



# 兴证期货有限公司

INDUSTRIAL FUTURES CO.,LTD.

## 兴证期货研发部 2017 理财 8 月报 目录

股指期货.....	2
盈利主导市场 延续结构分化.....	2
国债期货.....	15
7 月期债震荡走弱，8 月或继续偏弱震荡.....	15
贵金属.....	25
美国加息预期降温，贵金属偏强震荡.....	25
有色金属.....	35
支撑因素转弱，8 月铜价或回调.....	35
天然橡胶.....	47
冲高遇阻返身回落.....	47
铁矿石&螺纹钢.....	68
或冲高回落.....	68
动力煤.....	80
国家调控力度加大，煤价或回归理性运行.....	80
豆类油脂.....	91
区间震荡.....	91
白糖.....	102
惯性下跌.....	102
玉米及玉米淀粉.....	109
供给端压力增大，价格弱势运行.....	109
LLDPE.....	122
“禁废令”影响可能有限.....	122
PTA.....	130
终端负荷季节性下降明显.....	130
分析师承诺.....	140
免责声明.....	140

## 盈利主导市场 延续结构分化

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

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

高歆月

从业资格号: F3023194

联系人: 高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

7月共21个交易日,沪指整体来看震荡走高,最终月线小幅收涨。纵观七月行情,经济基本面稳中有进为股票市场提供支撑,中报预告业绩向好,市场从估值修复转向盈利修复,投资者情绪有所提升,周期股接力蓝筹板块强势领涨,指数震荡走高。板块方面,板块之间分化较大,其中有色金属、钢铁、采掘、化工等板块领涨,医药生物、计算机、传媒及公用事业等板块领跌。最终,7月上证综指涨80.60点涨幅为2.52%至3273.03点,沪深300指数涨71.07点涨1.94%至3737.87点。

#### ● 总结展望

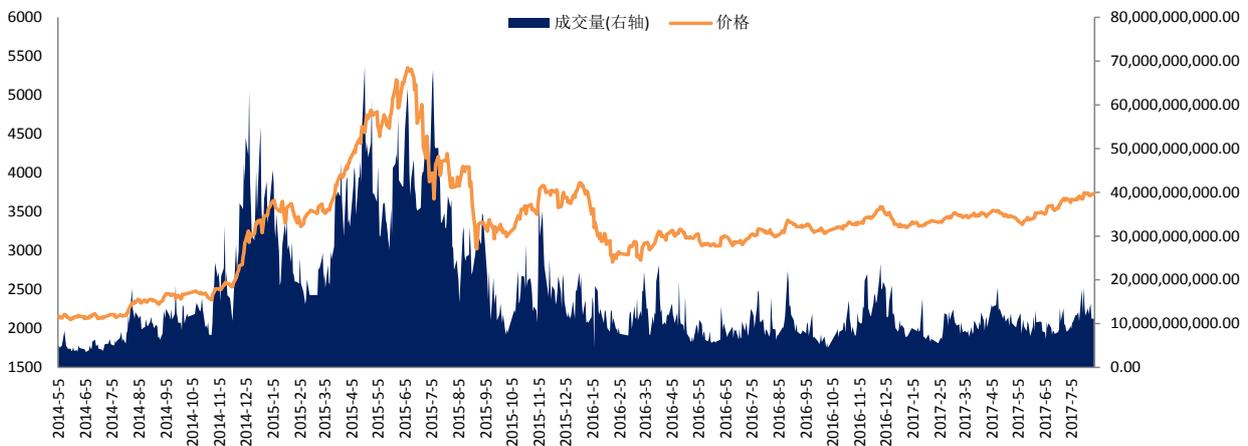
综合来看,宏观经济整体延续增长态势,企业盈利提高,中报业绩明显好转,未来下行风险低于市场预期。金融工作会议及中央政治局会议陆续强调防风险,定调资金面中性,缓解流动性压力,估值回归理性后市场转向盈利修复。股市下方支撑力度较强,但增量资金入场仍不明朗,资金仍在板块间轮动,热点扩散至估值与业绩相匹配的二线蓝筹及成长龙头股。中报盈利主导市场,短线可股票多头思路配置业绩向好股。中长期仍坚持价值投资,继续关注金融及大消费板块。短期来看,沪指来到3300点下方,上方存在大量套牢盘,存量资金博弈下继续跷跷板走势,大盘仍将维持震荡格局,市场结构性分化明显。期指方面,目前IH近远月合约均现平水,市场对价值股预期继续理性修复,IF及IC合约贴水有望进一步修复,关注盘中基差相对较大时做窄机会,短期重点关注IF合约期现反套机会。中长期仍可坚持多IH/IF空IC的套利机会。仅供参考。

# 1. 股指现货分析

## 1.1 股指现货回顾

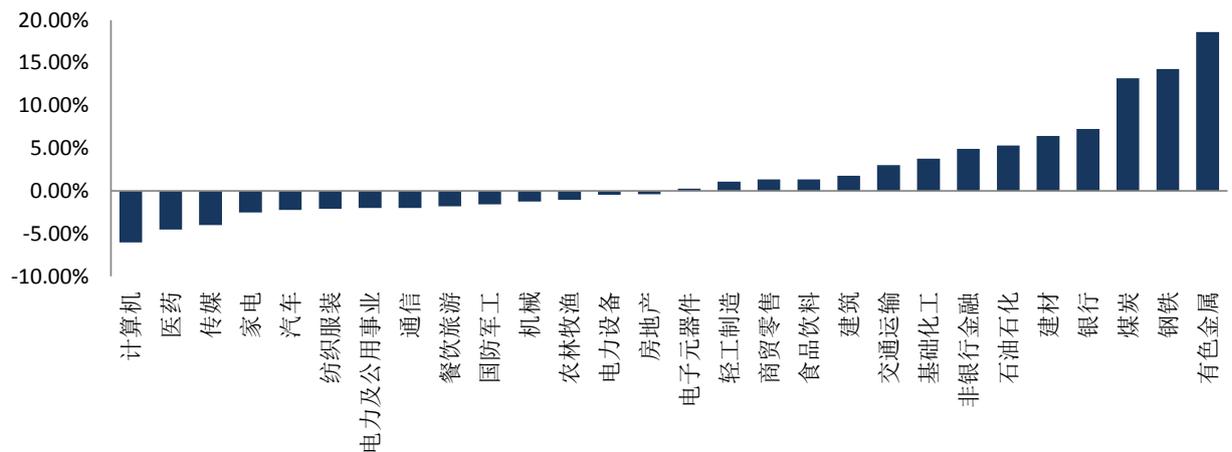
7月共21个交易日，沪指整体来看震荡走高，最终月线小幅收涨。纵观七月行情，经济基本面稳中有进为股票市场提供支撑，中报预告业绩向好，市场从估值修复转向盈利修复，投资者情绪有所提升，周期股接力蓝筹板块强势领涨，指数震荡走高。板块方面，板块之间分化较大，其中有色金属、钢铁、采掘、化工等板块领涨，医药生物、计算机、传媒及公用事业等板块领跌。最终，7月上证综指涨80.60点涨幅为2.52%至3273.03点，沪深300指数涨71.07点涨1.94%至3737.87点。

图 1: 沪深 300 价格及成交量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 2: 沪深 300 分类行业月涨跌幅



数据来源：兴证期货研发部，WIND

表1 我国及全球市场近期表现

	指数水平	最近一周	年至今	%高于或低于日均线	
				30日	60日
<b>我国主要指数</b>					
沪深300指数	3770.383	1.366396	13.90607	-2.40%	-5.23%
上证综指	3292.638	1.509047	6.089644	-2.46%	-4.05%
深证综指	1882.468	1.832521	-4.400128	-0.34%	-1.44%
上证50	2681.805	1.465406	17.26821	-3.51%	-6.43%
中证500	6286.536	2.160319	0.3657729	-2.49%	-4.19%
上海B股	335.4199	1.838142	-1.866801	-2.06%	-3.04%
深圳B股	1182.132	0.6830224	4.82685	-2.08%	-4.73%
恒生指数	27540.23	2.562855	25.17968	-4.80%	-5.96%
国企指数	11024.13	2.238668	17.34201	-3.95%	-4.53%
<b>MSCI全球指数表现</b>					
亚洲市场	161.3339	1.333593	19.46818	-2.92%	-3.97%
亚洲市场除日本	657.7013	0.7420163	27.87286	-3.08%	-4.49%
美国市场	2358.73	-0.06185695	10.77177	-1.14%	-1.84%
欧洲市场	128.3478	-0.1302552	4.776535	0.77%	1.83%
日本市场	968.1	0.6152703	5.919034	-0.61%	-1.56%
<b>沪深300分类指数</b>					
能源	1919.328	0.8913175	10.21656	-1.93%	-3.87%
材料	2549.048	5.971438	25.52032	-8.42%	-12.84%
工业	2631.685	1.041459	5.377503	-1.99%	-3.69%
可选	5369.063	-1.204876	15.78122	0.99%	-1.93%
消费	10794.63	0.8373919	30.26252	-2.27%	-5.10%
医药	8877.724	-0.2379554	11.36436	2.69%	2.33%
金融	6284.459	1.802118	14.41092	-3.83%	-7.36%
信息	2043.133	1.630552	8.304311	-0.07%	-2.26%
电信	3103.549	0.4872751	10.45423	0.11%	-2.69%
公用	2037.965	0.9719812	15.60915	-0.51%	-1.23%

资料来源：Bloomberg，兴业期货研发部

数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

## 2. 股指期货回顾

### 2.1 各期货合约全线收涨

截止到7月31日,以收盘价计算,7月各期货合约全线收涨。IF1708 合约上涨 2.34%至 3722.2 点; 合约 IF1709 合约上涨 2.26%收盘至 3712.8 点, IF1712 上涨 2.03%收盘至 3678.0 点; IF1803 收盘至 3654.8 点。IH1708 合约上涨 4.71%至 2638.6 点; 合约 IH1709 合约上涨 4.90%收盘至 2638.4 点, IH1712 上涨 5.48%收盘至 2639.8 点; IH1803 收盘至 2641.2 点。IC1708 合约上涨 3.36%至 6265.6 点; 合约 IC1709 合约上涨 3.21%收盘至 6215.0 点, IC1712 上涨 2.85%收盘至 6079.2 点; IC1803 收盘至 5975.2 点。

### 2.2 期货合约总成交量情况

截止到7月31日, IF1708 合约成交了 12.34 万手; IF1709 合约成交了 3.31 万手; IF1712 合约成交了 7744 手; IF1803 合约成交 711 手。IH1708 合约成交了 9.13 万手; IH1709 合约成交

了 2.52 万手；IH1712 合约成交了 6552 手；IH1803 合约成交 457 手。IC1708 合约成交了 11.02 万手；IC1709 合约成交了 2.65 万手；IC1712 合约成交 6406 手；IC1803 合约成交 651 手。

### 2.3 期货合约总持仓量情况

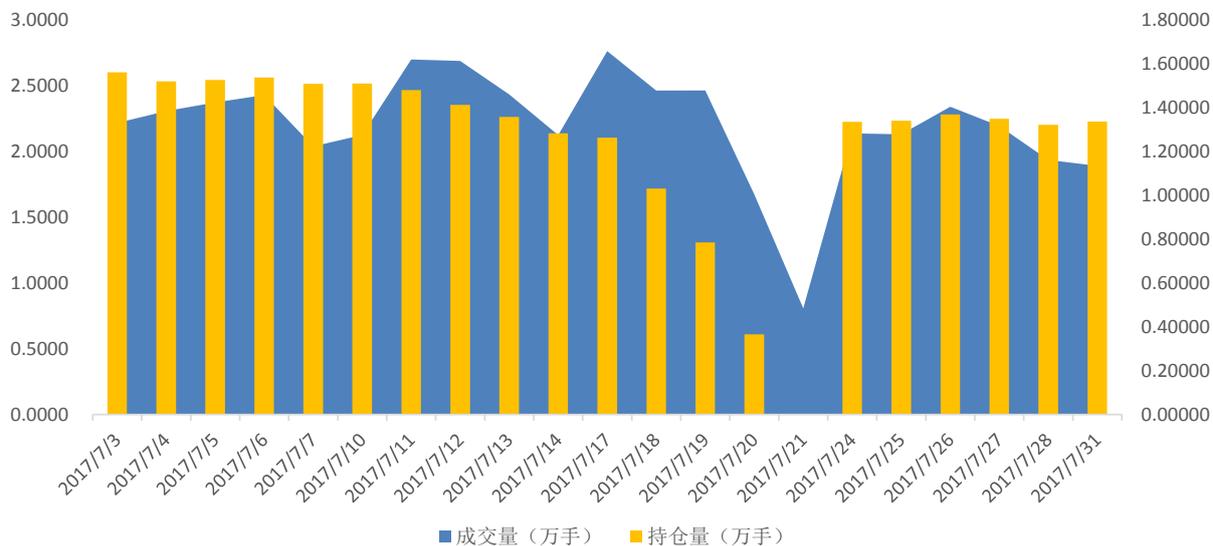
截至 7 月 31 日，合约 IF1708 持仓 2.23 万手；IF1709 持仓 1.41 万手；IF1712 持仓 3530 手；IF1803 持仓 284 手。合约 IH1708 持仓 1.42 万手；IH1709 持仓 7585 手；IH1712 持仓 3062 手；IH1803 持仓 222 手。合约 IC1708 持仓 1.89 万手；IC1709 持仓 1.01 万手；IC1712 持仓 2773 手；IC1803 持仓 278 手。

图 3：期指 IF 当月合约价差变化



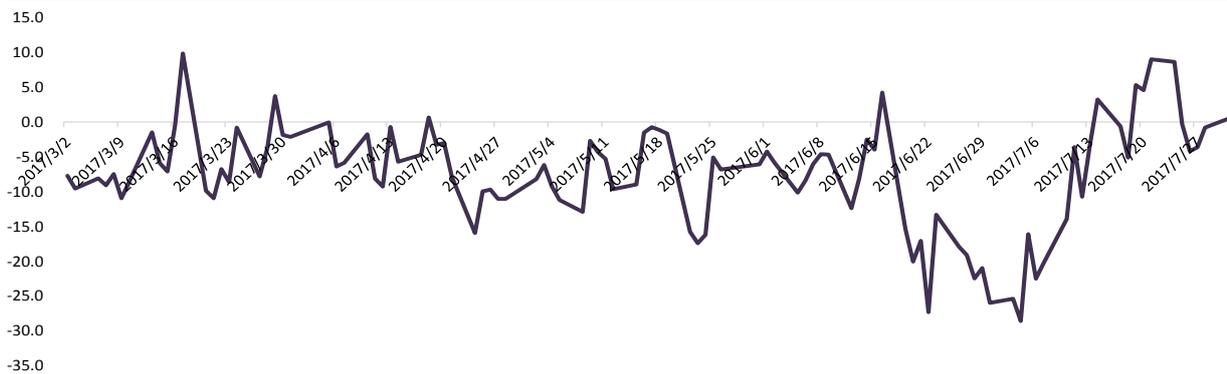
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 4：IF 当月合约本月成交持仓情况



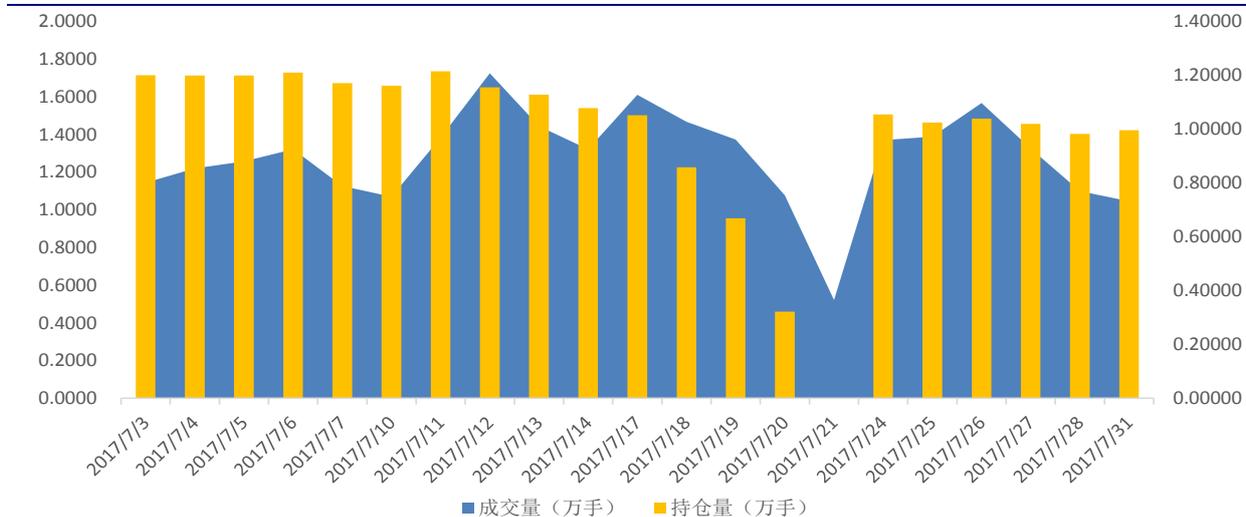
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 5: 期指 IH 当月合约价差变化



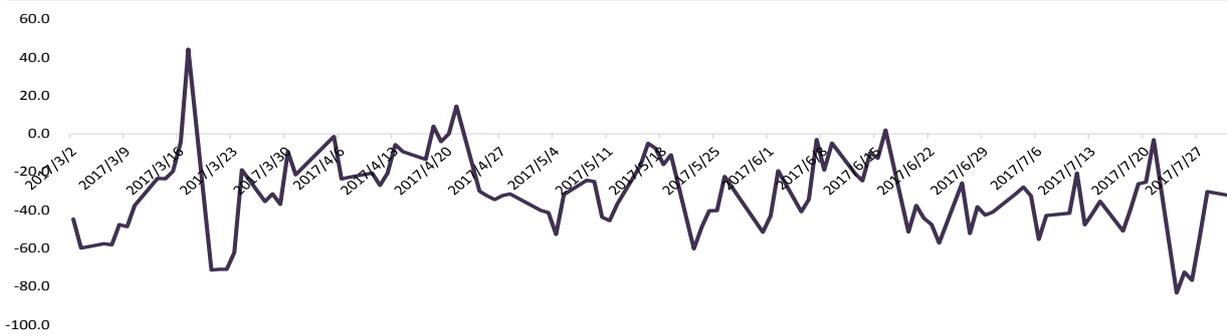
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 6: IH 当月合约本月成交持仓情况



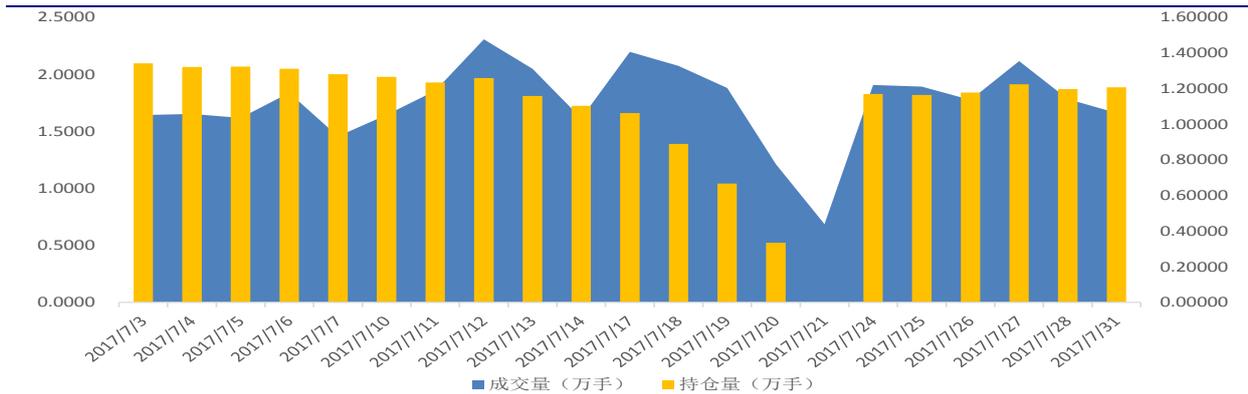
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 7: 期指 IC 当月合约价差变化



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 8: IC 当月合约本月成交持仓情况



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

### 3. 市场分析

#### 3.1 经济基本面

从国内经济的宏观层面来看，二季度宏观经济数据整体继续保持稳中有进。

首先，二季度 GDP 增速持平一季度高位的 6.9%，高于市场预期，上半年实现经济增长 6.9%，延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，其中工业部门的贡献有所上升，未来预计我国经济增长继续平稳着陆，良好环境支撑股市的基本面。

从经济的三驾马车来看，消费、投资、出口均平稳回升，6 月社会消费品零售总额继续回升，同比增长 11.0%，比 5 月增速提高了 2.6 个百分点；6 月固定资产投资当月增速 8.8%，比 5 月增速提高了 0.9 个点；出口同比增长 11%，比 5 月增速提高了 0.3 个点。显示经济的三驾马车均呈现稳中有进的表现，虽楼市受限后房地产销售存在缓中趋降的态势，预计基建及制造业有望对冲房地产下行影响，下行风险平稳趋缓，大概率好于市场预期。

PMI 数据方面，7 月份，中国制造业采购经理指数录得 51.4%，比上月小幅回落 0.3 个百分点，与上半年均值基本持平，连续十个月处于荣枯线上方。其中，生产指数、新订单指数比上月有所回落，虽位于扩张区间，表明制造业生产及需求增速有所减缓；原材料库存比上月下降 0.1 个百分点，主要原材料库存量持续下降；从业人员及供应商配送时间指数比上月小幅回升，制造业企业用工量降幅有所收窄，同时原材料供应商交货时间有所加快。而官方非制造业 PMI 录得 54.5，比上月小幅回落 0.4 个百分点，延续平稳扩张态势。而 7 月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI) 为 51.1，高于 6 月 0.7 个百分点，创四个月新高，制造业运行连续两月出现改善。从 PMI 数据来看，宏观经济生产仍处向好区间。

另外，工业利润延续良好增长态势。6 月份规模以上工业增加值同比实际增长 7.6%，较上月同比增加 1.1 个百分点。6 月份，规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，增速比 5 月份加快 2.4 个百分点，受供给侧改革推动，生产销售增长加快，企业盈利持续好转。

物价水平方面，6 月 CPI 同比上涨 1.5%，涨幅与上月持平，环比下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，主要是受鲜果、鲜菜、猪肉等食品价格下降影响。整体来看，扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 2.2%，下半年物价将延续温和平稳的态势。PPI 同比上涨 5.5%，持平上月；环比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。年内 PPI 同比高位回落的趋势延续，但部

分金属、化工等行业出现价格反弹，将使得下半年下行走势趋缓。

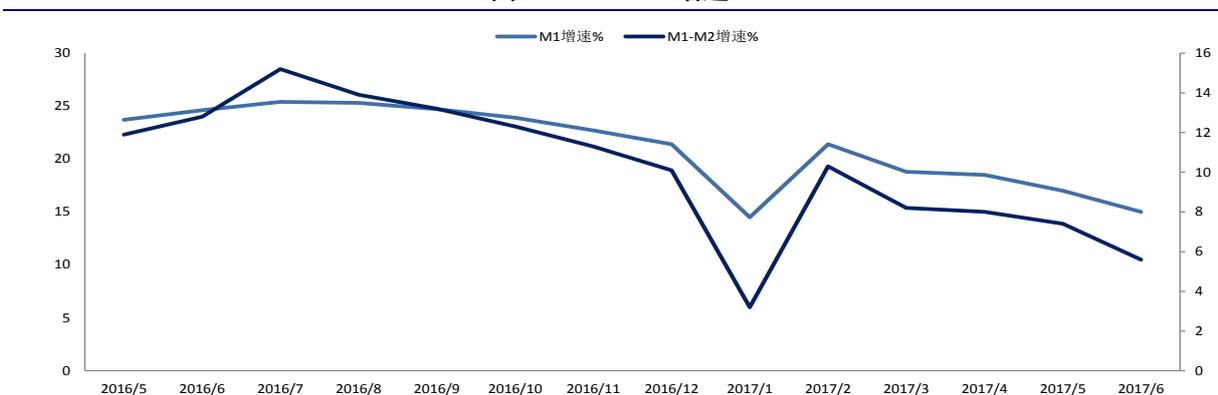
整体来看，数据显示宏观经济整体延续稳中有进的增长态势，供给侧改革效果进一步展现，消费、投资及出口均有所好转，工业经济稳健增长，企业经营效益显著提高。中长期来看宏观经济仍处于L型转型，未来需要关注企业盈利改善的持续性。短期宏观基本面稳中向好，下行风险低于市场预期，加上政府多次强调防系统性风险，市场估值修复后进入盈利修复模式。

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
07/03/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Jun	49.8	50.4	49.6	--
07/05/2017 09:45	财新中国PMI综合	Jun	--	51.1	51.5	--
07/05/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Jun	--	51.6	52.8	--
07/07/2017 16:00	外汇储备	Jun	\$3061.0b \$3056.8b		\$3053.6b	--
07/10/2017 09:30	CPI 同比	Jun	1.60%	1.50%	1.50%	--
07/10/2017 09:30	PPI 同比	Jun	5.50%	5.50%	5.50%	--
07/12/2017 16:00	货币供应M2同比	Jun	9.50%	9.40%	9.60%	--
07/12/2017 16:00	货币供应M1年同比	Jun	15.90%	15.00%	17.00%	--
07/12/2017 16:00	货币供应M0年同比	Jun	6.80%	6.60%	7.30%	--
07/12/2017 16:00	New Yuan Loans CNY	Jun	1300.0b 1540.0b		1110.0b	--
07/12/2017 16:00	总融资人民币	Jun	1500.0b 1780.0b		1060.0b	1065.9b
07/13/2017 10:01	外国直接投资同比人民币	Jun	--	2.30%	-3.70%	--
07/13/2017 11:20	出口同比人民币	Jun	14.60%	17.30%	15.50%	--
07/13/2017 11:20	进口同比人民币	Jun	22.30%	23.10%	22.10%	--
07/13/2017 11:20	贸易余额人民币	Jun	275.10b 294.30b		281.60b	--
07/13/2017 11:20	出口同比	Jun	8.90%	11.30%	8.70%	8.30%
07/13/2017 11:22	进口同比	Jun	14.50%	17.20%	14.80%	14.50%
07/13/2017 11:22	贸易余额	Jun	\$42.60b \$42.80b		\$40.81b	\$40.49b
07/17/2017 10:00	GDP 同比	2Q	6.80%	6.90%	6.90%	--
07/17/2017 10:00	GDP经季调季环比	2Q	1.70%	1.70%	1.30%	--
07/17/2017 10:00	GDP年迄今同比	2Q	6.80%	6.90%	6.90%	--
07/17/2017 10:00	零售销售额同比	Jun	10.60%	11.00%	10.70%	--
07/17/2017 10:00	社会消费品零售	Jun	10.30%	10.40%	10.30%	--
07/17/2017 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Jun	8.50%	8.60%	8.60%	--
07/17/2017 10:00	工业产值 同比	Jun	6.50%	7.60%	6.50%	--
07/17/2017 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Jun	6.70%	6.90%	6.70%	--
07/18/2017 09:30	China June Property Prices					
07/20/2017 10:00	FX Net Settlement - Clients CNY	Jun	--	-92.3b	-85.2b	--
07/24/2017 21:00	Conference Board China June Leading Economic Index					
07/27/2017 09:00	Swift全球支付人民币	Jun	--	1.98%	1.61%	--
07/27/2017 09:30	Industrial Profits YoY	Jun	--	19.10%	16.70%	--
07/31/2017 09:00	制造业采购经理指数	Jul	51.5	51.4	51.7	--
07/31/2017 09:00	非制造业采购经理指数	Jul	--	54.5	54.9	--
08/01/2017 09:45	财新中国PMI制造业	Jul	50.4	--	50.4	--
08/03/2017 09:45	财新中国PMI综合	Jul	--	--	51.1	--
08/03/2017 09:45	财新中国PMI服务业	Jul	--	--	51.6	--
08/07/2017	外汇储备	Jul	\$3069.0b	--	\$3056.8b	--
08/07/2017	BoP Current Account Balance	2Q P	--	--	\$18.4b	--

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

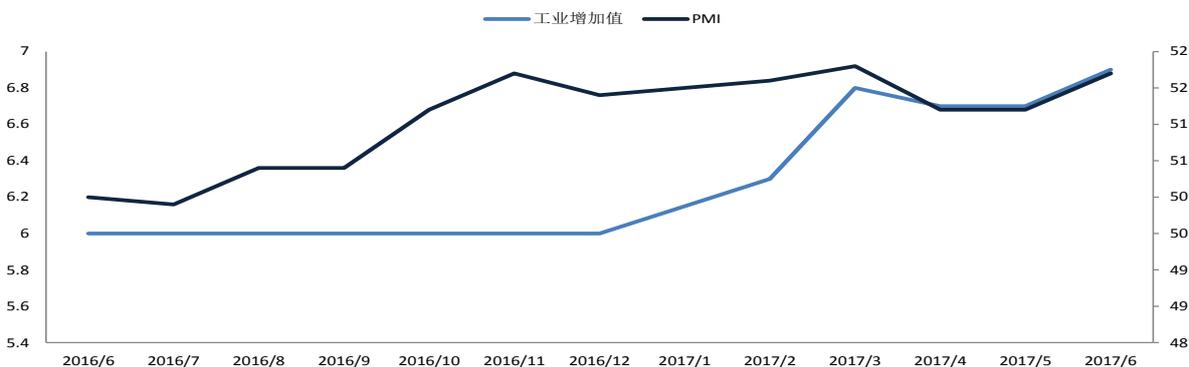
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 9：M1、M2 增速



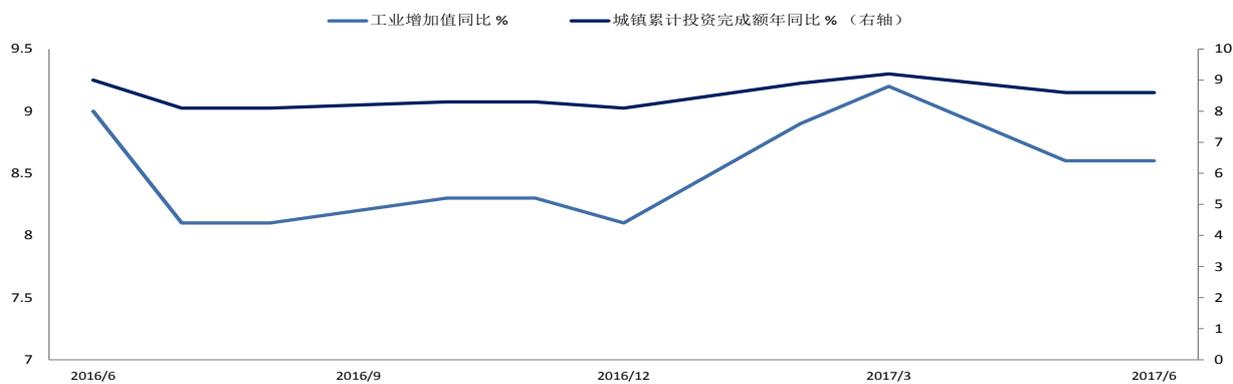
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 10: PMI 以及工业增加值 走势图



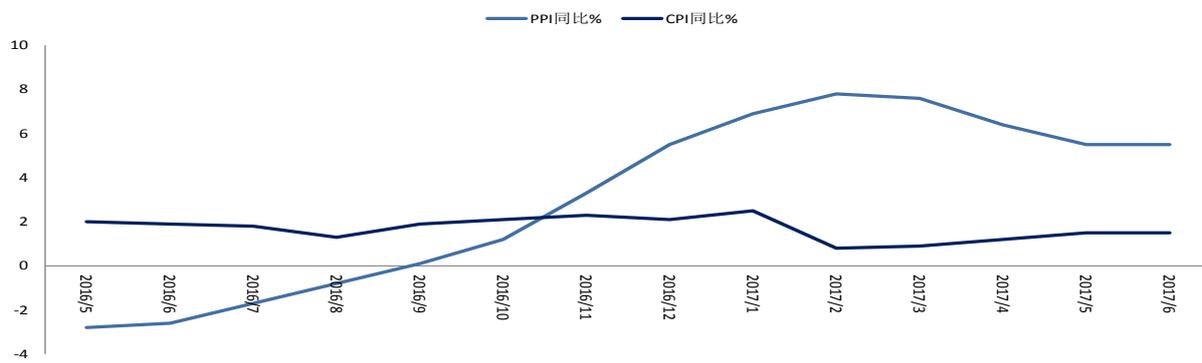
数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 11: 工业增加值和城镇累计投资完成额增长



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 12: CPI 以及 PPI 走势



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

## 3.2 政策面

7月市场重要会议较多，金融工作会议及中央政治局会议陆续召开。

整体来看，金融工作会议释放七项重大信号。本次会议是由习近平主席主持，同时有五名政治局常委出席，规格空前，反映出政策层对本次会议的重视程度之高。会议的基调是“防风险”，无论是从对防范系统性风险的定调，还是从对待资本项目可兑换、互联网金融等的理性态度，都能反映出高层的“防风险”的态度。第二，此次会议通稿中明确指出，“要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系，要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置僵尸企业工作。”反而，通稿中关于金融部门并未表示“去杠杆”，而是强调严监管。第三，本次会议明确指出，设立国务院金融稳定发展委员会，在国务院层面设置统筹监管机构，一行三会仍然相对独立。第四，会议确认监管模式为“功能监管、行为监管”，首次在如此高规格的层面对监管模式的改变进行确认，标志着监管模式的重大转变，这意味着，“父爱主义”、“监管真空”、“监管套利”等一直存在的监管问题有可能得到根本改善。第五，此次会议对互联网金融仅涉及一句“加强互联网金融监管”，政策层的表态明显负面，而对于被市场普遍看空的“中小金融机构”，此次会议却大力支持。同时，资本账户开放的方向不变，但节奏有所放缓，突出强调了稳中推进。另外，在本次会议中，“稳健中性的货币政策”改变为“稳健的货币政策”，并多次强调“降低实体经济融资成本”，显示货币政策不会收紧。会议结束后第一个交易日，两市急剧下挫，尤其是创业板一度暴跌近5%，拖累各大指数全线跳水，虽然大金融强势拉升支撑大盘，但个股整体依旧普跌，体现市场对中央强调把直接融资尤其是股权融资放在更突出的位置，再次定调坚定不移推进IPO的反应。

政治局会议方面，中央对经济形势的判断，好于预期，肯定了上半年经济增长稳中有进的成绩，强调要站在经济长周期和结构优化升级的角度，确保供给侧结构性改革得到深化，推动经济结构调整取得实质性进展；确保守住不发生系统性金融风险的底线，保持社会大局稳定，尽职尽责为党的十九大召开创造良好环境。同时会议也强调深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平，确保守住不发生系统性金融风险的底线。

中报方面，截止7月31日，沪深两市共有377家公司已公布半年报，其中主板（不含中小板）162家，中小板176家，创业板39家。具体来看，主板（不含中小板）中共有162家企业公布中报，其中129家公司的业绩同比保持增长，33家公司业绩同比下滑。\*ST匹凸、京蓝科技、三峡新材三家公司的业绩同比增速最快，南京高科、吉林森工、岷江水电三家公司的业绩同比下降最快，而滨化股份、三峡新材、吉林化纤三家公司的净利润同比增长最快。中小板中共有176家企业公布中报，其中158家公司的业绩同比保持增长，18家公司业绩同比下滑。冠福股份、新光圆成、传化智联三家公司的业绩同比增速最快，黑牛食品、黔源电力、大力科技三家公司的业绩同比下降最快，而超华科技、道明光学、凯美特气三家公司的净利润同比增长最快。创业板中共有39家企业公布中报，其中33家公司的业绩同比保持增长，6家公司业绩同比下滑。恒通科技、力源信息、四方达三家公司的业绩同比增速最快，光一科技、东方财富、易世达三家公司的业绩同比下降最快，而力源信息、恒通科技、四方达三家公司的净利润同比增长最快。整体来看，钢铁、煤炭、有色、化工等周期板块业绩表现较好，企业盈利水平明显改善。

股票供应方面，七月股市震荡走高，市场情绪有所提升期间，IPO审核趋势有所加快，至7月31日，证监会连续每周核发9家企业IPO批文，且主板及创业板发审委合并后，预计未来新股审核效率将继续提高，继续压制高估值及次新板块。从解禁市场来看，八月市场共有109家

公司限售股陆续解禁，合计解禁量 210.5 亿股，按 7 月 28 日收盘价计算，解禁市值为 2374.09 亿元，均较 7 月有所增加，其中江苏银行、方正证券、东旭光电、美都能源、宏达股份限售股解禁数量均超 10 亿股。

### 3.3 流动性

资金流动性方面，上半年在去杠杆的背景下，货币政策坚持稳健中性，维护流动性基本稳定，实现货币信贷和社会融资规模平稳增长。

信贷数据高于预期，结构继续优化。上半年金融机构对实体经济发放的本外币贷款为 8.26 万亿元，比上年同期多增 1.15 万亿元。同时，股票融资少于上年同期，上半年非金融企业境内股票融资 4702 亿元，比上年同期少 1321 亿元。6 月新增人民币贷款达 1.54 万亿元，高于市场预期水平。上半年社会融资规模增量累计为 11.17 万亿元，比上年同期多 1.36 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8.21 万亿元，同比多增 7288 亿元，占同期社会融资规模的 73.5%，体现金融机构对实体经济发放的人民币贷款同比多增。

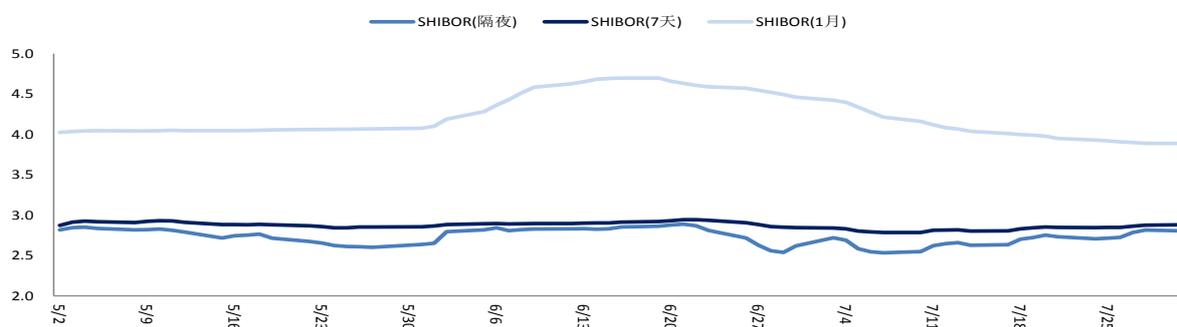
货币投放方面，M1 及 M2 增速均继续回落。6 月末 M2 余额 163.13 万亿元，同比增长 9.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.4 个百分点，M1 货币供应同比 15%，前值 17%。剪刀差继续缩小，但由于货币政策稳健中性货币以及金融监管的全面加强，预计 M2 增速在未来仍将保持较低水平，大幅反弹可能性较小。

自 6 月下旬起，市场利率从高位回落，好于市场预期，央行通过公开市场操作呵护资金面中性，在 7 月企业缴税等影响干扰资金面期间，央行加大流动性投放力度，市场流动性保持平稳，不同期限的 Shibor 利率继续下降，利好了股市在月末的反弹。同时，金融工作会议提到，“稳健中性的货币政策”改变为“稳健的货币政策”，并多次强调“降低实体经济融资成本”，显示货币政策不会收紧，减轻估值压力。

国际市场上，美联储 9 月加息概率较小，符合此前市场预期，美元指数持续走低，人民币汇率延续反弹。

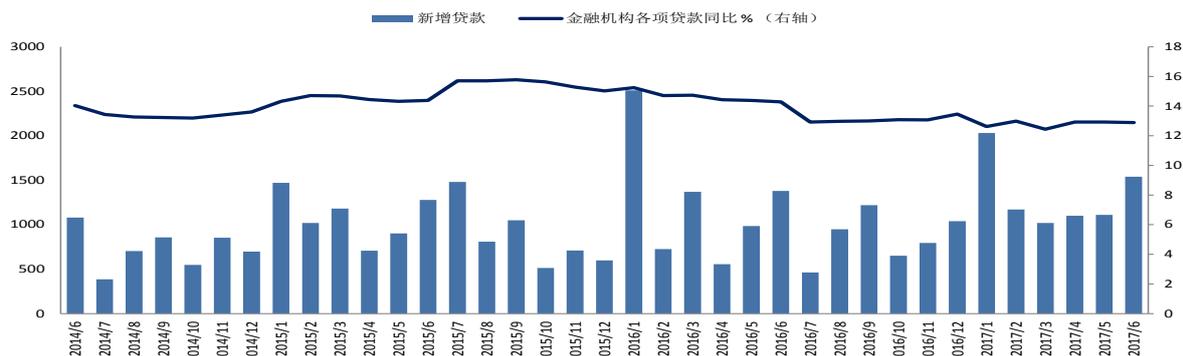
回顾 7 月市场，央行维稳资金面的态度明确，人民币汇率近期表现较强，资金面流动性好于前期，减轻估值压力，助推市场进入盈利修复模式。

图 13: 短期 SHIBOR 走势



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 14: 新增贷款和金融机构各项贷款同比增长



数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

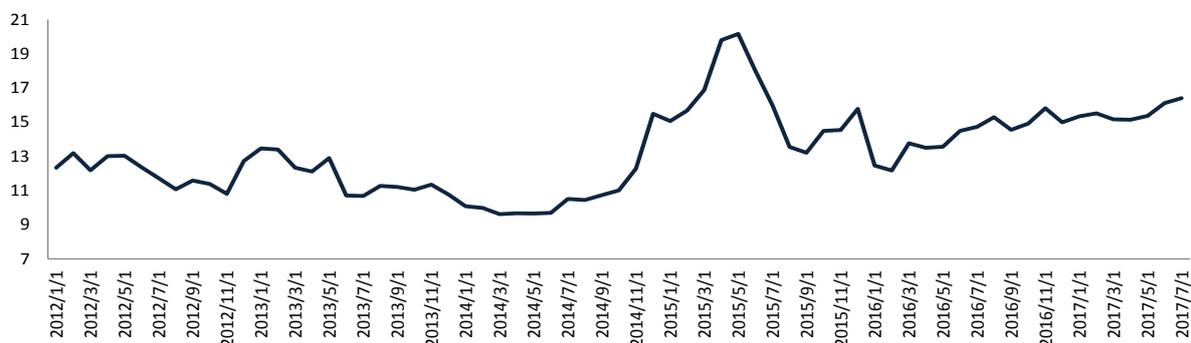
### 3.4 指数估值

从 2007 年 1 月 4 日到 2017 年 7 月 31 日，沪深 300 指数整体市盈率的均值是 18.47，标准差是 8.82；市净率均值是 2.57，标准差是 1.27。目前沪深 300 指数的整体市盈率是 16.41，较上月有小幅上升，低于均值 0.23 个标准差；整体市净率是 1.95，也较上月小幅上升，低于均值 0.48 个标准差。

2013 年 7 月至 2014 年 7 月，AH 股溢价指数在 100 上下进行徘徊并延续回落，2014 年 8 月至 2015 年 2 月，溢价指数出现明显走强，迅速飙升到 120 点附近，这主要与股市牛市有关，2015 年 2 月至 2015 年底，指数主要在 120-150 左右震荡，从 2016 年开始，指数震荡走弱，2017 年 4 月起有小幅反弹，7 月主要在 125 至 128 之间波动；金融板块 7 月继续走强，行业指数的整体市盈率继续上升，今年 7 月涨至 10.91 左右。

从风格表现来看，7 月大盘股的市盈率有所上升，而中小盘股市盈率也有所反弹，目前中小盘股估值为大盘蓝筹股估值的 2.11 倍，估值比小幅回升，这主要是因为 7 月中小盘股的阶段表现略强于大盘股。

图 15: 沪深 300 指数市盈率走势



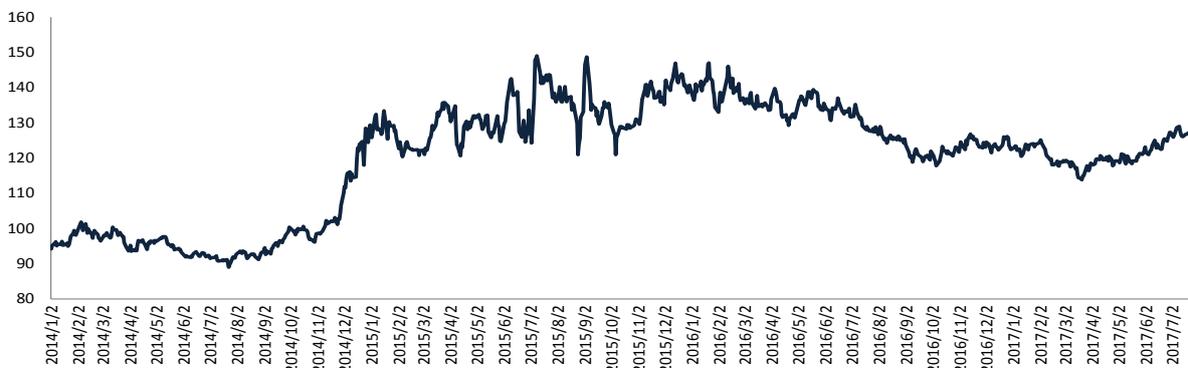
数据来源：兴证期货研发部，Bloomberg

图 16: 金融指数市盈率走势



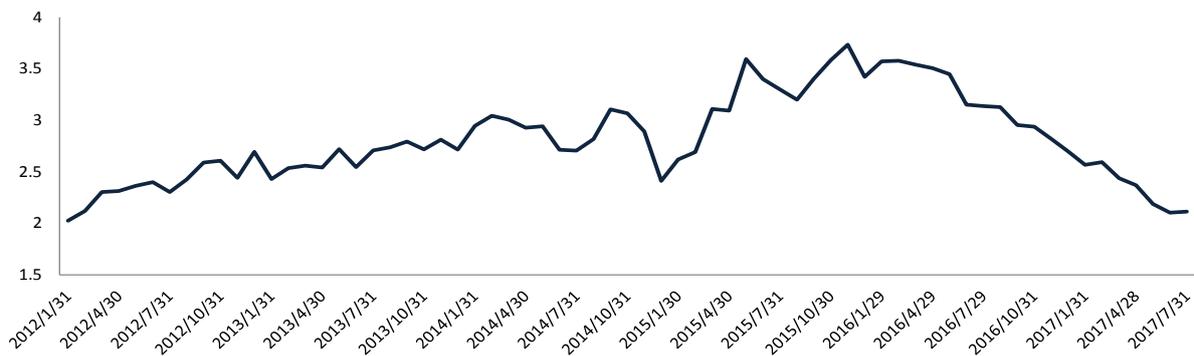
数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 17: A-H 股溢价走势



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

图 18: 中小盘与大盘估值比率



数据来源: 兴证期货研发部, Bloomberg

## 4. 总结展望

纵观七月行情, 沪指整体来看呈现震荡走高的走势, 经济基本面稳中有进为股票市场提供支撑, 中报预告业绩向好, 市场从估值修复转向盈利修复, 投资者情绪有所提升, 资金出现从

追捧上证 50 的蓝筹大盘逐步转向估值及业绩相匹配的二线蓝筹的趋势，强周期股接力蓝筹板块强势领涨，指数震荡走高。

从基本面分析，宏观经济整体延续增长态势，GDP 增速好于市场预期，工业生产持续扩张，供需关系继续改善，市场景气环境持续向好，企业盈利提高，中报业绩明显好转，整体来看，钢铁、煤炭、有色、化工等周期板块业绩表现较好。短期宏观基本面稳中向好，经济 L 型韧性较强，未来下行风险低于市场预期。政策面上，金融工作会议及中央政治局会议陆续召开，继续强调防风险，定调资金面中性，央行维稳资金面的态度明确，缓解流动性压力，估值回归理性后市场转向盈利修复。

综合来看，目前基本面好于市场预期，下方支撑力度较强，但增量资金入场仍不明朗，资金仍在板块间轮动，经济基本面平稳及货币政策稳健中性的环境下，热点扩散至估值与业绩相匹配的二线蓝筹及成长龙头股。中报密集披露期，业绩盈利主导市场，经济基本面好于预期，短期下行风险减缓，短线可股票多头思路配置业绩向好股。中长期仍坚持价值投资，建议选择估值与业绩相匹配的股票，继续关注金融及电子、医药等消费板块。

短期来看，沪指来到 3300 点下方，上方存在大量套牢盘，存量资金博弈下继续跷跷板走势，大盘仍将维持震荡格局，市场结构性分化明显，坚持盈利水平确定的投资标的，把握盈利修复机会。期指方面，目前 IH 近远月合约均现平水，市场对价值股预期继续理性修复，IF 及 IC 合约贴水有望进一步修复，关注盘中基差相对较大时做窄机会，短期重点关注 IF 合约期现反套机会。中长期仍可坚持多 IH/IF 空 IC 的套利机会。仅供参考。

## 7 月期债震荡走弱，8 月或继续偏弱震荡

2017 年 8 月 2 日 星期三

兴证期货·研究发展部

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

高歆月

从业资格号：F3023194

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

期债在前半个月偏弱震荡，主要是市场对 7 月资金面预期偏谨慎，后半个月在资金利率受到缴税扰动而上行且市场对于悲观经济预期开始修复，叠加月末银监会表态将落地监管政策，月末期债较大幅下跌，且 7 月期债走势弱于现券。整体来看，期债方面，五年期国债期货主力合约 TF1709 收于 97.34 元，月跌 0.785 元或 0.66%，十年期国债期货主力合约 T1709 收于 94.685 元，月跌 0.77 元或 0.62%；现券方面，5 年期国债收益率上行了 7bp 至 3.56%，10 年期国债收益率上行了 6bp 至 3.63%。

#### ● 后市展望及操作建议

从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，国内货币政策保持稳健中性，去杠杆依然是目前的政策重心，银监会后续仍将有监管措施出台，但对市场打击力度或有所缓和，美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，7 月资金面前松后紧，央行维稳资金面态度不变，8 月资金面或有所改善；从供给端看，地方债供给规模增加，国债供给保持较平稳。从需求端看，一级市场需求平稳，关键期限国债获得小幅超额认购，且投标倍数较好。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者在移仓时进行多下空当操作，或做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

## 1. 现货市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求较稳定，地方债发行增加

7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29786.38亿元，较上月减少1378.88亿元，其中地方债供给规模为8453.08亿元，较上月大幅增加3322.32亿元，下半年地方债发行规模和速度或将加快；记账式付息国债发行规模合计为2184.2亿元，大部分期限国债发行获得超额认购，中标利率低于二级市场，投标倍数除1年期、2年期和30年期相对较差外，3年期、5年期、7年期和10年期的投标倍数接近4，显示国债需求稳定。

图 1：2015 年来利率债月度供给规模（亿）



图 2：月度国债一级市场发行

发行起始日	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	中标区间	认购倍数
2017-07-26	17附息国债16	322.80	3.00	3.46	3.3-3.49	3.8594
2017-07-21	17附息国债15	291.50	30.00	4.05	4.05-4.05	1.6982
2017-07-19	17附息国债13	323.30	7.00	3.57	99.87-101	3.7591
2017-07-12	17附息国债14	322.60	5.00	3.47	3.3-3.49	3.5672
2017-07-12	17附息国债12	281.40	2.00	3.62	100.52-101	2.6550
2017-07-05	17附息国债10	321.60	10.00	3.52	99.92-101	4.1731
2017-07-05	17附息国债09	321.00	1.00	3.32	100.41-101	2.2741
合计		2,184.20		3.57		

数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 1.2 国债现券市场：二级市场大多数期限国债收益率上行

7月除1年期国债收益率下行外，其他主要期限国债现券收益率出现不同程度的上行，长端上行幅度大于短端，收益率曲线继续走陡。主要原因是资金面先偏宽松后偏紧，且市场对经济预期出现一定程度的修复，且在月末最后一天，银监会工作会议表明将落地监管政策，令市场对监管担忧再起，债市震荡偏弱，具体从月度数据来看，1Y期下行6bp至3.40%，3Y期上行了1bp至3.51%，5Y期上行了7bp至3.56%，7Y期上行了4bp至3.66%，10Y期上行了6bp至3.63%，15Y期上行11bp至4.02%，20Y期上行9bp至4.03%。

图 3：2017 年 7 月国债利率期限结构变化

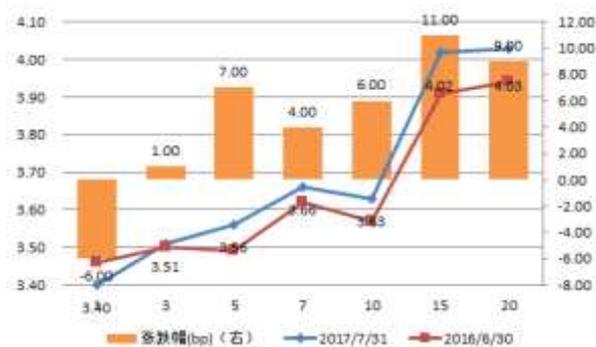


图 4：关键年限国债收益率走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2. 期货市场回顾

### 2.1 期债较大幅下行

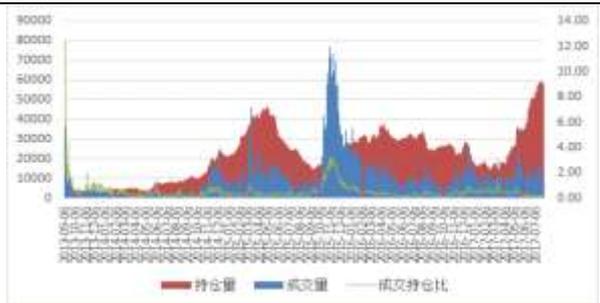
截止到 7 月 31 日收盘，五年期国债期货主力合约 TF1709 收于 97.34 元，月跌 0.785 元或 0.66%；下季合约 TF1712 收于 97.58 元，月跌 0.545 或 0.43%；隔季合约 TF1803 收于 97.84 元，月跌 0.43 或 0.14%；成交方面，主力合约 TF1709 成交量日均 9813 手，三个合约日均成交 11397 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 TF1709 持仓量为 40653 手，三个合约持仓达到 57729 手，较上月底较大幅增加 6770 手。十年期国债期货主力合约 T1709 收于 94.685 元，月跌 0.77 元或 0.62%；下季合约 T1712 收于 94.73 元，月跌 0.625 或 0.50%；隔季合约 T1803 收于 94.765 元，月跌 0.475 或 0.29%；成交方面，主力合约 T1709 成交量日均 40013 手，三个合约日均成交 42546 手；持仓方面截止到 7 月 31 日，主力合约 T1709 持仓量为 45109 手，三个合约持仓达到 64133 手，较上月底较大幅增加 6498 手。

整体来看，期债在前半个月偏弱震荡，主要是市场对 7 月资金面预期偏谨慎，后半个月在资金利率受到缴税扰动而上行且市场对于悲观经济预期开始修复，叠加月末银监会表态将落地监管政策，月末期债较大幅下跌，且 7 月期债走势弱于现券。

图 5：5 年期国债期货价格走势



图 6：5 年期国债期货成交与持仓

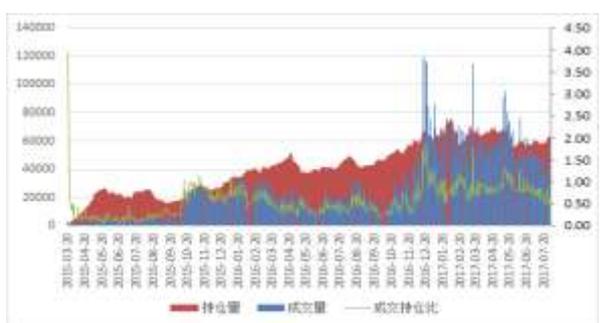


数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 7：10 年期国债期货价格走势



图 8：10 年期国债期货成交与持仓



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2.2 期现对比：期现利差负向收窄

从 7 月份的期现利差来看，随着 7 月国债期货价格震荡走低，而现券价格走势强于期货，合约 TF1709 的期现利差较之上个月先负向收窄后转正，合约 T1709 的期现利差较之上个月负向窄幅震荡，7 月期债升水幅度收窄至贴水，即期债价格跌幅大于现券价格跌幅。

图 9：TF1709 期货结算价与期现利差



图 10：T1709 期货结算价与期现利差



数据来源：兴证期货研发部，WIND

注：期现利差=期货价格对应标准券的收益率-5 年期国债收益率

### 2.3 期现套利机会

根据活跃 CTD 券的价格可以推算出期货的理论价格，与期货的实际价格做对比，如果二者相差比较大，就有期现套利的机会。但是在实物操作中，更加倾向于利用 CTD 券的 IRR 来判断期现套利机会，当 IRR 明显大于融资成本（如 R007）时，就有期现套利的机会（买现券，抛期货）。

从 7 月份 TF1709 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 窄幅波动，而 R007 震荡走高，在 7 月份上半个月有较明显的正向期现套利机会；从 7 月份主力合约 T1709 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看，IRR 波动范围较大，而 R007 震荡走高，在 7 月下旬有较明显的正向期现套利机会。

图 11：近期 TF1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007

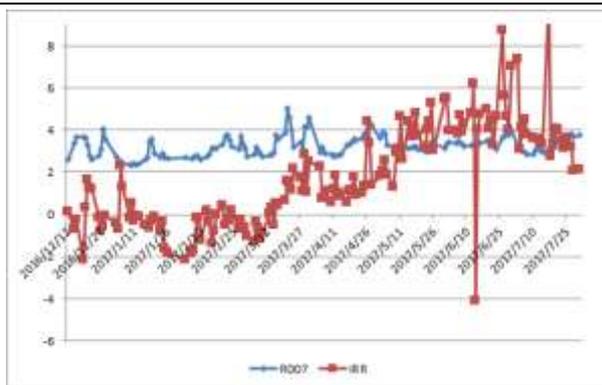
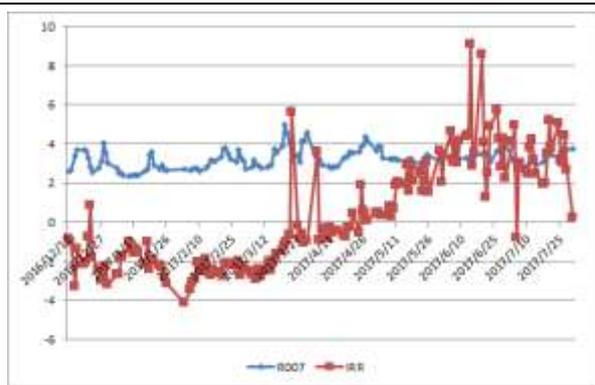


图 12：近期 T1709 活跃 CTD 的 IRR 与 R007



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2.4 活跃券基差走势

TF1709 合约的活跃券为 170007.IB、170010.IB 和 160021.IB，在 7 月基差震荡走高，可以做多基差在高位平仓；T1709 合约的活跃券选定为 160010.IB、160017.IB、160023.IB、170004.IB、170006.IB、170010.IB 和 170013.IB，在 7 月可以做多 160010.IB 和 160023.IB 的基差在高位平仓。

图 13: TF 活跃券基差走势

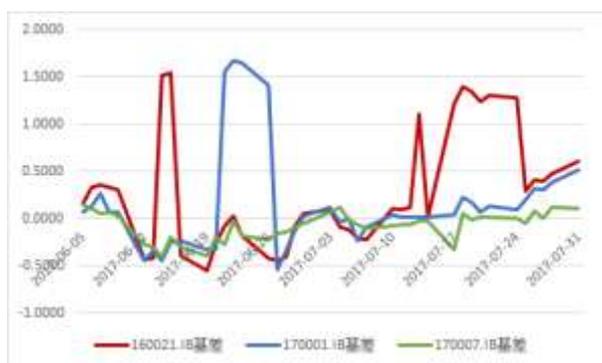
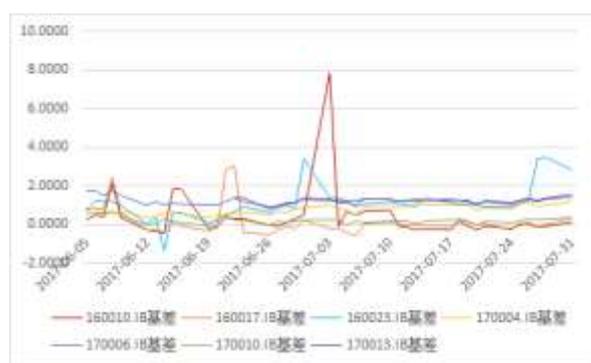


图 14: T 活跃券基差走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2.5 跨期价差分析

在 7 月份，TF1712-TF1709 的跨期价差正向走扩，7 月中下旬国债期货处于移仓换月阶段，推荐多下季空当季跨期套利；T1712-T1709 的跨期价差由负转正，偏窄幅震荡，7 月中下旬国债期货处于移仓换月阶段，推荐多下季空当季跨期套利。

图 15: TF 当季、下季及二者价差走势



图 16: T 当季、下季及二者价差走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 3. 后市分析及展望

### 3.1 宏观经济

2017年7月份，中国官方制造业PMI为51.4%，较上月下行0.3%，不及预期但位于荣枯线上方。官方PMI数据分项来看，生产指数和新订单指数为53.5%和52.8%，分别比上月回落0.9%和0.3%，供需持续扩张，但增速减缓，两者差值明显缩小，供需关系有所改善；新出口订单指数和进口指数为50.9%和51.1%，分别比上月回落1.1%和0.1%，进出口保持增长，但涨幅收窄；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为57.9%和52.7%，分别比上月上升7.5%和3.6%，其中，黑色金属冶炼及压延加工业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数攀升至高位景气区间，均为今年高点。7月财新PMI为51.1%，较上月上行0.7%，创四个月新高，制造业连续两月出现改善，这与官方制造业PMI不同，促进财新中国制造业PMI回升的是新业务总量的加速增长，7月新订单指数录得五个月以来最显著。受访厂商普遍反映，市况好转，海外需求强劲。从已经公布的数据来看，短期经济表现出韧性，但可持续性依然待观察。

从房地产销售来看，房地产开发投资在6月继续小幅回落，商品房销售面积反弹，严控地产政策影响将逐步显现，房地产投资增速或震荡回落；6月份基建投资增速略有反弹，表明目前基建对经济支撑力度仍在；6月份制造业投资增速继续反弹，从投资角度来看，短期经济确实表现出韧性；消费增速在连续持平后出现小幅反弹，人均可支配收入同步反弹；受益于美国和欧洲等海外经济体的复苏，进出口增速维持在较高位置，贸易顺差继续小幅增加。

图 17：中国制造业 PMI

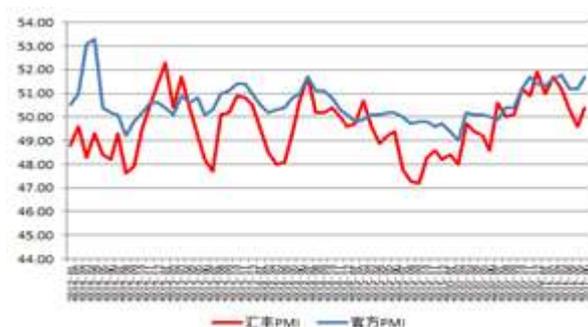
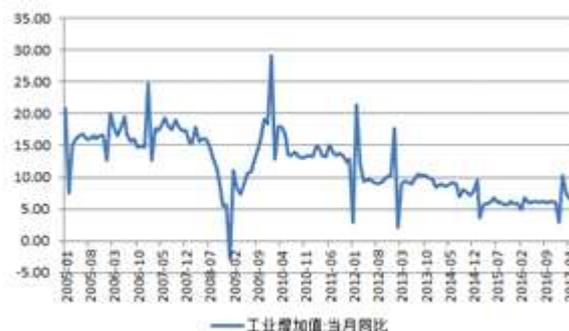


图 18：工业增加值



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 19：房地产投资与商品房销售

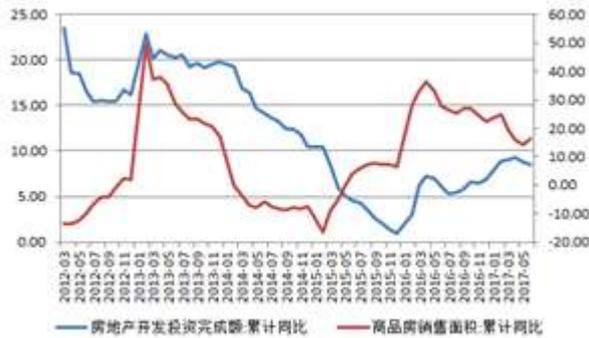


图 20：基建投资增速与制造业投资增速



数据来源：兴证期货研发部，WIND

图 21：消费增速

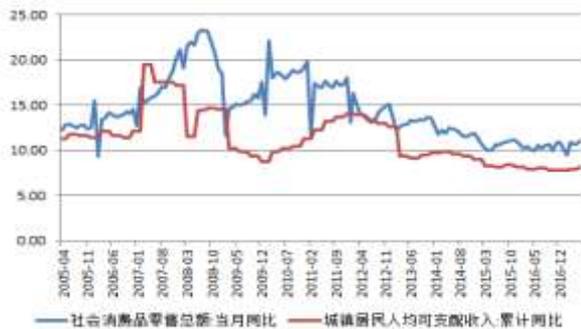
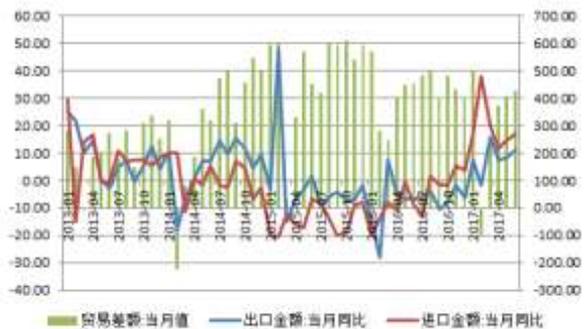


图 22：进出口增速



数据来源：兴证期货研发部，WIND

通胀方面，6 月份 CPI 为 1.5%，持平于上月，PPI 为 5.5%，持平于上月，蔬菜价格探底回升，猪肉价格继续下行，猪价是 CPI 维持低位的主要原因，而从 7 月 PMI 数据中的购进价格指数来看，预计 7 月 PPI 或小幅上升，6 月 CPI 或微幅上行。

图 23：CPI 与 PPI

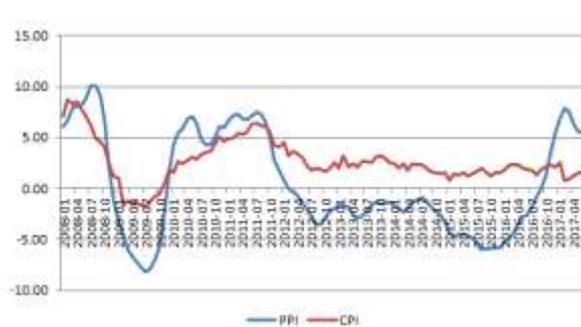
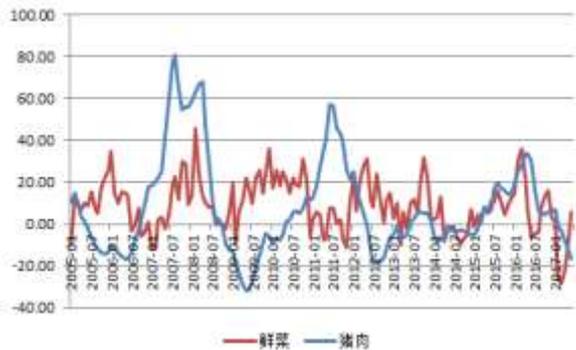


图 24：蔬菜与猪肉价格同比



数据来源：兴证期货研发部，WIND

2017年6月新增贷款14474亿元，较上月增加2694亿元，债券融资由负向收窄为-169亿元，比上月增加2344亿元，监管趋缓令信用债发行开始恢复正常；M2同比增9.4%，较上月小幅减少0.2%，M1下降幅度相对更大，导致M1-M2的剪刀差有所缩小。

图 25: M1 与 M2 增速



图 26: 社融规模及新增人民币贷款



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.2 政策面：去杠杆，防风险，银监会加强监管

国内货币政策的基调目前仍是稳健，维持流动性的“不紧不松”；监管政策仍将继续，但也会兼顾政策协调，下半年银监会的相关监管政策将落地，但相比4月和5月的超预期强监管，下半年监管力度或相较有所缓和；国外主要经济体货币政策倾向于逐步收紧，对国内货币政策仍形成压力，美联储在9月缩表可能是大概率事件，而12月是否继续加息可能取决于美国经济和通胀水平。

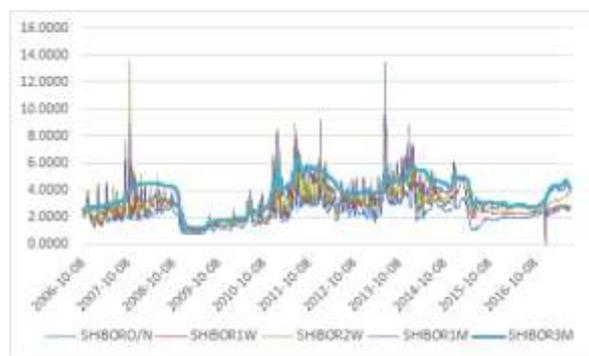
### 3.3 资金面：7月资金面前松后紧，8月或有所改善

7月资金面呈现先偏宽松后偏紧的走势，主要是因为7月下旬面临缴税扰动以及7月底的缴准、月末时点等因素的扰动，资金利率先下后上，央行7月在公开市场上进行了4725亿元的净投放，其中有3600亿元的1年期MLF投放，利率均持平于前期，表明央行维稳资金面态度，保持货币政策中性。从质押式回购利率来看，月度除隔夜和14天期外，其余关键期限回购利率均出现下行，期中7天下行幅度最大；从shibor来看，短期限（隔夜和7天）shibor利率震荡上行，长期限（1M和3M）shibor利率小幅下行。8月份有14875亿元公开市场操作到期，其中有2875亿元MLF到期，预计央行将在OMO上进行对冲操作，8月资金面或将改善，资金利率可能高位回落。

图 27: 质押式回购利率月度变动



图 28: 关键期限 shibor 走势



数据来源：兴证期货研发部，WIND

综上所述，从经济基本面来看，目前公布的经济数据表明经济短期韧性较强，但可持续性待观察，物价维持在低位，基本面对债市支撑力度仍在；从政策面看，国内货币政策保持稳健中性，去杠杆依然是目前的政策重心，银监会后续仍将有监管措施出台，但对市场打击力度或有所缓和，美联储 9 月大概率将缩表，12 月是否加息存在不确定性；从资金面看，7 月资金面前松后紧，央行维稳资金面态度不变，8 月资金面或有所改善；从供给端看，地方债供给规模增加，国债供给保持较平稳。从需求端看，一级市场需求平稳，关键期限国债获得小幅超额认购，且投标倍数较好。

操作上，长期投资者逢低做多，短期投资者在移仓时进行多下空当操作，或做陡收益率曲线（多 TF 空 T (2:1)）或在超调时逢低建仓。

## 美国加息预期降温，贵金属偏强震荡

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

有色金属团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询资格号：Z0012934

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询资格号：Z0012908

吴鑫

从业资格号：F3012519

投资咨询资格号：Z0012882

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾及后市策略建议

贵金属 7 月先抑后扬。月初受欧美经济数据较好，全球货币政策趋于收紧的影响，贵金属震荡走低；而此后美国公布的通货膨胀相关数据依然维持疲软，美联储加息预期降温，且市场不确定性依然存在，贵金属受到支撑走高。

经济数据面来看，美国方面 7 月上半月公布的经济数据较好，其中 6 月 ISM 制造业指数 57.8，创 2014 年 8 月以来新高，好于预期及前值；且连续十个月高于 50 的荣枯线水平，表明美国制造业持续扩张中；美国 6 月非农就业人数新增 22.2 万，创 4 个月新高，大幅好于预期 17.8 万；失业率 4.4%，仍然维持低位。但另一方面美国通货膨胀依然没有起色，其中美国 6 月 CPI 环比持平，同比升 1.6%，低于预期，且回到 2016 年 10 月份水平；美国 6 月核心 CPI 同比升 1.7%，持平预期；此外美国 6 月平均每小时工资同比增 2.5%，环比增长 0.15%，均不及预期；整体数据显示，虽然美国就业市场强劲，但薪资增长疲软，通胀不仅没有起色，还有继续下滑的迹象，这与美联储此前预期的通胀回暖并不一致，使得年内加息预期下降。

美联储 7 月会议宣布维持联邦基金利率在 1%-1.25% 的区间不变，符合市场预期；并表示将相对快速地缩表，也符合市场普遍预期的 9 月开始缩表；但美联储修改了对于通胀的描述从此前的有所偏低改为偏低，显示美联储对于未来通货膨胀能否达到目标水平的担忧正在上升；此次会议声明相对较为鸽派。

总体来看，美国通货膨胀相关的数据没有起色，这与美联储认为的就业增长将带动通胀上升的预期不一致，也使得美联储年内能否再次加息存疑；同时短期市场不确定性依然支撑金价，包括特朗普推进的法案屡屡受阻及通俄事件仍处于调查中。预计金价短期偏强震荡，但中期仍有下行压力，建议投资者区间高抛低吸为主，仅供参考。

## 1. 贵金属本月行情回顾

COMEX 期金月初开盘价为 1241.7 美元/盎司, 月底收于 1275.3 美元/盎司, 最高价触及 1277.3 美元/盎司, 最低价触及 1204 美元/盎司, 本月累计上涨 33.9 美元, 涨幅为 2.73%。

图 1: COMEX 期金主力合约行情



数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

沪金主力合约月初开盘价为 275.3 元/克, 月底收于 278.05 元/克, 最高价触及 278.95 元/克, 最低价为 268 元/克, 本月累计上涨 2.55 元/克, 涨幅为 0.93%。

图 2: 沪金主力合约行情



数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

COMEX 期银月初开盘价为 16.635 美元/盎司,月底收于 16.815 美元/盎司,最高价触及 16.87 美元/盎司,最低价触及 15.145 美元/盎司,本月累计上涨 0.19 美元,涨幅为 1.14%。

图 3: COMEX 期银主力合约行情



数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

沪银主力合约月初开盘价为 4006 元/公斤,月底收于 3916 元/公斤,最高价触及 4023 元/公斤,最低价触及 3666 元/公斤,本月累计下跌-97 元,跌幅为-2.42%。

图 4: 沪银主力合约行情



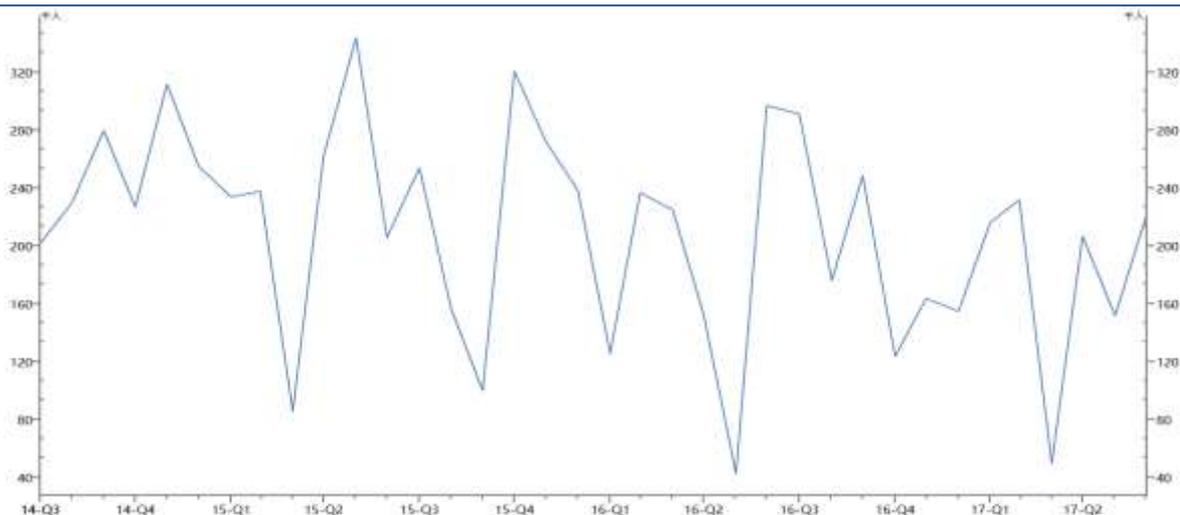
数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

## 2. 宏观经济

### 2.1 美国 6 月非农就业数据

美国 6 月非农就业人数新增 22.2 万，创 4 个月新高，预期 17.8 万，前值 13.8 万修正为 15.2 万；6 月失业率升至 4.4%，前值 4.3%；6 月平均每小时工资同比增 2.5%，预期增 2.6%。

图 5：美国 6 月非农就业数据

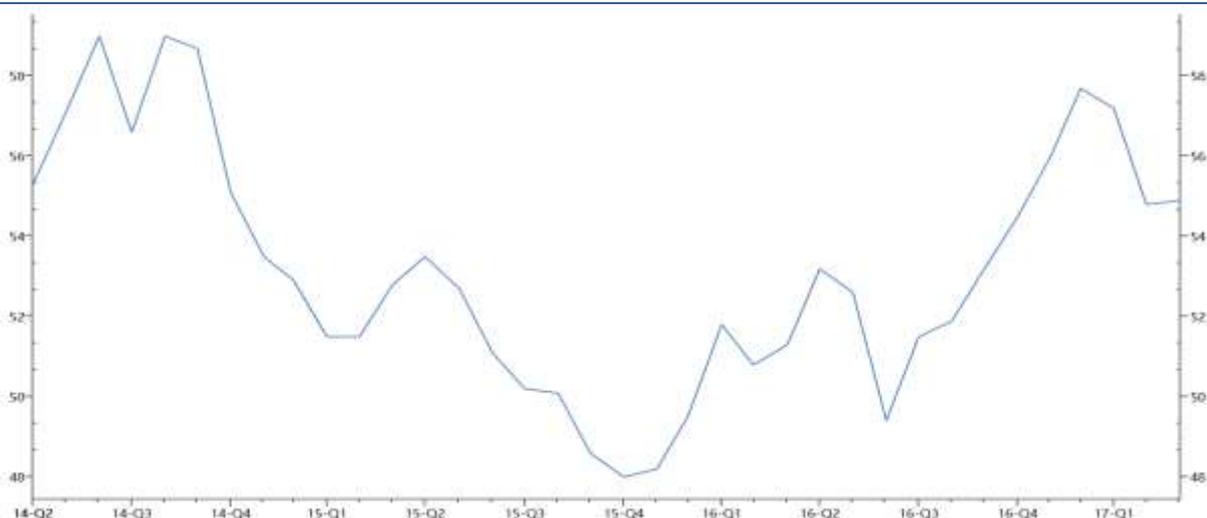


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.2 美国 6 月 CPI

美国 6 月 CPI 环比持平，预期升 0.1%，前值降 0.1%；同比升 1.6%，预期升 1.7%，前值升 1.9%。美国 6 月核心 CPI 环比升 0.1%，预期升 0.2%，前值升 0.1%；同比升 1.7%，预期升 1.7%。

图 6：美国 6 月 CPI

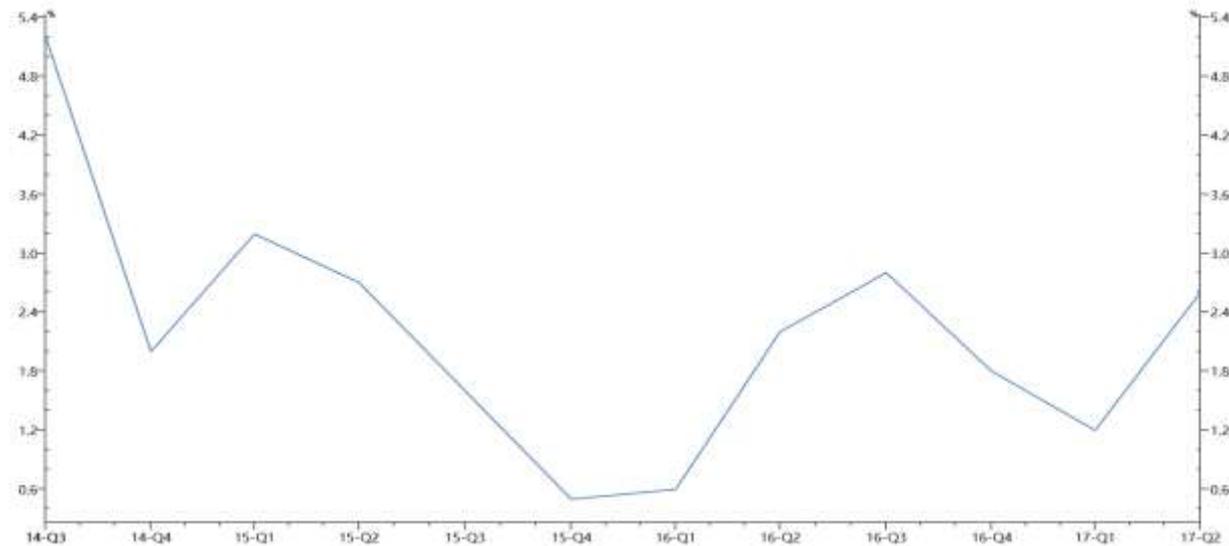


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.3 美国二季度 GDP 初值

美国二季度国内生产总值(GDP)初值年化季率增长 2.6%，好于预期的 2.5%，但一季度 GDP 增长由 1.4% 下修至 1.2%；此外第二季度不含食物和能源的核心 PCE 价格指数折年率涨幅 0.9%，为近年来新低。

图 7：美国二季度 GDP 初值

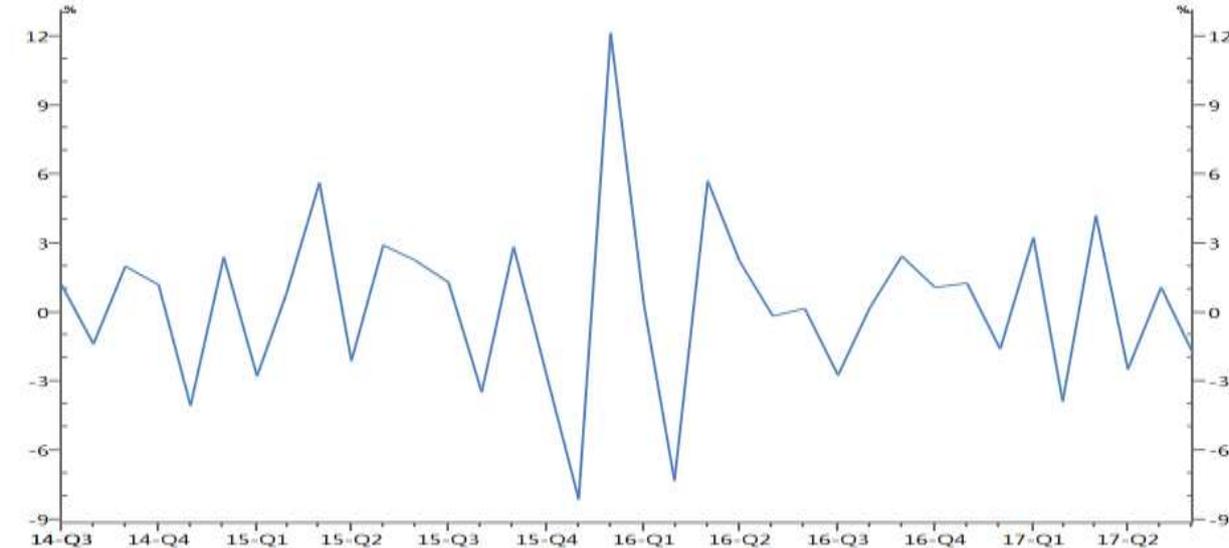


数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 2.4 美国 6 月成屋销售

美国 6 月成屋销售总数年化 552 万户，预期 557 万户，前值 562 万户；6 月成屋销售总数年化环比降 1.8%，预期降 0.9%，前值增 1.1%。

图 7：美国 6 月成屋销售



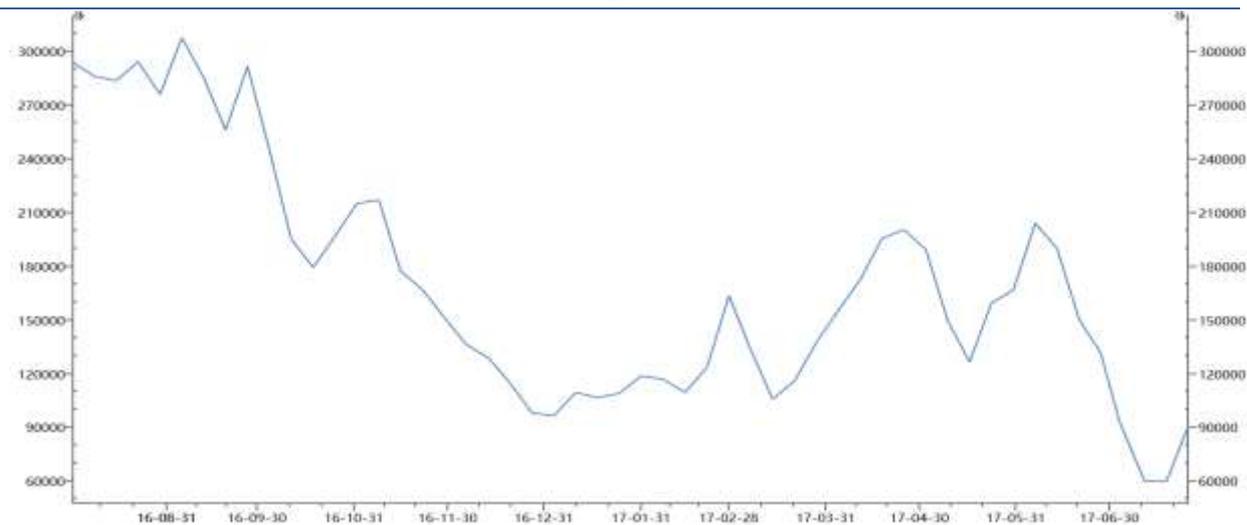
数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 3. 持仓数据

#### 3.1 CFTC 黄金持仓

美国商品期货交易委员会(CFTC)发布的报告显示, CFTC 持仓报告显示, 截至 7 月 25 日, 当月纽约期金非商业持仓减少 40841 手, 持仓为 90831 手, 多头持仓回落至年内低位。

图 9: CFTC 黄金投机净多头持仓

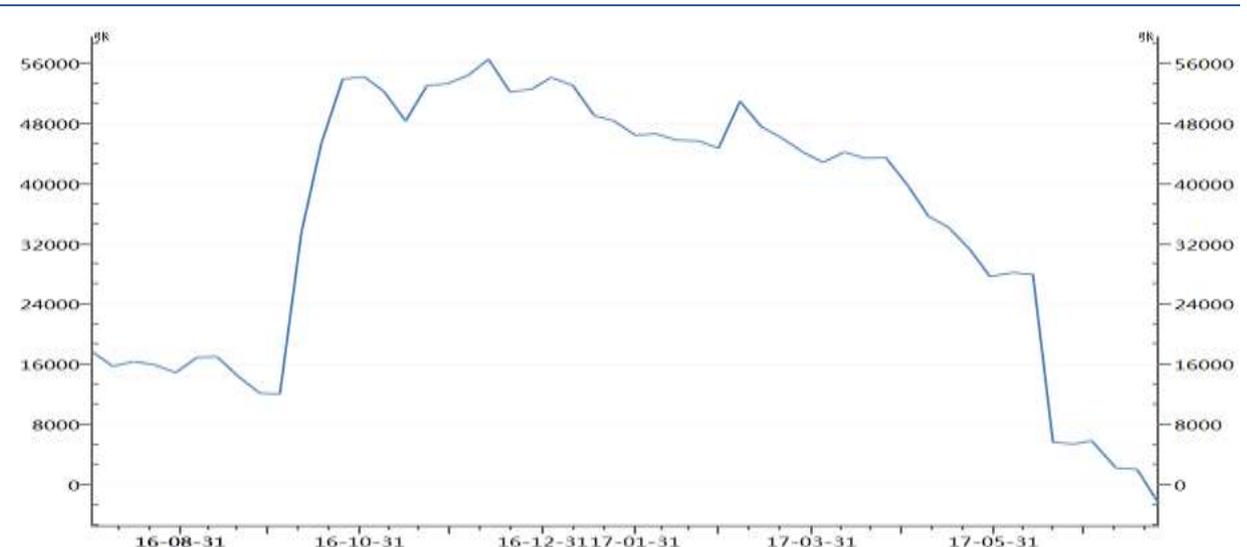


数据来源: 兴证期货研发部, Wind

#### 3.2 CFTC 美元持仓

美国商品期货交易委员会(CFTC)发布的报告显示, 截至 7 月 25 日当月, 美元非商业持仓(投机)净多头减少 7963 手合约, 至-2505 手合约, 持仓下降至近两年低位。

图 10: CFTC 美元投机净多头持仓

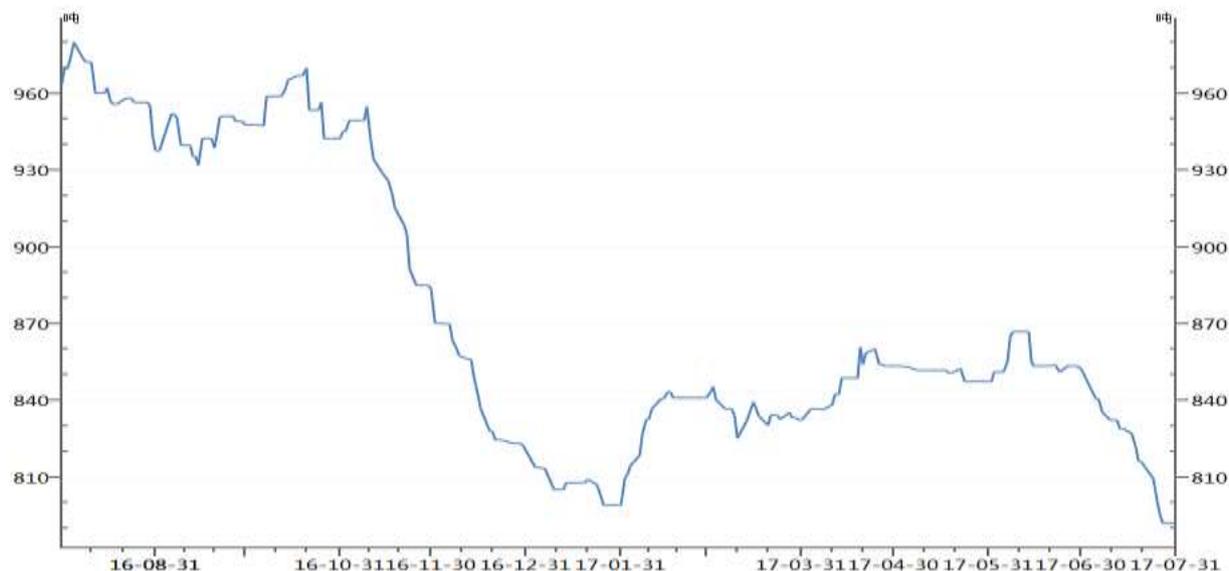


数据来源: 兴证期货研发部, Wind

### 3.3 SPDR 黄金 ETF 持仓

截至 7 月 31 日，当月 SPDR 黄金 ETF 净流出 60.62 吨，持有量为 791.88 吨。上月黄金 ETF 流出幅度较大，持仓维持刷新年内新低。

图 12: iShare 白银持仓

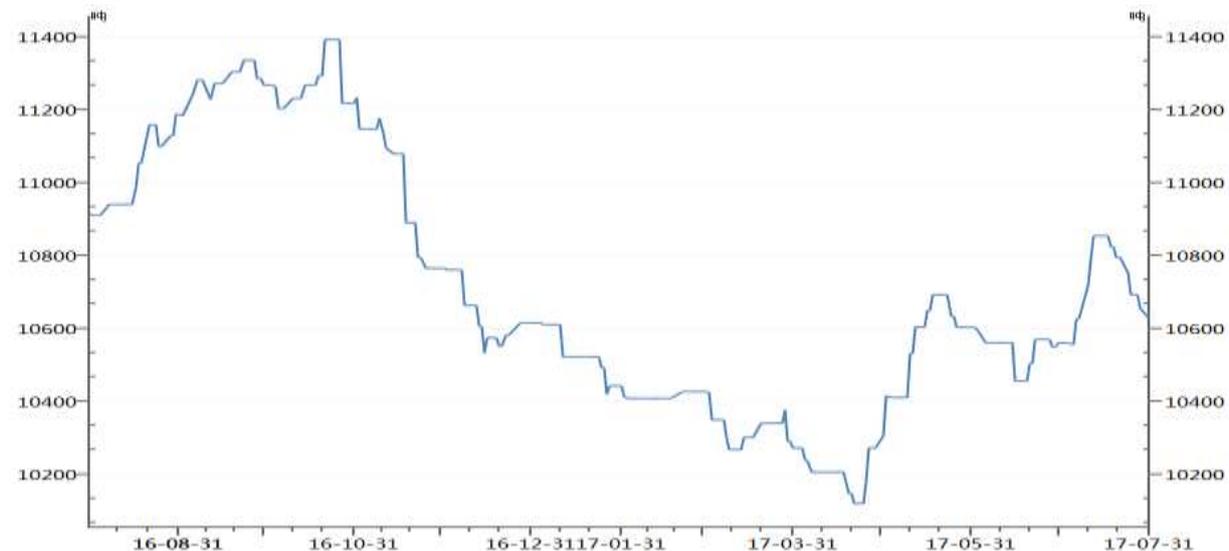


数据来源：兴证期货研发部，Wind

### 3.4 iShare 白银 ETF 持仓

截至 7 月 31 日，当月 iShare 白银 ETF 持仓净流入 66.16 吨，持仓上升在至 10629.06 吨。持仓小幅上升。

图 12: iShare 白银持仓



数据来源：兴证期货研发部，Wind

## 4. 相关图表

图 13: 国内黄金基差



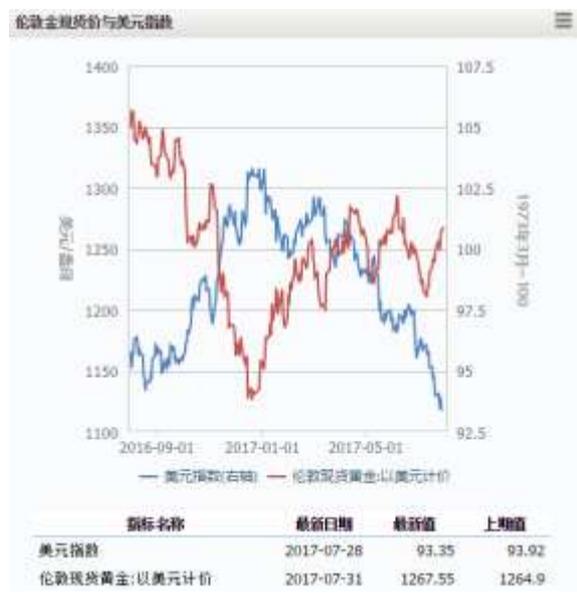
资料来源: 兴证期货研发部,WIND

图 14: 黄金白银现货价格比值



资料来源: 兴证期货研发部,WIND

图 15: 伦敦金现货价与美元指数



资料来源: 兴证期货研发部,WIND

图 16: 黄金 ETF-SPDR 持仓



资料来源: 兴证期货研发部,WIND

## 5. 当月重要市场消息及数据

### 5.1 利好

1. 有“小非农”之称的美国6月ADP就业人数增15.8万，刷新去年10月以来新低，预期增18.5万，前值由增25.3万修正为23万。
2. 美联储周一（7月10日）公布，美国6月就业市场状况指数(LMCI)为1.5，低于前值2.3和预期2.5。
3. 美国媒体有关总统特朗普卷入“通俄门”的指责声音再度加强，特朗普的长子小特朗普成为新焦点。小特朗普在去年美国大选期间跟一名与俄罗斯政府有联系的律师会过面，而他这么做的目的是为了获取希拉里的黑材料。
4. 美联储主席耶伦：美联储有可能在今年内实施缩表；未来几年需要进一步渐进加息；美国财政政策造成了不确定性；无需进一步升高太多即可达到中性状态；资产负债表的长期正常水平依然有待确定；美联储不打算将资产负债表作为主动政策工具；预计未来几年经济将继续温和增长。
5. 美国6月CPI环比持平，预期升0.1%，前值降0.1%；同比升1.6%，预期升1.7%，前值升1.9%。美国6月核心CPI环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.1%；同比升1.7%，预期升1.7%。
6. 美国6月工业产出环比增0.4%，预期增0.3%，前值持平；制造业产出环比增0.2%，预期增0.2%，前值降0.4%。美国6月零售销售环比降0.2%，预期增0.1%，前值降0.3%；美国6月核心零售销售环比降0.2%，预期增0.2%，前值降0.3%。
7. 欧洲央行继续按兵不动，并未删除进一步宽松倾向。欧洲央行宣布，维持主要再融资利率0、隔夜贷款利率0.25%、隔夜存款利率-0.4%不变，月度购债规模保持在600亿欧元。欧洲央行声明：若前景恶化或融资环境与通胀可持续性调整路径不一致，管委会将在期限和规模方面增加QE；预计关键利率将在较长的时间内维持现有水平，并超过净资产购买计划的时间；维持每月购债规模为600亿欧元，持续至今年12月或更久；净购买将和到期资产再投资同时进行。
8. 欧洲央行行长德拉吉：并没有讨论退出政策；在秋季的利率决议前，将首要关注通胀；如果经历不想要的紧缩环境，我们将采取行动；央行尚未讨论九月将采取的行动；管委会不希望在缺少信息的情况下被迫做出决定；各国央行将2%作为通胀目标是合理的；当即使只是讨论改变通胀目标都将造成不稳定；不会因某个数据触发改变QE的决定。
9. 美国6月成屋销售总数年化552万户，预期557万户，前值562万户；6月成屋销售总数年化环比降1.8%，预期降0.9%，前值增1.1%。
10. 美国周五（7月28日）发布的报告显示，美国二季度实际GDP年化季环比初值增2.6%，预期增2.7%，前值增1.4%修正为增1.2%。
11. 美联储卡什卡利（2017年票委）：就业市场仍然强劲，但鲜有通胀迹象；年复一年地，美国通胀率持续低于2%的通胀目标；目前，美联储4.5万亿美元规模的资产负债表并未给经济带来支撑，保持庞大规模的资产负债表有其代价；希望未来数年里循序渐进地缩表，并通过利率政策解决低通胀率问题。

## 5.2 利空

1. 美国 6 月 ISM 制造业指数 57.8，创 2014 年 8 月以来新高，预期 55.2，前值 54.9；制造业物价支付指数 55，创 2016 年 11 月份以来新低，预期 58.5，前值 60.5；制造业新订单指数 63.5，前值 59.5；制造业就业指数 57.2，前值 53.5。

2. 美联储最新公布的 6 月份的会议纪要显示，在 6 月份的会议上，决策官员们未能就何时启动缩表达成一致；几人偏向在未来数月内宣布启动这一过程；美联储重申支持渐进加息；美联储官员已经注意到，尽管美联储加息，但金融环境保持宽松。

3. 美国 6 月非农就业人数新增 22.2 万，创 4 个月新高，预期 17.8 万，前值 13.8 万修正为 15.2 万；6 月失业率升至 4.4%，前值 4.3%；6 月平均每小时工资同比增 2.5%，预期增 2.6%。

4. 欧元区 6 月制造业 PMI 终值 57.4，预期 57.3，初值 57.3，创 2011 年 4 月以来新高；服务业 PMI 为 54.7，略有下调。

5. 美国 6 月营建许可总数 125.4 万，创 3 个月新高，预期 120 万，前值 116.8 万；6 月营建许可环比增 7.4%，预期增 2.8%，前值增 4.9%。美国 6 月新屋开工年化总数 121.5 万户，预计 116 万，前值 109.2 万修正为 112.2 万。

6. 欧洲央行：将 2017-2019 年通胀预期下调 0.1 个百分点，长期通胀预计维持在 1.8%；将 2017 年核心通胀预期从 1% 上调至 1.1%，其余不变；将 2017 年 GDP 增速预期从 1.7% 上调至 1.9%，同时上调 2018-2019 年预期。

7. 美联储：维持联邦基金利率在 1%-1.25% 不变，符合市场预期；将相对迅速地缩表，目前仍然会对所持资产进行再投资；基础/核心通胀率下滑，目前保持在 2% 下方；重申通胀率将回升至 2%；家庭开支和固定投资继续扩张；预计美国经济将保证 FOMC 循序渐进地加息。

8. 美国 6 月耐用品订单环比初值增 6.5%，预期增 3.7%，前值由降 0.8% 修正为降 0.1%。路透点评称，美国 6 月耐用品订单环比创 2014 年 7 月以来最高值；核心资本耐用品订单下滑，但运输耐用品订单仍维持上涨趋势，表明美国第二季度经济增速仍受到支撑。

9. 美国财长努钦：美国的 GDP 增长率将能达到 3%；希望税改能够获得两党支持；美国外资投资委员会必须进行明显改变；美国外资投资委员会的改变包括处理合资企业；希望在北美自贸协议中加入汇率操纵的相关规定；计划很快会推出基建计划。

10. 美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.2，预期 52.2，前值 52。

11. 美国国家经济顾问科恩：特朗普总统 100% 承诺将在今年完成税改。

12. 美国 7 月芝加哥 PMI 58.9，创 2015 年 2 月以来最大跌幅，预期 60，前值 65.7

## 6. 总结

总体来看，美国通货膨胀相关的数据没有起色，这与美联储认为的就业增长将带动通胀上升的预期不一致，也使得美联储年内能否再次加息存疑；同时短期市场不确定性依然支撑金价，包括特朗普推进的法案屡屡受阻及通俄事件仍处于调查中。预计金价短期偏强震荡，但中期仍有下行压力，建议投资者区间高抛低吸为主，仅供参考。

## 支撑因素转弱，8月铜价或回调

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

有色金属团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询资格号：Z0012934

韩 惊

从业资格号：F3010931

投资咨询资格号：Z0012908

吴鑫

从业资格号：F3012519

投资咨询资格号：Z0012882

联系人：吴鑫

021-20370940

wuxin@xzfutures.com

### 内容提要

此轮铜价上涨的原因有：(1) 中国经济延续稳定增长，人民银行货币收紧有所放缓，国内淡季需求不淡；(2) 美联储货币政策偏鸽派以及特朗普政策的难产，导致美元指数大幅回落，7月跌幅达2.4%；(3) 铜矿罢工频繁，中国2019年禁止废七类废铜的进口，供给收紧预期增强。铜价上涨的原因中更多的是铜的金融属性，而商品属性只能说是偏强而已。

我们认为在8月中这些因素可能会转弱。首先，美元指数算是利空出尽，在美联储9月会议前，美元指数有望迎来修复。其次，8月薪资谈判的铜矿山不多，罢工因素可能减弱。此外，国内的需求变化仍是对铜价的重要因素。6月和7月淡季需求不淡，但市场预期似乎过于乐观了，但是从一些宏观指标和铜材加工厂的反馈来看，8月需求大概率环比小幅转弱，目前的实体需求难以支撑较高的铜价，而旺季需求需要去印证。

综上所述，我们认为8月铜价或以回调为主，重点关注的是美元指数和国内需求的变化。中短期而言，维持铜价在45000-52000元/吨内区间波动的判断。

不确定性因素：铜矿罢工

## 1. 行情回顾

7月铜价延续强势，月涨幅为5.6%，并突破前期高点，创近两年的新高。笔者认为铜价涨势超笔者预期的原因是：（1）中国经济延续稳定增长，部分对中国经济的悲观预期继续调整，此外，中国人民银行为了稳增长货币收紧力度下降，甚至有再度放水的嫌疑；（2）美联储货币政策偏鸽派，以及特朗普政策的难产，导致美元指数大幅回落，7月跌幅达2.4%；（3）铜矿罢工频繁，中国2019年禁止废七类废铜的进口，同时加强对废铜的监管，供给收紧预期增强；（4）炎热的天气有利于空调的销售，空调周期有望延续到年底。那支撑铜价的这些因素还会继续吗？

图1. LME3月铜日K线走势图



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

图2. LME3月铜月K线走势图



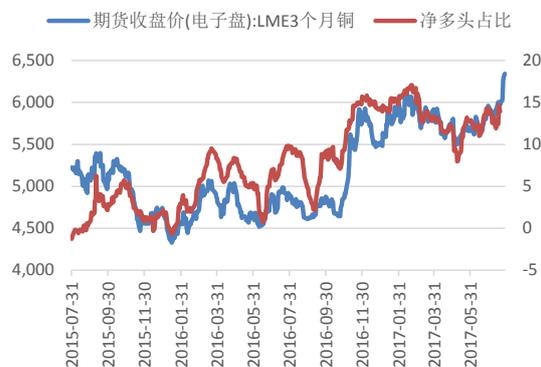
数据来源：文华财经，兴证期货研发部

图3. CFTC基金净多头大幅增仓



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图4. LME基金多头大幅增仓



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 2. 宏观经济

### 2.1 中美央行货币收紧不及预期

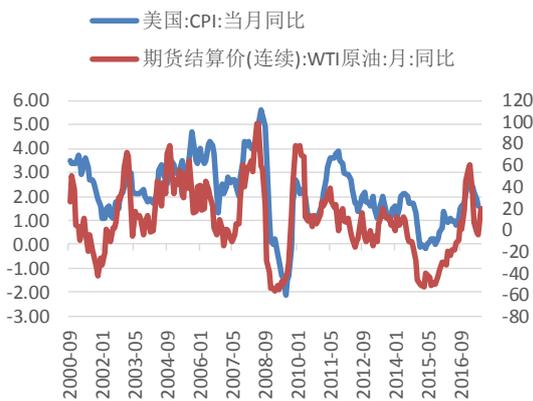
美联储在7月议息会议上按兵不动，但会议纪要略显鸽派，因通胀预期依然疲软，相较于以前的预期（在9月加息1次和12月加息1次，在年底开始缩表），目前调整为在9月开始缩表，但加息却充满疑问。未来，通胀预期能否回升将成为影响美联储货币收紧的关键因素。

导致美元下跌的另一个因素是特朗普政策的难产。根据对新闻报道的统计，截止到7月底（距离10月1日的新财年仅剩两个月），特朗普的重要新政主张一个都没有实现：医改形同虚设，税改、新财年财政预算、联邦债务上限等重要问题也都未解决。市场对特朗普政策拉动美国经济增长的预期下降。

我们认为，8月美元指数继续下跌的空间有限，或底部震荡，在9月美联储会议前夕，美元可能迎来修复的行情，主要原因是（1）OPEC将继续执行减产计划，并可能加强对减产力度的监管，原油中短期内大概率维持偏强震荡的态势，原油同比增长的回升或提振市场的通胀预期，进而提升市场对美联储的加息预期。（2）美国经济仍强劲，失业率仍处在低位，花旗美国意外经济指数出现触底反弹，也反应美国经济开始好于预期。（3）特朗普政策仍存在不确定性，目前市场似乎过于悲观。

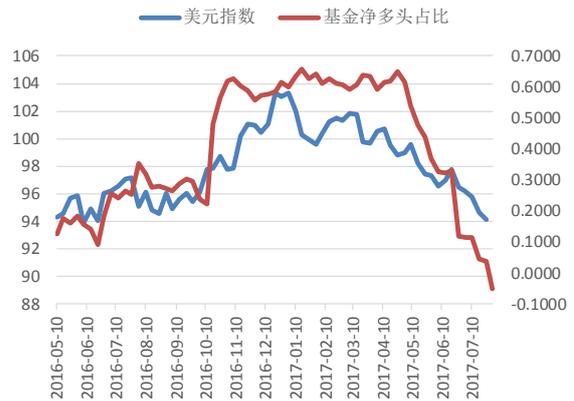
国内方面，央行为了稳增长，货币政策继续呈现偏松，3个月SHIBOR从4.5%降至4.25%，官方媒体也称货币政策已不宜进一步收紧，预计后续稳中偏松的概率较大。我们认为，未来中美货币政策的差异仍将主导人民币对美元的汇率，目前中美十年期利差虽有回落，但仍维持在较高水平，人民币短期仍将继续坚挺，后续关注美元的反弹增加对人民币的贬值压力。

图5. 原油价格同比增速回升或带动通胀预期



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图6. 净多头继续减少，美元持续回落



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图7. 中美十年期利差有所下降



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图8. 中美3个月银行拆借利率



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 2.2 全球经济环比小幅下滑，但整体仍保持稳健

摩根大通全球制造业 PMI 指数 7 月有望小幅下降，但维持在高位，制造业仍处在扩张中。目前公布的 7 月制造业 PMI 指数均出现小幅下降，其中中国下降 0.3 个百分点至 51.4，欧元区下降 0.6 个百分点至 56.8，美国 ISM 制造业 PMI 也大幅下降 0.5 个百分点至 56.3，印度下降 3.0 个百分点至 47.9。

OECD 综合领先指标在 5 月录得 100.0151，较 4 月下降 0.0070 点。IMF 在其最新报告中，维持今年 4 月份对今明两年的全球经济增长率预测值 3.5% 和 3.6% 不变，对中国今明两年经济增长预期，分别上调 0.1 和 0.2 个百分点至 6.7% 和 6.4%。

图9. 全球制造业PMI小幅回落，但仍维持

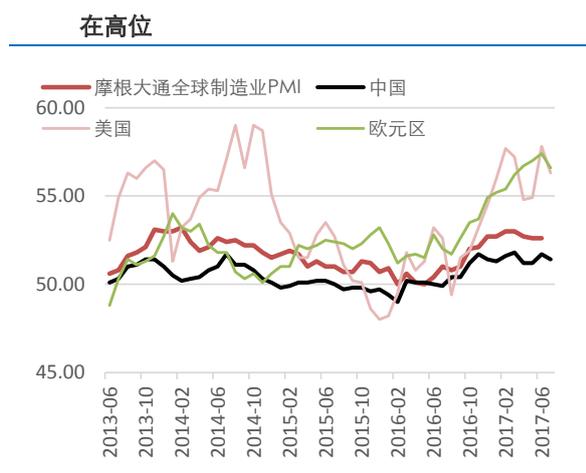
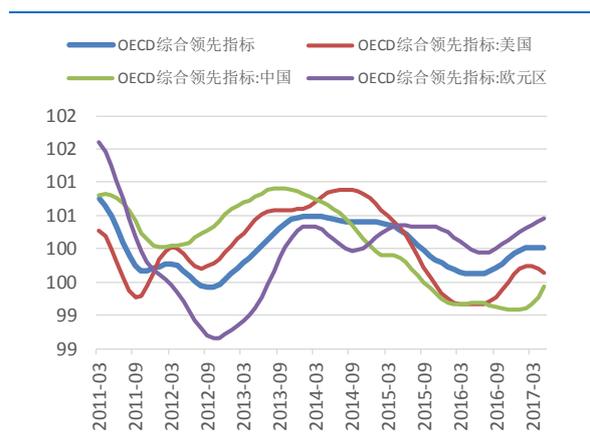


图10. OECD综合领先指标出现下降



## 3. 基本面

### 3.1 罢工此起彼伏，废铜供应偏紧，加工费维持区间波动

#### (1) 铜精矿供应偏紧预期不变，而废铜供应也出现问题

据海关总署公布，2017 年 6 月中国进口铜精矿 140.6 万吨，环比增加 21.9%，同比增加 4.1%，上半年铜精矿累计同比增长 2.9%。6 月环比大幅增加符合之前的预期，因国外大型铜矿罢工结束后逐渐恢复生产，使得铜精矿到港量增加，预计后续进口量有望保持目前的水平。

7 月国内进口铜精矿的加工费较 6 月小幅下降 0.5 美元/吨至 82.5 美元/吨，显示铜精矿在一些干扰下仍显偏紧的状态；而，国内冶炼小组（CSPT）确定的第三季度最低加工费采购价为 86 美元/吨，高于第二季度的 80 美元/吨，也高于目前的现货加工费 82.5 美元/吨，表明冶炼厂对三季度铜精矿的供应较为乐观。我们认为，8 月罢工情况的减少可能会提振加工费的上涨。

对于冶炼厂来说，废铜对铜精矿具有替代效应。由于铜精矿的紧张，冶炼厂加大对废铜的采购，导致废铜市场持续处于偏紧的状态。而 7 月市场传出中国将在 2019 年开始对废七类废料禁止进口，据机构测算，此举最大影响国内的铜供给量为 30 万吨，不过由于还有一年半的时间，国内企业可通过在海外设立拆解园（东南亚）拆解后的废铜仍大概率流入中国，因此影响较小，至少短期内不会有影响。另外，江西安徽等地加大对虚开增值税发票的打压，市场对带票废铜的需求增加，而目前江浙等地的个体商因缺乏开票资格，出现压低价格也无人问津，这也导致

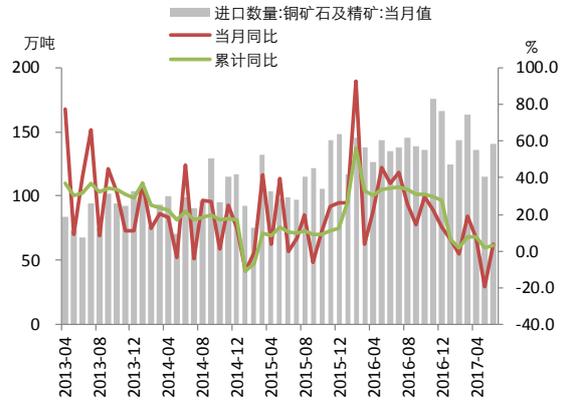
了市场对进口废铜的需求，预计后续废铜进口量仍将维持在高位。据海关总署公布，6月进口废铜33.98万吨，同比增长23.6%，上半年同比增长18.7%，可见今年对废铜的需求旺盛，这也部分缓解了铜精矿供应偏紧的状况。

图11.中国铜冶炼厂短单加工费



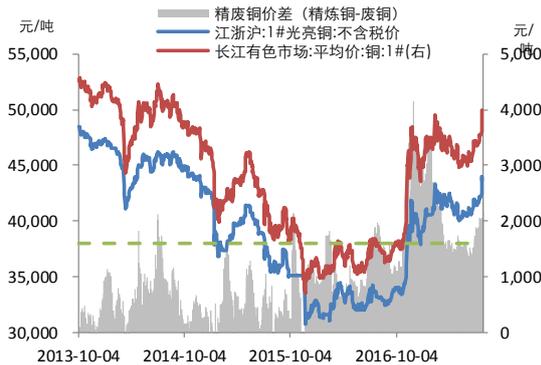
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图12.中国铜精矿进口量



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图13.精废铜价差（长江均价-光亮铜含税价）



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图14.废铜进口大幅增加



数据来源：WIND，兴证期货研发部

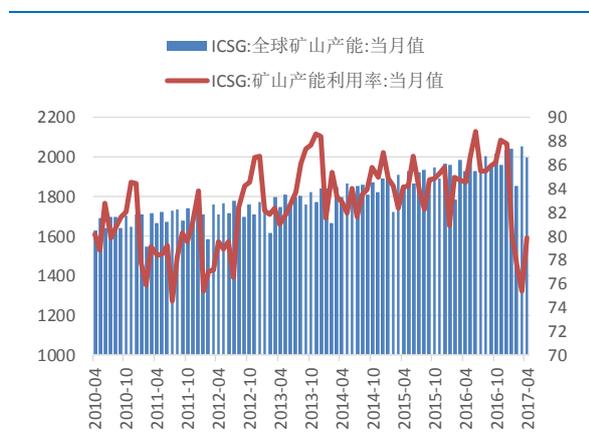
从全球铜矿供给的角度来看，罢工现象此起彼伏，今年铜矿干扰率很可能超过平均水平5%，预计将达6%。从下面的表中可发现，7月份罢工的消息较多，不过有些在罢工之前达成了薪资谈判，但也有继续维持罢工的，比如 Cerro Verde 铜矿继续延长罢工一个月至第四个月，该铜矿年产量为50万吨。我们结合其他机构的统计，预计截至到7月底，全球铜矿因供应中断而影响的产量达60-70万吨（其中全球前三大铜矿就损失了35万吨的产量），占ICSG对2017年全球铜矿的预测产量的3.1%。8月份未见有铜矿薪资谈判，所以8月份的干扰情况可能有所减少，或许可以缓解市场的供应紧张压力。

表：7月份全球铜矿罢工情况

时间	内容
2017/7/4	Zaldiva和centinela铜矿的监管人员已投票决定罢工，预计政府调停时间将再持续五天
2017/7/5	必和必拓控股智利Escondida铜矿与工会针对工人问题达成协议，罢工告一段落
2017/7/11	智利Zaldiva铜矿工人通过投票批准举行罢工，之前和资方的谈判已经破裂
2017/7/19	秘鲁工会决定全国性罢工，以抗议提议的劳动改革
2017/7/21	智利Zaldiva铜矿未能就一份薪资协议达成一致，并已同意将此政府调停谈判延长至下周
2017/7/24	经过五个小时的谈判过后，秘鲁工会领袖取消了罢工，罢工并未影响到一些大型矿场的产量
2017/7/24	Cerro Verde铜矿约5,000名矿工将延长罢工第四个月，以抗议公司的裁员及雇佣条款。
2017/7/25	智利铜矿商Antofagasta与其Zaldivar矿场的工人已签署了薪资协议，罢工威胁得以避免

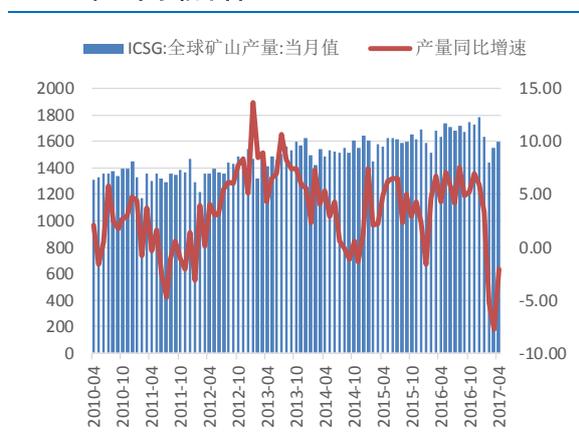
资料来源：网络新闻整理，兴证期货研发部

图15.全球铜矿4月产能下降，但利用率上升至79.9%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图16.全球铜矿4月产量159.7万吨，同比下降2.1%，预计全年小幅下降



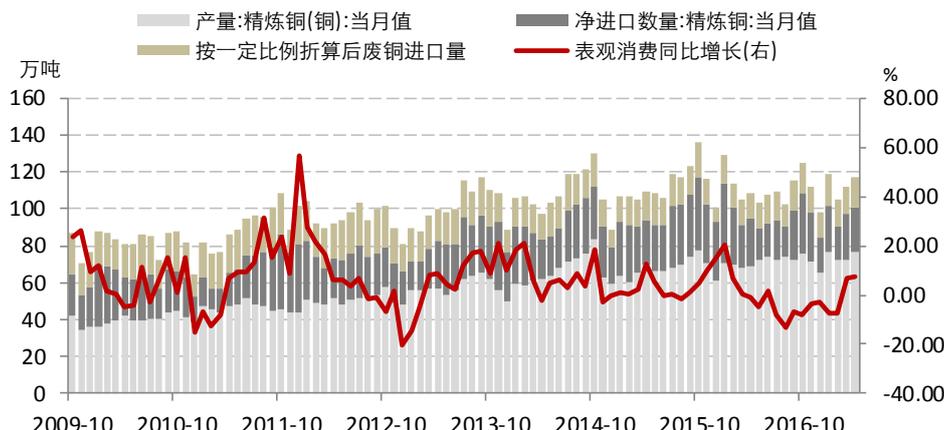
数据来源：WIND，兴证期货研发部

## (2) 国内精铜产量逐步释放，仍维持过剩的状态

综合各个部门公布的数据，6月国内精铜的表现消费量为117.01万吨，其中精铜产量为76.8万吨（统计局数据），精铜净进口24.24万吨，废铜净进口33.98万吨（按47%的品位折算为15.97万吨），同比增长7.7%，主要是国内冶炼厂的产量逐渐在增加，而废铜进口的增加也部分替代了铜精矿和精铜的进口量，预计8月国内精铜产量仍将维持较高的水平。整个上半年，国内精铜的表现消费量为663万吨，同比减少10万吨或1.5%，尤其是精铜的进口量急剧下降，也表明国内对进口铜的需求在下降。

从全球的角度来看，全球冶炼厂仍维持较高的产能利用率，4月份达85%，比3月继续提高0.3个百分点，显示目前冶炼厂在高铜价的情况下生产积极性较高。

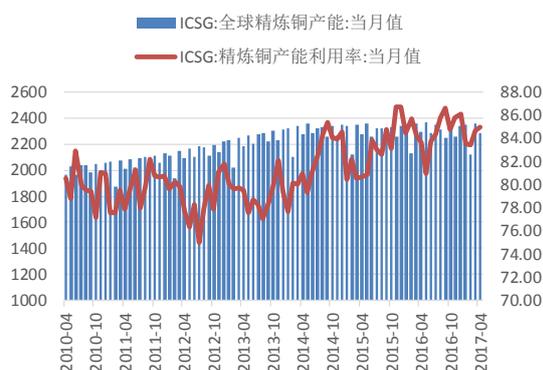
图17.中国精铜表观消费量



数据来源：WIND，兴证期货研发部

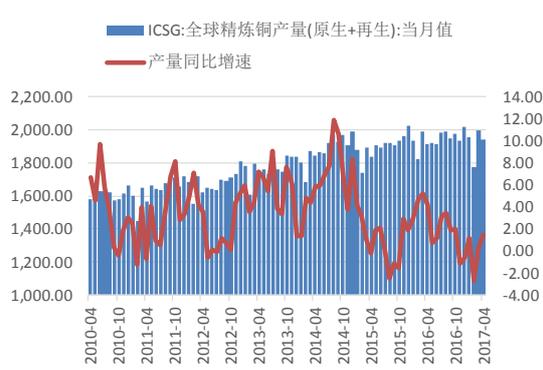
图18.全球4月精铜产能228.7万吨，产能利用率攀升至

85%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图19.全球4月精铜产量194.3万吨，同比增长1.5%



数据来源：WIND，兴证期货研发部

### 3.2 国内需求淡季不淡，欧美需求保持稳定

#### (1) 国内需求：淡季不淡，但旺季需求仍存疑

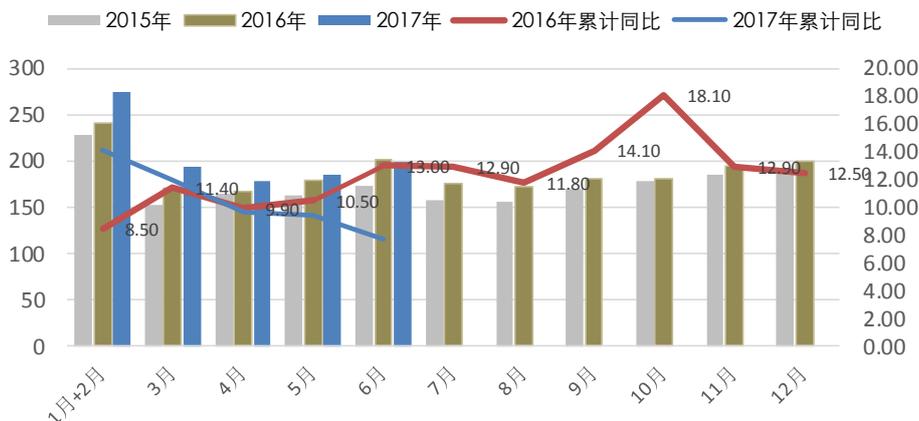
据国家统计局的数据显示，2017年6月铜材产量为198.8万吨，环比增长7.0%，同比增长2.5%，累计同比增长7.7%，前值9.4%，国内铜材产量增速出现下滑，但仍维持在较高的增速水平。

分行业来看：

#### 电力行业表现稳定，8月环比可能小幅下滑

据SMM调研数据显示，7月国内电线电缆企业开工率为89.65%，同比增加10.81个百分点，环比下降2.18个百分点，预计8月开工率环比继续小幅下滑因淡季订单有所减少；6月份国内铜杆企业开工率72.96%，同比下降1.65个百分点，环比下降1.58个百分点，铜杆占铜材生产的53%，主要用在电线电缆等行业。6.30光伏抢装潮交货完毕，是7月电线电缆的开工率环比出现下滑的主要原因。目前电网的交货量仍在，7月电线电缆开工率仍维持高位。据能源局公布，2017年1-6月电网投资累计同比增加10.0%，增速环比增加0.5个百分点，但同比远低于去年33.2%的增速，与6月铜杆开工率走势相符合。

图20.中国每月铜材产量



数据来源：WIND，兴证期货研发部

**空调保持强势，炎热的天气有望支撑空调至四季度**

据 SMM 调研数据显示，6 月份铜管企业开工率 89.82%，同比增加 19.53 个百分点，环比增加 0.27 个百分点。铜管占铜材量的 12%，基本上用在空调行业。据产业在线的数据显示，6 月空调产量和销售同比分别增长 44.8%和 41.4%，空调销售延续强劲，同时企业库存也下降 22.3 万台。炎热的天气加上商场的打折销售使得空调继续维持强劲增长，关注后续天气的变化，预计空调销售的强劲可能延迟至四季度。

**汽车 6 月销售出现反弹，但库存压力较大**

据中汽协公布数据显示，6 月份汽车产量和销售同比分别增长 5.4%和 4.5%，6 月新能源汽车产量同比增长 44.4%，累计同比增长 14.7%。不过 6 月汽车的库存预警指数上涨 6.4 个百分点至 58.2%，库存压力依然不小。

**机械设备（挖掘机销售继续强势）**

据 SMM 调研数据显示，6 月铜板带箔企业开工率 71.37%，同比增加 6.2 个百分点，环比下降 0.05 个百分点，占铜材的 15%左右。据统计局数据显示，挖掘机在 6 月的产量同比增长 78.7%。据机构的报告显示，目前中国处于设备的 6-7 年后的更新周期，所以机械设备的同比增速或仍可维持强势。

6 月国内进入铜的需求淡季，但从数据来看，6 月铜的消费并不淡，铜材开工率均维持在较高的水平，终端销售也表现较好。据一些市场调研以及一些领先指标来看，8 月铜材开工率可能小幅转弱，但整体仍有望维持在较高水平，接下来需要重点关注的是金九银十的旺季需求，需谨防旺季并不旺的现象出现，或者说淡季是否有需求透支的情况。

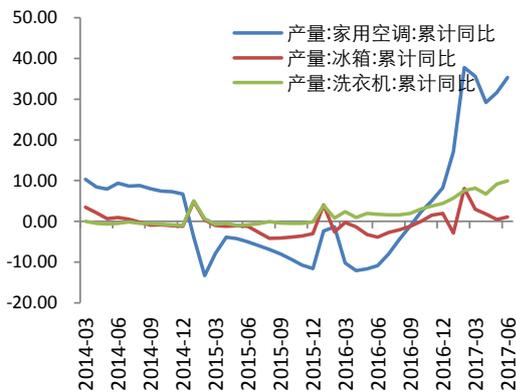
图21.电网6月增速继续反弹，关注其拐点

图22.国内商品房6月销售增速企稳



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图23. 空调6月产量维持高速增长

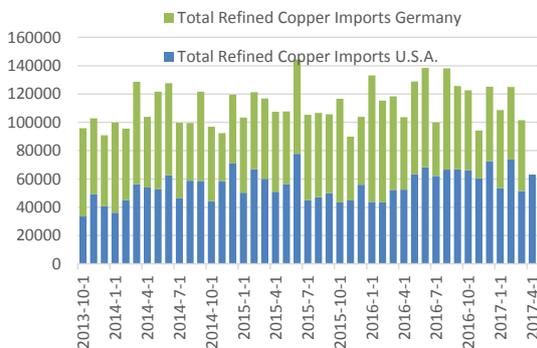


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

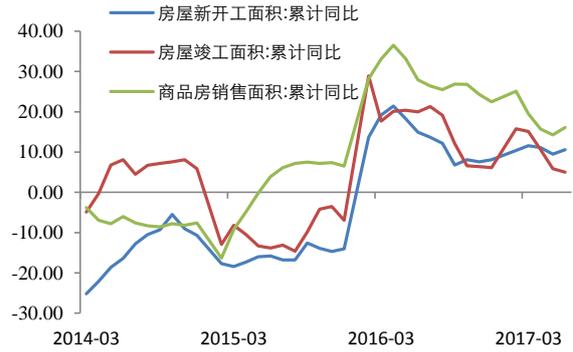
(2) 欧美市场: 美国和德国对铜需求有所增加, 但贸易溢价仍维持低位

从贸易溢价的走势来看, 美国的贸易溢价在5月底跌至115.74美元/吨之后就一直延续至今, 而且仍维持在较低的水平, 表明美国对进口铜的需求依然疲软。同样, 欧美市场对进口铜的需求也维持在较低的水平上。美国5月精铜进口6.3万吨, 同比增长20.5%, 德国4月精铜进口5.0万吨, 同比下降24%。

图25. 美国和德国精铜进口量

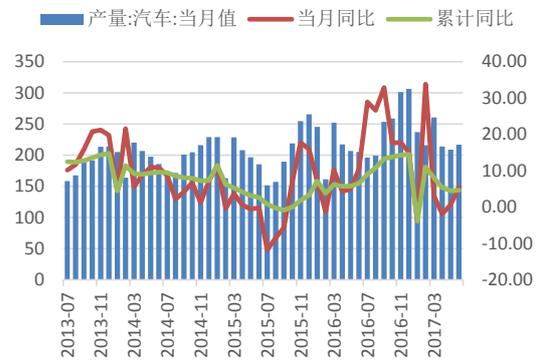


数据来源: WIND, 兴证期货研发部



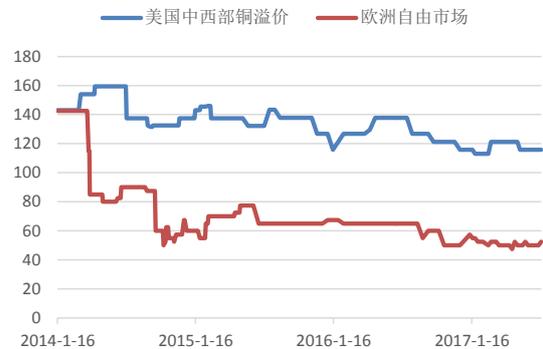
数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图24. 汽车6月产销出现反弹



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图26. 美国7月贸易溢价为115.7美元/吨, 欧洲7月贸易溢价为52.5美元/吨



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

(3) 全球铜消费量, 中国仍是全球铜需求变动的主要贡献者

据 ICSG 的数据显示,全球 4 月精铜消费量 199.6 万吨,同比增长下降 4.0%,环比下降 0.9%,整体仍保持在 190-200 万吨的区间内, 其中中国仍是需求变动的主要贡献者。

图27.ICSG全球精铜近几年消费稳定, 中国仍是变动的主要贡献者

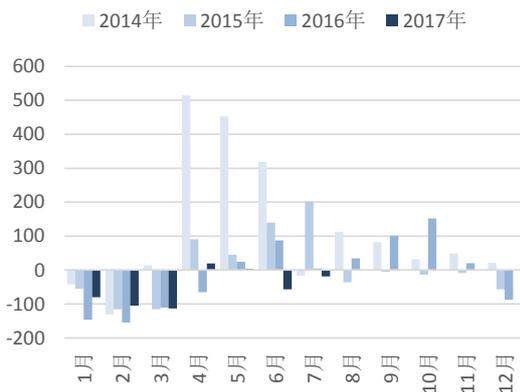


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 4.精铜去库存支撑铜价

全球总库存 (LME+COMEX+SHFE+保税区+国内部分社会库存) 7 月底库存总计为 121 万吨, 较 4 月的最高点减少 28 万吨, 较 6 月底增加 4 万吨, 较去年底仍增加 18 万吨, 其中显性库存为 63.4 万吨 (上期所 17.9 万吨, LME30.1 万吨, COMEX15.5 万吨), 较 6 月底增加 6 万吨, 主要是 LME 库存增加 4 万多吨, 较去年底增加 8.6 万吨。目前的库存水平已处于近三年的均值水平, 后续继续关注库存的变动, 库存的下降有望继续支撑铜价。

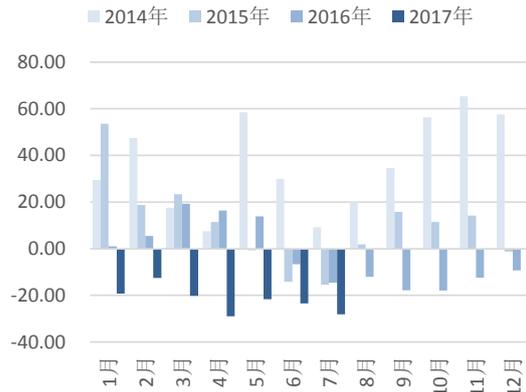
图28.国内现铜贴水幅度大于往年



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图30.全球总库存 (三大交易所+保税区) 自4月以来持续处于去库存状态

图29.LME现铜贴水幅度也大于往年



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图31.LME注销仓单变动频繁



数据来源：WIND，Bloomberg，兴证期货研发部



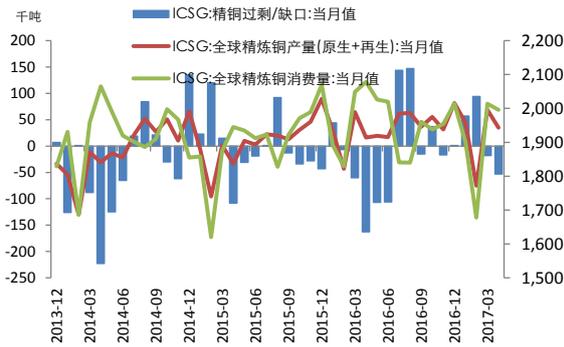
数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 5. 全球供需平衡

据 ICSG 的数据显示，全球精铜市场在 4 月供应短缺 0.5 万吨，1-4 月累计过剩 8 万吨；而 WBMS 的数据显示，全球精铜市场 1-5 月累计供应短缺 6.5 万吨。

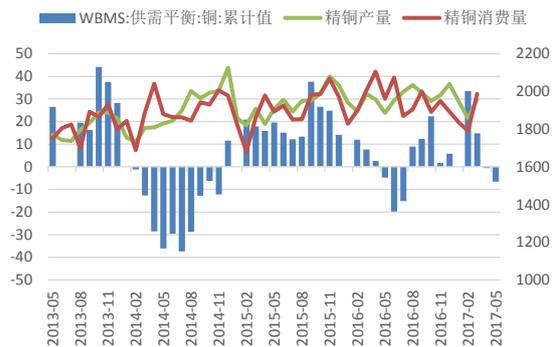
整体来看，我们维持铜精矿偏紧的预期，而精铜呈小幅过剩的状态。

图32. ICSG 4月精铜短缺0.5万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图33. WBMS 显示1-5月精铜累计短缺6.5万吨



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 6. 总结

此轮铜价上涨的原因有：(1) 中国经济延续稳定增长，人民银行货币收紧有所放缓，国内淡季需求不淡；(2) 美联储货币政策偏鸽派以及特朗普政策的难产，导致美元指数大幅回落，7 月跌幅达 2.4%；(3) 铜矿罢工频繁，中国 2019 年禁止废七类废铜的进口，供给收紧预期增强。铜价上涨的原因中更多的是铜的金融属性，而商品属性只能说是偏强而已。

我们认为在 8 月中这些因素可能会转弱。首先，美元指数算是利空出尽，在美联储 9 月会议前，美元指数有望迎来修复。其次，8 月薪资谈判的铜矿山不多，罢工因素可能减弱。此外，国内的需求变化仍是对铜价的重要因素。6 月和 7 月淡季需求不淡，但市场预期似乎过于乐观了，但是从一些宏观指标和铜材加工厂的反馈来看，8 月需求大概率环比小幅转弱，实体需求难以支撑较高的铜价。

综上所述，我们认为，8 月铜价或以回调为主，重点关注的是美元指数和国内需求的变化，从中短期而言，我们维持铜价在 45000-52000 元/吨内区间波动的判断。

主要不确定性因素：铜矿罢工因素

## 冲高遇阻返身回落

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：施海

021-20370945

shihai@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

7月，天然橡胶延续原有下跌走势，探低遇撑，止跌企稳，并返身浅幅回升，随即又冲高遇阻，止涨企稳，并返身回落，由此反映了天胶市场供需关系利空逐渐转变为偏多的背景和实质。

#### ● 后市展望及策略建议

展望8月走势，受国际国内诸多方面利多利空因素的中性交织作用，在周边东京胶市、新加坡胶市双双探低遇撑浅幅回升的走势牵制下，沪胶后市也将可能探低回升的走势，同时受制于全球宏观经济、金融形势中性因素影响，虽然短线可能回升，但中期仍可能重新回归低位区域性震荡整理走势，操作上宜以短线交易为主。

## 1. 宏观经济及金融形势分析

国内方面，7月份，中国非制造业商务活动指数为54.5%，虽比上月回落0.4个百分点，但与上半年均值基本持平，非制造业继续保持稳中向好的发展势头。

分行业看，服务业商务活动指数为53.1%，比上月回落0.7个百分点，但高于去年同期0.5个百分点，服务业延续了较快增长态势。

从行业大类看，航空运输业、邮政业、电信广播电视和卫星传输、互联网及软件信息技术服务等行业商务活动指数均连续位于60.0%以上的高位景气区间，业务总量实现快速增长。

道路运输业、房地产业、居民服务及修理业等行业商务活动指数位于收缩区间，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为62.5%，比上月上升1.1个百分点，企业生产保持快速增长。

新订单指数为51.1%，比上月回落0.3个百分点，保持在临界点以上，表明非制造业市场需求增速略有放缓。

分行业看，服务业新订单指数为50.2%，比上月回落0.5个百分点，连续3个月位于扩张区间。建筑业新订单指数为56.0%，比上月上升0.6个百分点，持续高于临界点。

投入品价格指数为53.1%，比上月上升1.9个百分点，位于临界点以上，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体水平持续上涨。分行业看，服务业投入品价格指数为51.9%，比上月上升2.3个百分点。建筑业投入品价格指数为59.8%，比上月回落0.1个百分点。

销售价格指数为50.9%，比上月上升1.6个百分点，重返临界点之上，表明非制造业销售价格总体水平有所上涨。分行业看，服务业销售价格指数为50.6%，比上月回升1.8个百分点。建筑业销售价格指数为52.5%，比上月上升0.5个百分点。

从业人员指数为49.5%，比上月微落0.1个百分点，持续位于临界点以下，表明非制造业从业人员数量继续减少。分行业看，服务业从业人员指数为48.6%，比上月回落0.6个百分点。建筑业从业人员指数为54.2%，比上月上升2.3个百分点。

业务活动预期指数为61.1%，与上月持平，连续3个月位于高位景气区间。分行业看，服务业业务活动预期指数为60.4%，比上月上升0.4个百分点。建筑业业务活动预期指数为65.3%，比上月回落2.3个百分点。

7月份，制造业PMI为51.4%，比上月向下小幅波动0.3个百分点，与上半年均值基本持平，今年以来一直保持在51.0%—52.0%的运行区间，总体走势平稳。

本月主要特点：一是供需持续扩张，但增速减缓。由于近期全国大范围持续晴热高温、部分地区遭受暴雨洪涝灾害，一些企业例行设备检修，制造业生产活动有所放缓。生产指数和新订单指数为53.5%和52.8%，分别比上月回落0.9和0.3个百分点，但两者差值明显缩小，供需关系有所改善。

二是进出口保持增长，但涨幅收窄。新出口订单指数和进口指数为50.9%和51.1%，分别比上月回落1.1和0.1个百分点，均连续位于扩张区间，其中进口指数为今年次高点。

三是企业继续加大采购力度，价格指数双双上升。本月采购量指数为52.7%，高于上月0.2个百分点，为今年次高点。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为57.9%和52.7%，分别比上月上升7.5和3.6个百分点，出厂价格指数重回临界点之上。

其中，黑色金属冶炼及压延加工业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双攀升至高位景气区间，均为今年高点。

四是市场预期持续向好。生产经营活动预期指数为59.1%，比上月提高0.4个百分点，连续

3 个月上升，为今年次高点，高于去年同期 3.3 个百分点，表明企业对未来发展的信心进一步增强。

调查结果显示，受产能过剩、结构调整等因素影响，石油加工及炼焦业、非金属矿物制品业行业 PMI 连续 3 个月位于收缩区间，低于制造业总体水平。此外，近四成企业反映劳动力成本上涨，企业用工成本压力依然较大。

分企业规模看，大型企业 PMI 为 52.9%，比上月上升 0.2 个百分点，连续两个月回升。中、小型企业 PMI 为 49.6% 和 48.9%，分别比上月回落 0.9 和 1.2 个百分点。

#### 非制造业商务活动指数延续平稳扩张态势

7 月份，中国非制造业商务活动指数为 54.5%，虽比上月回落 0.4 个百分点，但与上半年均值基本持平，且持续位于 54.0% 以上的较高景气区间，非制造业继续保持稳中向好的发展势头。

服务业运行总体平稳。商务活动指数为 53.1%，虽比上月回落 0.7 个百分点，但高于去年同期 0.5 个百分点，服务业延续了较快增长态势。从行业大类看，邮政快递、电信广播电视和卫星传输、互联网及软件信息技术服务等行业商务活动指数均连续位于 60.0% 以上的高位景气区间，业务总量实现快速增长。

同时，与暑期旅游消费相关的铁路运输、航空运输、住宿餐饮和生态保护及环境治理等行业商务活动指数环比均有所上涨，经营活动较为活跃。道路运输、房地产、居民服务及修理等行业商务活动指数位于收缩区间，业务总量有所回落。

从市场预期看，业务活动预期指数为 60.4%，高于上月 0.4 个百分点，连续 3 个月上升，为年内次高点，企业对行业发展持续保持乐观。

建筑业景气度高位提升。随着重点领域投资力度不断加强，基础设施投资持续高位运行，今年以来建筑业企业生产保持快速增长，本月商务活动指数为 62.5%，比上月上升 1.1 个百分点，为近年来高点。

从市场需求看，新订单指数为 56.0%，高于上月 0.6 个百分点，市场需求稳定增长，建筑业有望继续保持较快发展。

国际方面，美国经济在经历了疲软的 1 季度之后，2 季度增速按年率计算反弹至 2.6%。不过，上半年 1.9% 的增速仍低于去年同期的 2.2%。

综合来看，美国经济仍延续金融危机之后的温和复苏态势。但这同时也意味着，特朗普政府刺激经济更快增长的承诺被证明更多是政治噱头，难以转化为经济现实。

美国 2 季度经济增速基本符合市场预期。具体来看，个人消费和企业投资是当季经济增长的最大推动力。消费作为美国经济的主引擎表现颇佳，2 季度个人消费开支增速高达 2.8%，远高于 1 季度的 1.9%。同时，当季企业设备投资增速达 8.2%，创下 2015 年 3 季度以来最快增速。

不过，2 季度数据中也出现了两大令人担忧的迹象。

其一是个人可支配收入增速从一季度的 5.1% 降至 3.5%。路透社援引分析人士的话称，虽然美国已接近实现充分就业，但收入增速放缓给未来经济增长蒙上阴影。

其二是虽然美国经济增速反弹，但通胀率却持续走低。衡量通货膨胀水平的个人消费开支价格指数 2 季度增幅仅为 0.3%，扣除价格波动较大的食品和能源后增幅也仅为 0.9%，低于 1 季度的 1.8%。这意味着美国通胀发展趋势正在远离美联储设定的 2% 目标值。

这些都将成为美联储在决定货币政策时的考虑因素。经济学家普遍预计，美联储将于今年 9 月开始缩减资产负债表（缩表），并在 12 月再次加息。这些举措都将收紧流动性，弱化美国经济增长动能。

当前，美国经济继续保持稳健、温和的复苏态势，但远说不上强劲。并且近两年，美国经

济呈现出放缓态势，在 2015 年达到 2.9% 的后危机时代最高增速后，2016 年大幅放缓至 1.6%。

按照美联储分析，美国经济长期增长区间在 1.8% 到 2%。国际货币基金组织 (IMF) 也预计，美国实现充分就业、温和通胀情况下的潜在经济增长率约为 1.8%。

IMF 在日前公布的最新报告中将美国今明两年经济增长预期均下调至 2.1%，低于 4 月份预测的 2.3% 和 2.5%。该机构还预计，2019 年和 2020 年，美国经济增速将逐步向 1.8% 的潜在经济增长率靠拢。

美国国会预算办公室在 6 月底发布的报告中也预计，到 2018 年美国经济增长将略高于 2%，而此后直至 2027 年美国平均增速都将略低于 2%。

宏观经济形势，对天胶构成中性偏多作用。

## 2. 全球天胶供需关系分析

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

预计 2016 年全球天然橡胶产量不足 1160 万吨，消费量 1250 万吨；2017 年产量不足 1200 万吨，消费量有望突破 1260 万吨。

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

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

东南亚主产国种植状况显示，从总种植面积来看，2016 年 ANRPC 的总面积达到 1154 万公顷，一直有增无减。但是增速却是逐年递减，从 2010 年的 4% 滑落至今年的 1.8%。可见 IRSG 预测橡胶种植面积资源殆尽还是有据可依。

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

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

从 ANRPC 的开割面积来看，2016 年的开割总面积为 866 万公顷，且近几年 ANRPC 的开割率都稳定在 75% 左右。其中印尼今年的割胶面积为 303 万公顷，割胶率为 83%，而泰国方面开割面积为 283 万公顷，开割率为 91%。大体来看，ANRPC 开割面积的趋势与总种植面积相似，总量在上升但是增速仍在减少，从 2010 年的 4.6% 下降到今年的 1.6%。

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

ANRPC 成员国天然橡胶消费量占全球总消费量的 65%，2016 年有望继续增长 4.5%。当前

供需面有利于产业发展。

2017 年世界天胶将增产，预计为 1256.2 万吨。主要原因是 2010—2012 年新种胶树进入割胶期，以及价格好转下，印度、马来西亚被弃割的成熟橡胶树会恢复割胶。国内市场上，天胶产量近年下降趋势与弃割胶树复割因素对冲，中国产量与 2016 年持平，预计为 74 万吨。预计 2017 年全球天胶消费量为 1263.8 万吨。

从数据来看，印尼有着最大的橡胶种植面积为 364 万公顷，而泰国以 309 万公顷排名第 2。之所以泰国产量能超印尼，主要还是靠着自身年轻的胶树们及 90% 的高割胶率，而印尼方面橡胶树产量就稍许小一点。

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

IRSG 最新数据显示，2017 年全球天然橡胶产量预计为 1385.5 万吨，同比增长 5.6%；亚太地区产量增长 5.3%，其中，泰国、印度尼西亚、越南、马来西亚产量分别为 446.4 万吨、304 万吨、113 万吨和 88.8 万吨，同比分别增长 2.9%、3.1%、12.4% 和 -0.6%。中国产量为 118.9 万吨，同比增长 9.2%。

此外，数据还显示，2017 年非洲、南美洲地区的产量分别为 67.1 万吨和 36.4 万吨，同比分别增长 11.5% 和 4.3%。

而据 ANRPC 预估，2017 年上半年天胶总产量 499 万吨，同比增长 3.9%；出口量同比增长 1.5%。全年天胶产量同比增长 4.7%，出口量同比增 0.5%。

ANRPC 报告显示，2017 年 1—6 月，全球（含非 ANRPC 国家）天然橡胶产量同比增长 5.8% 至 572.9 万吨。

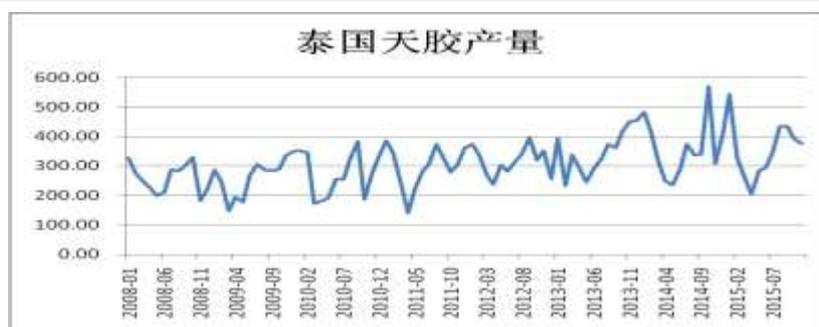
受此影响，沪胶主力合约 RU1709 由 6 月 30 日收盘价 13335 元下跌至 7 月 31 日收盘价 12545 元，累计跌幅为 790 元，相对跌幅为 5.92%。

由此对天胶构成中性偏空作用。

### 3. 主要产胶国产量分析

#### 3.1 泰国天胶产量分析

图 1：泰国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

泰国交通部长阿空 7 月 13 日表示，7 月 11 日内阁会议通过首期中泰高铁合作项目曼谷至呵叻工程建设，预测最快能够在 2021 年实现通车，极大缩短曼谷到外府的距离，每日客流量将达到 5310 人次。

目前每天约 2 万人往返曼谷至呵叻两地，将按照路程收取相应车费。曼谷至大城 195 泰铢；曼谷至北标府 278 泰铢；曼谷至巴冲 393 泰铢；曼谷至呵叻府 535 泰铢。至于曼谷至呵叻经济效益为 8.56%，若计算曼谷至廊开经济效益达到 11.45%。

阿空再次表示，8 月 15 日至 17 日将在曼谷召开第 20 次泰中高铁合作委员会会议，泰中双方将按照 2.1 合约签署合作协议。9 月份将在中国召开第 21 次泰中高铁合作委员会会议，双方将按照 2.2 合作签署合作协议，推动首段 3.5 公里高铁的施工建设。

10 月将不进行首段建设招标，从而节省首期建设时间。同时交由公路厅进行实施，公路厅具备建设人才和工具，而且首段建设不需要使用先进技术，预计 4 个月能够完成首期建设。

曼谷至呵叻路段全长 253 公里，投资款额 1794.13 亿泰铢。分为 4 个建设阶段：干东—班阿索 (3.5 公里)；巴冲—空卡南吉 (11 公里)；敬开—呵叻府 (119.5 公里)；敬开—挽赐 (119 公里)。预测曼谷至呵叻路段能够在 2021 年通车，至于呵叻至廊开路段最快 2022 年投入运营。

阿空表示，高铁最快时速为 250 公里，每一列车共有 600 个座位，全程共 1 小时 17 分钟 (90 分钟每趟)，预测运营首期客流量可达到 5310 人次，高铁乘客人数往后将持续增长。

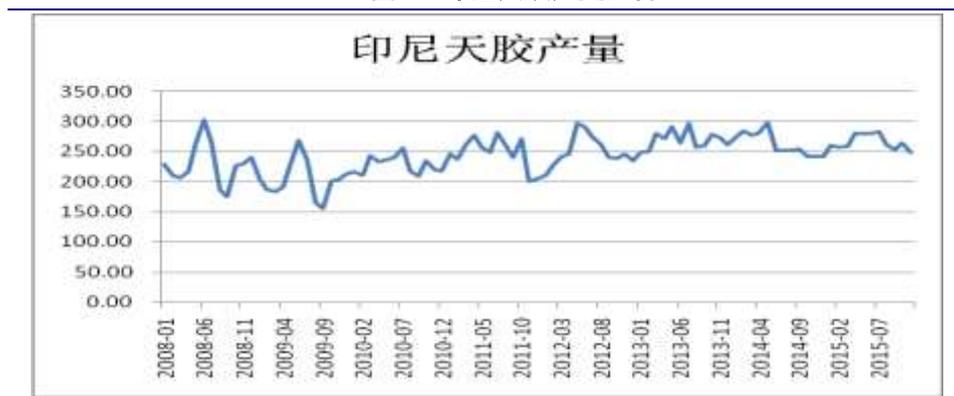
泰国国家安全指挥部周日表示，泰国 300 万莱非法占用橡胶园将被收回。该机构发言人称，目前全国有 310.19 万莱土地为非法占用种植橡胶。

在这些非法占有橡胶林中，有 36.73 万莱位于北部，46.93 万莱位于中部，71.53 万莱位于东北部，155 万莱位于南部。此次收回的公共土地目的在于恢复森林植被覆盖，泰国将联合自然资源和环境部、警方、地方当局联合行动。这次行动计划将泰国森林覆盖率由目前的 1.02 亿莱提高至 2027 年的 1.28 亿莱。同时呼吁当地农民保护自己的森林和土地，不要允许投资商任意开发。

综合泰国国内多种因素，对天胶构成中性偏多作用。

### 3.2 印尼天胶产量分析

图 2：印尼天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

天然胶生产国协会(ANRPC)最近发布的报告称，尽管全球供应不足，但是主要现货市场天然胶价格竟加速下跌。

据初步估计，2017 年 1-5 月期间，世界天然胶供应缺口接近 60 万吨，但马来西亚标准胶 SMR 20 价格已从 5 月 23 日的 1572 美元/1000 千克跌至 6 月 7 日的 1388 美元/1000 千克。

ANRPC 称，当前阶段的橡胶价格低迷，主要是大宗商品中普遍存在着下跌趋势的表现，而不是唯独橡胶才特有的现象。

这份报告指出，预计胶农们将因价格低迷会减少收获，并推迟越冬季节结束后重新开割的时间。

ANRPC 称，2017 年印度尼西亚天然胶供应仅会微增 0.2%，由 310 万吨增至 320 万吨。

泰国尽管开割胶树有望大幅增加，但预计其供应将从 417 万吨增至 438 万吨，低于预期的 5.1%。

而柬埔寨和印度 2017 年的天然胶供应有望大幅增长，柬埔寨的产量将增长 35.3%，由 2016 年的 14.52 万吨增至 19.64 万吨；印度的产量则将会增长 20.2%，由 2016 年的 62.4 万吨增至 75 万吨。

正因为如此，预计天然橡胶缺口从 2017 年 1-5 月的接近 60 万吨，然后在接下来的几个月有所收窄，到 12 月份可望减少至 46 万吨。

ANRPC 在报告中称，天然胶价格之所以越来越脆弱，缘于外部因素对其需求和供应的影响。上海期货交易所和东京工业品交易所的期货行情，对天然胶现货价格的“绑架”效应日益凸显，期交所很容易受汇率波动、原油价格和地缘政治动向的影响。

分析显示，对天然胶价格普遍看跌的趋势主要归因于原油价格意外下跌，6 月份美国上调利率成为压制亚洲大宗商品(包括橡胶)价格回升的另一主要因素。

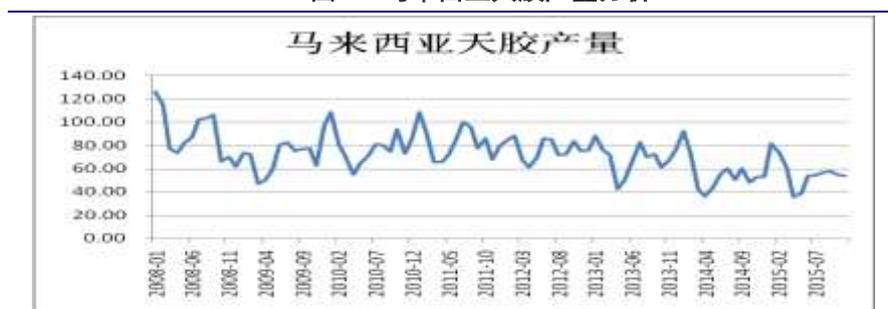
尽管 2-5 月原油价格下跌了 17%，但各方面的预测表明油价将会逐步回升。目前，布伦特原油价格在每桶 46 美元附近运行。根据美国能源信息管理局(U.S.EIA)的数据，预计到今年第四季度，布伦特原油价格将回升至每桶 54 美元。世界银行的预测显示，2017 年布伦特原油平均价格为每桶 55 美元，2018 年有望达到每桶 60 美元。

在 2017 年剩余的时期内，原油市场预期的复苏有望提振天然胶市场。

由此对包括印尼天胶供应均将产生中性偏多作用。

### 3.3 马来西亚天胶产量分析

图 3：马来西亚天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

马来西亚是东南亚老牌天然橡胶生产国，橡胶种植业曾是其两大支柱产业之一。

根据 IRSG（国际橡胶研究组织）公布的数据，2017 年全球橡胶需求量将持续微增。

2016 年全球天然橡胶消耗量达 1250 万吨，增长率为 3%，2017 年全球天然橡胶消耗量预计为 1287 万吨，增长率约为 2.9%。

2016 年全球合成橡胶消耗量达 1462.8 万吨，增长率约为 0.5%；2017 年全球合成橡胶消耗量预计为 1517.7 万吨，增长率约为 3.8%

2016 年全球天然橡胶产量约为 1229.5 万吨，增长率约为 0.2；预计 2017 年全球天然橡胶产量约为 1300 万吨，增长率约为 5.7%。

2016 年全球合成橡胶产量约为 1456.3 万吨，增长率约为 0.6%，预计 2017 年全球合成橡胶

产量约为 1495.7 万吨，增长率约为 2.7%。

马来西亚统计局最新公布的数据显示，2017 年 5 月，天然橡胶库存为 208299 吨，较上个月减少了 10.1%。与去年同期相比，上升了 11.8%。

马来西亚统计局最新公布的数据显示，2017 年 5 月，马来西亚天然橡胶出口量为 50630 吨，较 4 月减少了 14.8%。与去年同期相比，下降了 1%。

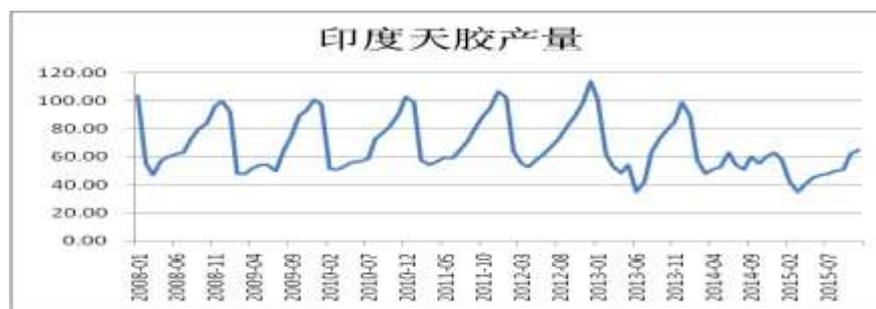
马来西亚 6 月天胶产量为 5.7 万余吨，同比 5 月天胶产量 4.7 万余吨增加 1 万余吨，增长幅度为 21.28%。

马来西亚 6 月天胶消费量为 4.37 万余吨，同比 5 月天胶消费量 4.28 万余吨增加 0.09 万余吨，增长幅度为 2.1%。

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 4：印度天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

据外媒消息，印度橡胶管理局（IRB）的最新数据显示，该国天然橡胶生产持续增长，2017 年，本财年（2016 年 4 月~2017 年 3 月）天然橡胶产量有望达到预计的 65.4 万吨。

据外媒消息，印度橡胶管理局（IRB）的报告称，价格上涨推动印度天然橡胶（NR）产量和出口量强劲增长。

IRB 称，2016-2017 财年国内 NR 产量达到 69 万吨，远高于此前的预期产量，即 65.4 万吨，较 2015-2016 财年的纪录（56.2 万吨）高 22.8%。今年 3 月份印度 NR 产量达到了 5.5 万吨，较去年同期水平更是高出 66.7%。

2016-2017 财年印度 NR 出口量达到 2 万吨，而上一财年仅出口了 865 吨。其中，今年 3 月份出口量达到了 4562 吨，而去年同期只有区区 33 吨。

该机构把产量反弹与国际市场价格上涨联系在一起，NR 产量增加是市场价格上涨和 IRB 在全行业推出一系列举措的结果，包括民众联系计划来提高产量和生产率。IRB 表示，通过培训等措施来帮助种植者树立信心，从而使更多的橡胶树得到收割。据称，去年有 1 万余人接受了割胶培训，未来几个月又将有 2.2 万人接受培训。

7 月 6、7 日产胶国召开了第 28 次 ITRC 会议，泰国、印度尼西亚以及马来西亚参与了此次会议，并同意考虑控制橡胶出口来减少价格波动。泰国橡胶管理局在声明中说到：共同协作、考虑关于量和时间的细节。

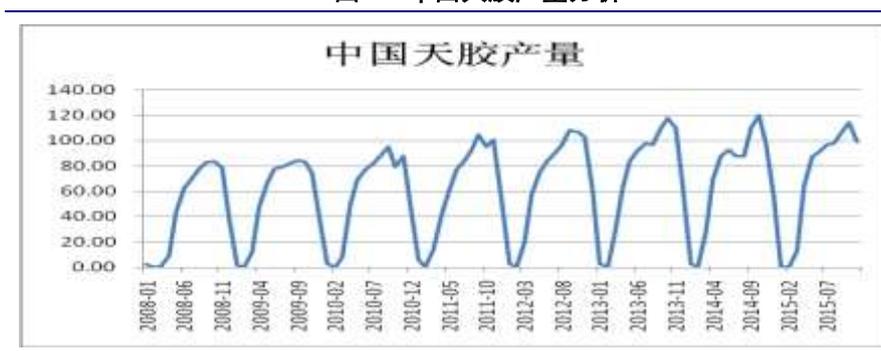
研究将会于 8 月 3 日完成。研究结果将会于 9 月份三国部长级会议上提出。部长议会时间从 12 月提前至 9 月。

虽然会议结果看似利好天胶市场，但因最终结果将在 9 月宣布，目前正值 7 月上旬，时间过于久远，且会议结果并无绝对达成的预期，对当前的天胶市场行情而言，此次会议再次“不了了之”。

由此对印度橡胶价格走势产生利多作用。

### 3.5 中国天胶产量分析

图 5：中国天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

天然橡胶因为其优良的特性，被广泛用于工业、国防、交通、民生、医药、卫生等领域，是一种重要的工业原料和战略资源。

经过了 60 多年的发展，我国天然橡胶产业不断壮大，现已有 1700 多万亩胶园，天然橡胶产能 100 万吨、年产量 85 万吨以及吸纳 300 多万人就业。

多年来，国家天然橡胶产业技术体系对该产业的发展起到了非常重要的作用。体系围绕产业发展需求，开展共性技术和关键技术研究、集成、试验和示范，为天然橡胶产业发展提供全面系统的技术支撑，同时推进产学研结合，提升区域创新能力，增强我国天然橡胶产业竞争力。

天然橡胶具有优良的回弹性、绝缘性、隔水性及可塑性等特性，经适当处理后，在拉伸强度、伸长率、耐磨性、撕裂和压缩永久变形等性能上都优于大多数合成橡胶，因此被广泛应用。

天然橡胶能够在杜仲、银胶菊、印度榕等 2000 多种植物中合成，但目前只有巴西橡胶树具有商业价值，其单产高、橡胶质量好、容易采收，且经济寿命长达三十多年，其总产量占目前世界天然橡胶总产量的 99% 以上。

自 1898 年开始人工栽培巴西橡胶树以来，世界天然橡胶种植业已有 120 多年历史。目前全球有 60 多个国家种植橡胶树，其中 90% 以上集中于亚洲地区。2015 年全球橡胶种植面积约 1418 万公顷，干胶产量为 1260 万吨，同比增长 1.7% 和 2.3%。

橡胶树对气候条件比较敏感，是典型的热带乔木树种，喜高温高湿静风环境，我国为非传统植胶区，受区域气候条件的影响，适宜植胶的土地面积相当有限。

目前，我国植胶业主要分布于海南、云南和广东等省区。2015 年，云南种植面积约 57.3 万公顷，海南约 54.2 万公顷，广东约 4.2 万公顷；海南和云南的产量占全国产量的 98%，其中云南占 53.8%。我国天然橡胶种植面积仅次于印度尼西亚和泰国，居世界第三位，产量仅次于泰国、

印度尼西亚和越南，居世界第四位。

国家天然橡胶产业技术体系经过 7 年建设，设置了育种、栽培、采胶、病虫害防控、产品初加工、产业经济等 11 个岗位。基本形成了上、中、下游研究的完整链条。并在云南、海南、广东三个主产区设立了 11 个综合试验站，形成了全国天然橡胶种植试验示范、科技服务协作网络。

经过 7 年的协同工作，体系研发出小筒苗培育技术、死皮康复综合防治技术、介壳虫和根病综合防控技术、天然橡胶单螺杆脱水技术、微波干燥技术，形成天然橡胶低碳加工工艺，选育并审定鉴定了 3 个新品种。

其中，“热垦 525”等不仅在干胶产量上有 10% 的提高，而且开割前每年增粗在 8.5 厘米以上，可缩短非生产期 1 年。10 年生植株立木材积平均可达 0.3 立方米，材积增加 20% 以上。这显著提高了单位面积的产出和经济效益，未来将变革我国植胶业的品种结构。

并且，防雨割胶技术在云南、海南、广东等多雨地区得到广泛应用，避免了雨冲胶而损失产量。值得一提的是，天然橡胶低碳加工新技术较原有技术低碳清洁、节能环保，周边各胶厂对此表现出浓厚的兴趣。

体系通过各试验站在各示范县综合使用高效低频刺激割胶技术、橡胶树配比施肥技术、胶园生态保育技术、病虫害综合防控技术等，2008—2013 年间累计推广应用面积 389 万亩，产量比常规割制增加 5.67%，新增橡胶干胶产量 13538 吨，按当时的平均胶价 2.42 万元/吨计算，新增产值 3.27 亿元。

新品种和新技术的综合使用对增粗效果也非常明显，橡胶树中小苗年平均增粗均可达到 8 厘米，非生产期由 7~8 年短缩为 6~7 年，节约了企业的生产管理成本。

在服务产业方面，根据天然橡胶科技培训和地方产业部门需求，编写了包括橡胶栽培技术、割胶知识等手册，开展割胶知识问答，科技培训效果显著。

受全球经济复苏缓慢、原油等大宗商品价格不断下降等多方面因素影响，除我国外，世界天然橡胶主要消费国进口略有减少，天然橡胶呈现出供大于求的态势，价格持续下跌。

虽然泰国、马来西亚、印度等天然橡胶生产国采取了保护价收购、向胶农提供补贴、提高进口关税等一系列措施，但仍未能扭转天然橡胶价格下跌的态势。专家表示，未来 2-3 年全球天然橡胶价格可能继续在较低价位徘徊。

胶农的割胶收入大幅下降，弃割外出打工或间歇性割胶的胶农不断增多，砍胶树改种其他作物的现象在云南、海南植胶区均有发生，我国天然橡胶产业的稳定发展受到胁迫。虽然国家加大了良种补贴力度，将籽苗和小苗芽接苗补贴标准由 3 元/株提高到 5 元/株，但胶农种植天然橡胶的积极性受挫，植胶意愿仍然非常低。

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

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

据海胶集团人力资源部门数据，目前公司女员工平均年龄 43.6 岁，男员工 47.1 岁。随着未来经济的不断发展，劳动力缺乏将成为常态。

因此，必须加快研发适用于各种类型胶园的托管机械化作业技术研究，研发替代人工割胶的机械化、智能化采胶技术和装备，开展轻筒技术研究，转变生产发展模式，适应社会发展对技术发展的要求。

在加工方面也存在一些问题。我国天然橡胶产品初加工存在的主要问题是产品型号单一，

主要还是 5 号标胶，不契合市场主要制造轮胎等产品的需求。另因采收和初加工质量控制方面不够严格和技术差异等原因，存在同一型号或不同批次的产品质量一致性不够好，不能满足国防军工或高端市场对高品质天然橡胶产品的需求。

并且，我国天然橡胶初加工工厂的生产线还未完全实现自动化，在压绉造粒后的天然橡胶半成品进行自动装料卸料、干燥、码垛等工序环节需要大量的人力来完成，人工操作频繁、人力成本大，自动化智能化水平低，严重制约了天然橡胶初加工的发展。未来需要大力发展自动化、机械化，减少劳动成本，提高效率。

面对天然橡胶产业发展面临的诸多问题和挑战，首先我们要辩证认识危机，对待危机。应充分调动系统行业的力量，加大改革力度，调整产业结构，增强市场适应力和竞争力，同时争取国家支持，上下齐心协力地共渡难关。

尽管产业处于低迷状态，天然橡胶产业仍然是南部热带地区重要的农业产业，目前尚无其他产业可以替代。

传统天然橡胶生产技术成熟，产品易加工保存，市场规模大，适宜于大规模生产，也可作集约化经营。收益虽受市场影响但一般不会绝收，只是收入或多或少。这十分有利于偏远山区等地发展商品化生产和脱贫致富。

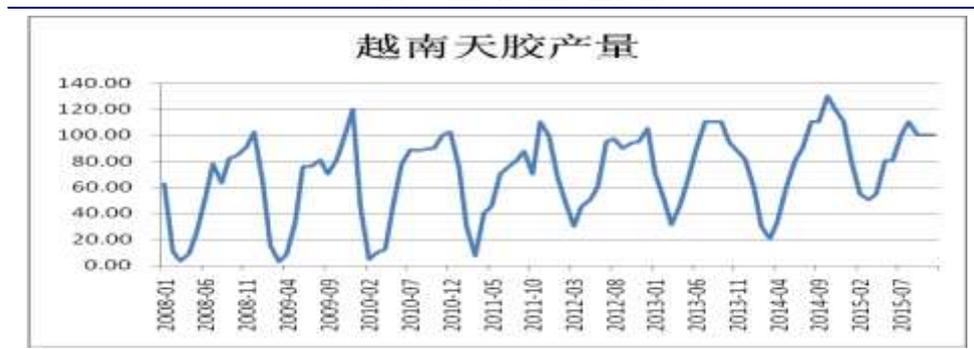
由于在军工及特殊用途领域中天然橡胶具有不可替代性，因此天然橡胶产业是一种战略资源产业，国家需求将是天然橡胶产业发展第一位的目标。

基于这样重要的地位，无论现在还是未来，必须下大力气发展和保护，所以我相信天然橡胶产业一定大有前途。

由此国内天胶生产动态对天胶构成中性作用。

### 3.6 越南天胶产量分析

图 6：越南天胶产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

越南 2016 年度天胶产量预计 105 万吨，全球占比 8.3%，近年来越南天胶产量增长较快，越南也是天然橡胶生产国协会重要成员。越南天然橡胶目前是全球第 3 大产胶国，每年产量已经突破了 100 万吨，而且未来还有进一步增长的空间。越南产胶季节性波动比较大，它的停割期、开割期跟云南相似，所以往往在上半年供应量相对比较少，而到了下半年产胶高峰的时候，越南人往往会大量集中低价外抛，往往会造成中国橡胶市场的波动。

在其他国家橡胶产量减少，橡胶价格上涨的背景下，越南橡胶产量仍然充足。预计今年越南天然橡胶价格及产量继续上升。

越南是 3 国橡胶理事会之外产胶量最大的国家。2015 年越南天胶产量 101 万吨（首次产量超百万吨），同比增长 6.6%，出口 113.78 万吨，同比增长 6.73%；越南生产的天然橡胶大部分

以胶乳的形式出口，只有 18%的胶乳在越加工。

预计 2016 年越南天胶产量将延续 2015 年增产势头，但增幅有限。

理由如下：其一，越南橡胶可割胶面积增量明显。2007~2010 年，天胶新增种植面积快速增长，对应可割胶面积亦上涨明显；根据胶龄分布情况，进入可割期和旺产期胶树占比突出；

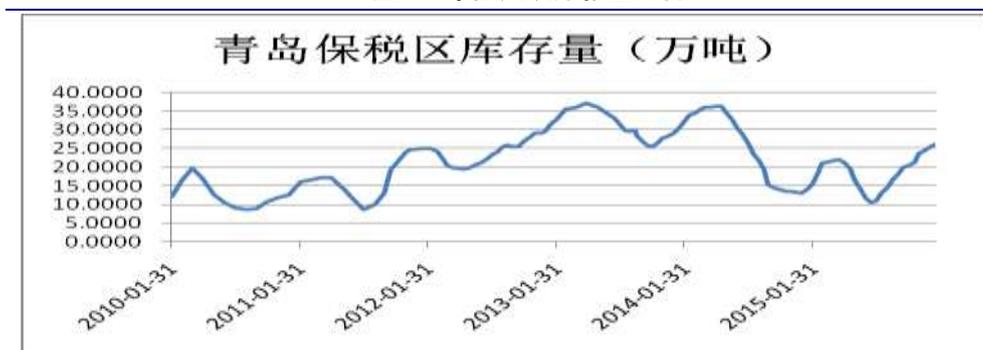
其二，2016 年东南亚地区遭遇厄尔尼诺，影响胶树生长，但随后而来的拉尼娜带来丰沛降水，利于胶树生长但影响割胶工作展开，产量增加有限。

其三，越南作为国际三方橡胶理事会的观察方虽表示配合其限产政策，但因国内政局情况，不会贸然缩减橡胶供给。联合限产政策以来，越南橡胶出口较上年同期（3-4 月）增加 14.1 万吨，同增 24.3%，侧面反映越南国内胶农割胶积极性较高，或对稳定泰国产量起到一定作用。

越南橡胶产业动态，对天胶市场构成多空交织的中性偏空作用。

## 4.中国天胶库存量分析

图 7：中国天胶库存量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

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

青岛保税区库存量小幅缩减，说明国内进口胶供应呈现增长态势，但消费需求逐渐改善，进口橡胶库存压力逐渐减轻。而国内期货天胶库存持续增加，胶价承受压制作用加重。

库存方面，截止 7 月 17 日，青岛保税区橡胶库存量小幅缩减 25.89 万余吨，较 7 月 10 日的 27.08 万余吨缩减 1.19 万余吨，缩减幅度为 4.6%，较去年 10 月 31 日的 8.32 万余吨增加 17.57 万余吨，增长幅度为 211.18%，其中天胶库存量缩减至 20.14 万余吨，较 7 月 10 日的 20.81 万余吨缩减 0.67 万余吨，缩减幅度达到 3.22%，较去年 10 月 31 日的 4.76 万余吨增加 15.38 万余吨，增长幅度为 323.11%，说明进口胶库存量继续缩减，库存压力继续减轻。

期市库存方面，截止 7 月 21 日，上期所橡胶库存量增加 5683 吨至 379589 吨，注册仓单增加 8440 吨至 348440 吨，期货实盘压力显著加重。

中国海关总署公布的初步数据显示，2017 年 5 月中国进口天然橡胶及合成橡胶（包括胶乳）共计 55 万吨，较上年同期约增 17%，环比减少约 5.2%。数据显示，中国 2017 年前 5 月累计进口橡胶 290 万吨，同比增长约 27.7%。目前产业链上下游库存均处于高位，在大量进口以及库存消耗缓慢的背景下，预计保税区库存将持续上升。

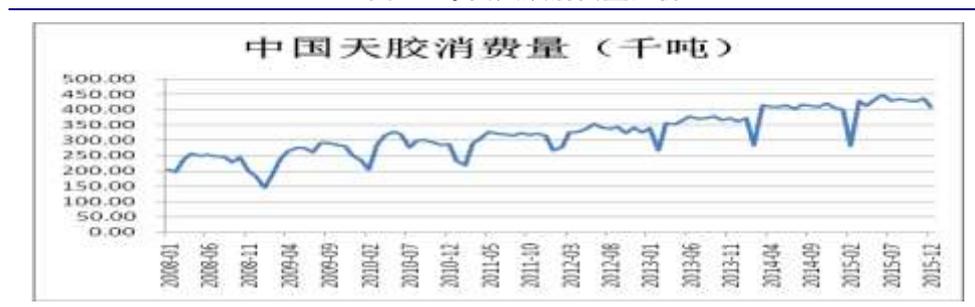
自 2 月中旬起，保税区库存开始呈现快速上升态势，库存累计速度为近 5 年以来最快，且增速丝毫没有放缓趋势。这主要是轮胎厂库存处于高位，前期需求被大量透支，目前新订单较少，部分工厂开始主动降低开工率，对原料消耗减慢。

实盘压力稳步加重，原因是新胶依然源源不断流入期货市场注册成仓单，期货市场正成为国产胶抛售的理想场所。同时轮胎企业开工率在春节后上升，对进口胶消费有所增长。

由此将对天胶市场期货和现货价格走势分别构成利多和偏空作用。

## 5. 中国天胶消费量分析

图 8：中国天胶消费量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

全球的轮胎市场已经由 2003 年的 828 亿美元增至 2016 年的 2080 亿美元（约 14560 亿人民币），市场规模仍然在不断增大。

由于目前全球的轮胎产业投资已经明显汇集到中国和东南亚发展中国家。而中国轮胎产业技术持续升级，加大海外布局，更加奠定了中国轮胎的全球地位。

随着经济腾飞、汽车工业发展，近年我国每年产生的废旧轮胎在以 8%—10% 的速度急剧增加，成了一种新污染。

一项统计数字显示，到 2020 年，我国废旧轮胎产量将达 2000 万吨。

日益加剧的“黑色污染”给我国本已脆弱的生态环境雪上加霜，因此治理废旧轮胎造成的“黑色污染”刻不容缓。

但是，面对数量如此庞大的废旧轮胎，又该如何实现变废为宝呢？

我国废旧轮胎产量全球第一。

据环保部统计资料显示，截至 2014 年底，我国机动车保有量达 2.64 亿辆，其中汽车 1.54 亿辆，机动车驾驶人突破 3 亿人。

公安部交管局有关负责人介绍，随着经济社会持续快速发展，群众购车刚性需求旺盛，我国汽车保有量将继续呈快速增长趋势。

然而随着汽车的普及，废旧轮胎等垃圾也逐渐增多。

有消息称，我国轮胎产量已连续 10 年居世界前列，每年产生的废旧轮胎也是全球第一。

业内人士预测，中国废橡胶和废旧轮胎的生成量会越来越多，据不完全统计，在 2013 年，中国废旧轮胎产生量已经达到 2.99 亿条，重量达到 1080 万吨，并以每年约 8%-10% 的速度在增长。

一方面，是与日俱增庞大的轮胎产量数据，另一方面，却是令多地头疼的废旧轮胎安全事故及污染问题。

近年来，由废旧轮胎引发的安全事故屡见报端，废旧轮胎长期大量堆积，极易引起火灾，

并容易造成二次污染。

可想而知，位居轮胎保有量世界前列的中国，废旧轮胎存在的隐患不言而喻，科学有效处置废旧轮胎成了近年业内探讨的热门命题。

容易滋生疾病及引发火灾。

近年来，随着轮胎的污染问题变得日渐突出，人们对废旧轮胎造成的黑色污染关注度，也逐渐增加。

据了解，轮胎除了在生产过程中产生废气、废水等污染外，其数量的急剧增加正对地球造成严重的黑色污染，给环境保护带来很大挑战。

据专业人士介绍，废旧轮胎是一种需要占用大量环境空间的废物，并且难以压缩、收集和消除。

鉴于旧轮胎分解所需时间的不确定，因此它们不具有生物降解性，而且其成分包括一些危险元素，铅、铬、镉和其他重金属，处置和管理不当，对人体健康和环境造成威胁。

另外，越积越多的废旧轮胎长期露天堆放，仅会占用大量土地资源，且极易滋生蚊虫传播疾病，重恶化自然环境，可能引发火灾，威胁的生命及财产安全。

在一些地区，旧轮胎被用作燃料，重的污染使周围寸草不生。

由于其构造和成分的特殊性，天堆放的废旧轮胎一旦燃起便很难控制和扑灭，且会产生大量烟雾和有毒污染物，重污染环境 and 威胁人体健康。

例如 1990 年发生在加拿大安大略湖的黑格斯维尔火灾，续长达 17 小时，1260 万条轮胎被烧，700 人被疏散，量油类物质渗入土壤，附近河流也被多环芳烃污染，造成的损失难以估量。

废旧轮胎再利用为何裹足不前？

我国是橡胶消耗大国，据统计，2011 年全国消耗橡胶 23 万吨，居世界第 2 位。

每年生产的橡胶制品量约 46 万吨，废旧橡胶产生量约 18 万吨，其中 6% 以上为废旧轮胎。

目前，回收利用的各种废旧橡胶约 9 万吨，回收利用率为 5%，比国外先进水平低 3~4 个百分点。

目前，还有近 5% 的废旧橡胶没有回收利用，其中废旧轮胎约占 2%，长期堆放，难以降解，成为黑色污染源。

我国废旧轮胎利用主要是生产再生橡胶、轮胎翻新、生产硫化橡胶粉，这些企业 8% 以上为中小型企业，形成不了规模，市场竞争能力低。

大多数翻胎企业装备水平不高，技术力量薄弱，必要测试设备不完备，影响了翻新轮胎质量的进一步提高。

另外，由于废旧轮胎回收利用属于半公益事业，其加工产品附加值低，加上我国废旧轮胎资源零星分散，其回收、加工、运输费用高，加上历史原因形成的人员、债务包袱重、企业经济效益差，多数企业亏损严重，生产经营难以为继，废旧轮胎回收利用行业发展呈低水平徘徊。

治理黑色污染，要用立法手段解决废旧轮胎如何处理一直是世界公认的环保难题。

废旧轮胎的循环利用问题已经需要上升到生态文明建设的高度来对待，要下大力气解决环境污染问题，对有限的橡胶资源充分利用，尤其要尽快制定法律标准促进橡胶资源循环利用。

首先在轮胎生产环节或销售环节即征收废旧轮胎处理费，可以仿效西方发达国家普遍采取的生产者延伸责任制的做法。

其次，对废轮胎的运输、贮存、处理和再利用实行严格的许可证制度，出台政策鼓励规范的有实力的轮胎循环利用企业进入废旧轮胎回收领域，并予以一定补贴，通过经济杠杆提高正规企业从事回收行业的积极性。

再次，出台政策，鼓励轮胎翻新企业为车主提供轮胎管理与服务，延长轮胎使用寿命，减少废轮胎的产生，从源头上保证翻新胎体质量可控，同时，坚决取缔土法炼油小工厂，提高环境违法成本。

国外的废旧轮胎都去哪了？

用作燃料在美国、日本及欧洲许多国家，有不少水泥厂、发电厂、造纸厂、钢铁厂等都用废旧轮胎作燃料，其效果非常好，不仅降低了生产成本，而且根治了废旧轮胎引起的环境问题。

原形改制美国每年产生废旧轮胎 2.5 亿条，通过原形改制可使其中的 500 万~600 万条废旧轮胎变废为宝。

通过原形改制将废旧轮胎的胎圈与胎身分离，再根据需要，将胎身裁成不同尺寸的胶条，用这些胶条编织成弹性防护网、防撞挡壁、防滑垫排等，用于建筑和爆破工地挡飞石落物、保护船坞、临时加固路面等。

从废旧轮胎上截取下来的胎圈，还可以被加工成排污管道。

建消音墙在法国，技术人员将废旧轮胎剖成对称的两半，然后倾斜 20 度层层叠放，以方便排水，再在墙外罩以金属格栅作为防火护板，这就建成了绿色消音墙且吸音效果极佳。

再次，利用乌克兰科学家研制的电磁冲击法是利用电磁场的作用，在废旧轮胎内部形成脉冲磁场，将轮胎中的橡胶与金属分离。

分离后的橡胶与轮胎钢丝保持了原有的特性与功能，能再次用来生产轮胎。

另外，运用这一方法还缩短了处理废旧轮胎的周期。

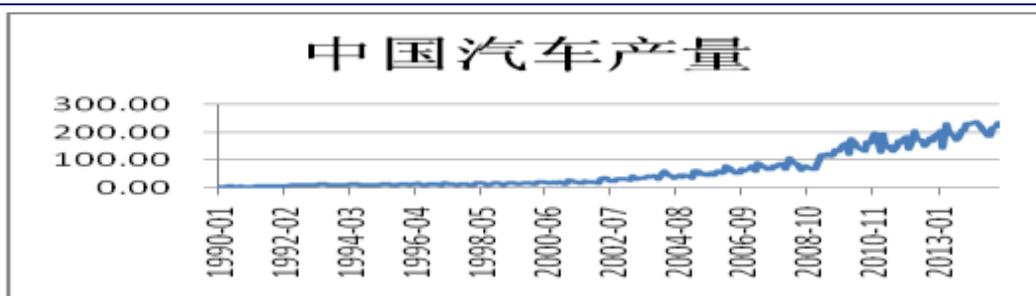
最新消息，近日启动的废轮胎 CCER 项目，废轮胎和沥青一起混炼，用于铺路面。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 6. 各国汽车产量分析

### 6.1 中国汽车产量分析

图 9：中国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

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

中国去年汽车产量超过 2800 万辆，高于美国 1700 万辆。中国消费者无法完全消化这些车辆。中国的车辆购置税优惠措施已在一定时期内提振了销量，但也只是刺激消费者提前购车。中国政府去年削减了购车优惠力度，导致截至今年 4 月汽车销量增幅下降 2/3。

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

行业现状的方式，整合似乎不是优先考虑的选择。

中国能有把握做好的就是出口，像针对太阳能电池板、钢铁和玻璃行业采取的那种做法，将国内汽车行业的过剩产能输出海外是一种方法。中国已经在向其他新兴市场出口汽车，中国每月向伊朗等国出口的汽车占其总产量的 2% 至 3%，一年约 50 万辆，但近年来在该地区的增长已陷入停滞。

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

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

中国继续向新兴市场发力，这将给雷诺、现代等专攻新兴市场的汽车厂商以及印度的塔塔和 Maruti 等本地品牌带来麻烦，全球汽车厂商将不得不与中国惊人的汽车产量相抗衡。

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

据中国汽车工业协会统计分析，2017 年 6 月，汽车产销环比和同比均呈小幅增长。上半年，汽车产销同比增速比同期有所减缓，其中乘用车产销增速同比下降明显，商用车增速明显高于同期。

6 月，汽车生产 216.74 万辆，环比增长 3.86%，同比增长 5.42%；销售 217.19 万辆，环比增长 3.62%，同比增长 4.54%。其中：乘用车生产 184.49 万辆，环比增长 5.56%，同比增长 3.72%；销售 183.18 万辆，环比增长 4.60%，同比增长 2.32%。商用车生产 32.25 万辆，环比下降 4.88%，同比增长 16.36%；销售 34.01 万辆，环比下降 1.35%，同比增长 18.36%。

上半年，汽车产销 1352.58 万辆和 1335.39 万辆，同比增长 4.64% 和 3.81%，增速比上年同期减缓 1.83 个百分点和 4.33 个百分点。其中乘用车产销 1148.27 万辆和 1125.30 万辆，同比增长 3.16% 和 1.61%，增速比上年同期减缓 4.16 个百分点和 7.62 个百分点；商用车产销 204.30 万辆和 210.09 万辆，同比增长 13.80% 和 17.39%，增速比上年同期提升 12.30 个百分点和 15.52 个百分点。

据中国汽车工业协会统计分析，2017 年上半年，在国内六大地区中，西北地区销量增幅比 1-5 月有所提升，其他地区降幅均比 1-5 月呈不同程度收窄。

上半年，西北地区销售 1.29 万辆，同比增长 20.47%；华东地区销售 5.37 万辆，同比下降 27.38%；中南地区销售 3.25 万辆，同比下降 12.12%；华北地区销售 2.28 万辆，同比下降 18.53%；西南地区销售 1.66 万辆，同比下降 19.31%；东北地区销售 1.43 万辆，同比下降 7.92%。

未来汽车产业趋势变化将主要体现在 3 个方面：第一，新能源、互联、智能等技术的跨界进入和融合，汽车将成为下一个移动智能终端；第二，移动互联、大数据的出现让智能制造成为可能；第三，随着新生代消费者消费模式的变化，以及互联网技术的快速发展，服务体验在汽车产业中的地位得到显著的提升。

由此对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 6.2 美国汽车产量分析

图 10: 美国汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据外媒报道，通用汽车首席财政官表示，美国 2017 年的汽车销量预计将低于 1700 万辆，而外界对此也普遍认为美国汽车工业也正走向下滑趋势。

据报道，电动车曾经被行业观察人士和汽车行业高管视为一时的时尚潮流，但如今大多数人都承认，电动汽车的崛起将是不可避免的。

在电动车销售方面，美国无疑是落后的，但美国电动车销售增长速度正在加快。随着几款新电动汽车进入市场，美国的电动车销售很可能出现爆炸式增长。

从 2012 年至 2016 年，美国电动汽车销量的年增长率为 32%，但现在已经达到了 40%。

电动汽车销量在 2023 年将占美国汽车总销量的 10%，到 2025 年可能接近 20%。

随着特斯拉公司在本月推出量产版 Model 3，并在美国上市，如果特斯拉能够实现自己的生产目标，那么到明年年底，特斯拉的电动汽车销量可能会翻一番。

但在明年，其他品牌的电动汽车也将为美国的电动汽车增长做出贡献。

新一代日产聆风将在今年年底前推出，借助设计更新和更长续航里程等优势，这款电动汽车的销量很可能会得到大幅提升。

奥迪将于明年上市，并将在高端市场上夺取汽油动力车型的一些市场份额。

这是 2018 年的情况。从 2019 年到 2020 年，预计将有十几款电动汽车进入美国市场。即使只有一半的电动汽车车型最终成功实现批量生产，这仍然会对电动汽车的普及产生巨大的影响。

连续 2 年创下销售纪录后，美国汽车业开始渐渐滑入一个新低谷。

今年 6 月，美国汽车市场销量同比下跌 3%，这已经是今年连续第 6 个月出现销量下滑。

过去 6 个月里，汽车工厂的产量一直在减少，而下半年的状况只会更加令人心惊。

产量减少意味着裁员，最先倒霉的是那些装配传统动力轿车的工人。去年，这类员工数量达到了 211000 人的高峰，相较 2009 年经济严重萧条时期增加了 55%。美国劳工统计局相关数据显示，今年美国汽车工厂减员幅度将超过 2%。随着销量继续下行，工厂会继续缩减雇佣规模。

通用汽车和克莱斯勒都是靠着破产和紧急财政援助才撑过了金融危机。如今，这些下滑数据表明，底特律走出那段阴影的脚步已暂时停止了。尽管美国总统特朗普承诺会强迫汽车制造商保留、创造薪资优厚的美国工厂工作岗位，但依然难以阻止这一情况发生。

由于信贷紧缩、车辆贷款更加昂贵，消费者可能需要紧缩开支。更高利率和财政政策不确定性会阻碍经济增长，还有可能阻碍汽车销售。

汽车业工作就业受到的影响参差不齐。这表明，美国消费者的喜好正在改变。较低的汽油

价格促使顾客卖出中小型汽车，重新购置排量更大的车型。

生产卡车与 SUV 车型的工厂生机勃勃，工人们全天候三班倒地生产着这些车型。

甚至在 6 月汽车销量整体下滑时，卡车和 SUV 的销量相较前一年增长了大约 4 个百分点。

在生产小型与中型车辆的工厂，其趋势却恰恰相反，这些工厂纷纷缩减规模或彻底关门歇业，转型生产卡车和 SUV。

有两件事是任何一家汽车制造商近期都不会做的：一是开设新工厂，二是增加大量新岗位。过去几年里，美国这个行业的工作岗位急剧增多，但现在行情已经没以前那么好了。

目前，各大汽车制造商正越来越多地考虑在美国境外生产利润较低的车型。

今年 6 月，福特汽车宣布要将三厢福克斯的生产业务从密歇根州迁至中国。公司此前计划将这款车的生产业务转移至墨西哥一家新的工厂，但最终因受到特朗普的强烈反对而作罢。

福特将这款车的生产业务转移到中国后，美国的工作岗位并不会因此而减少。密歇根州的福特工厂将转而生产卡车和 SUV。

但是，这一决定可能会引发贸易紧张态势。如果福特在美国全境的销量持续走低，美国工厂工作岗位数量减少，特朗普政府可能会采取保护主义措施，比如对进口车辆征收关税。

减少汽车工厂工作岗位，是汽车制造商新发现的策略之一，其可以帮助他们在销量出现下滑时消解庞大的薪资支出与库存。

这和经济衰退前的状况大不相同。经济衰退前，美国国内的汽车制造商常常出现产能过剩，或者要负担工会合同——工会合同会把懒散的工人聚集到所谓的人力银行，让他们获得近乎完整的工资福利。

后来，汽车公司与美国汽车工人联合会签订的劳动协议里剔除了该项目。此外，底特律的公司还用低廉的薪水雇佣了大量拿着较低失业救济金的入门级员工。通过这些举措，公司能够更轻易地根据市场变化，缩减产量。

以通用汽车为例：通用汽车几家在美国境内的工厂已经减少了工作班次，最近一次公司采取此类措施是宣布缩减堪萨斯州一家生产雪佛兰迈锐宝的工厂的产量。随着更多顾客被 SUV 吸引，雪佛兰迈锐宝这类中型车的相关业务正在迅速下滑。

堪萨斯州堪萨斯城一家通用汽车装配厂负责生产中型车型雪佛兰迈锐宝。近来，通用汽车宣布缩减此处产量。这都是些艰难的决定。但到头来，还得规定好生产计划。

菲亚特-克莱斯勒已经减少了密歇根州与伊利诺伊州工厂的小型与中型车辆整体产量。工厂暂时停工，更换工厂设施，以便转产 SUV 与卡车。

伊利诺伊州贝尔维迪尔的菲亚特-克莱斯勒工厂大约有 4200 名员工近来结束了长达几个月的暂时停工，重返工作岗位。本月晚些时候，他们将在这座工厂生产一种全新的 SUV 车型。

就总体就业形势而言，一大亮点在于，特斯拉电动汽车公司等小众汽车制造商和宝马等外国汽车公司扩大了生产。宝马在南卡罗来纳州的唯一一家美国工厂目前正在扩招人手。

汽车制造商希望，在接下来 6 个月内，车型较大的汽车销量能像前一年一样变得更好。由于季节因素，下半年卡车与多功能车的销量更高，因此额外进行生产调整是有意义的。

但没有业内专家认为，近期汽车行业工作岗位会大量增加。

比如，通用汽车近来降低了公司对今年下半年行业销售情况的预期，预计下一年汽车年销量将减少 1700 万辆，这是 2014 年以来首次出现这样的情况。

通用汽车在密歇根州底特律北部的奥赖恩镇开设有一家小型汽车工厂，它是 2009 年通用汽车破产后蓬勃发展起来的一家工厂。

通用汽车公司投资 5 亿多美元翻新了这家工厂，开始生产超小型汽车。去年，公司增加了

全新雪佛兰 Bolt 电池电动汽车产量。

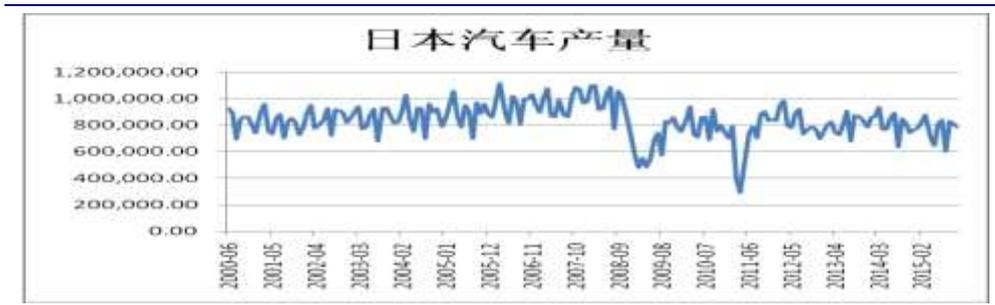
但随着燃油价格下跌，节能省油的超小型汽车业务大幅萎缩。配备了现代生产技术的奥赖恩镇通用汽车工厂目前已减少到只有一班生产，并且近期几乎没有希望扩大生产。

今年，为了进行测试，通用汽车增加了一小道工序，把 Bolt 转变成了自动驾驶汽车。当时，工厂员工都很受鼓舞。

在没有新岗位情况下，自动驾驶汽车方面的新增项目受到了还有富余产能的工厂欢迎。由此美国汽车工业增长对天胶构成多空交织、中性偏空的作用。

## 6.3 日本汽车产量分析

图 11: 日本汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

据路透报道，日本经济新闻称，在正在进行的贸易协商中，欧盟准备提出立即取消对多数日本汽车零件征收进口关税。

日系车厂商在中国的新车销量 2016 年将首次突破 400 万辆大关，今后预计将继续增长。

日本国内新车市场约为 484 万辆（2016 年预期），日系车在中国的销量正在逼近这个数字。在美国新车市场出现减速感的背景下，能否在全球最大汽车市场中国保持坚挺势头左右着日本各大车企的业绩。

在中国几年前一直是欧美系汽车厂商的轿车和大型车相对受欢迎。但是随着市场日益成熟，日系车特长的 SUV 和故障较少的小型车越来越受欢迎。

由于本田很早在中国投放 SUV，销量实现了增长。目前在中国对于排量在 1600cc 以下的小型车，消费者购车之际可获得补贴。本田的主力车型中，很多都属于减税对象车，这也是本田业绩坚挺的主要原因之一。

丰田的小型车“卡罗拉”也是减税对象车，目前正在广州建设新工厂。

在华销量最高的日系车企日产的销量也同比增长 6% 至 80 万辆。中国是全球最大的汽车市场，对日产来说也是重要市场，今后将强化纯电动汽车（EV）等汽车的销售。

中国汽车市场今年的新车销量有望比 2015 年增长 6% 至 2604 万辆。

中国的新车销量在 2009 年超过美国，成为在全球新车销量约 3 成的最大汽车市场。

得益于小型车减税政策的效果，新车销量持续扩大，但是该政策将于年内到期。

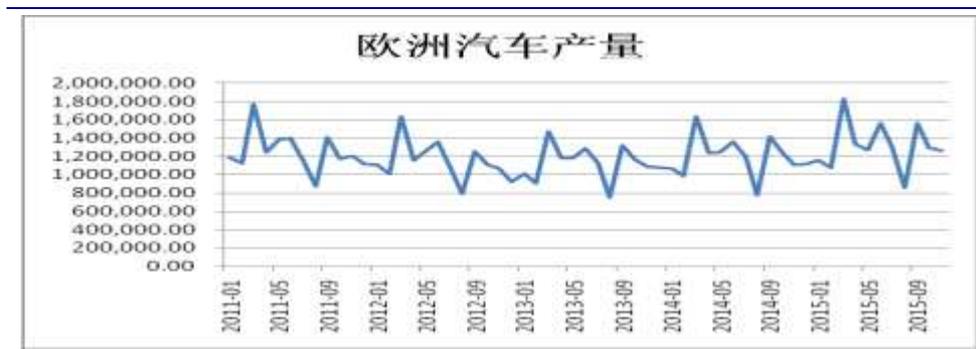
日本国内受少子化和年轻人远离汽车等因素影响，难以大幅增长。

能否在中国保持坚挺势头，将左右着日系各车企今后的增长。

由此对天胶构成中性偏多作用。

## 6.4 欧洲汽车产量分析

图 12：欧洲汽车产量分析



数据来源：兴证期货研发部，WIND

从销量增速来看，意大利和西班牙表现抢眼，但实际上，这两国汽车销量的增长多是由经销商的压库推动的。

而对于德国而言，当务之急的是迎接领导人大选，预计该国的汽车工业将为减少柴油发动机污染而做贡献，并恢复大众集团最近的排放作弊丑闻导致的信任危机。

中国经济网综合外电报道，根据目前公布的欧洲各大市场 6 月份销售数据，各国汽车销量可以说是几家欢喜几家愁：其中法国乘用车注册人数上升了 2%，达到了 230,940 辆；意大利和西班牙分别增长 13% 和 7%，销量分别为 187,642 辆和 131,797 辆；德国 6 月份新车销量下降了 3.5%，降至 327,693 辆，英国新车销量下降了 4.8%，降至 243,454 辆。

压库现象严重 经销商压力山大

在欧洲三大主要销售渠道中，对私人客户的销售被认为是最有利可图的，其次是车队销售和周边业务（包括经销商自提和日租车），对于经销商来说，周边业务是最不赚钱的。

从销量增速来看，意大利和西班牙表现抢眼，但实际上，这两国汽车销量的增长多是由经销商的压库推动的。

根据意大利汽车进口商协会（UNRAE）给出的数据，该国 6 月份两位数的增长是由其的大客户销售额增长 33%，以及对日租公司的销售额增长 43% 促成的，而其 6 月对个人消费者的销售额反而下降了 3.1%。

6 月的积极结果主要是由于汽车制造商之间的竞争，争夺市场份额。这导致了周边业务的大幅增加。”

无独有偶，根据行业协会 ANFAC 的数据，上个月西班牙新车销量增长近 7%，这是西班牙自 2007 年以来表现最好的 6 月，但市场观察人士则从中看到了隐忧。在今年 6 月，西班牙市场私人买家的注册量提高了 3.6%，同时对大客户的销售额增长高达 23%。

对于那些承受不断增加库存的经销商来说十分危险，品牌对经销商施加的目标太高了，为了实现他们的目标，经销商不得不进行自我登记，而且，西班牙 6 月份销售额的 25% 是在本月最后两天进行的。

今年注册量已经被推高，导致总销量高于实际市场需求。

关注欧 6 排放标准排 柴油车拖了后腿？

德国汽车工业协会（VDA）表示，汽车制造商正密切关注欧 6 排放标准导致的柴油车的市场份额下滑，根据 KBA 的数据，今年上半年，德国柴油车市场份额为 41.3%，同比下降 9.1%；汽油车的市场份额为 55.8%，同比增长了 12%。VDA 还预计，德国国内汽车生产和出口今年将

分别下降 2%，至 560 万辆和 430 万辆。

根据 KBA 的数据，替代动力传动系统在上半年也取得了很大的成功，混合动力汽车的销量增长了 82%，达到 37,520 辆，插电式混合动力汽车的销量增长了 100%，达到 12264 辆，而纯电动汽车的需求增长了 134%，达到 10189 辆。

距离德国大选还有不到三个月的时间，预计该国的汽车工业将为减少柴油发动机污染的计划做出贡献，以帮助改善空气质量，并恢复大众集团最近的排放作弊丑闻导致的信任危机。

汽车税收上调 消费者购买力遭透支

受 4 月份汽车税上调的影响，今年 3 月，英国汽车市场销售额创下历史新高，而在随后的 4 月份销量则暴跌了 20%，5、6 月份仍然继续下跌，实现了 6 年来首次连续三个月销量下滑。

英国汽车制造商和贸易商协会（SMMT）在周三发布的一份声明中称表示，整个 6 月，柴油车销售额继续下降，降幅达到 15%，而汽油车的注册量则增长了 2.5%，而 6 月份英国新车注册量则下降了 4.8%。

今年上半年，英国汽车销量同比下降了 1.3%，降至 140 万辆。根据今年早些时候发布的一份预测，SMMT 预计全年销量将下滑至 262 万辆，同比下滑 2.6%。

尽管整体成绩如此，SMMT 仍然对下半年的市场保持乐观，今年上半年的销售数额依旧很抢眼，该数额是有史以来第二高的。只要消费者和企业能够保持信心，预计未来几个月的消费需求将保持在同样高的水平。”

销量稳步增长 全年预测形势乐观

6 月，法国新车注册量增长 1.6%，至 230,940 辆，戴姆勒、丰田、菲亚特克莱斯勒和福特的汽车销量增幅最大。

法国汽车行业协会 CCFA 在一份声明中表示，6 月份的销售天数为 22 天，而去年同期为 21 天。调整后的乘用车销量同比上升了 6.4%。协会还表示，法国乘用车上半年新车注册量增加了 3%，至 113 万辆，或以同等数量的销售天数为计算，则同比上升了 3.8%。根据这些结果，该协会将其年度销售预测从 3% 向上修正至 4%，这一数据今年早些时候则为 2%。

由此对天胶构成偏多影响。

## 7. 结论

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

后市方面，由于橡胶所受多空交织、中性偏空因素影响，沪胶短线走势可能由于价格偏低、种植效益薄弱、胶农弃割、胶林闲置、供应面临缩减而回升，但中期仍可能逐渐回归低位区域性震荡整理走势。

## 或冲高回落

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

从业资格号: F3024409

投资咨询资格号: Z0010649

孙二春

从业资格号: F3004203

投资咨询资格号: Z0012934

韩 惊

从业资格号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

联系人: 李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

### 内容提要

#### 铁矿石:

7月矿石大涨的原因主要有主流矿发货不及预期、钢厂补库、高品位矿相对紧缺、澳元大幅升值等因素。

从上游发货来看,7月主流矿发货不及预期,去年三季度周度发货(2232万吨)环比二季度周度发货(2122万吨)增加5%,而今年7月周度发货(2214万吨)比二季度均值(2279万吨)低3%。大矿山若要完成全年销量目标,预计8、9月份发货会逐步恢复。

钢厂原料补库一直延续至7月第三周,目前钢厂内进口矿可用库存天数在27天左右,属于偏高位置,后期继续补库的动力不足,补库逻辑暂告一段落。

港口高品位矿石紧缺问题再度成为市场焦点,青岛港PB粉与杨迪粉价差拉大至90元/吨附近,PB粉与jumblebar粉价差拉大至50元/吨,短期钢厂高利润,对高品位矿石依然较为青睐,矿石结构性问题难改善。

汇率方面,近期澳元持续升值,澳元兑美元7月升值4%,澳元兑人民币7月升值3%。巴西雷亚尔兑美元升值5%。矿石主要出口国家货币升值对矿价形成一定外生刺激。

后期矿石走势的关键依然在下游钢材端变化。钢厂高利润高生产,但政策端去产能,严环保的干扰使得钢材供应释放速度减缓,矿石整体需求难有大的增长空间。

参考今年3月份开始的矿石下跌历程,矿石再度走弱的必要条件可能还是产业链终端出现问题导致钢价下滑,钢厂利润收缩,原料去库,港口高品位矿石库存攀升,高品矿结构性问题缓解进而导致矿价下挫。但短期这个逻辑待观察。建议投资者暂观望。

#### 螺纹钢:

8月螺纹钢仍然处于季节性淡季之中,随着基差修复行情的结束,期现价差回到合理水平。

钢厂盈利始终维持高位,使得钢厂生产方面有较强的驱动。但是因为国家供给侧改革对旧产能复产调控较严,

故生产的增长主要在统计内的大钢厂，比较有限。钢厂利润好转后，企业的压力不大，出口动力也大幅减少。

由于天气炎热，近期螺纹钢的需求出现一定下滑，这使得社会库存出现回升。

原料端虽然 7 月上涨较多，但原料供需较弱，预计很难继续上涨。如果未来价格继续攀升，主要逻辑还是钢厂继续扩大利润。短期来说，也没有需求能够助力价格继续攀升，扩大钢厂利润。

笔者预计 8 月螺纹钢可能走出冲高回落的走势。

## 1.行情回顾

7月份铁矿石大涨,截至7月31日,I1709收于570.5元/吨,月涨99.5元/吨,涨幅21.13%。月末持仓量为96万手。

螺纹钢大涨,截至7月31日,RB1710收于3733元/吨,月涨427元/吨,涨幅12.92%。月末持仓量为309万手。

图 1: 铁矿石主力 I1709 合约行情走势



数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

图 2: 螺纹钢主力 RB1710 合约行情走势



数据来源: 兴证期货研发部, 文华财经

## 2.铁矿石基本面分析

### 2.1 现货价格

铁矿石港口现货小幅上涨。7月31日，青岛港澳澳大利亚61.5%品位PB粉矿收于560元/吨，月环比涨93元/吨。唐山66%铁精粉价格上涨25元/吨，至530元/吨。

图3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

普氏指数7月31日报收于74美元/吨，环比上月涨11美元/吨，涨幅17.46%。

图4：普氏指数（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 2.2 国产原矿复产进程放缓

2017年1-6月，国内铁矿石原矿累计生产6.4亿吨，同比去年增9.2%，其中6月份同比增幅5%。

图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

7月21日，国内矿山铁精粉库存75万吨，与上月底略微下滑2万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 2.3 铁矿进口量维持高位

2017年6月份进口铁矿砂及其精矿9470万吨，同比增加16.10%，1-6月累计进口5.4亿吨，同比去年增加9.22%。

图7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 2.4 港口库存小幅下滑

7月28日，港口库存13886吨，比6月末下降142万吨。钢厂的进口矿库存可用天数27天，环比增加4天。

图8：铁矿石港口库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.螺纹钢基本面分析

#### 3.1 钢价强势

截至7月31日，上海螺纹钢收于3850元/吨，月涨260元/吨。杭州螺纹钢收于3900元/吨，月涨280元/吨。

图9：螺纹钢现货价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 3.2 废钢价格稳定

钢坯收于3550元/吨，月涨260元/吨。生铁价格涨100元/吨，至2600元/吨。废钢价格稳于1620元/吨。

图10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.3 焦煤、焦炭现货走强

京唐港焦煤收于 1380 元/吨，月环比上涨 130 元/吨。天津港焦炭涨 130 元/吨，至 1900 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.4 钢厂生产高位

2017 年 7 月中旬重点钢企粗钢日产 185.78 万吨，旬环比增加 0.81 万吨，增长 0.04%；重点企业库存 12291.59 万吨，旬环比下滑 2.7 万吨

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.5 钢材社会库存回升

截至7月28日，全国主要钢材品种库存总量为939.69万吨，7月下旬开始钢材社会库存连续回升。

图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，西本新干线

### 3.6 螺纹社会库存出现增加

北京库存月环比增加 6.42 万吨，上海库存增加 0.89 万吨，广州增加 0.49 万吨。

图 14：北上广三地螺纹钢社会库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.7 钢厂盈利维持高位

截至 7 月 28 日，163 家钢厂盈利比例为 85.89%。高炉开工率 77.49%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.8 终端采购环比好转

上海地区线螺采购量 7 月周度均值 32845 吨, 6 月周度均值 30549 吨, 5 月周度均值 41986 吨。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.9 钢材出口继续萎缩

2017年6月钢材出口为681万吨，同比下滑37.75%。1-6月累计出口4099万吨，同比去年下滑28.24%。

图 17: 钢材出口 (万吨)



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4. 房地产投资增速小幅回落

2017年1-6月房地产累计开发投资为5.06万亿元，同比去年增加8.5%，增长率环比下降0.3%。

图 18: 房地产开发投资完成额 (亿元)



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 5. 总结

### 铁矿石:

7月矿石大涨的原因主要有主流矿发货不及预期、钢厂补库、高品位矿相对紧缺、澳元大幅升值等因素。

从上游发货来看,7月主流矿发货不及预期,去年三季度周度发货(2232万吨)环比二季度周度发货(2122万吨)增加5%,而今年7月周度发货(2214万吨)比二季度均值(2279万吨)低3%。大矿山若要完成全年销量目标,预计8,9月份发货会逐步恢复。

钢厂原料补库一直延续至7月第三周,目前钢厂内进口矿可用库存天数在27天左右,属于偏高位置,后期继续补库的动力不足,补库逻辑暂告一段落。

港口高品位矿石紧缺问题再度成为市场焦点,青岛港PB粉与杨迪粉价差拉大至90元/吨附近,PB粉与jumblebar粉价差拉大至50元/吨,短期钢厂高利润,对高品位矿石依然较为青睐,矿石结构性问题难改善。

汇率方面,近期澳元持续升值,澳元兑美元7月升值4%,澳元兑人民币7月升值3%。巴西雷亚尔兑美元升值5%。矿石主要出口国家货币升值对矿价形成一定外生刺激。

后期矿石走势的关键依然在下游钢材端变化。钢厂高利润高生产,但政策端去产能,严环保的干扰使得钢材供应释放速度减缓,矿石需求难有大的增长空间。

参考今年3月份开始的矿石下跌历程,矿石再度走弱的必要条件可能还是产业链终端出现问题导致钢价下滑,钢厂利润收缩,原料去库,港口高品位矿石库存攀升,高品矿结构性问题缓解进而导致矿价下挫。但短期这个逻辑待观察。建议投资者暂观望。

### 螺纹钢:

8月螺纹钢仍然处于季节性淡季之中,随着基差修复行情的结束,期现价差回到合理水平。

钢厂盈利始终维持高位,使得钢厂生产方面有较强的驱动。但是因为国家供给侧改革对旧产能复产调控较严,故生产的增长主要在统计内的大钢厂,比较有限。钢厂利润好转后,企业的压力不大,出口动力也大幅减少。

由于天气炎热,近期螺纹钢的需求出现一定下滑,这使得社会库存出现回升。

原料端虽然7月上漲较多,但原料供需较弱,预计很难继续上涨。如果未来价格继续攀升,主要逻辑还是钢厂继续扩大利润。短期来说,也没有需求能够助力价格继续攀升,扩大钢厂利润。

笔者预计8月螺纹钢可能冲高回落为主。

笔者梳理卷螺价差,认为螺纹对基建和政府投资更为敏感,需求也更为刚性;热卷近期复产或较多。卷螺价差下半年还会再次出现螺强卷弱的情况。所以建议投资者考虑空热卷,或多螺空卷的套利。

## 国家调控力度加大，煤价或回归理性运行

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

### 内容提要

7月份，由于迎峰度夏来临，全国持续高温天气，同时水力发电受到大雨防洪的抑制，电厂日耗高位运行，电煤需求有所增加，现货价格持续走高，ZC1709合约一度突破600一线关口，创下新高616.6元/吨；随后国家调控力度加大，在政策保供给、稳煤价等消息的压制下，动煤开始震荡回落。主力合约ZC1709报收609.8元/吨，月涨30.0元/吨，涨幅5.17%；持仓33.9万手，成交496.0万手，缩量减仓。

截至7月26日，环渤海动力煤价格指数报583元/吨，较月初上涨了6元/吨，同比上行1.04%，连续七期上涨，累计上行21元/吨。由于迎峰度夏、用煤高峰对于煤炭市场仍有一定的支撑，但国家调控力度不断加大，在政策导向下，大型煤电企业交易重心转向长协煤，对现货价格博弈的参与度降低，从而煤价逐步走稳，因此近期BSPI指数稳中微涨。

当前高温天气仍将持续，下游电厂日耗煤量季节性高位，同时水电表现不及预期，加之全国安全生产大检查、煤管票等仍对煤炭供给有所抑制，煤炭市场供需面短期依然较好，现货价格高位运行，对期货价格有所支撑。

但国家调控力度逐渐加大，目前国家积极应对煤炭供需紧张问题，要求加快先进产能释放保供应、保障煤炭运力协调等，预计后期煤炭产量将进一步增加，煤炭供需平衡的矛盾或得到有效缓解，后续煤价或将逐渐回归理性运行。

随着后期天气逐步降温，煤炭需求预期将有所走弱，同时伴随着先进产能核增生产能力的释放，预计后期煤价将逐渐回落，关注动煤逢高沽空的机会。

## 1. 信息回顾

### 1.1 PMI 走势平稳，制造业温和增长

2017年7月31日，国家统计局发布数据显示，2017年7月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.4%，较上月回落0.3个百分点，连续10个月位于51.0%以上的扩张区间，经济稳中向好态势仍在发展，增长的稳定性趋向提高。同期，7月财新中国制造业PMI为51.1，较上月回升了0.7个百分点，创四个月新高，制造业运行连续两月出现改善，扭转5月的轻微放缓状态。

整体来看，7月份官方、财新制造业PMI走势平稳，制造业生产未来会温和增长。受去年同期基数较低因素的影响，三季度主要宏观指标表现可能仍然较好。

### 1.2 煤炭去产能工作进展顺利

7月18日，国家发展改革委就宏观经济运行情况举行新闻发布会，发改委政研室主任、新闻发言人严鹏程介绍去产能最新进展时表示，上半年坚决淘汰钢铁落后产能，严格控制新增产能，截至6月末，“地条钢”按计划出清；此外，上半年共退出煤炭产能1.11亿吨，完成年度目标任务量的74%。

### 1.3 发改委等16部委联合发文防范化解煤电产能过剩

8月1日，发改委等16部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》。主要任务包括，依法依规淘汰关停不符合要求的30万千瓦以下煤电机组（含燃煤自备机组）；对未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规煤电项目一律停工、停产，并根据实际情况依法依规分类处理；预警等级为红色和橙色的省份，不再新增煤电规划建设规模，2020年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。

### 1.4 发改委召集五大发电集团以及其他重点发电企业召开会议

7月12日下午，国家发改委召集五大发电集团以及其他重点发电企业召开会议。会议听取了近期发电情况重点是火电、水电同比和环比变化情况，电煤收、耗、存同比和环比变化情况，及供应中存在的问题和建议。

### 1.5 国家发展改革委召开2017年迎峰度夏电力煤炭供应专题会议

7月17日，国家发展改革委召开迎峰度夏电力煤炭供应专题会议。会议分析了今年以来煤炭、电力供应形势和迎峰度夏供应保障情况，对做好下步供应保障工作提出了具体要求。

### 1.6 山西遭最严安全检查

山西省从7月开始安全生产大检查工作，到10月底结束，分三个阶段全面开展。

为确保此次大检查取得实效，山西省安委会成立了安全生产大检查领导小组，由山西省省长

楼阳生担任组长，所有副省长和省政府秘书长任副组长，成员包括 11 个市政府市长和省安委会成员单位主要负责人。据了解，此次大检查重点检查煤矿、金属非金属矿山和尾矿库、道路交通等 14 个重点行业领域。

## 2 行情回顾

### 2.1 动力煤期价走势

7 月份，由于迎峰度夏来临，全国持续高温天气，同时水力发电受到大雨防洪的抑制，电厂日耗高位运行，电煤需求有所增加，现货价格持续走高，ZC1709 合约一度突破 600 一线关口，创下新高 616.6 元/吨；随后国家调控力度加大，在政策保供给、稳煤价等消息的压制下，动煤开始震荡回落。主力合约 ZC1709 报收 609.8 元/吨，月涨 30.0 元/吨，涨幅 5.17%；持仓 33.9 万手，成交 496.0 万手，缩量减仓。

图 1：动煤 ZC1709 行情走势

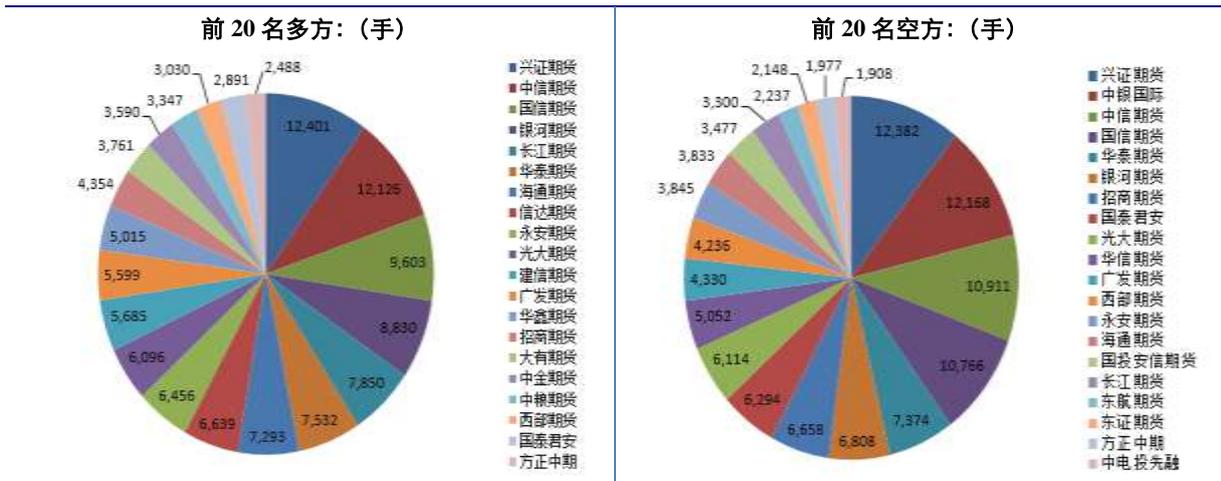


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.2 持仓情况

截至 7 月 31 日，主力合约 ZC1709 前 20 名持买仓量由 163181 手减至 124586 手，前 20 名持卖仓量由 146055 手减至 115818 手；ZC 合约前 20 名持买仓量 143896 手，前 20 名持卖仓量 138453 手。从机构层面看，多方较空方仍然维持着一定的优势。

图 2: ZC1709 合约多空双方持仓情况



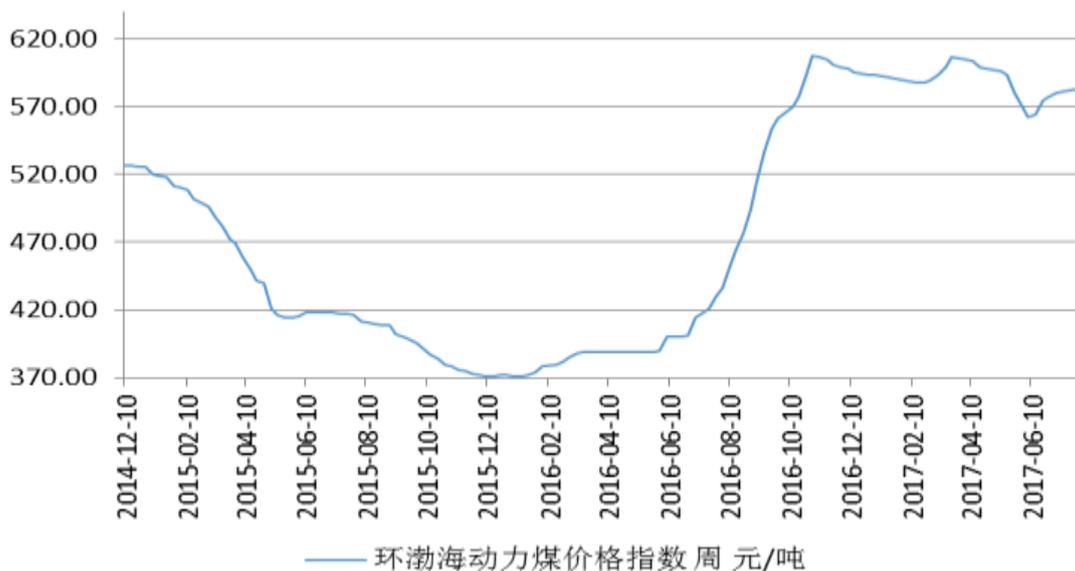
数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

### 3. 现货市场

#### 3.1 环渤海价格指数

截至 7 月 26 日,环渤海动力煤价格指数报 583 元/吨,较月初上涨了 6 元/吨,同比上行 1.04%,连续七期上涨,, 累计上行 21 元/吨。由于迎峰度夏、用煤高峰对于煤炭市场仍有一定的支撑,但国家调控力度不断加大,在政策导向下,大型煤电企业交易重心转向长协煤,对现货价格博弈的参与度降低,从而煤价逐步走稳,因此近期 BSPI 指数稳中微涨。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

### 3.2 国际动力煤市场

7 月份，国际动力煤市场整体上涨。其中澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格震荡上行；南非理查德港动力煤价格、欧洲 ARA 三港市场动力煤价格先升后降。

(单位: 美元/吨)	6 月 30 日	7 月 7 日	7 月 14 日	7 月 21 日	7 月 28 日
纽卡斯尔 NEWC	82.46	82.62	84.03	91.04	92.28
理查德 RB	78.01	82.60	82.64	82.60	79.36
欧洲 ARA 港	79.81	82.84	83.91	83.01	82.46

截止 7 月 28 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格 92.28 美元/吨，较上月上涨 9.82 美元/吨，涨幅为 11.91%；南非理查德港动力煤价格 79.36 美元/吨，较上月上涨 1.35 美元/吨，涨幅为 1.73%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格 82.46 美元/吨，较上月上涨 2.65 美元/吨，涨幅为 3.32%。

图 4：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）

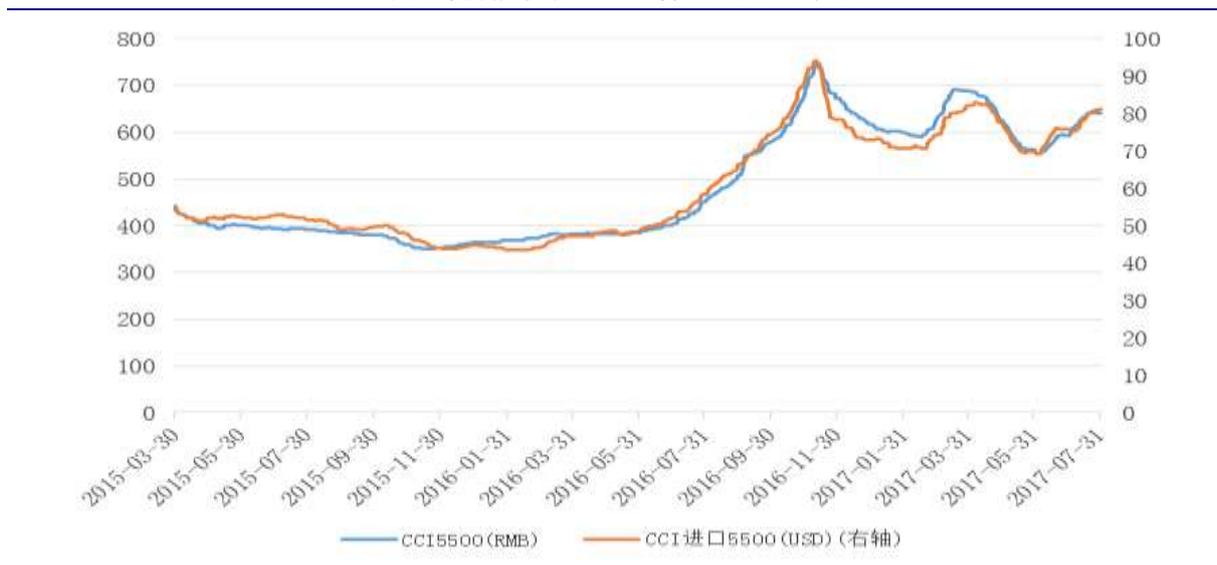


数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.3 CCI 指数

7 月份，CCI500 指数与 CCI 进口 5500 指数均继续大幅上涨。截至 7 月 31 日，CCI500 指数由 594 元/吨上涨至 641 元/吨，涨幅为 7.91%；CCI 进口 5500 指数由 75.7 美元/吨上涨至 81.2 美元/吨，涨幅为 7.27%。

图 5：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



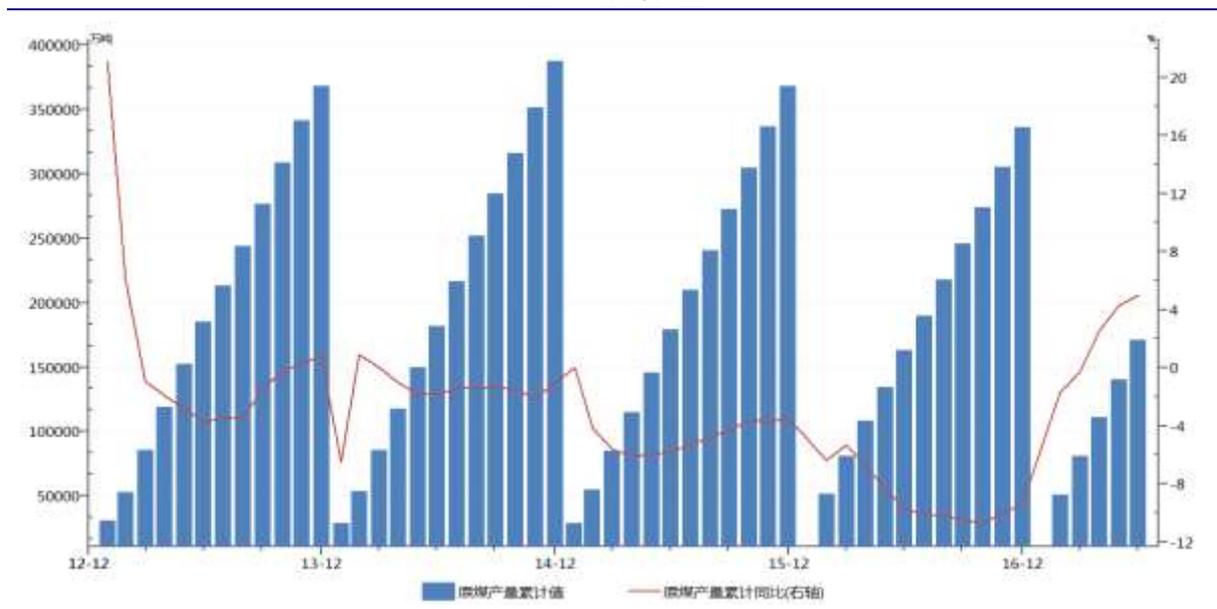
数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4. 基本面

### 4.1 煤炭产量逐步增长

2017 年前 6 个月全国原煤产量 17.13 亿吨，累计同比增长 5.0%；其中 6 月份原煤产量 3.08 亿吨，同比大幅增长 10.6%。2017 年前 6 个月山西省煤炭累计产量 41718 万吨，累计同比增长 5.5%；其中 6 月份产量 7497 万吨，同比增长 12.9%。陕西省煤炭累计产量 25843 万吨，累计同比增长 9.2%；其中 6 月份产量 4925 万吨，同比增长 18.3%。内蒙古煤炭累计产量 46191 万吨，累计同比增长 13.8%；其中 6 月份产量 7940 万吨，同比增长 19.2%。

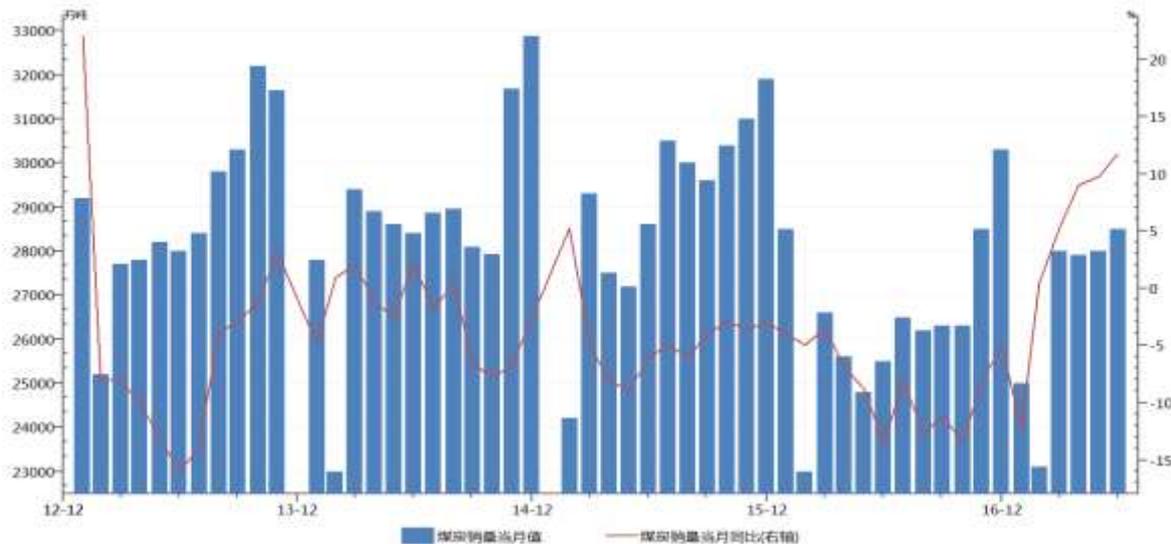
图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，煤炭资源网

2017年6月份煤炭销量28500万吨，同比增长11.76%。

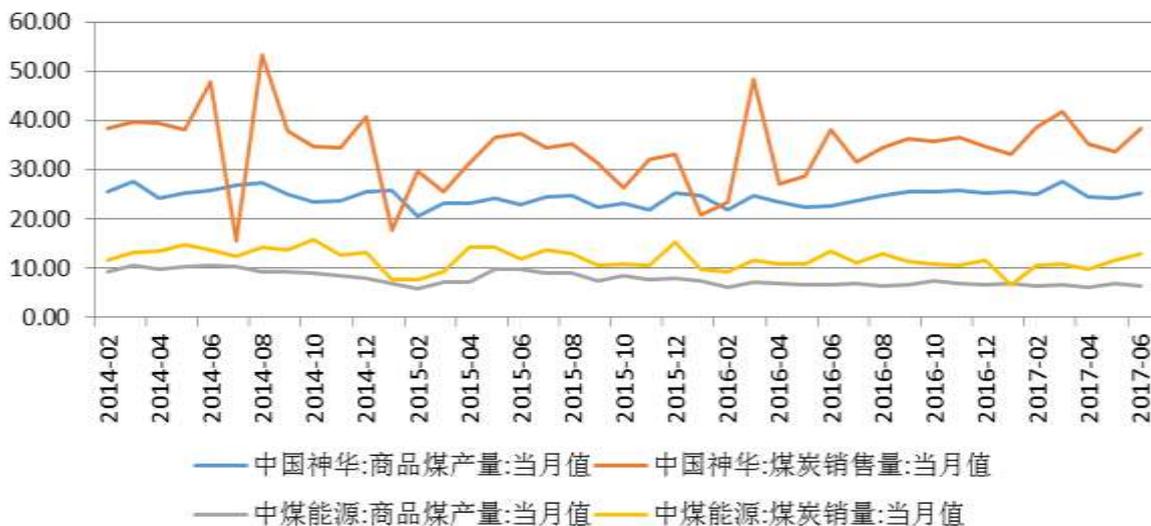
图7：全国煤炭销量



数据来源：兴证期货研发部，WIND

6月份，中国神华集团产销同比均有所增加，中煤能源煤炭产销同比均有所下降。其中6月份，中国神华集团商品煤产量2510万吨，同比增加240万吨或10.57%；煤炭销售量3830万吨，同比增加30万吨或0.79%。6月份，中煤能源商品煤产量为624万吨，同比减少35万吨或5.31%；商品煤销量为1274万吨，同比减少77万吨或5.70%。

图8：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 进口煤限制政策落地，进口量或逐步减少

2017年6月份全国煤炭进口量2160万吨，同比减少15万吨，下降0.7%；环比减少59万吨，下降2.66%。

2017年6月我国进口动力煤645.27万吨，同比增加49.63万吨或8.33%。6月份，排名前三的进口来源国依次为：澳大利亚387.88万吨，俄罗斯134.02万吨，印尼65.67万吨。

图 9：进口动力煤情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.3 港口库存有所下降

受下游电厂补库影响，港口煤炭库存有所下降。截至 7 月 31 日，环渤海四港动力煤库存 1389.4 万吨，较上月同期下降 98.5 万吨或 6.62%。秦皇岛港库存 541.5 万吨，较上月同期增加 14.5 万吨或 2.75%。曹妃甸港煤炭库存 248.3 万吨，较上月减少 68.8 万吨；京唐国投港煤炭库存 102 万吨，较上月减少 46 万吨。同期，广州港煤炭库存 233.2 万吨，较上月同期增加 106.8 万吨或 71.82%。

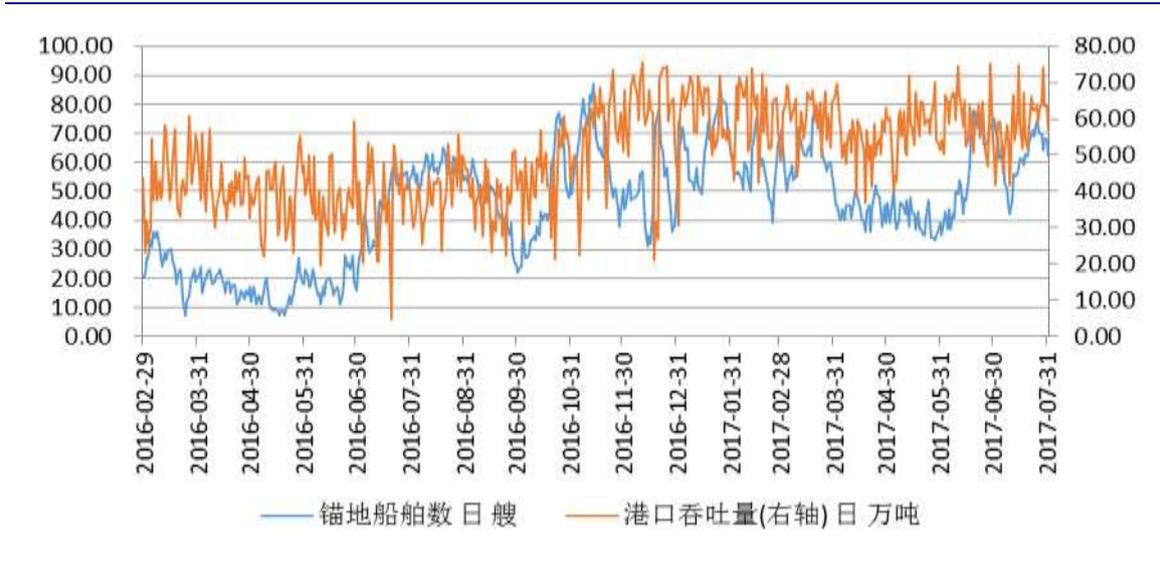
图 10：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

当前大型煤电企业交易重心转向长协煤，市场煤成交不佳；港口煤炭调入量与吞吐量整体维稳运行。7 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7352.3 车，环比减少 23.0 车；日均调入量 58.65 万吨，环比减少 0.18 万吨。日均吞吐量 58.30 万吨，环比减少 1.94 万吨。锚地船舶数日均 62.48 艘，环比增加 6.62 艘，拉煤积极性有所提高。

图 11: 秦皇岛港锚地船舶数与港口吞吐量

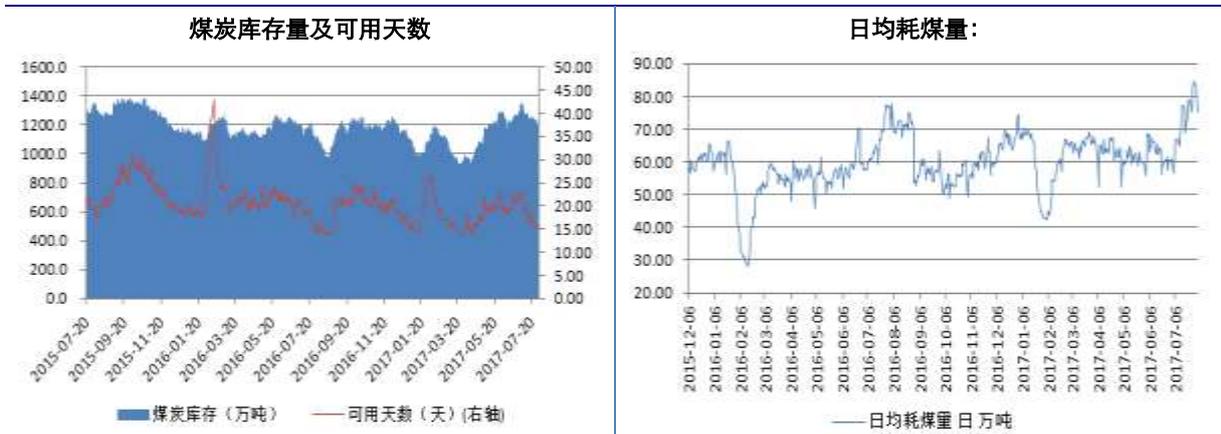


数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.4 电厂日耗增加，库存降低

由于迎峰度夏来临，全国持续高温天气，同时水力发电受到大雨防洪的抑制，电厂日耗高位运行，电煤库存逐渐下降，需求有所增加。截至 7 月 31 日，六大发电集团煤炭库存 1215.3 万吨，较上月同期下降 78.4 万吨或 6.06%；可用天数由 21.46 天降至 15.00 天。日均耗煤量 83.03 万吨，较上月同期增加 22.75 万吨。

图 12: 六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.5 下游需求仍有支撑

电力：水电不及预期，火电需求依然旺盛。2017 年前 6 个月全社会用电量 29508 亿千瓦时，累计同比增长 6.34%；其中 6 月份全社会用电量 5244 亿千瓦时，同比增长 6.51%。2017 年前 6 个月全国累计发电量 29598 亿千瓦时，累计同比增长 6.3%；其中 6 月份全国发电量 5203 亿千瓦时，同比增长 5.2%。2017 年前 6 个月火电累计发电量 22215 亿千瓦时，累计同比增长 7.1%；

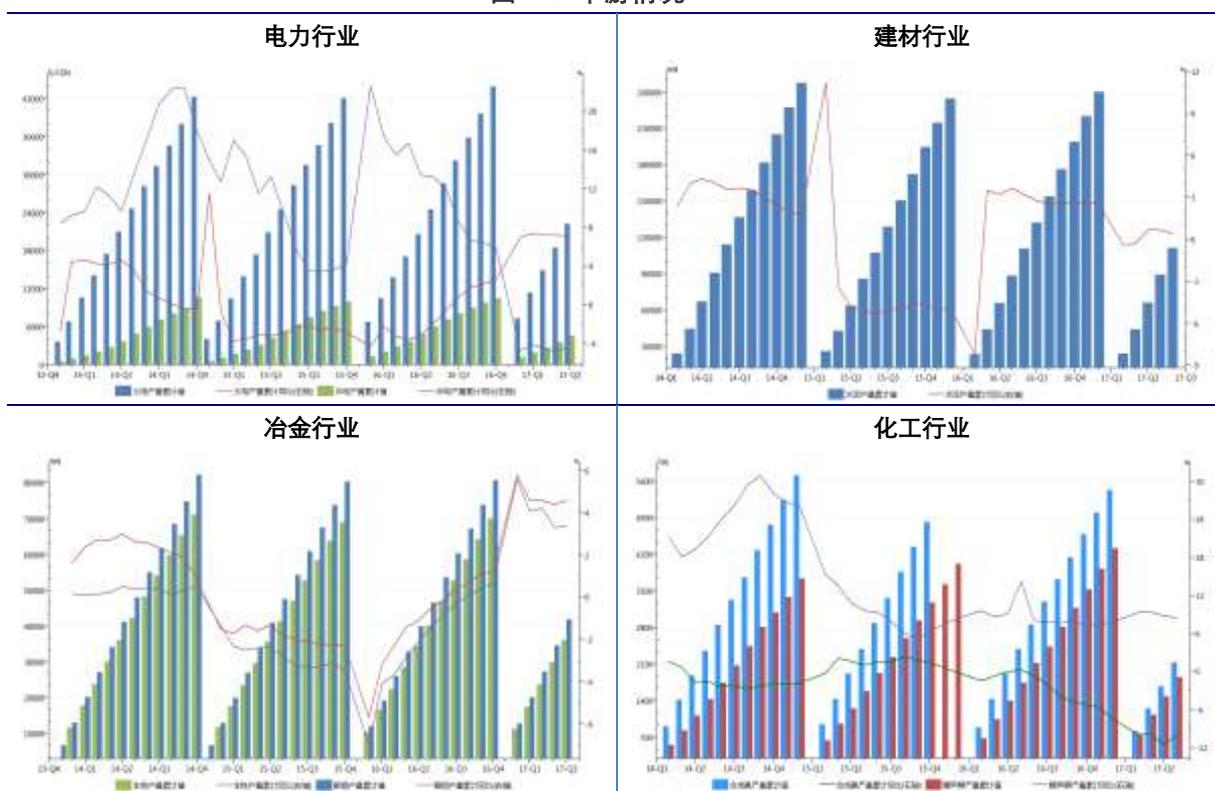
其中6月份火电发电量3710亿千瓦时，同比增长6.3%。2017年前6个月水电累计发电量4613亿千瓦时，累计同比下降4.2%；其中6月份水电发电量1044亿千瓦时，同比下降1.9%。

建材：水泥价格维稳运行，产量略有下降。2017年前6个月全国水泥累计产量111309万吨，累计同比增长0.4%；其中6月份水泥产量22081万吨，同比下降0.9%。

冶金：由于黑色产业利润高企，生铁、粗钢产量有所增加。2017年前6个月全国粗钢累计产量41975万吨，累计同比增长4.6%；其中6月份粗钢产量7323万吨，同比增长5.7%。2017年前6个月全国生铁累计产量36256万吨，累计同比增长3.4%；其中6月份生铁产量6168万吨，同比增长2.2%。

化工：化工品市场维稳运行。2017年前5个月全国甲醇累计产量1849万吨，累计同比增长8.4%；其中5月份甲醇产量361万吨，同比增长6.3%。2017年前5个月全国合成氨累计产量2123万吨，累计同比下降10.0%；其中5月份合成氨产量428万吨，同比下降8.7%

图 13：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4.6 国际运费维稳运行，沿海运费有所上涨

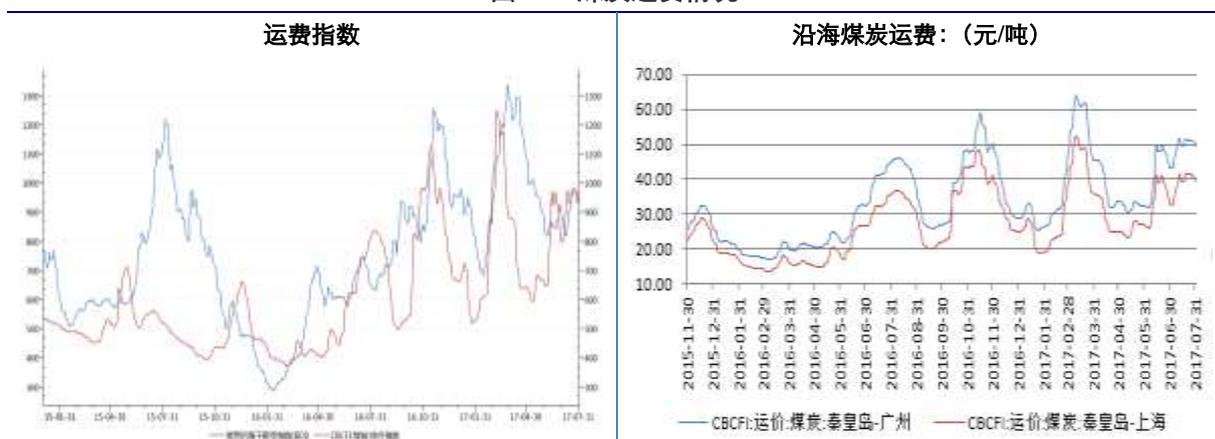
随着大宗商品价格的不断上涨，全球贸易情况有所活跃，波罗的海干散货指数（BDI）先抑后扬，整体维稳运行。截至7月31日，波罗的海干散货指数（BDI）为946点，较上月同期上涨了45点，涨幅为4.99%。

沿海煤炭运费综合指数（CBCFI）为950.41，较上月同期上涨了149.45点，涨幅为18.66%。由于进口煤受限政策的影响，加之全国多地持续的高温天气助推电厂日耗维持高位，带动电煤需求的增加，拉动了航运市场的需求，从而沿海煤炭运费不断上涨。预计后期电厂仍然存在一定的补库需求，但当前煤价过高，市场观望氛围渐浓，料后期沿海煤炭运费或维持高位运行。

截至7月31日，秦皇岛-广州海运运费由43.2元/吨上涨至51.6元/吨后回落至50.2元/吨，较上

月上涨了 7.0 元/吨；秦皇岛-上海海运费由 33.1 元/吨上涨至 41.5 元/吨后回落至 40.1 元/吨，较上月上涨了 7.0 元/吨。

图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 5. 总结

当前高温天气仍将持续，下游电厂日耗煤量季节性高位，同时水电表现不及预期，加之全国安全生产大检查、煤管票等仍对煤炭供给有所抑制，煤炭市场供需面短期依然较好，现货价格高位运行，对期货价格有所支撑。

但国家调控力度逐渐加大，目前国家积极应对煤炭供需紧张问题，要求加快先进产能释放保供应、保障煤炭运力协调等，预计后期煤炭产量将进一步增加，煤炭供需紧平衡的矛盾或得到有效缓解，后续煤价或将逐渐回归理性运行。

随着后期天气逐步降温，煤炭需求预期将有所走弱，同时伴随着先进产能核增生产能力的释放，预计后期煤价将逐渐回落，关注动煤逢高沽空的机会。

## 区间震荡

2017年5月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

7月，豆油维持震荡反弹的行情；供给方面，美国大豆主产区的天气偏干旱，大豆的生长优良率大幅下滑维持在57%的偏低水平，支撑美豆价格。南美大豆出口量大且价格偏低，对价格利空；目前全球大豆库存充裕，供给维持宽松状态，但美豆远期供应的炒作仍将持续；需求方面，目前是油脂的消费淡季，油厂开工率维持高位，供应压力不断增加，豆油库存继续大幅上升到137万吨的较高水平。棕榈油库存维持震荡走低，目前只有35万吨；6月马来棕榈油的产量继续同比减少，消费尚可，使得库存出现了小幅减少，对价格有一定的支撑；市场预期7月马来西亚棕榈油将出现一定的反弹，但供求偏紧的状态可能仍将持续。

#### ● 后市展望及策略建议

进入8月以后，美国大豆的天气炒作模式仍将持续，随着优良率的下降，对美豆有很强的支撑；南美大豆的出口销售将给市场带来压力；需求方面，由于进入到消费淡季，油脂的需求偏弱，随着油厂开工率的高位运行，豆油库存压力较大；东南亚棕榈油的产量处于恢复状态，对棕榈油价格产生利空影响。综合来看，豆油和棕榈油可能仍旧维持区间震荡的行情，建议投资者区间震荡对待。

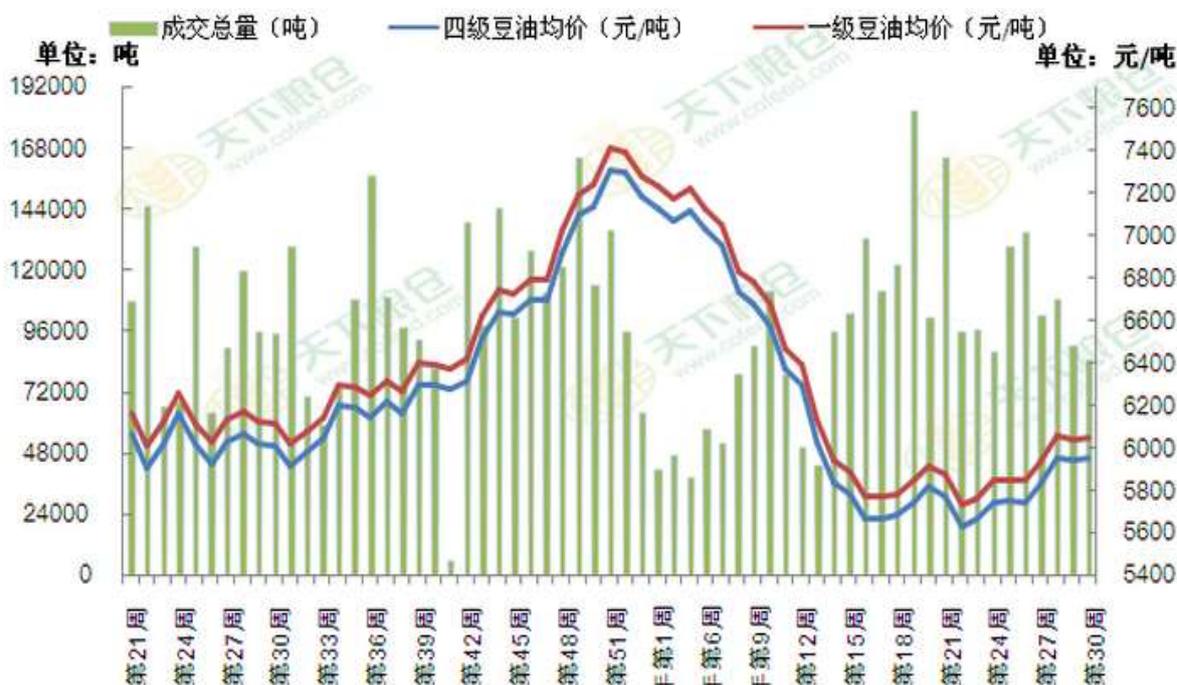
## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

美国方面，美国大豆种植面积达到 8951 万英亩，远远超出去年的种植面积；美豆的天气炒作成为市场运行的主要模式，由于干旱炎热的气候持续，美豆的优良率大幅下降，使得市场预期美豆单产下降的空间较大，这也带动了美豆价格反弹且维持高位震荡的行情。现货方面，美国大豆的库存仍旧维持高位区间，在南美销售竞争的压力下仍将会打压价格。巴西的产量创出历史新高达到 1.14 亿吨，远远超出去年产量 9650 万吨；阿根廷大豆产量为 5780 万吨，较去年的 5680 万吨增加 100 万吨；随着南美大豆的入市，整体大豆供应压力继续增加，可能打压大豆的价格。

国内方面，油厂开工率维持高位，近三个月来进口大豆大量到港，也利于企业加大开工；目前接近 55% 的开工率略高于正常水平；但由于需求维持平稳，豆油的库存维持高位；后期随着供应的增加，库存可能继续小幅增加。整体来看，由于全球大豆的供应非常充裕，油脂尤其是豆油的潜在供应量非常大，给价格上涨带来很大压力。

图 1：豆油价格及成交量走势



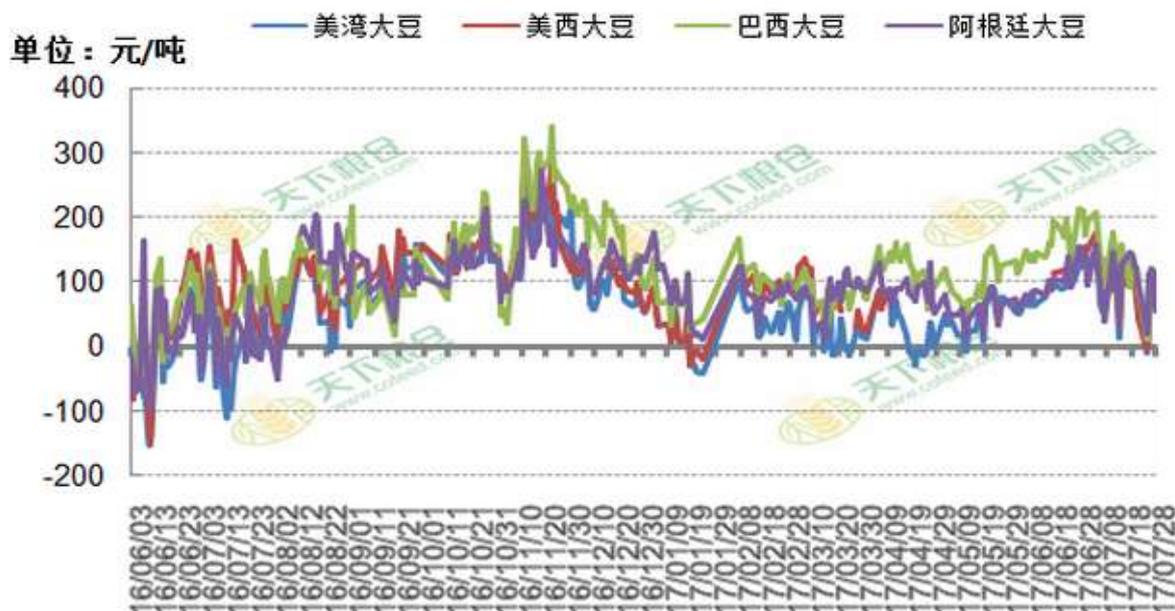
数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 1 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2017 年 4 月以来，豆油的现货价格维持低位震荡行情，目前仍旧维持在 5600 到 6100 元/吨的低位区间震荡；由于供应压力较大，整体的需求量并没有大幅增加，预期后市豆油的价格可能仍将维持低位震荡。

从库存来看，豆油的库存由维持震荡走高，随着近期大豆到港量增加及开工率的大幅走高，豆油的供应量将逐步放大，在需求相对偏弱的情况下，库存震荡走高；如图 2 所示，国内豆油的商业库存为 137 万吨，较 7 月初的库存出现大幅增加，库存压力逐步增加。



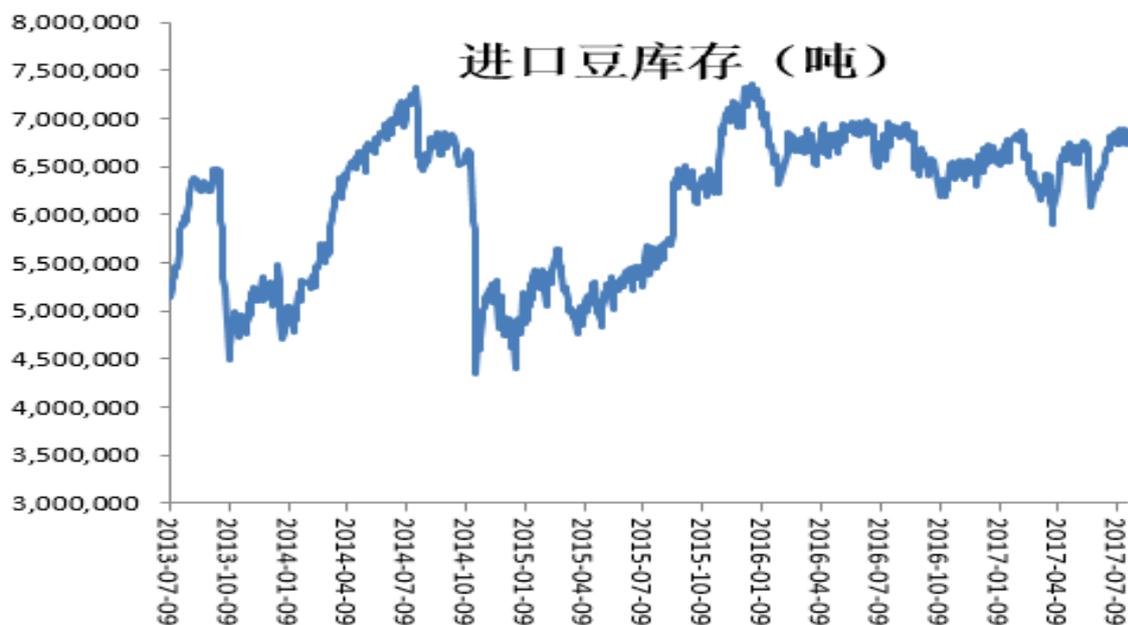
图 4：进口大豆压榨利润



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

下游消费情况看，目前豆粕需求仍旧偏弱，养殖企业的行业恢复不及预期，对豆粕价格有压力。从大豆供给的角度来看，7月进口大豆量维持高位，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存存为 688 万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 5：大豆结转库存



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，8月美豆的出口将受到南美大豆出口的抑制，但随着大豆生长季节的到来，天气炒作将给豆类油脂上涨动力；需求方面，豆粕的需求尚未有实质性的好转；油厂的开工率维持高位，豆油的供应压力逐步增加，目前豆油的库存维持在高位，给价格带来很大压力；综合供求方面的信息，豆油可能维持区间震荡的行情。

## 1.2 棕榈油基本面

每年的3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逐步增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，但由于需求也同样恢复，棕榈油的成交将增加，价格可能维持相对的坚挺。从马来西亚公布的产量数据来看，2017年6月马来西亚棕榈油产量同比出现减少，低于市场预期，主要因为斋月节日工人放假所致；从7月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量可能会继续增加，市场对供应压力仍有所担忧。

需求方面，随着斋月的结束，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓，后期的需求令人担忧；随着产量的逐步增加以及需求的逐步放缓，预期后市棕榈油的库存将逐步震荡走高；出口数据方面，6月棕榈油出口量出现大幅减少；综合马来西亚和印度尼西亚供求，7月棕榈油供应同比增加，对价格有一定的压力；需求端目前处于棕榈油的消费淡季，后期可能给棕榈油价格带来一定压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

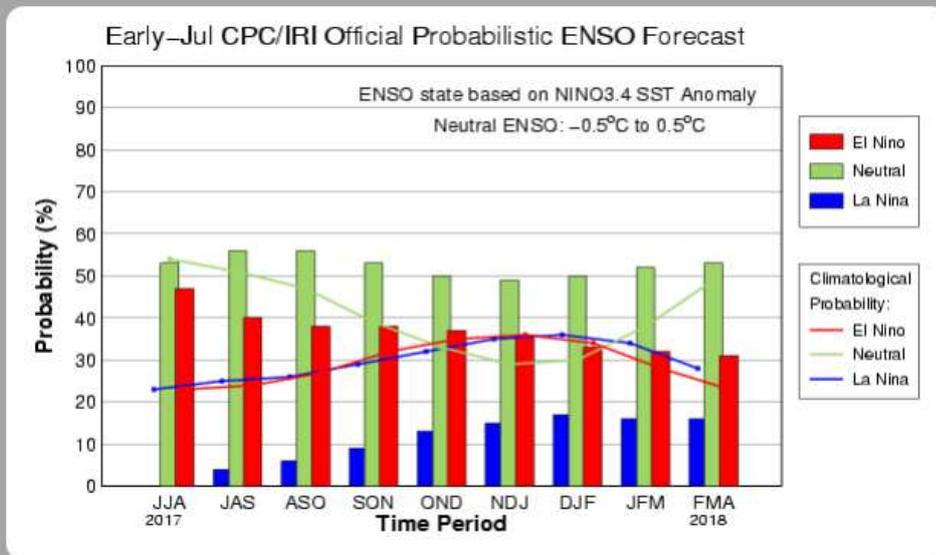
	马来西亚棕榈油数据				
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2016/06	1,532,613	1,776,264	1,132,282	-13.1%	-17.4%
2016/07	1,585,882	1,770,650	1,384,220	-12.7%	-21.8%
2016/08	1,701,905	1,464,491	1,812,394	-17.0%	-41.3%
2016/09	1,715,125	1,547,173	1,451,144	-12.5%	-41.1%
2016/10	1,677,873	1,574,114	1,430,946	-17.6%	-44.5%
2016/11	1,574,935	1,655,884	1,370,385	-4.7%	-43.1%
2016/12	1,473,717	1,665,388	1,267,941	5.3%	-36.7%
2017/01	1,276,848	1,540,832	1,282,584	13.0%	-33.2%
2017/02	1,258,538	1,459,056	1,107,011	20.7%	-32.7%
2017/03	1,464,021	1,554,106	1,265,771	20.0%	-17.6%
2017/04	1,548,053	1,599,894	1,283,308	19.0%	-11.3%
2017/05	1,654,494	1,557,619	1,505,929	21.2%	-5.3%
2017/06	1,514,170	1,527,043	1,379,691	-1.2%	-14.0%

数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，6月马来西亚棕榈油的产量为151.4万吨，同比减少1.2%。预期马来和印尼的棕榈油7月产量将恢复同比增加趋势，供应的恢复对棕榈油的价格有压力。出口方面，马来西亚6月棕榈油出口量为137.9万吨，较5月出现了大幅减少；目前情况看，7月以来棕榈油的进口需求可能会出现一定幅度的反弹但产量的反弹幅度可能会更大，会对棕榈油的价格有压力。

图 6：天气预测模型

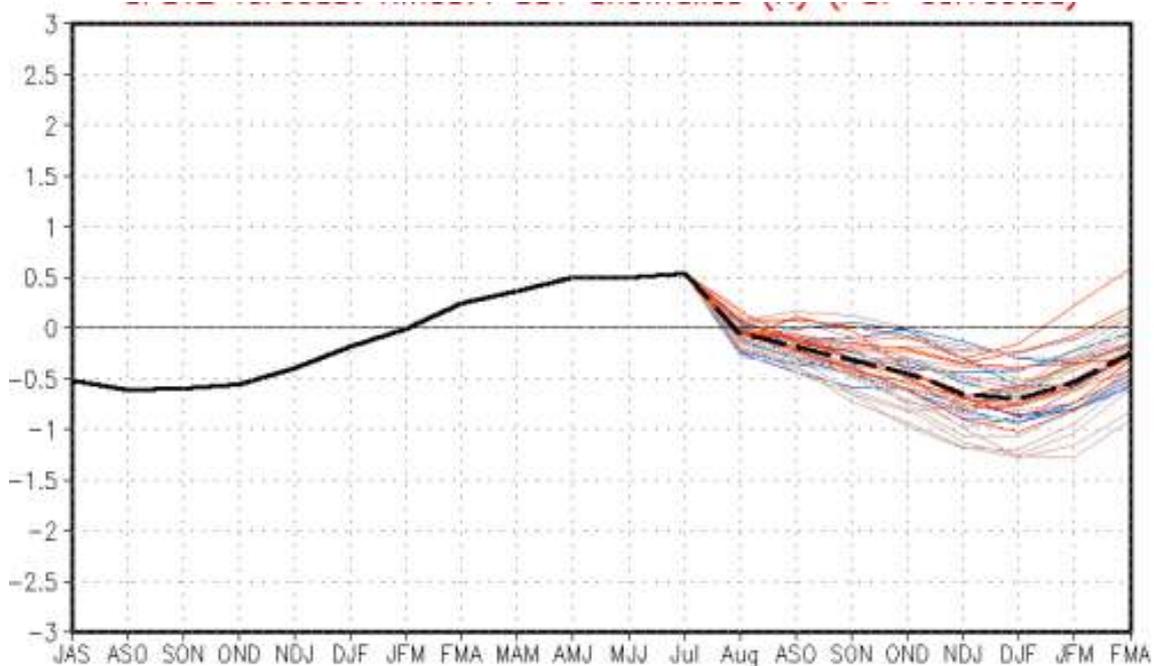
ENSO-Neutral is favored (50 to ~55% chance) into the Northern Hemisphere winter 2017-18, with diminishing chances for El Niño throughout.



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。从目前的情况看，厄尔尼诺现象已经结束，目前全球气候呈厄尔尼诺中性，有利于棕榈油的产量。

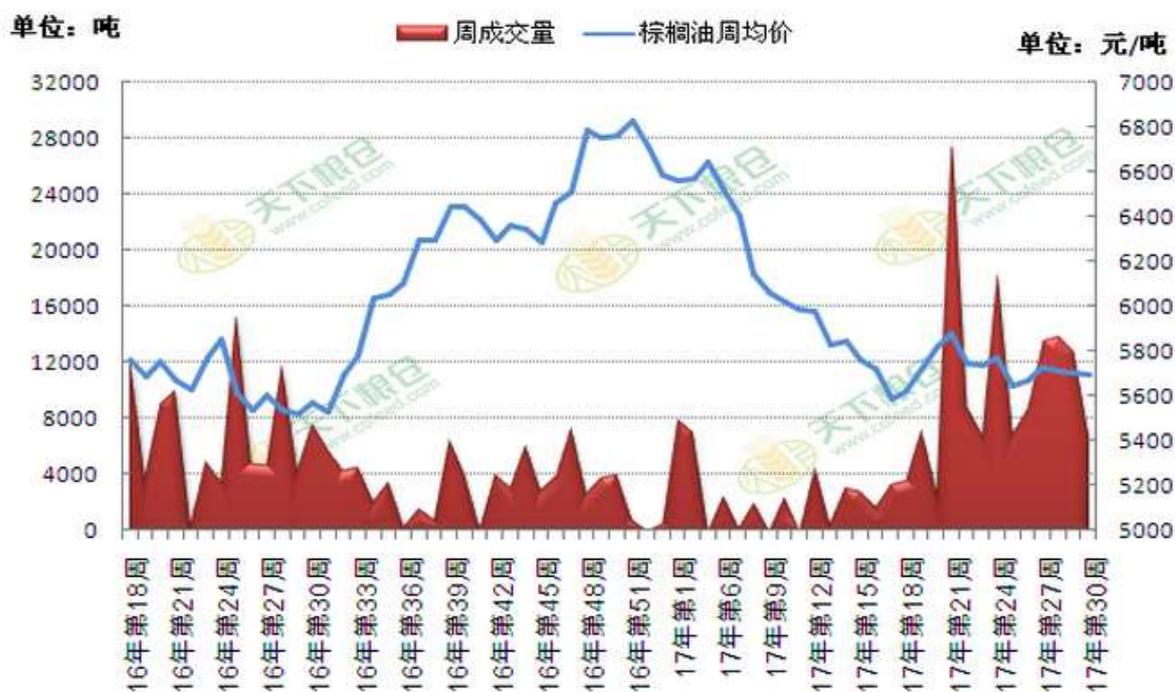
图 7：厄尔尼诺温差指数（温差越大越严重）



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

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。目前，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，我们预期棕榈油的产量将逐步增加，尤其是远期增产的幅度预期较大，导致整个棕榈油远期的价格不容乐观。

图 8：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，周度的成交量低于往年的正常水平，豆油和菜籽油价格偏低，需求较棕榈油好导致国内棕榈油的需求走弱；目前国内棕榈油库存维持震荡走低，消费的低迷对价格有压力。

目前，国内棕榈油的商业库存达到 35 万吨的水平，近期出现震荡减少的情况；主要是因为棕榈油进口量大幅萎缩，库存不断消耗；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的情况还将持续，棕榈油的成交和库存仍将维持偏弱状态。

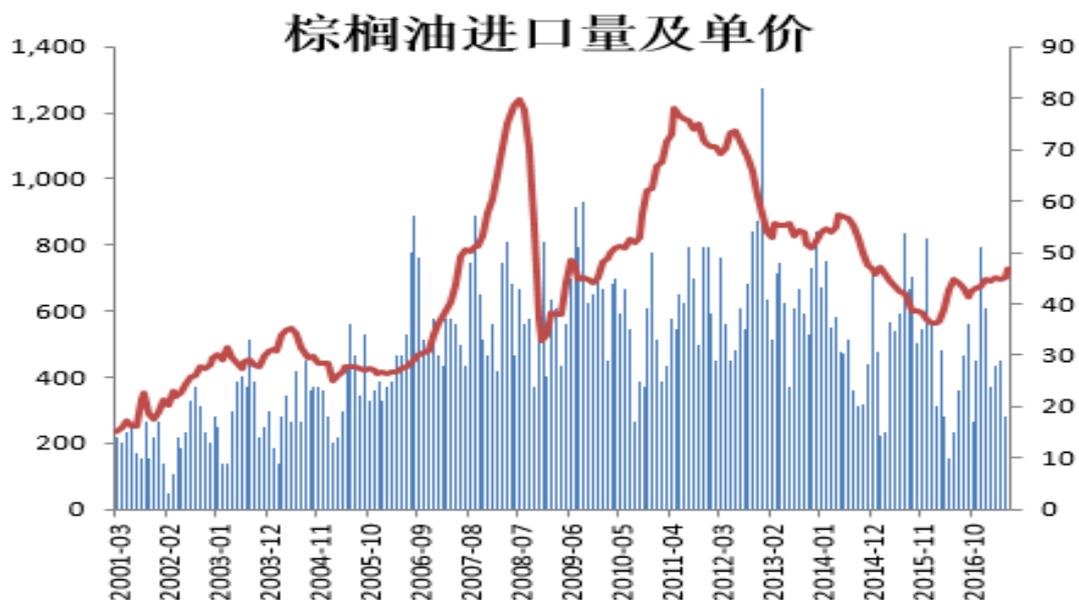
图 9：棕榈油库存走势



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从去年12月开始大幅反弹，4月份棕榈油的进口数量达到42万吨，较去年同期大幅增加。但5月进口量为18万吨，6月进口量为21万吨，远远小正常的进口水平。

图 10：棕榈油进口数据



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从价差的角度来看，目前国内棕榈油的进口价差已经由前期的大幅亏损到目前的小幅亏损状态，主要是因为进口价格大幅走低所致。

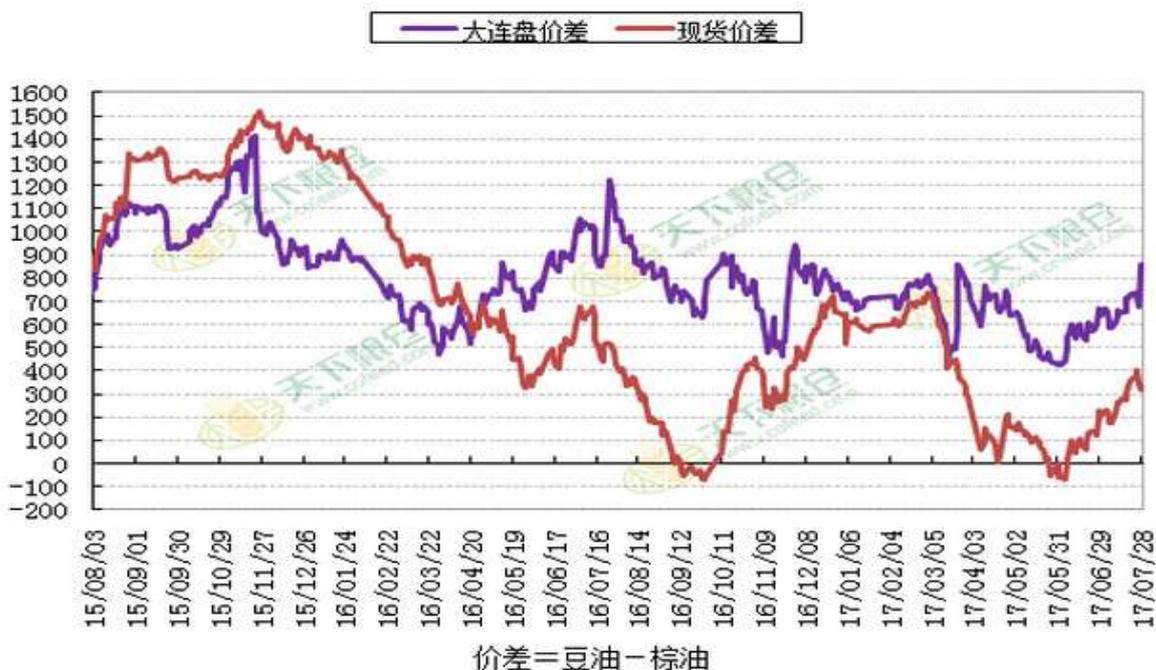
图 11：棕榈油进口成本

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	8月	655	-02.50	20	675	5580	(华南)
		655	-02.50	25	680	5620	(华东)
		655	-02.50	28	683	5650	(华北)
	9月	652.5	00.00	20	672.5	5560	(华南)
		652.5	00.00	25	677.5	5600	(华东)
		652.5	00.00	28	680.5	5620	(华北)
	10/11/12月	652.5	00.00	20	672.5	5560	(华南)
		652.5	00.00	25	677.5	5600	(华东)
		652.5	00.00	28	680.5	5620	(华北)
1/2/3月	657.5	00.00	20	677.5	5600	(华南)	
	657.5	00.00	25	682.5	5640	(华东)	
	657.5	00.00	28	685.5	5660	(华北)	
33度棕榈油	8月	650	-02.50	25	675	5580	(华东)
	9月	647.5	00.00	25	672.5	5560	(华东)
	10/11/12月	647.5	00.00	25	672.5	5560	(华东)
	1/2/3月	650	-02.50	25	675	5580	(华东)
44度棕榈油	8月	630	+02.50	25	655	5070	(华东)

数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

豆油和棕榈油的期货价差震荡走高，二者现货价差同样出现了一定的走高；主要因为进口棕榈油价格大幅下跌所致，后期还需要关注外盘棕榈油的价格走势情况。

图 12: 豆油棕榈油价差



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比将出现增加，将对价格有一定压力；7月以后需求仍将小幅反弹，可能对价格有一定支撑；目前国际方面棕榈油的库存尚维持低位对价格有一定的支撑，但国内价格偏高导致消费偏弱，给价格带来压力，建议投资者以区间震荡对待。

## 2.技术分析及操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，7月豆油价格维持区间震荡反弹，目前供求宽松，后期仍将区间震荡。

图 13：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，棕榈油低位震荡反弹，建议投资者区间震荡对待。

图 14：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

## 惯性下跌

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

### 内容提要

7月郑糖快速下跌。从基本面看，国内缺乏新的事件提供预期，处于惯性下跌中。国外供需大局尚未有大的改变，近期虽然利多消息较多，但始终隔靴搔痒。目前郑糖出现技术超跌信号，预计短期反弹调整的可能性较大。

# 1. 行情回顾

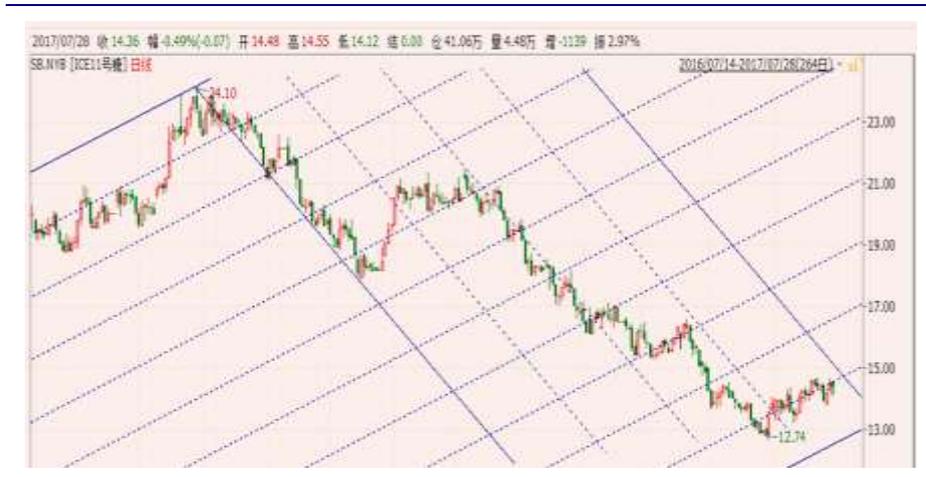
## 1.1 ICE 糖走势回顾

图 1-1-A: ICE 主连周线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 1-1-B: ICE 主连日线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

美糖急跌后反弹，关注 15 美分附近的压制力度。

## 1.2 国内行情走势

图 1-2-A: 郑糖主连周线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 1-2-B: 郑糖主连日线



数据来源：WIND，兴证期货研发部

郑糖急跌，从周线看有向下方支撑线移动的趋势。如果不能迅速拉回至上方斜线的话，恐再次探底。

## 2. 基本面分析

### 2.1 国外利多消息隔靴搔痒

美糖从 17 年年初开始的下跌，很重要的原因在于巴西乙醇进口量大增，导致巴西国产乙醇滞销，甘蔗厂选择把更多的甘蔗用来制糖。今年上半年巴西乙醇进口量是往年的 3-4 倍(图 1)，异常的进口令巴西国内乙醇业苦不堪言，外贸商会要求政府恢复对进口乙醇征收 20% 的关税。巴西乙醇进口主要来自美国，美国和巴西是世界第一大和第二大乙醇生产国，为了促进乙醇的国际贸易，巴西在 2010 年取消了乙醇进口关税。目前政府仍在讨论是否要征收关税，预计在 8 月底会有结果。

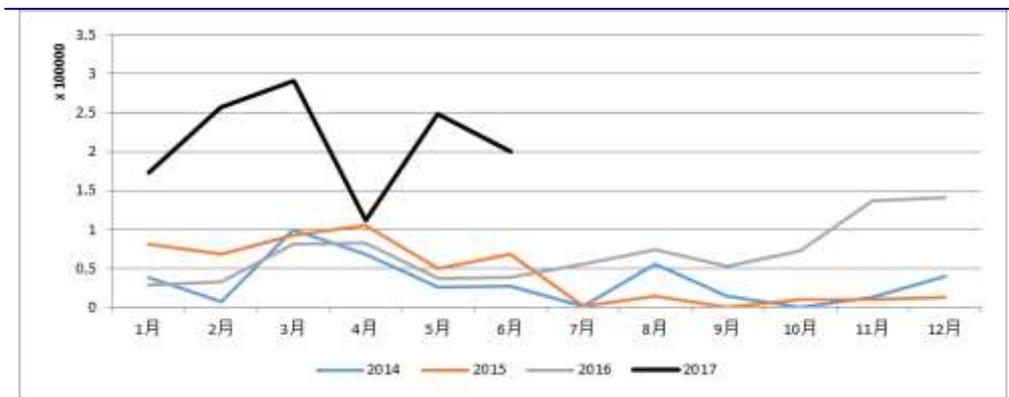
巴西增加乙醇进口量并不是偶然的。从图 2 可以看出，巴西乙醇进口主要集中在东北部港口。而巴西国内甘蔗乙醇生产集中在中南部，东北部是销区。但是由于东北部的港口距离美国较近，进口乙醇的成本较低，如果中南部地区的乙醇价格没有价格优势，东北部可以选择美国的进口乙醇作为替代。笔者选用中南部地区与东北部地区乙醇价差为指标，可以在一定程度上反映中南部地区乙醇的竞争力。从图 3—图 5 可以看出，从 2016 年 8 月到今年 1 季度，巴西中南部地区乙醇价格相对东北地区价格偏高，使得中南部地区乙醇竞争力降低。国内乙醇滞销使得甘蔗厂选择把更多的甘蔗用来制糖，给国际糖价带来了压力。目前来看，中南部与东北部贸易商中间价与最低价价差回到了往年水平，但最高价价差依然偏高，预计 7 月份巴西乙醇进口量会有所下滑，巴西国内乙醇销量或有所回升，但同比依然偏低，关注 7 月份的数据。如果巴西真的提高乙醇进口关税的话，无疑会刺激巴西国产乙醇销量，给糖价带来支撑。但是由于目前中南部与东北部乙醇价差逐渐缩小，即使不提高关税的话，乙醇进口量可能也会缓慢回落到往年偏高水平。

印度方面，每年印度糖协会对新榨季产量进行三次评估，分别是 7 月，9 月与次年 1 月。在最近发布的估产报告中，印度糖协预计新榨季产量约 2500 万吨，较上年增加约 500 万吨。不过每年印度糖协的估产与实际产量都偏差较大，有时高估，有时低估，偏差值有时会达到 400 万吨。印度国内也有预测新榨季产量在 2000 万吨左右的，可见市场分歧仍在。从 2016 年 6 月至今印度降雨较为正常，目前进入水库水位回升关键期。

国内方面，提高关税前内强外弱，提高关税后内弱外强，市场解读为利多出尽。上周政府再次声明将想尽一切办法严打走私，但 2-6 月份，国内查处的走私糖只有约 6500 吨，相比市场预期的每年 200 万吨的走私量有较大差距。我们依然认为走私是一个长期因素，但大量走私是一个短期因素。2016 年下半年糖价上涨时并不是没有走私，只不过在内外利多因素共振下，走私糖变得不那么重要。在政府宣布提高关税后，国内市场缺乏新的事件提供预期，市场在预期进入增产周期以及现货买涨不买跌的共同作用下，处于惯性下跌趋势。目前来看，国内方面依然缺乏可以交易的事件以及预期。主要的变量在外盘，国外方面，虽然巴西乙醇前期利空因素逐渐清淡并且政策上有利多预期，印度也传闻或再次打开进口窗口，但目前看国际供给或难出现大幅下降，震荡调整的可能性较大。

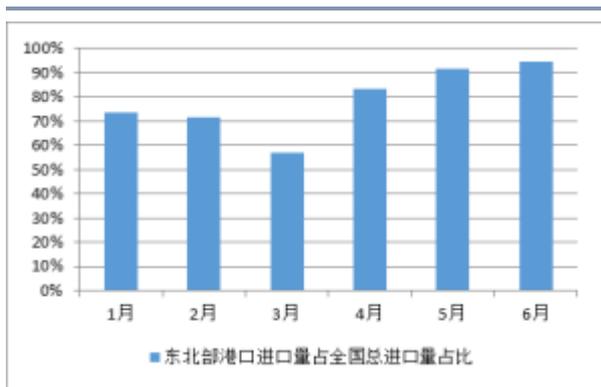
总的来看，短期国内有超跌迹象，但国内基本面缺乏新的事件提供预期，处于惯性下跌中。国外供需大局尚未有大的改变，近期虽然利多消息较多，但始终隔靴搔痒。上周国内快速下跌，出现技术超跌信号，预计短期反弹调整的可能性较大。

图1：巴西乙醇进口量（单位：立方米）



数据来源：兴证期货研发部

图 2：巴西东北部港口乙醇进口量占比



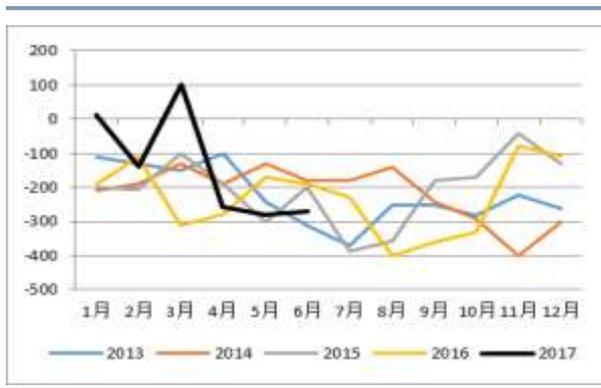
数据来源：兴证期货研发部

图 3：巴西中南部地区与东北部地区乙醇价差（贸易商中间价）



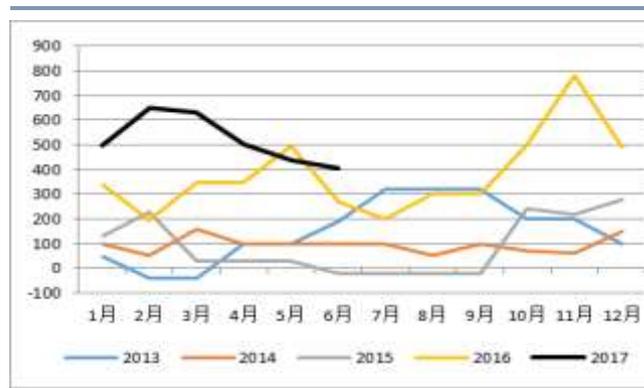
数据来源：兴证期货研发部

图 4：巴西中南部与东北部乙醇价差（贸易商最低价）



数据来源：兴证期货研发部

图 5：巴西中南部与东北部乙醇价差（贸易商最高价）



数据来源：兴证期货研发部

## 2.2 国内政策不确定性较大

国内政策的不确定性体现在政策的矛盾上，一方面，政府希望增加国内食糖产量，减少对外依赖。另一方面，政府推动供给侧改革，抛储与取消国储政策势在必行。

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

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

总的来看，国家的思路是淘汰低效率产区，同时大力扶持高产产区，提高国产糖的竞争力。具体如何在食糖产业实行，就比较复杂了。因为在提高关税后，相当于给国内糖价一个支撑，在维持现有利润的期望下，如何淘汰低效的生产方式？恐怕是比较难的。

### 3. 总结

7 月郑糖快速下跌。从基本面看，国内缺乏新的事件提供预期，处于惯性下跌中。国外供需大局尚未有大的改变，近期虽然利多消息较多，但始终隔靴搔痒。目前郑糖出现技术超跌信号，预计短期反弹调整的可能性较大。



## 供给端压力增大，价格弱势运行

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询资格号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

联系人：程然

chengran@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

本月玉米、玉米淀粉行情震荡走跌；现货市场玉米、玉米淀粉价格上半月总体保持稳定，下半月价格开始下跌。临储玉米本月拍卖成交量 1000 万吨左右，2014 年玉米成交率和成交价处于较高位，作为现在临储玉米拍卖的主力军，2014 年产临储玉米还有 7000 多万吨的库存。随着 7 月 4 日吉林省粮食局召开解决临储玉米出库难问题专题会议，玉米出库难的问题逐渐得到解决，玉米出库进度不断推进，市场上玉米供应紧张局面逐渐得到缓解，玉米供给持续增多。玉米淀粉上半月受玉米价格上涨，淀粉厂提价的影响，价格持续走高，下半月玉米价格下跌，玉米淀粉生产成本降低，淀粉厂新增订单减少，玉米淀粉价格下跌。

#### ● 后期走势观点

随着 2014 年产玉米的持续拍卖以及贸易商的积极出货，市场上玉米供给不断增加，8 月份后南方新玉米将陆续上市，后期玉米供给端压力将逐渐凸显。深加工企业效益不佳，大部分企业亏损，七八月进入传统设备检修季节，深加工企业开机数下降，工业玉米需求偏弱。养殖业方面，受天气炎热的影响，肉蛋消费处于淡季，生猪价格低位震荡调增，生猪存栏量降低，养殖企业补栏积极性不高，加之天气高温，饲料储存时间有限，饲料企业购买原料态度谨慎，饲料玉米需求偏弱，利空玉米后期价格。由于 2014 年产临储玉米成交价较高，近期运费上涨，对于玉米价格底部形成支撑，短期玉米价格可能继续小幅下跌，建议暂时观望。

受前期玉米淀粉价格持续上涨的影响，玉米淀粉企业新增订单明显减少，近期淀粉企业走货速度放慢，玉米淀粉库存止降回升；玉米淀粉企业开机率处于 73% 左右，维

持较高位，导致玉米淀粉库存可能继续增加；玉米淀粉企业加工利润降低，除黑龙江、吉林、河南外，大部分地区玉米淀粉企业处于亏损状态，压制玉米淀粉价格，玉米淀粉价格近期可能稳中有跌，弱势运行，建议暂时观望。

## 1. 玉米基本面

### 1.1 玉米现货价格

7月玉米现货价格总体呈现先扬后抑的走势，上半月玉米价格继续保持上涨势头，从6月30日的1737元/吨涨至7月14日的1746元/吨，涨幅0.52%；下半月价格开始持续走跌，截止7月28日，价格跌至1699元/吨，跌幅2.69%。整个7月玉米现货价下跌38元/吨，跌幅2.19%。7月份上半月受出库进度缓慢，汽运运费上涨等因素的影响，市场上玉米供应偏紧，导致玉米价格上涨，后半月随着出库进度的推进、临储玉米的持续投放以及贸易商出货意愿的不断加强，玉米供应增多，价格开始下跌。

图 1：玉米现货价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 1.2 港口玉米价格

6月30日广东港口玉米价格1750元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1670元/吨，南北港口价差80元/吨，截止7月28日，广东港口玉米价格1750元/吨，鲅鱼圈港玉米价格1640元/吨，南北港口价差110元/吨，价差扩大。

图2：南北港口玉米价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 1.3 港口玉米供需情况

港口库存方面，本月北方港口库存下降21.6万吨，南方港口库存上升18.2万吨，港口库存总体由北方向南方流动，7月港口玉米库存总体呈下降趋势。锦州港月库存下降6.1万吨，鲅鱼圈港月库存下降2万吨，北良月库存下降11.5万吨，大窑湾月库存下降2万吨，北方港口月库存总计下降21.6万吨；南方港口广东港月库存上升18.2万吨。

图3：南北港口玉米库存

港口	月初库存 (万吨)	月末结转库存 (万吨)	月变化 (万吨)
北方港口			
锦州港	125.3	119.2	-6.1
鲅鱼圈港	182.8	180.8	-2
北良	58.1	46.6	-11.5
大窑湾	8.9	6.9	-2
总计	375.1	353.5	-21.6
南方港口			
广东港	50.3	68.5	18.2

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 4：北方港口玉米库存变化



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

### 1.4 临储玉米拍卖情况

临储玉米本月拍卖成交量 1000 万吨左右，2014 年玉米成交率和成交价处于较高位，作为现在临储玉米拍卖的主力军，2014 年产临储玉米还有 7000 多万吨的库存，随着 14 年玉米的不断投放，后期玉米供应端压力将增大。

图 5：国家临储存储定向 2012 年及以前玉米竞价交易结果

日期	成交数量 (吨)	成交比率 (%)	最高价 (元/吨)	最低价 (元/吨)	成交平均价 (元/吨)
2017-5-5	370177	73.76	1640	1220	1425
2017-5-12	335337	76.09	1550	1260	1331
2017-5-19	989630	99.98	1380	960	1225
2017-5-26	233660	99.79	1210	920	1155
2017-6-2	162538	99.90	1350	1010	1235
2017-6-9	19671	96.61	1300	1000	1211
2017-6-16	690	100.00	1340	1000	1064
2017-7-7	1000	100.00	1680	1680	1680

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 6：国家临储存储分贷分还 2013 年玉米竞价交易结果

日期	成交数量 (吨)	成交比率 (%)	最高价 (元/吨)	最低价 (元/吨)	成交平均价 (元/吨)
2017-5-5	1824767	90.81	1540	1250	1379
2017-5-11	2138732	85.41	1620	1210	1378
2017-5-18	3562276	89.02	1640	1210	1409
2017-5-25	3447179	73.36	1540	1250	1375
2017-5-26	2103437	91.47	1670	1210	1383
2017-6-1	3231671	93.04	1500	1300	1377
2017-6-2	1361031	59.29	1550	1250	1347
2017-6-8	474845	25.53	1400	1250	1332
2017-6-15	98293	7.09	1390	1250	1333
2017-6-22	120924	9.39	1620	1250	1386
2017-6-29	149129	12.67	1460	1250	1335
2017-7-6	48939	4.74	1290	1250	1251
2017-7-13	408340	40.80	1440	1250	1274
2017-7-20	54115	9.14	1260	1250	1250
2017-7-27	11745	2.18	1290	1250	1286

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 7：包干销售玉米竞价交易结果

日期	成交数量 (吨)	成交比率 (%)	最高价 (元/吨)	最低价 (元/吨)	成交平均价 (元/吨)
2017-5-9	859496	100.00	1830	1500	1673
2017-6-2	682924	56.41	1470	1250	1301
2017-6-9	996321	60.45	1530	1200	1340
2017-6-16	1253507	58.83	1540	1250	1366
2017-6-23	1171196	50.37	1580	1250	1347
2017-6-30	2633163	75.92	1700	1210	1408
2017-7-7	3126526	73.54	1720	1250	1420
2017-7-13	219669	22.17	1340	1250	1272

2017-7-14	2600980	87.06	1680	1280	1492
2017-7-20	867667	88.35	1550	1310	1442
2017-7-21	1872819	55.84	1640	1250	1441
2017-7-27	273637	34.38	1530	1310	1407
2017-7-28	1512740	41.51	1650	1210	1437

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 1.5 深加工企业玉米库存

据天下粮仓调查的 56 家深加工企业月初玉米库存 2604000 吨，月末玉米库存 2430600 吨，库存下降 173400 吨，降幅 6.66%。山东地区玉米月库存增加 20.88%，东北地区玉米月库存下降 10.26%，河北地区玉米月库存下降 24.78%，除山东外，大部分地区深加工企业玉米库存下降。7 月份月初，深加工企业玉米库存上涨，涨幅 4.97%，随后持续下降，因新玉米即将上市，深加工企业多限制玉米收购量，消耗库存陈玉米，待 8 月后新玉米陆续上市，深加工企业或将增加新玉米收购量，玉米库存提高。

图 8：56 家深加工企业玉米库存

地区	调查企业样本数	月初库存（吨）	月末库存（吨）	月增减幅（%）
山东	20	647000	782100	20.88
河北	8	282500	212500	-24.78
河南	7	73500	73000	-0.68
安徽	4	10000	4000	-60
山西	1	16000	16000	0
陕西	2	140000	85000	-39.29
宁夏	1	30000	23000	-23.33
内蒙古	4	362000	299000	-17.40
东北	11	1043000	936000	-10.26
总计	56	2604000	2430600	-6.66

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 9： 56 家深加工企业玉米库存变化（单位：万吨）



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 2. 玉米淀粉基本面

### 2.1 玉米淀粉价格

7月玉米淀粉现货价格总体呈现先涨后跌的走势，上半月玉米淀粉价格继续保持上涨势头，从6月30日的2138元/吨涨至7月14日的2194元/吨，涨幅2.62%；下半月价格开始走跌，截止7月27日，价格跌至2186元/吨，跌幅0.36%。整个7月玉米淀粉现货价上涨48元/吨，涨幅2.25%。7月初市场上玉米供应偏紧，玉米价格上涨，生产成本上升，玉米淀粉企业不断提价，导致玉米淀粉价格上涨，后半月玉米供应增多，成本下降，受前期提价影响玉米淀粉企业新增订单减少，玉米淀粉价格开始下跌。

图 10: 玉米淀粉价格走势



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 2.2 企业玉米淀粉库存

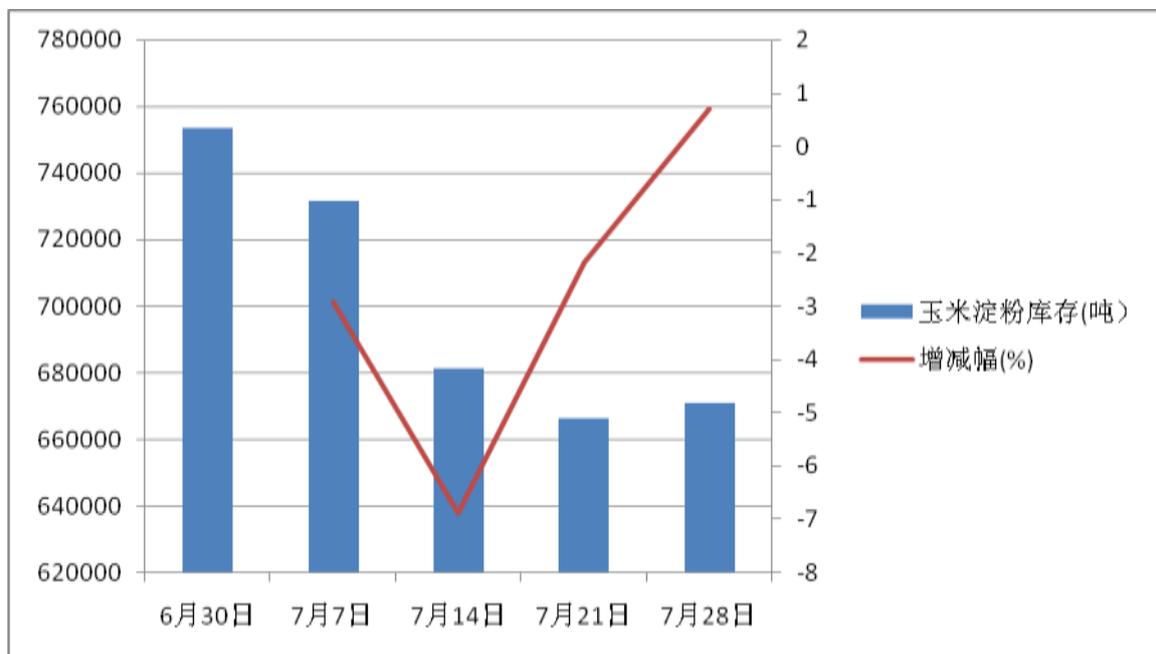
据天下粮仓调查的 60 家玉米淀粉加工企业，月底玉米淀粉加工企业玉米淀粉库存总量达 671100 吨，较月初的 753600 吨减少 82500 吨，降幅 10.95%，除了河北、河南、山西、西北地区，全国大部分地区淀粉企业的玉米淀粉库存下降。上半月淀粉企业玉米淀粉库存大幅下降，降幅 9.61%，下半月由于前期玉米淀粉持续价格走高，导致新增订单明显减少，走货速度放缓，玉米淀粉库存止降回升。

图 11: 60 家淀粉企业玉米淀粉月库存统计

地区	调查企业样本数	月初库存 (吨)	月末库存 (吨)	月增减幅 (%)
山东	24	135000	123200	-8.74
河北	11	45800	53000	15.72
河南	4	800	1700	112.5
山西	3	700	900	28.57
西北	2	10800	15800	46.30
安徽	2	10000	3000	-70
江苏	1	2000	1500	-25
内蒙古	3	21500	18000	-16.28
东北	10	527000	454000	-13.85
总计	60	753600	671100	-10.95

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 12：60 家加工企业玉米淀粉月库存变化



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

### 2.3 玉米淀粉企业开机率

据天下粮仓调查的 67 家玉米淀粉加工企业，月末开机率 73.07%，较月初的 74.69% 下降 1.62%，仍处于较高位，除山东、内蒙古外，大部分地区玉米淀粉企业开机率上升，东北地区开机率 88.13%，上升 12.24%，河北地区开机率 67.79%，上升 17.1%，开机率的上升，下游的需求减弱，导致后期玉米淀粉库存或将继续上升。

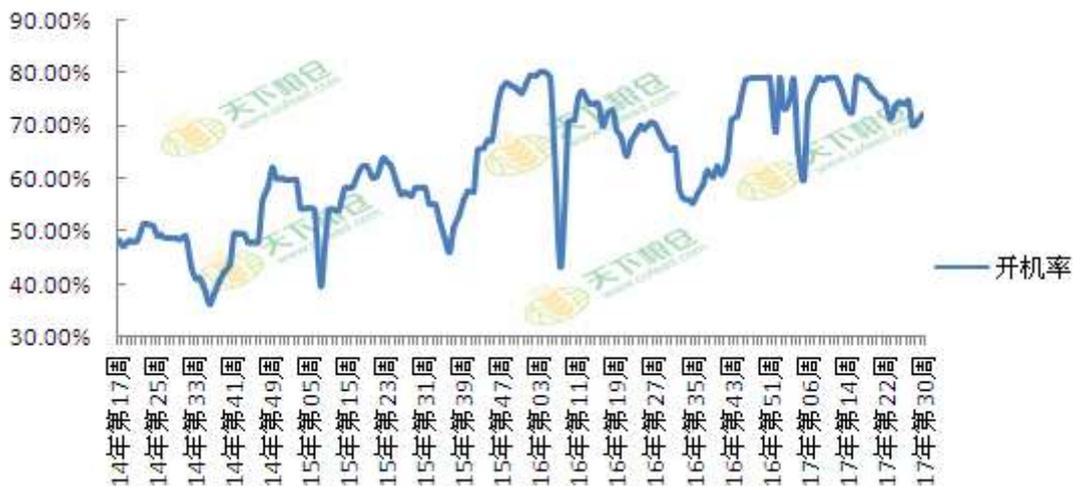
图 13：67 家玉米淀粉企业开机率

地区样本数	月初开机率 (%)	月末开机率 (%)	月增减 (%)
山东 (24 家)	82.88	72.44	-10.44
河北 (10 家)	50.69	67.79	17.1
山西 (4 家)	0.00	12.50	12.5
内蒙古 (2 家)	86.11	73.68	-12.43
河南 (4 家)	42.50	44.44	1.94
陕西 (1 家)	44.90	56.00	11.1

东北 (17 家)	75.89	88.13	12.24
总计 (67 家)	74.69	73.07	-1.62

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 14：玉米淀粉企业开机率变化



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 2.4 玉米淀粉企业开停机情况

7、8 月是深加工企业的传统检修季，受设备检修等因素的影响，玉米淀粉企业开机情况总体略有下降，山东地区玉米淀粉加工企业开机数减少 3 家，陕西地区玉米淀粉加工企业开机数增加 1 家。

图 15：玉米淀粉企业开停机情况

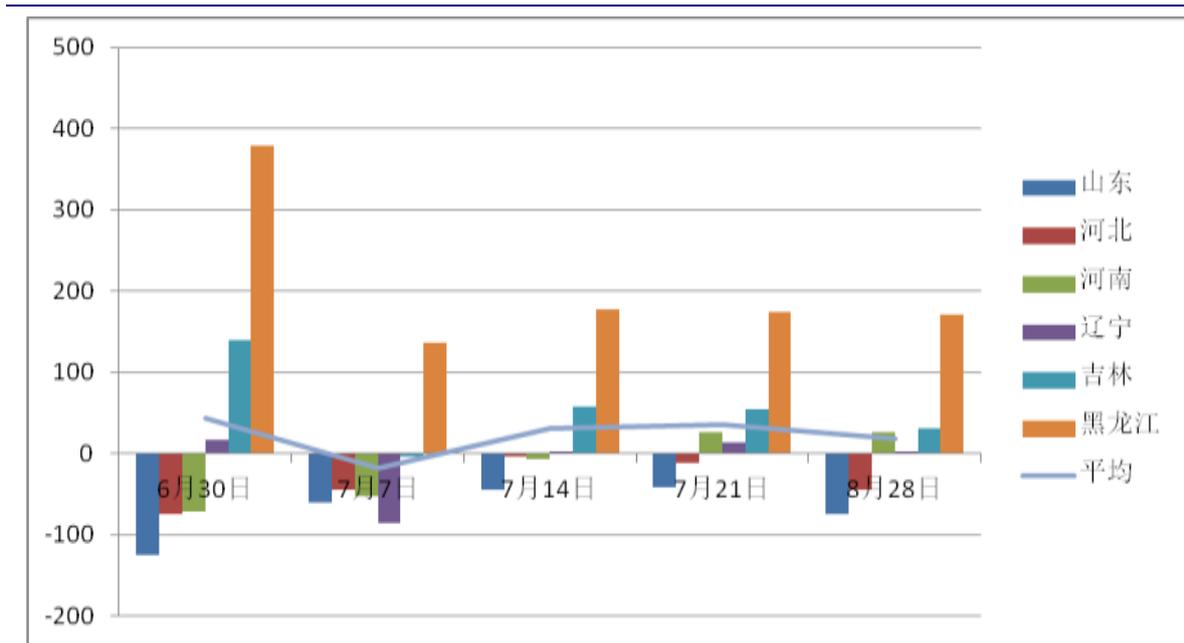
省份	企业样本数	开停机情况		
		月初开机数	月末开机数	开机数月增减
黑龙江	3	1	1	0
吉林	3	3	3	0
辽宁	3	2	2	0
山西	1	0	0	0
陕西	1	0	1	1
河北	4	3	3	0
山东	19	18	15	-3
河南	3	1	1	0
内蒙古	1	1	1	0

数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

## 2.5 玉米淀粉加工利润

月初玉米淀粉企业加工利润下降，平均加工利润进入亏损状态，月中加工利润回升，平均加工利润回升到盈利状态，下半月加工利润略有下降。黑龙江、吉林、辽宁、河南地区加工利润处于盈利状态，山东、河北地区处于亏损状态，加工利润的下降制约了后期玉米淀粉价格。

图 16：玉米淀粉月加工利润（单位：元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，天下粮仓

图 17: 玉米淀粉加工利润走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 兴证期货研发部, 天下粮仓

### 3. 总结

玉米现货价格先扬后抑。随着临储玉米的持续投放以及贸易商的积极出货, 玉米现货市场供应紧张的局面得到缓解, 玉米供给不断增多, 8 月份后南方新玉米将陆续上市, 后期玉米供给端压力将逐渐凸显, 下游方面深加工企业开机率处于低位, 养殖行业处于淡季, 玉米需求偏弱, 利空玉米价格; 由于 2014 年临储玉米拍卖高溢价成交以及近期运费的上涨, 对玉米价格底部形成支撑, 短期玉米价格可能小幅走跌, 弱势震荡运行。

玉米淀粉价格先涨后跌。上半月玉米供应偏紧, 玉米价格上涨, 淀粉厂生产成本上升, 玉米淀粉企业不断提价, 导致玉米淀粉价格上涨, 后半月玉米供应增多, 玉米淀粉企业新增订单减少, 走货速度放慢, 玉米淀粉库存止降回升, 玉米淀粉企业开机率维持较高位, 后期淀粉企业玉米淀粉库存可能继续增加; 玉米淀粉企业加工利润降低, 除黑龙江、吉林、河南外, 大部分地区玉米淀粉企业处于亏损状态, 压制玉米淀粉价格, 短期玉米淀粉价格或将继续下跌。

## “禁废令”影响可能有限

2017年8月2日 星期二

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘佳利

021-20370972

liujl@xzfutures.com

### 内容提要

“禁废令”的出台使得塑料期货价格涨停，不过利好可能相对有限，价格也出现了回落调整。后期来看，供应压力较大，一方面是前期集中检修结束，另一方面是新产能或面临投放，当然新产能投放也可能出现推迟。从下游需求来看，7月份是淡季，8月份会开始好转，但是今年环保督查严格，终端开工降低，需求可能减少。总体来看，后市可能不如往年乐观，短期区间内波动为主，仅供参考。

## 1.行情回顾

### 1.1 塑料价格冲高回落

图 1: LLDPE 期货 1801 合约日线图



数据来源：WIND，兴证期货研发部

7月上旬和中旬，国内 LLDPE 期货价格主要以震荡上行为主，7月20日，因“禁废令”的影响，远月合约出现涨停。不过随着利好影响消退，期价连续回落。截至7月28日，LLDPE1801 合约收于 9475 元/吨，较最高点回落了 3.8%，不过仍较月初上涨了 6.6%。

关于“禁废令”，其主要内容是：中国于7月18日正式通知世界贸易组织，表示今年底开始将不再接收外来垃圾，包括废弃塑胶、纸类、废弃炉渣、与纺织品，其中废塑料涉及的五个相关税则号都包含在内。

在 2012 年之前，我国废塑料进口量是呈现持续攀升的态势，年均增长率在 4.2% 左右。但是在可回收的废塑料当中，常掺杂有高污染垃圾与危险性废物，污染环境。所以随着近几年国内环保维持高压态势，废塑料的进口量总体呈现下降趋势，2016 全年共进口 735 万吨，较 2012 年下降 17.2%。

具体到各品种的进口数量占比来看，2016 年再生 PET 占比 35%，再生 PE 占比 34%，再生 PP 占比 12%，再生 PVC 占比 6%，其它占比 13%。通过计算，可得出 2016 年进口的再生 PE 为 250 万吨，而 2016 年国内 PE 的表观消费量为 2380 万吨，所以进口再生 PE 占国内 PE 表观消费量的 10.5%，LLDPE 的占比会更少些。

## 2. 基本面分析

### 1.2 国际原油价格震荡上行

图 2: WTI 原油期货 9 月合约日线图



数据来源: wind, 兴证期货研发部

7 月份国际原油价格走势呈现震荡上扬的格局，截至 7 月 31 日，WTI9 月合约最高突破了 50 美元/桶，较月初上涨了 5.8%。近期原料价格的坚挺在一定程度上，也支撑了 LLDPE 期货价格的反弹。

从国际原油基本面来看，7 月 24 日，OPEC 与非 OPEC 产油国在圣彼得堡召开减产监督委员会会议。一边是个别国家减产不到位，另一边是美国页岩油趁势增产，内忧外患之下，减产协议效果渐失，市场对于深化减产的呼声越来越高。不过，此次会后声明并未提及深化减产的可能性，但仍释放了一定的利好消息。

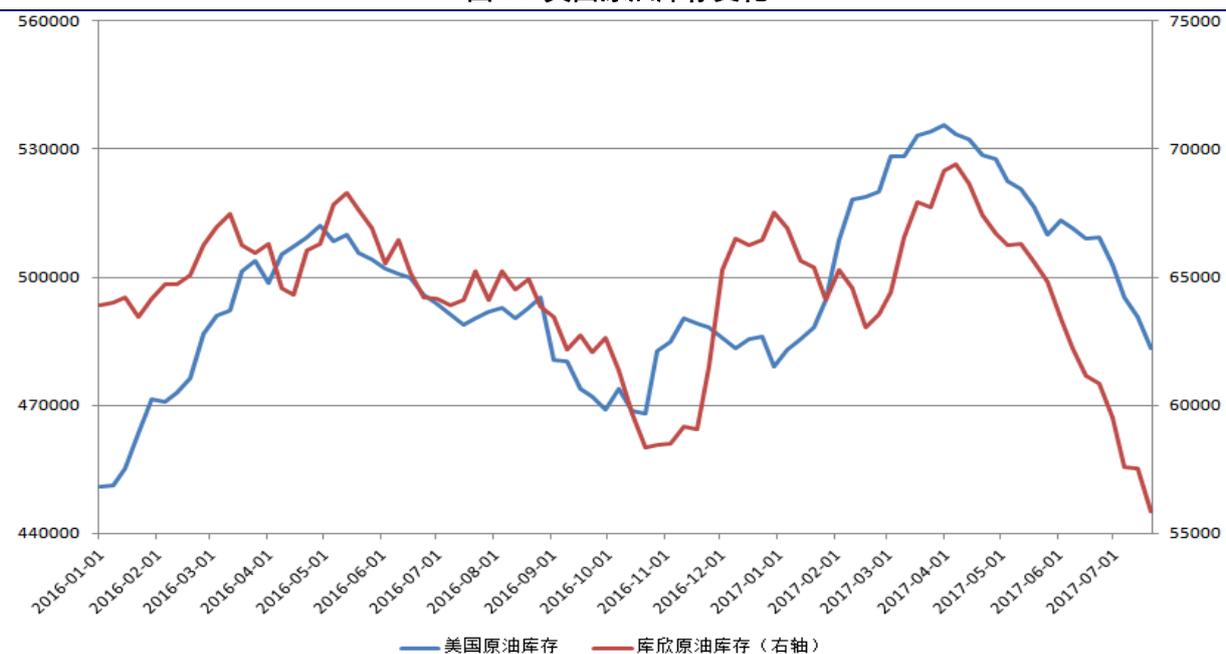
OPEC 官方声明显示，尼日利亚自发地将产量上限设置为 180 万桶/日。但减产监督委员会并没有在利比亚产量问题上达成最终意见，利比亚代表表示，在产量到今年 12 月上升至 125 万桶/日前，该国不会采取限产措施。

OPEC 官方声明还显示，全球原油目前稳定地朝着供给再平衡的方向发展，市场的波动在近期开始下降，另外，石油行业的投资也正在复苏。预计原油需求将在下半年出现显著增长，增幅将达到 200 万桶/日，这将有助于库存的持续下降。

另外沙特石油部长还在会后表示，该国在 8 月份将把出口限制在 660 万桶/日以内（同比下降 100 万桶/日）。他指出，个别国家的执行力度不强及 OPEC 出口增长，是近来打压油价的主要因素。将尽快处理个别国家减产执行不到位的问题，并监督利比亚和尼日利亚的增产情况，目标是使得库存水平下降到 5 年均值。

OPEC 一直以来都强调，先看完今年夏天行情走势，再考虑是否要进一步减产。并不是 OPEC 就此排除进一步减产的可能性了，至少要等到 8 月末或 9 月初才作相关讨论。

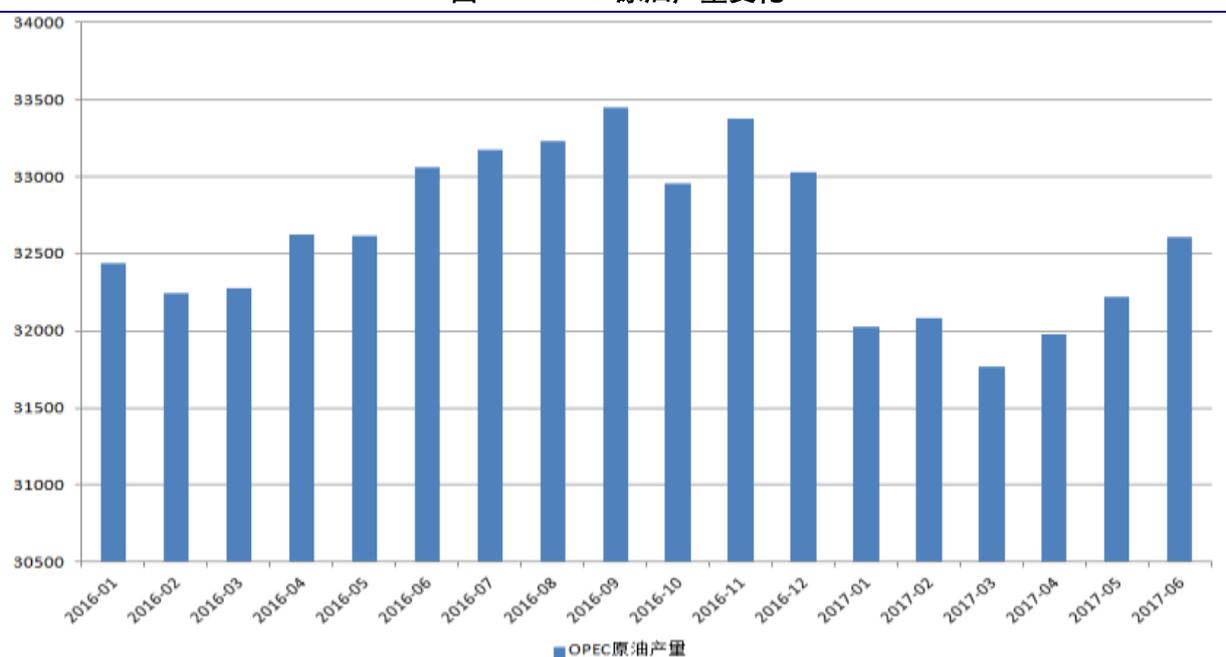
图 3：美国原油库存变化



数据来源：IEA，兴证期货研发部

库存方面，EIA 最新的数据显示，截至 7 月 21 日当周，美国原油库存下降 720.8 万桶，连续四周录得下滑，市场预估为减少 262.9 万桶。美国原油主要交割地库欣库存减少 169.9 万桶，连续 10 周录得下滑，前值为减少 2.3 万桶。美国原油库存连续下降利多市场，不过当前美国原油和汽油库存仍然高于 5 年均值，这将抑制价格涨势。

图 4：OPEC 原油产量变化



数据来源：WIND，兴证期货研发部

7 月中旬 IEA 公布了最新的月报。供应方面，6 月全球原油产量增加 72 万桶/日至 9746 万桶/日。非欧佩克产油国坚定回归增产模式，6 月原油产量较去年同期高 120 万桶/日。预计 2017

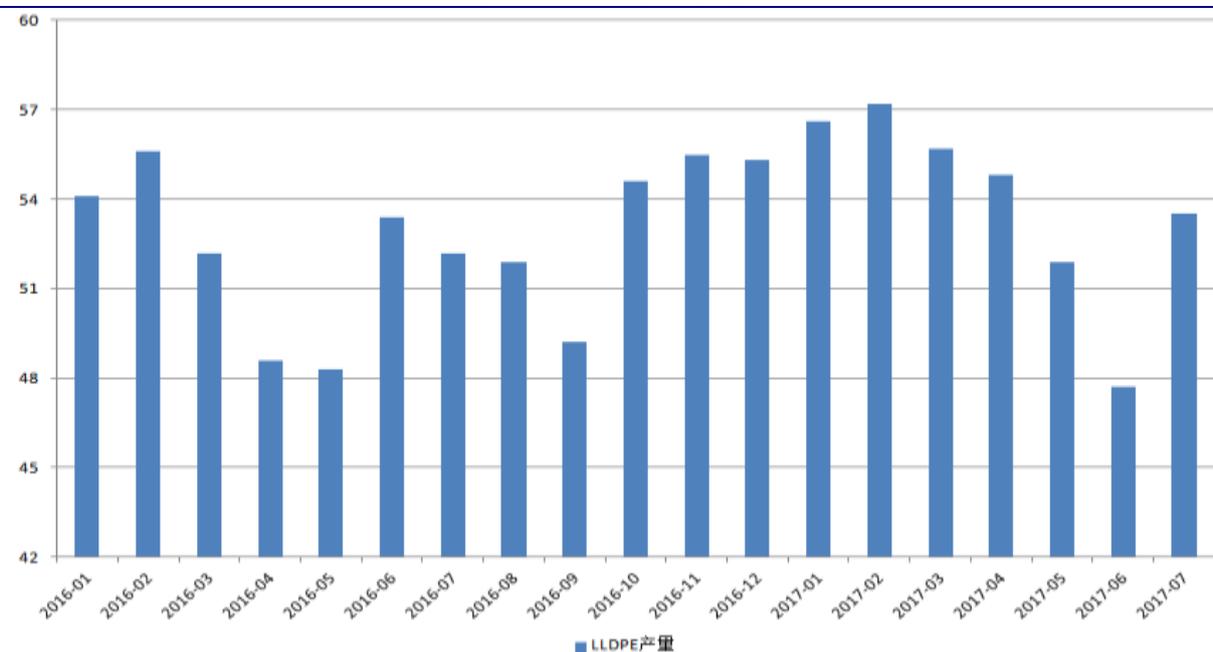
年非欧佩克产油国原油产量增速提高 70 万桶/日，2018 年增速提高 140 万桶/天。

报告称因阿尔及利亚、厄瓜多尔、加蓬、伊拉克、阿联酋和委内瑞拉的产量高于协议规定水平，抵消了沙特、科威特、卡塔尔和安哥拉对减产协议的严格遵守。6 月 OPEC 原油产量增加 34 万桶/日至 3260 万桶/日，为年内最高水平。6 月份 OPEC 减产协议履行率为 78%，为 6 个月以来最低，5 月为 95%；6 月非 OPEC 减产协议履行率为 82%。

需求方面，2017 年第一季度需求增长 100 万桶/日，预计第二季度需求增长速度将大幅提升至 150 万桶/日。预计 2017 年全年原油需求料将达到 9800 万桶/日。2017 年原油需求增速预期上调 10 万桶/日至 140 万桶/日。预计 2018 年全球原油需求增速为 140 万桶/日，全球原油需求将增至 9940 万桶/日。

库存方面，5 月经合组织工业原油库存下降了 600 万桶，目前库存较 5 年平均水平高出 2.66 亿桶。

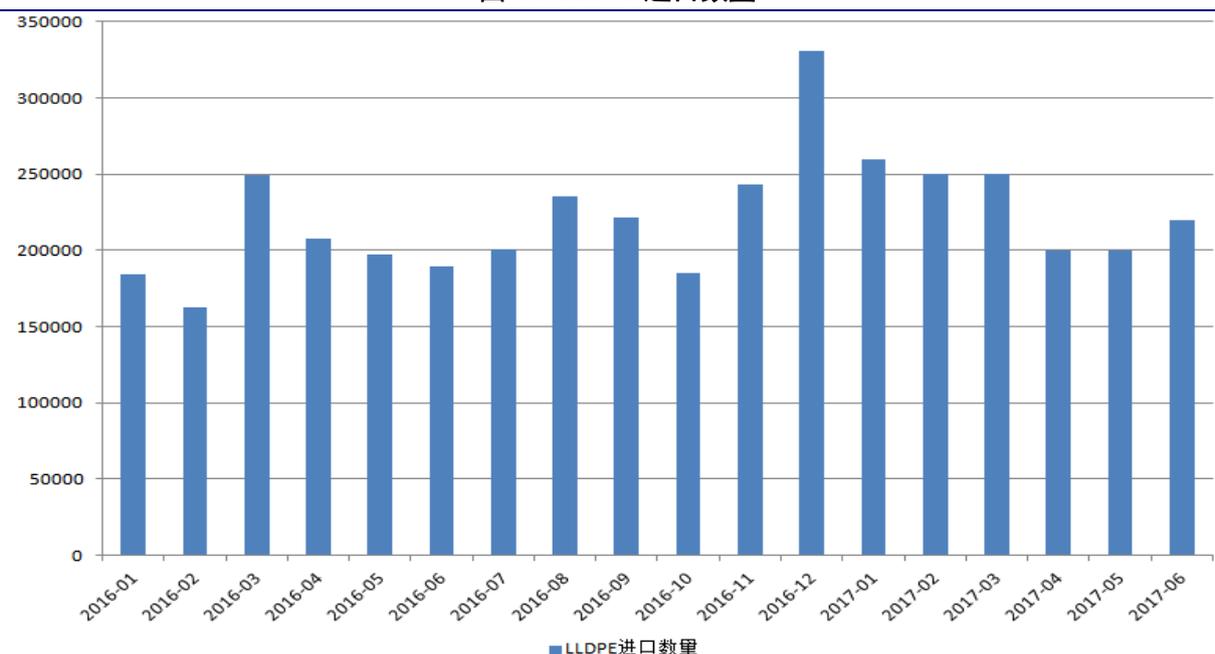
图 5: LLDPE 产量变化



数据来源：WIND，兴证期货研发部

7 月份，国内 PE 总产量预估为 121.9 万吨左右，环比上升 9.9%，同比上升 4.8%。其中 LLDPE 产量预估为 53.5 万吨左右，环比上升 12.2%，同比上升 2.5%。

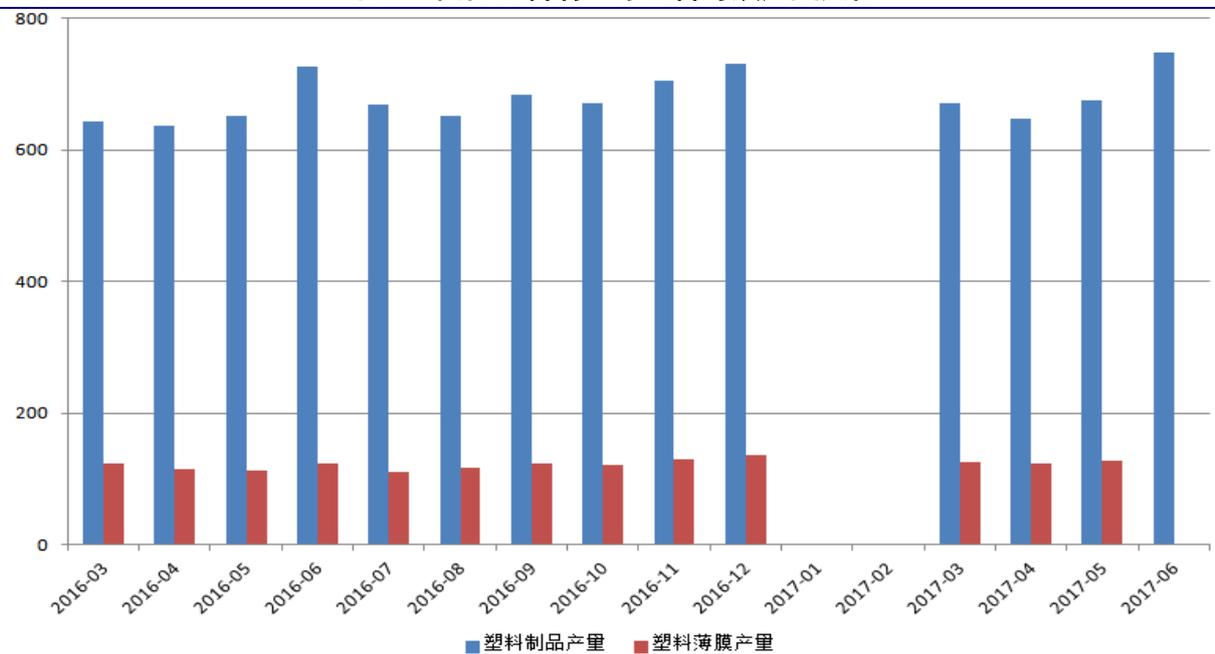
图 6: LLDPE 进口数量



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

据统计, 6 月份国内 PE 进口数量为 86.5 万吨左右, 环比增加 1.5%, 同比增加 13.2%。其中 LLDPE 进口数量为 22.1 万吨, 环比增加 10.5%, 同比增加 16.2%。当月进口均价在 1203.4 美元/吨。

图 7: 国内塑料制品与塑料薄膜产量变化

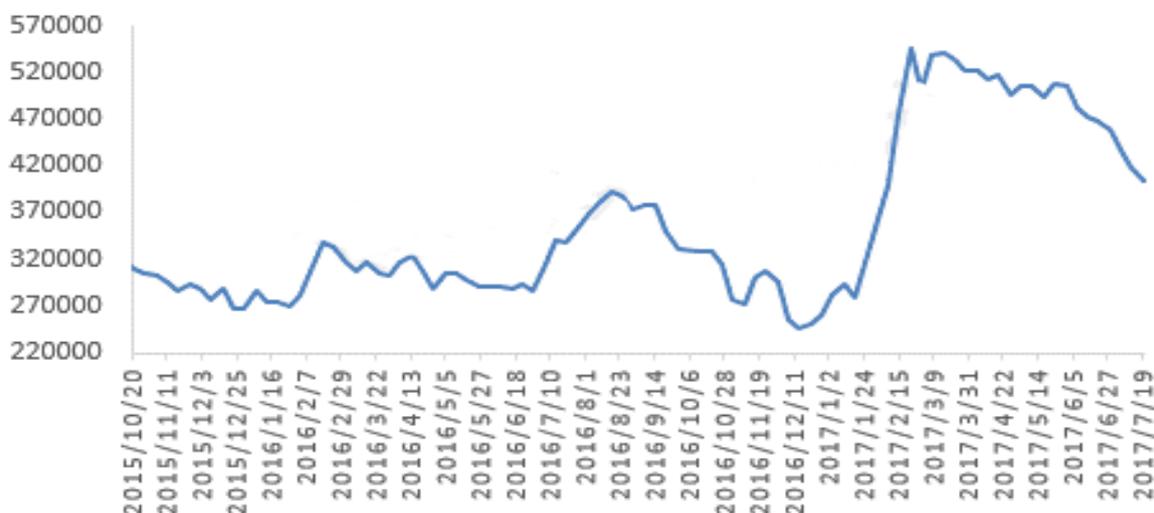


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

6 月份, 国内塑料制品产量为 748.1 万吨, 环比上升 10.9%, 同比上升 2.9%。5 月份塑料薄膜产量为 127.2 万吨, 环比上升 3.1%, 同比上升 13.2%。农用薄膜产量为 18.2 万吨, 环比下降 12.1%, 同比下降 3.1%。目前刚进入 8 月份, 农膜需求跟进缓慢, 厂家开工率变化不大, 后续

还要继续跟踪企业开工率变化。

图 8：国内 PE 社会库存变化



数据来源：WIND，兴证期货研发部

7 月末，国内四大地区部分石化库存在 4.9 万吨左右，较前一周增加 2.5%。主要是华东地区石化库存增多带动。扬子石化装置开车，加之部分产品限量开单，从而造成石化库存增加。社会库存继续下降，降幅 3%。据悉华北地区受货源调拨，部分企业装置开工率较低等因素的影响，导致该地区石化库存量降至历史低点。目前大型贸易商库存略增，特别是套保商，中小型贸易商库存不大。

还在检修中的装置

企业名称	检修产能 (万吨)	检修装置	停车时间	开车时间
盘锦乙烯	15	老低压一线/二线	14 年 6 月	暂无开车计划
兰州石化	6	老全密度	13 年 5 月	暂无开车计划
中天合创	30	线性	7 月中旬	不详
神华新疆	27	高压	7 月 21 日	8 月 22 日
燕山石化	8	老高压三线	7 月 24 日	中修 5 天

进入 8 月，传统检修集中时间基本结束，目前恢复开车装置涉及产能在 205 万吨左右，较 6 月底已经开车的装置产能更大。上述产能正常生产以及货物的运输仍需要一周以及更长时间，恢复装置产量多数将于 7 月底 8 月初供应主要市场，供应压力或对 8 月份影响更大。

下半年国内新增产能计划

企业名称	装置类别	产能 (万吨)	计划投产时间
江苏斯尔邦	LDPE/EVA	30	4 月
中天合创	LDPE	37	5 月
神华宁煤	PE	45	7 月
中海油惠州项目	LLDPE	30	11 月
中海油惠州项目	HDPE	40	11 月

上半年江苏斯尔邦和中天合创能源化工投产后，神华宁煤和中海油惠州项目将投产。神华宁煤 45 万吨/年全密度装置全线打通后，后续仍有停车计划，或将于 10 月份正式投入生产。供应压力最大时期可能集中于 2017 年四季度。

### 3.总结

“禁废令”的出台使得塑料期货价格涨停，不过利好可能相对有限，价格也出现了回落调整。后期来看，供应压力较大，一方面是前期集中检修结束，另一方面是新产能或面临投放，当然新产能投放也可能出现推迟。从下游需求来看，7 月份是淡季，8 月份会开始好转，但是今年环保督查严格，终端开工降低，需求可能减少。总体来看，后市可能不如往年乐观，短期区间内波动为主，仅供参考。

## 终端负荷季节性下降明显

2017年8月2日星期二

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

从业资格号：F0306148

投资咨询资格号：Z0012671

刘佳利

从业资格号：F0302346

投资咨询资格号：Z0011397

施海

从业资格号：F0273014

投资咨询资格号：Z0011937

刘倡

从业资格号：F3024149

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

### 内容提要

7月PTA近月价格拉升，市场主要炒作现货紧缺，远月价格走势稍弱，仍以上行为主，基本上，终端纺织负荷开始有明显回落，主要原因是订单量收缩，持续亏损，加之天气炎热及限电，企业生产积极性有明显下降。聚酯一侧受7月末产销连续低迷影响，产品可用库存天数有所上升，聚酯厂有让利促销动作，但结合终端负荷判断，让利促销对提振产销作用或较为有限，短期负荷暂无下调。PTA供应一侧，近期随装置重启，供应压力有所缓和，期现由现货升水转为贴水。8月展望来看，终端负荷几大降负因素短期内不会有明显改善，预计终端负荷偏弱情况将持续延续，聚酯一侧在目前正现金流情况下，在库存有显著上升前，负荷明显下调可能性偏低，或在8月中下旬会有明显降负。PTA一侧8月计划检修装置不多，产量会有上抬，但8月库存积累量仍较为有限，去年同期有许多装置有年检动作，按连续运行一年需检修来看，未来仍有大装置检修可能。

操作建议上，PTA基本面供需结构仍然维持良好，随装置重启，近月预期有所转弱，但九月交割前仍以低库存运行为主，近期商品市场回暖，油价连续上移，间接推涨TA，TA远月多单可继续持有，或逢低入多。仅供参考。

## 1、PTA

### 1.1 生产与库存方面

7 月份，PTA 工厂负荷环比下降显著，主要受恒力石化和汉邦石化逾 400 万吨装置延长检修影响，月中负荷最低降至 61% 左右，之后汉邦石化逐步重启，负荷缓慢回升。全月而言，6 月月均负荷在 67% 附近，环比下降近 3%，月产量约为 265 万吨。

PTA 需求方面，聚酯厂全月负荷约在 88% 附近，环比基本持平，聚酯产量约在 335 万吨左右，对应 PTA 需求在 285 万吨附近，加上 PTA 进出口以及 PTA 在其它领域的消耗，在 7 月份，PTA 供需结构呈现反季节性特点，延续去库存态势，社会库存约有 15 万吨到 20 万吨的降幅。

8 月份，PTA 供给方面，目前已知确定的检修产能包括仪征化纤 65 万吨装置，珠海 BP11 万吨装置检修待定，若恒力石化 220 万吨装置在 10 号左右重启，则已知信息推算，8 月月均负荷约在 75% 左右，但从负荷跟踪数据来看，去年有逸盛共 775 万吨装置、桐昆 150 万吨、三房巷 120 万吨装置在 8-10 月份进行年度检修，因此 8 月仍有大量产能年检的情况存在。综合估计，预计 8 月份全月 PTA 负荷量约维持在 72%-73% 附近，产量在 285 万吨上下。

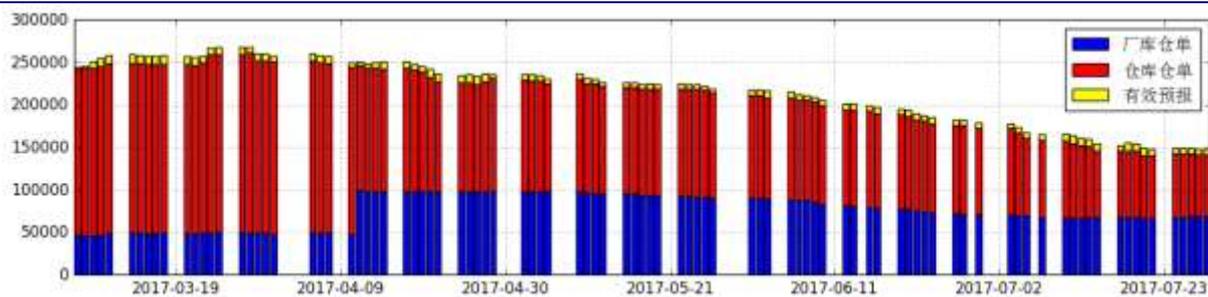
需求方面，截止 7 月底，聚酯负荷仍在 88% 高位，但终端纺织负荷已经出现明显下滑，主要受需求不振、天气炎热和限电等影响。聚酯厂产销在过去两周呈现低迷状态，聚酯厂开始让利促销，但从终端表现看，让利促销作用或较为有限，但目前聚酯库存水平仍为低位，同时尽管利润缩窄，但仍有正现金流，预计短时聚酯负荷不会有明显下调，或等 8 月下旬库存积累起来之后会有明显降幅。预计聚酯月均负荷在 85% 左右，对应 PTA 需求量在 289 万吨左右。

表 1：近期装置变动一览

企业	地点	产能	检修计划
虹港石化	连云港	150	碱洗中，计划 9.10 前后检修两周
翔鹭石化	漳州	450	努力复产中，存在 PX 供应及股权等问题
远东	绍兴	320	生产许可获批，预计 10-11 月重启
逸盛	宁波	200	未来有年检可能
逸盛	大连	375	未来有年检可能
珠海 BP 石化	珠海	110	正常运行，8 月检修待定
三房巷	江阴	120	未来有年检可能
恒力石化	大连	220	6.23 因故检修，计划 8 月上旬重启
逸盛	海南	220	未来有年检可能

数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1：现货紧缺缓解，仓单停止流出



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 2：PTA 负荷回升，聚酯负荷仍高位持稳



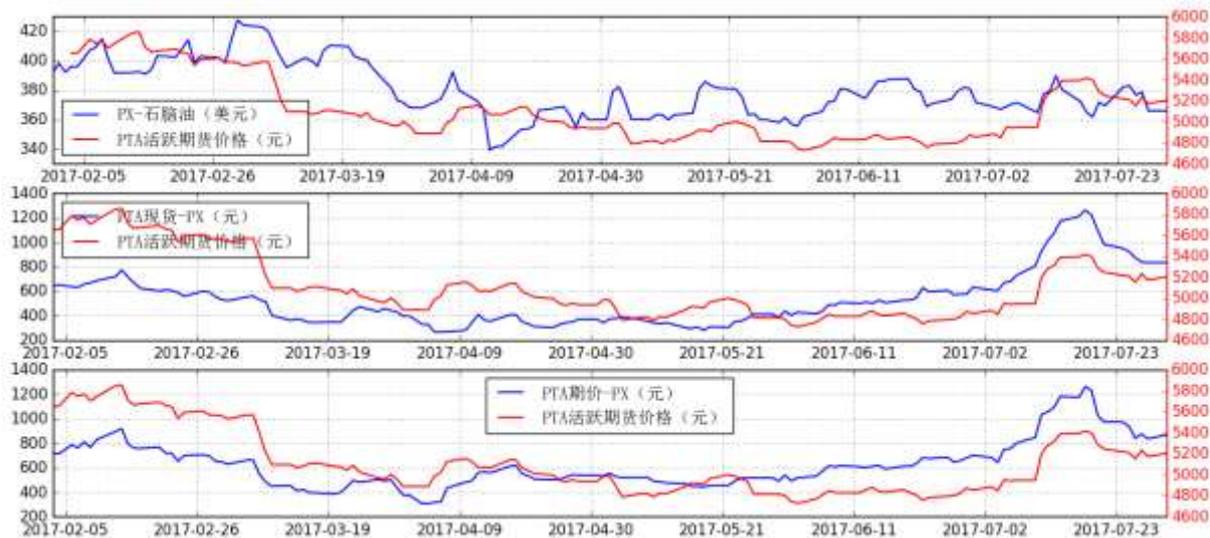
数据来源：CCF，兴证期货研发部

## 1.2 企业利润方面

7 月 PTA 大幅上扬，PTA 现货月均价 5145 元/吨，环比上涨 423 元/吨，CFR 中国/台湾 PX 现货月均价在 797 美元/吨，环比上涨 7 美元/吨。7 月 ACP 谈成在 775 美元/吨。PTA 加工差月均计算，现买现做在 927 元/吨附近，环比上涨约 492 元/吨，有显著好转。ACP 合同货买家在 1043 元/吨，利润可观。

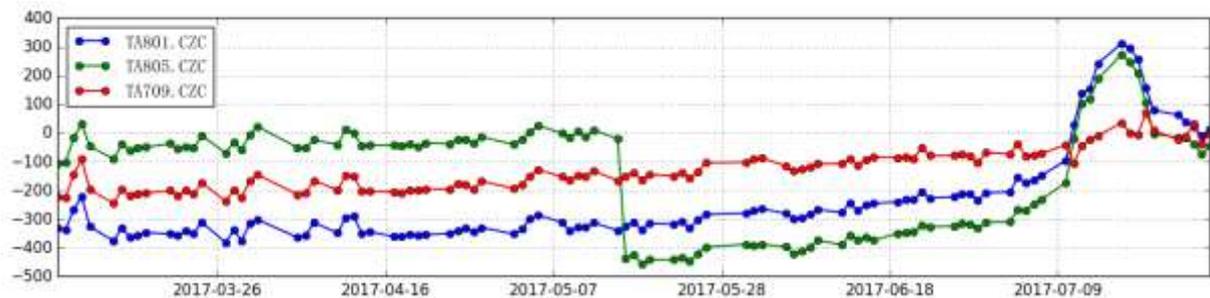
8 月份，PTA 成本方面，ACP 尚未有明确结果，就挂牌价来看，环比 7 月 40 美元/吨，因此估计若能谈成，则会在 800 美元/吨上下。经过 3-7 月的去库存动作，PTA 目前社会库存维持在 100 万吨上下的水平，处于历史低位，7 月期货仓单持续流出，至月末有暂缓趋势，此外，随着 PTA 大型装置的重启，现货供应紧缺压力得到一定缓解，但结合 8 月上下游预计负荷来看，8 月库存积累量仍然有限，价格大幅回落可能性偏低，加工差或更多呈现高位持稳，小幅回落状态，若有回落更多来自成本端变化。

图 3：裂解价差维持低位，PTA 加工差随价格回落而回落



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 4：基差恢复升水格局



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 2、PTA 下游—聚酯工厂

7 月份，聚酯产品价格显著抬升，POY、FDY、DTY 月均价有 500-600 元/吨不等的涨幅，价格走势上呈现上扬持稳，而后回落态势，临近月末产销持续低迷，价格也有所松动，从高点回落 100-200 元/吨不等。聚酯厂库存同样延续良好态势，保持低位，月末在价格高企，终端负荷转弱、产销低迷下，聚酯厂库存有所上升，POY、FDY、DTY 产品可用天数均上升 1 天。聚酯产销上，7 月较 6 月有所转弱，月均产销仅在 70%左右，环比下降 20%，终端需求收缩显著。

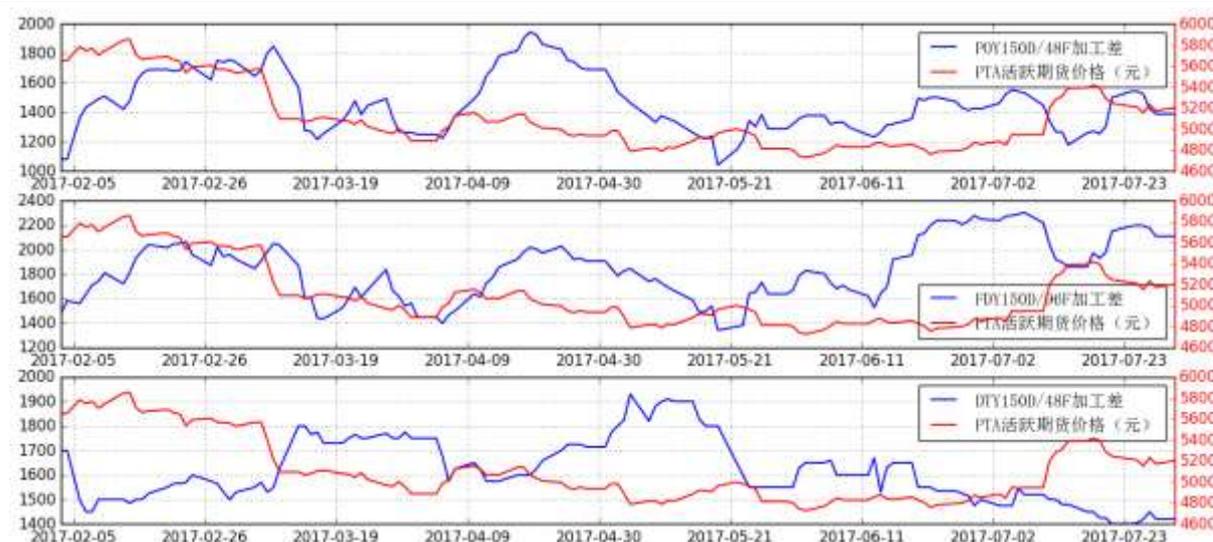
聚酯切片方面，6 月价格震荡上扬，月均价而言，半光切片在 7210 元/吨，有光切片在 7318 元/吨，环比上涨 300-400 元/吨左右。

涤纶长丝方面，月均价而言，POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 分别在 8295 元/吨、8943 元/吨和 9851 元/吨，环比均上涨 400-500 元/吨。

涤纶长丝库存方面，7 月库存维持低位，截至月末江浙 POY、FDY、DTY、涤短产品库存可用天数分别在 5.7 天、10.1 天、20.8 天和 5.8 天，环比 6 月末分别变化+1 天、+4 天、-2 天和 -2 天，月均而言，江浙 POY、FDY、DTY 库存分别在 4.1 天、7.1 天和 20 天，环比有 1-3 天不等的降幅。

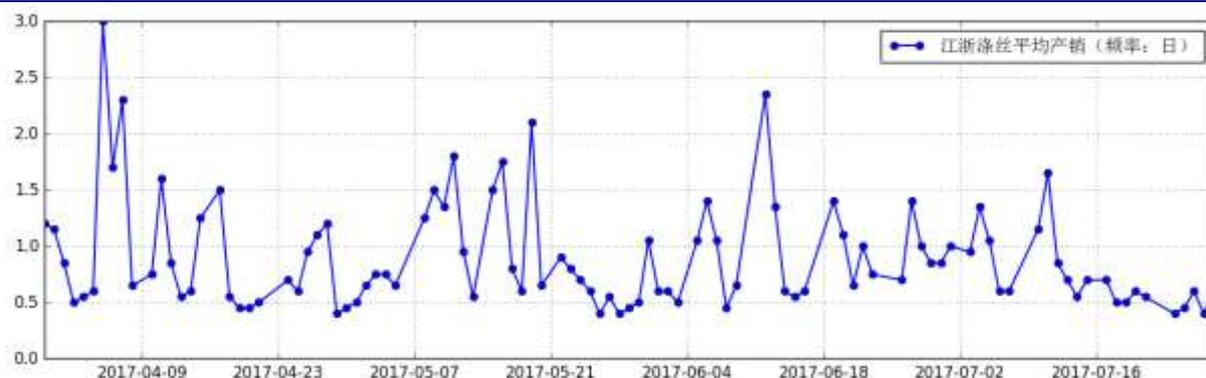
8 月份，终端需求来看，目前需求有显著转弱，终端订单数量出现季节性回落，加之终端坯布价格涨势偏弱处于亏损状态，以及高温天气影响，终端负荷出现明显下滑。终端备货上，终端原料备货整体在 3-10 天高低不等，较多在 1 月，约为前期高点一半左右，考虑到负荷下降显著，备货放量可能性偏低，目前各地坯布销售上，前期新单价格一直未跟涨到位，丝价松动后新单价格谈判困难，加上下游工厂停车，本周坯布成交清淡。

图 5: POY、FDY、DTY 加工差随原料上涨回落显著



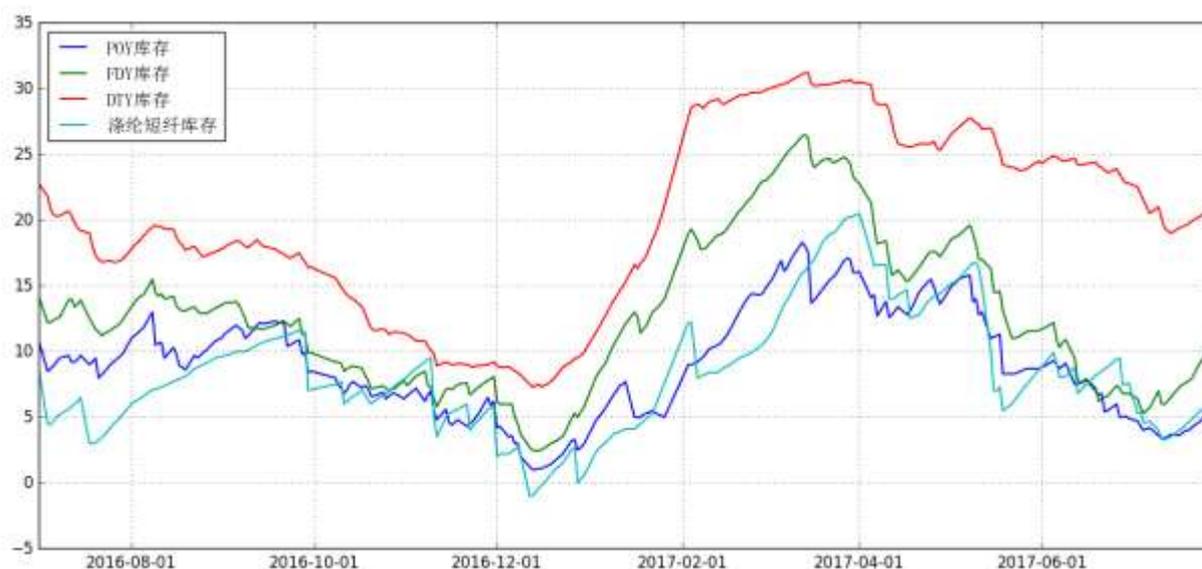
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 6：江浙长丝产销维持低迷



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 7：江浙市场聚酯产品库存开始回升



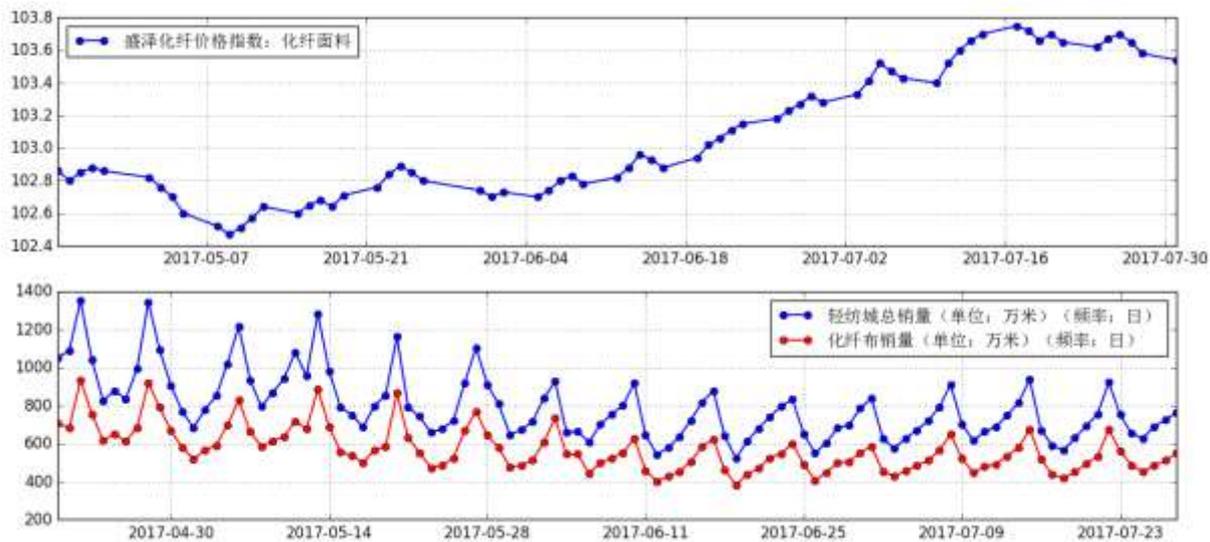
数据来源：CCF，兴证期货研发部

### 3、PTA 下游—纺织终端

7 月，各纺织基地负荷下降显著，截至月末江浙织机、江浙加弹、华南织机负荷分别在在 63%、56%、52%。

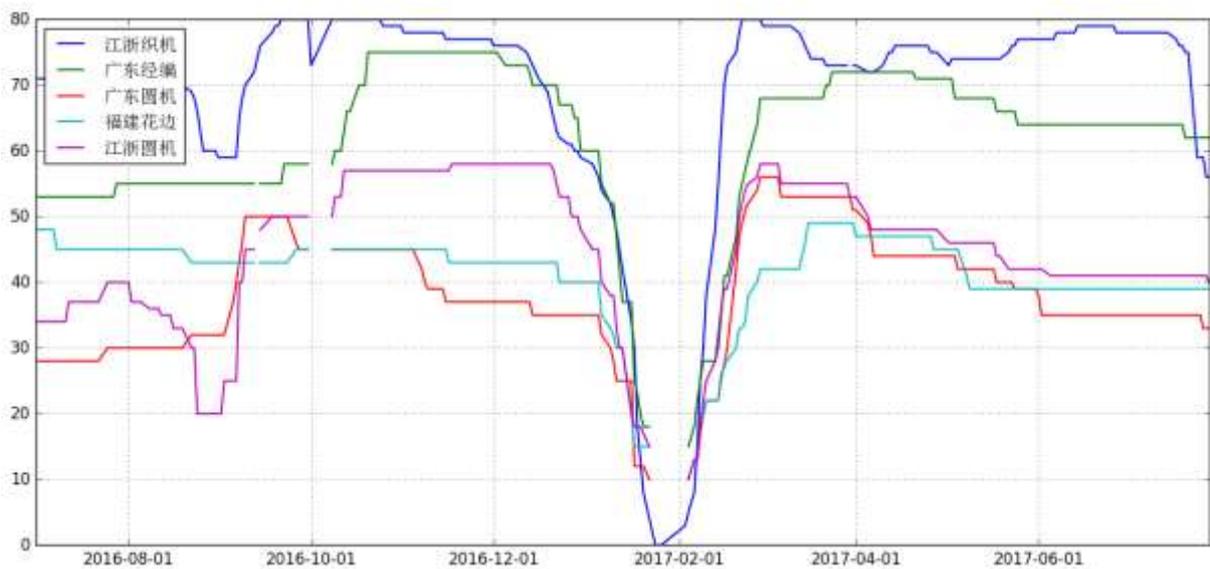
轻纺城数据来看，7 月坯布市场销量有所回升，7 月轻纺城成交总量平均在 712 万米/天左右，环比回升 6 万米/天左右，化纤布成交在 515 万米/天左右，环比回升 3 万米/天左右。从月内变化来看，呈现一字波浪形走势。

图 8：盛泽面料指数高位企稳涨势不及原料，轻纺城成交量维持淡季状态



数据来源：WIND，CCF，兴证期货研发部

图 9：各地纺织机械负荷



数据来源：CCF，兴证期货研发部

## 4、PTA 与其它品种的联动

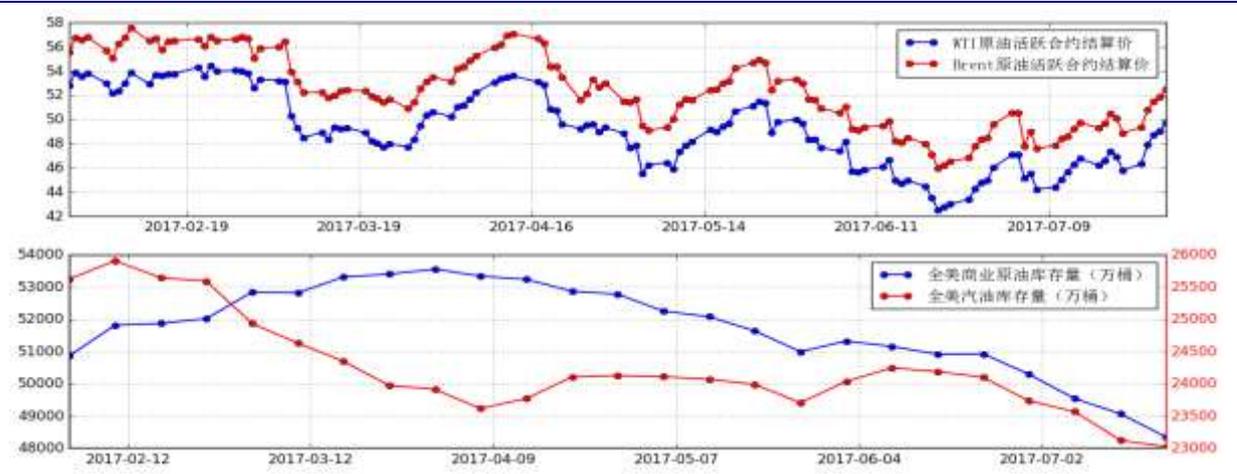
7 月原油价格呈现震荡走强。

月初，在美库存下降及美钻井减少下，市场对供需结构好转预期有所延续，油价延续 6 月末强劲走势，走出八连阳。但随后在 OPEC 出口量大增及俄罗斯消极表态下油价重挫，回吐前期约 50% 的涨幅。

月中，油价以横盘整理为主，美原油库存持续减少，原油需求一端持续改善，但市场利多利空交织，美原油产量增加，加之市场对减产效果的忧虑，以及 24 日 OPEC 会议的不确定性，油价涨势有限。

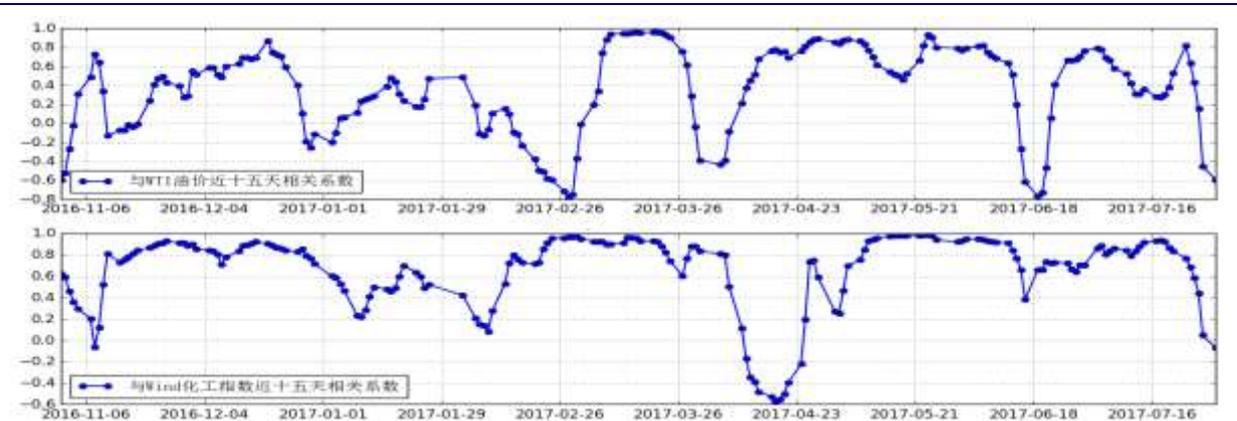
月底，OPEC 会议结果传来利多，沙特坚定表态将减少出口量以帮助解决全球供应过剩问题，同时 EIA 周报显示美国库存水平持续下降，旺季需求有所保证，多头信心十足，油价连续上涨。

图 10：全美汽油库存显著回落，原油库存仍缓慢增加



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11：TA 期价与 WTI 油价、WIND 化工指数近十五天的相关系数



数据来源：WIND，兴证期货研发部

## 5、操作建议

7月PTA近月价格拉升，市场主要炒作现货紧缺，远月价格走势稍弱，仍以以上行为主，基本上，终端纺织负荷开始有明显回落，主要原因是订单量收缩，持续亏损，加之天气炎热及限电，企业生产积极性有明显下降。聚酯一侧受7月末产销连续低迷影响，产品可用库存天数有所上升，聚酯厂有让利促销动作，但结合终端负荷判断，让利促销对提振产销作用或较为有限，短期负荷暂无下调。PTA供应一侧，近期随装置重启，供应压力有所缓和，期现由现货升水转为贴水。8月展望来看，终端负荷几大降负因素短期内不会有明显改善，预计终端负荷偏弱情况将持续延续，聚酯一侧在目前正现金流情况下，在库存有显著上升前，负荷明显下调可能性偏低，或在8月中下旬会有明显降负。PTA一侧8月计划检修装置不多，产量会有上抬，但8月库存积累量仍较为有限，去年同期有许多装置有年检动作，按连续运行一年需检修来看，未来仍有大装置检修可能。

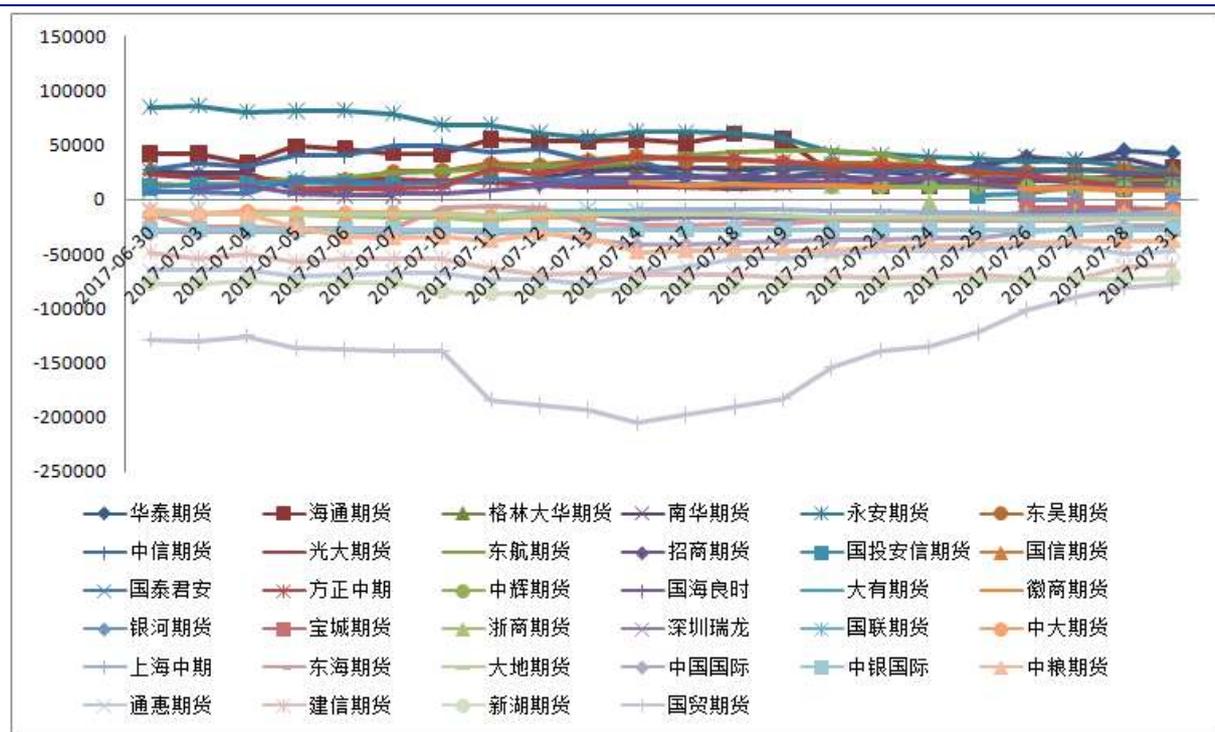
操作建议上，PTA基本面供需结构仍然维持良好，随装置重启，近月预期有所转弱，但九月交割前仍以低库存运行为主，近期商品市场回暖，油价连续上移，间接推涨TA，TA远月多单可继续持有，或逢低入多。仅供参考。

图 12: TA1709 日 K 线图



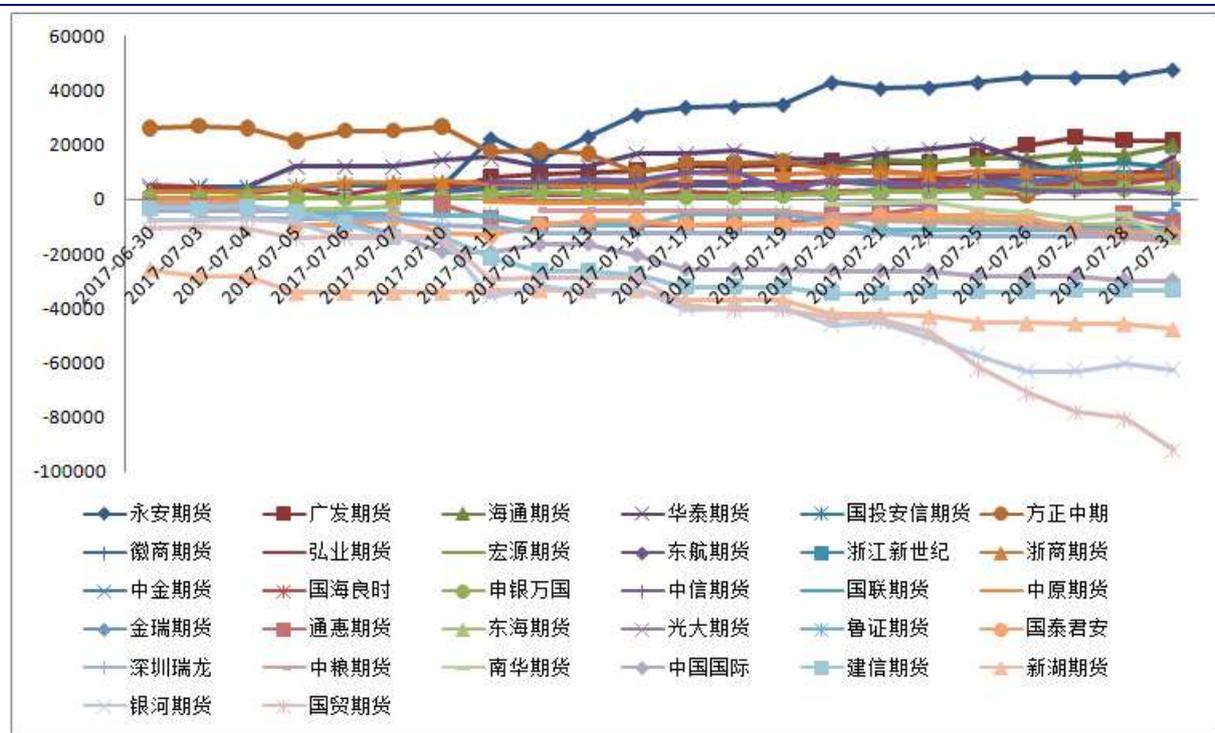
数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 13: TA1709 净持仓变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

图 14: TA1801 净持仓变化



数据来源: WIND, 兴证期货研发部

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。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。