高



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 11: 长丝、涤短、瓶片负荷企稳



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

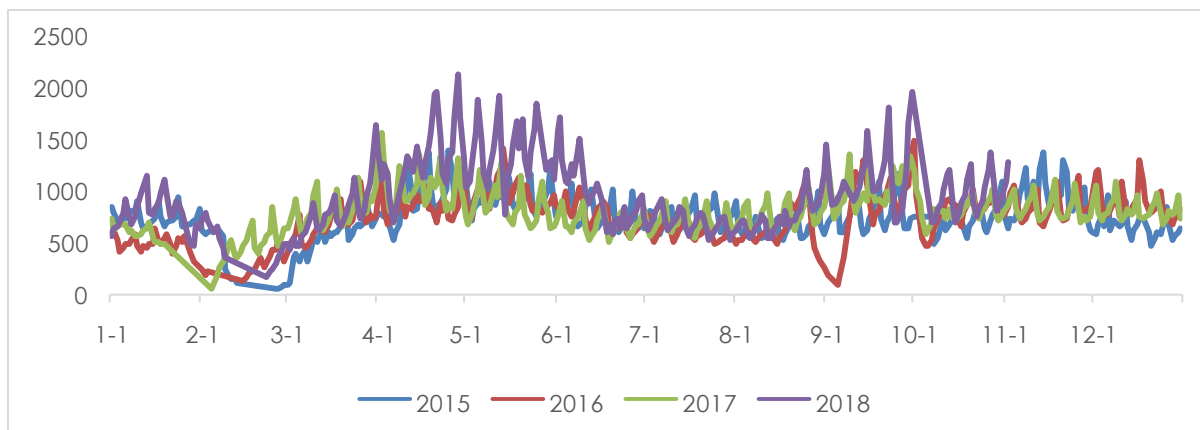
3. 终端

10 月, 终端各品种负荷有所恢复, 主要因节后销售情况好转, 但下半月销售重回低迷, 新订单商谈仍难, 负荷稍有走弱, 江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、涤纱月均负荷在 82%、77%、64%、31%、36%、46%、77%, 江浙加弹与织机恢复明显, 环比上升 15%左右, 其余环比基本持平。

轻纺城数据来看, 10 月坯布成交一般, 10 月轻纺城成交总量平均在 968 万米/天, 环比下降 200 万米/天左右, 同比上升 100 万米/天左右, 化纤布成交平均在 696 万米/天左右, 下降 100 万米/天左右, 旺季特征明显。

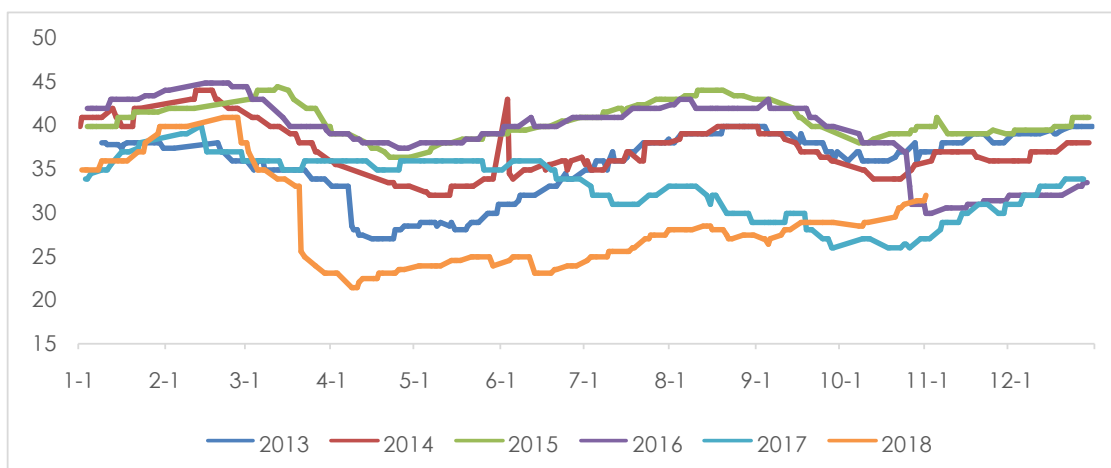
终端坯布库存 10 月延续累库, 月底在 32 天左右, 环比上升 3 天, 去年同期在 27 天。

图 12: 轻纺城成交显著放量



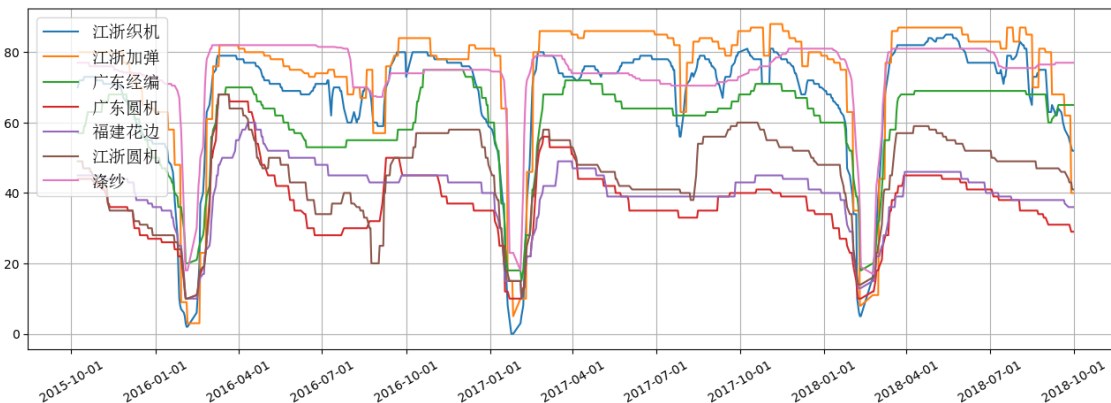
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 坯布库存走升, 高于去年



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

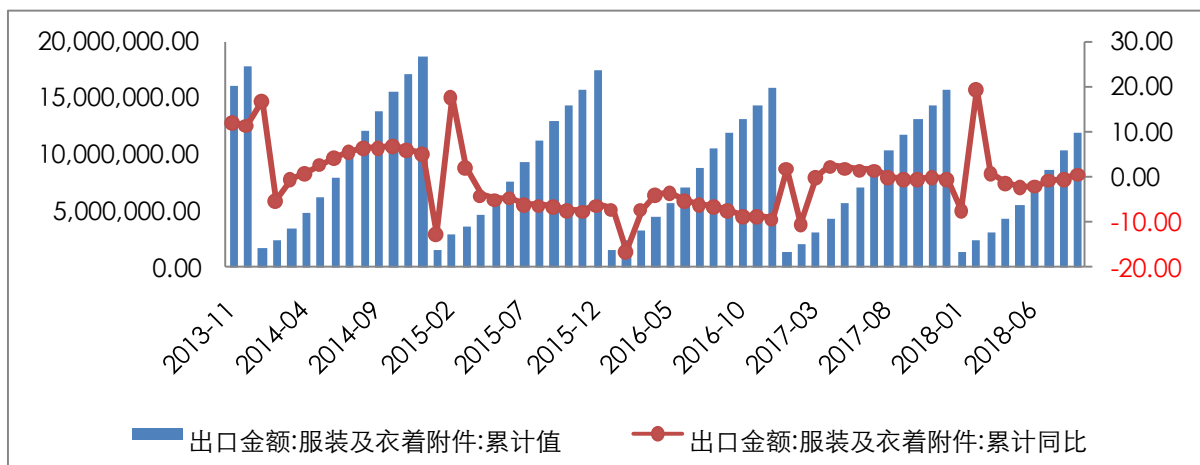
图 14: 10月终端负荷走弱

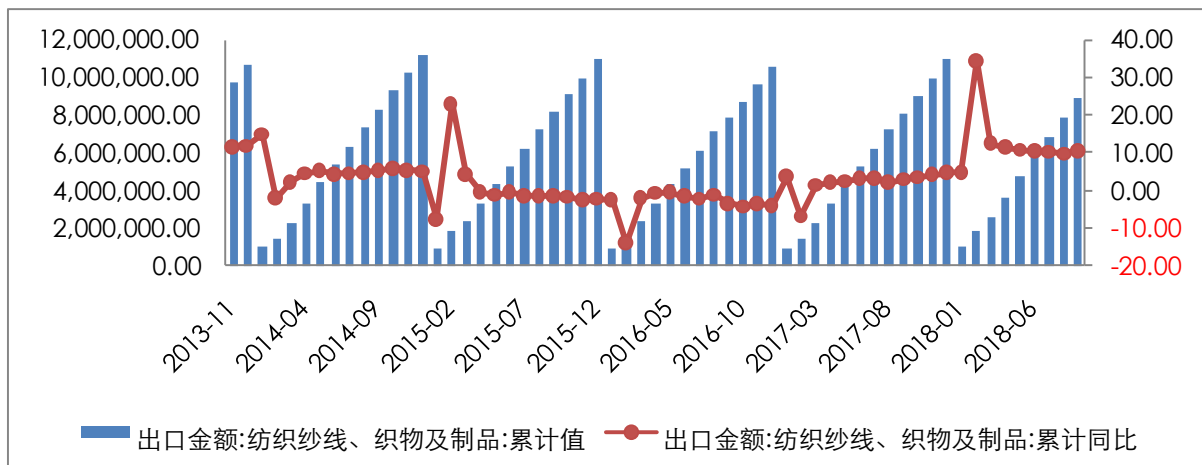


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018年1-9月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 8929087 万美元, 累计同比 10.5%, 去年同期在 2.9%。累计出口服装及衣着附件 11847751.5 万美元, 累计同比在 0.6%, 去年同期在-0.4%。

图 15: 纺织品出口

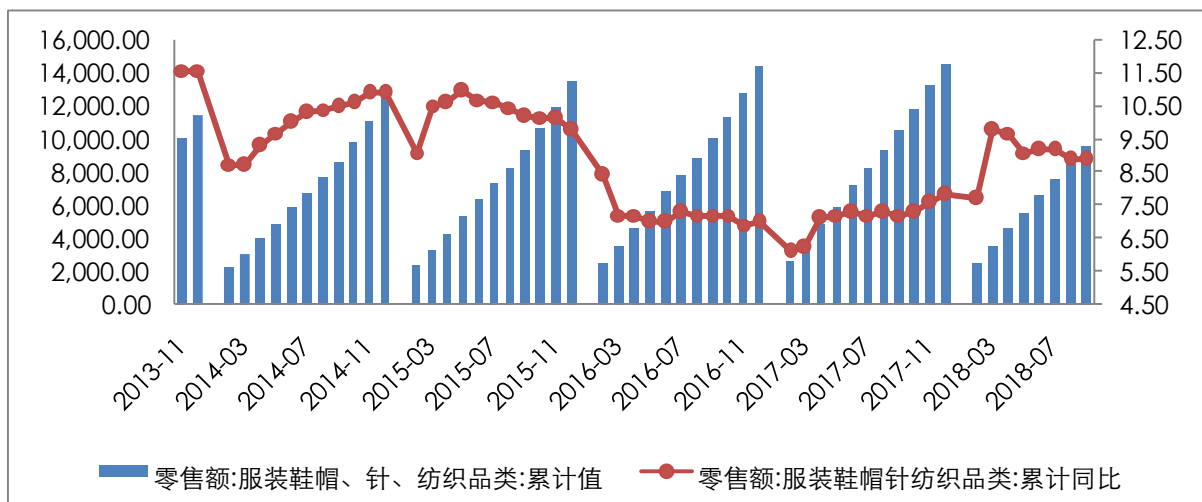
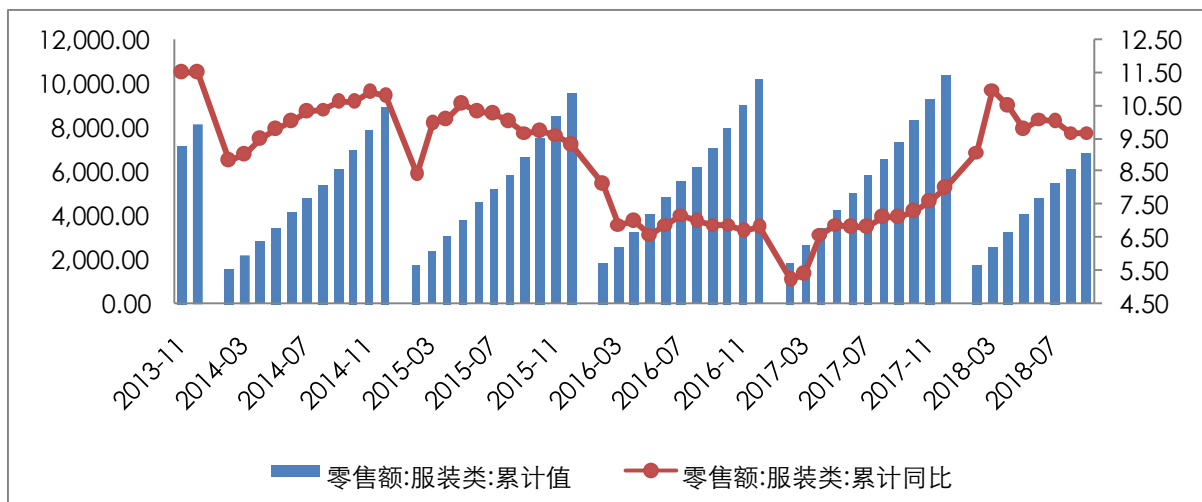




数据来源: Wind, 兴证期货研发部

内需方面, 2018年1-8月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在6858.6亿元, 累计同比在9.7%, 去年同期在7.1%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在9581.4亿元, 累计同比在8.9%, 去年同期在7.2%。

图 16: 限额以上零售额(服装类、服装鞋帽针纺织品类)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

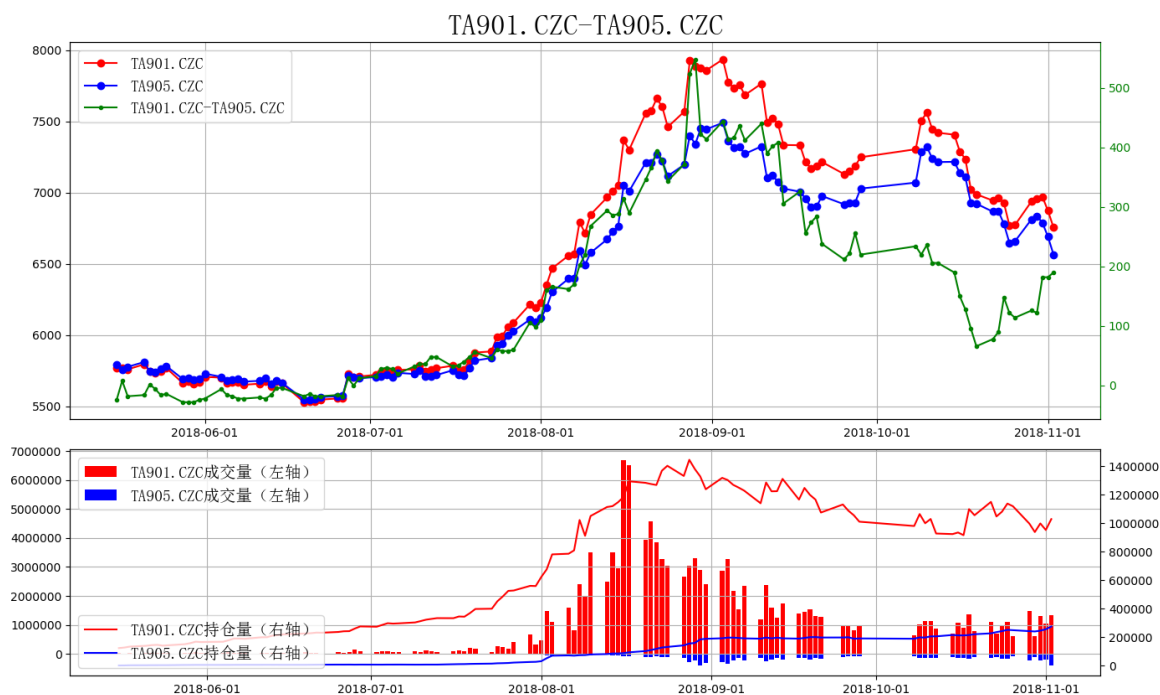
4.操作建议

10 月份 PTA 先强后弱，实际供需尚可，社会库存走平，但因需求悲观预期始终无改善，同时 PX 随原油回调而走低，PTA 价格仍震荡走弱，现货加工差仅 500 元/吨，盘面加工差仅 300 元/吨。

11 月，供应上，PTA 虽检修减少，但整体供需预计仍相对平衡，预计社会库存变化-5~5 万吨，成本上，PX 腾龙芳烃 11 月难开，PX 加工差或高位企稳，但原油近期有产量飙升而回调风险，石化成本重心有回落风险。需求仍是市场焦点，尽管 10 月底宏观气氛有所改善，但微观数据上尚无明显起色，仍需观望。

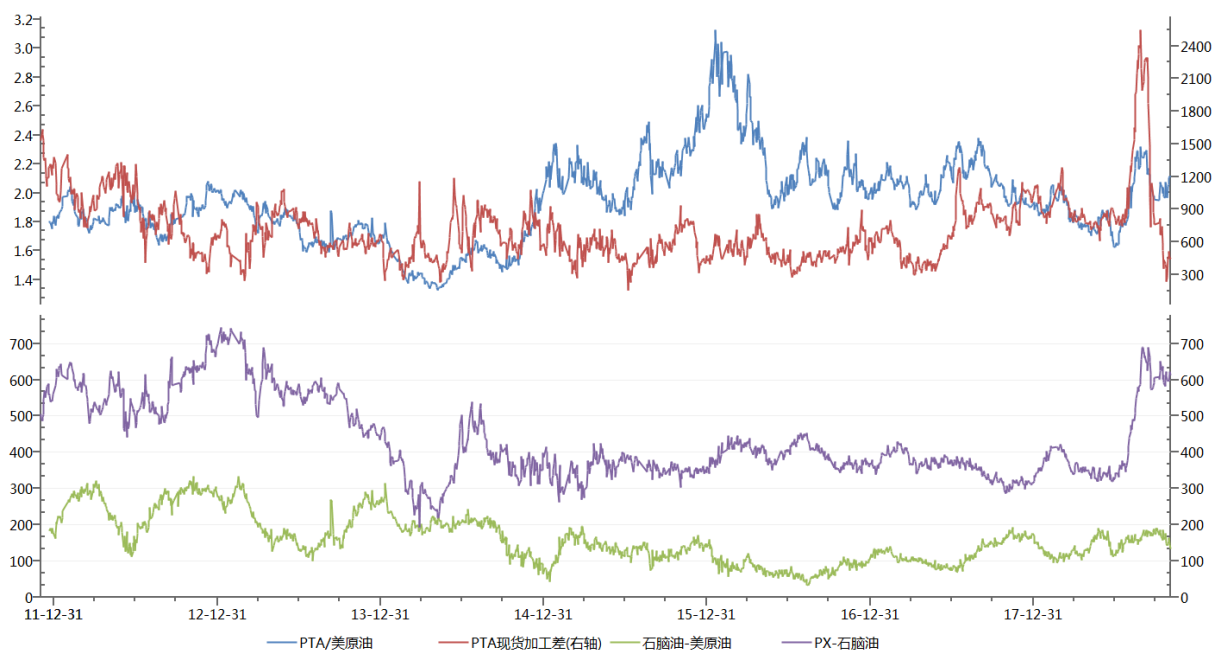
操作建议上，PTA1901/美原油至 2.12，处于中枢水平，产业链总利润空间较大，PTA 估值中性，此处 PTA 价格上下均有一定波段空间，取决于未来需求、成本情况，11 月建议观望。1-5 跨期与基差基本相等，若需求始终不振，则有回调至平水可能，暂以逢高沽空为主。仅供参考。

图 17：1-5 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18: PTA/美原油, PTA-PX, PX-石脑油, 石脑油-原油



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

贸易谈判现转机，油脂震荡走弱

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月豆油维持震荡走低的行情；油厂供应压力较大，需求较为清淡，库存维持小幅走高并创出历史新高；国际方面，原油出现大幅度回调，对生物柴油的生产和消费不利。美国国内大豆压榨数据较好但出口销售较差对价格打压严重；美豆单产维持历史高位，总产和期末库存也维持高位，对远期价格压力较大。棕榈油库存维持震荡，接近44万吨；10月马来棕榈油的产量同比预期增加，出口大幅萎缩，期末库存预期增加；目前来看，东南亚地区棕榈油的产量增幅可能再度恢复，整体供求宽松状态压制棕榈油价格。

● 后市展望及策略建议

进入11月以后，美国大豆产量确定，供应方面因素影响结束，中美贸易谈判将对国内豆类油脂价格进行重估，可能导致豆油价格出现剧烈变动；东南亚棕榈油仍然处于增产周期，对棕榈油价格利空。综合来看，豆油和棕榈油基本面维持宽松状态，且中美贸易谈判利空油脂价格，可进行做空交易。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

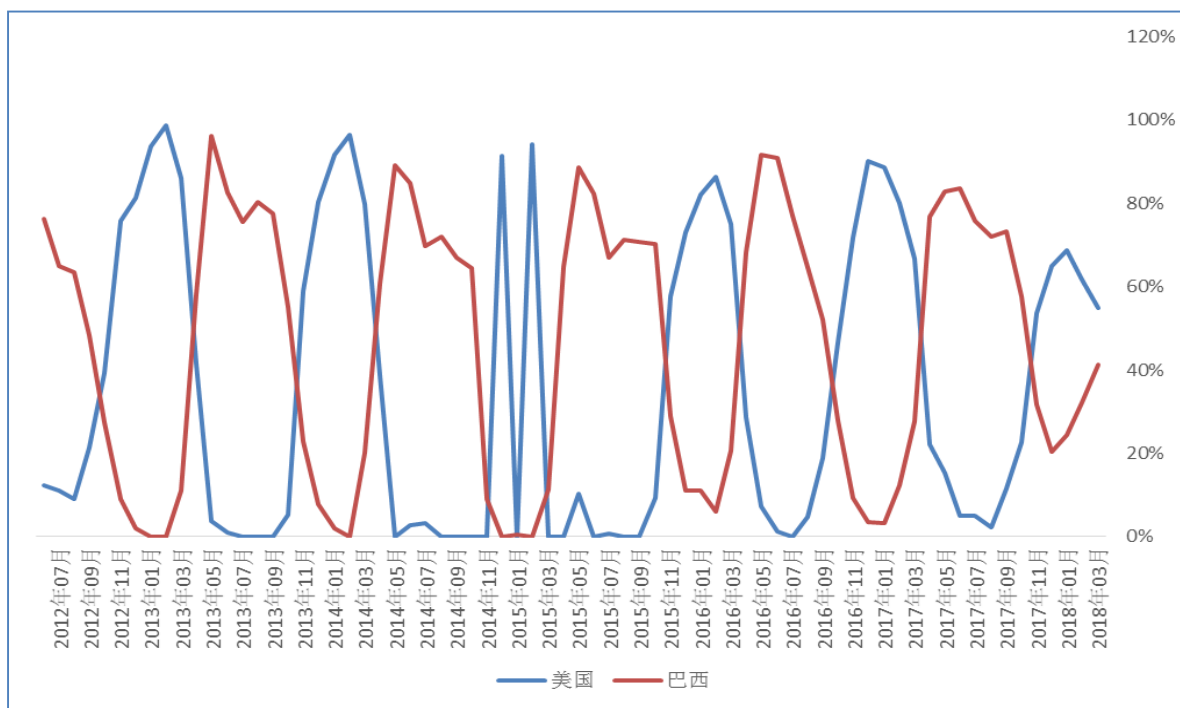
1.1.1 美豆丰产打压价格

美国方面，美国农业部预估 2018 年美豆种植面积 8910 万英亩，较去年实际面积 9010 万英亩减少 100 万英亩；美国大豆的单产由 52.8 蒲式耳/英亩大幅上调到 53.1 蒲式耳/英亩，略微低于市场的预期，美国大豆的总产量较历史最高水平继续上调。随着美国大豆的收割即将结束，供应压力将持续存在。毫无疑问，美国大豆的增产将给全球豆粕和豆油的价格都带来一定程度的压力。

1.1.2 美豆进口周期，贸易争端存在转机

4 月以来，中美贸易战曲折进行，直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况，从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。这就意味着后期，国内必须要从美国进口大豆，进口成本将大幅增加。由于目前巴西大豆已经出现较美豆更高的溢价水平，因此，后期进口美豆的成本跳涨要低于 25% 的加征关税，但可能不会低于 10% 的成本增加。11 月 1 日，中美领导人通话可能预示着贸易战存一定的转机，需要持续关注。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

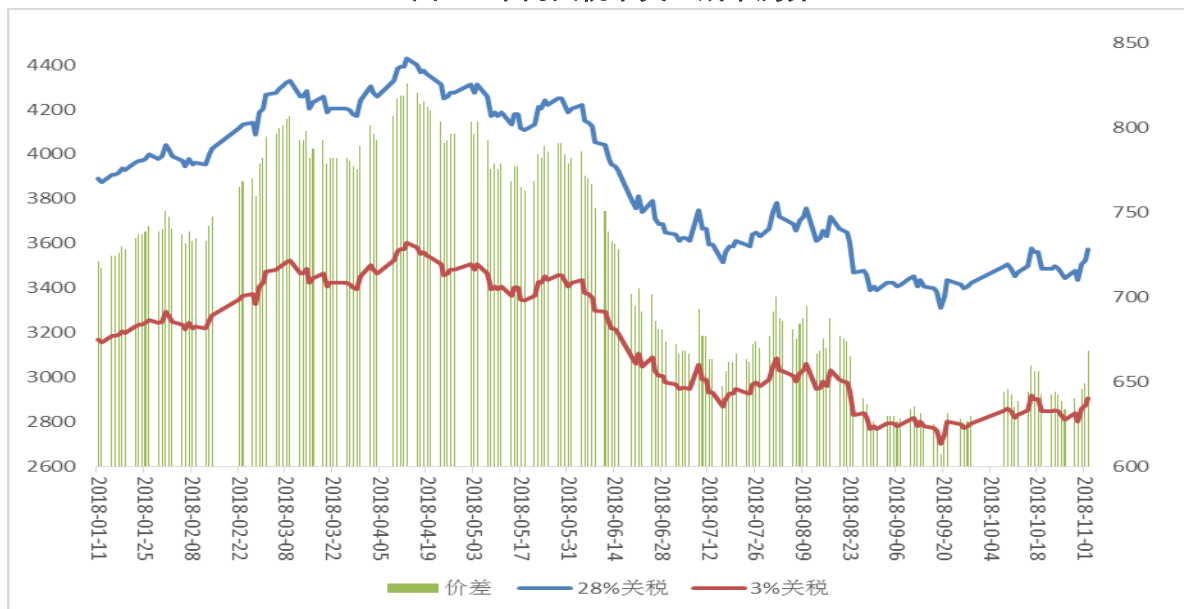


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图 2 所示，按照 28% 的进口关税，美豆的进口到岸成本为 3570 元/吨，目前国内港口进口

大豆价格维持在 3500 元/吨。在美豆价格维持在成本上下波动的情况下，继续下跌的空间不大，这就意味着后期国内进口大豆的成本可能维持在高位。但若贸易争端解决，豆类油脂的定价体系将重估

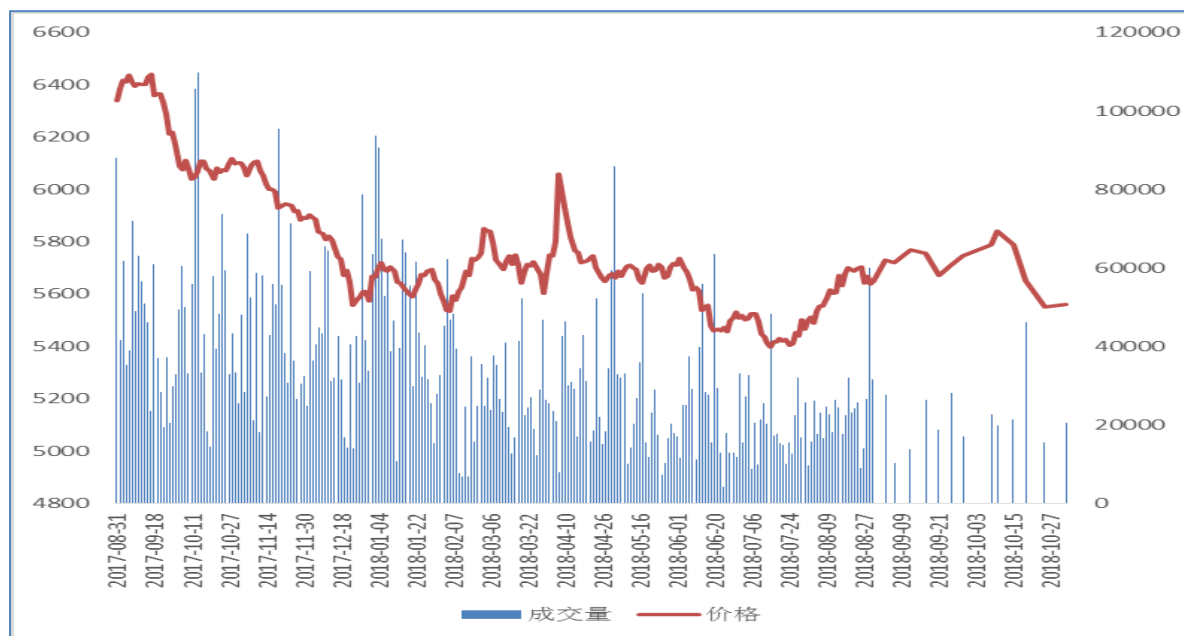
图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

1.1.3 国内开工维持高位，豆油成交较差

图 3：豆油价格及成交量走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，10 月整个国内油厂开工率维持高位震荡走高，进口大豆受贸易战影响出现一定下降，港口库存出现一定下滑，但仍旧维持高位；中秋国庆备货结束，豆油的需求转差，库存继续震荡走高，供求宽松的状态很难发生改变；近期，随着原油价格的大幅下挫，豆油的生物

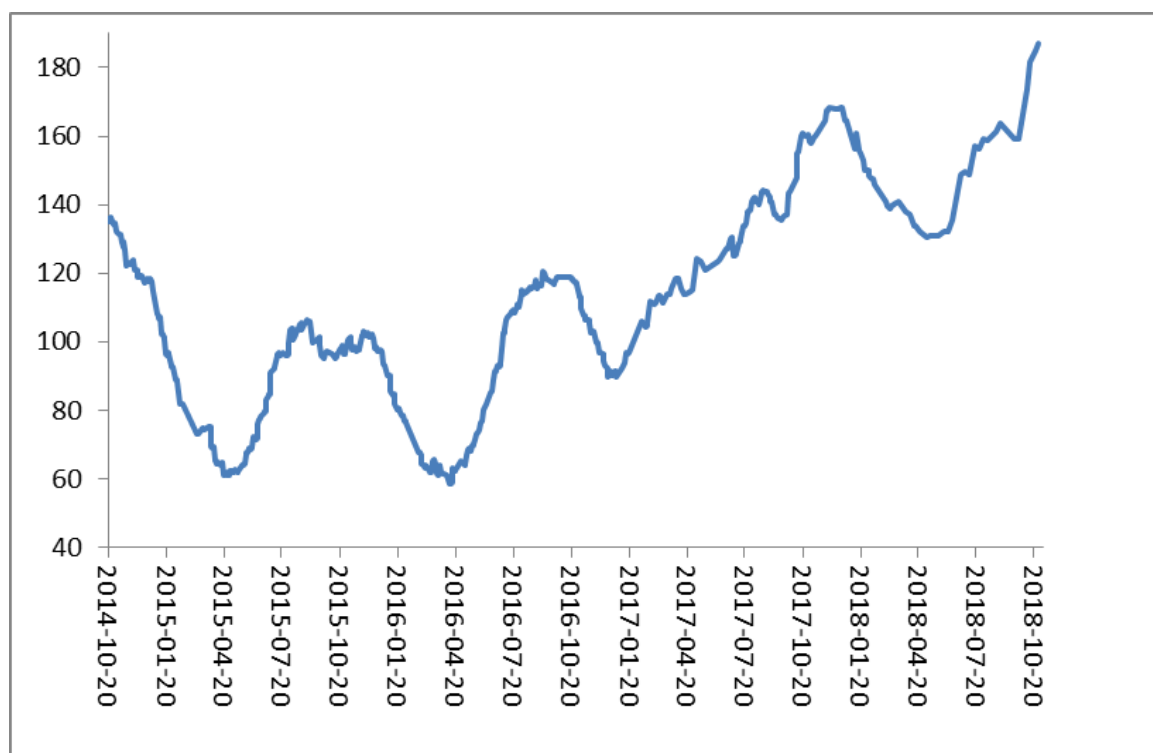
柴油需求预期减弱，对豆油价格有一定的利空。

图 3 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2018 年 7 月下旬以来，豆油的现货价格维持低位震荡反弹行情，目前维持在 5500 到 5650 元/吨的区间；由于供求宽松，豆油的价格可能维持震荡走低。

1.1.4 豆油库存继续走高，宽松局面持续

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 5 月以来持续走高，由于国内需求一般，加之政府不断抛售豆油储备，豆油库存维持震荡走高；目前豆油的库存仍震荡走高。

图 4：豆油商业库存



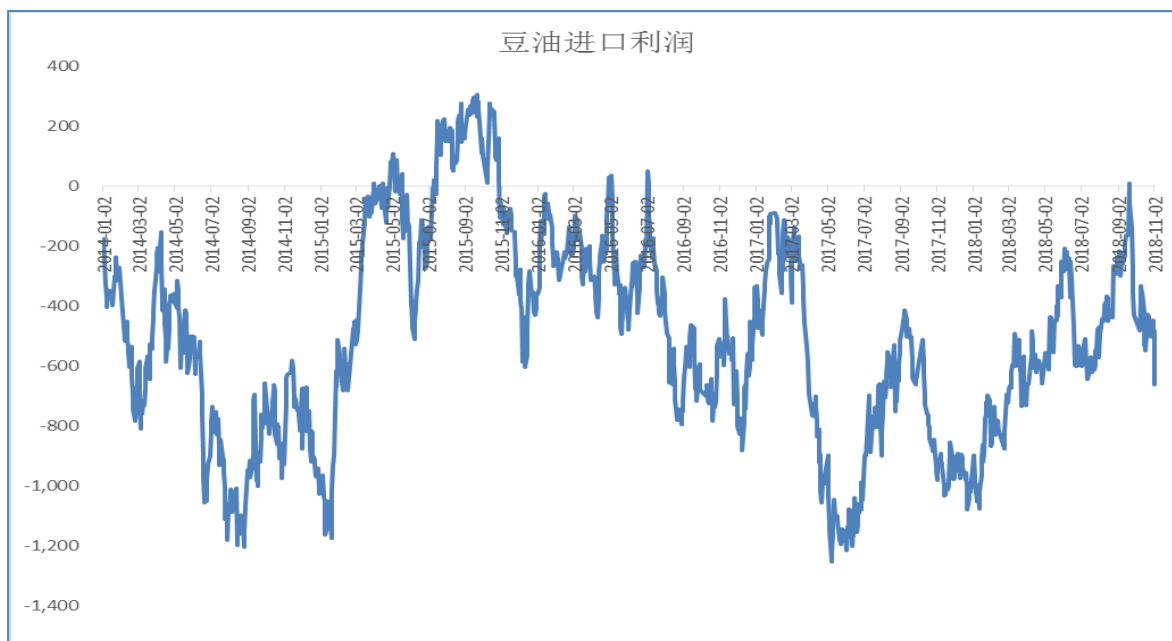
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 进口亏损，后期对价格有支撑

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 600 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，进口亏损出现了小幅增加。短期来看，外盘豆油价格偏强而国内豆油价格则相对较弱，导致进口亏损扩大。

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

图 5：豆油进口利润

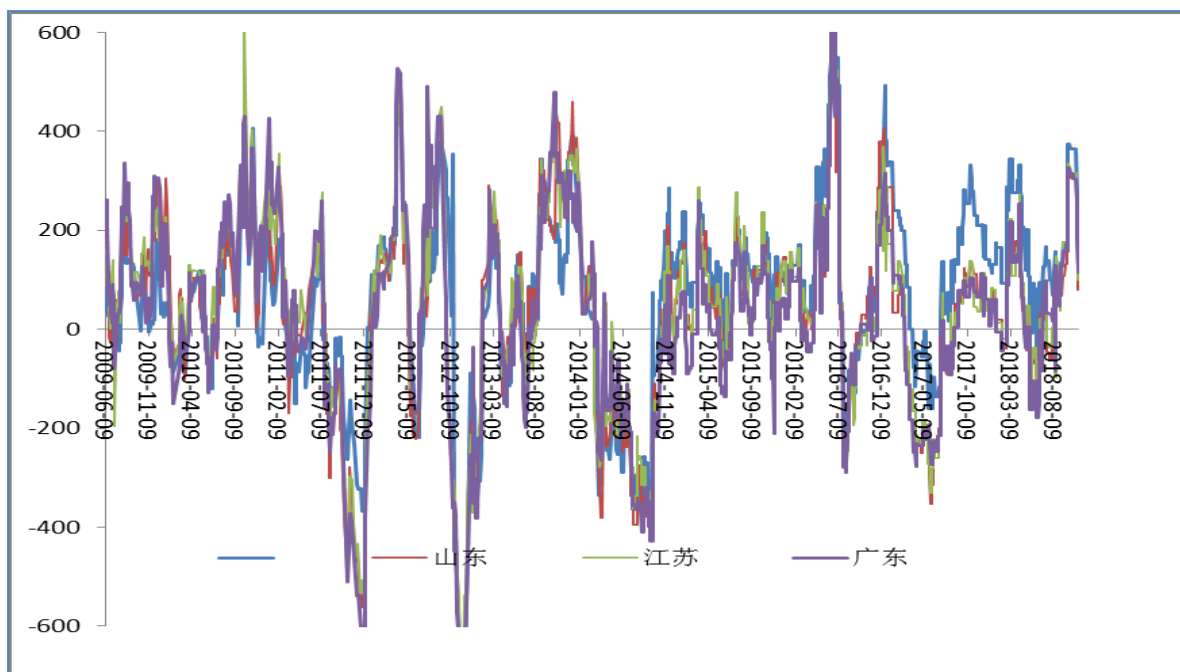


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨利润高位，对价格有压力

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本预期走高，豆粕现货价格大幅冲高使得国内大豆压榨利润出现迅速增加的局面。

图 6：进口大豆压榨利润

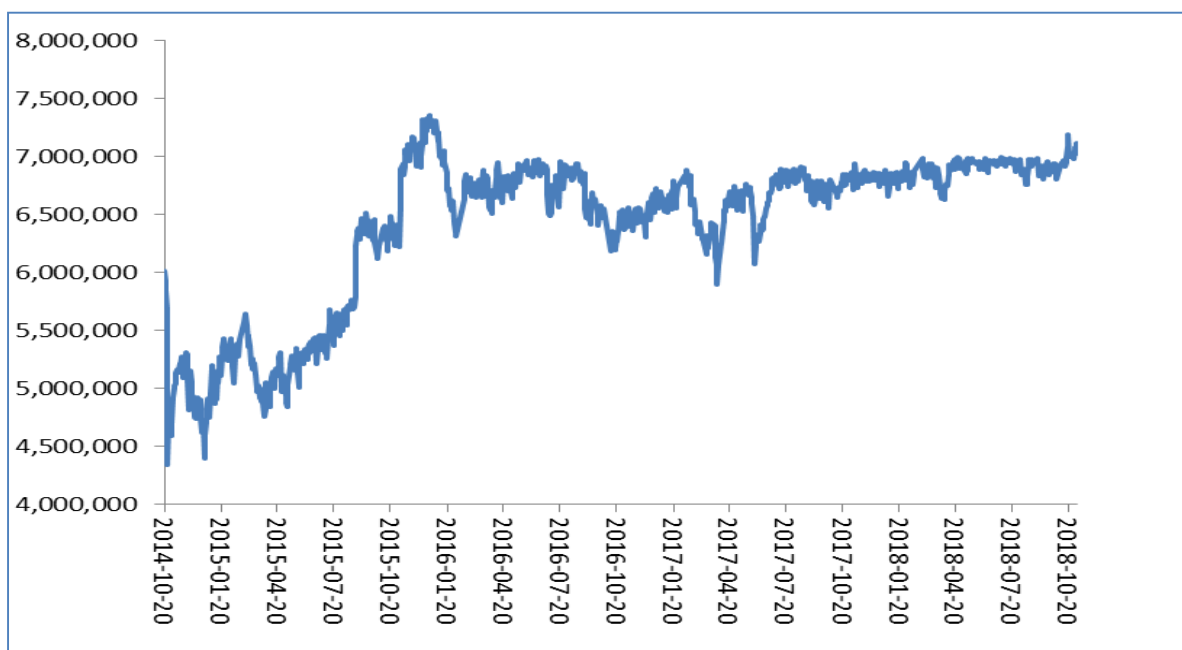


数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，尽管近期猪价止跌反弹，但由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，9

月进口大豆量维持正常，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为 712 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，11 月美豆逐步成为全球唯一充裕的豆源地，大豆的出口可能有所转好，但由于新作大豆单产水平维持高位，供给压力依然严峻；中美贸易争端可能成为市场关注的焦点，对豆类油脂价格利空；国内油厂开机率维持高位，使得豆油的供应压力持续增加；在生物柴油需求预期转弱的情况下，不利于豆油的消费；国内豆油库存继续创出新高，供求宽松状态持续，预期 11 月油脂可能维持震荡走低的行情，建议投资者可做空。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量增加，库存走高，棕榈油价格疲软

每年的4月到次年10月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现大幅增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候逐步正常，棕榈油的月度产量数据将出现同比增加的趋势，对价格不利；需求方面，随着能源价格的上涨，棕榈油的生物柴油需求增幅远远高于预期，从印度尼西亚生物柴油的产量和出口量数据看，棕榈油的需求要远远好于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018年9月，马来西亚棕榈油产量同比出现小幅增加，出口收到关税下调影响出现大幅增加，但期末库存仍旧继续走高，对棕榈油价格利空。从10月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比增幅可能继续增加，消费要低于预期，整体对价格有一定压力。

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；由于近期原油价格大幅下挫，棕榈油的生物柴油需求预期减缓，对棕榈油的消费利空；出口数据方面，10月棕榈油出口量预期出现环比走低；综合马来西亚和印度尼西亚供求，11月棕榈油供求数据可能偏利空，对棕榈油价格有一定压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/07	1,827,108	1,784,143	1,397,846	15.2%	0.8%
2017/08	1,810,594	1,942,001	1,487,820	6.4%	32.6%
2017/09	1,779,924	2,019,018	1,515,304	3.8%	30.5%
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%

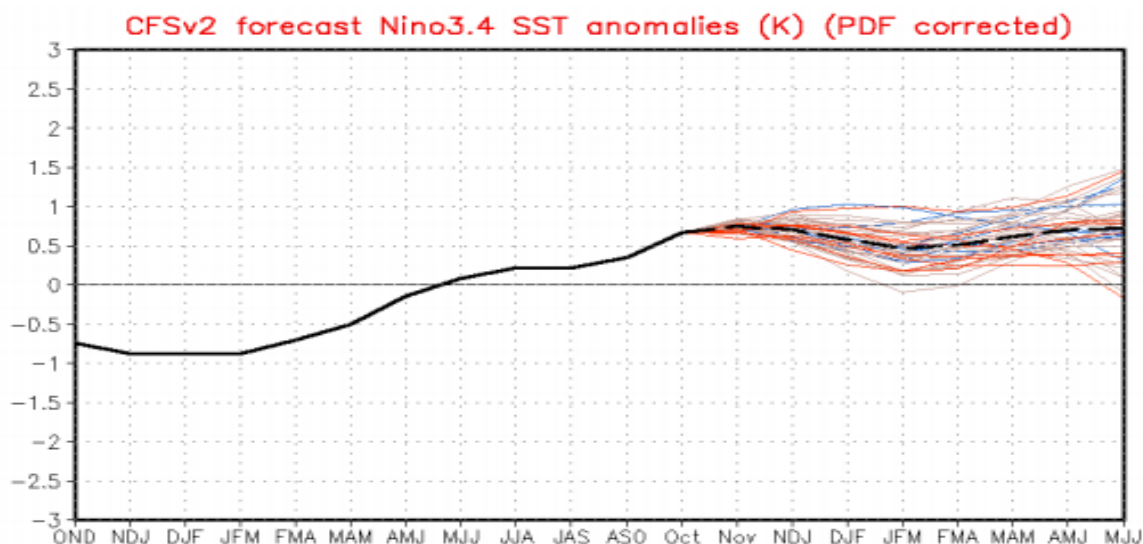
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，9月马来西亚棕榈油的产量为185万吨，同比增加4.1%。预期马来和印尼的棕榈油10月产量将继续恢复，供应的恢复对棕榈油的价格有一定压力。出口方面，马来西亚9月棕榈油出口量为162万吨，较8月出现了大幅增加；目前情况看，由于关税利多影响边际效应递减，10月棕榈油的出口需求可能会小幅下降，会对棕榈油的价格有一定压力。

1.2.2 全球气候将变化，不利棕榈油生产

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据 NOAA 的最新预测，近期天气维持中性，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到 70%--75%，带来干旱气候影响棕榈油的产量。

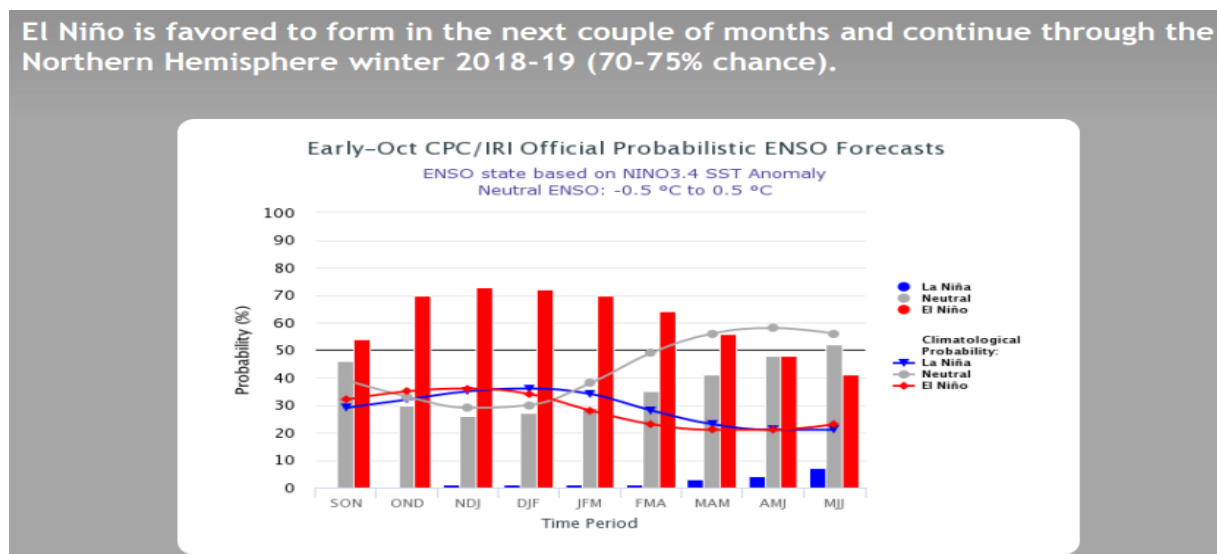
图 1: 天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，目前全球维持中性气候，但到 2018 年年末全球气候出现厄尔尼诺现象的概率接近 70%--75%。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨充沛，使得棕榈油的产量出现增加。整个东南亚棕榈油的产量已经摆脱了之前厄尔尼诺天气的影响。从季节行角度来看，4 月—10 月棕榈油将进入到增产周期，供应压力大幅增加。

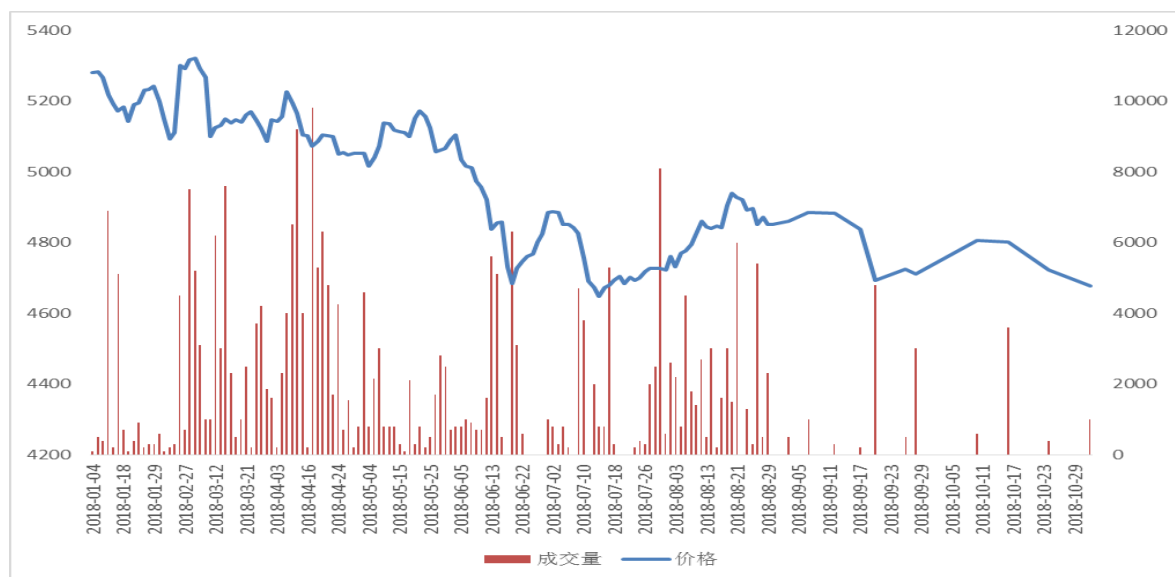
图 2: 天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部

1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持震荡走低

图 3：棕榈油成交量及价格走势



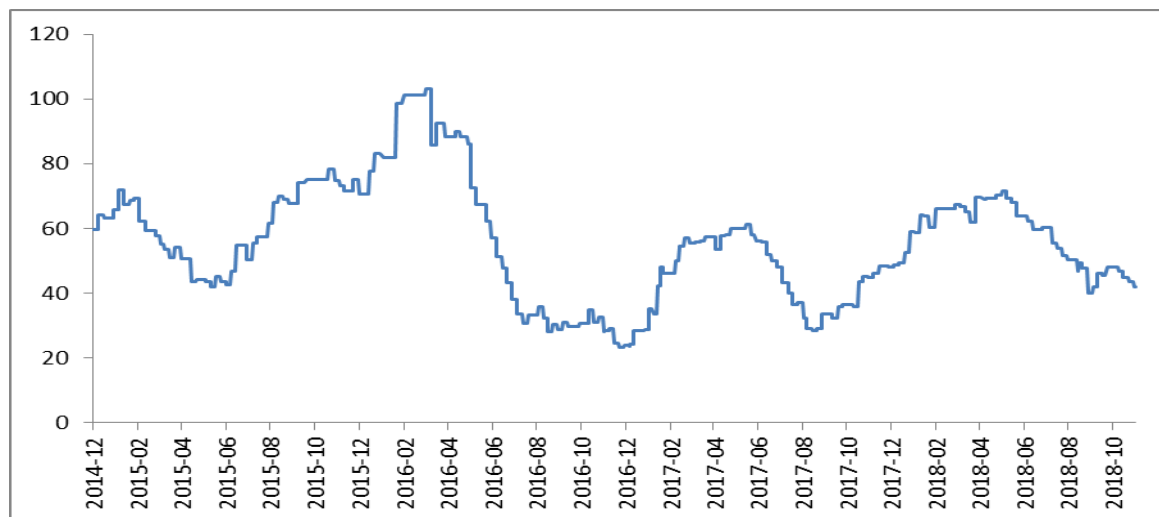
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

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低位震荡，消费的低迷对价格有压力。

1.2.4 库存震荡，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 44 万吨的水平，近期出现震荡情况；主要是因为棕榈油进口量减少，国内需求萎靡。国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代，棕榈油的成交偏弱。

图 4：棕榈油库存走势

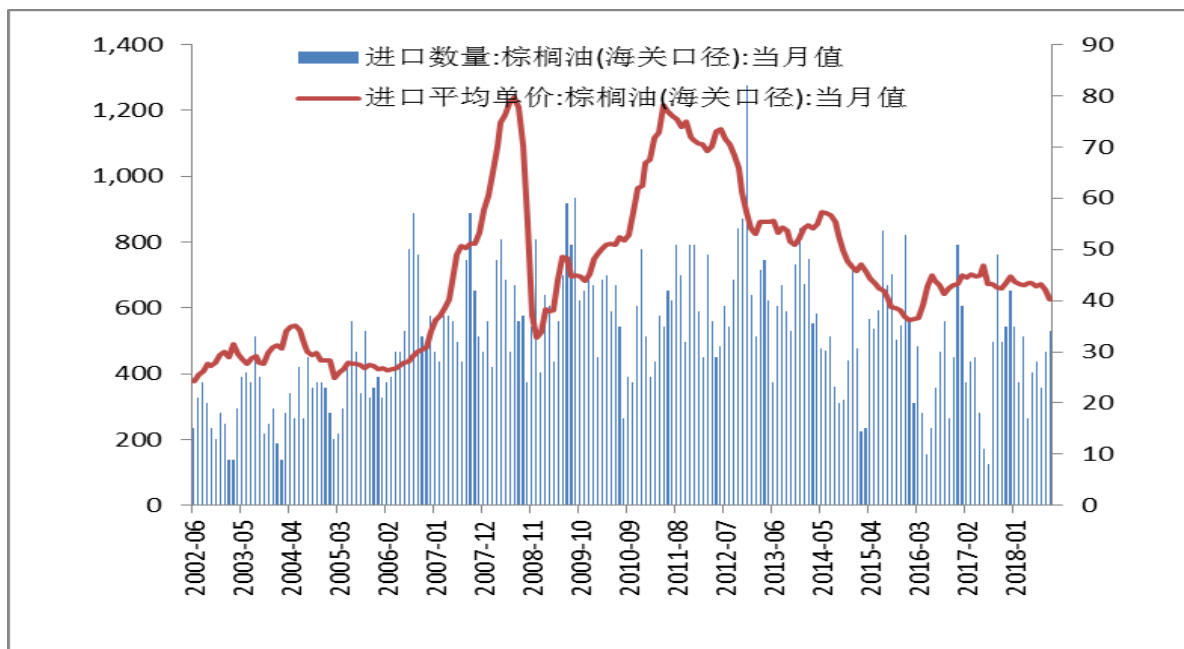


数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从今年开始始终维持低位，4 月进口 17 万吨；5 月进口 26 万吨，6 月进口 28 万吨，7 月进口量为 23 万吨，8 月进口量为 30 万吨，

9月进口 34 万吨有所增加。

图 5：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

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

图 6：马来西亚棕榈油进口成本

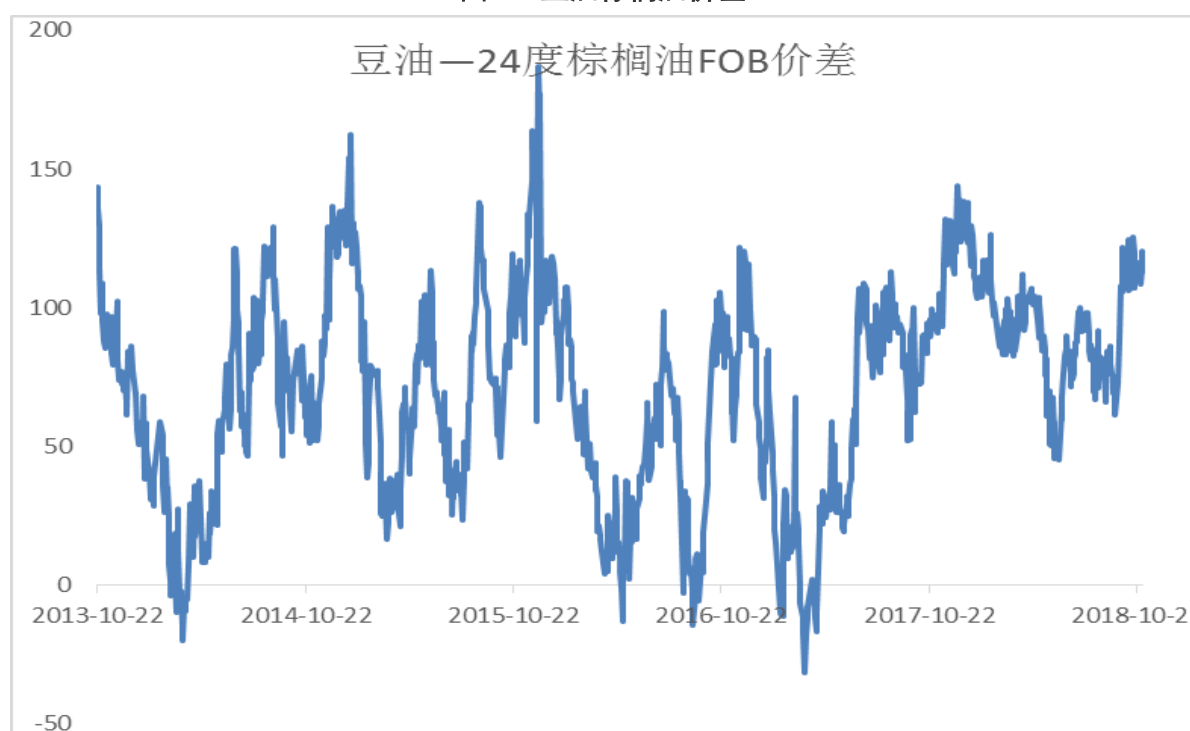
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	11月	522.5	-05.00	20	542.5	4570	(华南)
		522.5	-05.00	25	547.5	4610	(华东)
		522.5	-05.00	28	550.5	4630	(华北)
	12月	522.5	-05.00	20	542.5	4570	(华南)
		522.5	-05.00	25	547.5	4610	(华东)
		522.5	-05.00	28	550.5	4630	(华北)
	1/2/3月	552.5	-05.00	20	572.5	4810	(华南)
		552.5	-05.00	25	577.5	4850	(华东)
		552.5	-05.00	28	580.5	4880	(华北)
4/5/6月	582.5	-02.50	20	602.5	5060	(华南)	
	582.5	-02.50	25	607.5	5100	(华东)	
	582.5	-02.50	28	610.5	5130	(华北)	
33度棕榈油	11月	520	-05.00	25	545	4590	(华东)
	12月	520	-05.00	25	545	4590	(华东)
	1/2/3月	550	-05.00	25	575	4830	(华东)
	4/5/6月	580	0.00	25	605	5080	(华东)
44度棕榈油	11月	507.5	-02.50	25	532.5	4200	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差维持高位，利于棕榈油消费

豆油和棕榈油的价差震荡走高；主要因为棕榈油需求转弱所致，后期需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 7: 豆油棕榈油价差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

综合来看, 东南亚地区棕榈油产量同比增加, 后期供应压力大给价格带来压力; 需求方面, 生物柴油的需求短期利空, 对棕榈油消费不利; 11 月以后棕榈油维持宽松状态, 价格可能会震荡偏弱, 建议投资者少量做空。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，10月豆油价格维持区间震荡走低行情，基本面供求宽松，且预期中美贸易冲突可能缓和导致豆油选择向下突破，豆油后期将继续向下走低。

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，棕榈油维持震荡走低，近期供应压力依旧较大、需求不见起色，建议投资者可继续做空。

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

震荡调整

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

巴西大选尘埃落定，美糖回调，未能站上14美分。印度即将开始新榨季的生产，关注生产情况。

国内方面，南方蔗区也将开始新榨季的生产，关注广西收购价格。从基本面看，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。

从周期的角度来看，我们认为目前可能依然处于下跌的第二阶段，在这个时期，糖价会在成本附近震荡，并不会超跌太多。从中长期看，下跌的趋势没有改变。

1.行情回顾

郑糖震荡下行，关注前低支撑。美糖冲高回落，关注 13 美分支撑。

图 1：郑糖 1901 日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.国外基本面分析

2.1 单产下降，制糖比维持低位，巴西生产进入尾声

10 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 2558.8 万吨，同比下降 21.32%，进入到榨季后半段甘蔗压榨量迅速减少。生产方面，10 月上半月产糖 111.8 万吨，同比下降 43.83%，产乙醇 14.8 亿升，同比减少 6.62%。甘蔗制糖与制乙醇比为 32.17%：67.83%，去年同期为 43.88%：56.12%，甘蔗制糖比继续维持在一个较低的水平。

10 月上半月，巴西中南部地区甘蔗含糖率 ATR 为 142.51kg/t，同比下降 2.65%，榨季前期甘蔗出糖率高于去年，但进入 9 月之后出糖率同比有所下降。CTC 数据显示，10 月上半月巴西中南部地区甘蔗的单产为 65 吨/公顷，去年同期为 72.3 吨/公顷，同比下降 10.1%。8 月份开始巴西中南部甘蔗的单产出现了明显的下滑，可能是受前期的干旱天气以及甘蔗老龄化的影响。本榨季截止 10 月上半月，巴西中南部地区甘蔗的平均单产为 76.2 吨/公顷，去年同期为 79.3 吨/公顷。

图 1：巴西中南部双周甘蔗压榨量（吨）

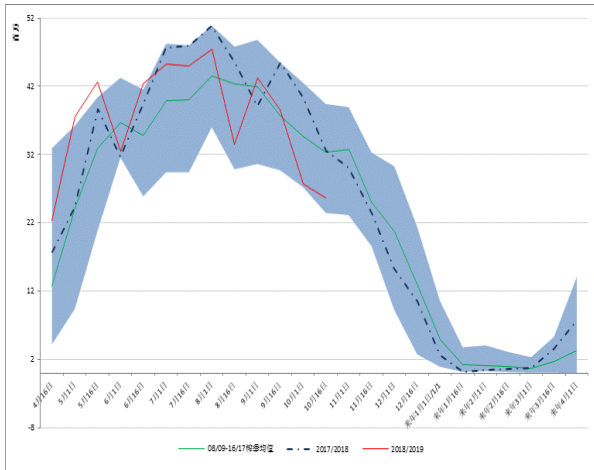
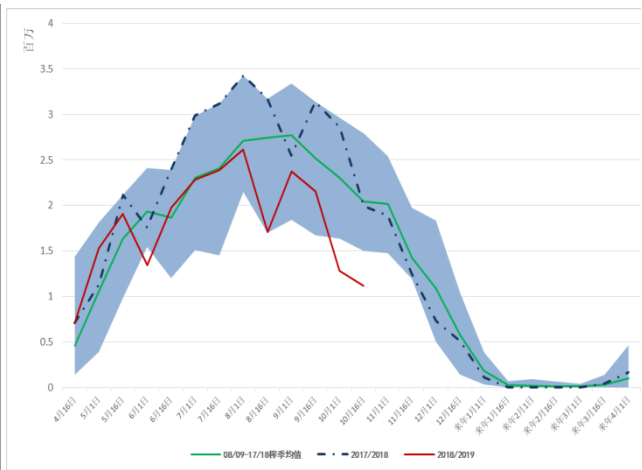


图 2：巴西中南部双周产糖量（吨）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 3：巴西中南部双周甘蔗 ATR（kg/t）

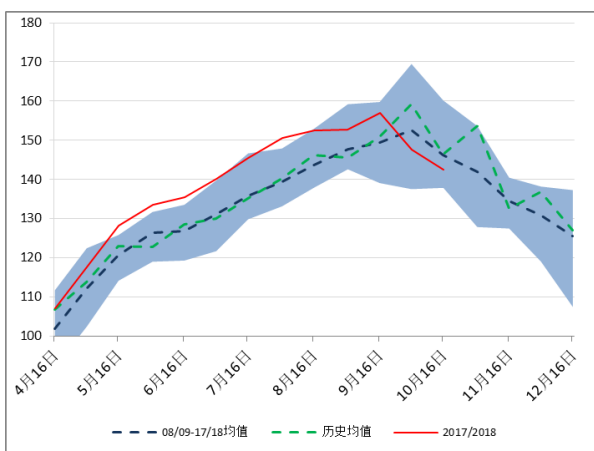
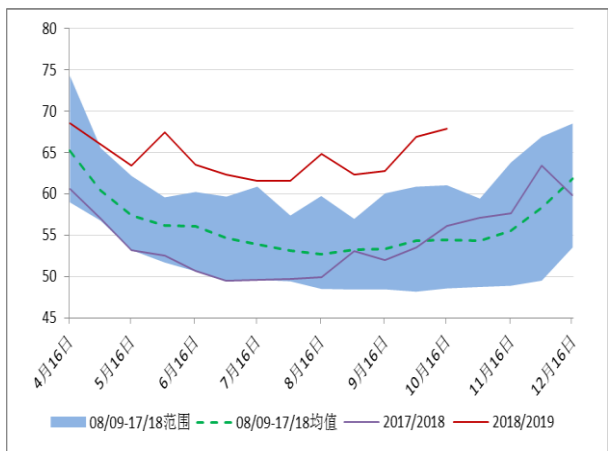
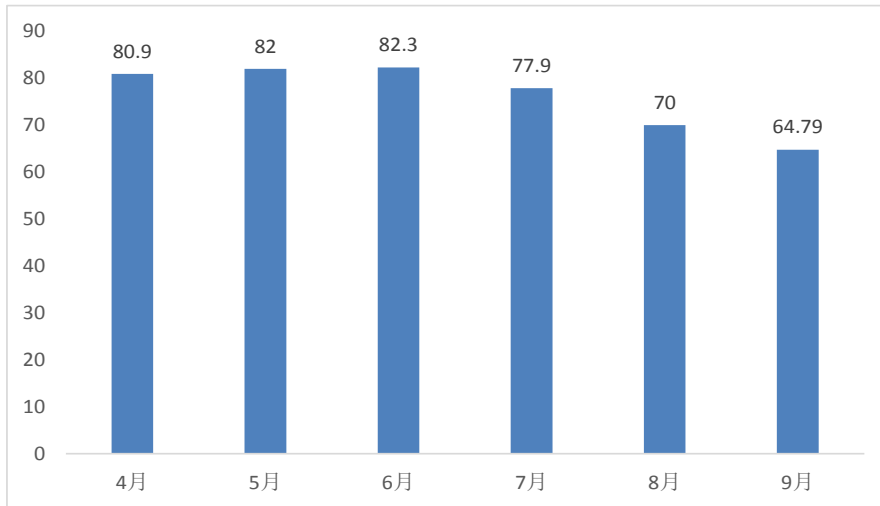


图 4：巴西中南部双周甘蔗制乙醇比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：巴西中南部双周甘蔗单产（吨/公顷）

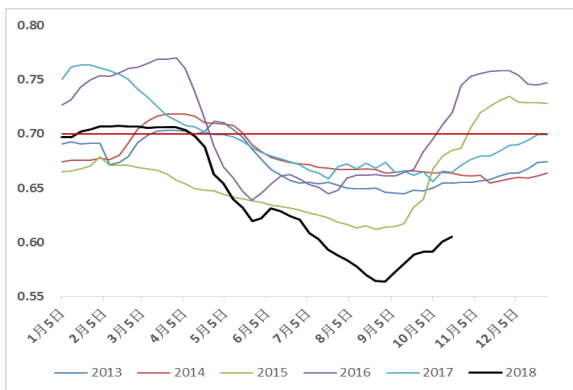


数据来源：Unica，兴证期货研发部

2.2 巴西乙醇汽油比维持低位

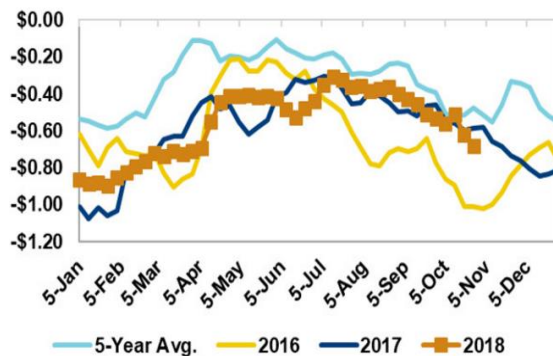
巴西中南部地区乙醇汽油比呈季节性上升，但仍维持低位。目前仍远低于 0.7 的替代比例，乙醇相对于汽油继续保持较高的竞争力，乙醇销量依然较好。10 月上半月，巴西中南部地区产乙醇 14.8 亿升，同比下降 6.62%，其中产无水乙醇 4.58 亿升，同比下降 33.24%，产含水乙醇 10.20 亿升，同比上升 6.62%。10 月上半月中南部的乙醇销量为 135.0 万立方米，同比增加 27.32%，其中无水乙醇销量 36.9 万立方米，同比减少 6.46%，含水乙醇销量 98.1 万立方米，同比增加 47.29%。

图 6：巴西中南部加油站乙醇汽油比



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图 7：美国 Gulf 与巴西 Santos 乙醇 FOB 价差



2.3 印度糖协估产下调至 3200 万吨

据报道，近期印度糖厂协会（ISMA）对新榨季产量做出预估，新糖产量预估或为 3200 万吨，低于上榨季的 3225 万吨，亦低于 7 月的初步预估 3500-3550 万吨。据悉，马邦和卡邦降雨量偏少并受到病虫害影响，北方邦部分蔗地积水或导致甘蔗单产和糖分下降，是糖产量减少的主要原因。目前马邦糖厂的甘蔗欠款为 20 亿卢比，北方邦为 1000 亿卢比。

不过需要注意的是，印度糖协的估产并不是十分准确，经常出现较大的偏差，比如上榨季的几次估产就远低于实际产量。目前印度即将开始新榨季的生产，需要关注印度实际产量与前期估产之间的差距。

3. 国内基本面分析

3.1 本榨季结转库存偏低

截至 9 月 30 日，广西累计销糖 556.4 万吨，同比增加 74.4 万吨；产销率 92.34%，同比增加 1.34 个百分点。本榨季广西结转库存为 46.1 万吨，去年同期为 47.5 万吨，基本持平。其中 9 月单月销糖 68 万吨，同比增加 51.11%。截至 9 月 30 日止，云南累计销糖 180.20 万吨，同比增加 18.7%，产销率 87.11%，同比增加 0.27%。本榨季云南结转库存为 26.66 万吨，同比减少 25.9%，其中 9 月单月销糖 19.50 万吨，同比增加 7%。

图 1：广西销量

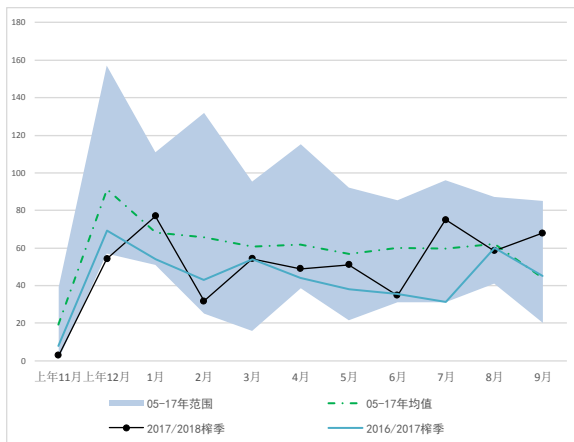
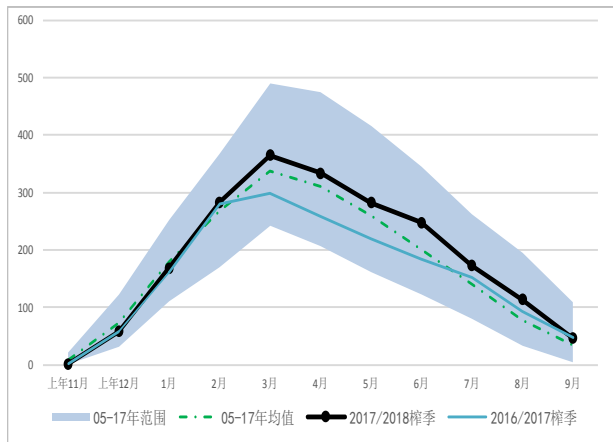


图 2：广西新增库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：全国销量

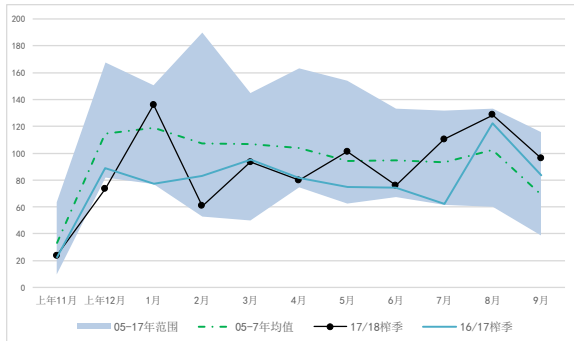
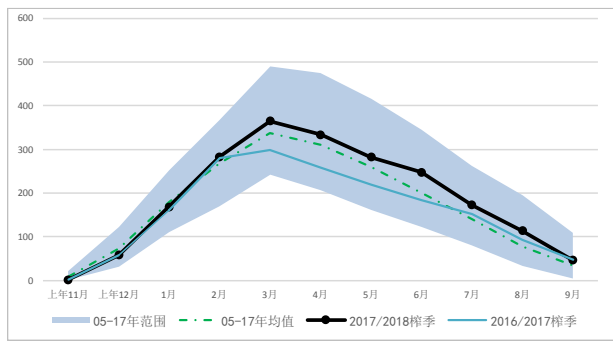


图 4：全国新增库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 糖会召开，甘蔗收购价仍未确定

近期召开了全国糖协会议，各地糖协回顾了本榨季的生产情况，并对下榨季的产量做出预估，但会上并没有公布新榨季甘蔗收购价的情况。产量方面，广西糖协表示，2018/19 榨季广西糖料种植面积 1160 万亩，同比增加 1.75%。受 8、9 月份降水不均以及台风影响，糖协表示甘蔗株高同比下降，预计单产也会有所下降，另外预计部分地区糖分会下降。总的来看，糖协预计 18/19 榨季广西的产量在 610 万吨左右。云南糖协表示，本榨季云南糖料种植面积为 432.8 万亩，同比增加 1.5%。综合甘蔗生长形式，种植面积，甘蔗糖分等情况，预计新榨季云南食糖产量为 212 万吨。海南糖协称，新榨季海南甘蔗种植面积为 32.97 万亩，同比增加 1.26 万亩，

预计产糖 18.4 万吨，同比增加 1.16 万吨。广东省糖协称种植面积 190 万亩，预计产量 90 万吨。

3.3 下跌趋势未变，糖价仍受到下榨季成本打压

从基本面看，去库速度加快，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。不过在新老榨季交替之际，相对较低的库存或难以支持糖价大幅下跌。

从周期的角度看，我们认为糖价有反弹的需求。白糖在下跌周期中可以分为三个阶段，我们依然认为白糖处于下跌的第二阶段。在这个时期，糖价会在成本附近震荡，并不会超跌太多。从中长期看，下跌的趋势没有改变，但是很有可能要等到反弹过后才会出现中长期的空点。

下跌周期中的第一个阶段是转折期，是由牛市向熊市过渡的部分，下跌的主要原因是产量出现转折点，在这一时期制糖成本会成为糖价的支撑点，糖价在下跌至制糖成本后，会在成本附近震荡，并且有可能出现反弹。在第二阶段，制糖成本和糖价共同形成一个向下的力，在这一阶段制糖成本会成为糖价的天花板、压力线，但是糖价会在下榨季的成本获得支撑。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。

总的来看，国内糖价的下行趋势没有改变，短期或在成本附近震荡。

4.总结

10 月份美糖冲高回落，未能站上 14 美分，印度即将开榨，关注新榨季生产情况。

国内方面，南方蔗区也将开始新榨季的生产，关注广西收购价格。从基本面看，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。

从周期的角度来看，我们认为目前可能依然处于下跌的第二阶段，在这个时期，糖价会在成本附近震荡，并不会超跌太多。从中长期看，下跌的趋势没有改变。

高位震荡

2018年11月5日 星期一

兴证期货·研发中心

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询资格号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上月玉米、玉米淀粉期货价格震荡上涨。现货市场玉米、玉米淀粉价格上涨。

临储玉米拍卖10月26日结束，截至10月26日，总投放量达到2.19亿吨，拍卖总成交量1亿吨，由于市场普遍看好后期市场，10月拍卖成交率及成交溢价有所回升，继续维持高位，拍卖玉米成交量总体较高，但是渠道粮较多，实际供应量暂时有限。

上月玉米淀粉现货价格上涨。原料玉米价格上涨支撑淀粉成本，淀粉企业走货较快，库存压力小，挺价心态较强，抬升淀粉价格。

● 后市展望及策略建议

由于天气因素，今年东北新玉米收割偏晚，预计11月中下旬大量供应市场，华北新玉米质量较好，华北地区基层农户和贸易商看涨氛围浓厚，惜售情绪较重，区域性供应偏紧，提振玉米现货价格。月末东北新玉米临近批量上市，入关新粮增多，市场心态有所松动。下游方面，非洲猪瘟疫情严重，压栏大猪增多，导致近期玉米饲料需求增加，深加工企业开机较高，工业需求较好。预计近期玉米价格以高位震荡为主，11月中下旬东北新玉米大量上市后可能会有所回调。

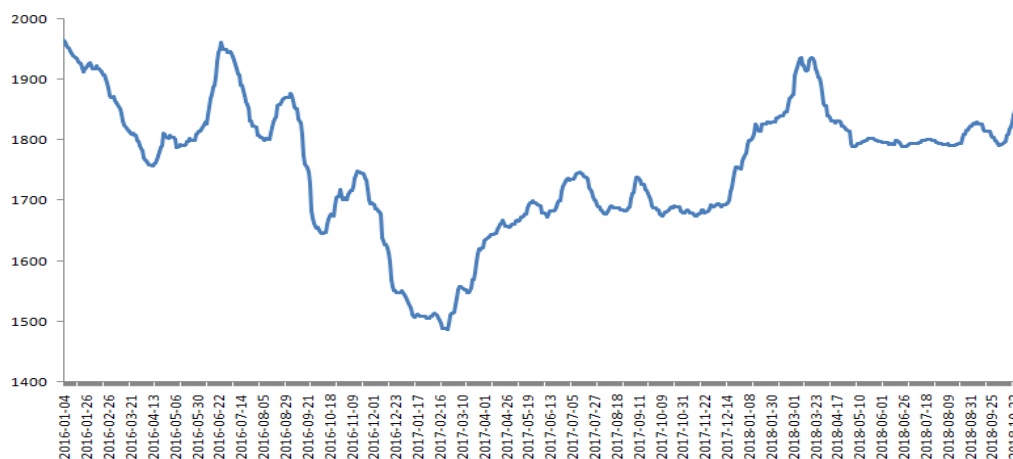
上月淀粉企业开机与加工利润情况较好，开机处于高位，国庆后淀粉下游需求仍较好，企业走货较快，淀粉库存压力较小，厂家挺价心态较强，但是随着淀粉价格涨至高位，新增订单减少，上涨乏力。预计近期玉米淀粉价格以高位震荡为主。

1.玉米基本面

1.1 玉米现货价格

上月玉米现货价格上涨,由于天气因素,今年东北新玉米收割偏晚,预计11月中下旬大量供应市场,华北新玉米质量较好,华北地区基层农户和贸易商看涨氛围浓厚,惜售情绪较重,区域性供应偏紧,提振玉米现货价格。

图1:玉米现货价格走势(元/吨)

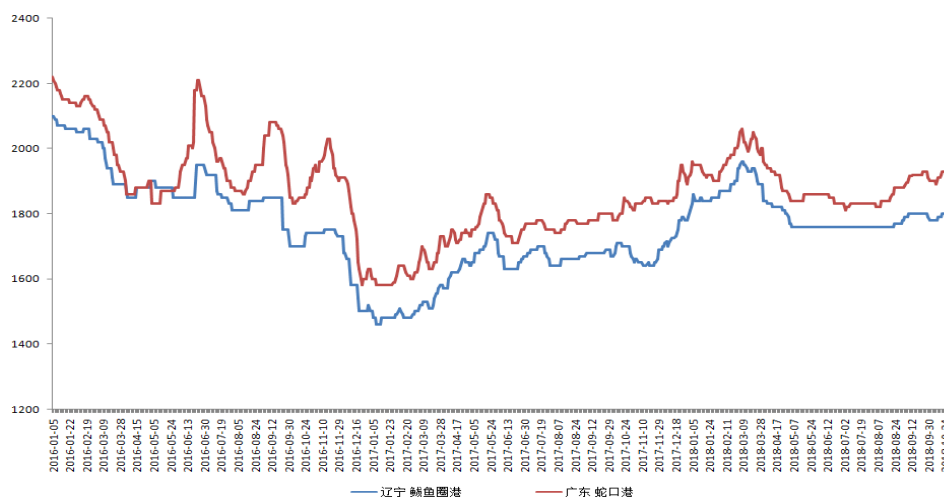


数据来源:天下粮仓,兴证期货研发部

1.2 港口玉米价格

9月30日广东港口玉米价格1790元/吨,鲅鱼圈港玉米价格1910元/吨,南北港口价差120元/吨,截至11月1日,广东港口玉米价格上涨至1960元/吨,上涨50元/吨,鲅鱼圈港玉米价格上涨至1840元/吨,上涨50元/吨,南北港口价差120元/吨,港口价差维持不变。

图2:南北港口玉米价格走势(元/吨)

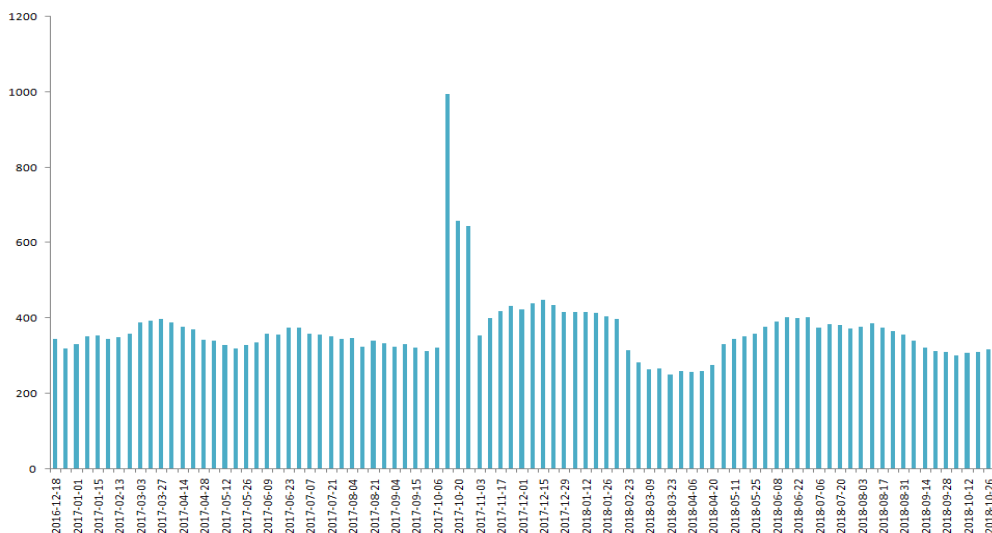


数据来源:天下粮仓,兴证期货研发部

1.3 港口玉米供需情况

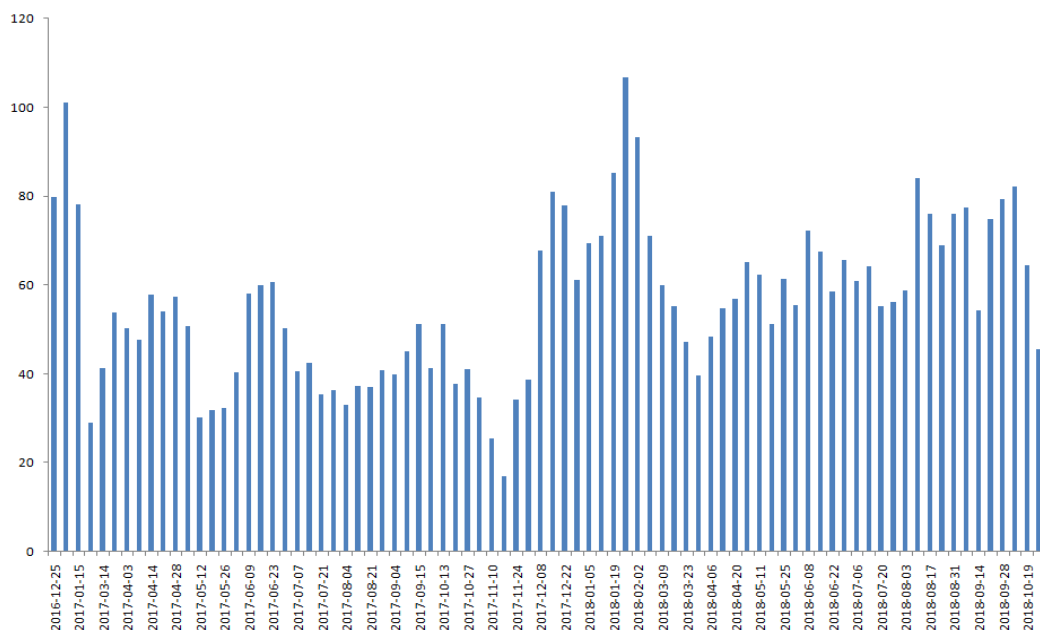
港口库存方面，上月北方港口库存总体略有上升，南方港口库存明显下降。北方港口库存月末比月初上升 7.2 万吨，锦州港库存上升 3.4 万吨，鲅鱼圈下降 1.3 万吨，北良港上升 6.1 万吨，大窑湾下降 1 万吨；南方港口库存月末比月初下降 33.9 万吨。

图 3：北方港口玉米库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 4：南方港口玉米库存（万吨）

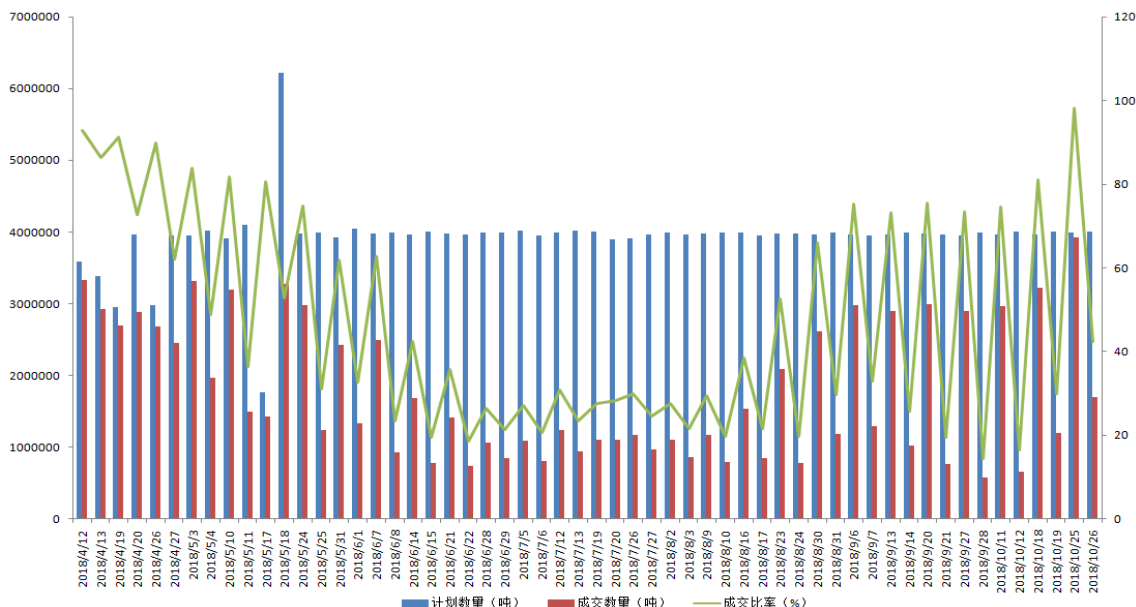


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.4 临储玉米拍卖

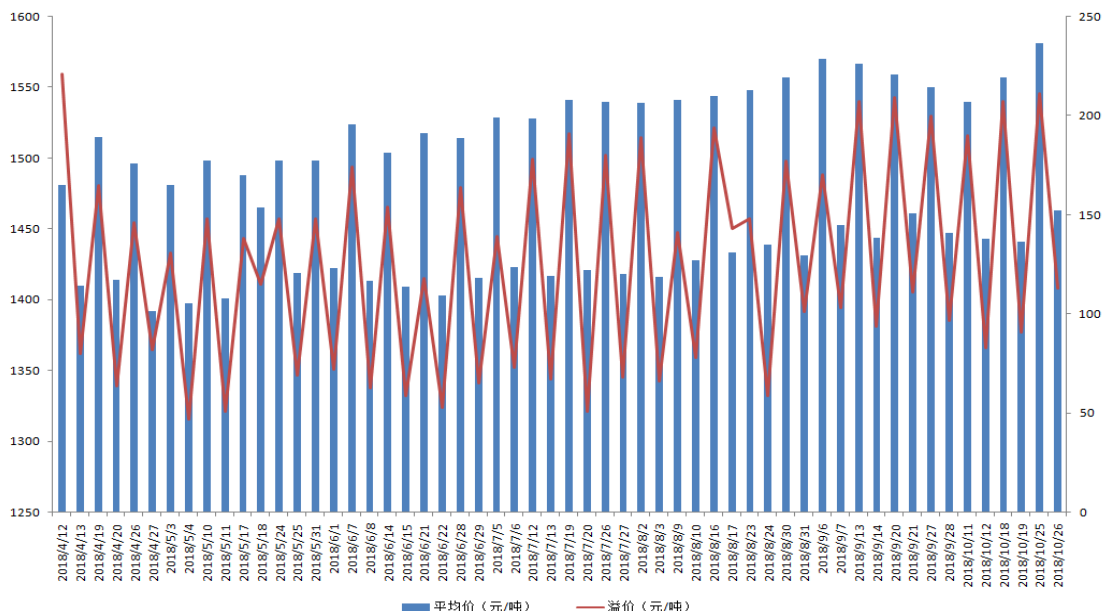
临储玉米拍卖 10 月 26 日结束，截至 10 月 26 日，总投放量达到 2.19 亿吨，拍卖总成交量 1 亿吨，由于市场普遍看好后期市场，10 月拍卖成交率及成交溢价有所回升，继续维持高位，拍卖玉米成交量总体较高，但是渠道粮较多，实际供应量暂时有限。

图 5：临储玉米拍卖成交数量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 6：临储玉米拍卖成交均价与溢价



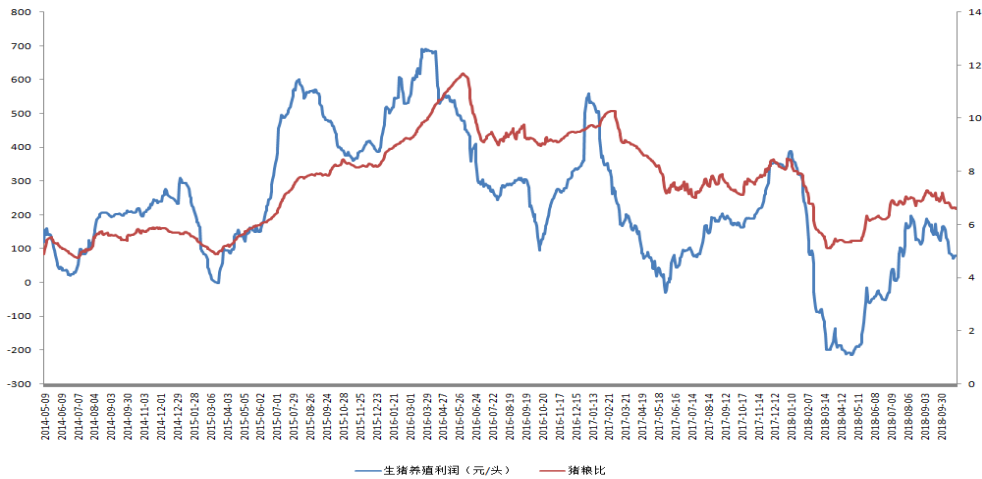
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.5 玉米饲料消费

1.5.1 猪饲料消费

上月生猪养殖利润下降，非洲猪瘟疫情发酵，辽宁已成重灾区，大型养猪场也发现非洲猪瘟疫情，多省份停止生猪调运，疫情扩散造成市场恐慌，导致生猪补栏积极性偏弱，但是由于调运受限，大猪压栏较多，反而导致近期饲料需求增加。

图 7：生猪养殖利润和猪粮比



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.5.2 蛋鸡、肉鸡饲料消费

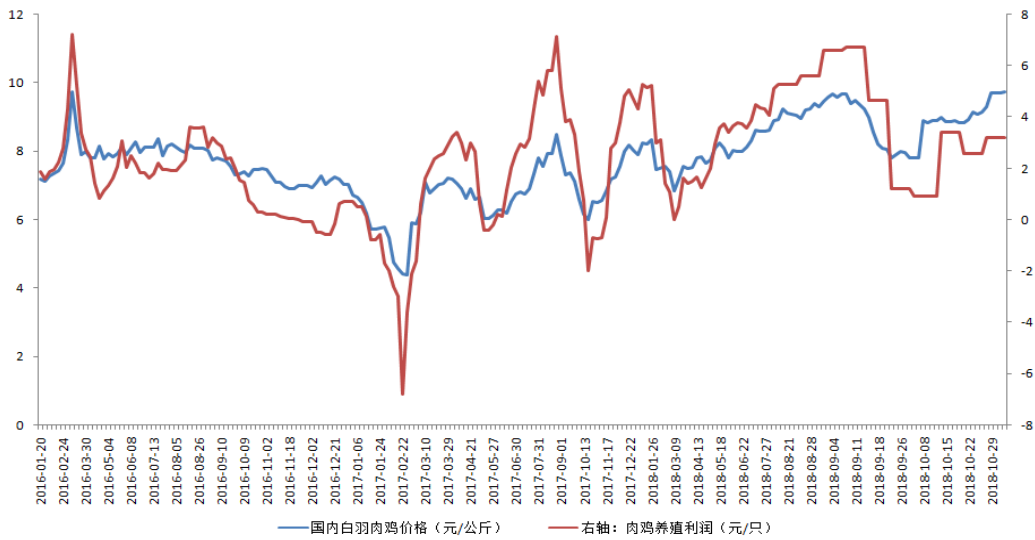
上月蛋鸡、肉鸡养殖利润总体上升，鸡蛋、肉鸡价格上涨带动蛋禽肉禽养殖利润处于高位，后期禽蛋饲料的消费需求可能较好。

图 8：鸡蛋价格和蛋鸡养殖利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 9：白羽鸡价格和肉鸡养殖利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.5.3 小结

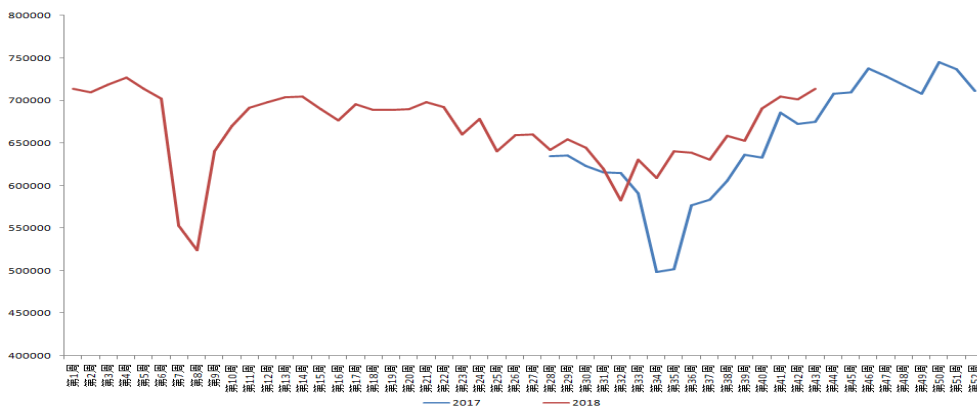
总体而言，非洲猪瘟疫情扩散，导致生猪补栏积极性偏弱，但是由于调运受限，大猪压栏较多，反而导致近期饲料需求增加，鸡蛋、肉鸡价格上涨带动蛋禽肉禽养殖利润处于高位，后期禽蛋饲料的消费需求可能较好，目前来看玉米饲料需求总体较好。

1.6 玉米工业消费

1.6.1 玉米淀粉加工量

上月淀粉企业加工玉米量继续提升，加工量高于去年同期，随着淀粉企业开机率的逐渐恢复、玉米加工量的提升，玉米淀粉企业对于玉米的需求量增加。

图 10：68 家淀粉企业周度玉米加工量（吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.6.2 玉米酒精加工量

今年玉米酒精企业产出量总体高于去年同期。天气渐冷，进入酒精需求旺季，夏季检修后酒精企业开机恢复，上月酒精产出量继续提升，高于去年同期水平，有利于后期玉米酒精行业对于玉米需求量的增加。

图 11：35 家玉米酒精企业周度产出量（吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.7 玉米小结

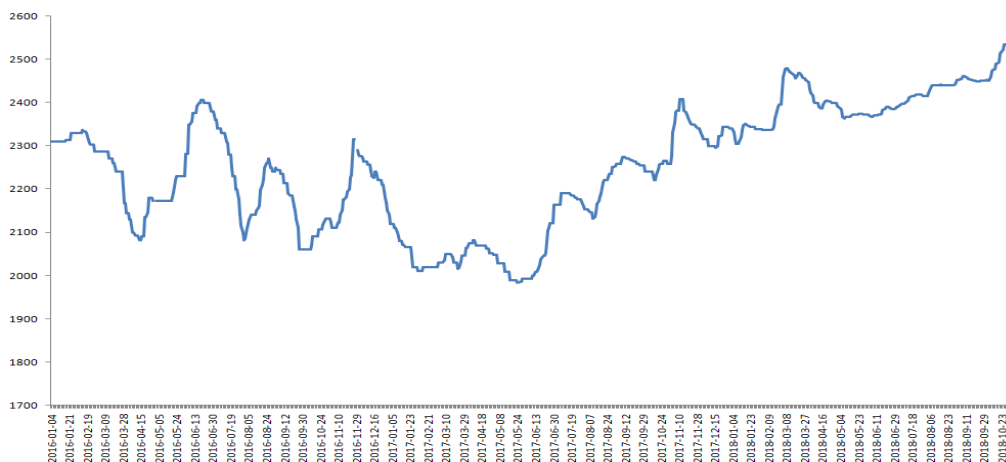
上月玉米现货价格上涨，由于天气因素，今年东北新玉米收割偏晚，预计 11 月中下旬大量供应市场，华北新玉米质量较好，华北地区基层农户和贸易商看涨氛围浓厚，惜售情绪较重，区域性供应偏紧，提振玉米现货价格，月末东北新玉米临近批量上市，入关新粮增多，市场心态有所松动。临储玉米拍卖 10 月 26 日结束，截至 10 月 26 日，总投放量达到 2.19 亿吨，拍卖总成交量 1 亿吨，由于市场普遍看好后期市场，10 月拍卖成交率及成交溢价有所回升，继续维持高位，拍卖玉米成交量总体较高，但是渠道粮较多，实际供应量暂时有限。下游方面，非洲猪瘟疫情严重，压栏大猪增多，导致近期玉米饲料需求增加，深加工企业开机较高，工业需求较好。预计近期玉米价格以高位震荡为主，11 月中下旬东北新玉米大量上市后可能会有所回调。

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上涨。原料玉米价格上涨支撑淀粉成本，淀粉企业走货较快，库存压力小，挺价心态较强，抬升淀粉价格。

图 12: 玉米淀粉现货价格走势 (元/吨)

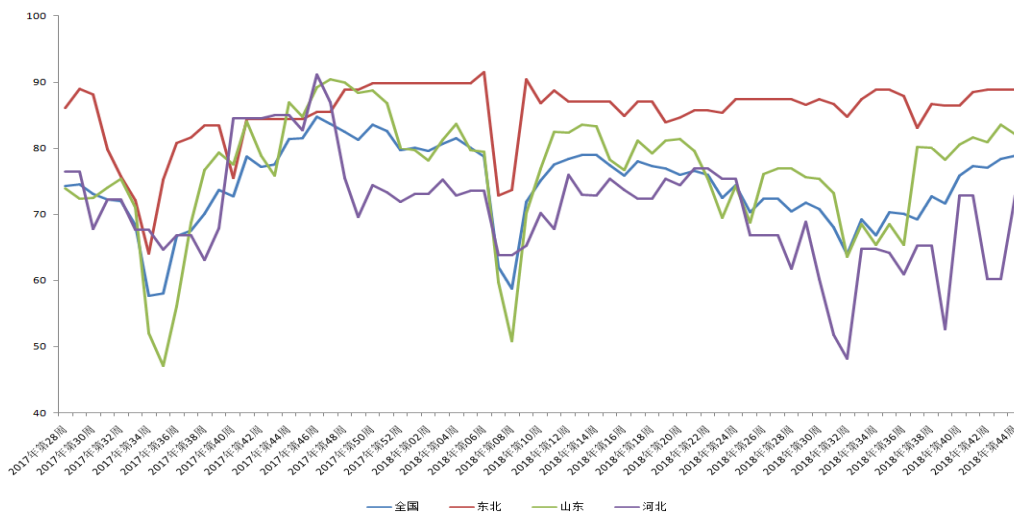


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.2 玉米淀粉企业开机率

据天下粮仓调查的 68 家玉米淀粉加工企业, 月初玉米淀粉企业开机率 77.33%, 月末开机率 78.88%, 淀粉企业开机率上升 1.55%, 开机率小幅回升, 月末河北淀粉企业开机率恢复较快, 总体来看, 开机率处于高位。

图 13: 68 家玉米淀粉企业开机率 (%)

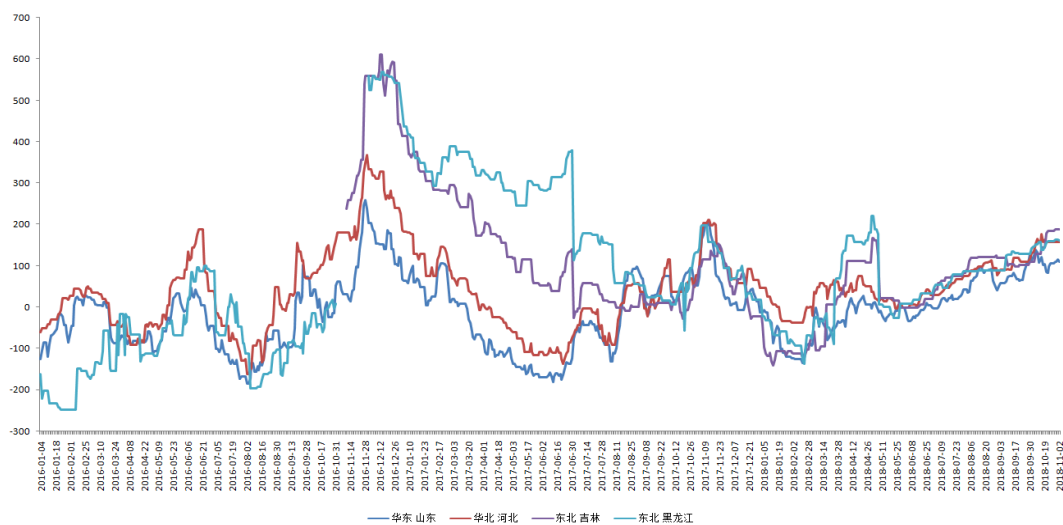


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.3 玉米淀粉加工利润

上月淀粉加工利润总体继续上升, 淀粉价格处于高位, 提升加工利润, 全国大部分淀粉企业加工利润情况较好, 山东、河北地区淀粉价格上涨较多, 利润提升尤为明显。

图 14: 玉米淀粉加工利润 (单位: 元/吨)

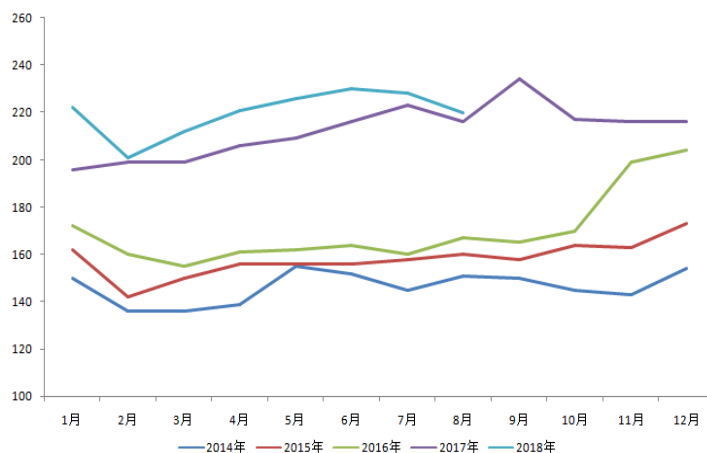


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.4 玉米淀粉消费

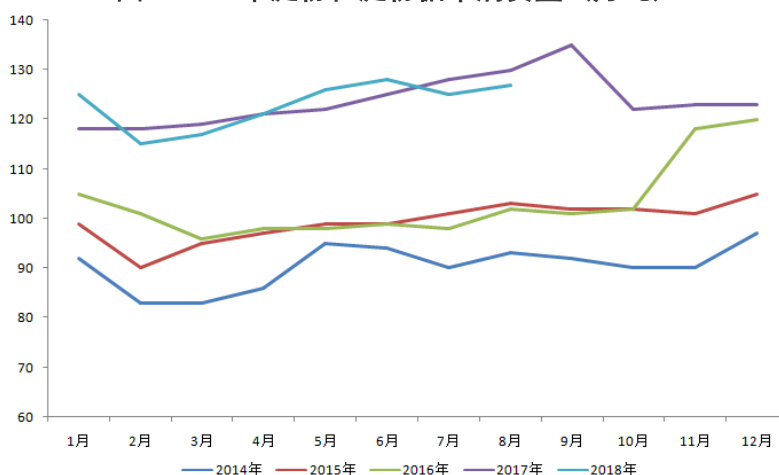
根据玉米淀粉消费的季节性趋势, 玉米淀粉下半年的消费量总体略好于上半年, 今年玉米淀粉的消费情况总体好于去年, 尤其是在造纸行业中的消费增量较为明显。上月在国庆结束后的清淡期下游企业拿货积极性仍较好, 淀粉消费需求偏强。

图 15: 玉米淀粉消费总量 (万吨)



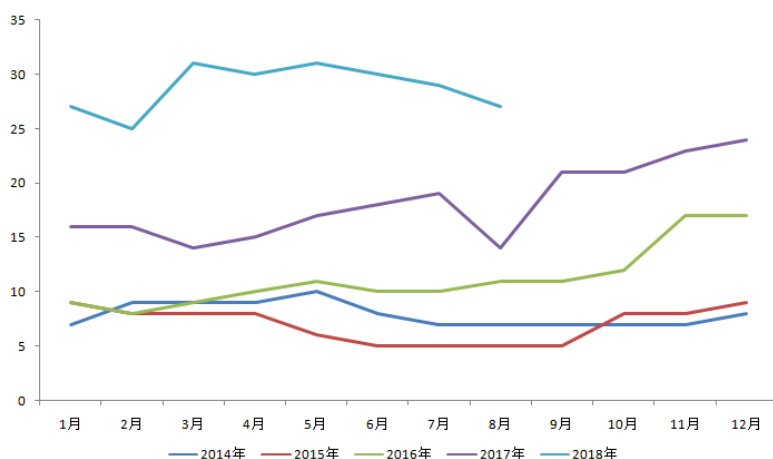
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 16: 玉米淀粉在淀粉糖中消费量 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 17: 玉米淀粉在造纸中消费量 (万吨)

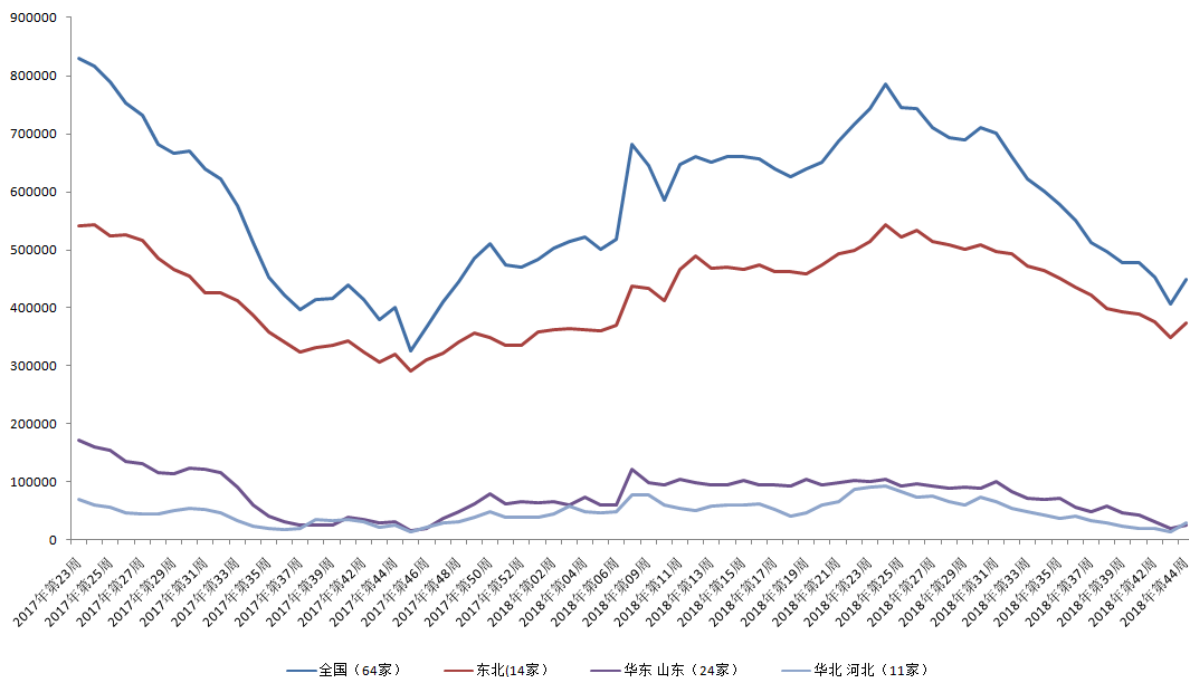


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

2.5 企业玉米淀粉库存

据调查的 64 家玉米淀粉加工企业, 上月库存总体继续下降, 月初玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量 477100 吨, 月末玉米淀粉库存总量 449100 吨, 库存有所回升。下游企业拿货较多, 淀粉企业走货较快, 部分企业已签到 12 月的订单, 导致库存总体继续下降。

图 18：64 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

2.6 玉米淀粉小结

上月淀粉企业开机与加工利润情况较好，开机处于高位，国庆后淀粉下游需求仍较好，企业走货较快，淀粉库存压力较小，厂家挺价心态较强，随着淀粉价格走至高位，新增订单减少，上涨乏力。预计近期玉米淀粉价格高位震荡为主。

分析师承诺

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

免责声明

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

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

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

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

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