

经济复苏略显乏力 股指分化愈演愈烈

一、宏观经济篇

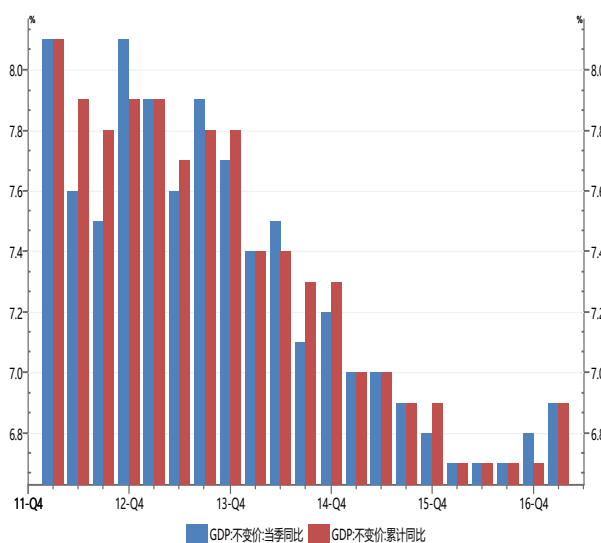
（一）国内经济：二季度经济压力明显增大 PMI 值首次跌破荣枯线

相对于一季度经济数据的强劲，4 月宏观数据可以说是全线走低，不及市场预期。我们回顾下一季度 GDP 同比增长达到了 6.9%，成为本轮复苏的高点，但是环比增速从此前的 1.7% 进一步放缓至 1.3%（图 1）。之所以在一季度出现如此强劲的表现，主要在于一季度中国经济的积极因素较为显著，供需两端都呈现走好的态势。但与此同时在二季度随着楼市调控对经济的影响的逐步显现，房地产市场的降温、汽车消费增速的回落及外需复苏缓慢，这些因素并不支撑经济继续强劲反弹。房地产市场在今年伊始的前两个月依然表现火热，尤以三四线城市表现最为突出，但随着调控政策的接连出台，房地产销售在二季度初迅速回落。

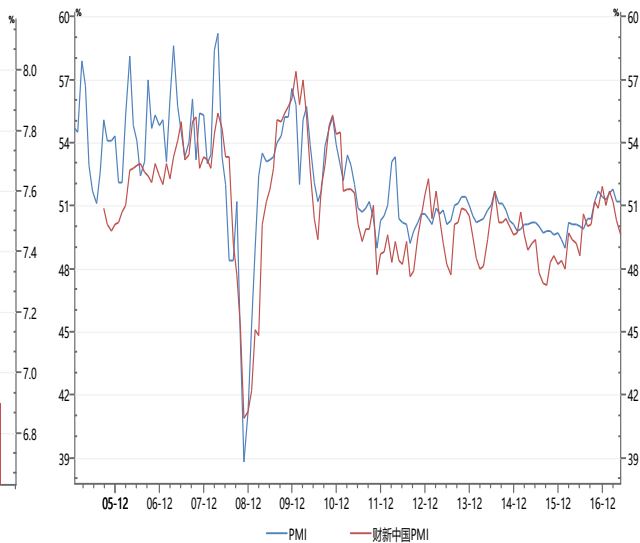
中国 5 月财新制造业 PMI 49.6，为 11 个月以来首次位于 50 下方，预期 50.1，前值 50.3。近日统计局公布的 5 月官方制造业 PMI 持平前值，连续 10 个月站在荣枯线上方。5 月官方制造业 PMI 51.2，高于预期的 51.00，前值 51.20。制造业运行重现放缓，IHS Markit 报告指出背景原因是产出与新订单增速放缓，用工加速收缩。海内外需求疲弱，新增出口销量增速轻微，采购量微幅回落，成品库存今年来首次出现上升。中国企业对未来一年的前景预测依旧欠佳。业界的信心仍然低于历史平均水平，乐观度继续维持在 4 月份的 5 个月低点。（图 2）。5 月 PMI 指数回落至荣枯值下方表明去年补库周期结束，2017 年宏观经济指标“前高后低”的走势已经行成。海内外需求疲弱，5 月中国制造商的采购数量在 11 个月来首次趋降。许多受访厂商表示，销售未如预期，影响了对投入品的采购。销售乏力，也导致成品库存重现上升。从目前中央释放的信号来看，经济增长目标被淡化，同时继续深化供给侧改革，下一阶段将以抑制资产泡沫、防范金融风险为首要工作目标。一方面“三去一降一补”五大任务将步入深水区；另一方面重点提及推进农业供给侧改革，主要包括去库存、降成本、补短板三个方面。政府继续维持大规模刺激方案的概率较低，在未来一段时期内会导致经济下行压力加剧，令人担忧。

图 1：GDP 增长重心明显提升

图 2：PMI 数据开始回落



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货



数据来源：WIND 咨询，新世纪期货

（二）国内经济：一行三会合打监管组合拳 大金融监管时代已经来临

2017 年 1 季度来监管层针对金融风险防范态度坚决，可谓是箭无虚发。一行三会为控风险、去杠杆，已密集出台了加强金融监管的多项政策，以压缩影子银行规模，降低金融机构杠杆；其中银监会更是在一个月左右时间内连续出台了 7 项文件，包括 4 个指导文件和 3 个专项整治，并要求商业银行首先自查调整；再加上近期金融领域高官的频频落马，金融整肃之风已然来袭。4 月 25 日，中共中央政治局就维护国家金融安全进行第四十次集体学习时指出，要深化金融改革，完善金融体系，推进金融业公司治理改革，强化审慎合规经营理念，推动金融机构切实承担起风险管理责任，完善市场规则，健全市场化、法治化违约处置机制。

我们任务金融监管首先要强化对金融的监管，遏制非合规的金融创新业务，阻止金融体系的泡沫化成长进一步蔓延；其次，进一步强化金融企业的公司治理改革，强化金融机构风险控制和防范的制度建设，从根本上扭转金融机构的风险意识薄弱问题；最后是建立市场化和法治化的风险和债务违约处置机制，这是防范系统性金融风险的可行之策。金融改革的意义主要在于防范系统性金融风险，其重点是构建市场化的金融风险防控体系；而金融机构承担起风险管理责任，对于实体经济以及从金融机构获得资金支持的企业而言，均大有裨益，另外对于金融机构自身而言，也能有效控制不良资产风险。

对金融业的高杠杆，从策略上，要有序去杠杆，既要避免暴力去杠杆和缩表引发“债务-通缩”风险，又应在宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，促使其主动去杠杆。从目前来看，监管机构一系

列政策，虽然预留了一定阶段的缓冲期（4-6 个月），并且实行“新老划断”，仍对市场造成了一定影响。

（三）国内经济：一带一路战略轰轰烈烈推进 中国引领全球化继续向前

2017 年 5 月 15 日，“一带一路”国际合作高峰论坛圆满落幕，会议明确了合作目标和方向，并以高峰论坛为平台，达成了 270 多项成果。从结果上看，高峰论坛为“一带一路”定下了“和平合作、开放包容、互学互鉴、互利共赢”的主基调，同时指明了基建、金融、经贸、创新和人文 5 个深化合作的领域。作为首倡国，中国将通过基金增资、项目投资和人道援助等方式为“一带一路”的发展提供超过 9000 亿元的资金支持，这一额度超过了 64%的“一带一路”沿线国家在 2016 年的 GDP 水平，充分彰显了大国诚意，为后期的合作打下平等互信的基础。会议末尾习主席表示，中国将在 2019 年举办第二次高峰论坛，继 APEC 后，“一带一路”有望成为下一个由中国主导的可持续的国际合作盛会。

总的来看，在逆全球化的背景下，中国与“一带一路”沿线国家的贸易比重不断攀升，主要的双边贸易地域依然集中在亚洲，尤其是东南亚地区的活跃度最高，进出口商品以能源、矿物燃料和电机、电气设备为主。当前限制“一带一路”贸易发展的因素主要有贸易保护、基建交通落后和人民币清算能力不足。因此，为了提升“一带一路”沿线的贸易活跃度，未来在加强对外道路交通投资和人民币国际化的领域有较大的发展空间和推动力。

（四）国外经济：美 ADP 就业数据强劲，欧洲风险暂告一段落

美国 5 月 ADP 就业人数变动 25.3 万，远超预期 18 万。数据公布后美元指数跳涨，黄金价格急跌。分行业来看，服务业新增就业人数达 20.5 万人，其中，高端服务业、商务服务业新增就业 8.8 万人，贸易和运输行业新增就业 5.8 万人，教育和卫生服务行业新增了 5.4 万人。此外，制造业新增就业人数 4.8 万，其中建筑业新增就业人数 3.7 万，采矿业新增就业人数 3000 人。再从企业规模来看，50-499 名员工的企业新增就业 11.3 万人，小于 50 名员工的企业新增就业 8.3 万人，大型企业新增就业 5.7 万人。说明 5 月 ADP 就业增长惊人，远超此前人们对它的预期。目前就业人数增长的速度几乎是劳动力增长速度的三倍。这意味着，以后越来越多的企业要面临的头号挑战将是劳动力短缺。

市场对 5 月数 ADP 数据反应巨大，数据公布后美元指数快速走高。（图 3）美元指数今日受美国政治紧张局势拖累一度全线下挫，美元短期内能否快速拉升取决于不久将召开的 FOMC 6 月加息会议决议。然而，美联储刚公布出的褐皮书显示美国经济适度增长但通胀低迷，达拉斯联储行长 Kaplan 还发文表示坚持今年再加息两次的预期。

放眼欧洲，仅从数据来看，经济发展态势较为稳定，主要经济数据都有所回升。2017 年 5 月份欧元区制造业 PMI 指数为 57，位于扩张状态并且自 2016 年 8 月份以来持续回升，非制造业 PMI 指数为 56.5，基本上也维持了稳定上涨状态，欧元区服务业 PMI 指数回升至 56.2，也是 2012 年欧元区债务危机后的最高水

平。（图 5）具体国家来看，德法表现依然强劲，德国综合 PMI 指数回升至 57.6，同样位于 2012 年最高水平，法国综合 PMI 指数回升至 57.6，其中制造业 PMI 指数在 2016 年 10 月份结束负增长状态之后，持续回升。（图 6）不断增长的经济数据为欧元区汇率提供支撑，也有利于中国对欧元区出口情况的不断改善。

政策不确定性一直是与各国大选进程相关的风险因素的一部分。欧洲方面，未来还将有更多大选议程，不过随着马克龙大选法国总统，法国兴业银行下调了欧洲政策不确定性冲击拖累经济的风险，将与该风险因素相关的黑天鹅风险系数从 30% 下调至 25%。法兴认为，现阶段主要的担忧因素还是意大利和英国“硬”脱欧。放眼大西洋彼岸的美国，法兴认为风险已经逐步转向 2018 财年特朗普政府没有减税措施。特朗普未能实施减税政策的风险为 30%，这将导致美国经济增速最早在 2018 年上半年大幅放缓，而无论对欧洲还是美国来说，财政宽松出现意外的风险也在上升。

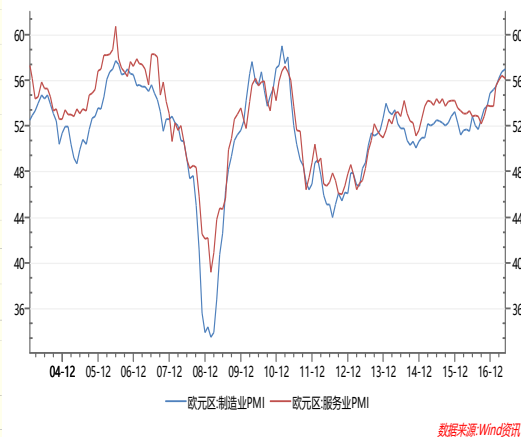
图 3：美元指数 15 分钟 K 线图



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

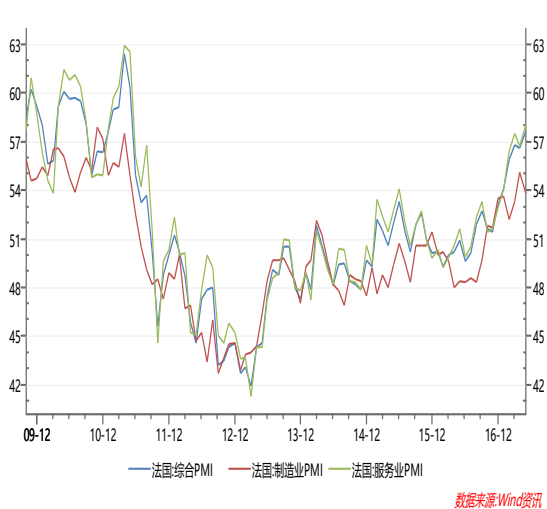
图 5：法国 PMI 数据

图 4：欧元区 PMI 数据稳中向上



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

图 6：德国 PMI 数据



数据来源: WIND 资讯, 新世纪期货

数据来源: WIND 资讯, 新世纪期货

二、股指篇

从二季度市场情绪指标来看, 沪深两市两融余额回落 9000 亿以下。截止到 5 月 31 日, 沪深两市两融余额达 8696.25 亿元 (图 12)。两融指标的快速回落, 显示出融资客利用杠杆进行股票投资的活跃度正在降低, 市场投资者的情绪转向悲观。融资融券余额之比再度回落至 170 以下, 杠杆资金对市场的交易不积极且较悲观。技术上来, 上证指数一直处在 60 天生命线之下, 弱势明显, 但底部受到前期低点 30165.31 与 2969.1 连线的支撑 (图 7)。三大股指分化严重, IF 1706 再度站上 60 日线, 并突破前期高点 3483.8, 未来上行的概率加大 (图 9) IC1706 从 4 月 24 日暴跌击穿 60 日线后一直埋头苦跌, 需关注后期反弹力度 (图 11)。

消息面上, 节前监管层针对股东减持行为发布新规。5 月 27 日, 证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》, 其后沪深交易所也分别出台相关实施细则, 且新规即日实施, 不设缓冲期。此次新规大幅限制了大股东和特定股东在二级市场减持行为, 直接降低了市场潜在的卖盘规模, 并在目前大股东减持频发的背景下, 有利于提振市场热情, 利好 A 股近期的反弹。近期资金面对股市影响较大, 银行又将迎来 6 月末的 MPA 考核, 目前银行存款端较为紧张, 导致商业银行负债端成本上行, 进而对资产端的收益率要求更高, 同时同业存单利率也居高不下, 银行资金面较紧, 对反弹有所压制。近期大盘继续震荡筑底, 节前市场参与情绪低迷, 节后资金有回流预期, 且减持新规利好股市, 有望继续反弹, 但反弹高度取决于量能变化, 关注资金面的变化情况。

图 7：上证综指日 K 线图



图 8：沪深 300 日 K 线图



数据来源：新世纪期货研究院

图 9：IF1706 日 K 线图



数据来源：新世纪期货研究院

图 10：IH1706 日 K 线图



数据来源：新世纪期货研究院

图 11：IC1704 日 K 线图



图 12：每日沪深两融余额





数据来源：新世纪期货研究院

数据来源：新世纪期货研究院

总结与展望

2017 年一季度宏观经济表现非常强劲，GDP 同比增长 6.9%，成为本轮复苏以来的高点，但是环比增速从此前的 1.7%进一步放缓至 1.3%。二季度疲态明显，楼市调控对经济的影响在二季度比较显现，房地产市场的降温、汽车消费增速的回落及外需复苏缓慢料将对经济的增长带来一定的压力。在中央金融去杠杆可是把双刃剑，经济回落风险更大。但是在金融去杠杆、地产防风险及引导资金“脱虚入实”的大背景下，货币政策进一步维持边际收紧仍是主基调，预计整个二季度市场流动性将继续维持紧平衡的局面，进而对股指形成一定的压制，市场持续低迷。当下监管层表态对全面禁止券商通道的理解存在误读，但却是有对通道业务的限制和压缩，市场有倒退的担忧。随着将官收紧的消息密集的传播，以及经济数据在二季度的减弱。

期指在负面消息的阴霾中，反弹的力尚需跟踪。但近期 IH 在权重板块的接替发力的带动下，创下 12 月以来新高。一方面也是中小创杀跌的压力太大，暴露出股权质押的风险，市场出现维稳的意愿。总的来说，IH 强者恒强，IC 弱者恒弱，期指分化可谓是愈演愈烈。从套利的角度来看，三大股指基差当前处在向零值回归的过程当中，到那时任由可能在短期内出现基差扩大的，可以关注护身 300 指数月中证 500 指数之间的套利空间。单边角度，市场在前期上扬中培养了较多获利盘，获利了结的市场心态变得越发浓厚，后期或将出现一个均值回归的过程，短线可逢高建立短空仓位，但需以低仓为主，控制止损。中长线来看上涨的大趋势已然确立，可在 3450 点附近建立多仓，并控制好止损点。

美退出巴黎协定或促中国收紧碳排放

一、市场相关消息

美国宣布退出《巴黎协定》 北京时间6月2日凌晨3时36分，美国总统特朗普在白宫玫瑰园宣布：退出《巴黎气候协定》。特朗普抨击了《巴黎协定》对发达国家每年筹资1000亿美元支援发展中国家的要求，表示《巴黎协定》通过绿色气候基金将财富转移到了其他国家。而为了将美国的经济增速提升至3%-4%，美国需要一切形式的能源。特朗普还表示，退出巴黎气候协定，兑现了他的竞选承诺，也照顾了美国工人的利益。对此，中方表示：《巴黎协定》凝聚了国际社会应对气候变化的最广泛的共识，各方应共同珍惜和维护这一来之不易的成果。中国政府高度重视气候变化问题，坚决贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，采取切实政策行动积极应对气候变化，取得有目共睹的成效。这既是中国作为发展中大国承担的国际责任，也是中国可持续发展的内在要求。未来，中国将继续做好应对气候变化各项工作，积极参与气候变化多边进程，坚定不移维护全球气候治理进程。中方愿与有关各方加强合作，共同推动《巴黎协定》实施细则的后续谈判和有效落实，推动全球绿色、低碳、可持续发展。

5月份河北省钢铁行业PMI创今年以来新高 河北省冶金行业协会发布的数据显示，5月份河北省钢铁行业PMI（采购经理指数）为50.3%，重回荣枯线上方，创今年以来新高。在主要分项指数中，产出指数、新订单指数、出厂价格指数回升且处于荣枯线以上；成品材库存指数、原材料库存指数和原料采购价指数回落且处于荣枯线以下；新出口订单指数有所反弹但仍处于收缩区间。河北省冶金行业协会副会长兼秘书长王大勇表示，5月份河北省钢铁行业PMI结束两连跌重回扩张区间，表明行业景气度大幅回升。他认为，当前河北省钢铁行业去产能强势推进，供需矛盾趋缓，钢材(3031, -26.00, -0.85%)价格稳中上升，钢厂去库存效果显著，钢材出口进一步收缩，钢铁行业运行实现了稳中向好的发展态势。

在岸人民币突破6.8 中间价大幅上调飙升543点 6月1日上午，在岸人民币兑美元突破6.8。离岸人民币逼近6.73关口。早间，人民币兑美元中间价报6.8090，较上日中间价6.8633飙涨543点。人民币兑美元中间价上调幅度创1月6日来最大，中间价水平为逾半年来的最高。近期这一波升值，与年初那一波有不少相似之处，离岸人民币在流动性异常紧张的情况下，率先异动带动境内人民币汇率交替升值，汇价在羊群效应影响下加速上涨。而与年初时相比，市场预期变化、美元走势变化、监管态度变化叠加人民币对美元持续数月的“滞涨”，无疑使这一轮人民币升值更具想象空间。

神华下调煤价至合理区间 6月恐再开启季节性上涨 5月29日，神华下调下水5500大卡动力煤年度长协价21元/吨至558元/吨；5500大卡动力煤长协用户月度价格下调60元/吨，从630元/吨降为570元/吨。这一降幅成为其年内最大跌幅，这一价格已回归至发改委所确定的合理煤价区间500元/吨—570元/

吨。但是，随着迎峰度夏煤炭消费旺季即将来临，今年水电发电量不足，工业用电一直在增长，民用需求继续释放，煤炭产能向上弹性有限，预计煤价下行空间不会太大，下行时间也不会太长。

二、美国宣布退出巴黎协定，中国排放空间恐将压缩

2015年12月，《联合国气候变化框架公约》近200个缔约方在巴黎气候变化大会上达成《巴黎协定》。这是继《京都议定书》后第二份有法律约束力的气候协议，为2020年后全球应对气候变化行动作出了安排。《巴黎协定》共29条，当中包括目标、减缓、适应、损失损害、资金、技术、能力建设、透明度、全球盘点等内容。从环境保护与治理上来看，《巴黎协定》的最大贡献在于明确了全球共同追求的“硬指标”。协定指出，各方将加强对气候变化威胁的全球应对，把全球平均气温较工业化前水平升高控制在2摄氏度之内，并为把升温控制在1.5摄氏度之内努力。

而如今随着美国宣布退出巴黎协定，将会中国的排放空间产生挤压，中国的减排负担和成本将增加。美国退出《巴黎协定》将使美国很难完成其NDC（国家自定贡献，Nationally Determined Contributions）。而国际社会又需要超越全球的NDC目标，达到甚至超越2℃的温控目标，这就意味着将压缩中国的排放空间，增加中国的减排负担和成本。根据澎湃新闻的情景分析模型显示：在NDC情景下，如果美国2025年在2005年基础上减排20%、13%或0%，将导致中国2030年二氧化碳排放空间分别减少0.55亿吨、1.1亿吨和2.14亿吨；在2℃情景下，如果美国2025年在2005年基础上减排20%、13%或0%，将导致中国2030年二氧化碳排放空间分别减少4.39亿吨、4.83亿吨和5.67亿吨。（二）对中国单位碳减排的成本和GDP有重大影响。在NDC情景下，如果美国2025年在2005年基础上减排20%、13%或0%，将使中国2030年的碳价分别增加1.93、4.01和8.19美元/吨二氧化碳当量，相当于多付出143.26亿美元、295.45亿美元和594.9亿美元。中国遭受的额外GDP损失分别为104.53亿美元、211.94亿美元和422.1亿美元，相当于人均损失7.8亿美元、15.8亿美元和31.5美元。在2℃情景下，如果美国2025年在2005年基础上减排20%、13%或0%，将使中国2030年的碳价分别增加29.06、33.22和41.61美元/吨二氧化碳当量，相当于多付出1478.15亿美元、1674.96亿美元和2062.98亿美元。中国2030年遭受的额外GDP损失分别为1600.09亿美元、1778.56亿美元和2125.9亿美元，相当于人均损失119.6美元、132.9美元和158.9美元。

在目前的情况下，中国无法也不可能单凭一己之力来填补美国退出之后碳排放留下的缺口，但是作为当前碳排放第一的国家，中国必然也会在原有的节奏之上加紧减排任务。这对于碳排放大户的钢铁行业以及煤炭行业来说都是会产生压力的。一方面随着减排任务加重，钢铁企业的产量受到限制会推高钢价，另一方面就算产量不受影响，各方面的成本支出也会随着排放要求的提升而上升，在成本端对钢铁价格形成推力。

三、铁矿石供应端

2.1 国产矿产量总体承压，中小型矿波动大

随着近期矿石价格的下行，3月份产量同比仍在上涨的河北省4月份的产量也有明显的缩减，基本持平于去年4月份的水平，四川和辽宁去矿石产量继续延续下降趋势。2017年4月份，河北省的铁矿石产量为3998.25万吨，环比3月的4760.74万吨有着非常明显的下降。而四川与辽宁的产量分别为1609.29万吨和958.26万吨，环比3月同样也在下降。

从整体的矿石产量走势来看，目前我国铁矿石生产顶部承压，趋势在往下走。国内矿山对于铁矿石供应的支撑将会在未来几年内逐渐减弱，我们在16年年报里也曾分析到，目前国内黑色金属采选行业财务状况堪忧，整个行业规模也在不断萎缩。国内的低品位矿石在国外高品位低价矿的挤出效应下，逐渐开始退出供应序列。

图 1. 国产铁矿石产量

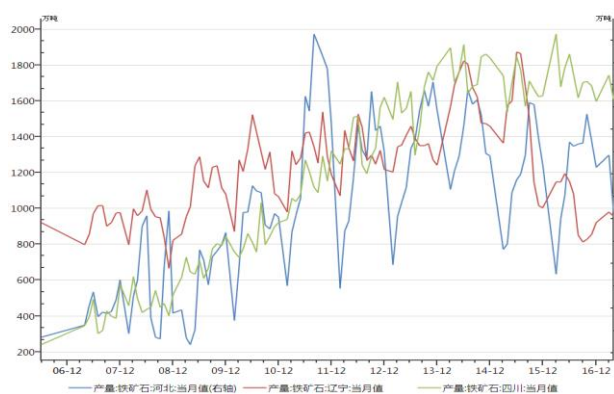
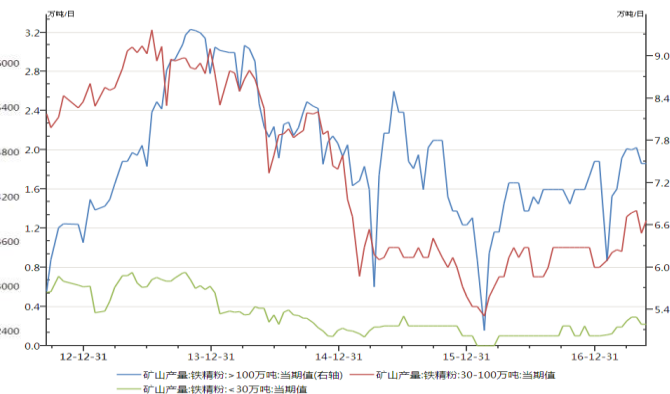


图 2. 矿山产量



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

由矿山的产量来看，较去年均有较为明显的增长，尤其是中小型矿山，复产率非常显著。截止5月26日的数据显示，全国100万吨以上规模的矿山日均7.47万吨，较上月有所下降，同比去年同期上涨3.75%。30-100万吨级别的矿山日均产量为1.28万吨，环比下降7.25%，同比上涨42.2%；30万吨以下矿山日均产量为0.22万吨，环比下降24%，同比增长120%。

2.2 四月份进口数量有所回落

最近几年国内市场的萎缩主要原因还是来自于国外矿山的竞争，从下图我们也可以看出，自从2010年以来，我国对于矿石的进口一直在增长。其中尤其是来自澳大利亚的矿石进口量增幅尤为明显，基本上是与总的进口数量增长走势是吻合的。

截止今年 4 月份，我国进口铁矿石数量为 8223 万吨，环比下降 13.95%，同比下降 2.01%。4 月份我国由澳洲进口的铁矿石数量为 5001.88 万吨，同比下降 2.49%；由巴西进口的铁矿石数量为 1652.12 万吨，同比增长 1.66%。

图 3. 铁矿石进口数量

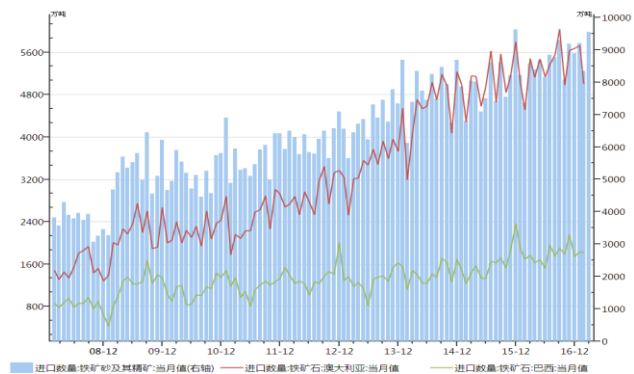
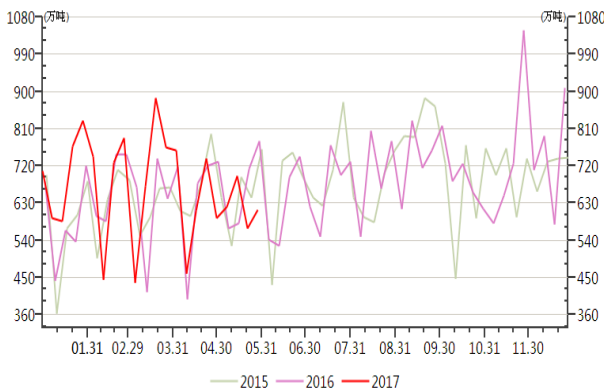


图 4. 巴西发出的铁矿石货运量



数据来源：Wind 资讯，我的钢铁，新世纪研究院

截止 2 月 28 日，澳洲发往中国的铁矿石货运量为 1364 万吨，同比增长 10.05%；巴西发货量为 613 万吨，同比下降 21.52%。力拓发货量为 424 万吨，同比下降 5.86%；必和必拓发货量 401 万吨，同比去年增长 7.77%；淡水河谷发货 493.8 万吨，同比下降 25.87%；FMG 发货量为 411.6 万吨，同比增长 23.94%。

图 5. 澳洲发往中国铁矿石货运量

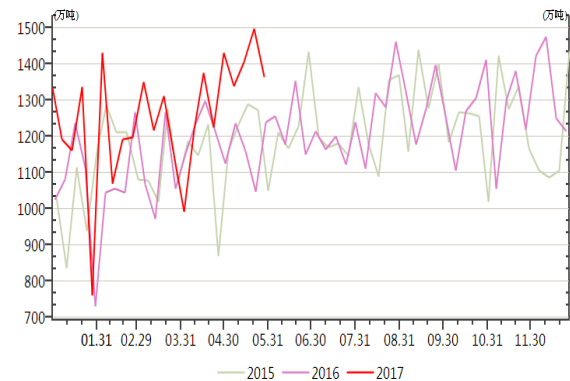
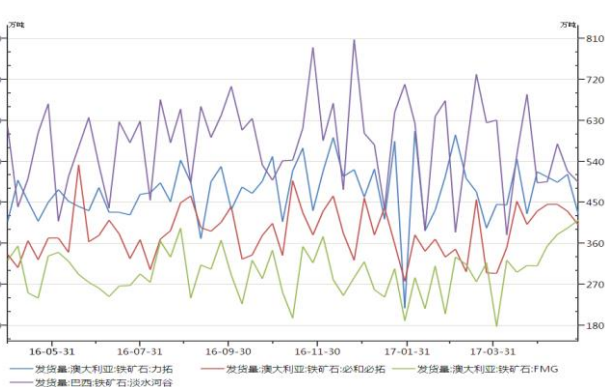


图 6. 四大矿山铁矿石发货量



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

2.3 到港量同比增加

截止 5 月 28 日数据，北方港口到港船舶数量为 64 艘，铁矿石到港数量为 890.1 万吨，较去年同期的 922.4 万吨下降了 3.5%。根据往年的到港情况来看，从 2 月下旬开始到港矿石量开始会一直增加直到四月中下旬，从五月份开始会有一个月左右的时间到港量有一定程度的减少。

图 7. 北方港口铁矿石到港量

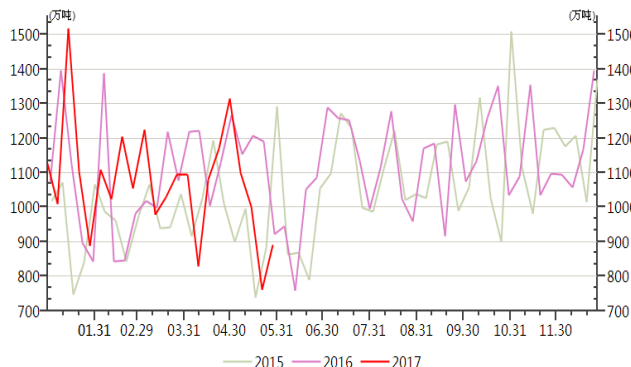
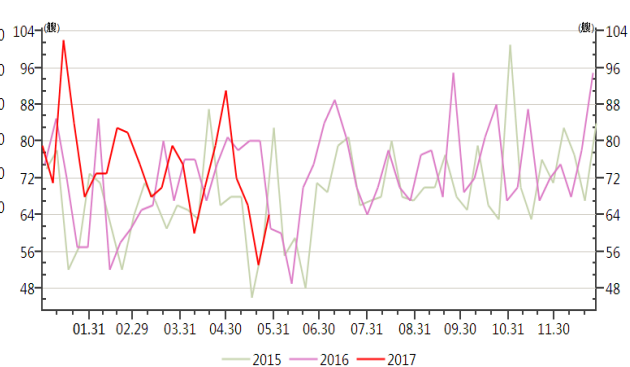


图 8. 到港船舶数量

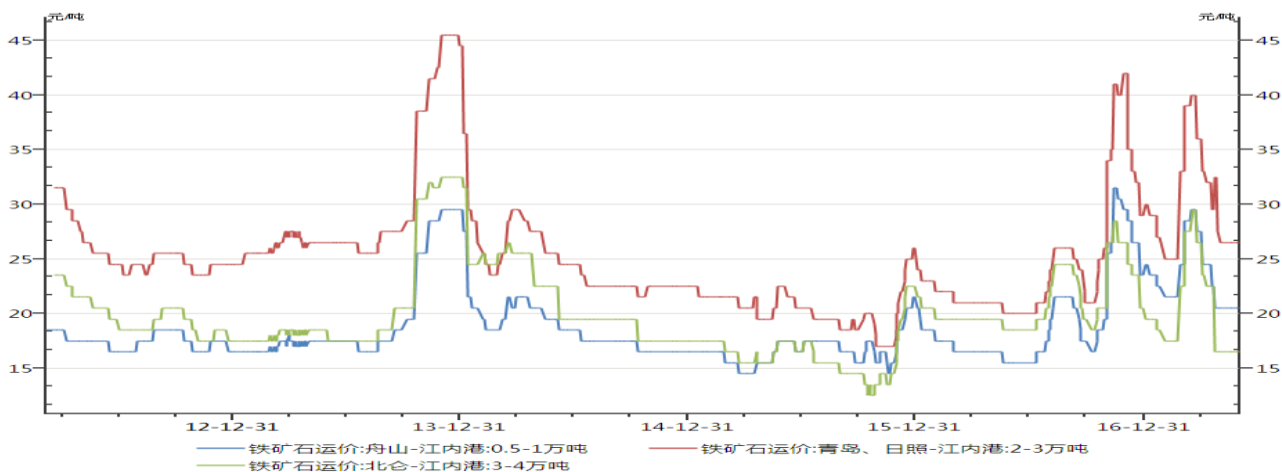


数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

2.4 海运运费回落

截止 6 月 2 日，江内港-鲅鱼圈、锦州、营口 0.5 万 dwt、1-2 万及 3-4 万 dwt 的铁矿石航运价格分别为 43 元/吨、35.5 元/吨及 28.5 元/吨，环比继续下降。较去年同期的运价水平分别变动了-14.85%、+11.27% 及+26.67%，虽然 1-2 万及 3-4 万 dwt 的航运价格同比仍在上涨，但是涨幅环比上个月水平仍旧呈现的下跌态势。江内港-北仑运价较去年下降了 10.81%至 16.5 元/吨；江内港-舟山运价较去年同期增加了 32.26%至 20.5 元/吨；江内港-青岛、日照运价为 26.5 元/吨，较去年的 20 元/吨增长了 32.5%。总的来说，经历了去年 2 月份的一轮运费上涨之后，目前运费再度回复到均值水平。

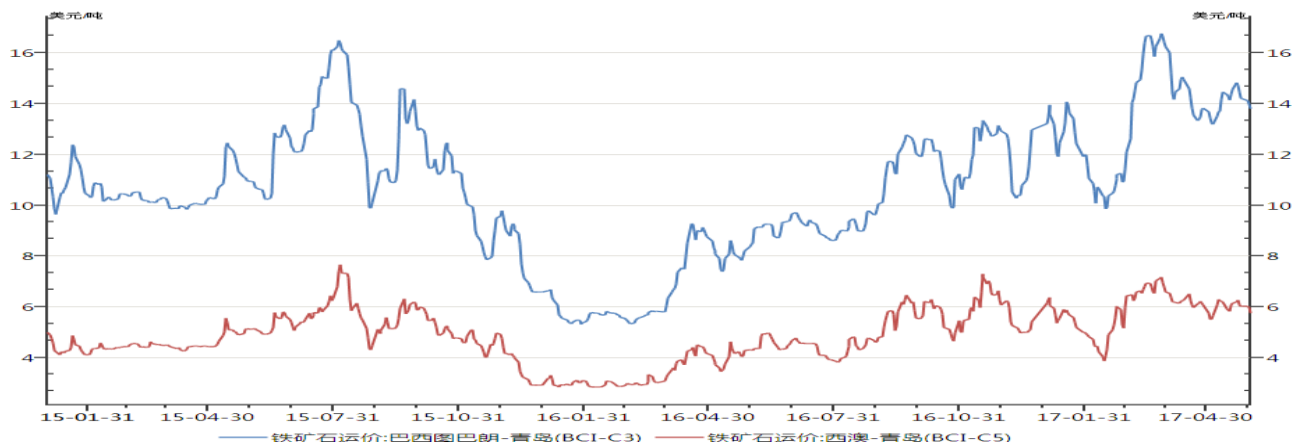
图 9. 各港口铁矿石航线运价



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

6 月 1 日的西澳-青岛的波罗的海干散货 BCI 航线运价为 5.758 美元/吨，比去年同期的 4.309 美元/吨的运价增长了 33.63%；环比上月的 5.75 美元/吨基本持平。图巴朗-青岛的运价为 13.804 美元/吨，同比增长 63.1%，环比基本持平。

图 10. 国际铁矿石运价



数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

2.5 矿石库存量进入新常态

从年初开始铁矿石港口库存就在快速增加，截止 6 月 2 日数据，41 个港口总计铁矿石库存量为 13654 万吨，环比增长 2.9%，同比增长 38.94%，增幅较上月扩大。其中澳洲矿港口库存目前为 7330 万吨，占总的库存量的 53.68%，较上月统计情况有所缩小。澳矿库存环比增长 3%，同比增幅 35.87%，低于港口总库存的同比涨幅。巴西矿库存量为 3155 万吨，环比增长 3.3%，同比增长 48.26%，涨幅较上个月的数据增加较多。

图 11. 铁矿石港口库存

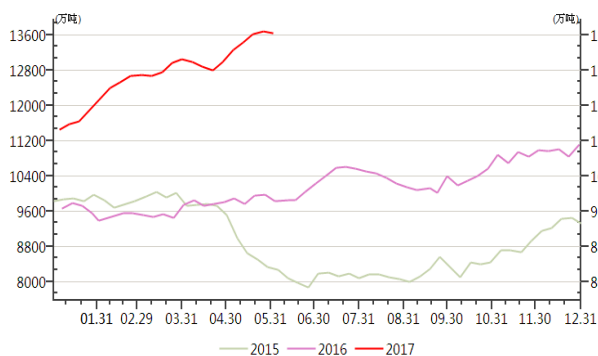
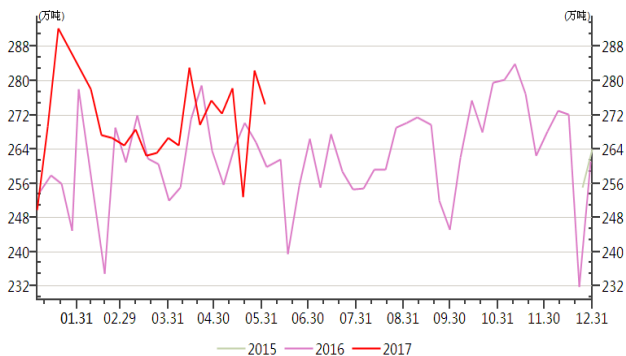


图 12. 港口疏港量

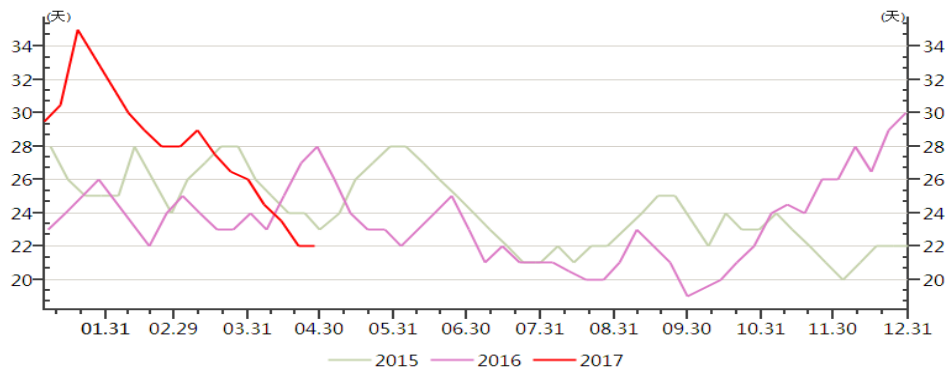


数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

铁矿石日均疏港情况较上月有所增加，6 月 2 日的日均疏港量数据为 274.5 万吨，较上月的 272.4 万吨微涨 0.77%。

截止 5 月 26 日，国内钢厂厂内进口铁矿石平均库存可用天数为 22 天，与上月的天数持平。随着库存可用天数的逐渐下降以及目前铁矿石市场价格的走势情况，预计会有补库到 28 天水平。

图 13. 钢厂厂内库存可用天数



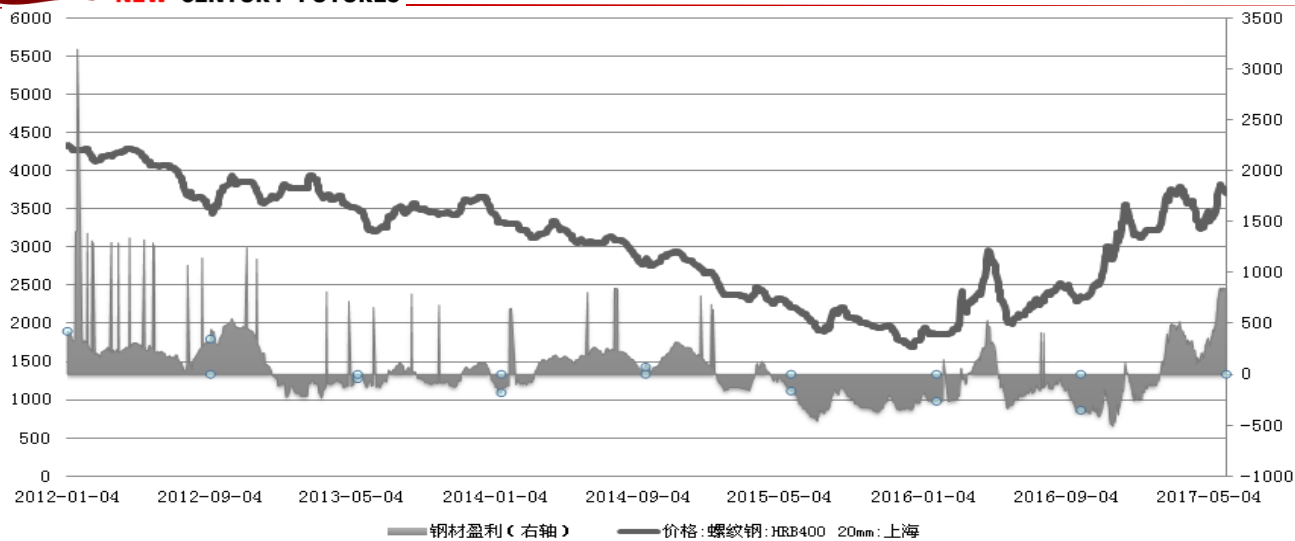
数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

三、铁矿石需求端

3.1 吨钢利润新高，做空钢厂利润存疑

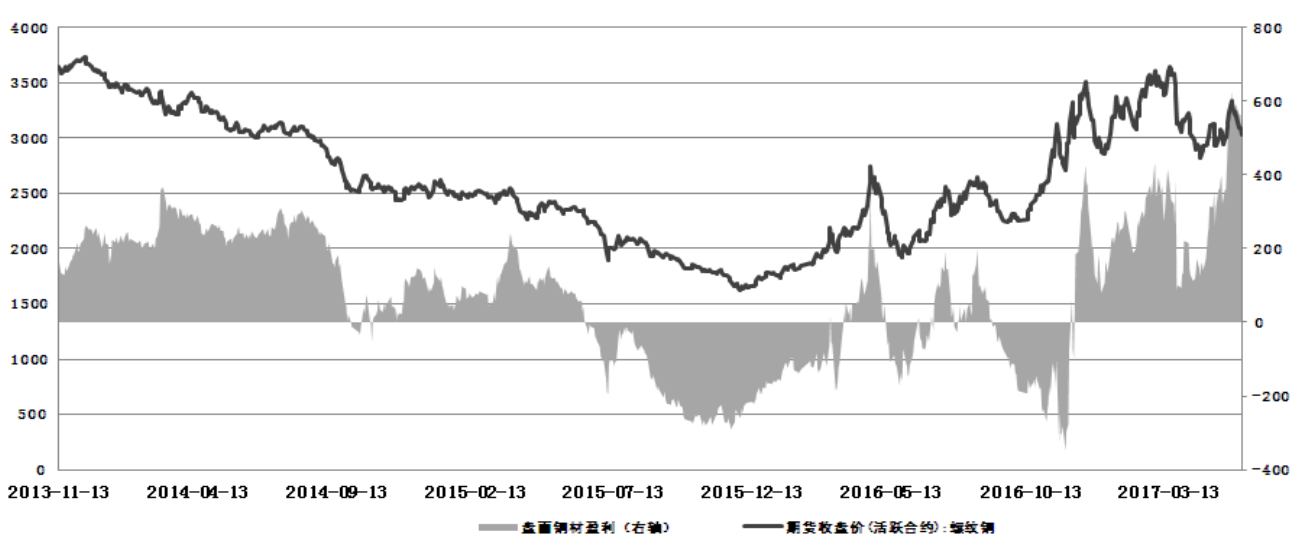
截止 6 月 2 日，根据我们的测算钢厂现货利润约在 847.85 元/吨，期货盘面利润目前吨钢也达到了 502.73 元/吨的盈利水平，环比较上月增长 60.9%。基于铁矿石价格的快速下降而钢材受到各种政策上的影响价格持续上升，吨钢利润达到新高。也正因此，目前有很多关于做空钢厂利润的声音，但是我们认为钢厂利润是否过高仍然存疑，因为通过测算的结果来看该利润仅为息税前利润，即单纯从收入和成本之间的价差，但是真正企业在生产过程中会涉及到其他成本，包括固定资产折旧，经营成本等的支出。而钢铁企业本身是一个重资产的行业，单纯只考虑毛利润是有局限性的。另外我们现有的数据只能回溯到 12 年的利润水平，而因为 08 年的四万亿对于钢铁行业的投资增加，考虑到钢厂从投资到建成通常会有 2-3 年的周期，那么 12 年正好是在四万亿之后产能开始增长的特殊时期，而在 14-15 年的低谷之后，现在的行业情况与届时又有了明显的不同。所以以特殊时期的盈利水平来判断当前的盈利水平是否过高也是存在问题的。后期我们会通过数据进行分析来判断适当的利润空间究竟为多少。

图 14. 螺纹钢现货利润



数据来源：wind 咨询，新世纪研究院

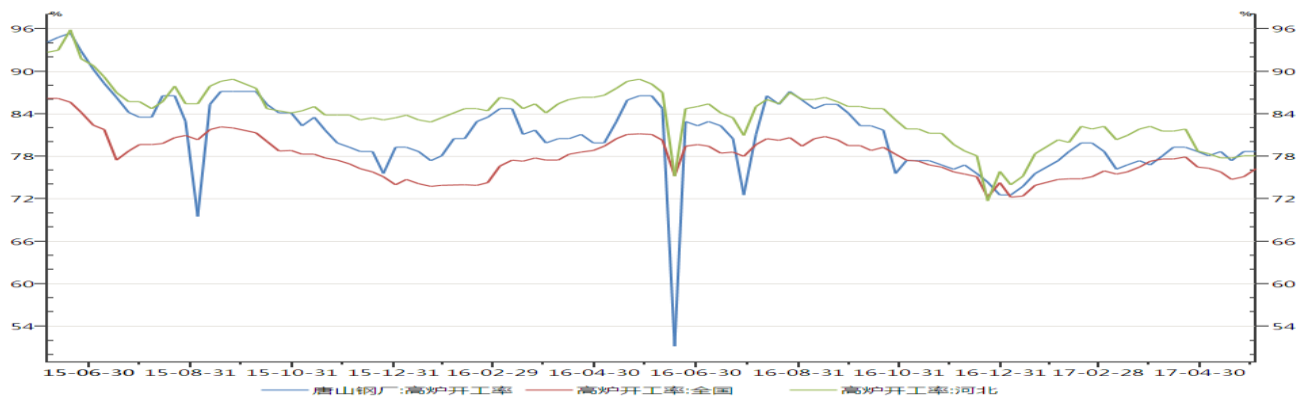
图 15. 螺纹钢盘面炼钢利润



数据来源：wind 咨询，新世纪研究院

唐山钢厂 6 月 2 日高炉开工率为 78.66%，同比下降 7.93%，环比上升 0.61%；河北省高炉开工率为 78.1%，同比下降 10.15%，环比下降 0.31%；全国高炉开工率为 76.24%，同比下降 4.84%，环比下降 0.14%。

图 16. 高炉开工率



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

3.2 粗钢产量同比增长，需求支撑

2017年5月中旬重点大中型企业粗钢日均产量为181.84万吨，环比下降1.69%，同比去年增长4.16%；5月中旬预估全国日均粗钢产量为232.77万吨，环比同比均基本持平。

图 17. 预估粗钢日均产量

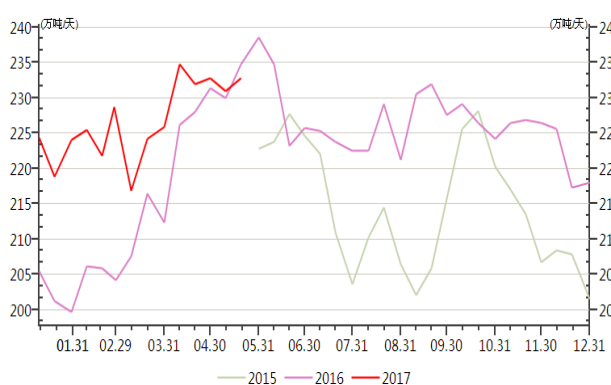
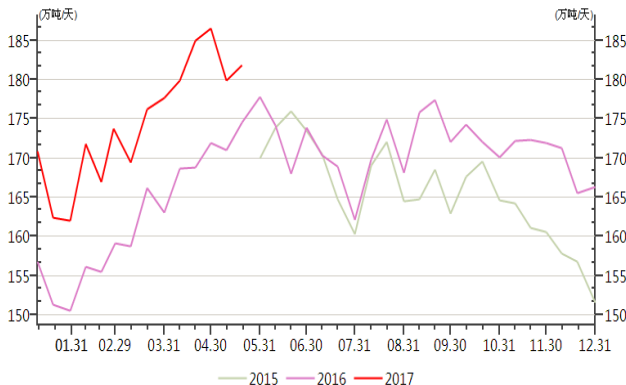


图 18. 重点钢企日均粗钢产量



数据来源：WIND 资讯，新世纪研究院

四、房地产急涨势头承压，未来仍以稳为主

项目	1-4月 累计	同比增长	较上年同期 增幅变化
全国房地产开发投资	27731.58 亿元	9.3%	增幅增长 2.1 个百分点，环比上月增长 0.2 个百分点

施工面积	654053.57 万平方米	3.1%	增幅同比下降 2.7 个百分点，环比持平
房屋新开工面积	48239.92 万平方米	11.1%	同比增幅缩小 10.3 个百分点，环比增幅缩小 0.5 个百分点
土地购置面积	5527.58 万平方米	8.7%	同比增长 14.6 个百分点，环比增长 2.4 个百分点
土地成交价款	2104.5 亿元	34.2%	同比增长 34.4 个百分点，环比增长 17.5 个百分点

总结：美国退出《巴黎协议》对我国工业将产生较大影响，后期钢铁产业会将受到排放的限制将增多，成本随之上涨概率较大，钢材价格将会受到较强支撑。目前铁矿石产量方面内矿产量承压，行业规模萎缩；另一方面虽然近期铁矿石进口量有所下降，但是库存量预计并不会有什么影响，预计铁矿石港口库存较长时期之内都将维持在 1 亿吨以上，铁矿在供应层面仍旧面临不小压力。

下游需求方面，钢厂盈利能力大幅增长又创新高，但是做空钢厂利润并未到时期，钢价强于矿价仍将维持较长时期。开工率方面较去年下降了一定水平，目前开工水平相对平稳，目前钢铁行业以国有大型钢厂为主体，开工率及产量更加地有规划性，除非有特殊情况，否则开工情况不容易出现大的变动。房地产行业去年回升迅猛，今年前 4 个月房地产数据依旧非常显眼，同比去年大幅好转。虽然近期房地产市场不再急涨，但是仍不建议看空楼市。

螺纹钢高位震荡为主

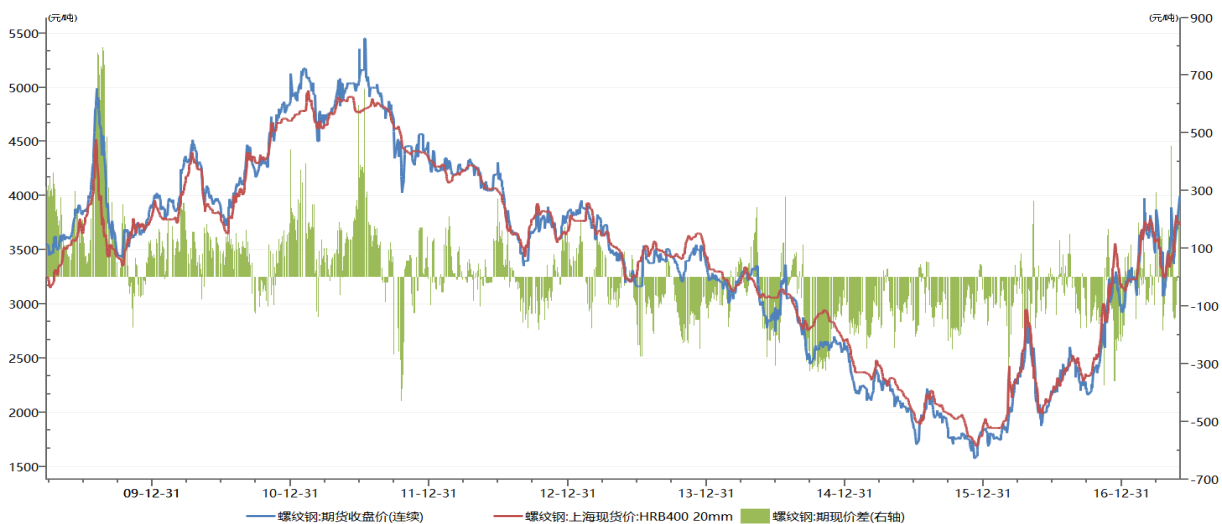
一、螺纹钢走势回顾

纵观五月，钢市呈现出价利齐飞的局面。今年以来，随着中国国内经济稳定下来，大宗商品市场开始出现繁荣的态势。而国家适时推出供给侧改革，给整个钢铁行业带来了翻身的机会。同时大量资金涌入期货，在贸易商库存低位状态下，钢价不断走高。今年的钢坯价格虽然经过几次回调，但整体来说趋势是不断向上运行的。截止5月底，唐山普方坯价格为3120元/吨，较五月初上涨140元/吨。

钢铁行业购进价格指数在上个月跌至 2016 年 2 月以来的最低后，五月触底反弹，较上月小幅回升 2.1 个百分点至 49.6%。但该指数连续两个月处于 50% 的荣枯线以下，显示原料市场仍在低位运行，难以对钢价形成有力支撑。另一方面，金融去杠杆导致利率上升的影响从金融部门传导至实体经济有一定时滞，未来上调贷款基准利率的可能性较低，实体经济融资面临量缩价涨。

6 月美联储加息概率大幅攀升，缩表进程也在加快。国内资金面偏紧的现象难以改变，对整体大宗商品走势将会形成压制。当前无论是钢价还是钢厂利润，都已处于历史高位，蕴含的风险也在逐步加大，但现货库存极低，短期看下方空间有限，很可能呈高位整理、震荡运行走势。

图1：螺纹钢基差



数据来源：wind 咨询

二、螺纹钢市场供应分析

1、成本端炉料支撑弱

铁矿石方面，中高品位矿出现明显增量后，结构性问题解决。当前内外矿双增，压力明显。钢厂铁矿石库存虽然处于低位，但港口库存高达 1.4 亿吨，钢厂补库动力明显不足，基本采用随采随用的策略。在未有明显补库意愿启动前，铁矿石延续弱势。煤焦方面，后期我国焦煤供给增加已普遍达成共识。从实际产量来看，3 月焦煤的同环比增速明显。由于前期焦煤利润高企，海外焦煤矿山也在逐步复产中，预计后期增量将逐步体现。焦炭企业处于产业链弱势环节，当前焦钢企业博弈下对焦价形成明显压制。此外，伴随“地条钢”的取缔，废钢资源大量过剩，为降低炉料成本提供了可能。钢厂废钢使用率普遍由 5%—10%增加到了 15%—20%，使用率的提升压缩了炉料，特别是铁矿石的需求。总体来看，炉料端依旧维持弱势，对于成材成本支撑力度有限。

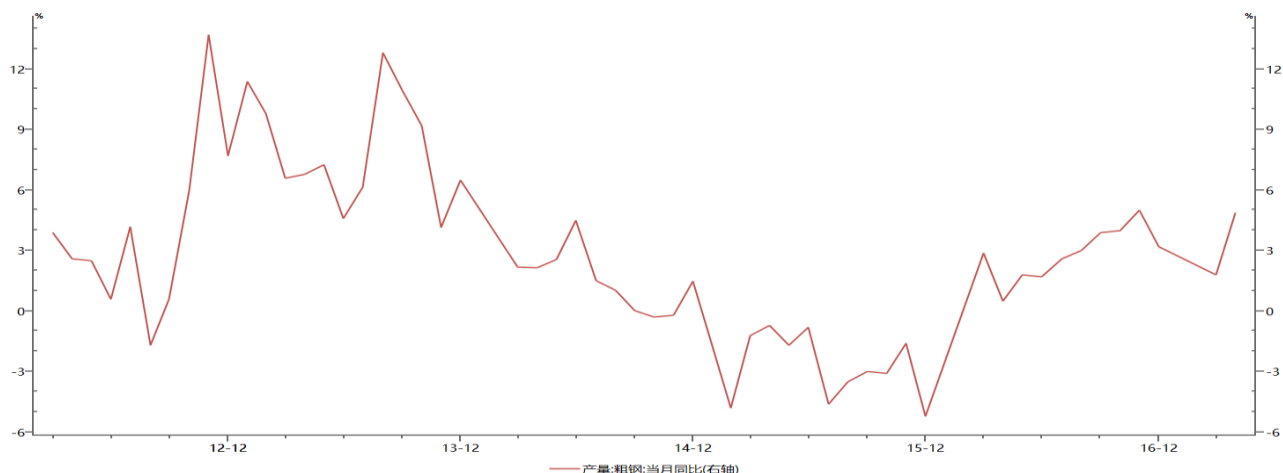
2、钢厂生产积极性大幅走高

在最新发布的钢铁 PMI 数据中，主要分项指数显示，新订单指数大幅回升超过 10 个百分点，成为推动钢铁行业 PMI 指数回升的主要因素，生产指数五连升至近一年的高点，产成品库存指数大幅收缩，新出口订单指数和购进价格指数低位盘整。PMI 显示，当前钢铁行业形势明显回暖、产销两旺、企业库存下降，短期钢价仍有上涨动力。不过出口形势持续低迷，生产成本处于低位，对钢价走势或将形成拖累。多空交织下，预计 6 月国内钢价很可能呈高位整理、震荡运行走势。

5 月，钢铁行业生产指数继续上升，较 4 月上升 2.0 个百分点，至 58.2%，该指数五连升至 2016 年 5 月以来的最高。与此同时，和生产相关的采购活动也呈现明显扩张态势。当月钢铁行业采购量指数止跌回升至 55.0%，较上月回升 8.8 个百分点；原材料进口指数止跌反弹至 53.7%，较上月回升 7.2 个百分点；原材料库存指数止跌回升 4.3 个百分点至 50.2%。

从以上四个指数的变化情况来看，随着近期国内钢材价格持续上涨，钢厂利润不断提高，钢厂生产积极性明显提升，数据显示，随着利润的扩大，全国钢厂盈利面已攀升至 84.66%，1—4 月粗钢累计产量 27387 万吨，同比增长 4.6%。粗钢日产同比持续维持高位，高利润下，后期钢材产量很难收缩。据国家统计局数据，4 月我国粗钢和钢材产量分别为 7278 万吨和 9490 万吨，同比分别增长 4.9%和 0.5%；日均产量分别为 242.6 万吨和 316.33 万吨，环比分别增长 4.3%和 1.3%，粗钢日均产量再创历史新高。

图2：粗钢日均产量同比图



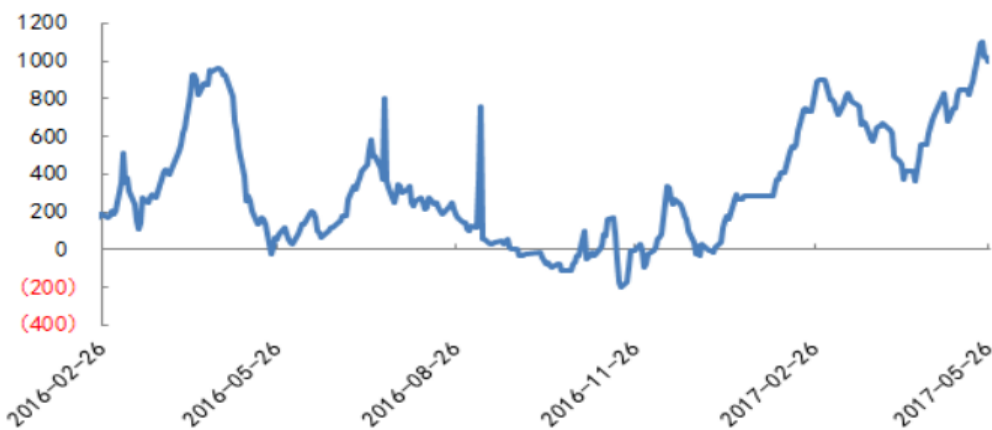
数据来源: wind 咨询

3、钢企利润创新高

截止 5 月 31 日, 163 家钢厂高炉产能利用率 83.21%环比增 1.02%, 剔除淘汰产能的利用率为 88%同比降 2.95%, 钢厂盈利率 84.66%增 1.22%。因山西与河南两省环保压力大, 高炉复产不及预期, 且本周复产高炉多集中于下半周, 铁水产量增长有限。节后仍有钢厂计划复产, 开工率预计继续小幅增加。据中钢协数据, 2017 年 3 月份大中型钢企单月利润为 105 亿元。按原料和成品同步方法利用矿石和焦煤等主要原料的价格来估算钢材各品种价格。截至 5 月 31 日, 螺纹钢单吨利润为 994 元/吨, 周环比上升 50 元/吨; 热卷利润为 270 元/吨, 与上周持平; 冷轧利润为 -29 元/吨, 周环比下跌 60 元/吨; 中板单吨利润为 259 元/吨, 周环比上升 30 元/吨。

在钢价强势、成本端趋弱下, 炼钢利润持续创新高, 目前螺纹钢利润已达到 1000 元/吨的历史极值水平, 热轧利润亦再度回升至 400 元/吨的水平。在高利润的“诱惑”下, 今年将很难看到钢厂的大规模检修, 环保结束后钢厂的增复产亦使得高炉开工维持高位。电弧炉方面, 市场预计产能将在 4000 万吨左右。根据其投产周期一般为半年左右, 预计 8—9 月将逐步迎来电弧炉投产高峰, 相关产量或将达到 2000 万吨左右。此外, 中频炉企业通过调坯轧材以及钢厂废钢比例的增加也将贡献一部分增量, 相当于中频炉的表外产量转向表内。

图3: 螺纹钢估算利润



数据来源：wind 咨询

4、库存明显下降，压力缓解

唐山主要仓库及港口同口径钢坯库存 24.85 万吨，周同期降 2.35 万吨，库存续降，商家继续出库为主。从图中可以看出，今年以来唐山钢坯库存呈现快速下滑态势，目前库存处在偏低水平，库存压力得到释放，价格也一直坚挺，短期内大跌可能性不大。

图4：唐山地区主要仓库及港口钢坯库存



数据来源：我的钢铁网

5、国家加大力度打击地条钢，市场供需矛盾有望缓解

为巩固化解钢铁过剩产能成果，提高钢材有效供给水平，国家发改委、工信部等五部委联合印发了《关于进一步落实有保有压政策促进钢材市场平衡运行的通知》，要求各地在 6 月底前全面取缔生产建筑用钢材的工频炉和中频炉产能；积极支持合法合规企业加强有效供给，切实落实有保有控的金融政策。对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的钢铁企业，落后产能和其他不符合产业政策的产能，坚决压缩退出相

关贷款，严禁向生产销售“地条钢”的企业提供任何形式的授信支持。受国家加大去产能政策力度影响，市场供需矛盾有望得到缓解，具体的落定情况还需看六月底官方公布的数据情况。

三、螺纹钢需求情况

1、终端需求有走弱隐忧

宏观面来看，来自国内外的压力不减，下半年宏观预期悲观。一方面，随着美联储缩表，央行开始被动缩表，利率呈现抬升趋势，利率的抬升预期将会对资产价格形成明显压制。另一方面，金融去杠杆的背景下，上半年房地产调控进一步趋严。随着金融监管的持续，严调控也将贯穿至下半年，届时将对钢材下游需求形成明显压力。

销售数据显示，4月房地产累计销售同比增速分别为15.67%，相比3月的19.49%降幅明显。对比历史数据以及地产开发规律，销售的下滑对新开工面积的影响滞后3—6个月。初步估算，实际需求影响将在7—10月开始显现。此外，短期需求也将进入明显的季节性淡季，时间点上即将迎来每年6—7月的梅雨季节以及华北农忙期，钢材下游需求将逐步下降。

房地产市场于2015年年底企稳反弹，在2016年加速上涨，并呈现量价齐升的特点，在这一过程中，房地产企业资金流得到明显改善、库存有效去化，2016年9—10月份，房地产调控有所加码，房地产预期有转向的可能。2016年，房地产企业土地购置热情较高，土地溢价率持续处于历史高位，3—4月份更是达到历史高点，中短期维持对房地产中性偏增长的判断。从房产销售—投资增加—新开工上升—施工面积同比增长传导机制看，2—3季度新房开工率不具备大幅下滑的条件，增长率维持偏稳的概率较大。房地产对钢材的需求增加的贡献低于投资增速与新开工增速，以施工面积同比增速推算，上半年房地产用钢需求增长约2—3%。然而，汽车、家电板块对板材的需求明显走弱，国内总的需求有存在下行的隐忧。每年6—7月的梅雨季节以及华北农忙期，季节性淡季不容忽视，对钢铁的需求减弱。

2、钢材出口回落

2016年1—2季度钢材出口超预期大增，9月份出口量回落，2017年1、2、3月份出口量同比继续大幅下滑，据钢厂反应，4月份出口订单虽有改观，但仍然不太乐观，同比仍会下滑。我国钢材主要出口目的地是东南亚地区，出口至该地区的量占总出口量的3/4左右。韩国、泰国、越南、菲律宾与印尼是我国钢材出口的前五大目的地。从我国钢材出口的目的地看，多数集中于一带一路地区，该区域经济发展后劲较足、工业与基建发展势头较好，未来该区域用钢需求有望维持正增长；然而，随着铁水成本快速攀升，长流程炼钢成本优势变弱，国内钢材出口难比2016年，预计月同比少出口150—200万吨。

四、总结

综合来看，炉料端依旧维持弱势，对于成材成本支撑力度有限。当前钢铁产量正在加速释放，随着地条钢清理整顿进入尾声，政策性限产因素也将趋于减弱，后期供应将逐步上升。除此之外，天气因素也会为当前火爆的钢材市场降温，6月北方酷暑天气以及南方多雨天气，均将对钢材市场需求形成抑制。

对于2017年期现货行情的判断是在供需格局相对稳定的条件之下，由库存扰动和风险偏好引致的价格波动。当前螺纹钢库存面的支撑仍然较强，但从供需格局来看，虽然5月上旬受环保限产趋严影响，全国的日均产量有所减少，但在目前的价格水平之下，各钢材品种均实现盈利，钢厂的生产意愿高涨。且6月是钢材需求淡季，因此供需格局并不支持钢材价格的趋势性上涨行情。预计6月国内钢市很可能呈高位整理、震荡运行走势。

沪铜需求温和，震荡中枢下移

一、宏观因素

1、国内经济稳中向好

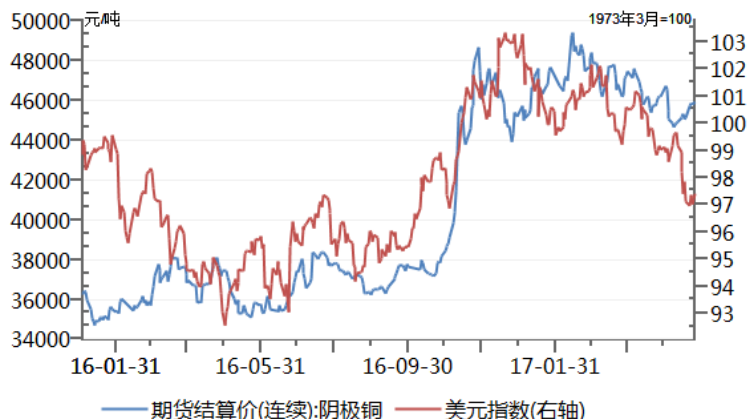
4 月份全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨 1.2%，在连续两个月低于 1%之后，重返“1 时代”。4 月份 CPI 上涨，主要是受非食品价格尤其是服务价格上涨的影响。虽然 4 月 CPI 同比出现一定程度的回升，但仍然处于较低的位置。预计全年维持在 2%左右，不存在通胀压力。CPI 相对稳定，也给政府宏观调控，尤其是央行货币政策提供了更大的空间。另一方面，工业生产者出厂价格指数（PPI）4 月环比下降 0.4%，是去年 7 月以来首次由正转负。主要是上游原材料价格下跌，但是产能过剩依然严重，去产能仍然会继续推进。预计未来 PPI 将会继续回落，回归相对平稳的水平，未来总体趋势是随着翘尾因素的回落。之前 PPI 所带来的补库存的过程可能会逐渐减弱。

5 月 PMI 为 51.2%，同上月持平。显示当前经济运行继续保持稳中向好，企业生产经营形势良好。由于去产能加快、环保力度加大，传统的原材料行业、高耗能行业，PMI 指数最近两月持续下降，降幅超过 1 个百分点，整体水平处在 50%以下，低于制造业整体 3 个百分点以上。装备制造业、高技术产业、消费品行业 PMI 指数保持较高水平，达到 52%以上，对制造业整体稳定发挥了较为突出的支撑作用。从业人员指数上升较为明显，反映出经济形势持续稳定向好，带来了就业机会增加。2016 年下半年上升到 48%以上，进入 2017 年继续上升，连续 5 个月保持在 49%以上。5 月份为 49.4%，高于 4 月份 0.2 个百分点，高于去年同期 1.2 个百分点。价格走势良好，特别是反映上游原材料价格走势的购进价格指数回落尤为突出。随着上游产品价格回落，企业出厂价格也同步下滑，5 月份下至 48%以内。购进价格指数和出厂价格指数差距明显缩小，说明目前价格走势较为合理，既有利于减轻通胀压力，同时又缩小了上下游价格差距，有利于改善企业整体效益，利于铜价平稳。

2、美联储 6 月加息

美联储 5 月 24 日公布的会议纪要，再次坐实了 2017 年内将要加息两次并且开始缩表的猜测。在利好的通胀和就业数据推动下，市场对美联储最近一次加息放在 6 月的概率预期超过 80%。美联储官员还就缩减资产负债表达成共识，资产负债表的退出策略预计将会渐进式缩表，需要三至四年时间。尽管一季度经济增长放缓，美联储仍没有改变计划的迹象，因为经济放缓被认为只是暂时的。可能会在今年夏季或秋季美联储将会宣布收缩资产负债表的具体计划。预计美联储会逐步减少对到期证券本金的再投资，让美联储的资产负债表自动收缩。所以，建议投资者将加息节点考虑在 6 月和 9 月，资产负债表开始缩减节点考虑在 12 月。

图 1：沪铜与美元走势



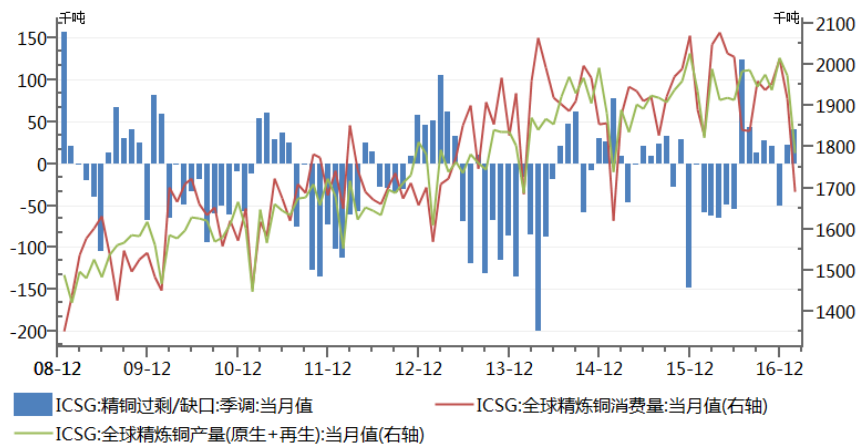
资料来源：新世纪期货、Wind

二、供需因素

1、全球铜供需显示过剩

国际铜研究小组（ICSG）的最新研究报告表明，前两个月，由于中国消费量下降，国际精炼铜市场过剩 14.9 万吨。经季节调整，为过剩 6.2 万吨。去年同期为过剩 4.4 万吨，经季节调整为 4.9 万吨。2 月份，精炼铜市场过剩 9.3 万吨，为第三个月过剩。

图 2：ICSG 全球精炼铜供需平衡



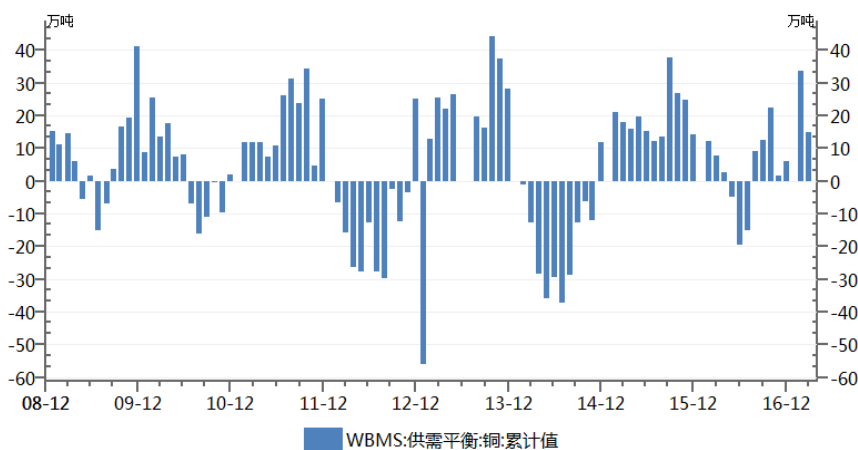
资料来源：新世纪期货、Wind

全球铜需求方面，前两个月全球精炼铜需求同比减少 13 万吨，降幅 3%。但是，中国精炼铜需求量却增长了 3%。精炼铜产量方面，世界精炼铜产量前两个月略微增长了 2.5 万吨，主要是中国和墨西哥产量分别增长了 4%和 14%，但是智利产量却下降了 16%。中国精炼铜产量增长 4%，但是净进口量减少了 29%。世界矿

山铜预计减少了 5.9 万吨，降幅 2%，主要是因为智利的埃斯康迪达铜矿工人罢工，以及加拿大、蒙古和印度尼西亚等国家的产量下降。但是，墨西哥和秘鲁产量分别增长了 18% 和 15%，一定程度上弥补了铜产量损失。

世界金属统计局(WBMS)公布报告显示，2017 年 1-3 月全球铜市场供应过剩 14.8 万吨，2016 年全年供应过剩 19.9 万吨。其中，2017 年 1-3 月全球矿山铜产量为 497 万吨，较 2016 年同期增加 2.2%。2017 年 1-3 月全球精炼铜产量为 576 万吨，同比减少 0.1%，中国产量增加 14.6 万吨，智利产量减少 12.3 万吨。2017 年 1-3 月全球铜消费量为 561 万吨，2016 年同期为 570 万吨。1-3 月中国表观消费量减少 18 万吨至 267.1 万吨，占全球需求的 48%。欧盟 28 国产量减少 0.2%，需求为 83.46 万吨，同比下滑 4.7%。2017 年 3 月，全球精炼铜产量为 195.78 万吨，消费量为 198.73 万吨。

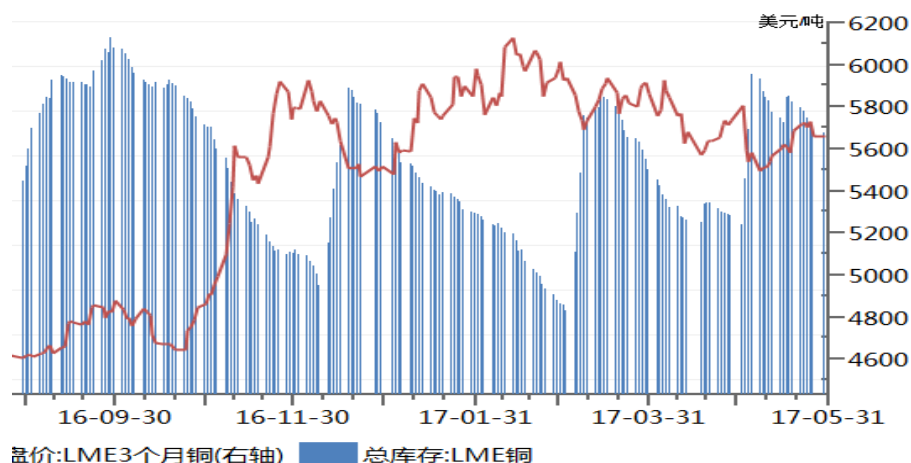
图 3：WBMS 全球铜供需平衡



资料来源：新世纪期货、Wind

库存方面，全球三大交易所总库存 5 月净增近 3 万吨至 66 万吨。其中，LME 库存进入 2017 年 5 月以来，呈现先升后降格局，自 4 月末 25.97 万吨库存水平一度攀升至 35.46 万吨高位，而月末库存再度下降至 31.87 万吨。区域分析看，LME 亚洲仓主导格局，先涨后跌；LME 欧洲库存稳步小幅上涨；LME 北美仓库存持续萎缩。SHFE 库存也在 5 月下月，下降幅度为 13.4%，较 4 月底下降 3.08 万吨至 19.86 万吨。COMEX 库存在 5 月下旬开始上升 0.193 万吨至 14.273 万吨。5 月 LME 现货依然持续处于贴水状态，本月上旬现货贴水一度达到 33.25 美元/吨水平，至月末缩窄至现货贴水 19.5 美元/吨，现货市场仍然相对疲弱。

图 4：LME 铜库存

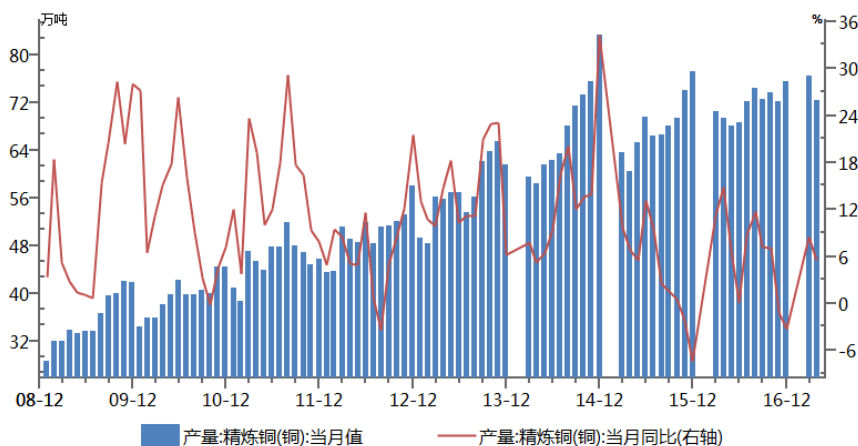


资料来源：新世纪期货、Wind

2、国内增产抵补进口

中国 2017 年 4 月精炼铜产量报 72.4 万吨，同比增长 5.5%。1-4 月累计产量为 285.9 万吨，同比增长 7.0%。海关数据显示，中国 4 月精炼铜进口为 202,645 吨，为 2 月以来最低水平，且较 3 月减少 18%。4 月精炼铜进口较上年同期减少 41%，1-4 月精炼铜进口较上年同期大幅减少 31%。4 月铜精矿进口同样较去年同期增加 7.7%，废铜进口量继续增加，今年前 4 个月进口量同比增长 18%，去年底价格大涨鼓励大量的废铜重新流回市场。中国 4 月精炼铜出口较上年同期下滑，但今年 1-4 月增加近 65%至 125,000 吨。4 月份进口未锻造的铜及铜材 30 万吨，3 月份进口未锻造的铜及铜材 43 万吨。1-4 月份未锻造的铜及铜材进口总量为 145 万吨；去年同期累计 188 万吨，同比减少 22.9%。

图 5：精炼铜月度产量

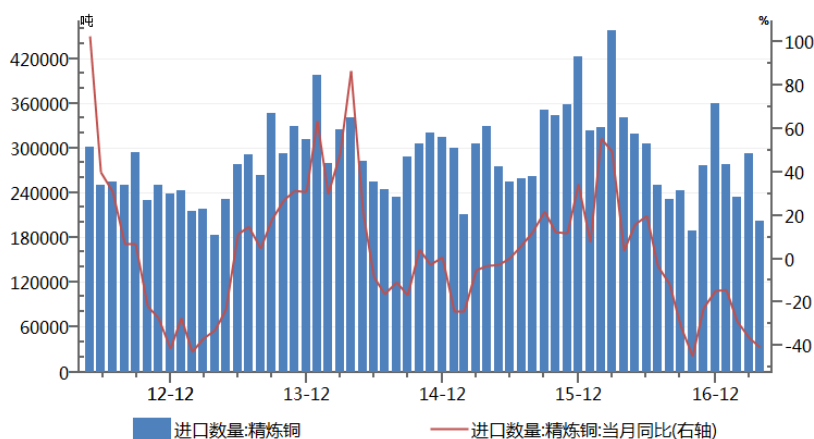


资料来源：新世纪期货、Wind

进口精炼铜量水平下降，部分是受到国内短端利率的快速上行，以及央行和银监针对银行业降杠杆的

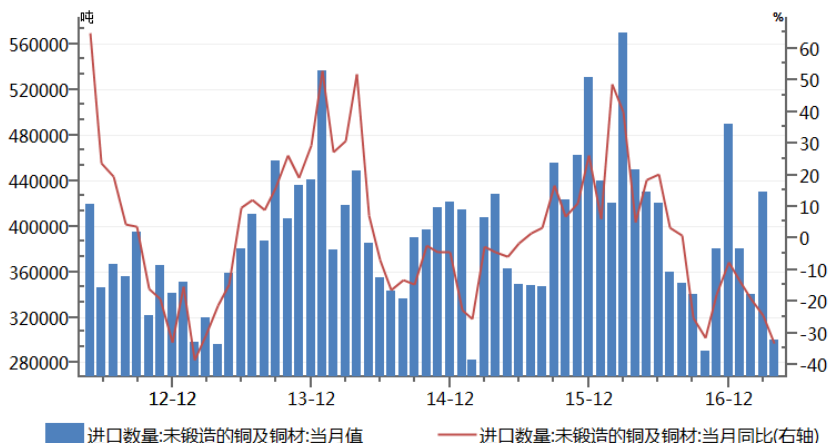
监管加强。贸易商维持企业现有的信用额度已属不易，欲获得新的信用额度则变得更是困难。同时，令价格承压的隐忧体现在中国保税区的隐性库存。由于中国保税区库存较 2016 年年底上涨 39%至 66.75 万吨，其中近一半的库存是流动库存，即套利和融资库存。这意味着一旦进口盈利窗口开启，将有近 31 万吨的供应压力会在国内市场释放，对于盘面意味着有大约 6 万张空单的潜在压力。

图 6：精炼铜月度进口



资料来源：新世纪期货、Wind

图 7：未锻造的铜及铜材进口量



资料来源：新世纪期货、Wind

3、需求总体偏弱

4 月铜材企业平均开工率为 74.47%，环比增加 2.41%，同比基本持平。4 月家电行业需求显著，大型铜管企业满产运行，铜板带箔企业开工水平维持平稳，铜杆企业开工环比虽有增加，但仍不及往年，企业表

示今年铜杆市场的开工情况不乐观，预计5月份出现回落，拖累5月整体铜材企业开工率预计将会下降至74%左右的水平。

根据区域用铜企业开工率调研发现，SMM指出江苏地区电线电缆、铜杆厂集中，西安线缆事件后，中小型线缆厂订单向大型线缆厂集中。目前铜杆出库时要求附带质量检测证明，大型铜杆厂订单活跃，中小型铜杆厂消费不利，整体来看消费平稳。5月国网公布招标结果，江苏省铜消费将持续保持稳定。山东地区消费主体为铜管企业，如奥博特铜铝、山东中佳、青岛宏泰等。在渠道商和空调企业持续补库存的效应下，空调企业维持高开工率，大型铜管企业维持满产水平，山东地区消费良好。华北地区：受环保及一带一路峰会的影响，河北天津中小型线缆企业关停多达200余家，仅大型企业维持生产，难以支撑铜消费，当地铜消费清淡。华南地区：四月下旬南方电网已经下中标书，加上西安线缆事件的影响，大项目如高铁、地铁和电网等工程仍旧不敢使用废铜制杆，废铜对精铜的挤占效应明显减弱，利好精铜消费，实体消费已大幅好转，广东省库存已降至3.8万吨。

电源电网投资方面，今年1-4月份，全国电网工程完成投资1308亿元，同比增长4.7%。全国主要发电企业电源工程完成投资523亿元，同比下降21.2%。其中水电完成投资134亿元，同比下降3.5%；火电完成投资153亿元，同比下降20.0%；核电完成投资101亿元，同比下降21.9%；风电完成投资91亿元，同比下降36.4%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的70.8%，比上年同期回落0.4个百分点。电源电网投资方面对铜需求拉动能力总体逊于去年同期。

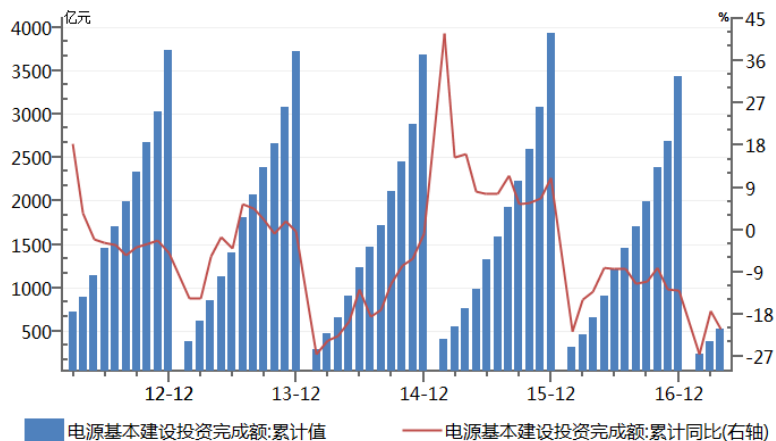
汽车方面，2017年4月汽车终端市场需求乏力，汽车产销213.84万辆和208.40万辆，环比下降17.88%和18.05%，同比下降1.91%和2.24%。1-4月，汽车产销927.15万辆和908.60万辆，同比增长5.38%和4.58%，增幅比一季度分别减缓2.61个百分点和2.44个百分点，低于上年同期0.3和1.5个百分点。销量增速持续回落至5%以下，对铜需求拉动有限。

再看空调消费情况，4月空调产量1440万台，同比增长23%，4月空调销量1463万台，同比增长32%。无论从出货量还是终端零售量来看，今年1-4月空调销售表现十分出色。在前期房地产快速增长的带动下，空调销售前4月实现较高增速。同时，厂家积极铺货、促销力度空前刺激空调终端需求，4月份线上和线下终端各式各样的促销活动已经逐步打响。预计5、6月空调销量仍有望维持较高增长。

房地产方面，4月份房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为101.23，比3月份提高0.10点。2017年1-4月份，全国房地产开发投资27732亿元，同比名义增长9.3%，增速比1-3月份提高0.2个百分点。1-4月份，房地产开发企业房屋施工面积654054万平方米，同比增长3.1%，增速与1-3月份持平。1-4月份，商品房销售面积41655万平方米，同比增长15.7%，增速比1-3月份回落3.8个百分点。1-4月份，

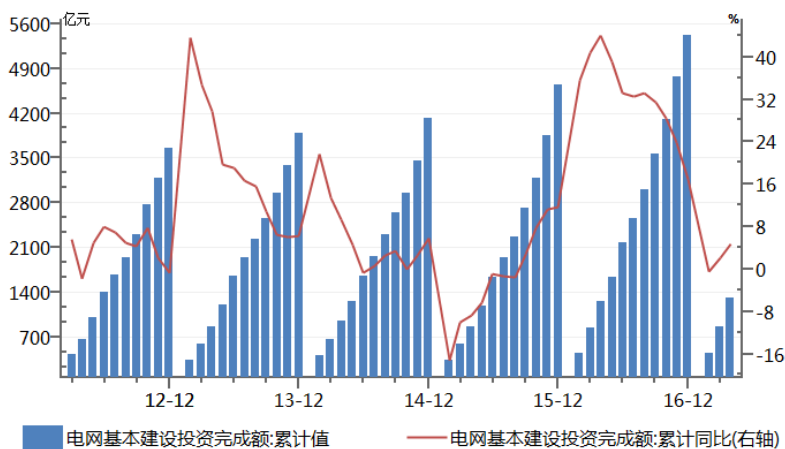
房地产开发企业到位资金 47221 亿元，同比增长 11.4%，增速比 1-3 月份回落 0.1 个百分点。本月房地产指标总体继续上升势头，预计未来房地产对有色大宗的拉动仍然将持续。

图 8：国内电源投资额



资料来源：新世纪期货、Wind

图 9：国内电网投资额



资料来源：新世纪期货、Wind

图 10：国房景气指数



资料来源：新世纪期货、Wind

三、技术分析

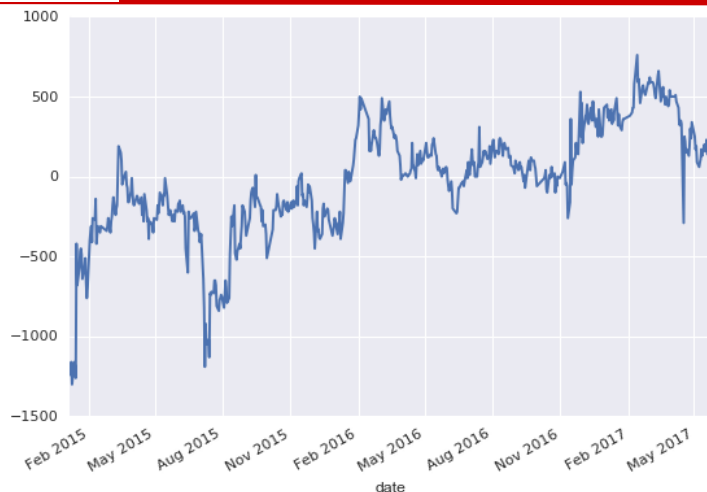
从技术图形分析，5月沪铜整体如之前预计在区间内部盘整，但盘整中枢下行。月初曾冲击至47000一线随后遇MA40压制后回落，下旬再度小幅震荡爬升至46000一线，再度将挑战MA40。从主力合约看成交量总体呈现增大趋势，持仓量则在前半月增加，在后半月进入缩减节奏，总体市场参与热情一般。综合判断，目前铜价上方40日均线处压力仍在，铜价主要由供给端事件驱动获得支撑，但需求面上旺季需求表现也较弱于预期，综合判断沪铜或将继续小幅震荡下探。操作上建议在窄幅震荡区间中逢高做空为主。

图 11：沪铜连续合约走势图



资料来源：新世纪期货

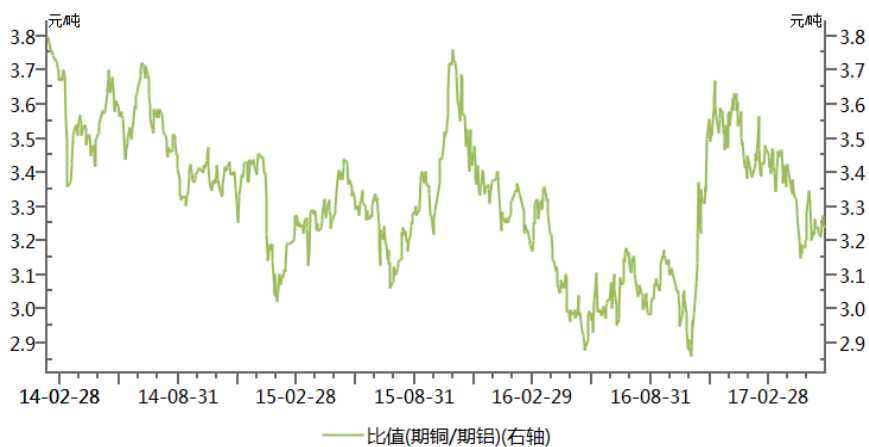
图 12：沪铜连三-连续合约价差走势图



资料来源：新世纪期货

目前，沪铜连三合约减连续合约之间的价差水平处于 170。接近自 2015 年 1 月至今价差数据的 75% 分位数。考虑到历史同期该价差数据在 6 至 7 月会有下行，建议可以考虑在 6 月内做空该价差数据。从价差角度分析，可以在盘中价差升至 200 附近区间后，择机选择做空价差策略，即多近月抛远月。

图 13：沪铜连三/沪铝连三比价走势图



资料来源：新世纪期货

目前沪铜连三/沪铝连三比价处为 3.2449，处于自 2014 年 1 月至今比价数据的 33% 分位数。已经接近比价历史数据 25% 分位数 3.189。考虑到目前国内对铝正推进供给侧改革，比价可能进一步下行。从比价角度分析，可以在盘中比价跌破 3.1 区间后，择机选择做高比价策略，即多沪铜空沪铝策略。

根据机器学习分析连续合约走势后发现，六月预计沪铜仍将大概率下行，之后在 6 月下旬开始至 7 月会走出一轮小级别的反弹。但是反弹幅度有限，总体趋势仍然下行。

图 14：机器学习预测走势图



资料来源：新世纪期货

四、小结与展望

综合以上基本面及技术面的分析，我们主要持以下观点：

1、主要矛盾：国内需求弱于预期。需求方面，新疆电力建设发力，国内实体经济指标转暖，房地产投资超预期好转。供给方面，铜产业受供给侧改革影响较少，铜企冶炼利润助推精铜供给。

2、助推因素：铜矿供给端紧缩，电源电网等主要需求仍待观察等。

3、风险因素：美联储缩表，人行提前缩表，朝鲜半岛局势发展。

4、技术上：震荡区间中枢下降，短期波动偏弱。

操作策略：

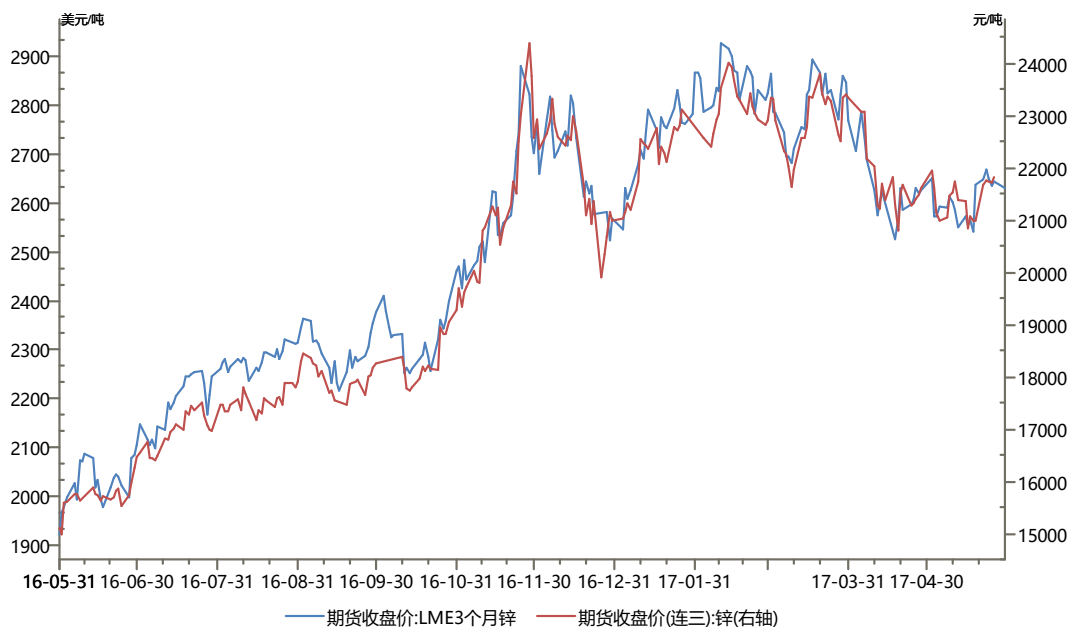
基于以上分析，建议在6月采用箱体震荡下行操作策略，主力合约的空单可建在46300一线，目标45000，多单可建仓在44600一带，目标在46000附近。

锌：6 月或将维持弱势震荡趋势

一. 5 月行情回顾

5 月期锌主力合约还为强势。在劳动节过后两天内快速下跌 4% 后，前期有效支撑点位 21000 继续坚守不破。在经历一个月中的 20 个交易日反复震荡后，终于在 5 月下旬两个交易日内快速反弹前期中高位至 22500，后又进入弱势震荡趋势。伦外锌走势与国内走势相似，外盘振幅强于国内，主要也是因为外盘基本面比国内更为偏紧。5 月期锌主力合约的走势，可以清楚的反映出两个重要的信息：一是近期内由于现货市场上锌锭的稀缺，和锌库存处于历史低位导致锌价在短期内还尤为强势。在供需偏弱且宏观风险偏大的情况下，锌的价格没有像其他品种那般普遍下跌且跌势汹汹；二是下游需求端的持续偏弱，也不能使锌的价格在反弹过程中持续不断的大幅上涨，上端价格阻力明显。因此，近强远弱也成为后期价格波动的主流趋势。

图 1: 国内外期锌主力合约收盘价走势图



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

二. 供给端

1. 产出方面

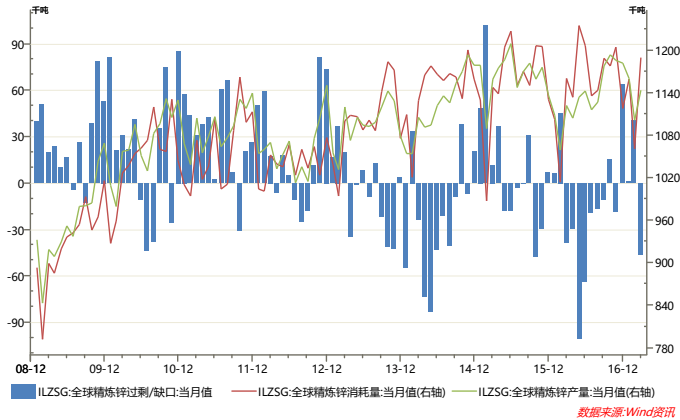
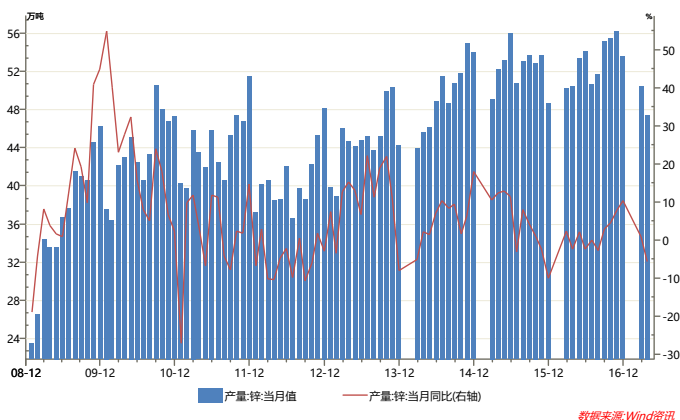
国家统计局发布 4 月锌产量为 47.4 万吨，同比去年 4 月下降 2.99 万吨，下降幅度达到 5.93%。环比 3

月份产量下降 3 万吨，降幅达到 5.95%。下降幅度符合预期，原因主要是国内 4 月份多家锌冶炼厂进行检修，国内锌冶炼厂开工率实际不高导致产量快速下滑。但国内 2017 年 1-4 月锌累计产量为 195.8 万吨，同比去年 1-4 月累计产量 195.07 万吨反而多生产了 0.73 万吨。数据上看，国内实际产量与去年同期保持稳定。进入 5 月国内部分锌冶炼产集中检修基本完成（4 月国内冶炼厂开工率仅有 67%）。据中国有色网消息，广西、云南等地的锌冶炼产已完成检修且开工趋于稳定（调研涉及产能为 131 万吨）。但全部完工复产可能需要至 6 月初，5 月份精炼锌产量可能还会受其影响。随着 6 月份国内锌矿开始复产，国内精炼锌产量在 3 季度可能相比 2 季度有大幅的增长。

全球产出方面，据 ILZSG 统计得出，全球 3 月锌矿产量为 108.91 万吨，同比上涨 2.35%。3 月精炼锌产量为 114.38 万吨，同比上涨 1.87%。3 月精炼锌消耗量为 119.04 万吨，全球供需缺口为-4.66 万吨。数据上可以得出今年延续了去年全球结构性减产的供需环境，虽然在产量上相比，今年不管是锌矿产量还是精炼锌产量都要比去年高，但总体供需上而言，“去库存，去产能”还是今年的大方向，供给方面将维持去年保持稳定。国外矿商巨头嘉能可所公布的一季度产量报告也显示，其一季度锌矿产量 27.9 万吨，同比增长 9%，产量基本符合预期。但 2017 年度计划产量将维持不变，其锌矿产能不会在 2017 年度继续扩张。

图 2：国内锌月度产量

图 3：ILZSG 统计全球精炼锌供需平衡图



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2.进口方面

据海关统计数据，2017 年 4 月中国锌矿砂及精矿进口数量为 210724 吨，当月同比增长 43.22%。4 月精炼锌进口数量为 47469 吨，当月同比增长 21.39%。数据上看，锌精矿继续维持很高的进口量，主要是由于我国一季度锌矿停产较多，需要大量进口锌精矿进行补充。相对于 3 月相比，4 月锌矿进口量有一定幅度的缩小，符合前期预期。预计二季度国内锌精矿季节性复产之后，锌矿进口量会有所减少。精炼锌进口量在一季度套利通道没打开之前，进口量一直处于低位的状态。4 月份也如预期一般，国内套利通道顺利打开，

精炼锌进口量大幅回升。预计 5-6 月份，精炼锌进口量还会增长，后期国内精炼锌的供给将会得到更加充足的补充。

图 4：锌矿砂及锌精矿月度进口量

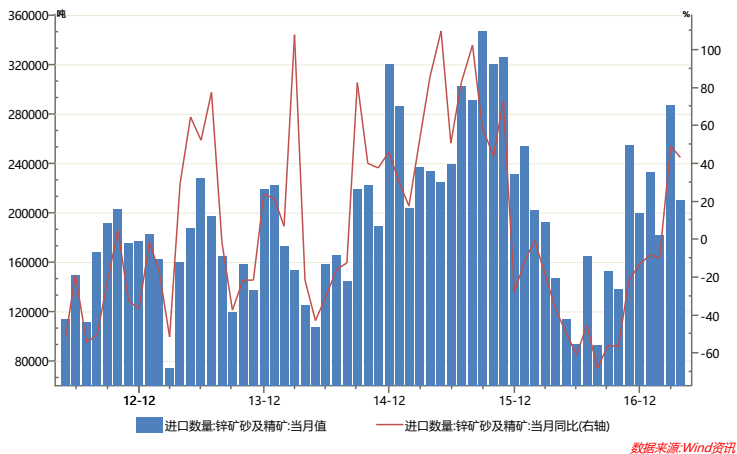
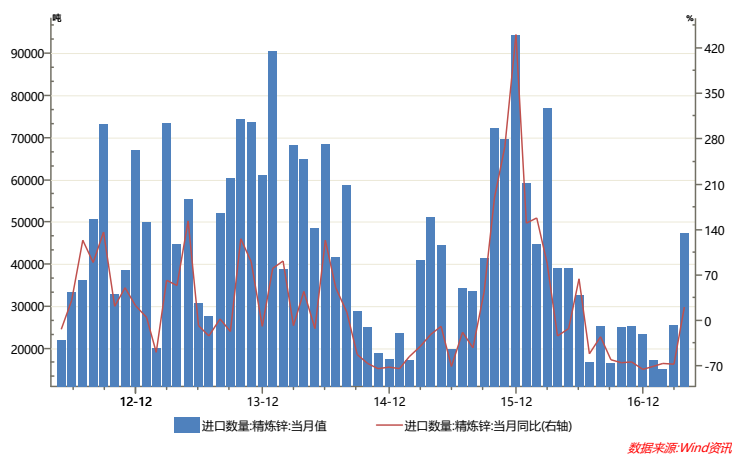


图 5：精炼锌月度进口量



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

3. 库存方面

截止 5 月 31 日，LME 锌库存为 331225 吨，同比下降 13%，库存已经下降到了近几年内的历史最低位。国内 SHFE 锌库存为 78272 吨，与月初库存 119945 吨相比，一个月时间内库存降幅更是达到 34.7%，下降力度历史罕见。近期库存大降原因多为供需小幅偏紧，且现货贸易商做期现套利所致。预计长期内，国内供需偏紧缓解之后会有所改善，但国外库存下降周期可能会持续延伸，内弱外强可能是之后的新格局。

图 6：LME 锌库存量

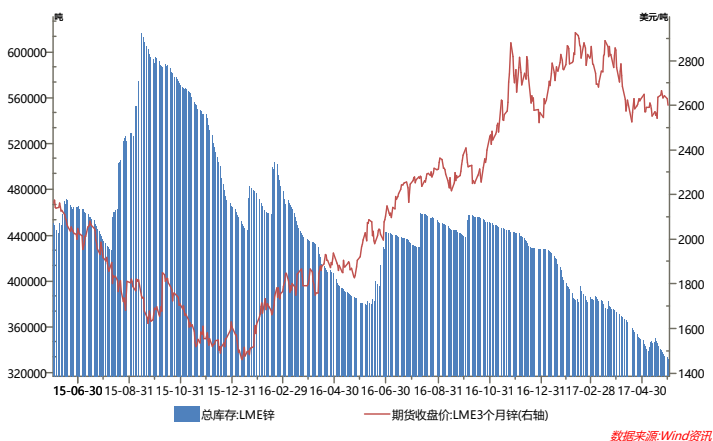
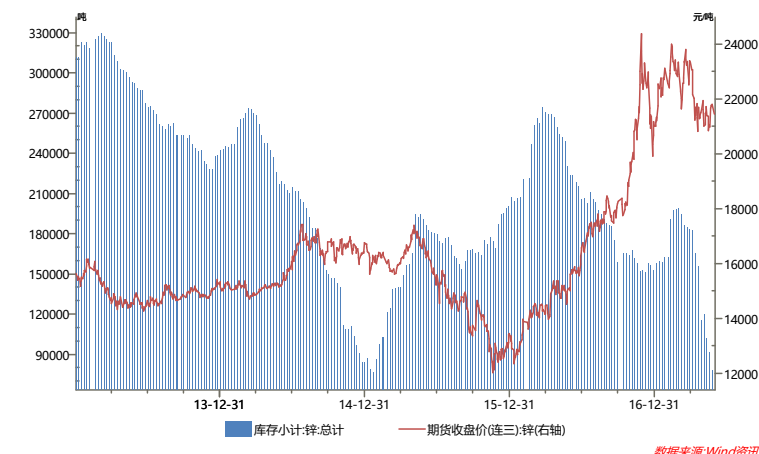
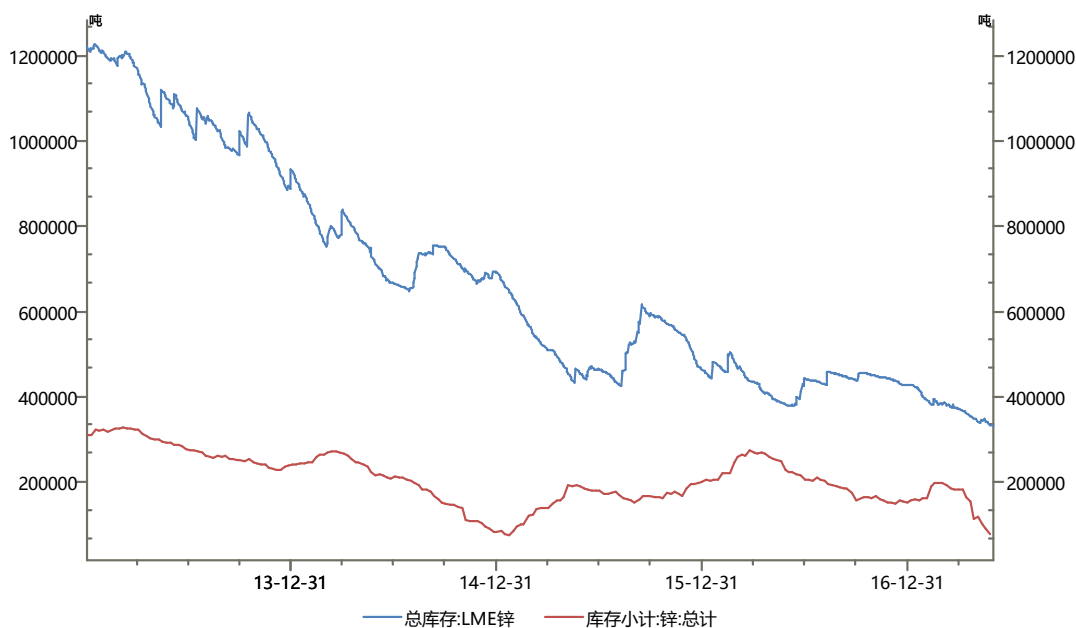


图 7：SHFE 锌库存量



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

图 8：全球锌显性库存趋势图



数据来源:Wind资讯

资料来源:新世纪期货、wind 资讯

4. 现货市场

国外市场, LME 现货锌从月初贴水-5.50 到月末贴水-13.00, 贴水小幅扩大。不过相对于前几个月来说, 期限价差不算过大, 价格适中且趋于稳定。国内现货市场, 长江锌价月内趋于 22000-23500 之间, 现货均价终维持着高升水 300-400。广东地区锌价偏弱, 价格多处于 21500-22500 之间, 维持小幅升水状态。现货市场上锌锭比较紧缺, 贸易商都进行挺价, 下游买家多数选择观望, 市场上流通资金偏少且成交低迷。这种大环境有力的支撑近期锌价, 但后续不确定性因素偏多, 市场风险急剧骤增。

三. 需求端

1. 镀锌板

广东地区 0.5mm 镀锌板卷价格从月初的 4950 元/吨跌倒中旬价格 4820 元/吨时, 终于止跌反弹回到月初价格位置 4960 元/吨。上海地区 0.5mm 镀锌板卷价格从 5 月上旬 3900 元/吨恢复到月末价格 4150 元/吨。价格小幅回暖侧面反映出下游需求端恶化趋势有小幅好转, 但总体价格反弹力度不高也反映出需求端的低迷或将延续。中国钢铁工业协会就报道, 2017 年 4 月国内重点企业镀锌板产量为 174.1 万吨, 虽然增速为 13%, 但较一季度相比有明显的下滑。在需求不济的同时, 又有企业相继爆出环保问题, 环环相扣使镀锌板价格和销量形成重压。

2. 房地产

据国家统计局公布数据显示，4 月份的房地产调控政策已经初见成效。从数据同比看，15 个一线和二线热点城市新建商品住宅价格涨幅均比上月回落，回落幅度在 0.7 至 7.4 个百分点之间。从数据环比看，9 个城市新建商品住宅价格下降或持平；5 个城市涨幅回落，回落幅度在 0.2 至 1.1 个百分点之间。扩大到 70 个大中城市来看，有 30 个城市新建商品住宅价格同比涨幅回落，比 3 月份增加 6 个。新房快速跌价也牵连到二手房市场，其中北京二手房价格已距价格顶峰时下跌了 20%。在外界期待三四线房产会成为新的热点投资时，4 月数据也不及预期，三四线房地产投资增速明显放缓。4 月地产价格快速回落也疯狂打压了一季度迅速积累的人气，房地产行业如昙花一现般在二季度进入低迷状态。如若政策持续施压，房地产行业短时间内将会进入一定的萧条状态，势必会严重影响到锌下游的需求（占 48%左右）。

3. 汽车行业

据中汽协报道，中国 4 月汽车产量为 220.9 万辆，当月同比增加 0.30%。中国 4 月汽车销量报 208 万辆，同比下降 2.2%。4 月乘用车销量报 172 万辆，同比下降 3.7%。数据上看出产量增速明显下降的同时销量更是出现了负增长，汽车行业面临的考验比房地产还要严峻。大多数行业内部人士分析称，汽车行业的萧条主要是源于现代人消费观念的改变和公共交通的发达（共享单车等新方式出现），政府也鼓励少使用私家车而多使用公共交通，这就是传统的汽车行业可能会在 2017 年度陷入僵局。如若不进行行业内部的改革和创新，那么传统汽车行业的辉煌将会逝去。

不仅仅是中国，全球汽车市场在今年也不容乐观。据摩根士丹利报道，全球范围内（中、美、欧）三大汽车销售市场一季度汽车销量同时为负增长，这是 8 年以来三大汽车销售市场同时为负。汽车三巨头中，福特和菲亚特销量同比下降高达 7%。且在 5 月中旬宣布全球裁员 10%。

图 9：国内房地产市场

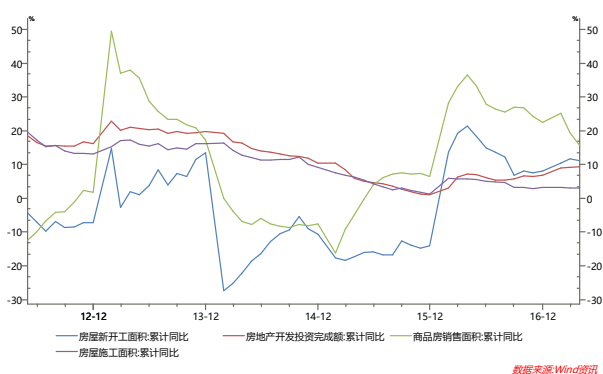
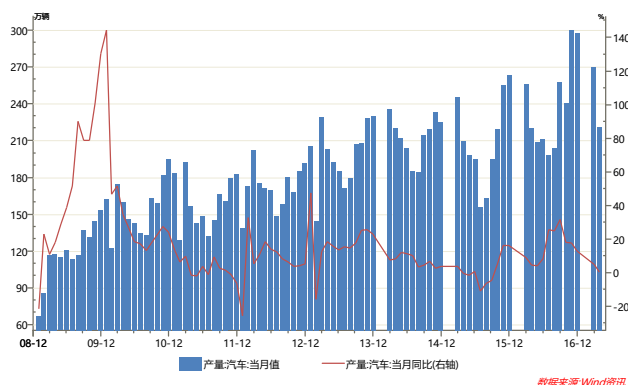


图 10：国内汽车月度产量



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

四. 总体观点

进入炎热的6月，随着美联储加息的到来和特朗普“通俄门”事件的发酵，国际的各大投资者和机构又开始了短期避险的操作，而国内流动性偏紧的信号又慢慢的突显出来，导致市面上可操作的资金越来越少，系统性风险越来越大。供需方面，5月锌冶炼厂部分还在检修开工率不高的关系，导致国内市场上供给小幅偏紧，库存持续下降，现货价格支撑力度强劲。但下游需求端表现仍不乐观，尤其是汽车行业表现惨淡，令大多数投资者不再看好下半年的发展，市场上悲观情绪明显。综上所述，期锌价格近期内大概率还是在21000-22500之间来回震荡，但后期具有破位下跌的风险。操作上，可以在价格反弹高位后布局空头仓位。

LLDPE 震荡偏空

一、本月行情回顾

5 月份塑料期货呈现震荡上行走势，塑料期货价格有所反弹。5 月份塑料价格出现反弹主要与聚乙烯石化装置检修增加有关。截至 5 月末，L 指数收盘价为 8992。5 月份 L 指数最低跌至 8531，最高涨至 9419，月涨幅达到 1.50%。5 月初，塑料期货呈现震荡走势；5 月 11 日，在聚乙烯石化装置检修大幅增加的背景下，塑料期货开始大幅上涨，5 月 19 日价格达到最高点；之后塑料期货又开始下跌。

现货市场上，截至 5 月末，LLDPE（齐鲁石化）市场价格为 9300 元/吨，较 4 月末上升 250 元/吨；HDPE（齐鲁石化）市场价格为 10050 元/吨，较 4 月末下降 50 元/吨；LDPE（齐鲁石化）市场价格为 11300 元/吨，较 4 月末上升 100 元/吨。5 月聚乙烯市场涨跌互现，线性和低压拉丝产品价格上涨，其他产品价格有所下跌。5 月初，由于需求的持续疲软，且居高不下的聚乙烯库存情况亦使聚乙烯现货市场承压，市场延续跌势状态。5 月中旬，在聚乙烯石化装置检修大幅增加的背景下，随着塑料期货的上涨走势，聚乙烯现货市场亦开始上涨。

图 1：LLDPE 期货指数日 K 线图



资料来源：博弈大师

图 2：聚乙烯现货价格走势



资料来源: Wind 资讯、新世纪期货

二、基本面分析

1、新装置货源正式投放集中在 4-6 月份

2017 年我国聚乙烯新产能投放计划将达到 295 万吨, 相比于 2016 年增加 18.10%, 达到 2016 年新增产能的 2.52 倍。根据已有的投产计划表, 上半年聚乙烯新产能计划投放共计 135 万吨, 占 2017 年新产能投放总额的 45.76%。截至 5 月末, 江苏斯尔邦 20 万吨/年的管式法 EVA 装置于 3 月 13 日一次性开车成功, 10 万吨/年的釜式法 EVA 装置于 5 月 16 日一次性开车成功; 中天合创 25 万吨/年的 LDPE 装置于 5 月 5 日开车; 神华宁煤 45 万吨/年的全密度装置于 5 月 6 日试车成功。聚乙烯新装置货源正式投放集中在 4-6 月份。

表 1: 2017 年聚乙烯装置投产计划

企业名称	装置	产能	预计投产时间	生产工艺
江苏斯尔邦	LDPE/EVA	30	3月13日,5月16日	煤制烯烃
中天合创能源	LDPE	25	5月5日已开车	煤制烯烃
	LDPE	12	2017年6-7月	煤制烯烃
久泰能源内蒙古	全密度	25	2017年初	煤制烯烃
神华宁煤	PE	45	5月6日试车成功	煤制烯烃
合计		135		

资料来源: 隆众资讯、新世纪期货

2、聚乙烯装置检修大增

受到聚乙烯价格大幅下降的影响，石化厂家开始主动检修以降低产量。5月份是聚乙烯装置检修的集中时间段，聚乙烯装置检修继续大幅增加。据统计，5月份涉及检修装置共计558万吨，损失产量17.9万吨；而4月份涉及检修装置共计425.5万吨，损失产量9.38万吨。月损失产量环比增加90.83%。在聚乙烯石化装置检修大幅增加的背景下，塑料期货价格有所反弹。展望6月份，一方面，6月份装置检修量将减少，不会有5月份这么多的检修量；另一方面，6月份部分检修装置将重启。综合考虑聚乙烯装置检修与装置重启，6月份聚乙烯供给面上偏空。

表2：聚乙烯石化装置6月份计划检修表

企业名称	检修装置	装置产能	停车时间	开车时间
中煤蒙大	线性	30	5月底或6月	6月底或7月初
镇海炼化	全密度	45	6月13日	6月19日
抚顺石化	全套装置	88	6月1日	7月15日
扬子巴斯夫	高压	30	5月底或6月	不详
上海金菲	低压	15	5月27日	6月14日
齐鲁石化	-	53	5月15日	6月30日
扬子石化	-	41	4月25日、5月15日	7月初

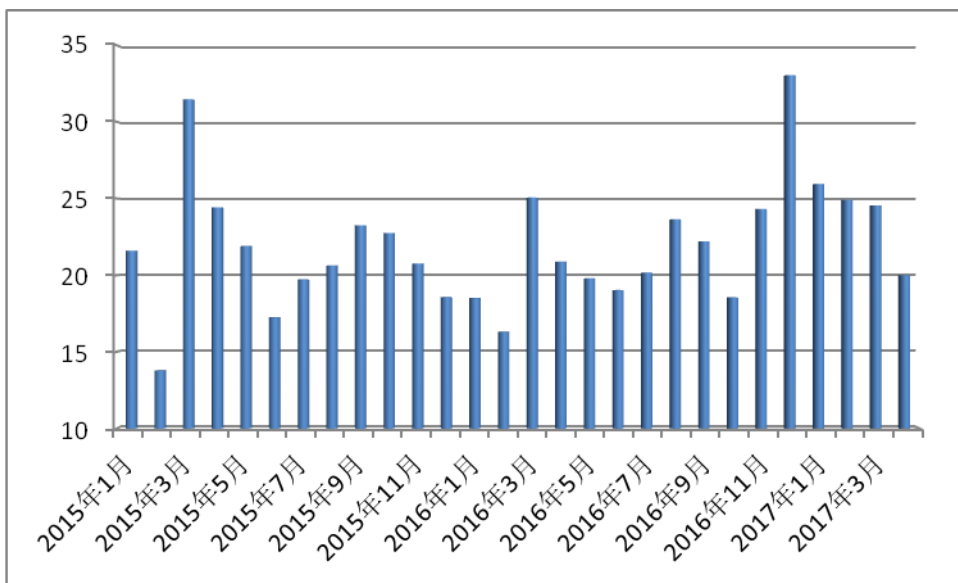
资料来源：隆众资讯、新世纪期货

3、聚乙烯进口量下降

由于进口利润的持续改善，从去年12月份开始，聚乙烯进口量大幅增加。4月份聚乙烯进口量大幅下降。4月份PE进口量86.43万吨，其中LLDPE进口量20万吨，较3月份减少18.54%；HDPE进口量48.34万吨，较3月份减少26.78%；LDPE进口量18.09万吨，较3月份减少16.86%。各品种聚乙烯进口量明显下降。其中，HDPE的进口量下降最多。

随着国内聚乙烯价格的下跌，聚乙烯进口利润逐渐收窄，部分品种已经出现内外盘价格倒挂的情况。目前，聚乙烯进口利润的情况如下：5月31日，LLDPE（丁烯基，CFR中国）中间价1100美元/吨，完税价为9641.07元/吨，进口利润为-141.07元/吨，处于内外盘价格倒挂的状态；LDPE（通用，CFR中国）中间价1190美元/吨，完税价为10413.52元/吨，进口利润为386.48元/吨；HDPE（薄膜，CFR中国）中间价1105美元/吨，完税价为9683.99元/吨，进口利润为366.01元/吨。预计内外盘价格倒挂的情况将持续存在，加之国内下游需求处于淡季，国内对聚乙烯的需求不足，影响聚乙烯进口量。因此，预计5、6月份的聚乙烯进口量将继续下降。

图 3: LLDPE 进口量 (单位: 万吨)

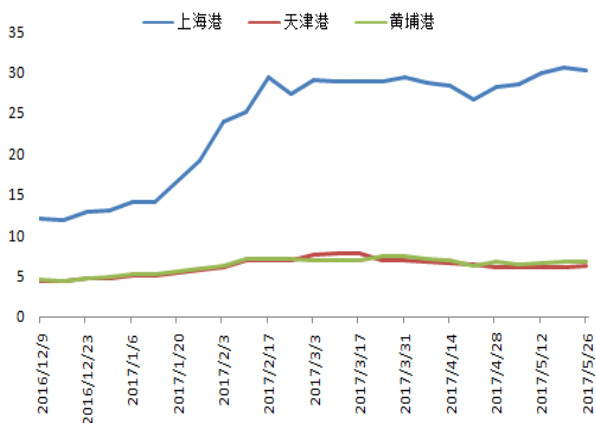


资料来源: 隆众资讯、新世纪期货

4、聚乙烯库存保持高位

从 1 月下旬开始, 聚乙烯库存量大幅上升。目前, 聚乙烯库存量有所下降, 但仍然处于高位, 这说明库存消化的过程很困难。从石化库存来看, 3 月份达到最高位以后逐步下滑, 最近一段时间内的石化库存量基本处于横盘震荡状态。港口库存仍处于高位, 截至 5 月 26 日, 上海港口库存为 30.2 万吨, 黄埔港口库存为 6.7 万吨, 天津港口库存为 6.2 万吨。随着聚乙烯进口量的下降, 港口库存将逐渐下降, 恢复到正常水平。社会库存总量小降, 其中, 贸易商操作较为谨慎, 贸易商库存有所下降。展望 6 月份, 聚乙烯供给较 5 月份可能有所增加, 且整体需求较为疲软, 聚乙烯库存量可能继续保持高位。

图 4: 聚乙烯港口库存走势图



资料来源: 隆众资讯

图 5: 聚乙烯社会库存走势图



资料来源: 隆众资讯

5、下游需求疲软

数据显示，农用薄膜产量持续下滑。2017年1-4月我国农用薄膜累计产量82.7万吨，同比减少1.5%；4月份农用薄膜产量20.7万吨，环比减少5.39%，同比减少3.2%，高于3月同比-4.0%。而塑料薄膜产量保持低速增长，2017年1-4月我国塑料薄膜累计产量471.0万吨，同比增加3.1%，4月份塑料薄膜产量123.4万吨，同比增加0.7%。农用薄膜的需求疲软情形将对聚乙烯价格产生一定的压力。预计6月份聚乙烯下游需求继续疲软，下游工厂仅维持刚需，这将一定程度上影响聚乙烯库存的消化速度。

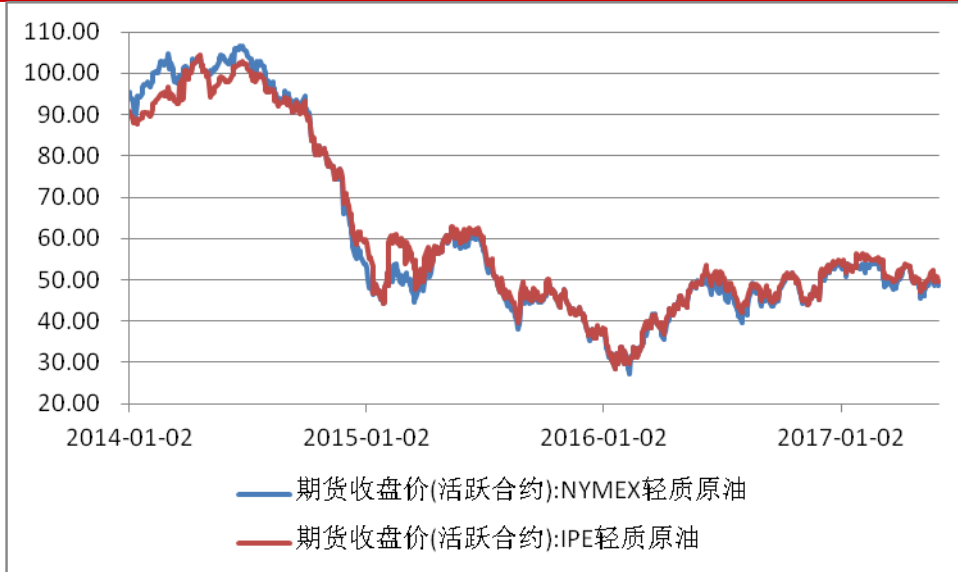
需求端另外需要关注的是回料替代需求。数据显示，在环保政策的影响下，2016年国内再生聚乙烯的实际供应量为490-500万吨，同比减少10%。另外，企业再生聚乙烯废塑料采购价由于环保政策的影响有所上涨，导致企业的生产成本上升，影响企业利润。一大批再生料加工厂家停工长达数月甚至关停，回料进口量和国内生产量显著下降，再生料慢慢退出市场，新料会有替代部分回料的需求，从而导致聚乙烯新料的需求量增加。

6、聚乙烯成本端支撑削弱

5月初，国际原油价格继续下跌。随后，在欧佩克会议将延长减产协议的预期形成以及美国原油库存和产量下降的背景下，国际原油价格开始反弹。5月25日召开的欧佩克会议决定将减产协议延长9个月至2018年3月，欧佩克会议结束后，油价大幅下跌。总体而言，5月份原油价格略有下滑。WTI7月合约最低跌至44.13美元/桶，最高涨至52.00美元/桶，截至5月31日收盘价为48.63美元/桶，月跌幅达到-1.72%；布伦特原油7月合约最低跌至46.64美元/桶，最高涨至54.67美元/桶，截至5月31日收盘价为50.29美元/桶，月跌幅达到-3.08%。

对6月份的原油走势保持震荡偏弱预期。减产协议延长9个月至2018年3月已经尘埃落定，未来主要关注欧佩克和非欧佩克产油国的执行情况。近段时间的消息不容乐观，产能受局势动荡影响的尼日利亚和利比亚阶段性恢复，利比亚和尼日利亚产量增加抵消其他成员国履行减产协议的效果。另一方面，美国的原油库存和产量数据亦不容乐观。截至5月26日当周，美国原油库存环比下降643万桶，原油库存比去年同期高1.1%，位于过去5年同期平均水平上限；汽油库存环比下降286万桶，馏分油库存环比上升39万桶。截至5月26日的一周，美国每日出口原油130万桶，今年2月份美国原油日均出口量110万桶，为历史最高月度出口量，今年1季度美国原油日均出口量接近90万桶。美国较高的原油出口量部分抵消减产协议的效果。综合考虑减产协议执行情况以及美国原油产量、库存变化的影响，6月份原油供给情况不容乐观，供过于求的情形会依然存在。预计6月份原油将形成震荡偏弱走势。因此，原油价格对聚乙烯价格支撑将削弱。

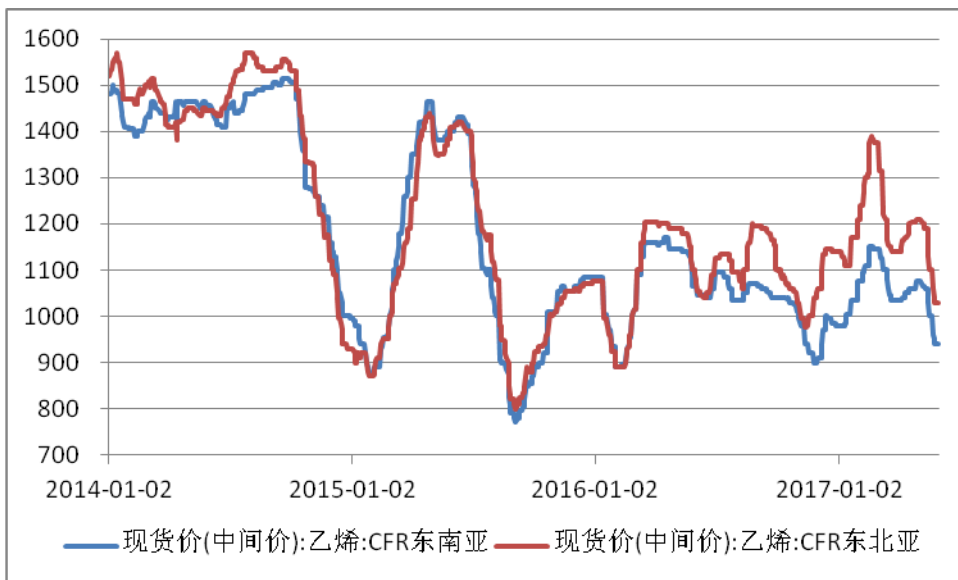
图6：原油期货价格走势



资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

5 月份乙烯呈下跌走势。截至 5 月末，CFR 东北亚乙烯价格为 1030 美元/吨，较 4 月末下跌 180 美元/吨；CFR 东南亚乙烯价格为 940 美元/吨，较 4 月末下跌 135 美元/吨。乙烯价格下跌主要受到伊朗货源冲击的影响。供给端，伊朗现货乙烯供应增加；需求端，下游聚乙烯开工率较低，现货乙烯需求疲软。乙烯市场供需失衡，导致乙烯价格下跌。6 月份上述情况可能无法有所好转，预计 6 月份乙烯供需依然偏宽松，乙烯将呈现震荡偏弱走势。

图 7：乙烯价格走势

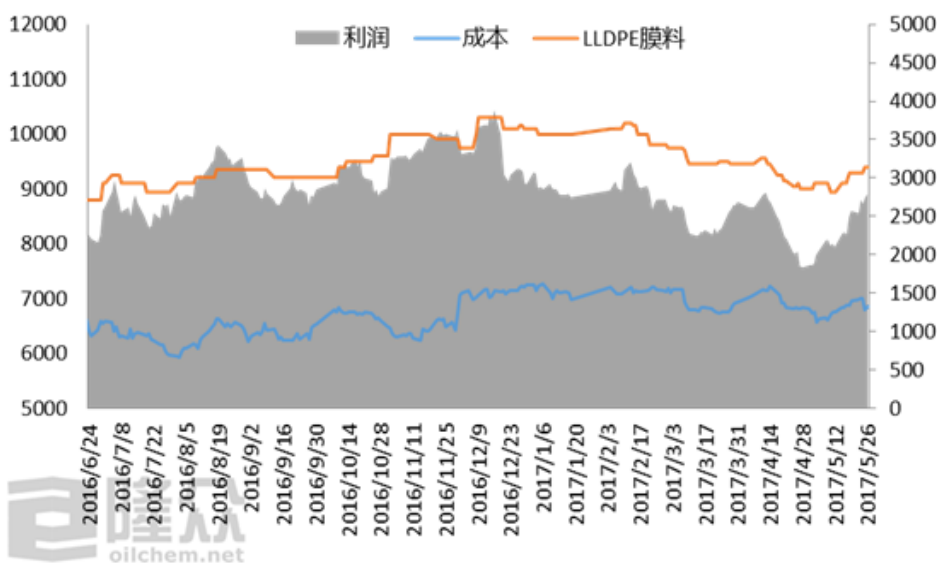


资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

7、聚乙烯生产利润分析

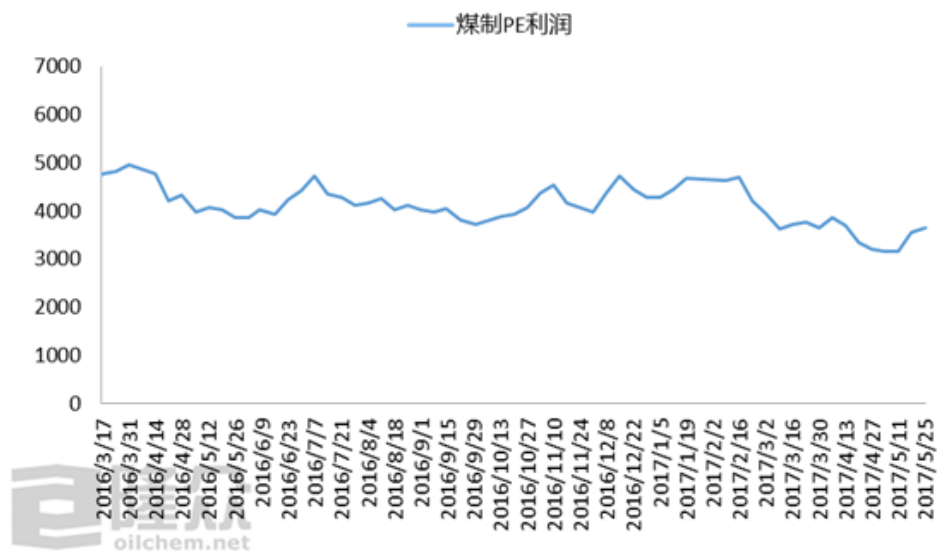
5 月份油制聚乙烯平均生产成本为 6861 元/吨，平均生产利润为 2286 元/吨；5 月份煤制聚乙烯平均生产成本为 5556 元/吨，平均生产利润为 3369 元/吨。与 4 月份相比，油制聚乙烯和煤制聚乙烯的生产利润出现小幅下滑。从整个 5 月份来看，随着聚乙烯价格的上涨，油制聚乙烯和煤制聚乙烯的生产利润逐日好转。5 月份外购甲醇制聚乙烯平均生产利润持续扩大，目前处于 726 元/吨的水平，较 4 月份提高 642 元/吨。总体而言，随着聚乙烯生产利润的上升，厂家主动检修的意愿减弱，新聚乙烯装置投产的意愿上升。

图 8：油制 PE 成本与利润（单位：元/吨）



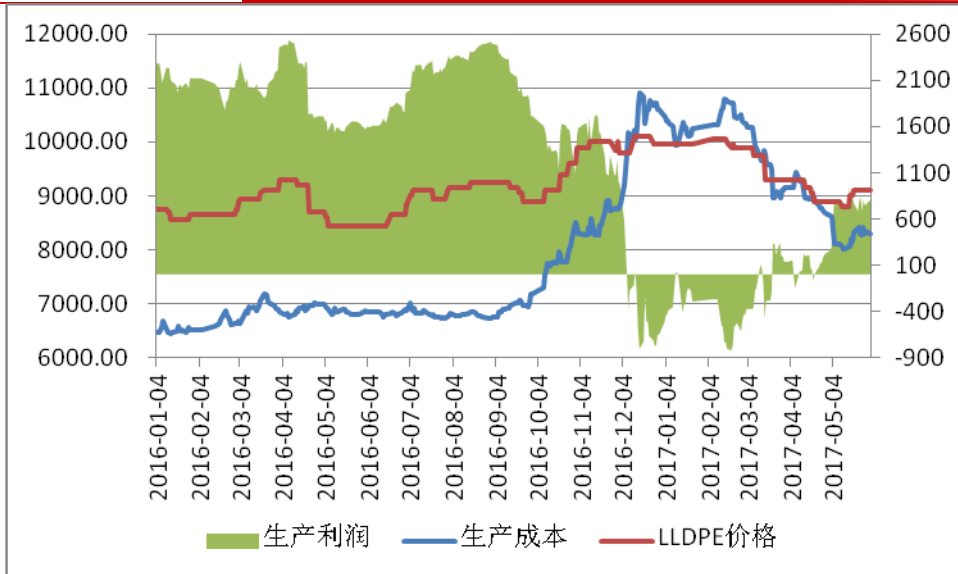
资料来源：隆众资讯

图 9：煤制 PE 利润（单位：元/吨）



资料来源：隆众资讯

图 10：外购甲醇制 PE 成本与利润（单位：元/吨）

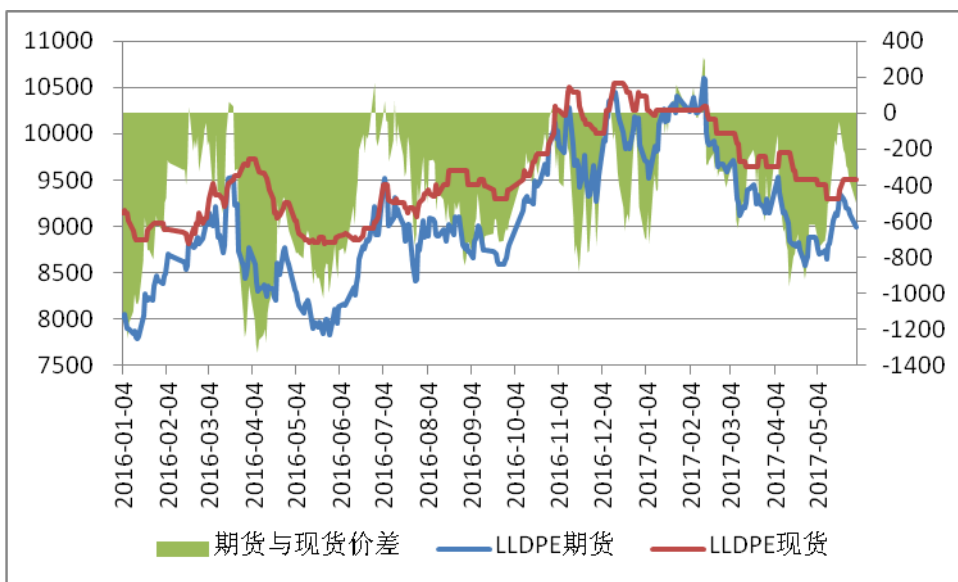


资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

8、期现价差及仓单变化分析

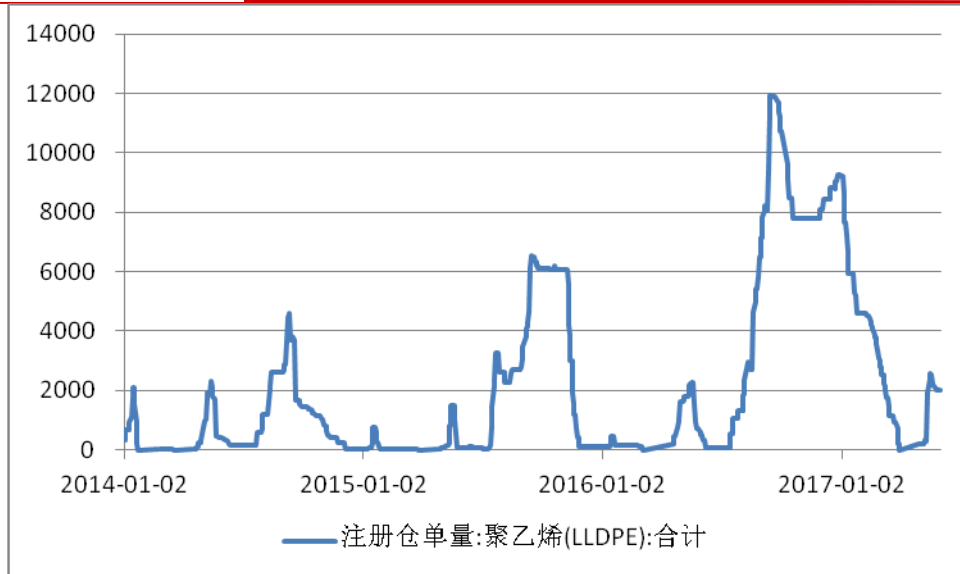
5 月份，随着塑料期货价格反弹，期现价差逐渐扩大；但是月末期货价格的下跌使得期现价差又重新缩小。同时，聚乙烯注册仓单也开始增加。截至 5 月 31 日，聚乙烯注册仓单依然为 2025 张，较上月末增加 1822 张。

图 11：LLDPE 基差变化图



资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

图 12：聚乙烯注册仓单量



资料来源: Wind 资讯、新世纪期货

三、行情展望

6月份,聚乙烯市场供需可能偏宽松。供给面,第一,聚乙烯新装置货源正式投放集中在4-6月份;第二,6月份装置检修量将减少,不会有5月份这么多的检修量,且6月份部分检修装置将重启;第三,由于进口利润的进一步恶化,加上国内需求不足,聚乙烯进口量有望大幅减少。需求面,6月份聚乙烯下游需求可能继续疲软,下游工厂仅维持刚需。随着聚乙烯装置检修减少、装置重启以及新装置货源投放,聚乙烯供给将逐渐恢复,并且在下游需求疲软的背景下,聚乙烯库存的消化速度将受到严重影响,聚乙烯库存量可能保持不变,甚至可能不降反升。因此,预计6月份塑料期货将呈现震荡偏空走势。

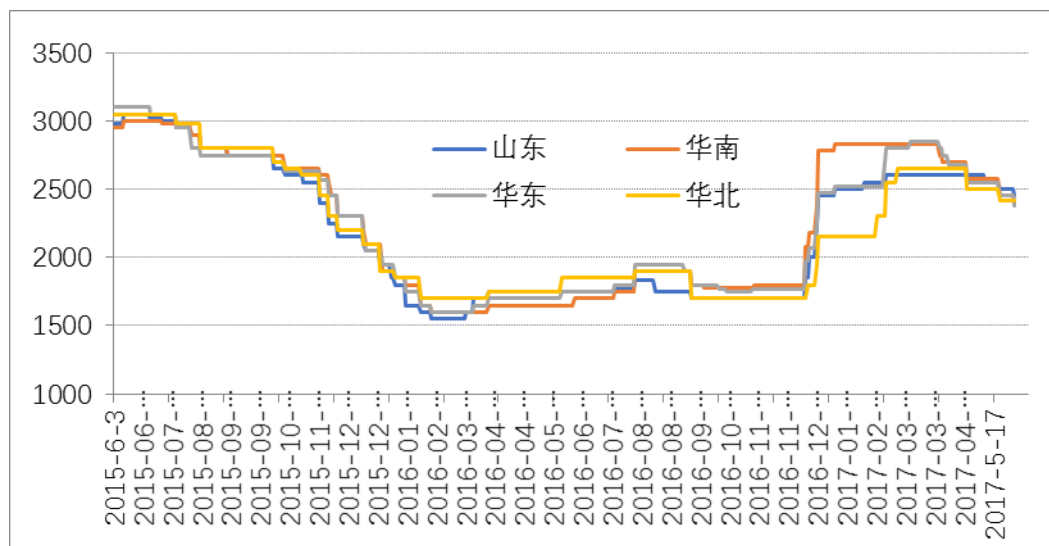
沥青中期走势仍趋于震荡回落

一、沥青供需状况

1、国内现货走势较弱

5月份沥青价格跌势进一步扩大，1709合约从2500元/吨的平台处跌落至2300元/吨附近。现货方面，重交沥青价格重心也是台阶式下行，华东地区回落至2400-2450元/吨，华南地区在2350-2450元/吨，山东地区成交在2450-2550元/吨。本月现货跌势明显，从基本面上看，宏观资金紧缩和供应压力增加是主要利空因素。尤其是供应方面，开工率提升，而终端需求一般，市场成交量较少。

图1：沥青现货走弱

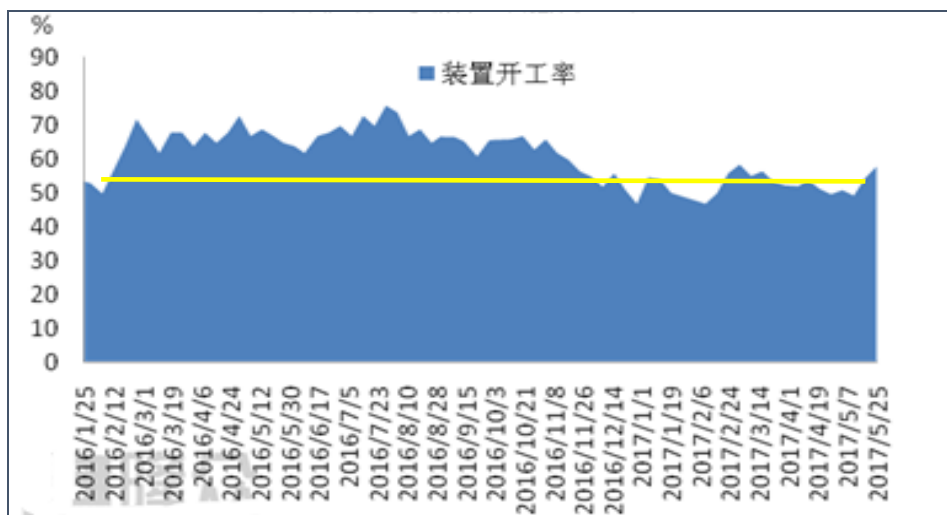


资料来源：隆众资讯、新世纪期货

2、炼厂开工率回升，供应渐宽松

截至5月底，国内沥青装置开工率为百分之58.2，相比4月底开工率上涨6.4个百分点。其中，山东、华北地区开工率有明显提升，中海滨州、东明石化、滨阳燃化、京博石化正常供应沥青，提升区内沥青产量，使得开工率水平由上个月的36%提升至60%。华东地区主力炼厂开工率提升至59%水平，较上一月增加9个百分点。目前开工率处于近两年内均值水平附近，供应量增加幅度也不算大，但后市开工率继续回升概率较大。沥青炼厂检修大都集中在4-6月份，6月份检修力度较小，预计沥青供应增加，供应压力也将随之增加。

图2：沥青装置开工率回升



资料来源：隆众资讯

表 1：国内沥青炼厂检修计划

地区	炼厂名称	归属	沥青产能（万吨）	装置状态	检修时间
华东	中油兴能	中石油	60	检修	6月10日-7月中旬
山东	齐鲁石化	中石化	120	检修	5月15日-6月15日
山东	中海沥青	中海油	250	检修	4月15日-待定
东北	辽河石化	中石化	120	检修	5月25日-6月25日
华东	上海石化	中石化	90	已复产	4月12日-6月1日

资料来源：隆众石化、卓创资讯

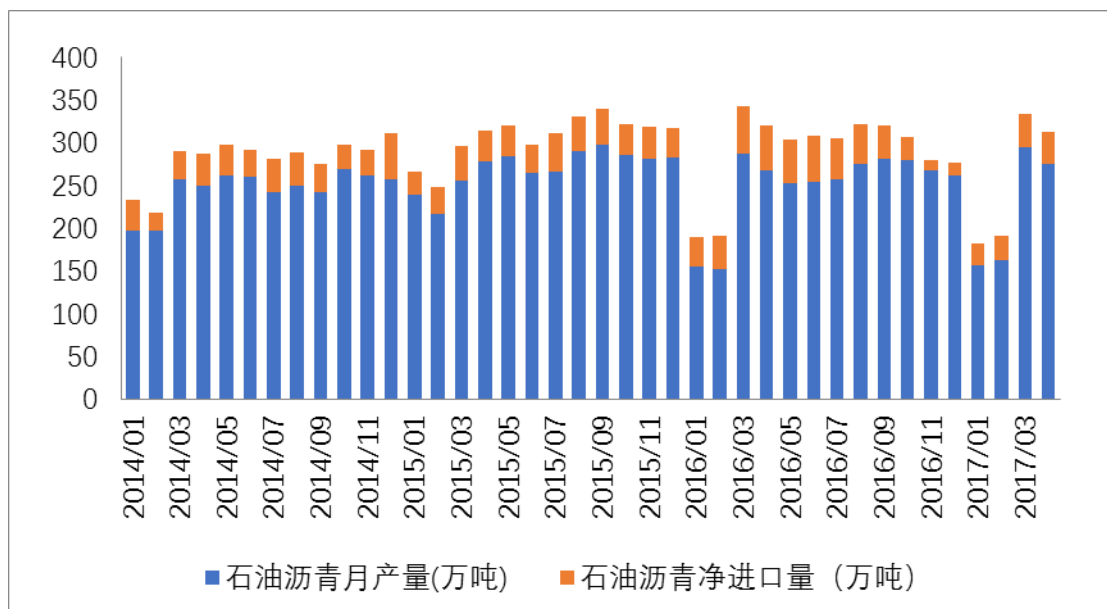
3、沥青产能继续提升，供应量有望继续增长

沥青产能继续提升。受良好的经济利润驱使，沥青未来产能继续放大的趋势依然较明显。2017 年山东玉皇、山东汇丰均都有生产沥青的计划方案，届时山东地炼沥青产能增加到 1300 万吨/年。江苏地区，新海试生产重交沥青，且中海油气泰州新建常减压装置年内有开工计划，促使江苏省沥青产能占比位跻身第二位。今年沥青产能再上一个台阶，产能释放压力加重。云南地区，云南石化即将在 6 月份投产，设计产能约 60 万吨/年。整体而言，沥青总产能将继续保持小幅增长，我国沥青行业产能过剩局面继续加剧。

进口方面，价高量少，对国内造成的影响不大。从 2016 年的数据看，沥青进口量占国内沥青总需求量的份额不高（约为 16%），进口主要来自韩国和新加坡市场。2017 年 4 月沥青进口量为 38.61 万吨，同比下滑 27.16%，环比增加 4.57%，累计进口量比去年同期下滑了 25.61%。韩国市场方面，目前韩国沥青 FOB 价格持稳在 265-275 美元/吨，国内贸易商报价 2750-2800 元/吨左右，较国产沥青高 300-400 元/吨。新加

坡市场，据悉当前到货主要供应地在华南以及西南，以固定项目需求为主，目前国内市场价格 2750-2800 元/吨。因国产沥青价格接连下跌，进口沥青成交不乐观，预计本月现货市场仍有走跌空间，且进口量或将受到压制。

图 3：沥青产量与进出口量（单位：万吨）



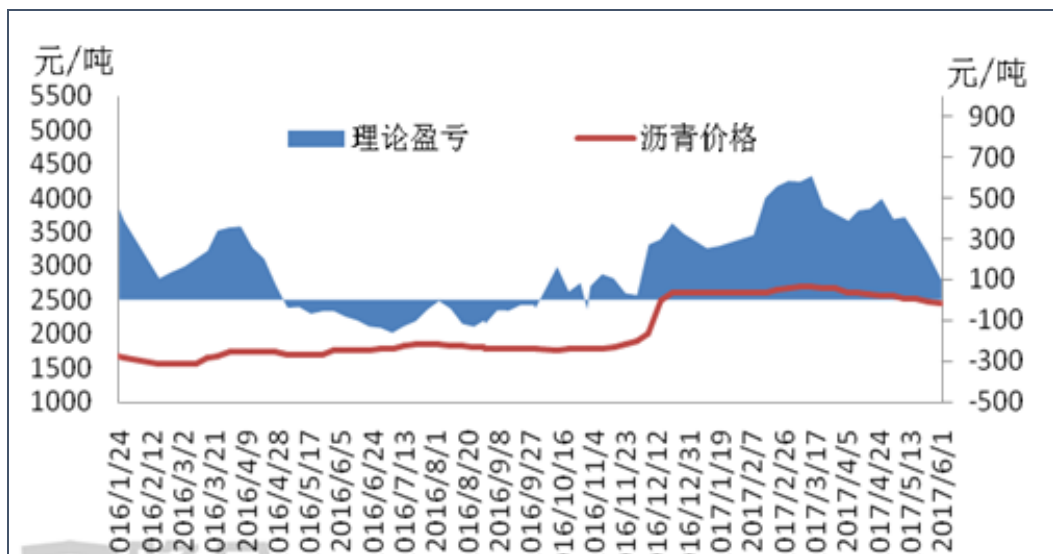
资料来源：隆众资讯

4、沥青利润下降

5月份沥青走势弱于上游成本端，利润出现较大幅度下滑，5月末利润由月初的 300 元/吨跌至 100 元/吨。上游原油偏强震荡，使得沥青厂理论利润缩减明显。

焦化料走势也偏弱，在前期补库结束后，终端需求未起，柴油和燃料油均有回落。5月份，山东焦化料价格较沥青价格的溢价在 100-200 元/吨左右。虽然山东地区焦化料也有所下调，但是由于柴油价格整体维持稳定，导致焦化利润尚可，目前沥青市场较低迷，生产焦化料仍较生产沥青有一定优势。

图 4：沥青生产利润下降（单位：元/吨）



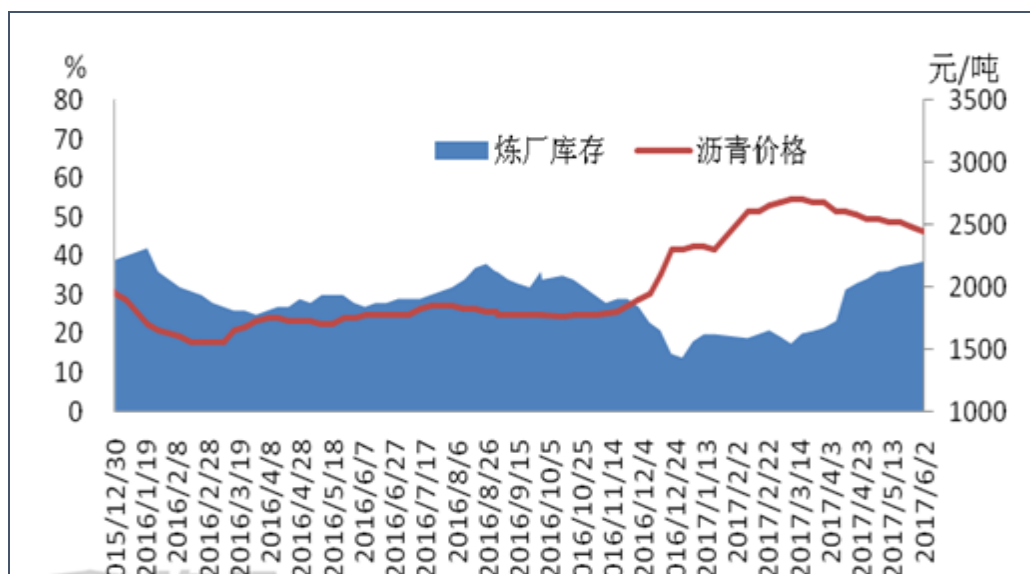
资料来源：隆众资讯（以上选取的是中海油沥青厂，为理论盈亏情况）

5、库存方面

4-5 月份沥青炼厂库存回升明显，5 月末沥青厂平均库存在 38.8% 水平，已经处于近两年较高的水平。其中，东北地区和华南地区库存水平偏高，尤其是华南地区，受雨水天气影响，下游备货积极性不高。

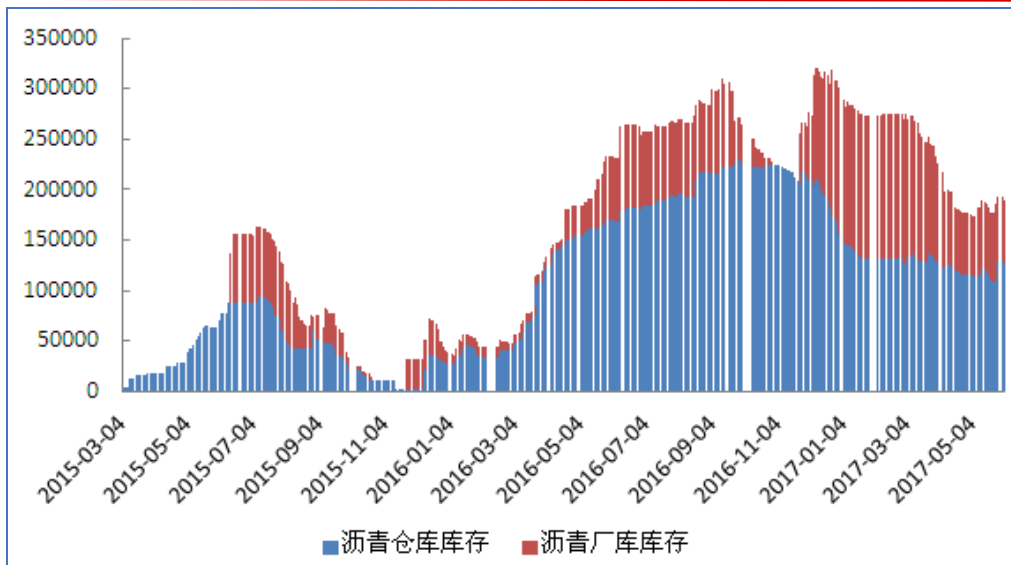
近两个月沥青仓单变动不大，维持在 20 万吨左右。从基差角度看，3 月份至今期货基本处于贴水现货状态，交易商做期现套利和卖出套保的积极性较低。因此，沥青交易所库存累积较为缓慢。

图 5：炼厂沥青库存上升



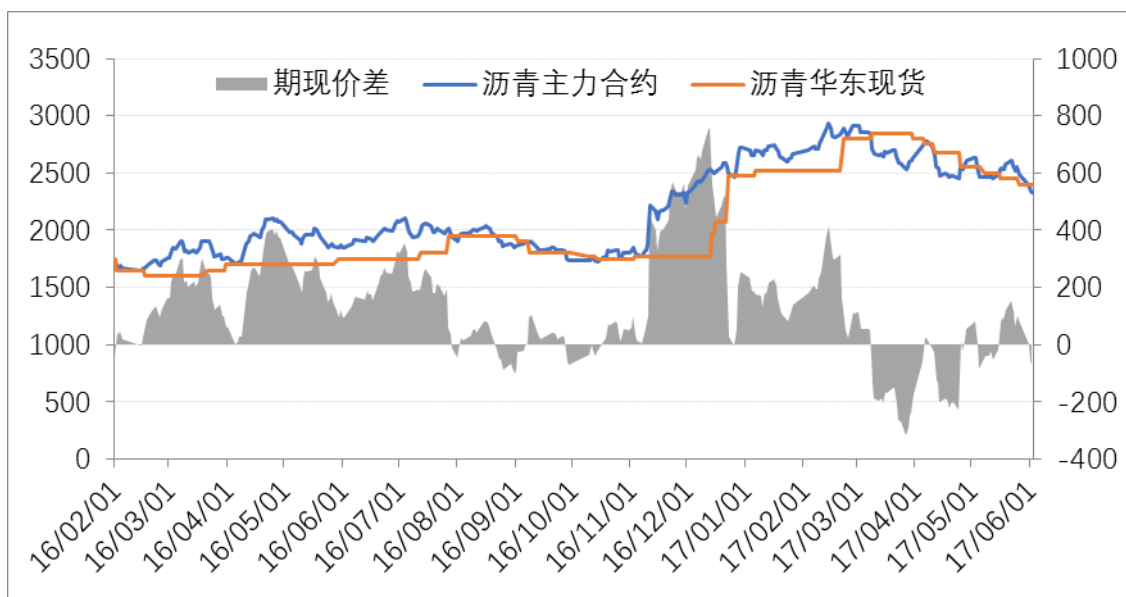
资料来源：隆众石化资讯

图 6：沥青仓单



资料来源：wind、新世纪期货

图 7：沥青期现价差走势



资料来源：新世纪期货

6、需求端表现一般

今年二季度沥青不及预期，库存再次累积。一方面，银行信贷持续紧缩，贸易商和下游囤货需求和投机性需求下降；另一方面，道理沥青实际需求增长有限，且南方地区受降雨影响，开工情况有一定阻延。后市主要关注西北地区道理施工情况，华东南南地区在雨季后沥青需求释放情况。预计后市需求处于逐步增长阶段，需求端不过于悲观。

二、上游油价区间震荡，对沥青指引有限

5 月份原油先扬后抑，主要围绕 OPEC 减产预期变化宽幅震荡，WTI 原油仍未摆脱 45-55 美元/桶的震荡区间。从当下多空因素看，在未来较长的一段时间内，原油维持震荡的概率仍大。

市场主要的利空仍是来自供应端。目前美国页岩油复苏势头较猛，且加大了对外出口，美国石油钻井平台连续 17 周增加；利比亚两处油田重新启用；虽然 OPEC 减产延续进展顺利，但非 OPEC 产油国执行欠佳，实际原油供应并未有效减少，不过减产延续基调已定，也为市场吃下一颗定心丸，油价跌幅也较为有限。

原油市长当前利多在于：美国夏季出行高峰期来临，油品消费进入旺季，商业原油库存和库欣地区原油库存均高位回落，减轻了库存压力；政策方面，美国 5 月非农就业人口不及预期，美联储 6 月加息预期偏淡，美元走势疲软，也对油价形成一定利好支持。

从基本面上看，油价影响因素仍是多空交织，短期内难以见到大的趋势性行情。若油价无较大的趋势性走势，对沥青走势的指引作用相对较小。

图 8：沥青与原油期价走势



数据来源：wind 资讯、新世纪期货

图 9：美原油周线走势



资料来源：新世纪期货

三、宏观环境对沥青价格影响较大

自 2017 年 2 月开始，国内货币市场转向紧缩，CPI 与 PPI 未能持续上涨，投机多头离场较为明显，这是导致化工品集体下跌的主要因素之一。二季度以来，金融监管加强，监管部门同步密集地出台各种措施以强化金融去杠杆。随着金融监管的集中强化，商业银行同业业务急剧收缩，证券净投资显著下滑，从而带动广义货币 M2 的增速下降，成为影响我国资本市场的主要矛盾之一

M2 的过快回落又增加实体经济的融资难度，加大了经济下行压力。从宏观数据看，5 月官方制造业 PMI 指数短期走平，而财新制造业 PMI 跌破荣枯线。从分项看，两者均呈现出需求稳中趋降、生产继续放缓、价格大幅回落的景象。这意味着需求、生产双双走弱，制造业的压力加大，经济出现下行态势。现阶段金融监管加强趋势还没有显著弱化迹象。

国际方面，美国 5 月非农就业人数不及预期，6 月份美联储加息预期削弱，或有利于国内工业品价格反弹。美国劳工部 6 月 2 日公布的数据显示，美国 5 月非农就业人口仅仅增加 13.8 万人，同时大幅下修了 3、4 月非农就业增速。虽然失业率跌至 4.3%，创下 16 年以来的低位，但劳动参与率有所下滑，且备受关注的薪资增长也意外不及预期。由于非农数据大爆冷门，美元走弱，美联储 6 月加息概率下降，或对国内工业品价格形态一定反弹推动作用。

对于中期市场，6-8 月份，我们认为国内外货币环境偏紧的主基调将延续，中长期对沥青价格形成利空影响；若出现阶段性缓和，譬如美联储 6 月加息概率下降，将有助于沥青价格的反弹。

图 10: CPI、PPI 上涨未能持续

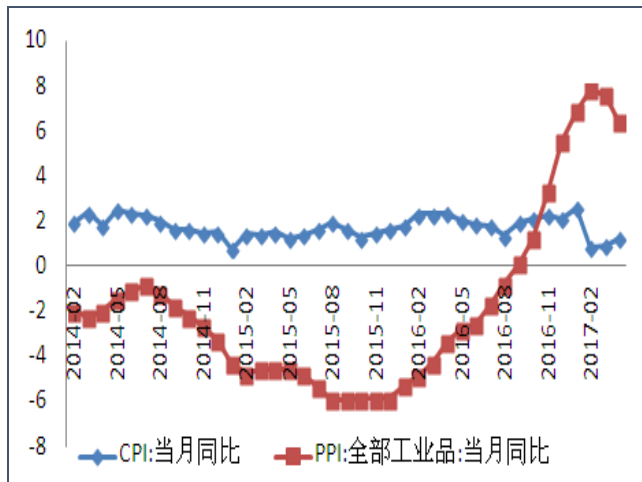
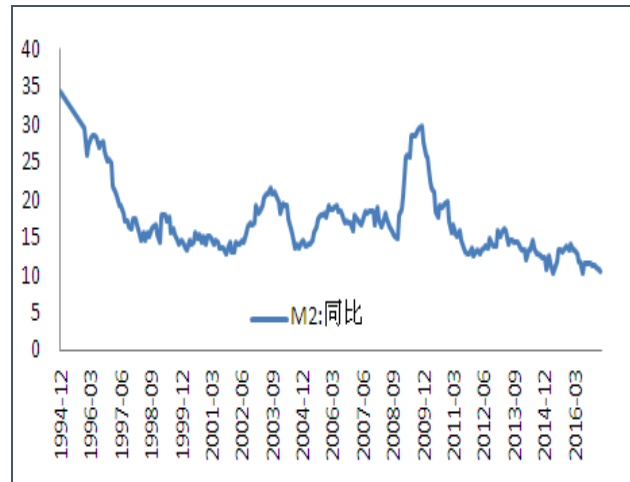
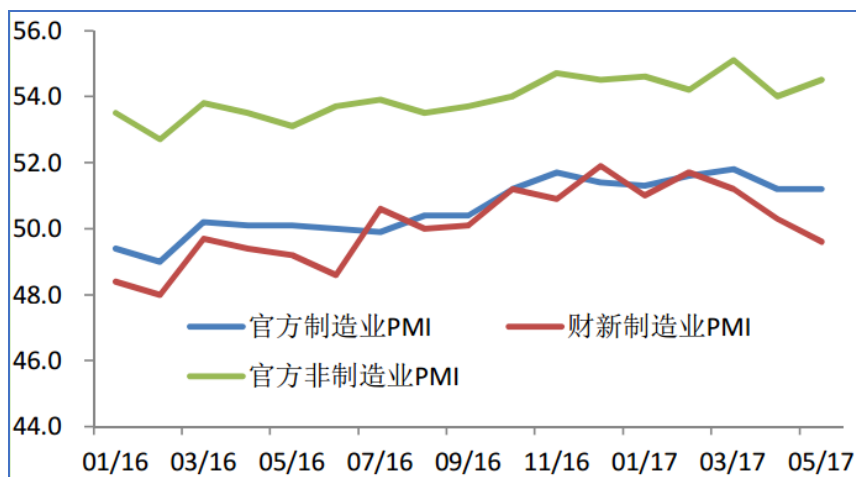


图 11: 3 月 M2 同比 (10.5%) : 历史第三低



资料来源: wind 资讯、新世纪期货

图 12: 中国 PMI



资料来源: wind 资讯、新世纪期货

三、综合分析及操作策略

基本面上看, 沥青市场多空交织, 利空因素略占主导。首先, 宏观方面, 我们认为国内外货币环境偏紧的主基调将延续, 中长期对沥青价格形成利空影响; 短期内, 美联储 6 月加息概率下降, 将有助于沥青价格的阶段性反弹; 上游原油市场, 趋于无序震荡阶段, 对沥青走势的指引作用下降; 供需面上偏弱, 沥青炼厂开工率回升, 需求不及预期, 炼厂库存偏高。技术面上, 沥青处于震荡下行通道中, 尚未出现底部形态, 不急于抄底做多。

我们预计, 沥青价格重心震荡下跌仍是大概率事件, 操作上宜反弹做空为主。预计 6 月份 1709 合约的

运行区间在 2200-2500 元/吨，有反弹至 2500 元/吨的机会可尝试做空。

图 13：沥青 1709 合约走势



资料来源：新世纪期货

油脂油料供给压力仍较大，看需求能否给力

一、国外市场供需

1、USDA报告中性，但大豆总体供应压力较大

美豆新作播种面积 8950 万英亩（上年 8340），单产 48 蒲（上年 52.1），产量 42.55 亿蒲（上年 43.07，预期 42.46），期末 4.8 亿蒲（预期 5.72）；陈作出口 20.5 亿蒲（上月 20.25），压榨 19.25 亿蒲（上月 19.4），期末 4.35 亿蒲（上月 4.45，预期 4.39）；巴西产量上调 60 万吨至 11160 万吨，阿根廷产量上调 100 万吨至 5700 万吨。2016/17 年全球大豆结转库存 9014 万吨（预期 8780，上月 8740）。美豆陈作压榨调低但出口调高，导致美豆陈季库存略低于预期，而新季结转库存大幅低于预期，但单产用趋势性单产 48 蒲/英亩，只要没有大的天气问题，后面单产还有较大上调空间，且美豆新作面积高于预期及南美产量预估上调导致全球大豆库存高于预期抵消美豆新作库存低于预期带来的利多，本次报告对大豆影响呈中性。

供应方面来看，全球大豆供应量处于增长态势，其中新季美豆种植进度已经开始发力加速了，截止 5 月 21 日当周，大豆播种进度已经超过了过去五年的均值，与去年同期持平。美国农业部最新发布的世界农业产量报告显示，2016/2017 年度巴西大豆产量将达到创纪录的 1.116 亿吨，比上月预测高出 60 万吨，比上年高出 1510 万吨。美豆面临南美丰产和新季大豆播种面积增加的压力，其价格也将面临较大的下行压力。

2、每年 4—6 月为南美大豆销售旺季

全球大豆的销售存在季节性规律。一般情况下，南美占据年内的 3—8 月，其中 4—6 月为销售旺季。美国大豆种植面积、产量连创纪录，加之美国农业部报告再度上调巴西 2016/2017 年度大豆产量，全球大豆需求增速难敌产量增幅，即便中国需求强劲，也难与全球数据抗衡，大豆市场整体供应宽松不容置疑。数据显示，目前，美国大豆出口量较上年度同期提升 22%，这应该是对巴西大豆销售份额的挤占，毕竟两国大豆在出口市场算是平分秋色。截至 5 月 5 日，巴西农户只销售了产量的 50%，低于去年同期的 67%。不过，巴西政府的“危机”爆发后，该国大豆日均销量从 30 万—40 万吨陡增至目前的 200 万吨。很明显，之前，美豆获得额外支撑以挤占巴西销售份额，而目前，巴西大豆有望加快销售进程。不过，背景却是全球大豆供应宽松，其销售压力可想而知。

3、17 年形成厄尔尼诺现象可能性较低，天气炒作概率不大

自美豆春播后，市场关注的焦点也慢慢重新转移到美国来，目前天气来看，目前跟踪极端天气的指标显示发生拉尼娜天气转向了中性如今又有重新转为厄尔尼诺的可能，南方涛动指数 SOI 近期表现持续回落，

之前已回落至代表厄尔尼诺发生的-9 附近，最近又有回升。NINO 指数近期也有回落，厄尔尼诺发生概率较之前较低，目前模型显示 17 年形成厄尔尼诺现象的可能性不到 50%，而厄尔尼诺阈值可能在 17 年 7，8 月份达到。目前虽然美豆的播种受到降雨的影响基本结束，从目前来看，未来两周中部和东部地区偏干燥，一旦播种不受影响，市场炒作氛围不再，配合出口也可能走弱，短期美豆继续维持弱势悬念不大。

4、东南亚棕油供应充裕而需求不济

(1) . 马棕油基本面意外利多出现，但产量恢复力度并不差

马棕油增产是确定性利空，不过斋月前备货仍作为相应利多为交易。此前市场预期已经认为 MPOB 报告会有利空，但是在 5 月 11 日公布的 MPOB 数据却给市场带来了意外利多，由于部分地区洪涝影响产量，以及 4 月天数低于 3 月，马来西亚 4 月棕榈油产量较前月增加 5.74%至 154.8 万吨，此前预期 160 万吨，3 月棕榈油产量为 146 万吨，4 月棕榈油库存较前月上涨 3.02%至 159.99 万吨，此前预期 163 万吨，3 月底棕榈油库存为 155.3 万吨。4 月份棕榈油出口环比上涨 1.39%至 128.33 万吨，预期 132 万吨，略偏低，3 月棕榈油出口为 126.58 万吨。由于产量、库存均低于市场预期，产量回升速度较为和缓，棕榈油压力呈现减弱，马棕油也出现了一定幅度的反弹，但产区产量恢复的并不差。

虽然 5 月公布的 MPOB 报告的影响十分利多，不可否认的是，产区的产量确实实在恢复，而且恢复的力度并不差。根据鲜果串单产数据来看，目前进入 2017 年以来鲜果串的单产环比增幅高于平均年份的增长幅度，这也验证了降雨量对鲜果串单产有 8-10 个月的滞后影响因素，由于 2016 年下半年产区降雨量充沛，后期鲜果串的单产将会继续恢复良好。但值得注意的是近期鲜果串的出油率较低，这要归结于近期产区降雨量偏多，导致总日照时间偏短，从而不利于果子的出油，预计 5-6 月份果子出油率仍将偏低。预计截至 6 月末马来西亚以及印尼产区期末库存仍将继续维持不到 180 万吨的库存。但是进入 7 月份后，随着产量的大量恢复，叠加阶段性需求的转弱，届时棕榈油的压力将会逐渐体现。

图 1 马棕油月度产量

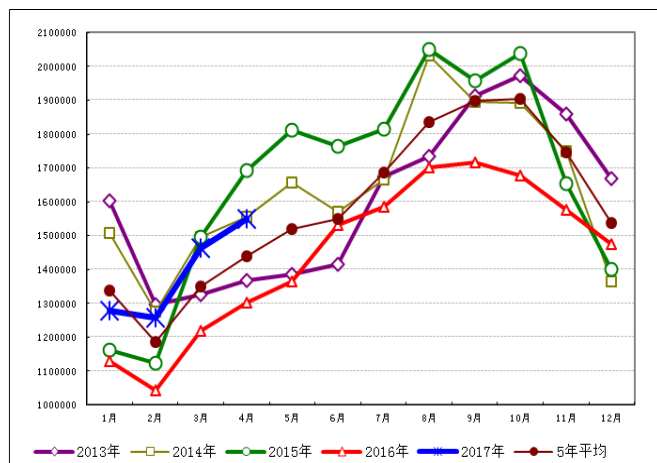
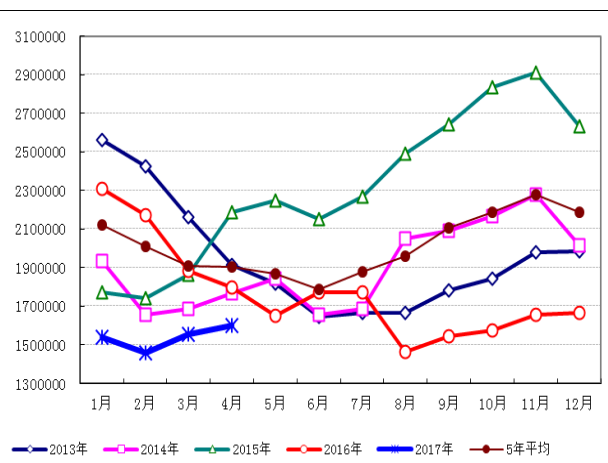


图 2 马棕油月度库存



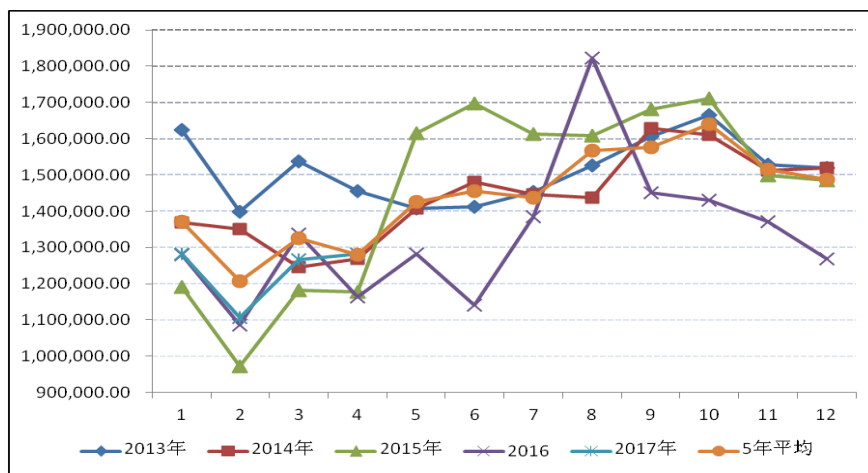
数据来源：MPOB

数据来源：MPOB

(2) . 穆斯林国家斋月节需求不是太理想

6月24-27日为开斋节，斋月的提前备货会非常有利于产区5-6月份的需求，同时叠加近期国际豆棕价差较上个月有所扩大，马来和印尼的棕榈油的出口需求持续向好。马来西亚政府将毛棕榈油出口关税由4月份的7.5%降到7%，降低了国际买家的采购成本，对出口形成利好支撑。不过，穆斯林斋月节已经拉开帷幕，买家通常会在斋月前的一个月储备棕榈油，因此斋月开始后，需求可能放缓。5月26日，船运调查机构ITS发布的数据显示，5月1-25日马来西亚棕榈油出口量为100万吨，环比增加16.2%，数据本是利多棕榈油的，结果当天棕榈油跌1.28%，这是因为前一天原油大跌5.16%，而原油大跌的原因来自市场担忧主要石油出口国的减产行动可能不足以消除全球过剩供应。马来西亚棕榈油进入7月份之后产量或将明显增加，马来西亚棕榈油FOB近月船期价低于南美豆油FOB价38.5美元/吨，如需恢复市场额，两者的价差需要扩大至100美元/吨以上。

图3 马棕油月度出口



数据来源：MPOB

二、国内油脂消费有所起色但供给压力较大

1、国内大豆供给数量庞大

国内进口大豆数量庞大。海关数据显示4月我国进口大豆802万吨，环比增加26.7%，同比增加13.4%。远期进口大豆到港预估不变：5月887万吨，6月910万吨，7月830万吨，8月760万吨。目前机构对中国2016/17年进口大豆数量的预估最高已经放在9000万吨以上，USDA5月供需报告中上调中国大豆进口100万吨至8900万吨。

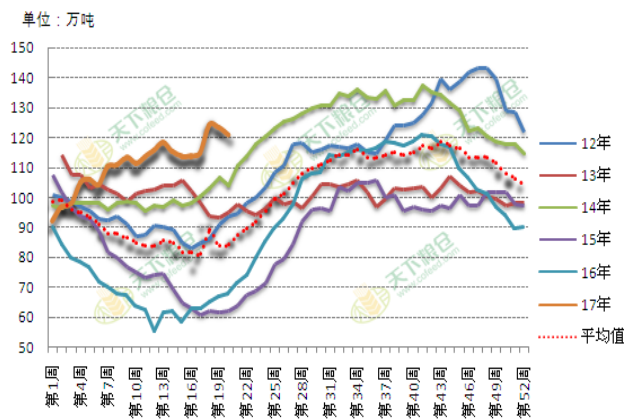
2、油脂供给充裕

近几个月的压榨利润并不太好，从油厂来看，国内大豆压榨利润是略有亏损，从到港来看，国内5月

进口大豆高达近 900 万吨，6 月从目前买船来看 780 万吨，国内供应压力在当前的二季度将达到历史高峰。国内豆油库存已超过我们前期预测的 120 万吨高点，较去年同期增 77.32%，增幅比例极大。但因着豆棕价差处于低位，出现了豆油替代棕榈油的迹象，目前豆油库存在 5 月 5 月创出高点后回落。在库存高位情况下，后期大豆到港量大，且开机率高位，将使得豆油库存维持持续增加趋势，且从历年的走势看，为了上半年的消费旺季备货，豆油库存在二季度下行概率几乎没有，后期的豆油库存压力还将一直持续到 6 月末，届时库存水平有望达到 140 万吨。棕榈油方面，根据目前的订船数据统计：6-7 累计差不多 10 万吨，8 月 20 万吨。按照月均 20 万吨的刚需消费量推算，接下来国内棕油将进入去库存模式，基差持续维持强势概率较大。

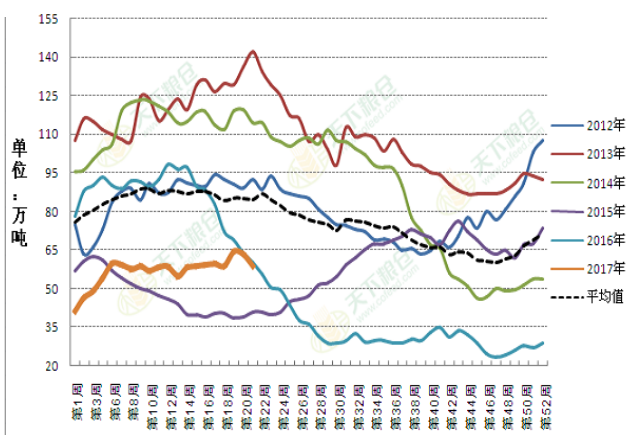
菜油本轮抛储一直持续到 3 月中旬，市场之前预计国储抛储越抛少，应该是越到后面压力越小。但压力在目前还是要继续维持下去，虽然拍卖暂停，但前期成交的菜油还在陆续出库，进口菜油也陆续到港，国内菜油库存将继续积累至 5 月达到峰值，目前看菜油华东库存仍维持高位。对于远月，后面可能没有国储菜油了，临储菜油去库存接近尾声，国产菜籽也一直在减产，国产菜油的稀缺性将得到体现，9 月如难消化完当前的库存，1709 反弹幅度预计不会太大，仍重点关注菜油消化的程度。

图 4 国内豆油库存变化图



数据来源：天下粮仓

图 5 国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓

3、油脂终端消费有所改善

5 月豆油终端消费较前期大幅好转，豆油现货成交大幅上升，由于终端以及渠道库存偏低，5 月出现豆油补库存的现象，未执行合同和提货量也有所回暖。目前而言在三大油脂中，当属豆油的消费最好。由于现货豆棕价差过低，国内豆油出现大量取代 24 度棕榈油的现象，因而 24 度棕榈油的消费也几近于刚需；同时 5 月豆菜油价差较前期有所扩大，菜油也渐渐失去性价比。

4、小结与交易策略

马棕榈油进入增产周期，但产量恢复缓慢，导致马棕榈油库存复苏低于预期，但不可否认的是，产区

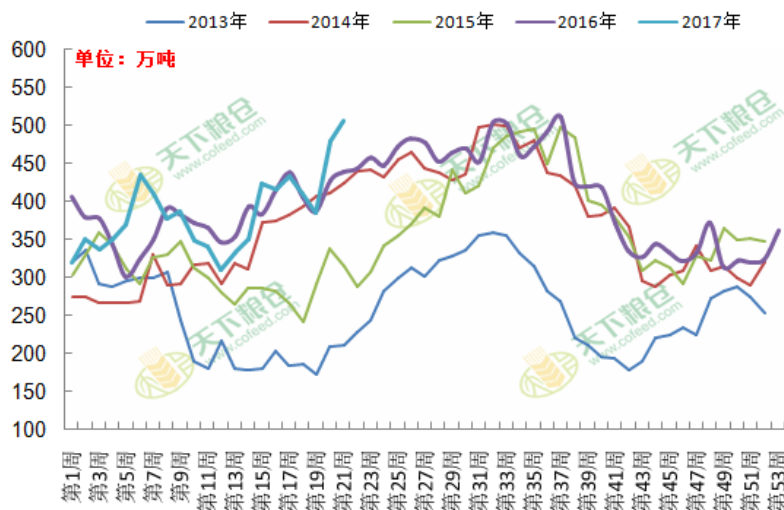
的产量确实实在恢复且恢复的力度并不算差，进入 7 月份后，随着产量的大量恢复，叠加阶段性需求的转弱，届时棕榈油的压力将会逐渐体现。从目前全球大豆的情况来看，市场依然处于供大于求的格局中。国内油脂库存压力重重，最大的体现在豆油市场中，后期豆油的供应压力只增不减，压力相对较大，从大的供需格局下，6 月份油脂还会呈现震荡偏弱走势。

三、豆粕震荡偏弱

1、大豆到港压力后续加大，库存趋向攀升

后期进口大豆到港量激增，豆粕供给增加明显。按照海关总署统计，2016/17 年度，9-4 月份共计进口 5679 万吨，比去年同期 5264 万吨增加 415 万吨，按照天下粮仓网的跟踪统计，5 月份进口大豆 887 万吨，6 月份最新预估维持在 910 万吨，7 月份最新预期维持 820 万吨，8 月份最新预期 760 万吨，5-8 月份预计进口 3377 万吨，全年共计进口 9056 万吨大豆，比 USDA5 月预估的 8900 万吨，以及国家粮油信息中心预估的 8650 万吨均有增加。从年度对比来看，5、6 月份进口量是超量的，7 月份以后，市场进口大豆的数量跟往年大体相当。可见 5、6 月份我国进口大豆到港量最大，市场供给压力也是最大的时刻。豆粕库存增加或将延续到 6 月中旬。由于大部分油厂已通过基差预售的形式锁定利润，因此 6 月中旬之前油厂会继续高开机率，周压榨量将维持在 180 万吨以上。截止 5 月 29 日，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 108.63 万吨，较上周的 101.45 万吨增加 7.18 万吨，增幅 7.07%，较去年同期 72.29 万吨增长 50.26%。

图 6 近几年国内沿海豆粕结转库存变化图



数据来源：天下粮仓

2、终端需求一般

目前国内养殖业处于恢复期，据农业部监测数据显示，2017 年 4 月，我国能繁母猪存栏量环比持平，同比略降 1.2%，连续第 44 个月无明显增长；生猪整体存栏量上升，环比上月增加 0.4%，比去年同期减少

1.2%。且5-6月份鸡禽流感影响，养殖户补栏还不是很积极，而南方多雨影响水产养殖复苏，终端需求一般，加上期货市场表现极度疲软，买家入市非常谨慎，大多以观望为主。

在豆粕具体需求上虽然目前国内生猪存栏环比出现小幅增长，饲料消费相应增加，但由于猪价持续下跌，养殖利润大幅下滑，养殖户补栏积极性有所减弱。此外，南方部分地区受禁养限制及环保政策影响，猪场面临拆迁，预计短期内生猪存栏增长有限，饲料需求难有太大涨幅。5-10月为我国的水产养殖旺季，也是水产饲料消费旺季，因单位蛋白含量高，豆粕在水产饲料配方中占据一定比例，但由于主要水产养殖地区的天气状况持续不稳定，今年水产饲料的需求启动也较为缓慢。据了解，今年不少水产养殖户在3-4月份选择降低水产投苗量而改种食用藕，影响了本年度国内水产养殖规模和水产饲料需求量。南方地区新一轮的大范围降雨天气再度展开，亦对水产养殖形成冲击，阴雨天气将使鱼塘中溶氧量降低，水生物进食减少，水产饲料消耗速度亦出现下降。相比于生猪及水产养殖，禽类养殖则更为惨淡，鸡蛋、淘汰鸡价格持续下跌，养殖户亏损严重，后期不得不面对大量集中淘汰，补栏积极性也很差，后期饲料需求势必会深受影响。生猪养殖中豆粕需求增长缓慢，水产及禽类养殖不景气拖累豆粕需求增长，与前期市场的乐观情绪差异较大，预计豆粕库存上升幅度将超出前期市场预期，在高库存压力下，预计短期豆粕继续跟随美豆跌势向下回调。

3、小结与交易策略

从目前全球大豆的情况来看，市场依然处于供大于求的格局中。进入6月份，市场多空因素交织，巴西汇率的贬值或将提振巴西大豆出口从而影响美豆，美豆主产区降雨过多或将影响新年度产量。国内蛋白粕也同样面临沉重的库存压力，当下的负基差以及压榨亏损能否让油厂停工消化库存成为连粕止跌回升的关键，油厂豆粕库存还可能继续增加。庞大的供给与缓慢复苏的需求形成对峙，供给充裕而成交量和提货量难以提振价格，豆粕后市预计将跟随美豆继续弱势运行。

未来短期豆粕价格或维持跌势，可以考虑继续买入看跌期权或者构建多头熊市价差组合。针对期权波动率的特征，买入看跌期权可以考虑买入浅虚值期权，一旦波动率微笑曲线回归正常，不仅可以赚取趋势收益，还可以博取波动收益；而熊市价差策略，不仅可以降低成本，同时风险也有限。

四、套利策略

做多油粕比：油脂仍将是震荡寻底的过程。品种间上看，库存压力较低的棕油可能在油脂中继续偏强，豆油偏弱。而在粕类中，历经4月的反弹，5月跟随美豆出现下跌格局，目前已接近前低，若美豆天气上正常，国内豆粕继续反弹的动力则不足，相对看好六月份油粕比继续走强。油脂上可选偏强的棕油。主要关注基本面指标：美国天气，生猪存栏，养殖利润，豆油库存。风险：美国天气出现异常棕油产量大增

9月菜豆油价差：潜在的机会还有如果五月的菜油交割压力过大，现货库存难以消化导致菜豆油菜棕油价差持续缩小的话，9月的菜豆油在300以内会有安全垫，届时做多菜豆油价差可以考虑。主要关注基本面指标：马来棕油产量，斋月出口情况，国内油脂库存情况。风险：菜油消化过慢，美生柴政策利好。

白糖价格仍处弱势，重点关注国内食糖供需基本面

一、本月行情回顾

国内郑糖主力合约 SR1709 在五月份基本处于一个低位盘整的状态，前期主要是受到了商务部对于进口食糖提升税率的预期支撑，使得郑糖在外盘弱势的情况下呈现一个窄幅震荡的状态。但是，到了五月末，商务部调查结果正式公布，结果也符合市场预期，利好兑现。同时，结合全球主要产糖国巴西由于天气原因 4 月产糖量大幅超市场预期以及国内农产品价格继续回落的拖累，郑糖也开始跳水，考验下方 6500 点附近支撑。在整个五月当中，郑糖主力合约 SR1709 跌 0.73% 或 -48 点，报收于 6552 点。

国际原糖指数在经历了三月和四月两个月的单边下跌之后，于五月上旬出现了短期企稳以及弱反弹，但是在下旬开始又重回跌势，日线出现“六连阴”而月线也出现了“四连阴”。在整个五月的行情中，ICE 原糖主力合约跌幅达到 7.87% 或 -1.27 美分。截至 5 月 31 日，ICE 原糖指数跌破 15 美分大关，报收于 14.86 美分，暂时还没有出现止跌企稳迹象。

图 1：国内郑糖走势图



数据来源：文华财经，新世纪期货

图 2：国际原糖走势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

二、国际糖市基本面

巴西：巴西是目前世界第一产糖国，也是世界最大的食糖出口国，其产量占据全世界的 25%，出口量占据世界的 40%。巴西食糖产区主要集中在中南部和东北部，其中中南部糖占比达到 90%。巴西中南部为亚热带季风气候，夏季高温多雨，冬季温和少雨，雨热同期的天气环境以及耕地较多的肥沃红土非常适合甘蔗生长。其中，中南部甘蔗压榨的时间大致为 5 月至 12 月。

5 月 27 日，Unica 发布数据称，16-17 榨季巴西中南部地区糖厂压榨了 3846.1 万吨甘蔗，4 月下半月未压榨 2409.1 万吨，但是低于上年同期的 3969 万吨。5 月上半月巴西中南部地区糖产量为 210.6 万吨，高于上年同期的 207 万吨，期间近 47% 的甘蔗用于产糖，上年同期为 44%。另外，乙醇产量为 14.83 亿公升，4 月下半月为 9.32 亿公升，上年同期为 16.2 亿公升，说明糖厂更加倾向于产糖，但是近期有传闻称国内市场乙醇销售收入改善。

Unica 预计，2017/18 榨季巴西糖产量将达到 394 万吨，上年同期为 532 万吨。截至 5 月上半月，中南部地区共有 249 家糖厂开榨，低于 16 年同期的 258 家，预计 5 月下半月还将有 13 家糖厂开榨。

印度：印度是全球第一大食糖消费国以及第二大食糖生产国。荷兰合作银行称，印度在 2016/17 年度中将进口 200 万吨糖，因该国消费量可能于七年来首次超过产量。该分析师称，在 10 月 1 日开始的 2016/17 年度中，印度糖产量可能下降至 2,330 万吨，因接连的干旱导致西部主要生产邦马邦甘蔗作物受损。其对印度糖进口量的预估是路易达孚商品公司周三给出的预估值的两倍。相对于海外机构的评论，印度本国食品部长拉姆—韦拉斯—帕斯旺则认为，估计 10 月开始的 16-17 制糖年（10 月-9 月）印度的食糖产量将下滑 10.27%，至 2252 万吨，不过，国内市场上的食糖供给不会出现短缺现象。由于主产区天气干旱，15-16 制糖年印度的食糖产量已经减至 2510 万吨的水平。而印度糖厂协会（ISMA）则第三次下调食糖预期产量至 2030 万吨，消费需求量从之前预期的 2420 万吨下调至 2380 万吨。

按照印度糖厂协会（ISMA）发布的最新数据，由于卡纳塔克邦已经停榨，加上马哈拉施特拉邦（马邦）的生产也进入尾声，16-17 制糖年（10 月-9 月）截止 2017 年 2 月 28 日时印度食糖产量仅达到 1624.5 万吨，较去年同期 1994.3 万吨的产量下降了 18.54%。数据显示，16-17 制糖年印度 483 家糖厂参与制糖，截止 2017 年 2 月 28 日时印度全国已有 257 家糖厂在制糖，去年同期仍在制糖的糖厂则多达 390 家。

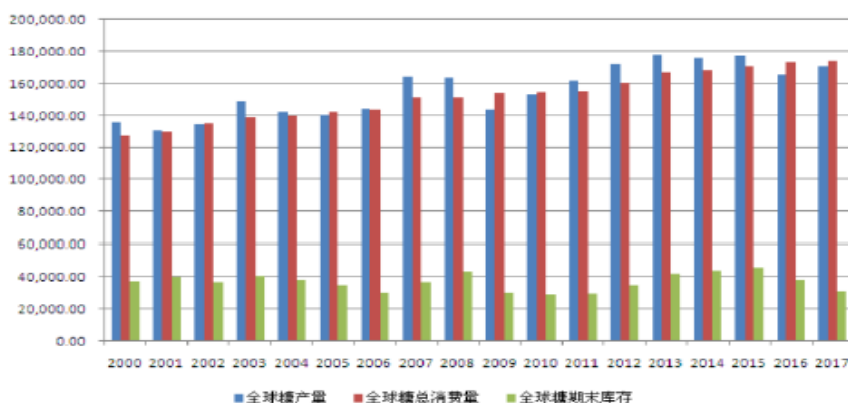
泰国：据泰国蔗糖管理局（OSCB）日前公布的数据，自 2016 年 12 月 6 日开榨到 2017 年 4 月 8 日期间，泰国糖厂累计收榨甘蔗 9250 万吨，同比下降 2%，产糖近 1000 万吨，同比增长 2%。至此，16-17 榨糖年泰国的食糖产量已经超过了预期。此前 OCBS 预期 16-17 制糖年泰国的食糖产量将下降 2%，至 960 万吨。眼下市场关注的重心已经转移到糖厂的回炉生产上，初步预测今年泰国回炉的食糖总量介于 300-500 万吨之

间。

另外,综合外电报道,据泰国糖厂公司(TSMS)日前公布的数据,2017年4月份泰国累计出口食糖 57.2 万吨,同比下降 10.7%,其中 29.4 万吨为原糖,同比下降 34% (其中 26 万吨出口到印度尼西亚,同比下降 26%,由于来自巴西中一南部地区和中美洲的竞争加剧,1 季度泰国出口到印度尼西亚的原糖也下降 16%,另外 25.5 万吨为高等级白糖,同比增长 34%)。

出口方面,据 OSCB 日前的数据,2017 年 2 月份泰国累计出口原糖 298650 吨,较去年同期 287319 吨的出口量增长 4%;2 月份白糖出口 24.4 万吨,同比增长了 20%,其中 15.3 万吨主要出口到缅甸和柬埔寨。

图 3: 全球食糖供需情况



数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

三、国内糖市基本面

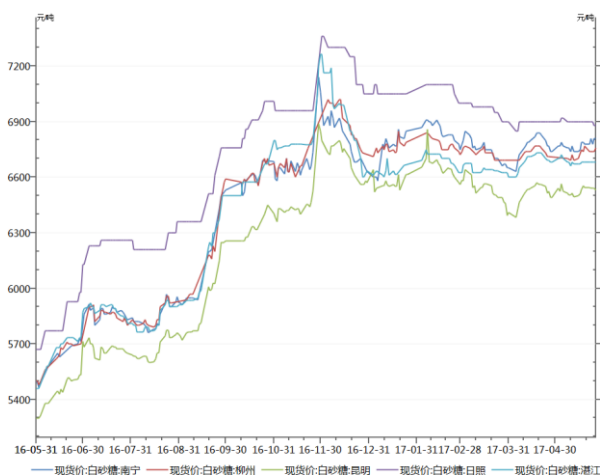
截至 2017 年 4 月底,本制糖期全国共生产食糖 915.18 万吨,同比增加 60.21 万吨。其中,产甘蔗糖 810.47

万吨，产甜菜糖 104.71 万吨。累计销售食糖 453.95 万吨，同比增加 50.8 万吨，累计销糖率 49.6%，同比增加 2.45%。其中，销售甘蔗糖 395.24 万吨，销糖率 48.77%，销售甜菜糖 58.71 万吨，销糖率 56.07%。

国内现货方面，由于受到国内对进口食糖数量的限制，国内白糖现货价格水平总体较之前有了明显的企稳回升。其中，南宁现货价格 6810 元/吨，上涨 70 元/吨，成交情况继续回暖；云南昆明现货价格 6530 元/吨，上涨 40 元/吨，成交情况回升；山东日照现货价格 6880 元/吨，较上月下跌 20 元/吨，成交情况一般；湛江现货价格 6680 元/吨，与上月价格基本一致，成交情况一般。

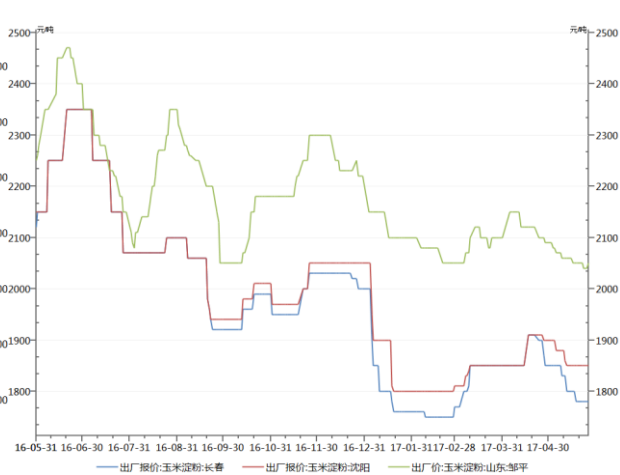
另一方面，淀粉糖制作原料玉米淀粉的现货价格与 3 月底的成交价相比各地涨跌不一，成交情况略微回暖。其中山东邹平 2050 元/吨，较上月末下跌 40 元/吨；沈阳 1850 元/吨，较上月末下跌 50 元/吨；长春玉米淀粉成交价平均 1780 元/吨，与上月相比下跌 70 元/吨。

图 4：白糖现货价格（元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

图 5：玉米淀粉价格（元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

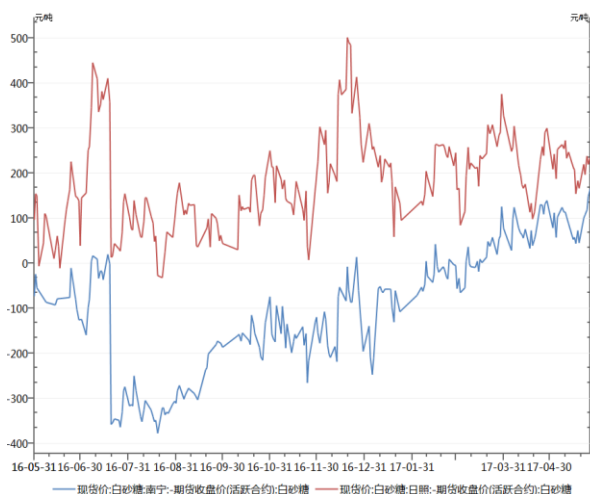
四、期市结构分析

五月份当中，郑糖的基差基本没有大的变化，在经历了上半月的扩大之后又逐渐缩小，期货和现货都

在窄幅震荡中，基差难以被拉开。由于五月上中旬正值市场等待商务部进口食糖调查公布结果前期，市场走势较为谨慎，波动较小，故而期现基差难以拉开。但是，当下旬结果公布之后，结合国际原糖的利空消息之后，郑糖开始迅速下跌，基差开始有所拉大。

另外，关于郑糖 9 月合约和 1 月合约的价差在经历前面几个月的持续缩小之后，远期合约的升水逐渐增加。由于受到五月份商务部即将公布对进口糖贸易调查结果公布，利好兑现之后，近月主力合约开始走弱，从而带动 9-1 价差走弱。

图 6: 郑糖 09 基差 (元/吨)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

图 6: 郑糖 9-1 价差 (元/吨)

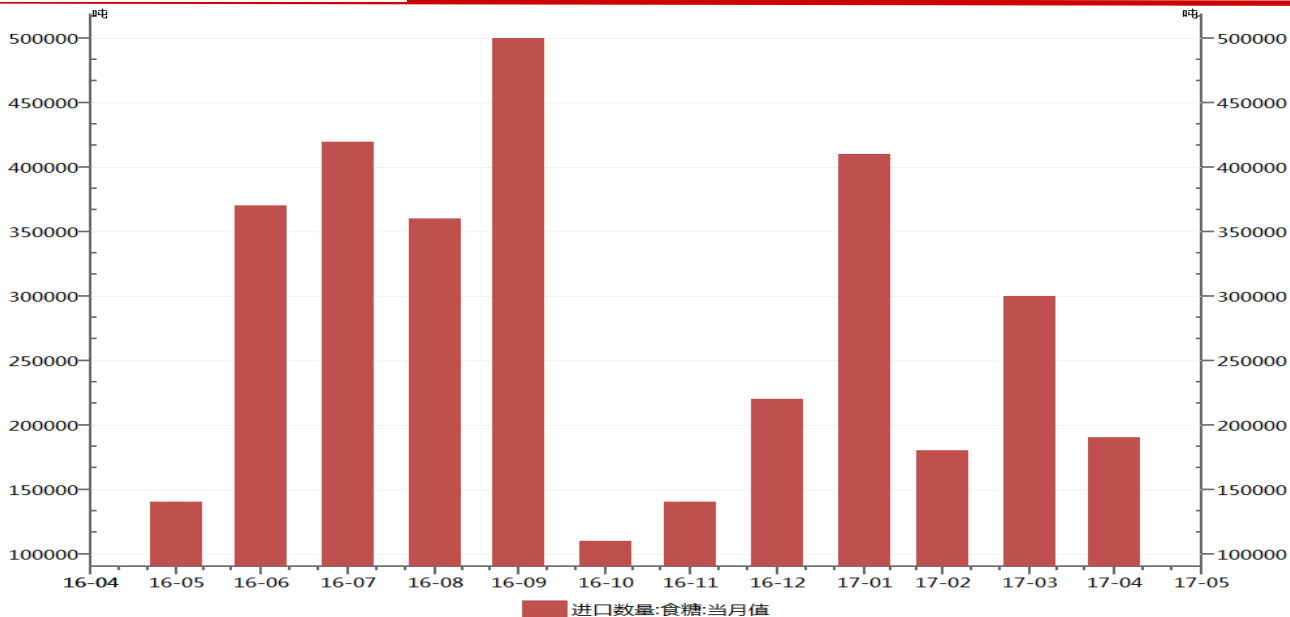


数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

五、进出口情况

海关数据显示，中国 4 月份进口糖 19 万吨，较同比的 23 万吨下降 4 万吨，环比下降 11 万吨。2017 年 1-4 月中国累计进口糖 108 万吨，同比增加 24.5 万吨。2016/17 榨季截至 4 月底进口糖 154 万吨，同比减少 41.21 万吨。

图 7: 我国食糖进口数量 (吨)



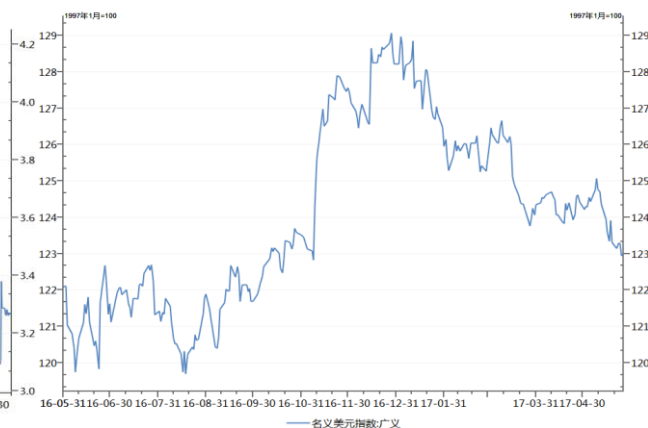
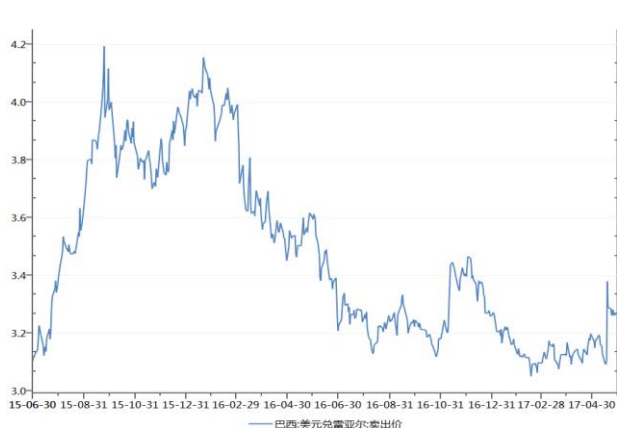
数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

六、外汇情况

截至5月31日,巴西货币雷亚尔兑美元卖出价报3.2437,较前两月有了一定的回升。这主要是因为之前巴西国内特梅尔政府卷入贿赂丑闻,巴西国内政局出现混乱,多名议员要求特梅尔下台,并打算启动弹劾程序。就近日来看,雷亚尔的反弹主要是因为美元近日开始走弱,巴西国内政局稍有缓和。但是需要进一步观察巴西政治局势,如若政局再次恶化,不排除雷亚尔再次走弱,从而让国际原糖再次承压。

图 8: 雷亚尔兑美元汇率

图 9: 美元指数



数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货

七、后市研判

关于白糖后期走势，首先要看主产国巴西的新榨季收榨情况，是否会出现新的炒作题材，同时密切关注当地天气情况。同时，巴西国内的政治局势和美元指数也是比较关键的一环。其次，最大消费国印度的进口政策是否会出现意料之外的放松，增加全球食糖消费需求。最后，也是最重要的一部分，国内食糖在食糖进口税率增加之后走私情况是否会恶化，缉私力度是否会增强，都值得关注。从目前来看，我国的食糖价格走势，还是以政策市为主，与国际原糖价格走势关系不是特别紧密，内外价差的存在会形成新的均衡状态。

随着政策预期的兑现，预计短期内郑糖价格将逐渐下移，走势主要以震荡为主。但是，在即将到来的夏季，可能重新会出现关于天气的炒作、国内快速去库存、消费旺季以及中秋备货等一系列利好价格的因素和题材，届时糖价可能会出现一定反弹。

总而言之，我们预计在 2 季度最后一个月里，郑糖走势将以震荡偏空为主。短期郑糖指数将考验支撑位置 6400-6500 一线。因此建议投资者在此期间内可以轻仓逢高持空单参与，以观望为主，等待炒作题材的出现和行情转暖。

具体策略：多单离场，空单少量逢高参与；适当建立 9-1 反套；

八、白糖期权策略

建议投资者买入 6400-6500 一线的白糖看跌期权，同时可以考虑做多波动率。具体途径是建立跨式或者宽跨式期权组合。另外，在夏季 7 月份到来之前，可以适当买入虚值看涨期权。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。